

· 国际经济 ·

积极推动企业并购重组 具有重大战略意义

黄志凌

摘要：启动新一轮改革开放，要进一步解放生产力，继续释放改革开放红利，同时要推动企业并购重组，充分发挥市场的资源配置功能，激发市场活力，快速提升产业层级、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战略目标。从美国经济转型实践看，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和提高企业国际竞争力的重要途径。当前，积极推进企业并购重组，有助于化解中国经济困难并促进经济升级。

关键词：企业并购重组 产业转型升级 企业组织形式

作者简介：黄志凌，中国建设银行首席经济学家、研究员、经济学博士。

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，经济结构调整和产业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。然而，启动投资又面临杠杆过高的矛盾，而且传统的投资拉动思路还面临产能过剩约束，存量金融风险也到了释放周期；消费在经济增长中扮演着越来越重要的角色，但不断升级消费结构也面临着传统产业低端化的供给侧束缚，而结构升级又面临技术支撑不足的硬约束。解决这些问题，从根本上需要启动新一轮的改革

开放，进一步解放生产力、继续释放改革开放红利。但同时也需要通过推动企业并购重组，充分发挥微观市场的资源配置功能，整合有效市场资源，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战略目标。

一、观察美国经济转型实践， 有助于我们深刻理解企业并购重组战略意义

并购重组是指企业之间的兼并、收购和资产的重新整合，是企业在经营过程中出于自身发展的需要对于企业所拥有的股权、资产和负债进行收购、置换和重新整合的活动，是目前许多企业发展过程中一种重要的经营战略行为。从法律上讲，企业并购重组的本质是企业并购重组交易主体之间就资产、股权买卖而发生的一种民事合同行为。并购重组包涵了两个不同的企业行为概念：并购和重组。并购一般是指兼并和收购。兼并一般指两家或更多的公司合并为一家公司，通常是由一家占优势的公司吸收一家或更多家的公司。依照有关法律的规定，合并分为吸收合并与新设合并两类。吸收合并是指一家或多家企业被另一家企业吸收，兼并企业继续保留其合法地位，目标企业则不再作为一个独立的经营实体而存在，兼并企业收购目标企业的全部资产和负债。新设合并指两个或两个以上的企业组成一个新的实体，合并各方解散，原来的企业都不再以独立的经营实体而存在。从法律性质上讲，企业合并的本质是企业人格的合并。重组是指企业制定和控制的，将显著改变企业组织形式、经营范围或经营方式的一切计划实施行为，包括资产和所有者权益的重组、金融债权的重组和其他战略这三类。

美国的第一次并购浪潮发生在 19 世纪末至 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，3000 多家企业被并购，全美大约 40% 的产业资本受 300 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上的企业兼并。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 年间有 4600 件并购案例，有超过 10000 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，横向整合得到遏制，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（Litton Industries）、美国国际电话电报公司（ITT）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，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。例如资本金不足 20 亿美元的 KKR 集团（Kohlberg Kravis Roberts & Co. L. P.）借助大量垃圾债融资以 250 亿美元收购美国雷诺兹-纳贝斯克公司（RJR Nabisco），成为本次并购浪潮中规模最大的并购。同时，美国企业的并购目标开始扩展到世界各地，跨国并购开始展露手脚，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 20 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，金融工具的创新为企业并购提供了便利和动机。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 3 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：一是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；二是并购重组的规模越来越大、方式越来越多、动机也越来越多元化；三是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；四是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。

二、中国经济改革开放以来， 企业并购重组一直是激活市场的重要力量

1984年，我国开始出现真正符合现代企业组织形式的企业并购重组，掀起我国第一次企业并购浪潮。20世纪80年代中期，在“两权分离”原则的指导下全国企业广泛推行承包、租赁经营等方式，在保定和武汉两市首次出现企业兼并，有经营优势的企业有偿受让经营不善、效益差的企业产权，取得良好效果。1986年末，深圳、沈阳、南京、成都、北京等地开始陆续出现企业并购。在整个80年代全国范围内被兼并企业有6966家，资产转移约82.25亿元，亏损企业减少了4095家。此次并购的特点有：政府在并购重组活动中的主导性较大，各地政府直接参与和干预了企业并购活动。并购活动都是在国有企业和集体企业之间进行，且并购局限于本地区之间。横向并购在这一时期的企业并购中占据主要地位。

