

■专栏

2008:私募、主权基金推动全球并购

目前我国投身直接并购事业的产业私募基金数量极为有限,而作为推动现代产业发展重要力量的私募基金,仍徘徊于投机炒作氛围浓烈的二级市场,未能潜心专注于中国产业发展之路。相信国家将会在相关方面给予优惠政策,引导国内私募基金走正规,国内私募基金并购亦能大有作为。

◎陆志明

正如一枚硬币的两面,美国经济的唱衰与美元的持续贬值可能给全球经济带来灾害性的后果,同时也可能是全球投资者入手美国股权资产的最佳时机。根据彭博社1月初最新公布的数据:2007年第四季度,与美国公司有关的并购交易总额高达2305亿美元。而由于美元贬值,海外买家购买美国公司的并购额占其中的46%,为彭博社1998年开始统计以来的最大份额。

值得注意的是:该项数据并未涵盖亚洲以及中东一些地区主权基金所购买的美国银行业的股份,而这部分的购买金额可能高达179亿美元。如果加入这部分资金,那么美国并购中海外投资者所占的比例将达到50%左右。

在美元持续贬值下,收购美国企业股权已成国际并购主流。恰逢美国经济受制于次贷危机和经济萧条,借

机低位投资美国企业股权是当下美国国内外投资者的一致共识。而在这些投资者中,私募和海外主权财富基金已是投资主力。究竟这两个势力能否引领未来美国乃至全球并购的新风潮,无疑是2008年最值得期待的猜想。

截至2007年年底,美元已经累计对欧元贬值10%以上,不仅为海外投资者投资美国降低了进入成本,同时也提高了美国企业对海外投资的门槛。

因而从战略战术方面来看,对于那些认为美国经济将在2008年中期触底,并于2009年反弹的全球投资者而言,目前已属初步介入的时期,并且随着美国经济的逐步见底,并购的规模将逐步扩大。

而对于急于缓解经济恶化压力,力求早日实现经济再次复苏的美联储来说,全球资金流入美国不仅能解决次贷危机带来的信用体系不稳、资金流动不畅问题;同时也有利于刺激美国国内的就业与消费,缓解美元贬值带来的进口成本上升压力,可谓是

一举多得。因而在新加坡两大主权财富基金——淡马锡与新加坡政府投资公司主动收购高盛等事关美国经济命脉的华尔街投行大鳄之际,白宫与国会相关机构并未有任何阻挠,甚至为其一路大开绿灯。与前年中国企业收购对美国经济并无举足轻重影响的加州石油简直判若云泥,真可谓“此一时,彼一时”。

基于2007年的市场表现,市场一度普遍预期:随着美国次贷危机的进一步深入与美国信用体系的紧缩,曾红极一时的私募基金将进入艰难期。可全球私募基金领航者——凯雷投资的总裁David Rubenstein却对此持有异议:目前私募基金在财务上依然稳健,并未受到信用紧缩的过多影响,未来私募基金仍将是美国并购市场上主力。

的确,到目前为止被曝光的金融危机主要发生在与次级抵押贷款直接相关的银行内部,而与次贷危机相距较远的私募基金并未受到金融危

机的困扰——至少从目前来看,私募股权的财务状况依然殷实可靠。

此外,与1990年左右爆发的并购危机不同,目前的私募基金并未采取当时激进的“垃圾债券”与“杠杆收购”模式,而是采用了较为稳健的“换股”加“现金交易”并购模式。这一模式的好处在于兼具了“换股并购”与“现金交易”的优点。这一目前主流的并购模式堪称开创全球并购新时代的利器。

或受益于新兴市场国家经济的高成长性,或得益于世界范围内原油等大宗商品价格的上涨,主权财富基金带着投资美国获得稳定收益、迈向世界的豪情,一跃成为2007年全球并购的新势力。继阿拉伯世界的石油美元之后,中投公司、新加坡淡马锡等国家主权基金已经成为左右美国、乃至世界范围内并购活动的主角之一。而美国受制于经济衰退阴影的困扰,不得不接受来自其他国家主权基金的资金支持。

古语云:“富貴险中求”,不仅对于中国国家主权基金——中投公司,更对于中国广大的私募基金来说,2008可能是投身于全球并购新浪潮,实现快速突破的一年。虽然目前的全球经济走势扑朔迷离,但是险中求胜却是必经之道。

