

□ 颜寒松

关于我国资产重组的探讨

自1995年下半年以来,从中央到地方,从各部委到各企业,从高等院校到证券公司,都在积极地对资产重组进行理论和实际的探索。但是,到目前为止,资产重组还没有一个明确的界定;人们对它到底包括哪些内容,应对其如何分类,还是众说纷纭;我国资产重组的发展方向也有待探索。本文旨在对这些问题作出自己的解答。

一、资产重组的必然性与迫切性

资产重组的内涵,可理解为对存量资产的再配置,实质上是资源配置的一种方式。在市场经济条件下,供求、价格、竞争机制时刻在起作用。企业在利润最大化的目标驱动下,根据不断变化的供求关系、价格信号与竞争态势,必然会不断地调整自己的经营方向与投入产出水平,必然会不断进行资源的重新配置。这种重新配置涉及到企业的人力、财力、物力、技术、信息、管理技能、商誉等各类资源,不仅涉及面广,而且无时不在发生;不仅涉及到资源的增量投入,而且涉及到对存量资产的重新配置,即资产重组。一般而言,这种发生在企业内部的资产重组是低强度的。

由于消费者的需求在不断变化,尤其是科学技术在不断进步,新兴产业不断涌现,夕阳产业不断没落,产业结构不断地发生着调整,这当中,必然有旧产业的资源向新产业流动,即必然发生产业间的资产重组。这是一种较高强度的资产重组。

市场经济很难摆脱经济周期的折磨。随着经济由复苏到繁荣,再由衰退到萧条,企业也不断地收缩和扩张,这当中,有企业新生,也有企业破产;有企业发展,也有企业被吞并。经济在周期性变化中常伴有企业间的高强度的资产重组。

中国目前需要进行资产重组。这是由资产重组的必然性与中国情况的特殊性决定的。

由于历史原因,中国长期排斥市场的作用,采用计划的方式进行资源配置。由于信息不完全、反应不灵敏、条块分割严重、本位主义盛行等多种原因,资源配置现状呈现出资源结构存量刚性、区域配置同构化、非耗散结构、非典型二元经济、低集中度、行政性市场垄断、全能性工厂等基本特征。资源配置严重畸形,效率低,其现状迫切需要得到改善。

本来,改善资源配置状况可以采用增量调整法和存量调整法。但是,当今中国资源结构严重失衡,建设资金又非常短缺,增量调整法早已是力不从心,唯有存量调整,进行资产重组,才能收到功效。而且,中国资产重组的形势已十分迫切。在畸形的资源配置格局下,国企效率居低不上,已出现净亏损,并且形势还在恶化、形势迫人,进行资产重组,盘活国有存量资产,发展

国有经济,优化资源配置已势在必行。

二、资产重组的类型

目前的报刊、杂志及实际操作中对资产重组有多种提法,包括兼并、购并、收购、合并、联合、拍卖、参股、控股、合资、股份合作、承包、租赁、托管、投资银行的整顿与包装业务、重建国有资产运营体系、德国托管局的工作、改组、转制、剥离、重新设立、破产等,内容几乎包罗万象。资产重组作为一个时髦的用语被用得比较滥。在这样的情况下,为适应并指导实践,应搞清什么是资产重组,它包括哪些内容,有哪几种类型。

笔者认为,把资产重组界定为对存量资产的产权或实际状态的再配置是恰当的,这样基本上可以覆盖上述各项内容。例如,承包和租赁就是对现存资产经营权和使用权的重新配置;改组与转制则涉及到资产产权的重新安排,也可能涉及企业人、财、物等资源的实际流动;破产是打破原来资产配置的低效状态,把产权清算给债权人,为资源重新有效配置奠定基础。但合资有可能是一个例外,当用来合资的资产原是存量资产时,合资就属于资产重组的范畴,当用来合资的资产是增量资产,还不曾被配置时,合资就不属资产重组范畴。

对各类资产重组如何分类?标准很多,且各自功能不一。其一可以按是产权的重组还是实际状态的重组来分。这样可以把资产重组分为三类:一是只进行产权重组的,如股票一级市场的投机收购;二是只发生实际状态的重组的,如企业经营方向的调整;三是既有产权重组又有实际状态重组的,如兼并加改组。这三种类型各有利弊,但在目前情况下,为切实有效地提高资源配置效率,我们鼓励第三类型的重组,而禁止第一类中只在股权上做表面文章,而不脚踏实地地提高配置效率的行为。其二可以按是部分资产的重组还是全部资产的重组来分。这样,人们在重建企业时,就可有独资、控股、参股等选择。其三可以按所有权是否参加重组来分。这样就有了两权分离的理论,承包、租赁、托管及股份公司的治理机构才能得以推行。其四可以按重组是在企业内还是在企业间发生来分。这样我们就可更加明了企业间的重组是更彻底、更有效的类型。其五可以按资产重组是通过市场还是通过行政手段来分。其中,市场型的资产重组又可分为是通过产权交易市场、证券市场还是场外协议等不同情况,如此等等。

