

# 《中国企业并购经典案例》

## 企业并购与制度变迁

就在几年前，并购一词在我国的经济生活中还是相当陌生的。我们只是在一些来自市场经济发达国家的消息中听到这样的词汇。面对大洋彼岸数十亿、上百亿美元的成交额，惊心动魄的并购与反并购之战，我们如隔岸观火。短短几年间，并购竟成了我国经济生活中的一种时尚。自1993年“宝延事件”和“中策现象”发生以来，并购事件接连出现，以至到今日已成为一股不可遏制的浪潮。珠海恒通收购上海棱光国有股，深圳君安协议接管万科，福特汽车参股赣江菱，五十菱和伊藤忠参股北旅，华润创业并购北京华远，仪征化纤并购佛山化纤，以及法国圣戈班参股福建耀华等等并购事件，经媒体的宣传，已成为金融界和企业界街谈巷议、津津乐道的话题。还有数量大得多的、我们并不知晓的并购事件在默默地发生。并购是一种什么样的经济活动？它对于我国的经济发展和制度变迁意味着什么？为什么它引起了那么多人的关注？它将把我国的经济生活导向何处？如果并购对我国企业制度的变革和资产存量的重组有着积极的作用，怎样能够促进并购活动的开展？

为了寻求上述问题的答案，来自不同领域、不同国别的人走到了一起。有趣的是，这些看来很不相同的人，却有着共同感兴趣的话题。从并购中，投资银行和证券公司看到了商业机会，生产企业看到了融资渠道，政府部门看到了国有企业改革的希望，股民们看到了股市的生机，经济学家看到了产权交易的实践，法学家兼律师既看到了法律问题、又看到了新的业务领域，跨国公司则看到了进军中国市场的通道。这就是“中国企业并购典型案例国际研讨会”的背景。这次研讨会是由北京天则经济研究所、中国证券报、万森源产权信息顾问中心和里昂证券公司联合举办的，其主要内容并不是对并购活动作一般的讨论，而是试图通过对包括上述并购案例在内的十余个具体案例进行分析和评述，发现上面问题的答案。具体形式是由并购事件的当事企业的主要负责人（除了仪征化纤以外几乎都是各公司的总裁或董事长）讲述并购背景、过程和效果，然后分别由一个经济学家、一个法学家和一个并购操作专家评论，再由参会的人员自由提问和评论，最后由公司的老总回应。尽管是对具体案例的讨论，却得出很多一般性的心得。这虽不能完全回答上述的问题，却至少将我们对并购活动的理解向前大大推进了一步。

### 一、企业作为一种商品

所谓并购（M&A），就是兼并（Merger）和收购（Acquisition）的简称，用通俗一点的话来说，就是购买企业。这意味着，企业本身被视为一种商品。八十年代改革的一个重要成果，就是建立了较为成熟的产品市场，近年来并购浪潮的兴起或许意味着在九十年代会形成一个买卖企业的市场。如果这是事实，从购买产品到购买企业，究竟发生了什么样的重大的转变呢？

毫无疑问，可以被买卖的显然是一种商品。但企业这种商品与一般的商品有什么样的区别呢？在探寻区别之前，我们首先要清楚一般商品交易的性质是什么，为什么会发生商品

交易？经济学一般假定，人与人之间存在着禀赋和偏好上的差异。对于同一种商品，不同的人会有不同的价值判断；生产这同一商品，不同的人也会付出不同的成本。这就构成了交易的基础。同一种商品，对其价值判断低（如 50 元）的人可以卖给价值判断高（如 100 元）的人，价格取其中的任何一点（如 75 元）；或者生产成本低（如 30 元）的人可以卖给生产成本高（如 60 元）的人，价格取其中的任何一点（如 45 元）；交易双方都会由交易而受益。更一般地说，只要存在禀赋和偏好上的差异，交易就会给人们带来好处。对企业的买卖也是如此。只不过对企业的价值判断不同于对一般商品的价值判断。对一般商品的价值判断是根据个人对商品消费的效用，而企业的效用不是消费的效用，而是其**盈利能力**。对同一个企业，不同的人、不同的企业家有着不同的价值判断，就意味着他们对企业的盈利能力有着不同的估计。然而问题是，对同一个企业、同一本财务报表，为什么会有不同的价值判断呢？与对一般商品的效用的判断不同，当我们说一个企业的盈利能力时，我们指的是**预期的**盈利能力。这反映不同的企业家对企业未来的判断。一般来说，一个想出售企业的企业家（这是一个较抽象的词，含有股东和经营者）对企业价值的判断是根据现有的盈利能力，因为这已经体现了他们的企业家能力了；而一个想购买企业的企业家则对该企业的盈利能力有着更乐观的判断。这种差异来源于企业家能力和禀赋的差异。其中可能包括现有企业资源的更好用途，产品的更大的市场，资产的更好的组合，企业制度的改造潜力，等等。当然这些都只是在预期当中，并购的结果也有可能是失败的，如同其它投资的失败一样。但并购活动本身终究是提供了一个使企业向企业家能力较强的企业家手中转移、使企业的盈利能力提高的**机会**。

## 二、产权与资产

对企业的盈利能力的判断，关键在于是要把企业看成是活的机构，而不是死的资产。如同珠海恒通集团公司的总裁张少杰所说，购买企业是买猪，而不是买猪肉。这中间的区别在于，是把企业看作是由物质组成的财产，还是把它看成是由人组成的运转着的组织；是不同生产要素的简单堆积，还是一个有机的整体？一个运转着的组织、一个有机的整体意味着，存在着一种资源与资源、尤其是人与人之间的合作关系，如企业内部的组织结构、企业的销售网络或企业在公众心目中的商誉，等等。由于这种合作关系的存在，使得企业的价值要大大高于组成企业的资源个别价值的总和。这就涉及到对企业价值判断上的分歧在珠海恒通接管了上海棱光以后，通过棱光董事会又去收购恒通旗下的电表公司，就发生了类似的分歧。我们将在后面详细讨论。

猪和猪肉的比喻是非常贴切的，与之相对应的经济学或财务学术语就是**资产和产权**。所谓资产（Assets），就是组成企业的个别资源，如机器、厂房、土地、专利、特许权和商誉等；所谓产权（Property rights），就是企业作为一个整体的全部或部分的**权利**。购买资产还是购买产权，是购买一般商品还是购买企业的又一个重大区别。更为形象的比喻是管唯立先生对“猪与猪肉”比喻的进一步发展，即人与人的器官的比喻。尽管这一比喻过于残酷了一些，但确实比猪和猪肉更能说明问题。因为**人是有权利的**。企业作为一个有机的整体和运转着的组织，是一个**法人**，它有着与自然人同等的民事权利。当我们购买一个企业的部分资产时，我们是在购买这个企业中的个别资源，与企业的权利无关；更准确地说我们是从这个企业购买东西，而不是购买企业。这与购买这个企业的产品没有太大区别。当我们购买一个企业的产权时，情况就大不一样了。这时我们是把企业作为一个整体来购买。一个重要的标志是，我们不仅购买到了**拥有企业的权利**，而且购买到了**企业拥有的权利**。即我们获得了该企业本来就具有的**法人权利**。收购企业不仅可以拥有这样的权利，还

可以消灭这样的权利。即取消被并购企业的法人资格，将其并入母企业。在这时，法人与自然人也有着重大区别。在今天的法律制度下，一个人或机构不可以购买一个人，并拥有或消灭他的权利，却可以购买一个法人，并拥有或消灭它的权利。

从财务学角度看，也许有一个解释资产和产权区别的简单方法。这就是**资产负债表**。在这张财务报表的中间有一道线，在其左边是资产，右边是负债。这里的资产与我们上面所说的资产是一回事。它是指具体的资源，如机器、厂房……。而负债包括两部分，一部分是股东权益，一部分是债务。这恰是股东和债权人的权利，即产权。当然这是产权较宽意义上的说法。当我们从这个企业中购买比如说一万元的资产时，在资产负债表上表现为资产方这一特定资产（比如说是一台机器）的减少。在财务处理上有两种方式。一种是将出售资产的现金列入资产方，这时资产总额和负债总额都没有减少；一种是将这一现金偿还相应的债务，这时资产减少了一万元，同时负债也减少了一万元。这两种方式都会使资产负债表继续保持平衡。当我们购买了这个企业的一万元的股权或债权时，企业的资产负债表根本不发生变化，变化的只是股东或债权人的名字。但通过对企业产权、尤其是股权的拥有，我们拥有了整体的或部分的企业的法人权利。所谓部分的权利是指，当我们拥有企业的一部分股权时，我们可以通过企业的治理结构（Governance Structure），即股东大会和董事会的决策程序来影响企业行使它的法人权利，这同时意味着我们对企业的全部资产有着部分的支配权。

对资产和产权的区分，有助于我们对目前被统称为“并购”案例的理解。由于目前法律环境的限制，一些外资公司喜欢采用“合资”的方式来实现所谓的并购。一个经常出现的形式就是中方企业将自己企业的一部分（通常是最有价值的一部分）拿出来作价作为投资，与外方共同创立一个新的公司，外方的投资一般是资金（多用于流动资金）、技术、或市场渠道。这种形式的例子如香港恒胜国际集团与 A、B 企业（由于合资未成功，所以隐去真名）的合资，广西玉柴与高胜等几家外资公司的合资。这类似于资源的交换。即用资金、技术和市场渠道去购买生产车间。有些时候，这一形式更为直观，即由外资公司出资金买下中方企业的一部分生产系统，然后由中方用获得的资金作为股本投入到合资公司中来。在这样的合资中，外资公司实际上是在购买中方企业资产，而不是产权，尽管这些资产是以几个生产车间、甚至是整个生产系统的形式出现。既然购买的是资产，就不可以获得该企业的法人权利，同时也不承担该企业的义务。所以当恒胜国际集团公司提出他们不就 A、B 企业的债务进行谈判时，他们是对的，因为 A、B 企业的债务与它们出售其部分资产的行为无关。

相反，如果购买的是产权，就要继承被并购企业的权利和义务。但有时，这样的意识并不很清晰。例如，当上海大江集团并购了茸城饲料厂后，取消了其法人地位，将其并入公司。这本属正常。但由于在我国目前的法律环境下，有些企业法人不仅具有法人的一般权利，还拥有某些特殊权利。如特定地区的乡镇企业有着在本地区的土地使用权，其它地区的企业法人没有权利购买本地区的土地使用权。这时，这一乡镇企业的法人权利就包括这一特殊的权利。当大江集团取消了茸城饲料厂的法人地位后，问题就出现了。正如中国政法大学的王卫国教授指出的那样，取消了茸城饲料厂的法人地位，同时就失去了它对土地使用的特定权利。由于土地使用权证不能转让，大江集团不能简单地继承茸城饲料厂的土地使用权。最好的办法是保留茸城饲料厂的法人地位。一个相反的例子是仪征化纤收购佛山化纤时的问题。在收购前，仪征化纤与佛山化纤的所有者佛山市政府就佛山化纤的债务分担达成了协议，由佛山市政府承担 20 亿元债务中的 7 亿，仪征化纤以承担其它 13 亿元

债务的形式收购了佛山化纤的全部产权。尽管在谈判中转移了一部分债务，仪征化纤还是继承了被收购方的偿债义务。有人指责说，在分配债务时，仪征化纤和佛山市政府没有征求债权人的意见，尤其是那些其对应债务仍由佛山市政府承担的债权人，但既然债务分配是企业并购的条件，这种债务分配可以被视为是在企业产权转移之前就发生的事情，即佛山化纤和佛山市政府之前的分配，仪征化纤仍是继承了佛山化纤的全部债务。

### 三、为什么需要中介机构？

企业与一般商品的第三个重要区别是，一般商品多是标准化地批量生产出来的，却没有任何两个企业是相同的。我们知道，只有存在着相当数量的相同的商品，才会形成市场中的竞争。通过竞争才会形成市场均衡价格。所谓市场均衡价格，就是经过很多人就一种商品讨价还价的结果。比如有十万台某一种型号的松下电视机投入了市场，并且没有制定任何价格。第一个购买者和销售商讨价还价达成了某一价格，这一价格便成了第二个购买者的参照；参照这一价格，第二个购买者作出某些修正，与销售商达成了新的价格。与第一个购买者相比，第二个购买者省事多了。第三个、第四个购买者也会照此行事。当购买者足够多时，已经完成的交易也足够多，使价格越来越多地包含着前人的经验和判断，包含着有关产品质量和成本的信息，这种价格就是市场均衡价格。一个市场中的新来者，无需自己再去搜集有关信息、并进行艰苦的讨价还价，简单地接受市场均衡价格就足矣了。因为市场均衡价格包含了浓缩的信息，使他节约了大量的信息成本。反观购买企业的交易，由于一个企业不同于另一个企业，购买佛山化纤的价格，不能作为购买上海棱光国有股的参照；收购北旅法人股的价格，也不能作为收购福建耀华股份的参照。每一个企业产权交易，都是一次独特的交易，都需要为之专门搜集信息。因而与一般商品交易相比，企业的并购要付出更高的信息费用。

不仅如此，与一般商品相比，企业的物理边界要模糊得多，影响“质量”的因素也复杂得多。一台电视机的物理边界是很清楚的，但一个企业的物理边界就未必如此。公司总部大楼或工厂用地的围墙显然不是一个企业的物理边界。在全国乃至全世界的销售网络、在消费者心目中的商誉，也可以看作是企业的领地。至于企业的“质量”，应是指企业的盈利能力。不仅和企业的产品结构有关，也和企业市场营销有关；不仅和企业的技术力量有关也和企业组织制度有关；不仅和企业家的素质有关，也和企业中通行的习惯有关。不对这些相关的信息进行把握，就不可能正确地判断企业的质量，也就不可以作出并购企业的正确决策。

最后，当我们购买一种一般商品时，我们除了是在购买拥有这个商品的权利外，我们还在学习这个商品的附带权利，最常见的，是耐用消费品的免费保修权。附带还是不附带这种权利，影响到商品的价格。同样，当购买一个企业的产权时，就意味着我们继承了该企业的现有的权利和义务，这些权利和义务对企业产权的定价有着重要的影响。一个权利会使企业产权升值，一个义务会使之贬值。但一个经营中的企业所附带的权利和义务，是一般的商品不可比拟的，以至不是一下子能够弄清楚的。从股东到债权人，从政府到消费者从社区到供应商，甚至离开企业多年的退休职工、一次未了结的交通事故，都有可能存在着明示的或隐含的权利义务关系。尤其是各级政府的法规与政策，都可能对企业的权利义务有所增减。这些法规政策、这些权利义务关系也许是收购企业并不熟悉的。掌握这类信息，又大大增加了并购活动的信息成本。

任何一个想并购的企业，只要不是专门从事这一活动，就缺少对另一个企业的经营、管理、财务、法律、和组织制度的信息收集和评估判断的经验，以至专门的人员与组织。这时，专门为并购服务的中介机构的存在，就起到了降低信息成本的作用。投资顾问公司、管理咨询公司、会计师事务所、律师事务所在对企业的经营管理绩效的估价，组织制度的判断，财务状况的审查，和法律上权利义务关系的清理等方面，有着专门的人才，规范的程序，特定的处理技术，以及长期的经验，因而能够较低成本地为并购企业提供服务，有效地促进了并购活动的展开。在仪征化纤并购佛山化纤时，双方共同委托华证毕马域会计师行对佛山化纤进行财务审计，委聘中华会计师事务所和香港西门估值有限公司对之进行资产评估；对于了解被并购企业的财务状况、确定交易价格提供了准确的信息和有益的参考，不仅促成了交易的实现，而且对仪征化纤的接管提供了很好的基础工作。

除了能够降低信息成本以外，中介机构还有一个作用，就是提供中立的、公正的判断。交易双方都会有较强的主观倾向，这有可能阻碍交易的达成。这时，第三者的判断就有可能成为“客观的”、“权威的”的判断而为双方接受，最后导致交易的达成。另一类中介机构，如遍布全国各大城市的产权交易中心，其服务性质似乎就并不很强，但有更多的中立性和公正性。在很多市场经济发达的国家，企业间的产权交易是在无形市场中进行的，而我国存在的这种产权交易中心是有形市场。有人会问，这种产权交易中心对于企业并购有积极意义吗？实际上，上海产权交易中心的实践已部分回答了这一问题。自 1993 年开办以来，在该中心实现的产权交易已达 起，交易总额为 亿元，且呈上升势头。一个原因，是它搜集有关产权交易意向和有关企业的信息，并向其会员和有关各方发布，显然起到了降低搜寻并购对象、了解其基本情况的费用。但这还是它存在的主要原因。在我国目前这种自计划经济向市场经济过渡的体制下，产权交易有着与市场经济发达国家不同的地方。一是还没有一个规范产权交易的法律体系和商业规则；一是有大量的国有企业要进入产权交易。没有由政府保证和企业自律的交易秩序，交易就可能出现各种各样的问题，导致交易效率的下降以至交易的失败，更何况是企业产权交易这样复杂的交易。在这时，一个有形的市场会为产权交易创造一个小的法律和商业环境，使得过程复杂、易于发生纠纷的产权交易得以较顺利的进行。因此可以说，产权交易中心的一个重要职能，就是提供交易规则。同时，国有企业的产权交易有一个重要的问题，就是有可能出现代理人出卖所有者的情况。如果允许就国有企业的产权进行私下交易，国有企业的代理人就有可能暗中收受贿赂，从而压低其产权的价格。而私人企业就不存在这样的问题，因为所有者不会出卖自己。但如果因为这个原因就禁止国有企业的产权交易，就会因噎废食，使国有资产存量无法实现重组。产权交易中心的存在，通过对交易信息的披露和对交易正当性的公正，既能避免国有企业产权交易中的弊端，又能证明交易的合法性，从而解决了国有企业产权交易的悖论。

#### 四、通过证券市场的并购活动

自从股份有限公司被创造出来、证券市场发展成熟以来，对于企业的买卖发生了革命性的变化。上一节说到，任何一个企业都是独特的，因而在对整个企业产权的交易中不可能存在有参照价值的信息。然而，当我们把一个企业的产权在概念上等分成数万、数十万、以至数百万、数千万份时，我们发现，我们创造了一种大批量、标准化的商品，这就是股票。同是一家公司的股票，这一张和那一张有着同等的价值，包含着同样的权利和义务。当某一公司的股票在证券市场上大量流通时，实际上造成了一个充分竞争的市场。如果该股票的价格还没有形成，任何一个想要购买该公司一部分股票的人，决不会只了解该公司的部分信息，而是要把握全部信息。当有成千上万的人交易该公司股票时，他们都会各自

根据自己掌握的信息做出在什么价位买入还是卖出的决策，从而最终会将分散的信息浓缩到最后形成的市场均衡价格中。从而，通过证券市场，一个企业的价值被评价了出来。不能不说，股份有限公司和证券市场是了不起的创造，通过这样的组织制度，大大节约了有关企业产权价值的信息成本，从而大大简化了并购活动。

反过来说，一个股份有限公司若想成为上市公司，就有义务定期向现有的和潜在的股东披露其财务状况；进一步说，只有向公众提供更详尽可靠的财务报告，才能吸引更多的股东。这种主动提供信息的制度又推进了信息成本的节约。除此之外，股票持有者还关心有关企业盈利能力的各个方面，从政治变动、宏观态势和产业发展，到市场波动、技术进步和企业的人事改组，所有这些信息都会被反映到股东或潜在股东对股票价格的分散的判断上，通过证券市场中的竞争，最后决定股票价格。按照企业理论方面的权威经济学家詹森和马克林的说法，甚至公司内管理层对股东利益的任何微小的背离，如出差开销较为铺张购买了较豪华的办公用品或汽车，都会反映到股票市场的价格上。当然这并不说，在证券市场中的任何时点上，股票价格都如实地反映了企业的价值。由于在证券市场上有多种股票、各种不同的金融证券在互相竞争，又由于投机行为的存在，股票价格经常会偏离企业的真实价值，而对这种偏离的纠正又往往表现为向相反方向的偏离，这就形成了实际上的股票价格的波动。在收购时对企业进行估价，就不能简单地根据某一时点的股票价格，而是要参照相当长一段时间的股票平均值。当然，这比没有证券市场时要简单多了。

股份有限公司和证券市场为并购带来的另一个好处是，收购方可以只购买企业产权的一部分。即使收购的目的是为了接管管理，也无需购买整个企业。这对于节约并购资金，减少融资压力有着积极的意义，从而是降低并购交易费用的又一方面。理论上，人们可以直接通过证券市场的运作，达到接管某一企业管理的目的。这比通过中介机构评估和审查，再与被并购企业的主要股东和管理层进行艰苦的谈判相比，已是天壤之别。当然，为了证券市场的稳定，为了避免利用并购投机，许多国家设立了一些规定，要求当对某公司的股票收购达到一定的百分比时，应该发布公告，及时向股民通报影响股票价格的信息。有并购意向的，应向股东提出并购要约，按要约承诺的价格和数量收购股票。即使有这些规定通过证券市场的并购操作还是相当简便的。在市场经济发达的国家和地区中，并购多采取在证券市场收购股票的形式。如美国的华尔街，就是一个并购与反并购的战场。许多著名的并购案都发生在这里。但是在我国，证券市场刚刚开始发展，上市的公司很少，上市的股票也只占上市公司的股权的很小一部分，因而发生在证券市场中的并购事件并不多，象宝安集团在证券市场上收购延中公司股票一样的事件是很少发生的。但证券市场的存在，一方面是诱导并购的一个重要原因，如所谓“买壳上市”，这是珠海恒通并购上海棱光的动机之一，一方面确实也为并购提供了企业产权价值的重要参照，如当上海棱光回购恒通电表时，参照棱光公司和上海上市公司高科技工业股的市盈率，确定了收购价格，从而简化了资产评估和讨价还价的程序。

## 五、应按什么价格成交？

我国证券市场的不成熟，和我国正处于一个从计划经济向市场经济的过渡过程中有关。因而目前的并购活动、以及并购活动的关键环节---资产评估，都受着这一经济制度背景的影响。在这一背景下，既有计划经济的评价标准，又有市场经济的评价标准。在计划经济中，一个企业的价值，是这个企业的总投资额。所谓资产，是这个企业的固定资产；在考虑通货膨胀的情况下，可以用重置成本来修正。如果将固定资产的投资对应于股本金，将

流动资产对应于负债，可以粗略地将用重置成本表示的固定资产对应于账面净资产，即股东权益。而在市场经济中，一个企业的价值就是由市场评价出来的价值。在证券市场中，这是一目了然的。某一公司的市场价值，就是这一公司的股票的每股价格乘以股票总数。决定这一市场价值的，是该公司的盈利能力。用什么来衡量一个公司的盈利能力呢？是实际的利润水平；又如何将利润水平换算成企业价值呢？按经济学理论的说法，一资产的价值应是该资产的预期收益的净现值，或预期收益的资本化。所谓资本化，就是从预期收益或利润水平倒推资产价值。怎样资本化呢？假定有一种资产或一个企业，每年能给其所有者带来 1000 万元的利润收益，我们可以用一个简单但可靠的参照系来衡量这一资产或企业值多少，比如这个参照系就是一年期的国库券，由于国家有很高的信用，所以国库券的风险几乎等于零；再假定国库券的利率为 10%，我们就可以计算，如果我想每年获得 1000 万元的收益，应该买多少钱的国库券。结论很简单，应是一亿元。所以这一资产或企业的价值应是一亿元。因为如果高于一亿元，人们就不愿购买这一资产，而转而去买国库券；如果低于一亿元，人们就不愿买国库券，转而竞相购买这一资产，结果会把这一资产的价格抬高到一亿元。当然在现实的证券市场中，一只股票的价格并不是严格地按照这一公式决定的，因为国库券之外的各种资产都有较高的风险，投资者必然要把风险计算进来，并且既然购买的是“预期收益”，预期与现实就有差距。在现实中，人们常把每股股票市场价格与其分红的比率称为“市盈率”。当市盈率较高时，说明投资者对该公司有着乐观的预期，当市盈率较低时，表明预期较悲观。在实际操作中，市盈率可以简单地用来对企业价值进行估计，因此预期收益的资本化，可以转换为市盈率评估法。

由于存在两种不同的资产评估方法，在并购的谈判时，就会出现两种方法的冲突，以及对两种方法的选择。例如在香港恒胜国际集团与 A 公司的谈判中，中方坚持用重置成本法评估资产，而恒胜集团坚持用预期收益净现值法。又如在珠海恒通收购上海棱光国有股时用的是净资产评估法，在通过上海棱光回购恒通电表时，用的是市盈率法。在前一个案例中，由于对采用什么方法的分歧，导致谈判受阻；在后一个例子中，由于分别采用了不同的资产评估方法，使恒通大为受益。一般而言，当收购针对的是一个继续运营的企业的所有权时，应采用预期收益净现值法；当收购针对的是一个破产的企业或企业的部分资产时，应采用以重置成本计算的账面净现值法。用预期收益净现值法评估，实际上是一个双刃剑它可以“放大”一个盈利企业的价值，也可以使一个不盈利甚至亏损企业的市场价值为零甚至是负数。在这时，企业的整体价值还不如它的各种资产分别出售的总和多，所以在这时的一个选择是破产，将资产分别出售，同时终止法人身份和清理与债权人和股东之间的财务关系。在恒胜与 A 公司的分歧中，如果前者收购后者的产权，则应采用预期收益净现值法，如果只是购买其部分资产，则应采用重置成本法，只不过在这时，恒胜不应继承 A 公司的包括债务在内的各种权利义务。在恒通的例子中，棱光和恒通电表都是盈利企业，尤其是棱光公司是一个上市公司，其股票的市场价值当时是 13 元，本可以对两次并购的资产评估均采用市盈率法，但实际上是恒通收购棱光时采用净资产法，在棱光收购恒通电表时采用市盈率法，这种对两种方法的选择显然有利于恒通集团公司，因为用净资产法评估棱光的资产价值明显低于用市盈率法，不能不说，这是恒通的有意安排。问题是，如果同时通行着两种方法，一个企业家难道不可以巧妙利用吗？

其实，正如有些学者指出的那样，上述的两种资产评估方法并不是**决定**价格的因素，而只是价格谈判时的**参照**。从某种意义上讲，经济学不认为价格可以计算出来。最终决定价格的是买卖双方的**同意**。无论是净资产法还是市盈率法，都是根据历史数据对企业的现状进行评判，而对企业产权的交易是依赖于买卖双方对企业未来的不同预期。对于企业现状买卖双方的评价不会有太大差距，真正的差距是预期的差距。一个想要并购某企业的企业家显然要有比该企业现状更好的预期，一个想出售企业的企业家一般不会有比该企业现状更好的预期，至少他的预期不会好于收购者。这就形成了对企业价值判断的差距，正是由于这个差距的存在，才会有企业的产权交易。价格应该定在最好预期和最差预期的中间的某一点，到底是哪一点，取决于双方讨价还价的能力。只要存在着一个产权交易的竞争性市场，只要产权交易得到双方产权所有者的同意，通过谈判达成的价格就是一个最好的价格。因此，从这个意义上讲，问题不在于恒通选择了对自己有利的资产评估方法，而是为什么交易的对方同意了这种选择。只要是对方同意的，价格就有最坚实的经济基础和法律依据。也许在出售上海棱光的上海建材集团总公司看来，虽然其上市流通股的价格已达13元，但因其国有股不能上市兑现，因而13元的参照没有意义，有意义的是比其账面净资产多一些的现金。但是，依据这一同样的原则，棱光回购恒通电表的交易却似乎有些问题。因为通过收购棱光国有股，恒通已成为其第一大股东，并在董事会九名成员中占有四个席位，对棱光的决策有着重要影响，这很类似于买卖双方都是一个人的情形。如果是这样，买者和卖者之间就没有利益上的对立，讨价还价就没有基础，一致同意规则也就没有意义。所以，正如某个律师所说，如果这一产权交易确实有利于棱光，恒通可以通过向其它股东提供充分的信息，而自己回避投票的方式达成。这样做，将使这一交易更为无懈可击。

## 六、盈利能力从何而来？

那么，是什么支撑了并购企业家的较好预期呢？换句话说，并购公司靠什么来提高被并购公司的盈利能力、从而使其升值呢？一个简单的说法就是，靠资产的重新配置。在这里资产是相当广义的。既包括通常所说的生产要素，又包括各种通道或经营特许权。如，对于收购北旅股权的日本五十菱和伊腾忠来说，这种收购是为进入中国汽车市场开辟通道，是将它们自己的产业优势与在中国制造汽车的经营特许权结合起来；对于香港华润创业公司来说，收购北京华远这样业绩优秀的公司，是为了通过合并财务报表改进自己的资产负债表，从而使股东和投资者增强信心，最终使股票升值；对于香港恒胜集团来说，并购A、B两家铜业制造公司，是为了与自己的国际购销网络和信用关系整合起来；至于仪征化纤对佛山化纤的并购，一汽集团的一系列并购，则是出于市场竞争和产业整合的战略考虑。

我们知道，市场总是在变动的，任何一个投资项目，即使在投资当时是正确的，也不能保证永远有市场需求。在市场变动的情况下，新投资（这被称为是“增量”）固然要调整，更重要的是已经投了资的项目和企业（这被称为“存量”）也要调整。因为“存量”比“增量”多

得多。一方面，调整可以在企业内部，但还有一个方面是在企业之间。并购活动就是在企业之间“盘活存量”的重要途径。北京万森公司与环宇电器公司产权置换的案例也许是一个较明快的例子。北京万森出资 1300 万元收购了顺义县乡镇企业局所属的一家生产服装的企业，用其土地厂房加上 2400 万元的补偿金与环宇电器公司在市区的土地交换，用交换来的土地建设商住楼，实现了土地资产用途的置换。对于环宇公司来说，这种资产用途的大幅度转换也许超出了该公司的内部调整能力，只有通过企业间的交易才能实现。从结果看，万森公司赚了钱，环宇公司搬了家，顺义县乡镇企业局处置了闲置资产，显然说明这一置换改进了资源配置，带来了一个财富增量。

通过并购的资产重组还有另一种具体形式，这就是导致企业规模的增大。美国的一个著名例子就是杜兰特通过交换股票的方式，将几十家小汽车公司组成了后来一直是世界第一大的通用汽车公司。我们知道，现代工业的一个重要秘诀，就是规模经济性，即通过生产或销售规模的增大降低平均成本，从而获得利益。而大规模生产和大规模销售的载体是大规模的企业。大规模企业的道路基本上有两种。一种是上述通用的道路，一种是福特的道路，即通过自己的利润再投资滚动增大。这两种实际都与产权交易有关。一种是多个企业之间的合并，一种是吸引更多的投资者购买本企业的股票（尤其在初期）。华润创业并购北京华远的案例，实际上就是后一种形式。在这一案例中，北京华远是主动地“被并购”，其目的是通过华润创业在香港获得一个直接融资的通道，这一并购带来了华远公司规模的迅速扩大，总资产从 1993 年的 13 亿元迅速扩张为 1995 年的 33 亿元。而仪征化纤并购佛山化纤的案例，则是前一种形式。这一案例的特点是同一产业并购，是所谓横向兼并并购导致生产规模、尤其是销售规模的增大，从而会带来规模经济利益。同时仪征化纤的市场占有率虽已达 50% 以上，但从世界市场角度看，仍是不大的。虽然在国内市场看有获得市场权力（Market power）之嫌，但从国际竞争角度看，也许是还不够的。只有发展成为巨型公司才能与国际跨国公司抗衡。也许在这方面更有意义的是一汽集团的系列并购案例。在汽车工业领域，我国是个后进国家。而汽车工业是最为典型的具有规模经济性的产业，我国汽车制造业的最大特点，就是规模小、厂家多、集中度低。一汽集团通过并购吉林轻型车、沈阳金杯、哈尔滨星光、长春轻型车、长春轻型发动机、长春齿轮等公司，重新整合不同企业的资产，使之上规模和系列化。这或许是中国汽车工业发展的一条可行的道路。

## 七、如何发现“好的”企业制度？

其实，“盘活存量”并不是企业间并购的唯一好处，甚至不是最重要的好处。在对多起并购事件的观察中我们发现，产权交易不仅能带来资产的重新组合，而且可以导致企业制度尤其是产权制度的变革。这一发现是非常重要的，它甚至涉及到了经济学的前沿问题。我们知道，美国有一个叫作科斯的经济学家，只是因为他，“产权”这个词被越来越多的人强调，所以他被一直被公认为“产权经济学”的开山鼻祖。我想今天任何一个言必称“产权制度”、“产权交易”的人都不能忽略他。他的一个著名的论断是说，只要产权界定清楚了，在交易

费用为零的情况下，自由的交易可以导致资源的最佳配置。一个推论是，不管交易费用是否为零，只要允许自由地交易，资源的配置就会改善。上面讲到的资产重组的情况就是这一理论的实际证明。其实，由于他对产权安排的关心，当他阐述上面的所谓“科斯定理”时已经意识到了，在资源重新配置的同时，会有一个权利安排的重新组合。例如他在其著名论文“社会成本问题”中说过，如果交易费用过高，“也许会使最佳的权利安排以及由此带来的更高的产值永远也不能实现”（158页）。后来在他的诺贝尔演讲中，他甚至提到，人们有可能“通过谈判改变任何阻碍他们采取增加产值所需步骤的法律条款”（358页）。所以科斯已经很清楚，产权交易有可能导致制度变革。

在现实中，导致企业产权制度的变革的产权交易有两种形式。一种是在创立企业时的各要素所有者之间的交易，一种是企业间的并购。在经济学看来，企业就是各种生产要素的一个有机组合。为了把各种要素放在一起组成企业，各要素所有者要就各自的权利义务、尤其是利益分配方案进行谈判，最后达成合约。而企业无非是一系列合约的集合。在制度经济学看来，这个合约就是企业的产权制度；由于这个合约是长期合约，为了保证合约的履行，各方同意成立一个机构（如董事会）进行决策和监督，这一机构被称为“治理结构”（Governance structure）。由产权安排和治理结构，构成了企业的基本制度。当形成企业的交易方式发生变化时，企业的基本制度就会发生变化。在我国，比较突出的例子是在改革以后，地方政府、企业和事业单位有更大的权利自己或合作创办企业。而在这之前一般只有中央政府才有权创立企业。这种变化我称之为从“政府办企业”到“企业办企业”。在这一背景下产生出来的新型的“国有企业”就很不同于传统的国有企业。比如联想公司就是一个例子。它在经营运作、内部管理以及生产绩效上，大大优于传统的国有企业，甚至在实际上还超过了一些如四通公司一样的集体企业。其中的奥妙之处，就是联想公司是由中国科学院计算所的预算外资金投资，从而产生了与国家直接投资不同的产权安排和治理结构。

企业间的并购直观地就是企业间的产权交易，这种交易直接地导致企业产权安排的变化。一种结果是产权结构发生变化，一种结果是所有者易人。香港华润创业并购北京华远，日本五十菱和伊藤忠收购北京旅行车股份，法国圣戈班收购福建耀华玻璃的股份，都使被并购企业的产权结构发生变化；仪征化纤并购佛山化纤，则使产权所有者易人。即使在这种国有企业并购国有企业的过程中，产权安排仍发生了极为深刻的变化，即从政府（佛山市政府）拥有到企业（仪征化纤）拥有。政企不分的问题被这种变化一举解决。我猜想，佛山市政府之所以如此积极地想出售佛山化纤，除了后者已经在财政上成了前者的负担外，也许它已经意识到，企业与政府之间千丝万缕的人事联系，是企业制度改革的主要掣肘因素。对于国有企业来说，产权结构的变化一般表现为从一个产权所有者到多个产权所有者的变化，这使得产权的界定和行使更有意义。一个股东为了弄明白他的一部分权利，他就有动机首先弄明白整个企业的资产价值；为了保卫自己的利益，就会关注整个企业产权的行使。同时为了处理股东各方的利益分配和权利义务关系，成立一个监督合约执行的董事会就成为必需。董事会作为企业的决策机构天然地就是政府干预的挡箭牌。即使有些企业在被并购之前已经有了董事会，并购导致的董事会改组往往在实质上改变了董事会的功能例如在恒通入主棱光之前，后者已经有了董事会，但其十一名成员中有八人是公司内部管

理层的人，根本不可能行使监督作为代理人的管理层本身；在恒通收购棱光国有股以后，经过改组的董事会才真正成为了股东们的“治理结构”。在一些并购的案例中我们也发现，有些并购公司、尤其是外国的公司在谈判时往往提出提高企业主要领导人的年薪、甚至配以干股的建议，这使得在国有企业内部几乎永远不可能解决的企业家人力资本的评价问题得以解决。其实，获得改革企业制度的外在动力，一直是许多国有企业进行产权交易的动机之一。这些年来，确实也出现了一些借并购、合资以改制的成功例子。在解释为什么北京旅行车有限公司要引进两个日本的股东，并使其股权达 25% 以上时，北旅老总王金权说，就是想获得一个合资企业的身份。在取消了合资企业的各种优惠待遇的今天，谈论合资企业的好处时，就只剩下了其适用的制度规则的好处。所以正如陶修明律师评论时说，在今天我国的法律环境下，改变规则的前提是改变身份。通过产权交易，北京旅行车有限公司对制度规则作了选择。

既然有交易，就会形成市场。市场制度的基本逻辑是竞争。产权交易所最终反映的，是企业制度的竞争。具体地讲，不同的企业制度通过两种市场在互相竞争。一是产品市场。产品的竞争是产品的质量 and 成本的竞争，质量和成本的竞争是人的竞争，而人的竞争是人與人之间的合作方式的竞争。所谓合作方式，就是企业制度。一般来说，有着较优越的企业制度的企业就会在产品市场竞争中获胜，反之则失败。在产品市场中失败的企业或者通过仿效先进企业改革其企业制度，或者在另一个市场中，即产权交易的市场中被在产品市场中获胜的企业并购。无论这两种形式的哪一种，都实质性地使较优越的企业制度获得推广和扩散。从这个意义上讲，产权交易以及企业间在市场上的竞争或许是企业、尤其是国有企业的制度变革的一个有效途径。

## 八、企业特征：困难与机会

但是，不能不说，由于我国特定的情况，企业间的产权交易在今天还并不是一件容易的事情。据君创咨询公司的李肃先生说，现在的并购活动有十之八九是失败的。这反映我国的产权交易的环境与市场经济发达的国家相比，还是相当严峻的。一个重要的特点是，我国存在着大量的国有企业。

国有企业的性质对企业间的产权交易有什么样的影响呢？首先恐怕是难以弄清谁是有资格的谈判者。由于企业的国有性质，企业的经理、主管部门的负责人、以至从当地政府到中央政府的最高领导都不过是国有产权的代理人。政府对国有企业的管理，又往往是通过各个不同的部门进行的。很多想要合资或并购的潜在合作者经常不知道应该找谁谈判。或者找不到所有者，或者碰到太多的“所有者”。即使开始了谈判，也可能会由于政府不同部门的意见不一致而归于失败。正如李肃所说，政府的每个部门都有否决权。我们知道，这样的谈判的不确定性是很高的。香港恒胜集团的合资计划之所以没有成功，很大程度上应

归因于国有企业的这种性质。

第二，国有企业有着一种特殊的债务关系，这就是对工人的义务。在传统计划体制下，政府通过国有企业对工人有一个隐含的承诺，即保证工人的就业。当企业产权易手后，新的所有者未必会继续承担这样的义务，按照市场经济的规则，保证工人的铁饭碗也不是一个好的选择。然而，在产权交易的过程中，国有企业原来对工人的承诺要获得一个恰当的处理。这必然要反映在产权交易的谈判中，使谈判的难度增加。解决的办法或者是由企业的出售方自行安置，其代价是索要较高的企业出售价格，或者是由并购方全部或大部的接收，其补偿则是较低的企业出售价格。在现实中，后一种情况相当普遍。如仪征化纤收购佛山化纤后，接收了几乎全部原有员工，只是辞退了原管理层的人员。珠海恒通入主上海棱光后，也并未解雇工人，后来甚至还留用了原经理；一汽接管了吉林轻型车后，也几乎留用全部人员。这显然是当初与企业原所有者谈判时作出的安排，它甚至是谈判成功的一个重要条件。但有些时候，一些并购企业在接管了被并购企业之后会发现，继续承担原来由政府承担的义务是一个极为沉重的负担。

第三个问题则是所谓的“国有资产流失”。前面已经说过，国有资产的产权交易所面临的最严重的问题，就是代理人出卖所有者的问题。因为在任何一桩国有产权交易中，实际的所有者不可能出场，只能由主管部门的官员或企业的最高领导代理谈判。这给私下收受贿赂、低估国有资产价值，从而中饱私囊提供了空间。为了杜绝这种情况，中央政府曾经明令禁止国有资产的交易，但这种方法显然使我们丧失了产权交易给我们带来的所有好处，堵塞了国有企业改革的一条有效途径。一个解决的办法，是对国有资产有“客观的”估价，从而判别产权交易的代理人是否按低于该价格的价格出售了国有资产。然而，按照经济学对价格的理解，在没有进入交易程序之前，我们根本无法知道成交价格是多少。怎样才能辨别某一国有资产的交易没有带来国有资产的流失呢？换句话说，按什么样的价格出售国有资产才算是恰当的呢？一个很简单的判别标准就是，某一国有资产的成交价格必须是多个竞争价格之中的最高的一个，如果存在着一个竞争价格高于成交价格，我们就可以说，存在着国有资产的“流失”。例如，在福州铅笔厂的案例中，该厂的管理层曾提出要以高于外方的出价承包该厂，但最后没被接受。如果这一情况属实，显然存在着所谓“流失”。当然，在很多情况下，企业的购买者只有一家，在这种情况下怎样才能避免私下交易呢？一个替代的办法就是，要有信息披露制度。反过来说，公众有权知道一桩国有资产的买卖是按什么价格成交的。据说在福州铅笔厂案例中，出售该厂资产的地方政府对记者严加防范不透露一点有关成交价格的消息。很明显，这样作只能使人怀疑该交易的合法性。所以，若想避免国有资产在交易中“流失”，关键在于建立一套有关国有企业产权交易的正当程序，只要交易符合这一程序，我们就应认定这一交易的合法性。根据上面的讨论，这一程序应含有这样的内容，即，第一，在有多个购买者时，应实行竞价制度，出价最高者获得竞标的；当只有一个买主时，也应实行信息披露制度，将成交条件及时公布于众。为了吸引更多的竞争者，应在公开传媒上提前公布出售国有资产的消息。经济学早已证明(或不言自明)，竞争投标的最高价就是最佳价格；我们也很容易推导，在多个竞争者公开竞价时，就很少有与国有资产出售代理人私下串谋的机会，因而又是公正的。

## 九、双重法律环境：对规则的选择

我国产权交易的第二个特点，是缺少一套成熟的法律制度和商业规则。任何交易都是在一定规则下进行的。但在今天的中国，有关企业产权的交易却经常是在两套规则下进行。这有两方面的含义。一是指我国的法律体系正经历着一场变革，因而具有着过渡性质，既保留了计划经济下的一些法律规定，又发展出了一些适用于市场经济的典章规则；一是指由于并购活动中的很大部分是跨越国界的，因而存在着国内法律与外国法律的对比与冲突在两套不同的法律制度之间，产权交易的双方都存在着选择的余地。

按照制度经济学的理解，不同的法律制度规定不同的权利义务关系，从而最终影响交易双方的成本和收益。因此，选择法律规则就是选择利益。正如关安平律师指出的那样，在国内的并购谈判中，一些政府主管部门仍然利用一些计划经济时期的法律条文，而并购企业往往偏爱市场经济中的法律规定。而我们知道，在计划经济中是不允许企业间的产权交易的，因而计划经济时期的法律条文多是阻碍企业并购的达成的。香港恒胜集团的袁立先生也说，在《合资法》和《公司法》之间，他们更倾向于后者。关键在于，互相区别甚至冲突着的法律都具有合法性，适用哪个法规，变成了交易双方谈判的结果。另一种对法律的选择，表现为对某一法律体系的规避。一种具体形式，就是选择在海外上市。北京华远主动被香港华润创业并购，就是规避中国严格的证券市场上市管制，到海外上市的典型案例。在中国目前的证券市场管制下，华远公司若想上市筹资几乎是不可能的。这种选择的结果，是华远公司获得了大量的资金。另一种形式，是利用我国目前股票的多种不同种类的特点，规避政府对常规证券市场的管制。例如珠海恒通收购上海棱光公司的国有股，而不是市场流通的个人股，为规避证券市场的各种管制提供了很好的理由；前面提到的五十菱和伊藤忠收购北旅法人股事件，也是北旅对有关国内企业法律制度的规避，并且在具体的收购过程中又规避了证券市场的各种规定。应该指出，规避某些法规并不构成违法；它一方面表明现行法律或许有一些漏洞，但更有可能告诉我们，在现在经济制度的过渡过程中，产权交易当事人更偏爱什么样的规则，从而为法律制度的改进提供参照。

我国法律体系的问题不仅表现为不同法律的并存，也表现为不能适应产权交易对交易规则的要求。即使是在市场经济背景下制定的法律规则，也较少考虑产权交易的情况。例如《公司法》规定，一公司对外长期投资不得超过该公司净资产的 50%，这样就会限制企业间的并购活动。在上海棱光收购恒通电表时就碰到了类似的问题，当时棱光按规定只能再投资不到 3000 万元，而恒通电表的资产价值已达 1.6 亿。又如证监会有关配股的管理条例规定，上市公司每年配股额不能超过该公司总股本的 30%，这也阻碍了企业通过股票市场的扩张。为什么会有这样的规定呢？标准股份制咨询公司总裁刘纪鹏先生的分析指出《公司法》有关企业长期投资的规定是沿用了工商局对国有企业管理的条例。在计划经济条件下，企业、尤其是国有企业只被认为是一个成本中心，至多只能是一个利润中心，而

不被看成是一个投资中心，因而有关 50%、30%的规定都或多或少与这样的意识相关。

当然，我国有关产权交易的法律的不成熟与我国的企业产权交易刚刚开始有关。法律不是凭空出现的，只有当某一领域的交易多次发生和重复后，才会出现对秩序和规则的需求也才会从交易者的互动中逐渐形成秩序和规则；当交易大规模地发生以后，就会需要更精确和更权威的秩序和规则，这时，商业规则就会变成法律。法律的功用是强制性地让人们遵循某些规则，而遵循这些规则会简化交易并提高经济效率。科斯教授一直强调，法规是否明确，法律如何界定交易双方的权利义务，会影响到经济效率。因此，法律条文不是政府任意制定并强制人们执行的，它本身必须服从人们对效率的追求。而如何“发现”导致更高经济效率的法律条文呢？既然法律是人们互动的结果，政府凭空想象或从国外照搬都是不可取的。只有在本国的产权交易的实践中才会形成有关的法律。在这中间，一些典型案例会产生较大的影响。例如，北京金昌公司和袁敬民收购郑州百文事件就引起了法学界、以至经济学界的思考。这个事件的要害是收购股票时信息披露制度。北京金昌在其购入郑州百文的流通股超过 5%，袁敬民在购入该公司股票超过 5‰后没有及时披露信息，受到了证监会的处罚。齐斌律师对 5%和 5‰的规定提出怀疑，认为这样的规定从技术上增加善意收购股票的成本，也不利于股权结构的改善。中国社会科学院工业经济研究所张承耀研究员指出，规定收购临界点举牌的制度不利于企业间的并购，反而会加重股市投机，不如废除这一制度，代之以要约收购的制度。不管这些讨论是否正确，起码起到了推进我国有关产权交易立法的积极作用。

## 十、产权交易的方式、策略与技巧

当然，我国有关产权交易的商业规则和法律环境不是一下子能够完善的。对于有才干的企业家来说，在各种不同的环境中都会演出有声有色的并购戏剧来。其实，在这种具有过渡性质的法律体系中，往往存在着更多的选择，给想象力留出更多的空间。因为企业家不仅可以在即定制度下选择收购策略，也可以选择制度本身(如前所说)；不仅可以用多种并购技巧运作，而且可以在不同法规的缝隙间腾挪。所以，在我国目前的法律环境下，尽管存在许多困难，也不乏并购成功的案例。

在制度经济学看来，一桩交易的成功，实在和交易费用有关。交易费用过高的后果并不只是使人们的成本支付上升，更重要的是它会导致交易的失败。所以，促成产权交易成功的主要原因，是降低交易费用。交易费用包含了进行交易的各种操作的费用。显然，简化操作是十分重要的。一种思路，就是利用国有企业的特点，通过政府的操作实现企业间的并购。如国有资产管理局的周放生先生提出的授权经营的方案，就是利用几个不同的企业归属同一个政府主管部门的特点，简单地由该主管部门授权其中一个企业进行产权兼并，而无需支付现金。但这种形式的局限性，在于它更适宜在一个主管部门管辖范围之内运作

然而其利用国有企业特点的思路，却给人以启示。在珠海恒通收购上海棱光时，不去收购上市流通的个人股，却在一级市场上釜底抽薪，收购了棱光的国有股。一来简化了收购，二来是价格大大低于二级市场。不能不说是相当巧妙的。日本五十菱和伊藤忠收购北旅法人股，也是异曲同工。既然国有企业由政府直接管辖，并购活动得到政府的支持是至关重要的。仪征化纤收购佛山化纤，是应佛山市政府的邀请；珠海恒通收购上海棱光国有股，则得到了上海市政府的强力支持；北京万森与环宇电器的交易，也是在市领导的关心下达成的。尽管市场经济强调政府要较少地直接介入交易过程，但在目前的过渡过程中，要想利用国有企业的特点，借助于政府的力量还是相当明智的。

买东西是要花钱的，尤其是要买企业这样的大东西。但钱又是最稀缺的东西之一。筹集资金本身又要耗费相当大的成本。因此，如何能用较少的钱去撬动一桩产权交易的大买卖显然需要创造性和想象力。当杜兰特创建通用汽车公司的时候，他只是用通用的股票换取数十家小汽车制造公司的股票，没花一分钱，就创立了后来世界上最大的汽车制造公司。八十年代在美国出现的所谓“杠杆收购”，就是一种极为巧妙的并购融资方式。其具体形式就是用银行的贷款收购目标公司，然后以目标公司的名义借款或发行债券，偿还原来的银行贷款。这相当于用目标公司作抵押向银行借款收购目标公司。理论上，收购者自己可以只出很少的钱。当然这种作法有着极大的风险，经常导致被并购公司的资本结构的恶化，结果是无法偿还其债务，甚至走向破产。在中国，我们现在还缺乏发达的金融市场，但仍然有以小钱作大买卖的余地。一个典型的例子，就是珠海恒通收购上海棱光，然后又反向收购的事件。恒通收购棱光时的五千多万元，又通过反向收购流回到恒通的账户上。在仪征化纤收购佛山化纤时，采取的是承债方式，即可以根据偿还债务的日期分期付款。一汽对吉林轻型汽车的的并购，也是采取“承担债务，分期付款”的方式，减轻了在短期内的大规模资金压力。

当然，并购策略和技巧的精妙之处，已经是艺术了，不可言传。理性化的工具固然重要，但都不过是企业家决策时的参考，重要的是企业家对具体情境的微妙把握，和实际操作时的分寸感。

## 十一、既有战略意义，又有商业利益

既然国有企业改革是目前我国的经济发展和制度变迁中的全局性问题，既然企业间的并购不仅会“盘活”国有经济的存量部分，而且会带来企业制度的变迁，因而并购活动本身就是具有战略意义的。同理又可以推出，产权交易又可能导致企业效率的改进，即盈利能力的提高，从而又蕴藏着巨大的商业机会。既有战略意义，又有商业利益，就意味着，这样一个关乎全局的改革有着强大的改革动力。一个有着强大动力的改革将会有个较乐观的前景。实际上，许多敏锐的金融界、企业界人士早在几年前就认识到了这一点。不少证券

公司早已以投资银行自诩；也有象万森产权这样的以产权交易为主业的公司纷纷出现；大量中介机构纷纷把注意力转向并购活动。也许几年以后，企业产权交易将会形成一个产业并将持续相当长一段时间。

当然，正如前面讨论的那样，在我国目前的经济法律环境中，并购活动还是相当艰难的。尽管我们在这里谈论的多数案例是成功的案例，但只有香港恒胜集团的案例是最具典型意义的。因为它是一个失败的案例。我们为此要感谢恒胜集团，因为它无私地让我们分享了更为宝贵的经验，它使我们更清醒地认识到，若想实现我们的战略目标和商业利益，就必须共同探讨和切磋有关产权交易的各方面问题，探寻降低交易费用的方法。只有这样，我们才能把成功率从 1%、10%，逐步提高到 20%，30%，以至更高；使我们得以实现战略目标，获取商业利益。为此，我们不仅要向市场经济发达国家的金融界和企业界请教，还要在我国的特殊环境中探索出一套中国式的并购模式。也许到那时，我们可以自豪地说我们产权交易方式，在华尔街是学不到的。

### 怎样在不利的条件下获胜？（代前言）

盛 洪

#### 一、一石三鸟

如果说，企业并购与资产重组在几年前还是一种新时尚的话，到现在已是路人皆知了。据说在最偏远的县城书店里，也能看到有关资本运营的书。但平心而论，企业并购仍然是一个充满魅力的工商游戏。真正能够参加这个游戏的人并不多，玩赢的人就更少了。我颇有些朋友进入了这个领域。我以为他们的动机并不直接是赚钱，而是为他们过剩的智力资源寻找出路。当然也有另一些人认为现在是一个低价收购企业的很好时机。至于并购活动对社会有什么好处，则不是人人都清楚的，甚至有人对此心存疑虑。

这是很正常的。人们很难知道他们个别的活动的社会结果。但一般来说，在遵循市场规则的前提下追逐自己的利益，会导致社会的繁荣。这正是斯密所说的“看不见的手”在起作用。斯密所观察到的面包师和裁缝，并没有意识到他们对当时英国社会的发展的推进作用。

《国富论》揭示了这两者之间的联系。它导致了经济自由主义的结论。我们反过来也可以说，想解决社会问题吗？让我们来交易。自然，企业间的并购活动就是企业的产权交易。我曾经说过，并购活动既有战略意义，又有商业利益，就是将两者联系起来的说法。

现在的中国面临着不少问题。首先经济不那么景气，人们担心今年能不能过 8% 的关。这显然和宏观经济政策有关，与这一政策能否刺激更多的投资有关，但又不完全。我们早已知，经济增长不完全靠资源投入的增多，更为积极的途径是资源配置的改善。尤其在我

国，由于国有企业占有很大的比重，由于长期缺少企业间产权交易的有效机制，资源在企业间的配置处于僵化状态，给资源配置的改善留下了巨大的空间。产权的交易，意味着企业资源控制权的转移，从而必然导致资源在企业间的位置。资源在企业间的流动，使得企业的生产结构更能追踪不断变化着的需求结构，而所谓经济增长必然是卖得出去的产品的增加。因此，要想推进经济增长吗？让我们来并购。

其次，那些已经很大的跨国公司，还在忙着合并与联合，相形之下，我国的产业更为脆弱，产业中的企业更为渺小。在国际竞争中，我国的企业与其竞争对手几乎不是在同一个数量级上对峙。柯达公司一举收购中国五家感光胶片厂，似乎把竞争的残酷性演示到了人们的眼前。这使不少产业人士忧心忡忡。如何克服我国产业的集中度不高、有机联系不够的问题呢？答曰，产权交易。通过产权交易，产业内的优势企业可以迅速地兼并劣势企业，从而在短时期内扩大企业规模，从而使产业内的资源向优势企业集中；通过产权交易，也可以在企业间建立以产权为纽带的密切联系，从而使企业间的分工和专业化合作更为稳定。产业重组会使企业获得规模经济和分工与专业化之利。所以，想重组产业吗？让我们来并购。

再有，我国的国有企业已经出现了大面积的亏损，我们因此说国有企业的制度有问题，大概是不会错的。所谓国有企业的问题，就是产权制度问题。而在静止状态下，改革产权制度谈何容易。一旦允许国有企业的产权交易，即国有企业之间，国有企业与其它企业之间进行产权的转移，我们发现，产权制度很自然地就发生了变化。因为经过产权交易，不是产权所有者易人，就是产权结构变得多元化了。一旦产权制度变了，企业的其它制度，如治理结构，激励机制，管理制度等，就会随之变化。如此说来，想要解决国有企业的问题吗？让我们来并购。

同时解决几个重大难题，似乎应该有非常周密的计划，其实并非如此。人类社会发展到今天，主要靠的是“交易”二字。哈耶克一直很推崇的“自发的演进”，就是人与人之间的互动的结果。互动是广义的交易，交易是特定的互动。交易虽简单，其功效却极为神奇。交易直接地带来福利的增量，交易也导致分工与专业化的发展，交易甚至主导了制度变迁。世界上大多数奴隶制度，美国除外，都是被交易瓦解的。交易的另一个好处，是人们有动力去交易。这种追逐自己利益的动力，成了人类社会变迁的永动机。由此我们不用担心谁去完成我们上面说到的“计划”。但是，说“自发”，说“交易”，并不意味着政府无事可做。政府的作用，就是提供降低交易费用的公共服务，就是提供规则和秩序。只要做到这一点，而不是整天为国有企业的市场疲于奔命，我们的政府才真正“可坐而定也”。

## 二、并购难题

但是，并购如此之好，却并非易事。围棋中有一个术语叫做“完胜”，意思是完全胜利，从布局到收官都处于领先和优势的地位。一个并购活动的“完胜”，不仅包括成功的收购，还要包括收购以后对被并购企业的整合，最后达到盈利的目的。近几年的观察表明，尽管并购事件常有所闻，但我们很少听到“完胜”的事例。这说明，在我国仍然存在一些因素，使得并购作为一种交易的费用过于高昂。从“完胜”的角度来看，并购活动所碰到的困难，

