

前 言

0. 1 选题意识

——许久以来，西方大国尤其是美国的兴起，吸引了诸多理性的目光。在这里，经济学家们最为关注的首先是其社会资源的配置机制——市场机制。可是市场配置资源，在时间序列上有初始配置和再配置之分，在层次序列上又有宏观配置和微观配置之别。从后一序列看，处于国家控制背景之下的企业兼并行为，在使关系企业内的资源利用得以改善，因而产生合成效应的同时，又实现了资源在不同地区、不同部门间的合理流动；从前一序列看，以要素存量重组为特征的同一行为不但弥补了要素增量配置的有限或不足，而且还使以增量配置为特征的初始配置的失误得以矫正。正如现代产权理论所示：若产权界区清晰且没有障碍阻止谈判的顺利进行，无论产权的初始分配（即资源初始配置）如何，产权转让的一致协议（如兼并）会使资源配置达到最佳。由此可见，企业兼并机制是一种有效的资源配置机制或曰重要的经济增长机制。

——中国的经济增长方式，一直具有典型的资源投入型特征。即经济增长中，来自于资源投入增加的份额占主要比重

(吴德庆等, 1992)。从表象看, 资源配置、使用效益低下或者说经济增长效益低下的原因, 是经济结构的失衡, 其中主要是产业结构的失衡和企业规模结构或组织结构失衡, 但从深层看, 根本的却在于资源存量刚性或凝固性。正是存量资源的凝滞, 才使得: (1) 既存的结构失衡非但得不到矫正, 反倒因继续吸附增量投入而使结构问题趋于恶化; (2) 先进企业无法迅速成长以取规模优势, 企业组织结构长期处于不合理状态; (3) 过多的单功能的小企业在被分割的市场上进行低水平竞争, 经济运行绩效极差。因此, 打破存量刚性以建立其“流量化”机制(常修泽, 1992), 对于实现结构转换, 进而实现经济的高效增长具有特别意义。显然, 这一机制就是企业兼并机制。可喜的是, 随着中国经济体制改革的进行和逐步深入, 以企业兼并为核心的“存量改革”已日益被凸显出来。虽然这一改革更多的具有地方政府驱动的特征, 因而其主要动机是为了消灭亏损和维持安定, 但它在客观上对结构转换所产生的作用已不可小视, 对改革趋向的昭示亦不容置疑。所以, 把兼并问题纳入我们的理论视野, 既有现实性, 又有迫切性。

——作为市场经济的伴生现象, 企业兼并无疑有着悠久的历史。但是, 在一个相当长的时期中, 它只是零星的发生, 且规模很小。美国是市场经济发展最为典型的国家, 直到上世纪末本世纪初, 才掀起第一次兼并浪潮。可从那时至今, 规模宏大的兼并浪潮已有五次之多。兼并对美国经济产生了重大影响, 其中最直接、最重要的莫过于对现代企业组织的塑造。如诺贝尔奖得主施蒂格勒就曾断言: “没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的, 几乎没有一家大公司

主要是靠内部扩张成长起来的。^①当然，任何一种重要的经济现象都不会被经济学家置之脑后。兼并现象也不例外。因而在西方近百年的史料积累中，关于企业兼并的文献亦可谓汗牛充栋。尽管如此，一方面由于研究者视野的有限，另一方面由于任何认识都只是一定时点上的认识。迄今为止，一切关于企业兼并的理论就不可能全是真理，或者已穷尽了真理。至少，在笔者看来（这一看法是以笔者所能掌握的有关文献为基础的），西方学者关于企业兼并动因的理论就存有某种方法论上的缺陷，而兼并与企业制度类型的关系更有深入研究之必要。此外，现阶段中国企业兼并问题的一般性和特殊性，在对兼并研究提出了新的要求的同时又赋予了它新的内容。一言以蔽之，西方企业兼并理论的某些不完善性和兼并实践的可借鉴性，以及中国企业兼并产生和发展的特殊性，为兼并问题提供了巨大的研究空间。

