

我国企业并购的金融政策思考

苏宁华

企业兼并与收购是产权流动和资产重组的重要途径,也是我国进行国企改革,建立现代企业制度的一种重要手段。然而,并购是一把“双刃剑”,它既可以给社会带来生产力的发展,也可能给社会带来损害。因此,通过各种相关的政策、法规限制其负面影响,发挥并购的正面影响即促进资产存量在不同企业之间的横向流动,提高企业规模经济效益,调整地区产业结构,优化我国的产业结构,是十分必要的。本文拟从金融支持的角度出发,探讨金融政策如何支持有益于产业结构优化,有益于社会生产力发展的并购活动。

一、企业并购活动过程的金融政策思考

一项符合产业政策,有利于经济效益提高的企业并购活动,能否成功的关键在于资金如何筹措。企业并购的支付方式有二种:一是现金收购,二是股票收购。在我国目前股票市场还未成熟,国有股、社会法人股、社会公众股尚未同股同权的情况下,利用股票收购来达到并购目的不可能成为一种主要方式,而且我国上市股份公司数量毕竟有限,大量的并购活动发生在非上市公司之间和上市公司与非上市公司之间,因此现金收购将是我国企业进行并购的主要形式,筹集足够的资金以支付并购活动是并购企业的主要任务之一。

在现金收购中,有三种资金来源:一是内部资金,二是银行贷款,三是发行债券。从企业内部来看,其拥有的可用于并购的资金主要来源于未分配利润和提取的折旧费等,数额是有限的,相对于并购目标而言,这些内部资金只能作为补充形式。大量的现金来源取自银行贷款和发行债券。因并购而向银行贷款与一般性的商业贷款有所不同,首要考虑的是贷款安全性问题,即要考虑贷款将来用什么资金偿还。一般情况下,至少有一部分贷款的偿还是来源于被收购公司资产的现金流入,即使在严格的法律监督之下,收购完成后,被收购公司的资产处置和以后的生产经营所产生的收益可用于归还相当一部分兼并的贷款。

相比之下,发行债券获得大量并购资金则是近十几年来才得到迅速发展的。在美国,高利率、高风险债券已成为美国企业兼并收购的重要融资方式。对投资者而言,这些债券有吸引力是因为它的利率或收益率要比普通债券高得多,对于发行债券的一方而言,其偿还方法主要是通过处置被收购公司的资产如拍卖其中的一个部分。

并购活动在我国开展的时间不长,而且往往带上浓厚的官方色彩,使得有些并购活动脱离了市场,变成行政处置,出现了许多所谓“拉郎配”现象。客观地说,这种并非建立在市场经济基础上的并购对促进社会生产力并无多大益处,甚至还可能出现优势企业被劣势企业拖垮的现象,破坏社会生产力的发展。

因此促进我国企业并购活动的开展,不应通过行政的手段干预,而应通过各种政策去引导、调整,使之按符合我国产业政策的方向发展。从目前看,我国于1996年6月由中国人

民银行、国家经贸委、财政部等三部委联合发布了《关于鼓励和支持 18 个试点城市优势企业兼并困难国有工业生产企业后，有关银行贷款及利息处理问题的通知》，规定经济效益好的企业兼并连续三年亏损、贷款逾期二年以上、贷款本息确实难以归还的企业，经银行核查后，可以免收被兼并企业原欠银行贷款利息，在计划还款期内，对被兼并企业的原贷款本金可实行停息挂帐（2 至 3 年）。很显然，这是对企业兼并行为的实质性支持，为解决企业兼并中长期存在的债务处理难题提供了一个可行的途径。

但是，这些支持仅限于亏损企业的被兼并方面，而对于盈利性企业之间的并购却没有相应的优惠措施，而恰恰是这种并购，对社会经济发展所起的作用最大，我国目前的许多亏损企业，其资产质量已完全不适应社会的需要，属于无效资产，本应实行破产，如果给予优惠政策，使其得以苟延残喘，对社会生产力的发展并无多大益处。因此，根据产业政策要求，调整相应的优惠政策，是很有必要的。

从贷款政策来看，我国现行的银行贷款分配体制不适应跨地区企业并购的需要。按现行体制规定，跨地区的两个企业进行联合，共同进行项目投资，则需分别申请项目资金计划，资金分别下达，企业分别负债。从企业集团发展来看，要扩大企业规模，增加规模效益，并购是其重要途径。在企业集团的规模经营过程中，必然要求规模筹资和规模信贷。现行金融体制规定，甲地企业信贷资金不能用于乙地企业项目建设，母企业借贷资金不能用于子企业项目建设，这就限制了规模借贷，限制了企业大规模兼并活动的开展。此外，我国银行发放的贷款中，很少是用于企业并购的，这说明我国的商业银行在这方面受到很大的政策限制。

企业债券融资在我国一直没有成为企业融资的主要形式，关键在对发债主体的限制条件过多以及服从国库券发行的需要。按照《企业法》规定，能发行企业债券的企业至少必须具备三个条件：1. 净资产在 3000 万以上，2. 连续三年盈利且利润可支付一年的债券利息，3. 累计债券总额不得超过企业净资产的 40%。1996 年，我国共发行了 250 亿元企业债券，其中 150 亿元为基本建设债券，100 亿元为技术改造债券。

