

企业并购现状与发展趋势

◎陈爱贞

摘要：并购是企业成长和产业整合的重要模式，但从实证研究和实践来看，企业并购并不必然带来效率提升或社会福利增加。当前我国企业并购数量和交易额已居全球第二位，但融资约束和现金支付方式造成的并购后资源控制权分配低效、并购动机偏离效率提升和竞争政策不健全下并购的垄断效应等，影响了企业并购的绩效。为此，企业和政府需理性看待企业并购，并着力完善支付方式和竞争政策。

关键词：企业并购；效率提升效应；社会福利；竞争政策

中图分类号：F424

文献标识码：A

从发达国家企业和产业发展历程来看，并购不但是企业实现外延式扩张的重要手段，而且还是推动产业整合、调整产业结构的重要纠偏器。2009年以来，我国出台多个政策加快制造业企业兼并重组，不管是政府层面还是企业层面，并购已经成为一个重要的发展战略。然而，总体上我国企业并购绩效并不乐观，整合不成功现象大范围存在。可以说，企业并购不是万能的，不但并购过程存在各种风险，而且如果并购无法带来效率提升，往往会造成资源浪费，加剧行业结构失衡。因此，在企业并购日益活跃的当下，不论是企业还是政府相关部门，都需要正视企业并购的“是”与“非”。

企业并购的影响效应与规制演变

企业并购的本质是促进资源从低生产率企业向高生产率企业集中，通过行业内以及行业间的资源重组来实现成本下降和效率提升，进而增加消费者福利。在企业微观层面，并购不但是企业快速进入或退出一个领域，或在一个领域快速外延式扩张的重要模式，而且企业间资源重组可以带来规模经济或范围经济，以及协同效应，进而增加企业价值、提升企业效率；在行业中观层面，企业并购带来的行业内和行业间的资源重组，能促进产业整合实现产业结构调整和升级；在国家宏观层面，活跃的企业并购有助于推动一国经济新旧动能转换，保持经济可持续发展的活力。美国的第一次和第二次并购浪潮分别诞生了大量的垄断企业和寡头企业，行业整合、集中不但带来了规模经济效应，还形成了美国企业跨国经营、跨国并购的竞争优势。一些发展中国家诸如我国的企业也通过跨国并购，获得了较先进的技术和创新资源。

然而，实践表明企业并购的“效率提升”效应往往需要满足一定条件，如并购动机、双方资源匹配性等。由于企业管理者的过度自信或被并购方有意隐瞒信息，企业并购后不但达不到预期目标还拖垮主业的案例并不少见。更重要的是，企业并购产生的垄断势力可能削弱市场竞争，带来效率损失和消费者福利下降。为此，欧美等发达国家对企业并购的审查多从社会福利出发，往往否决那些可能带来市场竞

基金项目：国家自然科学基金项目《并购与创新：基于中国装备制造业理论与实证研究》（编号：71573219）的阶段性成果

作者单位：厦门大学经济学院

争程度下降的并购，拆分通过并购成长起来的影响市场竞争的企业，如标准石油、摩根银行等。

1999年的微软公司反垄断案引发了关于垄断的新经济思考，“只有创新才能最终保障消费者福利，公平竞争则更有可能带来创新”的观点得到普遍认可，促使欧美的反垄断法从关注企业规模转向保障公平竞争、推动技术创新。然而，实证研究结果表明，有的企业并购并没有促进企业创新，甚至还降低了企业创新的动力，其背后原因既有并购带来的垄断实力和市场竞争下降对创新的消极作用，又有并购成本大于绩效提升、并购使研发外部性内部化而削弱了企业创新的能力。为此，《美国横向并购指南》很重视并购对创新可能带来的消极影响，欧盟委员会近年来则在一些并购案中要求并购方采取补救措施，明确陈述保持创新的目标。