我国企业的第二次并购浪潮是发生在邓小平同志1992年南巡讲话后。中国经济飞速发展第二次大规模企业并购提供了充足的动力。在中央确定了市场经济体制改革目标的情况下，部分优势企业产生了强烈的并购需求，而且我国的资本市场已经初步建立，并购开始走上法制化和证券化的道路。在证券市场初具规模之时发生的第二次企业并购浪潮的特点是：企业并购的规模、范围进一步扩大，大型收购和合并增加，强强联合增加。上市公司股权收购后来居上，占据主要地位，产权转让多样化，境外企业开始参与国内企业并购。并购范围上所有制和地区限制被突破，多种所有制、跨地区并购成为新方向。企业并购由过去的“政治任务”逐步发展为以企业作为主体，并开始迈向规范化的市场行为。

我国企业的第三次并购浪潮发生在20世纪末至21世纪初。此时，全球性的企业并购如火如荼，随着我国企业的不断成熟，以及中国加入世贸组织（WTO）后，国际竞争压力逐渐增大。同时，在并购活动中政府行政性干预逐渐减少，依据企业自身的愿望和市场的条件来实施的并购成为主流。我国第三次企业并购浪潮呈现出如下特点：强强联合，优势互补，作为企业的一项长期发展战略。企业通过强强联合，尤其是在高技术的交流与合作上，以形成优势互补，达到改善长远的经营环境和经营条件，既实现了资源的优化重组，又增加了市场占有率，提高企业的核心竞争能力。

2013年习近平主席提出“一带一路”倡议之后，中国兴起了新一轮并购浪潮，对并购的广度和深度产生重要影响。配合国企改革、多层次资本市场建设、中国经济升级等改革发展红利，中国第四轮企业并购浪潮方兴未艾。这一轮并购浪潮将呈现出如下新趋

势、新特点：一是并购目的（提升企业国际竞争力）、并购数量与并购交易金额将出现质的飞越；二是并购成为各个行业普遍存在的现象；三是并购支付方式发生改变，股权和“股权+现金”支付方式所占的并购金额比重正在上升；四是在政策支持方面，我国政府对企业并购重组的政策支持力度前所未有；五是在企业“走出去”的战略助推下，我国海外并购正处于蓬勃发展的黄金时期。

近年来，国家对企业并购重组的法制规范进一步明确，管制政策进一步放松，通过取消要约收购行政许可、丰富要约收购履约保证制度等，旨在简化审批环节、放松行政管制、加强事中事后监管、提高并购重组效率，进一步规范和促进并购重组快速发展，并购重组市场化程度进一步提高。2014 年，国务院先后颁布了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14 号）、《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发〔2014〕17 号），对并购重组审批制度简化、充分发挥资本市场作用、金融服务财税政策支持、体制机制完善等方面都提出了明确的要求和政策支持，强调应充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式，符合条件的企业可以通过发行股票、企业债券、非金融企业债务融资工具、可转换债券等方式融资；允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为支付方式；鼓励证券公司开展兼并重组融资业务，各类财务投资主体可以通过设立股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金、并购基金等形式参与兼并重组，并购支付工具逐渐丰富。在此基础上，证监会发布了新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》，以“放松管制、加强监管”为理念，采取多项举措，持续推进并购重组市场化改革，包括扩大配套募集资金比例、公开反馈审核意见、实行审核分道制、协调推动财税部门完善并购重组税收政策等。

从中国“南北车合并”案例看，并购重组有利于提高国际竞争力，增进业务协同，提高国有资产盈利能力，对深化国企改革具有积极示范效应。2014 年，中国南车通过换股形式完成了对中国北车的并购交易。一方面，有利于提高国际竞争力，避免恶性竞争。重组后的新公司 2013 年模拟备考营业收入将达到 1932.59 亿元，跻身世界 500 强公司之列，在全球轨道交通装备市场份额与行业地位上大大提高；同时，新公司还对公司品牌形象、发展规范和整体经营的战略进行统一规划，力求从投资到生产到销售再到团队建设、全球市场布局予以整合，从而赢得国际谈判与竞争的优势地位，集中力量同西门子、阿尔斯通、庞巴迪等巨头公司开展竞争。另一方面，增强了业务协同。一是优化了产品体系，为客户创造了更大价值；二是统筹了研发资源，加速实现了核心技术突破；三是

