

国际金融危机下 中国企业并购行为研究

原 磊

内容提要 2008—2009年,在全球企业并购陷入低潮的情况下,中国企业并购热度却不降反升。尤其是在海外并购中,中国企业表现积极,并取得了显著成绩。然而,在看到成绩的同时,还必须意识到,我国企业并购中还存在一些问题需要引起重视。一是以规模为导向的企业并购有可能会合并后企业的资产效率降低;二是企业并购被政府赋予了过多的产业政策使命;三是企业并购面临的外部环境有待进一步改善;四是部分企业在并购中缺乏足够的风险意识。对此,应做好四个方面工作。一是继续鼓励和支持企业并购;二是合理定位政府在企业并购中的角色;三是引导企业通过并购实现商业模式创新;四是提高企业在并购中的风险意识。

关键词 国际金融危机 企业并购

美国次贷危机所引发的国际金融危机对世界经济造成了重大冲击,其影响从虚拟经济蔓延到了实体经济,不仅造成了全球经济增速的下滑,而且对全球企业并购活动产生了明显的冲击。然而,在全球企业并购规模大幅下滑的同时,中国企业并购的热度却不降反升,并呈现出影响力日益扩大的趋势。这既反映了全球竞争格局的改变,也表明了中国企业将向着新的发展模式跨越。

一、国际金融危机对全球企业并购的影响

(一)全球企业跨境并购规模出现大幅下滑

2004年到2007年,世界经济取得了20世纪60年代末和70年代初以来最强劲的增长。这段时间世界产出每年平均增长3.75%。与此同时,全球企业并购也出现了大幅度的增长。2007年全球企业跨境并购规模达到了历史最高峰4.8万亿美元。然而,受国

际金融危机影响,全球并购市场骤然降温。2008年全球企业跨境并购规模为3.3亿元,同比下滑31.25%,2009年更是进一步下降到2.4万亿美元,同比下滑27.27%(图1)。全球企业跨境并购规模的减少,主要是因为两方面的原因。一是国际金融危机使得部分企业盈利水平大幅下滑,流动性趋于紧张,同时银行在信贷方面更加谨慎,并购融资变得十分困难。二是部分企业并不看好部分行业的发展前景,对并购资产的估值有所降低。

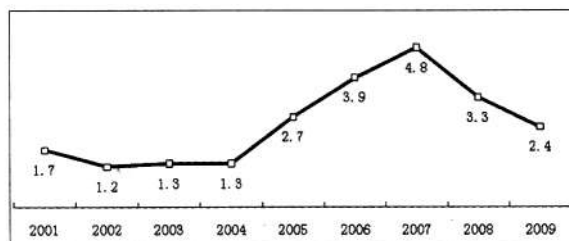


图1 2001—2009年全球企业跨境并购规模
(万亿美元)

资料来源:《中国并购报告2009》和Dealogic数据

(二)企业并购意愿降低,许多原本已经确定的交易被取消

2007年以前十分红火的并购形势在2008年骤然降温,在很大程度上是因为原本已经确定的很多交易被迫取消。据Dealogic数据,2008年企业放弃了1309宗交易,总价值9110亿美元。2009年也同样有大量的并购交易被取消。例如,2008年11月25日,全球最大的矿业公司BHP Billiton宣布放弃曾积极推进近一年的以1470亿美元代价收购Rio Tinto的行动,而之前BHP Billiton为此已经支付的收购费用达4.5亿澳元(约3亿美元)。2009年上半年,英国—瑞士矿商Xstrata宣布放弃以100亿美元收购美国白金公司Lonmin的计划,而此前Xstrata对此已经投入了

一年多的时间。

(三)发达国家仍是跨境并购的主角,但所占比例在下降

发达国家一直是企业跨境并购的主角,在国际金融危机下同样如此。2007年、2008年和2009年上半年,发达国家企业跨境并购交易的规模占全世界跨境并购的比例均在80%以上,而发展中国家和转型国家合计不及20%。然而,从趋势上看,却可以发现,在国际金融危机下,发达国家企业跨境并购规模出现下滑趋势;而发展中国家企业跨境并购规模却呈现明显上升态势(表1)。发展中国家在国际金融危机下企业跨境并购规模的增长,反映了全球经济格局的调整。

表1 全球不同类型国家企业跨境并购规模和占比

	2007年		2008年		2009年上半年	
	规模	占全世界的比例	规模	占全世界的比例	规模	占全世界的比例
全世界	1031100	100%	673214	100%	123155	100%
发达国家	903430	87.62%	551847	81.97%	102313	83.08%
发展中国家	96998	9.41%	100862	14.98%	19837	16.11%
东南欧洲和转型国家	30671	2.97%	20505	3.05%	1005	0.82%

