

□ 曹耳东

市场竞争与企业资产重组

企业财产具有两重性,从实物形态或使用形态考察,习惯上称为资产;从价值形态考察,则称为资金。为了适应不断变化的市场需求和生产技术的进步,企业必须不断发展和优化资产结构,这包括对存量资产的调整和增加投资以形成增量资产,广义地看,这些行为均可称资产重组。由于资产均具有一定的货币价值,所以资产重组也就是财务重组。

从资产重组涉及的范围看,可以分为企业内部的资产重组(或称内部的资源配置)和企业整体资产的重组(也可以称外部资产组合),主要采取企业收购、兼并等形式。传统的企业内部资产管理,主要包括流动资产管理和固定资产管理,这些内部资产的管理理论和方法,在不同的经济下均具有同一性。当前我国理论界热烈讨论的资产重组主要是指企业间的收购和兼并活动,这是经济转型中出现的新情况,它对我国经济和法律等产生深远的影响。从企业盈利目的出发,资产重组类似于投资行为,需要对其进行成本效益的分析。

在当今竞争日益激烈的世界市场上,企业兼并的浪潮席卷全球。有报道说,1995年1季度,全球用于兼并公司的金额高达1352亿美元。近年来,随着社会主义市场经济的深入发展,国内企业兼并风起云涌,它震撼了中国的经济界,成为社会关注的热点。在社会主义市场经济条件下,企业兼并具有更深远的意义,它不仅具有市场经济下的企业兼并的一般经济效应,而且成为我国国有企业改革的一条重要途径。中央一位负责同志称,明年要推进国有资产存量的流动和重组,继续鼓励各种形式的合资、联合、兼并、转产改造或搬迁改造。鼓励效益好、有发展前途的国有企业通过兼并、购买、控股、参股等形式,吸纳效益差或亏损企业进行资产重组和产业结构调整。大力推进国有企业的自我重组,是一项加快搞活搞好国有企业的有效办法。

一、美国企业兼并的启示

美国历史上出现过五次兼并、收购浪潮。第一次浪潮产生于1893~1904年,这一时期共计有2864次兼并,涉及兼并资产总额63亿美元。主要历史背景是南北战争结束后美国工业革命进程加快,各行业竞争加剧,以减少过度竞争为目的的同行业兼并应运而生;另一个原因是兼并产生的规模经济效益和垄断利润,使之有利可图。第二次兼并浪潮发生于1915~1929年,其基本特点是大企业在同一行业合并以垄断整个产业。主要背景是过度旺盛的证券需求和投机活动,使“炒产权”成为一本万利的营生,同时投资银行功能日益增强,起到了推动作用。第三次兼并浪潮发生于1954~1969年间,主要是不同行业的中小企业合并成分散性经营的大公司,产生了许多巨型和超巨型的跨行业公司。主要背景是投资者对于以多元化投资避免风险的需求,同时“反托拉斯法”也限制同行业合并,鼓励不同行业合并。第四次兼并浪潮发生于1975~1992年,这次浪潮的主要特点是兼并公开上市公司,其二是大公司将兼并经营分散的公司作

为扩展自己业务的主要形式,其三是出现了新型的收购方式,如“杠杆收购”、“分离收购”,这些方式目前在西方仍被广泛运用。第五次兼并浪潮,自1994年至今,这是美国历史上最大的兼并、收购浪潮。1994年1~9月,美国兼并、收购总额达2200亿美元。据美国皮特—马威克会计公司的调查显示,1995年第1季度美国国内的企业兼并和收购成交额超过732.5亿美元,其中制药工业、商业银行和食品工业是兼并最活跃的三个领域。观其趋势,美国企业兼并收购浪潮还会持续。主要特点是,为适应经济全球化竞争,兼并收购已成为企业战略选择之一;同时政府政策变化也是一项重要因素。

综观美国企业兼并和收购浪潮,可以得到如下启示:

1. 兼并、收购是市场经济发展中的必然现象。资本的集中和扩展是市场经济发展的根本动力,企业资产重组是资本集中和扩展的必然要求,也是其得以实现的主要形式,通过大量的企业兼并收购活动,资本得以迅速集中,生产规模得以迅速扩展。