基于上述背景，我便把企业兼并问题，作为我的博士论文选题。

0. 2 研究方法

本书的研究方法是多角度和多层次的。

根本的是制度分析方法。因为笔者苟同这样一种认识：制度是经济效率的内生变量。即在一定的制度环境下，不同的制度安排会引致不同的经济效率。不过，与兼并问题相联，笔者首先把分析对象定位在企业制度上，只是在十分必要的场合，才

施蒂格勒：《产业组织和政府管制》，3页，上海三联书店1989年版。

把社会根本制度，如资本家私有制、全民所有制等纳入自己的研究范围。或者说，在一般情况下，后者仅作为研究的“制度环境”或“外生变量”而存在。与其他多数经济研究工作者一样，我注意到经济活动首先是人的活动，因而总离不开对人的行为原因与动机的研究。具体说来，人是受利益驱动的，而对利益的追求又是以某种权力作保障的。由此，在对不同的企业制度进行分析时，以假定行为主体掌握足够的信息为前提，更加注重企业内部不同的利益集团及其权力构造对企业兼并行为选择所产生的影响。所以，在这个意义上，我的研究又是行为主义的。

本书的理论解释力图用实证材料或经验事实来支持，而比较和借鉴的需要必然离不开一般和特殊相结合的分析方法。从论文的整体布局看，是先从实践或历史中导出一般，再由一般落实到中国这个特殊。

摩根说：经济学应当是具有解释的力量；应当预见经济情况的变化；应当能诊断经济病症并设法开具处方。我力图这么去做。

0. 3 基本内容

本书是对企业兼并问题的研究，但事实上，既没有必要也不可能论及与企业兼并有关的所有问题。在理论性、现实性等基本目标的约束下，我只能根据自己的知识准备，在检视前人研究成果的基础上，选择某一角度来做兼并的文章。具体而言，论文的基本内容包括：

第一，建立企业兼并与企业制度类型及其产权结构状况的理论联系。这一点在设定企业兼并是资源配置有效机制的前提

下，是通过对企业兼并路径的深入探讨，企业兼并动机的全面分析和两类兼并机制的比较研究达到的。

第二，探讨企业兼并与政府制度供给的一般原理及其特殊性。如果说兼并是企业行为，因而首先要关注企业类型的话，那么，由于兼并又会直接对企业组织发生作用，并通过企业的消亡或成长改变市场结构，进而最终影响经济运行绩效，所以就必须对兼并施以某种控制。这就是我们研究政府制度供给的原因，尽管它常常是产业组织理论的传统领域。

第三，分析中国转轨经济时期的企业兼并问题，指出兼并发展的趋向，并从产业组织合理化的角度，给出旨在促进有效竞争的兼并政策建议。

研究一般是为了服务于特殊，或者说，是为了更好地把一般与特殊结合起来。所以，在本书的最后两章专门研究中国的兼并问题，应属叙述方法的自然逻辑。

1

西方企业兼并：从企业制度演化角度的透视

关于西方企业兼并的历史，研究者甚众。把它放在本书内容的开篇章，自然是叙述逻辑的需要，但又绝非就落俗套，而是企图从一个新的角度，即企业制度演化的角度进行审视。显然，在审视兼并史之前，对兼并概念加以限定，并给出兼并与企业制度间的联系环节，以便对后面的分析作一铺垫，就是十分必要的了。

1. 1 企业兼并与兼并度

1. 1. 1 概念界定

所谓企业兼并，是指一个企业通过购买其他企业的产权而使其失去法人资格的行为。与兼并概念常常并用的，还有收购概念。而所谓收购，则是指一个企业购买其他企业的产权，并使其改变法人实体的行为。由此可见，同属产权交易行为，兼并是一个企业吸收了其他企业，即企业间合为一体，而收购并非企业间的合并，仅是一方按照自己的意志改变了另一方的法人实体而已。

