

# 积极推进并购重组有助于化解经济结构性矛盾

■ 黄志凌

我国经济增长模式正处在由追求规模扩张转向追求高质量发展的关键时期,经济结构调整和经济升级虽然取得了积极进展,但现实经济运行存在的低端落后产能过剩,战略支撑产业集中度低、整体产业结构层次低和技术水平低等深层次问题还比较突出。尤其是在全球贸易摩擦不断升温的国际背景下,激活国内需求并使之成为经济增长的内生驱动力是一种必然的选择。仅仅依靠财政货币政策是不够的,还需要借鉴国际经验,借助市场智慧,通过推动企业并购重组,启动存量重组战略,激发市场活力,快速提升产业层级、产业行业集中度,提高产能利用率、企业经营管理效率和企业核心竞争力,迅速实现技术进步和产业升级换代的目标。

## 并购浪潮曾经帮助美国实现经济转型

美国的第一次并购浪潮发生在19世纪末、20世纪初,此时正是垄断资本主义形成时期,客观上要求企业依靠并购集中资本,迅速发展。此次并购主要涉及钢铁、石油化工、机器、食品等行业,以横向整合为主,垂直整合为辅,规模巨大,三千多家企业被并购,全美大约四成的产业资本受三百家最大的并购案控制。大规模横向并购的结果是行业集中度大幅提升,很多行业产生了具有绝对影响力甚至垄断地位的行业巨头(如美国钢铁集团、杜邦公司、标准石油、通用电器等),使得美国工业具备了一定规模的现代结构,被认为是美国五次并购浪潮中最基础的一次。

美国的第二次并购浪潮发生在20世纪20年代,此时正是西方国家一战后重建,企业并购活跃。由于反垄断法限制了企业的横向并购,此次并购浪潮的主要形式是纵向兼并,即产品生产过程中处于两个相邻生产阶段的企业兼并。最活跃的并购领域有钢铁、铝与铝制品、石油产品、食品、化工产品和运输设备行业等。数据显示,1926—1930年有4600件并购案例,有超过1万家企业被并购,行业覆盖公共事业、石油化工、机器等领域,由于1914年《克莱顿法》的实施,横向整合受到遏制,垂直整合占据主导地位。总体来说,第二次并购浪潮比第一次并购浪潮的规模更大,产生不少垄断寡头企业,投资银行发挥了重要的中介作用。福特汽车公司就是在第二次并购浪潮中收购了众多企业,形成了一个庞大的生产联合体。

美国的第三次并购浪潮发生在20世纪60年代。此时美国经济快速发展,科技进步突飞猛进,企业并购数量增长迅猛,无论从数量上还是规模上都大大超过前两次并购。多元化并购是第三次并购浪潮的主要特征,投资银行没有太大的动作。1960年代是美国反托拉斯、反垄断最严厉的时期,导致横向和纵向并购的数量受到了限制,多元化并购成为企业扩张的唯一出路。经过这一时期的并购,美国出现了一批业务范围极其广泛的集团企业,包括利顿工业、美国国际电话电报公司等。

美国的第四次并购浪潮从20世纪70年代中后期开始,持续到整个80年代。此时石油危机已经结束,经济进入复苏期,美国传统的产业开始萎缩,新兴产业成为美国经济发展的新增长点。企业通过并购从传统产业向高科技产业转换。本次并购浪潮最突出的特点是杠杆收购快速增加以及垃圾债券的广泛应用。在投资银行的支持下,大量利用杠杆资金进行数额巨大的并购,导致小企业并购大企业的案例也时有发生。同时,美国企业的并购目标开始扩展到世界各地,跨国并购开始崭露头角,并购重组成为美国企业抢占国际市场、保持国际竞争力的重要手段。

美国的第五次并购浪潮从上世纪90年代至今。随着全球经济一体化的发展,信息化革命的到来,金融工具的不断创新为企业并购提供了便利和动力。与之前的四次并购浪潮比,此次并购浪潮的明显特点为数量最多,规模巨大,仅20世纪最后三年间,共发生高达2.9万次并购,支付额接近4万亿美元,著名的案例包括波音并购麦道、花旗并购旅行者集团等。同时,跨国并购非常普遍,强强联合,跨国合作,造就了一批具有国际影响力的巨型寡头企业,巩固了美国的世界经济地位。

回顾美国企业的并购发展历程,不难发现美国企业并购重组呈现出如下特点:并购重组是美国企业迅速发展壮大的重要方式,整合型并购是产业转型升级的重要途径,同时资源的垄断集中有助于美国行业的发展,提高其国际竞争力;并购重组的规模越来越多,方式越来越多,动机也越来越多元化;跨国并购越来越普遍,成为美国企业扩展海外市场的重要手段;高效的资本市场和良好的法律环境是企业并购的助推器,投资银行等金融机构在美国企业并购重组中发挥了重要的中介作用。