我国企业并购的发展与问题

1. 发展历程

相比于欧美国家的100多年并购史，我国企业并购发展起步较晚。虽然在20世纪80年代经济体制改革过程中，开创了企业承债式“保定并购模式”和自下而上企业自主决定兼并对象的“武汉并购模式”，但并购仅限于小范围的国有企业内部；尽管在20世纪90年代大量外资企业通过控股并购等方式进入，推动了我国洗涤用品、化妆品、摄像器材、移动通信、饮料及啤酒等行业的兼并重组，但并购对象主要是进行体制改革的中小型国有企业，市场整体并购活动并不活跃。从2007年开始我国企业参与并购活动大幅度增多，2014年开始企业并购井喷式发展，并购交易额占全球比重超过11%，此后不断飙升，我国企业并购交易额紧随美国之后居全球第二位，但平均交易额除了2014年和2015年有较大幅度提升之外，总体上居于波浪式下降状态（见表）。

2. 并购效应

从实证结果来看，企业并购并不必然带来效率提升或社会福利增加，其深层原因是企业并购并不必然促进资源有效重组、整合，即使进行资源重组也并不必然提升效率或降低成本。同样，即使实现了并购企业的效率提升和成本下降，也并不必然带来社会福利提升。我国企业并购所面临的问题，症结也正是在这三个环节。

表 2007—2018年中国企业并购完成情况

年份	企业并购交易数		企业并购交易额		平均交易额 (百万美元)
	总数(项)	占全球比(%)	总额(百万美元)	占全球比(%)	
2018	14743	15.09	757850	14.29	51.40
2017	16372	15.61	786174	16.29	48.02
2016	13798	12.98	734059	15.03	53.20
2015	10098	9.13	970507	16.53	96.11
2014	6798	6.58	544613	11.31	80.11
2013	4940	5.31	275875	7.44	55.85
2012	3566	5.48	179942	5.72	50.46
2011	6336	9.01	247771	7.30	39.11
2010	6758	9.46	301362	8.77	44.59
2009	3953	5.37	223931	5.95	56.65
2008	3650	5.26	184297	4.35	50.49
2007	3934	5.00	254334	4.53	64.65

数据来源：根据Bureau von Dijk的《Zephyr Annual M&A Activity Report》数据整理。

(1) 资源重组效应。企业并购过程中资源得到更有效利用的一个重要前提是资源控制权的再分配，这意味着只有高生产率企业作为并购方获得资源控制权，才能促进资源从低生产率企业转移到高生产率企业。美国第三次并购浪潮期间“蛇吞象”并购频现，资源控制权从大企业转移到小企业，其中一个很重要的原因是使用差别市盈率这种金融技巧，这催生了1968年威廉姆斯法对股权收购和敌意收购设定限制，以及1969年税制改革法案禁止使用低利率可转换债券为并购融资。我国企业并购交易主要是现金支付，但不同企业之间融资难易程度不同，在追求规模扩张的驱动下，不但国有企业的并购存在预算软约束下的“非效率提升”动机，民营企业也同样存在该问题，这使得决定企业并购能力的主要不是其生产率而是融资能力。尤其近年来，作为PE基金的投资运作方式之一的并购基金(Buyout Fund)，由于会计处理的灵活性和杠杆效应，其快速发展，进而推动上市公司通过收购来整合产业链上下游业务。产业链整合需要复合型人才，但这些成立并购基金的企业强项可能是资本运作而不是企业经营，尤其是职业经理人和公司治理文化不完善，导致不少企业快速收购控股权后并没有带来有效的资源重组整合。

最典型的是成立于1993年的海航，2000年开始国内收购重组，2004年以来通过企业债、产业基金、美元债、融资租赁、票据与信用证等多种融资方式，开始了一系列的全球化收购。据统计，2009年海航集团旗下的子公司不到200家，但到2017年其全资和控股的子公司数量已经达到454家，可以说海航的成长史就是一部并购史。然而，一方面，经营实力并不强的海航在进行企

业并购后，管理团队的培养速度跟不上过多、过快的并购速度；另一方面，海航的不少海外并购是财务投资，如酒店方面没有收购不动产，这些都制约了海航并购后的资源有效整合，使其无法获得较大的协同效应。因此，在资本运作快速发展的当下，能否实现资源并购重组应该是企业并购前需要评估的最重要的问题。