资料来源:UNCTAD cross-border M&A database

(四)新兴国家企业并购发达国家资产的情况增多

在国际金融危机的影响下,欧美大量企业陷入经营困境。为缓解企业资金压力,以美国为代表的欧美国家纷纷出台政策,放低国外资本注入本国经济的门槛,引进国外资本以扶持本国企业和经济的复苏。同时,受国际金融危机影响,这些资产的价格大幅缩水,大大降低了并购成本。这样就为一些新兴国家通过并购发达国家资产,获取所需资源创造了条件。据毕马威统计,2009年下半年,新兴国家企业并购发达国家企业交易额达354亿美元,是2009年上半年交易额的两倍多,交易数也由上半年的78笔增加到102笔。中国超过印度,以30笔交易居于首位,较上半年增加10笔。同期,发达国家并购新兴国家企业继续降温,交易额183亿美元,萎缩近1/4;交易数216笔,减少17%。

(五)制造业和矿业的企业跨境并购受到冲击晚于服务业,但恢复也晚于服务业

2007年8月,美国爆发了次贷危机,而到了2008年9月,进一步演变为全球范围的国际金融危机。我们认为,次贷危机对企业并购的影响在2007年已经显现,但由于2006年以来企业并购快速增长的惯

性,因此2007年全球企业跨境并购规模并没有出现下滑,而是创下了历史最高点。然而,2008年企业并购形势急转直下。其中,最先受到冲击的是服务业企业,而制造企业和矿业企业受到冲击在时间上要晚于服务业企业^①。2008年第三产业企业跨境并购规模同比下滑50多个百分点,而第一产业和第二产业分别上涨了17个百分点和下滑了10个百分点;2009年上半年,第三产业企业跨境并购规模同比下滑36个百分点,而第一产业和第二产业分别下滑了76个百分点和85个百分点(表2);2009年下半年,以金融、信息产业为代表的服务业企业跨境并购已经率先开始恢复。2009年7月,IBM以12亿美元的价格收购了客户和市场趋势分析与预测软件厂商SPSS;电子测试设备厂商Agilent以15亿美元的价格收购Varian Semiconductor,进入生命科学产业领域;EMC以22亿美元收购Data Domain,进入数据备份新领域。

表2 三次产业全球企业跨境并购规模情况比较

单位:百万美元

产业/部门	净出售					
	2007年 规模	2007年比 2006年增速	2008年 规模	2008年比 2007年增速	2009年 (1-6月)规模	2009年上半年比 2008年上半年增长
所有产业	1031100	62.14%	673214	-34.71%	123155	-63.41%
第一产业	73299	72.57%	86101	17.47%	10004	-76.76%
第二产业	336310	56.02%	302582	-10.03%	22898	-85.00%
第三产业	621491	64.45%	284531	-54.22%	90453	-36.42%

资料来源:UNCTAD cross-border M&A database

(六)食品、汽车、精密仪器等制造业领域的企业并购热度不降反升

2008年,在全球企业跨境并购规模大幅下滑的同时,食品、饮料、烟草、汽车、精密仪器等产业的企业并购热度非但没有下降,反而逆势上升。2008年,食品、饮料、烟草行业企业净出售资产和净购买资产分别达到1121亿美元和774亿美元,比2007年增长124.6%和151.4%;汽车、其他交通工具行业企业净出售资产和净购买资产分别达到119亿美元和120亿美元,比2007年增长291.7%和2166.6%;精密仪器行业企业净出售资产和净购买资产分别达到230亿美元和78亿美元,比2007年增加401亿美元和176美元(表3)。这些行业中,企业跨境并购规模快速增长的重要原因是国际金融危机导致市场需求大幅减少,从而使过去一些被掩盖的矛盾充分显现,加快了产业结构调整的步伐。例如,美国三大汽车生产厂商平均每生产一辆汽车的总人工成本大概为8655美

元,日本汽车生产厂平均每生产一辆汽车的总人工成本大概为6052美元,而中国、印度等汽车生产企业的人工成本优势就十分明显了。据统计,中国汽车企业一线工人工资收入仅仅是北美底特律汽车工厂一线工人的1/30。成本的差异导致了企业竞争力的差异,在国际金融危机下竞争力低的企业资产向竞争力高的企业集中就成为了必然趋势。

表3 第二产业内部全球企业跨境并购情况

单位:百万美元

产业/部门	净出售				净购买			
	2006	2007	2008	2009 (1-6月)	2006	2007	2008	2009 (1-6月)
食品、饮料、烟草	6831	49902	112093	4386	-1100	30794	77406	4294
木材、木制品	2030	6431	4390	908	-2357	1411	-486	787
出版、印刷	24387	5543	4472	-15	7860	-6308	9535	-30
焦炭、炼油、核燃料	2005	2663	3086	999	4365	4072	-476	-204
化学、化学制品	47961	116792	73707	9587	31421	94598	60730	8720
橡胶、塑料制品	6705	7281	1200	-111	4884	-1588	206	-171
非金属矿产品	6166	37836	28770	408	6347	15334	22198	-9
金属、金属制品	45712	69738	13047	-1415	45654	18125	17114	370
机械、装备	17764	20087	14629	316	20034	9201	6988	252
电器、电子设备	35522	24583	12157	5711	32218	40440	25316	347
汽车、其他交通工具	7464	3048	11940	-95	-497	533	12081	232
精密仪器	7064	-17036	23028	1996	10183	-9823	7817	2831
其他制造业	1845	961	-1009	12	430	175	-3616	22