2. 资产重组对经济发展具有巨大的推动作用。资产重组有利于企业迅速发展,相对企业内部扩展方式,通过合并和收购其他企业,大大地缩短了建设周期,可以相对减少资本支出。同时也可以获得新的现有的经营管理人才和生产技术人才以及新的产品市场。通过资产重组,优胜企业进一步发展,管理差和无发展前途的企业被淘汰,从而使国家的产品结构、产业结构得到不断调整和优化。

3. 跨国界的兼并和收购是当今资产重组的又一特点。当前,跨国资本、跨国公司已成为发达市场经济国家的决定性经济力量,兼并和收购为跨国资本和跨国公司的确立提供便利,它有利于资本的渗透和世界市场的占领。

4. 持续的通货膨胀对企业兼并和收购起了很大的促进。由于通货膨胀降低了企业的市场价格与重置成本的比率,这一比率叫做Q比率,当Q比率小于1时,购买一家正在运营的企业要比建立一家相同企业便宜。这时,企业如果要扩大经营规模,最经济的方法是去兼并或收购另一家正在运营的企业。从投资角度考虑,这是兼并收购活动最根本的动因。

5. 资产重组需要具备相应的政策环境。企业间的资产重组不仅关系到双方的利益,也涉及国家的经济与产业政策,因此必然会受到国家政策的制约。美国曾先后制定了一些有关的法律制度,如1890年的谢尔曼法案,1914年的克雷顿法案,1936年的鲁宾逊—马门法案,1950年的塞勃—凯发维法案,1968年的威廉姆斯法案等等。如果政府偏重于提高市场的效率和企业的竞争力,则一般会对兼并、收购活动采取较宽容的态度;如果政府偏重于保护市场的竞争和保护本地企业,则往往对兼并、收购设置障碍。

二、资产重组是企业增长的有效途径

市场竞争的压力和企业自我生存、自我发展的动力要求企业必须不断地扩大现有市场或开拓新的市场。对企业增长的动因一般有如下几种解释:

多元化经营。企业界广泛认为分散经营能够减少风险。如果一家企业生产单一产品,它必然受制于这一产品市场的约束;当该产品的社会需求下降,企业会受到很大的损失。另外,当竞争对手推出新的同类产品来取代企业产品时,企业则无法保持在原有市场的竞争力。由于社会需求和竞争力量的变化难以预测,因此企业唯一可以采取的确定的防范措施是多元化经营。虽然在产权完全能够自由转移的市场中,股东能够根据自己对市场的判断调整对不同企业的投资,以个人投资多元化来取代企业经营多元化,但是个人的投资多元化需要花费大量时间和交

易费用,也需要丰富的投资经验,所以企业经营多元化显然比股东个人投资多元化更有效率。

企业增长是经营稳定性的需要。一般而言,企业稳定性与其销售规模成正比关系,销售量大的企业更具稳定性,因为大规模生产的成本较低,生产更经济所引起的销售边际利润更高。较高的销售水平具有较强的市场渗透力,因此在市场占主导地位的企业,其抗衡市场变动的能力更强。

企业增长是指企业在长期内的生产规模和经营的增加。目前财务界测定企业增长的常用指标主要如下:

1. 销售的增长。人们广泛运用这一指标测定一家企业能够保持其竞争地位、增加产品或劳务市场的规模和数量,它是企业经营增长的直接指示器。

2. 利润的增长。企业股东和财务往往运用这一指标测定企业增长,因为它表示企业将销售和经营结果转换成收益的能力。利润增长一般以企业净资产收益率表示。

3. 资产的增长。企业所运用资源的稳定增长也是企业扩展的指示器。但是这指标却有不少局限性,虽然有不少企业为了增加生产和销售能力而不得不增加资产,然而,资产的增加若不有效运用时,不一定能必然引起生产或销售的增加,这时它是一种无效的指标。一般而言,不能单纯地运用资产增长来测定企业增长。

从企业增长方式看可分为内部性增长和外部性增长。内部性增长是指一家企业依靠自身经营的扩大来增加销售和利润;这一方式是通过购买设备增加现有生产能力或开拓新产品,也可以通过提高劳动生产率和管理水平得以实现。内部性增长所需的资金既可以来自企业内部,也可以来自企业外部。内部资金来源主要包括留存收益、折旧和其他非现金性支出。外部资金是通过负债和追加股权资金方式筹措的,尽管资金来自外部,但是由于这些资金用以扩大现有经营,所以也称为内部性增长。

