

第一节 企业并购与资产重组的内涵界定

一、企业并购的内涵界定

企业并购的内涵可以定义为：是指企业的兼并和收购(merger & acquisition, M&A),是企业资本运作和资本经营的主要形式。企业并购是一种特殊的交易活动,其对象是产权。通过并购,企业可以实现资源合理配置、扩大生产经营规模、实现协同效应、降低交易成本,以增强企业的竞争优势、提高企业的价值。当前,并购已成为企业外部扩张与成长的重要途径之一。

企业并购的实质是在企业控制权转移过程中,各权利主体依据企业产权所作出的制度安排而进行的一种权利让渡行为。企业并购是企业基于经营战略考虑对企业股权、资产、负债进行的收购、出售、分立、合并、置换活动,表现为资产与债务重组、收购与兼并、破产与清算、股权或产权转让、资产或债权出售、企业改制与股份制改造、管理层及员工持股或股权激励、债转股与股转债、资本结构与治理结构调整等。

企业并购活动是在一定的财产权利制度和企业制度条件下进行的。在企业并购过程中,某一部分权利主体通过出让所拥有的对企业的控制权而获得相应的收益,另一部分权利主体则通过付出一定的代价而获取这部分控制权。企业并购活动包括兼并、收购和合并(consolidation)三个不同的内容和含义。

(1) 兼并。兼并是指两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。兼并的方法有:①用现金或证券购买其他公司的资产;②购买其他公司的股份或股票;③对其他公司股东发行新股票以换取其所持有的股权,从而取得其他公司的资产和负债。兼并有狭义和广义之分。狭义的兼并是指一个企业通过产权交易获得其他企业的产权,使这些企业的法人资格丧失,并获得企业经营管理控制权的经济行为。广义的兼并是指一个企业通过产权交易获得其他企业产权,并企图获得其控制权,但是这些企业的法人资格并不一定丧失。

(2) 收购。收购是指一家企业用现金、股票或者债券等购买另一家企业的股票或者资产,以获得该企业的控制权的行为。收购有两种形式:资产收购和股权收购。资产收购是指一家企业通过收购另一家企业的资产以达到控制该企业的行为。股权收购是指一家企业通过收购另一家企业的股权以达到控制该企业的行为。按收购方在被收购方股权份额中所占的比例,股权收购可以划分为控股收购和全面收购。控股收购指收购方虽然没有收购被收购方所有的股权,但其收购的股权足以控制被收购方的经营管理。控股收购又可分为绝对控股收购和相对控股收购。收购方持有被收购方股权

51%以上的为绝对控股收购。收购方持有被收购方股权51%以下但又能控股的为相对控股收购。全面收购指收购方收购被收购方全部股权,被收购方成为收购方的全资子公司。

收购与兼并的主要区别是,兼并使目标企业和并购企业融为一体,目标企业的法人主体资格取消,而收购常常保留目标企业的法人地位。

(3) 合并。合并是指两个或两个以上的企业合并成为一个新的企业。合并包括两种法定形式:吸收合并和新设合并。吸收合并是指两个或两个以上的企业合并后,其中一个企业存续,其余的企业归于消灭,用公式可表示为: $A+B+C+\dots=A$ (或 B 或 $C\dots\dots$)。新设合并是指两个或两个以上的企业合并后,参与合并的所有企业全部消灭,而成立一个新的企业,用公式表示为: $A+B+C+\dots=\text{新的企业}$ 。合并主要有如下特点:第一,合并后消灭的企业的产权人或股东自然成为存续或者新设企业的产权人或股东;第二,因为合并而消灭的企业的资产和债权债务由合并后存续或者新设的企业继承;第三,合并不需要经过清算程序。

在西方文献中,表述兼并、收购、合并、联合、接管的词有很多,如 acquisition, annexation, amalgamation, consolidation, takeover 等。尽管这些词的含义有交叉,但还是可以从严格意义上进行区分。

(1) acquisition 一般是指一个经济实体控制另一个经济实体。

(2) annexation 原指一国正式宣布对原不属于其管辖范围内的某一领土享有主权的正式行为,它是单方面的行为,通过实际占领而生效,并通过普遍的承认而合法化。

(3) amalgamation 指两个或更多公司的联合或合并,这种联合或合并的实现途径有:一个公司控制其他公司;两个或更多公司之间的合并;原先的公司解散,成立新的公司来接管联合的经济实体。

(4) consolidation 指两个或两个以上的公司合并成一家新企业的行为,所有原来的各个企业都终止而成为一个新成立的企业的组成部分。

(5) takeover 指收购方在对方完全不知情或者双方达不成共同协商条件的情况下不顾被收购方的意思而强行夺取被收购公司控制权的行为。

以上名词解释词条来源于《大不列颠百科全书》《牛津金融和银行词典》。

二、资产重组的概念界定

资产重组是指企业资产的拥有者、控制者与企业外部的经济主体对企业资产的分布状态进行重新组合、调整、配置的过程,或对设在企业资产上的权利进行重新配置的过程。狭义的资产重组仅仅指对企业的资产和负债的划分与重组,广义的资产重组还包括企业机构和人员的设置与重组、业务机构和管理体制的调整。目前所指的资产重组一般都是广义的资产重组。在股票市场基本分析的诸多方法中,资产重组是上市公司基本面分析重要的研究内容和领域之一。

资产重组分为内部重组和外部重组。内部重组是指企业(或资产所有者)将其内部资产按优化组合的原则进行的重新调整和配置,以期充分发挥现有资产的部分和整体效益,从而为经营者或所有者带来最大的经济效益。在这一重组过程中,仅是企业内部管理机

制和资产配置发生变化,资产的所有权不发生转移,属于企业内部经营和管理行为,因此,不与他人产生任何法律关系上的权利义务关系。外部重组是企业和企业之间通过资产的买卖(收购、兼并)、互换等形式,剥离不良资产、配置优良资产,使现有资产的效益得以充分发挥,从而获取最大的经济效益。这种形式的资产重组,企业买进或卖出部分资产或者企业丧失独立主体资格,其实只是资产的所有权在不同的法律主体之间发生转移,因此,此种形式的资产转移的法律实质就是资产买卖。

目前,在国内资产重组早已成为一个边界模糊、表述一切与上市公司有关的重大非经营性或非正常性变化的总称。在上市公司资产重组实践中,资产一般泛指一切可以利用并为企业带来收益的资源,其中不仅包括企业的经济资源,也包括企业的人力资源和组织资源。资产概念的泛化,也就导致了资产重组概念的泛化。

虽然国家有关部门出台了不少有关资产重组的法律法规和行政规章制度,但均未涉及资产重组的概念,到目前为止还没有一个关于资产重组的明确定义。虽然在重组实践中会从不同的角度对资产重组及其包括的内容进行一定程度的规范,但使用的名称仍然极不统一,随意性较大,列举的方式也不周延,甚至有点儿混乱,这些都为资产重组概念的泛化敞开了较大的口子。

我国的资产重组概念所包含的内容比国外的企业重组(restructuring)的概念要广,而且我国的资产重组概念是从股市习惯用语上升到专业术语的,因此给资产重组下一个内涵、外延明确的定义是非常困难的。我国学者在研究当中多半采取下一个泛泛的定义做简单描述的做法或者干脆回避对资产重组这一重要的概念进行定义。现已有的关于资产重组的定义不少于20种,其中国内使用得比较广泛的有以下几种。

1. 从资产的重新组合角度进行定义

梁爽等专家认为资产是企业拥有的经济资源,包括人的资源、财的资源 and 物的资源。所以,资产重组就是对经济资源的改组,是对资源的重新组合,包括对人的重新组合、对财的重新组合和对物的重新组合。赵楠甚至认为,资产重组不仅包括人、财、物三个方面的重新组合,而且还应当包括进入市场的重新组合。该定义只突出了资产重组的“资产”的一面,没有突出资产重组涉及的“产权”的一面。

2. 从业务整合的角度进行定义

资产重组是指企业以提高公司整体质量和获利能力为目的,通过各种途径对企业内部业务和外部业务进行重新整合的行为。该定义从业务整合的角度对重组进行了解析,基本反映了资产重组的目的;但概括性不强,内涵和外延不明确,而且同样没有涉及资产重组的“产权”的一面。

3. 从资源配置的角度进行定义

资产重组就是资源配置。有人进一步认为,资产重组就是对存量资产的再配置过程,其基本含义就是通过改变存量资源在不同的所有制之间、不同的产业之间、不同的地区之间,以及不同的企业之间的配置格局,实现优化产业结构和提高资源利用率的目标。而华民等学者进一步扩展了资产重组概念,认为资产重组涉及两个层面的问题。其一是微观层面的企业重组,内容主要包括:企业内部的产品结构、资本结构与组织结构的调整;企业外部的合并与联盟等。其二是宏观层面的产业结构调整,产业结构调整是较企业重组

更高级的资源重新配置过程。

该定义把资产重组与资源配置联系起来了。但资产重组是资源配置的一种方式,而资源配置只是资产重组的一种目的和结果而已。比如企业的生产从一种产业转移到另一种产业是不属于资产重组的,而是属于资源配置的范畴。仅用资源配置来定义资产重组内涵不清晰、外延模糊,未能突出资产重组的特点。

4. 从产权的角度进行定义

企业资产重组就是以产权为纽带,对企业的各种生产要素和资产进行新的配置与组合,以提高资源要素的利用效率,实现资产最大限度的增殖的行为。而有人甚至认为资产重组只是产权重组的表现形式,是产权重组的载体和表现形态。该定义突出了资产重组中“产权”的一面,但又排除了不涉及产权的资产重组的形式。

从上述定义可以看出我国的资产重组概念显然有两个层面的含义:一个是企业层面的“资产”重组,另一个是股东层面的“产权”重组。因此资产重组可以分为企业资产的重新整合和企业层面上的股权的调整。根据上述定义,资产重组不包括企业内部的资产重组组合以及企业对外进行产权投资,而只包括企业与外界之间发生的资产组合与企业的产权变动。

根据证券市场的约定俗成,资产重组还是一个带有“量”的内涵的概念,即企业的这种资产的调整和配置必须达到一定程度才能被称为资产重组。如对一个上市公司而言,股权转让是频繁的,少量的股权转让不属于资产重组范围。基于我国证券市场的约定俗成,可以从以下几方面把握资产重组的概念和含义。

1. 资产重组并不仅仅是存量资产的调整

对于资产重组到底是存量资产的调整还是增量资产的调整,在一般情况下,资产重组包含存量资产的调整,这种基于存量资产结构的调整,往往需要有新的增量资产的进入才能进行更好的调整。资产重组从一般意义上讲,应当是存量资产和增量资产的重新整合,这种整合是一个动态过程。

2. 我国的资产重组的概念比国外的企业重组的概念要广

在国外,企业重组指的是清偿一些领域的项目,并将资产重新投向其他现有领域或新的领域。而中国证券市场约定俗成的资产重组的概念比国外的企业重组的概念要广得多,已经涵盖兼并收购以及企业重组的各个方面。

3. 资产重组概念具有中国特色

在我国现阶段出现的上市公司为保壳或达到类似目的而进行的资产重组,其实是包含债务重组(剥离)、股权重组、职工安置(国企职工身份置换)等一系列社会、经济、政治因素在内的系统工程。因而,我国上市公司资产重组在符合资产重组一般规律的前提下,还具有地方政府主导参与等鲜明的中国特色。例如,我国的国有股回购与成熟市场当中的“股份回购”是不同的。这些正是源自中国特殊的制度环境。