资料来源:UNCTAD cross-border M&A database

(七)大型企业之间的并购以行业内资源整合为主

2000年以后,全球企业并购出现了一个重要的特点就是横向并购、纵向并购、多元化并购均大量出现,跨行业整合十分普遍,而且“强强联合”成为大家关注的热点。然而,受国际金融危机冲击,全球企业并购的行为特点出现了一定程度的变化,即多元化

表4 2008年全球规模前20位的跨国并购交易

排名	规模 (亿美元)	被并购公司	所属产业	主并公司	所属产业
N	RD	Arhusst.Bush Cos Inc	食品、饮料、啤酒	frBav's	啤酒、饮料
O	ON	cotis Bank k edalande dding R's	银行	dovernment of thek edalande	国家政府
P	NTV	AlladispA	烟草	Imperial tobacco l versas edding	投资公司
Q	NIS	outas droupit C	新闻、信息服务	qhamson Corp	信息维修服务
R	NP	Imperial Chemical Industries Inc	化工	Alzak obel's	绘画、装饰、油漆
S	NM	friesat i id	媒体、信息、娱乐	perfinas edding i id	投资公司
T	NM	I Ci Cement droup	水泥	i afagepA	水泥、液体产品
U	ND	poalish C k ewazeleni C	啤酒	purise Acquisitions i id	投资公司
V	NP	brdsafalia	电气服务	b i k Ad	电气服务
NM	NP	oiogintoni C	铁矿石、矿业	phining msped nte i id	投资公司
NI	NRO	Banca AntonverelapA	银行	Banca i onleda nte i d pierapA	银行
ND	NMR	Alcon Inc	眼科药品、医疗器械	k ovanis Ad	药品制剂
NP	NMP	a rnepper prappled rroup Inc	饮料	phareholders	投资公司
ND	UV	s in C ppi AB	酒精、饮料	merodoicardpA	蒸馏、混合液体
NR	UJ	Barrin maeuolals Inc	药品制剂	qevantemaeuolals i id	药品制剂
NS	UT	j illerium mte maeuolals Inc	制药	j dhogany Acquisition Corp	投资公司
NT	US	Commerce Bancorp Inc	银行	qvarito b omision Bank	银行
NU	UM	k As qbn Corp	电子消费品供应商	k kial yj	收音机、电视、通讯
NV	TV	i nign brngy i id Co d pear d Asas	原油、天然气、能源	Conco nchillips Co	原油、天然气
OM	TU	j organparley	投资银行	j itubshi r ogcinad droup Inc	银行

资料来源:UNCTAD cross-border M&A database

并购和纵向并购比例有所降低,大型企业之间的并购主要以行业内整合为主。2008年前20位的跨国并购交易中,除投资公司、政府机构发起的并购以外,绝大部分的企业并购都是一种行业内的资源整合(表4)。这一情况说明,在国际金融危机的冲击下,由于市场环境尚存在较大不确定性,企业更多地选择了相对保守的竞争策略,以整合现有资源、巩固当前竞争地位为主,企业跨行业整合的步伐有所放缓。

二、中国企业并购在国际金融危机中的表现

(一)在全球企业并购陷入低潮的情况下,中国企业并购热度不降反升

国际金融危机发生以后,中国迅速出台了“扩内需、保增长一揽子政策”,并取得了十分显著的成绩。2008年和2009年在全球经济普遍下滑的情况下,中国经济保持了9.6%和8.7%的增速。为优化产业结构,提高企业国际竞争力,国家在出台的十大产业调整振兴规划中纷纷将推动企业并购作为产业调整和振兴的重要手段。同时,宽松的货币政策和鼓励并购的贷款融资政策也进一步助推了企业并购的热情。2008年12月,国务院确定了金融“国九条”,提出“通过并购贷款等多种形式,拓宽企业融资渠道”,而银监会也随后正式发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》,允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务,规范商业银行并购贷款经营。在这种情况下,中国企业并购逆市上扬。2008年,在全球企业并购规模分别下降31.25%的情况下,中国企业并购规模上升52.24%,其中海外并购增长92.61%。据Dealogic数据显示,2009年上半年全球已宣布的并购交易额共约1125亿美元。其中,中国区交易金额约101亿美元,占全球市场的9%左

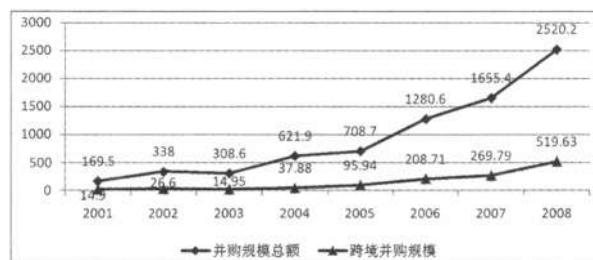


图2 2001—2008年中国企业并购规模(亿美元)

