

□ 杨建荣 孙福庆 徐 诤 赵 蕾 陈江武

## 国际资本条件下的上海企业重组研究

企业重组的一般涵义指的是为了更有效地创新企业制度从而提高企业的运行效率和竞争力,而对企业所掌握运用的各种要素重新优化组合的过程,其内容融合企业资本重组、组织重组、生产结构重组、经营业务重组、财务(包括债务)结构重组、市场销售结构重组、商标重组等诸多方面,涵盖丰富的财务学、战略学、市场学内容,并不等同于一般意义上的“资产经营”或“资产重组”。其实现形态可以是购并,也包括剥离。

二战以后,尤其是70年代以来,企业重组活动在西方国家大量兴起,成为企业规模、竞争能力迅速提高的有效手段。近年来,国际资本的流动与跨国公司的重组活动关系越来越密切,这对发展中国家利用国际资本发展本国经济的方式、途径将起变化,同时,也为发展中国家利用外资提出了新的课题和崭新的领域。上海要在21世纪初,建设成为国际经济、贸易、金融中心之一,不仅离不开利用外资,更重要的是要紧跟时代的潮流,积极参与国际资本舞台的活动。把上海的企业重组活动放在国际资本市场空间中加以考虑,利用国际资本市场通道,开辟上海企业重组的空间,是上海经济尽快走向国际市场的基础和纽带。

### 一、国际资本流动及对上海企业重组的影响

国际资本流动一般可分为长期资本流动与短期资本流动。按照一般分类法,1年以上的资本流动是长期资本流动,包括直接投资、证券投资和国际贷款;1年以下的属于短期资本流动,主要包括贸易信贷和投机性资本。这里阐述的主要是长期资本流动。

#### 1. 国际资本流动的趋势和特点

(1) 流向发展中国家的国际长期资本稳步上升。从国际资金的供求状况来看,80年代后半期以来,几乎所有发达国家的经济都进入了低速增长阶段,由此形成巨额的国际资金供给,并导致资金价格下降,与此同时,被称为“东亚奇迹”的中国和东盟各国实现了经济高速增长。80年代曾陷入债务危机的拉丁美洲各国的经济改革取得了成功,由此产生发展中国家对国际资金的持续增长的需求。在这种情况下,发达国家的剩余资金以直接投资和有价值证券投资的形式大量流向发展中国家。据统计,亚洲发展中国家资本流入量从1990年的337亿美元持续增加到1995年的997亿美元。尽管从国际资本流入的绝对量来看,发达国家仍占绝对优势,但流向亚太地区、特别是发展中国家和地区的国际资本正在迅速增加。

(2) 流入发展中国家的资金方式发生变化。银行财团贷款从1991年的1160亿美元增加到1995年的3684亿美元,上升2.17倍;债券从1991年的3087亿美元增加到1995年的4606亿美元,上升0.5倍;同期股票从234亿美元增加到410亿美元,上升0.75倍。这说明间接融资

仍是发展中国家向外融资的主要形式,但通过国际资本市场筹资,利用公开市场筹资,特别是利用债券和股票市场筹资正在迅速成长。

(3)国际资本流动与世界企业兼并收购浪潮紧密相联。1995年国际资本流动的迅速增长,特别是直接投资和银行财团贷款的增加,在很大程度上是跨国公司在世界各地积极推行购并战略的结果。

跨国购并是伴随着跨国公司的出现与不断扩大而兴起的,在美国100多家大型跨国公司中,进行过国内企业购并的占90%以上,进行过跨国企业购并的达70%以上。美国通用汽车公司通过对国内企业购并,对欧洲相关企业的购并,对日本五十铃汽车公司的购并以及向发展中国家开发购并活动才发展到今天这样庞大的规模。不仅仅是美国,欧洲一些发达国家也广泛进行购并活动,亚洲一些国家和地区已开始注重海外发展,尤其是80年代后,跨国收购进入风起云涌的时代,如日本的索尼公司以34.5亿美元购买了美国的哥伦比亚制片公司;日本三菱公司更是以8.4亿美元购买了美国的象征之一——洛克菲勒华尔街大厦51%的股份。在70年代崛起的亚洲“四小龙”,到80年代,劳动力与土地成本低廉的优势已不再突出,传统的劳动密集型产业需要更新换代,内销市场饱和,企业在国内发展无空间,于是在自由化和国际化的竞争趋势下,也纷纷以收购为手段,向海外发展。据统计,1987~1991年5年间,亚洲“四小龙”前往美国收购企业,金额在100万美元以上的件数共29件。

