从长油退市看央企重组 ：分歧与整合

王 储 王峰娟

摘 要：2014年6月5日，由于连续四年亏损，中国长江航运集团南京油运股份有限公司从上海证券交易所摘牌退市，成为首家退市的央企上市公司。本文从该公司投资战略决策失误的角度入手，解析其持续经营亏损并最终退市的根本原因，同时从集团层面深入探究中国外运长航集团有限公司的重组不利对其造成的负面影响，最后从事前、事中、事后"全过程优化的角度对央企重组提出了相关建议。

关键词：退市；央企重组；分歧；整合

2006年12月5日，国务院转发国资委《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，明确了"到2010年国务院国资委履行出资人职责的企业(即中央企业)调整和重组至80~100家"的基本任务，央企重组进入了高速推进的发展时期。与国外企业的重组相比，我国的央企重组有自身的特征，即政府主导、规划为主，属于同一出资人下的内部资源整合。这种重组方式由于没有很好地遵循市场经济的资源配置规律以及企业发展过程中的自发需求，从而造成了一部分重组后的央企大而不强、整而不合。曾经作为央企重组重要案例的中国外运长航集团有限公司(以下简称中外运长航)自2009年完成重组后一直没有形成有效的协同经营和规模优势，随着2008年金融危机以及航运业周期性低谷的来临，中外运长航旗下上市公司中国长江航运集团南京油运股份有限公司(以下简称长油)由于连续四年亏损，2014年6月5日正式从上交所摘牌退市，从而成为央企退市第一案，其退市为央企重组敲响了警钟。

一、战略决策失误与长油退市：基于上市公司层面的分析

1.逆行业周期而行，盲目扩张

自2007年实现集团海上油运资产整体上市之后，作为集团旗下重要子公司的长油开始了扩张运力的步伐。年报显示2008年长油的在建工程总额高达38亿元，截至2008年年底长油已签署但尚未交付的船舶建造合同总额为665 587.57万元。但是行业发展形势随即发生变化，2009年金融危机在全球范围内的影响进一步加深，在全球多数实体经济遭受重创的大背景下，国际油运市场的供需关系开始失衡，代表行业景气度的波罗的海原油运价指数(BDTI)以及波罗的海成品油运价指数(BCTI)大幅下跌，油运业整体陷入低谷。长油的营业利润率从2008年的14.15%下降至2009年的0.77%，这说明长油的经营受到了行业发展下行趋势的影响。

但是，长油并没有因为行业景气度下降而停止扩张，反而采取了更为激进的发展战略。长油2009年的在建工程总额为27亿元，2010年的在建工程总额为33亿元；在新建运力陆续投放之后，2011年长油的固定资产总额已达129亿元，较2009年增幅高达81.20%。与之形成鲜明对比的是2009~2011年BDTI和BCTI指数虽然有所回升，但仍在低位徘徊，因此，油运业的整体形势依然不容乐观。一方面，运价的持续走低限制了长油营业收入的增长空间，另一方面大量运力的投放使长油面临着由船舶维护和船员人工成本所带来的营业成本的激增。2013年长油的营业收入相比2011年增长43.60%，但是营业成本增长达121.42%，并且连续三年营业利润率低于-10%。由此可见逆行业周期而行的大规模运力扩张对长油的盈利能力造成了较大的负面影响，为2014年长油由于连续亏损而退市埋下了伏笔。

2.疏于风险管理导致海外投资失败

2007年，由于运力的大幅增加，长油开始了全球化扩张战略，其投资方向主要是中东、印度、澳洲、东非等产油地。2008年金融危机爆发后，长油面临着三大海外投资风险：一是市场风险，即金

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表1　2009~2013年中外运长航集团旗下三家上市公司财务数据一览表

公司名称	财务指标	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
中外运航运	总资产回报率	5.13%	5.90%	4.14%	0.91%	0.19%
	资产负债率	2.01%	1.75%	1.80%	1.71%	1.85%
长航凤凰	总资产回报率	-6.43%	0.15%	-10.00%	-36.13%	-677.60%
	资产负债率	82.13%	85.38%	97.38%	110.89%	861.18%
长油	总资产回报率	0.03%	-0.19%	-3.91%	-6.28%	-42.97%
	资产负债率	68.83%	74.92%	73.55%	80.43%	114.54%

资料来源：作者基于年报数据整理

融危机背景下实体经济下滑可能导致的原油价格下跌及需求下降方面的风险；二是政治风险，即中东、北非等地爆发局部战争或者局势动荡所造成的油运市场的萎缩；三是汇率风险，即人民币持续对外升值导致的海外投资价值的下降及出口受阻所形成的风险。

