



黑石投资集团 CEO 斯瓦茨曼 黑石集团董事长彼得·彼得森

# 黑石上市： PE模式能走多远？

即使是在美国金融领域,以有限合伙制方式上市的企业也非常少见。然而,尽管黑石仅仅向外部投资者提供非常有限的信息和股东权益,而且明确表示满足基金投资人的需求优先于黑石普通单位持有人,但是凭借优秀的业绩记录,黑石 IPO 还是获得了 7 倍的超额认购。

◎本报记者 姚音

6月22日,黑石首次公开发行的1.333亿普通单位开始在纽约交易所正式交易(代码:BX)。

6月27日,黑石宣布完成了首次公开发行,一共发行了1.533亿普通单位。同日,黑石根据5月份和中国国家外汇投资公司达成的协议向后者以每股29.605美元的价格出售1.013亿股无投票权普通单位的交易也已经顺利完成。

至此,黑石IPO总计融资75.5亿美元。这不仅创造了美国证券市场5年来的融资纪录,而是全球PE行业规模最大的一次融资活动。

## 坚守基金投资人需求优先

随着全球PE近两年急速发展,据英国调查机构Private Equity Intelligence统计,截至2007年2月,世界共有950只PE,直接控制了4400亿美元,今年内很可能突破5000亿美元。在世界各国国民生产总值的列表上,“PE帝国”可以排名第17位,位列比利时、土耳其等国家之前。

目前,黑石集团的公司资产分为私人股权基金、地产基金和金融产品三部分,分别管理着311亿、177亿和299亿美元;核心的私人股权投资部分包括五只常规基金和一只专门针对媒体的基金,投资了全球100多家公司。

聚焦本次黑石“另类”的上市之路,其中最引人注目的原因大致有两

个:一是黑石长期的主要业务之一就是上市,二是黑石的上市计划试图将上市企业和PE行业的主流运作模式——有限合伙制有效地结合起来,这也让它在公司制组织形式占绝对优势的上市企业以及拟上市企业群体当中显得是如此的特别。

分析家认为,事实上,黑石上市的主要目的之一是为员工分利。黑石公司有52名合伙人和750名雇员,按照黑石上市后的市值400亿美元来计算,每位员工平均市值接近5000万美元,即使高盛、摩根士丹利这样的老牌金融机构都难以望其项背。

此外,黑石集团向美国证券交易委员会(SEC)提交的招股说明书还显示,黑石集团通过IPO以及向中国国家外汇投资公司售股而来的资金将主要用于购买包括高层管理团队在内的现有股东手中的权益,偿还短期贷款,拓展现有的资产管理以及财务顾问业务,通过收购等手段进入新的业务领域等。而上市后,黑石仍然打算遵循其作为私有企业期间证明行之有效的管理模式,即“聚焦于在合适的时机和合理的价位买进或者卖出资产的正确决定”,而不提供每季度收益数据,也不发表收入指导。

## 高度集权的黑石模式

作为一家私有企业,黑石集团自1985年成立至2007年6月上市前的22年时间里一直采用的都是中央



高度集权的管理模式。共同创始人斯瓦茨曼和彼得森是黑石集团管理架构的核心。黑石集团相信,这种中央高度集权的管理模式,对于其在开展的所有业务领域都已经取得的显著增长和卓越绩效来说意味深长。

## “劫贫济富”之嫌？

但根据海外媒体的报道,由于黑石上市案例的特殊性,美国参议院的两院重量级议员已向参议院金融委员会提出上市申请,它们也只是在5年之后才需要向公司那样缴纳所得税;因此即便最终按照程序获得了美国参众两院的支持,上述法案到2012年6月14日才会对黑石的利润和市值产生实质性影响。

黑石选择在全球PE产业发展高潮之际上市,其用意不言而喻。在此之后,KKR、凯雷、TPG等PE大佬们加快上市步伐的消息,也不断涌入人们的耳朵。然而上市以来黑石股价却一直呈现下降的趋势。这不由地让人想起黑石一直以来引以为戒的经验:忘记短期利益,长期赢才是真的赢!

