民企产权乱象

见习记者 **原金 宋江云** /文

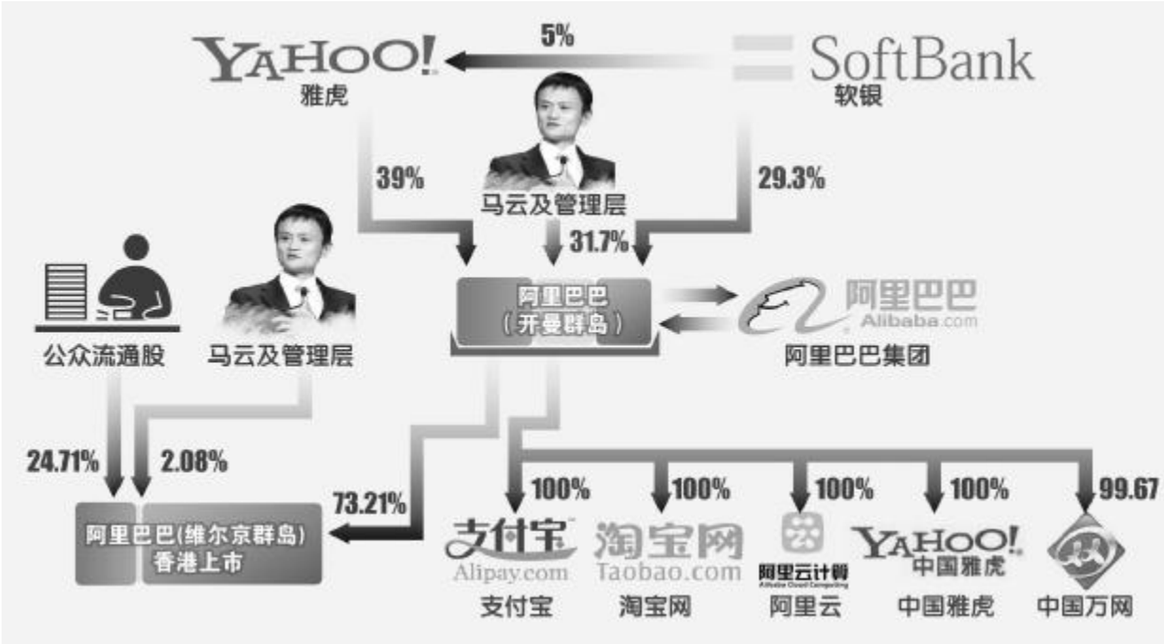
股权纷争,不仅仅是刚刚上市的民企,也不仅仅是已经初具规模的企业,就连阿里巴巴这样的大企业也会遇到类似麻烦。日前有关支付宝股权之争,便是阿里巴巴同大股东雅虎之间的一场博弈较量。

上个十年,人们谈论最多的是国企改制。而今日,民营企业随着自身的发展壮大,纷纷走向资本市场,寻求下一次版图扩张的机会与资金,可当他们准备或已 IPO 时却屡遭股权纠纷,从此衍生出来的民营企业股权纠纷问题,今后将会成为人们关注的热点。

在我国民企资本迅猛扩张时期,也掺杂着更多的风险和利益纠葛。清科研究中心 2011 年一季度 IPO 数据显示,我国企业上市热情依然高涨,其预测在 2010 年我国企业 476 支 IPO 的基础上,2011 年度我国企业 IPO 总量有望冲破 600 大关。

但在高数量 IPO 的背景下,众多企业在即将 IPO 前,爆出企业丑闻或者股权纷争,让原本美好的 IPO 梦随之破灭。这背后隐藏的是伴随在民企成长过程中的股权乱象。

纷乱的产权架构,是民企成长之痛,亦是民企衰落之源。在庞大的资本市场,产权决定了一切,决定了一个企业最终的走向。



CFP 供图

IPO 股份纠缠不清

刚刚在 5 月 20 日才 IPO 的山东淄博万昌科技股份有限公司(以下简称万昌科技)董事长高庆昌,5 月 23 日上午坠楼身亡,仅仅上市才 3 天的时间,不禁让人感觉蹊跷。

就在今年 4 月份,万昌科技获得 A 股发行许可的同时,另一家以“万昌”为名的山东万昌股份有限公司(以下简称万昌股份)的股东艾群策却向证监会举报称,作为董事长的高庆昌涉嫌掏空万昌股份的资产,将其转移至即将上市的万昌科技,同时遮掩万昌股份的经营业绩、长达六年不开股东会。就在前不久,又有媒体公开质疑“两个万昌”公司,这无疑让人觉得两家关系非同一般。

