

第一章

重组题材致胜

罗马诗人贺瑞斯唱道：“今之潜沉者终将复出，今之显要者必将消沉。”为了使潜沉的企业复出，为了使显要的企业不消沉，全球普遍祭起了“重组”的大旗。中国企业和上市公司近年亦快速加入了这个世界的潮流。

一、市场需要重组题材

从经济学上讲，所谓“资产”，是“负债”的对称。是商品生产经营者所拥有的各种财产、债权和权利的总和。它包括有三个要点：一是它从属于一定的所有者；二是所有者已付出经济代价而占有；三是它能给所有者带来权益。

资产重组便是按照市场经济基本规律进行的资产配置与组合，是企业之间通过产权流动、整合带来的企业组织形式的调整。更具体地说，是企业通过联合、合并、兼并、收购、破产、承包、租赁等形式进行企业的再造。它的本质强调资产的可流动性，从而使企业“廉价又快捷”地获得新生。是我国国企为摆脱困境和窘境乐于采取，甚至是不得不选择的方式。

资产重组的方式，按资产的获得分，有行政划拨和市场交易两种；按资产的交换分，有资产置换、股权转让和收购控股三种；按资产的形式分，有资产扩张型、收缩型、置换型和控股权转移四种。

为了帮助读者对资产重组有更全面的认识，下面我们摘录一些经济学家、企业家、券商和新闻工作者的论述。

关于我国的资产重组，国家国有资产管理局研究所所长魏杰，在 1998 年 5 月中旬，由中国体改研究会与广州体改研究会在广州举办的“'98 企业发展与机制创新报告会”上说：1998 年为资产重组年，到 2003 年前，资产重组都是重要的任务。它要解决六大问题：（1）面临破产的国企问题；（2）优势企业扩大；（3）使我国的企业组织形式变为以大为主；（4）让产权结构多元化；（5）使资产配置更合理；（6）增长率不低于 8%。同年 5 月

26 日，他在吉林省厅局长以上干部专题报告会上又讲：“恐怕到 2005 年以前，资产重组将一直是我国经济生活中非常重要的经济行为，甚至在一定时期可能成为一个最主要的行为。”谈到资产重组中的资本经营行为，他说实际它非常简单，便是“买卖资产，买卖企业”。

这位著名的经济学家还指出，资产重组虽然属于资本经营与产权的市场交易行为，但在我国目前的条件下，政府也是资产重组的极为重要的主体。首先，它必须要有政府的政策导向。即政府要制定科学的产业发展政策及有关宏观政策，既为资产重组提供政策导向与基本框架，又要政府用行政手段为资产重组创造良好的宏观环境，包括构造有利于资产重组的财税制度、金融制度及产权交易市场等。其次，政府应该利用行政手段打破资产重组中的条块分割，消除企业的主管政府机构从己方或部门利益出发的阻碍。

上海交通大学管理学院教授、博士生导师、上海亚洲商务投资咨询公司董事长陈琦伟指出，利益调整、透明度、激励机制、激发新的利润增长点、监管要求、效率、减少风险能力等等，无一不是当前我国国有企业改革中面临的重大迫切问题。如果说不断改善和提高经营管理和销售能力，是保障企业实现一种可预期的线性增长方式，从而是企业增长之一翼，新技术的发展和采用，是可能带动企业跳跃式发展之另一翼的话，那么股权运作涉及的就是企业的躯体，是企业发展之本。躯体笨拙臃肿，徒有灵巧有力的双翼，何以腾飞？反之，企业的活力就有了根本保证。

复旦大学经济学院院长黄亚钧，就环宇股份的运作进行评述说，像环宇股份这样的上市公司，其经营效益滑坡时，不是申请破产或除牌，而是采取换壳的形式，这是现实条件下解决上市公司业绩问题的一种可行方法。环宇股份的壳用于一个新的企业，这对搞活上市公司壳资源很有好处，容易避免上市公司壳资源的

“隐性死亡”。同时，环宇股份中的国家股从国资局改由国有独资的兰陵集团持有，国家股实际上仍由国家持有。这种变化有助于加强国家股的经营能力，促进国有资产在流动中保值增值。