统筹了规划，提高了生产和投资效率；四是整合了供应、销售体系，提高了品牌影响力，使得两家公司在研发、生产、采购、销售等领域充分发挥协同效应，资源合理配置，提升公司整体实力，实现 $1+1>2$ 。当然，成功实施并购之后也提高了国有资产盈利能力，增进国有股份保值增值，按照合并后2014年11月25日前20个交易日均价计算，企业市值已达到2203.48亿元，相较合并前两公司合计市值840.82亿元增加了162.06%。

从中信泰富收购国内特钢公司的案例来看，其通过成功收购湖北新冶钢、江阴兴澄特钢、山东青岛特钢等大型特钢企业，注入先进管理理念，不仅将几家特钢企业的经营业绩扭亏为盈，也完善了其特钢产业链的布局，逐步建立了大型特钢国际贸易平台。其中，被其收购的湖北新冶钢，原名大冶钢厂，前身是由清末张之洞创立的汉冶萍铁矿，该厂20世纪90年代初期因资金困难，原材料不能如期供应，严重影响正常生产，员工工资无法发放，技改工程被迫停工，产品质量严重滑坡，经营严重亏损，钢产量不足100万吨/年，面临倒闭。2004年被中信泰富收购，通过内部拆分、吸取先进管理理念、被注入足够的现金流，该厂焕然一新，中层管理人员实行年薪制，经营全面向好，其钢产量达300万吨/年，相比2004年收购前，特钢产量增长了200%，14年来利润总额近120亿。产品在高铁、天宫一号等军工领域广泛应用，并大量输出到美国、欧洲、东南亚等地，该厂也成为当地经济的支撑企业。正是通过特钢产业链横向和纵向的收购、并购，中信泰富逐步实现了特钢行业全产业链的整合，成立了中信泰富特钢集团，特钢业务得到了快速发展。

从微观上来看，企业并购重组的优势不仅使企业做大，而且使企业做强，证明了企业并购重组是企业由小到大、由弱到强的一种基本方式。从宏观上来看，推进企业并购重组则可集中优质资产，从而实现资源的合理配置，促进产业结构的升级。

近10年来，上市公司并购重组交易活跃度不断增强，交易数量从2006年的648起增长至2016年的2486起；交易金额从2006年的1641亿元增长至2016年的23910亿元，远高于国内同期GDP增长速度。与此同时，平均每单交易规模也从2006年的2.53亿元上升至2016年的9.62亿元。在经济转型、行业整合加速的大环境中促进并购重组政策的推动下，市场的成熟度和活跃度均实现了巨大提高，也为我国经济转型发展贡献了巨大作用。

三、积极推进企业并购重组， 有助于化解中国经济困难并促进经济升级

对于产能过剩的行业来说，并购重组是有效实现去产能、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化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，并购重组是扩大已有优势的有效方式。

（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。

从实践效果来看，国美电器从 2006 年通过对永乐电器、大中电器、三联商社等业内同行的收购，实现快速外延式扩张，拥有更强大市场地位，对上游供应商和入场条件拥有更大话语权。南车和北车集团合并，消除国内外竞争内耗，在国际上拥有了较强的竞争力，谈判地位和议价能力大大增强，发挥规模效应和协同效应。

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。我国钢铁产业曾经是高炉林立，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。

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。

美国早在 20 世纪初，就通过产业内的企业之间的并购为主，以达到规模扩张和垄断形成的效果。如 1901 年，J. P. 摩根收购卡耐基钢铁公司及其他 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。

（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，企业战略性并购可以获得被并购方的高端技术和品牌，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。