## 积极推进并购重组有助于化解中国经济结构性矛盾

中国经济当前面临的突出问题是结构性矛盾,借鉴国际经验,积极推进企业并购重组,有助于化解中国经济困境。对于产能过剩的行业来说,并购重组是有效达到去产能、去杠杆的重要方法;对于新兴行业来说,强强联合、以强并弱等并购重组是实现规模和效率快速提升的有效手段;对于较为成熟、发展潜力较大的行业来说,并购重组也是扩大已有优势

中国经济当前面临的突出问题是结构性矛盾,积极推进企业并购重组,有助于化解中国经济困境。对于产能过剩的行业来说,并购重组是有效达到去产能、去杠杆的重要方法;对于新兴行业来说,并购重组是实现规模和效率快速提升的有效手段;对于较为成熟、发展潜力较大的行业来说,并购重组也是扩大已有优势的有效方式。

的有效方式。

### (一)适度提高产业行业集中度,实现规模经济

企业发展需要良好的产业环境,而合理的产业结构是十分重要的。产业内的大规模横向并购,可以适度提高产业集中度,防止国内产业行业内部的低层次无序竞争。企业通过并购可以降低固定成本;拥有更大的生产和销售规模,在与上下游供应商和经销商进行协商谈判时将具有更大的话语权;可以通过合并减少重复设置的部门,消减重叠的职能,进而降低支出,产生协同效应,最终可以获得规模经济。

当前,我国许多产业行业存在集中度过低,低层次无序竞争的问题,导致企业盈利能力低下、创新能力不强、技术水平不高,尤其是在国际上竞争能力不强。典型的如汽车、钢铁行业。

我国钢铁产业曾经高炉林立,能耗极高,我国有2600多家钢铁企业,前四大企业行业集中度仅为20%,远低于欧盟的90%、日本的75%以及美国的53%。高度分散化还带来了环境污染、低层次产能过剩、创新能力不足等一系列问题。产能淘汰与产业整合成为我国经济转型升级中的关键一环。

美国早在20世纪初,就通过产业内企业之间的并购,以达到规模扩张和垄断形成的效果。如1901年,J.P.摩根收购卡耐钢铁公司及其他780多家独立小钢铁厂,组建美国钢铁集团,其产量曾占到美国钢铁行业总产量的65%。行业集中度的提高一度使美国钢铁行业的全球竞争力大大提升。

并购重组是产能过剩行业消化、转移和淘汰过剩产能的重要手段,对于传统产业,产业间的并购、重组,整合可以有效控制行业内市场竞争者的数量,减少无序和恶性的竞争,企业可以借此机会调节产能,提高全要素生产率。最终,市场供需失衡的状况将会得到缓解,过剩的产能将会得到有效释放,整个社会的经济结构也将会调整平衡。同时,并购重组对于新兴产业而言,横向并购可以帮助企业拓宽产品线,进入新市场;纵向并购可以帮助企业延伸产业链,进入细分行业。目前,传统产业和新兴产业也都在充分利用并购重组来实现自身的转型升级和快速发展,并购重组无疑是快速整合过剩产能、优化资金与技术的配置、开拓新领域、实现规模经济、提升资本效率的有效途径。

### (二)清晰制定并购战略,促进整合型并购,实现技术进步,提升企业经营效率

清晰制定并购战略,通过一系列境内外横向一体化、纵向一体化、跨界、转型等并购重组,使得相关产业的企业在内生发展的基础上,能够通过外生动力,在短期内积累资源、人才、技术、产品、渠道等优势,淘汰落后产能、提升生产力和竞争力、实现规模效应和协同效应,进一步有效推动实体经济进行必要的转型和发展。横向并购能够推动企业多元化、业务转型,实现规模效应,确立市场优势地位;纵向并购能够推动产业链向上下游延伸,提升企业利润水平和竞争力;跨界并购能够推动企业跨行业协同发展、产业转型升级。

实体经济、企业赖以发展壮大的根基是技术研发能力和品牌,实现产业链、价值链由低层次向高层次的逆袭;也可以通过并购其他产业行业的具有高端技术的企业,趁机进入新兴行业。基于此类并购具有明确的战略目的,一旦收购成功,企业将获得高端技术和品牌,竞争能力将大大增强。但近些年来,西方各国出于政治、意识形态、国家安全、技术流失等原因,对我国企业发起的跨境并购交易非常警惕,经常以国家安全、反垄断审查为名加以阻止和否决,使我国企业走出去,参与和融入国际市场面临诸多困难。为此,我们必须注意并购的策略,遵循国际惯例与规则,使用国际上通行的方法。

