

文库主编 陈慧谷

主编 陈慧谷 张训苏



点津财经法律文库

资产经营与重组

上海财经大学出版社

资产经营与重组

ZICHAN JINGYING YU CHONGZU

主 编 陈慧谷 张训苏
副主编 于春晖 甘龙华

上海财经大学出版社

资 产 经 营 与 重 组

ZICHAN JINGYING YU CHONGZU

主 编 陈慧谷 张训苏

副主编 干春晖 甘龙华

责任编辑 江 玉

封面设计 潘 立 赵 驰

出 版 行 上海财经大学出版社 (上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

印 刷 上海印刷七厂一分厂

装 订 上海印刷七厂一分厂

开 本 850mm×1168mm 1/32

印 张 10.375

字 数 269 千

版 次 1998 年 10 月第 1 版 1998 年 10 月第 1 次印刷

印 数 1—4 500

书 号 ISBN 7-81049-242-x/F·192

定 价 20.00 元

《点津财经法律文库》第二辑编委会

顾问：屠光绍 桂敏杰 陈乃进

编委会主任：王志刚

编委会副主任（按姓氏拼音顺序排列）：

高 坚 高汝熹 刘福寿 饶浩雁

张 宁 张为国

编委（按姓氏拼音顺序排列）：

陈方正 顾功耘 吕红兵 刘世安

谈伟宪 徐 明 郁忠民 赵小平

主编：陈慧谷

副主编：张训苏 蒋 彤 李树华

序 言

资产经营与重组是当前证券市场中的热点问题,更是国企改革与国民经济发展中的重大现实问题。从国企改革的方向来看,现代企业制度构建、国企战略性改组客观上需要进行资产经营与重组。从实际运作来看,资产经营与重组活动虽然比较活跃,但相对于市场经济机制的规范要求和西方发达国家近百年的企业并购历史而言仍有很大差距,存在着许多不规范的行为与做法,而现行法规的滞后、管理体制的缺陷、认识观念的束缚、分级财税的制约、过度负债的拖累、富余人员的负担又形成了企业并购与重组的六大障碍。从理论研究来看,近年来涌现了大量的相关研究成果,已取得了可喜的成绩,但是,尚有许多理论问题亟待研究。例如,资产经营方式与经济发展水平的相关关系、企业并购浪潮与经济发展周期期间的联动机理、资产经营中审计与评估质量的控制、企业并购的失败教训、股权协议转让的规律,等等。很显然,《资产经营与重组》一书的出版对深化理论研究和规范实际运作必将具有重要的参考意义。

细读该书可以发现如下特点:(1)理论分析与实证分析紧密结合。该书首先分析了资产经营与重组的本质、环境、典型方式及其与生产经营的区别,然后以此为基础,结合国内外企业并购与重组的典型案列,进行了广泛的实证分析,特别是对上市公司重组方式、特点与问题进行了深入的探讨。(2)突出“新论”,提出了新的观点,分析了新的案列。对上市公司重组效应的分析,对资产评估业的国际比较研究与认识定位等均提出了新的观点。而1997年全球重大并购案列——MCI与世界电信联姻分析等内容,显示了作者在占有资料和分析对象上紧扣国内外重组事件的发展脉络与最新

动态。(3)定性分析与定量分析相结合。作者运用了多指标综合评价方法、因子分析法,对企业资信等级、股权协议转让规律等进行了十分有益的量化研究。

中国的资产经营理论研究与实务操作刚刚开始,还有许多重大课题有待研究。希望作者进一步结合中国的实践,不断开拓研究领域,推进研究深度,以期有助于推动中国证券市场的稳步快速发展和国企战略性改组的顺利完成。

屠光绍

1998年7月

后 记

资产经营与重组,特别是有关上市公司的资产经营与重组已经在我国证券市场发展的实践中运作起来,并成为政府主管部门、投资者、企业、金融界和广大中介机构所关注的焦点。上海点津投资顾问有限公司在若干大型国企资产重组的策划中,与来自各方的朋友一起对资产经营与重组中的若干问题进行了深入而广泛的探讨。于是,就有了本书的编撰。