也是两个阶段的困难。由于这两个阶段的性质不同，在兼并和收购阶段，阻碍并购成功的因素主要来自于制度环境；而在并购后的整合阶段，负面的因素主要是内部的管理问题。

我国的制度环境，确实有点不太适合于促进交易。经验告诉我们，即使进行一般物品的交易，也存在不小的风险。不是发货后收不到款，就是发款后收不到货。人与人之间缺少足够的信任，既不能相信陌生人，也不能相信熟人。这样的情况综合反映了法律制度、商业规则和伦理规范的问题。更何况，企业并购是对企业的买卖，这是复杂得多的事情。如果没有较完善的制度环境，企业间的产权交易就更难完成。应当承认，到现在为止，我国政府，包括中央政府和地方政府，都在建立有关企业产权交易的法规方面做出了一定的努力，并颁布了一系列有关法规。但是第一，这些法规还没有形成一般的法律，它们本身还存在着种种漏洞；第二，更为重要的是，在我国，还存在着非常独特的法律文化问题，即书面上的法律很难在现实中被实施。一件追索债务的案子，即使胜诉，也很难履行。因此在很多情况下，企业间的产权交易是在没有有效的法律保护的情况下进行的。一旦出现问题，就会造成巨额损失。如有一个叫作前进公司的企业，在湖南某地收购了一家集体企业，在投入了共 500 多万的情况下，竟被当地政府强制性破产，就是一个典型的例子（参见《开发区导刊》，1998 年第 4 期）。

制度环境的另一个缺陷，是我国还缺少成熟和发达的资本市场。我们知道，证券市场的出现，使得企业价值的评估、企业产权的买卖变得非常简单。但是在我国，证券市场的规模还很小，上市公司不过八百余家，在全部企业中的比重微乎其微。即使这样的资本市场，也存在着很多妨碍企业产权交易的问题。首先是，除了延中等六家企业，大多数上市公司在市场上流通的股票占全部股票的比重相对地低，大部分股权仍掌握在政府主管部门或国有企业手中，并且不允许流通，因而人们很难通过证券市场的操作收购一家企业。第二个问题是，由于市场容量有限，公司上市仍是一项非常困难的事情。对于资本市场的入门票这样一种稀缺资源，政府又采取了分配额度的方法。这种分配办法，很类似于计划经济时期的额度分配。不仅如此，在分配额度时，政府采取了明显的区别对待政策，将非国有企业排除在外。只有在个别情况下，才特殊破例。这种办法不太可能将上市额度分配给最有资格、和最有需求的公司，因而会浪费资本市场资源，降低资本市场的效率。

影响并购效率的第三个问题，是我国拥有大量的国有企业。由于存在着国有资产的特殊性质，并购变得更为复杂。首先是国有资产缺少法定的、唯一的代表人，有并购意向的企业很难找到合适的谈判对象；有时即使开展了谈判，谈判对手往往也缺乏权威性。其次是国有产权的交易是所有者不在场的交易，有可能出现代理人出卖委托人的情况，这或者会导致企业的并购既不公正、也无效率，或者由于政策的限制而变得过于艰难。最后，由于国有企业与工人之间实际上存在着一种隐含的合约关系，保证工人的非货币福利、以及不被解雇的权利，一旦将企业产权出售，这一合约关系也就应该终止。但作为公共物品的提供者，政府又不希望工人因此失去工作。所以在国有产权交易的谈判中，有关工人安置问题增加了谈判的难度。

最后，经过千难万险终于并购了某一企业，在接管以后，又遇到了如何整合被并购企业的问题。由于并购企业的目的是为了盈利，成功地接管一家企业并不意味着并购的最后成功，按照清华同方公司陆致成总裁的说法，这甚至有可能是失败的开始。这是因为，原来两家不同的企业，必然存在着不同的技术路线、管理风格和文化理念。一旦合二为一，就不可避免地会发生技术冲突、管理冲突和文化冲突。这样的事情，作为民营企业的金义集团碰到过，作为民族工业的佼佼者海尔集团也碰到过。化解这些冲突，首先依赖于接管企业自身的管理功夫，然后要靠整合的方法和技巧。应该说，不少企业没有能够过这一关。传媒披露出来的，如商英集团在接管北京市广播技术研究所时所发生的冲突，直到发生了伤人事件（《中国工商》，1998年第二期），最后是接管失败。另一个极端的例子，是接管虽然成功，却付出了惨重的代价，如在贵州习酒股份有限公司被茅台酒厂公司接管后，习酒公司的原总经理陈星国饮弹自杀（《中国工商》，1998年第二期）。还有些企业，在并购以后，被陷在了被接管企业的管理泥潭之中；有些企业则在被收编企业的财务报表中，发现了没有意料的或有债务；更有些企业在通过并购迅速扩张的同时，也迅速增加了本企业的管理复杂度和混乱程度，管理集团无法驾驭，从此走向衰败。

无论是外部的困难，还是内部的问题，都可以归结为产权交易的交易费用过高。由于交易费用过高，使得我们无法获得产权交易带来的巨大利益。一个基本的思路是，如果我们能够发现降低交易费用的操作方法或交易程序，我们就能获得并购之利。在互相竞争的企业之间，投资银行之间，谁先洞察降低交易费用的奥秘，谁就占领了产权交易的制高点，谁就会在并购活动中脱颖而出，尽享并购的好处。因此，并购活动中的困难同时又是机会，它给所有想进入这一领域的人树立了一个很高的门槛。克服困难、解决问题的妙方就是进入机会之门的钥匙。

### 三、负负得正

在一个产权受到严格保护的市场经济中，企业间的产权交易的最好的、风险最低的方法，是按照法律程序办事。在双方签署了产权转让的法律文件后，才能进行实际的接管。但是在一个产权保护的力度不够、效率不高的社会中，上述这种行为方式是否是最佳的呢？

浙江金义集团收购三峡库区五家集体企业的例子，为我们提供了一个非常新颖的思路。这一并购案例的最大特点，就是“先接管，后转让”。即在签署产权转让的法律文书之前，金义集团已经进驻了上述五家企业，并进行了设备投资和管理整合。这样的行为让许多人认为不可思议。江南信托公司的总裁吴光权指出，这样大胆的作法尽管令人佩服，却不可仿效，没有普遍性。但如果以成败论英雄，金义集团这一并购行为是相当成功的。金义集团于1998年2月底与涪陵市政府达成兼并购意向后，于3月中旬迅速进驻了意向兼并的企业，仅用50天的时间就完成了设备安装，并正式投产。预计当年可实现销售收入6200万元，利税500万元。这样短的时间就完成了从谈判到接管到盈利的过程，应该说是非常高效率的，对一个企业来说则是大成功。那么，这种没有普遍性的作法有什么普遍性的含义呢？

如果我们面对的是一个产权保护体系还不完善的制度环境，金义集团的作法，就有某种道理，以至有某种普遍性。如果法律不能有效保护产权交易的结果，遵循法律程序的意义就

要打折扣。例如深圳前进公司，即使兼并的法律文件齐备，只要当地政府没有尊重产权的诚意，也难防对产权的侵害。即使当地司法体系帮忙，也有一个执行法律裁决的问题。这在我国是很普遍的问题。借助于法律保护产权的费用太高，也许就不如不寻求这样的保护。在这时，金义集团的作法，就是对我国目前法律环境有深刻领悟前提下的、也许是深思熟虑的作法。在另一方面，金义集团又不可能将自己的产权置于危险境地。它发现，地方政府是这类产权交易中非常重要的角色，只要与地方政府搞好关系，只要获得地方政府的支持，它的产权就是安全的。我猜想，是涪陵市政府与金义集团之间的合作精神和互相信任在起作用。从许多成功的并购案例来看，这样的道理具有普遍意义。无论是清华同方收购江西无线电厂，还是海尔集团的一系列兼并，无论是甘肃黄河企业集团收购镇原啤酒厂，还是三九集团入主雅安制药厂，我们都能看到当地政府的影子。而地方政府对外来企业收购本地企业的支持，与其说是一些优惠政策，不如说是对外来企业产权保护的承诺。

金义集团并购案例的意义还在于，所有五家被并购的企业都是集体企业。由于在法律上，对集体企业的产权交易要由职工代表大会同意，而职工在没有看到接管者的诚意和能力时，在没有建立信任关系时，就不会投票赞成这样一个产权交易。金义集团的“先接管、再签约”的模式，恰恰满足了这样一个独特的交易程序。通过金义集团派出人员的努力，不仅改造了被接管企业的设备条件，更为重要的，是赢得了这些企业职工的信任，从而为法律上的产权转移铺平了道路。更一般地，接管任何企业，都不可避免地要处理原有员工的问题。若要先进行产权转让，再接管企业，就有可能冒无法搞定原有员工的风险。在这时，先接管、再签约的方式就成了风险较小的并购方法了。

因此，看似大胆冒进、不守规范的金义集团模式却有着歪打正着的功效。当然正如盘龙公司总裁吕益民博士所说，这种作法，也可以用相近的法律状态加以取代，如托管或租赁。这两种方法都有“进可攻、退可守”的妙用。但是，金义集团案例更为一般的意义在于，如果我们生活在一个不甚完善的法律制度环境下，在完善法律环境下的最佳行为也许不是最有效的，那些在对现有制度环境深刻理解的前提下，不守常规的方法往往会出奇制胜。

#### 四、买“壳”含义

在对并购事件的关注中，我们发现，大量的并购事件发生在上市公司身上；或者说，在所有并购事件中，上市公司的并购事件不成比例地高。这不难解释。正如我们曾经讨论过的那样，由于证券市场的出现，购买企业的成本大幅度地降低。若要买企业，只需买股票。在另一方面，证券市场又是一个融资成本很低的地方，而融资，又是企业并购非常重要的条件。

在我国，尽管证券市场规模较小，也并不完善，对于企业并购来说，却仍然有着其它交易场所或交易方式所不可比拟的优势。但是，“纯粹的”上市公司非常之少。不少上市公司股份的可流通部分只占总股本的一小部分，即使收购了市场上的全部股票，也无法达到接管的要求。在这方面，延中公司等六家公司是个例外。它们的股票百分之百在市场上流通。因此就毫不奇怪，在我国证券市场发展之初，延中公司就成了著名的“宝延风波”的重要角色。近来它再次改换门庭，被北京大学收购。问题是，大多数国有股或国有法人股占大头的上市公司如何收购。自从珠海恒通收购上海棱光的经典案例以后，这个问题实际上得到

了解决。具体的作法是，收购者与目标公司的国家股东代理人，或者是企业的主管部门，或者是国有资产管理部，或者是国有企业法人，进行直接谈判，然后按照商定的价格转让股权。这样作的好处是，只要国家股东代理人同意，交易是相对简单的；由于国有股比重较大，一旦成交，就可接管；并且成交价格往往低于市场价格。自“恒棱事件”以后，仿效者涌跃，比较有名的，如中远置地收购众城实业，上房集团收购嘉丰股份。迄今为止，类似的事件竟有数十起。

买“壳”事件的增多，说明越来越多的人认识到了“壳”资源的稀缺性。由于证券市场的容量有限，企业上市的速度必然受到限制，“上市额度”也就成了稀缺资源。既然上市公司这个“壳”是企业与资本市场之间的通道，如何有效利用资本市场，取决于企业的经营活动与资金融通之间、“壳”与“瓢”之间的匹配。尽管总体来说，资本是稀缺的，但对不同的企业，强度是不一样的。有些企业从事的产业处于衰退阶段，有些企业的制度存在问题，都会使这些企业的盈利水平较低甚至亏损，从而既没有对大量资金的需求，也没有在资本市场中融资的资格。而另一些企业则相反，有着很好的发展势头，却缺少资本市场的通道。在这两类不同的企业看来，上市公司这个“壳”的价值是不同的，这就构成了“壳”交易的基础。造成这种“壳”与“瓢”之间不匹配的原因有两方面。一是企业上市后，经营绩效也会发生变化。一是“壳”的初始分配存在问题，即由政府按照类似于计划经济的方法进行分配，并且在分配时，对不同的企业采取了区别对待的政策。这种方法从理论上就不可能将稀缺的上市指标分配给最需要、也最有资格的企业。从整个社会看，买“壳”交易，就是纠正政府行政性分配“壳”资源的错误，纠正“壳”与“瓢”之间不匹配的重要手段。例如尽管“壳”的初始分配对民营企业颇不公道，但它们可以通过买“壳”获得上市的通道。

买“壳”的方式多种多样。具体说来，有在一级市场上买“壳”，也有在二级市场上买“壳”。由于上市指标的行政性分配，不少政府部门或事业单位没有经营性企业，或没有很象样的企业，却分配到了上市指标。这时对“壳”资源评价较高的企业，就会通过各种方式，交换这一上市指标。无论采取何种方式，其实质是“买壳”。关于这种在一级市场上买“壳”的事情，我们偶有耳闻。其实，即使获得上市指标的部门不卖“壳”，如果认识到了“壳”的价值，也会用以“瓢”配“壳”的方式，充分发挥“壳”的作用。中体产业的诞生，就生动地体现了这样一种“壳”与“瓢”之间互相匹配的过程。事情的起因，是国家体委获得了一个上市指标，为了充分挖掘它的价值，决定在全行业寻找经营业绩好、有发展前景的企业，以使上市的公司的资产负债表显得漂亮，从而能够在资本市场中筹集更多的资金。结果是，为了充分利用“壳”资源，将体育产业内的一些优秀企业组合了起来，尤其是将业绩很好的沈阳夏宫整合了进来，使得优秀的企业获得了上市指标。这种作法，在产业范围内是有效的，但也受到了产业的限制。原则上，在“壳”里装什么“瓢”是不受限制的。如果不是国家体委的行业偏好，这次对“壳”的利用会更为有效。

不用说，在二级市场上，买“壳”的结果也是改善“壳”与“瓢”的匹配。在这方面，由于购买者是企业，它们没有行业的限制，因此“壳”资源与“瓢”资源的重新组合，是在更大范围的重新组合，因而更有效率。当天津泰达收购了以纺织业为主的美伦公司后，向其注入了基础设施和房地产等资产；当中远收购众城以后，通过集团内其它公司以至母公司本身与众城的资产交易，迅速改善了后者的资产负债结构。应该说，买“壳”以后再换“瓢”，是买“壳”的题中应有之义；收购上市公司必然要带来该公司资产的调整。这样做，既可以使并购企业变现已有资产，又可以改善上市公司的形象，继续保持或重新获得配股资格，从而从市场上融得更多的资金。新资金又可以变现更多的资产，以至收购更多的企业。于是在“壳”与“瓢”

之间出现一个良性的互动过程，使得企业经营与资金融通之间不断地进行着重组。这其中的奥秘，已为许多企业窥破。如上海实业，北京控股，以及广东粤海，它们用自己的实践在进行着动态的“壳”与“瓤”的匹配。

既然买“壳”，就要有价格。由于买卖上市公司或上市指标的交易已经发生多起，也就形成了一个市场价格。据说上市指标的价格，已经达 3000 万元左右。这既说明“壳”的稀缺程度，也说明进行“壳”与“瓤”的重新配置，其价值至少在 3000 万元以上。对于已上市公司的交易，情况稍微复杂，但也可以参照此数。因为上市公司不仅有“壳”的价值，而且还有其它资产。理论上，上市公司的价格，应该是“壳”的市场价格加上公司净资产的市场价值。最直观地反映“壳”的市场价格的，要数上房集团并购嘉丰股份的案例了。上房集团以约 1.7 亿元向纺织控股收购了嘉丰股份的 74.69% 的股权，纺织控股又以约 1.4 亿元回购了嘉丰股份的原有全部资产。对上房集团来说，它实际上是用约 3000 万元收购了一个上市公司的“壳”。由于上市公司是现成的“壳”，所以比较上市指标，还有节约等待时间的优点，因此应在定价时加以考虑。不仅如此，由于买一部分、而不是全部股权，就可以控制一家公司，所以如果是买“壳”为目的，就不见得收购全部股权。这样就会进一步节约买“壳”的资金。当然，收购上市公司也不是没有弊端，这种作法可能会使收购者面对原有公司的复杂局面。所有这些，都会影响对“壳”价格的估价。在另一方面，“壳”的价格意味着“壳”与“瓤”重新配置的成本。如果“壳”的初始分配更为公正和有效，也许就不需要花费这样多的成本进行“壳”的交易。并且价格如此之高又暗示着，许多价值在 3000 万元以下的“壳”与“瓤”重新配置，被排除在外了。

因此，买“壳”交易的频繁，不仅说明在企业并购中，人们很自然地偏爱交易费用低的方式，而且说明，通过交易，人们可以纠正政府在初始分配资源时的错误。这当然不意味着政府有理由犯错误，而恰恰衡量出了这种错误的程度。

## 五、避开陷阱

简单地说，“成功”就是避免失败。导致并购失败的一个因素，就是被并购企业中“埋伏”的、没有列入资产负债表中的债务。造成这种情况的原因很多。其中之一是许多国有企业的财务制度并不规范，不少债务并未入账。另一个原因是或有债务，如该企业为其它企业的债务的担保，一个民事纠纷赔偿责任等等。由于存在着信息不对称，卖方比买方更了解关于这些没有在资产负债表中反映出来的信息，但又由于卖方与买方的利益是不一致的，前者更有可能隐瞒对自己不利的信息，以致使买者在达成交易后才发现受骗上当。

鉴于在实践中经常发现此类事件，并且似乎没有很好的法律保护受损害的一方，在我国并购活动中，人们逐渐积累起了保护自己的方法。一个最简单的方法，就是聘请中立的、权威的会计师事务所对目标企业进行财务审计。一方面，专业的会计师们会在企业的文件中搜索出所有构成资产和债务的信息，从而使并购方弥补信息上的缺陷；另一方面，一旦仍然出现某些差错，合伙制的会计师事务所要负无限责任，从而解脱了并购方的风险。这样做的代价，是支付相当高的顾问费用，并且要等待较长的时间。更为重要的是，在我国中介机构发展时间不太长的情况下，专业能力很强、且信誉卓著的会计师事务所并不多，因而它们中的大多数不见得能够降低委托方的风险。

另一种方法是在产权交易的合约中，明确规定收购方对被收购企业债务承担的范围，一旦接管发现有超出此范围的债务，就依据该合约拒绝承担。当有人问及清华同方总裁陆致成如何处理此类问题时，他回答说，在收购江西无线电厂时，他们就债务问题做了规定，“合约上没写的，我们就不承担。”与此相近，如果对目标企业的债务情况没有把握，可以采取稳妥的法律形式，如托管或租赁。因为根据我国法律，租赁只是对企业资产的租赁，不涉及对企业的接管，从而也不承担企业的债务。尽管托管是“对企业整体或产权的委托管理”，但仍不是产权的转移，该企业的债权人仍没有理由向托管者讨债。这样做的缺点，是产权没有明确转移，使托管方或租赁方无法大刀阔斧地对企业进行改造。因此，租赁和托管只可能作为过渡性的措施采用。

为了避免债务风险，不少进行过多次并购的大型企业，逐渐采取了一种特定的方式，即合资的方式，来实现企业的扩张。如康佳集团，海信集团等等。在海信集团准备收购淄博电视机厂时，发现该厂债务过多、并且不很清楚，于是决定采取合资的方式与之合作。海信提供技术、品牌和部分流动资金，而淄博电视机厂则将其设备厂房折价入股。通过建立合资的新企业，海信斩断了来自淄博电视机厂的任何债务风险。后来在收购贵州华日电器有限公司、临沂市山东电讯四厂的案例中，海信集团用同样的方法避开了债务风险。只是将山东青州无线电变压器厂作为了海信的全资子公司，因为该公司的财务状况良好。在康佳集团的一系列并购案例中，我们发现，具体的方式几乎无一例外地都是合资方式。另一个大型企业三九集团，在经过几十起并购案例后，逐渐总结出规避债务风险的经验，强调尽量不要采取承债方式进行收购。合资是一种八十年代创造的企业间合作的方式，主要用来实现与外国企业之间的合作。后来也被广泛用来进行国内的地区间或部门间在投资上的合作。在这方面，我国有较成熟的法律实践和企业实践，它自然成为在我国进行企业间资产重组的重要形式和传统。在最初并购活动并未受到政策鼓励的时期，很多并购活动是假借合资实现的。在今天，由于《公司法》的颁布，合资又多采取有限责任公司的形式。虽然在表面上，合资与并购很不一样。合资是由两方或多方共同出资成立新的公司，而并购则是收购已有的公司。但在具体操作中，完全可以将并购形式，改变为合资形式。只要并购方在合资企业中控股，就可以达到并购的目的。区别是，对于目标企业来说，它保留了法人地位，只是把自己的资产折成股本加入到了新的合资企业，它的股东没有发生变化；对于并购企业来说，它避开了目标企业可能存在的债务风险。因此，尽管合资形式不是设计用来逃避风险的，但作为一种现成的企业产权组合形式，却被聪明的企业家用来保护自己的利益。

## 六、借重文化

当然，接管一个企业的最大陷阱，还不是“埋伏”在被接管的企业中的债务，而是这一企业本身具有的传统。既然两个企业是在不同的环境和背景下成长起来的，它们之间的相似之处可能不多。而传统，应该包括技术传统、管理传统和文化传统。一般而言，不同的传统没有优劣之分，但在市场竞争中，获胜的企业文化传统，就会有某种优势。一方面，它会被渴望胜利的其它企业仿效；另一方面，由于竞争胜利，它会收购那些失败的企业。很自然，接管者在传统的选择上具有优越的地位。于是，更有竞争力的企业的文化就随着企业的成功而传播开来。

那么，这是否意味着企业文化对企业的竞争力、企业的效率会产生影响？回答是肯定的。企业的成功，很直观地来自技术和管理。而技术和管理是由人来推动的；一个企业又是由许多人组成的。关键不仅是企业内的人的素质，而且是人与人处于一种什么样的合作方式之下。合作方式具体体现为企业的制度，制度可以简单地解释为组织与规则。按照制度经济学的看法，制度会影响效率。一种规则可能比另一种规则更能激励员工；一种组织可能比另一种组织更能促进合作。制度的具体形式有很多种，一种分类是将制度分为有形制度和无形制度。有形制度是由文字明确规定的，企业成员能够直接感受到的，企业用奖惩制度着力推行的制度；无形制度则多是没有文字规定的，或者没有约束力的，在企业内潜移默化地起作用。相对而言，有形制度是他律的制度，即依赖外在约束起作用的制度；无形制度是自律的制度，即依赖于人的内心起作用的制度。一个企业，乃至一个社会，实际上是依赖于有形制度与无形制度的结合，才能有效运转。往往有形制度的作用，只有在无形制度的配合下才能充分发挥；反过来也是如此。因此有形制度与无形制度是互替的，更是互补的。例如任何一种有形的激励机制都无法深入到员工操作的细枝末节，也无法完全调动员工内心的创造力，这只有在员工自觉自愿的情况下才能实现。因此，企业文化作为一种典型的无形制度，显然对企业的效率、从而竞争力产生影响。

当一个企业接管另一个企业时，就面临着两种不同技术传统、管理传统和文化传统的冲突，从而面临着技术整合、管理整合与文化整合的任务。比较而言，技术整合与管理整合是直观的，对企业效率的影响能够观察甚至计算的，而文化整合则不那么直观。但既然文化作为一种无形制度会对企业效率产生影响，用接管企业的文化去替代或改造被接管企业的文化，就会带来企业效率的变化。正如张春霖博士所说，虽然一个企业的账面资产是一定的量，但不同的企业文化由于对企业内员工的激励和配置效果的不同，会导致对即定资产的利用效率的不同，从而同一账面资产会产生出不同的盈利水平，导致企业的市场价值的不同。在这里，企业文化是一个对账面资产的乘数。由于不同企业的乘数不同，会导致对同一企业的价值判断的不同，这也就是为什么会出现企业产权交易的原因，也是一些企业，如海尔集团强调用企业文化去盘活存量资产的奥秘。当海尔决定接管红星电器公司，该公司已经资不抵债，净负债已达 1.33 亿元。但海尔集团在 1995 年接管后的三个月内，就实现了扭亏为盈，当年即实现利润约 170 万。这种变化，除了海尔集团的其它优势资源的注入外，企业文化显然是一个重要原因。因此在海尔集团看来，当它将自己的企业文化注入红星电器公司，它已经将后者的账面资产乘以一个大于 1 的正数，从而该公司并非资不抵债。这或许就是海尔集团在接管红星电器公司时的计算。

自然，当一个企业接管另一个企业时，并不是简单地用自己的企业文化去替代后者的企业文化。这是因为，不仅被接管的企业文化中也有合理的成份，而且文化之间的整合需要找到互相兼容的切入点，也需要等待时日。对一些接管案例的观察发现，在接管过程中，都有一个“赢得人心”的过程。例如有些接管企业的领导亲自去被接管企业办公，吃住在车间，身先士卒、以身作则，最后被视为“焦裕禄式的好干部”加以接纳；有些接管企业利用文化的相近性和共通性，提出赢得人心的口号，如浙江金义集团在并购五家三峡库区的企业时，董事长陈金义提出“三个一样”，即“对待退休职工要象对父母一样孝敬，对待在岗职工要象对兄弟姐妹一样平等，对待在职职工要象对自己一样严格要求”，巧妙地将关怀与要求结合了起来；有些企业则在最初将两个企业的文化之间做某种妥协，如三九集团在并购雅安制药厂后，向后者移植了“三九模式”，但为了照顾当地的特殊文化，还是将最高领导干部与最低职位之间的工资差额从 1：18 缩小到 1：5 左右。实际上，在被接管企业中最终形成

的，是两个企业文化的混合体，只不过是誰占优势的问题。而不能正视这样一个文化整合过程、无视被接管企业的文化传统的人，才有可能在接管过程中失败。

最后，在谈企业文化时，应当注意企业文化的边界。前面说过，企业文化作为一种无形制度，只有在与有形制度相结合时，才会发挥更大的作用。一个企业不能仅靠文化去运转。关键在于，有形制度与无形制度之间要有一个恰当的比例。这种恰当的比例依不同的具体情况而不同。例如在不同的民族之间，企业文化的比重是不同的。很有可能，东方民族更依赖于企业文化，而西方民族更依赖于有形的激励机制。当海尔集团强调企业文化时，不仅因为它作为一个中国企业，更有东方民族的特点，也许还因为，一些有形的制度由于制度环境的原因，还不能有效地采用。例如，作为一个国有控股公司，它在解决高层领导人的激励机制问题时，还没有、或还不可能采用高额年薪制，或采用股票期权制度。据说一碰到这样的问题，张瑞敏就只能说“我是一个共产党员”了。因此不难理解，当有形制度存在某些缺陷时，不能不借重于无形的制度。如果仅讲企业的利润动机，而没有超越企业的民族目标和道德理想，海尔高层管理人员就只能被看作是一群疯子。在海尔集团似乎过分宣扬的企业文化背后，我们又一次看到，经济当事人在不甚完善的制度环境下的创造性的修正。

## 七、选择中介

我们已经知道，并购就是把企业当作商品进行交易的行为。由于企业的特性及其复杂性，使得并购本身足以成为一个非常专业的事情。我们因此需要中介机构。代价是，要向中介机构支付相当高的报酬。这值得吗？

从成功的案例中我们发现，有些并购活动是由中介机构或投资银行帮助策划并实施的，如万盟投资顾问公司是中体产业和沈阳房产局的资产重组的幕后策划者，而上海亚洲商务投资咨询公司，则是中远收购众城和上房收购嘉丰案例中的智囊；有的则没有聘请中介机构，如浙江金义集团收购三峡库区五家企业，清华同方收购江西无线电厂。如果以成败论英雄，我们可以说，他们都作对了。说邀请中介机构是对的，是说一些中介机构在长期的顾问业务中积累了丰富的经验，对有关政策和操作规程有着专业水平的把握，对我国特定的制度环境有着深刻的洞察，从而可以帮助客户降低产权交易的费用。说不让中介机构介入是对的，是说在我国，中介机构的发展时间还很短，不少中介机构还有待成熟，它们不仅业务能力较差，有的甚至还缺少必要的信用。另外由于我国制度环境的特殊情况，还有一些中介机构只是按照条文、而不是依据具体情况去做事，难免会增加并购的难度。所以，关键不在于请不请中介机构，而是怎样选择它们。

从总体来看，我国的中介机构良莠不齐。这增加了并购企业选择中介机构时的困难。但是，中介机构的发展、以及优秀的中介机构的脱颖而出，有赖于市场的选择。因而，选择出好的中介机构，不仅是个别企业所需，而且会带来积极的社会结果。选择是一项复杂的事情，但我们可以从几个简单的信息中发现较好的中介机构。一是业绩。过去曾经做过成功的、甚至是经典的并购的策划以及操作的中介机构，在今后更有可能帮助客户成功。二是历史。这里指的中介机构存在的时间长短。在我国，时间长有两个含义。一是有较丰富的经验，一是有较高的信用程度，因为信用程度高才会“行不更名，坐不改姓”。三是专业化程度。

并购策划和操作需要非常专门的知识，只有经过专门的训练，并经过多次重复的并购顾问业务的锤炼，才能达到相当的专业水准，为客户提出周密而简洁的方案，同时能够降低交易费用以达致成功。这里说的专门的知识，不仅包括从市场经济发达国家学来的成熟的、标准化的知识，而且包括在我国特殊制度环境下的知识。四是人员构成。应该说，这是最为重要的信息。因为中介机构的最重要的资产就是人力资本、智力资本。五是规模。有一定规模，才会有比较周全的基础数据，才会更为专业化，才会更为珍视自己的信用。

如果企业独具慧眼，能够选择出优秀的中介机构，才是明智之举。因为任何个人，无论多么聪明，毕竟理性有限。能够吸收别人的智慧，才是大智慧。那些已经很成功的人，借助于中介机构的帮助，就会放大成功。所以不难理解，清华同方收购江西无线电厂的成功，在君创咨询公司总裁李肃先生看来，不过是“快刀切嫩豆腐”。那些优秀的投资银行家，不仅是被动地提供服务，他们更象是今日的并购纵横家，为企业提供战略性的策划。主动出击，成行业、成地区地进行资产的重组。他们提出的方案，往往是外行人无法想象的。这并不说明，他们比别人聪明。在一个分工的社会中，我们必须相信专家。

通过对中介机构的信息的搜集和判断，选择出较好的中介机构，又会导致积极的社会后果。这就是促进中介机构的健康发展。将较好的中介机构选择出来，就会出现马泰效应。一批优秀的中介机构会脱颖而出，它们的发展又会促进并购活动的发展。

## 八、演进制度

从上面的讨论似乎可以得到这样一个印象，既在一个有关交易的法律制度和商业规则不完善的环境中，完善制度环境下的最佳行为不见得取胜，不按常规出牌的人反而会获得优势。既然制度环境不完善，行为也可以不完善，却会“负负得正”。只要洞悉制度环境的具体特性，就可以采取相应的行动与之适应，就能获得超常规的收益。如此说来，是否无须改进制度环境，只要选择与之相匹配的行为方式就可以了呢？答案是否定的。

如果一个法律制度有缺陷，不能有效地保护产权，它的性质是特定的，而不是一般的。人们首先必须判断一个地方政府在什么条件下可以兑现对产权保护的承诺，什么条件下不可以。因此在对一个地方政府打交道中取得的经验，难以用到与另一个地方政府打交道。也就是说，有缺陷的法律制度没有标准；人们不能在运用法律制度时获得规模经济。这种情况很类似于机械车间中的情形。两个互相连接的零件之间需要很好的匹配。一旦其中一个零件偏离了设计要求的尺寸和精度时，补救的办法就是按照这一零件的偏离的尺寸去加工与之相配的另一零件。这样固然可以使这两零件相匹配，却成本甚高；并且不可能与其它零件互换。而另一方法，是按照设计的精度去加工这两种零件，只要保证达到精度要求，成批加工的这两种零件中的任何两个都可以互相匹配，这样就可以实现大规模的生产，从而降低单位成本。一个较为成熟和完善的制度环境，其特征之一就是标准化，从而会使其覆盖下的企业都能节约其行为的成本。

从另一个角度看，由于不完善的制度环境缺乏标准，有关的信息肯定要相对复杂。这一方面是说，不同的局部可以有不同的规则，而且是说，文字上的、公开宣称的规则可能与实际起作用的规则有着较大的差距。把握这些特质的信息，需要长期积累的经验 and 敏锐的洞

察力，从而对人力资本的要求很高。这就象在车间里，对偏离标准的零件进行修正时，需要技艺高超的师傅。而制度之所以是一种社会资本，是因为它对绝大多数人起作用。它使大多平庸的人能够做得象一个中上能力的人一样，就象如果按标准去生产，只需一般工人就可以胜任一样。当一个社会能使大多数人具有中上乘的生产率时，这个社会才能迈向繁荣和富裕。因此，尽管有“负负得正”的特例，并不能证明我们不该改进我们的制度环境。

实际上，企业并购的大量案例，成功的、尤其是失败的，向我们提出了改进制度环境的信息和要求。深圳前进公司受到湖南省长沙市芙蓉区地方政府的侵害，会变成对保护产权的呼吁；而金义集团不按法律常规办事而引致的成功，又从正面告诉人们保护产权的重要性。政府的基本职能就是保护产权、维持秩序和调解纠纷。向社会提供这些公共物品，就会降低交易费用，从而促进社会的繁荣。这些原则也同样适用于对企业产权的交易。如果政府认识到了企业并购对我国社会的战略性意义，就应该从改进制度入手，降低产权交易的难度。在国有企业的产权交易中经常出现的代理人出卖所有者的情况，应导致有关国有企业产权交易正当程序的形成。当不断有并购企业中了被并购企业的账外债务的“埋伏”时，就应产生出有关债务安排的标准操作和法律程序。这种作法对社会带来的好处，将千百万倍于金义集团的贡献。因为企业家再聪明，他只能降低一个企业及相关企业的交易费用；但一旦政府改进了法律制度，将会降低所有企业的交易费用。

并购案例集中于证券市场的现象告诉我们，为了大幅度降低并购活动的交易费用，应发展资本市场：不仅在上海和深圳两地，而且在全国要形成一个多档次、成结构的资本市场网络。地方资本市场的发展不仅不会减少沪深股市的资金量，反而会互相促进。因为全国资本市场网络的形成，不仅会向更多的企业提供融资服务，而且使得企业并购有了更多的低成本场所，更使成千上万的投资者或股东有了变现资产的地方。这些都会加速资产重组、资源重置的过程，从而带来财富的增量。而资本市场的真正前途，就在于社会财富的增长。买“壳”的实践，以及“壳”的价格，从反面说明行政性地分配上市指标的作法在多大程度上降低了效率，进而给出了改进上市指标分配的直观的度量。也就是说，剔除资本市场规模限制的因素，“壳”的价格是衡量上市指标初始分配合理程度的度量。当“壳”的价格下降时，我们就可以说，上市指标的初始分配有了改进。

当然，更根本的改进，是改变分配手段本身。即，从一开始，就应该尽量采用市场的分配方法。对于上市指标，应该以企业的业绩和需求为标准进行分配。如果目前无法做到这一点，不妨公开拍卖。类似地，那种为了鼓励并购而设立的减免银行本息的额度，也会因其分配不当，不仅加重了有关政府部门的工作，而且向社会给出了一个错误的信号，使人们更多地去竞争这些优惠政策，反而会削弱并购所带来的积极结果。改进的根本办法，就是取消这些优惠的额度。国投先科收购先科机电的案例告诉我们，只有在债权银行同意的情况下，减免本息的作法才会达致债务人债权人双赢的结果。因此，是否减免本息，应该由债权人与债务人之间的谈判决定，而不应由政府来决定。其结果，不仅消除了人为制造的分配不合理，而且使并购活动在真实的市场信息指引下，能够健康的发展。

同时，并购活动的频繁发生，本身就在推动着制度环境的变化，或者为制度环境的变迁创造了条件。制度是内生成成的，多次重复的交易本身就是规则生成的过程。由于地方之间是竞争的，并购的实践会使人们逐渐区别，哪些地方政府是保护产权的，哪些地方政府是蔑视产权的，从而会向产权保护程序高的地区集中。北京大学张维迎教授曾经证明，由于地区之间的竞争，将导致企业的民营化。企业并购活动对地方政府的选择，将迫使地方政

府在保护产权方面展开竞争。同样，当地方政府发现，国有产权没有明确的代表人的情况会阻碍产权交易时，则会在这一方面有所创新，如设立国有资产托管局，或者创立国有资产经营公司（如武汉）。至于工人安置问题，在并购企业与国有企业主管部门的谈判中，政府与企业都会发现，无论并购企业是否接收原企业工人，都会受到市场的评价。因为国有企业的工人与政府之间有一隐含的合约，即不被解雇、并享受住房等福利，因此应被理解为企业的债权人，接收工人意味着企业债务的增加，不接收则会减少这部分债务。只要安置工人是一件大量重复的事情，是一个经常考虑的因素，它本身必会有“价格”。这为建立安置工人的规范程序提供了基础。最后，并购活动所带来的经验，会为有关的立法提供原则，它同时也丰富了我国宪法关于市场经济的内容。

一旦有关产权交易的法律制度趋于成熟，一旦我国的制度环境更为完善，产权交易的费用将会大幅度下降，从而使并购成为我国经济活动中的一件平常事。千百万人会从并购中获益。在这时，并购活动不局限于个别精英，不局限于较小的范围，才真正会产生战略性的影响。

## 海尔集团并购调查报告

北京大学光华管理学院 孙涛

### 前 言

海尔集团是在 1984 年引进德国利勃海尔电冰箱生产技术成立的青岛电冰箱总厂基础上发展起来的集科研、生产，贸易及金融各领域于一体的综合性国家特大型企业。在公司总裁张瑞敏提出的“名牌战略”思想指导下，通过技术开发，精细化管理，资本运营，兼并控股及国际化等手段，使一个亏空 147 万元的企业迅速成长为 94 年在全国 500 强中名列第 107 位，成为中国家电集团中产品品种最多、规格最全、技术最高、出口量最大的企业，96 年销售收入达 62 亿元，97 年实现销售收入 108 亿元。目前集团产品有电冰箱，冰柜，空调，洗衣机，微波炉等 13 个门类，500 余个规格品种，批量出口到欧美、日本等发达国家和地区。1996 年出口创汇达 5700 万美元。集团内年销售收入过亿元的企业有 11 个，员工 13000 人。

从 1991 年起海尔就在实施资产扩张战略，先后兼并了原青岛空调器厂、冰柜厂、武汉希岛、红星电器公司等 10 多家大中型企业，盘活存量资产达 15 亿元之多，集团资产已从 10 年前的几千万元膨胀至 39 亿元，成为中国第一家家电特大型企业。

97 年 3 月 13 日，海尔集团以控股投资的方式，与广东爱德集团公司合资建起顺德海尔电器有限公司。

97年9月海尔与拥有资产近17亿的大型企业集团西湖电子共同出资，在杭州经济技术开发区组建杭州海尔电器有限公司，合作开发生产大屏幕数字电视。

97年底海尔又相继兼并了安徽黄山电子有限公司，控股贵州电冰箱厂和青岛第三制药厂。至此，海尔13年来兼并国内企业16家，组成国内家电行业规模最大的一只“联合舰队”。

在这16家中，海尔认为对红星电器的兼并是最成功的一次，因为在这次兼并中海尔没有投入一分钱，只是用自己的品牌和管理等无形资产入股，在短时间内就使红星扭亏为赢并且成为海尔洗衣机的重要组成部分。顺德海尔则是海尔按照市场经济原则操作较为规范的一次并购，虽然其中当地政府的作用不小，但不像红星是由青岛市政府直接划归海尔的。海尔大多数的并购都没有跨行业（白色家电业），但杭州海尔电器有限公司的成立标志着海尔并购的脚步越迈越大，这次并购无疑具有里程碑的意义。鉴于以上三次并购的重要性在这次调研中我较多的关注了这三次并购，在下面的报告中我也将主要介绍这三个案例。

## 整体兼并—红星电器公司

### 一、背景

1991年由青岛电冰箱总厂、青岛电冰柜总厂和青岛空调器厂组建而成的琴岛海尔集团公司，1993年9月更名为海尔集团，产品以制冷设备为主。1993年7月集团与意大利梅洛尼设计股份有限公司合资创办琴岛海尔梅洛尼有限公司，开始生产滚筒洗衣机。1994年集团实现销售收入25.65亿元，利润2.1亿元，生产洗衣机71.3万台。95年5月海尔洗衣机“玛格丽特”被评为95年中国市场十大畅销洗衣机。

青岛红星电器公司曾是我国三大洗衣机生产企业之一，拥有3500多名员工，年产洗衣机达70万台，年销售收入5亿多元。但从95年上半年开始，其经营每况愈下，出现多年未有的大滑坡现象，而且资产负债率高达143.65%，资不抵债1.33亿元，前景堪忧。为了盘活国有资产和3500多名职工的生计，95年7月4日，青岛市政府决定将红星电器股

份有限公司整体划归海尔集团。这是一次引人注目的旨在盘活国有资产而在政府牵线搭桥下进行的产权交易，其成败扣人心弦。

## 二、并购目的

中国家用洗衣机行业快速发展始于 70 年代末，1995 年总产量达到约 950 万台。一般而言，家用洗衣机可分为单桶、双桶半自动洗衣机及全自动洗衣机，而全自动又可分为波轮、滚筒及搅拌式。单桶洗衣机为原始类型，1995 年时大多数厂商已不再生产。双桶半自动较全自动便宜，是当时中国市场的主流，而滚筒在欧洲较为普遍，但在亚洲以波轮更为常见。对于当时总容量达 900 多万台的洗衣机市场，海尔 70 多万台显然只是一个不大数目。而且海尔洗衣机当时以滚筒为主，产品系列比较单一，要想扩大自己的市场份额，它必须扩大生产能力，提高产品线的长度。

红星作为一个老牌的洗衣机生产厂，其设备、技术以及工人的熟练程度在当时都应是相当好的，它所缺乏的主要是科学的管理和市场导向的生产经营模式，而海尔正是以管理和出色的市场观念而著称，因此它们的结合有着极大的合理性。市政府的出面使得这一并购进行的十分的顺利，而且由于是由市政府将红星整体划归海尔，不需海尔出资，这大大降低了并购成本，这恐怕也是海尔认为红星并购案例是它所进行的最成功的并购的原因之一。通过这一并购，新成立的海尔洗衣机有限公司不仅将原有的生产能力提高了一倍，产生了规模经济，并且极大地丰富了自己的产品线，大大增强了自己在洗衣机市场上的竞争能力。

## 三、并购经过

### （一）组织结构的变化

95 年 7 月 4 日青岛红星电器股份有限公司整体划归海尔集团后，更名为青岛海尔洗衣机有限总公司，从而使它成为海尔梅洛尼洗衣机有限公司之后海尔集团下属的第二个洗衣机子公司。

## （二）接管过程

### 1、文化先行

1995年7月4日，海尔电冰箱股份有限公司副总经理柴永森奉命来到由红星电器公司更名的海尔洗衣机有限总公司，就任党委书记兼总经理。划归之初，海尔集团总裁张瑞敏便确定一个思路，海尔的最大优势是无形资产，注入海尔的企业文化，以此来统一企业思想，重铸企业灵魂，以无形资产去盘活有形资产，是最重要的一着。

海尔集团副总裁杨绵绵首先率海尔企业文化、资产管理、规划发展、资金调度和咨询认证五大中心的人员，在划归的第二天便来到红星电器公司，开始贯彻和实施“企业文化先行”的战略。“敬业报国，追求卓越”的海尔精神，开始植入并同化着“红星”的员工们。

随后，张瑞敏又亲自到“红星”，向中层干部们讲述他的经营心得，解释“80/20 管理原则”，灌输“关键的少数决定非关键的多数”这个“人和责任”的理念。

“企业最活跃的因素就是人，而在人的因素中，中层以上管理干部虽是少数，却在企业发展中负有 80% 的责任。”

令“红星”中层干部们耳目一新的“80/20 原则”，关于解决例行问题和例外问题要用不同方法的“法约尔跳板原则”，以及引用的中华民族的古训：“德，才之帅也；才，德之资也”，唤起了“红星”广大中层干部的进取心，鼓起了他们奋发向上争一流的风帆。

张瑞敏进而从分析企业亏损引申出海尔 OEC 管理，要求大家从我做起，从现在做起，从我出成果，从今天出成果，全方位地对每天、每人、每件事进行清理、控制，日事日毕，日清日高。

他提出，当前要群策群力，从三方面做起：一、以市场为中心，卖信誉，不是卖产品，一切工作都要围绕顾客需要和市场满意来做；二、降低成本，增加盈利能力，用最小投入得到最大产出；三、从现在起，每天作出计划，目标量化分解到人，抓紧抓死，要在 2 至 3 年内争创中国洗衣机第一名牌，最终在国际上创名牌。

### 2、“范萍事件”

应该说 3500 多名红星电器公司员工，对企业划归“海尔”表示了欢迎和拥护的态度，但由于企业文化、企业管理、员工素质等方面的差异，人们对海尔的管理方法，在理念上存在着认识偏差。

海尔的管理指导思想立足“以人为本”。对此，以柴永森为首的新领导班子，没有简单地采用单纯说教的方式，而是抓住发生在员工身边的典型事例来引导人们自觉地进行观念上的转变。

一天，洗衣机生产车间发生了这样一件事，质检员范萍由于责任心不强，造成选择开关插头插错和漏检，被罚款 50 元。这本是一件小事，因为过去企业发生质量问题从来都是罚一线工人，但若是用海尔的管理观念来看这件事，则不应该如此简单处理，当事者周围的干部们更应当逐级承担责任，针对这件事，他们利用集团主办的《海尔报》，开展了《范萍的上级负什么责任》的大讨论，并配发了评论《动真格的，从干部开始》。

以此为出发点，柴永森督促下级部门迅速处理企业数年来的洗衣机库存返修问题，但拖拉惯了的下级部门认为此事无关紧要，并没有按期照办，柴永森据此引咎自罚了 500 元。

全新的海尔管理，使原红星人受到震撼，尤其是广大干部，开始认识到管理的差距与不足了。

干部红黄榜迅速设立，先后有 10 位干部对自己工作的失误进行了自罚，许多长期难以根除的质量、供货、干部作风等问题由此得到解决。

抓住员工观念已有所转变的时机，柴永森组织全体员工分批参观海尔电冰箱等企业，使他们亲眼目睹海尔科学有序的管理现场，集团 OEC 管理，寻找自身差距。海尔现场管理的精髓是“责任到人”、“人人都管事，事事有人管”，除去生产环节，哪怕是车间里一扇窗户的玻璃，其卫生清洁也有指定员工负责。而该公司现场管理最大的弊病就是责任不清，出了问题谁也不负责任。

参观回来后，该公司各分厂都把严抓现场管理，落实每人、每事、每天的责任，作为开展工作、上水平的突破口，各分厂领导每天至少有 6 小时靠在现场，抓薄弱环节，解决实质问题，促使现场管理水平每天都有提高。过去现场管理较差，各种物品乱堆乱放的总装

分厂，现场面貌从此变得整洁而有条理，崭新的《现场管理区域图》挂在车间大门处；最优、最差车间主任、员工及评比缘由，提醒大家注意的当日工作重点，工整地书写在黑板报上；日清栏内质量、生产、物耗管理、设备、文明生产、工艺、劳动纪律等条目标注清晰，一目了然；车间地面上新画的区域黄线，将各种物品的设置，界定了归位明确的界限

现在，该公司各分厂均改变了过去那种从投入到产出的无序状态，形成了系统管理。

### 3、市场理念的导入

“我们一切工作的效果，最终是通过市场来反映的。”海尔集团这个经营理念，在海尔洗衣机有限总公司得到再次印证。

在新理念的导向下，该公司一切工作都围绕市场展开；

——建立健全了质保体系，建立了行之有效的奖罚制度，使产品走向市场有了可靠保证。

——建立高效运作机制，全面调整内部机构。撤销 34 个处室，成立销售部、财务部、制造部、技术质量部、综合部和研究所，实行 5 部 1 所管理。按照“公开竞争、择优上岗”原则，中层干部 105 人减至 45 人。

——改革干部制度，变“相马”式的干部提拔制度为“赛马”式的竞争制度。公开招聘、选拔一流人才，充实各部门干部岗位，仅销售部门即招聘了 50 多位大专以上学历以上的营销人员。崭新的用人观念，调动了干部的积极性，给企业人才市场注入了活力，也使洗衣机营销系统寻找到新的启动点。

——调整销售战略，重塑市场信誉。根据国内市场和消费者需求，克服种种困难，加大产量，将过去单纯面向国际市场的全自动洗衣机，在出口的同时投放国内市场，并冠以朗朗上口的“小神童”新品牌；新开发了一种适销对路、大容量的气泡双桶洗衣机，起名为“小神泡”。两种新品牌产品投放全国各地市场后，一炮打响，供不应求，使失去的洗衣机市场重回“怀抱”。

海尔集团还有条营销理念是：“只有淡季思想，没有淡季市场，越是淡季越应该做工作，越是淡季做工作越能收到效果”。过去，该公司营销人员在夏季前后的洗衣机销售淡季，常常是呆在企业里轧帐囤积。为改变营销人员的旧观念、旧习惯，该公司临时筹措出差资金发动营销人员在淡季走向全国各地市场，强大的“淡季攻势”，果然使沉寂的洗衣机市场红火起来了。

95年底，该公司又根据争创中国洗衣机第一名牌这个目标要求，进行了力度较大的产品结构调整，下马了一批商场滞销产品，同时确立了加速开发市场畅销的“小神童”、“小神泡”系列洗衣机目标，保证每月开发一种新产品。

### （三）整合的成效

企业却在划归后不久，通过引进海尔竞价模式，使每台海尔5公斤洗衣机的配套成本降低15.3元，按每年60万台产量计算，1年可降低成本近1000万元。在划归后的第三个月里，公司实现扭亏为盈；9月盈利2万元，10月盈利7.6万元，11月盈利10多万元，12月一个月盈利150多万元，企业出现了越来越好的发展态势。据国家权威部门最近统计，该公司洗衣机销量，已从95年7月份的全国第7位上升为95年底的第5位；全国市场占有率增长3.7%。截止12月底，该公司1995年出口洗衣机8.2万台，创汇1230万美元，位居全国洗衣机行业首位。

96年海尔洗衣机发展势头更猛，一次性顺利通过了ISO9001国际质量认证，并囊括了洗衣机行业几乎所有的最高荣誉：荣获中国洗衣机“十佳品牌”第一名；出口量全国第一，仅一个品种出口日本就占日本进出总量的61%，占中国出口日本的91%中国每出口两台全自动洗衣机就有一台是海尔出口的；国家质量抽检连续两年荣登榜首，其中全自动洗衣机无故障运行突破了7000次大关，达到国际新水准；荣获全国消费者欢迎产品第一名、九七购物首选品牌第一名，在刚刚结束的中国消费者协会投诉率调查活动中，海尔洗衣机成为唯一一家投诉率为零的企业。目前，海尔洗衣机已拥有8大系列50多种规格洗衣机产品，成为中国同时也是世界唯一一家可同时规模生产欧、亚、美三种风格洗衣机的企业。

## 投资控股—顺德爱德集团

### 一、背景介绍

顺德，是创造了中国家电工业奇迹的城市。只要看看下面这些产品的名字，你就不会怀疑顺德为什么会被誉为“家电王国”了。科龙华宝和美的空调，容声冰箱，爱德电饭锅，格兰仕微波炉，希贵抽油烟机这些人人皆知的名牌家电产品，都诞生在顺德。其中，爱德集团生产的爱德牌电饭锅的产量规模和市场覆盖率在同行中多年一直占据第一。1996年市场占有率高达26.2%。1993年1月，李鹏总理和乔石委员长曾先后到爱德集团视察。

1991年，爱德集团开始实施“小家电”向“大家电”转移的结构调整战略，当年便投资上了年产20万台的广东第一家，中国第一代大容量全自动洗衣机，借助爱德这块名牌，产品曾风行一时。但随着竞争的加剧，尤其是“洋名牌”的冲击，爱德洗衣机日益力不从心，两年来一直处于停产或半停产状态，企业债务缠身，于1996年7月正式宣布停产。公司高层决定寻求一家有实力的家电厂商合作重振山河。

此时的海尔在国内外已经有了相当的影响力，1995年海尔集团实现销售收入43.3亿元，利润2.4亿元，96年销售收入61.6亿元，利润3.1亿元，整个企业呈现出一种良好的上升势头。1996年海尔洗衣机的产量达到了103.81万台，“海尔”商标被评为最有价值的家电品牌。

### 二、并购目的

在顺德周边，早已有威力、万宝、高路华和凤凰等5家全国名牌洗衣机企业“盯”上了爱德，但爱德又为何“舍近求远”地寻求与海尔合作呢？

关键还是海尔的品牌、质量、发展打动了爱德。

爱德集团总经理李文坚说，爱德早就注意到，这几年，由于家电产品需求过剩，所有家电同行都被迫降价，引起效益下滑，惟独海尔不但不降价，反而供不应求，多年一直处于超常规增长态势，商标价值评估达 77 亿多元，高居家电同行榜首。尤其是海尔洗衣机的发展更令人惊讶，推向市场不到两年，便一举夺得同类产品质量、产品占有率、消费者购物品牌等 8 项全部第一，能和中国家电的“领头羊”合作，爱德未来的发展也一定能呈现“超常规”。这就是爱德加盟海尔的初衷。

从全国来看 1996 年中国城镇家庭洗衣机拥有率达到了 90.06%，但仍低于发达国家水平。同时，许多家庭拥有的洗衣机是在八十年代中期购买的，现已需要更换，加之城镇居民收入的增加使得他们对洗衣机的需求进一步增大，尤其是全自动洗衣机。而人口数 2.5 倍于城镇的农村家庭在 1996 年洗衣机的拥有率仅 20.54%，洗衣机的需求仍有较大的增长空间。

正是鉴于这些原因，享有中国家电第一集团之称的海尔自然想在洗衣机市场上更有作为。爱德集团本身有着较强的实力，而且地处临近港澳、东南亚市场的广东顺德，对于想通过并购快速扩张的海尔有着较大吸引力。而且，顺德作为中国改革的前沿地区，其优越的政策环境和人文环境也是其他地方难以比拟的。另外，顺德地方政府在这次并购中也起到了极为重要的作用，下面我将把这一点作为此次并购的特点加以介绍。

### 三、并购过程

1997 年 3 月 13 日，海尔集团跨过长江，南下挺进中国改革开放的最前沿阵地广东顺德市，以控股投资的方式，与赫赫有名的广东爱德集团公司合资组建顺德海尔电器有限公司。

总结接管红星等企业的经验，这次海尔依然是以文化导入为主要手段，派出了企业文化中心主任苏芳雯和海尔洗衣机公司总经理柴永森一行前往顺德。他们的使命有两项，一是向爱德集团员工传播海尔企业文化，实施“观念先投入”；二是切身感受、交流并吸收南国重镇改革开放的新信息，新观念，进行南北企业观念上的优势互补，使海尔企业文化的内涵更丰富，更深厚。

海尔人常常自豪地说，海尔最大的优势，最有价值的资产是海尔的企业文化，海尔的报国精神。在此之前，海尔就以观念和企业文化等作为最大的投入，在不注入资金的情况下将红星电器公司从负债累累的破产边缘救活过来，一年半时间便创出了中国洗衣机第一名牌的奇迹。用企业文化盘活存量资产，已成为海尔规模扩张中一种不可替代的模式。

在爱德洗衣机公司全体中层以上干部会上，苏芳雯详细讲述了海尔怎样从 12 年前的一家亏损小厂跃变为年销售额超过 60 亿、利润超 5 亿元的中国第一名牌家电企业的辉煌历程，讲述了海尔为什么能用 10 年时间便走完国际同行需用 50 年才能走完的路，讲述了什么叫“星级服务”，什么叫“真诚到永远”，讲述了海尔人与爱德人将怎样携手并肩，共创美好明天。

爱德大多数干部听了海尔的文化介绍后，都从内心感受到鼓舞，感受到踏实、充实，打消了许多顾虑，坚定了与海尔合作的信心，都一致认为“加盟”海尔的选择是正确的、超前的，并说，跟着海尔干，顺德海尔也一定能创出名牌，企业也一定大有前途。

海尔洗衣机公司派出赵振中任顺德海尔公司总经理后，他不住爱德集团安排好的“贵宾楼”，而住进企业设施简陋的招待所里，他每天和职工们一同下车间，一同加班，一同在职工食堂就餐。这位海尔老板无私奉献、敬业报国的行为，就是海尔文化价值的体现，深深打动了爱德员工的心。赵振中却说，因为我所做的一切不仅代表着海尔形象，也代表着青岛企业形象。

在公司上下一心奋战 10 多天后，原已停产半年之久的洗衣机总装线已全面恢复运转，在家待业的爱德员工已全部回厂上班，原定 5 月中旬正式出产品，提前到 4 月中旬，以海尔命名的新一代电脑控制全自动洗衣机从顺德走向市场，走向世界。

#### 四、并购特点

与红星案例不同，这一次并购是跨地区进行的，当地政府的态度对于并购能否顺利进行有着至关重要的影响。务实精明的顺德人此时展现出了他们的远见，顺德市以及爱德集团所在的桂洲镇对此次并购都表示支持，桂洲镇是顺德家电工业的主要发源地之一，尤其

是小家电，在市场上一直处于“霸主地位”，镇政府支持爱德选择海尔这个中国大家电第一名牌合作，他们认为得益的不仅仅是爱德，对全镇所有企业的技术水平，管理水平和营销服务水平等，都将得到极大的提高和促进。镇政府官员甚至认为，海尔的到来，可使桂洲的小家电继续保持全国的“霸主地位”。