资料来源:《中国并购报告2009》

右,占亚太区并购交易额的30%以上,而在2003年,中国区并购交易占全球份额还不足4%。

(二)从月度看企业并购的总体规模和案件数量呈现了“V”型反弹的走势

从全年数据来看,2008—2009年中国企业并购规模稳步上升,并没有受到国际金融危机的影响。然而,如果从月度数据来看,我们可以明显地看到“V”型反弹走势。受次贷危机和国际金融危机影响,随着宏观经济的不断走低,从2008年下半年开始,中国企业并购市场活跃度不断地下降^②,在2008年底达到了最低点。2009年下半年以后,随着国家“扩内需、保增长”一揽子计划和十大产业调整振兴规划的逐步发挥作用,宏观经济逐步企稳回升,企业应对危机的信心大大增强。在这种情况下,中国企业并购市场活跃度逐步回升。2010年1月披露的并购案件达到了60起,创2008年以来的最高点(图3)。历史经验证明,企业并购的活跃程度与宏观经济周期和形势有着十分密切的联系,当宏观经济由衰退走向复苏,企业并购的活跃程度也会大大提高,而2008—2009年中国并购市场的走势也验证了这一结论。

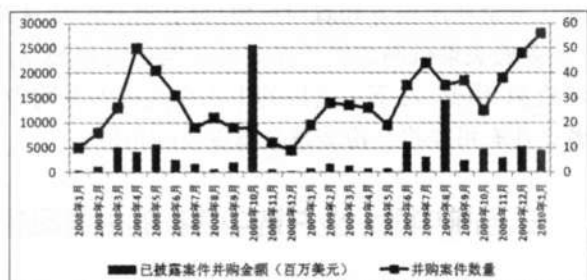


图3 2008—2009年中国企业并购总体规模和案件数量

资料来源:China Venture 投资数据库

(三)房地产、机械设备、生物医药、电子信息、能源化工等行业成为企业并购的热点领域

2008—2009年,中国很多行业中企业并购的活跃程度都出现了较为明显的提高。从并购交易发生的频率来看,2009年上市公司公布的并购交易中,发生频率最高的行业是房地产行业,其次分别是机械设备、生物医药、电子信息、能源化工行业(图4)。从企业海外并购来看,能源和矿业一直是中国企业对外并购的重点领域,而汽车、机械等制造业领域增长也十分迅速。资源类并购之所以得到国内企业的青睐,这是因为资源类并购不仅可以获得具有战略价值的实物资产,而且并购之后的整合过程也相对容易,另外,国家

出于长远战略考虑也对海外资源类并购给予了大力的政策支持。近年来,中国企业在金融领域的海外并购增长十分迅速,但受国际金融危机等因素的影响,中国企业在这一部分的交易中损失惨重。2010年中国企业海外并购仍将以资源类企业为主,但技术、品牌类的并购交易比重将有所上升。

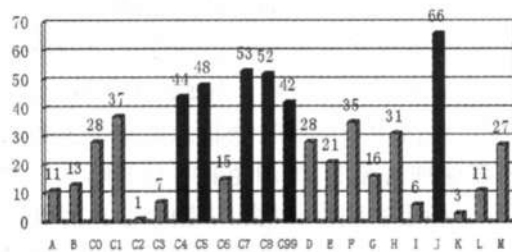


图4 2009年中国不同行业上市公司公布的并购交易发生次数^③

资料来源:作者根据全球并购中心网站数据整理

(四)钢铁、汽车、煤矿等行业成为国家政策推动企业并购的重点领域

为了加快产业结构调整,优化产业布局,加大产业集中度,提高产业国际竞争力,国家制定了一系列的政策,推动企业并购。2009年,国家在推出的十大产业调整振兴规划中,每一个行业都包括了与推动企业并购相关的政策措施。在山西小煤窑的治理整顿中,国家更是将并购作为重要手段。从具体实施效果来看,我们认为,在国家政策的大力推动下,钢铁、汽车、煤矿产业的企业并购取得了较大进展(表5)。目前,经过重组后的钢铁、汽车、煤矿行业产业集中度大大提高。钢铁行业中,粗钢产能超过1000万吨的大型钢铁

表5 2009年钢铁、汽车、煤炭行业政府推动的重要企业并购活动

企业并购活动	
钢铁行业	3月1日,宝钢入主宁波钢铁公司,其中宝钢持有56.15%的股权,杭钢持有43.85%的股权;
	9月6日,山东钢铁集团与日照钢铁签署《资产重组与合作协议》,山东钢铁集团在山东钢铁集团日照公司中占67%的股权,日照钢铁集团占33%的股权;
	9月21日,河北钢铁集团整体上市方案获批,唐钢股份、邯郸钢铁、承德钢铁三家上市公司整合为一家;
	12月18日,首钢重组长治钢铁有限公司,在山西成立首钢长治钢铁有限公司。
汽车行业	5月21日,广州汽车集团与湖南长丰汽车集团正式签订股权转让协议,长丰集团将其持有的长丰汽车29%的股权转让给广汽集团,本次股份转让完成后,广汽集团将成为长丰汽车第一大股东;
	5月25日,潍柴动力、山推股份及山东巨力三家上市公司同时发布公告,宣告成立以汽车零部件为主业的山东重工集团;
	11月10日,兵装集团与中航工业联手组建中国长安汽车集团有限公司,成为了中央企业之间汽车领域进行的迄今为止规模最大的战略重组。
煤矿行业	年底,中煤集团、阳煤集团、晋煤集团、同煤集团、潞安集团、焦煤集团、山西省运销集团、山西省煤炭进出口集团等大型中央企业、地方国有企业和大型民营企业已经基本完成了对山西2000多小煤矿企业的并购。

