



海通证券投资银行丛书

王开国 / 主编

中国企业

资产重组的 理论与实务

乔桂云 余有红 等编著

上海人民出版社

海通证券投资银行丛书

王开国 主编

VH33N14

中国企业 资产重组的理论与实务

乔桂云 余有红 等编著

上

主 编: 王开国

副 主 编: 乔桂云

执行主编: 于建国 余有红 吴福明
单树峰 郎唯群

撰 稿 人: 乔桂云 余有红 张 峦
郭 箭 李冰山 张小峰
王永明 朱海平 陈扬丽
储民宏 邹亚民 陈 爽
周莉娟 肖玉军 颜寒松

主编前言

党的十五大对我国经济体制改革和发展作出了全面部署。十五大把国企改革摆在了十分重要的位置上,充分肯定了股份制的重要作用。江泽民总书记在十五大报告中指出:“股份制是现代企业的一种资本组织形式,有利于所有权和经营权的分离,有利于提高企业的资本运作效率,资本主义可以用,社会主义也可以用。”“国有企业是我国国民经济的支柱。搞好国有企业改革,对建立社会主义市场经济体制和巩固社会主义制度,具有极为重要的意义。”“以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。”江泽民总书记的报告为国有企业改革指明了方向,对证券市场建设和发展具有重要的指导意义,同时也为中国的投资银行业务的发展提供了广阔的舞台。

在中国投资银行的主体业务应包括:国有企业改制与资产重组、企业股票和债券的承销、企业并购业务的策划与运作、投资基金管理、项目融资等。目前,国内券商投资银行业务主要限于股票的承销,零星的做购并咨询和财务顾问业务,在很多方面还是空白。但随着中国证券市场的发展,经济体制改革的深化,投资银行业务必将得到全面的发展。

理论来源于实践同时又高于实践。海通公司作为中国最早成立的拥有 10 亿元注册资本,在全国有近 90 家左右分支机构的老牌全国性证券公司,曾为 150 多家企业发行过股票、做过财务顾

问,同时还管理着通发基金、大庆基金,以及作为淄博基金发起人,有着管理基金的经验。同时,我们在企业购并领域也曾作过一些尝试。为了推进中国投资银行业务的全面发展,我们结合在实践中积累的一些经验,搜集了西方国家的一些典型材料,组织海通公司内部一些有研究能力的员工和社会上一批专家,经过历时一年的努力,编写出“海通证券投资银行丛书”,为我国投资银行业务的发展贡献一份微薄之力。该丛书由《中国企业资产重组的理论与实务》、《国外企业收购与兼并》、《国债投资策略》、《房地产证券化探索》、《投资基金的发展与创新》和《国债市场论》等六本书组成。

《中国企业资产重组的理论与实务》一书立足于我国企业资产重组的宏观、微观背景,结合企业产业结构,联系证券市场,剖析投资银行在企业资产重组中的作用,列举国内最新的企业资产重组典型实例,全面介绍企业资产重组的理论与实务。

《国外企业收购与兼并》一书旨在为读者展示 90 年代国外企业购并动态和未来发展趋势,比较分析西方发达国家及亚洲发展中国家企业购并的特征和理论进展,以及政府对企业购并监管的最新改革措施。通过介绍国外典型购并案例,分析购并实际操作程序,这对国内企业购并具有一定的借鉴意义。

《国债投资策略》一书介绍了国债与政府宏观调控之间的关系,按券商投标承销、场内分销、交易所买卖、券商柜台交易和兑付等多层面探讨国债操作技巧。本书对券商和广大投资者投资国债有很强的实用性。

《房地产证券化探索》一书从全新角度考察我国房地产证券化的可行性,分析投资银行的功能,权衡开发商、银行与居民在房地产证券化中的利益,并对我国房地产证券化的具体方案作了科学的设计。