笔者认为,将第三和第四种分类标准结合起来,把资产重组分成三大类型比较适当,对实践也较有指导意义。首先,以重组发生在组织内部还是组织之间为标准,把资产重组分为自我转变型和托管合并型。其中自我转变型包括改组、调整、转制、剥离、重新设立、破产、内部承包与租赁等形式。其次,以所有权是否被重组,组织间是否存在托管关系为标准,把托管合并型分为托管型和合并型。其中,托管型包括向外承包、向外租赁、企业托管、投资银行整顿与包装业务、国有资产管理部门的授权经营、德国托管局的工作等。合并型包括合资、参股、控股、联合、出售、合并、收购、购并、兼并等概念,这些概念并非严格分类学上的概念,而是人们在实践中对同一事物从不同角度的描述,其内涵之间常有交叉。总的来说,合并型的诸多概念基本上可由合资、兼并来代表。依据其他标准,还可将这种分类延续下去。

相对于托管型、合并型而言,自我转变型只在原企业内部进行资产重组,其重组的范围小,未充分利用外部资源,也未充分利用外部力量,其重组的广度与力度都不太强。但是,由于其涉及面小,其碰到的困难也小,重组的难度小,对外部环境的配套要求也不高(除破产外),在市场经济条件下,为适应经济形势的变化,自我转变型的重组是经常发生的,具有频发性的特点。

托管型的重组就涉及到企业与外部人力、财力、管理技能等资源的交流,其资产重组的广

度、力度都要比自我转变型的大,其难度相应地也会增加。另外,托管型本身还存在一个难题。由于托管关系的存在,受托方对委托方的资产并不拥有完整的终极所有权,或者说不能或不想长期拥有它,受托方的利益目标与委托方的资产长期保值增值的目标经常冲突,这就需要构建一套激励约束机制与监控机构,也就是要进行一系列制度安排。按制度经济学的观点,这不仅会增加交易费用,还会滋生一系列问题。从中外实践来看,托管型很难克服这一顽疾。因而,西方无论从理论上,还是在实践中,无论是投资银行的托管业务部,还是德国的托管局,都只是把托管作为一种过渡形式采用,只是通过它来为最终合并型的资产重组创造条件。在实践中,托管型的资产重组具有过渡性的特点。

合并型的资产重组在广度、力度、深度上都是最强的,尤其是在重组的深度上,合并型要比托管型胜出一筹。由于合并型涉及所有权的重组,企业间不存在托管关系,这样就少了一层制度安排,节约了交易费用,并且原来企业间的资产能充分融合。在托管型的重组中,托管双方的资产很难水乳交融,资产重组深度就不够,因此,虽说在资产重组的广度方面,托管型要比自我转变型强,但在深度方面,却不及合并型。当然,正因为合并型的资产重组在广度、力度、深度上都是最强的,其难度也是最大的,对微观宏观配套环境的要求也最高。其具有高强度的特点。

三类资产重组,在强度上是由弱到强,在难度上是由易到难。改革开放以来,中国的资产重组也恰好走了由弱到强、由易到难的一条路。最初的放权让利,只是在经营权、收益权的重组上下功夫;把资产承包给企业内部人员也只是停留在自我转变型资产重组阶段;把资产承包或租赁给外部高效率企业经营,资产重组的强度与难度都增加了,托管型资产重组获得了发展;现在收购、兼并开始盛行,资产重组在广度、深度、难度上有了进一步加强。就中国的情况来看,由于资源配置的沉痾太深,不下猛药,不进行高强度的合并型资产重组,是不可能使资源配置现状得到根本好转的。但是,正如中医医治沉痾病人要循序渐进、由温到猛一样,资产重组也应是先易后难、先弱后强、逐步准备条件。目前,由于前段的努力,开展高强度的合并型资产重组的条件已基本成熟,国企改革及资产重组也到了攻坚阶段。不过,三种类型是各有特色,各自适用于不同的情况,虽说依据形势变化应以其中的某一类作为资产重组的主导模式,但在实践中却不能偏废,实际上三者常可结合起来运用,例如,对企业先托管后重组改制再出售就是三者的一种组合形式,并且将三者协同运用,常能收到更好的效果。

三、对几种典型的资产重组方式的展望

1. 破产。从理论上讲,破产是保证资源有效配置的最后一道防线。它通过淘汰低效企业,使资源重新配置到高效企业中。但是,破产有两个缺点:一是债权人的债权很难得到全部清偿;二是破产会给当事人造成巨大震动,常导致大量失业,影响社会安定。因而,通常情况下,尤其是社会保障体系还不健全时,破产不会被轻易采用,更多的时候只是作为一种威慑力量摆在那里,迫使企业提高效率。

