

企业资本运营操作指南

QIYE ZIBEN YUNYING CAOZUO ZHINAN

(中)

法 律 · 经 济 大 全
青苹果电子图书系列

企业资本运营操作指南

中 卷

目 录

第六篇 控股公司

第一章 控股公司概述..... (2)

第一节 控股公司基础 (2)

第二节 控股公司的性质 (4)

第三节 控股公司的种类 (6)

 一、纯粹控股公司和混合控股公司..... (6)

 二、综合性控股公司和专业性控股公司..... (6)

 三、生产经营型、产权管理型和投资重组型控股公司..... (7)

 四、中央所属控股公司和地方所属控股公司..... (8)

 五、国有控股公司和私人资本控股公司..... (8)

第四节 我国组建控股公司的意义..... (8)

 一、有利于明晰产权关系..... (8)

 二、有利于实现政企分开..... (9)

 三、有利于提高国有资产的运营效益..... (9)

 四、有利于建立健全国有资产运营体系..... (9)

第二章 控股公司的组织..... (10)

第一节 控股公司组建的原则 (10)

 一、政府的社会经济管理职能与国有资产所有者职能分开的原则 (10)

 二、出资者所有权与企业法人财产权分离的原则 (17)

 三、促进国有资产的优化配置和合理利用的原则 (20)

 四、防止垄断，公平竞争的原则 (21)

第二节 控股公司的成立	(21)
一、国家授权投资机构设立的条件	(22)
二、国家授权投资机构设立的程序	(22)
三、国家授权投资机构设立的方式	(23)
四、控股公司设立的步骤和方法	(23)
第三节 控股公司组建的途径	(24)
一、专业经济部门改组成为控股公司	(24)
二、全国行业性总公司改组成为控股公司	(28)
三、企业集团改组为控股公司	(34)
第三章 控股公司股权决策	(40)
第一节 控股权的意义	(40)
一、控股权在法律上的意义	(40)
二、多数股的控制地位	(40)
三、少数股的经营	(41)
第二节 控股公司的股权决策机制	(42)
一、资本参加	(43)
二、股东对控股公司的股权管理	(43)
三、控股公司对子公司的决策管理	(43)
第三节 法人控股经营	(45)
一、股份的法人持有	(45)
二、股东的法人化	(45)
第四节 法人控股的特性	(47)
一、股息的蜕化	(47)
二、股价变动的机制	(48)
三、股票的发行机制	(48)
四、社会网络结构	(48)
第四章 控股公司资产管理	(50)
第一节 控股公司资产管理系统	(50)
一、投资中心 (Investment Centre)	(50)
二、利润中心	(51)
三、成本中心	(53)

第二节 控股公司资本结构 (54)

 一、资本成本 (54)

 二、杠杆利益 (57)

 三、资本结构 (59)

 四、控股公司资本结构的特点 (62)

第三节 控股公司资产管理机制 (68)

 一、控股公司的权力 (68)

 二、控股公司的负债能力 (70)

 三、集团财务政策的协调 (71)

 四、控股公司内各公司的资金流动 (72)

第四节 公司购并、分立、清算业务处理 (72)

 一、公司购并业务 (72)

 二、公司的分立业务 (75)

第五章 控股公司制度规范 (79)

第一节 控股公司组织制度 (79)

 一、股东和股东大会 (79)

 二、董事和董事会 (80)

 三、监事和监事会 (81)

 四、执行机构 (82)

第二节 控股公司管理制度 (83)

 一、劳动人事制度 (83)

 二、企业工资制度 (84)

 三、企业财务制度 (85)

 四、公司会计制度 (87)

 五、分配制度 (89)

第三节 控股公司章程 (90)

 一、公司章程的概念和特征 (90)

 二、公司章程的记载事项 (91)

 三、公司章程的修改 (92)

第六章 控股公司成长战略 (95)

第一节 控股公司成长战略的特点 (95)

 一、外部成长战略 (95)

二、产权经营和外部成长相结合	(96)
三、迅速扩张性	(96)
第二节 垂直整合战略	(97)
一、卡西欧的竞争战略	(98)
二、垂直整合的优势和弊端	(99)
三、如何实施垂直整合战略	(101)
四、控股公司垂直整合时应注意的问题	(103)
第三节 水平整合战略	(105)
一、水平整合战略与规模经济	(105)
二、几种不同动机的水平整合	(106)
三、水平整合战略中应注意的几个问题	(108)
四、水平整合与反垄断法	(112)
五、卡特尔	(112)
第四节 多角化战略	(113)
一、多角化战略的优势	(113)
二、多角化战略规划过程	(115)
三、多角化战略的经营管理方式和资源分配方式	(118)
第七章 控股公司的法律规定	(121)
第一节 控股公司的法律含义	(121)
一、法律中控股公司的概念	(121)
二、控股公司的特征	(121)
三、控股公司和母子公司	(122)
四、控股公司中的国际控股公司	(123)
第二节 各国对控股公司的具体规定	(124)
一、各国法律中对母公司和子公司的定义	(124)
二、外国国家法律对控股和购并的限制	(125)
第三节 我国法律中有关控股的规定	(129)
一、转投资规定	(129)
二、合并与分立	(129)
第四节 控股公司内母子公司关系的法律调整	(131)
一、对控股公司与被控股公司关系的法律调整	(132)
二、对相互投资关系的法律调整	(132)
三、对母公司与子公司之间债务责任关系的法律调整	(132)

第八章 国有控股公司	(133)
第一节 国有控股公司的几种模式	(133)
一、国家独资公司	(133)
二、国家直接控股	(136)
三、国家间接控股公司	(137)
第二节 我国的国有控股公司	(139)
一、国有控股公司是国有资产管理的目标模式	(139)
二、国有控股公司组建的几种模式	(140)
三、国有资产的评估	(145)
第三节 国有企业民营化	(147)
一、国有民营化的原因	(147)
二、国外国有民营化的几种模式	(147)
三、国外国有控股公司的民营化对中国国有控股公司的可借鉴之处	(152)
第四节 中国控股公司的跨国经营	(152)
一、中外合资经营	(152)
二、中国控股公司的跨国经营	(157)
第九章 控股公司案例精选	(160)
北京一轻总公司	(160)
一、基本情况	(160)
二、综合配套改革的基本思路	(161)
三、综合配套改革的经验	(162)
四、启示	(163)
青岛益青实业总公司	(164)
一、转体前后基本情况	(164)
二、国有资产经营的基本思路和主要做法	(166)
三、完善国有资产经营公司的建议	(168)
深圳市投资管理公司	(168)
一、建立	(168)
二、国有资产管理基本思路	(169)
三、完善国有资产管理体制的设想	(171)
意大利工业复兴公司	(172)
一、建立和发展	(173)

二、资产经营组织体系.....	(175)
三、公司产权管理体制.....	(177)
四、私有化改革.....	(180)
新加坡淡马锡控股公司	(181)
一、建立与发展.....	(181)
二、公司与政府的关系.....	(183)
三、内部的运营管理.....	(184)
四、发展趋势.....	(185)
奥地利工业控股公司.....	(186)
一、形成及其历史背景.....	(186)
二、基本框架和改革主要措施.....	(188)
三、发展趋势.....	(192)
英国国有企业局	(193)
一、建立.....	(193)
二、宗旨、职能和目标.....	(195)
三、产权组织与管理.....	(196)
四、经营实绩及其评价.....	(199)
五、启示.....	(202)

第七篇 公司购并和产权重组

第一章 公司购并概述.....	(205)
第一节 收购与兼并的基本含义	(205)
一、收购.....	(205)
二、兼并.....	(206)
三、收购与兼并的几个相关概念.....	(206)
第二节 公司购并的类型与特征	(207)
一、收购与兼并的类型.....	(208)
二、收购与兼并的特征.....	(209)
第三节 公司购并的发展概况	(210)
一、美国企业间收购与兼并的几次浪潮.....	(210)
二、战后日本企业间的收购与兼并.....	(211)

三、英国企业间的收购与兼并活动.....	(212)
四、其他西欧国家的企业收购与兼并.....	(212)
五、90年代企业收购与兼并的趋势与特点	(212)
第四节 中国企业购并概览.....	(213)
一、 中国企业购并的历史沿革.....	(213)
二、中国企业购并的主要类型.....	(218)
三、向市场经济转轨中的特色类型.....	(219)
四、我国上市公司的收购.....	(222)
五、中国企业购并存在的问题.....	(226)
第五节 中国企业购并的方式与程序	(228)
一、兼并的方式.....	(228)
二、兼并的程序.....	(228)
三、收购的方式.....	(230)
四、收购的程序.....	(230)
第六节 中国企业收购兼并的机构.....	(231)
一、上海城乡产权交易所.....	(232)
二、深圳产权交易所.....	(233)
三、山东产权交易所.....	(233)
四、成都产权交易中心.....	(234)
五、武汉市产权交易中心.....	(234)
第二章 公司购并的操作程序	(235)
第一节 公司购并一般操作程序	(235)
一、关于购并的董事会决议和股东决议.....	(235)
二、购并合同.....	(235)
第二节 上市公司购并程序.....	(236)
一、聘请财务顾问.....	(236)
二、保密和安全.....	(236)
三、事先在股市上收购.....	(236)
四、确定关联交易.....	(237)
五、确定报价时间.....	(237)
六、确定出价的方法.....	(237)
七、向反托拉斯的权力机构进行咨询.....	(237)
八、预备性的通告.....	(238)
九、确定的通告.....	(238)

十、出价期间的交易	(238)
十一、独立等级和潜在的权益	(238)
十二、准备出价文件	(238)
十三、出价文件的发送	(239)
十四、目标公司的反应	(239)
十五、防御策略	(239)
十六、在出价期间的行动	(239)
十七、对目标公司董事会的限制	(239)
十八、第一个结束日	(240)
十九、出价的延长	(240)
二十、对出价价格的修改	(240)
二十一、终止通知	(240)
二十二、接受的撤回	(240)
二十三、无条件接受	(241)
二十四、股东会议	(241)
二十五、所有条件的满足	(241)
二十六、支付方式	(241)
二十七、强制性购买法	(241)
二十八、安排计划	(241)
二十九、购买后的审计	(242)
第三节 非上市公司购并程序	(242)
一、意向书	(242)
二、调查	(242)
三、董事会批准	(242)
四、政府部门批准	(242)
五、谈判	(243)
六、交换合同	(243)
七、声明	(243)
八、核准	(243)
九、特别股东大会 (EGM)	(244)
十、董事会改组	(244)
十一、正式手续	(244)
十二、重整	(245)
第四节 公司购并的途径	(245)
一、买方公司从目标公司的股东那里直接购买控制权或者全部股票	(245)
二、买方公司收购目标公司大部分或全部的财产来控制目标公司的业务	(245)

三、公司兼并.....	(245)
第五节 选用收购途径时应考虑的重要因素	(246)
一、税收.....	(246)
二、财务.....	(246)
三、转移财产.....	(246)
四、接收负债.....	(247)
第三章 公司购并战略分析.....	(248)
第一节 购并策略的制定	(248)
第二节 购并与多角化经营.....	(248)
一、中心式多角化经营.....	(249)
二、复合式多角化经营.....	(249)
第三节 公司购并整合策略.....	(251)
一、垂直整合.....	(251)
二、上游整合.....	(252)
三、下游整合.....	(252)
四、水平式整合.....	(252)
第四章 收购目标的选定	(254)
第一节 购并策划	(254)
第二节 积极式购并与机会式购并.....	(255)
一、积极式购并.....	(255)
二、机会式购并.....	(256)
三、两种购并形式比较.....	(257)
第三节 决定购并策略的因素	(257)
一、公司自我评估.....	(257)
二、备选目标的基本情况分析.....	(257)
三、公司购并依据分析.....	(258)
四、公司购并可能性分析.....	(258)
第五章 公司购并的审查及财务评价.....	(260)
第一节 对目标公司的商业审查	(260)
一、公司的背景和历史.....	(260)

二、产业分析.....	(260)
三、目标公司营运状况.....	(261)
四、财务状况审查.....	(261)
五、税收.....	(262)
六、法律方面的审查.....	(263)
七、人力资源和劳资关系.....	(263)
八、市场营销.....	(264)
九、加工制造和分配.....	(264)
十、研究与开发 (R&D)	(264)
十一、购务和管理控制系统.....	(265)
十二、公益管理部门的报告要求.....	(265)
十三、国际因素.....	(265)
十四、可自行处理的费用.....	(265)
第二节 对目标公司财务审查的具体事项.....	(265)
第六章 公司购并的出资方式	(267)
第一节 现金收购	(267)
一、现金收购的特点.....	(267)
二、现金收购的影响因素.....	(269)
第二节 股票收购	(269)
一、股票收购的特点.....	(269)
二、股票收购方式的影响因素.....	(270)
第三节 综合证券收购	(271)
一、公司债券.....	(271)
二、认股权证.....	(271)
三、可转换债券.....	(272)
四、其他方式.....	(272)
第七章 收购融资及财务规划	(273)
第一节 融资政策的选择	(273)
一、中庸型融资政策.....	(274)
二、积极性融资政策.....	(274)
三、保守型融资政策.....	(275)
第二节 融资渠道及其分析.....	(275)
一、融资渠道.....	(275)

二、发行有价证券融资政策分析	(276)
第三节 融资成本分析	(279)
第四节 公司融资方式的确定	(279)
一、融资方式的选择	(279)
二、筹资决策的程序	(280)
第五节 采用杠杆收购时的资本结构规划	(281)
第八章 公司购并后的经营管理	(283)
第一节 公司购并后的人事问题	(283)
一、被购并企业主管人员的选派	(283)
二、购并后的人员沟通	(284)
三、进行必要的人事调整	(284)
四、稳定人才	(284)
第二节 公司购并后的经营问题	(285)
第三节 公司购并后的协同与整合问题	(285)
第四节 公司购并后的理财手段	(286)
一、套利出售	(286)
二、撤资方式	(286)
三、收购后的会计处理	(287)
第九章 反收购与反兼并	(288)
第一节 反购并的法律策略	(288)
一、诉诸反托拉斯法	(288)
二、诉诸证券交易法	(289)
第二节 反购并的管理策略	(290)
一、保持控股地位	(290)
二、相互持股	(290)
三、通过保障管理层利益提高收购方收购成本	(291)
四、寻求股东支持	(291)
五、毒药丸	(291)
六、甩掉包袱	(292)
七、修改公司章程, 增加“驱鲨剂”或“反收购”条款	(292)
第三节 反购并的股票交易策略	(292)
一、帕克曼式防御	(292)

二、股份回购·····	(293)
三、员工持股计划·····	(293)
四、管理层收购·····	(293)
五、财产锁定·····	(293)
六、死亡换股·····	(294)
第十章 跨国收购与跨国兼并	(295)
第一节 跨国收购与跨国兼并概览·····	(295)
一、跨国收购与跨国兼并的基本含义与原理·····	(295)
二、跨国收购与跨国兼并已成为跨国公司对外直接投资的一种重要形式·····	(295)
三、跨国收购与跨国兼并的特点·····	(296)
第二节 跨国收购与跨国兼并的动因与影响	(297)
一、跨国收购与跨国兼并的动因·····	(297)
二、跨国收购与跨国兼并的影响·····	(299)
第三节 跨国收购与跨国兼并的基本程序·····	(299)
一、跨国购并活动的原则·····	(299)
二、寻找适当的收购对象·····	(300)
三、对目标企业进行评估·····	(300)
四、客观地评估本企业的经营实力·····	(301)
五、委托独立的会计师核查帐目·····	(301)
六、慎重签订合同·····	(302)
第四节 跨国收购与跨国兼并的风险与管理	(302)
一、跨国收购与跨国兼并的经济风险与管理·····	(302)
二、跨国收购与跨国兼并的非经济风险与管理·····	(303)
第十一章 产权重组	(305)
第一节 产权重组的意义和目的	(305)
一、产权重组的意义·····	(305)
二、产权重组的目的·····	(306)
第二节 产权重组的基本内容和实现方式·····	(306)
一、产权重组的内容·····	(306)
二、产权重组的实现方式·····	(306)
三、产权重组中非经营性资产的处理·····	(307)
四、组织机构的重组与设置·····	(308)

第三节 资产和负债的划分及债权债务的处理 (308)

 一、资产和负债划分的基准和基准日..... (308)

 二、无形资产的处理..... (309)

 三、投资的处理..... (309)

 四、债权债务的处理..... (309)

第四节 股份有限公司的股权设置和募股方案 (310)

 一、国家股..... (310)

 二、法人股..... (310)

 三、外资股..... (310)

 四、社会公众股..... (310)

第五节 产权重组实施计划..... (310)

 一、发起设立股份有限公司阶段..... (311)

 二、转为社会募集公司阶段..... (311)

第十二章 公司购并案例精选 (312)

“武汉商场”兼并武汉长江板箱厂 (312)

“中信”在香港的收购活动 (314)

北海正大假收购苏三山 (316)

君安倡议改组万科 (317)

光大标购玉柴法人股..... (319)

恒通受让棱光国家股..... (321)

“宝延”风波 (323)

上海实业在香港成功上市 (324)

台湾宏基收购美国康点 (326)

李嘉诚的成功之道 (327)

马来西亚华人企业家郭令灿与国浩集团 (333)

中策的成功秘诀 (336)

安卡莎收购华新标购要约 (339)

利信达集团有限公司收购要约 (344)

美国联碳公司的“阵地保卫战” (347)

尤诺卡公司的“焦土战术”	(348)
日本油墨化学工业公司的跨国收购	(348)
英特诺斯收购贝尔可	(349)
可口可乐与百事可乐的收购战略	(350)
固特异公司标购战	(352)
目光短浅的收购	(352)
LBO 收购的教训	(353)
KKR 收购雷诺·纳比斯科	(354)
收购伍尔沃思公司后的协同与重组	(355)
收购石油回收设备公司分析	(358)
凯德伯雷·斯彻卫普公司和里德国际集团中的管理收购	(365)
日本第一劝业银行的诞生	(370)
附录一 关于企业兼并的暂行办法	(374)
附录二 国家经贸委、中国人民银行关于试行国有企业兼并破产中 若干问题的通知	(377)
附录三 企业兼并有关财务问题的暂行规定	(379)
附录四 国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》中关于“上 市公司收购”的规定（节录）	(382)

第八篇 企业租赁

第一章 融资租赁概述	(385)
第一节 基本概念	(385)
一、租赁的概念	(385)
二、现代设备租赁的特征	(385)
三、现代设备租赁的性质	(386)
四、租赁体制的演变	(386)

第二节 融资租赁的性质 (387)

 一、融资租赁与传统租赁的区别 (388)

 二、融资租赁与分期付款的区别 (388)

 三、融资租赁与贷款的区别 (390)

 四、确定融资租赁性质的争论 (390)

 五、融资租赁的职能 (392)

 六、融资租赁的法律性质 (393)

第三节 融资租赁的特征 (395)

第四节 融资租赁的定义 (396)

 一、国际统一私法协会的定义 (396)

 二、国际会计准则委员会的定义 (397)

 三、“中国融资租赁管理暂行条例草案”所建议的定义 (397)

第五节 融资租赁的优点 (398)

 一、在资金短缺情况下引进设备 (398)

 二、提高资金利用率 (398)

 三、及时引进设备加速技术改造 (398)

 四、避免因通货膨胀而造成损失 (399)

 五、金融与贸易结合，加快了引进速度 (399)

 六、还租方式灵活 (399)

 七、租金固定 (399)

 八、租赁可得到税款优惠 (400)

 九、帮助销售，促进出口创汇 (400)

 十、防止设备陈旧化 (400)

第六节 融资租赁的风险 (401)

 一、当事人违约的风险 (401)

 二、利率和纳税变动的风险 (402)

 三、国际租赁中外汇汇率变动的风险 (402)

 四、出口租赁的风险 (403)

第七节 设备融资租赁与购买设备的比较 (403)

 一、融资租赁与积累资金购买设备的比较 (403)

 二、融资租赁与贷款购买设备的比较 (404)

第二章 资本主义国家的租赁业 (407)

第一节 世界租赁业发展简况 (407)

 一、租赁业务量迅速增长 (407)

二、在工业发达国家设备投资中的比重不断增大·····	(408)
三、租赁市场已具相当规模·····	(408)
四、租赁服务多样化·····	(408)
第二节 西方现代租赁兴起的背景和发展原因 ·····	(409)
一、现代设备租赁的兴起是科技进步与设备陈旧落后矛盾突出,促使投资需求剧增及革新传统现代方式的结果·····	(409)
二、现代设备租赁是金融业高度发达,银行资本和工商业资本在信贷联系方面进一步渗透、结合的产物·····	(410)
三、政府的鼓励措施直接推动了租赁业务的蓬勃发展·····	(411)
四、随着科学技术的迅速发展,商品市场竞争的进一步激化,租赁日益被用作辅助销售的有力手段·····	(412)
五、生产和资本的国际化、国际生产专业化的不断发展,以及在这基础上出现的国际交换的空前发展和经济生活的日益国际化,为租赁业务的国际化准备了必要的世界经济条件·····	(413)
六、各国大力宣传、推广租赁交易和评估租赁经济利益理论的出现,为租赁顺利发展,在思想上扫除了障碍·····	(414)
第三节 美国租赁业 ·····	(414)
一、美国租赁业概况·····	(414)
二、美国租赁市场的构成·····	(415)
三、美国租赁业特征·····	(418)
四、租赁业对美国的影响·····	(419)
第四节 欧洲租赁业 ·····	(420)
一、英国租赁概况·····	(421)
二、法国租赁概况·····	(423)
三、联邦德国租赁业概况·····	(425)
第五节 日本租赁业 ·····	(425)
一、产生、发展过程·····	(425)
二、租赁市场构成·····	(426)
三、租赁业务实绩·····	(427)
四、日本租赁业特点·····	(427)
五、前景预测·····	(428)
第六节 发展中国家和地区的租赁业 ·····	(429)
一、巴西的租赁业概况·····	(429)
二、委内瑞拉的租赁概况·····	(430)
三、南朝鲜的租赁概况·····	(430)

四、新加坡的租赁业概况.....	(430)
五、马来西亚的租赁概况.....	(430)
六、印度尼西亚的租赁概况.....	(431)
七、菲律宾、泰国的租赁概况.....	(431)
第七节 租赁对经济发展的贡献	(431)
一、提供了新型融资便利，促进了工业融资发展.....	(431)
二、促进了生产性投资.....	(432)
三、促进了销售.....	(432)
第三章 中国租赁业的发展.....	(433)
第一节 创建背景和发展原因	(433)
第二节 发展现状与前景	(434)
第三节 中国租赁业的特征和作用.....	(436)
一、提供利用外资、引进先进技术设备的新途径.....	(438)
二、提高资金利用效率，缓解资金需求压力.....	(438)
三、改善宏观投资效果.....	(439)
四、扩大出口生产，增强创汇能力.....	(439)
五、配合改革，弥补现行体制的弊病.....	(439)
六、促进企业注重提高经济效益.....	(440)
第四节 当前存在的主要问题	(440)
一、尚未获得正式法律地位.....	(440)
二、我国经济领导部门、司法仲裁部门以及广大企业对租赁的性质、特点和做法缺乏应有的正确认识.....	(442)
三、缺乏有力的鼓励、扶植措施.....	(442)
四、租赁机构资金来源有限、筹资成本较高.....	(442)
第五节 加强对租赁业扶植和管理的措施.....	(443)
一、完善立法.....	(443)
二、采取灵活的外汇管理政策.....	(443)
三、制定优惠的财政、税收鼓励措施.....	(443)
第四章 国际上通行的租赁形式.....	(445)
第一节 融资性租赁和经营性租赁.....	(445)
一、融资性租赁（Financing Lease）	(445)
二、经营性租赁（Operating Lease）	(446)

第二节 节税租赁和销售式租赁	(447)
一、节税租赁 (Tax Oriented Lease)	(448)
二、租购 (Hire Purchase) 或有条件销售租赁 (Conditional Sale lease)	(448)
第三节 杠杆租赁和单一投资租赁	(449)
一、定义	(449)
二、当事人	(449)
三、交易程序	(451)
四、合同文本	(452)
第四节 直接租赁、转租、回租	(454)
一、直接租赁 (direct lease)	(454)
二、转租赁 (Sub-lease)	(455)
三、回租 (Sale and lease-back)	(457)
第五节 国内租赁、国际租赁和租赁的国际业务	(458)
一、定义	(458)
二、影响国际租赁发展的主要障碍	(460)
三、国际租赁业的发展趋势	(460)
第五章 我国租赁业务的现行做法	(462)
第一节 租赁的一般业务程序	(462)
一、进口直接租赁	(462)
二、进口转租赁	(463)
三、回租进口转租赁	(464)
第二节 租赁项目的委托与评估、受理	(465)
一、租赁委托	(465)
二、审查、评估和受理项目	(468)
第三节 买卖合同的签订	(470)
一、洽谈、签订购货合同的原则	(470)
二、技术洽谈的重点内容和需注意的问题	(471)
三、商务谈判的重点和注意事项	(471)
第四节 租赁合同的签订	(476)
一、融资租赁的一般条款	(476)
二、融资租赁合同的特殊条款	(478)
三、签约应注意的几个主要问题	(486)

第五节 合同的履行..... (488)

 一、合同生效..... (488)

 二、付款、开证..... (489)

 三、安排国际运输..... (489)

 四、办理投保..... (490)

 五、付款赎单..... (490)

 六、接货、报关..... (491)

 七、处理索赔..... (491)

 八、租赁合同起租..... (491)

 九、对承租人的监督..... (492)

 十、支付租金..... (492)

 十一、期满所有权的处理..... (492)

第六章 企业租赁案例精选..... (493)

浙江玉环：以“还本租赁”为主要形式的企业改革 (493)

 一、县属国有工业企业改制前的状况..... (493)

 二、选择改革模式的背景及依据..... (494)

 三、国有企业改革的基本做法..... (494)

 四、国有企业改制过程中的难点及解决办法..... (496)

 五、外部环境的配套改革..... (497)

 六、改制后的效果..... (498)

 七、对玉环县国有企业改革的评价..... (499)

承租代表随例撤换，主管部门理应败诉 (501)

 一、案情简介..... (501)

 二、分析..... (502)

租赁合同已解除 (503)

 一、案情简介..... (503)

 二、分析..... (503)

合同解除具有规定期限，仲裁生效不能再行起诉..... (505)

 一、案情简介..... (505)

 二、分析..... (506)

附录一 全民所有制小型工业企业租赁经营暂行条例 (508)

附录二 关于全民所有制小型商业企业租赁经营国有资产产权管理规定的通知 (513)

附录三	关于全民所有制小型商业企业租赁经营国有资产产权管理的补充规定	(516)
附录四	关于防止租赁企业财产损失的通知	(518)

第九篇 企业破产

第一章	企业破产概述.....	(520)
第一节	企业债权与债务	(520)
一、	债的概念.....	(520)
二、	债权与债务.....	(521)
三、	债的构成要素.....	(521)
四、	债的特征.....	(522)
五、	债的分类.....	(523)
第二节	企业破产制度	(526)
一、	企业破产的含义.....	(526)
二、	破产制度.....	(527)
三、	国外破产制度的历史.....	(534)
四、	各国破产法的共同原理.....	(541)
五、	我国企业破产立法的理论与实践.....	(544)
第二章	企业破产申请.....	(561)
第一节	企业破产的条件	(561)
一、	破产能力.....	(561)
二、	破产原因.....	(563)
第二节	企业破产申请	(570)
一、	企业破产申请的提出.....	(570)
二、	企业破产申请的效力.....	(573)
三、	企业破产申请的撤回.....	(574)
四、	企业破产申请的费用.....	(574)
五、	企业破产申请的时间.....	(575)

第三节 企业破产申请的受理	(575)
一、企业破产申请的审查	(575)
二、企业破产申请的驳回与上诉	(576)
三、企业破产诉讼程序开始	(577)
四、企业破产案件受理的法律效果	(578)
五、企业破产保全	(581)
第四节 企业破产案件的管辖	(582)
一、企业破产案件的级别管辖	(582)
二、企业破产案件的地域管辖	(583)
三、企业破产案件的指定管辖和移送管辖	(584)
第三章 企业破产债权及债权人会议	(586)
第一节 企业破产债权	(586)
一、企业破产债权的概念及性质	(586)
二、企业破产债权的范围	(588)
三、除斥债权	(589)
四、企业破产债权的申报和核定	(591)
五、企业破产财产的清偿顺序	(595)
第二节 企业破产程序中的优先权	(597)
一、别除权	(597)
二、取回权	(599)
三、抵销权	(602)
四、撤销权	(否认权) (606)
第三节 债权人会议	(608)
一、债权人会议的性质	(608)
二、债权人会议的组成	(609)
三、债权人会议的召开	(610)
四、债权人会议的职权	(612)
五、债权人会议的会议	(613)
第四章 企业破产宣告与清算组的设立	(615)
第一节 破产宣告的法律实务	(615)
一、破产宣告的法定条件	(615)
二、破产宣告的法律效力	(616)

三、破产宣告后相关事项的处理	(616)
第二节 清算组的设立	(617)
一、清算组的设立和组成	(617)
二、清算组的职责范围	(618)
三、清算组的工作程序	(619)
第五章 企业破产清算组的职责	(621)
第一节 破产企业的接收和管理	(621)
一、破产企业的接收	(621)
二、破产企业的管理	(622)
第二节 破产财产与破产企业资产评估	(624)
一、破产财产范围的界定	(625)
二、破产财产评估	(626)
第三节 破产债权	(626)
一、破产债权的特征及其范围	(626)
二、破产债权的除外情况	(627)
三、破产债权的登记与审核	(628)
四、破产债权清册的编制	(629)
第四节 破产企业财产变价	(629)
一、财产变价的原则	(630)
二、财产变价的方式	(630)
三、破产财产变价的实际操作	(631)
四、破产企业的资产重组	(632)
第五节 破产费用的支付和破产财产的分配	(633)
一、破产费用的支付	(633)
二、破产财产的分配	(634)
第六章 企业破产程序终结	(637)
第一节 破产程序的终结	(637)
一、破产程序终结概述	(637)
二、破产程序终结的原因	(637)
第二节 破产企业的注销登记	(638)
一、破产企业的注销登记	(638)
二、办理破产企业注销登记应提交的文件、证件及应注意的问题	(639)

第七章 企业破产案例精选.....	(641)
四川重庆针织总厂	(641)
武汉无线电三厂	(643)
一、缘由.....	(643)
二、企业概况.....	(644)
三、震动.....	(644)
四、痛定思痛.....	(645)
五、新生.....	(645)
南昌地下商场破产案.....	(646)
桐庐潇洒楼工业品经营部	(648)
徐州体育器材厂	(649)
天津辛普森家用电器有限公司	(651)
一、辛普森的历史.....	(651)
二、破产事出有因.....	(652)
三、九死一生希望何在.....	(652)
四、突破.....	(653)
五、法院裁决整体拍卖.....	(654)
六、槌声敲响之前.....	(654)
七、一槌惊人.....	(655)
八、拍卖后的那个冬季.....	(655)
西藏矿产商业综合经营公司.....	(656)
绍兴市第一塑料厂	(658)
烟台自行车厂.....	(661)
王安电脑公司.....	(662)
奥林匹亚和约克开发有限公司	(663)
沈阳市防爆器械厂	(663)
一、资产债务处理.....	(664)
二、职工的出路.....	(665)
天津市渤海啤酒厂	(666)
一、从部分投产到破产仅仅 8 年.....	(666)
二、谁是渤啤的出资者.....	(667)

三、谁对渤啤的资产损益负责.....	(668)
四、经营者行为缺陷.....	(670)
五、渤啤的破产与拍卖.....	(672)
六、剩余财产的分割与 4 亿元资产的流失.....	(675)
七、国有资产流失的制度基础.....	(676)
附录一 中华人民共和国企业破产法（试行）	(678)
附录二 国有企业职工待业保险规定	(683)
附录三 最高人民法院关于贯彻执行《中华人民共和国企业破产法 （试行）》若干问题的意见	(687)
附录四 《中华人民共和国民事诉讼法》关于企业法人破产还债程序的 规定	(694)
附录五 国务院关于在若干城市试行国有企业破产有关问题的通知	(695)

第十篇 企业拍卖

第一章 拍卖概述.....	(699)
第一节 拍卖的基本涵义	(699)
第二节 拍卖的历史发展	(701)
一、国外拍卖制度的源起.....	(701)
二、国外拍卖活动现状.....	(702)
三、我国的拍卖实践.....	(703)
第三节 拍卖的种类.....	(706)
一、法定拍卖与任意拍卖.....	(706)
二、强制拍卖与任意拍卖.....	(706)
三、动产拍卖与不动产拍卖.....	(707)
四、自行拍卖与委托拍卖.....	(707)
五、定向拍卖与不定向拍卖.....	(708)
六、合并拍卖与分别拍卖.....	(708)
七、有底价拍卖与无底价拍卖.....	(708)
八、增价拍卖与减价拍卖.....	(709)

九、密封式拍卖与非密封式拍卖.....	(709)
十、一次性拍卖与再拍卖.....	(709)
第四节 拍卖法律关系	(710)
一、拍卖当事人.....	(710)
二、拍卖人与出卖人之间的法律关系.....	(712)
三、拍卖人与应买受人（拍定人）之间的法律关系.....	(718)
第二章 企业拍卖.....	(732)
第一节 企业拍卖的基本原则	(732)
一、企业拍卖实行招标原则。.....	(732)
二、企业拍卖应坚持公平、公正、竞争的原则。.....	(732)
三、被拍卖企业内部或行业系统内职工购买优先的原则。.....	(733)
四、对投标人进行资格审查的原则。.....	(733)
五、中标人合理承受企业负担的原则。.....	(733)
第二节 企业拍卖的范围	(733)
第三节 企业拍卖机构	(734)
第四节 企业拍卖的方法步骤	(734)
一、资产评估.....	(734)
二、被拍卖企业产权价格的确定.....	(735)
第五节 买卖双方的权利和义务	(735)
第六节 拍卖后原企业职工安排及待遇	(736)
第七节 企业破产拍卖	(737)
一、破产拍卖的概念及特征.....	(738)
二、破产拍卖的限制.....	(738)
第三章 企业拍卖案例精选.....	(740)
深圳新源大理石厂拍卖	(740)
四川 16 家国企在港拍卖.....	(740)
苏州市拍卖一百多家商店	(740)
湖南省大举拍卖亏损企业	(741)
广州市首家破产企业拍卖	(741)
天津首次公开拍卖破产合资企业	(742)

上海 11 家小型企业拍卖给私人	(742)
韶关向外商拍卖国营企业	(742)
深圳广昌彩印器材有限公司动产不动产易主	(743)
农民企业家称霸上海企业拍卖场	(743)
附录一 关于出售国有小型企业产权的暂行办法	(747)
附录二 关于全民所有制小型商业企业拍卖中有关财务处理问题的 规定	(750)
附录三 河北省全民所有制小型企业拍卖办法（试行）	(753)
附录四 福建省人民政府关于拍卖全民所有制小型企业的暂行规定	(756)
附录五 福州市关于全民所有制小型企业拍卖后职工待聘期间保险 的暂行办法	(758)
附录六 日本民事执行法第二章第二节第 1 款	(760)

第六篇

控 股 公 司

第一章 控股公司概述

第一节 控股公司基础

一、控股公司的概念

控股公司（holding company），又名“持股公司”、“股权公司”，其基本内涵是，通过占有一定份额股本（通常占有控股地位），进而达到控制和掌握其他公司重大经营决策权和管理权的目的。

控股公司主要通过收购其他公司的股票、债券，或向其他公司投资入股，或建立新公司等办法来实现其控制其他公司、达到掌握运用更多企业资本的目的。一般来说，一个公司需要持有另一个公司 50% 以上的股份，才能控制这个公司。但现实情况是，由于股权的日益分散化，往往使实现控股权的持股比例大大降低。要达到控制其他公司的目的，不必拥有这些受控公司的大部分股票，只要拥有足够的投票权股，比如 30~40%，就能影响该公司的董事会，从而达到控制其经营和管理的目的。在一些股东人数成百上千万的大公司，控股权的持股比例甚至仅为百分之几。如美国电话电报公司现有 250 万股东，一个基金会作为一个最大的股东，其持股量只有 5% 左右，但这个基金会的代表在公司决策中起着主要作用。

控股公司是国外普遍采用的一种产权经营组织形式。除私营部门的控股公司以外，相当一部分国家也采用控股公司形式来管理国有企业。国有控股公司是依据国家有关法律组建的具有特殊法人地位的经济实体。由国家授仅在一定范围内代表国家行使国有资产所有权。它不同于一般的直接从事商品生产的企业，而是通过控股的形式，从事企业的产权（股权）管理和经营，或以参股、控股的形式去推动该集团的商品经营。国有控股公司是在新加坡、意大利、奥地利以及一些发展中国家被广泛采用，对推动和调控这些国家的经济发展起到了重要作用。

在我国，控股公司是伴随着国有资产产权管理体制改革的出现的新现象。党的十四届三中全会《决定》明确提出国有企业改革的方向是建立现代企业制度。产权明晰化是建立现代企业制度的核心。按《公司法》的规定，由国家授权的有关机构和有关部门，作为国有资产产权的代表。明年，经济体制改革的重点是推进以建立现代企业制度为主要内容的国有企业改革。构建国有资产产权经营组织被提到了重要的议事日程。由此，在理论界和实际工作部门出现了“控股公司”、“国有产权经营机构”、“国有产权运营机构”、“国有资产投资主体”、国家授权投资的机构或国家授权的部门等种种不同的提法。这里有必要对这些

概念作一分析和说明。

“控股公司”是国际上通行的一种产权经营和管理组织形式。其基本内涵有以下几点：

第一，“控股公司”反映了母公司对子公司或关联公司的持股（参股、控股）关系，换句话说，控股公司具有界定清晰的所有权“嵌套”关系（层级所有关系）。在控股公司的所有权结构中，母公司对于下属的全资子公司或控股、参股公司具有所有权，而子公司又对自己下属的全资、控股、参股公司具有所有权。……这样便出现了一层套一层的“嵌套”式的所有权关系，而每一层级的所有权关系都是清晰的。

第二，控股公司具有一般公司组织的共性，同样实行公司治理结构。控股公司实行董事会制。政府部门遵循市场经济的原则，不干预控股公司日常经营活动，仅通过人事任命等手段来保证控股公司贯彻政府意图。控股公司的董事长由政府任命，董事会聘任总经理。董事会负责制定控股公司重大经营方针、发展战略、独立经营，自主决策。

第三，控股公司对下属公司实行分层次管理方式。母公司只管理第一层次的子公司，委派产权代表参加子公司的董事会。第二层次的子公司由第一层次的子公司进行管理，母公司不再进行直接管理。通过分层管理，控股公司的股权管理活动得以逐级延伸。

第四，控股公司具有严密的财务管理制度。控股公司实行财务合并报表制度；下属公司每年必须向母公司提交上年度生产经营状况报告和下年度财务预算；母公司对公司进行财务监督，定期查帐，检查其资金运用、利润核算等情况。

“国有资产产权经营机构”和“国有资产产权运营机构”是近几年来人们在研究探索我国国有资产管理体制改革模式和国有产权制度改革时提出来的一个理论概念。传统的国有资产管理体制产权不清，管理混乱。为了解决传统国有资产管理体制的突出问题，人们设计出三个层次的国有资产管理体制。其中，中间层次便是国有资产产权经（运）营机构，它作为介于政府与企业之间的中介，代表政府具体行使国有资产产权经营和管理职能。目前，深圳、泉州、上海、内蒙古等地正相继建立了三个层次的国有资产管理模式。

“国有资产投资主体”和“国家授权投资的机构或国家授权的部门”是《公司法》和国务院正在组织起草的《关于选择百家企业进行建立现代企业制度试点的方案》中所采用的概念。这两个概念是最近一、二年伴随着现代企业制度试点而提出来的新概念。现代企业制度试点，首先要求必须明确产权关系。根据政府的社会经济管理职能与国有资产所有者职能分开的原则，政府部门不宜充当国有资产产权代表，为此就有必要构建新的国有资产投资主体。《公司法》规定，由国家授权投资的机构或者国家授权的部门，作为国有资产产权的代表。后来，国务院组织起草的《关于选择百家企业进行建立现代企业制度试点的方案》及其第一个配套文件《关于确定试点企业国有资产投资主体的办法》进一步把“国有资产投资主体”即“国家授权投资的机构或国家授权的部门”具体划分为国有投资公司、国有控股公司、国有资产经营公司和企业集团四种形式。

对于上述四种形式，有人认为它们之间仅仅是名称上的区别，也有人认为是实质性的区别。持前一种意见的人主张，用广义的国有控股公司来统一表述各种类型的国有资产投资主体。持后一种意见的人则进一步指出了它们各自的区别。例如有人认为，国家投资公司是指政府创办的综合性投资公司或专业性投资公司，主要适用于以政府投资为主的交通、

能源、重要原材料等资金需要量大、投资回收期长的基础性产业，以及风险比较大的高新技术产业；国家控股公司是指全国性、区域性行业总公司改组形式的有限责任公司，主要适用于需要由政府控股的垄断性或不完全竞争性行业；国有资产经营公司是指政府投资设立、组建的有限责任公司，主要适用于政府参股的完全竞争性行为。

应该承认，“控股公司”、“国有资产产权经（运）营机构”、“国有资产投资主体”这几个概念的出发点和侧重点均不同。国有资产投资主体是从“谁出资，谁拥有产权”的原则出发，强调企业中国有资产的出资关系；国有资产产权经（运）营机构是从国有资产管理体制改革目标出发，强调产权运营机构的功能和作用；控股公司则是从资产联结纽带出发，强调国有产权组织和管理。笔者认为，统一采用“控股公司”概念为宜。这样一来有以下好处：一是避免概念混乱；二是符合国际惯例，比较规范；三是“控股公司”概念既可以反映母公司对子公司的出资者关系，又可以反映母子公司的资产组织与运作过程，从而克服了“国有资产投资主体”概念只反映出资者关系不反映产权经营与管理和“国有资产产权经（运）营机构”只反映产权运作不反映出资者关系的弊端。

第二节 控股公司的性质

关于控股公司的性质定位，理论界和实际工作部门存在不同看法。一种观点认为，控股公司应是“准政府”，类似新加坡的法定机构，承担政府和企业双重职能；另一种观点认为，控股公司不应承担政府行政职能，只能是一般的企业法人；第三种观点认为，控股公司既非“准政府”，又非一般公司法人，而是特殊法人。本人基本同意第三种观点。理由如下：

首先，控股公司缘何不是准政府？控股公司是介于政府和一般生产经营性国有企业之间，从事国有资产产权经营，以盈利为目的，具有法人地位的经济实体。控股公司按照市场经济原则开展经营活动，独立经营，自主决策，自负盈亏，以国有资产优化配置和提高国有资产运营效益，确保国有资产保值增值为目标，并相应地承担产权经营风险。控股公司的上述特点决定了它应当是企业性质，而不是准政府。

控股公司不能是准政府的另一个理由是，如果控股公司同时具有政府行政职能，它很可能成为加强政府干预的有效手段，成为多余的管理层，延长决策过程，降低经营效率。

最后，控股公司的政府性质违背了我国国有企业改革政企分开和政府两种职能分开的原则，其结果，控股公司变成行政性“翻权公司”。实践证明，这种翻牌公司已经遭到基层法人企业的强烈反对。

那么，为什么说控股公司又不同于一般的企业法人？应该承认，控股公司和一般的生产经营性企业具有共同点，比如二者都是具有法人地位的经济实体，自主经营，自负盈亏，自担风险。政府部门不能干预公司的日常经营活动，公司董事会负责制定公司发展战略和经营方针等重大决策。公司按照市场经济原则开展经营活动，以追求利润最大化为目的。但是，同时也应该看到，控股公司除了具有一般法人企业的上述特点外，还有自己的一些独特特征。控股公司一般具有特殊的法律地位，其设立程序、资本金来源、组织形式、人事

任免、财务管理、审计监督等均不同于一般的公司法人。控股公司的特殊法人性质，具体表现在以下几个方面：

第一，控股公司具有特定的法律地位，受特别调整，不完全适用于《公司法》。根据国外的经验，国有控股公司大多适用于特别法。特别法一般都由议会制定，如奥地利工业控股股份公司受 1986 年 4 月奥国民议会颁布的奥地利“国有化工业法”调整；英国“1975 年工业法”具体规定了英国国有企业局的职能、目的和权力；加拿大皇冠母公司受联邦“财政管理法”调整，等等。个别国家如意大利对该国三家国有控股公司（伊里公司、埃尼公司和埃菲姆公司）逐个立法。但也有例外，新加坡政府对控股公司没有专门立法，政府控股公司依据公司法成立并运作。德国的萨尔茨吉特机械设备公司是德国联邦政府独资的控股公司，采用的也是私法规定的法律形式，服从和私人企业相同的管理方式和组织形式。尽管如此，国外控股公司一般都服从于特别法调整，这是一个普遍现象。

第二，国有控股公司的资本金来源与一般法人公司不同。国有控股公司的资本是经国家授权在一定范围内代表国家行使国有资产所有权，其资本直接反映为“国家资本金”，而不象一般的公司企业其资本均反映为“公司法人资本金”。国外将控股公司的资本金称为捐赠基金（Endowment funds）或留本资金。例如，意大利伊里公司 1988 年末的留本资金为 220935.8 亿里拉。

第三，国有控股公司采用固有独资公司组织形式。其资本百分之百地来自政府出资，不能有政府以外的其他出资者。但可以是中央政府和地方政府联合出资，或者两个或两个以上的省、市政府出资，联合创立一家国有控股公司。国外国有控股公司除个别采取有限责任公司（如新加坡淡马锡控股公司）和股份有限公司（如法国埃尔夫、阿奎坦股份公司）外，绝大多数采取国有独资公司形式。如意大利伊里公司、英国国有企业局、比利时国家投资公司、奥地利工业控股股份公司都是国有独资公司。

第四，国有控股公司董事会成员的任命与一般公司企业不同。一般公司董事会成员由股东大会选择产生，总理由董事会聘任。国有控股公司董事会成员一般由政府任命。例如，意大利伊里公司董事长和副董事长由内阁总理在听取内阁意见后提名，并由总统发布总统令任命。伊里公司总经理一开始也由内阁总理颁布法定文件任命，后改由国家参与部部长颁布法定文件任命。新加坡政府控股公司董事会成员由政府部门专门成立的“董事咨询和委任会议”负责任命。其他国家的情况也大都如此。

第五，控股公司的财务会计、审计有一定的特殊性。控股公司在利润分配制度、成本核算制度、税收制度和财务报表方面都有一些特殊规定。如前所述，控股公司的财务报表上的“实收资本”科目，反映为百分之百的“国家资本金”。一般企业中的国有资产均反映为“法人资本金”。控股公司特别是纯粹控股公司的成本费用项目不同，其补偿方式也不同。纯粹控股公司从下属公司收取的红利或公司管理费用补偿成本费用。控股公司如承担政策性目标，可享受政府补贴或税收减免。此外，控股公司一般要向政府甚至人代会定期提交年度财务报告、季度报告等。政府部门也可以经常检查控股公司及其下属公司的财务经营状况。

以上特征决定了控股公司既非政府，又非一般企业法人，而是从事国有资产产权经营

的特殊法人。

值得注意的是，控股公司的特殊法人地位并不是一成不变的。战后，西方国家为了解决国有企业效益低，财政负担沉重问题，纷纷改革国有资产管理体制。对于国有控股公司，战后许多国家都倾向于尽可能地依照《公司法》来规范和调整国有企业的行为。新加坡淡马锡控股公司、德国萨尔茨吉特机械设备公司以及巴基斯坦国家化肥有限公司都受《公司法》调整。有些国家如奥地利，对工业控股公司本身的行为适用于特别法调整，但同时强调其下属子公司适用于《公司法》。从发展趋势看，控股公司的组织形式也可以多样化。随着国有企业盈利目标和政策性目标的划分，对于竞争性的国有企业，在条件成熟的前提下，其控股公司也可以采取有限责任公司和股份有限公司形式。其行为服从于私法调整。国外国有控股公司的这些发展趋势，我们在研究控股公司问题时应加以注意。

第三节 控股公司的种类

控股公司，根据不同的划分标准，可以分为不同种类。

一、纯粹控股公司和混合控股公司

纯粹控股公司和混合控股公司是根据控股公司本身是否直接从事商品生产或经营活动来划分的。纯粹控股公司是指只单纯从事股权收购和控制活动，而本身并不从事生产经营活动的公司。纯粹控股公司设立的唯一目的是为了掌握子公司的股份。混合控股公司除了从事股权控制活动外，本身也进行直接的生产经营活动，其参股、控股往往更多地是出于其自身营业活动发展（如多角化经营、跨地区以至跨国经营等）的需要。企业集团的核心企业大多数属于此种类型。

二、综合性控股公司和专业性控股公司

综合性控股公司和专业性控股公司是根据控股公司规模大小、结构复杂程度和经营范围的不同进行划分的。综合性控股公司规模庞大，结构复杂，管理层次多，跨部门、跨行业，多元化经营。专业性控股公司通常指经营范围集中在一个产业部门的公司。关于综合性控股公司和专业性控股公司的典型例子是意大利工业复兴公司（又名伊里公司）。该公司是一家国有综合性控股公司，下辖 13 家专业性控股公司，它们分别是：机械行业的芬麦卡尼卡集团（FINMECCANICA）、电子和电讯行业的斯台特集团（STET）、海运业的芬马雷集团（FINMARE）、建筑行业的伊达斯塔特集团（ITALSTAT）、食品行业的斯麦集团（SME）、信息行业的芬谢尔集团（FINSIEL）、开发新兴产业的斯皮集团（SPI）、钢铁行业的伊尔瓦—芬西得集团（ILVA—FIN—SIDER）、造船行业的芬康提耶利集团（FINCA—NTIERI）、从事设备安装工程的意大利麦皮提集团（TIALIMPIANTI）、空中运输业的阿利塔尼亚集团（ALITALIA）、意大利广播电视集团公司（RAI）以及尚未纳入部门集团并从事多种经营的素芬集团（SOFIN）。意大利工业复兴公司的资产组织结构图如下：

图 6.1.1 意大利工业复兴公司的资产组织结构

国外综合性控股公司还有 1970 年建立的瑞典国家控股公司、奥地利工业控股公司、1965 年建立的赞比亚工业与采矿有限公司、1967 年建立的加纳工业控股公司等。

三、生产经营型、产权管理型和投资重组型控股公司

依据控股公司形成的方式及其职能和作用，控股公司可分为生产经营型、产权管理型和投资重组型三种。

生产经营型控股公司主要是国有大中型企业在其经营发展过程中，通过创办或购买股票方式建立子公司而逐步形成的。其目的在于扩大经营范围，开拓经营领域，形成具有强大竞争实力的企业集团。例如，意大利国家参与制系统中的三大企业集团（伊里集团、埃尼集团和埃菲姆集团）是外国国有大型企业集团的典型代表。其中，伊里集团居意大利大型工业集团之首，在意大利经济中起着举足轻重的作用。生产经营型控股公司还有法国的雷诺汽车公司、德国的萨尔茨吉特机械设备公司和大众汽车公司、墨西哥石油公司等。

产权管理型控股公司主要是充当政府机构和国有企业之间的中介，行使管理国家参股、控股企业的职能。新加坡政府控股公司是典型的产权管理型控股公司。政府控股公司依据公司法成立并运作，完全由政府投资并拥有，代表政府对所属国有企业控股，以盈利为目的。其中，淡马锡控股公司是新加坡最大的控股公司，该公司最初成立的目的是为了持有和管理政府的资产和投资，它的职能是对国连企业（即政府控股或持有股份公司）实施产权管理。

投资重组型控股公司是政府为了实现某一政策目标而建立的。其目的是通过购买私营企业股票、提供信贷等方式来挽救衰弱企业，进行工业重组或实现其他政策目标。例如，比利时国家投资公司、英国国有企业局等。比利时国家投资公司组建于 1962 年。当时建立国家投资公司的原因是，本世纪 50 年代比利时经济出现了相对停滞。为了刺激工商企业的复

苏和发展，振兴比利时经济，政府建立了国家投资公司，通过它向私营企业临时参股（当时，政府规定，国家投资公司对企业的参股比率不得超过企业资本的80%），拯救病态企业。英国国有企业局是另一家典型的重组型控股公司。它是在1973—75年世界性经济危机后英国经济衰退的历史背景下建立的。根据1975年工业法，英国国有企业局具有双重职能：一是依据国家的产业政策和地区经济发展政策，向高技术企业、出口导向型企业、中小企业和高失业地区提供资金；二是通过向暂时遇到财务困难但又有长远发展前途的企业参股、促进现有工业企业重组。国有企业局先后接管和购买了50家企业的股份，并向42家企业提供了贷款，在促进原有企业的改造、重组和风险高技术企业的发展方面发挥了积极作用。

四、中央所属控股公司和地方所属控股公司

依据控股公司隶属于政府的级别，可分为中央所属控股公司和地方所属控股公司。前面所述的均为中央政府所属控股公司。但也有地方政府所属控股公司，如加拿大SGF公司是魁北克省政府拥有全部股权的一家控股（母）公司。公司的宗旨是根据魁北克省政府的经济政策，按照增长和盈利的基本要求来开发这个省具有战略地位的工业发展项目。

五、国有控股公司和私人资本控股公司

根据控股者归属，控股公司可分为国有控股公司和私人资本控股公司。国有控股公司是指政府投资并拥有股份的控股公司。通常，国有控股公司为政府独资公司，其主要任务是从事对下属国有企业的产权经济和管理职能。私人控股公司一般为私人大财团控股的公司。需要加以说明的是，国有控股公司是本章研究对象。如果没有特殊说明，下文所称控股公司，一律系指国有控股公司。

第四节 我国组建控股公司的意义

控股公司是社会主义市场经济条件下的国有资产产权经营和管理的重要组织形式。建立和发展控股公司是社会主义市场经济发展的必然要求。针对我国原有的国有资产管理体制，组建控股公司具有如下重要意义：

一、有利于明晰产权关系

在传统体制下，国有资产名义上归国家所有，国务院代表国家具体行使国有资产的所有权。国有资产的所有权似乎是清楚的。但是，政府各部门在具体行使对国有企业管理权的过程中，各部门的职责分工和权利划分并不清楚，造成国有资产多头管理，产权关系混乱。组建控股公司，可以理顺国有企业的产权关系，使产权关系明晰化。因为控股公司作为投资主体，对下属国有企业行使出资者的权利，即产权受益、重大决策和选择管理者等权利。控股公司与下属子公司是投资者与被投资者的关系。政府和企业之间的关系以资产纽带取代了过去的行政纽带。产权关系十分清晰。

二、有利于实现政企分开

政企如何才能真正分开？首先是政资分开，即政府的社会经济管理职能和资产所有者职能分开。其次是国有资产的行政管理和产权经营分开。第三是国有企业所有权与经营权分开。为此，有必要组建控股公司。控股公司作为政府和企业之间的“隔离带”，可以有效地缓冲政府对企业的直接行政干预。政府部门不能再象过去那样直接管理国有企业。政府部门只能管到控股公司这一层。再由控股公司具体行使对下属企业的产权管理职能。采用控股公司形式，可以说，即保障了所有者的权利，又避免了政企不分，落实了企业法人财产权。

三、有利于提高国有资产的运营效益

现行的国有资产管理体制和办法，实际上是部门、地方行政条块分割，着重实物形态管理，国有资产凝固化。控股公司是一个跨地区、跨行业、跨所有制的经济组织，它可以在更大范围内和更广阔的区域组织国有资产的流动和配置。控股公司变国有资产的实物形态管理为证券化、价值形态的管理。它通过收购和转让股权，引导国有企业资金的流向，在宏观上提高存量国有资产的经营使用效益。

四、有利于建立健全国有资产运营体系

控股公司作为经济实体，按市场经济原则从事产权经营和管理活动，以追求国有资产优化配置和效益最大化为目标。控股公司对政府产权管理部门承担国有资产保值增值的责任，依法向下属企业收取产权收益，纳入国有资产经营预算。这些都有利于实现国有资产的保值增值。

总之，组建控股公司是国有资产管理体制的重要一环，它直接关系到社会主义市场经济体制的建立，也关系到现代企业制度的改革试点，对于我国社会主义市场经济的发展具有重要意义。

第二章 控股公司的组织

第一节 控股公司组建的原则

运用控股公司形式来管理从多的国有企业，在我国是一个新事物，缺乏实践经验。在国外，人们对控股公司也是议论纷纷，褒贬不一。这说明，控股公司这种产权经营和管理组织形式有利也有弊，如果设计不好，很可能弊大于利。针对我国传统国有企业管理体制下，政企不分，政资不分，企业缺乏经营自主权等种种弊端，新组建的控股公司，其规范化运作非常重要。为此，控股公司的组建和运作必须遵循以下原则：

一、政府的社会经济管理职能与国有资产所有者职能分开的原则

党的十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确提出，国有资产产权管理必须“按照政府的社会经济管理职能和国有资产所有者职能分开的原则，积极探索国有资产管理 and 经营的合理形式的途径。”政府两种职能（即社会经济管理职能和国有资产所有者职能）分离，既是国有资产管理体制改革的关键，也是控股公司组建过程中必须遵循的首要原则。

□ 政府两种职能分开的理论依据

政府社会经济管理职能和国有资产所有者职能之所以要分开，从根本上说，是因为他们是两种不同的职能，应当由两个主体分别行使。

第一，两种职能产生的依据不同。所有者职能产生的依据是财产权；社会经济管理职能产生的依据是政权。马克思曾经指出：“在我们面前是两种权力：一种是财产权，也就是所有者的权力，另一种是政治权力，即国家的权力”。财产权即国家所有权和行政权是两种不同性质的权力。国家所有权是由国家对财产所享有的占有、使用、收益和处分权构成的，是依据民法所确认的一种财产权形式。所有权的客体是国有资产。行政权是依据行政法规定的权力，由国家各级行政机关发布法规、命令、采用强制手段实行的。既然如此，由财产权和行政权这两种不同性质的权力产生的政府的社会经济管理职能和财产所有者职能也是不同的，因而应当分开。

第二，两种职能行使的范围不同。政府作为所有者，其行使职能的范围仅限于有国有资产的企业，不论这些企业是在国境之内，还是在国境之外；作为社会经济管理者，其行使职能的对象是全社会，其职能范围遍及各种不同的所有制企业，但仅限于国境之内。

第三，行使两种职能的实际工作内容不同。作为所有者，主要是管理和经营国有资产；

作为社会经济管理者，则主要是管理包括经济活动在内的各种社会活动。

第四，两种职能所追求的目标不同。作为所有者，追求的主要是经济（商业）目标，是盈利目标，实现国有资产的保值和增殖；作为社会经济管理者，追求的主要是社会目标，是整个宏观经济的稳定和社会经济秩序的稳定以及保障社会就业等。

第五，行使两种职能的手段不同。行使所有者的职能，主要是通过控制产权，从内部去影响企业行为，从而贯彻所有者的意图；行使社会管理者职能，则是利用政权发布各种法规、指令，从外部约束企业行为。

从以上五个方面可以看出，政府的社会经济管理职能和国有资产所有者职能是两种不同职能，它们各自的性质、管理目标和行使方式是不同的，因此，政府两种职能应该分开。将政府两种职能混在一起，不可避免地会带来许多矛盾。我国传统的经济管理体制即如此。在传统体制下，中央人民政府既是国家政权的社会经济管理者，同时又是全民所有制资产（即国有资产）所有权的代表者。政府部门集社会经济管理职能和国有资产所有权管理职能于一身。其结果带来一系列矛盾和弊端：

第一，造成政企不分。政府作为社会管理者，是企业的“婆婆”，作为所有者，同时又是企业的“老板”。政府通过双重权力，干预企业生产经营活动。这是造成政企职责不分，对企业管得过多、统得过死的一个重要根源。在这种情况下，企业既不能自主经营，更不能自负盈亏。改革开放以来，为了实现政企分开，转换企业经营机制，政府制定了许多政策和措施。从1979年扩大企业自主权开始，到1992年颁布《全民所有制工业企业转换经营机制条例》。但至今，企业的经营自主权也没有得到全面落实，政企仍然处于难分状态。这除了财税体制不合理等问题外，根本原因就在于国有资产产权管理体制的改革，始终没有沿着政府的社会经济管理职能与国有资产所有者职能分开的方向进行。因此，政企不分的根源在于政资不分。只要政府继续集两种职能于一身，政企就不可能完全分开，从而企业经营机制也就难以转换。

第二，用社会目标冲击盈利目标。各级政府面对国有企业具有双重身份，既是行政管理者，又是所有者。这样，在日常管理活动中，难以分清所有者行为与行政管理者行为的边界，其结果，一方面用行政手段行使所有者职能，另一方面以所有者权能达到行政目的。后者主要表现在用社会目标冲击盈利目标，如国家作为社会管理者，要求企业承担安排就业、稳定物价等种种社会责任。这不仅直接影响企业经济效益的提高，而且对企业经济效益的状况，也难以做出正确的评价。

第三，所有者职能也会冲击行政职能。在两种职能不分的情况下，各级政府的经济管理部门，大部分精力用于管理国有企业，甚至只能管到预算内企业、归口企业。对其他经济成分的企业则无力顾及，调控不力。这是所有者职能影响或冲击社会管理者职能的具体表现。

第四，混淆了两种预算资金的界限。依靠政权职能，通过税收集中的资金，其性质属于恩格斯讲的“社会扣除”，应纳入政府公共预算，主要用于维持国家机器的正常运转和社会发展所必需的无偿投入。依靠所有者职能，通过上交利润和股利分红等集中的资金，其性质是资本收益，应纳入国有资本建设性预算，主要用于再投入。这两种预算应分开，避

免混收、混用、混管。

总之,现行国有产权管理体制种种弊端的根本原因在于政资不分。克服这些弊端和解决上述矛盾的出路也在于政府两种职能分离。

□ 政府两种职能分开的具体实现形式

现在,人们对于国有产权制度改革必须实行政府的社会经济管理职能和国有资产所有者职能分开这一点已达成共识。这两种职能应由不同的部门和机构分别行使。但是,对于政府两种职能如何分开,理论界和实际工作部门都存在不同的观点,因而,两种职能分开的实现形式有不同选择。归纳起来,主要有以下四种:

(1) 在全国人民代表大会层次上分开,即脱离于国务院之外,建立隶属于全国人民代表大会的国有资产专职管理机构,由它承担国有资产所有权管理职能。政府不再承担所有者管理职能,只承担社会经济管理职能。

持这种观点的主要是一些著名经济学家,如厉以宁、王珏、吴敬琏、邓荣霖等。厉以宁认为,国家财产是全体人民的财产,全体人民的财产应当归全体人民的代表来管理。因此,国家国有资产管理机构应当设置在全国人民代表大会之下。具体地说,就是在全国人民代表大会之下设立全民财产委员会,在各省、市人民代表大会之下也设立全民财产委员会。国务院、省、市政府以及下属各部、厅、局不再负责对国有财产的具体管理。也就是,政府管理经济,但不管理国家资产,而人民代表大会下的全民财产委员会管理国家资产,而不管理经济。根据厉以宁的设想,建立了全民财产委员会后,国家国有资产管理局作为负责管理国有资产的机构从国务院机构中退出,并入全民财产委员会,由全国人民代表大会领导;或者,在全民财产委员会之下设立国有资产管理机构,主持国有资产的管理工作。

著名经济学家吴敬琏认为,应在全国人民代表大会之下成立公有资本经营委员会(由人民代表大会常务委员会选举产生)。其意义在于,保证所有权与行政权的分离,并在每一级上建立起明确的制衡关系。从中央这一级看,国务院是国家的最高行政当局,它负责制定发展国有经济的重大战略方针,制定基本规则;而公有资本经营委员会的主要作用在于,组织持股机构的董事会,并对其工作绩效进行评价和监督。这样把两种职能分开,有利于相互制衡。在地方这一级,同样可以形成地方政府和地方人大常委会公有资本经营委员会之间的制衡关系。吴敬琏强调,把公有资本经营委员会设于人大常委会之下,主要是考虑到人大常委会是民选机构,因而可以更广泛地接受人民群众的监督;委员会实行表决机制,不是一个人说了算,也不容易形成串谋。这样就可以在一定程度上防止和减少不受约束的不良行为的发生。

中央党校王珏教授也主张在全国人大常委会下面设立全民(国有)资产委员会,国有资产管理局作为它的具体执行机构,以使政财分开。他认为,政府作为上层建筑性质的机构,没有必要去监管财产权。否则,违背了马克思的基本理论。

中国人民大学工经系主任邓荣霖教授指出,在行业部门层次上搞“政资分开”,显然不行。在财政部内“政资分开”也不行,因为国有资产问题主要不是财政问题。在国务院层次上,“政资分开”问题可能也很难解决。因此,“政资分开”最好的方案可能是在全国人大这个层次。

以上这些观点在一部分专家学者中有一定的代表性。

(2) 在政府内部即国务院层次上实行双重职能分离。这种方案的主要内容是：国务院既是政权代表，又是产权代表，仍集双重职能于一身。在国务院之下，成立国有资产管理部門，作为国务院行使所有者职能的部門；经济主管部門作为国务院行使社会管理职能的部門。这种观点主要是政府部門和大公司的一些负责人的观点。例如，深圳市投资管理公司和上海石化股份有限公司的同志认为，在全国人大层次上实行“政资分开”的方案可能不太现实。国有资产涉及的机构，如果又负责国有资产的管理和经营等具体工作，谁来监管它都是问题。因此，“政资分开”比较现实可行的方案可能还是在国务院层次上。

主张在政府层次上实行“政资”分开，还有以下几点理由：一是十四届三中全会《决定》已经明确了社会经济管理职能和国有资产所有者职能在政府层次上分开。这是符合我国国情的。我国政府多年管理经济，集中了大批人才，只要理顺关系，分开两种职能，分别运转是能够管好国有资产的。二是政府现行的管理职能实际上可以分作两大类，每一大类都应有相应的管理体系，即社会经济管理体系和国有资产产权管理体系。从客观发展规律看，政府的社会经济管理职能可以而且应该分散到政府的不同部門进行管理；而国有资产所有者职能则应集中到一个权威的专司国有资产产权管理的机构进行管理。

目前，深圳、上海等地两种职能分开都是在政府层次上，即在市政府下成立国有资产管理委员会，代表政府行使所有权职能。

(3) 在财政部内实行“政资分开”，即财政部内设国有资产专职管理机构，代表国务院行使国有资产所有者职能，其他政府部門承担社会经济管理职能。

这种方案的具体设想是，人大行使国有资产所有权，政府行使国有资产管理权。国务院成立一专门机构具体承担政府的国有资产综合管理职能。根据国际惯例，国有资产综合管理职能应由财政部承担。财政部及其部长就国有资产总量经营状况对国务院和总理负责。财政部内设国有资产管理局，负责制定国有资产管理法规和政政策，并负责竞争性国有资产和垄断性资产的具体管理职能，就国有资产的经营状况对财政部长负责。其它国家宏观经济综合部門均不再承担国有资产管理职能。

(4) 在行业管理部门内部实行“政资分开”即由各行业管理部门作为国务院在本行业中的国有资产所有者代表，分别设专职国有资产管理机构，对所属国有企业行使所有者职能。

目前，在中央部委和一些地方行业主管部门已经开始试点。具体做法是将行业管理部门“一分为三”，即一部分职能转入行业协会，一部分职能转入综合经济管理部门，产权管理职能转入专业性的国有资产产权经营机构。

上述四种方案相比较，越是在高层次上设立国有资产管理机构，两种职能分开就越彻底，也就越能有效地解决现行国有资产管理体制中存在的各种弊端和矛盾。但同时，与现行体制的差别也越大，改革的难度也会随之增大。看来采取逐步推进的做法，可能是比较现实的选择。现行体制实际上是由主管部門在管理国有资产，现在谈在人大下面设国有资产管理机构是不可能的。目前比较可行的办法一是强调国有资产专职机构的职能，二是以现有的机构为基础，逐步提高它的规格。第一步是提高地方国有资产管理机构的规格，具

体来说，地方国有资产管理局的规格不应只放在副厅级，应提高为正厅级；第二步再争取提高国家局的规格。随着行业管理部门转移职能，在条件成熟时，按十四届三中全会的精神在政府层次上实行两种职能分开，即在国务院下面设立国有资产管理委员会。

□ 政府两种职能适当分开的原因

政府双重职能在政府部门机构设置和管理权责上分开，并不意味着二者在管理活动中的绝对分离，而只能是相对分离。原因主要有以下几点：

第一，社会主义国家政权的性质，决定了国家既是社会经济的管理者，同时又是国有资产的所有者。社会经济管理职能和国有资产所有者职能都是国家职能的一部分，二者之间既相对分离，又是统一的。两种职能最后到国务院是合一的。

第二，从政府管理经济的目标看，虽然社会经济管理和所有者管理是两种不同职能，但它们所服务的根本目标是一致的，都是为了促进实现社会经济资源的优化配置，最大限度地维护国家利益，发展国民经济。因此，政府双重职能之间的关系是“协作关系”，而不只是“分离”关系。“协作”是出于保证实现政府管理目标的需要；“分离”则是出于努力提高政府管理效率的需要。“分离”只有在它能够更好地起到提高“协作”效率时，才具有可行性。从这个意义上说，实行政府双重职能分开，其着眼点是为了建立二者之间更为科学的分工协作关系。

第三，国有经济在国民经济中处于主导地位，是国家对全社会经济活动实行统一管理的重要手段和物质基础。国有资产管理本身有一个如何适应与配合国家经济管理的职责，而政府对社会经济管理职能的实施也有一个如何有效地依靠和发挥国有经济作用的问题。

第四，从管理手段的运用看，政府既可以以社会经济管理者的身份，也可以以资产所有者的身份来管理社会经济。如果过份强调政府双重职能绝对分离，分别建立各自一整套相互独立的组织体系，不仅会造成机构庞杂，而且必然带来整体管理上的低效率。

由此可见，政府两种职能之间是对立统一的关系，两种职能处在政府职能同一个统一体中，即相对分离，又是统一的。片面地强调两种职能的“绝对分离”，或者将政府两种职能相混同，都是不对的。

□ 政府两种职能分开的难点

从当前实际情况看，政府两种职能分开的难点主要有三个：一是观念转变；二是配套改革；三是知识结构的调整。这三个方面的问题交织在一起，使得两种职能分开的改革方向虽然早已明确，但至今收效甚微。

对于社会管理的职能部门来说，首先从思想观念到实际工作，必须由只管预算内企业、全民企业、归口企业，转变到统管全社会各种所有制企业的经济活动。第二，要管好全社会各种企业的经济活动，用过去的一套直接调控办法是不行的，必须转为间接调控。第三，要管好全社会各种企业的经济活动，必须由微观管理转向宏观管理。第四，宏观管理和微观管理，直接调控和间接调控，各自有着不同的内容和规律，需要不同的知识和本领。随着职能的转变，政府经济工作部门的领导干部和工作人员的知识结构必须进行调整。过去我们熟悉的一套微观管理、直接管理的知识和本领，已无用武之地了；过去不熟悉的一套宏观管理、间接调控的知识和本领，必须尽快学会和掌握。第五，随着职能的转变，权力

结构和利益结构都将有所调整，这又反过来影响思想观念的转变。

对于所有者职能部门来说，首先要明确，国有资产管理部門是政府机构，不能直接经营国有资产，应当通过经营国有资产的公司，实现资产增殖的任务。第二，国有资产的管理部門和经营机构，不能象现在主管部門那样作为企业的上级去管企业，而是作为企业的股东，影响企业的生产经营活动。第三，不能期望把现在综合部門和企业主管部門的职能，全部移交给国有资产管理部門，而应当有一套全新的管理内容和方法，也需要一套全新的知识和本领。

总的来说，在两种职能分开的过程中，无论是政府部門还是产权部門，都必须转变自己的观念，调整自己的知识结构，并在此基础上建立一套新的管理体制和一套新的管理内容和方法。否则，两种职能分开不可能顺利进行；分开之后也不可能高效率的运转。

□ 政府两种职能分开需要正确处理好的几个关系

(1) 国有资产所有者管理职能与行为管理职能的关系。行业管理职能是政府社会经济管理职能的一个重要组成部分。政府双重职能分开，最重要的就是要实行国家的资产所有者管理职能与行业管理职能的分开。在传统体制下之所以出现国有资产宏观配置上的行政“条块”分割，之所以出现对国有企业经营活动的种种行政干预和保护，之所以无法实现对国有资产的统一管理，其主要原因，就是因为各级政府的各个行业管理部門都同时承担了对直属企业的所有者管理职能与行业管理职能，由此使得名义上的企业国家所有制变成了实际上的“部門所有制”。要想克服这些弊端，就必须从管理职能上割断政府行业管理部門与其直属企业的责权利联系，把这部分国有资产所有者管理职能，从政府行业管理部門职能中分离出来，由专门的国有资产管理部門来统一行使。例如，制造业特别是轻工各行业，由于其产品品种繁多，行业之间由于企业联合、企业多样化经营等原因，经济活动交叉相当普遍，在原有体制下，行政“条块”分割现象极为严重。同时，这些行业经济活动竞争性较强，行业组成中国有企业只占一部分，行业管理过程中“主管”与“统管”的矛盾相当突出。对于这类行业的国有企业，应该主要由国有资产管理部門行使所有者管理职能。这样做既有利于加强国有资产经营的监督和管理，也有利于解决“主管”与“统管”的矛盾，保证政府行业管理职能的有效实施。

值得注意的是，国有资产所有者管理职能从政府行业管理部門中分离出来以后，有一个如何在行业经济发展中发挥国有企业主导作用的问题，这就要求通过某种方式使这两种管理职能在机构分离基础上实现新的结合。这种新的结合对于不同行业来说可以有不同的方式。例如，像铁路、邮政、航空、电力这类产品单一，生产上与其他行业交叉不大，基本由国家垄断经营或具有自然垄断性技术特点的行业，即使在原有体制下，其行政“条块”分割矛盾也不突出，而主要是政企职责不分，企业经营自主权太小、经济活力不足的问题。而且，这类行业具有规模经济效益大，国有资产集中度高，对国民经济发展全局影响大等技术经济特点，行业组成主要是少数大型国有企业，甚至是单一的行业性垄断公司。对于这类行业的国有企业，国有资产管理部門可以委托其政府行业管理部門行使部分或大部分所有者管理职能，如任命企业领导，审批企业投资计划，实行行政监督等。

(2) 国有资产管理职能与社会经济综合宏观调控职能的关系。社会经济管理职能的一

个重要组成部分是综合计划管理职能。它主要由国家计委承担。随着计委转变职能,国有资产管理部門与国家计委的关系主要是关于国家预算中新增国有资产投资的管理问题。人们通常也称之为国有资产的“增量”管理与“存量”管理的关系问题。

从国有资产优化配置要求看,国有资产管理部門应该对国有资产的“存量”与“增量”实行统一管理,以保证“存量”效益的最大发挥和“增量”投资效益的最佳化。从社会资源优化配置要求看,国有资产的“增量”使用,不仅要考虑国有资产本身配置的变化,还要考虑社会经济发展的需要,有一个与国家产业政策实施的配套问题。因为国有资产的新增投资往往是国家调整产业结构和地区结构的重要手段。由此可见,国有资产“增量”管理既要保证国有资产“存量”的有效利用,又要保证国家产业政策的有效实施,单独由哪一部门管理,都不利于投资效益的最佳化。所以,较好的办法是建立由多个部门参加的部际委员会,通过部际委员会来统一协调管理。

社会经济管理职能的另一个组成部分是国家社会经济宏观调控职能,它分别由财政和银行来承担。国有资产管理部門与财政部門的关系主要是关于国有资本收益管理问题。党的十四届三中全会《决定》提出,要改进和规范复式预算制度,建立政府公共预算和国有资产经营预算。从长远看,国有资产经营预算与政府公共预算应逐步实现分收、分管、分用。值得注意的是,政府两种预算分开,主要表现为预算编制及管理体制分开,而不是两个预算主体彻底分开。国家预算主体仍然是一个,即财政部。

国有资产管理部門与银行的关系,主要涉及到对金融性国有企业的管理问题。金融性国有企业包括专业银行、保险公司、信用社等企业性国有金融组织,它们的经济功能与非金融性国有企业不同。非金融性国有企业主要是为社会提供商品或劳务。从社会经济整体运行看,它们是国家社会经济宏观调控的对象。金融性国有企业则不同。它们不仅仅承担为社会提供劳务的商业性经营职能,而且是国家从价值总量上对社会经济运行实施宏观调控的手段,尽管它们同时也是国家社会经济调控的对象。但是,这种调控比国家对非金融性国有企业的调控要更为直接,否则它们也无法起到国家宏观经济调控工具的作用。还应该看到,在我们国家,金融行业同样具有国家垄断经营和自然垄断的性质。因此,对于金融性国有企业,国有资产管理部門不宜直接管理,而是通过委托有关政府部门并参与其中进行管理,这样可能达到的效果更好。

(3) 国有资产所有者管理职能与社会经济监督管理职能的关系。国家社会经济监督管理职能分别由国家统计、监察、工商、价格、标准、税收、司法、审计等职能部门承担。显然,对于这些部门来说,它们本身基本上不管理或者管理极少数的国有企业,因此,与国有资产管理部門也基本不存在企业管辖职能上的交叉。在原有体制下,这些部门虽然既执行了国有资产所有者监督管理职能,也执行了政府社会经济管理者监督管理职能,但是,并没有因此而影响到国有资产的优化配置。所以,对于这些部门,不需要实行双重职能分开,而是由国有资产管理部門予以委托管理,并且通过建立相应的组织、制度联系,加强部门之间的协作,以保证国有资产管理工作有效开展。

二、出资者所有权与企业法人财产权分离的原则

组建控股公司的目的在于，在政府与国有企业之间架起一“隔离带”，缓冲政府对企业的行政干预，达到实现政企职责分开的目的。因此，不干预企业经营自主权，落实企业法人财产权，同时，维护所有者权益，成为组建和运作控股公司的一项重要原则。

□ 出资者所有权与企业法人财产权相分离原则的基本内容

依据十四届三中全会《决定》，出资者所有权与企业法人财产权相分离原则的基本内容是：企业中的国有资产所有权属于国家，企业拥有包括国家在内的出资者投资形成的全部法人财产权，成为享有民事权利、承担民事责任的法人实体；企业以其全部法人财产，依法自主经营，自负盈亏，照章纳税，对出资者承担资产保值增值的责任；出资者按投入企业的资本额享有所有者的权益，即资产受益、重大决策和选择管理者等权利；企业破产时，出资者只以投入企业的资本额对企业债务承担有限责任。

□ 出资者所有权与企业法人财产权相分离原则的提出

在我国，出资者所有权与企业法人财产权相分离，是在原来“两权分离”即所有权与经营权分离的基础上提出的。这一原则的提出，不仅是我国经济体制改革理论的一次重大突破，而且是国有企业改革实践的一个重大突破。

所有权与经营权分离即两权分离理论是自1984年以来指导我国经济体制改革的重要理论基础，也是进行国有资产管理体制改革的重要依据。沿着两权分离改革思路，我国先后或同时实行了承包制、租赁制以及股份制等方面的改革，进行了全民所有制多种实现方式的有效探索。

然而，近年来沿着两权分离思路所进行的改革出现了许多不尽如意的地方，如企业行为严重短期化，国有资产损失浪费、流失问题严重，国有企业效益较低等等，所有这些问题不解决必将影响我国国民经济持续、稳定地发展，也威胁到社会主义经济基础的巩固，更不利于国有经济的发展壮大。这样，就引起了人们对两权分离理论的重新思考。

人们对两权分离问题提出诘难，主要有以下几方面：

一是两权分离不能解决旧体制中政企不分的弊端。由于国家是所有者，企业只是经营者，作为所有者的国家完全有理由对企业的生产经营活动进行干预，包括直接任命企业的干部，指挥企业的生产，甚至规定产量、品种、价格和销售地点。这样，政企职责很难分开。企业经营自主权时大时小，时放时收，不能落实。扩权的经济依据不易说清，有较大的弹性。

二是两权分离的改革思路没有触及国有企业受行政干预的根源，即政府同时承担行政管理职能和所有者职能。

三是企业失去了作为市场经济主体承担自负盈亏的责任。既然企业财产的所有权属于国家，企业只不过是经营者，所以企业的全部盈利都应当归国家，国家可以全部取走，而如果企业有亏损，那么也应当由国家来弥补。假如企业在经营中负债累累，以致资不抵债，这时债主就有理由向作为所有者的国家索取债款，于是国家就对企业经营承担了无限责任。

四是两权分离理论没有触及所有权与经营权分开后经营权如何有效运转问题。两权分

离并不等于企业内部经营机制的根本转变。

由此可见，只要我们依然停留在“国家拥有所有权，企业只有经营权”的思路，企业的自主经营、自负盈亏全都无法实现、有限责任制也是一句空话。而把企业的财产经营权改为企业法人财产权，这些难题也就迎刃而解了。因此，对两权分离改革思路提出质疑的人认为，为了理顺产权的关系，构造现代企业法人制度，必须把两权分离思路再向前推进一步，将国家所有权分立为最终所有权与企业法人所有权。用新的两权分离改革思路去取代原来的所有权与经营权分离的改革思路。

持这种观点的同志认为，企业法人所有权较企业经营权相比，更加符合建立企业法人制度和发 展社会主义市场经济的要求，在下述几个方面较企业经营权有所突破：

（1）实现了国家财产与企业法人财产的分立。国家仅以最初投资的一笔资产承担有限责任，而不管企业在若干年经营存续期内经营规模有多大，负债有多少。企业以自己的名义独立对外活动和从事商品交换活动。这样就满足了商品经济要求不同财产权主体的条件。

（2）区分了国家作为所有者行使最终所有权管理的对象和企业作为法人行使法人财产权的对象。前者只对国有资本及其权益行使所有权管理，后者则对构成企业法人的全部财产行使权利。

（3）从法律上保护了企业法人财产权的完整性和不可侵犯性，奠定了建立企业法人制度的基础。国家作为所有者不直接拥有企业法人财产，而只能依据产权关系，对投入资本及其权益进行监管。

（4）拓宽了企业财产权的内涵和外延。从经营财产的范围来看，企业财产权的客体不仅仅是国家授予其经营管理的财产，构成企业法人的全部财产（包括投入资本和企业负债）都是企业法人所有权的对象。从法人行使财产的权利来看，国家最终所有者不直接干预企业法人独立地占有、使用和处置其资产，企业以独立的主体资格自主经营。

□ 出资者所有权与企业法人财产权的关系

出资者所有权与企业法人财产权相分离的原则，要求正确处理好出资者所有权与企业法人财产权的关系。这里，需注意以下几点：

（1）企业法人财产权与出资者所有权是紧密相关的。在现代企业中，资本来源分散化、多元化，乃至社会化，导致企业的整体资本所有权不再归属于某一单个出资人，而属于出资人群体的集合，这一集合组成一个新的产权主体——企业法人财产权。企业法人财产权是作为出资人整体所有权的体现，是出资人所有权的一种表现形式。真实的出资人所有权是构成企业法人财产权的实体。离开了出资人，法律不能凭空创造企业法人财产权。任何企业法人的设立，都必须要有出资人真实的资本财产投入。没有出资人，也就没有企业法人。因此，那种企业法人财产权可以脱离出资人所有权而独立存在的观点是值得商榷的。我国国有企业制度的症结，就在于没有明确出资人所有权与企业法人财产权的关系，并使之规范化。其中最突出的一点是国有企业出资者虚置，没有具体的、与切身利益相关的出资者主体来有效地维护、承担和行使所有权。国有企业产权关系模糊，出资人与债权人混淆，导致许多政府机构都以所有者身份来管企业。而当企业亏损以至破产时，却搞不清楚应由谁来承担什么样的责任和破了哪一个具体出资者的产。因此，不解决国有企业出资者身份

问题，只是把原来就是法人的国有企业再冠以“真正的法人”，并再三强调法人财产权的独立性，并不能真正解决国有企业面临的种种问题。

(2) 法人财产权的相对独立性。说法人财产权与出资者所有权的密切相连的。这并不等于说法人财产权和出资者所有权就是一回事。其实，企业法人财产权具有相对独立性。这主要表现在：

第一，独立的财产权。根据公司法中的资本不变原则，出资者一旦投资入股就不能抽回资本，出资者对现实资本的占有支配权就一次性地让渡给法人公司，法人公司因此而形成了自身独立的财产。严格意义上讲，出资者只能说他拥有该公司的股权而不是财产权，由出资者投资形成的现实资本现在成了只有法人公司才能实际占有的对象，成了法人公司的财产。

第二，独立的经营管理权。法人公司既然拥有独立的财产，那么，它也拥有对自己财产的独立经营管理权。可以自己确定经营目标，法人公司可以象自然人那样占有、支配和依法处置公司资产，可以分配和使用资产收益。它还可以与其他法人或自然人发生各种社会经济关系，并独立承担一切法律后果。因此，法人公司的经营管理权是独立的和完整的。

总之，出资者所有权与企业法人财产权之间的关系是既密切相关，又相对独立。在实践中，要把保障出资者所有权与落实企业法人财产权结合起来。

□ 关于企业法人财产权问题的争论

对“企业法人财产权”，目前有不同叫法。有的称为“企业法人产权”；有的称为“企业法人所有权”，等等。对于法人财产权的内涵，也存在不同的解释。

第一种观点认为，企业法人财产权，就是指马克思所说的经济所有权，是由法律所有权代表者授予的，它可以分解、分享、转让。

第二种观点认为，企业法人财产权是指企业对国家授予其经营管理的财产享有占有、使用和依法处分的权利。这个表述与《全民所有制工业企业转换经营机制条例》关于企业经营权的表述完全一致。

第三种观点认为，企业法人财产权是指企业对国家授予其经营的资产享有占有、使用、收益（或初始收益）和处分四项权利。持这种观点的人认为，企业法人财产权应包括收益权。

除上述争论外，在“企业法人财产权”与“企业法人所有权”是不是同一个概念上，也存在不同看法。一种观点认为，财产权与所有权是同一个概念。财产权是指所有权，所有权也是指财产所有权。无论用“企业法人所有权”，还是用“企业法人财产权”，都是指“企业法人财产所有权”，是同一个意思。

与此相反的观点认为，企业法人财产权与企业法人所有权是两个不同概念。企业法人所有权概念难于定义，也难以与国家所有权相区别，违背了一物不能有二主的民法原则，容易在财产权上造成混乱。同时，如果在企业这个层次上，提出法人所有权的概念，那么势必会引出地方所有权和部门所有权的概念，导致全民所有制财产的肢解，动摇社会主义的基础。因此，建议还是提“企业法人财产权”，这样更为准确。

三、促进国有资产优化配置和合理利用的原则

国有资产的优化配置包括国有资产存量调整和国有资产增量的调整。国有资产存量是指国家已投入社会经济活动的各类国有资产的总称。国有资产存量按其参与社会再生产过程的状态，可分为两类：一类为正在参与社会再生产的国有资产存量；另一类为暂时退出了社会再生产过程，处于闲置状态的国有资产存量。经济发展规律表明，国有资产存量要随着生产社会化的发展和科学技术进步，不断地进行新的优化组合，以充分发挥其潜力。在国有资产管理中，要通过国有资产存量的流动和调整，提高国有资产的营运效益，使国有资产在合理流动中最大限度地挖掘其潜力，取得最好的整体经济效益。

国有资产增量是相对于国有资产存量而言的，是指在一定时期内，社会新投入的其最终所有权归国家所有的国有资产。国有资产投资是形成国有资产增量的基本方式。国有资产增量与存量有着密不可分的联系。从循环往复的社会再生产过程来考察，国有资产的存量是由增量转化而来的。资产增量只要一形成生产能力，进入创造产品或劳务的社会生产过程，就实际上转化为资产存量了。另一方面，资产增量的主要资金来源是由存量所提供的用于积累的收入部分。资产存量营运的效益越高，所带来的剩余产品越多，可用积累和扩大资产规模的增量资金来源就越多。由此可见，存量和增量是辩证统一的关系。

国有资产存量和增量的总和即为国有资产总量。据统计，截止 1993 年底，我国国有资产总量为 34950 亿元。如此庞大的国有资产是社会主义市场经济的物质基础，也是进一步发展和繁荣社会主义市场经济的关键。在社会主义市场经济条件下，企业的一切生产要素都要纳入市场运行的轨道，根据生产经营的需要，来重新组合或优化资产的再配置。但是，由于历史的原因和旧的经济体制的原因，我国产业结构不尽合理，国有资产存量配置方面存在不少问题，主要有：一是产业之间的比例不协调，第三产业比重过低，投资积累所形成的存量主要集中在第二产业；二是产业内部特别是第二产业内部，结构失衡矛盾更为突出；三是大量机器设备不能充分利用，成为闲置资产，四是资产运营效益过低。企业组织结构微型化，国有资产相当一部分分散在小企业中，其运营效益受到企业规模的影响。此外，由于地方利益的刚性和对经济结构的宏观调控不力，造成地区产业结构“趋同化”，重复投资、重复建设现象严重，浪费了大量国有资产。

优化产业结构的前提条件是资产存量流动。而资产存量的流动又主要取决于以下三个方面：

一是企业是否拥有对资产存量的支配权和处置权；二是代表国家终极所有权的政府如何实现对国有资产管理；三是资产存量流动的市场机制是否健全。过去十几年的改革，主要围绕减税让利，减轻国有企业负担，适当下放企业的经营权。这些改革，无论从经济发展的角度看，还是从塑造国有企业市场主体的角度看，都属于浅层次的。要真正实现产业结构的大调整，全面提高资产运营效益，必须要着眼于资产存量的流动和重新优化配置。

国有资产存量的流动，不但需要产权关系的明晰化，收益分配的规范化，还必须建立起新的国有资产管理体制，打破部门分割、地区分割、企业分割的局面。重塑国有资产管理体制的基本思路是：政企职责分开，真正落实企业法人财产权，同时，成立国有资产产

权运营机构，由它承担起对国有产权进行经营和管理的职能。组建控股公司，有利于调整产业结构，促进国有资产的合理流动，优化国有资产配置。理由有以下几点：

第一，控股公司变国有资产实物形态管理为证券化价值形态管理，而证券化的资产形态为产权流动和资产集中，进行规模生产、合理配置资源提供了有利条件。在股票市场机制完善的条件下，国家可以通过控股公司购入或出售企业股票，较快地使国有资本在不同行业、不同企业之间进行转移，实现产业结构的调整。

第二，控股公司是一个跨部门、跨地区、跨所有制的经济组织，它可以在更大范围内运用资本，在更广阔的区域内组织国有资产的流动的配置。

第三，控股公司是法人实体，遵循市场经济原则运作，如由董事会进行重大决策，聘请有能力的人担任董事和经理，实行财务自我约束等，这必然会提高国有资产的运营效益。

四、防止垄断，公平竞争的原则

在社会主义市场经济条件下，国有资产管理的核心是经营或产权经营问题，也就是国有资产保值、增殖的问题。这就要求国有资产管理必须以市场为依托，遵循或借助于市场规律和市场机制来实现管理目标。市场经济的一条重要原则是竞争，防止垄断。控股公司是具有法人地位的经济实体，享有独立的经营自主权。控股公司也有一个平等参与市场竞争的问题。因此，防止垄断，公平竞争，也是组建控股公司的一项重要原则。

在传统体制下，国有资产一方面按照部门原则纵向管理，割断了社会经济各部门、各企业之间的横向经济联系；另一方面国有资产按照行政隶属关系，在地区之间进行分割，从而每一个部门和地区各自形成一个彼此封闭、独立的系统，资产只能在本“条条”或本“块块”内流动，以保证“肥水不流外人田”。在这种条块分割体制下，国有资产很难在部门、地区、企业之间合理流动，使资源得不到合理有效地利用。为了打破传统体制下国有资产条块分割、封闭式管理的局面，新组建的控股公司应实行跨行业、跨部门、跨地区、多元化经营。同时，在同一行业或部门应组建两家以上的控股公司，避免一家垄断行为，鼓励控股之间展开竞争，这样才能保证控股公司按照商业原则，实现利润最大化。

从国外的情况来看，不少国家为了提高国有企业的效率，越来越强调国有企业和私营企业平等参与市场竞争的重要性。一些成立控股公司的国家也注意强调控股子公司依据《公司法》成立并运作，和私人企业平等参与市场竞争。新加坡淡马锡控股公司本身就是依据一般公司法成立并运作的。这说明，把竞争机制引进国有企业的生产和经营活动中去，是世界各国搞活国有企业，改变国有企业低效率运转的一项重要举措。

第二节 控股公司的成立

如前所述，控股公司是依据特别法成立并运作的，是特殊法人，其设立程序、组织形式、审计监督等均不完全适用于《公司法》。

一、国家授权投资机构设立的条件

国家授权投资机构由省以上人民政府以国有资产授权设立。

设立国家授权投资机构必须具备以下条件：

- （1）有一定数额直属的全资企业、控股企业、参股企业或集团成员企业，并与之有内在的经济或技术联系；
- （2）各类直属企业或集团成员企业的国有资产净额合计不得低于五亿元。
- （3）设立后有利于产业、产品结构调整和跨地区、跨行业经营，能够显著提高国有资产整体运营效益；
- （4）其它。

二、国家授权投资机构设立的程序

设立国家授权投资机构，属于政府主管部门管理的，应当由组建单位向主管部门提出申请，报同级国有资产管理部门会同经贸、体改、财政部门批准；属于政府直接管理的，应当由组建单位向同级国有资产管理部门提出申请，经同级国有资产管理部门会同经贸、体改、财政部门审核同意，报同级人民政府批准。

组建单位提出申请时应同时报送机构组建方案。组建方案的内容包括：

- （1）组建单位和拟列入授权范围的全资子公司、控股子公司、参股子公司的基本情况及国有资产的数额、分布、结构情况，并附资产负债表、损益表、财务状况变动表等财务报表；
- （2）要求授权运营的理由及可行性研究报告；
- （3）加强产权约束和转换企业经营机制的设想和措施；
- （4）调整产业结构和产品结构，优化配置国有资产，实行跨地区、跨行业经营，提高国有资产整体运营效益的初步规划；
- （5）其他有关事项。

组建单位提出的申请报国有资产管理部门会同经贸、体改、财政部门或同级人民政府批准后，由同级国有资产管理部门作为授权方下达批准设立的文件，明确其运营国有资产的范围、数额、控股子公司的名称和持股比例，以及相应的权利和义务。

国家授权投资机构应当制定章程。章程载明如下事项：

- （1）名称和住所；
- （2）注册资本额（应当是其当时全资子公司、控股子公司、参股子公司以及自身直接占有国有资产净额的总和）；
- （3）全资子公司、控股子公司、参股子公司的名称和占有的国有资产价值额；
- （4）权利和义务；
- （5）组织机构；
- （6）财务管理制度；
- （7）其他。

国家授权投资机构的章程经同级国有资产管理部门批准后生效。

国家授权投资机构的工商登记依工商行政管理机关的规定进行。

三、国家授权投资机构设立的方式

国家授权投资机构的设立方式包括新组和改组两种。所谓新组，就是新成立一个机构从事国有资产的产权管理。新组机构和优点在于，可以打破旧的框框，有利于明确机构的职责、权限和利益，有利于规范化运作。但新组机构可能遇到的困难是，与现行体制摩擦大，某些人员经营工作经验不足，组建经费缺乏等。

所谓改组，就是以现有的机构为基础，通过对现有机构的改造成为国有资产授权投资机构。例如，将一些直属企业较多的专业经济部门改建为投资控股公司；将一些对所属企业实际行使部分出资者权利的行业性总公司改组为投资控股公司等等。改组方式的优点是，组建费用低，可以充分利用机构原有的设施和人员。但不足之处是，容易受旧体制和旧的管理方式的影响，有可能变为“翻牌公司”。

在组建控股公司方式的思路，目前理论界和实际操作部门提出了三种思路：一是自下而上。控股公司的组织基础是现代企业制度，应先从企业转机建制入手，对一些企业经济部门、行业性总公司所属的国有企业进行公司化改造，在明确产权关系的基础上，设产控股公司。二是自上而下。由政府将部分企业国有资产所有权管理职能授予控股公司行使，双方形成母子公司关系。三是上下结合的方式。即政府对控股公司的授权与基层国有企业的股份制改造同步进行，推动控股公司的建立。

这三种组建方式各有利弊。自下而上方式有利于规范化运作，但时期太长，而且先有“儿子”后有“老子”，父子之间的矛盾大。自上而下方式，有利于明确产权关系，但由于基层企业没有转换机制，控股公司可能徒有虚名。上下结合方式可以避免前两种方式的弊端，但要注意处理好两者之间的关系和协调配合问题。笔者认为，在控股公司的具体组建方式不应刻求一致，可以探索多种方式并存。对一些技术经济联系紧密，母公司管理能力强的专业经济部门或集团公司，采取自上而下方式较好。青岛益青总公司就是如此，他们的转体基本上是成功的。对于那些母子公司关系比较松散的，可采用上下结合方式。一方面国家授权母公司成为投资控股公司，另一方面，加强对基层企业的公司化改造，由母公司统一行使国有资产的产权管理职能，从长远看，有些企业未纳入上述两种方式，随着这些企业的公司化改造的完成，也有可能采取自下而上的方式组建某个控股公司。

总之，控股公司组建方式各种各样。应根据我国国有企业转机建制的实际过程和各部门、各个企业的具体情况，选择各自适合的组建方式。

四、控股公司设立的步骤和方法

控股公司的组建和设立应当有领导、有步骤地进行。在国家国有资产产权管理体制改革总体方案确定之前，各省、自治区、直辖市可以进行探索、试点，但试点而现阶段不宜太宽，且要事先报国务院及各级政府批准。切忌一哄而上。在总结试点经验的基础上，再逐步加以推广。

第三节 控股公司组建的途径

组建控股公司是一项全新的工作。考虑到我国的现状，可以通过以下途径组建国有控股公司：一是对直属企业较多的专业经济部门在剥离其政府行政职能以后，授权其行使所属企业国有资产所有权管理职能，组成控股公司；二是将一些对所属企业实际行使部分出资者权利的行业性总公司，政府授予其产权管理职能，改组成为控股公司；三是将一些有条件的大型企业集团，通过国有资产授权经营，使集团的核心企业（集团）成为控股公司；四是对经济实力强的各类投资公司，通过存量国有资产授权或增扩股的方式进行改造，使它们成为控股公司；五是扶持一些大型、特大型企业，使之发展成为投资控股公司。这里着重介绍关三种控股公司组建的途径。

一、专业经济部门改组成为控股公司

政府部门转变职能是深化国有企业改革，建立现代企业制度的关键环节。在社会主义市场经济条件下，专业经济部门的出路何在？目前，全国有些地方结合政府机构改革，将专业主管部门改组成为控股公司，从而使专业主管部门转体成为控股公司的组建途径之一。

□ 各地主管部门改组成为控股公司的基本做法

目前，深圳、上海、青岛、北京、天津等地相继进行了将企业主管部门改组成为控股公司的改革试点。由于企业主管部门转体是深化企业改革过程中出现的一大新问题，缺乏操作经验，控股公司的建立和运作缺乏法律依据，因此，各地做法差异很大，但归纳起来，大致有以下几个共同特点：

（1）控股公司的建立与政府改革和政府部门转变职能相结合。深圳是特区，改革开放率全国之先。早在1987年深圳市第三次机构改革中，深圳市就撤消了一部分专业主管局，改组成为集团（总）公司，如赛格集团的前身是电子工业局，莱·英达集团则是由轻工业局改组而成的。与此同时，1987年7月，深圳市在全国率先成立了国有资产投资控股公司，作为代表市政府管理企业市属国有资产的机构和市属国有控股公司。其后，深圳市依照新加坡的作法，成立了经济发展局和贸易发展局，统管全市的工业、商业、外贸和旅游。经济发展局和贸易发展局相当于内地的经委、财办、商业局、外贸局和旅游局。

但是，当时的改革并不彻底。改组后的企业集团（总）公司对下属企业仍行使部分行政管理职能，经发局、贸发局也充当了一部分行政主管的角色。这说明深圳市企业主管部门改革尚不彻底。1993年，党的十四届三中全会上《决定》明确提出了建立现代企业制度的改革目标。1993年底，深圳市委、市政府提出把政企分开作为94年深圳市企业制度改革的重点和头等大事来抓。经过8个多月紧锣密鼓的工作，94年8月18日，《深圳市企业无行政主管部门改革实施办法》经过反复酝酿和论证，终于出台了。同年11月1日，深圳市正式实施企业无主管。企业与行政主管部门脱钩。原先的行政主管部门转为行业管理部门，面向全行业企业制定政策、规划和标准，为所有企业提供服务。实行了企业无行政主管后，企业由行政部门管理转为由产权机构（控股公司）管理，“老板”取代了“婆婆”。

自 93 年起,上海开始了将原企业主管局改组成为国有资产经营管理公司的改革试点。其具体做法是,原来工业局所承担的行政管理、资产管理、行业管理职能,按照政府机构改革的原则一分为三:以后局机关行使行政管理职能;国有资产经营管理公司是企业,按授权行使资产管理职能;分流出去的一部分人组成的社会中介机构,属于事业单位,行使行业管理和其他社会服务职能。目前,上海由原政府主管局转变而来的资产经营公司有两家,分别是上海纺织局改制的上海市纺织国有资产经营管理公司和上海仪表局改制的上海仪表国有资产经营管理公司。

与深圳的做法不同,上海在国有资产经营管理公司运作初期仍保留了主管局,由它承担起行政管理和行业管理职能。资产管理职能则由资产经营公司承担。

青岛市对企业主管部门的转体改制,也经历了较长时间的探索和酝酿。自国务院确定青岛市作为机构改革试点城市后,青岛市逐步形成了把机构改革与国有资产管理体制改革融为一体的改革思路。从 1991 年开始,市委、市政府提出要按照转变政府职能的政企分开、政资分开的要求,结合国有资产管理体制改革,对企业主管部门进行转体改制。1992 年,先在市一轻局进行了试点。今年以来,青岛市按照党的十四大和十四届三中全会关于建立社会主义市场经济体制和加强国有资产管理的要求,加快了对企业主管部门转体改制的步伐。到目前为止,已先后撤消了市一轻局、商业局、物资局、化学石油工业公司、橡胶工业公司和公路运输总公司 6 个企业主管部门,分别组建了青岛益青实业总公司、商业资产经营公司、物资资产经营公司、化工资产经营公司 4 个资产经营公司和青岛橡胶集团公司、交运集团公司两个集团性公司。这一批主管部门改组成立的国有资产运营机构,受市政府委托,运营国有资产。

在行业管理职能的分离上,青岛的做法是,在撤消企业主管部门的同时,设立行业管理办公室。作为过渡,多数行业办主任由资产经营公司经理兼任,这一点与上海的做法有点相似。行业管理办公室有的仍设在资产经营公司内;有的则挂靠市经委。

(2) 专业主管部门改组成为控股公司是国有资产管理体制改革的重要一环。绝大多数地方企业主管部门转体是和建立新的国有资产管理体制结合起来的。除个别地方外,深圳、上海等地现均已建立起了三个层次的国有资产管理体制。第一个层次是市国有资产管理委员会,它作为国有资产所有者的代表,是国有资产管理的最高决策机构。国资委一般由市委、市政府主要领导出任正副主任,市政府有关部门的一把手任委员。国资委的主要职责是:①贯彻国务院、省政府有关国有资产管理的政策法规;②代表国家行使该市管辖的国有资产的终极所有权,并授权或委托控股公司行使国有资产产权经营和投资职能;③对国有控股公司确定国有资产保值、增值指标,并负责对投资经营活动进行监督、考核和奖惩;④依照法定程序,决定任免控股公司的领导人等。

为了保证国有资产管理委员会有效地行使职能,一般在市国资委之下设立国有资产管理办公室,作为国资委的职能部门和日常办事机构。

第二个层次是控股公司。它作为国有资产产权运营主体,由市国有资产管理委员会授权,经营市属国有资产。控股公司的性质是特殊法人。它与基层企业的关系是投资与被投资、股东与企业法人的关系。控股公司的职能是受政府委托对国有全资、控股、参股企业

行使股东权，确保国有资产的保值增值。

第三个层次是企业，包括国有全资、控股和参股企业。它们拥有法人财产权，是直接从事商品生产、经营的经济实体和市场竞争主体。

在三个层次的国有资产管理体制中，控股公司这一中间层次十分重要，它是联结政府与企业的桥梁，也是缓冲政府对企业行政干预的“隔离带”。

青岛虽没有建立国有资产管理委员会，但新的国有资产管理经营体制也分为三个层次：一是市国有资产管理局，统一行使国有资产管理职能；二是结合企业主管部门转体，组建一批国有资产运营机构，受市政府委托，运营国有资产；三是直接从事生产和经营的企业，依法占有国有资产运营机构和其他出资者投资形成的全部财产，享有法人财产权。青岛的做法是，实行国有资产委托运营，青岛市人民政府作为国有资产授权委托方，委托有关运营机构，行使国有资产产权管理职能。市国有资产管理局具体行使委托方国有资产监督、管理的职责。

（3）在企业主管部门改组的初期，各地的一个普遍做法是，一个行业部门只改组为一家国有资产经营公司。

☐ 关于完善企业主管部门转体的建议

（1）企业主管部门改组成为国有资产经营公司在数量上要严格限制，不可随意扩大和普遍化。在企业主管部门转体过程中，人们对控股公司要有一个清醒的认识，不要把控股公司的作用过于神化。世界银行研究报告认为，采用控股公司方式来管理国有企业，既有长处，又有短处。如果设计不好，控股公司很可能弊大于利。这就要求我们在实际操作中，要严格限制企业主管部门改组为控股公司的数量，并非所有行业或企业都要采用控股公司管理模式。在现阶段，可以选择少数城市试点，但试点面不宜太宽，切忌一哄而上。

（2）企业主管部门转体要注意避免简单地把主管局变成公司，仍沿用老办法管理国有企业，成为“翻牌公司”。前面已经提到，各地主管部门改组过程中存在着主管部门变成行政性公司的潜在危险。以上海市专业主管部门改造为例，为了在过渡期处理好发展与稳定的关系，专业主管部门仍然保留，且主管局与国有资产经营公司的正职可以兼任。国有资产经营公司的行政性职能并没有怎么削弱，与各委、办之间仍保持原有关系。青岛市企业主管部门改组成为国有产权运营机构后，行业管理办公室仍设在国有资产经营公司内，资产经营公司仍承担部分政府职能和行业管理职能。笔者认为，行业管理办公室如果较长时间设在国有资产运营机构内部，双重职能一肩挑，会导致“翻牌公司”的危险。此种办法的过渡时间应尽量缩短。

此外，目前，原主管局下属企业绝大多数尚未进行公司制改组，资产经营公司与子公司（企业）的资产纽带关系尚未建立起来。即使少数已进行公司制改组的企业，股权结构单一，这也使专业主管部门很可能对下属企业仍沿用旧的行政性管理方式，从而滑变为“翻牌公司”。

为了避免国有资产经营公司的行政化倾向，应加快政府综合部门的改革，由它们承担起政府职能；同时，要尽快把行业管理职能分离出去，使资产经营公司的目标单一化，只管资产的保值增值。

(3) 行业主管部门改组成为资产经营公司应避免独家垄断。各地主管部门改组的一个普遍做法是, 一个行业主管局只改组为一个国有资产经营公司, 国有资产近似封闭, 缺乏流动性, 这不利于同行业之间展开竞争, 也不利于国有资产的优化组合。国有资产经营公司建立以后, 要采取开放性经营, 防止出现行业垄断行为。一是设立的资产经营公司要尽可能超过一个, 且放开行业准入限制。在试点阶段, 行业国有资产经营公司可拥有本行业由政府划拨授权的较大股权资产, 但一段时期以后, 必须对行业最高持股比例有所限制。二是要鼓励各国有资产经营公司相互参股, 向多元化方向发展, 实现股权形式多样化, 股权结构合理化。三是要允许现有国有企业与国有资产经营公司之间的自由组合。

深圳在几年国有资产管理体制改革的实践中认识到, 作为中间层次的国有资产经营公司不宜独家垄断经营, 应在同行业选择一些具备条件的大型集团公司进行国有资产授权经营, 构造多个国有资产经营公司, 形成相互竞争、相互促进的局面。为此, 深圳市今年选择了深圳市建设(集团)公司等几家进行授权经营试点。

(4) 采取多种形式盘活存量资产。行业主管部门改组成为国有资产经营公司以后, 遇到的一个首要问题是对下属企业进行结构调整, 重组资产。无疑, 结构重组需要大量的资金投入。而现有企业大多背上了沉重的历史包袱, 普遍存在着资金短缺、存量资产难以盘活、增量资产无法配置的问题。空壳企业多。针对这种状况, 各地因地制宜采取了不同的解决办法。北京一轻大胆地提出了“退二进三”(退出原来第二产业占用的黄金地段, 发展第三产业)、“退四进二”(到郊区四环路以外在新的起点上发展高水平的第二产业)的战略。以原北京市火柴厂的土地使用权作价入股(4700万股), 成立了一轻总公司控股的鸿运置业股份有限公司。该公司的职能有三: 一是为优化北京一轻国有资产存量配置筹集启动资金; 二是通过滚动开发保障一轻资产增值、产业转移战略的实施; 三是统筹规划一轻系统企业的房地产开发。北京鸿运置业股份有限公司将对一轻三环路以内和三环沿线的32家企业分三批进行改造。据统计, 鸿运置业股份有限公司已对一轻系统14个企业预投资金7000万元, 使这些企业经济效益明显提高。

青岛市益青实业总公司是原青岛市第一轻工业局改组成立的国有资产经营公司。和北京一轻一样, 青岛益青总公司也采取了退二进三(退出第二产业进入第三产业)、退三进二(退出第三产业再进入第二产业), 二、三产业并举的发展战略。此外, 青岛益青还采用部分出让、全资出让、合作嫁接等方式向外商出让股权, 充分利用外资改造老企业, 盘活存量资产, 优化资产配置。目前, 益青总公司所有企业都已与外商进行了接触, 其中有一半企业与外商签定了意向书, 有三分之一的企业已经签约。仅目前签约项目, 合同利用外资1.3亿美元(折合人民币1.14亿元), 实际利用外资9000万美元(折合人民币8亿元)。

应该肯定, 在当前国有企业缺乏活力, 大量资产在企业中滞死的情况下, 北京、青岛两地为盘活存量资产作出了积极有效的探索, 它们的经验值得其它省市学习和借鉴。除此以外, 笔者认为, 企业国有资产的流动和重组是一个十分复杂、艰难的工作, 单靠哪一种办法难以奏效。应在对企业资产进行产权界定、清产核资和资产评估的基础上, 采取多种形式盘活企业存量资产。相关企业资产实行合并、重组, 一些效益差、亏损企业转、租、卖, 严重亏损企业实施破产。除引进外资外, 更主要的是挖掘和开发现有资产的潜力。

(5) 妥善解决好富余职工的安置问题。企业主管部门转体遇到的另一个难点是富余职工的安置问题。在这方面,青岛市益青总公司采取“养一批、走一批、安置一批”的办法,对原机关人员进行妥善分流。所谓养一批是指把一批年龄大但尚未达到离退休年龄的老同志,让他们提前退休,由政府养起来。为此,青岛市政府颁发了《关于市级企业主管部门转体有关问题的处理意见》,规定,企业主管部门转体时,对距国家规定离退休年龄相差5年(含5年)以内的机关人员,经本人申请,按干部管理权限,经主管部门批准,可以办理退养手续,脱离现职。退养后继续享受行政机关在职人员的工资福利待遇。待达到国家规定的退休年龄,再正式办理离退休手续。安置一批就是将一批机关人员安置到企业中去。为解决企业富余职工安置问题,北京一轻总公司专门成立了京轻劳务开发公司,以转岗培训为重点,做好职工分流工作。该公司成立一年来,现已制定了火柴厂职工转岗培训实施方案和14个工种的培训计划。笔者认为,解决企业转制过程中富余人员安置问题,最根本的出路在于,建立健全社会保障体系,完善待业保险制度,实施再就业工程。将企业富余人员的安置由企业负担变成由社会、个人、企业三者共同负担。

(6) 建立健全国有资产产权运营机构的法律体系。目前,各省市国有产权运营机构的建立和运作缺乏法律依据,运作不规范,这给实际操作带来很大困难。因此,建议抓紧制定《国有资产法》,用法律的形式确认国有资产产权运营机构的法律地位。在近期《国有资产法》不能出台的情况下,可由有关部门制定《国有资产产权运营机构规范意见》,以规范国有产权运营机构的行为,促进其健康发展。

二、全国行业性总公司改组成为控股公司

☐ 行业性总公司的现行体制

现有的全国行业性总公司共有8家,它们分别是:有色工业总公司、电子工业总公司、兵器工业总公司、汽车工业总公司、石油化工总公司、船舶工业总公司、煤炭工业总公司和石油天然气总公司。8大总公司是在80年代,为了适应改革开放的需要,加快上述行业发展而成立的。特别是1988年国务院机构改革,当时,一些政府部门改组为行业性总公司。例如,最早的一家行业性总公司——中国船舶工业总公司于1982年由原第六机械工业部改组而来。随后,1983年,国务院决定将原来分别由原石油部、化工部、纺织部、轻工业和商业部管理的炼油、化工化纤等生产和销售企业统一划归由中国石油化工总公司管理。1988年4月,有色金属工业从冶金部划分出来,自成体系,成立了中国有色金属总公司。同年,原石油部撤消以后,国家决定将陆上与海上石油分开管理,陆上成立中国石油天然气总公司,统一负责经营管理全国陆地(包括岛屿、海滩)石油、天然气的勘探、开发、生产建设。

八大行业性总公司均为国务院批准成立的经济实体性公司,在国家计委中实行计划单列,统一对国家承担经济责任,具体来说,在财务上由总公司一个口子对财政部承包。表6.2.1反映了8大行业性总公司的基本情况。

表 6.2.1 8 大行业性总公司简表（1991 年数）

公司名称	建立时间 (年)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	销售额 (亿元)	职工数 (万人)	直属企业 (个)	科研院所等 (个)
有色工业总公司	1983	600	200			151	300 多
电子工业总公司	1990			98		46	68
兵器工业总公司	1988				80.9	273	58
汽车工业总公司	1991		13			16	8
石油化工总公司	1983	1084	494	823	97	44	22
船舶工业总公司	1983				30	91	38
煤炭工业总公司	1988						
石油天然气总公司	1988	2000			150	20	51

行业性总公司的现行体制，主要有以下几个特点：

第一，从总公司的职能来看，既有政府行政管理职能，又有企业经营管理职能。

八大行业公司都是由政府部门改组成立的，受政府委托程度不同地承担了一些行政职能，享有一定的行政权力，尽管在实际执行中，有的职权行使了，有的没有到位，有的执行不了。例如，按照规定，石油化工生产建设的统筹规划由石化总公司负责，而实际上仍由国家计委行使。另一方面，这些行业性总公司又是经济实体，行使着企业经营管理职能。行业性总公司双重职能不分，可以从中央关于八大公司职能的有关文件中看出。以石化总公司为例，其职能按中央 [8317] 号文件中的规定，主要有 5 条：①受国务院委托，负责全国石油化工的生产建设和进出口业务统筹规划，研究提出有关方针政策，经国务院批准后实施；②对直属企业的人财物、产供销、内外贸实行集中领导，统一经营管理；③总公司是独立的计划单位，对所属企业的计划、财务、物资、劳资等实行统一管理；④企业的领导干部，由总公司与企业所在地地方党委、人民政府协商调动、任免，以总公司为主；⑤负责原油加工、石油化工综合利用、石油产品和以石油为原料的化工产品、合成纤维单体的生产和销售等。

第二，总公司对所属企业实行人财物、产供销、内外贸集中管理模式，往往统得过死，企业经营自主权很难落实。一是在工资分配方面，有的总公司对下属企业职工收入的增长在不超过劳动生产率和经济效益增长的原则下挂钩提取的工资总额之外，还增加了一个工资计划管理。二是企业无论盈亏，共吃总公司“一锅饭”。有些行业的盈利企业因而负担较重，企业实际留利很少。三是对企业日常工作仍然干预较多，从生产高度、发放债券、岗位工资、装置达标，到食堂、疗养院的规范化管理和优秀班组长的评选等等都要管。四是一些总公司用行政命令硬性取消了原来独立厂家的法人资格，使这些厂原有的经营渠道被

打乱,经济利益受到损害。例如,一万多人的南京炼油厂,划入金陵石化公司后,不仅取消了帐号,厂名也改了,挫伤了企业和职工的积极性和进取心。五是一些总公司下设的地方公司多是地方工业厅局的翻牌,在协调中央企业与地方的关系时,增加了环节,使企业又多了一个“婆婆”。

第三,在财务关系上,总公司既是下属企业的行政主管单位,因而对全公司的国有资产拥有管辖权,又是下属企业国有资产的所有者,拥有资产的所有权。总公司作为所有者代表,对财政实行总承包,与财政统一结算。在总公司内部,总公司对下属企业也实行承包。下属企业除上交所得税外,还要向总公司上交一定比例的利润。在资金的使用、支配上,企业的投资决策须报总公司批准。

国家组建行业性总公司的最初目的是为了改变原来这些行业发展中条块分割、多头领导、分散管理的状况。这一改革有利于国家重要资源和其他生产要素在全国范围内的优化配置和合理利用,有利于集中发展这些行业的生产,有利于推进全行业的科技进步和国产化,也有利于国家通过总公司实现对行业的宏观调控。

但是,这些脱胎于政府机构的行业性总公司在实际运行过程中存在许多矛盾和问题。一方面,总公司与国家之间的关系没有理顺。总公司名义上是经济实体,但国家并没有真正把它当作经济实体来对待,总公司本身的经营自主权得不到落实。总公司与经济主管部门职责分工不清,大权实际上还是掌握在具有审批权的部门手里。有的总公司反映,经济主管部门多头管理,相互扯皮,办事效率低。另一方面,总公司与下属企业的关系没有理顺。在总公司与政府之间的关系没有理顺的前提下,其与企业的关系也很难理顺。总公司作为经济实体,自身的自主权不充分,如果经营权全部放到企业,便感到形同虚设。如果总公司进行自主权的“二次分配”,就难免截留企业的权力。显然,行业总公司的现行体制已经远远不适合社会主义市场经济发展的需要,必须进行根本性的改革。我们认为,按照社会主义市场经济要求改革行业性总公司的现行体制,要求做到明确总公司对国家的权利、责任和利益,同时,与基层企业建立起产权纽带关系。控股公司不失为行业性总公司的改革方向。

☐ 行业性总公司改组成为控股公司的基本思路

国务院几年前确定了100家企业进行现代企业制度试点。中国石化总公司、中国有色总公司和航天总公司被列为全三家控股公司试点单位。这说明,行业性总公司改组成为控股公司试点已进入启动阶段。

(1) 总公司改组的目标模式。行业性总公司改组的目标模式是控股公司,这是三家试点单位达成的共识。但在具体做法和控股公司的组织形式上,各试点单位有所差异。中国有色金属工业总公司的设想是把总公司改组成为国家全资公司,计划从1995年起,用2—3年时间完成。中国石化总公司向控股公司过渡的设想分为近期和远期两个目标。近期目标是理顺产权关系,首先把总公司改组成为接受国家委托进行国有产权管理和产权投资,主要从事国有资本经营的国家独资的控股公司。同时根据改革发展的实际情况,逐步对所属企业进行以有限责任公司和股份有限公司为主要形式的公司制改组,建立并完善总公司与企业之间以产权联结的母子公司关系,落实国有资产保值增值的责任,为振兴石化工业打

好体制基础。远期目标是随着总公司实力的进一步增强,逐步扩大非银行金融业务和国际化经营,并将总公司本身改造成为国家占绝对控股地位的股份制控股公司,更多更好地利用国内外社会资金,加速发展石油化工、建设支柱产业,使石化总公司尽快发展成为具有强大竞争能力和实行跨国经营的混合型控股公司。

(2) 改组后总公司的性质与职能。总公司改组为控股公司,首先应该明确总公司是受国家委托管理全系统国有产权、经营国有资本的经济实体:是特殊法人。总公司作为国有产权的运营主体,对企业进行投资、控股或参股,对国家承担国有资产保值增值责任。

总公司改组为控股公司,其基本职能将发生根本性变化。总公司不再承担政府行政职能,行业管理职能也将剥离出去。总公司的职能主要有以下几个方面:

一是国有产权管理的职能。作为国有产权的委托经营者和企业性经济实体组织,总公司将主要依据国有资产保值增值和资产收益最大化的原则,对所负责经营的国有资产进行产权管理和调整。管理的重点是价值形态的产权管理和资产的流动、盘活。

二是决定重大投资的职能。主要包括制定总体发展规划和投资战略方针;运用多种融资手段和资本经营的收益积累,在国家批准的范围内向可带来较高收益回报的项目和领域作出投资决策;对被控股的子公司,则通过该公司的董事会引导被控股公司的投融资决策行为。

三是选择管理者的职能。对被控股子公司的重大人事任免有决定权。按照持股比例和法定程序,委派股东代表,选派或推荐董事会、监事会人员,批准董事长人选和批准董事会对总经理的任免,并对总公司委派或批准任命的管理者进行考核、监督。

四是审计、监督的职能。即对被控股子公司依法进行审计和监督,包括纪律监督、审计监督、安全监督,以保护国有资产的全部合法权益不受侵犯,督促被控股子公司依法经营、照章纳税,强化系统内的约束监督机制。

五是协调服务的职能。要按照总体发展战略和集团化经营的原则,对被控股子公司的主要生产经营活动进行综合协调,帮助处理好互相关系和解决生产经营中的困难,提高整体经济效益。要不断完善系统内的各种专业服务体系,为被控股子公司提供信用担保、资金融通和技术、信息、人才、咨询、采购、运输、进出口、安全保险等专业服务,以及其他市场中介服务,逐步提高服务的社会化、专业化水平,增强集团化经营的内部凝聚力。

(3) 控股公司的领导体制。控股公司是从事产权管理职能的经济实体,应实行董事会领导下的总经理负责制。这既符合国际惯例,又有利于集体决策。

董事会是有效管理国有控股公司的一个重要组织形式。它的主要作用是作为政府与企业之间的缓冲器。世界银行研究报告认为,董事会具有三个重要作用:

① 制定和批准战略计划和政策,包括制订和评价企业战略计划、审议企业发展方向以及向企业主要负责人和管理层提供战略性指导。具体来说,是指股息政策、中长期超额贷款、大于正常贸易需要的短期贷款、超出某些限定的大笔资金支付、发行股票、企业部门或主要资产的关闭或出卖、企业收购、合资以及企业主要负责人和高级管理层的薪水增加和奖金发放。通过制定重大决策,董事会可以发挥制约企业主要负责人的经营权力的作用,虽然,一般来说,这些决策都以企业管理层的建议为依据。

②评价企业实绩。董事会通过定期召集会议,审议批准战略计划和年度预算以及分析讨论企业管理人员在董事会会前提交的定期和特别报告,评价企业管理人员在发展和执行战略规划方面的能力,并审查他们实现既定目标的实绩。

③任免企业主要负责人。董事会有权任免企业主要负责人和批准任命由企业主要负责人推荐的企业高级管理人员。

要使董事会的上述作用得到真正发挥,需要注意以下几点:

第一,应明确界定董事会的权利界区,防止董事会滥用权力。一方面作为所有者,政府部门必须保证董事会具有其执行职责的充分权力。如果政府将本应由董事会决定的战略规划接管过来,并卷入具体业务经营,就会出现問題。董事会提供战略规划指导和有效控制的主要作用,就会被乱指导或无指导、弱控制或无控制以及反应迟钝和政治性强的决策所代替。另一方面,董事会也同样应保证企业管理人员具有执行其职责的必要权力。董事会主要管大的方针政策,不能管企业管理人员最具体的行动步骤。

第二,应尽力减少董事会的政治色彩。虽然董事会必须代表所有者(政府),但它的成员可以来自政府以外的部门,因为董事应具有各种技能、独立的观点和经验。此外,以固定任期聘用独立的外部董事,可以保证企业代表的连续性,避免政府频繁更迭的影响。然而,这并不意味着董事会不反映政府的宏观要求和可以违反有关国有控股公司的法规。减少董事会政治色彩的另一个方法是,直接代表所有者的政府官员不应参加董事会。在这方面,一些市场经济发达的国家的经验是:虽然控股公司董事会成员由政府挑选、任命,但并不直接派政府官员担任控股公司董事,而是由政府从社会上公开招聘。例如,加拿大SGF公司(魁北克省政府拥有全部股权的一家控股母公司)董事会由13名董事组成,其中,绝大多数来自金融机构和工业公司的主要管理人员以及不同行业具有很高技能的职业管理人员。只有一名董事是魁北克省政府工商技术部副部长。SGF公司董事会成员中除1名政府官员外,其余成员均由魁北克省政府从社会公开招聘、择优录用。由董事会选举产生董事会主席。总经理和其他高级管理人员由董事会从社会公开招聘。德国虽然没有建立国有控股公司,但德国国有企业监事会(国有企业最高决策机构)成员的组成值得借鉴。德国国有企业监事会由资产所有人即政府的代表和工会代表组成。政府代表由财政部选定。但是,政府有明确的规定:国有企业最高负责人以及下属公司的经理人员都不能出身于政府机关,而必须是工商界人士,一般要求在经营较好的公司长期工作过。这一规定被称为企业直接经营管理者非政府官员化原则。

第三,董事会成员的报酬。为了吸引具有丰富经验和非凡能力的人参加董事会,支付给国有企业董事会成员的董事费应该与该国支付给私营部门董事会成员的费用水平相同。新加坡的做法是,国有企业董事会中的政府代表兼职不兼薪,薪金由政府支付。

从我国的实际情况出发,总公司改组为控股公司后应仍设党组。同时应设立监事会。监事会成员的三分之一由总公司机关和被控股子公司的职工代表担任,其余三分之二由国家各有关部门推荐并经国务院批准的人员或社会上有关专业的专家担任。监事会的职责是监督、评价控股公司的资本经营效益和总经理领导班子成员的经营业绩,并可向国务院提出任免及奖惩的建议。党组的设立按党的有关规定执行。

(4) 改组后总公司与企业的关系。行业性总公司改组为控股公司以后,要按照建立现代企业制度的要求,理顺总公司与所属企业的关系,建立起以产权联结为主要纽带的母子公司的关系。对现有直属企业要进行清产核资和资产评估,核实各企业占用的国有资产数额,按有关规定计算国有资本金,明确总公司所拥有的国有产权,并以产权登记或出资证明的方式建立总公司与企业的产权联结关系。企业作为包括国家出资所形成的全部法人财产的主体,拥有法人财产权,享有相应权益,承担相应的责任、义务。总公司对企业按持股比例行使资产受益、重大决策和选择管理者的权利,不干预企业的日常生产经营活动。

□ 行业性总公司改组为控股公司遇到的难点问题与对策

(1) 观念转变问题。产权改革是深层次的改革,观念转变非常重要。观念不转变,由此带来角色不到位。首先是政府部门的角色不到位。现在,政府部门对企业的管理依然过多;其次是总公司作为出资者行使股东权利的角色不到位;最后是子公司的经营者的角色不到位。子公司习惯于把自己摆在所有者的位置上。因此,当务之急是观念转变。观念不转变,总公司控股公司改组难以推进。建议国家多出台一些有关的政策法规,加强舆论宣传,多组织学习,以使人们的思想尽快适应新的形势。

(2) 政府部门对行业性总公司多头管理问题。在现行体制下,政府部门对行业性总公司实行多头管理。例如,有色总公司目前对上有多口。对上这么多口,没办法搞控股公司。建议加快政策综合经济管理部门的改革,解决总公司对上多个口子的问题。最好是由一家政府机构专门管理控股公司的事务。

(3) 资本金问题。行业性总公司改组为控股公司遇到的一个普遍问题是资本金问题。控股公司资本金,从现有资产构成看,应包括过去由国家拨款建设形成的资产,近几年来拨改贷、基本建设经营基金投入形成的资产以及历年利润留成中用于生产发展的部分。以中国有色总公司为例,过去国家拨款形成的净资产及其收益形成的资产共计约 204 亿元,拨改贷借款余额 41 亿元,基本建设经营基金 20 亿元,金银发展基金 8 亿元。上述几项合计 273 亿元。这部分资金可作为控股公司的国家资本金,控股公司对这部分资本金拥有所有权。

但是,现实情况是老企业拨改贷资金由国家开发银行支配。计委和开发银行的想法是,老企业拨改贷、基本建设基金贷款不能笼统地都转作投资,要有选择性。对确实需要国家扶持,符合国家产业政策的,可转作投资。因此,对这一块资金的处理上,各部门还存在分歧意见。应加强协调,解决控股公司的资本金问题。

(4) 合理解决企业富余人员和企业办社会问题。目前,全国行业性总公司普遍存在人员过多和企业办社会现象。组建控股公司必须解决富余人员安置和企业办社会问题。建议加快社会保障制度改革,将由控股公司负担的离退休人员转为由社会保障体系负担。同时,将企业承担的社会服务职能剥离出去。减轻企业的负担,为企业转机建制创造有利条件。

(5) 控股公司合并财务报表问题。控股公司应实行合并报表。子公司在当地分别缴纳所得税后,其税后利润不再重复交纳所得税。也可以,母公司将子公司之间的盈利和亏损相抵后,统一计交所得税。但实行新的财务会计准则后,基层企业直接对财政进行清算,控股公司统一财务报表并未形成。建议国家有关部门尽快制定有关控股公司财务管理的法规,

解决合并报表问题。

三、企业集团改组为控股公司

□ 我国企业集团概况

企业集团是指以一个实力雄厚的企业为核心，以产权联结为纽带；通过产品、技术、经济契约等多种方式，把多个企业、事业单位联结在一起、具有统一经营活动功能的企业群体。企业集团具有以下几个特征：

（1）企业集团成员企业间以产权为联结纽带，即集团核心企业与紧密层企业、半紧密层企业间形成控股、参股关系，而非一般联营或松散联合体关系。

（2）企业集团必须有一个起主导作用的核心企业（控股母公司），它具有投资中心的功能，统一进行投资决策，统一运用资金。企业集团核心企业有较强的经济实力和产品、技术、管理、信息、融资等优势，能够对集团公司统一经营活动起主导和控制作用。

（3）企业集团成员企业均为独立法人企业。企业集团则是这些法人企业的联合体，是一群法人主体的集合。

（4）企业集团具有多层次的组织机构。按产权联结程度，成员企业分为集团母公司、控股层（紧密层）企业、参股层（半紧密层）企业、松散协作企业。企业集团以产权为纽带形成母子组织结构。

我国企业集团的发展时间很短，从孕育、创建到初步发育成型，不过 10 多年的历史。企业集团是改革开放以后出现的一种新的企业联合组织，是发展社会主义市场经济和社会化大生产的产物。据统计，到 1992 年底为止，全国冠以企业集团名称的经济合体已经有 2600 多家。

企业集团在中国的时间虽然不长，但在国民经济建设中已经发挥了重要作用，显示出强大的生命力。

第一，促进了企业组织结构的调整。由于旧的经济体制形成了我国企业组织结构的不合理，一是“大而全”、“小而全”，专业化协作水平低；二是各地区过分的分散、重复。因此，大多数企业生产不能达到合理的经济规模，经济效益差。组建企业集团，对调整和优化企业组织结构起了重要作用。例如：以中国第一汽车制造厂、第二汽车制造厂为核心形成的“解放”、“东风”两大汽车集团，把三四百个中小企业联合起来，组织专业化协作，使中型卡车生产都达到了十几万辆的规模，打破了上百家汽车生产厂低水平重复生产的局面。

第二，推动了生产要素的合理流动和优化配置。目前我国生产要素存在以下不合理现象：一些企业资金不足，设备不够，而另一部分企业资金或设备闲置，由于没有合理流动，造成重复建设。组建企业集团，通过兼并、承包、租赁和政划转等形式促使生产要素合理流动和优化配置。如吉林化学工业公司，它是一个生产化工原材料的工厂，为了发展深加工，兼并、承包了 25 个化工、医药企业，使那些低效益运行的存量资产得到了充分的利用，节省了投资。

第三，增强了市场竞争能力。单个企业经济实力相对单薄，组建企业集团。形成科研、开发、生产、销售、服务等综合功能，发挥集团的群体优势，增强了市场竞争能力。如我

国几个电站设备集团，过去电机厂、汽轮机厂、锅炉厂等都各自独立经营的，现在组成企业集团，依靠集团的整体力量，组织成套出口，取得了较好的效果。

第四，有利于改善和加强宏观调控。我国企业数量多，规模小，企业组织的集中度太低，给国家的宏观调控带来困难。组建了企业集团，政府通过集团公司了解企业和行业的情况，并通过集团公司的政策引导，影响一大批中小企业的经济活动，提高了国家宏观经济调控的有效性。

但总的来说，目前我国企业集团发展还处于初创阶段，企业集团的组织结构和功能还不健全；企业集团的内部管理还不完善；发展企业集团的外部环境还有待改善。

首先，从企业集团的结构功能来看，存在的主要问题：一是大多数企业集团经济实力还比较小，作为母公司的集团公司，固定资产在10亿元以上的只有20多家，不到10%，1亿~10亿元的占1/3左右，其他就更小了。由于集团公司经济实力小，不能更好地发挥投资中心功能。二是与集团公司紧密联合的企业，特别是靠资产作为联结纽带的企业太少。紧密层企业在10个以上的占40%左右，一半以上的企业集团，紧密层企业数是在3个以上10个以下。而且紧密层企业资产占集团公司加紧密层企业资产总和的比重也不大。从分布来看，多数是在同一地区、同一行业的。三是资产联结纽带薄弱。集团公司与成员企业之间以资产纽带为主，初步建立起母子公司关系的只占40%左右，一半以上的企业集团，集团公司与紧密层企业之间靠的是政府划转集团公司管理，或者采用承包、租赁的办法。

其次，存在的问题是企业集团内部管理问题，即企业集团内部应该建立一种什么样的管理体制，集团公司对紧密层成员企业在投资、生产经营、财务等方面如何处理集权与分权的关系尚缺乏经验。目前有两种倾向：一种是集团公司对成员企业集权过多，统得太死，影响了成员企业的积极性，影响了经营的灵活性。另一种倾向是集团公司分权过度，企业集团无法实现统一的发展战略和发展规划，成了一盘散沙，企业集团起不到它应起的作用。

第三，发展企业集团的外部环境有待改善。如要使企业集团进入国际市场，没有自营进出口权不行，而我国企业需要经营批准才能享有自营进出口权。又如跨地区发展紧密层企业，在固定资产投资、技改、信贷、劳动、工资等许多方面与现行体制按条块分割发生矛盾。这些都需靠进一步深化改革来解决。

解决企业集团矛盾的出路在于，按照控股公司模式来规范企业集团母公司与下属子公司的关系，明确集团公司作为产权运营主体和投资主体的地位，落实企业法人财产权。

企业集团改组为控股公司，一方面需要实行企业集团国有资产授权经营，另一方面需要对现有企业进行公司化改造。

□ 企业集团国有资产授权经营

(1) 企业集团国有资产授权经营的历史背景。企业集团发展过程中遇到的种种矛盾和碰撞促使人们去寻找解决问题的办法。为了解决企业集团成员企业间的产权重组问题，东风汽车公司于1989年向刚刚成立的国家国有资产管理局提出：能否由国家根据市场需求和集团发展的需要，以国有资产所有者的身份，以授权经营方式实现企业间的产权重组。即由国家授权集团公司持有其他企业的股权（所有权），相当于国家直接投资于集团公司，集团公司又分别投资设立的成员企业。由此集团公司与成员企业间构成母子公司间的产权关

系。与此同时,理论界和实际工作部门也开始展开了对企业集团授权经营的研究。早在1987年,由国家体改委体改所与重型汽车公司共同组织的“企业集团问题联合研究组”的研究报告《重汽:发展企业集团的第二种模式》中就曾提出:“集团(公司)应向投资中心的方向发展,并逐步转化为代表国家经营和管理国有资产的国有资产经营公司或财团”。其方式,“是将目前企业的全部财产均作为公司负债的国有资产”“资产经营公司将作为重汽内部各企业的所有者而发挥作用。包括决定各企业的战略发展方向、任命企业经理、批准企业的财务预算及决算。在将集团内企业改造为股份制企业之后,则由资产经营公司依据其股份向企业董事会选派董事,由董事会行使上述职权,在这一条件下,集团(公司)就有可能对各企业的发展方向加以协调和控制。”“享有自主权的企业,在某些方面则受到来自所有者方面的控制。”由此可以看出,企业集团国有资产授权经营,是我国最早发展的一批企业集团在十年改革实践中遇到了难以回避的问题而提出的解决问题的思路的途径。

企业集团提出授权经营设想后,曾多次向国家国有资产管理局、国家体改委、国家经贸委、国家计委汇报。国家国有资产管理局负责同志于1990年1月,在第一次全国国有资产管理工作会议所作报告中明确提出:“通过试点,探索有效、可行的国有资产管理方式,”对“竞争经营型国有资产准备采取授权管理方式,把国家计划单列的总公司、企业集团的国有资产管起来。拟选东风汽车工业联营公司、重型汽车联营公司、东方电站成套设备公司、重型机械联营公司等单位进行产权管理试点。”至此,企业集团国有资产授权经营试点被正式确定了。

后来国家体改委负责同志于1991年3月3日在全国企业集团工作会议上的讲话中,也谈到企业集团国有资产授权经营问题:“目前我国大多数企业集团,核心企业与紧密层企业之间,尚未建立起以资产为联结纽带的母子公司关系”,因此,提出了用“六统一”的办法来保证实现企业集团统一的发展规划。

在这之后国务院在国发[1991]71号文件《关于选择一批大型企业集团进行试点的批复》中明确指出:“企业集团的核心企业与其他成员企业之间,要通过资产和生产经营的纽带组成一个有机的整体。核心企业与紧密层企业之间应建立资产控股关系。”“结合国有资产管理体制的改革,经国有资产管理部門授权,进行把紧密层企业的国有资产交由核心企业经营的试点。”“企业集团不同于单个企业、联营企业和一般的松散联合体,企业集团内部又有着广泛的参股控股关系,政府对现有企业的管理办法已经不能适应实际需要,各有关部门要抓紧制定对企业集团的具体管理办法,主要有:国有资产授权经营办法……。”

国家国有资产管理局、国家计委、国家体改系、国家经贸委根据国发[1991]71号文件的上述要求,联合发出国资企发[1992]50号文件《关于印发国家试点企业集团国有资产授权经营的实施办法(试行)的通知》。通知中批准国家试点的55家企业集团中的7家集团列入第一批试点。这7家企业集团是:东风汽车集团、东方电气集团、中国重型汽车集团、第一汽车集团、中国五矿集团、天津渤海化工集团、贵州航空集团。除此之外,经国家资产局与原纺织部商定,将中国纺织机构集团列入第一批试点。

国家试点企业集团国有资产授权经营的实施办法中对国有资产授权经营的含义、试点工作的组织、授权主张、授权方与被授权方职责、试点的集团公司领导体制、集团内部产

权管理形式、试点审批程序等有关问题作出了较明确的规定。

企业集团国有资产授权经营实施办法实行二年多来，第一批 8 家企业集团已全部履行授权手续，批复了《试点方案》，各集团分别按照批复及试点方案的要求理顺内部管理关系，进行公司化改造，正逐步形成规范化的母子公司管理体制。

(2) 企业集团国有资产授权经营的基本思想政治工作思路。企业集团国有资产授权经营是指国有资产管理部门将企业集团中紧密层企业的国有资产统一授权给核心企业（集团公司）经营和管理。通过建立核心企业与紧密层企业之间的产权纽带，使紧密层企业成为核心企业的全资子公司或控股子公司，从而增强集团凝聚力，发挥企业集团的整体优势。这些企业集团作为一个中介性的产权经营机构，将依法经营授权范围内的国有资产，以资产的保值和最大限度的增值为目标开发经营活动。使资产配置更加有效，生产经营更有效益。

国有资产授权经营的目的是，理顺集团内部产权关系，形成和强化资产联结纽带，进一步增强集团凝聚力，使集团的整体优势和整体效益得到充分发挥，提高国有资产的运营效率，从而确保国有资产的保值、增值。

① 壮大集团核心，增强母公司的实力、完善和发展母公司的投资功能、市场经营功能和商品生产的功能。进一步强化决策体制、开发体制、经营体制。

② 促进集团内部企业经营机制的转换，使两权分离在集团内部得到稳定的制度规范和组织保证，使企业真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的商品生产者和经营者。

③ 促进集团内部企业结构和产品结构的调整，优化资源配置，扩大专业化、大协作生产，提高国有资产运营效率。

④ 在已成立结算中心对集团内部部分企业融通资金的基础上，进一步扩大集团内部所有企业，进而成立财务公司，开辟更多的融资渠道。

⑤ 为集团的生产经营多元化和国际化经营打下组织基础。培养各方面、各层次的经营管理人员、建立一支强有力的企业家队伍。

企业集团国有资产授权经营包括授权方、被授权方、授权经营合同三大要素。

企业集团授权经营的授权方是国有资产管理部门。国有资产管理部门作为国有资产所有权的代表将企业集团所辖的国有资产授权给集团公司后，拥有这部分资产的原始产权（终极所有权），行使股东的权力（指企业集团股份化后）。这些权力包括：国有资产的总体处置权、财务和收益分配的审批权、经营绩效的考核权、生产经营活动的监督权、重大的人事任免权等。具体包括以下几个方面：

① 制定和监督实施国有资产管理法规和各项管理制度；

② 审批集团公司章程和年度财务报表；

③ 参与集团重大经营决策的拟定；

④ 审批集团企业兼并、合并及产权转让；

⑤ 审批集团国有资产收益分配；

⑥ 考核集团的国有资产运营情况；

⑦ 参与任免集团董事长、监事长和总经理等。

企业集团授权经营的被授权方是集团公司。企业集团公司是产权运营主体，对国有资产管理部門，具体承担国有资产的保值、增值和收益解缴的责任。企业集团，授权经营被授权方一般由国有资产管理部門颁发国有资产产权代表证书予以确认。其职责主要有：

①依照国家有关制度和法规，制定本集团国有资产管理制度和办法；

②决定集团公司的组织管理体制、机构设置和资产经营方式，享有对所辖企业国有资产经营者人事任免权；

③依据国家经济政策制定集团公司及所属企业的经营战略、发展规划、企业集团商品（产品）和劳务（交换）价格；

④审批集团公司所属企业年度财务预决算，负责集团公司及其所属企业收益分配和国有资产所有权收益上缴；

⑤决定集团一定范围内的国有资产投资活动；

⑥决定属于集团公司产权范围内的国有资产配置包括企业兼并、合并、租赁、转让等；

⑦考核所辖企业国有资产运营情况等。

授权经营合同是联结授权方和被授权方的契约性纽带。授权经营活动依法成立，任何一方不得随意变更或解除。授权经营合同必须包括以下条款：

①授权方的名称，授权时间和期限；

②被授权集团公司的名称、法定代表人姓名、法人住址；

③授权经营的国有资产的範圍（一般包括集团公司所辖设在境内外的分支机构、合资子企业和控股企业、关联企业属于该集团公司的国有资产包括固定资产、流动资产、无形资产和其他资产）和所属企业名单；

④国有资产保值、增值、资产收益分配、利润承包数额；

⑤技术改造任务、留利使用、贷款归还；

⑥授权方和被授权方双方的权利和义务；

⑦违约责任；

⑧合同双方约定的其他事项等。

☐ 企业集团公司化改造

国有资产授权经营后，为了进一步规范企业集团管理体制，理顺产权关系，应根据《公司法》和其他有关法律对集团公司和紧密层、半紧密层企业进行公司化改组，变原来公司与企业之间的承包关系或行政隶属关系为控股公司的母子公司关系。

企业集团公司化改造是指通过多种形式的股份制，建立起企业集团内部核心企业（集团公司）与其他成员企业之间的持股与被持股、控股与被控股的资产联系，并建立起与上述关系相适应的各种规范的内部组织与管理制度，从而在企业集团中形成核心企业与其他企业之间的以纵向持股为基本特征的母子公司关系，最终实现企业集团由以传统的企业组织形式为基础向以现代公司制度为基础的根本性转变。

企业集团公司化改造的性质在于：在企业集团中，用现代公司制度来取代传统的公有制企业的组织制度，在企业集团内部形成母子公司关系；在政府与企业集团之间形成政府以企业集团的核心企业（集团公司）为国有资产经营组织的国有资产授权关系。也就是说，

政府授权部门代表国家将成员企业中的国有资产委托、授权给集团公司，使这部分国有资产转化为直接的集团公司的国家资本金。政府对成员企业的国有资产不再拥有直接所有权，其国家所有权的性质间接地通过政府对集团公司的直接所有权体现出来。

企业集团公司化改造的三要素：公司制改组、国有产权管理制度和以前二者为基础的分配制度。

企业集团的公司化改造要以对传统公有制企业的企业组织制度的改革作为基础。具体地说，应以各种形式的公司制企业行为企业集团内各成员企业的基本组织制度。通过对现有集团成员企业的改造，形成母子公司关系。

国有产权管理制度的改革是企业集团公司化改造的又一个基本要素。即要改变传统的国有产权管理制度，明确集团公司对集团成员企业国有资产的法人所有权。正如前述。形成这种法人所有权可以通过政府对集团成员企业国有资产向集团公司的无偿划拨、集团公司直接投资向其他企业参股、购买现有的企业，等等。

在国有资产授权经营和对集团成员企业逐步进行公司制改革的基础之上，按照规范的股东与股份制企业之间的关系，来实施集团公司对集团成员企业国有资产管理，规范集团公司和集团国有成员企业之间的关系及行为。除了按规范的股东与企业的关系去建立成员企业的领导制度外，更重要的是要在分配制度上明确集团公司对成员企业国有资产的受益权。

企业集团的公司化改造包括集团公司本身的公司化改造和下属企业的公司化改造。根据国家有关文件的规定，企业集团改组成的控股公司，其性质是特殊法人，服从于《国有资产法》调整，采用国有独资公司形式。由于国家是唯一股东，因此，没有必要设股东会，由董事会行使集团公司的重大决策权。集团公司董事会是公司最高层次的决策机构，董事长是集团公司决定代表人。集团公司董事会成员在母子公司高级管理人员中选聘，主要子公司的董事长由集团公司董事兼任。集团公司董事会成员应由国有资产管理部门结合干部管理权限任命。集团公司的总经理由集团公司董事会聘任。

除了对集团公司本身的公司化改造外，目前重点应放在按照《公司法》要求，对子公司的股份制改造上。在对成员企业进行清产核资、产权界定和资产评估的基础上，为理顺企业集团内部的产权关系，将紧密层、半紧密层企业改造为有限责任公司，有条件的少数企业改造为股票上市的股份有限公司。

企业集团改组为控股公司是今后我国控股公司组建的一条主要途径。应注意总结试点经验，进一步加以完善，促使其规范化。

企业集团改组为控股公司，是我国控股公司组建的一种主要方式和途径。目前，全国不少地方如深圳、广东、上海、青岛等地都十分注重选择一批具有条件的企业集团，进行国有资产授权经营，改组成为控股公司。青岛选择了八家企业集团进行授权经营试点。广东也拟组建十个以上巨型企业集团。广东将重点扶持几个以产权联结为主要纽带的跨地区、跨行业、综合性大型企业集团，将其改造为受托经营国有资产的集团公司。这10个以上大型企业集团产估将达几十亿甚至上百亿。有的甚至成为跨国公司。

第三章 控股公司股权决策

第一节 控股权的意义

一、控股权在法律上的意义

投资某家公司并取得控制权的基本方法，是取得过半数的股权，即控股权。

股东会是公司的意思机关，股东大会作出决议由出席会议的持半数以上表决权的股东同意通过。因此，取得超过半数的股份的“股权”，应是指表决权。（《公司法》第106条）。

此外，针对某些公司特别决议，要求更高的比例（我国没有要求出席比例），我国《公司法》106条规定股东大会对公司合并、分立和解散公司作出决议，必须经出席会议的持2/3以上表决权的股东同意通过。不过，有些公司章程所订比率较高，且可增列各种法律规定以外的事项，是特别决议的重要事项。

因此，如果要取得控股公司的“绝对”控制权，则应持有比章程所订特别决议的出席股数和表决权数还多的股权。

股权并不等于表决权，公司在章程中对大股东的表决权常作出限制规定，对超过规定比例的股份的表决权要打一定折扣，或剥夺特别股股东的表决权。

基本上，若欲接收某家公司，只要取得拥有其控制权的公司的控股权即可。

二、多数股的控制地位

无论是直接收购企业股权而形成控股公司，还是共同另创母子公司，实际上都是资本的合作。合资的形成，既是资源的相互配合，又是策略上的相互需要。因此取得多数股的地位，是控股公司设立的基本关键。

☐ 最大的业务控制权

控股拓展的一个基本出发点就是业务发展及配合的需要，控股体制的形成，不仅涉及利润的分享，更涉及产品形象和产销等的控制。许多国外公司，就是通过持股方式，输入其产品，借助已有的品牌或营销渠道，推出自己的产品，建立异地的产销网。

☐ 最高主管的任命权

居于控股地位的股东，为了控制，可以自己派人担任最高主管，在经过少数股合投资者认同下，共同管理公司，既掌握了公司的发展脉络又充分利用当地合作者的经营管理力量。避免造成由于对半持股，对方对领导权的争夺，造成组织管理成本提高；或者双方轮流担

任造成人事的频繁变动。

☐ 确保经营政策符合投资者利益

美国通用汽车公司与韩国大宇合资 各占 50%，每当遇到有经营政策的争议时，韩方态度强硬，不肯让步，使美方的政策无法彻底执行。此后，通用在与其它国家合作时，即坚持要取得控股地位。

☐ 最大的无形资产的折价

在收购股权方式中，股价的计算上，卖方常要求包括商誉的折价。由于商誉的作用是发生在未来，所以买方可要求分期支付。甚至可约定当年度税后净利润达到某一水准后才支付。充分享受卖方无形资产的价值。

☐ 有利的收购或出售价格

在股权经营中，若是收购原股东股份，则股价常为重点。经过收购而取得控股权，则双方期望价格的差距往往更大。

除了形成合资时的股份收购价格外，让出控制权一方，会争取未来基若退出合资经营的最有利出售价格。

☐ 促进技术的转让

一般而言，拥有技术的一方必然要取得控股权后，才愿意转让技术，主要是为了确保技术秘密（know-how）不外泄，且经由控股权的取得，才可以有更多获利的渠道，以作为技术转移的相对条件。假如是居少数股，常因为获利来源较少，即使仍转移控股公司所需技术，但一般会索取高额技术报酬金。

控股权的主体直接决定控股公司的产业发展和经营组织。

三、少数股的经营

在股权经营中，控股权的取得很重要，但不见得取得多数股地位才能取得控制权，何况没有取得控制权，而只要投资的目的达到，就可以了。

合资的目的不应是为了取得控股权，而有其更具体的策略性投资目的。假如合资的目的是为了更多的获利，则取得控制权常只是达成目的手段，控股公司不见得是最好的手段，如日本在美国的投资事业，很多因消费者要求“买美国货”的问题，为维持该合资公司仍是美国公司的形象，日方一般股权不超过 50%。

少数股的利益主要表现在：

☐ 经营权的取得

控股权的取得，如果是以股权是否持有过半数为准，那么在经营权与所有权分离的现代企业制度中，可能拥有控股权，却放弃了经营权。

事实上，经营权可以解释为控股公司的日常经营决策权，由于一般控股公司的董事会是负责日常重要经营决策的机关，所以只要在董事会的席位超过半数，即拥有经营权。

因此，是否拥有控股公司的控制权，主要从表决权直接或间接持有，是否超过 50%而定。如果合资契约上写明由某方负责经营（占少数股或对半合资情况下），可以称之为取得经营权，而非控股权。

一般如果合资的条件中，包括某方负责经营管理，则在人事职务权分配上，自然不会与股权持有比率相同。国内许多中外合资企业便是如此。

居少数股而取得经营权的一方，虽然在重大决策上，由于无法取得股东大会过半数的表决权而不具备控制能力，但就实质上而言，称之拥有控制权也不为过，只是要弄清“控制”的涵义。从广泛的意义上理解，控制是“用自己的意志，命令规定约束对方的行为、作法”。

☐ 重大决策的否决权

一般少数股在控股公司中争取的是否决权，以确保投资权益。比如九位董事占三位，而公司章程规定特别事项的决议需七位同意，即拥有否决权。特别事项一般包括年度预算的同意，超过一定金额的资产买卖，超过某一期间的契约、投资其他公司或撤资，也可以包括新投资计划的核准、新的技术来源的核准、营业范围的变更或扩大等方面。

因此，少数股投资者可针对影响自己权益最大的特别事项，在董事会及股东会规定，必须多少比率的代表股份或人数（董事会）出席、同意，才算决议通过。

少数股利用特别事项的否决权，即可取得特别事项上与多数居“平等”的地位。

因此，在控股公司中，少数股股东在契约上争取的，即是取得特别事项的否决权，及拥有部分人事任命权；并提供关键资源，通过原材料供应、市场协助、技术授权契约及供款契约，构成影响力，达到“控制”控股公司的目的。

☐ 掌握关键资源的影响力

在控股经营中的少数股合资者。也可以利用掌握控股公司经营上所需要的资源，来“控制”控股公司。这些资源主要包括生产或管理技术等、控股公司经营所需的原料和零配件、控股公司市场营销的指导或协助、甚至，另投资设立一家专门代理公司产品销售的子公司。

提供技术的一方通常会与控股公司签订技术授权契约，并可要求股权投入。一方面是因利润原因；另一方面，即使只掌握少数股，但有技术授权契约可发挥影响力，以确保相当的投资权益，同时掌握了技术的流向。

日本的综合商社在投资发展中，其股权仅占合资公司的5%到10%，但要掌握合资企业从购料开始的全部产销过程，因此日方能掌握满意的利润，而不在于盈余的分配。日本的综合商社凭借其庞大的国际销售网，虽然仅参与少数投资，却掌握该合资公司的供应和销售权，从而掌握控制权。有时综合商社虽投资较少，却常联合其它相关企业共同投资，两者股权相加，其同掌握公司的控股权。

第二节 控股公司的股权决策机制

控股公司是对下属企业的一种金融性控制和管理，即依从资本的逻辑。资本和人的彼此联结是控股公司的本质性特征，也是其基本的结合纽带。

一、资本参加

巨型公司支配和控制其纵向公司系列的基本手段就是凭借其手中的股权。其特征是：它并非是相互的循环性的持股，而是单方向的控股；作为支配股东的母公司依据其支配权从纵向展开系列化，即子公司、孙公司、曾孙公司……等等，因而使公司的支配权累积性的扩大。由于控股公司是自上而下的一维性支配，控制系统是等级式的，在这样一个等级系列之中，母公司只要能直接控制子公司的股权，则孙公司以下的下属公司，即整个系列企业群就能全部控制。这种等级阶层式的体制，对母公司来说，是极具有经济效率的。它直接控制、管理的企业数较少，而又能间接而有效地控制整个控股公司体系。

二、股东对控股公司的股权管理

股东对控股公司的股权管理主要是通过股东大会和董事会来行使的。

股东大会除了拥有自由转让股份等消极权利外，还拥有以下股权管理职能。

(1) 通过股东大会决议，增加或减少公司资本，转让公司全部或部分重要营业，租赁、委托经营本公司营业和其它公司营业。

(2) 监督公司资产经营活动，包括查阅股东会、董事会会议记录和债权债务存根簿，监督制止董事进行违反章程和法令，有损于公司产权利益的活动，调查公司的业务和资产状况等。

董事会主要是通过确定公司经营战略、经营计划，利润分配，决定重要人事事项等来进行股权管理。

三、控股公司对子公司的决策管理

(1) 通过股东大会形式。主要是母公司控制子公司的股东大会，通过股东大会，对子公司的经营决策实施影响。

(2) 通过母公司董事会。子公司经营中的一些重大决策问题，如接受或转让重要财产、借入巨额资金等，需要经母公司董事会决议，这样可实施对子公司的产权管理。

(3) 向子公司选派高层经营管理人员。

①各事业部长兼任其所管理的子公司董事长与董事等。

②派遣董事。母公司向子公司派遣部分特别是超过半数以上的董事，可对子公司董事会作出的决策给予重大影响，将母公司的意志贯彻到子公司的决策中去。

③派遣代表董事。董事会只进行重大经营业务决策，而日常执行业务一般由代表董事决定，因此代表董事权力很大。母公司通过向子公司派遣代表董事，可控制一般业务的决定权。

④派遣监察董事或审计员。母公司派驻的监察董事和审计员通过履行监察、审计职责，对子公司经营决策有相当影响。

(4) 建立专职从事子公司产权管理的职能部门，审查子公司的投资、贷款、债务担保等项目，考核子公司的经营业绩，既考核子公司的经营情况（包括资产经营情况），也考核

子公司对母公司的贡献。

(5) 严格控制子公司资产经营活动。子公司的资本增减、下设子公司和向其它公司投资、重要建设改造、年度预决算、重大合同的签订、董事变动等，须向母公司事前报告。有些甚至将全部或部分产品的销售，资金的融通纳入到母公司活动中。

子公司的股权经营除了受母公司产权经营的影响外，也和母公司一样，作为独立法人，凭借其所持股份，通过上述途径，对本公司及其所属公司的股权进行经营管理。

从控股公司股权经营的三个层次可以看出，控股公司正是通过控制其它公司的股权，在股东大会和董事会上发挥股权优势，控制和支配子公司。控股公司可以以本公司为“母公司”，被控公司为“子公司”；再由“子公司”去收买并掌握其他公司的股票控制额，使之成为“孙公司”，并以此类推，逐渐形成一种金字塔形层层控制体系。正是这种层层控制的产权经营方式使控股公司发展壮大起来。母子公司产权关系如图 6.3.1 所示。

日本的 NEC 公司就是一个很典型的例子。NEC 公司有成员公司 200 多家，其中分身公司（母公司持股 100% 的全资子公司）占 48%，事业部直辖公司占 9%，独立公司占 7%。此外，还拥有一批母公司持股在 30% 以下的股份公司及在母公司内部建立的非法人的从事生产、销售或研究开发业务的经济单位。

NEC 公司的产权经营分为两个基本层次：一是以母公司董事会为中介，母公司股东对母公司资产经营活动的产权管理；二是以各子公、关联公司董事会为中介，股东母公司对子公司或关联公司的管理。NEC 公司在处理与子公司、关联公司的关系时遵循以下指导思想：

(1) 尊重其自主经营，并考虑集团的整体协调；

(2) 母公司与各关系公司共存共荣；

(3) 母公司与各关系公司相互依赖，团结一致，并建立了一整套复杂的控股公司产权经营体系。

当然，现实中控股公司的产权经营体系并非都是严格的层层控制，还存在许多交错和越级经营的现象。主要有以下两种现象：（见图 6.3.1）

(1) 母公司对孙公司产权的经营与控制。从法理上讲，母公司对孙公司不能实施直接控制。因为孙公司的主要持股者是子公司，只有子公司才能按法律要求实施股东权利。因此，母公司对孙公司虽然只是间接地行使权利，但可以通过子公司来贯彻母公司的意图，实施必要的控制。

(2) 母子公司对共同拥有的公司的产权的经营与控制。当母子公司共同投资而持有某公司半数以上的股票时，其产权经营方式和控制方法要看母公司持股的程度。如果母公司持有其中大部分股票，则母公司可单独行使经营和控制权；如果子公司持有大部分股票，而母公司持有少量股票，则母公司只能同子公司一起或者通过子公司来经营和行使控制权。

图 6.3.1 公司制度基础上的母子公司产权关系

第三节 法人控股经营

控股公司的发展，促进了法人间的持股、控股关系，个人股东及其投机行为减少，对企业的控制和管理远远超出了金融资本领域，而依从于生产的逻辑，管理之手（企业）才在市场机制中发挥出重要的作用。

一、股份的法人持有

股份的持有，特别是法人企业之间的持有是维系控股公司存在的基本手段，它是现代企业或企业集团的各法人企业依然采用股份制的基本理由之一。依靠股份而联结成的控股公司，一方面能够发挥集团整体的组织机制，激励成员企业，彼此协力、共同奋进；另一方面，也是保护民族企业免遭国外巨型企业侵吞的有利武器。

二、股东的法人化

第二次世界大战以后，美国、日本等发达国家的证券市场的一个普遍发展趋向就是事业法人（business corporation）、机关投资家的持股比率不断不升，而个人投资家的持股比率相应地迅速下降。在日本股票市场上，个人股东的比率从 1949 年的 69.1% 一直减少到

1989年的22.6%(见日本奥村宏著《法人资本主义》);据美国证券交易委员会的调查,1980年机关投资家的持股比率占全部上市企业股价的33.05%;而在英国,个人持股比率在1980年为30%,1990年就进一步下降为只有20%。可见,所谓资本市场的大众化现象事实上并没有发生。

一般地,对个人投资者来说,公司增资速度快,而个人依靠股息积累速度慢,即作为法人的公司财富的增长比个人财富的增长要快得多,故法人股东持股比率增加了。

美国一直禁止一家公司持有另一家公司股份,但是,新泽西州在1888年的公司法中第一次允许一家公司可以购买和持有另一家公司的股份。它使美国产生了控股公司热,使第一次托拉斯运动成为可能,并因此奠定了美国现今的公司体制。

法人持有股份包括单方持股(或控股)和相互持股两种形态。

☐ 单向持(控)股

母公司持有子公司或关系公司的股份就是单方持股。一般系列性企业采用这种形态。如A公司有资本金1亿元,其资本金的51%的股份在B公司手里,而C公司又拥有B公司的51%的股份,也可以控制A公司。而B公司和A公司其它股东的股东权则受到了侵害。因此,一家公司持有另一家公司的股份,就使原来出资的股东权利受到侵害。

很明显,法人变为股东的本身就使股权概念发生了重大变化。个人投资家是作为收益证券(自益权)而进行股票投资的,而法人企业则是作为支配证券而保有股份,法人持有的股份是为了取得控制股,为企业间的联合而持股的。持有股份是为了给对方公司施加一定的影响力,使交易更加密切,强有力地支撑持续性交易。

因此,法人为了取得控制权而持有股份,就会产生企业联合,加强垄断体制,正因为如此,各国反垄断法严格限制公司持有股份和控股公司。随之,支配的概念也发生变化,成为一个对其他股东行使影响力的概念,而不仅仅是一个大股东的独裁性支配,同时由若干个大股东依靠握有股份而形成的共同支配,以及依靠相互持股的相互支配等形式都成为可能。

☐ 相互持股

母公司持有子公司的股份,同时子公司又持有母公司的股份,就是相互持股。这是日本独特的持股形式。

典型的相互持股如图6.3.2所示,A公司拥有其它成员企业B、C……Z公司的股份,而B公司也拥有成员企业A、C……Z公司的股份,依此类推,这样在企业集团内部全体成员企业间恰好形成一个互相持股的循环圈。

虽然每个企业没有决定性的控制权,但是将企业集团统一起来,就可作为大股东而持有控制权。然而,如果大股东之间产生对立,那么各个大股东作为控制股所持有的股份也就没有意义了。所以大股东之间会达成某种默契,最终使大股东全体获得控制权。更重要的是持股企业的股份又被别的公司所持有,集团下属公司之间在控制伙伴公司时,也被伙伴公司控制,这样就形成一个相互作用的“利益星座”。

图 6.3.2 相互持股示意图 I

图 6.3.3 相互持股示意图 II

日本的独立系企业集团（如丰田公司）采取辐射形相互持股，一般是 A 公司分别与 B、C、D……各公司相互持股，而 B、C、D……各公司间没有相互持股关系。因此，独立性较强，但利益机制仍然是一样的。