(2) 绩效及其挤出效应。除了上面所述的因素造成资源重组效应弱而影响并购后的绩效之外，在追求规模扩张的驱动下，企业做“加法”容易做“减法”难，不少企业并购后，淘汰落后产能和剥离不具优势的环节面临诸多阻碍，不但无法获得规模经济效益、范围经济效益以及协同效应，带来企业价值的提升，还可能拖累并购方的主业。有的企业并购主要是为了被并购方的土地，企业并购成为交易成本较高的土地流转途径；还有一些企业并购旨在提升股价，对被并购方并购后效率提升评估不足，这些并购动机最终放大了并购的弊端，造成并购方商誉的减值。

此外，即使并购提升了参与并购企业的绩效，但其对同业内的非并购企业可能带来消极影响。尤其在当前追求集团化的驱动下，众多企业通过同业横向并购扩大企业规模，以及上下游垂直并购进行产业链控制，带来竞争格局变化，但由于竞争政策不完善，小企业生存空间不断被挤压，市场出现一定程度的恶性竞争，抑制了企业创新的能力和动力；而且由此使得规模扩张成为企业生存的重要条件，加剧了行业产能过剩。

(3) 社会福利效应。欧美国家对企业并购反垄断的审查标准，最主要的是消费者福利是否受影响。并购企业获得的绩效和竞争力提升能否最终带来社会福利增加，一个重要条件是保持市场竞争压力。企业并购在扩大企业规模 and 市场份额，形成垄断的市场结构过程中，往往也容易制约产品市场竞争和创新竞争。一些研究表明，只有并购带来了比较大的效率提升，才可能促进研发竞争。因此，欧美国家非常重视反垄断法的完善，其中美国1914年国会通过的克莱顿法案，对行业垄断的约束和监管特别严格，正是因为有较为完善的法律保障企业并购后市场保持竞争，企业并购不但给并购企业带来了价值提升，还促进了整个行业的发展，但我国快速发展的并购缺乏完善的竞争政策做保障。

近年来，我国企业兼并重组步伐加快，但仍面临审批多、融资难、负担重、服务体系不健全、体制机制不完善以及跨地区跨所有制兼并重组困难等问题，由此，不管是国家还是地方出台的企业并购政策，都旨在解决这些问题以促进企业并购。实际上，目前我国的《反垄断法》《反不正当竞争法》等法律法规体系还不健全，在并购基金快速发展下的产业链整合，以及一些行业龙头企业通过互联网化并购进行的行业互联网化整合过程中，如何保持市场竞争和保障消费者福利，是目前面临的比较大的潜在问题，一些行业龙头企业间的并购及其产业链整合已出现了垄断问题。

对策

1. 完善企业并购交付方式，优化资源控制权分配

融资约束是民营企业面临的重大问题之一，近期国家正着力解决民营企业融资难融资贵的问题，但基于以现金支付为主的现状，由于融资约束而造成资源控制权不落在高生产率企业中的难题，是不可能短期内得到解决的。因此，还需要加快企业并购交付方式，拓展基于股权、债权等非现金支付手段。

2. 理性看待企业并购，选择适合自身的战略

企业并购是企业实现外延式扩张的一个很重要的手段，企业应该把握并购机会，促进资源优化；但并购涉及到并购时机、标的选择、谈判及资源整合等具体问题，对一些企业而言，并购并不一定是最优的战略，或者需控制并购数量不可盲目跟风。对于地方政府而言，不应该基于地区竞争而通过各种财税支持、补贴等优惠方式来推动企业并购，而应通过改善市场环境、扫除并购壁垒等来降低并购成本和风险。

3. 重视并购后的市场环境，完善竞争政策

二战后日韩在国际压力下都制定了相关的反垄断法，但直到20世纪90年代发现市场竞争不足造成经济增长缓慢，才开始重视反垄断法的执行。当前我国通过并购进行产业链整合和行业互联网化整合速度在加快，并购形成的垄断问题已经开始显现，政府需要重视竞争政策，保障企业并购快速发展中保持公平竞争的市场环境，以激发市场主体的活力和创造力。

DOI: 10.13561/j.cnki.zggqgl.2019.05.008 ■ 编辑: 田佳奇