顺德经济的高速发展是从 1992 年撤县建市后开始的。有人说顺德的崛起 90%以上是靠政策，顺德市人大常委会主任黄锦秋曾说，这是因为顺德抓住了 90%以上的发展机遇，体现在 4 个字上：务实，快速。

务实主要体现在政府对企业采取“让利发展”政策上。为此，提倡政府利益向企业分配，每年都要从市政收入中拿出 20%来支持企业发展，水、电、用地、用工和税收上都实行减免。正是宽松的政策环境，使企业获得高速发展，然后又以丰厚的效益回报政府和社会。目前，顺德基本上已消灭了城乡差别，家家户户都已提前 10 年进入了“小康”阶段。从经济发展程度看，顺德已完成了“资本积累”，正进入以投资为主的第二次创业阶段。

顺德第二次创业的总目标是：在本世纪末和下世纪初达到发达国家中等工业水平。其思路是，加快经济结构调整步伐，尽快淘汰劳动力密集型、污染型产业，上高科技含量、高附加值高效益产业。具体做法是，进一步加大改革开放力度，将国内外大集团、大财团和名企业都吸引到顺德来。此次爱德集团与国内最有名，实力最强的海尔集团合作，就是顺德实施第二次创业的突破口，在全市震动和反响都很大，为顺德企业如何吸引名牌大企业提供了现实可行的经验，市委市政府对此非常重视和支持。对于顺德海尔公司，市委市政府和桂洲镇都已决定，要在两级政府的权力范围内全力支持，首先市在信贷方面倾斜，其次是实行税收优惠政策，政府税收留成部分全部返还给企业，增值税也将返还一部分，在水、电、土地、用工等都将实行最优惠的政策。

由此可见，在这次并购中，顺德地方政府起到了极大的促进和推动作用，这至少表现在下面两个方面：一是他们的支持直接促成了爱德与海尔的合作；其次，地方的支持使得并购方对被并购方的整和与重组得以顺利进行，在很短的时间里就走上了生产经营的正轨。从这一个案例我们可以发现，在目前的中国企业并购中地方政府是一个极为重要的角色，如能取得他们的支持并购成功的可能性将大大提高。

## 强强联手—西湖电子

### 一、背景及并购目的

有关数字显示，我国彩电生产能力已达 3000 万台，而市场年需求只有 2000 万台。彩电生产行业被称为“黑色家电”，商标品牌价值被评估为 77.36 亿元的“海尔”选在此时“下海”——进入黑色家电业，多少有些令人惊讶。1997 年 9 月海尔与浙江省最大的电视机定点生产企业西湖电子集团共同出资，在杭州经济技术开发区组建杭州海尔电器有限公司合作生产大屏幕彩电。

海尔为什么要在彩电市场竞争异常残酷时“自投落网”呢？海尔总裁张瑞敏十分肯定的认为：中国彩电市场蕴藏着巨大的潜力。他说，海尔通过长时间的反复观察与调查，认为中国彩电企业最大的弱点之一是技术开发能力低且雷同，而以电脑、电视、电信一体化为标志的数字技术时代正悄然来临。用数字技术代替以模拟技术为主的电子产品有着巨大的发展市场。因此，拥有雄厚资本和技术力量的海尔有能力在未来的彩电市场占据一席之地。同时，集团副总裁杨绵绵认为，上彩电也是海尔事业发展的要求。海尔早在几年前就提出进入世界 500 强的目标，而她认为要跻身 500 强就必须实行“多元化”，海尔从白色家电转向黑色家电就十分自然了。

而作为拥有资产近 17 亿元的国家一级企业西湖电子集团，主导产品为彩电、彩色显示器、VCD、电子琴及电子元器件等。公司建有国家级的企业技术中心，拥有电视设计、综合电子电器产品设计、数字技术应用、工艺技术、专用集成电路等五个研究所和一个计算机软件开发应用中心，具有年生产 120 万台彩电的生产能力。公司连续 8 年进入全国 500 家最大经营规模工业企业前列，并进入全国科技开发实力百强企业行列。近年来在满足自己品牌生产的基础上，为日本的三菱、韩国的大宇、国内的牡丹公司进行定牌生产，但几年的合作并没有给“西湖”自己带来太多的实惠，而西湖在品牌培育和市场开拓方面的弱点却一天天暴露出来。由于西湖拥有一支近 200 人的科研队伍，具备多项国内一流世界领先的成熟技术，在这几年彩电市场竞争异常激烈的情况下，西湖仍能站住脚，但已经缺乏

后劲。西湖是一家有雄心的企业，因此寻求一家有实力和强大市场开拓的企业与之合作成为它明智的选择。

## 二、并购经过

97年9月海尔推出了其自有品名的中国数字丽音彩电“探路者”和VCD、电话及电脑等信息产品。调研中据海尔员工介绍，根据西单商场销售额统计估计海尔彩电在北京市场占有率达到了30%，但由于客观原因无法对此数据加以证实。

对此次并购的具体操作过程由于无法深入了解，因此不知道双方各自的出资比例。从媒体的报道来看也不尽一致，有的说海尔不曾投入一分钱只是利用其自身的无形资产入股，但有的媒体却称是双方共同出资。

## 三、并购特点

毫无疑问本次并购是海尔若干次并购中最具战略意义的一次，它标志着海尔集团向着具有国际竞争能力的企业集团迈进了重要的一大步。就兼并方式而言，海尔也认为这是其品牌运作的一种高级形式，超过了其所谓“吃休克鱼”的模式，是强强联合，优势互补，新造了一条活鱼。

长岭集团并购黄河机电

北京大学光华管理学院 严鸿宴

并购案概要

1996年8月4日，长岭集团股份有限公司和黄河机电有限公司合并组建长岭黄河集团公司，在优化企业结构和资本结构方面进行探索，在国内引起强烈反响，并被评为中国国有资产管理十大新闻。◆

这次合并对双方来说是一次无偿合并，实际上是为了挽救黄河集团公司被摘牌的危险命运。长岭、黄河同是省属企业，黄河被省政府以行政手段划入长岭集团，未通过产权交易市场或中介机构。合并后形成长岭黄河集团公司，为国家授权控股公司，下属长岭(集团)股份有限公司，黄河机电有限公司，国营782厂，国营786厂。合并的双方：长岭集团和黄河均把企业财产中的国有资产移交给长河集团公司，并在国有资产管理局、银行等有关部门的监督下，按照合并协议办理移交手续，被合并企业的债权、债务由长河集团承担并据此调整帐户，办理更换合同、债权等手续。

此次，通过对陕西长岭集团公司与西安黄河机电有限公司合并重组案例的实地调查，探讨长黄兼并是否产生了规模效应，兼并初衷、目的，兼并前后企业组织结构变化等方面问题。

#### 一、并购方简介◆

长岭(集团)股份有限公司的前身是国营长岭机器厂(电子部782厂)。始建于1957年，是军用雷达生产厂，83年后走了保军转民的路，由单一军工生产转变为军民结合型企业。92年经过改制成为股份制上市公司。96年全国电子百强企业推销收入排名为第二十三位，资产总值达20亿元人民币。公司特点之一是人才极为丰富，6000名职工中中高级专业技术人员就有1200多人。◆

长岭集团属于以生产为主的专业型公司，其主要有军品、冰箱和纺电产品，军品是指海陆空用雷达为主的军事电子产品。纺电产品属高技术、高附加值产品，销售量占全国市场的40%以上。家用电器中长岭电冰箱是全国十大名牌产品之一，96年全国市场占有率也达到了8%，在全国同行中属于佼佼者。◆

股份制改造后的长岭继续坚持职工民主管理，集团公司设立工会，子公司和分公司设基

层工会，工会代表职工与企业签订集团合同，建立了协调稳定的劳动关系。公司工会代表职工设立了职工合股基金会，作为社团法人对基金会进行监管运作，公司研究决定重大生产经营问题或涉及职工切身利益的问题时听取工会意见。◆

由于公司治理结构在现实中可能遇到的种种复杂情况，长岭也象其他许多公司一样在人事安排上采取高度集权的模式，董事长王大中一人身兼五职，既是长岭的董事长兼总经理及厂长又是长岭黄河集团的董事长兼总经理。这种管理体制可以避免复杂的人际关系产生的摩擦和矛盾，避免决策程序的冗长带来的延误，避免治理结构中各环节不协调产生的管理漏洞。但是这种体制它的有效性又严重依赖于企业第一领导人的个人素质和个人决策水平，个人决策的风险性和失误率千万的损失也可能比较大。权力大，责任也重大，总经理王大中每周四天在宝鸡的长岭机器厂和长岭公司，三天在西安的长(岭)(黄)河集团公司，根本谈不上什么双休、节假日。◆

企业领导人都知道，分权有助于克服过度集权千万的不良后果，特别是企业有了很大的发展，规模扩大了，业务范围扩展了，经营管理的工作量大幅度增加，过度集权的弊端就会越来越显露出来。长岭正在探索建立有效，运行的分权管理体制，在日常经营管理中更多地注入民主决策和分工负责的因素。但是，据长岭集团企质管理处处长董建平介绍：“从目前长岭所处情势下的文化背景和价值体系来说，要建立一种分权而有效运行的体制，是有难度的，不过我们正在积极地进行探索”。◆

## 二、并购目的与战略◆

这次合并由陕西省体改委主要负责，三方共同研讨洽谈后决定由国营 782 厂、786 厂、长岭集团、黄河机电共同组建长(岭)(黄)河集团公司，四家各自保持独立法人主体，这次合并目的在于扩大优势企业生产规模，挽回劣势企业命运。

但从理论角度来看，发展是硬道理，复制过去就意味着死亡，企业必须在发展中求生存，在发展中求发展。企业的常规发展思路：投入-产出-再投入-再产出有它自身的局限，市场竞争甚至不允许你有时间按照常规思路发展。仅仅十余年的竞争，中国冰箱生产企业十不存二，企业面临着十分严峻的挑战。在这个关头，跨地区的兼并、联合成为一种可行的方

法，关键是兼并后的企业怎样搞。

长岭是想扩大生产规模，但不想背上一个烂摊子。收购甘肃长风时，长岭就没有犹豫，但是黄河让它却踌躇了很久，其原因不外是黄河负债太多，管理低下，且主要产品不相同一个是冰箱，一个是彩电。虽然黄河也有一个 50 万台的冰箱生产线，但那是 128L 的小冰箱，与长岭的产品型号不同，且两家生产线也不是一个型号，原材料规格不同，难以达到规模经济。

### 三、购并原因◆

长岭与黄河走上合并的道路，组建长河集团，有两方面的原因：

一方面是政府行为的干预。黄河效益的大滑坡，使陕西省彩电市场曾名噪一时的四大名牌黄河、如意、海燕、双鸥几乎全军覆没。其余三家已相继被吃掉，若黄河也消失在地平线上，陕西省在家电行业不仅无法占领省内市场，也将失去整个西北市场。出于地区利益的考虑，省政府决定出面，作为牵线人，以“拯救一个名牌，壮大一个名牌”为指导思想，鼓励长岭和黄河实行兼并。

另一方面，选择黄河作为并购对象，对长岭也有一定的好处：近几年，长岭形成了以军事电子产品、纺织电子产品和浓用电器电冰箱、空调器为支柱的三大系列产品结构。若与黄河走向联合，可使在军用雷达生产上，实现优势互补，扩大产品生产范围，发挥两个军工企业技术优势，有利于承担更多的军工科研生产任务创造更大的经济效益。在民品生产中黄河可作为长岭的大生产基地，利用长岭的名牌效益和管理优势，盘活近 10 亿的存量资产，迅速扩大长岭电冰箱的生产规模，实现规模经济，当然这是一个任重道远的工作。

黄河机电公司主要股东是国营黄河机器制造厂。主要从事电视机，电冰箱等电器产品产销业务。1995 年主营业务收入 4.62 亿元，亏损 9432 万元。资产总额 9.95 亿元，净资产收益率-33.07%，已连续第二年巨亏，为避免摘牌造成更恶劣影响，黄河机电在改善自身生产管理的同时积极对外寻求出路以得到振兴。

#### 四．兼并后长岭对黄河的努力

长岭与黄河合并后组成的长黄集团，高层管理人员以长岭的人马为主，他们对黄河的生产和管理进行了相当努力的多方工作：◆

一是理顺体制，明晰产权，完善法人主体。黄河机电股份有限公司是黄河机器制造厂以部分资产折股改制而成的，多年来一直是两块牌子、一套班子、产权不清、权责不明、管理方法和运行机制仍然没有摆脱计划经济的模式，严重束缚了企业的发展。兼并后，集团公司首先把两个企业彻底分离，作为集团公司下属两个直属企业，资产分别由省政府授权集团公司经营管理，确立了集团公司、黄河机器制造厂、黄河机电股份公司三者的关系和黄河两企业之间的产权所属关系，并根据集团发展战略，对 4 亿多元的资产和债务进行合理调整，各自完善了法人治理结构，使两个企业真正成为独立自主、自负盈亏的法人主体

二是争取多方支持，全面启动生产。兼并前，黄河因产品销售不畅，流动资金匮乏，生产经营几乎处于停产、半停产状态，有的生产线已多年停产。兼并后，省委、省政府把黄河恢复生产作为政治任务，省政府领导亲自为黄河协调流动资金 6000 万元；长河集团公司也先后组织为黄河贷款担保近亿元，组织输入流动资金 2000 多万元；集团子公司长岭股份有限公司还无偿送给一些短缺的材料和配件，使黄河全面启动了生产。◆

三是开发新产品，建立新的经济增长点。黄河效益下滑，其中一个重要原因是产品结构不合理，发展后劲不足。为了尽快扭转这一局面，集团公司帮助企业开发新产品，建立新的经济增长点。

在省政府争取 1700 万元，成立了由省政府有关部门、大专院校、科研单位和企业联合组成的攻关小组，全力开发研制多媒体彩电和准清晰度电视，这两个电子产品将作为黄河的拳头产品，以其先进的性能和广泛的适用性参与市场竞争。

利用黄河多年闲置的 30 亩土地，联合组建年设计能力 50 万台西安长岭冰箱股份有限公司，生产具有世界先进水平的电冰箱。

为了起动黄河多年停产的冰箱生产线，结合该线的特点，长岭开发研制出 128L 小冰箱

生产线使其恢复生产。

利用黄河现在闲置的厂房设备，开发生产 ABS 生产线。这是一个为长岭牌冰箱配套的产品，不愁销路、附加值高，投产后必将给黄河产生丰厚的回报。◆

四是加大清欠力度，最大限度地挽回公司损失。近年来，由于管理原因，外部拖欠黄河货款额较大，多次清欠收效不太，是黄河多年的老大难问题，职工意见也很大。实施兼并后，集团公司成立了清欠工作领导小组，加大了清欠力度。在陕西省委、省政府及省、市区各级检察院、法院的大力支持下，目前十户重点清欠对象有三户已完全结清，共清回现金 230 万元，清回各种物资价值 290 万元。现清欠工作正在向纵深发展。

五是压缩开支，减员增效。在集团公司的支持下，黄河进一步加强了财务管理，实行了厂长、经理一支笔。严格实施回收货款收支两条线，严禁坐支货款，防止资金体外循环。通过对原经销公司进行收编合并，降低仓储、差旅等费用，将今年的销售费用由 4000 万元压缩至 2000 万元。同时已压缩非生产人员 300 多人。

购并前组织结构图：

长岭集团

事业部制

长岭机器厂

长岭冰箱厂

长岭黄河集团

## 二级独立法人制

长岭集团                  黄河集团

长岭机器厂    长岭冰箱厂    黄河机电公司    黄河机器厂

## 五、并购交易程序

在中国，市场经济模式确定不久，企业之间的合并还处于很不规范的状况，企业合并的程序因合并方式不同而不同，长岭合并黄河是由政府牵头，双方直接洽谈完成，这次合并属行政无偿划拨，因此交易中所进行的资产评估，目的不是为了确定成交价，而是为明确产权，对非经常性资产进行剥离，确定国有资产的实际价值。在资产评估的同时，还全面及时地对长岭和黄河机电的债权、债务、各种合同关系进行了审查清理，确定了处理债务合同的办法。资产评估完成后，评估机构毕马威会计师事务所向长岭提交了书面的资产评估报告，并报国有资产管理局批准。◆

长岭与黄河就合并内容达成一致意见后，在省体改委主持下签定正式协议书，协议书中规定由国营 782 厂、786 厂、长岭集团公司、黄河机电公司共同组建长河集团，由长岭接管黄河管理层，债权债务由长河集团承担连带责任。◆

组建的长河集团作为新法人主体独立存在长岭、黄河股份有限公司将其国有股份移交长河集团持有，自身作为二级法人单独存在。

根据“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合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”(1995 年 5 月 4 日发)、(18 个试点城市中包括宝鸡市)的规定，长河集团须承担黄河机电偿还银行欠款的连

带责任，经银行检查同意后，免收黄河原欠款的利息。在五年的计划还款期内，对黄河的原贷款本全可实行债息挂帐，流动资金贷款不超过 2 年，固定资产贷款不超过 3 年。◆

在不同隶属的全民企业之间，虽然其财产的最终所有权在国家，但这些企业的投资主体不同，因而利益分配方法也不同。从这个意义上讲，它们实际上属于不同的所有者，它们之间资产的流动必须通过买卖关系，这是处理好中央与地方之间的关系所必要的。在同一财政隶属关系下的全民企业之间的资产流动，由于企业产权未被明确确认，在现阶段经主管部门同意后进行无偿转让是可行的。这有利于绕过财产关系不清等外部条件不规范的制约，推动企业兼并与合并。◆

## 六、长岭并购黄河中的政府行为问题◆

客观上讲，企业合并、兼并涉及面广，情况复杂，利益关系的协调比较困难，没有政府的支持甚至直接参与，很难顺利进行。目前我国，企业合并，特别是国有企业的合并，如果没有政府的支持，几乎是不可能进行。但是在现实中政府直接参与和决定的企业兼并与合并，理论上是违反市场经济规律的，因此，在国有企业兼并合并中，政府的角色和作用，具有两难的性质。◆

1996 年初的黄河，不良资产高达 9000 余万，5.6 亿的贷款无力偿还，企业办社会负担沉重，肌体入不敷出，1995 年 20 多万台彩电的销售收入俱被银行收走，黄河虽不相信眼泪，但却无力回天。这时一直对西北市场觊觎良久的广东科龙电器股份有限公司早已对黄河所处的地理位置以及人才优势心仪神往。这个目前冰箱产销量全国第一的大财主向西安黄河递上橄榄枝，积极寻求合作，许诺投资改建生产线，生产 50 万台容声冰箱。面对自己的窘迫，1996 年 5 月，黄河同科龙签定了合资生产容声冰箱的意向书。◆

但是，陕西省委、省政府一直进行着通盘考虑，95 年 7 月，省政府曾有意请位于咸阳、效益良好的中央级大企业彩虹显像管厂托管黄河、如意、海燕、双鸥这四家效益不好的电子企业，借势盘活存量资产以图东山再起，但由于所有者主体不同，产权交易资产划拨的问题搁浅。

95年11月，黄河与长岭进行第一次接触，但又在偿还债务、投资立项以及各自股民利益的问题上中断。96年5月，面临科龙咄咄逼人的进攻，促使省政府下定决心组建集团，推动黄河全面起步与科龙的合作对黄河来说只解近渴，而不能根本上解决黄河的问题，因为科龙只要黄河的这个生产线，别的一律不管，把黄河当成它在西北地区的一个生产车间而要从根本上救活黄河，就要从生产、产品、管理、资金各方面与以全面带动才行。◆

据长河集团副总经理施根生介绍说，96年9月，通过长岭提供担保的6000万元去项贷款已全部到位，解决了黄河的当务之急--恢复正常生产的运转，争取年内达到70万台的目标。集团还对黄河的王牌产品--18寸彩电进行线路改型，并垄断性购买彩虹厂的18寸显像管，以求占领广阔的农村市场。此外停产一年的冰箱生产线也已恢复生产，将利用长岭公司的先进技术和方法建成一条无氟、节能、降耗、具有国际水准和一流技术的50万台冰箱生产线。◆

此次政企联动，省里除按中央有关政策落实执行外，还出台8条优惠政策，如赋予长河集团公司地市一级基建、技改立项审批权，有关财政、金融上的免息和资金扶持，优先安排技改贷款和流动资金，积极向国家申请将长河集团列入国家城市“优化资本结构”相关企业，享受贷款和政策上的优惠等。◆

根据两个公司的97年年度报表来看，黄河科技（600831）年度主营业务利润是亏损7000万元，但当年仍净赢利600万元，这其中可能有关联交易在内。陕长岭（0531）年度主营收入利润7600万元。可见长岭并未把救活黄河当成是自己的第一重任。

两公司历年财务数据如下：

黄河机电公司历年财务报表（损益表） 单位：百万元人民币

	1997	1996	1995	1994	1993
销售收入	157.8	176.7	462.5	653.6	745.4
主营业务利	-69.59	-203.4	-77.9	4.3	47.5

润					
税前净利	5.84	-235.4	-81.6	39.2	48.0

黄河机电公司历年财务报表（资产负债表） 单位：百万元人民币

	97.12.31	96.12.31	95.12.31	94.12.31	93.12.31
固定资产	104.6	233.9	228.4	236.5	238.4
流动资产	414.6	472.2	766.8	670.9	545.6
现金	10.5	7.1	19.5	9.6	48.9
总资产	519.2	706.2	995.3	906.9	783.9
流动负债	442.2	653.2	707.6	523.5	381.2
长期负债	6.538	0.9	0	0.88	34.1
总负债	448.7	654.1	707.6	524.4	415.3
股东权益	57.26	51.43	285.6	380.9	368.2
少数股东权	13.3	0.4	2.0	1.6	0.6
益					

长岭股份公司历年财务报表（损益表） 单位：百万元人民币

	97	96	95	94	93
销售收入	1060	1235	1187	1020	799
主营业务利	29.62	79.62	97.72	101.7	69.24
润					
税前净利	42.49	80.72	98.7	104.6	68.37

长岭股份公司历年财务报表（资产负债表） 单位：百万元人民币

	97.12.31	96.12.31	95.12.31	94.12.31	93.12.31
固定资产	535.1	502.1	440.6	353.7	220.4
流动资产	1636	1270	830.6	652.2	381.1
现金	132	169.9	199.8	154.9	39.7
总资产	2171	1772	1271	1006	601.5
流动负债	1330	1069	717	535.8	407.9
长期负债	57.58	19.76	30.83	17.76	18.06
总负债	1388	1089	747.9	553.6	425.9
股东权益	779	683.4	523.3	452.4	175.6
少数股东权益	3.921	0	0	0	0
益					

资料均来自《路透金融系统》（北大终端）

从表中可以看出合并之后长岭的效益也在急剧滑坡，97年税前净利只有4000多万，比合并前的95年减少了5000多万，短期负债高达13.3亿，比95年增加了6亿之多，而黄河主营业务仍继续亏损，虽然税前净利为正，但从表中可清晰看出财务结构的不佳，负债虽比合并前的95年减少了2.6亿元，但净资产也比95年减少了2.5亿元，总资产更是减少了4.8亿之多。

陕西省政府牵线合并二者，直接目的就是为了避免黄河96年再度亏损而被摘牌。但是这样只解一时之渴，难以根治黄河之病。初衷虽然是好的，但是实际实行仍会遇到难以想象的问题和困难。今后这样的合并是否还有必要尚待思考。

## 加快资本运营

### —兰州黄河集团兼并案例

兰州黄河企业集团是一个年轻的由村办乡镇企业发展起来的集团企业。它的发展、壮大，是改革开放以来，特别是党的十四大以来，企业紧紧抓住建立社会主义市场经济体制的良好机遇，冷静分析国际国内啤酒行业的企业和市场状况，加快资本运营，大胆地进行了企业并购资产重组，实施大公司，大集团战略所取得的。

我国的啤酒产量，1978年只有40万吨，1994年产量达到1400万吨，1996年接近

于 2000 万吨，已超过日本、德国，基本与美国持平，成为啤酒产量最大的国家之一。但中国有 12 亿人口，人均年消费量只有 8 升，仅是发达国家人年均啤酒消费量的 1/14，完全可以这么说，中国假如要达到发达国家人年均啤酒消费量的 50%，那么，我国啤酒市场容量巨大。在这么大的市场中，竞争状况是，全国 860 多家啤酒厂中，90%以上达不到规模效益或为年产 5 万吨以下的小厂，其中 90%以上的小厂中约 40%的厂亏损，年产量超过 5 万吨的大中型啤酒厂只有 61 家。与此同时，外国公司纷纷涉足中国啤酒业，世界最大的啤酒商，美国的安霍伊泽——布施公司利用青岛啤酒公司股票上市之际，毫不犹豫地买下了 35%的股份，又投资上亿美元吞并了武汉中德啤酒公司，啤酒品牌为“百威”；法国达能跨国集团公司以 6.3 亿元人民币，收购了河北唐山豪门集团公司的主体企业豪门啤酒厂 70%的股份，合资成立了欧联豪门啤酒有限公司，连著名的“豪门”商标也作价 6000 万元人民币一并买断，使得原“豪门”集团公司下属的 22 家企业必须注册新的商标。据了解，全国啤酒行业年产 5 万吨的约 60 家企业都已实现中外合资；年产 10 万吨以上的只有兰州黄河啤酒、杭州钱江啤酒、北京燕京啤酒、青岛啤酒等极少数厂家没有合资，苦苦支撑着中国民族啤酒业的大旗。

面对“一个省，甚至一个市喝一个牌子”，860 多家啤酒企业散布在全国各地的“散、乱、差”的行业现状，黄河人深切地体会到：大公司、大集团战略是唯一的选择。从中外啤酒商在华的竞争来看，只有大公司、大集团才能与之抗衡。英国《经济学家》杂志目前在评述中国啤酒时指出：“在本世纪末，中国将取代美国成为全球最大的市场，这引发了新市场的争夺战，对华投资者为了保险起见，在挑选作伙伴时，总盯住那些有名的大公司。”因此，扶植重点企业，增加重点企业与国外跨国公司的市场竞争力势在必行。轻工总会已快定扶持 10 个 60 万吨以上的啤酒集团，从投资，政策方面给予优惠，让它们在融资、发行债券、股票上市、在贷款和兼并方面给予优惠政策，对被兼并的老企业的负担，可挂帐停息。对黄河人来说，只有组建“航空母舰”，只有跻身十强，才具备冲出西北，走向全国的条件，才能在更为激烈的市场竞争中赢得主动。实施大公司，大集团战略，剩下的 800 多家中小啤酒企业，它们根本不具备抗风险能力，不仅难以保全已有存量资产，更难以发展壮大，怎么办？唯一使其资产重组——兼并、收购。黄河人正是在这种战略思路指导下，大胆实践，勇于创新，成功地走出了一条西部资本运营之路。

## 第一部分 资本运营技巧

资本运营，是指企业所拥有的一切有形和无形的存量资本通过流动、优化配置等各种方式进行有效运营，变为可以增值的活化资本，以最大限度地实现资本增值目标。资本运营的目的是，按利润最大化原则，使资本在再生产过程中实现保值和增值，使之更有效率，不断实现扩张。资本运营形式，采取收购或兼并其他企业的办法；也可以通过收购部分产权，控股或参股等形式进入某一企业；还可以通过出售部分产权来盘活存量资产，调整资本结构。所有这些较之单靠自己的力量或直接投资更能够缩短投资周期，分散投资风险。因此，资本运营是迅速实现资产增值和实施大公司、大集团战略的必然选择，并与变化快速的现代企业经营相适应，符合企业综合化、立体化、多元化经营的大趋势，促进资本结构、企业结构、产品结构及经营方式的优化。可见，资本运营是现代企业制度中一种以资本增值为目标的经营管理方式，是社会主义市场经济发展的必然。

兰州黄河企业集团其前身是公司董事长、总经理杨纪强于 1985 年利用贷款创建的一个村办啤酒厂，目前已发展成为一个以生产啤酒为主，跨行业、跨地区、跨所有制的集团化现代企业，资产总额已达到 7.8 亿元，无形资产达到 12 亿元，职工 8000 多名，下属 24 个经济实体。1997 年啤酒产量可达 32 万吨，利税总额 1.3 亿元，人均创税 1.26 万元。经国家食品行业统计公布，吨酒利税同行业全国排名第四位。它的发展壮大，主要得益于资本运营的创新形式的运用。

### 一、无形资产盘活有形资产

资本运营的前提是企业必须有资产，必须在自有资产经营基础上多渠道实现资本融通，但是在资本运营中，我们不能忽视无形资产的重要作用，无形资产可以盘活有形资产发挥更大的效能。黄河集团在兼并，收购时正是充分利用了无形资产的优势。96 年 11 月以来，先后兼并、收购、控股了甘肃镇原、天水、泾川、陕西渭南、青海雁明五个国有啤酒生产企业，通过技改扩建，使黄河啤酒的生产能力由去年的 10.5 万吨猛增到了目前的 3 2 万吨，据测算，增加这么多年产量约需投资 4 亿余元，而通过兼并、收购、控股的资本运作，黄河集团只花了 1.158 亿元，其他则采用黄河集团的商标、技术、管理等无形资产，占总

投资的 71.05%。

那么，黄河集团无形资产的魅力从何而来呢？

（一）品牌优势。黄河啤酒已开发出普通、低度、高档、鲜啤、果汁饮料型等五大系列二十一个品种，是国产品牌中最为丰富的一个，而且经过十一年的努力，产品规格更为齐全，包装装璜更加精美，产品质量更加稳定，档次更加提高，成为全国各地，各阶层消费者都十分喜爱的啤酒品牌。今年五月，在国家统计局等六个单位共同举办的“中国城市居民消费状况调查”中，黄河啤酒荣获啤酒产品“最具市场竞争力民族品牌”第三名，仅次于青岛、燕京两个驰名商标。最近，又获甘肃省人民政府授予的“陇货精品”称号。加上前十年先后获得的部优、省优、甘肃名牌、农业博览会金奖等称号、黄河啤酒已获得省部级二十多项大奖，在国内啤酒界声誉大振，已形成了较为完整的品牌系列和较为明显的品牌优势

（二）商业信誉强。在十一年的发展中，凭着创业者的精明、才智与艰，黄河集团赢得了各方面的信赖。企业严把质量关，不合格产品一律不允许出厂，过期啤酒一律不准销售，企业以“顾客为上帝”加强售后服务，产品出现问题，包退包换。各销售网点，定期征询意见，不断改进，对用户、客户服务热情周到，使黄河集团信誉越来越好。黄河集团的信誉，已得到政府的认可，企业连续三次被省政府授予全省乡镇企业发展“十强”第一名，甘肃省纳税大户的第十三名，中国饮料制造行业最大规模乡镇企业第四名，全国最高利税总额乡镇企业第四十五名。最近又连续获得三项殊荣：一是被甘肃省政府确定为省级十二家大型干企业集团之一，进入了省级队；二是被国家轻工总会确定为全国十大啤酒集团的候选企业之一，有希望进入国家队；三是被农业部评为全国乡镇企业文明单位之一。

（三）供销网络四通八达。黄河集团一开始就重视产品销售网络的形成。在全国 27 个省市区建立了 74 个分支机构，形成了全国性的销售网络，市场占有率迅速提高。西关地区的平均市场占有率已达到 29%，西地区高达 95%，甘肃本省市场占有率已达到 73.5%，四川、内蒙、云南等省、区为畅销地区，并被重庆市、内蒙古自治区指定为庆典专用产品。在北京、广州等地已大量进入高档宾馆、酒店，被誉为国产啤酒的精品。九七

年十月份全国各地二千四百多位商家代表云集兰州，共商黄河发展大计。

(四) 产品科技含量高、品质好。十一年来，黄河人始终坚持科技兴厂和质量兴厂。先后投资近一亿元，引进了世界一流水平的啤酒质量全过程间隔流动分析仪，七色柔版商标印刷系统，啤酒精滤系统等先进设备；并与德国、瑞典、丹麦等国和国内科研院所、大专院校开展技术交流与合作，在啤酒生产工艺上采用了目前世界先进水平的高浓度稀释、反渗透水处理、酵回收、密闭糖化、微机自动控制等技术系统；集团组织专门班子开展国际标准 9002 质量认证和出口商品卫生注册工作，今年 7 月，卫生部注册已获得通过，同时，在国家技术监督局全国抽样检验中，黄河啤酒各项指标连续三次全部合格，部分理化指标达到国际先进水平。吨酒成本在全国同行业中最低。

黄河人认识到，以无形资产盘活存量资产是迅速增加产量，扩展市场的好路子，但与此同时，如果不注重产品质量，将砸掉整个黄河的品牌，因此，要把质量当作企业的生命线，在抓质量的问题上决不手软。

(五) 良好的管理素质和企业精神风貌。黄河在外抓市场的同时也十分注重内抓现场，在管理上企业领导身体力行，从自身做起，起到了很好的示范效应，同时不放松企业的精神文明建设，形成了“自强、求实、创新、进取”的企业精神。企业呈现出良好的精神风貌黄河集团兼并天水啤酒厂时，黄河派去的技改大军从领导干部带头，一律住在缺少门窗的破旧平房里没日没夜地连轴转，除荒草、整场地、卸设备、都是自己干，天水啤酒厂的职工感动了，纷纷加入了技改整修队伍。

企业家素质，即高瞻远瞩的战略预见力和极富影响的人格魅力也构成了企业极为重要的无形资产。

(六) 加强理论研究，组建智囊团，形成了良好的外部环境

随着市场经济的不断深化，理论指导日益成为现代企业发展的重大环节。为了促进企业上档次，上水平，黄河集团非常重视现代企业理论研究指导工作的重要作用。它聘请国内著名经济学家以及中共中央研究室、国家院发展研究中心、国家体改委、国家经贸委、国家轻工总会、省市党委、政府、人大、政协、公检法、省轻工总会等行业、研究部门的政策专家、行业专家，组建了一支高素质、高效率的外部交易型智囊团。每年定期两次召

开研讨会，为企业发展出谋划策，在企业集团决策上起到了决定性作用。

黄河集团的资本运营模式已经引起了省内外和中央的高度重视。中国软科学研究院区域经济研究所在深入黄河调查研究后认为：西部企业的发展要想在全国性市场竞争中站稳脚跟，应借鉴黄河集团的发展模式。国务院发展研究中心于今年6月初，在兰州召开了“企业机制、企业发展与地方经济腾飞研讨会”，专门以黄河集团案例进行了分析研讨认为，如何加快西部地区的经济发展，已成为大家关心的一个带有全局性的重大课题。他们的兼并实践探索了西部经济发展的新模式，为国有企业深化改革提供了有益的经验。8月——9月省委、省政府、省人大、省政协四大班子一把手亲自到集团调研，帮助企业理顺发展思路，并解决了许多困难。最近，已引起了国务院副总理吴邦国同志的重视和关注，指示国家经贸委等有关部委作为典型案例进行调研总结。

黄河集团正是这些无形资产优势，才能在资本运营过程中以无形资产运用作为优化杠杆，实现低成本的扩张战略。

## 二、资本运营的多样形式

黄河集团在资本运营的过程中，采用了多样的运营形式。

(一) 以横向兼并为特征的规模重组。黄河集团自1996年11月起采用收购、兼并、控股的方式，使五家省内外啤酒厂，初步形成的生产规模。

### 1、兼并镇原啤酒厂、天水啤酒厂、泾川啤酒厂

镇原啤酒厂是省轻工厅批准建设的全民性财政扭补工业企业，依靠国家扶贫贷款共投资1022.29万元，于1988年6月正式竣工投产，年生产能力1万吨。自88年至91年5月，资产负债率达148.6%，只好停产关闭。其后，在庆阳地委、行署和省有关部门的支持下，兰州黄河企业集团公司应镇原县人民政府之邀，经考察协商，在政策尚不明确的情况下有限兼并了镇原啤酒厂，兼并经营五年，啤酒年产量由一万吨增加到二万吨，上缴税金2199万元，创利润400多万元，企业负债率下降到现在的86%，比兼并前降低了62个百分点。已成为镇原老区乃至庆阳地区的一大财源。

天水啤酒厂是1983年在原天水氮肥厂基础上转产的市属国有企业。1989年啤

酒生产能力达到 1.5 万吨，截止 1996 年 6 月，该厂有固定资产 1333.2 万元，负债总额 5416 万元，资产负债率达 131.22%，帐面亏损 2185.15 万元，欠交养老统筹保险金、拖欠职工工资和其他费用 259 万元。企业被迫停产达 14 个月。天水市委、市政府由主要领导主持研究，果断提出建议，请甘省著名企业——兰州黄河企业集团对天啤实行兼并。双方经过五个轮次的协商谈判，提出按双方确认的固定资产净值和全部土地使用价计，在接受 620 人全部职工的前提下，实行购买式兼并。此后，黄河集团即投入 2600 万元启动生产，1800 万元进行技术改造，于 1997 年 3 月正式投产运营，现年产量可达 4.5 万吨。投产后第一个月生产啤酒 1200 吨，第二个月生产 4000 吨，产品销售前景很好，预计今年可上缴税金 1500 万元以上。企业兼并后，还挽救、带动了北道玻璃厂、纸箱厂和养猪厂。

贫困地区国有企业泾川啤酒厂是 1988 年泾川县用扶贫贷款 1100 万元建成的，从业人员 420 人，总资产 3434 万元，总负债 477 万元，负债率为 159.49%。1997 年 6 月山拖欠职工工资 200 万元。

1997 年 8 月 8 日黄河企业集团出资 1000 万元兼并了泾川啤酒厂，投放 4000 万元进行技术及扩建，年生产能力由现在的 1 万吨扩建到 5 万吨，为贫困地区泾川县上缴税金 2500 万元。1998 年初正式投产。

## 2、收购渭南啤酒厂

渭南啤酒厂是陕西省渭南市属国有企业，从业人员 581 人，年设计生产能力 3 万吨，总资产 10440 万元，总负债 17400 万元，负债率 166.67%，拖欠职工工资 180 万元。1996 年宣布破产。

1997 年，陕西渭南市政府顶住来自各方的压力和多家企业的竞争，看好黄河集团的经营机制和黄河啤酒品牌，提出将年产 3 万吨的渭南啤酒厂交给黄河集团收购。

1997 年 5 月 8 日，经陕西省拍卖中心依法拍卖，黄河集团以 1750 万元购买了该厂，对该厂 581 名职工全部安置。并投入 4000 万元进行技术改造。渭南市工商银

行主动提出愿提供贷款帮助企业进行了技改扩建，今年10月1日出酒，产量达到8万吨，明年产量达到10万吨，市政府给予免税五年的优惠政府，并由市长亲自协调抓落实。

### 3、控股光明啤酒厂

雁明啤酒厂是青海省的省属国有企业，1997年8月，黄河集团集团出资1430万元，以55%的股份与青海恒利化工有限公司合资改造破产的雁明啤酒厂（年设计生产能力1万吨，职工280人），成立兰州黄河（青海）啤酒有限公司，合资经营期为15年。1998年2月正式投产。由当地贷款帮助企业进行技术改造，年设计生产能力由1万吨扩建到5万吨。

近日，新疆哈密市政府领导登门要求，黄河啤酒这几年占尽了他们的市场，迫使他们年产4万吨的啤酒厂停产，提出干脆交给黄河集团经营，只要能为地方纳税就行。

成功地兼并、收购和控股了五个国有企业，壮大了黄河集团的竞争实力，使黄河啤酒的年设计能力扩大到60万吨。企业兼并收购加速了资本的集中、积聚、增值和资产规模的扩张，促进巨型企业的产生和发展，提高了企业的规模经济效益，推动了企业升级和资本在全社会范围的优化配置，为进军国内、国际市场创造了先决条件。

#### （二）以纵向组合为主导的产业链条重组

黄河集团在紧紧抓住啤酒生产作为核心能力的同时，展开产业重组。发展农业产业化，主要内容是通过培育龙头企业，实行企业带基地，基地连农户，形成贸工农一体化、产供销一条龙的经营体制。黄河集团决定遵循以农业开发推动啤酒加工业，以种植业带动养殖业加工业的方针。拟投资2.29亿元开发十五万亩荒地，建立良种大麦基地；并拟投资4000万元配套建设万头肉牛育肥基地。

#### （三）以黄河啤酒为龙头的品牌重组

黄河集团在黄河啤酒的基础上，实施品牌扩张战略，以黄河啤酒为龙头重组了以黄河为商

标的印刷厂、超纯水、羊毛衫、纸箱、酒瓶，向各个行业发起冲击。

#### （四）以高素质人才为特征的人才重组

自从创业那一天起黄河对人才资本运营就倍加重视，善于使用人，善于最大限度发挥人的积极性与创造性是黄河的用人机制所决定的。因为，中国的旧观念只相信人情亲和力，不相信资本的亲和力。黄河相信资本的亲和力一贯实行“能者上，庸者下”的用人原则，使人才资本运营处于最佳状态。

在兼并过程中，推行干部职工的本地化优化组合，对他们的优化关键是思想观念上的重组。实践证明，黄河出技术、出商标、出管理，还是原班人马，效果就是不一样，关键是被兼并企业在兼并前后观念不同。精神面貌不同、工作热情不同，效益也不同。

### 三、资本运营中，购并和改制相结合。

到目前为止，黄河集团已兼并、收购、控股了五家国有企业，而且是“兼并一个，成功一个”。原因何在？“是因为它兼并一个，消化了一个”，以新的机制代替旧机制、同改制、改组、改造结合起来，把收购兼并企业融入自己的集团，使它服从于企业的发展方向。黄河的机制是有效地运行了与市场经济相吻合的“五自”经营机制。

在兼并过程中，如果说国有企业兼并国有企业，仍然存在着转变机制的问题的话，那么，乡镇企业兼并国有企业，则一次性地解决了这个问题。黄河集团坚持乡镇企业的经营机制是企业发展的根本。对国有企业职工观念冲击最大的是：工资有高有低、分配全跟着效益走，多劳也不一定多得，只有按能分配才会得到高收入。集团兼并的天水啤酒厂工资年均高的有上万元，低的只有 7000 余元。现在，大家普遍接受了这个道理，市场“六亲不认”，只认效益。出路只有一条，努力增加效益。

## 第二部分 资本运营的效益

黄河集团采用资本运营方式经营企业后，对集团本身，被兼并企业以及当地经济的发展产

生了重大影响，并产生了极好的社会效益与经济效益。

### 一、企业集团在短时期内急骤扩张

自 96 年 11 月黄河集团兼并、购买、控股五个国有啤酒厂并对其进行技术改造以后，黄河集团啤酒的年生产能力由 96 年的 10.5 万吨猛增到 97 年的 32 万吨，预计 98 年的年生产能力将突破 60 万吨大关。这是超常规的发展速度，从资金上考虑啤酒行业每形成年产 1 万吨的产量约需投资 2400 万元，增产 50 万吨约需投资 12 亿元，而集团加上各期技改资金大约前后共投 3.3 亿元，节约资金 9 亿元，是一种低成本的扩张，从时间上来看，兴建十万吨的啤酒厂约需五年时间，而通过兼并、收购、控股和技改，不过花了一年半时间。在商战中，时间就是金钱，这种扩张模式为黄河集团占领市场争取了宝贵时间。

九个月来兰州黄河企业集团选择了一条横向兼并、低成本扩展的道路，而不是象过去传统的那样内部扩展，靠自己铺摊子，滚雪球，这样做，既可以合理利用现有的生产能力，使存量资产发挥应有的效用，避免造成社会生产力的浪费；又能节约资金和时间实现低成本扩展，超时间扩大生产能力。

著名的诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格勒曾指出：这一百年到现在，世界上前五百强的大企业，无一不是通过资产兼并而扩展起来的，没有一个是仅仅靠内部积累发展起来的。反观黄河集团的超常规发展的历程，可以清楚地看到，黄河集团的扩张主要是外延式的扩张战略。

### 二、企业融资通道的扩张

黄河集团走的是一条横向兼并、高负债、低成本扩张的道路。九三年成立兰州黄河企业股份有限公司时，总股本 8680 万元，其中黄河集团控股 5000 万元，融得资金 2000 万元；在兼并、控股、购买过程中一共投资 1.15 亿元，71.5%以上是黄河集团凭其良好的信誉向当地银行融资的。此外，在筹资过程中促进了优质资本的培育。资本作为商品，也有好坏之分，优质资本不仅具有作为普通资本的购买，增值功能，也因为其具有良好的信誉，优良的品质而能获取比变通资本更高的报酬，黄河集团在资本与啤酒技术的组合过程中，不断注重优质资本的培育，充分发挥了资本的效率。

此外，作为地处西部的企业，黄河集团也充分发挥了西部的资源优势。在经济系统中，资金和劳动力是最重要的两类资源，当资金稀缺而劳动力充足时，合理的选择是大量利用劳动力以提高资本的利用率，反之，在劳动力稀缺时，应利用资金以提高自动化程度以节约劳动力。经济学承认在一定范围和条件下的劳动力和资金是具有替代性的。

在我国，长期将本来稀缺的资本高度集中使国有大中型企业之外的劳动力与现代意义下的资本几乎无缘改革，应当从资本与劳动力的最优组合出发，去发现不合理配置造成的落差从中发掘经济潜能。在劳动力相对丰富的西部，黄河以低资本，高劳动力的投资组合作为替代融资的手段，既充分发挥了西部优势，又弥补了相对的资本短缺。

### 三、盘活了被兼并企业存量资产和增加了甘肃的税收

在被兼并、收购、控股的五个国有企业中，负债率由平均 158% 下降到 80%。在兼并收购之后，当地的国有资产管理部門不仅将这些不良资产转化为坚挺的货币资产，还为当地增加了税收来源。天水啤酒厂年税收 1500 万元、镇原啤酒厂 1200 万元、渭南啤酒厂 800 万元。

### 四、加大集团对企业资本的控制能力

黄河集团作为兰州黄河股份有限公司的核心企业，在九三年成股份公司之日起，即以 5000 万元资金，控制 8500 万元的资产。通过兼并、收购、控股后，被兼并企业资产的迅速膨胀，使黄河集团控制的资本迅速扩张，被收购的渭南啤酒厂，收购之时仅值 1750 万元，在技改之后形成年产啤酒 10 万吨的生产能力，价值 17000 万元，企业实际价值膨胀 10 倍，实际扩大了黄河集团的资本控制能力。预计，黄河集团公司股票上市之后，将能把所控制的资产从 7.8 亿元扩大到 16.5 亿元。

### 五、带动了一方经济的发展

黄河企业集团在自身发展壮大的同时，也推动了甘肃经济发展。

1、解决了当地适龄青年的就业问题，目前，黄河企业集团共有员工八千余人，基本上均为甘肃就业人口。

2、增加了甘肃的税收

3、形成产业链，带动了种养业的发展。投资 2.29 亿元开发十五万亩，建良种大麦基地；并建设万头肉牛良肥基地。建立德国良种 AC2 号大麦生产基地，使啤酒大麦的蛋白质含量由目前国产大麦的 13%以上降到国际先进水平 9%左右，千粒重由 42 克提高到 46 克左右，生年可为黄河啤酒提供优质啤酒大麦 7.5 万吨；同时，投资 4000 万元配套建设万头肉牛育肥良地，生年出栏肉牛 5000 头，可为社会提供鲜牛肉 250 万公斤。啤酒年产量 98 年达到 60 万吨，200 年达到 100 万吨，分别可创利税 7 亿元、11 亿元。

### 第三部分 资本运营的政策建议

纵观世界各国资本运营，企业并购，资产重组的发展，都离不开政府的政策支持。

资本运营是一个全方位的运作过程，涉及众多矛盾从黄河集团的资本运营过程中的体会。现就其中几个方面政策提出建议。

#### 一、财税政策

现行财税体制是企业兼并的最大障碍。1994 年的财税体制改革，主要是对流转税进行重大改革，企业所得税仍按企业行政隶属关系交纳。这样跨地区、跨行业、跨不同财税级次的产权重组和企业购并，必然导致政府间财税收入的变化。按现行财税体制，可以相应划转上一季度，被购并企业上缴的财税基数。但企业通过购并、改制、改组、改造、注入活力，企业发展后增值税、所得税的增量部分，原企业所在地政府无法获得。这是原企业所在地政府对企业购并不十分重视的重要原因之一。对中央税收如增值税的增量部分。中央有明确的与地方政府的划分比例。对省级可以决定的所得税增量部分，建议采用省、地（市）县分线办法予以解决为宜。

#### 二、金融政策

资本运营，企业兼并离不开一定的金融政策和金融手段的支持，特别是资本运营进入到以金融运作为优化杠杆的资产重组，金融政策和运作尤为重要。

现行银行体制确定了跨地区、跨不同开户银行的两个企业的兼并、联合，共同进行项目投资，需要分别申报，分别下达，分别负债。这种体制很不适应跨省、跨地区、跨不同开户行的企业集团规模借贷的要求。

现行金融体制还缺乏有效的融资渠道，纵观实行市场经济体制的国家，资本运营，企业兼并有許多融资渠道，包括金融机构贷款，发行企业债券等。我国多家银行并立条块分割，信贷切块分配，很难适应资本运营企业兼并的信贷要求，更不能适应以金融运作高效益、高负债、低成本扩张的金融优化杠杆的资本重组。

为此建议组建多家银行参与的商业银行已势在必行，商业银行集中信贷规模、实行跨地、跨行业、跨不同所有制、跨不同开户行信贷原则，按照效益原则，还债能力原则，规模投资原则重新建立新的信贷体制。使商业银行真正成为信贷商业银行，以支持资本运营。

### 三、上市政策

建议政府首先把好企业上市这一关。根本原则就以企业经营状况好坏及其发展前景作为重要的上市条件，而不是以所有制的性质和解决企业困境上市，反之只能是严重挫伤广大投资者的信心，损坏了股市作为企业进行直接融资、资本优化场所的基础作用，形成了“吃了财政吃银行，吃了银行吃股民”的恶性循环，不仅搞乱了经济，搞跨了股市，还影响了政府形象。这样做，不仅不能使个别企业起死回生，相反使那些原本够通过股票市场获取资金从而进一步发展的企业也得不到发展。所以，从根本上说，股票市场作为市场经济的组成部分，是以效益论英雄的，绝非公益性场所，试图以股市作为帮助困难企业的扶贫手段，其结果只能对整个的宏观经济运行产生极强的负面影响，严重损害经济的健康发展（股价计算……）

再次，企业重组应自由选择构建大型企业集团的过程中，应是市场行为的主体——企业为主，政府为企业服务，因为资本运营中，兼并、购买、控股等行为的发生都是并购双方在利益的驱动之下的市场行为，而在我国，有些企业集团是用行政力量组合起来的，有的集团或总公司干脆是原行政管理机构翻版而来的。例如，对外经济贸易合作部下属的若干大型专业性进出口贸易集团依照行政特权垄断了部分产品的进出口。中国石油天然气总公司等大型企业集团通过行政性竞争垄断了本行业的大部分或全部产品的生产与经营权。这

样的行政性集团一是缺乏资金纽带，集团公司没有实业核心层，内部财务公司的融资手段和融资渠道相当薄弱；二是由于行政隶属的部门，使得这些集团都是产业性集团，缺乏主品牌，如三九胃泰集团；三是集团内部仍依靠行政隶属关系来维系，许多大型国营企业集团的领导人对外是总经理、董事长，对内仍是称部长、局长、书记，仍有行政级别，仍由政府任免。如上海华源集团董事长是国家纺织部负责人。

在我国，产权流动和企业购并中，企业重组不完全是自由选择的，造成的结果是一部分兼并是行政干预下的“拉郎配”，其影响是一部分兼并是小规模兼并，一部分是无效企业的兼并，另一部分是政府本着“一帮一，一对红”的良好心愿极力“促成”企业的兼并，没想到后果却是“一拖一，死一双”。因此，在企业并购过程中，特别是在双方达成意向的前期，政府不要过多地干预，让企业自己考虑，自己选择，自由恋爱，而在并购过程中，政府应该在企业有后顾之忧时帮企业一把，为企业服务。江泽民总书记在十五大报告中指出“以资本为纽带，通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营和股份合作制、出售等形式，加快放开搞活国有小型企业的步伐。”这其中，不仅有企业的自由选择，也离不开政府的服务职能。

#### 四、行业管理政策

现行的行业管理实际上仍然是部门管理，其特征是行政管理职能，行业管理职能，资产所有者管理职能合一，这种合一的职能对资本运营，企业兼并带来不少反面效果。

一是不少企业出于自身发展的需要，愿意被兼并，但主管部门出于自身利益，不愿放弃对企业的控制权，不愿其它行业兼并本行业，企业特别是效益还可以的企业，主管部门更是不愿放弃。

二是主管部门出于成绩的考虑或赶浪潮硬是劝说一些优势企业兼并濒临破产的企业，而不管企业的发展战略和结构是否需要，于是出现“拉郎配”，“一阵风”。

三是政府主管部门和有些企业的负责人，不重视资本的亲合力，而是过分重视人情、面子、恩怨等人为因素，宁愿使一些企业被差一些企业兼并，不同意被优势企业兼并。

建议政府逐步通过改革的办法使该企业进一步分别，行业管理职能和资产所有者职能分离，

各尽其责，正确引导，在市场经济条件下，依据法律、法规、政策，使企业加快资本运营

(执笔人：兰州黄河企业集团副总经理 王雁元)

## 黄河集团并购案例

主讲人：

王雁元（兰州黄河集团副总经理）：

黄河集团是从一个村办企业发展起来的，南巡讲话为我们提供了发展的方向。黄河集团实行资本运营、实施集团战略是从 96 年 11 月开始的。当时提出资本运营的背景是：当时啤酒行业中有 1000 多家企业，96 年以后剩下 800 多家。一般规模较小，5 万吨以上才占 61 家，外商盯住国内市场进行倾销。国家提出发展民族品牌，但是国内啤酒企业规模太小，没有规模经济就无法降低成本。另一个背景是我们甘肃作为贫困省、西部落后地区正在探索企业发展的路子。

自 86 年建厂时黄河集团就是国内食品行业最早引进微机控制的企业，从进料到检测都实行电脑控制，保证了“黄河”产品的高质量和高品位，因此形成了品牌效应，而且这几年发展，我们的市场占有率增加很快。在 27 个省市建立了 74 个分支机构，在西部市场占有率为 27%，在西藏占 95%，在甘肃占 70% 多，而且今年两会召开“黄河”成为专供产品。我们在科研上聘请了许多专家，我们有自己的研究所，独立核算，在开发新产品投入方面基本上与国际接轨。我们之所以在资本运营上迈出可喜的一步的原因，也是我们的宝贵经验，就是企业发展必须要有搞策划的智囊团，我们在这方面是领先的。

我们发展过程并不顺利。“黄河”是甘肃省第 13 名利税大户，除了兰电、兰化等国家大型企业，我们处于第 6 名。甘肃曾是国家重点扶持对象，有许多大国营企业，力量较强，政府也明显倾向国企，对我们集体企业的优惠政策很少。“黄河”上市时政府要求持股。清查了两个半月，我们累积纳税 3 亿多，而政府总共付出 231 万元，而其中折成黄河股的就 85 万。从国家总体上看，对非国有经济扶持很少，97 年末我们被评为上市候选企业第 3 名，因为要扶持国企，我们就被排挤在外，后来动员多方力量，几经波折才终于上市。

“黄河”在资本运营方面主要采取横向兼并、规模重组方式，主要在省内兼并 3 个工厂。我们治厂非常注重用法律规范，请中介机构评估后才兼并。省内 7 家啤酒厂我们兼并了 5 个，全部是一次性买断。我们在兼并后原则上不投资，只靠我们的品牌和技术和市场，由当地银行贷款提供技改流协资金。5 个厂子从 97 年 10 万吨到 32 万吨，时间用了两年，资金用了 4 亿，我们只花了 1 亿多。

其次，我们在资本运营中并购和改制是相结合的。在改制中我们一步到位，对全体职工采用合同机制，愿意留下的签合同，不愿留下就拿 2 万元安置费，双向选择，机制较灵活。我们基本上要求员工当地化，保持原班人马。我们提供市场、技术，资金由当地解决，母公司不提供资金。我们杨总除了管市场外，别的全交给管理人员全权负责，他治厂的明显特点是按法律、政策办事，找市场、找银行，原则上不找政府。政府经常有摊派，他一般不接受，除了这次上市他确实踏破了门槛。我们上市的主要目的是搞农业产业化，发展种植业、养殖业，并建设大麦基地以保证酒的质量，另外还要保证技改。实际上我们不等上市募资，技改资金已到位。今年将达年产 60 万吨。从 96 年到现在，96 年 10 万吨，97 年 32 万吨，今年 60 万吨；资产从 96 年 6.5 亿，到 97 年 12 亿，98 年将达 20 亿，无形资产 18.15 亿。

但“黄河”目前面临许多问题。第一是人才贫乏，市场迅猛发展，但各级管理人员素质不到位。我们杨总在《经济日报》上招聘集团总经理，月薪 5 万。我们准备从应届毕业生中招聘研究生，还准备招收下岗分流的 30 岁左右的处县级干部，第二，我们将在全国市场上找总代理，完善市场。另外我们还将请中介机构为我们完善资金管理，给股民以高回报。

总体来讲，“黄河”本着实事求是的原则，按照贫困省经济发展的规律，走出了一条路子。但因起步刚不久，还有许多不完善的地方，我们诚恳地请求各位专家帮我们诊断、出点子并希望和其他企业之间能有个交流。

曹远征（国家体改委经济研究院常务副院长）（主评）：

这个案例至少有 3 个特点：

- (1) 乡镇企业跨所有制兼并国有企业。
- (2) 它是一个产业整合的过程，把整个西北的啤酒产业进行整合，横向扩张。
- (3) 从 1996 年 11 月至今已兼并 7 家酒厂，是急剧发生的兼并重组过程。