经济专家是这样认为，那么，企业家对资产重组又是怎样认识的？他们普遍认为：“资产重组非行不可。”这方面，兰陵集团总经理、兰陵陈香董事长崔学文有深刻的认识。他说：在目前我国上市仍受计划控制的情况下，上市公司之“壳”就成为重要的稀缺资源。利用控股环宇股份，通过资产置换，实现上市，并利用上市公司的融资功能，筹集资金发展兰陵，是我们此次重组的重要目的。可以说，此举既是贯彻落实党的十五大精神搞活国企的要求，也是兰陵集团自身扩张的需要，同时也是证券市场优化配置资源功能的体现。

原天津美纶股份有限公司董事长张春亭，从另一个角度谈了企业家对资产重组的认识。他说：“从某种意义上讲，企业经营和发展有两个重要途径或战略。一个是通过改善经营管理，提高企业内部资源配置的有效性来增强企业在市场中的竞争能力，即所谓内部管理型战略；另一个是通过资本市场寻求企业重组和扩张，其中最主要的方式是合并、兼并与收购，这是更大范围、更高层次的资源重新配置，即所谓交易型战略，它的内容、形式和过程都要复杂得多。与内部管理型战略不同，交易型战略强调的是通过资本运营，包括组建合营企业，吸收外来资金、开展技术转让、战略联盟、长期融资，进行合并、兼并与收购等，来实现企业的超常规发展。仔细考察当今世界实力雄厚的大财团、大公司的成长史，我们首先发现它们无一不是通过交易型战略的多次成功运用才取得今天的规模、市场份额和持久之竞争优势的。其次，还会发现，企业的规模越大，交易型战略对下步发展就越关键；企业家越成熟，就越渴望实施交易型战略。”

张春亭董事长还进一步指出：“在买壳、借壳或合并的过程

中，不能不提及‘壳’公司本身。它们卖壳、让壳或合并，有的出于被动无奈，有的则属于主动出击。对前者这里不予置评。而后者，实际上也是对交易型战略的一种运用。通过资产重组，公司得到飞跃，事业更上一个台阶。因此，上市公司通过合并等形式主动借壳给一个更具实力的公司，从而产生一个新的前途无量的集团公司，这确实是一种超越自我的，把事业、大局置于首位的，应该大书特书的战略主动行动。”

券商对资产重组的看法，更多地偏重从市场的角度。蔚深证券的殷秉华，把目前市场炒作资产重组分为五类：

第一类，相关企业合并。以仪征化纤为例，这将大大降低生产成本，扩大生产规模，预期业绩可望大幅好转。

第二类，通过股权转让，优化主业。以环宇股份为例，将竞争激烈、赢利能力较差的主营业务百货业转让，受让赢利能力较强的酿酒业，主业方向改变。

第三类，通过资本运营优化产业结构。以琼南洋为例，1996年4月18日，公司原最大股东海南省海运总公司将其持有的法人股转让给海南成功投资有限公司，后者接管琼南洋后，优化公司产业结构。具体措施为组建赢利能力较强的化工运输船队，使1997年中期业绩从1996年亏损到每股赢利0.30元。

第四类，转让优质股份，获取即时收益。以莱英达为例，将其持有的赢利能力较强的优质股份金威啤酒和光大木材转让，一次性实现可观收入。而即时收益又为该公司调整投资结构，增强发展后劲提供了基础。

第五类，注入优质资产。以泰达股份为例，公司原控股股东为国企股，地处天津开发区的泰达集团受让国企股后便成为公司最大股东。泰达集团在其管理和经营的天津开发区内有诸如雀巢公司、摩托罗拉公司等跨国公司，有不少优质资产。泰达集团受让国企股后，达到借壳上市的目的，并承诺在合适时机注入优质

资产，这样可使原从事化纤行业的壳公司（原称美纶股份）的业绩得到实质性的改善。

江苏证券的潘伟荣等，甚至将大牛股的产生寄托在资产重组的公司身上。他举出例子：实行资产重组后，环宇股份上涨幅度达 100% 以上；西南药业上涨幅度达 80% 以上；深深宝股价翻了一番多；莱英达上涨幅度也达 90%。

而有的券商则从资产重组新动向来谈资产重组的问题。申银万国研发中心的廖舒天认为，通过国家股、法人股的协议转让是目前我国证券市场上资产重组的主要形式。而这种形式的新动向是通过国家股的无偿划拨来完成企业间的重组。原美纶股份和上菱电器（600835）的资产重组就是两个典型的案例。他认为，在我国证券市场现状下，这是一个值得推广的做法。