三、资产重组的具体内容

根据我国证券市场的约定俗成,可以把上市公司资产重组分为五大类:①收购兼并。②股权转让,包括非流通股的划拨、有偿转让和拍卖等,以及流通股的二级市场购并(以公

告举牌为准)。③资产剥离或所拥有股权的出售,是指上市公司将企业资产或所拥有股权从企业中分离、出售的行为。④资产置换,包括上市公司资产(含股权、债权等)与公司外部资产或股权互换的活动。⑤其他类。

1. 收购兼并

在我国,收购兼并主要是指上市公司收购其他企业股权或资产,兼并其他企业,或采取定向扩股合并其他企业。它与我国上市公司的大宗股权转让概念不同。股权转让是在上市公司的股东层面上完成的,而收购兼并则是在上市公司的企业层面上进行的。收购兼并是我国上市公司资产重组当中使用最广泛的一种重组方式。

2. 股权转让

股权转让是上市公司资产重组的另一种重要方式。在我国,股权转让主要是指上市公司的大宗股权转让,包括股权有偿转让、二级市场收购、行政无偿划拨和通过收购控股股东的股份等形式。上市公司大宗股权转让后一般会出现公司股东甚至董事会和经理层的变动,从而引入新的管理方式,调整原有公司业务,实现公司经营管理以及业务的升级。

3. 资产剥离或所拥有股权的出售

资产剥离或所拥有股权的出售也是上市公司资产重组的一种重要方式,主要是指上市公司将其本身的一部分出售给目标公司而由此获得收益的行为。根据出售标的的差异,可划分为实物资产剥离和股权出售。资产剥离或所拥有股权的出售作为减轻上市公司经营负担、改变上市公司经营方向的有力措施,经常被加以使用。在我国上市公司当中,相当一部分企业上市初期改制不彻底,带有大量的非经营性资产,为以后的资产剥离活动埋下了伏笔。

4. 资产置换

资产置换是上市公司资产重组的重要方式之一。在我国资产置换主要是指上市公司控股股东以优质资产或现金置换上市公司的存量呆滞资产,或以主营业务资产置换非主营业务资产等行为。资产置换被认为是各类资产重组方式当中效果最快、最明显的一种方式,经常被加以使用。上市公司资产置换行为非常普遍。

5. 其他类

除了收购兼并、股权转让、资产剥离或所拥有股权的出售、资产置换等基本方式以外,根据资产重组的定义,我国还出现过国有股回购、债务重组、托管、公司分拆、租赁等重组方式。

其中值得一提的是,壳重组和 MBO(管理层收购)不是两种单独的资产重组方式。因为这两种方式都是“股权转让”重组的一种结果。配股(包括实物配股)不是资产重组的一种方式,因为配股过程中,产权没有出现变化。虽然在增发股份的过程中产权发生了变化,但根据约定俗成,把增发股份当作一种融资行为,而不当作资产重组行为。上市公司投资参股当中的新设投资属于上市公司投资行为,而对已有企业的投资参股则是兼并收购的一种。

四、资产重组的特殊功能

在我国上市公司当中,从国有企业转制而来的国有控股上市公司,除普遍存在产权主

体塑造不彻底、股权结构不合理、公司治理结构不完善等问题以外,还肩负着优先安置下岗职工等不少社会目标,使得国有控股上市公司的目标多元化。因此我国上市公司资产重组除了具有西方发达证券市场中上市公司兼并重组的一般功能目标以外,还有一些特殊的功能目标。这些功能目标一部分来自企业自身发展的要求,是企业主动行为的后果,而另一部分则是社会赋予国有企业的特殊目标要求,即在我国上市公司资产重组功能目标体系中,既有为了企业利润最大化而进行兼并重组的一般功能,又有国有资产战略调整等社会功能,还有企业自身发展要求和国家社会目标相一致的产业结构调整等功能。

五、资产重组的原则

在社会主义市场经济条件下进行资产重组,应该遵循以下原则。

(1) 资产重组要以产权连接为基础。因为以产权连接为基础的资产重组是牢固的,它避免以契约形式来进行资产重组时过高的谈判成本和道德风险;同时,真正的产权转移可以为新企业的产权明晰创造条件,使新企业拥有完整的产权。

(2) 资产重组要以市场的要求为出发点。国有资产重组过程中切忌政府的过多干预,而必须是资本所有者和企业经营者根据市场提供的信号,按照资本追逐效益的原则来进行操作。

(3) 国有资产重组要有明确的产业政策。我国是发展中国家,在产业政策中,通过资产存量的调整来改变国家的产业结构状况是一项重要的政策措施。因此国家就必须制定相应的政策来保证资产重组活动的结果符合国家的产业政策的需要。

(4) 资产重组要保持企业竞争性和垄断性的统一。资产重组必然会导致大企业、大集团的产生,这样会产生规模效益,降低企业的生产成本,从而提高企业的市场竞争力。但是这样可能会造成垄断,而市场经济的活力是由竞争机制带来的。所以在资产重组的过程中,要形成一些有规模的大企业,同时要避免产生垄断性的企业集团。

(5) 资产重组不要寻求一劳永逸的方案。因为现在的市场环境变化是非常快的,今天看起来合理的产业结构,过不了多久就会变得不合理了。同时,资产重组的主体也不可能永久不变,现在是被收购的目标企业,过一段时间可能成为收购方,去收购别的企业。

六、企业并购和资产重组之间的区别与联系

公司并购与资产重组是两个不同的概念。并购侧重于股权、公司控制权的转移,而资产重组侧重于资产关系的变化,资产重组后,企业所占有的资产形态和数量通常会发生改变。对于公司来说,即使公司的控股权发生了变化,只要不发生资产的注入或剥离,公司所拥有的资产未发生变化,也只是公司的所有权结构发生变化,实现了控股权的转移。

但是,资产重组与企业并购常常是交互发生的,先收购后重组,或先重组、再并购、再重组在资本运作中也是经常采用的方式。重组和并购是互相交叉的两个概念,它们既可

以互不相干,分别发生,也可以互为因果。比如有些公司,可能实现了控股权的转移,但并没有出现资产重组;而有些上市公司,可能控制权没有转移,但却进行了资产重组。而更多则是先并购后重组,或者先重组、再并购、再重组。此外,还要看从哪个角度看问题。比如甲公司收购了乙公司的股权,取得了对乙公司的控股地位之后,可能拿乙公司的股权进行抵押融资,或利用乙公司进行担保贷款,而乙公司本身并没有重大的资产收购或出售行为,那么,对甲公司而言,其资产进行了重组,而对乙公司而言,则是仅仅换了大股东而已,可以说被收购了,却与重组不沾边。如果是上市公司,即使控股权有变化,只要不发生资产的注入和剥离,对上市公司本身来讲并不会导致资产的重组,而只是公司所有权结构的变化。由此可见,重组侧重于资产关系,并购侧重于股权关系。

从单个企业的视角出发,资本市场上的并购与重组则包含既不相同又互相关联的三大类行为:公司扩张、公司调整和公司所有权、控制权转移。但实践中,一个重组行为甚至可以同时划入这三类概念,如收购公司,对收购方来说,是一种扩张行为,而对目标公司而言是一种控制权或所有权的转移行为,对目标公司的出让方来说又是一种收缩或调整行为。

第二节 企业并购与资产重组的理论

企业并购理论的发展和并购浪潮的发生是紧密相连的,伴随着每次的并购浪潮,企业并购的理论也逐步向前发展。面对一次又一次并购浪潮,经济学家们试图从多种角度对并购活动加以解释,进而形成多种理论。目前,较有影响的有竞争优势理论、效率理论、代理理论、内部化理论、价值低估理论、市场势力论、财富重分配理论、交易费用理论、企业成长理论、产业组织理论等,这些理论从不同角度阐述了企业兼并和收购的动因问题及其实施并购的有效性问题的。

一、竞争优势理论

并购动机理论的出发点是竞争优势理论,原因在于以下三个方面:第一,并购的动机来源于竞争的压力,并购方在竞争中通过消除或控制对方来提高自身的竞争实力。第二,企业竞争优势的存在是企业并购产生的基础,企业通过并购从外部获得竞争优势。第三,并购动机的实现过程是竞争优势的双向选择过程,并产生新的竞争优势。并购方在选择目标企业时正是针对自己所需目标企业的特定优势。

二、效率理论

效率理论认为并购活动能提高企业经营绩效,增加社会福利,因而支持企业并购活动。通过并购改善企业经营绩效的途径有规模经济和管理高效两条。

1. 规模经济

一般认为扩大经营规模可以降低平均成本,从而提高利润。因而该理论认为并购活动的主要动因在于谋求平均成本下降。这里的平均成本下降的规模经济效应可以在两个

级别上取得:第一级在工厂,包括众所周知的生产专门化的技术经济、工程师规律等;第二级在公司,包括研究开发、行政管理、经营管理和财务方面的经济效益。此外,还可以加上合并的协同效益,即所谓的“ $1+1>2$ ”效益。这种合并使合并后企业所提高效率超过其各个组成部分提高效率的总和。协同效益可从互补性活动的联合中产生。如一家拥有强大的研究开发队伍的企业和一家拥有一批优秀管理人员的企业合并,就会产生协同效益。

2. 管理高效

有些经济学家强调管理对企业经营效率的决定性作用,认为企业间管理效率的高低成为企业并购的主要动力。当A公司管理效率优于B公司时,A、B两公司合并能提高B公司效率。这一假设所隐含的是并购公司确能改善目标公司的效率。在实践中这一假说显得过于乐观。有人在此基础上,进一步解释为并购公司有多余的资源 and 能力投入对目标公司的管理中。此理论有两个前提:①并购公司有剩余管理资源,如果其能很容易释出,则并购是不必要的。但是,如果管理队伍为不可分组合,或具有规模经济,则必须靠并购加以利用;②目标公司的非效率管理可以在外部管理人介入之下得以改善。

此理论在一定程度上解释了通过并购提高效率的动因。它能解释具有相关知识和信息的相关产业并购活动,却无法解释多元化并购。

三、代理理论

代理问题是 Jensen 和 Meckling 于 1976 年提出的,他们认为在代理过程中,由于存在道德风险、逆向选择、不确定性等因素的作用而产生代理成本。他们把这种成本概括为以下几方面:所有人与代理人订立契约成本;对代理人监督与控制成本;限定代理人执行最佳或次佳决策所需的额外成本;剩余求偿损失。

并购活动在代理问题存在的情况下有以下三种解释。

1. 并购是为了降低代理成本

Fama 和 Jensen 在 1983 年认为,公司代理问题可由适当的组织程序来解决。在公司所有权和经营权分离的情况下,决策的拟定和执行是经营者的职权,而决策的评估和控制由所有者管理,这种互相分离的内部机制设计可解决代理问题。而并购则提供了解决代理问题的一个外部机制。当目标公司代理人有代理问题产生时,通过收购股票获得控制权,可减少代理问题的产生。

2. 经理理论

这一理论认为在公司所有权和控制权分离后,企业不再遵循利润最大化原则,而选择能使公司长期稳定和发展的决策。Muller 在 1969 年提出假设,认为代理人的报酬由公司规模决定。因此代理人有动机使公司规模扩大而接受较低的投资利润率,并借并购来增加收入和提高职业保障水平。马克斯、威廉森等认为经理的主要目标是公司的发展,并认为已接受这种增长最大化思想且发展迅速的公司最易卷入并购活动中。Fuss 于 1980 年发现并购公司经理在合并后的两年里平均收入增加 33%,而在没有并购活动发生的公司里,经理的平均收入只增加 20%。1975 年,马克斯和惠廷顿发现公司规模是影响经理收入的主要因素。这些证据证实了这一理论。1977 年,辛格和米克斯对并购后的企业利