第四节 法人控股的特性

不论是单向持股，还是相互持股，法人企业的持股经营，都是以取得控制权为目的。法人持股公司的形成，对股价的变动，企业的运行以及社会经济体制都将会有深远的影响。

一、股息的蜕化

股份公司制度是将股东的资金集中起来，将其作为资本进行活动，再将获得的股息分给股东。要求分配盈余权是股东的基本权利。受股东委托进行经营的经营者必须尽可能增加股息。

股票价格是股息的利息化。股东是通过银行利息和股息间的比较来投资股票的，股东成为了贷主。

但由于法人控股的机制，法人购买股票是为了控制而持有股份，而不是为了股息。这样就出现了股票价格暴涨，而股息率却在下降的现象。打破了股票投资计算标准的股息率观念，股息的意义淡薄了，法人企业不再以股息为目的或以股息为标准而购买股票，切断了股息与股票价格的关系。

股息的蜕化原因在手：一是法人控股和相对持股，使股息原来的投资意义丧失；二是股价的高涨。

企业的股权集中法人，形成法人控股的公司。法人大股东不会要求增发股息。银行大

股东会要求企业减少股息以保证贷款的回收；法人控股是为了取得控制权，不要增加股息，也不会因为股息率降低而将持有的股票卖掉。

同时，由于法人间的相互持（控）股，增加的股息相互抵消，反而使单方持股的其它股东获利，造成对公司的不利，因此法人相互持股加速了股息的蜕化。一般地，相互持股越发达的企业，股息越低；而私人大股东持股比率高的公司，股息率也高。

第二个原因是增加股息，股价也不会因此而上涨，股价与股息的关系已被完全切断。

二、股价变动的机制

大企业间相互持有股份，等于相互持有的份额得到抵消，或者说等于本企业的股份得到偿还，这就在实质上减少了发行股票的数量。

同时法人股东为控制权而持股，因此很少向市场抛售其所握有的股票，而法人继续大量购进股票，又使市场上的股票供求紧张，在市场供求关系的影响下，法人购买的股价大幅度上升，股息率相对下跌。

法人控股造成了股价不随公司的利润、股息或者一般市场利息率而变动，而是根据供求关系而变动状态的，股息愈发蜕化，变得与股价无关。

私人投资家因为股息率的原因已不再购买股票，只好抛出股票或只为获得价格上涨而成为投机家。本来以股息率为基准而形成的股价，也失去了基准，完全受股票供求关系的影响。股票作为支配证券的性质充分地表现出来了。

三、股票的发行机制

由于企业的法人控股经营，在筹集资金时，也较少采用发行股票的方式，而且即使是依靠发行新股来增加资本，也大多采用股东分摊或第三者分摊的方法，较少采用向社会大众广泛发行的公募方法，以保证股份非分散化、非大众化。

股东分摊是按照现有股东所握有股份的比例而分摊卖与其新发行的股份。第三者分摊是以公司的董事、监事等管理者和职工，以及有交易关系的其它公司等为第三者，而将新发行的股份分摊售出，即仅以特定的人（或企业）为购买对象的新股发行方法。

四、社会网络结构

法人控股的发展，造成了社会经济结构巨大变化。

在 80 年代，英国著名学者 J·斯科特采用社会网络分析，分别对英、美、日最大的 250 个大企业进行实证调查分析，得出结论认为，英、美、日现代大企业的所有者，已非资本家式的个人，而是形成了非个人式的所有制（system of impersonal possession），任何一个大股东（不论法人或自然人）的持股比率普遍皆在 10% 以下。所有者这一概念从个人、家族向着非个人的体制转变，所有者本身业已发生变化，现代巨型企业的所有者乃是其它诸企业，其它诸企业的所有者又是另外一些企业。个人拥有并支配“自己”企业的个人所有制已被非个人所有制取代，在非个人所有制中，企业必将受到企业间联结网所固有的制约（John Scoot " Capitalist Property and Financial Power"）。

总之，法人持（控）股，引起了企业所有机制，股票市场乃至社会结构的深层次变化，控股经营不权是生产、资本的内在要求，而且是社会发展的趋势，必将引起社会的深刻革命！

第四章 控股公司资产管理

第一节 控股公司资产管理系统

控股公司的资产管理必须与企业组织机构相适应，即控股公司的资产管理是由若干分级的公司内部单位组成的系统结构。资产管理由这些内部单位分级进行。每个单位都有其十分明确的权力和职责范围。按其权力和职责范围的不同，分为投资中心、利润中心、成本中心。

一、投资中心（Investment Centre）

投资中心指对内能把握投资回收、资金积累、利润分配和再投资，对外能保证国家税收和社会效益的管理层次。一般适用于经营管理层次最高的部分，对控股公司来说，就是董事会等。投资中心负责人的权力不仅包括制订价格、确定产品和生产方法等短期经营决策权，而且还包括投资规模和投资类型等投资决策权。投资中心不仅能控制成本和收入，而且能控制占用的资产。因此，不仅要衡量其利润，而且要衡量其财产并把利润与其所占用的资产联系起来。这对公司的生存和发展至关重要。

评价投资中心业绩的指标，通常有以下三种选择：

☐ 投资报酬率

这是最常见的考核投资中心业绩的指标。指公司的税前净利除以该公司所拥有的资产额。

用资产报酬率来评价投资中心业绩有许多优点：它是根据现有的会计资料来计算的，比较客观，可用于公司之间及行业之间的比较。资产报酬率可以分解为投资周转率和销售利润率的乘积，并可进一步分解为资产的明细项目和收支的明细项目，从而对整个公司的经营状况做出评价。

☐ 剩余收益

许多企业采用绝对数指标来评价利润和投资之间的联系，这就是剩余收益指标。

剩余收益 = 公司净利 - 公司资产应计报酬

= 公司净利 - 部门资产 × 资金成本率

采用剩余收益指标的一个好处，就是允许使用不同的风险调整资金成本。不同的投资有不同的风险，要求按风险程度调整其资金成本。例如，短期应收款和长期资本投资的风险有很大区别，要求有不同的资金成本。在使用剩余收益指标时，可以对不同部门或者不

同资产规定不同的资金成本百分数，使剩余收益这个指标更加灵活。而投资报酬率并不区别不同资产，无法分别处理不同的资产。当然，剩余收益是绝对数指标，不便于公司之间和行业之间的比较。

□ 现金回收率

在现代的投资决策中，为使用现金流量分析方法，如果在评价业绩时又转移到收益或以收益为基础的衡量指标上（如投资报酬率和剩余收益）。显然，投资决策的评估方法和投资决策执行结果的评价方法之间存在矛盾。因此，有些公司便采用现金回收率指标。

$$\text{现金回收率} = \frac{\text{经营现金流量}}{\text{总资产}}$$

公司中的分子是年现金收入与现金支出的差额，分母是公司资产的历史成本平均值。

现金回收率最大的优点就是投资决策的评估方法和决策执行结果的评价方法是一致的。经验表明，企业的现金回收率是稳定的，并且从长期来看净现值与现金净流入总量相等，因而是一种较合适的业绩评价标准。

二、利润中心

利润中心指能同时控制生产和销售，既要对本成本负责又要对本收入负责，但没有责任或没有权利决定资产投资水平的管理层次。因而可以根据其利润的多少来评价中心的业务成绩。控股公司内一般由总经理或执行管理委员会受董事会委任行使经营管理权，具体制定生产经营计划和利润指标。在公司内，可以按照产品、项目或制造方式设立若干利润中心，以便将公司的利润指标分解到各利润中心得以完成。这需要公司的一揽子经营计划，并由各利润中心的共同努力，通过对外降低交易成本，对内降低管理成本，来保证和提高公司整体的经营效益。

利润中心有两种类型。一种是自然的利润公司，它直接向公司外部出售产品，在市场上进行购销业务。例如，某些公司的各个事业部，每个事业部都有销售、生产、采购的职能，有很大的独立性，这些事业部就是利润中心。另一种是人为的利润中心，它主要在公司内部按照内部转移价格出售产品，例如，大型钢铁公司分成采矿、炼铁、炼钢、轧钢等几个部分。这些生产部门的产品主要在公司内部转移，它们只有少量对外销售，或者全部对外销售由专门的销售机构完成。

通常利润中心被看成是一个可以用利润衡量其一定时期业绩的组织单位。但是，并不是可以计量利润的组织单位都是真正意义上的利润中心。利润中心组织的真正目的是激励下级制订有利于整个公司的决策并努力工作。仅仅规定一个组织单位的产品价格并把投入的成本归集到该单位，并不能使该组织单位具有自主权或独立性。从根本目的上看，利润中心是指管理人员有权对其供货的来源和市场的选择进行决策的单位。一般说来，利润中心要向顾客销售其大部分产品，并且可以自由地选择大多数材料、商品和服务等项目的来源。根据这一定义，尽管某些公司也采用利润指标来计算各生产部门的经营成果，但这些部门不一定就是利润中心。把不具有广泛权力的生产或销售部门定为利润中心，并用利润指标去评价它们的业绩，往往会引起内部冲突或不能达到最优，对加强管理反而有害。

考察利润中心的利润时,首先要选择一个利润指标。通常采用可控边际贡献标准。它反映了部门经理在其权限和控制范围内有效使用资源的能力。可控边际贡献可由部门经理可控制收入扣除变动成本和可控制的固定成本得出。这样,部门经理可集中精力增加收入并降低可控制成本,而不必在分析那些他们不可控的分配来的管理费用上花费精力。

确定了利润中心的利润指标后,还应该确定利润中心之间的内部转移价格。制定转移价格的目的有两个:防止成本转移带来的部门间责任转嫁,使每个利润中心都能作为单独的组织单位进行业绩评价;作为一种价格引导下级部门采取明智的对策,生产部门据此确定提供产品的数量,购买部门据此确定所需要的产品数量。

内部转移价格有以下几种:

☐ 市场价格

在中间产品存在完全竞争市场的情况下,市场价格减去对外的销售费用,是理想的转移价格。产品内在经济价值计量的最好方法是把它们投入市场,在市场竞争中判断社会所承认的产品价格。从机会成本的观点来看,中间产品用于内部而失去的外销收益,是它们被内部购买部门使用的应计成本。这里失去的外销收益并非是市场价格,而需要扣除必要的销售费用,才是失去的净收益。

如果生产部门在采用这种转移价格的情况下不能长期获利,企业最好是停止生产此产品而到外部去采购。同样,如果购买部门以此价格进货而不能长期获利,则应停止购买并进一步加工此产品,而让生产部门向外部市场销售它的产品,这样做对企业是有利的。

值得注意的是外部供应商为了能做买卖,可能先报一个较低的价格,同时期望日后抬高价格。因此,在确认外部价格时要采用可以长期保持的价格。因此在外购和内部供应无明显差别时,一般不应该依靠外部供应商,而应该鼓励利用自己内部的供应能力。

☐ 协商价格

如果中间产品存在非完全竞争的外部市场,可以采用协商的办法确定转移价格,即双方部门经理就转移中间产品的数量、质量和价格进行协商并设法取得一致意见。制定协商价格时必须要有有一个某种形式的外部市场,同时在谈判者之间共同分享所有的信息资源。这个条件能使协商价格接近一方的机会成本。再有,最高管理阶层要有适当的干预。

协商价格往往浪费时间和精力,可能会导致部门间的矛盾,但可以照顾双方利益得到双方认可。

☐ 变动成本加固定费转移价格

这种方法要求中间产品的转移用单位变动成本来订价,与此同时,还应向购买部门收取固定费,作为长期以低价获得中间产品的一种报偿。这样做,生产部门有机会通过每期收取固定费来补偿其固定成本并获得利润;购买部门每期支付特定数额的固定费之后,对于购入产品只需支付变动成本,通过边际成本等于边际收入的原则选择产量水平,可以使其利润达到最优水平。

☐ 全部成本转移价格

它是以全部成本或者以全部成本加上一定利润作为内部转移价格。一般不用这种方式。

三、成本中心

成本中心指不形成或者不考核其收入,而着重考核其所发生的成本和费用的管理层次。在各个利润中心之下,设立若干以单项产品、零部件、子项目或加工工序为单位的生产单元,作为基本的生产核算单位。其任务是在生产经营计划的实施过程中,采取控制手段和及时措施来维持和降低生产成本,这些成本中心是随时挖掘企业内部潜力、动态调整和降低生产成本的基础环节,也是不断提高经济效益的基本工作。

成本中心有两种类型:标准成本中心和费用中心。

标准成本中心,必须是所生产的产品稳定而明确,并且已经知道单位产品所需要的投入量的成本中心。通常,标准成本中心的典型代表是制造业工厂、车间、工段班组等。在生产制造活动中,每个产品都可以有明确的原材料、人工和间接制造费用的数量标准和价格标准。实际上,任何一种重复性的活动都可以建立标准成本中心,只要这种活动能够计量产出的实际数量,并且能够说明投入与产出之间可望达到的函数关系。因此,各类公司都可能建立标准成本中心,银行业根据经手支票的多少,医院根据接受检查或放射治疗的人数,快餐业根据售出的盒饭多少,都可以建立标准成本中心。

费用中心,适用于那些产出物不能用财务指标来衡量,或者投入和产出之间没有密切关系的单位。这些单位包括一般行政管理部门,如会计、人事、劳资、计划等;研究开发部门,如设备改造、新产品研制等;以及某些销售活动,如广告、宣传、仓储等。对于费用中心,唯一可以准确计量的是实际费用,无法通过投入和产出的比较来评价其效果和效率,从而限制无效费用的支出,因此,有人称之为“无限制的费用中心”。

对于成本中心来说,考核的主要内容是可控制成本。可控成本是在特定时期一定管理层次的人员直接控制其发生的那些成本。

一般说来,标准成本中心的考核指标,是既定产品质量和数量条件下的标准成本。由于标准成本中心不需要作出价格决策、产量决策或产品结构决策,这些决策由上级管理部门作出,或授权给销货单位作出。标准成本中心的设备和技术决策,通常由职能管理部门作出,而不是由成本中心的管理人中员自己决定。因此,标准成本中心不对生产能力的利用程度负责,而只对既定产量的投入量承担责任。如果标准成本中心的产品没有达到规定的质量,或没有按计划生产,则会对其它单位产生不利的影响。因此,标准成本中心必须按规定的质量,时间标准和计划来进行生产或其它活动。

费用中心的考核较困难。费用中心的业绩涉及预算、工作质量和服务水平。工作质量和服务水平的量化很困难,并且与费用支出关系密切。通常,使用费用预算来评价费用中心的业绩。一个解决办法是考察同行业类似职能的支出水平。例如,有的公司根据销售收入的一定百分比来制订研究开发费用预算。尽管很难解释为什么研究于发费与销售额具有某种因果关系,但是百分比法还是使人们能够在同行业之间进行比较。另一个方法是零基预算法,即详尽分析支出的必要性及其取得的效果,确定预算标准,还有许多企业依据历史经验来编制费用预算,这种方法缺点很明显,越是勤俭度日的管理人员,越容易面临严峻的预算压力。因此,从根本上说,决定费用中心预算水平有赖于了解情况的专业人员的

判断。

从以上的分析可以看出，控股公司的资产管理是一个投资中心——利润中心——成本中心的分层宝塔式的系统化经营体系，这种资产管理的系统结构和企业组织结构紧密结合，使公司得以实施高效率的、市场导向的资产管理。

图 6.4.1 控股公司资产管理系统

第二节 控股公司资本结构

资本结构是控股公司资产管理的核心内容。资本成本和杠杆利益是资本结构决策的基本依据。资本结构决策应按照这两个依据结合一定的风险因素来进行。因此我们先考虑控股公司的资本成本和杠杆利益，然后再进行资本结构决策。最后结合一个案例分析控股公司资本结构的特点。

一、资本成本

资本成本指取得资本所必须花费的费用。投资收益率必须要大于资本成本率，才可能带来盈利。因此，资本成本率又代表着投资的“极限利率”，即一个投资项目必须挣得的最低收益率。由于资金来源不同，其资金成本和风险也不同。

□ 债务成本

债务成本就是债务的到期收益率，它反映了债务风险的大小和债权人的实际收益要求。债务主要包括长期银行借款和公司债券。由于企业通过负债实际筹得的资金量可能与名义上筹得的需支付利息的资金量有差异，因此，应用实际筹资金量来调整名义利息率，求得负债的税前成本。同时负债利息可作为费用处理，即利息不用上税，公司追求的是税后利润，因此，税后的资金成本率才是债务的真实成本。

债务成本的计算方法如下：

$$K_d = i(1 - T)$$

K_d —— 负债的税后成本；

i —— 负债的实际利率；

T——所得税率。

公司发行债券往往会出现债券的折价或溢价销售情况，当票面利率低于同等风险市场债券利率时，或票面利率等同但企业信誉程度较差时，公司债券一般会折价发行；相反，可能溢价发行。折价发行时，其净收入低于票面价值（其差额为债券折价），溢价发行时，其净收入高于票面价值（其差额为债券溢价）。这也说明，负债的风险随经营状况的变化而变化。当企业经营状况好，盈利大的时候，负债的资金成本率低，风险小；相反，当企业经营状况不好，特别是亏损时，负债的资金成本率就高，风险也就越大。

☐ 优先股成本

优先股成本与债务成本相似，都由每年的固定费用（优先股股利）支出决定。与债务不同的是，优先股不存在偿还本金的问题。优先股成本就是每年的股利支付额与优先股价格之比。即：

$$K_p = \frac{DIV_p}{P_p}$$

K_p ——优先股成本；

DIV_p ——优先股股利；

P_p ——优先股价格。

由于优先股股利是从税后利润中支付的，所以不存在税收屏蔽问题。因此，虽然优先股的名义利率较负债利率低，但由于它只能从税后利润中支付，因此，其实际资金成本率大大高于负债的资金成本率。对公司而言，如公司因经营不善，没有利润来支付优先股股利，并不会导致企业破产。因此，与债券相比较，风险低于债券，但资金成本率却高于债券。

☐ 普通股成本

普通股成本的确定要比债务成本和优先股成本困难得多。普通股成本的确定与普通股价格的确定相似，所不同的是求普通股价格是已知贴现率求价格，而求普通股成本是已知普通股价格求贴现率。普通股成本的计算方法为：

$$P_c = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1 + Ke)^t}$$

P_c ——普通股价格；

DIV_t ——预期各期股利收益；

Ke ——普通股成本。

从此公式中得出普通股成本。

将普通股与优先股相比较，可以看出，普通股成本大大高于优先股成本。从公司的角度看，普通股是不需要偿还的，而且如果公司经营不善，造成亏损，只要还能清偿到期债务，亏损造成的结果就只是普通股东权益的减少，而不致于破产。因此，公司是用高资本成本来回避了高风险。

☐ 留存收益的成本

留存收益是企业在支付股息之后的税后利润，它是企业内部形成的资金来源，实际上是

普通股权益的增加。普通股持有者显然没有以股息形式取得这部分利益,但是可以从股票价值(市价)的提高中得到补偿,留存收益等于股东对企业追加了投资。

留存收益往往被认为是一种不花成本的公司资金来源。但事实上并非如此,因为至少从股东的观点来看,企业中保留的收益是可作为股利支付的,如股东获得这部分股利,就可用它进行投资获利。因此,公司保留的部分收益就涉及到一种机会成本,这种机会成本就是留存收益的成本。

公司留存收益的资本成本应按下式计算:

$$Kr = i(1 - b)(1 - T)$$

Kr ——留存收益的成本;

i ——普通股成本;

b ——股利再投资的交易费用率;

T ——所得税率。

□ 加权平均资本成本

在考虑了各种不同资金来源的资本成本后,就应考虑控股公司总的资本成本。这个成本是公司各种资本成本与该资本在企业全部资本中所占比重的乘积之和,故称为加权平均资本成本。加权平均资本成本的计算方法如下:

$$K = \sum_{i=1}^n W_i K_i$$

式中 K ——加权平均资本成本;

W_i ——资本 i 在全部资本中所占比重;

K_i ——资本 i 的成本;

n ——不同资本的数目。

例如,某公司的资本构成及相应的资本成本如下表 6.4.1 所示,则其加权平均资本成本为:

$$K = 60\% \times 13.05\% + 10\% \times 8.94\% + 20\% \times 7.24\% + 10\% \times 10.36\% = 11.21\%$$

表 6.4.1 资本构成及资本成本表

资本种类	资本成本（税后）	权重	权重成本
普通股	K_e 13.05%	60%	7.83%
优先股	K_p 8.94%	10%	0.89%
债券	K_d 7.24%	20%	1.45%
留存收益	K_r 10.36%	10%	1.04%
加权平均资本	K —	100%	11.21%

二、杠杆利益

资本结构的确定在很大程度上是要决定如何运用财务杠杆，获取杠杆利益的问题。企业要发挥杠杆的作用，获取杠杆利益，就应承担相应的风险，包括营业风险和财务风险，为此必须在杠杆利益与其风险之间作出合理的权衡。

□ 经营杠杆

(1) 经营风险 (Business Risks)。经营风险是指由于公司在生产经营上的原因而给企业收益（具体指息税前收益）带来的不确定性，这种风险是公司所固有的。经营风险不仅因行业而异，而且也因同行业中不同企业而异，就是同一企业在不同时间内也有很大差异。影响企业经营风险的因素很多，主要包括市场供求关系，销售价格和生产要素价格，以及企业经营管理水平，等等。从企业资产管理角度来说，经营风险主要取决于企业固定费用的利用程度。固定费用占总费用的比重越大，企业的经营风险就越大。这就是经营杠杆。

(2) 经营杠杆利益。经营杠杆利益 (Benefit On Operation Leverage) 是指在扩大营业额条件下经营成本中固定成本这个杠杆所带来的增长程度更大的利润。在一定的产销规模内，由于固定成本并不随产品销售的增加而增加，而随着销量的增长，单位销量所负担的固定成本会相对减少，从而给企业带来额外的收益，如下表 6.4.2 所示。

表 6.4.2 经营杠杆利益分析表

单位：万元

销售额	变动成本	固定成本	息税前利润
20	12.0	8	0.0
24	14.4	8	1.6
26	15.6	8	2.4
30	18.0	8	4.0

由此可见，在一定的销售规模内，固定成本保持不变的条件下，随着销售的增长，息税前利润以更快的速度增长。

为了反映营业杠杆的作用程度，估计营业杠杆利益的大小，评价经营风险的高低，需要测算营业杠杆系数。

$$\begin{aligned}
 \text{经营杠杆系数} &= \frac{\text{销售量} \times (\text{销售单价} - \text{单位变动成本})}{\text{销售量} \times (\text{销售单价} - \text{单位变动成本}) - \text{固定成本总额}} \\
 &= \frac{\text{贡献毛益总额}}{\text{息税前收益总额}}
 \end{aligned}$$

经营杠杆系数越高，表明经营风险越大，但同时获利的机会也越大。

假设有一个公司固定成本总额为 80 万元，变动成本率为 60%，在销售额为 400 万元

时，息税前利润为 80 万元，经营杠杆系数为：

$$\frac{400-400\times 60\%}{400-400\times 60\%-80}=2$$

这个经营杠杆系数表明当公司销售增长 1 倍时，息税前利润将增长 2 倍；反之，当企业销售下降 1 倍时，息税前利润将下降 2 倍。

□ 财务杠杆

（1）财务风险（Financial Risks）。财务风险是指企业由于筹资等原因引起的资金来源结构的变化所造成的企业所有者收益变动的风险或者是公司偿债能力变动的风险。

首先，资金来源结构变化会引起所有者（股东）收益的变化。在投资期望收益率高于负债利息率的情况下，借入资金占总资金来源的比重越大，自有资金的收益率就越高；反之，在投资期望收益率低于负债利息率的情况下，借入资金占总资金来源的比重越大，自有资金的收益率越低。

其次，资金来源结构变化会引起公司偿债能力的变动。这种变动是由于借入资金必须要固定支付利息，公司中借入资金的比重越大，固定的费用支出也就越大，从而公司失现金偿付能力的可能性也就越大。公司丧失现金偿付能力，不仅可能由投资收益率低于利息率引起，而且还可能因公司资金使用不善，即变现能力弱引起。

财务风险与经营风险不一样，它不是公司本身所固有的，当公司全部资金均为自有资金时，企业的财务风险就为零。因此，对于财务风险，企业是能够加以控制的。财务风险的大小可以用财务杠杆来衡量。

（2）财务杠杆利益。财务杠杆利益（Benefit On Financial Leverage），是指利用债务筹资这个杠杆而给企业所有者带来的额外收益。在企业资本结构一定的条件下，企业从息税前利润中支付的债务利息是相对固定的，当息税前利润增多时，每一元息税前利润所负担的债务利息就会相应地降低，扣除所得税后可公配给公司所有者的利润就会增加，从而给所有者带来额外的收益。如下表所示：

表 6.4.3 财务杠杆利益分析表

单位：万元

息税前利润	债务利息	所得税（33%）	税后利润
15	15	0.00	0.00
16	15	0.33	0.67
24	15	2.97	6.03
40	15	8.25	16.75

由此可见，在资本结构一定，债务利息保持不变的条件下，随着息税前利润的增长，税后利润以更快的速度增加。与营业杠杆不同，财务杠杆影响公司的税后利润。

为了反映财务杠杆的作用程度，估计财务杠杆利益的大小，需要测算财务杠杆系数。

$$\begin{aligned}\text{财务杠杆} &= \frac{\text{销售量} \times (\text{销售单价} - \text{单位变动成本}) - \text{固定成本}}{\text{销售量} \times (\text{销售单价} - \text{单位变动成本}) - \text{固定成本} - \text{利息}} \\ &= \frac{\text{息税前收益}}{\text{息税前收益} - \text{利息}}\end{aligned}$$

财务杠杆越高，表明财务风险越大。

假设某公司全部资本为 75 万元，债务资本比率为 0.4，债务利率为 12%，所得税率为 33%。在息税前利润为 8 万元时，税后利润为 2.5 万元，则财务杠杆系数为：

$$\frac{8}{8 - 75 \times 0.4 \times 12\%} = 1.8$$

这表示当息税前利润增长 1 倍时，普通股每股利润增长 1.8 倍；反之，当息税前利润下降 1 倍时，普通股每股利润将下降 1.8 倍。当资本结构、利率、息税前利润等因素发生一定变化时，财务杠杆系数也会变动，从而表示不同程度的财务杠杆利益和财务风险。

□ 混合杠杆 (Combined Leverage)

经营杠杆用来衡量销售额变动对营业利润 (EBIT) 变动的影响程度，财务杠杆用来衡量营业利润变动对每股收益变动的影响程度。混合杠杆则反映销售收入变动对每股收益变动的影响程度。其计算方法为：

$$\begin{aligned}\text{混合杠杆系数} &= \text{经营杠杆系数} \times \text{财务杠杆系数} \\ &= \frac{\text{销售量} \times (\text{销售单价} - \text{单位变动成本})}{\text{销售量} \times (\text{销售单价} - \text{单位变动成本}) - \text{固定成本} - \text{利息}}\end{aligned}$$

假设某公司销售量为 100,000 件，销售单价为 10 元，单位变动成本为 5 元，固定成本为 300 万元，利息支出为 100 万元。

$$\text{经营杠杆系数} = \frac{100000 \times (10 - 5)}{100000 \times (10 - 5) - 3000000} = 2.5$$

$$\text{财务杠杆系数} = \frac{100000 \times (10 - 5) - 3000000}{100000 \times (10 - 5) - 3000000 - 1000000} = 2$$

$$\text{混合杠杆系数} = \frac{100000 \times (10 - 5)}{100000 \times (10 - 5) - 3000000 - 1000000} = 5$$

这表明，当该公司的销售量增长 1 倍时，每股收益增长 5 倍；反之，当公司的销售量减少 1 倍时，其每股收益则下降 5 倍。

由此也可以看出，在考虑财务杠杆作用后的经营杠杆作用的影响，超过了经营杠杆作用的单独影响。

经营杠杆可用来衡量企业的经营风险，财务杠杆可用来衡量企业的财务风险，混合杠杆可用来衡量企业的总体风险。混合杠杆越大，企业每股收益 (EPS) 随产量增长而扩张的能力越强，但风险也随之越大。因此，公司资产管理人员必须根据其可承受风险的程度，来确定合适的经营杠杆和财务杠杆。

三、资本结构

资本结构 (Capital Structure) 是指公司中各种资本的构成及其关系。公司的资本结构是由企业采用筹资方式筹资而形成的。各种筹资方式及其不同组合类型决定着企业的资本结

构及其变化。

我们在考虑了资本成本和杠杆利益及风险后，就发现在公司资产管理中，要充分利用资本成本高低和风险的差异，用最“经济”的方法为公司确定合理的结构，使综合资本成本降至量低限度，保证股东收益最大化。

☐ 负债/股权资本对负债资金成本的影响

一般而言，负债由于在税前支付利息的原因，其成本最低，而股权资本的成本最高。看似企业将负债在资本结构中的比重尽量提高，就可以最大限度地降低综合资本成本。其时，在各种资金来源中负债的风险最大，负债越高，企业面临破产的风险也就越大。如果企业破产，将发生极高的破产成本。这些成本包括：破产时以低价拍卖财产以筹集现金所发生的损失；债务纠纷所导致的公司资产价值恶化以及增加的法律诉讼费用和仲裁清理费用；面临破产时企业以牺牲长远利益来换取短期活力所造成的损失；由企业破产危机引起的经营业务方面的损失等等。

可以说，随着负债比重上升公司危机的可能性增大，债权的投资风险相应增大，因此，他们会要求更高的收益率作为对所冒风险的补偿，从而导致负债资本成本的上升。负债比重对负债成本的影响如图 6.4.2 所示：

图 6.4.2 负债/股权资本对负债资金成本的影响

可以从图上发现，当负债/股权资本在某个程度以内时，负债资本成本率基本保持不变；但当超过这个程度后，会以较快的速度增长。

☐ 负债/股权资本对股权资本成本的影响

同负债比重对负债资本成本的影响类似，当负债比重在某个合适的程度内，负债经营会增加股权收益，使股票市价上涨，从而导致股权资本成本下降；但在这个程度之后，负债经营会使公司破产风险增大，造成更多的人抛售股票，使公司股票供大于求，股票市价下跌，从而导致股权资本成本上升。负债比重对股权资本成本的影响如图 6.4.3 所示：

图 6.4.3 负债/股权资本对股权资金成本的影响

☐ 最优资本结构的确定

负债比重对综合资本成本的影响如图 6.4.4 所示：

图 6.4.4 负债/股权资本对资本成本的影响

当公司资本结构在 M 点达到最优，因为与 M 点对应的 B 点是综合资本成本最低点。当离开这一点，无论是增加负债比重还是减少负债比重，综合资本成本都会上升。公司在筹资活动中，应尽可能使公司资本结构逼近最优资本结构。因此公司资产管理利用在利用债务时，应密切注意资金市场对公司资本结构的反映，如公司普通股票、优先股票、债券的市场行情，以及借款的难易程度和利息率等等。

四、控股公司资本结构的特点

控股公司的资本不仅仅是指母公司自有的资本，还包括因母公司的产权投资活动而派生的各类子公司的资本。因此，一般地说，控股公司的资本结构至少包括以下三个层次的内容：

- （1）控股公司自有资本在公司资产形成来源中所占的比例。通常用资产负债率等指标来反映。
- （2）是控股公司自有资本中注册资本与资本性留利的相互比例，以及资本性留利的构成。
- （3）控股公司的产权投资结构，即它在独资、控股或参股子公司资本构成中的比例和分布。

我们以法国的埃尔夫·阿奎坦公司为例来说明控股公司资本结构的特点。
这家公司本身的资产负债表和合并资产负债表如表 6.4.4 和表 6.4.5 所示。

表 6.4.4 埃尔夫·阿奎坦股份公司资产负债表
单位：百万法郎

			1992 年			1991 年 (净值)	1990 年 (净值)
			总值	累计折旧 准备金	净值		
固 定 资 产	无 形 资 产	合计	4354	4338	16	159	283
		石油与天然气开发研究	3933	3933	—	—	—
		特许权、产品名、许可证	374	358	16	159	283
		及贸易市场 商 誉	47	47	—	—	—

			1992 年			1991 年 (净值)	1990 年 (净值)
			总值	累计折旧 准备金	净值		
固 定 资 产	财 产 · 厂 房 与 设 备	土地	4	—4	4	4	4
		建筑物	30	4	26	23	23
		厂房与设备	2344	1856	488	397	398
		其他固定资产	17	5	12	5	5
		在建工程	190	—	190	172	94
	合 计	2585	1865	720	606	524	
资 产	金 融 资 产	证券投资	49264	15574	33510	30074	28034
		对子公司贷款	24581	7675	16906	15607	13531
		其他长期投资	4566	3	4563	4477	2604
		债 权	1922	102	1890	2933	3943
		其 他	119	—	119	155	144
	合 计	80452	23354	56988	53246	48256	
固定资产合计		87461	29737	57724	54006	49063	
流 动 资 产	投 资	原材料及其他消耗品	25	—	25	25	23
		半成品	20	—	20	15	5
		物 资	389	—	389	431	332
		合计	434	—	434	471	360
	现金支付		32	—	32	37	30
	应 收 款	应收款及票据	1094	—	1094	1272	1040
		其他	8691	15	8676	10694	10139
	有价 证券	自持本公司股份	255	—	255	253	216
		其他股份	269	—	269	268	609
	现金与存款 预付款 流动资产合计		146	—	146	579	24
107			—	107	101	119	
11028			15	11013	13675	12537	
债券偿还溢价			64	—	64	106	156
未实现汇率损失			192	—	192	398	545
资产总计			98745	29152	68993	68185	62301

表 6.4.5 埃尔夫·阿奎坦股份公司所属集团合并资产负债表

单位：百万法郎

		以美元计算	以法郎计算		
		1992 年	1992 年	1991 年	1990 年
资 产	无形资产	2448	13531	13290	11343
	财产、工厂和设备	20452	113038	110451	87621
	对子公司投资	1457	8054	6996	9734
	证券投资	3204	17706	15630	9432
	债仅、预付款及其他固定资产	1382	7639	5941	5184
	固定资产合计	28943	159968	152308	123314
资 产	存货	4000	22107	22008	20729
	应收款和票据	5839	32273	32977	31897
	其他应收款	2563	14167	12823	13545
	可转揣债券	679	3755	3787	3128
	现金与定期存款	3105	17160	17871	20123
	流动资产合计	16186	89462	89466	89422
	资产合计	45129	249430	241774	212736
股 东 权 益	股本金	2329	12872	12675	12275
	溢价收入与留存收益	13522	74741	67105	57291
	外币折算调整累计	(1226)	(6778)	(3829)	(3589)
	当年净收入	1118	6177	9796	10625
	股东权益合计	15743	87012	85747	76602
长 期 负 债	少数股东权益	3111	17192	16044	12637
	递延收入税	2845	15723	19402	16609
	长期借贷	7609	42055	35452	23661
	养老金计划和其他长期负债	3905	21586	20815	20534
	长期负债与股东权益合计	33213	183568	177460	150043
流 动 负 债	应付款和票据	4478	24749	24136	22372
	其他应付款	3853	21293	22497	23835
	长期债务中本期部分	1135	6275	3920	3768
	短期借贷	2450	13545	13761	12718
	流动负债合计	11916	65862	64314	62693
总负债与股东权益		45129	249430	241774	212736

埃尔夫·阿奎坦股份公司资产负债表（续）

			1992 年	1991 年	1990 年
		股本金	12872	12675	12275
		溢价发行收入	4539	3410	1026
	准备金	法定准备金	623	400	119
		长期资本准备金	3885	3885	3885
		一般准备金	15770	14770	12770
		风险准备金	9100	9100	9100
		留存收益	947	993	713
净收入			3352	4460	5618
		投资拨款	17	17	17
		法定纳税准备金	141	141	131
股东权益合计			51246	49841	46450
准 备 金	坏帐准备金		3099	4158	5288
	纳税准备金		5	7	8
	准备金合计		3104	4165	5296
负 债	债券		7493	4362	2661
	银行借款		1228	1293	1347
	其他贷款与借款		3899	5788	4536
	应付额与票据		1034	1341	893
	应付税费		149	176	256
	应付因固定资产占用费		47	62	54
	其他负债		164	244	31
递延收益			65	40	31
总负债			14079	13306	10023
未实现汇率收入			564	873	532
股东权益与负债合计			68993	68185	62301

从资产负债率指标看，在埃尔夫·阿奎坦股份公司自身资产负债表中，1992 年的资产负债率为 20.41%。也就是说，公司自有资本在公司资产形成中所占的比重很大，负债所占比重很小。而且，在 140.79 亿法郎的负债中，主要来源是公司自身发的债券，其值为 74.93 亿法郎，占负债总额的 53.22%。来自银行及其他机构的贷款或借款仅为 51.27 亿法郎，占负债总额的 36.42%。这说明，公司自身的资金实力雄厚，筹资独立性很强。而在集团合并资产负债表中，1992 年的资产负债率为 65.12%。也就是说，从控股公司角度来说，负债在资产形成中所占比重较大。而且，在 1624.18 亿法郎的负债总额中，长期或短期借贷金额共为 556 亿法郎，占负债总额的 34.23%。说明整个控股公司与母公司相似，在筹资方面

对银行贷款的依赖性较弱,而自身的筹资能力较强。比较母公司与整个控股公司的资产负债结构,明显地表现出埃尔夫·阿奎坦公司作为控股公司的特征。

从资产结构来看,这家公司的控股经营特征也是十分明显的。例如,在公司自身的资产负债表中,固定资产为 577.24 亿法郎,占总资产的比重为 83.67%,其中金融资产为 569.88 亿法郎,又占固定资产的比重为 98.72%。公司房地产与设备仅为 25.8 亿法郎,占固定资产比重为 4.48%。而公司用于投资的流动资产,只有 4.34 亿法郎,为公司流动资产 110.13 亿法郎的 3.94%,为公司资产总额的 0.75%。这说明金融资产特别是对外持股资产在这家公司资产中占主要部分。相反从合并资产负债表中数据来看,固定资产为 1599.68 亿法郎,占总资产比重为 64.13%。其中,公司房地产与设备资产为 1130.38 亿法郎,占固定资产的 70.60%。金融资产即证券投资与对子公司投资共为 257.60 亿法郎,占固定资产的 16.10%。说明从整个控股公司来看,是以资产经营为主,产权经营为辅。

从留存收益对产权投资能力的影响来说,1992 年公司对外产权投资净值总额为 380.73 亿法郎(其中证券投资为 335.10 亿法郎,股东权益为 512.46 亿法郎,对外产权投资额分别为股本和股东权益的 295.78%和 74.29%)。从以上数据可知,在公司股本金不变的情况下,公司留存收益越大,其对外产权投资能力也越强。

从其产权投资范围和产权投资结构来看,从表 6.4.6 中提供的数据可知,截止 1992 年底,该公司对外产权投资总支出成本费用为 538.30 亿法郎,购得股份帐面净值总其为 381.30 亿法郎。其中国内投资占 58.61%,国外投资约占 41.39%。公司产权投资的重点在子公司。例如,在帐面股份净值中,子公司所占比重分别为 92.47%和 96.53%。埃尔夫·阿奎坦公司 1992 年收回的股利也相应主要来自于子公司,,其所占比重为 82.19%。从表 6.4.7 中提供的数据还反映出一个问题,即在埃尔夫·阿奎坦股份公司几乎全资控股的许多子公司中,子公司的股本往往大大小于公司的其他股东权益。也就是说,埃尔夫·阿奎坦股份公司以较小的产权投资建立了这些子公司,而只是通过留存收益的逐步扩大来增强子公司的资本实力,并不在扩股增资上作文章。这样,既不影响子公司的资本实力,又保持了自己对子公司较小的有限责任,减少了产权投资风险。同时,在法律规定的公司对外产权投资限额下,这种产权投资方式有利于扩大公司产权投资范围。

表 6.4.6 埃尔夫·阿奎坦股份公司的产权投资总体指标

单位:百万法郎

	子公司		参股公司		合计
	国内	国外	国内	国外	
帐面购股成本	21702	19266	7916	4946	53830
帐面股份净值	14446	10837	7901	4889	38073
未偿还贷款额	10379	9164	4	1588	21135
由 SNEA 提供的担保金额	642	5392	133	84	6251
1992 年 SNEA 收到的股利	1691	1148	226	389	3454
股利与帐面购股成本比率 (%)	7.79	5.96	2.85	7.86	6.42

表 6.4.7 埃尔夫·阿奎坦股份公司的主要子公司

单位：百万法郎

管理部门	主要的子公司	股本	其他股东权益	SNEA 所持股份 (%)	最近年度报告的净收益 (亏损)
石油开发与生产部	埃尔夫·阿奎坦巴黎—La Defesen 公司	1055	2400	100.00	836
	埃尔夫加蓬石油公司	450	2431	56.93	301
	埃尔夫尼日利亚—拉各斯石油公司	63	23	40.00	316
	埃尔夫喀麦隆—杜阿拉—塞雷普卡公司	20	12	75.80	200
	萨夫雷克斯—巴黎—La Defesen 公司	15	64	99.99	357
	埃尔夫荷兰哈古尔 BV 碳化氢公司	12	654	100.00	128
石油精炼与市场销售部	埃尔夫安达尔法国巴黎—La Defesen 公司	1422	2032	100.00	(264)
	塞普亚—马德里—西班牙公司	2145	7027	30.68	570
	埃尔夫德国杜塞尔多夫公司	784	1407	97.17	10
	埃尔夫德国汉堡 Thyssen 石油公司	34	1	50.00	11
	埃尔夫比利时布鲁塞尔石油公司	4	153	99.55	14
医药产品部	埃尔夫巴黎赛诺菲公司	1883	9224	46.08	1245
化学产品部	埃尔夫阿托巴黎—La Defesen 公司	2830	11197	99.24	(587)
	埃尔夫·阿奎坦美国惠林顿公司	727	7329	100.00	385

管理部门	主要的子公司	股本	其他股东权益	SNEA 所持股份（%）	最近年度报告的净收益（亏损）
其他	巴黎苏伊士公司	10996	42129	3.06	①
	西班牙马德里班科中央公司	4133	—	2.01	①
	索哥拉普巴黎—La Defesen 公司	503	1422	96.94	122
	C. P. I. H 巴黎—La Defesen 公司	820	730	35.00	20
	C. C. F. —巴黎公司	1475	9842	2.31	917
	索法克斯—巴黎—La Defesen 公司	10	3485	98.64	455
	C. G. E. —巴黎公司	2495	17373	2.52	①
	巴黎帕菲兰斯公司	3138	3617	5.51	237

第三节 控股公司资产管理机制

前面对控股公司的资产管理做了一个基本介绍，但还有必要对控股公司资产管理的机制进行一下详细阐述，这也正是控股公司资产管理的核心所在。控股公司的资产管理机制主要体现在多数股股东权力、控股公司的负债能力、公司内部财务政策的协调以及公司内部各子公司间资金流动等方面。

一、控股公司的权力

□ 控股公司的权力分布

为了控制一家公司，就必须掌握其股份的 51%（当然有许多情况无需 51%）。这样，持有另一家公司 51% 资本的控股公司，实际上只需掌握这家公司资本的 51% 的 51%，即 26.01%，他就可以掌握多数投票权。若母公司控制某子公司 51% 的股份，而子公司又控制次子公司 51% 的股份，那么，母公司对次子公司拥有的净资产权即为 13.26 左右（51% × 51% × 51%）。

下面举一个例子来说明控股公司的这种优势。

假设某公司欲与一外国生产商讨论并签署某种产品进口和在国内分销的合同。此合同计划规定建立一个中央仓库和五个分销点。要进行这笔业务，大约需自有资金 500 万元；该公司进行这项业务的部门共拥有 300 万元。另有 5 家公司愿意各出资 40 万元，并负责他们所在地区的 product 分销。为此，该公司面临两种选择：或者建立一家独立公司，或者建立一个由六家公司组成的控股公司。在独立公司中，这家公司负责此项业务的部门拥有 60% 的资本，其他合作者各拥有 8%。在控股公司中，这个部门拥有母公司 100% 的资本，其它五家子公司各有 40 万元，而母公司在每家子公司中各投资 60 万元，由此控制着子公司。如

表 6. 4. 8 所示：

表 6. 4. 8 独立公司和控股公司的资本情况

单位：万元

独立公司				控股公司			
公司资本		500		母公司：公司资本 300			
本部门		300	60%	本部门投入资本 300 100%			
公司 1		40	8%	公司 1	母公司 60	60%	
公司 2		40	8%	公司 1	公司 1 40	40%	
公司 3		40	8%	公司 2	母公司 60	60%	
公司 4		40	8%	公司 2	公司 2 40	40%	
公司 5		40	8%	公司 3	母公司 60	60%	
				公司 3	公司 3 40	40%	
				公司 4	母公司 60	60%	
				公司 4	公司 4 40	40%	
				公司 5	母公司 60	60%	
				公司 5	子公司 40	40%	

独立公司结构的不利之处主要有两点：第一，拥有 40% 资本的五家合作者持有少数股份；其二，五家合作者之间可能相互串通，但从总体上看，他们只握有少数冻结股份。在由六家公司组的控股公司中，对母公司来说，具有多种优越性，一方面进口合同可以由掌握 100% 权力的控制公司（即母公司）自行商签；另一方面，母公司在每一个子公司中均掌握多数股份。虽然每个合作者在子公司中拥有的权力比在独立公司中大，但这种权力只限于他们各自所在地区的分销活动，对于进口合同的商签和其他地区的分销活动，四家子公司无权染指，这就减少了他们之间相互串通的风险。

□ 收益的分配

假设某笔进口业务的年营业额为 2 亿元，毛利率为 4%，即 800 万元。所得税率为 50%，分销利润为 400 万元。在独立公司情况下，母公司获得分销利润的 60%，即 240 万元；五家合作者各获得 8%，即 32 万元。在控股公司情况下，假设母公司在补偿其职能费用后，以成本价转卖进口品，母公司负责进口产品，其子公司分销产品。每一子公司负责营业额 0.4 亿元，那么实现毛利 160 万元和税后利润 80 万元，母公司获得 80 万元的 60% 即 48 万元。这样，母公司从五家子公司中共获得 240 万元，每位合作者应得 80 万元的 40%，即 32 万元，这和独立公司的情况是一样的。如果母公司作为进口合同的商签者，它要以批发商身份提取 2% 的边际收入，这样，母公司实现的毛利为 400 万元，税后利润为 200 万元。每一子公司就其营业额 0.4 亿元实现 2% 的毛利，即 80 万元，税后利润为 40 万元，其中，母公司所得为 60%，即 24 万元，母公司从五家子公司中共获得 120 万元。五家子公司各自取得

40 万元的 40%，即 16 万元。如表 6.4.9 所示：

表 6.4.9 股东之间的利润分配

单位：百万元

独立公司		控股公司	
		无进口业务报酬	有进口业务报酬
母公司	2.4	2.4	3.2
公司 1	0.32	0.32	0.16
公司 2	0.32	0.32	0.16
公司 3	0.32	0.32	0.16
公司 4	0.32	0.32	0.16
公司 5	0.32	0.32	0.16

二、控股公司的负债能力

公司的负债能力和银行同意安排的贷款额相适应。一般说来，一个公司的负债能力依据其自有资本、还款可能性和提供的担保而定。相反，控股公司在负债能力上具有杠杆效应。这种杠杆效应产生于控股公司的“分子化”，控股公司可以多次运用同样的永久资本、同样的不动产，担保不同的借款，从而导致定期借款额的可能增加

控股公司“分子化”有两种形式：一是耙状分子化；二是系列分子化。假设被分子化的企业 A 有不同的资产 $X_1, X_2, X_3 \cdots X_n$ ，这些资产随之转换为由公司 A（母公司）控制的各独立法人公司的财产。 $X_1, X_2 \cdots X_n$ 的净额以参与股名义重新列入母公司的资产负债表中，参与股份总额等于 $X_1, X_2 \cdots X_n$ 之和。根据控股公司拥有的净资产来看其负债能力，公司 X 资产的分子化在理论上可使其负债能力增加一倍。事实上，如果考虑到母公司净资产（等于其各个资产之和）为 100，那么，母公司的负债能力是 $100k$ （ k 为资产乘数），子公司的负债能力是 $X_1 + X_2 + \cdots X_n = 100k$ ，即总数为 $200k$ ，即负债能力为原来的 2 倍。在系列分子化情况下，杠杆效应更加明显。控股公司第一个子公司带来的资产是从总资产中扣除 X_n ，即 $X_1 + X_2 + \cdots X_{n+1}$ ；第二个子公司的净资产等于 $X_1 + X_2 + \cdots X_{n-2}$ ；这样在系列最后的子公司净资产将为 X_1 。在这种假设下，由 n 个公司组成的集团的负债能为原来的 $(n+1)/2$ 倍，则控股公司的负债能力为 $100k \times \frac{n+1}{2}$ 。当然，这种杠杆效应受到一些因素的约束，现实中杠杆效应不会如此明显，担控股公司负债能力确实要大大增加。

仍以上的例子说明。假设银行允许的中长期贷款不能超过企业自有资本的 66.6%。另外，可以从信贷公司融通营运资金，中央仓库的建立花费 33 万元，每一个分销企业估计花费了 10 万，那么预计不动产总额为 833 万元（1, 830, 000+1, 300, 000×5）。

先计算单一公司下的筹资额。必需的不动产是 833 万元，而全体合作者拥有 500 万元。从银行可以筹集到中长期资金 333 万元（银行的贷款原则是不超过自有资本的 66.6%，即

为永久资本的 40%)。

再计算控股公司的筹资额。中央仓库由母公司建设，每家子公司负责实现 1/5 的分销业务。对每一个子公司而言，必需的不动产为 130 万元，银行贷款为永久资本的 40%，即可提供的中长期贷款为 52 万元 ($1,300,000 \times 40\%$)，因此，必需的自有资本为 78 万元 ($1,300,000 - 520,000$)。母公司拥有 60% 的自有资本，即 46.8 万元。而五家子公司各家拥有 33.2 万元。每一子公司的筹资情况如下所示：

- 必需的不动产 1,300,000 元
- 自有资本 780,000 元
- 其中：母公司 468,000 元 (60%)
- 各子公司 332,000 元 (40%)
- 中长期借款 520,000 元

对母公司而言，必需的不动产表现在两方面。一方面。建立中央仓库需 183 万元；另一方面，因对每一子公司的参与而需 234 万元 ($468,000 \times 5$)。因此，必需的不动产总额为 417 万元。银行同样可提供比例为永久资本 40% 的贷款，即 167 万元 ($4,170,000 \times 40\%$)。其余的由发起者用自有资本抵补 250 万元。与独立公司相比，控股公司可利用双倍运用的自有资本和永久资本作为借款担保，所以控股公司的负债能力有所增加。如表 6.4.10 所示。

表 6.4.10 独立公司和控股公司筹资比较

金额单位：百万元

	独立公司			控股公司		
股东筹资	发起者	3	60%	母公司	2.5	48.8%
	子公司(每家为 0.4)	2		子公司(每家 0.332)	1.56	
	合计	5		合计	4.06	
银行筹资(永久资本的 40%)	独立公司的中长期借款	3.33	40%	子公司的中长期借款 0.52×5	2.6	51.2%
				母公司的中长期借款	1.67	
				合计		
合计		8.33	100%		8.33	

三、集团财务政策的协调

控股公司内部对投资决策权有一定的划分。一般说来，操作性投资和日常投资由子公司自行掌握。而战略性投资，则由母公司掌握。

控股公司的筹资决策，有两个特点。首先控股公司打破了金融统一性的原则。控股公司内的资金流动有其特殊方式，例如，股息的分配，跨公司间的贷款。这些独特方式会引起单一公司所不存在的税收问题；另一方面，子公司作出的大部分筹资决策都可能影响到

母公司，例如，银行可能要求母公司为子公司的借款提供担保。因此，必须制定一个筹资政策来保证控股公司资金需求和资金来源的协调性。

一般来说，应当从控股公司每一子公司的需求额出发，综合配制筹资计划，进而评价整个公司的财务需求。公司的筹资潜力来源于两个方面：内部筹资来源和外部筹资来源。公司内部筹资决定于母公司的自由支配权，也就是说，控股公司内部筹资能力受各公司自筹资金总额水平的制约。外部资金来源（即企业负债）可以运用集团负债杠杆效应，对这种外部筹资潜力予以估价。现实控股公司负债能力一般受母公司和子公司的存款额及母公司库存现金数额的限定。

四、控股公司内各公司的资金流动

由于各子公司具有法律上的独立性，就需要解决各公司间的资本流动问题以及采用什么样的方式才能保证各公司间的资金循环问题。一般的方式有两种，即财务方式（股息分配、贷款、资本增加）和商业方式（转移价格）。现着重介绍一下控股公司内部贷款。

控股公司的子公司之间相互贷款，主要有三个优点：

（1）可以带来更高的收益。因为母公司不但能获得子公司提供的利润（如股息分配），而且能获得在子公司中存有的全部流动资产。

（2）处理程序简单、迅速，一年内可进行多次，且不论什么时候都可进行。但是当一子公司为了母公司的利益提请贷款，而这家子公司没有被100%控制的情况下，为了避免少数股东超越多数股东权力所带来的风险，就需要由贷款公司的董事会或股东大会进行决策。

（3）贷款成本按名义利率计算。对于母公司的贷款，母公司可以以股息分配方式收回一部分利息。

第四节 公司购并、分立、清算业务处理

公司的购并、分立和清算业务的处理，是控股公司资产管理的重要组成部分，尤其是购并业务的处理。

一、公司购并业务

有关购并的涵义、方式、过程等在第六章中均有详细的论述。这里只简单讲一下购并的业务过程，即包括兼并、合并和收购等。

在讲对公司购并业务的处理之前，先介绍一下控股公司的资产体系。

这是一个简单的由子公司的资产负债表合并为控股公司资产负债表的过程。公司购并有利益合并法和收购法（Pooling of Interests and Purchase）两种处理方法。这两种方法对公司购并后的资产负债表产生的影响不同。按照利益合并法，购并后只需将购并前两公司的资产负债表简单相加即可；按照收购法，购入的资产必须进行调整以正确反映其收购价格。

表 6. 4. 11 控股公司体系

假设 A 公司购并了 B 公司，购并前后的资产负债表如表 6. 4. 12 所示。从表中可以看出，购并前 A 公司的资产总值为 1, 000, 000 元，B 公司的资产总值为 200, 000 元。但是由于 B 公司有些资产的价值在其资产负债表上未能反映出来，所以 A 公司实际上是花了 500, 000 元兼并了 B 公司。如公司符合利益合并的要求并按此方式处理，则合并后的资产负债表如表 6. 4. 12 第 (3) 列所示，只要将合并前公司资产负债表的对应项目相加即可。如果公司购并是以收购方式进行的，A 公司为此支付了 500, 000 元款项，则这 500, 000 元应记为收购价格。按照购入方式，B 公司的长期资产应按其合理的市场价格重新记录，即应为 300, 000 元，而不是帐面上的 100, 000 元。同时，把收购价格高于资产价值的部分作为一项新的资产——商誉入帐（此处为 100, 000 元）。购并后的资产负债表如表 6. 4. 12 第 4 列所示。显然，按照利益合并法，购并后 A 公司的资产总值为 1, 200, 000 元，而按照购入法，购并后 A 公司的资产总值为 1, 500, 000 元。

表 6.4.12 不同合并处理方式对兼并后公司资产负债表的影响

单位: 千元

	合并前		合并后	
	A 公司 (1)	B 公司 (2)	利益合并 (3) = (1) + (2)	购入* (4)
流动资产	300	100	400	400
长期资产	700	100	800	1000
商誉	0	0	0	100
总计	1000	200	1200	1500
负债	400	80	480	480
股东权益	600	120	720	1020
总计	1000	200	1200	1500

* 公司 X 收购公司 Y 的价格为 500000 元

两种购并处理方法对购并前后两公司的损益表也会产生影响。按照购入合并方式, 合并后公司的资产价值增加, 且有商誉项出现, 这将增加公司的折旧额, 同时还要发生商誉资产的摊销, 因此报表中的净利润要低于利益合并方式。表 6.4.13 是 A、B 公司合并后的损益表, 表中假设长期资产的增加额 (200, 000 元) 按 10 年直线的旧, 商誉项 (100, 000 元) 按 10 年直线摊销。从表中不难看出, 由于折旧的增加和商誉摊销项的出现, 用购入合并方法处理后, 公司的净利润减少。

表 6.4.13 不同合并处理式对兼并后公司损益表的影响

单位: 千元

	合并前		合并后	
	A 公司 (1)	B 公司 (2)	利益合并 (3) = (1) + (2)	购入合并 (4)
销售收入	3000.00	600.00	3600.00	3600.00
现金费用	1800.00	360.00	2160.00	2160.00
折旧	<u>600.00</u>	<u>120.00</u>	<u>720.00</u>	<u>740.00</u>
税前和息前收益	600.00	120.00	720.00	700.00
利息支出	<u>40.00</u>	<u>8.00</u>	<u>48.00</u>	<u>48.00</u>
税前收益	560.00	112.00	672.00	652.00
所得税 (35%)	<u>196.00</u>	<u>39.20</u>	<u>235.20</u>	<u>228.20</u>
税后收益	364.00	72.80	436.80	423.80

	合并前		合并后	
	A 公司	B 公司	利益合并	购入合并
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)
商 誉 摊 销	—	—	—	10.00
净 收 益	364.00	72.80	436.80	413.80

* 商誉摊销发生在税后

二、公司的分立业务

公司分立指公司依照法律规定、行政指令或经公司自行决策，经过一定的法律程序和其它方面的工作，分解为两个以上公司法人的行为。

公司分立可以有不同的方法。主要有以下三种。

☐ 分立经营

分立经营是将原公司的某些部门或单位完全独立出去，其股票按公司股东原持股比例分配给所有股东。分立后的单位成为一个完全独立的公司法人，拥有自己的股票，并独立经营。分立经营后的公司可以按照自己的特点和与以前完全不同的管理方式独立经营，因而可能会经营得更好。但分立后的公司作为一个独立法人，需要建立一套与原公司相似的管理机构，配备管理人员，为股东提供各种服务。这些都将形成公司的额外成本。

☐ 股权分立

股权分立是将新分立的部门的部分股票出售给公众，而原公司同时控制着新分立公司的相当一部分股票。这时，分立的公司作为一个独立的法人拥有自己的股票，但并没有完全摆脱原公司的控制。原公司由于持有大量分立公司的股票而成为该公司的一个主要股东，达到一定比例时，就是控股股东。

股权分立的好处之一是通过让某些部门以分立公司的名义独立经营，可以有效地激励这些部门的管理人员。独立以后，分立公司的经营业绩与原公司脱钩，其表现如何在一目了然，管理人员也会更加努力工作。

股权分立在筹措资金方面也具有一定的特色。让那些技术先进但目前盈利不多的部门脱离原公司直接面对市场，吸引那些愿意对高技术、高成长率公司投资的投资者手中的资金，可能要比留在原公司内靠原公司注入资金更为有效。

☐ 出售部门公司

这种做法就是将公司的某些部门出售给其它公司。虽然出售公司的某些部门实质上属于一种产权转让，但它也属于使公司的某一部分分离出去的范畴。

出售公司某些部门的决策方法是净现值法，即要比较一下出售这些部分带来的收益的现值是否大于继续经营这些部门带来的收益的现值。具体来讲，出售决策可分为以下几个步骤：

(1) 估算继续经营待出售部门所能得到的各期税后收益。估算时要考虑为使该部门继续经营所需发生的投资支出。

(2) 确定适当风险水平的贴现率 K 。

(3) 计算继续经营所获税后收益的现值。

(4) 减去待出售部门现有债务的市场价值 D , 得出继续经营该部门所获税后收益的净现值。

$$\text{即 } NPV = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+K)^i} - D$$

式中 C_i —— 继续经营待出售部门第 i 期税后现金流;

K —— 贴现率;

D —— 待出售部门债务的市场价值。

(5) 比较继续经营该部门预期收益净现值 NPV 与出售该部门的所得收益 DP 。如果:

$NPV > DP$ 保留该部门并继续经营

$NPV < DP$ 出售该部门

$NPV = DP$ 保留与出售等价

在考虑出售有关部门所得收益时, 必须注意区分两种情况: 一种是收购者将该部门的资产与债务全部买下, 这时出售者所得收益 DP 为净收益, 可直接与继续经营预期收益净现值 NPV 比较; 另一种是收购者实际上只买下出售部门的净资产, 原部门所欠债务仍留给出售者承担。这样, 出售者所得收益还包括原部门所欠债务的市场价值。这时, 应以所得收益减去原部门债务市场价值后得到的净收益作为 DP , 与 NPV 比较。

□ 公司的重整业务

公司重整是一种对于因财务困难而暂停营业或面临停业危险, 但仍有重建价值的股份公司, 由有关人员提出申请, 经过法院裁定等法定程序准予重新整顿, 使公司得以维持和复兴的制度。公司重整是西方公司解决财务困难的常用手段。

在公司面临财务困难而难以生存的时刻, 如果能重整成功, 要比直接进行破产清算对债权人更为有利, 因为债权人可以在公司复兴后收回全部债务, 避免损失。但是如果公司重整失败, 债权人的损失也可能因此增加。因此, 进行重整的公司必须是营业状况依合理财务负担标准衡量仍有经营价值的企业。那些营业状况即使按合理财务负担标准衡量也没有经营价值的公司, 不在重整之列, 以免给债权人造成更大的损失。

进行重整的公司必须拟定公司重整计划。重整计划主要是就公司债权债务的清理与变更作出安排, 提出未来的经营活动方案。制定重整计划中最困难的工作是对公司目前的资本结构进行调整, 整顿债权债务, 减少债务负担和支出, 为公司复兴奠定基础。一般来讲, 有三个步骤:

(1) 确定重整公司目前的全部资产价值。确定重整公司的资产价值一般采用收益现值法。

(2) 在估算公司资产价值的基础上调整公司资本结构, 削减债务和利息支出, 为公司创造一组好的财务比率。为达到这个目的, 需要将一部分债务转成优先股或普通股, 归还一些债务, 延长一些债务的偿还期, 以减少每年需要支付的偿债基金费用, 考虑到公司重整后继续经营还须借入新的债务, 重整人可能希望调整后的资本结构有较低的债务比例。

(3) 一旦公司新的资本结构确定下来，就要将旧的证券替换为新的证券，实行资本结构的转换。

要做好这一点，首先要把公司的各项债务和权益按索取收益的优先级别分类统计，同一级别的债务人或权益所有人在进行资本结构调整时享有同等的待遇。比如，债券所有者按面值收到新证券之后，优先股股东才能参与新证券的分配。但重整公司推出的新证券的总值，不能超过按照第一步估算出的公司资产总值。

表 6.4.14 所示是美国 Penn Central 公司的重整计划摘要。

表 6.4.14 MC 公司的资产负债状况

资产	帐面价值	清算价值
应收帐款	200 000 元	160 000 元
存货	410 000	240 000
机器与设备	240 000	100 000
厂房与建筑	450 000	<u>200 000</u>
资产总计	<u>1 300 000</u>	<u>700 000</u>
负债与股东权益		
负债		
应付帐款		300 000 元
用机器和设备担保的负债		200 000
优先无担保负债		400 000
次级无担保负债		<u>200 000</u>
负债总计		1 100 000 元
股东权益		
优先股		50 000
普通股		<u>150 000</u>
股东权益总计		<u>200 000</u>
负债与股东权益总计		<u>1 300 000 元</u>

□ 公司资产清算

在公司重整无望时，就必须终止了。终止时必须进行清算。

公司资产清算过程中最困难的一步是清算资产的估价。清算资产的价格估计除了第二节中所提及的四种方法外，也可以采用模拟拍卖法，由清算人聘请有关专业人士、购买过类似财产但不准备在本公司拍卖时购买的公司按模拟拍卖场所的竞价方法确定其最高价为其估定价值。此种方法适用于公司整体出售，以及存货、固定资产、无形资产等的估价。清算时估价许多情况都不得不采用脱手价格法，即以清算脱手价格作为财产估定价值的方法。公司清算财产要取得公平的交易价格常常比较困难，一是因为清算期有限而阻碍了市场信

息的充分获得，除非稀缺物品，买主也常常在知其清算后压低价格，因此清算脱手价格往往低于市价。采用这种方法，通常是在市场价格的基础上，根据具体情况打一折扣。例如，公司某项存货的市场价格为每公斤 7 元，为脱手拟优惠 5% 出售，则其估价价值为每公斤 6.65 元。

公司清算要成立清算委员会，破产清算要由法院确定清算委员会的组成。清算委员会负责公司的清算事务，包括制定清算方案，清理公司财产，编制资产负债表和财产清单；处理公司未了的业务；收取公司的债权；偿还公司的债务；解散公司从业人员；处分公司剩余财产；代表公司进行诉讼活动；等等。

我国有关法规和规定的清偿次序为：

- （1）破产及清算费用；
- （2）自清算之日起前三年所欠职工工资和社会保险费用；
- （3）所欠税款和按国务院行政法规应缴纳的税款附加、基金等；
- （4）银行贷款、公司债券及其他债务；
- （5）按优先股股份面值对优先股股东分配，如（剩余财产）不能足额偿还优先股股金时，按各优先股股东所持比例分配；
- （6）按各普通股股东的股份比例进行分配。

第五章 控股公司制度规范

第一节 控股公司组织制度

控股公司无论是采取股份有限公司还是有限责任公司形式都是以股东出资形成的法人财产为基础的法人团体。由于公司的出资人即股东很多，现代大公司甚至达到几百万，因而它们不像单个业主制企业和合伙企业，由出资者直接经营管理，而是通过一系列的制度安排，在贯彻股东意志、维护股东利益的情况下，由少数人进行管理。这一系列的制度安排，就是公司的法人治理结构。具体说，法人治理结构包括了现代公司所应具有的科学化、规范化的企业组织制度和管理制度。第一节将主要介绍组织制度，管理制度将在第二节中介绍，最后是公司章程。

控股公司的组织制度由股东大会、董事会、监事会和由高层经理人员组成的执行机构三部分组成，其中股东大会选举董事组成董事会，并将自己的资产交由董事会托管；董事会是公司的最高决策机构，拥有对高层经理人员的聘用、奖惩及解雇权；股东大会同时选举监事组成监事会，负责监督检查公司的财务状况和业务执行情况；高层经理人员组成的执行机构在董事会的授权范围内负责公司的日常经营。一般控股公司都采用股份有限公司形式。因此我们以股份有限公司为例说明。

一、股东和股东大会

股东是公司股份的持有者。股东有在册和不在册之分。在册股东是指在公司股东名册上登记其姓名、住址和其他简况的股东。非在册股东指没有在公司股东名册上登记其姓名、住址和其他简况的股东。公司股东可以是自然人，也可以是法人。而且，法律对股东的资格一般也没有什么限制，任何能够获得合法财产者都有资格认购股份而成为股东。

股东作为公司的所有者，依法对公司承担义务和享有权利。股东的义务仅限于就其所认股份出资。股东的权利分为以自己的利益为目的而行使的自益权和以自己的利益及公司的利益为目的而行使的共益权。自益权包括：股息红利分配权、剩余财产分配权、新股认购权、股票（股份）转让权等。共益权包括：出席股东大会权、表决权、请求召集临时股东大会会议权等。

股东权利的行使，一般是通过股东大会行使的。公司重大事项都由股东会作出决议，但股东会不是代表机构或执行结构，因此，对外它不代表公司，对内也不执行业务。

股东大会一般分为股东普通年会和股东特别会议两种。

股东普通年会，是指公司一年一次必须召开的股东大会。股东普通年会一般由董事会组织召开，其主要内容各国法律都明确规定，一般包括：批准公司年度报告、资产负债表、损益表和其他会计报表；决定股息和红利分配方案；决定董事、监事的报酬；决定公司的重要人事任免；修改公司章程；增减公司资本；决定公司的合并或解散；讨论通过股东提出的各种决议草案。

股东特别会议，是指在两次普通年会之间不定期召开的股东大会。这种会议一般都是讨论决定公司的重大问题，其内容各国法律一般都有明确规定，例如公司的重要人事任免，公司章程的修改，公司的合并、解散等等。股东特别会议可以由董事会召开，也可以由法定的持有一定数量股权的股东召开，还可以由法院根据自己的动议或任何一个董事或者任何一个有表决权的股东的动议，发布命令召开。

召开股东大会的通知必须采取书面形式，并在开会前送到每个有表决权的股东手中。参加股东大会的股东必须达到法定人数，才能视为合法，通过的决议才能生效。各国对法定人数的要求不尽相同，计算方法也不一样。有的按股东人数的比例确定，有的按股权的比例确定。

股东大会表决的计票方法为按股计票，一股一票权利。所形成的决议，按其内容的不同可分为普通决议和特别事项决议。一般来说，关于普通事项的决议必须得到出席大会会有表决权的股东半数以上投票同意时，此决议方能生效。而特别会议则必须达到 $2/3$ 或 $3/4$ 的多数同意时，此决议才能通过。

二、董事和董事会

股份有限公司的股东人数众多，因而股东大会只能议事而不能具体管理公司事务，这就需要股东通过股东大会选出代表自己利益的、有能力的少数代表来具体负责公司的经营管理。这些由股东大会选出的代表股东来管理公司的少数人就是公司的董事，他们组成的机构即为董事会。各国法律一般规定，董事会人数应在 3 人以上。董事会最终人数一般是奇数。董事会选举董事长 1 人，必要时可增设名誉董事长和名誉董事。董事会成员实行固定任期制，大致 3~5 年选举一次，可以连选连任。

公司董事既可以是自然人，也可以是法人。法人作为公司董事时，必须指定一名有行为能力的自然人作为其代表。自然人作为公司董事时，除应具有行为能力外，还须具备其他一些条件。在这方面，英国的有关法律规定具有一定的代表性。这些规定包括：在法院有“破产”未结案者不得被任命为董事；被法院指控有下述罪行的，从犯罪之日起 5 年内不得当选为公司董事。这些犯罪包括：在公司的设立和管理方面严重失职而被法院判刑的；在公司破产时进行欺骗性贸易，或在任公司职员时犯有诈骗罪或逃脱对公司应承担的责任，曾被提起民事或刑事诉讼者；等等。

对于是否必须从公司股东中选举董事，各国法律规定有很大的不同。例如英国法律规定，公司董事必须持有一个最低数额的公司股份，日本法律则规定，公司不得以章程规定董事必须是股东。目前，非股东董事在很多国家，特别是美国、日本已经占到很大的比例；而且实践证明，这对于改善公司经营管理具有重要意义。

董事对公司的责任也是多方面的。除了忠诚与勤勉外，同时董事必须以其合理的谨慎和技能为公司服务。所谓合理的谨慎和技能是指董事应以一位处于同他同样地位和类似环境的常人应有的谨慎态度来履行其职责，而无需显示他具有超出他实际具有的知识和经验，因此也必须认真听取有关专家的建议。

董事会作为股东大会直接选出的公司领导和决策机构，代表股东对公司实施管理，因而拥有广泛的权力，主要包括：根据公司章程和内部细则制定公司的经营目标、战略对策和管理原则；任免公司高层经理人员并决定他们的他酬与奖惩；协调公司、管理部门和股东之间的关系。

董事会议分常会和特别会议两种。常会定期召开；特别会议不定期，遇有紧急重要事项，董事长可随时召开。一般情况下，董事会会议由董事长召集并主持。会前，必须以书面形式给全体董事发出通知。董事会开会时，原则上董事应亲自出席。董事会决议可分为普通决议和特别决议。特别决议适用于特别事项和董事会向股东提出议案的事项。特别决议以 $2/3$ 以上董事出席会议，出席会议的表决权过半数同意才能通过。普通决议以过半数董事出席会议，出席会议的董事表决权过半数同意即可通过。

三、监事和监事会

监事会是监督检查公司的财产状况和公司业务执行情况的公司常设机构。与董事会处于相制约的地位。监事会主要对董事会、董事长及总经理进行监督。

监事会的权力包括：

☐ 业务检查监督权

监事可以随时调整公司财务状况，查核会计报表，要求董事会报告业务执行情况。董事会执行业务违法或不当时，监事有权要求其纠正。每营业年度终了时，监事有权审核董事会编制的年度报告和各种会计报表。

☐ 召集股东大会权

一名监事认为必要时，即可召开股东大会，而不必经过其他人的同意。

☐ 公司代表权

公司与董事之间有交涉或发生诉讼时，监事代表公司。监事需要用人协助其工作时，可以代表公司选用律师、会计师。比如监事在调查公司业务及财务状况时，可以委托律师、会计师协助。

监事会的成员即为监事。根据我国《公司法》对股份有限公司组织机构设置的规定，股份有限公司监事仅为监事会的组成成员，不享有任何独立于监事会的职权。

在早期的公司立法中，公司监督机构由股东大会选举产生，并向股东大会负责，因此，监事会成员均由股东大会选举和罢免。后来，为了使公司雇员的积极性得到更好的调动和发展，使公司得到更好的管理和发展，一些国家的公司监督机构中有了一定数量的雇员代表。我国《公司法》第 124 条规定，股份有限公司的监事会成员不得少于 3 人，由股东代表和适当比例的公司职工代表组成，具体比例由公司章程规定。监事会中的职工代表由公司职工民主选举产生，而由股东代表出任的监事则由股东大会依法选举和更换。此外，监

事会应在其组成人员中推选 1 名召集人。

监事的任职资格有以下几条限制：

(1) 身份限制。股份有限公司的监事只能由本公司股东、职工代表担任，这是监督机构所代表的利益决定的；

(2) 公司董事、经理及财务负责人不得兼任监事，这是监事工作的性质决定的，也是监事正常行使职权的需要；

(3) 国家公务员不得兼任监事，这是国家公务员的工作性质决定的，也是企业公平竞争的需要。

监事的义务和责任有以下几个方面：

(1) 股份有限公司监事应当遵守公司章程，忠实履行职务，维护公司利益，不得利用在公司的地位和职权为自己谋取私利，不得利用职权收受贿赂或其他非法收入，不得侵占公司财产。

(2) 除依法律规定或经股东会同意外，股份有限公司监事不得泄露公司秘密。

(3) 股份有限公司监事执行公司职务时违反法律、行政法规或公司章程的规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任，构成犯罪的应当承担刑事责任。

我国《公司法》规定，股份有限公司监事的任期每届为 3 年，任期届满，可连选连任。

四、执行机构

公司的执行机构，由高层经理人员，一般包括总经理、副总经理等组成，他们是公司的雇员，受聘于公司董事会，在其授权范围内对公司事务进行管理。

由于经理隶属于董事会并辅助董事会执行业务，他拥有公司章程授予的辅助执行业务所需的一切权力。经理的权限，在其营业范围内，原则上不受限制；如公司以章程加以限制。就西方国家公司法的规定来看，经理的职权大体上包括：执行董事会确定的方针，任免公司的职员，对外代表公司签订合同，负责管理公司的日常事务等。

我国公司经理的职权包括：

(1) 主持公司的经营管理工作，组织实施董事会决议；

(2) 组织实施公司年度经营计划和投资方案；

(3) 拟定公司内部管理机构设置方案；

(4) 拟定公司的基本管理制度；

(5) 制定公司的具体规章；

(6) 聘任或解聘其有权任免的人员；

(7) 章程和董事会授予的其他职权。公司经理在行使职权时，不得变更股东会和董事会的决议或超越授权范围。

经理一般由董事会聘任，其任免程序和任期由公司章程规定。在我国有下列情况之一者，不能担任公司的经理：

(1) 无民事行为能力者和限制民事行为能力者；

(2) 因经营管理不善被依法撤消或宣告破产企业的负有个人责任的董事、经理或厂长，

自核准注销之日起未逾 3 年者；

(3) 因有贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产罪或者破坏社会经济秩序罪，被判处刑罚，执行期满未逾五年；

(4) 担任因违法被吊销营业执照的公司、企业的法定代表人，并负有个人责任的，自该公司、企业被吊销营业执照之日起未逾 3 年；

(5) 个人所负数额较大的债务到期未清偿。

经理在行使职权时，也必须履行相应的义务：

(1) 对公司诚信勤勉的义务。经理必须以诚实、守信对待公司，对公司的事务应勤恳尽力，恪尽职守。

(2) 不得从事与本公司有竞争或损害公司利益的活动。这是各国公司法共同为公司经理设定的竞争禁止的义务。它主要包括经理不得兼业的义务，以及不得自营或为他人经营与公司同类业务的义务。

(3) 不得变更公司决议的义务。经理不得变更公司股东会和董事会的决议，或逾越其规定的界限。

以上是对股东大会、董事会、监事会、执行机构四者职能和权限的说明，事实上，在他们之间的职能与权限划分还存在着一定的灵活性，其目的都是为了明确它们之间的权力、责任和利益，从而形成它们之间有效的分工和制衡关系，以保证公司的有效运行。

第二节 控股公司管理制度

控股公司的管理制度涉及组织机构设置、劳动人事制度、财会制度、分配制度等等。组织机构设置主要在组织机构一章中介绍，这一节主要介绍劳动人事制度、财会制度和分配制度。

一、劳动人事制度

☐ 控股公司母公司职员的聘用和解聘

控股公司董事会主要是由股东代表组成，是以所有权为特征的组织机构，董事会成员不是企业的雇员。他们自己不直接从事企业的日常经营指挥活动，而是通过招聘、雇用一些经营管理、工程技术方面的专家即经理层人员来行使日常的决策和经营指挥权。这些被雇用的经营管理经理、工程技术专家，在公司中担任着各类高级职务，因而被称为公司的高级职员。

公司的高级职员大多可由董事会或股东会决定，董事会或股东会根据公司的经营管理需要来聘任或解聘公司的高级职员。任命高级职员的一般做法是：

(1) 公司总经理由董事长或其他董事提名，董事会决定通过，由董事会与总经理签订合同正式聘用；

(2) 除总经理之外的其他高级职员，一般是由公司总经理提名，由董事会决定聘任或解聘；

(3) 公司的高级职员可以外聘,也可以由公司的董事会成员兼任。

公司对普通职员的招聘一般采用“公开招聘、自愿报名、全面考核、择优录取”的办法。企业采用契约式劳动用工制度招聘公司普通职员。

公司有权从自身利益出发解聘职员,但必须向被解聘者陈述原因,不合理的解聘还得给予被解聘者一定的经济损失补偿。

☐ 子公司人员的聘用与解聘

子公司人员的聘用与解聘一般与母公司相同。但有些母公司也会对子公司某些关键性的高级职员进行选派或推荐。

☐ 人员培训制度

控股公司的各级职员不仅必须按照严格的素质要求和最佳结构模式加以选拔和组合,而且需要系统地进行培养和训练,以便不断提高员工的水平。

人员培训制度包括制定人才培养的长远规划、拟定各个时期和阶段的具体培训计划、采用科学的培训方法和手段等。具体来说有:

(1) 提升制度。对准备提升的人员制定分步骤的提升计划,按计划由低到高相继经过若干管理职位的锻炼来培养人员。这种制度有助于逐步扩大管理人员的工作范围、增长能力和才干,也有利于加强人才培养工作的计划性。

(2) 职务轮换制度。这是让人员依次分别担任同一层次不同职务或不同层次的相应职务的制度。这种方法有利于员工熟悉业务经营管理各方面的情况,尤其是对从事各项管理工作的主管来说,更是有效的培训制度。

(3) 系统教育和训练制度。如定期开办短期培训班、举办知识讲座等。

二、企业工资制度

可供控股公司选择的工资制度多种多样,主要有:

☐ 职务等级工资制

它是按公司管理人员和工程技术人员所从事的职务进行分类,然后再按其职务的重要性和工作复杂性等因素分别规定各职务的工资标准。一般在每一职务内又划分为若干等级,并规定每一等级的工资标准,各职务之间用上下交叉的等级来区别工资差别,即所谓的“一职数级,上下交叉”。

☐ 岗位工资制

根据生产中不同岗位,分别规定不同的工资标准的一种工资制度。它适用于专业分工较细、操作比较简单而强调熟练或者劳动条件比较艰苦的岗位上。

☐ 浮动工资制

把员工标准工资中的一部分(或全部)与奖金等结合在一起,按照公司经营好坏,职工劳动成果大小,有上有下地支付报酬的一种工资制度。其特征是公司经营得好,职工劳动成果大,职工获得的浮动工资份额就多;反之,就少。

☐ 结构工资制

它是在等级工资制和浮动工资制结合的基础上发展而来的。它吸收了等级工资制按技

术水平划分等级的长处，又吸收了浮动工资的弹性特点，根据决定工资的不同因素及其不同作用将工资划分为几个不同的部分，灵活可调地共同组成职工的劳动报酬。结构工资一般分为基本工资、技能（岗位、职务）工资、超额劳动奖励工资（又称效益工资）和津贴等几个部分。

结构工资制有利于发挥各种工资的职能，更好地发挥工资的作用。

工资形式一般有计件工资、计时工资、定额工资等基本形式，还有奖金、津贴等辅助形式。计时工资指根据职工工资等级相应的工资标准和工作时间来计量支付劳动报酬的一种工资形式；计件工资是指按照劳动者完成的合格产品的数量（或作业量）和预先确定的计件单价，来计算支付工资的一种工资形式；定额工资是指以不合格产品或作业的实物量为标准，而是以其他形式的定额作为计量标准来核算支付工资的一种形式；奖金是指超额劳动的报酬；津贴是指为了补偿特殊劳动消耗、额外劳动消耗，弥补实行工资降低而实行的报酬辅助形式。

三、企业财务制度

□ 资本金制度

公司在工商行政管理部门登记的注册资金在财务制度中被称为资本金。所谓资本金制度就是调整有关资本金筹集、管理和核算以及其所有者（股东）责权利关系的制度规范的总和。资本金制度是公司财务制度的主要内容。其作用有三：

（1）资本金制度有利于保障股东权益，正确反映公司资产负债状况。建立资本金制度，明确了产权关系，体现了资本保全原则，使股东权益从制度上得到了保障。这样，就可以有效地保障公司的生存和发展。

（2）资本金制度有利于正确计量公司的盈亏，真实反映公司的经营状况。资本金实际上是公司计算盈利与否，以及盈亏多少的参照点。

（3）资本金制度是公司实现自主经营和自负盈亏的物质条件。公司的建立和发展需要资本金，公司的融资能力更取决于公司的资本金规模和资信状况。另外，公司在市场上经营必然有风险，资本金是股份公司最终承担经营风险的最大限度。

资本金制度的内容极其丰富，主要包括以下几个方面：

（1）设立公司必须有法定的资本金，并达到国家法律规定的最低数量限额。这个最低数量限额通常在公司法或企业法中加以明确。目前，在我国从事生产经营、流通批发业务的有限责任公司的注册资本最低限额为 50 万元；从事商业零售业的为 30 万元。股份有限公司的注册资本最低限额为 1,000 万元。

（2）公司可以采取吸收现金、实物、无形资产和发行股票等形式筹集资金。凡由于某一投资者在出资中违约，致使公司无法如期足额筹足资金的，公司或其他投资者可追究该投资者的违约责任。

（3）资本金按投资主体分为国家资本金、法人资本金、个人资本金和外商资本金等。

（4）公司持续经营期间，除国家另有规定外，投资者不得以任何方式抽回其资本金，否则，有关部门将给予相应的制裁。

(5) 投资者按投入的资本金比例分享收益和承担经营风险,或者按照公司合同、章程、协议的规定分配收益和承担风险。

(6) 公司增加或减少注册资本数额,必须办理变更登记。公司的公积金可以依照法律规定转为资本金。

☐ 公司债制度

公司债是指公司依照法定条件和程序,通过发行有价证券的方式,向社会公众募集资金并约定在一定期限内还本付息的债务。

(1) 公司债的种类。按照不同的标准,可以对公司债进行不同的分类。最常见的是以公司债本金的担保方式为标准所进行的分类。

担保公司债是公司以其财产作为偿还本息的担保而发行的公司债。担保公司债主要有抵押债券、保证债券和设备债券等。抵押债券是通过抵押或留置公司的财产为担保的发行的债券。保证债券是指由一个公司发行的而由另一个公司或其他主体保证到期支付本息的债券,这在控股公司中是较常见的。一般是由子公司发行而由母公司予以保证的有价证券。当发行公司债的公司到期不能还本付息时,保证人承担连带的清偿责任。

无担保公司债是公司仅凭信用而未提供任何担保所发行的公司债。此类公司债既无财产抵押,又无他人作保。因此在发行此类债券时,往往都有附还性条款,约束或限制可能影响债务履行的行为,例如,限制该公司发行其他有价证券,要求公司留有一定的储备基金等。

(2) 公司债的发行。发行限制,我国允许发行公司债的仅限于股份有限公司和两个以上的国有企业或国有投资主体投资设立的有限责任公司。同时,发行公司债必须符合以下条件:股份有限公司的净资产额不低于人民币 3000 万元,有限责任公司的净资产额不低于人民币 6000 万元;最近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息。发行的程序如下:

第一步,作出决议。发行公司债必须首先由公司的有权机关作出决议。我国规定发行公司债的权力归股东会,由出席会议的股东所持表决权的半数以上通过。

第二步,审查批准。我国为加强对公司债券的管理,规定公司发行债券必须履行审批程序,未经批准,不得擅自发行或变相发行公司债券。

第三步,公布公司章程。公司发行债券应当制定发行章程,发行章程应当包括公司的名称、住所、经营范围、法定代表人、公司近 3 年的生产经营状况和有关业务发展的基本情况、财务报告、企业自有资产净值、筹集资金的用途、效益预测、发行对象、时间、期限、方式、债券的种类及期限,债券的利率、债券总面额,以及还本付息方式等内容。

第四步,筹集债款。公司募集公司债的方式有直接募集、代销募集和承销募集等。我国规定公司发行公司债券,应由证券经营机构承销、非证券经营机构和个人不得经营公司债券的承销和转让业务。

四、公司会计制度

☐ 会计报表制度

会计报表包括：资产负债表、损益表、财务状况变动表及有关附表。

(1) 资产负债表。资产负债表是反映公司一定日期的资产、负债和股东（所有者）权益状况的报表。它能够为公司提供在一定日期所掌握的资源、负担的债务、股东持有的权益、自身规模和偿债能力及财务前景等重要资料。

资产负债表由资产、负债和股东权益三部分组成，其会计等式为资产 = 负债 + 股东权益。资产是过去的行为引起的，公司对其享有权利并能在未来给公司带来收益的经济资源。资产在资产负债表中按流动性排列，主要包括流动资产、长期投资（公司向其他公司投出的期限在 1 年以上的资金以及购入的在 1 年内不准备变现或不能变现的股票和债券）、固定资产、无形资产和其他资产（如长期待摊费用）。负债是基于过去的行为，现在承诺的，要在未来向其他人给付财产或提供劳务的义务。在资产负债表中，按流动负债（公司将在 1 年内偿付的债务）和长期负债（偿还期在 1 年以上的债务）的顺序排列。股东权益是股东对公司净资产的权利。公司的净资产包括股本、盈余公积金、资本公积金、集体福利基金、未分配利润等。

(2) 损益表。损益表是反映公司在一定时期内的收入、费用和净利，说明其经营成员的报表。在损益表中，公司的经营成果是以净收益（净损失）来衡量的。净收益（净损失）是公司在一定时期内向客户提供商品和服务而获得的收入总额减去为提供商品和服务而发生的费用总额之后的差额，即净收益（净损失）= 收入总额 - 费用总额。收入是公司通过经营而获得的资金流入、债权的增加和债务的减少。费用是一定时期内为产生当期收入而开支的当期各项耗费，按与营业的项目的关系，费用可分为二类，即营业费用与非营业费用。营业费用指与当期营业收入直接相关的、经常的和正常的费用，主要包括与营业收入直接有关的商品或服务成本、销售费用和管理费用；非营业费用指与非营业收入有关的各种费用，如利息净支出、汇兑净损失和银行手续费等。

(3) 财务状况变动表。财务状况变动表是根据公司一定会计期间内各种资产、负债和股东权益的增减变化，分析反映资金的取得来源和流出用途，说明财务动态的报表。它一般是根据损益表、资产负债表及其附注中的有关资料编制的，能提供资产负债表和损益表所不能提供的信息。它既能表明公司在某一会计期间内有多少资金投入使用，公司的资金从何而来，使用于何处，又能系统地揭示此会计期间内的重要理财事项，具体说明资金增减变化的原因，这样通过分析财务状况变动表，既可以了解公司的经营方针，特别是理财方针，也可以了解公司内部资金周转状况。

财务状况表要综合反映特定会计期间公司资金来源与运用及增减变动情况。其项目分为营运资金来源和营运资金运用，其中营运资金来源分为利润来源和其他来源两类；营运资金运用分为利润分配和其他用途。营运资金来源与运用的差额为当期营运资金净增加（净减少）数额。在我国，财务状况变动表可以以营运资金为基础编制，也可以以现金为基础编制。以现金为基础编制，反映公司在一定会计期间现金收入与现金支出情况的财务状

况变动表称为现金流量表。

☐ 会计监督制度

(1) 会计报表的社会公证制度。按有关法律规定,为保证会计报表的客观真实,公司依法按期编制的会计报表和财务情况说明书,只有经在我国注册的会计师审查、验证,并出具报告,方可向外提供;以向社会公开发行股票方式设立的公司,按规定公共的财务报告及必要的附注和说明,则必须取得注册会计师的鉴证。

(2) 股东的查帐请求权制度。西方多数国家公司法都规定,持续一年以上持有公司已发行股份总额一定比例以上的股东,有权申请法院选派检查人,检查公司业务、帐目及财产情形。法院对于检查人的检查报告,认为必要时,可直接询问公司负责人,还可命令监察人召集股东大会。各国对具有查帐请求的股东资格的规定则不同,在法国,代表公司资本10%的股东即享有该项权利,而在比利时和丹麦,则分别需要20%和25%。我国现行的法律制度,针对股份有限公司和有限责任公司的具体情况,分别确立了不同股东查帐请求权制度。在股份有限公司场合,公司应在股东会召开20日前将编制的年度资产负债表、利润表、财务状况变动表和其它有关附表备置于公司住所,供股东查阅。

(3) 公司内部审计制度。内部审计是指公司内部机构或人员对公司的会计记录的真实性、合法性进行审查,通常由公司的审计员或审计委员会实施。审计员的主要职责为:审计和证明公司的年度帐目符合法律和章程的规定,并与实际情况一致。为此,审计员有权在任何时候查看公司的帐目、合同和会计记录,要求得到有关情报和资料。在帐目审核过程中,审计员有义务将不符合有关规定的帐目情况及时报告给董事长或监事会;在准备年度报告过程中,有权查证由董事会寄给股东的有关公司的财务状况及帐目情报的可靠性,如果他们不能证明年度报告和帐目的真实可靠性,就必须讲明理由。

☐ 会计报表的公示制度

会计报表的公示制度是公司在生产经营过程中,依照法律规定将其会计报表向社会公开的一项制度。实际会计报表公示制度是公司制度的内在要求。股份有限公司所需要的大量资金要通过证券市场以发行股票的形式向社会公众募集,股东是不特定的投资者。这些股东受利益机制的驱使,要了解公司的状况。

☐ 公示的方式和原则

在我国,公司主要采用以下三种方式公开其会计报表。

第一,将报表置于公司住所供股东查阅。股份有限公司应将其编制的年度资产负债表、利润表、财务状况变动表和其它有关附表等,在股东会召开20日前备置于公司住所,供股东查阅。

第二,向有关部门或单位报送会计报表。公司会计报表应按月或按年报送当地财税机关、开户银行、主管部门。

第三,公告会计报表。向社会公开发行股票的公司,应按财政部有关规定公告有关会计报表文件。

为了保证股东、债权人以及投资者能够真正了解公司的经营状况,以上述三种方式公示公司会计报表,必须遵循真实、完整和及时的原则。所谓真实,是指公司所公示的会计

报表必须与自身客观实际相符，不得有任何虚假成份。如我国股份有限公司的年度会计报告必须经注册会计师验证；所谓完整，是指公司必须把能够提供给投资者判定投资价值的会计报表全部公开，如我国公司主要机关有权要求股份有限公司在公示的会计报表上载明其他应公开的事项；所谓及时，是指公司必须在法定期间内公开有关会计报表，发生重大事件必须迅速公开，如我国公司的月份报表应于月份终了后 6 天内报出，年度会计报表应在年度终了后四个月内报出。

我国《股票发行与交易管理暂行条例》第 74 条规定，任何单位和个人在股票发行交易过程中，作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的，根据不同情况，单处或者并处警告，没收非法获取的股票和其他非法所得，罚款；《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 21 条、第 22 条规定，发行人有虚假陈述行为的，根据不同情况单处或者并处警告、责令退还非法所筹资金、没收非法所得、罚款、暂停或者取消其发行、上市资格、对与虚假陈述有关的直接责任人员根据不同情况，单处或者并处警告、没收非法所得、3 万以上 30 万元以下的罚款、撤销其从事证券业务的许可或资格。

五、分配制度

公司分配制度是指通过公司的董事会或者执行董事会提出方案并经公司的股东会或股东大会批准以后依法将公司利润进行分割的制度。公司的分配是以公司利润的存在为前提的，公司只有存在利润时，才能够分配。否则，不能分配。公司利润是指公司在一定期间的经营成果，包括公司的营业利润、投资收益和营业外收支净额。

☐ 公司分配的顺序

(1) 纳税。即向国家税务机关，依法缴纳所得税。只要公司有所得，就应当纳税。

(2) 弥补亏损。为保障公司应维持相当于注册资本规模的财产这一资本维持原则的基本要求，公司在本年度盈利时，应依法检查往年是否有亏损，如有亏损，必须首先用本年利润予以弥补，之后才能进入下一顺位的分配。在我国，公司还享有于所得税前利润抵补年限（5 年）内，其亏损可以由下年的利润在缴纳所得税前抵补的优惠。

(3) 提取法定公积金。法定公积金是属于强制性的，公司必须依法提取，它的作用主要用于弥补公司的亏损。按照《公司法》的有关规定，公司在缴纳所得税和弥补公司的前年度亏损后，应当提取 10% 列入法定公积金。但是，法定公积金累计总额相当于公司注册资本总额的 50% 时，可以不再提取。

(4) 提取公益金。法定公益金也是属于强制性的，公司必须依法提取，它的作用是用职工的集体福利设施建设。法定公益金应当在缴纳所得税和弥补公司的亏损后，提取 5% ~ 10% 列入公司法定公益金。

(5) 支付优先股股利。依照法律和公司章程的规定，优先股股东或多或少地放弃了作为股东的共益权，不参与公司的经营决策，也不享有公积金权益。作为权利放弃的补偿和平衡，必须减免其投资风险。因此，优先股不仅股率固定，而且其股利应于支付普通股股利前支付。

(6) 提取任意盈余公积金。在支付优先股股利后，公司还可依公司章程规定或股东会

决议提取一定数额的任意盈余公积金。任意盈余公积金的顺位必须列于优先股股利之后。否则，由于优先股不享有公积金收益，公司就有可能利用任意公积金损害优先股权益。

（7）支付普通股股利。公司在完成以上各项分配后，若利润仍有剩余，即可按确定的利润分配方案向普通股股东支付股利。

☐ 公积金制度

公积金是公司为了增强自身财力，扩大经营范围和预防意外亏损，依照法律从公司税后利润中提取，及依法将公司财产列入而形成的积累资金。

我国《公司法》第 177、178、179 条规定了公司的公积金制度。

公积金可分为以下几种：

（1）法定公积金。指依据法律规定而强制提取的公积金。法定公积金的百分率或数额由法律直接规定，公司必须遵守，不允许以章程或股东会的决议加以变通，因此，法定公积金也称为“强制公积金”。依法定公积金的来源不同，还可将其分为资本公积金和法定盈余公积金。

资本公积金指直接由资本或资产以及其他原因所形成的公积金。资本公积金一般是投资的一部分或具有其他资本的性质，主要来源有：股票超面额发行所得的净溢价额；每一营业年度内，因资产估价增值所获得的估价溢价；处分资产或出售资产的溢价收入；吸收合并其他公司所承受的资产余额；接受赠与财产的所得额等等。

法定盈余公积金指公司在弥补亏损后，分配股息前，按法定比例在税后利润中提取的公积金。我国《公司法》规定法定公积金按税后利润的 10% 提取，在累积额达到 50% 以上时可不再提取。

法定公积金的主要用途是弥补亏损和转增股本。在转增股本时，应经股东会决议，办理法定增资手续，按股东原有股份比例发给新股或增加每股面值，但转增后留存的该项公积金不得少于公司注册资本的 25%。

（2）任意盈余公积金。指根据公司章程或股东会议决议于法定公积金外自由提取的公积金。任意盈余公积金不受公司法强制性规定的限制，由各公司章程或股东会决定规定或议定。但任意公积金只能在公司提取法定公积金之后才能提取。

☐ 公益金制度

法定公益金是依《公司法》规定从公司税后利润中提取，用于本公司职工集体福利的专用积累基金。《公司法》第 177 条、180 条规定，公司在提取法定公积金的同时，必须按税后利润的 5% 至 10% 提取法定公益金。公司提取的法定公益金用于本公司职工的集体福利。

第三节 控股公司章程

一、公司章程的概念和特征

根据我国有关规定，可以将公司章程的概念表述为：公司章程是公司股东依法订立的

规范公司组织与活动的基本法律文件。公司章程有以下主要特征：

☐ 公司章程是公司法人设立及活动的基本规则

公司法人最本质的特征是具有独立于其股东的法律人格，同时作为一个组织，公司法人必须具有与其独立法律地位相适应的组织与活动的基本规则，以此作为公司法人设立及活动的基本依据。就其内容而言，公司章程规定了公司的设立宗旨及经营范围，确定了公司资本、公司组织机构、公司利润分配原则，还规定了公司变更、终止等一系列涉及公司组织与活动的重大事项的规则。因此，公司章程是公司法人得以成立并进行活动的基础。从这个意义上讲，没有章程就无所谓公司。

☐ 公司章程是具有自治法性质的公司重要文件

制定公司章程是公司全体初始股东依法作为，而当事人的最终目的在于创立公司法人。因此公司章程一旦生效，其效力就不仅局限于制定章程的当事人，而且扩展到公司本身，并由此涉及到公司成立因承认章程而加入公司的新股东。从这个意义上说，公司章程已具有了公司法人自治法的性质。

☐ 公司章程是公司法人组织与活动的基本规则的载体或表现形式

从这一点出发，公司章程对内是公司行为的规范性文件，对外是公司与他人关系的准则，同时公司章程还是社会公众了解公司的主要途径，是国家对公司实行管理和监督的重要内容。

可见，章程对于公司是至关重要的，是公司得以成立的基础，是公司得以生存的灵魂。因此，公司章程应力求全面反映股东意愿，以避免因章程引起纠纷，动摇公司的基础。

二、公司章程的记载事项

作为公司生存与活动的重要法律文件，公司法对公司章程的内容有严格而详细的规定。因此，公司章程的记载事项符合法律的要求是章程生效的重要条件。根据我国《公司法》对公司章程记载事项规定的不同情况，公司章程记载事项可以分为绝对必要记载事项、相对必要记载事项和任意记载事项三类。

☐ 绝对必要记载事项

绝对必要记载事项是章程必不可少的事项。缺少其中的任何一项或其中任何一项记载不合法，将导致整个章程的无效。对于章程的绝对必要记载事项，各国公司法都明文予以规定，虽然针对不同的公司类型，列举的必要记载事项不尽一致，但对绝对必要记载事项的规定却基本相同，都是这类公司的性质要求章程的必备条款。例如，英国公司法第2条第4款规定，公司章程必须包括如下条款：

- (1) 公司名称；
- (2) 公司注册营业处；
- (3) 公司的宗旨；
- (4) 财产责任；
- (5) 注册资本；
- (6) 合作内容（包括章程签署人组建公司的意愿、各自认购的股份数额等）。

依据我国《公司法》规定,股份有限公司章程应载明下列事项:

- (1) 公司名称和住所;
- (2) 公司的经营范围;
- (3) 公司的设立方式;
- (4) 公司股份总数、每股金额和注册资本;
- (5) 发起人的姓名或者名称;认购的股份数;
- (6) 股东的权利和义务;
- (7) 董事会的组成、职权、任期和议事规则;
- (8) 公司法定代表人;
- (9) 监事会的组成、职权、任期和议事规则;
- (10) 公司利润分配办法;
- (11) 公司的解散事由与清算办法;
- (12) 公司的通知和公告办法。

☐ 相对必要记载事项

相对必要记载事项也是法律列举的事项,但这些事项是否记载于章程,可由当事人自定。如果予以记载,则发生效力,如不予记载,也不影响整个章程的效力;如所记载的事项不合法,则只是该部分无效,并不导致整个章程无效。在有些国家的公司法中,相对必要记载事项主要有:发起人所得的特别利益,分公司的设立,公司年限及董事和监事的报酬等。

☐ 任意记载事项

任意记载事项,是指除绝对必要记载事项和相对必要记载事项外,在不违法律的前提下,发起人或创办人认为有必要记入章程,作为共同遵守的行为规则的事项。这种事项虽可由发起人任意选择,但一经载入被核准的章程,该事项即发生效力,全体股东也要一致遵行,不能任意变更。如需变更,需修改章程,并办理变更登记。

三、公司章程的修改

公司章程对公司经营发挥着纲领性作用,所以一经制订和生效就具有相对稳定的特性,它的修改是一件很严肃的事情,非经法定事由和程序不能修改。

☐ 修改章程的条件和程序

修改公司章程是股份有限公司股东大会的一项重要权力,但股东大会行使权力时必须遵循一定的条件和程序。

(1) 修改章程的条件。

依照《公司法》第107条规定,股份有限公司修改公司章程,必须经出席股东大会的股东所持表决权的三分之二以上通过,才可以进行。

(2) 修改章程的程序。在我国,修改章程应当遵循的程序主要有:

- 由公司董事会拟订并提出修改章程的方案;
- 在股东大会召开的30天以前将方案事项通知各股东。临时股东大会不得对通知中

未列明的事项作出决议；

——股东大会以出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过决议，具体落实修改章程事项；

——由董事会将通过修改的公司章程向公司登记机关办理变更登记手续，否则，修改后的章程不能生效；

《股份制企业登记管理暂行规定》要求公司在修改一个月内向登记机关办理备案手续，否则将予以警告，同时处以 10000 元以下罚款，并限期补办。

——按规定办理公告事宜，例如按要求在指定报刊上公告。

☐ 章程修改的内容

我国公司法第 79 条规定章程需要载明的 13 个方面的内容都是可以修改变更的。这里主要

(1) 增加资本。增加资本是指公司为其经营所需要增加运用资金，经修改公司章程，依法增加资本的方法。它是增加运用资金的正常方式。

需要指出的是，增加资本与由子公司合并而引起的资本总额的增加的目的是不同的。增加资本的目的是为了增加运用资金。而公司的合并不是这个目的，但由于公司合并，也会使公司的资本总额发生变化，也要进行章程修改登记。

要实现增加资本，它必须要有先决条件和遵守一定的程序。第一，要增加资本，必须是在股份已募足，并间隔一年以上；第二，增加资本的行为，必须是在经过股东特别会议通过增加资本的修改方案，然后进行变更章程之后进行；第三，在发行新股增资后的一定时间内向主管机关申请变更登记。

(2) 减少资本。依照《公司法》第 186 条及 188 条第二款的规定，我国股份有限公司减少注册资本必须依法修改公司章程，并向登记机关办理变更登记。减资的办法主要包括减少股份数额和减少股份金额的形式。减少股份数额是指减少公司注册资本的构成份数，如将公司注册资本由原来的 5000 万股减为 3000 万股；减少股份金额是指减少每一股的价值量，如将原价值 1 元的每股减少 0.20 元，使每股价值为 0.80 元。无论采取哪种方法，都必然要引起公司注册资本总额的减少。但是，无论采取哪种方式，公司减资后的注册资本不得低于法定的最低限额。

减资程序与增资程序大致相同，也必须要经过由董事会拟定法案、股东大会决议直至申办变更登记并公告的过程，减少注册资本的行为才算有效。

但有几方面的内容是独有的，而且是至关重要的：

(1) 公司减少注册资本，必须编制资产负债表及财产清单。

(2) 应在规定期间内通知债权人。由于公司减资会影响到债权人的利益，所以，公司法第 186 条第二款规定，公司应自作出减少注册资本之日起 10 天内通知债权人，并在 30 天内至少公告 3 次，债权人有权就减资事项提出异议。

债权人自接到通知书之日起 30 天内，未接到通知书的自公告之日起 90 天内，有权要求公司清偿债务，或者提供相应担保。

(3) 如果公司违反了通知或公告要求，或对有效期内提出异议的债权人不予理睬或以

减资对减资对抗债权人，将依照公司法第 217 条规定承担相应的法律责任。

（4）若借减资抽逃资金、隐匿财产、逃避债务，构成犯罪的，依法追究直接责任人员的刑事责任。

第六章 控股公司成长战略

控股公司的迅速成长得益于其产权经营方式，产权经营使控股公司的成长战略以外部成长为主。同时外部成长过程中企业间的关系除一般的契约、技术合作等非资产纽带外，以资产纽带为主，即外部成长战略和产权经营相辅相成。

第一节 控股公司成长战略的特点

控股公司发展战略的特点很大程度上是由其经营方式决定的，即以产权经营为主。控股公司通过层层控股，由母公司控制子公司、子公司控制孙公司，依以类推不断地扩大经营规模和业务领域。因此，控股公司发展战略有十分鲜明的特点：外部成长为主，产权经营和成长战略相结合，并具有迅速扩张性。

一、外部成长战略

在市场经济下，企业为了获取更多的利润，维护自己的竞争能力，必然要求不断成长，不断扩大资本规模。而且，各种信用制度的发展也为公司增大资本规模提供了条件。也就是说，市场竞争使公司本能地需要成长。通常，企业成长有内部成长和外部成长两种方式。

企业资本规模扩大的基础是利润的内部积累，即所谓内部成长（internal growth）。因此企业内部成长一般以企业内部业务经营为基础，是一种自身积累，是一种公司成长常用的方式。前面已讲过控股公司的经营以产权经营为主，只是凭借自身持有其他公司一定数量股票来控制 and 操纵其他公司，自身并不经营实际业务。虽然混合控股公司也从事实际业务经营，但这不是其作为控股公司的特征，而是一般公司的特征。因此，控股公司的成长战略必然以外部成长为主。即通过购并来扩大资本规模。

控股公司在实施外部成长战略时，可以有二种基本的选择：一种是通过购并、控股、合资等方式来扩张自己的势力；另一种是向目标领域直接投资，建设新的工厂或设立新的销售渠道等。从发达国家的经济现实看，第一种是控股公司外部成长的主要方式。英国学者斯科特（J·Scott，1979）认为：“从许多国家的调查中可知，大企业并非通过投资建设新工厂，而是通过获得其他公司来发展，从而实现持续地成长。”这种外部成长可以节约投资成本，缩短进入市场所需要的时间，降低市场风险和竞争程度等。美国全录（Xerox）公司由于在美国国内复印机市场扩张过速，使这家公司无法投入大量的经营资源到其他市场，为了避免丧失国外市场的有利机会，这家公司采取了合资形式，得以迅速地进入世界各地市场。例如与英国兰克（Rank）公司于1959年成立的兰克全录公司，1961年兰克全录公司

又和日本富士(FuJi)胶片公司合资成立了富士全录公司。后来美国全录公司又在中国投资生产复印机,和中国一家公司各持有一半的股份。这种合资实质也是一种股份的结合。又如日本先锋公司在台湾的视听电子产品均由台湾百韵公司代理,后来日本先锋公司希望能够收回销售权并加强对台湾行销网络的控制,于是便购入了百韵70%的股份,成立百盛公司,成为自己的控股子公司。

外部成长战略还有许多优势,在以下几节中将结合具体成长方式论述。

二、产权经营和外部成长相结合

控股公司产权经营方式决定着控股公司成长战略以外部成长为主,但两者并不是因果关系,而是一种矩型交织关系。从产权关系看,控股公司内母子公司间及子公司间组成一个金字塔结构,从发展战略方向来说,又存在着垂直整合、水平整合和多角化三种方式。两者之间又存在着多种结合。

合资有时采取一方控股(大于50%)一方参股(小于50%)的形式,有时采取双方各持有50%的形式,这是介于参股与控股之间的一种形态。

一般来说,产权关系和战略方向结合的形式服从于既定的战略目标。例如在垂直整合时,如果是为加强自己在行业中的垄断地位或竞争地位,同时为了反购并,则一般应加强其对上、下游子公司的控制,采取独资或控股形式;如果仅仅是为了加强业务合作和技术合作等目的,往往参股就可以达到目的。对于水平整合和多角化也是如此。例如在美国,高科技公司经常以收购对方少部分股权的方式,以加强双方合作关系,以壮大自己的实力。例如美国电话电报公司(AT&T)、惠普(Hewlett Packard)等著名公司,曾分别购下Sun Microsystem、Silicon Graphics、Octel Communications、Mips Computer System的20%的股权,而分别取得对方的技术使用、OEM(委托制造)、代理销售、技术授权等合约权。也可以说,产权经营是实现外部成长战略的一种方式。

三、迅速扩张性

控股公司的外部成长战略由于实行购并等多种产权经营方式,因此必然有一种迅速扩张的特征。内部成长一般会受到公司盈利能力的限制,因而其扩大规模的速度是比较缓慢的。控股公司的外部成长过程则是一种资本集中过程。当资本集中和生产积聚达到传统企业组织容纳不下的程度时,必然会采取控股公司形式。这种方式可以减少竞争对手,扩张经营领域。目前控股公司有着向大发展的趋势,即多元化和国际化,表现出了控股公司成长战略的迅速扩张性。

由于技术的生命周期所导致的经营事业(产品/市场)的生命周期普遍存在,使得控股公司为了长期而持续地维持其经济效率和经济地位,必然需要同时拥有若干个处于不同生命周期发展阶段上的经营者,即采用多角化的成长战略。当产品/市场进入成熟期后,出现了资源剩余,因而所积累起来的可以从现有产品/市场上分离出来的资源,就为多角化扩张提供了可能。

随着世界范围内贸易保护主义的抬头,以往的国际经营与合作方式都受到了抑制,大

型控股公司都可以通过大量持股的方法来控制海外的公司，谋求经济的合理性和采购、生产、销售的多元化及整个控股公司的效率。

以上是对控股公司发展战略特点的简要分析，但控股公司在战略选择上采取哪种外部成长战略，则取决于企业的相对市场占有率和市场本身的成长率，如图 6.6.1。

图 6.6.1 控股公司成长战略选择

A 区表示市场的增长率较高，但控股公司尚未确立有效的竞争位置。当市场整体不断扩大时，则处于不利的竞争地位，公司也有可能通过重新调整其战略和组织结构来壮大其竞争地位。首先可以选择的战略计划是向既定目标市场集中资源，通过新的战略重新构筑竞争优势。其次，水平整合也是一项有效的战略选择，当同一行业中存在着有吸引力的购并对象公司时，则可以通过购并，吸收购并对家公司的技术、资金、特殊人才等，迅速构筑竞争优势。例如，1993 年，美国的默氏药厂（Merck & Co）收购马狄高医药服务公司以及大西洋贝尔公司收购电子通讯公司（Tele Communications Inc）都是较典型的水平整合的例子。

B 区的公司具有寡占和垄断的势力，在战略上为了维持目前的市场份额，以稳定地获取丰厚利润，从而强化其市场的领导地位。也有必要采取垂直整合战略。同时为了分散事业风险，以本公司在本产业所具有的战略优势为资本投资的手段，展开集约型（也称同心圆型）多角化战略。

C 区的公司所处市场已进入了衰退期，所以公司应向全新的事业领域扩张。D 区的公司处于市场低成长或衰退的经营环境，已不存在重大的利润机会，但公司却保持着强大的战略竞争优势。这时，以该产品/市场获得的资金流为基础向其他市场和行业做多角化扩张。

以下几节将具体介绍垂直整合、水平整合、多角化三种主要的成长战略。

第二节 垂直整合战略

垂直整合战略是指向上下游公司的成长性投资战略，通过这种成长战略将原料供应、生

产、分销及其它经济过程结合起来。它表示了公司应用内部的或管理的职能而不是市场职能去实现经济目的。

任何战略的目的都是为了形成竞争的相对优势。垂直整合战略也是如此，这也决定了垂直整合并不是必胜的战略，也有一定的应用范围。我们先举例说明这种相对性，再具体分析这种战略的利弊。

一、卡西欧的竞争战略

卡西欧是世界有名的制造手表和袖珍型计算器的公司。它的竞争者大部分都是依据工程、制造和行销这些传统职能而组织的，因此也就必须大幅度依赖纵向的整合，例如必须要拥有集成电路的生产设施。相反地，卡西欧却一直是一家工程、行销和装配公司，在生产设施和销售渠道上很少做投资。它的实力完全在于创新性的灵活性上。卡西欧在了解竞争者没有能力迅速推动新产品后，就采取了加速和缩短产品生命周期的策略如图 6.6.2。它推出二毫米厚的名片式计算器之后不久，就立刻把价格降低，使得竞争者不敢推出近似的產品。只有几个月之后，卡西欧又推出了另一种款式的计算机，按键时可以发出音乐声。

图 6.6.2 卡西欧的竞争策略

卡西欧的策略是把设计和开发与行销结合在一起，因此就要由最接近市场的人不断分析消费者的欲望，然后把分析的结果迅速变成工程蓝图。卡西欧的设计开发和行销能力很强，因此也就能承受把推出不久的新产品加速淘汰所付出的代价。而它的竞争者却假定这种产品有 1~2 年的生命周期，采取纵向整合的组织方式，因此处于十分不利的地位。

但是当卡西欧缺乏新创意，它的顾客也厌倦了加速的产品周期时，就会遇到困难，因为它在生产、补给和销售这些传统的职能方面，毫无与众不同的专长。

从卡西欧的例子可以看出，这是一个很难平衡的做法，但也许就存在着优势和盈利。下面我们将具体分析垂直整合的优势和弊端。

二、垂直整合的优势和弊端

□ 垂直整合的优势

(1) 销售优势。垂直整合可以利用其他公司现有的销售网络来销售自己的产品。一般来说，生产厂商常常因为资金效益，认为不值得花费大量的销售费，即使以自己的品牌销售，也认为不值得（有时是能力不够）再支付大量的销售费用，所以利用参股或控股的形式向销售网络良好的下游公司投资，可以说是较好的策略。在公司追求利润的经营目标下，应尽量提高固定成本的边际贡献，也就是要尽量销售更多的产品。因此，公司必须拓展新的市场，而且如果能找到在目标市场上已有行销网的公司做代理商，则不必支付大量的销售费用。

因此寻找合适的代理商，是打开新市场的一种途径。此外，这种垂直统合还有相当大的灵活性，除了建立普通的内部产销关系外，往往还用于对税收及其他成本的考虑，采取以零组件进入再组合装配的方式。总之，当与下游有销售网的公司实行垂直统合，往往成为企业整个经营战略的中心。

(2) 供应上的优势。从卖方的观点来说，销售上可采取代理关系或委托制造关系(OEM)。包括卖方给予买方销售卖方品牌产品的权利(代理商)，及销售卖方品牌产品给买方的委托制造关系。对于买方来说，委托制造则是买方赋予卖方制造本身品牌产品的权利(制造权)。

对于生产商来说，扩大产品线的最快速的方法，就是直接代理其它公司的产品，或者是利用其他企业的技术授权在自己的市场上销售。例如，台湾的兴美公司积极实施向上游整合的策略，取得美国康宝(Campbel)各式汤类罐头及 V8 果菜汁在台湾的代理权，并进一步希望在台湾授权制造 V8 果菜汁。

(3) 生产优势。在当今科技性的消费产品中，大多数公司已经无法全面掌握所有关键科技，因此，在生产策略上，部分零组件向外界采购，往往比自行生产有利，但此方式同时也避免不了让竞争者分享本身的技术，而增加市场潜在竞争对手。

采购原料的供应关系，是一种重要的垂直统合关系。一般而言，生产商与采购商整合可分为两个层次，一是原料与下游加工厂的整合，另一层次是加工厂和下游负责销售的中间商的统合。

生产商向下游整合的结果,可能会取代原来的垂直合作,破坏原来的专业分工,因为不管是那个层次的下游整合,都可能因为和原下游客户竞争,而短期内造成客户流失。

从以上这几个方面的优势可以看出,垂直整合往往是取长补短,只要彼此整合能创造更大的价值,就有实施的可能性。同时公司的垂直整合往往是双向的。例如,两者公司的产品,相互透过对方销售网销售双方的品牌。例如,英国 LCL 是英国最大的电脑公司,宏基公司是 LCL 个人电脑最大的委托制造的供应商,但宏基公司也与 LCL 以委托加工方式合作,在亚洲市场以宏基品牌,销售 LCL 使用最新 UNIX 系统的电脑。

□ 垂直整合的弊端

(1) 增加了经营风险。垂直整合增加了公司的固定成本部分。如果公司在某一市场购买一批产品,那么所有成本都是变动的。如果实现了垂直整合,即使有些原因降低了产品的需求,公司也必须承担生产过程中的固定成本。由于上游公司的销售量影响下游公司的销售量,在两项业务中引起波动的因素也在整个整合链中引起波动。经营周期,竞争或市场开发等都可能引起波动。因此,整合增加了公司的经营力量,暴露了公司在收入上较大的周期性变化。虽然整合对风险的综合作用还依赖于在其它方面是否降低了经营风险,但从这一点来说,却增加了经营风险。

例如美国的科第斯出版公司建立了一个庞大的纵向企业,为几份杂志(主要是《星期六晚邮报》)提供服务。在 60 年代后期,当杂志出现困难时,这对科第斯的财务状况产生了极坏的影响。

(2) 弹性低。纵向整合意味着一个公司的命运至少部分地由其内部的供应者及顾客成功竞争的能力来决定。技术上的变化、产品设计,甚至零件设计的变化、战略上的失败或者管理问题等都会使内部供应者提供高成本、低质量或者不合适的产品和服务,或者使内部顾客与销售渠道失去了它们应有的市场地位。与和某些独立实体签约相比,纵向联合提高了改换其它供应商及顾客的成本。

例如,一个处于领先地位的加拿大香烟生产商艾马斯科公司与其在生产过程中所必需的包装原材料企业向后联合。然而,技术上的变化使这种包装形式劣于其它形式,而其他形式的包装其供应商不能生产,在经历了许多磨难之后,最终决定放弃这个供应商。

(3) 资本需求大和灵活性差。如果与公司所提供的资金相比,上游公司与下游公司对资本的需求较大,在整合的公司中重新投资的需求能够暴露其战略风险,即整合能够耗尽公司中的资本需求。

同时整合能够降低公司分配其投资资金的灵活性。由于垂直链中每一部分的功能是相互独立的,因此,可强迫公司在额外部分投资以维护整体,而不是分配资本。例如一些大型的、联合的供应原材料的企业,由于缺少多种多样的资本而从事低收益的生意。它们的资本密集的、联合的经营已经消耗了大部分投资基金,其目的仅仅是为了维护在经营过程中资产的价值。

(4) 激励降低。垂直整合意味着通过已有的关系来进行购买与销售。由于是在联合体内部销售而不是竞争,这种优势对上游公司来说就较小。相反,在联合体内部购买与销售产品时,企业间不会像与外部商人做生意时那样激烈地讨价还价。因此,内部销售与购买

能够减少激励。

如果上游企业或下游企业是病态的（战略上），它的问题可以蔓延到其它健全部分，一个企业能够感到压力，或者通过接受高成本、劣等质量的产品或内部销售时的低价格等帮助困难企业。从战略上说，这种情况能毁坏健康企业。如果母公司来帮助困难企业，最好直接进行资助或支持，而不要间接地通过它的兄弟公司来做。但是，在控股公司中盈利企业很难做到不帮助亏损企业。因此，不健康的企业能够不知不觉地毁坏健康企业，导致了控股公司中具有普遍性的“坏苹果”问题。

三、如何实施垂直整合战略

上面对垂直整合战略的分析或许使人感到无所事从，似乎接受其优势的同时也必然要接受其弊端。其实，只要运用得当，就能趋利避害。

☐ 实施垂直整合战略必须要注重时机

在第一节最后分析中已指出，垂直整合处于市场成长率较高，且竞争力较强的区域。

当光导纤维工业还初显头角的时候，科尔宁玻璃总公司（Corning Glass Works）彻底地实行了纵向一体化，生产各种光源产品，如激光或聚光二极管、光导玻璃纤维（glass fibers）、玻璃纤维的外包电缆、信号光转换器，以及各类光导产品的组合器。随着光导纤维行业的进一步发展，以上产品都能与玻璃纤维电话线和使用玻璃纤维的办公室复印设备挂钩。但是不久，科尔宁公司拍卖了自己的电子附属公司，整个经营变得单一和专业化起来，仅局限于生产玻璃纤维产品。科尔宁公司还同一家西欧的电话和计算机卖家合资生产玻璃纤维电缆。同时，它向这家西欧的公司出售的纤维产品，又与卖给美国电话电报公司、通用电缆公司（General Cable）、通用电子通讯设备公司（G.T.E）的产品一模一样。在整个行业发展的早期阶段，科尔宁公司实行了纵向一体化，但在成熟阶段，它放弃了纵向一体化经营。这就是垂直整合战略的时机选择。

当美国的企业刚刚渡过环境日益对抗的 70 年代时，美国学者霍尔（Willian K·Hale）选择了美国国内 8 个主要制造行业的四个企业进行了深入调查后指出，成功企业均得益于成本最低和质量最优。所有低成本的厂家，在成熟的市场上，很少采用垂直整合，它们不强调把一体化作为一项政策，而是在寻求高额的价值增值和产权组合中，决定是否采用一体化。因此，决定是否垂直整合的标准是高额价值增值和产权组合。或许这可以解释科尔宁公司为什么先期纵向一体化而后又解散。在市场成长期，科尔宁公司可以充分利用协同作用，发挥供应、生产和销售三大优势，达到成本最低的竞争优势。但随着市场的变化，由于产品（技术）的生命周期的发展，一旦市场进入饱和期，企业的收益将下降，如不早做准备，则将面临全面的危机。

☐ 有选择地一体化

1920 年，通用汽车公司提出了一项一体化政策：“对于那些在汽车生产中只占很小比例的一般性企业，千万不要进行投资”。这项政策为许多公司所奉行。低成本的领先企业不进行完整的一体化，只是在纵向生产链的某一阶段上进行投资，以得到最高效率的生产技术。这样做的结果，可以集中力量实现管理者的意图，即在特殊的联合经营中获得低成本。正

如福特公司的一个主要竞争者所观察的那样：“在这个世界上，福特是大型载重汽车制造商中很少进行一体化联合的企业，但它的成本低，并能在这个行业中获得最高的投资收益。回顾过去，福特的战略取得了辉煌的成果，它让我们学会制造汽车部件，而他们自己学会了制造利润”。

有选择的一体化的另一个原因是创造规模经济的能力限制。垂直整合旨在谋求经营的稳定和效率化，它能保障稳定的原材料供应（前向整合）、保证及扩大销售渠道（后向整合），以充分接近顾客，迅速调整产品和规模，增加附加价值。但并不是一旦垂直整合就可以实现成本优势，垂直整合虽可以节省交易费用，但是从上游至下游，各个环节上均需要形成一定的规模经济。而在各个环节上都达到规模经济要求的产量、批量、规模是十分困难的，因此，纵使短时间形成成本优势，也难于保持。

美国的怀特公司在 60 年代中期，对司机室、车体、车轴以及发动机制造等进行投资，进行后向一体化，希望会降低成本，结果为了实现高效率的规模经济而进行的这些投资，却导致了这家公司处于相对的高成本地位，使得怀特公司本来就日益恶化的境遇火上浇油。

□ 要注重优势互补

垂直整合的几个优势其实都是由整合公司互相取长补短而形成的。譬如一家生产力很强但销售力较弱的公司可以通过和一家生产力一般但销售力很强或者专门从事销售的公司从事整合，则会形成生产和销售“强”结合的优势。

自从信息高速公路计划问世以来，美日欧及亚洲地区的主要电子、通信企业为了争夺这个“新事业的宝库”，增强占据世界高新技术前沿的竞争力，掀起了此起彼伏的联合、结盟、兼并的浪潮。例如美国 IBM 公司与西尔斯——罗巴克公司联合研制电视收购系统；AT&T 兼并美国麦考峰窝通信公司等等。上述企业联合、结盟、兼并浪潮出现的背景首先在于多媒体是多种信息媒体的融合、统一。因此，多媒体产业的崛起必然经历一个不同信息产业的结盟、合并过程。其中，特别是通信与广播的融合被称为是通信业的一次革命。因此，从结盟的各个公司所处行业不同来看，这可以说是一种在多媒体产业这个大范围内的纵向整合。

因此，这种大范围内的整合的一个重要原因就是为了在技术、人才等方面达到优势互补，这当然也是由于多媒体技术具有跨专业学科的特点，为了开发综合利用各种信息媒体的新产品新服务，仅仅依靠某个行业的企业原来拥有的技术专长已经远远不够了，而必须与其它相关行业的企业在技术、人才、资金等方面进行合作。

□ 垂直整合战略要灵活

一般来说，垂直整合战略是公司长期战略的一部分。但是有时面对市场和产品的变化，是否采用及采用的程度都要表现出一定的灵活性。

杜邦公司直至成立 25 年时，一贯奉行内在开发政策的常规，从未依赖外部力量。正当杜邦公司实验中心在开发新药剂方面初见成效时，急需一市场销售方面的机构，它必须具备在全国范围内接触有名医生的条件。白手起家，建立这样的市场销售机构，势必贻误时光。因此，杜邦公司兼并了一家在商标药剂领域很有名气，而且在市场关系方面人才济济的公司——恩敦实验中心(Endo Laboratories)。杜邦公司这一行为，打破了它 25 年的常规，

但却为杜邦公司在药剂领域牢固地建立了强有力的地位。由此可见，实施整合时灵活性是必不可少的。

四、控股公司垂直整合时应注意的问题

□ 垂直整合后对子公司不能施行行政控制，母子公司的管理目标要协调

一般来说，母公司通过购并向前或向后一体化主要是为了扩大母公司的经营范围，实现母公司的经营目标。这种垂直整合在直接投资时，母公司可直接派人经营，并努力和母公司保持一致。只要双方在战略上取得一致，就很容易协调。这种直接投资有时和母公司的一个分部门的作用是一样的。

但对购并入的子公司来说，问题就不那么简单了。子公司本身作为一家公司，有自己的经营范围、经营业务和客户。在母公司控股的情况下，母公司多数时候将子公司作为自己的原料供应地或产品销售机构，必然引起子公司的反对，造成双方目标的不协调。如果母公司的股票持有比例低于 50% 时，可能将无法控制。

例如，有一家出版发行多种贸易月刊的联合公司，购买了一家印刷公司，专门从事刊物的印刷业务。这家出版发行的联合公司购买的目的在于确保快速和合理的印刷服务，使整个刊物的出版和发行按同行价格水平，畅通无阻。在母公司主要负责人的指导下，印刷业务的目的如愿以偿。但是这却引起了印刷子公司经理的强烈不满。虽然母公司拥有控制股份，可以控制子公司的经营，但子公司毕竟是一个相对独立的经营单位。母公司却要求印刷子公司只为母公司服务，不能在无刊物印刷业务时，对外承接印刷业务，也不能撇开刊物印刷的范围而自行投资，更新现有印刷设备。总之，母公司的垂直整合战略凌驾于子公司的独立经营上，使子公司受到限制，无法自己施展。

这种做法看似加强了母公司对子公司的控制，加强了垂直整合的效果，其实恰恰相反。母子公司均存在着一个集权与分权的关系，过于集中以至于把子公司变成一个分部门，会给公司经营带来危机。比如上述联合公司对印刷子公司的做法会引起不满和消极生产状态，印刷子公司只满足于完成任务，不再关注成本，势必导致成本上升，利润下降。如果母子公司都是上市公司的话，则会导致更严重的后果。母公司如果这样控制子公司，会引起子公司小股东的强烈不满，因为这涉及到股东利益。如果这些小股东抗议无效，便会认为子公司不再有前途，会抛售股票，引起子公司股票价格下跌，很可能会波及母公司。

比较明智的做法是尽量将子公司作为业务合作伙伴对待——母子公司关系市场化。资本投入可以作为加强和稳固业务合作的手段。这样，一方面双方有稳定的业务关系，最好以合同和技术合作方式进行，而不是行政命令式；另一方面，母子公司也有较大的选择空间。母公司在认为子公司成本过高，或子公司认为母公司质量较差时，均可外购，这样也给双方造成了一种竞争压力。

当然，垂直整合后，子公司的决策不倾向于母公司是不可能的，但是这种倾向应以体现了母公司这位大股东的权力为界限。

□ 对子公司不能自由放任，目标要随时整合

母子公司垂直整合后，发展战略要一致。子公司虽然有一定的自由经营活动空间，但

必须保持双方的业务合作关系，以充分利用整合的协同效应。对子公司自由放任，最终会使整合关系有名无实，违背整合的初衷。

有这样一个例子。马歇尔·费尔德公司（Marshall Field & Co）很久以来，就一直以传统经营为基点，实行向前和向后的一体化策略。早期的费尔德公司是芝加哥一家纺织品批发企业，向中西部地区批发上千个纺织品种的商品。这家公司实施的第一个向前一体化战略，是在芝加哥市开设零售商场，零售商场在芝加哥很快出了名。考虑到人们不局限于购买纺织品，商场经理便扩大业务范围，自行从世界各地进口独特商品，使商场最后发展为多样化的独特商品零售大王。这样，这家子公司与搞批发业务的母公司越来越疏远，以致有名无实。

费尔德公司的后向一体化策略，是在东南部的几个州开办工厂，生产各种类型的供批发用的纺织品。但由于市场和生产之间的脱节，纺织品工厂的产品不能及时通过母公司的批发网络销售。工厂经理不得不在纽约市寻找市场，建立自己的零售商店，按客户的要求进行生产，母公司对其后向一体化完全失去控制，协同优势自然缩小到极点。

费尔德公司前、后一体化策略的最后失误，一是由于母公司的经理们没有及时地纠正各子公司的“偏离”行为；二是因为市场环境的变迁，改变了子公司经理们最初的经营思想。在那段时间，纺织品的生产和销售一直在走下坡路。如果母公司的经理善于审时度势，就应该及时对原有的经营改组，调整或者放弃原来的经营范围。费尔德公司的高级管理人员对此迟钝麻木，看不出在批发与生产之间寻求协同优势会适得其反。直到亏损严重，面临整个公司大动荡的处境，方才省悟，可惜晚矣。

由以上这个案例可以看出，一方面母公司要适当保持对子公司的控制，另一方面目标整合是一个双方都在调整的过程，双方的调整都应随着市场发展的方向进行。

最后，将介绍一个成功实施从前到后整合的案例。虽然一次从前到后整合最好，但从实际情况来说，还是分步进行较好。

AMAX 铝业公司是 AMAX 有限公司的一个子公司。AMAX 是美国金属公司（American Metals Co. Ltd.）与克莱马斯铝业公司（Climax Molydenum Co.）合并的产儿。自 1957 年以来，一直从事各类金属的生产和经营。

AMAX 在扩展中决定进军铝工业，并努力实现一体化。经过可行性研究和分析，AMAX 的一名高级经理及其助手指出：北美地区的一体化铝业公司较之其他制造业的公司，具有举足轻重的作用，而且现有的铝业没有雄厚的资金来扩大生产能力，以满足日益增长的铝需求趋势。他们分析了纵向整合的几个方面所面临的竞争：

（1）“后向型”（up—stream）铝业公司（包括铝矾土开采、提炼氧化铝、提取精铝等生产环节）的利润高于“前向型”（down—stream）铝业公司（要资本密集，基本经济规模的起点很高）。

（2）把铝矾土开采作为突破口，是死胡同。因为在 60 年代初期，铝矾土资源全部被一些综合一体化的大公司垄断，如 ALCOA（美国公司）、ALCAN（加拿大公司）、Reynolds（美国公司）、Kaiser（美国公司）和 Pechiney（法国公司）等等。

（3）从基础提炼阶段开始一体化，是一条可行之路。北美铝行业 85% 的提炼能力均被

以上几家北美大公司所掌握，市场上没有精炼氧化铝的立足之地，只有向这些大公司购买技术和设备。而且对氧化铝的提炼属于不间断性生产，将直接影响设备的生产能力。

(4) 铝行业曾经历生产能力不足与过剩的循环周期，一旦 AMAX 进行后向整合，必须为铝锭找销路，在生产能力过剩的时期，AMAX 只得搞低价倾销。

经过对铝行业的周密分析，公司决定分两步进行纵向整合。第一步是兼并现存的“前向型”铝业公司，这类公司利润不多，但投资也较少。第二步向后向型发展。

当时正好美国司法部(USDJ)驳回了美国两家大型铝业公司分别兼并两家中型铝业公司的带垄断性质的提议。这两家中型公司之一为考利尔公司(Kawneer Co.)，是美国主要的铝建筑材料制造企业；另一家阿派克斯冶炼公司(Apex Smelting Co.)，是美国回收提炼废铝、生产铝合金的主要厂家。AMAX 抓住两家中型铝业公司急于与大公司合并却未能成功的心理，同时接纳了他们。接着，AMAX 又兼并了一家主要的生产流动房屋铝材的公司。

AMAX 第一步整合的非常成功，树立了自己在铝行业的竞争地位。很快便开始搞“后向型”一体化，其中的最重要一环，是解决氧化铝的来源问题。

AMAX 试图参与由 Kaiser 铝业公司发起的开发澳洲乐石地区铝矾土的合作项目，但未能成功。后来，AMAX 在华盛顿州找到一家伙伴，即法国 Pechiney 铝业公司的子公司豪默特铝业公司(Howmet Co.)。两家各出一半股本，合建了一座年产 22.8 万吨铝锭的工厂(总投资超过 1.5 亿美元)。而豪默特铝业公司的母公司正好是澳洲乐石地区开发项目的合伙公司之一，这又为 AMAX 提供了合资机会。同时，AMAX 发觉 ALCOA 在澳大利亚的工厂有多余的氧化铝生产能力，便与签订了长期合同。就这样，AMAX 终于在 1965 年建立了纵向一体化的铝业公司。

第三节 水平整合战略

水平整合相对于垂直整合来说，是指非上下游供需的各种合作关系，一般指同业间的整合。水平整合战略主要有三个目标，也可以说有三个优势，即：规模经济、扩大市场份额、克服过分竞争。其中规模经济是水平整合最重要的优势，是扩大市场份额以及克服过分竞争等目标的基础。所以，这一节省先讨论水平整合战略形成的规模经济，再详细介绍出于几种不同动机的水平整合战略，最后讨论水平整合与竞争的关系以及卡特尔。

一、水平整合战略与规模经济

□ 单一产品生产中的规模经济

导致大公司产生的一个技术经济的原因是规模经济的存在，使得较大生产者的平均单位生产成本低于较小的厂家。在规模经济的条件下，凡是不能把生产规模扩大到足够高度的厂商，生产成本难免较高，从而竞争中处于不利地位。反过来说，只有把企业规模提高到一定水平的厂商才能生存与发展。

规模经济的存在有多种原因。就单一产品生产中的规模经济而言，重要原因是，当产量足够大时，人们可以采用专门化的设备与工具来提高效率，可以更好地在工人中实行分

工，从而有利于改善劳动熟练程度与积累经验。

☐ 水平整合产生的规模经济

水平整合的规模经济包括单一产品生产中的规模经济。但最重要的还是体现在管理方面。

具有多个工厂或分公司的控股公司有能力使用专门的会计、资金、行销、研究与开发，乃至法律事务等人才。比如资金，水平整合的控股公司因为不同工厂或分公司的产销时间不同，流动资金的运动便更加均衡，易于建立统一合理有效的现金储备。公司派出的前线推销力量，也只有在公司生产量足够大时才会经济合算。至于管理者及管理经验方面，一旦为单个大规模子公司的经营管理所需要的人才齐备后，那么扩展到多家时，就比较容易。

那么是不是水平整合程度越高，规模经济效益就越高呢？其实不然。虽然由于规模经济的存在，单位产品的成本随着产量、工厂规模和公司规模的提高而降低，但各种原因表明，规模经济的存在是有限度的。

从工程技术角度看，规模提高导致节约的现象一旦超过某种限度，就起变化了。同样，许多大型加工、处理设备一旦大到一定程度，就可能需要专门的强化结构的措施，因而使单位成本上升而不是下降。至于劳工与设备的专业化，一旦走过了头，则可能导致狭隘的经验，从而降低适应市场变化的能力。

企业管理者的能力也为规模经济设置了某种极限。公司规模的选择离不开对管理能力的考虑。实际上，水平整合也要受到这种因素的制约。当然，这种制约因素也可以得到一定程度的克服，例如实行分权管理等等。

二、几种不同动机的水平整合

☐ 出于专长互补目的水平整合

水平整合战略有时是因为彼此专长的互用，从而共同创造竞争力量，以提高双方的经营效益。

丰田汽车打入美国之前，为了吸收当地生产的诀窍，制订了跟美国有实力公司合作的计划。1982年初，找到了跟通用汽车公司（GM）商谈合作生产的机会。1983年2月，就合作生产的车种达成了一致意见，决定生产卡劳拉（花冠）型轿车（商品名为诺巴）。双方还一致决定，年产规模为20万辆，“丰田”具有生产方面的主导权，而销售全都利用通用汽车公司的销售渠道，用GM的商标出售。

为了进行这种合作生产，在美国加利福尼亚州，双方各出资一半，合办了奴末公司（NUMMI）。至于设备，决定让通用汽车公司关闭的加利福尼亚工厂重整旗鼓，进行大规模的技术改造。

通过合办公司进行合作生产，这种日美竞争对手企业间的合作，为什么能获得成功呢？其基本原因还是看到了对方的长处，建立起相互信赖的关系。也就是说，成为世界第一汽车厂家的GM公司，劳务管理和零部件配套等专门技巧非常出色，丰田公司努力向它学习；另一方面，GM也努力吸收丰田的看板方式或其他合理生产方式以及降低成本的方法。

虽然“丰田”在日本国内积累了丰富的“看板方式”的经验和技巧，可是，在经营环

境十分不同的美国，面对一个全新的市场，难以断定的因素很多，要想一开始就孤军深入，进行巨额投资，是下不了这份决心的。

在通用汽车公司方面，虽然对生产大中型汽车有充分的自信，可是小型汽车敌不过日本厂家，因此学习小型汽车优秀生产诀窍的热情很高。事实上，丰田也邀请了美国的一批员工到日本实习，实习的内容，不仅限于小型车的生产技术，还包括质量管理、提高生产率、降低成本的诀窍以及团体协同配合的重要性等，让他们亲身体验日本式经营长处的精华。

由此可见，出于专长互补的水平整合战略可以提高双方的经营水平，共同形成优势。

其实，专长的互补不仅是技术方面的相互支援，更经常由其中一方提供技术之外的其它经营资源，进行互补性的整合。

例如，美国麦克唐纳·道格拉斯和日本富士通进行的业务合作，对美国来说目的在于富士通公司在电脑方面的行销网，富士通则利用麦克唐纳公司的开发技术。

□ 出于扩大市场潜量或消除竞争动机的水平整合战略

这种水平整合的目的是扩大市场潜量，减弱竞争程度。有些同行业公司整合，往往是为了使产品规模标准化，或推动产业标准的建立，这都有助于市场潜量的扩大。在消除竞争方面，同行业公司常进行某种程度的协议，也是一种水平整合的形式。

1989年6月，松下电器产业公司与西门子公司，就建立生产电子零部件的合营公司达成了协议。这个合营公司名为“西门子·松下元器件公司”，在1.5亿马克的总投资中，“西门子”出资74.9%，“松下”出资25.1%。“松下”打算在建成后两年间，把出资比例提高到50%。

这个合营公司生产的电子元器件有小型电容器、电阻、普通电容器、电子管、电感器等，可以说，不管哪种产品，都是可望稳定增长的。

“西门子”1988年度电子元器件销售额达7亿马克。而“松下”1988年生产并售出的松下牌电子元器件，创出30亿马克的销售记录。

这些销售额，“西门子”主要来源于欧洲共同体国家，而“松下”主要来源于包括日本在内的亚洲地区。他们想通过开办合营公司进行开发、生产和销售，使双方的销售区域扩展到全球。

事实表明，这种水平整合以扩展市场，减少竞争是十分可行的。

此外，同行业公司如果共同开发新产品，将会创造更大的市场潜量，例如，微软公司(Microsoft)与宏基等多家公司共同开发中文的Windows3.0系统。台湾也曾有六家公司结盟，共同推广UNIX系统。

□ 出于降低开发成本的水平整合

由于许多产品尤其是科技性产品的研究发展的固定成本太大，因此，可以通过水平整合，来分担庞大的固定成本，同时也可以缩短开发周期。

例如汤姆生(Thomson)与西门子公司合作开发新电子零件，IBM与西门子共同投资10亿美金，共同开发64M的DRAM(动态记忆体)，这些合作都可以大大降低双方开发费用，一方面是由于开发费用双方负担，另一方面双方技术优势互补也可节约资金。

此外,在近两年世界医药行业发生的几次大的购并,可以说是一种典型的强“联手型”战略。1996年初,总部设在巴塞尔的瑞士两大化工医药集团公司巴塞尔——盖吉和桑多士宣布,两公司决定合并成一家名为诺瓦尔蒂斯(NOVARTIS)的跨国医药集团公司,合并后的诺瓦尔蒂斯将成为世界第二大医药集团公司,控制世界4.4%的医药市场,仅次于英国的葛兰素——韦尔科姆医药集团公司。

巴塞尔——盖吉和桑多士两家实力相当的公司的合并,并非某一方经营不景气,而是为了增强在国际市场上的竞争力,融合更雄厚的资金,扩大科研投资,节省两公司在化工医药专利产品方面的重叠投资,加强在药品、农药、营养品等方面新技术的开发和应用,以取得这方面的领先地位。这次合并计划为600亿美元。

1995年葛兰素公司以91亿英镑兼并其竞争对手韦尔科姆的情况与之类似。

为了占有市场,削弱竞争,降低成本,世界各大医药公司都在买进其他公司或卖出自己的公司。

尽管所有的公司合并后,都会出现失业现象,如葛兰素——韦尔科姆去年合并后,失业一直很严重。但目前还是有许多公司仍在谋求这种水平整合战略。其中包括瑞士的汽巴、嘉基、英国的捷利康、美国的利利大药厂、辉瑞以及德国的拜耳等。

三、水平整合战略中应注意的几个问题

☐ 合作与竞争的关系

合作与竞争的关系基本上是互斥的。尽管基于某些考虑,必须与竞争者合作,但由于竞争关系的存在,在一般的水平整合中,常避免有竞争关系的存在。例如,1980年初荷兰飞利浦公司的一个事业部和美国的英特尔(Intel)公司订立了一项Asic的相互技术授权契约,但不久飞利浦又和英特尔公司的主要竞争者摩托罗拉签署另一项Asic的相互技术授权契约,英特尔公司知道后立即取消了先前所订的契约,主要考虑在于技术资料可能泄露给竞争者。

但是有时又不得不和竞争者合作,主要有以下几个原因:

(1) 合作可以降低生产成本,实现专长互补。即使是竞争者,也可以成为业务的合作对象,以降低成本。

(2) 合作有利于市场竞争。基本上,当双方发现竞争的结果对彼此都不利时,自然会寻求合作,即以市场瓜分替代竞争。有时是一方发现竞争不过另一方,只好合作。例如,近年来美国的许多产业都敌不过日本的竞争而不得不与日本企业合作,这是一种策略性的做法。美国汽车业过去只在国外投资时会与当地公司合资,然而随着日本汽车的大量侵入美国市场,美国公司也只好与日本公司在国内合资生产。

(3) 对抗共同的竞争者。在水平的公司关系里,与某一家公司合作以强化对其他公司的竞争力量,是合作与竞争的常见关系,因而形成大的集团或控股公司之间的竞争。有时经常出现“竞争者若不与它合作,则它会与别人合作”的现象,所以不如和竞争者合作,以免对自己不利。

既然有时必须和竞争者合作,就必须采取一定的方式,以免危及自身。

首先与竞争对手的合作关系，只是一项策略，而并非目标。短期内双方各取所需，但是由于基本上的竞争关系存在，迟早会带来两者的紧张关系。而且后来往往会对劣势一方造成伤害。

在一般共同开发新产品的合作中，双方都需要贡献出一些独特资源，以建立共同优势，对付其他竞争者。如果双方又要提防对方把自己的“绝活”学到手，而助长对方的竞争力，则双方应谨慎地选择准备与对方交换的技术。

在与竞争者合作时应经常评估对方所设定的策略目标是否会伤害到我方既有利益或竞争优势。此外还应考虑我方的目的是否达到以及双方的竞争优势有没有改变。因此，虽然有时由于水平整合扩大了销售额，但也可能让对方取得技术而造成竞争压力。此外，若对方是市场的主要竞争者，则这项合作可能风险较高，或者干脆不可行。如果合作对方并非主要竞争者，则可能是可行的。当然，要把这种优势转移在评估中量化，是有一定困难的。

合作关系下如果存在竞争关系，双方可做出明确规定，以避免冲突发生，或者也可以注明一旦发生冲突时应该如何解决。假如双方合作目的是共同开发新产品，如果能约定各自的市场范围，就不会再有冲突发生。不过假如双方在市场上都不是主要竞争者，同时由于有共同的主要竞争者，则彼此间的依赖性还需要进一步加强。

一般合作关系终止的原因，除了某一方或双方觉得对方的贡献不像所期望的那样以外，也往往因为其中一方的合作动机已经达成，所以不再愿意贡献自己的专长。因此如果希望水平整合关系良久，则可以在签订契约时讲明，以确保自己的权益。

进行水平整合时，应尽量避免培养竞争对手，尽管这种合作潜在着这种危机。除了垂直整合外，任何一种业务合作的结束，常使双方成为竞争关系。则需要慎重考虑。例如在尼龙喷射机的生产行业。波音公司在拟定与三菱、富士等公司合作时，主要是考虑不仅可以分担成本，还可以争取市场。但是波音公司也担心造成培养竞争对手的错误。不过波音公司还是认为这几家公司不会成为竞争对手，因为它们虽然已有小型飞机的制造能力，但由于和波音公司同样的考虑，不会单独进入大型飞机市场。

与竞争对手合作成功的案例，丰田和通用汽车是一个较好的案例，说明只要能够相互信赖，相互引发优势，即使是对手关系，也能合作成功。

瑞士的罗氏制造公司也是一个很好的例子。这家公司的一大特点就是将最新研究成果迅速转化为畅销产品。虽然公司因为推出了一种新型镇定药而大获成功，但他们从未满足。一方面接连不断地向市场上推出大量的畅销新药；另一方面当竞争者在某种药品方面技术领先时，也不轻易放弃，而是千方百计建立合作关系。比如英国的葛兰素公司研制出一种治疗胃溃疡的良药，在国际医药界得到一致公认，罗氏公司就通过本公司在美国的销售渠道帮助共同推销这种新药。

□ 水平整合的时机

由于市场的发展变化、竞争态势的变化以及合作公司之间可能存在着竞争对手等原因，水平整合战略实施的时机就是一个很关键的问题。虽然有时水平整合战略所带来的规模经济可以大大降低成本，但并不意味着就能提高竞争力，关键是时机选择。

瑞典的爱立信电子公司在新型移动式无线电通讯技术的开发阶段，完全有意识地不优

先考虑成本因素,而且独立承担各种费用,取得了巨大的成功。爱立信公司年营业额达 80 亿美元。公司的经理们很早就预见到新型的移动式无线电通讯技术有着巨大的发展前景。而且他们也十分清楚,时间就是金钱;谁第一个推出产品,谁就能确保在竞争对手面前具有宝贵的竞争优势。

基于以上原因,爱立信公司在研制移动式无线电通讯系统过程中将研究、生产与实地测试同时进行,并独立承担。这样做虽然所费高昂,但是使自己的产品独家上市还是值得的。1991 年当德国曼内斯曼公司计划装备 D₂ 移动式无线电通讯系统时,西门子公司还交不出货,爱立信公司却是一应俱全。大概正是这原因,曼内斯曼公司目前成了爱立信在欧洲地区最大的主顾。

随着移动式无线电通讯市场上竞争对手的增多,爱立信公司的经理们于 1994 年开始采取措施降低成本。到 1995 年他们关闭了半数的工厂,并把生产集中到劳动力成本较低的国家去。爱立信公司已和他的合资伙伴——美国的德州仪器公司,共同承担了半导体元件的研制费用,并同惠普公司共同承担软件开发的费用。此外公司还同美国通用电气公司结盟,共同开发美国的移动式通讯。

爱立信公司先独家打入进而寻求结盟伙伴的战略动机是非常明显的。当一家公司能够独自抢先进入市场以赢得优势时,当然是不采取水平整合战略的好。但一般来说抢先占领市场的优势要大于高成本的劣势才行。但一般来说,随着市场上竞争对手的增多,水平整合以降低成本和减弱竞争可能会变得越来越重要。同时当一家公司无力独立进入新市场时,也只好采取水平整合战略。

□ 选择合适的水平整合对象

水平整合的对象要有利于加强自己的已有优势,并产生新的优势。否则,会得不偿失。尤其是那些改变公司经营范围和优势的横向购并与被购并,都会影响公司的发展。

阿伦保险及房地产有限公司(Allan Insurance and Real Estate Inc),是美国西部中等城市威廉顿城(人口 70 万)最老也是最大的一家保险和房地产公司。它主要从事提供房地产经纪业务,同时又是一家独立的保险业务机构。作为房地产经纪商,阿伦公司重点为商业和居民客户在房屋和地皮的买卖问题上提供服务。这家公司在威廉顿城经营了 80 年之久,公司总裁阿伦的祖父作为一名保险专家创立了这家公司。

在保险和房地产经营领域,传统的经营方式正在改变。各金融、保险或金融服务公司所提供的产品和服务已发生重大变化,新的竞争形式正在酝酿成熟。而像林奇(Merill Lynch)、科得维尔等公司,正在全国范围内兼并地方的房地产公司,并建立全国范围的房地产经营系统。利用电视广告,提供金融服务项目,以促进房屋的销售。

阿伦公司面临着两笔交易之间的选择:第一,把由阿伦家族所有和经营的保险及房地产公司卖给科得维尔银行家公司(Coldwell Banker & Co)(这家银行是西尔斯公司的房地产子公司);第二,兼并一家地方保险公司,以加速阿伦公司的发展。

科得维尔公司是全国性的房地产公司。这家公司急于在威廉顿城地区扩大经营范围,决定按优惠价格购买阿伦公司的部分股份。它打算维持阿伦公司现有 10 个业务机构中的 3 个,把其中 3 个合而为一,再把另外四个移到科得维尔公司的总公司西尔斯公司在附近新

开的商业中心，然后增加每个业务机构的办事人员，推行一套自己的成本控制、销售及管理系统。

由于阿伦公司在房地产方面的成功之路，主要靠实施向高、中等收入的居民和当地有名的大小公司出售高价房地产的经营战略，科得维尔公司的兼并以及西尔斯商业中心的建立，将改变阿伦公司的经营范围；同时这种变化会影响阿伦公司目前具备的二条优势：一是在威廉顿地区根深蒂固，二是适应了当地的文化传统习惯。

同时，科得维尔公司准备在合并阿伦公司后，在房地产经营方面阿伦公司各业务机构的经理只负责挑选、培训、鼓励和指导各销售人员等工作，他们不直接插手和出售房地产。至于阿伦公司的保险业务，科得维尔公司准备关闭其保险业务部。

因此，科得维尔公司的意图是非常明显的，就是取代阿伦公司在威廉顿城的地位。如果阿伦公司不同意这种合并，面对实力强大的科得维尔公司，最终还是会被吞并。于是，阿伦公司走向了第二笔交易。

阿伦公司的另一大经营支柱——保险业务的状况也是多年不佳。为了摆脱阿伦公司在保险经营中的劣势地位，保险业务部经理提出：阿伦公司应扩大经营规模，把保险承接单位的数量，从 30 家减到 5 家，具体办法是兼并当地一家小型保险公司——科克保险公司（Koch Insurance Co）。

阿伦公司很欣赏这个建议，他认为既要扩大保险业务，又要充分利用科克公司经理科克先生的管理能力。因此，阿伦会见科克先生，商讨了兼并的意图。科克保险公司的业务范围同阿伦保险部一样，科克建议把阿伦公司的保险业务移到他的办公楼去，阿伦公司空出的房子可派其它用场，诸如扩大房地产经营等。科克还认为，如果阿伦公司没有足够的资金，他乐于出售一半股份，建立一家新的保险公司。

阿伦公司认为合资是可行的，不过要拿出几百万美元搞合资，两家公司都很吃紧。于是阿伦公司开始重新考虑第一笔交易，但不是完全接受，而是如何利用第一笔交易的资金来进行第二笔交易，维持自己的经营地位。

由于科得维尔公司的目标是扩展房地产业务，因此阿伦公司要求科得维尔公司保留阿伦公司的保险业务领域，该公司答应保留（实际上是分离）阿伦公司的全部保险业务及有关负债。这些资产和负债，加上阿伦公司所有的保险机构和顾客关系，可作为同科克公司合资经营的全部资源，足以保住阿伦公司的保险经营地位。

这两场交易中，阿伦公司虽然失去了房地产业务（第一次水平整合中失掉了），却加强了其保险业务（第二次水平整合的结果）。

□ 多方水平整合

多家公司在产销和研究开发的情况也很多。比如台湾照明灯具输出同业公会集合了九家同行业公司成立了输欧共同体，共同建立品牌及营销渠道，共同成立研究开发中心。

多方水平合作的目的，多为共同分担成本或各取所长。不过多方水平合作，如果参与者太多，往往因意见不同而失败，尤其是大公司和小公司间，小公司一般只看短期，所以很容易在结合动机上产生歧见。尤其彼此间如果存在竞争关系，合作效果将极为有限。例如台湾的工研院电通所、台湾区电工器材工会及台湾的一些电脑厂商，原准备推行“超薄

型”笔记本型电脑开发合作计划,由于厂商意见不一致致使组建过程太长,结果丧失了机会。

有的时候虽然会达成协议,但也会发生其中一两家拒绝继续支付费用而退出的事,从而导致整个合作计划失败。而且,多方水平合作涉及多个决策者,可能存在多重矛盾,在水平整合中难以协调。

四、水平整合与反垄断法

水平整合意在享受规模经济,扩大市场份额和克服过分竞争,但水平整合往往会因市场份额过大(例如,同一产业部门内大企业之间的所谓大型合并发生时)而触犯有关反垄断的法律。

反垄断法的起源,可上溯到英国的“柯蒙法”。该法曾将垄断(Monopoly)、交易限制(Restriction of Trade)等作为反公共利益的行为,而认为其为不法和无效。1890年人类历史上第一部关于反垄断的法典谢尔曼法(Sherman Antitrust Act)诞生。1914年又出现了克莱顿法案(Clayton Act)。该法案对差别价格、附带不公正条件的契约、排他性的交易契约,以及以垄断为目的的控股公司、资本参加、高级管理者兼职等加以禁止或有所限制。现在,世界各发达国家都有反垄断、反独占方面的法律。例如《欧洲经济共同体条约》第八十五条规定:“禁止私人企业的限制竞争协定”,第八十六条则是“禁止(企业)优势地位的滥用等”。

从市场构造看,在寡头垄断市场(指生产量或销售量的一半以上为若干家大企业所占的市场)里,当有效竞争不复存在时就认为该产业为垄断状态。例如在日本,其具体的法律判定标准是具备以下条件的市场状态:

- (1) 其产品或服务的年供给额超过 500 亿日元的规模;
- (2) 第一位的企业的供给量超过全部供给量的 50%,或者第一位及第二位的供给量之和超过 75%;
- (3) 其他产业的企业以其他经营活动为主,而进入该市场(产业)时,显得十分困难;
- (4) 需求减少或其成本下降时,价格则居高不降;
- (5) 和一般的水平比较,获取过多的利润,或其广告费支出过于庞大。

条件(1)是对最小市场规模的限定。条件(2)是关于市场占有率的百分比指标,它是主要的判定标准。条件(3)是关于资本能否自由进出该产业部门。条件(4)是关于垄断价格的。最后,条件(5)是关于超额利润,以及限制和影响消费者的自由,即与垄断价格共同构成对消费者主权的伤害。

五、卡特尔

卡特尔是近似于水平整合的一种公司结合行为,与水平整合相比,其公司之间的结合关系较弱。它是同一产业中的若干大企业就产品数量、价格、成本、服务、投资等方面而达成一致性意见,即所谓卡特尔协定。按照卡特尔的内容可以将其分为两大类。即一为有一定积极意义的卡特尔协定。例如合理化卡特尔,不景气卡特尔等。这类卡特尔可以排除

过分竞争，推进产业合理化，以及在经济陷入不景气时，对恢复景气有一定贡献等；二是为限制自由竞争、有害消费者的卡特尔。它与有关反卡特尔的法律相抵触。从后者看，在国际竞争加剧，产品（技术）生命周期日渐短促，市场需求多变的今日世界，卡特尔行为日益无效。

从促使卡特尔难以成功的条件看，在以下条件下，卡特尔难以形成，或者即使形成也难以有效地发挥功能。

- （1）作为卡特尔对象的产品（或其他有价财物）存在着有力的替代品时；
- （2）作为卡特尔对象的产品（或其他有价财物）存在着竞争性的进口品时；
- （3）未加入卡特尔的强有力的局外者存在时；
- （4）卡特尔对象的财物的市场需求正在减少时；
- （5）卡特尔对象的财物存在高度的产品差别化时；
- （6）卡特尔对象的财物的买方具有强大的谈判交涉力时；
- （7）卡特尔加入者之间互不信任，疑神疑鬼时；
- （8）在局部市场形成的卡特尔，当从其他市场而来的产品的运费与最终价格相比，可以无视那种低廉时。

因此，有些卡特尔即使不违反有关法律的规定，也要仔细评估是否能有效地实现预期利益。

第四节 多角化战略

前面的章节中也曾提到，控股公司的发展趋势之一即为多角化。这与控股公司发展战略以外部成长为主有密切的关系。推动控股公司走向多角化方向的原因是多种多样的。我们先讨论一下多角化的优势，然后具体分析多角化的战略规划过程和多角化战略下的经营管理方式和资源分配方式，然后分析如何进入新的业务领域，最后作一些反向案例分析，说明多角化战略不是必胜之道，也不是唯一的选择。

一、多角化战略的优势

☐ 合成效应

当公司同时经营若干不同但相关的产品时，可能产生若干经济效益的改善。这种因增加相关产品种类而导致的节约，就是人们常说的广度经济或范围经济（Economy of Scope），这种效应在生产、销售以及研究开发过程中，都可能发生。

从生产过程来看，当原先只生产一种产品的公司通过内部成长或者是购入其他公司的业务而进行另一种产品的生产时，如果当这两种产品在制造技术或使用的人力资本方面可以相互借鉴与相互促进时，合成效应就产生了。在这种情况下，两种产品的生产工厂或生产线被导入同一公司中后，效果就不是简单的二者相加，而是产生比简单加总要大的效益。举一个机械生产的例子来说，如果一个生产汽轮发动机的厂商购入了一个经营飞机发动机的工厂，会比由两个企业单独经营这两种产品有若干技术与经济上的优越性。首先，两种

产品的技术原理相同,负责两种产品工程设计的人员与生产人员,可能通过交流经验来互相学习,共同提高;一种产品获得的优势可以移植到另一种产品上去。例如索尼公司由电视机向录像机领域的扩展。又比如我国的春兰集团由生产空调向电冰箱等其它家用电器的扩展等等。另外需求的波动对生产能力的影响可以被减轻,这是因为当某一种产品的需求下降而另一种产品需求上升时,企业可以通过内部生产能力的调配,来维持设备与劳力的使用率。在有些条件下,甚至可以把两种产品共同需要的零部件,集中到一家生产,从而享受规模经济的好处。

从流通过程看,经营多种多样化产品的企业可能更能有效地使用行销力量与资源。比如广告,当企业有同类的若干产品时,可以用共同主题的广告来增强效果,并降低单位产品的广告费用。如果一个公司所有产品都使用同一品牌,将会收到更好的效果。企业派出的前沿推销力量也可以更加充分地发挥作用;当使用具有长期合约的销售企业来分销产品时,多产品企业因为可以提供多种产品而对零售商具有更强的吸引力。

从技术与产品的研究与开发过程看,多产品企业也可能具有某些优势。一种是技术发展上的互相启发与取长补短;另一种是技术发展与市场发展上的互相配合。比如,一种产品的生产部门可能在技术上获得了较大的进展,但缺少有创意的推销计划。与此同时,另一种产品的经营部门可能表现出优越的推销水平但目前没有好的产品可供推销。在这种情况下,企业管理者可以通过把两种产品部门的优势结合,从而有效地推出新产品。如果这种情况发生在两个企业之间,则结合的效果更大。

☐ 降低风险

多角化战略的风险低缘于两个方面。一是进入障碍低,二是经营风险低。

一般来说,企业多角化战略将自己的经营触角伸入其它领域,总会引起这个领域已有企业的敌视甚至报复。但是由于控股公司的多角化多为外部购入,所以不会从现有企业中分割一部分营业收入和市场占有率。这种多角化战略,除了公司的目标市场的一些企业所有权发生变化外,基本的竞争格局并没有什么改变。因此,进入障碍相对较低。

另外多角化本身可以分散风险。比如冷冻食品公司,可能会面临天气转冷而需求下降的威胁,也可能受到某个强大的竞争对手的削价竞争或其它压力而蒙受巨大损失,这将增大这家冷冻品公司的经营风险,但这种影响并不会波及这家公司所经营的其它食品和烟酒类商品。有些公司干脆在冬天时经营热饮,夏天经营冷饮,可以保持常年的利润,有较大的生存能力。因此,经营多样化产品,涉足多个领域,虽然有时会出现个别事业亏损导致整个公司业务亏损的局面,但事实上正是一种风险分散经营。

☐ 战略转移的需要

实行多角化战略的公司包括许多业务领域。从一个静态的角度看,有的业务盈利很多,有的业务则处于亏损状态。但是,从动态的角度来看,目前盈利的企业可能已经进入市场饱和阶段或者衰退阶段,也有可能成长阶段上,但发展潜力不如进入其它行业合算;有些目前亏损的业务可能是公司想要长期进入并发展的领域,只是市场上目前处于开发阶段,经营成本较高而已。

☐ 内部筹措资金的便利

关于内部资金筹措，必须通过和外部资本市场的比较才能说明。如果外部资本市场有效运作，企业在有资本需求时，可以用有效的代价在金融资本市场上获得资金，那么，企业内部筹措资金就没有什么优势了。但事实上，从外部资本市场上筹措资金有着很大的风险和很高的成本。由于许多原因，投资人把资金投入到了不该投的行业或企业后，并不能不受相当损失就撤回投资；有好的赢利前途的企业或行业也不能及时获得足量的资金。在这种情况下，多角化经营的公司通过内部资本市场，把赢利前景不佳的部门产生的利润转投到利润前景较好的部门，就是一个比较优势了。许多控股公司正是通过盈利子公司来扶持一些新业务领域的子公司的。

另外，多角化经营也有外部筹措资金方面的一些优势。比如，有些子公司亏损且需要注入大量资金，这种情况下如果是单一公司是申请不到贷款的。但是如果总公司出面担保，由于总公司借助于其他业务可以维持平衡或盈利，则银行可以考虑贷款。