第一，由于我国现在是各地国有资产管理局代表国家行使国家股的股权管理，因此在同一地方无偿划拨国家股就较为简单易行。如美纶股份重组过程中，天津市经委仅用了 5 天就形成了正式文件，将天津市纺织工业总公司管辖的国家股无偿划拨。

第二，由于大多上市公司中第一大股东为国家股，因此国家股的无偿划拨往往能很方便地改变上市公司的第一大股东。如上述两个案例中泰达集团和上海电气（集团）总公司在股权无偿划拨后都成为两个上市公司的第一大股东，这有利于股权划拨后进一步的资产重组。

第三，上市公司目前我国还是一种稀缺资源，一些国家重点扶持的大型企业集团，完全可以通过这种重组方式，使得上市公司得以注入优质资产，并在证券市场上更好地发挥“壳”的作用。上菱电器的国家股无偿划拨就是典型的一例。本次重组上海电气（集团）总公司是国家计划单列的 57 家国家级企业集团之一，集团总资产已达 500 亿元，重组后，整个集团将实行母子两级公司的滚动式发展。

第四，由于股权的无偿划拨是一种政府行为，是在同一所有权主体之下换了一个股东，这一方式相对于股权协议转让等其他方式来说，大大降低了成本。股权划拨后企业就更有实力向重组后的上市公司注入优质资产。

第五，随着产业的升级换代，一些传统行业已无法适应市场的变化，再加上各地的重复投资、重复建设，造成了我国现在整体经济布局不合理，股权无偿划拨，也是政府调整产业结构的一种办法。

但通过这种方式进行资源配置，要特别注意避免政府的“拉郎配”。

新闻界对资产重组又是怎样看的呢？他们普遍反映这个世界“很精彩”。《上海证券报》记者李威认为，当今数百个公司上市，为企业筹集了大批急需的建设资金，充分体现了证券市场的筹资功能，但同时也应看到，此前证券市场的另一重要功能——资源优化配置未能得到有效显现，如一些公司由于经营业绩较差，使其丧失了配股资格，从筹资角度来说失去了上市的意义，其存在本身浪费了宝贵的壳资源和经济资源。而当前正在进行的资产重组，正是证券市场资源优化配置功能的进一步深化，如效益不断下滑的美纶股份 1995 年 1996 年连续两年净资产收益率未达到 10%，虽然取得了上市公司的地位，但却失去了配股资格，而天津泰达集团通过资产重组借壳上市，把大量优质资产注入到美纶股份，不仅使“美纶”重获生机，同时也使自己得到了重大的发展机遇。中海集团近日决定对中海海盛注入优质资产，环宇股份出售所有资产后购买一个实力较强的酿酒企业等等，都是优化资源配置的具体体现。相信随着时间的推移，作为重组的产物，一批焕然一新的上市公司将出现在广大投资者面前，成为上市公司中的新生代。

李记者进一步谈到资产重组的成功案例，说它们在冲破现有

的行业条块分割，突破企业的地方分割和部门封锁，使国有资产能够自由流动、优化组合等方面作出了有益探索。如美纶股份与泰达集团本不属于同一行业，不隶属于同一主管部门，通过跨行业、跨地区的资产重组，天津开发区的大量国有资产得以盘活，同时也使上市公司由原来的主业纺织快速转至国家基础设施建设领域，产业结构得以迅速调整。

他又说，在证券市场较发达的国家，企业间购并大都通过股市来实现，买壳上市也是非上市公司寻求上市的捷径。一般而言，欲买壳上市的企业首先要以最小的成本收购一个壳公司，通常要求流通盘子偏小，没有不良债务负担的壳，购买成功后即着手进行“反向收购”，壳公司以发新股方式筹资购入买壳方的资产和业务，这样买壳方借助壳公司筹资便捷等优势，展开新一轮整合发展，从而达到买壳上市的目的。