润情况的研究表明,合并后的企业利润一般都会下降。这一证据表明企业合并注重的是企业长期发展,而不太注重利润情况,甚至愿意牺牲短期利润。但 Lewellen 和 Huntsman 在 1970 年的实证结果显示,代理人的报酬和公司的报酬率有关,而与公司规模无关。这一结论是对经理理论的挑战。

3. 自由现金流量说

这一理论源于代理问题。Michael Jensen 认为自由现金流量的减少有利于减少公司所有者和经营者之间的冲突。自由现金流量是指公司在支付所有净现值为正的投资计划后所剩余的现金量。如果公司要使其价值最大,自由现金流量应完全交付给股东,但此举会削弱经理人的权力,而且在资本市场上筹集再度进行投资计划所需的资金时将受到监控,由此降低代理成本。

除了减少企业的自由现金流量外,Jensen 还认为适度的债权由于必须在未来支付现金,比经理人答应发放现金股利来得有效,而更易降低代理成本。他还强调对那些已面临低度成长而规模逐渐缩小,但仍有大量现金流量产生的公司,控制其财务上的资本结构是很重要的。此时并购的含义是公司借并购活动,适当提高负债比例,以降低代理成本,增加公司价值。

四、内部化理论

内部化理论是在 20 世纪 70 年代后期兴起的。这一理论不再以传统的消费者和厂家作为经济分析的基本单位,而是把交易作为经济分析的“细胞”,并在有限理性、机会主义动机、不确定性和市场不完全等几个假设的基础上展开,认为市场运作的复杂性会导致交易的完成需付出高昂的交易成本(包括搜寻、谈判、签约、监督等成本)。为节约这些交易成本,可用新的交易形式——企业来代替市场交易。这一理论在解释并购活动的同时,认为并购的目的在于节约交易成本。通过并购节约交易成本有以下五个方面。

1. 企业通过研究和开发的投入获得产品——知识

在市场存在信息不对称和外部性的情况下,知识的市场难以实现,即便得以实现,也需要付出高昂的谈判成本和监督成本。这时,可通过并购使专门的知识在同一企业内运用,达到节约交易成本的目的。

2. 企业的商誉作为无形资产,其运用也会遇到外部性问题

某一商标使用者降低其产品质量,可以获得成本下降的大部分好处,而商誉损失则由所有商标使用者共同承担。解决这一问题的办法有两个:一是增加监督,保证合同规定的产品最低质量,但会使监督成本大大提高;二是通过并购将商标使用者变为企业内部成员。作为内部成员,降低质量只会承受损失而得不到利益,消除了机会主义动机。

3. 大量专用中间产品投入

有些企业的生产需要大量的专用中间产品投入,而这些中间产品市场常存在供给的不确定性、质量难以控制和机会主义行为等问题。这时,企业常通过合约固定交易条件,但这种合约会约束企业自身的适应能力。当这一矛盾难以解决时,通过并购将合作者变为内部机构,就可以解决上述问题。

4. 资产专用性

一些生产企业为开拓市场需要大量的促销投资,这种投资由于专用于某一企业的某一产品,具有很强的资产专用性。同时销售企业具有显著的规模经济,一定程度上形成进入壁垒,限制竞争者加入,形成市场中的少数问题。当市场中存在少数问题时,一旦投入较高的专门性资本,就要承担对方违约造成的巨大损失。为减少这种风险,要付出高额的谈判成本和监督成本。在这种成本高到一定程度时,并购就成为最佳选择。

5. 组织结构变化

企业通过并购形成规模庞大的组织,使组织内部的职能相分离,形成一个以管理为基础的內部市场体系。一般认为,用企业内的行政指令来协调内部组织活动所需的管理成本较市场运作的交易成本低。

内部化理论在对并购活动的解释上有较强的说服力。但由于其分析方法和所用概念的高度抽象,其难以得到系统检验;又由于分析过程及所得结论过于一般化,其很难在管理领域得到应用。

五、价值低估理论

这一理论认为并购活动的发生主要是因为目标公司的价值被低估。当一家公司对另一家公司的估价比后者对自己的估价更高时,前者有可能投标买下后者。目标公司的价值被低估一般有下列几种情况:①经营管理能力并未发挥应有的潜力。②并购公司拥有外部市场所没有的目标公司价值的内部信息。③通货膨胀等原因造成资产的市场价值与重置成本的差异,公司价值有被低估的可能。

Tobin 以比率 Q 来反映企业并购发生的可能性。 Q 为企业股票市场价值与企业重置成本之比。当 $Q > 1$ 时,形成并购的可能性较小。当 $Q < 1$ 时,形成并购的可能性较大。美国 20 世纪 80 年代的情形说明了这一点。在 20 世纪 80 年代美国并购高潮期间,美国企业的 Q 比率一般在 0.5~0.6,但当一家公司投资一家目标公司时,目标公司的股票行市形成溢价,一般溢价幅度在 50% 左右。如果一家企业比值为 0.6,股票溢价为 50%,那么并购总成本为资产重置成本的 90%,比新建一家企业便宜 10%,而且这种并购形成的投资在投资完成后可立即投入运行。还有人认为,当技术、销售市场和股票市场价格变动非常迅速时,过去的信息和经验对未来收益的估计没有什么用处。结果是价值低估的情况屡见不鲜,并且并购活动增加。因此,价值低估理论预言,在技术变化日新月异及市场销售条件与股价不稳定的情况下,并购活动一定很频繁。

六、市场势力论

这一理论认为,并购活动的主要动因是可以借并购活动达到减少竞争对手来增强对企业经营环境控制的目的,提高市场占有率并增加长期的获利机会。下列三种情况可能导致以增强市场势力为目标的并购活动。

(1) 在需求下降、生产能力过剩和削价竞争的情况下,几家企业联合起来,以取得实现本产业合理化的比较有利的地位。

(2) 在国际竞争使国内市场遭受外商势力的强烈渗透和冲击的情况下,企业间通过

联合组成大规模联合企业,对抗外来竞争。

(3) 法律变得更为严格,使企业间包括合谋等在内的多种联系成为非法。在这种情况下,通过合并可以使一些非法的做法“内部化”,达到继续控制市场的目的。

1980年,惠廷顿研究发现大公司在利润方面比小公司的变动要小。这说明大公司由于市场势力较强,不容易受市场环境变化的影响。规模、稳定性和市场势力三者是密切相关的。事实上,由于美国等发达国家信奉自由竞争市场的哲学立场,因而企业并购会受到垄断法的强硬约束。在并购产生过度集中时,常借由法庭控诉和管制手段来干预并购活动。

七、财富重分配理论

在并购理论中,财富重分配理论认为并购活动只是财富的重新分配。当并购消息宣布后,各投资人(股东)掌握的信息不完全或对信息的看法不一致,导致股东对股票价值有不同的判断,引起并购公司和目标公司的股价波动。这种价格波动,不是源于公司经营状况的好坏,而是财富转移的结果。并购公司和目标公司间的财富转移使目标公司的市盈率变动,投资人往往以并购公司的市盈率重估目标公司的价值,引起目标公司的股价上涨。同理,并购公司的股票价格也因此上涨;反之则亦然。

并购活动的财富转移曾引起一些争论。有人认为财富的转移可能是并购公司和目标公司股东间的财富转移,有人认为可能是债权人财富转移给股东,甚至有人认为可能是劳工或消费者财富的转移。McDaniel对上述争论做过实证研究,结果显示,并购所创造的资本利得并不是源于债权持有人,即使以负债方式并购而增加负债比例,债权持有人也没有受到什么负面影响。但是,如果以杠杆收购(leveraged buy-out, LBO)方式并购而使负债大量增加,则对债权持有人的负面影响就大。关于这一问题的争论尚无定论。

八、交易费用理论

Hennart和Park最早运用交易费用理论来分析跨国公司的新建与并购选择。他们把交易费用作为工具,分析指出当跨国公司具有技术优势、管理优势时,并购投资会增加交易成本,从而不利于并购进入;如果跨国公司的扩张是在非相关性行业,并购则可以减少投资风险,降低交易费用。内部化理论的著名代表巴克利和卡森发表《国外市场进入战略分析——内部化理论的延伸》一文,进一步发展了Hennart等人的研究。他们利用交易费用这一工具,从东道国宏观环境、产业环境和企业内部因素三个方面全面分析了东道国的文化差异、行业结构、行业进入限制、竞争对手的反应以及跨国公司的技术水平、规模、海外经营经验等对贸易、许可证、特许经营、合资、跨国并购等不同市场进入方式选择的影响。交易费用理论提供了一个解释跨国并购影响因素的一般理论范式 and 工具,但是其局限性也相当明显。

九、企业成长理论

1959年,Penrose发表《企业成长理论》,提出了以资源为基础的企业成长理论。他认为企业成长不仅要依靠劳动分工,而且内部资源的整合和协调产生的新的“剩余”对企业

成长至关重要。新的“剩余”集中体现在企业的人力资源中,这是因为依靠企业经理人员的能力、知识和管理经验,就可以更有效地利用企业内部资源,产生更高的组织效率。该理论将人力资源看作影响跨国公司并购扩张的最重要因素,并认为当企业扩张不具有人力资源优势时,就只能通过并购获得目标公司的人力资源来实现成长。但是,对于跨国并购这样复杂的投资行为,仅仅用人力资源或者企业能力来解释是不充分的,而且该理论对跨国并购选择的解释也有限。

十、产业组织理论

该理论认为,企业的最低有效生产规模、核心技术和政府对产业进入的限制,都可能对企业的行业进入形成产业壁垒,具体包括规模壁垒、技术壁垒和产业进入政策壁垒等。而企业通过对行业内原有企业的并购,获得其生产能力、技术,可以有效地降低或消除规模、技术壁垒,规避政策限制,实现有效进入。因此,东道国产业壁垒的高低会影响跨国并购决策。虽然产业组织理论不能全面、单独解释跨国并购投资行为,但这种探索在理论上却是一大进步,因为以往的研究只关注企业的特征、东道国的环境特征等对跨国并购的影响,忽略了对产业层次的研究。产业组织理论从产业层次上提出了产业壁垒也对跨国并购产生影响。

第三节 企业并购与资产重组的动因分析

企业作为一个资本组织,必然谋求资本的最大增值,企业并购作为一种重要的投资活动,产生的动力主要来源于企业追求资本最大增值的动机和竞争压力等因素,但是就单个企业的并购行为而言,又会有不同的动机和在现实生活中不同的具体表现形式,不同的企业根据自己的发展战略确定并购的动因。

一、并购的效应动因理论

在并购动因的一般理论基础上有许多具体的并购效应动因,主要有以下四个方面。

1. 韦斯顿协同效应

该理论认为并购会带来企业生产经营效率的提高,最明显的作用表现为规模经济效益的取得,常称为“ $1+1>2$ ”的效应。

2. 市场份额效应

通过并购可以提高企业对市场的控制能力。通过横向并购达到该行业特定的最低限度的规模,改善了行业结构,提高了行业的集中程度,使行业内的企业保持较高的利润率水平;而纵向并购是通过对原料和销售渠道的控制,有力地控制竞争对手的活动;混合并购对市场势力的影响是以间接的方式实现的,并购后企业的绝对规模和充足的财力对其相关领域中的企业形成较大的竞争威胁。

3. 经验成本曲线效应

其中的经验包括企业在技术、市场、专利、产品、管理和企业文化等方面的特长。由于经验无法复制,通过并购可以分享目标企业的经验,减少企业为积累经验所付出的学习成

本,节约企业发展费用。在一些对劳动力素质要求较高的企业,经验往往是一种有效的进入壁垒。

4. 财务协同效应

并购会给企业的财务带来效益,这种效益是由于税法、会计处理惯例及证券交易内在规定的作用而产生的货币效益。其主要有:税收效应,即通过并购可以实现合理避税;股价预期效应,即并购使股票市场企业股票评价发生改变从而影响股票价格,并购方企业可以选择市盈率和价格收益比较低,但是有较高每股收益的企业作为并购目标。