二、多角化战略规划过程

多角化战略规划首先要明确其经营范围。然后根据经营目标确定其投资组合，然后才能制定具体的多角化战略。

☐ 经营范围的确定

为了避免管理资源过于分散，经营范围不能过于广阔。问题在于经营范围如何确定。许多人认为有些公司多角化战略失败主要原因是原公司对所进入领域的经营业务了解得太少。因此建议多角化战略要尽量向相关领域拓展。但是，也有许多公司逐渐远离自己的本行，向与自己原有业务毫不相关的领域发展，通过多角化战略而取得了成功。比如 80 年代，英国劳和隆那公司逐渐脱离原来的麻纺业向其它领域扩展。而至于另一家英国公司希尔顿控股公司更是以善于将其它企业管理得更好作为自己的成功经验。但是这些公司虽然总体上看是成功的，但也不乏失败的例子。譬如，劳和隆那公司于 1980 年购买了一家与其老本行相去甚远的名为奈恩旅游公司（Nale Travel）的旅游企业。尽管奈恩旅游公司的分支机构聚集在劳和隆那公司业务活动集中的苏格兰地区，但二者缺乏足够的内在关系。劳和隆那公司在繁荣期的顶峰步入旅游业，继而却发现办事处少于 200 家的旅游企业无法在旅游业务中得到最大的优惠，因而处于不利地位。幸运的是劳和隆那公司得以及时抽手撤步，将奈恩旅游公司与一家专业旅游公司（AT Mays）合并，后者拥有奈恩旅游公司 35% 的股份，并负责提供管理。

由此可见，多角化经营范围的确定，关系到多角化战略实施的成败。当然经营范围的界定并没有一定之规。我们仅举一个实例以供参考。

☐ 确定投资组合

确定经营范围之内的投资组合，应以经营目标为基准。日本学者大前研一在《策略家的智慧》一书中曾指出多角化经营目标的变化过程。即财务目标日渐占优势，而事业目标的重要性逐渐下降。借助于多角化经营，企业购并已逐渐成为追求增长的流行模式，由于很难把所购入公司的公司文化与现有的公司文化和价值观融为一炉，拥有多个事业部（由

购入公司成立的)的多角化公司,也就逐渐不再奢望把所购入公司的资源和价值观体系融入原来公司。即传统的经营指导无法将各个业务的力量做整体性运用。而多角化公司的特征就在于各种职能和资源的互利共生关系,因此,确定投资组合过程就产生了一种高度复杂的公司规模和技术,例如产品组合管理 PPM 等。

PPM (Product Portfolio Management) 是一种管理投资组合,它作为一种工具,使“增长”或“投资报酬”这种整体性公司目标能在资金和人力的限制下达到最大。如图 6.6.3 所示。

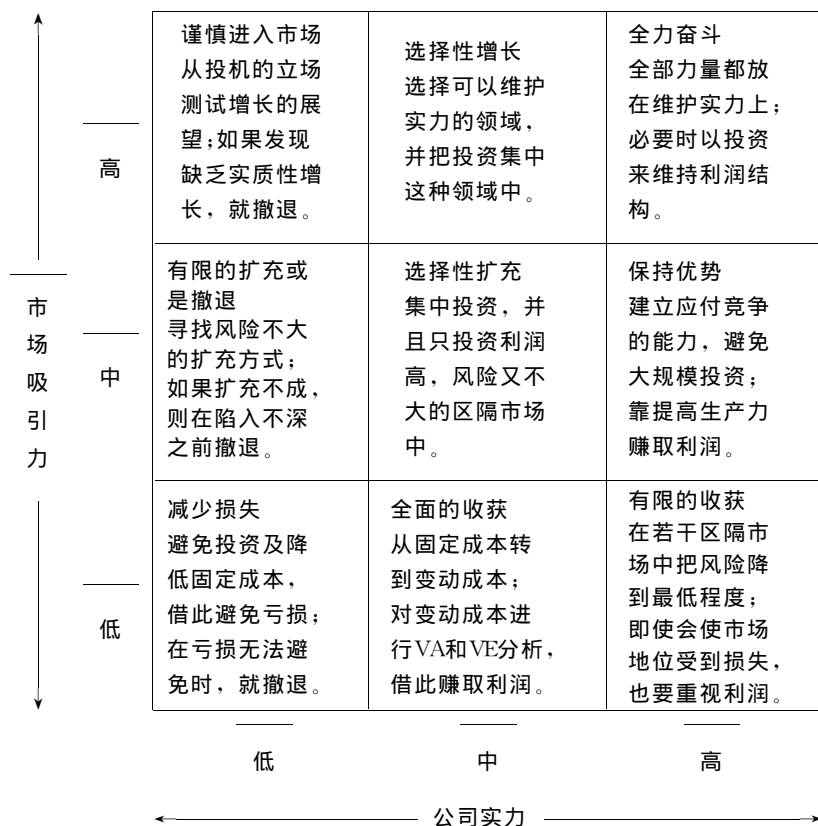


图 6.6.3 九种标准化策略

个别的业务都是四或九次元的矩阵图上的一点,其位置要根据以下因素来决定:

(1) 它在本身市场(纵轴)中的吸引力(常常等于增长和总规模);

(2) 各业务相对于市场中竞争者的估计实力。由于公司的最高目标是实现风险和收益取得适当平衡的整体性组合。特定的策略也就和矩阵上的某一点关联,由此决定业务的取舍、发展还是维持。

在这种组合下,各项业务都可归入组合矩阵中的某一点,这种矩阵是静态的,并以

“量”来衡量市场吸引力及业务实力。一般来说，分配公司资源的基础就是各项业务的吸引力。当然这个模式并不是确定投资组合的唯一模式，这种方法虽然客观公正，但容易忽视创造力、想象力和坚持力这些很重要的成功因素。同时这种模式的基础是详细调查和了解目前正在进行和将要进行的业务状况。在此基础之上，根据市场吸引力和业务实力这两个重要的尺度来评估。只要公司进入有吸引力的市场，又具备在这些市场上取胜所必须的各种竞争的业务优势，公司就会成功。如果缺乏上述任何一个因素，这项业务就不会获得明显的成就。一个强大的公司在毫无吸引力的市场上经营，或者一个弱小的公司在极具吸引力的市场上经营，都不会获得优良的经营成果。

☐ 如何进入一个新的业务领域

控股公司进入新的业务领域，有内部发展和构并两种方式。我们主要介绍如何通过购并进入新业务领域从而实现多角化。

有关购并的具体市场操作在第六章产权经营中已有详细阐述，这里的重心是在既定的多角化战略下选择进入的过程，不再涉及具体市场运作。

从直接意义来讲，由于购并并不在产业中增加企业，所以通过收购进入一新的领域的进入障碍要低一些。但这并不意味着收购进入以实现多角化就能够成功。

一般来说，收购一个企业的控股公司要符合几个条件：

(1) 具有能够改善收购候选企业的战略地位的特别资产或能力。公司可以从收购中获取高于平均水平的利润。

(2) 收购不会影响现有业务，最好是有益于现有业务。如果收购能为支持公司在其现存行业中的地位增添一些优势的话，则应当是肯定。比如 R·J·雷诺公司 80 年代对德尔·蒂蒙公司的收购。雷诺公司有一系列食品品牌，但它们多数都未能取得大的市场份额。收购将会提供一个与食品中间商有许多联系并进入雷诺公司现有牌子没叫响的国际市场。因此，即使德尔·蒂蒙只获取平均利润，但它对其它雷诺公司的食品战略的有利影响将意味着来自于转换的高于平均水平的利润。

☐ 确保收购进入的成功需注意的问题

(1) 被购并的企业竞争能力不能太弱。有时购并公司出于开展多角化经营的考虑，收购了一些属于其它行业的企业，但对被购并企业的竞争能力做出了错误估计。被收购企业的软弱地位使购并公司看到以低价买进大量资产的可能。但如果购并公司缺乏能够利用其技能和经验及其影响将这一破落企业转变为一个强盛企业的称职的管理人员和为实现这种转变提供必要的资金资助能力的话，这个购并政策可能是错误的。

道森国际公司在 70 年代开始多角化战略后，试图把多样化经营的触角伸向诸如旅馆业等其它领域（原来这家公司属于服装纺织领域），虽然造成新购并的子公司经营不善的原因很多，但有一点是肯定的，即道森国际公司总部管理人员还缺乏跨行业管理的有效方式，无法发现和纠正新购入的子公司管理上的弱点和缺陷。同时，由于许多企业是因为管理不善，主动提出被购并的，这使这一问题更加突出。虽然道森国际公司又采取了一系列的管理改革扭转了这种局面，但在道森国际公司第二次扩张中已有了一个明确的购并标准。首先，他们坚持在他们十分了解的纺织工业内进行购并，而不是向一些陌生行业盲目出击；第二，他

们在一个经济稳定的国度里兼并经营状况良好的企业。这类企业，有完善的顾客网络，有坚实的生产基础，集团可以在此基础上发挥营销和技术方面的优势。这一标准明确的企业购并战略，使道森国际公司在市场条件并未好转的 10 多年前实现了销售和利润的稳步增长。

（2）成功的购并不仅是在购并前对有关企业要认真分析和思考，还包括对被购并公司的认真管理、监督和控制，使每一企业坚实地溶入整个公司。

一个正确的购并，并能随后将被购并企业恰当地溶入本企业之中，实行有效的管理可以促进企业振兴。60 年代约翰伍德公司在阿伯丁从事造船和修理的工作。杨·伍德先生进入公司后，开始进行一系列公司购并活动：1967 年买下一家鱼制品加工厂，1968 年买下一金属板材公司，1969 年又买下一家旅游公司。当石油工业进入阿伯丁地区时，公司开始收买专门知识，将有经验的人才从其它一些曾为北海油田提供过支持的公司中吸引过来。伍德的最初的行动是稳健的，他通过这种方式 and 联合投资来了解这一新的行业，使公司能买到适用的技术。与此同时，公司还向可以与石油工业产品共同打入市场的相关领域进军。

以此为基础，从 1975 年起，公司开始收购一些小企业。最初是那些在前几年的发展过程中已建立一套切实可行的技术，但蒙受大量观念损失的企业。这些企业面临财务困难，缺乏管理能力。有一半企业是因为财务困难而加入杨·伍德公司的，另一半企业则是慕杨·伍德及其管理队伍之名而来。杨·伍德的做法是向这些企业提供财务支持。杨·伍德的管理方法是充分调动下层管理人员，特别是各企业经理的主动性和实干精神，将重大方针或投资决策外的所有经营管理权，下放给企业经理。他认为必须首先仔细地分析风险，然后敢于承担风险，以获取高收益。他同其他高级经理经常进行口头交流，同时又要求所有建议都必须有一份简短的文字报告。他强调超越眼前的工作，寻找未来发展机会的重要性。后来随着公司规模扩大，这种集中化的管理方式已变得不大可能。为此，公司分为三个部。正是在这个迅速发展的时期，公司建立起了一套实行现金集中管理的严格的财务管理体制。集团总部有一个总规划，下属各企业要制订出符合总规划的经营计划。企业计划在与杨·伍德和最高管理当局（由总部的几人组成）协商后开始施行。

三、多角化战略的经营管理方式和资源分配方式

当控股公司通过战略规划和战略实施将多种业务纳入自己的控制范围后，采取整体统合的经营管理方式就是十分重要的。也就是说公司总部应该整体性地适用全公司的资源。多角化公司理想上应分为五个层次，如图 6.6.4 所示。必须说明的是这既不是组织结构，也不是产权结构，而是从资源运用和管理角度形成的结构。

最低层的“产品市场区隔”（Product Market Segments）包括可以参加竞争的最小单位，因此也就具有关键性的策略价值。因为每一个产品市场区隔有一个小的细分市场。

策略规模单位层次便于发展出经营策略，因为 SPU 有其单独的工程、生产以及销售职能。例如由“婴儿香皂”和“美容香皂”两个产品市场区隔构成一个策略规模单位（SPU）。策略规模单位是独立的营运和执行单位，还是和其他策略规模单位构成一个策略事业单位，主要是看是否有成本优势以及管理当局对某一事业的经营决心和专心程度。首先为了在成

本上领先竞争者，某些职能就应由不同的 SPU 共用。例如某些策略规模单位可以通过同样的研究开发活动来发展，或者存在技术互利关系，或者可以共用销售网络等，都可以将它们集成为一个策略事业单位，但是，管理阶层如果把注意力分散在许多个别事业上，则某些 SPU 虽然集结在一起，却也要以极高的代价才能取得互利共生效果。

例如，洗发水、浴液以及香皂这三种 SPU 可以集结为“盥洗类”SBU，因为这三种事业都使用同一个分销网，因此可以把销售人力汇集使用。这个 SBU 是一个运作单位，而不是经营规划单位，因为仍然要按个别的 SUP 和产品市场区隔制定出个别的经营策略。可是假设这个 SBU 的主管，忽视了香皂和其它两类产品的区别，即存在着用途上的一些差别，如果主管没有及时注意，则“盥洗类”SBU 当中的香皂生意就会输给竞争者。一旦发生这种情形，则成立 SBU 虽然是为取得成本的优势，却会因而阻止香皂生意的健全发展，这时应把 SBU 拆散，而让各个 SPU 自行去竞争。

第二个层次的“策略部门”（Strategic Sector, SS）一般包括好几个 SBU。它可以被想成一个组织单位，从长期角度（例如五到十年）分配公司的资源。举例来说，“盥洗类”SBU 可以与“杯盘类”和“卫生纸类”SBU 集成为一个“用后丢弃类消费品”策略部门，也可以与“厨房用品”和“塑料桶”集结在一起，而称之为“消费杂货类”策略部门。这样，它就可以在同一公司中，与其他部门划分开，例如家电、家具、照明、映象设备部门等等。

图 6.6.4 多角化公司的五个层次

一家大规模的多角化公司，很可能包含以上各个部门。如果这样的话，它的公司目标，也就是各个部门的共同目标，可能是给每个家庭提供舒适、方便的产品，也可能是给人们娱乐的空间等。

通过这种经营方式，才能使多角化公司的各个事业互利共生、相互扶持，真正实现多

角化战略的初衷。

还需要指出，虽然上述多角化公司的经营管理方式也是资源分配的方式，但是资源分配方式并不是完全服从于这个框架。

“公司资源”所包含的则不限于金钱。通常包括人、钱、物（固定资产）。只有当三者取得平衡，没有任何浪费时，公司的经营管理就算上了轨道见图 6.6.5。

在这三项资源中，经费应最后分配。公司应该首先根据可用的“物”：厂房、机械、科技、制造专门知识、职能实力等等，去分配管理人才。通过这些人来制定方案。

即使有了产品组合管理（PPM），经费也不能按照一种业务是否有吸引力而分配之。经费应该用到有吸引力的产业上。在衰退行业中做有想象力的规划和执行，能够比在发展行业中规划和执行均不良的公司，获得更好的经营成绩，而这只有依靠优秀的管理人才。因此，经费只是实现公司目标的手段；公司目标才是把管理资源集中一起的中心力量。

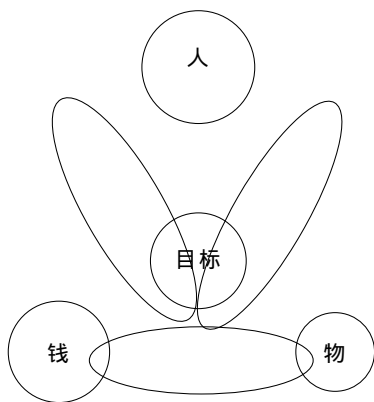


图 6.6.5 管理的主要资源

多角化公司不但可以重新布置管理人才，而且可以重新布置工人、工程师和销售人力。例如，70年代日立这家多角化经营电子和电气业的制造厂商，就把工程资源从工业和发电事业调到信息基础的事业，例如电子组件大规模集成电路和电脑事业中。

可以说成功的公司都是从长期角度去调动人力资源，脑中念念不忘的则是公司目标。日立重新分配资源的目的似乎是把事业组合转到高附加值产业上，避免跟东南亚的低工资国家直接进行价格战。

通过上述对多角化优势、战略规划及经营管理方式和资源分配的介绍，可以这样认为，控股公司多角化战略所涉及的不只是通过购并将经营范围扩展到各个领域，而且包括对整体资源的规划和分配，它可以说是控股公司最高层次的战略。它需要高层管理人员高瞻远瞩，确定有发展前景的多角化方向，同时需要高层管理人员审时度势，选择合适时机进入或退出某一个领域。

第七章 控股公司的法律规定

第一节 控股公司的法律含义

一、法律中控股公司的概念

从一种严格的法律观念来看，控股公司并不是法律上的概念，而仅仅是一种经济学上的概念。直到目前，世界各国中，只有极个别的国家对控股公司作出了类似有限责任公司、无限责任公司、两合公司等概念的法律规定，例如德国在其 1956 年《股份法》中就有明确的规定。大多数国家公司法并没有将控股公司作为单独的规范对象，有的只是略为提及，没有专章规定。

虽然在大多数国家的公司法中没有明确定义，但是由于控股公司有其自身优点，自诞生之日起发展迅猛，而且关系极易混乱。因而大多数发达资本主义国家在本国公司法中对控股公司在投资、控股等过程中均有明确的比例约束，尤其在各国的反托拉斯法、反不正当竞争法中，对控股公司的约束更为明显，这也从另一个方面反映出了控股公司的法律地位。

从以上两个方面，我们可以认为在法律上对控股公司有着两种形式的规范：一种是狭义的控股公司概念，也就是从量上对其进行限定；广义的控股公司概念，则是从严格的法律性质上予以定义。

狭义的控股公司指的是对其它公司持有股份并且达到控制界线的公司。例如在美国 1935 年颁布的《公共事业控股法》中有如下规定：“任何公司已发行的有表决权的股票中如果有百分之十或更多的数量为另一公司所掌握时，该公司即为另一公司的被控股公司，另一公司即为该公司的控股公司”。这种规定方式为多数国家所采用，只是比例不尽相同而已。

广义的控股公司是指任何两个以上独立存在，但又有控制、投资和共同经营的公司个体。在德国股份法（1956 年）第 18 条第 1 项规定，一个控制公司与一个或数个从属公司在控制公司统一管理下形成联合，即形成控股公司。

二、控股公司的特征

控股公司在法律上已经突破了普通的公司范畴，因而其除了具有普通公司的法律特征外，还有一些特殊特征：

□ 组成控制股份体系中的各公司各具有独立的法律地位

控股公司与被控股公司之间各自独立。控股公司以自己出资为限，对被控股公司负责，并对其经营进行影响。被控股公司本身的大起大落，对控股公司自身的财务和经营并不产生直接影响；另一方面，控股公司方面经营不善，也不对被控股公司有直接冲击。这种组织方式，从法律上来说，保障了市场经济运行的稳定，因而避免了出现连锁反应，严重影响经济发展。

□ 控股公司与被控股公司之间具有以下几种关系

（1）投资关系。控股公司对被控股公司来说是一种投入资本金的股东，因而两者之间的最重要关系就是资金关系。并由此而派生出了控制关系。而更多的时间则是两公司相互投资，相互控股，而将两者关系紧密起来。

（2）两者直接或间接地同为第三者所拥有或者控制。这是在多层控股体系中，最为可能的形式。控股公司为上级母公司所控股，而其本身则对下级子公司进行控股，从而形成自上而下的控股体系。

（3）其它利益上的特殊联系，像公司之间产品、经营上的联系。

三、控股公司和母子公司

在西方法律界中，有人将控股公司又称为母公司。但从严格的法律概念来看，这两者的意义是有一定区别的。虽然从理论上讲控股公司与母公司都是通过拥有其它公司一定数量的股票（份），从而达到控制其它公司之目的。但是从严格来说，这类公司又可分为纯粹的控股公司（Pure Holding Company）和混和控股公司（Mixed Holding Company）两类。纯粹的控股公司则是指设立的目的只是为了掌握子公司的股份（票）或其它有价证券，其本身不再从事其它方面的任何业务活动的公司。有的西方国家，如卢森堡的公司法，就明确规定，所谓控股公司，就是指其唯一宗旨只是为了在本国公司或在外国公司中参股，以及为了掌握其它公司有价证券的公司。该法律还规定，控股公司除了拥有属于公司自己的办公设施以外，不得拥有其它房地产，也不能从事任何工商业活动以及不能够直接与公众进行公开交易活动。

显而易见，以上所述的母公司是与这类纯粹的控股公司是有区别的。混和控股公司，有时也称为控股——营业公司（Holding—Operating Company），这类的公司除了掌握子公司的股份之外，其本身也经营自己的业务活动。在美国，很多实力雄厚的跨国公司均属于此类。例如美国的电话电报公司、福特汽车公司、杜邦公司，它们本身控制着许多小公司，形成其子公司。而本身又在各自通讯、汽车、化工领域进行具体营运。在西方国家，尤其像英法美日等发达国家，母公司这个概念主要就是指这类混和控股公司。

控股公司或母公司的共同特点是，它们都对其子公司实行严格的控制，掌握子公司的股票数额是实行此种有效控制的关键，当然还有其它形式的控制方式。但在西方国家公司法上，对母公司和子公司的不同规定，集中体现在母公司对子公司实施控制的方式，尤其是对子公司股票数额的实际掌握上。例如法国 1965 年的《股份有限公司法》规定：如果一个公司掌握另一个公司一半以上的股本，则后者是前者的子公司，前者是后者的母公司。而

在意大利的公司法中则又是另一种类型的规定，该法规定，如果一公司被称为子公司则是指：第一，另一公司因持股的原因，能在其普通年会上控制它的主要表决权；第二，另一公司因持股的原因或因特殊的合同关系，能对其业务有决定性影响(Dominant Influence)；第三，另一公司所拥有的孙子公司。上述所指的“另一公司”即是母公司。

类似控股公司与母公司的关联概念，子公司与被控股公司之间也有相通之处。但子公司的法律特征较之被控股公司更为明显，在西方公司法中主要表现为以下四个方面：

(1) 子公司具有自己独立的公司名称和公司章程。

(2) 子公司具有自己独立的行政管理机构。如果子公司采取股份有限公司的形式，它具备自己的董事会、监事会以及股东大会，只不过其它股东在子公司中处于少数股东的地位而已；如果属于中小型的有限责任公司，那么它只具有董事会。总之，子公司的行政管理机构都是独立的。

(3) 子公司具有自己的资产负债表和损益表等财务报表，具有独立的财产，进行独立核算自负盈亏。

(4) 子公司可以独立地以自己的名义进行各类民事法律活动，包括进行诉讼。

正是由于子公司这种独立的地位，而使母公司可以在法律上处于较有利的地位，因为多数国家的税法规定，只有当子公司利润实际汇回到母公司时，才在母公司所属国纳税，否则母公司没有义务为子公司收益向所属国交税。因而母公司可将利润大部或全部汇往处于低税率区的子公司，这样根据税法可以少交公司所得税。当然低税率地区一般也对这些子公司另有法律限制，以保证子公司的自行运转。另外，由于子公司在法律上是独立的公司，其设立一般较繁琐，而且不易维持，并受子公司所在国的影响。

四、控股公司中的国际控股公司

现代商品经济社会中，另一个与控股公司有密切联系的概念是跨国公司。因为绝大多数跨国集团公司如果不采用控股形式，将不可能形成今日这么多庞大的跨国集团。由于集团分布在各个国家经营，不可避免的要受各国法律约束，主要从以下几个方面：

(1) 税法方面。跨国的控股公司如前所述，可以利用不同地区的不同税率可以谋利，但同样也为母公司的规划带来困难。不同地区的税收方式不同，税收种类不同，有的地区税种少一些，有的则多一些；税收水平不同，各国税收水平的差距从某些国家的60%到某些国家的完全免税。税收法规的复杂性不同，税收的严肃性不同。这都妨碍着跨国控股公司的统一经营。另外，由于跨国控股公司是在母国注册的经济实体，其子公司和附属机构分散在其它国家，这又涉及到一系列国际税法的问题，目前的世界贸易组织也正致力于此项工作。

(2) 反垄断法方面。因为控股公司本身就是一种对其它公司实施控制的实体。这为各国反不正当竞争法、反托拉斯法所不容。自美国实施反垄断法以来，随着竞争的加剧，越来越多的国家颁布和实施了反垄断法，许多发展中国家也对此表示了极大的兴趣，由于控股公司的这一特性，自然被当成首要监察对象了。

在反垄断领域，各国的法律内容和具体实践有很大的差别。美国一般执法较严格而且

有力，这与美国长期的法制传统有关。跨国控股公司在欧洲的竞争行为是大胆的，在美国则一般较谨慎。

（3）外汇管制。进行跨国控股，将子公司的利润汇回，这都需要进行外汇交易。在许多外汇短缺的国家，政府对外汇的兑换、分配和使用进行严格的管理，以影响国际资本流动。例如：东道国的子公司不能将本币转换成为外汇，它就无法将其实现的利润返回母公司，这将会给跨国公司产生诸多不便。

第二节 各国对控股公司的具体规定

控股公司形式复杂、内容广泛，大多数国家虽然没有拿出明确的章节予以规范，但大多数国家的公司法中均有所涉及，且多是对母子公司的规定。

一、各国法律中对母公司和子公司的定义

☐ 美国

《美国模范公司法》中规定，若某公司的每一类股份中，至少有 90% 已公开发行并售出的股份为另一家公司所拥有，则前者是子公司，后者是母公司。

☐ 日本和英国

若某公司拥有另一家公司半数以上股本，则前者是母公司，后者是其子公司。

☐ 法国

若某公司拥有另一公司半数以上股本，则前者为母公司（控股公司），后者为子公司。

若某公司拥有另一公司 10%~50% 股本，则它就享有在另一公司中的参与权。

☐ 奥地利

凭借控制股权而对其它公司产生直接或间接影响的公司被称为支配公司（母公司）；反之，受到支配的则是被支配公司（子公司）。

☐ 意大利

有下列特征的公司是子公司：

- （1）在此公司中的股东常会上，另一公司凭借控制股权而控制了表决结果；
- （2）由于持股和契约关系的原因，此公司为另一公司所支配。

控制子公司的公司为母公司（控股公司）。

子公司只能从母公司的任意公积中取得股份，只能获得母公司的付足股份且子公司在母公司股东会上不得行使表决权。子公司违反以上规定在母公司中获得的股份须在规定的期限内出售。

☐ 瑞士

母公司（控股公司）是一个以参与其它公司经营管理活动为其主要目的的公司。

☐ 比利时

母公司是活动集中在掌握其一家或几家比利时子公司或国外子公司的参与活动并凭借这种参与从法律和事实上享有直接指挥这些子公司的权力的被比利时法律承认的公司。

子公司是其 50% 股本或 50% 表决票数被另一比利时公司或外国公司直接或间接控制的被比利时法律承认的公司。

☐ 丹麦

若某公司拥有另一家公司的多数股权，则前者为母公司（控股公司），后者为子公司。这一定义同样适用于前者与其子公司共同拥有后者的情形。若某公司通过其它方式如控制股权或签订契约从而对另一家公司产生支配性影响并最终拥有相当数额的股份，这时也应将前者视为母公司（控股公司），后者为子公司。

母公司和子公司一道构成集团公司。

子公司可以在其母公司中拥有股份，但在股东会上无表决权。

☐ 瑞典

若某公司在另一家公司中拥有的股权超过了这些公司中半数以上的表决权范围时，前者就是母公司，后者是子公司。子公司的下属公司也是母公司的子公司。若某公司通过其它方式如控制股权或签订契约从而对后者产生支配性影响或成为后者的主要债权人，这时前者为母公司，而后者为子公司。

除非特例，子公司一般不能取得母公司的股权。

二、外国国家法律对控股和购并的限制

☐ 日本的有关规定

1947 年，日本首次颁布并实行了《关于禁止私人企业的独占及确保公正交易的法律》（简称：独占禁止法）。该法在控股公司的成立、持有其他企业的股份、以及高级管理者兼职等方面都有所限定，而日本的《商法》则对企业之间相互持有有所规定。

首先，关于控股公司。《独占禁止法》第四章第九条的名称为“禁止控股公司”。其第一款规定：“禁止设立控股公司”。第二款又规定：“在国内，公司（含外国公司）不得成为控股公司”。即《独占禁止法》全面禁止控股公司的存在。按照该法的定义：“所谓控股公司，是以支配国内的公司的事业活动为主要事业的公司（第九条第三款）。”自从 1947 年独占禁止法颁布实行以来，该法历经三次修订，许多条款都作了修正，但只有第九条原封不动，未作任何修改。

从现实上看，控股公司制是日本各大企业集团的主要组织手段。日本有很多大企业拥有比自己公司资本金多数倍的其他企业的股份，这些全都是兼营事业的控股公司，但都放任自流。其中，以兼营事业为形式，实质上十分类似于纯粹的控股公司的大企业也很多。因此，可以说《独占禁止法》第九条有禁不止，形同虚设。

其次，关于股份持有。从反垄断法学上看，股份的保有促成企业之间的结合关系，它有可能排除其他事业者的事业机会，因而会有害于市场竞争机制的正常发挥。在日本，1947 年的《独占禁止法》在原则上禁止非金融公司的股份持有，以及金融公司拥有其他非金融公司所发行的股份不得超过 5% 等。但是，1949 年、1953 年该法作了二次修改，其中事实上取消了对非金融公司的股份持有的限制，而且还将银行等金融公司的持股限制由 5% 扩大到 10%。

1949年,改订的独占禁止法对非金融业的法人企业“实质性地减杀公司间的竞争,或在一定交易领域里实质性地限制竞争的场合”,则不得拥有其他公司的股份。但有一个漏洞就是持有直接竞争关系的其它企业的股份是可能的。1953年,又修改成“在一定的交易领域里实质性的限制竞争的场合(该法第十条第一款)”才禁止事业公司的持股。这一改正,事实上使多角化经营的事业公司的持股几乎没有任何限制。

日本商法对相互持股作了如下规定:

(1) 1981年修改后的《商法》新增了对相互持股的限制(该法第241条第3款),即若A公司拥有B公司已发行的股票的25%以上时,其超过25%的部分所代表的议决权无效,也就是限制在25%以下的相互持股。

(2)《商法》还规定由母企业拥有半数以上股票的子公司不得持有其母企业的股份(《商法》211条第2款)。这样的限制实际上不是对相互持股的限制,而是与禁止持有自己公司股份的法条有关。因为日本《商法》第210条规定:禁止持有自己公司的股份。子公司拥有母公司的股份,事实上等于父公司自有其股份。

□ 英国的有关规定

英国《公司法》中,一公司向另一公司出价收购时,应遵循下列规则:

(1) 根据《1958年防止欺诈法》(投资)的条款。

①遵守关于分发出价收购条件通函的有关规定(第14条);

②遵守1960年贸易部对领有经纪人执照(处理事务的)规定的规则(第7条)。

这些规则涉及出价收购的方式和出价收购通知的内容,例如,投标者的身份,拟收购股份的市场价格。

(2) 根据《1965年垄断和合并法》的条款。这项法令的目的是要扩大和改组垄断委员会,把提供的各种服务、贸易部权力的扩大和委员会对合并调查的规定,都置于它的权力范围以内。这样,两个或两个以上的企业(至少有一个是在联合王国或受在联合王国组成的公司所控制的企业),在过去六个月中已停止或将要停止其各自的营业,贸易部可将此情况提交垄断委员会调查,如果这类合并的结果将是:

①造成在联合王国境内某一个人或企业对某种商品或服务的提供或购买有四分之一以上的垄断(关于垄断现已订立《1973年公平交易法》)。根据该法,如合并的结果将使某一类商品或劳务有四分之一为某一个企业所提供或购买时,贸易部应将该案提交垄断和合并委员会;

②所接收的或将被接收的资产超过五百万英镑。

据此,垄断委员会必须在六个月内或在贸易部同意下不超过三个月的延长时间内,对该项合并是否触犯公共利益作出裁决和报告(在这种情况下,贸易部可宣告该项合并是不合法的,并不准法人团体互相结合);或命令任何互相结合的团体解散或命令出售一部分经营事业或资产而将营业或业务分散。为了实现这种改变,贸易部可行使公司法第3条所规定的权力,例如:转让财产,调整契约,分配或更改股份或股票等,关于公司的组成或歇业,修改章程或条例,等等。

□ 美国的有关规定

(1) 合并政策。美国的合并政策非常复杂。首先,在这方面存在着法律上和行政上的交叉管理权。司法部反托拉斯局和联邦贸易委员会都有权执行《克莱顿法》第7条,两个机关也都颁布了具体实施企业合并政策的合并准则。其次,监督企业合并既可适用《克莱顿法》第7条,也可适用《谢尔曼法》第1条。反托拉斯局经常将《谢尔曼法》第1条与《克莱顿法》第7条一起运用。

(2) 合并监督。《克莱顿法》第7条作了如下规定:

任何从事商业或从事任何影响商业活动的人,不得直接或间接地取得他人的股份或其他股份资本,受联邦贸易委员会管辖的任何人不得取得从事商业或从事任何影响商业活动的其他人资产的全部或一部分。如果这种取得行为的效果可以在本国任何地区商业的任何层次或在任何影响商业的活动方面本质上减少竞争或具有形成垄断的趋势。

.....

本条规定不适用于纯粹为投资而取得股份,并且不通过投票或以其它方式使用这些股份以导致或企图导致在本质上减少竞争的人。本条规定的内容也不影响从事商业或从事任何影响商业的活动的公司为了实际经营其直接的、合法的营业或为了经营其营业的自然的和合理的分支机构,或增扩部分而设立子公司,不影响公司拥有或持有其子公司的股份的全部或一部分,但以设立的子公司的效果不会在本质上减少竞争为限。

这条禁止规定包含的范围很广,包括横向合并、纵向合并和混和合并。它的核心是合并所产生的竞争效果,即要考察合并是否会导致在实质上减少竞争或形成垄断。这个问题也是适用第7条执行合并政策的关键。

1968年,又制定了《合并准则》(merger guidelines),规定了一些详细的标准和界限,对确定横向合并、纵向合并和混合合并是否属于第7条规定的禁令之列具有决定性的意义。美国反托拉斯局的合并被颁布后,又经过了1982年和1984年两次修订。

(3) 反托拉斯法的域外运用。反托拉斯法在美国域外也有运用。根据美国的反托拉斯法,如果外国公司兼并美国公司,那么应把这种合并看成是两个美国公司间的合并,理所当然地受到《克莱顿法》的制约。如果美国公司兼并外国公司,则在特定情况下也适用美国的反托拉斯法。在1966年的USv. Schlitz Brewing co. 案中,美国 Schlitz 公司收购了加拿大一家酿酒公司的大部分股份。法院认为,这次收购行为排除了 Schlitz 公司与加拿大公司的美国子公司之间在美国市场上的实际的和直接的竞争,因此,根据《克莱顿法》第7条规定是非法的。

(4) 《美国标准公司法》中规定的合并程序。《美国标准公司法》修正案第七十五条“子公司的合并”作了如下规定:

任何公司,如至少拥有另一公司各类别发行在外股份数目的90%,可将该公司合并过来,而无需双方股东表决同意。但其董事会应通过决议批准载明如下内容的合并计划:

① 子公司名称及至少拥有子公司90%的股份公司名称,亦即以后被称为存续公司的公司名称;

② 把子公司股份转换为存续公司或任何其它公司的股份、债券或其它证券,或者全部

地或部分地转换成现款或其它财产方式及基础。

合并计划的副本应寄往子公司的每一个在册股东。

存续公司的总经理或一名副总经理以及公司秘书或助理秘书，应代表公司签署两份合并条款，并由签署此条款的一名职员核证。该条款应载明：

- ①合并计划；
- ②子公司的发行在外的各类别股份数目及由存续公司拥有的各类别股份数目；
- ③将合并计划副本寄往子公司股东的日期。

在将合并计划寄往子公司股东的第 30 天（包括第 30 天）后，或在全部发行在外之股份持有者放弃收到该计划权利的情况下，合并条款的复制原件应递送州务卿。如州务卿决定该条款是合法的，在公司支付了本法令规定的所有手续费及特种税后，他应：

- ①在每份复制原件上批注“已备案”字样，并标明备案年、月、日；
- ②将一份复制原件存放在其办公室备案；
- ③颁发合并证书，并应在该证书上附贴另一复制原件。

合并证书，连同由州国务卿将其附贴在一起的合并条款复制原件，应退还给存续公司或公司代表。

☐ 德国的有关规定

在德国的《反限制竞争法》中，企业合并这一概念具有独特的意义。根据第 23 条第 2 款的规定，企业合并是指下列事实：

（1）取得财产。一个企业以兼并、改组或其他方式取得另一个企业的全部或大部分财产（第 23 条第 2 款第 1 句第 1 项）。兼并是指两家（或两家以上）公司的财产结合起来，有一家公司消失，形成一家新的公司。根据德国公司法规定，股份公司、股份两合公司、有限责任公司等资合公司均可兼并。改组是指公司更改其法律形式，比如人合公司变为资合公司，资合公司变成人合公司。

（2）取得股份。这是实践中最常见的合并形式。

根据第 23 条第 2 款第 1 句第 2 项的规定，取得股份是指购置另一企业的股份，致所购股份本身或与其他业已属于企业的股份加起来 a. 达到另一企业资本或投票权的 25%；或者 b. 达到另一企业资本或投票权的 50%；也可 c. 使企业获得《股份法》第 16 条第 1 款所称的多数参股。〔注：《股份法》第 16 条第 1 款：如果一个法律上独立的企业的多数股份属于另一个企业，或另一个企业享有多数投票权（多数参股），那么前者为占有多数股份的企业，后者为多数参股的企业。〕在这里，取得股份的企业只要具备 3 项要件中的任何一项，都构成企业合并。

共同企业是指同时或先后取得另一企业股份的多个企业。如果共同企业购置另一企业股份达到了上述 a、b、c 则所称规模，那么就另一企业所经营的市场而言，共同企业的购置行为也是参与购置股份的企业之间的合并。

此外订立企业合同，干部兼任等形式也被规定为企业合并。企业合并具备了一定的前提，就必须和主管当局提出申请，将合并的计划登记于簿册。根据第 24a 条第 1 款规定，在下列 5 种情形，当事人必须将合并的计划向联邦卡特尔局申请登记。

①参与合并的企业中有一个企业在上届营业年度中的营业额超过 20 亿德国马克。

②参与合并的企业中至少有两个企业在上届营业年度中的营业额分别达到 10 亿或 10 亿以上德国马克。这就是所谓的“大象婚礼”。

③根据州法的规定，合并应通过法律或其他行政行为促成；但这一适用于第 23 条第 2 款第 6 项所称的合并。

第三节 我国法律中有关控股的规定

我国的《公司法》中提出了“控股公司”一词，但还没有对控股公司做出明确的规定。这里仅就涉及控股公司的内容作一介绍。

一、转投资规定

《公司法》第 12 条第 1 款规定，“公司可以向其他有限责任公司、股份有限公司投资，并以该出资额为限对所投资公司承担责任”。

《公司法》第 12 条第 2 款规定，“公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资的，除国务院规定的投资公司和控股公司外，所累计投资额不得超过本公司净资产的百分之五十，在投资后，接受被投资公司以利润转增的资本，其增加额不包括在内”。

公司法限制转投资，其目的是保护债权人的利益。在资本转让市场尚未发育成熟的情况下，转投资往往导致公司财产难以变现，影响公司的偿债能力。衡量公司偿债能力的敏感指标为速动资产（现款、可转让证券、到期债权）与流动负债（在短期内应清偿的债务）之比，一般认为，以 1:1 的速动比率为最佳。在转投资体现为可转让股份、债权的情况下，公司财产的变现能力不是减弱，而是增强，但这种转投资超过一定比例后，债权人能否得到足额清偿受制于证券交易市场的行情。相反，如果公司通过转投资而获得的权益难以转让，债权人将不得不接收债务人在其他公司的权益而受清偿，这实际上是由债权人承担本来应当由债务人承担的投资风险。

“国务院规定的投资公司和控股公司”不受转投资限制的规定约束。但是“控股公司”的确切概念，公司法并未做规定。一般说来，控股公司是通过拥有另一个公司有表决权的多数股份来控制另一公司。

《公司法》对国务院规定的投资公司和控股公司的特殊规定在国有独资公司中也有所反映。从根本上说，国务院规定的投资公司和控股公司对国有独资公司行使的股东会的部分职权，因此其投资额不受 50% 的限制，目的是在特定行业和特定企业以及在本地区经济中占有举足轻重地位的企业中要保证国家股的绝对控股地位。

二、合并与分立

□ 公司的合并

“改组 (reorganization)”、“合并 Consolidation)”、“兼并 (merger)”，这三个术语在外国公司法里经常交替使用。但抽象区分这些名词，似乎与现实需要关系不大，反而会使法

律条文显得模糊而复杂。

根据我国《公司法》第184条第2款，合并分为新设合作和吸收合并两种：凡两个以上公司合并，其中一个公司存续，其他公司终止的，谓之吸收合并；凡两个以上公司合并而产生一个新的公司，合并各方随新的公司产生而终止的，谓之新设合并。

根据我国《公司法》，合并决议是股东会的法定权力范围。股份公司的合并应由“出席会议的股东所持表决权的三分之二通过”。然而签订合并协议与股东会决议的顺序并未明确规定。从常理来看，合并协议的签订应先于股东会决议，只有在合并双方就合并协议主要条款达成一致意见后，交股东会表决才有实质意义。

合并程序如下：

（1）订立合并协议。合并协议应包括以下条款：

- 被吸收公司和存续公司的名称、住所；
- 被吸收公司拟向本公司股东会提交的解散决议草案；
- 被吸收公司的股份或财产全部或部分转换为现金、证券和其他财产形式的条件；
- 存续公司如何以及从何时起调整会计帐目，制作资产负债表；
- 存续公司承受被吸收公司债务的声明；
- 存续公司有关股东权利的安排；
- 存续公司有关被吸收公司雇员退休金计划、雇佣机会的安排；
- 合并协议的生效条件。

（2）持异议股东的购回股份请求权。对于被吸收公司的股东来说，这项权利来源于公司解散时的剩余资产分派权。既然股东选定的投资对象将不复存在，股东理应有收回投资的权利。至于是否接受另一公司的股份，每一股东均有权利独立选择，多数股东不能代替少数股东作出决定。

存续公司的股东是否对公司拥有购回股份请求权，取决于这项合并是否实质性地改变、限制和取消了股东原有的权利或增加了股东原有的义务。

为保障持异议股东的权利，在召开股东会之前，董事会应将合并协议的内容通知每一股东，限定行使购回股份请求权的方式、时间；持异议股东收到通知后，应以书面形式请求公司购回他持有的股份，并承诺他不会以本人拥有的全部有表决权的股份对合并协议投赞成票。

董事会收到持异议股东的书面请求之后，应当立即对之进行支付。每股净资产含量应是确定支付数额的主要标准。

（3）股东会决议。股东会对是否批准合并协议和公司章程修正草案作出决议。

股东会批准合并协议相当于民法上的“同意”，是依单方意思表示即可生效的行为。

由于购回股份请求权的存在，多数股东通过的合并决议对少数股东并没有约束力；少数股东也无权通过诉讼来请求取消或废除合并决议，除非合并决议违法。

（4）债务概括承担通知。根据《公司法》第184条第3款，自股东会作出合并决议10日内，公司应对债权人发出通知，告知合并决议内容，对债权人利益的影响和债权人的权利；自股东会作出合并决议30天内，公司应将合并协议与资产负债表在报纸上至少公告3

次。

债权人接到通知的，自接到通知之日 30 天内，未接到通知的，自首次公告之日起 90 天内，请求公司清偿债务或提供相应担保。

未能清偿债务或提供相应担保的，公司不得合并。

未依法定程序，对债权人进行通知和公告的，处 5 万元以上、10 万元以下罚款。

(5) 主管机关批准。根据《公司法》第 183 条，如果合并一方为股份公司，合并“必须经国务院授权的部门或者省级人民政府批准”。

(6) 注册登记。吸收合并，被吸收公司办理注销登记，存续公司办理变更登记。

新设合并，合并各方均应办理注销登记，新生的公司办理设立登记。

(7) 合并的财务处理。在资产管理一章中已有详细论述。

☐ 公司的分立

公司分立主要有以下两种形式，涉及的法律问题各不相同。

(1) 设立全资子公司。A 公司将一部分财产分离出去成立一个全资子公司 B，A 公司作为 B 公司唯一的股东。在 A 公司的资产负债表上，资产总量并不减少，只是资产形态发生变化，有形资产或无形资产减少，长期投资增加。与此同时，A 公司与 B 公司合并公司报表。债权人利益不会因此而受影响，亦不存在 A 公司、B 公司就债务分担比例达成协议的问题。

然而，A 公司股东的权利则因此而发生变化：除非公司章程另有规定，A 公司股东无从对 B 公司的事务行使股东权，B 公司实际上由 A 公司董事会、经理人员控制。

《公司法》第 13 条第 2 款规定，公司可以设立子公司，子公司具有企业法人资格，依法独立承担民事责任。

同时《公司法》也阐明了子公司和分公司的区别。《公司法》第 13 条第 1 款规定，公司可以设立分公司，分公司不具有企业法人资格，其民事责任由公司承担。

(2) 设立关联公司。A 公司将一部分财产分离出去成立一个关联公司 B，B 对 A 公司股东发行股份，A 公司股东按持股比例分得 B 公司股份。A 公司的资产减少，A 公司股东则通过获得 B 公司股份而得到清偿，A 公司股东会可同时成为 B 公司股东会，股东权利没有实质性地改变。

分立和转投资存在着较大的区别，以下这两种情况属于转投资而非分立。

① 公司将部分财产投入一个已经存在的公司。

② 两个或两个以上的公司共同出资组建一个新公司，也属于公司的转投资，只是转投资与新公司设立同时进行而已。

第四节 控股公司内母子公司关系的法律调整

本节从公司法的角度对控股公司内母子公司关系的法律调整。

一、对控股公司与被控股公司关系的法律调整

在控股公司与被控股公司的相互关系中,由于被控股公司处在控股公司的支配之下,其在一些事项上的自主性会受到母公司的干涉。某些特定情况下,被控股公司少数股东及其债权人的利益极易受到损害。对此,一些国家的公司法以特别法律规则的形式对被控制公司少数股东及债权人的利益加以保护。如规定被控股公司少数股东为着被控股公司的利益可以向控制公司或其负责人请求赔偿;同时,被控股公司的少数股东或债权人的个人利益因控股公司本身的行为遭受损害也可以向控股公司请求赔偿。

二、对相互投资关系的法律调整

各国公司法为防止资本无限制的重复计算和相互虚增资本,保障公司小股东及债权人的利益,都对公司间相互投资比例及相互投资公司表决权的行使作了限制性规定。

我国《公司法》第12条中规定“公司可以向其他有限责任公司、股份有限公司投资,并以该出资额为限对所投资公司承担责任”。

一些国家的公司法(如瑞典公司法)禁止母子公司之间的相互持股,即子公司不得取得母公司的股份。法国公司法也规定,如果一个股份有限公司拥有另一个股份有限公司10%以上的股份资本,后者即不再取得前者的股份,已经取得的股份与此项限制抵触的,必须在一定期限内予以处理,这些股份没有表决权。

三、对母公司与子公司之间债务责任关系的法律调整

在母子关系中,母子公司各自作为独立法人对外承担责任,因而一般情况下并不存在母公司对子公司的债务责任问题。但在有些情况下,如母公司为了公司的整体利益,或者滥用其地位,损害了子公司少数股东及债权人的权益,母公司是否对子公司的债务承担责任,各国在立法与实践中有不同主张。

☐ 母公司应对子公司债务承担责任原则

这一原则下又有两种不同的观点,一种观点把母公司与子公司作为一个整体来看待,主张在任何情况下母公司应对其全部所有或受其控制的子公司的债务承担责任。但这种观点迄今仍未被各国所接受。另一种观点在坚持有限责任的同时,主张在特殊情况下,母公司应对子公司的债务承担责任,实际是传统的有限责任原则的例外。

☐ 有限责任原则

多数国家对于母子公司之间的关系仍坚持严格的有限责任原则,认为母公司与子公司的关系,适用公司法中关于股东与公司相互关系的一般规定。而股东的责任与法人的责任应完全区分开来,这意味着在一般情况下,母公司对于子公司的债务均不承担责任。

德国股份法对母公司与子公司的责任问题作了明确规定:

(1) 在母公司与子公司间以控制合同或利润转移合同等相联系的情况下,母公司必须确保子公司法定公积金的分配,并有义务弥补子公司的年度亏损。

(2) 对于事实公司集团来说,允许母公司干涉子公司的事务,但必须对每个个别和确定的损害予以补偿。

第八章 国有控股公司

第一节 国有控股公司的几种模式

国有控股公司的主要特征是国家与公司的产权关系。国外的国有控股公司按照国家与公司的产权关系的不同，分为国家独资公司、国家直接控股公司和国家间接控股公司三种模式。一般说来，在政府与一般生产经营性企业之间，并不只存在一个层次的控股公司，而往往是多个产权经营层次。由于国家独资公司有利于强化政府对公司经营行为的产权控制，因而往往为第一个层次国有控股公司采用。另一方面，由于有限责任公司或股份有限公司比较有利于吸收社会资本和国有资本的流动，特别是当公司股票上市后，资本的流动更为灵活。因此，国家间接控股和直接控股往往被作为第一层次国有控股公司的产权经营手段，运用于第二三等下属各产权经营层次。当然，也可以直接运用于第一层次。只有根据不同产权经营层次的特点采取不同类型的公司形式。

一、国家独资公司

国家独资公司是最常见的一种国有控股公司形式。由国家出资并授权经营，以控股方式控制和掌握着若干次级控股公司进而控制大量私人企业。

我们以意大利的参与制系统为例来介绍国家独资公司及其下属公司的产权经营和组织运作。

意大利的经济管理体制有别于其他市场经济国家的最大特色在于它的“国家参与制”，即政府出面组建大型企业集团，通过国家组建的各级控股公司逐级控制企业股份。伊里、埃尼、埃菲姆三家公司构成了意大利参与制系统的支柱。

国家参与制公司的组织结构呈现明显的层次性。它的最上层是跨行业的综合性国家控股公司，中国层次是按行业组成的次级控股公司。次级控股公司又称部门控股公司，它将处于同一行业或具有相关经济活动的下属公司集中在自己之下。公司的基层是生产经营企业，它被部门控股公司所控制。

☐ 政府和公司的关系

国家参与制公司是在特定历史条件下通过政府力量形成的。在 20 世纪 30 年代的大危机中，许多工业企业的倒闭直接威胁着商业银行，意大利政府为了拯救濒临破产的几家大银行及一批企业，于 1933 年组建了工业复兴公司。即伊里公司，此后又陆续组建了几家类似的公司。为了有效地管理这些大型公司，政府于 1957 年成立了专门的管理机构——国家参与部，从而形成了国家通过控股公司调节经济的“伊里模式”。国有控股公司不是政府的

行政性管理机构，而是法人经营实体。但其经营方针和运营目标由政府确定。它有着特殊的运营目标：

经营活动必须服从并体现国家的宏观经济政策。在这个目标的约束下，国家参与制公司遵循市场经济的运营规则运行。

国家是这些公司的唯一所有者。其产权管理包括了国会、政府、公司及下属子公司等多个组织层次。

国家通过两层机构对国家控股公司进行管理：

（1）议会。议会成立由 15 名参议员和 15 名众议员组成的常设委员会，具体负责对国有控股公司的管理。议会对经济计划部际委员会提供的有关控股公司的投资计划和国家参与部提供的有关公司的年度报告、财务计划进行审议，以避免国有资产流失，保证国有资产增值；批准这些公司的中期计划；批准政府作出的关于这些公司的主要负责人的任免等。此外，议会还有权要求国家参与部提供有关国有控股公司经营的其他资料等等。

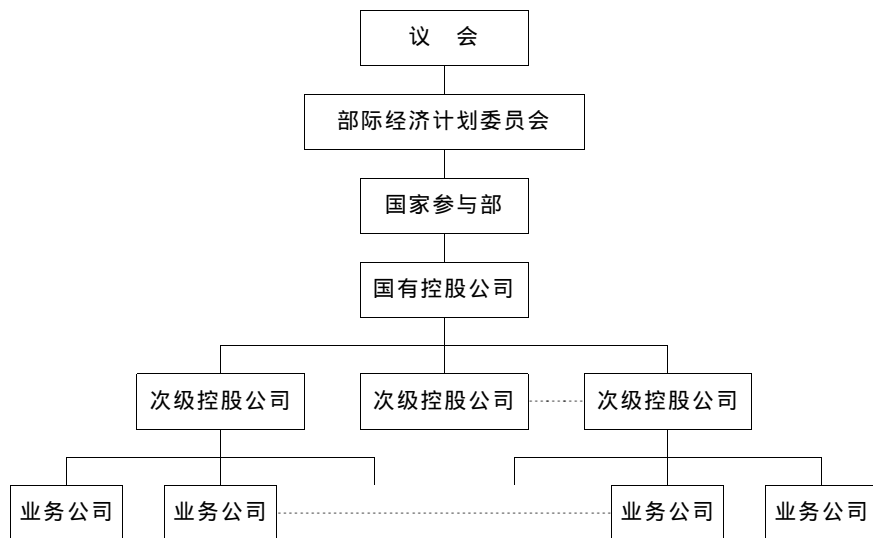


图 6.8.1 国家参与制控股公司结构

（2）政府部门。主要包括经济计划部际委员会、国家参与部和审计署等。国家参与部拥有指导和监督三大综合性国有控股公司以保证其经营活动符合政府经济政策目标的权力。国家参与部负责将国家经济战略意图下达给总部并提供必要的指导，以保证与国家经济政策和政府的各项社会目标一致；作为部际经济计划委员会的成员，参与三大公司的中期计划的制定，国家参与部下设计划和经济研究部，负责审核国家参与制公司的计划，并协调国有企业经营计划和国家经济计划的关系；审批国家参与制公司的预算和决算；制定政府向国家控股公司提供的捐赠基金的方案；主管国家参与制公司章程的修订；任命所属各控股公司的领导人。例如 ARI 的章程规定，总理由国家参与部长根据董事长提出的方

案任命。根据法定条款并征求财政部长的意见，批准各国有控股公司收购新的企业的股份及转让或放弃现有股份。

除国家参与部外，经济计划部际委员会也参与审查国家控股公司的长期计划。国家在国有控股公司总部里安排一名国家审计署人员，监督资产的合理运用。

国家对国家控股公司没有指令性计划，只有原则性指导和建议，至于如何实现全由企业自己去运算。当然，国家也保留着行政否决权，对较大的项目和投资，国家可根据需要作出裁决。

□ 国有控股公司对下属公司的管理

国家参与制公司的组织结构是多层次的。例如，伊里公司通过 13 家控股公司控制着 600 多家业务公司。国家控股公司对下属公司的管理完全按照市场规则运作经营，并规范处理彼此间的经济关系。主要有以下几个方面：

(1) 集团总部通过规划和战略部门对下属公司经营实行控制。在国家参与制公司内，无论是总部还是二级控股公司，一般都设有规划和战略控制部门。这个部门主要负责对下属公司上报的战略、中长期规划、投资计划进行分析评估；提供并分配必要的资金；任命其下属公司的最高管理层和选择有效的组织机构和管理制度；批准部门控股公司和直属公司的年度和财务状况草案。通过上述一系列途径，国有控股公司与其主要下属公司保持一种经常性的紧密联系。例如伊里公司为了加强集团公司内部各部门公司之间的协调，组成了由公司总经理、部门控股公司和直属公司董事长和常务董事参加的集团政策和协调委员会，至少每三个月举行一次会议，讨论诸如资金、技术开发、出口和人力资源管理等有关发展战略，并讨论涉及各部门共同利益的问题。

(2) 干部参与。总部派遣有关人员充当控股公司的董事。例如伊里集团下属的斯泰瓦控股公司 10 人董事会中，总部代表就占了 6 人。目前伊里总部在下属公司任高级管理职务的有 1000 人。

(3) 投资和融资。意大利《银行法》规定，银行不能拥有工业公司的股份，因而意大利不能形成类似日本的以金融为核心的财团。这使得各成员公司在内部的投资融资一定程度上仍依赖于总部。总部的资金来源主要有四条渠道：

① 来自控股公司的股息分红；

② 出售下属公司股份的收入。从 1983~1991 年，伊里集团通过出售下属公司股票，获利 110 亿美元；

③ 转贷利率差额，国家控股公司凭借自己的信誉，可以在国际金融市场上筹措到利率优惠的资金，然后以市场利率转贷给下属公司，从中获得利率差额；

④ 国家提供的补贴和财政拨款，近 60 年来国家共向伊里集团提供 180 亿美元的资金。总部利用此项资金以入股或增资的方式对控股公司再投资，即加强了对下属公司的控制，又获得了相当可观的股息分红。下属公司对总部以股息分红方式上缴利润。

从意大利的国家参与制公司可以看出，这种国家独资公司有许多优点。国家独资公司代表政府行使产权管理职能，承担着对国有公司进行产权管理，以确保国有资产保值、增值的职能。它使政府得以和国有企业保持一定的距离，从而缓冲了政府对企业过多的干预。

它既能实现国家对国有资产的所有权,又保证了国有企业在市场经济中按市场规则进行运作。它提出了一种政府对国有企业进行产权管理的新的组织形式。是很值得我们借鉴的。

但这种国家独资公司在组织管理上,还存在着一个一直没有解决的问题,那就是由于这些控股公司规模庞大,管理层次过多,造成了缓慢的官僚主义决策程序,从而变成了政治垄断、干预和控制的有力工具。主要表现在两个方面:第一,当重大决策业务集中到控股公司层时,会降低国有企业管理人员的积极性和素质,会出现了解市场情况和经营状况的经理人员无决策权,而有决策权的经理人员高高在上不了解基层情况的消极情况。控股公司往往成为截留国有企业自主权的关卡。可以说违背了当初设立国有控股公司的初衷;第二,控股公司掌握了过多财权,从而可以在附属公司之间行政性的转移资金,必然带来资料分配的低效率,使具有发展潜力并充满活力的企业缺乏资金,同时又不惜代价地维持那些没有活力的企业。

二、国家直接控股

国家不是全部投资而只是投入拥有控制权的股份,这种形式也是较常见的。这种国家间接控股公司一般有有限责任公司和股份有限公司两种财产组织形式。

新加坡的国有控股公司是一个较成功的范例。它和一般的国家独资控股公司不同,只是以盈利为目的,代表政府对所属国有企业控股。目前,新加坡的国有控股公司主要有四家,即:淡马锡控股公司、新加坡科技控股公司、国家发展部控股公司和新加坡医疗保健控股公司。我们主要以淡马锡控股公司为例来说明新加坡国家直接控股公司的特色。

淡马锡控股公司于1974年6月成立,是新加坡最早的国家控股公司。根据公司章程规定,这家公司采取有限责任公司的法人财产组织形式。公司注册资本为10亿元新币,其中,普通股9.5亿股,每股面值1元,优先股5000万股,每股面值1元。公司股东限制在50人以内。

淡马锡控股公司的产权经营和管理体制是在政府的管理下,通过产权投资控制第一层次的次子公司,这些次子公司再通过产权投资拥有自己的子公司。20多年来,逐步形成了一个拥有6个层次共500多家公司的庞大国有企业集团。我们将分层论述。

□ 政府对国有控股公司的管理

政府对国有控股公司的管理遵循现代公司制度的规则,一般不采取行政命令方式干预国有企业经营,而是依据股权关系,向企业的董事会中选派国家股份的股权代表,通过这种形式参与决策,发挥作用,体现国家利益和政府政策的产权约束。这种管理方式最大优点在于实现了政府和企业利益的统一。一方面,企业的资产经营管理方面享有完整的自主权。另一方面,由于政府的意图主要通过董事会决议在企业日常经营活动中得到体现和贯彻,同时公司企业的经营方针和决策又通过董事会成员反映到政府部门。因此,董事会实际上就成为连接政府与国有企业产权关系的中介。

新加坡政府对国有企业的人事控制也是非常有特色的。

1911年11月,淡马锡控股公司的对公司章程中的人事安排做了如下修正:

(1) 董事的任命必须符合新加坡共和国宪法第22C条规定,并要征得共和国总统的同

意，否则任命无效。

(2) 常务董事会关于公司主要经理人员的任命或辞退也与董事任命一样，必须符合新加坡共和国宪法第 22C 条规定，并经共和国总统同意。

淡马锡控股公司的董事会由 10 名董事组成，其中 8 名董事是政府有关部门的代表，2 名来自私人企业。主要由政府公务员来兼任公司董事。但这些公务员兼职不兼薪，薪金仍由政府支付。政府根据公司经营状况，可以对委派的董事实行奖惩。

□ 控股公司对下属子公司的管理

淡马锡控股公司对下属子公司的管理主要是产权管理。公司章程规定淡马锡控股公司的经营目标是通过对公司实施控股、参股与买卖公司有关证券等方式，在国内及世界各地从事作为投资和控股公司的各种经营活动。因此其主要目标是盈利。在追求盈利目标的前提下，要依据国家产业政策来决定资金投向。为了确保盈利，公司及其子公司都有选择项目的自主权。淡马锡控股公司在产权投资方式上是选择独资控股还是参股，很大程度上取决于被投资公司的业务性质。例如，对于与战略和安全有关的企业，涉及到社会发展和社区发展的旅游业规划或娱乐业规划的企业，以及合法赌博等企业，往往采取独资形式，其它企业则采用控股或参股形式。

子公司独立经营、自负盈亏，由本公司董事会负责决策与管理。母公司对子公司的管理和控制通过以下方式进行：

- (1) 子公司必须按期向母公司呈报本公司董事会会议备忘录；
- (2) 子公司必须定期向母公司呈报本公司有关投资和贷款的计划；
- (3) 子公司必须定期向控股公司提交本公司的月度、半年和年度财务和管理报告书；
- (4) 母公司作为子公司的大股东，也可以依据《公司法》，控制子公司有关股本变更，公司重组，年度预决算，委任董事等重大经营决策问题等等。

至于子公司以下各层次的企业，淡马锡控股公司主要是通过子公司逐级实施产权管理。事实上，这些子公司完全遵循市场经济原则运作，经营机制与私营企业没有区别。

总的来说，新加坡国有控股公司的产权经营体制和公司董事管理制度都是值得我们借鉴的。

三、国家间接控股公司

国家间接控股公司主要是指国有企业的股份不是由政府直接持有，而是通过国家控制的控股公司间接持有。我们前面已经介绍的法国的埃尔夫·阿奎坦公司就是一个国家间接持有的竞争性行业国有控股公司如何运营的成功例子。前面我们介绍的是这家公司的资本结构和组织结构，这里着重从国有公司角度介绍其产权经营与管理体制。

□ 政府和公司的关系

埃尔夫·阿奎坦公司的资产组织体系如图 6.8.2 所示。从图中可以看出，国家只拥有其 50.79% 的股份（1992 年 12 月 31 日），而且，这 50.79% 的国家股权并不是由政府直接持有，而是通过国家独资的埃拉普（ERAP）公司间接持有。因此，政府部门并没有派公务员参加董事会，作为最大股东的埃拉普（ERAP）公司，只是由公司董事长作为代表参与董

事会，也没有因为该公司为最大股东而担任董事长。

图 6.8.2 埃尔夫·阿奎坦集团的资产组织体系

注：①包括埃尔夫·阿奎坦股份公司全资子公司萨夫雷普（Safrep）公司拥有的 14.97% 股份。

②为上帝公司。

③母公司间接或直接持有这些子公司的股份一般接近 100%。

但是这并不表明该公司和政府没有关系。相反，根据公司章程规定，政府可以任命 2 名委托代理人参与公司经营管理，以保证国家权力的实施。具体说，就是要保证公司与国家签订的所有协议得到履行，可以任命两名政府代表参与公司经营管理，他们可以参加董事会，可以查看公司帐目及其他有关公司文件，并可以通过指定人对公司经营实施他们认为必要的控制。

☐ 控股公司对下属公司的管理与控制

从图 6.8.2 中可以看出，埃尔夫·阿奎坦对于作为集团支柱的各主要子公司，如埃尔夫·阿托化学公司、埃尔夫法国贸易公司等基本上拥有百分之百的股权。即使是上市的埃尔夫·赛诺菲公司，母公司也掌握了绝对控制权。埃尔夫·阿奎坦股份公司的产权经营层次很多，基本上分为母公司、子公司和孙公司三个层次。通过这个多层次的产权经营体系，形成了包括 800 多家企业的埃尔夫·阿奎坦集团。

埃尔夫·阿奎坦股份公司对所属集团内部的子公司的组织和管理，是按照产品系列的专业化来管理的。

第二节 我国的国有控股公司

前两节在分析外国国有控股时我们看到国有控股公司建立的目标是提高国有资产运营效率和促进国有经济和非国有经济的融合，对我国来说也是如此。我们将先说明为什么国有控股公司是一种可行的国有资产管理模式。然后讨论几种我国的国有控股公司模式。最后讨论国有资产评估问题。

一、国有控股公司是国有资产管理的目标模式

建立独立于政府的国有资产管理系统已经得到普遍的认可和实行。但是对国有资产无论采取何种管理方法，都必然解决这样一个矛盾，即国有资产的处置者在掌握了对国有资产的处置权的同时，如何以其资产向所有者承担有限责任，即建立资产责任制和盈亏机制。因此，政府与公司之间应构成宏观调控系统，国有资产管理部与企业之间应构成资产运营系统。

我们在对意大利参与制公司等三大公司的介绍中可以看到，政府通过控股公司进行国有资产管理可以说是一种较好的形式。这样国有资产管理局可以行使对国有资产的行政管理职能，而对一些大的公司则进行国有资产授权经营或其它方式，使之成为控股公司，行使一定范围的国有资产经营职能。这样可以较好地解决国有资产运营中政企不分的问题。这种国有资产管理模式如图 6.8.3 所示。

图 6.8.3 国有资产管理系統

1992 年,国家计委、国家体改委、国家经贸委、国家国有资产管理局联合发文批准 55 家试点企业集团中的 7 家集团和中国纺织机构集团进行第一批试点。使企业集团的核心企业与其它成员企业间开始建立生产经营纽带之外的产权纽带,逐步实现集团资产、经营一体化,向控股公司转化。1993 年 11 月,十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中指出:“按照现代企业制度的要求,现有全国性行业总公司要逐步改组为控股公司。发展一批以公有制为主体,以产权连结为主要纽带的跨地区、跨行业的大型企业集团,发挥其在促进结构调整,提高规模效益,加快新技术、新产品的开发,增强国际竞争能力等方面的重要作用。”因此,可以说国有控股公司作为一种国有资产管理的目标模式已经起步交将逐渐发展起来。

二、国有控股公司组建的几种模式

组建公有控股公司的目的在于在国有企业之间以及国有企业和非国有企业之间建立起产权纽带,变以前的行政关系和契约关系为控制和被控制的关系。国有控股公司不论采用何种模式都必须建立在现代企业制度的组织基础上,其成员的基本组织形态大多是股份有限公司或有限责任公司。股份公司制的一个重要特征是企业产权以股权形式存在,并可在不影响公司正常生产经营的前提下被转让。这客观上为企业之间在资产关系上加强联系创造了条件。这就使得实力雄厚的国有企业能够利用控股、参股的层层投资方式将一大批企业纳入自己的体系之中。同时各国有企业之间也可以相互持股,不仅可以形成专业化生产和社会化协作,而且由于这种联系是建立在资产联合的基础上,企业间客观上形成了一个利益共同体。因此,国有控股公司的模式必然是多层次的、以资产关系为联结纽带的模式。

☐ 垂直型

即由一家实力雄厚的国有企业作为母公司,这家国有企业可以是纯粹控股公司,也可以是混合控股公司,即既可以单纯从事产权经营,也可以兼有生产经营业务。母公司控制子公司的股份、子公司又控制孙公司,使整个公司呈现出一种自上而下单向的垂直控股结构。母公司和子公司都有统一的战略目标,对子公司实行计划控制、人事控制和财务控制。

这种垂直型控股公司的形成一般有两种形式。一种是国有资产授权经营，另一种是由国有企业分设独资企业以及企业间的兼并形成。

(1) 国有资产授权经营的意义。在传统体制下，国家与企业之间是一种政企合一的关系，企业没有经营自主权，成为政府主管部门直接控制下的一个生产单位。因此为了解决政企合一的问题，国家对许多国有企业都实行了国有资产委托经营。这种国有资产委托经营有两类公司。一是单纯的投资公司，它投资的目的是使资产增值，是单一目标；另一类是以大中型国有骨干企业为核心组建的企业集团中的集团公司，每个集团公司所经营的国有资产是一定产业范围的资产，它们经营国有资产的目的不仅是为了资产增值，还要促进产业的发展。这种国有资产委托经营关系如图 6.8.4 所示。

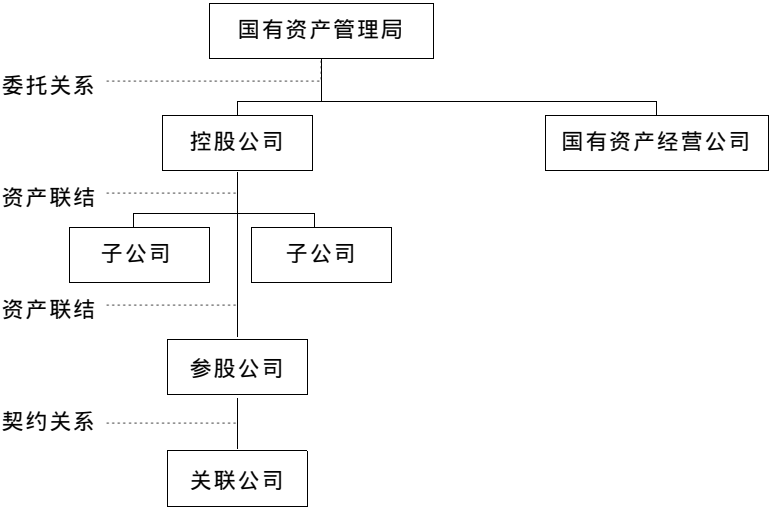


图 6.8.4 国有资产委托经营关系

在授权经营过程中，作为国有资产的具体运营者，将拥有明晰和独立的国有资产法人所有权，国家代表全民拥有国有资产的最终所有权。国有资产管理部门可以将国家关于控股公司的社会发展目标纳入授权经营合同以及通过派遣国有资产产权代表，来贯彻国家的有关政策。实行国有资产授权经营，不仅可以促使政府的社会经济管理职能与国有资产产权管理者职能分离，而且可以推动政企分开的问题。

国有资产授权经营使政府和公司的关系发生了变化。在传统体制下，国有资产所有权控制关系是单一的，全部由国家直接所有，国家基本上是使用行政手段来管理国有企业。但通过国有资产授权经营的方式组建垂直型控股公司，则被控股企业的产权不再归国家直接持有，而是由控股公司直接持有，国家只拥有间接所有权。但国家对控股公司直接投资并直接拥有所有权，国家通过控股公司拥有了被控股企业的最终所有权。形成国家、控股公司、被控股企业的多层次的产权体系。

(2) 国有资产授权经营体制。我国从 80 年代后期,逐步开始了通过国有资产授权经营建立国有控股公司的工作。1992 年,国家已经对东风汽车集团、东方电气集团、中国重型汽车集团、第一汽车集团、中国五矿集团、天津渤海化工集团、贵州航空工业集团和中国纺织机械集团等七家集团实行了国有资产授权经营。其基本做法是:由国有资产管理部门将这些企业集团中的核心企业和重要的成员企业的国有资产统一授权给核心企业,使核心企业成为控股公司,成员企业成为它的子公司。授权经营后的控股公司董事会,一般享有如下权力:决定控股公司和合资子公司的重大经营事项,并按照持股比例参与决定控股和参股子公司的重大经营事项;统一决定授权范围内国有资产的配置和管理方法;决定企业组织结构和领导体制;决定授权范围内的企业兼并、合并、股份制改组、资产交易和产权(股权)转让,或提出方案报批,控股公司将统一对国家承担授权范围内的国有资产保值增值责任。

国有资产授权经营形成的国有控股公司的母公司,实质上是一个国有资产经营公司。国有资产运营公司的性质、职责、资本与收益、管理制度等如下:

① 国有资产经营公司的性质。是在国有资产管理委员会(或相应机构)的领导下,负责管理下属企业国有资产的机构;具有相对独立的企业法人资格,有对国有资产行使管理、监督和投资的权力。

② 职能。受国有资产管理部门的领导和委托,以国有资产所有者的身份,对国有资产进行经营和管理;按照国家产业政策和投资重点,组织运用国有资产存量和增量,通过控股、参股,使国有资产保值增值,促进国家经济发展;对控股、参股企业,派出国有资产产权代表,参与这些企业的经营管理。

③ 公司资本与收益。公司资本主要包括:国有资产管理委员会授权的国有资产;银行贷款或转债为股的贷款;政府计划用于企业的财政投资;及其它。公司收益包括国有股分得的股息或红利;收缴的国有企业税后利润及其它。

④ 公司管理制度。国有资产经营公司实行独立核算,接受政府部门的审计监督,公司内部的管理制度主要包括资金运用管理制度、人事管理制度、岗位责任管理制度、目标分解管理制度、业绩考核奖惩制度等。

⑤ 组建方式。除了前面提到的对若干企业集团进行授权经营外,还有另外一种主管部门改组的方式。改组为以其所属国有企业为范围,在清产核资、明确界定产权关系的基础上,由国有资产管理部门将这些国有企业的国有资产授权给现在的企业主管部门,赋予其经营国有资产的权力和职能,调整其内部机构设置和人员编制,将其改组为国有资产经营公司。经改组设立的国有资产经营部门,为经营国有资产的资本经营公司,不再兼有行政管理职能。对企业集团也是如此,由国有资产管理部门将国有资产授权给集团公司。赋予其经营国有资产的权力和职能。

母公司对子公司的控股、参股主要是通过以下途径实现的:

① 一些国有企业进行公司化改造时,母公司趁机对它们进行控股、参股,成为它们的法人股东。

② 母公司对其他公司进行兼并,如为被兼并企业承担债务,购买被兼并企业的全部或

者部分资产，使被兼并企业成为母公司的合资子公司，或被控股公司。

控股公司在加强资金纽带的同时，也加强了人事联系纽带。主要是通过以下三种途径实现的：

①控股公司组成理事会，作为控股公司的协调议事机构。理事会成员由主要子公司推荐，理事长一般由母公司的代表担任。理事会的主要职能是制定集团的发展目标和战略，协调各公司之间的行动。

②母公司向子公司派董事或经理。由于参股的多少不同，具体做法也不一样：对于全资子公司，其董事会成员全部由母公司委派；对控股子公司和参股公司，母公司按持股比例委派董事会成员行使股东权。

中国纺织机械集团是我国第一批试点企业。母公司为原纺织工业部所属中国纺织机械总公司。拥有全资子企业 32 家，控股企业 6 家，职工大学 1 所，同时还有参股企业 8 家。控股公司各级子公司分布在全国 18 个省市，跨 6 个工业部门，是以生产纺织、印染、化纤设备和新型纺织机构为龙头的科、工、贸全方位经营的跨地区、跨行业、多功能的全国性控股公司。国有资产授权经营的改组完成后，中国纺织机械集团改组为混合控股公司，将全资子企业由“工厂制”改组为公司制，变独家投资为投资主体多元化，建立了以资产为纽带的混合控股公司模式的母子公司体制。母公司对国家授权经营的 13.3 亿元国有资产保值增值责任，母公司以其投资额对子公司依法享有权利，承担义务。子公司以其拥有的法人财产和根据母公司制定的资产经营责任，按照市场要求组织生产经营。母公司机构设置原则是：经营职能与管理职能适当分离，精干管理部门，充实经营事业部，强化资产监督职能，母公司成为控股中心和投资中心。中纺机集团将逐步加快壮大母公司的人才实力、资产实力和科技开发实力，集中力量研究控股公司的产权经营，通过转让产权，盘活国有资产，开辟新的投资领域。同时加快母公司的外向型发展步伐，实现跨国经营。

可见，通过国有资产授权经营建立国有控股公司，不仅有利于减少行政机关对公司运营的直接干预，也保证了国有资产的顺利运行和增值，还能通过股权投资控制一大批非国有企业，进一步增强国有经济的主导地位。国家将主要对大中型国有骨干企业拥有直接的资产所有权，对于大量的中小型企业，国家不一定对其资产直接占有，而是通过大中型国有骨干企业间接占有，并由此形成中国新型的、多层次的社会主义国有资产经营体制。

③国有企业的分设与购并以及合资经营。有些国有企业在发展过程中，原来的组织机构已不适应发展的需要，特别是一些企业出于多角化经营的需要形成了一些新的企业。一般是将有关的部门或者生产单位分离出去，如把销售部门分离出去成立销售公司，把有的分厂、车间分离出去形成独立的企业。由于分离出去的新企业的资产为原企业所有，这样就自然地形成了母子企业关系。也有些企业是采取股份制的形式同其他企业合办的。财力雄厚的企业往往采取投资入股或联营的办法，在产品、技术、配套和技工贸结合等与相关企业联系纽带之外增加了产权纽带。这些企业从一开始建立就与母体企业之间存在着明确的产权纽带关系。有许多企业为了进一步扩大自己的实力和推进多元化，还通过购并将其它企业纳入自己的阵营中，如果被购并企业仍保留法人地位，则被购并企业与购并企业之间形成母子企业关系。例如浙江康恩贝公司收购全国第一家异地上市公司——浙江凤凰化

工有限公司, 国家股占到 51%, 成为凤凰公司的最大股东。

☐ 法人相互持股型

这种控股公司在目前还不是我国控股公司的主要形式, 但随着控股公司的进一步发展, 将会成为控制实力较强的公司的主要形式。在相互持股的控股公司, 母子公司关系仍然存在, 但他们之间不仅是控股、持股关系, 还有相互持股关系。相互持股一般是股权等额或大致相等的互换, 但各自在对方的股份总额中所占有的比重是不同的。因为, 母公司多为资产规模庞大, 实力雄厚的大规模公司, 子公司的股份不可能在它的总股份中占居控股份额。然而由于子公司实力相对较小, 母公司的股份可在其总股份中占据控股份额。例如: 公司 A 与公司 B 互换股份 2000 万股, 公司 A 的股份总额为 2 亿股, 公司 B 的股份总额为 4000 万股, 通过双方的等额股份互换, 公司 A 拥有的股份占公司 B 总股份的 50%, 达到了控股数量; 而公司 B 拥有的股份仅占公司 A 总股分的 10%, 达不到控股数额。公司 B 成为公司 A 的子公司。

目前这种法人相互持股关系的建立, 主要是通过以下几条途径, 一条是控股公司与下属公司的相互持股, 使自己成为下属公司的大股东; 另一条是控股公司母公司之间相互持股, 如母公司 A 拥有 B、C 母公司的股份, 反过来 B、C 母公司也拥有 A 母公司的股份; 第三条是通过共同投资新公司的方式, 间接建立相互持股关系, 不过, 这种持股关系是以实体形式出现的。这三种方式可用图 6.8.5 表示。

图 6.8.5 法人相互持股关系

西方国家股份经济的实践表明, 法人股在现代股份公司的股权结构中的比重是日益提高的, 并且这种法人股比重提高主要表现为法人企业相互持股。日本六大企业集团就是一种典型的建立在法人环状持股基础上的企业集团。法人企业之间相互持股的局面不断发展的结果是各级所有者被架空, 作为最终所有者的股东对企业家的控制力日益减弱, 这大大强化经营者与企业息息相关的关系, 强化了他们增强企业实力的冲动。在中国传统的体制中, 经营者是依附于干部阶层的, 利益不独立, 其收入高低和地位升降与企业经营状况关

系不大,在这种利益分配格局下,经营者不必须也不可能处处为企业着想。因此,在中国实行“经营者革命”,使经营者身份独立从而利益独立,成为真正的企业家阶层,就必须创造一个适于企业家成长和施展才能的制度环境。

在中国建立法人相互持股的控股公司,通过法人相互持股突出经营者集团的作用,有助于淡化行政干预,有助于企业家阶层的形成。在坚持由国家拥有最终所有权的前提下,确立企业法人所有权,将国有资产交由企业全权运用和经营,形成企业独立的经济利益,有利于国有资产的有效利用和增值。在这种情况下,企业可以运用自己的资产对外投资,拥有其它企业的股份,从而促进资金合理流动,形成企业法人相互持股的控股公司组织结构。这样,虽然国有企业的所有制不变,最终所有权仍由国家掌握,但相互持股之后,股东企业的法人代表——厂长(经理)就可以形成一个经营者集团,这些企业的经营者就能带着各自独立的经济利益、相互参与、相互制约、相互促进,这就可以强化经营者集团的作用,弱化行政管理部门的作用,促进政企分开和企业家阶层的形成。

相互持股虽然有利于淡化国家对企业的纵向行政约束和企业家阶层的形成,但其消极作用也是十分明显的。因此,在建立法人相互持股的控股公司时,应当建立有效的约束机制,对经营者集团的行为进行约束,这些机构大致包括建立健全管理者之间的竞争机制,使企业家成为一种具有竞争性的职位;硬化公司的财务预算约束;彻底消除企业家的行政官员属性等。

三、国有资产的评估

国有资产评估可以说是建立国有控股公司的第一步。

国有资产评估及折股有以下几个步骤:

☐ 企业资产的定性分析

首先要明确企业资产的归属。由于我们讨论的是国有企业,所以,企业的全部资产应是国有资产。但是,由于历史的原因,在这些国有资产中也有中央政府投资形成的,也有地方政府投资形成的。在实行“分灶吃饭”财政体制下,地方政府的经济利益意识与行为不断增强,若不明确产权主体,将地方政府投资形成的国有资产均划归到中央政府名下,虽然有助于增强中央政府宏观调控的物质基础,但是,对地方政府来说,则是对所有权的剥夺和超经济的强制。反之,将中央政府投资形成的资产划归地方政府,则会导致对中央财政的侵蚀,也是不可取的。因此,在定性分析阶段,要明确中央政府与地方政府之间的产权边界。在此基础上,才能使中央政府与各级地方政府之间的财产相互渗透,发展多种国有资产主体控股、参股的公司。

☐ 企业资产的定量评估

在确定企业财产归属的基础上,进一步进行资产量化,确定、评估企业现有资产存量中有多少是中央政府的财产,有多少是地方政府的财产,又有多少是企业财产。其量化公式为:

企业全部资产=中央所有部分(原投入部分+增值部分)+地方政府所有部分(原投入部分+增值部分)+企业自身形成资产部分+法人所有资产+……

这项工作要由具有权威性的资产评估机构来进行。一般来说有两种方法,一种是先确定以某年为不变价,然后按帐面价值对国有资产进行评估。另一种方法就是将国有资产现值乘以物价上涨指数和汇率变动指数,从而得出国有资产现值,或以某年为不变价对国有资产进行评估,以保证评估、定量工作的科学性。

□ 折股

折股是建立在评估基础上的。一般有两种做法。一种是按原帐面价值评估后折股,用股票溢价发行收入来补偿评估后的资产增值损失。另一种是按第二种评估方法评估后直接入股。

在国有资产评估折股过程中,还有两个值得注意的问题就是国有土地使用权的折价入股问题和非经营性国有企业资产的处理问题。

(1) 国有土地使用权的折价入股。在国家《股份制试点企业土地资产管理暂行规定》中规定:“改组或新设股份制企业时,涉及的土地使用权必须作价入股。土地使用权的价格由县级以上人民政府土地管理部门组织评估,并报县级以上人民政府审核批准后,作为核定的土地资金额”。“在土地使用权出让期内,持有土地使用权的股份制企业应依法缴纳土地税费”。从实际情况看,目前存在的一个问题是,由于许多企业特别是大中型企业占用土地面积大,有的企业甚至是地处城市黄金地段,地价很高,若将土地使用权全部折价入股,企业资产价值将会成倍增长,而资产利润率相应成倍地下降,不利于国有控股公司在股票发行时吸引社会投资。因此各地有的采取不折股、仍收取占用费的方式;有的采用折股方式;有的对工业企业不折股,而对商业企业折股的区分对待方式。

对于某个具体的国有企业来说,土地使用权是否折价入股,要考虑两方面因素:

① 土地使用权折价入股的好处是可以增加改造企业中的国有资本金,还因新股份制企业不必缴纳土地租金而减少经营成本。不利之处是改造时降低了企业的资产利润率,相应弱化了股票发行的吸引力。

② 土地使用权不折价入股的好处是相应强化股票发行的吸引力,但改造后新企业经营成本因要加上土地租金费用而增加,国有资本金相应减少。

因此国有控股公司发起者将在开业筹资成本和日后经营成本之间权衡考虑,而国有土地使用权的经营者将在收取红利与收取租金之间权衡考虑。

(2) 非经营性国有企业资产的处理问题。在我国大中型国有企业中,“企业办社会”的现象相当普遍。在组建国有控股公司时,自然就涉及如何处理厂办学校、职工宿舍、医院、幼儿园等非经营性企业财产的处理问题。这类问题在有些地区特别是内地十分突出,政府近期内很难将这类企业负担全部承担下来。目前有以下三种方式可以考虑。

① 对于食堂、车队、医院等非经济性单位,可以通过企业分立,将其改造为独立的法人单位,实行企业化经营。这些企业作为原企业的子公司,其产权可作为原企业的资产折价入股,股权为原企业所有,若原企业取消,则由国有资产管理部门或政府指定的其它机构接管。

② 对于职工宿舍之类的非经营性资产,可以通过加快企业住房制度改革予以解决。

③ 对于学校之类难以社会化而政府又一时无力接收的非经营性单位,可以将部分国有

股权委托给某些机构（如基金会、资产经营公司等），由这些机构凭借国有股权的运作收入对其进行管理。

第三节 国有企业民营化

国有企业民营化浪潮掀起于 80 年代，可以说世界上许多国家包括英、美、法、德等发达国家都不同程度地加入了这次浪潮，我们将首先分析兴起的原因，然后介绍几种私有化方式，最后说明对中国国有控股公司的可借鉴之处。

虽然国有企业民营化中涉及的是国有企业，但从这次浪潮的具体情况来看，多为国有控股公司。这种民营化是个多层次的范畴，它包括：

（1）将国有控股公司中的全部国有资产向私人或法人出售，转变所有者，即私有化。

（2）将原来的国有控股公司的部分产权让渡给私人或法人，而国家仍处于控股地位，即将国家独资公司变为国家控股公司。

（3）将原来的国有资产股份的大部分让渡给私人或法人，国家只处于参股地位，不再拥有决策权，即转变为国家参股公司。

（4）让渡国有资产经营权，而所有权不发生变化，包括承包和租赁等形式。

一、国有民营化的原因

（1）各个国家为了减少财政困难，摆脱滞胀困境，70 年代中期以后，许多发达国家工业生产和国民生产总值都出现了不同程度地下降。多数国家经济年增长率一直在 2~3% 之间徘徊。“凯恩斯主义”破产和滞胀的出现，促使新自由主义倾向得势。新自由主义主张私有财产基础上的自由市场经济，反对国家干预。在滞胀下，国有企业由于经营体制而造成的低效率高亏损十分突出，各国政府纷纷改行新自由主义政策，积极推进私有化，以摆脱财政负担。

（2）技术革命的进一步发展和激烈的国际竞争促使许多国家采取私有化手段进行结构调整，增加高新技术产品，减少甚至淘汰传统的、丧失竞争力的产品。国有民营化正好迎合了这一目的。发展科研部门，增加高科技产业和新兴工业的比重需要大量的资金积累，出售部分国有企业或国有企业的部门股权是一种有效的筹资手段。同时，通过私有化来降低部分传统工业部门在国民经济中的地位，国家摆脱这些技术落后、效益不高、产品缺乏竞争力的企业的依赖和负担，可以集中力量发展新兴工业，从而取得国际竞争的优势。

虽然各国都加入了民营化浪潮，但由于各国的具体国情，民营化的具体原因也有所不同，这就决定了其民营化模式的区别。在以下对各国模式的介绍也将涉及各种民营化的具体原因。

二、国外国有民营化的几种模式

一般来说，国有民营化大致有以下几种模式：一是国家仍有控制权，只将超出控股范围的股权出售；二是出售全部股权；三是出售大部分股权，只保留小部分股权；四是所有

权仍归国家，进行政府干预或完全自主的私人企业经营。许多国家民营化时都依据各国企业的具体情况，如规模、在行业中的地位、以国民经济的作用及经营特点等决定采用哪种模式。一般国家都同时采用这几种途径，并将之称为“一揽子私有化。”

我们主要介绍前面已提及的意大利参与制公司之一的伊里公司和新加坡淡马锡控股公司，同时将介绍英国和日本的国有民营化情况。

□ 伊里公司

伊里公司在 70 年代世界性危机中开始了其民营化过程。当时公司面临着危机：

(1) 公司财务实绩恶化，亏损严重。1974 年，伊里公司下属服务业领域的公司和银行的盈利可以抵消甚至超过制造业（集中在造船和汽车）的亏损。1974 年以后，公司就发生了全方位的亏损。造成补贴国家参与制公司的支出在政府预算中的比重大幅度上升，1976～1981 年间，从 10% 上升到了 20%。

(2) 公司负债严重。由于伊里公司五六十年代投资计划和规模过大，公司自筹资金不足，而国家又没有提供足够的捐赠资金，导致伊里公司只能依靠借款，并且越来越求助于国际贷款。70 年代末到 80 年代初，借款的平均成本从 6.9% 上升到 12%，再上升到 18%，使伊里公司的资金债务达到难以承受的水平。

伊里公司面临危机首先受国际、国内经济衰退的影响；其次是能源危机的影响，伊里公司钢铁、造船、能源部门亏损严重。私营部门纷纷调整结构，将一些不盈利的企业转嫁给伊里公司，成为伊里公司的一个额外负担。第三是受政府政策的影响。1974 年以后，政府采取了最为严厉的、影响时间最长的限制伊里公司资金借贷的政策，甚至在许多情况下，连政府已许诺的资金也未能兑现。同时政府还推行反通货膨胀政策，伊里公司一些部门未能因提高成本而提高价格，进而出现严重亏损。而且政府还要求伊里公司承担越来越多的社会负担。

为了摆脱危机，伊里公司推行了民营化。伊里公司除 14 家较小的公司全部卖给私营公司外，还通过米兰证券交易所将一些大型子公司的股份出卖给私人投资者。1983～1985 年，伊里公司已出售了资产 2.8 万亿里拉。1986 年还出售了西尔蒂电讯安装公司、中南银行和南方阿尔法汽车厂的部分或全部股份。

伊里公司还通过让新公司在交易所上市，鼓励新的私人投资者向伊里公司参股。例如，1989 年，Mediobanca 公司建立时，伊里公司只控有 25% 的股票，其余股票在股票市场上出售。

但是我们应该注意到伊里公司的国有民营有其明确的目的，并且是和其它改革措施配套进行的，并不是为了民营化而民营化。伊里公司的目的主要有以下几方面：

① 重整工业结构，发展有创新能力的高技术部门。可以说，伊里公司出售的企业或股权都服从于这一目的，被出售的公司多为非战略性部门。重整结构还包括裁减机构，以减少亏损。对于不能盈利或盈利少的部门均尽力出售。

② 为发展有潜力的公司筹措资金。除了出售公司和部门股权外，伊里公司还积极吸纳私人资金，以弥补政府投资的不足。

③ 发展国际合作。为了增强国际竞争地位，伊里公司还积极吸收国外投资者的资本。

在这一系列明确目标下，伊里公司民营化取得了显著效果，1986 年开始转亏为盈。从伊里公司的经验中我们可以看到民营化是在一个大的调整工业结构的框架下进行的，这可以说和单纯民营化存在着显著的区别。

□ 新加坡淡马锡控股公司

本世纪 80 年代以后，新加坡淡马锡控股公司开始进行民营化。1986 年，政府专门设立了一个国有企业私营化委员会，专门研究国有企业私营化问题。以后淡马锡控股公司已经出售了如新加坡航空公司上市公司的部分所持股份，降低了在这些公司的持股比率。主要从事国防工业的新加坡科技控股公司也从 1990 年起公开出售其下属子公司的部分股票，其中包括新加坡造船与工程公司，SAL 工业租赁公司等。此外还有新加坡科技工业有限公司、新加坡食品工业有限公司、莱佛士有限公司、新加坡特许工业有限公司、百姓置地有限公司、新加坡地铁有限公司、CDC 建筑与开发有限公司、国际工商财务有限公司等，其中一些也是淡马锡控股的直属子公司。民营化的途径是使公司股票上市挂牌，以转让、出售公司的部分或全部股份。

与伊里公司有着相似之处，淡马锡公司的民营化也服务于其总体目标。淡马锡公司的民营化目的有以下几个：

(1) 调整国家和公司的关系。新加坡政府对国有控股公司私有化改革的目的，主要是为了减少政府对工商活动的不必要干预，增加证券市场的质与量，避免国家与私人企业界竞争等。国有企业上市挂牌的主要目的是为了使公司更好地受到市场力量的影响，更能自律，因而提高效率，扩展业务范围。新加坡新闻及艺术部兼教育部政务部长柯新治博士说：“政府把一些法定机构和国营机构私营化，将经营决策权利扩散给民间，能汇集更多的意见和选择，因而使自由市场的体系更稳定和健全。”

既然民营化的目的在于调整政府和公司的关系，因此民营化便有一个基本原则和限度，即：属于大公司的股份，国有股权仍保留 30% 左右，小公司的股份则全部出售，但在国际工业和具有战略意义的大公司中，仍然保留国有股权占主要部分。

(2) 国际化战略。淡马锡控股公司总经理林钟华说：“私营化的结果使淡马锡控股公司积累巨额现金。一个善于理财的机构决不会让这些钱闲置着，淡马锡控股公司肯定也有它新的计划，那就是在海外开辟新的投资天地。”由此可见，民营化是服从于其战略转移目的的。除了淡马锡控股公司外，其他新加坡公司也开始施行战略转移。这些国有控股公司联合新加坡的私人企业向海外发展。其目的是要支持那些有兴趣但又缺乏足够实力的私人企业共同向海外投资。这种投资不仅要求有较高的回报，而且更对新加坡经济发展具有战略意义。

淡马锡控股公司向海外投资的第一个项目，是 1989 年 6 月联合杨协成有限公司以 5200 万美元购买美国纳比斯可公司“重庆”牌食品的经营权。

□ 日本的国有民营化

70 年代以前，日本有三家全国最大的国有垄断公司，即日本电信电话公社、日本国有道公社和烟草专卖公社，并称为“三公社”。70 年代的财政危机引发了日本政府对国有企业进行改进的意图。三公社是改造的重点。1981 年，日本内阁成立了临时行政调查会，调查

会先后提出了三次咨询报告,针对国营三公社存在的体制弊端勾画出了改革轮廓,开始了民营化改造过程。

日本政府推行民营化也是为了应付一系列的危机和压力。1985年,日本长期高达153兆日元,加上政府担保债务,总额为172兆日元,为国民生产总值的53.6%,国家财政支出的289.2%。与此同时,财政用于三公社补贴的支出达8900亿日元。同时由于国际国内压力的存在和加强,巨额国际收支顺差引起欧美各国的不满,要求日本解除国有企业的垄断经营,开放市场。面对这些危机和压力,日本临时行政调查会提出了改革三原则:“适应变化、精简高效和确立国民信赖”。

日本民营化有两个显著的特点:

(1) 调整政府和公司的关系。三公社在民营化以前是政府的一个机构,民营后,政府或代表政府的机构作为股东只能得到分红和上缴利润,再无其它权力。如NTT公司民营化前由大藏省进行管理。邮政省则主要管NTT的收费标准、服务种类及报酬等。国会则作为国家最高权力机构,对NTT的预算进行审批。民营化就是将NTT的资产卖给民间。民营化后,NTT不在与国会、大藏省及通产省保护关系,只在技术开发上还和邮政省保持着密切关系。民营化后,大藏省还拥有NTT三分之二的股票。NTT民营化后,利润的二分之一交给大藏省,同时大藏省可以收税,同时省去具体管理的工作。但大藏省和邮政省也派人加入NTT的董事会。

(2) 日本民营化不是单纯将国有企业由国家经营变为私人经营,而是使单一国有体制向发展集团公司集团公司化的方向进行改造。在出售公社股票时,实行所有权的部分让渡和所有权与经营权的分离。出售部分股权,保有部分股权。例如NTT的股东构成,2/3为大藏省所拥有,同时前十名的大股东基本上都是金融机构法人持股。由此可见民营化并非就是私人化,私人化只是民营化的一部分。

为了推进集团化改造,各公社均由国家独资公司改为国家控股公司,设立了一批子公司和关联公司,形成以三公社为主体的多元经营的国有控股公司。如NTT公司投资和派遣人员兴办的子公司和关联公司有300多家,其中母公司控股50%以上的子公司86家,控股20%以上、50%以下的关联公司62家。母公司向所属子公司、关联公司投资总额达770亿日元。

日本对三大公社的民营化改造和集团化改造,提高了这些国有企业的综合服务能力,同时利用开展多元经营的优劣,更有效地占领市,迎接竞争。

可以说,日本民营化并不是一般人所认为的将国有企业卖给私人,而是将单一企业转变为控股公司的一种途径。它的有关经验与教训对于我国国有企业特别是大中型国有企业改为国有控股具有借鉴意义。

□ 英国国有民营化

英国国有民营化政策已经实施了10多年,可以说颇有成效。英国民营化的目标是促进竞争和效率,用市场力量代替政府对经济活动的直接干预。英国国有企业民营化的方式主要有三种:

第一种,将国有企业整个卖给某一私人企业;

第二种，本企业经理人员、雇员收购；

第三种，在股票市上公开出售。此外，还将原有的国家经营改为民间经营，即一揽子私有化，见图 6.8.6。

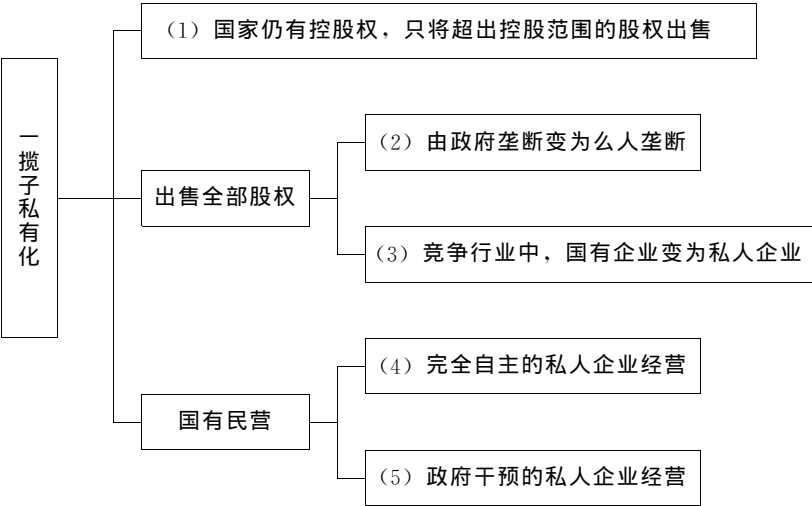


图 6.8.6 明细的一揽子私有化

英国国有企业民营化有两个显著特点：

(1) 特别股权安排。政府保留一部分尚不出让的股权，以在某些行业或企业中防止“不受欢迎”的购并，所谓“不受欢迎”的购并，主要是：

- ①有损于国家安全；
- ②过渡期间，经理阶层利用私有化的机会来扩大其个人利益或有损于公众利益。

(2) 专营权安排。这是一种特许经营许可。1988 年保守党公开表示私有化“无禁区”后，英国进一步将私有化范围扩大到自然垄断性的供水、供电、煤炭和铁路部门中，为了保持政府的控制，制定了专营权安排，主要使用在交通运输部门的私有化中。例如对铁路的管理，英国将铁路分为三块：铁道和信号系统、客运系统、货运系统。铁路和信号系统仍为国有，客运和货运系统进行私有化。在客运系统中又进行了专营权安排，即政府规定某一线路或区间，例如客车车次、运行时间以及收费限价等要求后，向社会公开招标拍卖经营权，中标的公司要自置客车车厢（购买或租赁），按政府的规定运营一定的年限，在运营期间要依照规定向国有铁道和信号系统交纳使用费。这种专营权安排既保留了自然垄断性行业的某些特点，同时由于竞争招标又保证了其经营的效率，是一种较好的经营机制。

英国的专营权安排对于我国许多关系国计民生的部门和企业公司化改造是非常有借鉴意义的。

英国在 10 多年的民营化改造后，各方面都认为基本目标已经实现。突出表现在各公司

的经营业绩上。

三、国外国有控股公司的民营化对中国国有控股公司的可借鉴之处

从以上几个模式可以看出，对中国最大的可借鉴之处在于：民营化是手段不是目的，民营化要服从战略目的；民营化不是简单的私有化，不是将国有企业卖给私人。

☐ 民营化是手段不是目的，民营化要服务从战略目的

只有确立这样的指导思想，才能把握民营化的程度——达到战略目的。许多国家民营化的战略目的在于调整政府与公司的关系，筹集资金，结构重整或再造及经营目标转移等。可以说，这也是我国国有企业面临的问题。民营化过程中一定要结合战略目标。

许多国家民营化过程中，要十分注重政府和公司的关系，在一些重要的行业和公司中，民营化也保持控股地位，也利于国家控制。其它行业的公司则只参股或干脆出售，体现了一种战略选择。

☐ 国有民营化不是简单的将国有企业卖给私人

许多国家民营化表明，许多股权转让给了法人，而不是私人。这对于中国来说也会是一种趋势，随着公司法人制度的完善，这种趋势将日趋明显。同时许多国有民营化是一种向现代公司制度转化的途径。也利于使所有权多元化。例如日本的 NTT 公司，在国有民营化过程中，创立了庞大的国有控股公司体系。既有助于提高国有资产的营运效率，又促进国有经济和非国有经济的结合，更有利于筹措发展资金。

国有民营化是我国国有控股公司组建与发展过程中一个不可缺少的部分，但必须坚持整体战略规划的原则。唯有此，才能有效借鉴他国模式，正确实施国有民营化。同时，在国有民营化中还要注意各种模式的比较，许多公司民营化中总结出的经验，但也有教训。

第四节 中国控股公司的跨国经营

一、中外合资经营

近十几年，中国作为一个巨大的市场，成为世界各国的投资目标，中外合资公司出现在全国各地，而且发展势头强劲。

☐ 中国政府鼓励外商来华投资的政策

(1) 外商投资的规模。在中国对外开放、努力吸引外资的大环境下，一般来说，外商投资规模越大越受到中国的欢迎。不过，外商投资规模大小不同，审批程序也不一样。也就是说，较小的投资规模只要经过省、市以下政府批准即可，而投资规模大的项目必然经过省、市以上甚至国务院有关部委批准。至于一定规模的投资要经过哪一级政府批准，要根据投资地区、行业、投资形式、投产后产品出口比例来定。

(2) 外商投资企业的出资。《中外合资经营企业法》及实施条例规定，在合资企业的注册资本中，外国投资者的投资比例一般不低于 25%，而对外商投资上限则没有规定。在 1987 年 3 月 1 日中国国家工商行政管理局公布的暂行规定，对合资企业的投资总额与注册资本

的比例做了要求,即将投资总额分为 300 万美元以下、300~1000 万美元、1000~3000 万美元、3000 万美元以上四个档次,其相应的注册资本应不少于投资总额的 70%、50%、40% 和 1/3。

关于出资方式,合资企业法规定,合资各方可以现金出资,也可以用建筑物、厂房、机器设备或其它物料、工业产权、专有技术、场地使用权等作价出资。

(3) 允许设立合资经营企业的行业。《中外合资经营企业法实施条例》中规定,允许设立合营企业的主要行业是:

- ①能源开发,建筑材料工业,化学工业,冶金工业;
- ②机械制造工业,仪器仪表工业,海上石油开采设备的制造业;
- ③电子工业、计算机工业,通讯设备的制造业;
- ④轻工业、纺织工业、食品工业,医药和医疗器械工业,包装工业;
- ⑤农业、牧业、养殖业;
- ⑥旅游和服务业。

近年来,中国继续扩大合资领域,零售商业、金融、房地产、运输、咨询等以前外商投资的“禁区”正在予以开放或部分开放,允许外商进行投资。如日本八佰伴在上海浦东合资设立大型超级市场等等。1992 年,在上海、深圳、厦门、广州、珠海、汕头、海南、天津、大连、青岛和宁波等地,至少已经成立了 68 家中外合资金融机构。目前,中国鼓励外商优先投资的领域为农业综合开发和农业新技术项目、基础设施和基础工业、机械电子、石油化工、汽车制造和建筑业等。

□ 中外合资企业的发展状况

中国吸引外商直接投资,大体上经历了四个发展阶段和三次外商投资高潮。

(1) 探索试验阶段(1979~1983 年),达成协议的不多,而且谈成和开办的中外合资经营企业有 90% 以上设在广东省和此期间开辟的深圳、珠海、汕头、厦门四个沿海经济特区。

(2) 初步发展阶段(1984~1986 年)。1984 年以来,中国放宽了外商投资的政策,此间,国务院开放了 14 个沿海城市,开放地域已扩大到长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区,将审查批准外商投资企业的权力下放到省一级政府或部门。此间 1985 年出现了第一次来华投资的高潮。

(3) 调整巩固阶段(1987~1990 年)。1986 年外商投资负增长,为扭转这种局面,政府做了诸多努力。在此期间通过了一系列法规,如 1990 年 8 月颁布的《鼓励华侨和香港澳门同胞投资》的规定。1988 年出现了第二次投资高潮。

(4) 高速发展阶段(1991 年至今)。1993 年 11 月中共中央第十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,阐述了中国特色社会主义市场经济的理论基础和基本框架。极大地增加了对外商来华投资的吸引力和外商投资的信心。1993 年当年“三资”企业的注册数量和协议外资金额接近于 13 年半的总和,仍是高潮又起,方兴未艾。

外商直接投资来源国家(地区)分布表如下:

表 6.9.1 外商直接投资来源国家 (地区) 分布表 (1979~1992)

单位: 亿美元

国家或地区	项目个数	实际投入金额	金额 比重 (%)
香 港	61078	208.42	60.67
日 本	3694	38.79	11.29
美 国	5269	31.74	9.24
台 湾	10034	19.17	5.58
德 国	249	4.71	1.37
法 国	242	4.61	1.34
新加坡	1371	4.00	1.16
澳 门	2201	4.00	1.16
英 国	266	3.57	1.04
澳大利亚	541	2.28	0.66
其他国家和地区	5846	22.26	6.48
合计	90791	343.55	100.00

资料来源: (1) 1991 年及以前资料来源于 1992 年《中国经济年鉴》。

(2) 1992 年资料来源于《国际贸易》1993 年第 4 期。

□ 目前中外合资经营的特点

(1) 许多世界级大公司争相进入, 竞争激烈。有利于带动了中国一批企业的发展, 以小汽车生产为例。

自从我国公布了汽车产业政策之后, 哪家能与上海汽车工业总公司合资成立整车生产厂就成了人们关注的焦点。其中美国的两大公司通用和福特的竞争尤其引人注目。最后一场争夺上海整车项目的商战以通用公司获胜告终。

为了赢得这场争夺战, 通用汽车总部和几个子公司在中国协同作战形成了一股合力。通用下属的德尔福汽车系统公司在中国的商业项目在签约前达到了 12 个, 其它几个子公司也利用他们强大的实力, 或同中国合资、合作, 或向中国了让技术和先进的管理、销售经验。这些都说明了通用公司在中国的策略。

由于我国的汽车产业政策明确规定, 同国外搞整车合资项目, 产品的国产化率不得低于 40%。1995 年 10 月, 通用公司的总裁约翰 F·史密斯来华访问。在记者招待会上, 他郑重宣布, 通用公司的目标不仅是保证国产化率达到 40%, 而且会超过这个标准。这是许多有意与中国合作的公司不愿做也不敢做的承诺。因为目前我国的汽车工业还比较落后, 要

生产高水平的汽车，短时期内不可能有很高的国产化率。但通用公司却有坚实的基础。通用在清化大学、上海交大分别建立的通用——中国技术研究院为中国汽车提高国产化率打下了基础，更重要的是世界最大的汽车零部件制造商德尔福同中国的合作，在德尔福同中国 12 个合作项目中，包括了发动机管理系统、驱动轴，以及底盘零部件等的生产制造。其中在上海地区设立的零部件工厂投资超过 5000 万美元，年生产能力达到 50 万套；德科国际蓄电池有限公司可以年产 100 万只免维护汽车蓄电池。

史密斯说，通用汽车公司将提供最先进的技术，使其与上海汽车工业（集团）总公司在中国的汽车制造及销售经验相结合，为建成具有强大国际竞争实力的汽车公司打下基础。

与此同时，在整个汽车行业内，其它国外大公司，如福特等也未放弃在中国的努力。比如福特公司在与南昌江铃公司就股票收购方面的新尝试，以及向中国汽车工业提供科学技术和资金等，同样产生了积极效果。

汽车行业如此，其它行业也如此。由此可见，中外合资将给中国企业带来一次升级机会。

(2) 资金纽带后面是取长初短，追求共同利益。比如，1995 年 8 月 11 日，日本五十铃汽车公司、伊藤忠商事株式会社以协议购买方式，一次性购入北京旅行车股份有限公司（简称北旅）不上市流通的法人股 4002 万股，日方获总股本 75%，其中五十铃占 15%，伊藤忠占 10%。此举在中国证券界和汽车工业界都引起强烈反响，显然这是当事人取长补短的结果。

①北旅。1992 年北旅引进了五十铃中型客车 B2/3E，这是国内引进的唯一中型客车产品。但由于国产化率低，成本居高不下，造成企业资金积金，营运困难。这次日方购入股份后，将帮助提高 B2/3E 的国产化率，同时将于 1996 年 4~5 月份完成新产品的开发工作。同时合资后，将由日方出任总经理，也是期望日方带来先进的管理经验，使企业的技术、生产方式、质量、销售等各方面的水平得以提高。

②北京汽车工业集团总公司（简称北京公司）。北京公司是北旅的第一大股东。兼任北旅副董事长的北京公司副总经理郭新民说：“我们是通过参加北旅董事会实现对资产，对企业的管理。同时，通过资产和产品两条纽带对北旅进行控制的。”从产品的角度讲，北京公司的“北京牌”旅行车产品结构将在合资中得以调整；从企业管理的角度看，如果日方参与管理，且北旅获得了成功，无疑为北京公司所有下属企业树立了一个极好的样板，这同样对提高北京汽车工业在全国的地位产生积极的影响。

③五十铃、伊藤忠。我国禁止外商在华直接进行销售，这给外商进入中国市场出了一个难题。伊藤忠商事株式会社作为五十铃产品的中国独家代理商，两强联手进入北旅，敲动了中国市场大门，使五十铃产品在华销售顺理成章，与其他厂商相比，伊藤忠又将在销售上大显身手。

(3) 中外合资的发展趋势将会创立中国的名牌。

中国长城集团就是一个这样的例子。长城集团与美国 IBM 公司合资创立了长城国际信息产品有限公司，他们采取了一条生产线两种品牌的做法。1995 年长城国际生产的 IBMPC 和金长城微机总产销量已超越 10 万大关，这是中国微机制造工业 10 年来首次实现一个企

业年产销微机超越 10 万。

进入 90 年代以后,一些国际知名的跨国公司纷纷进入中国,他们大多选择经营状况好,在市场上占有较大份额的国内公司作为合作伙伴。在合作过程中,这些跨国公司大多以雄厚的资金、技术力量对国内企业形成了吞并之势。长城国际的出现,一方面在世界各牌微机制造史上第一次写下了“Made in China”的铭记,使微机整机制造工业基础跨上了世界先进水平;另一方面也为自有品牌微机的发展提供了更稳定的基础。

不止在计算机行业,其它行业的许多中外合资企业也是如此。例如青岛啤酒股份有限公司于 1995 年初与外商洽谈成立了青岛啤酒西安有限责任公司。青岛啤酒有限公司持股 55%,西安汉斯啤酒部厂持股 45%,将按照青岛啤酒的生产工艺和质量要求,生产“青岛”啤酒。

(4) 跨文化管理。经营合资首先要了解的是文化差距,这就中外合资企业的经营是很关键的。可以说仅有股权的融合是不够的,还需要文化的融合。图 6.8.7 列出了中国同其它国家的文化差距。

图 6.8.7 文化差距示意图

这种文化差距在中外合资企业中主要表现为管理风格上的差异。由于合资外方伙伴的文化背景不同,在华投资的适应能力不同;再加上合资中方伙伴对吸收外资、技术、管理的技能在微观上的差异,所以每个中外合资企业都会因宏观环境和双方伙伴的影响力的共同作用而形成一种“合力”而形成不同的管理风格。

决策的集中化或分散化(即向低层授权),是一个组织实施保持控制的战略的不同形式。西方的公司倾向于决策的分散化,东方的公司倾向于决策的集中化。

管理的正规化是一种实施控制的行政战略。发达国家的企业的正规化程度相对地高,发展中国家的企业的正规化程度相对地低。

人事政策和培训上的差异也是一个重要问题。当合资双方来自不同的社会文化背景和工业化程度不同的国家或地区时,双方都要考虑修正各自常规的人事和培训政策,以取得彼此间的和谐一致。

二、中国控股公司的跨国经营

中国控股公司的跨国经营基本上包括三种方式,一是在海外投资兴建独资子公司,二是收购海外公司的100%的股权,三是采取和国外公司合资和控股的形式。一般来说,是三种方式并行,因地制宜。

如果说中外合资企业是在一种较为被动的情况下实行的国际化,那么走出国门的国际化经营,将是一个更为主动的过程。国际化已经由企业提高档次的手段变为企业走出国门涉足国外市场的目的。这一过程,就是“你中有我,我中有你”的世界性经营格局。

□ 中国控股公司跨国经营的主要目标和经营战略

(1) 加强对发达国家的投资,把企业自身现有的科技和资金能力与对发达国家的部门行业及项目投资有机结合起来,既开拓了国际市场,又吸取了先进技术。

二战以来,美国一直是世界科学研究与先进技术产业的先行者,当前在计算机技术、生物工程、新材料、航空航天等大多数领域都占世界领先地位。追求美国的高技术是80年代后期以来外国对美国直接投资的原因。特别是西方发达国家为了在高技术领域的竞争中赶上和超过美国,都千方百计地把资本投向美国的技术密集地区和部门,以图掌握美国的高技术,装备自己的新兴产业,提高中国生产的技术水平,进而控制世界新兴工业领域的生产和销售市场。

我国的一些控股公司已开始了这一方面的投资尝试,并取得了较好的投资效益。如首都钢铁公司在1987年购买了美国密斯脱工程设计公司70%的股份,其投资动机主要是为了获取该公司的工程设计技术。再如1988年中国国际信托投资公司收购了美国特拉华州的凤凰钢铁厂。又如北京第一机床厂在美国投资经营“好多数控机床有限公司”后,没有再花软件购买费就掌握了这家公司原有的先进数控技术和系统,并为国内企业进行了配套数控系统改造,同时还利用美国科技人员充足、最新电子元器件供货便捷的条件开发新型机床数控系统的研制。其他企业也有类似的成功经验。

(2) 利用我国的相对技术优势加强在海外发展中国的投资,可以采取独资或合资的形

式。

如我国纺织系统在第一家海外合资企业——香港上海针织厂有限公司，利用毛里求斯是英联邦成员国，又是欧洲经济体国家联盟的成员，产品出口欧共体不需配额这一特殊关系，将在毛里求斯生产的针织衫品直接销往欧洲。

(3) 积极发展对独联体、东欧国家的投资。目前，西欧、美国、日本甚至南朝鲜和台湾地区的投资者也纷纷涉足，我国有许多占相对优势的产业如家电、服装、纺织、皮鞋等行业将大有可为。

☐ 中国控股公司的组织形式

(1) 国外子公司结构。这种组织结构适用于刚刚开始实施跨国经营，国外子公司数量少，规模小的控股公司，基本上和在国内经营时的结构区别不大。国外子公司组织结构的特点在于国外每一子公司均无需通过任何管理上的中间环节（如地区总部或国际部等），直接向母公司总经理或董事会汇报业务。母子公司间是一种分权决策模式，子公司的海外经营活动是相对独立的，拥有很大的自主权。而母公司对海外子公司不实施直接控制，对海外子公司的管理仅限于审批子公司的投资计划等方面。海外子公司的义务只是向总公司按控股额支付股东红利。这种组织结构存在两个主要缺陷：①由于在母公司总部无负责海外事务的专门机构，子公司的经营活动往往会被母公司所忽视，子公司也不能及时了解总部的意图和有关信息，难以得到总部的资源、技术等方面的支持。②在决策方面，由于国内总部无专门机构了解和研究海外子公司的经营情况，往往会从国内经营观点做出不恰当的指令。

(2) 国际事业部结构。随着海外子公司数量的增多，控股公司内母公司与子公司，各子公司之间的矛盾日渐显露。为了协调这些关系，便需要采取在总公司内设立国际事业部的组织结构。于是，母子公司之间便以正式的组织联系取代了原来的母子公司决策者之间的个人联系。此时的国际事业部在管理层级上与财务管理、生产设计、市场营销等部门并列。其主要职能是为跨国经营规划经济政策和战略设计；沟通母子公司之间、子公司之间的信息交叉等等。

(3) 全球性组织结构。这种组织结构有两个显著特点。一是把国内外经营决策权集中于母公司总部，在决策类型上属集权式。二是将国内外经营业务结合为一个整体。总部内部的职能层级均是按世界范围来配置的，既管理国内分支机构，又处理国外分支机构的事务，母公司来源国的业务只是公司业务系统的一个组成部分。

☐ 目前中国控股公司跨国经营中存在的问题

(1) 规模偏小。一般以中小项目为主，有的甚至只有几十万、几万美元，而当今发展中国家的平均水平是 600 万美元，显然差距较大。

(2) 实力不强。国外控股母公司多数是拥有几亿、几十亿或成百上千亿美元资本的企业，而中国控股母公司即使在国内称得上是大企业，而与国外企业相比，也仅仅是个中小企业。同时，由于我国金融业跨国经营较少，许多企业又没有自己的财务公司，再加上管理体制上的限制，使得一些控股公司的海外子公司得不到银行的支持，投资能力很差。例如 1989 年首钢参加智利一家钢厂 1400 万美元的改造项目竞争，就是由于没有得到银行支

持，自己又没有融资机构筹集资金，只好放弃竞争。

(3) 管理不力。控股公司对海外子公司没有一个统一有效的管理机构和一个长期的战略规划。一些海外公司仍然习惯于事无巨细都向国内请示汇报，仍然采用国内的经营管理方法，缺乏独立、灵活的国际市场应变能力。少数海外子公司甚至认为“天高皇帝远”，财务管理混乱。

(4) 人才紧缺。海外子公司中相当一部人缺乏跨国经营的经验和知识。

第九章 控股公司案例精选

北京一轻总公司

搞活国有企业，深化国有企业改革，一直是我国经济体制改革的中心环节。北京一轻针对国有企业普遍存在的资金紧张、富余人员多、存量资产难以盘活的难题，提出了“资产增值、产业转移、职能转变、机制转换、职工分流”即“一增三转一分流”的综合配套改革基本思路。北京一轻综合配套改革试点，在短短的一年多时间内，取得了预期成果。1993年与上年相比，总产值增长6.8%，销售收入增长24.2%，实现税金增长16.3%，实际利润增长61.7%，在北京同行业和全国同行业中名列前茅，受到有关方面的好评和高度重视。北京市委、市政府已推广这一经验。市长李其炎称“一轻进行的改革，从某种意义上讲是一场伟大的革命，其意义不仅仅是盘活国有存量资产，而且为搞活国有大中型企业、搞活经济探索出一条新路，是北京模式。”全国轻工业部总会和纺织总会也提出要学习一轻的经验。天津、武汉、广州、济南、青岛、郑州、哈尔滨、山西等省市也都派人来这里取经。天津市一轻局已按照“北京模式”操作起来；航空航天部、地矿部也以此为样板，在所属工矿企业进行着类似的改革。

一、基本情况

北京一轻总公司是一个拥有14个行业，下属122个企事业单位，54亿元资产，近8万名职工的特大型企业。

一轻系统企业的主要特点：一是国有企业比重大，机制不活，包袱沉重；二是产品与人民生活紧密相关，很多企业既不能没有，又难以形成效益；三是企业规模小，设备陈旧；四是不少低值、低效企业集中在市区的黄金地带，产品效益与资产价值形成很大的反差。

改革开放以来，一轻企业先后进行了扩大自主权、两步利改税、实行承包经营责任制、转换经营机制等重大改革，也曾下力量进行产业结构和产品结构的调整。在短期内这些改革效果还是比较明显的，促进了生产力的发展。但是，由于没有从根本上解决企业的问题，企业在原有体制下运行的惯性，大大弱化了改革的初始效应。在由计划经济向社会主义市场经济过渡的过程中，市场在配置资源中发挥作用的机制并未形成，国有企业深层次的矛盾没有得到解决，企业进入市场面临许多困难和障碍。首先，结构调整缺乏资金；其次，企业富余人员多，难以流动；第三，存量资产难以盘活。

二、综合配套改革的基本思路

如何走出困境？一轻总公司围绕着转制、转产、转移作了积极探索。按照社会主义市场经济的要求，把企业产权制度改革、土地使用制度改革、劳动用工制度改革、社会保障制度改革以及转变政府职能结合起来，进行综合配套改革。在国家体改委和市委、市政府的指导下，北京一轻逐步形成了“退二进三”（退出第二产业进入第三产业）、“退四进二”（退到四环路以外，在高起点上发展高效益的第二产业）和“资产增值、产业转移、机制转换、职能转变、职工分流”的综合配套改革的新路子。

退二进三：就是处在城区黄金地带的企业退出第二产业，进入第三产业，发挥黄金地带土地的黄金效益。

退四进二：就是处在黄金地带的企业退到四环路以外，在高起点上发展高效益的第二产业。

资产增值：主要是通过土地使用方向和发展模式的改变，发挥土地的最大级差效益，把资源配置到投入产出率高的产业，使原有的国有资产从不能流动的实物形态转化为可以流动的货币形态，使原来不合理的无效配置转化为合理的有效配置，充分利用发展空间，达到国有资产最大限度的增值和资产升级的目的。

产业转移：就是在资产增值的基础上对产业结构进和调整 and 重组。北京一轻进行产业转移，对企业实行“退二进三”、“退四进二”的产业、产品结构调整。具体作法是将处于市区里黄金地带的第二产业转移出去，发展第三产业，同时发展合资企业和引进乡镇企业的优势，在四环路以外高起点发展第二产业，推动城乡一体化进程，使工业布局更趋合理。其经济效益、社会效益和环境效益非常高。

机制转移：就是在产业重组、企业改造中转机建制，大力推进产权制度改革。即在贯彻落实《全民所有制工业企业转换经营机制条例》中，进行“转机建制”，以转换经营机制为重点，加快建立产权清晰、职责分明、政企分开、科学管理的现代企业制度。

职能转变：一轻总公司在综合配套改革中经市政府授权拥有一轻系统国有资产的经营管理权。总公司改组为国有资产经营公司，这个变革将使总公司的职能发生根本的转变。它将逐渐由管企业到管资产，由行政管理到培育市场，随着与综合改革相配套的管理体制的改革，使总公司逐步弱化行政管理职能，强化资产管理职能，以资产人格化的身份代表市政府对国有资产进行合理配置，以控股的形式使国有资产所有权得到充分实现，保证国有资产的增值和保值，防止国有资产的流失。简言之，就是放开企业管理住资产。

职工分流：就是通过资产再开发，创造新的就业机会；通过人才再开发，提高职工素质，增强再就业的能力；通过建立待业补偿基金与社会保障体系接轨，使富余人员得到妥善安置，使国有企业轻装上阵，同时设立培训基金，用于人才再开发，让转岗的人员能适应市场的需要。

三、综合配套改革的经验

☐ 按照社会主义市场经济的要求, 重塑产权主体

深化国有企业改革, 重在理顺产权关系, 确定企业的法人财产权, 实现政企分开, 政资分开。按照建立现代企业制度的要求, 明晰产权就是要确立国家对国有资产的所有权和企业的法人财产权。如何既保证国家的所有者的地位, 又使企业的法人财产权不受侵犯? 北京一轻总公司在国家和企业之间塑造了一个新的国有资产产权主体, 把行政主管部门改造成为国有资产经营中介机构。93年8月13日, 市政府第19次常务会议决定在对企业进行财产清查和评估的基础上, 授予一轻总公司国有资产经营管理权。现总公司已改组为国有资产经营性公司, 成为独立的企业法人, 注册资金128800万元。公司经营范围包括: 国有资产经营管理、制造业、仓储业、物资供销业、商业、综合技术服务、咨询服务业。

☐ 采取多种形式盘活存量资产

资产的活力来源于三个方面: 一是存量调整。通过资产的合理流动, 优化重组, 激活滞死的资产。二是资产开发。把资产的潜在价值开发出来, 使资产的价值升值。三是资产经营。通过资产的交易, 实现资产的最佳效益。北京一轻公司在增强国有资产活力方面, 创建了一个既拥有开发权、又拥有筹集资金能力和手段的经济组织——北京鸿运置业股份有限公司。该公司包括以北京一轻系统企业为主的70多家股东, 总股本1.5亿元。一轻总公司以土地折价4700万股对该公司实行控股。鸿运置业股份有限公司的职能有三: 一是为北京一轻的国有资产存量进行优化配置筹集启动资金; 二是通过滚动开发保障一轻资产增值、产业转移战略的实施; 三是对一轻系统的企业房地产开发统筹规划。

鸿运置业股份有限公司成立以后, 首先为北京火柴厂搬迁、职工分流、转岗培训等提供资金, 为火柴厂的改革创造了条件。北京火柴厂是一个有90年历史的老厂, 有职工868名, 退休职工500名。由于设备陈旧, 产品没有竞争力, 企业长期亏损, 亏损达250万元。一轻公司实施综合配套改革选择这样一个企业作为突破口, 采取资产分流的形式, 重新组合。与通县次渠镇工商联合总公司联合组建了有限责任企业——北京火柴厂。新厂由60名技术工人和200多名农民职工组成, 比原火柴厂职工减少600多人, 年产20万件火柴, 预计年实现利税100万元。新厂采取新的企业运行机制, 在原火柴厂基础上, 组建了富莱茵物业管理公司, 并对4.7万平方米的土地进行物资再开发, 将建成12.2万平方米的自管住宅小区。其中, 1万平方米作为物业管理公司的经营管理用房, 使该公司资产由1000万元增值到1.1亿元, 预计年盈利300万元以上。原火柴厂的868名职工有130名职工仍留在三产企业中, 60名技工到新火柴厂, 120名职工办理了退休手续, 558名职工由劳务开发公司进行转岗培训。

北京一轻总公司的改革, 为我们提供了一个资产调整、开发、经营的整体思路, 这是国有企业改革十分重要的方面。当前国有企业缺少活力, 主要是资产缺乏活力, 大量资产在企业中滞死, 对此仅通过存量调整作用是有限的, 还必须进行资产的再开发, 扩大资产经营规模, 这样才能在全社会范围内实现资产的最佳使用效益。此外, 鸿运置业有限公司还计划对一轻在三环路之内和沿线的32企业进行调查和规划设计工作, 分期分批进行改

造。

□ 全面调整产业结构

过去我们较多注重产业的组织结构和产品结构的调整,忽视了产业空间结构的调整。因此,产业结构调整只能局限在原有的空间范围内,难以冲出“划地为牢”的限制。生产要素的流动,资产的重新组合,受到空间阻隔,难以真正收到实效。因此,要进行产业结构调整,必须考虑产业的空间结构的调整,以实现合理化的目标。

北京一轻总公司的综合配套改革,就是把产业的自身结构与空间结构联系起来,完整地进行结构调整:“退二进三”腾出原来的第二产业占用的黄金地段发展第三产业;“退四进二”到北京四环路以外的郊区在高起点上发展高水平的第二产业。这种产业调整与区域置换的结合,有效地改变了产业结构不合理的状况。

在具体实施过程中,主要体现为产业转向和产业转移两个方面。

产业转向主要是转变产业经营方向,一是“弃二兴三”就地转产。利用原有资产条件,开辟新的产业领域。原眼镜三厂地处市中心热闹地带,从1984年起,在激烈的竞争中节节败退,到1991年,全厂开工不足30%,职工年收入只有2400元,累计亏损120万元。而与之形成鲜明对照的是在其周围的数百家眼镜加工、经营个体户,生意却很兴旺。在这种形势下,总公司从实际出发,抓住机遇“弃二兴三”。将周围的“地下眼镜村”引入厂内,无照经营的374户个体户成为合法经营者,建立眼镜专业批发市场。160名职工全部安置在眼镜市场从事新的工作,500多个摊位吸引了国内外厂商到此经营(中外合资、外商独资企业15家),成为全国第二大眼镜集散市场,产品覆盖了大半个中国,并销往美国、俄国、加拿大等国家。1993年上缴税费65万元,盈利达40多万元。二是“退二进三”结构性转产。原北京灯具厂由于连年亏损,资不抵债,1992年9月被并入星海乐器公司,灯具厂原生产主楼改建为菜市口星光商厦,部分出租,部分用于自营乐器、灯具。1993年商厦盈利70多万元,职工收入4成以上。大部分职工被充实到缺乏劳动力的钢琴厂,使该厂得以迅速扩大生产规模,产量、利税大增。

□ 妥善做好富余人员分流工作

富余人员的分流是产业结构调整的前提,也是改革的难点之一,北京一轻总公司主要做了三项工作:一是利用资产开发中的增值的一部分效益,弥补目前社会保险制度的不足,解决安置离退休职工问题;二是抓住转岗培训的机会举办了14个不同类型的培训班,参加学习的有868名职工,提高职工面向市场、竞争择业的能力,积极向社会输送人才;三是搞好就业服务,建立与社会主义市场经济体制相适应的就业机制。专门成立了一家京轻劳务开发公司承担上述工作,以实现与劳动力市场的对接。

四、启示

第一,国有企业改革不能寄希望于私有化,可以凭借国有经济本身的优势焕发活力。北京一轻总公司的改革归结到一点,就是壮大和发展国有经济。通过改革我们看到,它既保证了国有资产的保值增值,又增强了活力。国有企业通过改革,在体制上也得到改造。该公司的改革是符合社会主义市场经济和建立现代企业制度要求的,是坚持了公有制为主体

这一根本原则的。这使我们更加充分地相信，公有制经济是大有希望的。

第二，国有企业改革并非“自古华山一条路”，多种形式发展是国有企业的出路所在。一轻改革向我们展示了国有企业改革的多种样式，包括国有企业的股份制改造、国有民营、国有企业与乡镇企业联营、国有独资和控股形式等等。这些不同形式适于不同企业特点，证明是行之有效的。国有企业改革不再追求那种单一化的改革目标和形式，而应当从实际出发，选择不同形式，来促进国有经济总体水平的提高。

第三，产业重组必须与产权重组相结合。没有产业重组，产权重组只能落空；但没有产权重组，产业重组不可能走出产权关系不清的误区。一轻的改革始终坚持了产业重组与产权重组的紧密结合。例如转移的一些企业，在完成产业重组的同时，随之进行了产权重组，按照新的体制和新的运行机构构造出新的企业模式。这样，才有可能从根本上改造国有企业存在的弊端，转换经营机制，使国有企业向现代企业方向发展。

第四，国有企业改造同城市开发相结合。国有企业改造借助城市开发来实现，与城市的分区功能形成一体发展；城市开发则向产权改造延伸，起到盘活资产的作用。一轻改革充分体现了这一点。

第五，政府在改革中并不是无所作为的，它可以通过一切宏观手段来保证改革的顺利进行。同时又不失时机地进行自身的改革，重新确认其位置、转换职能、规范行为。一轻公司在改革中主动转变角色，以及政府对结合改革的综合配套支持，都反映了这一点，这说明在改革中政府的作用是必不可少的，不能把企业改革与政府的作用对立起来。

一轻的改革还在继续，难免遇到这样那样的矛盾和困难，但它确实开拓了一条搞活国有企业的新路。

青岛益青实业总公司

青岛市益青实业总公司是原青岛市一轻局于一九九二年十二月为适应政府机构改革和国有资产管理体制改革试点的需要，经青岛市政府批准，整建制转体组建的资产经营性公司，是自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展的经济实体，其主要任务是受市政府的委托，经营国有资产，以资产保值、增殖和实现利润最大化为主要经营目标。

一、转体前后基本情况

原青岛市一轻局下辖全民所有制生产企业 15 家，集体所有制生产企业 5 家，研究所 2 所，技校、干部学校各一所，归口管理的县级市企业 37 家，三资企业 21 家。在直属 20 家企业中，大二型企业为 11 家，其余均为中型企业。直属企业总资产 18.7 亿元，在职职工约 3 万人，离退休职工约 1 万人。生产企业按传统粗分为造纸、印刷、食品、饮料、日用化工、日用机械、玻璃、文教用品八个行业。年产值全系统为 15.8 亿元，直属企业 11.1 亿元；利税全系统为 2.2 亿元，直属企业为 1.2 亿元；利润全系统为 5780 万元，直属企业为 3251 万元。

原青岛市一轻局机关编制 80 人，实际人数 123 人，离退休干部 47 人，此外还有部分

短期帮助工作的人员。局机关按传统计划经济设 18 个业务和政工处室，主要承担政府行政职能、行业管理职能和一定的社会职能。

一九九二年十二月二十四日，青岛市人民政府颁布文件（青政发〔1992〕198 号），发出《关于成立青岛益青实业总公司通知》。该《通知》对青岛益青总公司的任务、性质、领导体制、与政府及下属企业的关系等作了规定。

根据上述《通知》，青岛益青总公司的主要任务是从事国有资产经营，实行自主经营，自负盈亏。总公司受市政府委托，对原一轻局所属国有企业的资产进行经营，并对集体资产进行管理。总公司可以跨行业、跨地区经营，通过投资、参股、兼并、联营、有偿转让、资产划拨以及合资合作等形式优化产业结构、产品结构和企业组织结构、以资产增殖和利润最大化为主要经营目标。总公司可逐步对所属企业实行股份制改组，并通过投资、参股发展成控股公司。

总公司具体行使下列职责：

- （1）具有对总公司本部各部门负责人和所属国有、集体企业行政主要负责人任免权。
- （2）制定和实施总公司年度经营计划和中长期发展规划；具有对下属企业联营、兼并、有偿转让、资产划拨等存量资产的调整审批权；具有对下属企业合资合作、长期投资规划、重大投资、跨行业投资、参股等增量资产的配置审批权（合资项目 3000 万美元以下，技改项目 3000 万元以下）；其他重大经营决策权。
- （3）对所属国有企业实行资产经营发包。
- （4）总公司资产经营总承包完成上交基数的超额部分，主要用于优化产品、产业结构。
- （5）总公司具有对所属国有企业及单位的房地产有偿转让和开发权。
- （6）经有关部门批准，总公司实行外贸出口业务。

青岛益青实业总公司为市属全民所有制企业。暂按大一类企业管理，具有法人资格。总公司实行总经理负责制，设总经理一人，副总经理及总工程师、总经济师、总会计师若干人。总经理为公司的法定代表人。总经理经市委研究同意后，由市政府聘任。副总经理和三总师由总经理提名，报市委、市政府审查批准，授权总经理任免。行政中层干部由总经理任免。直属国有、集体企业的行政主要领导授权由总经理任免，并按规定报有关部门备案。

总经理的职权范围如下：

- （1）全面负责总公司的经营管理。
- （2）任免总公司副总经理以下行政领导干部和直属国有、集体企业行政主要负责人。
- （3）审查决定重大存量资产的调整方案和重大增量资产的配置方案。
- （4）向具有产权（股权）的企业委派产权代表。
- （5）审查决定总公司中长期发展规划和年度经营计划。
- （6）审查决定总公司年度利益分配方案。
- （7）根据经营管理的需要，确定管理机构 and 人员。
- （8）审查决定总公司主要规章制度的建立、修改和废除。
- （9）按国家规定对职工进行奖惩。

(10) 行使国家规定的其他权限。

总公司成立时规定,总公司对市实行资产经营总承包,对上交利润和资产保值增值负责。承包方案由市经委、市财政委、市国有资产管理局等有关部门制定并监督实施。总公司对下属企业实行资产经营与承包。向具有产权(股公)的企业委派产权代表。同时,要对下属企业提供生产经营方面的信息咨询,做好帮助企业筹资、融资等服务工作。总公司不直接干预下属企业的生产经营活动。下属企业仍具有法人地位。

转体后,新组建的益青总公司对 15 家国有企业的国有资产实行受托运营,对 5 家集体企业实行管理,对研究所、学校各一所实行代管。总公司撤销了 18 个处室,重新组建八部一室即规划部、工程部、经营部、财务部、外经部、人事部、政工部、统计中心和办公室。

青岛益青总公司成立以后,生产平稳发展。1993 年实现产值 11.8 亿元,比 92 年增长 11.3%;实现销售收入 12.5 亿元,比 92 年增长 24.58%;实现利税 1.19 亿元,比 92 年增长 5.49%。

二、国有资产经营的基本思路和主要做法

青岛益青总公司转体和组建的目的是为了理顺产权关系,建立起既有约束又有活力的企业经营机制,逐步探索适合市场经济发展的国有资产管理运营体制,从而确保国有资产保值增值。为此,益青总公司把很大精力放在探索新的国有资产经营的基本思路上。它们的基本思路是:全方位推行企业公司化改组,加速建立现代企业制度,调整产业和产品结构,盘活存量资产,扩大融资渠道,优化增量资产配置结构,实现国有资保值增值和利润最大化。

围绕这一思路,青岛益青总公司主要做了以下几方面的工作:

☐ 理顺产权关系,对受托运营企业进行公司制改组,探索建立现代企业制度

(1) 对全公司企业进行清产核资,产权界定。益青总公司成立以后,先后两次清产核资,界定产权,全面了解企业经营真实情况,准确掌握企业占用资产的总量结构和效益。

(2) 在清产核资、产权界定基础上,对企业进行公司制改组。益青公司于 92 年下半年对所属企业进行了全面排队,拟在所有企业中推行公司化改组。93 年,益青总公司首先对青岛印刷厂、青岛日用化学工业公司、塑料复合印刷厂、青岛纸箱厂、青岛食品股份有限公司五个企业进行了股份制改组,建立规范化的股份有限公司。到目前为止,益青总公司股份制改组的大致情况如下:已改制企业占全部企业总数的 25%,改制企业职工人数占公司人数的 22%,改制企业总股本占公司净资产的 29%,其中国有股本占公司净资产的 24%,社会法人股本占公司净资产的 1.6%,职工个人股本占公司净资产的 3.4%。通过股份制改造,企业进一步明晰了产权关系,转换了经营机制,提高了经济效益。

(3) 按照市政府的有关规定,采用部分出让、全资出让、合作嫁接等方式向外商出让股权、对老企业进行改组和改造。目前,益青总公司所有企业都已与外商进行了接触,其中有一半企业签订了意向书,拟与外商签约的企业有晶华玻璃厂、青岛华冠酒业总公司。正在谈判的有青岛日用化学工业公司、青岛汽水厂、青岛玻璃厂。上述五户企业如能全部签约,将大大改变老企业的状况,管理和效益将大幅度提高。

□ 盘活存量资产，实现国有资产优化配置，提高国有资产运营效率

原青岛市一轻局是青岛市最老的工业局。多年来一直从事第二产业，随着改革开放的发展和不断深化，和国外先进技术、先进管理、高新产品的输入，做为与人民生活息息相关的轻工业已面临着严峻考虑。益青公司两次清产核资和“七五”后三年“八五”前两年资产运营状况也表明，不加大“八五”“九五”增量资产配置，轻工业的发展则是一句空话。然而，要加大投入，发展产业，无论是开发新产品，还是创办新企业，归根到底是资金问题。但是，依靠传统的渠道来解决资金，路子越走越窄。经过一年多的实践，青岛益青总公司探索出了一条推进产业转移，退二进三（退出第二产业进入第三产业），二、三产业并举的资产经营路子。其目的是通过对产业结构的调整和重组，充分利用有限的土地资源，提高土地资源的投入产出率，实现资产的优化配置。

□ 承接历史，转变职能，分流人员，平滑过渡

承接历史是指老的工业局的职能是按计划经济传统模式设置的，新组建的总公司的职能主要是国有资产运营，但在大环境没有大的改变之前总公司的职能还难以与历史一下子割断。还有一个承接、过渡和转化的过程。如传统的生产调度，在目前仍然有一定的作用，一旦撒手不管，势必要割断政府和企业之间的联系，造成混乱。再如，原老工业局承担的信访、计划生育等项政府职能和社会职能，在社会环境不能配套的情况下，所组建的资产经营性公司还要承担担负起，不然就会出现断档。

工业局转为经济实体，对机关人员来讲是一次重大变化。能否妥善分流人员是平滑过渡、稳定大局的关键。为此，益青公司采取养一批、走一批、安置一批的办法，平滑过渡。养一批是指把一批年龄过大的老同志由政府养起来。对帮助工作人员本着哪里来哪里去的原则，实行了清退，对自愿走向社会，自谋出路的同志优先办理手续，对一些年龄适宜，而且又有工作能力的同志安置到企业，让他们担任一定的职务，进行锻炼，做到走者愉快，留者安心。这样，原局机关 123 人经过分流，缩减为 52 人，根据资产经营和承接历史的需要，撤销原 18 个处室，重新组建为 8 部一室，重新制订了各部门的职能，并根据部室职能全面平衡留下人员的特长和工作能力，本着以职选人，一人多职，一职多能的原则，安排职务和工作，所安排的人员全部实行了聘任制。同时又按照市场经济的需要，广泛寻求人才，补充新鲜血液。通过一年的工作，总公司的结构框架已经基本形成，基本组成了一个精简、高效的资产经营、管理核心。

□ 建立了一整套国有资产管理体制

（1）制定了国有资产委托运营实施细则，对公司和企业的职责、权限、利益分配进行明确界定。在界定职权时，坚持国家赋予企业的权力一点不收的原则，保证了企业自主权的落实，使企业真正成为独立享有民事权利、承担民事义务的法人。

（2）制定了委派产权代表的管理规定，对实行股份制的企业按公司法依法委派产权代表，进行规范化管理。进一步明确产权代表的职责，确保国有资产不流失。

（3）制定了监事会工作条例，对实行股份制企业的董事会工作进行有效的规范化的依法监督。

（4）制定国有资产管理体制，对企业在生产经营中的国有和公有资产实行有效管理

和监控，避免国有资产运营中的失控。

(5) 改革传统的企业管理办法，对企业资产经营实行模拟运营，把企业的资产负债率、资产利润率、资本金利润率、净资产增值率和折旧提足率五个方面作为重点考核内容，建立了监控和考核指标体系。

(6) 建立流动资产监控和管理办法，改变以往以生产调度为主转向对企业流动资产实行监控，每两个月对每个企业流动资金的运用状况分析调度一次，找出问题，制定措施，从以监控固定资产向同时监控流动资产转变。

三、完善国有资产经营公司的建议

(1) 加快政府综合部门的改革，使资产经营公司不再承担政府职能，只负责资产经营。目前益青总公司仍承担部分政府职能，如传统的生产调度、信访、计划生育等工作。这不利于资产经营公司从事资产经营活动。建议加快政府综合部门改革。否则，专业部门改革难以推行。

(2) 集团企业资产的管理问题。益青公司现有 5 个集体企业。集体企业资产产权不清，对集体资产尚缺乏一套有效的管理制度和管理办法。

(3) 企业债务负担过重。益青总公司下属企业中不少企业债务负担沉重。在这种情况下，产权关系很难理顺。

(4) 社会保险制度改革，尤其是离退休职工社会保险跟不上。

深圳市投资管理公司

深圳市投资管理公司是我国最早成立的一家管理国有企业的控股公司。它的经验对于其他地方具有重要影响和启示。

一、建立

深圳市投资管理公司是在政府机构改革和政府部门转变职能的背景下建立的。1987 年，深圳市进行了第三次机构改革，撤消了一部分专业主管局，改组为集团（总）公司。这意味着深圳市的企业开始了离开“婆婆”的试验。企业无主管后，国有资产谁来管？“无主管不等于无人管”。这就需要“老板”取代“婆婆”。于是乎 1987 年 7 月，深圳市成立了全国首家国有资产投资管理公司，负责管理市属国有企业的资产，开始了用产权手段管理国有企业的尝试。

深圳市投资管理公司的建立是与深圳市国有资产管理体制改革直接相联系。深圳特区成立以来，深圳市委、市政府坚持以市场取向的改革，在搞活国有企业方面做了大量工作，取得了一些成效，市属国有企业不断发展壮大。截止 1992 年底，市属企业国有资产总值达到 508 亿元，净资产超过 106 亿元，实现利润 28.7 亿元，与特区建立之初的 1980 年的 1.61 亿元、0.61 亿元、0.15 亿元相比，年递增分别为 61.6%、53.7%、54.9%。但是，已有的改革措施并没有触及产权制度，没有从根本上解决国有企业的弊端，致使企业负盈不负亏、

短期行为、效益低下问题依然存在。一是产权关系不清，企业难以成为真正的市场主体；二是企业组织形式不规范，与适应社会主义市场经济要求的现代企业制度相差甚远，三是国有资产缺乏有效的实现形式，影响了国有资产运营效益。

为了解决上述问题，深圳市从改革国有资产管理体制入手，理顺产权关系。具体来说，建立了“市国有资产管理委员会——市投资管理公司——企业”三个层次的国有资产管理体制。

第一个层次：市国有资产管理委员会。深圳市1992年成立了国有资产管理委员会，其主要任务是从方针、政策、法规等方面对国有经营性资产、非经营性资产、资源性资产进行宏观的、全方位的管理和监督，从价值总量上保证国有资产的安全和增殖；组织对国有资产产权的界定、资产评估，对有关产权纠纷进行处理；组织对国有资产的委托经营及对受委托方工作业绩进行考核等。国有资产管理委员会不直接经营国有资产，而是通过经营国有资产的产权运营主体去实现国有资产的增殖。国资委是在市政府领导之下专司国有资产管理的行政部门，主任由常务副市长担任，副主任由一位市委常委和一位副市长担任，成员由财政局、体改办、规划国土局、计划局、经济发展局、贸易发展局、法制局、组织部等有关部门的负责同志组成。国资委下设国有资产管理办公室作为其常设办事机构。

第二个层次：经营性的市级国有资产产权经营公司。目前主要是市投资管理公司，它作为国有产权的运营主体，由市国有资产管理委员会授权，经营市属经营性国有资产，同时也是市属国有企业的控股公司，其性质是企业，具有法人规格。它的职能是制定国有资产产权经营方针、计划和目标；对国有企业的经营进行监督和管理；代表市政府对国有资产参股或控股企业行使股东权；向各类企业进行有偿周转投资或参股、控股的企业实行控股等，确保由它经营的国有资产不断增殖。市投资管理公司与企业的关系，是股东与企业法人的关系，不是旧体制下的上下级、领导与被领导的关系。下一步，对条件具备的大型企业集团由市国有资产管理委员会授权，也可以成为国有资产产权运营主体。

第三个层次：国有企业和国有资产参股、控股企业。它们拥有法人财产权，是直接从事商品生产经营的经济实体和市场竞争主体，具体实现国有资产的增殖任务。

这种国有资产管理体制，在上层实现了政府的社会经济管理职能与资产所有者职能的分开；在中层实现了国有资产管理与国有资产经营职能的分开；在下层实现了国家终极所有权与企业法人财产权的分开，明确了企业的法人财产权，促进了企业自主经营、自负盈亏机制的建立，保障了国有资产的安全和增殖。

在三个层次国有资产管理体制中，控股公司是重要一环。

二、国有资产管理基本思路

☐ 以实行公司制为重点，建立有限责任制度

在推进企业公司制改造工作的过程中，深圳坚持以公有制为主体，在关系国计民生的行业中，国家应占控股地位；坚持企业组织制度改组与产业结构调整相结合；坚持从经营状况好、产权关系比较清楚的企业以及集团公司和直属公司入手进行改造，积累经验，创造条件，逐步推进，防止一哄而起，搞形式主义，搞翻牌公司。为此，深圳市投资管理公

司具体做了以下两个方面的工作：

一是在部分企业进行有限责任公司改造试点。深圳进行有限责任公司改造，基本上有以下类型：①新组建的企业，一开始就严格按有限责任公司的规范运作；②对原有国有企业进行联合、改组；③集体与个人共同出资组建。《公司法》出台以后，选择专营性行业的市免税商品供应公司和资产规模较大、发展潜力较强、但目前不宜进行股份制改造的特区发展公司进行国家独资有限责任公司改组的试点，实现从传统的无限责任制向有限责任制转变。

二是积极稳妥地加快股份有限公司改造的步伐，通过严格把关将一些符合条件的企业改造成上市公司。改造成上市公司的，主要以能源、交通运输等基础行业以及高科技、高效益和名优产品的企业为重点。截止 1993 年底，全市共有股份制企业 210 家。其中公众公司 47 家，内部股份公司 163 家。在公众公司中，已有 34 家股票上市交易，上市公司总股本 44.82 亿股，市属国有股约为 20.27 亿股。市投资管理公司在 10 家上市公司直接持有股份，持股总额为 13.55 亿股，占 10 家上市公司股份总额的 53.94%，占深圳上市公司总股本的 30.85%。对尚不具备上市条件，但又符合内部股份制改造条件的国有企业，通过吸收内部职工入股和实行法人之间相互持股，改造成内部股份公司。目前，163 家内部公司总股本为 70 亿股。在内部股份公司中，法人之间参股、控股的公司有 51 家，企业内部职工参股的公司有 112 家。在内部股份公司中，由市属企业参股、控股的有 60 家，市属国有股为 8.1 亿股。

☐ 建立科学的领导体制

深圳市投资管理公司在实践中坚持把干部管理与资产管理相结合，对三种企业的主要领导实行由国有资产管理部門直接任免与管理的办法，扩大了产权管理部门选择企业经营者的权力。同时在公司制企业试行总理由任命制改为董事会聘任制，在实行聘任制过程中必须坚持党管干部的原则。对于国有控股公司总经理的人选，可以由董事长推荐，也可以由产权管理部门推荐，经市委组织部或产权管理部门审核，由董事会聘任。国有控股企业的董事会，其组成人员由国有股股东代表、社会公众股股东代表、企业党组织负责人、财务总监以及非企业的经济、技术、法律专家等几方面人员组成，董事会选举董事长，对于国有控股大型集团公司的董事长由国资委提出人选，经国有产权运营主体向董事会推荐，由董事会选举产生。财务总监由产权运营主体推荐，实行企业重大资金运作由财务总监和总经理联签的制度。企业的监事会由主要股东代表和适当比例的公司职工代表组成，对董事会和经营班子进行监督；对未进行公司制改造的国有企业由国有资产管理部門会同其他有关主管部门，派出监事会进行监督。

☐ 按经营规模、效益水平对企业进行分类定级

从 1993 年起深圳市开始建立以国际通用指标为主体的、符合本市实际情况的企业分类定级评价体系。第一批 137 家国有企业按照资产（总资产、净资产）、利税（利润总额、上交利税）、销售（销售额、创汇总额）三大指标体系，分为三类九级，类别级别实行浮动制，根据经营业绩可升可降，并与企业经营者及职工的待遇挂钩。这个办法使过去在计划经济体制下，单纯依靠占有资产规模套用行政级别来确定企业级别待遇和社会地位的做法，转

到在市场经济体制下主要依靠经济效益和对国家的贡献来评价企业的轨道上来，加强了企业的自我发展机制、自我激励机制和自我约束机制，使企业由过去的“官本位”向市场位转化，由追求速度、数量指标向追求效益指标转化。

□ 按行业类别和效益特点实行企业利润分类上缴办法

利润分配是企业发展的主要动力机制。针对一些企业资产占用与效益产出不协调，企业上缴利润随意性大等问题，深圳市制定了与企业分类定级方案相配套的《深圳市属国有企业利润计划编制和征缴办法》，将市属国有企业划分成专营性企业、金融房地产企业、一般工商商贸企业、高科技及“菜篮子”工程、公共交通企业等类别，依据行业资金利润和享受国家的优惠政策等因素，分别确立企业上缴利润的比例，使企业利润上缴工作规范化、制度化，企业上缴利润由过去政府与企业的“一对一”谈判转变为按上缴比例计算。实行利润分类上缴是向国有资产经营预算管理过渡的一种方式。

□ 充分发挥中介组织作用，健全中介组织的服务监督功能

按照市场经济的要求，国有资产的管理应由过去的物质形态为主转化为价值形态为主，改变国有资产产权的凝固状态，形成国有资产正常流动和优化配置的机制。为此，必须积极发展社会中介组织，充分发挥市场中介组织的服务、沟通、公证和监督作用。为产权交易提供良好的外部环境。目前，深圳市已组建会计师事务所 30 家，注册会计师超过 200 人，从业人员超过 1200 人；审计师事务所 4 家，注册审计师 200 余人，从业人员 400 余人；律师事务所 54 家，专职律师 500 多名，兼职律师及特邀律师逾百人。市资产评估机构已成功地评估了 549 个项目，评估资产总值达 250 多亿元，增值 78 亿元，平均增值比例为 30%。1993 年 2 月，深圳市组建了全国第一家面向国内外，面向各种经济成分的区域性产权交易机构——深圳市产权交易所，为深圳以及全国各地企业的兼并、转让、拍卖、处置闲置资产等产权交易活动提供了媒介和场所，使产权转让活动逐步市场化、社会化和规范化。到目前为止，已受理产权转让业务 368 单，成交 85 单，成交额人民币 2.8 亿元。

□ 产权管理逐步法制化

市场经济是法制经济，建立现代企业制度离不开法制手段。深圳市在加强国有资产管理、全面推进现代企业制度过程中，始终重视运用法制手段，在清产核资、产权转让、公司制、国有资产经营责任制等方面制定一系列的法律法规和规章制度，在已颁布的《深圳经济特区股份有限公司条例》和《深圳经济特区有限责任公司条例》的基础上研究起草了《无限公司条例》、《股份合作公司条例》、《国有资产管理条例》、《国有产权变动管理办法》、《国有产权代表报告制度》、《企业经济效益奖评选办法》、《国有资产经营责任制》等，目前正在草拟《深圳市全面推进现代企业制度若干意见》，《国有资产经营预算管理条例》。通过这些法规规章的制定和完善，初步建立起国有资产管理和现代企业制度的法律管理体系。

三、完善国有资产管理体制的设想

□ 塑造多个国有资产运营主体

国有资产产权经营公司处于新型国有资产管理体制的第二层次具有十分重要的地位。但是，随着改革的深化，仅有市投资管理公司一个产权运营主体是不够的，需要授权

建立多个类似市投资管理公司的国有资产产权运营主体,改变国有资产产权垄断经营状况,形成激励机制,在竞争中不断提高国有资产的运营效益。目前,市建设集团改造成国有资产控股经营公司、市能源总公司改造成行业投资总公司的试点工作正在抓紧进行。这些企业都处在关系国计民生的重要行业,较有代表性。今后,还将继续选择其他具备条件的企业作为国有资产营运主体。

☐ 建立国有资产经营预算制度

按照十四届三中全会《决定》关于“改进和规范复式预算制度,建立政府公共预算和国有资产经营预算”的精神,深圳正在探索建立地方国有资产经营预算制度。深圳早已实现了税利分流,组织两种收入的政府部门也分开了,即由财税部门负责税收征管,国有资产收益由市投资管理公司征收,市投资管理公司用这部分收益去投资。到1993年底国民累计增量投资总额10.94亿元。1993年安排投资资金2.84亿元,其中,列为政府投资计划资金1.5亿元,占52.74%,主要用于城市建设、“菜篮子”工程、交通运输等项目;20000万元用于市属企业挖潜、革新、改造;3200万元补充企业流动奖金和专项贴息贷款;新设企业扭亏增盈基金1000万元以及用于周转、参股和合作项目,收到了较好效果。从目前阶段看,深圳市只是做到了两种收入分收,分管、分用,为适应市场经济的要求,还必须进一步规范和完善。

☐ 加强对国有产权代表的管理,造就一支高素质、职业化的企业家队伍

为了加强对国有产权代表的管理,拟在市国有资产管理委员会下设立董事管理局,统一协调、组织好国有产权代表的管理、考核和培训,负责对国有产权代表后备人员的考察和储备。与此同时,引入竞争机制,从实践中考察和选聘优秀人才任企业经理,逐步形成经理人才市场,建立经理资格认证、持证上岗和离任审计制度。进入经理人才市场的经理,必须持有经过培训、考核、由政府有关部门颁发的上岗资格证书。国有企业及国有控股公司董事会应当在这个人才市场的范围内选聘经理。对于因经营管理不善等被解聘的企业经理,至少3年不得再进入人才市场。今后,市委、市政府主要是管好国有产权代表和建设好经理人才市场,不再直接委派企业经理。

意大利工业复兴公司

意大利工业复兴公司,又名伊里公司(Istituto per la Ricostruzione Industriale),简称IRI,是意大利管理国家参与制企业的一家国家级控股公司。它建立于1933年。经过半个多世纪的发展,伊里公司已成为一家直接控制着4家银行、14个次级控股公司、直接或间接控制着260多家企业和跨行业、综合性控股公司。IRI公司居意大利屈指可数的大型工业集团之首,在意大利经济中起着举足轻重的作用。根据伊里公司《1989—1990年年度报告》提供的数字,1988年,伊里公司国内雇员人数达40.6万人,占国家参与制系统就业人数的76%,整个工业部门就业的3.7%,意大利就业人数的2.5%;1988年,伊里集团资本投资为10.5万亿里拉,占国家参与制系统的64%,全国资本投资总额5%;同年,伊里集团的增加值为29亿里拉,占全国资本增加值的3%;该年伊里集团的出口收入达8.3万亿里拉,

其中商品出口占意大利总商品出口的 3.5%，服务出口占意大利总服务出口的 9.9%。从部门结构看，1988 年，伊里集团占意大利全国产量的比重分别为：生铁 92%，钢 48%，特种钢 76%，水泥 10%，造船能力 70%，公路营运里数 49%，铁路运输 65%，能源 62%。伊里集团直接控制的银行居民存款占全国居民存款的 13%。伊里公司也是欧洲著名的大型工业公司。根据英国《泰晤士报》财经专栏 1982 年 10 月 21 日列出的欧洲 100 家最大企业的资料，伊里公司总产值 215 亿美元，位居欧洲 100 家最大企业的第三位。1988 伊里公司的产量占欧洲经济共同体的比重分别为：生铁 12%，钢 9%，特种钢 13%，水泥 2%，能源市场 4%，造船能力 10%，海运 3%，汽车营运里数的 10%。伊里公司还是世界上有名的大公司，在美国《幸福》杂志 1986 年世界 500 家最大工业公司排名中位于第 11 位，其营业额是除美国公司外的世界第三位。伊里集团下属的阿利塔利亚（Alitalia）航空公司是世界十大国际航空公司之一。

伊里公司作为国内外有名的大型工业集团，它的经验与教训对于研究国有控股公司，探索政府对国有企业的管理模式具有一定的意义。

一、建立和发展

意大利在历史上就富有国家干预经济的传统。早在威尼斯共和国时代，政府就对玻璃业、陶瓷业实行保护。铁矿业、冶金业、机械制造业、纺织业、食品加工业等也在不同时期受到过政府的优待政策。19 世纪末 20 世纪初，随着资本主义进入垄断阶段，国家对经济的干预进一步加强。国有企业成为国家调节经济的重要工具。意大利工业复兴公司就是在这种背景下成立的。它的诞生，标志着意大利政府对经济的干预进入了一个新的历史阶段，即从个别部门、个别企业的干预发展到涉及银行业和工业各个部门的范围广泛的干预。

意大利工业复兴公司的建立还有其特殊的政治背景。20 世纪 20 年代直到第二次世界大战结束，意大利处于法西斯政府的统治之下。墨索里尼政府在政治上实行法西斯专制统治，推行法西斯化；在经济上实行自给自足的闭关锁国政策，以适应法西斯政府推行国民经济军事化和对外侵略扩张的需要。一方面，收缩同国外的贸易关系，从工业原料到粮食，强调自给自足；另一方面，大力发展国家垄断资本主义，想把全国工业控制在自己手中。30 年代大危机期间，法西斯政府通过国家干预，直接掌握了许多重要企业的股权。伊里公司就是一个典型的例子。

30 年代大危机是意大利工业复兴公司建立的直接原因。在危机期间，意大利工业生产直线下降，商业价格暴跌，大批企业倒闭，失业人口大增。以工业生产为例，以 1929 年为 100，1930 年下降到 91.8，1931 年 77.6，1932 年 66.8，1933 年 73.7。大危机对意大利经济的影响还表现在对银行体制的冲击。如前所述，意大利是一个私人资本数量少的国家。而科学技术的发展和战争（1915—1918 年）却带来对巨大投资的需要。这一矛盾导致商业银行插手意大利工业。特别是进入 20 世纪以后，意大利银行资本加紧向工业部门渗透，银行资本和工业资本进一步交织溶合。到一次大战结束时，实际上商业银行已经控制了许多大公司。商业银行成为意大利工业发展的一个重要的资金来源。商业银行主要通过长期贷款和收购股份的方式向工业企业提供资金援助，并且主要支持资本密集型企业。以意大利商

业银行（Banca Commerciale Italiana）为例，它向工商业部门直接投资达 40 亿里拉，相当于它本身资产的 3 倍。在工商业部门投资较多的还有罗马银行（Bancadi Roma）和意大利信贷银行（Credito Italiano）。大危机期间许多工业企业的倒闭直接威胁着上述 3 家银行。如果这 3 家银行倒闭，将导致意大利经济的全面崩溃。法西斯政府出于拯救银行体制和接管、控制这些工业企业的财产的双重原因，于 1933 年成立了意大利工业复兴公司。当时规定它的任务是接管这 3 家银行所掌握的工业企业股份，及时对已接管的企业进行整顿，并尽快归还给私人资本经营。

起初，意大利工业复兴公司是作为一个临时性机构。把所接管的企业整顿好以后交给私人资本，就算完成了使命。但由于伊里公司接管的钢铁和机械制造业企业是全国最大的工业集团，没有一个国内私人资本能够购买或控制它们。外国资本购买又与法西斯政府自给自足的经济政策相违背。因此，到 1936 年底，完全出售伊里公司财产的前景显得暗淡。加上法西斯政府在加强对经济干预的过程中认为有必要建立一个国有专门机构作为推行经济和军事政策的工具。所以，1937 年 6 月政府颁布的一项法令规定，伊里公司将作为一个管理国家控股企业的永久性机构保留下来。1937 年以来，随着意大利政治和经济格局的巨大变化，意大利工业复兴公司也经历了一个从大发展到结构调整的发展过程。具体说来，意大利工业复兴公司的发展可分为以下三个阶段：

第一阶段：1937 年到二次大战爆发前。在这一时期，伊里公司一方面继续从事出售财产的工作，主要集中在轻工业（纺织、造纸）、电力工业、农业和不动产，另一方面向资金密集型产业如造船、重型机械、钢铁等部门进行投资。例如，伊里公司 1937 年组建了钢铁控股公司—芬西德（Finsider）公司。1939 年在那不勒斯兴建了一家飞机引擎和机架工厂。这一阶段的另一个特征是伊里公司致力于南部地区经济的发展。1939 年，伊里公司通过下属的两家北部工业企业的技术援助，在南部建立了一家设计和制造军用飞机的工厂。该计划在南方招募 6000 名雇员，对缓解南部地区失业和促进南部工业现代化起了推动作用。

第二阶段：二次大战以后的 50、60 年代。50、60 年代是意大利经济高速发展的时期，也是伊里公司大力发展集团经营业务，拓宽经营范围的时期。战后集团组织重建，促进现有企业的转型和内部发展，开发新的产业，接管处于破产边缘的私人企业，与国内和国外的私人企业合作和合营，这些构成了这一阶段伊里公司发展的丰富内容。在这一阶段，伊里公司除了继续发展原有的投资经营活动以外，如兴建了两家沿海钢铁联合企业，成功地实施了伊里公司的钢铁发展战略，还开辟了电子、航空、通讯等现代高科技领域。1969 年，伊里公司率先建立的电子计算机系统和软件开发机构（ITALSIEL）是意大利在这一领域的创始者。这一阶段伊里公司继续致力于推动南部工业的发展，建立了两个大型工业项目。一个是阿尔发—罗冒公司（Alfa Romeo）提出的建立新的中型和重型汽车工厂的计划。伊里公司决定将该工厂布局在南方。另一个项目是塔里托钢铁公司生产能力翻番的计划（超过 1000 万吨）。