近年来，我国部分企业进入香港市场就是巧用买壳上市的方式，由于这些买壳上市行动涉及资金巨大，影响面广，购壳后发展迅速，引起了世界的广泛关注和业内人士的好评。中信收购泰富 51% 的股权，随即注入其所拥有的港龙航空 38.3% 股权及债务权益，泰富则以发行新股方式筹资 3.73 亿港元支付购买港龙所需，此后，中信又多次将自己培育的优质资产注入泰富，使其盈利保持持续增长，从而保证泰富在香港市场绩优股的良好形象及上佳的市场表现。与此同时，泰富连续三次大规模增发新股，集资 72 亿港元用以支付购买中信资产所需。这样，在短短两年时间里，中信泰富以市值 285 亿港元跃居香港 20 大上市公司的第 14 位，被港人称做：红筹股第一。

要说到国企在境外兼并收购，当追溯到 1984 年初，香港最大的上市电子集团公司——康力投资有限公司由于财务危机而濒临倒闭，华润集团和中银集团联合成立了新琼企业有限公司，先后向康力注资 4.37 亿港元，收购了其 67% 的股权，从而拉开国

企在香港借壳上市的序幕。

实践证明，借壳上市不仅省却新申请人需办理的烦琐手续，节省人力、物力和财力，而且还能节省时间，较快地把资产注入到上市公司，实现资产整现，达到筹资的目的。它的成功运作为国内证券市场的借壳上市和其他重组方式提供了范例。

二、世界性的兼并重组潮

1997 年亚洲爆发了金融危机，随后蔓延到俄罗斯和巴西等国，全世界为此震惊！美、欧和中国等纷纷采取措施，对付这场危机。

这场危机充分暴露了许多企业，尤其是金融业的多年积疾，使许多企业倒闭。韩国商业银行 1998 年亏损额达 123 亿美元，比 1997 年增加了一倍以上。泰国至少需要注资 300 亿美元，才能彻底解决本国的呆账问题。

近两年来，亚洲各国为了走出困境，对企业尤其是金融业展开了全面的改革和调整，兼并、重组风刮遍了整个亚洲。菲律宾现有 17 家银行都因资金不足，计划合并为一家“超级储蓄银行”。印尼目前有 5 家私营银行准备合并为一家大银行，有关合并事项的谈判已得到本国政府的支持。印尼约有 150 家银行将在今后 1~2 年内合并或被兼并成 30 多家银行。到 1999 年 4 月底止，韩国第一银行有 51% 的股份落入美国投资商之手。日本已有 18 家金融机构被外国投资商兼并。而新加坡发展银行除在国内购买了政府的邮政储蓄银行之外，还在泰国、香港和菲律宾等地也购买了一些银行的大部分股份。

兼并、重组已成为拯救陷于困境的企业的一剂灵丹妙药，更

是促进经济发展的“法宝”。这从美国四次兼并浪潮明显地看到这一点。

世界上，兼并重组最活跃的国家当属美国，最富裕的国家也属美国。美国从 19 世纪以来，经历了四次兼并浪潮，每次都给美国工业和国民经济带来前所未有的发展，带来了资产重组、产业结构和产品结构的调整，甚至形成了企业优胜汰劣的一种机制。诺贝尔奖获得者、美国著名经济学家乔治·斯蒂格勒说：“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，几乎没有一个大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”经过四次兼并浪潮，资产重组成了美国乃至全世界议论的一个长盛不衰的热门话题，成了企业赖以发展的犀利武器。

第一次兼并浪潮发生在 19 世纪末 20 世纪初，其高峰时期为 1898—1903 年，许多专家认为这次兼并浪潮是诸次兼并浪潮中重要的一次。

1898—1902 年兼并的高峰期间，美国被兼并的企业总数达 2635 家，其中仅 1899 年这一年因兼并而消失的企业数就达 1028 家。在这五年中，兼并的总额达 63 亿多美元。美国的工业结构出现了永久性的变化，100 家最大公司的规模增长了 4 倍，并控制了全部工业资本的 40%。在这次兼并中出现了一些巨头公司，诸如爱理斯—查默斯公司、阿纳康达铜业公司、玉米产品公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国钢铁公司和美国冶炼公司。