### (三)活跃资本市场,激活直接融资

资本市场是产业并购的重要平台,在并购重组、盘活存量上发挥重要作用,为国企改革、化解过剩产能、僵尸企业市场出清、创新催化等方面提供专业化服务,加快产业升级。上市公司并购重组既是企业做大、做强的有效途径,同时产业并购所需的资金、尽职调查、咨询等服务,可有效促进资本市场参与者(如券商等专业化融资机构)服务能力,提高市场股权交易活跃度,为市场发展注入活力,充分发挥市场对资源整合的基础作用。从估值指标来看,并购重组有利于上市公司市值的提升,短期效果优于长期;从成长能力指标来看,并购重组对于上市公司加速发展具有助推器的效用;从盈利能力指标来看,并购重组使上市公司增量又提效;从营运能力指标来看,虽然整合困难不容小觑,但整体资源运转效率肯定会有所提高;从偿债能力指标来看,虽然短期无影响,但长期有改善趋势。

## 准确把握企业并购重组趋势,并使之成为国家战略指引

针对中国市场企业并购重组面临的突出问题,借鉴国际成功经验,国家战略层面要把握好企业并购重组趋势。

一是过剩行业企业之间的横向并购趋势。产能过剩是经济结构调整的瓶颈之一,通过企业之间的横向重组,可以提高行业集中度,促进规模化、集约化经营,提升单个企业和全行业的国际竞争力。因此,规模空前的横向并购应当成为过剩行业的发展方向和调控导向。

二是产业链高端企业的纵向并购趋势。我国经济结构不合理的表现之一就是产业链不够完整,企业普遍处在产业链的价值低端,劳动密集、耗资资源、生产行为附加值低。纵向并购是同一产业链上下游企业之间的并购,通过纵向并购可以获得产品资源、销售资源、技术资源、品牌资源,甚至行业准入资源等,是解决我国当前经济结构中现存问题的有效策略。

三是以上市公司为主导的市场重组趋势。上市公司已经成为我国企业的主体力量,同时上市公司的重组透明度相对较高,国际国内标准化程度高,更为规范,也更容易操作。我国近年来颁布了《上市公司收购管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》等法规,上市公司重组的规范程度日益提升。但上市公司重组过程中仍然面临要约收购制度不完善、定价机制市场化程度不高、行政管理过多等问题,需要逐步建立一种弱化实质审查、偏重信息披露和小股东利益保护的监管机制,从而使上市公司真正成为并购重组和产业优化的主导力量。

应坚持企业并购以提升企业技术水平、市场影响力和运营效率等综合实力为目的,避免单纯为扩大企业规模而开展并购。企业开展并购的最终目的应为提升企业的产品竞争力,通过与并购标的之间的协同效应,提高企业资本运营效率,为股东创造更大的回报。因此,我国企业并购重组应逐步摆脱前几年单纯以获取资源、扩充产能、扩大市场份额为目的的资产并购,向以弥补技术缺口、产业链整合、渠道获取为目的的产业并购转变,应鼓励部分有条件的企业积极尝试以获取技术为目标的对外直接投资。近年来,我国企业已经对这一点有所认识,市场并购热点已逐步从房地产、矿产资源等重资产行业

逐步转向能源、信息技术、高端制造、医疗健康、文化传媒等重技术行业。对国有企业并购,尤其是海外并购的目标进行限制,还可以进一步防控海外投资因行业周期而大幅亏损的风险。

企业并购要充分尊重市场规律,应基于产业的发展逻辑,赋予企业足够的契约自由和选择空间,让市场主导型并购成为主流。政府的职责应当着眼于制定宏观政策、提供财政税收便利、简化审批流程、畅通信息渠道、落实社会保障等方面,避免那种拉郎配、瞎指挥、设关卡、拖程序等现象。地方政府转变发展战略和施政理念,打破“地区界限”桎梏,进一步破除市场分割和地区封锁。同时,还要进一步健全企业并购的法律法规体系,为企业并购重组活动提供良好的总体法制环境。

在企业并购过程中,跨所有制的兼并在审批、税收、定价、社会认可度等方面都存在较大不确定性,尤其是民营企业兼并国有企业存在操作流程方面的制度设计缺陷。在借助并购实现国企“混改”战略目标的过程中,细化民营资本重组国有企业的详细操作流程,进一步完善国有资产定价机制,扩充建立信息平台,提高国企重组交易的透明度,斩断公权力寻租的空间,消除社会公众疑虑,真正为民间资本助力经济发展提供制度支持,争取借助重组手段既优化经济结构,也改善主体产权结构,推动建立经济发展的长效机制。

企业并购重组的本质某种程度上完全可以归结为就是一种融资活动,融资方案必然是重组方案的核心部分。与欧美等西方成熟资本市场相比,我国传统的并购融资支付工具,如普通股、贷款、中小企业融资等存在诸多因为体制机制设置不合理而带来的缺陷,无法给并购重组提供必要的融资支持。并购支付手段的匮乏已成为目前制约市场化并购交易的一个重大障碍。因此,中国推进并购重组,首先就要丰富融资工具、完善融资体系,为并购重组打造强有力的“发动机”。