第三阶段：70 年代至今。70 年代以后，意大利社会经济发展进入一个动荡时期。受世界石油危机的影响，加上集团公司内部负债严重，伊里公司几个部门出现了经济危机，如钢铁、造船、能源部门亏损严重。为了摆脱困境，伊里公司采取了重新调整工业结构、将

一些非战略性部门出售给私人等一揽子措施，并收到了一定的成效。

二、资产经营组织体系

伊里集团 (IRI Gruppo) 是意大利三大国家参与制企业集团中成立最早、规模最大的一家企业集团。伊里集团庞大的资产组织系统由以下 3 个子系统构成：

□ 金融机构

伊里集团直接控制的银行和其他信贷机构。伊里集团直接控制的银行共 4 家，即意大利商业银行 (Banca Commerciale Italiana)、意大利信贷银行 (Credito Italiano)、罗马银行 (Banca di Roma)、和圣·斯普累托银行 (Banca di Santo Spirito)。这 4 家银行又分别控制了许多家普通银行。伊里集团控制的从事特种金融业务的机构包括不动产和金融股份公司 (SIFA)、科菲利筹资公司 (COFIRI) 以及为工业企业提供财务咨询的 G. I. Servizi Finanziari 公司。伊里集团对上述 4 家银行和 3 家信贷机构的持股情况见表 6.9.1。

表 6.9.1 伊里集团对其直接控制的银行和信贷机构持股率 (%)

	伊里集团	其他持股机构
意大利商业银行	59.36	40.64
意大利信贷银行	66.88	33.12
罗马银行	81.93	18.07
圣·斯普累托银行	84.72	15.28
科菲利筹资公司	100	0
SIFA	66	34
G. I. Servizi Finanziari	100	0

资料来源：伊里集团《1989—1990 年度报告》，第 62 页。

□ 集团下属的专业控股公司

这些专业性控股公司共 13 家，它们是：机械构造制造行业的芬麦卡尼卡集团 (FINMECCANICA)、电子和电讯行业的斯台特集团 (STET)、海运业的芬马雷集团 (FINMARE)、建筑行业的伊达斯塔特集团 (ITALSTAT)、食品行业的斯麦集团 (SME)、管理尚未纳入部门集团并从事多种经营的索芬集团 (SOFIN)、信息行业的芬谢尔集团 (FINSIEL)、开发新兴产业的斯皮集团 (SPI)、钢铁行业的伊尔瓦-芬西得集团 (ILVAFINSLDER)、造船行业的芬康提耶利集团 (FINCA—NTIERI)、从事设备安装工程的意大利麦皮提集团 (ITALIMPIANTI)、空中运输业的阿利塔尼亚集团 (ALITALIA) 以及意大利广播电视集团公司 (RAI)。伊里集团下属 13 家部门控股公司的详细情况，见表 6.9.2。

表 6.9.2 伊里集团各专业性控股公司主要经济技术指标 (1988 年)

名 称	建立时间	经营范围	公 司 资 本 额 (10 亿 里 拉)	雇 员 人 数 (年 底 数 字)	销 售 额 (10 亿 里 拉)	子 公 司 数 目 (家)	股 权 结 构 %
芬麦卡尼卡集团	1948.3.18	机械制造	1 300	32 232	4984.6	28	IRI: 99.99 其他: 0.01
斯台特集团	1933.10.21	电子和电讯	3 680	129 072	20 571	36	IRI: 72.86 其他: 27.14
伊达斯塔特集团	1956.11.19	建筑业	740	23 326	5 083.6	34	IRI: 99.99 其他: 0.01
芬马雷集团	1936.12.17	海运	267 321	9 237	1 588.9	24	IRI: 99.98 其他: 0.02
斯麦集团	1899.3.20	食品行业	436 125	20 368	4 142.0	16	IRI: 64.36 其他: 35.64
索芬集团	1970.12.30	多种经营	360	911	84.4	19	IRI: 100
芬谢尔集团	1981.4.13	软件开发	32	4794	693.7	20	IRI: 83.3 其他: 16.7
斯皮集团	1955.5.20	开发新产品	100	57	—	28	IRI: 95 索芬集团: 5
伊尔瓦芬西得集团	1988.5.9	钢铁行业	2 094 903	30 518	10 500	35	伊利集团: 100
芬康提耶利集团	1959.12.29	造船业	500	22 128	2 073	17	IRI: 99.99 其他: 0.01
意大利麦皮提集团	1957.	设备安装工程	260	6 109	1 927	18 (国内)	IRI: 100
阿利塔尼亚集团	1946.9.16	空中运输	585	18 977	4 342.4	26	IRI: 81.16 其他: 18.84
意大利广播电视集团	1954.4.10	广播、电视	120	15 146	3 586	11	IRI: 99.55 其他: 0.45

资料来源：伊里集团《1989—1990 年度报告》。

□ 直属子公司

伊里公司直接拥有股权的企业共有 6 家，它们分别是：CEMENTIR 公司、CASTAIA 公司、IRITECH 公司、G · I. INFORMATICA 公司、EDINDUSTRIA 公司以及 SGSTHOMSON 公司。这 6 家子公司的具体情况见表 6.9.3。

表 6.9.3 伊里集团 6 家直属企业概况（1988 年）

公司名称	建立时间	经营范围	公司资 本额(10 亿里拉)	雇员人 数 (人)	销售额 (10 亿 里拉)	伊里公司 持股比例 (%)
CASTALIA 公 司	1987. 7. 22	整治污染和 环境保护	5	76	86. 4	5
CEMENTIR 公 司	1947. 2. 4	水泥生产	102	1553	295. 7	51602
EDINDUSTRI- A 公司	1957. 3. 9	科研、咨询、 信息	0. 2	31	9. 946	5
G · I · INFOR- MATICA 公司	1986. 12. 30	信息	3	105	19. 8	60
IRITECH 公司	1987. 5. 8	研究、开发 高技术产业	60	15	—	77
SGS—THOM— SON 公司	1987. 5. 21	微电子集成 电路		18 700	1038. 9	45

资料来源：IRI 集团《1989—1990 年度报告》。

三、公司产权管理体制

伊里集团庞大的资产组织体系采用了一种独特的产权管理体制。国家是伊里公司的唯一所有者，其产权管理包括了国会、政府、公司及下属子公司等多个组织层次。以下分别进行分析。

□ 国会对 IRI 公司的管理

根据 1976 年 11 月 13 日颁布的法令，国会成立两院常设委员会，由 15 名参议员和 15 名众议员组成。国会对国有控股公司的管理由两院常设委员会具体负责。主要表现为：

（1）国会通过经济计划部际委员会（CIPI）提供的有关国有控股公司的投资计划、国家参与部提供的 IRI 的年度报告和财务报告以及国家会计法庭提交的对 IRI 和政府各自承担法律责任所作的调查报告提供的信息，对国有控股公司进行指导；

（2）批准 IRI 的中期计划和政府向 IRI 公司提供的捐赠资金；

（3）批准政府提交的对伊里集团董事长、副董事长的任命。此外，议会还有权要求国家参与部提供有关国有控股公司经营的其他资料，以及安排国有控股公司主席和总经理向该委员会提供有关国有投腔公司及其子公司经营发展的各种资料。

□ 政府对国有控股公司的管理

意大利政府设置了专门负责管理国家参与制企业的国家参与部。国家参与部对国家参与制企业的管理是通过三大综合性国有控股公司进行的。国家参与部拥有指导和监督国有控股公司以保证其经营活动符合政府经济政策目标的权力，另一方面，IRI 公司需向国家参与部提供有关股权收购与出售、新公司创立、增加投资或撤销下属公司等重要事务的资料。此外，IRI 公司还须向国家参与部提交公司年度报告和会计报表。国家参与部对 IRI 公司的管理和控制包括：

(1) 向 IRI 发布部际经济计划委员会制定的一般性方针和指示，对方针的实施提供必要的指导，并监督其实施，以保证与国家经济政策和政府的各项社会目标相一致。

(2) 作为部际经济计划委员会的会员，参与伊里公司中期计划的制定。国家参与部下设计划和经济研究部，负责审核国家参与制企业的计划，并协调国有企业经营计划与国家经济计划的关系。

(3) 审批国家参与制企业的预算和决策。这项工作由财务部负责。

(4) 制定政府向伊里集团提供的捐赠基金的方案，并提交国会和部际经济计划委员会征求意见。

(5) 主管国家参与制企业章程的修订。这项工作由法律部负责。

(6) 任命所属各控股公司的领导人。根据规定，伊里公司的行政组织包括含一名董事长和二名副董事长的董事会、一个执行委员会和一个审计委员会、国家参与部对主席和副主席人选有推荐权。伊里公司董事会 12 位董事中除 9 名来自政府各部门（包括国家参与部），其他 3 名是由国家参与部指定的外面的专家。审计委员会的 5 名成员也由国家参与部任命。IRI 的章程规定，部经理由国家参与部长根据董事长提出的方案任命。

(7) 根据法定条款并征求财政部长的意见，批准各国有控股公司收购新的企业的股份以及转让或放弃现有股份。此外，国家参与部长还负责召集各控股公司的董事长、总经理和其他行政主管汇报其工作实绩。

除国家参与部外，政府还设立部际经济计划委员会参与审查 IRI 的长期计划，并提供指导。CIPR 也对国家参与部关于 IRI 的捐赠基金的方案提出自己意见。

□ 伊里公司对所属子公司的管理

伊里公司是一家跨行业的综合性控股公司。它下辖 13 家部门控股公司。这些部门控股公司又直接或间接控制了众多的业务公司。伊里公司对其所属的子公司（部门控股公司）和孙公司（业务公司）采取一种高度集中的管理体制。集团总部目前下设十个部，它们分别是：计划和经济研究部、审计部、财务部、法律部、国际事务部、人事和劳动问题部、公共关系部、EDP 制度部、总会计和行政部。伊里公司对子公司和孙公司的管理通过以上十个部进行。

伊里公司管理系统的一个基本特征是将处于同一行业或相关的经济活动（例如电讯和电子工业）的下属公司集中在一家控股公司之下，称为部门控股公司。部门控股公司从伊里公司手中接管这些相关企业的控制股权。它们既要从事直接经营，又要承担对下属公司的管理和控制任务。

伊里公司对其下属部门控股公司（又称为第一层次下属企业）和业务公司（又称为第二层次下属企业）的管理和控制主要有以下几个方面：

（1）制定部门控股公司投资和生产计划的方针。伊里公司下属各部门控股公司采用多年滚动标准的投资计划。部门控股公司在编制计划时，要遵循 IRI 总的和一些具体的方针政策。一个计划周期从春天开始，10 月份提交给 IRI 的执行委员会。IRI 组织由相关的部门控股公司或控股公司高层管理参加的会议投资计划进行讨论。讨论内容包括计划涉及的政策问题、分析投资方案、估算资金需求等。最后须将各部门的投资计划综合加以考虑，并与 IRI 执行委员会制定的长期计划中的各年目标相一致。计划的制定工作年底结束。最后，经过 IRI 公司董事会签名，由 IRI 公司上报给国家参与部。

（2）提供并分配必要的资金。部门控股公司投资计划所需要的资金由 IRI 审查并报 CIPI 和国会征求意见后负责分配。

（3）任命其下属公司的最高管理层和选择有效的组织机构和管理制度。在部门控股公司中，股东大会提出的对董事会成员和其他高级管理层的任命要基于 IRI 董事会建立的总方针。执行董事和兼职董事由 IRI 主席挑选，并提交给执行委员会考察，主要看候选人是否符合 IRI 董事会建立的总方针的要求。非执行董事的任命通常也是根据 IRI 的建议，由国家参与部长任命。此外，无论是第一层次下属企业还是第二层次下属企业的所有专职董事和总经理（通常也是公司董事）的任命要报告给伊里公司的执行委员会。伊里公司对下属企业人事管理的另一种方式是由集团公司向其拥有控股权的下属公司派遣代表担任董事。1992 年，公司派向下属企业担任高级管理职务的人员有 100 余人。IRI 对下属公司的人事管理具体由人事与劳工部负责。该部负责与第一、二层次下属企业的董事会和执行委员会有计划地进行联络。

（4）批准部门控股公司和直属企业的年度和财务状况草案。部门控股公司和直属企业的财务报告草案要经过伊里公司执行委员会两次会议的讨论。第一次是讨论由审计总监提交的该公司年度会计计划指标执行情况的报告；第二次讨论审计总监对该公司财务执行结果的意见。

通过上述一系列途径，伊里公司与其主要下属企业保持一种经常性的紧密联系。为了加强集团公司内部各部门公司之间的协调和管理，伊里公司还组成由公司总经理、部门控股公司和直属企业董事长和常务董事参加的集团政策和协调委员会，至少每三个月举行一次会议，讨论诸如资金、技术开发、出口和人力资源管理等有关发展战略，并讨论涉及各部门共同利益的问题。

伊里公司管理体制在保证其有效经营与发展方面曾经发挥过重要作用，但随着国内外经济、政治环境和公司内部经营结构的变化，这种管理体制也逐渐暴露出它的局限性。其主要表现在以下两个方面：

首先，建立国有控股公司的理由之一是，缓冲政府对国有企业过多的政治干预。意大利伊里公司是一家综合性的国有控股公司。世界银行研究报告认为，“意大利的企业与主管公有制企业的政府机构之间存在着多层次的问题”，伊里公司“庞大规模本身就产生了不必要的管理层，造成缓慢的官僚主义决策方式。”其结果，国有综合性控股公司“不但没有发

挥对过多政治干预的缓冲作用，反而成为政治垄断、干预和控制的强有力的工具。”

其次，建立国有控股公司的另一个理由是，有效地协调国有企业的决策，为国有企业提供明确的战略指导。但是，由于意大利国有控股公司存在多层次的问题，决策权集中，导致最高决策层（如伊里公司集团公司总部）远离经常多变的市场，其所作出的决策也难免带有盲目性。相比之下，国有企业作为生产经营主体，更了解市场变化情况，其所作出的决策也更能适应市场的要求。

鉴于上述情况，近年来，伊里公司已经开始进行内部管理体制改革的。

四、私有化改革

国有经济在战后意大利经济发展中，特别是 50 年代和 60 年代初期出现的“经济奇迹”的过程中，发挥了重要作用。但是，随着 70 年代世界性经济危机的爆发，意大利国有经济陷入了深刻的危机。伊里公司也不例外，其主要表现在以下几个方面：

☐ 公司投资资金结构恶化

60 年代末，政府和伊里公司达成协议，将政府捐赠基金确定为伊里公司总投资额的 10%。但这一比例相对于伊里集团的资本需求非常小。不仅如此，捐赠基金在集团投资中的比例还呈下降趋势。例如，1959 年，捐赠基金占伊里集团用于工业方面（不包括银行）的投资的比例为 10%，到 1996 年，该比例回落到 8%。相比之下，私人持股者的资金投入在这一时期比国家要多，1959 年占 24%，1969 年占 14%。此后，政府捐赠基金占伊里集团投资资金的比重还在下降，甚至更快。这一趋势发展的结果是，伊里公司在工业领域的产权比例下降，从 1959 年的 34% 下降到 1996 年 22.3%。1972 年进一步降到 18%，造成上述状况的原因是，自 1974 年以来，政府采取了最为严厉的、影响时间最长的限制伊里公司资金借贷的政策，甚至在许多情况下，连政府已许诺的资金也未能兑现。

☐ 公司负债严重

由于伊里集团 50、60 年代投资计划和规模过大、公司自筹资金不足，而国家又没有提供足够的捐赠资金，导致 IRI 公司只能依靠借款，并且越来越求助于国际贷款。70 年代末，国际货币市场上美元升值，加上持续高利率，结果使 IRI 集团的资金债务达到难以承受的水平。1969 年，集团工业领域的净负债额为 27 亿美元，1978 年增加到 138 亿美元，9 年内增加了 5 倍。1982 年则达到 234 亿美元，4 年内又增加了近 70%。在相同时期内，借款的平均成本从 6.9% 上升到 12.6%，再上升到 18%，平均递增超过 11 个百分点。从借款利息的绝对额来看，1969 年为 1.9 亿美元，1978 年上升到 18 亿美元，1982 年进一步上升到 44 亿美元，相当于上述时期全部工业产出的 8.5%、15% 和 18.2%。

☐ 公司亏损越来越严重

1974 年以前，IRI 集团所属服务业领域的公司和银行的盈利可以抵消甚至超过制造业（集中在造船和汽车）的亏损。1973 年，集团工业企业全部盈利为 0.74 亿美元。在 1974 年以后，集团就发生了全方位的无法扼制的亏损。1978 年为 6.68 亿美元，1981 年为 23 亿美元，1982 年，亏损略有下降，为 21 亿美元。结果造成政府捐赠基金为集团严重亏损所吞噬。例如，1977 年底，IRI 的捐赠基金 21 980 亿里拉（约合 27 亿美元）中有 12620 亿里拉（占

57%) 用于弥补亏损。另一方面造成补贴国家参与制企业的支出在政府预算中的比重大幅度上升, 1979—1981 年间, 从 10% 上升以 20%。

伊里集团财务实绩恶化的原因是多方面的: 首先, 是受国际、国内经济衰退的影响。伊里集团受能源危机的强烈冲击, 钢铁、造船、能源部门亏损严重。据统计, 制造业亏损迅速增长, 主要归因于钢铁公司急骤上升的亏损, 后者占集团全部亏损的 70% 以上。其次, 是受能源危机的影响, 私营部门纷纷调整结构, 将一些不盈利的企业转嫁给 IRI, 成为 IRI 集团的一个额外负担。第三, 是受政府反通货膨胀政策的影响, IRI 集团一些部门未能因提高成本而提高价格, 进而出现严重的亏损。最后, 是 IRI 集团被要求承担越来越多的社会任务。如推动南部地区经济发展; 反经济衰退投资; 保证就业; 等等。伊里公司在每年呈交给政府的计划报告中作了包括承担特别政治压力的超额成本的预算, 1981 年为 1.36 亿美元, 1982 年为 1.45 亿美元。“非商业成本” 尽管政府和议会都认帐, 但截止到 1983 年年中, 财政实际上并未支付。

为了摆脱危机, 近年来, 伊里集团采取了一揽子改革措施, 主要包括:

第一, 重新调整工业结构, 发展有创新能力的高技术部门。近几年来, 根据这一战略, 伊里公司出售了一些非战略性部门。

第二, 将部分股权私有化。其目的是裁减机构、减少亏损, 为在更重要的并能盈利的部门如电讯进行投资筹措资金。IRI 公司除将 14 家较小的公司全部卖给私营公司以外, 还通过米兰证券交易所将一些大型子公司的股份出卖给私人投资者。1983 年—85 年, 工业复兴公司已出售资产 2.8 万亿里拉。1986 年 5 月, 工业复兴公司出售了其下属中南银行 74% 的股份。同年 6 月又出售了西尔蒂电讯安装公司 40% 的股份。1986 年, 该公司还将所属的南方阿尔法汽车厂转手给私人, 出售股票金额达 3 万亿里拉。

第三, 通过让新公司在交易所上市, 鼓励新的私人投资者向 IRI 参股。例如, 1989 年, Mediobanca 公司建立时, IRI 公司决定将对其股份控制额从 56% 减少到 25%, 其余股票在股票市场上出售。

第四, 发展国际间的合作, 加强集团在国际市场上的地位和竞争力。

从实际进展情况看, 以上改革措施已经收到了一定的成效。1986 年, 伊里集团 (包括银行) 已消灭了财务赤字, 1987 年和 1988 年开始盈利。诚然, 其最终改革效果如何, 还有待进一步观察。

新加坡淡马锡控股公司

一、建立与发展

新加坡自 1965 年独立以后, 选择了以市场经济为导向的经济体制。同时, 重视国家对经济的干预和调节作用, 并取得了显著成效。

新加坡政府干预经济的一个重要表现是, 政府直接或间接控制了全国 50% 以上的资本。政府投资主要通过两类中介机构的活动来实现: 一类是依据宪法成立法定机构, 如民

航局、电信局、港务局、地铁局、公用事业局、建屋发展局等。这类机构有其独立的管理委员会和财政预算,行政和财务上不象政府部门那样受到集中控制和约束,其主要功能是加强基础设施建设,为社会经济发展服务。根据需要,法定机构也可以出资建立一些公司,按其职能范围开展经营活动。另一类是依据《公司法》建立的国有控股公司。这些控股公司与西欧国家主要以实施政府产业政策为目的的国家控股公司不同,它们只是以盈利为目的,代表政府对所属国有企业控股,从事各类资产经营活动。目前,新加坡的国有控股公司主要有四家,即:淡马锡控股公司、新加坡科技控股公司、国家发展部控股公司和新加坡医疗保健控股公司。其中,淡马锡控股公司是最大的也是最早成立的控股公司。

淡马锡控股公司于1974年6月成立。根据公司章程规定,该公司采取有限责任公司的法人财产组织形式。公司法定资本为10亿元新币,其中,普通股9.5亿股,每股面值1元,优先股5000元股,每股面值1元。公司股东限制在50人以内。公司章程明确规定:淡马锡控股公司的经营目标是通过对企业实施控股、参股或买卖企业有价证券等经营方式,在国内及世界各地从事作为投资和控股公司的各种经营活动。20年来,淡马锡控股公司通过产权投资,直接拥有44家公司的股权。在这44家公司中,淡马锡控股公司持股50%至100%的公司有27家,其中上市公司2家,不上市公司25家(含独资子公司19家)。持股20%至50%的公司有9家,其中上市公司4家,不上市公司5家。持股5%至20%的公司8家,其中上市公司1家,不上市公司7家。这44家公司作为淡马锡控股公司的第一层次子公司,又分别通过产权投资活动,建立了各自的子公司。如此发展,逐步形成了一个拥有6个层次共500多家公司的庞大国有企业集团。

淡马锡控股公司直接或间接投资的领域主要有:

(1) 金融业。根据新加坡公司法令,淡马锡控股公司不能直接从事金融业务,但可以向银行参股、控股,如对新加坡发展银行、吉宝银行、出口信贷保险公司等的参股或控股。新加坡发展银行的股份原来100%归淡马锡控股公司拥有,到1991年3月,淡马锡控股公司仍拥有新加坡发展银行21%的股份。

(2) 交通运输业。如对新加坡航空公司、海星轮船公司、新加坡地铁公司等参股和控股。1991年3月,淡马锡控股公司拥有新加坡航空公司54%的股份,拥有海星轮船公司38%的股份。

(3) 贸易业。如对新加坡国际贸易公司、初级产品工业公司、新加坡生物技术公司等参股或控股。1991年3月,淡马锡控股公司拥有新加坡国际贸易公司10%的股份。

(4) 文化娱乐业。如对裕廊岛公园、新加坡动物园、新加坡博彩公司等参股或控股。1991年3月,淡马锡控股公司拥有新加坡博彩公司100%的股份。

(5) 船舶制造业。如对吉宝企业、胜宝旺船厂等参股和控股。1991年3月,淡马锡控股公司拥有吉宝企业41%的股份,拥有胜宝旺船厂49%的股份。

(6) 房地产和旅馆业。如对旅馆管理公司、莱佛士城有限公司、新加坡财政部大楼管理公司、城市发展和管理公司、RC旅馆连锁公司等参股或控股。

(7) 建筑业。如对新加坡建筑技术公司、资源开发公司等参股或控股。

(8) 石油化工行业。如对新加坡石化公司、新加坡国家石油公司的参股或控股。

(9) 咨询业。如对国际发展和咨询公司、MSD 公司、ENV 公司、淡马锡管理服务公司等等的参股或控股。

(10) 服务业。如对新加坡国家粮仓公司、国立大学医院公司、国家印刷公司、新加坡海上石油服务公司等的参股或控股。

淡马锡控股公司在产权投资方式上是选择独资、控股还是参股，很大程度上取决于被投资企业的业务性质。例如，对于与战略和国家安全有关的企业，涉及到社会发展和社区发展的旅游业规划或娱乐业规划的企业，以及合法赌博等企业，往往采取独资方式。对于其他企业，则往往采取控股或参股方式，以引导和促进私人投资，带动非国有经济的发展。在盈利目标的引导下，淡马锡控股公司的经营范围并不局限于某一特定产业或区域，而是广泛渗透到各行各业，主要通过自身良好的经营实绩，来发挥促进国民经济整体发展的主导作用。

二、公司与政府的关系

新加坡政府对国有企业主要是遵循市场经济原则，运用法律手段和经济手段进行管理。政府一般不以行政手段干涉企业经营活动，而是依据产权关系，通过向国有企业选派股权代表，由股权代表在企业董事会中参与决策，发挥作用，体现国家利益和政府政策的产权约束。企业在资产经营管理方面享有完整的自主权。由于政府的意图主要通过董事会决议在企业日常经营活动中得到体现和贯彻，反过来，公司的经营方针和决策又通过董事会成员反映到政府部门，因此，董事会实际上就成为连接政府与国有企业产权关系的中介。人事管理成为政府对国有企业主要的管理手段。此外，政府对国有企业的产权管理还体现在股权、财务等方面。

从人事管理方面看，新加坡的控股公司和国连公司都实行董事会制。新加坡政府财政部设有一个“董事咨询与委任会议”，专门负责任命政府控股公司的董事长，聘任政府有关官员和社会名流专家组成公司董事会。不仅如此，对于淡马锡控股公司直接控股的第一层次子公司，其董事会成员的任免，也要由控股公司提名，报“董事咨询与委任会议”批准。目前，淡马锡控股公司的董事会由 10 名董事组成。其中 8 名董事是政府有关部门的代表，2 名来自私人企业，董事长由财政部常务秘书（相当于常务副部长）担任，新加坡金融管理局局长、财政部总会计师、新加坡贸易发展局局长都担任该公司的董事。这种主要由政府公务员兼任公司董事的国有产权管理方式也是新加坡国有控股公司的一个重要特点。

值得注意的是，虽然淡马锡控股公司的董事一般由政府官员兼任，但兼职不兼薪，薪金仍由政府支付。政府根据公司经营状况，可以对委派的董事实行奖惩。经营好的，董事可以升迁，担任更重要的职务，获得更多的薪金。如果公司经营实绩不佳，董事将不再被委任为管理人员。如果董事不按政府的意图办事，政府可以随时予以撤换。

从股权管理方面看，政府为了实现自己的战略目标，可以以股东身份通过控股公司，运用绝对控股、适当控股、交叉控股、分层控股等各种形式和手段，保持其在国连公司中的控股地位。为维护国有股权控股地位，新加坡还有一些特殊规定，如发行特别股（这些特别股有的拥有修改公司章程的批准或否决权，有的拥有对董事的任免权，有的拥有多票表

决权），限制个人股和外资股在某些特殊行业公司的股份比例。又如为了推行私有化政策，调整股权结构，改变资源配置，控股公司可在发行市场上将所持有的国有股权或其一部分出售给社会公众，也可在二级市场上出售部分国有股权，采取由控股公司与受让方参考市价协议定价，报证交所备案并过户的方式，以避免对股市的冲击。通过这种方式使用有股不占控股地位或完全私有化。

从财务管理方面看，政府对控股公司的下属国连公司进行如下监督：

（1）要求所有经营单位都必须有年度报告、月度财务报告。年度报告要经过董事会讨论通过，月度报告要经过董事经理签署；

（2）年度报告、月度报告均要经过公共会计师审计签署之后，报给指定的政府部门及注册局、税务局；

（3）政府可对任何国营企业随时进行不定期的审查和检查；

（4）实行公共监督，即所有国连公司的经营资料，都存在注册局备查。不论任何人，只要交 5 元钱就可以索取一份有关公司的材料。

新加坡政府除依法对国有企业进行股权、人事、财务方面的管理外，赋予国有企业广泛的自主权，让其严格按公司法行事，在经营活动中不享有任何特权，与私人企业一样致力于市场竞争，政府不采取补贴、关税、垄断价格等任何保护政策，不进行任何法外干预。

三、内部的运营管理

新加坡国有控股公司均实行董事会下的总经理负责制，有的公司还有一位副董事长或常务董事参与经营管理。控股公司的人员不多，但都很精干，主要是由经理和高级管理人员组成，一至两人负责联系一个行业的几个子公司的业务。从淡马锡控股公司的情况看，虽然其投资领域涉及 10 多个行业共 500 多家企业，公司本身职员仅 42 名，其中 12 名是高级管理人员，其余的是辅助性公司职员。

在内部运营管理方面，淡马锡控股公司经营的大政方针、股息分配、配股等都是由公司董事会决定。直属子公司都独立经营、自负盈亏，由本公司董事会负责决策与管理。除非出现重大问题，淡马锡控股公司从不过问直属子公司的日常经营活动。控股公司对子公司的管理和控制，也是基于产权关系，主要通过以下方式进行：

（1）子公司必须按期向控股公司呈报本公司董事会会议备忘录。

（2）子公司必须定期向控股公司提交本公司的月度、半年和年底财务及管理报告书。

（3）子公司必须定期向控股公司呈报本公司有关投资和贷款方面的计划。

（4）控股公司可以委任本公司董事或职员担任子公司董事会成员，如果子公司需要增加资金，必须得到控股公司董事会的同意。

（5）控股公司作为子公司的大股东，也可以依据《公司法》，控制子公司有关股本变更、公司重组、年度预决算、委任董事等重大产权经营决策问题。

至于直属子公司以下各个层次的公司企业，淡马锡控股公司与它们之间并不形成直接的产权关系，主要是通过直属子公司逐级实施产权管理。事实上，这些子公司完全遵循市场经济原则运营，经营机制与私营企业没有区别。

在经营方式上,淡马锡控股公司主要是通过参股、抽股和使子公司上市等方式扩大自己的经营业务和资本。

所谓参股经营,就是以购买股票的形式占有和扩大资本。参股与贷款不同,前者是形成产权关系,后者是形成债权关系,参股以后,股本不用归还,但可以每年参与分红,将分红所获资金集中起来用于再投资。公司还可以分红股或配售股票的方式,将盈利转化为资本金,留在公司用于扩大再生产。由于红股、配售股的价格一般低于市价,因此,在正常情况下,这也是一种有利于股东资本增值的分配方式。

所谓抽股经营,就是通过转让全部或部分所持股票,取得资金,用于进行新的投资。这是资本转移的一种形式。如果企业经营较好,其股票市价一般要高于股票发行价格。例如,新加坡航空公司每一股的票面价值是1元新币,但在股票市场上的交易价格是11~12元新币。通过出售一部分股票,可以使控股公司立即筹措到几倍甚至十几倍于原来投资的资金。

所谓公司上市,就是使公司成为获准在证券交易所转让股票的公众公司。公司上市要以经营好、盈利多为前提,需具备一定的条件。但上市以后,公司可以把股票卖给公众,甚至采取溢价发行等方式,筹集到更多的资金,能迅速扩大资本。因此,积极创造条件使子公司上市,也是控股公司的一种产权经营策略。

四、发展趋势

本世界80年代中期以后,包括淡马锡控股公司在内的新加坡国有企业的发展呈现出两大趋势,即私营化趋势和国际化趋势。

1986年,新加坡政府专门设立了一个国有企业私营化委员会,专门研究国有企业私营化问题。1987年3月,该委员会经过深入研究后向政府建议:在今后7年内出售23家国有企业和4家法定机构的股份。这23家企业大部分是淡马锡控股公司控制下的子公司,其中包括裕廊造船厂、国际贸易公司、新加坡博彩公司、发展金融公司等。私营化的主要途径是使公司股票上市挂牌,以转让、出售公司的部分或全部股份。私营化的基本原则是:属于大公司的股份,国有股权仍保留30%左右,小公司的股份则全部出售,但在国防工业和具有战略意义的大公司中,仍然保留国有股权占主要部分。

近几年来,淡马锡控股公司已经出售了如新加坡航空公司等上市公司的部分所持股份,降低了在这些公司的持股比率,积累了巨额的资金。主要从事国际工业的新加坡科技控股公司也从1990年起公开出售其下属子公司的部分股票,其中包括新加坡造船与工程公司、SAL工业租赁公司等。此外,近期内将陆续上市挂牌并出售股票的国有公司有:新加坡科技工业有限公司、新加坡食品工业有限公司、莱佛士城有限公司、新加坡特许工业有限公司、百胜置地有限公司、新加坡地铁有限公司、CDC建筑与开发有限公司、国际工商财务有限公司等,其中一些也是淡马锡控股公司的直属子公司。

需要指出的是,新加坡政府对国有控股公司下属子公司实施私营化改革的目的,并非简单地是为了筹资,更主要的是为了减少政府对工商业活动的不必要干预,增加证券市场的质与量,避免国家与私人企业界竞争等。例如,新加坡政府副总理李显龙认为,国有企业上市挂牌的主要目的是为了使公司更好地“受到市场力量的影响,变得更能自律,因而

提高效率, 扩展业务范围”。新加坡新闻及艺术部兼教育部政务部长柯新治博士也说: “政府把一些法定机构和国营机构私营化, 将经营决策权利扩散给民间, 能汇集更多的意见和选择, 因而使自由市场的体系更稳定和健全。”

经营范围国际化, 是新加坡国有控股公司发展趋势的第二个特点。例如, 淡马锡控股公司总经理林钟华说: “私营化的结果使淡马锡控股公司积累了巨额现金。一个善于理财的机构决不会让这些钱闲置着, 淡马锡控股公司肯定也有它新的计划, 那就是在海外开辟新的投资天地。”目前, 新加坡国有控股公司的投资项目, 除了特殊的国内投资需求(如新加坡地铁有限公司、国立大学医院公司等)之外, 主要的投资重点将转移至海外, 开始实施所谓海外投资的三大战略:

第一为企业联盟战略, 即国有控股公司联合新加坡的私人企业向海外发展。其目的是要支持并扶助那些有兴趣但又缺乏足够实力的私人企业共同向海外投资。这种投资不仅要求有较高的回报率, 而且要对新加坡经济发展具有战略意义。如渗透并占领海外市场, 实现技术的相互交流与转移等。

第二为网络战略, 即通过设立投资基金, 开展与外国跨国公司的业务联系与商业合作, 来建立国际联系网络。但是, 这一战略的实施要求所合作的跨国公司具有稳定的市场和良好的经营实绩。

第三为引入战略。即通过国有控股公司积极向国外林业、矿业等资源开发的投资, 引入大批新加坡国内急需的木材、矿产等资源。

淡马锡控股公司向海外投资的第一个项目, 是 1989 年 6 月联合杨协成有限公司以 5200 万美元购买美国纳比斯可公司“重庆”牌食品的经营权。到目前为止, 它已在欧洲设立了两家公司, 在亚太地区设立了 8 家公司, 在北美设立了 5 家公司, 并取得了良好的经营实绩。

奥地利工业控股公司

奥地利工业控股公司是奥地利国有工业企业集团的总公司, 其实力在奥地利雄居第一, 在欧洲排第 49 位。奥国有工业曾对该国经济的快速增长和充分就业起过极其重要的作用, 被称为奥地利经济领航的“旗舰”。

一、形成及其历史背景

奥地利国有工业从形成到现在, 已有 40 多年的历史。国有工业曾在恢复和重建战后奥地利经济中起了决定性作用。到 70 年代初, 如铁矿砂、原铁、轧材等几乎 100% 是国有工业企业生产的; 国有工业生产的褐煤、化肥也占整个奥工业生产量的 90% 左右。在国有工业企业就业人数约占全国工业就业总人数的 1/5, 其产值约占全国工业总产值的 1/4。

从 70 年代初开始, 奥政府对国有工业企业的管理方式和方法进行了调整。原来对国有企业进行管理的具体工作由联邦政府经济规划部负责。但由于当时的国有化法律对国有企业组织管理方面没有作出很具体的规定, 主管部门对企业的直接管理和影响过多, 于是出

现了越来越高的要求将经济政策落实到国有工业企业中的呼声。在这种情况下，奥地利政府决定并报国民议会批准，成立了奥地利工业管理股份公司（OIAG），代表国家负责全部国有工业企业的管理。工业管理股份公司又是下属钢铁、有色金属、矿山、化学、矿物油、煤矿等行业子公司的财产所有者。这些子公司又拥有许多孙公司。奥工业管理股份公司的最高领导机构是监事会。监事会成员按议会中各党派所占席位的相应比例提名组成，带有很强的政治色彩。管理也只是一般的行政管理，并没有通过控股方式进行经济管理。可以说这种调整，一开始就“先天不足”。这种管理方式自1970年以来一直延续到1986年4月。

70年代中期，世界性的“石油危机”尤其是“钢铁危机”，给奥地利国有工业以沉重的打击。因为钢铁工业一直是奥国有工业的重要支柱之一。每年国有工业的全部销售额中有1/3来自钢铁工业（其中钢材80%用于出口）；在钢铁业中就业的人数约占国有化工业总就业人数的1/4。在这种情况下，奥国有工业企业在世界性经济危机袭击下的困难处境是可想而知的。但由于执政的社会党实行高就业政策，危机中私营企业裁减的工人大量涌向国有工业企业，国有工业企业就业人数不仅没有减少，反而有所增加，实际上成了安置失业工人的场所。这样就使奥国有工业企业的包袱越背越重，并失去了调整产业结构的机会，终于在1979年出现了2亿先令的亏损。

1980年下半年再一次出现世界性经济萧条，使奥国有工业更一蹶不振，企业连年亏损。从1981年开始，奥政府不得不给国有工业企业以财政补贴，至1984年，政府给国有工业企业的亏损补贴高达200多亿先令。

1985年，奥国有工业企业又卷入了石油投机买卖，损失45亿先令，加上当年国有工业的亏损，国家财政共补贴了140亿先令。这一“丑闻”揭露后，全国朝野震惊、舆论大哗，一致要求立即对国有工业企业管理实行整顿和进一步改革。导致改革的原因还在于这一问题的产生暴露了奥国有工业企业管理体制上还存在许多弊端：

（1）长期以来，政企不分，国有工业企业的一些重大决策提交议会讨论时，往往由于各党派背道而驰的政治利益而达不成一致的意见，最后以牺牲企业利益相互妥协。企业不能按经济规律运营。

（2）奥国家对国有工业企业的管理，在1970年由政府主管部门让渡给工业股份管理公司管理，是一个进步，但按原来的工业股份管理公司法，这个公司对下属的子公司只起托管作用，并不是具有权威的实体性的企业经营决策管理机构，监督权力也很有限，这种情况，导致发生了1985年所属子公司从事石油投机买卖造成巨额亏损，而工业股份管理公司事先一无所知的“丑闻”。

（3）宏观失控，奥国有工业的组织管理结构、产业结构、产品结构，存在许多急需解决的问题。

①公司、子公司的内部管理机构层次过多，机构重叠，职责不明，信息周转不快，决策过程缓慢，不能适应增强企业竞争能力，提高经济效益和市场瞬息万变的需要。

②下属各子公司求大求全，一些子公司拥有生产同类产品的企业，不仅在投资时是个浪费，而且导致内部竞争。工业管理股份公司下属的西墨林—泡克机械厂和联合钢厂两个企业，为了争抢一家水电站的投资招标，相互不断压低报价，最后导致亏损。

③奥国有工业长期以来把投资集中在原材料方面,忽视了发展高技术产业和开发新产品。1985年大约有80%的投资在基础工业,只20%投向高技术产业。因此与国内外其他竞争对手相比,在主要产品和工艺技术方面缺乏优势;加上1986年以前奥政府一直奉行执政的社会党的高就业目标比竞争目标更为重要的原则,国有工业劳动生产率不断下降,各项费用不断上升,连年出现亏损,更失去竞争能力。

(4) 1986年以前,奥国有工业企业的经营活动主要是面向国内市场,没有更多地面向国际市场。生产企业也主要在国内,没有在国际间搞合资、合营。这对一个幅员狭小、产品销售主要依靠国际市场的国家来说,是一个极大的弱点。到1986年,奥国有工业在国外的职工只占公司全体职工的5%,而瑞典、芬兰和瑞士等国的同类企业在国外的职工占30%左右。在奥地利这样的国家,企业不能像他们所说的国际化,就不能经常地、及时地吸收国际资本和国际新技术,也就不能保持有利的竞争地位。

根据以上情况,1986年4月,经奥政府提请国民议会批准,通过了新的法律,将原来的国营工业股份管理公司改组为国营工业控股股份公司,并对公司最高决策机构的挑选任命和公司的经营管理体制作了一系列改革。这一改革取得了成效,国营工业企业从1988年起已不再亏损,1989年开始盈利,当年盈利额为42亿先令。

二、基本框架和改革主要措施

经过40多年的发展,奥地利国有工业已具有相当的规模和实力。奥地利工业控股股份公司,下设钢铁、机器设备制造、电气电子、铝冶炼、石油化工等五个行业控股子公司;这五个子公司下有近400个孙公司(企业),有70671名职工。

奥地利国有工业经营管理体制的基本思路是:国家保留资产的最终所有权,而将其具体管理职能委托公共经济和交通部长提名组成的专门机构(由14人组成的监事会)行使,并建立起与之配套的简练有效的体现资产所有权的管理体系,一直进入到企业;政府不再干预企业的正常经营活动,不再向企业提出除盈利以外的其他社会目标,同时也不再承担企业的亏损补贴,不再提供优惠贷款,促使企业在市场竞争中求生存求发展;以效益为中心,清理和调整企业发展战略,调整企业的产业结构,改变企业的投资方向;精简机构,裁减冗员。

奥地利国有工业企业经营管理体制改革的主要措施是:

☐ 采取果断措施,消除政党对国有企业的直接干预

1986年4月奥国民议会新通过的国有工业的法律规定:奥地利工业控股股份公司的最高领导机构监事会将不再按照议会中党派席位的相互比例组成,而由联邦政府主管国有工业的公共经济和交通部直接挑选和任命,并将原来的23名监事会成员缩减到14名。

新组建的监事会成员构成如下:政府代表三人(其中公共经济和交通部代表两人,财政部代表一人),奥地利工会代表两人,其他成员分别来自有经验的经济技术管理专家、国有企业的经理和私营企业的管理者,其中包括外国的企业家。所组建的监事会充分体现了管理色彩,基本上清除了政党的干预。监事会成员由公共经济和交通部长提名并报议会通过。监事会成员均为兼职,一年开四次会议,讨论批准公司的重大决策。

□ 实行政企职能分离，资产所有权和经营权职能分离

根据新的法律，奥政府公共经济和交通部长是国有工业企业资产所有权的代理执行者。他主要执行三条职责：一是代表奥地利国家管理国有工业企业的资产所有权。凡涉及国有工业企业资产所有权的变动，如向国内外私人企业出售、拍卖企业，改变国家所有权，必须经工业控股股份公司监事会同意，报公共经济和交通部部长并报国民议会批准。在不改变国有工业企业所有权情况下的资产所有者的具体管理职能授权由工业控股股份公司监事会行使；二是有权向国民议会提议任命或撤换工业控股股份公司监事会成员；三是有权召开公司股东大会，审查公司年终经营报告和财务决算，并向国民议会报告，向议会负法律责任。奥公共经济和交通部有五名工作人员管理工业控股股份公司事务。目前奥财政部也不直接管理国有工业企业财务。它在这方面的主要任务，一是提交国民议会制定和修改联邦预算法和当年的预算；二是按法律规定向国有工业企业收取各种税收；三是派代表参加公司最高层次的决策管理，对监事会主席的领导工作进行监督。企业成本管理、折旧管理等财务制度，在由政府提请国民议会审议通过的股份公司法中加以具体规定。股份公司法适用于所有的公私企业，对国营工业企业没有单独的规定。

□ 拟定公司监事会和经理委员会的工作章程

根据奥地利工业控股股份公司监事会章程，其职责有 3 项 23 条。主要职责是：

(1) 审查和批准公司的重大经营决策。主要包括：

第一，每季度听取经理委员会关于业务进程、公司形势、经理会工作状况，包括定货情况、销售情况、用人情况和开支情况的报告。报告应包括奥地利工业控股股份公司法附件所列明的公司所属的重要企业和参股企业的经营情况；

第二，筹资措施，包括企业自筹和通过其它方式投入企业运营资金的筹资措施；

第三，年度的投资、销售和利润计划；

第四，单项超过 30 万先令或在经营年度内总额超过 100 万先令的预算外投资；

第五，超过年度计划内规定数额或单项超过 3 亿先令的贷款；

第六，管理费用的开支情况；

第七，新开或结束业务分支机构和生产种类；

(2) 资产的产权管理。主要包括：

第一，企业产权抵押和出售股权买价超过 1000 万先令或剩余部分不足 51% 的；

第二，企业的合并；

第三，总额超过 3 亿先令的参股经营、资本投入、借贷担保；

第四，购买、转让和关闭企业；

第五，购买、转让和抵押价值超过 1000 万先令的地产；

第六，签订期限为一年，年租超过 100 万先令的租约；

第七，设立和关闭分公司；

(3) 人事任免及其报酬福利制度。主要包括：

第一，签订、变更或解除经理委员会成员的任职协议；

第二，订立年薪在 100 万先令以上或聘期两年以上的聘用合同，以及对此类合同的重

要修改;

第三, 订立酬金在 50 万先令以上(年酬金或一次性酬金)不定期或期限一年以上的工
作(顾问)合同以及修改此类合同;

第四, 实行或修改职工的固定福利措施;

第五, 有关职工的额外付酬, 尤其是给领导层职员的奖金。

☐ 创立一套较为完整的体现资产所有权的新型管理网络

针对原有体制过份强调分公司的自主权, 而忽视工业管理股份公司指导和监督权的弊端, 新组建的奥地利工业控股股份公司具有以下特点:

(1) 根据 1986 年 4 月颁布的新法律, 新组建的工业控股股份公司不再只起托管的作用, 而是连同基层工厂建成一个工业康采恩。该公司的基本职责是: 制定整个企业集团的战略计划, 包括投资、产业结构调整 and 科研计划等; 主管人事与法律事务, 包括行业控股公司经理人员的任免; 主管财务核算、年度决算和税收事务; 实施对下属单位的监督和审查。控股股份公司有一名总经理和一名副总经理, 下设秘书、经理事务、战略研究, 计划与控制, 投资管理、人事、财务、法律、审计等 9 个部门, 共计 80 人, 分别管理上述事务。总经理、副总经理与各部门经理组成经理委员会领导公司日常工作。奥工业控股股份公司, 贯彻精简高效原则, 成为整个国有化工业的强有力的控制机构。各专业控股公司对所属基层企业公司基本上也行使这些职责。

(2) 将所有者的监督管理权通过人事管理这一重要途径具体化, 一直延伸到企业, 贯彻始终。依据奥地利的法律, 奥国有化工业的资产所有者是奥地利共和国, 由公共经济和交通部代理执行, 具体职责由公共经济和交通部提名组成的国营工业控股股份公司监事会来行使。监事会任命控股公司的总经理、副总经理, 并以他们为核心组成经理委员会。总经理、副总除理实施对控股公司本身的领导外, 同时兼任下属专业控股公司的监事会主席, 而各专业控股公司的总经理、副总经理又兼任下属若干基层企业公司的监事会主席。这样一种结构的优点在于: 一是所有者的意志是清晰的、连贯的、一直进入企业, 因此可以保证监督的有效性; 二是减少了上下级之间的摩擦, 使上一级公司的经理充分了解下级公司的经营状况, 为实施所有者的监督提供了充分的依据; 三是可以在一定程度上保证重大决策的准确和敏捷, 不至因情况不清而使企业决策迟缓。

(3) 把宏观控制和微观搞活有机结合起来。工业控股股份公司 and 专业控股公司作出关于企业投资、经营、财务分配和管理方面的决策不是指令性的, 而是由基层企业公司层层上报审定和批准的。基层企业公司在上级控股公司审定的决策范围内, 独立核算, 自负盈亏, 对自己的投资、生产、销售、分配享有法律规定的自主权。也就是说这些企业享有在上级公司宏观管理下搞活微观的自主权。90% 以上的基层企业公司是以有限责任公司形式组成的, 目前大部分是国家独资企业, 有一部分是股份经营企业。股份大部分来自外国资本。实行股份经营的, 要保持国家控股股份 51% 以上。上级控股公司对下级控股公司或基层企业公司, 除审查批准年度经营报告、财务决算和下年度投资, 经营和财务计划外, 为了及时掌握信息, 进行分析、考核、指导, 还规定了月报告、季报告制度。报告的内容很简练, 只要求报销售额、现金收入、银行存款、成本、利润、职工人数等几个主要指标。

☐ 取消国家对国有工业企业的补贴和其它形式的照顾

1986年4月通过的国有工业法律的一项重要规定,就是原适用于私人股份公司的《股份公司法》同样适用于奥地利国有工业企业。这一方面在法律上保证了国有工业的独立地位和自主权,另一方面也向国有工业企业宣布,它再也不可能得到超过其它股份企业的任何特殊照顾,包括财政补贴和优惠贷款。如果企业经营不善,同样要破产,国有企业的职工同样会失业。上述措施,促使国有企业必须将自己置身于激烈的市场竞争之中,包括国内和国际市场的竞争。因此工业控股股份公司成立以后,首要的任务就是清理自己的发展战略,从国家统负盈亏中走出来。事实证明:市场给企业生存带来的巨大压力远远大于过去政府的行政指令,企业在失去国家的特殊照顾后,依赖性明显减少,主动性大为增强。企业全神贯注的是市场、客户、销售、利润以及竞争对手的情况。这种转变,使企业管理人员和职工的思想也起了很大的变化。为了扩大销售,提高盈利,他们开始树立一切为了用户的观念,尽一切力量去提高技术水平、提高产品质量,提高管理人员和职工素质。销售和利润目标成为企业经营活动的中心,企业开始走上了按经济规律运营的轨道,不再承担实现就业等社会目标。议会、政府对工业控股股份公司的评价和考核也是盈利状况,均无产值指标或就业目标。

工业控股公司为了实现这一战略性目标的转移,在改革中实行了一系列决策。

(1) 精简机构和人员。改革四年来,企业逐步做到根据市场的需求来决定规模的大小,及需要职工的人数。他们通过解雇、接近退休年龄(男65岁、女60岁)者提前退休,以及出售企业等措施先后裁掉两万多名职工,使职工人数比改革前减少30%。

与此同时,企业大力精减管理人员。工业控股股份公司的管理人员由原来的150人减少到现在的80人,连同各行业控股公司的行政管理人员一起由原来的2000人减少到400多人,达到了行政管理人员占职工总数0.5%这一国际先进企业的平均水平。

(2) 调整投资方向。过去奥国有工业企业投资重点集中在原材料工业。这种投入奠定了奥国有化工业的基础,但这种投资需求量大,周期长,收益率低。在改革前十年时间内,奥在国有钢铁企业的固定资产投资达到410亿先令,但同期现金收入只有30亿先令。改革后国有工业控股股份逐步调整了投资方向,增加了对高技术企业和发展快、有长远前途的部门的投入,其中包括电子、石化、精密机械制造等行业。对原材料工业今后将逐步采取与别国合营的方式,逐步发展。

(3) 增加科研经费的支出。改革前,奥国有工业企业的科研经费每年大约25亿先令左右。科研经费不足是导致国有工业企业技术落后的重要原因。改革后,工业控股股份公司将全公司科研经费增加到每年104亿先令,以提高产品的技术水平。

(4) 重视对管理人才和技术工人的培训。奥工业控股股份公司认为,新的经营战略需要新的管理人才,因此每个经理人员都要熟悉自己的专业,并掌握领导艺术,以得到职工的拥护。他们认为,经理人员的知识结构要形成“T”型,“I”是专业知识,是必须掌握的。“一”是知识面,越高级的经理人员知识面要越宽。

目前奥工业控股股份公司正在培训的基层企业以上经理人员约500名,采取送入大学读书或兼职学习的办法,直到培训合格为止。除此之外,奥工业控股股份公司十分重视知

识的更新。他们认为,如果经济学的知识七年要更新一次,那么技术知识七个月就要更新,因此培训必须是经常的,不间断的。学习后要经过评价,以考察学习的成果。上述措施使国有工业企业的经理人员的知识不断处于更新状态中,这是他们能够应付市场变化,不断提高管理水平的重要原因。

☐ 实行兼并与拍卖并行的原则,重新组合企业资产

奥地利工业生产的原材料 40% 依赖进口,因此企业的产品也必须打入国际市场。为了在国际市场保持有利的竞争地位,在产品技术、质量上处于优势,奥国有工业企业近年来大大加强了在国际市场上的经营活动,推行“国际化”战略。他们一方面收购国外适合自己经营的企业,另一方面出售不适合自己经营的企业,以使整个工业集团的资产配置适合国际市场的需求。1988 年,国有工业控股股份公司成立了“合并和采购有限担保公司”,办公地点设在维也纳和法兰克福,专门物色和购买技术水平高、销路好、有发展前途的企业。该公司的指导原则是:购进的公司既适合使用奥国有工业现有的技术设备,同时又能促进奥本身的技术发展。例如阿尔卑斯机械设备厂买下了联邦德国的工具制造公司,有色金属控股公司买下了联邦德国一家包装材料制造公司。此外,有色金属控股公司还同荷兰的“Catg 控股公司”合资经营共同组成“欧洲包装控股公司”,还通过购买股份参与了澳大利亚“Victoyia”电解炼铝公司。国有工业努力的目标是在国外的职工要达到职工总数 25—30%

与此同时,奥工业控股股份公司在对各个企业进行全面分析后,决定将产业结构不合理,或从长远看没有发展前途,以及总公司无力经营的部门和企业通过出售的办法剔除出去,以便集中精力经营那些具有战略意义的、有发展前途的和生产增长快的企业。四年来,总公司对 40 家企业采取出售措施,有的全部卖掉,有的卖掉部分股份。出售的 40 多家企业大多数规模不大,资产总量不足整个国有工业企业资产总额 5%,此外,国有工业也出售了一部分营业情况好的企业的股票,例如矿物油公司出售了 15% 的股票。

☐ 对管理人员的工资体制进行改革

目前奥国有工业控股股份公司系统经理人员工资 50% 是固定的,另外 50% 视其工作成果好坏来确定。如果工作出色,完成任务好,就可以拿到全部工资,否则相应减少。经理人员的最高工资收入与一般职员收入最大差距为 14 倍(交纳个人工资所得税后低于此数)。这种工资制度有利于促进经理人员加强企业管理,提高企业经营管理水平。奥国有工业企业工人并无奖金制度,其工资由厂方与工会代表根据企业生产经营状况及物价指数的变动商定。

三、发展趋势

奥地利国有工业改革的重建计划共分为三个阶段。第一阶段是使全集团由亏损转为盈利,第二阶段是稳定集团的盈利水平,计划于 1992 年以前完成;第三阶段是继续扩大已经取得的成果。应该说,奥地利工业控股股份公司组建后,顺利地完成了前两个阶段的工作,1989 年至 1991 年,累计盈利 80 多亿先令,出口比例和国际化程度与年俱增,并向国家交付了 11 亿先令的红利。

在此背景下，奥政府拟订了 1992 年秋季将国有工业进入股市的计划。他们认为，如确保奥对本国经济的控制权，防止国有工业企业逐个被外国跨国公司吞并，奥地利工业控股股份公司必须以整体形式进入股市。但是，这一计划落空了，原因主要有两个。首先最近两年西方经济衰退，世界原材料价格疲软，东欧同类产品低价竞争，使奥制铝、钢铁和石油等国有企业先后严重亏损，整个奥地利工业股份公司 1992 年赤字达 48 亿先令。其次奥工业控股股份公司在兼并外国企业过程中的决策失误，也使其背上了沉重的包袱。尽管政府采取了种种调整措施，但终因回天无力，而导致改革失败。

最近，奥地利政府决定组建 VA 技术股份公司和 VA 钢铁股份公司，两者相互参股 25%，以保持紧密合作。此外 VA 技术股份公司 51% 的股份将于明年上半年公开上市，其余 24% 的股份和 VA 钢铁股份公司的多数股份由奥地利工业控股股份公司代表国家持有。奥地利已上市或经营亏损的国有工业企业也被划入奥地利工业控股股份公司，另有八家国有工业企业将在近期变卖。这样，奥国有工业企业做为一个集团将不复存在。它们面临着两种前途：一是通过进入股市实现私有化，二是被直接变卖。这类股票发行和变卖收入，将用于亏损国有工业企业的治理整顿，为其将来私有化创造条件。

英国国有企业局

英国国家企业局 (The UK National Enterprise Board) 是 1975 年英国工党执政期间建立的一家以管理国有股权为主的国有控股公司。该公司开业资本为 10 亿英镑，并接管了政府在 8 个私营企业中拥有的股权，以后，又购买了 42 家私营企业的股票，向 24 家企业提供贷款，曾作为“国家所有制和私人企业活动之间的桥梁”，在促进 70 年代英国电子、造船、汽车制造等行业企业技术改造和生产现代化方面发挥过重要作用。1981 年，该公司与英国研究开发公司合并，组成英国技术集团。

一、建立

英国国家企业局是在英国经济受 1973—1975 年间世界性经济危机影响的历史背景下建立的。1974 年，西方主要资本主义国家都爆发了战后最严重的经济危机，不得不从战后“高速增长”、“繁荣”时期转为低速增长、“滞胀”阶段，主要表现在：

(1) 国民生产总值增长率显著下降。

(2) 物价猛烈上涨，通货膨胀严重。从表 6.9.4 和表 6.9.5 中的数据分析中可知，1974 年至 1978 年间，在西方七国中，国民生产总值年平均增长率较 1960 年至 1973 年间的年均增长率分别下降了约 2 至 7 个百分点，年均消费物价上涨率除原联邦德国外，都达到了两位数。其中，英国和意大利的国民生产总值年均增长率最低，而物价上涨幅度最大。

表 6.9.4 西方七国实际国民生产总值年平均增长率（‰）

国别	1960～1973 年	1974～1978 年
美国	3.9	2.3
英国	3.2	1.0
法国	5.7	2.8
联邦德国	4.8	1.7
日本	10.5	3.7
意大利	5.2	1.9
加拿大	5.4	3.4

资料来源：《[美]《总统经济报告》（1979 年）。

表 6.9.5 西方七国消费物价上涨率（各年比上年增长‰）

国别	1974 年	1975 年	1976 年	1977 年	1978 年
美国	11.0	9.1	5.8	6.5	7.6
英国	15.9	24.9	16.5	15.8	8.3
法国	13.7	11.8	9.2	9.5	9.2
联邦德国	7.0	5.9	4.5	3.9	2.7
日本	24.3	11.9	9.2	8.0	3.9
意大利	19.1	17.7	16.8	17.0	12.2
加拿大	10.9	10.8	7.5	8.0	9.0

资料来源：联合国：《统计月报》》1980 年 2 月。

在 1973—1975 年世界性经济危机的大环境下，英国经济也陷入了战后最严重、持续时间最久的一次经济危机之中。危机在英国持续 22 个月，持续时间超过其他主要资本主义国家；工业生产大幅度下降。以制造业生产指数为例，以 1970 年为 100，1973 年 10 月达最高峰 111.4，1975 年 8 月降到最低点 98.9，下降幅度 11.2%；失业人数猛增。1973 年英国每月平均失业人数 61.8 万人。1976 年 8 月突破 150 万大关。1977 年 8 月达战后最高峰 163.6 万人。此外，危机还造成开工不足、大批企业倒闭等。

在世界经济危机影响下，英国造船订单减少，造船工业每况愈下，不仅没有利润，而且要大量借款，还要解雇工人。航空、宇航、汽车制造、电子等工业也因增长速度缓慢以及产品在世界市场上竞争力下降而陷入困境。为此，英国政府加强了对经济的干预。国家

干预的主要方式之一是“国有化”。1974年2月到1979年4月，英国发生了第二次国有化高潮。1974年，工党政府将土地收归国有，并建立了英国国家石油公司。1975年又决定建立国家企业局，通过它向私营企业参股，促使上述那些需要进行根本性结构和技术改造部门的生产现代化。

国家企业局的建立也与英国工党政府的国有化思想渊源密切相关。

英国工党建立国家控股公司的思想主张最早可追溯到英国经济学家斯图尔特·霍兰德(Stuart Holland)所著的《社会主义者的挑战》(The Socialist Challenge)一书。霍兰德在书中提出：英国工业现在为一些掌握投资、就业、物价和贸易的大公司所垄断。如果能有一家国有控股公司接管全国20—25家大型制造企业，将会带来下述好处：

(1) 国有大公司在一些特殊经济部门能够开辟新的产品和技术市场，从而带动私人企业的技术进步；

(2) 国家控股公司参股企业的有力竞争可以迫使私人大公司降低产品价格，从而防止私人企业过份抬高价格；

(3) 国家控股公司如控制了25家私人大企业，那么就会有足够的财力接收私人跨国公司所放弃的本国子公司。这样一来，私人跨国公司就不能通过关闭其本国子公司来达到威胁英国政府的目的。

虽然《社会主义者的挑战》一书直到1975年才出版，但霍兰德的上述思想早在60年代末就对工党左翼成员发生了影响。在霍兰德思想的基础上，1970年7月至1974年2月英国保守党执政期间，工党左翼针对当时英国经济的萧条和不景气状况，逐步形成了借鉴意大利工业复兴公司(IRI)的经验，建立国家控股公司的思想主张。例如，工党全国执行委员会曾先后在1969年和1972年的会议上提出组建国家企业局。1973年4月，工党发表了一份绿皮书，提出国家企业局将接管20—25家大型私人企业。1974年8月，工党又颁布了名为“英国工业重组”白皮书。书中提出，需要在政府和企业界之间建立起更紧密的良好关系，以增进国家繁荣。并建议组建国家企业局。

1974年10月，工党威尔森(Wilson)政府在大选中获胜，并采纳了白皮书中关于组建国家企业局的主张。1975年2月底，威尔森政府通过了《1975年工业法》，1975年11月，英国国家企业局正式组建。

二、宗旨、职能和目标

关于国家企业局的宗旨和目的，在工党1973年绿皮书和1974年的白皮书中都有过表述。例如，在1973年的绿皮书中，国家企业局的工作宗旨包括刺激投资、降低通货膨胀和改善收支平稳。1974年的白皮书宣布，国家企业局将是一个拥有子公司的国家控股公司。它向企业提供资金，是一个新的投资资本来源。国家企业局通过向私人企业适当参股将公有制扩展到盈利性的工业企业之中。白皮书强调，国家企业局的参股对象主要是盈利企业，但有时也帮助遇到暂时的管理和财务困难的公司，或接管濒于破产但出于地区就业或产业政策方面的原因需要维持的病态企业。

“1975年工业法”对国家企业局的目的和职能作了明确的划分。该法第二条第二款规定

国家企业局的职能包括:

- (1) 建立或帮助建立工业企业; 通过向企业提供资金维持或帮助维持现有的工业企业。
- (2) 推动或协助工业企业进行重组, 即促进各行业中的企业合并, 增强企业的竞争力。
- (3) 将国家所有权扩展到盈利的制造业企业中。
- (4) 促进参股企业的民主管理。

“1975 年工业法”第二条第一款规定国家企业局行使上述职能的目的是:

- (1) 促进和发展英国各地区经济;
- (2) 提高英国工业的效率和国际竞争力;
- (3) 创造和维持就业机会。

该法第二条第四款赋予国家企业局下述权力: 购买股票; 建立合伙企业和公司; 提供、担保贷款; 取得、处置财产以及向企业提供金额、行政和管理方面的服务。第 5 条允许将政府持有的股份和财产转让归国家企业局。根据这一条款, 国家企业局从工业部手中接管了一些病态企业, 包括英国利兰公司、罗尔斯——罗伊斯公司、阿尔弗雷德——赫伯特公司等等。

由此, 我们不难发现, 国家企业局的目标是双重的: 社会目标和盈利目标。而且, 工业部为国家企业局所规定的目标常常自相矛盾。例如, 1976 年 3 月工业大臣下达给企业局的文件中规定, 国家企业局的参股对象主要是盈利性制造业企业, 并且国家企业局在进行投资决策时始终要考虑投资利润率。可是, 在同一个文件中又规定, 国家企业局的目标比一般商业企业要广泛得多, 国家企业局的投资要着眼于长远目标, 包括在高失业地区创造就业机会, 促进在这些地区设立新的企业和现有企业的发展。

1977 年 12 月, 工业部给国家企业局下达了具体的盈利指标, 规定, 除向利兰公司, 罗尔斯——罗伊斯公司投资外, 国家企业局的投资收益率到 1981 年须达到 15~20% (投资收益是指税金和利息前的利润)。随后, 1978 年 4 月和 1979 年 4 月又发布文件规定利兰公司和罗尔斯——罗伊斯公司的盈利目标为 10%。

三、产权组织与管理

□ 国家企业局的组织结构

1975 年 11 月 19 日, 国家企业局正式作为法人开始其经营活动。国家企业局建立初期从工业部手中接管了政府在 8 家私营公司中拥有的股权。这 8 家私营公司是: 英国利兰公司(British Leyland)、罗尔斯——罗伊斯公司(Rolls Royce)、阿尔弗雷德——赫伯特公司(Alfred Herbert)、费南蒂公司(Feranti)、邓福德——埃劳特公司(Dunford and Elliott)、剑桥仪器公司、布朗——博维内——肯特公司(Brown Boveri Kent)。以后, 国家企业局又购买了 42 家企业的股票, 具体分布情况是: 1976 年购买了 3 家企业的股票; 1977 年购买 300 家企业的股票, 其中包括 Sinclair 电子公司、Twinlock 有限公司以及 2 家高技术企业, 1978—1983 年向 9 家企业参股。这样, 国家企业局先后购买了 50 家私营企业的股票。这 50 家国家企业局参股企业按参股比例来划分, 可分为两类: 一类是国家企业局拥有 50% 以上有投票权股票的企业, 这类企业称为国家企业局的子公司, 如罗尔斯——罗伊斯公司和戴维(Dawid)公

司国家企业局持有 10% 的股份、艾尔莎 (Ailsa) 公司国家企业局持有 75% 的股份；另一类是国家企业局持有 50% 或 50% 以下股份的企业，这类企业称为“关联公司”，如 Morton 公司国家企业局参股比例为 28%、Jane 公司国家企业局参股比例为 29.5%。

国有企业局除了向私人企业参股以外，它的另一个职能是向私营企业提供贷款。据不完全统计，国家企业局曾先后向 24 家企业提供贷款。

国家企业局部门结构设置在某种程度上反映了地区利益。国家企业局建立初期只有 2 个部门，后来发展为 5 个 (A、B、C、D、E)。它们的分工是：1 个负责扶持小企业的部门；1 个集中向电子和信息技术企业参股的部门；2 个部门负责向一般企业参股；1 个部门负责利兰公司和罗尔斯—罗伊斯公司的事务。国家企业局除设在伦敦的总部外，还有设在纽卡斯尔的北方地区局和设在利物浦的西北地区局。1982 年又在曼彻斯特、苏格兰、普利茅斯和利兹设立了办事处。

□ 国家企业局的产权管理

英国国家企业局是一家国家独资的控股公司。因此，从产权管理的角度看，它至少包括两个基本组织层次；其一是政府作为所有者代表对国有企业局的产权管理；其二是英国国家企业局内部产权管理，即国家企业局作为一家国有控股母公司对其子公司、关联公司的产权管理。

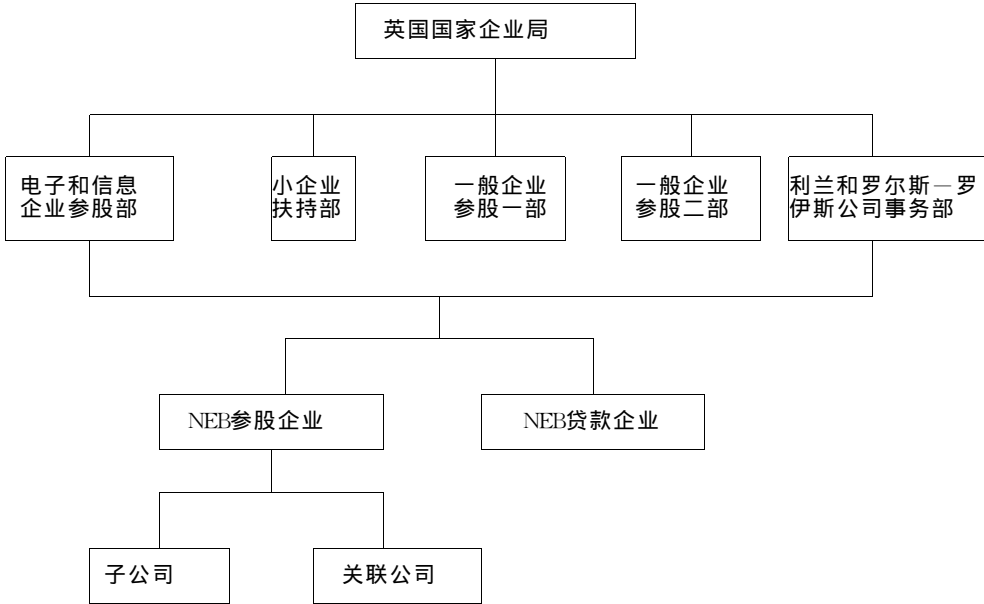


图 6.9.1 英国国家企业局组织结构

(1) 政府对国家企业局的产权管理。英国政府对于国有股份公司产权管理的特点是设

立产权管理专职机构——国家企业局。政府对国有股份公司的产权管理是通过政府对国家企业局的产权管理来实现的，具体由政府授权工业部对国家企业局行使产权管理职能。工业部对国家企业局的产权管理主要有以下几个方面：

第一，设立专职部门，负责管理国家企业局的事务。该部门定期与国家企业局进行非正式性接触，并和工业部常务大臣一起向国家企业局传达工业大臣指示。

第二，制定财务目标。根据 1975 年工业法，国家企业局在基本种程度上是受工业大臣的控制，工业大臣确定国家企业局的财务目标，并有权对企业局的经营方针发布指示，指导企业局的工作。例如，工业部赋予国家企业局的盈利目标是：到 1981 年，资本收益率达到 15—20%（不包括 NEB 在利兰公司和罗尔斯—罗伊斯公司的投资）。

第三，人事任免。工业部实施对国家企业局产权管理的另一种手段是任命企业局决策层成员。国家企业局的决策层由 1 名主席和 8—16 名成员组成，他们均由工业大臣提名、任命。工业部长还可以从国家企业局成员中挑选 1 名或数名副主席。

第四，规定国家企业局的投资限额。1975 年工业法规定，国家企业局的资金使用限额为 7 亿英镑。其中 80% 投资于利兰公司和罗尔斯—罗伊斯公司。

后又规定，国家企业局在征得工业大臣、财政大臣和下院批准后，可以把使用限额提高到 10 亿英镑。1979 年 4 月 4 日的工业法又将上述限额进一步提高为 30 亿英镑，并且规定，在征得财政大臣的同意后，工业大臣可将此限额提高到 45 亿英镑。

工业部对国家企业局向企业股份收购额和参股比例也作了规定。1975 年工业法第 10 条要求国家企业局在收购金额超过 1 千万英镑或收购的股票占一个公司股份的 30% 以上时，必须征得工业大臣的同意。1976 年 3 月又规定，当国家企业局违背公司董事会的意愿收购 10% 以上股份时，它必须向工业大臣作出合理的解释，并在等待一段时间后方能进行收购。工业大臣有权否决某项收购计划。这样的事事实上从未发生过，因为国家企业局没有违背公司意愿的情况下收购股份。此外，如股份收购引起新的、重大的政策问题，必须征得工业大臣的同意。

在贷款方面有类似的规定。例如，1976 年 3 月规定，只允许国家企业局提供不超过 1 千万英镑的贷款或贷款担保。当贷款项目金额超过 2 500 万英镑或可能引起“新的、重大的”政策问题时，必须征得工业大臣的批准。

(2) 国家企业局对子公司或关联公司的产权管理。从管理方法上看，英国国家企业局对其子公司或关联公司的产权管理具有如下特点：

第一，通常国家企业局不直接干预其参股或贷款企业的日常生产和经营，如企业日常生产管理决策、企业生产什么、生产多少、是否增加出口等。只是在特殊情况下，国家企业局才进行干预。例如，国家企业局曾施加压力迫使电动马达生产公司——David 公司再次向美国出口产品。国家企业局对企业日常管理的另一个例子是 Lvy 公司，它生产计算机终端设备。国家企业局曾威胁，除非该公司与一家美国高技术公司组成股份公司，否则就削减援助。以上这些对企业的干预主要是出于政治方面的考虑。在正常情况下，国家企业局并不制定或否决其子公司和关联公司提出的方案，虽然根据合同，它有权这么做。

第二，国家企业局向子公司或关联公司选派董事会代表。通常，国家企业局派 1 名或

数名非常务董事参加子公司或关联公司的董事会。非常务董事不负责公司的日常管理，一般为兼职，但在董事会会议上有表决权。国家企业局对派出代表没有一般标准。从实际效果来，有些产权代表称职，对子公司或关联公司能提出许多有益的建议；也有的不称职，提不出什么建议，起不了什么作用，以致个别参股企业认为，国家企业局派出的董事会代表对公司发展没有积极作用，因而也不受重视。也有的人名曰派出的产权代表，实际上并没有代表国家，而站在企业一边。

英国国家企业局向子公司或关联公司派出产权代表，有一点需引起特别注意。这就是，虽然国家企业局拥有向企业派驻产权代表的权利，但事实上它对一些企业从来没有运用过这一权利，如 Baker 公司、Charlie 公司、Richenda 公司公司等，国家企业局均未派 1 名董事会代表。

第三，国家企业局规定了适用于所有子公司和关联公司的一系列报告制度。国家企业局要求所有参股企业必须向其提交公司月报告、年度计划、3 年计划或 5 年计划。有的公司还需向国家企业局提交每月董事会会议的备忘录或定期向企业局汇报情况。国家企业局对这些报告进行仔细审查，从中了解各子公司或关联公司的经营实绩。

第四，国家企业局在决定参股前，要对公司财务状况和计划进行认真审查，但并不要求企业提交过多的文件材料，企业不必经历繁琐的公文手续。

此外，国家企业局在某些情形下还采取“主动性战略 (Proactive Strategy)”向子公司或关联公司提供特殊服务。例如，国家企业局曾帮助 Elspeth 公司发展了其与政府部门的关系，并为 Elspeth 公司介绍获得资金援助的来源。

四、经营实绩及其评价

盈利能力是竞争领域内评价国有企业的一个重要方面。它可以通过对投资收益率和税前合并利润两个指标的分析来进行，其含义分别由以下公式表示：

投资收益率 = $\frac{\text{支付税和利息前的收益}}{\text{资产}}$

税前合并利润 = $\frac{\text{NEB 及其子公司支付利息前的利润}}{\text{NEB 占关联公司利润的份额}} + \frac{\text{NEB 及其子公司支付的利息}}{\text{NEB 占关联公司利润的份额}}$

上述公式中 NEB 占关联公司利润的份额等于 NEB 对关联公司的持股比例乘以关联公司的利润。

表 6.9.6 1976 年—1987 年间 NEB 盈利和亏损记录

年份	NEB 及子公司 资本收益率 %	税前合并利润 (百万英镑)	亏损额 (百万英镑)
1976	9.7	51.3	
1977	7.6	34.2	-30.7

年份	NEB 及子公司 资本收益率%	税前合并利润 (百万英镑)	亏损额 (百万英镑)
1978	6.4	30.7	41.2
1979	4.8	6.5	16
1980	-15.3	—	24.1
1981	-30.12 *	44.1	—
1982	2.16 *	—	14.8
1983	0.18 *	10.1	—
1984—85 * *	19.70 *	51.97 — * * *	—
1985—86	8.72 *	5.18 — * * *	—
1986—87	12.91 *	4.64 — * * * —	—

* 从 1981 年起 NEB 年度报告中没有提供资本收益率，而提供了一个与资本收益率相近的指标，即 NEB 自有（与“合并”相对应）营业利润或亏损占政府贷款的比率。

* * 实际为 1984.1.11—1985.3.31，共计 51 个月。

* * * 从 1984 年起没有合并帐户，仅为 NEB 本身的利润数。

对表 6.9.6 中的数字需作进一步说明。1977 年，国家企业局及其子公司的资本收益率如果不包括利兰公司和罗尔斯—罗伊斯公司，则可提高到 11.4%。1977 年造成 3070 万英镑亏损，是由于“例外项目（EXTRAORDINARY ITEMS）”支出高达 4650 万英镑，其中绝大部分是来自利兰公司终止其在国内和国外的业务活动而造成的亏损。1978 年，如不包括利兰公司和罗尔斯—罗伊斯公司，国家企业局及子公司的资本收益率可达到 11.3%。这一年“例外项目”支出中相当大一部分（1 060 万英镑）来自关闭 Herbert 公司；另外有 1 700 万英镑来自关闭或出卖其他公司。1980 年，国家企业局及子公司实际亏损 2410 万英镑的主要原因是为了清偿 Herbert 公司的债务。

通过上述分析，可以发现，造成国家企业局巨额亏损的一个重要原因是由于它所接管理的一些公司如利兰公司、罗尔斯—罗伊斯公司、赫伯特公司等公司的财务业绩很差。就像 1976、1977 年和 1978 年国家企业局及其子公司的资本收益率所显示的那样，如果将上述亏损大户排除在外，国家企业局的财业实绩将大为改善。从 1977 年和 1978 年的资本收益率数字来看，国家企业局的盈利能力提高将近一倍。

国家企业局除了作为“病态”企业的控股母公司外，它的主要职责是作为风险股东，向生产或出售高技术产品的企业参股，促进高技术企业的发展。国家企业局投资的高技术企业涉及计算机软件系统、计算机外包装、计算机硬件、计算机服务业、电子照相排版机、信息处理、超声波医疗设备、传真设备和生物技术产品等。

那么，国家企业局作为风险资本投资者的投资效益与美国风险资本投资者和英国私人风险投资者相比，结果如何呢？

乍一看，国家企业局投资的风险资本收益与美国上百家风险投资者相比是很差的。M·哈伦（Mi—chael Halloran）研究发现，美国风险投资者几年内获得的收益相当于原始投入的 20—100 倍。例如，Kleiner—Perkins 公司 1975 年向一家生物工程公司—Genentech 公司投资 200 005 美元，到 1984 年 6 月 30 日，该项投资升值为 47，289，159 美元。8 年内增长了 23，500%，即为原始投资的 235 倍，年平均升值率为 2937.5%。另一家风险资本投资公司 Tandem 计算机公司 1976 年投资 1 450 001 美元，到 1984 年 6 月 30 日升值为 152 204 847 美元，增长了 10400%，年平均升值率为 1 486%。John Dizard 在《幸福》杂志撰文指出，近年来美国风险资本年平均收益率为 20—30%。另外一个研究数字是，在相当一段时期内，美国风险资本年平均收益率至少为 20%。一项有关 1960—75 年期间美国 110 家私人风险投资公司的研究表明，风险投资年平均收益率为 18.9%。

但是，如果对上述 110 家美国私人风险投资公司进行结构分析，并将这一分析与国家企业局投资的公司相比较，就会发现，国家企业局的盈利记录并不像上述分析的那么差。美国 110 家私人风险投资公司有盈有亏，其中 18 家（占 16%）是完全亏损企业；29 家（占 26%）资本收益率为负；28 家（占 25.5%）年资本收益在 0—10% 之间；只有 11 家（占 10%）资本收益率为 50% 或 50% 以上。

相比之下，1976 年到 1984—85 年，国家企业局向 150 家企业投资（不包括 1976 年工业部转让过来的 8 家企业）。到 1987 年，这 150 家企业中已有 37 家（占 25%）破产或被出售；8 家（占 5.3%）资本年平均增值率在 50% 以上。

表 6.9.7 NEB 向其主办的 8 家企业风险资本投资年平均增值率

企业名称	起止年份	初始投资英镑	增值后 价值额英镑	年平均 增值率%
计算机和系统 工程公司（CASE）	1978—1980	930 000	1 220 000	65.5
计算机分析和程序 编制集团公司（CAP）	1977—1984	550 000	3 900 000	101
Reed—Smith 公司	1976—1977	790 000	1 550 000	96
Sysems Desdgners 公司	1978—1981	180 000	990 000	182
ATS 公司	1978—1981	150 000	750 000	167
Twinlock 公司	1979—1983	1 000 000	2 820 000	70.5

企业名称	起止年份	初始投资英镑	增值后 价值额英镑	年平均 增值率%
Focom 公司	1983—1984	120 000	680 000	567
Brittonlee 公司	1982—1984	550 000	840 000	76

结构分析显示，国家企业局风险投资效益与美国同类企业的差距大为缩小。如果将这一结果与英国私人风险投资公司相比，同样富有启发性。以 ECI (Equity Capital for Industry) 为例，该公司 1976 年由私人保险公司、养老金基金和 FFI (Finance For Industry) 投资建立。截止到 1984 年 3 月，在其投资的 20 家企业中大约一半效益良好，1 家亏损，其余 8 家有盈有亏。从投资规模来看，到 1985 年，ECI 向 80 家企业共投资 0.48 亿英镑，而国家企业局在 1976—1984/85 年，向大约 150 家企业投资共达 2.77 亿英镑。显然，国有企业局的风险投资规模远远大于本国私人投资公司。

五、启示

英国国家企业局在其建立初期（甚至尚未建立时）就成为英国国内舆论的一个焦点。英国保守党和工党在是否应建立国家企业局以及国家企业局的实绩评价问题上一直存在分歧。多数保守党成员在参议院讨论时，强烈反对建立国家企业局，认为它将破坏企业的自由竞争，目的是不让应该倒闭的企业倒闭。有些人则担心国家企业局将是一个国家负担不起的随意且代价高昂的试验。即使在工党内部，也有人对组建国家企业局持反对态度，如工党左翼人士威尔森的亲密朋友 Harold Lever 就不赞成组建国家企业局，相比之下，他更主张成立一家政府投资银行，在公司缺少现金时，由投资银行拨款帮助解决。

私营大企业也反对建立国家企业局。“工业法”出台后，代表大企业的英国工业联合会对此法案进行了抨击，认为国家对私营企业的控制将破坏市场经济，阻碍经济的发展。

可见，国家企业局是在赞成和反对的争论中诞生的，以后，在工党威尔森政府执政期；国家企业局曾一度得到发展，但是，1979 年保守党撒切尔政府上台以后，自由放任主义思想盛行，国家企业局的权利和地位大为削弱。在 1979 年竞选中，撒切尔曾许诺将剥夺国家企业局购买企业股份的权利，将国家企业局手中持有的股份分散化。1979 年 7 月，工业大臣 Keith Josph 发表了关于国家企业局前途的声明：国家企业局购买股份的权利将受到限制，国家企业局将主要集中于支持高技术企业和帮助小企业以及西北、北部地区企业的发展。

1981 年 7 月 21 日，工业大臣宣布国家企业局将和全国研究开发公司 (NRDC) 合并，组成英国技术集团 (BTG)。虽然国家企业局和 NRDC 在法律上仍然是两个独立的法人实体，但是合用一座办公楼和一套董事会班子。与此同时，政府勒令国家企业局出售其拥有的股份。仅 1984 年至 1985 年 3 月的 15 个月内，国家企业局出售了其在 17 家公司的股份。至此，国家企业局实际上已名存实亡。

从英国国家企业局的盛衰史，我们得出以下几点启示：

第一，英国国家企业局建立于一个“特殊时期”，执行着某种“特殊使命”。显然，国家企业局是在第二次石油危机后英国经济衰退的历史背景下建立的，因此，从它一诞生起就带着刺激英国经济、振兴工商业企业的特殊使命，具体方法是向私营企业提供贷款和购买私营企业的股份。当其参股的企业发展壮大以后，国家企业局的使命也就完成了，后来的实践证明了这一点。国家企业局在许多企业的股份后来都先后又转卖给私人，有的企业的股份出售价格很低。

第二，国家企业局对于促进英国风险资本投资和高技术企业的发展起了积极作用。

在英国，新公司要得到银行的帮助十分困难，许多企业得不到商业银行的贷款。国家企业局通过向这些企业投资，促进了新企业的壮大和发展，有些企业只有在国家企业局参股以后才能得到商业银行的贷款。国家企业局对新企业的促进作用还表现在它提供贷款的条件比其他投资商优惠，因而，在同样条件下，国家企业局比 ICFC 和 ECI 对企业的帮助更大。许多得到国家企业局投资的企业都深有体会；如果没有国家企业局的支持，它们可能早已关闭，抑或存在，发展规模也没有现在这么大。例如，国家企业局参股后，Graham 公司从 70 年代中期的约 100 人发展到 1983 年的 1500 人，Ivy 公司从 1956 年的 30 名雇员发展到 1983 年 2000 名雇员；Olga 公司 1979 年国家企业局参股时雇员为 600 人，到 1985 年达到 1 400 名，此外还有 600 名海外雇员。

第三，英国国家企业局作为一家拥有子公司和关联公司的国有控股母公司，其对参股企业的产权管理经验值得我们借鉴。目前，国有企业产权管理体制的改革成为深化我国国有企业改革的关键。国有控股公司应作为我国中、长期改革的目标模式。借鉴国外有控股公司产权管理经验具有重要意义。从英国国家企业局产权管理制度来考察，国家企业局委派产权代表进入企业的董事会、建立一系列报告制度，同时又不直接干预企业的日常经营和管理，这些做法都值得我们借鉴。

英国国家企业局在管理体制上也存在不少问题。其中之一是它的财务业绩。这是国家企业局的反对者经常用来攻击国家企业局的一条理由，也可能是国家企业局走向衰落的一个重要原因。如前所述，造成国家企业局巨额亏损的一个重要原因是所接管理的那些“病态”企业，以及北部和西北部高失业地区的企业。如果将这些企业排除在外，国家企业局资本收益率将大幅度提高。这里显然存在社会目标和盈利目标之间的矛盾。这一点我们从前面分析国家企业局的职能和目标中可以看出。国家企业局为了实现挽救亏损企业、维持就业的社会目标，必然要牺牲商业目标。因此，在我国国有企业制度的改革过程中，如何将国有企业、国有控股公司的社会目标和盈利目标协调、统一起来，是一个重要问题。同时，这也是当前世界各国国有企业资产管理中面临的一个共同的难题。

第七篇

公司购并和 产权重组

第一章 公司购并概述

第一节 收购与兼并的基本含义

收购与兼并是现代企业实现向外扩张、增强竞争实力和战胜竞争对手的一种重要的战略手段，在西方市场经济比较发达的国家，企业间的收购与兼并已是司空见惯的现象。

企业间的收购与兼并最初是在西方发展并兴旺起来的，其具体含义则因各人的表述不同而不同，在中国大陆，其间的差异就更大一些，因此，有必要详细介绍这两个词及一些相关术语的基本概念。

一、收购

收购在英语中为 acquisition，根据美国的 ENCYCLOPEDIA AMERICANA《美国百科全书》的描述，其含义是指：获得财产的行为，也可指所获取的财产本身。对于收购 (acquisition) 的比较详尽的解释主要有以下几种：

台湾学者张秘在其主编的《国际贸易金融大辞典》中收录了这一词目，将其译为“收购”，意指“跨越国界收购国外市场既有厂商，是一种迅速进入市场的方法。”并且指出，“收购的好处在于管理组织结构已经建立，可立即取得现存的资源、商誉和牌子，提供快速成长。不过，许多失败的例子是因为收购公司对国外市场缺乏经验未能深入了解，或是受政治上的影响，导致接受上的困难，造成在整合的过程中，产生许多的问题。

台湾学者谢金泉、王霍生合编的另一辞典则将其译为：①获得、取得；②买进，是指“一个有限公司用现款、债券或股票购买另一公司的股票以获得对该公司的实际控制权。”

商务印书馆出版的美国学者 D·格林沃尔德主编的《现代经济词典》中译本则将该词译为“接办”，其含义是指“一家企业接收另一家企业。接办一家公司通常通过购买其普通股份中能起支配作用的部分来实现。兼并式的接办与合并不同，合并是几个企业合并成为一个单一的联合公司。通过接办兼并一些小的企业比较容易，因为接办所需的资金就在接办企业的资源之内。联合形式在合并一些大企业时采用得比较普遍；特别是在没有新的资金注入，要将这些企业合并成为一家资本更为雄厚的公司时，更是这样。如果法律或其他限制使许多企业不能在一个时候联合起来，那么一家公司进行一系列的接办，便可能是它争取市场控制权所作的努力的一部分。”

从上面的介绍可见，不仅收购一词的汉译多样，其有关含义的解释也各不相同。第一种解释偏重国际间的这一行为；第二种解释中介绍了这一行为的一些具体方法；第三种解释则介绍了这种行为与合并之间的差异。

本书采用了“收购”这一国内广泛引用的概念,其含义主要是指一企业通过购买和证券交换等方式获取其他企业的全部所有权或部分股权,从而掌握其经营控制权这种商业行为。

二、兼并

兼并在英语中为 merger。有关兼并(merger)的汉译解释比较多见,现选择介绍如下:

张秘主编的词典中将其译为“合并”,意指“一家或一家以上的公司被另一家公司吸收而继续经营之谓。公司合并的原因或为债务关系,或为加强竞争力量。merger 与 consolidation 虽然均为公司的合并,但有其相异之处,merger 指合并的公司中有一家继续留存经营,而其他被合并的公司则消灭,所有债权债务均由合并公司负责处理;而 consolidation 则指所有合并的公司合并之后均消灭,并共同成立一家新的公司以处理所有公司的所有债权债务。”

《现代经济词典》将该词译为“兼并”,乃是“一家公司被另一家公司所接办,在这期间,一家公司保存下来,另一家公司则丧失了其法人实体。”在该词条下还列出了三种兼并的方法:“①甲公司可以买进乙公司的资产,或付以现款或付以它所发行的证券。②收买股权的甲公司可以买进乙公司的股票,从而变成乙公司的控股公司,但乙仍作为一个单独的公司继续营业。③甲公司的股票可以发行给乙公司的所有者,而不是给乙公司本身,从而甲公司取得乙公司的资产和负债,乙公司丧失其实体;这种兼并方法称为法定兼并。兼并不同于合并,合并是组成一个新的公司,新公司成立后,原来的公司便不存在了。”

光明日报社出版的《牛津法律大辞典》中文版将 merger 译为“合并”,指“一项权利并入另一权利之中,这是一个广泛运用的法律原则”。并指出,“商业的合并异致两个或更多的公司联合,或者一个公司吞并另一个公司。”

这里选择国内广泛引用的“兼并”这一术语,意指一企业通过购买和证券交换等方式获取其他企业的全部或具有绝对多数发言权的股权或资产,从而使其丧失法人实体,掌握其全部或绝对多数经营管理权的这种商业行为。并且,兼并是收购的继续和完成。正因为如此,“收购”与“兼并”在书中多都放在一起使用,英语中较多见的则是 M&A(即 Mergers and acquisitions)。

如果收购与兼并是在不同国籍之间的企业进行,那么,书中将采用“跨国收购与跨国兼并”这一术语,英文为 cross-border mergers and acquisitions,缩写作 CB-M&A。

三、收购与兼并的几个相关概念

(1) 强制性合并(amalgamation)。指由一外部势力(比如投资银行)将两个或更多的公司合并为一个实体。

(2) 一体化(integration)。企业一体化是指若干个企业的内部资源,包括资产、人事、财务、管理等方面逐渐融合的进程。

(3) 投资(investment)。指以资本、财务或劳务直接或间接投入某种企业的经营,而企图获得预期的报酬的行为。企业可以以两种方式进行投资:一种是投资创建新企业,另

一种就是收购与兼并现有企业。所以，收购与兼并也只是一种企业投资的形式。

(4) 杠杆 (Leverage)，又称 debt leverage 或 financial leverage，在英国称为 gearing。指以较低成本取得的资金融通部分的投资，以提高投资报酬率的操作方式。LBO (杠杆收购)，详见本书第八章第一节。

(5) 管理收购 (MBO—MBI 即 management buy-out 和 management buy-in) 前者是指企业的现有管理人员通过购买企业现有股东手中的股票而获得企业的所有权；后者系指企业引进一批业绩良好的企业管理能手对企业的生产经营进行整顿和改进。

(6) 战略规划 (strategic plan)。这种规划详细规定一公司想要在市场上做什么以及怎样去做。

(7) 接管 (take-over)。是由一个公司对另一个公司采取的控股活动，使一个公司变成另一个公司的附属，接管后形成新的“母——子”关系。

(8) 标购 (tender offer)。一公司向另一公司的股东提出按一定价格 (通常稍高于市价) 收购其所持股票的建议，其目的在于迅速购足一定量的股票，从而实现收购与兼并。

综上所述，有关收购与兼并的相关概念很多，但主要应注意区别收购、兼并与合并。下面以三个公式分别表示如下：

合并： $A+B=C$

收购： $A+B=A+aB$

兼并： $A+B=A$

其含义是，在合并过程和结果当中，参与企业 (如 A、B) 是基本上平等的，合并后将采用新的企业名称，要么是参与企业名称的合并使用，要么选择全新的企业名；在收购中，企业 A 为进攻性企业，A 收购 B 之后，B 成为 A 控制的企业 (即 A 成为 B 的控股企业)，此时 B 虽然仍保留其法人实体，但已受 A 的控制，“aB”中的 a 代表了 A 对 B 的控制系数；在兼并中，B 则完全丧失法人实体，成为 A 的附属企业。目前也有学者将以上三类称为广义上的兼并。

收购与兼并这两个概念，既有联系，又有区别。归结起来，其联系主要表现在：第一，收购和兼并都是企业所有权的有偿转让；第二，收购与兼并产生的动因基本是一致的；第三，收购与兼并在经济运行中所产生的作用是一致的。它们之间的区别在于：第一，在兼并中，被兼并企业的整体财产归入兼并企业，被兼并企业作为经济实体已不复存在，而在收购中，被收购企业的经济实体和法人地位仍然存在；只是被收购企业的所有人将其转让给收购企业所有了；第二，兼并后，兼并企业成为被兼并企业资产的新所有者和债务承担者，是资产、债权、债务的一并转移；而在收购中，收购企业作为被收购企业的新股东，对被收购企业的原有债务不负连带责任，收购企业只以出资的股金为限承担风险，并与被收购企业其他股东共负被收购企业的盈亏。

第二节 公司购并的类型与特征

企业间的收购与兼并主要涉及两方面的企业，即进攻性企业和目标企业。

进攻性企业(acquiring corporation)又称收购方企业,是指采取措施将其他企业收购与兼并的一方,一般为主动出击,故本书称其为进攻性企业。

目标企业(target corporation)是指进攻性企业拟议收购与兼并的一方;如果目标企业已被进攻性企业成功地收购与兼并,一般就称其为被收购、被兼并企业(acquired corporation)。

在实践中,可以根据不同的标准将企业间的收购与兼并作不同的分类,各自的特点也不尽相同。

一、收购与兼并的类型

☐ 按照收购与兼并的动机分类

(1) 战略收购。指企业出于本身发展战略的需要而采取的收购与兼并行为,它是企业发展战略中的一个重要组成部分。

(2) 财务收购。指纯粹利用有利时机赚取买卖差价的一种行为,也就是人们通常说的“炒企业”。

虽然前者的历史更长远,但后者在目前也有日益发展的势头。

☐ 按照企业买卖双方经营的产品与市场的关系分类

(1) 横向兼并,也称水平兼并。这是一种传统的兼并形式,又可分为同行业的企业兼并和具有相同产品的企业之间的兼并。这种兼并一般是为了扩大生产规模,扩大产品在同行业中的竞争能力,控制或影响同类产品的市场。这种兼并形式可以实现企业加强实力的愿望,资源配置更为集中,可以推动社会化大生产的发展,有利于增加品种、提高质量和扩大产量,实现规模效益,但这种兼并形式很容易出现行业垄断,限制市场竞争。

(2) 纵向兼并,又称垂直兼并。这是具有现实或潜在顾客关系的企业间的兼并活动,比如兼并企业的原材料供应商或产成品销售商和使用厂商。这种兼并一般是因为企业力图打通原材料、加工业及销售渠道。这种兼并会给企业创造竞争的有利条件,企业既可对市场变化触觉敏锐,反应迅速。缺点在于企业的生存与发展受到市场因素的很强影响。

(3) 扩大产品门类的兼并。指在生产或销售方面具有联系,但销售的产品又没有直接的相互竞争关系的企业间的兼并。例如肥皂制造厂与漂白剂制造厂的兼并。

(4) 扩大市场的兼并。指生产同一种产品,但产品在不同地区的市场上销售的两个企业之间的兼并。例如华盛顿的牛奶加工企业和芝加哥的牛奶加工企业间的兼并。

(5) 复合型兼并。又称混合型兼并,是产品和市场都没有任何联系的企业间的兼并,如造船公司与冰淇淋制造厂之间的兼并。这种兼并形式不是以加固企业在原有行业的地位为目的,而是以扩大企业可涉足的行业领域为目的,它既可以使企业加强对市场的抗震能力,又可以使企业实现多种经营、多渠道发展的实力组合。

以上五种兼并,各有不同的发展方向。其中,横向兼并是扩大现有经营范围规模的兼并。纵向兼并指装配厂开始自己生产零部件,零件厂开始自己生产最终产品,一般厂家开始自己销售产品。扩大产品门类的兼并是从高档产品到低档产品的完全系列化。扩大市场的兼并是开拓新市场。复合型兼并则是为了向多样化经营发展。

☐ 按照企业实现兼并的方法分类

(1) 以现金购买资产的兼并。指进攻性企业使用现金购买目标企业的全部或绝大部分资产而实现的兼并。

(2) 以现金购买股票的兼并。指进攻性企业以现金购买目标企业的股票而控制其资产和经营管理权的一种兼并。

(3) 以股票交换资产的兼并。在这种兼并中,由进攻性企业 A 向目标企业 B 发行 A 自己的股票以交换 B 所拥有的资产而实现的兼并。

(4) 以股票交换股票的兼并。在这种兼并中, A 公司可直接向 B 公司的股东发行股票以交换 B 公司的大部分股票(至少要达到控制 B 公司所需的足额股票)。在这种情况下, B 公司实际上就成为 A 公司的分公司,也有人认为这是 B 公司对 A 公司的控制——如果发行的股份足以影响 A 公司的经营管理权。

☐ 按照《关于企业兼并的暂行办法》分类

(1) 承担债务式。即在资产与债务等价的情况下,兼并方以承担被兼并方债务为条件接收其资产。

(2) 购买式。即兼并方出资购买被兼并方企业的资产。

(3) 吸收股份式。即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方,成为兼并方企业的一个股东。

(4) 控股式。即一个企业通过购买其他企业的股权,达到控股,实现兼并。

总之,收购与兼并的类型很多,读者也不必拘泥于以上几种,完全可以根据不同的需要而再行划分,因为分类的目的并非在于分类本身,而是为了更好地理解和应用不同的收购与兼并战略实现企业的扩张。

二、收购与兼并的特征

同直接创业新企业这种投资方式相比较,企业通过收购与兼并战略来实现扩展和发展具有以下特征:

☐ 经营资源支配权的转移是收购与兼并的首要特征

在收购与兼并中,进攻性企业通过各种方式取得目标企业的经营管理权,从而控制其经营资源的支配权;在直接投资创办新企业中,企业是将社会上未使用的资源投入生产,相当于增加了社会的经营资源。

☐ 投资见效快

一般来讲,通过收购与兼并其他企业而直接将其现存的资产、人力、技术等加以动用,能在较短的时间内达到获取收益的目的;而用企业内部投资的办法来扩大生产,从投资、投产到获取收益往往需要更长的时间。

☐ 进入新领域比较容易

企业为了进入新的投资领域,如果是从内部投资自己经营,常常会由于没有足够的技术力量和管理经验而难以成功;收购与兼并其他企业后则可直接利用其现存的各种资源,从而避开上述因素的限制和障碍,比较容易地扩展企业原先没有的业务。

□ 影响大

企业通过内部投资来实现扩张是一个渐进的过程,其影响也是随着企业实力的增强而逐渐增加的,不会造成短时期内的巨大震动,由收购与兼并就不同了。首先,企业进行收购与兼并需要投入大量的资金,并且是要在短时期内筹集、投入,这将对资金市场带来较大影响;其次,有一些收购与兼并主要靠吸收公众手中的股份来达到目的,而公众股份非常分散,也就意味着这一行动将带来非常广泛的影响;第三,收购与兼并关系到企业的生死存亡,也直接威胁着目标企业管理人员的地位与权利,若其采取反收购与反兼并措施,其影响就会更大;另外,收购与兼并还将带来政治、文化、法律等方面的冲击。

第三节 公司购并的发展概况

关于企业收购与兼并的历史起源尚无详细考证。有学者认为,企业兼并,自古就有,认为工商活动从何时开始,兼并也就从何时开始。

下面介绍的是西方部分市场经济比较发达的国家中企业间收购与兼并的发展概况。

一、美国企业间收购与兼并的几次浪潮

一般认为,美国企业之间在本世纪有过四次收购与兼并的高潮。

第一次高潮发生在19世纪末20世纪初,大约在1897—1903年间。这次兼并高潮中虽然发生的数量不多,但由于主要是在各行业内部进行,如铁路、钢铁、矿山等工业部门,结果出现了美国钢铁公司、美国橡胶公司、国际收割机公司以及杜邦公司等大企业。其中,美国钢铁公司是美国第一家资本超过10亿元的公司,当时,美国国民经济的集中化程度大大提高。但因收购与兼并造就了许多垄断组织而遭到中小企业主的反抗,美国颁布了《反托拉斯法》之后,这一高潮便低落下来。

第二次高潮发生在20世纪20年代末和30年代初,大约在1925—1933年间。这次高潮在兼并数量上大大超过第一次,在1925—1930年间仅在工业部门中就有5000多起兼并活动。不仅如此,企业兼并的形式也开始多样化。当时的美国通用食品公司把一批生产相关产品的企业联合起来,成为美国第一大食品联合企业;美国全国奶制品公司则对各地300多家牛奶场进行了兼并。这次高潮中除了工业部门的石油、金属原料和食品等行业比较突出以外,工业部门以外的公用事业、银行业和零售商业中也发生了大量兼并。之后,这一高潮随着美国经济大萧条而降温。

第三次高潮发生在20世纪60年代中期。据统计,1960—1970年间所发生的企业兼并购数目为25000多起,而且许多大型企业也已成为被收购、被兼并的对象。据介绍,在1962—1968年间,美国最大的500家企业中就有110家被兼并而除名。这一高潮无疑增强了许多垄断资本的实力,使其得以迅速扩张。

第四次收购与兼并的高潮则是从20世纪70年代后期一直延续到目前。在这一高潮中,兼并交易额大幅度上升,尤其是单项交易额较大的兼并次数急剧增多。例如10亿美元以上的单项兼并交易在1979年以前很少见,但80年代,这类交易几乎每年都有几十起。在这

次高潮中,企业间的混合型兼并比重相对下降,兼并对象主要转向与本行业有关的行业上。另外,在这次兼并高潮中还时常出现“以蛇吞象”的现象,例如在1985年,销售额仅为3亿美元的普兰德公司通过借债方式以17.6亿美元吞并了年销售额为24亿美元的雷夫隆公司,引起极大震动,加上经常出现的收购与兼并失败的事例,人们对其的注意正在日益增加。

二、战后日本企业间的收购与兼并

企业兼并以至于发展成为企业集团,这种情况在日本明治维新以后就有所发展。当时,西方商品经济冲击日本,一些早期从事工商业活动的资本开始聚集力量,形成了诸如三菱、三井等财阀式企业集团。在二战后初期,这类传统的企业集团根据《排除经济力量过度集中法》和《禁止垄断法》而解散。1948年,日本提出了前法律只适用于“明显妨碍竞争”的原则,由此揭开了战后日本企业间的兼并史。

□ 战后日本企业间收购与兼并的几次高潮

1948年日本放宽上述法律限制,结果导致一些被解散了的大企业重新集结,同时也有一些中小企业开始通过相互持股等途径达成联合。当年日本就受理了309起要求合并的事件,1949年猛增为571件,增幅达45%以上。1952年日美媾和以后,美国对日政策由“打击”转向“扶植”,使得对企业兼并的限制进一步放宽。特别是经济复兴对大规模集中投资的迫切需要,使日本企业和政府都彻底认识到企业联合、兼并的重要性,并采取了一系列对策。

在上述条件下,从50年代末到70年代初的高速经济增长时期,日本掀起了战后第一次大的企业兼并潮,申请合并件数由1960年的400件猛增到1963年的997件,1969年和1972年分别高达1163件和1184件。在这个时期,日本的企业集团由战前的以财阀家族统治为核心的金字塔式的组织,转变为以相互持股、水平联合与系列化联合、大银行为核心等形式结成的多样化的集团组织。其中,除了传统的财阀集团以新的方式重新集结外,还包括各大企业之间、大企业与中小企业、中小企业之间的联合。

这次兼并高潮之后大约经历了五六年的调整期,紧接着便是一次新的兼并高潮。但即使在其间最低水平的1979年,申请合并的仍高达871件。1981年,申请合并的数量再次突破1000件,以后就一直保持在这个水平之上,1981、1985、1986和1987年分别为1040件、1113件、1147件和1215件。据分析,这次兼并高潮的兴起,主要背景是70年代日元升值及两次石油危机的冲击,迫使日本企业通过兼并的途径来实现节省能源、降低成本的目的。这与美国企业间收购与兼并的第四次高潮有一定的相似之处,但又有其自身的一些特点。

□ 日本企业间收购与兼并的特点

(1) 合并规模较小。按1985年财政年度统计,日本企业兼并中80%的公司资本额在50亿日元以下。

(2) 日本企业间的兼并多数发生在母公司和子公司或附属公司之间,收购非附属公司的其它企业的情况极少。

(3) 40%以上的收购与兼并均在母公司和公共持股人之间进行,第三者(如银行及行

政单位)插手受到限制。

(4) 合并中数目最多者为批发业,占37%;其次为制造业,占20%,再次为服务业,占12%。

(5) 日本企业近来进行的跨国收购与跨国兼并数量和金额增长迅速。尤其是20世纪80年代以来,日本企业从国内向国外迅速扩张,收购与兼并正日益成为越来越重要的手段。据悉,1985年日本企业收买海外企业31家,金额1071亿日元,1988年分别增加到238家和17321亿日元,分别比1985年增加了6.6倍和15.1倍。其中,收买美国企业的件数和金额在1985年分别占71%和84%,1988年分别占60%和90%;收买欧洲和澳大利亚的企业和金额在1985年分别只有9家和174亿日元,1988年分别增加到96家和1699亿日元。

三、英国企业间的收购与兼并活动

英国是颇有资格的老牌工业国家,有学者认为,企业间的兼并最早出现在英国,就大体趋势来看,本世纪以来,英国企业间的兼并活动也出现了四次高潮,并且其时间基本上同美国相近。

第一次兼并热潮发生在上世纪末到本世纪初。那次形成了一连串的多个企业的兼并,多发生在纺织品行业。但总的说来,这次兼并后形成的企业往往十分松散,配合不佳,并且在规模上也比美国现代企业兼并热潮中所形成的公司要小得多。

20年代,英国出现了本世纪第二次企业兼并高潮,对绝大多数制造行业都产生了重要影响,例如食品和饮料业的尤尼莱佛和迪斯提乐斯、电机制造业的英国电器等大公司就是这一浪潮的产物。1929年世界经济开始大衰退,企业兼并活动开始降温。

50年代以后,企业兼并活动在英国又开始活跃起来,而且60年代开始进入高潮,据称,兼并数量在1964、1965年为最高,兼并资产价值的最高年份则是1968年。在这一时期,英国政府对重新构建产业结构的一系列参与活动,使得拥有一个规模更大的企业的愿望得到了强化。尤其是1966年成立了产业重组公司(IRC),以鼓励制造业部门规模的合理化。进入70年代初期,英国企业的兼并热潮开始衰退。

进入80年代起,企业兼并市场开始复苏,企业收购与兼并变得兴旺起来。

四、其他西欧国家的企业收购与兼并

西欧其他国家的企业兼并情况与英国大致相似,比如德国的西门子公司、戴姆勒——奔驰汽车集团、法国巴黎国民银行、瑞士联合银行等企业都曾依靠收购与兼并战略得以扩张,而且西欧兼并史上出现大量私人企业兼并国有企业的现象;此外,西欧国家发生的企业间跨国兼并活动十分频繁。据统计,欧共体国家跨国兼并交易额达416亿美元,约占全球兼并贸易额的57%。上述两点形成了西欧企业兼并的特色。

五、90年代企业收购与兼并的趋势与特点

美国的企业收购与兼并问题研究者莎伦·布兰丁在其出版的新著《收购》一书中概括了众多专家有关90年代企业收购与兼并发展趋势的观点,主要内容是:

(1) 杠杆收购仍将对收购起较大的融资作用,但回报率将下降(80年代为40%,今后估计为20—30%),证券交换的方式将更为常见。

(2) 战略收购与财务收购之间的界限将逐渐模糊,因为财务收购者在更多地采用证券交换方式,而战略购买者开始利用杠杆技术的优势。

(3) 美国人通过杠杆手段筹集的大约300亿美元将为收购与兼并活动增加活性。

(4) 有关反收购的法律仍会受到关注。

(5) 银行在考虑杠杆收购贷款时会更为谨慎。

(6) 随着证券市场的国际化和美国受托凭证(ADRS)在美国流通性增强,通过股票市场实现兼并的情形将会增多。

(7) 兼并交易中将采用更多的外国证券,因为国际资本流动性在加强。

(8) 二战后起步的企业主对收购与兼并的需求在增加。

(9) 机构、股东和雇员对管理决策的影响在增强。

(10) 应急价值凭证(Contingent Value Rights 简称为CVRs)的应用将会增加。应急价值凭证是企业发行的一种有价值证券,如果企业在标购时股价没有达到预期水平,股东将凭此证得到额外补偿。

从上述观点和其他的有关分析中我们还可以看到,现代企业间的收购与兼并规模在日益扩大,交易金额在不断增加,尤其是跨国收购与跨国兼并发展迅速;此外,企业间收购与兼并引起的金融创新在不断出现,这是一个值得注意的重要趋势。

第四节 中国企业购并概览

一、中国企业购并的历史沿革

我国企业间的收购与兼并早已发生过,但是由于种种原因,这一战略在中国企业的现代发展道路中尚还没有显现出其强大的力量。1949年以前,我国民族工业资本之间就经历过大规模的企业兼并历史,并由此产生了一些大的华商企业集团。如1915年荣氏兄弟创办的上海申新纱厂于1917年收买上海恒昌源纱厂,1923年购入上海德大纱厂,1924年租进常州纱厂,1927年以入股方式控制上海恒大隆记纱厂,1929年又买入英商东方纱厂,1931年收购上海原生纱厂和三新纱厂,竞争实力和在全中国的地位大大加强。

1949年以后对私营工商企业进行的改造,政府曾采取公私合营,试办托拉斯等途径,也带有兼并的色彩。

从80年代中期开始迄今,中国的企业购并大致可分为三个历史阶段:1984年—1991年“摸着石头过河”(起步阶段),1992年—1995年“潮起潮落”(发展阶段),1995年之后走向成熟规范。

☐ 起步阶段

80年代中期以前,由于计划经济体制占主导地位,根本不存在现代意义上的企业,自然也就谈不上什么企业收购与兼并。

1984年到1991年,是中国企业收购与兼并的起步阶段。在这期间,人们谨慎而又大胆地迈开了步子。

1984年7月,河北保定市锅炉厂(全民所有制企业)为了求得企业的发展和扩张,以承担42万元债务的形式兼并了连年亏损,濒于停产的保定市风机厂,成为保定市乃至全国最早发生的企业兼并的实例,实现了以有偿形式转让企业资产,合理重组生产要素的过程。当时的保定锅炉厂并未意识到此举有什么深远的影响,但是在后人眼里看来,它却是开了中国企业收购与兼并的先河,成为具有重大意义的历史事件。

之后,在1984年、1985年两年,保定、武汉等市的企业兼并又有所发展,到了1986年和1987年,全国许多城市也陆续出现了这种企业兼并。

1988年,中国的产权市场已经普遍发展,兼并与收购的方式也呈多样化。当年5月,武汉市率先成立了中国第一家企业兼并市场,并制订出相应的规则。一年之中,全国就有武汉、保定、南京、福州、成都、深圳等地的类似机构相继建立。

这一阶段的一个典型例子就是中国第一汽车集团公司。自1986年开始,“一汽”看到了国内轻型车生产规模小,布局乱,竞争力差的弊端,从开发自身系列产品,狠抓自身管理质量开始,逐渐向邻近地区辐射,以“补偿经营”等兼并联营方式,走出了一条集约优势、规模经营的集团化道路。到1991年底,它已经兼并了长春轻型车厂等四家企业,这比新建四个厂要节约投资5亿元人民币,缩短2—3年的建设周期。如果说出色的生产开发像跑步,那么企业兼并收购则像撑竿跳,“一汽”凭借着这一先进的资产组合手段,走在了众多企业之首。

这一时期中国企业收购与兼并状况,可以用“摸着石头过河”来概括,因为从几个方面来看,它都显示出在探索中前进、发展的特色。

(1) 从兼并主体的意识看,从明显的自发性的企业兼并发展到自觉地由政府推动下的自上而下进行。中国的首家企业兼并案例中,兼并主体是在无明确的兼并意识的情况下完成了实质上的兼并。此后,这种搞活企业的有效形式为各级政府及愈来愈多的企业所认识和接受。政府开始以国有资产所有者的身份,有意识地积极介入了企业的购并,目的是减少亏损企业的数量。随着1989年之后治理整顿措施的展开,亏损企业数有所增加,产业、产品结构调整压力加大。为了解决这些问题,各级政府都非常重视企业购并的作用,并积极采取措施促进其发展。1989年2月19日,我国出台了《关于企业兼并的暂行办法》和《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》。同时,作为国有资产的上级主管部门,各级政府还有意识地运用企业兼并、收购的方式调整产业、产品结构以及企业组织结构。

(2) 从兼并的规模看,呈由小到大不断扩张的趋势。在1984年、1985年、1986年几年中,企业的兼并行为尚为数不多,到1987年下半年才开始上升。1988年,全国二十几个省、市、自治区、计划单列市均出现了企业兼并。兼并形式也开始多样化,同一所有制企业之间,不同所有制企业间同地区及跨地区、跨行业的企业兼并购买均已出现。到了1988年第四季度以后,中国的产权市场进入平稳推进时期。据不完全统计,1989年共有2315户企业兼并了2559家企业,共转移存量资产20.15亿元,减少亏损企业1204户,减亏额1.34亿元。

(3) 兼并的方式也在不断发展中。开始是以承担债务式和出资购买式为主, 主要以保定市和武汉市的兼并实例为典型。1988 年以后, 还出现了吸收股份式和参股、控股式的兼并。

□ 发展阶段

1992 年到 1995 年这四年, 中国的企业购并曾经风风火火, 也曾经萧条冷清。在潮起潮落之中, 中国人努力地探索总结, 要走一条属于中国自己的路。

1992 年, 在邓小平同志南巡讲话精神的指引下, 中国迎来了新一轮的改革热潮。中共十四届三中全会上, 通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》, 基本勾画出了中国改革与发展的目标和构架。随着现代企业制度改革的深入, 产权制度改革成为企业改革与发展的重头戏, 而产权改革中的重要组成部分——产权市场, 即企业购并市场, 更获得了前所未有的发展。

1992、1993 年两年间, 中国产权市场的发展主要体现在以下几个方面:

(1) 规模进一步扩大。到 1993 年底, 全国已有 122 家有形的产权交易市场, 省一级的有 14 个。据不完全统计, 累计共兼并企业 1879 个, 转移资产 41.9 亿元, 有 927 户企业起死回生, 246.3 万职工另觅新职。

(2) 从经济布局上看, 地方政府已开始以高眼光, 用大手笔进行企业间的重新组合, 在经济结构上动大手术。上海 1988 年“财政包干”后, 确定了以钢铁、化工、汽车、通讯、家电等高科技产业为新的经济增长点的方向, 对夕阳工业如纺织业进行了大刀阔斧的“关、停、并、转”, 先后共有 496 户企业以各类形式进行产权变动, 十万产业大军转岗。1993 年, 全国工业产值平均增长仅 4—6%, 而上海却高达 13—14%。

(3) 在企业内部机制上, 企业的兼并与收购强有力地促进了国有资产管理的改革和企业的股份制改造。

在产权明晰的基础上促进企业收购与兼并健康发展。1992 年 2 月, 青岛市撤销了一轻局, 成立青岛益青实业总公司, 作为国有资产委托经营的机构; 另设直属市经委的一轻行业管理委员会负责上下对口的行业管理。这样就彻底剥离出原一轻局的行政管理职能, 理顺了该公司与政府、国有资产管理局所属企业的关系, 责权分明、产权清晰, 盘活了资产, 提高了效益。当年原市一轻局所属企业产值增幅高达 90%, 新增利税则占利税总额的 95% 以上。除青岛市外, 山东省诸城市、烟台市、广东省顺德市等珠江三角洲地区也先行了一步。

(4) 从企业购并范围看, 彻底打破了所有制与地区的界限, 中国的产权市场开始与国际接轨。

① 购并主体跨地区化、不对称化使产权市场色彩纷呈。“一汽”集团走出了东北, 在西北、西南、华南、华东等地以多种形式排兵布阵, 迄今已兼并 17 家大中型企业, 成为中国最大的轻型车生产基地。此外, 民营企业收购、兼并国有企业或者“小吃大”的规模倒挂案例也不鲜见。1993 年 9 月, 武汉大地集团(私营企业) 一举收购了武汉火柴厂这一老牌国有企业。

② 中国企业通过收购与兼并走向世界的步伐也明显加快。首钢等大企业早已“飞越太

平洋”，在美国和秘鲁收购、控股当地企业。而外资进入中国产权市场之初就有横空出世，先声夺人之势。香港粤港集团以 7.39 亿港元收购国内颇有名的中山威力洗衣机厂 70% 的股份，包装后在港上市，收回的资金建立了市场销路很好的威力空调机厂。此外，中国企业也主动出击，面向国际找个“好婆家”，四川省在 1993 年就先行在港推出 16 家国有中型企业向境外出售。

两年间，中国的企业购并大步向前迈进着，国内外响起一片喝彩之声。这个新出世的婴儿在中国改革的大环境中迅速地成长起来，然而前途并不平坦。到了 1994 年初，藉着前两年的余威，企业购并依然呈一片蓬勃景象。4 月份，海南寰岛集团出资 1 亿元人民币收购国有企业琼海罐头厂，完成了迄今为止中国最大的一桩企业收购。“94’ 中国产权流动与破产高级研讨会”上，企业兼并破产被预言迟早会成为“中国经济发展中的核裂变”。然而也不能不看到，有些地方的企业兼并不追求效益，一味地求大求全。

在这一时期，在企业收购与兼并迅猛发展的同时也出现了两种倾向，一种倾向是企业交易有拆细交易并向证券化交易发展的倾向，例如把酒店拆细成一间一间的客房，把工厂拆细成一个一个的产权单位，然后在产权交易机构中通过电脑进行炒作，试图通过这种炒作，在上海和深圳之外把当地的产权交易机构办成第三个、第四个证券交易所，这就严重扰乱了国家的金融秩序。另一种倾向是企业交易运作不规范，在执行产业政策、出让方和受让方主体的资质审查、资产评估和作价，企业职工的安置，债权债务的处理，出让企业收入的归属和使用等方面存在着混乱，如不及时加以规范，就有可能导致国有资产的流失。

到了 1994 年 4 月 22 日，中国国务院办公厅以特急明传电报方式禁止国有企业产权的非法交易，暂停各地新建的产权市场，要求立即加强对国有资产产权交易的管理，以此刹住了各地一哄而起的企业并购之风。政府的干预，为正在不断升温的企业购并下了一贴退烧剂，各地的产权市场开始进入了调整治理的阶段。

冷静下来的人们开始了思索，究竟是什么导致了 1994 年企业购并过热从而需要“急刹车”呢？除了政府的宏观调控统筹安排考虑外，中国的企业购并和产权市场建设不能一蹴而就，一步到位的微观原因在于国有企业改革的艰巨性与复杂性。诚如 1995 年底中央经济工作会议决议中指出的，这项改革有赖于“着力抓好以下四个方面：一是现代企业制度试点；二是着眼于搞好整个国有经济，突出重点，分类指导；三是加快政府职能转变，推进政企职责分开；四是配套改革，包括社会保障体系建设，投资融资体制、分配体制、流通体制改革以及商业银行改革。”以上四者每一个都是一篇大文章，可见不是一年半载就能重塑出企业购并所要求的那种“产权清晰，权责明确，政企分开，管理科学”的企业微观基础的，加之企业产权问题涉及“国有资产”这一社会主义体制的经济基石，处理起来更应慎而又慎。

1995 年是中国企业购并进行阶段性调整并寻求突破的一年，理论界在对中国前几年企业购并的孕育和发展的总结和反思中见仁见智，对于理解和把握中国企业购并的现状与走向都是有一定的价值。如将中国企业购并类型归纳为：国有企业之间交易的保定模式（地方经委推动）、武汉模式（地方银行推动）及北京的“退二进三”模式（处于第二产业或二环路之内的企业退出第二产业或二环路，进入第三产业）等。

而 1995 年对中国的企业购并而言,最大的进展在于在反思中统一了思想,坚定了方向。以 5、6 月份中央领导人考察企改工作时的讲话到年底中央经济工作会议,贯穿全年的国企改革主题从年初的“建立现代企业制度”变奏为年底的“抓大放小”方针——重点抓好一批大型国有企业,放活其它中小型企业。不难体会到,这一过程中,中国的企业购并和产权市场也必将逐渐实现自身的定位。

□ 走向成熟规范阶段

经过十多年的孕育、成长,中国企业购并已然成形,并且正沿着一条独特的道路前进着。时至 1995 年,中国企业购并已具备了一定的规模,形成了几种有代表性的企业兼并收购的类型、方式,为中国企业改革开创了一条高效率的捷径。那么,在未来的改革开放事业中,中国的企业购并和产权市场又将朝着什么方向发展呢?有关方面预测,未来 15 年中国将形成统一、规范的产权大市场体系。

(1) 中国目前存在着庞大的存量资产需要流动重组,迫切地要求发展产权市场这一资本市场形式,以提高资产运作的效率。统计资料表明,目前中国国有企业的资产负债率普遍很高(90 年代初基本处于 70%左右),乡镇企业也有 20%左右处于亏损状态或亏损边缘。单就这两块而言,就有 1.5 万亿左右的资产需要盘活。而发展企业购并有利于搞活存量资产,改变增量投资方式,提高投资效益。中国企业购并发展的状况表明,通过企业买卖,可以使大量闲置或利用率很低的资产流动起来,并得到充分利用。1996 年 4 月中国有关方面提出的《国有企业改革实施意见》中,已明确指出要“择优择强,优胜劣汰,形成兼并破产,减量增效的机制,加大国有企业兼并破产力度”。

(2) 中国面临着经济增长方式的根本转变。十四届五中全会通过的关于“九五”计划和 2010 年远景目标的建议。强调了中国经济增长方式从粗放型向集约型的转变。而企业购并可以打破企业间资产存量的界限,增强资产的流动性和选择性,使不同的经济主体拥有的资金能够流向资金产出率高的地区、行业和企业,使实物资产向经营效率高的行业和企业集中,有利于在不扩大生产规模的情况下达到生产要素的最佳组合,实现集约化的目标;也同时有利于解决中国现存的比较严重的产业结构、产品结构等的矛盾,为社会经济总量平衡创造相应的结构性基础。

在未来 15 年间中国将下决心对国有企业的结构、布局进行调整,任务分为三部分:

①集中力量抓好一批大型企业,将中国的经济发展、工业化程度及整体经济素质提高一个档次。

②以上述大型企业和集团带动一批中小企业,以控股参股方式形成企业群体。

③对一般小型企业实行承包经营、租赁经营、股份合作制改造以及拍卖和出售。

要完成这三部分中任何之一都离不开中国产权市场的发展和完善。

(3) 从微观层次上,企业购并的发展是转换企业经营机制的启动器,是产权制度改革的加速器,有利于形成较硬的企业预算约束机制。

预算约束软化,是由旧的经济体制模式决定的。在原有的财产所有权关系下,企业有可能自负其盈,但不可能自负其亏。实行经营承包责任制,虽然能在一定程度上硬化企业预算约束,但仍不能从根本上解决问题。可能的选择是促进产权关系的界定,并在同一所

有权下形成若干个经营主体,各主体之间进行企业化资产经营并展开竞争。胜者,资产将不断增值;败者,资产逐步减少以至破产。这样就形成了较强的市场约束。企业买卖也给企业经营者以较大压力,迫使其不断追求新技术,改善经营管理。只有这样才能形成较硬的企业预算约束机制,造就大批精明能干的企业家,创立新经济机制运行所需要的微观基础。

毫无疑问,在这些强大的现实力量推动下,中国企业购并将获得长足发展。前途是光明的,但是在实际工作中,重点还在规范。企业购并与产权市场的建立和发展是密不可分的。各地市场发育不平衡。运作不规范是当前产权市场中存在的主要问题。而规范的产权市场至少有以下三个条件:

第一,有一套制度化的市场行为规则。例如转让企业国有产权,要通过立项审批制度。资产评估确认制度及产权登记管理制度等等,否则对于产权这种综合性资源,特别是当主要交易对象是非上市公司企业时,极易引发国有资产的流失。

第二,要保证政府对市场的有效调控。这将体现在政府制定产业政策来引导企业购并,明确转让收入使用方向,审定中介机构资格,发挥其服务与监督职能。

第三,要有一个行业自律性组织,1995年全国企业国有产权转让监管工作会议上成立的“企业国有产权转让中介机构联谊会”是类似行业自律性机构。待条件成熟时,中国将成立这方面的协会。

二、中国企业购并的主要类型

中国企业的收购与兼并,有几种较为规范的类型,也存在许多我国向市场经济转轨过程中出现的过渡方式。按1989年《关于企业兼并的暂行办法》规定,主要有以下四类:

☐ 出资购买式

出资购买式是指兼并方通过议价或竞价方式出资购买另一企业的资产,实现兼并的方式。它一般以现金为购买条件,将目标企业整体买断,企业在完成兼并的同时,对其债务进行清偿。

1987年7月,北京齿轮总厂出资505万元,购买了北京朝阳金属工艺制品厂,成为我国企业界首次报道的有偿兼并事例。国内新闻界,甚至美国的《华尔街日报》、《时代周刊》等都迅速作了详尽报道。企业界人士认为以此为起点,兼并将成为中国企业改革的“第三次浪潮”(前两次分别是向企业放权让利和企业承包制改革)。

这次兼并活动不仅给朝阳区政府带来了几百万元的转让收入,而且免去了对被兼并厂的每年近20万元的亏损补贴负担。从北京齿轮总厂看,节约了大量投资,缩短建设周期,迅速扩大了生产规模。这种出资购买的方式,适用于产权较为明晰的企业购并。随着中国企业产权制度的建立,以及大部分企业仍不是股份制企业的国情,这一方式在90年代以来运用越来越广。

☐ 承担债务式

承担债务式是指在被兼并企业的资产与债务等价的情况下,或者该企业的净资产为负值时,另一企业以承担该企业的债务为条件接受其资产实现兼并的方式。其特点是兼并方

将兼并企业的债权、债务一并吸收，被兼并企业所有资产整体归入兼并企业，法人主体消失，丧失经济实体资格。

中国首例企业兼并中，保定锅炉厂就是采取承担债务的兼并方式，整个 80 年代，约有 80% 的企业兼并都是属于这一形式。这种资债相抵的实物交易方式，在企业产权界定尚不清晰的条件下不失为操作方便、切合实际的选择。随着中国现代企业制度的建立，改革的深化，这一方式也在逐步地降低其重要性。

□ 吸收入股式

吸收入股式是指将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方，成为兼并企业的一个股东的方式，包括资产入股式和股票交换式等形式。吸收入股式兼并发生在被兼并企业资大于债的情况下，通过兼并，被兼并企业的整体财产并入兼并企业，被兼并企业作为法人实体已不复存在，被兼并企业原来的所有者同兼并企业的所有者一起享有按股分红利和承担负债的义务。

□ 控股式

控股式是指一个企业通过购买其他企业的股票达到控股，实现收购的方式。被收购方仍为法人实体，但被改造为股份制企业。收购方作为被收购企业的新股东，对被收购企业的原有债务不负连带责任，其风险责任仅以控股出资的股金为限。控股式收购是以所占企业股份份额达到控股条件而实现对被收购企业产权的占有。

控股式收购操作灵活，节约资金，越来越被各企业自觉使用。如：江苏华鹏集团跨区收购，以 3300 万元对南京金陵建材厂实行控股，使这家停火两年多的股份制企业重开炉灶。预计这一收购方式将呈上升趋势。

三、向市场经济转轨中的特色类型

在走向市场化的进程中，中国的企业——市场的主体，为了解决各自诸多的矛盾和问题，纷纷“八仙过海，各显神通”，在以兼并收购为手段进行企业改革的道路上，形成了“百花齐放”的格局，产生了许多行之有效的、切合实际而又独具特色的新类型。这些“新品种”有的不太规范，有的还不是真正意义上的企业并购，但都是富于创造精神的积极探索，我们在此略作介绍，以使读者增进对于中国企业购并现状的了解。

□ 成都模式——先承包后兼并

这是一种为了避免企业兼并后产生剧烈震荡而采取两步到位的新方式。成都市自 1987 年以来的首批兼并企业大都经历了这个过程。这一方式是先由优势企业以投标的形式承包经营不善的劣势企业，被承包企业只实现经营权的转移，而不转移所有权，待时机成熟，承包企业能够顺利地引导被承包企业步入正轨时，再实现兼并，实现所有权的转移，而被承包企业此时才丧失法人资格。

1987 年，成都市有 9 家企业实行了法人承包，其中已有 6 家演化为企业兼并。值得一提的是“川旅”对“二客”的承包、兼并。在此之前，成都第二客车厂连续两年累计亏损 136 万元，负债总额达 650 万元，642 名职工中有 200 人待业，工厂濒临倒闭，经四川旅行车制造厂投标承包进而兼并之后，“川旅”利用其各方优势改造该厂，使闲置已久的厂房、

大型设备、熟练工人的潜力迅速发挥出来,一年时间盈利 182 万元,200 名待业职工回到生产岗位。

□ 柳州模式——先代管后兼并

这种兼并模式有些类似成都模式,其具体做法是:兼并方和被兼并方企业先不合帐,保留其法人资格,兼并方 A 先取得对被兼并方 B 的经营权,实行代管,并保证在代管期内(比如 1 年)使 B 扭转亏损,否则 B 有权终止合同。A 所有投入都归 B 所有。代管合同由双方协议并经公证,代管成熟后再兼并。

柳州市作为这一模式的创立者,在优化资本结构方面已做出了突出贡献。截至 1995 年 11 月,兼并企业 10 户,盘活资产存量 6193 万元;1996 年上半年进行的三户企业兼并涉及资产 3443 万元。这一方式的优点在于,通过代管期,保护了被兼并企业的利益,保证了企业兼并的效益,不是为了兼并而兼并,而是为了搞活企业,调整产业结构;另外,在代管期内可以使兼并双方有足够的时间相互了解,有助于协调各方关系,顺利完成兼并。

□ 租赁

租赁是一方向另一方支付租金,以取得一定期间内对另一方资产的使用权。其特点是在有限的租赁期,转移的对象是财产使用权和资产经营权。和前两种模式的相似之处在于:租赁也是财产所有权和使用权的分离,所不同的是租赁只转让企业财产的经营权,出租方仍保留法人资格。因此,从严格意义上说,租赁不能算是企业兼并。但是这种租赁行为往往租期很长,承租企业往往通过这一形式取得了对外出租企业的实际控制权,同时在客观上也有利于资产的合理流动,我们将它视作一种创新还是较为恰当的。

一个实例是全民所有制企业四川化工机械厂以缴纳租金偿还全部债务的方式,长期租赁集体企业成都制鞋模具厂,租赁期长达 20 年。如前文所提到的,中国对国有企业调整的任务之一便是“放小”,而租赁经营不失为搞活小型国有企业的良方。

□ 拍卖

这是企业所有者在公开市场上按一定的程序以竞价的方式出售企业的行为。拍卖有行将破产或已破产的企业拍卖两种。已破产的企业拍卖,企业法人资格实际上已经消失,此时拍卖的已不是真正意义上的企业,而是企业的资产,即企业的厂房、设备、商标等。购买者可以将这些资产并入自己的企业,也可以利用这些资产重新注册一个企业。对于行将破产的企业,或者一些小企业进行拍卖,由于其法人地位仍然存在,拍卖的对象是企业本身而不是企业的资产,这才是真正意义上的企业收购。

与租赁一样,拍卖这一形式将在小企业的改革、改制、改造中得到较为广泛的应用,北京市在 80 年代末,对该市小型商业企业实行拍卖,计有服务行业 8 家,饮食业 7 家,修理业 5 家,副食行业 13 家,百货业 1 家。上海青浦赵屯镇也在这方面作了积极大胆的尝试,他们将 50 多家中小企业汇总成册,公开拍卖或租赁。这些拍卖活动不仅使企业真正做到了自主经营,自负盈亏,而且搞活了地方经济,有利于当地的产品结构调整。

拍卖也为破产企业找到了一条现实的出路。中外合资天津辛普森家用电器有限公司因成本过高,自有资金少,效益不理想,在 1989 年 3 月因市场疲软产品销售困难,于 1990 年 7 月清算,资不抵债 2806.2 万元。最后由天津市中级人民法院经济庭裁定其进入破产还债

程序，并建议采用整体拍卖的方式实现债权。1992年8月，破产的中澳合资天津辛普森家用电器有限公司的财产连同抵押物以1440万人民币整体拍卖给中国银行天津市分行。这一案例还开了中国开放的14年的首例：中国公开拍卖破产的中外合资企业。当然，这种拍卖属于拍卖破产企业的资产，而不是拍卖企业本身。

□ 转债为股式兼并

深圳市清水河实业公司1993年的资产净值为6250万元，拖欠深圳市国际信托投资公司贷款本息4375万元，无力偿还。深圳市国际信托投资公司通过将债权转为股权，收购了深圳市清水河实业公司70%的股权，成为该公司的第一大股东。此举既解脱了清水河公司的债务包袱，可以轻装前进，又加强了深圳国际信托公司对清水河公司的监控，对两个企业的发展都带来好处。

中国不少企业的资产——负债率较高，陷于困境的企业往往回天乏术，难于偿还沉重的债务。以最大债权人身份接管债务超过或接近资产值的亏损企业可以解决企业的债务问题，变债权为股权，也不失为一条出路。值得注意的是，许多的最大债权人往往是银行，银企合资已开始成为中国许多企业扭亏搞活的有益探索。

黑龙江省牡丹江纺织厂贷款投资，引进帘子布生产线，1991年投产后一直未能创收，银行贷款无法偿还，企业陷入困境。1995年7月，该厂与中国投资银行率先在全国组建了银企合资企业——牡丹江银龙帘子布有限责任公司，经济效益大幅度上升。

□ 重大制度创新——企业托管

“企业托管”是关于推进国有企业改革的新思路。创办“企业托管”公司，稳妥、快速地优化资源配置，调整产业组织结构，这是为了适应我国企业庞大的资产重组改造任务的需要，也是适应舒缓处理众多陷入亏损困境的企业所造成的社会压力，有效地提高我国企业的市场竞争力的需要。

“企业托管”的基本内容是企业托管公司接受国有资产管理部门或投资机构的委托，在一定期限内，以保证受托国有资产保值增值的一定条件为前提，决定托管企业的有关国有资产重组或处置方式。受托方可以以承担一定的义务为条件，无偿受让有关企业，也可按约定条件代理出售受托资产，委托方按有关条款的规定向受托方支付一定的代理费或手续费。

作为这个重大创新的实践，1995年10月16日，深圳市广发源企业托管有限公司成立，营业范围是“为企业诊断，托管企业服务”。深圳市批准了该公司成立，该公司已管理若干起托管业务。1996年5月5日，海南椰风集团有限公司一举受托运营澄迈县咖啡厂、海南山兰玉液酒厂和海南琼州宾馆三家国有企业。椰风以700万元现金作为保证金，确保国有资产收益350万元。

□ 整体收购破产企业资产，兴办新企业

1986年12月2日《中华人民共和国企业破产法（试行）》的颁布，标志着破产制度在我国的确立，随着市场经济体制的健全，市场竞争的更加激烈，将会有越来越多的企业不得不加入到破产行列。由于中国的亏损企业太多，包袱越来越重，那些亏损严重，毫无竞争力的企业除了破产别无他途。北京、株洲、衡阳、沈阳、深圳、绍兴、南京先后纷纷传

来国有企业破产的消息。

没有一部分企业的“死”，就没有多数企业的“活”，坏的企业“死”不了，好的企业也“活”不起来，因此在搞活企业的同时，也必须搞“死”一部分企业，解决国有企业只生不死的问题。这就像人的身体一样，只有将肿瘤切除，不让它争夺养分，才能使健全的肌体获得充足的养分，健康地生长。然而，企业破产后并非一死了之，破产企业的资产还可以向优势企业流动，充分发挥这部分社会资源的作用。有了产权市场，破产企业的设备可以不用一件一件地转让处理，可以通过产权市场将破产企业的资产整体转让出去，收购者可以在购买这些成套资产的基础上重新兴办一家企业，这样就较好地保存下原破产企业的生产力，减少了社会震荡，同时，优势企业可以在这些新办企业中注入它们的优秀基因，使其健康发展。需要强调的是，这时在产权市场上交易的不是破产企业，而是破产企业的资产。

1993年初，浙江绍兴第一塑料厂宣告破产，浙江漓渚铁矿总公司买走了该厂的全部资产，重新办厂，使该厂“转世投生”。同年，长春制革厂宣布倒闭，第一汽车制造厂长春齿轮厂购买了它的厂房和资产，扩大齿轮厂的生产规模。南京市第二针织厂1995年11月依法宣告破产，其资产于1996年2月在南京产权交易中心进行招标采购，结果由上海月兔以1652万元一举买下，1996年4月重新设厂开工，订货者已是纷至沓来。

中国的市场化改革进入了1996年，全国各地又在探索、论证新的兼并收购方式，显示出中国产权市场强大的后劲和发展前景。企业的兼并与收购在西方国家早已有之，经过多年的实践，其操作方式、程序、法规已渐成熟。应该说，面对着这样的一个参照系，中国的企业购并的发展拥有着其有利的因素。但是各个国家有其自身独特的背景，历史的包袱给中国企业改革带来的矛盾和困难是那样错综复杂，使得我们不能完全照搬西方的那一套。而必须切合中国国情，在实践中摸索出一条在中国行得通的道路来。这就要求我们不能墨守陈规，要勇于创新，在实践中发展理论，特别要强调的是要有一付能随时适应环境的头脑，在改革开放的进程中不断地解放思想，开拓进取。

四、我国上市公司的收购

通过证券市场收购企业，是产权市场上最发达、最高级的形式。在证券市场上收购与控股在很大程度上超越了时空的局限，而且其所需资本量比较灵活，收购的只是表示资产的证券，在数量上没有整体购买大，而且收购方可以迅速地在证券市场上将买进的证券再卖出，这就避免了在实物化企业兼并中做出要么不买，要么就整个买下的抉择，充分体现了交易费用比较小、高透明度、高效率、公平等特点。在西方发达国家，通过收购股票以控制另一家公司也是产权转移的最主要、最普遍的形式。

虽然在西方发达国家中，在股票市场上企业的收购与控股是很普遍的，但是在中国这一高级的企业购并形式是伴随着股份制改革的不断深入，股票二级市场的逐渐成熟而发展起来的。1993年9月，深圳宝安集团上海分公司通过上海证券交易所交易系统在二级市场上购进了上海延中实业股份有限公司近18%的股份，从而成为延中公司第一大股东，实现控股目的。这一事件在国内外反响极大，成为中国股市收购兼并发展史上的里程碑。

□ 我国上市公司收购的发展过程

我国证券市场的起步虽只有不到 10 年的历史,但上市公司的购并的发展已经走过了一段艰难的历程。由于股本设置等其他方面的原因,这些购并的本质多属于合资或控股性质,其结果是使被购并的企业成为购并方控制或合资经营的单位。针对上市公司的购并,到目前为止已经历了三个明显的阶段。

1. 第一阶段——股票二级市场收购阶段

这一阶段自 1993 年 10 月“宝延风波”始,至 1994 年 6 月海南高速公路股份有限公司持赛格达声普通股的 5%,其中还有“万科——申华”事件、“天极——小飞”事件以及“辽国发——爱使”事件。之所以称为股票二级市场购并阶段,是因为在这一阶段,购并方直接从 A 股流通市场购买目标公司的流通股。购并的目标都是公众股占极大比例的公司,其目的在于控股经营。这一阶段,中国大陆新兴的证券市场起步不久,通过公开发行股票上市的公司为数更是有限,但就在这一有限的空间里,国内股市至今已发生数起收购案例。

2. 第二阶段——国家股、法人股转让阶段

1994 年 4 月 28 日,拥有 1.62 亿股,12 亿元总资产,在北京 STAQ 市场上市的珠海恒通置业公司与拥有 0.33 亿股,总资产为 1.19 亿元的上海棱光股份有限公司签约,决定棱光向恒通以 4.30 元/股(市价的 1/3)转让其国家股 1200 万股(占总股本 35.5%),恒通自此成为棱光第一大股东。棱光董事会改组,恒通控股棱光成功。

同年 6 月 3 日,上海证券交易所宣布,浙江省兰溪市财政局作为浙江凤凰股份有限公司国有股权持有人将所持凤凰公司股权中的 2660 万股国家股以 2.02 元/股的协议价格转让给浙江康恩贝公司持有,并转为法人股。这样康恩贝公司就持有了凤凰公司 51.01% 的股份,处于绝对控股地位。

同属于这个阶段的另一些事件是一汽集团对金杯国家股的协议转让,上海汽车总公司对赣江铃国家股协议转让 5%,光大集团在 STAQ 市场上以低价标购玉柴法人股。持有玉柴可流通法人股的 86.91%,在这个阶段,进攻方选择的是上市公司的非流通股部分,通过场外协议转让股权,对二级市场的影响较小,但对上市公司的经营和管理都带来直接影响,同时,对解决国家股法人股的流动问题也是一种探索。

在众多的上市公司中,绝大部分公司的国家股占绝对控股地位,如果仅依靠在二级市场上对流通股的购并,并不能从根本上解决大量的国有资产盘活的问题。通过场外协议转让国有股份,为合理配置国有资产,重新进行最佳组合,提供了宝贵的思路。浙江凤凰公司是兰溪市的重点工业企业,作为浙江省第一家上市公司在上海股市中过去曾有过较好的表现,被人们誉为“金凤凰”。但近几年来凤凰的经营业绩严重滑坡,其 1993 年税后利润仅完成计划的 27.6%,每股税后利润仅 0.032 元,这引起了股市管理层和广大股民的不满。为挽救凤凰公司的困难局面,浙江兰溪市政府牵线搭桥向康恩贝集团抛出了绣球。而康恩贝本身苦于无法上市,接到绣球,一方面能够扩大自身的经营规模,另一方面又能够达到“买壳上市”的目的,求之不得,一拍即合。

3. 第三阶段——外资协议转让法人股阶段

1995 年 8 月,日本五十铃汽车公司与伊藤忠商事株式会社通过协议转让共持有 25% 的

北旅法人股,福特汽车公司购买赣江铃新发B股的80%,占江铃总股本的20%,所谓的外资购并的本质只能算外资参股的概念。但是,其深层次的影响在于为我国国有大中型企业找到一条通过协议转让股权而吸引外资并获得经营管理经验,增强经营能力的新路子,同时也证明了外资看好我国经济发展前景和巨大的市场发展潜力。关于外资收购国有企业上市公司的案例将在下一章进行分析。

□ 我国上市公司收购的意义

我国上市公司的收购仅经历了短短两三年的时间,兼并的程序尚未规范,法律尚不健全,理论界对这种资源配置方式的优劣还有争议,应该说,它的历史还刚刚开始。但是,它发展的速度甚为迅猛,从在A股流通市场上的收购到国家股、法人股的协议转让,以至外商的进入,都有杰出表现,并且正在显示强大的生命力。作为完善资本市场的重要一环,它有着深远的意义。

1. 收购现象体现了证券市场资源优化配置功能

证券业是资本市场中最重要的金融行业之一,主要有四大功能:第一,上市企业透过发行股票,向投资者筹集资金,以增加长期股本作发展三需;第二,为投资者提供不同风险和不同回报的投资选择;第三,吸纳社会游资和国际资金;第四,发挥经济体系内资金的最大效益,达到资源的优化配置功能。上市公司的参股购并行为是源于经济利益的驱使,其资源流向获利高的行业和企业,从而更加增强此类行业和企业的竞争力,逐步淘汰技术、管理、效益差的企业,达到资源优化配置的功能。

收购使资源在不同行业和地区的流动对我国经济更有现实意义,改革后我国历次经济调整都只是对投资增量的调整,而仅仅调整增量是难以达到产业结构优化的目的。通过促进资源存量的流动,推动资源有效配置,可以在宏观调控中不增加投资规模的情况下获取可观的经济效益。同时,对于某些经营陷入困境企业的兼并,可以部分代替企业破产的功能,既优化了资源配置,扩大了收购方的经营能力,又避免了破产对社会产生的冲击。

2. 面对收购,上市公司机遇和挑战并存

收购分为“善意收购”和“恶意收购”两种,对于上市公司来说,“善意收购”需征得股票发行公司的所有者同意,共同协商购买条件、购买价格、支付方式和收购后的企业经营情况等问题,双方需签订收购合同;而恶意收购则是在被购方不知晓的情况下,在二级市场发动突然袭击,实现公司控制权的转移。

前者如康恩贝收购凤凰。康恩贝公司可借收购扩大规模,创造影响,“买壳上市”;而对于凤凰公司而言,可以缓解公司经营中出现的资金、产品、管理上的困境,且其二级市场的强势表现也为两公司赢得了社会形象,为今后增资扩股创造了条件。这种善意购并往往发生在出现经营困难的公司身上,使其枯木逢春,这就是发展的机遇。

但是,对另外一类业绩好的但股权分散的公司来说,就是一种挑战。就在北旅、江铃事件之后,深发展的股东大会在公司章程中制订了一条新规定“每一位个人股东持有本行普通股总额的0.5%,每一法人持有本行股份达到9%并拟继续增持时,须向本行及中国人民银行报告,经批准方可超过10%。”

面对国际资本的进入,这种机遇和挑战更为明显。一方面可以吸收外来的先进技术、设

备、经营管理方法，与国际接轨，另一方面，又有可能造成外国资本在行业内的垄断，对本企业的生存构成压力。

3. 从证券市场的投资者角度看，又能带来获利机会

此次北旅和赣江铃的购并留下最深的烙印就是二级市场收购板块的炒作。北旅曾在短短四个交易日股价从 4.60 元攀升至 12.40 元，升幅逾 200%，并带动四川广华、河南神马、鞍山一工、广电股份等形成一个热点群体；深市也是赣江铃一马当先，湘中意、银广厦、豫白鸽紧随其后，大幅飚涨。南北呼应，一时之间在中国股市上刮起了一股炒作购并概念的旋风。

收购板块之所以能被热炒，有两方面因素。

第一，上市公司的收购，能够改善公司的经营情况，通过资金、技术、管理上的引进，提高上市公司的市场竞争力。这将是长期利好，因此，被收购的上市公司以其未来成长性成为投资者的争购目标。

第二，上市公司的收购涉及二级市场股权流通变化，如宝安收购延中，即是在二级市场收购，如此减少了流通筹码，强大买盘直接刺激股价扬升。

短期利好是心理性的，长远看则属实质利好，总之，上市公司的收购给投资者带来巨大的盈利机会。

□ 上市公司的收购尚存的一些问题

中国的上市公司收购还刚刚起步，年轻的生命体中存在着很多不够完善的地方，这将在今后的发展中逐步地走向规范化、制度化的轨道。

1. 国有股、法人股占上市公司股份的很大比例

在国有股、法人股尚未流通的情况下，收购二级市场的流通股很难达到控股目的，今后收购兼并的主战场仍是国有股、法人股。而国有股、法人股的流通，一直是困扰国内股市健康发展的根本问题，此问题不解决，根本不能谈股市的规范化。如何解决这一问题，为国有股、法人股的交易形成一个集中的转让市场，为一些法人机构提供股权投资的场所，需要探索出一条路子来。

2. 外资收购

对于外资收购，综观国际市场，特别是发展中国家证券市场，都有持股比例及行业准入性限制，以免造成外资垄断，影响国家对生产及市场的调控；另外，国有股转让过程中是否存在国有资产流失问题也需加强监管。

3. 法制建设滞后

证券市场法制建设还处滞后阶段，目前仅有《公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》中有关条文的规定。这对于正在不断发展中的上市公司购并来说是远远不够的；需要出台专门的法规具体规范股份转让的相关细则。

其他一些市场管理问题，诸如信息披露、内幕交易及机构坐庄等投资者关注的市场问题，也是管理层需要考虑的。

通过证券市场购并企业，将成为中国股票热、房地产热之后的又一经济热点。这一投资的形式在中国市场经济的大海刚刚扬帆起航，未来前进的方向会怎样，还需要依靠政

府、企业界、理论界共同关注，密切指导，引导其走上一条规范、切合国情的路上来。

五、中国企业购并存在的问题

要作好中国企业兼并收购这篇大文章，有必要从它在中国市场经济改革中所处的地位来提高认识。全国改革一盘棋，国有企业的改革是关键之子。“建立现代企业制度，是发展社会化大生产和市场经济的必然要求，是我国国有企业改革的方向。”而企业兼并收购是国企改革应有之义，自然也应奉行现代企业制度的基本原则：“产权清晰，权责明确，政企分开，管理科学”。企业兼并收购的目标理应统一于国企改革的方向之中，做到明晰产权，提高效率。

当前我国的企业兼并收购的实践中，在贯彻这一目标，有机地融入改革整体方面，还存在一些问题。

☐ 关于“究竟谁有权出售国有企业产权”的问题

国有资产管理局于1994年6月起草的《国有企业产权交易管理暂行办法》第八条规定：“国有企业产权的出让方必须是国家授权投资的机构或者国家授权的部门，以及对该企业直接拥有出资权的国有企业事业单位，被出让企业本身不得成为产权交易主体。”企业自己不能出卖自己，这当然是正确的。但是出资权是否就能作为所有权的根据了呢？在1980年，财政“分灶吃饭”以前，大部分国有企业是中央投资建设的，到了现在，这些企业中的大部分中央已不再负责，企业的人事任免、盈亏责任都下放到了地方，而且改革开放之后，地方政府也曾对一些老企业增加投资；许多新项目由中央、地方共同建设。这样一来，许多国有企业的“老板”很难在地方和中央之间划出一条明确的界限来。中央对有些企业已完全放手，却又禁止地方政府出售，禁令显得苍白无力，《国有企业产权交易管理暂行办法》第七条第二款规定：“出让地方管理的中、小型国有企业产权……，其中有中央投资的，要事先征得国家授权的部门和国家国有资产管理局的同意。”这样，不论在企业中投资的比例多少，中央对这些企业都有了否决权，形成权力上的不对称。而事实上，近年亏损重组的国有工业企业太多（仅1994年就有283万个亏损企业），要中央对那么多企业审查、核准，也是力不从心。

☐ 国有企业内部仍存在权责不明、政企不分现象

我国目前政府行业主管部门“三定”之后不管是叫行业部、行业总会、还是叫行业总公司，实际上仍兼有三种职能：政府行业管理，同行业企业协会，直属企业的国有资产经营。这三种相互矛盾的职能集中在一个机构身上，哪一项职能也发挥不好。改革仍应深入，政府行业管理或产业政策监督职能应逐步合并到政府经济综合管理部门之中；行业协会职能应从政府序列中分离出来，恢复其应有的民间性质；直属企业的国有资产经营职能，在其他两项职能分离出去以后，向国有资产投资经营公司转化，同时接受国有资产管理局的监督。如果不将这两项职能分离出去，单单设立国家投资公司、国家投股公司、国有资产经营公司以及特殊授权的企业集团，不仅素质差，而且很难摆脱原来行业主管部门的传统模式。

□ 企业的兼并收购应着眼于效率的提高，而不是只图形式

改革的最终目的在于提高资源配置的效益，提高经营效率。无论是哪一形式的做法，只要达到了这一目的，就是成功的；如果没有做到，就是失败了。企业兼并收购中有些企业盲目求大、求全，在自身实力尚不具备的情况下就去收购别的企业，结果背上了沉重的包袱；有的企业兼并之后，不注重内部资产的重组，人员的调整，机制的转换，而是为了“树立公众形象”连续地兼并更多业绩不佳的企业，以致自身积重难返，有的企业在兼并之前，不对目标企业作周密的调查，购入了负债比例极高的“烂摊子”，拖累了本企业。另外，由于政府的过多干预，地方主管部门将一些无可救药的企业“摊派”给效益较好的企业，指令其“消化掉”，这种典型的“拉郎配”行为，势必使企业背上一个大包袱。以上几种现象，都是企业在兼并收购过程中应该谨慎注意的。

□ 防止国有资产的流失

江泽民总书记 1995 年在上海、长春召开的企业座谈会上的讲话中，强调了必须按照十四届三中全会通过的《决定》中关于国有资产所有权及管理体制的要求，加强国有资产的管理、监督和经营，杜绝国有资产的流失，实现国有资产的保值增值。

在国有企业的兼并和收购中，目标企业主要是非上市公司和公司。与上市公司不同，它们没有一个反映一般净资产价值的货币价值，而只反映为企业的土地使用权以及固定资产、流动资产、无形资产等，因此，并没有一个可以与之比较的标的物。基于这种特殊性，国有企业兼并收购的行为规则应该比一般的生产要素市场更为完善和严格。转让企业国有产权，首先应该到国有资产管理部門立项，报政府批准，不能由企业自行决定转让，这是立项审批制度；其次企业购并前，要进行资产评估，并经授权的国有资产管理机构或运营机构确认其现时价值和出售价格，这是资产评估及确认制度，最后企业购并后，要办理企业国有产权变更登记，这是产权登记管理制度。如果不建立这些制度，国家权益就不可能得到有效的保护，国有资产流失的现象就很可能发生。

□ 关于制定、完善相应的配套政策问题

(1) 关于土地政策问题。中国产权转让是在不涉及土地所有权转让的前提下进行的，外商购买中国企业，其地上产权可永久性买断，而地产只在一定时期内转让使用权，使用权转让的年限参照批租办法。至于国内企业法人和自然人收购企业产权，只要不改变工业用地的性质，集体土地的权属不变，使用权转让年限也参照批租办法。为此建议：国家土地管理部门、国家经贸委等有关部门制订一个包括外商购买企业在内的关于集体企业产权转让中土地政策的若干规定，以利于盘活企业的存量土地。

(2) 关于税收政策问题。鉴于公有制企业产权整体转让都属存量资产的流动，均系从实物形态通过交易转化为货币形态，而收购兼并的对象又大部分是亏损、微利企业，其转让收入大部分用于处理债务和安置职工生活，难以维护简单再生产。为此建议：在国家未开设资本税的情况下，能否暂免征或缓征这类企业的兼并收购税收。

(3) 关于劳动力安置政策问题。这是企业购并中遇到的一个难点，为此建议：国家和地方应成立劳动力安置公司，吸纳和安置被兼并收购企业中一部分未安排的劳动力，出让方要从转让收入中拿出一定份额交劳动力安置公司，用于待业培训等费用，同时要完善待

业、医疗等社会保障体系，制定相关的配套政策，以推动企业兼并收购顺利进行。

(4) 关于债权债务政策问题。建议银行核销、冲销一部分坏帐进行扶持，或归还后保持原来的贷款额度，或以转让的资产作抵押，或以债权转为股权。国家在修改和完善银行法规时，应把鼓励、支持企业兼并收购的条文法律化。

(5) 立法问题。关于企业兼并收购中的立法问题，要指出的两点是：一是要了解企业购并有关的法律体系，包括民法、公司法、企业法、经济法、社会法等，了解它们如何以不同角度规范企业购并；二是要了解现行法律的不足之处，根据市场经济体制的基本原则进行弥补。

通过企业的兼并、收购激活中国企业，是一项复杂的系统工程。它作为国有企业改革的一项内容，必须妥善处理好同各方面的关系。它涉及多方利益主体，既要保证国有资产保值、增值，又要扩大企业自主权，同时要保持、激发职工的生产积极性；它联系着众多的机构和部门，因而要努力搞好各机构、各部门之间的配合协调；它虽是对存量资产的盘活，但也引导着流量资产的流向。这就需要上至决策者下至执行人员的富于进取而又谨慎的探索，为企业改革开辟一条高效、稳妥的捷径。

第五节 中国企业购并的方式与程序

一、兼并的方式

1989 年国家体改委等四机构颁布的《关于企业兼并的暂行办法》规定的四种兼并形式：购买式、承担债务式、吸收股份式、控股式。除了以上四种目前较规范的兼并形式外，现阶段中国经济生活中还存在许多创新形式，如先承包后兼并，等等。

二、兼并的程序

在中国，市场经济模式刚刚确立，企业兼并由于多种原因，还处于很不规范的状况，需要有法律来界定其合法性，规范其操作程序。企业兼并的程序因兼并方式不同而不同，大致有以下几个步骤：

☐ 直接洽谈，完成兼并程序

(1) 确定兼并主体。具有兼并意愿的企业，可以通过有关机构或部门，寻找目标企业，也可以自己直接洽谈，寻找目标企业。

(2) 提交兼并报告。兼并方和被兼并方初步确定之后，双方各自拟就兼并报告。确定兼并的目的和意向，并经过企业的高层管理委员会通过后发布兼并信息，告知被兼并企业的债权人、债务人、合同关系人，为下一步做好准备。

(3) 资产评估。这是企业兼并实施过程的核心环节。兼并的目的和意向明确了，才能进一步明确资产评估的目的。被兼并企业经过对其整体资产的评估，形成资产转让的底价，也就是成交价的基础。

在资产评估的同时，还要全面地、及时地进行被兼并企业的债权、债务、各种合同关

系的审查、清理，以确定处理债务合同的办法。

(4) 洽谈确定成交价。兼并双方通过资产评估确定资产整体价值，根据资产价值，双方进行平等谈判协商，最后形成成交价格。

(5) 签订兼并协议书（合同书）。兼并价格一经确定，兼并程序便进入实质阶段，兼并双方就兼并内容达成一致意见，并签订正式兼并协议书（或兼并合同书）。协议书中应明确双方享受的权利和承担的义务，其主要内容如下：兼并双方的名称、住所、法人代表；企业兼并的性质和法律形式；兼并完成后，被兼并企业的法律地位和体制归属；兼并价格和折算标准；兼并涉及的所有资产、债务的总金额，兼并者交付转让费的资金来源、性质、方式和支付期限；被兼并方的债权、债务及各类合同的处理方式；被兼并方人员的安置及福利待遇；兼并实现后的经济管理的改造方案和劳动人事管理方案；违约责任；合同生效期限；其他事项。协议经双方法人代表签字后，报有关机构备案或审批。

(6) 审批。协议签订后，经双方法人代表签字，报国有资产管理部門、工商、税务、土地局等部门审批。

(7) 办理手续。企业兼并意味着企业的法人资格发生了变化。协议书（合同书）生效后，兼并双方要向工商等有关部门申请办理企业登记、企业注销、房产等变更及土地使用权转让手续。

企业兼并时，如不按规定申请变更登记，或利用兼并行为逃税，将依法受到处罚。

(8) 产权交接。兼并双方的资产移交，须在国有资产管理局、银行等有关部门的监督下，按照协议（合同）办理手续，经过验收、造册，双方签证后，会计据此入帐。被兼并企业未了的债权、债务，按协议进行清理，并据此调整帐户，办理更换合同、债据等手续。

(9) 发布兼并公告。这是兼并过程的最后一道程序。把兼并的事实公诸于社会，可以在公开报刊上刊登，也可以由有关机构发布，使社会各方面知道兼并事实，并调整与之相关的业务。

☐ 通过产权交易市场或中介服务机构进行兼并

这种方式比自己直接找对象有许多优点：其一，选择范围较大，信息传播较及时、准确。其二，对成交价格影响较大。在产权交易市场或中介机构中，可以形成竞争性叫价，最终价格的形成不仅受资产本身的价值限制，还受资产供需关系等市场因素的左右。其三，在市场环境下兼并行为受市场约束，兼并过程中的公开性、有偿性等原则比较容易得到保证。

这种兼并的程序如下：

(1) 确定兼并主体。具有兼并意愿的企业进入产权交易市场中介机构。通过登记介绍自己的资料、兼并意愿而成为兼并方或被兼并方。兼并方进行“买方登记”，被兼并方进行“卖方登记”。中介机构将企业的有关资料进行归纳、整理、入网等处理。

(2) 被兼并方须进行资产评估，提交资产评估报告。

(3) 招标。被兼并方通过中介机构，发布招标信息，招标内容一般为：企业概况、企业资产、经营状况、债权、债务等。

(4) 投标。根据招标信息，有购买或兼并该企业意愿的企业，可填写投标书，一式三份，一份交招标方，一份自留，一份交中介机构进行兼并竞争。

(5) 成交价的形成。投标之后,经过考评和洽谈,由招标方经过筛选,然后宣布中标者,再经过洽谈形成最终成交价。

(6) 兼并协议的签订。转让对象和价格一经确定,即可开始协商、起草正式兼并协议书。

(7) 审批。正式的兼并协议书报有关部门审查。

(8) 办理手续。

(9) 进行产权交接。

(10) 发布兼并公告。

了解不同的兼并形式的程序,恰当地选择兼并方式,减少兼并过程中的问题,尽可能避免兼并后的纠纷,只有这样兼并才能有所保障,才能给企业带来生机与活力。

三、收购的方式

由于非上市企业的收购在方式和程序上都与企业兼并差不多,就不再介绍了。这里介绍的“收购的方式”和后面将要介绍的“收购的程序”,都是以上市公司为对象的,即股票市场上的收购。

在国际上收购有公开收购和杠杆收购之分,而前者又有敌意收购和善意收购两种方式。

早在 30 年代,美国就制定了关于公开收购或公开权益的规定,即任何投资者、企业或个人在股票市场上购买某家上市公司股票,当拥有该公司 5% 以上股权时,就必须在 10 天以内向证券交易委员会报告备案,而且持股比例每变化 1%,必须及时备案等。这样一来收购者就难以继续在股市上比较低价格购得此种股票,取得经营权,而必须公开地以特定的价格向股东收购大量股票,这种收购股权的方式称为 tender offer,汉语意为“公开出价收购要约”或简称“公开收购”或“标购”。

敌意收购是指收购者在收购目标公司股权时虽然该收购行为遭到目标公司经营者的抗拒,而收购者仍要强行收购,或者收购者事先未与目标公司经营者协商,而突然直接公开出价收购要约者。

善意收购方式是收购者事先与目标公司经营者商议,征得同意,目标公司主动向收购者提供必要的材料等,并且目标公司经营者还劝其股东接受公开收购要约,出售股票,从而完成收购行动的公开收购。

杠杆收购又称融资收购,它是通过目标公司的大量举债来向股东买公司股权,这种收购方式只看中短期获利,是一种投机活动。

四、收购的程序

按照国家规定,任何个人不得持有一个上市公司 5% 以上的发行在外的普通股,超过的部分,由公司在征得证监会同意后,按照原买入价格和市场价格中较低的一种价格收购。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使个人持有该公司 5% 以上发行在外的普通股的,超过的部分在合理期限内不予收购。但是,外国和香港、澳门、台湾地区的个人持有的公司发行的人民币特种股票和在境外发行的股票,不受 5% 的限制。