《投资基金的发展与创新》一书向读者详细阐述了国内外投资基金的发展状况以及前景展望,对投资基金的运作与管理进行了

实质性的探索和创新,并结合实际把我国投资基金作了全面的研判。

《国债市场论》一书系统比较了中西方国债理论,辩证分析了国债的经济效应,重点探讨了国债市场的市场化改革与发展,就如何构建国债市场监管体系进行了比较,并提出了既区别于西方国家又区别于传统的、因而是独特的、符合中国国债市场发展规律的监管模式。

当然,本丛书不仅对投资银行人员具有参考价值,而且对券商、银行、政府、大专院校、企业等单位人士也会有所帮助。另外,广大居民对本丛书中的国债买卖技巧、房地产交易和基金投资同样会产生浓厚的兴趣。

我国投资银行业务是一个新兴的、正在飞速成长的业务,各方面都处在不断变动之中。鉴于作者水平有限,本丛书中不妥之处一定不少,敬希广大专家、读者指正。

海通证券有限公司总裁 王开国

1997年10月20日

责任编辑 汤中仁
封面装帧 傅惟本

海通证券投资银行丛书

中国企业资产重组的理论与实务

乔桂云 余有红 等编著

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮政编码 200020)

新华书店上海发行所经销 上海中华印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 16.5 字数 402,000

1998 年 1 月第 1 版 1998 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—5,000

ISBN7-208-02792-7/F·573

定价 25.00 元

第一章 导 论

一、企业资产重组的涵义

1. 资产、产权与资产重组

资产是企事业单位和其他经济组织拥有的以货币计价的一切财产物质、债权与其他各种权利的总称。我国《企业会计准则》对资产作了如下定义：“资产是企业拥有或者控制的能以货币计量的经济资源，包括各种财产、债权和其他权利。”按照经济学理论，企业的资产在宏观经济上构成国家的国力，在微观经济上形成企业的生产要素，因此，它既有使用价值，又有交换价值。

不言而喻，企业资产是企业产权的载体，它既是有形的，也是无形的。所谓产权，是指财产所有权以及与财产所有权有关的财产权。无论何种性质的财产所有权，都是产权。财产所有权是产权的主要形式，其他形式的产权都是由财产所有权派生的。按照我国《民法通则》第五章第一节第七十一条规定：产权所有人“依法对自己的财产享有占有、使用、收益和处分的权利”。产权拥有这四方面的权利是由其自身的三大特性所决定的。第一，产权主体必须具有经济实体性。这是因为企业作为产权主体必须拥有一定的财产作为参加社会再生产的前提，以享有自己独立的经济利益。第二，产权运用具有独立性，即企业产权一经确立，产权主体就可以在合法范围内自主运用产权，谋求自身利益的最大化，而不受同一财产上其他财产主体的随意干扰。第三，产权主体具有可分性，

即一项财产的产权可以分离开来分配至不同产权主体手中。产权的三大特性决定了它具有两个基本功能：首先是收益分享权，即分享企业资产经营所带来的收益的权利；其次是支配处分权，即在合法范围内，产权主体不受任何干扰，自主支配或处分财产的权力。

我国现阶段的企业资产的产权转化，无论是国有企业之间，还是国有企业与国有单位之间，或者是非国有单位之间的资产产权转让，都伴随着企业资产重组的起始与发展过程。资产重组即是对企业边界重新划分，对企业现存的生产要素进行重新配置，通常它只改变企业的资产结构，但有时又可增长企业的净资产数额。产权转让是资产重组中的一种交易方式，或是一项内容；两者之间相辅相成，密不可分。

2. 企业资产重组的内容与方式

企业资产重组在我国是一个全新的概念，又是一个含义相当广泛的概念。一般意义上说，它是指在社会范围内或企业范围内，对企业的资产进行重新配置，以完成企业资产结构上的战略调整，使企业在较短的时间内实现效益最大化。企业资产重组的内涵丰富多样，既可以采用物质形态的重组，如厂房、机器、设备之类的固定资产，也可以是非物质形态的置换，如技术专利、商标、股权、债权等；既可以是整体性的重组，如整个企业的购并转让，也可以是部分的整合，如参股、合伙；既可以是一组企业的重组，也可以是单个企业的改制。企业资产重组在不同的经济环境下，其侧重点和方式不尽相同。由于资产体现一定的货币价值，因此企业资产重组也称为财务重组。