兼并与收购的不同，从其具体实施过程和财务处理角度来

看是显著的，也是重要的。但从企业实际控制权即企业法人财产权的易位来看，二者却没有本质的差别：兼并使被兼并方的资产处于兼并方的控制之下，收购使被收购的法人，进而法人财产受收购方的控制。所以，在一般理论研究中，将收购纳入兼并范畴，不会影响其结论的正确性。

此外，在英文中，兼并一词为 *merger* 收购一词为 *acquisition*，两词连用时缩写为 *M&A*，中文则简译成“并购”。一方面考虑到学术界和实业界常常习惯于把兼并和收购合在一起使用而不分具体所指，另一方面考虑到在我国《关于企业兼并的暂行办法》中，兼并一词就直接涵盖了收购的内容，所以，在本书中，行文时一律用兼并而不用并购。当然，这样做也有利于行文的方便。

对兼并与收购作比较区分并在广义的兼并概念上把二者归一，不只是明晰了兼并概念的外延，同时也揭示了它丰富的内涵。具体说来，指出如下几点是有其重要意义的：

第一，兼并存在的基础是商品经济形态，因而是企业间的竞争行为。它与非商品经济中企业的关、并行为有根本不同。

第二，兼并竞争的结果是优胜劣汰或以强控弱，因而又是企业间最高层次的竞争。换言之，相对于企业间的产品竞争、价格竞争和经营战略、市场地位及经济实力的竞争，兼并竞争所系绝非企业一时的得与失或强与弱的消长，而是根本上的存与亡或强弱消长的质变。

第三，兼并实现的标志是控制权的获得，因而是企业间控制权的竞争。即是说，无论兼并企业的动机如何，其实现的基础都在于对目标企业控制权的控制；无论被兼并企业反兼并的手段怎样，其实施的目的都旨在强化对控制权的控制。

第四，兼并行为的实质是产权交易，因而是平等主体间的经济关系。这与超经济强制下发生的产权转移和流动，如无偿接管、国家赎买和特权并吞有本质区别。

既然兼并的实质是产权交易，而兼并意义上的产权交易，以其交易对象即企业产权存在形式的不同，可分为全要素交易和股份交易，所以，兼并也就有全要素兼并和股份兼并两种类型。

在对上市公司的股份兼并中，根据目标公司管理层对兼并的态度（同意或不同意）或兼并者的行为方式（事先协商或突然袭击）的不同，又可把兼并分为友好兼并和敌意兼并。在通常情况下，由于敌意兼并会引起目标公司管理层的反击，所以，伴随这一过程的是兼并双方对公司控股权的激烈争夺。

首先，就兼并方而言，它可以或者设法获得目标公司足够的股东投票委托书以改组其董事会，或者以某个高于市价的报价直接（越过目标公司的管理当局）向股东收购股票。后一兼并方式就是所谓的标购（TOB），亦称惠购发盘。如果标购了全部股份以致目标公司由此而私有化（即下市），且这一交易又是靠大量举债完成的，则这种兼并就是“杠杆兼并”（LBO）。

其次，就目标公司管理层而言，它可实施各种反击措施（俗称“驱鲨”）。主要的有争夺代理权，寻找“白衣骑士”或干脆进行“管理层收购”，实施公司资产和所有权重组，制定反接管条款，埋伏“有毒药丸”以及溢价回购股票，等等。代理权是支配股东财产的权利，因而代理权争夺是约束管理层和转移公司控制权的一种重要途径。而管理当局为了保住对公司的控制权，自会以其优越的地位与持异议的局外股东展开斗争。