而从长油的投资策略来看，其并没有很好地预测这些风险可能会对自身经营业务产生的不利影响。2008年起长油扩大了对欧美市场的运力投放，结果2009年欧债危机爆发，欧洲油运市场大幅缩水。2010年长油将经营重点移至中东及北非地区，但此后伊朗核问题逐渐升温，受经济制裁的影响，欧洲能源企业陆续从伊朗撤出，众多保险公司与银行也退出伊朗市场，这对整个中东地区的石油出口造成了严重的负面影响。2011年2月，利比亚战争爆发，北非局势动荡不安，长油在北非市场的经营同样受到了重创。在两大石油原产地的经营陆续受挫之后，2012年起长油将油运航线拓展至美湾地区，并加紧投放运力。2012年下半年美湾市场的运力已经趋近饱和，但是为了解决运力过剩的问题长油只能继续加大对美湾市场的运力投放，最终美湾油运市场运价下跌，2012~2013年长油连续两年亏损。在汇率风险方面，由于人民币持续对外升值，2009年和2010年长油的外币财务报表折算亏损合计超过1亿元，这对经营业绩下滑过程中的长油而言无疑是雪上加霜。

二、重组不利与长油退市：基于集团层面的分析

2009年3月，中国对外贸易运输集团总公司(以下简称中外运集团)与中国长江航运集团总公司(以下简称长航集团)重组成为中外运长航。但是，在重组启动之后的很长一段时间里，两家企业的整合工作仍停留在集团层面，基于业务层面的整合与再造迟迟没有完成。因此，在之后航运业发展逐渐走低的几年中，中外运长航大而不强、整而不合的弊端开始凸显，并最终对长油的经营造成了不利影响。

1. 战略分歧与极差化发展

重组前中外运集团主要控制H股上市公司中外运航运有限公司(以下简称中外运航运)，主要从事对外航运业务；而长航集团则控制着长航凤凰、长油两家A股上市公司，主要从事内河航运业务。两大集团重组的最大优势在于可以将内河运输与外海运输相连，从而构成一个完整的上下游一体的运输体系。但从两个集团实际的业务构成来看，这一构想的实现较为困难：首先是部分业务的同质化竞争问题，中外运航运与长航凤凰同时经营干散货运输，双方实力相当因而难以划分重组的主导权。其次是盈利模式与经营理念的差异，盈利模式方面中外运航运以船舶租赁为主要收入来源，同时经营综合物流，而长航凤凰与长油则主要通过直接的干散货运输与原油、成品油运输获利；除了业务不同所造成的管理方式的差异外，上市地点、经营环境、客户关系的不同导致两大集团在经营理念上也存在着较大的差异，从而为业务重组增加了难度。最后是政策方面的限制，出于国家安全的考虑，政策规定外资企业不能从事内河航运业务，而中外运航运在H股上市，其在政策方面视同外资，因而在与长航凤凰及长油的业务重组中受到了一定的约束。基于上述原因，中外运集团与长航集团的业务重组陷入了僵局。

业务重组的不利最终导致在航运业发展进入低谷之后中外运集团与长航集团在经营战略上产生了分歧，并采取了两种完全不同的应对策略。长航集团采取了较为激进的应对策略，其中长航凤凰沿长江一线拓展业务、开发市场，长油则加紧海外业务扩张并不断投放运力。与之相比，中外运集团的应对方式则更为灵活。中外运航运一方面通过长短期租相结合、分散经营的方式控制经营风险，另一方面则通过逆周期低价购买新船舶同时出售老旧船舶的方式灵活调整船队结构。显然，就应对行业危机及风险控制的角度而言，中外运集团的经营策略更为稳妥。因此自2009年重组完成之后，同一集团控制下的三家上市公司中外运航运、长航凤凰、长油形成了较为明显的极差化发展趋势(见表1)：中外运发展虽然自2010年以后盈利能力不断下降但并没有遭受重创；而长航凤凰连续三年亏损并陷入债务危机，长油更是连续四年亏损被迫退市。

中外运和长航两大集团的整而不合在集团层面产生了不利的影响：一方面协同经营的缺乏丧失了央企强强联合所应形成的规模优势；另一方面双方的战略分歧削弱了集团总部的管控能力，也弱化了总部的职能，导致集团总部没有对长航集团逆行业周期进行大规模扩张的非理性投资决策进行制约，也没有将

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

中外运航运在国际业务经营中先进的风险管控理念引入到长油的海外投资过程中。因此，从集团层面来看，中外运长航集团一直以来重组不利所造成的战略分歧和总部功能丧失是长油最终经营不善并黯然退市的重要影响因素之一。