任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到 5% 时, 应该自该事实发生之日起三个工作日内, 向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。但是, 因公司发行在外的普通股总量减少, 致使法人持有该公司 5% 以上发行在外的普通股的, 在合理期限内不受上述限制。任何法人持有一个上市公司 5% 以上的发行在外的普通股后, 其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2% 时, 应当自该事实发生之日起三个工作日内, 向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。法人在依照规定作出报告并公告之日起二个工作日内和作出报告前, 不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。

发起人以外的任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到 30% 时, 应当自该事实发生之日起 45 个工作日内, 向该公司所有股票持有人发出收购要约, 按照下列价格中较高的一种价格, 以货币付款方式购买股票:

- (1) 在收购要约发出前 12 个月内收购要约人购买该种股票所支付的最高价格。
- (2) 在收购要约发出前 30 个工作日内该种股票的平均市场价格。

收购要约人在发出收购要约前应当向证监会作出有关收购的书面报告; 在发出收购要约的同时应当向受要约人、证券交易所提供本身情况的说明和与该要约有关的全部信息, 并保证材料真实、准确、完整、不产生误导。收购要约的有效期限不得少于 30 个工作日, 自收购要约发出之日起计算。自收购要约发出之日起 30 个工作日内, 收购要约人不得撤回其收购要约。收购要约的全部条件适用于同种股票的所有持有人。

收购要约期满, 收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的 50% 的, 为收购失败; 收购要约人除发出新的收购要约外, 其以后每年购买的该公司发行在外的普通股, 不得超过该公司发行在外的普通股总数的 5%。收购要约期满, 收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的 75% 以上的, 该公司应当在证券交易所终止交易。收购要约人要约购买股票的总数低于预受要约的总数时, 收购要约人应当按照比例从所有预受收购要约的受要约人中购买该股票。收购要约期满, 收购要约人持有的股票达到该公司股票总数的 90% 时, 其余股东有权以同等条件向收购要约人强制出售其股票。

收购要约发出后, 主要要约条件改变的, 收购要约人应当立即通知所有受要约人。通知可以采用新闻发布会、登报或者其他传播形式。收购要约人在要约期内及要约期满后 30 个工作日内, 不得以要约规定以外的任何条件购买该种股票。预受收购要约的受要约人有权在收购要约失效前撤回对该要约的预受。

第六节 中国企业收购兼并的机构

中国各类企业的兼并收购以及非上市公司的股权转让一般是通过各地产权交易所、交易中心。各地市场是国内各类企业和外资从事企业兼并收购的重要媒介, 而鉴于各地情况又有所不同, 现介绍如下:

一、上海城乡产权交易所

1994年4月20日，上海城乡产权交易所正式挂牌运营。1996年上半年前，主要从事城乡集体企业及其他非国有经济组织的企业产权整体或部分转让，1996年上半年后，国有企业也将纳入交易范围。交易对象有上海的，也有外地的。外资企业、国外资本都已有所参与。截至1995年底，共推出2400家企业，成交额达18亿元。

该所实行会员制，主要吸收有影响的经济机构、金融投资机构、大型企业和外资财团作为产权经纪公司和经纪会员，进行自营或委托代理交易。所内下设信息部、交易部、结算部、法律部等，为交易提供从资产评估到鉴证成交的“一条龙”服务，并与全国各大中城市的产权交易机构实行联网交易。需兼并收购企业的投资商不分行业、地域、所有制性质，都可入市委托进行。

1996年3月，上海市委、市政府重建了产权交易机构体系。如图7.1.1所示：

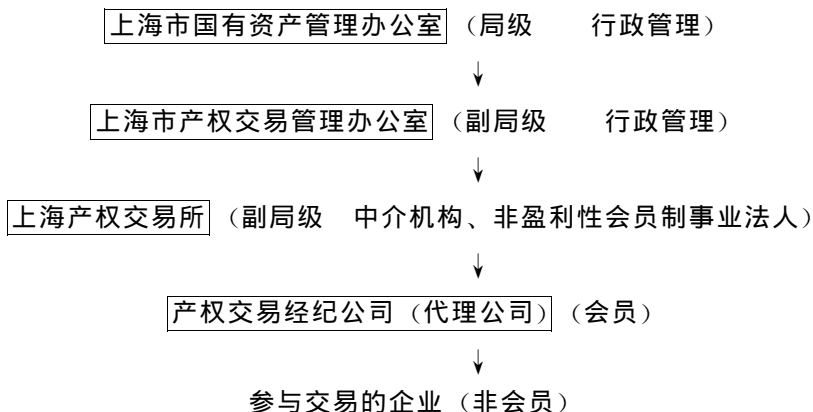


图 7.1.1 上海产权交易机构体系

上海市国有资产管理办公室统一领导产权交易工作，国资办下设上海市产权交易管理办公室，管理上海市产权交易所。场内产权交易由产权交易经纪公司代理，实行会员制。

上海市产权交易管理办公室的主要职责是：

- （1）拟定产权交易市场的发展规划，报上海市国资办审批；
- （2）拟定产权交易的政策和法规章条，按规定程序报批；
- （3）指导、监督和管理上海市产权交易的业务；
- （4）协调产权交易中有关部门和单位的关系；
- （5）审批产权交易的方式，对上市交易产权的规模、种类进行控制；
- （6）调解重大复杂的产权交易纠纷；
- （7）查处交易中的违规行为；
- （8）审批产权交易中经理机构的资格等。

上海产权交易所的职责是：

- (1) 执行有关产权交易的法规、政策；
- (2) 审查产权交易主体的资格和交易条件；
- (3) 组织产权交易，维护交易双方的合法权益；
- (4) 出具产权交易的凭证，并为产权交易提供服务；
- (5) 调解产权交易纠纷。

上海产权交易所实行理事会领导下的总裁负责制。理事会成员由产权交易管理办公室、政府有关部门、有关专家学者和会员代表等共同组成，总裁由理事会聘任。

上海产权交易所实行会员制。会员分一级、二级、三级，其中一、二级会员有权使用交易席位，派遣交易员进场从事交易；三级会员有权向信息需求者提供有关产权交易的信息服务。现有会员 67 家，其中一、二级会员 54 家。

会员的资格实行审核制：首先，必须是企业法人或其他组织；其次，有 100 万元以上的注册资金，但从事自营买卖产权业务的，须有 500 万元以上的注册资金；第三，具有章程；第四，有 5 名以上的专业人员（资产评估、财务会计、工程技术）。

上海的企业国有产权转让的审批制度是：

—— 出让中央企业国有产权的，按国家国有资产管理的规定处理；

—— 出让本市所辖企业国有产权的，按以下情况报批；

出让总资产 5000 万元以下，净资产 2000 万元以下，由运营机构决定；

出让总资产 5000 万元以上，净资产 2000 万元以上，由上海市国资委审批；

—— 向外商转让者，报有关职能部门审批。

上海城乡产权交易所在两年来积累经验的基础上，于 1996 年上半年将国有企业的兼并收购也纳入交易范围。此外，还将出台《关于进一步规范产权交易若干意见》，在规范操作上更上一层楼；在交易品种方面，该所 1995 年已开发“暂购企业定期转让”这一形式，目前还将逐渐推出股权转让回购，托管等多种形式；并拟建立全国乡镇企业产权流动、重组信息传递与自动报价系统中心。

二、深圳产权交易所

该所于 1993 年 2 月成立，是一家非盈利性机构，职能有三：一是为客户牵线搭桥，以公开挂牌交易与个别撮合相结合并以个别撮合为主；二是提供资产评估，法律咨询等综合服务，三是监督、公证、防止国有资产在企业购并中流失。目前，深圳市产权交易所正积极探索增加股权交易等新品种，让该市 500 多家非上市股份公司和上市公司大量国有股、法人股股权能够流动起来，进一步活跃企业兼并收购活动。

三、山东产权交易所

山东产权交易所成立于 1994 年，组织形式是有限责任公司，交易所是企业法人，其经营范围是：非上市股份公司的股权转让，非股份制企业的兼并收购，并为企业购并提供资产评估、经济咨询、高级培训等综合服务。

该所成立的初衷是为配合法人股的发行,由于法人股不能在证券市场转让,为减轻投资者的资金压力,产权交易所就为法人股提供了一个流通转让的“二级市场”。目前,该所交易的企业绝大多数为省内绩优企业,一共计 13 家。“九五”期间山东省即将出台一系列文件、措施,在搞好、搞活企业购并上将有较大动作。

四、成都产权交易中心

成都市于 1987 年 7 月成立产权交易市场,1993 年 8 月改为“成都市产权交易中心暨四川省西南国际产权交易中心联合交易所。”该中心实行会员制管理,凡承认中心章程并缴纳会费的产权交易经营机构、证券机构均可申请成为会员。

该中心采取固定开市交易与非固定开市交易并存、整体式交易与分割式产权交易并存的做法,并提供资产评估、财务审计、产权监理、法律咨询、保险等配套服务。

该中心交易方式分成契约式交易、实物交易、产权分割式交易以及竞价拍卖三种,逐渐形成以四川为主,辐射西南以及整个南中国的多元化、立体型的企业产权交易市场网络体系,此外,1993 年四川省还率先在香港首次成批推成 16 户国有中型企业进行买卖,领国内市场与国际接轨的风气之先。

五、武汉市产权交易中心

武汉市产权交易市场可谓中国的“元老级”市场,1988 年就率先成立。1992 年改建产权交易中心,1994 年全市共有 9 家交易市场,并实现全市联网,逐步着手组建产权交易公司,目前它兼有企业兼并和闲置资产调剂两项交易形式,并提供资产评估、见证、咨询等系列服务。

其主要经营范围是:

- (1) 对现有好企业包装后到境内外上市,或向境内外客商出售部分或大部分股权。
- (2) 搞好市政府直接投资项目(包括盈利项目)的产权和股权转让。
- (3) 对暂亏而有发展前途的国有企业实行托管经营。
- (4) 对严重亏损和资不抵债企业进行兼并、出售、破产。
- (5) 竞价拍卖部分政府管理的资产,如土地、房产。

武汉市明确规定:凡企业兼并,必须在市场内按规定进行。该市场向所有国内外企业开放。

1985~1993 年,该市共完成 251 对企业兼并,资产转移 6 亿元,目前锐意进取的武汉市产权交易中心正积极探索,进一步搞活和规范企业购并。

第二章 公司购并的操作程序

公司购并涉及到很多经济、政策和法律问题，如商业交易法、金融法、证券法、公司法、会计法、税法以及反不正当竞争法等，因此可以说公司购并是一项极其复杂的运作过程。本章将介绍公司购并的操作程序以及与此相关的内容。

第一节 公司购并一般操作程序

一、关于购并的董事会决议和股东决议

购并双方的公司董事会应各自通过购并的决议。其主要内容包括：①拟进行购并的公司名称；②购并的条款与条件；③把每个公司股份转换为存续公司或任何其他公司的股份、债务或其他证券，全部或部分地转换为现款或其他财产的方式和基础；④关于因购并而引起存续公司的公司章程的任何更改的声明；⑤有关购并所必需的或合适的其他条款。

新设合并决议必须载明：①拟进行联合的诸公司的名称及拟联合成立的公司名称；②联合的条款与条件；③把每个公司的股份转换为新设公司的股份、债券或其他证券，全部地或部分地转换为现款或其他财产的方式及基础；④就新设公司而言，依公司法设立的公司章程所必须载明的所有声明；⑤被认为对拟进行合并所必需的或所合适的其他条款。

董事会将通过的决议提交股东大会讨论，并由股东大会予以批准。美国公司法一般规定在获得有表决权的多数股份持有者的赞成票后决议应被通过。德国的公司法则规定，凡股份有限公司的购并协议，需要全部有表决权的股东的 $3/4$ 多数通过方为有效。

二、购并合同

兼并购或收购各方应当签订购并合同。购并合同必须经各方董事会和股东大会的批准。购并合同应载明如下事项：①存续公司增加股份的总数、各类和数量；②存续公司对被并入公司的股东如何分配新股；③存续公司应增加的资本额和关于公积金的事项；④存续公司应支付现金给并入公司的股东的具体规定；⑤兼并各方召开股东大会批准合同的时间；⑥进行兼并的具体时间。

新设合并合同应包括如下内容：①新设公司发行股票的种类和数量；②新设公司的总部所在地；③新设公司对合并各公司的股东分配股份或现金的规定；④新设公司的资本额和公积金的规定；⑤合并各方召开股东大会批准该公司的时间和进行合并的具体时间。

购并合同一经股东大会批准，应在限定时间内到政府部门登记。这时存续公司应当进

行变更登记，新设公司应进行设立登记。注册后，被解散的公司应进行解散登记。只有在有关政府部门登记注册后，被解散的公司应进行解散登记。只有在有关政府部门登记注册后，购并才正式生效。在德国等西欧国家，购并事项在上报商业注册处后必须予以公布。购并一经登记，因购并合同而解散的公司的一切资产和债务，概由存续或新设公司承担。

第二节 上市公司购并程序

在西方公司购并活动中，上市公司的购并活动非常活跃，是公司购并的主流。各国上市公司购并程序不完全相同，但大致可以分为以下几个阶段：准备阶段、谈判阶段、公告阶段、交接阶段、公司重整阶段。各个阶段并不是整齐划一的，而是相互交叉进行的。现以英国的上市公司收购程序为蓝本就上市公司收购全过程作一介绍。

一、聘请财务顾问

一般来说，在准备收购一家上市公司时要有一家投资银行（Investment Bank 或 Merchant Bank）提供帮助。换句话说，必须聘请投资银行担任财务顾问，为公司购并的运作提供财务咨询和建议。聘请投资银行担任财务顾问有利于处理可能产生的复杂的法律和行政管理事务。例如，准备并分发给股东们的出价文件、征求股东关于支付价值的合理的意见、参与兼并的谈判、提供有关建议等。不过聘请投资银行担任财务顾问有一个前提，就是应确信该投资银行与购并各方没有任何联系和利益冲突。关于财务顾问的具体业务操作详见本书第二十五章。

二、保密和安全

当某一投资银行担任财务顾问一经确定，财务顾问就有义务提醒自己的客户关于购并的保密和安全事宜。任何一个参与购并计划并知道开价情况的人都应该保守秘密，仅在必要的情况并同样保守机密的条件下方可将机密告知他人，所有参与购并计划的人都应当小心谨慎，以便把泄漏机密的可能性减小到最低限度。另外应特别注意证据和证明的打印，要采取任何可能的预防措施以确保机密。在购并开价宣布之前，执行人不能交易本公司股票，也不得建议其他人交易该公司的股票。

三、事先在股市上收购

经验表明，在收购某个公司之前，先购买它的一小部分股份作为下一步整体报价的一个跳跃，是十分有利的。这一小部分股份或者说一定量股份可以通过第三者去谨慎地收购，一般不会影响某个公司的股票价格，但一旦这种一定量的股份收购达到或超过某公司资产的 30% 时，收购计划就可能泄漏或被对方发现，因此收购者需要尽快地在市场上积聚到比对方公司稍少于 30% 的股份，这一数量是收购审查委员会对收购一个公司全部股份进行开价所必需的。然而那时候关于大量股票购买的新规则使最初防备措施的有效性减弱，这些规则规定在任何 7 天的时间内最多只能购买股本的 5%。英国 1985 年 4 月公布的有关股票

增值的权利的修订案中规定,在任何 7 天的时间内收购股份的最高数额为 10%。但是原有的规则能在一定范围内有效,这就使购买股票的百分比的提高不会那么迅速。

四、确定关联交易

除了收购量的限制外,收购一家公司还有些额外的限制和障碍。由出价者或被出价者的“合作团体”、“同谋者”、“一致行动人士”、“关联公司”进行的股票交易均构成关联交易,应受到限制。所以,收购方应事先对收购将产生的关联交易限制到最小程度。

五、确定报价时间

获得一定量的股份数额的潜在好处是,获得一定量的股份可以使收购方在目标公司董事会获得一个席位,这就为出价者下一步购买公司获得更多的信息,并为全面报价确定一适当的时间。国外公司法一般都规定,公司的股份登记应是公开的,且每个成员均有权得到副本。出价者可以根据记录查到是否有一些大的事业机构股东的支持,这对确定一个报价时间并使报价获得成功是必需的。

六、确定出价的方法

出价者首先应将出价提交给被出价公司的董事会即目标公司董事会。如果该步骤有一个投资银行以一个出价者名义进行,出价者的身份一开始就应该公布。如果该出价由出价者的附属机构或出价者的“媒介物”来提出,最终的公司的身份也应宣布出来,接收出价的委员会有权确定出价者是否收于全面的、真实的出价位置上。

一个报价者如果得到被购买公司董事会的支持则成功机会就会增大。因此在提供任何形式的出价之前就会有非正式的秘密的讨论。在这种讨论中出价者将会描绘其未来的打算,其中包括出价者对现有董事会人员及高级管理人员的打算。如果董事会成员在公司被收购后能继续留在有吸引力的高级位置上,并有更好的发展机会,他们就会积极支持和欢迎公司被收购。

目标公司董事会收到出价以后,根据证券法规的规定一般要采取一些步骤。例如聘用一个投资银行为其顾问;对出价收购进行仔细讨论;发通告给自己的股东,以使股东知道收购建议的主要内容。如果报价被推荐,那么推荐信息也应该包括在发送给股东的出价者文件之中。

在一个出价被宣布之前,目标公司的股票价格如果出现一种上升的趋向,这表明存在着情报泄露,甚至内幕人士交易的可能性。如果有这种泄露发生,董事会应立即公布出来,并向股票交易所提出对目标公司股票交易停牌要求。

七、向反托拉斯的权力机构进行咨询

在一注册公司正在出价购买另一个公司的情况下,很可能会涉及到反托拉斯方面的问题。如参考垄断委员会的规定,出价者可能会希望与公平交易署进行非正式的磋商以表明其观点。这种讨论的时机确定,基本上靠判断,它一般应在向目标公司提供出价前进行。如

果报价受到目标公司的欢迎，则与公平交易署进行联合讨论会有一些好处。如果报价不受欢迎，目标公司自己就会找公平交易署，并指出出价者的购买违背公共利益。

八、预备性的通告

在目标公司董事会收到出价前，宣布通告的责任仅在出价者一方。在目标公司董事会收到出价之后，宣布通告的主要责任就落在公司董事会身上。他们为此应密切注意股票价格。如果出价是被推荐的，且股票交易所很可能暂停股票交易时，则可立即发布一个通告，并提出中止股票交易的请求。

九、确定的通告

只有当出价者有充分理由相信他能执行该出价时，才可以提供一个确定的具有出价倾向的通告。一旦出价者采取这一步骤，他就得遵守自己的报价诺言，出价者的金融顾问在这一方面也承担责任。例如，在英国，通告宣布以后，出价者就要做以下事情：①向公平交易署提交一个正式的合并通知；②在出价可能涉及到垄断问题时，要向欧洲经济共同体委员会提交类似的合并通知；③提出获得特定管制许可的申请，包括在国外管辖区所必须的许可。

十、出价期间的交易

在某一预定或可能的出价通告被宣布后，当事人仍可以自由交易目标公司的股票（同时遵守由未公开价格敏感信息所导致的限制规则），但需在交易日之后的第二天中午 12 点以前把交易情况报告给股票交易所、专门小组及新闻报道部门。从实际情况来说，一般必须以书面形式通知股票交易所，这样安排比较合适。合伙人进行的交易，不论是为他们自己或是为他们的投资顾问都应通报。原有的规则规定在确定通告宣布后，禁止出价者在 7 天内获得更多的目标公司股票，这个规则如今已被废除。

然而对这类交易行为仍有一些限制。一旦一个确定的通告被宣布，则要禁止一些不受欢迎的出价者，禁止他本身持有股份或股票控制权超过 30% 的界限，直到对股份的全面报价的第一天结束日之后。

十一、独立等级和潜在的权益

在对股票资本确定出价的意向宣布之后，目标公司应根据出价者的要求，尽可能快的提供有关股票资本更改或认购权的细节，其中包括行使这些权力所能产生的具有投票权的股票数额。

十二、准备出价文件

正式的出价文件一般应在确定通告之日起的 28 天内寄出。这种文件将会很长且很复杂，但应使它看上去像说明书那样内容准确。出价文件的详细内容应包括：出价者聘请的购并顾问（如投资银行）的有关文件，出价者公司和目标公司的详细财务记录（包括有关

营业额和利润的历史记录以及每股的净资产),使股东可以自己判断所出的价格是否公平。此外还包括资产接受和转移的形式、如何完成交易程序等。

十三、出价文件的发送

由于对出价文件的高度准确性及董事们承担责任的要求,致使证明工作极为必要,要根据事实对文件中包括的情况和责任进行严格检查。在出价文件发送前,购买公司的每一董事必须在写给投资银行及发布该文件的其他人的信中,证实他接受为其中的声明和观点所负的责任。

十四、目标公司的反应

目标公司董事会应公布它对出价的意见,并告诉她的股东由它自己独立的顾问所提供的建议的主要内容,董事会也应该对出价者、对目标公司及其雇员的声明和打算发表评论。这些意见和评论应尽可能地在出价文件发布之后的14天内公布,并在目标公司董事会发出的主要通知的文件中列出。有关股份持有和合同的特点的具体细节也应如此。应该注意,任何由目标公司发布的文件中表明的信息、鉴定或推荐材料,都应像购买公司一样严格遵守有关法规所要求的标准。

十五、防御策略

被出价公司的防御,除了在信函上温和地表明该报价不受欢迎外,还有其他策略。例如股份回购、诉诸法律,甚至吞食毒丸等。因此收购方还必须考虑目标公司可能做出的种种防御措施。在美国一个不受欢迎的出价者会发现,目标公司的大宗资产已被廉价出售或者被冻结,甚至其公司已准备了一个对出价公司的报价,在英国,根据《城市法规》,目标公司董事会在没有得到全体会议上的股东同意的情况下的任何有可能阻止诚意的出价,或剥夺被收购公司的股东根据出价的优势进行决定的机会的行为都是被禁止的。然而对目标公司董事会来说,仍有一定的可能采取周密计划的办法,且某些城市商业银行已在帮助防卫那些不受欢迎的请求者,或至少在把价格提高到可接受的水平上的能力方面建立信誉。

十六、在出价期间的行动

一旦被购并公司已采取步骤保卫自己,或一旦有另一报价竞争者加入战斗,激烈的竞争就开始了。这通常包括发布更多的给目标公司的股东的好斗性的通知,其中重要的地方均以醒目的或带颜色的字样标出。

就出价过程中发布的信息来说,因收购而成立的专门小组应对它的顾客的财务顾问以及任何涉及到的公共关系顾问承担指导责任。就实际情况来说,这种指导一般由投资银行或从事报价事务的律师,以正式的建议备忘录形式提供。

十七、对目标公司董事会的限制

根据规则,目标公司的董事会应在出价寄出后的30天内,宣布交易结果、利润或红利

预测、资产估价和红利支付的建议。通告的日期应尽量提前，但如果不可能的话，专门小组一般也会同意推迟。

目标公司在不经它的股东同意的情况下，根据一般责任不可以采取可以破坏这一真诚出价的行动，如果公司已为一位受欢迎的出价者提供了信息，它也有义务为不受欢迎的出价者或潜在的出价者提供相同的信息。根据规则它也应该确保股票转移能迅速登记，以便使股东可以自由行使他们的选举权以及其他权力。换句话说，目标公司应对自己的行为负责，而不应以牺牲它的股东的利益为代价采取攻击性的和不公平的防御策略。

十八、第一个结束日

出价文件要具体说明被出价公司股东的最小接受数目及应收到的日期。该日期应在出价文件被寄出后的 21 天内或更长一些时间。如果报价在那个日期被附加条件，则出价者没有义务延长它的出价日期，可以简单地让它失效。

十九、出价的延长

在一些场合下，出价者可以延长出价或修订出价，或两者均做。不管是选择了宣布无条件接受、修改或是延长之中的任何一项，收购公司在报价到期后第二个工作日的上午 8:30 以前应该进行通告，同时把情况通知股票交易所。

二十、对出价价格的修改

如果出价价格提高了，则必须提供有关细节的通知。然而不论修改与否，任何出价都不能延长到它被寄出后的第 60 天之后，在一些情况下，一个修改后的出价当然可以是强制性的。但出价者不应使自己处于这样一种境地，即当其出价被要求修改时，这个出价还处于强制性有效的状态。

二十一、终止通知

如果一个出价不是被推荐的，而且目标公司的防御战略在起作用，拉股东参加将是很困难的。股东们会在提出他们接价以前，坐在旁边观察拍卖会在什么地方停止。唯一可以迫使他们加入的事情是出价者将要采取进一步行动的迹象。出于这种原因，出价者常常会发表声明，大意是它的出价是最后的，不会提高，而且在一定日期肯定终止。

二十二、接受的撤回

从第一个结束日起的 21 天后，出价仍未被无条件接受，那么任何已接受该报价的股东可以自由撤回他们的接受。一直到出价实际上成为或被宣布为无条件地接受的时候为止，这种撤回的权力都有效。然而如果在出价者宣布他的出价是无条件的时候，他未能遵守规则的要求，在随后的交易日下午 3:30 以前完成，已接受的股东将有 8 天时间可以确定是否撤回接受。这当然可能导致接受水平降低到低于所要求水平，因此出价者应严格信守该规则所确定的职责。

二十三、无条件接受

所有的出价者应确保接受一个足够的数目，以获得足够数量股票。出价者拥有的股票应超过来自于财产股票资本的投票权的 50%，除非出价者已经拥有或控制超过 50% 的投票权。没有任何出价可以被宣布为无条件接受，除非有关的情况实际上被泄漏出去了。

二十四、股东会议

出价支付的手段是购买公司的股票。根据股票交易规则，这种购买须得到出价公司股东的同意，为此出价公司应举行一个非常大会，以正式批准这项购买。这些会议上通过的决议案的内容应该全部以正式通告形式列出，附在出价文件中，除非有敌意、有争议或另有较高的报价。在没有争议的情况下，这些会议参加的人数不会太多，一般限于董事或出价者的代理人，这样决议很容易被亲自参加会议的大多数通过。在一次需要投票的会议中，存在强烈反对或威胁的可能，出价者董事会应小心行事，通过游说那些较为重要的事业机构股东，以便获得所需要的赞成票以反击对该投票的反对。

二十五、所有条件的满足

一旦出价被无条件接受，任何还存在的先决条件（如列出股份清单）的实现一般是程式化的事情。除了得到专门小组的同意以外，所有还存在的条件都须在最初结束日的 21 天内，或者在出价被宣布无条件接受那天后的 21 天内实现，否则该出价将失效。

二十六、支付方式

假定出价已获成功，对购买公司来说，下一步就是把支付手段（不论是以现金保证的形式还是股票、债券的形式）交付给那些同意接受出价的股东。而这些股东在出价文件规定的时间期限内，已经以有效的形式交出了接受文件，并附有他们的股票证书及其他所有权文件。这最迟必须在出价成为无条件之后的 28 天内完成。

二十七、强制性购买法

1985 年的英国公司法包括如下规定：禁止股票所有者中的少数派阻挠一个公开的完全成功的出价，并且也禁止这些少数派被排斥在一成功报价之外。如果一个出价在最初出价寄送后的 4 个月内已得到股票持有者的同意，而这些股票持有者拥有不低于出价者想要购买的股票总值的 90% 的股票（不包括出价者和他的合伙当事人在出价前所拥有股票），对购买者来说下一步是根据通过法令向持不同意见的股东（或者那些在某些情况下已经消失、更换地址或死亡的股东）发出通知的方式，对剩下的股票采取强制性购买。

二十八、安排计划

一个出价者能实行强制性购买做法的情形并不经常发生，出价者不一定能够在 4 个月期间内获得被出价公司的 90% 的股东支持。

二十九、购买后的审计

在被购买的公司已被重新组织、重新改造或与购买公司业务合为整体的时候，购买者将希望进行事后检查，以确定有关最初统计和批准的投资假定在过程结束后是否正确。

以上是对上市公司购并程度的描述，这一过程一般都是由投资顾问、律师、会计师、出价人和股东共同完成的。

第三节 非上市公司购并程序

一、意向书

这是一个有用但不是必需的步骤（法律上对此无强制规定），它能表达双方的诚意，并在以后的谈判中相互信任，以便节约时间和金钱；采取这一步骤，卖主能够使他准备透露给买主的机密不至于被外人所知。意向书中一般表示，出于双方的要求，通常需要作进一步的调查并且核准资本消耗。然而意向书又是双刃剑，收购双方往往会因为要花大力气解释意向书中不太确切的允诺过的条款，而陷入困境。因此意向书应该尽可能地简短，只要对每一方总的意向予以肯定即可。

二、调查

买方通常指派一名注册会计师（通常是他的审计师）进行调查。这能使买方得到一个专家独立作出的对被收购方财务、商业和行政事务的评价。虽然一份典型的调查报告很容易理解，但明确会计师所用术语的含义十分重要。

同时，买方的律师应当对公司的帐册（如关于借贷情况的摘要）和地方特许权（如果土地和建筑物是关键资产）作一次特别调查，并且检查所有的原始合同、保证书和许可证等。这些很可能是因公司将被收购而安排的。买方律师还希望调查卖方雇员的雇佣条件、工会的意见、工厂惯例和退休金安排等。买方律师应特别注意是否有什么关键的要约（如许可证、经销或专利许可）会因为公司被兼并而终止。每一方的退休金顾问都应该调查退休金计划的资金来源，以及考虑如何支付应付的金额。

三、董事会批准

如果一项收购或转让由一家独立公司，或由一个企业集团的核心公司实施，通常在签订法律上不可变更的协议之前，需要得到董事会全体成员的批准。如果买者或卖者是企业集团的附属公司，在签订合同前，也需要准备一份项目报告，取得与之有关的母公司董事会的许可。

四、政府部门批准

在英国如果收购达到垄断指控的标准，收购双方就应该考虑通知公平竞争办公室

(OFT), 以一种受到信任的方式与其作非正式接触, 或者将收购通知呈交给 OFT 以取得国务秘书的同意。对于很大的收购交易, 还需要考虑是否符合欧共同体标准, 是否应该向欧共同体委员会提出申请, 以便根据欧共同体兼管制法规得到许可。在美国则要取得证券交易委员会 (SEC) 的批准, 并提防反托拉斯法。

五、谈判

很明显, 谈判主要涉及交易的方式 (股权或资产)、补偿的方式和数额 (在企业转手的情况下补偿金如何在资产中分配)。然而与其他事情相比, 谈判更需花费时间来统一意见的有: 明确买方能够提供的特许条款和税收抵免的范围。

收购双方经常失望地发现, 他们在原则上达成协议而好不容易建立起来的商誉和良好的合作势头, 会因接下来在一些似乎深奥的鸡毛蒜皮小事上 (有时是苛刻的) 的争论不休而被毁掉了。尽管转售协议需要较长的篇幅, 是个复杂的文件, 但没有理由耽搁。使用现代的文字处理技术, 一份原则上达成协议的合同草案能在一两天内完成; 此后谈判应该紧扣一个经过仔细计划过的时间表。

六、交换合同

在交换合同时, 收购双方都必须作出承诺, 从无条件交换合同之时起, 买方成了公司的受益所有者。因为他此时仍有风险, 出于保险的考虑, 他必须确保投入足够的保险金以保护企业。

七、声明

在交换合同的时候, 收购双方通常会向新闻界发表声明 (根据证券交易规则也可能确实需要这样做)。根据英国 1981 年企业交易 (雇佣保护) 管制规则, 也需要发表这样的声明。这个声明需要细心准备。雇员们不应首先从报纸上或从工会代表那里知道这桩交易, 这显然非常重要。同样的道理, 主要的客户和供应商应该在私下里通过电函得到通知。先召开一次高级管理层人员会议, 再安排一次会议把所需要的信息传达给基层。在任何一个这样的会议上, 都很可能提出关于以后雇佣情况的问题, 但是即使以后没有裁员和重新安排工作的计划, 作出任何一个这方面的承诺都是很明智的。

八、核准

合同交换后买主的律师一般会提出调查卖方土地的产权, 或者卖方的律师自己也会提供买方所能信赖的产权证明书或报告。在通常证券交易的情况下, 要求股东核准一张通知函及其特别股东大会的通知, 同时代理委托书也将送到买方股东手中。这一切都在合同交换后进行。这部分程序可能要花大量的时间、精力和费用, 要求收集、处理和组合大量信息。它要求每天同印刷商、专业顾问联络, 无休止地召开起草会议和定期向证券交易所递交未得到认可的草稿的校样。

同时, 所有合同中所要求的特别许可或权威机构许可, 都是在这一阶段申请的。例如,

如果收购牵涉到像保险业那样的受到管制的行业，那么获得 DTC 的许可必不可少；如果牵涉到一个持有英国在北海开采石油的特许证的企业，那就需要获得能源部的批准。交换合同以后，如果存在这种危险，即国内税务局怀疑交易的动机和效果，或者对是否会遇到减税存在某些疑问，那么还需要申请税收票据交换。在“文件对文件”（Paper for Paper）的收购中，或者在出卖拥有地产的公司时，或者在税务局有能力反对他们，认为是出于避税考虑的购并的情况下，对税收票据的交换应当是很谨慎的。

九、特别股东大会（EGM）

当需要股东核准的时候，收购方公司将举行特别股东大会，对赞成还是反对交易进行投票表决。如果将发行新股作为一部分补偿，收购方的股东还需要批准股东的增加和补偿股的发行。

十、董事会改组

这一步通常是被收购的公司召开董事会会议，通过即将离任的董事辞职和任命收购方提名的人员以改组董事会。股权证和把股票从卖方转到买方的过户表格，将经过被收购方董事会的重新登记和盖章。公司的法定帐簿、被兼并证明、地契、动产和其他有关的全部文件都将上交给收购方。所有对这场交易所作的承诺，按照流动品抵押、股票贷款信托以及和双方有关的条款所要求的，都将提出并加以审查。最后，当一切检查完毕，井然有序以后，将付给卖方补偿金；若是现金补偿，通常由买方银行用银行汇票支付。

十一、正式手续

改组后，应在限定时间内到政府部门登记；存续公司应当进行变更登记，新设公司应进行设立登记注册，被解散的公司应进行解散登记。只有在有关政府部门登记注册后，收购方正式生效。在德国等西欧国家，收购事项在上报商业注册处之后必须予以公布。收购一经登记，因收购合同而解散的公司的一切资产和债务概由存续公司或新设公司承担。

完成交易后，可能会给顾客、供应商和代理商等发出正式通知，必要的时候还将重新安排契约。报告书将存档，股权转移的凭证要存放好，以便支付印花税。

正常情况下，完成日期过后，卖方会要求买方向目标公司投入资金以偿还所有对卖方或卖方集团的其他公司欠下的债务。同样，如果目标公司的借款由卖方（或可能是卖方董事）的保证书或慰问信（Letter of Comfortable）提供担保，那么出售协议会要求买方或买方集团中的其他公司提供保证书或其他担保，以解除卖方的这些义务。所以，买方在完成收购后需要立即依靠银行，以保证履行这些承诺。买方还可以利用这个机会，向目标公司的银行家提供载有新提名人选签名的新的委托书。

就证券交易的第一类情形而言（不要求股东批准），一般在收购完成后向股东发送解释的通函，而不是在交换合同时发送。在这种情况下，通函的目的只是向股东提供信息，而不是争取他们的同意。

十二、重整

收购完毕后，买方要走的下一步是向被收购公司的全体高级管理人解释买方目前的打算和管理企业的常用方法、向谁报告工作，这都需要明确，职权也要界定清楚，新的银行委托书要填好。通常收购方的会计人员会很快解释买方将来所需的财务报告要求。只有完成了所有这些正式步骤以后，一体化的工作才正式开始，对于这些具体的操作，本书将在第十六章中详细阐述。

第四节 公司购并的途径

世界上较成熟的产权交易国家在公司购并中，买方公司常采用以下三个途径收购目标公司。

一、买方公司从目标公司的股东那里直接购买控制权或者全部股票

如果目标公司有为数不多的股东或其本身就是一个子公司，购买目标公司股票谈判过程就比较简单，直接与目标公司的大股东进行购并谈判商议买卖条件即可，这时收购公司通常要买目标公司的全部股份，因为这样购买公司就不需要应付其他目标公司少数股东所提出的要求了。

如果目标公司是个公开发行的股票的公司，收购程序就相当复杂，进行收购的买方公司就应该按照事先议定的“公开投标收购要约”规定的程序来购买大部分或全部目标公司的股票。但是在美国没有任何规定强迫买方公司收购目标公司所有的股票。

二、买方公司收购目标公司大部分或全部的财产来控制目标公司的业务

在美国没有任何法律规定买方公司在购买目标公司财产的同时也必须接收目标公司所有的负债。所以收购财产和接收负债是买卖双方洽谈交易中的重要条件。如果买方公司收购几乎全部目标公司的财产，则必须经过目标公司的股东同意。在这样的交易中，如果目标公司是一个公开发行的股票的公司，两个公司就必须起草一个信息披露文件，让目标公司的股东们明确了解交易所包含的重要信息。

三、公司兼并

一般来说，兼并有三种形式。①向前兼并。进行向前兼并，买方公司与目标公司合并后，买方公司成为存续公司，而目标公司已被消灭，其独立法律形式已经不存在了，所有的财产和负债都进入买方公司。②三角兼并。进行“三角”兼并，目标公司同买方公司的一个子公司兼并后，这个子公司成为存续公司，而目标公司的独立法律形式也就不存在了，所有的目标公司的财产和负债都进入了这个子公司。③反三角兼并（Reverse Triangular）。进行反三角兼并，买方公司的子公司与目标公司合并后，目标公司也变成买方公司的子公司，而原先子公司的独立法律形式不复存在。通常情况下只有用反三角兼并的方式进行兼

并才保护了目标公司的独立法律形式。

在兼并交易中，买方公司可以用现金、债券或股票来购买目标公司。

第五节 选用收购途径时应考虑的重要因素

一、税收

税收在公司收购交易的后果中是相当重要的。首先，假设买方公司用现金购买目标公司的股票或资产。这样，在第一条途径中。假设目标公司的股东们有股票收益的话，他们就必须在同年的付税。买方公司在购买目标公司股票的基础是买方公司的收购价值，同时目标公司财产的基准不变。

二、财务

公司购并活动对财务的影响对税收的影响不一定相同，要用不同的规则去分析。在收购交易中，所涉及的有关财务准则是比较复杂的，所以客户必须尽早请一个会议事务所来分析交易的结构并提出他们的建议。

一般说来，进行财务处理可有两个途径：①购置法（Purchase Method），适用于一家公司简单地购买另一家公司；②股权联营法（Pooling of Interest Method），适用于两个完全平等的公司合并。如果用股权联营法，就要把目标公司和买方公司的资产负债表相加起来，这样目标公司财产的基准价值能保留下去。如果用购置法，由于收购公司像购买任何资本资产一样，必须以收购公司的现金、负债或股票偿付。如果收购公司支付的价格刚好等于目标公司的净资产价值合并后的资产负债表同股权联营法一样。如果支付价格超过目标公司净资产价值，合并后的资产价值应该增加，以反映实际支付的价格；如果支付价格低于净资产价格，资产价值应该减少。

三、转移财产

在选择收购途径中考虑相当大的因素之一，是有时需要涉及此项收购交易有关第三者的批准。在这种情况下，第二条途径困难最多。如果收购公司直接购买目标公司的财产，而很多财产受到目标公司的许多合同（包括租约、贷款抵押）的限制，为了转让目标公司的合同权力，一般必须得到合同对主的同意。有的时候，为得到第三者的批准要多花钱，因为第三者可能有不少附加条件，如必须增加租约费等。有的时候目标公司的权力是不可转让的，如政府的许可证等。如果政府不愿意再向收购公司发放一个新的许可证，收购公司就没有办法经营被收购的业务。有的时候，根据合同的具体条件，在有些兼并形式下（如反三角兼并），目标公司的独立法律形式还存在，所以不需要新的政府许可证，也可能并不需要合同对方的同意，这时的购并就显得相对容易些。

四、接收负债

如果目标公司有相当大的或有负债（如目标公司的环境污染严重）必须清理，但目前根本不知道要花多少清理费，因此买方公司要避免接收这些债务。在这种情况下就必须选择第二条收购途径，即收购目标公司的财产。但是如果由于其他的原因，买方公司认为不能用第二条途径进行收购，而要保留目标公司的独立法人形式，可以选择第一条途径或第三条途径。在第二条途径中，买方公司只接收在收购合同中明确写出的目标公司的负债，这样双方详细谈判有关负债的责任就十分重要了。

第三章 公司购并战略分析

第一节 购并策略的制定

公司购并是一项有风险的业务，数百万美元的损失往往产生于战略决策上的失误。因此，每个从事这项业务的公司，为了达到购并的目标，都必须为自己制定一个切实可行的战略，以适应不断变化的各种条件。一个适用于所有公司的最好战略是不存在的，每个公司都必须根据自己在市场上的地位及其目标、机会和资源，确定一个有意义的战略。

购并的成败不在于是否完成购并交易，而在于交易完成后的经营业绩是否达到预期目的。因此在购并过程中，制定科学而又可行的购并策略与一般的投资决策一样，是投资成败的关键所在。

就企业个体而言，企业经营策略按其辐射的范围的大小大致可区分为整体策略(Corporate Strategy)、事业部策略(Business Strategy)、功能性策略(Funtional Strategy)三个层次。购并作为企业的外部成长方式，与企业内部成长比较，在这三个层次经营策略上各有其不同的作用：①在整体策略里，乃为企业进行策略性投资组合管理的有效工具；②在事业部策略里，乃是企业进行垂直或水平的资源配置，发挥资源使用效率的有效工具；③在功能性策略里，则为提高市场竞争力及快速提高生产能力的最有效工具。若从业务的相关性而言，企业购并动机与内部成长动机一样，可分为多角与整合策略性目的。

第二节 购并与多角化经营

多角化经营是指公司的经营已超出了一个行业的范围，向几个行业的多种产品方向发展，它是公司的一种向外扩张策略。一般地说由于多角化经营可以把公司的经营风险分散于多个行业或多种产品，在一方面的损失可以在其他方面得到弥补，做到“东边不亮西边亮”，从而降低了单一经营所面临的风险，增加了公司经营的安全性。

一家进行多角化经营的公司，有两种可以选择的途径：①公司内部在原有基础上，增加设备和技术力量，逐步向其他行业扩展；②从公司外部购并其他行业公司，这是实现多角化经营的一条快捷途径。策略性投资组合管理促使企业为追求经营效益，不时地评估所处环境的优劣，再结合本身实力的强弱，通过资本或股权的收购或出售，将资金重新分配。在考虑长期利润的情况下，企业应出售所属的未来的前景看淡的事业，将出售所得的

资金用来收购未来前景看好的事业。

因此企业经营过程中企业决策者经常会面临这样的抉择：是原有产品（事业）继续扩张，还是把力量放在新产品（事业）或者新、旧产品两者兼而有之？这样，在企业多角化经营策略里，就有所谓中心式经营策略和复合式经营策略之分。“中心式”表明新事业与原有事业相关度高，而“复合式”则与原事业完全无关。

一、中心式多角化经营

进行中心式多角化经营，常因决策者有“自以为是”的思想，以为本身对要从事的新事业有相当了解而贸然投入，后来常因对该业的了解不够深入而发生决策失误，造成损失。或者原以为新事业与本业可以有相同的客户群体，但后来才发现，销售对象并不完全相同，而且往往新事业已有一定规模，造成“骑虎难下”的局面。这些都是采用中心式策略时应注意的问题。

基本上购并可使企业规模快速成长。例如美国宝洁公司（Procter & Gamble）就接收过很多相关性很高的公司，经由技术支援及营销通路共同作用而使其取得市场领先地位。目前宝洁公司除在欧美许多国家收购很多公司外，还在亚洲，特别是在我国北京和广州成立了合资公司，大力开拓我国的洗涤用品市场，对宝洁公司而言每收购一家公司，可能为其带来更广的产品线。德国奔驰汽车公司曾收购过 AEG（电子电器制造厂）、Dornier（飞机制造厂）、MTU（飞机引擎制造厂）。奔驰收购这些企业的目的在于期望这些公司的研究开发成果可使整个集团产生更高的竞争优势，这也就是中心式多角化购并策略。然而这些购并是否真正在技术上产生效益，还要考虑到研究开发技术的协调性工作所产生的额外成本，有时这些额外成本可能抵销相当大的技术互补利益。1991 年日本索尼公司以 20 亿美元收购美国最大唱片公司哥伦比亚唱片公司（CBS）也是一个较成功的中心式多角化收购策略的例子。

总之，中心式多角化购并是企业寻求新的收益与利润的最好途径，比内部发展和复合式收购经营风险相对较小。但是要考虑到，在选择中心多角化购并时新的目标事业的竞争环境是否有利于收购者顺利进入。在一个竞争激烈的市场环境中，提供给收购者本身的行销、制造技艺、研究开发成果等新的目标事业能否取得相当大的竞争优势，是企业收购前要考虑的相当重要的评估项目。

二、复合式多角化经营

复合式多角化经营的基本动机，无非是为促进企业经济效益的大幅度提高，并使企业利润稳定。因此对一家大型企业而言，多角化经营的基本动机是为通过企业经营活动的跨行业、部门经营，避免资金过于集中于某产业，达到分散企业投资风险的目的。

我国深圳市最早实行股份制的企业之一的万科集团公司，近几年利用股权投资的形式，先后投资海南新能源公司、西安黄河机电股份有限公司、天津海运等股份有限公司，特别是 1993 年 8 月已投资北京王府井百货大楼、北京城乡贸易中心等 22 家企业 7500 万人民币。通过这些股权投资，开展跨行业、跨地区多角化经营，使万科集团成为国内最有实力

的股份制企业之一。

应该看到,那些高科技公司,在是否进行多角化经营上面临两难处境:由于高科技产品生命周期短,一旦产品过时,存货价值几乎为零,而且研究开发速度跟不上市场的要求,很快会被淘汰。若进行多角化经营,会使企业力量分散,不易集中力量跟上市场步伐;若不进行多角化会使风险过于集中,影响企业的长远发展。

事实上,从另一个角度来看,复合式多角化经营乃企业成长的必然结果。很多企业发展多角化经营,把力量界定在几个主要产业内发展,经过长期发展即可形成几个核心事业。如北京京海集团把计算机工程设备安装、办公自动化、空调器作为其主要经营项目,取得了良好的效果。美国国际电话电报公司(IT&T)的营业额从过去的7亿美元增加到目前的上百亿美元,几乎全是靠多角化接收别的企业而来的。事实上有多角化的成长中,若看好某产业具有发展前途,则可先收购一家基础不错的公司,再从内部发展成长壮大。

由于复合式多角化的收购风险高,因此应注意下列问题:①跨入的产业应是成长快、前景看好的产业;②避免对当地税法、会计原则不熟悉的国家或地区投资;③新事业的财务控制及管理与事业相似,或者不会复杂到不易了解产业状况的地步。

企业进行复合式多角化的接收,往往将此视为一种纯粹的财务性证券投资,而不重视经营决策的参与。因此,财务分析及产业分析格外重要。在美国许多大公司从事复合式接收时,重点放在如何评估产业及谈判价格,而非在于如何去经营管理所欲收购的目标公司。

不过从另一个观点来说,不论多角化或整合型态的股权收购,只要对目标公司不具控制力,也可视为证券投资。事实上,整合型态的股权收购强调“综合效益”,而唯有控制权的取得,才得以进行业务整合行动;若未取得控制权,则只能产生某咱程序的影响而已,但是即使这样也比多角化的接收更具有综合效益。

在复合式多角化购并中,有的是为了跨入新产业而采取的第一动作,有的则是往往是看好目标公司本身的投资报酬,因而即使取得百分之百的股权,亦不参与经营,因此常被视为财务性的证券投资,而且仍以投资后股价高低及股利发放所得的投资收益作为评估重点。

70年代中期以来,西方国家的许多公司开始通过收购和兼并与自己不同行业公司的方式来使自己的资产和经营分散化,试图以此来降低风险,保证收益的稳定。可以非常容易地列举出许多采用兼并和收购方式实现多角化经营的例子。例如,1982年9月,瑞典的沃尔沃汽车公司以7600万美元的代价购买了美国汉密尔顿兄弟石油公司的大量股份,获得了对该公司的控股权,目的在于以此来弥补汽车产业周期性波动的不足。又如,美国的美孚石油公司在1976~1982年间,共进行了60多起收购活动,其中涉及的公司净资产达到30亿美元。70年代后期,德国的大众汽车公司在一份管理报告中是这样阐述公司的发展目标的:公司更长远的战略目标是通过兼并和收购的方式,进入那些相对于汽车产业来说增长较快的产业领域,以此来保证公司持续不断的赢利能力。以长远的战略眼光来认识通过多角化经营来平抑经济波动所造成的影响。另据《金融时报》报道,英国的帝国化学工业公司在80年代初期专门组建了一个新的高层管理班子,集中负责公司兼并和收购战略。该公司的目标是收购那些以市场为导向,具有高附加值的产业部门。公司的一位副总裁说,如

果我们不积极主动地去进行购并，就不可能迅速地改变公司目前的业务模式。

从理论上讲，两个公司的现金流之间的相关性越小，兼并的结果就越能产生较强的稳定性。但在实际经济中，既存在着在多角化经营和分散风险上取得成功的例子，也存在着一些与此相反的事实。有些公司由于多角化经营而带来了经营上的困难，甚至因此而产生重大的损失。例如美国国际电话电报公司多年来一直经营得很成功，但当它买进大陆面包公司和希尔顿饭店后，对新的业务感到束手无策，结果不但没能经营好新业务，反而影响了公司本身电话业务的发展。

每个公司都面临着作出关于是通过内部发展，还是通过兼并和收购其他行业公司来实现多角化经营决策的需要。从前面所述的事例可以看出，这一决策存在着较大的风险。近年来美国一些成功公司的经验表明：搞多角化经营应有利于发挥公司原来的优势，主张用内部拓展的方式来发展相关多角化，否则匆忙地从外部购进一家与原有业务毫不相关的大公司，勉强去搞非相关的多角化经营，则可能由于吸收和消化一项完全生疏的业务非常困难，而使公司的经营最终走向失败。

第三节 公司购并整合策略

公司收购公司的动机，一般可能是基于整体策略上的需要，经由此而跨入新的具有发展前途、能给企业带来长期利益的行业，也可能基于目标公司的价格便宜，计划收购后再整个或分开出售而获得更大的利益。但是大多数都是为了收购后与本企业资源“整合”，取得综合效益，包括规模经济、获取必要的技术和产品线及市场规模的扩大。

一、垂直整合

德国 BASF 化学公司多年来一直致力于长期的垂直整合策略。在纤维、油墨、油漆、塑胶等产品方面，该公司均本着唯有控制生产的每一个过程，方可获长远利益的信念，投入大量资金在垂直性的投资上，从初级原料到最终产品均自行生产。在此策略下，自然接收了不少工厂。例如 1985 年花费 1 亿美元接收美国 Monsanto 的一座生产纤维用的中间化学品工厂。BASF 认为虽然化学业的垂直性投资金额庞大，但是就长期性而言，整合产生的经济利益必然超过资本的机会成本。

垂直整合有分散风险的效用，但是常因须要大量增加固定成本及资本支出深入在某一特定行业里，这就降低了未来转换为其他产业的弹性。这样一来垂直整合反而会把投资风险集中在某一产业，这是其不利的一面。

进行垂直整合时，事前务必经过相当审慎周密的规划，在选择目标公司时千万不要过于勉强；尤其不要为了挽救目前的危急事业而贸然行事，有时激流勇退可能比愈陷愈深好。

此外，对于那些初次进行垂直整合的收购对象，若系无效率的工厂或效益不佳的营销渠道，收购后的效果也可能不佳，因而对此应三思而行，不要贸然行事。

二、上游整合

许多公司为控制货源而往上游收购公司,收购后目标公司在经营管理上因为客户稳定,销路畅通,自然营业成本降低,经济效益提高。但是在这种情况下往往会在没有竞争压力下,反而造成效率降低,使生产成本比市场竞争者还要高,从而会连带影响母公司产品竞争力。此外,上游整合也可能发生竞争上的冲突,上游整合后若与主要供应商构成竞争局面,就有可能造成供应上的危机。在市场竞争的情况下,在工业性产品方面,也可能出于技术泄密的考虑,而会终止原有商业关系。上游整合最常发生的风险是与原客户冲突,客户对供应商来说成为竞争者,会造成互相竞争,使本企业销量下降。

三、下游整合

美国英特尔公司 (Intel) 是全球计算机 386CPU 芯片的主要供应商。英特尔最近曾对客户限量供应,同时委托韩国金星公司生产个人电脑,因而引起全球个人电脑业的恐慌,因此美国个人电脑大厂康柏公司 (Compaq),不惜冒险和美国 Nexgem 公司合作,自行开发 386 相容 CPU 产品,这样一来英特尔的下游整合可能会失去不少客户,造成一定销售上的损失。

一般而言,下游整合有两种型态:①原来的零配件制造商去生产产成品;②原来的成品供应商由被动的生产走向主动的行销。前者主要考虑成品生产技术问题,产成品的品质好坏常决定销售成败,因而是工业性产品行销领域;后者是市场销售渠道问题,这种消费品营销渠道的建立需大量资金及时间的投入,市场竞争更为激烈。因此当企业确定垂直整合策略时,须进一步考虑是由其内部自行创设还是收购现成事业来达到此目的。

实施决策时须考虑如下在当前竞争状况下的问题。①是否有足够时间来完成内部成长;②收购价格与自行创设相比较,何者成本较低;③与自行创设进行生产的产品相比较,接收对象的生产设备所生产的产品品质是否要好些。

四、水平式整合

水平式整合收购的动机,大致可区分为下列三种型态。

1. 扩大产品与市场规模的动机

通过购并可取得目标公司现成生产线,除了取得现成生产技术,其现有的产品品牌及营销渠道往往更是作收购评估时应考虑的项目。

荷兰飞利浦公司原已拥有德国格兰帝公司 (Grundig) 25% 的股权,后来飞利浦公司又购得 7% 股权,共拥有 32% 股权,而且与拥有最大股份的格兰帝基金 (Grundig Forndation) 签下合约而取得经营控制权,这样使飞利浦公司在电子消费品市场上的实力大为增加。

美国 GE 公司以 63 亿美元收购 RCA 公司,其目的即为强化公司竞争力,以对抗日本人的竞争。RCA 在国防电子业方面与 GE 产品相容,收购后通过整合可发挥综合效益,而 RCA 拥有的国家广播公司 (NBC) 更是赚钱的公司。在收购后,GE 虽在国际市场上的利

润一直下降,但其在国内由于国防电子及 NBC 利润丰厚,使其在财务上能支撑下去,并能适应国际市场的激烈竞争。

通过水平式整合来扩张产品线,虽然有助于强化市场地位,但是在收购的决策上须考虑收购价格及市场营销综合效益发挥的程度。此两种因素是互动的,若将来营销能力大为提高,自然投资回收期相对较短,也就可以较高价格加以收购。但是必须注意很多无法预期的因素会在收购后出现,使收购后所需的投入资金超过收购前的估计。

很多失败的收购案例可能起因于开始评估时过分乐观,一相情愿地认为收购后会产生很高的综合收益。但后来却发现结果并非如此。而且有时在收购前以为对方产品与我方产品有互补作用,但收购后却发现并未有互补效果。

2. 强化市场竞争的动机

从另一个观点来看,购并是市场竞争常用的策略;将市场竞争者接收过来,可使市场占有率迅速扩张,降低市场竞争的压力。相对来说,收购下游代理商的垂直整合策略,只是加强对市场营销渠道的控制,短期内并不能扩大市场占有率。

例如,德国西门子公司与卡尔森集团进行资本结合,新的集团名为西门子-卡尔森。此举将可巩固西门子在美国中央系统交换机市场的地位,同时此集团也将继加拿大北方公司和美国 AT&T 之后,成为北美地区第三大通讯设备供应商。又如,名列世界电脑工作站第二和第三的惠普公司(HP)和阿波罗公司(Apollo)进行资本结合后,市场占有率增加 30%,超过原名列第一的太阳微系统(Sun Microsystem)公司的 28%。在市场竞争中,若将竞争者收购或进行资本结合,则是消除竞争的最有效策略。美国的 Ray-Chem 公司生产高级电线热缩套,该公司只要在本国或国外市场上发现潜在的竞争者,就会想方设法以高价诱使竞争者出售全部股权,以消灭竞争者,确立自己市场上的地位。一般在市场上若有公司对本企业产品的推广有阻碍,则该公司就是很好的购并对象。例如日本索尼公司发明数字录音机,因录音品质太好有助盗录正版音带,美国唱片公司就抵制其进入美国市场,尤其是 CBS 唱片公司最为反对。这样索尼公司为减少在美国市场上的阻力就买下了美国 CBS 唱片公司,取得在美国市场上推销其产品的权力。

3. 快速取得生产设备的动机

如同市场份额的快速取得一样,生产设备的快速取得亦是许多购并行动的基本动机。许多企业在预期市场需求会扩大而自己生产能力又有限的情况下,若自行重新扩建厂房,增加设备,这不仅费时,而且新招员工的技术不熟练。这时可收购一些与自己同业的企业,不仅可利用现成的生产设备,而且工人只要稍加培训即可上岗生产。在通常情况下,为了快速取得生产设备而进行收购的目标公司,大多是经营不善、财务状况不佳的公司。这些公司为避免债务不清,通常也愿意出售其资产来偿还债务。

第四章 收购目标的选定

收购目标的选定是一个理智的、科学的、严密的分析过程，如何在市场经济大海中找到合适的购并对象，是企业购并决策中的首要问题；同时，在寻找目标公司时，良好的策略规划仍具有很重要的作用，它将直接影响购并公司去寻找何种目标公司作为购并对象。因此，企业在公司购并决策中要做的第一步工作是如何找到合适的收购对象，而这又与企业的整体性策略规划息息相关。

第一节 购并策划

策略规划是一种思考与想象的过程，在进行必要的调查与审核后，根据企业的现有状况与今后发展的规划，形成公司的购并策略。在策略的形成上，企业常常估计自己所处的环境存在哪些发展机会与潜在的威胁，并根据本身在市场上的优势和弱点，明确制定出企业成长目标，进而拟定出未来应采取的发展策略。

通常人们把企业成长目标分为内部成长目标和外部成长目标。内部成长目标，企业通过扩大自身的资本积累，吸收外来资金加盟经营而实现。而外部成长目标则靠寻求更广阔的市场空间，争取政府的政策优惠和特别许可而实现。而企业决定收购公司则是企业内外成长目标相互作用的结果。

公司在进行整体性策略规划里，往往因本行业前景发展有限而积极主动追求跨入其他产业，寻求另一个成长空间，因此主动地进行购并策略规划。例如，我国中关村电子一条街上的许多原来专业经营电脑的公司，面对竞争日益激烈而市场空间却日益狭窄的局面，开始向房地产、金融证券、机电、信息咨询服务等产业发展。公司也可能在短期内面临某项内部问题或外在威胁，想积极地通过购并来解决这些问题或威胁。如市场前景突然变好，而自己生产能力却显严重不足，因而寻求购并邻近市场的现成厂房设备；或者竞争者已发展出新技术，自己虽有能力和自行发展已来不及，这样也须立即想法收购拥有此种技术的公司。此外，不管是长期或短期的发展需要，企业往往追求“综合效益”，主动寻求营运上的整合，通过公司购并达到某成长的目标。但是公司也可能纯粹基于财务上的考虑而欲进行购并。如有些企业之所以收购百货公司、旅馆或银行，往往是为了资金调度上更具有弹性，或是寻找一个行业，其现金流量正好与本行业互补。

收购信息的来源（Source），一般有银行、投资银行家、会计师事务所、律师、商务经纪人、供应商、销售代表、子公司、破产处理专家、冒险投资家、经营顾问、政府相关部

门及商界朋友等。借助报纸、杂志、广播等大众传播媒介搜集信息，也是行之有效的方法。

在我国，产权交易市场正逐步组建与完善，证券商、银行、会计师事务所、律师等中介组织也日益完备职能，在意收购者可通过这些机构以及信息中心、行业协会及专业调查公司搜寻目标企业信息。通过产权交易市场或中介服务机构进行收购，比自己直接搜寻对象有许多优点：①选择范围大，信息传播较及时、准确；②可以形成竞争性叫价，最终价格的形成不仅受资产本身的价格限制，还受资产供需关系等市场因素的左右；③在市场环境下，收购行为受市场约束，其公开性、有偿性等原则易受到保护。

在公司购并活动中，买卖双方对目标资产价值估计是不同的，这是由于各自利益及立场不同之故，财务顾问在协助建立“公平市值”、提供客观信息方面的作用不可低估。在评估目标公司时，一般常用以下三种方法：①与类似的上市公司比较，分析股市中为上市公司所确定的市盈率等指标，这些指标可用来估算目标公司之价值。②与类似的已被收购的公司作历史性的比较分析，可以反映出在公司购并市场上同类公司大致价值。这个价值通常真实地反映了买卖双方就控股或整体收购而提出的意愿价格。③现金流折现估值可将时间列入考虑范围。现金流量折现（OCF）主要有两项重要工作：准确的现金流量预测与买方公司资本成本估计。预测的现金流量按适当比率折现，遂可算出公司现值。这三种方法在目标选择决策分析中可按具体情况灵活运用。

第二节 积极式购并与机会式购并

公司购并活动，可以采取“积极式”和“机会式”两种不同购并形式。在企业的整体性策划里，若确定要采取“外部成长”的发展战略，即会采取“积极式”的购并形态，否则一般常采取“机会式”的购并形式。

一、积极式购并

1. 积极式购并的含义

在积极式购并下，企业可根据购并的目标，制定明确的收购标准。在此标准下，企业可主动寻找筛选出几家目标公司，并开始进行个别购并洽谈。这些标准与条件一般包括：产业类别、企业规模、财务状况、地理位置、技术水平、市场地位等。另外还有一些其他标准，如不从事用人过多的行业、不从事与现有客户竞争的行业。

2. 购并标准的制定

收购标准的制定，并没有一套固定的形式，一般每个决策者针对自己企业的状况与发展目标而制定与自己关系较密切的标准；而且标准的制定，必须能切实反映出策略目标的方向。例如某家生产西服的服装公司，其属于中档西服生产者，现欲扩大规模收购其他服装企业，但在其收购标准的制定上，究竟应定位在购并中档西服生产企业上还是高档西服上呢？这就需要进行细致的考虑。若追求短期效益，则应把目标公司定在中档生产企业，以利用现成营销关系使收购公司的销售量大增。若从长远发展战略考虑，则应定在高档服装生产企业，通过逐步消化吸收，提高企业的产品档次。在短期上，对方的营销关系可能对

中档品的销售产生不了帮助,且不易提高目前的产量。因此在制定标准时,应考虑到购并策划上究竟以短期目标还是以长期目标为重的问题。

此外,在制定购并标准时,除了策略性目标外,还需要制定被收购公司的价格范围标准(如要求所购的公司价值在1 000万元~5 000万元的范围),要根据公司的财务状况而定。同时在企业进行跨国或跨地区收购时,还需要考虑本身是否有能力和资源去控制并经营好被收购公司。目前许多企业经营管理人才普遍不足,这样在考虑公司收购时,对所收购的公司究竟采取何种经营与控制方式,才能达到自己的购并目标就显得尤为重要。

从理论上讲,收购标准定得过于细致,会失去很多好的机会。但就整体配合性而言,定得越详细,找到的目标公司也最符合策略上的需要。因此通过利用投资银行、会计师或律师事务所等专业咨询机构的帮助,制定出明确的收购标准,才能使收购顺利进行。

一般而言,假如企业将收购标准定得明确,则不需要外界咨询机构的协助,即可很容易确定出哪几家公司是最好的收购对象,并可主动去找收购对象商谈双方交易的可行性。在主动寻找目标公司时,可能根本无一家公司欲出售,或者不愿花高价钱去收购,这样就一直谈不成,因此只好一直等待合适的被动收购机会。事实上,在某些标准下即使主动寻找到目标公司,亦可能不易谈成。例如,所制定的收购标准若是要百分之百的全额收购,不愿合资,而在一般情况下收购对象多是经营不善的公司,若要求全额收购,则价格常不易谈拢。但是若只想投资目标公司少数股份,而又想取得对方某项资源的配合补充,则业务合作的方式确定不下来,此项交易可能一直无法成交。

对于被动的机会,必须评估该目标公司是否符合既定标准,若符合,才能继续审查其财务报表的真实性和进行其他方面的审查。即使不是完全符合,但可能仍是求之不得的好机会,为了此机会,企业即需再衡量原来所定的标准,是否值得为此机会而改变。也许整个企业内部人力资源,并不易配合整体策略的改变,因此在做此项调整时应特别予以注意。

寻找一家合适的收购对象,不论是完全的股权收购,还是仅收购部分股权而形成合资企业,开始时应设定许多标准,并且按重要性进行排列,依此标准去寻找,往往交易的成功率比较小。

二、机会式购并

机会式购并,是指企业在其整体性策略规划里,没有进行具体的购并策划,而只是在被动地得知同业间有哪家公司欲出售,或从专业购并中介机构中得到有出售公司的消息后,企业才依目标公司的状况,结合本企业的策略考虑来进行评估,以决定是否进行公司收购。

因此当企业得到收购机会时,应先评估与其既定的整体性策略的配合程度,若与其既定策略不符,则根本不必去考虑收购。

一般地说,具有强烈成长意识的企业对于被动收购机会的评估,即使策略上不很配合,也应重新评估整体性策略是否可因此而改变,以掌握一个来之不易的成长机会。不过在这种机会式的规划方式下,可能会因为不是积极式规划方式,使收购活动因须调整策略性成长方面而不会很快进行。在机会式购并中,除了对机会的掌握外,还会基于市场竞争威胁

的考虑，而必须对与已争夺目标市场的公司进行收购，达到统一市场的目的。

三、两种购并形式比较

一般而言，在公司购并里，在主动规划去寻求收购对象的方式下，必然花费不少时间、人力去进行筛选与评估，而所选定出的对象可能均不愿出售，因而往往开价过高。被动机会下的收购，只要卖方开的价钱不太高，交易谈成的可能性就较大。

因此，大致比较起来，主动规划下经筛选、评估所收购的公司，短期上可能价格较高，但就长期而言，由于是经公司长期性策略规划下所选出的收购对象，故策略上的配合度较高，容易产生长久性的综合效益。

不过在被动机会的收购决策里，为防范卖方提供不真实的财务信息，须花费相当多的专家费用作查证工作，而卖方若很久前开始准备出售，不仅可能财务报告不实，而且很多设备均可能缺乏保养，这些均不易在短时间内察觉，投资风险颇大，或须支付较多的专家费用去分析、消化这些风险。一般而言，经营多年的同业公司或上下游企业，不管是采取主动还是被动收购，由于对其公司了解深入，投资风险相对会减少，专家费用也较省，购并也较易成功。

第三节 决定购并策略的因素

一、公司自我评估

公司自我评估主要包括以下内容：

(1) 公司的经济实力。在进行公司收购决策，选择收购对象之前，收购者都要作一番深刻的自我反省：收购公司目前资金实力如何？业务水平如何？市场上产品份额占多大？利润率高吗？公众形象与资信级别如何？公司经济实力在股票市场上表现为股价高低，如果在上市公司中，某公司市盈率一直很高，公众对其股价长期看好，该公司就有实力充当收购者，否则极有可能被人收购。

(2) 公司所在行业的发展前途。对所属行业的现状、前景的评估也是自我评估的重要方面。因为它将影响决策者对以下问题的决定：是继续在本行业谋求发展，还是放弃本行业发展而进入其他行业发展。

(3) 公司对发展战略的考虑。发展战略考虑不同，确定的收购兼并对象亦不同。公司购并有横向购并、纵向购并、混合购并之分，是出于发展战略不同之故。

(4) 科技的发展趋势及本公司在发展中会面临哪些机遇与挑战。对科技力量的考虑，也是选择目标的一个考虑因素。例如，一个急需获得技术力量上优势的公司可能会收购一些高科技产业及一些研究所。

二、备选目标的基本情况分析

(1) 目标公司面临的行业环境、国内外竞争状况。

(2) 目标公司拥有市场份额与实力的大小。

(3) 目标公司利润水平及前景。

(4) 企业所有制性质、财政隶属关系；政府对该企业或该企业所代表的行业的现状与前景所持的态度；是否会出现政府干预收购或支持收购的行动。

(5) 企业净资产规模、资产、负债等情况。

(6) 企业经营管理水平；管理者素质的高低。

特别要注重对目标企业产品市场需求的调查研究。这种调查主要是要搞清楚以下几方面问题：①产品的用途及发展趋势；②客户的现状及将来的分布情况；③市场的需求量和产品的销售量及其发展潜力；④企业产品市场占有率及有无开发新产品的能力；⑤企业的产品是否有替代品的威胁，其竞争情况及发展趋势；⑥产品的现行价格及今后趋势。

三、公司购并依据分析

(1) 分析公司购并双方的优势与不足，包括财务经济、市场销售能力、市场分布状况、生产能力、产品质量、产品销售量、技术潜力等。要做到优势互补，扬长避短。

(2) 确定公司购并的类型，通过双方工艺技术相关性判定采取何种购并方式。

(3) 分析协同作用，通过分析购并后协同效应大小来决定是否进行收购。协同作用主要有两种：①功能性协同效应。例如一家推销能力很强的企业收购一家生产能力很强，但缺乏推销技能的企业，就会产生巨大功能性协同效应。功能性协同作用还可以表现于技术领域、制造工艺领域、研究和开发领域。②财务性协同效应。例如：一家资金雄厚的公司收购一家具有发展潜力但资金有限的公司；从税收上考虑，一家经营得法、收入丰厚的公司收购一家有一定潜力但处于亏损状态公司，可以减少盈利额，达到减税目的。如果 B 公司收购 S 公司不采取现金支付，而采取转换公司债券或股票交换方式取得 S 公司股权，还可以得到减、免税的好处。

(4) 分析财力、物力设备。指收购者资金实力及筹措资金能力大小、原材料、设备等。

四、公司购并可能性分析

公司购并可能性包括两方面含义：一是目标企业自身具有被收购或兼并的可能性；二是目标价格高低及要约人（买方）承受能力大小。如果目标价格是在要约人可承受能力范围内，就有购并可能性。

(1) 目标公司本身的因素。这主要应考虑：①公司股本结构。以我国为例，股权设置分国家股、法人股、个人股、外资股。如果股权结构不合理，则可能遭到收购。如 1993 年 9 月 30 日开始的“宝延”风波中，延中为何遭受打击，一个主要原因是股本结构中没有国有股，法人股仅占总股数 9%，而个人股占 91%。②盘子小，极易受操纵。如延中实业股份有限公司注册资金 2 000 万元，是极易受人操纵的。目前，中国人热衷于炒“收购概念股”，列入名单的有延中、小飞乐、爱使、中华等。③大股东控股权不稳，予人以可乘之机。④公司有“宝”，或发展与盈利的潜力，或市价低于所值，或拥有可观物业等而吸引掘金者。⑤公司虽有发展前景，但经营欠进取，引起能入伸手。⑥目标公司的估价率异常低下。

公司购并决策中常用“估价率”这一术语。

$$\text{估价率} = \frac{\text{股票市值}}{\text{资产值}} = \frac{\text{股票价格} \times \text{股票数量}}{\text{资产帐面价值}}$$

如果一家公司由于股票价格低于资产而被低估了价值的话，它极有可能成为购并的首选目标。因为对方通过购买股权可以用很便宜的价格取得目标公司资产。股票价格低下，公司股票市场值也必然很低，估价率降低就会遭人接管，高估价率会使收购者望而却步。例如，英国莱德房地产公司购买多萝西帕金斯妇女服装连锁商店的股票，就是因为后者的市场值低于其资产值造成估价率偏低之故。收购者把该连锁商店拥有的地产转卖出去就从中赚到丰厚利润，剩下部分于 1982 年卖给了伯顿集团。由此可见，估价率与被吞并的可能性是高度相关的。库恩在研究了 1969~1975 年英国 35 000 多家公司后，得出估价率与被购并可能性之间呈逆反关系的结论，是对此最有力的证明。

(2) 对要约人而言，他有没有能力吞下这头猎物，主要取决其自身实力。主要衡量标准是目标价格。如果目标价格高于公司所能承受的最高收购价格，则对买方而言，收购可能性不太大，因为他没有必要用高昂的代价作此冒险；反之，收购可能性就大。

第五章 公司购并的审查及财务评价

公司收购是一个风险性很高的投资活动，能否一举收购成功，会直接影响企业今后的发展。因此买方公司在收购决策上一定要清晰地了解准备购买的到底是个什么样的公司，其现状如何。没有相当程度的了解，除非卖价十分便宜且收益大于将来可能的一切损失，否则根本不妨还应进行收购前的审查（Due Diligence）。

第一节 对目标公司的商业审查

商业审查可以使收购方在收购过程开始阶段得到有关目标公司经营情况的充分信息，以便决定是否继续进行收购。它涉及收集和分析目标公司的财务和会计报告或其他可以得到的信息，通常没有独立的审核人员参加。收购方的经理人员可以参与，也可以不参与这一检查。在谈判的过程中可以就各个不同方面的问题进行一次或多次的检查。商业检查可以广泛了解目标公司业务的所有方面，它包括以下几方面：①产业信息；②营销方式；③制造和分配方式；④财务报告系统和控制；⑤劳资关系；⑥公司财务报表、会计资料和税收；⑦研究和发展（R&D）计划；⑧公益管理部门的报告要求；⑨国际业务；⑩法律问题。

除了要取得有关目标公司的信息外，收购审查也包括对其他有关信息进行检查和分析。检查和分析的范围通常取决于交易的性质和收购方的特殊需要。通常需要对会计税收准则和实务进行深入的检查，需要特别强调其中与收购相关的问题。收购方与其独立会计师在开始时就必须理解这部分审查的目的和局限性。

收购审查的重点一般包括营运状况、法律状况及财务等方面，无论是单独执行还是结合核实和审计程序来执行，都应包括以下有关目标公司的基本信息。

一、公司的背景和历史

在购并审查的开始阶段，应该收集公司的总体性质、主要设施、历史以及类似的信息。此外通常还要取得有关经理人员、董事、主要大股东和外部顾问的信息。在可能的情况下还应该包括公司的最新发展、未来的计划和主要问题等方面的信息。

二、产业分析

如果目标公司所在的行业或市场并非买方熟悉的行业或市场，则对该公司在此行业的竞争地位及本身所拥有的潜力须有详尽的了解。对此，应先依买方的策略需要调查目标公

司是否符合收购标准，并在此基础上对以下因素进行分析。

(1) 来自产业内和产业外的竞争和相对市场占有率；

(2) 产业的销售和利润增长率（过去的和预计将来的）、影响产业增长和赢利能力的外部因素；

(3) 分析该产业中的购并情况，以便确定公司合并对该产业的继续生存和增长是否是极其重要的；

(4) 政府管制的程度与趋势；

(5) 专利、商标、版权等对该产业内的公司来说是重要的；

(6) 成功的关键素、进入壁垒和威胁。

三、目标公司营运状况

收购者若想利用目标公司的现有营销通道来扩展市场，则应详尽了解其现有客户特性、客户购买动机、地域分布、购买力状况与结构等关键因素；与其竞争者比较，其产品成本与质量如何；该收购对象在生产、技术、市场营销能力、管理能力及其他经营特色上，与本公司的配合程度有多高。

若目标公司主要代理某种名牌消费品的销售业务，则应注意对这种产品的代理权的控制范围及力度的大小；公司控制权转移后，代理权是否仍有效，以及代理权到期后续约的可能性大小。在业务上除了调查其利润与销售量外，更重要的是调查收购后原来有利的供应商及主要客户是否会流失，即原来的商业关系是否因与目标公司关系密切，收购后则不易维持原有关系。

在整个评估过程中，由于个别企业间收购目的不同，使得评估重点会有相当大的差异。若收购目的是利用收购对象现有生产设备，则应注意：①拟收购的生产设备保养状况是否良好，是否先进而且经久耐用；②如果另设同样的工厂设备，与收购现有设备比较，将要损失多少时间？对于收购后自己不打算使用的资产，亦须判定其残值，并将资产变现所需的时间考虑在内。

在某些收购案例中，将收购与自创作比较，因此必须评估买方能从该收购对象得到哪些创设投资方式所得不到的好处。例如，经过详细调查也许会发现目标公司的营销能力没有预期的那样大，或技术水平没有想象的高，因此审查后一比较，自创更合算。当然在比较中，时间因素对自创投资而言，往往是一项难以量化的成本因素。

其实在审查的过程中，一定会发现一些未曾知晓的营运问题，买方是否能承受或能加以克服，需相当审慎的自我评估。若断定能克服这些问题，则应进一步考虑，到底还要投资多少，才能改善现状而达到正常营业。

四、财务状况审查

对收购公司财务方面的审查一般可以聘请外界会计师事务所协助进行。之所以要这样做，是因为每个最终的收购协议，都是基于卖方的状况已符合收购者事先确定的收购标准而做出的。例如，通过对目标公司的财务状况的审查，证明其财务报表的资产净值等于或

高于原先议定的最低收购价格,从而说明此项收购可行。因此,财务审查的目的在于使买方确定卖方所提供的财务报表,是否公允地表达该企业的财务状况。尤其在审查过程中,发现对方财务报表有误,可迫使卖方将财务报表作重大调整,而这会影响交易条件的协商。

审查目标公司财务报表的过程,常可发现目标公司很多未披露之事。例如,通过查核该公司的律师费支出并向律师函件证实,可能会发现未被揭露的法律诉讼案件。在进行一般的财务分析,如对各种周转率(如应收帐款周转率、存款周转率等)进行分析时,可发现有无虚列财产价值或虚增收入现象。

在对资产科目的审查方面,对于应收帐款按其可收回的可能性大小,估计提取适当的呆帐准备,对存贷则应注意有无提取足额的跌价、呆滞、损坏损失准备、对长期股权投资应注意所投资的公司财务状况。至于土地、建筑物、设备及无形资产(如专利权、商标、商誉等)的价值评估,可依双方事先同意的评估方式作调整。

在负债方面,对于未列示或列示不足的负债,应予调整。若有些负债早已到期未付,则应特别注意债权人法律上的追索问题,以及额外利息的支付。应交税款除帐上所列以外,买方应与卖方确定在交割前经营上所发生的额外税负,卖方应自行负责过去漏报税负而在未来发生的补税、罚金和利息的支付。此外,买方应尽可能查明任何未记录的负债,进而买方可要求卖方开立证明,保证若有未列负债出现应自行负责。

在财务的审查上,最易疏忽的是或有负债,而且很难预料其确定金额。例如,公司某车辆最近发生车祸,赔偿与否未定,金额亦不可能确定,其他如对他人的背书保证承诺等,均可能使目标公司必须负连带责任而招致额外的财务损失。

总之,最基本的财务审查工作,是通过目标公司所提供的已装饰过的财务报表,经过一定的技术分析和经验考证,评估出目标公司的真实财产价值,为以后的收购协议的签订及交易的顺利进行提供依据。

五、税收

应该对目标公司的纳税申报单和税收检查情况进行检查,通过对目标公司税收状况的检查应该使购买方确信,它们正在收购的公司的纳税义务都已正确地反映在其帐簿上。

纳税义务检查主要是了解:①出售方是否已经按照目前的税基交付了公司的所有税收;②对在收购的进展过程中和各税务主管机关将来的审计中,可能产生的未知的和预期的调整是否已经作出了充分的考虑;③这些问题的程序依目标公司的规模、出售方特殊的税收状况的复杂程度不同而应有所变化。一般需要对存档的纳税申报单进行检查和分析,特别需要注意财务报表和应税收入之间的核对,还要对由各税务主管机关所作的最新调整的报告进行检查,在检查过程中不但要注意联邦收入税问题,而且也要充分考虑州和地方的税收。

依据交易类型的不同,税收检查也应该包括税基分析和潜在的增大的可能性的评估。如果购买方正在考虑通过出售目标公司的某项资产,来为潜在的收购筹集资金,则应该仔细检查在出售那些资产时潜在的到期的税收,应该考虑到资产的税基通常小于帐面价值这一事实。

六、法律方面的审查

(1) 必须审慎检查公司组织、章程及招股说明书中的各项条款。尤其对于重要决定应予特别注意,如合并或资产出售的同意,须百分之多少以上股权的同意才能进行的规定,以避免收购过程中受到阻碍。也应注意公司章程是否有特别的投票权的规定及限制。对股东大会及董事会的会议记录,亦应加以审查。若是资产收购,还应取得股东大会同意此项出售的决议文件。

(2) 收购方除审查相关的文件外,还应取得目标公司主要财产清册,了解其所有权归属、使用限制及重置价格、对外投资情况及以司财产投保范围。同时,买方应从卖方取得说明其拥有产权的证明,而且卖方公司营运上使用的一些资产,若系租赁而来,则应注意此类契约的条件对收购后营运是否不利。

审查目标公司的对外书面合约,更是不可或缺的审查内容。对任何使用外界商标及专利权,或授权他人使用的权利义务的约定,应特别注意目标公司控制权改变后契约是否仍然有效。对于租赁、代理、借贷、技术授权等重要契约是否会因公司控制权的变更而使对方有权解除合同问题应予注意,并了解由此而带来的影响。

在债务方面,应审查目标公司所牵涉的重大债务偿还情况,注意其偿还期限、利率及债权人对其是否有任何限制等。例如有的公司债务契约规定维持某种负债比率,不准股权转让半数以上,否则须偿还债务。对这些契约关系中在收购后须立即偿债的压力,应及早察觉。

其他契约的审查,如厂外加工及与下游代理商、上游供应商的合作契约上权利义务的规定、员工雇佣契约及与公司工会的契约、与银行等金融机构的融资契约等也应注意,看契约是否合理,是否收购后还会有其他限制等。

目前我国劳动工资制度的改革还没全面铺开的情况下,公司收购原有员工的工作安排、工资调整及福利待遇问题仍将是收购者面临的首选问题。在对国营企业的收购上此类问题更显棘手。另外在工资福利方面,某些公司的个别人员常享有特别待遇,对这些待遇,在收购后可否取消,或若重新订立雇佣契约是否可行,也应予以注意。

除了公司对外有关的契约、所有权的凭证、公司组织上的法律文件等均需详细调查外,对公司过去及目前所涉及的诉讼案件更应加以了解,因为这些诉讼案件会直接影响目标公司的利益。

七、人力资源和劳资关系

购买方必须对出售方管理人员的能力作出评价,特别是在购买不相关产业的公司时更应该如此。购买方应该会见目标公司的高级职员和经理人员,检查他们过去的工商经历,调查他们的背景,比较补偿金的水平和计划,因为它们在游戏中经常会发生变化。

购买方应该检查工会协议、罢工历史和相关因素,以便发现存在的问题。因为有些劳工协议使得许多削减人员的计划不可能实现。还必须检查年金、利润共享和其他的雇员利益计划,以便确定对公司合并以后的业务将会产生怎样的影响。如果出售方有许多长期雇

员, 且在没有建立年金基金而又必须向他们支付退休金时, 将会减少购买方的现金流。相反, 如果目前许多年金基金有剩余的话, 则会使收购费用减少。

八、市场营销

购买方应该取得并分析有关下面各种产品和营销因素的信息。

- (1) 销售量、利润和产品线上的积压;
- (2) 主要产品和新产品开发的介绍;
- (3) 年度和月销售历史;
- (4) 政府销售额;
- (5) 主要顾客;
- (6) 营销和销售组织, 包括专门的赔偿安排;
- (7) 销售计划和预测方法;
- (8) 广告和促销的费用及方法;
- (9) 分销渠道和战略;
- (10) 顾客满意情况和购买力;
- (11) 主要竞争对手的市场占有率;
- (12) 产品生命周期和技术水平;
- (13) 定价战略;
- (14) 竞争战略;
- (15) 新产品开发。

应该把公司的发展趋势与产业的平均发展水平相比较, 以便确定公司的相对绩效。应该调查具有竞争性的和潜在竞争性的新产品。因为它们对目标公司未来的前途会产生不利影响。应该把市场营销情报和目前的产品销售信息与库存分析作比较, 以便查明过量的和已废弃的库存。在公司收购之后再对库存进行处理可能是要花费很大代价的。

九、加工制造和分配

对加工制造和分配领域的检查主要包括以下各项。

- (1) 各生产设施(名称、分布、是自己的还是租赁的、帐面价值、公平市价、生产能力、从业员工、现有条件、目前使用情况、其他用途等);
- (2) 制造过程;
- (3) 主要原材料供应;
- (4) 实物分配方式(购买、公司内部转移、向顾客的最终销售);
- (5) 制造效率。

十、研究与开发(R&D)

购买方应该分析过去的 R&D 项目(费用和实际的或估计的利益)、当前的和将来的项目(估计的费用和利益)、R&D 中使用的人员和设备、R&D 的会计处理方法。

十一、购务和管理控制系统

了解出售方内部的报告和控制系统总是非常重要的，尤其是当出售方属于不同产业的公司时更是如此。收购方在收购完成以后可能在很大程度上需要依靠出售方现有的系统，因为在两个公司建立完全一致的系统通常是不可能的。这可能是由于两个公司在经营和管理概念上的不同，也可能是连接两个系统需要较高的成本。生产和原料控制系统、指挥系统都是特别重要的，因为这些系统的失效可能会严重影响到公司的正常运转。此外，基本的会计控制也是重要的，因为它们对报告的准确性和雇员欺诈产生潜在的影响。

十二、公益管理部门的报告要求

需要特别注意各公益管理部门颁布的报告要求，因为它们对公司的业务有很大的影响。忽视这些要求可能会导致巨大数额的罚款，或者陷入经营困难的境地。收购方必须确信出售方的设施遵守了各公益管理部门（如环保局、职业安全与保健管理总署等部门）颁布的各种规定和标准。

十三、国际因素

如果目标公司从事于国际贸易或其他的国际业务，那么收购方应该充分了解这些国际业务，以及它们对公司的总体业务产生什么样的影响。应该注意有关国际投资环境、贸易和投资限制、外汇管制、通货膨胀等方面的问题。虽然利润汇回对偿付收购债务是必要的，但是外汇管制或出售方的国际赋税抵免限制问题却可能阻碍了利润的汇回。

十四、可自行处理的费用

购买了可以在短期内延期付款的某些费用，如研究与开发费用、维修与维护费用等，但这样做可能会产生长期的不利影响。仔细检查这些可自行处理的费用，可以避免将来可能发生的未预期的资本费用，导致收购成本的上升。

第二节 对目标公司财务审查的具体事项

以下的财务和会计问题，在调查中是值得注意的非常重要的事项。

（1）私人公司为减少税收而低估库存品的价值。这可能会导致扭曲收益趋势和潜在的税收评估的结果。这种低估通常是通过保守的定价、过量的废品登记和不准确地清点库存数量形成的。

（2）由于没有记录废弃的库存品而产生的库存高估。这可能是由于产品过剩、销售退回和折让、技术变化、新产品开发和产品进入成熟期和衰退期而引起的，甚至在大量的 LIFO 储备的情况下，也会产生这一问题。

（3）诉讼。很少有公司能够避免诉讼。最常见的诉讼来自产品责任和环境侵权事件，而这些往往在收购完成之后才发现。

（4）在出售公司之前“包装”财务报表。这一手段包括递延 R&D 费用和维修与维护费用；“取消”库存储备或储备不足、错误估计；或估计、假设的改变（如坏帐准备、年金会计处理、销售退回和折让、购股权证、滞料和过量库存等）；存在没有披露的变化等。

（5）帐面上的不能收回的应收帐款。没有为疑帐、现金和商业折扣、过期的应收帐款、销售退回和折让提供充分的准备。

（6）经理人员品质。通常需要进行私人调查，以便得到有关经理人员的充分信息，据此，可以确定他们是否胜任工作或是否值得信任。

（7）或有税收。这是收购领域的一个非常重要的问题。大多数公司在准备纳税申报单时都倾向于具有很大的挑战性。应该仔细地检查过去年份和当年的纳税申报单和税务署的报告，要注意其中的任何非常项目。

（8）某些不能变现的投资。股权投资和非证券投资只有在“长期亏损”，而不是在暂时亏损的情况下，才要求减记资产的帐面价值。在使用了放宽的调整之后，就可以避免对长期亏损的承认。

（9）未记录债务。可能包括假期工资支付、销售退回、折让和折扣、年金债务等。

（10）关系户业务。这在私人公司中经常会发生，在公司易主的情况下对公司业务有较大影响。

（11）不完善的财务控制，包括定价和成本政策不当、预算和控制制度薄弱等。

（12）主要的客户或合同，失去一个就会对公司的经营产生大的影响。

（13）对未来的重大支出的需要，这些可能包括工厂迁址或扩建，过时固定资产的重置和新产品开发。

（14）国际业务，这些可能会产生许多问题，包括劳工、管理人员、经营困难以及财务性质问题等。

（15）非正常业务和非常项目，如资产出售。这些常常会改变目前的发展趋势，应该予以确认并认真地进行评估。

第六章 公司购并的出资方式

在公司购并活动中，支付是完成交易的最后一个环节，亦是一宗购并交易最终能否成功的重要因素之一。在实践中，公司购并的出资方式有三种，即现金收购、股票收购和综合证券收购。其中，现金收购方式是最先被采用的，其后才出现了股票收购和综合证券收购。据美国第一波士顿公司对 1981~1985 年购并活动中的支付方式的分析，在这期间，约有一半以上的交易是以现金支付的，以普通股支付的每年都在 20% 以下且呈下降趋势，而以综合证券支付的呈逐年递增的趋势。

选择何种出资方式，要视具体情况而定。通常，兼并方首先要顾及自身的实际情况，如果兼并方是一公众公司，那么在支付方式的选择上将具有很大的灵活性，除现金之外，它们还可以更方便地选择股票、债券，或两者的结合等其他的出资方式；与此相反，私人公司一般只能用现金来进行收购，因为卖方一般不希望把自己的投资锁定在一种缺乏流动性的证券上。其次，兼并公司还要考虑到本公司股东对股本结构变化的可能反应、本公司资产的流动性和在金融市场上的融资能力等因素。最后，还应考虑目标公司的股东、管理层的具体要求和目标公司的财务结构、资本结构以及近期股价水平等，因为支付方式并不是由兼并方单方面决定的，支付方式最后确定有赖于兼并双方的协商。

任何实施收购的企业都必须在决策时充分考虑采取何种方式完成收购。虽然可以从支付的角度来划分出资方式，但是不同的出资方式又不仅仅是支付方式上的差别。所以兼并方必须充分认识不同出资方式的差别，依据具体的情况作出正确的决策。在选择出资方式时，首先取决于兼并方希望以何种出资方式来完成收购，在此基础上选择最有利的方式。如果单纯采用一种方式会受到某种条件的限制，则可以考虑采用变通或混合的方式。

第一节 现金收购

一、现金收购的特点

现金收购是公司购并活动中最清楚而又最迅速的一种支付方式，在各种支付方式中占很高的比例。这主要是因为：现金收购的估价简单易懂；对卖方比较有利，常常是卖方最愿意接受的一种出资方式，因为以这种方式出资，他所得到的现金额是确定的，不必承担证券风险，亦不会受到兼并后公司的发展前景、利息率以及通货膨胀率变动的影响；便于收购交易尽快完成等。

一般而言,凡不涉及发行新股票的收购都可以被视为现金收购,即使是由兼并公司直接发行某种形式的票据完成收购,也是现金收购。在这种情况下,目标公司的股东可以取得某种形式的票据,但其中丝毫不含有股东权益,只表明是对某种固定的现金支付所作的特殊安排,是某种形式的推迟了的现金支付。若从兼并方的资本使用角度看,可以认为这是一种卖方融资,即直接由目标公司的股东提供融资,而不是由银行等第三方提供。

现金外购是一种单纯的收购行为,它是由兼并公司支付给目标公司股东一定数额的现金,借此取得目标公司的所有权。一旦目标公司的股东收到对其所拥有股份的现金支付,就失去了对原公司的任何权益。这是现金收购方式的一个鲜明的特点。对于兼并公司而言,以现金收购目标公司,现有的股东权益不会因此而被“淡化”,但却是一项沉重的即时现金负担。因此,兼并方必须决定是动用公司现有的现金,还是专门筹集额外的资金来支付收购费用。在这两种方法之间进行选择的时候,需要考虑许多因素。如果现有的现金已经安排作为预期的流动资本,或者是用作内部资本投资的,那么就有必要为支付收购费用另外筹集资金,若筹集遇到困难,还可作出特殊的安排和变通,如采用延期或分期支付等卖方融资方式(这在后面还将涉及到)。

税务管理问题是现金收购方式所涉及的一个重要问题。目前,世界上绝大多数国家都奉行这样的税务准则,即公司股票的出售变化是一项潜在的应税事件,它涉及到投资者的资本损益,在已实现资本收益的情况下,则须交纳资本收益税。因此,若目标公司的股东接受现金收购的出资方式,就需要交付资本收益税。在延期支付的情况下,目标公司的股东滞后得到现金支付,也就意味着推迟了资本收益税的负担,直到实际得到支付的现金,方才承担资本收益税。

在公司购并交易的实际操作中,有两个重要因素会影响到现金收购方式的出价:①目标公司所在地管辖股票的销售收益的所得税法;②目标公司股份的平均股权成本,因为只有超出的部分才应支付资本收益税。例如,一宗以现金支付的收购活动发生在荷属安德烈岛,目标公司是在当地注册的,那么目标公司的股东就不会面临课征资本收益税的问题,兼并方的现金出价就是他们实际得到的数额。但如果目标公司的注册地是英国伦敦,则目标公司的股东所得到的资本收益将可能被课以30%的所得税。因而,兼并方在以现金收购方式收购目标公司时,必须考虑到该项收购活动是否免税,因为这将对自己的出价产生重要的影响。此外,由于某种原因,目标公司的股东得到的价格可能不会高于他所拥有的股份的平均股权成本(每股净资产值),在这种情况下,接受现金支付亦不会产生任何税收负担。如果兼并方确认现金出价会导致卖方承担资本收益税,则必须考虑可能减轻这种税收负担的特殊安排。否则,卖方也只能以自己可能得到的净收益为标准,作出是否接受出价的决定,而不是以买方所支付的现金数额为依据。通常情况下,一个不会引起税收负担的中等水平的出价,要比一个可能导致有惩罚性税收的高出价更具有吸引力。

采用推迟或分期支付的方式与采用一次性付清的方式相比,有两个优点:①可以减轻现金收购给兼并方带来的短期内大量现金负担,而且以后的支付来源还可以转向目标公司的经营成果;②可以给目标公司的股东带来税收上的好处,他们通常愿意有一个减轻资本收益税的机会,而推迟支付安排可以给他们提供更大的弹性来安排其收益,从而可能支付

最少的税额。

二、现金收购的影响因素

兼并方在决定是否采用现金收购方式时，应围绕兼并方的资产流动性、资本结构、货币问题和融资能力等几个方面来考虑。

(1) 短期的流动性。现金收购要求兼并方在确定的日期支付一定数量的货币，立即付现必然会在资产负债表上产生现金亏空，因此有无足够的即时付现能力是买方首先要考虑的因素。

(2) 中期或长期的流动性。主要是以较长期的观点看待支付的可能性，有些公司有可能在很长时间内难以从大量的现金流出中恢复过来，因此兼并方必须认真考虑现金回收率以及回收年限。

(3) 货币的流动性。以上两点并没有涉及货币本身的问题。在跨国购并中，买方还须考虑自己拥有的现金是否为可以直接支付的货币或可自由兑换的货币，以及从目标公司回收的是否为可自由兑换的货币等问题。

第二节 股票收购

股票收购指的是收购方通过增加发行本公司的股票，以新发行的股票替换目标公司的股票达到收购目的的一种出资方式。

一、股票收购的特点

股票收购区别于现金收购的主要特点是：①买方不需要支付大量现金，因而不会影响兼并公司的现金状况。②收购完成后，目标公司的股东不会因此失去他们的所有者权益。只是这种所有权由目标公司转移到了兼并公司，使他们成为该扩大了的公司的新股东。也就是说，当收购交易完成之后，目标公司被纳入了兼并公司，兼并公司扩大了规模。并且扩大后的公司的股东由原有股东和目标公司的股东共同组成，但是兼并公司的原有股东应在经营控制权方面占主导地位。

由于股票收购的上述特点，因而有必要区别公司的兼并与合并。公司的合并是指两家相互独立的公司的股东同意通过替换股票组成一个扩大了的公司实体，亦即通过发行一种全新的股票，组成一家新的大公司。虽然从形式上看两者都以发行新股票为手段，同时亦保留了原股东的所有者地位，但它们之间的区别还是比较明显的：企业兼并中的买方占据主导地位，所发行的是买方本公司的股票，交易的结果是把目标公司纳入本公司，本公司保留原有的法人资格，目标公司的法人资格将不复存在；而公司合并中的双方处于对等的地位，合并中所发行的不是任一交易当事人的股票，而是一个共同拥有和经营的新公司的股票，交易的结果是合并各方原有的公司消失，组成一个新的合并公司。

由于在股票收购中，目标公司的股东仍保留自己的所有者地位，因此，对兼并方而言，这种出资方式的一个不利影响是股本结构会发生变动。例如，一家上市公司采用股票收购

方式来兼并另外一家股权集中的非上市公司,则可能会导致收购公司控制权发生转移的情况,即被收购的目标公司的股东通过上市公司所发行的新股票取得了对上市公司的主导性控制权。这种情况一般被称为逆向收购。对于买方而言,收购是为了取得目标公司的控制权,因而一般不允许公司的主导控制权地位为他人所得。所以逆向收购只能是公司购并中的极端现象,但在买壳上市中常常运用。尽管如此,逆向收购亦可以说明股票收购方式会给买方带来的影响:新增发的股票改变了原有的股权结构,导致了股东权益的“淡化”,股权淡化的结果甚至可能使原有的股东丧失对公司的控制权。

二、股票收购方式的影响因素

在决定是否采用股票收购方式时,一般应从以下几个方面进行考虑。

(1) 兼并方的股权结构。由于股票收购方式的一个突出特点是它对原有股权比例会有重大影响,因而兼并方必须首先确定,主要大股东在多大程度上可以接受股权的淡化。

(2) 每股收益率的变化。增发新股可能会对每股收益产生不利的影响,如目标公司的盈利状况较差,或者是支付的价格较高,则会导致每股收益的减少。虽然在许多情况下,每股收益的减少只是短期的,长期来看还是有利的;但无论如何,每股收益的减少仍可能给股价带来不利的影响,导致股价下跌。所以,兼并公司在采用股票收购方式之前,要确定是否会产生这种不利情况,如果发生这种情况,那么在多大程度上是可以被接受的。

(3) 每股净资产值的变动。每股净资产值是衡量股东权益的一项重要标准。在某种情况下,新股的发行可能会减少每股所拥有的净资产值,这也会对股价造成不利影响。如果采用股票收购方式会导致每股净资产值的下降,兼并方需要确定这种下降是否会被原有股东接受。

(4) 财务杠杆比率。发行新股可能会影响公司的财务杠杆比率。所以,兼并方应考虑到是否会出现财务杠杆比率升高的情况,以及具体的资产负债的合理水平。

(5) 当前股价水平。当前股价水平是兼并方决定采用现金收购或是股票收购的一个主要影响因素。一般来说,在股票市场处于上升过程中,股票的相对价格较高,这时以股票作为出资方式可能更有利于买方,增长的新股对卖方也会具有较强的吸引力。不然的话,卖方可能不愿持有,即刻抛空套现,于是情况进一步恶化,导致股价进一步下跌。因此,兼并方应事先考虑本公司股价所处的水平,同时还应预测增发新股会对股价波动带来多大影响。

(6) 当前股息收益率。新股发行往往与兼并方原有的股息政策有着一定的联系。一般而言,股东都希望得到较高的股息收益率。在股息收益率较高的情况下,发行固定利率较低的债权证券可能更为有利。反之,如果股息收益率较低,增发新股就比各种形式的借贷更为有利。因此,兼并方在收购活动的实际操作中,要比较股息收益率和借贷利率的高低,以决定采取何种出资方式。

(7) 股息或货币的限制。在跨国购并中,如果兼并方要向其他国家的居民发行本公司的股票,就必须确认本国在现在和将来都不会限制股息的支付或外汇的支付。外国居民在决定接受股票收购方式之前,也需要得到这种确认。

(8) 外国股权的限制。有些国家对于本国居民持有外国公司或以外币标值的股权证券实行限制，也有的国家不允许外国公司直接向本国居民发行新股。也就是说，在跨国购并中采用股票收购方式有时会遇到某些法律上的障碍，这是买方必须予以注意的。

(9) 上市规则的限制。对于上市公司而言，不论是收购非上市公司还是收购上市公司，都会受到其所在证券交易所上市规则的限制。有时候，在购并交易完成以后，由于买方（上市公司）自身发生了一些变化，很可能要作为新上市公司重新申请上市。这样一来，兼并方就可能会由于某种原因自此失去上市资格。所以，作为买方的上市公司在决定采用股票收购方式完成购并交易时，要事先确认是否与其所在证券交易所上市规则的有关条文发生冲突。若有冲突，还可考虑请求证券监管部门予以豁免。

第三节 综合证券收购

在公司购并活动中，买方不仅可以采用现金收购、股票收购等出资方式，而且还可以采用综合证券收购（或称混合证券收购）方式来完成购并交易。所谓综合证券收购，指的是收购公司对目标公司提出收购要约时，其出价有现金、股票、认股权证、可转换债券等多种形式的组合。

一、公司债券

公司债券作为一种出资方式，必须满足许多条件，一般要求它可以在证券交易所或场外交易市场上流通。与普通股相比，公司债券证券通常是一种更便宜的资金来源，而且向它的持有者支付的利息一般是可以免税的。对买方而言，它的一个好处是，可以把它与认股权证或可转换债券结合起来。

二、认股权证

认股权证（Warranty）是一种由上市公司发出的证明文件（或权证证券），赋予它的持有一种权利，即持有人有权在指定的时间内即有效期内，用指定的价格认购由该公司发行的一定数量（按换股比率）的新股。值得注意的是，认股权证本身并不是股票，其持有人不能视为公司股东，因此不能享受正常的股东权益（如分享股息派发、投票权等），对公司现行经营政策，亦无从左右。购入认股权证后，持有人所获得的是一个换股权利而不是责任，行使与否在于他本身的决定，不受任何约束。

对收购方而言，发行认股权证的好处是，可以因此而延期支付股利，从而为公司提供了额外的股本基础。但由于认股权证上的认购权之行使，会涉及到公司未来控股权的改变，因此，为保障现行公司股东的利益，公司在发行认股权证时，一般要按控股比例派送给股东。股东可用这种证券行使优先低价认购公司新股的权利，也可以在市场上随意将认股权证出售，购入者则成为认股权证的持有人，获得相同的认购权利。

一般而言，收购公司在发行认股权证时，必须详细规定认购新股权利的条款如换股价、有效期限及每认股权证可换普通股的股数（换股比率），为保障持有人利益，此等条款在认

股权证发出后，一般不能随意更改，任何条款的修订，需经股东特别大会通过方能算数。

投资者之所以乐于购买认股权证，主要原因是：①投资者对该公司的发展前景看好，因此既投资股票，也投资认股权证；②大多数认股权证比股票更便宜，一些看好该公司而无能力购买其股票的投资者只好转买其认股权证，而且认购款项可延期支付，投资者只需出少数款额就可以把认股权证转卖而获利。

三、可转换债券

可转换债券（Convertible Bonds）向其持有者提供一种选择权，在某一给定时间内可以某一特定价格将债券换为股票。可转换债券发行时应事前确定转换为股票的期限，确定所转换股票属于何种类型股票和该股票每股的发行价格（兑换价格）等。

从收购公司的角度看，采用可转换债券这种支付方式的好处是：①通过发行可转换债券，公司能以比普通债券更低的利率和较宽松的契约条件出售债券；②提供了一种能以比现行价格更高的价格出售股票的方式；③当公司正在开发一种新产品或一种新的业务的时候，可转换债券也是特别有用的，因为预期从这种新产品或新业务所获得的额外利润可能正好是与转换期相一致的。

对目标公司股东而言，采用可转换债券的好处是：①具有债券的安全性和作为股票可使本金增值的有利性相结合的双重性质；②在股票价格较低的时期，可以将它的转换期延迟到预期股票价格上升的时期。

四、其他方式

收购公司还可以发行无表决权的优先股来支付价款。优先股虽在股利方面享有优先权，但不会影响原股东对公司的控制权，这是这种支付方式的一个突出特点。

综合起来看，兼并公司在收购目标公司时采用综合证券收购方式，既可以避免支付更多的现金，造成本企业的财务状况恶化，又可以防止控股权的转移。由于这两大优点，综合证券收购在各种出资方式中的比例近年来呈现出逐年上升的趋势。

第七章 收购融资及财务规划

第一节 融资政策的选择

在进行公司收购时，收购方对所需筹集的资金进行事前评估，是其拟定财务规划的必经步骤。收购方进行收购所需投入的资金，通常是由收购价格、为维持被收购公司的正常运营所需的短期资金及收购目的所决定的。

收购一家公司所需支付的价格，众说纷纭。在实践中，一般将长期负债包括在收购价格中，在美国称之为全部对价（Total Consideration），投资银行也是以此价格收取“成本费用”的。在目标公司资产一定的情况下，负债愈多，净值就愈少，则买方支付给卖方的实际收购价格就愈小，有时甚至可以分文不花，就可取得全部股权，因此，目标公司若在收购前增加负债来退还股本给目标公司股东，则买方虽然可以较低价格买到目标公司，但买到的却是一家负债比率较高的公司，这样的公司对收购后开展正常的经营活动极为不利，沉重的债务负担和支付初期利息的压力甚至会导致收购者重新考虑再次出售该家公司。由此可见，收购价格与目标公司的资本结构的关系是互动的。一般而言，目标公司的长期债务合同中所规定的条件包括股利支付、重大资本支出方面与规模、最高负债比率的限制等。但是合同上有的还列有特定主要大股东转让一定股权时须立即偿还此项长期负债的规定，在这种情况下，买方就会把收购后债权人是否愿意续借此项长期贷款作为在收购决策上所考虑的最主要的收购条件，尤其是在长期负债金额过分庞大的收购案里更是如此。假如没有上述的股权转移时的强制偿还条款，收购后是否需立即偿还全部长期负债，要根据具体情况而定。若这些负债是公司债，则有的可能在发行条件上规定无法立即赎回。假如规定可以赎回，则这些公司债的利率，若比买方的资金成本还高，则买方也应予以偿还。

实践中，在收购时应考虑所要投入的资金，除了用来偿还长期负债外，还常须投入短期资金，以偿还短期负债或充当营运资金，只有这样，才能顺利保证收购后目标公司的正常营运。故而从财务的观点看，买方所关心的并非收购价格多少问题，而是在收购中究竟需投入多少资金的现金流量的规则问题。不过，在进行目标公司未来现金流量预测以求算投资报酬率时，假如目标公司负债比率过高，买方可以该目标公司借款利率与本身资金成本作比较，而决定是否偿还负债。

此外，买方的收购动机对资金投入的多少也有影响。若买方有意长期持有目标公司且欲进行公司业务整合，一般会投入较多资金，但若是属于收购者准备买来后等待时机再行出售的话，则会减少投入资金。在目标公司的业务与买方业务独立的情况下，则会因考虑

将来经营遇到的经营风险,而不投入过多资金,从而让目标公司自行举债。因此,买方资金成本若比目标公司的长期负债率还低时,买方在考虑应予偿还其长期负债时,往往会基于投资风险的考虑而不会投入过多资金给目标公司用以偿还债务。

如前所述,在实践中由于收购者的动机不同以及目标公司自身收购前的资本结构不同,造成收购时所需的长期资金投入与短期资金投入有不同的比例。例如,有的企业收购中买者只是暂时持有,待适当改造后重新出售,这样就需相当数量的短期资金才能达到目的;有的买方是为了长期持有,他就会面对目标公司的资本结构及使其持续营运,来确定收购资金的具体筹集方式。一般而言,短期融资与流动资产的资金融通有关,而长期负债则是为进行长期投资做准备。在典型公司中,流动资产所占的资金约占全部资金的40%。因此,如何合理安排资金结构,采取适当的筹资手段,就构成了企业的融资政策。公司在筹集资金时,所采取的融资政策大致可分为积极型、中庸型及保守型三种。

一、中庸型融资政策

中庸型融资政策是收购方经常采用的。它的特点是对波动性资产,用短期融资的方式来筹措资金;而对永久性资产,包括永久性流动资产和固定资产,均用长期融资的方式来筹措资金,以便资产和负债的到期期间能相互配合。这种融资政策在实践中可使公司降低其无法偿还到期负债的风险。例如,某公司以500万元收购一家企业,假设该公司以10%的利率1年后还本付息的借款来筹措这笔收购资金,同时预期目标公司收购后的税后投资报酬率为15%,第1年平均折旧率为10%,则收购后第1年目标公司可为收购方带来的净现金流量为125万元,然而1年后,该公司却必须偿还或重新举债来融通的资金达550万元。这意味着该收购公司1年后的现金流入量只有125万元,而现金的流出量却达550万元。这样,买方若用短期融资办法来筹集这部分收购资金,则公司只得重新举债或将贷款展期。倘若公司重新举债失败且贷款也不允许展期,则就会给收购方造成财务危机或被迫重新出售这家企业。但是,若收购方事先确定好收购该企业所需的投入资金结构,然后针对目标公司负债偿还期限的长短、维持正常运作所需营运资金的多少,来做好资金投入的不同还款期与借款的种类相互配合,如用短期融资来保持目标公司正常营运的波动性资金需求,用长期负债和股东权益来筹措购买该企业所需的其他资金投入,这样就不会给收购方造成财务危机,并可保持目标公司收购后的正常生产经营活动。

二、积极性融资政策

积极型融资政策的特点是公司以长期负债和权益来融通永久性资产的一部分,而余下的永久性资产和波动性资产则用短期资金来融通。假定某公司即使在生产经营的低潮时,依旧持有3000万元流动资产与6000万元的固定资产,即公司持有9000万元的永久性资产,但该公司所持有的由权益或长期负债构成的长期资金只有8000万元,则该公司就使用1000万元的短期融资来融通这部分1000万元的永久性资产。更有甚者,若此时该公司的短期融资额高达4000万元,则表明公司除了用短期融资方式来筹措流动资产所需资金外,还用短期融资的方式筹措了1000万元的固定资产所需资金。相比之下,这自然是一种更积极,

但风险更大的融资政策，而且还要面临利率上涨而导致更多利息支出的风险。此类公司若能侥幸经营成功，则可赚得比一般公司要高得多的利润。但由于这类筹资方式风险极大，因而愿意冒如此大的风险来换取高额利润的公司并不多见。

三、保守型融资政策

保守型融资政策的特点是公司不但以长期资金来融通永久性资产，而且还以长期资金满足由于季节性或循环性波动而产生的部分或全部暂时性资产的资产需求。在公司淡季时，由于对资金的需求下降，此时公司可以将闲置的资金投资到短期有价证券上。通过此种方式，公司不但可以赚到若干报酬，还可以将其部分变为现金储存起来以备旺季时用。但在旺季时，除了出售公司所储存的有价证券外，仍然还要使用少量的短期信用才能筹措到足够的资金，以满足其临时性资金需要。

第二节 融资渠道及其分析

一、融资渠道

融资渠道以资金来源为标准，可分为内部融资渠道和外部融资渠道。

☐ 内部融资渠道

这是指从公司内部开辟资金来源，筹措所需资金。从公司内部融资，其资金来源有以下三种。

(1) 公司自有资金。公司自有资金是公司经常持有，按规定自行支配，并不需偿还的那部分资金。自有资金的特点是公司自有，不需偿还，自行支配。公司自有资金的构成主要由两部分组成：一是公司实行公司基金制、利润留成制度之前国家拨付给公司的资金；二是公司税后留利。

(2) 未使用或未分配的专项基金。未使用或分配的专项基金的特点是就每一项具体的资金来说，它们只是在未使用和分配前作为内部筹资的一个来源，一俟需要使用或分配这些资金，必须及时现款支付。但从长期平均趋势看，这些专用基金可以成为公司的一项稳定和可长期使用的资金来源，因而也具有可长期占用性。这一专项基金由以下几部分组成：一是从销售收入中收回而形成的更新改造基金和修理基金；二是从利润中提取而形成的新产品试制基金、生产发展基金、职工福利基金、职工奖励基金和后备基金。

(3) 公司应付税利和利息。公司应付税利和利息虽然从公司资产负债表上看，属负债性质，但它的本源还是在公司内部。这部分资金的特点是：不能长期占有，这点与自有资金不同；到期必须对外支付，这一点表明它又与未使用和未分配的专用基金不同。从长期平均趋势看，它也是公司内部筹资的一个来源。

☐ 外部融资渠道

这是指公司从外部开辟资金来源，向公司外的经济主体（包括公司现有股东和公司职员及雇员）筹措资金。其方式主要有：专业银行信贷资金、非银行金融机构资金、其他公

司资金、民间资金、外资。

(1) 专业银行信贷资金。专业银行信贷金取之于个人储蓄和单位存款,其财力雄厚,贷款方式具有多样性,因而既有利于宏观控制,又有利于满足企业的多种需求,这是公司资金的重要筹集渠道。

(2) 非银行金融机构资金(如信托投资公司、保险公司、证券公司)。由于非银行金融机构在我国刚刚形成,其资金力量比较小,但这部分资金的供应具有灵活性、方便性。这是很有前景的资金来源。

(3) 其他公司资金。生产经营过程中,有些公司的资金处于闲置状态,而有些公司又急需资金。为了实现公司之间的互惠互利,急需资金的公司便可从另一公司借入资金。这种借入资金有利于促进公司之间的经济联系,拓宽公司赢利之道。

(4) 民间资金。随着证券市场的发展,这一融资渠道将发挥越来越重大的作用。

(5) 外资。随着中国经济的走势愈来愈被看好,必将有更多的海外资金流入中国。

二、发行有价证券融资政策分析

股份公司利用公开市场机制,发行有价证券融通资金,从经济角度看,可以直接面对投资大众,最大限度地利用社会闲散资金,并利用广大投资者之间的购买竞争来有效地降低筹资成本,同时,发行有价证券又可以提高发行公司的知名度,形成筹资公司多样化的负债结构,以避免单一化负债结构下债权人对债务人经济活动的垄断性干预,还可以利用广大债权人对债务还本付息的关心来获得各方面的有效信息。有价证券可分为普通股股票、优先股股票、债券、可转换证券、购股权证等。

□ 普通股融资

普通股是股份公司资本构成中最主要、最基本的股份,同时也是风险最大的一种股份。

(1) 普通股的基本特点是其投资收益(股息和分红)不是在购买时约定,而是事后根据股票发行公司的经营业绩来确定。持有普通股的股东,享有参与经营权、收益分配权、资产分配权、优先购股权和股份转让权等。从公司的角度来看,普通股融资不必支付固定的股利给股东,且因为没有固定的到期日,无需到时偿还本金;增售普通股,有助于提高公司的信誉,使公司举债成本降低,并增加公司未来的融资能力,当公司前景看好时,普通股能以较其他证券为佳的条件销售给社会公众,这是由于普通股所提供的报酬率通常比优先股或债券的报酬率高,而且由于普通股代表公司的所有权,故相对于优先股或债券而言,它可以提供投资者一个较佳的屏障,以防止非预期性通货膨胀所造成的损失;公司发行普通股融通资金,还可以在平时维持充分的举债能力,从而一旦出现周转不灵的现象,就能及时取得资金以解决问题。

(2) 普通股融资在具备上述优点的同时,也具有下列缺点。①分散了公司控制权。由于普通股股东通常都享有投票权,对外发行新股常意味着公司的部分控制权转移给新的股东。如果普通股发行太多,发行公司本身也将面临被收购的危险。例如,美国就常有公司试图通过收购流通在外普通股的方式来取得其他公司超过半数的股份,以达到接收该公司的目的。由于普通股股东可以亲自出席股东大会行使投票权,也可以使用委托书委托代理

人代为行使，于是一些有收购意愿的人会出来收购委托书，然后在股东大会上投票，以推翻现有的管理当局，这便是“委托争夺战”。②对外发行新股，容易使新股东坐享其成，即当未来公司的盈余激增，新股东有与旧股东同样的权利。③由于普通股融资的审查成本较高且普通股的订价通常较债券或优先股低，因而普通股的承销费用通常要较优先股或债券的承销费用高。④过多的普通股融资会使公司无法达到平均资金成本为最低的最佳资本结构。⑤由于付给债权人的利息可在税前扣除，而付给股东的股利需在税后支付，因而相对而言，公司采用普通股融资越多，其缴纳的所得税也越多。

☐ 优先股融资

优先股又称特别股，是股份公司专为某些获得优先特权的投资者设计的一种股票。它的主要特点：一是一般预先定明股息收益率；二是优先股股东一般无选举权和投票权；三是优先股有优先索偿权，能优先领取股息，能优先分配剩余资产。

(1) 从发行公司的角度看，优先股具有以下优点。①公司可凭借发行优先股来固定融资成本，并得以将更多的未来潜在利润保留给普通股股东。②优先股一般没有到期时间和收回基金的规定，相对于负债而言，它们通常不会给公司带来现金流量问题。③通过发行优先股而非普通股融资，公司普通股股东可以避免和新投资者一起分享盈余与控制权。

(2) 优先股的缺点。①优先股的税后资金成本要高于负债的税后资金成本；②由于优先股股东往往负担了相当比例的风险，却只能收取固定的报酬，因而在发行效果上不如债券。

☐ 债券融资

债券是公司为了筹集资本，按照法定程序发行并承担在指定时间内支付一定利息和偿还本金义务的有价证券。从法律的角度看，债券是债权、债务关系的一种凭证。债券的种类有抵押债券、信用债券、附属信用债券以及可转换债券等。

与股票的相比债券具有以下特点。①期限不同。股票只付股息，不存在还本问题，故股票不存在期限问题，而债券一般都有期限，到期还本付息。②投资者拥有的权利不同。投资者购买债券投资时，他与发行者是借贷关系，投资者的权利就是到期获得本息，无权参加发行公司的经营管理，同时对公司也不承担偿还公司债务的责任。投资者购买股票进行投资时，他就成为股东，因而有权参加企业管理，并获得股利，同时还要按股承担企业经营风险的责任。③收益的保障程度不同。债券持有者所持有的债券一旦到期，则不论融资者经营状况如何，他必须向投资者支付利息。而股票的股利收入则依公司盈利状况而定，公司盈利多则可派股利也多，公司盈利少则可派股利也少。④所获收入与国家税收的关系不同。债券利息在公司缴纳所得税前支付，股息则在缴纳所得税后支付。且对于投资者来说，购买公司债的利息收入可免交个人收入调节税，而购买股票的股息收入则要缴纳个人收入调节税。

☐ 可转换证券融资

可转换证券 (Convertible Security) 是指可被持有人转换为普通股的债券或优先股。当可转换证券被持有人转换成普通股之后，虽然不象认股证一样需要现金，但由于公司的负债比率已较前为低，故公司将更容易筹措到新的资金，其资本结构也更为健全。

由于可转换证券发行之初可为投资者提供固定报酬,这等于投资于单纯公司债或优先股;当公司资本报酬率上升、公司普通股上升时,投资者又获得了自由交换普通股的权利,故从投资者角度看,转换溢价是值得支付的,他们乐于接受收益较低的这种可转换证券。

(1) 可转换证券对公司筹措资金有以下优点。①由于其具有高度灵活性,公司可依据具体情况,设计出不同的报酬率,不同的转换溢价等条件的可转换证券,以寻求最佳的长期筹资方式。②可转换证券的报酬率一般较低,这样就使可转换证券的资本成本率较低,大大减轻了公司的筹资成本,使公司获得廉价的资本供给。③由于可转换公司债和可转换优先股等可转换证券一般要转换为没有届满期的普通股,故发行可转换证券可为公司提供长期、稳定的资本供给。

(2) 可转换证券对公司筹措资金存在以下缺点。①当股票市价猛涨而且大大高于普通股转换价格时,发行可转换证券反而使公司蒙受了财务损失。②当普通股市价未像预期的那样上涨时,可转换证券的转换就无法实现,这极可能断绝公司获得新的长期资金的任何来源。这是因为,证券的转换未能实现时,一方面公司几乎不可能再发行新的可转换证券;另一方面由于投资者对公司财务状况的怀疑,会导致其他非可转换证券发行的困难。③当可转换证券的转换顺利实现时,转换本身就意味着对公司原有股东参与权的压缩,也会引起对公司经营管理的干涉。

由上可见,可转换证券是一种极好的筹措长期资本的工具,常应用于与预期的未来价格相比较,目前公司普通股的市价偏低的情况下,另外也可应用于收购股息制度不同的其他企业。

□ 购股权证融资

购股权证是一种由公司发行的长期选择权,它允许持有人按某一特定价格买进既定数量的股票。购股权证通常随着公司的长期债券一起发行,以吸引投资者前来购买利率低于正常水平的长期债券。

购股权证在性质上与可转换证券有相同之处,但二者又有以下重大差别:当可转换证券被转换时,发行了新的普通股,但公司资本并未因此增加。这是由于资本在可转换证券出售的当初已经增加了,在证券转换之时发生的只是一种证券(公司债)转换成另一种证券(普通股股票),即由债务资本转换为主权资本;而在购股权证被行使时,原来发行的公司债尚未收回,因此所发行的普通股意味着一批新的资金流入公司,这些新投入的资金可用于增加资产、清偿债务或其他有利于增加公司收益的收购活动。

由于购股权证代表了长期选择权,所以附有购股权证的债券或股票,往往对投资者有较大的吸引力。从实践看,购股权证能在下列情况下推动公司有价值证券的发行销售。

(1) 当公司处于信用危机边缘时,利用购股权证,可诱使投资者购买公司债,否则公司债难以售出甚至不能售出。

(2) 在金融紧缩时期,一些财务基础较好的公司也可用购股权证使其公司债吸引投资者。

(3) 与可转换证券一样,对于投资者来说,购股权证也是较低的利率与次级担保的公平的替代物,投资者会因此而接受公司承诺的较低的成本。

第三节 融资成本分析

公司为了取得与使用资金而付出的代价,即为资金成本,它包括支付给股东的股利和支付给债权人的利息等。它既可以用绝对数表示,也可以用相对数表示。由于融资方式的不同,往往造成同一融资额所付出的融资成本有很大不同,为了便于比较,资金成本使用的更多的是相对数,即资金成本率,它表明每筹集100元的资金将要付出多大代价。

1. 融资额、成本绝对数、资金成本率之间的关系

融资成本总额=融资总额×资金成本率

对融资成本的计算,关键是如何计算不同融资方式条件下的资金成本率。

2. 国拨资金占用费的计算

占用费总额=占用资金总额×资金成本率

资金成本率=平均资金利润率

3. 公司从金融机构借入资金的利息成本计算

利息总额=借入资金总额×资金成本率

资金成本率=借款利率

4. 公司债券融资的利息成本计算

利息总额=融资总额×资金成本率

资金成本率(不计税) $=\frac{\text{债券利率}}{1-\text{发行费率}}\times 100\%$

资金成本率(计税) $=\text{债券利率}\times\frac{(1-\text{所得税率})}{1-\text{发行费率}}\times 100\%$

5. 公司股票融资所付股息(利)成本

股息总额=优先股股金总额×资金成本率

资金成本率 $=\frac{\text{股息年率}}{1-\text{融资费率}}\times 100\%$

股利总额=普通股股金总额×资金成本率

资金成本率 $=\frac{\text{每股预期年度股利}}{\text{股票现期市价}\times(1-\text{融资费率})+\text{预期股利年均增长率}}\times 100\%$

6. 公司税后利润作为融资时的机会成本

机会成本总额=利润额×资金成本率

资金成本率=当时公司的平均资金利润率

第四节 公司融资方式的确定

一、融资方式的选择

公司如何选择融资方式同其选择资本结构紧密相关。综合考虑筹资成本、政府税收、企

业风险、股利政策、信息传递、资本结构等各种因素后,一般的公司倾向于按下述顺序考虑其筹资方式。

(1) 在诸多筹资渠道中,企业倾向首先选择内部积累,因为这种方法具有筹资阻力小、保密性好、风险小、不必支付发行成本、为企业保留更多的借款能力等诸多优点。目前国内一些大型企业或集团内部成立财务公司,已初步具备调动自有资金进行收购的能力。

(2) 如需从外部筹资,借贷、租赁等方式速度快、弹性大、发行成本低,而且容易保密,是信用等级高的企业进行收购筹资的极好途径。

(3) 最后考虑发行有价证券,随着国内金融市场运作的逐渐成熟,这将越来越成为企业筹资的大渠道。在有价证券中,企业一般倾向于首先发行一般公司债券;其次是复合公司债券,如可转换公司债券;最后才是发行普通股票或配股。因为普通股票的发行成本高于债券发行成本,还会在股票市场上造成对企业不利的影响。

二、筹资决策的程序

各种渠道的筹资都有一个完整的综合决策过程。以有价证券筹资为例,其决策程序如下。

(1) 种类决策。证券种类的选择是发行有价证券时最重要的决策。证券种类的选择,必须考虑到公司的资本结构;筹资公司一方面尽量利用债务资本的财务杠杆利益,另一方面又要尽量避免债务资本带来的财务风险。也就是说,筹资公司要在财务杠杆利益与财务风险之间寻求一种合理的均衡,这一均衡就是公司的最优资本结构。通过各种数量分析方法,以资本成本率为基础,可以建立起无限地接近最优资本结构的良好资本结构。

(2) 期限决策。在初步确定种类之后,就应该初步确定证券的期限。筹资公司应根据自己筹措资金的目的来选择证券期限(股票除外)。

(3) 股息与债息决策。在确定证券期限的同时,筹资公司要确定股票的股息与公司债的利息,即进行股息决策与债息决策。对于股票的股息,需要确定的是股息的种类以及股息的支付方式(又称股息政策);对于公司债的债息,需要确定的是利息的形式、付息的频率及计息水平。筹资公司应努力寻求市场的均衡利率水平,一方面要使自己发行的证券对投资者有吸引力;另一方面又要尽量降低证券的成本。也就是说,筹资公司要在证券吸引力与公司财务负担之间寻求一种合理的均衡。

(4) 发售技术决策。当以上全部选择以后,筹资公司就要确定证券的发售价格、发售对象以及发售方式。发售价格的确定基本上是被动的,它主要取决于证券发行条件确定后到实际发售时这段期间市场条件的变化情况;而发售对象与发售方式的选择则是主动的,它取决于筹资公司用资计划、对投资者的分析、对自己信用等级和销售能力的估计、对发售成本与效益的判断等一系列因素。筹资公司通过对发售技术的选择,要在保证证券卖得出的前提下,尽量降低证券发行的筹措费用以及证券的资本成本率。

第五节 采用杠杆收购时的资本结构规划

从本世纪 60 年代开始,纵贯整个 70 年代,美国企业兼并又进入一次高潮。传统的兼并方式继续存在,新的兼并手段不断地涌现。其中新出现的杠杆收购(Leveraged Buy-out, LBO)尤其引人注目。它不仅带动、推进了兼并高潮,而且在企业机制、财务结构、法律形式、金融活动等多方面产生了影响,成为 80 年代企业兼并中不可忽视的重要手段。

简单地说,杠杆收购就是通过增加公司的财务杠杆去完成兼并交易。从实质上看,杠杆收购就是一个公司主要通过借债来获得另一公司的产权,又从后者的现金流量中偿还负债的兼并方式。同过去的企业兼并交易相对照,杠杆收购有以下两个独特之处。

(1) 在杠杆收购交易中,筹资结构发生变化。公司在杠杆收购中引起的负债主要由被兼并公司的资产或现金流量来支持和偿还,其次才是投资人(包括公司经理人员)的投资。

(2) 杠杆收购的交易过程中有一个经纪人。这个经纪人在兼并交易的两方之间起促进和推动作用,并且常常是由交易双方以外的第三者来充任。而在以前的企业兼并交易中,主要是由兼并公司和被兼并公司双方的经理人员,基于其各自公司的需要来直接达成交易。

80 年代,在美国,许多买方利用杠杆收购的形式来收购公司。之所以采用这种收购形式,在美国主要是基于税法上的考虑。在美国的税法里一个公司债权的利息可以算成“可扣减费用”,但是公司所分的红利是交税后的费用。一些投资者和高级管理者发现许多公司可以承担更高的债券负担,所以如果买方用很多债券来购买目标公司,买方自己则不用投资很多。假设公司将来的经营不错,在 3~7 年内可以偿还一部分债务,买方的投资就可以增加 3~4 倍。

进一步从净值投资报酬率的观点看,只要目标公司获利率大于向外举债利率,则买方股本投入越少,而目标公司对外的负债越多,则投资报酬率将越高。假如买方由众多投资人合资,期望收购后几年内增值几倍,甚至在股票上市后立即售出,则应安排较少的股本,使目标公司大量举债,而后再利用营业获利或处分资产来偿还,这样就可提高每股净值,易于在股市上转手或使目标公司符合上市标准。

因此,假如目标公司负债比率偏低,而且获利率较高且稳定,则为了提高投资回报率,应利用目标公司的资信,通过负债来筹集相当大比例的收购资金。

在杠杆收购中,什么样的公司是理想的收购对象,要视买方目的和能力而定。一般情况下,那些拥有坚强的管理核心,长期负债不多,市场占有率高,现金流量稳定,而且实际价值远高于帐面价值的公司,由于遭遇到经济萧条股价偏低,这时往往成为杠杆收购的理想对象。当然没有上述这些条件,但收购者有能力去整顿的,也可成为杠杆收购的对象。

至于杠杆收购的一般举债结构,也可分为居次债权(Subordinated Debt)和优先债权(Senior Debt)。如果公司清算,居次债权的求偿权位于优先债权之后,求偿权在居次债权之后的一般为优先股,其次为普通股。

优先债权与居次债权的差别主要在于风险承担的大小,优先债权的债权人可优先从现金及资产出售的价款中优先受偿,因此这样的债权人一般是较不愿承担财务风险的商业银

行。此外，也有些要求担保品的信用机构提供此种贷款，但利率要比商业银行高。

居次债权一般是没有担保，或在某种情况下可转换为普通股的债权。在居次债权中，有的依据持有人对利率的要求，又设计了排列顺序，有的投资机构接受较低利率，但要求求偿权较优先的条件，有的则要求利率高而愿接受求偿权较后面的条件，这样又可把居次债权再分为优先（Senior）与次级（Junior）。主要的居次债权人 为保险公司、创业投资公司、退休基金会等。

在杠杆收购过程中，常由投资银行先借给收购者一笔“过渡性贷款”（Bridge Loan）去买股权，取得控制权后，安排由目标公司发行大量债券筹款，来偿还贷款。由于公司负债比率过高，而使信用评级低，因而发行利率一般达 15% 左右，也因风险过高而被称作“垃圾债券”（Junk Bond）。若后来垃圾债券卖不出去则很麻烦，目标公司须尽快售卖资产还款。至于垃圾债券在“居次债券”中的求偿顺序，视具体情况而定。

在杠杆收购中，常需要另设一家控股公司，再由此公司去合并目标公司，因此自然控股公司所借的过渡性贷款，就需要目标公司再融资以新的长期债务来替代。而在会计上，控股公司是目标公司的母公司，一旦两家公司合并后，通过资本重复部分的消除，使目标公司的股本与控股公司相同，但是目标公司的负债会再加上控股公司的负债。当然投资银行愿提供风险高的过渡性贷款，除了利率高，还可赚取安排融资的高额手续费。

实际上进行两家公司合并的时间，与取得过渡性贷款及再融资的时间并没有一定的先后关系，一般控股公司在取得过渡性贷款并完成交割后就合并。

美国 80 年代流行的杠杆收购，通常是通过投资银行安排过渡性贷款，买方只要出极少部分的自有资金，即可买下目标公司，目标公司以其本身资产为担保，向外界机构举债，并且还通过投资银行安排，发行高利率的“垃圾债券”及商业本票来偿还过渡性贷款。在新的资本结构里，股东占相当少的比率。

在杠杆收购的实务操作上，买方常常先设立一家“纸上公司”（Paper Company）来收购目标公司。此纸上公司的资本结构即为过渡性贷款及自有资金。通过“再融资”，该公司偿还过渡性贷款，同时利用公司法中的公司合并，将目标公司与纸上公司合并。

在美国新的资本结构里常包括员工认股（Employee Stock Ownership Plans, Esop）。这里的 Esop 类似基金，是向银行贷款来认购目标公司的股权。其还款来源则由目标公司就发给员工薪资的特定比率（最高可达 25%）予以扣除，来还给银行，这对公司而言可视为薪资费用而可扣除所得。此外 Esop 的银行利息收入可以享受 50% 的免税，所以银行会给 Esop 低利贷款。当 Esop 偿还完毕后，每位员工即取得股票，当员工退休或离开时，可取回股票或卖给 Esop。当有人对公司采取故意收购时，公司经营者常以此项安排来对抗。

近年来，由于美国垃圾债券市场的萎缩，目前美国的银行已很难安排出“自备一成，贷款九成”的杠杆收购了。不过对于营运状况良好而负债比率不高的目标公司，“自备五成，贷款五成”还是可行的。至于具体怎样安排目标公司的资本结构，要视具体的负债情况和公司盈利情况而定，同时还要看投资银行是否愿意配合。在目前我国商业投资银行极不发达而国有专业银行一统天下的情况下，采用杠杆收购是极为困难的。

第八章 公司购并后的经营管理

无论收购企业的目的是为了改善和扩大经营，还是为了套利出售，收购者都有一个共同的目的，即力争获取最大化的利润。从这个意义上来说，收购者完成收购，取得了被购并企业的经营控制权，只是走完了第一步。如何改善经营管理，提高母公司和子公司的共同业绩，以期达到利润最大化的目的，是摆在收购者面前的艰巨任务。

公司的经营管理涉及到很多方面的问题。从企业的人事政策到财务政策，从企业的生产、原材料供应到产品的销售，都需要做出恰如其分的安排。在市场竞争趋于白热化的当代经济生活中，各种管理思想、管理方法和模式可谓层出不穷，并且都各自有成功范例为佐证。企业管理者在进行经营决策的过程中，不宜墨守成规，而应充分考虑根据企业自身的条件，如何在不断发展变化的特定环境中选择一种或多种经营管理模式，以获取利润。本章讨论完成收购后，收购者对被购并企业进行经营管理的主要问题。

第一节 公司购并后的人事问题

收购者在完成公司购并之后，首先要解决的是被购并企业中人的问题。因为人是任何企业生产经营的主体，企业人才主观能动性的充分发挥，是企业能够维持生存和发展并取得优良业绩的根本保证。甚至可以说，在现代社会的市场竞争中，人才的竞争已成为当务之急。试想，如果公司购并完成后，被购并公司原有的管理人才、技术人才纷纷离去，原有的客户和资金、原材料供应者纷纷断绝与被收购公司的业务联系，甚至使其经营业绩大不如前，则可以肯定地说，此项收购为失败之举。因此，如何处理好购并后的人事问题，就成为购并公司管理层首先要考虑的问题。

根据对国内外大量企业购并案例的分析，人事问题应主要做好以下几个方面的工作。

一、被购并企业主管人员的选派

收购完成后，收购者取得了被收购企业的控制支配权。收购者可以通过定期审核各种报表资料，了解被购并企业的业务开展情况，而实现对其的控制。但这毕竟只是间接的控制，难免会使被购并企业独立性过强而留有失控之患。而选派具有专业管理才能，同时忠诚可靠的人前往被购并企业负责经营管理，可以在很大程度上避免这一隐患。特别是在买方的收购动机是着重于双方整合效果的发挥所产生的利益的情况下，这种直接的人员控制，尤其能够确保整合效果的发挥。

收购者选择委派前往担任被购并企业的主管人员，必须具备专业管理才能。这一点对

避免人才流失、客源减少是至关重要的。无论是从收购者内部还是外部选聘人才，都需要不仅精明强干，而且值得信赖。在跨行业收购的情况下，如果对被购并企业的业务不很熟悉，收购者也可以考虑留用该企业原主管，而通过各种报表及时掌握该企业的经营状况，但如前所述，这种方式有较大风险。如日本企业大举进军好莱坞时，曾相继买下了米高梅、哥伦比亚和拉哥等影业公司，并且并未派员接任，而让其原主管享有充分自主权，但由于种种原因影片公司经营不善，又不得不忍痛卖掉。

二、购并后的人员沟通

企业购并完成后，被购并企业内部的工作人员往往士气不振，有离职打算。只有进行人际沟通，设法消除这种戒备和悲观的情绪才不会使人才流失。因此，在收购宣布后，收购者需派代表到被购并企业，与该企业人员进行交谈沟通，想方设法留住人才，如应让该企业员工知道股权的变化、谁是新任主管、未来经营方向如何等。还应澄清员工们的种种顾虑，如工作地点迁移状况、裁员还是扩员、福利状况等员工们关心的问题。因为人力资源在企业生存发展中的重要性，收购者在进行沟通前，必须对该企业内部人员的基本情况深入了解，并力争取得他们的认同，同时努力消除双方企业的文化差异所造成的障碍，共建企业文化。也只有如此，才能充分发挥整合效果，取得 $2+2>4$ 的效应。

三、进行必要的人事调整

在对被购并企业的人员状况有了深入详实的了解之后，就可以判断哪些员工属于企业发展必不可少的精明强干之辈，哪些员工则属于庸碌无能的冗员。一般来说，购并后企业中最可能离职的是那些富于才能的管理人员和技术人员，因为他们不管在任何任职，必然都是各家公司竞相网络的对象。在作人事调整的决策时，要首先考虑留住这些人才，委以重任，并取得他们的信任和忠诚。而对那些没有能力和特长的人员，则要根据公司的实际情况，适当予以裁减。

四、稳定人才

收购后，人员离职往往是因为担心对新环境能否适应。经营权的易手，总会使未来产生一些不确定性。尤其是对那些经营状况不佳的公司而言，股权转移后，收购者为缩小营运规模经常会进行人员裁减。被购并企业的原有人员会感到现实的威胁而造成沉重的心理负担，因为失业的压力存在，会使他们始终难以安心。

这时，收购者的首要任务就是尽快解除被购并企业内部人员的后顾之忧，制定出稳定人才的政策，以便激励职员在新领导下勤奋工作。这种稳定人才的政策需要有实质性的激励措施相配合，从个人的切身利益上为该企业员工考虑，给予其优厚的任用条件。在美国，一项普遍实行的激励措施是员工认股，即让员工有机会以低于市价的价格购买本企业的股票，尤其是对那些必不可少的人才给予一定数额的“股票选择权”，使其在一定年限内均可以特定价格购买股票。当业绩优异使股价狂升时，则可行使此权利而赚取价差。如日本三菱公司就曾以高于市价 40% 的每股 26 美元，收购美国钢铁公司所属的艾里斯化学公司

85%的股权，其余 15%留给原公司管理层，并要求该公司管理层的高级职员们继续留任。

总之，企业购并完成后，如何制定合理的人事政策，充分发挥员工的才能和经验，是收购者需要考虑的首要问题。

第二节 公司购并后的经营问题

购并后很容易造成的一个不利局面是和企业原有客户的关系有可能恶化。客户是企业的衣食父母，如果他们对企业产品供应的持续性以及质量、价格和服务等是否改变持怀疑态度，就很可能给原被购并企业的竞争者以可乘之机。这样，原有客户因为被购并企业的不稳定性而不再继续发订单，市场就很可能被竞争者掠夺。因此，购并后应当立即发函给主要客户，阐明收购者对该企业日后经营所将实施的政策。而原企业的业务人员理所当然地成为向客户传播公司经营思想和战略的媒介，他们应努力向客户证明，公司的产品和服务只会比原来更好，公司与客户的关系也只会比原来更好。对主要客户，可以考虑提供更优惠的条件，使客户对公司前途充满信心。

对于业绩不佳的企业，被购并后首先要处置闲置资产，对于不能一下子撤回的投资，也应逐步减少投入，或者将其转让给另一家公司；对于公司的内部组织机构要重新调整，精减不必要的部门，该撤销的撤销，该合并的合并，裁减冗员，以降低管理费用，减轻财务压力。

若购并双方是生产性质相近的企业，则购并方也可将自己的一些产品的订单交对方承担；或将双方的生产线连为一体，提高同一条生产线上上下游产品的衔接度；或者根据购并方的发展战略将对方的一些项目加以改造。例如山东渤海集团股份有限公司对济南火柴厂的购并。购并完成后，渤海集团投资逾千万元，将济南火柴厂在建的办公大楼改建成为具有三星级规格的渤海大厦；原有的占地约 3600 平方米的仓库，被用来与日资合作经营娱乐中心；地处黄金地段的得天独厚的条件，又使部分闲置场地得以出租给证券公司开办证券交易大厅。

有时，收购企业的目的在于减少竞争对手，提高市场占有率，收购者就更应该把精力放在维持销售渠道和销售网络的稳定性方面，以使购并后取得整体最优效果。同时，也可以在产品和服务的质量上多做文章，在留住原有客户的同时，吸引更多的新客户。

有时，购并目的在于套利，或者是将经营不善的企业扭亏为盈后出售，或者将其资产拆开来卖而获利。这种情况在美国尤为常见。

第三节 公司购并后的协同与整合问题

购并之后在内部管理方面的整合与协同，主要是在管理制度、经营方式及企业文化等方面的融合，主要涉及组织公司内部各项新旧业务的串连运行，监控各分公司、各部门的运作，对企业内部的各种矛盾和冲突通过协商的方式加以解决。这里一个关键的问题是将收购者企业和被购并企业的企业文化融为一体，这是非常必要的，但却不可能迅速实现。因

为企业文化的融合是一个涉及到多方面的复杂过程，它不仅表现在管理层的发展战略、经营思想、管理哲学等方面，也表现在企业员工的工作作风、精神风貌、对公司总体目标的认同和自觉贯彻执行等。所以收购企业的领导层在着手解决这一问题时，切勿操之过急，必须制定周密详实的计划，在企业内部和外界广泛开展宣传教育工作，使全体员工对企业文化达成共识，同时也在公众中树立良好形象。

第四节 公司购并后的理财手段

购并对双方企业来说，都是涉及大笔资产转移的重要项目，因此需要相应的理财手段相配合。许多收购者早在收购企业之前便制定出资产重组计划，以及与公司发展战略、组织管理等密切相关的理财策略。

一、套利出售

一般而言，被收购者的短期投资较少受到市场风险的影响，便于买方融资和进行财务处理，而其长期投资部分则由于周期长、回收流动性差要带来较高的市场风险和财务风险。收购者在接手资产流动比率欠佳的企业后，应妥善处置其资产，对流动性不同的资产区别对待。原则上应将不符合买方经营方向的某些资产售出，从而部分抵销筹资所引起的债务。因为在市场经济条件下，投资的唯一目的是为了获取利润，购并后如果带来亏损，就会与收购者的初衷背道而驰，因此应将成本大于收入的产品或资产售出，或伺机在企业股价升值之际，售出持股获利。反之，则可能会被亏损拖累，影响整个企业的综合利益。台湾省宏基公司或许在这方面可以提供一个因对被购并企业资产处置不当而被拖入泥潭的很好的例子。80年代末期，宏基公司曾在3年中接连收购了美国3家亏损的高科技公司，但是由于这些公司不但缺少流动性强的金融性资产，而难于再继续经营。没有财务综效，却由于宏基扩展过快，反受海外企业亏损拖累以致于造成了逾8亿美元的巨额亏损。宏基公司在理财手段上的失误和教训，是值得认真总结的。

二、撤资方式

在有些情况下，收购者会发现，整合的结果与原来设想制定的战略规划并不相符合，或可能由于企业的外部环境骤变而使购并活动失去其原有的意义。这时，往往采用“放弃分析”方法，以决定是否撤资。

实际上，公司进行撤资的原因是多种多样的，既可能是为了处置掉那些无利可图的资产，也可能由于资产绩效无法达到公司的预定标准，也可能是需要资金来进行投资、偿债等活动，还有些是因为要避免违反某些法律规定，如美国的反托拉斯法案。

概括起来，公司撤资主要有两种方式：

- (1) 公司分割 (Spin Off)，将准备裁掉或撤销的公司分割成为一至数家独立的公司，同时允许外来资本介入，用权益转让的方式将公司股票按股东的出资比例进行分配；
- (2) 资产出售 (Sell-Off)，把打算裁撤的公司卖出，如美国的 Beatrice 公司曾一度网罗

了一大批业务各异的企业。其中包括租车服务公司、装瓶厂、服装公司和食品加工厂等。在此情况下，Beatrice 的管理层毅然作出决定，卖掉这些毫不相关的部门，将自己的业务集中在乳酪和肉类等食品方面，从而保证了公司经营运作的灵活性。

在具体的实施中，撤资往往采取更为灵活的形式，如进行资产分割时，既可以保留母公司的名分，也可以将其撤销，这取决于收购者对实际情况的考虑及其决策。

三、收购后的会计处理

企业购并完成后，主要有两种不同的帐务处理方法。方法不同，对公司帐面利润、每股收益的影响也不同。

(1) 联营法。把收购的各公司的资产负债表简单相加，形成一个统一的资产负债表。该方法适用于收购方向被购并企业支付股票而非现金的情况，其缺点在于合并资产负债表时没有考虑双方公司的普通股票转换率。

(2) 购置法。以实际支付价格作为被购并企业的帐面价值，在此基础上再合并各方资产负债表。这种处理方法由于实际支付价格有可能背离被购并企业的帐面价值，其结果有可能与联营法的结果有所差别。这种方法对以现金和以债券、股票的支付方式均可适用。

一般来说，采用购置法，被购并企业的资产往往会增加，导致以后各期较高的折旧费、商誉摊销，甚至使存货帐面价值升高导致较高销售成本。但对股东来说，成本的增大却可以减少应纳税额。实际上，会计方法的选择并不完全取决于收购者，而应视具体情况而定。

第九章 反收购与反兼并

自 70 年代中期开始，美国企业界掀起“企业吞并”（Corporate Takeover），即敌意购并（Hostile Takeover）之风，对美国企业经营及相关案件的司法处理产生了巨大影响。这种企业吞并与传统上的企业合并（Merge, Acquisition）有显著差别。对企业本身而言，传统的“企业合并”被视为企业借外力成长的一种手段，其方式或由数个小型企业合并以增加竞争力，或由一企业合并与其生产相关的企业，以加强其经营的多元化，因其目的在于谋求企业成长，故在合并手段及合并后对被收购企业的处置上较为和缓。但“企业吞并”截然不同，其目的不在于本企业的成长，而在于攫取个人财富。收购公司往往选择具有发展潜力，或拥有丰富资产，而股票价格被市场低估者，为其收购目标。收购公司的目的不在于经营目标公司，而在于掌握其控制权后将之分割并转手出售；或将目标公司的股票价格抬高，再售出其所持的股票以获暴利。在此种“野兽精神”的支配下，一批被指为“袭击者”（Raider）、“猎食者”（Predator）等的收购公司采取激烈、强暴的方式，向巨型企业发展突然袭击，往往使之措手不及，沦为被吞噬的牺牲品。

企业吞并之风席卷整个西方世界，大公司自然不肯束手待毙，于是纷纷在投资银行协助下，对潜在的和现实的购并进行积极的或消极的防御，产生了一系列反购并策略和措施。这些反购并策略主要集中在法律、管理和股票交易三个领域。

第一节 反购并的法律策略

一、诉诸反托拉斯法

反托拉斯法的目的在于反对经济活动中的垄断，保护正当竞争。它作为政府对企业购并进行管制的重要工具，必然对购并活动的发展产生重大影响，并因而也成为收购风潮中目标公司的救命稻草。

以美国为例。在美国历史上，与企业购并曾有过四次大浪潮相对应，反托拉斯行动也有过三次高潮，这些高潮与购并浪潮形成一种此消彼长的关系，并最终形成了比较完整的反托拉斯法体系。

美国的反托拉斯法律、政策主要表现为国会通过的反托拉斯法和司法部订立的兼并准则。

☐ 《谢尔曼法》

该法规定：“凡是限制几个州之间的贸易或商业活动的合同，以托拉斯或其他形式进行的兼并或暗中策划“都是非法的”，此外“任何人对商业的任何部分实行垄断，或企图实行垄断，或暗中策划垄断”亦属违法。按照这一法案，违反上述规定者将被罚款或监禁，并按 3 倍的价值赔偿受害人的损失。

☐ 《联邦贸易委员会法》

制定该法的目的在于防止“商业中的不公正竞争和不公正的或欺骗性行为”。根据该法案，成立了联邦贸易委员会，负责执行联邦贸易委员会法和克莱顿法。联邦委员会有权调查不公正的商业行为，提供实施法令的程序，并具体决定哪些商业行为是合法的，哪些是不合法的。

☐ 《克莱顿法》

该法比较详细地解释了谢尔曼法所没有表述的细节，其着眼点在于防止垄断力量的形成和积聚。对兼并而言，该法第 7 条规定，任何公司之间的任何兼并，如果“效果可能使竞争大大削弱”，或“可能导致垄断”都是非法的。该法后来经过《罗宾逊—帕特曼法》和《塞勒—凯弗维尔法》及 1980 年的修正，成为美国政府管制兼并活动最主要的法令。

☐ 《罗宾逊—帕特曼法》

该法案对《克莱顿法》第 2 条进行了修正，主旨在于反对价格歧视，即反对同样的产品对不同的顾客收取不同价格。

☐ 《塞勒—凯弗维尔反兼并法》

该法案对克莱顿法第 7 条进行修正，规定若任何公司购买他公司的股票或资产可能导致竞争大大削弱或产生垄断的话，那么这种购买行为是违法的。

☐ 《哈特法》

该法案规定大规模结合需经过申报(Notification)、暂停(Waiting)与审核(Clearance)三个阶段方能实施。

☐ 《兼并准则》

为便于执行反托拉斯法，美国司法部每隔数年就颁布一次兼并准则，用来衡量什么样的兼并可能被批准，什么样的兼并得不到批准。

二、诉诸证券交易法

各国证券交易法一般都对取得证券发行公司股份的条件和程序作出规定，若违反此类法规的规定，就会带来法律上的不利后果。当敌意收购发动时，此类法规往往成为目标公司（尤其是上市公司）求助的对象。

如前面所述，1968 年之前的《美国证券交易法》(Securities Exchange Act, 1934)对于公开收购要约(Tender Offer)没有加以规定，致使一般目标公司股东无从知悉收购公司的计划、目的，甚至不知道收购公司的真实身份。而公开收购要约的有效期间往往相当短促（常常不超过 10 天），这些股东不得不在短暂时间内，在缺乏足够资讯的情况下作出决定，从而导致损失。针对以上情况，美国国会在 1968 年通过由威廉斯参议员提出的“威廉斯法案”(The

Williams Act)。该法案不仅规范了以现金向目标公司提出公开收购要约的行为,并且规范了在公开市场中直接收购目标公司股份的行为。对于采取这两种行为者,均要求其公布相应资料,并透过其他规定,设法减轻目标公司股东在面对公开收购要约时必须作出决定的压力。

美国目标公司的经营者为抗拒敌意收购,往往以收购公司违反托拉斯法、公开收购手续不完备、收购要约的公开不充分等原因提起对收购公司的诉讼。这种方法常常是目标公司在遭到收购者的突然袭击时最先想到的办法,因为一旦起诉,收购者就暂时不能继续收购攻势(如当收购有构成垄断之嫌时,即须由联邦贸易委员会具体裁决后,收购者方能作出进一步动作)。从提起诉讼到具体调查审理以至判决,一般都需要一段时间,这就为目标公司赢得宝贵时机,使之有可能聘请反收购专家,拟订反收购方案与收购者抗争。在美国企业兼并与收购史上,这样的例子不胜枚举。

在我国,1993年4月22日由国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第4章“上市公司的收购”中,对任何法人直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股分别达到5%(此后增减幅度达2%)、30%时,该法人所负有的书面报告、公告及发出收购要约等强制性义务作出了规定(对于“公司收购公告”的发布,证监会于《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》第5章“临时报告——公司收购公告”中进行了规定)。1993年的“宝延”风波中,宝安上海公司及其关联企业即因违反此类规定,购入上市公司股票,而受到证监会处罚。

第二节 反购并的管理策略

当面临收购的潜在危险或现实进攻时,目标公司管理层可以在管理上作一些调整,以增加收购难度或降低自身吸引力,使袭击者退却。

一、保持控股地位

保持控股地位即保持在目标公司足够比例的股份,牢牢控制公司。若为筹资不得不发行股票,则只发行限制表决权的股份。例如王安为保持在王安公司中的控制地位,就曾发行一乙种普通股,该种股票股利比一般普通股为高,但只有10%的表决权。在适当的时机继续吃进公司股票也是良策之一,如1993年四五月间深圳股市低迷,深圳市投资管理公司乘机暗中吸纳发展银行股份有限公司股份,至5月9日公告,已通过二级市场购入发展A股5432615股,使原持有发展银行股份的比例由总股本的7.79%增加到9.8%,从而巩固了作为发展银行第一大股东的地位。

二、相互持股

为避免公司大权旁落,目标公司可选择一家关系密切的企业,双方通过互换股权的方式,相互持有对方一定比例的股份,并且承诺彼此忠诚。80年代初,香港英资怡和集团为防范华资财团的购并企图,就采取了互控股份的办法,让怡和集团和怡和证券两公司持有怡和集团旗下置地公司40%的股权,同时又令置地公司控制怡和集团40%的股权。通过这种相

互控股,使流通在外的双方股权都大量减少,从而不易受法控股冲击。但此类相互持股的模式应遵守有关关联企业法令的规定。

三、通过保障管理层利益提高收购方收购成本

☐ 金降落伞法

目标公司与其高级管理人员订立雇佣合同,一旦目标公司被兼并,高级管理人员失去职位,则公司必须立即支付其巨额退休金。如美国著名的克朗·塞勒巴克公司就向其 16 名高级主管承诺,在他们因公司被兼并而离开之际,有权领取 3 年工资和全部退休保证金。该笔费用金额巨大,合计高达 9200 万美元,足以令任何潜在的收购公司在发动袭击之前踌躇再三。

☐ 银降落伞法

目标公司承诺,如果公司落入收购者之手,则公司有义务向中级管理人员支付较金降落伞法稍为逊色的同类保证金。

☐ 锡降落伞法

该法为在公司被收购后一段时间内被解雇的目标公司普通员工提供一定生活保障,他们将获得员工遣散费。

四、寻求股东支持

目标公司管理层可以广告、信函等方式向股东表明其对收购所持的反对态度,呼吁股东不要接受该项收购要约。在公开收购要约发出后,普通股东最关心的是究竟接受要约有利,还是保留目标公司的股东身份有利,这样就要求管理层在号召股东不接受收购要约时,必须针对股东最关注的事项加以描述,才能取得积极的效果。一般来说,采取该防御手段的前提是目标公司原有经营战略比较成功,而袭击者的介入可能恶化现有的经营状况。

五、毒药丸

这是美国 80 年代出现的一种反兼并与反收购策略,最早由瓦切泰尔·利浦东律师事务所的律师马蒂·利浦东于 1983 年提出和采用。后经美国另一位反收购专家、投资银行家马丁·西格尔完善而成。“吞食毒药丸”是指目标公司为避免被其他公司收购,采取一些会对自身造成严重伤害的行动,以降低自己的吸引力,故又称为“焦土战略”(Scorched—earth Policy)。具体有如下一些措施。

(1)将从前的债务重拟偿还时间,或在借贷合同中加入附条件条款,一旦目标公司被人收购,收购方将要面临立即偿债的难题。

(2)立即通过“降落伞”计划。

(3)出售目标公司最有吸引力的资产和部门,即“皇冠上的珠宝”(Crown Jewels),让收购公司失去购并兴趣。

(4)资产重组(Asset Restructuring),用收购者垂涎三尺的现金资源或者依靠大举负债来购进一些无利可图或者短时间内难见成效的资产,使目标公司变得不怎么吸引人。

(5)发行“毒丸”证券。如向值得信任的股东甚至向管理层本身发行具有两票、三票甚而更多投票权的优惠股票;发行附有股权的债券,在特定情况下(如目标公司受到袭击时),债券持有人有权购进目标公司一定数目的股权,从而扩大公司股本,同时也改变公司股权结构,一旦遭到收购,这部分股价将稀释掉收购公司手中握有的股权。

六、甩掉包袱

目标公司经营中一些严重亏损或效益不好、前景暗淡的业务部门可能破坏掉整个公司的良好形象。这些亏损部门或业务的存在,可能会造成公司股价长期低落、股东牢骚满腹、领导层意见分歧,进而引起收购者们的注意。要摆脱被动局面,脱离险境,一个重要的办法是痛下决心甩掉包袱,及时处理掉这些部门或业务。这样做至少能收到四个良好的效果:①赢得本公司股东的支持与拥护,众志成城,抵御收购者的收购;②促使本公司股票价格上扬,增加可能的收购成本;③使收购者借以提出收购的理由不复成立;④为公司以后的良性发展打下基础。

七、修改公司章程,增加“驱鲨剂”或“反收购”条款

(1)在章程中增订“超多数”规定(Supermajority Voting)。指明凡任命或辞退董事、决定公司合并或分立、出售公司资产等事项,必须经绝大多数股东投票通过,方能付诸实施。这对一些通过发行垃圾债券筹资,然后以出售被收购企业所得资金来清偿债务的袭击者具有较强威慑力。

(2)增订“分期分级董事会”(Staggered Board)和“辞退必须合理”(Removal with Cause)条款。在章程中规定,目标公司每年只能改选少量董事,且辞退董事必须具备合理的原因。这样一来,即使收购成功,收购者还有可能要面临一个尴尬局面,即尽管已拥有目标公司一半以上股权,但在短期内仍无法掌握它的经营权。

第三节 反购并的股票交易策略

一、帕克曼式防御

这是目标公司先下手为强的反收购策略。当获悉收购方有意购并时,目标公司反守为攻,抢先向收购公司股东发出公开收购要约,使收购公司被迫转入防御。实施帕克曼防御使目标公司处于可进可退的主动位置;进可使收购方反过来被防御方收购,至少也能使收购方忙于守护自己而无力再向防御方进攻;退可使本公司拥有收购公司部分股权,即使后者收购成功,防御方也能分享部分利益。但是,帕克曼式防御要求目标公司本身具有较强的资金实力和相当的外部融资能力;同时,收购公司也应具备被收购的条件,否则目标公司股东将不会同意发出公开收购要约。此种防御—进攻策略风险较大。

二、股份回购

这是指通过大规模买回本公司发行在外的股份来改变资本结构的防御方法。股份回购的基本形式有两种：一是目标公司将可用的现金或公积金分配给股东以换回后者手中所持有的股票；二是公司通过发售债券，用募得的款项来购回它自己的股票。被本公司购回的股票在会计上称为“库存股”。股票一旦大量被公司购回，其结果必然是在外流通的股份数量减少，假设回购不影响公司的收益，那么剩余股票的每股收益率就会上升，使每股的市价也随之增加。目标公司如果提出以比收购者价格更高的出价来收购其股票，则收购者也不得不提高其收购价格，这样，收购计划就需要更多资金来支持，从而导致其难度增加。实施股份回购必须考虑当地公司法对回购的态度，美国许多州的公司法认为，仅为维持目前的企业管理层对企业的控制权而取得本企业股票是违法的；但如果是维护企业现行的经营方针而争夺控制权，实质上是为了维护公司利益，则回购又是可以允许的。我国公司法明文禁止公司收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。

三、员工持股计划

美国公司多鼓励员工持有所服务的公司股份。而员工为自己的工作及前途考虑，不会轻易出让自己手中握有的本公司股票，如果员工持股数额庞大，在敌意收购发生时，目标公司则可保安全了。

四、管理层收购

管理层收购本是杠杆收购中的一种类型，有如前述，杠杆收购下的收购者利用被收购公司的资产及营运所得贷得收购资金，而被收购公司的资产价值或营运状况在一般情况下经理人员自以为最熟悉，故有相当比例的杠杆收购系由被收购公司的经理发动。管理层为了筹得收购资金，往往会设立一家新公司专事收购，并使被收购公司大量举债；管理层也可能自己出资收购，从而令被收购公司转变为合伙企业。在公司遇有敌意收购时，公司管理层出面收购自然也是解救公司的途径之一。不过管理层收购在国外屡屡为人们所反对。反对者称之为不过为纸面游戏、财富的重新分配和大规模的内幕交易(Insider Dealing)。

五、财产锁定

如果目标公司管理层觉得没有能力融资买下自己所服务的公司，则可能寻找一个善意的收购者以更高的出价来提出收购，那么即使不能使袭击者知难而退，也可使他为购并付出高昂的代价。这样的善意收购者通常是与目标公司关系良好的企业，在美国称为“白衣骑士”(White Knight)。目标公司常常愿意给予白衣骑士较其他现实或潜在的收购者更为优惠的条件，如财产锁定。锁定有两种不同类型：(1)股份锁定，即同意白衣骑士购买目标公司库存股或已经授权但尚未发行的股份，或给予上述购买的选择权(Option)；(2)财产锁定，即授予白衣骑士购买目标公司主要财产的选择权，或签订一份当敌意收购发生时即由后者将主

要资产售予前者的合同。

六、死亡换股

死亡换股是指目标公司发行公司债、特别股或它们的组合,以交换发行在外的本公司普通股,通过减少在外流通股数以抬高股价,并迫使收购方提升其股份支付的收购价。但这种防御手段对目标公司有一定危险性,因为其负债比例提高,财务风险增加,即使公司总市值不变,权益价值比重也会降低,但股价未见得一定会因股数减少而增加。此外,虽然目标公司股价上涨,买方收购所需股数却减少,最后收购总出价因而不改变,对目标公司可能无任何好处。

总之,企业的反兼并、反收购策略可谓五花八门,随着收购兼并活动的发展,新的反兼并、反收购措施也会不断涌现。值得注意的是,目标公司在制定自己的反购并计划时,一定要注意当地法律对此种计划所持的态度,履行法定的程序和步骤。因为,各国证券法均规定,目标公司管理层在安排反购并措施时,必须充分保护股东(尤其是中小股东)的合法权益不受侵犯,不得因董事、经理的一己之私而牺牲股东的利益。例如,香港《公司收购及合并守则》第4条“禁止阻挠行动”即规定:受要约公司的董事局一经接纳真正的要约,或当受要约公司的董事局有理由相信可能即将收到真正的要约时,在未得受要约公司股东在股东大会予以批准前,受要约公司的董事局在该公司事务上,不得采取任何行动,其效果足以阻挠该项要约或剥夺受要约公司股东决定该项要约利弊的机会。特别是董事局如果未取得该项批准,不得①发行任何股份;②就任何未发行股份发出或授予期权;③增设或发行、或准许增设或发行任何证券,而该等证券是附有转换为该公司股份或从购该公司股份的权利;④出售、处置或取得,或同意出售、处置或取得重大价值的资产;⑤在日常业务过程以外订立合约,包括服务合约;⑥促使该公司或其任何附属公司或联属公司购买或购回该公司的任何股份或为该等购买提供财政协助。凡该公司在之前已有合约义务,规定采取任何该等行动或凡出现其他特别情况,必须尽早在可能的情况下咨询执行人员。在适当情况下,执行人员可能豁免须取得股东批准的一般性规定。

第十章 跨国收购与跨国兼并

企业的经营环境一直在不断扩展、变化,往日封闭、互相隔绝的市场正由相互开放、相互之间的联系不断加强的市场所取代。现代企业不断发展的历史已经证实:在现代开放的国际经济环境中,随着企业实力的不断增强和竞争的加剧,企业在具备一定条件后必然走向跨国经营。跨国收购与跨国兼并被许多企业选作走向国际化经营的一条捷径。

第一节 跨国收购与跨国兼并概览

一、跨国收购与跨国兼并的基本含义与原理

跨国收购与跨国兼并在英文中为 Cross-border M&A 缩写为“CB-M&A”,是指一国投资者通过股票市场及资本市场购买国外企业的股份或者是出资购买国外现有企业的资产,从而达到控制该企业的生产经营活动并从中获取利益的一种经济活动。1865年,法国的弗里法里克·拜耳化学公司出资购买了美国纽约州爱尔班尼的苯胺工厂的股票,不久就把它吞并为自己的分厂,这一事件被认为是跨国公司对外投资的先导,也是较早发生的跨国收购事件,之后,跨国收购与跨国兼并有了迅速的发展。

在探讨跨国收购与跨国兼并的理论过程中,一般认为,托宾博士的 q 理论仍然有效,即反映在外国企业股票或资产价格上的盈利率如果大于为新建立一个跟该企业具有同样内容的企业而筹措资本所需费用的利率时,那么,收买该企业就比建立一个新企业更为有利。反之,企业进行跨国经营过程中就宁愿建立一个新企业了。收购与兼并国内企业与CB-M&A的不同之处在于,后者被当作对外直接投资的一种形式。

二、跨国收购与跨国兼并已成为跨国公司对外直接投资的一种重要形式

跨国公司对外直接投资主要采取两种方式:一是创建子公司,一是购买当地企业。如前所述,购买当地企业可以通过股票市场按照市场价格收购国外企业的股票;或者乘该企业增加资本投资时以适当的价格购得其股票,也可以通过谈判方式购得国外现有企业的部分或全部资产。前者通常被称为“股权参与”或“资本参与”,后者则是纯粹的收购企业。

通过跨国收购与跨国兼并方式进行对外直接投资有许多优点,它有利于企业迅速进入海外目标市场,有利于企业利用国外企业现存的生产设备、技术工人、先进的技术和管理经验以及其品牌商标和销售渠道,能在较短的时间内推出产品,形成规模效益,从而迅速占领东道国市场。正因为如此,跨国收购与跨国兼并已发展成为企业对外直接投资的一种重要形

式。

比如联合国跨国公司中心提供的资料表明,美国 187 家跨国公司在进行对外直接投资的过程中,采取跨国收购与跨国兼并方式进入东道国的比例在 1946 年以前为 23.8%,在 1946—1957 年间上升到 28.3%;1958—1967 年间则达到 41.4%,其中在这一时期,这 187 家跨国公司在加拿大的子公司数共增加了 639 家,其中有 370 家是通过跨国收购与跨国兼并方式获得的,上述比例达到 57.9%;在此之后,从 1967 年一直到 1975 年,这些公司进入发达资本主义国家的方式都以跨国收购与跨国兼并为主,上述比例均超过 50%。

80 年代以来,美国对西欧的直接投资愈来愈采取跨国收购与跨国兼并方式。据报道,仅 1989 年,美国兼并西欧企业就有 185 起,成交金额为 130 多亿欧洲货币单位,约合 150 多亿美元,占当年美国对欧洲新增直接投资的 79.5%。1992 年,美国公司收购与兼并的外国公司达 340 多家,花费 153 亿美元,比 1991 年的 82 亿美元上升了 85%。

与此同时,外国企业收购与兼并美国企业的数量与金额也在不断上升,在其对美直接投资中的地位也愈益重要,尤其是 80 年代中期以来,美元对外汇率下跌,加剧了外国厂商兼并美国企业的浪潮。据统计,1980—1987 年间,其他资本主义发达国家垄断资本兼并美国企业成交总数达 2637 起,成交累计金额达 1069 亿美元,兼并成交额占对美直接投资的比重由 1980 年的 36.5% 上升到 1987 年的 58.2%。到了 1993 年,外商出钱购买美国公司占其对美直接投资额的比例已达到 88%,其中,英国、加拿大和德国的投资商在投资购置美国公司的外商中名列前茅,投资额逾 160 亿美元。

由此可见,跨国收购与跨国兼并已成为现代企业走向国际市场、实现跨国经营和对外进行直接投资的一种重要形式,这在发达国家之间最为显著。

三、跨国收购与跨国兼并的特点

☐ 涉及金额大

跨国收购与跨国兼并多数是世界性大型跨国企业之间为争夺市场、控制技术、垄断价格而进行的你死我活的实力较量,所以,在这一活动中所投入的人力、物力、财力都很多,涉及的交易金额不论从总体上还是从个体上都是相当巨大的。

从总体上看,1992 年,美国公司进行跨国界收购与兼并所花费的金额达 153 亿美元;1993 年,英国、加拿大和德国收购与兼并美国公司的投资额超过了 160 亿美元;此外,日本等国投入的跨国收购与跨国兼并金额也很大。据统计,1991 年,全球范围内的跨国企业兼并交易额为 544 亿美元,1992 年增长了 30% 而达到 726 亿美元。其中,欧洲经济共同体成员国之间的跨国兼并交易额达 416 亿美元,比 1991 年的 231 亿美元增加近一倍。从单个案例来看,其金额之大也是非常惊人的:1988 年,法国出版商哈切特花费 11 亿美元购买了美国的两家出版公司;1989 年,美国福特汽车公司以 19 亿欧洲货币单位收购了加柯尔公司;百事可乐公司用 12 亿欧洲货币单位兼并了欧洲的史密斯——沃尔克油炸马铃薯公司;90 年代前后,日本索尼公司花费 56 亿美元买下了美国哥伦比亚影片公司和哥伦比亚广播公司的唱片公司;1992 年,香港汇丰银行购并英国米德兰银行,单项交易额就达 74 亿美元之巨。

☐ 跨国收购与兼并的风险多、难度大

跨国界进行收购与兼并活动往往意味着在一个陌生的新环境中参与竞争,不仅存在着一般的经济风险,而且还会遇到货币汇率变动的风险,甚至面临不同的政治制度的限制、文化习俗的抵触及其他非经济风险,所以,跨国收购与兼并活动比起在本国境内进行的难度要大得多。

☐ 跨国收购与跨国兼并的发展十分迅速

由于现代科技、信息技术和服务的不断发展,世界各国之间的信息交流、资本往来更为便捷,世界市场上的激烈竞争迫使企业之间优胜劣汰;加上世界金融市场的发展等因素,都有力地促进了跨国收购与兼并的迅速发展,其具体情况从第1点中已经可以显示出来。

☐ 跨国收购与兼并以发达国家为主

西方资本主义发达国家市场发展比较成熟,法律制度相对完善,国家干预相对较少,企业之间自由竞争,跨国收购与跨国兼并活动发展迅速。比如美国企业进军发达国家时往往以收购、兼并当地企业为主;近来,外国企业对美国投资也越来越采取这种方式;在1992年全球范围的跨国企业兼并交易额中,欧共体成员国之间的交易额就达416亿美元,约占全球726亿美元的57%;美国投资者在这一年担当了全球最为活跃的企业买主,共买进342家外国企业,耗资153亿美元。

相对说来,由于种种原因,不论是发达国家对发展中国家进行投资,还是发展中国家的企业相互间投资或对发达国家投资,采取收购与兼并方式都还比较少,估计这一趋势将会随着发展中国家经济社会的发展和实力的增强而发生逐步变化。

日本企业兼并外国公司呈现出其独特的趋向:收购与兼并的进攻性企业多数是出口外向型企业,被收购的外国公司也为同一类型;其目的主要是为了建立一个生产及销售基地。为了发展成为多样化经营的企业或推出新技术的为数较少;收购规模正在迅速扩大;像美国采取筹集或使用风险基金来进行收购的情况在日本企业的收购与兼并活动中尚未发生。

第二节 跨国收购与跨国兼并的动因与影响

跨国收购与跨国兼并风险多、难度大,但仍然在迅速地发展,其原因何在?跨国收购与兼并活动又会带来什么样的影响?这正是本节所要介绍的基本内容。

一、跨国收购与跨国兼并的动因

☐ 扩展市场

企业进军国外市场可以发挥规模效应和协作效应,扩大生产规模,增加销售,降低单位产品成本,增强竞争实力,就多数跨国收购与兼并活动来看,这乃是其最为主要的动机。尤其是在当今世界,发达国家区域一体化趋势加强,贸易保护主义有所抬头,各国企业为了进军当地市场,往往选择跨国收购与跨国兼并战略。比如日本的富士通公司为了进军欧洲市场,先后买下英国久盛不衰的国际电子计算机有限公司(ICL)80%的股份和芬兰诺奇亚数据公司等欧洲当地企业,从而得以打进欧洲计算机市场。

☐ 获取对方的技术、人才等优势

现代企业的竞争已发展成为企业的人才竞争和技术竞争,因而,通过收购与兼并而获得国外企业所拥有的先进的科学技术和优秀的科研管理人才,已成为企业走向跨国收购与跨国兼并的重要动机之一,特别是企业在国内获取不到所需的技术时,这一动机就更为突出了。出于这种动因而进行的跨国收购与兼并活动不仅可以使本企业利用对方优势扎根当地市场,而且还能将所获新技术转移到国内增强企业在本地市场中的优势。

有人在分析日本索尼公司不惜数十亿美元买下哥伦比亚影片及唱片公司时认为,索尼“入侵”哥伦比亚的原因之一主要在于美国的这家电影制片业巨头能为其提供许多难得的高新技术。我国的首都钢铁公司收购美国麦斯塔工程设计公司之后,使我国钢铁工业首次获得了国外先进的轧钢和连铸技术,首钢可以直接使用该公司的 850 份图纸和缩微胶片、46 个软件包、41 项专利技术和两个注册商标,从而有助于增强首钢在重型冶金机械设备方面的设计和制造能力,提高我国钢铁企业的国际竞争力。

☐ 防卫性措施

许多企业为了实现国际范围内的规模效应而不得不走向跨国收购与跨国兼并之路,这在医药工业和计算机工业表现较为明显。因为在这两个行业,新产品的开发成本如果没有国际范围的规模效应的配合,企业就难以获得成功。正是在这种情况下,制药业诞生了史克比公司,计算机业诞生了尤尼西斯公司。

在世界经济区域一体化的趋势不断加强的情况下,世界各国企业基于防卫战略而走向跨国收购与兼并的例子越来越多了。比如瑞士原先的雀巢公司为了不被排除在欧共体单一大市场之外而于 1988 年收购了英国的龙玛公司。

☐ 获取国际知名商标、品牌

目前,国际上也有许多驰名的商标、品牌,他们是产品进军国际市场的得力推销员。因此,拥有驰名商标、品牌的企业往往也为许多公司所垂涎。比如格兰德首府公司于 1989 年出资数十亿美元收购了仅次于麦当劳的世界第二大快餐店白洁净(Berger-king)便是出于这种目的。

我国学者陈继勇教授认为,美国公司进军发达国家采取收购与兼并的目的在于:第一,可以迅速进入其它发达国家市场,省掉建厂时间,并利用现存的管理制度、技术人员和生产设备,扩大企业规模,增强美国垄断资本的实力;第二,可以迅速扩大产品种类,实现多样化经营,增强美国在国际市场上尤其是在其它发达国家市场上的应变能力和竞争能力;第三,可以获得被收购企业的市场份额、商标、专利及各种资产,并充分利用东道国企业在各地的销售渠道,推销其产品,并抓住有利的市场机会;第四,有利于绕过贸易保护主义壁垒,开辟和扩大市场。

日本企业兼并和收购外国企业的具体目的包括以下几点:第一,尽早获得海外生产据点;第二,尽早获得海外销售据点并扩大商品销路;第三,开拓新事业经营领域以便开展多种经营;第四,获得新技术和技术秘诀;第五,确保稳定的供货来源。

二、跨国收购与跨国兼并的影响

跨国界的收购与兼并活动往往是世界级大企业之间的争斗,会给世界各国的经济、甚至政治、文化带来很大的冲击。

☐ 改变企业乃至国家经济之间的实力对比

跨国收购与跨国兼并本身是经济实力的较量,其结果往往又直接影响和改变世界性跨国企业集团以至各国之间的经济实力对比。例如日本企业在日本经济实力不断增强的有力支持下不断进行跨国收购与兼并活动,从而增强了日本企业在国际市场上的竞争实力和地位;美国企业在五六十年代的跨国收购与跨国兼并也直接导致同样的结果。

☐ 加剧竞争

企业在市场竞争日益激烈的环境中走向跨国收购与跨国兼并,并由此增强了自己的实力,巩固了自己的地位。但这同样又加剧了大型跨国企业之间在市场份额、产品、技术、人员等方面的竞争,表现最突出的当然要数为了收购与兼并同一企业而竞相抬价、你争我夺的场景。

☐ 产生规模经济效应和协作效应

企业进行跨国界收购与兼并之后,原材料市场和产品销售市场都大为增加,从而有利于产生规模经济效应和协作效应。

☐ 非经济冲击

由于世界各国的政治体制、经济制度不同,世界上各民族的文化习俗、道德风尚差异很大,各国企业文化、价值观念也各具特色,因此,跨国界的收购与兼并活动除了引起经济上的变化之外,有时还会导致非经济的冲击,甚至国际关系的紧张。80年代后半期日本企业大举购买美国企业就曾一度引发美国人的抵触情结和反日倾向。

第三节 跨国收购与跨国兼并的基本程序

跨国收购与跨国兼并是一项“复杂的系统工程”,所以,在实施之前,应当首先明确这一战略的利弊,然后具体地分析本企业拟定战略的得失,制定相应的策略,及时、稳妥地进行,既不能盲目瞎干,也不要坐失良机。

一、跨国购并活动的原则

企业的跨国购并活动涉及跨国主体间的交易,关系到不同的国家、不同的文化传统、不同的经济发展阶段,比境内兼并复杂得多,因而要在相应的国际惯例的指导下,遵循一定的原则。

☐ 计划原则

在购并之前,要制定出包括兼并目的、兼并审查、兼并程序、兼并后整合的完整、周密、详细的计划。制定计划是兼并活动顺利进行的前提,在跨国企业兼并的实践中,由于缺乏周密计划而告失败的企业也不在少数。1987年至1988年期间,日本有些企业趁日元对美元升值

之机,未做认真分析和计划,匆匆兼并美国企业,最后不得不宣告失败。

☐ 稳妥原则

要求企业在购并中要谨慎认真,稳健从事。在进行兼并收购的过程中,要顾及各方面的制约因素,把握良好的时机。既不凭经营者个人好恶,也不以某个简单的标准来评价购并的得失。在双方的具体操作过程中,会因为一些诸如语言、情绪、习惯等方面的障碍而影响谈判的顺利进行,这就必须适时灵活地处理好各种关系,以防挫伤双方的积极性。另外,也不要不顾对方政府对于购并的限制而贸然行动。

☐ 融汇原则

指双方企业购并之后,要力图达到双方在重新组合的整体中的生产管理、经营思想、营销策略诸多环节的和谐一致。这是一件比较困难的事,因为双方是两个不同国家的主体,除了文化、风俗、语言等隔阂之外,各国企业还有其独特的经营风格。如何相互协调,需要共同的努力,尤其是购并方经营管理层的谋略。

☐ 保留原则

指在跨国购并中对于被购并的企业原有的技术人员和经营管理人员应予以留任。保留这批人员的好处一是可以充分发挥他们的积极性和主动性,利用他们原有的熟练技能和经验,在新的企业作出更大的成绩,二是可以帮助购并方的外国企业了解被购并国的市场、文化和经营环境,对于处理好双方的关系有很大益处。

☐ 技术进步原则

跨国购并的目标一般应指向国外拥有先进技术水平和优良装备的企业,使重组之后,能给本企业带来先进的人才和技术,同时带动本行业的技术发展。

☐ 效益原则

这是隐含于其他原则之中的最最重要的一个原则,在这里购并方要考虑的不仅仅是本企业的短期效益,而且是长期的生存和发展。从长远利益出发。要兼顾经济效益和社会效益,东道国和本国的政治、文化、经济的综合效益。因此有时必须权衡利弊,在短期利益和长期利益发生冲突时,有必要作出理智的抉择。

二、寻找适当的收购对象

企业一旦通过以上利弊分析决定选择收购方式来实现企业的发展目标之后,所面临的首要问题就是选择一个适宜的收购目标。为此,投资者通常先拟定一个内部收购标准,并用此来衡量目标企业是否合适。收购的标准可以从以下三个方面来评价:

第一,拟定的收购投资项目预计获得多大的投资收益?何时可以获得收益?该项目应该具备什么样的现金流量和净值负债比率?