90年代将是跨国公司的时代,据联合国跨国公司中心的有关专家预测,到2000年,全世界仅300家最大的跨国公司的销售额就会达到整个西方世界国内生产总值的3/4。跨国公司的兴起,加速了生产资本的国际化,促进了生产力的发展,加速了资金的跨国流动,扩大了国际贸易的流量和疆域,加快了科技的转移,对世界经济将产生越来越大的影响。作为跨国公司海外扩张的一种重要方式,跨国收购正在国际舞台上扮演越来越重要的角色。

需要指出的是,国际游资的增多以及近年来金融自由化的进程,使中小企业较以前更为容易地得到金融机构的贷款,使一些中小企业有可能进行跨国性的购并。

## 2. 国际资本流动对上海企业重组的影响

国际资本流动的趋势和特点,说明了发展中国家引进外资的方式在相继经历了以接受发达国家政府援助和吸收发达国家直接投资为主的两个阶段以后,目前则要根据新趋势的需要,逐步向利用公开资本市场,以接受购并以及向外购并的方式和手段,发展壮大国内企业的新阶段。这也必将对上海的企业重组活动产生深刻影响。

(1)可以开创我国利用外资的新形式。中国的对外开放已成功地吸收了大量外来投资,它对中国经济增长,特别是沿海地区的经济发展起到了巨大的推动作用。前5年中国实际利用外资达1600多亿美元,其中外商直接投资占70%。外商大量投资相应地也导致其在中国市场所占份额的不断上升,如果这样持续下去,将产生不利影响。因此,充分利用国际资本市场,尤其是证券上市,通过在海外直接上市、买壳上市等形式在国际市场上直接融资,将可开辟利用外资的新渠道,促进改革开放的进一步发展。

(2)将会产生示范效应。在海外上市或实现跨国兼并,必须遵循国际惯例,如上市后必须面对社会公众、投资者的监督,必须面对激烈的股市竞争,这就要求企业从根本上提高决策能力和管理水平。同时,通过这些方式进行企业重组活动,可以对国内企业重组起到示范作用,并加快企业与国际市场接轨的步伐。

(3)将对上海新一轮企业重组活动提供更广阔的空间。上海的企业重组主要在本地区范围

内。国际资本流动的新趋势,为我们走出上海地区、进入国际市场提供了良好的机遇。把握好这次机遇,将对现代企业制度建设产生较大的影响,加快现代企业制度建设的步伐。

## 二、上海企业重组的现状和存在的问题

### 1. 上海企业重组的历史沿革

上海的企业重组活动大致可分为三个阶段:

第一阶段。80年代初,由于经济运作机制的特殊性和不完善性,决定了上海企业重组的出发点主要是为了化解历史债务危机,解决企业亏损。因而其重组方式受行政影响大,而市场引导因素小,大多属转嫁型重组方式。这种重组的效应是挽救了一批濒临危机的企业,部分地实施了资金的组合,实际是简单的资产合并而非真正意义上的企业重组。

第二阶段。进入90年代,上海的证券市场和产权市场应运而生,使上海企业重组的方式有了新的突破。国有企业通过证券市场转让国有股权,相互持股、换股,或通过买壳上市、借壳上市等形式实现企业重组。如“英雄”制笔股份有限公司通过受让上海轻工控股(集团)持有的“永生”股份国家股27233股,获得永生股份总股本的28%,成为最大股东,就是通过证券市场实现企业重组的典型事例。此外,珠海恒通收购上海棱光是通过证券市场实现买壳上市的又一实践。产权市场在企业重组方面也发挥了较大作用,其市场配置的成份更大。上海城乡产权交易所在短短的2年多时间里,已盘活了乡镇企业存量资产20余亿元,盘活国有中小企业8亿多美元,使企业的资产结构、产业结构得到调整,促进了产权主体多元化格局的形成,为优化配置资源、解决企业困境提供了新的途径。