然而黑石也不必都跟其普通单位持有人举行所谓的年会。跟普通股票不同的是,黑石普通单位持有人并不享有选举普通合伙人或者其董事的权

利。专家指出,除拥有100%经济权利外,黑石普通单位持有人享有的其他权利相当有限,其地位比较接近于有限合伙制基金中的有限合伙人(LP)。

## 然而缴纳企业所得税。

截至2006年12月31日的财年度,黑石利润达到了22.662亿美元。同一年度,黑石集团创始人及主要管理团队也都获得了丰厚的现金回报。但是按照提案,如果这类合伙企业在2007年6月14日之前已经上市交易或者已经准备好在二级市场交易,或者已经向美国证券交易委员会提出上市申请,它们也只是在5年之后才需要向公司那样缴纳所得税;因此即便最终按照程序获得了美国参众两院的支持,上述法案到2012年6月14日才会对黑石的利润和市值产生实质性影响。

黑石选择在全球PE产业发展高潮之际上市,其用意不言而喻。在此之后,KKR、凯雷、TPG等PE大佬们加快上市步伐的消息,也不断涌入人们的耳朵。然而上市以来黑石股价却一直呈现下降的趋势。这不由地让人想起黑石一直以来引以为戒的经验:忘记短期利益,长期赢才是真的赢!

■商道

## 如何在合并中 创造价值

◎沃尔特 E. 希尔, 大卫 W. 麦肯兹

合并后组织最大的价值潜在很大程度上取决于合并过程中一系列内在、外在、有意识、无意识的管理行动(我们称之为合并后组织设计)。组织设计的执行将决定实际创造的价值。

在过去十年里,合并后组织设计已从人们关注的边缘地位上升到了核心地位。现在,并购领导者充分意识到,将两个不同企业及其截然不同的文化融合在一起并长期战胜对手这一任务的复杂性。而且,他们更容易认识到一系列传统“软”因素对成功交易短期成败的重要性。凭借20多年亲历众多的交易前并购、战略讨论的丰富实战经验,我们认为有效的合并后组织设计应遵循以下五大原则:

### 价值创造是激励人心的目标

组织设计本身并不是目的,而是价值创造的一种手段,它应该由大家广泛接受的绩效与财务指标来衡量。设计目标必须以最小的价值损失,使合并企业实现超过收购价的价值。

实际运用中,在以价值为核心的合并发生后,组织设计无疑要考虑财务因素,但这并不是唯一的。例如,Cisco系统实施了十分明确的战略——通过收购小型专业企业来扩大产品线。因为Cisco的价值主张既包括未来产品的开发能力,也包括即售产品的开发能力,所以其合并后组织设计模式同样重视保留被收购企业的独特文化。而注意力主要集中在充分利用Cisco强大的销售渠道及技术支持能力。

## 在并购市场中,领先的实践者已经将重点从并购交易本身的技巧转移到并购后创造价值的综合潜力上。而合并后组织设计比合并流程的其他方面都更为重要。

### 组织设计不是简单的职位安排

有效的合并后组织设计是动态的,而非静态的。当然,首先管理人员必须与适当的职责相匹配,但这并非全部。这些职责必须想列明,包括明确责任与汇报关系。事实上,因为交易仓促,很多重要工作都未完成,管理人员的职责很少能被详细列明。

交易达成的决策有着深远意义,即使在正式合并融合后多年这种影响也会存在。有效的合并后组织设计不仅要求能灵活地根据可预测因素进行调整,同时也能灵活应对那些无法预测的附加影响。

### 文化冲突时合并中最易被忽视的问题

较之其他因素,文化差异是破坏价值创造前景的主要原因;而且,某些情况下它可能迫使买方放弃前景看好的交易。但是,这些差异在交易前分析中被低估了。在大家熟知的两大高科技制造商合并中,其高管宣称合并后财务状况未达到预期度的原因是他们低估了被“下属”合并伙伴高度推崇的企业文化。

