

■眼观四处

## 购并新政： 资本市场利益再博弈



●李国旺  
银河基金管理公司市场总监

从欧美等国资本市场的沿革看,上市公司购并业务始终是推动股市行情的重大题材。因为购并是资源配置的重要手段,特别是上市公司产业整合,是提高企业核心竞争力、提升上市公司价值的有效方式,购并不仅促进资本市场交易高度活跃,也是市场价格发现的重要平台。为适应股改后资本市场全流通的新形势,根据新修订的《证券法》,主管部门在广泛征求意见的基础上重新修订了《上市公司收购管理办法》,对上市公司收购制度作了重大调整。这个购并新政将对证券市场的利益格局产生重大影响。

毫无疑问,资本市场将出现强者恒强的新局面。新修订的《收购办法》所确立的以市场化为导向的上市公司收购制度,将有利于形成证券市场上市公司的优胜劣汰机制,有利于上市公司借助证券市场平台做大做强,有利于提高证券市场的效率,有利于证券市场的长远健康发展。比如,在资本的推波助澜下,国美与永乐宣布合并,这次总价为 52.68 亿港元“股票+现金”的购并成为中国电器连锁业迄今最大的并购案,家电连锁行业由此进入国美与苏宁双寡头竞争时代。如果国内的其他行业比照这样的做法,将会加速行业集中度的提高。由于这一集中度的提高是通过市场化进行的,业内强者将会根据效率和竞争的需要对行业内的上下游进行有机整合。目前石化、钢铁、家电、券商等行业都在着手类似的整合,购并新的游戏规则加速了强者通吃的过程。只要这一进程在法律的框架下进行,我们有理由相信市场化进行的购并结果对市场行情的发展是正面的。

修改有关购并的办法,事实上是调整相关利益主体在购并过程中的利益。我们之所以认为这次利益调整对市场的行情发展有利,是基于对政策的利益导向是公平、公正和公开的判断。新购并办法,通过强制性信息公开披露的要求,程序公平、公平对待股东、规范收购人主体资格,加大对控股股东和实际控制人的监管力度等多方面的措施,将间接收购和实际控制人的变化一并纳入上市公司收购的统一监管体系,以维护市场公平,切实保护中小股东的合法权益。

在强制大股东履行信息披露义务方面,新购并办法要求持股介于 5%—20%之间的第一大股东或实际控制人按照收购人的标准履行信息披露义务,以有效防止上市公司大股东或者实际控制人在购并过程中设置财务黑洞和制造黑幕的可能。购并过程中,双方可能都不说实话,但强制性的信息披露要求迫使大股东说出主要事实,为购并方提供了根据信息进行合理评估收购价格的可能。

不履行要约或发出虚假要约的情况过去时有发生,这一行为直接扰乱了市场秩序,同时对市场参与各方特别是中小投资者的利益造成损害,对这一不法行为进行严惩并追究财务顾问的责任,进一步强化了监管并大大增加了收购人的违约成本,从源头上遏制违法的行为。对于控制多家上市公司的收购人,往往存在超级关联交易行为,强制性信息披露要求,可以提前防止其侵占投资者利益的行为。

或许意义更深远的是新办法对被购并公司不得设置不当的反收购障碍的规定。不当的反收购障碍主要是管理层为了自身利益不愿意被购并,临时或事先在公司章程中设置各种令购并方无法接受的条款,主要有四大类:提高收购者的收购成本、降低收购者的收购收益、收购收购者、适时修改公司章程等。反收购的法律手段主要是通过诉讼策略在被购并中防御。反收购防御的手段层出不穷,当然,不法的反收购障碍加大了购并成本,不利于市场化原则下优胜劣汰机制的形成,多数情况也是少数管理层为一己私利而挟持了上市公司进而要挟购并方,从而使购并无法进行。新的办法的好处是如果管理层设置不当的反收购条款,购并方可以向监管部门提出改正的要求,从而保护了购并方的正当利益。

新办法的一个重点变化是监管部门由过去的事前审批转变为适当的事前监管与事后监管相结合。事先监管可以有效防止虚假的购并行为,从而杜绝购并的造市行为,可以事先起到保护投资者利益的作用,因为没有购并能力和资格得不到入市的票。事先监管可以保证大股东履行义务性的信息披露,提高购并的效率和质量。因此,事先监管起到了对上场的运动员进行身份识别和资格认定的作用,防止双方都说谎,防止双方共谋而损害第三方的利益。