资料来源:作者整理

企业已经达到9家;汽车行业中,前10家企业集团市场份额已经接近90%;煤炭行业中,山西省已经形成了4个年生产能力亿吨级的特大型煤炭集团、3个年生产能力5000万吨级以上的大型煤炭集团。

(五)企业在海外并购中更加积极主动,影响力大大提升

经过改革开放30多年的发展,中国企业在规模水平、技术水平、管理水平等方面都得到很大的提高,中国经济在世界上已经开始具有举足轻重的地位,全球竞争格局已经因为中国的发展壮大而发生了实质性的改变。在这种情况下,中国企业海外并购的态度也发生了十分积极的变化。过去,中国企业在海外并购中往往不够积极主动,但在国际金融危机中,却发生了很大变化。2008—2009年,中国企业频频出手,积极开展海外并购攻势,同时积极探索多渠道、多方式融资、投资,成功完成海外并购业务(表6)。在收购海外矿产资源时,中国企业不再仅仅局限于购买个别矿区的开发权或者收购小型矿产企业,而是直接参股世界排名前几位的大型跨国公司;在收购制造业资产时,中国企业不再仅仅满足于收购个别国外二线品牌或生产线,而是直接将目标指向有着世界领先的生产技术和巨大品牌价值的世界一流企业。目前,中国企业海外并购的影响力大大提升,企业国际化的广度和深度都有了很大的提高。

表6 2008—2009年中国企业海外并购
影响力较大的10笔交易

时间	并购方		被并购方		并购价格 (亿美元)
	公司	行业	公司	行业	
2008年2月	中国铝业公司	冶金	Rio Tinto PLC	矿业	140.5
2008年7月	中海油田服务股份有限公司	能源	Awilco Offshore ASA	能源	25
2008年9月	中国石油化工集团公司	能源	Tanganyika Oil	能源	20
2009年2月	中国五矿集团公司	矿业	OZ Minerals LTD	矿业	13.8
2009年3月	浙江吉利控股集团有限公司	汽车	DSI 公司	汽车	0.4
2009年5月	中国石油天然气集团公司	能源	新加坡石油公司	能源	10.1
2009年6月	中国石油化工集团公司	能源	Addax Petroleum Corp	能源	75.0
2009年8月	兖州煤业股份有限公司	能源	Felix Resources LTD	能源	29.9
2009年8月	中国中化集团公司	化工	Emerald Energy PLC	能源	8.6
2009年11月	中国石油天然气集团公司	能源	曼格什套油气公司	能源	13.0

资料来源:作者整理

(六)民营企业海外并购的意愿增强

中国企业海外并购最先表现为大型国有企业以海外并购的方式走向国际市场,这主要是受制于当时国际和国内政治、经济、政策、法律等方面的因素,而且除大型国有企业以外的其他企业不具有参与海外并购的实力和条件。然而,随着中国民营企业参与国

际竞争的能力增强,政府制定了一系列鼓励民营企业走出去的政策,民营企业参与海外并购的热情日益提高。2009年,虽然大型国企在海外并购交易中担当了主力角色,交易量约占海外并购交易完成总数的60%左右,交易金额占海外并购交易总额的九成多,然而民营企业在海外并购中的表现同样也非常引人注目。与国有企业的海外并购主要集中在对资源矿产类企业的并购不同,民营企业海外并购主要集中在对拥有先进技术和知名品牌的企业的并购,用以弥补自身在技术、品牌、渠道等方面的短板。2009年3月,中国民营汽车制造企业吉利集团已经完成了对澳大利亚DSI公司的并购,该企业是国际上著名的汽车变速箱生产企业,长期为美国福特等跨国汽车企业供货。2010年3月,吉利集团又与福特汽车签署最终股权收购协议,获得沃尔沃轿车公司100%的股权以及相关资产。2009年8月,民营企业上海中服进出口有限公司宣布收购了皮尔卡丹在大中华地区的使用权。这些事件都反映了民营企业海外并购意愿的增强。国有企业在海外并购中,由于特殊的身份背景,往往容易遭遇到政治干涉、哄抬价格等问题;相比之下,民营企业由于更容易获得企业出售方和政府审批部门的信赖,而且灵活、高效的决策机制也使得在海外收购中更容易抓住市场机遇。因此,在下一阶段的中国企业海外并购中,民营企业有可能将会扮演越来越重要的角色。