显而易见,万昌科技的资金来源是遭到万昌股份股东质疑的,有消息称,在高庆昌出事之前,他曾经答应要拿出 1000 万元来补偿万昌股份某股东的损失。不幸的是,还没等到高庆昌解决此事,就发生意外,于是,有关高庆昌的死因,种种猜测流传开来。

至于万昌科技上市之时,到底跟万昌股份有何关系,这个问题对于一个 6 年都没有召开过股东大会的万昌股份来说,早已成为一个谜。不过,却引发人们对两家万昌公司之间到底有什么样的产权纠葛的猜测。

外界有种猜测,高庆昌手中的股份不完全归他所有,他的去世可以使资产顺理成章地由妻儿继承,虽然这种猜测没有得到最终的证实。不过,对当前民企上市时混乱的股权格局乱象,却也是一种佐证。

高庆昌出事之后,万昌科技的股权发生细微变化,当前万昌科技仍然由高家掌控,高庆昌所持有 3296.3 万股占发行前总股本 40.59%的股份由其妻、儿各继承一半。之前,高庆昌之子高宝林持有万昌科技 893.20 万股,占发行前总股本 11%,女婿王明贤所持 272.30 万股,占发行前总股本 3.35%。就在高庆昌去世之后,公司董事共同推举其女婿王明贤代为掌管董事长工作。

家族内斗

一般私企都是由家族企业逐渐发展而来,在初创企业期间,小企业的产权并不明晰,这也就为将来成长为大企业之后带来复杂的股权纠纷留下隐患。

多少沉痛的案例早已证明了家族斗争的起因,就是内部产权不明确,未在企业原始积累时期就界定清楚。

吵闹纷争的真功夫争夺战,可谓是家族内斗的经典案例。当真功夫创始人蔡达标因涉嫌侵占公司资产而被捕之后,真功夫的权利争夺进入白热化,纵观真功夫发展史,其股权和矛盾的纠葛贯穿全程。

在真功夫前身 168 甜品屋创立时期,潘宇海占股 50%,蔡达标夫妇各占 25%。之后,2006 年 9 月,蔡达标与潘敏峰离婚,潘敏峰将自己在真功夫 25%的股权让渡给了蔡达标,以换取子女的抚养权。自此,蔡达标获得与潘宇海对等的股权比例各占 50%,这种比例相当的股权分配也为以后的真功夫夺权埋下隐患。

2007 年下半年,真功夫对原有股权结构进行变更。变更后,蔡达标和潘宇海各占 41.76%,股权依旧对等,谁能控制两家风投持有的 6%股份,谁就能控制董事会的决策权。

2009 年 11 月,通过新一轮股权变更,蔡达标间接控制了真功夫 44.76%的股份,成为实际上惟一的第一大股东,矛盾也不断升级,最终演变成为蔡家与潘家争权的内斗,结果就是真功夫 IPO 计划搁浅。

同样的家族纷争也发生在九牧王身上,就在真功夫闹剧稍微休止之后,九牧王家族内部又传出内斗丑闻。

九牧王宣布 IPO 前夕,董事长林聪颖遭人举报,被指采取非法手段攫取公司前任董事长、其亲叔林其仁 80%股权。

有知情人爆料称,九牧王现任董事长林聪颖买通地方和有关部门官员、私刻公章、伪造文书,夺取其亲叔 80%的股份,此后林聪颖将原来公司资金大量转移到新注册的公司,以获得个人利益。

而林聪颖方面的回应是,林其仁在此时爆料,目的就是敲诈钱财,至于 80%股份的事情,是当年林其仁无偿转让的,因为本身就是借用他的名字注册公司,林其仁并没有参与经营。公司早年的变更与目前的上市公司并无联系。

对此,九牧王董秘吴徽荣回应称,林其仁所述内容与发行人没有任何关系,上市公司也不存在股权纠纷。董事长林聪颖与林其仁的案子在 2007 年福建高院已判决结案,林其仁此时再提此事纯属恶意行为,是对其上市的一种破坏。

毫无疑问,此次叔侄之争对于即将上市的九牧王来说是一次不小的打击。这也是众多家族企业在发展壮大之后所面临的共同问题,在企业初创时期,都是家族内部成员间相互扶持,但同时,由于最初的产权分配不合理等诸多因素,最终必然会导致内部矛盾冲突不断。

因此,家族企业必须在其成长过程当中,建立合理的产权制度,明确各成员所占股份和责任,才能避免日后争权事情的发生。

支付宝单飞

股权纷争,不仅仅是刚刚上市的民企,也不仅仅是已经初具规模的企业,就连阿里巴巴这样的大企业也会遇到类似麻烦。日前有关支付宝股权之争,便是阿里巴巴同大股东雅虎之间的一场博弈较量。