在2008年金融危机后，吉利汽车成功并购沃尔沃，仅以18亿美元100%控股汽车品牌、核心技术和国际经营渠道，又逐步收购了宝腾、路特斯等海外知名车企，填补了吉利集团整体在高端豪华车型的战略短板。我国乳业三大巨头之一的光明食品（集团）有限公司在企业并购中显现领跑之势，2010年光明食品对新西兰新莱特乳业发起并购，2011年又收购了英国维他麦公司，此后又发起设立光明食品与农业产业基金，联合社会金融资本进行海外投资并购，引入研发技术和品牌，有效地提升了企业的核心竞争力。又如华为、格力、海尔、TCL等都通过全球并购进一步拓展了事业版图，提升了品牌竞争力，加快了产学研合作步伐，为我国企业在国际市场的发展迈出了举足轻重的一步。

企业并购通过产权交换、市场协同和内部契约等全面整合后，降低了企业之间通过市场讨价还价的交易成本，横向并购实现了规模经济，纵向并购实现了协同效应。美国在20世纪20至30年代，通过纵向并购形成了两大汽车行业寡头福特汽车和通用汽车。福特公司形成了庞大的联合生产群，其产品范围极其广泛，从焦炭、生铁、钢材到汽车零部件甚至是皮革、玻璃、橡胶等。国内中粮集团打造“从田间到餐桌”食物产业链，实现了整个粮油食品链条从种植到食品营销的畅通无阻。

（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，加快对产业升级的支持力度。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。

四、加快推进我国企业并购的政策建议

为加快推进我国企业并购重组，充分发挥并购重组在供给侧结构性改革中的重大作用，亟需在政策、法律法规、融资、财税、人才等方面采取综合配套措施，有效解决企业并购中存在的障碍。

（一）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、耗费资源、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

制过多等问题，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。

总体而言，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，我国企业已经对此有所认识，市场并购热点已逐步从房地产、矿产资源等资本密集型行业转向能源、信息技术、高端制造、医疗健康、文化传媒等技术密集型行业。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。

（二）充分尊重企业的市场主体地位，坚持市场化运作，减少政府不合理直接干预

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、减化审批流程、畅通信息渠道、落实社会保障等方面，要坚决避免那种拉郎配、瞎指挥、设关卡、拖程序的现象。要真正以市场为导向，以企业为主体，为企业并购重组提供支持服务而不是管约束，激发市场活力。

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。要认真清理废止各种不利于企业兼并重组和妨碍公平竞争的规定，尤其要坚决取消各地区自行出台的限制外地企业对本地企业实施兼并重组的规定。与此同时，地方政府可根据区域特色积极引进符合当地产业特点的产业基金，参与到当地企业的对外并购项目当中，为当地企业对外并购提供多样化融资渠道。另外，要优化中央对地方政府考核制度，制订合理的地区间经济利益分配机制，进一步缩减审批事项，同时对那些短视做法施以责任追究和考核惩戒手段，使全国一盘棋、经济大布局的设想真正成为现实，在全国形成竞争有序的统一市场，而不是带有地方保护主义色彩的分割的市场。

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。完善法律制度，建立健全一整套法律保障体系，使得企业能够在并购等经济活动中享有秩序化产权交易市场、明确的政策法规、规范的政府行为、法律化的国有资产管理方式、完善的金融体制和合理的收购程序等，才能使并购重组行为真正纳入法律轨道快

速发展。

同时，还要完善操作规程，建立长效机制。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，民营企业兼并国有企业的操作流程存在制度设计不完善的缺陷。当前，我们需要借助并购实现国企“混改”，应当制定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。在支持我国企业跨境并购的过程中，加快推进与外国政府的投资协定谈判，扫清我国企业跨境并购的法律障碍。

（三）制定积极的企业并购重组融资政策，破解信贷动力瓶颈与高杠杆风险并存难题

某种程度上，企业并购重组的本质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。但在当前中国，促进并购的金融产品创新仍无法匹配市场需求，无论是贷款、股票、债券、信托产品，还是金融机构的参与程度，均处于萌芽阶段。一是并购支付手段仍然相对匮乏，目前国内上市公司并购重组采用的支付手段主要有三种：现金支付、资产置换和股份支付，其中股份支付是境内并购重组交易中最主要的支付手段。但由于国内股票市场频频出现异常波动，这就使得以股份支付为主要手段的方式，往往会给交易对方带来不可确定的风险。另外，一些注重上市公司控制权的股东为了避免其持有的股份被稀释，或是防止控制权的丧失，往往并不愿意通过发行股票进行项目融资。二是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、中小企业融资等同样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”。