第三阶段。最近,上海实业(集团)有限公司进行了一系列企业重组活动,这是上海企业首次按照国际上企业重组的模式进行的尝试。上海实业在香港已有15年的历史,但此前企业规模还较小,利用香港这个国际资本市场的手段也非常有限。1996年5月,该集团作出“上海实业”在港上市的决定,希望借此打开国际资本市场的融资通道。经过近一年时间的积极准备,上海实业对在香港和上海的4家企业进行重组,以红筹股的形式在港上市,股票推出后一举成功。上实公司的成功,对于上海国有企业包括海外企业如何利用国际资本市场实现企业重组、迅速扩大规模、提高国际竞争力提供了有益的经验。这也显示上海企业重组活动已有了一个质的飞跃。

### 2. 上海企业重组存在的问题

上海企业重组阶梯性渐进发展至今,已达到一定的高度,但若更上一层楼,面临的问题与困难也很多。目前亟待解决的问题与困难主要有:

(1)上海企业重组的手段和途径还难于与国际接轨,效应不能得到充分体现。上海企业重组的基本出发点仍停留在解困、救贫,由此难免造成操作上的行政干预,被重组企业的危机与负担被硬性转嫁给重组企业。通过证券市场,优化资产运作,开拓扩大市场,提高国内国际竞争力等高层次重组活动未占主流。因而,与国际通行的主动重组与被动重组并非相同的概念。从重组的效应可见,有些企业重组后的效应并非优化组合所应产生的乘数效应,甚至出现了 $1+1<2$ 的情况。

(2)上海企业重组仍偏重于资产重组,在业务、结构、管理等更深层次上的重组方面尚未有大的进展。目前的重组过于强调量的聚合与扩张,收购与兼并企业只是改变了其归属,尚未作为一个整体的有机组成部分被消化,即业务上、结构上、组织管理等方面仍处于松散状态。同

时,片面强调收购与兼并的重组形式,而国际上同样广为使用的分立与剥离等则被忽略,造成重组方式的单一性和简单化。

(3)上海企业重组的范围和视野不够开阔。上海企业重组的主体往往是由政府有关职能管理部门承担设计重组模式,确定发展目标,导致企业重组逐渐表现出部门化、垄断化的趋势,形成的集团大多是产品性或单一品牌的,而且相对集中于国有企业、集中在上海地区,真正跨行业、跨产业、跨地区、跨国界的大举措并不多。改革开放以来,上海先后在海外兴办了非贸易性海外企业 234 个,总投资 1.8 亿美元,我方投资 6500 万美元,占非贸易性海外投资总额的 36%。由于主客观原因,大多数海外企业处于零星分散、各自为政、自行发展的状态,企业规模普遍较小,开展企业重组活动,尤其是利用国际资本市场融资,进行资产经营、重组活动困难重重。虽然这与客观条件有关,但从长远看,尤其从参与国际竞争,培育我们自己的跨国公司的角度看,这一问题必须加以解决。

### 三、新一轮上海企业重组的基本思路与目标

#### 1. 新一轮上海企业重组的基本思路

目前,企业重组的空间更为广阔,市场发育条件更加成熟。这为上海新一轮的企业重组提供了新的机遇,创造了更好的条件。为此,上海新一轮企业重组的总体思路是:

以国内外两个市场为空间,全面开展跨行业、跨地区、跨国界的企业重组活动;以大力培育国内资本市场为重点,通过多种有效方式和手段,扩大市场引导企业重组的成份,并创造条件逐步与国际资本市场接轨;以产权市场的充分发育(包括有形、无形市场)为媒介,结合“放小”的实施,重新整合和重组国有中小企业、乡镇企业;以支柱产业为依托,结合“抓大”的改革,以重组为手段尽快形成新支柱产业的规模经济效益;以香港中资企业,尤其是上海实业公司为通道,联手在国际资本市场上进行企业重组活动;以经营业务和产品结构的调整为基础,以组织管理制度的创新为保障,在政府外部公开、公平政策信息的规范、引导下,依靠企业家主体的人格力量与企业内部的自我需求来推动和操作,配套推进,分步实施,持续调整,实现资产、经营、组织等三大结构性重组,形成一种促使企业自我完善、自我优化、自我调整的良性循环机制,最终提高企业实力,改善管理,增加发展后劲,强化竞争能力。具体而言,要实现四个转变:第一,由前几年的被动型适应性重组向主动型战略性重组转变。第二,由主要在市內或行业内重组,向跨国界、跨行业转变,强调利用好国外中资企业的作用。第三,由运动式短暂突击重组向长期持续性重组转变。购并和剥离经常发生于企业的经营活动中,就某一个企业来说,也可能发生重组活动。第四,由单一的资本重组向多维重组内容一体化重组转变,强调各项重组之间的内在联系和协调。

