

对国企定价机制的三点反思

<http://www.criifs.org.cn> 2008年1月11日 石建勋

备受关注的“东新合作”方案未能通过无疑成为近期焦点。从表面上看，方案被否，东航暂时败了，国航胜了。但如果我们以更宽广的视野，从历史的维度和股东利益、国家利益的角度观察，就会清楚地看到，该事件给我们带来许多的经验和反思。

国企兼并由谁主导

过去，中国大型国企的兼并重组多由政府主导，买家、卖家不是企业说了算，而是由政府“拉郎配”。而在此次东航、国航之争中，人们发现，在大型国企整合的问题上，政府正在逐渐扮演市场监管者的中立角色，企业获得了更大的自主权，重组的方式基本上是由企业按照市场规则进行充分利益博弈后确定的。

在中国经济强劲增长、人民币持续升值、中国股市步步走高的大背景下，政府不干预市场竞争的态度，既反映出政府在管理国有资产理念上的进步，同时也有利于国有资产价值最大化的实现。

几个月前，围绕“东新恋”发展的最大悬念就是中国政府对这次新航入股东航的立场是否发生了转变，甚至可以说最大悬念是中国政府态度转变的原因。一贯缄默的国资委本月4日的两点声明说：支持中央企业引入境外战略投资者；企业经营行为由企业按市场化原则自主操作。其中含义似是，国资委不再置身于东航和新航的交易，默许中航集团开价“抢亲”。

整个事件进程中，国资委的作为和不作为，反映了我国管理大型国企涉外兼并重组的成熟和进步。

兼并价格如何确定

过去的几年中，一些国家的大型骨干企业为了尽快在国外上市，吸引战略投资者，纷纷低价出让股权，“贱卖国有资产”的质疑声不断，近几年几大国有银行、中石油等的境外战略投资者在二级市场套现成倍获利的现实，使国人更有理由质疑国家大型骨干企业上市的定价机制是否合理，是否需要改进。

目前，中国市场已成为全球投资者的宠儿。经济增长的强劲动力和人民币升值的稳定预期，使投资者愿意为人民币资产支付更多溢价。对国内投资者来说，中国资产同样不便宜。地产龙头企业万科去年完成的增发价格为每股31.53元，基本与其二级市场股价相同。这一系列高价收购、高价增发都是“中国溢价”的具体体现。

随着中国经济持续蓬勃发展，尤其是多家国企上市计划的成功，中国从民间到政府官员对国有企业定价思路有了较明显的转变，国企的当家人似乎更倾向于信心饱满且振振有词地把话题聚焦于相关企业的宏伟盈利前景，而非其连年亏损甚至资不抵债的现实。这些观点的背后还包含一个思维，即困难的中国企业要自救未必非有境外战略投资者不可。

这一事件说明，在连年的“企业管理层贱卖国有资产”的质疑声中，政府国资管理当局已经非常愿意让市场原则在国企引入外资的过程中发挥更大作用。

如何保护中小投资者利益

此次东航增发过程中，虽然东航认为3.8港元的增发价已经达到东航2006年净资产的6倍，按照国际标准或与过往案例相比已经相当高了，但与当前东航H股和A股的价格相比，折价幅度还是不小。加上国航在关键时刻抛出以每股5港元的价格认购东航增发股份的方案，“东新合作”遭遇流通股股东的否决也就不难理解了。

以往的国企兼并重组，中小股东的权力和利益很少得到重视，此次，中航方面连续抛出多个声明步步紧逼，从质疑“东新合作”价格太低涉及国资贱卖，到最近明确提出以每股5港元的价格取代新航、淡马锡收购东航部分股份，中航已经为东航小股东给出明确预期，小股东的权力得到了充分尊重和利用，小股东的利益和话语权得到了充分实现，从而令“东新合作”在股东大会上获得通过的希望不断被削弱。如果新航和国航真的对东航感兴趣，势必会提出新的报价和方案，两方竞购，会使东航在实现自身战略目标的方式上有更多的选择，也处于更有利的地位。

这个事件告诉我们：今后外资在中国购买资产，需要同时面对国内的竞争对手，需要按照市场机制定价，而不仅仅是政府主导的国企兼并重组。事实上，在经济全球化背景下，针对中国企业的兼并重组必将成为未来全球金融市场运作的重要组成部分，也必须按照国际市场竞争游戏规则进行。此次东航股权之争，不仅使东航、国航得到了锻炼，也为监管层和国内其他有意兼并重组的企业提供了一次近距离观察学习的机会，促使我们反思和改进目前的国企定价机制。

（作者为同济大学经济与管理学院教授）

文章来源：证券时报 （责任编辑： ZFY）