这个案例给我们的启示在于以下三个方面。一个是兼并的产业选择问题，不同产业的兼并目的和并购进入方式是不同的；第二个是兼并规模问题；第三个是其他资源使用问题。我们先看产业选择问题，啤酒产业有几个特点，计划上不具有垄断性；运输成本高，因而一定要当地生产，因而七八十年代各地都建起了啤酒厂，投资少且当地销售。但是当厂商规模扩大，希望向外地扩张时发现扩张很困难，各地都有啤酒厂而且保护主义严重。于是兼并成为穿透壁垒扩展市场的主要手段。“黄河”兼并最重要的意义并不在于资产重组，而在于占领市场。第二，我们来谈谈兼并的规模选择问题。为什么“黄河”能在短期内兼并多家厂商且效果不错，而其他啤酒厂商兼并却收效不大？行业选择是与其市场进入和市场细分有关系的。西北市场较落后，而啤酒是收入弹性很高的产品，过去因为西北收入低、消费不高，这可能是造成很多啤酒企业亏损的原因，这几年居民收入提高消费需求急剧增

大，此时时机选择和规模选择的效果就很明显。相反，若兼并发生在前几年可能就未必成功。从“黄河”兼并上看，很多被兼并的企业都负债经营，生产规模很大，当生产规模超出本地市场容量、销售不出去时就产生亏损，啤酒业兼并一定要跟着收入和市场走，因此“黄河”案例不仅仅取决于资本经营，实际还有其它许多因素。第三，兼并中其它资源的运用可能不亚于资金的运用。王总刚才说他们是用品牌去兼并收购，实际上品牌意味着市场。人们往往强调兼并中资金是否足够，而忽视了其他更为重要的投入。如果将“黄河”与青岛啤酒做一对比，青岛啤酒品牌也不错，但青岛啤酒在西北市场上显然比不上“黄河”，“黄河”正是利用在西北的知名度这一资源引起重组兼并。也就是说可能其它资源投入作为有利配合应引起投资银行业务更多关注。

与此同时我还有几个疑问。啤酒是高度竞争行业，而中国啤酒工业化生产，是非常标准化的产品。我在德国呆过几年，德国啤酒有 300 多个品牌，市场细分程度高，有家庭酿制在小酒馆里卖的，也有全球销售的产品。而中国则是工业化生产瓶啤酒，细分程度低，因而行业竞争非常激烈，说实在话，“黄河”、“燕京”在口味、品质上差别并不明显，而更多地表现在品牌的竞争。从中国饮料产品上可以看到，经过轰轰烈烈一阵后，许多品牌都销声匿迹。那么我提出一个问题，在高度竞争的行业中，单独平行地扩大生产能力是否最佳方式？第二个问题，与青岛啤酒在西北大战中，“黄河”的优势何在？

陶修明（君泽君律师事务所律师）（主评）：

我讲五点。

第一点，黄河集团兼并基本上属于产权收购。收购主要靠黄河集团的品牌和管理优势。但有一点我不是很赞成。报告中强调黄河集团坚持乡镇企业的机制是企业发展的根本。但实际上乡镇企业从产权制度来说是一种不规范的产权制度，虽然经过改制后可以成为股份公司，但通常我们认为乡镇企业是集体所有制，集体所有制发展前景并不明朗。目前很多企业名义上是乡镇企业，实际上却是私人企业，在管理上私人企业主有绝对决定权，并没有一个规范的决策机制，个人色彩很浓。这表明企业在兼并收购过程中自我的改制及管理模式（由人治向法治，由个人决策向制度化、规范化运作）的转变也很重要。

第二点，在收购过程中税务局也成了企业与当地政府讨价还价的问题。严格来说纳税问题由法律规定，不是可以讨价还价的。虽然一些地方政府超越权限给予企业一些税收优惠，但从本质上说，在什么地方纳税，以及如何纳税的问题，这不是政府或企业可以决定的。市场经济应该是法制化的经济。现在许多地方政府忽略了最基本的法律原则，出现了过多的行政干预。这使我想起一个问题，市场经济强调资源的优化配置，为此，企业能不能有迁徙的自由？企业有经营的自由，也应当有选择住所（主营业地）的自由。为了形成全国统一的大市场，企业应有权利选择适合它的经营环境，不仅仅是考虑市场条件，而且包括所在地的政府行为。当地方政府对企业干涉过多或对企业发展构成障碍时，企业为什么不能选择迁移？发展市场经济要求给企业真正的自由，企业一旦有迁徙的自由，政府干预行为也就没有了市场，政府必须调整自己的行为 and 角色来改善自己的服务，这样才能把企业从旧体制、从政府无形控制中解救出来。

第三点，兼并过程中劳动力的安置问题。劳动力安置问题目前来说不只是企业用工自由的问题，还涉及到下岗和社会稳定的问题，接收下来年是合理的。95年公布的《劳动法》原则上尊重企业的用工自由，全部采用合同用工制度。国有企业虽也要求采用合同制，但带有一定程度的终身聘用色彩。那么本案例中作为乡镇企业的黄河集团在兼并国有企业并全盘接收其员工时，是否沿袭了这种终身用工性质？用工制度是否已改变过来了。若劳动用工制度未变，则在管理、劳动力资源配置方面就不可能有实质性改进。

第四点，我在报告中看到3个名称，一个是黄河集团，一个是黄河企业股份有限公司，最后是黄河啤酒有限公司。三者关系如何？还有，既然是有限公司就不能再说是集体企业，两者在产权制度上不同。同时报告中还讲了收购“天水”后，债权债务归黄河企业集团，“天水”既然是黄河啤酒有限公司收购的，为什么债务还归入黄河企业集团？没有明确说明。

第五个问题，报告中讲到收购天水啤酒厂时，收购协议经双方法人签字，报国资局限制性批准等，且收购的结果是天水啤酒厂作为独立的法人已经不存在了。既然如此，收购协议不应当由天水啤酒厂和黄河集团直接签，而应由黄河集团和天水啤酒厂的上属单位——国资局签。不知道这是不是笔误？王总刚才说企业非常重视法律，但报告中体现不多，是否上市后才开始重视？

王亚非（海问证券投资咨询事务所副总经理）（主评）：

首先，黄河集团主业突出，这点给我的印象特别深。中国许多企业因管理水平低下人才缺乏，急于追求利润，因而哪儿有利可图就一窝蜂儿往哪儿赶，造成大家经营业务都差不多。但随着近几年的发展，进入一个行业的门槛越来越高，规模迫使购并被提到日程上来。我认为目前兼并且应运而生的，而不是战略上考虑到的。“黄河”的兼并案并不是战略性地主动捕捉、筛选、兼并，而是地方政府考虑到国企困境才找到“黄河”以挽救国企及其职工。另外我们的购并与国际上规范的购并有明显不同，咱们的购并都与“国有”有关，所以许多报表都强调完成税收是多少多少。对企业来说完成税收是第一目标吗？实际上可能是为了得到政策优惠不得这样写。我觉得在这次研讨会上我们摒弃这种风格而应讨论企业完成利润、扩大规模以及持续增长的目的。

这里我想阐明一下几个概念。收购与兼并是不同的两个概念。其中收购包括资产收购和股份收购，而兼并又包括设立兼并和吸收兼并。黄河案例中的收购明显是资产收购。兼并和收购的区别在于法律后果不同，收购指的是企业控制权的转移，收购后双方仍是独立的法人；兼并中则至少有一家法人地位消失。在“黄河”的兼并案中只用少量资金，而依靠“黄河”的品牌和管理。按风险投资评估重要性排序，首先看的是公司的管理层，“先进的技术和劣质的管理肯定会失败”这是华尔街经常说的话。黄河兼并虽不是风险投资，但在收购和兼并，带进了一定的管理。下面我谈一下就他们的管理所提的问题。

我有幸随同全国企业兼并与破产办公室的陈处长走了许多被兼并的企业。他们对兼并购并的概念很模糊，对这些国企来说兼并收购就意味着钻政策的空子达到冲销坏帐的作用这对国家是有破坏作用的。我接手过一个案例，西安航空发动机公司兼并远东公司时，实

实际上很可能兼并会把两个公司都搞死，但航空工业总公司就命令西安航空发动机公司要背上远东公司。西安航空发动机公司的老总就让我们做了评估。而远东公司为了冲销 1 亿多呆坏帐，对兼并一直非常欢迎，我们评估了一下，这项兼并会导致负值启动，必须要向政府要政策，否则两家公司都活不了。多亏两会一开，兼并可以不进行。我们的兼并既不存在友好兼并也不存在敌意兼并，完全是政府行为，很多情况下双方作个局，糊弄一下政府冲销坏帐后各走各的路，这种情况下被兼并企业技改根本无法实现。黄河集团作为一个非国有企业，一直在夹缝中成长，但起码在这样的野生环境中它有找食吃的能力，而一些国有企业目前却连找食吃的能力都没有。“黄河”是否已认识到这一点？而且在兼并过程中考虑兼并会给自己带来了什么后果？

诸多国企和民营企业或乡镇企业都说自己缺人才，但我们可以看到企业基本是人治的，并没有完善的机制来支撑，包括乡镇企业。管理上仍处于粗放型状态，我们还应看到战略性的下一步，我们期待着我们的企业健康发展。“黄河”发展的后劲是什么，这是值得思考的问题。更多的企业把存活寄希望于一两个企业家，但一旦企业家走了呢？所以企业的整个人才机制都还是很不完美的。

另外，“黄河”兼并重组的目的是为了与对手进行你死我活的竞争以抢占市场份额。但市场中总是有几大家一块来做，这样就面临着如何共容或比对手高出一筹进行互相制约的问题，而不可能独占市场，尤其在中国这么大的市场上。

郝宇晓（中誉投资有限公司）（提问）：

并购后黄河市场占有率很高，但在并购后相对饱和的市场上黄河如何进行扩张？

从规模上看，黄河 98 年将达 60 万吨，但同时青岛啤酒和燕京啤酒也在上规模。在这种近于垄断竞争的情况下“黄河”怎样产生相对的竞争优势？

在争取到上市额度后“黄河”并没有加快扩张，而是用于农业产业化等，是不是先稳住再做更大的扩张，有无东进的意图？

（新民理财顾问公司）（提问）：

以下谈谈几个看法并提一个问题：

西北市场竞争力弱且是被动型的，而同时啤酒行业的竞争是十分激烈的。在企业兼并中，兼并比较容易，但整合较难，特别是啤酒行业对产品质量的要求和管理的要求都是比较高的，比如青岛啤酒在西安做得就不好。就我们了解的情况，实际上“黄河”还没有进入啤酒行业的主干厂。燕京啤酒也从乡镇企业开始发展，起家更晚，至今为止，在香港和深圳两地融资。今年市场融资量达 9 亿，明年达 16 亿，目前实际产量已达 80 万吨，并逐渐东扩。另外青岛啤酒上市已多年，并完全在山东省内整合，也已有东进策略，他们的购并对象是年产 20 万吨以上并有市场的企业，是否存在这些巨头可能在华北、华南、华东等市场占

领到一定程度后反过头竞争较弱的西北市场？

另外，啤酒行业是资金密集型企业，在世界上有美德两种模式，就中国现在的发展看应该走美国模式，2000年很可能形成20-30家左右甚至5家巨头垄断，黄河集团能否赶上最后的末班车？上市后整体发展战略有待考虑。

刘洪川（世达美国法律事务所律师）（提问）：

黄河集团竞争优势到底在何处？五星啤酒当年在品牌、资金和规模经济上都很有实力，但最终把80%的市场让位于燕京。黄河集团在这个案例中优势何在？

购并过程中是否有失败的地方？

秦海（国家信息中心）（提问）：

98年10月要更换“酒瓶子”，酒瓶子曾使中国一批酒厂走向死亡，这次是否对黄河形成冲击？这涉及到酒业里的关键性的技术问题。

第二，就啤酒业本身而言，目前共有200多个品牌，其中70%是外资品牌。整个酒业处于由外资企业和供水企业夹杂的环境中，你们现在是不是有向水扩张的嫌疑？

第三，最近你们收购了一家青海省绣花丝厂，与主业无关，是否意味着你们会退出酒业？

王雁元（兰州黄河集团副总经理）（回应）：

第一，在市场上，西北五省中四省由“黄河”垄断，西部市场关键在西安定位。现在黄河、青岛和宝鸡啤酒厂在西安展开竞争，竞争关键在于品牌和机制。

第二，刚才王亚非女士提到企业机制问题，这个提得切中要害。“黄河”高速扩张到现在，管理改革已是迫在眉睫，一部分是人才不够，另一部分也有内部原因。企业原管理人才素质跟不上去，又有排它性，这必须要加快调整。现在市场竞争激烈，压力很大，大家一致对外，目前困难主要在于素质跟不上去。

第三，涉及到黄河下一步发展问题。为保证质量，我们发展大麦基地。在国内市场上我们规模比不上燕京、青岛，但在精品上我们有绝对优势，如黄河王、冰啤等，而青岛和燕京属于大众消费产品。牵扯其他行业，有纺织、房地产等，我们也都有，但我们主营业务是啤酒，绝对不会变。

在劳动用工上我们采用合同制，但不是终身制。退休金养老金都由保险公司来做。

### 第三次企业改革浪潮中的黄河集团

#### —黄河集团兼并扩张案例分析

自 1987 年在全国推行扩大企业自主权以来，我国企业改革沿着减税、让利、扩权的路子，拉开了转变企业经营机制的序幕。从现实发展的历程来看，这个过程说明我国企业改革先后经历了两次浪潮，第一次浪潮以行政放权、减税让利为主要内容，兼顾横向联合；第二次浪潮以所有权和经营权相分离为基础，以承包制和租赁制为主要内容，兼顾市场体系的完善；企业兼并的出现正迎来了我国企业改革的第三次浪潮。第一次浪潮采取了利润留成、扩大企业自主权、两步利改税等措施，对于增加企业活力和生机在当时起了重要作用。然而由于国家财力十分有限，这种由国家的做为主体来搞活企业的做法愈来愈没有发展余地。第二次浪潮，实行承包、租赁等措施，即调动了经营者的积极性，又部分地解决企业内部活力不足，经济效益低下等问题，为摆脱单纯由国家搞活企业开辟了新的途径。然而由于企业经营者的短期行为和风险责任的承担问题难以解决，这类措施的成效受到了很大限制。这些企业改革措施，主要着眼于国家与企业，主要是与国有企业之间纵向关系的调整上，并没有完全把企业推向市场。一方面由于国家新增投资和企业财力增长有限，一些经济效益好的企业，包括非国有企业难以得到扩大再生产的必要资金，发展后劲不足；而另一方面，一些经济效益低和长年亏损的企业占用着大量的固定资产和流动资金，却长期依靠国家补贴维持生存，成为国家经济发展的严重负担，形成资金闲置与不足并存的局面。如何从更广阔的角度，以更前位的观念，使企业资产经营机制的转换与整个社会经济资源配置相匹配是当前企业改革的关键。企业兼并的悄然崛起，正是为促进国有企业改革、有效利用国家财力、实现资源最优配置、提高国民经济整体效益提供了新的选择。

在国民经济中居于主导地位的国有企业是社会主义市场经济的细胞组织和社会主义经济的基础。在市场竞争中资不抵债，长期亏损的国有企业能否被乡镇企业或其它非国有企业兼并呢？处于第三次企业改革浪潮中的黄河集团公司对这个问题做出了最好的回答。

#### 一、兰州黄河集团公司的发展概况

兰州黄河企业集团的前身是于 1985 年靠 600 万元贷款起家的村办小厂。当时黄河集团公司的创建人瞄准啤酒消费初露的头角、国内市场供不应求的形势，贷款上马了年产能力达万吨的啤酒厂。这个规模在当时的乡镇企业里已不算小。他们从开始便选用了具有国内先进水平的工艺、技术、设备，并不断进行技术改造和设备更新，为滚动发展积累了大量的资金。仅啤酒就开发了普通、低度、高档、扎啤 4 大系列 21 个品种，成为国产啤酒品种、规格最为丰富的一个品牌，深受市场欢迎，并先后荣获省优、部优、第二届中国农业博览会金奖、甘肃省名牌产品等几十种奖励，在全国啤酒市场享有较高声誉。到 1990 年时其资产总额达 2276 万元，年销售收入 3033 万元，利税 1109 万元，成为甘肃乡镇企业的龙头。

但黄河集团的领导深深懂得，如果照此发展下去，黄河公司很难形成更大的“气候”。也许是诸葛亮六出祁山给甘肃人留下了某种灵感，至少“黄河人”学会了借东风。西北人品着“黄河王”评论到黄河集团的发展是踩到了“点”上，这个“点”就是国家产业结构的调整和企业破产、兼并政策的出台。黄河人正是看到这一有利时机，打起了国有企业“老大哥”的主意。

自 1996 年 11 月以来，黄河集团共投资 2.3 亿元，先后兼并、收购、控股了甘肃镇原、天水、泾川和陕西渭南、青海雁明、重庆垫江、甘肃酒泉 7 家同行业企业，安排下岗职工近万人，盘活国有存量资产 4 亿元，集团公司的规模和效益都有了突飞猛进的发展。短短 12 年间，黄河集团资产总额由 617 万元增加到 9.1 亿元，净资产收益率达到 24%，累计上交税金 2.64 亿元，成为甘肃省纳税大户，吨酒利税在国内同行业排名第 4，被国家甘肃省政府确定为省级 12 家大型骨干企业集团之一，并被国家轻工总会确定为全国十大啤酒集团的 14 家候选企业之一。

黄河集团抓住国家鼓励和支持资产重组、优势兼并的历史机遇，率先走出了一条由生产经营型向资本运营型转轨，迅速扩大集团规模的现代企业发展道路。

## 二、并购战略与目的

公司兼并是一项风险极大的企业行为，数以百万元计的损失往往产生于战略决策上的失误。兼并的成败不在于是否完成并购交易，而在于交易完成后的经营业绩是否达到预期

的目的，因此制定科学而又可行的并购战略是企业并购成败的关键。兰州黄河集团在并购伊始，就有着一个非常明确的整体战略，那就是致力于在全国啤酒行业取得规模优势和市场竞争优势，由生产经营型企业向资本经营型企业转轨。黄河集团深知一个企业要在激烈的市场竞争中立于不败之地，必须有自己的优势产业，因此黄河集团并不空图吞并国企之虚名，不走盲目扩张、急功近利的路子。到 97 年 2 月为止，黄河集团所兼并的 7 家企业都是国有啤酒生产企业，黄河人首先要在啤酒市场稳住根基，步步为营，等条件成熟时，再进而向其它行业渗透，走集团式多样化发展之路。

在集团整体的并购战略指导下，黄河人在每次具体的并购交易中，根据不同企业发展状况和市场环境差异，抱有不尽相同的目的。黄河人最先看上的是甘肃镇原啤酒厂。这个投资 1022.29 万元、年产能力达万吨啤酒的厂子，自 1988 年 6 月正式竣工投产，到 1991 年 5 月共生产啤酒 1921 吨，销售 930 吨，报废 911 吨，累计亏损 255 万元，银行挂帐利息 239.2 万元，资产负债率达 148.6%，只好停产关闭。兰州黄河企业集团应镇原县人民政府之邀，经考察协商，毅然兼并了镇原啤酒厂首开了西北地区跨所有制兼并的先河。黄河集团之所以兼并镇原啤酒厂，正式兼并协议是在 1996 年 12 月签订，其主要目的是扩大生产规模，提高企业的规模经济性，用黄河人的话说就是“借势发力”。扩大市场规模可以采用两种办法：一是从企业内部进行投资，即购买各种生产要素，然后加以组建；二是从企业外部进行投资，即购买现存企业。比较起来后者具有很多优点：速度快、风险小、另外可以在不增加行业产量的条件下扩大企业生产规模，避免价格下降的危险。企业合并可以减少管理人员（例如减少行政人员、减少会计、人事部门工作人员等）从而减少单位产品的平均固定成本；可以节省研究工作费用，防止重复研究，因为合并后，一个企业可以利用另一个企业的研究成果；在市场营销上，可节省广告和推销费用、采购费用等等。这些都有利于提高企业的规模经济性，黄河集团在 1996 年 11 月份兼并天水啤酒厂，同样也是基于这样一种低成本扩张目的。

1997 年黄河集团相继兼并陕西渭南、青海雁明、重庆垫江三家啤酒厂则主要是为了调整产品结构，实现企业长期发展。企业要在现有的生产、经营范围内求得发展，当市场渗透达到极限时，必须抢占新的细分市场。黄河集团兼并了省外三家国有啤酒企业后，增加了 5-6 个新产品品种，淘汰了几个落后品种，有效地提高了市场份额，优化了产品结构，形成了产品互补优势。黄河集团在省外兼并企业，通过跨省投资或要素的转移，也有效地

突破了“地方壁垒”，用很低的费用在很短的时间内在中西部地区完成了规模扩张和优化资源配置的任务，增强了黄河集团在市场中的应变力和承受力，并最终提高黄河集团市场竞争的能力，实现企业长远发展。

黄河集团在 1998 年 2 月份兼并酒泉啤酒厂则主要是为了抢占省内市场，遏制竞争对手，取得市场主动权。酒类产业是甘肃省的支柱性产业，在甘肃省重点扶持的十二家企业集团中有四家是制酒集团，其中有三家以生产啤酒为主。酒泉啤酒厂挂牌出售后，黄河企业集团的主要竞争对手甘肃农肯啤酒集团等也参加了收购酒泉啤酒厂的谈判，竞争相当激烈。黄河集团的董事长兼总经理杨纪强高瞻远瞩，雄才大略，以竞争对手无法抗衡的高价成功的收购了酒泉啤酒厂，在激烈的市场竞争中处在了有利位置。

### 三、目标企业选择及其制度特征

公司选择兼并目标有两种方式：一种是主动式兼并，另一种是机会式兼并。兰州黄河集团的并购活动在企业整体并购策略的指导下，既有主动式兼并，又有机会式兼并。

#### 1. 黄河集团选择目标企业的整体策略是：

(1) 产业选择。黄河集团首先立足于在啤酒行业取得巩固地位，扩大啤酒行业市场占有率，因此黄河集团选择的兼并目标企业均为同行业企业。

(2) 区域选择。黄河集团本着稳扎稳打，步步推进的战略方针，首先在甘肃省境内选择兼并目标，在甘肃省境内奠定雄厚的经济实力和市场优势之后，进而挺进陕西、青海重庆等中西部地区的广阔市场，扩大在中西部的市场份额。雄心勃勃的黄河企业集团明天又会把目标盯在东部和南部沿海发达地区。

(3) 所有制类型选择。兰州黄河集团所兼并的七家企业均为国有企业。兰州黄河集团对此有自己独到的考虑。一般来说，国有企业设备比较先进，技术实力和科研实力比较雄厚，企业职工和管理人员素质较高，他们缺乏的仅是市场意识、服务意识、市场观念，落后的是企业制度、经营机制。兼并国有企业后，把黄河集团先进的企业经营机制和管理制度、敏感的市场意识和服 务观念移植、嫁接到国有企业中，就能很快激发国有企业的活力，充分发挥国有企业原有的优势。这无疑是有战略眼光的。另外，并购国有企业，解决

了该企业濒临破产时可能引发的各种社会问题以及国有企业职工的安置问题，化解了社会潜在矛盾，而且也为地方经济培植了新的利税增长点。这样为企业解了难，为政府解了忧，往往还能得到当地政府的某些优惠待遇和政策支持，这在市场经济尚不完全的今天无疑是有重要内涵的。

(4) 兰州黄河集团在并购任何一家企业之前，都要对该目标企业进行详细的评审论证，如原有设备技术水平状况，原有产品的质量、市场竞争力如何，企业目前的困境是怎样造成的，企业管理的弊端在哪里，债务负担是否沉重，黄河企业集团收购后有没有能力对其进行技术改造、制度改造、观念改造等等。黄河集团的每一次并购行为都是“理性”的胜利。

2. 并购形式。具体到再一次并购活动，其并购形式又不尽相同。如黄河企业集团并购镇原啤酒厂是一种机会式兼并。所谓机会式兼并，是指企业并没有进行具体的购并策划，而只是被动地得知有哪些公司欲出售后，企业才依目标公司的状况，结合本企业的整体策略进行评估，以决定是否进行公司收购。镇原啤酒厂在“大锅饭”体制下，生产经营举步维艰，企业负债累累，只好停产关闭。镇原县人民政府主动邀请兰州黄河企业集团的领导到镇原啤酒厂考察协商，在当时就具有强烈的外部成长意识，急欲扩大生产规模的黄河人，立即抓住了这一个机会。经过充分的论证评估，兰州黄河企业集团毅然兼并了镇原啤酒厂，首开了西北地区跨所有制兼并的先河。兼并为黄河企业集团带来了经济效益、社会效益的双重利益。兼并镇原啤酒厂后黄河啤酒在中西部市场上的占有率提高了十几个百分点，同时全国首家乡镇企业兼并国有企业所产生的轰动效应使“黄河”声名远播。黄河集团在兼并扩张的发展道路上初试牛刀，便旗开得胜。

黄河集团兼并天水啤酒厂则是另外一种兼并形式——主动式兼并。黄河集团兼并镇原啤酒厂后，固定资产和收入利税收入指数增长，胃口大增的黄河人急欲寻求新的突破，这时他们看中了正处于困境的天水啤酒厂。截至 1996 年 6 月底，天水啤酒厂负债总额达 5416 万元，已到了资不抵债的地步。黄河集团之所以看重“天水”，用黄河集团副总经理杨世江的话说，一是“天水”得天独厚的水质适合酿造啤酒；二是地处陇南的天水占尽通往西北五省的地理优势；三是天水市良好的企业改革氛围。这些都为黄河企业集团深入挺进西北市场起到了桥头堡的作用。另外如要建一座相当规模的新厂约需资金 1 亿多人民币，而兼并天水啤酒厂仅用 4 千万元左右，不仅节约了资金，而且从投资到生产的时间也大大缩

短了为兰州黄河企业集团抢占西北地区市场赢得了先机。基于这些战略考虑，曾求艺于天水啤酒厂的黄河企业集团公司主动向天水市政府提出并购天水啤酒厂，经过 5 轮谈别和考察论证后，兰州黄河企业集团公司正式以购买方式兼并“师傅”天水啤酒厂。

3. 目标企业的战略意图。黄河企业集团所兼并的企业几乎无一例外地是在资不抵债、濒临破产的情况下被收购的。他们面临的困难是一样的：企业管理混乱、经营机制和呆板设备年久失修、资金匮乏、债务沉重、职工生活困难面临失业的威胁，宣告破产又担心引发社会潜在矛盾。在这种情况下，把企业出售给兰州黄河企业集团，把债务负担，职工安置问题甩给并购企业，既为职工解了困，为企业解了难，也为政府解了忧。目标企业正是基于这种意图才同意转让所有权的。还有从地方利益角度考虑，在与黄河企业集团合作过程中，劣势企业也在多方面增强了自身实力。黄河集团带来的不仅是品牌与资金，还有先进的企业经营机制和市场意识，这对地方经济的长远发展更有价值。

4. 对目标企业的财务评价。评价目标企业的财务状况，是企业兼并决策的核心环节，是企业进行兼并工作的前提。黄河集团兼并的企业产权均属于国有独资类型。固定资产和流动资产均为地方政府投资或银行贷款。以镇源啤酒厂为例，该厂是镇原县于 1986 年投资近 4000 万元兴建的，其中银行贷款 2800 多万元。由于企业仍然实行“大锅饭”体制，没有相应的具有激励效应的工资机制，领导职工人浮于事，加上企业领导不懂市场，企业管理仍集中在生产组织的现场，设置了许多不符合企业经营要求的职位，管理人员编制过多，投产第一年便亏损 420 万元，工厂流动资金周转困难，镇原县政府为搞活这个本县的“大型”企业，不得不继续斥借贷款。但啤酒厂并没有从根本上消除存在的弊端，亏损额度越来越大，致使企业到 1991 年时负债率高达 148%。

镇原啤酒厂的企业经营中也掺杂了过多的政府行为，如政府任命企业高层管理人员，决定企业员工工资待遇，部分政府职能部门为企业经营设置关卡等等，这些都不利于镇原啤酒厂的健康发展。

#### 四、资产评估和兼并交易形式

黄河企业集团在收购每一家企业之前都有对该企业的固定资产、流动资产、专项资金、负债状况、有形技术等审查和评估，以确定被兼并资产的价值，从而在兼并谈判中掌

握足够的信息。黄河集团的评估工作是严格按照法定程序，按计划按步骤进行的。以兼并天水啤酒厂为例，其资产评估程序如下：

1. 当黄河企业集团向天水市政府提出兼并意向之后，便开始对天水啤酒厂进行初步摸底了解，收集信息、资料。

2. 黄河企业集团根据评估需要成立了一个以兰州市某会计事务所为核心的包括天啤工程技术人员、财税人员、设备管理人员、双方企业主管部门人员、有关专家、顾问组成的资产评估小组，根据天水啤酒厂的特点以及评估任务，制订具体的评估计划。

3. 评估小组收集评估所需各种资料和数据，包括真实合法的产权证明文件、资产与债务清单、财会帐目、统计报表等等。

4. 对企业概况、企业资产、产品市场、有形技术、经济数据、财务效益进行评估分析，发现问题，弄清原因，在此基础上，撰写评估报告。

5. 资产评估报告主管部门审查、验证批准，请司法部门公证。

黄河企业集团是以现金购买资产的形式兼并天水啤酒厂，经双方谈判协商决定，黄河企业集团以 2609.5 万元一次性买断的方式兼并天水啤酒厂。

## **五、收购交易程序及其法律和政策问题**

企业并购的交易程序常因兼并方式不同而不同，黄河企业集团兼命镇原啤酒厂，天水啤酒厂，酒泉啤酒厂等都是在地方政府主持牵头下，兼并双方直接洽谈，完成兼并的。以兼并天水啤酒厂为例其具体的交易程序如下：

1. 确定兼并主体。黄河企业集团得知天水啤酒厂资不抵债，濒临破产边缘时，主动和天水啤酒厂领导洽谈，向天水市政府递交兼并意向书，表达兼并要求。

2. 黄河集团和天水啤酒厂初步达成兼并意向后，双方各自拟订兼并报告，确定兼并的目的、意向，天啤公布兼并涉及的债权、债务关系人。

3. 黄河集团委托会计事务所对天水啤酒厂进行资产评估，为双方洽谈交易价格做好

准备。会计事务所向兼并双方提交资产评估报告，并报清国有资产管理局批准。

4. 洽谈交易价格。双方经过 5 轮洽谈和协商，最终达成协议，黄河企业集团以 2609.5 万元一次性买断的方式兼并天水啤酒厂。

5. 双方根据达成的一致意见，签订兼并协议书，其主要内容如下：

(1) 明确双方的名称，住所及法人代表

(2) 确定本次兼并活动为集体所有制乡镇企业以购买方式兼并全民所有制国有企业、受法律承认保护。

(3) 天水啤酒厂被兼并后改名为“黄河啤酒有限公司天水分公司”，全部产权归兰州企业集团所有，属集体所有制。

(4) 兰州黄河集团以 2609.5 万元一次性买断天水啤酒，除土地有偿租用外，原天水啤酒厂所有的资产、债务均归兰州黄河企业集团所有。

(5) 天水啤酒分公司的领导班子基本实行本地化，原天水啤酒厂 600 多名职工由兰州黄河企业集团整体安置，工资及福利待遇由黄河企业集团自主决定。

(6) 兼并后的经营管理和技术改造方案由黄河企业集团自主决定。

6. 协议经双方法人代表签字，报国有资产管理局、工商税务等部门审批，然后申请法律公证。

7. 兼并双方向工商等有关部门申请办理企业登记、企业注销、房产变更、土地使用权转让等手续。在国有资产管理局等有关部门监督下进行产权交接，清理原天水啤酒厂未了的债权债务。

8. 在甘肃日报等主要新闻媒体发布兼并公告，使社会各方面了解兼并事实，并调整与之相关的业务。

从双方并购交易的程序来看，基本符合国家有关法律及宏观经济的政策的规定。但由于法律上的空白点太多，企业并购活动往往是企业在既定法律制度下的创造和变更，其不

规范在所难免，一方侵犯另一方利益的行为也在兰州黄河企业集团的兼并过程中时有发生

## 六、地方政府在企业并购中的作用

政府以财产所有者的身份干预企业兼并在中国是一个很普遍的问题。80年代初在中国出现的企业兼并，几乎都是由地方政府指挥操作的。从中国当前的所有制结构和客观实际来考虑，由于企业兼并涉及面广，情况错综复杂，利益关系协调困难，再加之缺乏完善的法律规范，因此如没有政府的主持和参与企业兼并是很难顺利进行的。但事实上企业兼并行为是一种市场行为，是双方基于自身利益的一种自觉行为。企业自主的经济行为要比政府的意志更准确。如果政府过多的介入，以“婆婆”自居搞“包办婚姻”、“拉郎配”等盲目干预企业兼并的活动。又确实给企业兼并带来负面效应。兰州黄河企业集团所兼并的几家企业，也都是由被兼并企业当地政府主持和牵头的，由于兼并活动都是跨地区、跨省兼并，再加上所有制的差异，因此黄河集团的兼并行为没有受到行政干预，是一种自愿、自觉行为。被兼并企业的转让活动由于当地政府及主管部门，牵头主持，甚至直接出面协商和谈判，地方政府在企业并购中起到了不容忽视的作用。

总体来说，地方政府在黄河集团的并购活动中不可或缺地起到了促成并购交易成功，保护国有资产价值和禁止非法违规并购等作用，这种介入是为亏损国有企业积极寻找出路当然地方政府在推进企业并购中过程还有许多涉及地方利益的考虑：一是人员安置问题。被兼并企业人员的安置问题直接影响到当地社会的安定。解决好企业兼并中的人员安置问题，也是地方政府实现兼并绩效的一个主要内容。黄河集团兼并天水啤酒厂之所以经过5轮艰苦谈判，其中一个重要问题就是人员安置。黄河集团坚持要求天水啤酒厂职工干部全部下岗，新成立的天水分公司在社会上公开招聘，实行优化组合。而天水市政府则坚持要求对天水啤酒厂职工实行整体安置，其中包括对不适用人员进行教育、培训，以使其适应企业需要。最终黄河企业集团在争取其它方面某些优惠条件的基础上，同意了天水市政府的要求。从发展趋势和目标分析，就业、福利和社会保障等应该分属于企业、社会团体和国家共同负担。企业资产的产权转移，劳动力未必一起向兼并企业转移，而是通过劳动力的重组和合理流动，使劳动力成为一种商品进入市场，被社会消化。只有这样，人员安置问题才能按新方式解决，使兼并活动冲破旧体制的约束，适应新体制的要求。但在社会保障制度、劳动力市场和劳动用工制度都还不健全的今天，人员安置问题仍然是一个很严肃

的社会政治问题。二是纳税问题。两个企业合并为一个企业，就面临着企业法人地位重新确立所引起的税收问题。兰州黄河企业集团在兼并过程中就与地方政府存在着税收问题的分歧。黄河集团认为，兼并亏损企业之后，集团实力受到影响，特别是短期内影响了企业的经济效益，国家自然就该减税让利；而且企业并购后要合并财务报表，被并购企业被取消法人地位，相应的，被并购企业对地方的利润和所得税上缴就应自动取消，因此应该以黄河集团为纳税主体在兰州市统一纳税。而地方政府则坚持要求按属地纳税，认为企业被兼并后仍然是一个纳税主体，须向地方政府照章纳税。黄河集团与地方政府谈判的结果，往往是黄河企业集团对并购企业实行委托法人制度，向当地政府交纳流转税。这就是黄河人经常言不由衷地提起的“为地方经济培植了新的利税增长点”。由此我们也可以看到，地方政府在企业兼并谈判中的重要角色。三是减少或消灭亏损企业，推进国有企业改革。1995年吴邦国副总理指出，当前要坚持少破产、多兼并。兼并可以做到既解决结构不合理的亏损企业的问题，有利于盘活存量资产，另一方面又使存量资产变现，让流动性强的货币资金投入经济效益的优势国有企业，加快国有改革步伐。

兰州黄河企业集团自1991年应镇原县人民政府邀请洽谈兼并镇原县啤酒厂事宜，直到1996年底，才经甘肃省体改委批准正式兼并镇原县啤酒厂。1991年做为优势企业的黄河企业集团兼并镇原啤酒厂，只是实现经营权的转移，严格地说是承包，而不是真正意义上的兼并。为什么当时没有彻底、正式兼并镇原啤酒厂呢？这儿就存在着一个观念问题或者说是所有制偏见问题。乡镇企业能否兼并国有企业一直是议论纷纷，众说不一。1997年6月国务院发展研究中心在兰州召开企业机制与发展研讨会期间，与会专家在实地考察了兰州黄河集团公司后指出，企业兼并是优势企业与劣势企业之间的市场行为，只要有利于国有企业建立与市场经济相适应的机制，有利于国家扭亏拉盈、提高效益，有利于优化资源配置，盘活国有企业存量资产，就应该得到提倡。不过在没有更多先例可循的情况下要求一个县级政府在1991年就把一家亏损国有企业产权转让给乡镇企业的确有点勉为其难。

企业要求并购与政府认为需要并购的动机是不同的，企业的动机是规模、利润、市场，政府的动机是政绩、稳定、就业。有些地方政府在企业兼并活动中不尊重被兼并企业领导职工的意见和心声，对企业并购进行了过多的从政府目标而不是从企业目标出发的行政干预，仅仅为了地方政府利益而一意孤行，这是严重违背市场规律的，也是法律所不容许的

## 七、并购后的企业整合

被并购企业实现产权转移后，为发挥集团公司的规模优势、互补优势，黄河集团就着手资产重组、技术革新和企业组织结构、管理制度改造等一系列工作。通过企业整合扩大企业规模，使集团在设备利用、研究开发和生产开拓等方面实现规模效益，通过整合企业之间的互补性经营，把企业之间的竞争性或分散重复经营化零为整。集中作战，从企业的合并中直接出效益，这就是黄河集团企业整合的整体思路。以兼并天水啤酒厂为例：

1. 黄河集团首先对天水啤酒厂从产品、财务、计划、人事管理等方面进行了一体化改造，按照产权管理原则，对原天水啤酒厂统一行使出资者权利，将黄河集团的竞争机制用人机制和工资机制通过管理制度变革引入天水分公司，强化天水分公司职工领导的市场观念、竞争意识。黄河集团奉行“谁砸黄河集团的锅，就先端走谁的碗”的原则，确立“企业大锅里有饭，员工碗里才能盛满”的观念，把企业利益与员工利益捆绑在一块。

2. 兼并后投资几百万元对天水啤酒厂的工艺、设备进行了为期三个多月的技术改造，使天水分公司的年生产能力达到 4 万吨。

3. 强化质量管理，树立名牌意识。黄河集团把产品质量看作企业的命脉。1997 年 4 月初，天水分公司由于个别领导质量意识不强，管理不到位，致使一批苦味超标的啤酒流入市场。问题发生后，有关领导认为啤酒的苦味质超标只是超出公司内控标准，并未超过国家标准，不是什么大问题。针对这一认识，杨纪强总经理专程从兰州赴天水召开专题会议，从“砸锅端碗”的原则，对这次事故进行了认真分析，并指出：“国有企业牌子砸了，主管部门会帮助想办法另谋生机，我们乡镇企业的产品质量出了问题，一旦牌子砸了，职工也会没饭吃，不会有谁来为你撮底的”。杨总当场宣布自罚 3000 元，副总以下到分公司副经理逐级罚款，以此来教育全体职工牢固树立质量观念，层层把好质量关。

4. 调整产品结构，重新给合资产，发挥集团规模优势。

黄河企业集团根据市场需求和市场竞争状况，从集团各公司的生产能力，技术条件出发，共开发生产出普通、低度、高档、鲜啤、果汁饮料型等 5 大系列 22 个品种，淘汰了

几个不适合市场需求的品种，在调整产品结构的同时，实现了人才、技术、设备等的重新组合。集团总部成立销售管理总公司，对全国市场进行统一划分，在全国 26 个省市建立了 58 个分支机构，形成了全国性的销售网络，市场占有率迅速提高。西北地区的平均市场占有率达到 78%，西藏地区高达 95%，四川、内蒙、云南等省区成为畅销地区，并被重庆市和西藏自治区指定为庆典专用产品，在北京、广州等地市场，黄河高档啤酒以其高品质、高价格和精美的包装，已大量进入了高档宾馆、酒店，被誉为国产啤酒的精品。北京首都国际市场主要提出让黄河啤酒进入国际国内航班，并为黄河的广告宣传提供方便，展示了良好的市场前景。

兰州黄河企业集团 12 年的发展历程是一条外购扩张之路，短短一年多的时间连续兼并了七家国有企业，并使它们重新焕发了活力，在西部地区开创了乡镇企业兼并国有企业的先列，是西部地区优势企业兼并困难企业的典型，也走出了促使国有企业机制转换的新路子。短短 12 年间，资产总额由 600 多万元，增加到 9.1 亿元，盘活国有存量资产 4 亿元，累计上交税金 2.64 亿元，集团公司的规模和效益都有了突飞猛进的发展。黄河集团之所以能在市场竞争中经受考验，根本原因在于发展之初就形成了与市场经济相适应的“自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展”的机制。黄河集团成功兼并国有企业的实例说明，兼并是企业组织结构调整的重要途径，是实现资源优化配置、提高企业经营效率的有效手段。

### 康佳并购案例

与内地企业联合、优势互补，走共同发展之路，在康佳集团实践较早，并已取得了可喜的成就。康佳集团的规模能够在几年之内迅速高效地发展，成为我国第二大彩电生产企业，也取决于这一战略目标的顺利实施，早在 93 年 2 月康佳就有目标有选择地与牡丹江电视机厂合资组建了牡丹江康佳实业有限公司；95 年 7 月与陕西如意电器总公司合资组建了陕西佳电子有限公司；97 年 5 月又与安徽滁洲电视机厂合资组建了安徽康佳电子有限公司，从而最终形成了东（安康）、南（集团）、西（陕康）、北（牡丹）“四方联合”的战略格局，奠定了大企业集团的基础，通过联合，康佳集团扩大了生产规模，提高了市场占有率，加快了集团公司自身的发展。到 1997 年底，全集团公司拥有员工 8000 余名，下控 60 多个子公司、分公司，总资产 49 亿元，净资产 20 亿元。1997 年实现工业总产值 72 亿元，销售收入 72 亿元，利税 5.6 亿元。集团目前在全国电子行业排名第 4，在全国综合实力百强企业排名第 32 位，在“全国 500 家最大规模工业企业”排名第 92 位。

通过并购，康佳集团盘活了国有资产的存量，加快了产业结构的调整，不仅使被联合

的内地企业扭亏为盈，更带动了地方经济的发展，增加了地方财政收入和社会就业机会，实现了经济效益和社会效益的双丰收，被誉为“康佳模式”。“康佳模式”表明：将沿海企业对外开放中孕育的先进的管理机制、运行机制及技术、信息优势与内地国有企业的人才、资源、成本优势及资本存量优势相结合，通过合理的资产重组，优势互补，对盘活国有存量资产，加快产业结构调整具有指导意义。

### （一）公司背景简介

康佳集团股份有限公司成立于 1979 年 12 月，是全国首家中外合资的电子企业，由深圳特区华侨城经济发展总公司与香港港华电子集团有限公司合资经营。

1979 年，国务院侨办为了解决大批越南难侨的生活，决定和港资合作办厂，1979 年 12 月，当双方合作期满后，决定合资兴办康佳集团的前身——“广东省光明华侨电子工业有限公司”。中方为“广东华侨企业公司”占 51%的股份，港方为“香港港华电子有限公司”，占 49%的股份，双方首期投资 4300 万港元，公司产品 70%外销，30%内销，当时公司以生产收录机为主。

1984 年 1 月，康佳生产的第一批 35CM（14”）7710A 彩电，7710D 遥控彩电整机各 500 台从流水线上走下来，从此开始了康佳彩电的历史。

1987 年 12 月 30 日，当时的“光明华侨电子公司”被确定为国家内销彩电定点厂家，同年，公司进行组织机构大调整，从而使这个当时小作坊般的企业显露出了现代化大企业的风采。

1989 年 3 月，国家机电部公布 1988 年度全国最大百家电子企业名单，康佳名列第 19 位，位于广东省之首。

1989 年 8 月，国家机电部批准康佳公司为 1988 年度国家一级企业（这是首家拿到国家认可的二级企业证书的合资电子企业）。

1990 年，康佳公司提出了康佳公司 90 年代的发展战略：股份化、集团化、多元化、国际化。其中股份化是其他三化的基础。

1990 年 8 月，康佳董事局一致同意发行股票，并开始了发行前的准备工作。

1991 年 11 月，深圳市政府批准康佳从原先的中港有限责任公司，变更为公众股份公司，1991 年 12 月，康佳公司改名为“深圳康佳电子（集团）股份有限公司”。

1991 年 12 月 16 日，公司新增发行 A 股 3015 万股，B 股 1000 万股。

1992 年 3 月 21 日，康佳电子（集团）股份有限公司召开第一届股东大会。

1992 年 3 月 27 日，康佳电子（集团）股份有限公司 A、B 股股票同时在深圳证券交

易所上市。从此，康佳从原来的中港合资企业变为现在的社会众股份有限公司，其股权结构发生了变化。

发起人深圳华侨城经济发展总公司持有 5034.67 万股股份，股权比例由 51% 变为 36.26%。

发起人香港港华集团公司持有 4837.7 万股，股权比例由 49%，变为 34.83%。

境内公众持 2650 万股，占总股 19.085%，内部职工持股 301.5 万股，占 2.17%，境外投资者持 B 股 1000 万股占 7.2%。这样中方合计持股 57.97% 港方股东持股 42.03%。

1997 年底为进一步确定国有控股地位，康佳集团完成了 B 股股权转让，原由香港港华电子集团有限公司持有的本公司的非流通 B 股法人股 100,330,682 股，转让给香港中旅（集团）有限公司和香港华侨城有限公司，本次股权转让后，华侨城经济发展总公司直接和间接持有康佳集团的非流通法人股比例达 51.69%，使康佳集团成为国家绝对控股的股份制企业。

## （二）并购动因

经过十多年的发展，康佳集团深刻地认识到：中国的企业要发展，一定要根据外部宏观环境及自身内部条件，走优化资源配置，集约经营的道路。这一道路是企业适应新经济增长方式发展的必然之举。经济增长方式由粗放型向集约型转变，对企业生产经营的各方面提出了更高要求，企业如何根据自身情况，及所处的经济环境找出适合企业自身的集约型发展道路是关键所在。

康佳集团所从事的彩电制造业，是具有典型“诸侯经济”色彩的行业。由于此行业对发展地方经济，增加财政收入作用明显，故各地在 80 年代纷纷引进产线，一大批技术落后，规模偏小，市场适应能力差的彩电企业应运而生，在经济增长较快的时期，这些企业尚能维持，一遇紧缩便不少避免地出现亏损，面临破产或被兼并的命运。同时，在竞争中，也成就了一批素质较高，规模较大，管理先进，市场适应能力强的企业。根据市场经济的一般规律，优势企业对其产品市场将在更广阔的领域里进行强占，而弱势企业将逐步丧失其原有的市场，直到被淘汰。不管是从政府为减少社会经济成本的角度，还是从集约化所带来效率的提高等角度，中央政府的产业政策将偏向限制、取消、改造低水平、小规模、重复建设的弱势企业，而鼓励支持优势企业通过企业联合、兼并、股份化等行为扩张，成为具有规模经济效益、跨地区、跨行业的大集团化公司，在这个过程中，尽管存在地方保护主义，但一些地方政府出于地方经济发展、职工就业压力等内在原因而客观上支持上述并购行为。

分析 90 年代初的情况，康佳集团自身面临着两方面的挑战：（1）国内市场占有率不够，只有 7% 左右；（2）海外名牌彩电厂家大举进入我国市场，与国内厂家合作生产它们的产品，这些的国产的外国品牌与国产产品抢占市场，彩电大战随时可能拉开帷幕。当时康佳集团清醒地认识到只有迅速扩大生产规模，使产量尽快达到 400 万台的水平，在现有

市场的基础上不断扩展，提高效益，才能在竞争中立于不败之地。

那么是关起门来在特区内自我发展，重复过去一办法扩大生产经营规模？还是在国内寻找好的合作伙伴，通过提高生产要素的综合效率，实行集约经营，在更广阔的领域内进行拓展呢？康佳集团的决策者必须在两条道路上进行选择。前者清车熟路，征地、建厂房添置设备、招收员工，过去都积累了大量经验，决策风险小，操作上难度也不大，但是发展速度慢，资金投入大，无法解决资源不足，成本高，远离销地等问题。后者则可通过自我挖潜并对合作者的存量资产进行调整，填平补齐关键设备仪器，提高生产技术和劳动效率，以较小的投入在较短的时间内形成效益，与国家提倡的经济政策思路也相吻合，但要解决良好合作伙伴的选择等问题。

康佳经过充分的调查研究后，形成了“资本扩张”的战略构想。这个战略构想主要包括两个方面：

一是充分发挥自身的内部潜力。主要是使存量资产升值，产生更大的效益。到 1992 年底，康佳集团的资产存量已达到 5.5 亿元，其中上市筹得资金 1.55 亿元。这笔资产如果不根据市场经济发展的需要，作出调整和重组，是难以最大限度地升值，产生很好效益的。特别是在深圳经济特区，企业生产成本不断上扬，资产升值的潜力相对有限为此，康佳低成本扩张战略构想的一个重要内容，就是要使存量资产通过调整和重组，使其最大限度地增值增效。

二是通过与内地企业实行联合，充分发挥自身优势。经过 10 多年的发展，康佳集团已经在技术、产品、资金、市场、机制等方面形成了自己独特的优势。这是与存量资产一样具有较高较应的潜在价值。然而这种潜在价值只有通过与内地企业实行联合，让这些潜在价值向内地扩散，才能产生更大的效益。

围绕上述这两个方面的战略构想，康佳集团做出了“北上抢滩”的战略决策，并且明确在华东、东北、西北建立生产基地，形成三足鼎立的格局，以全面拓展国内市场并向独联体中亚、东欧等市场进行渗透，走大规模集约经营的道路。

总之，使康佳在 90 年代出现较大规模的并购行为的原因，一方面是由于康佳自我发展的需要和自我投资周期长、见效慢之间的冲突；另一方面是由于当时国内的彩电行业由于供需情况的变动使厂家出现严重的两极分化局面，落后的厂家出于各方面的压力也有急于被合资、并购。

### （三）并购目标的选择

回顾康佳所走过的并购之路，可以清楚地看出其对并购目标选择的精心。

在确定并购发展的战略后，康佳首先对并购目标的地理位置进行初步的选择，本着“产地靠近消费地”的原则，最大限度地实现辐射全国的功能。东北地区距康佳的生产基地遥远，运输成本高，售后服务也因此受到限制，而康佳彩电在东北地区知名度很高，产品颇受欢迎，供求矛盾明显；同时东北地区人口众多，工业化、城市化水平较高，很适合进行

合作发展。这样东北地区就成为康佳在并购过程中最先涉足的地区。同样陕西也具有辐射西北地区，工业基础好的优势；安徽则被视为康佳在巨大的华东市场的生产基地（现已建成康佳最大的生产基地）。

在地理位置标准的基础上，康佳对并购目标还确定了几个基本条件：

- 1、当地干部、群众认识统一，有真诚的合作愿望，对改革有较强的思想承受能力和准备。
- 2、有一定的技术力量，生产设备和仪器基本完备，存量资产能有效利用，适当添置部分关键设备后，即能提高技术水平，增加生产能力；
- 3、当地政府关心和支持并购行为，能为新组建的合资企业提供尽可能宽松的外部条件。

在上述条件确定后，康佳集团即派员赴东北地区进行实地考察，当时沈阳、佳木斯、抚顺等地包括牡丹江的电视机厂和政府了解到康佳的意向，纷纷主动联系，寻求合作。当时牡丹江电视机厂的硬件条件相对而言并不太好，但是在其他软件条件方面诸如政府的支持等方面却是康佳更为看重的。经过几个月考察，康佳最终选定了牡丹江电视机厂作为首家合作伙伴。牡丹江电视机厂是牡丹江市电子局的直属厂，拥有职工 900 余人，1970 年建厂，1986 年从日本引进技术及生产线，1988 年建成投产。尽管该厂管理水平、技术队伍、生产队伍较好，但由于尚未形成规模，因而境况一直不佳，这种情况正好可以和康佳形成优势互补，于是双方签订了合资协议，联合组建牡丹江康佳实业公司，并于 1993 年 3 月正式开业。

随后，根据上述标准和做法，康佳集团于 1995 年 10 月和 1997 年 5 月，分别又与陕西如意电视机厂合资，创建了陕西康佳电子有限公司；与安徽滁州电视机厂合资，创建了安徽康佳电子有限公司，使康佳集团形成“东（安康）——南（深康）——西（陕原）——北（杜康）”四方合力，全面出击的战略态势，在中国彩电工业布局中独树一帜。

#### （四）并购操作与整合

并购过程中最核心的内容就是产权的明晰与重组。康佳在最初也不是没有产生整体并购的想法。但是整体并购，康佳作为一个外来者，必将面临许多头痛的问题，诸如应收帐款的质量，职工的具体情况等等，这些额外的工作，是只想建立生产基地的康佳所不愿承担的而另一方面，牡丹江电视机厂重组前有 5000 多万元的债务，每年利息就要 400 多万元，其本身也要对现有资产进行重组。

经过协商，新成立的特康公司注册资本 3000 万元，康佳集团以现金 1800 万元投入，占 60% 的股权，牡丹江电视机厂以生产电视机的厂房，设备等优质资产作价投入 1200 万元，占 40% 的股权。电视机厂原来的债权、债务仍然由其承担，并计划通过新企业的发展所创造的利润逐年偿还债务。这样，就使牡丹江电视机厂产权简明清晰，优质资产的增值能力迅速得到发挥。陕西康佳与安康亦照此办理。

这里需要特别提到的是资产评估问题。当时双方关于一些技术落后的设备的价值有一些争议。因为康佳从行业生产能力角度出发，认为技术折旧是很重要的因素，而牡丹江电视机厂则以历史成本和固定资产折旧为基础，认为设备仍有较高的价值。经过协商，康佳本着长期合作，双方受益的原则，同意以牡丹江资产评估事务所的评估为基础合资，这样牡丹江电视机厂的出资约折合 1700 多万元，其中 1200 万元作为股权投资，另外 500 多万元则作为债权卖给新组建的牡康公司。在组建陕康、安康时，康佳均以当地资产评估公司的评估结果为基础，基本没有什么争议。

明晰了资本结构，接下来的就是各方面的整合。康佳认为整合的关键是要找到能够实现优势互补的切入点，而切入点的关键是经营机制的重塑

1、建立权责明确的领导机制。合资双方根据出资的比例分派董事组成董事会，实行公司董事会领导下的总经理负责制，重大经营决策由董事会研究决定，总经理执行董事会决议，并拥有生产经营指挥权。在牡康，陕康、安康等三家公司中，董事长场为合资对方，而总经理场由康佳派人出任。同时康佳本着经营本地化的原则，除个别重要岗位由总公司派人出任外，其余均由当地经理人员出任。

## 2、建立优胜劣汰的用人机制

首先实行“消肿”，大刀阔斧地精简机构。原牡丹江电视机厂管理人员有 159 人，新公司精简到 95 人。康佳在用人制度上坚持“能者上，庸者下”的原则，实行“双轨制”：一是聘用制，总理由董事会聘任，部门经理由总经理聘用，一般管理人员是由各部门经理聘用，聘用中打破论资排辈的陋习，真正做到能上能下；二是抬聘制，首先在厂内公开招聘营销人员，经考评，原营销部落聘 4 人，重新招聘 9 人，同时还在社会上公开招聘了 8 名管理、技术、公关等方面人才。在用工制度上，实行全员劳动合同制，员工与企业签订了劳动合同，建立了员工与企业新的劳动关系，在陕康与安康的组建中，也采取了同样的办法，使企业具备了实施现代企业管理制度的基础

3、建立效能为主的分配机制。分配机制以效能为主，把分配同企业效益挂钩。公司以岗位标准、岗位内容和工作量为依据，定员、定编，制定 22 个薪级标准，全员实行岗位工资和浮动工资制。职工的收入主要以经济效益为依据，根据岗位档次，制订上、中、下三类浮动系数，由部门经理视岗位人员工作成绩确定。在效能为主前提下，考虑员工的积累贡献和专业文化知识，实行了年功和学历补贴。

4、实行严格有序的管理机制。各分康公司成立后，从建章建制入手，本着因地制宜、可行实用的原则，以康佳为模式。建立了 90 项管理制度，做到了事事有章可循。同时结合实际情况，对康佳公司《员工手册》进行修改，作为分康员工的工作行为规范。在管理制度上突出质量管理，采用 ISO9002 国际质量保证体系，完成了与新的质量保证体系的对接工作。在此基础上，建立严密的执行网络和严格的考核奖惩办法。

5、培育健康向上的企业文化。资产纽带与文化纽带，是母子公司之间不可缺少的维系机制。康佳集团的企业文化，对各分康有着强烈的影响力和辐射力，各分康在追求企业经济效益的同时，党、政、工、团齐抓共管，努力建设有特色的康佳企业文化。通过培育无私和奉献的企业精神，使得在深圳形成的“我为你、你为他，人人为康佳，康佳为国家”的

“康佳风格”，同样熏陶着分康人。母子公司虽然相隔天南地北，但大家目标一致，信念一致，感情相通，大大提高了企业的凝聚力和向心力，强化了员工的康佳意识和荣誉感。

先进的观念，科学的管理，一流的技术，高新的机制，使康佳的合资子公司充满了生机，创造了当地的经济奇迹。从而也促使集团公司的经济规模迅速扩大，经济效益不断提高，迅速向大规模集团化方向迈进。