这本著作是集体智慧的结晶,著述中的若干问题在类似选题的书籍中您可能碰到过,但我们仍认为在诸多方面我们有着新颖的研究方法、独特的视野、独创的见解。其中,朱舟博士关于资产经营与重组环境的分析、干春晖博士有关资产经营概念与重组典型方式的研究具有一定的理论深度。此外,胡抒立和杨明分别就1997年国外重大重组案例和典型案例进行了具体分析(第八章第二节),甘龙华先生对国内资产经营作了大量的实证研究,陈慧谷博士、张训苏博士、原红旗博士、钟晓平女士、王建春博士、王永明先生分别就资产评估、资信评级、上市公司重组定量分析作了探讨,使本书增加了很多特色与研究深度。本书由干春晖、张训苏、甘龙华主笔,部分内容来源于作者的博士后合作课题报告《宝钢资产重组与并购战略研究》(其中宝钢与上钢重组经国务院批准后正在实施),最终由张训苏博士总纂,陈慧谷博士修改、定稿。

随着社会主义市场经济进程的加快、国企战略性改组的加速

推进和资产经营与重组活动的不断升级,我们深深地感受到实践对理论创新的呼唤和理论的“苍白”,理论是灰色的,而生命之树常青。

中国资产经营与重组还有着众多的理论和实践空白,我们愿意为之孜孜以求,不断奋进。

作者

1998年8月

编委絮语

我们以慢工却非出细活的方式和老牛拉破车的速度在编辑了《点津财经法律文库》第一辑一年后终于让第二辑跟读者见面了。这倒多少验证了我们的编辑意图：将自身在证券财经和法律方面的实践和心得写出来，给自己留点什么，也给社会送去点什么。快乐寓于过程之中。

需要说明的有二：一是并非商业目的操作及并非熟练工匠的做法使我们的书籍难以列入畅销书行列，但对其内在价值我们却有份信心；二是证券市场热门话题使人们眼花缭乱，我们也提供不了完整而系统的书目，我们只是在做：我们的实践和理论兴趣所在。

《点津财经法律文库》第二辑计划出五本，其中《证券市场会计问题实证研究》、《证券市场财务与会计问题研究》、《资产经营与重组》是文集，《企业重组中资产价值化管理研究》和《中国货币调控模式选择与制度设计》乃是在博士论文基础上完成的专著，无论是文集或是专著，作者大多是来自港澳信托上证总部和上海点津投资顾问有限公司。

《文库》第一辑的出版受到业内人士广泛好评，于是有更多的编委参与了文库选题确定、内容筛选、编辑技巧方面的工作。上海财经大学出版社亦成为新的出版单位。

第三辑的选题又拉开了序幕。

《点津财经法律文库》编委会

1998年6月6日

第一章 资产经营与重组概述

第一节 资产经营

近年来,资产经营这一概念已被广泛使用,不同的论者对资产经营含义的界定也有一定的差异,但总的来看,资产经营是作为一个相对于生产经营的概念而提出来的。本书所使用的资产经营是一个含义较为宽泛的概念,它指一切以追求企业资产增值最大化为目的,以经营价值形态的企业资产为基础,通过对企业各类有形的、无形的、内部的、外部的资产进行优化配置,对资产结构进行动态调整,以及对相对应的组织载体进行分化与整合的经营活动。特别需要指出的是,资产经营的对象不同于生产经营的对象,生产经营始终以有形的产品或无形的劳务作为其经营对象,而资产经营的经营对象是企业的一切能获得收益的资产,它不仅包括设备、厂房、产品等有形资产和商标、商誉、专利权、技术、人才等无形资产,而且还包括企业可利用的经济资源、科技资源、信息资源、人力资源、自然与社会环境资源以及国家的政策法规等资源。

资产经营的提出有其深刻的背景。从宏观角度看,它与产业结构和产业组织调整、国有资产流失等问题有关。从微观角度看,它对企业资产的迅速增值、企业规模的不断扩展具有重要意义。

根据我们的研究,我国当前资产在产业结构和产业组织层次方面存在着诸多问题。例如,在产业结构方面存在已投入到各个不同产业的存量资产难以进行产业间流动和各产业已形成的生产能力难以进行重组的结构存量刚性问题,各地区不顾各自的资源禀赋与限制,盲目建立各自独立的产业体系的区域配置同构化问题,

资产在产业内封闭凝滞、低输入、低输出、高熵态的非耗散结构问题,等等;资产在产业组织层次方面则存在一般集中度和市场集中度偏低的低集中问题,企业“大而全”、“小而全”,组织结构和功能全方位性的“全能工厂”问题。从防止国有资产流失的角度看,我国国有工业企业固定资产存量中约有 1/3 处于闲置状态,反映出国有资产在凝滞中大量“坐失”。虽然资产经营未必是解决这些问题的唯一方式,但毫无疑问,通过资产经营,特别是通过存量资产的重组和流动,使资产在产业间、企业间和企业内进行重新配置,激活存量资产,提高资产的使用效率,从而可以更多地获得资产的增益。