### 赢得员工的忠诚要打好持久战

一个公司被收购并不意味着其员工会决定留下。在合并后的状态下,人员招聘决不会一劳永逸,尤其是重要高管的职位。对于企业发展,比人才大批离职更糟糕的情况是,人才虽然留下了,但实际上却丧失了忠诚度、责任感以及积极性。有效的合并后组织设计必须不断地重新招聘、重新配备人员,并通过赢得员工中心来保留关键人才。

正如Jeffrey Krug在《哈佛商业评论》2003年2月刊中关于合并后高管离职的分析所述,合并后企业第一年人才流失的比率通常是25%,是合并前类似企业的三倍。第二年,高管离职率是正常比率(15%)的两倍。而且,如此不寻常的高离职率一直持续到合并后第九年。核心员工的离去将对在任员工的士气造成极大的打击。同时,计划不利或根本无计划而导致的人力系统崩溃会使高管受到指责。

### 在合并的任何阶段 再多的交流沟通都不为过

在交流不畅的情况下,企业充斥着谣言、员工焦虑、身心疲惫。合并后企业的普通员工对高管们计划的合并战略毫不知情——他们除了考虑这些战略对其职业的影响之外,不会过多关心。在如此情况下,再多交流也不为过。如果信息缺失,人们就会捏造事实。

语言仅仅是有效交流战略的一方面。某些象征性的举动——如晋升被收购公司高层管理人员,在企业合并后的环境下具有超乎寻常的意义。

当面临的主要挑战仅仅是合并融合时,则流程结构会成为重点。现在,随着并购经验与最佳实践知识的普及,领先实践者把更缜密、以价值为核心的融合各方面的细节作为重点。在并购市场中,合并后组织设计的地位与十年前较基本的合并融合业务的地位毫无二致,被一些市场领先者所信奉,被众多乐于效仿领先者的企业与个人高度认可。(本文由埃森哲管理咨询公司提供)

## 案例点评

# 资本市场的“第四股力量”

◎陆红军

黑石上市在当前流动性过剩的前提下,显示出资本市场又到了新的拐点边缘。传统的资本市场,投资主要依靠股市、债市及一些金融衍生产品带动。现在由于全球财富的高度增长,传统的金融产品越来越偏离主流,这也给众多看似另类的金融产品提供了机会。十年前的亚洲金融危机事实上曾显示与此相关的些许信号。十年后,新兴市场发展创新型金融衍生产品的条件日益成熟,而老牌金融市场则不甘心屈居落后,在此情况下,另类金融产品的推出已成为整个金融市场的“第四股力量”。



陆红军教授

## 脸谱化的另类公司

综合来看,黑石上市首先会改变整个市场的结构;其次会改变整个上市公司的结构——因为类似的上市公司过去是没有的;第三会对整个资本市场的流动性、效率性和安全性产生很大影响。当然也可能带来一些负面影响。但总体而言,黑石上市的影响大家都很期待。

正如黑石在招股书中说明的那样,黑石表明了自己是“为少数人的利益服务”,体现出一种神秘而低调的态度,但黑石选择上市从某种程度上也反映出其将逐渐从幕后走向台前。他们的态度转变会带领全球投行行业出现很大的变化。

金融界有一句俗话:“能做的不能讲,能讲的已经不能做了。”现在正处于这样一个拐点。包括老牌投行、新兴市场、研究机构以及政府监

管部门都密切关注黑石上市后的走势,股民们也非常期待其未来还将支出什么招数。

以全球市场对黑石的考量,主要还是围绕在两大核心人物——董事长彼得森和CEO斯瓦茨曼。从某种意义上,要分析黑石,关键在于分析这两个人物的特点。董事长彼得森的经历非常丰富,从政治家、投行、分析家、作家,很有思想,其特点是神秘而传奇。这一特征决定了黑石要做的事一定是普通人看不懂的。而CEO斯瓦茨曼在华尔街是非常苛刻的老板,最讲究的是高效,所以黑石在美国投资的回报率能达到30%以上,从而才能满足投资人苛刻的业绩要求。黑石也明确表明“把投资人的利益高于股东”,显示出了他们的底气。而如果黑石能始终保持高效的投资效率及丰厚回报,那么给股东带来的利益也不