德国当时虽然与英、法等国相比是后起的资本主义国家，但在这一时期也发生了大规模的企业兼并而导致垄断组织——卡特尔的大量出现，到第一次世界大战前，德国已有各种卡特尔 600 个，出现了一些著名公司如克虏伯公司、西门子公司等，从生产集中度来看也有了很大提高。1882 年雇佣 50 人以上的企业只占企业总数的 0.3%，到 1907 年已增加到 0.9%，提高了 2 倍。而这只占 0.9% 的大企业的工人数却占工人总数的 39.4%，蒸汽马

力和电力更分别高达 75.3% 和 77.2%。

与此同时，在英国、法国，甚至资本主义生产关系发展较为落后的俄国，企业兼并导致资本集中、生产集中也都在大规模地进行。如俄国，到 19 世纪末，雇佣 500 人以上的大企业的工人数已占工人总数的 45.2%。

这次兼并的突出特点是横向兼并，即资本在同一生产领域或部门集中，优势企业吞并劣势企业组成横向托拉斯。美国工业委员会研究了 22 起兼并，每起兼并完成后企业所控制的国内市场份额平均达 71%。兼并运动很明显地把原来的寡头市场或竞争市场变为一个由部分垄断者控制了 50% 以上产量的市场。可以看出，大量的横向兼并增大了某些企业的规模，以及它们对其所在行业产量和市场占有的控制，兼并企业一方面获得了巨大的规模经济效益，另一方面获得了巨额的垄断利润。

促成这次兼并的重要推动力，一是兼并促办人。兼并促办人是从兼并中牟利的投机者。大量事实证明，1897—1902 年间所形成的大量的不规则的兼并，起源于对证券的疯狂投机。股票市场上平均股票价格从 1897 年第二季度的 40 美元猛涨到 1899 年第四季度的 80 美元，上升的股票产生了敢冒险的兼并促办人。他们是无本牟利的，利用未来期望收益的值（由于兼并促办人的广告而扩大）远远超过了资产现行账面价值。兼并和控股公司的形式也给他们提供了一个机会，去追加证券来抵付这个超额的资产值。其中某些收益由兼并促办人取得作为报酬。二是银行推波助澜的作用。银行一方面提供兼并所需的资金，另一方面又充当兼并促办人从中牟利。有 $\frac{1}{4}$ 的兼并活动是由他们完成的。其中摩根财团领导完成了铁路系统的兼并，一手操纵了美国钢铁公司的成立。三是工业股票上市。工业股票的上市，为兼并大开方便之门，也为兼并促办人提供了便利。工业股票发行的结果是，在兼并浪潮的八年中，约 60% 的兼并事件是在纽约股票交易所中

进行的。另外的几个交易所如波士顿股票交易所，费城、巴尔的摩股票交易所也承受与 supports 了世纪之交的巨大的兼并浪潮。

在第一次兼并浪潮中生存下来的美国大企业，支撑起了美国的工业结构，在美国后来的经济发展中起着举足轻重的作用，并奠定了日后的产业结构的基础。

第二次兼并浪潮发生于 20 世纪 20 年代，其中以 1929 年为最高潮。与前一次兼并运动相比，它的规模胜过上一次。在 1919—1930 年内，兼并活动涉及公用事业、银行、制造业和采矿业的近 12 000 家企业，因优胜劣汰而消失的企业数目比第一次兼并浪潮中的数目多两倍有余。同时在这一时期，26 个行业里的 1591 家连锁店吸收合并了 10 519 家零售商店。

在整个 20 年代，各西方主要资本主义国家经济有了较大发展。美国的工业生产 1929 年比 1920 年提高了 39% 以上，同时法国提高了 77%。德国虽受战争破坏，但到 1927 年工业水平已接近战前水平。这一时期的经济增长，在很大程度上归因于科学技术的发展和实现“产业合理化”的结果。科学技术的发展，导致一批新兴部门的产生，如汽车工业、化学工业、电气工业、化学纤维工业等。这些产业很快成为对国民经济发展有举足轻重的部门。产业合理化即采用新式的机器设备，采用自动传送装置，实行标准化大生产，其标志是“福特制”的诞生及扩大推广。而这两方面都要求资本进一步集中，从而满足需要。第二次企业兼并浪潮的掀起就是在这样的历史条件下发生的。

第二次兼并浪潮中有不少兼并采取了纵向兼并方式，这是它的一大特点。人们当时普遍认为，纵向兼并对经济发展有利。如当时的主管反托拉斯政策的司法部长助理威廉·多诺说过：“企业兼并可能在一定程度上纠正破坏性竞争的弊端，它代表着为调整生产与消费、供应与需求之间的关系作出的努力。这在制铜业表现最为突出：1922 年阿纳康达公司兼并了美国黄铜公司，接