对企业而言,我国企业特别是国有企业长期受传统计划经济的影响,走的是一条自我积累的发展道路,企业发展速度缓慢,与市场化国家相比,资本在经济中的集中程度较低,表现为企业规模偏小。在国内市场日益国际化的今天,企业规模不达到一定的程度,就很难有进入国际市场的优势,甚至也难以在国内市场上竞争。所以,迅速发展壮大成为当前企业的一个重要目标。通过资产经营,利用控股、兼并收购、合资合作等手段能够使企业控制的资产迅速积聚、放大,增强企业的市场竞争力,而生产经营则难以在短时期内起到这样的作用。资产经营促使企业迅速发展的作用是通过资产经营的放大效应获得的,这种放大效应体现在结构放大、交易放大、市场放大、融资放大、时间放大、效益放大等效应上。

(1)结构放大效应。资产经营跳出了传统的只对产品进行生产经营或提供劳务的模式,对经营对象作了极大扩展,它把整个企业的一切资源,如厂房、设备、产品、货币、债权等有形资产,以及商标、专利、技术、人才、商誉、管理、营销网络等无形资产,全部利用起来,通过在资本市场上的运作,实现资源的优化配置和资产的快速增值。

(2)交易放大效应。随着经营对象的扩大和完善,资产经营的交易规模也随之急速扩大,交易量与产品经营相比往往会呈几何级数增长,这是产品经营所无法比拟的。

(3)市场放大效应。在资

本市场日趋国际化的今天,由于资产经营是通过价值形态、资本形态的交易方式进行的,不仅可以运用资本市场的各种投资工具,并可利用资本市场特有的流动性强,不受空间、时间限制,与世界上任何地方的投资者进行交易,这就使市场容量几乎是无限地扩大。

(4)融资放大效应。资产经营把产业资本与金融资本结合起来进行融资,与一般融资方式相比,具有非常明显的特点:一是直接融资,它依托资本市场进行,资金来源面广;二是融资工具多元化,可根据条件和时机,灵活运用配股、注资、分拆、可转换债券、股份出售等各种融资工具;三是资金量大;四是股本型,无负债,可增强企业财务基础;五是无次数限制,只要企业经营得好,在资本市场进行扩股和配售,基本上不受时间约束;六是具有兼容性,它不排斥一般融资方式,而且成功的资产经营还可以提高企业知名度和资信,更有利于企业进行其他方式的融资。(5)时间放大效应。产品经营从建设、生产到销售,投资回收一般需要5~7年的周期。资产经营投入产出的时间大为缩短,这也意味着资金循环的时速大大扩大。(6)效益放大效应。资产经营通过对资产存量和增量进行管理、重组和交易,可在短期内使资产获得最大限度的增值,为企业带来巨大的效益。

资产经营的方法很多,有些学者把它分为三大类。第一类是资本化、公司化和集团化;第二类是资产的集聚与裂变,主要指兼并收购与剥离分立;第三类是资本市场的直接运作。也有些学者则根据资产经营所依托的市场是资本市场(主要是证券市场和资金市场等有形市场)还是资本市场之外的无形的产权市场,把资产经营方法分为两大类。在资本市场上常用的资产经营方法有六种:(1)上市经营。这是依托资本市场进行资产经营的最主要方式,上市经营是指企业在进行充分的股份制改造后在交易所挂牌成为上市公司,上市经营还有造壳上市、买壳上市、借壳上市、分拆上市、海外上市等多种模式。(2)配股。配股是指新发的股份按一定比例在上市公司原股东之间作分配认购的一种集资方式。(3)可转换债券。

可转换债券是上市公司发行的,在特定的时间内可依据约定条件转换成股份的公司债券。它具有股票和债券的双重属性。(4)国际租赁。这是战后发展起来的兼国际融资与技术设备引进于一体的国际金融活动形式。通常以金额较大的机床设备、飞机、轮船和计算机等为租赁对象,以融资为手段,以技术设备引进为目的。当代国际银行及金融机构日益运用自己的雄厚资金直接或间接从事租赁业务。(5)国际债务融资。它包括短期资金借贷市场、中长期借贷市场和债券市场。(6)投资基金。它是一种集聚众多非特定投资者的资金,交由专门的投资机构进行管理,分散投资于不同的证券品种、房地产或企业,以保障投资者获得最佳收益的信托业务。在产权市场上常用的资产经营方法至少有五种:(1)控股公司化,(2)兼并与收购,(3)剥离与分立,(4)托管,(5)破产。以上五种为近年来较为典型和重要的资产经营方法,本书的第三章将进一步讨论这些方法。此外还有股份合作制、BOT(建设—经营—转让)、企业租赁和承包等方法。