会低,参考两人的背景,黑石应该会在股民中建立一套利益分配的平衡机制。

## 另类工具将成主流

目前全球财富处于高度积累的阶段,也是财富即将重新分配的前夜。五六年来全球大部分主流投资机构都认可PE作为财富积累的重要工具这种主流观点。

PE的特点,一是效率高,流动性有效性非常强,能在经济失衡的环境下起到主要的引导资源分布的作用。第二个特点则显示PE也是流动性过剩所带来的市场行为,能起到平衡流动性或制造新的流动性的作用,这也是PE在未来金融市场中让人关注的方面。第三,从金融创新角度看,PE对于传统货币市场也是一种突破。除了PE,未来另类的投资方式还包括艺术品投资以及一些高价值的产品等等。

现在有一种感觉,认为金融市场会出现一些问题,而风险的转移也日趋隐蔽化。结构性的改变已显露端倪,风险转移的过程没有经过整个宏观经济学考虑,这一点比较另人担心。今年年初,世界经济论坛发布报告,指出金融机构所面临的23种风险中15种在过去一年中已出现了。

关于PE,在中国国内已受到包括监管部门在内的各方的注意。目前在民间也正在秘密酝酿中国的PE发展模式。目前看有三种模式,一种是以机构投资为主,一种是纯粹民间资本为主,第三种是机构与有选择的

民间资本进行结合的方式。应该说第三种最有发展潜力。

对中国而言,资本市场的发展一定要增强改革的开放度,在开放中防范风险。但同时治理与监管也需要并重发展。美国的监管相对比较成熟,而欧洲和新兴市场目前则是发展型的,欧洲需要通过改革赶上美国,从而在全球市场分得一杯羹,而新兴市场则希望通过发展推动市场,或者因为市场太大,必须使监管与发展并重发展才行。

现在全球监管的市场环境与三

十年前相比出现了迥然不同的情况。相对美国这些市场来说,监管的成本不断攀升。黑石上市是否存在避税的情况,是否会令美国的税法监管做出相应调整?我认为这取决于类似的上市情况是否会出现新一轮高峰。如果只有黑石一家采取这种方式,监管部门应该不会出台新的税法。而如果在资本市场上出现众多效仿者,那么相应的调整在所难免。

(本文为上海国际金融中心协会主席、上海国际金融学院院长,本文由姚音采访整理)

## 商学院链接

### ◎北京大学——现代经理人高级工商管理班(19期)

课程简介:北大经济学院副院长郑学益教授认为,入世后中国企业家不仅要学习西方的管理理论和营销科学;同时也不能丢掉如《论语》、《孙子兵法》等博大精深中国优秀传统文化,以及当代海尔、联想等国内著名企业的成功经验,只有这样才能形成中国自己的企业管理学和中国自己的企业家。在将近一年的学习时间里,企业领导们将学习战略管理、资本运营、国际贸易和企业法律实务等十余门课程,采用理论与案例相结合的授课方式。

课程时间:2007年7月17日起 联系电话:010-58876020

### ◎中欧国际工商学院——市场营销战略与规划

课程简介:此课程旨在让学员了解关于营销战略与规划的最新概念,并了解如何使用这些有力的工具创造更大的客户价值和竞争优势。将探讨的是适用于中国的西方式营销战略。学员将学习运用已在西方得到发展的最新市场驱动战略进行营销。他们也将探讨目前在传播和分销渠道战略中的常用方法。

课程时间:2007年7月17日-7月20日(深圳)

联系电话:0755-26935750