支付宝的全资控股权已经通过 2009 年 6 月和 2010 年 8 月两次转让,由阿里巴巴集团全资子公司,变成了浙江阿里巴巴商务有限公司。浙江阿里巴巴是由马云和阿里巴巴 18 位创始人之一的谢世煌控制的内资公司,其中,马云和谢世煌分别占 80%和 20%的股份。

但马云的这项举措招来了阿里巴巴大股东雅虎的不满,雅虎声称支付宝重组时并未获得阿里巴巴集团董事会和股东批准,直到今年 3 月 31 日雅虎才获悉有关事宜。

5 月 12 日,雅虎发出声明称,2010 年 8 月支付宝所有权的转移及 2011 年第一季度支付宝实际的分拆,两笔交易并没有通知阿里巴巴集团董事会和股东,也没有得到他们的批准。

阿里巴巴则反驳称,支付宝重组是为了符合中国相关法律的要求,确保能够取得第三方支付执照,从而在国内能够持续经营。据称,在 2009 年 7 月召开的董事会上,阿里巴巴集团董事会讨论并确认了支付宝的 70%股权已转入一家独立的中国公司。

按照央行于 2010 年 6 月发布的《非金融机构支付服务管理办法》规定,自 2010 年 9 月 1 日起,已经从事支付业务的非金融机构应该在 1 年内申请取得《支付业务许可证》,逾期未取得的,不得继续从事支付业务。这意味着支付宝如果在今年 9 月 1 日还未取得《支付业务许可证》,就无法继续运行。而且,支付宝要拿到牌照,“不可能以外资的身份去拿”。如果支付宝丧失继续运营的资格,对于阿里巴巴和马云来说,损失无疑是非常巨大的,关键便在于支付宝的股权转让问题。

隐藏在支付宝股权之争背后的是阿里巴巴同雅虎之间更深层次的博弈,目前,雅虎是阿里巴巴集团的最大股东,而马云则一直在为摆脱雅虎的控制进行各种尝试。此次支付宝的股权之争无疑是双方博弈的重要筹码,支付宝“单飞”,实际上隐藏其后的是更大的产权竞争和控制权的对话。

专业投资“私奔”乱象

在混乱的资本市场里,辛苦发展起来的民企,对 PE、券商投行,是否还依然信任呢?

创投界的大佬级人物王功权,因日前在微博发布一则私奔宣言被推向风口浪尖,饱受道德谴责,同时在业界也引起强烈震动,让鼎辉创业投资基金陷入了尴尬。有消息称,王功权的离开连鼎辉创业董事长吴尚志都不知情,同时,王功权在离去时,并未对他手头的工作作任何安排。

鼎晖是当下中国最著名的私募股权基金之一,目前管理美元、人民币基金共计 55 亿美元。王功权参与管理的鼎晖旗下的两只创投基金,管理资金超过 7 亿美元。王功权私奔后,让投资界担忧的是,是否会触发关键人条款,LP(有限合伙人,即投资人)怎么办?

据查证资料显示,在一些 PE 基金的投资协议中,往往设置关键人条款(Key Man Clanses):当基金管理团队的核心成员意外身故或离开基金时,LP 将自动中止向基金进行资金承诺和后续投资,恢复与否,需要由 LP 集体投票决定。如果是刚刚成立的小基金,投资者慕名将资金委托于新的团队,则关键人的变动可能会导致基金走到清盘的一步。但对鼎晖这种已经机构化的 PE 而言,业界认为投资人可能不会有强烈的反应。

据媒体报道,17 日晚,鼎晖向投资人发出邮件,声称鼎晖创投和鼎晖的全面工作目前都正常运行,对有限投资人的承诺没有影响。但有专业律师和评论认为,王功权的离去打破了平衡的商事关系,王功权的突然离去,且一旦相关投资项目受影响,相关投资者就有权使用“关键人条款”,或终止投资,或赎回资金。

王功权私奔除了可能触发关键人条约外,还有两个疑惑集中在王功权已经接受的项目以及王琴的特殊身份上。资料显示,与王功权私奔的对象王琴,今年 34 岁,是江苏中孚投资公司的创始人兼董事长,中孚投资于鼎晖投资存在业务输送,中孚投资公司负责鼎晖投资的投行业务。据媒体报道,中孚投资曾多次受聘于鼎晖,为其投资银行以及投资项目尽职调查,收费达整个项目投资额的 1%—5%。