首先，尽快制定优先股发行细则。优先股是国际资本市场上广为采用的一种融资方式，在企业并购重组过程中，发行优先股可以减少现金和股份占比，并且优先股风险收益机制简单，更受稳健投资者的欢迎，是资本市场上不可或缺的融资工具。我国金融和实业界近年来一直呼吁建立优先股制度。但我国《公司法》并未明确规定优先股，有关优先股的操作细则也尚未出台，因此这种融资方式仍然处在探索论证阶段，亟需通过国家出台发行细则的办法改观局面。

其次，逐步引入杠杆收购融资。杠杆收购是并购发起公司支付较少成本，而主要通

过抵押贷款、目标公司未来收益质押借款、发行高风险债券等方式进行融资，并且最终完成收购的一种方式。杠杆收购是小公司收购大企业的常用方式，在投资能力不足或者并购市场低靡的情况下，完善的杠杆收购制度还具有激发市场活力的效果。针对我国当前中小企业融资能力不足、并购市场资金分配不合理的状况，杠杆收购融资方式意义重大。但我国并无完整意义上的杠杆收购融资机制，当前可从监管层面入手，培育理念、放松限制、鼓励尝试、逐步完善机制。在杠杆收购模式完善之前，可以从政策上鼓励商业银行给予中小企业并购贷款更多的支持。如在政策上引导产业基金发挥其对行业有更深入了解的优势，为中小企业的并购项目做增信，使其可以更快速获得更低成本的并购贷款。

再次，完善可转债发行审批制度，将可转债纳入并购融资体系。可转债兼具权益融资和债务融资的功能，在企业并购重组融资体系中属于混合工具。我国可转债制度虽已建立 20 余年，但发展迟缓，可转债目前在债券市场总量中的占比不足 0.3%，融资功能极大受限。形成这种局面的主要原因在于发行可转债的审批条件苛刻，与公开募股一致，发行成本远远高于银行贷款等方式，因而对企业缺乏吸引力。应当放宽可转债的审批条件，同时增加定向可转债品种，明确将可转债纳入并购交易融资体系，丰富并购融资工具。

（四）完善财税政策，实施精准化的企业并购重组的财税支持措施

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。目前，我国企业并购重组既有税收成本较高的问题，也存在企业利用并购交易中的税收漏洞，逃税和转移利润的问题，而且不同地区的税收征管政策也不相同。为了解决这些问题，国家税务总局近几年连续出台文件明确了企业重组的所得税处理的一般原则及营业税的征收范围，但在无形资产计税方法、目标公司遗留税务处理、税收总体成本控制等方面还存在较多问题。除税收外，工商登记配套流程对重组过程中必然发生的资产转移也会形成阻碍。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，我国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。

另一方面，应完善并购重组中的反避税政策。特别从跨境并购交易的发展来看，现行并购税制还远未深入到并购交易的各个环节，未完全涉足并购交易中的其他避税领域。

因此，应当结合我国有关反避税的政策规定，深入研究并购重组交易中的避税问题，制定相关的政策，从而有效阻止避税型并购重组交易行为的产生和漫延。

（五）进一步完善破产重组和主体退出制度，为结构调整扫清障碍

企业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 1/3 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组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。二是有些地方政府抵制破产重组手段的使用，认为下属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扫障、加油助力。

最后，加快并购人才培养。企业并购涉及战略设计、目标筛选、尽职调查、价值评估、方案制定、交易谈判、交割、并后整合等过程，需要各方面人才支持。在企业并购过程中，除企业本身外，还需要引进财务顾问公司、法律事务所、会计师事务所、税务顾问机构、资产评估机构、咨询公司、并购贷款提供方以及其他第三方服务机构，在企业并购活动中需要众多的人才共同合作才能完成任务。因此，当前我国迫切需要加强并购基础性人才队伍建设，为企业国内外并购提供融智服务。特别是引进培养熟悉国内外经济法律和监管法规、熟悉投行业务、相关产业发展等具有国际证照的复合型人才。

责任编辑：沈家文