“白衣骑士”是指善意的收购者。目标公司通过寻找白衣骑士不仅可能抬高收购价格，甚至会以“锁定选择权”（Lockup

option) 即给予白衣骑士优惠的购买条件而使敌意兼并者感觉“食之无味”而却步。^①当然,为了不使“肥水外流”,且资金来源无虞,目标公司管理层会或者考虑买下整个公司,或者通过“杠杆付现”^②,使其掌握的股份控制权由小量变为过半数而最终实现“管理层收购”。防御性的资产重组和所有权结构调整有诸多办法,但无非是要达到如下效果:(1)为标购设置了障碍;(2)产生了新的与目标公司管理层“亲善”或“结盟”的持股者;(3)使公司变得不再对袭击者具有吸引力(如处理掉“皇冠上的宝珠”即公司的精华部门等)。反接管条款是“驱鲨”条款的一种。这种由公司管理层提出并经股东会批准的条款,对通过兼并或更换董事会成员等途径而产生的管理控制权的转移提出了新的条件,从而使处于分散和非合作状态中的广大股东,在管理层意志上对敌意标购形成一致意见。有毒药丸是目标公司为使其股票失去吸引力而新发行的证券。当公开收购该目标公司股票或累积该公司股票达到一定百分比时,这些证券的持有者就自动被赋予了某些特殊权力,而该权力的行使则会大大提高兼并成本。溢价回购是指按照某个高于市价的溢价,从某

如 1985 年 10 月 1 日,维克斯公司为了抗拒尤尼利华公司的收购,决定给予白衣骑士宝洁公司锁定选择权:如果因某种原因,使得某人取得维克斯公司过半数的股份时,宝洁就能获得以低价收购其“欧蕾”事业部的权利。欧蕾牌肌肤保养液是维克斯公司的主导产品之一,没有了该产品的维克斯公司只能是一个了无生气的公司。置此境况,尤尼利华公司只好识趣地“罢兵”。

杠杆付现又称杠杆再资本化,是一种公司资本结构的重组方式。在这一过程中,外部股东将收到一大笔一次性现金股利,而内部股东(包括经理人员和其他职员)则获得新股股利。现金股利一般都是通过新发债券筹集来的。如此,在公司的财务杠杆增大到一个“超常”水准的同时,会有更大部分的公司股权掌握在管理层手中。

个大量持有公司股票的股东手中将股票买回的行为。这种行为也称作“接管讹诈”。另外，经常与这种行为一并发生的还有签署“停顿协议”的行为。停顿协议是指股票已被回购的那位大股东，以契约形式承诺在某一特定时期中不再对目标公司作进一步的接管性发盘。

需要特别指出的是，故意兼并中的兼并和反兼并，并非公司所有权，进而管理控制权交易中两个互不相关的过程，而是同一过程的两个不同侧面。即兼并是所有权的交易，反兼并是对所有权交易的抵制或防御。

最后，为了清晰和系统起见，可把上述市场体制下的兼并类型，概括成图 1-1。

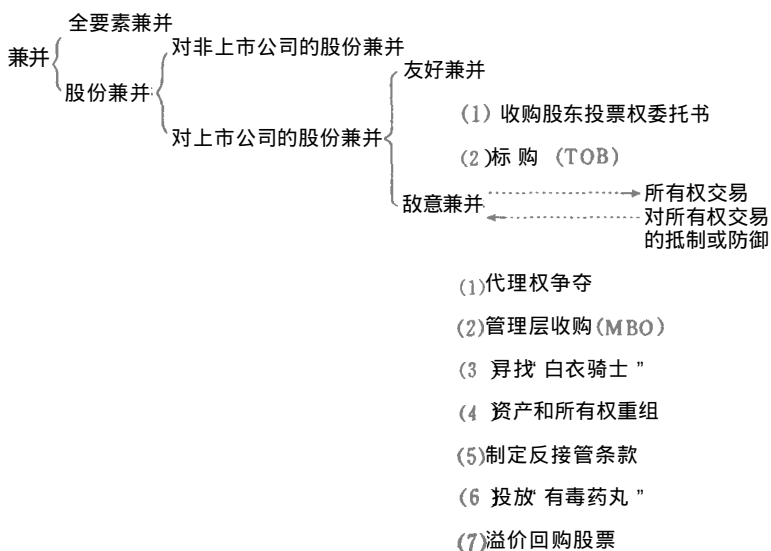


图 1-1 企业兼并类型

1. 1. 2 兼并与兼并度假说

不言而喻，兼并是企业行为。可企业就其具体形态而言是多种多样的。不过，若按其出资方式与债务责任来划分，市场经济条件下的企业基本上可归为三种类型，即独资企业、合伙企业和股份公司。如此，根据企业制度类型的不同，在行为主体的意义上，兼并也就有了独资企业兼并、合伙企业兼并和股份企业兼并的不同。