从促进我国企业并购，深化国企改革角度出发，我国应实行适当的金融政策加以支持，具体来说，应包括：（1）改革现行的贷款政策，对企业并购提供融资支持。这种融资可以通过“产权交易贷款”的形式提供，即购入方企业以其资产、目标企业的资产及其收益作抵押，商业银行在充分论证基础上，为购入方提供贷款。对与产业政策相符的并购活动，可在人民银行和商业银行的协调下，对并购双方及有关商业银行之间的关系进行适当调整，达到盘活银行贷款存量，从而防止银行债权债务不清，造成银行资产损失情况的发生。（2）鼓励企业发行债券，目前可以适当放宽发债主体的资格条件，允许一些非国有企业发行一定量的债券，同时放松对企业债券利率的限制。此外，建立一个社会监督体系，通过社会中介机构对发债主体进行信用评级，以及建立相应的债券抵押品的登记制度。对一些实力较为雄厚，又是属于国家重点扶持产业的上市公司，可以发行可转换债券，以适应公司发展的需要。

二、企业并购活动中中介机构的金融政策思考

企业并购是一项涉及产权交易的复杂活动，往往需要很长的过程，且大部分发生在场外，如并购企业对目标企业的调查，并购双方之间的反复磋商等。并购活动涉及面十分广泛，包括资产评估、市场调研与预测分析、企业经营管理评价、财务分析、资金预算与筹资方案选择等，这些单靠并购双方显然是力不从心的，这就需要专业化的服务。在为并购活动

提供中介服务的机构中，最重要的当推投资银行。

投资银行在并购活动中主要起如下作用：(1) 协助并购企业物色对象并了解目标企业的情况，包括了解目标企业的股本总额及结构、董事会成员、公司业务范围、经营状况、该企业所在行业情况、竞争程度等。(2) 对目标企业进行财务调查和估值分析，包括与同类企业进行类比分析，按现金流量进行估值分析。(3) 帮助并购企业参与谈判过程，包括制定与被并购企业进行谈判的策略与技巧，拟订一个令人信服的并购方有足够财力去完成的并购建议，以明确并购策略、时间、条件及财务安排等。(4) 建立一套保障并购方权益的机制，帮助并购方决定适当的“锁定协议”、“协议悔约费”、“期权或换股交易协议”，以保障协定交易完成。(5) 提供融资安排，即投资银行利用自己丰富的从业经验、熟练的专业技巧以及广阔的融资渠道，帮助并购方设计、策划并完成筹资计划。

我国企业并购要有一个大发展，就必须有一个完善的并购市场，其中，中介机构特别是投资银行必须充分发挥作用。从目前看，我国投资银行（证券公司）却很难胜任这一角色，主要表现在：(1)我国投资银行数量多，规模小，竞争实力不足，在企业并购活动中很难有充足的资金实力为并购企业提供“过桥融资贷款”，不利于企业并购的顺利完成。(2)受到目前资本市场上“债市冷、股市热”的影响，投资银行很少涉足企业债券的承销及相关的金融创新，其业务单一，主要是一级市场上的股票承销业务和二级市场上的经纪及交易活动。(3)现有从事投资银行并购业务机构大多缺乏专门人才，缺乏对行业和市场环境的专门研究。

因此，我国在大力发展资本市场、并购市场的过程中，也必须加快发展我国的投资银行体系，以适应新形势下并购市场活动的需要。这可以通过法律、税收政策等方面加以调整；同时在金融政策方面也必须予以适当关注：

首先，金融市场尤其是资本市场的发展，要求中央银行根据资本市场发展的长远规划，在发展资本市场的同时，积极扶持非银行金融机构特别是投资银行的发展，并使其逐渐承担起产权交易、兼并收购活动中介的重任。把金融对企业并购活动的支持看成一个动态的发展过程，并准确把握好这一过程中政策出台的时机。

其次，金融政策要处理好稳定与发展的关系，在我国目前企业和金融机构的自我约束机制还没有完全理顺之时，商业银行的“产权交易贷款”可能会发生挪用，改变原有用途，投资银行也可能违规经营等，中央银行应对此有充分认识，并制定相应的政策，在动态的发展过程中把风险压缩到最低限度。

第三，要将投资银行的金融创新与金融监管结合起来。大量的并购活动必然要求进行某种程度的创新，但创新会带来风险，金融机构的自由加大了风险度，中央银行的监管就是必不可少的。中央银行应把握好监管的对象和力度，辩证地、动态地驾驭金融机构，达到对企业并购有效支持的目的。

参考文献：

- ① 陈共等主编：《公司并购原理与案例》，人大出版社 1996 年版。
- ② 黄亚均：《现代投资银行的业务和经营》，立信会计出版社 1996 年版。
- ③ 千春晖、刘祥生：《企业兼并与收购》，立信会计出版社 1996 年版。

作者单位：厦门大学财政金融系 （责任编辑：张卫华）