#### 2. 上海新一轮企业重组的目标

随着经济体制改革的不断深入,上海企业重组活动已有了实质性的起步,然而,从总体上看,企业组织结构调整的步子却相对滞后,并未形成真正具有资源优化配置功能和规模竞争能力的大型跨国企业集团。因此,在“九五”期间以及今后的 10~15 年发展时期,上海企业重组的基本目标是:提高产业集中度,形成一种以垄断竞争的大量生产体制为核心,充分发挥规模经济效益并兼顾竞争活力作用的现代企业组织体系。这一企业组织体系的主要特征是:以开放经济作为基本的宏观经济基础,以大规模参与并赢得国际、国内市场竞争为基本的目标导向;以充分发挥规模经济效益为提高产业经济效率的主要手段;以垄断竞争作为市场结构的基本模

式,并以产业整体效率的最优化作为调整和重组市场结构、确立产业竞争秩序的首要准则;以市场经济制度为前提,强调政府干预的积极意义。

具体讲,现阶段,上海企业重组的主要目标是培育和组建综合性、多功能、混合型经营的大型企业集团或跨国公司。通过适当的政府行政指导,形成一批进入全国100强的国家级企业集团。在此基础上,通过国际资本市场运作,进行资产、业务和结构的重组,形成1~2家进入世界500强的跨行业、跨地区的巨型企业集团和以上海资产为主的跨国公司。就一般面上情况而言,上海企业重组还要巩固和完善现有的撤局改制型控股(集团)公司和行业性集团公司,同时鼓励和促进发展专业化的中小型企业,救活一大批中小型企业。通过上述的调整和发展,最终形成“宝塔”型的企业群体框架,即最顶端为1~2家大型跨国公司,中间为一批大型集团公司,底部为一大批为集团配套服务以及新兴的都市型小企业。

#### 四、上海企业重组的主要途径

企业重组的方式大致有兼并、联合或合并、收购、租赁或承包、托管、资产出售、企业分列(立)、剥离、合资等。企业可根据自身的特点、战略目标及宏观环境选择适合的、更为有效的方式进行重组。鉴于上述国际资本市场的趋势和特点以及上海新一轮企业重组目标的分析,这里讨论的主要是利用国内外资本市场、产权市场作为企业重组的载体,进行企业重组活动。

##### 1. 利用证券市场进行企业重组

目前,国内上市公司在证券市场上开展企业重组有九种模式:

##### 模式一:直接收购控股

这是上市公司开展资产经营的一种最为常见的方式,即收购者通过在二级市场逐步吸纳增持股份,成为目标上市公司最大股东或控股者。如“宝延风波”开创了新中国企业利用股票市场举牌收购上市公司之先河,1993年9~10月,在深交所上市的深圳宝安集团为拓展上海市场,由其上海分公司在沪多次直接买入上海延中股份的股票,截止到10月7日,宝安集团总共持有上海延中19.8%的股份,成为延中的第一大股东。

##### 模式二:受让国有(法人)股权

非上市公司受让国家(法人)股东拥有的某一上市公司全部或部分股权,从而成为该上市公司的控股方或最大股东,参与上市公司经营决策。这种模式不仅有利于优势互补,更能影响上市公司的资金流向,控制其资产运作权。如沈阳金杯股份有限公司是一家由沈阳市国有资产管理部门控股的国有大中型汽车工业企业,引入日本技术,主要产品为中小型金杯客车。上市以后,由于产品和市场结构单一,资金实力较弱,企业效益滑坡。而一汽集团主要生产小轿车和载重卡车,尚未进入客车市场。为推动双方产品优势互补,占领国内客车市场,中国第一汽车集团于1995年2月出资5.6亿元,协议受让沈阳金杯股份49562.38万股国家股,占总股本的51%,沈阳金杯从此更名为一汽金杯,纳入一汽集团旗下,并在一汽集团的资金支持下进行结构调整与技术改进。

##### 模式之三:相关公司重组

通过合并、控股等形式,对下属主营业务重复、产品互相竞争的上市公司进行重组,通过整合实现资源优化。以后,可将多余的上市公司“壳”资源出售给其他欲买壳上市的公司。如上海轻工集团的制笔行业有英雄、永生、一铅、中铅四家上市公司,产品自相竞争,生产形不成规模,销售网络重复建设,造成资源严重浪费,在有关方面协调下,英雄股份收购永生制笔股份部分