企业资产重组一般分为企业内部资产重组和外部资产重组。企业内部的资产重组，主要是企业对现有自身资产的改造；企业外部的资产重组，主要通过兼并或收购其他企业资产，达到资本的迅速对外扩张，从而进一步壮大自己的竞争实力。企业内部的资产

重组方式主要是：股份公司改制上市，企业主业转换，企业资产分割，资产出售转让，企业租赁与托管，企业的产权拍卖与破产。企业外部的资产重组方式是：企业购并，买“壳”上市，借“壳”上市。

(1) 股份公司改制上市。股份公司改制上市，是指按现代企业制度的要求，即产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学，对企业进行股份公司改制，同时对企业原有资产进行合理处置和重组，待各项工作符合要求并被核准，通过证券市场公开募股，并挂牌上市。

(2) 企业主业转换。企业主业转换是为了突出主营业务而将一些附属业务通过剥离的方式转移出去，实现资产向主营业务的高度集中。在股份制定向募集企业(未上市)和向社会公开募集股份的企业(上市公司)中，转换主业是企业资产重组和其他重组的重要环节。在目前我国企业经营中，尤其是国有企业的经营业务往往由两部分构成：一种是经营性业务，即主营业务；另一种是非经营性业务，即非主营业务。前者是以盈利为目的的，而后者往往体现“企业办社会”的内容。为了突出国家对国有企业进行“改制、改组、改造”的精神，对企业进行主业转换是十分必要的。这方面的方法有以下三个：

① 确定原则。在主业转换过程中，确定哪些业务需要保留，哪些业务应该转移出去，如果与主营业务关联度比较大，属于企业上游或下游产业，则要予以保留并扶植发展，与此相反，则要与主业剥离出去另谋发展。

② 内部合并。企业内部如果业务设置庞杂或重叠，则可以通过与主营业务部门合并，实现人力、物力、财力向主营业务部门的集聚。

③ 协议转让。采用这种方法是指与主营业务没有多大业务关系，则通过市场转移出去，进行公开招标的协议转让，也可以通过协议出售股权的方式进行。

实行企业主业转换，在企业未来的发展中三个有利条件：第

一,掌握国家宏观产业政策后转换主业,能够得到国家产业政策的扶持。企业实行主业转换,必须了解其所在行业的发展周期,特别是与行业发展周期相关的产品周期的情况。只有这样,才能立于不败之地,将自身经营融入宏观经济的发展之中。第二,转换主业能进一步保证企业现有资源配置的倾斜。企业转换主业后,为保障主营业务的发展,使主营业绩出现明显的增长,必须调集各种生产要素,如技术力量、硬件设施、资金条件给予全方位的支持。第三,企业转换主业后,适应了市场,使其产品不断满足市场需求,也就使企业有了生存发展的可靠保证。以广东肇庆星湖味精股份有限公司为例,该公司在1996年度报告中披露:1996年其主营业务利润中,66.5%来自肌苷原料药产品,味精的利润则退居其次,仅占26.1%。由此可见,企业的发展前景需要有市场的依托,企业产品只有得到市场承认,为社会所接受,其投入才能得到产出和收益,才可以算是实现了价值增殖。

(3) 企业资产分割。在企业内部或集团公司内部进行资产分割重组,是指把不同业务进行资产、人员的分割,以形成多个专业化生产基地,或多元化业务的子孙企业。这种方式通常是以股权为纽带,形成一个金字塔型的控股体系,组成一个庞大的企业集团。它有利于集团内部调拨资产,加强专业化发展,提高各子孙公司资产的运作效率,同时可以灵活地展开有关业务的分析和合并,进行资产和业务的优化组合。深圳赛格集团发展初期,由于投资过度膨胀,主导产业选择不明确,集团内部各成员之间缺乏内在的产品、技术经济联系,致使集团效益低下。从1993年开始,深圳赛格集团提出了集团内部“以产品为‘龙头’和以服务项目为配套的专业化生产方式”的指导方针,并按此经营方针对集团所属企业进行了资产分割重组,组建了赛格达声、赛格日立、赛格中电、中康玻璃等十个以股权为纽带的专业化企业,为集团发展奠定了基础,由此也在社会大众中确立了“赛格品牌”这一商誉。