从目前中国现实来看,破产的心理承受能力及外部配套条件都不完全具备,而且还存在诸多抵制破产的公共选择因素。首先,地方政府不愿地方企业破产,因为这样会影响其政绩。其次,地方银行也反对企业破产,因为现在的破产实际是破银行的产。再次,企业本身也不愿破产,因为这会有损领导及职工的利益。最后,中央政府对企业的破产心态复杂,一方面,它希望通过破产消除低效的资源配置;另一方面,它又担心大面积的破产会带来社会问题。

概括而言,破产作为资产重组中的威慑力量,不会也难以被大力推行

2. 托管。托管型的资产重组在中国主要有三种应用。其一,即使到了较发达的市场经济阶段,托管也会作为一种过渡性的资产重组方式被采用,如投资银行的托管业务。其二,“抓大放小”,“大”的国有资产的管理,必须采用托管方式,因为国有资产归全民或集体所有,但全民或集体不可能对其进行直接管理。当然,“大”要大得适度,即被托管的国有资产应该有一个最佳规模。这是一个最优化解问题:一方面,由于托管关系的存在与膨胀,交易费用会增加;另一方面,由于资产被托管给廉洁的专家来管理,资产收益又有增加趋势。当收益减去费用的差值等于其他资源配置的这种差值时,被托管的国有资产规模达到最优。其三,目前,进行托管比进行合并型重组还是要容易,在合并型重组的条件还不完善时,可先进行托管型资产重组。

3. 合资。合资作为合并型资产重组的一种典型形式,其广度、深度、力度都很强,能更有效地推动资源的优化配置。目前,大量有用的国有资产在畸形的资源配置状态下不能发挥作用,通过合资重组,能很好地解决这一问题。一方面,国内企业一般资金都不充裕,兼并能能力差,所以它们一般都乐意采用合资形式来获得其他企业的存量资产;另一方面,在进行国际间资产重组时,虽说国外资本兼并力强,但从保护民族工业出发,我们一般不愿被兼并,而乐意搞合资。目前合资存在的问题是,为使合资顺利、有效,该如何将原低效企业的有用资产与无用资产相互剥离?合资后,留在母体企业的债务负担与社会负担又如何处置?

4. 兼并。兼并在资产重组的广度、深度与力度上都是最强的。与合资相比,兼并更能使高效企业获得控制权,因而更有利于促进资源的优化配置。不过,兼并的难度也最大,对筹资能力、证券市场、社会保障体系、企业制度等方面的要求也最高。但只要条件允许,优势企业都倾向于采取兼并方式,这不仅有利于获取控制权,而且兼并时受劣势企业的约束少。可以预见,随着中国市场经济的发展,兼并的难度会逐步降低,兼并必将成为中国资产重组的主导模式。

四、中国资产重组的四大趋势

1. 市场化。我国把社会主义市场经济作为经济体制改革的目标模式,就是要让市场在资源配置中起基础性作用,这也就客观上决定了我国资产重组的市场化趋势。今后的方向是,企业以利润最大化为目标,在市场这只“看不见的手”的引导下,在国家的适当规范下,自主地进行资产重组,杜绝“拉郎配”、“行政划拨”等各类行政干预。

2. 证券化。资产重组证券化具有如下优点:①企业资产产权证券化,可以摆脱各种限制,使产权流动迅速高效。②上市公司产权明晰、运作规范,是合格的资产重组主体。③通过证券市场进行资产重组,只需按规则办事,不必受各种外界干扰,不必受制于双方意愿。④证券市场为资产重组提供有力的资金支持。⑤只需获得控股权即可,不需购入全部股权,既节约资金又提高效率。⑥企业重组时可省去资产评估、来回谈判等环节,减少了交易费用。

3. 法制化与规范化。市场经济是一种法制经济,法制化、规范化是其客观要求,资产重组也就必然要走法制化与规范化的道路。中国应尽快出台有关资产重组的法律,加快股份制改造与国有资产运营体系的重构,加强资产重组行为的管理,推动资产重组法制化与规范化进程。

4. 国际化。中国资产重组正向国际化方向发展。一方面,中国企业进军海外的能力不断加强,自1988年来,兼并外国公司的案例已不断出现;另一方面,中国经济的高速发展与广阔的市场前景对国外企业具有强大的吸引力,国际资本正踊跃地进入中国,并受到了中国的欢迎。国际化有利于在国际范围内实现资源的最优配置。

(作者系上海财经大学工商管理学院博士生;单位邮编为200083)