当一家企业接管另一家企业的经营时,称为外部性增长。由于目标企业有其独立的供产销体系和现存资产,收购企业运用一定方式获得这些资源实现外部性增长,收购企业无须费力去开拓新的业务,显然,与内部性增长相比,它具有如下优越性:

1. 是一种快速的增长方式。接管另一家企业的现有经营是实现增长的最快的方法。收购企业的方式能节省立项报批、兴建厂房、订购、安置设备、安排生产和销售的大量时间。

2. 现金收回时间短。收购一家处在经营过程中的企业,只要目标公司的销售实现,资金立即可返回收购企业。资产重组是一种投资行为,投资回收期是一项主要考虑的因素。

3. 减少风险。当一家企业开始进入新的市场时,它得承担很大风险,如新产品的最佳规模的确定、管理人员对新市场环境的适应性、新行业的法律制度等等。而通过一家现成企业,就可以较容易地解决这些问题。

4. 经济性。新市场的进入需要花费大量的起步成本,包括培训销售队伍、支付法律咨询费用等。而收购企业一般可以减少这类费用,特别是当企业要进入黄金地块时,必须通过兼并或收购方式来达到目的。

鉴于上述原因,进行不同形式的资产重组来实现企业增长目的,已成为现代企业制度下的一项重要的重要的企业经营管理内容。

三、资产重组的理论评价

自 1950 年起,不断兴起的企业兼并和收购浪潮,引起了经济学家们的关注,资产重组理论

也成为现代企业财务的一项研究内容。

经济学家从各个方面解释了资产重组的原因,这些解释可以归纳为:效率、信息、代理问题、市场力量和税收节省。

60年代是美国大型企业联合活动的全盛期。不少学者认为这主要是由于经济规模推进了这一浪潮的兴起,有人甚至夸大了资产重组的功能,宣称资产重组能产生“ $2+2=7$ ”的效应。这一观点的主旨是,通过合并所产生的合力能提高企业的经济规模,吸取目标企业的先进管理经验。合力效应的大小取决于合并的方式。我们知道合并可分为横向合并和纵向合并,横向合并是指不同行业间的合并,纵向合并是指上下游行业间的合并。

横向合并的合力效应首先表现在生产的经济规模,特别是适用于公用事业等自然垄断和生产能力不可分割性等行业。1994年美国VIACOM公司出人意料地不惜以100亿美元的代价收购了派拉蒙通讯公司的全部股份,正是出于这种考虑。据电缆行业的有关人士指出,建设提供全方位服务的电缆系统耗资庞大,适当的规模是与电话公司竞争的必要条件。五年前,100万股东就可以组成一家电缆公司,现在,若想具备生存实力,一个电缆公司股东人数必须在300~500万以上。其次,横向合并所产生的合力效应表现在企业组织能力的补充上,一家企业的硬件是比较容易建设的,但是要形成一套完整的组织体系并非一朝一夕的事情。以荷兰集团收购英国巴林银行为例,尽管荷兰集团完全有财力兴建同样规模的银行,但是不可能在短期内形成巴林银行经历230年时间所建立的严密组织管理体系、良好的客户关系和知名度。效率理论解释受到责难的是,由于近年来产权市场或收购市场的日益激烈的竞争,使得收购成本越来越高,当收购所花费的代价高于企业内部性增长时,包括收购在内的各种外部性增长是无效的。

企业兼并所产生的各种合力效应,也许用纵向合并解释更容易些。由于一个行业在不同生产阶段上企业合并,可以实现在不同生产级次上的有效协作,这是经营上的合力。此外,企业合并能产生财务合力。财务合力是指合并后的企业的资金成本较低,同时也会减少生产成本。因为,合并后原先由各自企业单独承担的债务,现在由两家企业共同承担,构成了对债务的互为担保,这有利于债权人,减少了企业财务风险,从而提高了企业的负债能力。

近年来,西方财务与投资学界十分重视市场对财务信息的反应,他们认为企业资产重组的信息传递,不但能够刺激社会投资大众,提高公司股票的市场价格,而且也会刺激企业的管理机制。收购企业的管理人员会由此而感到自豪,对企业充满希望;目标企业的管理人员受到很大压力,因为他们有被替代的可能。资产重组的另一信息效应是,收购的信息引起人们对目标企业的重新评价,或许会认为以前市场对该企业的估价太低,转而提高企业股票的市场价格。我国股票市场上发生的数起收购事件,均在一定时期内大幅度地提高了被收购公司的股票价格,似乎验证了上述学说。但是,收购信息的传递是否有效,取决于许多先决条件。企业必须是一家上市公司,并且股票市场上的投资大众是成熟的理性的,换言之,股票价格在长期内能基本上反映股票或企业的真实价值。