国家股，“统一规划、统一决策、统一经营”。

#### 模式四：买壳上市和关联交易

非上市公司通过收购，获得上市公司的控股权之后，再由被收购的上市公司反向收购母公司资产，注入优质资产，达到母公司间接上市的设想。如1994年4月，上海建材集团将1200万股棱光国家股以每股4.30元（总值5160万元）定向转让给珠海恒通集团，使珠海恒通以35.5%的股份成为棱光最大股东。1995年底，恒通将全资拥有的电能仪表项目注入棱光，使其本部资产扩大8000万元以上，达到3.5亿元，合并报表后总资产为3.9亿元，比上年增长93.8%。

#### 模式五：借壳上市

在各方面条件受限制的环境下，特别是国内现行的投票发行上市实行额度管理的情况下，集团公司或者某个大企业先将下属的一个子公司或部分资产改造后上市，然后再将其他资产陆续注入，实行重组上市，从而规避现行的额度管理。

与买壳上市比较，借壳上市中当事双方原处于一个管理体系之中，在资产注入、市场融资及经营管理方面较易融合，避免了深层次的利益冲突，使内部资产重组更加从容和科学。如1996年8月，在沪股上市的天津津港储运股份有限公司股东大会作出决议：以天津港务局为依托，巩固公司在天津港总体功能中的地位和作用基础上，将业务重心由港口物资集散逐步转向集港口装卸、储运及配套服务的全方位、多功能的港口经营，并更名为“天津港”。其实质就是天津市政府准备借津港储运的“壳”，将天津港务局所属一些业绩较好的企业组合进现在的津港储运。前不久，津港储运实施10送4的大面积送股，就是为今后的资产重组和大量地进行增资扩股创造良好条件。

#### 模式六：收购与反收购

当面临在证券二级市场上被收购和接管时，上市公司往往通过增持股份、公司重组、资本调整、寻求外界的支持、设置陷阱、诉诸司法等多种手段，来与收购者争夺企业的经营控制权。如1993年9月“宝延风波”时，延中实业曾考虑实施“焦土政策”，打算各方面调集资金，对市场规模更小的公司进行围攻和收购，故意消耗内部现金，以降低自身运营效益来驱退宝安的敌意收购，后出于种种原因未能实施。此外，中华实业寻求浦东新区国有资产经营管理公司的庇护，遏制万科成为大股东等，均在一定程度上折射出国内“收购战”的雏形。

#### 模式七：委托书收购

收购者本身不直接投入资金控股目标公司，而是联合小股东，或者接受小股东的委托，以代理人身份进入董事会，并与大股东争夺公司的控制权，逐步使其经营管理纳入自身发展轨道。

#### 模式八：间接收购

通过控股或者持有目标公司的股东公司的股票，而间接实现对目标上市公司的控制。如圣戈班公司是法国十大工业集团公司之一，其海外经营活动主要在欧洲和美洲。为绕开非贸易壁垒，开拓中国和亚洲市场，圣戈班集团1996年3月在香港依法收购了香港三益发展有限公司和香港鸿桥海外有限公司。此前，两家香港公司分别持有在沪上市的福建耀华玻璃股份有限公司4877万股和3384万股，分别占该公司总股本的24.89%和17.27%。这样，法国圣戈班集团间接持有“福耀”42.16%的股份。

#### 模式九：培育集团企业系

一个大型公司或者集团通过“金字塔”式控股，直接或间接地拥有多家上市公司的控制权。企业系在香港颇为流行。如李嘉诚家族的“长实系”控制着长实、和黄、港灯、长建等多家上市公司价值数千亿的资产。在沪、深股市，国内的企业系正在逐步形成，例如，一汽金杯、一汽四环组成的“一汽系”，中国华源集团由华源股份（B股）、华源发展（A股）构成的“华源系”，及“赛格系”、“尊荣系”等。