二、企业并购的一般动因分析

企业并购的直接动因有两个:一是最大化现有股东持有股权的市场价值,二是最大化现有管理者的财富。而增加企业价值是实现这两个目的的根本,企业并购的一般动因体现在以下几方面。

1. 获取战略机会

企业并购的一个战略动因是要购买未来的发展机会,当一个企业决定扩大其在某一特定行业的经营时,一个重要战略是并购那个行业中的现有企业,而不是依靠自身内部发展。其原因在于:第一,直接获得正在经营的发展研究部门,获得时间优势,避免了工厂建设延误的时间;第二,减少一个竞争者,并直接获得其在行业中的位置。企业并购的另一个战略动因是市场力的运用,两个企业采用统一价格政策,可以使它们得到的收益高于竞争时的收益,大量信息资源可能用于披露战略机会,财会信息可能起到关键作用,如会计收益数据可用于评价行业内各个企业的盈利能力,也可用于评价行业盈利能力的变化等,这对企业并购有巨大意义。

2. 发挥协同效应

并购的协同效应主要体现在以下几个领域:在生产领域,可产生规模经济性,可接收新技术,可减少供给短缺的可能性,可充分利用未使用的生产能力;在市场及分配领域,同样可产生规模经济性,是进入新市场的途径,扩展现存分布网,增加产品市场控制力;在财务领域,充分利用未使用的税收利益,开发未使用的债务能力;在人事领域,吸收关键的管理技能,使多种研究与开发部门融合。

3. 提高管理效率

其一是企业现在的管理者以非标准方式经营,当企业被更有效率的企业收购后,更替管理者而提高管理效率;其二是当管理者自身利益与现有股东的利益更好地协调时,则可提高管理效率,如采用杠杆购买;其三是现有的管理者的财富构成取决于企业的财务是否成功,这时管理者集中精力致力于企业市场价值最大化。此外,如果一个企业兼并另一个企业,然后出售部分资产收回全部购买价值,结果以零成本取得剩余资产,使企业从资本市场获益。

4. 获得规模效益

企业的规模经济是由生产规模经济和管理规模经济两个层次组成的。生产规模经济主要包括企业通过并购对生产资本进行补充和调整,达到规模经济的要求,在保持整体产品结构不变的情况下,在各子公司实行专业化生产。管理规模经济主要表现在由于管理

费用可以在更大范围内分摊,单位产品的管理费用大大减少,可以集中人力、物力和财力致力于新技术、新产品的开发。

5. 买壳上市

目前,我国对上市公司的审批较严格。上市资格也是一种资源,某些并购不是为获得目标企业本身而是为获得目标企业的上市资格。通过到国外买壳上市,企业可以在国外筹集资金进入外国市场。中国远洋运输集团在海外已多次成功买壳上市控股了香港中远太平洋和中远国际。中远集团(上海)置业发展有限公司耗资1.45亿元,以协议方式一次性购买上海众城实业股份有限公司占股28.7%的发起人法人股,达到控股目的,成功进入国内资本运作市场。

6. 并购减少进入新行业、新市场的障碍

并购是企业进入新行业、新市场的快捷方式。出于市场竞争压力,企业需要不断强化自身竞争力,开拓新业务,降低经营风险。企业可以通过并购利用被并购方的资源,包括设备、人员和目标企业享有的优惠政策快速地进入新的市场领域。例如,为在上海拓展业务,占领市场,恒通公司通过协议以较低价格购买上海棱光实业国有股份,达到控股目的而使自己的业务成功地在上海开展。

三、企业并购的财务动因分析

在西方,对企业并购存在种种理论上的解释。有的理论认为并购中通过有效的财务活动使效率得到提高,并有可能产生超常利益。有的从证券市场信号上分析,认为股票收购传递目标公司被低估的信息,会引起并购方和目标公司股票上涨。综合各种理论,企业产权在买卖中流动,遵循价值规律、供求规律和竞争规律,使生产要素流向最需要、最能产生效益的地区和行业的同时,还要考虑由于税务、会计处理惯例以及证券交易等内在规律作用而产生的一种纯货币的效益,因此,企业产权并购财务动因包括以下几方面。

1. 避税因素

由于股息收入、利息收入、营业收益与资本收益间的税率差别较大,在并购中采取恰当的财务处理方法可以达到合理避税的效果。税法中规定了亏损递延的条款,拥有较大盈利的企业往往考虑把那些拥有相当数量累积亏损的企业作为并购对象,纳税收益作为企业现金流入的增加可以增加企业的价值。企业现金流量的盈余使用方式有增发股利、证券投资、回购股票、收购其他企业。如发放红利,股东将为此支付较企业证券市场并购所支付的证券交易税更高的所得税,有价证券收益率不高;回购股票易提高股票行市,加大成本。而用多余资金收购企业对企业 and 股东都将产生一定的纳税收益。在换股收购中,收购公司既未收到现金,也未收到资本收益,因而这一过程是免税的。企业通过资产流动和转移使资产所有者实现追加投资和资产多样化的目的,并购方通过发行可转换债券换取目标企业的股票,这些债券在一段时间后再转换成股票。这样发行债券的利息可先从收入中扣除,再以扣除后的盈余计算所得税,另外企业可以保留这些债券的资本收益直至其转换为股票,资本收益的延期偿付可使企业少付资本收益税。

2. 筹资

并购一家掌握有大量资金盈余但股票市价偏低的企业,可以同时获得其资金以弥补自身资金不足。筹资是迅速成长的企业共同面临的一个难题,设法与一个资金充足的企业联合是一种有效的解决办法,由于资产的重置成本通常高于其市价,在并购中企业热衷于并购其他企业而不是重置资产。有效市场条件下,反映企业经济价值的是以企业盈利能力为基础的市场价值而非账面价值,被兼并方企业资产的卖出价值往往出价较低,兼并后企业管理效率提高,职能部门改组降低有关费用,这些都是并购筹资的有利条件。当前许多国有企业实施的技术改造急需大量发展资金投入,因此采取产权流动形式使企业资产在不同方式下重新组合,盘活存量可以减少投入,迅速形成新的生产力。

3. 企业价值增值

通常被并购企业股票的市盈率偏低,低于并购方,这样并购完成后市盈率维持在较高的水平上,股价上升使每股收益得到改善,提高了股东财富价值。因此,在实施企业并购后,企业的绝对规模和相对规模都得到扩大,控制成本价格、生产技术和资金来源及顾客购买行为的能力得以增强,能够在市场发生突变的情况下降低企业风险,提高安全程度和企业的盈利总额。同时企业资信等级上升,筹资成本下降,反映在证券市场上则使并购双方股价上扬、企业价值增加,并产生财务预期效应。

4. 利于企业进入资本市场

我国金融体制改革和国际经济一体化增强,使筹资渠道大大扩展,企业可以从证券市场和国际金融市场筹资,许多业绩良好的企业出于壮大势力的考虑往往转到资本运营的方向来寻求并购。

5. 投机

企业并购的证券交易、会计处理、税收处理等所产生的非生产性收益,可改善企业财务状况,同时也助长了投机行为。在我国出现的外资并购中,投机现象日渐增多,它们以大量举债方式通过股市收购目标企业股权,再将部分资产出售,然后对目标企业进行整顿再以高价卖出,充分利用被低估的资产获取并购收益。

6. 财务预期效应

由于并购时股票市场对企业股票评价发生改变而影响股价,成为股票投机的基础,而股票投机又促使并购发生。股价在短时期内一般不会有很大变动,只有在企业的市盈率或盈利增长率有很大提高时,价格收益比才会有所提高,但是一旦出现企业并购,市场对公司评价提高就会引发双方股价上涨。企业可以通过并购具有较低价格收益比但是有较高每股收益的企业,提高企业每股收益,让股价保持上升的势头。在美国的并购热潮中,预期效应的作用使企业并购往往伴随着投机和剧烈的股价波动而进行。

7. 追求最大利润和扩大市场

企业利润的实现依赖于市场,只有当企业提供的商品和服务在市场上为顾客所接受,实现了商品和服务向货币转化,才能真正实现利润。与利润最大化相联系的必然是市场份额的最大化。生产国际化、市场国际化和资本国际化的发展而使一些行业的市场日益扩大,并购这些行业的企业需迎接国际开放市场的挑战。

四、资产重组的一般动因分析

1. 资产重组促进优化资源配置

企业资产重组的具体形式可能千变万化,但其最终目的都是使资源得到最佳的配置。那么,什么样的资源配置方式或者状况才能算作最优呢?一般认为:“帕累托有效”(Pareto efficient)状况是一种最佳的资源配置状况。所谓“帕累托有效”是指这样一种资源配置状况:此时整个社会中一切可以利用的资源都已经各个经济主体之间得到了合理的分配,任何一个经济主体都不可能在降低其他经济主体效用的情况下来提高自己的效用。“帕累托有效”是一个理论上的抽象概念,在实践中更富有指导意义的概念是“帕累托改进”。

所谓“帕累托改进”是指在现有的资源配置基础上,对各种资源在不同经济主体之间分配比例、规模、素质等加以调整,以促进整体效用水平的提高。“帕累托改进”隐含着这样一个假设:资源尚未得到充分利用或在各经济主体间的分配尚未使其得到充分发挥,因而还存在改进资源配置从而使总效用增加的可能。显然,这一假设很符合实际情况。在这个改进过程中,有可能有关各方面的境况都得到改善,从而使整体效用增加,例如某企业将一台本企业闲置不用的设备转让给另一家急需此设备的企业,那么后者的境况当然是改善了,前者由于出让该设备而得到一笔资金,如将这笔资金妥善运用,同样也可使自身境况改善;也有可能参与调整的某一方境况得到改善,而且改善的程度大于前者恶化的程度,这样也使得效用增加。

我国现阶段企业规模极不合理,“小而全”“大而全”的组织规模未发生根本性的变化,生产成本难以降低,恶性的、过度的竞争加剧,整体效益难以提高,大中型企业普遍难以达到规模经济,市场竞争力不强。虽然前期的改革措施都是以实现资源配置的“帕累托有效”为目标,而相对于纯粹的计划方式或较低层次的改革,每一项改革措施也算得上是一种“帕累托改进”,但是,由于这些措施没有从根本上触动我国原有的资源配置机制,而是始终想依靠国有资产存量的流动性和企业产权的转让关系来解决它们的效率问题,从而也就决定了不可能依靠这些措施来建立一套有效的、新型的资源配置机制。实际上,存量资产效率的提高与其流动性是资源配置中无法分开的两个方面,两者互为前提又互相制约,而要素存量的流动不仅包括部分要素的流动(如闲置设备的转让),更重要的则是要素整体的流动即企业的买卖。只有使作为各种生产要素有机结合的企业流动起来,才能彻底消除存量资产低效运营的产权基础,从而保持国有资产存量持续的优化组合与总体运行效率的提高。而要实现这一目标,则有赖于产权转让制度的建立与发展。从这个意义上说,我国的企业资产重组应该是以产权重组为核心的企业经营管理体制的重组。

2. 资产重组促进产业结构调整

一般来说,一国的产业结构主要包括产品结构、部门结构、行业结构、地区结构及企业组织结构等,产业结构表明了各经济部门对国家发展和人民生活水平提高的市场需求的共同满足程度。它首先必须具有协调性,不能出现“瓶颈”制约,造成其他产业供给过剩而浪费资源;其次必须具有先进性,反映当代科技成果和生产方式的特征,以促进产业升级