一般来说,签订投资合同有三方人士:投资方、顾问和被投项目方。那么就引发一个疑问,现在投资方和顾问一起走了,会不会中间出了什么问题?这些都是业内所担忧的。

业内人士认为,王功权的离去给投资者可能带来的损失却是今后 PE 业界不得不面临的问题,在这方面,PE 业界还存在着或大或小的缺陷。

投行内幕交易

民企做大后,必然需要引入风投、私募等专业投资者,但王功权私奔事件恰恰反映出投资方机制并不健全的弊病,此外公开市场的券商投行业也同样存在漏洞。

23 日,轰动一时的投行夫妻涉嫌内幕交易案有了新进展,中信证券投行部前执行总经理谢风华仍负案在逃,其妻安雪梅已于近期被上海警方逮捕。

据媒体报道,谢风华被证监会立案调查,起因是在 ST 兴业重组过程中利用重组信息进行内部交易。作为当时 ST 兴业的重组顾问,他非常高调地将重组细节透露给不少机构和个人,在关键节点告诉各个利益方如何交易。他甚至亲自操刀,在自己电脑上用表弟账户来进行交易。

根据知情人透露,目前已经查明的安雪梅不当获利金额约为 167 万元,但根据谢、安两人正常薪酬收入,通过内幕交易令他们和相关利益方获得的收益,其数额之巨恐怕远不止于此。

一位保荐人在接受媒体采访时透露,投行部门参与内幕交易,手段其实非常单一。一种是做并购重组项目时利用内幕消息获利,另外一种是趁做 IPO 的机会提前参股潜伏。“利用重组项目挣钱,其实风险蛮大的,很容易被监管部门发现,他当时那么高调,不被证监会盯上,简直没天理了。”

(上接第一版)

2010 年 9 月成立时,京能清洁能源总资产 205 亿元,净资产 70 亿元,控制装机容量 228 万千瓦,占京能集团总装机容量的 26%;其中燃气发电的装机容量达 119 万千瓦,占北京市燃气发电总装机容量的 70%。截至 2010 年底,已投产风电项目 117 万千瓦,在建项目 28 万千瓦。

母公司京能集团是本市电力供应的主力,据其官网显示,截至 2010 年 12 月底,京能集团总资产 907 亿元,净资产 316 亿元。京能集团拥有全资、控股、参股企业 73 家,其中全资、控股企业 34 家,控制装机容量 1000 万千瓦,已投产热电厂供热量占北京管网集中供热面积的 39%。

北京奥运会之前,京能集团旗下电厂主要依托山西、内蒙古等地的煤炭资源进行火力发电。随着北京经济向绿色经济转型,大力发展低碳经济,调整能源结构,京能集团发电业务开始逐渐提升绿色电力的比重,京丰燃气、京桥燃气、太阳宫燃气、内蒙古风力发电等清洁发电项目相继建成投产,并拥有北京惟一的风电项目。

2009 年年底,京能集团以旗下京能科技投资公司为平台,全面整合集团所属清洁能源业务。京能科技 2010 年 4 月底引进 6 家外部战略投资者,变身中外合资的股份公司,并更名北京京能清洁能源电力股份公司。成功改制后,公司共引入境外资本 3.7 亿元,并准备 IPO。

引入的七家股东分别为北京能源投资(集团)有限公司、北京国有资本经营管理中心、北控能源科技投资有限公司、英国巴克莱银行有限公司、北京升辉科技开发有限责任公司、北京国际电气工程有限责任公司和北京市热力集团有限责任公司。

而使用清洁能源、加速清洁能源建设,必然导致巨额的资金缺口。

资金瓶颈

我国在清洁能源迅速发展的同时,也面临巨大的资金缺口。未来新能源市场将累计直接增加投资 4 万亿元,每年增加产值超过 1 万亿元。每年增长超过 11%。

中国可再生能源协会副理事长孟宪淦告诉记者,我国新能源发展成本较高,以光伏发电为例,发电成本每度 1.17 元,远远高于火电的成本每度 0.38 元,目前,国内新能源发电依然主要依靠补贴,我国居民每销售一度电要补贴新能源 4 厘钱。而欧洲电价折合人民币 1.6 元以上,并且 55%以上的电力需要进口,国际市场依存度较高,欧洲为打破这种局面,大力发展新能源,因此欧洲新能源发展较好,而国内新能源发展虽然有较好前景,但现实情形不理想,无法在国内吸引到更多的资金。

而现在新能源并未大规模运用,整体盈利能力并不容乐观,现阶段我国新能源主要集中大型国有企业中,有的企业为了圈占地盘,前期投入了不少成本,现在还没有到回报的时期,而后续发展,需要继续投入资金。