受制于目前的资本账户管制制度与外汇可自由兑换程度,目前大多数国内私募基金主要投资于国内A股市场与港股市场,而对于直接性的全球大规模并购介入甚少。事实上,正好比IPO与二级市场交易一样,直接并购向为基金获取高额稳定收入的捷径,国外私募基金也正是靠在并购领域有所作为获取最大收益的。

目前我国投身直接并购事业的产业私募基金数量极为有限,而作为推动现代产业发展的一支重要力量,私募基金仍徘徊于投机炒作氛围浓烈的二级市场,未能潜心专注于中国产业发展之路。相信未来国家将会在相关方面予以优惠政策,引导国内大笔私募基金走入扶植经济发展的正轨,国内私募基金并购亦能大有作为。

主权财富基金虽经历了“黑石股权”的出师不利,但无人能怀疑它在全球并购大环境下仍会有大作为,毕竟实现投资的多元化与分散化是未来的发展趋势。但是值得注意的是,不能简单地将“走出国门,迈向世界”作为目标,而应制定切实可行的行动目标,如以具体的经济利益指标作为评估标准来分析评判主权基金的并购运作状况等等。(作者系金融学博士、独立撰稿人)

不必夸大巨额“解禁”股份的影响

◎石胜利

2008年,A股市场由于解冻因素带来的新增流通市值总量将达30747亿元,相当于2007年底,A股87402亿元流通市值的35%。据研究者估计,随着限售股解冻规模的扩大,这部分股份减持套现压力将比2007年大幅增加。

我认为,不必夸大巨额“解禁”股份的影响,也不必因此产生悲观情绪。如果将“解禁股”当成巨大的压力,就意味着在未来的几年中无法再参与投资博弈。因为从2008年开始,未来的三年,A股市场将迎来“解禁”高峰,合计“解禁”规模将有望达到9031.9亿元。其中,2008年达11812.7亿元,2009年达6637.42亿元,2010年达12132.1亿元。如果纯粹站在限售解禁的角度来分析股市,这些压力显然会成为难以承受之重,但事实上并非如此;

首先,限售股解禁对股市的影响更多限于心理压力,真正的影响则在于实际减持的比例。事实上,从2006年、2007年两年的情况来看,实际减持的比例远远小于“解禁”的比例。2006年,解禁流通市值超过1400亿元,但实际减持量不足300亿元,实际减持量占“解禁”股的21.4%;2007年,全年解禁股总数为9484亿元,涉及市值186万亿元。但实际上,截至2007年底,已公告的限售流通股股东减持中,涉及股份总数只有4814亿元,实际减持量占“解禁”股的5%。

实际减持量占“解禁”股比例的很小,说明“解禁”股持有人对未来股市的发展有着良好的预期。应该认识到,在股权分置改革之后,上市公司与广大投资者的利益已经紧密联系在了一起,继续持有“解禁”股实际上在向投资者传递积极的信息,即公司将继续提高治理、经营水平,创造更多的收益,他们自己何尝不想卖更好的价钱?

反之,如果“解禁”股持有人疯狂抛售股票,则很容易被市场解读为对未来预期看淡,那样的话,投资者又怎么可能继续看好该公司的未来?比如,某银行的基本面原本很不错,又是未来股指期货中的特大权重筹码之一,但自从其某大股东减持套现后,该股票走势疲软,至今未能恢复元气。这种现象实际上对“解禁”股持有人本身也具有一定约束作用。

其次,相关制度正在逐渐完善。其一,信息公开制度使得减持透明度提高。根据相关法规定,持股占总股本比例在5%以上的股东减持1%以上,就需要发布公告。其二,上海证券交易所和中证指数有限公司于今年1月8日宣布,决定自2月1日起调整自由流通量实施规则。这一实施规则调整后,将可以有效降低“大小非”解禁后立即即指入减持给股价带来的冲击。

除了上述因素,我国经济快速发展的趋势没有丝毫减弱迹象,国际上诸多知名研究机构均给出良好预期,同时,今年又有奥运会推动作用的影响。并且,今年开始实施的《企业所得税法》及“两税合一”措施,将对企业发展带来实质性影响。

当然,不必夸大巨额“解禁”股的影响,也不能完全忽略巨额“解禁”股的影响,应该继续完善制度,尽可能地减少不确定性因素对资本市场的冲击,给公众一个良好的预期。毕竟,股市是人们信心的直接反映,快速增长的中国资本市场,给投资者带来的应该是自信和收益。