(4) 资产出售转让。这种重组方式是企业对不需要或不适应公司长远发展方向的部分资产予以出售转让。企业采用这种形式一般是为了新增项目或业务发展筹措资金时考虑的,其特征是法人财产权的买卖交易活动。深圳“万科”是一家以房地产为核心业务的上市公司。该公司原拥有一家名为“怡宝”的蒸馏水厂,年产量 5 万吨,年增长率达 60%,是国内最大的蒸馏水生产企业,行业前景普遍看好。“万科”经过战略筹划后发现,生产蒸馏水与以房地产为主营业务相背离,必须进行战略性的调整。1995 年“万科”正式签约出售“怡宝”,从而体现了该公司战略思路的调整。

(5) 企业租赁与托管。企业租赁,是指在不改变企业所有制性质的条件下,实行所有权和经营权的分离,企业所有者(出租者)将企业有期限地交给承租者经营,承租方向出租方交付租金,并依照合同规定对企业实行自主经营。企业托管是在企业租赁经营基础上的一种完善和延伸。从近年来我国经济体制改革的实践来看,企业租赁与托管的特点是,不改变资产的所有权性质,但经营权和处置权发生了有条件的转移。当前我国企业租赁所采用的形式主要有五种:个人租赁、合伙租赁、全员租赁、企业租赁和入股租赁。

① 个人租赁。企业主管部门代表国家将国有企业的全部资产(包括固定资产和流动资产)以及整个生产组织形式出租给个人进行经营。个人租赁,承租人就是厂长(经理),是企业的法人代表,并有一定数量的个人财产和两名具有正当职业且有一定财产的担保人承担企业租赁风险。

② 合伙租赁。由两个以上(一般是 3—5 人)的公民组成一个合伙组织,与国有企业的主管机关签订租赁合同,并由承租者推荐一人为厂长或经理,作为企业的法人代表。合伙租赁的特点是合伙者共同承担连带责任。

③ 全员租赁。这是全体职工作为承租者向国家租赁企业。

具体运作是由企业的全体职工代表大会或职工大会推选厂长(经理);由厂长(经理)代表全体职工与国有企业主管机关签订租赁经营合同。

④ 企业租赁。企业以法人资格作为承租人,通过租赁合同获取其他企业的经营权,并按合同规定向企业所有者交纳租金。

⑤ 入股租赁。企业职工集体承租,职工入股,并将租赁后新增税后利润划定给职工个人。股金分为定股、入股和集股各种形式。租赁所体现的业务种类为融资性租赁、服务性租赁和经营性租赁。

(6) 企业的产权拍卖与破产。产权拍卖是产权拥有者和购买者双方通过市场竞卖的方法,使产权从拥有者一方向出价最高的购买一方转移的一种产权交易形式。拍卖可分为两种形式:一种是经营权的拍卖,使资产经营权在不同经营者和使用者之间转移;另一种是所有权的拍卖,使资产所有权由卖方向购买方转移。在一般情况下,这种产权交易不是完全自愿的,一旦法院宣告某个企业破产,那就必须强制性地地进行破产程序,企业必须将其全部财产拍卖并以此清偿债务,而被拍卖企业的法人主体和企业实体都不复存在。

(7) 企业购并。企业购并即企业兼并和企业收购的合称。

① 兼并即合并,在公司法中,是指一个公司被另一个公司所吸收。后者保留其名称及独立性并获取前者的财产、责任、特权和其他权利,前者不再是一个独立的商业团体。根据我国《公司法》第一百八十四条规定“公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。”所谓吸收合并,就是在两个或两个以上的公司合并中,其中一个公司吸收了其他公司而继续存在。新设合并就是两个或两个以上的公司通过合并以后同时消失,在一个新的基础上成立一个新的公司。新设公司接管原来几个公司的全部资产和业务,重新组织董事机构和管理机构。