着又兼并了数家最终产品制造厂，其中有底特律黄铜公司等，其市场占有率从 9% 增长到 20%。坎涅考特公司于 1929 年并购了琪斯有限公司。菲尔浦斯一道奇公司并购了哈伯萧电缆电线公司和美国铜管公司。在其他许多行业里也大量出现了纵向兼并。

在这次兼并中，投资银行家再次起了主要作用。在 1928—1929 年期间，对证券要求极度旺盛，兼并运动自然兴起。有些投资商行雇佣一些受托人员，专事寻找可能进行兼并的对象，从而推动了兼并活动的发展。可以说在兼并运动中十次有九次都是投资银行家起了核心作用。

因此，这次浪潮与第一次浪潮一样，在股票价格上升到最高时，也达到了兼并的高潮。对寡头及规模经济（纵向一体化经济）的追逐无疑是其中一部分兼并的动力，兼并的其他动力则主要是促办人或投资银行对利益的追逐。虽然伴随着这次兼并浪潮的是资本控制的集中，但由于反托拉斯法的实施，追逐垄断的动力似乎被削弱了。当然，还有相当一部分兼并既不是出于垄断动机，也不是由于促办人的推动，而只是企业家之间的经营性交易。这种兼并是企业退出（自然也是进入）某一行业，变卖（自然也是收购）资产的一种方法。

从第二次兼并浪潮的后果来讲，它加强了第一次浪潮所形成的集中。由于大量寡头垄断的产生，也增强了市场的竞争程度。同时由于兼并形式及管理技术的改进，第二次浪潮中兼并的成功比率也大于第一次。

第三次兼并浪潮发生于第二次世界大战后的 50—60 年代，其中以 60 年代后期为高潮。这次兼并持续时间长，兼并形式是混合兼并。混合兼并使企业多样化发展战略得到发挥，从而使企业的目标及活动范围延伸到许多与本企业毫不相关的领域，导致企业本身的组织结构又一次发生转变。

美国在第二次世界大战期间的 1935—1944 年，工矿企业被

合并的共有 1400 家，到第二次世界大战后的 60 年代，被兼并企业已超过 12 500 家，其中资产在 1000 万美元以上的大公司，1960 年有 51 家，1965 年增为 62 家，1968 年最高达 173 家。像这样大规模的企业兼并，不到 10 年猛增 2 倍以上，如果从被兼并企业的资产额来看，几乎猛增 7.3 倍，从 1960 年的 15.3 亿美元，增为 1968 年的 125.5 亿美元。总之，这次兼并的规模很大，仅 1967—1969 年就完成了兼并 10 858 起，1968 年大规模兼并数只占 3.3%，但资产量却占 42.6%。这股浪潮在美国一直延续到 20 世纪 70 年代初，1970—1973 年，被兼并的企业仍高达 4147 家。

在 60 年代，西欧共同市场也同样掀起了企业兼并的浪潮。在法国，从 1900—1945 年，平均每年被兼并的企业仅为 18 家，1950—1960 年共兼并 843 家，平均每年约 85 家。到了 60 年代，被兼并企业大幅度上升，在 1960—1970 年间，高达 1850 家，平均每年有 185 家，相当于第二次世界大战前的 10 倍。

日本的情况也是如此，优势企业不断地排挤和兼并中小企业，企业倒闭数额逐年上升。1955 年，倒闭的企业有 600 家；1965 年有 6141 家，猛增 10 倍。到 1968 年甚至超过 1 万家。

这次兼并以混合式兼并为主。混合兼并是指优势企业兼并那些与其生产和职能上彼此并无多大联系或毫无联系的其他行业的企业，从而谋求生产经营多样化，以降低经营风险。混合式兼并的急剧增加不仅仅是执行反托拉斯法的结果，还由于管理科学得到了迅速的发展，计算机在企业里逐渐广泛应用，现代大公司“看得见”的手更加完善，这就使得经理人员对大型混合企业的有效管理成为可能。