但是，合资的一整合过程也不是没有问题。在陕康的组建过程中，康佳派去接管厂房设备的人员被一些工人堵在厂门口不让进，有的还喊出“砸烂康佳牌子”的口号。在原来的合作之中，由于陕康的效益较好，许多陕西如意电视机厂的老职工十分不平衡，出现了堵截合资厂工人上班的事件，使陕康的生产直接受到影响。直到当地政府出面调解，事情才得以处理。当然，在合资了一段时间后，双方的磨合进入了顺利发展的阶段。然而合资之初出现的问题也说明了并购后整合的重要性和困难性，反映了由计划经济向市场经济转变过程中人们观念的冲突。

这种冲突即使在整合中波动较小的牡康公司也有所反映。首先在观念上，牡康人认为自己是企业的主人，为何主人反而被雇佣？许多职工想不明白，有的人虽勉强同意接受康佳的员工管理办法，但却死活不肯只签1年合同，要求签10年、8年，认为只有这样，生活“才有保障”。另外，牡康公司规定员工上下班要打卡，每天四次，提前10分钟到岗，工厂厂区不准吸烟，上班不准闲聊，不准打瞌睡，不准吃东西，这些要求在深圳康佳总部是极为平常的事，而在这里却遭到员工心理上的抵触：“康佳怎么这样只讲工作绩效和原则而没人情味？”

由于对康佳的管理不适应，“牡康”第一批员工中不少人悄悄离开了，当时康佳总部在人才、资金、市场等方面，帮助牡康渡过暂时的困难——随着合资公司的运转，实践证明，牡康人对于康佳管理的暂时不适应只是牡康这个合资产物在分娩中的“阵痛”。

随着康佳管理标准在牡康的逐步推行，他们体会到了康佳能者上，平者让，庸者下的人事制度的优势性。在分配上制定了22个薪级标准，浮动工资占总工资的60%以上，还有年功工资和学历补贴。一些埋头苦干的员工月工资超过总经理的事情并不鲜见。多劳多得，公平竞争的环境使牡康人的生活呈现出了很大的活力。合资前，牡丹江电视机厂年产电视10000台多一点，最好年景也没超过30000台，而新生的牡康在第一年的10个月内就生产了76000台，严格、科学的管理给牡康带来了巨大的生产效益。更重要的是“牡康模式”在黑龙江省产生了轰动效应，成为通过嫁接、改造国有大中型企业管理机制的范例。

#### （五）并购的影响和经验

由于康佳管理模式的引入，康佳的几个子公司都创造出当地经济的奇迹，真正达到了“双方受益”的目标——康佳通过合资迅速扩大了规模，并牢牢地拓展了自己的市场份额；而合资方企业则有效地盘活了资产，解决了职工就业问题，取得了很好的经济效益；而对合资方的当地政府则不但可从中获得大量税收，而且也可获得很大的社会效益，带动当地相关产业的发展。

下面首先让我们看一下牡康公司的发展轨迹：

年份	彩电产量 (万台)	销售收入 (亿元)	利税 (万元)	其中利润
1993	7.63	1.35	2503	1825
1994	19.90	2.52	3226	2106
1995	35.03	4.20	2491	1601
1996	60.02	3.72	3339	1457
合计	122.58	11.79	11559	6987

这些数据充分说明了牡康是一个资产重组成功的公司。

牡康公司从 93 年 2 月创立时的一条整机生产线、430 名员工、15 万台年生产能力的小企业发展到 97 年底的三条整机生产线、1240 名员工、70 万台年生产能力的中型企业仅用了短短的四年。在这四年中，合资双方为企业的长远发展，均将应分得的利润悉数进行再投资，将原来 3000 万元的注册资本增加到现在的 6000 万元，充分说明了合资双方对事业的认同。

1995 年 6 月，中共中央总书记江泽民在视察了牡丹江康佳实业有限公司后，欣然挥笔题词“沿海内地优势互补，开拓创新携手发展。”

陕康公司在合资后 50 天即投入运营，当年即生产 7 种型号 9.22 万台的彩电，实现产值 2.14 亿元，利润 408 万元，当年投资，当年获得盈利。到 1996 年迅速达产，生产彩电 40.28 万台，到 1997 年底则达到年生产 60 万台的生产能力。

安康于 1997 年 5 月组建，当年即建立四条整机生产线，年生产能力达到 100 万台，成为康佳集团最大的生产基地。

经过几家合资企业的建立以及对上市公司各种优势的充分利用，康佳集团的生产规模迅速扩大，各项经济指标均大幅度提高（见下表）

年度	总产量 (万台)	主营业务收入 (亿元)	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	每股净资产 (元)	净资产收益率
1997	320	63.43	3.49	53.86	4.35	21.91%
1996	303	50.06	3.46	41.56	3.97	23.86%
1995	230	36.10	2.65	25.24	2.75	34.33%
1994	170	23.87	2.27	20.26	2.72	39.65%
1993	160	22.03	2.11	11.23	2.98	48.70%
1992	139	12.13	0.91	5.50	2.23	40.60%

通过对康佳并购重组的了解，可以得出以下经验：

1、在进行合资并购过程中，事前的准备是十分重要和不可缺少的。精细的考察是以后合作成功的必备因素。

2、观念转变是企业联合的重要前提。这一点在组建牡康、陕康、安康时多多少少都有些反映。实践表明，提高职工对改革的思想承受能力非常重要。着重在以下三个方面转变观念：一要在发展思路上转变观念，克服“重外延、轻内涵”的倾向，树立内涵发展思路，从追求量的扩张转变为注重质的提高。着力于盘活存量资产和优化要素配置；二是在国有企业解困问题上转变观念，克服等、靠、要思想，实现从“找市长”到“找市场”的转变，用市场经济的观点和方法，去认识和挖掘困难企业的优势与潜力，寻找困难企业的新出路；三是在如何创办新企业上转变观念，从注重于安置人员转变为注重塑造机制，注重企业的竞争力，敢于在改变传统管理体制上动真格。

3、优势互补是推进联合的关键环节。进行优势互补，将上市公司的现代企业管理制度输入到合资企业中，通过激活合资方的优质资产，使名牌规模效应扩大。同时，随着合资公司的发展，带动旧企业（合资方）的发展和当地配套产业的发展。

4、互惠互利是推进联合的基本原则。企业联合是企业法人之间通过资产重组在新的企业载体上实现共同发展的经济活动。整个过程必须坚持互惠互利原则，尤其是处于主导地位的一方，更应理解和体谅对方的困难，立足向前看，不能提出损害对方利益的先决条件。康佳在牡康投资四年多，都没有分红，而是悉数用于有投资扩大规模。坚持互惠互利的原则，不仅能使合作顺利进行，而且为进一步合作打下了坚实的基础。

5、横向一体化是扩充市场的有效手段。康佳模式给人的启示是：在企业面临市场份额竞争激烈的时候。资本的自我积累并不是最有效的方式，企业要善于运用资本经营的理念以企业的品牌、技术、管理、质量等优势地位作依托，采用兼并、控股、参股等手段，不但能尽快提高市场占有率，而且可使企业获得生产、技术、管理、营销等方面资源共享，同时也有利于资源在企业集团内部的合理配置，降低产品的成本，增强产品的竞争力。

6、政府是推进联合的重要保证。企业联合是一项复杂的系统工程，许多关键问题和深层次矛盾，单靠企业自身的努力是无法解决的，必须靠政府的支持和帮助。康佳在组建牡康公司时，面临着牡丹江电视机厂 5000 万元债务的处理和 100 名退休人员的安置两大难题。牡丹江市委书记、市长都明确表示、决不把债务推给合资企业。经研究决定，原有的债权、债务、离休人员由原电视机厂承揽，保证用最先进的设备，优秀的人才和高素质的员工参与牡康公司的组建。正是这些开明的政策，使合作顺利进行，牡康公司很快正常运行。

（执笔人：北京大学光华管理学院 俞岱曦 张海涛）

### 清华同方兼并江西无线电厂的调研报告

北京大学光华管理学院 吴越涛

清华同方股份有限公司于 1998 年 3 月与江西无线电厂签署了正式的兼并协议，这标志着我国首例高校产业企业对军工企业的兼并圆满完成。

清华同方股份有限公司是首家上市的高校产业企业，其经营目的主要是为高校的科技转化为产品提供生产条件。但是由于学校的局限，不可能在短时间内兴建大规模的生产基地因此，清华同方股份有限公司把目光转向了兼并市场。江西无线电厂是一家以生产军用电子产品为主的军工企业，多年来由于经营不善，产品老化，企业亏损严重。急需注入资金并改造其产品结构及管理机制。

不同的目的使双方走到了一起。1997 年 8 月起，清华同方公司与江西无线电厂经过 5 个多月的考察与协商，最终达成兼并意向。江西无线电厂向其上级主管部门——江西省电子集团公司送交了兼并申请报告，并得到了支持和肯定。1997 年 12 月，江西省电子集团公司向江西省政府提交报告。同月，江西省政府向国防科工委、电子部递交了“关于恳请批准清华同方股份有限公司兼并七一三厂有关问题的函”，并得到批准。同方公司于 12 月底召开股东大会，通过了本次兼并议案。

清华同方公司与江西无线电厂兼并的主要条件是债务问题。江西无线电厂负债总额为 1.4 亿元，其中银行欠款 1 亿元。另外的 4 千万元为应付帐款等短期债务。协议的兼并条件是：清华同方承担其中 1 亿元的债务；同时，江西无线电厂的银行欠款可以停息挂账，7 年还本；清华同方还将保证军品定单的完成。于是江西无线电厂成为了清华同方的全资子公司。

通过兼并，清华同方公司得到了一个完整的通讯产品生产基地，江西无线电厂引来了资金和先进的产品和管理机制，两家企业可谓各得其所。

## 一、并购方概况

清华同方的主导业务始终集中于信息与计算机应用这一重要的高科技领域，其战略发展方向非常清晰。公司的业务领域涉及计算机网络应用、软件与系统集成、人环工程、精细

化工等高新技术行业。

近年来，清华同方无论在资产规模还是经营业绩方面都保持了较快的发展速度。从1994年到1996年，总资产年均增长43%，净资产年均增长38%，主营业务收入年均增长38%，利润总额年均增长45%，净利润年均增长37%。公司现有总股本1.107亿股，净资产4.4亿元。清华同方发行的4200万股公众股于1997年在上海证券交易所上市，公司将以上市为新起点加快自身的发展步伐，初步计划到2000年总资产达到10亿元，销售收入达到30亿元，力争发展为一个跨国经营的大型高科技企业集团，进入全国高科技企业前10名。

清华同方股份有限公司是在上海证券交易所上市的股份制企业，其控股母公司为清华大学企业集团。清华大学企业集团出资1亿元左右的净资产，联合其它几家法人企业发起成立，并向社会公众发行占总股本40%左右的A股股票。企业集团将在股份公司中占据接近60%的绝对控股权，其进入股份公司的净资产，是由原人工环境、信息技术、同方实业、凯英化工和网络工程等5家企业的全部净资产组合而成的。

由于清华同方股份有限公司是上市公司，其治理结构完全符合《公司法》要求。股东大会是公司最高权力机构，董事会，监事会各司其职，总经理隶属于董事会。在总经理之下横向有9大事业部：网络技术公司、软件与系统集成公司、信息技术公司、人工环境工程公司等；纵向有研究发展中心、企业管理部、销售中心三大业务职能部门；以外还设有人力资源部、财务部、企划部等公司管理部门。

清华同方的经营战略是要发挥清晰的主导业务与多样化的产品分布结合而成的业务组合优势。在信息与计算机应用这一高科技领域，同方构建了一个较宽的业务与产品分布带，并努力建立各项业务的有机联系，形成优势互补，资源共享的协同关系，形成了超常规的业务组合优势。

例如，“楼宇智能化”可将人工环境控制、计算机软硬件开发，系统集成，空调设备和仪表生产等部门有机结合起来；“计算机控制”将计算机在楼宇控制，工业控制，海关，医疗检测等方面的应用构成相互促进的关系。

因此，同方相对较宽的业务和产品分布非但没有偏离专业化经营的轨道，反而强化了主

导业务的盈利能力和渗透能力。充分运用某一领域的科研成果为另一应用领域的探索服务是高新技术企业实现业务创新的重要途径。

综上所述，清华同方是一家以高科技领域为阵地，涉足人工环境、软件开发、网络系统技术以及核技术应用等领域的多角化投资与管理公司。

清华同方为上市的股份有限公司。1997年6月，清华同方股份有限公司召开首届股东大会暨创立大会，通过有关公司章程和上市议案的文件。同方股票上市后，形成了如下的股权结构：发起人股为6870万股，占总股东的62.06%；社会公众股为4200万股，占总股东的37.94%（其中公司职工股为420万股，占总股东的3.79%）。

1997年6月27日，清华同方股份有限公司在沪市挂牌交易。股票当日开盘27.28元，收盘33.9元，涨幅309%，创造了当时新股开盘的新高潮，股票发行前净资产总额为1.056亿元，共6870万股，每股净资产为1.54元；股票发行后，净资产总额为4.444亿元，每股净资产为4.01元。股票于1997年底按1：1.5送配，迄今为此，同方股票价格在30元左右，相当于除权之前的45元。在半年中股票价格将近翻了一倍，说明同方的发展潜力为投资者看好。

以清华大学企业集团作为主要发起人，将其所有的部分经营性资产折资入股，并联合其他四家发起人采取社会募集方式组建的清华同方股份有限公司是由国家教委正式批准，并作为教委1996年上报中国证监会批准股票发行计划的唯一企业。公司在进行股份制改组过程中，其主要发起人，也是控股母公司的清华大学企业集团是经国家教委、国家经贸委批准成立的大型高新技术企业集团公司，该公司组建于1995年，为清华大学全资的国有独资企业。因此，清华同方即为国有独资企业控股的股份有限公司。

## 二、并购目的与战略

清华同方的前身是一家带有校办工厂的性质的企业，这决定了它自身的企业特点：科技优势，人才优势，但同时存在生产规模小与缺少营销渠道等问题。清华同方的成立就是要依靠“技术+资本”这个战略来解决科技向生产力的转化这一难题。为此，清华同方必须有

通畅的研究开发、生产经营与销售渠道三大优势，否则就完不成产品从实验室到市场的整个转化过程。

正是在这个意义上，清华同方兼并江西无线电厂的目的不是资产重组后出售，不是金融投资，不是改进公司资产负债结构，不是获取诸如许可证、土地之类的特殊资源，更不是买壳上市，而是为自己寻找一个生产基础和营销渠道，最终服务于“资本+技术”的同方总战略。

具体的，清华同方兼并江西无线电厂有如下理由：

(1) 积极响应科教兴国战略，致力于强化应用技术的开发和推广，促进科技成果向现实生产力转化，通过优化资本结构和生产要素，吸收并盘活国有大中型企业的资本存量，实现壮大企业规模，促进经济结构优化的战略目标。

(2) 作为高校创办的上市股份公司，其本身就是深化科技和教育体制改革的成果，积极探索一条将高校科研技术优势转化为社会生产力的新路子，突破过去大专院校与国有企业合作只采用技术转让的单一模式，创建一个以“产权关系为纽带，技术注入为手段，成果产业化为目标”的崭新发展模式也是其责任所在。

(3) 清华大学是中国理工学科最齐全的高等院校，约有 6000 人的科研队伍，每年有数百项科研成果通过验收，具有较强的综合研究能力，清华大学拥有高科技优势和高附加值的产品，急需具有雄厚的二次技术开发力量与大规模生产能力的企业与之互补。

如果换一个角度，从经济上为清华同方算一笔账，那么兼并江西无线电厂的目的便再清晰不过了。

假如清华同方新建一个通讯产品生产基地，需要投资上亿元，建设周期长达两、三年，在产品的市场开拓和营销网络建设方面可能还要花费更长的时间和更大的投入。抛开建设期间的利息成本不谈，投产时间的迟延可能就意味着市场的丢失，这个损失是不可估量的而通过以“零成本”方式兼并江西无线电厂，同方可以迅速地进入通讯产品生产经营领域，既避免了大规模设备投资和较长建设周期所造成的经营风险，又可马上使用生产手段与营销渠道，真可谓事半功倍。按照同方的规划，兼并前江西无线电厂的销售收入仅为 3000

万元，兼并后（1998）该厂的销售收入将达到 6000 多万元，通讯产业将成为清华同方新的利润增长点。

兼并江西无线电厂的成功为同方今后实施“技术+资本”的低成本为资产扩张方式提供了许多经验。尤其是在我国国有企业“抓大放小”和战略重组的大环境下，优势企业兼并劣势企业，注入先进的技术和成熟的管理经验，是优化我国产业结构和产品结构，促进高科技企业快速发展的有效途径。以兼并江西无线电厂为开端，清华同方将充分利用科研技术优势，依托资本市场的融资渠道，灵活运用各种资产运作手段，加快自身科研成果的产业化

### 三、目标企业选择

清华同方兼并目标企业归纳起来有三大原则，一是条件苛刻不谈，二是企业没有生产潜力不谈，三是政府干涉太多不谈。这三大原则都是与同方的“技术+资本”的经营战略分不开的。

兼并企业的接管条件主要是确定并购企业与目标企业权责转移的问题，其主要内容包含债务的分担，收购价格的高低，人事安排等问题。清华同方兼并企业虽然严格商谈接管条件，但是其眼光并不拘泥于此。同方把商谈接管条件当作目标企业有无合作诚意的标准。此次兼并江西无线电厂，其条件是十分优厚的。“零收购”协议的达成充分反映了江西无线电厂的合作诚意，而这一点对于要把生产基地放置在九江的同方公司来说是十分重的。

盈利与生产能力也是兼并时考虑的一大问题。据调查，江西无线电厂作为军工产品生产厂其生产能力是优良的，只是近年来由于产品市场销售不畅造成亏损，负债包袱过重。如果同方为其注入资金并开发新产品，其企业前景相当光明。

兼并交易难度的原因大都来自企业外部，尤其是企业的政府主管部门，如果政府在兼并中干涉过多，势必造成接管条件苛刻，加长兼并运作周期。以外，政府过多干涉往往局限并购方的信息渠道，束缚并购方的行动，以致最终达不到兼并的目的。因此清华同方十分重视企业的自主性与上级主管部门的态度。此次兼并江西无线电厂由于江西省政府的大力

支持而变得十分顺利。

江西无线电厂是一家生产军工产品的大型电子工业企业。其上级主管单位为国防科工委和电子工业部。因此其产业选择包括两个内容。

为什么选择电子行业？清华同方在通讯技术领域拥有全国一流的科研能力和技术水准，尤其是在超短波和数字通讯方面，而要将科研优势转化为能够直接创造经济效益的产品优势，就必须建设一个规模经营、管理科学的生产基地。因此，清华同方一直在寻找这个合适的“壳”将自己的通讯技术装进去。而作为生产高级军用短波通讯设备和民用收录机的江西无线电厂具有成套的军用通讯生产设备和完备的销售网络。兼并后同方可将先进的数字通讯技术首先应用于军用通讯设备的制造，不仅实现了产品的规模化生产，而且有稳定的军品订单作为盈利保证，能够成为同方通讯产品的重要生产基地。

为什么选择军工行业？清华大学由于长期与军工单位合作，认识到国防建设的总体思想是“重视科技强军，加强国防科技研究，建立和完善与社会主义市场经济体制相适应的国防工业运行体制，逐步更新武器装备”，自行研制开发高技术含量、高质量品质的自主通讯产品是大势所趋。此外军工市场不仅市场大，而且具有生产高度垄断，订货高度计划性，产品生命周期长等特点。因此同方将抓住此有利机遇，兼并作为军工骨干企业的江西无线电厂，切入军工市场，为国防建设做出自己的贡献。

地理位置并不是清华同方兼并江西无线电厂的主要考虑问题，但同方也确实研究过其区域特点具有相当的优势。一是江西九江地区的人工费用较为低廉，可以减少产品成本。二是九江市作为国家批准的沿江开放城市享受许多政策优惠。三是江西省为创建昌九工业走廊给予九江单独的有利条件。四是九江交通位置优越，东西有长江航线，南北有京九铁路位于南方和北方、沿海与内地的交通要道，这为产品销售与原材料运送提供了极大的便利

江西无线电厂是国有大型企业，又称电子工业部七一三厂，创建于1966年，主要生产高级军用短波通讯设备和民用收录机，是我国军工骨干企业之一，也是国家大型二级企业。70年代曾被评为大庆式先进企业，93年被评为“中国500家最大电子及通讯设备制造企业。”

清华同方选择兼并国有企业有三个考虑：第一，清华大学素来与军工企业关系密切，有为军工产品提供科技支持的传统。第二，清华大学与江西省政府有省校合作协议，希望能够帮助江西省国有大中型企业走出困境。第三，优势企业兼并困难企业，并且注入先进技术和成熟的管理经验，帮助困难企业优化产业结构和产品结构，同时建立现代企业的经营机制。是为了响应党的十五大确定的国有企业“抓大放小”和国有资产战略性重组的基本方针。清华同方正在探索一条优势企业兼并困难企业，从而深化国企改革、增强国企竞争力的发展道路。

较长时期以来，由于自费搬迁和技改贷款形成的债务，使得江西无线电厂包袱沉重。工厂1997年10月底财务报表账面资产数总计1.68亿元，负债合计1.4亿元，银行欠款9769万元，资产负债率高达83%，由于历史原因和经济体制转换过程中产生的各种矛盾，极大地制约了企业的发展，现已连续三年发生潜亏。

工厂目前债务负担沉重，技改资金难以及时到位，只能靠贷款维持正常运转。沉重的债务负担使得工厂采取“压缩民品生产，确保军品生产”的方针，从而使民品生产萎缩，军品技术的更新极慢，军品订货的上升势头也难以维持。

江西无线电厂在计划体制下形成的企业经营机制，管理机制和干部职工的思想观念都远远跟不上市场经济的发展，已难以适应当今激烈的军、民品市场竞争。

清华同方在客观分析了江西无线电厂的困境之后，把其主要问题归纳为三点：一是技术落后，二是经营机制不灵活，三是资金匮乏，而从企业长远发展角度考虑，该企业也一直在寻找拥有雄厚技术实力和经营实力的合作伙伴。

江西无线电厂认识到，若想从根本上盘活企业生产能力，真正落实国家关于“军民结合”的战略方针，全面地与市场经济接轨，应首先从自身内部小循环的单一模式中跳出来，通过与国有控股的高新技术企业有机结合，成为一个科技力量强的，生产手段先进的，具有较快应变能力的和较强竞争能力的现代企业。

江西无线电厂同意被同方公司兼并的理由如下：

(1) 通过被兼并，可以根据国家有关政策，有效地减轻企业沉重负担，进行资产和债务

重组，以达到增资减债，重新组合生产要素的目的。

(2) 可以引入清华同方的大量资金，高新技术和管理机制，进行技术改造，研究开发新产品，彻底转换企业运行机制，增强企业活动。

(3) 可以以产权关系为纽带，依靠和凭借清华同方雄厚实力和综合优势，利用公司良好的品牌形象和销售渠道，较快提高产品在国内市场的占有率，使企业获得超常规发展。

江西无线电厂的财务状况已陷入困境，最突出的一点是债务问题。虽然江西无线电厂具有年产通讯产品 4000 部（套），电子产品 50 万台的生产能力，但兼并前企业的年销售收入仅为 3000 多万元，截至 1997 年 10 月底，财务报表账面资产数总计 1.68 亿元，其中固定资产 8666 万元，固定资产账面净值 6260 万元；负债合计为 1.4 亿元，其中银行欠款 9769 万元，其余为流动负债，资产负债率为 83%。

#### 四、对目标企业制度的判断

江西无线电厂（国营第七一三厂）是传统的国有独资企业。它创建于 1966 年，九十年代初，由江西景德镇市搬迁至九江市，是生产短波通信设备的大型二极电子工业企业。该厂隶属于江西省电子工业总公司，于 1993 年步入了“中国 500 家最大电子及通讯设备制造企业”行列。

江西无线电厂是传统的国有独资企业这个性质，决定了该厂的下列特点。一是具有优良的科技传统。该厂曾多次获得国家及省、部奖项。二是管理机制不灵活、缺乏活力。尤其是长期受体制的影响计划，对市场变化反应不灵敏，没有营销观念。三是社会包袱重。像所有国有企业一样，退休人员也是一个严重问题。工厂在册职工 2611 人，现有在岗职工 1748 人，即退休人员与退养人员占总人数的三分之一。

江西无线电厂是国有独资企业，不是现在意义上的有限责任公司或股份有限公司，而是传统意义上的国有企业。其治理结构不是现在标准的股东大会，董事会和监事会的新三会而是职工代表大会，党委会和工会的老三会。从企业外部看，该厂直接隶属于江西省电子工业总公司，由江西省政府直接管辖。而业务上，该厂又同时受国防科工委与电子工业部

双重领导。

企业的产品主要是军品，尤其是在近几年压缩民品生产以后，企业的产品的生产计划十分固定，完全按照军工订单生产。因而全厂从上到下一切按计划执行。没有超额生产或效益质量等激励机制。

江西无线电厂的主要业务为无线电通信设备、收录机、无线电话、汽车电子等产品的开发与生产。其中军用无线电通讯高备是其主要产品，其他产品均为该厂在 70 年代贯彻保军转民。军民并举“方针的产物，该厂产品结构相对其技术力量来说是适中的，并非过度多角化，也并非过度单一。

其企业组织形式是标准的厂长与三总师结构，下设 8 个生产车间，一个研究所。除此之外，在全国还设有 29 个销售网点，并在京、深、沪、汉、宁建有办事处。

江西无线电厂的管理组织还是可圈可点的。该厂拥有高素质的干部职工队伍和严格的管理制度，由于长期从事军用通讯设备的开发生产，要求干部职工具有较高的文化素质和技术熟练程度，同时制订一套严格的管理制度和操作流程。这就与相当部分国有企业员工工作涣散、劳动纪律不严的状况形成了鲜明对比，不存在管理跨度过长或过宽带来的弊病，有利于兼并后按照现代企业制度来组织经营。

## 五、交易方式

由于江西无线电厂不是上市公司，所以在证券市场上收购是不可能的；而清华同方对江西无线电厂的兼并也不是通过产权产易中心交易，或者其他类型的公开交易如竞标。传媒披露进行的。其兼并方式是被人们认为是最不市场化的非公开交易。

其交易过程大致如下：

第一步：清华同方产生兼并江西无线电厂的意向。早在清华同方股份有限公司成立之初，公司便有建立自己产品生产基地的想法。科学技术要转化成生产力，产品要从实验室走向市场，其产品的规模生产是必不可少的条件。而清华大学并没有自己的生产厂，因此，寻

找江西无线电厂的企业是在情理之中的。

第二步：向江西无线电厂发出邀请并对其进行初步考察。由于清华大学长期以来与军工企业关系密切，同方公司选择了江西无线电厂作为其首选对象，并向其发出邀请。该厂由于近年来经营不景气，无外力注入，眼看破产在即，因此欣然表示愿意合作。于是清华同方对该厂进行初步考察。

第三步：联合上报省政府，寻求政府支持。在初步接触后，双方对合作前景表示满意；而由于该厂的国有企业性质。因此上报江西省政府是必不可少的，由于清华大学与江西省有省校合作协议，而且兼并也是为了解决国企问题，因此省政府给予了大力支持。

第四步：详细调查企业，确定兼并条件。在同方公司、企业与省政府均表示合作的态度下，兼并开始进入实质性阶段。同方公司详细考查了江西无线电厂的生产能力与财务状况在省政府给予的优惠贷款政策下，成功实现了对江西无线电厂的“零收购”。

非公开交易有许多弊病，如价格扭曲，资源达不到最佳配置等，但是对于传统的国有企业来说，非公开交易也许在当今是一种主动的，和最有效率的兼并方式。

## 六、资产评估

清华同方在兼并中并不十分在意江西无线电厂的资产净值，也不十分在意其评估使用方法。实际上，用重置成本法评估其资产总计为 1.68 亿元。清华同方十分注重对企业动态地分析，也就是预期收益净现值的分析。实际上，由于江西无线电厂正在处于亏损阶段，其净现值分析的关键在于确定近几年该厂的现金流入预测，也就是说，在该厂达到清华同方设计的生产状况之前，需要花费多少钱。

兼并过程中，清华同方只是依据其企业的账面价值计算，从未考虑该企业的商标、技术等无形资产以及土地使用权的评估问题。

清华同方在兼并江西无线电厂的过程中并没有把遣散职工作为主要条件，还是保留了全厂的职工。而债务问题却是焦点问题。在江西无线电厂 1.68 亿元的资产中，负债占 1.4

亿元，银行欠款近 1 亿元。1 亿元的银行欠款由同方承担，其余的流动负债由新企业承担。“零收购”意味着清华同方承担其 1 亿元的债务兼并该企业。

在评估中，江西省给予的优惠政策的确提高了该企业的价值。兼并后的江西无线电厂将享受国家有关兼并亏损企业的优惠政策，即该企业所欠的银行债务停息挂账，7 年还本。这无疑是企业带来了一笔无息贷款！

## 七、中介机构在企业并购中的作用

首先需要明确的一点是，清华同方在兼并江西无线电厂的过程中没有聘用任何中介机构。其原因有二。第一，清华同方对江西无线电厂比较了解，可以说比任何一个中介机构都了解，因此聘用中介机构没有必要。第二，当前国内的所谓投资咨询公司，产权交易顾问公司之类的中介机构，其运作程序不标准，良莠不齐，而且存在着许多问题。

可以说第二个原因是主要的，因为同方公司表示说，如果中介机构真的能够全力投入并能达到其要求的话，公司还是十分愿意与中介机构打交道的，毕竟分工效率高。

关于我国中介机构存在的问题。

- 1、规模小，信息不完全。兼并中介机构大都是在这两年成立的，公司大多人员少，资金少。在这个实力基础上，很难保证目标企业信息的完全性与准确性。这突出表现在信誉上
- 2、人员素质低，工作不投入。中介机构人员大都是由原来经营证券交易的人改行的，受到专业业务教育的人员不多。此外，大多中介机构工作不十分投入。有的并购在一周之内谈成，这让人很难相信其服务的质量。
- 3、管理程序不标准，质量难保证。中介机构的业务设置应是工作小组制。一个小组从头至尾负责一个项目。而现在的中介机构大多是总经理到处游说客户，跑到项目后吩咐手下人去调研，而且又没有质量监督。这样做出的财务分析与价值评估谁又敢相信？
- 4、经营目的不正确。中介机构应该本着让客户满意得到兼并全面信息的前提下合理收取

费用。而有的中介机构不顾兼并方与被兼并方的实际情况，强行推销企业。其作用不再是积极地促进资产合理配置，而是消极地为赚钱而推销产品。其商业道德低下。

## 八、并购交易程序及其法律和政策问题

1997年8月起，同方公司与江西无线电厂经过5个多月的考察与协商，最终达成兼并意向。江西无线电厂向其上级主管部门——江西省电子集团公司送交了兼并申请报告，并得到了支持和肯定。1997年12月，江西省电子集团公司向江西省政府提交报告。同月，江西省政府向国防科工委、电子部递交了“关于恳请批准清华同方股份有限公司兼并七一三厂有关问题的函”，并得到批准。同方公司于12月底召开股东大会，通过了本次兼并议案。

清华同方公司在原则上不解雇原有职工。兼并后，将留任大部分职工，其他职工接受培训。在生产恢复之后优先接收此类职工上岗。根据国家有关政策，按照“三三制”原则解决下岗职工分流的问题。

江西无线电厂负债总额为1.4亿元，其中银行欠款1亿元。另外的4千万元为应付帐款等短期债务，清华同方承担其中1亿元的债务。同时，江西无线电厂的银行欠款可以停息挂账，7年还本。

江西无线电厂产权所有者为国家，其法定代表人为该厂厂长。其主管部门为江西省电子工业集团公司，谈判对象的合法性由江西省政府保证。

政府宏观政策、产业政策，和其它政策对并观的影响有两点：第一，政府当前致力于解决国有企业扭亏增盈问题，兼并重组是出路之一。兼并亏损国有企业可以享受停息挂账的优惠政策。第二，国家大力发展通讯产业，这无疑对兼并以通讯设备为主产品的江西无线电厂带来宏观面的积极影响。

兼并过程中，江西省政府一直采取支持与合作的态度，兼并过程十分顺利。

## 九、地方政府在企业并购中的作用

江西省政府在清华同方对江西无线电厂的兼并中采取的是促成与保护的态度。一般来说，如果非本地企业要兼并本地企业，地方政府大都出来干预一番，要么把兼并条件抬得很高要么行政命令不许兼并。而江西省政府的促成态度却反映出江西省政府领导的开明眼光可以说，在短短 5 个月中，清华同方完成了一系列的考查、协商、上报、谈判并最终达成圆满的“零收购”，没有江西省政府的支持是不可能实现的。

首先江西省政府与清华大学有长期的“省校合作协议”，省政府支持清华同方的合作。第二，当江西省政府获知清华同方要兼并江西无线电厂时，积极参与组织和协调工作，帮助清华同方及时全面地了解企业情况。第三，省政府没有实行行政安排拉郎配的作法，也并未出现官员的寻租问题。

对于兼并，江西省政府并没有制订新的优惠政策；但是为清华同方提供了良好的政策环境，除了享受九江市沿江开放城市的国家优惠政策与昌九工业走廊的省优惠政策外，本次兼并还享受国家有关兼并亏损企业的优惠政策与江西省高新技术企业优惠政策，并被纳入江西省“破产、兼并、减员增效”的年度计划，并送给企业 1 个亿的债务停息挂账、7 年还本的额度。

由于兼并成立后，江西无线电厂将成为清华同方的全资子公司，因而江西省政府已经没有了对企业的所有权，也即江西无线电厂的主管权由江西省电子工业集团公司转移到了清华同方。地方政府从一个所有者与管理者的地位转变到了为企业提供政策，环境，服务支持的角色，国资局依然保有对企业监督的权力。

江西省政府根据十五大有关企业改革的政策精神和国家关于深化企业改革的指示，认识到企业兼并是优化企业资本结构，增强企业经济效益和社会效益的有效措施和途径。此外对于无特产的江西省要发展电子通讯等高科技产业，必须走与省外高科技单位联姻的道路因此省政府考虑到企业制度改革和产业结构调整意图是明显的。

## 十、并购后对企业资产重组和对企业制度的改造

清华同方尚未完成对江西无线电厂兼并的整个过程。这里只是描述一下其设想与计划。

企业作为独立法人依然存在，同方公司留任大部分原厂职工，保留原厂厂长的职务，但是要向该企业注入必要的企业管理人员与生产技术、市场营销人员，并且保留在必要时撤换厂长的权力。在接管过程中，应该注意稳定职工思想情绪，转变干部职工的观念。

按照兼并协议与国防科工委的批示，兼并后的江西无线电厂的生产将分为军品与民品两部分。其中军品部分保证军工的需求订单，民品部分则由企业自主掌握。其主要方向是生产高科技的“同方”品牌的通讯产品以及光盘产品。

清华同方兼并的目的是要把江西无线电厂改造成同方公司主要产品——通讯设备与光盘的生产基地。因此企业的生产线与人员的技术素质是清华同方看重的，没有土地置换或人换土地的意图。

对企业制度的改造是兼并江西无线电厂以后的重要内容。同方公司将在恢复生产与开发新产品的同时，按照现代企业制度“产权明晰，权则明确，政企分开，管理科学”的原则重造江西无线电厂。清华同方将保留大部分原厂职工，尤其是生产技术人员。对其中一些不适合工作的职工要进行培训，对于富余人员将让其暂时下岗，等生产上规模之后优先考虑聘用。清华同方尊重原企业的传统，完全保留江西无线电厂设有的工会、党组织或其他社团组织。

由于江西无线电厂的实际情况与清华同方有较大差异，谈论将“自强不息，厚德载物”的企业文化植入江西无线电厂还为时过早。同方公司近时间的重点是生产与管理体制的重建与整合，企业文化是次后考虑的问题。

(执笔人：北京大学光华管理学院 张聚)

### **上房集团整体置换嘉丰股份案例**

#### **一、案例经过简介：**

1997年10月15日上海房地（集团）公司（以下简称上房集团）与上海纺织控股（集团）公司（以下简称纺织控股）签署股份转让协议，纺织控股以每股2.6288元一次性向上房集团转让其所持有的上海嘉丰股份有限公司（以下简称嘉丰股份）国家股6478.1992万股，占总股本的74.69%。经国家国资局（国资企发〔1997〕328号）、上海市国有资产管理办公室批准，并经中国证监会证监函〔1997〕54号文批准，同意豁免上房集团向嘉丰股份其他股东发出全面收购要约的义务。1997年12月26日，股份转让协议正式生效。上房集团成为嘉丰股份的绝对控股股东，本次股权转让后，嘉丰股份总股本及股本结构不变。转让各方就此于1997年12月31日在《中国证券报》和《上海证券报》发布公告。

1998年2月28日嘉丰股份召开临时股东大会，审议并通过决议，对嘉丰股份的全部董事会成员和监事会成员进行更换，新选举的董事会和监事会成员均来自于上房集团。同日召开的嘉丰股份第二届董事会第九次会议讨论并通过决议，选举上房集团董事长徐林宝担任嘉丰股份董事长，经董事长徐林宝提议，一致同意聘请嘉丰股份原董事长程介禄为公司特别顾问。该次人事变动于1998年3月2日在《上海证券报》和《中国证券报》上公布。

1998年4月13日，嘉丰股份第二届董事会第十一次会议召开，表决并通过两项重要决议：一、审议确认了公司《委托经营管理协议》，经董事会决定，在资产重组过渡阶段委托纺织控股对嘉丰股份全部资产进行管理；二、新任董事长徐林宝授权，在资产重组过渡阶段，由嘉丰股份原董事长程介禄高级顾问在嘉丰股份代行董事长职权。

1998年5月26日嘉丰股份第二届董事会十三次会议公告：为了完善嘉丰股份的资产结构，提高资产质量，决定对嘉丰股份现有的资产进行置换，即以上房集团的科技含量较高的新型建材和基础设施配套建设等优质资产置换公司现有的纺织资产，公司的主营业务由纺织业变更为新型建材和基础设施配套产业。

1998年5月26日，嘉丰股份第二届董事会第十四次会议召开，审议并决定：鉴于嘉丰股份1996年度和1997年度主营业务连续亏损，并且1998年上半年主营业务继续滑坡，为了维护投资者利益，公司决定向上海证券交易所同意，嘉丰股份于1998年5月29日开始实行特别处理，有关事项公告如下：1、股票报价日涨幅限制为5%。2、股票挂牌简称“ST嘉丰”；3、本公司中期报告必须经审计。

1998年6月25日，嘉丰股份与控股股东上房集团签署协议，对原纺织资产进行整体资产置换。6月29日，嘉丰股份1997年度股东大会在上海影城召开。会议以

65175063 股赞成，46671 股反对，8500 股弃权审议通过了《公司资产置换、变更主营业务的议案》。根据协议，上房集团将其所属部分优质资产（新型建材与高科技楼宇设备城市基础设施配套建设产业）与嘉丰股份全部资产按各自评估后的净资产值进行等值置换置换金额为 14028.16 万元。会议还以 65163863 股赞成，57871 股反对，8500 股弃权审议通过了《关于公司更名的议案》，公司更名为“上海金丰投资股份有限公司”。会议还选举产生了公司第三届董事会成员、监事会成员。通过改组董事会、监事会，上房集团经营层全面入主嘉丰股份（金丰投资），从而保证嘉丰股份（金丰投资）顺利实现上房集团的经营发展战略。

资产置换后的嘉丰股份（金丰投资）除了股票代码（600606）未发生变化外，其主营业务、资产内容等全部发生变更，实际上等于换了一家上市公司，为此，上房集团与嘉丰股份在关于资产重组的公告中，就资产重组的风险因素及对策、公司重要合同及重大诉讼事项等内容，在 1998 年 7 月 2 日《上海证券报》及《中国证券报》等媒体进行了详细披露。

嘉丰股份（金丰投资）董事长徐林宝在对原嘉丰股份进行资产置换后表示，公司将尽快改善经营业绩，恢复公司配股筹资能力，并为广大投资者带来丰厚回报。至此，历时 8 月有余的上房集团并购嘉丰股份暂告一段落，上房集团成功实现了买壳上市。

所谓买壳上市，是指非上市的具有独立法人资格的企业，通过收购上市公司并获得上市公司的控股权后，再将优质资产注入到上市公司，从而实现非上市的控股公司间接上市的过程。以下本文将对上房集团并购嘉丰股份这一买壳上市典型案例进行实证分析，并对买壳上市及其发展趋势提出几点理论思考。

## 二、交易各方背景资料：

### （一）上房集团

上房集团成立于 1996 年 8 月，是按现代企业制度要求，由上海市房屋土地管理局属下的上海市房产经营公司、建筑装饰材料集团等数十家行业内知名度极高的房地产、建材相关企业组建而成的大型企业集团。现有全资、控股、参股企业二百余家，公司注册资金为 5.7 亿人民币。以房地产开发经营为主业的上房集团，是集房产开发、交易、中介、咨询、设计、建材生产销售、建筑装饰、物业管理以及科、工、贸为一体的多法人、多层次多元化的经济实体。

上房集团不仅在房地产开发与经营，而且在科技含量较高的新型建筑材料、现代化的办公楼宇智能设备安装、城市基础设施建设、环境保护及城市办公与家居绿化以及旅游休闲等产业领域有较高的行业地位。

近年来，上房集团还根据中央进一步深化经济体制改革，加大国企改革力度，鼓励企业通过收购兼并、资产重组方式，盘活国有存量资产，实现资源优化配置的方针政策，积极依托资本市场开展资本经营，上房集团并购嘉丰股份即是最成功的一个案例。

## (二) 嘉丰股份

嘉丰股份前身是上海嘉丰棉纺织厂，经上海市人民政府批准，于 1992 年 2 月 19 日改制成股份有限公司。公司注册资本为 8673.4072 万元，其中国家股股本额为 6478.1992 万元，占股本总额的 74.69%；社会公众股 2195.208 万元，占总股本的 25.31%。

嘉丰股份的主营业务为生产和销售棉纱、棉布，房地产开发经营。近年来由于纺织行业所处的整体环境恶化，嘉丰股份棉纺织生产设备陈旧等原因，虽公司采用限产压锭，开发新产品，减员分流，降本增效等措施，但 1996、1997 年主营业务仍连续出现巨额亏损。

表 1：嘉丰股份 1995—1997 年主要经营指标

项目	单位	1995	1996	1997
主营业务收入	万元	35874.23	24978.84	24532.00
主营业务利润	万元	111.21	- 2490.31	- 2490.38
净利润	万元	385.33	- 2304.83	274.74
总资产	万元	50254.54	43903.26	43548.14
股东权益	万元	16433.64	15074.45	14095.85
每股收益	元	0.04	- 0.27	0.03
每股净资产	元	1.90	1.74	1.63
净资产收益率	%	2.34	- 15.29	1.95
股东权益比率	%	32.72	34.34	32.37

### (三)纺织控股

纺织控股是上海市纺织工业局根据“政资分开”、“政企分开”的原则，按照建立现代企业制度的要求转变而成的国家控股公司，主要职责就是经营管理上海市纺织行业国有资产的国有企业。截止 1997 年末，纺织控股注册资本 64.2914 亿元，总资产 420.85 亿元，下属全资和控股子公司 20 余家，1997 年实现销售收入 228 亿元，出口创汇 11.4126 亿美元，利润总额 2.54 亿元。纺织控股属下有多家上市公司。

### 三、资产置换分析：

#### (一) 重组方式和置换值确定

嘉丰股份将现有全部资产及负债经评估确认后与上房集团属下经评估确认后的资产进行置换。置换后，嘉丰股份（金丰投资）的经营能力将获得改善，并最终纳入上房集团的发展战略。本次资产置换值的确实是按市场原则进行处理。嘉丰股份聘请上海大华会计师事务所、上房集团聘请立信资产评估事务所对重组有关资产进行评估和审计，并请上海市资产评估中心进行确认，在上述基础上最后确定本次资产置换值。

#### (二) 重组内容

1、嘉丰股份为了调整经营结构，提高资产质量和经营业绩，实现产业结构和经营结构的战略转移，决定将公司现有全部资产及负债经评估确认后与上房集团属下经评估确认后的优质资产进行置换，资产评估基准日期为 1997 年 12 月 31 日，置换基准日为 1998 年 7 月 1 日，嘉丰股份 1998 年上半年业绩由原纺织控股资产体现。

2、嘉丰股份 1997 年 12 月 31 日经大华会计师事务所审计确认的帐面总资产为 43548.14 万元，帐面净资产为 14095.85 万元，经大华会计师事务所评估，截止 1997 年 12 月 31 日，嘉丰股份资产总额为 36644.51 万元，净资产值为 14028.16 万元。

3、上房集团拟置换的资产主要包括：上海红旗新型建材厂、上海兴华绿化公司、上房集团在上海江森房屋设备有限公司、上海金宏房屋设备有限公司、上海房屋置换股份有限公司的部分股权（股权比重分别为 50%，45%，21%）以及上房集团开发的部分城市基础设施配套建设项目。经上海立信资产评估事务所评估，截至 1997 年 12 月 31 日，上房集团拟置换资产的股权、配套项目等所代表的资产总计为 46374.72 万元，净资产合计为 14330.66 万元。协议规定，本次置换值为 14028.16 万元，差价部分计入上房集团对嘉丰股份（金丰投资）的应收帐目。

4、鉴于嘉丰股份原资产主要是与棉纺生产相关的机器、设备与厂房等，同时纺织控股作为嘉丰股份上市前的原上级主管单位，且上市后一直是嘉丰股份的控股母公司的特殊背

景，纺织控股承诺将回购从嘉丰股份置换出的全部资产，购回后将以该资产为基础新设一棉纺企业，继续从事原有行业的生产和经营，同时纺织控股表示将使其享有国家在调整棉纺织业过程中出台的全部优惠政策。

5、本次资产重组后，考虑到上市公司新产业发展的需求及“嘉丰”品牌在纺织行业中的特殊价值，经嘉丰股份董事会、上房集团及纺织控股三方协商，并由嘉丰股份股东大会通过，决定将嘉丰股份更名为“上海金丰投资股份有限公司”，而将“嘉丰”名称留给纺织控股未来新设立的棉纺企业。

#### 四、交易动机分析

##### (一) 上房集团

上房集团的交易动机，主要应从这样两个方面进行分析，即（1）上房集团为什么要买壳上市？（2）上房集团为什么选择嘉丰股份？

##### 1、 上房集团买壳上市的动机

（1）大大提高上房集团在全国和上海的知名度。在证券市场进行成功的买壳上市，能够引起极大的轰动效应。股权转让前后，在国内各类报刊杂志上的宣传报道，再加上股权转让带来的二级市场股价上涨，将给原来就实力雄厚、信誉卓著的上房集团带来一笔可观的无形资产。特别是本次嘉丰股份的股权转让配合对原有纺织资产的 100%置换，股份公司还因此改名为金丰投资，这对属于高度竞争性行业的上房集团和金丰投资而言，广告效应更为显著。

（2）上市公司的机制优势。通过入主嘉丰股份，将给上房集团引入先进的股份制和完善的法人治理结构。同时，上房集团买壳上市后，还可以利用上市公司从证券市场直接融资的优势，将属下的资产以存量资产配股的形式逐步注入由其控制的股份公司。

（3）上市公司的资本经营优势。除了上面提到的配股、股份制机制优势外，上市公司可以利用证券市场积极开展收购兼并。在收购兼并的主体选择上，既可以以上房集团自己的名义收购兼并，也可以以上市公司名义进行，但有一点是共同的，即证券市场可以为其进行收购兼并提供便利，从而为上房集团的规模扩张和提高在上海市乃至全国同行业的地位创造条件。

（4）税收优惠收益。目前国家对上市公司仍实行 15%的所得税政策，上房集团买壳后，将继续享受这一优惠政策。

（5）尽快达到上市目的。目前国家的新股发行政策仍采用额度管理，重点支持高科技、基础设施、重要原材料等符合国家产业政策的行业和企业改制及发行股票，对上房集团而言，尽管由于这次通过资产置换注入嘉丰股份的为其属下新型建材业和城市基础设施配套

建设产业，产业政策上符合发行股票的要求，但根据证监〔1998〕13号文关于“同一集团原则上不允许设立多家上市公司”的规定，上房集团由于已经拥有一家上市公司（中华企业），因此如果坚持申请股票发行额度到最后成功上市，可能要花费很长时间和相当高的成本，而且未必一定能够获得成功。相比之下，买壳上市手续相对简单，时间短，操作方便，优势十分明显。在上房集团已经拥有了一家房地产业的上市公司的情况下，通过买壳上市，上房集团又成功地控股了一家以新型建材业和基础设施配套建设产业为主业的上市公司，两家上市公司（中华企业和金丰投资）必将成为上房集团的两翼，为上房集团实现自身的战略目标提供巨大的动力源。

## 2、上房集团选择嘉丰股份，可能是基于以下考虑：

（1）嘉丰股份与上房集团同处上海市，易获得上海市政府支持。尽管从理论上说，买壳上市的买壳方的范围可以放大到全国所有地区甚至包括一些发达国家和地区（当然也不乏一些成功的案例中买壳方来自外地，如1994年的珠海恒通并购上海棱光、1997年的中远入主众城等），但一个不可否认的事实是国内买壳上市中存在着地方政府为保护地方利益而对买壳方进行严格限制的做法，仍十分普遍。这一看法可以在一定程度上解释1997年上海共推出15家壳公司进行重组，其中仅四家是由外地企业入主的原因。

（2）嘉丰股份所处的棉纺织行业是夕阳产业，1996、1997两年主营业务连续两年出现巨额亏损，且其无论是资产质量还是财务状况都不容乐观（1997年度调整后的每股净资产仅为0.95元，低于股票面值），因此嘉丰股份本身对上房集团没有丝毫吸引力。上房集团对嘉丰股份发生兴趣的主要有这样两点：一是嘉丰股份总股本较小，只有8673.4072万股，1992年上市以来，除了在上市次年配过一次股外，再也没有实施过送股与转增股本的方案，在本次股权转让前二级市场股价在4—6元，是名副其实的小盘三线股。因此，上房集团控股嘉丰股份后，随着经营业绩的迅速提高，肯定将在股本扩张方面大有作为。二是嘉丰股份股本结构非常简单，非流通股股东只有纺织控股一家，其余均为社会公众股东，因此，从买壳上市的交易成本来看，上房集团只需与纺织控股一家谈判一次性受让纺织控股所持有的全部股权即可获得嘉丰股份的控股股权。与此相反，同样发生在1997年的中远并购众城案例中，中远为达到对众城的绝对控股，先后与众城的四名股东谈判，分两次才完成整个股权转让过程，而且在第二次股权转让中，中远支付的转让价格比第一次股权转让时高出约29%。

### （二）纺织控股

纺织控股之所以愿意实施股份转让和回购嘉丰股份全部资产，其原因在于：

（1）纺织控股属下拥有多家相同产业内容的上市公司，都在不同程度上存在资产重组的需要，出让嘉丰股份可以使纺织控股集中精力搞好其他上市公司。

（2）由于嘉丰股份1996、1997连续两年主营业务出现亏损，1998年上半年主营业

务继续恶化，如果任其发展，嘉丰股份将面临被摘牌的危险，出让纺织控股股权，实际上是一种纺织控股“甩包袱”的行为；纺织控股出让嘉丰股份全部国家股股权，但又将嘉丰股份纺织资产全部回购，并不等于是将“甩”也去的包袱再拣回来，因为国务院宣布 1998—2000 年三年时间将解决国有企业问题，其中又将纺织行业作为解决国有企业问题的突破口，因此 1998 年国家对于纺织行业出台了一系列的优惠政策，如对承担压锭任务的纺织企业给予财政补贴；对纺织企业长期形成的不良债务可予以核销或给予 5 年时间的宽限期；提高纺织品出口的退税率；纺织企业优先享受“贷改投”政策等等。这些政策对作为上市公司的嘉丰股份无法全部享受，但在纺织控股回购新成立的以嘉丰命名的棉纺企业，则能够充分享受上述优惠政策。

(3) 纺织控股出让嘉丰股份股权后又回购嘉丰股份全部资产，整个过程回收了一笔可观的现金，有利于纺织控股属下其他项目的开发。

## 五、股权转让及资产置换绩效评估

### (一) 上房集团

1、低成本控制一家上市公司。尽管上房集团受让嘉丰股份的价格达到 2.6288 元/股，高出嘉丰股份每股净资产 60.7%，总的溢价达到 6470 万元，但在股权转让后不过半年时间，上房集团就通过对嘉丰股份原有纺织资产的全部置换套回 1.4 亿元的现金，整个买壳上市过程现金净流出仅为 3000 万元，这对实力雄厚的上房集团来说是微不足道的。

2、有利于实现上房集团战略规划。上房集团已经绝对控股了一家以房地产为主业的上市公司——中华企业，通过本次嘉丰股份股权转让和资产置换，上房集团成功地控制了另一家以新型建材和基础设施配套产业为主业的上市公司——金丰投资，使得上房集团两大主营业务（即房地产和新型建材、基础设施配套产业）得以均衡发展，属下的中华企业和金丰投资实现主业各有侧重，但又相互关联相得益彰。同时，可以想象，在不远的将来，上房集团通过以实物资产认购在两家上市公司中的可配股份而将属下其他房地产企业和建材企业、基础设施项目不断注入上市公司，实现第二次、第三次借壳上市，届时，上房集团可以通过对两家上市公司的控股实现对其他下属企业的间接控股，真正建立金字塔型的企业系。

### (二) 纺织控股

通过溢价出让嘉丰股份国家股，纺织控股回收了一笔数量可观的现金，实现了国有资产的增值。随后进行的回购嘉丰股份全部资产，尽管按照评估值对纺织控股不利，但嘉丰股份资产质量低下和财务状况恶化的现状也在相当程度上应由纺织控股负责。事实上，资本经营说到底，无非就是将企业、资产当作商品买卖，嘉丰股份的壳资源如果仍留在纺织控股手上，由于纺织控股没有能力恢复其配股资格，因而其壳资源的价值根本得不到发挥只有通过出让，让壳资源配置到象上房集团这样有较大发展潜力的企业手中，才能真正实现资源的优化配置。因此，从这一点来看，买壳上市的反面，正是卖壳方“卖壳退市”的过程，成功的案例应该是实现卖壳方和买壳方的“双赢”，上房集团并购嘉丰股份即是一例。

### (三) 嘉丰股份（金丰投资）

#### 1、 优质资产注入

随着上房集团将自己的优质资产注入嘉丰股份，嘉丰股份（金丰投资）的经营状况将发生根本性的转变。如表 2 所示，上房集团注入嘉丰股份的优质资产 1997 年平均净资产收益率达到 11.3%，这为嘉丰股份（金丰投资）恢复配股资格奠定了坚实的基础。

表 2：上房集团注入资产主要会计指标（1997 年 12 月 31 日）

项目	上海红旗	上海金宏	上海汇森	上海兴华	基础设施项目
主营业务收入（万元）	2005	1486	1505	1216	
净利润（万元）	287	109	114	20	
总资产（万元）	8501	3063	3018	3046	8357
股东权益（万元）	4421	1057	1212	767	
净资产收益率%	6.5	10.27	9.39	2.63	15.0
股东权益比例%	52.01	34.50	40.16	25.19	

#### 2、 结构调整业绩升。

1998 年年初，中国在瑞士“世界经济论坛”年会上向世界公布今后三年内中国将投资 7500 亿美元用于基础设施建设。城市基础设施配套建设产业是国民经济的基础产业之一，它会带动房地产、建材业、钢材业等一系列重要行业的发展。因此，作为未来中国经济的一个重要新增长点，城市基础设施配套产业有着非常广阔的发展空间。同样，为房地产业配套的新型建材产业也将有良好的市场前景。因此，嘉丰股份从生产严重过剩的纺织行业退出，进入新型建材和城市基础设施建设配套产业，前景非常乐观。嘉丰股份董事长徐林宝指出，1998 年嘉丰股份（金丰投资）的主要经营目标是实现 2700 万元净利润，14.9%的净资产收益率和 0.24 元的每股收益，公司围绕这一目标所执行的主要措施就是加大结构调整力度，大力发展新型建材产业和拓展基础设施配套项目。

### 六、案例特征

总结上房集团并购嘉丰股份案例，我们归纳出以下三个特征。

#### 1、 上房集团并购嘉丰股份是国内证券市场买壳上市案例中第一起对壳公司进行 100%资产量置换并申请特别处理的案例。

发生在去年 12 月的上海交运与上海钢运资产置换案例，其做法与上房集团同出一辙，但发生时间要早于上房集团，而且上海钢运本来就是上海交运的下属企业，因此上海交运的置换案例实际上是借壳上市，或者更确切地说是“换”壳上市。上房集团还有一点区别于上海交运的地方，就是上房集团是在对嘉丰股份申请了特别处理后才进行资产置换和变更主营业务的。1998 年 2 月 25 日中国证监会下发证监上字〔1998〕26 号文“关于上市公司置换资产变更主营业务若干问题的通知”，文中明确规定“上市公司通过置换资产变更主营业务，导致上市公司上市主体资格发生变化的，必须报中国证监会按新股发行程序重新

审批。未经中国证监会批准，上市公司不得擅自行动”。但该文同时还规定“…1998年，原则上只在纺织行业和根据《上市规则》确定为状况异常的公司中有选择地进行试点”。上市公司申请试点，除了要向中国证监会上报“申请试点申报材料”，还要上报“试点上市公司申请保留上市资格申报材料”，其中最重要的是要求省级人民政府出具批准公司变更主营业务的书面意见。因此，上房集团并购嘉丰股份的整个操作过程是相当规范的。