在市场经济数百年的孕育和发展过程中，由于独资企业、合伙企业和股份公司先后占据过统治地位，所以，一部兼并史就可以归结为独资企业兼并、合伙企业兼并以及股份公司兼并各领风骚和顺序更替的历史。不过，受本书和研究视角的限定，在这里，我们只始终关注如下问题，即不同历史时期兼并特征的企业制度原因或企业制度烙印是什么，同一原因在影响企业兼并行为的同时是否经由兼并对企业组织成长产生了作用，以及产生了何种作用。

从企业制度演化角度对兼并史进行考察，首先需要找出影响兼并的一般性制度因素。为此，特提出企业兼并度假说。企业兼并度即企业兼并行为的强度，具体地指由企业制度类型所规定的企业兼并动机的强弱和兼并能力的大小。企业兼并度是可以衡量的，其衡量指标主要有产权分散度、债务责任度、产权流动度、经营能力度和组织稳定度等。

产权分散度是指产权在不同利益主体之间的分割程度和分割方式，通常以出资人的多少、出资数量的大小以及相应的财产责任的承担状况、权力分配和行使状况为具体表现形式。阿尔奇安和德姆塞茨的“团队生产”假说，以及詹森和麦克林的“连接点”理论所给予我们的启示是：资本（首先是货币资本）

要素的提供者是企业的参与者。其实，他不是一般的参与者，而是“内部参与者（相对于“外部参与者”）”，这样，资本也就不是一般的经营要素，而成了企业的“元要素”（陈传明，1995，第9页）。资本元要素的提供者，或者说企业出资者的数量多少对企业兼并度关系甚大。一般情况下，企业出资者人数越多即产权越分散，产权界定越清晰，企业的筹资范围就越大，相应地，企业的兼并度也就越高。

如果说产权分散度是企业出资者之间的交易的话，债务责任度就是企业出资人与债权人之间的交易。这一交易涉及出资者在多大程度上承担企业债务的问题，即承担有限责任还是无限责任的问题。在出资者财产数额一定的情况下，承担无限责任的制度安排固然可以刺激信贷力度，但却因加大了出资者的投资风险和兼并风险，因而反倒使出资者对追加投资实施兼并持十分谨慎的态度。在企业经营高度化条件下，承担有限责任的制度安排一方面因降低了投资风险而利于内部筹资；另一方面因使潜在的债权人预期会有“更高的利息收入”而利于从外部筹资。有了资金，就有了实施兼并的足够手段。所以，在一定意义上，企业的债务责任度愈低，其兼并强度就愈大。

产权流动度是指产权进入市场交易的程度，亦即产权外化程度，通常以资本是否证券化以及证券交易额的大小和交易频率的快慢为具体表现形式。由于企业资本的证券化及其流动转让，不仅因方便投资者的进入和退出而有利于企业迅速快捷地筹集大量资金，而且因可以证券形式直接支付兼并价格而大大降低兼并成本。所以，产权的流动度也就成了衡量企业兼并度的一个重要指标。

除了资本这一要素之外，经营知识及其这种知识在企业活

动中的具体运动即经营制度是经营要素中另一个至关重要的要素。因此，便涉及到企业的经营能力度问题。所谓经营能力度是指企业经营水平的高低，通常以企业经营者素质及其企业内部管理制度的效率高低为具体表现形式。一般而言，若经营能力不同，兼并强度也就不同。俗语说，“艺高人胆大”，这不只反映在兼并冲动方面，而且更重要的是反映在对目标企业的恰当选择，缜密的兼并组织和兼并后的整合效果等方面。