所有权和经营权的完全分离也促进经理人员加强多种经营。因为股票持有者能够通过持有多样化的证券而分散他们的风险；经理人员要做到这一点就只能靠扩充他们公司产品的种类。混合

式的大企业兼并，已经不能简单地仅从规模经济或追逐垄断来解释了，还有更重要的原因，即追求企业经营上的保障。

第四次兼并浪潮始于 70 年代中期并延续至今，其中以 1985 年为高潮。

这次兼并浪潮相对稳定，兼并数量变化不大。1975 年兼并总数为 2297 起，1985 年为 3000 多起。但是兼并资产的规模达到了空前程度。从 1979 年起，10 亿美元以上的兼并开始增多。1984 年有 18 起，1985 年有 32 起。石油、化工类企业发生这种超级规模的兼并已属常事。非石油企业也步其后尘，1985 年底，通用电气公司以 60 多亿美元买下了美国无线电公司。1986 年 4 月，纽约麦迪逊大街上三家广告商合并，创立了“世界上最大的广告公司”，资产达 50 亿美元。两个星期后，位于同一条街上的另外几家广告公司又进行合并，成立比前者规模更大的萨其一贝茨全球广告公司，兼并运动场面壮观，激动人心。

权威观察家们把这次兼并归结为战略驱动型兼并。早期的兼并，公司是由巨头自己管理，因此股东财富与个人财富同义。早期的政府没有严格的法律，从而企业家能够采取“垄断和寡头垄断”战略。当今的公司则与之不同。多样化的战略集中于相关产品之上，不再像第三次浪潮那样进行无关兼并。兼并与己无关行业的混合联合大企业，在经过一定时期的实践后，发现自己陷于指挥不灵，造成亏损被动，而不得不放弃部分经营项目。在被调查的 58 家对象中（混合联合企业），至少有 28 家在 1972—1983 年期间收益下降或出现亏损。60 年代中有 1/3 这类企业宣告解体。正因为如此，有计划地放弃无利可图而又与本企业的长远利益相矛盾的子公司或经营业务，成为一种合理化的方法。例如，美国的富奎公司发展了“张缩型”战略，在合并进来一些企业后，又清理无发展前途的子公司，并将其改组甚至出卖给别的公司。

在以往几次兼并的浪潮中，主要是大企业兼并小企业。但在这次兼并浪潮中，一个显著的特点是出现了大量的“小企业兼并大企业”。如 1985 年销售额仅为 3 亿美元，经营超级市场和杂货店的泮特雷·普莱得公司，竟以借债方式，以 17.6 亿美元收购了年销售额 24 亿美元的雷夫隆公司。这种负债赌博式的并购在很大程度上得益于金融媒介的支持。“用债换权益”的拼命方式取代了正常的“以股换股”的兼并方式，杠杆作用收购异常流行。

为了迎合兼并的需要，金融界发行了一种“垃圾债券”的融资工具。此债券最初由商人米切尔·米尔肯于 70 年代首创，这种债券资信度极低，风险很大，但利率很高，约比通常用于投资的资金利率高出 3%~5%。经营这类债券的机构本身资金极其有限，但先答应贷给客户若干额度的资金并收取一笔较高的承接费，约为 0.35%~0.7%，即每 1000 万美元需付给 3.5 万~7 万美元的代价。由于这种债券的出现，使得收购者的融资能力与收购其他公司的实际能力脱节，受到大量中、小型企业，特别是投机分子的青睐。据统计到 1986 年底，美国已有 600 亿美元的债券在流通中，对美国经济极为不利。

企业兼并从国内到国外是这次企业兼并中的又一个重要特征。传统的公司只是在国内范围兼并，随着外国企业竞争力在美国及国际市场上的增强，公司的目标不得不拓宽了。1983 年外国以兼并形式在美国进行投资占各种投资总额的 59.39%，1988 年达到 92.3%。1987—1988 年度与 1984—1985 年度相比，欧共体各国企业之间的国际联合投资增长 2/5，而企业之间的国际性兼并增长幅度高达 2 倍以上。

西方国家尤其是美国的这四次兼并、收购浪潮，极大地促进了一批巨大型、超巨型的跨国公司的产生和发展，完成了资产规模的迅速扩张和增值，推动了产业升级和资产结构在全社会范围内的优化配置，提高了企业的规模经济效益，因此在美国经济