三、当前中国企业并购中存在的主要问题

(一)以规模为导向的企业并购有可能会致合并后企业的资产效率降低

中国当前的企业并购在很多情况下体现为一种对企业规模的追求,尤其是在钢铁、汽车、煤矿等一些由政府推动的企业并购更是如此。扩大企业规模在很多情况下被当成了政府推动企业并购的直接动因,并认为企业规模的扩大能够实现规模经济或范围经济,从而提高企业经营效率。事实上,规模经济和范围经济是一种非常脆弱的概念。从规模经济来看,经济学理论认为,当生产规模扩大时,生产成本先陡然下降,然后趋于平缓,最终变平,即达到最小效率规模。如果并购前的企业已经在最小效率规模或超过最小效率规模的状态下运行,那么以规模为导向的并购不会带来任何的效率增加。很多产业的最小效率规模都很低,大

概只有行业总产量的5%或更少。因此,企业规模的扩大可能对于提高企业竞争优势的作用并不明显。大量实证研究也表明,企业并购中由于规模经济而形成的价值增值往往被夸大。从范围经济来看,虽然并购后的企业有可能可以通过释放管理资源,在一定程度上提高管理效率,但是,这种程度是非常难以把握的,对企业来讲,极有可能在并购以后,迅速由范围经济转变为范围不经济,甚至说范围经济或者根本不存在,或者被轻易耗尽。因此,企业规模的扩大并不一定能够带来规模经济或范围经济,甚至还会造成规模不经济或范围不经济,从而造成并购后企业资产效率的降低。企业竞争力与企业规模之间也并无必然联系。企业规模的扩大有可能非但不会提高企业竞争力,反而会因为企业资产效率的降低而削弱企业竞争力。“大而不强”是中国很多大企业的通病,而以规模为导向的并购政策有可能会进一步加剧这种状况。

(二)企业并购被政府赋予了过多的产业政策使命

产能过剩是当前中国经济发展中面临的突出问题,而国家将推动企业并购作为治理产能过剩的核心手段。十大产业调整振兴规划中,几乎每个产业都涉及到了推动企业并购的政策措施。从西方国家经验来看,成熟产业中的企业横向并购确实能够通过帮助企业合理化其生产过程,从而“清除”过度产能,欧洲钢铁产业从20世纪80年代开始通过推动企业并购消化了大量的过剩产能。然而,由于中国产能过剩问题产生的机理与国外有着较大差异,因此,在国外行之有效的手段在国内未必能够取得同样效果。国外产能过剩产生的根本原因在于市场信息的不充分,以及沉淀成本的退出障碍,而中国产能过剩的产生还存在更为复杂的原因。一是中国的财税制度和地方官员考核机制造成地方政府有着强烈的投资冲动;二是国有企业与民营企业之间的效率差异导致民营企业始终具有动力增加投资规模。因此,西方国家可以通过推动企业并购为沉淀成本提供退出通道,同时通过企业之间的联合,加强市场信息沟通,从而解决产能过剩问题;而在中国,企业并购无法解决地方政府的投资冲动,同时无法解决国有企业的低效率问题,所以至多只能在短期之内缓解个别产业产能过剩的程度,而无法从根本上解决产能过剩问题。就钢铁行业来看,目前产能过剩问题最为严重的产品不是线材,而是一些相对高端的板材,而板材大都是由大型国有企业生产制造,企业并购并不会导致这

部分生产能力的退出。另外,对板材产品并不是缺乏市场需求,而是国内产品质量和价格难以与国外产品竞争,从而无法实现进口替代。换一句话讲,从全球市场视角来看,中国板材产品的产能过剩从根本上讲是市场竞争力低下的问题。目前以规模为导向的企业并购很难使企业的国际竞争力有较大提高,因此,也不会对板材产品的产能过剩问题产生很大效果。

(三)企业并购面临的外部环境有待进一步改善

近年来,国家出台了一系列的政策以改善企业并购的外部环境。2008年12月6日,银监会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》,明确允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务。由于资金来源一直是制约大规模并购活动的一个重要因素,因此《指引》的发布将为企业并购开辟广阔的空间,具有十分深远的意义。2009年3月,商务部发布实施了新的《境外投资管理办法》,并会同有关部门制定了多项支持企业海外并购的政策。工信部近期也将正式出台《关于加快推进企业兼并重组的意见》。这些政策的出台对于改善中国企业并购的外部环境,促进企业并购都将起到十分重要的作用。然而,在肯定成绩的同时还必须看到,目前依然存在一系列制约中国企业并购的障碍。一是现行财税税收体制下,企业跨地区并购可能会导致中央与地方、地方与地方之间的税收收入转移,不利于调动被并购企业所在地政府的积极性;二是大量的国有企业在人事安排、产权安排等方面尚存在很多遗留问题,加大了企业并购中的整合难度;三是出于防止资本外逃和监管困难等因素考虑,中国对海外投资采取了“逐级审批、限额管理”的审批制度和外汇管制制度,涉及不同行业的还要进行会审会签,在一定程度上增加了企业跨国并购的难度;四是中国尚未发展起来一定数量和规模的,能够了解国际市场和文化的、熟悉企业海外并购业务的中介服务组织,这就造成了企业在海外并购时无法获得应有的信息支持,如果依赖于国外机构,又面临对方不熟悉国内情况并索取高额交易费用的局面;五是中国企业在海外并购中面临的政治环境较差,容易受到外国政府的政治干涉;六是国际化人才缺乏导致企业在海外并购和海外经营中难以获得足够的智力支持;等等。