组织稳定度，是指企业“团队”内部或企业要素的提供者之间契约关系维持或扩大的难易程度，它通常表现为企业在法人地位方面的差异。换言之，组织稳定与否的关键是有关企业民事行为能力 and 民事责任能力的制度安排。企业作为自然人实体，它的存亡与出资人个人的经营素质甚至身体状况、自然寿命以及进入与退出企业密切相关；而个人财产与出资人个人家财并无多大区分的企业，当家庭或个人债务的债权人随时都可能追索到其拥有的企业财产上，因而随时都可能把企业也赔掉时，这个企业自然也就难以长存。相反，企业作为法人实体，一方面它可以被人起诉或应诉，从而大大简化了与第三方的合约关系；另一方面又不受出资者在“外围”交易产权即出资者进退或身分变换的影响，因而会获得“永久生存权”。很明显，企业组织的稳定与否对企业作出兼并决策至关重要：只有那些组织稳定的企业才会斥资兼并而追求其长远发展。所以，组织稳定度是衡量兼并强度的又一个重要指标。

以上五个指标既各自从不同侧面反映出企业兼并度的高低，又相互联结成一个整体。一般而言，产权分散度越高，债务责任度越低；产权流动度越大，经营能力度越高；组织稳定度越强，企业兼并度也就越高；反之，则越低。

1. 2 独资企业和合伙企业时代：间断兼并

从资本主义生产方式产生到 19 世纪中叶以前，在欧美各资本主义国家的社会经济生活中一直占据统治地位的，是独资企业和合伙企业形态。

所谓独资企业，是指由单个人出资且由其直接经营的企业。这种企业的存在以传统的手工技术和自由竞争商品经济形态为基础，因而从产权制度和运行机制两方面看，表现出如下特征：（1）产权高度一体化；（2）企业对价格信号反应灵敏；（3）形成追求最大限度利润和强烈投资冲动的企业目标——行为模式；（4）具有以企业所有者自负盈亏和对企业债务负无限责任为特征的硬性企业预算约束。

独资企业制度及其运行的上述特征，一方面展示了它的优越性，因而在当时极大地推动了资本主义社会生产力的发展；另一方面又暴露了它的局限性，因而又使其对社会生产力的推动只能保持在一个较低的水平阶段。企业制度功能的两面性，反映在企业兼并度上，则表现为一个复杂的矛盾着的诸多条件的相互整合过程。

首先，从兼并动机来看。一方面，独资企业产权的高度收敛及其由此所决定的利益协调和行为目标的高度一致性，使得企业具有较强的兼并动机；另一方面，承担无限责任的制度安排又使得企业主对购买企业的风险举动（相对于连续、分散购买单个生产要素的内部扩展，一次集中购买整个企业的外部扩张行为无疑充满了风险）不得不慎而又慎。

其次，从企业兼并能力来看。独资企业产权的高度收敛和内化，堵塞了它无偿、永久和大规模利用社会资金的渠道，使

得旨在兼并的资金筹措只有一靠内部积累，二靠外部借贷。但积累也罢，借贷也罢，全系于企业的经营状况。只有在企业经营状况持续良好且前景稳定的条件下，资金积累才能达到足够程度，借贷才能保证具有较长的时间性和较大的数量。可是，独资企业经营权和所有权的一体性决定了对经营者的选择缺乏弹性。如此，企业经营状况的持续良好就没有制度保障，因而必呈现出偶然性。此外，在企业经营系于唯一的一个自然人的情况下，即便这个企业在市场竞争中存活下来并取得了辉煌的发展业绩，它也最终难逃自然规律的“惩罚”：经营者身体不佳难以主事或者千古而不再主事之时，企业就极可能或者元气大伤，或者一落千丈而破产、倒闭。由此可见，独资企业生命的脆弱还缘于它是自然人企业——经营者被淘汰（即便不被市场竞争所淘汰，也会被自身生命法则所淘汰）的同时，也就自然宣告了企业的终结。