第二,目标企业的规模应为多大?

第三,对市场占有率、产品推销以及管理人员能力等方面的具体要求如何?

三、对目标企业进行评估

当收购的目标基本确定以后,进攻性企业就应组织一个由律师、会计师和经营管理人员

组成的考察小组,对目标企业进行全面考察与评估。评估的关键在于收集资料,它一般包括外部资料和内部资料。前者是指外界对目标企业的有关报道;后者是指投资者到现场考察所收集到的有关企业内部经营资料,包括各种详细的报表资料。投资者在评估目标企业时不得忽视以下几个问题的考察:

(1)被购企业在产品经营范围、技术水平、市场营销能力、管理能力和其它经营特色等方面是否与本企业相配合?配合的程度有多大?

(2)将收购方式与创建新企业方式加以比较,分析本公司采取购买方式后能够得到哪些在创建投资方式下所得不到的收益。

(3)该目标企业是否能够实现本企业在东道国的投资发展目标?

(4)在人员方面,投资者应认真分析目标企业是否拥有足够的人才,其内部劳资关系如何,劳动合同情况怎样,人员的国际化程度如何,以及如果收购后实行裁员是否会引起新的劳工问题或产生不合理的派遣费用等。

(5)在债务方面,投资者要注意目标企业原有债务的偿还期限和利率,仔细查核债权人对债务人是否有限制性规定,借债行为是否合法等。

经过以上评估,投资者便可以大致计算出目标企业的实际价值,确定双方都能够接受的具体购买价格,并估计出收购后可能出现的各项额外支出。

四、客观地评估本企业的经营实力

在收购企业活动中,投资者不仅要弄清对方出售企业的原因和目标企业的基本情况,而且要客观地评估自身的经营实力,从而明确购买者本身是否有能力克服对方的弱点,是否能改善旧企业的经营状况,从而使被收购企业在自己手中起死回生。

五、委托独立的会计师核查帐目

通过核查帐目,投资者可以确定目标企业的财务报表是否恰当地反映该企业的财务状况,从而为订立收购的交易条件提供依据,例如通过核查财务报表,可以明确其净值与原先议定的最低收购额之间的对比关系。

核查财务帐目涉及到法律、税务和会计等问题,在核查中,投资者应着重注意以下问题:

(1)应向当地税务机关查阅有关收购对象最近2—5年的档案卷宗。如果目标企业是一家公开上市公司,则可向当地证券交易机构取得有关资料,以便核实谈判过程未能发现的问题。

(2)要注意各国的会计与财务报告规则各异,财务报表上的有关数字常因多种因素的影响而有不同。

(3)核查目标企业的退休养老金提拔计划实施情况,以查明是否存在未提拔或超额提拔的养老金负担。

(4)注意当地政府对收购企业的股权规定和限制。

(5)注意收购交易对买卖双方的税赋结果。一般而言,用现金购买企业在卖方属于应税交易,对其财务会有较大的影响;而通过交换股票式的收购常常使买方不能以买价作资产评

价,因而无法享受当地有利的税赋条件。因此,在成交之前,有必要请当地的税务专家研究收购交易对投资者的税赋结果。

六、慎重签订合同

在进入签订合同时期时,收购方应注意增加一些保证条款,要求被收购企业保证没有任何隐瞒的抵押或不利的租赁,以防意外事故或料想不到的税捐损失及债务等。

概括起来,跨国收购与跨国兼并的基本程序可以表示为:国内基础→国内国际中介→当地企业。

第四节 跨国收购与跨国兼并的风险与管理

企业在进行跨国收购与跨国兼并的过程中,常常会由于国内外各种不确定的消极因素的出现而给企业带来损失,因此,认清跨国收购与跨国兼并过程中的风险,并采取措施,加强风险管理,尽量减少和避免损失,在企业利用跨国界收购与兼并方式进行海外直接投资的过程中就显得十分重要。

跨国收购与跨国兼并的风险大致可以分为两大类,即经济风险和非经济风险。

一、跨国收购与跨国兼并的经济风险与管理

跨国收购与跨国兼并的经济风险是指由于这一活动进行过程中某些经济因素的不确定性而带来损失的可能性。它主要包括以下几个方面:

☐ 信息错位风险

跨国收购与跨国兼并所涉及的企业距离遥远,各国的有关法规、习惯差异较大,很容易形成某些假象,掩盖目标企业的真实面目,从而给进攻性企业带来损失。通常,影响投资者对目标企业进行正确评估的不利因素包括:东道国与母国的会计标准不同,虚伪或错误的财务报表,某些隐蔽的经营问题以及不宜公开的企业内部问题等。

此外,企业在购买国外当地企业时,其收购费用一般以达成的协议为据,但在实际资本支出时却并非如此简单。因为投资者在接管国外企业以后,常常需要对原有的机器设备进行更新改造;需要调整或改变原企业的管理体制,使其与母公司的管理制度相适应。如果投资者只考虑收购企业的前期费用,而忽视后期的投资支出,那么,被收购、被兼并企业的正常生产经营就会遇到困难,投资收益目标就会受到影响。企业应广泛收集信息并仔细分析,做到准确评估,从而避免这类风险。

☐ 汇率风险

企业进行跨国收购与跨国兼并所使用的常常是外汇,因此,在相应外汇汇率变动的情况下,企业的这一活动就可能因此而遭受损失或者丧失预期利益,这就是跨国收购与跨国兼并的汇率风险。

汇率风险又称为外汇风险,其涉及面相当广,就跨国收购与跨国兼并而言,主要有三个方面:

(1) 外汇买卖风险。企业收购与兼并外国企业需要外汇, 而到国际资本市场上去借入或买入外汇的过程中, 汇率发生变化会增加或者减少企业的获汇成本, 使企业面临外汇买卖的风险。为了减少和避免这种风险, 企业应尽量缩短借入或买入外汇与支付外汇之间的时间间隔, 降低其间的确定性影响。另外还应注意“借用还一致”的原则, 避免不同外汇之间套算的损失。

(2) 交易风险。交易风险是指一笔交易用外币进行结算而引起的损益。在企业的跨国收购与跨国兼并过程中, 这一风险主要起源于交易价格的确定到交易活动的实际进行之间存在着一定的时间差, 在此期间, 如果汇率发生变化, 交易价格也就不同。遇到这种情况, 企业可采取提前或者推迟实际交易的进行来回避风险。

(3) 会计结算风险。目标企业被收购之后, 其资产、负债情况要上报总公司, 但因被收购企业在会计报表中使用东道国货币单位, 在上报总公司时要将其转换为总公司所要求的货币单位, 在这一转换过程中也存在着汇率变动而带来的风险问题。

由于在浮动汇率制下, 汇率变动有时会有利于某公司, 有时会不利于某公司。为了反映这方面的风险, 从事投资的公司除了编制普通的利润报表和资产负债表以外, 还要编制会计结算风险表, 将海外公司的所有风险头寸用一种职能货币反映出来, 以便在不同的计算期之间进行比较。

☐ 利率风险

利率风险主要表现在资本的筹集和运用过程中以及一定时期中利率的变动, 导致收回投资、偿还贷款所面临损失的可能性。

进行跨国收购与跨国兼并所需资金比较庞大, 企业一般都要到国际市场上筹集资金, 所以, 企业在借入资金时必须考虑资金的成本, 不仅要考虑资本成本对产品的成本作用, 还要考虑不同时期成本的变化, 避免因利率变动而带来损失。

☐ 税收风险

企业会计结算的多寡会直接影响资本、财产税, 盈利的多少会影响所得税的支出, 加速折旧或普遍折旧都有不同的税收要求, 在不同的国家之间, 情况更为明显。如果没有认真计划好, 企业所得很可能会成为母国或被收购、被兼并企业所在国政府的税收收入。因此, 企业在进行跨国收购与跨国兼并之后应当注意花费一部分精力合理处理有关的税收问题。

☐ 其它经济风险

企业在进行跨国收购与跨国兼并的过程中除了面临以上四大经济风险之外, 还会遇到通货膨胀、被购并企业的库存及固定资产折旧等风险, 这些都要求企业做好预测和计算并采取相应的措施, 保障跨国收购与跨国兼并后的利益。

二、跨国收购与跨国兼并的非经济风险与管理

跨国收购与跨国兼并的非经济风险是指由于这一活动进行过程中, 有关的非经济因素的不确定性而带来损失的可能性。

- (1) 东道国的政治风险即东道国政局的变动, 包括政府班子的更换、社会集团的纷争等;
- (2) 东道国政策变动的风险, 尤其是有关土地、税收、市场以及货币汇出境外等方面政策

的变动;

(3)法律风险,东道国在投资、金融、贸易、技术转移等方面如果对外来资本带有歧视性规定和限制、如股权限制,反托拉斯法等,也会影响企业跨国收购与跨国兼并的进行;

(4)文化风险,即各国各民族之间不同文化习俗、道德风尚和价值观念会对收购与兼并采取不同的态度而带来的消极影响;

(5)其他的如内乱、战争等风险。为了避免和减少以上风险,企业应做好预测,另外可以采取与当地企业或国际上其他投资者合作的方式,从而分散风险。

第十一章 产权重组

第一节 产权重组的意义和目的

一、产权重组的意义

产权重组,指的是企业改组为公司时将原企业的资产和负债进行合理划分,经过分立和合并等方式,对企业资产和组织重新组合及设置。

应当看到,进行改组的企业,基本上是大型的国有企业,其形成的历史比较长,在国民经济中也发挥着重要的作用。但是,这些企业基本上是在公司法颁布之前就已经存在,由于历史的原因,其资产结构、组织结构的设置,经营方式等都具有浓厚的计划经济色彩。具体表现为:

(1)党政未完全分开。企业的经营管理权是由党委及党委领导下的厂长、经理共同承担。这与公司法所要求的股东大会是权力机构,董事会是执行机构的模式是不相符合的。并且由党委领导的企业,如果在境外上市,会引起境外投资者的误解,也不符合上市地国家或地区的法律规定。

(2)政企没有完全分开。企业的生产经营并不具备完全的自主权。企业的上级主管部门往往直接对企业的具体经营活动作出指示。企业的领导的任免方式,仍然是传统的由上级主管部门任免。企业领导对上级负责,以满足上级的要求为出发点,而不是以提高企业的经营效益为出发点。此外,企业还承担了一定的指令性计划,必须按照指令的要求完成;企业生产的部分产品,受到国家定价的控制,无法根据市场所提供的供求信息灵活地变动,因而生产经营的效率也受到不同程度的影响。

(3)企业还承担着一定的社会职能。在“大而全,小而全”的思想指导下,企业还承担着“办社会”的功能,把一些本应由政府或社会完成的职能自行承担下来。例如:兴办托儿所、学校、医院,企业所在地区居民区的公共照明、公共设施由企业负担,甚至政府基层组织的经费、人员也由企业负担。这大大影响了企业的正常生产经营,降低了企业的经济效益。

(4)家底不清,会计核算落后。由于企业以完成产值为目标,没把经济效益放在首位,加上管理比较混乱,因此多数企业都存在着家底不清的状况,企业对自己拥有多少资产,结构与比例如何不摸底。企业以往所采取的会计核算方法也比较落后,难以反映资产的损益和财务状况变动详情,企业折旧太慢,无形资产的价值也很少顾及。

因此,在资产评估、财务审计的基础上对企业资产进行重组,有利于企业:

(1)转换经营机制。企业可以摆脱党政不分、政企不分的被动局面,摆脱不必要的行政干预,明确企业的产权归属,建立起自负盈亏,自主经营,以市场作为资源配置的手段,以供求决定价格的新型经营机制。

(2)提高生产效益。企业资产得到优化组合后,与生产经营无关的资产剥离出来,企业的生产效益自然会得到有效的提高。

二、产权重组的目的

产权重组具有上述的意义,而拟改组的企业进行产权重组,主要是为了达到以下的具体目的:

(1)提高资本利润率,以获得尽可能好的股票发行价格和尽可能大的市值。企业通过分立或合并等手段,在股份有限公司中保留经营性资产,这样可以提高资本利润率。

(2)避免同业竞争。在资产重组过程中,将拟改组企业的资产和业务分类进行划分和重组,避免改组后的股份有限公司与原企业的业务发生同业竞争。

(3)减少关联交易。在资产重组过程中尽量避免和减少原企业与改组后的股份有限公司发生关联交易。这符合公司法的基本要求和上市的一般规则,有利于保护公众投资者的利益。

(4)进行资产剥离。将非经营性资产与经营性资产进行划分,将非经营性资产和业务中企业所承担的政府职能部分坚决分离,对企业所承担的社会职能,采取适当、合理的方案加以解决,既防止此部分资产成为企业负担,又防止损害职工的既有合法利益。

第二节 产权重组的基本内容和实现方式

一、产权重组的内容

狭义的产权重组,仅包括改组企业的资产和负债的划分及重组;广义的产权重组,还包括企业机构的设置与重组。

狭义上的产权重组的对象,包括固定资产、流动资产、长期投资和无形资产。实际上,债权债务的划分也是产权重组的重要内容(关于狭义上的资产重组将在第三节“资金和负债的划分及债权债务的处理”中详细论述)。

二、产权重组的实现方式

产权重组主要通过整体改组、分立、合并等方式完成。

(1)整体改组。整体改组是指拟改组企业将其全部资产,包括经营性资产和非经营性资产都投入股份有限公司,原企业不再存在。上海石油化工总厂即是资产整体改组的典型例子。该厂以其所有帐面国有资产净值(1991年末数)47.0525亿元入股,占总股本的70.83%,由其上级部门中国石油化工总公司作为国有资产管理行使国家股股权,原总厂消灭。

(2)分立。分立指拟改组企业根据一定的设想和原则将企业资产进行分割重组,一部分资产作为股本投入改组后的股份有限公司,一部分资产保留于原企业内。马鞍山钢铁公司是比较典型的分立例子。其重组方案包括分立和以发起方式设立股份有限公司两部分:分立部分是以马钢主要部分的净资产值用作价入股方式划入股份公司,而其他不被划入股份公司的资产和负债则保留在马钢;设立股份公司部分是由马钢作为唯一的发起人以发起方式设立股份公司,马钢更名为马鞍山马钢总公司,作为股份公司中国家股股权的唯一持有人和行使人。

(3)合并。合并是指拟改组企业与其他拟改组企业进行合并,将资产重新组合。当然,合并也可能包括一部分资产的合并,一部分资产的分立。到目前为止,我国改组为境外上市公司的所有企业都是国有独资公司,尚没有合并改组的先例。

三、产权重组中非经营性资产的处理

由于历史原因,拟改组企业的资产结构中,非经营性资产占有相当比例。非经营性资产比例过高,往往影响企业的资本利润率,降低公司股票吸引力,因此在资产重组中应对这部分资产进行妥善处理。

从目前的实践来看,对非经营性资产的处置原则是:第一,属于企业所承担的政府职能,通过国家建立政府机构解决;第二,属于企业所承担的社会职能,区分不同情况,根据各企业的实际特点分别解决。大致讲,主要有以下三种方式:

(1)将非经营性资产也一并折股划入股份有限公司,今后逐步解决企业不合理负担问题。上海石化改组即采用这种模式。由于历史上的原因,在改组前该厂所在地区的各项政府和社会职能均由该厂代办,经费亦由该厂承担。为使股份公司的组建与运行规范化,行使政府和部分社会职能的机构和人员应不列入股份公司范围,但鉴于操作上的实际困难,只能今后在条件成熟时,通过建立政府机构予以解决;在过渡时期仍由公司代管,其经费由改组为股份公司后新增加的上交财政收入中返回解决。

(2)将经营性资产和非经营性资产完全划开,将经营性资产折股投入股份有限公司,将非经营性资产剥离出来,或留在原企业,或组建为新的第三产业服务性单位。广州造船厂和马鞍山钢铁公司的改组都属于这种模式。以广州造船厂为例,该厂将其属下的全部经营生产性资产投入并建立股份公司,同时把非经营生产性单位(学校、医院、托婴室、技校、食堂等等),组成第三产业经营单位,对上市公司进行有偿服务。广州造船厂把国有股股息分红一部分用于扶持第三产业,随社会保险制度的改革把这些非上市部分的非经营性单位发展成自负盈亏、自主经营的第三产业单位,企业办社会的状况得以改变。

(3)完全地将非经营性资产与经营性资产剥离,企业的社会功能分别由保险公司(或其他社会保险机构)、教育系统、医疗系统等社会公共服务系统承担,企业将非经营性资产以变卖、拍卖、赠与等方式予以处置。这种方法从理论上讲最为彻底,能最大限度改变企业办社会的局面。但由于各企业历史遗留问题较多,这样做可能会引发一些不稳定因素,因此,目前暂无此方面的实际例子可供参考。

作为总体上的要求,国家国有资产管理局于1992年曾发布了《〈股份制试点国有资产管理

理暂行规定》的几点说明》,对非经营性国有资产折股和管理问题作了说明。全民所有制企业改组为股份制试点企业时,对于原企业的非经营性单位占用的国有资产,首先应考虑同经营性资产一样折价入股。如果考虑到资产总额太大,影响企业的资本利润率,不利于吸引股东等因素,经国有资产管理部门批准,可以不折价入股,其国有资产性质不变。对于其资产不折价入股的幼儿园、医院等非经营性单位,可使其成为独立于股份制试点企业之外的经营单位,也可由国有资产管理部门委托改组后的股份制试点企业进行专项管理、有偿使用,其费用可以从股份制企业公益金中提取;情况特殊的,也可以委托其他单位代管。对于职工宿舍,则可相应进行房改,采取提高房租或出让产权等多种方法处理;其收入由国有资产管理部门或其委托单位收取,按有关部门管理。

四、组织机构的重组与设置

在企业改组为公司时,组织机构的重组与设置因资产重组的方式不同而有所不同。

(1)采取整体重组方式的,原企业不复存在。则全部组织机构都依照公司法所规定的股东大会、董事会、监事会的模式予以建立。原企业的党委、工会、团委及相关的政治思想工作机构解散,人员按其个人的实际情况安排到相关的生产、管理岗位。新的股份有限公司依法组织工会,党和团的基层组织依照有关规定建立。上海石化就是采用这种方式。

(2)采取分立或合并等方式,原企业保留的。股份有限公司则根据公司法的要求设立股东会、董事会和监事会。视具体情况,可在董事会下设若干委员会对各类生产、经营、财务方案进行调研、论证,在监事会下设纪监、审计部门;生产经营管理机构可由总经理领导的各个职能部门完成。总公司部分是国有企业,根据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》、《全民所有制工业企业转换经营机制条例》的有关规定,设立相应的生产管理和职能机构。党、政、工、团组织也相应主要在这一部分建立。

第三节 资产和负债的划分及债权债务的处理

一、资产和负债划分的基准和基准日

作为整体重组的企业,全部资产和负债均由改组后的股份有限公司承担,故基本上不存在资产和负债的划分问题。只有在改组后原企业仍以某种形式保留的,才发生资产和负债的划分问题。

在进行资产和负债划分的时候,首先应当确定划分的基准,也就是依照何种标准进行划分。实践中有两种标准可供选择。第一种是以资产的性质为标准进行划分,凡经营性的资产和因生产经营活动而产生的负债划归股份有限公司。如广州造船厂的改造即以此为基准。另一种基准是以机构为标准,即划入股份公司或总公司的单位的资产和负债均随其分别转移到股份公司或保留在总公司。马鞍山钢铁厂的改组即基本上以此方式进行。不过事实上,这两种基准经常是混合采用的,表现为一方面在对单位进行划分的时候,往往是以单位是否从事生产经营活动为基准,将从事生产经营活动的单位划归股份有限公司;另一方面,即使是

按单位进行划分,还有一些财产性质上属于共有,还有一些资产和负债虽属拟划入股份公司的单位所有,但从该项资产和负债的性质上讲是应保留于原企业的,或者相反,那么,都需要作必要的调整。

鉴于一个企业的资产和负债随时都在变化之中,因此,在进行境外上市公司的改组的时候,对资产和负债的划分必须确定一个基准日。一般来说,各改组单位均采用对改组企业进行会计审计和资产评估的基准日作为划分资产和负债的基准日。

二、无形资产的处理

如果截至基准日止,改组企业的无形资产已经评估形成帐面资产,则可按一般资产划分原则进行划分;若还没有形成帐目上的资产记载,则可以分别以以下方式进行。

(1)土地使用权。多数拟改组企业占用的土地均为划拨土地,土地使用权未在帐目上作为资产记载。资产重组时,可将拟由股份有限公司占用的土地及其相关的土地的使用权作价入股,将其作为无形资产反映在股份公司的帐目上。原企业一般继续以划拨土地的用地方式使用其占用的土地。

(2)专利权。专利权根据实际使用的原则进行划分。专利权划归股份有限公司的,应对其评估作价折股。

(3)商标权。商标权也根据实际使用的原则进行划分。商标权划归股份有限公司的,应对其评估作价折股。

(4)著作权。拟改组企业的著作权一般有出版物、工程技术图纸及计算机软件等。可以根据实际使用的原则进行划分。划归股份有限公司的,也应评估作价折股。

应该注意的是,无形资产折股的总比例不得超过公司资本的 20%。

三、投资的处理

投资包括全资附属公司、中外合资公司和国内控股公司、国内参股公司等。在资产重组时,可根据实际情况决定这些投资的处理方案,或由原企业保留,或划归股份有限公司,同时作价折股。

四、债权债务的处理

拟改组企业的债权债务主要表现为合同和债券。实践中,原企业与拟定的股份有限公司往往签订一份《分立协议》,决定债权债务的承担。对于合同,分别向合同对方当事人发出书面征求同意的函件,将所有尚未履行完毕的合同分别转入原企业或股份有限公司;债券的转让则在有关金融主管部门(人民银行)批准后登报公告,转为股份公司承担。

应当注意的是,为了保护债权人的利益,公司法规定:“公司分立,其财产作相应的分割。公司分立时,应当编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出分立决议之日起 10 日内通知债权人,并于 30 日内在报纸上至少公告 3 次。债权人自接到通知之日起 30 日内,未接到通知书的自第一次公告之日起 90 日内,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。不清偿债务或者不提供相应的担保的,公司不得分立。公司分立前的债务按照所达成的协议由分

立后的公司承担。”

第四节 股份有限公司的股权设置和募股方案

进行境外上市公司改组的企业改组为股份有限公司后,其股权设置一般为国家股、法人股、外资股和社会公众股(包括内部职工持股)。相应的,募股方案也同其股权设置有关。

一、国家股

改组后股份有限公司的国家股由划归股份公司的所有固定资产和其占用的国有土地的使用权,以及划入股份有限公司的其他资产作价折股构成。在募股方案中,应确定国家股占股份有限公司总股本的比例。

二、法人股

法人股指由其他法人单位认购的股份。在改组时,拟改组企业将对股份公司的总的资本需求作一预算,但由于发行股票受到额度的限制,则额度量与总的需求量之间的差额,需要向其他法人募集,或与其他法人共同组成发起人来解决。实践中,法人股的比例往往是在社会公众股的发行规模确定后再决定的。

三、外资股

外资股包括在香港地区上市的H股和在美国等地上市的外资股。外资股一般同时采取公募和私募两种方式,公募在股票上市地进行;私募一般利用定向配售方式发行给美国、欧洲、日本、香港地区为主的机构投资者。外资股的比例和在各地发售的具体比例需要事先在募股方案中说明。

此外,外资股还包括在国内交易所上市、供境外投资者用人民币认购和交易的B股。B股的发行和上市部分,也应在募股方案中说明。

四、社会公众股

社会公众股包括职工内部持股部分。社会公众股在股份公司总股本中的比例有待于发行规模的最终确定而定。社会公众股的募股方案一般由国内主承销商和改组企业共同草拟,报所在省、自治区、直辖市人民政府或其所属中央部委批准后再报国务院证券委审批。

第五节 产权重组实施计划

拟改组企业应当制定重组实施计划,对重组工作的程序和时间进度作出安排。一般而言,重组工作包括发起设立股份有限公司阶段和转为社会募集公司阶段。两个阶段重组工作的程序大致如下。

一、发起设立股份有限公司阶段

- (1)完成会计师报告和盈利预测；
- (2)向国家国有土地管理局提交《土地使用权作价入股申请》；
- (3)向国家国有资产管理局提交《确认资产评估报告的申请》；
- (4)向国家国有资产管理局提交《国家股作价入股的申请》；
- (5)取得国家国有资产管理局发出的《确认资产评估报告的批文》；
- (6)取得国家土地管理局发出的《土地使用权作价入股的批文》；
- (7)取得国家国有资产管理局发出的《国家股股权管理的批文》；
- (8)向国家经济体制改革委员会提交《设立股份公司的申请》；
- (9)国家经济体制改革委员会批准设立股份有限公司；
- (10)召开创立大会；
- (11)向工商行政管理部门办理股份有限公司注册登记手续,取得法人执照。

二、转为社会募集公司阶段

- (1)股份公司召开董事会或股东临时会通过新章程并决定增资扩股,从而将公司转为社会募集公司；
- (2)向国家体改委提交《转为社会募集公司的申请》；
- (3)向国务院证券委提交国内发行社会公众股(A股)和(或)境内上市外资股(B股)以及在境外上市的外资股(H股或美国、日本、新加坡等地上市股票)发行规模和方案的申请；
- (4)国家经济体制改革委员会批准股份有限公司转为社会募集公司；
- (5)国务院证券委批准外资股及内资股的发行规模和方案；
- (6)省、自治区、直辖市政府或中央行业主管部门批准内资股及外资股的发行；
- (7)中国证券监督管理委员会复审同意内资股和外资股的发行；
- (8)外资股在国际上定向配售；
- (9)外资股在境外上市地公开发售；
- (10)内资股在国内开始发行。

第十二章 公司购并案例精选

“武汉商场”兼并武汉长江板箱厂

☐ 兼并双方企业简介

1. 进攻性企业：“武汉商场”

“武汉商场”目前已是深圳证券交易所的股票上市公司，但这一兼并事件发生在 1986 年。那时的武汉商场已是武汉市规模最大的全民所有制商业零售企业，也是全国十大百货商店之一，当时隶属于武汉市商委。1986 年时拥有固定资产为 2300 万元，营业面积达 1.5 万平方米，职工 2000 余人。1986 年前 5 年为国家提供的利税总额达 5729 万元，相当于国家对商场投资的 14 倍。1986 年商场销售额突破 2 亿元，在当时已算是一个经济效益和社会效益比较好的企业。但是该商场的发展后劲受到极大限制，最为突出的问题是场地有限。一缺仓库：商场四处烧香，八方拜佛，好不容易找到四处场地作为自己的临时仓库，不仅零乱，而且一个月还得支付 3 万多元的仓租，即使这样也难以满足需要，影响了商品的及时上柜；二缺车库：商场当时拥有大小汽车 40 多辆，全都是四处打游击，没有一个固定的停车场，不仅每年花去 6 万多元的停车费，而且因日晒雨淋，严重影响了汽车的使用寿命。

2. 被兼并企业：长江板箱厂

武汉长江板箱厂当时是武汉市二轻局家具公司的一个集体所有制企业，有 434 名职工，另有退休工人 152 人，主要产品是包装木箱。由于当时木箱包装市场的变化以及木材的不断调价，使得该企业的生产难以维持。1985 年，全厂勒紧裤带凑齐了 70 万元，上马生产钙塑板。但当 1986 年 11 月产品通过技术鉴定时，市场发生变化，生产一平方米的钙塑板便要亏损 0.20 元，工厂被迫停产。

该厂厂长忧心如焚，职工也牢骚满腹。在这种情况下，长江板箱厂很想找个“婆家”嫁出去，先后与多家企业洽谈，但都因各种原因未能如愿以偿。后来该厂打听到毗邻的武汉商场正在寻地发展，就凭着自己拥有一万多平方米厂房的黄金宝地主动上门，双方一拍即合。

☐ 兼并的程序

起初，武汉商场提出了三个方案以供选择：

第一个方案“武汉商场只租用长江板箱厂的场地，每年支付一定的租用费。

第二个方案：两家联营，不取消箱厂法人资格。

第三个方案：两家合并，商场接收板箱厂的全部人员和债权、债务，取消板箱厂法人资格，干部职工享受商场人员的同等待遇。

经过反复讨论,协商,双方最后自愿采取了第三个方案。于是,整个兼并过程分为五个阶段进行:

1. 谈判和签订协议阶段

长江板箱厂在谈判中提出如下条件:

(1)全厂职工必须全部被接收(包括退休工人),干部应有一定的合理安排。

(2)板箱厂的全部债权、债务都由商场承担。

(3)商场应付板箱厂的主管部门——武汉市二轻局 723183.23 元。其中钙塑设备投资 10 万元,联社资金 623183.23 元,需一次付清。

武汉商场则提出:

(1)板箱厂职工必须服从商场的安排。

(2)取消板箱厂的法人资格。

(3)板箱厂职工不改变其集体工性质。

此外,武汉商场还提出,可补发板箱厂职工 5 个月的工资,并保证他们享受商场职工同等待遇。

2. 主管部门审批阶段

根据以上条件,双方签订协议书并报各主管部门。经主管部门同意,双方于 1987 年 1 月正式合并。

3. 清理财产阶段

商场组织了一个专门交接小组到板箱厂清理财产(以板箱厂 1986 年 12 月底的财务报表为依据)。清查结果是,板箱厂固定资产净值为 69 万元,负债 64 万元,应付款 139 万元,应收款 35 万元。清理出的债权、债务全由商场接收。

4. 处理消化阶段

由于原板箱厂的设备对商场没有用处,商场决定拍卖部分设备。还留下一部分设备和人员,继续生产市场上有销路的产品,以充分发挥其效益。

其余的职工在培训 3 个月后再统一安排工作。培训期间只发给基本工资。由于板箱厂大都是年轻工人,接受新东西比较快,3 个月以后都基本上掌握了柜台上的营业知识。因此,职工的工作安排比较顺利。

□ 兼并后的效益

双方兼并后,长江板箱厂实现了资产转移,人员、财产得到妥善安置,武汉商场有了仓库、停车场,还新增了 1000 多平方米的营业面积,双方各得其所。其效益主要表现在以下几个方面:

(1)武汉商场兼并长江板箱厂之后利用后者占地一部分做仓库,还另外开发了 1000 平方米的营业面积,可安排 200 人就业。

(2)商场退还了原来租用的仓库和车库,节约了一大笔费用。

(3)商场实际只用 72 万元就获得原来最少要付 1000 万元才能得到的土地使用权,购买效益是极好的。

(4)取得了较好的社会效益。兼并后,不仅解决了板箱厂几百人的吃饭问题,同时,扩大

了营业面积,方便了人民群众的生活。

☐ 兼并的特点

武汉商场兼并长江板箱厂这一事件具有以下特点:

- (1)兼并双方是完全自愿的,可以认为是一种友好兼并;
- (2)这起企业兼并案例不仅是在不同所有制企业之间进行,而且跨越了系统和行业;
- (3)兼并过程中,兼并方支付了一定的产权转让费用。

☐ 兼并后的反思

(1)武汉商场兼并长江板箱厂以后解决了两个企业的生存和发展问题。长江板箱厂被兼并后经过调整成为武汉商场盈利的一个来源;武汉商场更因为有了用武之地而大显身手。由此可见,兼并对于企业机制的重新构造,对于我国现阶段企业改革的进一步完善与深化,都可起到一定的促进作用。

(2)企业兼并过程中,主管部门应该减少行政干预。企业间的兼并是企业自主权的具体体现,主管部门应该尊重企业的自主权力,不能违背企业的意愿搞“拉郎配”。本例中双方自愿,所以能够顺利完成兼并过程,其事后处理也比较令人满意。

(3)国内企业之间的兼并在法律、市场建设、信息提供与交换方面还应加强,这些是企业兼并的前提条件,也是当前我国企业重新组合,实现优胜劣汰,促进竞争的一种有效手段。

“中信”在香港的收购活动

中国信托投资公司(香港)集团公司是我国实行改革开放政策后于1985年在香港建立的一家境外企业。此后,中信(香港)已从一家中型企业迅速发展成为大型多元化综合经营的混合型控股公司,其扩张之快令世人瞩目,其中,在香港的收购与兼并活动起着极为重要的作用。

中信(香港)在创立之初就选择了收购扩张战略,于1985年购进陷于破产边缘的嘉华银行,此后,这一战略的运用与效果日益突出。其中比较重大的收购活动包括有:

1987年2月,斥资23亿港元购入国泰航空公司12.5%的股权;

1989年初,出资2.5亿港元购入澳门电讯公司20%的股权;

1989年圣诞节前夕,出资3.9亿港元购入港龙航空公司的38.3%股权;

同期宣布出资101.5亿港元收购香港电讯20%的股权;

1990年1月,出资4.5亿港元收购泰富发展公司;

1991年9月,中信(香港)的中信泰富与其他人士组成财团,收购恒昌行36%的股权;

1992年1月,中信泰富宣布以每股230元的价格全面收购恒昌行,完成后将持有恒昌87.12%的股份。

下面介绍其中三次比较大的收购活动:

☐ 收购香港电讯公司

中信(香港)经过多年考察,确认香港电讯公司盈利前景好,于是确定投资。在香港电讯股价从每股7元遇到1989年“6·4”事件后跌到4.4元,这是一个很好的收购时机,在没有

得到国内机构担保的情况下,中信(香港)决定在香港当地融资,参加这次资融的十几家银行全是外资银行,由柏克莱国际银行负责牵头。由于没有担保,银行起初不肯,后来经过多番周折,在英国大东行承诺保证香港电讯把 3/4 左右的利润以股息派给股东,中信承诺在半年内不再作任何大型收购后,才同意融资。

这次收购活动中,其融资具体安排包括三个部分:①为期 10 年的 54 亿港元银团贷款,利息为本港银行同业拆息加 1 厘,含 7 年宽限期;②为期 5 年的 2.24 亿美元的零息债务;③为期 5 年的 1.54 亿美元认购权证(可兑股债券);此外还动用中信内部资金 20 亿港元。这样共筹资 101.5 亿港元,购入香港电讯 2.2 亿股股权。

这次收购活动最终在 1990 年 2 月 14 日完成,中信(香港)由此成为香港市值最大的上市公司的第二大股东,并且顺利进入香港电讯业;而且,这次收购融资被《国际金融评论》和《亚洲金融》评为 1990 年最佳融资项目。

□ 收购泰富发展公司

虽然中信(香港)在 1990 年以前已在几家上市公司有所投资,但均只占少数股权,仍不能利用股份公司形式筹集资金,所以,中信(香港)一直在物色对象,期望拥有一家上市公司。

泰富发展公司成为中信(香港)的目标企业。该公司于 1980 年改组成立,主要经营房地产业,自 1987 年股灾之后,该公司虽然几经转手仍无好转。1990 年初,泰富净资产为 6.89 亿港元。中信(香港)看准时机,筹资 4.5 亿港元,以每股 1.5 港元的价格购入其 51% 的股权(3.6 亿多股)。按照香港证券法规定,在这种情况下,进攻性企业就要对该公司进行全面收购。但中信(香港)并不打算这样做,于是声明将在不久把股权减少到只占 49%。此后,中信(香港)通过百富勤把部分泰富股权配售出去,以达到上述要求。

中信在掌握泰富后连续将其非上市公司的资产注入泰富。先后以 5.5 亿港元购入大角嘴中心及葵涌裕林工业区作干货及冻仓之用;发行 3.1 亿新股购入港龙航空公司 38.3% 股权;1991 年 6 月又发行新股和可换股债券购入国泰航空 12.5% 的股权和澳门电讯 20% 的股权。

这样,泰富从单纯经营房地产业务拓展到航空和电讯,成了多元化公司,中信(香港)也将许多业务转到泰富来完成。

□ 收购恒昌行

恒昌行(集团)是一家以汽车代理和贸易为主的贸易及控股投资公司。它是最大的、历史悠久的香港华资贸易行,也是一家以香港为基地,业务遍及全球的贸易公司。它所代理的汽车销售占香港总销量的 4 成,而且在美国、加拿大、日本、新加坡、澳大利亚等地设有分公司。恒昌经营的贸易商品品种全面,关系国计民生的粮油鱼肉及电器、汽车等均有涉足。该集团 1990 年营业额达 100 亿港元,利润 10 亿港元,有形资产净值超过 80 亿港元。从 1990 年底起,该行创办人自感年事已高又对前景把握不定,因此想出售股权兑换现钞,但他们并不想见到自己建立的事业被分拆开,而且还希望收购者能照顾到那些为恒昌服务了几十年的员工。

1991 年,已有许多买主出价收购恒昌行。例如,当年曾有北海集团、百宁顺、周大富等组成一个有限公司发起第一次收购争夺,但未成功。1991 年八九月间,中信泰富就联合李嘉

诚、郑裕彤、郭鹤年和百富勤等组成财团,联手向恒昌提出以每股 330 港元收购,其中中信泰富占 36%。

为了支付这次收购费用,中信泰富发行新股 12.9 亿股,每股 1.55 元;另发行 5 亿元可换股债券,持有人可在 1994 年 8 月以每股 1.55 元认购 3.22 亿股新股,该债券年息 6 厘。购入恒昌后,中信泰富把中环恒昌大厦出售,收回 9.072 亿元,出售长线投资套现 2.24 亿元。出售资产套现资金主要用作派发股息,包括 1990 年获纯利 10.33 亿元应派发的股息,每股派息 160 元,派发股息后的恒昌资产也相应缩小了。

在第一次收购完成后 3 个多月,正当人们预测中信泰富将恒昌业务分拆上市时,中信泰富于 1992 年 1 月 13 日宣布它与李嘉诚等恒昌股东达成协议,收购其手中拥有的 1300 万股股权,共计 31 亿港元,为收购恒昌,中信泰富宣布四股合并为一股,然后再发行 2.92 亿股新股,每股 8.8 元,集资 25.7 亿元,加上原占恒昌 36% 的股份所收股息,足够支付这次收购。

中信泰富收购恒昌两次共出资 56 亿港元,但实际出资仅 44 亿多港元,这主要在于中信泰富采取“以股易股”等策略;而中信泰富收购恒昌行之后,可以协助中信泰富发展中港贸易业务;此后收购港龙航空 7.84% 的权益,更利于沪港、京港业务的开展。

中信(香港)通过上述一系列的收购活动迅速扩大了业务范围,其竞争实力也大为增强,从而成为香港企业中的佼佼者。

北海正大假收购苏三山

1993 年 11 月 6 日,海南《特区证券报》头版头条发布了“北海正大置业致函本报向社会公告收购苏三山股票”的消息,并全文刊载了广西北海正大置业有限公司致特区证券报编辑部的函件。该函声称,到 11 月 5 日下午 3 时 30 分,北海正大置业公司已经持有 250.33 万股江苏昆山三山公司股票(苏三山股票),占该公司流通股的 5.006%,并表示“将按规定程序继续收购该公司的股票。”这一报道引起了社会各界的广泛关注,并且引起了苏三山股票价格的较大波动。

证监会立即对此进行调查,并于 11 月 9 日发表谈话说:截至 11 月 9 日,中国证监会和深圳证券交易所均未收到广西北海正大置业公司购买三山股票的口头或者书面的报告;北海市工商行政管理局没有广西北海正大置业公司的企业登记记录;深圳证券交易所和深圳证券登记公司均没有北海正大置业公司开户和交易记录。

此发言制止了进一步的“造市”,到 12 月 19 日,证监会公布了所谓“北海正大置业有限公司”大量买入江苏省昆山县三山股份有限公司股票事件,是一起精心策划的骗局。

1993 年 5 月上旬,湖南省某县物资局某干部动用其工作单位货款 100 万元在深圳某证券公司营业部以个人的名义开户从事股票交易,并于 10 月 7 日、8 日分别以 9.85 元和 9.60 元的价格买进苏三山股票共 150 万股,其后进行了一系列违法活动:10 月 18 日,该人以北海一投资公司的名义向深圳证券交易所邮寄匿名信,陈述所谓“收购苏三山”的虚假意向。11 月 2 日、5 日该人分别采取邮寄信函、发传真、打电话等手段,以所谓“北海正大置业有限公司”的名义多次向江苏省昆山县三山股份有限公司、《深圳特区报》编辑部、海南省《特区证券

报》编辑部通报所谓“收购苏三山”的虚假消息,要求予以公布;在有关的信函和稿件中均盖有其本人非法雇佣他人篆刻的“北海正大置业有限公司”印章。该人于11月8日下午,当在深圳证券交易所交易的苏三山股票价格从开盘价8.30元升到临近收市前11.40元时,抛售苏三山股票9500股。由于中国证监会和深圳证券交易所于11月8日、9日通过调查掌握初步事实后,采取了有力措施,制止了事态的扩展,抑制了苏三山股票价格上涨,该人于9日将其持有的剩余苏三山股票以9.45元的价格抛出。

证监会从11月8日至27日对所谓的“收购苏三山事件”进行了认真细致的调查,在有关方面的积极配合下,发现了大量事实,掌握了违法分子的有关证据和线索。事实表明,该人的行为已违反了我国法律法规的有关规定。国务院颁发的《股票发行与交易管理暂行条例》第74条规定:对以“散布谣言等手段影响股票发行、交易的”,予以处罚;第78条规定:对“违反本条例规定,构成犯罪的,依法追究刑事责任。”国务院证券委员会的《禁止证券欺诈行为暂行办法》第7条规定:“禁止任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的,利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场,影响证券市场价格,制造证券市场假象,诱导或者致使投资者在不了解真相的情况下作出证券投资决定,扰乱证券市场秩序”;第8条规定:操纵市场行为包括以散布谣言等手段影响证券发行、交易。该人竟然不顾以上法律法规的规定,极其恶劣地欺骗社会投资公众并企图牟取暴利,严重破坏了证券市场秩序,侵害了社会投资公众的财产权益,必须受到法律的制裁。公安机关于11月22日接受报案后,立即依法立案侦查,于11月24日已将该人依法收容审查,并将依法对此案进行审理。

同时经调查核实,在此次事件中,海南省《特区证券报》编辑部在收到传真稿后,有关人员“对北海正大置业有限公司”的情况作出了并无确凿根据的肯定,对传真稿的内容没有对照有关法规进行认真的核查,对该稿中多处有悖于法律规定和证券业常识的陈述未加辨别,导致虚假信息的公开传播并造成恶劣影响。尽管该报编辑部在发现受骗后采取了一系列补救措施,但是由于该报以头版头条刊登违法分子提供的虚假消息,并加上不切实际的标题和编者按,为虚假消息的传播起到了推波助澜的作用,对证券市场和社会各界产生极坏的影响。为此,证监会建议海南省政府有关部门依照有关行政法规对海南省《特区证券报》编辑部及其有关责任人员予以处罚,处理结果应公布于众。证监会提醒各新闻单位,在报道有关证券市场新闻时,务必严格遵守国家有关法规和新闻道德,严格按照国家证券管理部门的要求,依法披露证券业信息。

君安倡议改组万科

1994年春,深圳股市正处于低迷市道,一件非同凡响的新事件爆发了,这便是君安万科风波。

1994年3月28日,深圳市新一代实业有限公司等4家万科主要股东授权君安证券有限公司作为财务顾问。

3月29日,万科召开第四届董事会第六次会议,新一代公司、海南省证券有限公司、中国新技术创业投资公司等与会,新一代等提出对万科现行经营状况作调整,董事会形成共

识。

3月30日,君安代表新一代公司、海南省证券公司、香港俊山投资有限公司和创益有限公司(4家共持万科股份占其总股本的10.73%)召开新闻发布会,向万科全体股东倡议:对万科产业结构及董事会作重大改组。君安称此行动已事先上报深圳证券主管机关及万科董事会。君安发言人何伟解释,君安只是作为这4家公司授权委托的财务顾问处理以上提议,而君安本身没有直接或间接持有万科A股。君安曾作过万科B股的主承销商,由于后来B股市场起变化,君安公司履行承销职责,由其关联公司认购了剩下的B股。

君安总裁张国庆也在会上表示,这次只是代表股东对万科提出合理的建议行动,不会涉及万科的分红派息。张国庆还谈到,这次4家公司中原包括中国新技术创业投资公司,其持股占万科股本的2%左右,但其后来退出。

在君安公司介绍情况后,万科公司董事长兼总经理王石应记者要求发表了意见。他首先表示不希望此事给市场造成万科被收购的假象。王石认为君安对万科的研究报告具有专业水平。但是他指出,万科1993年度房地产利润有所下降,股权投资利润所占比例相应提高,是正常的市场互补行为,而万科房地产盈利水平仍维持在一个较好的水平。会议结束时,万科董事会秘书郁亮当众宣读新一代公司的声明(复印件):新一代不参与君安此次活动。

当日深圳股市掉头向下,自187点跌至183.6点,然而万科股票上午开盘后即表现坚挺,有一定的收集行为。下午开盘不久即从12.6元跳空而起,直冲13.9元。之后虽受到大量抛盘打压有所回落,但在13元附近有较大支持,收市上升11%以上,成为当日股市上的“明星”。

3月30日,君安代表部分万科股东举行新闻发布会后,万科两次向深交所提出停牌申请,并就有关情况予以公告。深交所也接受其申请,使其A股停牌两天,B股停牌一天,让大量投资者获得知晓信息的机会,并避免了万科股价不正常波动。

3月31日,君安在《中国证券报》、《深圳特区报》上发布关于万科业务重组的改革建议,其中有许多新见解。

万科企业股份有限公司以贸易起家,目前已发展成为一家涉足房地产开发、股权投资、贸易、工业及文化产业等的多元化集团公司。1993年万科的上述各项业务全面展开,而房地产开发是预定的主营项目。但据悉,该项利润实际上并未达到预期水平。为此,君安提出“业务透明度”的概念,对多元化经营的利弊发表了与众不同的意见。

君安认为,根据现代企业管理理论,业务透明度指一家上市公司的利润来自其主营业务的比重,以及主营业务的集中程度和稳定性。在国内上市公司中,南玻被国外投资人士评为业务透明度最高的公司之一,1993年该公司90%以上利润来自单一的玻璃制品生产这一主营业务。而万科业务多元化,房地产作为主营项目的利润只占总利润的35%左右(1993年实际估认数),复杂的多元化经营结构分散了公司的资源和决策层的经营重心,已不能适应现代市场竞争。对此,倡议书提出了收缩其他业务,扩大主营项目比重的具体措施。

股权投资是万科的另一特色。万科在国内上市公司中较早进行股权投资,对公司资本积累起到积极作用。但君安认为,股权投资获利丰厚的历史即将过去,随着国内股市低迷、调整和供求关系变化,股权投资利润率也大大降低,将此带有很大随机性的业务作为主营方向已

不再合理,应有一个稳妥的了结。

另外,万科 1993 年股权投资的重大举措之一——参股申华,亦受到君安质疑。君安认为,万科在上海的业务比较成功且已具规模,无需参股申华即可达到进一步开拓上海的业务的目的。而“宝延”风波后参股市盈率达 50 倍以上的“收购概念股”申华,亦是在错误的时间选中了错误的对象,对万科没有好处。

当日下午 2:00,万科召开情况说明会,否定君安起草的改革倡议并出示新一代公司的两份文件:一份是撤销对君安的授权委托,另一份是委托万科董事长王石全权代表新一代负责此次事件的善后处理工作。

4 月 1 日,深圳新一代实业有限公司举行记者招待会,主要发言人张西甫宣读一份发言,声明新一代已退出授权君安的活动。

同日,在君安证券公司及部分证券商的座谈会上,发言人何伟表示:只要持有 1 股的股东委托我们,“改革倡议”行动就将继续。假如委托君安的股权不是法定可以提出议案的数量,君安可以发起征集股民签字授权的活动,以达到 10% 以上的股权要求。

4 月 2 日,万科董事长王石得到特发公司(新一代公司的母公司)的正式授权,作为新一代(万科最大的股东)的代表处理此事,王石在记者采访时透露:新一代公司全力支持万科公司的管理层,如有必要,新一代随时准备增持万科股份。

4 月 4 日,深交所副总经理柯伟祥约见君安证券公司总经理张国庆和万科董事长王石,希望双方就近日所谓“君万之争”本着友好合作的态度尽量努力将事态向积极的方向推进。双方均表示接受这一建议。

在随后召开的深圳上市公司股权代表座谈会上,王石和上市公司的代表讨论了这件事给上市公司、股东和股市管理层带来的各种影响。王石认为,从当天的万科股价表现上看,“君万之争”已告一段落,但类似的事情将会继续在市场上出现。以后上市公司股东向公司的管理层提意见,到底应该采取何种方式,这是一个值得探讨的问题。

自此,在管理层的出面调解下,“君万之争”没有演变成西方流行的“委托书收购战”,而以握手言和告终。

光大标购玉柴法人股

与深沪股市相比,STAQ 系统(全国证券交易自动报价系统)由于开户的限制(只允许法人机构入市),一直显得默默无闻,交易清淡。尤其是 1994 年 3 月下旬,深沪股市连连下探,STAQ 法人股市场也探新低,3 月 24 日,STAQ 指数最低下探 74.55 点,市场投资者信心极其脆弱。正在此低迷之际,STAQ 中的玉柴股票开始变动起来,3 月 28 日至 4 月上旬的两周中,市场交投显著放大,玉柴的日成交量最高达 1826 万股,每股价格也从 3.18 元劲升到 7 元,同时也带动起 STAQ 行情,4 月 8 日,STAQ 指数上升 96.94 点。

到 4 月 15 日,玉柴连续劲升三周多的谜底终于被打破:中国光大国际信托投资公司正式向 STAQ 系统提出申请要求标购玉柴,此时光大已持有玉柴 1800 多万股,占玉柴总股份的 4.65%。4 月 18 日光大以公告形式宣布:光大国投以每股不超过 6.30 元的价格协议标购

玉柴法人股。在公告中,光大明确表示,光大购进的玉柴法人股将作为光大对玉柴的长期投资,长期持有而不再参与 STAQ 系统的流通。

广西玉柴机器股份有限公司是 STAQ 法人股市场的佼佼者,1991 年税利总额 2700 万元,1992 年是 8059 万元,是上年的 2.98 倍,1993 年完成税后利润 30910 万元,又是上年的 3.83 倍;1993 年计划每股税后利润是 0.40 元,实际实现 0.79 元,该公司预测 1994 年税后利润总额 4.2 亿元,每股 1.10 元,玉柴这样具有雄厚经济实力、利润呈几何级数连年翻番的高增长企业,在我国大型工业企业中是极为少见的。然而由于 1994 年开春股市低迷,如 1994 年 3 月 22 日收盘价只有 3.20 元,按 1994 年预测每股税后利润 1.10 元计,市盈率仅为 2.9 倍。光大寻准玉柴为投资对象,是极富长远眼光的。从玉柴的 1993 年度报告上看,光大在 1993 年 12 月 31 日前对玉柴的持股量为 800 万股,占其总股本的 3.95%,是玉柴排名第 6 的大股东。4 月 15 日,光大持股增至 1813.25 万股,可见其中有 1000 万股是在 STAQ 低潮之际暗中吸纳的。

光大的标购期为 1994 年 4 月 18 日后市至 4 月 20 日,此间玉柴暂停挂牌交易,至标购期结束,光大共持有玉柴 8000 万股可流通法人股中的 6952.49 万股,占可流通盘子的 86.91%,占玉柴总股本的 17.84%,成为玉柴排名第三的大股东。

光大证券部副总经理陈利明在接受记者采访时说:作为玉柴法人股的做市商,光大对玉柴公司的各种情况比较了解,并且在融资、咨询等方面与玉柴公司有过较为密切的合作。玉柴这几年发展得很快,并且盈利潜力很大,光大国投看准这一点,愿意长期投资玉柴以期获得较为稳定又较高的投资回报。陈利明强调说:“协议标购”的方式与通常的收购最主要的区别在于前者并不追求参与被购公司的管理和控股,主要的目的是获得较高的投资回报率。选择这种方式还考虑到不给法人股市场带来不必要的剧烈震荡,从而减少和避免可能会给其他中小股东带来的损失,达到正确引导投资行为的示范作用。之所以把标购协议价定在每股不超过 6.30 元,是综合分析玉柴公司市盈率及其他股东认购成本和市场供求状况后确定的。并且,这种方式也大大降低了收购成本。

另外,在标购中,作为当事双方的光大和玉柴的领导层皆对此保持低调和沉默,有关人士猜测这可能是光大事先与玉柴有所沟通,使标购消失了敌意。

STAQ 系统执委会主任章知方在充分肯定这次标购行为后指出:“协议标购”方式在发达国家股市里较为普遍,这种方式引入我国证券市场,事实证明至少有几个好处:①有助于正确引导投资者的信心;②标购方式比简单的收购行为更利于市场稳定,确定协议指导价一方面可以减少股价的大幅波动,最大限度地保护全体投资者的利益,另一方面也可以使标购方大大降低购买成本,同时还给其他投资者留出了充裕的选择余地;③避免了达到总股本 5%以后,标购方被动地完成购买目标,如果按收购规则每增加 2%后申报一次,时间拖得太长,可能会导致市场捕风捉影的猜测,对买卖双方、对市场稳定均不利。章知方还表示,这次标购行为对系统本身的规范化建设有一定的促进作用,我们将进一步完善和细化有关规则,以适应市场迅速发展的需要。有关专家分析说,光大这次成功标购玉柴的一个显著特点是,大部分成交是在场外以协议转让方式进行的。场内的价量变化虽然也有所反映,但与沪深股市过去的宝延、万申等风波的影响均不可同日而语,市场闻风跟进者较少,股价变化也比较

平稳。光大以较低的代价完成了对玉柴这样一个素质良好的企业的部分股权控制,从而开创了中国证券市场企业产权转让先河。

恒通受让棱光国家股

珠海经济特区恒通置业股份有限公司是国有法人发起成立并控股的国家体改委试点公司,成立于1981年8月,其法人股于1992年7月在全国证券交易自动报价系统挂牌交易。该公司以房地产业为核心业务,并投资航运、通讯、电子仪表、制表、纺织和影视业。1993年10月,恒通与上海棱光进行初步接触,提出受让较大部分国家股的初步构想。

上海棱光实业股份有限公司于1992年5月由国有企业上海石英玻璃厂改制设立,1993年4月上市。该公司是我国目前最大的半导体用硅多晶生产企业。1993年来,公司股本3379.9万股,其中国家股1979.9万股,占55.26%,均为上海建材(集团)总公司所持有;法人股400万股,占11.83%;个人股1100万股,占32.55%。

三家公司经过协商,并由国家有关部门批准,于1994年4月28日正式签署公司合同。在协议签署仪式上,双方联合宣布:根据国家有关政策法规规定,经有关部门批准,建材集团作为国有资产产权主体将所持有的部分上海棱光实业股份有限公司国家股有偿转让给恒通公司,转让股数为1200万股,转让价格为每股4.30元。在完成转让后,恒通公司将成为棱光实业的第一大股东,所受让的国家股将转换成法人股,占棱光实业总股本的35.5%。

恒通公司通过这次转让,拥有的棱光公司发行在外的股份已超过30%,根据《股票发行与交易管理暂行条例》应当向棱光公司的全体股东发出收购要约。但鉴于这次转让的股份为棱光公司发行在外股份中的不可流通部分,恒通公司向国家证监会书面申请要求豁免其全面收购义务,并得到批准。

上海建材集团和恒通公司在《关于转让上海棱光实业股份有限公司部分国家股份的公告》中透露了这次转让的有关情况。

(1)经过近10年的试验与发展,中国的股份制改革已进入深入发展阶段,上市公司数量逐步增加,经营业绩亦不断改善。在目前深化企业产权制度改革、确立现代企业制度形势下,如何搞活企业国有资产存量,实现国有资产的保值与增值,加快企业产业结构的调整,逐步提高上市公司素质,是当前棱光公司乃至所有上市公司所面临的重要课题。至此,建材集团、恒通公司和棱光公司已达成共识,并同意共同做出努力,在此方面进行探索。

(2)棱光公司和建材集团,自成立以来,就在以上领域内进行了积极探索。为了适应上海改革开放的需要,实现上海市政府提出的“一个龙头,三个中心”的目标,也为了实现建材集团自身的发展战略。建材集团决心在未来的经营中花大力气搞好自身产业结构、产品结构的调整。在这一基本思路出发,迫切需要盘活国有资产量,按照现代企业经营的国际惯例,充分发挥现有资产的营运效益,依靠自己的力量,在战略方向及重点项目上加大投资力度,以求获得规模经营的效益。同时,逐步使集团内各企业的资产责任进一步明晰化,产权关系进一步规范,就本次转让的结果来看,会有条件使棱光公司作为一个股份有限公司的独立的权、责、利相应地得到明确,并最终使棱光公司成为一个依照国际惯例运作的现代企业。

恒通公司自 1992 年以来,陆续在上海及其周围地区进行了多方面的投资,投资的领域包括成片开发、房地产、商业设施、通讯服务、贸易、影视、服装等产业,并与上海财经大学合作开办了上海财经大学恒通工商管理学院。至 1993 年 12 月止,恒通公司在上海及其周围地区的累计投资已达 3 亿元以上。从进一步发展的目标考虑,恒通公司迫切需要利用上海地区良好的工业配套条件和高素质的人力资源,以进一步推动其高科技工业的发展,目前,由恒通公司研制开发成功并已经投放市场的电子式电能表正处于需要扩大生产能力的阶段,更有必要充分利用上海发展工业所具有的得天独厚的条件。恒通公司决定受让棱光公司国家股,通过棱光公司发展电子式电能表,并与建材集团携手共谋发展,是恒通公司着眼于未来长远发展的一项重大决策。

从以上目的出发,经过对棱光公司的经营状况及发展前景的反复研究,为切实改善棱光公司的长期稳定发展,双方一致认为有必要对棱光公司的股份结构、投资结构进行调整,以推动棱光公司产业结构、产品结构的调整。双方一致认为,恒通公司的参与有助于棱光公司发展新的在国内国际市场上有较强竞争力、有较为广阔的市场前景的高科技工业产品。同时,双方相信在此次股份转让完成后,恒通公司与建材集团作为棱光公司的两个最大股东,各自发挥各自的优势和影响力,应当能够为实现改善棱光公司的素质、保障棱光公司各方股东的最大利益的目标做出更大的贡献。

恒通公司取得棱光第一大股东地位,实际已达成收购目标,在接受记者采访时,恒通副总经理张少杰透露准备改组董事会,棱光公司董事会 11 人中,大部分是原来的厂级和部门干部,不改组则很难改变公司传统的经营方法和思想。初步商定的改组方案是:董事会由 9 人组成,建材 2 人、恒通 4 人、1 名法人股东、1 名职工代表,这样在董事会上就能听到各方意见,当然这还需要提请股东大会表决。

同时在公告中还透露了恒通对棱光 1994 年发展计划的调整:

(1)重点发展电子式电能表,使其能够尽快成为棱光公司的主导产品。计划通过下述方式加快棱光公司在此产业中的发展:①恒通公司将其下属全资子公司珠海恒通电能仪表公司 50% 以上的股份转让给棱兴公司;②由棱光公司在上海投资兴办一电子式电能表的组装厂,并负责产品的国内外销售。

(2)继续发展硅多晶及石英玻璃制品。

(3)进一步发展棱光公司已有的出租车业务。

(4)与恒通公司合作,适当参与一些房地产业务。

棱光董事长吴永强对恒通的受让股权行为表示欢迎,他认为:股份制公司股权的合理调整有利于体现同股同权同利原则,通过这次置换也可把一部分沉淀的国有股资本搞活,同时棱光实业自身也有加快发展的要求,但在现有股权结构、资本条件下还无力调整产品结构,恒通置业有此实力和愿望,是一件对各方都有利的好事。

有关人士对此事件评论道:棱光公司改制以来,尽管取得了较好的经济效益,然而其主导产品硅多晶及石英玻璃制品均属高科技产品,受整个行业景气的影响,主营业务利润甚微,经营艰难,要走出困境,要调整产业结构,靠自身力量很难。恒通置业公司在这当口,愿出资买下棱光 35.5% 的股权,成为棱光最大股东,帮助棱光寻求新的发展,这种善意的收购,

对棱光来说,称得上雪中送炭。

同时,有关人士也指出:在棱光之前发生的三起收购、控股的事件,均发生在流通市场,耗资均在亿元以上,所控股权比例均不高,最高的宝安控股延中也不过 19%。这次恒通收购棱光,每股只花 4.30 元,只是二级市场 13 元的 33%。若恒通要在二级市场完成 35.5% 的控股比例,则违规超购,至少也要约 2 亿元资金,现在只花了 1/4 的资金,舍去了二级市场的风险,一举成为棱光的第一大股东,是一条收购,控股新捷径。

恒通的收益远非如此。将其生产主导产品的全资子公司珠海恒通电能仪表公司 50% 以上的股份一举转让给棱光公司,既给棱光引进了主导产品,又进一步降低了控股成本,更主要的是为其拳头高技术产品日后占领上海市场奠定了坚实的基础。恒通善意收购棱光,无异于为其日后产品上市做了一个极有效益的大广告。

美国大陆公司买香港上市公司壳子的市值已达 300 多亿港元,由于都是在二级市场上完成,成本相对较高。恒通开了在沪市一级市场低价协议收购上市公司壳子的先例。

“宝延”风波

宝延风波是深圳宝安集团经过详细、周密策划,在中国证券市场上实施的第一例收购事件。1993 年 9 月 29 日,宝安上海公司通过场上交易,已经秘密持有延中公司股票 4.56%;在此之前,其关联企业宝安阳保保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司在 9 月 28 日所持有的延中股票已分别达到了 4.52% 和 1.57%,合计持有 6.09%。因此,9 月 29 日宝安上海公司及其关联企业持有延中公司股票实际为 10.65%。在已经远远超过法定报告比例的情况下,宝安上海公司于 9 月 30 日下单扫盘(无论价位多高,一概买入)。至此,宝安上海公司作出公告,其持股比例已超过 5%。实际上,3 个公司合计持有的延中股票已经达到 17.07%。

由于宝安公司明显地违犯了《股票发行与交易管理暂行条例》第 47 条的规定:“自法人直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到 5% 的那一时刻起,其有作出报告和停止买卖该种股票的义务。”因此,中国证监会、上海证券管理办公室、上海证券交易所对此事件进行了调查,并就此事件作出了结论。

中国证监会宣布决定,宝安上海公司所获延中股权有效,但该公司及其关联企业在买卖延中公司股票过程中存在着违规行为。经研究,对宝安上海公司及其关联企业作出如下处理。

(1)截至 1993 年 9 月 30 日,宝安上海公司及其关联企业合计持有延中公司发行在外的普通股已经达到延中公司总股本的 17.07%,10 月 6 日宝安上海公司又买入 2.73%。到目前为止,宝安上海公司及其关联企业所持有的延中股票已占延中总股本的 19.80%。按照《股票发行与交易管理暂行条例》第 47 条的规定,宝安上海公司及其关联企业最早应当于 1993 年 11 月 4 日方能持有上述比例的股份。据此,宝安上海公司及其关联企业在 1993 年 11 月 4 日以前,均不得再行买入延中股票。

(2)依照《条例》第 38 条的规定,股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司

5%以上有表决权股份的法人股东,将其所持有的公司股票在买入后6个月卖出或者卖出后6个月内买入,由此获得的利润归公司所有。宝安上海公司的关联企业宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司于1993年9月30日卖给社会公众的24.60万股延中股票所获得的利润归延中公司所有。

(3)依据《条例》第74条第1款(8)项的规定,对未按照规定履行有关文件和信息的报告、公开、公布义务的宝安上海公司给以警告处分,罚款人民币100万元,对其关联企业宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司给以警告处分。

上海实业在香港成功上市

1996年5月下旬,上海市政府在香港的窗口公司——上海实业(集团)有限公司(以下简称上海实业),通过其全资子公司——上海实业控股有限公司(以下简称上实控股),在香港上市,获得圆满成功。香港传媒广泛报道,认为是近三年来最成功的上市公司之一。

□ 上海实业上市情况

上海实业1981年由上海市政府在香港注册成立。它管理上海市在香港的企业(南洋烟草、天厨味精、永发印务)并开展贸易、投资等业务。1995年,上海实业根据香港产业结构转型的新情况,按照市委、市政府将上海实业发展成为上海市政府利用国际资本市场之主要通道的要求,从原来以贸易、工业为主的经营策略,转向资本运营。以上海实业为龙头,将其在香港拥有的资产和上海的优质国有资产进行重组与包装,在香港上市,将企业推向国际市场,向国际资本市场融资。

为了使上市获得成功,上海市政府将优质企业注入上实控股。在香港,挑选经营业绩良好的企业——南洋烟草和永发印务;在上海,挑选两家有相当规模的优秀企业——上海家化和上海三维,让上实控股收购。

——1996年1月9日,上海实业在香港建立上实控股,准备成为上市公司。

——1995年11月28日,上海实业的全资附属公司与上海家化联合公司组成中外合资企业,占51%股份。1996年5月17日,上海实业将其拥有的股份转让给上实控股。

——1995年11月28日,上海实业的全资附属公司与上海三维有限公司组成中外合资企业,占51%股份。1996年5月17日,上海实业将其拥有的股份转让给上实控股。

——1996年5月17日,上海实业将其拥有的南洋兄弟烟草有限公司100%股权转让给上实控股。

——1996年5月17日,上海实业将其拥有的永发印务有限公司91.48%股权转让给上实控股。

经会计师、估值师和律师对重组后企业的资产重新评估确认,并经香港联合交易所审查通过,上实控股于1996年5月下旬正式上市。发售和配售的新股为12,900万股,占其全部已发售股份的25%,售价为7.28港元。招股结果,超额认购159倍,冻结资金达260亿港元。股市交易第一天,价位上升至9.80港元。嗣后几天,股市交易活跃,最高价位升至10.4港元。随后,价位稳定在9.50港元左右,比招股价上升30%。上实控股上市集资达13亿港元。

元。

□ 上海实业上市收获

(1)成功地对国有企业进行兼并、收购、重组与包装,推向国际资本市场,通过资本运营,使国有资产大幅度增值。经资产重新评估,在发行新股前,公司的资产净值为13亿港元(其中有形资产7.4亿港元,无形资产5.6亿港元)。上市后,按目前股价计算,其市值达49亿港元,其中,国有资产占六成半,折合31亿港元,增值两倍多。换言之,上实控股通过上市,出售其三成半股份,即获得相当上市前其净资产现值的现金,使国有资产获得大幅度增值。同时,由于上市,使无形资产价值得以实现,南洋烟草生产的红双喜香烟的商标价值就达5.6亿港元。

(2)为上海市开拓了一条利用国际资本市场的新渠道。通过上市筹集资金,是成本较低而又能分散投资风险的融资方式。现在,国际游资很多,特别是香港,由于它的独特地位,已成为亚太地区的金融中心。世界经济的高增长地区转移到亚洲,基金都纷纷在香港寻找投资机会。我国经济建设正处于快速发展时期,所缺乏的正是资金。上海市委、市政府领导抓住机遇,通过上海实业上市,向国际资本市场筹集资金,开辟了一条新渠道。由于上海市政府承诺还要为上海实业集团及上实控股注入优质企业,而目前上实控股上市股份只占总股本的25.8%,因此,通过此渠道向国际资本市场融资的潜力数以百亿港元计。

(3)促进了国有大中型企业经营机制的转变,推进了现代企业制度的建设。通过兼并、收购、重组与上市,上海家化和上海三维的财务制度、经营机制与国际惯例接轨,其经营管理的透明度大大提高。在兼并、收购与重组这些企业的过程中,投资银行家协调会计师、估值师及律师、精心设计,有效配合,不但加快了上市进程,而且对企业真正按现代企业制度运作起了巨大的推动作用。用企业领导的话来说,发生了一次“脱胎换骨”的变化。

(4)增强了上海实业集团的市场地位,提高了上海实业集团的经济效益。通过兼并、收购与重组国企并上市,上海实业集团由原来的“低调”变为经济界、金融界谈话的热门。香港和国外许多金融机构、财团、基金都纷纷与上海实业集团联系。上海实业集团作为上海市政府在香港和海外最大窗口和桥梁的地位,得到进一步确认,作用得到进一步发挥。由于上海实业上市的成功,最近,上海实业为上海市基建项目向外融资期限三年的2亿美元贷款,得到金融界的热烈响应,已获得超额认购。上海实业在为上海市服务的过程中,经济效益也得到提高。仅上实控股上市冻结资金的利息。就有2,000余万港元收益。

□ 上海实业在香港上市成功的启示

据上海实业的领导介绍,上海实业在香港上市,是市委、市政府作出的重大战略决策,是黄菊书记、徐匡迪市长亲自布置的任务。前几年,上海市的资金主要来源之一是土地批租。但是,上海土地有限,今后如何解决资金?重要的一条是靠资本运营,向国际资本市场筹措资金。市委、市政府明确要求上海实业的发展必须与上海市的发展战略相配合,并把上海实业作为利用国际资本市场的主要商业通道,由上海实业牵头,统一规划,将市里的优质大型企业注入其中,为了尽快做好此项工作,市里选派了熟悉经济工作、擅长资本运营的同志,充实领导班子,并调集有关专家组成工作班子,精心组织,精心策划。市领导多次听取汇报,及时作出决策。正是因为市委、市政府的高度重视,才能克服思想观念上的阻力,打破部门所有制

的限制,使资产重组工作顺利完成。

为了使香港和国际资本市场认识和了解上海实业,上海市政府明确表示,支持上海实业在香港上市,支持其今后的发展计划,支持在适当的时候将优质资产注入上海实业集团(包括上实控股),并保证基础设施项目的回报率不低于15%。徐匡迪市长在访问英国期间,亲自发表演讲,介绍上海实业和上市公司。上海市和上海实业集团精心组织力量,赴美国、欧洲、新加坡等地,向有关基金、财团推荐上市公司。由于推荐工作做得好,使有的原来对中国企业兴趣不大的基金改变了看法,争相认购。

上海实业在香港成功上市,为国内成片成区域地重组大型国有企业,在保证控制权的前提下,最大限度地吸引国际资本,推进建立现代企业制度进程带了个好头。各省、市目前大都在准备以类似的模式,重组本地区部分国企,但如果仅仅是模仿,不能独辟蹊径,很难获得如此成功。

台湾宏基收购美国康点

1987年宏基以2亿新台币的价格,收购生产微型电脑的康点(Counter-Pointer),借以取得迷你电脑研制开发,生产的技术。根据宏基董事长施振荣的电脑金字塔理论,位于底部的个人电脑厂商若想摆脱激烈竞争,必须升级往中、大型电脑发展,而为了突破技术发展的瓶颈,收购康点是取得技术的终南捷径。在此之前,宏基曾收购美国Sontek公司,使宏基比其他国内电脑公司早一年到半年熟悉32位元的系统环境,进而确定宏基在个人电脑技术领先者的地位。由此,成功的经验使宏基认为收购是技术移转的特效药。

然而收购之后由于管理上的问题,使康点研究人员流失,造成康点实力趋弱,而康点争取大订单失利,32位元个人电脑(网络)对微型电脑产生严重压力,内忧外患使康点经营每况愈下,3年的累积亏损高达4亿—5亿美元,损失的巨额金额的一部分来自人员遣散费等各项费用支出。到1989年6月,宏基只好撤资,将康点与宏基科技公司(Acer Techonlogy)合并,成立宏基美国分公司(Acer American),简称美国宏基。

究竟什么原因造成康点收购后出现的管理问题呢?从麦金塞(Mchinsy & Company)的7S来看,首先管理技巧(Skill)应不成问题,因为康点的总裁梁佩玲(Pauline Alhe)是美国人,而且在此之前曾担任高科技公司的行销副总裁,并因绩效佳而于1984年获选全美杰出销售经理。

有人认为企业文化差异,7S中的“共同价值观”(Shared Value)是罪魁祸首,以致造成收购后康点大部分研究人员离去。但事实证明并非如此,由于收购前宏基曾与康点员工工作数次沟通,因此收购后康点员工流动率低,在撤销康点之后,这些高薪的研究人员才造成宏基沉重的人事费用负担。

宏基认为真正的失败原因在于“人员聘用”(Staffing)——成功的公司必须能够聘用有能力的人并将他们安置于适当的工作上。无论收购前后,康点皆发生人才断层的危机,因此才造成亏损。而宏基缺乏国际企业管理人才,无法派员填补此组织缺口。这印证了德鲁克所提出的收购成功条件之一,“购并后一年内,买方须有人才可替代卖方的高阶主管”。

吃一堑，长一智。1990年8月宏基收购美国阿图斯(Altos Computer System)公司，对管理可行性的评估更谨慎；在评鉴阶段，宏基确信阿图斯的高阶主管对此收购表示欢迎，不致在收购后有人才流失的困扰。收购后，在刘英武的协助下，阿图斯原任总裁康威进行人事、制造与研究部门的整合，百余位研究人员仅裁掉十多名不胜任者。

李嘉诚的成功之道

李嘉诚不仅是香港首富，更是第一个成功收购老牌英资商行的香港华人，李氏自60年代开始看准时机，将其塑料厂的资金逐渐投入地产市场。适逢1965年银行风潮，1967年暴动及1973年石油危机，香港物业市值暴跌，李氏趁低大量吸纳，地产上的获利使他成为富豪。他所创办的地产王国长江实业在1972年成为上市公司。1979年，李氏从汇丰银行手中收购巨型英资集团和黄，打破了英资门禁森严、唯我独尊的局面。1985年，他通过和黄收购港灯，又出任汇丰董事局副主席，锋头一时无两。

□ 蓄势待发

70年代初，香港股市和地产业非常活跃，李嘉诚从生产塑料花转到房地产后，更是显示出卓越的才能，其经营的“长江地产公司”获得长足发展。于是乘1972年10月香港股市处于牛市而挂牌上市，充分吸纳社会资金，并将从股市筹集的巨额现金投放于物业的低价收购上，结果使长实迅猛发展。

“长江公司”最初上市股票发行了4,100万股，每股面值2元，实收股本8,200万元。本来李嘉诚预计，可以在一年后盈利1,250万元，而当时由于股票上市，楼价上升，出售楼宇而取得的盈利大大超过预计数字，一年后的1973年，公司盈利竟达4370万元，比预计超出2.5倍。这一年中，长江公司继续采取新策略，发行新股票，吸取新资金，第二次又发行了110万股，价值1,595万元，李嘉诚利用这些募股资金，收购了位于官塘的一座巨型商业大厦，每年可增加租金收入500万元。此外，又和另一家名叫“利获家”的地产公司合并成“都市地产公司”，增添了属于利获家的两幢商业大厦。1974年，长江公司再次发行新股票1,700万股，将“都市地产公司”的另一半股权收为己有，实际上，即是以1,700万新股换取了两幢商业大厦，每年又可增加租金收入900万元。为此，利获家地产公司的几位董事，卷入了一场商业诉讼之中，而此时，两幢大厦已被李嘉诚再次出售，并获得了数以千万计的盈利。李嘉诚的长江地产公司就是这样，将股票上市，借着股票价格的上升，发新股票筹措现金，再购买房地产，这种迅速扩大公司资本的方式，是长江公司股票上市后多次运用的策略。这时，长江公司正式使用的名字是“长江实业(集团)有限公司”。

1974年下半年至1975年，是香港地产业趋于衰退的时期，李嘉诚却买了几处可建高级大厦的地盘，每平方英尺价不过99元。1976年，长江公司以大约每平方英尺300元左右的价钱售出全部住宅，盈利1.5亿元。

李嘉诚发行新股票集资约1.8亿元，在处于低潮的地产市场中发挥了重要作用。有了这笔资金，使他有机会与一些实力不足但却拥有地产的公司合作，开发物业。结果到二三年后地产业复苏，盈利甚丰。

这一时期，长江公司进行了另一项大的收购行动，与新鸿基、亨隆等地产公司联合收购港岛湾仔海旁的英美烟厂原址，建成“伊利沙白大厦”和“洛克大厦”，然后以大约每平方英尺400元的价格出售，获利1亿元。

至1976年终，长江实业（集团）有限公司已发行了1.13亿股，比上市之初的0.42亿股增加约1.7倍，资产净值更由1.2亿元急增至5.3亿元，增长近3.3倍。然而到此时，长江公司所运用的扩展办法仍是老一套策略的重复，其它一些地产公司也在使用，只是“长江”更善于使用股市筹措资金，所以成果比其他公司好。自1976年以后，李嘉诚再次扩大业务范围，规模越来越大，便不仅限于地产业了。

1977年，长江公司又顺利地收购了永高有限公司，“永高”拥有港岛中环银行区的希尔顿酒店及印尼巴里岛的凯悦酒店，在这次交易中，许多人认为长江公司付出的价钱太高，比“永高”股票的市价高得多。但是，李嘉诚看到香港和东南亚的旅游业正在好转，在香港的希尔顿酒店有极高的房间出租率，巴里岛的凯悦酒店也正在恢复盈利。事后证明，李嘉诚收购“永高”行动是非常成功的。如果在同样地点兴建相同规模的酒店，在地价及建筑上要花几倍的价钱。

到了1978年，长江公司的实力已大大增强。李嘉诚已开始动脑筋，为公司在80年代的发展作出安排。这时候，地产市场继续保持兴旺，要在官地竞技场上市投买入官地或大量旧楼再发展已不容易。官地只作有限度供给，每次拍卖差不多都创出新高价，而同期内的股市十分呆滞，1978年初期的股市比前两年疲弱，不少股票的市价低于其资产帐面净值。因此，长江公司决定动用大量现金，抓住机会收购其它上市公司，第一个目标是“九龙仓公司”。九龙仓与置地是怡和财团并列的两翼，在香港有上百年的经营历史，并经营码头、仓库等业务，拥有不少土地，成为一个以地产为主的综合性集团。九龙仓兴建楼宇，建成后全作出租，现金回收比较慢，盈利增长也比较慢，还要大量发行债券集资，股价十分低。1978年初，“九龙仓”的股价不过十三四元，但每股资产帐面净值当时是十八九元，尖沙咀的地皮如果按当时同区的官地成交价（每平方英尺六七元）计算，每股平均价值50元左右。长江公司不动声色地大量买入“九龙仓”股票，于是种种传言不胫而走，“九龙仓”的股价也就在短短几个月内升至四五十元。

1978年7月，汇丰银行介入九龙仓争夺战，从而使战争更加激烈。

李嘉诚见好就收，悄然约见与英资争杀九龙仓的另一资金雄厚的华资财团主席包玉刚，双方达成一项协议，李嘉诚手中持有的一千多万股九龙仓股票全部转卖给包玉刚；而包玉刚也将手中持有的另一老牌英资集团和记黄埔之股票转卖给李嘉诚。

这样一来，包玉刚因此取得了收购九龙仓的绝对优势，而李嘉诚在这次九龙仓争夺战中，毅然放弃最后的争夺机会，不仅加深了与世界船王之间的友谊与合作关系，而且巧妙地回避了与介入九龙仓争夺战的汇丰银行的正面冲突，为日后进一步加强与汇丰银行的联系，争夺和黄控制权打下稳固的基础。

1978年9月5日，买入九龙仓股票15—20%的包玉刚加入九龙仓董事会，9月7日的《明报晚报》发表对李嘉诚的专访：

“由九龙仓事件发展初期起，直至真相披露前，人们爱把长江实业主席李嘉诚与九龙仓

拉在一起谈论和揣测,李氏昨日接受本报记者访问之时,作了如下具澄清作用的透露。”

“据李氏称,他本人没有大手吸纳九龙仓,而长江实业的确有过大规模投资于九龙仓身上的计划,是以曾经吸纳过九龙仓的股份。他本来安排买入九龙仓全部股份 30—50%,作稳健性长期投资用途,但到了吸纳约一千万股之时,九龙仓股份的市价已经急升至长实拟出的最高价以上,令原定购买九龙仓股份的整个计划脱节。结果,放弃这个投资计划,并且把略多于 1000 万股的九龙仓股票转让出来。”

在这次战役中,李嘉诚通过以 10 余元购入九龙仓股票,以 30 余元价格将九龙仓股票转卖给“上岸船王”包玉刚,一进一出间,获纯利 5900 多万港元。同时李包两人还建立起深厚感情,为以后的合作打下了基础。

至此,长江公司的实力更加雄厚,李嘉诚的收购目标又指向另一家老牌英资公司——青洲英坭。使用的是同样的手法:即不动声色地在股市猛吸。这一次长江公司买入青洲英坭 25% 的股票,李嘉诚加入了青洲英坭公司董事局,几个月之后,长江公司和青洲英坭达成一项协议,自 80 年代初起,双方合作发展青洲英坭在红磡海旁的几十万平方英尺的地皮。

□ 挑战大象

1979 年底,李嘉诚终生引以为傲的一场战斗开始了。

1979 年 9 月 25 日夜,香港中区的街道颇为黑暗,当时香港正在节约能源,而华人行 21 楼却灯火通明,这里,李嘉诚正在做一项重要的宣布:长江公司与汇丰银行达成协议,以每股 7.1 元的价格买入汇丰所持有的 9,000 万股“和记黄埔公司”股票,这桩交易使长江公司一举获得“和记黄埔公司”22.4% 的股权。

和记黄埔有限公司的前身是属于香港第二大“行”的和记洋行,1860 年由英国人在香港设立。主要经营布匹、杂货和食品,经过多次改组之后,1965 年同万图企业有限公司合并并改名为和记企业有限公司,业务发展十分迅速。然而 1973 年受到股市狂泻和石油危机的严重影响,以至于业务一落千丈,陷入不能自拔的境地。1975 年 8 月被香港汇丰银行以 1.5 亿港元收购其 33.65% 的股权,而成为和记最大股东。汇丰银行将和记与黄埔船坞合并,成立和记黄埔集团,经营贸易、地产、运输、金融等。当时汇丰银行曾经表示,在和记经济好转之后,汇丰银行会选择适当的时机,将其手中所持有的和记黄埔大部分股份出让。

当每股仅值 5.18 元的和黄股票,在一天之后由长江实业以 7.1 元的价格现金收购的消息发布之后,整个香港股市出现了历年来罕见的现象。第二天清早开始,一批批股民、投机者与投资者蜂拥而至,倾囊购买和记黄埔、长江实业、置地公司以及汇丰银行的股票。以至于当天上午收市时间不到,恒生指数竟出现狂升 25 点的奇观。

长期以来,目光敏锐、捷足先登的李嘉诚一直密切注视着和记黄埔的发展,预感到和记黄埔将是一家极具发展潜力的公司。而且李嘉诚也洞悉出和记黄埔不会长期留在汇丰银行手中,因作为国际上著名的汇丰银行不会长期背上“银行操纵企业”的黑锅,汇丰银行出售和记黄埔的股权只是个时间问题。

1978 年九龙仓争夺战中,知道汇丰银行正等待适当时机和合适人选准备出售和记黄埔股权的李嘉诚,通过放弃九龙仓控制权的争夺,得以与汇丰银行增进了友谊。不久,李嘉诚又以自己的精明能干、诚实从商的作风,以及日益壮大的长江实业如日中天的业绩,为汇丰银

行董事局主席沈弼所欣赏,从而为急需增大实力、增强储备资金的汇丰银行,提供了一个十分具有吸引力的出售和记黄埔股权的适当时机,使李嘉诚预测到“有可能就一定可行”的强烈愿望得以顺利实现。

李嘉诚在回答记者所提出的为什么长江实业只购入汇丰银行所持有的普通股,而不再购入其优先股的问题时说:“从资产的角度看,和黄的确是一间极具发展潜力的公司,其地产部分和本公司的业务完全一致。我们认为和黄的前景非常好,由于优先股只享有利息,与公司盈亏无关,又没有投票权,因此我们没有考虑。”

紧接着集中火力的李嘉诚,拿出“咬定青山不放松”的气概,对英资和记黄埔穷追不舍,继续在股市上大量吸纳和记黄埔。

1980年11月,长江实业通过整整一年不间断地吸纳,终于成功地拥有超过40%的和记黄埔股票。

1981年1月1日,身为华资财团的长江实业(集团)有限公司董事局主席兼总经理的李嘉诚,正式出任老牌英资洋行和记黄埔有限公司董事局主席。

长江实业以6.93亿港元的投资,成功地控制了价值50亿港元的老牌英资财团和记黄埔有限公司,一如当时的和记黄埔董事局主席兼行政总裁韦理所说的:

“李嘉诚此举等于用美金2,400万做订金,而购得价值10多亿美元的资产。”

而香港新闻界则更是轰动到极点,各报刊杂志纷纷用格外醒目的标题和内容,形容李嘉诚这次“蛇吞大象”式的成功收购,有如在香港上空投放了一颗原子弹,其石破天惊的能量,不仅轰动了整个香港而且更令股市狂升。其中《信报》在经济评论中说:

“这次交易可算是李嘉诚先生的一次重大胜利——购得这9,000万股和黄股票,是长江实业上市之后最成功的一次收购,较当年收购九龙仓计划更出色。李嘉诚先生不但是地产界的强人,亦成为股市中炙手可热的人物。”

1981年长江实业成功收购,以及控制和记黄埔有限公司的顺利实现,不仅使长江实业因此成为取得老牌英资财团控制权的首家华资财团,而李嘉诚也因此成为入主英资财团的首位华人。这次成功的收购兼并战。既是长江实业扩张发展的里程碑,又是英资财团地位开始下降,华资财团在香港经济中迅速崛起,并日益成为一支举足轻重之劲旅的转折点。

□ 果断决策

李嘉诚的成功之道,正如记者夏萍在其《李嘉诚传》一书中所言:“善于审时度势的李嘉诚,是打赢以小胜大、以弱胜强战役的高手之中的高手。而且,他商旅生涯的发迹史,似乎就是一部以小搏大的企业兼并收购史。”1985年,李嘉诚旗下的和记黄埔收购置地手中的港灯,也是一场漂亮的收购战。

80年代初期,怡和系由纽壁坚执掌大权,对香港极具信心,于1982年收购港灯。

香港电灯公司是一只广为人知的公众公司,因而消息一经传开,该股股价急升。1982年4月26日是(周一)最低价为6.30元,比上周五的5.13元收市价高出1元多,最后以6.35元收市,为置地收购做经纪的怡富有限公司宣布已代表置地购入港灯股份超过22,200万股,并继续在市场吸纳但不会超过港灯已发行股本35%,以避免触发全面收购战。另外,怡富还在市场上以9.40元的价格买入1,200万股港灯认股证,约占发行量二成。

由于置地买入港灯的价格比市场价高 31%，市场反应良好，顺利完成控股。

当时置地表示买入港灯是用作长线投资，但是四年以后由于置地投资失误，濒临破产边缘，急需现金，不得不将港灯变卖。

1985 年 1 月 22 日(星期二)，和记黄埔有限公司下午宣布动用 29.03 亿港元，收购置地公司所持有的 4.5 亿港灯股份，每股做价 6.4 元，收购程序于 2 月 23 日完成，届时和黄持有港灯 34.6% 股权，成为港灯的最大股东，港灯也从“英资股份”摇身一变，成为“华资股份”了。

这宗收购行动，原来李嘉诚只是在短短 16 个钟头内便作出了决定，行动之迅速令人咋舌，《信报月刊》第 95 期对收购过程有颇精彩的描述：

“1985 年 1 月 21 日(星期一)傍晚 7 时，中环很多办公室已人去楼空，街上人潮及车龙亦早已散去；不过，置地公司的主脑仍为高筑的债台伤透脑筋，派员前往长江实业兼和记黄埔公司主席李嘉诚先生的办公室，商讨转让港灯股权问题，大约 16 小时之后，和黄决定斥资 29 亿元现金收购置地持有的 34.6% 港灯股权，这是中英会谈结束后，香港股市首宗大规模收购事件。

其实几年前，李嘉诚便特别注意港灯，并于 1983 年同置地主席西门·凯瑟克商谈收购事宜，但因条件不成熟，无法达成协议。在正式宣布收购半年前，市场曾传出谣言，但后来也自生自灭。

李嘉诚表示：“我们不像买古董，没有非买不可的心理。”就因这句话，结果李嘉诚以 13.5% 的折让价(收购前一天的市场价为 7.4 元)买入港灯股权。和当年置地以 31% 以上的溢价抢入港灯相比较，手段高低就很明显了。

□ 重组企业

到 80 年代，李嘉诚将目光投向国际，进一步拓展国际业务。

1986 年 11 月，李嘉诚部署和黄与长江实业重新组织一间公司，在欧洲发行总值港币 7.8 亿元的可兑换国泰航空公司股份之债券。通过这次变相出售国泰航空公司股份，和记黄埔与长江实业在短短半年的时间内，获利高达 2.5 亿港元。

1987 年 9 月 14 日，李嘉诚在记者招待会上宣布，其控制下的四家上市公司已经集资 103 亿港元，并且已经动用其中的 29 亿收购英国大东电报局(Cable and Wireless Plc)4.9% 的股权，其余用于扩建第六、第七号码头，以及兴建四号码头的货物分发中心。

同时，早已坐上执香港股市之牛耳的“股王”这把交椅的李嘉诚重新着眼于自身结构与业务的整顿，进行一系列的重组：

1987 年将港灯集团的非电力业务分拆成为嘉宏国际集团有限公司。

1988 年长江实业进一步将青洲英坭私有化。

1989 年和记黄埔将属下的安达臣大亚集团售予长实。

李嘉诚这一系列重组措施，不仅便于理顺集团内部业务分工和利润分配，而且也为此后新的投资在结构上理顺创造了条件。

1992 年他又购入加拿大赫斯基石油，现在已控制 43% 股份。

在李嘉诚事业发展的过程中，值得一提的是其长期“供血者”汇丰银行，尤其在进大规

模的收购行动,动辄调用上亿现金,非有银行在后面支持不可。

一如 60 年代汇丰银行的主席桑达士支持包玉刚财团一样,到了 70 年代,汇丰银行主席沈弼也给予李嘉诚大力的支持。

1979 年 9 月,汇丰银行将香港主要英资洋行之一的和记黄埔的股权,22.4%以 6.39 亿港币的价格卖给李嘉诚属下之长江实业。并且在这项交易中,汇丰银行没有给其他企业参与竞投的机会,以低出和记黄埔资产净值每股 14.5 元,即为 7.10 港元之价格售与长江实业。甚至汇丰银行还主动借给李嘉诚 2 亿港元,以资助这项交易的成功,最后,李嘉诚果然不负众望地将和记黄埔“起死回生”,逐步发展成为李嘉诚财团中拥有大量土地储备和雄厚经济实力的市值和盈利最大的公司。

1985 年,李嘉诚属下之和记黄埔,一举收购香港电灯公司的大部分款项都来自汇丰,汇丰银行再一次为李嘉诚财团充当了一个主要“供血者”的角色。

1987 年 9 月,李嘉诚财团各上市公司联合供股集资 103 亿港元,进行一系列重大的收购行动。其中的供股集资项目,是由汇丰银行属下的获多利财务顾问公司和美国万国宝通银行等协助策划的。

1988 年 10 月,李嘉诚透过长江实业全面收购英资青洲英坭,再次得到了汇丰银行的支持,并由汇丰银行属下之获多利财务和加怡融资出面安排。

1989 年,李嘉诚属下的和记黄埔之国际货柜筹措 105 亿银团贷款,也是由汇丰银行出面组织得以实施的。汇丰银行因此成为李嘉诚财团一系列重大收购行动的资金支持者。

不仅如此,李嘉诚与汇丰银行的水乳交融的密切关系一直持续到今天,李嘉诚个人就持有汇丰银行的股份,并于 1980 年和 1985 年先后两次应汇丰银行之邀出任其董事局的副主席至今。李嘉诚属下的各大上市公司的主要往来银行也是汇丰银行。得到汇丰银行大力支持的李嘉诚财团,也由此为汇丰银行提供稳定的存款基础和众多的业务机会。

80 年代末期,汇丰银行在幕后支持扩张中的李嘉诚财团的基础上开始参股投资,其中特别引人注目的是 1988 年,汇丰银行投入巨额资金 6.25 亿港元,购入李嘉诚属下的和记黄埔之国际货柜 5%的股权。跨入 90 年代以后,汇丰银行对李嘉诚财团的发展更有信心,再次表示愿意加盟其属下的如卫星电视等项目的长线投资。

□ 财富估值

1933 年,李嘉诚又有大动作,即于 7 月将亚视 63.6%的股权卖给梅铎,震撼全球广播电视业界,李嘉诚将这笔交易形容为“女儿长大总要找个好婆家嫁”,结果女儿出嫁,不但没有赔上嫁妆,反而赚进原股本的 6 倍,嫁得还不错。他当初委托中国的长征 3 号火箭在 1993 年 4 月 7 日将“亚洲卫星一号”送上天空,不少人为他捏一把冷汗,当时没多少人认为卫视会成功,结果经过 3 年的披荆斩棘,卫视如今已拥有 5,000 万观众。

李嘉诚家族的财富有多少?

1993 年底,港股在外资进入下疯狂上涨,直上 12,000 多点,至今仍维持 10,000 点以上,作为香港地产股老大的李嘉诚财富也连带猛涨。以 1993 年 12 月 10 日上市公司股票市值计算,李嘉诚拥有的 35%长江市值为 312 亿(长江实业持有和记黄埔 43%股权,和记黄埔又持有香港电灯 35%股权),再加上持有的 43%加拿大赫斯基石油(Husky)值 50.75 亿港

元,另持有10%加拿大帝国银行普通股,市值36亿港元(未计持有的优先股),个人占温哥华万博景苑发展计划,估值60亿港元,在国内投资酒店、基建等股份值50亿港元,今年出售卫星电视63.6%,和黄和李氏各套现22.5亿元,个人持有卫视的股份仍值12亿元,手上持有现金,汇丰、和黄、合和、百富勤等股票,香港和海外物业、债券共值约150亿元,合计共值670亿元,折合86.68亿美元。李嘉诚于1994年进入世界十大富翁的行列。

马来西亚华人企业家郭令灿与国浩集团

由马来西亚华人大富豪郭令灿(Quek Leng Chan)掌管的丰隆(马)集团,除了在本国发展外,还以香港为跳板,大力进军国际市场,如今已不仅是马来西亚第三大华资集团,还成为该国第二大华资跨国公司(郭鹤年控制的郭氏兄弟公司居首)。香港上市公司国浩集团有限公司(Guoco Group Ltd),就是丰隆(马)集团向区域化、国际化发展的旗舰。

□ 优质的蓝筹股

早在1977年,郭令灿就以收购方式,到香港建立了基地。当时他向英国建立银行集团购入香港道亨银行100%股权。1983年,他又收购了新马制衣上市公司,易名为丰隆集团。1987年,易名为道亨银行集团,还制定了第一个五年(1987—1992年度)企业发展计划,并着手实施。1990年业务扩大后,正式改称为国浩集团(原道亨银行作为其一个下属公司)。其已从初期的经营单一业务的小型银行集团,逐步向业务多元化的区域性、国际性大企业集团迈进。

国浩集团在百慕达注册,香港上市。近年来,国浩通过大量的收购活动,实力大增。良好的经营管理,使集团业绩发展很好,被《亚洲周刊》列入1993年国际华商(其中包括中国大陆、台湾、港澳)500家之列,并根据1992年企业营业额,排名第277位。1993年下半年,该集团扣除税及少数股东权益后的综合溢利达8.13亿港元,比1992年同期的盈利增287%。现该集团总市值达150亿港元左右,不低于香港部分作为恒生指数成份股的公司市值。由于国浩集团的市值高,而且业务多元化,除了道亨银行集团这一上市公司外,其在房地产、贸易和制造等方面均有业务,加上其成交额大而稳定,又深得证券界欣赏。因此,随着英资怡和控股公司宣布将撤销在香港的第二上市地位,此位将由国浩集团填补的可能性甚大。国浩集团的一个高层主要管理人员称,国浩“足以成为优质的蓝筹股,跻身于恒生指数成份股之列”。

现该集团的主要股东为大马丰隆集团(持股27.14%)、科威特国家投资局(持股17.22%)、李嘉诚的长江实业集团(持股6.53%)。国浩集团的主席由丰隆(马)集团首脑郭令灿兼任,其弟弟郭令海(Quek Leng Hai)以及1986年就加入道亨银行的麦高祺(Werner M. Marowski)共同担任国浩的董事总经理。

□ 向外扩展

作为大马丰隆集团拓展业务的旗舰公司,国浩集团一方面以银行与金融、房地产、制造业为主,实行业务多元化;一方面以香港为立足点,积极进军中国大陆、菲律宾、新加坡、英国等地,初步实现了向外扩展的战略目标。

(1)国浩在香港的发展。国浩在香港的业务以金融服务业,特别是银行业为主。第一个5年计划期间,国浩通过以6亿港元收购恒隆银行(1989年),加强了道亨银行的实力。1991

年,又先后向香港主要的房地产发展商——李嘉诚的长江实业集团与利希慎家族的希慎集团配售接近 10% 的股权,既提高了国浩的知名度,也对发展集团的房地产及银行融资业务起了很大作用。1992 年国浩集团又购入了以国际市场与机构客户为对象的浩威亚洲证券公司的 49% 股权(1993 年美国一个著名投资银行购入其中的 9% 股权,国浩现只持有 40% 股权)。上述种种举措,使国浩在港有了较大发展。而第二个 5 年计划(1993—1998 年度)刚开始,国浩在香港的业务又跨了一大步:1993 年 10 月,道亨银行用 44.5 亿港元,从香港政府手中收购了香港海外信托银行,因而使国浩在香港控制了 89 家银行分行(另还拥有了 9 家海外分行)并跃升为排名香港汇丰银行及中银集团之后的香港第三大银行集团。收购完成后,国浩集团在同年 11 月就将道亨银行集团分拆上市。国浩在香港的证券业务方面,也取得可观的盈利,如浩威亚洲公司在 1993 年度除税后盈利较原预期盈利超出 50% 以上,股东回报率达 44%。

(2) 菲律宾是国浩集团发展的重镇之一。国浩集团合并了菲上市公司 POPI,易名为国浩控股(菲律宾)有限公司。POPI 是由菲华商联总会前理事长李永年与建南银行的吴宇宙兄弟等人于 1989 年建立起来的,主要从事房地产开发,旗下拥有 Tutuban 房地产公司,另持有 Mandane 地产公司中 30% 的股权。国浩原持有 POPI 的 22% 股权。而 POPI 属下的 Tutuban 公司在马尼拉最繁华地段拥有一块 22 公顷的土地,其与菲铁路局在这一地皮上合作开发综合性的商业区,现已完成部分工程。Mandane 公司也完成了在宿务附近的 191 公顷填海工程,准备建一个以商业及旅游为主的新兴现代城镇。这些房地产投资,将在今年为集团带来利润。最近,国浩控股还获得菲证券委员会的批准,发行 6 亿比索的可转换优先股。如果这些股票在 3 年后转换成普通股的话,则可为公司筹得 19.2 亿比索的资金,用来实现有关业务扩充计划。

1993 年初,国浩还与其主要控股公司丰隆(马)集团联合,跟菲律宾的商业伙伴签署了 4 项总值达 2,000 万美元的投资项目合同,生产瓷砖、塑料包装及食品、电脑软件开发等。1993 年 5 月,正逢菲面临难以吸引外资这个棘手问题之际,郭令灿、郭令海兄弟前往马尼拉拜会拉莫斯总统,向他保证会落实投资计划。由此也可见国浩在菲发展的决心。

此外,国浩还在菲开办了证券经纪业务,其 1993 年在菲的市场占有率比原来扩大了将近两倍,现为菲证券交易所内第六大证券经纪。

(3) 国浩集团进军中国大陆,具有两个特点:一是与大马丰隆集团公司属下公司的制造业务配合,联合投资。如国浩集团联同丰隆旗下的奥维尔工业公司,与深圳市合资设立深圳奥维尔电器有限公司,生产空调设备,去年底已投产。二是目前主要为制造业务方面的投资。国浩在中国的投资还有:1992/1993 年度,国浩的合资子公司——国浩投资(中国)有限公司在江苏宜兴设立了一家制造瓷砖的中外合资企业、在江苏中邮成立了一家生产光纤电缆的合资公司等。

国浩投资中国始于 1984 年。除制造业投资外,还与中国银行合作在福建建了福州温泉大饭店。道亨银行在上海和深圳各设有一家分行,还准备近期内在福州再建一家分行。

该集团对中国的投资持审慎而务实的态度。据国浩高层主管人员称,其对中国投资,是“基于对项目的了解与成效,才投入金钱。丰隆的制造业经验与人才,给予国浩有力的支持”。

虽然领导国浩集团的郭令海与中国建立了密切关系,但估计今后短期内,国浩投资中国只能是一步一步的,而不会有很大的动作。

(4)在新加坡,国浩集团收购了第一资本机构有限公司及 Heshe Holdings Ltd 这两家当地上市公司,分别持股 53.13%、60.15%,主要经营房地产业务。到 1993 年,这两家公司为国浩带来了可观的盈利,达 20%,预料在未来 2、3 年会持续盈利。但与其他地方比较,国浩在新加坡的业务扩充活动似乎较逊色,这可能因为郭令灿考虑到此地是其伯父郭芳枫(新加坡丰隆集团)的大本营。

除上述之外,国浩于 1992 年 5 月以 840 万英镑,收购了以伦敦为基地的一家银行,易名为道亨银行(伦敦),在英国发展银行业务。国浩属下的道亨银行集团还在澳门建了 3 家分行、在开曼群岛和斯里兰卡各建有一家分行。尤其是 1993 年 5 月,国浩增加了其在大马丰隆集团属下的丰隆信贷有限公司的股权至 20%。丰隆信贷公司的子公司经营银行及财务、租赁、财务贴现、保险、证券经纪、基金管理及房地产开发等业务。该公司至 1993 年 12 月 31 日止的半年内营业额达 5.04 亿马元,税前盈利 2.068 亿马元,净利 1.277 亿马元,分别比 1992 年同期增长 489%、275%、250.1%。根据国浩 1992/1993 年的年报内之主席报告称,“该项投资使国浩得以进军亚洲另一市场,而更重要的是建立国浩的两项核心业务——金融服务及物业(即房地产)发展之间的直接联系。”这一举动,也可能意味着丰隆将逐步让国浩接收在马来西亚的一些资产,从而让这些资产国际化。

□ 大赢家

国浩集团与其主要控股公司丰隆(马)集团在投资态度、管理作风等方面有很多相同之处。例如,在发展战略上,马来西亚丰隆集团近年来一改过去多是自己设立公司的方式,而主要采取兼并、收购企业的手法,来扩大集团的规模。近几年,丰隆通过兼并、收购的巧妙手法,在马来西亚收购的上市公司就有百福有限公司(经营房地产,已易名为丰隆产业有限公司)、奥维尔工业有限公司(制造冷气机)、万兴利银行(已于今年年初出售大部分股权,从中取得一亿多马元的盈利)、查力证券有限公司(股票经纪)、南洋商报有限公司(报业)、马资源企业有限公司(经营房地产,已于 1993 年出售)、麦康有限公司(以博彩业为主,已于 1993 年出售)。收购的非上市公司包括马联银行(将于今年中上市)与马联金融、国华金融、生活报集团等。而丰隆的投资策略,是要取得有关企业的控股权。香港国浩集团也是采取这种方法,兼并、收购了香港、菲律宾、新加坡等地的一些上市公司,并取得了大部分企业的控股权。国浩和丰隆集团的主要业务也都集中在银行与金融服务、房地产业、制造业三大领域。财务管理策略两者都较趋于保守,国浩倾向维持较低的杠杆比率,如总资产与股东权益比率为 7.7 倍。跟丰隆集团一样,国浩集团也注重企业管理,其高层管理人员均有一本名为《丰隆企业文化》的红色小册子,内容为郭令灿定下的 8 项“丰隆企业使命”:重视品质、信誉、团结、培育企业精神、力求进展、创新、提拔人才、创造财富以造福社会。

这一切,都与丰隆、国浩的主持人郭令灿的领导和企业管理工作作风、投资手法等有密切关系。

郭令灿今年 53 岁,他是新加坡丰隆集团创办人郭芳枫的侄儿。郭芳枫于 1928 年(时年 16 岁)从中国福建省同安县赴新加坡谋生,先在其姐夫的金店打工,1940 年创立丰隆公

司,并把在故乡的3位兄弟召来打理公司业务。战后,丰隆业务快速发展。1948年改组成丰隆私人有限公司。1963年,丰隆向马来西亚发展。同年,刚从英国留学归来的郭令灿,随其父郭芳来赴吉隆坡主持马丰隆公司业务。后来,郭令灿加入了马国籍,并开始发展马丰隆的业务。经过二三十年的奋斗,马来西亚丰隆集团已成为该国五大华商集团之一及跨国公司。仅上市公司在马就有8家、新加坡2家、菲律宾2家、香港2家,现总市值超过100亿美元。全集团员工超过2.5万人,每年仅员工薪金的支出就逾3亿马元。郭氏家族的财富估计在20亿美元以上。论实力,马丰隆集团已超过了郭芳枫的新加坡丰隆集团。

郭令灿及其财务顾问以其高超的资本运营手段,被人称之为企业兼并、收购与重组的高手及股市大赢家。如1993年底,丰隆集团收购邱继炳的马联工业属下的马联银行、马联金融公司,郭通过巧妙的兼并、收购,不但“免费”享有马联银行60%的控股权及马联金融100%的股权,而且还从中套现1.67亿马元。郭重视企业管理,他亲自制定了丰隆集团的“企业使命”;鼓励各主管之间竞争,并善于提拔人才;他尊重各主管的行政与执行方式,只给他们提出意见而不作任何直接干预,但虽下放权力,却不放松监督,因而他在丰隆属下一些大型上市公司中仍担任执行董事主席;在处理财务方面,郭氏主张“零债”之管理方式,公司有关部门和人员必须积极追回外债,免使盈利受侵蚀。

郭令灿是成功的企业家。但是他却一贯保持低调,不爱曝光,从不接受新闻传媒采访,不热衷社会活动。这使他成为企业界中谜一样的人物。也有人说他脾气坏、性子急、冷酷,过分讲求“在商言商”的原则。可郭令灿不为所动,他的全部精力都放在丰隆集团,他想把它扩展成一个可和日本的住友、三井商社等媲美的跨国大集团。香港国浩作为丰隆集团海外发展的旗舰,将在其中起更大的作用。

中策的成功秘诀

自1991年来,外资对华投资掀起了一个大高潮,1991—1993年间我国实际利用外国投资总额高达412亿美元,其对华直接投资发生了质的变化,不仅投资规模和技术水平有显著提高,越来越多的外资倾向于以我国国有企业尤其是大中型国有企业为投资对象予以兼并、收购与重组。

香港中策公司在短短的一年半时间内以合资控股方式收购了约300家国有企业,并在海外上市“倒卖”成功,赚钱无数。一时间,有关部门派人调研,理论界热烈讨论,国内一些机构和海外中国留学生也不甘寂寞开始效仿,想发一笔“兼并、收购、重组、上市”国企财。

□ 历史背景

香港中策投资公司(China Strategy Investment Co.)的前身是本部在香港的红宝石公司,是一家以日资为主的上市公司,主要经营饮食、房地产业,原是一家亏损公司。后被黄鸿年收购并易名为中策,作为一个对华投资的壳公司。黄鸿年是印尼著名华人财团金光财团董事长黄奕聪的次子,1960年年仅12岁时被其父送回国就读于北京26中,1966年毕业,随即经受了三年文化大革命和一年山西农村插队洗礼,对中国社会有了更深层次的理解,同时结交了大量老三届学生,其中相当一部分目前担任了基层领导,为黄开始兼并、收购国企提供

了方便。黄鸿年回国后协助其父经营家族产业,70年代末期大举进军新加坡股市,为黄氏家族的金光集团赢得了“过江龙”称号,黄鸿年本人也加入了新加坡籍。随着中国对外开放的步伐,黄鸿年又与中国开展了经济往来。在接受香港《资本杂志》专访时,黄称自1984年起即有志于以兼并、收购方式重组改造中国老企业。80年代末黄鸿年脱离家族财团自立门户,以香港为根据地,伺机进入中国大陆。

中策公司不仅有印尼第二大财团金光财团的背景,香港李嘉诚的和黄集团、美国投资银行摩根·斯坦利公司、日本伊藤忠商事等财团均在中策拥有相当的股份,这对于中策在国内外开展活动、提高在国际资本市场上的运作能力起着重要作用。

□ 步骤与模式

中策收购我国有企业的步骤一般如下,投入资金与现有国有企业整体合资,中策占股50%以上或以参股方式取得合资企业少数股权,在参股过程中或被参股企业并入同行业所收购的企业集团中,或再增资上项目,由参股变为绝对控股;取得被收购企业决策权后,任命新的管理层,转换企业经营机制,刺激员工争取利润的积极性;重组被收购企业,调整清理存量资产;引入资金和技术,上马新项目并推出新产品;将被收购企业股权纳于海外控股公司名下,海外上市集资,实现滚动收购。

中策公司收购中国国有企业主要有三种模式:

第一种模式是选择经济效益良好的行业骨干企业,加以控股,组成不同行业的中策企业集团,单独海外上市。在橡胶轮胎行业中,中策分别控股收购了太原双喜轮胎公司(注入499.8万美元,占股55%)、杭州橡胶厂(注入1,524.9万美元,占股51%),将该股权纳于在百慕大注册的“中国轮胎控股公司”名下,而后以ADR方式增发新股并在美国纽约证券交易所上市,共募资1.037亿美元,随后又用所募资金收购了重庆、大连、银川等地的三个轮胎橡胶厂51%、52.5%、51%的股权,资产规模迅速扩大。所收购的5家工厂中有3家是我国轮胎行业的9大定点生产厂。太原、杭州、大连、重庆的4个厂效益均不错,合资前4个厂年产轮胎达220万多条,年产值9.6818亿元,年利税0.9863亿元。其中杭州橡胶厂91年总产值4.9亿元,年产轮胎100万条,实现利税0.6755亿元。啤酒行业中,中策收购了生产“北京啤酒”的北京啤酒厂、生产“钱江啤酒”的杭州啤酒厂以及烟台等地多家啤酒厂,组建了在百慕大注册的“中国啤酒控股公司”,在加拿大多伦多招股上市成功。中策公司还策划进入医药行业,后因国家有关部门干预,未能成功。

第二种模式是一揽子收购一个地区的全部国有企业,泉州即为其典型。合资前,泉州市属国有企业37家,固定资产3亿元,占地114万平方米,职工1.4万人,离退休职工0.35万人。91年实现利税3150万元,其中利润496万元,37家企业中有13家亏损,年亏损额911万元,待业在家职工6,000人。1992年8月,中策公司与泉州市国有资产投资经营公司合资成立泉州中侨集团股份有限公司。中方以37家国有工业企业的全部厂房设备等固定资产作价投入,占股40%,中策公司出资2.4亿元占股60%,中策在中侨公司成立之日起3个月内缴付不低于20%的出资额,其余部分按合同规定两年内分期投入。合资后的中侨公司承担合资前的1.4亿元银行债务,中方向合资公司提供有关的土地使用权,合资公司5年内免缴土地使用费,第六年其申请缴纳优惠土地使用费。中方在职职工全部进入合资公司,由合资

公司按泉州市政府的规定缴纳退休统筹金、福利金。已退休职工由中方负责。合资后中侨公司进行了组织结构和产品结构的调整,按照行业特点和优势互补的原则进行企业重组,启动了闲置设备和场地,93年一年实现利税5,000万元,80%的企业盈利,职工工资也相应提高。考虑到中侨公司的大量土地储备,以及泉州市民较高的收入水准、大量海外华侨因素,中侨公司未来经营房地产的收入前景十分可观。

第三种模式是一揽子收购一个地区某一行业的全部企业控股权。中策公司与大连市轻工业局签订合同,收购101家企业,中策分三年投入5.1亿元,占股份51%。后因在收购过程中遇到一系列困难,国家有关部门也进行了干预,只对其中两家实施了收购。

中策集团在92年4月到93年8月间拆资4.52亿美元购入了196家国有企业,随后又收购了一百多家,后因中国政府干预中止了部分合同。但中策在短短的时间内组建了庞大的企业帝国,考虑到增资募股吸引的大量资金及自身股票的升值,可谓获利无穷,其成功之处值得借鉴。

□ 成功的关键

(1)利用最好的政治时机。黄鸿年早在84年即萌生了兼并、收购与重组国企的念头,然而当时的政治气氛并不合适,黄乃退而结网,组织了其在香港的大本营——中策公司等待时机。当92年初中国传出邓小平同志南巡讲话要点后,黄于92年3月果断出击,利用地方领导人为了赶形式、以最优的方式吸引外资的急迫心情,一举成功。

(2)利用最有利的经济时机。稍微有点经济学头脑的人均会发现,不知什么缘故,中国与世界经济发达国家的经济周期是相反的。外国萧条时中国兴旺,中国紧缩整顿时外国经济复苏。1992—1994年初西方经济增长缓慢,美国10年期国债收益率从91年初的9%以上降至92年初的8%左右、93年7%、94年初的6%左右,随后才上扬,国际资本相对过剩。而中国在此期间经济增长率年年高达10%以上,且中国拥有广阔的市场潜力,以中国题材为号召募集资本十分容易。中策正是利用这一特点,在中国经济刚开始复苏,但企业财务数据尚不理想之时低成本收购我国国有企业,在93年中下旬国际资本市场上“中国神话”达到顶峰时增资,获取了巨额利润,集中了大量资本。

(3)收购目标选择得当。中策单个收购的国有企业一般是一些有潜力、规模和盈利条件的中型国有企业。它们已具有相当的规模、生产的管理能力,自成系统的销售网和稳定客户。固定资产不超过1亿元,年利润在1,000—1,500万元左右的中等“盘子”收购一般可在省市一级内解决,勿需上报中央。成片收购则着眼于其巨额城区土地储备。

行业选择也很有讲究。中策一般选择市场看好、需求量大、利润可观、产品进口关税高的行业进入,如啤酒、轮胎、造纸等。其它外商也选择了类似标准的包装食品、饮料、日化用品、通讯电子、制药等资金技术密集型产业进入,或选择因环保问题在国外难以发展的陶瓷、造纸、化工等行业的国有企业作为收购对象。

(4)利用中国现行法规漏洞。原中外合资法规中允许外资分期到位,中策利用此漏洞往往预付15—20%的投入就控制了国有企业,将头批企业在海外上市后所获资金再投入滚动式收购。又中国法律规定外资合资方不得转让其合资股权,中策却转让了持有这些股权的海外控股公司股份,确实没有违反这一法律。同时中策利用中国对合资企业的各种优惠(如税

收上的三免两减)、汇价双轨制等获利非浅。

(5)充分利用国际资本市场。前面提到中策利用中国与西方在经济周期上的时间差和不同资本市场上的成本差大发利市。应注意的是,以黄鸿年为代表的东南亚华人金融资本在70年代进军新加坡、80年代进军香港的过程中对国际资本市场已十分熟悉,在投资者心目中较有地位,中策集团的李嘉诚等股东也有这方面的影响。因此中策能在最短的时间内选择最有利的资本市场时机低成本筹资获利,分散风险。换了其他人不会取得中策如此的成功。收购企业,再利用控股公司包装上市获利是国际资本市场的惯例,至于操作成功与否则取决于当事人及其财务顾问资本运营的高超手段和信誉。

安卡莎收购华新标购要约

1994年2月21日香港《信报财经新闻》刊登安卡莎经销有限公司(新加坡)收购华新公司的标购要约,附录于后,可供参考。

香港联合交易所有限公司对本公布之内容概不负责,对其准确性或完整性亦不发表任何声明,并明确表示概不就因本公布全部或任何部分内容而产生或因依赖该内容而引致之任何损失承担任何责任。

WALSIN INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED
ANGKASA MARKETING (SINGAPORE) PTE. LTD.

(在香港注册成立之有限公司)华新·安卡莎经销(新)有限公司(在新加坡注册成立之有限公司)(收购人)

有条件须予披露及关联交易及由惠信亚洲有限公司(惠信亚洲,CARRINDOSUEZ ASIA LIMITED)代表收购人提出:

收购华新全部每股面值1.00港元之已发行股份(已由收购人拥有及将由收购人有条件同意收购的股份除外)的有条件现金收购建议。

☐ 绪言

华新及收购人各自的董事会联合宣布,已于1994年2月18日订立下列有条件协议:

(1)由(其中包括)(I)收购人与(II)华新丽华股份有限公司(一家在台湾注册成立的公众上市有限公司)间接拥有的全资附属公司Apse International Limited,Chery Investments Limited及Delicacy Holdings Limited(统称控股股东)订立之有条件买卖协议(股份出售协议),据此,控股股东有条件同意向收购人出售而收购人有条件同意购买118836300股股份(待售股份) (“收购事项”)。待售股份约占华新全部已发行股本56.56%。控股股东为所有待售股份的法定及实益拥有人,且不会于紧随完成(定义见下文)后持有任何股份。

(2)由华新与Walsin Hong Kong Corporation Limited(WHK,华新丽华股份有限公司一家在英属维尔京群岛注册成立的间接全资附属公司)订立的有条件出售协议(出售协议),据此,如下文所述,华新同意出售或促使出售而WHK同意购买或促使购买华新若干附属公司之已发行股本,现金代价合共80697354港元。

(3)由华新与华新国际管理有限公司(华新管理,华新一家在香港注册成立的全资附属

公司)订立的有条件管理协议(管理协议),据此,华新同意委任华新管理向华新及其附属公司(华新集团)提供行政、会计及财务服务。

(4)由(I)广国投资有限公司(华新一家在香港注册成立的全资附属公司)及华新丽华(香港)有限公司(华新丽华);(II)广伟发展有限公司(华新一家在香港注册成立的全资附属公司)及华新管理就分别租用中华人民共和国(中国)上海玉兰花园建兰公寓 11 楼 A 至 F 室及香港中环金钟道 89 号力赛中心百富勤大厦 16 楼 1601 室而订立的两项有条件租约协议(租约协议)。

☐ 股份出售协议

收购人就待售股份应付予控股股东的总代价乃按公平原则厘定,为 536427058 港元,等于每股待售股份 4.514 港元。总代价已计及华新集团于 1994 年 2 月 4 日的未经审核资产净值(已就华新集团权益的独立估值作出调整)及溢价 186000000 港元(按华新 100%的股本计算),并按公平商业条款厘定。

收购人已于签署股份出售协议时支付按金 53642706 港元(约占总代价 10%)予控股股东。余款须股份出售协议完成(完成)时支付,预期股份出售协议将于 1994 年 4 月 17 日(或各方书面同意的其他较后日期)或以前完成。

股份出售协议须待“条件”一段所述的条件达成后方可作实。

☐ 出售协议

根据出售协议,华新同意出售或促使出售,而 WHK 同意购买或促使购买下列各项:

(1)华新的全资附属公司广宜投资有限公司(广宜,一家在香港注册成立的公司)的全部已发行股本,广宜的唯一资产为香港中环金钟道 89 号力赛中心百富勤大厦 18 楼全层。

购买代价为 79577453 港元,乃按公平商业条款厘定,为广宜于 1994 年 2 月 4 日的未经审核资产净值,并已计及重估广宜拥有的物业所产生的增值 55900000 港元。该物业于 1994 年 2 月 4 日的市场估值为 182000000 港元。乃由独立专业物业估值师简福怡测量行及梁振英测量师行共同评定。计算重估增值时,按公平原则商讨后,只计及市场估值的 95%。

(2)华新的全资附属公司广鸿发展有限公司(广鸿,一家在香港注册成立的公司)的全部已发行股本。广鸿的唯一资产为间接拥有南京兴宁房地产开发有限公司 10%权益。南京兴宁房地产开发有限公司为一家由广鸿拥有 20%股权的联营公司与中国南京外贸工程建设总公司在中国注册成立的合营公司,两者各占该公司 50%权益,并各占位于中国南京一个占地约 3700 平方米的商业物业发展地盘的一半纯利。

购买代价为象征式 2 港元,理由为广鸿于 1994 年 2 月 4 日这未经审核资产净值为负数。

(3)华新管理的全部已发行股本,华新管理的唯一业务为提供管理服务。现时,华新管理为一家向华新集团提供管理服务的管理公司。

购买代价为 988881 港元,此乃华新管理于 1994 年 2 月 4 日这未经审核资产净值。

(4)华新的全资附属公司华新丽华(一家在香港注册成立的公司)的全部已发行股本。该公司经营买卖电缆、电线及相关产品以及机械的业务。

购买代价为 131018 港元,此乃华新丽华于 1994 年 2 月 4 日的未经审核资产净值。

WHK 根据出售协议应付的总代价为 80697354 港元。有关代价将于出售协议完成时以现金一次支付,以作为华新的额外营运资金。

☐ 管理协议

管理协议的有效期限由 1994 年 4 月 1 日起计 6 个月。华新的全资附属公司华新管理(亦为出售协议所述者)现时向华新集团提供管理服务,并已同意继续以其现时的部分雇员向华新集团提供行政、会计及财务服务,以便收购人更有效地履行上述职权。华新将向华新管理每月支付 80000 港元作为所提供服务的代价。

☐ 租约协议

华新的全资附属公司广国投资有限公司同意将中国上海玉兰花园建兰公寓 11 楼 A 至 F 室(建筑面积为 7286 平方英尺)租予华新丽华,租期由 1994 年 4 月 1 日起计两年,首年月租为 7000 美元,次年月租则为 12600 美元(按公平原则商讨后厘定)。该物业目前由华新丽华占用及使用,作为上海代办处。

华新的全资附属公司广伟发展有限公司同意将香港中环金钟道 89 号力赛中心百富勤大厦 16 楼 1601 室(建筑面积为 3381 平方英尺)租予华新管理,租期由 1994 年 4 月 1 日起计 1 年,月租为 150000 港元(按公平原则商讨后厘定)。该物业目前由华新占用及使用,作为其注册办事处。

华新丽华及华新管理均由控股股东的最终控股公司华新丽华股份有限公司实际拥有或控制。

☐ 条件

股份出售协议须待下列条件达成后方可作实:

(1)完成当日及以前的任何时间,股份仍然保持在香港联合交易所有限公司(联交所)的上市地位(只有于完成后公众人士所持的已发行股本百分比过低者属例外),但为避免产生任何疑虑,于该段期间暂停买卖将不构成取消上市资格;

(2)完成当时或以前并无接获证券及华新事务监察委员会(证监会)或联交所的正式通知或明确指示,致使股份在联交所的上市地位将因完成或出售协议完成或因股份出售协议或出售协议的条款而被撤销或拒绝(或遭附加不寻常及繁重条件);

(3)除控股股东及收购人及与彼等一致行动的各方及根据联交所证券上市规则(上市规则)不得就此投票的人士以外的本公司股东(独立股东)在股东特别大会上批准出售协议、管理协议及租约协议,以及通过一项决议案,更改本公司的名称,使名称不包括“华新”及“丽华”的字样;

(4)获取证监会公司财务部执行理事(执行理事)关于出售协议的同意,以及执行理事并无于完成或之前要求根据香港《公司收购及合并守则》(《香港守则》)付出任何较 4.514 港元为高的价格,只有因购买股份或由收购人或与其一致行动各方做出的其他行动引致者除外;

(5)出售协议已签订,并在各方面成为全面条件,只有股份出售协议成为无条件所需的任何条件除外。

(6)根据马来西亚 1953 年《外汇管制法》第 8 节,股份出售协议的总代价余款获马来西亚国家银行同意或批准汇出。

上文第(2)项条件可由收购人豁免。倘任何条件未能于股份出售协议日期(或股份出售协议订约各方书面同意的较后日期)起两个月内达成(或豁免),股份出售协议订约各方的一切权利、义务及责任将会停止及终止(除有关上文所述偿还按金者外),各方之间不得进行任何索偿。完成日期将为最后须予达成的条件达成(或豁免)当日的后3个营业日内。

出售协议、管理协议及租约协议须待完成后方可作实。

☐ 收购建议

惠信亚洲将代表收购人根据《香港守则》第26条,按以下基准提出收购所有已发行股份(收购股份),(待售股份及已由收购人拥有及将由收购人有条件同意收购的股份除外)的有条件现金收购建议(收购建议),所收购者合共91263700股收购股份:

每股收购股份(收购价) 现金 4514 港元

任何人士如接纳收购建议,将视为该(等)人士向收购人作出一项保证,即根据收购建议所收购的股份乃由任何该(等)人士出售,不受任何第三者权益、留置权、抵押、衡平权益及繁重负担所限制,并可享受其现时或日后附带的一切权利,包括有权收取于1994年2月18日的后宣派、作出或派付的一切股息及分派。

收购建议须待完成后方可作实。

收购建议将评定所有已发行股份的总值约为948391400港元。收购价与股份于1994年2月17日(本公布刊发前的最后一个交易日)在联交所的每股收市价4.05港元比较,高出约11.5%。收购价亦比1993年4月30日的经审核每股资产净值(根据华新最近期发表的经审核帐目计算)每股2.53港元高出约78.4%,而与1994年2月4日的未经审核资产净值每股3.67港元比较,则高出约23%。

接纳收购建议的人士须付收购建议引致的卖方价印花税,并将从根据收购建议应付的代价中扣除。

☐ 收购人之资料

收购人为一家在新加坡共和国注册成立的私人有限公司,其为马来西亚金狮集团关系企业成员公司合营制钢有限公司(合营制钢)的全资附属公司,与控股股东、其个别的董事、主要行政人员或主要股东,或其任何附属公司,或其他任何联系人等概无任何关连。金狮集团关系企业为马来西亚的多元化大集团,核心业务包括制造钢材、汽车及电脑产品、金融服务、物业发展、建造及投资、贸易、零售及种植场。金狮集团关系企业的8家公司,包括收购人的控股公司合营制钢,均在吉隆坡证券交易所(吉隆坡证交所)上市,另2家公司则在雅加达证券交易所(雅加达证交所)上市。根据1994年2月17日合营制钢的股份收市价4.40马来西亚林吉特(林吉特)(或按1林吉特兑2.86港元换算,约为12.58港元)计算,合营制钢的市值约为27.5亿林吉特(约为78.7亿港元)。根据1994年2月17日的股份收市价计算,在吉隆坡证交所上市的8家公司及在雅加达证交所上市的2家公司的总市值约为48.6亿林吉特(约为139亿港元)。

截至1993年6月30日止财政年度,合营制钢集团的经审核综合营业额为23.3亿林吉特(约为66.5亿港元),除税后盈利为88200000林吉特(约为252200000港元),而股东应占盈利为77300000林吉特(约为221100000港元)。1993年6月30日,合营制钢的股东资金

为 949900000 林吉特(约为 2716700000 港元)。合营制钢现时的董事为丹斯里拿督再因哈欣、丹斯里钟廷森、陈殷宝、丹斯里那士路丁默哈默、钟廷基及拿督钟荣锦(钟廷基的替任董事)。

1994 年 2 月 18 日,收购人的董事确认,收购人及与其一致行动的任何各方拥有或实际控制 2142000 股股份,约占已发行股本的 1%,而于前 6 个月内亦无以高于收购价的价格收购任何股份。

□ 华新日后之计或及前景

根据收购人的董事现时的意向,华新的主要业务将保持不变,而华新将继续从事物业投资及证券买卖的业务。待完成后,收购人将评估华新现时持有的物业组合,并决定是否需要再作收购或出售,从而改善华新的长远增长及盈利能力的合送投资机会,而此等投资或会扩展至其他方面的业务,借以进一步增加盈利。

联交所已表示,日后华新的任何收购或出售将受上市规则规定所限制。根据上市规则,联交所可要求华新就任何规模的收购或出售建议,尤其是该等收购或出售偏离华新的主要业务时,向股东发出有关的通函。联交所也有权根据上市规则将华新的一连串收购或出售合并考虑,而任何该等收购或出售在任何情况下均可能导致华新被当作申请新上市处理,且须受上市规则有关申请新上市公司的规定所限制。

□ 董事的委任及辞职

完成时,控权股东承诺促使华新所有现有董事辞职,由紧随收购建议首个截止日期后首日或《香港守则》第 7.1 条适用的其他较后日期起生效。收购人将于同日委任下列 4 名新董事加入华新的董事会:

钟荣光先生,37 岁,按计划将出任华新的执行董事。钟先生修毕工商管理课程,并为特许秘书及行政人员公会附属会员。他在金融及财务连作以及制造业及物业发展方面拥有逾 12 年的经验。他是德昌实业私人有限公司的董事。德昌实业私人有限公司为一家在新加坡注册成立的公司,并为金狮集团关系企业的成员公司,主要在新加坡从事物业发展业务。他亦为在耶加达证交所上市的金狮五金工业有限公司的监理委员会成员。

朱兆平先生,44 岁,按计划将出任华新的执行董事。朱先生持有新加坡大学理学士(建筑)学位。他于 1986 年加入金狮集团关系企业,现时为金狮集团关系业务部执行董事。他亦为金狮集团关系企业在吉隆坡证交所上市的成员公司金狮置地有限公司的董事。他在物业发展及投资业拥有逾 15 年的经验。

方雪茵女士,40 岁,按计划将出任华新的非执行董事。方女士自 1982 年起为香港执业律师。她毕业于英国布兰尔大学,并在英格兰获取律师资格。方女士亦曾担任马来西亚公会在香港的荣誉法律顾问多年。

黄炯南先生,66 岁,按计划将出任华新的非执行董事。黄先生为香港居民,并为一位在商业及贸易方面拥有丰富经验的商人。他是在 1972 年成立的香港大地集团公司的创办人。彼现时为大地集团的董事总经理,参与农产品、农业化学品及物业投资业务。黄先生在物业投资拥有逾 20 年的经验。

收购人亦拟在适当时候委任其他拥有有关经验及专长的人士进入华新董事会出任执行

董事。

☐ 上市

收购人的董事拟维持股份在联交所的上市地位,华新的新董事及收购人的董事将就此共同及个别向联交所作出承诺,将于收购建议截止后采取适当的步骤,以确保不少于 25% 的已发行股份由公众人士持有。联交所已表示,倘于收购建议截止后,公众人士持有的已发行股份不足 25%,则联交所会密切监察股份的买卖。倘联交所相信股份出现或可能出现造市情况,或公众人士持有股份的数目不足以维持市场秩序,则联交所会酌情考虑暂停股份的买卖。

☐ 一般资料

惠信亚洲已就收购建议获委任向收购人提供意见。惠信亚洲认为,收购人具充足财政资源,可提供收购建议获全面接纳时所需的资金。

一名独立财务顾问(独立财务顾问)将获委任,向独立董事委员会(其成员包括华新的独立非执行董事赵完旗先生)及独立股东就出售协议、管理协议、租约协议及收购建议的条款提供意见。百富勤融资有限公司已获委任向控股股东提供意见。

出售协议须予披露及关联交易。根据上市规则,管理协议及租约协议构成关连交易。因此,华新的股东将召开股东特别大会,以根据上市规则就上述交易征求独立股东的批准。此外,根据《香港守则》第 25 条第 4 项,出售协议构成一项“特别交易”。根据《香港守则》,执行董事通常会同意本项交易,独立财务顾问须作出公开声明,认为本项交易的条款为公平合理,交易并且在华新的股东大会上获得批准。

鉴于控股股东于华新拥有权益,控股股东有收购人及其联系人等将不会在建议举行的华新股东特别大会上就有关批准出售协议、管理协议及租约协议的决议案投票。

载有收购建议详情及本公布所述协议,连同独立财务顾问的意见,召开必需的股东特别大会的通告及接纳及过户表格的综合文件,将尽快送呈华新各股东。

股份已于 1994 年 2 月 18 日暂停买卖,惟预计于 1994 年 2 月 21 日复牌。

本公布中有关华新及收购人的资料分别由华新有收购人的董事提供。华新及收购人各自的董事愿分别就本公布所载有关华新及收购人的资料的准确性共同及个别承担全部责任,并于作出一切合理查询后,确认就其他深知,本公布中所表达而其他须负责的意见乃经审慎周详的考虑后方始作出,而本公布亦无遗漏任何其他事项,以致本公布所载任何声明产生误导。

利信达集团有限公司收购要约

☐ 绪言

利信达集团有限公司(本公司)董事会宣布,于中华人民共和国(中国)注册成立之顺德市投资控股总公司(卖方)与于香港新注册成立并由本公司拥有 78% 权益之庆华企业有限公司(庆华)于 1994 年 2 月 8 日订立一项有条件买卖协议(该协议);据此,除其他事项外,庆华将向卖方收购其于顺德特种变压器厂(目标公司)之 70% 权益,目标公司亦为于中国注册

成立之公司(收购事项)。目标公司其余 30% 权益将由卖方持有。目标公司之主要资产为一家位于中国广东省顺德市大良镇红冈工业发展品之工厂。待收购事项完成后,庆华及卖方须个别将彼等各自于目标公司之 70% 及 30% 权益注入一家新成立之中外合资公司(合资公司)内。合资公司将由庆华拥有 70% 及卖方拥有 30% 股份。本公司将因此拥有合资公司之 54.6% 权益。卖方曾进行招标,而庆华就收购事项出价人民币 280000000 元。

卖方及庆华另外两位少数股东(彼等合共拥有庆华 22% 权益)均为独立第三者,与本公司或本公司或其任何附属公司之董事、主要行政人员及主要股东或彼等各自之联系人士概无关联。

☐ 代价

收购事项之代价为人民币 280000000 元(假定汇率为 1 港元=人民币 1.12 元,相当于 250000000 港元),而上述代价可根据该协议之规定在若干情况下予以调整。庆华已于签订该协议时向卖方支付为数 75000000 港元(假定汇率为 1 港元=人民币 1.12 元,相当于人民币 84000000 元),即代价 30% 作为定金。代价余额将于交易完成时支付,而有关交易预期于 1994 年 4 月 26 日或其后 15 天内完成。由于本公司拥有庆华 78% 权益,故本公司应支付代价其中约 195000000 港元。

庆华就收购事项出价竞投时,曾考虑由卖方委聘之独立人士根据卖方所提供资料而编制之合作邀请书所载下列因素:

(I) 目标公司于 1993 年 10 月 31 日之未经审核财务帐目显示,除税后溢利约为人民币 33978000 元,而资产净值为人民币 43665000 元,但在计及目标公司之物业与厂房设备及机器之重估后,资产净值则调整为人民币 66619000 元;

(II) 目标公司于截至 1991 年 12 月 31 止年度之未经审核除税前及未计入非经营项目之合并纯利为人民币 2175000 元,而未经审核除税后及未计入非经营项目之合并纯利为人民币 2175000 元,至于截至 1992 年 12 月 31 日止年度则分别为人民币 12380000 元及人民币 12240000 元;

(III) 在中国只有 4 家公司制造类似目标公司所造之产品;

(IV) 目标公司在中国市场之占有率约达 33.3%;

(V) 目标公司发展迅速及潜力丰厚;

(VI) 目标公司于 1988 年 12 月 10 日与于德国注册成立之 May &. Christe GmBH 订立一项由 1988 年 12 月 10 日起计为期 10 年之协议;据此,目标公司购入制造“Maylamid”变压器之技术,以及在中国及中国以外之特定地区出售目标公司采用上述技术制造之“Baylamid”牌变压器之权利。在上述协议届满或终止后,目标公司将有权继续采用根据上述协议转让之技术,且毋须支付任何费用。

上述合作邀请书并不包括目标公司之物业与厂房设备及机器之独立估值报告。

由庆华委聘之精算师(精算师)将对目标公司之财务进行详尽之审阅。在精算师进行之详尽审阅完成后,倘结果显示与该协议附表一及三所载目标公司于截至 1993 年 10 月 31 日止 10 个月之示经审核除税后盈利之数字相差 10% 或以上,则庆华及卖方将有权撤销该协议。

本公司拟以内部资金及银行融资拨款支付收购事项中其应支付之代价。庆华另外两位少数股东合共拥有庆华 22% 权益。将由彼等各自之内部资金拨款支付收购事项中应支付之代价。本公司董事预计两位少数股东将不会未能支付上文所述彼等各自应支付之代价。

☐ 条件

收购事项之条件如下：

(I) 该协议附表六所载之所有法律文件(包括但不限于下列各项)于 1994 年 4 月 26 日或其后 15 天内由卖方提交予庆华。

(a) 中国有关部门及当局发出将卖方于目标公司之 70% 权益转让予庆华之批文；

(b) 中国有关政府当局发出批准成立合资公司之批文；

(c) 由中国注册之合资格精算师编制目标公司之物业及资产于 1993 年 12 月 31 日之估价报告；

(d) 倘法律规定，由中国顺德市有关政府部门发出关于目标公司之土地及物业作价之批文；

(e) 合资公司之营业执照。

(II) 由精算师审阅目标公司于截至 1993 年 10 月 31 日止 10 个月之未经审核除税后盈利，与该协议附表一及三所载数字之相差额，并未达 10% 或以上；

(III) 提交证明，显示根据目标公司与广东发展银行订立之贷款协议(贷款协议)，目标公司欠广东发展银行之所有款项已悉数偿还，而抵押在广东发展银行之目标公司 15% 权益已依据贷款协议解除抵押；

(IV) 于完成日期或之前中国法例并无任何致使合资公司丧失两年全免及三年减半宽免所得税之改变。

除上文第(II)项条件下，倘上文所载任何其他条件未能于 1994 年 4 月 26 日或(在适用情况下)其后 15 天之前达成，庆华将有权终止该协议。倘上文第(II)项条件未能达成，则庆华及卖方均有权终止该协议。

☐ 进行收购事项之理由

本公司董事认为收购事项将增强本公司及其附属公司(本集团)之财政实力。由于庆华并无变压器业务之专门知识。在交易完成后，卖方将继续向合资公司提供有关技术之专门知识，本公司董事会预期合资公司赚取之溢利将对本集团来年之业绩作出贡献。本公司之主要业务将仍为零售及制造皮鞋。

☐ 一般事项

遵照香港联合交易所有限公司之证券上市规则，收购事项属于本公司之主要交易。因此，作为李子彬单位信托基金受托人之李子彬信托基金集团公司，作为李强单位信托基金受托人之李强信托基金集团公司、李子彬先生及何辉仪女士(彼等合共实际拥有本公司已发行股本约 52.45% 权益)已就收购事项发出不可撤回之同意。有鉴于此，本公司毋须召开股东大会以批准收购事项。载有收购事项进一步评值之通告，将尽快寄于各股东及各持股证持有人参阅。该通函将包括目标公司之会计师报告及目标公司物业主估值报告。

美国联碳公司的“阵地保卫战”

1984年,美国联合碳化物公司(以下简称联碳公司)在印度博帕尔的一家工厂发生了严重的毒气泄露事件,这场致使2000人丧命的悲剧使公司付出了巨额赔偿,联碳公司一时负债大增,财务困难,公司股票价格下跌且一蹶不振。一家名为GAF的公司趁火打劫。从1985年夏天开始陆续购进大量联碳公司股票,1985年9月,GAF公司突然宣布它已拥有联碳公司10%的股份,并向纽约证交所公开收购意向。此时的联碳公司本来就焦头烂额,遭此袭击,董事会、经理班子一时六神无主,只好向摩根士丹利投资银行求救,并请了一家反收购经验丰富的律师事务所共商对策。

1985年12月7日,GAF公司宣布出价每股68美元,全部支付现金收购联碳公司。这一报价遭到联碳公司董事会拒绝,董事会认为每股至少值85美元,GAF出价太低。董事会考虑了三种对策:①寻找另一家乐意充当“白衣骑士”的公司,替代GAF收购本公司;②借助摩根士丹利等银行支持,并进行杠杆融资,反过来收购GAF,杀个回马枪;③采取交换报价方式,以每股85美元(其中现金25美元、债券60美元),回购35%的公司股票,加上本公司目前控制的股票以保住公司控制权。

一家名为KKR的公司愿充当“白衣骑士”,以比GAF公司更高的报价收购联碳公司。但其条件是要更换联碳公司现行的管理班子,这与GAF收购联碳进行的人事改组并无二致,对联碳公司经理们来说,无异于前门拒狼,后门入虎,理所当然遭到强烈反对。与此同时,由于联碳公司已被博帕尔毒气泄露事件伤了元气,自知资金不足,外部筹资又不易。而GAF公司本身的股票自从提出收购报价后不断暴涨,身份大增,联碳公司的回马枪战略实为心有余而力不足。何况即使筹得大量外部资金去杀回马枪也是风险极大,若有闪失,按照章程将追究经理们的个人责任。因此,对联碳公司来说,只剩下了第三种可能了,即采取交换报价回购股票的方式,与GAF公司在股市上争购股票。

圣诞节后,GAF将收购报价提高到每股现金74美元,之后又表示如果联碳公司董事会愿友好协商,可将报价提高到每股78美元。此提议仍遭联碳公司董事会拒绝。但GAF的出价水平及全部现金支付条件对于一般股民特别是机构持股者增加了吸引力,形势对联碳公司颇为不利,GAF收购的份额有所增加。联碳公司董事会不得不忍痛割爱,决定出售公司生产名牌产品的几家摇钱树企业,并把回购股票的份额提高到55%,增加剩余股票的分红派息水平。

联碳公司此举使其争购能力大增,股票纷纷回购。GAF公司感到再难为敌,于是,于1986年1月,撤回报价,放弃了收购行动。

这场历时近半年的较量以联碳公司反收购成功而告终。一家陷入财务困境的公司以经济手段挫败了全部以现金支付的收购报价,在美国企业收购战中是破天荒的第一次,被称为企业兼并史上的一个里程碑。但是在此过程中,GAF公司顺手牵羊掠走了联碳公司310万股股票和每年1.35亿美元的潜在税前利润;投资银行、律师也从中渔利,大捞了一把,大约7400万美元的佣金等费用流入双方的投资银行、律师的钱包。只有联碳公司旧病未愈,又添

新伤，债务增加 1 倍，摇钱树企业卖予他人，股东权益的帐面值减少了 1/4，损失惨重。

尤诺卡公司的“焦土战术”

1985 年 2 月，美沙石油公司已拥有尤诺卡公司的股票 1700 万股，股份达 9.8%，成为该公司的首席股东。美沙决心对尤诺卡进行收购。

美沙找到能提供 30 亿美元的 130 名投资家，又从商业银行贷出 10 亿美元，准备好收购金额后，在《纽约时报》上公布：以每股 54 美元收购尤诺卡 2000 万股股票。这样美沙就能取得过半数的股份，剩下的股票则以每股 54 美元的保证价格买进。

尤诺卡立即进行反击，提出以每股 72 美元买回 5000 万股的“自我股权收购报价”，但是美沙如果不先买尤诺卡的股票，他们就不买回。这实在是个妙主意，他们也知道尤诺卡的股票没有 72 美元的价值，提出这个报价，只是为了不让股东将股票卖给美沙而已。如果美沙先买，尤诺卡就以 72 美元的高价买回美沙所买剩的股票。这样一来，尤诺卡公司就陷入了濒临破产的状态。这就是所谓的“焦土战术”。不论什么样的股东，一定会在报价最高时脱手。

尤诺卡还有一招杀手锏，宣称最大股东美沙合伙公司并不在“自我股权收购”之列，这显然违反必须平等对待所有股东的法定原则。尤诺卡的报价只是做个样子罢了，他们把美沙摒除在外。又说美沙不先买，他们就不买回自己公司的股票。他们知道美沙不会最先买进，因为尤诺卡隐藏着“债务炸弹”，会因为以过高价格买进股票而导致公司倒闭。

美沙公司只有诉诸法律，向证监会（SEC）控告尤诺卡，认为根据股东平等原则，尤诺卡要买回自己公司的股票，美沙手上的股票也必须包含其中，结果经长时期的争执，法院判决美沙胜诉。

随后经过艰苦的谈判，美沙同意签订 25 年期的维持现状协定，尤诺卡同意美沙加入该公司的股权收购，美沙手上剩余的股份则保留 1 年。

这次收购战，美沙因尤诺卡的焦土战术而使其收购未能成功，但却在这场收购战中赚了几个亿的利润。

日本油墨化学工业公司的跨国收购

日本油墨化学工业公司（DIC）自创业以来就以国际眼光从事经营，历经三代首脑，都继承了“事业无国境”的经营哲学。他们提出了主导产品——印刷油墨要控制世界市场 30% 的远大目标，并不断向这个目标迈进。

DIC 在打入发达国家的时候，已经考虑到，收购已建成的当地优秀企业，效果最佳，风险也最小。

该公司于 1979 年 2 月，以 7200 万美元（当时约合 140 亿日元），收购了美国的波里库罗姆公司。这个金额的规模，大体相当于当时 DIC 一年中的设备投资额。

波里库罗姆公司在胶印 PS 版生产技术和相关领域的技术开发能力方面特别出色。DIC 断定，要是由自己开发这些技术并使其企业化，至少需要 10 年的时间和 200 亿日元的资金。

DIC 充分估价了这种出色技术,围绕收购波里库罗姆公司,DIC 与法国头号化学纤维厂家罗奴·普兰公司之间,展开了国际性的公开收购大战。

公开收购大战之初,波里库罗姆公司的股价为 13 美元—14 美元,后来涨到原来的两倍左右,每股达 26 美元,结果 DIC 以每股 26 美元买下,因此,有人认为“太贵了”。

然而,波里库罗姆公司除了拥有出色的技术能力以外,还是一个在美国拥有 3 个工厂,在英国和前联邦德国各有 1 个工厂的多国籍企业。由于得到了 5 个建于发达国家的生产厂点,还取得 DIC 原来没有掌握的胶印用 PS 版的生产技术,所以说,140 亿日元之多的大型收购,决不是太贵了。为了筹措收购资金,DIC 以全球性眼光,作出最佳选择,采用低息的瑞士法郎,经发行可转换公司债券,筹集到 100 亿日元。

7 年以后的 1986 年,DIC 又用 5.5 亿美元(当时约合 870 亿日元),收购了世界头号印刷油墨厂家美国的萨·凯米卡尔公司。

关于这次大型收购,最高领导层的商谈起始于 1985 年夏天,当时萨·凯米卡尔方面表示:“能卖 6 亿美元就行”。那时日元与美元的汇率为 1 美元等于 250 日元,所以是一笔 1500 亿日元的大买卖。DIC 想用 3 亿—3.5 亿美元买下来。双方谈来谈去差距很大,颇费了些时日。

可是,1985 年 9 月 22 日西方五国市场协议达成以后,日元急剧升值,到了 1986 年 6 月份左右,1 美元等于 158 日元,于是双方以 5.5 亿美元(约合 870 亿日元)取得一致意见,DIC 收购了萨·凯米卡尔公司。

附带说一下,这个 870 亿日元即 5.5 亿美元的金额,几乎跟 1985 年夏天 DIC 所设想的 3.5 亿美元(以当时的汇率约合 875 亿日元)相等。

收购萨·凯米卡尔公司是当时日本企业历史上规模最大的海外大型收购,正是由于日元急剧升值促成了这次收购。它作为一个充分发挥日元升值的有益效应的无国境战略的事例,颇受世人瞩目。

DIC 收购萨·凯米卡尔公司所用资金的大部分,是靠在伦敦发行了 2.5 亿美元附有股份收买权的可转换公司债券筹措起来的,其实际利息只有 2.1%

通常,靠借钱搞了这样大宗的企业收购以后,在相当长的时期内,由于受到沉重的利息负担而影响收益能力。

然而,DIC 却不是这样,靠无国境战略在世界范围内寻找最佳方法,通过低息的可转换公司债券来筹集资金,因此,避免了利息负担的重压之苦,成功地发挥出企业收购的好处。

英特诺斯收购贝尔可

1983 年,英特诺斯公司(Inter—Norta)准备收购贝尔可石油公司(Belco Petroleum)。投资专家指出,如果英特诺斯公司使用大量的现金来收购贝尔可石油公司,则贝尔可石油公司的股金将立刻需要支付大量的资本利得税。然而,如果英特诺斯公司若作为它本身的优先股来交换贝尔可石油公司的股票,以达到收购后者的目的,则此种换券交易就不必课税。这样不但可使贝尔可石油公司的股东获得固定收益证券,而且同时可使英特诺斯公司得以延缓