## 2、 地方政府大力支持。

上房集团并购嘉丰股份，从开始的股权转让到后来顺利实施资产重组，资本运作非常成功，这很大程度上要归功于上海市政府的大力支持。事实上，不仅仅是上房集团并购嘉丰股份一个案例，同年发生的冠生园并购丰华等案例也是在市政府的积极支持下完成的。与珠海恒通并购上海棱光、中远收购众城等案例中市场机制发挥主导作用而地方政府扮演裁判角色不同，上房集团并购嘉丰股份中，由于买壳方和卖壳方实际上都脱胎于同一政府下的不同部门或行政局，之间所碰到的一些问题和障碍往往不是靠双方谈判解决，更多地是由政府领导出面协调并拍板，因此这类案例市场机制作用十分有限。如果按照买壳上市过程中政府和市场所起的作用大小进行分类，我们可以将凡在买壳上市过程中由政府起主要作用，市场配置壳资源的作用受到极大制约甚至根本不发挥作用的案例称为政府主导型，如上房集团并购嘉丰股份；相反，由市场起主要作用，市场机制得以较充分发挥的案例称为市场主导型，如中远收购众城。

## 3、 投资公司全程介入。

上房集团并购嘉丰股份过程中，有一个非常重要的参与方，那就是上海亚洲商务投资咨询有限公司（以下简称亚商）。作为上房集团的财务顾问，亚商自始至终参与整个并购的全过程。1997年12月31日，上房集团受让嘉丰股份股权刊登公告，亚商也在《上海证券报》与《中国证券报》同时公布了财务顾问报告；1998年7月2日，上房集团与嘉丰股份之间资产置换联合公告刊登，亚商也同时公布“关于上海嘉丰股份有限公司更名与实施资产重组的独立财务顾问报告”。这两份报告从独立第三方的角度，对嘉丰股份的资产重组、股权变动、人事变动等重大事项作出报告，并对以上事项可能产生的影响作出独立客观的评估，这对规范上市公司的信息披露，减少内幕交易，抑制股票二级市场的过分投机从而保护中小股东利益，起到积极的作用。随着中国证券市场的不断发展和日趋规范，类似亚商这样的投资顾问公司也越来越多，比较著名的除了亚商外，还有清华紫光、北京新民生理财等等。这些公司在上市公司的资产重组中扮演的角色令人有耳目一新之感，也许这值得许多顾问公司、财务公司和投资银行更深入地研究学习。

## 七、几点思考

### 1、 买壳上市由市场主导型向政府主导型演化不利于中国证券市场的健康发展。

从1994年中国证券市场第一例标准意义上的买壳上市案例恒棱事件以来，买壳上市案例呈加速发展的趋势，其中仅1997年就发生25起，比1994-1996年三年的总数还多。但仔细分析，25起案例中，异地企业收购本地上市公司的只有11起，其余14起全发生

在本省市内。按照我们前面的定义，异地企业收购本地上市公司的一般可视为市场主导型案例，而发生在本地之间的可视为政府主导型案例。从这一点可以看出，买壳上市有市场主导型向政府主导型演化的趋势。个中原因十分复杂，主要有：（1）企业上市功能大大提高所在地的地方知名度（四川长虹是最好的一个例子），上市公司已经成为地方政府的形象工程，成为地方政府领导人政绩的重要考核指标之一。（2）上市公司数量多和上市公司的成功运作对地方经济的推动作用越来越大，利用上市公司带动一方经济发展也有成功的先例。（3）股票发行额度是为数不多且越来越少的几个计划指标之一，因而其含金量也日益提高。以上三点导致地方政府对本地上市公司高度重视，不到万不得已，决不肯将宝贵的壳资源让给外地企业。

买壳上市由市场主导型向政府主导型演化不利于中国证券市场的健康发展。政府主导型买壳上市的主要问题有：首先，买壳上市本来应该是由买卖双方在一定市场规则下的自主行为，政府干预的结果必然是限制了壳资源在更大范围内的优化配置，壳资源的价值也没有得到最大程度的利用。其次，不利于壳公司的改革、改组和现代企业制度的真正建立再次，投资银行等中介机构不能发挥应有的作用，制约了这类业务的发展。最后，不利于经营者激励机制的完善。完善的经营者激励机制应该包括两个方面，一是对经营水平高、经营业绩良好的管理者提供好的待遇、高的收入结构或者采用所谓的年薪制，以保证充分调动其积极性，更好地发挥其人力资本；二是对经营不善、管理水平低劣的管理者采用解聘或辞退等手段，严重的甚至要追究其法律责任，以构成同样强烈的约束机制。

## 2、壳公司不一定非要等到失去配股资格甚至亏损后才想到股权转让和资产重组。

1997年，是上海本地股资产重组力度最大、上市公司市场形象改观最明显的一年。据统计，截至1997年底，在上海股市上市的本地股113家中，有35家实行了大规模的资产重组，占到近三分之一；其中，有15家已经失去配股资格或即将失去配股资格的壳公司的重组，尤为引人注目。上房集团并购嘉丰股份就是在这样一个大的背景下发生的。通过大规模的重组，大大改善了上海本地股的市场形象，使得一批被称为“死亡板块”的本地股纷纷脱胎换骨。但问题是，在一百多家本地上市公司中，丧失配股资格的毕竟只是少数是否一定要等到上市公司丧失配股资格甚至亏损以后，才有必要对其进行重组或换壳呢？我们认为，应该严格按照上海市地方经济发展的战略目标，结合产业结构调整规划，对现有上海市上市公司统一进行梳理分类，对符合产业政策发展方向、自身经营状况良好的公司在资产重组方面进行重点支持，鼓励其通过借壳等方式尽快发展壮大；对不符合产业政策发展方向目前虽能够维持正常经营甚至具有配股资格的公司，创造条件对其进行资产重组甚至让符合产业政策发展方向、实力雄厚的优势企业借壳上市；对既不符合产业政策发展方向、经营业绩又不如人意的公司，要采用两种不同的手段处理：一类确是行业和市场本身出现非人力可控制的变化导致公司业绩下滑的，对其进行资产置换并充分利用其壳资源；另一类不完全是行业和市场因素导致业绩下滑，而主要是由其经营者经营不善造成的，应严格追究其经营者责任，对壳公司视情况给予特别处理甚至停牌处理。

（执笔人：华夏证券投资银行总部 陈支新 王广学 复旦大学 吴远立）

中远收购众城实业

## 并购摘要

1997年我国资本市场资产重组风起云涌之际，证券市场上发生一起著名的“登陆”案件：“中国远洋运输集团通过一系列的资产运作行动，成功地收购了上海众城实业股份有限公司，成为该公司绝对控股地位的第一大股东”。此举达到了中远在中国大陆地区买壳上市的目的，在此前中远已在香港有两家大的上市公司，其一直想在中国沿海地区发展房地产业以支持其日益发展的海上运输事业。这次收购是上海市房地产业第一起“买壳上市”案，同时也为大中型国有企业利用证券资本市场发展壮大自己探索了一条成功道路。

中远收购众城的案例是当今证券市场中资产经营的一个力作，特别是其全面的思考方法、紧凑的收购程序和老练的运营手段均有借鉴价值。但同时，透过各种复杂的资产运作过程我们仍然要牢记资产重组的实质是通过各种途径优化资源向有发展前途的企业集中，从而实现资源最佳的配置。应当承认中远对众城的收购是符合这样的精神。

一次成功的收购是一项复杂的系统工程，需要多方因素密切配合。中远此番收购众城获得成功，首先，得益于其抓住了时机。97年正处于我国企业经营机制改革深化的关键时刻，企业资产经营的重要性也为大家逐步认识，特别是上市公司特有的筹资功能引起了各方的广泛关注。从中央到地方各级政府都对于上市公司的资产重组给予极大支持。

中远置业、上海建行及上国投三方（上海建行与上国投是众城实业四大股东之二）在进行了多次谈判后，于1997年5月27日签署协议，中远置业一次性受让众城实业发起人国有法人股共4834.4万股，每股转让价格为3.00元（为净资产的1.5倍），总共耗资1.45亿元。7月17日，众城实业召开第三届第五次董事会，改选、调整了董事、监事和总经理。8月18日，众城实业召开股东大会，至此中远掌握众城的实质经营权。

中远入主众城董事会后，在财务顾问上海亚洲商务投资咨询公司的协助下制订出慎密、切实可行的资产重组方案和众城实业中长期业绩及股本增长规划方案。经过两个多月的运作，众城的经营状况明显改善，在这种情况下，中远置业作出增持众城股份的决定。因为众城基本面好转，第二次股权收购的成本也相应高于首次收购成本。经过多项谈判，中远置业、陆家嘴和中房上海公司签署协议，中远置业一次性受让众城实业发起人国有法人股

共 6681.4 万股，每股转让价格为 3.79 元，共耗资 2.53 亿元。至此，中远置业以 68.37% 的众城股份持有量成为其绝对控股方。这两次收购均获得了证监会有关豁免其全面收购义务的批准。

## 1、 并购双方概况

中远集团是我国名列前茅的战略性特大型国有跨国企业，其资产总值约一千五百多亿元人民币，在全世界五大洲四大洋的各个主要港口和航道，都可以见到“COSCO”标志的航船。中远集团的资产除了船只、集装箱以外，在船舶工业、仓储码头、金融贸易以及有房地产等陆上产业也有大量资产，其中不乏优质资产。而且中远集团在香港控股的两家上市公司“中远太平洋”和“中远国际”，也有令人印象深刻的股价表现和公众形象。

1993 年，国家以中国远洋运输公司为核心母体组成企业集团，在国家 56 家特大型国有集团公司中排名第五。其下属企业主要有中国外轮代理集团公司、中国船舶燃料供应总公司及其广州、大连、上海、青岛、天津、厦门、蛇口远洋运输全资子公司。目前中远的集装箱运输能力居世界第四位，散货船队运输能力排名高居世界第一。集团组建以来一直奉行“下海、登陆、上天”的经营战略以成为我国绩优的大型综合型企业集团。

中远置业是中远集团于 1997 年 3 月 27 日刚成立的大型控股公司，注册资本 3.2 亿人民币，中远置业在这资收购中是收购主体，避免了产生主体上的混淆与不清。但应明白的是，作为全资子公司的中远置业，它的行动实际上均是在中远集团这个强大后台授意下进行的。

上海众城实业股份有限公司是于 1991 年 10 月 28 日在浦东地区成立的第一批股份制企业之一。公司于 1991 年发行人民币普通股，1993 年 4 月 7 日股票在上海证券交易所挂牌上市。众城公司是一家以房产开发、经营为主，集餐饮、娱乐、商贸为一体的实业公司。其在房地产和实业的投资上结构比较单一，主要集中于开发高档涉外办公楼、外销房和大型娱乐所。由于 94 年以来我国房地产产业不景气导致的市场疲软以一些投资决策失误，众城实业外销房销售困难，经营业绩连续大幅度滑坡，每股收益从 94 年的 0.488 元、95 年的 0.16 元，迅速降至 96 年的 0.0055 元。净资产收益率相应地从 28.45% 降至 95

年的 7.99%再降至 0.28%，年增长率为-89.38%和- 90.08%，资产沉淀达两亿多。在转让前，排名前四的股东分别是陆家嘴公司、上海国际信托投资公司、中国建设银行上海市分行第二营业部、中房上海房地产开发总公司，持股比例分别为 22.97%、16.70%、16.70%、16.70%。

## 二、收购的目的和战略

中远作为原先以远洋运输为主业的集团，决心抓住机会在上海的房地产市场实现其登陆计划，据悉其投资规划超过 50 亿元，用以支持它的海上运输业。房地产开发将需要巨额的资金支持，而上市公司是最佳的筹资工具，但由于受国家政策制约，房地产企业无法新发股票，而众城实业正是上海的一家房地产上市公司，经营不佳且资本规模又不大，因此收购众城可谓正合适。

在本案例中，中远集团一开始便成立中远置业，确定了收购的主体，在和主要法人股东协商时，在最初有部分股东不愿出售其股份的情况下，采用分步收购的措施，首先收购部分股权，从而确立其第一大股东的地位，并立即召开董事会改选董事，使中远成为众城实际所有者，并大造声势，将中远和众城紧密联系，在社会中获得广泛的共识。这样，当中远置业再以更优惠的条件收购其他的法人股股权时，便水到渠成，从而成功地获得 68%的股权。这种股权的高度集中，不仅使今后的资产不被其他股东分享。同时，通过更名进一步提升众城的地位，再以转增股本的方式扩大资产规模，做大蛋糕以利于以后筹资。

下面将进一步进行分析，以求借鉴：

### 1. 中远集团入主众城的目的战略性“登陆”

中远这次花巨资买壳是一次战略举动，注重的是长期效应，是其战略布局的重要一着。它最主要的目的是在上海抢占“桥头堡”，为其业务转至上海并进行扩张做好准备。

上海不仅是国际贸易和金融中心，而且还日益成为国际航运中心，近年来上海港国际集装箱运输发展迅速，年增长率连续七年达到 25%。1996 年上海港开始试行国际集装箱转运业务，97 年已正式启动，已有七八家境外班轮公司明确表示将在其他港口的第三国转运业务转移到上海港来。国际集装箱转运业务在加上以后浦东跨国公司的进一步壮大将极大

地促进上海港作为集装箱业运输的“枢纽”。

上海作为我国最大的港口城市，建立成航运中心，对我国航运界会有重要影响，它不仅会使集装箱的运输量的迅速增长，而且还会带动与此相关的仓储的大力发展，对此，国内外航运企业都反应强烈，都有“抢占”据点的要求。97年中国120家特大型企业集团试点单位之一中国海运集团便在上海筹划成立，同时国外航运企业也虎视眈眈。

作为“航界巨子”的中远早就有进军上海的计划，在目前上海国际航运中心的地位日益凸现以及竞争对手纷纷抢滩的情况下，自然不甘落后。同时，中远在长江中下游的仓储业务的发展也要求中远必须在上海有一个地区指挥总部。因此，作为中远的战略部署，中远必须要在上海寻找一个“桥头堡”，并且成为以后在上海开展货运、仓储的基地。事实上，交通部已于97年12月将中远集团集装箱总部迁至上海，至此中远的意图已十分明显。中远建立“桥头堡”的方式有两种，一种是“造堡”，即自己在上海申请土地建造大楼，这种方式涉及的审批程序多，工期长，投入大；第二种便是“买堡”，也即在证券市场上购买一家上市公司。第二种方式具有很大好处，因为这样可以迅速建立桥头堡，另一方面又可以得到一只壳，进行重组后可以迅速提高中远的名气，为其节约了大量广告费用以及以上市公司的形式来评估其在长期发展过程中被低估的资产，达到内部资源的优化配置。

## 2.选择众城为收购目标的原因

(1)众城实业总股本为1.684368亿股，规模适中。

(2)众城实业地处上海陆家嘴金融贸易区繁华地段，这对中远集团实施“登陆”战略，落户浦东具有重要的意义。众城实业投资2亿元在陆家嘴金融贸易区建造的众城大厦是浦东新区首幢落成的高档涉外写字楼，这符合中远在上海登陆的形象和需要。若中远在陆家嘴再建一幢同等规格的写字楼，撇开批地中涉及的烦琐审批手续以及造楼所花工期不谈，就成本而言，造价恐怕都不止3亿，而收购众城即使达到50%的比例也不过3亿左右。在时间和成本上中远都非常划算。

(3)众城实业作为我国首批股份制改造企业之一，曾具有良好的投资价值和市场形象，尽管近几年业绩连续滑坡，但仍有潜在的价值可挖掘。

(4)众城实业属于房地产类，与中远集团陆上产业发展规则-“九五”期间在房地产投资 60 亿元的发展目标相符。若收购成功，则可以有效地探索以房地产业外部增长为外部突破口的新型增长道路。

(5)众城实业资产结构单一，人员比较少，并且众城目前的负债比率低(只有百分之二十几左右)，这有利于收购后的重组和公司整合。

其中，第(2)点是使众城成为中远目标的主要原因。

所以，中远入主众城带有其战略性布局扩张业务、证券市场筹资，扩大影响和优化内部资源的目的，但发展业务和抢占市场是其主要目的。这样理解就可以明白中远为什么“买壳”而不是“造壳”，因为造壳虽然筹集了资金，但不能解决中远迅速在浦东登陆，实现其战略目标的目的。同样可以明白中远愿意花巨资购买资产变现能力不是很好、社会公众股筹资潜力不是很大的众城，因为中远对众城在陆家嘴的资产有有效需求，对其而言收购成本与其所获得的资产相比较还是不大。

### 三、股权交易分析

中远对众城的股权收购应分两块来分析，首先收购 28.7%的股权所花费的 1.45 亿元是实际控壳成本，用不到 1.5 亿元的资金便控制住一个拥有数幢待售高档写字楼、公寓，总股本 1.68 亿股，流通市值达 25 亿元，负债率不到 30%的房地产类上市公司(目前国家严格限制房地产类公司上市，房地产类上市公司的“壳”犹显珍贵)可谓合算。随着众城业绩和市场形象的改善，持股比例越高就可从其中分得越多的综合收益，因此中远置业作为增持股份的战略决策，虽然第二次收购价格稍有提高，但如与中远集团的整体登陆战略步署及众城实业的良好发展空间对比，目前的收购成本并不算高。因为一个相关的重要因素是，中远本次增持股份，用意可能还不仅仅是多持股，还可能是为了理顺股东结构，这样，它今后的重组计划可以更加有效地得到落实。而根据国际惯例，企业重组实施顺利，大股东完全有可能再主动引进理想的战略性合作伙伴，以共图大计。这样的话，到了再向新的战略伙伴转让股权时，转让价就肯定远远不是现在的水平了。

在发达的市场经济中，企业的并购市场已经成为那些不能或不应该上市的公司进行重组的一种机制。事实上，与公众募集相比，更多的应该是企业的兼并和收购。并购已发展成

为高度专业化并贡献于市场经济的一项业务。并购最直接的益处是为投资者提供了一种变现的来源。这点尤为重要，因为投资者都期望着投资回报--拿投资产生现金回报的方式，或将股权转化为现金。

中远能够如此顺利再上海收购众城实业，虽然表面上是纯纯粹资本市场上的举动，但不难看出，由于涉及的都是国有法人股，没有上海市政府的点头同意是不可能顺利完成的。

#### 四、管理优化

目前一般的看法是，国有体制比较缺乏活力和竞争力，而股份制企业具有活力和竞争力，但在中远入主众城，并对这家上市公司的状况进行深入分析后，发现如果股份制企业的股权结构不理想，班子不强，管理不力，同样会出现经营状况差、战斗力低下的问题。中远对这种状况经过比较分析，意识到国企在几十年运行中，在对干部的事业心和品德要求、规章制度等方面完全是有值得借鉴和推广的地方。基于这样的认识，中远派入众城的班子注意把国企的规章制度和人事约束等优势因素引入众城实业。另一方面，中远又注意发掘众城实业作为股份制上市公司的体制优越性，那就是规范的财务管理和审计要求，透明的重大决策和信息披露要求，对股东权益负责和对市场负责的要求，服从证券市场监管规则的要求，以及有可能更好地结合按劳分配、奖惩明确的管理原则的要求等等。

国企和证券市场上市公司两方面优势的结合，就形成一种体制创新，使得众城实业的面貌焕然一新，员工感受强烈，企业为下一步腾飞奠定了良好的体制基础。

中远的本次收购控股和资产重组行动，在证券市场、企业以及有关的方方面面引起比较巨大的反响。综合各方面的反映，大至可归纳为以下几点：

(1)中远的工作效率亦给人予深刻印象。因此国企只要决策正确、方法得当，完全有可能在我国下一步的企业制度创新和生产率提高方面起到表率作用。

(2)中远对众城的体制创新，是企业运作模式改革中，体现出中国特色的一次重要突破，值得其他类似情况的企业借鉴。

(3)社会和市场对“中远”牌子的认同达到了一个新的高度，这对中远今后进一步利用好证券市场，利用好上海市场以及得到上海市政府的支持创造了良好条件。

从众城实业这方面，也会利用股权变动所带来的契机，以大力开展资产重组为核心，全面调整已有的经营计划和经营结构，快速构造新的利润增长点，在 97 年内实质性的改善、提高公司经营业绩，力争创我国资本运作规范、资源优势显著、市场竞争力强、经营业绩优良、投资价值大的一流上市公司奠定扎实的基础。围绕这些经营目标。97 下半年公司将着重进行了以下几方面工作：

(1)大力调整投资经营结构。改变公司投资经营结构单一的现状。根据公司中长期发展规划和市场发展需要，积极拓展新的市场领域、适时调整经营发展战略，逐步使公司目前单一的房地产开发经营投资经营结构，向国民经济主产业、基础产业和新兴产业为主的多元化结构转变；

(2)注入优质资产，构造新的利润增长点。这将以公司第一大股东--中远置业公司及其母公司中国远洋运输集团总公司在资金、业务等方面的强大实力支持为后盾，通过优质资产由外向内的转移，与公司现有资产实现快速嫁接、整合，在短时间内使公司获得新的动力活力和利润来源；

(3)盘活存量资产，主要通过新的市场促销和开发经营方式的灵活运用，依托强大的实力集团支持，加大即将竣工的众城商厦和众城花苑、外高桥项目开发用地的销售、开发力度，回笼沉淀多年的投资资金，并使其出利润、出效益；

(4)剥离不良资产，在充分调查研究基础上，针对公司所属投资企业经营亏损的现状，采取一系列整改、合作、转让等措施，如关、停、并、转、托管经营、承包经营等，以彻底消除下属投资公司的亏损局面，并进一步加大对下属投资企业的投资决策，经营和财务等方面的监督力度，提高管理水平。

## 五、经营分析

1998 年 2 月 9 日，众城实业率先披露了 1997 年的年度报告摘要，该公司以 0.48 的每股收益和 23.78%的净资产收益率，向证券市场交出了一份出色的答卷。

与上年相比，该公司去年实现主营业务收入 2.45 亿元，完成净利润 1.04 亿元，增幅分别高达 436%和 11087%，从其利润构成情况来看，众城公寓等房产销售业绩不凡，使得房

产存量资产得以有效盘活(主要是中远旗下公司与国外公司购买),取得了实现主营业务利润 6132 万元的佳绩;与此同时,该公司向中远置业转让下属子公司股权以及合作续建“众城花苑”房产项目等资产重组举措,也确保该公司获得了 4321 万元的投资收益以及 1802 万元的其他业务利润。

1996 年乃至 1997 年上半年尚是一家微利公司的众城实业,仅靠去年下半年就使得企业的经营业绩脱胎换骨,这一现象应该归功于该公司去年的全面换壳以及之后的资产重组

众城实业去年已经实施的资产重组举措,包括转让上海众城外高桥发展有限公司等 4 家子公司以及与上海远洋广场置业发展有限公司合作续建“众城花苑”房产项目等,主要涉及存量资产的盘活和不良资产的剥离,这些重组举措,在提高该公司经营业绩的同时,也有效地改善了企业的资产结构和财务状况。

众城实业向中远置业转让上海众城外高桥发展有限公司等四家全资子公司,转让价格总计达 8600 多万元,超过净资产评估值 3300 多万元,超过净资产帐面值 4100 多万元,显然,这将给众城实业 1997 年度的经营业绩带来相当可观的投资收益。四家子公司的总资产帐面值为 6900 多万元(其中负债为 2400 多万元、净资产为 4500 多万元),占到该公司今年中期总资产的 16%,因此,此次剥离四家子公司也影响了全年财务报表中总资产、净资产、负债等一系列指标。由于四家子公司此前经营均告亏损,资产负债率也明显高于公司的整体水平,因此,此次资产剥离使众城实业得以轻装上阵,可谓功在当前、利在长远。(不属于是松散型关联企业之间的交易)

去年年末,该公司货币资金余额高达 3.2 亿元,应收帐款和存货均有明显下降,放下企业“包袱”该公司的资产质量亦有提高。这种良好的财务状况已经为该公司今年的发展打下了基础。该公司在已经确立的 1998 年总体发展规划中称,今年将是其加大资产重组力度并取得更大进展的关键一年,该公司将把存量调整和增量投入结合起来,尽快实现公司投资经营结构由单一的房产开发经营向多元化转变,并将借助中远集团的强大实力,立足资本市场,通过优质资产由外向内的转移,实现与公司现有资产的快速嫁接、整合,以尽快形成公司高成长性的新兴支柱产业,使公司在最短的时间内获得新的发展动力和经营活动确保公司利润与股本快速同步增长。显然,众城实业资产重组的“好戏还在后头”。

众城实业上市以来历年主要会计数据及财务指标

	1997年	1996年	1995年	1994年	1993年
主营收入(万元)	24451.77	4558.62	10410.01	15869.85	7242.12
净利润(万元)	10448.48	93.40	2669.69	6510.10	5487.25
总资产(万元)	61016.01	45825.56	48283.32	39399.05	24657.38
股东权益(万元)	43941.09	33492.61	33399.21	27560.72	16601.02
每股收益(元)	0.48	0.0055	0.16	0.49	0.74
每股净资产(元)	2.01	1.99	1.98	2.06	2.24
净资产收益率(%)	23.78	0.28	7.99	29.48	45.25
股本(万元)	21896.78	16843.68	16843.68	13348.8	7416.85

97年会计年度对于众城实业来说无疑是上市五年来业绩最为辉煌的一年。报告期主营业务收入与净利润各自达到创纪录的2.445亿元和1.045亿元，每股收益由上年的0.0055元激增至0.48元。由于下半年主营业务收入与净利润占全年完成额的比例高达89%和99%，相对于中期业绩，全年业绩完成情况令人喜出望外。

从利润构成来看，主营利润、其它业务利润与投资收益分别占55%、15%和35%。其中，主营利润由上年亏损122万元一举创下6132万元的年度最好成绩，比照同期并不景气的国内尤其是上海市的房地产市场状况，取得如此业绩当属不易（当然主要因于中远）其它业务利润来自向控股公司收取众城花苑联建补偿费，投资收益亦来自于向关联方一次性转让子公司股权。

不难看出，中远(上海)置业发展有限公司该公司是促成本年度业绩陡升的关键因素。这属于中远集团旗下的企业，先后在97年6月和10日共斥资3.98亿元，分别从中国建设银行上海市分行第二营业部、上海国际信托投资总公司、上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司及中房上海房地产开发总公司以协议方式受让了近11516万国有法人股，占

该公司总股本的 68.37%，获绝对控股地位。报表显示，至少有 5 成以上的利润来自于该控股企业。

至报告期末，该公司财务状况颇为良好，流动比率 3.43，速动比率为 1.88，应收帐款周转率为 60.67，存货周转率为 0.66，在房地产类上市公司中这一水平当属上乘。资本负债率为 72 : 28，较期初虽有削弱，但依然处于安全范围内(去年倒闭的韩国企业该比例均在 90 : 10 以上)。

## 六、对此次并购的分析

中远入主众城的典型意义在于大型企业集团利用证券市场迅速完成战略布局、资本扩张以及优化资源配置，从而实现外部式增长。它为国有大型企业如何发展提供了一条思路。中国要在世界上保持竞争力，必须有一流的大企业集团，而通过资本市场进行资本经营实现外部式增长组建大集团是一条有效的途径。现在许多上市公司处于经营困境，其存在本身浪费了宝贵的“壳”资源和经济资源。另外许多大企业资金和实力雄厚，重组能力强，完全可以考虑根据自己的发展战略，选择适合自己的资产收购这些上市公司，迅速扩大企业的规模。

目前能够成为壳的公司大多数是经营陷入困境，主营业务较弱的公司。如何在这类绩差的公司中选壳便颇具艺术性。从本例来看，在选壳中有如下两点值得思考：

(1)对被收购资产质量的辩证性理解。资产质量除了一般所指的盈利性和变现性外，还应包括对资产的有效需求和人员的人数。对被收购方的资产有效需求是收购方的重要动力而人员较少可以减少收风方的重组成本。

(2)股权结构的相对集中与分散。对于大宗国有法人股协议而言，股权保持相对集中，便于协议收购时减少谈判对手和费用。可以减少转让的难度。

虽然企业并收购在国际上都是与银行金融界的有效支持必然联系在一起的，但我国金融体系的现状还不具备这一条件，因此我国的收购控股行动中，一般认为所需资金主要靠收购方自己加以解决。但是中远--众城实际案例发生后，金融市场的实际积极反应却大大超过预期。截止 97 年底，已有十多家境内外大银行和金融机构主动前来联系提供资金支

持的可能性；招商银行、工商银行上海市分行、浦东发展银行等主要银行已不同程度实际承诺了以基准利率提供贷款，并且有兴趣长期支持中远在资本市场上的收购兼并和资产重组工作。这一现象，实质上是市场经济的规律发生了作用，使得银行金融界的金融资源自然向最有利可图、有发展前景和有市场的业务集中。通过一个购并项目这么有效地动员和重新配置资金资源，不仅对中远--众城的资产重组会产生积极效应，而且对我国的大型国有金融机构有效使用好金融资源也开辟了一个新的领域，这一领域相信会具有巨大的生命力。

由于项目本身的良好社会效应，社会和市场资源如此有效地支持了本项目的进一步运转，因此本项目开始运作之初定下的财务测算指标都有可能得到圆满完成。其次，在众城实业的产业概念和业务内容经过实质性调整，并具备了国民经济主产业相关概念和中远陆上产业核心业务的概念后，众城实业争取政府管理部门政策支持的可能性也大大增加。一旦众城能够增发 A 股或提早恢复配股资格，中远为收购控股和资产运作所投入的全部资金有望在两年之内全部回收。

### 金义集团兼并三峡库区企业案例

浙江金义集团组建于 1993 年，是一家以食品、饮料生产为主的私营企业，目前总资产达 5 亿多元，其中无形资产 3.418 亿元，拥有子公司 8 家，控股公司 2 家，参股公司 2 家，员工 2300 余人；产品主要有金义纯净水、金义奶、金义乳酸饮料、金义果冻等饮料产品，共分 10 个类别 20 多个品种，覆盖华东、中南与西南 13 个省，年销售额达 2.1 亿元。1997 年，金义集团投资 1500 余万，在三峡库区接收兼并了重庆涪陵市枳城区二轻局下属制革厂等 5 家集体企业，组建浙江金义集团涪陵有限责任公司，注册资本 4180 万，形成年产值超过 1 个亿的生产能力，解决安置当地移民 758 人，兼并后头一年实现销售收入 2500 万元，相当于被兼并 5 家企业前 3 年产值总和的 2 倍多。98 年第一季度完成利税 50 余万，取得了巨大的经济效益与良好的社会效益。

### 兼并背景

浙江金义集团的兼进行为，是在全国对口支援三峡库区开发移民的大背景下发生的。位于三峡库区的重庆涪陵市，经济发展水平落后，绝大多数企业生产规模偏小，技术水平低下，效率很低，基本处于全盘亏损的状态。当地政府不但不能从企业获得税收与利润，而且必须支付工资与福利来维持其运作，财政负担沉重。而且，随着三峡大坝建设进程的逐步展开，许多企业在未来数年内将不得不另迁新址。涪陵市在成为浙江省的对口支援单位后，当地政府部门就试图利用全国支援库区建设、实施一些优惠政策的有利时机，在两地企业之间建立稳定的经济协作关系，鼓励浙江省的企业兼并、收购当地企业，希望以此来引入东南沿海开放地区高效的企业管理运作机制，提高当地企业的市场竞争力，从而促进经济

发展与库区移民的开发性转移。为此，浙江省选择了一批实力强、效益好的企业，其中包括浙江金义集团，支持这些企业与涪陵地区的政府部门接触，并购库区企业。

浙江金义集团自组建以来，业务扩展异常迅速。作为主业的食品、饮料生产，产值从 94 年的 2000 余万跃升至 97 年的 2.1 亿，四年时间增长 10 余倍。但在发展的过程中，也面临着越来越大的竞争压力。直至目前，浙江金义集团的全国平均市场占有率仍不足 3%，在已开辟的华东与中南市场中面临娃哈哈与乐百氏的强势竞争。为了进一步提高市场占有率，壮大企业实力，金义集团提出了“二次创业”的战略口号，具体目标是“通过强强联合，资产重组，迅速扩展企业实力，用 3 年左右时间跻身全国饮料行业前列，力争进入 5 强，确保 10 强”。需要说明的是，按照金义集团目前的生产与销售规模，在全国大致处于第 15-20 位之间（娃哈哈集团 97 年的销售额为 21 亿元）。上述目标是基于金义集团对行业前景与市场状况的深入分析：

1、食品饮料业虽然基本属于劳动密集型与资源密集型产业，但平均利润率比较高（1996 年，饮料制造业利税总额对产品销售收入的比率为 16.85%，在国家统计局统计的 39 个行业中，仅次于烟草加工业以及石油与天然气开采业），近年来发展很快。单只浙江省就有规模不等的企业 3000 余家。在可预见的将来，食品饮料业仍将维持快速增长的趋势，并大大高于 GDP 的增长率，市场空间巨大。

2、食品饮料业内的竞争存在愈演愈烈的趋势。与家电市场相类似，企业间优胜劣汰的结果是形成区域性垄断、乃至全国性垄断的局面。在美国，可口可乐与百事可乐两家就瓜分了几乎全部市场。另一方面，食品饮料业在逐步向资本密集型与技术密集型产业转变。企业要想和过去一样获得丰厚的利润回报，必须加大资本投入，提高产品的技术含量。从 1993 年到 1996 年，饮料制造业的增加值率从 32.19% 下降到了 28.03%<sup>[1]</sup>。

3、具体到金义集团而言，要在日益激烈的市场竞争中站稳脚跟，必须在短期内通过各种形式迅速壮大企业实力，扩大生产与销售规模，产品上档次、保质量，否则就会在未来的竞争中面临很不利的局面。为此，首要的是通过企业并购与资产重组，扩大生产规模，在投资环境特别是政策条件较好的地区建立新的生产基地，开辟并占领新的市场。对于食品饮料行业来讲，通过建立新的生产基地，实行“销地产”，来扩大市场规模具有特殊的重要性。一方面，食品饮料产品的生产基地与销售市场之间如果在合理运距之内，其运输成本大约占到销售收入的 2.5-3%，反之则会成倍增长。另一方面，在目前竞争日益白热化的市场条件下，通过生产与销售的地域扩张，积极占领新的市场，比固守某一市场，试图通过深度发掘来提高市场占有率，具有更高的投入收益比。正因为食品饮料业的这一特性，可口可乐公司自进入中国市场以来，建立了数十家装瓶厂，几乎覆盖了全国市场。

4、金义集团目前具备了进一步扩张的条件与实力。从 95 年开始实施的独树一帜的营销网络与运作体系，使得近年来资金回收率几乎达到了 100%，各类别产品的市场销售状况都稳步看好。98 年 2 月份，产品缺货超过了 3000 多万。成功的产品与销售策略为金义集团的企业并购行为奠定了坚实的基础。

为了提高整体的市场占有率，浙江金义集团董事长陈金义带领高级班子到集团尚未进入的西南市场考察，结果认为西南地区食品饮料的市场潜力非常大，战略地位重要。西南地区

经济发展水平虽然比较低，但在消费结构方面，恩格尔系数比较高，对食品饮料的需求比较大。成都、昆明是全国食品饮料批发市场中的佼佼者，而且在重庆成为直辖市之前，四川一直是全国人口最多的省份，达1亿2千多万。另一方面，西南食品饮料市场的竞争程度不像东部市场那么激烈。但从杭州的生产基地到西南消费市场，产品的平均运输距离超过了2500公里。在获悉杭州市对口支援涪陵地区开发移民、可以利用当地优惠政策的消息后，金义集团立刻意识到，这是实施“西进”战略，开辟西南市场、建立新的生产与销售基地的绝好机会。坚持把“市场第一”作为行动原则，为浙江金义集团企业并购行为的成功奠定了坚实的基础。

### 目标企业的选择以及兼并程序

1996年下半年，涪陵市及其下属枳城区政府开始与浙江金义集团接触，对其所具有的产品、品牌优势以及高效的企业经营管理方式印象深刻，表示将大力支持金义集团来涪陵并购当地企业，并提出了很优惠的政策条件，特别是可以大幅度减免税收。在杭州，企业缴纳增值税与所得税，合计大约占到销售收入的11%，而在库区，通过税收减免与抵扣，大约只需交纳1%左右。

在此基础上，浙江金义集团到涪陵市进行了实地考察，选择了涪陵市造纸厂与涪陵市制革厂两家企业，作为并购对象。但是涪陵市政府提出，希望能够扩大范围，将涪陵市针织手套厂、涪陵市五金厂以及涪陵市皮件厂都包括在内。

这五家企业，都是涪陵市枳城区政府二轻局下属的集体企业，历史比较长，设备老化陈旧，其中五金厂与针织手套厂停产已达两年之久。兼并前五家企业全部处于亏损状态，负债累累。其中资产规模较大的造纸厂由于产品档次低，经营管理水平落后，96年亏损20万，97年亏损额达34.6万，产品生产成本已经超过市场销售价格。下表是这五家企业经评估后的固定资产状况（不包括土地）。

单位:万元

资产类别	申报原值	申报净值	重置完全价值	评估价值	增值率%
房屋	450	354	1122	852	140.7
建筑物	146	122	262	216	77.0
机器设备	593	441	726	475	7.7
五金厂	27	14	83	67	378.6
针织手套厂	6	2	9	6	200.0
皮件厂	59	49	129	141	187.8
制革厂	171	106	801	487	359.4
造纸厂	926	746	1088	842	12.9
合计	1189	917	2110	1543	68.3

注：增值率为评估价值对申报净值的比率。

可见，五家企业从整体来讲，都属于小型企业，只有制革厂与造纸厂算是规模比较大的。制革厂厂区面积较大，可利用面积达 16100 平方米，可以建成新的饮料生产基地，实现金义集团打入西南市场、进行销地产的战略目标。

造纸厂属于库区搬迁企业，在 2009 年三峡二期工程完成后，90%以上的房屋与建筑物将被淹没，也就是从 98 年算起，可行的生产期限是 11 年左右。之所以选择造纸厂，主要原因是：

1、造纸厂由于是移民搬迁企业，三峡移民补偿金与配套资金比较多，占到这五家企业全部移民资金 1136 万的绝大部分。

2、造纸厂在被兼并前不久，投入 100 多万进行了技术改造，是重庆市验收合格的二家污染达标、允许继续进行生产的造纸厂之一。再追加技改投入就可以实现产品的升级换代，形成稳定的利润来源。

至于其他三家企业，资产规模小，几乎不存在再利用的价值。但是涪陵市政府要求金义集团一次性兼并全部五家企业，为此金义集团可以享受尽可能多的政策优惠，获得政府部门的全力支持。金义集团考虑到这三家企业拥有一些沿街建筑物，经过改造后可以作为销售网点，最后同意了这一兼并方案。双方于 97 年 1 月中旬开始谈判，2 月底达成了初步的兼并意向：浙江金义集团采取承担债务整体接收的方式兼并上述五家企业，拥有后者包括固定资产、流动资产与无形资产在内的全部资产共计 2007.8 万元；承担、清偿全部债务共计 1546.8 万元；接受并按照国家有关政策法规妥善安置全部职工（包括离退休职工）；享有、使用全部移民补偿金与配套资金共计 1136 万，并承担相应的移民责任，拥有五家企业全部土地使用权，期限为 50 年。

在达成兼并意向之后，金义集团立即派遣数名管理人员以及 20 位技术骨干，于 97 年 3 月中旬进驻涪陵市制革厂，先后投资 1500 余万着手建立新的饮料生产基地。仅用了不到两个月的时间，就完成了 12 项基建工程的改造与建设，新、扩建 5000 平方米厂房，设立 14 条饮料生产线，主要生产果奶与果汁饮料，形成每年 1.5 万吨的饮料生产能力，年产值达 1 亿 5 百万元。5 月 7 日正式开工生产，月底即开始在重庆以及四川市场铺货，货款回收率达到 102%（包括预付款）。涪陵市领导夸奖说：金义精神在涪陵创造出了一个奇迹。

97 年 6 月到 7 月，双方共同委托涪陵市枳城区国泰资产评估事务所与涪陵市枳城区地价评估事务所，就五家被兼并企业的全部资产以及土地进行了资产评估。

97 年 9 月，五家被兼并企业都召开了职工代表大会，一致表决通过浙江金义集团的兼并行为。五家企业作为新成立的浙江金义集团涪陵有限责任公司的下属生产经营单位，不再具有独立的法人资格。经过整合，涪陵有限公司下设饮料总厂与造纸厂。

10 月到 12 月，双方就资产评估的结果进行确认；并办理银行账目过户等相关手续。

98 年 2 月，浙江金义集团有限公司作为兼并方，涪陵市造纸厂等 5 家企业作为被兼并方，涪陵市枳城区产权交易所作为中介方，三方正式签订企业兼并协议书，并报枳城区体改办

审批后生效。浙江金义集团涪陵有限责任公司成立，96%的股份由浙江金义集团拥有，成为后者的控股子公司。公司章程规定，公司设立股东会与董事会，日常经营活动由总经理全权负责。至此浙江金义集团对三峡库区企业的接收兼并宣告完成。

在具体执行的过程中，浙江金义集团力求实现全部接收兼并程序的规范化运作，使得此次兼并行为符合国家有关企业并购活动的各项规章制度，在法律手续方面无懈可击，并且充分考虑、照顾到了各有关方面的利益与要求。

## 兼并中的整合

涪陵市制革厂等5家企业，长期处于亏损状态，生产经营难以为继，有的企业已经停产数年；全部758名职工中，就有离退休职工251名；企业负担沉重，债务额超过1500万。浙江金义集团在兼并之后，在短短50天内，建立起涪陵有限公司饮料总厂；并在97年当年实现产值2500万元，是兼并前5家企业3年产值总和的2倍多，98年第一季度实现利税总额50万元；5家被兼并企业的全部职工都得到妥善安置，下岗职工的比重到97年底不到10%。这里，兼并中实施的独到、有效的整合活动起到了至关重要的作用。浙江金义集团将在长期经营中形成的有效的管理运作方式以及企业文化理念，成功地移植到兼并后新建立的企业——涪陵有限责任公司中去，从而将在兼并过程中通常会出现的磨合期缩短到最低限度，保证了兼并的顺利进行，成为众多库区企业接收兼并事件中的典范。

在与涪陵市政府以及制革厂等5家企业达成初步的兼并意向以后，浙江金义集团根据各个企业的资产与经营状况，确定了整合的大致方针。

### 一、对原涪陵造纸厂的整合

原涪陵造纸厂是被兼并企业中最大的一家，资产总额占到一半以上，职工214人，将近三分之一。如果转产饮料，则不但资产的沉没价值极大，而且实现原有老职工的转岗不具有经济合理性；如在前期技术改造的基础上追加投资，实现产品的更新换代，使得企业能够生产市场前景看好的高档卫生纸与餐巾纸，在享受库区优惠政策条件下，则可以形成稳定的利润来源。另一方面，有助于实现多元化经营，分散风险，为今后进一步的扩张与并购活动积累经验。为此，浙江金义集团新投入240万完成了造纸厂的技术改造，形成每年1000吨的生产能力，年销售额预计可以达到800万到1000余万元，98年预计实现利润20万元。

造纸业对于金义集团来说，是一个完全陌生的行业，如何才能最大限度地保持经营管理连续性的同时，实现对企业的有效控制呢？浙江金义集团采取了两条措施：一是派遣两名财务人员进驻企业，分别担任出纳与会计，引入集团的财务管理制度，从而掌握了企业的财务活动；二是实行公开招标承包经营制。为了减轻承包者的压力，将离退休职工87人并入涪陵有限责任公司进行统一管理，同时将冗余职工40余人调离并安置到饮料厂（不同意者办理停薪留职作自动离职处理）。造纸厂基本上由原有的企业管理人员承包经营，承包期为一年。企业的承包者不但要完成销售与税利指标，而且必须实现资产增值的目标，从而有效地限制了承包者的短期经营行为。较短的承包期一方面保证了对承包条款的相机调整，另一方面为在适当的时候中止承包经营，实现对企业的直接管理打下了伏笔。

## 二、建立涪陵饮料总厂

除原涪陵造纸厂以外的四家企业，资产规模小，而且主要是房屋与建筑物，机器设备再利用的经济价值不大。金义集团决定充分利用自身的产品优势，在达成兼并意向后及时对这四家企业进行整合，派出管理人员与技术骨干全力以赴，在原涪陵制革厂的厂区内建立新的饮料生产基地。

在着手工作的初期阶段，遇到了很大的阻力。企业的原管理人员以及职工普遍将当地政府当作“卖国贼”，认为政府将好端端的企业“奉送”给了外省人。职工的平均年龄超过 40 岁，在失去继续享受财政补贴与福利的可能后，虽然得到了将会受到妥善安置的承诺，但对兼并后能够重新获得工作机会不抱多大希望。特别是占到职工总数三分之一的离退休职工，此前的退休金已经被拖欠很长时间，对在兼并后能否获得基本的生活保障充满疑虑。绝大多数的原企业管理人员，在兼并后不但失去了国家干部的身份，而且不再拥有原先的权力，对兼并充满程度不同的抵触情绪。那么，浙江金义集团是如何在仅仅派员不到 30 人的情况下，只用了短短 50 天左右的时间就完成了产品结构的调整呢？

一方面，浙江金义集团采取各种切实措施关心、照顾当地职工，相信、依靠当地职工，努力调动各方面的积极性，共同建设好企业。浙江金义集团的董事长陈金义先生有三句话，可以形象地说明这一点：对待退休工人要像对待父母一样，把他们养起来；对待下岗工人要像对待兄弟姐妹一样，关心他们的再就业；对待在岗职工要像对待自己一样，严格要求。浙江金义集团划拨的第一笔资金 63 万元就是给职工发工资，先稳定人心。

兼并之后，离退休工人拿到了拖欠很久的退休费用，并且能够开始报销医药费。97 年中秋节前后，涪陵有限公司花费 3 万余元购置月饼及其他节日礼品，派专人送到每一位离退休工人家里，后者深受感动。98 年初，公司专门成立了退休职工管理委员会，投资 20 余万建起了 150 多平方米的退休职工活动中心，并购置了各种文体活动设施，使得离退休职工真正做到了“老有所养，老有所学，老有所乐”。

在兼并过程中，特别是筹建饮料总厂的过程中，大部分职工下岗了。公司一面按照当地最低生活标准，每月 130 元，发放生活费，一面抓紧进行转岗培训，使他们能够尽快掌握新的生产技术，逐步安排上岗；同时大力支持有一技之长的职工转业、分流，一些职工，特别是原五金厂的许多技术工人，在办理了停薪留职手续后，自谋职业，自求发展。

来自浙江金义集团的管理人员，在饮料总厂根据科学、完整、可行的原则，建立起一整套高效严格的规章制度，对企业实行规范化、法制化管理，并且身体力行，为当地职工树立了榜样。被兼并企业的职工年龄偏老，时间与效率观念比较差，对各种规章制度的束缚很不习惯甚至不以为然。一次，当地一位企业管理人员开会迟到 40 分钟，根据公司开会迟到一分钟罚款五元的规定，当场被罚款 200 元，几乎相当于当事者一个月的工资。自此以后，职工的纪律性明显加强，生产效率得到很大提高。

兼并后，浙江金义集团将对企业职工的关怀落到了实处。在兼并前，大部分职工住在市区，距离厂区逾 7 公里，需要通过摆渡过江，极不方便。为此，公司支出 30 多万将闲置的一处厂房改造为职工宿舍，并且购置两部大客车，接送职工上下班；还在厂区内新建了食堂与厕所等公用设施。这些措施极大地促进了浙江的管理者与当地职工之间的沟通与交流，

消除了后者的疑虑与不信任。这种信任关系保证了生产经营的顺利运作，在日后对兼并进行表决的职工大会上也得到了充分体现。

来自浙江金义集团的管理人员与技术骨干将集团“忠诚团结、刻苦勤奋、求实创新、廉洁高效”的企业精神，以及被实践证明有效的经营运作模式引入了新建立的饮料总厂。在基建工程与饮料生产线的建设过程中，这些骨干分子带头大干苦干，结果到开工生产时病倒了 5 位。许多当地职工经历了从观望到积极参与的过程，认识到通过兼并，获益的并不只是浙江金义集团，从而逐渐开始理解、接受与支持浙江金义集团所实施的接收兼并行为。

另一方面，也是更为重要的方面，浙江金义集团在兼并整合过程中同时完成了对原企业的制度改造，从而保证了整个兼并整合活动的成功。在兼并前，原涪陵制革厂等 5 家企业在所有权性质上属于集体企业，治理结构类似于国有企业。企业内部基本不存在有效的激励约束机制，普遍实行“大锅饭”式的生产与分配机制，企业职工以国家固定工人自居，其劳动付出与收入之间不存在普遍的对应关系，劳动积极性不高。在兼并后，这 5 家企业的产权制度发生了根本性的转变。浙江金义集团作为企业的所有者，本身是一家私营企业，以浙江杭州企业总部的治理结构为蓝本，在兼并后新建立的涪陵有限公司内部建立起了高效的激励机制。

涪陵有限公司的日常经营活动由总经理全权负责。总经理作为经营代理人，由浙江金义集团直接委派，有权聘任公司其他高级管理人员，并制定有关规章制度。从 1997 年 3 月起，公司在涪陵市有关部门的支持与配合下，开始全面实施全员劳动合同制度，把职工从固定职工身份变为合同制职工，实行聘任上岗。在劳动用工制度上的深层次改革，彻底打破了原先企业中存在的“大锅饭”机制，改变了国有企业中普遍存在的“职工能进不能出、干部能上不能下、工资能多不能少”的现象，对被兼并企业职工的思想观念是一次深刻的触动。所有职工的工资都分为基本工资、岗位津贴与奖金三部分，后者逐月考核，与当事人的工作绩效紧密挂钩。职工在实践中逐步认识到，收入水平不但取决于自身的工作努力程度，而且与整个公司的经营绩效密切相关，对企业的归属感大为增强，劳动积极性也得到很大提高。对于销售代表，公司核定的奖金总额是基本工资额的三倍以上，业绩好的销售代表月奖金近万元，这在原先的企业制度下是不可想象的。在岗位设置方面，公司推行“三不管”政策：不管过去是干什么的，不管过去干得如何，不管相互间关系如何，一切从头开始。原造纸厂的一个下岗女工，在重新上岗后，努力工作，成绩突出，公司经过 3 个月的考察任命其为涪陵有限公司市场部的副经理。对原先的企业领导，公司尽量量才优先录用。有一些原管理人员，包括厂长，由于不能适应新的企业运作模式而下岗。在兼并整合过程中同时完成的对原有企业制度的改造，可以说是整合成功的关键所在。

## 兼并的绩效

### 一、对于浙江金义集团

通过此次接收兼并涪陵造纸厂等 5 家企业，浙江金义集团拥有了资产总额逾 4000 万元的涪陵有限责任公司，建立了年产值过亿元的饮料生产基地，顺利进入西南市场。98 年预计，涪陵公司的销售收入将超过 6200 万，实现税利 500 万元。今后数年内，预计涪陵公司的年销售收入将逾亿元，由于库区优惠政策而节省的税收每年就将超过 1000 万元。

反观金义集团的投入则是相当少的。新投入的资本只有大约 1500 万元，不仅建起了年产 1.5 万吨的大型饮料生产基地，还在云、贵、川、渝四省建立了一个包括 80 多名销售代表、110 多家固定销售代理商在内的新的营销网络。浙江金义集团凭借产品、品牌与管理优势，对库区企业的接收兼并，可谓低成本扩张的典范之作。

另一方面，通过接收兼并三峡库区企业，浙江金义集团荣获浙江省“全省对口支援工作先进集体”称号，对于杭州市政府乃至浙江省政府顺利完成对口支援的政治任务起到了有益的作用，从而获得了对于私营企业来说，非常宝贵的政府资源。国家有关部门领导同志在视察涪陵有限公司后，对浙江金义集团接收兼并三峡库区企业的行为作了如下评价：是库区最大的民营企业集团兼并，同时也是一次性兼并企业数量最多的个案，而且被兼并企业是库区最具代表性的企业，都是中小规模的二轻系统集体企业。

## 二、对于涪陵市政府

在浙江金义集团兼并 5 家亏损企业后，涪陵市政府的财政状况大为改善，对原有企业及其职工的财政补贴被涪陵公司缴纳的税收所取代。更重要的是，圆满解决了涪陵公司所属 750 多名职工的开发移民问题，还没有将这些职工的家属计算在内。可以想象，涪陵公司的经营管理模式必将对当地其他企业的制度变革，产生有益的推动作用。日后涪陵公司的发展与壮大，无疑将提供更多的就业机会，促进地区经济发展。

## 三、对于原涪陵造纸厂等企业及其职工

在被浙江金义集团兼并后，原涪陵造纸厂等企业建立起了面向市场的高效的企业制度，其资产被盘活。在岗职工的平均年收入，从过去的七、八百元增加到四、五千元，高的超过万元。离退休职工老有所养，不再有后顾之忧。

可以说，浙江金义集团对原涪陵造纸厂等 5 家库区企业的接收兼并，创造出了“三赢”的结果，产生的经济与社会效益远远超出了兼并事件本身。

### 兼并中的政府行为分析

浙江金义集团的兼并行为，在某种程度上可以说是政府行为，至少可以讲是由政府与企业共同设计、共同施工的兼并个案。兼并的创意，是由涪陵市政府提出的，并且为此三次组织有部门人员到杭州实地考察，与金义集团进行了密切接触，肯定了后者所具有的产品、品牌优势以及高效的经营管理模式，为兼并的成功奠定了基础。杭州市政府乃至浙江省政府为支持对口支援工作，力促金义集团到涪陵接收兼并库区企业。金义集团最初是将此次兼并当作一件“政治任务”来完成的，在实际操作中获得了更多的收益，实现了进入西南市场、扩张企业实力的战略目的。

在浙江金义集团组建涪陵有限公司及其下属饮料总厂的过程中，涪陵市政府提供了尽可能多的支持，对于兼并的顺利实施乃至成功起到了至关重要的作用。

在确定被兼并企业的过程中，涪陵市政府坚持将原涪陵市五金厂、针织手套厂与皮件厂作为“搭配”，一揽子推给兼并方浙江金义集团，目的是为了将这三个企业的职工就业与安置问题交给后者来解决，否则将否决对原造纸厂与制革厂的兼并。可以设想另外一种解决办

法。如果不将五金厂等3家企业作为“搭配”，同时减少对涪陵公司的税收减免，而将增加的收入用于建立社会保障体制，也许更有利于理顺企业与政府的关系，促进企业并购行为的顺利实施，提高资源的配置效率（被兼并后，上述3家企业的房屋与建筑物，其中之一被涪陵公司改建为职工宿舍，之一被出租，之一闲置）。

## 几点启示

### 一、地方政府在企业并购以及国有小型企业改革中的作用

在地方政府经济利益独立化以后，出于促进地区经济发展的考虑、增加财政收入的考虑，地方政府能够在通过制度变迁实现潜在制度收益的过程中发挥积极作用。企业并购活动，作为一种制度变迁行为，如果能够使得有关政府部门从中获益，则在目前政府对于资源配置存在很大影响的制度条件下，其行为以及目标模式对于企业并购行为能否成功实施，在许多情况下发挥着关键作用。

关于国有小型企业的改革，中央政府已经确定了“抓大放小”的改革思路，关键的问题是如何“放小”？无论通过股份合作制还是出售，虽然能够改变企业的产权制度，有助于在企业内部建立有效率的激励机制，但一般不可能解决绝大多数国有小型企业生产规模小、技术水平落后、产品档次低的问题，而通过具有产品、品牌与管理优势的企业的并购活动，则可以卓有成效地解决上述问题，获得规模效益。这在我国存在严重的地区经济结构雷同问题的情况下尤具意义。地方政府通过创造优惠的政策条件与良好的投资环境，能够大幅降低交易费用，促进类似的并购活动。

### 二、关于开发西部、缩短地区经济差距

尽管中央政府每年投放中部与西部地区的资金达数百亿元，但东西部之间的地区经济差距仍旧呈现出日渐扩大的趋势。鼓励东南地区的企业到中西部进行并购活动、开辟新的市场，从而促进被并购企业所在地的经济发展，不失为一种行之有效的途径。当然，这有赖于中西部地区的地方政府打破地区封锁，为企业并购活动提供尽可能完善的服务，降低交易费用。

对于东南部地区具有产品与管理优势的企业来讲，通过并购活动实施“西进”战略，扩大市场份额，壮大自身实力，可以说是在目前日益激烈的市场竞争中出奇制胜的一着“好棋”。

### 三、“边整合边经营”的兼并模式

浙江金义集团对库区企业的接收兼并，突出的特点是将整合活动放在极其重要的位置，在进行兼并整合的过程中，通过卓有成效的经营管理工作，获得了被兼并方，特别是企业普通职工的理解与支持，在产品结构调整、实质性的兼并整合活动完成以后，才开始实施一系列包括资产评估、签订兼并协议书在内的其他必须的兼并行为。这样做的好处是在兼并过程中几乎不存在通常会有磨合期，大大降低了兼并的交易费用。当然，这种兼并模式与地方政府的支持以及兼并行为本身不太复杂有关，但至少说明了并购活动的程序不是一成不变的，相机进行适当的调整或许可以收到更好的效果。

(执笔人：金义集团 傅强 天则经济研究所 张玉仁)