换代和国民经济综合实力的提高,这也是优化产业结构所要求达到的目标。回顾近几十年来我国经济发展的历程,尽管对产业结构进行了多次调整,但始终见效不大。我国的产业结构在以下几个方面都存在着严重的不合理之处。

(1) 产品结构严重不合理,具体表现为传统产品有余、新兴产品缺乏,难以满足社会各方面日益增长和变化的消费需求。

(2) 部门与行业结构严重不合理,主要表现为存量资产在部门与行业间的配置不合理,有的过多而有的偏少,造成长线与短线并存的局面。

(3) 地区结构严重不合理,即存量资产的空间配置不合理,如生产基地远离原材料基地和消费密集区,或者地区之间结构趋同,不符合各地利用比较优势进行专业化分工的基本原则等。

(4) 技术结构严重不合理,存量资产中的技术含量偏低,大多仍停留在传统的低水平,新兴产业多数未产业化。

(5) 企业组织结构严重不合理,即企业个体过小、联系分散,陷于“小而乱”“小而全”“小而劣”的境地,而未形成规模经济效益。

社会生产力的发展和需求结构的改变必然导致产业结构的改变,有的产业在衰落,有的产业则方兴未艾。衰落产业的存量资源利用率在下降,亟须转移到经济效率更高的产业中去,新兴产业的发展则受到有限的资源存量的限制。在市场经济条件下,利润极大化动机必然驱使衰落产业和新兴产业之间发生资源流动,衰落产业多余的存量资产转入新兴产业,从而实现结构调整。在这一过程中,企业资产重组可以起到积极的作用。

从我国目前的情况来看,加快资本市场的发展,把新增资本注入政府产业政策支持的新兴产业中去,充分利用资本市场交易功能以及通过鼓励一、二级市场上的企业资产重组来实现产业结构的调整,可能是最优的选择。

3. 资产重组促进企业对外扩张

在企业资产重组的活动中,重组方与被重组方以资产为纽带,力图实现“强强联合”正成为国有企业资产重组热潮中的一个新聚焦。从经济学的角度来看,企业资产重组的动力来自两个方面,一是迫于同行竞争、经济周期和产业结构的变动压力,试图通过资产重组来提升规模经济效益,达到占有更多市场份额的目的。二是追求利润最大化的动力机制刺激着企业资产重组活动的不断产生和发展。我们从已经发生的资产重组的案例中分析,主要有三大原因激励着企业资产重组,即企业发展动机、占有市场份额动机和企业发展战略动机。

4. 资产重组促进证券市场发展

从近两年证券市场的发展实践来看,企业资产重组有利于促进我国证券市场向前发展,有利于提高证券市场的质量。证券市场的基础是上市公司。常言道:浇花需浇根,根深才能叶茂。只有上市公司质量的提高,才能使证券市场在规范中发展。同样,规范证券市场就是要致力于规范上市公司的行为,提高上市公司的质量。因此,对上市公司采取资产重组的办法,重新优化配置资源,不仅有利于证券市场规范运作,而且还能不断地给上

市公司输入新鲜血液,给证券市场带来勃勃生机。

我国证券市场上出现的借壳上市这种新的并购方式就是通过证券市场来完成的。由于我国新股发行的严格控制,许多规模较大和效益较好的企业不能上市,不能通过证券市场直接融资,于是借壳上市的并购方式应运而生。借壳上市,一方面使借壳公司达到了融资目的;另一方面,由于借壳公司把优质资产注入壳公司,壳公司的资本规模急剧膨胀、业务迅速扩大、盈利增强,进一步又可在证券市场上扩股增资。

通过证券市场实行企业收购兼并,促进资源的合理配置,是我国企业资产重组的高级形态。随着中国资本市场的快速发展,以及产业结构调整力度的不断加大,企业资产重组不可避免。国家对国有企业的政策是“抓大放小”,为了促进经济增长方式的转变,国家推行大企业、大集团战略,鼓励“多重组少破产”,上市公司正走在我国企业资产重组的前列。

第四节 中外企业并购实践总结

一个世纪以来,西方各国通过大规模的企业并购,实现了企业规模的迅速扩张,进而推动了产业升级和资本结构的优化配置,一大批大型跨国公司随之诞生。随着经济全球化的推进,企业并购在全球范围内再次掀起了高潮,而中国企业并购是伴随着以放权让利为特征的国企改革进行的,国企改革的内在驱动力已基本消耗殆尽,国有经济需要战略性重组,并通过国企改革建立适应市场竞争需要的经营机制。

一、西方国家企业并购历史回顾

美国的并购历史是西方并购历史的集中反映和代表。从1898年起,美国企业已经掀起了6次并购浪潮。

1. 第一次并购浪潮(1898—1903年)

第一次并购浪潮发生在1898年到1903年之间。它以横向并购为特征,如图1-1所示,使资本主义迅速从自由竞争向垄断过渡,形成了一大批垄断企业。这5年间,美国的工业结构发生了重要的变化,100家最大的公司规模增长了400%,并控制了全国工业资本的40%。这次并购浪潮终止的原因有两个:第一,美国在1903年出现经济衰退,股市低迷,股价大跌,并购资金来源不足;第二,以《谢尔曼法》的制定为标志,美国国内掀起了反垄断运动的高潮,政府开始抑制导致垄断的并购行为。

2. 第二次并购浪潮(1916—1929年)

第二次并购浪潮发生在20世纪20年代,于1929年达到高潮。第二次并购浪潮的最大特点是相当规模的纵向并购的出现。虽然横向并购仍为主流,但是纵向并购风行一时。这次并购主

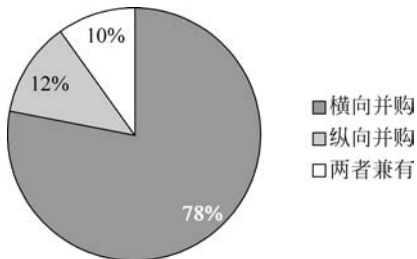


图 1-1 第一次并购浪潮并购类型分布
资料来源: FLIGSTEIN N. The transformation of corporate control [M]. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1990: 72.

要发生在汽车制造业、石油工业、冶金工业及食品加工业,它加强了第一次并购浪潮的集中,也加强了企业之间的竞争程度。1929 年爆发的美国经济危机导致该次并购浪潮终结。

3. 第三次并购浪潮(1955—1969 年)

第三次并购浪潮发生在第二次世界大战以后的 20 世纪五六十年代。它以混合并购为最大的特点。通过这次跨部门和跨行业的混合并购,美国出现了一批多元化经营的大型企业。

4. 第四次并购浪潮(1975—1992 年)

第四次并购浪潮从 20 世纪 70 年代中期持续到 90 年代初,以 1985 年为高潮。它有以下几个特点。

(1) 高风险、高收益的垃圾债券这种新型的融资工具的出现,为杠杆收购与经营者收购创造了条件。杠杆收购与经营者收购的结合创造出一批全新的积极投资者。他们集投资者(委托人)和经营者(代理人)于一身,有更大的动力去追求股东利益最大化,从而降低了企业的代理人成本。

(2) 分解式交易(divestiture transaction)为许多综合型大公司采用。通过分解式交易,母公司将其子公司作为一个独立的实体分离出去,或者把它出售给别的企业。据估计,此类交易占总交易量的 1/3 左右。通过这类交易,企业经营者甩掉了包袱,把主要精力放在最有效率的业务上,由此提高了企业的经营效率。

(3) 敌意并购的比例较高,如表 1-1 所示。美国从 1990 年起开始陷入经济衰退,轰轰烈烈的第四次并购浪潮也暂时进入低潮。

表 1-1 1985—1992 年的并购数量和敌意并购数量 起

年 份	并购数量	敌意并购数量	年 份	并购数量	敌意并购数量
1985	2 001	116	1989	2 366	160
1986	3 336	190	1990	2 074	64
1987	2 032	147	1991	1 877	22
1988	2 258	263	1992	2 574	20

资料来源: FLIGSTEIN N. The transformation of corporate control[M]. Cambridge, Mass: Harvard University Press,1990: 76.

5. 第五次并购浪潮(1994—2008 年美国金融危机之前)

第五次并购浪潮从 20 世纪 90 年代中期开始持续至 2008 年美国金融危机之前,以 2000—2001 年高新技术领域的并购为高潮。它具有如下特点。

(1) 跨国并购风起云涌。比如美国得克萨斯公用事业收购英国能源集团,美国环球影城公司收购荷兰的波利格来姆公司,德国的戴姆勒收购美国的克莱斯勒,英国石油收购美国阿莫科石油。

(2) 强强联手引人注目。如美国花旗银行和美国保险巨子旅行者集团的合并金额高达 725 亿美元,成为全球业务范围涵盖最广的国际金融集团;埃克森以近 790 亿美元的价格收购了美国的美孚公司,缔造了全球最大的石油公司;美国在线公司和时代华纳公

司组建美国在线-时代华纳公司,交易案金额高达1400多亿美元,打造了全球最大的网络传媒集团。

(3) 大多数企业逐渐放弃了杠杆收购,财务性收购让位于战略性收购,企业开始更多地从自身发展的战略角度来考虑并购问题。

6. 第六次并购浪潮(2008年美国金融危机之后)

2008年美国发生的金融危机,引发了全球性经济危机,西方发达国家破产倒闭企业不计其数,一些勉强生存下来的企业,经营困难,纷纷寻求通过兼并重组的方式获得新生,而以中国为代表的新兴市场经济国家,则成为新一轮全球并购浪潮的主角。与此前5次并购浪潮不同的是,这一次是新兴经济体主导的对西方发达国家企业的并购,核心是技术、品牌、渠道、人才的全球整合。其呈现以下特点。

(1) 跨区域横向并购整合。金融危机发生后,欧美各国政府对金融机构加强了监管,单靠以前繁荣时期获取收益的盈利方式吸收流动性的做法,将面临交易成本上升的考验。而跨区域进行横向并购,能够最大限度地利用各国(地区)的资金和金融资产,凸显规模优势。事实上,这种以做大规模为目的的横向并购,早在1898—1903年美国第一次并购浪潮中就已反映出来了,其结果是引发美国政府出台了制止依靠并购形成托拉斯组织阻碍竞争行为的监管措施。

(2) 进入21世纪后,机构的强大和跨国特征已经超越了一个企业自身的属性,每一次大型并购的背后,都有经济、政治和利益集团、监管机构以及公共关系的影子。比如,在1994—2008年发生的第五次并购浪潮中,并购交易已经成为全球性的行业,而且第一次出现了主权财富基金的身影,金融创新变得越来越重要,国家与国家的竞争,开始表现在机构与机构的竞争上。虽然2008年金融危机阻断了这种并购的发展,但金融危机后的一些“巨无霸”并购,延续了第五次并购浪潮中的金融创新。我们可以大胆预期,全球并购“巨无霸”的继续,可能也会催生全球证券行业的运行模式创新性变革,从而推动全球金融行业早日迎来一个新的增长点。

(3) 第六次全球并购是糅合了已有并购范式和创制新模式的多维面并购。第六次全球并购主要是由发展中国家对发达国家发起的并购,是相对落后经济体对发达经济体主导的并购,这就决定了并购过程中一定有不成熟乃至商业逻辑上甚至不成立的东西,因而既有前五次全球并购已产生的横向并购、纵向并购及混合并购模式,也预计一定会创制出一些全新的涉及并购要素的理念、商业模式及盈利模式,所以第六次全球并购预计是糅合了这些创制的新商业模式和已有并购范式的多维面并购。因而,这次并购浪潮,着实需要我们中国从事并购的机构和个人与时俱进地更新知识面,以不断探索、不断历练的态度,积极应对。