我国的企业兼并是社会主义市场经济发展的客观要求,是市场竞争机制中优胜劣汰的必然结果,也是深化企业改革、建立现代企业制度的重要内容。从这一指导思想出发,我国企业兼并的五大原则是:第一,以经济发展战略和产业政策为指导,以盘活存量资产为目标;第二,遵循自愿、互利和有偿的原则,不能用行政命令强制或阻扰优势企业兼并劣势企业;第三,企业兼并要注重实效,即达到优化产业结构、产品结构和企业组织结构,提高企业整体素质和社会、经济效益的标准;第四,除国家有特殊规定外,企业兼并不受地区、所有制、行业和行政隶属关系的限制;第五,企业兼并既要促进规模经济效益,又要防止形成垄断,以有利于企业之间的竞争。

② 收购是指一家公司购买另一家公司的股票或资产,以获得对该公司本身或资产实行控股权的行为。收购的对象分两种。一种是收购股权,即购买另一家公司的股权,或发行在外的股份。法人或自然人及其代理人对上市公司的收购,其控制权一般是持有一家上市公司 25% 以上的股份或投票权。另一种是收购资产,即购买目标公司的资产。

我国企业收购重组自 1993 年秋季发生首例收购事件,即深圳宝安集团上海公司收购延中实业股份有限公司以来,收购的形式基本上有三个:场内收购、场外收购、行政推动。

a. 场内收购,指收购方在证券交易所(二级市场)收购上市公司的流通股,从而获得该公司的大股东甚至最大股东的地位。场内收购的对象通常是高流通股上市公司,由于其股票和股东比较分散,中小股东较多,容易使收购方得手。据《中国证券报》1993 年 10 月 10 日报道,深圳宝安集团上海公司 1993 年 9 月 29 日收购延中股票占股本的 4.56%,9 月 30 日,这一数字飙升至 16%,最终升至 19.8% 的控股比例。这一事件后,宝安集团上海公司虽然受到了罚款处理,但成功地控股了延中实业,并入主延中实业董事会。

b. 场外收购,指收购方与上市公司的法人股东和某家股东在场外进行协商谈判,以某一确定的价格协议收购该上市公司法人股东和国家股东的股权,从而实现参股或成为最大股东的愿望。场外收购的对象大多为法人控股上市公司或者国家控股公司。收购方主要出于三方面的考虑进行场外收购。一是这类上市公司的股东和股权比较集中,谈判对象少,收购方只要和其中一家大股东谈判成功,就有可能获得控股权。二是转让成本低,由于国家股和法人股现今不能上市流通,协议转让价相对比较低。三是场外协商,保密性好。1997年3月19日,深圳奥海实业投资发展有限公司以协议方式一次性受让上海新亚(集团)股份有限公司所持有的上海新亚快餐食品股份有限公司发起人法人股1208万股(占总股本22.57%)和上海二纺机股份有限公司所持有的上海新亚快餐食品股份有限公司发起人法人股1029万股(占总股本19.23%),从而一举获得了新亚快餐法人股共2237万股,占新亚快餐总股本41.80%,从而成为新亚快餐的最大股东。

c. 行政推动,指政府鼓励并促成国有股和法人股控股权的转化。目前我国国有资产实行“国家所有,分级管理”的原则,省市市政府拥有对国有股权转让的最终权力。因此,没有政府强有力的行政推动,没有经过国有资产管理部门的批准,国有股和法人股的转让事宜,很难取得应有的成效。

(8) 买“壳”上市。买“壳”上市,指非上市公司的具有独立法人资格的公司通过收购上市公司,获得上市公司的控股权后,再将优质资产注入到上市公司中去,达到非上市的控股公司间接上市的目的。非上市公司运作买“壳”上市必须是:产业中的优势企业,也是国家重点支持发展的产业和行业;产业“龙头”企业,具有雄厚实力的大集团、大公司;具有良好经营业绩的企业,尤其是那些高利润、高净资产收益率、高成长性的企业;名人、名牌、名企业。这种形式的运作,突破了本行业或本系统的局限,有利于全社会资源