(四)部分企业在并购中缺乏足够的风险意识

对企业来讲,并购是一项成本和风险都非常高的战略行为,失败的案例远远多于成功的案例。国内外

大量对过去并购行为的实证研究都表明,收购方的股东财富价值平均而言会受损,至多是持平;相反,被收购企业的股东则能获得20%—43%以上的异常收益。造成企业并购失败的重要原因就是并购后资产整合的困难。企业中很多资源是依托于特定的组合方式存在,并不断动态变化,并购往往会破坏资源的组合方式,导致资源价值大大降低。或者讲,企业中的很多资产是很难完整的从一方转移到另一方。运用贴现现金流等方法估算出来的预期协同往往高估了企业并购的实际效果。因此,很多著名国际大企业在并购的时候都会非常谨慎,例如,丰田等国际领军汽车公司主要是依靠自身技术和资产积累发展壮大,而很少进行大规模并购。然而,部分中国企业在并购中却缺乏足够的风险意识。在制定并购计划时,往往对并购本身产生的成本(包括目标企业资产估值、交易活动产生的费用等)估计比较充分,但对于并购完成后的资源整合成本考虑不足。事实上,文化冲突导致并购后无法实现有效的资产整合已经造成了中国许多企业并购的失败。正如永道(Coopers & Lybrand)公司调查所表明的,“目标管理态度和文化差异”和“缺乏收购后的整合方案”是导致企业并购失败的最重要的两个原因,并购方企业与目标企业之间的文化冲突、目标企业管理者的安置问题、高层次人才流失问题、员工中普遍存在的恐慌和焦虑情绪都有可能使新建立起来的企业无法正常运转。

四、促进和规范中国企业并购的政策建议

(一)继续鼓励和支持企业并购

企业并购高潮的兴起与衰退往往与经济周期的交替相联系,美国前四次企业并购浪潮均发生在由萧条转向复苏的时期。随着全球经济逐步从国际金融危机中得到恢复,全球范围内可能会出现新一轮的大规模并购浪潮,中国企业应积极参与到全球产业结构调整 and 资源的重新整合当中,并在其中承担更为重要的角色。另外,企业国际化的发展水平往往与国家经济发展阶段相联系。2009年,中国人均GDP已经超过3700美元,标志着中国进入了对外直接投资增长速度较快的阶段,在这一阶段,企业海外并购案件增多是经济发展的客观规律。企业并购有利于推动企业对资源进行优化配置,提高自身竞争力,从产业层面看,也

有利于促进产业升级,淘汰落后产能,提高产业整体的效率水平,使经济能够在更高层次上获得新的发展。因此,笔者认为,在未来较长的一段时间里,继续鼓励和支持企业并购应是长期坚持的一项重要政策。

(二)合理定位政府在企业并购中的角色

并购是一种企业以追求效率为目的的市场行为,企业自发的并购往往比政府“拉郎配”更符合企业利益,更有利于提高资源配置效率,更有利于企业竞争力的提高。政府应减少对企业并购的直接干预,而应将政策着力点放到改善企业并购外部环境和做好人员安置工作上。一是通过消除企业并购面临的各种障碍。消除跨地区重组所面临的体制障碍和地区保护主义障碍;加快实现金融创新,为企业并购提供金融支持,并在保证资金安全的前提下,适当向民营企业倾斜;改善企业经营环境,完善市场竞争机制,清除导致企业间不公平竞争的不利因素,使那些通过并购获得效率提高的企业能够获得相应的经济利益回报;加快完善社会保障系统,完善失业保险制度;完善海外投资审批制度和外汇管制制度,减少审批环节,提高工作效率;鼓励中资服务机构积极“走出去”,为国内企业的海外投资提供中介服务;深化改革开放,重申反对商业保护主义的基本立场,改善中国企业境外并购的政治环境和舆论环境;加快国际化人才的培养。二是加大国家援助力度,做好企业并购中的人员安置工作。国内外经验均已表明,在一些变化剧烈的时期,尤其是这些变化致使一些人数众多、谈判和集体行动能力较强的阶层的利益受到损害时,如果不能采取措施对这些受损者进行适当补偿,变化过程就会受阻,社会稳定性就会受到影响。因此,在当前情况下,为保证并购的顺利进行,加大国家援助的力度,帮助企业做好人员安置工作是非常必要的。

(三)引导企业通过并购实现商业模式创新

随着信息技术的发展,企业面临的外部环境发生了巨大的变化,进而导致了“游戏规则”的变化——商业模式创新已经成为企业获取竞争优势的根本途径。正如Peter F. Drucker所言,“过去企业之间主要是产品的竞争,而现在主要是商业模式的竞争”。商业模式创新从根本上来讲是企业对资源的配置方式和使用方式进行优化的过程,而并购也是企业获取和利用外部资源的一种有效手段,二者之间本来就密不可分、相互促进。换一句话讲,商业模式创新应当是企业并购