新能源业务上市融资,除了我国近期政策对新能源业务的大力支持之外,电力集团的资金压力也是重要原因。

我国五大电力集团主要装机以传统煤电机组为主,尽管近年来各家都在争相发展风电、光伏等新能源业务,但规模仍尚小,同时盈利能力也远没有完全释放。

去年年底以来煤价高位运行和电价受压,导致电力集团的盈利能力大大受损,许多公司增发等融资行为可能受抑,加上电力集团的负债率长期居于高位,并有分析师告诉记者今年这一数据将高于去年,今年电力企业亏损已成定局。这使得电力企业资金紧张,而新能源业务却正好为其提供了融资的难得机会。

在京能清洁之前,五大电力集团下属的新能源公司已有多家冲击过 H 股。

去年 12 月华能新能源曾计划香港上市,但因未获支持而搁置,现拟在 5 月 27 日开始路演,暂定 5 月 30 日开始招股,预计 6 月 10 日挂牌,募资 62.4 亿元至 78 亿元。

根据公告,华能新能源注册资本 58 亿元,主营风力发电、城市垃圾发电和工程建设等,是华能集团 100%控股的全资子公司,也是华能集团发展风电等新能源业务的惟一平台,其中华能集团持股 95%,华能集团全资子公司华能资本持股 5%。

承销商之一的中金国际研究报告指出,其装机发电量于 2009 年为全国第三,预计 2010 年至 2012 年的发电容量可每年平均增长 4 成,今明两年的纯利可达 12.3 亿元及 17 亿元。

除国电和华能外,五大电力公司前后都曾冲击 H 股。大唐集团新能源有限责任公司去年年底正式在香港上市。华电也在紧锣密鼓地冲击新能源上市项目。

早在去年,已有消息指华电集团把旗下水电、风电、光伏发电等新能源注入一家公司,为其上市作准备。当时有报道称,华电新能源拟赴港筹资约 100 亿元人民币,并已聘请瑞银、美银美林及中信证券担任其 IPO 承销商。近期有报道指出华电总经理云公民说华电将加快分拆新能源业务上市的步伐。华电新能源公司的上市工作正在紧张准备中,时间定在今年,地点依然是香港。

扎堆 H 股

据兴业证券分析师崔玉芹介绍,2009 年国电龙源电力在香港上市受到追捧,IPO 拟筹资 78 亿港币,最终出现超额认购,募集资金总额约为港币 175 亿元。除被市场热捧外,单独上市对其他新能源企业有重大示范意义。五大发电集团在新能源领域加紧布局的态势下,将对发电巨头的新能源战略产生重大影响。

孟宪淦告诉记者,新能源在国内发展空间广阔但现状不容乐观,我国新能源设备市场主要在国外,比较典型的光伏设备 95%以上出口到国外市场。在这种情况下,新能源企业国内上市意义不大。并且香港上市程序简捷,速度较 A 股快,在这样的背景下,国内新能源企业扎堆冲击港股就在情理之中。

另外,目前新能源产业在国内尚处于新兴发展阶段,利润还不高,盈利并不稳定,在国内 A 股市场上市的话有连续 3 年盈利等要求,对于新能源企业来说很难达到,此外,有些央企的新能源子公司往往是借集团业务重组而成立的,在 A 股市场涉及重大业务重组的公司短期内是不能上市的,而在香港 H 股市场没有这些诸多限制。

新能源概念上市公司选择香港的原因很简单,就是 H 股市场比较灵活,且对新能源产业认可度较高。在香港上市能够募集到更多的资金。在香港上市,监管审核较快,且融资频率和次数限制少。

五大集团中惟一没有将新能源资产单独上市计划的中电投集团,实际上已先行一步。早在 2007 年底,中电国际就收购了一家香港上市公司,并将其改名为中国电力新能源发展有限公司。目前中电投已实现对该上市公司的控股,未来将把旗下新能源资产注入到该公司中。

与五大电力央企类似,在京能清洁能源成立时,北京市国资委主任周毓秋说希望京能清洁加快推进企业改制上市工作,加大海外市场融资力度。之前京能清洁已引入英国巴克莱银行等境外资本,完成股份制改造,为北京大规模投资清洁发电项目募集海外资金做好了准备。

但孟宪淦认为,新能源企业集中上市,体现出新能源快速发展的趋势。但国内新能源企业目前普遍回报率较低,并且国内企业习惯于概念炒作,不把上市当作企业发展的途径,不考虑股东回报,单纯为圈钱而上市。如果新能源企业也如此,就失去本来的目的,最终影响新能源企业长远发展。