财务公司的造假行为对购并业务发展产生致命打击的事例人们见了不少,相关上市公司的投资人因此付出了巨大代价。新办法强化了对财务顾问等中介机构的要求,比如增加并购透明度服务的要求等,从而使财务公司为雇主利益而进行造假的行为受到法律约束。

多年来争论不休的外资收购准入要求这回事终于得到了明确:凡是对国家安全、强大和统一不利的外资购并业务,不管外资出价多高,政府都应适度干预,并着手国家安全方面的风险评估。如何在国有企业的改制、重组和并购中兼顾国家的产业安全和经济安全,徐工科技是一个典型案例。6月28日新华社受权发布《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》,文件说,装备制造业是为国民经济发展和国防建设提供技术装备的基础性产业,选择一批对国家经济安全和国防建设有重大影响,对促进国民经济可持续发展有显著效果,对结构调整、产业升级有积极带动作用,能够尽快扩大自主装备市场占有率的重大技术装备和产品作为重点,加大政策支持 and 引导力度,实现关键领域的重大突破。徐工独立压路机和汽车起重机半壁江山,对国家安全确实起着重大作用。外资购并虽然合乎市场要求,但假如对国家安全不利,国家就得干预。

当购并过程中各利益相关方都尽到相关义务和责任时,当中小投资者的利益切实得到了有效保护时,资本市场的健康发展才能是长期的、可持续的。



蒋玉磊 制图

■知无不言

## 全球化了 中国在哪

——“韩流”引出的本土化与国际化思考



●袁东  
中央财经大学教授

大概在 1996 年的某个晚上,我读书读得实在忍不住去看电视(小时候看一部电影好几个村庄看好几回的“电影稀缺”造成的“电视瘾”),刚好在播韩国电视连续剧《月光下的家族》,前几集没看着,但接下来的每一集差不多每晚都“持之以恒”地看完了。之后,就一发不可收拾地看了多部韩剧,深深领教了“韩流”的魅力。韩剧几乎没有那些惊天动地的大事,基本上都是平铺直叙的很“老百姓的故事”,普通人因而特别容易产生共鸣(这社会普通大众的“共鸣”可不得了,谁抓住了这一点,谁就抓住了最广阔的市场),难怪就有《看了又看》,演了上百集,男女老少还想看。近年间大量韩国影视产品出口中国,(整个东南亚都受到持续不减的“韩流”吹拂),我没有看到由此所产生的经济价值的具体统计数据,但凭直觉,肯定不少,而且这势头还在上升。

在欣赏韩剧并感叹投资商的投资眼光与能力的同时,我更在想由此引出的一个问题:本土化与国际化。“韩流”至少有两点已超出了艺术与经济

意义:一是,那些作品无一不透露出韩国人那种勤奋创业、忧患意识、认真顽强、团结互助、吃苦耐劳、护家爱国、乐观向上、追求美好的精神,无时不在折射出韩国特有的“本土人文自然特色”(“本土文化”),正是这种地地道道的韩国本土文化,成就了韩国影视作品作品的“灵魂”,也正是这个灵魂,成就了具有显著经济意义、文化意义以及社会意义的“韩流”。要是那些韩剧去模仿美国好莱坞的作派,那绝对不会有“韩流”。二是,即便用经济眼光看,“韩流”也是一股成功的“商流”,那一部部大量出口的电视剧就是一个一个在市场上销售良好的商品。1997 年被“亚洲经济危机”重创后的韩国投资界的这一“大手笔”是成功的,这成功的商业卖点就是“土生土长的韩国人文”。这两点又一次印证了中国那句老话:“只有民族的才是世界的”。

在“开放”、“经济全球化”、“国际化”、“走向世界”每天充斥在我们耳边的今天,我们的确取得了经济与对外开放的阶段性成功,每个中国人也感受到了益处,但我们还是也应该在经济社会发展的一定阶段时好好问问:我们是谁?今天在哪里?要向何处去?要回答这些问题,就又遇到了中国人的一个老问题:如何正确认识与处理本土化与国际化?