(4) 第六次全球并购将是由中国面向全球的并购。中国经过改革开放以来40多年的发展,特别是经过以往吸收西方发达国家过剩资本和产能的历程,一方面中国已进入工业化的中后期,与西方发达国家所处的后工业时代比较接近;另一方面中国目前已积聚了一定的经济体量,这就自然引发由中国主导的全球并购,让中国过剩产能或产业转移到国外。中国政府提出了“一带一路”发展倡议,倡议建立亚洲基础设施投资银行,此举也真实反映了中国企业“走出去”实现全球并购的两条路径。这两条全球并购路径,一条是面

向欧美国家并购的“往上走”；另一条是到非洲、拉丁美洲一些经济发展水平低于中国的国家推销高铁产品，投资建设钢铁厂、水泥厂，实现中国水泥、钢材、中低端汽车等过剩产品的“往低走”。

(5) 第六次全球并购是第一次由社会主义市场经济国家发起的对西方发达市场经济国家的并购，必然遭遇国别间体制机制与文化差异的碰撞。在以中国这个社会主义市场经济国家为中心的第六次全球并购中，必然交织着社会主义市场经济与资本主义市场经济的体制机制、微观运行、文化理念的碰撞，遭遇较多障碍，其中中国存在的问题是民营企业比较弱，而国有企业能够垄断占据较多业务资源，但对能做得到的跨国并购动力不强。我们以经过 40 多年发展起来的民营企业作为全球并购主体，因其技术、质量、品牌、管理与经过两三百年发展的西方发达国家相比仍是落后的，体量更显得渺小，更何况前五次全球并购中每次均为发达国家与发达国家间的并购，以大购小，纵使有小企业并购海外大企业，也是在同一个发展水平体系下的并购。因而，以“全球并购、中国整合”为核心内容的第六次全球并购，必然会遭遇中国与西方发达国家间体制机制与文化差异的碰撞。

目前，更大规模的跨国并购和信息产业的并购已成为全球并购的主要特征。如果说第五次并购浪潮的最显著特点是跨国并购的话，伴随着全球经济的进一步一体化和数字技术的飞速发展，第六次并购浪潮将体现更大规模、更多行业的跨国并购和以网络经济为平台的 Internet 并购。Internet 并购，又称赛博并购，从广义角度讲就是指信息技术(IT)产业的一体化过程，从狭义角度讲就是新兴网络企业间的并购。信息作为 21 世纪全球经济发展最重要的资源和最核心的经济技术变量，其生产、流通、交换和分配逐渐成为世界经济活动的主体。信息产业作为一个新兴的产业部门，市场前景非常广阔，它的迅速扩张和一体化趋势都将主要通过并购来完成。

二、中国企业并购历史回顾

中国企业尤其是上市公司的并购是随着我国统一的证券市场的建立而产生发展的。根据不同时期的公司并购活动的特点和发展水平，有的学者把公司的并购活动分为三个阶段，起点是 20 世纪 80 年代初期；有的学者将其分为四个阶段，起点是 20 世纪 90 年代初期；也有的将其分为两个阶段。一般来看，我国对并购的研究主要集中在上市公司的并购活动，其中于 1993 年发生的以控制权转移为目的的“宝延案”被视为并购浪潮开始的标志，1997 年进入快速发展时期，具体情况如下。

1. 1990—1992 年——显现阶段

在此期间我国依旧对社会主义改革的取向存在争论，国有股和公有性质的股权的转让是非常敏感的问题；同时我国证券市场本身还处于初始阶段，上市公司的数量少、质量较优，出现问题的上市公司不多。因此，并购活动总体表现得不是很活跃，企业也并没有把并购行为作为战略手段之一。这个阶段的表现是：①法律制度和市场规则缺乏，市场缺乏统一的行为规范，监管缺乏经验；②并购的对象主要集中在二级市场和“三无”(无国家股、无法人股、无转配股)板块。

2. 1993—1996 年——启蒙阶段

1993 年 9 月 30 日,深宝安收购延中实业标志着中国上市公司并购浪潮的开始,这一阶段的并购活动仍然很少,共 14 起并购案。这个阶段的并购表现为:①并购支付方式都是现金支付,并购程度低;②并购细节很少对外公布,多数未公布股权收购价格,缺乏相关的法律法规约束;③并购缺乏政府参与和支持。

3. 1997—2004 年——快速发展阶段

此阶段中国上市公司并购数达 868 起,并购的最主要动机是利用壳资源融资,第二个动机是通过并购进行资产重组,第三个动机是实现政府推动的国企改革和扭亏的任务。其中,1999 年至今,是我国上市公司并购的规范发展阶段。随着有关并购法规的逐步出台,并购行为得到了一定程度的规范。1999 年 7 月 1 日开始施行的《中华人民共和国证券法》明确规定了上市公司股权转让的两种方式,即上市公司的股权可以以协议转让和二级市场收购两种形式实施,这标志着规范化的发展,促进了上市公司并购。这个阶段的表现是:①壳资源依旧稀缺,目标公司普遍业绩不佳。这些企业由于面临退市的威胁急于扭亏,兼并这些企业可以得到潜在的收益。②支付方式有现金交易,也有股权划拨,更多的是以资产换股权,一定程度上调整国有经济和整合产业结构。③并购后一般都会注入优质资产,剥离劣质资产,改变企业的盈利状况,以尽快使控股上市公司达到配股的盈利要求。④有关并购的法规包括会计处理和信息披露等具体的规定,使并购行为更规范。⑤转让的股权绝大部分是国有股、法人股。⑥并购动机多元,如战略性重组、二级市场盈利、经济结构调整。其具体数据如表 1-2 所示。

表 1-2 1997—2004 年中国并购方式和数量

方式	数量及所占比例	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
无偿划拨	数量/起	7	18	30	27	25	29	35	27
	占当年比例/%	21.2	25.7	35.7	26.5	22.9	17.3	23.6	17.5
司法拍卖	数量/起	0	0	1	3	4	10	12	9
	占当年比例/%	0	0	1.2	2.9	3.7	6	8.1	5.8
购买上市公司股权	数量/起	26	47	46	68	70	104	72	74
	占当年比例/%	78.8	67.1	54.8	66.7	64.2	61.9	48.6	48.1
购买母公司股权	数量/起	0	4	5	2	4	11	20	15
	占当年比例/%	0	5.7	6	2	3.7	6.5	13.5	9.7
母公司改造	数量/起	0	1	2	2	6	14	9	29
	占当年比例/%	0	1.4	2.4	2	5.5	8.3	6.1	18.8
合计	数量/起	33	70	84	102	109	168	148	154

资料来源:朱宝宪.公司并购与重组[M].北京:清华大学出版社,2006:40-41.

4. 2005 年至今——扩大发展阶段

从 2005 年开始,中国企业并购伴随着资本市场的快速发展而呈现出并购规模扩大、发布更加广泛、并购主体更加丰富的快速发展势头。特别是 2008 年美国发生金融危机

后,中国企业并购重组特别是海外并购呈现出“井喷”态势,交易数量、规模屡创新高,并一举成为全球第二大并购投资地,仅次于美国。在 2016 年达到峰值后,中国并购市场出现回调,由于中美贸易战以及西方国家对中国企业海外并购的警惕和防备,并购数量和规模都有所下降。以下趋势图表(图 1-2~图 1-4)来源于智研咨询发布的公开信息。

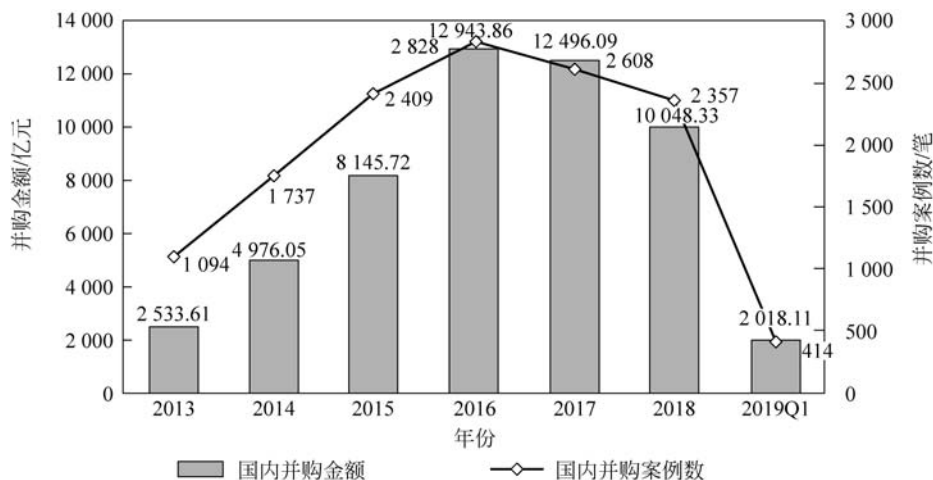


图 1-2 2013—2019 年 Q1 中国企业国内并购案例数量及金额

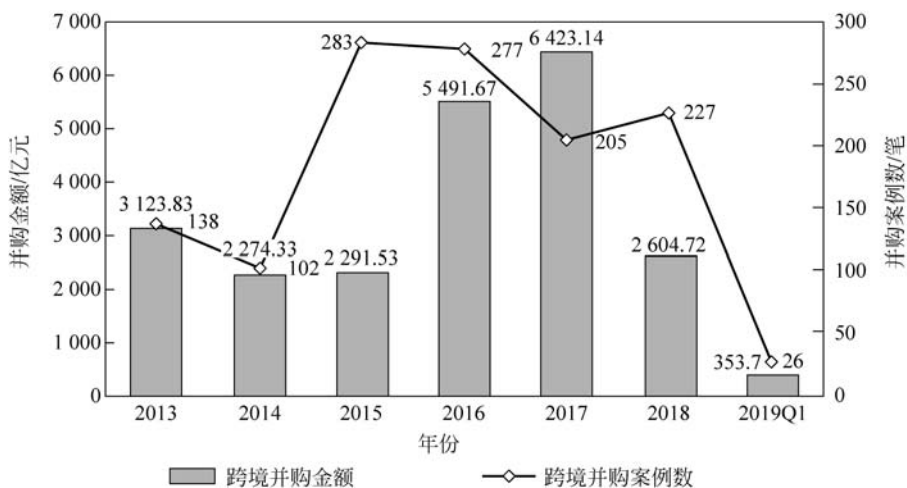


图 1-3 2013—2019 年 Q1 中国跨境并购案例金额数量及金额

三、中国企业并购与重组的发展趋势

随着注册制改革、资本市场对外开放的步伐加快,以及国有企业改革发展壮大、民营企业的日益成长和外商投资规模的不断扩大,我国企业并购的新一轮高潮即将到来。未来,我国企业并购将表现出几大趋势。

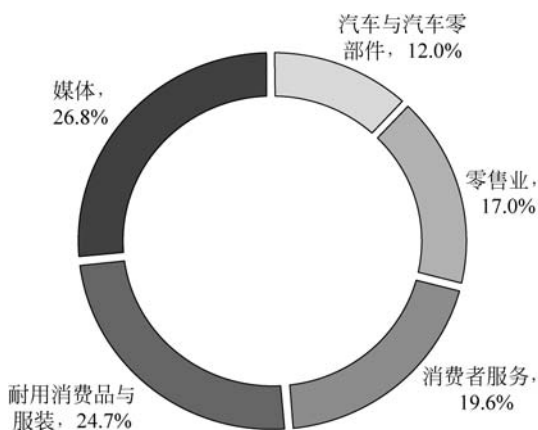


图 1-4 2015—2019 年可选消费行业细分领域并购交易金额占比

1. 并购广泛分布于国内外

改革开放进程不断深化,中国的跨国公司并购浪潮风起云涌。联想集团收购 IBM、上汽集团收购双龙、TCL 集团收购汤姆逊、海尔集团收购美泰克、中海油收购优尼科等都参与到大型海外并购计划。中国企业的并购广泛分布于美国、亚洲、欧洲,并且将积极开拓在广大新兴经济体的并购,如印度、南非等。中国综合国力不断增强,横向、纵向并购成功的案例增加。