## 2. 积极推动在产权市场上进行企业重组

产权（有形）市场是中国社会主义资本市场的特有形式。鉴于经济主体的所有制结构、资本无形市场、证券市场的发育以及发展中国家等的经济特点，建立产权（有形）市场符合邓小平关于建设有中国特色社会主义的要求。我国是以公有制企业为主体的产权结构，国有经济占主导地位，企业面广量大，据清产核资后公布的资料，全国国有企业 30.2 万户，国有资产总额 51920 亿元，上海国有企业 1 万多户，国有资产总额 6 千多亿元（含事业单位），所以它与国外企业私有制为主体的产权结构有质的区别。如果国有资产不进场规范交易，没有机构监管，就可能会造成国有资产的流失，事实上已经出现流失；我国在资源配置方面，原来主要用计划增量来解决，很少用市场存量一块，资本市场中的证券市场刚刚起步，全国还只有上海、深圳两家证交所，柜台交易业务还未开展，尤其是会计事务所、律师事务所、投资银行等一些中介机构还不发达，所以需要有一个专门从事企业产权交易的有形市场；我国正处于向建立社会主义市场经济新体制，实现两个根本性转变的进程中，企业迫切要求以市场和产业政策为导向，通过存量资产流动和重组，对国有经济进行战略性的调整，对国有企业进行战略性的重组，也需要应用产权（有形）市场这一符合市场经济运行法则的工具，以推动两个根本性转变。

## 3. 政府主导和市场主导：企业重组的两种推动力

政府主导型资产重组其特征是运用“有形的手”，即政府和市场管理者的力量进行引导。市场主导型资产重组的特征是听任“无形的手”，即市场力量来展开操作。

政府主导型的优势在于能够充分发挥“有形的手”的作用：第一，有利于各方关系的协调，在较短的时间内完成资产重组；第二，能够使资产重组符合国家产业政策和其他社会目标，在宏观层次上完成资源的优化配置；第三，在市场发育还不完善时，由政府参与引导资产重组，可以树立典型，加快市场的发育和功能的发挥；第四，有利于大规模资产重组的展开，“大手笔”应该更能促进整个战略布局的实施。

市场主导型资产重组的优势在于能够充分发挥“无形的手”的作用：第一，能够防止拉郎配的现象，使证券市场作为市场经济的核心层次，充分体现市场经济自由的特色；第二，能够在微观层次上实现资源的优化配置；第三，能够充分发挥市场中介机构的作用，特别是有助于投资银行等专业机构的培育和力量的壮大，而这些专业机构，作为证券市场的灵魂人物，其成长又可进一步推动证券市场的规范和发展；第四，市场主导型资产重组能够充分发挥公司治理者的能动性，进而培育出一支具有进取精神和市场经济意识的公司治理精英；第五，市场主导型的资产重组由于较多地涉及到证券市场二级市场上的股份买卖，能够比较有效地激发市场的活力。

上海证券市场上国家控股的上市公司占主体，而且国家控股比例高，一些上海本地公司国家和国有法人控股比例高达 60~70%。一方面，国家不想在资产重组浪潮中丧失控股地位，因为这些企业均是关系到国计民生的顶梁柱，由市场力量来主导资产重组可能造成国有资产的流失和失业人员的增多，而由国家来参与和指导资产重组可以达到国有资产优化重组、保值增

值的目标以及维持社会稳定的目标,而另一方面,国家股和法人股比重高,流通股比重较低,在客观上,也造成市场力量难以通过市场来完成资产重组。这两方面的因素造成了上海证券市场上资产重组由政府主导或政府搭台、企业唱戏的特征。此外,上海企业重组的重点是与支柱产业紧密结合、培育1~2家特大型的跨国集团公司,而从目前上海国有资产、国有股权占主导地位的特点看,现仍然以政府推动为主导型。政府主导型资产重组可以实现资产重组的低成本和高效率。同时,注重市场力量的培育,逐步地加大资产重组中的市场成份。在这个策略中,培育投资银行功能是至关重要的。

## 五、相关的配套政策措施

### 1. 在证券市场上开展上市经营的措施

根据上海企业的特点以及在证券市场上上海的“壳源”情况,开展买壳、借壳形式,既有利于上市公司的发展和国有资产的增值,也有利于证券市场的发展,还能对上海经济的成长产生积极的作用。

第一,证券主管机关放松配股的限制。这方面,首先要争取放松30%配股比例的上限,同时对公司资产重组所进行的配股予以一定的业绩豁免和配股比例豁免。当然,这也可利用买壳和借壳后合并报表业绩的转好来规避主管机关对配股的业绩约束和时间约束。