通过以上对独资企业形态产权分散度、债务责任度、产权流动度、经营能力度和企业稳定度等的分析，其结论是：独资企业形态既存在兼并的有利条件，又存在兼并的充分条件，因而会发生兼并；在个别情况下，甚至不排除某些企业在一个或长或短的时期中（比如在一两代人的时期中）实施持续兼并的可能。但是，促使兼并发生的诸多条件往往很难在一个企业中同时满足。换言之，限制兼并的不利条件是根本性、主导性的，因而其兼并强度是微弱的。具体地看，兼并的发生在总体上是分散的；在每一个个别企业中是极少连续的。

上述论断恰好与马歇尔在 1890 年对企业生命史所作的经验性描述互相映照：企业作为一项小小的风险事业兴办起来，如果最初几年能站住脚，那么就会扩展或成长，其速度取决于企

业家的能力——如果企业家本人或他的子女们能力超群，还可能发展成一个大企业——但最终会衰落并走向死亡。^①施蒂格勒对马氏这一关于独资企业成长的拟人化描述的欣赏是显而易见的，他说：“没有理由怀疑在公司时代以前这一画面的现实性。”^②

由于在独资企业的发展中经常出现资金“瓶颈”等根本性缺陷，于是，随着历史条件的变化，它便逐渐失去其统治地位，而让位于更适合商品经济和社会生产力要求的新的企业制度形态——合伙制度。

合伙企业是指两个或两个以上的自然人共同出资、共同经营的企业，合伙人分享企业所得，并对营业亏损共同承担责任。严格地说，合伙企业制度不是独资企业制度失去其统治地位时才出现的，而是作为古典企业制度形态之一与独资企业制度并存的。但由于它与独资企业制度相区别的特征，又使它成为以后发展起来的股份公司的原始形式。历史地看，合伙企业制度实际上是独资企业与股份公司的一种混合，或者更确切地说，是独资企业向股份公司过渡的一种中间形态（莫扶民，1994，第39页）。因为，从资产责任角度看，合伙企业分为普通合伙企业和有限合伙企业两大类。除了业主由一人变成两人以上之外，前者与独资企业没有本质区别；而在业主只对企业负有限责任的意义上，后者又与股份公司有相同之处。但典型形态的合伙企业是普通合伙企业，所以这里仅以普通合伙企业作为研究的对

① A·马歇尔著，陈良壁译：《经济学原理》，第4篇，商务印书馆1981年中译本。

② G·施蒂格勒著，潘振民译：《产业组织和政府管制》，3页，上海三联书店出版。

象。

由于出资者人数的增加，与独资企业相比，合伙企业发生了这样一种变化。这一变化表明合伙企业对商品经济的相容性更高，对社会生产力的容纳性更大。具体说来：第一，产权由高度集中趋向分散；第二，企业经营由依赖于一人素质的高低变为受合伙人知识互补的影响。由于以上两点，合伙企业替代独资企业无疑因提高了产权分散度和经营能力而增大了企业兼并度。

但是，其一，合伙企业在提高产权分散度的同时非但没有改变，反倒增加了企业的不稳定因素。这主要表现在：企业仍然依附于自然人而没有自己独立的生命；合伙人无论是退出还是增加投资，都必须征得所有合伙人的赞同，否则，就须结束合伙关系。其中一个合伙人的退休或去世，也需重新合伙或解散。

其二，合伙企业的产权分散化仅仅发生在企业内部，即产权还没有采取证券形式，没有外化，因而产权仍是无法分散流动。

其三，合伙企业在保留“无限责任”制度的同时，由于又实行“相互代理”原则，所以，合伙人数目越多，企业规模越大，每一个合伙人所承担的风险也就越大。

美国著名经济学家保罗·萨缪尔森在他的《经济学》一书中，曾对合伙制“相互代理”原则的危险后果作过精彩描述，他写到：假设某人“在合伙制企业中的份额是 1% 如果企业失败了，他应该赔偿 1% 的亏损，而其他合伙人应赔偿 99%。但是，如果其他人无力赔偿他们份额的任何部分，其后果如何？那时，1% 份额的合伙人有责任赔偿全部份额，即使这意味着他必须卖掉他的珍本图书和家庭住宅。”参见保罗·萨缪尔森：《经济学》上册，147 页，商务印书馆 1982 年中文版。