2. 未能及时“拯救”长油

在2011年长航集团旗下两家上市公司的经营陷入困境之后，由于中外运集团和长航集团对于拯救方案没有达成一致的意见，集团层面并没有对长油进行有效的援助。由长航集团直接向长油提供的合同担保金额自2011年逐年下降，受此影响多家银行撤走了对长油的贷款；而在公司遭遇严重困难的2012年和2013年，集团也并没有对长油进行注资。直到2013年，中外运长航集团的内部整合才有所起色，在集团高层人员进行调整之后，以中外运航运为核心的资产重组计划也随之展开。但是，此时长航旗下的两家上市公司长航凤凰和长油已经由于债务和亏损的问题而深陷退市危机。

三、建议

长油的退市折射出了央企在重组过程中由于协调不一、缺乏互动而形成的负面效应。笔者从事前筹划、事中运行、事后监督三个方面对央企重组提出建议。

1. 引入市场机制，变“规划”为“策划”

我国央企重组在一定程度上忽视了市场化的自发需求以及企业自身的特征，容易造成只讲规模、不讲效益的尴尬局面，也容易造成重组过程中的大而不强、整而不合。笔者认为，我国的央企重组应该更多地引入市场机制，促进企业之间的自发结合。而政府及国资委的角色也应当有所转变：一方面，弱化僵化、生硬的重组目标及重组要求，从企业实际经营的角度出发制定更为可行的方案，稳步推进重组计划；另一方面，做好央企重组的引导与支持工作，确保关乎国计民生重要行业的央企重组符合国家的发展战略及国家安全。总而言之，政府及国资委需要从“规划者”转变为更加灵活的“策划者”，抓大放小、随机应变，适时引导央企重组向健康的方向发展。

2. 完善事中运行，整合四大板块

企业重组主要涉及战略重组、组织重组、业务重组以及资产重组四大板块。但对于我国央企重组而言，各个板块整合的优先度及难度有所不同。从中外运长航重组的实际状况来看，组织重组最为优先，资产重组相对滞后，而处在当中的经营战略及经营业务重组则是最难整合的部分。这一点主要是由于重组之前两家企业在经营理念、经营业务、市场范围、政策支持等方面具有一定的独立性，在跨区域的强强联合式央企重组中这一现象更为常见。笔者认为，解决这一难题除了通过企业自发结合的方式减少阻力之外，还需要做好以下几点：一是通过组织重组建立起一个强有力的集团总部为战略及业务重组的运行提供决策支持，关键是要树立起一种崇尚创新、积极进取的变革精神；二是明确企业战略目标及市场导向，在明确企业未来发展方向的基础上以优质的经营业务、先进的经营理念为核心展开重组，通过将集团内部某一竞争优势不断放大从而提升企业的增长空间；三是借鉴西方集团企业的管理理念，通过建立事业部等形式加强重组后的专业化、集中化管理，消除原有企业之间的界限，完善各个业务板块的协调与对接。

3. 强化事后监督，完善决策治理

央企重组在形式上的完成仅仅是一个起点，重组完成后新生企业的决策质量将直接决定其能否在激烈的行业竞争中脱颖而出。因此，完善重组后企业的决策治理至关重要，这需要企业自身和作为监管者的国资委两者共同的努力。从企业自身角度讲，集团总部要充分发挥其管控职能，除了完善集团整体的战略规划外，还要对旗下的子公司尤其是上市公司的经营决策给予必要的监督和控制，以保证其发展方式既符合行业形势，又与集团整体的发展方向一致。而作为国有资产保值增值的监管者，国资委除了完善央企的考核方式外，还应该对重组后央企的发展给予更多的关注。具体而言，国资委需要以央企重组为核心设计出一套详细的、有针对性的考核方案，同时对央企重组在形式完成后的诸多细节问题及相关工作进行重点掌控，及时发现并解决进一步整合过程中遇到的困难，排除可能存在的阻力，以确保央企重组从根本上增强国有资产的保值增值能力。

（本文是国家社科基金重大项目<14ZDA027>、重点项目<14AJY005>和一般项目<11BGL022>的阶段性研究成果，同时得到了北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目<GZ20130902>的资助）

（作者单位：北京工商大学国有资产管理协同创新中心）

责任编辑　陈利花

主要参考文献

[1] 杜国用，杜国功．论央企重组的基本框架、逻辑视角与路径选择[J]．贵州财经学院学报，2008，(4)．

[2] 李大勇，达庆利．企业重组的内部关系及经济学解释[J]．中国软科学，2000，(7)：90-92．

[3] 刘运哲，黎志成．企业重组中几个基本问题的探讨[J]．管理科学学报，1998，(3)：75-82．

[4] 郑海航，孟领．中央企业重组的历史沿革及发展研究[J]．财经问题研究，2011，(3)：104-110．

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net