2. 横向并购的增长受益于政策因素和行业开放程度

横向并购的目的是改变散、乱、小的产业格局,扩大企业的规模效益,提升企业应对市场竞争的能力。在中国,这种推动力主要来源于两个方面,一是国家与地方政府的政策推动力,这些政策具有强制性,如国务院国有资产监督管理委员会出台相关文件,指出央企重组主要集中在煤炭、民航等七大行业,转眼间山西煤炭企业就被山西五大集团重组而垄断。二是行业开放程度越高,市场竞争越完全,这样的并购就越容易实现。

3. 纵向并购更侧重于增强企业产业链薄弱环节

纵向一体化产业链建设则是为了加强企业对上下游的掌控能力,弥补产业链薄弱环节,提升企业盈利能力和竞争能力。汽车制造有两个关键零部件:发动机与变速器,吉利通过聘用国际化人才解决了发动机的自主研发与生产问题,而中国自主品牌企业几乎不能自主生产自动变速器,因此吉利收购澳大利亚 DSI 自动变速器厂,直接掌握了汽车的变速器技术,并通过国产化而实现低成本配套,从而摆脱了关键零部件受制于人的情况,使企业获得了成本优势,这种情况在中国工程机械行业普遍存在。

4. 混合并购主要体现在向主业集中的相关多元化

中国的大型企业集团已经从美国大型集团多元化发展所遭受的损失中获得了经验教训,中国大型国有企业均在向主业集中,采用“一业为主,相关多元化”的业务发展模式。

5. 并购更加注重品牌、营销、知识产权等无形资产

品牌是企业的名片,品牌效应甚至大于质量效应,并购企业获得被并购企业的商标和品牌使用权,从而获得了该品牌的市场份额,掌握了被并购企业的销售渠道,为企业产品

的销售创造了有利的条件。

6. 并购大量运用新型的金融工具

风险投资等金融工具和运作手法已经融入企业并购的融资中以分散风险。通过并购或者是交叉持股形成战略联盟关系,产业演进理论指出产业的发展经历了初始阶段、规模化阶段、集聚阶段、平衡和联盟阶段这四个阶段,当行业巨头达到某种平衡后,就很难形成并购方案,通过相互持股同样能够获取并购所能达到的协同效应,共享来自市场、质量、研发等方面的价值。

本章小结

本章主要分析了企业并购重组的理论知识、实践总结和趋势发展。本章首先对企业并购重组的定义进行了全面的解释;再对企业并购重组的动因、相关理论进行了全方位的阐述;最后通过对西方国家和我国企业并购的历史、现状和发展趋势进行分析,对中国企业并购的大趋势进行了展望。本章是本书的理论基础和铺垫,只有对企业并购的理论基础和实践发展有一个系统的、全面的认识,才能为企业并购运作打好基础。

复习思考题

1. 什么理论认为并购会带来企业生产经营效率的提高,最明显的作用表现为规模经济效益的取得,常称为“ $1+1>2$ ”的效应?
2. 企业并购与重组的关系是什么?
3. 企业并购动因有哪些?
4. 企业并购理论有哪些?

案例一



招商局集团的两次战略性资产重组

从1872年李鸿章创办轮船招商局开始,招商局创办了中国历史上第一家航运企业(轮船招商局)、第一家银行(中国通商银行)、第一家保险公司(保险招商局)、第一家煤矿(开平矿务局)、第一家纺织厂(上海机器织布局),建造了第一条铁路。中华人民共和国成立以后,招商局开改革开放之先,于1978年开始开发蛇口工业区。2016年全年,招商局营业收入近5 000亿元;利润总额逾1 100亿元,在央企中排名第二;2017年年末总资产6.81万亿元,位列央企第一。

和大多数央企不同,招商局并不具备先天的垄断优势——从航运起家,长期身处竞争性领域;集团总部不在北京,而在香港。招商局是对外开放的产物,一出生就在高度的市场竞争中摸爬滚打,各个产业都处于高度竞争领域。在100多年的市场竞争中,招商局经历了粗放式扩张、重组改造、转型升级,终成今日的“巨无霸”。

始于 2000 年的战略性资产重组：“瘦身”与聚焦主业

改革开放以来,招商局经历了 20 世纪 80 年代的非理智扩张、20 世纪 90 年代的盲目投资、1997 年亚洲金融危机以后的生死考验。20 世纪 90 年代初,和当时的大多数企业一样,以航运起家的招商局,曾陷入粗放式扩张,涉及了港口、公路、金融、物流、地产、工业、贸易等 17 个行业的业务,旗下公司 250 余家,并参控股中国近 20 家上市公司。到 1997 年,招商局下属各种参控股企业已经超过了 200 家,资产超过 500 亿港元,投资产业分散在数十个领域,管理架构形成了复杂的多级主体。尽管如此庞大,但企业效益并不好,某些子公司负债亏损严重。

2000 年 7 月,招商局聘请麦肯锡公司为咨询顾问,招商局的重组正式启动。“大动干戈”的重组,旨在彻底清理招商局过去积累的大量不良资产,打破臃肿的管理构架,建立新的财务抗风险体系,以及确定公司未来的核心产业。半年的“诊断”以后,麦肯锡开出“主药方”:根据现有资源,招商局应通过资产重组确定四大核心产业,即交通基建、金融、地产和物流。

根据麦肯锡的建议,集团管理层做出了清晰的 3 年近期规划和 5 年长期规划的重组方案。核心产业重组以集团在香港和内地的两家主要上市公司招商局国际(0144. HK)和招商局蛇口控股(000024. SZ)为主要角色,重组方式一是在内部推行资产置换、资产调拨等;二是依靠外部市场,包括利用招商局所拥有的其他上市公司及联合其他战略伙伴等进行资本运作。非核心产业的重组方案,一是对非管控类的投资性资产,不再做更多新投资,效益稳定者予以保持;二是管控类的非核心资产,将伺机在资本市场转让、出售或寻找新战略伙伴共同经营。

方案出台后,2001 年底,招商局四大产业集团分别确定,即以招商局国际(0144. HK)和华建中心为基础,整合招商局所有 30 公里海岸线的港口和 2 300 多公里的公路资产,发展交通基建产业(预期资产 200 亿港元);以招商局蛇口控股(000024. SZ)为基础,整合招商局 4 家公司所有的地产和物业资产,整合组建招商局地产控股集团(预期资产 100 亿港元);以招商银行、国通证券(现更名招商证券)为核心,整合招商保险、招商中国基金、海达保险经纪等 10 多家公司的所有金融资产,发展金融产业,并组建招商局金融管理集团(预期管理资产 4 000 亿港元);以招商物流有限公司为基础,整合招商局在全国的运输、仓储、分销资产,包括招商石化、招商燃气、安达货运、安达集装箱、招商局建瑞运输、深圳外轮代理、香港船务企业等 20 多家公司,组建招商局物流集团(预期资产 30 亿港元)。

招商局集团在资产重组中的重要招数就是围绕上市公司的资本运作,一方面,通过上市公司的资本运作,突出主业,完成公司“瘦身运动”,同时改善公司财务状况。比如:招商局蛇口控股(000024. SZ)以资本运作手段,加快剥离石化等非房地产业务,把招商局属下另外 50%左右的房地产及相关资产以合适价格陆续注入上市公司,在加大上市公司资产的同时清理集团不良资产,增强其资本市场融资能力。招商局国际(0144. HK)则采取“三步走”战略,将公司主业单一优化为港口和公路的交通基建业:其一,加快收购集团内

外优质港口资产。两年内,招商局国际(0144. HK)共支付近 20 亿元,收购 10 余个项目,包括蛇口招商港务 20.8%权益、深圳凯丰码头 20%股份、香港西区隧道与香港隧道及公路管理各 13%股份、浙江余姚公路 60%股份、深圳妈湾港 8 号泊位 49%权益、漳州码头 49%股份,增持现代货箱码头 1.8%股份、光大亚太 23.9%权益等,并加快与上海、宁波、青岛、天津等港口的收购谈判。其二,加快打通公路资产资本市场通道。公司为此考虑了不同的方案,包括招商局国际的公路资产分拆上市、华建中心公路资产注入招商局国际、华建中心独立上市等方案。这些方案都不同程度需要政策的支持。其三,清理公司非主业资产。2002 年上半年,公司出售了其持有的南玻集团部分权益,显示了剥离非主业资产的决心。同时公司已申请将持有的中国国际集装箱(中集)B 股法人股转为可流通股份,便于退出。重组资产剥离情况和重组资产财务改善情况分别如表 1-3、表 1-4 所示。

表 1-3 重组资产剥离情况

项 目	金融类	工业类	地产类	交通基建类	科技类
重要资产剥离 名目	中国平安保险、友 联银行(0349. HK)	广东浮法玻璃、南玻 B 股(200012. SZ)等	香港西港中心 大厦、长沙湾 土地等	福建 324 国道、 上海逸仙高架 桥等	中国联通“深 惠珠项目”等
套取现金数额	预计 25 亿~30 亿 港元	4.5 亿港元	13.8 亿港元	10 亿港元	3.2 亿港元

表 1-4 重组资产财务改善情况

减少负债总额	降低负债比	上半年营收	上半年利润	出售资产变现	持有可投资现金
30 多亿港元	20%多	49 亿港元	12.19 亿港元	50 亿港元	90 亿港元

资料来源:招商局集团行政办。

围绕着上市改善的资本运作,招商局集团以实业投资为主体的“投资控股企业财团”和以金融服务为主体的“金融控股公司”的架构逐渐清晰,如图 1-5 所示。

2014 年的战略性资产重组:“三大平台”构建及转型

近年来招商局集团通过一系列的内外资产重组整合以及商业模式重塑,2010—2015 年保持了高速增长,总资产、净资产、营业收入、利润总额的复合增长率分别为 24.3%、22.9%、33%、19.2%,光荣的历史证实了这是一只“会跳舞的大象”。截至 2016 年底,招商局集团总资产 6.81 万亿元,位列央企第一。而集团盈利在 2015 年的基础上继续稳定增长,创造历史新高,全年实现营业收入 4 954 亿元,同比增长 78%;实现利润总额 1 112 亿元,同比增长 34%,在中央企业中排名第二。2017 年,招商局创立 145 周年,提出了到“十三五”规划期末,整个集团要在 2014 年的基础上实现各项指标往上翻一番,“再造一个招商局”。