第二节 资产经营与生产经营

生产经营是指以强化物化资产的运营效率为核心,通过向市场提供适当数量和质量的产品或劳务,以获取最大利润的商品生产与经营活动。

从企业制度变迁过程来看,资产经营与生产经营原是合一的,特别是在企业所有权与经营权分离和证券市场出现之前。随着现代企业制度的建立、所有权与经营权的分离以及资本市场和产权市场的发育,资产经营开始成为一种可以与生产经营分层运作的经营活动。分层运作的价值化资产由于公司制度和产权制度的不断完善,其内在联系又不断加强,这就为以资产运作为先导来重组各类生产要素的经营活动提供了可能,资产经营开始成为重组企业生产要素的基本手段。最后,从资产经营中发展起来的资产管理

及运营原则和方法被广泛应用于生产经营的管理之中,企业本身也大量进行资产的直接运作,资产经营与生产经营又在更高层次上联系在一起。

虽然生产经营与资产经营有着密切的联系,但它与资产经营相比,无论在经营对象,还是在经营收益等方面都具有明显的区别。

首先,生产经营与资产经营的经营对象不同。生产经营的对象是具体的商品和劳务;资产经营的对象则是企业的全部法人财产。

其次,生产经营与资产经营的基础不同。生产经营的基础是物化资产,包括有形的厂房、机器设备、产品及生产产品的各种工艺装备和无形的专利、专有技术、产品设计等具体形式;而资产经营的基础不是各种形态的物化资产,而是各种资产的价值,资产经营虽然也十分关注资产的具体形态及其配置,但更为关注资产的收益及其市场价值。

再次,生产经营与资产经营的核心问题不同。生产经营的核心问题是企业如何根据市场需求及其变化来决定生产什么、生产多少以及如何生产的问题,生产经营的收益就来自这种向市场出售产品和劳务的利润;而资产经营的核心问题是通过企业资产的优化配置来提高企业资产的收益,使企业资产不断获得增益,它可以通过企业资产的转让,以及对企业资本收益权和控制权的运作来实现,可以不直接通过产品的生产和售卖来实现。

最后,生产经营与资产经营的循环过程不同。生产经营的循环过程通常要经过生产要素的购买、产品的生产和售卖三个阶段;而资产经营因其经营对象是企业价值形态的资产,所以可以不必经过这三个阶段,尤其是可以不必经过产品的生产这一过程。

第三节 资产重组

虽然资产重组已是一个被广泛使用的概念,但是对资产重组

内涵的界定实际上并没有统一,归纳起来,有三种不同的界定方法:

第一种是把资产经营分为存量资产经营、增量资产经营和无形资产经营,把其中的存量资产经营看作是资产重组,也就是说,资产重组的对象是企业已有的资产存量。所谓的资产重组,就是对企业现存的资产进行重新配置,使企业获得更多的资产增值。这种资产重组不改变企业原有的净资产数额,仅改变企业的资产结构。

第二种从资产重组的内容出发,把资产重组分为封闭式重组和开放式重组。封闭式重组是指企业内部进行的资产重组,它不涉及企业的净资产数额;开放式重组是指企业内部资产与外部资产的重组,资产重组不仅包括封闭式重组,还包括涉及净资产和企业外部资产的重组,可以通过诸如债权转股权、发行企业债券、成立合资公司、兼并与收购等形式实现,它与广义的资产经营的对象和内容是一致的,实际上是从不同的角度提出的同一问题。

第三种资产重组是从改革当前国有企业的所有制关系和所有制角度提出的,其实质是产权重组。认为在当前的情况下,国有企业可以通过资产重组,增加企业所有者的个数,增加企业资产的效率。具体地,认为目前国有企业效益低下的基本原因是在单一的国有资产所有权条件下,从理论上的最终所有者的全体公民到所有权代理人的国家,再到最终代理人的企业经营者和工人,经过了过长的、过多的“委托—代理”环节和层次,导致所有者利益、所有者职能、所有者责任、所有权约束等经过这一系列的“委托—代理”关系后被极度弱化,使得企业在实际的经营中缺乏强有力的激励和约束。通过资产重组可以增加企业所有者个数,迫使原所有者明确界定企业的财产权以及相关的各种权益与责任,以公司契约的方式形成对财产的新的控制机制,而且,多了至少一个所有者,特别是“非国有”所有者,就多了一份所有者对资本效益的“关心”,这在一定程度上起着改进企业效率的作用。这种从当前国有企业所有制关系和所有制角度提出的资产重组与本书所涉及的资产重组概