资本利得税的支付。

本例中,英特诺斯公司实际上提供了两种优先股(纯粹优先股和可转换优先股)给贝尔可石油公司的股东选择。那些对收益较感兴趣的股东可以接受纯粹优先股,而其他较重视资本利得的股东则会选择可转换优先股。其中,纯粹优先股的收益率为11%,而可转换优先股的收益率仅为7.5%,但后者使持有人有机会享有资本利得。事实上,由于英特诺斯公司的普通股持续上涨,到1985年,该公司可转换优先股股价从100美元上涨到了150美元,年收益率约高达30%;而由于市场利率上升,英特诺斯公司的纯粹优先股反而由每股100美元下降至97美元,其年收益率不到10%。

可口可乐与百事可乐的收购战略

可口可乐能发展至仅低于万宝路的世界第二品牌,其经营战略中重要的一条便是收购。

可口可乐最早历史可追溯到1886年,随后,通过特约装瓶厂(几乎遍设各个国家),使其生产的软饮料得以畅销全球。直至1960年,该公司基本上是一家单一产品的制造商。60年代,公司陆续兼并、购进了其他一些企业的股权,才逐步向多种经营业务发展。1960年购进了密纽特·梅德冷冻果汁公司;1961年又购进了邓根食品公司(主要经营咖啡业)及其他一些企业。随着多种经营业务的不断发展,不仅单纯从事一些软饮料及其他食品的生产,而且还从事其他工业生产活动。例如,1970年购进了化学溶液公司,从而开始水净化系统的业务;1977年又购进了普莱斯托产品公司,增加了塑料薄膜包装材料的生产业务。特别是在1977年购进了泰勒酿酒公司后,公司业务突飞猛进,一跃而成为美国第五大酒商。在70年代,该公司陆续买进了各国好多家装瓶厂,为其产品行销全球奠定了稳固基础。

到戈伊祖艾塔担任可口可乐公司总裁时,他认为要保持可口可乐的竞争优势,必须进一步增添可口可乐的文化品味,加强其美国经典象征的形象,于是一再坚持公司战略应进一步向娱乐进行分化。收买哥伦比亚制片公司的决定被认为是精明之举,尤其是《幽灵爆破者》在票房上一炮打响之后。

1985年,可口可乐公司买下了使者通讯公司的全部产权,它是几家主要的电视节目制作公司。不到一年,即1986年春天,他们又买下了默芜·格里芬制作公司。华尔街被戈伊祖艾塔一系列举动震动起来;同样的可口可乐股票在戈伊祖艾塔出任主席的那天以29美元的价格出售,而在5年之后要卖到100美元以上。在1978年,《商业周刊》曾经认为可口可乐公司已防止不住百事可乐的挑战,然而,现在它承认戈伊祖艾塔是“一度守旧的企业中勇于改革的经理人”。

对可口可乐的主要竞争对手来说,百事可乐曾以其富有潮流感的广告及形象步步抢占汽水市场可口可乐的地盘。同样,收购也是百事可乐增强资源优势,扩大市场份额的有效手段。

七喜(7up)是美国汽水中继可口可乐、百事可乐后的第三品牌,以其“非可乐”的市场定位而深受顾客喜爱。1986年,百事可乐决定从菲利普·莫里斯公司收买七喜。如果收购能成功,百事可乐公司旗下的名种品牌市场占有率将超过可口可乐。

可口可乐公司急忙进行回击,立刻与市场中的第四位“佩珀博士”公司进行秘密谈判,准备收购这家公司,以对付百事可乐的挑战。这笔交易的谈判只用了不到1个月时间。1986年2月23日,可口可乐公司宣布同意出4.7亿美元购下“佩珀博士”公司,并等待联邦反垄断机构的批准。

这两桩收购最后都没有成交。因为在反垄断机构的官员们看来,如果这两桩生意成交,那么就会有80%的市场掌握在这两家大公司手里,结果只有将它们一并否决。

在汽水市场上,可口可乐与百事可乐保持4:1的比例,然而百事可乐公司却并不把自己认为是“可口可乐的竞争者”,百事可乐的总裁韦恩·卡洛威(Wayne Calloway)认为:百事可乐在美国的市场已相当成熟,而可口可乐又力量雄厚,除非不惜成本,否则要抢后者的汽水市场是极不可能的。反观世界上那些目前迅速工业化的地区,人们的饮食习惯正逐渐改变,市场潜力不可限量。于是在他的领导下,百事可乐逐渐向一家多元化的食品和饮料公司发展。目前,百事公司的制造部门每天生产价值3000万元的薯片和其他小食品,4300万元的意大利藻饼、墨西哥式杂米饼和炸鸡,以及7000万元的百事可乐和其他饮料,饮品只占百事公司业务的35%。

百事公司的食品工业的发展,许多是依靠收购实现的。目前百事旗下拥有塔科·贝尔(TacoBell)墨西哥式快餐店连锁店、必胜客(Pizza Hut)薄饼店以及著名的肯德基家乡鸡连锁快餐店等。这些进行国际化拓展的快餐店在中国、俄罗斯等都大受欢迎,百事可乐已成为世界上最大的快餐店集团。卡洛威充满信心地说:这些初步成功告诉我们,我们可以沿着这条路走下去,我们甚至还未真正起步呢。在美国以外,我们有施展拳脚的广阔天地。

百事通过拓展全球性业务,在5年时间内把海外资产增加了一倍,达到560亿美元。1993年,百事先后收购了一个墨西哥餐厅连锁集团和一个同级的意大利薄饼餐厅连锁集团。

在饮品市场上,百事可乐也将收购作为一种快速攻击市场的方式。可口可乐一般与各地独立的瓶装厂商建立合作,由它提供浓缩料,由后者负责投资兴建瓶装生产线,购置运输卡车和管理销售网。这样的做法是使可口可乐用十分低的投资而获得非常高的利润。与此相反,百事可乐喜欢拥有本身的瓶装厂,这样就需要大量投资。1966年,百事可乐与费列图·雷(Frito Lay)合并,这家庞大的食品厂使百事可乐获得了长足发展。

让我们来看百事可乐最近进行的一次“快速攻击”,这次攻击名为“沙漠风暴行动”,发生在墨西哥的蒙特雷。蒙特雷是个干旱得像沙漠一样的地区,每个居民平均每年汽水消耗量为1114瓶,高居世界首位,可口可乐在其市场中占九成。但该地还没有塑胶瓶装的汽水饮料,1992年12月,百事可乐从(Eupo Protexa)集团手中收购蒙特雷市的百事汽水厂49%股权,从而控制了该厂。百事可乐调入250辆新卡车,并运入50万箱新玻璃瓶,200万个2公升装塑胶瓶,8000个冷藏柜。同时要1150名新职员接受16天的严格训练。百事可乐通过收购以创纪录的速度兴建了一家新灌装厂。

4月27日,收购瓶装厂4个月后,百事可乐在街头和广播中展开宣传攻势,两个月内,百事可乐的销售点由6900个,即市场的30%,激增至186000个,即市场的81%,百事可乐推出的新瓶装要比可口可乐便宜23%,结果一下子将市场占有率提高了3倍,达到了24%。

百事可乐发展食品业,目前已拥有全球快餐店 22 万家,总营业收入达 250 亿元,1993 年纯利高达 16 亿元,普通股每股值 2 美元,1994 年增至 2.38 美元。对比之下,可口可乐普通股的总市值为 570 亿元,几乎是百事的两倍多,而可口可乐 1993 年的税前利率为 22%。

固特异公司标购战

固特异轮胎与橡胶公司(Good Year)在世界轮胎行业中独占鳌头。1986 年,轮胎方面的营业额达 90 多亿美元。公司创立 80 多年来,通过一系列投资兼并,经营范围扩展到航空、石油、天然气及输油管线等领域,为美国工业巨头之一。80 年代中期,由于油价下跌等因素,公司在石油、天然气等领域出现严重亏损,公司股票价格从每股 50 多美元跌至 32 美元,在交易所地位急剧下降,甚至超出危险警戒线。华尔街一些拥有固特异股票的机构大户早就对于固特异多角化经营大为不满,他们只希望固特异专心发展其优势的轮胎行业,股价大跌令其大为恼火。专事袭击的投资银行家戈德日·史密斯串通几个同伙在通过美林证券公司等渠道购进固特异股票达到 11.5%时,致信并约见固特异董事长,戈氏扬言,固特异必须将其轮胎行业以外的航空能源等多种经营部门全部出售,否则将以每股至少 49 美元对余下的 88.5%股份发动标购。标购成功后同样要改组固特异,恢复股价。戈氏已联系了 27 亿美元的银团贷款及 19 亿美元的垃圾债券融资,加上合伙人 8 亿美元,共计 54 亿美元的标购资金,此番威胁决非戏言。

固特异公司自然不甘按魔笛跳舞。他们联系并得到工会、所在城市的社会公众及舆论、当地政府及州政府等多种政治力量强有力的支持,甚至引致地方法律修正,允许其采用歧视性的股票回购计划,高价从戈氏以外的股民中回收 2000 万股股票,但这一计划将使固特异财政捉襟见肘,难以抵抗有强大金融支持的戈氏控股标购。固特异公司只好壮士断腕,自行调整经营业务,免受日后戈氏宰割。固特异陆续出售航空、石油、天然气部门,与戈氏标购威胁中的改组要求相差无几。

最终,戈氏受制于地方及州的政治、法律,且已达到初始目的,放弃了标购,按协议向固特异以每股 49.5 美元出售手中股票,净获 9000 万美元,没有吃亏。固特异幸免于难,但劫后余生,帝国瓦解,往日风采已如过眼烟云。

目光短浅的收购

1984 年,LTV 公司董事长雷蒙德·海在签署了收购共和钢铁公司的合约之后,曾经预言说,在他的公司里将出现成本的大量节约和效率的广泛提高。他还颇有点洋洋自得地对股东们说,LTV 规模的戏剧般的扩大将不仅使它成为全国第二大钢铁生产商,而且在关键性的产品生产领域,还会坐上第一把交椅。

结果呢?规模的确很大,但并不像海所说得那样好。LTV 对“共和”的收购以全国最大的破产申请案之一而告终:仅仅在这桩交易达成两年之后,LTV 就诉诸《破产法》第 11 章的保

护,并且欠下了 26 亿美元的债务。更加糟糕的是,它还低价售出了 20 亿美元的短期政府养老金债券。

海坚持认为,这场交易是为了拯救两家正在“出血”而不能单独生存的公司。他责怪这一失败是由无法预见的外部因素造成的。例如,钢的价格急剧下跌以及司法部对反托拉斯的关切,使这桩交易拖延了 9 个月之久。他说,如果当初知道我们现在所知道的一切,我就不认为有什么理由要进行这场收购。

但是,问题并非那么简单。钢铁问题专家、经济联合公司的唐纳德·巴尼特说,这场交易是目光短浅的。两家萎靡不振的工业公司的合并,本来应当造就一个较强的竞争者,但是,1984 年钢铁工业的情况是反常的。面对外国钢铁潮水般涌入,美国钢铁业的应付办法应该是加强现代化,而不是扩大规模。而当 LTV 忙于收购“共和”公司的时候,其国内竞争对手却在设法“减肥”了。

多年来,LTV 管理水平低劣,同样没有起到好的作用。在 70 年代和 80 年代初,LTV 及其他美国钢铁生产商都没有加强在最新炼钢技术方面的投资。相反,LTV 却背上大量的债务去收购从军用车到油田设备等。1978 年曾经出现过一个“亮斑”:LTV 收购莱克斯公司,获得了它下属的扬斯敦钢板与钢管公司。尽管莱克斯公司有 6.59 亿美元的债务,但是由于美国经济处于上升阶段,交易显示出一片兴旺的景象。这使得海盲目乐观起来,以为在共和公司问题上,他可以如法炮制。

海购股 7.14 亿美元,收购了共和公司。但是,他也接过了该公司 7 亿美元的债务,仅利息支出一项,每年将增加成本费用 1.64 亿美元。虽然他原本是能够从新公司的成本开支中节省出 3 亿美元的。但是这种节省却因钢铁价格的下跌而成为泡影。

LTV 与共和之间,围绕地盘和战略问题争论不休。到 1986 年中,LTV 亏损高达 18 亿美元,只好申请按《破产法》第 11 章处理。

LBO 收购的教训

据美国《商业周刊》1991 年第 1 期的专题报道:在 80 年代,以 LBO 形式收购的公司共 2800 多家,比在纽约交易所挂牌的公司数目(1713 家)还要多。

LBO 在管理报酬的补偿方面树立了新的标准。在早期的 LBO 中,每 1 美元自有资本所承担的债务为 9 美元,管理人员占有的资本份额为 10%~20%,根据哈佛大学迈克尔·詹森的计算,LBO 中股票价值每增加 1000 美元,高级经理们的个人财产便增加 64 美元。与此相反,在那些为许多股东所拥有的上市公司里,高层管理人员在自己公司里所持有的资本份额却微不足道:公司股票价值每增加的 1000 美元,他们的个人财富平均才增加 3.25 美元。

正因 LBO 的高额利润,迫使收购者在经营管理上下功夫。哥伦比亚大学教授弗兰克在考察了大约 1000 家在 1980~1986 年卷入 LBO 收购的工厂。LBO 收购的工厂生产率要比非 LBO 收购的工厂高出 14%,同时在现金流转、营业收入和营业利润等方面,均有所改善。

但调查也发现,有些重要的财务指标,特别是资本投资未见改善,这是因为 LBO 收购的公司有大量债务需偿还,在研究开发、技术改造等方面的投入不足。调查表明,LBO 收购在

公司投资第一年比行业正常水平低 36%，第二年低 33%，这就削弱了公司的长期竞争力，许多公司在收购后因此而倒闭。

LBO 收购中的高额利润使华尔街为之侧目。银行、经纪人、套利者纷纷参与角逐，使交易价格大大提高，并冲击一些周期性强和脆弱的企业。例如 1987 年收购特需科尔公司中占用资金 8.66 亿美元，经纪商从中获利 10%，但这家公司由于利息支出超过现金流量，不久便濒临破产边缘。

批评家们指出，LBO 是让少数老练的金融家发财而玩弄的危险的金融游戏，总有一天会以债务爆炸而告终。1989 年 10 月 13 日，美国华尔街股市一天狂跌 190 点，创下跌市纪录，主要原因便是联合航空公司管理层欲通过发行垃圾债券收购自己的公司(MBO 方式)失败，引起投资人失去对市场的信心，纷纷抛售联航股票，从而殃及其他股票，造成恐慌而引起股市狂跌，为 LBO 收购作出了一个最客观的评价。

KKR 收购雷诺·纳比斯科

美国 KKR 公司是世界有名的专门作杠杆收购的公司。该公司向外大量举债，专找营运绩效欠佳，但确很有发展潜力的公司，经收购由股票市场及股东个人到取得公司所有权。对于拥有资产众多而又经营不善的公司，一旦入主后，通常将部分资产出售，整顿后再以高价卖出。

KKR 其实是三位创办人姓氏第一个英文字母的组合。公司发起人之一柯柏格(Kohlberg)，在 1965 年替 Bear Stearns 工作时，已经开始进行“杠杆收购”，到 1976 年另立门户和卡拉维(Kiavis)与罗伯斯(Roberts)共同建立 KKR & CO。现在，柯柏格已脱离 KKR，另起炉灶，从事较低风险的业务。目前 KKR 实际主持人是长驻纽约的卡拉维，自成功收购雷诺·纳比斯科后，他已被誉为“卡拉维之王”(King Kravis)。

KKR 1988 年以 250 亿美元收购雷诺·纳比斯科(RJR)最为轰动。RJR 股价一直偏低，主要因为该公司主力产品烟草业过去有多家公司受吸烟人要求损害赔偿，而使投资人对该产业没信心。该公司最高执行主管即以 MBO 加上 LBO 方式，通过协利银行协助，以每股 75 美元要约(市价 55 美元)，其资金即以银行贷款及发行垃圾债券偿付。该主管也打算购后将出售一些资产来偿债，且已接洽过潜在买主。

但此消息传出，KKR 即以 90 美元出价参与收购竞争，股东及董事会立即宣布重新择期竞标。之后 KKR 首先将要约升至 94 美元，RJR 公司最高执行主管遂提出 100 美元竞价，KKR 后出价 106 美元，并且承诺原公司大部事业不出售，并对员工提供更多福利与保障。最后由 KKR 以 109 美元得标，成交金额为 251 亿美元。虽然该主管提出 112 美元的收购价格，但由于 KKR 上述非金钱承诺被认为相当有价值，RJR 公司落标。此案中 KKR 仅出资 15 亿美元，约 50%~70%由两家投资银行及银行团贷款，其余为垃圾债券。

此案中 RJR 股东是最大获利者，投资银行协助筹资手续费 35000 万美元，商业银行贷款比一般加收 1.4% 的手续费，垃圾公司债利息则达 14.5%。但是谁是受害者？RJR 以前已发行的公司债约 55 亿美元，如今身价下跌了 20%，损失 11 亿美元，持有人美国电话电报公

司及大都会人寿保险公司即因此向法院控诉该公司,出售公司债前未说明与出售公司的有关事宜,违反了证券管理办法。

收购伍尔沃思公司后的协同与重组

1982年11月,当帕特诺斯特国际财团从伍尔沃思的美国母公司手中收购该公司时,这位巨人已经是美国零售业中的“病夫”了。无论在供应商和英国公众的眼中,伍尔沃思公司的形象均不很佳。

经过调查和研究经营数据,公司新的领导班子认识到以下的严重问题:公司成了“陈年滥货仓库”,顾客来此的平均购货率低得令人难以接受;陈旧过时的零售观念;在1000多个零售商店中,不是在新兴中心地区的铺面太小,就是在衰退地区铺面太大;大约8000个供应商送来的是劣质商品;商业同行和传播工具并不认为本公司是一个管理良好的零售商;3万多呆板麻木的职员服务质量低劣。

新的领导班子自1986年3月决定进行一次挽救行动,高举的大旗是:“行动集中于目标”,包括:关闭在潜力不大的地区的微利零售商店;挑选发展在新的有希望地区的网点,并调整已有商店的规模;一项耗资数百万英镑的重新装修计划;到1987年,已将160个商店全部装饰一新(营业面积共计230平方英尺),其余的商店也调整了经营项目;树立新的商业观念,集中于五个繁荣的商业地区,重建在重要地区的专门连锁店形象;将供应商减少到只有1000多家;经过一系列特别设计的、耗资几百万英镑的员工培训和发展计划,使企业机构和文化都发生了深刻的变化。

新领导班子认识到富有主动精神的高效率的员工在此抢救计划中的重大作用。事实上,在上街商业销售争夺战中,员工的创造力表明,优质服务往往是一个零售商战胜另一个零售商的唯一法宝;因此,公司的变革也是朝着为顾客服务,满足顾客需求方面进行的。

☐ 员工态度和商店管理

公司曾进行了一次回复率为85%的服务态度调查,其结果最能说明问题:经理们不与他们的员工沟通;员工们害怕公开表示他们的想法,因担心遭到报复;售货员害怕顾客,他们是雇来的木头人,放在柜台里充数的,工作中没有信心;职员们缺乏自尊心;经理们认为他们是维护原有的制度、规程和货品的,职员们是供被驱使、指挥和用纪律约束的。

总之,伍尔沃思的管理方式是行政命令式的,靠恐惧来维持的。职员们只能按指示行事而不能问任何问题。

其结果是售货员变成敷衍塞责,觉得工作沉闷无聊。顾客自然也会清楚地感觉到的。

☐ 业务和人事经理的态度

在业务经理和人事经理中,也进行一类似的调查,看看他们是否认为人事工作能对公司的工作效率起重要作用。

业务经理们认为人事部门应在下列三方面更好地满足他们的要求:挑选和招收人员;训练和培养员工;总体支持和指导。

业务经理把对顾客的服务和对公司的积极作用视作人事工作是否完美的基础。如果人

事部门真想为业务需要服务得好些的话,他们自身就要改进工作态度。

☐ 人事制度结构

伍尔沃思公司过去一贯是通过职业介绍中心招收员工。招工面谈大约 10 分钟,报到手续也只需 20 分钟。培训都是在职进行。

一直到 1985 年,伍尔沃思没有董事会一级的人负责人事工作。人事管理员向商店业务经理报告工作。大区人事经理向大区业务经理汇报工作,并在那里领工资。如果是大区人事经理成了为大区业务经理“提皮包”的人。一个区域的人事处长甚至还要向低一级的地段业务经理汇报。因此,存在的问题可归结为:人事部职能受业务部束缚,所以不能制定或掌握住自己的标准;招工和培训手续不恰当;在商店经理层中存在严重的态度问题;人事部经理本身也需要进行重新训练。

☐ 采用新哲学

根据以上调查的结果,伍尔沃思决定重新订立人事战略。公司对员工、对顾客的新哲学归结为一句话:“人人为人”。在突出了三个重要性后即能实现上述目标。

(1)关心顾客:在商店里创造这样一种气氛,即顾客们感到他们在这里是受欢迎的,所以下次还想来此地购物。

(2)关心员工:充分认识到售货员的作用最为重要,因为与顾客接触首先是他们。

(3)关心当地社会:有必要去证明伍尔沃思公司能在当地的社会中起重要作用。

☐ 改组人事体制

由于 1985 年新的人事部长的任命,人事部门控制权就由业务经理手中转到大区人事经理那里,并且直接向人事部长负责。

向大区人事经理汇报的地区人事部门被命名为地区人事培训部门,并负有提高人员素质的特别责任。

为了提高每个商店的服务水准,增加了地区人事培训部的人手,并对原有的人事培训部人员进行了重新培训。每个人事培训部人员要负责 12 个商店门市部,并规定至少每 7 天要巡视一遍。

需要指出的是,伍尔沃思设了地区人事培训部的制度和训练了 100 个优秀办事员,这项工作从蕴酿到办成只花了 4 个月的时间。

最后,地区人事培训部的职责范围被总结为简单易记的 RITA,即招工、报到、训练和教导。

☐ 重组管理体制

由于“行动集中于目标”的实施,伍尔沃思有必要重新改组基层商店一级的管理。

商店里的商品也进行了调整,集中在五个“目标地区”的主要商店里。管理的基层单位确定为“商业组合”,即每个目标地区一个,由地区经理领导。

商店经理助理和人事经理两者的并存,分担了商店经理对员工所负的责任。这两个职位的设立,使得地区经理有了“真正”的工作,这是机构简化、职责分明的结果。

新的结构突出了个人的责任,小组工作也更有施展的余地,更自主,更开放,更利于交流。

每个零售商店都根据“行动集中于目标”计划进行了重新装修,派小组进去对员工进行新任务、新行为的特殊训练。向所有职工发放了新的漂亮的制服,换下了旧的大褂。

总的成效是所有员工都有了新的认识,明确自己的职责和在全公司今后的成功中的重要作用。员工们又都有了对自己工作的敬业精神,面对顾客也恢复了自信心。

☐ 经理训练

研究结果表明,经理们在本质上都是官僚主义的,体现在管理制度、商品和工作程序等方面。所以,如果伍尔沃思要实现为顾客服务的目标和使新的机构能运转,就得从根本上改变经理们的态度和提高其素质。

伍尔沃思在全公司范围内提出一个明确的口号:管理就是行事准确,领导就是正确行事。

具体的表现就是伍尔沃思在三年内将所有 1200 个经理——包括在总部和在商店工作的经理都分期送到亨联管理学院进行管理课程的培训。重点在于:领导与工作小组;领导和顾客;领导和业务。

这些脱产学习的课程是结合业务并专门为培训经理的领导技能而设置的。

在努力奋斗、共同胜利的旗帜下,商店和地区经理都学会了如何带领一班人工作,如何鼓励职工,如何进行双向交流。最重要的是能与各级挑选出来的代表磋商讨论问题。

☐ 招工与分配的新办法

根据对业务经理的调查,公司现在对招工和分配人员的工作给予了高度的重视。公司不仅为招工面试工作提供了必要的设施,还对招工面试人员作了训练。同时还做了各式高档的广告以吸引求职者。

商店或地区经理负责招工事宜,而那些聘用来的面试工作人员都已受到有关面试技能和鉴别人才的训练。

被选中的新员工第一天并不去商店,而是参加报到分配仪式,包括:

- (1)伍尔沃思的欢迎会,介绍公司的商业信条和崇高的社会地位;
- (2)讲明对顾客提供优质服务的重要性、售货员的职责范围以及能从公司内部其他职能部门得到的支持等。

伍尔沃思公司还出版了一本内部刊物,名叫《伍尔沃思概况》,发给所有分配工作以前的新员工。这是一本印刷精美、可读性强的材料,不仅列出了售货员工作的“行”与“禁”,而且还告诉你有关化妆、仪表、饮食和公司结构、工种等情况。

☐ 优质计划

优质计划开始于 1987 年,目的是奖励公司内那些成绩和业务进展达到优秀程度的个人和集体。整个优质计划可分为两部分。

第一部分:技能与表现

E. 报到时:欢迎新员工来到伍尔沃思公司,使之认识到来本公司工作是有趣而有意义的。

X. 感情:帮助员工达到自我感觉良好,对顾客、对同事态度积极,从而改善整个商店的气氛。

C. 操作技能:包括处理顾客购物时的种种情况、售货技能和订购货物的技能。

E. 二次售货:鼓励职工通过更好的服务态度和更为悉心的照顾和接触,吸引顾客愿意购买更多的货品。

第二部分:商品知识

这部分训练计划包括了对商品的全面知识,教会职工如何正确处理每一种商品和在同一货区辨别各种不同商品。

L. 娱乐用品;

L. 礼品和糖果;

E. 儿童用品;

N. 美容用品;

C. 厨房用品;

E. 居室和庭院用品。

员工通过一项考试即得到一个字母。当他们达到 EXCEL 时,就会拿到奖金。当员工完成了所有三部分的训练时,就不光会拿到更多的奖金,还会得到一块“优秀”结业奖牌。

□ 结果

优质计划的结果是伍尔沃思公司每周接待的 950 万顾客对公司的服务越来越满意。这是从在推行计划之前和之后进行的深入的调查中得出的结论。按周统计的顾客投诉率的统计也同样显示出这点:一年中的投诉率比前一年同期相比要减少 21%。

对位于莱斯特的零售商店装修前后的调查表明:售货员友善,有礼貌,随时恭候,乐意服务;顾客感到服务水准较以前大有提高;顾客感到售货员的制服既时髦又好看。

伍尔沃思的员工训练计划在外界也得到了承认。一些大公司如雷恩之家和哈罗兹也都受到影响,纷纷向伍尔沃思公司请教,如何为他们的员工进行类似的训练。

3 万名奋发前进的员工为伍尔沃思创造了很大的利润:自从引进了“行动集中于目标”的计划,公司的税前利润已由 1984~1985 年度亏损 500 万英镑到 1987~1988 年度盈利 4500 万英镑。

每平方英尺营业面积的销售额平均每年增长 15%。

凡进行员工培训计划的零售商店,销售额均有增加。如装修过的南港商店里,得“优秀”奖牌的员工最多,销售额增长超过了 16%。

收购石油回收设备公司分析

□ 公司背景

总部设在美国伊利诺斯州奥克布鲁克的 CAMVAC 联合公司,于 1943 年开业,主要生产高度专门化的各式机床。公司由索尔·坎帕尼克(Soul Campanic)和雷蒙·瓦肯(Raymond Vaccon)两人联合成立,因而公司名称 CAMVAC 取两人姓氏首音节合并构成,下面简称“机床联合公司”。公司成立前这两位机床或母机制造方面取得了数项专利技术,由此联合成立自己的公司专营生产。由于第二次世界大战期间机械定货空前高涨,公司业务直线

上升,公司的专利技术和机器生产也为赢得战争出了大力。

机床联合公司的发展史可以分成三个阶段。1943年至朝鲜战争结束,公司主要产品即各种车床的销售额呈直线上升趋势,甚至到了1955年仍旧保持在3800万美元的高水平上。第二个阶段由50年代中期到70年代末,公司销量稳定但经营规模有所扩大,主要是通过逐步收购芝加哥地区小型车床公司实现的。母公司原有产品系列增长不算很快,1970年销售额为4900万美元,仍可算作稳中有升。

80年代初以来的近10年间,公司销售总额呈持续上升局面,翻了一番多。比较典型的年度1985年销售额达11100万美元。但是这种增长并不在于原来的主流产品,因为母机销售仅达2500万美元。第二阶段的大幅度增长主要来自经营多样化,这既与社会化大生产的经济模式发展趋势相适应,也是公司实施协调发展、多样经营的决策方针的直接结果。根据这一方针,公司逐步吞并了十几家生产各种创新型、改进型工业机器和设备的小公司,产品门类涉及机器人制造、自动化起重机及钢板锻压等。

机床联合公司购买的对象,必须是具有某一技术优势和独特产品的公司。这一类公司中有些或者资金短缺、财务困难,或者管理差劲、生产混乱,或者销售乏力、产品积压。这种情况下只要机床联合公司获悉,就会设法买下或者通过控制多数股票收购过来。

一个典型的例子是现属机床联合公司的克雷斯皮机器子公司。这家子公司原来的主人斯坦利·克雷斯皮(Stanley Crespi)设计出了一种机器,能够精确地把钢板切割为极窄的钢板和板条。而在他的机器研制成功之前,窄钢板的制造只能通过热轧钢丝的方式获得,工艺比较复杂,质量却不尽人意。按说技术先进、产品优异,理应销售畅旺,大获其利,可其实不然。因为克雷斯皮既缺乏流动资金也没有管理经验,况且他本人也承认,自己的主要兴趣在于机器设计,丝毫无意于奔走推销。该公司转给机床联合公司后,后者全盘接管,利用现成渠道很快为新产品打开了市场销路,而且与本公司原有技术结合,将这种切割机配上了电子控制系统,更是成功地实现了技术飞跃,克雷斯皮先生也乐得其所,一心一意搞起了产品设计。

□ 问题背景

公司总经理莫斯比总是注意可能的收购对象,了解到印第安那州克朗在特小城(Crown Point,或意译为皇冠点镇)有家公司有意出售。这家公司生产石油回收设备,名字就叫“石油回收设备公司”。公司主人埃弗里特·曼利当初发明了这种设备并成立了专门制造公司,这时打算退休,到佛罗里达州赋闲养老。莫斯比亲自到该公司实地考察了一番,回来后指定三个下属共同负责起草一份收购报告。其中马克·惠特默主管生产,琼·塞利格负责销售。最后由唐纳德·怀特考查该公司的财务及购买价格。这三位都是公司管理部门的助理人员,执行这一任务必须向总经理直接汇报。莫斯比提出了最低要求,其中的重点是该公司的销售状况。

机床联合公司收购每一家公司的第一个要求就是该公司被接管后,其销售额必须达到机床联合公司年销售额的10%,至少必须具备达到这一指标的潜力。机床联合公司去年的年总销售额为10500万美元,这就意味着石油回收设备公司应该起码具备1100万美元的销售额。可是该公司现在的年销售额只有300万美元,它是否具有成倍扩大销量的潜力,是调查人员必须回答的首要问题。

第二个要求是利润指标要有明确规定。一般税前利润应该处于销售总额的15%到20%之间,但在许多情况下,净额利润与销售额并不总是成正比关系,因此需要有明确规定。销售金额与利润净额共同提出,往往能够发现被收购公司的市场看好,或者具有其他优势,被接管后无需立即投入大笔资金用于生产和促销宣传,这一利润要求也是可以暂缓提出或者降低要求的。

第三条要求非常重要,这就是销售额和利润率两项指标的增长潜力,存在于哪些方面,幅度多大,如何挖掘,成本多少等。一般来讲,机床联合公司要求某种特定产品的上述两项指标,应在易手后的6~10年中年增长率达到20%左右,换句话说,大约每4年就应翻一番。

最后一条是看这一产品或产品的市场地位如何,即市场需求的大小,市场占有率的高低,市场预测的好坏等。每种通过收购一家公司而获得的产品技术或产品线,必须具备某种(任意一种)竞争优势,而且不会被竞争对手很快学去复制。现代的国际市场上,即使一种新产品获得专利并形成产品系列,也往往躲避不掉被仿冒的危险。有鉴于此,要求中的优势必须是独特的、容易保护的。

因为机床联合公司自身没有产品研究和开发部门,被收购的公司必须拥有自己的科研开发部。否则,它带过来的主要产品,就应当保持至少5年时间无需在技术上做太大改进。可以认为,为了保证机床联合公司不致因体积增大而影响竞争力,这些要求都是必需的。收购或控制新的公司或收罗子公司,绝不是贪大求多,每一新进成员只能是为母公司添砖加瓦,而不是增加负担,只能是促进整体活力的发挥,而不能使机构臃肿。同时,提出这些要求,也是双方洽谈时的一种策略或艺术。

大企业所面临的危险就是生意做得太大,这和成长太快的新企业所遭遇的危险一样。理论上,大部分公司都希望在一年内能使利润增加一倍。然则实际上很少能做得到,而且大部分经营效率很好的公司也不会有这种企图。公司亏本的原因之一,就是妄想吃下大笔生意。大企业必须负担庞大的固定开支,因此往往去争取一些明知不可能赚钱的生意。公司费尽心机争取到的一项合同,经费总额可能比公司的固定开支高一倍,但对公司的利润却没有多大贡献。公司往往因为担心发生这些情况,便进行多元化经营。然而想要成功地达到多元化经营的目标,仍需要考虑许多事情。企业界的竞争是一场永无终止的竞赛。在这场竞赛中,没有人能够真正取得最后的领先优势,竞争对手永远有机会追赶上来。

惠特默等三位报告起草人深知这些要求,也知道公司总裁的雄图大略,更了解调查现场应该关注什么、放过什么。他们经过实地查访、论证后提出了一份报告。报告分为四个部分:一是石油回收行业的整体综述;二是收购对象的主要产品的简单描述;三是这种产品的长处和优势;最后是提出的建议。

☐ 行业前景

据美国环境保护局计算,美国采油工业生产的废油,每年在12亿加仑左右。其中约有5.2亿加仑作为粗制燃油被取暖锅炉烧掉了。其余的除少部分实在无法回收以外,尚有5亿加仑的废油可供回收利用。废油其实不废,只是成分复杂,杂质较多,无法供工业使用而已。加工废油好处很多。一可以减缓环境污染;二可以充分利用资源;三可以缓解燃料、化工原料的缺乏;还可以提供就业机会。所以石油回收作为一个行业,处于方兴未艾的上升阶段。而

对机床联合公司这个企业来说,首先关注的当然是该行业赚不赚钱、利润高不高,以及潜力大不大等现实问题。对此就需要走出公司,离开车间,作一番广泛的了解。

据《世界经济导报》报道,1987年世界石油储量为948.91亿吨,比上年减少0.4%;美国石油储量33.41亿吨,比上年减少12.3%;英国12.24亿吨,减少8.71%;另外,苏联、沙特阿拉伯、尼日利亚、挪威、印尼、中国等产油大国储量均有下降;只有科威特、墨西哥、伊朗等稍有上升。同年各国原油精制能力方面,意大利、法国、英国、加拿大、联邦德国、荷兰、西班牙等国均有下降。只有美国(0.5%)、日本(3.8%)、中国(2.3%)、墨西哥(6.3%)、巴西(1.2%)、沙特阿拉伯(0.9%)、稍有增长。

从1986年的第三季度到1987年中期再到1988年底,世界市场西得克萨斯、阿曼、布伦特和迪拜等四种主要石油都经历了如下过程:价格跌至谷底的平均每桶10美元左右,而后爬升到20美元的高价,又降到新的最低点。1988年底到1989年春,油价转而陡涨,于4月份到达峰顶,美国西得克萨斯中质原油一度超过每桶24美元的高价,接着便急转直下,重新开始又一个轮回。1989年以来,美国石油产量降至每日760万桶,下降5.5%,国产油从占消费总量的60%以上降至55%,为60年代以来的最低水平;英国北海油田产量每日减少70万桶~80万桶;苏联头3个月的产量比上一年同期减少32.5%。

市场波动是持续的,而且从宏观看它不受人的支配。但与行业市场密切联系的具体公司则必须准备统筹战略,尽可能做到着眼未来,临危不乱。尤其吸引惠特默等三人的是以下综合情况。美国现在是世界最大的石油精炼国,年精炼能力1987年为76290万吨(世界合计361300万吨),又是最大的石油进口国。它有意无意在将自己丰富的石油蕴藏保存在大地深处,以待世界石油资源枯竭时再去开采。1987年美国进口原油的资金总额是470亿美元。如果减少石油进口,据估计汽油价格就将上涨约3倍,甚至会实行限量购买,而塑料制品、化工产品和尼龙服装等价格也会水涨船高。总之造成了废油加工的广阔市场,而且随着世界产油大国的石油资源的枯竭,国际上废油回收也将成为一个大市场。

以英国的北海油田为例,已探明的储量在53亿桶~154亿桶之间,约占世界总储量的2%。北海油田于60年代开始勘探、开采,1975年大规模生产,到1985年的生产高峰期,平均日产原油260万桶,1988年估计10年后日产量将下降到100万桶,20年后将降到仅仅50万桶,不用多少年英国将再次成为石油进口国。美国的情况也不容乐观。据英国剑桥大学能源研究所的一份报告讲,美国中部地区的轻油和低硫油即将枯竭,未来美国国内的原油生产将不断下降,这也正是西得克萨斯中质原油供应越来越紧张,油价始终高出迪拜、布伦特等原油的根本原因。

与此相联系的另一因素是,油价波动和油价偏低必然使得高成本油田的再生产遇到更多的困难,油田设施维修费用的减少又必然使得老油田的事故发生率明显增高。因此产生的后果显然既多又大,其中之一便是废油回收行业的机会增加、投资效益增大。另外,技术的进步也是废油回收业有利可图的一大优势。新的技术开发通过回收和利用废油废物,减少了一次性原材料、燃料的消耗,合成产品和替代品与自然资源开展竞争。技术发展使得人们更好地开发地下资源,增加可使用资源,而且更好地利用已开发出来的资源。这一方面,废油回收技术理应当仁不让地先行发展,结果必将大获其利。

□ 技术特点

整个 80 年代,国际市场上对润滑油的整体需求增长缓慢,年增长率约在 1% 左右。但是由于各国炼油厂的开工不足(最好的年份 1987 年美国炼油厂开工率也只是 90%,而这还是两伊战火纷飞、中东局势紧张的情况下),由原油提炼厂供应的润滑油增长将会更慢,所以可以肯定这类油制品的市场价格不会随原油的下跌而降落,倒会随原油价格上涨而上涨。原因很简单:市场短缺。

石油回收技术显然极大地延长了未消耗油料的产品寿命。这种资源的经济优点在于:只需要相当于开采石油成本的一半甚至更少就可变为成品油;由于回收机器的全部工作是在现场将废油中的水分和微粒分离出去,所以这一行业的“生产机器”的寿命要比采油钻探等生产机械长得多,结果必然是生产成本相对较低。另外,原油中含有大量沾染物质,它们能够降低液压油中的润滑特性和冷却特性,从而给生产机械造成严重损伤。

另外一大优势便是回收废油带来的环境效益。现场回收废油既没有泄漏原油、抛弃废油造成的巨额开支,也不会违反环境部门关于漏油污染场地的有关规定。环境保护局准备把废油也列为危险的废料,所以任何一个公司在处理废油过程中,无论是运输、加工、储存,还是回收、处置,都得严格遵守各项规定。但是,现场回收废油避免了异地回收加工必需的巨额开支,与此同时,也避开了环境保护条款。这方面现在的一个难题是,根据有关规定,如果一个公司废弃了石油,不会因为另一个公司加以回收利用而不负污染环境的责任。这种情况下,废油回收公司的废油来源也许会成为问题。不过这与“石油回收公司”的产品没有直接关系。

□ 产品特征

石油回收公司设计和生产回收设备,并不参与工业化石油回收业务。所以说公司的名称与其实际业务可能令人产生误会。该公司生产的设备有三种型号或类型。回收工艺是该公司的专利“产品”。这项工艺包括过滤、加温、真空分离等不同手段。针对客户的不同需要,石油回收公司将同一种生产工艺改造成了不同类型的回收方式,采用不同型号的机器设备。这就是以上说到“回收设备”的三种“型号”和“类型”的原因。简单地讲,石油回收公司这项已获专利的回收工艺的工作原理大概如下所述。

废油经过一道每平方英寸 100 目的滤网后流进密度加温容器,然后穿过其他过滤装置。各种过滤网筛上的微粒杂质积聚到一定程度,就会造成回收速度的自动降低。下一个环节,经过过滤的石油流进一个液体—气体分离容器,容器里面始终保持真空状态。水一类的挥发性液体污染物受热蒸发,空气一类的气体性污染物由真空泵抽出,剩下的便是经过净化的石油,通过抽油泵排出容器,为下一循环准备空间。

回收公司的三种产品类型中,最小的一种名叫“回收 10”,常与主要机械设备固定相连,以保证回收过程持续不断地进行下去。依据它与配套使用的机器类型,每台售价在 3500 美元~6000 美元之间。第二种回收设备是“回收 100”,它可以从固定设备上拆下,从一个地方运到另一个地方。“回收 100”每小时处理 100 加仑的石油,流率大约为 600 加仑,单机售价 25000 美元。石油回收公司正在计划生产一种定名为“回收 60”的处理机,每小时加工 60 加仑,流率每小时 300 加仑,预计售价 18000 美元。

最大的石油回收单机是“回收 2000”,是为那些在工业地区独立工作的石油回采服务公

司特制的。这种机器可与卡车直接相接,售价每台 150000 美元,每小时通过能力为 2000 加仑,加工能力每小时在 300 加仑~500 加仑之间。大的原油生产现场近来出现了对回收技术的需求。他们希望在其采油联合体中增加回收机械部分。具体的体积、加工能力和单机特性将得根据客户提出规格以后再定。届时石油回收公司的公司角色将主要是设计而非制造了。

□ 产品优势

使用石油回收公司的产品,第一个优势便是成本低、收益大。与开采原油相比,回收石油的成本最高也不过 1/2。换句话讲,最低的成本效益为 50%,一家使用这种机器回收了大量废油的客户报告说,与开采石油相比,它节省了 80% 的投资。除了这一明显的节约之外,由于无需运输,也不需要处理开采过程中造成的废油,因而没有遭到环境保护局巨额罚款的危险,所以从这三个方面节约的成本也很可观。

另外一笔节省下的资金,直接来自污染被压到了最低限度。这样既减少了时间损失,也无需对雇员支付补偿金。石油回收设备最大限度地减少了操作人员接触废油的机会和时间,从而减少了造成人体皮肤和肺脏损伤的可能性。在劳务费用昂贵的工业化国家,由此节约的资金比率无疑构成了石油回收机械设备在市场上的又一竞争优势。

与普通的输油设施相比,废油回收无需运输,也就无需支付土地或管道使用定金、运输费、过境费等,更无必要获得有关部门的许可。石油回收公司生产的回收设备可以加工处理的油品种类很多,包括润滑油、切削油、液压油、密封油、轴承油和齿轮油等。这种回收设备不能接受的油品主要是易于爆炸的、酸度过高的,以及沸点低于华氏 300 度的某些特种油。

废油回收设备的产品优势中,还有一个便是操作方便。这类设备采用的技术无疑属于尖端精密领域,可是雇员无需特别训练便可上机操作。无数次试验、测验证明,经过该公司生产的回收设备加工的油品纯净无味,质量上乘,清除了所有的污染物质,对人体皮肤没有什么有害影响,与此同时,采用该公司回收设备的各家公司均有报告,说这种工艺和配套机器寿命长,检修停工期很短,成品油质量高,油料使用量比同类产品可节省 15% 以上。

□ 市场潜力

这类废油回收设备的市场有两个。一是生产设备附属市场。任务是从石油开采、提炼、储存等关系密切的各类公司购买一些回收设备作为主要生产的一个附属部门。二是专业从事石油回收的公司构成的回收设备市场。在前一个市场上,石油回收公司只能销售两种型号的回收机器,如果对“回收 10”定价每台 5000 美元,对“回收 100”定价 25000 美元,那么只要售出 2000 台“回收 10”或者 400 台“回收 100”,就可取得 1000 万美元的可观销售总额。但实际上石油回收公司开业 4 年来,两种型号的回收设备销售均未超过 50 台。

车载回收机即“回收 2000”的销售量最小,主要原因在于价格相对而言比较昂贵(每台 15 万美元)。4 年当中总共卖出 8 台,去年又售掉 3 台。有人提出单独改变对“回收 2000”的销售方法,即根据加工油品的加仑数收取工艺特许权使用费和设备使用费,可以认为是一种形式的租赁。不能说这是真正意义上的租赁,是因为涉及到已获专利的回收工艺问题,并非单纯的设备租用。假设一台车载回收机每天加工 1000 加仑,(实际上加工速率的设计能力为每小时 300 加仑~500 加仑,一天加工 1000 加仑的假设可以说是最保守的数字),每年工作日按 200 个计算。如果成品油的平均价格为每加仑 1.25 美元,那么 1 年至少生产 20 万加仑

的回收油,总收入将是 25 万美元。特许机使用费和设备使用费合计为每加仑回收油 0.25 美元。这样算来,4 年时间即可收回这台“回收 2000”的生产成本加利润总和,也就是正常零售的价格。

□ 服务成本

惠特默等三人发现,机床联合公司收购石油回收公司显然具有大获其利的潜力,但是如果机床联合公司设立自己的石油回收服务部,所需投资则十分巨大。据估计,1 台车载回收机运转 1 年需的开支包括(单位:美元):

购买卡车(25000 美元,4 年付清)	6250
保险费	5000
汽车行驶费用(汽油和润滑油)	10000
汽车保养	5000
许可证、过路费	1500
司机工资+各种补助(工资的 25%)	24000+6000
助手工资+各种补助(同上)	15000+3750
回收机维修费	12000
滤网及其他配件	20000

另外,还有司机和助手奖金,其计算如下:基本定额每年 10 万加仑,按每加仑付给司机 0.05 美元作为奖金;完成定额后每加仑奖 0.075 美元;助手奖金每加仑 0.02 美元。如因操作不当造成损失,损失费用的一半从两人奖金中扣除;司机兼管回收机操作。

□ 项目评估

石油回收公司现在拥有的生产设备和厂房(位于印第安那州克朗波因特)等设施远远不够,无法实现一天三班制,所需的生产量也很难取得。加工机械和多数附属设备运转状况尚好,但又远远谈不上行业理想程度。为了保证一定比例的净额赢利,(按机床联合公司兼并其他公司时的既定标准)销售总额必须达到 1100 万美元。为了达到这一目标,需要很快拿出大约 400 万美元作为投资。雇工人数需要增加 50%,生产空间也需要扩大。

首先,目前的生产属于劳动密集型,生产成本达到所销产品售价的 60%以上,尚不包括经营费用、销售费用等其他成本。其次,为了提高生产效率,工厂生产需要实现机械化。而要实现机械化,就需增加基础设施和其他机器的投资。第三,石油回收公司的雇工均未参加工会组织。一旦由机床联合公司接管过去,各类雇员就会被收进各自相应的工会中去,他们现在的平均工资为每小时 5 美元,加入工会后工资将会提高到每小时 8.85 美元~13.63 美元。如不尽快采用劳动节约型设备,实现机械化、自动化,仅工资增加一项就会使产品单位售价的生产成本由 60%提高到 72%,公司获利的机会势必进一步减少。

在现场石油回收设备和服务的市场上,石油回收公司尚无直接竞争对手。如果算上全部同类企业的回收业务,只有石油精炼业的重油再提炼业务可以认为是竞争因素,但以加工的加仑数计算,它们总共才占这一部分市场的 8%。再提炼厂家多是地方经营的小公司。就石油和废油回收设备市场而言,竞争势力似乎可以忽略不计。当然估计数字因人而异,但据现有资料可以假定,没有一家公司的市场份额超过 1%。由此形成的客观结果是相当大比例的

现存废油或者当粗燃料烧掉,或者非法地直接排入了水道。也有一部分回灌到了大地深处,也有的非法地用于木材涂抹(以防木材腐烂)。

惠特默等三人受命进行了上述调查。公司决策人士认为资料丰富,分析得当,剩下的问题便是决策了。这一收购业务可行与否,如何协调,怎么着手等,则是下一步的事了。

凯德伯雷·斯彻卫普公司和里德国际集团中的管理收购

□ 背景介绍

这里选择两个比较大的国外管理收购的案例来说明大型企业集团实施这些战略变革的可能类型。从企业经理的角度看,这些案例在财务上也是十分成功的。

凯德伯雷·斯彻卫普公司成立于1969年,是由糖果公司凯德伯雷和软饮料公司斯彻卫普合并而成。到80年代中期,凯德伯雷·斯彻卫普公司有四个分部:除了糖果分部和软饮料分部外,还有部分较小的食品、饮料和健康、卫生等方面的业务。后面的这些业务虽然还算成功,但对集团的总体绩效贡献甚微,特别是在吸引北美地区的股权投资方面,这些业务分部几乎没有带来任何收入;而当时,集团于1984年发行了美国存托凭证(ADRs),之后又发行了8000万美元的可转换债券,使得美国市场占集团总销售收入的25%。

1986年,集团总裁多米尼克·凯德伯雷要求集团计划部经理保罗·贾杰执行一项集团的战略评估任务。贾杰曾是食品和饮料分部的执行经理,其任务是考察集团将业务集中在糖果和软饮料事业上的收益究竟如何。为了在竞争中获胜——而不仅仅是生存,集团决定将对其利害关系影响不大的小业务处理掉,以便使高级管理人员把注意力集中到集团战略利益领域中来。健康与卫生分部很快被卖给了其管理人员经营,但在食品饮料分部的处理上遇到了一系列困难,该分部的产品范围过于广阔,而且许多产品的商标中都采用了凯德伯雷的名称。虽然购买者有商标使用权,但是对于竞争者而言,因为面临改革同样产品同样顾客的商标,其吸引力大为降低。集团得到的最初报价也令人失望,所以,贾杰请求集团同意他进行一次管理收购的尝试,后来果然取得成功,并由此诞生了一家新的企业——普莱米尔·布朗兹有限公司。

另外一个案例正好发生在上一个案例之后。

1987年,里德国际集团将其办公用品的供应业务即纸品和包装用品业务进行了重组,建立了一个单独的分部,当集团决定将未来的经营重心放在印刷业务上时,已感到继续从事纸品和包装用品的业务会降低其股票价格,其印刷业务的市盈率远远高于那些包装用品制造公司的市盈率。所以,在1988年初,集团决定把这个新设立的分部卖掉,并为外部投标者准备了一份销售说明书。该分部的管理人员也被允许参与投标,他们筹集到了所需的资金,经过谈判,最终以6亿英镑购得该业务部并成立了一个新公司——里德派克有限公司。

这两个对集团分支机构进行大规模管理收购的成功案例可以和两个失败的服务性企业收购案例进行比较。由于收购实际上并未发生,下面未披露相关公司的名称。

案例之一是关于一家国际公关咨询公司的英国分部。在经历了一段损失惨重的灾难性

负增长时期之后,该公司引入了一个新的管理队伍。这些新任高级管理人员开发出新客户并去掉了那些导致亏损的因素,公司果然很快就开始盈利。但是,由于照顾到为集团海外客户服务的英国分部,仍有一个部门处于亏损状态。因为这些管理人员对集团恰如其分地照顾新客户的海外需求的能力没有信心,所以也就没有积极地去开拓潜在的服务性市场业务。在这种情况下,公司国际大集团的地位好像更像一种负债而非可以利用的资产。于是,针对目前有利可图的、处于增长中的公关业务,策划一次可令人接受的管理收购的讨论就开始了。

有关讨论在涉及到估价问题时陷入了僵局,因为集团的财务顾问们坚持要分公司管理人员支付一个包括公司资产负债表上累计亏损在内的价格。无论管理人员和他们自己的财务人员如何试图说明,那些亏损是上一届管理人员实施的战略失败的结果,因而并没有未来价值;但讨论的另一方始终坚持说,亏损代表了集团对该业务的投资,现在的管理层必须为此付出代价。这种状况使得双方在价值评估上的分歧越来越大,根本无法达成协议。最后,管理人员离开了该公司去开发他们自己的业务。这是不足为奇的,因为是对该公司的命运转折做出了贡献。没过多久,原来的顾客跟着他们到了新公司,集团只剩下为其自有客户服务的英国子公司的亏损业务。当然也就未能从失败的管理收购中获得任何进展。

第二个案例是关于一家保险经纪商,这是一家国际金融服务集团的子公司,该集团由于几次判断错误的收购而陷入了财务困境。该保险经纪公司的高层管理人员感到,他们的企业战略受到了集团强制性的短期财务经营要求的负面影响,同时作为集团的一部分,保险公司在金融市场上的形象受到了损害。结果,一项寻求管理收购的战略企图应运而生,虽然人们普遍认为集团不会同意轻易放弃这一尚有利可图的业务。除了提出策划一次管理收购之外,管理人员还提出,如果保险公司仍被要求留在集团内部,他们就有权提出一项修改过的战略计划。这项计划提出了一个积极的收购战略,其目的是扩大市场份额,填充现有保险业务和有关服务的几个空隙。这一战略所需资金显然会对集团有限的财务资源造成更大压力,但它同时也迫使集团将其注意力集中到正在对集团一些成功业务的长期发展造成损害的问题中来。集团果然拒绝了管理收购的建议,同样不出所料的是,为了防止这些主要管理者从此消沉下去或离开公司,集团同意了这些管理人员富于挑战性的收购和增长战略。

□ 交易策划的关键

一旦管理人员看清了购买其所经营的业务的可能性,即使在有些案例中,这种机会是由其所有人出售该企业的决策而强加于他们身上的,关键问题就变成,收购是不是切实可行的好建议。在许多管理收购的例子中都存在着一个明显的制约因素,那就是,管理人员没有足够的资金购买其公司——这也是他们目前为什么只是管理者而非所有者的直接原因。但即使在这些管理人员开始与外部融资者进行正式的细节谈判以前,仍有一些其他的结构性限制因素需要考虑。

在我们前面介绍的两个管理收购的实际案例中,分公司的管理人员本来可以撒手不管,让本行业的其他公司或外部购买者购买其公司。这些分公司经营良好,因此,其高层管理人员凭着良好的经营管理业绩,不会仅仅因为公司所有人的变更而即刻感到什么威胁。实际上,如果集团不再视他们为集团的核心企业,他们(即分公司)在近期就得不到足够的投资。一旦新的所有人上台并为其收购付出一个可观的价格,上述状况可能会有所改善。这样,为

了实现从一名职业经理到所有者的跳跃,要想通过策划管理收购来达到目的,经理人员就要有一种强烈的动机,要么是财务上的,要么是个人荣耀方面的,甚至两者都有。

一种非常普遍的重要动机是,管理人员渴望对企业的未来发展施加更高层次的控制。如果只是企业目前的所有者为另一批所有者所取代,这种渴望就无法实现。这一点对于因为资金缺乏而构思出管理收购计划的做法具有重要影响,这种收购在正常情况下对管理人员来说是可能的,如果收购所需的大量资金是以股权投资的方式引入的,那么,管理人员实际上是进行了一次以一批陌生的所有者换取一批关系密切、可能富于挑战性的投资者的交换,这种方式从与新公司的业务风险建立一种反向关系的角度来看是合适的。管理收购资金中的股权投资部分通常是由冒险的资本所有者提供的,他们要求获得与其高风险投入相一致的高收益回报。管理人员对公司实行控制的渴望意味着有必要对这种收购交易进行认真的策划,以便管理者既可以维护对企业的高度控制,同时又不使大批投资者看到的风险增加到不能接受的水平。

这种制约因素不仅要考虑到进行收购所增加的风险,同时也要考虑到进行收购所伴随的财务动机。如果收购取得成功,大多数管理人员兼所有者都希望利用这种机会大幅度增加其财富。这可以通过其持有公司股份的增值来实现,而不是靠提高薪金和奖金,后者只是增加管理人员收入的一般途径。这种通过资本收益来增加财富的可能对外部投资者具有相当大的吸引力,因为这样,使得管理人员的收益回报同投资者的回报联系了起来。换句话说,如果收购成功,管理者和投资者均会受益。但是,如果收购后企业的经营状况不尽人意,这些外部投资者可能会要求更多地参与公司管理,甚至最终更换管理层。

因此,理想的收购策划应该是管理者对所收购的公司获得有效控制,并将这种控制至少保持到取得外部投资者所预期的经营结果为止。如果取得了预期的结果,外部投资者即大部分资金的提供者就会得到相应的回报,并据此认为他们最初对该笔交易的投入是正确的;如果实际结果比预期的要好,则无论是管理者还是投资者都会得到更高的收益回报。既是管理者又是所有者的人员在上述收益中的份额提高是无可非议的,因为正是他们的良好表现才创造出这种额外收益。问题在于,如果业务进展不如人意,那又将如何?一般情况下也将由管理人员承担大部分损失,因为如果可能的话,投资者会要求补偿其投资成本。

这些不同的目标可以通过一些不同的财务结构安排取得,但这些财务结构均含有某种形式的调节机制,以便根据业务的发展状况在有关各方之间调整财务收益状况和相应的股份持有额。对管理层来说,一种普通的结构是将其拥有的所有资金以普通的投票权股份(即管理者股份或发起人股份)形式注入公司。这样做不但使管理者拥有了对公司的最初控制权,而且也使外部投资者感到,管理者对公司做出了完全承诺。在通常情况下,管理者筹集上述资金要以其家庭财产为抵押,这一点突出地反映了进行收购的管理者所承受的风险状况的巨大变化。剩下的资金要通过负债和发行可转换且可赎回优先股相结合的形式筹集。

在管理收购中采用可转换、可赎回优先股是对这种财务结构如何增值的一种最好写照。只要公司支付股息,这些优先股通常是没有投票权的。因此,在股东协议中就股息支付问题,例如适当的盈利、现金流动等,规定了严格的条件。要知道,为进行收购而建立的新公司的经营条件是可以调整的,以便满足对此有兴趣者的需要。如果外部投资者有这种需要,他们可以

购买一些普通优先股份而将投票权留给管理层,外部投资者将支持管理人员自主经营,以求创造更多的价值。这类优先股一般是可赎回的。如果事情发展并不顺利,外部投资者可以在管理者回收自己的投资以前得到金额的投资偿付。

以上问题的关键在于,一旦公司经营取得了某种程度的成功,比如说三年或五年以后,这类优先股转换为普通股的形式如何确定。因为在某些情况下,所有的优先股都是可赎回的,但外部投资者也有权在未来适当时候认购普通股份。通常的做法是在未来某一商定的日期将公司期望值的最准确估计作为评估基础。这种最可能产出“条件下的外部投资者持有股份的价值就代表了对其投资的一种可以接受的收益率,它包括优先股股息收入和优先股转换为普通股后的预计资本收益值。这一必要的收益率反映了预见的投资风险,会受到当初管理者注入资金在全部资金中份额大小的影响。

因此,基础性评估首先要能为收购的融资者提供可以接受的回报,同时,公司股本中的剩余部分(由管理者获得)也应产生相当的收益,以便从管理层的角度来看,整个工作是值得的。只要总体的期望收益使每个人都乐于促成这笔交易,就应当对如何承担风险和收益的分配达到协议。这一点通过下列途径可以做到,要么对优先股的转换价格如何调整确立一个公式,要么授权管理层持有更多的普通股,具体数额由公司业绩确定。关键在于,该协定必须在收购发生以前制定出来,而且它不但要容易为参与各方理解,而且要包含所有可能的结果,不管这种可能性有多大。通常情况下,当所有的人主动、积极地策划这类收购时(它也可能在未来一种始料不及的、相反的情况下发生,)事先达成协议是比较容易的;但是,如果在交易达成以后,公司业绩表现很差,上述情况就可能发生,此时要达成协议也就困难得多。

还有一点要注意,这种交易越复杂,它在将来就越可能成为管理人员的一种抑制因素,因为他们要花费大量时间试图确定企业发展中的每种变化会如何影响他们的个人地位。

☐ 筹集资金

如果收购是“友好的”而非“敌意的”,即现在的所有者或集团的高级管理人员乐于将分公司卖给当前的管理人员,这种密切关系就会成为管理层的一种积极因素。他们或许可能同目前的企业所有者达成延期付款的协议,甚至使这些股票持有人在收购后仍保留公司很小的权益。这种协议明显地降低了收购对从外部筹集资金的需要。由于企业现有所有者对公司了解程度较深,他们不会冒昧地索取高溢价;但新的外部投资者刚刚涉足这一企业,他们可能会贸然索要高价。

与筹资者有关的另一个问题以前碰到过好几次,这就是,在对管理收购融资以前,外部投资者常想知道对方向他们提出的退出途径。如果收购获得成功,投资人获得显著的资本收益,他们通过何种途径实现其收益呢?策划了收购的管理人员为了取得公司更大的控制力,常常不希望看到如此巨额的股份被卖给他们不满意的人,这会造成企业的经营活动受到额外的干扰。但他们自己又不可能有足够资金买下这些股份,至少在没有外部融资的创业资本形式的初期不能。正如在其他形式的创业资本融资中一样,最好的退出途径就是创立上市公司,这可以让外部投资者对其持有的股份进行清算而同时不必强迫管理者也这样做。这就是在普莱米尔·布朗兹和里德派克的两个收购案例中所建议的办法,但实际上没有一个采用后面谈及的公开上市方式。另一种可能的退出途径是,一旦公司的经营战略实施了一段时

期,并且其风险也降低到很低水平,就可以对公司进行再融资。如果公司经营稳定且现金流量持续良好,它就可以利用增加负债来收购外部投资者股份的办法提高债务/资本比率,但如果风险太高就不应采取这种办法,有趣的是,西方最为普遍的退出途径是随后把全部业务卖给另一家公司,这一方法通常被视为贸易销售。

这种贸易销售意味着所有的股票持有人同时实现了其资本收益,但顾名思义,它也意味着管理人员失去了对公司的控制权。实际上,如果在贸易销售以后,他们仍与公司在一起,那他们就变成了纯粹“打工”的经理而非所有人身份的经理,尽管他们可能比以前富有得多。从这里也可以推论出,进行管理收购的主要动机是取得巨额财富的潜意识,而非人们广为认可的获得自主性和对公司控制权的渴望,这倒是颇具讽刺味道的。

回头看看我们上面列出的两个收购案例,或许可以解释讨论中提出的观点。1986年5月,普莱米尔·布朗兹公司以9700万英镑的代价取得了凯德伯雷·斯彻卫普集团在英国、爱尔兰和法国的食品与饮料业务。这个数字并不意味着对该公司净资产的高额溢价,它已经等于确认的净资产额,这使得一种独特的融资结构得以形成:管理者在普通股本中共投入33万英镑,公司雇员持有15%的普通股份,凯德伯雷·斯彻卫普集团有权购买10%的股份,剩余75%的股份由管理人员实施有效控制。因为其余的8670万英镑的资金是通过债务融资筹集的。

如此规模的债务水平,其利息负担显然是很沉重的,但战略上的飞速变革很快就开始大幅度减轻这种负担了,肯科咖啡(Kenco)被以1000多万英镑的价格卖给了通用食品公司,这个数字确实是对实际资产的高额溢价;通过裁减20%的多余管理人员和雇员以及大幅度地削减办公费用,公司的成本降低了;尽管利息支出庞大,但由于业务状况的改善,营运资本周期缩短到6个月以内。最初制定的计划是在企业成立之后就企业股票上市。实际上,随着净营运资产达到1亿英镑左右,公司在管理收购发生时就足以成为公开上市开司。

公司战略中的增长部分顺利实施,其中包括许多通过不断融资来进行的收购。然而,1987年的股灾使原定1989~1990年度创建公司上市的前景蒙上了阴影。因此,尽管1988年以前的3年公司财务状况强劲,在选择创建公司上市的合适时机的问题上仍旧出现了分歧,特别是当人们预计已经很高的财务负债水平还会继续上升,以支持公司收购和内部发展的时候,最终结果是,一家从事食品、家具和地产的上市公司在1989年5月以不到2亿英镑的价格收购了普莱米尔·布罗兹公司。这笔交易的结果意味着上述公司(希尔斯顿)承接了普莱米尔·布罗兹公司巨额的未偿还债务。即从最初管理层投入的33万英镑发展到3年后的1.5亿英镑之间的巨大差额。

耐人寻味的是,公司最大的个人股东,管理收购发起人保罗·贾杰反对这项买卖,在协议达成以后,他立刻辞职离开了公司。

在里德派克公司的管理收购案中,投资者获得的收益并不像普莱米尔·布罗兹公司案中那样令人瞠目结舌,但给人印象也很深刻。1988年7月进行的这次收购是同期英国收购案例中金额最大的一宗,总值达6.086亿英镑。由于和原集团公司间的关系,里德国际集团公司同意购买里德派克6000万英镑的优先股,并将拥有准备成立的公司10%的普通股股份。高级管理人员投资约200万英镑,在公司中占有重要的但数量仍为少数的股份;此外,

3000 多雇员也以普通股形式对公司注资。外部冒险投资者提供了剩余的股本金额,但由于高额营业利润(1987 年超过 5000 万英镑,1988 年为 6500 万英镑),所需融资中的相当部分可以通过举债筹集。

公司收购后的最初几年业绩相当骄人,1989 年营业利润达 7980 万英镑,1990 年达 9010 万英镑。同以前一样,最初为投资者计划的退出途径是,在经过 3 年成功的成长和重组后在股票市场上市。然而,1990 年 6 月,里德派克公司被一家瑞典的纸业包装集团 SCA 以超过 10 亿英镑的价格(包括未偿还债务)收购。由于这笔交易对里德派克公司已完全冲淡的股权资本的估价是 5.5 亿英镑,原来的股票投资者(包括里德国际集团)均收益颇丰,其中高级管理人员得到的收益几乎是他们两年前投入资本的 34 倍。

在以上两个案例中,两家公司最近的收购者对其收购行为似乎颇为满意,因而在很短的时间似乎就创造了可观的价值,有的出价者似乎开价也很低。

□ 重返财务战略的金科玉律

上述两个案例突出强调了从管理收购中获得大量资本收益的可能性。但是,预期收益的获得并不能以忘记财务战略中的基本规律为代价。财务风险与企业风险应该是呈正向相关的,因而,只有低风险,发展成熟的企业才应采取高负债的策略。同时,由于风险和收益之间存在着明显的紧密关系,因此,如果因为这样一个财务战略上的巨大变化(即收购)而使企业的总风险增加,新的投资者就要求得到更高的收益才肯投资。如果在公司经营业绩下降的情况下外部投资者能够想出替代性的办法,例如以具有可实现的良好价值资产作抵押,那他们就只应将其投资视为负债。

近来策划和实施的几个管理收购的案例中,这些财务战略中的基本规律都被忘记了,结果许多公司后来陷入财务困境和灾难之中,这是值得引起注意的。

日本第一劝业银行的诞生

1971 年 10 月 1 日上午 9 时,在日本东京丸之内的第一劝业银行总行,来宾云集,人群鼎沸,由第一银行和劝业银行合并而成的日本第一劝业银行在一片掌声和欢声中揭幕正式成立。当时,两家银行合并后的存款总额为四兆多日元,1976 年 3 月底,这一数字增加到接近八兆,规模接近当时的两倍,使其迅速成为日本最大的银行;1980 年,该行跻身到世界十大银行之列;1986 年,其总存款达 1800 多亿美元而高居世界各大银行之首,此后,该行一直保持世界最大银行的地位。

□ 合并前两家银行概况

第一银业是日本声誉很高的古老银行,于 1873 年根据日本国立银行条令,通过组织股份公司,设立现代商业银行,作为日本第一国立银行开始营业;1896 年春转为普通银行后始改称第一银行。之后在 1912 年与日本第二十银行合并;1913 年吸收北海银行,1917 年与古河银行合并,从而成为日本五大银行之一。1943 年,第一银行与三井银行合并成立帝国银行,第二次又兼并了第十五银行,占据日本最大银行的宝座,但五年之后,第一银行和三井银行又分开,各分得一半店铺和一半资金。这样,第一银行在日本都市银行中一下子沦为中等

银行。虽说这时的第一银行算是名门银行,但日子并不好过。因为银行不能满足本系统企业强烈的资金需要,削弱了这些企业的发展势头。在三菱、住友、富士等银行随着系列企业的发展而发展之机,第一银行的经营情况却停滞不前,在第一银行系统中,当时经营情况不好的企业陆续出现,以第一银行为主力银行的日本特殊钢、五十铃汽车等公司的经营已经走投无路,要解决这些问题,第一银行也感到资金不足,实力薄弱。

第一银行虽然一直为此而焦躁不安,但其本身已经处于不能自拔的境地。要摆脱这种危机就得扩大资金,较好的办法就是寻求适当对象进行合并。回靠三井是不可能的。该行曾考虑同三菱银行合并,但当时的三菱银行在日本都市银行中位居第三,第一银行排在第六位。从其实力、顾客往来关系和系列企业来看,两者都有较大差距,比如三菱银行当时的资本是360亿日元,第一银行是240亿;三菱银行发放的工资额为119亿,后者仅53亿日元;三菱银行的往来户中,代表各产业的超一流企业占压倒多数,第一银行虽有涩泽,古河系企业,但与三菱相比就显得相形见绌。从双方的这种差距中进行客观判断的结论是:纵然对等地实行合并,结果将还是第一银行为三菱银行所兼并。就这样,三菱银行与第一银行合并的想法便化为泡影。但第一银行的处境并未得到改善,其生存和发展的道路在于同一个合适的对象合并,这可以说是众人所见皆同。

日本劝业银行是1905年8月根据日本劝业银行法设立的特殊银行,从一开始,劝业银行就具有很强的国家政策性投资和贷款机关的性质,尤其是具有旨在振兴农业的投资和贷款机关的性质。根据1921年日本制定的劝业和农工两银行合并法,首先是十一个农工银行合并,接着进行了第二次、第三次合并,最后合并成全国农工银行,从而确立了网罗全日本分支机构的大型银行的地位。

1950年,日本废除了特殊银行法,劝业银行遂转为普通银行,丧失了债券的发行特权。不仅如此,在停止发行债券、资金来源减少之后,还必须用劝业银行窗口所聚拢的存款来确保已发债券的资金偿还问题,因此贷出资金陷入极端不足的困境。在这种状况下,劝业银行的许多往来客户脱离后投靠其他银行,并且,劝业银行由于缺少资金而对此束手无策。

但是,劝业银行有一笔巨大的财产,那就是劝业银行在日本仍然是独家发行彩票的主办单位,这对银行来说可以带来很多的好处。因此,劝业银行对第一银行具有很大的吸引力。

□ 合并中介人

第一银行和日本劝业银行都在考虑,除了合并之外,恐怕将来没有其他活路了。要合并,当然最好有一个融通双方关系的中介人,当时涩泽仓库的总经理八十岛亲义正是一位难得的中介人。

八十岛是第一银行出身,最后担任过首席常务理事,1963年转到涩泽仓库。他熟悉第一银行的内情,与再度担任总经理的井上薰关系非常亲密。而且,八十岛是比当时的劝业银行总经理——横田郁高两年的校友,两人都毕业于庆应大学,八十岛的弟弟与横田更是庆应大学的同届同学,早就交往甚密。

八十岛主动出来当月下老人。他察觉到了与自己交往很深的井上再度就任总经理后的困境,虽然心里深深感到“除了合并是找不到开辟未来的出路的”,但由于井上曾经坚决反对与三菱银行的合并,显然地,他自己不宜亲口提出新的合并计划。八十岛适时地安排了双方

见面,时间是1969年10月初,地点是八十岛经常光顾的东京都内的某旅馆。席间,两家银行的最高层领导——井上和横田相当深入地交换了意见,双方都认为对方是适宜对等合并的对象。

自此之后,两人在八十岛的撮合下,每月秘密地进行一次会谈,在一次次反复会谈中,相互加深了信赖,增强了合并的信心。大约在1970年4月,井上与横田两人之间已基本上就第一银行与劝业银行之间的合并达成了协议。

□ 合并的程序

1. 进展顺利的准备作

由于井上与横田之间已有共识,有关合并的具体协议就进展得相当顺利。就新银行的名称,井上主张原封不动地合在一起,横田很痛快地决定下来;总行设址中先在第一银行的一个地方,拟建新的总行大楼时将选择两家银行当时总行之间的某一地区,双方接受了这个意见;人事上商定由井上任董事长、横田任总经理,其他职务由两家银行公平解决。

双方为了防止消息透露破坏商谈,只秘密地同银行内部和主要往来户顺利地进行了疏通工作,然而新闻界发现动向而提前公布了合并的消息。

2. 正式公布合并

1971年3月11日早晨,井上和横田两位总经理分别召开了临时董事会,就合并一事取得董事会的同意后,在东京内幸町的帝国饭店共同接见记者,正式发表两银行合并的消息,同时还谈到了达成协议的经过,以及新银行的性质等问题。其内容详尽地写在当时散发的《合并宗旨》里,主要包括合并的合法程序、合并的理由,并提出了以后坚持踏实可靠的经营方针。

□ 合并带来的影响

银行合并的最大优点在于扩大了获得存款的第一线窗口——店铺网。当时,第一银行的店铺网集中在东京、大阪等城市,劝业银行的店铺网遍布全日本但在大城市的力量较弱,两者互相补充,成为很大的优势。其次,两家银行的合并一下子提高了其在国际上的地位。因为合并后已为日本第一大银行,在外国只要这样一提,对方很快就明白了,交易也容易达成。两家银行合并后,外国客户明显增多。第一银行和劝业银行合并后,因为大藏省批准它对外店铺的配置情况进行改变和转换,结果,第一劝业银行在海外的据点,一下子跃居东京银行之后成第二位,在国外的分支机构数也达到与上位银行并驾齐驱的地位。

日本财界大多数欢迎这次合并,这一合并在日本以外也引起相当大的反响,美国人多数认为,第一劝业银行的诞生是在国际资本市场上出现的有力的竞争者。英国伦敦则认为,日本诞生了世界上名列前茅的大银行,今后它在国际金融市场上必然会发挥强大的威力,并预示日本金融界以此为开端向大型化的方向发展,那么,日本将会依靠外汇储备的巨额积累和日元地位的提高,逐步积极地向外扩张。

□ 合并后的一体化

第一劝业银行成立之后,首先提出了作为经营之本的四个观念:①为国民提供最佳服务;②向企业广泛提供丰富而优惠的资金;③作为世界性银行要对国际经济的发展作出贡献;④以尊重人的思想出发,建立具有吸引力的工作场所。

合并后的第二年春,第一劝业银行开始制定并实施第一个长达三年的长期经营计划,后来又通过连续几个长期计划而实现了经营的稳定增长。

在人事上,双方谋求平衡安排的做法,取得了较好效果,因为双方都意识到,人和是非常重要的。

从此之后,第一劝业银行走向迅速发展之路,尤其是在 1981 年其总行大楼建成,结束了往日双头银行形象,实现了两银行的完全融合。自 1986 年以后,该行在世界大银行中一直都保持领先地位。

附录一 关于企业兼并的暂行办法

（1989年2月19日国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局发布）

企业兼并是社会主义商品经济发展的客观要求，是竞争机制发挥作用的必然结果，也是深化企业改革的重要内容。为了积极稳妥地推进企业兼并工作，特制定本办法。

一、本办法所称企业兼并，是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为，不通过购买方式实行的企业之间的合并，不属本办法规范。

二、企业兼并的原则

1. 企业兼并要以经济发展战略和产业政策为指导，使资产存量向需要发展的重点产业、新兴产业和生产短线产品的企业流动，实现生产要素的优化组合；

2. 企业兼并应遵循自愿、互利和有偿的原则，在竞争过程中进行，实现优胜劣汰。不能用行政命令强制或阻挠优势企业兼并劣势企业；

3. 企业兼并要注重实效，其衡量标准是优化产业结构、产品结构和企业组织结构，提高企业的整体素质和社会经济效益；

4. 企业兼并除国家有特殊规定者外，不受地区、所有制、行业和隶属关系的限制；

5. 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；

6. 商业企业的兼并，不仅要考虑经济效益，还要考虑方便人民生活。一些经营蔬菜、小百货和从事其他生活服务的小型商业、服务业门店，在兼并时应统筹考虑经营范围和经营方向。

三、被兼并方和兼并方企业的确定

全民所有制企业被兼并，由各级国有资产管理部门负责审核批准。尚未建立国有资产管理部门的地方，由财政部门会同企业主管部门报同级政府作出决定。为使兼并工作顺利进行，应征求被兼并方企业职工的意见，并做好职工的思想工作。集体所有制企业被兼并，由职工代表大会讨论通过，报政府主管部门备案。

当前被兼并的对象，重点应是以下几类企业：

1. 自己提出被兼并的企业；
2. 资不抵债和接近破产的企业；
3. 长期经营性亏损或微利的企业；
4. 产品滞销、转产没条件，也没有发展前途的企业。

凡属被兼并的对象，国家不再给予减税让利、补贴或优惠贷款等特殊照顾，以促使企业走兼并道路。

属于新兴产业的微利或亏损企业,应优先在本行业内实行兼并,以利于新兴产业的发展。

已经实行承包或租赁的企业,在确定其被兼并时,应先按照承包或租赁条例规定,办理中止合同手续。

四、企业兼并的形式

企业兼并主要有以下几种形式:

1. 承担债务式,即在资产与债务等价的情况下,兼并方以承担被兼并方债务为条件接收其资产;
2. 购买式,即兼并方出资购买被兼并方企业的资产;
3. 吸收股份式,即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方,成为兼并方企业的一个股东;
4. 控股式,即一个企业通过购买其他企业的股权,达到控股,实现兼并。

五、企业兼并的程序

1. 通过产权交易市场或直接洽谈,初步确定兼并和被兼并方企业;
2. 对被兼并方企业现有资产进行评估,清理债权、债务,确定资产或产权转让底价;
3. 以底价为基础,通过招标、投标确定成交价,自找对象的可以协商议价。被兼并的全民所有制企业成交价,要经产权归属的所有者代表确认;
4. 兼并双方的所有者签署协议。全民所有制企业所有者代表为负责审核批准兼并的机关;
5. 办理产权转让的清算及法律手续。

六、被兼并方企业资产的评估作价

被兼并方企业的资产包括有形资产和无形资产,一定要进行评估作价,并对全部债务予以核实。如果兼并方企业在兼并过程中转换成股份制企业,也要进行评估。

资产评估组织一定要具有公正性和权威性,有条件的可利用现有会计师事务所等中介机构;没有条件的可由有关部门组成临时评估组织。

资产评估作价可以采取以下三种办法:

1. 重置成本法,即按资产全新情况下的现价或重置成本减去已使用年限的折旧,来确定被评估资产的价值;
2. 市场法,即按市场上近期发生的类似资产的交易价来确定评估资产的价值;
3. 收入法,即按预期利润率计算的现值来确定被评估资产的价值。

这三种办法可以互相检验,亦可单独使用。

七、企业兼并的资金来源和兼并后的产权归属

企业兼并也是一种投资方式,凡是国家规定可以用于投资的资金,都可用来兼并企业,当前主要有以下四项:

1. 企业留用利润;
2. 企业节余的折旧基金;
3. 计划内用于投资的银行贷款;

4. 企业经过有关部门批准发行债券、股票等筹集到的资金。

企业兼并后的产权归属,原则上谁出资归谁所有。

八、被兼并方企业产权转让的收入归属

被兼并方企业产权转让的收入,归该企业的产权所有者。如被兼并方企业是全民所有制,其净收入除国家另有规定外,由国有资产管理部門组织解缴国库;未建立国有资产管理部門的地方,由财政部门组织入库,列入专门帐户,纳入预算管理。如被兼并方企业属集体所有制,其净收入按产权归属比例分别归不同所有者。企业产权归属不清的,其净收入视同国有资产管理。

九、对被兼并方企业职工的安置

在目前社会保险制度还不健全的条件下,被兼并方企业的职工,包括固定工、合同工和离、退休职工,原则上由兼并方企业接收,在确定资产转让价格时要考虑这一因素。同时,要积极创造条件,推进社会保险制度的配套改革,逐步过渡到由社会吸收、消化。被兼并企业职工的所有制身份可以暂时不变。

十、兼并后企业的财政税收管理

企业兼并后,如果被兼并企业丧失法人地位,按兼并方企业的财政税收管理办法执行;如果被兼并方企业仍保留法人地位,在所有制性质没有变化的情况下,按被兼并方企业原来的财政税收管理办法执行;如果被兼并方企业的所有制性质发生变化,按所有制性质变更后适用的财政税收管理办法执行;如果兼并双方通过参股、控股形成股份制企业,其财政税收的管理办法另行制定。有关全民所有制企业兼并后的财务处理办法,由财政部另行制定。

附录二 国家经贸委、中国人民银行 关于试行国有企业兼并破产 中若干问题的通知

(1996年7月25日 国经贸企[1996]492号)

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

根据《中华人民共和国企业破产法(试行)》(以下简称《破产法》)和《国务院关于在若干城市试行国有企业破产有关问题的通知》(国发[1994]59号)以及《关于鼓励和支持18个试点城市优势国有企业兼并困难国有工业生产企业后有关银行贷款及利息处理问题的通知》(银发[1995]130号)、《关于防止银行信贷资产损失的通知》(银发[1994]40号)等有关法律、法规文件的规定，各试点城市加大了国有企业(以下简称企业)兼并、破产工作力度，企业组织结构工作取得了进展。为进一步推进此项工作，经国务院同意，现就企业兼并、破产中的若干问题通知如下：

一、建立“兼并破产、减员增效”机制是深化企业改革、促进经济发展、保持社会稳定的重要措施，是当前进行企业结构调整的重要手段。各地区、各部门以及各企业在实施兼并、破产中，要依法规范自己的行为，按照有关法律、法规和本通知规定执行。

二、对有挽救希望的濒临破产企业，应充分尊重主要债权人意见，尽可能采取兼并、合并、代管、分立等方式予以挽救。其中实行分立的，须经2/3以上债权额的债权人同意后，报经企业所在地人民政府批准，依照商定的比例承担原企业债务，并订立分立协议，否则分立无效，工商登记部门不予注册。要积极探索利用金融中介机构，以企业重组和债务托管经营相结合的方式解决濒临破产企业的问题。严禁借兼并、破产之机逃避债务，违者应依法追究法律责任。

三、有关城市人民政府在制定企业破产预案和进行前期准备工作时，必须有中国人民银行当地分、支行的代表参加。要充分尊重主要债权人意见，对有争议并经地方人民政府协调仍未取得一致意见的，报国家经贸委和中国人民银行总行协调处理。

四、破产清算组的组成人员要包括中国人民银行及其分、支行的代表。

五、在实施企业破产中，首先要妥善安置破产企业职工，保持社会稳定。企业以土地使用权作为抵押物的，其转让所得首先用于破产企业职工的安置，对剩余部分抵押权人享有优先受偿的权利；处置土地使用权所得不足以安置职工的，不足部分依次从处置无抵押财产、其他抵押财产所得中拨付。抵押权人未优先受偿部分，参加一般债权的清偿分配。

六、企业兼并要本着自愿有偿的原则，严禁“拉郎配”。凡已清产核资的企业进行兼并，不

再进行资产评估。兼并中的土地增值税按照财政部、国家税务总局《关于土地增值税一些具体问题规定的通知》(财税字[1995]48号)的规定免收。不改变土地使用用途的,土地出让金原则上暂不征收。

七、为做好呆帐、坏帐冲销工作,各级银行和财政要有专人负责,并尽量简化冲销手续。国家对破产企业呆帐核销实行总量控制,由国家经贸委和中国人民银行会同有关银行共同掌握。企业兼并时,试点城市有关银行分、支行坏帐准备金不足,可用呆帐准备金冲销,具体办法由各银行总行另行规定。试点城市有关银行分、支行冲销数额不得超过其银行呆帐、坏帐准备金应提取总量,对超过呆帐、坏帐准备金提取总量部分的,要报银行各自总行,依照《商业银行法》规定由总行授权后,方可处理。

八、目前,内贸、外贸企业破产要从严把握,审慎进行。凡确需破产的内贸、外贸企业,有关城市人民政府要组织做好破产预案,并由省、自治区、直辖市经贸委(经委、计经委)牵头,充分征求主要债权人意见,商省内贸、外经贸主管部门、财政厅(局)、人民银行分行等审核,报国家经贸委和中国人民银行审批同意后,债务人方可依法申请破产。

九、鉴于企业兼并、破产政策性强,社会问题多,为加强领导,成立由国家经贸委牵头,财政部、中国人民银行和国有商业银行总行等组成的协调机构,负责兼并、破产相关政策和实施问题的组织、协调工作。各试点城市人民政府也要确定一位主要领导负责,组成由经贸委(经委、计经委)牵头,人民银行分行、财政、有关国有商业银行分行参加的工作班子,具体负责企业兼并、破产的组织实施工作。各级政府应当大力支持人民法院依法审理破产案件,不得干涉人民法院对破产案件的审判工作。对企业兼并、破产中的重大问题要及时上报。

十、凡国务院确定的企业“优化资本结构”试点市(名单附后)企业,以及兼并和被兼并企业中有一方属于1000户国有大中型重点企业的,可照此通知有关规定办理。

附录三 企业兼并有关财务问题的暂行规定

(1996年8月20日 财工字[1996]224号)

一、为了促进企业结构调整,规范企业兼并的财务行为,依据《中华人民共和国公司法》、《企业财务通则》以及国家其他有关法律、法规,制定本规定。

二、本规定所称“兼并”,指一个企业通过购买等有偿方式取得其他企业的产权,使其失去法人资格或虽然保留法人资格但变更投资主体的一种行为。

在被兼并企业资产与债务基本等价的情况下,兼并方企业承担被兼并企业债务的,经批准,兼并方企业可以采取划转方式取得被兼并企业的资产。

三、企业兼并其他企业或被其他企业兼并前,应按规定向政府主管部门提出书面报告,并报主管财政机关备案,其中涉及有关财务事项的,需报主管财政机关审批。各级主管财政机关要认真做好企业兼并中的各项财务管理和监督工作,参与企业兼并的全过程,履行以下职责:

(一)参与审批企业兼并的总体方案;

(二)审批被兼并企业的财产清查结果及其财务处理;

(三)会同国有资产管理部門审批资产评估中各项财产损失的处理结果;

(四)会同国有资产管理部門审批资本金的合并,划转被兼并企业的财务隶属关系;

(五)会同国有资产管理部門收缴应上缴的被兼并企业产权转让收入以及其他国有资产经营收益;

(六)对企业兼并过程中的其他各项财务活动实施管理和监督检查。

四、经批准被兼并的企业,应对企业的固定资产、流动资产、无形资产、长期投资以及其他资产进行全面清查登记,对各项资产损失以及债权债务进行全面核对查实。在此基础上,被兼并企业应编制资产负债表、损益表和利润分配表,连同财产清册报主管财政机关审批。

五、被兼并企业应在财产清查的基础上,按国家有关规定,由法定资产评估机构对其资产评估作价,报国有资产管理部門审批、确认,并依此进行相应的财务会计处理。

六、在财产清查和资产评估中,被兼并企业清理出来的各项资产盘盈、盘亏、毁损、报废等,计入企业当期损益尚未处理的潜亏、亏损挂帐、产成品清查损失,报经主管财政机关审批后冲减盈余公积金和资本公积金,不足部分冲销资本金。

国有资产管理部門在对企业资产评估结果进行确认时,对有关资产损失等财务处理,应当以主管财政机关的审批意见为依据,未经主管财政机关批准的,不得核销。

七、被兼并企业的产权转让底价,应以审批确认的资产评估净值为依据,综合考虑被兼

并企业职工、资产及债权债务状况等因素后合理核定。

被兼并企业的产权转让成交价,由主管财政机关会同国有资产管理部门确认。产权转让的成交价低于底价的,必须报主管财政机关和国有资产管理部门审核、批准。

八、经批准采取划转方式取得被兼并企业资产的,应当办理企业产权和财务体制的划转手续。属于同一财政体制的企业兼并,由同级国有资产管理部门和主管财政机关负责办理;属于不同财政体制的企业兼并,由上一级国有资产管理部门和主管财政机关负责办理。

九、被兼并企业的产权转让成交后,被兼并企业应编制兼并成交日的财务报告,报其主管财政机关备案。

兼并方企业接收被兼并企业的各项资产和债权债务后,应及时组织入帐,编制兼并成交日的财务报告,报送主管财政机关审批。

十、在被兼并企业法人资格取消的情况下,兼并方企业支付的产权转让价格与被兼并企业净资产的差额,兼并方企业应作为商誉计入无形资产,从兼并成交次月起按规定年限分月摊销,没有规定年限的,可按十年摊销。

在被兼并企业继续保留法人资格的情况下,兼并方企业所支付的价款,作长期投资处理。

十一、兼并方企业的应付价款一般应在兼并程序终结日一次付清。如数额较大,一次付清确有困难的,在取得有担保资格人担保的前提下,可以分期付款。但付款期限不得超过三年,在兼并程序终结日支付的价款不得低于被兼并企业产权转让成交价款的50%。

十二、被兼并企业的产权转让成交价款,加上兼并方企业分期付款的利息扣除清理评估及公证等费用后的净收入,以及兼并过程中发生的其他国有资产收益,按财政部、国家国有资产管理局和中国人民银行联合颁发的《国有资产收益收缴管理办法》(财工字[1994]295号)以及财政部颁发的《关于〈国有资产收益收缴管理办法〉有关问题解答的通知》(财工字[1995]31号)执行,由被兼并企业的主管财政机关会同国有资产管理部门收取,纳入预算管理,用于资本再投入。

十三、“优化资本结构”试点城市经济效益好的国有企业兼并困难国有工业企业的,以及企业整体接收破产企业财产、承担分配方案确定清偿的破产企业债务、全员安置破产企业职工,可以按照中国人民银行、国家经贸委、财政部《关于鼓励和支持18个试点城市优势国有企业兼并困难国有工业生产企业后有关银行贷款及利息处理问题的通知》(银发[1995]130号)的规定,享受免息、停息的优惠政策。

十四、被兼并企业属于政策性亏损的,其产权转让成交后,兼并方企业可以在被兼并企业原核定的政策性亏损补贴范围内,继续享受一定期限的亏损补贴,具体由兼并方企业的同级主管财政机关根据兼并方企业的生产经营状况予以核定。

十五、企业兼并后,被兼并企业失去法人资格,按兼并方企业的财务管理办法执行。如果被兼并企业仍保留法人资格,但投资主体改变的,被兼并企业按其适用的财务管理办法执行。

十六、国有企业兼并其他企业或被其他企业兼并的,执行本规定。其他所有制企业之间的兼并,可比照本规定执行。

十七、本规定由财政部负责解释。

十八、本规定自发布之日起执行,财政部《关于国营企业兼并财务处理的暂行规定》(财工字[1989]131号)同时废止。

附录四 国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》中关于“上市公司收购”的规定（节录）

第四章 上市公司的收购

第四十六条 任何个人不得持有一个上市公司千分之五以上的发行在外的普通股；超过的部分，由公司在征得证监会同意后，按照原买入价格和市场价格中较低的一种价格收购。但是，因公司发行在外的普通股总量减少，致使个人持有该公司千分之五以上发行在外的普通股的，超过的部分在合理期限内不予收购。

外国和香港、澳门、台湾地区的个人持有公司发行的人民币特种股票和在境外发行的股票，不受前款规定的千分之五的限制。

第四十七条 任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外普通股达到百分之五时，应当自该事实发生之日起三个工作日内，向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。但是，因公司发行在外的普通股总量减少，致使法人持有该公司百分之五以上发行在外的普通股的，在合理期限内不受上述限制。

任何法人持有一个上市公司百分之五以上的发行在外的普通股后，其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的百分之二时，应当自该事实发生之日起三个工作日内，向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。

法人在依照前两款规定作出报告并公告之日起二个工作日内和作出报告前，不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。

第四十八条 发起人以外的任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之三十时，应当自该事实发生之日起四十五个工作日内，向该公司所有股票持有人发出收购要约，按照下列价格中较高的一种价格，以货币付款方式购买股票。

（一）在收购要约发出前十二个月内收购要约人购买该种股票所支付的最高价格；

（二）在收购要约发出前三十个工作日内该种股票的平均市场价格。

前款持有人发出收购要约前，不得再行购买该种股票。

第四十九条 收购要约人在发出收购要约前应当向证监会作出有关收购的书面报告；在发出收购要约的同时应当向受要约人、证券交易场所提供本身情况的说明和与该要约有关的全部信息，并保证材料真实、准确、完整、不产生误导。

收购要约的有效期不得少于三十个工作日，自收购要约发出之日起计算。自收购要约人

发出之日三十个工作日内,收购要约人不得撤回其收购要约。

第五十条 收购要约的全部条件适用于同种股票的所有持有人。

第五十一条 收购要约期满,收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的百分之五十的,为收购失败;收购要约人除发出新的收购要约外,其以后每年购买的该公司发行在外的普通股,不得超过该公司发行在外的普通股总数的百分之五。

收购要约期满,收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的百分之七十五以上的,该公司应当在证券交易所终止交易。

收购要约人要约购买股票的总数低于预受要约的总数时,收购要约人应当按照比例从所有预受收购要约的受要约人中购买该股票。

收购要约期满,收购要约人持有的股票达到该公司股票总数的百分之九十时,其余股东有权以同等条件和收购要约人强制出售其股票。

第五十二条 收购要约发出后,主要要约条件改变的,收购要约人应当立即通知所有受要约人。通知可以采用新闻发布会、登报或者其他传播形式。

收购要约人在要约期内及要约期满后三十个工作日内,不得以要约规定以外的任何条件购买该种股票。

预受收购要约的受要约人有权在收购要约失效前撤回对该要约的预受。

该《条例》于 1993 年 5 月 3 日发布,并于发布之日起施行。

第八篇

企 业 租 赁

第一章 融资租赁概述

第一节 基本概念

一、租赁的概念

什么是租赁？从字面上来解释，它是出租、借贷经济行为(leasing)和租赁合同(lease)的统称。即指收取或支付租金融通资产使用权的一种交易方式以及(或者)为进行这项交易而制定的一项租赁合同。

现代经济中的设备租赁(Equipment leasing)是一项新的经济活动。主要是指企业之间的较长期的业务。即承租人为租赁其从制造商或卖主那里自行选定的设备而与出租人订立的租赁合同——该项合同规定：在一定时间内(至少为一年以上)，以出租人在法律上拥有合同设备所有权为前提，收取租金为代价，将该项设备的使用权出租给承租人；承租人则对合同设备在经济上拥有使用权，即在规定的时间内(通常称之为租期)它有权占有，并正常使用该项租赁设备，但必须按期支付租金。

作为现代经济用语的租赁，实质上被企业在资本投资中当作获得资本设备使用权的一种融通资金手段。由于租赁公司提供以“融物”代替“融资”的服务，使企业在获得设备使用权的同时，实际上也取得了经营业务所必需的资金。因而，这种金融与贸易相结合的筹措设备的新手段，被称之为租赁融资。它与银行借款、公司债券和分期付款等长期信贷方式并列成为金融大家庭中一名新的成员，并与银行信用、商业信用并列作为一种独立信用形态——租赁信用。

二、现代设备租赁的特征

作为资本投资中一种独特交易方式的现代设备租赁，其主要特征可概括为以下几点：

- (1) 设备租赁采用融通设备使用权的传统租赁方式，达到融通资金的主要目的。对出租人是一种金融投资的新手段，对承租人是一种筹措设备的新方式，故具有浓厚的金融色彩；
- (2) 租赁设备的使用限于工商业、公共事业和其他专业目的，排除个人消费用途；
- (3) 租赁交易的当事人限于法人企业；
- (4) 租金是融通资金的代价，具有贷款本息的性质；
- (5) 租期较长，一般设备为 2 至 5 年，大型设备可长达 10 年以上；
- (6) 租期内，设备所有权归出租人，使用权归承租人。

三、现代设备租赁的性质

现代设备租赁是以商品资本形式表现的借贷资本的运动形式,兼有商品信贷和资金信贷的两重性。出租人通过出租设备商品的形式,向承租人提供了信贷便利,承租人直接借入设备商品,取得了商品使用权,实质上是获得了一笔资金信贷。

租赁的这种两重性,使它既是一种以融通设备商品形式来表现的中、长期融资方式。也是一种提供了资金信贷的贸易方式。

四、租赁体制的演变

租赁从最初的简单经济合作行为,发展到今天这样一个拥有几百万承租人,几千家租赁公司,帐面资产净值近千亿美元的产业,经历了一段漫长的历史。租赁体制的演变大致可划分为四个阶段:

☐ 简单租赁

租赁,作为一种简单的经济合作行为,出现于农耕和游牧社会。租赁对象限于土地、房屋、农具和兽力。农地耕作契约即属于早期的土地租赁,契约当事人为地主和佃农。

土地租赁证明了租赁是发展我们工业化社会的一种可行的方式。

☐ 早期租赁

当人类社会进入以买卖利润为目的的商业资本时期后,商人们对做生意比拥有船只更感兴趣,于是产生了以船舶为租赁标的物,为从事租船交易而制定的租船契约。契约当事人为船主和商人。早期船舶租赁(Ship Chartering)的外壳虽然一直沿用到今天,但租船形式和合同条款却有了很大变化,现已发展成为自成一体的租赁形式。

☐ 近代租赁

到19世纪,以产业资本为主体的经济体制的确立,使租赁演变为以制造商生产的自家设备为租赁主体的标的物,以促进销售为主要目的近代租赁体制。

19世纪30、40年代,伦敦第一条铁路被租给东南铁路公司。从50年代起,铁路车辆制造商向采煤业出租铁路货车——租赁作为融通资金的一种新方法开始在英国兴起,19世纪末,美国联合制鞋公司将制鞋机租赁给制鞋商,1887年著名的美国贝尔电话公司开始电话机的租赁业务。

第二次世界大战前的租赁体制,基本上属于借贷资产使用权的传统租借制度。利用租赁的主要目的是鼓励人们利用资产所有权人的资产,租金是使用资产的代价。

☐ 现代租赁

第二次世界大战后,西方各国处于金融资本加强统治的时代、银行资本和工商业资本在信贷联系方面的进一步融合,使前述传统租赁制度发生了根本变化。到1936年,人们开始认识到租赁是一种金融手段,那时,美国有人研究出了售后回租(Sale-lease-back)的做法。但现代租赁体制的确立和现代租赁业务的开始是以1952年美国金融贴现公司(美国租赁公司前身)在旧金山的成立为标志的,这是世界上第一家严格遵循法律、税制和会计制度等各种规定建立起来的租赁公司。此后,真正以企业形式大规模经营的现代租赁业务获得了顺利发

展。

现代租赁是改革传统信贷方式的产物,融资机能是现代租赁体制的核心。在现代租赁中,随着金融因素的大大强化,所有权因素已被淡化。利用租赁的动机已远远超过了资产所有权的局限,而主要取决于现金流量短缺,扩大再生产资金的不足,银行贷款受到限制等因素。因此,租金是融通资金的代价。

贯穿租赁体制各个不同发展阶段的基本思想是“利润来自对财产的使用,而不是拥有”。这种使用价值观念远古时期就已萌芽。土地租赁出现的经济条件是一般农民由于没钱没势,很难拥有土地,只能以交地租(一般为实物)的形式获得对土地的使用权。到了商业资本时代,这种经济观念,伴随着经营合理化的要求,得到进一步发展,具体表现为商人以租船方式从事商业活动,因为商人们认为将大笔资金冻结在船舶上远不如以每次获利支付租金《支付运费》更合算有利。

然而,这种使用价值观念,在第二次世界大战前并没有被充分认识并得到重视,只有到了第二次世界大战后,科技飞速进步,使设备现代化、经营合理化成为企业迫切需要解决的问题时,才成为产业界的新经营思想,以租赁设备的形式,取代一次性投资购买设备所有权的传统筹措设备方式。通过融通设备使用权这一直接作用,不仅获得了扩大再生产所必需的资金,还提高了资金利用率,减少了设备陈旧化风险,从而使传统的租赁概念注入了融资和投资机能的新内容。租赁作为一种新的融通手段在资本市场上崭露头角,并进入四个主要领域:①工业设备设施;②汽车卡车;③办公设备和数据处理设备;④火车车厢。

“收益的产生,不是源自对设备拥有,而是基于使用”,这个经济观念,从 70 年代开始逐渐被各国企业界所普遍接受。并成为租赁业蓬勃发展的推动力。

第二节 融资租赁的性质

融资租赁业务是从 1952 年开始首先在美国出现的。以后,逐渐在世界各国发展,到现在已有 30 多年的历史。但至今它还没有一个统一的定义。不仅各国之间对融资租赁有不同的认识,即使在一国之内的租赁企业经营者、法律界、会计界、金融机构、经济学界、政府财政部门、税务机关、贸易部门之间也有不同的看法和解释,而且租赁业务随着经济的发展还在创新发展。因此即使在经营融资租赁最早和发展迅速的国家如美国、英国、日本等对融资租赁也没有定型和公认的定义。在业务交易发生纠纷时,当事人根据其不同的利益,作出不同的解释,而有关的行政部门或司法部门也根据不同的认识作出不同的裁决。在跨国交易中,则更因各国法律不同,有的对融资租赁有所定义,有的则没有。为此,国际上一些组织和专家都在研究,提出一个统一的融资租赁定义。对于融资租赁要下一个确切的定义,必须从其性质上和特征上加以分析。

融资租赁性质可以从六个方面加以分析:①融资租赁与传统租赁的区别;②融资租赁与分期付款的区别;③融资租赁与贷款的区别;④以承租人有无购买选择权来确定融资租赁的性质;⑤融资租赁的职能;⑥各国对融资租赁法律性质的不同观点。

一、融资租赁与传统租赁的区别

融资租赁与传统租赁是不同的。首先,从交易的当事人关系分析。传统租赁是出租人与承租人两方关系的交易。企业或个人需要机器设备等生产资料或消费资料等各种动产或不动产,可向经营出租业务的企业租赁。并在约定的租赁期间以商定的租金,分期向出租人交付租金。而融资租赁则是涉及出租人、承租人和供货人(制造商或贸易商)三方关系的交易。企业需要某种设备可向租赁公司提出,要求租赁公司出资购买租给其使用,租期由出租人和承租人在租赁合同中订购,一般低于所租设备的有效经济寿命。租赁公司则根据承租人的要求与供货人订立购货合同,由供货人将设备直接运交承租人。所以融资租赁三方是密切关联着的,任何一方如果对设备条件或条款有所变动、修改或发生不履行或违反合同行为,就要影响到其他两方的利益。

其次,从购买设备的选择权分析。传统租赁,设备是由出租公司事先购买后向用户出租的,用户不能自己选择制造商要求出租公司向其购买,因此一般都是通用设备。而融资租赁所租赁的设备是租赁公司根据承租人的设备清单和选定的厂家购买、承租人参加谈判、设备按照承租人所指定地点由供货人直接运交承租人、并由承租人验收、出租人凭承租人的验收合格通知书向供货人支付贷款。因之融资租赁设备的选择权在承租方。

第三,从租期时间分析。传统租赁一般都为短期的,按月交租,而融资租赁则是一种较长期的租赁,租赁期限都在2年以上,有些甚至长达10年以上的如飞机租赁长达15、16年。

第四,从租期满后对租赁物的处理分析。传统租赁即系短期租赁,租期满后,租赁物就退还出租人,如需要时再续租。而融资租赁则是租期满后承租人可有3种选择权——退还,续租或留购。

二、融资租赁与分期付款的区别

融资租赁和分期付款购买就其还款的形式上看,似乎有相似之处,但不论从法律上、税务上、会计上、业务关系上分析,两者都是有区别的,是两种不同的概念。

关于分期付款购买,有两种基本的形式:一种是非信贷型的分期付款购买;另一种是信贷型的分期付款购买。

☐ 非信贷型分期付款购买

这种形式实际上是一种现钱交易,货款分几期支付,例如订立购货合同先付定金若干,发货后付若干,验付后付若干,设备安装试用1年后无问题再付若干,它没有涉及信贷,没有付息问题,因此同融资租赁没有类似之处,纯属买卖行为。

☐ 信贷型的分期付款购买

由销货厂商允许购货企业延期分期付款,并收取延期利息。它在融资资金这一点上和融资租赁似乎有类似之处,但性质上仍是不同的。

(1)在法律方面的区别。信贷型的分期付款购买是一种买卖行为,交易所订合同为销售或购买合同。合同一经成立生效,表明货物已经卖给买方,货物应归买方所有。但是在买方未将全部贷款付清以前,买方对卖方是一笔债务,货物作为担保物,其所有权由卖方保留,俟

买方付清了全部贷款,卖方将货物所有权转给买方。

融资租赁则不同,交易合同是租赁合同。在租赁期间,租赁货物所有权属出租人,出租行为是出租人行使所有权的表现。承租人只有对租赁货物的使用权,未经出租人同意不得做出任何侵犯所有权的行为,如将货物出售、转让或作为抵押,一旦发生侵犯所有权的行为,出租人有权终止合同,并要求承租人支付以违约时起到租期结束时的各期租金。

(2)在税务方面的区别。信贷型分期付款购买是一种普通的贸易形式,在一些鼓励企业投资购买新设备的国家,对投资购买人给予纳税减免或加速折旧优惠。在信贷型分期付款购买中因为其税务优惠是给予购货人的,如果购置设备的企业是一个新企业或是一个想更新设备改进经营的亏损企业,就享受不到税务优惠。

在美国、英国、澳大利亚等一些国家中融资租赁享有多种税收方面的优惠。这些国家的租赁公司购进供出租的设备,在被税务当局确定为真正租赁的条件下,新设备的投资者,可以得到政府鼓励投资的税务优惠。如美国税法规定:对在美国国内的设备其租赁期在8年以上的设备投资,可减税10%,6—7年的可减税7%,4—5年的可减税4%。此外,折旧和利息还可以从所得税中减去。英国税法规定租赁合同下的新设备投资可以在第一年应纳税的营业利润中减去100%。租赁公司则将减税所得的优惠通过降低租金的方式转让给承租人,从而使承租人得到好处。这对那些没有盈利而享受不到税务优惠的企业特别有益。

(3)在会计处理方面的区别。信贷型分期付款购买的设备,其设备价款在购货人帐上列入固定资产和应付货款科目,在售货人帐上列入销货收入和应收帐款科目。

在租赁期间,由于融资租赁购买的设备所有权属于出租人,租赁资产通常不在承租人资产负债表上表现出来,也不作为一种企业对外负债看待,而是在支付租金时作为费用支出列帐。这种处理方法在会计界方面提出不同看法,认为租赁资产和应付租金应在承租人的资产负债表上表现出来,主张租赁资产应该资本化(Capitalization)即资产化。美国的财务会计标准委员会(American Accounting Standard Board)于1976年发表了第十三号文件即FAS13,将租赁分为资本租赁(Capital Lease) and 经营租赁两种。资本租赁就是融资租赁。对于资本租赁,承租人应将租来的财产标明“租赁资产”列在资产负债表上的资产科目,并将应付的各期租金付入负债科目,资产负债表两方都折成现值列帐。

在1982年9月国际会计委员会(International Accounting Standard Committee)发表了IAS17号文件,题目为“租赁会计(Accounting for Lease)”,提出了同样的意见,主张在承租人的资产负债表上将租赁资产和应付租金表现出来。但是这些主张,有些国家和企业仍坚持所有权的观点,认为租赁财产在法律上的所有权未移转给承租人之前,租来的财产在承租人帐上不能列作其资产。这些国家有法国、联邦德国、意大利、日本、挪威、瑞典等。因为各方的意见不统一,许多会计学家主张用备注的方法在承租人的资产负债表外表示其所租赁的财产和未偿清的租金。在我国,财政部于1985年以(85)财会字第49号文发布了“关于国营工业企业租赁固定资产有关会计处理问题的规定”,规定关于通过融资租赁方式租入的机器设备,在租赁期内,应视同国家固定资产进行管理,在“固定资产”科目下,设置“融资租入固定资产”明细科目核算,并按分类折旧率单独计算提取折旧。我国财政部的这一规定,其根据是“租赁期满按合同规定,将设备所有权转归承租单位。”

(4)从业务关系方面分析。信贷型分期付款购买是卖方与买方的双边关系,而融资租赁则涉及出租人、承租人和供货人三方面的三边关系,三方互相关联又互相制约。

三、融资租赁与贷款的区别

融资租赁和贷款从融通资金的角度看都是为企业提供资金并收取利息,只是前者的利息包含在租金中。因此,有人认为融资租赁是企业向租赁公司融资取得其所需要的设备,名义上是租赁,而实际上是一种出租人向承租人提供的担保性的中长期贷款。这种看法只注意了融通资金的一面,而忽视了融物的一面。贷款只涉及借、贷两方当事人,一方贷出资金,另一方借入资金,双方之间只是金钱关系。虽然借款人的目的是将借来的钱用于购置设备,但贷款人是不介入购买行为的,供货人与贷款人是不直接发生关系的。但是融资租赁却不同,它是以融物出现的。出租人的融资作用是给予承租人以融通物的使用权,并不是贷款。贷款合同的标的物是“钱”,而融资租赁合同的标的物是“物”,虽然在偿还贷款本息和偿付租金上都是“钱”。但两者是不同的。

四、确定融资租赁性质的争论

确定融资租赁性质的过程中,争论最大的问题是财产所有权的归属问题。各国的法律界、金融界、会计界、税务当局、租赁行业对于租赁财产的所有权有各自的看法。从理论上讲,租赁财产是出租人出资购买的,租给承租人在一定时间内使用,其所有权属于出租人应该是无异议的。但是在融资租赁交易实务中,出租人是按照承租人的委托,根据承租人选定的厂商和设备与供货厂商签订购货合同,较长期地租给承租人使用,在基本租期结束时,承租人对租赁财产可有续租或退回、或购买的三项选择权。续租或退租的租赁当然是属于租赁性质,但是承租人对租赁财产有无购买选择权却在一些国家成为确定租赁财产所有权争论的焦点,也是确定融资租赁交易应该属于租赁性质,还是销售性质或金融性质的焦点。一些国家认为,如果财产所有权确定属于出租人,这项交易就被认为是租赁性质;如果财产所有权确定属于承租人,这项交易就被认为是销售性质。而在另一些国家却恰恰相反,将承租人有购买选择权作为融资租赁的条件。由于对性质不同的认识,在各国的法律、税务和会计上对融资租赁就有不同的对待处理。特别在税务上,一些国家给予财产所有权人以很大的税收优惠,因而租赁企业对之非常重视。对此,有些国家如美国、英国和澳大利亚等在法律上特别是在纳税条例上作了一些规定。即使在这些已有规定的国家,随着经济形势的变化,对于租赁的认识和规定也在不断的变化、修改和发展。

不同国家对于融资租赁交易的承租人在基本租赁期结束时有无购买选择权有不同的规定。一些国家规定,如租赁合同中规定了在基本租赁期结束时,承租人有权购买所租的财产就被认为不是“真正的租赁”而享受不到减税优惠。而另一些国家却规定在融资租赁合同中应明确在租赁结束时,承租人有权以约定的价格购买所租的财产。

关于融资租赁,承租人在基本租赁期结束时有无购买选择权,大致可分为2类4种主要形式,一类为承租人无购买选择权,另一类为承租人有购买选择权。无购买选择权有2种形式,一种为出租人保留剩余权益,另一种为承租人分享剩余利益。有购买选择权也有2种形

式,一种为承租人分享剩余利益并有实际购买的选择权,另一种为承租人有以约定价格或名义价格购买的选择权。前两种,即承租人无购买选择权的融资租赁,主要是那些对融资租赁在纳税规定上有鼓励和优惠政策措施的国家如美国、英国、澳大利亚等,这些国家为了发展经济,促进生产、鼓励企业革新技术、更新设备,在财政税制上对购置新设备的物主所有人采取的投资抵免(ITC 或 Capital Allowance)和加速折旧制度并同样适用于租赁公司。后两种即承租人有购买选择权的融资租赁,是那些没有纳税优惠措施的国家,为了促进租赁业务的发展而采取对承租人的优惠措施。

□ 承租人无购买选择权

(1)出租人保留剩余权益。这种租赁在美国称为“真正租赁”。承租人在不可撤销租期期满时,除了以公平市价购买以外,无购买选择权,无权分享出售设备的收益,不享有降低租金续租的选择权,出租人在计算租金中应扣除设备成本的 20% 以上的剩余出售价值。

美国 1954 年通过的税法将租赁交易区分为“真正租赁”和“有条件销售”,这对美国企业的经营成果有重要影响。在这个税法中,规定了凡在纳税当年基因于出租人收益而发生的一切经常费用可从纳税中减去。以后在 1962 年,美国政府制定了“投资减税抵减”新法案以刺激投资,允许出租人对租赁资产折旧并且也允许出租人享受“投资抵减”。这就是说如果这项交易是“真正租赁”,出租人可得到投资抵减和折旧。但如果这项交易被归属于“有条件销售”,出租人就被视作对资产出售而不能得到所有权上的任何税款优惠,而所有这些优惠将归承租人享受,不管承租人的财务状况和赋税地位能否使用它们。

但是,美国将租赁区分为“真正租赁”和“有条件销售”,在实际工作上解释不清的。对于同样性质的交易,有的被税务当局认为是“真正租赁”,有的却被认为是“有条件销售”,因此经常引起租赁业和税务当局的分歧,且由于性质划分不清,使租赁业不敢最大限度地利用所有权税款优惠而冒降低租金的风险,使一些赋税地位欠佳的企业,仍不能分享税款优惠,也就不能促使一些企业更新设备,对美国经济的发展还是不利的。

(2)承租人分享剩余利益。这种租赁是英国所实行的制度。承租人于租赁期满时无购买选择权,但承租人可以分享一部分出售此项财产的收益或所谓“剩余价值”的权利,或者可以降低租金续租的选择权。

英国的融资租赁也象美国一样是一种以考虑纳税为基础的租赁。英国政府为了鼓励企业设备投资,采取投资减税制度——第一年投资减税。但是,必须注意到英国税务当局不允许承租人在任何时候有权购买其所租的设备。如果出租人给予承租人购买的权利,则这项交易就被认为是“租购或信用销售”,承租人被认为是财产所有主,税款优惠就由承租人去取得,而出租人可以申请享受的税款优惠权就被夺去。如果承租人无力享受税款优惠,对承租人也是不利的。为了使承租人和出租人双方都有利,并达到刺激企业设备投资,英国政府允许出租人在不给予承租人购买权条件下又能取得财产所有权的税款优惠,在租赁期满时,出租人可以委托承租人作为代理人出售其所租的财产。这样,承租人可以从出售所得中得到 95% 甚至 97.5% 作为“佣金”或“租金退回”。英国税务局指出如果这项交易被视为租赁,出租人最低限度应保留 25% 的出售所得。

☐ 承租人有购买选择权

(1)承租人分享剩余利益并有实际购买的选择权。这种租赁是法国实行的制度,叫做“信贷租赁”。按照这个制度,在租赁合同到期时:

①承租人有购买该设备的选择权,并在租赁合同中订定购买价格(相等于残值,一般为设备价的5%—6%),但不是名义价格;

②承租人也有权分享一部分出售此项财产的收益或所谓“剩余价值”的权利;

③承租人有降低租金续租的选择权。

(2)承租人以名义价格购买的选择权。这种租赁,在合同中规定:在租赁结束时,承租人可以约定价格或名义价格购买所租设备,一切剩余利益完全归于承租人。所谓名义价格就是以1元或若干元的极微小价格由承租人买下,实质上是为了完成法律手续,将出租人对该设备的所有权转让给承租人,这种租赁在以税款为基础的国家是不承认其为“真正租赁”的。而认为是租购或有条件销售。这些国家的租赁公司也不愿做以有名义价格购买权的租赁,因为他们既不能享受税款优惠又得不到租赁到期后处分财产所有残值的好处,而且因为得不到这些好处也就不能降低租金以吸引承租人。但是,对于承租人则一般都欢迎以名义价格购买设备的选择权。至于在国际租赁业务中,一般都采取有名义价格购买设备选择权的租赁,因为一些以税款优惠为基础的租赁,在跨国租赁中除特殊规定的设备外,既然不能享受(如美国)或只能享受一小部分(如英国)的税款优惠,则不如迎合承租人的要求,在租期到期时,以名义价格将设备转让给承租人。而且,在跨国租赁中,租期到期时,如果不允许承租人有购买设备选择权,对于租赁设备也不易处理。在收回设备手续上、运输上、关税上、市场销售上等等都会遇到许多困难和问题,使出租人可能蒙受损失。

我国的融资租赁业务历史很浅,各家租赁公司经营融资租赁几乎都是在租赁期满时以名义价格将设备售给承租人。一方面,由于我国的企业经营人的传统观念,总希望设备所有权最终归自己占有,对于“利润创自使用”这一观念认识还不清楚;另一方面我国还没有活跃的二手设备处理市场,特别是一些专用设备,出租人收回后不易处理。

五、融资租赁的职能

融资租赁是既为企业融资又为企业购买设备,并将所购买设备租给企业使用,收取租金以补偿其购买设备的成本、融资利息、经营费用、税款和一定利润的业务。它兼有两种职能:既融资又融物。其范围涉及金融和贸易。从上述四个方面的分析看,融资租赁既有别于传统租赁,又有别于分期付款。在确定性质上以承租人有无购买选择权为标准,各国之间也因有不同的看法而有不同的规定,这些看法或仅从贸易角度来确定融资租赁性质,或只从金融角度来确定其性质,因此,在实际业务发生纠纷时,在引用法律上既不能完全适用金融法规,也不能完全适用贸易法规。设在罗马的国际私法统一协会[International Institute for the Unification of Private Law,简称 Unidroit]所成立的研究小组,对世界各国的租赁业务和各国在法律、金融、财政、税务、会计对租赁的处理进行调查研究后,认为融资租赁是一种特殊形式的租赁交易(Sui-generis form of Leasing transaction),需要有专门的法则保护,约束有关当事人的权利和义务。

六、融资租赁的法律性质

各国对融资租赁法律性质的不同观点,大致可归纳为四种:

□ 美国以真实租赁与非真实租赁为划分标准,确定交易为租赁还是买卖性质

美国方面的观点,是美国税法对交易性质区分的标准。一种交易经税务当局审查,如被确认为真实租赁交易,出租人可以享受税款优惠,承租人所支付租金可作为业务支出不纳税;如被确认为分期付款买卖,出租人不能享受税款优惠,承租人被视作买主,其所支付的租金视为分期支付货款,超出货款所支付的利息部分可以扣除,作为业务支出不纳税。美国税务当局审查确定交易性质的根据是美国税务署于1954年公布的国内税收法,规定了确定买卖交易性质的几种因素。真实租赁与非真实租赁的最主要的划分标准是看承租人所支付的租金是否专为取得设备所有权而支付的。如果是如此,则不认为是真实租赁,除非在租赁期满时承租人以公平价购买。此后,美国政府公布了《1981年经济复兴税法》不再限于非以“公平市价购买的规定”,而后又公布了“1982年平衡财政责任法”,允许承租人有购买选择权,但双方协议价格应不低于原价格的10%或超过它,在1986年6月24日,美国参议院通过了该院财政委员会主席鲍勃帕克沃德为首起草的税制改革方案,取消了“投资减税”优惠。这将对美国的融资租赁业务产生很大影响。

在美国,由于将租赁区分为真实租赁与非真实租赁,就产生了法律保障问题。美国统一商法典(简称UCC)在担保利益的定义中包括了作为担保手段的租赁。对于担保手段的租赁可以享受UCC规定的救济:要求收回租赁设备,取得未到期应付的各期租金和追偿因承租人违约而发生的其他费用和设定优先受偿权。所以,非真实租赁是属于担保手段租赁。

但是,对于真实租赁,其设备的所有权属于出租人,一般说租赁设备不受承租人的债权人的追索,应该受哪一项法律的保障,并不明确。因此,常常发生纠纷。

□ 英国将融资租赁视同委托契约性质

英国没有对动产租赁的专门立法,但是不少法规将租赁列入其管辖范围,或者起着“某种外国限制的作用。”例如1872年的“全部铁路车辆保护法案”,1976~1977年的“限制贸易活动法案”,1977年的《不公正契约条款法案》,1974年的《消费者信贷法案》等。

英国法律将设备租赁归入委托形式类。作为委托形式,就是指将财产有偿或无偿交与他人的特定的方式占有或使用,但不转让所有权,在委托契约形式中包括动产租赁。关于动产租赁,英国法律认为租赁财产的所有权与使用权是永远分离的,财产所有人以出租的方式将财产委托给财产使用人,以此收取租金,财产使用人据此取得使用的权利,而财产所有权属于出租人。融资租赁是设备租赁,因此在英国,融资合同中不能包含使承租人成为设备所有人的选择权,不论承租人行使这一权利的代价是什么。但是,这种选择权条款,在其他欧洲国家的融资租赁合同中却是很普遍的。因此,在英国,合同中是否包括选择权条款是区分租赁与租购的分界线。

在英国,融资租赁合同与其他商业合同一样受普通法条文和原则的制约。例如根据普通法原则,任何人转让非自己所有的财产是无效的,承租人违约出售租赁财产,买主不能取得所有权,出租人的所有权可以对抗承租人的善意买主。

虽然,英国将融资租赁与传统租赁一样,视同委托性质,但是,融资租赁业务的不断发展,在实际的法律关系中已不能完全适用了。因为,融资租赁不仅是物的租赁,而是涉及金融关系,并且在物的关系中又涉及第三方供货人的关系,关系的复杂化使融资租赁法律性质也特殊化了。

☐ 法国、葡萄牙、比利时等国将融资租赁视同担保贷款性质

法国确认租赁企业法律地位的基本法规是 1966 年 7 月 2 日发布的有关从事信贷租赁企业的第 66/455 号法令。根据这个法令,从事信贷租赁活动的公司必须象银行或信贷机构一样遵守严格的法规,须经国家信贷委员会注册,必须接受该委员会、法兰西银行和其他金融机构的管辖,必须按照银行委员会规定的格式呈报其资产负债表和其他详细财务情况等。法国的信贷租赁,实质上就是融资租赁。既然把信贷租赁归属于金融管辖范围。它与租赁财产与担保贷款一样,受金融法规保障。但是融资租赁与担保贷款虽然在融通资金上看起来都是以收取利息为目的的借贷关系,然而从性质上分析:

(1)融资租赁不象贷款那样单纯的贷款人与借款人之间的双边资金借贷关系,而是通过以借物的形式来表现的。承租人并没有直接进入资金借款法律关系,他直接获得的是设备使用权而不是贷款;

(2)出租人向承租人提供的不是简单的融资便利,同时还包括融物便利;

(3)承租人偿付租金的安排远比单纯的偿付本息复杂。

☐ 罗马国际统一私法协会对融资租赁法律性质的观点

该协会的法律专家委员会经过反复多次的调查研究,认为融资租赁是一种独特的自成一类的租赁契约。商业、委托契约担保贷款等关系都不能完全容纳它。它是以融物为形式,以融资为其主要职能的融通手段。它与其它邻近的交易形式有着或多或少的联系或相似之处,但若将它并入一种现在的法律概念都有程度不同的牵强。因此,由于融资租赁的“混合物”性质,罗马国际统一私法协会认为应有专门的法规加以管辖。这个协会指定的专家小组经过多方面的研究,确认融资租赁是关系三方当事人的租赁交易,他们之间所订立的租赁合同和购货合同是紧密相联又是相互制约的,这两个合同分别代表两种不同的法律关系。它们是各自独立的,但是这两种关系又是为着一个共同的目的而设立的,所以又是相互依存的。因为购货合同是根据承租人要求而签订的,所购的设备就是租赁合同所租的设备,得到承租人的确认接受,并且不经承租人同意不能修改。因此,如果购货合同不履行或不适当履行就直接影响到租赁合同的效力。再则,在这两个合同中,出租人同时作为两个合同的直接当事人,既须履行融通资金的义务,又须承担支付货款的义务,方能取得设备的所有权并行使收取租金的权利。出租人的这一特殊地位使卖方与承租人之间形成了准合同关系。卖方从出租人——买方取得货款,却要保证将货物交给承租人。并保证设备符合承租人的选定,并承认承租人由出租人授与的追索、索赔权利。同时,承租人“不管买卖方推迟交货与否”仍需按租赁合同的规定履行交付租金的义务。

总之,融资租赁是融资与融物相结合的交易。以融通为手段,而以融通资金起着主导作用,没有资金,就不能购买设备,也就不能租赁。因此,实际上是出租人担当着向承租人提供购货贷款。但贷的是物,以物代替钱。这是它与一般租赁和单纯信贷交易的重要区别。

第三节 融资租赁的特征

融资租赁是融通资金与融通物资相结合的特殊类型的筹集资本设备的方式。它的特征可归纳为以下几点：

(1) 融资租赁交易涉及三个方面的关系，即出租方，承租方和供货方。这三方是同时关联着的。出租方根据承租方的要求，出资向供货方购买设备，同时将所购得的设备出租给承租方使用，承租方按期交付租金以补偿出租方所支付的设备成本、利息和一定的利润。

(2) 融资租赁包括 2 个或 2 个以上的合同。在传统租赁中，只有出租方与承租方之间订立 1 个租赁合同；而融资租赁至少得有 2 个合同，1 个是出租方与承租方之间订立 1 个租赁合同，另外是由出租方与供货方之间订立 1 个供货合同。这 2 个合同是相互联系，同时订立的，在 2 个合同的条款中都需明确规定相互间的关系、权利和义务。例如，在租赁合同中要规定承租方负责验收设备，出租方不承担所购设备质量、数量不符的责任，但出租方授权承租方负责向供货方交涉索赔。在购货合同中则规定所购设备系出租给承租方使用，授权承租方验收设备和索赔。

如果是国际转租赁交易，即 1 个国家的租赁公司（假定为甲）向另一个国家的租赁公司（假定为乙）做转租赁，则需要有 4 个合同，即①租赁公司甲与供货方订立 1 个购货合同；②租赁公司甲与租赁公司乙订立 1 个转让合同（Assignment Agreement）将甲购进的设备转让给乙，或订立 1 个售购合同（Sales and Purchase Contract）将甲购进设备售给乙；③租赁公司甲与租赁公司乙订立 1 个回租合同（Lease-Back Contract），将甲转让给乙或售给乙的设备，回租给甲；④租赁公司甲与承租用户订立 1 个租赁合同，将甲向乙租进的设备，转租给承租用户。

(3) 承租人对设备和供货商具有选择的权利和责任。不同于传统租赁，融资租赁设备和生产厂、供货商都是由承租方选定的，出租方只是根据承租方的要求出资购进，租给某方使用。因之对于设备的质量、规格、数量、技术上的检定验收等都由承租方负责。然而，出租方为了保障其利益，可以拒绝承购不合适的设备或不合格的供货商，而介绍好的设备或可靠的供货商由承租方选择。

(4) 租赁设备的所有权与使用权的分离。融资租赁，设备虽是由承租方选定的，为其专用的，但它是由出租方出资购进的，因此，设备所有权属于出租方。而承租方在按时支付租金履行合同各项条款的条件下，在租赁期内对设备享有独占使用权。一般企业主的传统观念都希望自己买进设备，由其自由支配使用，但是现代精明的企业家所考虑的是占有设备的经济使用价值，他们不重视设备在名义上的所有权，而着重的是能有绝对的使用权。他们认为企业利润并不是有了机器设备的所有权而产生的，而是由使用获得。融资租赁之所以能得到企业家们的欢迎和发展，就是适应这个使用观念，满足他们的要求。

(5) 融资租赁是融资与融物相结合的交易，融资起主要作用。从出租人的立场看，融通资金为承租人购进设备供其使用是目的，融物是手段，他主要关心的是收取租金。从承租人的立场看，向出租人融物使用，生产产品，出售产品获得利润是目的，通过融资手段，

达到他使用物件，产生利润的目的。他所关心的是产品所得足以偿付租金而有盈余。两方的立场不同，但都需要资金才能达到各自的目的。出租人要筹措资金为承租人购置设备，承租人形式上是向出租人融物而实质上是融资，以向出租人交付租金取得设备使用权利。

(6) 租赁合同为不可撤销的合同。租赁合同一经订定，双方就有义务遵守，任何一方不得随意撤销，为的是保护双方权益。承租人不能因为市场利率降低而在租期未到期前提前终止合同，转向其他方筹借低利资金，归还租金。这样会使出租人蒙受损失，因为出租人计算租金时的成本是根据购货时的市场利率而定的。承租人也不能因为有了新型设备而撤销合同，退还设备，因为融资租赁的设备是出租人专为承租人购进的，是由承租人选定的。同样，出租人也不能因市场利率提高或设备涨价要提高租金。

(7) 设备的保养、维修、保险和过时的风险均由承租人承担负责。融资租赁是金融性租赁，出租人在租赁期内不承担设备维修、保险、零件更新等费用，承租人有责任把设备保管、保养好，进行维修和保险，设备是否合用或陈旧过时，完全由承租人承担。

(8) 融资租赁较之其它筹资方式灵活。承租人可以根据企业本身的经营情况，资金活动回收情况与出租人商订租期和分期支付租金条件，但租期应低于设备的寿命。

(9) 在租赁期满时，承租人对设备处置的选择。承租人对设备的处置有 3 种选择权——留购、续租或退回。承租人可任选 1 种，并在租赁合同中订明。

第四节 融资租赁的定义

如第一节所述，不同国家对融资租赁性质有不同的观念，不同的解释和不同的规定，即使在同一国家，租赁经营者、政府部门、法律、经济、会计团体学者各方面也有各种看法，提出了不同定义。本章将在国际上有代表性和两种定义和我国在草拟“融资租赁管理暂行条例”中所建议的定义叙述如下。

一、国际统一私法协会的定义

设在罗马的国际统一私法协会，根据各方的要求指定研究小组调查研究各国的融资租赁交易，起草了“国际融资租赁统一规则初步草案”，并于 1984 年 5 月 3 日由执行理事第 63 届会议讨论设立一个政府专家委员会，对研究小组提出的初步草案作总结审定，这个政府专家委员会对研究小组的初步草案进行了讨论和修改，并在 1986 年 4 月在罗马召开了第二次会议。第二次会议产生了统一规则草案第二稿。其序言中指出管辖传统租赁契约的法律不适用于特殊性质的三边关系融资租赁交易。草案第一条是关于租赁的概念和特点，可以说是对融资租赁的定义。

☐ 本公约适用于融资租赁交易，其中一方当事人（出租人）

(1) 依照另一方当事人（承租人）的说明和经其同意的条件订立一项协议（供货协议），据此从第三方当事人（供货方）取得工厂、资本货物或设备（简称设备）；

(2) 订立一项协议（租赁协议）给承租人，有权为了商业或专业目的使用设备，并据此收取租金。

□ 上述融资租赁的主要特点

(1) 在说明设备和选择供货方面, 承租人不是主要依靠出租人的技能和判断;

(2) 出租人所取得的设备是和一项租赁协议关联的。这项协议, 据供货方所知, 已经或将由出租人和承租人之间订立;

(3) 根据租赁协议应支付的租金是固定的, 并考虑到摊提全部或一部分设备成本。

这个定义着重说明融资租赁的三方关系和协议所确定的租金内容。这个草案第二稿基本上是各方意见调和和妥协的产物。

二、国际会计标准委员会的定义

国际会计标准委员会(International Accounting Standard Committee)在制订的国际会计标准(LAS 17)中对融资租赁作如下的定义:

“融资租赁是指出租人在实质上将属于资产所有权上的一切风险和报酬转移给承租人的一种租赁。至于所有权的名义, 最终时可以转移也可以不转移。”

这个定义强调的是: ①资产经济所有权的转移, 不重视法律名义所有权的转移; ②实质上转移给承租人资产经济所有权才算作融资租赁, 它与美国的“真正租赁”恰恰相反, 它贯彻了国际会计学术界对融资租赁财产在承租人的资产负债表上资本化的主张。

三、“中国融资租赁管理暂行条例草案”所建议的定义

我国融资租赁业务自1980年开始以来, 历史虽短, 但发展迅速, 各方面都要求国家颁布一个融资租赁条例并对融资租赁有一个明确的定义。我国的几家经营融资租赁业务的主要公司(占全国租赁业务量80%以上)在国家经委的领导下共同研究, 准备提请国务院公布的“中国融资租赁管理暂行条例”对融资租赁的定义建议如下:

融资租赁是指由出租方融通资金为承租方提供所需设备, 具有融资、融物双重职能的租赁交易, 它主要涉及出租方、承租方和供货方三方当事人, 并由两个或两个以上合同所构成。出租方根据承租方的要求和选择, 与供货方订立购买合同支付货款, 与出租方订立租赁合同, 将购买的设备出租给承租方使用, 租期不得低于2年。在租赁期间, 由承租方按合同规定, 分期向出租方交付租金。租赁设备的所有权属于出租方, 承租方在租赁期内对该设备享有使用权。租赁期满时, 设备可由承租方按合同规定留购、续租或退回出租方”。

这个定义是根据融资租赁的主要特征、性质和我国具体情况所作的概括。它明确了: ①融资、融物的双重职能; ②融资租赁三方当事人(出租方、承租方、供货方)的关系和同时具备2个或2个以上的合同; ③承租方有交付租金的义务; ④租赁期间租赁财产的所有权属出租方, 但承租方享有使用权; ⑤租赁期满后承租人对租赁财产的选择权; ⑥租期年限的规定。关于租期年限是否应作规定有不同看法, 有的认为融资租赁是一种中、长期的信贷, 需有一定期限才具有实际意义, 通常一般的设备租赁期应为2年或2年以上; 而有的认为融资租赁的主要作用是融资, 以融资的形式将设备租给企业使用创造利润偿付租金, 所以应该鼓励企业多创利润, 早偿付租金, 使租赁公司的资金周转加快, 为更多的企业服

务，因此不宜规定租期年限才更能体现融资租赁的灵活性。至于在税务上对一定年限的融资租赁给予优惠则是具体措施，不宜作为法律性限制。

第五节 融资租赁的优点

在今日商品经济社会中，一个企业的产品如果质量不高，成本昂贵，不随着社会的发展需要而创新，这个企业就没有竞争力，必然被时代所淘汰。因此，任何企业在发展生产过程中必须经常革新技术，更新设备。要取得设备或更新设备就需要资金。传统的购置设备筹措资金方法就是：①使用企业的自有资金；②向银行借款；③增加资本；④发行债券等。一个企业使用其自有资金投资于购置新设备并不是最好的、最有利的办法。资金是血液，保持资金流通是一个企业生存的命脉，如果它的流动资金被冻结在固定资产中，就将影响其经营业务活动能力，会发生周转不灵，无钱购买原材料，发不出工资等等，导致生产停顿，甚而危及企业生存。向银行借款购置设备，固然可解除使用自有资金，但投资于固定资产后产生经济效益，是比较长期的，因此向银行借款也需是中、长期的。而银行借款一般是短期的，中长期借款比较困难，特别对中、小企业。至于增加资本金或发行债券也不是简便易行的事情。前者需要召集股东会决定，股东愿意、又有能力才能达成，而后者则只有大企业才有资格发行并需有人认购。融资租赁是解决以上困难的一条新途径，可以适应企业的特殊需要。

融资租赁给承租企业带来的明显好处是：

一、在资金短缺情况下引进设备

企业在资金短缺的情况下要购进国内外设备，可以通过租赁渠道达到。它可以先不付或先付很少的钱，却能得到所需的设备。设备投产后，企业可以产品所得在几年内分期偿付租金，这样企业可以早引进、早投产、早得经济效益。它是“借鸡生蛋、以蛋换钱还租金，最终又可得鸡”的好办法。

二、提高资金利用率

一个钱可以顶二个钱或几个钱用。企业如果直接购买设备，就需投入百分之百的自有资金或向银行贷款以支付全部货款才能得到设备。这样就使企业的这部分资金只能用于一个用途。如果使用租赁渠道，购买设备款则可由租赁公司全部或部分支付，所留下的钱可用于购买原材料或其他项目或其他有利用途，可取得多种经济效益。

三、及时引进设备加速技术改造

在今日，有先进技术、先进设备的企业才能创造优质的低成本的产品。如果单纯依靠企业本身积累或上级拨款购买设备，就会错过生产，失去良机，甚至失去原有市场。例如要购买 50 万元的设备，企业每年只有 10 万元的提存可供添置设备，需积累 5 年方能购得，到第六年投产后才能产生利润。但如通过租赁方式则当年就可取得设备、投产、产生利润，

其优点与积累购置相比是显而易见的。

四、避免因通货膨胀而造成损失

在当代世界经济发展中，通货膨胀已成为一个普遍现象，只是各国的通货膨胀程度不同而已。由于通货膨胀势必提高货品成本和销售价格，设备价格必然会上涨。企业通过租赁方式引进设备是在订立租赁合同时就将全部租金固定下来，以今日的币值购进而以明年或后年、几年后的币值支付租金，不论以后发生通货膨胀，设备价格上涨，租金则仍以原约定数额支付，避免了由于通货膨胀和物价上涨等因素而造成的损失。

五、金融与贸易结合，加快了引进速度

我国企业购买国内外设备，一般至少需要经过两个环节，首先是筹措资金环节，向银行申请贷款，经审查批准需要相当长时间，第二个环节就是委托外贸公司（从国外引进设备）或向生产厂商采购设备（国产设备）。环节增多，手续必然增多，费用也就增加。利用租赁方式，融资与引进设备，都由租赁公司承担，一身兼任双重职能，使企业能迅速获得所需设备。时间就是金钱，早投产就能早得收益。环节减少又可节省费用。并且采用租赁方式，承租人与生产厂商直接见面，直接参加洽谈，择优选订，承租企业可以取得满意的设备。

六、还租方式灵活

各个企业生产的产品性质不同，生产的周期长短不同，其销售的市场情况不同，收入也不同。租赁可以适应各个企业的不同收入情况，不同要求，确定租赁期限和付租次数。如果租赁的是一项公共设施，如电站设备，社会效益大，而回收期限却长，则租赁期限可以长些。如果租赁的是一个工厂的成套生产线设备，经济效益相当高，回收期快，则租期可短些。如果租赁的是一项单机，则租期可更短些。一般的情况，承租人半年或3个月付租一次，每次均等付租。也有一年付还一次租金的。为了支持企业技术改造、更新设备或改建、扩建，建设期间有一段时间企业无还款能力，还可允许企业在投产前有一段限期不付租金，将租赁公司购买租赁设备的一切成本费用，按双方商定的利率计算，到投产之日起租，分期偿付租金。还有，有的企业每年收入不均等，如旅游业，营业有高峰，有淡季，对它们所租的设备收租金额可以不均等，根据其收入情况确定。总之，付租方式、租期可以双方灵活商定，满足承租人的要求，但是租期与设备的使用寿命有关，不能高过使用寿命。

七、租金固定

便于计算成本，有助于加强企业经营管理。

企业经营成果好坏，关键在于企业领导人的经营管理。必须“知己知彼”才能不盲目生产。掌握成本是现代企业在商品经济竞争决策中的一项重要因素，采用融资租赁方式，取得设备的租金固定，便于计算成本和安排资金。

八、租赁可得到税款优惠

在以“税款为基础的租赁”的国家，如美国、英国、税款优惠措施与租赁密切相关，影响出租与承租双方的利益与成本，这些国家租赁公司所定的租金决定于税款优惠条件。税款优惠条件好，租金就低，租赁的优越性更显著。我国财政部肯定了近几年来我国租赁业务的发展，对帮助中小企业采用先进技术、进行技术改造起了有益的作用。为了适应租赁业务发展的需要，于1985年6月20日以(85)财工字第29号文颁发了《关于国营工业企业租赁费用财务处理的规定》。这个规定对于通过融资租赁方式租入的机器设备：①规定了租赁设备的租赁期限应参照国营企业各类固定资产折旧年限确定。折旧年限在10年以上的(含10年)，其租期应不低于该类设备折旧年限的50—50%，折旧年限在10年以下的，其租期应不低于该类设备折旧年限的60—70%；②规定了租赁设备所需租赁费(包括租赁手续费、利息以及构成固定资产的设备价款、运输费、途中保险费、安装调试费)应首先用该项设备提取的折旧基金和企业的更新改造资金、生产发展基金等企业自有资金支付，不足部分按不同情况分别处理。属于租入成套生产线设备的项目，可在缴纳所得税之前用该项目投产后新增加的利润支付。属于租入不便单独计算新增利润的单台生产设备和为管理服务的设备，在不减少企业原有上交利税的前提下，可分期摊入成本(费用)。

这个规定是我国对融资租赁在税款上的优惠措施，在一定条件下给予减免税或加速折旧的优惠。

九、帮助销售，促进出口创汇

在国外，企业界与租赁公司合作，利用租赁作为销售手段日趋增多。设备制造厂或经销商一般推销产品设备采取现款购买、赊销或分期付款。赊销或分期付款，制造厂或经销商需要有大量的资金，融通给用户，被用户占用，而且大都只能是短期的，而用户则希望得到较长期的偿付期限，因此有一定的局限性。至于租赁公司则为了发展业务，在不断创新、开辟多种形式的租赁业务。它们向制造厂或经销商提出融资租赁方式，辅助销售，使企业利用租赁公司的资金代替自己赊销或分期付款，既扩大了销售，又节省了资金，而且又可适应用户较长期偿付租金的要求，得到制造厂商和用户的欢迎。

这种方式用于国际贸易，帮助出口厂商向国外推销设备，出口创汇。但是，应注意的是，租赁公司经营出口租赁是有一定风险的，需要了解国外承租用户的资信，有可靠的保证，要了解承租用户国家的法律，外汇管制、纳税条例等。

十、防止设备陈旧化

随着市场竞争的激烈，科学技术的迅速发展、企业必须不断地提高生产力，使用先进的技术设备，淘汰落后的设备。这就需要资金。通过租赁这一渠道，企业可以经常更新技术设备，防止设备陈旧化。

第六节 融资租赁的风险

融资租赁交易是一项相当复杂的经济活动，它所涉及的范围相当广，除了紧密相联的三方当事人（出租人、承租人、供货人）外，还有其他关系人，如贷款人、经济担保人、运输公司、保险公司、海关、办理外汇银行、税务部门、外贸管理部门、外汇管理部门和计划、经济管理部门、商品检验部门等。在每一方当事人或一个关系人中发生问题或障碍时，其他方就会受到损失，就有风险。融资租赁中主要风险有以下几种：

一、当事人违约的风险

在执行合同过程中，三方当事人（出租人、承租人、供货人）之间顺利圆满完成合同的固然是大多数，但也有少数合同发生一方当事人违约的行为。

☐ 承租人拒付租金或要求退货、撤销合同的危险

供货人未能按照购货合同规定时间发货交货，所交货物本身存在瑕疵（包装瑕疵、技术瑕疵）等等，承租人就要受到损失，影响到承租人与出租人之间租赁合同的履行，可能发生承租人拒付租金或要求退货、撤销合同的危险。虽然补救的办法是在租赁合同和供货合同中订有出租人授权承租人向供货人索赔损失的权利，但出租人有义务为这一索赔提供方便，而且在实践中，经常由出租人去索赔，会发生索赔的时间、劳动服务、费用、利息损失等问题。

☐ 承租人违约的风险

由于承租人经营不善，资金周转不灵，发生延付或不付租金行为。这种信用风险，在发生经济萧条、经济危机时尤为突出，租赁公司也自然要受到波及。我国也有一些经营不善的企业发生拖欠租金的情况。为了避免、减少和分散风险，租赁公司在接受租赁项目前必须认真对项目进行可行性研究分析，对承租人的信用、财务状况、经营能力慎重调查、进行评价，作出接受与否定的判断。在国外，租赁公司对承租人信用评价分成等级标准，按照不同的信用等级，收取不同租赁利率计算的租金以补偿其所承担的风险。为了减轻风险，租赁公司向承租人收取一定的保证金，要求承租人提供经租赁公司认可的可靠经济担保人。

此外，出租人还可能遭受承租人侵犯出租人租赁财产所有权的行为，如发生越权抵押、转让或处分，或遭受在租期内因承租人使用租赁财产侵害第三方，或承租人的其他债权人要求处分租赁财产时，因而增加了出租人的风险。

☐ 出租人违约的风险

在租赁交易中，承租人也有受到出租人违约的行为。例如出租人资金不足，未能按购货合同条款如期开出信用证而造成供货人拒绝或推迟交货，使承租人蒙受损失。也有因出租人的工作疏忽、过失，如不及时向运输公司订船舱，搞错装货卸货港口等使承租人不能及时使用，或第三方因向出租人行使担保权益而使承租人受到损害等。

二、利率和纳税变动的风险

融资租赁的特征之一是租金固定，而租金所包含的因素，除租赁设备的货价外，主要是融资利率。货价在购货合同订定后是不变的，但融资利率，除非租赁公司向银行或其他融资机构所融通到的资金利率也是固定的。贷款还本付息时间和收取租金时间是同步的。否则，如果在租赁期间发生不利变动，租赁公司的利润就会受到影响。为了避免或减轻风险，一般在租赁合同中作租金变化条款的规定。如我国的租赁公司经营人民币项目，规定如国家银行利率调整，按调整利率相应调整租金。在国际租赁中，因美元利率不稳定，一些租赁公司和银行对美元租金和贷款要求按浮动率计算订约。

在一些国家以税款为基础的融资租赁交易。纳税条例和税率的变动对租赁公司有极大的影响，因为这些租赁公司向承租人收取的租金是考虑了纳税上给予了优惠待遇而订定的，如果在租赁期间发生不利变动，租赁公司就要受到损失。因此，国外租赁公司为了补救这种风险，在租赁合同中规定有税款变化条款，如纳税上得不到政府优惠待遇或优惠待遇减少了，承租人的租金应相应调整。

三、国际租赁中外汇汇率变动的风险

在国际贸易中，汇率波动是个极大的问题。政府和中央银行对汇率也不能随意决定。汇率基本上是由市场形成的，对于有些国家相互间订立贸易协定以固定汇率结算之外，可以说 99% 的国际贸易属市场汇率。

长期以来，绝大部分的国际贸易，交易时都以由市场所确认的货币来处理。这些货币中其中最重要的为美元、西德马克、日元、瑞士法郎、英镑和荷兰盾，而以美元为主宰。因为在国际货币市场上，大家认为这些货币是比较稳定的。但是在 1985 年 9 月西方外汇市场汇率发生激烈变动，美元汇率连续下降，以伦敦金融市场 1986 年 7 月 5 日的美元与日元和西德马克的汇价与一年前同日相比，前者贬值了 34.98%，后者贬值了 28.3%，使以美元结算进口日本和西德货物的进口商蒙受极大损失。在国际筹资中同样发生汇率问题。例如，某企业于 1985 年 7 月 5 日借入 25000 万日元，一年期间，当时汇率为 1 美元兑换 247.5898 日元，折合美元为 100.97346 万美元，1986 年 7 月 6 日到期，归还还是该企业以所收入的美元去兑换日元偿换，归还当日汇率为 1 美元兑换 160.9669 日元，如单以本金 25000 万日元折算，应偿还美元 155.31143 万损失了 54.3379 万美元，损失之巨大，十分惊人。

国际融资租赁交易都是以外币结算的，必然受汇率波动的影响。出租人是受承租人的委托为其购进设备租给其使用，汇率波动风险理应由承租人负担，因此在租赁合同中大多以购进货物的货币作为交付租金的货币，就是出租人支付的购货款是什么货币，承租人每期偿付的租金也是同样的货币，即如果出租人支付的货款是日元，而承租人偿付租金时手中持有的是美元，则承租人应将美元兑换成日元交付租金，一切兑换上的风险由承租人负担。

另一种避免汇率风险的办法是：如果购进的是日元货物，承租人愿以美元偿付租金，租金合同就不是日元合同而改成美元合同。出租人在支付货款时以美元兑换成日元支付，并

以当时兑换汇价所支付的美元作为货价计算租金，利率也是以美元计算。还有一种避免汇率风险方法就是用“调期”保值（hedge）方法。在国际上最常用的方法就是订立远期外汇合同，即预先按协定汇率买入到期日要支付债务的货币。

四、出口租赁的风险

出口租赁是出口创汇的一个渠道，将本国的设备租给国外的企业，分期收取租金。由于它是向国外出租，风险比较大，因此在接受每一项目时，应认真调查分析。除了以上所述说的风险外，主要还有下列风险：

☐ 政治风险

出口租赁的承租方是外国企业，受外国政府和法律的管辖，而各国政府的政治、经济、法律、税务等制度各不相同，在接受出租项目前，必须首先对这一项目承租企业国家的政治稳定性加以考虑，其次要考虑的是承租企业国家的外汇管制法令，对于承租企业支付外汇租金有没有限制。

☐ 信用风险

在出口租赁中，信用风险十分重要。因为承租人是外国企业，受外国法律的管辖，一旦发生承租人不履行租赁合同，不付或迟付，发生破产或擅自处分租赁物行为，即使在所订立租赁合同中有违约条款可以提出诉讼或仲裁，但旷日持久，出租人难免受到损失。因此，对国外承租人的资信调查必须认真，并且要有可靠的经济担保人。另外，必须了解承租企业国家的法律规定，办理法律规定的必要手续。如向法国出租设备，就要去法院书记室办理公告手续，申明租赁设备是属于出租人的，以对抗第三者的要求。

☐ 预提税问题

在国际租赁中，大多数国家对国外出租人的租金收入要征收预提税（Withholding Tax），征税的基础和税率各国不同。关于征税的基础，有的国家按全部租金收入征税，有的国家则按租金扣除货价后的净额征税。至于预提税率各国相差很大，如新加坡高达40%，联邦德国为25%，意大利按租金总额的70%征税30%。在这些国家，征税基础和税率所指的租赁，实际上是经营性租赁。至于对承租人有购买权的融资租赁，被认为是分期付款销售，是不征预提税的。在我国，对融资租赁的外国出租人，目前按租金扣除货价后的净额征收预提税10%。

在经营出口租赁时，对承租企业国家的预提税法必须事先调查清楚，认真对待。否则，不仅无利可图，而且还会遭到亏损。

第七节 设备融资租赁与购买设备的比较

一、融资租赁与积累资金购买设备的比较

在当今商品经济激烈竞争的时代，企业必须抓住时机，生产出优质、价廉、适销对路的商品才能立于不败之地，否则就会被淘汰。因此，企业必须经常革新技术，更新设备。这

就需要筹措资金。筹措资金有多种办法：一种是自行积累，每年从利润中提存一部分资金积存到相当数目后再购买设备，但是市场情况经常变化，如果等待积累到所需要的数目再购买，就会延误生产，错过良机，或则市场被别人捷足先登，或则使原有市场被别人夺去。而且，在通货膨胀的时代，今天可以买进设备的钱几年后也许就不够了。另一种办法是利用租赁方式，用租赁公司的资金早进设备、早投产、早得益，创造更多的利润。在短期内即可偿清租金，取得设备。举例比较：某企业以现有设备生产商品，每年可有利润 20 万元，如果更新设备每年产量产值均可增加 1 倍，每年可多创利润 20 万元，更新设备需要资金 100 万元。若用积累资金办法，假定存息年率为 6%，需积累 4 年 6 个月才可购进，到第五年才可投产，产生利润。若用租赁方式，第一年就能开始生产，每季产生利润 10 万元（包括新旧设备创利）。边创利润，边付租金，每付一期租金，总租金就减少一部分，租金中的利息部分也相应减少，息随本减。假定租金年利率为 8%，每季偿付租金 10 万元，则只需 2 年 4 个月就能将全部租金偿清，此后的利润就全归承租企业，比之积累办法可多得利润 43 万元。两者相比，显而易见，利用融资租赁方式远远优于自行积累购买设备。

二、融资租赁与贷款购买设备的比较

一般人的看法认为，贷款比租赁便宜，其实不尽然。

首先，凡是对融资租赁在纳税上有优惠的国家，租赁都是比贷款购买便宜，实得利润高。在国外，对于购买新设备的“所有人 (Owner)”有税务上的优惠，如美国、英国都有投资减税和加速折旧的优惠，这些优惠不论用贷款购买或租赁购买都可享受。但用现金流出量 (Cash flow) 方法分析比较，两者所产生结果就不同了，租赁比贷款流出的资金比现值 (Present Value 简称 P·V) 计算要少，也就是租赁比贷款可多增利润。

在我国，对融资租赁现在也有了加速折旧的优惠。下面将我国融资租赁与贷款购买设备用资金流出折合现值方法作比较见表 8.1.1。

表 8.1.1 租赁与贷款购买资金流出现值比较表

- 条件：1. 货价 1000000 美元
2. 租赁期限 6 年
3. 法定耐用年限 10 年
4. 租金每年期后平均偿付
5. 租金利率年息 11%
6. 贷款利率年息 11%
7. 贷款偿还方法按年平均偿付
8. 折旧方法直线方法
9. 所得税 55%

年度	租 赁					贷 款	
	1	2	3	4	5	1'	2'
	租赁费	税金调整额 (1×0.55)	各年度 资金流出 实额(1-2)	年利 11%时 PV 系数	PV 折金额 (现值) (3×4)	偿还借款	借款余额

1	236376.50	130007.07	106369.43	0.9009	95828.219	166666.67	833333.33
2	236376.50	130007.07	106369.43	0.8116	86329.429	166666.67	666666.66
3	236376.50	130007.07	106369.43	0.7312	77777.327	166666.67	500000.00
4	236376.50	130007.07	106369.43	0.6587	70065.543	166666.67	333333.33
5	236376.50	130007.07	106369.43	0.5934	63119.619	166666.67	16666.67
6	236376.50	130007.07	106369.43	0.5346	56865.077	166666.67	0
7							
8							
9							
10							
合计	1418259.00	780042.42	638216.58		449985.23	1000000.00	

贷 款						
3'	4'	5'	6'	7'	8'	9'
支付利息	各年度资金 流出额 (1' +3')	折旧费	税金调整额 [(3'+5')× 0.55]	各年度资金 流出实额 (4' -6')	年利 11%时 PV 系数	PV 折 合 额 (现值) (7' ×8')
110000.00	276666.67	100000.00	115500.00	161166.67	0.9009	145195.053
91666.66	258333.33	100000.00	105416.66	152916.67	0.8116	124107.169
73333.33	240000.00	100000.00	95333.33	144666.67	0.7312	105780.269
55000.00	221666.67	100000.00	85250.00	136416.67	0.6587	89857.661
36666.66	203.333.33	100000.00	75166.66	128166.67	0.5934	76054.102
18333.33	185000.00	100000.00	65083.33	119166.67	0.5346	64107.452
				842500.00		605101.70
		100000.00	55000.00	-55000.00	0.4816	-26488.00
		100000.00	55000.00	-55000.00	0.4339	-23864.50
		100000.00	55000.00	-55000.00	0.3909	-21499.50
		100000.00	55000.00	-55000.00	0.3522	-19371.00
384999.99	1358000.00	1000000.00	762500.00	622500.00		513878.70

说明：为了作出正确的比较，必须在相同的条件下进行，即租赁与贷款购买的期限、金额、利率、资金流出期限要一致。此外，还要从每年现金流出额的现值比较才能真正一致。

在本例：

(1) 租期为 6 年，按照财政部 1985 年财工字第 29 号文件的规定可将租赁费列作成本(费用)；贷款期限同为 6 年。

(2) 租赁与贷款金额同为 100 万元。

(3) 租赁与贷款利率同为 11%。

(4) 租费支出与利息支出同为 1 年，同期支付一次，也就是资金流出时期一致，但应注意的是租赁与贷款的每年资金流出额是不同的。利用租赁时，每年的租赁费支出是均等的，6 年偿清，而利用贷款购买时，则每年的利息支出是不同的，折旧费要按国家规定年限折旧，要 10 年折完，因此，用贷款购买办法，前 6 年是流出，后 4 年是流入。

(5) 按我国税法规定，利润所得税率为 55%，租赁与贷款的税金调整额同为 55%，本例的租赁费，税金调整额为 780042.42 元，贷款利息支出加折旧费税金调整额为 762500 元。

(6) 经税金调整后，租赁资金流出总额为 638216.58 元，贷款资金流出总额为 622500 元。

(7) 两者相比租赁流出资金比贷款流出资金要多 15716.58 元。

(8) 但是，只从资金流出总数比较是不正确的，因为各期支出的资金，其货币价值是不同的，资金是能生利息的。第一年的资金价值比以后各年的价值要高，第二年的价值比第三年以及以后各年的价值高，以此类推。因此，应将各年的支出折合成目前的价值即“现值”才能使价值一致而进行比较，这就是表中的 PV 系数，通过 PV 系数折合后，各年度资金流出额的现值总金额若利用租赁为 449985.23 元，而利用贷款购买为 513878.70 元，两者相比，租赁比贷款购买少流出资金 63893.47 元。

通过以上经济分析比较，实际上租赁比贷款购买便宜，此外还应用综合的比较：

(1) 不易取得贷款。即使商得贷款，但时间拖得长，可能货价上涨，错失购货机会。到货推迟，生产随之推迟，利润减少。而租赁是一揽子服务，融资与购货都通过租赁公司去办理，既节省了费用，又减少了环节，自然加快了引进速度。节省时间，提前投产，就能产生更多利润。

(2) 租金可摊入成本，而贷款购买设备是增加固定资产，只能按规定折旧，而且作为购置固定资产要一次纳产值税。

第二章 资本主义国家的租赁业

租赁,最初主要是土地和房屋租赁,十九世纪末开始了设备租赁,如铁路车辆、贝尔电话和制鞋机,但其目的只在于使用设备本身,并以只租不售而垄断市场。二次大战后,开始了以融资为核心机能的现代租赁。

第一节 世界租赁业发展简况

50年代初,第一批租赁公司在美国成立。到60年代,西欧、日本和大洋洲等大部分工业国家都成立了租赁公司,从60年代末起,西方各国的租赁业务已普遍向海外扩展。70年代期间,租赁在西方各国得到急剧发展,并扩大到一些第三世界。从80年代起,工业发达国家租赁业进入成熟期,不少发展中国家的租赁业亦有了一个较大的发展,租赁已成为当代许多国家发展最快的一种融资方式。同时,许多设备制造厂商也已相应地把开展租赁作为扩大产品市场的一种有效手段。当前,租赁在国际市场上,也被广泛用于吸收外资,引进技术和促进投资以及推动出口等方面。

概括当今世界租赁业的发展,可以看出以下几个特点:

一、租赁业务量迅速增长

1978年至1982年间,工业发达国家租赁投资平均增长率为20%左右。

1983年,全世界租赁新投资额为1000亿美元。工业发达国家占95%。其中:

美国是最大的租赁市场,占61.2%。1984年设备租赁金额为740亿美元,1985年预计可达870亿美元,从1978年至1983年的五年中,年平均增长率为18.2%;

英、法、联邦德国欧洲三国1984年租赁资产新投资额(按购置成本计算)分别为:

40亿英镑 [折46.54亿美元],

320亿法郎 [折33.26亿美元],

182亿马克 [折58亿美元],

日本是第二大市场。1984年租赁合同成交额为3.676兆亿日元[折146.86亿美元],从1979年至1986年间,年平均增长率为20%左右,1986年成交额约为4.8兆亿日元,1987年推算数为5兆亿日元,预计1990年可达8兆亿日元,今后5年内平均增长率将达10%—15%;

大洋洲1982年设备租赁金额为48.9亿美元,占其设备投资额的35%,比上年度增加10%;

近年来,发展中国家的租赁业务也增长很快,尤其是亚洲地区和拉丁美洲的几个国家。其中南朝鲜、台湾省、马来西亚和新加坡 1984 年租赁资产新合同金额分别为 6.81 亿美元、6.56 亿美元、5.59 亿美元和 2.92 亿美元,分别比 1980 年增长近 4 倍、5 倍、4 倍和 54%。香港有关船舶和大型设备的境外租赁金额十分可观。巴西 1982 年的租赁资产净值为 26 亿多美元,占投资额的 9%。租赁在委内瑞拉等其他拉美国家也有相当程度的发展。

二、在工业发达国家设备投资中的比重不断增大

据美国商务部公布:1982 年,工业发达国家租赁投资约占全部设备新投资的 15%,1983 年,美国设备租赁额占制造设备投资额的比重已从 1978 年的 15.6% 上升为 27.4%,而同期债券只占 6.7%,商业银行贷款占 11.7%,1983 年租赁额比上年度增长了 6.3%,但同期债券却下降了 20%,银行贷款更是下降了 52%,按租赁资产新投资额计,1984 年在英国,占民间设备投资额的 6.3%,在法国占 10.6%,在联邦德国占 7.1%,日本租赁成交额占民间设备投资额的 6.3% (1987 年上升为 8.74%)。

当我们从统计数字上看到过去几年来租赁业务急剧增长时,不能忽视的一点是那段时期正处于世界性严重经济衰退,实际贷款利率较高,许多国家的投资处于低水平,有的甚至是下降的(如英国 1979—1982 年曾下降了 30%),但租赁仍能一枝独秀。可见,成为银行新竞争者的租赁,因其适应了世界经济发展的需要而显示了它的强大优势。

三、租赁市场已具相当规模

第二次世界大战后兴起的现代租赁业,经过 30 多年的发展。现已成为一个拥有几百万承租人,由三大类型,几千家租赁公司组成的综合产业,经营范围日益广泛。

据不完全统计,美国出租者协会拥有 875 家会员公司(占美国租赁公司总数的 95%),日本租赁业协会有 258 家会员公司(日本租赁公司总数约为 300 家),英国设备租赁协会有 85 个成员,法国、联邦德国各有 51 家和 717 家租赁公司,香港租赁市场上有 200 多家公司在竞争,台湾省现有的租赁公司为 100 多家,新加坡、马来西亚各有 50 家和 250 家租赁公司,拉丁美洲也有为数不少的租赁公司,如巴西已有 56 家租赁公司。

租赁行业现已基本形成金融机构类、制造厂商类和综合专营租赁公司类三大系列鼎足而立的格局。

租赁业务的经营范围日益广泛,从单机到生产线(包括附带的零备件)以及附设在工业、商业设施上的工业产权、专利均可租赁,新旧不论。除了常见的各类工、商、农业设备机械、办公室用设备和数据处理设备、电子计算机、医疗器械、通讯仪器、石油开采设备、运输设备、火车车厢、飞机、船舶外,一些新型资产例如价值上亿美元的卫星系统、核电站等,现也常通过租赁方式取得。

四、租赁服务多样化

(1) 现代租赁已发展成为一项融资(硬件)兼有咨询、维修(软件)多种服务的一揽子综合业务,因此能更灵活、方便、更适应用户的各种需要。

(2) 租赁形式多样化。除了传统的融资、经营两类租赁形式外,还发展了租赁与投资,补偿贸易、贷款相结合的综合租赁形式。

(3) 金融服务多样化。不少租赁公司围绕融资租赁的中心业务,开展了租借、贷款、不动产租赁、风险投资、动产信托等多种经营,与现有金融机构相辅相成,向经济界提供着多种新型复合的金融服务。

当今各国租赁业发展的趋势是:

(1) 科技进步的加速,陈旧化风险的增大,对企业经营管理的专业化、集中化将提出更高要求。随着经济结构的变化,用户对租赁的要求,不再仅仅满足于当作一种筹措设备的手段,还希望能从租赁公司获得更多的服务。因此,由承租人承担设备过时风险和保险、维修服务的经营租赁,在租赁总额中所占份额将逐步增大,而且其增长速度会超过融资租赁。

(2) 租赁产品结构中的主体对象——省力、省时的办公自动化设备、各种工、商业机械和节能的有关设备的租赁比例,将进一步扩大,同时,公共福利方面的设施、装置和农业机械也将作为租赁产业结构中的重点对象。

(3) 租赁服务的多样化与专业化将同步发展,今后将出现更多的专业化租赁公司,如电脑、汽车、飞机、船舶和建筑机械租赁公司。

(4) 租赁业务更趋国际化:

①随着各发达工业国租赁业日臻成熟,国内市场相应变小,因此,将采取在海外增设更多子公司、合资公司分支机构的形式以开拓当地市场业务;②对飞机、船舶和超大型设备等巨额租赁项目进行跨国跨公司的横向合作,以解决资金来源并减少风险;③发达工业国和发展中国家的直接进出口租赁即国际租赁将得到进一步发展;④有较多迹象表明,租赁将有可能成为金融机构控制的行业。