## 浙江金义集团并购案例

主讲人：

傅强（浙江金义集团总裁助理）：

我受陈金义董事长委托向各位专家介绍浙江金义集团在三峡库区涪陵兼并五家集体企业的情况。下面分四方面介绍案例：

### 一、金义集团概况

金义集团是以董事长兼总裁陈金义的名字命名的。1992年，经济理论界掀起了一个关于“陈金义现象”的理论研讨会。当时于光远、吴敬琏等经济学家曾经为“陈金义现象”归纳成三句话（其实是“四个现象”）：一是青年现象，陈总属牛，到今年才37周岁，很年轻；二是个体现象，金义集团是典型的私营企业；三是农民现象，陈金义的老家在农村，在溪琳仙境不远的地方，陈金义是从田野里走出的农民企业家；四是个体企业兼并了国有企业。1992年10月十四大召开，与此同时，在这个月的10日15日，陈金义总裁在上海七家国营商店拍卖会上，一举购买了其中的六家，掀起了“陈金义现象”。1993年5月组建了浙江金义集团有限公司。

浙江金义集团自1993年5月组建以来，经过五年的发展，现在拥有5亿多资金，1997年的销售额达2亿多元。几年的探索，陈总已经成为一个兼并的实践者。从上海的兼并开始，1994年又在海盐兼并了一家啤酒厂，现在成为金义纯净水的生产基地。1995年在铜庐兼并了一个煤矿，改造成果奶的生产基地。96年底，开始跟涪陵市接触，到1997年3月6日，正式进入涪陵，经过一年的边运作、边整合，于98年2月份签定兼并协议书。

金义集团这几年的发展，有其独特的社会背景，经过改革，浙江省的经济在整个中国大陆占第四位，这里面很重要的因素就是民营企业所起的作用。据浙江有关统计部门统计，到98年5月，民营企业在浙江省国民经济中所占的比重已上升到47.8%。大家都知道“温州模式”，都知道“义乌小商品城”，这些都是私营企业的代表。在浙江私营企业中，其正扛大旗的就是陈金义，在兼并上海6家国营商店时，被誉为“陈千万”。金义的发展是从92年起步，原始积累在那时完成，到目前，企业的主导行业仍是食品饮料，在铜庐，金义还拥有—家水电站30%多的股份，还搞了药厂。

### 二、金义去三峡库区并购的背景

作为一家私营企业，金义在杭州拥有其独到的优势，又有许多受到限制的因素。在杭州，税收方面对像金义这样的企业没有优惠政策，集团在增值税、所得税方面都是严格按国家政策上缴，每年都在1,000万以上，做了很大的社会贡献，对企业而言，也是很大的税务负担。杭州的政策环境不是很理想。此外，在十五大召开前，从资金支持上面当地没有很多的优惠政策。因此，在进行了上述几次兼并后，我们把目光投向西部，对涪陵几家企业的兼并是基于以下几点考虑：

一是政策的吸引，这一点毫无疑问。当时涪陵市政府表明，可以把企业白送给我们（免费），而且最近重庆、南充市政府也向我们表明了这一态度，把土地、厂房免费送给我们目的只有一点，就是希望我们把企业搞上去。在案例中已开列了当地市政府给我们的许多政策上的优惠条件，尤其是在税收方面。

二是创造政治上的资本。由于前几年民营企业发展的外围条件相对不好，我们想利用在西部兼并库区企业的机会，名利双收，库区工程是总理工程，党中央、国务院号召全国对口支援库区，三峡工程是世界上最大的水利工程，难度最大的是有 100 万的移民，其动态数字今年已达 113 万，80%是农村人口，20%是城镇集体企业职工，针对职工的安置问题国务院提出搞开发性移民，要通过给移民补偿金，通过东部一些优秀企业到西部进行对口支援，让西部企业正常运转起来，保持经济有一个长远发展势头和长远发展。

三是从行业来看，有必要向西部进军，金义产品的主要市场集中在华东、华南、西南三大块，全国有 13 个市场有我们的产品。为了提高整体的市场占有率，陈总带领高级班子到西南考察，认为西南地区的食品饮料的市场潜力非常大。昆明、成都是中国十大饮料批发市场中的代表，而且四川是全国人口最多的省份，达 1 亿 2 千万。重庆分离后，四川也有 9,000 万人口，重庆市有 3,000 万人口，因此，开辟西南市场非常有必要。

基于上述考虑，97 年 2 月份，我们正式与涪陵市领导接触，涪陵市也先后三次派检查团到杭州金义总部考察，陈总也先后两次组成高级领导考察团到涪陵对被兼并企业的情况进行考察。

当时我们面临的一大难题是：我们是帮助政府移民，跟一般意义上的兼并不一样，对移民完成企业兼并后应妥善安置，当时企业有职工 758 人，其中退休职工 250 余人，这对企业来说是不小的负担。金义作为私企，在浙江省的运作几乎不存在这一问题，根本没有退休工人一说。被兼并企业职工的平均年龄全超过 40 岁，针对这一问题，公司也算了一笔帐，最后决定还是要兼并。

### 三、兼并的操作情况

这次兼并风险较大，自 97 年 3 月 6 日进入涪陵，一直到 98 年 2 月份，兼并协议才正式签定。在这一年的时间里，我们实际上是先经营管理，最后才实施兼并。这对一般意义上的兼并来说是不可思议的事情。这也可能是民营企业方面表现得不够规范。我们只是实践者我们认为值得做就去做了。

兼并时面临的问题非常多。

第一、要一次性兼并五家企业，我们当时看中四家比较大的企业，总共有 45 亩地，一家是要全淹的，涪陵市造纸厂（到 2009 年全淹），主导产品是卫生纸；另一家是乌江和长江交汇处的占地 16,100m<sup>2</sup>的涪陵市制革厂，是政府批准的允许生产的四家企业之一。制革厂已停产两年，被市政府命令禁止不许生产，属于半淹企业。

市政府同时提出，“我们还有三家企业，你们一起拿过去，一家是五金厂，一家是手

套厂，还有一家制衣厂”。五家企业涉及四个行业。陈总指出：既是冲着总理工程来的，就得尽些社会责任感。我们有责任，也有能力在短时间内把企业搞上去。我们本着先把事情做起来，再说兼并的事的态度。

我们3月6日进入，10日是开薪日，很多职工找我们要求发工资、发欠资，压力很大，我们划拨的第一笔资金63万元就是给职工发工资，先把人心稳定下来。

第二、职工、干部认为，不管怎样国家得养我。请他们上岗他们不愿意干，认为反正得给他们开支，工资结构、分配机制还是原来国营的那一套。我们感到，若兼并不引入“金义”一整套的管理，光靠资金、产品引进是解决不了根本问题的。于是，物质文明、精神文明双管齐下，我们用“忠诚团结、刻苦勤奋、求实创新、廉洁高效”的金义精神要求职工和指导兼并。

第三、针对当时五家企业的情况，先从经营管理入手研究。我们决定：保留造纸厂的生产经营，造纸厂的生产能力为500吨/年，产值200多万/年，我们认为其产品有市场潜力，其利润我们能够实现。另一原因是造纸厂人多，有170多个在岗工人，年龄偏大，转岗难度大，男工多。我们先后注入240多万资金对其加以改造，形成了1,000吨的生产能力。

此外，我们把金义的食品优势导入涪陵企业，我们3月7日到5月，在2个月内完成制革厂一期工程的改造，在16,000m<sup>2</sup>的基地上安排了12个项目，包括改造职工宿舍，建食堂、厕所、水厂、停车厂、道路等等。我们带头，让职工跟着干，派过去的十几名技术人员不分昼夜，于5月7日完工，涪陵市领导夸奖说：金义精神在涪陵创造出了一个奇迹。

第四、注重抓劳动制度的改革，把职工从固定职工的身份变为合同制职工，从3月份开始，在市有关部门的支持下，于6月份完成合同转制工作，跟被兼并企业的每名职工签定劳动合同。紧接着又推出民营企业的管理机制，干部能上能下，职工能进能出，收入分配能多也能少。在处理人时有几个非常典型的案例，如造纸厂一下岗女工，原是跑传销的，要求上岗位，我们推行“三不管政策”：不管过去是干什么的；不管过去干的如何；不管相互间有何关系，一切从头开始。经过三个月试用，我们现在已任命她为市场部副经理。对厂里原领导，量才优先录用，先后开了19次座谈会，把管理上经验介绍给干部，干不好的干部只好令其下岗，在职工心灵中引起震动。

兼并过程中，在导入金义精神、产品和项目选择上推进得比较细致。6、7月份劳动合同签定后，与各企业开始了实质性的磋商，要求限时完成兼并工作。。两个月中，先后投资1,000万，全是自有资金。几个月的努力，职工收入待遇都大有改善，成效明显，我们提出要按规范进行兼并，经过职代会通过，与涪陵市政府签定了协议，最后于98年2月份全面完成兼并工作。

#### 四、兼并中的几点体会

私营企业到库区兼并，我们认为要做好几个结合：

- 1、 要把政治任务和经济形势结合起来。97年10月31日，李鹏总理到涪陵接见了陈总，要把三峡库区的政治任务当做一个经济任务去对待，不把经济搞上去，不把企业搞上去，职工队伍仍然不能稳定下来，要注意抓好这一建设。
- 2、 结合当地特点，边经营管理、边兼并是可行的，否则，在西南市场四省100多个客户网络就不可能建立起来，企业兼并过程中市场是第一位的，只要产品有市场，按我们的经营模式去做，一定能让企业兴旺起来。
- 3、 兼并中市场是第一位的，96年底，我们对云南、贵州、四川考察，收入低但食品饮料需求大，恩格尔系数高，不像东部那样竞争激烈。
- 4、 兼并中政府的因素非常重要。我们与政府共同设计、共同施工的兼并案例，政府起的作用非常重要。包括在前期工作中，在中期经营和兼并如何结合过程中，以及完成兼并程序，政府的作用非常大。

进入西南后，现有规模下，10年累计税收政策方面的优惠，使企业节余1亿元左右，国家民政局领导视察后对我们说，你们是库区最大的民营企业集团兼并，同时也是一次性兼并最多企业的举动，而且被兼并企业是库区最具代表性的企业，都是二轻系统集体企业中小规模。

金义集团做了一些具体工作，我们认为企业的兼并扩张工作只要是可行的，我们就敢去试。

张望(华夏证券有限公司) (主持人) :

金义集团通过这次兼并实现了本企业的迅速扩充，也支持了三峡库区移民的开发性工作，为三峡库区带来了资金、技术和金义的精神以及严格科学的管理，对被兼并企业实现了资产重组和结构优化，达到了极好的整合效果。

王建(国家计委中国宏观经济学会常务副秘书长) (主评) :

首先，这是一个成功的兼并案例，结果是在很短时间内赚了钱，提供的报告表明一年之内可赚500万利润，从市盈率的角度看，能承认的优质资产应为5000万，而金义只投资了1500万，且承担了1500万的债务，计算下来资产溢价为2000万。长期看，从占领西南市场等看，也是赚钱的投资。因此，这个案例的特点是赚钱的。

现在在资本市场上有一个怪现象就是ST板块或是经营不好的企业被炒得沸沸扬扬，在资本市场上进行资本并购，买卖“壳”并非把一个产业或一个企业着眼于长远做好，而是短期在资本市场上炒作寻求短期利益，这是一个很危险的倾向。这对中国资本市场发育来说是不健康的，这对产业发展是一种负作用。

而本案例是从市场营销战略、着眼于企业发展出发，做了一项很好的投资选择。此外，金义去兼并是围绕着自己的核心产业来进行。研究资料表明，70年代以来，世界许多大的企业集团从多角化的角度进行兼并，但证明并不成功，因此，80年代以后的战略大多是围绕着纵向或横向兼并，以核心产业为基础进行兼并才可能成功。

该项兼并能够成功，正是发挥了自身的产业优势、经营管理优势、品牌优势，围绕着主导产业去拓展，而在资本市场上，很多企业毫无根据地跨了很大的跨度去兼并其他的产业，如果不是短期炒作，从长期看存在很大的隐患。

还有，一个成功的经验是先管理，然后再签法律协议。我也得到过类似的做法，如北京天坛家具公司兼并北郊木材厂，以前成功的事例少，其主要原因是在签了协议以后，才发现企业的资产素质，债权债务关系理不顺，与地方政府的许多承诺无法落实，而且还产生许多新的矛盾。在先进入企业，掌握企业的基本情况后再正式签定法律手续，使企业有一个大的灵活的空间，对于不好的企业的兼并，这可能是一个成功的做法。

最后，这是唯一的民营企业的兼并案例，其内部机制是什么？为什么去了 20 多个干部能够拼命工作，试机之前还累倒五个人，那么，民营企业的内部机制、管理理念、企业文化有什么特色？海尔集团介绍时也谈到了他们的管理原则是“80/20”，20%的人去控制 80%的人，那么，20%的人是否也享受了 80%的收入？这是一个核心的问题。92 年我去海尔向张瑞敏了解企业，张总当时对我说，海尔就象“沙漠中的一片绿洲”，“我们在拼命干企业时，可能周围的其他单位给税务局送一点钱所产生的效应，比我们付出很多的管理代价要多得多。他们发的资金可能并不比我少”。张总感觉到孤独，他对个人的收入也感到一种心理的不平衡，一种失落。海尔的核心是干部就得吃亏、吃苦，这就不是市场的原则，应用市场化的经营理念解决企业内部的核心理念问题。

还有一个问题是企业兼并过程中有很大的投资收益，享受了 1136 万的投资移民补贴，还有 1000 万左右的免税，若没有这些，还能不能赚钱？换句话说，若没有政府的这些优惠政策，我们民营企业扩张时应把握什么样的原则？

吴光权(江西江南信托投资公司总经理) (主评)：

金义集团收购三峡库区五个企业案例是一个成功的案例。本案例具有我国现阶段发生的购并案的一些共性，也有其突出的特点。

第一、共性主要表现在：

- 1、本案发生在政府“抓大放小”的政策大背景下，兼并的五个企业均为中小型企业。
- 2、购并行为的发生是多种动机的组合，本案亦具有这种特点，不仅仅是从商业角度出发，短期的盈利动机不明显。
- 3、本案采用的是典型的承担债务整体兼并方式。金义集团承担被兼并方的全部债务，承诺安置人员，并负责处理其中的移民问题。

第二、本案突出的特点：

金义集团作为兼并方，在尚未正式签定收购协议的情况下，先进入被兼并企业，对企业投入大量资金进行改造，进行业务和人的整合，这充分体现了中国现阶段民营企业经营的特点，是一着险棋，但从本案情况来看，又是金义集团之所以能在很短时间内有效地整合被兼并企业的一个很重要的前提条件。

第三、本案中对被兼并企业的整合具有特色，但有些方面值得商榷。

1、业务整合围绕金义集团的主导产品——饮料的西部市场开发，发挥了兼并方的优势，迅速产生了效果，从这方面来说是成功的。但对五家企业其中之一的造纸厂继续经营纸业至少在两方面存有疑问：一是金义集团是一个专业化的饮料企业，在规模尚不大的基础上进入其他领域，展开多样化经营，是否是适当时机？又具不具备经营一个造纸厂的能力？二是造纸厂的现行生产能力是年产 1500 吨，是否达到了基本的经济规模？

2、组织制度的整合方面，金义集团调整组织，严格管理，引入现代企业制度，同时更为重要的是引入了对人真正关心的理念，对待不同类型的人员采取不同的方式，使得被兼并企业平稳过渡。这其中金义集团派出人员的表率作用非常重要。

吕益民(盘龙企业拍卖股份公司总裁) (主评)：

一、先从经济上算一笔帐，兼并中得到了什么，失去了什么，权衡一下利弊。

1、兼并给金义带来了按评估值 4600 多万的资产值，按意向书获得的全部资金是 2007 万（包括 1500 万的债务），还包括 1100 多万的配套移民补偿资金，拥有土地使用权 50 年，最后公司所拥有的资产 4000 多万，金义控股 96%，尽管意向协议在 2000 多万，但直接的资产收益为 4000 多万（包括债务）。

2、政策上得到税收优惠，这是个预期收益，若产值 1 亿/年，十年内每年可得 1000 万的税收减免。

- 1、得到了一个市场营销网络，投资 1000 万后，建立了云、贵、川、豫网络。
- 2、在超出经济之外的政治方面名利双收，陈总不仅是一个成功的商人，而且还是一个社会活动家。

而需要支出的和承担的有那些？

- 1、需安排 758 名职工（包括 250 多名退休职工）；
- 2、承担 1500 多万的债务；
- 3、背上了相当一部分的不良资产；面临处置问题；
- 4、安置职工、启动企业需要一笔流动资金，已投入了 1000 多万。

总体来讲，得大于失，兼并本身是成功的，至少获得了 1000 万以上的有效资产。

## 二、兼并成功的经验启示

- 1、借助了政府的力量，这也是中国兼并的特色，离开了政府的支持几乎难以成功。
- 2、抓住了三峡库区移民的政策机会，1000多万的配套资金、税收等其他方面政策，但对于一般的并购行为不具有普遍意义。
- 3、金义文化上的磨合期缩到最短，用示范效应带动起来。
- 4、金义具有实业集团的产品品牌优势。

而不是为兼并而兼并，不是搞短期炒作。

## 三、几个问题

- 1、兼并本身是“倒扳闸机制”，“先同居，后结婚”，签的意向不具法律效力。先投资后评估，再召开职代会通过，再对评估结果确认，最大的风险是政策和法律风险。

我认为，应先进行托管，先有经营权和优先收购权，对其加以控制，在一年内决定是否收购。顺带的一个问题是，金义的内部决策机制是什么样的？

- 2、业务整合上只能说目前成功了一半。造纸厂风险大，资产规模、市场状况、承包制的短期行为消除不了，如何规避风险？
- 3、寻找什么样的中介方？案例中的中介是摆设，但仍需一个具有投资银行业务，有实力、能力，经验丰富的中介方，否则会加大交易成本。
- 4、兼并中的融资安排不清楚。目前我国存在着“所有制歧视”，民营企业的融资安排很难实现。金义集团是否还有兼并的打算，有什么样的融资安排？

陈金义（浙江金义集团董事长）（回应）：

1、我的案例是100%的成功，我是民营兼并国营，92年我在上海收购6家国有企业，按经济上算帐是不合算的，我的胆子大，风险性大，魄力大，但产生的新闻效应大。92年社会还不认可私营企业，在上海买把保护伞，我只能这样干。86年我用500元出来打工，普通农民，若不从长远看，不超过常规运作，我就不会有今天的成功，我算帐是亏十元钱是保本，我学到了十元钱的本事，用无形资产抵消，我做的是“人”的生意。

- 2、96年下半年去四川，具有相当大的政治背景，在浙江，我已无法发展，达到了饱和，且对民营企业有歧视，得不到优惠政策，我给银行的印象不好，只有交税的义务，没有得到贷款的权利。

民营经济的几大弱点：（1）无经验（2）无资金（3）得不到政策得支持

我去四川的效果有：

- 1、得到了政治上的支持和保护。
- 2、 冒险是靠精神支撑，我自己以身作则，同时对职工采用激励机制，去四川每人补助 600 元/月。
- 3、 四川当地政府支持，在四川我得到厂房、土地，所有的税收免掉，所有的领导支持我，所以不签协议我就开始干了。当时我说了句话：对待退休工人像对待父母一样养起来；对待下岗工人像对待兄弟姐妹一样，为其安排工作；对待在岗工人像对待自己一样严格要求。我现在有能力兼并，我拿出了五分之一来并购，我得到了市场份额，金义的“水份”有多大，效益就有多大。私营企业的资本运作只有兼并收购企业，在四川，1 亿产值可免 1000 万的税。我认为私营不等于私有，私有公用，事业做大了，就不去计较个人的得失了。

私营企业应有独到的方式才能做大，但做大后要规范，企业管理就是要管好自己，管好下面，也要管好“管我的人”。

### 长安机器与江陵机器合并案例

(执笔人：北京大学光华管理学院 张海涛)

1994年6月28日，在兵器工业总公司（以下简称兵总）的主持下，原长安机器制造厂（以下简称长安厂）和为之生产配套发动机的江陵机器厂（以下简称江陵厂）合并，联合组建长安汽车有限责任公司（以下简称长安公司），公司于1995年1月1日起正式运行。

长安厂与江陵厂都是兵总下属的国有大型骨干企业，同获兵总“四大明星企业”称号，且均为全国工业企业500强，两厂生产的长安牌微型汽车与江陵牌发动机均是市场上的名牌产品。长安公司的成立，于公司改造的同时在我国微车行业首次实现了机车一体化生产，被认为是国有独资企业“强强联合”的典范。从组建长安汽车有限责任公司，到股份制改造后的B股上市和A股上市，以及现在“长安集团”的筹建工作，合并无疑是一个具有深远战略意义的出发点，此后长安公司便一步一步地扩展着自己的规模优势。

长安机器制造厂  
江陵机器厂  
长安汽车有限责任公司  
股份制改造  
B 股上市  
A 股上市  
组建长安集团

图 1：长安公司的发展历程

## 一、合并前两厂的基本情况

### （一）长安机器制造厂

长安厂的前身为创建于 1862 年的“上海洋炮局”，是有着 130 多年历史的兵工老厂。在 80 年代初期军转民的战略方针指导下，长安厂结合自己的技术特长，先后搞过猎枪、石油钻头等 40 余种民品，但没有一个能成为企业的支柱产品。后来根据当时中国汽车工业“缺重少轻无微”的状况，结合本厂曾于 20 多年前生产过吉普车的特点，经过广泛调研与可行性分析，选定了世界“微车王”——日本铃木汽车株式会社的 ST90 型微型汽车生产技术，准备生产微型汽车，遂于 1984 年与铃木签定了“技贸合作协议”。

根据协议，从 22% 的自制率起步，引进铃木公司技术和散件，先从整车总装开始，逐步实现国产化，当年共出车 723 辆，从而走上了开发与生产微型车（微型载货车与微型面包车）的道路。

1985 年 11 月 4 日，国家计委、国家经委、国防科工委以（1985）计生字 1143 号文正式批复兵器工业部和重庆市人民政府，同意以原长安厂为长安微型汽车定点总装厂，以原江陵厂为发动机定点生产厂，并分别以总装厂和发动机厂为龙头组织微型汽车联合生产。从 1986 年开始，公司陆续开发了 SC1010X 微型厢式货车和 SC1010A 双排座载货汽车，并于 1988 年试制了第一辆微型轿车。

1991 年初，中央专委第三次会议决定，为解决兵器工业弹药企业的特殊困难，同

意兵器工业总公司现有的几个微型汽车厂生产的产品统一调整到奥托车型上来。

1992年，国家正式批准长安厂开发生产经济型轿车，定名为长安奥托牌微型轿车，成为中国定点的八大轿车（三大三小两微）生产基地之一。为了加快奥托轿车的发展与生产基地的形成，长安厂于1993年5月25日与日本铃木、日商岩井签定了合资协议，在重庆成立了“长安—铃木汽车有限公司”（长安厂持50%股份）作为专门生产奥托微型轿车的基地。

长安厂（包括其控股的长安—铃木汽车有限公司）所需的发动机始终由江陵厂供应。

## （二）江陵机器厂

江陵厂的前身为创建于1936年的湖南株洲炮兵技术研究处，有着60多年的兵工制造历史。在80年代军转民的过程中，先后开发过木钟、消雹降雨火箭弹等民品，并于1984年开发试制了微型汽车发动机，当年实现样机装配一次点火运转成功。1985年，国家计委、国家经委、国防科工委联合批复确定该厂为微型汽车发动机定点生产厂，其首批微车发动机投放市场。

江陵厂生产的发动机主要供给长安厂，但随着生产规模的扩大与产量的提高，其产品也逐渐开始供给其它微车生产厂家（如柳微等）。

## 二、合并的目的

长安厂与江陵厂同为兵总系统内的国有独资企业，是在兵总主持下进行的行政命令式的合并，在合并的背后有两方面的原因：

### （一）宏观原因

我国的汽车工业中长期存在着重复建设、盲目发展、企业规模过小等弊病，成为“散、乱、低、差”的典型。1985年，我国汽车工业主管部门曾经采用坚决的行政办法进行关停并转，然而10年过后，汽车厂的数目反而成倍增加。根据计委的一项调查，1994年进入我国产品目录的汽车总装厂已达122家，如果包括民用改装车厂，则为838家，远未形成规模优势。

在微车行业，我国自1984年形成生产能力后，全国销量以年均34.19%的速度递增（大大高于同期汽车产量年均14.35%的增幅）。在1993年微车市场最火爆的同时，全国的微车生产厂家也达到了150多家。

1994年二月，针对我国汽车工业存在的分散化、品种不齐全等许多问题，国务院颁布了《汽车工业产业政策》，标志着中国汽车工业进入了一个新的发展时期。它列明了中国汽车工业的发展政策，包括发展目标、产业管理方式、进出口管理、投资融资方式、国产化及销售等方面，并提出了汽车工业发展的三个重点：零部件、经济型轿车和重型车。其目标是使其成为国民经济的支柱产业，并带动其他相关产业的发展。

长安厂与江陵厂联合组建长安汽车有限责任公司就是为了适应中国汽车工业发展的客观要求，适应日趋激烈的市场竞争要求以及复关的要求，通过企业合并以形成生产纵向一体化，获取规模经济效益，并希望将来以长安公司为核心组建长安汽车集团，从而进一步扩大规模。

## （二）微观原因

80年代初，长安厂在开始研制生产微型车的时候，曾准备自己生产发动机。但兵总考虑到系统内其它许多企业都面临着军转民的问题，便安排长安厂为长安微型汽车定点总装厂、江陵厂为发动机定点生产厂，并分别以总装厂和发动机厂为龙头组织微型汽车联合生产。江陵厂每年按相关部门规定的价格向长安厂供应一定数量的发动机。

随着市场经济的不断发展，两厂间经济利益上的矛盾日益突出。江陵厂向长安厂供货的价格要低于市场价格（即向兵总系统以外企业供货的价格），于是双方不断地因供货问题发生“扯皮”，甚至出现了江陵厂停止供货以及长安厂准备自己生产发动机的情况。这一矛盾只有通过上级部门出面解决，因而兵总主持下的两厂合并便成为一个必然选择。

## 三、合并方式

于1994年6月28日成立的长安汽车有限责任公司由兵器工业总公司微车局局长赵国华、长安厂厂长杨善志、江陵厂厂长甘达新等七人出任董事会成员，其中赵国华任董事长，杨善志任总经理，甘达新任党委书记兼副总经理。

组建公司的实施计划大致为：第一步，搭建两厂联合筹建的班子；第二步，完成注册登记；第三步，完成规范化工作；第四步，在1995年适当的时候取消两厂法人资格，统一并入长安公司；第五步，以长安公司为核心企业组建长安汽车集团。

长安公司在开始正式运行之前，于8月底成立了筹建组以解决合并过程中的具体问题。筹建组由赵国华任组长，长安厂与江陵厂厂长分别任副组长，其下又设办公室、计划规划小组、技术发展小组、综合管理小组等机构。办公室进行日常事务的合并工作，如文件的

统一管理、合并后公司的交通管理等；计划规划小组负责理顺合并后的生产规划与统筹订货等问题；技术发展小组处理两厂技术系统以及质量管理体系的合并方案；综合管理小组则主抓人员的安排和职责界定，以及新管理机构的设置——合并后的长安公司下设 11 个职能部和十几个分厂。

#### **四、合并中遇到的问题及解决方法**

##### **1．区域分散问题**

长安厂与江陵厂虽然同在重庆市的江北区，但两厂的直线距离约为 5.5 公里（重庆是山城，实际距离更远），于是两厂合并统一办公后就产生了人员的日常流动问题。长安公司安排了四辆专用交通车接送职工，并在两厂区设立了应急指挥部以处理紧急事件。

##### **2．组织结构问题**

原两厂各自的产品中，只有民品——长安厂的汽车与江陵厂的发动机——相互配套，而军品的产品结构相差很大——前者以生产机械产品为主，而后者以生产化工产品为主。因此，合并后的长安公司设置了 11 个职能部，并以专业分厂的形式组织生产（原两厂并未全设分厂），且将相对独立的部门组成子公司，实行独立核算。

##### **3．人事变动问题**

两厂合并后，在职的厂级干部由 26 名减少到 12 名，离职人员的安排是通过以下三条途径进行的：（1）退休（包括提前退休）。（2）外调至其它单位。（3）在保留原级别的同时到公司二级单位任部长。

通过筹建组的集中决策、统一协调，以及执行部门的分步实施，最终实现了两厂在生产、供应、销售、人事、财务、物品、党组织、工会、团组织等九个方面的统一，成功地完成了合并的平滑过渡，长安公司从 1995 年 1 月 1 日起正式运行。值得提出的一点是两厂合并后的一段时期内，公司中出现了中高级管理人员过多的现象，并且有些机构设置并没有必要，公司针对这些问题进行了必要的调整，撤消了一些多余机构。

#### **五、合并后产生的矛盾**

新成立的长安公司中最突出的问题是原来两厂的员工难以融为一体，这可通过以下三个方面加以说明。

##### **1．人事安排**

新组建长安公司时，在董事会、（副）总经理以及各职能部门大都出现了原两厂员工人数对等的人事安排。这在当时可以这样理解：首先，两厂原来的机构设置基本上是相同的，所以合并必然会导致对应机构的合并，由此便产生了人员对等的情况；其次，原两厂本身并没有合并的动机，且合并过程中并没有主动、被动之分，所以只有这样安排才能最大限度地减少员工间的矛盾与抵触情绪。

在理想状况下，这种合并初期的人群界限应当随着组织的运行而逐渐消失。然而在长安公司，这一界限却长期地保留了下来——时至今日，在提升中高级管理人员时，还常常是原两厂员工各占一半。这不但使公司内部难以形成凝聚力，而且难以做到唯才是举，因此大大降低了企业的管理效率。

## 2．工资差异

在合并之前，长安厂实行的是高工资、低奖金制度，而江陵厂则实行低工资、高奖金的制度；合并后公司内统一实行高工资、低奖金制度，但原两厂员工的工资都暂时不加以调整。因而，合并后原长安厂员工的收入要高于原江陵厂员工的收入。公司领导原准备在即将进行的岗位技能工资改革的过程中消除这一差距，但由于“长安事件”（长安公司领导与兵总发生意见分歧）导致了公司领导层的变更，使得公司内部员工收入差距的问题一直遗留至今。这就从客观上突出了原两厂员工的界限，无疑成为阻碍两厂员工融合的一个重要因素，并且还引出了一些其它问题。

例如，在实行住房公积金改革时，公司对员工的住房补贴能否以工资为基数呢（即按工资的5%）？如果以工资为基数，那么显然会导致原两厂员工在福利上的差异，所以公司最后采取了对所有员工一致的补贴方法。

## 3．因区域分散而产生的矛盾

由于在地理位置上的分散，两厂合并后仍各自保留着相对独立的福利系统，如电视台、医院等等。总体而言，合并前长安厂的员工福利优于江陵厂；合并后，两厂并没有实现具有现实可能性的规模优势，反而在对应的福利机构间出现了攀比现象，无形中在购置设备等方面浪费了资源。

# 六、合并后的战略调整与效益变化

## （一）战略调整

新组建的长安公司是我国微车行业首家机（发动机）车（整车）合一的生产企业，这无疑使其在竞争日趋激烈的微车市场上处于优势地位。

合并前，江陵厂生产的发动机虽然主要供给长安厂，但仍有相当大的比例用于“外销”，即销售给以柳微为代表的长安厂的竞争对手。两厂合并之后，公司领导采取“釜底抽薪”的竞争策略，即大幅度降低发动机的外销数量，从而削弱其竞争对手的生产能力，扩大自己的市场份额，这从表 1 - 1 中可以看出（当然，发动机产量的下降也与轿车产量的下降有一定的关系）。

品种 年份	生产量(辆、台)					销售量(辆、台)				
	货车	客车	轿车	汽车合 计	发动机	货车	客车	轿车	汽车合 计	发动机
1990	5189	8181	—	13370	1810 0	6767	7537		14304	14368
1991	8290	10494	245	19023	2060 0	8512	10963	225	19700	23139
1992	9451	11991	5565	27007	4149 8	9344	12045	5566	26955	40090
1993	10740	19634	10463	40837	7988 0	10709	18993	10423	40085	77419
1994	21697	23379	10020	55096	1001 17	21627	23554	9873	55054	97884
1995	33374	28971	7725	70070	9012 2	32591	28599	6859	68049	85874
1996	39899	25455	13374	78728	9605 0	39331	25184	14357	78872	98275
1997	46020	39018	28861	11389 9	1423 88	47005	38455	27759	11321 9	14419 1

表 1 - 1

注：1995年轿车产销量的下降主要有两个原因（前者更为重要）：（1）许多城市开始限制长安奥托轿车作为出租车；（2）微型轿车市场上的竞争日趋激烈。

长安公司的组建及其限制发动机外销的策略使得其竞争对手也采取了相应的行动。例如，柳微在此后不久也在地方政府的帮助下与当地企业实现了合并。应当指出，长安公司自1996年后便改变了限制发动机外销的竞争策略，扩大了发动机的产销量（见表1-1）。

## （二）效益变化

无论是从表1-1中微车产销量的波动，还是从表1-2中微车市场占有率的波动以及利润下降，都难以直接说明合并—企业纵向整合与公司制改造—给长安公司所带来的优

势。但企业效益的波动或下降应在很大程度上应归因于市场的变化，是市场因素的负面影响掩盖了合并给企业带来的效益。

从1995年开始，许多城市作出了限制长安奥托轿车作为出租车的规定，而家庭私人轿车市场还很冷清，但微型车市场上的竞争却日趋激烈。1996年，微车生产厂家展开了价格大战，长安公司则采取了“宁让利不让地”的竞争策略，通过降低利润来争取市场份额，与此同时推行分期附款的促销手段—这些都导致了企业效益的短期下滑。

不可否认，合并后公司领导层的变动以及员工间的矛盾也在一定程度上影响了企业效益。但应当看到，合并给公司的确带来了规模优势。

1993年，全国微车厂达130多家，经过激烈的市场竞争，到现在只剩下重庆长安、柳州五菱、昌河、天微、哈飞、汉江、淮海、贵航等八家企业，它们无疑都是凭借自身的规模优势得以生存的。由此可见，当初的合并有着重要的战略意义，而目前长安公司所推行的“宁让利不让地”策略和分期附款的促销手段同样有着重要的战略意义。

	总产值 (不变价, 万元)	利润 (万元)	总资产 (万元)	微车市场占有率 (%)
1994	229349	28593	282490	21.5
1995	258996	21533	455491	21.6
1996	256135	7137	589139	19.59
1997	355598	4403	765932	24.03

表 1 - 2

注：直至 1994 年底，两厂仍是单独运行。

## 七、进一步发展

汽车是一个高投入、高产出的产业，而由于达不到经济规模，我国汽车工业的经济效益也难以与汽车强国相比。1994 年出台的《国家汽车产业政策》已明确表明，要有重点地扶持大型企业，走规模化发展之路，结束生产厂家众多、批量小、规模不经济的局面。长安厂与江陵厂的合并，以机车一体化纵向整合的方式迈出了其走向规模经济的一大步。尽管新组建的长安公司资产已达 9.6 亿，但在微车生产上仍然有待于进一步扩大生产规模和进行技术改造。

长安微型汽车若要通过扩产改造达到国家规定的经济规模，就必须加大投资力度。当时企业筹集资金的主要渠道一般为发行股票、国家政策性贷款、外资银行贷款等。

发行股票涉及到企业股份制改造问题，但对长安公司而言，股份制改造的前期工作已有一定基础。兵器工业总公司曾以兵总财（1993）432 号文批复同意长安微型汽车项目进行股份制改组，从 1993 年 5 月份起就做了大量准备工作。从 1994 年 4 季度开始，在全国清产核资的基础上，对军品和非经营性资产进行了合理剥离，并对拟进行股份制改组部分进行了资产评估，其结果受到国家国有资产评估中心现场检查确认。因此，公司基本上不再承担社会化服务职能，这便于拟改组的股份制企业轻装上阵，从诞生那天起就步入规范化运作轨道。同时，公司贯彻实施《企业财务通则》、《企业会计准则》和行业会计制度已有一年多的运作经验。新税制已全面实施，为以后实施股份制的财税制度打下了基础。此外，长安厂还为股份制改造做了大量其它工作，总体方案已初步形成。

于是，在长安厂与江陵厂合并的同时，长安公司于 1994 年 8 月作出了《关于申报

人民币特种股票（B股）发行项目的可行性报告》，准备进行股份制改组并申报上市。

“长安汽车”作为全国八大轿车生产基地和最大的微型汽车生产厂家之一，在获得国家政策支持方面取得了明显的优势。1995年12月国家经贸委和国家计委批复了长安奥托轿车15万辆项目扩建计划，并且该项目作为国家重点支持的对象已列入九五计划。该项目投产后将形成奥托微型轿车15万辆、奥托微型轿车发动机和变速箱24万台的生产能力，加上微型厢式车和微型货车的生产，届时公司将形成微型汽车30万辆的年生产能力，达到具备一定生产规模的水平。长安奥托15万辆项目的总投资为56.5亿元，其中自筹资金17.37亿元，主要通过长安公司发行B股、A股解决。

1996年，长安公司经兵总及其它有关主管机关批准进行股份制改组，把其与汽车和发动机业务相关的资产，包括汽车生产设施、发动机生产设施、模具生产中心、销售公司、进出口公司、江陵机电总公司和长安公司于重庆长安铃木汽车有限公司所持有的股权投资入股份公司，经评估净资产77875万元，按65%折股率折为50619万股，作为发起人股，随后向境外投资者发行25000万股B股，以募集方式设立股份公司。长安公司其余非汽车业务相关资产及非经营性资产仍留在其内部。

于1996年10月日成立的重庆长安汽车股份有限公司总股本为75619万股，其中50619万股为国有法人股，由长安公司持有，占总股本66.94%，其余25000万股B股，占33.06%。此次发行B股共筹集资金5.85亿元，1997年5月重庆长安又通过发行A股筹集资金7.5亿元，从而基本上解决了15万辆奥托项目的自筹资金问题。

## 八、本案例的特点及引出的思考

长安厂与江陵厂合并过程中一个最为突出的特点是它行政命令式的合并方式。原长安厂与江陵厂都是国有企业，而作为其上级主管部门的兵器工业总公司则是国有独资公司，对于两厂而言，必须服从兵总的管理。在军转民的战略方针实施过程中，以及在我国从计划经济到市场经济的转变过程中，兵总及其下属企业、地方政府间的关系有许多特点，它们在两厂的合并中得到了充分体现。

**首先，合并即没有地方政府的参与，也没有其它中介机构的参与。**

在计划经济体制下，中央直属企业有着诸如项目审批、资金调拨等方面的优势，但随着市场经济体制的建立，地方企业由于受到地方政府各方面的支持而在许多方面有了比中

央直属企业更便利的条件，四川长虹的迅速发展无疑与地方政府的全力支持密切相关。重庆地区的工业企业有60%亏损（1994年），但是与长安汽车配套的企业无一亏损；在企业运行过程中，地方政府在项目审批、进出口贸易等方面也的确给予了两厂许多便利条件和政策—尽管如此，由于地方政府和长安厂、江陵厂没有直接的产权关系和收益关系因而在合并过程中没有（实际也不可能）扮演重要角色，而扮演这一角色的只能是兵总。另外注意到合并过程中没有进行资产重估—这是由于合并前后的法人皆为国有企业，资产重估并不重要。

**其次，两厂原本在供货问题上存在矛盾，而合并并非出自两厂的意愿。**

在合并前，江陵厂要将大部分发动机（固定量）以较低的价格供给兵总系统内的长安厂，而当长安厂要求江陵厂提供额外（固定量之外）的发动机时，江陵厂便要求提高价格—久而不决的扯皮现象使长安厂甚至已准备自己建立发动机生产线。尽管解决这一问题的最佳途径之一便是合并两厂，但在两厂当时的体制下任何一方都无法主动进行这一操作。

**最后，兵总在合并前后与原两厂及长安公司都存在着利益矛盾。**

80年代初，当长安厂微型车试车成功时，兵总考虑到系统内其它企业军转民的需要，便安排江陵厂生产发动机，与长安厂组成汽车配套生产企业；90年代，一方面为了适应汽车产业政策，另一方面为了解决两厂的供货矛盾，兵总又主持了合并工作；合并之后，长安公司与兵总在15万辆微型轿车的投资安排上发生了冲突—兵总认为投资的具体安排应照顾到系统内其它企业的利益，而长安公司则认为应以本厂员工的利益为根本目标，双方在这一问题上的僵持不下，后来导致了原公司领导层的重大变动以及公司在一段时间内不能够正常生产，而投资的最终方案是按照兵总的意见实施的，即照顾到系统内其它企业的利益。可以想象，在长安公司目前筹建长安集团的过程中，这种矛盾还将继续存在，而它在很大程度上是源于体制的缺陷。

兵器工业总公司  
长安机器制造厂  
兵器工业总公司  
江陵机器厂  
厂长办公室  
财务处  
生产处  
技术处  
各车间

厂长  
厂长办公室  
财务处  
生产处  
技术处  
各分厂  
各车间  
厂长

图 2：长安机器制造厂合并前的组织结构

图 3：江陵机器厂合并前的组织

兵器工业总公司  
长安汽车有限责任公司  
总经理办公室  
财务部  
制造部  
军品部  
副总经理  
总经理  
董事会  
监事会  
技术部

直属生产企业  
工具处  
合资投资企业  
证券投资处  
发动机研究所  
汽车研究所  
汽车分厂  
发动机分厂  
合资投资企业  
证券投资处  
长安汽车销售公司  
进出口公司

图 4：长安公司新组建时的组织结构

股东大会

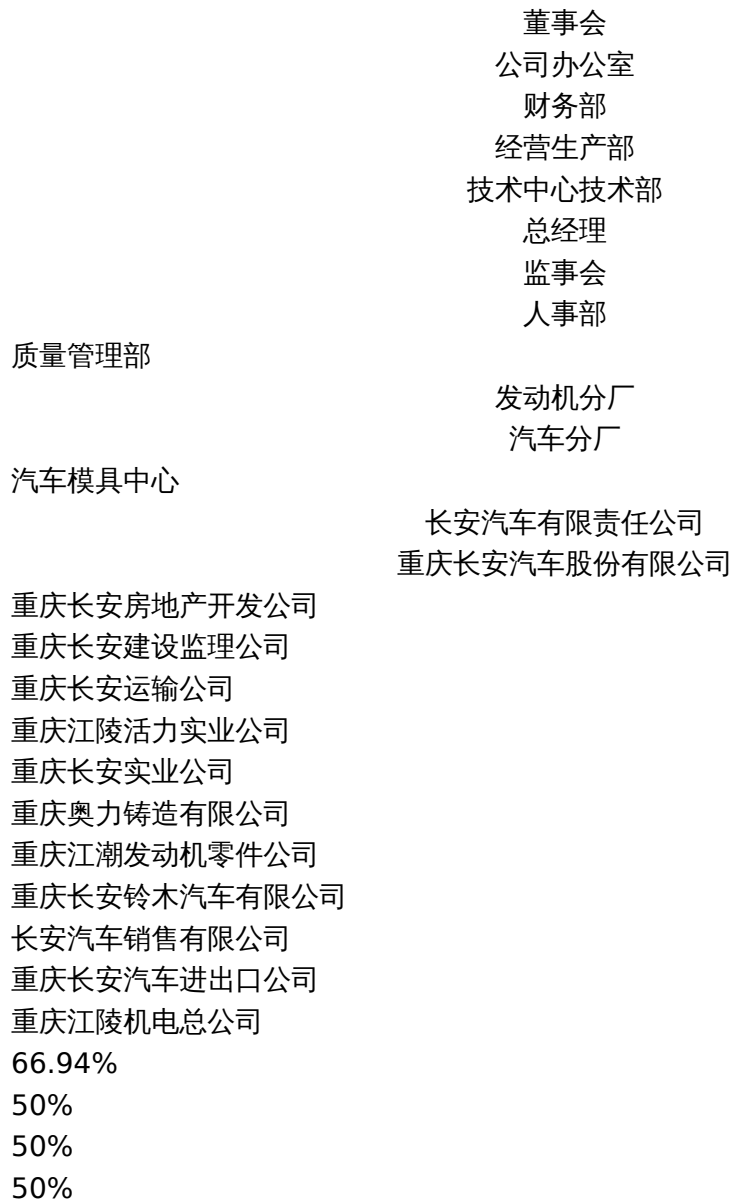


图 5：重庆长安汽车股份有限公司的组织结构

注：未标注公司为 100%控股。

图 6：重庆长安有限责任公司的组织结构

### 柯达公司购并中国感光行业案例

(提纲)

#### 一、购并的背景

1998 年 3 月 23 日，柯达公司总部向世界宣布，它将出资 3.8 亿美元收购汕头公元、

厦门福达和无锡阿尔梅三家中国感光领域的公司。3月25日由柯达、福达、公元三家公司联合组建的柯达(中国)股份有限公司正式宣告成立,总部设在上海,其中柯达占80%的股份,公元、福达各占10%。一周后,柯达(无锡)股份有限公司宣布在无锡成立,柯达持股70%,阿尔梅持股30%,至此为中外媒体广为关注的柯达公司对 中国感光行业的收购宣告基本完成。

中国政府为什么同意柯达收购中国的感光行业,柯 达为什么愿意出巨资收购三家濒临破产的企业?

### 1. 感光行业的特点:

高技术、高投入、规模经济要求很高,因此目前世界 感光行业处于高度垄断状态。

### 2. 中国感光行业的现状

(1) 建国以来中国独立自主地发展起自己的感光行业,但远远落后于世界的先进水平;

(2) 80年代中期,随着福达、公元分别从柯达和富士引进全套进口生产线,中国感光业取得了长足的进步,“3年跨越20年”;

(3) 从80年代后期开始,全行业陷入严重亏损状态,“福达”、“公元”品牌基本上从市场上消失,到柯达购并时,公元、福达两个企业累积亏损超过70亿元人民币。

### 3. 柯达在中国的战略目标

(1) 柯达进入中国市场较晚,在中国的销售一度落后于富士

(2) 柯达迅速认识到中国的市场潜力,近几年销售额以50%以上的速度增长,3年前,中国仅占柯达全球市场的第17位,现在已是除美国外全球第二大市场;

(3) 到2010年,中国将成为世界第一大影像市场

柯达“全行业合资”的目的在于在中国取得领先于主要竞争对手富士的绝对优势。

## 二、购并的结构

### 1. 购并的简单过程：

#### (1) 非常特殊的合资谈判

(2) 1994年，柯达总裁裴学德，表达了与中国感光业全面合作的愿望，几个月后与朱基副总理达成原则协议。整个谈判共进行70多轮历时近四年，终于在1998年3月、4月完成合资。

### 2. 购并的基本框架

#### (1) 原先的计划：

#### (2) 最终的框架

第一步：

#### (3) 框架变更的原因

## 三、柯达模式对现有合资、购并模式的突破

1. 由中央政府直接出面进行跨地区、跨部门的协调，但又完全不同于行政指令下的购并。

2. 将中外合资股份有限公司这一公司组织形式发挥到前所未有的高度

#### (1) 传统的外商投资企业形式

合资

合作

独资

传统形式的局限：不适合“全行业合资”

## (2) 外商投资控股公司

中国政府认识到建立控股公司的必要性，但是仍有许多操作上的限制

(3) 公司法的有关规定提供了设立中外合资股份有限公司的可能性，以后经贸部就设立中外合资股份有限公司颁发了单行条例

优点：

- (1) 便于建立统一、灵活的管理机制
- (2) 统一报表，合理分摊费用、亏损和利润；
- (3) 限制小股东的权利。

## 四、购并双方通过此次购并的收获

中方：

- (1) 解除了沉重的债务包袱；
- (2) 解决部分职工就业问题；
- (3) 获得了企业发展所急需的资金和柯达对未来继续投资的承诺；
- (4) 获得了柯达向未来的合资企业提供先进技术、建立世界一流感光行业的承诺。

柯达：

- (1) 迅速取得柯达胶卷本地化生产的物质基础；
- (2) 通过本地化生产进一步降低成本的可能；
- (3) 借用现有中方企业的力量建立更好的销售渠道；
- (4) 中国政府一定时期内在感光行业不设立新合资企业的承诺。

## 五、在公司购并中应注意的几个主要问题

### 1. 控股权问题

(1) 在计划经济和“混合经济”时期，由于事实上“所有者的缺席”的问题，控股权问题没有得到很好的重视；

(2) 国外企业，特别是跨国公司，在合资和购并国内企业时，往往以取得控股权为前提条件；

(3) 绝对控股、相对控股和实际控制。

### 2. 少数股东的权利保护问题

(1) 合资企业法中少数股东法定的否决权；公司法的规定有所不同，更符合国际惯例；

(2) 如何在法律文件中更好地保护小股东的权益；

### 3. 目标企业的价值评估

(1) 首先，“价值评估”不等于“资产评估”

(2) 中外企业对企业价值评估分式的根本区别：

中方：重置成本法或市值法（静态法）；

外方：净收益现值法（动态法）；

### 4. 购并的基本方式

(1) 国际上对购并方式两种基本分类：股权购并和资产购并；

(2) 两种购并形式的适用条件和优缺点。

### 5. 购并过成中的潜在债务问题

(1) 对有担保和无担保债务的处置；

(2) 产权过户当中的潜在债务问题。

## 六、对“柯达模式”的几点宏观思考

1. “柯达模式”能否成功及这种模式在其它行业的适用性；“让市场，换技术”能否实现。

2. “柯达模式”与民族工业的发展

(1) 民族工业需要保护，但更需要竞争

(2) 保护民族工业的两个基本问题：

(3) 未来的企业模式

(执笔人：世达美国法律事务所律师 刘洪川)

### 柯达公司购并中国感光行业案例

主讲人：

刘洪川（世达美国法律事务所律师）：

该项目是柯达 94 年底提出正式的购并意向，到 98 年 3 - 4 月份，正式购并基本完成，时间跨越三、四年，地域上涉及中国感光业的 7 家公司，从东北、华北、上海、厦门直到汕头。

一、企业购并背景：

这是中国政府第一次同意一个行业由一家外国公司收购。

1、感光待业的特点：

属于高技术、高投入、规模经济要求很高的行业，中国感光行业一年的产值加起来相当于柯达在科罗拉多一家分公司四个星期产量，这样的分公司柯达在全世界有 6 家，目前是个处于高度垄断状态的行业，世界上生产胶卷只有 2.5 个厂家，柯达、富士，另半个是德国的阿克法，其他厂家小得可以忽略不计。技术更新换代快，需要经常性地投入大量的

资金。

## 2、中国感光业的状况：

(1) 建国来我国独立自主地发展起自己的感光行业，取得了长足的进步，但整体发展水平仍远远落后于世界先进水平。

(2) 80年代中期，厦门的福达，汕头的公元分别从柯达和富士引进两条彩卷生产线，用“3年跨越了20年”，中国感光业取得了长足的进步。

(3) 由于机制问题，公元厂的引进谈判前后花了近10年的时间，使刚建成的生产线已经落后了，从而使企业陷入困境，当时比较成熟的技术只有柯达和富士拥有。

两家都盯住中国这块市场，关键的技术不会转让给中国厂家。

80年代后期，陷入全行业亏损状态，“福达”“公元”品牌的产品现在市场上根本见不到，合资前，“福达”“公元”两个企业累计亏损70亿，巨大的债务包袱需要有资金、实力的企业才能解开债务链。而且在偿还债务之后，仍需保持持续的资金投入。

## 3、柯达公司在中国的战略目标：

(1) 柯达公司开始并未看好中国的市场，进入较晚，销售一度落后于主要竞争对手富士，富士曾占中国彩卷市场48%的市场份额。近几年柯达在中国的销售额以每年50%的速度增长。

(2) 3年前，中国仅占到柯达全在全球所有国家销售的第17位，现在已成为除美国外全球第二大市场，柯达在上海已建立两家独资企业，生产照相机和冲印设备，因此对中国的法律、政策环境有了一定的了解。

(3) 中国是一个极有潜力的市场，到2010年，中国将成为世界上第一大影像市场，目前，中国每10个人家拥有一台相机，每个相机每年拍4个卷，若中国一半人口每年使用一个彩卷，全球的影像市场将扩展25%。

为此，中国的市场潜力与柯达的战略目标共同促成了本次购并的顺利完成，柯达“全行业合资”的目的在于在中国取得领先于其竞争对手的优势。

## 二、购并的结构：

### 1、购并的简单过程：

(1) 这是一个非常特殊的合资谈判：规模大；复杂程度高，前期的相当大的精力是用于与中国政府的谈判，涉及到分布在5省2市的7个企业，分属化工部和轻工总会，政府为此特地成立了一个协调小组，由当时经贸委副主任李荣融任组长。后期的谈判主要跟企业谈细节问题。

(2) 1994 年底，刚上任两周的柯达新总裁裴学德访问中国，表达了与中国感光业全面合作的愿望。几个月后与当时的朱镕基副总理达成了初步的原则意向。该项目从始至终是一个政治上非常敏感的项目。直到今天仍有很多的争论，没有政府特别是高层的支持是难以成功的。即使如此，整个谈判仍历时近 4 年，先后进行了 70 多轮谈判，于 98 年 3、4 月完成了初步的合资。

## 2、购并的总体框架：（参见报告图）

柯达公司原打算成立柯达（中国）股份有限公司，由其控股下面 7 家感光企业。柯达控 80% 股份，7 家中国企业加起来控 20% 股份。

最后谈判形成的框架（参见报告图），实际上是成立了两家股份有限公司，柯达（中国）和柯达（无锡）。柯达（中国）分别控股汕头公元和厦门福达，汕头公元占 10.5%，厦门福达占 9.5%；柯达（无锡）只控下属无锡阿尔梅，跟另外三家上海感光、天津感光、辽源胶片是一种松散的合作关系。乐凯最终未参与其中。

并购的第一步是先设立两个柯达控股的中外合资股份有限公司。

第二步是在合资后，由柯达（中国）公司和柯达（无锡）分别购并公元、福达的活资产。

## 三、柯达模式对现有合资、购并模式的突破

主要从公司组织形式上来探讨，什么样的形式最有利于实现柯达在中国的站略目的？柯达面临三种选择：第一种是合资、合作的形式——即传统的外商投资企业形式，这些形式不利于大的企业迅速进行全行业扩张，其在全国范围内的经营受到法律上的许多限制，如原则上只能以企业的自有利润投资，而不能从银行贷款投资，还要经过政府部门审批，设立子公司、分公司也有许多法律和实际上的障碍，难以迅速地建立全国性的销售网络。

第二种形式是外商投资控股公司：

95 年 4 月，外经贸部通过了《关于外商投资举办投资性公司的暂行规定》，使得设立外商投资公司变得有法可依，但条件较为苛刻，要求在中国已投资 1000 万美金以上而且有 3 个项目的项目建议书已批准，或在中国已设立 10 个合资企业以上，而且已经出资到位 3000 万美金。投资公司只能进行一般性的投资管理，而不允许其与下属企业合并投资，而且很难获得批准设立，经过研究，最终选择外商投资股份有限公司的形式。目前我国实际存在的适用于对内资企业和外资企业的两套法律体系造成了许多不公平现象，《公司法》第 18 条试图沟通两套法律体系，但收获甚微，实质上目前两套体系仍然并行不悖。95 年 1 月外经贸部通过了《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》为运作的框架，故而选择中外合资股份有限公司这种形式，其优点有，一是便于建立统一、灵活的管理机制，管理权由股份有限公司统一行使，下属企业虽很大，但只是分公司，不具有独立的法律主体地位；二是统一报表，合理分摊费用、亏损和利润；三是可以限制少数股东的权利。

## 四、购并双方的收获：

1、中方：让市场，换技术，卸包袱。

(1) 解除了沉重的债务包袱；(2) 解决了部分职工就业问题，实现了 2000 人的再就业；(3) 解决未来企业发展所需资金，柯达承诺未来 10 年投资累计达 10 亿美元；(4) 柯达承诺短时期内要把中国感光行业建成世界一流的感光行业。

2、柯达：

(1) 迅速取得本地化生产的物质基础；(2) 可以进一步降低生产成本 15 - 20 % 左右；(3) 建立更好的销售渠道；(4) 中国承诺在一定期限内感光行业不设立新的合资企业。实际上，柯达花钱买到了在中国发展扩张的时间。

五、购并中的几个主要问题：

1、控股权问题：中国企业一般不太重视，而比较看重眼前的实际问题，如经营者怎样安排，债务的偿还，职工的安置等。

控股权就是企业经营的制高点，股权比例 1 % 的差距在法律上具有相当大的差异，外商投资者一定要争控股权，若不控股，则选择做一个被动的投资者，这取决于投资者对现有管理层的信心。但如果要积极介入企业的经营管理，一般都要求占 51 % 以上的股份。

从法律上讲，控股权是对企业的控制权，可通过很多的合同安排来实现，而不一定非得控股 51% 以上，如通过董事会的设立，投票权的安排等加以解决，柯达的控股要达到 2/3 以上，是要得到在中国一个绝对的行动自由。

2、少数股东权利保护问题：

《合资企业法》规定，有些决议必须取得全体董事一致同意，如：合资企业资本金的增加，企业的购并，股权转让等事项，赋予少数股东一种法定的否决权。柯达公司选择股份公司的形式目的之一，是为了绕过法定事项给予少数股东的否决权。

保护少数股东的权益可从以下几方面进行：

(1) 通过参与投资决策对少数股东给予特别的保护。

(2) 关联交易表决权，若交易不公平，少数股东有权否决。

(3) 要求大股东在一定期限内强制收购少数股东股份的权利，如在企业经营不好等情况下。

3、目标企业的价值评估：

价值评估不等于资产评估，中方基本上按净态评估法进行，外方是按企业盈利前景加上贴现率的时间价值因素来反推企业的现值是多少。

#### 4、购并的方式：

购并的两种基本方式是股权购并和资产购并：

股权购并是新企业购并原有企业股权，并成为新企业的一部分，原有企业的风险带给了新企业。优点是操作简单，不涉及资产的评估，不需办理资产过户手续，可节省许多费用和时间。