念有较大的差异。

我们认为,资本重组不仅包括存量资产的经营和重组,而且还包括增量资产和无形资产的经营与重组。增量资产经营是指再投资资产的经营,可以通过资本市场或者兼并合资使之提高,选择企业组织形式和产业领域,实现净资产的有效使用;无形资产经营则主要通过企业专利权、专有技术、商标权、商誉、土地使用权等无形资产的充分利用和运作使企业获得更多的收益。虽然一部分资产重组活动只涉及旧的存量资产的调整,但现在大量的资产重组活动还有新资产的注入,或内外资产形式的转换和产权的交易。所以,本书所指的资产重组的内涵主要是指第二种,是一种与资产经营相一致的概念,特别是作为资产经营的必经之路,它与资产经营是同一事物的不同表现形式。资产经营是从整个企业的资产价值的使用和运作的角度来说的,而资产重组则着眼于企业内部资产或内外资产的形式、结构及其转换这一角度。我们在讨论资产经营的同时,也必然涉及到资产重组的问题,本书以论析资产经营的理论与实践问题为主,同时也涉及到大量的资产重组问题。

当前,企业资产重组主要是为了满足公司上市或发行新股的条件而进行的,当然也有少数企业出于发展战略的考虑主动进行资产重组,其中可能是为了调整资产结构,减轻债务负担,从而减轻企业经营压力,也可能是为了完成企业扩张,寻求新的发展机会。但是不论出于何种目的,资产重组通常需要经过四个步骤。

1. 获得企业所有者或企业主管机构的批准和授权。国有企业在进行资产重组时首先必须取得地方主管部门和国资局的批准。已经改制的企业进行资产重组时不仅要由主管部门批准,还要取得所有股东的同意,并由股东会进行授权。非国有企业在进行资产重组前,也需获得股东的准许。

2. 选择财务顾问。虽然一些简单的资产重组可以靠企业自身完成,但大多数情况下,企业自身很难完成资产重组的操作与实施,或者自己进行资产重组的成本较高。财务顾问通常由投资银

行、咨询公司、财务公司和会计师事务所等中介专业服务机构来担任。从资产重组的实践来看,投资银行或具有投资银行业务的证券公司是较为理想的财务顾问。这是因为投资银行具有熟悉法律、财务和金融业务的专门人才,了解资本市场,能够协调政府、投资者和金融机构之间的关系。如果企业是为了上市或发行新股而进行资产重组,那么此时的财务顾问只能由投资银行担任。

3. 设计资产重组方案。这项工作通常由财务顾问根据资产重组的目的来设计,方案设计的优劣可能直接影响资产重组和实施及其结果。

4. 资产重组方案的实施。一般地,方案确定后,需要进行方案优化,最后才付诸实施。在实施过程中,可能会涉及到资产的评估、企业的兼并和收购等工作,这些工作也分别具有不同的实施步骤,这方面的内容将在以后的章节加以介绍和讨论。

经过几年的实践,我国已形成了四种资产重组的方式:(1)市场替代重组。它通过对原来相互分割的上下游产品企业实施全系列存量控股。其实质是将企业间的市场供求关系,通过系列控股兼并,转化为公司内的计划协调关系,降低了市场交易费用,起到了市场替代的作用。(2)存量资本重组。它通常用于集团公司为了诸如上市等目的,对集团内部分或全部企业的存量资本加以重新整合的方式。(3)增量兼并重组。这是指通过对目标企业注入增量资产,兼并或控股目标企业的方式。(4)股权置换重组。这是指企业所有者将其在公司的股权变现,或置换成其他企业的股权,从而实现资产重组的方式。

根据重组资产的关联方式,可以把资产重组分为水平重组、垂直重组和多角化重组三种方式。

水平重组是指通过整合同行业企业资产的重组方式,这种资产重组方式在获得规模经济性、扩大市场份额、消除过度竞争等方面具有优越性。规模经济可能是水平重组中最重要的优势。所谓规模经济,实际上就是由于大规模生产而带来的好处。通常,随着