第二,证券主管机关要允许资产重组当事双方以交换股份的形式来完成买壳、借壳。

第三,上海本地公司中已经具备壳公司条件的一些上市公司中,绝大部分存在国有股,而且国有股占控股地位。应该说,股权集中对买壳和借壳既能产生促进作用,也能阻碍买壳和借壳,特别是借壳。因为买壳和借壳中牵涉到大宗股权的置换,因此,有关政府机构应予配合,在国有股权置换或出售中合理定价,在不造成国有资产流失的前提下,向买壳方和借壳方提供便利。对于经营业绩处于最后10名的国有控股上市公司,其国有股东要将国有股以每股净资产的价格转让给其他优秀公司,以实现“换庄”。同时,集团在借壳上市、折合资产时,也要注意不损害上市公司和中小股东的利益。

第四,需要商业银行,尤其是上海本地的商业银行给买壳和借壳提供融资便利。一是在买壳和借壳的过程中,向买壳方、借壳方提供收购资金,有的只是提供“过桥贷款”;二是在买壳和借壳完成后,为了促进新公司的成长,银行是否能提供贷款上的优先以及利率的优惠。

第五,财政对买壳和借壳提供一定的支持。如对买壳和借壳后刚形成的新公司予以税收减免。

### 2. 健全和完善上海产权市场

上海企业重组,主要从行政重组开始,并逐步转向以市场重组为主、行政重组为辅的局面。这个转变时间的长短,很大程度上取决于整个产权市场发育的状况如何。因此,上海市政府应该不遗余力地培育产权市场的发展。产权市场的发育,要在以下几个方面加以推动。

(1)制订地方性产权交易法规。产权市场发育的第一障碍就是市场法规体系不健全。由于中央政府对产权问题比较慎重,控制严格,至今尚未出台有关产权交易的全国法规。根据以往的做法,涉及敏感性问题,往往先由地方立法或出台行政性规章,待试行以后,再由中央政府立法。上海要在这方面走在前面,就应该象上海创办证交所一样,在获得中央认可的情况下,先出台有关产权市场的关键法规。只要关键法规能出台,其他细化的制度可由产权交易所内部规则补充。

(2)健全上海产权交易所组织。产权与证券、期货不同,属非规范合同,不应采取集中交易的方法。但是产权交易属新的试点,缺乏交易所组织,又可能会失控。因此,建立以产权交易所为基础,充分开拓无形市场交易的做法比较稳妥。将现有的产权交易所改造成集自律管理、信息中心和结算登记三位一体的机构,充分发挥市场参与者的积极性和能动性,搞活产权市场。产权交易所作为市场的基础也要起监督、指导和控制作用。

(3)审慎发展市场中介组织。产权交易所作为集自律管理、信息中心和结算登记三位一体的机构,发展无形市场交易,要监控无形市场,紧紧把握住其会员单位及从业人员(受自律组织管理)。为保证无形市场健康发展,保证中介机构及其从业人员的素质,在起步阶段,要严格审查批准制度,控制中介机构及从业人员的数量,在积累管理经验的基础上,再逐步扩大范围,形成规范市场。审慎发展中介组织的同时,还要加强对中介机构的业务指导和从业人员的业务培训,制订细致的规划,维护产权市场的形象,其中包括制订收费标准,防止乱收费等。

### 3. 建立法人治理机构,培养新一代企业家

按照现代企业制度的要求,建立法人治理机构,积极培养新一代企业家,掀起“经理革命”。

(1)建立和健全法人治理机构。

(2)培育经理市场,加快改革现行企业干部的行政任命制。

(3)实行年薪制,强化企业家的激励机制。

### 4. 创造有利于企业重组的环境

(1)参照国际惯例,建立规范企业重组行为的法律框架。

(2)提高信息透明度。

(3)大力培育和发展企业重组的中介服务机构。

### 5. 针对行政型、混合型的企业重组,建立政府监理机制

(1)通过产业政策,设定企业重组中资产存量结构调整的目标与产业领域中生产集中的程序范围。

(2)通过金融政策,对不同产业、不同项目、不同类型的企业重组实施不同的信贷额度和利率标准,以引导或抑制重组在某一领域的发展。

(3)通过国有资产管理机构,对投资经营进行管理,同时完善与之相关的产权登记、资产评估、资产考核评价等体系。

(作者单位:上海市政府发展研究中心;邮编:200003)