对于资产重组的另一解释是代理问题。当所有权与经营权分离时必然产生代理问题。对于解决由于代理而产生的股东利益的损失,一般可通过三种不同的市场机制。其一是所有者对经营者的监控机制和奖励制度,但这需要花费管理成本;其二是人才市场的竞争使得管理者行为尽可能地与股东利益一致,但是新的管理人员未必对企业的业务相当熟悉,因此也会存在低效率的情况;收购和接管是纠正代理问题的又一个市场机制,来自被人收购的(下转第55页)

前而论,拟从以下几方面加强工作,寻找对策:

1. 加强投资项目的全过程管理。对项目的前期决策、规划选址、计划立项以及设计、施工管理等方面采取分阶段的目标管理,建立、健全有关管理规章和包括奖罚在内的配套考核制度,形成对投资主体、决策者的约束机制,建设参与者的风险机制,以及投资回收机制,提高项目决策的民主性和科学性,同时要加强对业务单位、设计单位的把关职能。

2. 以项目招标为手段,采取与国际接轨的招标方式,使建设项目的设计、施工等各方面都能规范操作,严格按照科学有效的程序和原则施行,避免形式主义和不正之风,使之真正体现竞争机制,从而降低价格,提高质量,缩短工期。并要使政府的指导行为变为企业法人市场中的主体行为,促进效益的提高。

3. 建立和健全重要项目备选库。为加强项目投资前的论证研究,帮助投资者从宏观上考察项目建设的必要性、可行性,降低盲目性和重复性,拟建立重大项目备选库。“库”存内容应包括同类项目现状、纵横向比较、未来预测、方案优选、建设规模、国家政策导向、区域经济发展和产业结构规划等内容。3000 万以上的项目原则上都要做到先进库再审批,避免因项目建设与宏观经济政策不符而导致产业结构的不合理,使项目符合国家的长远规划和区域经济社会发展规划,及时发现投资前期工作中的问题,增强预测的科学性和调控性。

4. 明晰投资者的责权利关系。加快改革步伐,使投资体制更为合理。主要是要科学界定投资主体的权、责关系,逐步实现投资主体责任制。要根据不同投资的使用方向、社会效益和经济效益,使基础性项目、公益性项目和其他项目,采用不同的投资融资方式和由不同的投资主体来完成。还拟建立项目资本金制度,凡资本金未达到规定标准的,不允许在市场中筹资建设。这也是防止乱上项目,控制投资规模的有效手段。

5. 积极探索房地产金融市场的发展。由于房地产的开发具有建设规模大、开发周期长、商品价值大的特点,因而无论是建设还是销售房地产都离不开金融业的支持,要保证房地产商品价值和使有价值的实现,没有金融界的融资是难以做到的。为此,虹口区拟建立以各专业银行为核心,以全民、集体、外资、侨资、合资单位为主体,以区域经济发展为目标,以经济利益为动力,建立竞争和风险共存的金融体系,以多种方式吸引资金,为众多的房产企业提供既灵活转动又调控自如的宽松融资环境,使房地产业在竞争中健康地发展、壮大。

(上接第 17 页)威胁能够对企业管理产生一定的促进,并且这种促进是无成本的。

企业财务活动的主要外部环境是金融市场和税收制度。不少企业兼并或收购是出于税收方面的考虑。当一家企业处于成熟期,其产品市场已趋饱和,投资机会已剩无几,因此积累了大量资金,当对股东分配现金股息时,股东必须缴纳个人所得税。反之,收购一家处于高成长期的企业,以后将该收购企业高价转卖,以实现资本利得,在大多数国家,资本利得税低于普通所得税,因此收购成为一种避税方法。当税收制度容许企业亏损“前转”和“后转”时,高利润的企业往往愿意廉价收购亏损企业,以他人的亏损冲抵自己的利润,从而达到少缴所得税的目的。从企业财务来看,折旧也是一种可利用的税收隐蔽方式,在通货膨胀的情况下,企业资产的重置成本一般会高于其原始成本,由于事实上的低折旧率,使得企业的固定资产更新改造资金不足,企业合并需要对资产重新估价,提高企业计提折旧的基数,增加更新改造资金来源。