对内整合,对外兼并

进入新时代的 2014 年,招商局领导班子进行了大量的调研,对集团未来发展战略做了深入的研究和思考。当时的分析认为,招商局再次处在一个“大转型时代”。在新常态

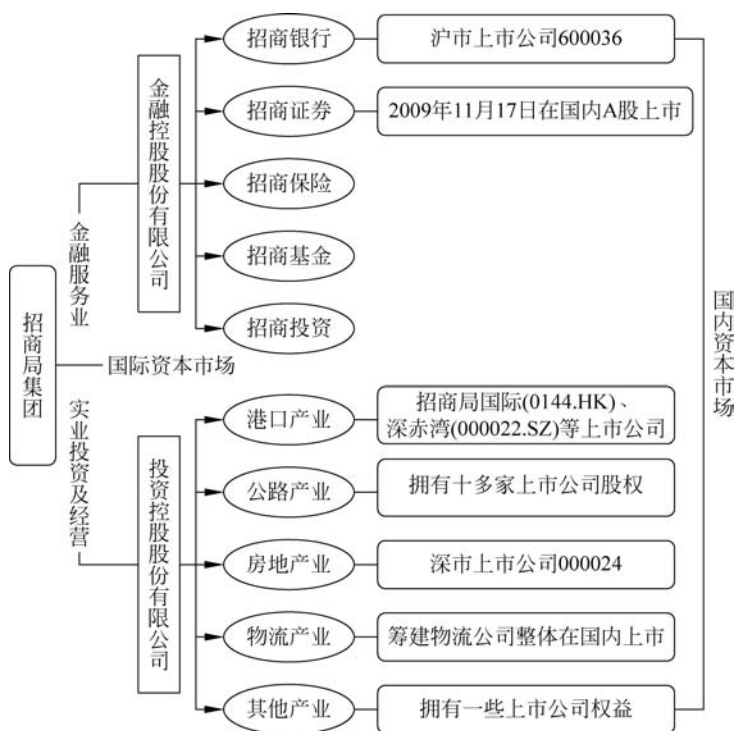


图 1-5 招商局集团重组后的战略架构

下,不少行业产能过剩,企业经营出现较大困难,大洗牌、大重组、大兼并势在必行。

2014年11月,招商地产与招商银行达成全面战略合作,探索地产金融深度互动。双方将在授信及融资服务、国际结算和其他金融服务、品牌共建及客户共同开发、产业园区及社区金融服务、资本市场专业化服务、金融不动产开发、咨询与培训服务等方面展开深入合作。

2015年12月,招商局启动千亿级别的无先例重组:招商蛇口工业区吸收合并招商地产,涉及资产规模2109亿元,重组后市值达到1700亿元,实现综合开发运营板块的整体上市。

对内重组整合的过程,招商局往往辅以外部的兼并收购。

2015年,中国外运长航集团整体并入招商局集团,成为招商局的二级子公司。据介绍,招商局专门成立了物流事业部,将中外运物流业务与原招商物流进行整合。

2011—2016年的5年间,招商局累计对外投资665亿元用于兼并收购,通过兼并收购较快地推动了集团核心业务的发展,同时也把资源有效地集中到更有能力的经营者手中,提升了资本效率。

资产重组的背后,折射出招商局的战略思维转变——推动业务结构由2000年重组后的三大主业(交通、金融和地产)全面向三大平台(实业经营、金融服务、投资与资本运营)转型(图1-6),且在发展驱动力上从传统的增长方式向“四轮驱动”(创新、并购重组、数字化和国际化)增长方式转变。

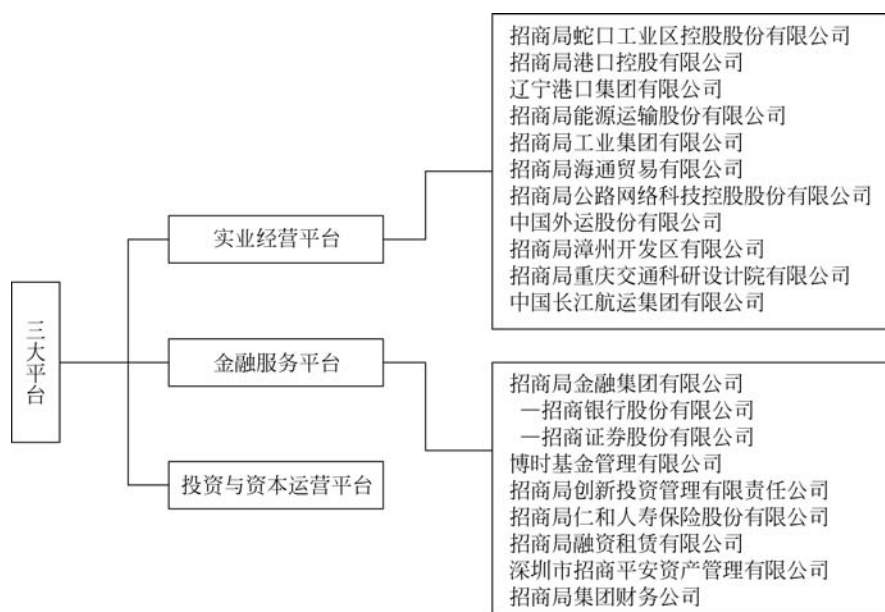


图 1-6 招商局集团重组后的三大平台

三大平台运营,产业规模效应凸显

招商蛇口是招商局地产业务与城市运营的平台,“蛇口模式”的最初范本是“港口-区域-城市”(PPC)生态;2015年,招商局实现蛇口工业区和招商地产的重大重组后,招商蛇口由房地产公司向城市与园区运营商转型,2016年利润增长50%,达165亿元;2017年突破200亿元。在整合航运、公路、园区地产开发的基础上,招商局进行了商业模式的重塑,总结出了“蛇口模式”。招商蛇口在“一带一路”沿线输出“蛇口模式”,将“前港、中区、后城”进行复制,通过强化某些欠发展地区或国家的软件、硬件设施,提升投资环境和吸引力,将发生在深圳蛇口的奇迹带到海外。

招商公路整合了招商局投资经营的分布于全国公路主干线上的公路、桥梁、隧道等收费公路项目,现已整合成从勘察、设计、施工到投资、运营、养护、服务等公路全产业链的平台。招商公路通过发行A股换股吸收合并华北高速的并购重组(华北高速退市),实现了路权的集中管理,降低高速公路运营成本,提升交通运输的有效供给。

招商局通过招商局港口(0144.HK)对深赤湾(000022.SZ)重大资产重组(深赤湾退市),解决了同业竞争问题,整合了集团旗下的港口资源,成为中国最大、世界领先的港口开发、投资和营运商。

招商局物流集团则被整合进中国外运长航,以上市公司中国外运为平台,继续积极开拓全球服务网络,正打造成中国领先的全供应链物流服务商。2017年8月22日晚间,中国外运(00598.HK)发布公告称,将通过发行股份的方式收购招商局物流的全部股份,总对价人民币54.5亿元。至此,招商局集团旗下物流板块的整合尘埃落定。这一重组案例的成功,就是“突出主业”模式,即将小型央企并入大型、综合类央企中,补强大型央企集团的某一主业,起到做强做优做大的效果。

招商轮船(601872.SH)将中国外运长航的航运资产整合在旗下,打造一个统一的航

运业务平台。2017年9月1日,招商轮船公告称拟向中国经贸船务以发行35.86亿股份购买资产的方式购买其持有的恒祥控股有限公司(恒祥控股)100%股权、深圳长航滚装物流有限公司(深圳滚装)100%股权、上海长航国际海运有限公司(长航国际)100%股权及中国经贸船务(香港)有限公司(香港经贸船务)100%股权。招商轮船在完成资产收购后,除了已有的油运、散运以及气运业务之外,新业务将包括滚装船运输以及活畜运输。招商轮船表示,上市公司将形成油、散、气、特相结合的专业化管理平台,以“大客户”“低成本”为战略措施,保持VLCC(超级油轮)和VLOC(超级矿砂船)的世界领先地位,维持滚装运输业务国内领先的市场地位,发展国际市场有特色的干散货业务,发展杂货及特种船运输业务,力争成为全球领先的综合航运服务商。

招商局金融服务平台并不简单追求金融全牌照,而是按“4+N”(银行、证券、保险、基金加其他板块)的布局思路,形成集团全产业链金融服务能力,为客户提供全方位综合金融解决方案。一是对招商银行、招商证券等传统优势领域加强管理,实现国有资本保值增值,稳定公司股权结构和治理结构,确保未来长期稳健发展;二是复牌、重组或设立新兴的代表未来发展方向的金融业态,包括保险、直投、金融科技等。近年来,招商局在金融战略上落子频频,加强了在保险、直投和资产管理领域的布局。招商局与中国移动、中航信等8家股东发起成立的仁和人寿在2016年获批准筹建,半年后通过监管验收,随即成功开业,招商局集团董事长李建红亲自担任仁和人寿董事长。2017年8月,招商局、平安集团和深投控发起成立深圳市首家地方AMC(资产管理公司)——深圳招商平安资产管理公司,聚焦不良资产处置。2016年11月,招商租赁揭牌成立,实现当年注册、当年开业、当年盈利。2015年12月,招商创投揭牌,体现了招商局这个百年央企全力开展“互联网+”和VC(风险投资)的坚定决心。

从上述资本运作不难看出,招商局将核心产业向上市公司归拢,“平台化”是其战略性资产重组的关键词,其目标在于形成产业规模效应。如今的招商局,不仅在基础设施与装备制造、物流航运、综合金融、城市与园区综合开发等领域保持着领先的优势,还成为中国企业国际化、“一带一路”建设的先锋。

2021年1月27日,招商局集团在2021年度工作会议上公布,集团2020年全年实现营业收入8148亿元、同比增长14.1%,利润总额1754亿元、同比增长7.6%,净利润1373亿元、同比增长8.5%,截至2020年底总资产达到10.4万亿元,均创历史新高,其中资产总额和净利润蝉联央企第一。5年来,集团营业收入、利润总额、净利润、总资产复合增长率分别达到34.0%、17.4%、14.5%、10.8%,集团综合实力大幅提升,经营业绩屡创新高,形成“一个招商,两个500强”格局。

【案例评析】

(1) 招商局集团的两次战略性资产重组是做大做强的前提,为了做大做强而重组,为了重组而进行了一系列并购,使我们加深对并购与资产重组关系的理解。

(2) 招商局作为央企国家队之一,近年来通过利用资本市场来落实国企改革,对其他上市国企而言,极具借鉴意义。招商局是改革开放的产物,一出生就在高度的市场竞争中摸爬滚打,各个产业都处于高度竞争领域。招商局集团的成功说明,国有企业是能够做好的。国际化、市场化一直是招商局集团做大做强坚守的理念和战略。

(3) 招商局严肃看待企业战略,保持了很强的战略定力。两次战略性重组相比,尽管资本市场发生了不少变化,但招商局通过资本市场促进主业发展、实现专业化整合、规范企业管理的思路并没有改变。

(4) “招商系”各板块推进对外发展、对内整合的工作,上市平台成为招商局归拢核心产业的主要阵地。从招商局集团的资本运作不难看出,招商局将核心产业向上市公司归拢,“平台化”是2015—2017年“招商系”上市公司频频动作的关键词,其目标在于形成产业规模效应。

(5) 目前,招商局集团总资产已达10万亿元左右,较20多年前翻了20多倍,且大量资产遍布全球多地,管控难度急剧增加,如何管好这艘招商巨轮,靠的是转型,由“管业务”变成了“管资本”,由交通、金融和地产这三大主业全面向实业经营、金融服务、投资与资本运营这三大平台转变,打造各大业务线条的平台,利用平台来管理业务,这个平台管理业务的模式值得我们深入研究思考。

(该案例为本书第三次修改出版更新的案例,作者为石建勋)

【案例讨论题】

1. 比较分析一下招商局集团两次战略性资产重组的背景、条件、目标等,分析一下两次战略性资产重组有什么差异。
2. 为什么说招商局两次资产重组是国际化、市场化的战略性资产重组?
3. 结合今天招商局集团的发展成就,讨论一下作为一个有百年历史的国有企业,招商局集团各个产业都处于高度竞争领域,为什么能够生存并快速发展,总资产20多年翻了20多倍?

案例二



首旅集团收购如家



即测即练