我想,今天任何一个思维正常的中国人都不会否认国际化,尤其是知识界、政界与商界更不会去封闭性地思考和决策,况且就中国的经济力量而言,我们不仅仅“引进

来”,更开始“走出去”。但值得重视的一种现象是,有些地方有些部门有些企业有些人士凡事都“求外”,凡是“本土的”都被认为是“土的”,不登大雅之堂的、不在视野的,一味地推崇“外来的和尚”,甚至“土和尚”只要披上“洋法衣”,便是“能念经”的了。不可否认,“洋和尚”大部分是“能念经”的,但同菩萨不一样的是,他们是为自己商业利益而“念经”,并非经济学上讨论的“利他主义者”,只要不符合当初约定的利益要求,他们可以“将‘经’念到像‘威尼斯商人’那样要求你‘割肉偿还’”。最近一些跨国机构参与的所谓“财务投资”案例,想必有人已切实感到这种“割肉”的滋味了吧!当然,这在市场经济时代,实属正常。但无庸讳言,有为数不少的“外来和尚”根本不会“念经”,甚至是“念歪经”。近年来爆出了几大重量级跨国公司因欺诈和财务管理混乱而导致破产关门的案子后,有些同胞如梦方醒:敢情跨国大公司并非都是管理先进的,也并非都是诚信守法经营的,不乏比某些糟糕的本土企业还要滥的情形。

实际上,国际化从来就没有停止过,只不过在不同的时代有不同的体现方式。规律性的现象是,世界格局中的强者往往更加要求“国际化”(资源与市场争夺使然),但也不是什么时候、在什么领域都强调国际化或自由化的,只是视自己利益之需而不断合他们手中的“自由化”与“保护伞”。比如这段时间的美国,

就因为经济增长放缓、失业率预期上升、中期选举等原因而不那么强调国际化与自由化,君不见因为华盛顿坚持要保留并增加农业补贴而致使“多哈谈判”的长时间中止么?所以,再怎麼国际化全球化,也都有你我他之别,要不,为什么经济学教科书都被称为“国民经济学”呢?“国民”者,一国之民也!

无论是“引进来”还是“走出去”,都不要迷失了“自我”,此乃立世之本!否则,连主体都没了,其他一切还能谈得上吗?对“引进来”的,那些掌管政策的“父母官”们不要盲目夸大其作用,更不能不分青白一味优惠(起码得问问到底有没有税收可交、有多少少税可交?),真正将“国民经济学”念到心里去,内外“一视同仁”、平等竞争,方能使我们的经济政策真正成为公平公正的“国民经济学”、“公共政策”。“走出去”的,应理直气壮,切忌瞎模仿,真正将自己特色的东西拿去竞争,把自己最好的展示给世界。对此,不妨仔细研究并借鉴台湾同胞已实施过并被证明是行之有效的“经济自由化、国际化、制度化”政策,尤其真正使经济自由化与国际化在有效的制度规则下顺利进行,而目标永远是富民强国。

身处走向群雄逐鹿的时代,不忘本土特色,理智冷静,兼收并蓄、取长补短,并勇于同强者竞争,敢于有超过强者的战略目标;惟有如此,世界才是丰富多彩,也才是活力无限的。这便是“韩流”现象带给我的思考。

■边上人语

## 气候交易拓展了市场新边界



●胡飞雪  
职业投资人 自由撰稿人  
现居河南平顶山市

市场的潜力、市场的功能到底有没有边界?

思考这一问题,缘起于最近读到的一组文章。在以“能源与大都市发展”为主题的第五届“中华学人与 21 世纪上海发展”国际研讨会上,特邀主讲嘉宾、联合国前副秘书长、芝加哥气候交易所副主席、北京大学荣誉教授莫里斯·斯特朗提出,建立中国的“气候交易所”并加入全球气候市场交易网络,是“中国的一个难得机遇”。

据斯特朗先生介绍,所谓气候交易所是指具有法律约束力、基于国际规则的温室气体排放登记、减排和交易系统。其成员通过建立有效的工业污废气排放管理和监管系统获得实践经验,同时随着全球应对气候变化的挑战获得近期和远期

需要的先进的测量和交易技能。以欧盟为例,为了促进欧洲公司逐渐减少温室气体排放量,欧盟今年开始强制实行“碳津贴市场”方案,允许那些实际排放量低于规定的公司将剩余“减排信用额度”投入市场,供那些超标排放的公司购买。今年 1 月份欧盟即有 600 万吨二氧化碳排放额度成功交易。市场人士预计,仅欧盟内部今年减排信用额度的交易额就将达到 50 亿美元。