的优化配置。

(9) 借“壳”上市。借“壳”上市,指集团公司或控股公司先将其一个子公司或部分资产改造上市后,再将其他资产注入,实行重组后借“壳”上市。借“壳”上市多数在本控股公司或集团公司内部进行,所以操作起来比较容易。但是也有其局限性,从某种意义上说,它限制了上市公司的存量资产在更大范围内优化配置。

资产重组是企业资产经营的主要手段,也是企业资产经营的核心。资产经营是指在企业生产经营中,科学、合理、有效地运用好资产,提高资产的盈利性、流动性和安全性,保持各种资产规模适度、结构合理及收益的稳定。企业资产的盈利性是企业资产经营的第一条原则。盈利是企业生存与发展的一项重要指标,它是企业生产经营活动中最主要的动力来源和最主要的效益体现。这是因为,盈利一方面为企业的生存空间及增强市场的竞争力提供了物质保证,同时确保了负债偿还的前提条件和可靠手段,另一方面又为企业经营业绩和企业资产配置结构和规模效益的比较提供了定量尺度。企业资产的流动性是企业资产经营的第二条原则。对一个企业来说,最重要的经营诀窍便是灵活调度、合理组合,以保持资产适度的流动性。它是衡量企业经营好坏及管理水平高低的突出标志。资产流动性的核心内容是在企业的日常经营活动中,必须保持其资产的偿付性、周转性或在不贬值条件下的销路性。由于企业在不确定的市场背景下,以及消费要求在不断变化的趋势中,过高的流动性或过低的流动性,都会给企业带来经营亏损。所以,资产经营的流动性原则要求企业在经营与管理资产时,应当根据资产不同的特性和市场经济环境,灵活地把握好资产流动性。企业资产的安全性是资产经营的第三条原则。我国企业在实行“两个根本性转变”(即经济体制从传统的计划经济体制向社会主义市场经济体制转变,经济增长方式从粗放型向集约型转变)的过程中,产业结构、行业结构、产品结构都需要进行一系列的调

整,企业经营必然面临一定的风险。这方面的风险既反映在企业全部资产负债的总体经营管理上,也体现在每项资产负债的个别业务上;既涉及企业同其他经济主体的关系,也影响企业的公众利益。显然,加强资产的安全性和可靠性,防范资产风险,减少资产损失,维护所有者权益,树立良好的企业公众形象,是企业经营活动中的指导方针。企业资产的盈利性、流动性、安全性是资产经营与管理中的永恒主题。资产重组作为资产经营的手段,是企业适应市场发展需要,最大限度地获取经济效益,化解资产风险的一种手段、一个目标和一种措施。

3. 企业资产重组与企业重组

企业通过资产重组使资源得到了有效配置,从根本上解决了企业的发展后劲问题,特别是那些长期亏损、濒临破产的企业,由于资产重组注入了优质资产,使企业起死回生。然而,资产重组并不是解决企业经营问题的灵丹妙药,资产重组仅仅为企业提供了一个良好的物质基础,并不意味着企业业绩和管理水平随着资产重组的完成自然而然地得到提高和改善。资产重组必须与企业重组紧密结合,才能使企业得到真正意义上的重组和重整。

企业重组指在资产重组的基础上,利用内部经营管理手段,进行有效的吸纳和重新配置,同时带动技术系统、管理系统及营销系统,形成互补和协同效应,以提高经营系统的竞争能力。企业重组主要包括管理重组、组织机构与人员重组、开发战略重组、企业文化重组。

(1) 管理重组。它包括两大内容,一是管理体制重组,主要是按现代企业制度的要求把国有企业缺乏活力的工厂式管理制度向公司制转变。这是企业转换经营机制的重要基础。二是新的所有者在公司制度的框架之内对企业管理层进行必要的调整或改组。管理层调整和改组的重点之一,通常是加强营销、财会、会计、研究