第二节 西方现代租赁兴起的背景和发展原因

一、现代设备租赁的兴起是科技进步与设备陈旧落后矛盾突出,促使投资需求剧增及革新传统信贷方式的结果

第二次世界大战后,第三次科技革命引起了原有工业部门中大批设备相对落后,同时也产生了一系列以资本和技术密集型产业部门为特点的耗资巨大的新兴工业部门(如宇宙工业等),从而使资本主义国家固定资产投资规模急剧扩大,设备更新速度空前加快,科技革命还带来了新技术的不断进步,导致了生产分散化、专业化和中小企业的增加,这类企业不可避免地要增加投资购买新设备。此外,随着科技革命的迅速发展,市场竞争不断加剧,企业为保持有力的竞争地位不得不增加投资加快更新设备,加紧研制新产品(如美国IBM每年需花10亿美元研制新一代产品)。不断把新技术运用到生产上去。这就造成了无形损耗的加快,添置设备的投资大大增加。这一切,使企业对资金产生了前所未有的庞大

需求。

然而，企业获得投资资金的机会却日益减少。列宁所形容的资本主义那种全靠货币资本收入为生的食利者同企业家和其他一切直接参与运用资本的人相分离的特点，在战后初期，由于金融资本统治的加强，而表现得更为明显了。资本主义各国的非金融公司，包括资金雄厚的美国大企业，资金普遍不足，中小企业更为明显。因为，战后初期从军需品生产向民用品生产的转换，战时经济向和平建设经济的转换以及开始出现的经济起飞，所需投资资金是如此庞大，以至于使企业按法定年限折旧制度规定，留内部的折旧提成和未分配利润，已远远不能满足扩大再生产的需要。同时，工业发展的速度和规模所需资金已超过了私人筹资或资本市场提供资金的能力。尤其是欧洲大陆国家，由于其资本市场本来就不太发达，以股票、债券筹资更为困难，于是出现了工业日益依赖银行长期贷款和投资的趋向。即使就一些拥有巨资的垄断企业而言，由于战后生产力的迅速提高，生产日益社会化、国际化，这不仅使这些垄断企业的垄断程度进一步加强，更富有掠夺性，而且也使它们为了追求最大限度利润，大大增加对外投资，造成了垄断企业国内资金的严重不足，从而不得不加深对银行的依赖。

可是，传统的中、长期贷款条件却十分苛刻。银行从安全与盈利考虑，对投资和贷款作了种种规定：如必须对红利、奖金、长期贷款、设备投资加以限制；必须在银行保持一定存款额（非经同意不得提取），必须维持最低额流动资金等等。因而，一般只有少数大企业方能从银行借到贷款。美国《幸福》杂志报道：美国 1200 家大企业中，大约只有 300 家可以出售政府债券和私人债券，出售股权、或从银行大量借入资金。欧洲的银行通常只提供为期大约 3 年的贷款，因此，购买者在设备有效寿命期间不得不洽谈两笔或三笔贷款。估计日本城市银行 3% 的贷款，地方银行 50% 的贷款，集中在大企业。即使如此它们可获得的借款额一般也比较小，贷款期也比较短，但利率却不断提高，赊购条件日益恶化，各企业、尤其是中小企业，从外界获得投资和资金日渐困难。

由于法定年限折旧制度和传统信贷方式不能满足经济发展产生的庞大资金需求，也不利于企业减少初期巨额现金的支出。因此，客观上要求必须改革现有的信贷方式，开辟新的融资渠道，以弥补传统中、长期信贷方式的不足。在这种背景下，新型的信贷方式——以融物形式达到融资目的的设备融资应运而生了。由于租赁融资能提供其他中、长期信贷方式所不能提供的支付灵活，租金率固定，融资期长、受限制少等融资便利，使企业能更有效地利用资金，从而成为资本投资市场上一种有利的新资金来源。同时，由于通过租赁，企业不必追加大批投资购买设备，便可获得新的技术设备，这就刺激了企业对租赁的需求，使租赁日益成为一种主要的融资手段，为企业界、金融界所普遍采用（据美国有关方面报道，更换 1000 多架第一代飞机所需要的 1000 多亿美元，主要是以租赁方式解决资金筹措问题的）。

二、现代设备租赁是金融业高度发达，银行资本和工商业资本在信贷联系方面进一步渗透、结合的产物

第二次世界大战后，银行资本和工商业资本的进一步融合，是通过信贷联系、资本和

人事参与这三方面来实现的。租赁的产生和发展则是银行和工商业资本在信贷联系方面密切结合的一种新形式。一方面,银行等金融机构向租赁公司(或机构)提供大量经营资金,在租赁公司的资金来源中,除自有资金和通过发行股票筹集的资金外,主要以租赁债权从银行获得抵押贷款,即使是资金雄厚的大租赁公司也不例外。例如美国租赁公司,1974年自有资金只有其总资金的15.4%,股金占6.7%,各种长、短期借款却占了75.5%。其贷款主要从银行、保险公司获得。这是因为:

(1) 与用于设备投资的直接贷款相比,向租赁公司(或机构)出借资金较为安全、可靠、更能分散风险。

(2) 由于融资租赁与银行贷款业务有相似之处,为谋求金融服务多样化,银行本身也日渐参与租赁业务,并以此作为银行业务的一个重要部分,以争取新的客户。美国和欧洲的各大银行几乎都开设租赁子公司或租赁部门经营租赁,在租赁市场上形成了以金融机构为母体的银行系统租赁公司群体,专门从事金额较大的融资租赁。

(3) 随着租赁业的发展,银行将更加重视同租赁公司建立密切的联系,如直接与有实力的租赁公司进行业务合作,或直接参股与租赁公司开办合资公司(例如日本东方创业投资公司就是日本东方租赁公司与英国证券银行、美国风险投资公司以及日本国内的几家金融机构合资而建的)。

另一方面,许多大型租赁公司也设立银行租赁制度,为不具备租赁部门的银行提供租赁服务。大的制造厂商,为加强竞争地位,将租赁作为推销其产品的有力辅助手段。同时,也利用它们自己在国内外开设的信贷部门,安排租赁业务的信贷。

此外,租赁公司还与大制造厂商、银行组成租赁联营垄断组织,专门经营计算机、汽车、飞机一类的专业租赁。如日本东方租赁与在日本的IBM和美国摩根担保信托银行合资成立了计算机租赁公司。

三、政府的鼓励措施直接推动了租赁业务的蓬勃发展

租赁对各国经济发展起着日益增长的促进作用,因此,随着租赁的发展和它对经济发展影响的扩大,一些国家在以下几个方面对租赁业采取了若干扶植措施:

□ 税收方面

不少国家的税法规定,同购置设备的财产所有人一样,租赁公司购进设备供出租用可享受同等税收优惠。美国是对租赁实行税收优惠最典型的国家,这也是美国租赁业特别发达的主要原因之一。

美国的税收优惠主要表现在加速折旧和投资抵税两项上。1954年的税法,1962年的“固定资产管理法”,1971—1981年10月内所实施的“加速折旧法案”以及1981年的“经济复兴税法”均规定加速折旧由财产所有人(包括出租人)提取。这种制度使法定折旧提前完成——使当作费用从出租人应税利润中扣除的折旧额,大大高于法定折旧扣除额,从而使出租人获得延期纳税的好处,并降低了设备过时风险和通货膨胀损失。

投资税扣除法(Investment Tax Credit Law)简称投资抵税(ITC)从1962年开始实行,一直到1985年,中间几经修改、补充(以1981年经济复光税法的修改为最大)。该项

立法规定,凡符合美国税法 38 节规定的资产,在购入并使用该项资产的头一个纳税年,出租人可申报将相当于资本设备购置成本的 10%,从当年应纳税额中扣除。从而使出租人的投资,在当年就可从政府给予的抵税中保证收回一部分。因此,投资抵税成了刺激美国租赁迅速发展的主要原因之一。1966 年英国税法实行补助金制度,商务部明文规定,出租人作为设备所有人有权享受对设备的补助金。1970 年实施的代替补助金制度的税收减免制包括头年资本抵税 (First year Allowance) 和减值减税 (Writting Down Allowance) 两项。这项制度实质上是一种加速折旧。因为它规定,相当于一定百分比的购置成本额可从出租人当年税前利润中扣除。由于要充分利用加速折旧,企业必须有足够的应税利润,要利用 ITC,企业必须有足够的应纳税额。因此,加速折旧和投资抵税一方面吸引纳税能力高的企业、机构或个人投资、购买设备后再出租,获得大量抵税、延付税款的好处,从而既达到其降低高课税率来避税的目的,还可降低租金;另一方面又吸引投资大、纳税能力低,没有资格享受这两项税收优惠的企业,利用租赁筹措设备,以获得低廉租金的形式,从出租人那里分享一部分税务补贴,从政府对投资在税务方面实行的优惠鼓励中间直接受益。日本在 1984 年初修改税制时,新设立了同样适合租赁的“机电复合减税法”,允许中、小企业以租赁方式添置电子,通讯等 88 种新设备,可享受租赁合同一定金额(一般为 60%)的 7%,作为减税额。此外,各国税制普遍规定,凡被本国税法认可为租赁的交易,承租人支付的租金,可全部当做费用,从应税利润中扣去。由于租期一般短于法定折旧年限,因此,可获得类似加速折旧的好处(估计平均可缩短折旧年限 30—40%)。为此,不少企业宁可租而不愿买设备,尤其是那些易陈旧化的技术和设备。

□ 贷款、保险方面

有的资本主义国家政府为租赁公司提供专项贷款,对租赁公司经营国家鼓励发展的行业提供低利贷款,以提高租赁业的社会经济效益。如美国政府的国际开发署对美国企业向第三世界国家出租设备提供贷款。英国规定,本国出租人将英国产品出租到国外,可申请获得类似出口信贷的有关优惠。又如日本政府对经过特定批准的租赁公司可提供政策性低利率财政融资,还规定:为普及合理化、现代化所需特定工商业设备,可由政府指定的金融机构(如日本开发银行)向出租特定设备的租赁公司,尤其是出租给中小企业的租赁公司提供低利率贷款(一般提供购买设备总额的 40—70%,其余金额由租赁公司自行筹集)以降低租赁公司的筹资成本和租金。此外,为了帮助中小企业利用租赁实现设备现代化,并鼓励机械工业发展,由日本通产省服务产业局、中小企业厅及保险局联合实行机械类租赁信用保险制度,以保证承租的中、小企业破产时,租赁公司能从政府那里收回一半租金。

上述这些法令、措施,使租赁在立法上至少与其他融资办法享受同等待遇,从而为租赁业顺利、蓬勃发展提供了有利条件。

四、随着科学技术的迅速发展,商品市场竞争的进一步激化,租赁日益被用作辅助销售的有力手段

企业为保持有力的竞争地位,不得不加快更新设备。但是,在现代化生产中,设备成本日趋昂贵,维修、保养技术愈加复杂,用于技术服务方面的开支日益增大,这使企业在

购置新的生产设备方面的负担不断加重。通过租赁,企业不但不必追加大批投资购买设备便可获得新技术装备,而且还能获得必要的特别服务并经常使用先进设备,所以,对那些成本大、售价高、技术性强、或易陈旧化、或利用率不高的设备,租赁比销售更易找到客户。有的制造商对专利产品,采用只租不售的办法,既推销了商品,又保持了垄断地位。因此,随着商品市场竞争的不断加剧,在谋求贸易方式多样化过程中,租赁已被出口商认识到是推销产品、扩大产品市场的有力辅助手段。许多大的制造厂家或设立租赁部、或设立附属公司、或设立独立的租赁公司直接经营租赁,专门向外界出租母公司的产品,形成了制造厂商系列租赁公司。有些财力不足的或遇有资金困难的制造商则借助租赁公司推销产品,这样不仅达到了销售产品、扩大市场的主要目的,并立即获得了租赁公司的货款,从而避免了赊售风险。

租赁已成为产销之间不可缺少的媒介。

五、生产和资本的国际化、国际生产专业化的不断发展,以及在这基础上出现的国际交换的空前发展和经济生活的日益国际化,为租赁业务的国际化准备了必要的世界经济条件

在国际分工不断加深,生产国际化日益增长的情况下,各资本主义国家所生产的产品越来越依赖于世界市场。随着产品生产方面专业化的发展,不断涌现出效率高、技术先进、面向世界市场的各种专用设备。同时,国际生产专业化的不断发展,极大地提高了社会生产力,各发达国家国内市场所容纳不了的大批社会产品,尤其是各种资本货物,急待推销出口,这使资本主义经济生活中经常发生的尖锐的供求矛盾日趋国际化,从而使各国之间产销脱节的衔接愈发重要。由于租赁对进口商业说,是获得设备技术的有效筹资方式;对出口商来说,是没有资金负担的有力销售手段。租赁促进了各国之间的筹资、投资,加速了国际流通,适应了世界经济被发展的实际需要,因此,租赁业务很快扩展到了世界市场。

各国的国内租赁交易,在60年代中获得了迅速发展,国内租赁的融通利益和销售利益被得到承认。工商业资本对租赁的国际业务很感兴趣。而且,随着租赁业务的发展,同业间竞争加剧,国内市场变窄,而经营租赁的各种垄断组织规模不断扩大,资本高度集中、积聚,势必要向国外扩张,寻找新的市场。其进行方式有三种:

- (1) 到国外开设子公司或与当地资本合营开设公司以开拓当地租赁市场;
- (2) 几个国家的垄断资本结合组成多种形式的多国租赁公司或租赁国际垄断组织;
- (3) 直接开展跨国租赁业务。

生产和资本的国际化,扩大和加强了各国之间的经济联系,并使国际交换空前发展,这在客观上促使国际信贷多样化地发展,以适应世界经济的迅速发展和国际贸易的不断增长。银行日益把经营国际租赁业务作为其提供国际金融服务的一个主要组成部分,从而加速了租赁国际业务的发展。

生产和资本的国际化,使经济生活日益国际化。世界各国不仅通过国际交换,而且通过资本和直接的生产活动,组成了相互渗透相互依赖的经济体系,各国之间的经济合作日益广泛、深入,对发达工业国来说,为追求高额垄断利润,给“过剩”设备和资金寻找有

利的销售、投资市场，迫切需要一种更为有效的出口销售手段和安全可靠的信贷方式；对处于工业化进程中的发展中国家来说，为解决加速本国经济发展所必需的大量资金，改变落后的技术、管理水平、急需更有效地利用外资，引进发展本国工业扩大出口所必需的技术、设备。这样，国际经济合作的新形式——租赁的国际业务，因其在融通资金，促进投资，辅助扩大出口和加强技术引进方面，兼有多种独特作用，而获得了较大发展。

六、各国大力宣传、推广租赁交易和评估租赁经济利益理论的出现，为租赁顺利发展，在思想上扫除了障碍

在生产资料私有制的长期影响下，“必须自己拥有物权”的观念相当严重，而且习惯于“先拥有，后使用”，着重对设备的占有，或是把占有和使用看成是一个整体。因此，六十年代以前，租赁主要为缺乏资金，高风险行业所采用。为推广租赁，租赁公司开展了大规模的宣传、广告活动，大力普及租赁知识，使人们不仅逐渐认识到“拥有所有权未必是获得使用权的唯一手段”，逐步接受了“收益的产生基于使用，而不是所有。只有将设备投入使用，才能产生经济效益”的使用观念，还了解到租赁在财务会计、资金利用以及其他方面所具备的独特优点，因此，租赁方式越来越受到企业界广泛重视和普遍欢迎。据美国幸福杂志调查报道：今天美国每 10 家公司中就有 8 家公司利用租赁方式获得所需设备。宣传使越来越多的企业认识到，租赁是中期融资的来源（有时是唯一的来源），是一种提供各种便利的资金融通办法。而且，不光是一种可供选择的融资手段，还是一种获得工厂与设备的最佳方式。

众所周知，租赁是在现代化大生产、金融制度和投资预算技术高度发达条件下产生的最复杂的融资、贸易方式之一。因此对租赁这种“兜售（sold）”活动，只有在评估租赁利益的理论出现之后，才能获得真正成功。不少西方经济学家对租赁专门进行了深入研究，总结了多种评定租赁经济利益的方法，对租赁的经济利益进行全面考察。从中人们可了解租赁的真正的潜在利益，可学会如何在租与购之间进行决策、分析，以便根据企业自身情况，作出有利选择，更有效地利用租赁。在租赁业务实践中产生并不断完善的租赁理论，又反过来大大促进了租赁业的发展。

第三节 美国租赁业

一、美国租赁业概况

☐ 美国现代租赁业的产生

战后，美国经济面临着由战时生产向平时时期生产的转变和军用技术向民用生产的转变，战后科技革命的兴起促进了现代科学技术的迅猛发展，各种新技术不断得到开发和利用。企业之间的竞争愈加激烈。为了适应这种情况，企业必须对原有生产设备进行更新改造，及时采用新的技术装备，以保持竞争中的有利地位。然而，由于美国在战后的建设时期实行的财政紧缩政策，企业技术设备更新改造所需的资金来源十分困难，原有融资渠

道和手段不能满足为数众多的企业对于资金的数量和融资方式多样化的需求。正是在这样一种情况下,现代租赁方式——融资租赁在美国应运而生,随后即获得迅速发展。1952年,专门的租赁公司——美国租赁公司诞生,其后许多租赁公司相继成立,租赁成交额逐年大幅度增长。30多年来,现代租赁在美国经济生活中发挥了越来越大的作用。

□ 美国设备租赁成交额的增长及其主要原因

1978年美国设备租赁成交额的估计数字为265亿美元,1983年这一数字增加到612亿美元,平均年增长率为18.2%。根据美国设备出租者协会(AAEL)的预测,美国设备租赁成交额将以每年20%左右的速度持续增长,估计1986年设备租赁成交额超过1000亿美元。

在美国,租赁占资本设备投资的比例从1978年的15.6%逐步增加到1983年的27.4%,租赁交易几乎包括所有行业各种类型设备,租赁筹资在许多设备投资中都占有相当大的比例。例如,租赁筹资占有关飞机投资的45%,占铁路设备投资35%,占汽车投资31%,占船舶投资23%,占电子计算机设备投资15%。租赁还广泛应用于医疗设备、农业机械和生产设备等方面的资金融通。

促使美国设备租赁成交额迅速增长的原因概括起来有以下几点:①近年来,随着新技术革命的兴起和迅速发展,美国企业界用于资本设备,特别是用于那些易于租赁的(可移动设备)设备投资不断增加;②租赁具有节税的优点;③美国实业界提高了对租赁所产生的综合效益的认识;④原有融资渠道不能满足企业对资金的大量需求;⑤美国在政策、法律等方面对租赁的鼓励和支持。

□ 租赁在美国资本市场中的地位

通过对资本投资的几个主要资金来源进行比较,我们就可以清楚地看到租赁在资本市场上的地位以及对美国经济所起的重要作用。1983年,在用于资本投资的筹资手段中,租赁超过了债券、股票、商业银行贷款、商业抵押贷款和企业自有资金,成为最大的单一资金来源,达612亿美元,而传统的筹资手段如商业银行的贷款仅为261亿美元,不及租赁筹资的一半。但在1980年以前,商业银行的贷款都一直高于租赁所筹集的资金。从近年来的统计数字来看,美国的租赁成交额逐年增长,对美国经济的影响越来越大,即使在经济衰退时期,租赁业仍能保持繁荣和发展。如今美国有900余家租赁公司在全国的各个领域广泛地开展着各种租赁业务。

二、美国租赁市场的构成

出租人、承租人及租赁对象是租赁市场的主要构成因素。如同世界上其它国家一样,美国对于承租人也几乎没有任何限制,任何单位或个人只要在法律许可的范围内交纳租金,均可成为承租人。在美国,大部分承租人是工商企业。下面着重分析美国的出租人——租赁公司的构成和租赁对象的构成:

□ 美国租赁公司的构成

目前美国有900多家租赁公司活跃在租赁市场上,但归纳起来不外乎下面几类:

(1) 银行所属或与银行有关的租赁公司。在美国,许多大租赁公司都属于银行资本。这

类租赁公司在美国租赁业中占有特别重要的地位,在 60 年代初,一些全国性的大银行首先被允许开办租赁业务,从而使银行成了出租者。此后,随着美国政府逐步放宽对租赁的控制,银行及与银行有关公司的租赁业务得到了迅速的发展。在银行内部专门从事租赁业务的一些部门,纷纷独立出来成为专门的租赁公司。银行通过开展租赁业务,大大促进了资本设备的销售,并获得了巨额利润。通过参加直接租赁或杠杆租赁,对各种类型的设备提供资金融通,租赁成为许多银行重要的资本来源。租赁之所以对银行产生巨大的吸引力,是因为通过参加租赁业务活动,银行可以获得许多好处。首先,银行可获得减税好处,可掩盖来自其它方面的经营收入。其次,银行在促进制造商产品销售的同时,也大大扩展了自身业务范围,从而扩大了银行的利润来源。第三,由于租赁十分有利于资本投资,即使在经济衰退期间,设备租赁仍然对承租人有着巨大的吸引力,这样作为债权人,银行通过杠杆租赁以及其它租赁形式,可以从中获得较高的投资收益。即使在经济不景气时,银行仍能从继续保持繁荣的租赁业务活动中获得稳定的收入,从而避免经济衰退所带来的不利影响。目前,在美国许多主要城市的大银行组织中都已经建立了租赁机构,很多大银行还到国外市场上积极开展租赁活动。在当今美国许多大银行经营的业务中,租赁已成为一个必不可少的组成部分。

(2) 从属于制造商的租赁公司。美国租赁市场一个日益重要的角色是制造商系统的租赁机构或租赁子公司。早在 20 世纪初,许多美国制造商为了扩大其产品销售,就积极地开展了租赁业务,取得了较好的利益。如今,这些制造商的租赁子公司已经成为美国租赁市场上重要的设备出租者,他们不仅经营母公司的产品,而且也帮助客户获得其它各种所需租赁的设备。目前,在很多设备的租赁市场上,这类租赁公司都有着较大的影响,例如在计算机租赁市场上,美国国际商业机器公司(IBM)就起着举足轻重的作用,美国的一些大飞机制造公司也直接向用户出租各种类型的飞机。受制造商控制的租赁公司在市场上还对建筑设备、汽车和电气设备的租赁有着重要的影响。

对制造商来说,出租其产品有着许多好处。许多公司都认识到,尽管许多用户愿意购买他们的产品,但是他们无力以大量现金购置昂贵设备。如果以融资租赁方式提供设备,实际上是一种分期付款的销售,这将大大地有利于制造商推销自己的产品。一些公司通过不断地出租已经多次使用过的设备,可以从中得到很多额外的利润,同时还可以保留设备的所有权,此外,子公司的租赁业务还有利于母公司的税务处理。

目前,美国制造商系统的租赁公司所面临的主要问题是缺少金融和技术专门知识的实力,从而使租赁的金融活动受到了自身能力的限制,许多制造商不得不利用第三方出租者取代子公司,来销售其设备。

(3) 独立的租赁公司。在美国市场上有许多出租人是独立的租赁公司。这些公司既不隶属银行,也不是制造商的分支机构,他们依赖租赁业务作为其收入的主要来源。美国大部分独立的租赁公司都是地方型的,即只为当地市场服务,但是也有少数在地区性或全国性的范围内开展业务。

独立的租赁公司可以分为金融租赁公司和专业租赁公司。金融租赁公司是信贷机构,他们先购有关的设备,然后租给用户,但并不经营设备本身,而是通过办理各种业务手续完

成租赁过程，并从中获取相应的利润。专业的租赁公司在租赁市场上起着重要的作用，这些公司出租特定类型的设备如电子计算机、汽车给特定的顾客。这类租赁公司还配备专门人员，提供许多非金融方面的专门服务，例如，在经营租赁中对出租设备的维护和管理，并在许多方面占有专门知识的优势。

(4) 其它类型的租赁公司。由于在美国进入租赁市场不受什么限制，因此在租赁市场上还有包括保险公司、政府机构、投资银行、养老金信托组织，私人公司、其它金融机构、个体出租者以及其它任何拥有资本可用以投资的租赁机构。

富有的个人有时作为合伙人购买并出租设备作为投资。然而作为个人，他们不能取得对投资的减税好处，并由于自身资本所限，他们对租赁市场的影响很小。投资银行在租赁市场上作为出租者和一揽子交易的当事人，一般参与金额较大的杠杆租赁交易。政府机构和私人公司对诸如筑路机器等闲置设备时常办理对外租赁，而保险公司长期以来就在租赁市场上积极开展业务，特别是对涉及那些优先客户所需的设备。

□ 租赁对象的构成

在美国租赁市场上，租赁对象的主要构成是：

(1) 飞机。1960 年美国联合航空公司最先通过杠杆租赁租用飞机，从此许多航空公司竞相采用租赁投入营运，避免了航空公司巨额耗资以购买大批先进飞机，从而大大加快了航空公司陈旧机群现代化进程。1980 年，美国的航空公司有 21% 的飞机是租赁得来的。目前，飞机租赁对美国航空公司的作用越来越大。

(2) 信息处理设备。电子计算机等信息处理设备在美国的应用极为普遍，而租赁是美国市场上对信息处理设备筹措资金的主要方式。绝大多数的美国用户都是通过租赁来获取所需的信息处理设备，因为通过租赁，用户不仅能大大减轻现金支出的负担，而且在管理租赁项下，用户除了能得到维护保养方面的服务外，承租人还能够避免承担因技术进步而产生的设备陈旧风险。

经营计算机租赁的主要是制造商或独立的专业性租赁公司。1980 年美国及加拿大市场上所租赁的新计算机设备价值达 80 多亿美元。

(3) 医疗设备。租赁方式也是受到美国医务界高度重视的筹资方式。美国医院每年租用的设备价值 5 亿美元，占医院全部资本支出的 15% 以上。X 光机、心脏护理装置和诊断设备等的租赁在医院非常普遍。私人医生特别欢迎管理租赁，因为他们很难筹集到足够的资金去购买和维护那些昂贵的设备。

(4) 其它设备。汽车、建筑、机械、农业机械、灌溉系统及其它运输车辆等，也是美国租赁市场上比较重要的租赁对象。如美国的汽车出租者已达 20000 家，通过完备的租赁服务，承租人得以提高运输效率和降低经营成本；美国的农民租赁拖拉机、联合收割机和灌溉系统；许多企业采用杠杆租赁承租油轮、集装箱船、石油钻机及其能源设备，此外机床、集装箱、生产设备、餐馆设备和饭店家具的租赁也很普遍，目前最新出现的租赁对象是机器人、卫星和其它空间设备。

三、美国租赁业特征

美国租赁业除具备租赁市场的一般特点外，还具有如下特征：

(1) 美国官方通过有关政府机构和制定有关政策鼓励租赁业的发展。例如，通过官方的出口信贷机构“海外私人投资公司”所提供的计划，美国政府对美国租赁公司在海外、特别是在发展中国家开展业务提供全面的政治风险保险，给美国租赁公司带来明显好处，提高了他们在国际租赁市场的竞争力。美国官方机构——进出口银行对美国租赁公司的对外租赁交易提供综合性的出口信贷、出口担保和政治、商业风险的保险。美国政府有关机构还制定了一系列有利于租赁业发展的政策，这对租赁业的发展起了巨大的推动作用。特别是近几年来，美国政府积极地同有关国家及国际组织进行协调，讨论修改和澄清有关租赁的现存国际准则，使其更加有利于租赁业的发展。

美国税法可使出租人直接享受巨大的投资减税优惠。根据税法的规定，当局对于出租人所投资购买并用于租赁的设备给予减免征税，这使得出租人可以直接得到征税上的好处，同时，出租人往往将这一好处部分地通过优惠的租金转移给承租人以利达成交易，这使得承租人也能够间接地取得征税上的好处。正是这一对租赁双方特别是对出租人的税收优惠，构成了美国租赁业一个最重要的特征，极大地促进了美国国内和国际租赁的发展。值得提出的是，近年来美国的财政赤字连年大幅度增加，引起了美国政府的特别关切，1984年美国制定了“赤字减少法案”，又称“改革税法”，限制了对国外承租人某些特定交易的征税好处，这将对美国出租人在国际租赁市场上的竞争产生不利的影响。

(2) 设备制造商在美国租赁市场上非常活跃。大多数租赁公司都与设备制造商有着十分密切的联系。一些大的制造商集团拥有自己的租赁机构或租赁子公司，他们在租赁市场上积极开展业务，大大地促进了母公司系统的产品销售。这一类租赁公司从事租赁业务具有两个最明显的特点：一是他们从事租赁业务的历史要远远早于其它类型的租赁公司。另一个是他们往往经营某一特定范围的设备，并在这一领域内掌握专门的技术知识。尽管60年代以来，银行大踏步地进入了租赁领域，但是美国的制造商在多种设备的租赁市场上仍然保持着传统的优势，特别是在计算机、飞机以及建筑机械等方面有着举足轻重的影响。

(3) 美国的租赁公司积极开展国际租赁，并在国际租赁市场上占有最大的份额。由于美国的设备制造业非常先进，加上美国的现行税法给予美国设备出租人较大的税收优惠，因此美国的租赁公司在国际租赁市场上以其优惠的价格和先进的设备保持着竞争中的绝对优势。美国的一些租赁公司通过直接开展跨国租赁或进行间接对外租赁，有力地促进了美国设备制造业的产品出口，并对全世界国际租赁的发展起了决定性的推动作用。1983年，美国的租赁公司租给国外承租人的设备价值为80亿至100亿美元，美国出租人占世界跨国租赁市场的75%，其中大部分市场在欧洲、日本、加拿大等发达国家。

(4) 美国租赁市场上的竞争十分激烈。由于美国的税收政策非常有利于租赁业的发展，加之官方及法律方面对租赁的限制很少，促使越来越多的企业进入租赁市场以寻求更大的利润。据美国设备出租者协会的统计，目前美国有900多个各种类型的租赁公司活跃在各地的租赁市场上，这些租赁公司为了争取客户，扩大成交额，彼此之间在租赁价格以及其

它各种成交条件方面展开了十分激烈的竞争。一些外国的租赁公司也在美国的租赁市场上积极开展业务活动，因为美国对租赁的税收优惠对这些公司有着很大的吸引力。一些在美国设有租赁分公司的外国公司，或把本国的设备出租给美国客户，或把美国的先进设备租回本国，或在当地市场上把美国设备租给美国客户。这些外国租赁公司的业务活动使得美国租赁市场上的竞争更加激烈。

(5) 租赁经纪人 (lease broker) 在美国的租赁市场上扮演着十分重要的角色。这些中介人以介绍租赁交易为专门职业，在出租人和承租人之间努力促成交易，以获取报酬。在美国租赁经纪人经手的交易中，大部分出租人通常都不是职业出租者，他们很少出租设备，因此需要租赁经纪人在专门业务知识方面给予帮助。这些出租人出租设备，是由于租赁在征税上的好处，强烈地吸引着他们，或是因为他们自己的设备闲置着，而经纪人的介入，则大大方便了这类出租人所进行的交易。经纪人通过促成交易也可获得一定的酬金。目前，美国租赁市场上相当一部分非专业性的出租人与承租人之间的交易都有经纪人参加。这些经纪人以其丰富的专业知识和积极的活动，对美国租赁业的发展起着有利的推动作用。

(6) 美国租赁市场上以直接融资租赁和杠杆租赁为主。前者占 45%，后者占 40%，经营租赁只占 15%。在直接融资租赁中，电子计算机、办公室设备最多，占总数的 37.9%；其次是产业机械。农业机械及通讯设备。凡是价格昂贵的设备，如飞机、船舶、铁路车辆和大型生产设备等，一般都采用杠杆租赁。而经营租赁在美国主要用于二手货市场、较发达的电子计算机方面以及石油钻井台和汽车等设备的租赁。杠杆租赁在美国租赁市场上占有相当重要的地位，通过这类交易，承租人只需承担 20% 的设备货款，而可以享受到全部的投资减税优惠。

四、租赁业对美国经济的影响

设备租赁做为一种全新的融资方式，自其诞生以来，对美国经济产生了十分积极的影响。

首先，设备租赁扩大了投资者对于筹资方式的选择范围，促进了不同筹资方式之间的竞争，从而降低了资金筹措的成本。这有利于企业扩大设备投资，积极采用新的技术设备，促进先进技术在企业的应用，加快了企业的技术进步。这不仅提高了企业的竞争能力，而且对全社会生产力及生产水平的提高是一个有力的推动。

其次，租赁使融物与融资结合起来。银行由于租赁业务的开展而扩大了活动的范围，这使得银行不仅扩大了利润的来源，也刺激了整个金融业的进一步发展。

第三，设备租赁在刺激了企业对资本设备需求的同时，也为美国市场上过剩资金和过剩产品找到了一条新的出路，刺激了美国设备制造业的繁荣和增长，从而在一定程度上缓和了生产过剩的危机。正因为如此，美国的租赁业即使在经济衰退时期也能保持稳定的增长。但是，租赁在衰退时期的增长，虽然会促进投资的增长，同时也会进一步加剧国家税收的减少。

由于租赁对美国经济以及租赁交易的各方有着明显的好处，并且，随着科技革命的不断深入发展，必然会刺激企业对先进技术设备的大量需求，未来美国的租赁业将会保持持

续增长的势头。目前,美国政府正在着手进一步澄清和完善有利于租赁发展的政策和法规,预计今后几年美国租赁业将以 20% 左右年增长速度继续增长,并将对美国经济的发展发挥更有利的影响。

第四节 欧洲租赁业

欧洲的近代设备租赁,实际上始于 19 世纪英国的铁路货车长期租赁。但这一融通资金的新办法,在当时还没有被叫做融资性租赁,而且后来曾弃之不用了。直到 60 年代初,欧洲的金融机构从美国租赁初获成功的经验中,看到了租赁对发展工业信贷的重要性,才重新提出,将租赁作为一种获得资本设备的有效融资手段,并决心从美国引进现代融资技术。如同美国的其他技术一样,租赁融资很快在欧洲获得了高度评价和顺利发展。60 年代中期,各国相继成立了租赁专业公司,60 年代后期,租赁业在欧洲获迅速发展,年成交额为 5 亿美元,平均占欧洲投资总额的 1%。然而在欧洲,租赁成为设备融资的主要动力,并作为一个行业真正获得蓬勃发展,还在 70 年代。到 1979 年底,租赁投资额已达 95 亿美元,占全欧洲设备投资总额的 5.2%,1982 年租赁融资额为 158 亿美元,占设备投资总额的 6.9%,1984 年的统计数字表明,租赁占设备投资的比例在 8% 左右。

租赁在欧洲获得如此迅速发展的原因主要是:

(1) 企业为添置新设备,因银根紧缩不易从银行融通到资金,租赁则是唯一可能利用的中、长期融通手段,而且几乎可提供百分之百的融资(包括货价和保险、运输等附加费用)。

(2) 为对付激烈竞争,必须有效运用资金,利用租赁,可将因之而保留下来的资金转为周转金使用。

(3) 通过租赁公司积极的推销活动,欧洲各国政府逐渐理解到租赁不仅可应用于各类设备(包括附带技术、备件等),而且还适用不动产,租赁具有广泛的运用范围。

(4) 在技术迅速进步的现代经济社会中,租赁能促进投资和设备现代化,使资金导向新设备投资,并使政府制定的有关鼓励投资的措施能充分发挥作用。

(5) 租赁在融资上、会计上及其他方面的各项优点——如租金支付方式和金额可配合承租人的需要和现金流量情况而定,租赁不列入资产负债表,可保留企业借货能力,租赁不仅能向企业界以融物形式提供融资便利(如果租赁项目能享受节税好处,租赁融资成本会比其他融资方式的成本低),而且,还能为企业扩大生产提供辅助销售的便利。

如今,租赁已成为欧洲各国在资金营运、资本形成中的重要手段,对各国经济发展,尤其是在经济不景气时,起到了其他融资方式所无法替代的作用,从而取得了任何一种融资方式所不能比拟的长足发展。

在欧洲,绝大部分的出租人由银行附属机构充当。近年来,越来越多的制造商把租赁当作帮助销售它们产品的新手段加以利用,而参加到租赁行业的队伍中来。由于欧洲的二手设备市场不太发达,因此,经营性租赁不太多,进行租赁业务的主要形式是融资性租赁。欧洲大部分国家将融资性租赁分为节税租赁和非节税租赁两类,节税好处因各国税利制的

不同规定而异。多年来,以英国税利给予的税收优惠为最多,但1986年起已立法予以取消。而且,对跨国租赁中的海外承租人,早就开始严格限制其享受税收好处。目前只有日本、西德、法国、瑞典、荷兰、爱尔兰和奥地利,还能对一项跨国租赁业务中的海外承租人提供一些税收优惠,但这种优惠比过去美国、澳大利亚、新西兰和英国所能提供的要少得多。一项3000万美元的设备,租期在10年左右,一般可使租赁的实际利率下降1—1.5%左右,大致能使承租人减少相当于5—15%货价的费用。

欧洲国家管理租赁合同的法律是各不相同的。如英国的出租人按法律规定不能向承租人提供购买权,而法国、比利时、葡萄牙等国的立法却规定必须提供。为协调各国影响租赁的不同法制和财务规定,避免纠纷,取得政府方面的合作,并促进欧洲共同体国家租赁业务的普及,各国租赁协会决定成立欧洲设备租赁协会联盟。1972年5月3日在布鲁塞尔召开成立大会。该联盟最主要的成果之一,即确定了租赁在欧洲的定义。认定租赁既非分期付款,也非担保债权的一种形式,且非单纯设备租借,更非税务对等上的一种手段,以及为回避所有权所附带风险的手段,而是别无其他更恰当名称的,在一组合同基础上成立的一种自成一类(Suiganeris)的三边交易。欧洲共同体为谋求统一私法而设立的研究机构——“国际私法统一协会”拟定了“国际融资租赁契约统一规则”。

下面将英、法、联邦德国3个主要欧洲国家的租赁业概况介绍如下:

一、英国租赁概况

□ 历史与现状

与美国相同,英国的现代融资租赁起始于分期信贷和铁路设备通行的融资方法——购买租赁。19世纪中叶,在英国一度盛行的铁路货车长期租赁在19世纪末旨在限制贸易,保持垄断地位的制靴机、制鞋机租赁是英国融资租赁的早期萌芽。

第二次世界大战后,随着英国金融机构把投资重点从消费信贷转向工业信贷市场,租赁作为一种获得资本设备的融通手段重新被英国金融界和工商业界所重视。1960年,英国第一家租赁公司——英美合资的商业租赁公司正式成立,从此开始了英国现代设备租赁的新时期。其后,大部分融资机构、商业银行很快都开办了租赁业务,以此作为它们推进发展工业融资业务的手段。

60年代,是英国现代租赁的创业期,业务有了稳步发展。70年代期间,英国租赁产业获得了迅速发展,逐步形成了一个新产业部门。1971年8月,英国设备租赁协会成立,当时只有13家成员。该协会成立后不久,立即联合那些经营租赁的融资机构、清算银行、商业银行、外国银行、保险公司和工业附属机构,很快成为英国租赁业的代表机构。1978年已有38家会员,到1985年增至75家,加上非正式成员,目前约有90家公司。协会成员公司的成交额占了融资租赁市场的很大份额。1979年还成立了租赁经纪人协会,有16个会员公司,提供咨询、股票管理、投资评估等服务。

英国租赁的成交额以及在设备投资中所占比例一直占西欧国家首位。1985年租赁成交额创下了新的历史记录,为57.57亿英镑(以购入金额为基准),比历史创记录年的1984年的40.1亿英镑,增长了43%,比1983年的28.94亿英镑增长了99%。这一年租赁在总投

资中占 20%，比 1984 年所占 15.2%，增长了 4.8%。在 1976 年到 1985 年的 10 年中，租赁成交额增长近 13 倍，租赁增长率大大超过了整个投资增长率。

□ 英国租赁业特点

(1) 市场结构。英国租赁市场由银行/金融机构系列的租赁子公司、租赁经纪人和工业附属租赁机构构成。大多数租赁公司是银行和其他金融机构的子公司，其中清算银行集团的租赁子公司是工业的主要力量，其他大量经营租赁业务的融资机构为独立的融通商号、商业银行、保险公司以及外国银行。这些金融机构经营租赁不象其他西欧国家那样必须获得政府批准，除消费者租赁和资金不足者外，任何公司和个人均可提供租赁融资便利。自 1976 年以来，工商集团相继成立了一些辅助销售型租赁公司，经营如计算机、车辆、火车机车等专门设备的租赁。这些专门出租人一般不是设备租赁协会成员。在英国，还没有一个象美国那样庞大的独立部门经营租赁，但有一批活跃的租赁经纪人在发掘潜在的承租人，鼓励新出租人进入市场。

(2) 行业结构。英国设备租赁不包括不动产租赁，土地、工业建筑和私人住宅等。财产租赁通常不是由租赁公司而是由保险公司、养老金专业财产公司以及使用长期基金的其他企业来进行，但工业工厂租赁项目（如炼油厂、核电站等）的全部或部分可视作设备租赁。英国的不动产租赁几乎等于零，这是区别于其他欧洲各国最显著的特点之一。

从租赁物件的类别来看，产业机构一直占据第一位（1985 年为 32% 多，1984 年为 38%）。其次是电脑、办公室用设备（1985 年达 22.7%，1984 年为 20.8%），商用车辆、汽车和飞机、船舶、石油开采设备等。

从租期来看，一般至少在 2 年以上，以 4 年以上到 5 年的居多（约占租赁成交额的 28% 左右），5 年以上到 7 年的其次，2 年和 10 年以上的比例较小。

(3) 法律和政府规定。在英国法律中，融资租赁被视为委托契约的一种形式，如其他商业合同一样受普通法条文制约。按普通法规定，租赁财产的所有权与使用权永远分离，出租人对设备的所有权与承租人对设备的经济受益权彼此独立，出租人的物权永不转让给承租人或任何有关的第三者。因此，首租期（Primary Period）满时，承租人不能享有留购权（Purchase option），要么归还设备，要么以较低租金续租，也可以作为出租人的代理，出售该项租赁设备并以租金回扣形式获得出售设备所获净利的 90—99%。租赁合同如订有一项留购权（不论行使这一权利的代价是什么）的规定，该合同则被视作租购（Hire-purchase）合同，不能享受作为租赁的税收待遇，也就是说，英税务当局将认为不是出租人而是承租人作为设备物主享受折旧及投资优惠和补助。

根据普通法“任何人转让非己所有财产是无效的”原则规定，承租人违约出售租赁财产，不能使买主取得所有权，出租人的所有权可以对抗承租人的善意买主。但在大多数欧洲国家，租赁合同通常包括一项承租人享有留购权的规定。因为那些国家的法律认为，融资租赁合同是自成一类的交易契约，其主要目的是融通设备的使用权，转移所有权不过是从属活动。

① 税制有关规定。租赁作为一种对英国工业中期融资的重要方式，在税法上不享受任何特殊优惠，但在大多数情况下，可与贷款购买平等地享受政府对工业提供的各种投资鼓

励。1960年英国税法规定,对新设备实行投资减税同样适用租赁。1966年英政府实行投资补助金制度以代替投资减税。该办法规定,如租赁设备的租期不短于3年,而且设备在指定的工业生产过程中使用,那么,出租人将作为设备所有者有权得到补助金。1970年英国政府取消补助金制,实行新的税收减免制:第一,头年投资减税:这是对当年购置设备或厂房投资的一种减税优惠,适用于一切类型的新旧设备(船舶和某些汽车除外)第二,减值减税:按25%逐年减记资产帐面值的减税,这项优惠只能在设备投入使用的当年享受而且必须全部或部分放弃头年减税,为对工业投资进一步实行鼓励,从1972年起将这种减税提高到100%,100%的投资减税实质上是对设备实行最快的加速折旧。假设一项设备的购置成本为100万美元,有效寿命5年,年折旧额20万美元(直线折旧法)税前利润为237万美元,所得税率为50%。若不享受头年投资减税,则购置设备当年的应纳税利润为237万-20万=217万美元,应付税额为 $217 \times 50\% = 108.5$ 万美元,如享受100%头年投资减税,那么第一年应税利润为237万-100万=137万美元,应付税额为 $137 \times 50\% = 68.5$ 万美元,这样,头年延付税款额为108.5万-68.5万=40万美元,头年实际纳税率= $\frac{68.5 \text{ (应付税额)}}{217 \text{ (应纳税利润)}} = 31.56\%$ 。但因为出租人最终要在其租金收入额基础上完税,因此,从第二年开始的随后几年中,应付税额便会增加。所以说,100%的头年投资减税并不会减少纳税金额,只是使纳税延期,将出租人本来应在以后若干年中逐年享受的折旧提前到头年一次享受,从而获得货币时间差上的好处。但1984年英国政府宣布,1986年3月31日起正式终止这项头年投资减税,改由25%的减值减税取代。

②行政扶植措施。具体包括:

第一,1976年7月工业部修改了按1972年工业法案制定的选择性资助方案,使租赁设备的公司所获补助金与直接购买设备的公司相同。有些投资奖励和投资补助金可由租赁双方申请,有些则或由出租人享受或由承租人享受。

第二,英国设备的出口租赁可以在商业、政治风险,担保偿还贷款和以特别的国家利率提供资金这三方面获得出口信贷担保局提供的担保支持,条件比出口贸易销差一些,出口信贷担保局承担担保范围内损失的90%,其余风险由出租人自己承担。

第三,制约措施。租赁直接或间接地受经济管理方面各种必要法律的约束。

外汇管制:英格兰银行通过外汇管制,限制设置在海外的租赁设备享受税务优惠。英国承租人从海外出租人那里租用设备也必须得到该银行许可,获得其所需外汇。

金融管制:英国政府根据扩展或紧缩经济的需要,使用各种控制货币供应及信贷条件的办法,租赁公司作为借款人也就间接地受这种金融控制。

价格管制:政府要求租赁公司制定租金标准——既要保证一定利润,又不能超过适当的参考标准阶段的差额。

二、法国租赁概况

法国于1961年从美国引进了设备租赁的概念,并成立了第一家租赁公司。此后,处于自有资金不足和自筹资金能力降低困难中的法国中小企业,面临日益增长的设备投资需求,

对租赁这一中长期信贷方式表现出特别兴趣。而且,法国法院支持租赁合同通常明文规定的违约罚款条款,可靠地保证了合同执行。因此,租赁在法国作为一种投资方式得到了迅速发展。在 70 年代期间,租赁业务年平均增长率为 18%,1984 年新租赁实行额为 22 亿法郎(按购货金额计),占国内设备投资总额的比例为 7.3%。在 1970 年仅占 3.8%。经营设备租赁的公司在 1966 年为 15 家,1981 年增至 43 家,1984 年已达 51 家,它们一般都是经政府批准的银行系统的子公司。法国的设备租赁公司经营动产和不动产租赁。至于租赁对象的种类,电子计算机和卡车约占租赁金额的一半。

租赁在法国被称作信贷委托(Credit-bail),是一种运用于各个领域的具有多种功能特点的融资手段。在法国,租赁融资包括三项业务:

(1) 动产租赁业务 适用于不具有不动产性质的设备资产。租赁期限是根据设备经济寿命长短而确定的,大多数在 3 至 5 年之间。

(2) 不动产租赁业务 适用于具有不动产性质的生产性资产,其成本较高,租期最长,多在 15 至 20 年之间。

(3) 工业融资业务 适用于成本极高的整套工业设施和商业设施。

从事融资租赁的机构及其经营活动都受有关金融法规的调整,并在行政管理和信贷方面受到严格限制。而其他类型的租赁被视为一般出租,仅受普通商法的制约。

1966 年 7 月 2 日法国颁布了关于动产租赁的法令,即第 66/445 号法令(1967 年 9 月第 67/837 号法令对有关条款作了修改)。该法令及其细则对信贷委托的定义和有关租赁企业的法律地位作了明确规定。从该法令条款 1 对动产租赁业务所作的定义中看出法国的动产租赁被看作是一种在合同终结时附有出租方单方面承诺出售义务的长期出租业务,具有下列 3 个基本特点:

(1) 允许合同中规定期满时承租人对设备享有留购权(租期初进行这次购买安排的固定价格一般约为设备成本的 6%);

(2) 动产租赁的设备产品必须限于国家信贷机构理事会规定范围内的专用设备(消费信用公司业务范围内的产品不能作为租赁对象,如汽车中只有卡车、货车等方可作为设备产品);

(3) 租期内,动产租赁公司始终作为设备的物主享有折旧(但是法律规定租赁公司除了凭其所持有的文件——租赁合同、设备供应商的发票,还必须将租赁合同内容向商业法庭书记室进行登记才能足以证明它对设备的所有权)。

该法第二款规定,租赁公司必须象银行或信贷机构一样严格遵守有关法规,必须具备一定限额的已缴资本,并向理事会申请在被认可的金融组织名册上登记(被认可为金融机构的租赁公司,如采用股份有限公司形式,最低资本额为 750 万法郎,如果采用其他法律形式,则为 375 万法郎)。必须服从该委员会、法兰西银行和其他金融机构的管理,必须按国家银行管理委员会规定的格式呈报其资产负债表和其他详细财务情况,并将任何影响资本总额和资本分配的变化通知该委员会,必须向法兰西银行交存一份主要收费比例,该行还可以通过控制性准备金的方式对租赁企业进行管理。该法要求公布租赁业务和会计。该法细则明确了国家信贷理事会认可租赁公司金融企业,规定了租赁公司使用资金的限度,信

贷限度，还规定了租赁公司必须建立法定储备。

法国法院认可并支持“承租人不履行任务时，出租人解除租赁合同并收回物件后，可以要求支付规定损失金不足额”。

三、联邦德国租赁业概况

最初的租赁公司成立于1962年，从1974年到1984年的10年中，租赁投资额增加了3.52倍，但同期设备总投资额只增加了1.59倍。租赁占设备投资总额的比例已从1974年的3.2%增至7.1%。现共有租赁公司717家，专门经营汽车的专业租赁公司占1/4。联邦德国的汽车租赁非常兴旺，1983年已占动产租赁总额的20%。1984年比1983年又增长了1.36倍。今后还将进一步增长。联邦德国税制许可出租人在融资租赁基本租期结束时，对设备残值采用三种处理方式：

- (1) 不向承租人提供留购权或续租权；
- (2) 同意承租人有留购权；
- (3) 同意承租人续租。

但绝对不允许承租人自行提出留购设备残值，也不能在合同中规定期末设备所有权自动转移给承租人，否则，该项租约将被税务当局视作购买合同。

联邦德国税制规定了节税租赁（Tax-orientde Lease）的标准：

- (1) 租赁合同规定的租期既短于设备有效寿命的40%，又不超过90%。
- (2) 租赁合同如规定承租人有留购权，留购的价格或为公平市场价或不低于按直线折旧法计算设备帐面剩余净值。

一项符合上述两个条件的租赁业务可被联邦德国税务当局认定是一项节税租赁，即出租人不仅在法律上拥有这项设备的所有权，而且在经济上享有所有权利益——出租人享受折旧，获得迟延付税的好处，承租人支付的租金，可当作费用从成本中列支。否则将由承租人作为经济利益上的所有权人，享受折旧等投资方面的税务优惠，且承租人在会计处理上需把租赁设备资本化，即将租金总额的折现值当作资产列入资产负债表。

税制还规定，如果租赁对象不是一项仅仅适合承租人使用的专用设备，如汽车生产线、印刷机器、一些化工设备、发电厂（不包括核发电站）、医疗设备、运输设备、钢铁厂（军用设备除外）那么，出租人可作为经济利益上的所有权人。

上述标准也是区分租赁和分期付款购买的标准。

近一二年来。联邦德国以杠杆租赁方式进行大宗金额（bigticket）的跨国租赁已有了一定程度的发展，尤其在欧洲国家。

第五节 日本租赁业

一、产生、发展过程

日本自1963年从美国引进现代租赁制度迄今已有二十几年的历史，其发展过程大致可

分成四个时期:

(1) 1963年8月起始的5年摇篮期,也是现代租赁的引进时期,租赁知识的启蒙时期和租赁市场的开拓期。

1963年8月日本第一家租赁公司——日本租赁公司成立,第二年东方租赁公司和东京租赁于4月和9月先后成立,这三家公司开创了日本现代租赁事业的第一页。由于它们的积极宣传、介绍和努力开拓、推广,租赁受到了各大大资本企业的注目。日本经济界逐渐认识到租赁这个新兴行业对经济发展所具有的积极意义和重要作用。

(2) 1968—1972年全国性综合租赁公司成立,出现了第一批租赁公司群体。是租赁业务第一个发展时期。

这期间,日本经济正处迅速发展,技术革新突飞猛进,投资需求特别旺盛,租赁作为筹措设备的一种融通手段,适应了这种经济形式,发展很快。大银行、大商社、大厂家纷纷进入租赁行业,相继成立了13家综合租赁公司,奠定了日本租赁业的基础。这些公司充分利用了母公司的营业渠道,成交增长很快。每年平均增长率为30—50%不等。租赁业务以融资租赁为主,租赁对象比较广泛。

(3) 1973—1977年地方银行及相互银行进入租赁业,创办了第二批租赁公司。

由于日本受石油危机冲击,经济处于不景气,投资需求停顿,银根紧缩,租赁业务增长缓慢,但地方银行却着眼于租赁的发展前景,为谋求金融业务的多样化,与综合性大型租赁公司组建了地方性租赁公司。

(4) 1978年以后,专业行业加入租赁业界,迎来了租赁业务第二个大发展时期,同时,租赁同业间面临激烈竞争。

第四个时期的经济背景是日本的电子技术迅速进步,电子机械设备被大力推广,以省力、合理化为中心的投资呈增长趋势,政府部门的公共投资规模亦有相当程度的扩大。1975年以后,政府一直执行缓和的金融政策。在这种环境下,一方面租赁业保持着每年20%左右的增长率,租赁机构激增,专业租赁市场有了很大发展,经营租赁的比重不断扩大,专业化租赁公司接连问世,如电脑、汽车、建筑业纷纷建立租赁公司,此外,还发展了飞机、船舶租赁,并开始了跨国租赁。另一方面,由于人寿保险信用金库、金融信用等金融机构紧跟专业商社、大厂家涌入租赁行业,与已有稳固基础的各大租赁公司争相发展租赁业务,从此,日本租赁业进入全面竞争期。

二、租赁市场构成

日本的租赁市场主要由金融机构和大商社出资组建的全国性租赁公司、由厂家或经销商出资专门经营扩大推销本厂产品的专业租赁公司和由资本来自地方银行的地方性租赁公司组成。基本上分属银行型、厂家型和银行贸易复合型三大系统。大多数租赁公司已加入日本租赁业协会,至1986年1月已有会员298家,其中70%以上为专营租赁公司,其余为兼营机构。据调查,日本的租赁公司基本上属于资本小、规模小的中小企业。

三、租赁业务实绩

在 1974—1984 年的近 10 年中,租赁成交金额年平均增长率为 21% 左右,租赁占民间设备投资额比例从 1970 年的 1.35%,上升到 1987 年的 8.76%,全日本有 70% 的企业利用租赁进行设备投资,中小企业占了很大比例,以 1983 年为例,所占比例为 53%。

四、日本租赁业特点

☐ 租赁对象

1974—1979 年期间以电脑为中心的办公室用机器、产业机械和商业用设备为主要对象,所占比例分别为 29.1%—33.5%、22% 和 14.7%。在后来的 5 年中,办公室用机器的租赁成交额有了特别明显的增长,到 1984 年所占比例已上升为 42.3%,预计到 1990 年将增至 45—50%。

☐ 租赁市场结构

日本的金融机构不能直接经营租赁业务。以融资租赁为主,经营一切设备的综合租赁公司占领了绝大部分市场。这类租赁公司与商业银行的租赁部门/公司的性质、作用和业务范围相类似。

制造厂家系统的租赁公司,由于厂家的资金筹措力量不足,在 1980 年以前业务不太活跃。但近年来,为使销售手段多样化,业务有了一定发展。

专业租赁公司不如美国发达。

☐ 租赁方式

日本的租赁业是以融资租赁为核心发展起来的,目前,虽仍以此种方式为租赁交易中心,但一部分大型租赁公司正牵头开展有效运用特定机种为目的的经营租赁或对特定机种开展维修服务租赁。

☐ 租赁的好处

1984 年以前,日本企业利用租赁几乎无税收优惠可言。日本企业进行设备投资的主要好处为下列 4 项:

- (1) 是筹措资金和有效营运资金的新手段;
- (2) 有缩短法定折旧年限 30—40% 的实际效果;
- (3) 能摆脱拥有设备所带来的折旧、会计、保险等琐碎事务;
- (4) 如租赁对象是符合日本税制规定的特定的设备、技术,租赁设备成本可因租赁公司获得政府低利贷款而比企业自行购买设备的成本低。

1984 年初日本修改税制,新建了以中小企业为对象包括租赁在内的促进新技术化投资的税务制度,中小企业利用租赁获得电子通讯等 88 种新设备时,部分租赁合同金额(一般为 60%) 的 7% 可从当年应纳税额中扣除。

☐ 租赁制度和立法

日本政府对设备租赁专门立法不持积极态度,至今尚未有租赁法,设备租赁法律关系仍受日本民法、商法等一般法律的调整,但对租赁采取针对法、灵活性较强的特别措施,以

求对租赁进行管理和指导,使之与国民经济需求和政府推行的政策密切配合。

(1) 扶植、促进租赁业务发展的行政措施。具体包括:

①制度租赁。这是日本政府由规定的金融机构(如日本开发银行)向经营特定机械设备的租赁公司提供低利特别贷款,从而使中、小企业能以比一般租赁便宜的租金获得合理化、现代化所需特定设备的租赁制度。

②政策性财政融资。日本政府为促进特定设备的普及和某些特殊行业(如工业机器人、卫星通信接收机、防污染设备、医疗设备、液化石油气系统等)的发展,日本政府向租赁业提供两类政策性财政融资:一类是1970年起实行的“租赁金融措施”——由日本开发银行吸收长期信用银行、兴业银行的金融债券,然后由这3家银行以低利向租赁公司融资。另一类是由日本开发银行向获通产省批准的特定租赁公司直接提供低利融资,如1980年在通产省指导下成立的日本机器人租赁公司就是一例。该公司购买设备的60%资金来自这项财政融资,从而获得了长期低利贷款,可以较低租金开展业务,使工业机构人迅速得到普及。

③政府补助金。政府对特定设备的承租人发给补助金以补贴其部分租金。如1979年,在农、林、水产省管辖下,为了促进食品工业发展和节省能源,采用了这种做法。

④租赁信用保险。日本通产省的服务产业局、中小企业厅及保险局联合实行机械类租赁信用保险制度,以保证在承租的中、小企业破产时,租赁公司能从政府回收租金中得到一半作为补偿。

(2) 限制租赁和统一租赁税务问题的规定。具体包括:

①对银行系统租赁公司业务限制的通知。大藏省1975年7月下达通知规定,银行系统的租赁公司,如在人事、资金等方面仍保持与母体金融机构的关系,那么就不能开展经营租赁、分期付款销售等由融资租赁派生出来的业务。

②关于租赁税收处理的通知。国税厅于1978年7月颁布“关于租赁交易的法人税和所得税的处理问题”通知。通知的规定适用于1979年1月1日以后签订的一切租赁合同。通知明确了租赁范畴的界限和税务上的处理:

第一,租期不得低于10年以上法定耐用年限的60%,10年以下的70%;

第二,租金总额基本能支付出租人购买设备的投资;

第三,合同明确规定禁止中途撤约或租赁公司有权对违约承租人索取应付未付租金的大部分;

第四,合同不能规定以名义价或免费向承租人转让所有权,根据租期长短,明确规定租金当费用列支的限额。

(3) 会计处理。1976年制定“租赁公司标准财务报表及会计处理”,1983年又作了修正,为租赁公司提供参考和指导,使租赁会计的惯例向统一化方向又跨了一步。

五、前景预测

目前日本经济社会经历着经济软件化的巨大结构变化,随着各行业日益增强对服务行业的依赖性,日本正向重视服务的经济社会急剧转变。在这种情况下,租赁产业将不仅仅局限于提供融资便利,而要担负起协助制造产业大力推动“软件化”,帮助服务产业加强服

务能力以提高效率的任务。这要求租赁业必须提供更多样化的机械设备,为发展更复杂更高度的服务提供能力(如租赁对象将扩大到人造卫星和生产线设备外的外国设备),租赁业应加强其自身提供服务的能力——收集设备投资的信息,选择适用设备等各项服务。预计,日本的租赁产业将最后发展成为一种能提供全面服务的综合产业——为用户在硬件与软件投资方面提供一揽子服务。

据日本租赁事业协会 1983 年调查结果表明,1990 年租赁合同成交额将达 8 兆亿日元,今后 7 年中,年平均增长率为 15% 左右,以电脑为中心的办公室用机器租赁业务将大幅度增长,产业机械工作母机等租赁物件随着技术革新加速也会有较大发展。厂家系统的租赁业务将随着各行业的成熟和筹措资金力量的加强而得到较大发展。然而综合性租赁公司将努力开发新的租赁商品,促进租赁机能多样化,租赁业务国际化。在综合租赁业务得到大发展的同时,对电脑、汽车、卡车等专业租赁和经营租赁的需求也会进一步扩大。

第六节 发展中国家和地区的租赁业

近几年来,发展中国家和地区的租赁业发展迅速,尤其是亚洲和南美一些国家,由于那里的经济增长率高,投资需求高涨,因此,无论是租赁业务量还是租赁服务都有长足发展。1982 年发展中国家新租赁投资额约为 40 亿美元,1983 年增至 50 亿美元,其中南美 1983 年新租赁投资额为 10—20 亿美元。租赁发展较快的国家有:巴西,1982 年新租赁投资额为 15 亿美元,占资本总投资的 9%;以色列为 3 亿美元,占资本总投资的 15%;墨西哥 1981 年为 5 亿美元(但 1983 年剧减);马来西亚 1983 年为 5.5 亿美元,占总投资 4%。

这些国家的租赁业一般具备下列几个特点:

(1) 由于这些国家和地区往往利用租赁融资方式添置外国先进设备,因此,在那里,外汇租赁占了很大比重。

(2) 租赁市场结构有两种不同的情况,一些国家积极鼓励外资与当地资本合资共同开拓当地租赁市场,如印尼、新加坡实行市场开放,外国资本参股公司占了绝对比例;但另一些国家和地区如巴西、中国台湾省及印度等对外实行限制或封闭。

(3) 大部分国家颁布了与租赁有关的法令、条文、如巴西、委内瑞拉、南朝鲜、菲律宾有专门的租赁法。

下面对南美和亚洲一些国家的租赁概况分别作一简单介绍:

一、巴西的租赁业概况

巴西是对租赁实行专门立法的国家之一,巴西租赁法的特点是:

(1) 限制外国资本对巴西租赁业和市场进行渗透与控制,规定 1976 年以后成立的租赁公司,外国人只能拥有公司表决权的 33.3% 和公司全部股本的 55%,并规定 70% 左右的租赁合同要与政府控制的公司签订。

(2) 对进口设备租赁有限制有开放。1981 年立法规定,除了飞机、轮船和石油钻井设备外,计算机、车辆和其他一些设备在符合规定的条件时——巴西不能生产、租期不少于

5 年、租金平均支付、租金总额不能高于有可比性的其他融资手段的进口成本——许可直接租赁进口。

(3) 对租赁公司的成立，公司的资本和负债均有明确严格规定。

这项租赁法使巴西的租赁业沿着政府划定的轨迹而运行。

二、委内瑞拉的租赁概况

自 1969 年成立第一家租赁公司以来，到 1983 年已有 35 家租赁公司。其中 28 家为委内瑞拉租赁协会成员公司。租赁对委内瑞拉的经济发展起了重要作用。该国租赁资产帐面净值从 1977 年到 1982 年的 5 年中增加了 3 倍。虽然博利瓦贬值对租赁业发展不利，但由于不动产租赁的发展，租赁公司经营外国设备以及生产设备在国外制造等因素的影响，租赁总金额还是在增长。而且，由于委内瑞拉外资法的规定——外资公司从当地银行借款的额度不能超过其实缴资本的 40%——使不少公司包括大公司在内，都转向租赁融资。1982 年 9 月，委政府颁布了《融资租赁货物准则》，头一次明确了融资租赁的定义，并明确规定租赁公司可以列入金融机构。

三、南朝鲜的租赁概况

自 1972 年引进租赁，1973 年在南朝鲜开发银行的援助下，成立了南朝鲜产业租赁公司。此后，由于：①企业决定不再动用大笔自有资金添置机械设备，但政府紧缩货币的政策又使企业很难从银行借到资金；②租金可当费用列支，从而使租赁获得了迅速发展。后来，因石油危机和经济不景气一度对租赁业发展产生了不利和影响，但 1980 年后租赁业重新获得了急剧发展。1984 年南朝鲜租赁成交额达 6.8 亿元，比 1983 年的 4 亿元，增长了 70%。

南朝鲜从 1973 年开始实施租赁产业促进法，1985 年 1 月租赁会计标准的实施，使租赁作为设备投资的资金筹措手段，在该国获得了广泛的承认。

四、新加坡的租赁业概况

由于新加坡是城市国家，又是亚洲金融中心之一，因而在 70 年代，随着该国的经济景气和繁荣对设备投资产生的强烈需求，已成为东盟五国中租赁业最发达的国家。

自 1972 年第一家租赁专业公司——东方租赁新加坡公司成立之后，当地及国际性金融机构连同日本的大租赁公司蜂拥而入该国租赁市场，业务有了迅速发展。但同时，这也使该国成为亚洲仅次于日本的竞争激烈的租赁市场。目前属于新加坡租赁协会的有 51 家会员公司。租赁对象主要是生产机械，事务机器和车辆。此外，新加坡航空公司还搞成了 747 飞机杠杆租赁。

1984 年新加坡租赁成交额为 29 多亿美元，比上年度增长 10% 左右。

五、马来西亚的租赁概况

马来西亚租赁始于 1974 年，此后一直发展较快。现在马来西亚设备租赁协会登记的会

员公司已有 140 多家。该国主要租赁对象为生产机构，其次为车辆、事务机器，其租赁对象的范围还在扩大中。一项被政府认定的真实租赁，出租人在购买设备的当年可获得相当于货价 20% 的特别折旧，这是促进该国租赁迅速发展的主要原因之一。

1984 年租赁成交额大约为 5.6 亿美元，比上年度增长约 17%。

六、印度尼西亚的租赁概况

印度尼西亚租赁业始于 1972 年，1982 年起，该国资本与外国合资经营的租赁公司剧增，并超过了印度尼西亚的独资租赁公司，目前约有 50 家租赁公司。公司成立需经由财政部长批准，成立后受财政部直接控制。

该国经济发展潜力较大，但基本处于资本不足状态。因此，尽管经济不景气和货币贬值，但对租赁需求有增无减，租赁市场前景看好。1984 年租赁成交额大约为 3.68 亿美元，比上一年度增长 58%。

七、菲律宾、泰国的租赁概况

菲律宾的现代租赁业诞生于 1957 年，但直至 1970 年始获真正发展。租赁市场主要由财务公司、租赁专业公司构成，大银行亦可从事直接租赁。租赁对象以车辆为主，建筑机械和生产机械为其次。

泰国的租赁历史较短，第一家租赁公司成立于 1978 年，为泰日合资公司，现仅有 5 家租赁专业公司。租赁对象以产业设备为中心，现已扩大到电脑，办公室用机器及运输机械。该国租赁未获很大发展，主要原因是政府对租赁公司的租金收入课以 275% 的税捐，同时租赁公司进口设备未能享受与一般投资方式下进口设备的同等免税待遇。

东盟各国与日本租赁业界关系密切，不仅与日资合资开设租赁公司，而且还积极扩大双边租赁业务，尤其是飞机国际租赁业务量较大。

第七节 租赁对经济发展的贡献

租赁，今天已发展成为令人瞩目的拥有千亿资产的新兴行业，并被誉为未来型产业。诚然，租赁的作用已为各国经济界所逐渐认识，在各工业发达国，租赁业作为有前途的投资市场，受到大资本的注目而得到迅速发展。但是，社会上对租赁在国民经济中的作用及其对投资的影响并没有给予足够的重视。事实上，租赁对经济发展作出了不容忽视的贡献，归纳起来，大致有下列三个方面：

一、提供了新型融资便利，促进了工业融资发展

租赁，这种以设备为媒介的弹性融资手段，已成为许多国家发展最快的筹资方式。在工业融资方面，不仅弥补了传统中、长期信贷方式量和质的不足，提供了可供广泛选择的融资形式。增加了工业界可利用的贷款种类，革新了贷款方式，促进了金融手段多样化发展（如提供了辅助销售的便利，支付方式灵活方便，更适合用户需要）和中长期资金来源

的竞争(为用户降低了融资成本),为金融机构招徕了一种并非必定要以货币形式来获得融资便利的新型顾客,加速了财务机构的发展——利用租赁所提供的机会,增加了工业融资业务。租赁公司已成为能对市场作出迅速反应的工业界财务伙伴。租赁作为与银行贷款同等重要的筹资手段而被广泛加以利用,其地位正因此而不断得到提高。

二、促进了生产性投资

租赁业务完全为取得资本设备提供融资便利,使工业享有充沛的投资来源。在经济衰退时,可鼓励纳税能力不足的企业以租赁方式筹措设备从而稳定了投资,促进了一些新项目的兴建,增加了总投资额。此外,租赁保证了资金投在更新设备上面,不挪作非生产性他用,促使资金流向新设备投资方面。在世界处于严重不景气的前几年中,许多国家处于投资最低水平,如英国在1979年—1982年中,制造厂家投资总额剧减30%以上,可租赁投资每年递增,在投资总额中所占比例不断增加。

三、促进了销售

租赁作为促进销售的辅助手段,增加了工业产量,从而不仅加速了流通,扩大了出口贸易,在平稳国际收支方面发挥着一定的作用(如日本的飞机武士租赁极大减少了日本国际收支顺差),而且还能减轻厂商资金负担,避免销售风险,并使新商品市场开发获得成功。

正因为租赁对各国经济发展作的突出贡献,难怪不少权威人士这样评述:“没有租赁的发展,许多国家不可能维持这么高的投资水平,”“没有租赁,不少项目不可能搞成。”“没有租赁,就没有日本今天的繁荣。”

第三章 中国租赁业的发展

第一节 创建背景和发展原因

租赁，这一古老的概念，在我国早已存在。为以实物为条件的土地、房屋出租活动，可以追溯到夏商时期。那时，贵族之间就出现了土地租赁等一系列新的民事法律关系，并产生了相应的法律规范。在秦汉唐时代文献中已有记载的租佃契约，到宋代已成为最主要的契约形式之一。但在漫长的历史进程中，租赁一直被当作传统生活用语，其性质、方式、范围和规模几乎没有什么变化和发展。直到 60 年代初，我国物资局下属的各省机电公司才逐步开展了一些小额机电设备和生产工具的短期租借业务（如起重机、塔吊、推土机等），以解决企业对泛用机电设备的临时需要。

80 年代初，我国兴起了以融资为主要目的，以企业形态专门经营的现代租赁业务，这是“对外开放，对内搞活”政策的产物。

党的十一届三中全会打破了我国长期以来闭关锁国的状态。为扩大国际经济合作和技术交流，1979 年 7 月，我国发布了《中外合资经营企业法》，同年 10 月，中国国际信托投资公司（下称中信公司）作为利用外资的主要窗口之一于北京成立。不久，荣毅仁董事长提出创办租赁国际业务，以开辟利用外资的新渠道。1980 年初，中信公司派小组去日本考察现代租赁业务，并开始了早期的业务实践——试用跨国租赁方式为北京市从日本租进了一批汽车，以改善交通、旅游。同期，民航在中信公司的推荐下，首先以杠杆租赁方式从美国租进了第一架 747 飞机。1980 年 10 月，中信公司邀请日本租赁公司、美化银行来华联合举办首届租赁研讨会。租赁，在理论上，作为一种用外资的“新技术”就此被正式介绍到了中国。1981 年，为更好开展租赁业务，中信公司除自身经营业务外，于 1981 年 2 月，与北京机电设备公司、日本东方租赁公司共同创建了中国东方租赁有限公司。同年 7 月，又与国家物资局共同组建了中国租赁公司。它们的成立标志着现代租赁业在我国诞生和现代租赁体制在我国的建立。在此以前，租赁从未作为一个行业独立存在，在此以后，租赁作为一个新兴行业获得了蓬勃发展，租赁机构纷纷建起，成交金额成倍增长，经营范围日益广泛，用户遍布各行各业。租赁今日已被誉为企业实行设备更新、技术改造的轻骑兵，已逐渐引起了我国经济领导部门和金融、工商业界的日益关注。

现代融资租赁在我国出现并获迅速发展是有其必然性的。

众所周知，资金是经济建设中的重要资源。可是，资金的筹措和使用在我国却是个突出的问题。我国的国情是底子薄、资金缺、生活水平低，积累不能过高，但还要保持一定的发展速度和投资规模。因此，必须多渠道利用外资，提高资金供应能力，弥补国内资金

不足,以加快经济建设的步伐。“一·五”期间,我国曾利用外资建设了156个重点项目,奠定了社会主义工业化基础。由于现代设备租赁这一新型的“融资技术”——通过租赁设备,达到借入工业发展所必须的长期资金——能同时发挥引进外资和技术设备的双重作用,因而在我国刚实行经济开放,就被及时引进成为一种新的融资手段。

我国的国情决定了“四化”根本途径在于以较少投入创造更多财富,经济建设必须走内涵为主,扩大再生产的路子。因此,必须依靠现有企业,加快对它们的技术改造。由于我国过去经济体制的固有弊病,长期不重视固定资产更新,企业设备普遍陈旧,技术落后,产品老化,改造任务十分艰巨迫切,特别对出口创汇企业来说,更需要不断采用先进设备和最新技术以保证出口产品的竞争力。但在短期内,数量如此众多的企业都需要更新改造,资金需求缺口很大,中小企业更是缺乏资金,但银行贷款却受到种种限制。在这种资金需求与供应矛盾十分尖锐和突出的形势下,借设备生产,以盈利还款的租赁方式便应运而生,这是我国经济发展的客观需要。

我国经济体制改革直接推动了现代设备租赁的发展。

首先,因为改革形成了投资来源的多元化。投资来源从单一的国拨资金方式转为银行贷款、地方自筹、企业自筹等多种形式。这使得租赁筹资成为可能。从中信公司几年来业务实践表明,如没有租赁,那么有一些项目根本不可能搞成或至少要被延误。如云南烟草公司为改进所属烟厂产品结构,增产高档香烟,在1985年,云南省举办的香港洽谈会上,分别与意、英等国签订了几千万美元的引进合同,但是合同签订后不久,国家外汇紧缩,中国银行不能按原计划贷款,致使合同无法执行。中信公司闻讯后,在地方政府支持下,由云南省进出口公司配合,以租赁方式,向云南烟草公司提供了融资便利,为昆明、曲靖、昭通等几家大香烟厂及时引进了急需的卷烟机、包装机等关键设备,救活了几个合同,维护了我国对外信誉。

其次,改革带来了融资手段的多样化,使革新传统的信贷方式成为可能、新型的信贷方法——租赁,因其兼备手续简便,支付灵活、方便等诸多优点而在金融体制改革过程中发展成为一种不可忽视的融资手段。

再次,改革促进了筹资决策科学化。从现值概念来看,加上通货膨胀因素,租赁可能是比现金购买设备更有利的筹资决策。我国投资评估技术的发展,也为租赁发展在理论上准备了条件。

第二节 发展现状与前景

自1981年相继成立了第一家中外合资的全国性租赁公司——中国东方租赁有限公司和第一家中外合资的国营全国性租赁公司——中国租赁公司后,到1988年上半年止,全国已批准成立的中外合资租赁公司已有20家,中资租赁公司25家,其中综合租赁公司40家,专业租赁公司5家。兼营租赁机构主要由银行和非银行的金融机构组成,上述综合、专业公司和金融机构兼营租赁部门三大类型租赁机构共计百余家,组成了我国租赁市场的主体。

这些租赁公司和机构分别分布在北京、上海、天津三市和广东、江苏、山东、辽宁、四

川、浙江、福建、湖北、山西等 10 个省，以及内蒙古自治区。其中北京、上海和广东设置的租赁机构最为集中。设在北京的租赁机构一般均为全国性租赁机构，设在各省、市的租赁机构一般以开拓、发展当地及邻近地区的租赁业务为主。从沿海到内地广泛设置的租赁业务机构，不仅在全国建起了一个覆盖面几乎遍及全国的业务网络，而且还形成了一个竞争性市场。初具雏形的新兴租赁业在我国经济生活中已初步确立了它应有的地位。

我国的租赁机构，除“中信”公司租赁部和其主管的中国东方租赁、中国租赁三家（称之为中信租赁集团）以及中国银行最早于 1980—1981 年融资租赁国际业务外，其余的租赁机构都是在 1984—1986 年三年中先后成立并逐步开展租赁业务的。

1981—1983 年是我国现代租赁体制创建、摇篮期。1984—1986 年是我国租赁业起步、迅速发展时期，1987 年开始逐步进入稳步发展和调整阶段。

我国租赁业务增长十分迅速，1981 年设备租赁新合同全国成交额仅为 200 万美元，据大致统计，1981 年—1987 年 6 月，全国租赁合同签订金额累计将近 24 亿美元。共搞成引进项目近 3,000 个，其中中外合资租赁公司累计租赁合同签订额为 11.67 亿美元，租赁项目 1,400 多个，（中国东方租赁公司占第一位，累计租赁成交金额为 5.1 亿美元，中国环球租赁公司居第二，累计租赁成交金额为 2.3 亿美元。）；国营租赁公司累计租赁合同签订额为 7.9 亿美元，中国租赁公司跃居第一，金额约为 5.4 亿美元；金融机构兼营租赁业务的累计租赁合同签订额将近 4.3 亿美元，其中中信公司租赁部占 55%，约为 2.37 亿美元。

目前，我国租赁营业额最大的 5 家机构是中国租赁、中国东方租赁、环球租赁、中信公司租赁部和中国对外贸易租赁公司。中信租赁集团租赁合同累计成交额已超过 13 亿美元，占全国租赁合同累计总额的 55%。中国工商银行系统经办的国产设备租赁业务约占全国该项业务的 90%。中国农业银行信托投资公司近年来的国内租赁业务也有较大发展。中国民航从 1980 年开始试办的飞机租赁，业务量相当可观。到 1988 年上半年止，直接租进波音、空中客车、直升飞机、大型货机等共 56 架，购置成本将近 14.6 亿美元。

租赁业务的经营范围日益广泛，租赁物体从小型单机到成套设备，从新设备到二手货，从硬件到附带专利、软件、从海、陆、空各种运输工具到各类工农商业机械和医疗器械、旅游设施，种类繁多，无所不包。而且引进设备后能增加生产出口创汇产品的项目增多。去年开始，出口租赁业务也有了新的发展，中国东方租赁有限公司与日本东方租赁公司合作，把我国广东船厂制造的一艘 18000 吨散装船首次租到了国外。同时，这一二年来，国产设备国内租赁业务有了较大发展。中国工商银行系统办理的这项业务到 1985 年底，租赁余额达 19.23 亿人民币，占信托资金运用的 27.5%。

随着租赁市场不断扩大，经营范围日益广泛，成交金额迅速增长，租赁形式多样化和租赁机能扩大化的趋势有了进一步发展。目前虽然仍以融资租赁方式为主，但已开始了以建筑机械为主体对象的经营性租赁。此外，与补偿贸易相结合，与举办中外合资企业配合的综合性租赁业务已逐渐有所增加。

“六·五”期间就已迅速发展的中国租赁业，进入“七·五”期间，我国几十万企业更加迫切需要加快技术改造步伐。同时，技术的迅速进步，使企业更新设备愈趋经常化。这就需要大量的资金。我国资金的短缺紧张，必将增加对租赁融资的需求。在进一步实行开

放、改革、继续加强宏观管理，搞活微观的形势下，租赁的发展具有以下几个特点：

(1) 一方面租赁市场会进一步扩大，前几年建立的租赁机构将到有关市、省、区开设分支机构，开辟新的市场。同时，一些新的地区性租赁公司和专业性租赁公司（如电脑、汽车、建筑机械、集装箱等）还将陆续成立，从而提高租赁公司的覆盖密度。但由于受到外汇平衡和中国金融市场规模的限制，新建租赁公司的速度将明显放慢，政府有关部门对在沿海地区成立租赁公司，尤其成立中外合资租赁公司的批准条件（注册资本、业务人员素质、地区分布合理性等）将从严，以便使租赁业务的发展按计划进行。

另一方面，租赁机构的纷增，带来了租赁公司之间的竞争，使利润降低，也促使各公司更加注重服务质量，为用户提供更多便利。同时，现有租赁公司将被计划地清理整理，一些不合格、经营欠佳、效益不好的租赁公司有可能在竞争中、整顿中难以生存以至被淘汰。

(2) 成交额将持续逐年增长，但年增长率将小于前5年平均增长率。鉴于国家信贷和外汇的紧缩及国际金融市场上汇价的剧烈波动，人民币大幅度下调所带来的租金回收困难，并随着租赁公司对项目可行性评估能力的提高，各公司选择受理项目时将持谨慎态度。同时，为增强回收租金的安全性，会放慢成交速度。

(3) 租赁业务将进一步得到普及。用户虽仍以工矿企业为主，但迅速发展中的广大乡镇企业将成为利用租赁进行设备更新、技术改造的潜在用户。

(4) 传统的短、平、快技改项目和轻纺设备项目仍然是租赁业务的主体对象，但国家重点发展的大项目，创汇节汇项目的比例将比前几年增大，租赁对象结构更趋合理化。

(5) 今后几年后，作为我国租赁业务主要形式的融资租赁增长减缓，经营性租赁估计将会有新的发展。

(6) 融资仍将是今后租赁业务的核心机能，并可望进一步获得较大发展。但同时，租赁被当作沟通生产和消费的媒介，促进销售的作用将逐渐得到重视和发展。此外，租赁作为一种特殊形式的投资手段，将在配合改革、调整投资结构、促进技术进步和导向投资结构合理化方面发挥更大作用。

(7) 国内金融市场的建立、开放和发展为国内租赁业务的发展创造了条件，租赁将被当作加速国内物资流通，促进生产的有效手段而积极加以利用，国产设备国内租赁业务可望获得较大发展。但同时，引进设备的租赁项目趋减。

(8) 如扶植出口的相应措施得到实施，作为出口扶植手段的出口租赁业务可望逐步得到开展。

(9) 租赁方式更趋灵活、方便、多样，为解决租金偿还的外汇来源，与补偿贸易相结合、或租赁设备的进口与租赁设备产品出口相结合的一揽子综合租赁业务有较好的发展前景。

第三节 中国租赁业的特征和作用

融资租赁在各国产生的根本原因几乎是相同的，都是生产力迅速发展引起对投资资金新的更大需求，从而要求改变传统信贷方式的结果。然而，不同的社会制度和经济体制促

使各国租赁业形成了自己的特色。现阶段中国租赁业具有下列几个主要特征:

(1) 西方租赁以健全、严格的法规和会计、税务制度为前提,是金融制度高度发达的产物,并随着其机能日益为本国经济界所充分认识后自然得到迅速发展。我国的设备融资租赁则是在我国金融制度还不太发达,各项法规、税制未臻完善、外汇管理办法急待改革的特定条件下,即它所需的各种经济条件还不太成熟,我国经济界对租赁的作用尚无正确认识的情况下,作为一项新的融资技术被引进后获得急剧发展的。

(2) 与发达工业国先国内后国际的正常发展顺序相反,我国租赁业的发展走了一条先创办、开展租赁国际业务,后发展国内租赁的道路,这是因为,随着发达国家本国租赁业进入成熟阶段出现的竞争加剧,国内市场相对变小,平均利润率水平不断下降,本国租赁机构势必向海外开拓新的有利市场,同时也为本国过剩资金和设备寻找出路,具有商品信贷和资金信贷两重性的设备融资租赁便成了各国垄断资本在国际市场上,尤其是在发展中国家有利的新信贷方式和有力的销售手段,这恰恰适应了我国经济建设形势下利用外资,引进先进技术设备的特殊要求。因此,在国内设备融资租赁尚未真正萌芽,租赁的国际业务就蓬勃发展起来了。

(3) 发达国家的国际业务主要由跨国租赁和租赁公司的海外机构业务构成。我国的国际业务包括进口设备的国内租赁和跨国租赁两项,而且前者所占比例不小。

(4) 由于目前我国内金融市场尚未完全形成,人民币资金短缺,筹措困难,流动不畅,国产设备国内租赁业务的开展受到很大限制。现绝大部分综合性租赁公司尤其是中外合资租赁公司,只能做引进项目,国内租赁很难开展,只有各银行所属租赁机构才有条件开展国内租赁,因此,1985年中国工商银行和农业银行系统所办国内租赁在全国占了该项业务的90%以上。

(5) 承租人不许可提前偿还租金是各国融资租赁普遍具备的一大特征这如同银行贷款不能提前还款一样,如要提前,需支付罚款,但由于我国是一个资金长期不足,尤其是外汇短缺的国家,用汇办法既不灵活且又政策多变,因此,我国承租人许可按预定损失金提前偿还租金。

(6) 在我国,设备租赁主要被企业当作获得设备的筹资手段,其融资机能已得到了充分肯定和发挥。但其辅助销售和藉以获得最新技术设备,避免陈旧过时风险的作用,却未被正确认识和加以利用。因此,我国的设备租赁都采用租购形式,即承租人以名义价留购设备。现行税制虽对承租人的留购权和期末设备残值的归属未加限制,但对订有“期末将设备退还国外出租人”条款的合同,规定要按租金总额,而不是减去购置成本后的余额征收预提税,这使得外国很难对我开展跨境和经营租赁。

(7) 外国的租赁机构在租赁业务中一般只负责资金融通,对于设备的购买业务一般不予置理。我国的租赁机构真正发挥了金融、贸易的双重职能,不仅代用户联系厂商,提供设备报价,安排技术交流、商务会谈,帮助用户比价、压价,组织考察培训,办理租船、订仓、投保、接货等一系列进口手续,有时还根据用户要求,协助落实原料来源,疏通租赁设备产品的销售渠道等,这样就使得我国的设备租赁真正成为一项金融与贸易相结合的经济活动。

(8) 我国的租赁业务政策性强, 必须遵循国家的总方针, 配合国家的各项政策。现阶段租赁融资主要用于加速企业技术设备改造, 今后将大力促进机电产品的出口。计划性也强, 承接的租融项目必须列入国家或地方计划, 租金偿还的资金来源, 还款计划, 都必须按规定纳入各级财政计划。

在前面已介绍了租赁对各国经济发展所起的一般作用, 下面再进一步探讨租赁在我国社会主义经济建设中的独特作用。

一、提供利用外资、引进先进技术设备的新途径

随着四化建设的加快进行, 仅仅利用传统的融资手段, 已无法解决资金严重不足和落后技术设备急需更新之间日益尖锐的矛盾。为此, 必须开辟新的融资渠道, 特别要增加利用外资的途径, 否则技术设备的引进工作将会受到延误。租赁融资, 期限较长、利率固定, 支付方式灵活, 能提供相当甚至超过设备货价金额(包括运、保费)的信贷便利, 比利用发行债券、银行贷款等传统中长期信贷方式手续简便, 而且资金来源于国际金融市场的租赁融资与中行贷款不同, 毋须占用贷款用汇指标, 不算国家对外正式负债, 不会影响我国的对外负债比率, 从而也不会影响我国继续从国际资金市场上获得利率优惠的贷款, 实际上扩大了我国利用外资的总额和能力, 弥补了传统信贷方式的不足。以河北省经济、技术合作和出口洽谈会为例; 1985 年洽谈会前, 几十个引进项目所需外汇已定为由中国银行或投资银行贷款解决, 资金落实后, 对外开展了大量工作, 会上合同待签。但洽谈会届临前不久, 因国家紧缩信贷, 外汇指标短缺, 配汇人民币不足, 有不少项目贷款被撤, 有关企业和进出口公司对此十分着急。租赁公司以其自筹的外汇及时解决了引进项目所需资金, 企业只需以新增生产力所创利润分期偿还租金, 从而为企业提供了新的利用外资机会, 保证了重点项目的成交。总结 1985 年的经验, 1986 年第二届河北洽谈会一开始就对外明确宣布: 会上一百几十个引进项目的资金来源于租赁融资。国内几家大租赁公司全部到会, 竞相提供优惠条件, 优质服务。单从进口而言, 这届贸易洽谈会实际上成了租赁业务洽谈会。

此外, 对进口一些不易从国外获得延期付款便利的中、小型单项设备或对急需引进一些一时难以筹措到利率合适的中、长期贷款的大型设备来说, 直接租进这些设备往往是解决问题的唯一有效途径。

二、提高资金利用效率, 缓解资金需求压力

以购买方式引进设备一般需一次付清货款, 有限的财力无法满足上马项目的庞大资金需求, 致使不少需要很快上的项目不得不延期甚至撤销。有些项目即使有了外汇额度, 却因没有当年用汇指标或一时筹集不到足够的配汇人民币资金, 而仍然无法按时进行。采用租赁方式, 不需要动用或只需少量动用国家、地方、部门现汇, 企业不必一次投资, 即可获得所需引进设备, 以后再以投产后年新增外汇利润或年新增人民币利润买进外汇额度, 配上用汇指标, 转成外汇偿还租金。这样可延缓支出现汇, 减少投资初期现汇流出, 减轻现汇和短缺配汇人民币资金严重不足的压力, 便于地方、部门统筹安排资金, 提高外汇资金使用效益, 扩大外汇资金平衡能力, 使有限的资金发挥出几倍于它的作用, 使同期内各地

方、部门有更多的项目上马，使众多的企业不仅解决了资金问题，还提高了资金利用效益，赢得了宝贵时间。

三、改善宏观投资效果

宏观投资效果改善的一个主要方面表现为合理的投资结构、正确的投资方向和可行的建设项目，使经济得以协调发展。开展租赁有利于配合改革，调整投资结构（受理的项目都是列入国家/地方计划的，租赁的主体项目为短、平、快型，出口创汇，以产顶进型），促进技术进步（融资租赁 80% 以上都是技改项目，而且引进设备一般附带技术），导向投资结构合理化（可提高更新改造资金在固定资产投资中的比重），保证资金真正用于技术改造而不挪作他用（融通资金是以融通设备形式来体现的）。从租赁对投资行为、方向、对扩大再生产方式所产生的有利影响，可以看出，租赁是一种有较好宏观效果的投资手段。

四、扩大出口生产，增强创汇能力

这主要表现在以下四个方面：

（1）在发达工业国家，租赁普通被当作辅助销售、加强出口的有力手段。租赁在我国能发挥配合外贸部门促进我国机电产品出口的积极作用。

众所周知，出口技术和设备是我国出口业务的发展方向，我们必须积极通过多种渠道，发展新的销售方式，以加强机电产品的出口。租赁具有在提供设备使用权的同时，还提供信贷便利的优越性。因此，租赁为我国机电产品出口到一次付款或开证支付有困难的发展中国家提供了销售机会，增强了出口竞争能力。

（2）便于出口生产企业防止设备技术陈旧过时，加快进行技术改造、设备更新，从而提高企业对国际产品升级换代的应变能力，加强我出口产品在国际市场的竞争能力，使这些企业扩大出口生产，增加出口创汇能力。

（3）有助于企业实现外汇收支平衡。租赁引进设备与租赁设备生产的产品出口返销相结合，从而在为企业解决租金偿还问题的同时，也帮助企业实现了自身外汇平衡。

（4）加快实现进口设备国产化，节省外汇支出。利用租赁方式可及早从国外引进先进技术设备，增强企业活力，提高其产品质量，替代产品进口，节省国家用于进口的外汇开支。如我国近几年来每年要花大量外汇进口压缩机。为彻底改变这种局面，轻工部已计划定点十几家工厂引进设备，以早日实现压缩机生产国有化。1986 年底，中信公司曾以租赁方式替两家工厂从意大利引进了压缩机生产技术和二手生产线。项目投产后，将拥有单班年产 38 万台压缩机的生产能力，可解决轻工业部在江苏定点的年产 60 万台冰箱的压缩机国产化问题。

综上所述，可以看出，如果能创造有利条件使租赁发挥上述这些积极作用，租赁可成为我国扩大出口贸易，增加外汇收入与平衡我国国际收支的有效补充手段。

五、配合改革，弥补现行体制的弊病

长期以来，企业引进设备都是国家批准项目带资金（或国拨、或贷款）下达进口任务

给外贸部门，由外贸部门一家进行谈判，对外签约、办理进口手续。企业从办理报批、申请拨款或贷款直至获得设备，整个过程往往短则一二年，长则三四年。这种批项目带资金的做法，常使国家或企业的部分资金长期滞留在待批项目上不能使用。有些近期需要上马的项目一时落实不了资金，也不能动用这部分闲置资金，使全社会资金周转受到影响。外贸独家对外，供需双方不能直接见面，使引进设备不一定完全适合企业需要。采用租赁方式引进设备，不仅融资与融物同时进行，申请贷款与委托进口合二为一，简化了手续，而且还加强了工贸结合，租赁公司组织供需双方联合对外，邀请用户与租赁公司业务员一起对外进行技术、商务谈判，共同签署合同，租赁公司负责合同的商务条款，用户负责合同的技术条款，设备的规格质量，保证维修服务，由卖方对用户直接负责。用户与租赁公司相互信任，互为补充，这不仅为用户争取到优惠的价格，还为买到符合我国国情，适应企业需要的设备提供方便，也为工贸结合、技贸结合走出了一条新路子。

六、促进企业注重提高经济效益

引进设备所需资金通常由国家拨款或贷款解决，自逐渐实行拨转贷后，企业虽然比过去增强了提高经济效益的责任心，但国拨款或贷款实质上都是国家投资，风险主要还是由国家承担。企业采用租赁后，国家投资风险转由企业承担，这就使企业在项目上马前，要从财务上、经济上很好地分析项目可行性，还款能力，并全面考虑项目的经济效益。设备引进后，为还租金，企业势必要提高设备使用率，经善经营管理。而且，由于租金定期定额计算，也便于加强企业的成本核算和加强经营管理。

第四节 当前存在的主要问题

一、尚未获得正式法律地位

首先，现行法律中涉及“租赁”的有关规定是以“传统式租赁”为对象制定的，其内容并不包括现代设备融资租赁，而这两者无论是在概念、性质、特征上还是在合同当事人的责任、义务方面都有着许多差别。这使得现行法律中关于“租赁”的大部分规定都不适合于融资租赁，例如现行的《中华人民共和国合同法》第23条第2款规定，租赁财产由出租人交给承租人使用。而融资租赁的正常做法是由供货商按合同规定向承租人直接支付租赁设备，并由承租人自行验收。该法第44条规定，出租方有责任保证租赁财产的交期、质量，并按合同规定提供有关设备、附件等。但融资租赁合同明确规定，如卖主所交租赁设备的规格、型号、数量和设备的技术性能等项与购货合同不同、或有瑕疵等情况，或在保证期内发生质量问题，均由卖方直接向承租人负责，出租人可免除上述责任。除非因出租人过错造成，否则承租人不得因卖方延迟交货或交货与合同不符而拒绝接受。又如，对承租人违约的补救手段，现行经济合同法只采用了传统动产租赁的简单补救手段，即出租人可终止租约，收回财产并要求补偿到期未付的租金或其他费用。但作为特殊形态的融通、投资手段——融资租赁的通常补救手段是出租人在终止合同并重新占有设备的同时还可以

要求承租人支付违约金，赔偿实际损失或要求其提前偿付未来应付的各期租金。

其次，收取租金是出租人的基本权利，支付租金是承租人必须承担的义务，租金偿还的顺利与否关系到租赁交易的成败与租赁机构的存在与破产。然而，目前我国，租金的偿还还不能在法律、法令和政策上得到保障，这主要表现为：

(1) 租赁引进项目需以外汇偿还租金，因租赁公司垫付的货款是从国际资金市场上筹措的外资。但经济合同法第 13 条规定：经济合同以货币履行义务的，除法律另有规定外，必须用人民币计算和支付。这就是说，不允许国内企业之间以外汇形式进行支付和结算，这使得引进设备以外汇偿还租金在法律、法令上没有保障。

(2) 尽管被受理的租赁引进项目都是列入国家或地方计划的，但租金的偿还却不一定能列入各级部门的还款、用汇计划，尤其是汇价变化的增额和利息部分。这往往使用户或因没有额度或有额度却因当年用汇指标未批到或未批足，或因信贷紧缩而不能按期支付租金，甚至付不出租金。如 1986 年有不少项目租金偿还发生困难，不是因为项目本身经济效益不好，而是因为日元大幅度升值后的增汇额不能从地方政府补足所致。尽管中央对汇价风险有明确规定，但不少地方对增汇部分的租金偿还表示无力承担。

(3) 当前用汇办法规定，外汇额度一般不能结转，用汇指标更需一次用完，过期作废，下年度必须重新申请，而目前融资租赁的租期一般均为两年以上。大部分为三—五年，上述规定给企业还款带来很多麻烦，而且得不到保障。

(4) 国拨外汇不许可支付租金，也不能将项目的国拨外汇额度划到租赁公司帐户，待企业生产所得人民币收益分批将国拨外汇额度和指标卖出兑换成现汇逐年偿还租金。实际上，国拨外汇用于租金支付，可减少国家现汇流出量，提高外汇资金利用率，而且也可减轻人民币配汇资金一时不足的巨大压力。

(5) 在融资租赁交易中，出租人的融资责任使它承担了对金融机构还款的信贷风险，他的融物责任又使它承担了承租人潜在的不付租金的信用风险。然而这双重风险却在法律上、法令政策上得不到应有的保护。譬如，1985 年下半年国家外汇政策发生变化，致使企业对外付款、还贷发生困难，有关部门内部掌握政策：对外国金融机构的付款要保证按期支付，不能对外造成不良影响。但对企业偿还租金（同样是偿付国外借款），只是通过国内租赁公司还给国外金融机构——却视同国内借贷，不予配合解决。然而，租赁公司是不能因为国内企业拖欠，不按期对外偿还购买设备借款，这给租赁公司新的融资及资金周转带来很大困难。

(6) 担保人未履行租金担保责任时，无法追究其法律责任。租赁合同中通常规定了法律意义上的租金担保关系，保证人连带承担履行债务的责任，即当承租人不履行债务时，由担保人担保偿还租金及其他款项。从理论上讲，这种法律上的保证人必须是具有法人地位的并拥有大于保证债务财产的经济实体，如银行和其他金融机构及企业。在进口设备的租赁业务中，担保人还应是有外汇收入的法人实体。但是，由于在现行外汇管理体制中，引进设备所需的外汇额度和用汇指标一般由计、经委或外经委和外汇管理局控制掌握，分配使用，因此，由这些政府行政部门承担偿还外汇担保责任，实际上比一般经济实体更具权威。再有从 1985 年下半年开始，银行一般已不再承办担保业务，各国际信托投资公司也因

已承担的担保责任过重而无力承担新的担保业务。针对上述情况,租赁机构只得将外汇租金的担保偿还分成两个部分:外汇额度、指标由上述掌管外汇额度的行政部门担保,而相应的配汇人民币资金则由承租人所在地银行、财税局或上级主管单位的财务部门担保。从法律意义上来讲,这些行政部门并不具备保证人资格。因此,当其不履行担保义务时,并不承担什么法律后果,也无法追究其法律责任。从这几年的业务实践来看,行政保证人替租金欠人切实履行担保责任的几乎没有,一般只是起催付租金作用而已。而且即使是经济实体充当保证人,在其拒绝履行担保责任时,出租人也很难通过正常法律程序向其追究法律责任和后果。

第三,我国现行的法令、法规未对租赁公司的性质(是金融机构还是贸易机构?或是两者结合体?)、权利(进出口权、筹措外资权等)批准成立的部门及程序,以及主管租赁业务的部委等根本性问题作出规定。至于对租赁业务的进口手续、税收待遇、财务会计处理等问题的规定也仅限于内部文件的形式。其他与租赁关系密切的公司法、金融法和破产法等法规也很不健全。可以说,租赁目前还没有被我国法律制度所真正承认。

二、缺乏应有的正确认识

由于租赁在我国是个新事物,还未普遍为人们所正确认识和接受,它的业务和做法还不太被人了解和习惯。尤其是融资中的出租人所承担的特殊风险往往不为人们所理解,因而作为债权人的出租人其合法权益也常常得不到应有的保护。前面已介绍过,设备所有权属于出租人,这是融资租赁最根本的特点。但是,在业务实践中,出租人的所有权得不到应有的保护,侵犯其所有权的行为未被法律制裁的案例却时有发生。还有,由于企业对出租人可享受设备缺陷、维修的免责不理解,因此,在租赁设备不能按期投产、或发生索赔时,拖欠甚至拒付租金的情况时有发生,从法律上得不到公正的解决。由于经济领导、司法仲裁部门对租赁缺乏深入了解和足够认识,致使租赁业务在发展中遇到不少困难。

三、缺乏有力的鼓励、扶植措施

几年来的业务实践证明,租赁确实不失为一种利用外资、加速经济建设的有效手段。因此,国家有关部门对租赁业务的发展还是积极支持的,现已逐步采取了一些相应的鼓励措施:如直接从国外租进设备,承租人可选择按货物到岸价格一次交纳、或按分交租金分期交纳关税;又如许可承租人在一定程度上,以税前新增利润偿还租金,或将租金打入成本等等。

但是,以上这些措施与其他国家相比,与促进租赁业发展的需要相比还很不够,需要在财政、税收、租赁信用保险、资金筹措、出口信贷外汇管理等各方面进一步采取有力的鼓励、扶植措施。

四、租赁机构资金来源有限、筹资成本较高

租赁机构是以银贸结合的方式为企业提供融资便利的经济实体,是兼有提供设备和服务双重职能的金融机构。但这一点尚未在法律上被明确,因此,大部分租赁机构实际上未

能享受国内金融机构同等待遇，致使它们在融资方面受到种种限制，如资金来源筹资方式和限额等等。此外，租赁公司购买进口设备所需外资均以商业利率从国际市场上筹措，购买国产设备所需人民币资金，除少量自有资金外，均需从国内银行借中、长期贷款，不仅金额有限，利率上也无优惠可言。也就是说，租赁没有任何“软贷款”可利用，这样租赁成本不能降低，不利于业务开展。

第五节 加强对租赁业扶植和管理的措施

为使我国租赁业能够更好地为四化建设服务，国家必须完善立法，以创造有利的法律环境；制定政策，以表明国家对租赁的鼓励和扶植态度，从而对租赁业加强管理和进行必要的扶植。

一、完善立法

目前的法律环境是当事人既无专门法可依，又无一般法可循，很不适应租赁业现状和发展的要求。这就需要先尽快制定出《融资租赁管理条例》，再在《条例》的基础上研究制定租赁法，以明确规定：

- (1) 国家对租赁发展的政策要求；
- (2) 对租赁行业的管理和业务管理，包括租赁企业设备的条件、申请审批的程序等；
- (3) 租赁的定义、性质和法律特征以及租赁机构的性质、业务范围；
- (4) 有关当事人的权利和义务。

二、采取灵活的外汇管理政策

(1) 允许租赁公司承接国拨外汇项目，允许国拨外汇和地方、部门或企业留成外汇作为租赁引进项目租金偿还的部分外汇来源。

(2) 安排引进计划时，由国家切一块国拨技改外汇交给租赁公司的上级主管部门，用于国家战略工业方面的租赁项目以及用于开展电脑、汽车、建筑机械等方面的经营租赁。即这些项目的承租企业可以人民币偿还租金，各省、市、自治区安排引进计划时，切一块资金用于支持企业搞租赁。

(3) 对创汇的租赁引进项目，给企业足以偿还租金的外汇留成；对以产顶进的非直接创汇的引进项目，可将截流外汇的全部或部分用于补助企业偿还租金；对没有创汇能力的引进项目，但其产品确是国内市场急需的和社会经济效益好的租赁项目，在调剂外汇方面给承租企业应有的支持和照顾。

(4) 允许用于偿还租金的外汇额度、用汇指标按每次应还租金在租期内结转分次使用。

三、制定优惠的财政、税收鼓励措施

(1) 对战略工业和政府鼓励发展行业的租赁项目，由国家财政直接或通过银行向承接这些项目的租赁机构以较低利率提供部分或大部分或全部中长期（期限可同租期）贷款。

(2) 有计划地增加租赁机构筹措资金的渠道, 充实国内融资租赁的人民币资金来源, 鼓励发展租赁企业和各专业银行间的横向联系, 如以租赁债权取得抵押贷款等以利国产设备租赁业务的发展。

(3) 对以租赁方式(不管是直接租赁还是转租赁)引进先进技术设备的中小企业, 允许其以货物到岸价按租期分散交纳关税或减交关税。

(4) 允许以租赁方式引进设备后将其产品返销出口的承租企业按返销金额占设备货价的比例, 免缴部分乃至全部进口关税和增值税。

(5) 对国产机电设备的出口租赁, 要参照国际上的惯例和普遍法提供出口信贷和采取其他扶植出口租赁的措施。

此外, 还必须实施租赁信用保险制度, 成立租赁协会以加强对全国几十家租赁公司的领导和管理, 使租赁业得以协调发展。

第四章 国际上通行的租赁形式

由于业务的不同需要，租赁有多种形式，现试从不同角度，将目前国际上通行的几种主要租赁形式和它们的不同结构，分节叙述如下：

第一节 融资性租赁和经营性租赁

各国普遍将租赁分为融资性租赁和经营性租赁两类基本形式，这是从租赁的目的和回收投资的角度来划分的。

一、融资性租赁（Financing Lease）

融资性租赁是典型的设备租赁所采用的基本形式，即当企业需要筹措设备时，采用较长期租赁机械设备的融物方式来代替融资购买设备，从而达到融通资金改善财务状况的目的，是一种采用融物形式的不可撤销的、完全付清的中、长期融资方式，具有浓厚的金融业务色彩，因此，往往被看作是一项与设备有关的贷款业务。

融资性租赁业务的主要特点是：

（1）融资租赁是一项涉及三方当事人——出租人、承租人和供货商，并至少由两个以上合同——买卖合同和租赁合同构成的自成一类的三边交易（见图 8.4.1）。

（2）拟租赁的设备系用户自行选定的特定设备，租赁公司只负责按用户要求融资购买设备，因此，被免除设备缺陷、迟延交货等担保责任和维修保养义务，承租人不能因此拖欠或拒付租金。

（3）完全付清。基本租期的设备只租给一个特定用户使用。

租金总额 = 设备货价 + 前项资金的延付利息 + 利润 - 设备期满时残值。

（4）不可撤销。基本租期内，一般情况下，租赁双方无权取消合同。

（5）设备所有权与使用权分离，法律上所有权属于出租人，经济上使用权属于承租人。

（6）基本租期结束时，承租人一般对设备有留购、续租和退租三种选择权。

图 8.4.1 融资租赁结构图

二、经营性租赁 (Operating Lease)

经营性租赁是泛指融资性租赁外的其他一切租赁形式。这类租赁的主要目的在于对设备的使用。因此，当企业需较短期使用设备时，可采用经营性租赁形式，以便按自己要求使用这项设备，因之，经营性租赁与融资性租赁不同，这是一种由出租人提供维修管理等售后服务的，可撤销，不完全支付的短期融资便利。

经营性租赁的主要特点是：

(1) 可撤销。合同期间，承租人可中止合同，退回设备，以租赁更先进设备。

(2) 不足支付。基本租期内，出租人只能从租金中收回设备的部分垫支资本，需通过该项设备以后多次出租给多个承租人使用，方能补足未收回的那部分设备投资外加其应获利润。因此，租期较短（短于设备有效寿命）。

(3) 租赁物件由出租人批量采购，多为具有高度专门技术，需专门保养管理，技术更新快，购买金额大、且通用性强并有较好二手货市场，垄断性强、专业产品的设备需要有特别服务的厂商。

(4) 租赁机构不仅提供融资便利，还提供维修管理等项专门服务，对出租设备的适用性、技术性能负责，并承担过时风险，负责购买保险。因此，租金较融资性租赁高得多。

经营性租赁向承租人提供的特别利益是：

(1) 可短期试用一项设备。这样就可用最小代价, 获得今后购买或长期租用一项设备所必需的操作经验。如我国深圳一家合营企业, 在正式使用西德胶印机前, 先租进了几台同类设备。又如一家外国航空公司, 曾预先租用了 4 架新型飞机, 经过一段试飞, 决定订购这种型号的飞机 23 架。

(2) 不必承担设备所有权上的一切风险。具体包括:

① 不必承担设备、技术落后风险。虽然要为此付出高租金的代价, 但承租人为转移风险所承担的这部分费用, 比之单独承担风险可能付出的高昂代价要合算得多, 况且还能经常使用先进设备、技术进行生产。

② 不必承担再出售和处理旧机器等复杂事务。这部分工作转由本身是内行、与厂商又有直接、密切联系的出租人承担更合适、更经济。

(3) 可以较低代价, 及时获得周到的各种服务。由于出租人有丰富的专业经验, 能有效地保养设备, 并以训练有素的技师和配备齐全的零件, 向承租人提供各种专门服务, 特别在设备毁损, 或需要更多服务时, 能为承租人迅速更置设备, 提供特别服务, 从而可大大节省承租人的成本和时间。

(4) 可满足临时性的特殊需要的季节性需求。如对运输设备开展经营租赁, 可满足承租人节假日, 专门活动和由于生产旺季而突然增加的运输需要——航空公司通过租用客机来应付突然增加的运输量; 一些矿山也利用租赁车辆来解决生产旺季的铁路运输问题, 使生产、销售和运输更好地衔接和配合, 据悉, 日本东方航空公司与加拿大航空公司曾组成金融集团, 由飞机所有者把两架三叉机轮流出租给他们, 夏天租给“东方”, 冬天租给“加航”, 既减少了出租人淡季损失, 又减少了承租人的总租赁成本。

(5) 经营性租赁手续。增加固定资产投资, 通常需经公司最高领导层批准, 而以经营租赁方式获得设备, 只需中层管理机构决定。因为经营租赁下的租金支出通常被当作管理费用处理而不作为固定资产投资项列支。

经营性租赁是一种二边交易, 其交易结构比较简单。企业如采用经营租赁, 可把自己所需租赁的设备名称、规格和型号向租赁机构提出委托, 租赁机构研究该项租赁询价后, 与未来承租人一起磋商选租设备的租期、租金和支付方式等租赁条款, 待谈妥后与未来承租人签订租赁合同。随后, 出租人交货、收租, 到期收回租赁物件。

有的国家将租赁分为上述两大类后还再细分出净租赁 (Net Lease) ——最典型的设备融资租赁, 出租人仅仅负责提供融资和维修租赁 (maintenance lease), 是介于融资性租赁和经营性租赁之间的一种中间形式, 即一种由出租人提供维修服务的融资性租赁。

第二节 节税租赁和销售式租赁

有些国家, 如美、英、联邦德国等国家从征税角度, 按本国税制规定——按资产所有权的实际归属, 将租赁划分为有税收优惠的节税租赁和没有税收优惠的销售式租赁两类形式。

一、节税租赁 (Tax Oriented Lease)

节税租赁在美国被称之为真实租赁 (True Lease), 即指一项在税收方面能真正享受租赁待遇——出租人有资格获得加速折旧、投资优惠等税收优惠, 并以降低租金的形式向承租人转让部分税收优惠, 承租人支付的租金可当作费用从应纳税利润中扣除的一项租赁交易。这种节税好处是会使企业筹措设备的租赁成本比贷款购买成本低。一项真实租赁必须符合下列几项规定的条件:

- (1) 出租人对资产拥有所有权;
- (2) 期末, 承租人或以公平市价续租或留购, 或将设备退回给出租人, 承租人不能享受期末资产残存价值;
- (3) 租赁合同起始时预计的期末资产公平市价, 不能低于设备成本的 15—20%;
- (4) 期末, 资产仍有两年服务能力, 或资产的有效寿命相当于租赁资产原有效寿命的 20%;
- (5) 出租人的投资至少应占设备购置成本的 20%;
- (6) 出租人从所得租金收入中可获得相当于其投资金额 7—12% 的合理报酬, 租期不得超过 30 年。

二、租购 (Hire Purchase) 或有条件销售租赁 (Conditional Sale lease)

非节税租赁 (Non-tax lease) 在英国被称之为租购, 而在美国则被称之为有条件销售式租赁, 这类销售式租赁在考虑租赁以税收为基础的国家的税法上通常被当作分期付款交易来对待。

在英国, 税务当局将一项合同中有“承租人享受留购权”条款的租赁交易视作租购。美国税制规定, 一项交易符合下列规定中任何一项, 则被视作为有条件销售式租赁。

- (1) 租金中有部分金额是承租人为获得资产所有权而专门支出的。
- (2) 在支付一定次数的租金后, 资产所有权即自动转移给承租人。
- (3) 承租人短期支付的租金, 相当于需要购买这项设备的大部分金额。
- (4) 一部分租金支出实质上是利息或被认可相等于利息。
- (5) 按名义价留购一项资产。
- (6) 租金和留购价的总和接近购置设备的买价加运费。
- (7) 承租人承担出租人投资损失的风险。
- (8) 租期实质上等于租赁资产的全部有效寿命。

一项销售式租赁交易在税务方面享受买卖交易待遇, 即由承租人而不是出租人作为物主享受折旧税收优惠和期末残值, 但其支付的租金不能当作费用从成本扣除。

节税租赁和销售式租赁两种形式最大区别在于经营节税租赁的租赁公司因能享受税收优惠且能从期末资产残值中获益而降低租赁利率致使租赁实际成本低于贷款成本, 承租人因此受惠; 而销售式租赁因其内含实际利率不可能比贷款利率低而使租赁成本在一般情况下不会比贷款成本低。

也有一些国家的租赁业务不是以税收为基础的,即租赁双方不能从税务方面获得什么好处,只是将租赁作为筹措设备的一种融资手段而已,因此,这些国家的租赁交易往往都是销售式租赁,即期末允许承租人以名义价留购设备并获得资产所有权。

第三节 杠杆租赁和单一投资租赁

根据出租人对购置一项租赁设备的出资比例,可将租赁划分为单一投资租赁和杠杆租赁两种类型。

在一项租赁交易中,凡设备购置成本百分之百由出租人独自承担的称之为单一投资租赁(Straight investment lease)。设备购置成本的小部分由出租人投资承担、大部分由银行等“金融机构投资人”提供贷款补足的称之为杠杆租赁(Leverage Lease)。

单一投资租赁是人们所熟悉的基本方式和传统做法。杠杆租赁是近10年来首先在美国发展起来的最高级的一种租赁形式,适用于筹措资产价值几百万美元以上的大型长期租赁业务,可满足对有效寿命长达10年以上、高度资本集约型设备的融资需要(如飞机、集装箱、工厂、输油管道、近海石油钻井平台、卫星系统等)。近年来,杠杆租赁已有很大发展,主要是在美国、澳大利亚、新西兰以及日本等国。杠杆租赁的出现是现代租赁业的一个重大发展,它是当前最复杂的融资方法之一,它的交易结构、法律结构和合同文本却相当复杂,原则上有7个当事人(都是法人,如制造厂商、银行、租赁公司等),使用成套合同。

一、定义

这是一个采用“财务杠杆”(Financial Leverage)方式组成的融资性节税租赁,出租人一般只需投资购置设备所需款项的20—40%,即可在经济上(也仅仅在经济上)拥有设备所有权,享受如同对设备百分之百投资的同等税收待遇。设备成本中的大部分由银行、保险公司和证券公司等金融机构提供不可追索的借款,但需出租人以设备第一抵押权、租赁合同和收取租金的受让权作为对该项借款的担保。购置成本的借贷部分(debt portion)称之为杠杆,通过这一财务杠杆作用:充分利用政府提供的税收好处,使交易各方,特别可使出租方、承租方和贷方获得一般租赁所不能获得的更多的经济利益。

为享受税法上的优惠,杠杆租赁必须具备下列条件:

- (1) 具备真实租赁的各项条件;
- (2) 物主出租人必须在租期开始和租赁有效期间持有20%的称为有风险的最低投资额;
- (3) 期末租赁资产的残值必须相当于原设备有效寿命的20%,或至少尚能使用1年;
- (4) 承租人行使合同规定的购买选择权时,价格不得低于这项资产当时的公平价格。

二、当事人

杠杆租赁是一项采用特殊形式的完全付清的真实租赁,有7个当事人:承租人、制造

厂商、物主出租人、物主受托人、债权人（贷款人）、合同受托人、斡旋人或承包租人、经纪人。

(1) 承租人。同一般租赁（单一投资租赁）的承租人。只是这里的承租人必须是有相当资金能力的大用户，否则获得无追索权贷款的代价（指费用）会很高，甚至得不到。

(2) 制造厂商。向承租人交付租赁资产，从合同受托人手中取得货款。

(3) 物主出租人。(Owner Lessor) 在杠杆租赁中，由于租赁资产的价值很高，需几家分担风险，因此，一般由多个产权参加者 (equity—Participant) (称股权人) 即衡平法上的产权参加者组成物主出租人。产权参加者亦称衡平法上的产权持有者 (equity—holder) 或物主参加人 (Owner—Participant) 或信托人—物主 (trust—Owner)。他们往往都是一些大银行、租赁公司、工商业公司及富翁，他们购买承租人所需租赁的资产，期待从出资中 (Contribution) 获益，以掩护其大量收入，避免缴付巨额税款。

杠杆租赁使用英国、美国、法国独有的信托制 (trust)，即多个产权参加者设立信托成为信托人。(trustor)，把租赁资产的所有权转移给物主受托人。

(4) 物主受托人 (Owner trustee)。在英国、美国，当所有权属于好几个人时，共同使用或经营、管理一项财产很不方便，一般把财产交给受托人经营管理，自己则作为享受衡平法上权利的受益人。在杠杆租赁中，租赁资产的所有权属于多个产权参加者时，通常设立一个物主受托人，并以自己为受益人，将出租资产转移给物主受托人管理，后者为前者利益持有所有权，并行使所有权，成为“普通法”上的所有权人 (Legal Owner)，但受益人 (信托人—物主) 也享有所有权，成为“衡平法”上的所有权人 (Equitable Owner)。衡平法上的所有权亦称衡平法上的利益。普通法上的所有权即物主受托人的所有权，受衡平法上的所有权即受益人所有权的限制。从这个意义上来说，也可将杠杆称之为衡平租赁。

物主受托人是杠杆租赁交易的核心，具有三重身份，出租资产的普通法上的所有权人、承租人的出租人、债权人的借款人。

作为所有权人，首先，承担所有权上的一切风险（如因出租资产损害第三者的身体、财产而负担损害赔偿赔偿责任）。诚然，租赁合同往往规定由承租人承担一切风险，但这一规定只限于租赁双方，他们之间的责任划分不能对抗第三人，因此，物主受托人与承租人之间的租赁合同往往规定承租人赔偿物主受托人的条款 (indemnification clause)。股权人与物主受托人之间的信托合同上一般也有前者赔偿后者的条款。因此，谁是股权人，对物主受托人来说很重要，信托合同上常常有限制股权人转让权利的规定。其次，为股权人利益在租赁期间管理租赁，监督资金的支付，在承租人不履行义务时，为股权人的利益申请法律救济。再次，签发信托证书，证明股权人在衡平法上的所有权，并掌握信托证书登记簿，办理股权转让手续。

物主受托人是股权人和承租人都表示同意接受的一家银行信托部或一家信托公司。

作为出租人，代表股权人与承租人签订租赁合同，再根据合同规定将设备租给承租人。

作为借款人，签发借据 (bond note) 证明多个贷款参加人的债权。

(5) 债权人（贷款人）。在杠杆租赁中，债权人往往有好几个，所以称之为贷款参加者

(Loan—Participant)，亦称债权参加者 (debt—Participant) 或债权人持有者 (debt—holder)。

在杠杆租赁中，资产成本的 60—80% 依靠贷款，仅余一小部分由股权人出资提供，债权人往往是银行等“机构投资人”，他们也通过设立信托体的形式向物主出租人提供贷款，借款条件根据设备的种类、有效寿命和承租人的资信而定。债权人把钱交给物主受托人，后者签发债权证书。债权证书可以使用公募形式，所以债权人亦称证券持有人 (Security holder) 债务证书载明“无追索权” (Without recourse to lessor 或 non—recourse)，即承租人不履行支付租金义务时，债权人不得向股权人追索债务，只能从物主受托人持有的信托财产——出租资产上得到偿付。

(6) 合同受托人 (indenture trustee)。债权人有好几个时，自然也采用信托制度即设立一个合同受托人，由其管理各债权人的利益。有时，即使在租赁开始时只有一个债权人，为了便于将来处理部分贷款，也以设立合同委托人更为方便。物主受托人把出租资产、租赁合同和收取租金的权利抵押给合同受托人，使合同受托人在该项财产上持有并行使担保物权 (Security interest)，这是不可追索的贷款所要求的。担保物权优于所有权，即当承租人不履行义务时，合同受托人可申请法院执行其担保物权——代表贷方占有设备。如果抵押品——租赁资产被清偿，受托人则将清偿所得首先用以清偿贷款人的债务，如有余额才交物主受托人。

合同受托人为债权人的利益持有并行使担保物权：① 合同受托人核对、证明债权证书，掌握债权证书登记簿并办理债权转让手续。同时，合同受托人以产权参加者、债权人交来的资金，向制造厂商支付租赁资产货价，接受承租人支付的租金，用以向贷款人还本付息。

② 分期清偿债务。③ 将余额交付物主受托人（它再支付给各个产权参加者）。

合同受托人一般为债权人同意的银行信托部或信托公司。

(7) 斡旋人或称包租人、经纪人 (Packer or Called Packager、broker)：他在承租人与出租人之间充当中间人，其责任是安排、起草租赁合同，物色有力的投资人，寻找有利的借款来源和资信卓好的承租人，组织、促成租赁交易。其权利是收取佣金。租赁公司、投资银行或经纪人都能担任这一角色。

三、交易程序

一项杠杆租赁的交易过程包括发起准备和正式进行两个阶段。

☐ 发起准备阶段

(1) 承诺。包租人与未来承租人联系，签署一项具有承诺性质的委托书，列出几项主要条款（如租期、每期支付的租金和每期租金间隔时间等）。鉴于得到实际贷款前，不可能决定确切租金，因此，租金是以假设的几种借款利率为基础估算的。

(2) 包租人寻找股权投资人和债权人。包租人（往往是投资人之一）与承租人签署委托书后，一边与其他未来投资人联系安排一项确定的股权承诺 (equity firm Commitment)，一边与未来债权人联系贷款。如果租赁设备的交货期较远，有关的借款则可推迟到交货期前才进行安排。

(3) 寻找物主受托人和合同受托人。物主出租人与承租人共同选定一个物主受托人，多个债权人选定一个合同受托人。

(4) 上述当事人签署一项参加协议。

☐ 正式进行阶段

(1) 物主出租人（也是产权参加人之一）与物主受托人签订信托协议，以确定产权参加者所同意预付的现金投资比例和金额。

(2) 物主受托人与合同受托人签订合同信托协议，以确定贷款人在设备总投资中的贷款比例。

(3) 物主受托人和债权人分别把投资现金（equity funds）和贷款款项（debt funds）交付合同受托人。

(4) 物主受托人根据信托协议规定，正式向股权人、债权人签发股权信托证书、借据或作为设备产权和设备物主的凭证、债权凭证。

(5) 物主受托人代表物主出租人与承租人签订租赁合同。

(6) 物主受托人与合同受托人签订担保契约，规定把设备物权抵押给合同受托人，并把租赁合同和收取租金的权利也转让给它，以此作为对债权人提供“无追索权”贷款的担保，规定合同受托人交付货款后，由物主受托人接受厂商转交的设备物权。

(7) 承租人与厂商签订购货协议。

(8) 在购货协议基础上，承租人与物主受托人签订购买协议转让书，规定承租人将其购买设备的权利，包括获得服务和培训的权利等，都转让给物主受托人。

(9) 合同受托人向厂商交付货款。

(10) 根据担保协议规定，厂商将设备物权交物主受托人。

(11) 厂商向承租人直接发货。承租人向物主受托人签发租赁物件收据。至此，租赁正式开始。

(12) 承租人向合同受托人交付租金。

(13) 合同受托人以收到的租金，按贷款协议规定向债权参加者偿付到期的债务本息，并在扣除信托费等费用后将租金余额交付物主受托人。

(14) 物主受托人将收到的租金余额先扣除信托费等费用，再按出资比例分付给每个产权参加者。

四、合同文本

☐ 参加协议（Participation Agreement）

亦称融通资金协议（Financing Agreement）。这是杠杆租赁协议的总结构，唯一的一份需要杠杆租赁交易所有当事人都签署、执行的文件。它规定各当事人承担的责任和义务，同时载明成交的各项先决条件即提出事实说明、保证事项，对说明与保证证明其属实与合法的律师意见书（Legal opinion）。还规定了各当事人的赔偿义务（Specific indemnities），贷款证书和信托证书。在协议上，各产权参加者同意出资，债权参加者同意贷款，制造商愿

意出售，物主出租人同意购买出租资产，承租人愿意承租，物主受托人同意在出租资产上为债权人的利益设定由合同受托人持有的担保物权等等，并对一切主要条款——税收利益、债券、物主凭证转让都作了阐述。

☐ 购买或制造协议 (Purchase/Construction Agreement)

这是承租人与制造厂商之间的协议，先由承租人签字，再由物主受托人签字，规定了出租资产的货价、规格、交货等以及保证承租人能转让合同。

☐ 购买协议的转让协议

由承租人与物主受托人签订，规定承租人把购买协议项下的权利——从厂商购买设备的权利（包括获得服务和培训的权利）以及制造厂商对资产的各项担保所产生的权利转让给物主受托人。但不转让责任，以达到为筹资建立担保的目的。力求保留对购货协议中有关规格、担保以及其他条款进行修改和提前终止购货协议的最大自由。

☐ 信托协议 (Trust Agreement)

这是产权参加者与物主受托人之间的协议。规定由物主受托人代表产权参加者执行一切协议和文件，列明授权限度和活动范围以及受托人责任，如代表产权参加者在普通法上持有物权。产权参加者把购买出租资产的出资款项交给物主受托人，后者承担替前者购买出租资产的责任，前者把出租资产以及租赁合同项下的租金作为“信托财产”交给后者管理。此外，还规定了由物主受托人签发证书，以及它的报酬标准。

☐ 合同信托协议 (Trust Indenture)

合同信托协议包括信托合同和抵押契据两项文件，由物主受托人与合同受托人签订，规定物主受托人把出租资产、租赁合同、以及租赁合同项下的租金抵押给合同受托人作为贷款的担保，由合同受托代表贷款人持有抵押、担保利益，还规定物主受托人应向债权人签发债权证书载明还款责任、利率和支付方式。

☐ 租赁合同 (Lease)

这是关键文本，一方为承租人，另一方为物主受托人，规定由承租人指定出租资产和厂商后由物主受托人购买；规定了租期、租金金额和承租人使用租赁资产的各项费用、支付方式；还规定了保险类别与保险金额，承租人应支付的各种补偿金，如补偿产权参加者因税法修改而遭受的损失。有时也规定期满前承租人终止合同的权利和应付出的代价；期时，承租人购买资产的选择权。签订租赁合同时，承租人要保护自己的利益，争取以下权利：

(1) 由于厂商对购货合同的违约造成对承租人的损失而直接向厂商进行法律交涉的权利，以及为此获取赔偿的权利。

(2) 向第三方进行索赔后如何分配利益的适当条款。

(3) 寻求具有最大限度灵活性的租赁合同。

☐ 保证协议

除上述各种协议外，可能有各种保证协议。假如承租人为某公司的子公司时，由母公司签订保证协议。

杠杆租赁如此复杂,那么为什么要搞这种形式的租赁呢?原因在于,杠杆租赁可给交易各方,尤其给租赁双方以及贷方带来一般租赁所不能获得的特别利益。现分述如下:

首先,对物主出租人(多个产权参加者)来说:

(1) 仅以远低于设备价金的现金投资(为设备价金的 20—40%),却可成为物主得到全部所有权利益和享受残值以及获得相当于对设备 100%投资的税法上的全部优惠——投资抵税和加速折旧,以降低实际纳税利率,大大加快对现金投资的回收。如一项价值 100 万美元的设备,租期 15 年,加速折旧年限 10 年,其头年获得的投资抵税款为 10 万美元,折旧为 10 万美元,如投资人自筹资金出资 25 万美元,余额 75 万美元贷款,那么,25 万美元投资中有 20 万美元在当年便可从所得税的减税优惠中取偿,从而使其投资利润扩大几倍。

(2) 购买设备的货款中有 60—80%的资金是借款,因此,每年有大量利息可作为费用而无须纳税,这使物主出租人大大减少了实付税款,相应提高了投资报酬率。

(3) 借入的是不可追索的贷款,万一承租人违约,为抵还借款,被清偿的仅限于设有担保物权的出租资产,不涉及出租方其他资产。

(4) 政府按高于公司税率的合伙所得税率征税,故获得的减税优惠比一般租赁要多。

其次,对承租人而言,不仅仍然拥有设备的全部使用权,而且能大幅度降低租金,因为:①出租人可以降低租金的形式让承租人分享一部分他们可得到的扩大了好几倍的减税优惠;②出租方由多个产权参加者组成,这就分散了投资风险,从而有可能降低租金。

再次,对贷方来说,由于它得到了其价值高于贷款总额的设备第一留置权,收回贷款较有保障。

然而也应看到“财务杠杆”同时也增大了投资人的投资风险和贷款人的贷款风险。对投资人来说,由于产权利益后于债权利益,因此,一旦承租人违约,出售设备的所得首先要偿还欠贷款人的债务,剩下部分才归投资人。在得不到加速折旧等税法上优惠时,如出售设备清偿债务后所剩无几,那么投资人的 20—40%的投资就有收不回来之虞,这与普通(单一投资)租赁中清偿设备所得全部归出租人的情况很不相同。对贷款人来说,提供无追索权的贷款,仅靠分期收取租金得到偿还,从这一点出发,贷款风险较一般贷款大。

第四节 直接租赁、转租、回租

从出租人(租赁机构)设备租赁的资金来源和付款对象来看,有直接租赁、转租赁和回租 3 种租赁形式。

一、直接租赁 (direct lease)

直接租赁是购进租出的做法,即由出租人用在资金市场上筹措到的资金,向制造厂商支付货款,购进设备后直接出租给用户(承租人)。

普通的直接租赁一般由两个合同构成:

(1) 出租人与承租人(用户)签订一项租赁合同;

(2) 出租人按承租人订货要求，与厂商签订一项买卖合同。

各发达国家的绝大部分租赁公司普遍采用直接租赁的做法。在中国，则为资金力量雄厚的大租赁公司所采用。直接租赁中的出租人，在筹措资金方面能主动、充分地发挥其金额工程师的作用，可视租期长、短，支付租金的次数和间隔期，从各种不同的有利资金渠道，借入长、短期比例搭配合理的资金，以降低实际贷款成本，增强竞争性。

二、转租赁 (Sub-lease)

转租赁是租进租出的做法，即由出租人从一家租赁公司或从制造厂商租进一项设备后转租给用户。

普通的转租赁一般由 3 个合同构成，现将 3 种不同的模式分列如图（见图 8.4.2、图 8.4.3、图 8.4.4）。

图 8.4.2 模式 (1)

- 说明：(1) 租赁公司 A 与厂商签订购货合同；
- (2) 租赁公司 A 与租赁公司 B 签订购货合同转让协议——仅仅把物权转让给租赁公司 B，保留其他权利；
- (3) 租赁公司 A 以承租人身份与租赁公司 B 签订租赁合同。
- (4) 租赁公司 A 以出租人身份与用户（次承租人）签订转租赁合同。

图 8.4.3 模式 (2)

- 说明：(1) 租赁公司 A 与厂商签订一项购货协议；
- (2) 在购货协议基础上租赁公司 B 按租赁公司 A 与厂商谈定的设备规格、型号、价格、交货期等要求，与厂商签订购货合同；
- (3) 租赁公司 A 以承租人身份与租赁公司 B 签订租赁合同；
- (4) 租赁公司 A 以出租人身份与用户（次承租人）签订转租赁合同。

图 8.4.4 模式 (3)

- 说明：(1) 租赁公司以承租人身份与厂商直接签订租赁合同；
- (2) 租赁公司再以出租人身份与用户签订转租赁合同。

图 8.4.2 模式中的购货合同、转让协议以及租赁合同均需在转租赁合同签订并生效后

生效。

一家租赁公司在其自身借贷能力较弱，融资技术也不太发达，资金来源又有限的情况下，往往会采用转租赁，以期利用别家租赁公司条件优惠的融资便利。但在跨境租赁（见下文）中，当出租人不能从本国政府获得任何税收方面的好处时，却可指望以低廉租金方式，从外国租赁公司处分享部分外国政府提供的税收优惠时，那么，即使是资金雄厚的大租赁公司，也乐意采用租进而不是购进设备的转租赁做法。

转租赁与直接租赁的主要区别是：前者从租赁公司获得租赁融资便利，后者则从银行、金融机构以传统信贷方式直接获得融资便利。一般情况下，只有在租赁内含利率（implicit rate or effective rate）低于贷款利率时，租赁公司才会考虑转租赁，否则，再加上自己的利润，租赁成本便会大大高于贷款购买成本从而失去竞争性。当然在其从银行筹措不到资金时，而别家租赁公司又乐意向其提供融资时（一般发生在跨境租赁中），也会采用转租赁。

三、回租（Sale and lease—back）

回租指由设备物主将自己拥有的部分资产（如设备、房屋）卖给租赁公司，然后再从该租赁公司租回来的做法。

回租的交易结构图见图 8.4.5。

图 8.4.5 回租的交易结构图

- 说明：（1）设备原货主将设备出售给租赁公司，收到货款时将物权转让给租赁公司；
（2）设备原货主以承租人身份与租赁公司签订一项租赁合同，将出售的原设备租回使用；
（3）租期开始，承租人向出租人付租金。

回租是当企业缺乏现金时，为改善其财务状况而采用的对企业非常有利的一种做法，通过回租，承租人能把固定资产变为现金，再投资于其他业务方面，但同时在租期内仍可继续使用这项资产。此外，企业的利润和折旧在出售时便可收回。

第五节 国内租赁、国际租赁和租赁的国际业务

一、定义

☐ 国内租赁 (domestic lease)

租赁双方同在一个国家，他们之间签订租赁合同，称之为国内租赁。

☐ 国际租赁 (domestic lease)

对国际租赁的定义有两种不同的看法，迄今为止，尚未得到统一认识。一种看法认为。国际租赁涉及明显不同的两类业务——跨国租赁（亦称跨境租赁）和间接对外租赁；但另一种看法则将间接对外租赁排除在国际租赁范围之外。不过，这两种租赁方式都是租赁业务国际化的产物。

☐ 租赁的国际业务

当出租人、承租人同在一个国家，但供货人在另一个国家时，租赁双方签订一项国内租赁，出租人与制造厂商签订一项国际贸易合同，我们在中国往往将这两种合同、三个当事人组成的租赁业务称之为租赁的国际业务，以区别供货人与租赁双方同在一个国家、租赁设备为本国制造的纯国内租赁业务。

☐ 跨国租赁 (Cross border lease)

跨国租赁的指分别处于不同国家或不同法律体制的出租人和承租人之间的一项租赁安排。由于进行业务时，至少要考虑到两个国家以上的不同法律、税收和会计准则，并要求各当事人具有高水平的融资技巧和知识，因此，这是一项非常复杂的业务。

跨国租赁分有节税优惠和没有节税优惠两种形式。跨国租赁，特别是节税跨国租赁，在70年代后期，80年代初，曾增长很快。这主要是因为当时国际市场对最适宜搞跨国租赁的飞机、轮船等高价运输项目的需求十分殷切，而且将这些设备出租到海外的租赁公司能从本国税制提供的投资减税和加速折旧等税收优惠中获利，并可将其一部分好处转让给海外承租人，以降低租赁融资成本。因此，首先是美英两国的金融机构，厂商被吸引到跨国租赁业务上来。接着，澳大利亚、新西兰的跨国租赁（主要是飞机）也曾获得了较大发展。日本则利用飞机跨国租赁（在日本称之为武士租赁）买进飞机，再租出到海外，以大幅度减少贸易顺差，从而使租赁成功地发挥了平衡国际收支的重要作用。

由于只有少数国家允许海外承租人分享该国政府提供的税收优惠，因此，节税跨国租赁的发展受到了相当的限制。后来的世界性萧条减少了对高价值项目的需求，导致了跨国租赁市场的缩小。随后，不少国家相继修改税法，大大限制本国政府给海外承租人的税收优惠，从而使跨国租赁市场进一步被缩小。

然而下列或下列之一的非税收原因也使跨国租赁保持了一定活力。

(1) 特别是在欠发达、短缺资本的市场上，大部分设备，尤其是金额小的设备，在当地市场上很难（甚至不可能）获得融资便利，而跨国租赁往往是获得融资期限相当于整个设备有效寿命的唯一的、中、长期资金来源。

(2) 跨国租赁一般不要求支付预付金, 有 100% 的融资效果, 从而可减少承租人国家现汇的大量流出。

(3) 一项适当的租赁安排, 可使承租人直接租进的设备出于外汇收支差额方面的原因而不当作进口设备列明, “国际货币基金”允许租赁设备按不足设备价金的 75% 摊销入帐。

(4) 由于设备所有权的转移, 不是发生在租期的开始, 而是在期末, 因此, 不少国家允许以跨国租赁方式进口设备的承租人常常不必在进口时支付进口关税, 而是到期末才按设备残值交纳进口税, 而且租赁双方毋须为理进口许可。至于不转移所有权的经营租赁更不必被要求支付进口税和办理进口许可。由于迟交或免交进口税以及不需领取进口许可可节约下的时间、费用给跨国租赁带来了很大好处, 这是一般国际贸易所不能比拟的。

美国出租人在跨国租赁市场所占份额最大, 1983 年为 75%。这一年通过融资租赁出口的设备, 金额为 43 亿美元, 占全部出口设备的 15%。如果将以经营租赁方式出口的设备金额以及美国出租人租赁给国外承租人别国设备的金额包括在内, 那么, 1983 年出租给外国承租人的设备价值估计可达 80 亿—100 亿美元。

□ 间接对外租赁 (indirected lease)

间接对外租赁是指一家租赁公司的海外法人企业 (合资或全资) 在当地经营的租赁业务。不管承租人是不是当地的用户, 对这家租赁公司而言是间接对外租赁, 但对它的海外分支机构来讲, 如承租人为当地用户, 他们之间的租赁安排是一项国内租赁。

间接对外租赁是国际租赁市场上增长最快的、对租赁业发展起主要作用的一种租赁方式。多国银行集团是这个领域的首要推动者。发达国家的许多租赁公司, 尤其是那些附属与银行集团的租赁公司纷纷建立起国外分支机构网, 在外国市场上对租赁经营进行投资。这种间接对外租赁方式所带来的利益已大大超过了跨国租赁。因为:

(1) 出租人在当地从事交易获得了进入当地金融市场的机会。

(2) 减少了货币风险。

(3) 扩大了适合于租赁的设备范围——如小金额和不易移动的设备往往不适宜搞跨国租赁。

(4) 可回避某些限制性规则。如当地政策对外国出租人的法律方面的限制, 对外国人在当地注册的租赁设备以及对租金的严格征税 (如预提税) 等, 从而弥补了租赁公司跨国租赁业务的不足, 补充了他们母公司的活动——如作为一种辅助销售手段, 来协助它们的制造业母公司推销产品, 或作为另一种融资手段, 协助银行业母公司对用户提供更切实细致的金融服务。

间接对外租赁最发达的国家是美国, 发达国家是美国出租人的最大市场。据报道, 在发达国家的美国海外分公司的租赁资产已达 19 亿美元, 在发展中国家则仅为 2 亿多美元。由于美国的税收优惠对外国租赁公司有很大的吸引力, 因此, 不少外国租赁也到美国市场开设分公司。这些美国市场上的外国出租人, 把从他们本国进口的设备出租给美国用户, 同时也将美国设备租回本国, 以迅速获得先进的美国设备和 100% 的融资便利。

二、影响国际租赁发展的主要障碍

☐ 各国管理设备租赁的不同法律、制度，给国际租赁业的发展带来了麻烦

因为各国对租赁定义的不同，因此，一个国家认定的租赁，在另一个国家不一定也被看作是租赁业务，这就使设备所有权的归属、租赁双方的税务待遇以及租金的会计处理等发生问题，出现一国规定与另一国的相抵触情形。此外，现在很多国家对租赁在法律、税收、会计等方面已制定了一套健全、完整的制度，但在另一些国家，由于租赁相对是个新生事物，还没有考虑结合其特点建立起适当的法律结构，未能给租赁以特别考虑并在政策上加以调节。如购买设备出租与购买设备使用在税法上的不平等待遇等，与获得设备的其他融资方式相比，租赁融资受到歧视或按传统政策来对待现代融资租赁——不是把设备融资租赁当成传统的日常租借，按租金额征税，就是将租进设备当成一般进口设备交付关税。这些，都导致许多国家国际租赁中的出租人，在国际市场上碰到了一些严重的经营问题，或是在其他国家搞租赁是如此困难，甚至受到禁止。

☐ 政府对外国租赁公司的干预，影响了国际租赁市场的规模和活动

许多国家对外国出租人的资格、租赁对象、以及购置租赁设备的资金来源和租期作了限制，并规定了具体要求。如：

- (1) 对外国租赁公司进入当地市场的限制。
- (2) 租赁设备的范围。
- (3) 规定最短租期。
- (4) 对出租人有权重新占有租赁资产的限制。
- (5) 禁止或要求选择留购权。
- (6) 要求以地方货币支付。
- (7) 对租金总额（包括本息）征收预提税。
- (8) 对外国出租人将本息和利润汇到海外的限制等等。

☐ 政治风险

- (1) 政府将企业及设备收归国有——出租人所有权受到侵犯。
- (2) 发生战争，设备毁损，出租人无力偿还租金等等。

三、国际租赁业的发展趋势

随着国际经济的稳定发展，对外贸易的迅速增长以及地方资本市场的重大改善，国际租赁业的发展趋势是令人乐观的。这主要表现在下列 3 个方面：

☐ 各国商法和税务、会计制度的不同给国际租赁带来的困难，正在不断得到克服

(1) 为协调不同国家之间关于租赁条款和其他法律方面的差异，为力图建立或重新建立租赁法律结构的那些国家提供国内立法基础，国际统一私法协会于 1972 年成立专门研究小组，起草《国际融资租赁统一规则》。由于各国对融资租赁的规定是如此不同，经历了 10 多年的努力，1986 年第二次罗马会议产生了《统一规则草案》第二稿。这个规则的基本目标旨在建立一个基础法律结构，将融资租赁与其他类型的融资合同、与传统租赁区别开来。

规则的序言明确指出, 管辖传统租赁契约的法律不适用于特殊性质的融资租赁交易。

国际统一私法协会在 1987 年举行第三次专家会议对统一规则已作最后审定, 并计划于 1988 年召开外交会议, 争取形成一个共同遵守的国际公约。统一规则的制定将有助于各国建立有利的租赁结构, 从而促进国际租赁业的发展。

(2) 1982 年 9 月国际会计标准委员会颁布了国际会计标准 17 号, 为各国制定租赁法律结构时采纳适当的租赁会计准则规定了国际标准。

□ 国际租赁市场继续扩大, 国际租赁业可望稳步增长

(1) 债务负担国, 尤其是发展中国家需要将租赁作为利用外资、引进技术设备的有效手段, 以改善其外汇收支状况。

(2) 有些发展中国家缺乏地方租赁市场, 有些国家即使有地方租赁市场, 但无力筹措高价值设备所需巨额资金, 有时即使有借贷能力但融资成本太高, 因此, 对跨国租赁有相当的需求。

(3) 发达国家日益重视租赁辅助设备出口的重要促进作用, 因此, 租赁设备出口业务, 尤其是制造厂商的设备租赁出口将会进一步发展。

(4) 电脑、办公室设备和生产性设备在国际贸易商品结构中所占比例日趋增大, 而这些资产恰恰是最适宜开展租赁的对象。

(5) 原来曾规定允许外国承租人分享本国出租人所获税收优惠的国家, 如美、英、澳大利亚、新西兰等, 在最近几年中相继修改税法取消或限制了跨国租赁中原有的税收优惠, 这使跨国租赁业已出现的下降趋势将持续发展。为此, 将有更多的对外租赁公司转向投资海外、开设分支机构开拓发展当地租赁业, 以间接对外租赁取代跨国租赁。

第五章 我国租赁业务的现行做法

在我国，由于租赁一开始是作为一种先进的融资技术从国外引进的。此后，经过七八年的发展，今天在诸多有效利用外资方式中，已成为不可缺少的一种，因此，现行设备租赁业务绝大部分是融资性进口租赁。从1986年开始，为推动机电产品出口，有些租赁公司已着手开展融资性出口租赁。鉴于租赁的国际业务是一项将国际金融和国际贸易结合在一起进行的特殊业务，依照我国的国情，以租赁方式引进或出口设备，应委托有经验的专门的租赁机构来进行为宜。现将我国租赁机构经营的租赁业务的现行做法分节加以介绍。

第一节 租赁的一般业务程序

一、进口直接租赁

国内租赁机构运用从国际金融市场上筹措到的外汇资金或从国内银行（如中国银行或中信实业银行等）借入的外汇资金，按国内用户（未来承租人）的委托和要求，从国外将设备购买进口后租给国内承租人使用的业务活动称之为进口直接租赁，一项进口直接租赁业务，包括一个以上购货进口合同和一个以上国内租赁合同。一笔进口直接租赁的业务程序从开始到结束通常按下列步骤进行。

☐ 提出委托

用户根据自己的需要确定拟委托租赁的技术、设备，向租赁机构递交下列文件，提出租赁委托：

- （1）项目建议书和按国家规定的审批单位批准纳入计划的批件；
- （2）可行性研究报告或设计任务书和有权批准部门的批件；
- （3）还款计划落实证明文件（外汇批准件、配套人民币批准件等）；
- （4）承租企业的工商登记证明文件（如营业证书、营业护照副本等）和承租企业的相关财务报表；
- （5）填写租赁委托书，并应按国家规定的审批权限，加盖申请单位、批准单位公章；
- （6）经租赁机构认可的担保单位出具的对承租人履行租赁合同给予担保的不可撤销的保函。

☐ 审查、受理

租赁机构审查上述文件，向用户提供初步租金概算，经租赁机构对项目的效益，企业还款能力和担保人担保资格等审定、批准，确认和同意后，内部立项，对外正式接受委托。

☐ 签订合同

(1) 租赁机构按用户选定的供货商或通过自己渠道为用户推选的供货商进行咨询、询价、比价或招标等项设备选型工作，并组织必要的技术交流和对外考察，以最后确定拟引进的技术、设备。

(2) 会同用户与国外供货商进行技术和商务谈判，有关技术交流、设备选型、技术维修服务等方面的洽谈以用户为主，商务方面以租赁机构为主。谈妥条件后，由租赁机构作为买方、用户作为承租人，与卖方共同签订进口购货合同。

(3) 与此同时，租赁机构与用户最后商定租赁条件，制定租金概算方案，签订租赁合同，并由经济担保人盖章确认担保。租期一般为 2—5 年，但情况特殊，亦可通过协商，决定较长租期。引进项目的租金以外汇计付，币种由用户自行选定。

☐ 合同生效

一般情况下，当租赁机构收到用户办妥的订货卡片和订货卡片说明（单机用）或设备分交方案（生产线设备用）和/或进口许可证，并收到用户按规定交付的一定金额的保证金（一般为设备货价 10—15%）后，将购货合同的生效日分别通知用户和国外供货商。

☐ 合同执行

1. 购货合同的执行

(1) 租赁机构负责对外履行购货合同，包括安排开证、验单、付款、租船、订仓、投保、报关、接货等事宜；

(2) 检查监督租赁物件抵达承租企业前的准备情况；

(3) 督促承租企业在货到港前办妥技改项目的减免关税手续；

(4) 督促承租企业在租赁物件抵厂后的及时验收、安装、调试和投产等项工作。

2. 租赁合同的执行

(1) 起租。最后一宗货款支付日后 30 天内，租赁机构按实际发生的各项费用调整原概算成本，向用户寄送租赁条件变更通知书，通知承租企业租赁合同正式起租；

(2) 支付租金。承租企业按起租通知书规定按期支付租金。租赁机构一般在租金支付日两周前书面通知承租企业备付资金；

(3) 租期结束。租赁期满时，承租企业可对租赁设备作如下选择，或以名义价购买——在租赁机构收到承租企业支付的最后一期租金和名义价时，向承租企业出具“设备所有权转移证书”，以资证明承租人已付清全部租赁费。自该证书签字之日起，原租赁物件所有权已转证给原承租企业，后者即为物主。至此，交易结束，或续租，或将租赁设备退回租赁机构。

二、进口转租赁

进口转租赁是指国内租赁机构根据国内企业的委托和要求，先以承租人身份从国外租赁公司租进设备，再以出租人身份将租赁物件转租给国内企业（次承租人）的业务活动。一笔进口转租赁业务由一项以上国际租赁合同和一项以上国内租赁合同

合同的租赁期限可以长/短于国内租赁合同,如国内租赁机构对外承租的租期为3年,而对内出租合同的租期可以定为5年,也可为2年。在租期和转租合同租期一致时,国内租赁机构百分之百地利用了这家外国租赁公司为该项目提供的融资便利。这种做法比较简单,一目了然。在转租期长于租期的情况下,国内租赁机构只能部分地利用外国租赁公司所提供的融资便利,还需统筹安排资金的筹措。

办理一笔进口转租赁业务,委托和受理的程序同进口直接租赁。但在签订进口购货合同时可有两种做法:

(1) 国内租赁机构与国外供货商签订购货合同后,他们需共同与国外租赁公司签署一项购货合同转让书(Assignment)或一项销售备忘录(Memorandum of sale),明确规定由国外租赁公司作为融资方,直接向供货商支付货款。国内租赁机构将购货合同中它作为买方在设备物权上享有的权利转让给国外租赁公司,但不转让责任,并保留对设备规格进行修改、从卖方获得对设备的担保(Warranty)以及维修的权利。

(2) 由国内租赁机构与国外供货商就拟购买的设备签订一项购货协议。国外租赁公司以买方身份按照购货协议所规定的设备规格、交货、付款条件、质量保证、技术服务以及索赔等项条款与协议的供货商正式签署一项购货合同。在国内租赁机构同国外租赁公司签订一项国际租赁合同的同时与国内企业签订一项国内转租合同。

一般的租赁机构在签订国际租赁合同时还需向国外租赁公司提交由银行或金融机构出具的不可撤销的保函,保证国内租赁机构按期支付租金。信用优良的大租赁机构不需保函。

国外供货商按购货合同规定的交货期装船交货,并向国外租赁公司提交正本装运单据和向国内租赁机构提交副本单据及发送装运电报;国外租赁公司验单无误,并经国内租赁机构认可后,对供货商付款;随后即向国内租赁机构寄送正本单据并签发支付租金通知书(letter of clearing)通知起租日(一般起租日应为国外租赁公司实际付款日)和每期应支付的租金金额。该通知书应由国内租赁公司审核、签字确认。

从到货到整个租赁交易的结束,这一阶段工作类同进口直接租赁,只是多了两道手续:国内租赁机构按国际租赁合同规定向国外租赁公司支付租金;国际租赁合同期满时,国外租赁公司收到残值付款后,即向国内租赁公司提交租赁物件所有权转让证书。国内租赁机构收到此证书后,即向国内企业出具转租设备所有权转让书,交易结束。

三、回租进口转租赁

回租进口转租赁是指国内租赁机构先以现汇从国外供货人手中购进国内企业所选定的设备,再以相同价格转售给国外租赁公司后即租回设备,并转租给国内企业使用的业务活动。这项业务由3个以下合同组成:

- (1) 国内租赁机构与国外供货商签订的购货合同;
- (2) 国内租赁机构与国外租赁公司签订的转售协议和回租合同;
- (3) 国内租赁机构与国内企业签订的国内转租合同。

回租进口转租赁的业务程序与进口转租赁类同。

在回租进口转租赁中,国内租赁机构并不转让其执行购货合同的义务,因为它与国外

租赁公司签订的并不是租赁合同而是回租合同。国外租赁公司仅仅只是提供融资便利。因此，回租进口转租赁更类似贷款业务，更易被那些不太熟悉商务和设备的银行系统国外租赁公司所接受。

第二节 租赁项目的委托与评估、受理

一、租赁委托

☐ 租赁计划

国内企业提出租赁委托前，一定要先做好拟租赁项目的引进计划，即如同一般引进项目那样，要从国民经济的需要和本企业技术改造的需要出发，编制项目建议书列项（国家规定限额以下的小型更新改造项目可根据地方或主管部门的规定，以同等文件如“技术改造项目计划”或“引进项目计划”等同等文件代替项目建议书）。提出需要进行项目的大致设想，初步分析项目建设的必要性以及技术、财务、经济上的可行性，按管理权限报经批准，分别列入各级前期工作计划后，即着手进行以可行性为目的的各项工作。由主管部门、企业单位委托设计、咨询单位按规定编制可行性报告（非利用外资项目应根据可行性研究结果编制设计任务书），并按国家规定的审批权限报经有权部门批准立项。

为便于企业顺利开展拟租赁项目的技术改造、引进设备工作，现将项目建议书、可行性研究报告的主要内容和要求介绍如下：

1. 项目建议书

（1）项目名称。主办单位及负责人。

（2）项目内容及申请理由。说明拟引进技术、设备的名称、内容；国内外差距和概要情况；拟引进国别和厂商的初步分析。

（3）承办企业的概况。说明工厂是新建、改建还是扩建；拟建规模和建设地点的初步设想。

（4）产品方案。说明产品简要规格、生产能力和销售方向（内外销比例）。

（5）资源情况、建设条件、协作关系。说明主要原材料、电力、燃料、交通运输及协作配套等方面已具备的条件以及近期和今后要求。

（6）投资结算和资金筹措设想。说明项目总投资额，其中总用汇额及用途，外汇资金的来源与偿还方式（利用外资项目要说明利用外资可能性并对在大多数情况下，只有已立项的项目，才会作为拟租赁项目被企业提出，但有时企业在项目建议书获批后，进行可行性报告立项工作时，往往就与租赁机构联系，希望获得将会提供租赁融资便利的承诺，以落实项目自筹资金部分的来源和渠道。为便于企业进一步开展工作，租赁公司对项目建议书认真审查后，如认为初步可行，可向企业出具有条件的意向书，将项目作为预备受理项目。还贷能力作大体测算）；国内费用的估计及来源。

（7）项目的进度、安排。

（8）初步的技术、经济分析。

(9) 附件:

①邀请外商来华技术交流计划。

②出国考察计划。

③可行性研究工作计划。

2. 可行性研究报告

(1) 总说明。具体包括:

①项目名称。

②项目主办单位及负责人。

③可行性研究工作的承办单位、项目小组的主要技术、经济负责人。

④项目建议书的审批文件。

⑤可行性研究的总概况、结论和建议。

(2) 承办企业的基本情况与条件。

(3) 生产规划。根据经济、市场预测以确定项目建设规模与产品方案:

①产品名称、规格、技术性能与用途。

②通过对国内外市场需求情况调查、研究与预测,对国内外分年需要作出估算。

③国内现有生产能力的估计,项目产品生产能力的选定,说明几个可供选择方案的比较与论证及选定的理由。

④通过对销售情况的调查、研究与预测以及对产品竞争能力分析,列出分年产品产量、国内外销售量规划。

⑤通过对国内外产品销售价的调查、研究和分析,以拟定项目产品的大致销价。

(4) 物料供应规划。具体包括:

①原材料、辅助材料、维修材料、配套件、电力、燃料的种类、数量、来源和供应可能及公用设施的数量、供应方式和供应条件。

②物料选用几个方案的比较、论证与选择的理由。

③物料分年供应规划(如有进口,说明进口来源和数量)。

(5) 建厂条件和厂址选择。具体包括:

①地理位置,地质、地形条件、交通运输、水、电、气现状和发展趋势,社会经济现状。

②厂址比较和选择意见。

(6) 技术与设备。技术工艺选定,主要设备选型的几个方案比较、论证与选定理由(列明引进国别、厂商、技术转让费用估算,主要设备和辅助设备的规格、型号、性能、数量、报价和国内设备的分交方案)。

(7) 企业组织、劳动定员和人员培训及其费用估算。

(8)

③工程施工、安装、调试、试生产进度安排和投产时间。

(10) 投资估算和资金筹措。具体包括：

①主体工程和辅助配套工程所需投资额（其中用汇额、配套人民币资金需用额）。

②生产流动资金估算。

③资金来源、筹措方式及还贷方式。

(11) 经济分析。具体包括：

①生产成本与销售收益的估算。

②现金流量表、投资回收期、投资回收率、净现值、内部回收率、折现率及依据。

③敏感性分析和盈亏分析。

(12) 附件。具体包括：

①聘请外国专家及出国培训计划。

②年人民币用款和年用汇计划。

③外汇管理机构对外汇资金来源和安排的审核意见书，财政部门对国内资金来源和安排的审核意见书。

④利用外资项目本息偿还来源和时间安排计划。

⑤厂址选择报告。

⑥有关主管部门对主要原材料、电力、燃料、配套件等供应来源落实情况与供应可能的意见书。

⑦国家科学技术委员会对拟引进技术的审核意见书。

⑧有关机械制造部门对进口设备和设备分交、合作制造方案的审定意见书。

在报批可行性报告时，上述附件可根据项目实际情况作相应调整。

☐ 选择出租人

企业一旦决定利用租赁方式融通资金筹措设备，那么企业必须作出一个非常重要的决策：选择一个适当的出租人，虽然租赁费率确实是选择一个出租人首先要考虑的，但不是唯一的。有经验的承租人往往根据自己的租赁要求，对租赁机构的业务范围、经营能力、筹资能力、融资条件、资金实力以及资信情况等诸多方面反复比较，选择一家能对某租赁要求迅速作出确实的承诺，并以它自筹的资金搞成这笔交易的租赁公司作为出租人。一个可靠、理想的出租人，一般应尽可能多地满足下列条件：

(1) 承租人提交租赁委托所规定的全部文件后，能迅速作出一项确实的承诺——审查确认接受这些文件，同意受理这个项目。

(2) 有足够的资金实现这项确实的承诺——不仅有足够的初期购买设备资金（能按时开证付款），而且在整个租赁投资期也不会发生资金短缺。

(3) 资金力量雄厚，筹资能力强，融资成本低，与国内外金融机构联系广泛、密切

后,正式签订租赁合同时,毫无道理地提高租金费率。

(7) 能提供期限较长、支付方式灵活,可满足承租人现金流量的租赁融资便利。

(8) 贸易渠道通畅,熟悉市场行情,物色厂商、选择设备能力强,有丰富的商务谈判经验,能在订购设备时,充分维护承租人利益。

(9) 可提供一揽子服务——如有专门的工程技术人员,能提供关于技术设备的咨询;与当地政府有密切关系,可帮助承租人获得足够的支持;能帮助承租人获得有关的经济信息。

(10) 可以为改变方式、改进或加添改进性租赁提供资金融通。

(11) 国内外有分支机构,可提供迅捷、方便、有利的服务,加快项目进程。

(12) 熟悉同一项租赁有关的专门税务、法律、会计问题。

在一项国际租赁业务中,一家有能力的外国租赁公司,除了上述条件外,还应从以下几个方面来评价:

(1) 能提供一份已审计的报表,说明资本净值。

(2) 了解并且能够正确分析有关税务问题,会利用本国政府提供的税收优惠,降低租赁成本,并尽可能地让承租人分享较大份额的税惠。

(3) 如果出租人是一个经纪人,他不是仅仅对获取一笔酬金感兴趣,也不会为他的酬金签订一项特殊协议(如分享残值),而且这项交易的总成本并没有因有了一笔经纪人佣金而毫无必要地增加。

(4) 获得税务裁决时会提供全部具体事实,因为不这样做,裁决就会没有用处,而且根据税金补偿条款承租人的纳税负债风险就会增加。

承租人对出租人进行比较,择优选择,向选中的租赁机构提出委托。

二、审查、评估和受理项目

☐ 审查内容

出租人接到承租人的委托后,即对拟租赁项目进行审查和评估,选择后受理。审查内容一般有下列几个方面:

(1) 承租人委托的租赁项目是否业经有权部门批准;是否符合引进建设项目国家规定的审批程序;是否备齐了委托租赁的必需的全部文件。

(2) 租赁项目在宏观上是否符合国家长期经济发展方向,并有利于调整投资结构,促进技术进步,导向投资结构、产品结构合理化;是否具有良好的社会效益,项目上马时机是否适宜。

(3) 项目为技术改造项目还是改扩建或新建项目;承租单位是中外合资还是全民或集体企业;是否根据项目性质和承租人“身份

- (7) 企业资产、负债、流动资金情况和企业进行负债管理的能力。
- (8) 企业经营、管理水平、消化技术能力。
- (9) 项目盈利能力和还款能力。
- (10) 还汇来源是否已有保障；除租赁融资外，其他配套资金是否已落实。
- (11) 担保人资信和担保能力。

☐ 评估原则

鉴于租赁融资注重的是租赁项目本身效益（因为是以项目新增利润偿还租金）和企业将来的发展，至于企业的财务现况则是其次考虑的问题，因此风险较大，尤其新建项目的租赁融资，风险类同项目融资（虽说出租人拥有设备物权，但因设备是承租人所特定，收回后再出售有一定困难）。为确保租金回收的安全性，在对租赁进行融资审查评估时，应把租赁融资当作一笔最困难条件下的放款业务来对待。评估和选择过程中遵循的一般原则同传统信贷方式：安全性第一，盈利性第二，实现风险效益最大，即在确保正常回收租金的前提下，实现最大经济效益。评估的方法不同于传统信贷方式，应比照项目融资审查办法，即主要不是根据承租人本身情况——如财务报表，本身可抵押的财产和委托时企业现金流量来决定“放款”与否，而是对项目潜在的各种风险进行划分，并根据项目特点、性质，明确项目主要风险，并看是否有相应措施，靠项目本身将风险降低至最小限度。

☐ 审查、评估要注意的问题

(1) 选择项目应将重点放在能出口创汇、进口替代节汇的项目，与出口相关，能间接出口的项目，以及回收期短、效益好的技术改造项目。除特殊情况外，凡重复引进的，属国家暂停进口或限制进口的生产设备原则上不能考虑受理。

(2) 对同一企业提供的租赁融资应规定相应的限额（一般掌握不超过 500 万美元）。金额过大的项目，最好联合别家租赁公司共同承办租赁，以分散风险。对同一行业、同一地区亦应规定限额，并应选定重点地区和行业。

(3) 对中外合资、中央合资承租企业以及新建项目，必须从严掌握受理。因为这些独立的项目没有积累利润，要求有较高的新增利润。在受理时应查验营业执照、合同、章程和合资方实际投资情况。

(4) 要注意对承租人已有负债和新建项目产生的负债状况进行分析。

(5) 原料供给和产品销售如果已列入国家计划，必须由有关部门出具文字证明。如原料自行解决，应有供货部门的证明。如产品自销，必须有具体办法。长期大量依赖进口原料的项目不能考虑受理，如属短期或暂时进口，必须落实所需进口用汇。

(6) 要注意国内配套工艺、技术设备应能达到项目建设的技术要求，而且必须与引进工艺、技术、设备相适应、相配套。项目辅助设施、工程建设必须与引进建设相协调。

(7) 对主要依靠租赁设备产品出口创汇偿还租金的项目，必须落实外销渠道，并以法律形式固定下来。例如与外商签订的返销协议或外销合同、银行保函、或与外贸部门签订的外销协议、工贸协议等。只有外销市场，内销毫无销路的项目，风险太大，不宜上马。