芝加哥气候交易所的二氧化碳交易始于 2003 年,如今已有 200 多个跨国参与者。3 年来,芝加哥气候交易所已实现了 6 种温室气体(包括二氧化碳、甲烷、氧化亚氮、氢氟碳化物、全氟化物、六氟化硫)排放份额的交易。以二氧化碳为例,相关成员国做出承诺,2003 年至 2006 年的年排放量必须减少 1%。下一阶段则从 2%降到 6%,就是说,减排的比重必须逐年递增,可以说这是一个通过市场机制来推动社会实现环保节能目标的全新市场模式。而事实也已证明,这种市场模式是有效的。有个旁证,美国经济学家莱斯特·瑟罗曾说:“与实行强制性的环保规定相比,买卖二氧化碳许可证已经使二氧化碳排放量下降。”(见瑟罗所著《创造财富》)

与会的江家骝教授说,对于中国来说,与排放技术较为

成熟的发达国家建立气候交易无疑是一个双赢的选择。目前发达国家的温室气体减排成本要远远高于发展中国家,假设某个发达国家减排 1 亿吨二氧化碳要花费 100 美元,而中国可能只需要 20 美元。通过气候交易的机制,我们可以把部分温室气体排放份额转让给发达国家,同时获得经济效益和减排技术上的支持,得以更好地控制温室气体的排放,以实现“十一五”的目标。而对发达国家来说,它们获得了额外的减排份额,可以大大减少为达到减排目标而付出的巨额资金代价。这样的结果,实际上也是鼓励发达国家将减排资金和技术流入发展中国家,从而有助于全球总体的温室气体减排。江教授还表示,气候交易所的建立可以发挥示范作用,以后可以逐步建立水的交易及其他自然资源的交易,这对利用市场机制来解决自然资源和环境难题,具有十分重要的意义。

细看国外气候交易所的运作实践及其取得的成效,我们至少可以获得以下启示:一,虽然不能说市场是万能的,但完全可以,市场的潜力怎么评价估计都不算过分,市场的功能边界可以无限拓展。在没有充分实践之前,断不可轻言市场失灵,断不可轻言市场的功能有确定的边界。换言之,我们

不能轻易相信少数人关于市场边界在哪里的主观判断,市场的功能边界可以无限外延、深化。

二,市场是需要政府的参与的,若说到具体市场问题,我们则应强调,政府与市场的关系应该规范化,对市场,政府应是制度支持者,是秩序提供者,而不能是管制者、封堵者、捣乱者、破坏者。从制度层面讲,所谓市场,就是一整套法律规则体系,尤其是跨期、跨地区、跨国家交易市场,和市场外部性明显的市场,更是离不开政府有形之手居中协调、架桥修渠。有一种思想乍看起来似乎颇有道理,也颇有市场,就是把政府与市场分割、对立起来,非此即彼,有你无我,并认为市场可以自己解决所有问题,这种思想显然并不符合事实。事实的逻辑是,市场有其自身无法克服的缺陷(实质是市场主体的理性有限),如有的市场主体抱定宁可崩溃也不与人妥协、合作,所以如果不借助于外力,有时候它的命运只能是崩溃,那种建立所谓纯粹的市场经济的说法未免有些矫枉过正,有些偏执一端。

纯粹的计划经济已经证明行不通,纯粹的市场经济前景也不妙,理性的选择只能是同时发挥市场与政府的优点特性和积极作用,使两者形成合作互补关系,并形成合力,这样才有助于社会经济发展这一大目标的实现。

■一言难尽

## 光鲜的开发区 与 破旧的校舍



●傅勇  
复旦大学  
中国经济研究中心博士

发展经济学的主要奠基人之一刘易斯 50 年前概括出了发展中国家的一个普遍特征——二元经济。中国各地居民生活水平的巨大差异和城乡之间的隔阂是二元经济最生动的缩影。然而,即便是经济条件和发展水平甚至处于工业化前后的不同阶段,从南到北,自东往西,中国各地方政府对经济增长的兴趣仍然是普遍性的,这在基础设施建设上最为明显。那些中小城镇城市规划动作之大往往让人咋舌,紧巴巴的财政无奈在教育、卫生、医疗、社会保障方面顾此失彼。

是什么原因使得中国地方政府行为出现这样“重经济增长、轻公共服务”的偏颇呢?