资产购并是把原有企业的实质性资产与购并方的现金组成一个新企业，这是许多外国公司包括柯达所选择的模式，新成立企业负担轻，没有职工安置、债务问题。

#### 5、购并中的潜在债务问题：

购并中往往会发现国内企业许多潜在的债务未反映在资产负债表中，在法律和财务上的处理中应重点注意这一问题。

#### 六、“柯达模式”和民族工业问题的思考：

保护民族工业的两个前提条件：1、民族工业是否需要保护，需要保护的行业是不是支柱产业，是不是高技术产业，是否能够代表经济未来发展方向，这种企业是否值得国家花大力气保护？2、有没有能力去保护。巨大的债务谁能有实力承担？

未来的企业模式应是你中有我，我中有你，按照所有制来划分企业的性质将变得越来越困难，且越来越没有意义，随着全球一体化，企业间的相互参股、控股非常普遍。以英国轿车行业为例，80年代以来英国轿车纷纷被外资收购，但97年，英国的轿车产量是80年的2倍，在欧洲市场的份额提高了1/3。外资购并是好事，还是坏事，关键是中方企业在购并的整个过程中起什么作用，扮演什么样的角色，具有什么样的谈判地位，归根结底要看你的实力。

王世渝（万盟投资管理有限公司总经理）（主评）：

柯达对中国感光行业的整体并购，我有以下几个体会：

##### 1、关于产业整合问题：

柯达对中国感光行业的整体并购，是全球经济一体化趋势在中国的一种市场反应和延伸。从近一两年国际上著名的并购案例来看，目前的并购已远远超出了并购双方的内在需求范围，而是在全球的范围内所进行的产业整合现象。是通过市场来配置全球产业资源。

我国的产业布局是按计划完成的，目前的产业结构调整依然在各区域的小范围下进行产业结构调整，还没上升到全国的高度来调整产业结构和产业布局。这与全球性产业资源的配置距离更遥远。这是我们应当深刻反省的。

## 2、 关于乐凯为什么没有被柯达并购的问题：

自 90 年代初就有外资利用并购的方式企图来整体并购中国的橡胶行业、啤酒行业。如“中策现象”。当初可口可乐、百事可乐，大量挤占中国碳酸饮料市场时，曾在重庆的“天府可乐”信誓旦旦宣称绝不合资。很象今天的“乐凯胶卷”。今天我们已经看不到天府可乐了，乐凯的拒不合作能坚持多久呢。

在靠合作求发展的今天，这是一种自高自大、闭关自守的落后意识，并没有什么积极意义。积极的意义在于乐凯的投资者能否获得市场的回报。

## 3、 关于民族工业的保护问题：

这是一个非常敏感的话题。几十年来，我们一直津津乐道于“民族工业”的保护。但是，什么是民族工业，概念本身就不一定清楚。是以产业为标准、产品为标准，还是以投资者经营者为标准来判断是不是民族工业，我认为没有多大必要。民族工业应该是国家与民族牌在对抗时期、矛盾尖锐时期的一个历史性概念。在和平、开放、合作、公平竞争、全球经济走向一体化的时代，大谈保护民族工业，不但不利于我国的改革开放事业心，不利于经济发展，反而会拉开我们和世界经济强国的距离。

方流芳（中国政法大学教授）（主评）：

就柯达并购中国若干感光企业作出全面评论尚存在一些困难，主要困难是信息不充分。无论新闻媒体，还是当事人披露的信息，都不足以使人们清晰地看到整个交易的全貌。我在这里的发言，充其量也只是雾里看花之后的感受。

柯达对中国感光企业的全行业并购引起了广泛关注。与富士竞争中国市场，是柯达在中国的战略目标。通过这次并购，柯达在中国获得了富士短期内可望不可及的优势。其一通过分期投资而取占了一批正在营运的感光企业，获得了中国感光行业的生产准入，就柯达胶卷生产本地化迈出了实质性的一步；其二，柯达获得的不仅是生产准入，而且是一定期限的排他许可，因为，政府许诺在四年内不批准中国感光企业和外商的合资经营。

柯达并购国企，在很大程度上是凭借中国政府的斡旋、推进和协调。但是，柯达依赖政府许诺，并不是完全没有风险，中国已往的经验证明，政府许诺并不总是可靠的，一个典型的例子就是政府机构作为保证人的合同，在 80 年代，政府机构在融资租赁、不动产、投资等交易中作为一方保证人是极其普遍的，然而，在 88 年之后，政府机关充当保证人的合同一律被作为无效合同。在柯达与富士竞争中国市场的较量中，中国政府帮帮助柯达获得子竞争优势，这次并购交易的实质意义就是如此。问题是，在中国加入 WTO 之后，柯达的竞争对手是否会依据同等待遇而挑战有利于柯达的政府承诺？

在公司控管策略方面，柯达通过组建一个股份公司而排除了《中外合资经营企业法》的适用，按照《中外合资经营企业法》，某些公司事务形成生效决议需要董事会一致决定董事又是由股东直接委派，因此，少数股东对一些重要的公司事务有否决权。《中外合资经营企业法》的这种规定常常造成了要么一致同意，要么解散公司的困境，对于多数股权控制公司极为不利，然而，《公司法》则有利于多数股权对股份公司的控制，与美国公司

法院相比，中国《公司法》的某些规则更有利于形成多数股权对公司的永久性控制，例如没有形成有效股东会决议所需要的到会股东最低持股数(quorum)，没有股东代位诉讼(derivative action，股东以公司名义对董事、经理的诉讼)，没有累积投票，没有征集委托(proxy)，对兼并持异议的少数股东无权请求公司按照评估价值赎回自己的股份，在股份公司多数股权由国家或者法人机构持有，而又不上市流通的情况下，召开股东会实际上是多余的(某种意义上，是为了在形式上满足法律要求而浪费资源)，因为，无论少数股东是否反对，多数股东都可以使自己的意志成为股东会决议。在目前的法律架构之下，柯达在华企业采用股份公司形式，确实是最好的选择。但是，《公司法》具有可变性，少数股东运用《公司法》第111条关于股东诉权规定而提出挑战的可能性始终存在，只是民事诉讼程序的限制妨碍了少数股东运用第111条。

中国政府优惠柯达的目的是“让市场，换技术，卸包袱”，然而，并购结果不是柯达向中国企业转让技术，而是中国企业全面纳入柯达系统，中国已经没有承载柯达技术的主体不是柯达接受国有企业的包袱，而是国有企业在自行承担原有债务的前提下，将它的主要经营资产转让给柯达，包袱仍然是中国政府的。但是，在某些问题上，柯达是不是能够完全卸掉“包袱”，也不是没有疑问的。我想，环保责任可能是一个推卸不掉的“包袱”。80年代之后，按照美国国会关于公害责任的新法律(CERCLA)，如果一个公司在存有致害废弃物的场所进行营运，原先和现在的所有者就清除废弃物是承担连带责任的，而且这一法律具有溯及既往的效力。中国虽然没有这样的法律，但是，中国未来的法律完全可能接受同样的原理。柯达所接管的无锡电影胶片厂位于太湖之滨，其废弃物在相当一段时间是未经处理而直接进入太湖，该地址存在致害废弃物的可能性不能排除。另一个“包袱”可能是债权银行的异议，柯达接管的国有企业负债累累，债权人为什么同意这些企业将它们的主要资产“分离”到柯达(中国)股份公司，实在令人费解，因为，“分离”的结果只能是进一步削弱这些企业清偿债务的能力。如果这种“资产分离”没有得到银行债权人事先认可，其有效性是可能面临挑战的。

在我看来，柯达并购个案值得讨论的问题不是民族工业保护，而是政府在并购交易中的角色。在中国转型时期，政府在经济活动中充当了举足轻重的角色，今天讨论的几个并购个案都有一个共同的特点：并购成败全然取决于政府，在目前的情况下，政府在并购中的作用是不可替代的。因为，国有企业名义上是国家的，实际上被分割得七零八落，一盘散沙，没有诸多政府机构参与，企业自身根本无法克服体制障碍而实现并购。但是，政府参与同样诱发一轮又一轮以政府为核心的博弈游戏。不管政府目标是什么，只要政府积极参与经济活动，商人都会围绕政府而展开博弈游戏——如果政府要推动什么，商人就会化生出值得政府推动的目标，如：“中外合资企业”、“新技术产业”、“股份制企业”、“并购”等等。如果政府要抑制什么，商人又会施展招数，化解政府施加的限制，如“挂靠”、“红帽子”、“官商合一”等等。总之，经济生活中的政府行为最终结果往往与政府的初衷相去甚远。例如：政府为了“规范”市场，强调所谓“中介机构”的作用，无数“中介机构”就应运而生，“中介机构”靠政府特许而获得商业机会，企业靠“中介机构”而获得合法性证书，政府机构又直接或者间接地从“中介机构”获得经济利益，结果是人为地增加了交易成本。

柯达并购个案提出的问题是：如果政府行为是给互为竞争对手的一方带来商业利益，那么，如何解释这种政府行为目的和手段的正当地性？当政府行为给柯达带来一些商业利益，使富士失去一些商业利益的时候，中国本身从交易中得到哪些确定的或者可以预见的利益这些利益是否以给予柯达某种特许为必要？

王小强（国家体改委经济改革研究院研究员）（主评）：

对于我们现在许多胶卷厂与柯达公司一家合资，是不是所谓的全行业合资，我不清楚，也没有对感光行业作过研究。我想国务院是经过慎重考虑的。因为感光技术的应用范围，不仅仅是家庭用照相胶卷或电影胶卷，而且有极其重要的军事用途（如高空和卫星空间侦察用胶卷），在工业、医疗的高科技领域也有广泛的应用。

我不赞成大而化之地讨论民族工业。在现代全球经济一体化的进程中，行行业业强调“民族工业”，等于要闭关锁国，关起门来自给自足。这在我的文章中已经有过交代。这里始终有一个企业决策和国家决策的区分。任何企业希望为民族争光，值得同情和鼓励。国家产业发展战略是另外一回事。我理解的战略产业重组，指的是那些花钱人家也不卖给我们、作为一个主权国家为了保证军事、政治、经济安全而非有不可的产业。

所以，在柯达的这个案例中，倘若大家提倡“全行业合资”，值得关心的问题不是柯达“救活”我们多少亏损企业，也不是家庭照相胶卷的“民族工业”问题。我关心的是：第一，柯达有多少高技术是美国政府严格规定不准向外国、特别是我国转让的？第二，柯达在这些高技术领域大量投入的研究开发经费，在多大程度上，是靠民用产品销售的利润才能进行第三，我们在进行“全行业合资”

时，如何考虑这些买不来、又不可缺少的技术如何发展？这里，有一个产业发展战略问题前面几位的发言没有提到这些问题。这些问题不清楚，很难对感光行业的“全行业合资”作出完整的评价。

就一般产业而言，“全行业合资”意义重大。需要说明的是，既然叫“全行业合资”，指的是纵向的从头到尾，不能说上头高科技在人家手里，下头劳动密集型加工在我们这。这不是完整意义上的“全行业”。在这个完整或者较完整意义上说“全行业合资”，好处是我们自己的体系可能在更大面积上与跨国公司的全球分工体系重合。换言之，合资了，仍旧可以在较大程度上保持自己相对完整的生产体系。分散合资，可能导致的结果是，许多跨国公司看上中国的都是有是劳动力便宜，跨国分工的结果，可能是生产同一层次的劳动力密集型产品或部件。结果是某一方面发展了，我们自己完整的分工体系不复存在。“全行业合资”同时意味着我们加入了世界大战，在这里，就是帮助柯达打富士。好处是与柯达结成同盟可以同仇敌忾，包括技术转让。另一方面风险也同时加大，万一柯达打不过富士呢？如果新一轮技术不是在柯达而是在富士手上呢？所以，保留一部分机动，乐凯不进来，可能有更深远的意义。

从更一般的意义上说，加盟参战是迟早的事情。“全球经济一体化”在企业层面上的同义语是“企业组织全球化”，或者叫“企业跨国公司化”。作为发展中国家的大国，我们改革开放不久，企业的“跨国公司化”道路漫长。加盟参战是借船出海，走向世界的第一步，在一定程式度上，可能是必经之路。所以，我认为比较完整意义上的“全行业合资”，是一个十分值得进一步探讨的、有很多积极意义的主题。

对于全行业在什么意义上进行合资这一点我不懂，我要问的是：

- 1、柯达公司有多少高新技术是美国政府严格规定不许向其他国家输送的。

2、柯达公司投入的 R&D（研发）费用有多少需通过普通胶卷所产生的利润才能支持？全行业合资对于中国来说非常有意义，全行业与一家跨国公司合资，使我们的分工体系与这家跨国公司在中国的功能重叠得多，其机会成本非常高，技术和发展上存在风险。中国企业不得不加以权衡，全球经济一体化即全球经济的世界大战，我们全行业合资就意味着加盟了全球经济一体化，与柯达联手对富士开展竞争。

3、经济一体化的条件，企业也一定是跨国公司模式，一定要有在全球范围内调动资源的能力，目前我国没有这样的能力，我们唯一的选择是借船出海，借柯达的全球网络迅速提高自己对全球经济的理解，最终的企业形式如何是次要的，如何通过与跨国公司合作走向世界是值得考虑的。

盛洪（中国社会科学院经济研究所、天则经济研究所博士）（评论）：

提几点质疑，我们要避免经济民族主义倾向，但也要强调一点，企业的战略发展与企业间的并购交易都要公平。乐凯现在面临着柯达的不公平竞争，柯达、富士在中国的成功是与其技术、组织、分销优势是相关的，还有一个重要的因素是他们采取了倾销的方式进入中国，以低于本国的价格在中国出售胶卷。中国人和乐凯现已懂得要诉诸《反倾销法》在准备过程中，柯达实施了一个行业性的并购，是一个巨大的成功，柯达避免了受到法律的制裁。中国企业亏损 70 个亿，一方面有自身原因，另一方面很重要的一部分是由于倾销造成的，中国政府同意柯达对感光行业的整合，是这些年来未实行《反倾销法》的一个结果，这就导致乐凯肯定无法生存，它所拥有的武器已被瓦解掉了。

第二，中国承诺一个时期内不再搞合资企业，这是一个不可思议的事情，任何一个国家对国民的承诺是反对垄断，保护竞争的，若从消费者的角度考虑，柯达在世界范围内打败富士，那么全世界的消费者利益都会受到柯达独家垄断的侵害，中国也应重视这一问题。乐凯只能投奔富士。若仅有柯达一家整合，中国消费者立刻就要面临柯达产品涨价问题，我们的确要考虑在反垄断、反倾销方面要做些什么事情。

彭琰（海元律师事务所律师）（评论）：

乐凯在感情上要去维护民族产业生存，在行动上并不知道用什么武器去保护。目的明确，但手段找不到。这一手段就是法律武器。乐凯试图通过上市发行股票去挽救命运。我国《反倾销法》去年 7 月 1 日开始实施，若乐凯在柯达进行并购的过程中提出了倾销指控，不管是否成立，柯达的并购战略是否会改变？

刘洪川（世达美国法律事务所律师）（回应）：

(1) 倾销是一个事实问题，只有通过严格的法律程序才能确认其存在或不存在。不能假定柯达已在中国进行了倾销。

(2) 中国政府只是在一定时间内不允许其他外商合资进入，到合资时时间已剩下不到 2 年了。

(3) 解决了股份公司 5 个最低发起人问题，没有豁免，柯达（中国）公司真正的合资方是 3 个股东：柯达、公元、福达；另 2 个是广信、福建信托各只是投 1 元钱，凑够了 5

位发起人。

陈金义（浙江金义集团董事长）（提问）：

- （1）柯达投 3.8 亿美金，企业有 70 亿债务，是否被剥离掉了？
- （2）柯达与中国企业有无折算无形资产？
- （3）是否可以成立保持竞争的国企母体，否则产生效益由谁承接？如何处理？

刘洪川（世达美国法律事务所律师）（回应）：

- （1）3.8 亿美元远远不够弥补全部债务，柯达承诺在几年内注入 10 亿美元，部分用于偿还债务，而且是分期偿还。
- （2）两家中国企业未拿原来的品牌合资，品牌还保留在原企业中，没有评估。
- （3）购并采取资产购并形式，原来的母体仍然存在。“福达”是全厂合并，“公元”还保持了自己的品牌和生产能力。

周放生（国家国有资产管理局科研所副所长）（提问）：

中方持股主体是公元、福达，主体保留，是拿一部分资产入股还是外方买了他们的实物资产？

刘洪川（世达美国法律事务所律师）（回应）：

两个母体都存在。“公元”将其 30% 资产折股（占合资企业的 10%）以实物和无形资产投资，先组建股份有限公司；第二步是柯达用新公司去收购剩余 70% 的资产，整个资产进入新股份公司中。

### 一汽集团联合兼并的企业发展之路

执笔人：北京大学光华管理学院 田昆

中国第一汽车集团公司（第一汽车制造厂）具有 40 多年的发展历史，是集科研、生产、经营、外贸于一体的国有特大型汽车工业企业，被誉为“中国汽车工业摇篮”。从 86 年以来，一汽集团兼并收购了 26 家地方企业，盘活国有资产上百亿元，现有已有 12 家企业扭亏为盈，走上了健康发展之路。到目前，一汽已拥有 35 个专业厂，12 个全资子公司、11 个控股公司、14 个参股公司和 243 家关联企业，分布在全国除港澳台和西藏以外的所有地区，形成

了一个具有开发、生产、销售、融资、外经外贸等功能的大型汽车企业集团。通过走联合兼并之路，使自身得到了巨大的发展：产品结构已从单一的中型卡车扩展到中、轻、轿、微四大系列上百个品种；企业结构已由单一工厂转变为拥有 350 多家成员单位的特大型企业集团，并以与国外合资办厂的方式走出一条跨国经营的道路。同时，也为中国汽车工业行业结构的治理整顿做出了巨大的贡献。

## 一、兼并方状况：

一汽集团目前拥有职工 10 万人（各级各类企业技术人员 2.5 万人，其中：中高级技术人员 9.670 人）。固定资产净值为 437408 万元，资产总值为 2200.500 万元。一汽的年产量已从建厂初的年产 3 万辆提高到年产 182.258 辆。四十多年来，累计生产汽车 179 万辆，向国家上缴利税 1060.000 万元。1992 年以销售收入突破百亿元的佳绩，名列全国五百家大型企业第六位，居同行业之首；1994 年全国重点城市千家经济效益最佳企业排名，一汽集团名列第十；CA1092 中卡、奥迪轿车、捷达轿车荣获“用户满意品牌”称号；1994 年国家大中型企业竞争力百强评比名列第二位；中国机械行业百家企业评选名列第二。

但是，改革开放前，一汽的基本特征是四个单一：

单一产品结构——中型货车，“老解放”三十年一贯制；

单一工厂体制——城堡一座，典型的“十而全”；

单一企业功能——除了生产功能以外，产品开发、销售一概没有；

单一投资主体——全靠国家，没有其它资金来源。

1956 年一汽建成出车时，生产能力达到三万辆，产品水平和工厂装备水平在当时也是先进的。而此时的日本也不过刚刚由摩托车生产逐步转向汽车生产，倾全国的汽车产量，仅有五万多辆，可以说，我国汽车工业起步的时间并不比日本晚多少。可是，二十年过去了，日本汽车产量达到 1300 多万辆夺取了世界汽车王国的皇冠，而我国的汽车产量只有 40 多万辆，一汽的生产能力也仅由 3 万辆缓慢爬坡到 6 万辆，特别是在技术水平上与邻国、与世界拉开了很大的差距。

汽车工业技术密集、资金密集，要求有高强度的投入，建设一座具有经济规模的轿车厂，只有冲、焊、油漆、总装、发动机、传动器等四大工艺或六大工艺一般就需要 10 亿以上的美金。制约中国汽车工业发展的最突出的矛盾是资金短缺。

一汽建厂初期，国家出资 6 亿人民币，工厂设计能力是年产三万辆中型卡车。在以后的三十年中，新的投入很少，建设越野车、红旗轿车生产阵地和把生产能力由三万辆提高到六万辆，几项加在一起，总投放不过 2 亿多元。企业长期贫血，到 85 年时，一汽的固定资产净值只有 2.8 亿元，产品老化、设备老化，在最困难的时候，“老解放”积压两万多辆，企业几乎到了无法生存的地步。

一汽面临着严重的资金困难，而国家此时实行“拨改贷”的政策，形势要求我们必须找到新的出路。86 年，一汽主要依靠国家给予的利润递增包干政策自筹资金和部分贷款，完成了中型决战，走出低谷。从此，中国一汽集团走上了一条联合兼并的企业发展之路。

## 二、兼并与资产重组的动机

### 1、调整产品结构。

改革开放前的，一汽一直靠“老解放”过日子，不但产品老化，而且品种单一。改革开放后，结合“六五”换型改造，向市场推出了 CA141 新车型，同时派生出了几十种变型产品。但是，按照汽车工业的发展规律，象一汽这样的大型汽车生产企业，光生产单一的中型卡车是没有前途的。经济体制改革的不断深入，使汽车市场的需求越来越丰富多彩，国内汽车工业“缺重少轻，轿车近乎空白”的状况也明显地暴露出来了。这种生产和需求的突出矛盾，在客观上要求企业的产品结构调整应该向深层次发展。在产品结构调整的过程中，轻型车和中型车的发展主要得益于联合兼并。

此外在发展中卡车的同时，注意到，这几年，中卡市场的一个显著变化，就是基本型需求量日益减少，改装车、专用车比较畅销。因此，一汽先后兼并了四平专用汽车厂、四川专用车厂、东北齿轮厂、柳州特种车厂、山东汽车改装厂，这些厂进入了一汽后，利用一汽新开发的各种底盘和总成，进行产品深加工，生产改装车、专用车，形成了一汽的专用车、改装车基地。

## **2、盘活社会存量资产，实现了规模经济，避免重复建设，产生营运效应。**

以建立轻型车基地最为典型。“七五”初期，国家决定在一汽建设年产 6 万辆轻型车基地，一汽原来没有轻型车，而国内从事轻型车生产的厂家有几十家，普遍规模小、水平低，为了扭转这种“散、乱、差”的局面，国家重点扶植几个企业上规模、上水平，一汽就是其中之一。从无到有，需要巨额投资，一汽没有这笔钱，即使资金不成问题，也必然造成重复建设。基于这样的思考，一汽把目光转向了地方企业。首先看中的是吉林市的微型车厂、长春市的轻型车厂、齿轮厂和轻型发动机厂，经过与这些厂家及地方政府多次谈判协商达成协议，一汽先是以技术、管理软件投资，以参股分利的方式渗透进去，进而以效益补偿的方式把这四个厂全部兼并过来，以这四个厂为基础，建成了一汽轻型车基地，这就是当时比较有名的“吉林模式”。此后，我们又向北兼并了原属航天部的哈尔滨星光机械厂，把它改造成为哈尔滨轻型车厂，向南控股了沈阳金杯公司和蓝箭汽车厂，从而形成了以长春轻型车厂、哈尔滨轻型车厂，吉林轻型车厂、沈阳金杯公司为核心的东北轻型车生产大基地，使一汽的轻型车生产能力由年产 6 万辆提高到 15 万辆，东北的轻型车生产也从此得到了规范和统一。并且又与北京海玉、安徽扬子、云南红塔组建了合资厂，四川地方政府也把成都汽车厂无偿交给了一汽，从而形成了一个从北到南的一汽轻型车生产体系。这些厂进入一汽后，在统一规划下，进行专业化分工，资产得到优化重组，技术得到改造，都有了不同的进步。

## **3、实现企业上下游产品一体化。**

一中卡车发展为例，正是充分利用国内汽车工业已有条件，通过兼并重组，使中卡实现了柴油化、平头化、专用化。一汽在建厂时和“六五”换型改造期间，都没有把柴油机生产列入规划。但是，进入“八五”以后，随着国家对农业的投入和重点工程建设的加快，社会对柴油车的需求越来越大，面对市场需求，一汽努力使中型卡车加速柴油化，先后吸收了大柴和锡柴两厂。对这两个厂集中投资搞改造，根据其这实际情况，从生产到质量、从技术到管理全方位进行扶植，使这两个厂的生产能力由 35000 台提高到 10 万台，产值和利税每年都有较大幅度增长，不仅成为一汽柴油机的主要生产基地，而且成为全柴油机行业的佼佼者。

适应中型卡车平头化的趋势一汽又兼并了青岛汽车厂。青岛汽车厂从日本引进了平头驾驶室，具备了一定的生产能力；而一汽的中型车迫切需要由长头向平头转化，如果重新引进或自行开发，之后再进行生产准备，周期太长，很可能丧失市场机遇。因此，兼并了青岛汽车

厂。利用这个厂的平头驾驶室生产能力，使一汽有了平头车。97年一汽平头车产量，占中卡总产量的70%多。成为一汽具有竞争力的拳头产品之一。

#### **4、提高企业市场占有率，扩大市场份额，进入新的市场。**

中国幅员辽阔，产品从产地进入全国市场在运输上困难很大，最好的办法是在当地建立“桥头堡”。象四川专用车厂、成都汽车厂、蓝箭汽车厂，这三个厂最大的优势是地处西南，西南是一汽最薄弱的一块市场，为了占领这块市场，兼并了这三个厂，把主要总成运出去，利用一部分地产件和三个厂的总装能力，生产整车。由原来运送整车改为运送主要总成，运输费用大大节约，整车成本下降了；这三个厂就地生产就地销售，由于是地产车，受到当地的大力支持，销量也提高了。

#### **5、通过兼并，提高企业声誉。**

通过把原来名不见经传的四个集体小厂合并为一汽四环，捆绑上市，引起了媒体的广泛关注，大大提高了企业的知名度，现在，一汽四环的品牌价值已经相当高。

### **三、兼并原则（兼并后的策略）**

#### **1、企业兼并，最重要的是优势互补。**

一个企业兼并另一个企业，通常都期望收到一加一大于二的效果，但能不能收到这个效果，关键在于生产要素能不能优化重组，也就是能不能实现优势互补。沈阳金杯公司进入一汽之前，由于整车与总成不配套，能力发挥不出来，造成企业经济效益不好。在对金杯公司进行了全面调查分析之后，认为一汽和金杯之间互补性非常大，金杯的驾驶室和桥的能力很强，而一汽在底盘、发动机、变速箱、车轮、水箱等总成和零部件上优势很大，金杯公司进入一汽，可以充分利用一汽比较成熟和先进的总成和零部件，形成配套生产能力，提高产品质量和水平，在这方面，一汽可能成为金杯发展壮大的坚强后盾。所以一汽收购金杯后对金杯进行了全面调整、改组和改造，不仅给产品，而且给人才、给管理、给市场。集团公司派出了高素质的领导者和管理人员到金杯开展工作；各职能部门综利组织各种专业队伍不断深入到金杯公司，加强对金杯的业务指导，帮助金杯向一汽的管理模式和管理水平靠拢；为了发挥一汽车轮厂行业优势，同时带动金杯车轮厂，组建了一汽车轮有限公司，从而与金杯公司车

轮厂建立了包括产品、技术、生产、销售在内的协作关系。在短短二、三年内，金杯公司很快出现了生机和活力，成为一汽重要的轻型车生产基地，其系列产品在国内市场由迅速形成了竞争实力，从严重亏损变成了扭亏为盈，企业面貌发生的巨大的变化。连续兼并了几家轻型车厂家后，不但用一汽的总成和零部件改造了他们的产品，统一使用了“解放”这个品牌，而且把一汽总成和零件的生产能力充分发挥出来了，CA488 发动机年产量达到 10 万台，CAS5 系列变速箱产量超过 30 万台。提高了产量，降低了成本，取得了明显的规模经济效益。

## **2、新产品、新技术、新项目的开发、应用和生产。**

一汽还有一个优势就是开发能力比较强一汽集团拥有全国最大的汽车研究所和工厂设计院，具有很强的产品设计和开发能力，可以源源不断地开发新产品，支持被兼并企业的生存和发展。一汽之所以兼并大柴和锡柴，首先是因为一汽已经把 CA6110 柴油机开发出来了，产品是现成的；同时，大柴和锡柴有多年生产柴油机的经验，管理基础和技术基础都比较好，进入一汽后，很快就能把 6110 柴油机干出来。因此，在这几年联合兼并的过程中，一汽的开发能力也受到了拉动，潜力得到了发挥。对于进入一汽的整车生产厂，象哈星光，把 2 吨车这个成熟产品交给他们，一汽本部的长春轻型车厂不再生产整车，专门生产底盘和桥；对于兼并进来的改装车、专用车和客车生产厂，根据他们的需要，不断开发出各种底盘，提供给他们；对于经营状况比较困难的厂家，一方面要在短期内给它一些吃饭产品，一方面又要关手为它开发未来产品，象金杯，已把新开发的 3 吨车交给其生产；对于零部件厂，根据一汽的整车发展规划重新进行分工，按车型系列重新为它开发新的产品，象长春齿轮厂，一汽把 2 吨变速器开发出来后交给它生产，这个厂面向一汽和社会两个市场，发展步伐很快，现在在全国同类产品的市场占有率已达 80%，成为名符其实的“小巨人”。

## **3、集团成员的区域布局也是一汽比较关注的一个问题。**

在海南的兼并案中，一汽希望利用海南基地，占领海南市场，生产轿车。海南特区有特殊的地理、政策、税收优势，可以低成本地引进先进零部件、技术、发展新产品。

## **四、被兼并方概况与动机**

一汽资产重组与兼并最大的特点是走了一条先联合后兼并的道路。它的目标方有三种；一

些是原来紧密层的企业，例如创立合并的一汽轿车由原属于一汽总厂的四个工厂，一轿、二轿、长春齿轮厂、第二发动机厂组成；一些是来源于半紧密层、松散层，例如大连柴油机厂、无锡柴油机厂、沈阳金杯、柳州特种汽车厂等等；此外是以前与一汽没有合作关系的企业，例如海南汽车制造厂。由于以前与一汽有合作关系的企业并购操作容易，所以主要以前两种居多。

兼并的动机多数是摆脱企业困境，获取外在动力，例如注入资金、输入人才、设备、品牌、信誉和先进的管理经验等等。

例如，长春齿轮厂，原来没有好产品，最困难的时候连崩苞米花机都干，濒临破产，几乎被邻近的皮革厂兼并。进入一汽后，这个厂主要生产一汽开发的先进的 S520 变速箱，一炮打响，年产量猛增到 20 万台，不仅为一汽配套，而且供应全国，占全国两吨车变速箱市场的 70%，成为盈利大户，而邻近的皮革厂反而被它兼并。

再者，以柳州特种汽车厂为例：

柳州特种汽车厂原为中国有色金属工业总公司直属的一个汽车修配厂，经济体制改革以后，开始在市场经济的风浪里自谋生存。由于汽修行业竞争异常激烈，遂决定转产，自谋出路求发展。从 1979 年底开始，先后试制成功汽车起重机和 7 吨重型自卸车投放市场，但由于计划体制和条块分割，身为有色行业而吃汽车饭，得不到项目、投资或贷款来发展产品和规模经济，另一方面是底子薄，产品靠以销定产且生产周期长，对那些急需现货需求量较大的客户无法满足要求，因而失去不少用户，以致眼睁睁地看着一些厂家后来居上，最终因竞争力不强，后劲不足被逐出市场。

从几度沉浮中，厂领导很快形成共识，即：**必须走横向经济联合的道路，向集团靠拢，形成互相依存、共同发展的新型关系，寻找企业的支柱和强大的后盾。**

当时，中国一汽集团也面临困难，柳州特种汽车厂在收集了全国汽车工业信息，特别是深入了解一汽的情况后，认为一汽的困难是暂时的，因为一汽新近推出的 CA41 型 5 吨载货汽车，是九十年代初我国中吨位的优质车，尤其是该产品尚未打入华南等市场。于是主动向一汽提出参加联营的要求。即由柳特厂作为解放车在南方组装、销售及服务的基地。此后，柳特积极主动为一汽出谋献策，甘当马前卒。如南方汽车市场由于气候、地理环境及燃油供应

情况等因素，对柴油车的需求量较大，而一汽主要生产汽油车只生产部分柴油车，发动机大都由大连和朝阳柴油机厂提供，这给南方客户在维修和配件供应方面带来一定困难，其向一汽汇报了这一情况，并向一汽推荐了久负盛名的玉柴发动机，此举引起一汽重视，并于1989年3月与柳特签订了联营协议书。很快，一汽解放车装上玉柴机顺利完成道路、性质等方面的试验，促成一汽、柳特、玉柴三家联合体。即由一汽提供汽车底盘，玉林柴油机厂提供柴油机，由柳特进行组装、调试 CA141K8、CA141K82 两种载货汽车，并负责在南方市场销售。同时，生产一定批量的柴油自卸车。企业从联营中获得益处，由于定期得到一汽提供的汽车底盘，改变了过去小批量生产的被动局面，生产效率大大提高，新解放车在华南、西南打开了销路，1989年完成产值1064万元，利税45万元，到1993年产值达6440万元，利科853万元。

经过不断努力，1994年5月正式并入一汽集团，成为全资子公司。一汽提供足够的汽车底盘，还给予一定数额的流动资金，企业充满了活力。一汽拥有全国一流的汽研所，每年都能开发出新产品。为能利用这个极好条件，柳特加强对市场的调查研究，看准了后就到本部挑选有竞争力的产品，经过改装，适时投放市场，几次尝试，均收到良好的效果。

走集团化道路，使柳特得到发展壮大，进入国家中一型企业行列，固定资产原值由1990年的827万元增至1996年底的7085万元，呈跳跃性增长，实现汽车由修理到汽车改装，汽车组装的转变，已形成了生产汽车一万辆的能力。生产经营连上新台阶，1996年，只有490名职工的企业，年利润首次突破1000万元。

海南汽车厂，兼并前利用海南进口零售以部件，装整车，但由于中央限制地方办汽车生产企业，所以只能私装汽车岛内销售，不能出省，虽然有些盈利，但企业没有前途。通过加入一汽的大联盟，不仅可以获取资金、人才、设备、品牌、信誉和先进的管理经验，还可间接获取汽车生产的许可证。

## 五、资产重组与并购的模式

在企业组织结构调整的同时，必须进行资本结构的调整。

一汽这些年的联合兼并都是在国有经济范围内进行，进来的企业基本都是负债率很高的企业，一汽向这些企业投入资金进行改造，又加剧了自身的“贫血”，导致资本结构更加不合理。

因此，这两年结合产品结构、企业结构调整逐步进行了资金结构调整，走了两条路：

第一条路是利用一汽的重要发展项目，引进外资、引进技术，走了一条合资建设的路。

第二条路是以一汽的优质资产，吸引、支配控制社会资金，为一汽的发展服务，走了一条股份制改组改造的道路。一汽资产重组与并购的模式主要有：

### 1、“有偿兼并”吉林模式

发展企业集团的根本目的在于在更大范围内实现生产要素的优化重组和资源的合理配置，发挥集团的整体化优势，实现规模经济效益。这就要求企业集团必须建立起以资产经营一体化作为标志，形成作为集团中力量的经济实体。

中央企业兼并地方企业，其难度很大。为了解决这个问题，一汽进行了历时四年的实践和探索，1986年，按照国家“七五”计划，一汽与吉林、长春、哈尔滨三市的五个工厂共同建设6万辆轻型车生产基地，其中，哈尔滨齿轮厂原隶属中央，财政渠道比较顺利划转过来，进入了一汽集团的核心层，而吉、长两市的四个工厂由于隶属地方，实现资产联合，处理好集团与地方政府的产权关系和利益分配关系就比较复杂。最初是采用松散联合，但是这等于一汽把国家交给的轻型车任务又交给了地方企业搞，一汽要承担很大风险，同时利益不能集中到一汽，投资得不到报酬，并且干部由地方任命不便于管理，无法进行有效管理；地方也认为辛苦搞的企业冠以“一汽”名难于接受，松散联合方式走入死胡同。后来进一步发展到“紧密联合方式”。当时采取的是“投资分利”方式，即地方企业加入一汽集团实现紧密联营后，经营管理权交给一汽，而企业原有的固定资产、自有流动资金和专项资金（不含福利、奖励基金）经过清点核实后，作为地方政府对该厂的投资，一汽则以技术、管理软件和补充资金投入作为投资，双方按各自投资比例参加利润分配，企业原税收渠道不变，双方按“先分后税”的原则向各自所在地缴纳税金。“投资分利”的方式，比较适应当前的财政体制，保证了地方经济利益，利用了地方现有资产存量，避免了重复投资、重复建设，使轻型车项目能够较快地开展起来，在初始阶段起到了积极的作用，但是，这种方案不是规范的股份制企业组织形式，也很难实现资产经营一体化。由于产权关系维持原有形态，生产要素的优化重组和资源的合理配置也难以实现，“六统一”统不起来。例如：在企业发展规划上，地方往往更注重近期的效益，而集团则强调总体战略的实现；在利益分配上，地方有利就分，这几年汽车行业

不景气，风险则压在集团肩上；地方企业本身也常为“两个婆婆”为难，甚至银行也为还贷责任不清，不愿给企业发放贷款。这些矛盾，逐渐使一汽和地方政府认识到实现资产经营一体化的必要性，吉林省委、省政府领导多次组织协调，决定采取承担债务、经营补偿的方式对吉、长两市四个地方企业实行有偿兼并。每年付给长春 500 万吉林 1000 万元。即兼并后，在一汽承担四厂全部债务的同时，对地方政府给予四厂的投入，由一汽用经营四厂实现的利润，按一定基数、逐年递增比例和起止年份偿还，当年创收不足部分由一汽用自有资金补足。这就是当年赫赫有名的“吉林模式”。

## 2、“行政撮合”——行政资产划拨

云南箭筒原先是西南军工企业、生产驾驶室，原计划在贵州生产发动机，在重庆搞装置，但由于种种原因没有走成整体的产品互补之路。该厂位于曲靖的山沟里，因债务包袱沉重企业已面临破产，谋求兼并。国家曾建议二汽兼并，但二汽云南考查后，认为兼并债包袱太重，不愿意兼并。吉林省原省长高岩到云南任省委书记，一心要撮合这门“亲事”，一汽经过调研，提出“三家抬”的方案，地方让 51% 的股份给一汽，红塔集团占 20%，地方占 29% 股份，原有债务“挂账停息”同时一汽派干部进厂；在产品技术上由一汽抓管理、生产；并将西南市场让给该厂。

在海南兼并案中，吉林原省长杜青林去“海南”任省委书记，在邹家华总理的支持下，通过资产无偿划拨，兼并成为一汽集团的子公司。

在调查中我们发现，行政资产划拨是一汽兼并方式中用得最多的。

## 3、新设合并，股份改制上市

一汽股改的基本思路是“先小后大，先局部后整体，先境内后境外”。96 年先包装了四环公司上市，这只是一个 1500 多万元的小盘，下面以一汽四环为例介绍一汽新设合并，股份改制上市的资产重组与并购模式。

### (1) 一汽四环改制上市前的状况：

一汽劳动就业服务企业始创于 1979 年。当时就业形势十分严峻，大量初高中毕业生下来，返城知青又加入这个行列，孩子就业成了问题的焦点，成了职工的后顾之忧。总厂领导为了

解决这一问题根据中央“三结合”就业方针，专门反映派了领导骨干，组织就业，广开门路，从办 17 个劳务队起步，很快成立了服务公司。后来为加强和统一领导，一汽于 1982 年 3 月将厂知青办和服务公司合并成立了一个集体企业管理处（劳动服务公司）。十五年来，公司通过发展汽车生产和配套以安置劳动就业为己任的一汽劳动就业服务，共安置职工待业子女就业 3 万多，截止 1993 年末，已兴办从事整车开发改装、装配、零部件加工、建设安装、商饮服务的综合性企业 128 个，户头网点 536 个，其中曾经省市批准的中型企业 5 户；现有 500 人以上的企业 20 户；利润总额在 100 万元以上的有 18 户；股份制（合作）企业有 3 户；中外合资企业已签约、建设的有 3 户；为解决职工“菜篮子工程”的国家级农贸市场两座。1988 年起曾先后被吉林省政府命名为省级先进企业，被国家劳动部、机电部命名为全国优秀劳动就业服务企业，并经过中汽公司批准先后进入国家二级、一级企业行列。

企业名称中“四环”，也放映了一汽劳服集体企业现状、性质和特点，其基本含义有四层：一是企业是紧密地团结围绕在一汽主体厂的轱周建立起来的；二是她为一汽中、轻、轿、微四大汽车系列产品生产配套服务的；三是她具有独资、合资、联营、股份等四种资产结构形式；四是她要努力实现质量好、效益高、安置稳定、服务周到的四大目标。

### (2) 创立合并的始作俑者；一汽四环企业总公司(集体企业管理部)的概况

一汽四环企业总公司是一汽集团公司关于建立现代企业制度进行公司化体制改革的新事物，是一汽集团公司领导下司和职能管理部门，是一汽集团公司关于建立现代企业制度进行公司化体制改革的新事物，是一汽集团公司领导下司和职能管理部门，是对一汽集团和社会进行配套服务的新型经济实体。公司拥有职工 36,367 人，生产经营企业 598 家，资产总值 11.8 亿元 1995 年销售收入 13 亿元。主要从事一汽集团中、轻、轿、微四大系列 6.077 种 28.564 件汽车零部件的生产及一汽集团各种汽车的售后维修服务和技术咨询，已建立工、商、饮、服、建筑、安装、培训教育等多种功能的服务体系。公司先后在上海、深圳、琿春等地建立了投资公司，并与香港、日本、泰国、马来西亚、德国、韩国等国家或地区建立了合资公司。

1988 年公司被授予省先进企业，公司与一汽同步进入国家二级、一级企业行列。

### (3) 一汽四环车股份有限公司概况

1993年4月5日，长春市经济体制改革委员会同意设立长春一汽四环汽车股份有限公司，根据该文件，由中国第一汽车集团公司、一汽劳动服务公司(现为一汽四环企业总公司)、中国汽车工业总公司长春汽车研究所中实改装厂三家发起，并向社会法人太内部职工定向集成立本公司，1995年公司先后荣获中国企业AAA级最佳形象及吉林省首批标准化股份有限公司称号。

一汽四环主营：汽车改装(除小轿车、轻型车)，制造零部件、汽车修理，汽车配件、汽车、小轿车经销。一汽四环主要业务：研制开发、生产和销售各种改装车、专用车及改装车底盘近40种和为一汽集团配套生产中、轻、轿各种车型的总成及零部件158种。并承担一汽集团生产的各种汽车的售后三包维修服务和为厂区职工生活服务的业务。主要产品、生产能力及

市 场 销 售

A1120K2L5R5，CA4101K2C2R5，CA1110K2L4，CA1120K2R56，CA1110PK2L5和CA4120PK2等十四种车型年产量达2.6万辆，其中2.5万辆为一汽集团装置协作；其余为自销。

(4) 一汽四环组织结构图：

(5) 创立合并的股本形成

三家作为发起人，长春市资产评估中心(现为长春市资产评估事务所)对截止1993年3月31日的一汽集团公司所属变型车厂、护栏厂、车箱装置厂、橡胶制品厂、汽研联合改装车厂的资产及一汽劳动服务公司(现为一上环企业总公司)所属一汽长春服务站、长青路市场的资产进行评估。一汽将经评估的净资产1,836万元和现金225万元投入股份公司，折为国有法人股2,061万股。一汽劳动服务公司(现为一汽四环企业公司)以经评估的720万元净资产及现金225万元折为945万股投入份公司，中实改装车厂以现金90万元认购90万。同时社会法人共投入504万元现金认购504万股，内部职工共投入现金900万元认购900万股。该次发行的内部职工股的股权证在吉林省证券登记有限公司全部托管。

公开发行前，公司注册资金本为4,500万元。发行后，本公司注册资本为6,050万元向社会公众公开发行股票的角度为1,550万元，股东大会作出决议，对该1,550万元的额度全部向社会公众发行。

(6) 一汽四环的上市过程：

1、96年初，国家公布新股额度，因四环与长春市体改办关系好，积极争取上市，到省市政府活动，因其是中直企业，在地方拿额度很难，所以到机械部争取额度，争取到1500万，之后长春市感到四环企业经营较好，又与市里关系好，使又给了50万额度，总共上市公众股1550万。

2、上市公司推荐人请曾做过“远洋渔业”、“张家界旅游”、“山东黑豹”的海通证券来做。

3、在上市新闻发布会上，一汽总经理认为一汽四环优势有三点：一是高附加值产品投入，二是，一汽的品牌效应，知名度高，三是业绩优良。一汽四环之所以称之为创立合并是因为在上市后，将原先具法人资格有的小企业全部取消法人资格，成为它的分工司或车间式的工厂。关于这一点在后面还要介绍。

通过一汽四环的成功上市，摸索了经验，97年一汽又包装一汽轿车这样一个大盘上市。

改革开放后，一汽把发展轿车列为自己的跨世纪发展战略，并决心走出一条“双轨制”的道路，一方面与国外合资发展，一方面坚持自主发展。自主发展这条轨道，就是中国的资本、中国人管理、生产中国名牌轿车。

在与德国大众公司建设15万辆轿车基地同时，一汽采取技术引进的方式，建设了三万辆奥迪轿车先导厂。这个先导厂就是原红旗轿车生产阵地的基础上建立起来的。在消化吸收奥迪轿车技术的同时，消化吸收了从美国克莱斯勒引进的发动机技术，这个发动机原来是装在美国道奇600轿车上的，一汽自主匹配，并对整车进行了适应中国道路、国情的改进，使之成为我国拥有知识产权、并可以使用中国品牌的轿车。

一汽把三万辆奥迪轿车先导厂重新改造为一汽红旗轿车生产阵地，并在股份制改组过程中，把既为红旗轿车配套，而又盈利性很好的第二发动机厂、长春齿轮厂与从事整车装配的一轿厂、二轿厂结合在一起，组建了一汽轿车公司，包装上市。

在所有中介机构和深圳交易所的通力协作下，一汽轿车的上市获得了五个“最”：

97年最大的A股给额度——3亿股；

一次募集资金量大——20.4 亿元；

最低的上市成本——每股不足 8 分钱；

最快的上市速度——三亿大盘，5 个月上市；

最大的承销团——29 家；

这次 3 亿大众股上市发行，每股溢价发行 6.8 元，一次募集资金 20.4 亿元，缓解了一汽资金紧张的矛盾；调整了资本结构，使一汽轿车股份公司负债率由过去 62% 降到 36%，一汽轿车股份公司将募到的资金用于产品开发和技术进步。

#### **4、中外合资，引进先进的技术和急需的资金。**

国家把一汽建设 15 万辆轿车基地列为重点建设项目，而建成这样一个大基地投资要上百亿元，在我国轿车技术与国外差距很大、而又资金不足的情况下，一汽选择了与国外合资建设的方式。合作伙伴是德国大众汽车公司，注册资本为总投资的 40%，在注册资本中，德方占 40%，中方占 60%，保持了一汽的控制地位。通过合资建设，这个大基地不仅在短时间内如期建成，而且在技术上十分先进，如焊装线由 66 台机器人组成，油漆线采用的是著名的杜尔公司技术，发动机生产能力的 27 万台等等。她的主导产品捷达轿车已售 10 万，以品质优良、饮誉市场，特别是 97 年推出的“捷达王”，装用的是 5 气阀发动机、五速变速器，更受到市场的欢迎。

在与大众合资建设 15 万辆轿车基地的同时，又把散热器、化油器、转向机等一批零部件厂推上了中外合资建设的道路，先后与 8 个国家或地区，建立了 18 个合资企业，利用外资总额达 3.5 亿美元，其中大部分项目，特别是重点项目由一汽控股，保证了资本结构中公有制占主体的地位。

## **六、兼并重组后的策略**

在一汽的兼并重组后的操作中包括以下经验；

### **(一) 集权——一汽四环股改的重要经验**

一汽四环将合并后的 5 家工厂全部取消其“法人资格，集中统一核算，利润上各厂财产不属于工厂所有，而是属于股东所有，厂长只是受委托支管理，将投资权、分配权、销售权、人事权、采购权集中到公司，即所谓的“集权”管理方式。

### 1、集权内容

A、实行收支两条线，收入利润上交，销售发票统一集中到总公司，收入按工厂（产品）分别计帐（便于核算每个工厂的效益）。

B、公司与工厂之间实行“目标承包”制，即在上一年度的实现数根据市场、企业自身发展状况加上一定百分比，在产量、产质、流动资金，应收账款等多方面设定目标。

C、工厂与公司之间有严格的奖惩机制，多完成可以作奖金下发，但不超过 30%，没完成的工资下浮甚至撤销主要领导职务。

D、厂长的主要职责就是“抓生产”类似计划经济的生产，不直接参与公司的长远规划的制定，公司定期编制各分厂领导的“素质报告”

### 2、“集权”的实施

在一开始，有一年多的磨合期，因为原先都是各自独立的企业，拥有充分的自主权和利润收入的支配权。起初厂长有抵触情绪，不执行上市公司的计划，后来逐渐看到了上市公司的好处：

① 产品合理布局，不搞重复建设、投资、合理利用人才，技术仓库、厂房等。

② 精简了各厂的行政机构，把原先小而全的各厂行政机构或减或合并，一部分拿到了上市公司使各厂更能轻装上阵。这样一来，便逐渐改变观念，转换思想，目前各分厂之间的关系以及与级公司的关系已磨合得很好，但上市公司仍坚持每月都要下去对各厂巡视监督、促进，并一同与各分厂协商制定工作计划。

### 3、集权的优点

变先前各厂的“散兵游勇”为“集团军作战”，产生规模协同效应。

## **(二) 继续推进“资本运营”**

一汽四环改制上市不是“资本运营”的结束而是“资本运营”的开始。他们今后的主要策略是股本扩张。

原因有两条：1、股本小容易被控制；2、与一汽关系密切，成为“一汽借壳上市”的工具（一汽总厂希望有更多优质企业上市，但额度有限，所以希望通过具有较强股本扩张能力的四环来达到目的）。一汽四环股本扩张的大致方向是，因为一汽金杯（上市）是一汽客车的代表，一汽轿车（上市）是一汽轿车的代表，但一汽的卡车系列仍没有一家上市公司作为代表，同时上市公司强大的造血功能对企业具有相当吸引力。

一汽四环股本扩张希望通过配股方式，在一汽内部选择优质企业配股上市（因支柱产业产品，配股不受30%的限制，所以可以大比例送配）。目标是通过送配成为代表一汽卡车的股本达十亿的大型企业。准备在4月份配股时。

在完成对一汽轿车的改制后以及兼并了，一汽集团又拟通过配股，将海南汽车制造厂纳入到“一汽轿车”旗下。

## **(三) 对被兼并企业进行重组**

一汽兼并了一汽金杯后，在对其进行生产、管理、文化的整合的同时还针对其内部的组织架构进行了重组。一汽金杯由金客公司、金通厂、零部件厂三部分组成。这三个部分情况各异，对策也不一样：

(1) 金客公司，生产面包车，效益好，继续支持它的生产。

(2) 金通厂与美国合资，生产轿卡车，没有市场，一汽接手后，清产核资，使美资撤出；又与“通用”合作搞“卡车”项目。

(3) 零部件厂——集体企业、债务负担严重，产品差不配套企业效益差。一汽与沈阳市政府协商办法，把零部件厂从金杯剥离出去，另外与一汽其它同类成立公司，极差的企业就地破产。

正是依靠资本运营进入九十年代后，一汽发生了很大变化。主要经济指标大幅度增长，

1990年，一汽生产汽车6.9万辆销售收入26.3亿元，利税2.3亿元。到1997年，一汽集团公司的汽车产量已达到26.9万辆，销售收入334.17亿元。连续6年在全国500家大企业排名中居前10名。一汽这些年的发展壮大，主要是适应市场经济的要求，根据产品发展的需要，走了一条联合兼并的企业发展之路。

#### **(四) 技术嫁接与管理文化整合**

一汽的一个优势是技术开发能力强，另一个优势是具有先进的管理经验和优秀的企业精神、文化。在兼并重组过程中，通过“嫁接”和“整合”等方式将之引入被兼并企业。

一汽十几年来，十分重视产品开发和技术开发系统，先后投入了2亿多美元资金，从20多个国家引进40多项先进产品和制造技术，强化了产品开发和技术的后方建设，形成了以汽车研究所和工厂研究院为主体，包括材料研究所、工艺装备研究所、轿车研究所、散热器研究所和车轮研究所在内的工厂设计、产品开发、工艺实验、装备设计等相互配套的科研开发阵地。另一方面，在不断强化企业管理的基础上，基本形成了能够适应市场要求的生产组织和管理方式。在强化产品开发和市场营销体系建设的同时，一汽对企业内部的生产方式进行了一系列的根本性改革。在设计管理上，实行了“滚动式”计划管理；在生产组织上，采用精益式生产模式，以及“看板管理”、“经济批量”、“混流生产”等十几种现代管理方式，实现了从推动式管理到“拉动式管理”，取得了显著效果。在经销方面，引入大市场营销观念，建立以市场需求为主，从市场中来到市场中去的大循环营销系统。

一汽充分利用技术优势和管理优势，根据被兼并企业的特点，对症下药，对兼并企业进行重组改造。以锡柴（无锡柴油机厂）和大柴（大连柴油机厂）的重组改造为力例：

世界卡车生产主要使用柴油（我国和前苏联使用汽油），因其原料便宜、消耗小、马力大，尤其适于重型、长途运输和农村作车，所以一汽的汽油型卡车并不受市场欢迎，为此一汽将目光转移到柴油机上。起初，一汽瞄准了长春市636柴油机厂，隶属于国防部，80年代初与一汽合作，后来市场状况好，效益增长很快，遂与一汽“分手”一汽被迫到省外去找合作伙伴。经考察选中了大柴（大连柴油机厂）锡柴（无锡柴机厂）。

无锡柴油机厂底子厚，技术好，曾研制成功了国内第一台风冷柴油机。第一台内燃机车用12V175柴油机和增压器，第一台无人值守电站，第一台G8300大功率中速油机，第

一台汽车用 6110 柴油机等等。但在市场经济的竞争大潮中，一度处于劣势并跌入低谷。1991 年，全年销售柴油机总量仅 4000 多台，亏损额达 1200 余万，成为无锡市的亏损大户。大连柴油机厂前身是一个中型农用柴油机厂底子弱，也同样在激烈的市场竞争中处于劣势。他们先后与一汽达成联合兼并的协议。一汽兼并他们后，一方面，把开发的 CA6110 柴油机交于着两个厂，并与迅速开发生产出来，另一方面，通过报告会、培训班等多种形式将先进的管理经验和一起优秀的管理经验（精益管理模式）、优秀的企业文化引入企业，彻底改变了这两个厂技术落后、管理水平低下的面貌，并使管理人员和广大职工的精神面貌有了很大的改观。一汽与大柴共同建设、经营了“大柴轻型油机厂”。大柴厂呈现强劲的发展势头，本着不搞“大而全”的指导思想，扬长避短，按“有理、有利、有序”的原则，进行了自我扩张性的横向联合，也即“下联”。分别在全国百余相关厂家建立了配套协作关系，扩散了 80% 的零部件加工任务，并根据企业的需要和可能，适时兼并了大连钢锉厂、大连制钉厂等，先后成立了一、二、三分厂，使生产规模和能力也随之迅速扩大；按“上联促下联，下联促上联”的原则，对主动靠上来但与企业发展无经济关联的，则不搞那种慕虚名式负效联合和兼并扩张，从而使企业沿着正确的方向不断发展壮大。目前，这二个企业都获得了飞速的发展，至 96 年，锡柴厂年产柴油机突破了 4 万台，为 91 年的 10 倍，销售收入达到 10 亿元，为 91 年的 10 倍，利税达到 1.23 亿元，从 91 年无锡的亏损大户，一跃成为目前无锡的创利税大户。大柴厂 1993 年跻身全国经济收益型企业 500 强。1996 年在汽车市场疲软的情况下，仍实现利税 1.53 亿元利润 1.11 亿元，全员劳动生产率 23.88 万元，人均创利 6.27 万元综合经济效益列辽宁省第十一位，利税在机械行业居全国第九和辽宁省第二；主要经济指标与十多年前比，增加了数十倍乃至上百倍。

## 七兼并重组的法律规范问题的探讨

通过调查，在我国、关于大企业集团一般都有较为完善的关于兼并重组的内部规定和办法。一汽制定了关于“一汽集团对各类子公司和参股公司管理的规定（试行）”的几点说明，“中国一汽集团公司对各类子公司和参股公司管理的规定（试行）”等文件。

但是，由于兼并过程由于多数是通过行政手段进行的资产划拨，所以不规范，也必然缺乏有效的法律保护。例如在海南的兼并案中：一汽派了厂长和新领导班子，但由于地方上人事问题，海南省也招聘了人员，两方矛盾，第一次竟没有接管、进驻成。后来海南汽车厂与广东三星联营搞汽车，但由于双方打架不能调和在不起来，才又主动找上门来。此外大柴、锡

柴兼并案也给我们很多启示；由于无柴效益好，曾一度“脱离集团”。但是几年来看到原来没有自己效益好的大柴在一汽的帮助下，奋发图强，得到了迅速的发展，锡柴又找到一汽主动要求被兼并。

在兼并重组的过程中，被兼并方竟然可以自动脱离“母企业”，这充分反映出我国企业兼并重组中缺乏法律法规保护的一面。

这些充分暴露这样一些问题：

- 1、企业领导和并购负责人普遍认为法律问题很重要，但不是最重要的的问题，缺乏运用法律法规保护的意识；
- 2、现行法律法规的内容较为粗糙，弹性较大，有些内容已为实践所突破；
- 3、中国目前缺乏反垄断法和公平交易法；
- 4、在法律执行过程中，地方保护主义色彩较浓。