的根本目的,而并购是企业实现商业模式创新的重要手段。然而,就目前来看,中国企业在并购中往往是停留在简单的资源获取或者提高市场占有率等较低层面上,而对如何实现商业模式创新等更高层面的目标考虑不足。企业通过并购实现商业模式创新主要可以有三种途径。一是通过横向并购获取企业现有资源与能力同质化或相类似的资源与能力,提高企业市场势力和技术水平,对企业现有商业模式进行巩固和强化;二是通过纵向并购获取与企业现有资源与能力互补或相关的资源与能力,在现有产业链上重新安排生产,增加产业链各环节的可控性、提高自身的抵抗风险能力,对自身商业模式进行调整和完善;三是通过多元化并购获取与企业现有资源与能力异质化或无关的资源与能力,实现自身业务的转型,形成一种新的利润增长点,对自身商业模式进行改变和重构。

(四)提高企业在并购中的风险意识

全球范围来看,中国企业并购的失败率是比较高的。据国内研究显示,中国企业并购的成功率大概为30%左右,低于全球30%—40%的平均水平。分析中国企业并购失败率较高的原因,笔者认为,其中很重要的一项就是企业在并购中的风险意识不强。由于信息不对称和道德风险的存在,被并购企业为获得更多利益往往倾向于向并购方隐瞒对自身不利的信息,甚至提供虚假信息。企业作为一个多种生产要素、多种关系交织构成的综合系统,极具复杂性,而中国的并购方企业往往没有投入足够多的财力和物力对目标企业进行全面的了解。在海外并购中,由于中国企业缺乏海外运作经验,对目标企业所在国缺乏足够了解,因此往往对资源整合中存在的困难估计不足。为改变这种状况,中国企业在并购中应提高风险意识,改变过去的行为模式,并购前要进行充分、翔实的“尽职调查”,对目标企业进行价值评估和整合风险评估,细致、充分地了解和研究市场及其风险,尽可能减少不确定性。在海外并购中,要对目标企业所在国的相关法律法规,包括投资规则、并购程序、雇佣规定、外汇管制、反垄断条款、工会作用等信息进行全面了解,全面评估企业并购过程中和并购后资产整合中面临的风险,并作出充分准备。

注释:

①在UNCTAD cross-border M&A database的统计数据

中,第一产业包括矿业,而且矿业企业并购的规模占到了整个第一产业的95%以上。因此,表中第一产业企业并购规模的变化基本就反映了矿业企业并购规模的变化。

②2008年10月,我国企业并购规模出现了突然大幅提升的态势,这是因为达成了几笔大规模的并购交易。其中,仅中国电信收购中国联通CDMA,所涉及金额就高达160.92亿美元;另外还包括南方航空14.63亿美元入股辽宁机场集团;等等。如果去除了这几笔大的并购交易,总体上并购市场活跃度呈现下降趋势。

③行业分类依据证监会公布的上市公司行业分类及行业代码:A 农业;B 采掘业;C0 食品、饮料;C1 纺织、服装、皮毛;C2 木材、家具;C3 造纸、印刷;C4 石油、化学、塑胶、塑料;C5 电子;C6 金属、非金属;C7 机械、设备、仪表;C8 医药、生物制品;C99 其他制造业;D 公用事业;E 建筑业;F 交通运输、仓储业;G 信息技术业;H 批发和零售贸易;I 金融、保险业;J 房地产业;K 社会服务业;L 传播与文化产业;M 综合类。

④20世纪80年代初,邓宁对67个国家1967—1975年间的直接投资流量与人均国民生产总值的关系进行了研究,提出了投资发展阶段理论。根据人均国民生产总值,邓宁区分了四个经济发展阶段:第一阶段人均国民生产总值在400美元以下,处于这一阶段的国家只有少量的外国直接投资进入,并且完全没有对外直接投资;第二阶段人均国民生产总值在400—1500美元之间,外国对本国的投资有所增加,而本国开始少量的对外投资,净对外直接投资呈负数增长;第三阶段人均国民生产总值在2500—4750美元之间,外国直接投资量仍然大于对外投资,不过两者差距在缩小;第四阶段人均国民生产总值在4750美元以上,人均投资流出为正值,成为了主要的国际资本输出国。

参考文献:

- ①萨德·苏达斯纳:《并购创造价值》,经济管理出版社2006年版。
- ②全球并购研究中心:《中国并购报告2009》,中国金融出版社2009年版。
- ③宾建成:《我国企业海外并购的障碍因素与克服对策》,《工业技术经济》2009年第1期。
- ④罗仲伟:《当前中国企业海外并购特点及对策》,《国有资产管理》2009年第10期。
- ⑤彭艺:《企业并购风险抗衡》,《企业导报》2010年第1期。
- ⑥张文魁:《中国企业海外并购的总体评估和政策讨论》,《中国经济时报》2010年2月22日、23日。

(作者单位:中国社会科学院工业经济研究所)

责任编辑 王晓红