至少有两点原因。其一,在于中国财政支出体制安排本身,中国公共人力资本投资和公共服务投入主要由地方政府负责,这使得财政投入上失去了保障,这也自然成为地方政府投入不足的借口。其二,在于中国式分权自身的独特性,即经济分权与政治垂直管理的紧密契合。

经济分权意味着,中国式的财政分权向地方政府和私人企业提供了经济发展的巨大激励。如果说家庭联产承包责任制解决了中国农村和农民在 1980 年代的激励问题的话,城市和非农业人口的激励则是和对地方政府的放权紧密结合在一起的。对计划经济体制有深刻研究的匈牙利经济学家科尔奈说过,政府对国有企业的“父爱主义”导致了经济主体的“预算软约束”,即便经营不善也会有政府来兜底埋单。在中国式的分权体制下,地方政府不再有激励而面临破产或经济绩效不佳的国有企业提供援助,力量弱小的企业被当作包袱甩掉,相反,民营经济则成了地方经济和财政收入支柱,受到政府的青睐。市场化进程因而在地方政府响应下一发而不可收。

经济分权还不足以构成中国经济发展的全部激励。越来越多的开始注意到中国特殊的政治激励所聚集起来的特殊能量。国际上流行的关于中国和俄罗斯的比较研究,强调了中国的经济分权与垂直的政治治理体制之间的纽带。中俄两国转型前的许多情况几乎如出一辙,令人困惑的是,转型之后的绩效却成反差之势。中国的经济分权是在政治垂直管理条件下进行的,北京政府有足够的能量来奖惩地方政府,从而追随中央政府对经济增长的强调;而在俄罗斯,分权的背景是蹩脚的民主,莫斯科过早地失去了奖惩地方政府的力量,地方政府就很容易成为当地利益集团“俘获”以争取地区选票的支持,也有激励设置壁垒空壳租金。

最近的研究证实,中央政府的确是在按照一种相对经济增长绩效的指标来提拔官员。这种激励方式就是将地方官员的政治升迁与当地经济增长绩效挂钩,并且在绩效考核时采用相对于邻近省份和前任官员的绩效评估的方式,尽可能地消除评估误差,加大激励效果。在中国,中央政府的“指挥棒”之所以如此强有力,是因为地方官员只有一个“雇主”,一旦离开了这个政治市场,就很难再寻找到其他政治机会。

只有从中国分权的这种独特安排,我们才能理解为什么中国的地方政府对经济增长有着独一无二的热情。为了能在 GDP 竞争中胜出,地方政府不得不将更大的财政比重支出在基本建设上,这样做不仅容易形成看得见的成绩并直接形成 GDP,还可以改善投资环境招商引资。就后一种动机来说,通常生产要素的流动性越强,地方政府就越有积极性投资于基本建设。众所周知,中国的体制分割一直较为严重,劳动力流动受到户籍制度的羁绊,而国内资本的流动性更是赶不上 OECD(经济合作与发展组织)国家。但是,FDI 资本的流动性更强,同时落户较为自由的 FDI(外商直接投资)对地区经济发展起到了至关重要的作用并成为招商引资的主要对象。这些因素足以使地方政府创造竞争的動力。

最近有一种意见认为,一些初始条件差的地区可能会选择放弃对资本等生产要素的竞争,而将更大比重用在脱悦于当地居民的非生产性公共服务支出或是政府自身的消费上面。对于经济发展水平上远远落后于东部,地理区位、人才资源等先天禀赋更堪望东部之项背的广阔中西部内陆地区来说,放弃或许是一种诱惑,从经济理性的角度,明知不可为而为之之远不是明智之举。但是,中国的政治治理结构可能再次发挥作用。在中央政府相对绩效评估的绩效考核方式下,在内地地区内部存在着激烈的竞争,财政资源的匮乏使其可能发展出更为极端的以经济增长为中心的财政支出结构。注意到这一点,落后地区一边是遍地的开发区、宽阔的道路,另一边是破旧的校舍、贫困的教师,所有这些都是可以理解的。

中国式分权一方面缔造了经济高速增长的奇迹,另一方面却产生着巨大的成本和扭曲。对于经济分析而言,密切关注中国式分权的成本和收益的动态变化并作出相应的政策调整,或许是更重要的。1996 年科教兴国被立为基本国策,2000 年实施了西部大开发战略,2002 年开始对所得收入实行了中央和地方的分享,并加大了对落后地区的转移支付。所有这些都是减少中国式分权成本的应时之举,但是我们还期待更为根本的调整。