新版交强险仍留下了知情权隐患

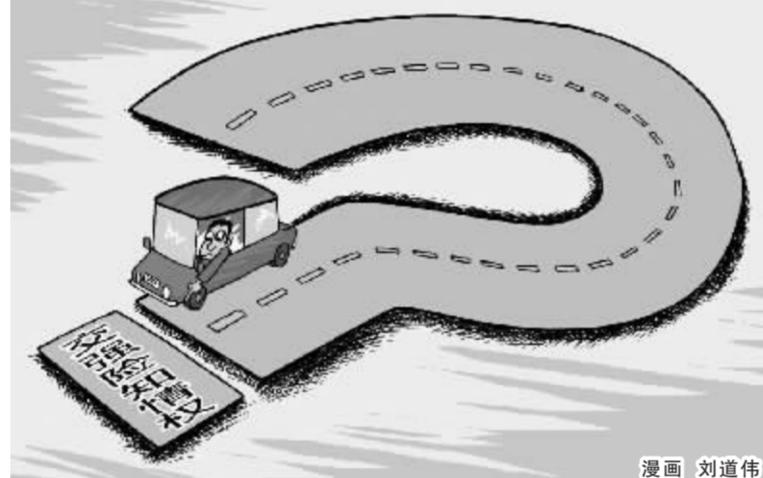
◎杨薇

从今年2月1日起,与人们日常生活密切相关的交强险将获得“降费”,降费幅度从5%至39%不等。这是中国保监会正式公布的新《交强险基础费率表》中明确的。据测算,约64%的被保险人将享受到基础费率的下调,下调的平均幅度为10%左右。这是交强险自去年7月1日实行与道路交通事故挂钩的费率浮动办法之后的再次“让利”。

交强险的这次调整较之以往能够更好地体现其社会公益性,减轻了广大车主的一部分负担。但是,一个主要问题仍然没有解决,它有可能再次成为引发今后有关交强险争议的导火索,那就是公众知情权的空缺。

有关交强险的争论,主要是围绕交强险是否存在暴利展开的,这实际上是引起此次以“降费率、增保额”为核心的交强险调整的推动力量。交强险虽然调整了,隐患仍然没有消除。

所有的争论都与相关信息的不对称有关。2007年4月6日,律师孙勇向保监会提交行政复议申请,并于当年4月17日向保监会提供8份证据,证明交强险每年有400亿元的“暴利”。与此同时,律师刘家辉受156名车主的委托,向保监会递交交强险听证申请书,请求将交强险的费率结构及理赔数据公之于众。交强险暴利之争由此展开。保监会随后回应,认



为孙勇的计算方式“是不科学和不准确的”。但是,孙勇再次拿出新的质疑理由,并分别上书全国人大常委会和国务院。

另一方面,有关部门公布了普华永道咨询公司出具的交强险专题财务报告汇总:2006年7月1日至2007年6月30日,全国经营交强险的24家保险公司中,只有两家盈利,其余22家均显示亏损。

暴利之争使交强险的经营状况变得扑朔迷离。如果经营交强险的保险公司的确亏损严重,那么,交强险根本不具任何调整的空间。第一,大面积的亏损将使经营交强险的保险公司难以继续。第二,违背了交强险的“不盈不亏”原则。而事实上,交强险经营中普遍存在着打折现象,

的,这种调整会否进一步恶化保险公司的处境?根据调整后的交强险方案,以第一个完整经营年度的经营结果为基准计算,责任限额上升至12万元,赔付成本将上升15%-20%;无责案件赔付比例从20%降至10%,赔付成本将下降2%-3%。面对这一调整,并没有哪个保险公司提出异议,也没有谁愿意退出交强险的经营。

不仅以孙勇为代表的“暴利说”质疑派仍在坚持己见,以刘家辉为代表的“费率结构”质疑派也在继续提出新的要求。在交强险听证会举行之前,刘家辉即表示已致信保监会,要求交强险的精算师和审计师到会接受听证代表的质询。刘家辉认为,其收到的听证会材料汇编里仅列明了各类机动车调整后的保费数额,这些数据只说明了交强险费率调整的结果,并没有说明交强险基础保险费是如何测算得出的,也没有阐述责任限额以及保费调整的理由和依据。

综上,有关交强险的两大质疑焦点虽然因新版交强险的问世而暂时被冷落,但相关争论仍没有停息,民众知情权的诉求冲动随时会再次释放出来——交强险的两次“让利”都是因此导致的,那么,谁能保障民众对知情权的要求不再次发出呢?