并购重组的重要因素之一是税收安排。在美国的历次并购浪潮中,都存在利用财税杠杆调控和支持企业并购的导向。因此,从税收工商层面进一步完善专门适用于企业并购重组的配套政策对调动企业实施并购的积极性具有重要意义。对于特殊行业或者特定领域,也可以借鉴西方国家做法,设立专项财政基金,对企业的并购重组行为给予直接扶持,真正为企业创造一个畅通、效率、盈利的市场环境,服务于经济结构调整大战略。

破产虽是一种相对微观的法律制度,但破产重组和破产清算在并购重组领域一直扮演着重要角色,我国上市公司重组交易中约三分之一是通过破产重组完成的。对于结构调整的大战略而言,破产重组和清算退出制度具备有效资产再利用、信用恢复、消极主体清退等多重功能。当前制约我国企业进行破产重整和清算退出的因素主要包括:一是政府对破产案件干预过多,尤其是涉及国有企业的破产案件基本上是由政府工作组,而不是法院或债权人主导。二是有些地方抵制破产重组手段的使用,认为下属国有企业破产会影响当期政绩和施政声誉,阻碍落后淘汰企业申请破产。三是破产债权人利益保护的问题一直未能解决,破产程序的公正性一直备受质疑,被称为“逃债程序”,实践中多数债权人更倾向于抵制债务企业破产重组或清算等。

要想充分发挥破产重组和退出制度对于结构调整的巨大功效,必须对现有破产制度进行改造,同时更要对破产案件的配套环境进行整肃。首先要尊重企业的破产自主权,让企业根据自身情况和市场规律决定是否申请破产;其次要确保债权人对破产程序的主导权,保护破产债权,维护程序公正;再次是要优化破产财产转让和估价机制,使破产企业有效资产的处置走上透明、公开、保值增值的轨道,加速资产的流通和利用;最后是要加大对破产企业职工利益保障的倾斜力度,减少不稳定因素,消除后患,真正使地方政府和企业敢于使用,并且能够有效利用破产重组和主体退出的手段,从而为经济结构调整清道障、加油助力。

(作者系中国建设银行首席经济学家)

# 金融科技助力实体经济高质量发展

■ 本报记者 范思立

在全国工商联智库委员会、中国银行业协会共同指导下,中国民生银行日前在京举办“金融科技助力实体经济高质量发展青年论坛”,为青年金融学者、青年企业家、青年科技工作者提供交流展示平台,共同研讨新时代银行业强化科技赋能,加快转型升级,助力实体经济高质量发展这一重要课题。

中华全国工商业联合会副主席李兆前、中国银行业协会副秘书长周更强、中国民生银行行长郑万春出席会议并致辞,中国银行业协会研究部主任李健、中国社会科学院金融研究所所长助理杨涛、中央财经大学金融法研究所所长黄震作主旨发言,来自金融机构的优秀论文作者发表主题演讲。会议由中国民生银行研究院院长黄剑辉主持。

中华全国工商业联合会副主席李兆前发表了题为《弘扬五四精神 发展金融科技 共促中小民营企业高质量发展》的致辞,冀望商业银行深入挖掘金融科技作用,助力解决民营企业融资难融资贵“痼疾”。

中国银行业协会副秘书长周更强在题为《金融科技引领银行业新发展》的致辞中强调,银行业高质量发展要依靠金融科技支持,而金融科技的发展也离不开银行业、监管机构、社会大众及行业组织的共同努力。

中国民生银行行长郑万春在题为《迎接新时代,拥抱新科技,打造新民生》的致辞中指出,加强金融与科技的深度融合,坚持服务实体经济的本质属性,既是商业银行顺应时代潮流的必然选择,也是义不容辞的使命和担当。

中国银行业协会研究部主任李健以《金融科技

助力商业银行高质量发展》为题进行主旨发言。他表示,金融科技可助力商业银行在资产业务、负债业务、中间业务、运营管理、风险管理和战略机制等六大方面转型升级。

中国社会科学院金融研究所所长助理杨涛以《金融科技助力实体的四个视角》为题进行主旨发言。他认为,目前是金融科技发展的窗口期,既要避免互联网金融重蹈覆辙,又要抓住重大历史发展机遇。

中央财经大学金融法研究所所长黄震在题为《金融科技赋能实体经济》的主旨发言中强调,要用科技赋能金融,用金融赋能产业,赋能链的扩展为实体经济带来了生态重构的机会。

中国民生银行五四青年论坛迄今已连续举行了四届,论坛将继续紧扣时代脉搏,持续为青年学者提供展示平台,不断推出有影响的研究成果。