知情权是参与权、表达权和监督权正确行使的前提,在这一前提没有得到满足之前,隐患就可能继续存在下去。

国企重组市场化大幕拉开

◎郭凤霞

新年伊始,资本市场便硝烟四起。中航“搅局”、“东新恋”的故事还没结尾,S*ST中纺控股股权之战又开始上演。这边宜昌市国资委推出“拒签计划”,准备建立反收购专项基金,而那边国防科工委又吹响了军工企业加速进行股份制改造的“集结号”。这一幕幕大戏以一种令人震撼的力量在资本市场上登台亮相,大有惊蛰未到,春雷已动的味道。

种种迹象表明,围绕着新一轮国企重组和行业整合,一种全新的市场化操作思路正在形成。从最近发生的一系列事件来看,国资委就东航引进新航事件于1月3日的表态“企业经营行为由企业按市场化原则操作”的意见,确实不只是说说而已,而是代表了管理层一种明确的市场化指向。何以见得?

首先,从争夺战的激烈程度来看,双方都已进入了实战状态。企业敢想、敢说、敢做,有着充分的自主意识,与以往那种政府主导的“拉郎配”、“走过场”式的企业重组有着天壤之别。以东航争夺战为例,一波三折,悬念迭起,从表面上的股权之争,到背后两种发展战略的较量,从“口水仗”对阵到股东大会前一天提高报价“出牌”,双方你来我往直到白热化程度。虽然最后以H股七成、A股九成股东反对结束这场投票大战,但两个企业之间的博奕还远未结束。这样一场公开的几乎是全透明的兼并大战实属罕见。如果退回到十年前以前,这样的事情几乎不可能发生。只要上级主管部门“拍板”就可以决定的事,用不着这样大费周折,这说明在大型国企的兼并重组问题上,政府正在退出“主导”的身份,不干预竞争,而由企业完全按照市场规则进行充分博弈,直到寻找到一个“共赢”的格局为止。

其次,从争夺战的参与级别来看,大有愈演愈烈之势。企业在前方打仗,作为“父母官”的地方政府和国资委在背后支持,甚至全情投入,都是可以理解的。但我们看到的是,这种参与的方式发生了根本性变化,更多的是借助于市场化手段,而非行政命令。南京斯威特集团和上海电气股权利益的争夺,最终演变成江苏和上海两个地方法院迥然不同的判决冲突,尽管一个判的是合同违约纠纷案,最终结果却重叠在对价值数亿元的股权转让上,这场“司法混战”虽然有地方利益之争,虽然有可能惊动最高院,但这种上升到司法层面的竞争,却是对我们《公司法》、《证券法》等经济大法执法能力的最大考验,也是对即将到来的全流通时代进入全面博弈阶段的提前预演。

另外,从争夺战引发的深层思考来看,如何避免全流通之后遭遇恶意收购,最终失去上市公司的控制权,成为许多地方国资委不得不面对的问题。随着“大小非”不断解禁,央企在各地大举扩张,实力雄厚的民企也是虎视眈眈,越来越多的地方国企面临被收购的威胁,为了确保国有控股地位,宜昌市国资委拟建立反收购专项基金,必要时将直接参与到证券市场上同台竞争。“拒签计划”出于反收购目的,要求公司在章程中设置一些条款,以此作为并购的障碍。中国社会科学院经济研究所专家剧锦文表示,宜昌的“拒签计划”在全国范围内都具有示范意义。应该说,在市场规则的基础上制订的反收购计划更具可操作性和前瞻性,也更加触及市场经济的“内核”部分。

可以预见,2008年从“东航之争”开始的央企重组,包括国企改革,总的框架思路已经破题,市场化操作将取代行政手段。应该看到,这是一种国有资产管理理念上的标志性突破;政府逐渐淡出,朝着市场监管者的中立角色转移;企业在拥有更多自主权和选择权的同时,必须依照市场规则参与充分竞争。只有在此基础上,才能既确保参与竞争各方和股东的权益,又能确保国有资产价值最大化,从而达到和谐“共赢”的最终目的。

从这个角度讲,资本市场不相信眼泪,竞争要依靠市场规则,将是所有参与竞争的各方必须严格遵守的底线了。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。

■上证观察家

现行听证会制度亟待进行全面改革

由于听证会组织者的独立性不足,并且缺少一个成本监审程序,导致我国听证会制度很容易沦为某些既得利益集团操纵价格、压制民众利益诉求的工具。这些弊端亟待通过改革加以解决。

◎褚洪波

听证原本是指法院在审判时,以公开举行的方式听取证人和当事人的意见,以保证审判的公平,从而确保司法公正。后来,这一制度的优越性逐渐被引入公共决策领域。公共决策中的听证制度是现代民主社会普遍推行的用于保证各方利益主体平等参与公共决策过程,以实现决策民主化、公开化、公正化、科学化乃至法制化的一项重要制度设计。

目前,我国有三大类听证,一是1996年建立的行政处罚听证,二是1997年建立的价格决策听证,三是2000年建立的立法听证。在这三种听证当中,尤以价格决策听证时涉及民众的切身利益,举行得最多,也最受关注。但是,迄今为止所举行的听证会,往往变成“涨价会”、“听涨会”。在公众看来,听证会被既得利益集团影响乃至

操纵的迹象明显,听证会的结果所体现的往往是既得利益集团的利益而非民众的利益。这实际上暴露出了听证会制度本身的弊端,倘若不加以改革,听证会就可能沦为某些既得利益集团操纵价格、压制民众利益诉求的工具。

首先,听证会组织者的独立性亟待解决。西方发达国家的经验表明,只有由独立、超脱、具有权威性的机构主持听证,才能从根本上保证听证会不会流于形式,不会被相关利益集团操纵。比如,美国1975年举行的“肯尼迪听证会”,原本是就航空票价问题进行听证的,而结果却催生出了《1978年民航放松管制法》,通过降低准入门槛促进了航空票价的全面下调,这种解决问题的方式可谓一劳永逸。

而我国的价格决策听证会在制度设计时直接规定“由政府价格主管部门组织”,而被听证的对象往往是由其所主管或者由另一政府机构所主管,这本

就决定了听证会的组织者与被听证对象之间存在着千丝万缕的利益联系,而根据听证会的基本原理,有着利益牵连的一方应该回避而不能参与更不能主导价格听证会。但政府组织听证会本身恰恰就是我国听证会制度所规定的,因为这一制度设计弊端,原本应该组织听证会的政府部门甚至越过价格听证程序直接涨价。比如,2006年11月15日,国家发改委、国家邮政局共同决定上调邮资,上调邮资由于事前未履行听证会程序而遭公众诟病。

正是由于听证会组织者的独立性不足,听证会很容易被相关利益集团影响乃至操纵,在有的听证会上,代表们清一色地支持既得利益集团提交的方案本身就是这一弊端的真实写照。许多价格听证会不仅不能像美国的听证会那样导致准入制度的变革从而使价格因引入竞争而持续降低,甚至连价格本身的调整也常常与民众的意愿相左。在北京某景点门票的涨价听证会上,听证代表们大都同意涨价,而民意调查显示,民众一边倒地反对涨价。如此鲜明的对比充分显露出听证会与民意的背离程度是何等严重。

其次,在我国价格听证会制度上,缺

少一个成本监审程序。从根源上来看,价格听证是公众与垄断集团利益博弈、维护自身权利的“武器”。但是,价格管理部常常既是价格的制订者和维护者,又往往是听证会的组织者,这本身就决定了听证会制度加大了公众维护自身利益的难度。手机漫游费听证会即将于1月22日举行,在此之前,发改委和信产部公布了两套手机漫游费上限标准调整方案,而根据两套新的漫游费调整方案,手机漫游上限的实际降幅仅为0.2元/分钟,甚至比中国移动目前在广东和上海等地实施的漫游费价格还要高。这种听证会还有什么实际意义呢?

但是,鉴于我国的国情,完全确保听证会组织者的独立性不能一蹴而就,需要一个过渡,那么,加上一个成本监审程序无疑可以更好地保障听证会的公正性。

所有的价格制定都必须参照成本,成本是价格调整的核心依据,但是,我国的许多公共事业价格、垄断性产品价格,其成本是不透明的,而这种不透明并非完全的不透明而是非对称性不透明,即成本对垄断企业自身、对公共事业一方是透明的而对公众而言是高度不透明的,由于成本不为公众所知,相

关企业就常常凭借自身所具有的天然的垄断优势或行政资源优势随意提高价格,即使经过听证会这一环节,也难以避免相关企业通过加大成本提高价格的计划屡屡得逞,如果加上一个成本监审程序就可以在一定程度上解决这一弊端。

以手机漫游费为例,应该由没有利益牵涉其中的审计部门进行审计,并公布审计过程和审计明细,使公众对手机的成本有一个非常清晰的认识并接受民众的监督,有了这个公正的成本参考,公众就能作出更准确的抉择。

添加一个成本监审程序是有明确依据的。2006年,国家发展和改革委员会制定的《政府制定价格成本监审办法》就明确规定,凡是需要实行听证定价的商品和服务