

中铝并购力拓对央企国际化战略的启示

刘纪鹏 刘妍 刘冰

美国次贷危机引发全球金融海啸,我国也未能幸免。最近一个月以来连续传出我国两家大型企业在海外并购中失手导致巨额亏损的报道。

其一是中国平安保险公司在2007年11月以平均每股19.05欧元买入比利时富通集团1.12亿股,总投资额约合238亿欧元。2008年12月4日富通集团股价收在0.63欧元,相比19.05欧元的买入价,跌幅达97%,所持股权现价值约合人民币8亿元,亏损达230亿元。

其二是中国铝业公司在2008年2月1日以137亿美元(按当日汇率计算约合人民币920亿元)以每股58英镑收购力拓9%的股权。2008年11月25日,必和必拓宣布放弃并购力拓的计划,导致力拓股价大跌37%,当日以每股15.5英镑收盘,相比10个月前中铝公司58英镑的买入价,跌幅达74%。所持股权现价值约合38.7亿美元。

截至2008年12月31日收盘,力拓股价为每股14.9英镑,跌幅达74%;而当日富通集团股价为0.93欧元,跌幅达95%。表面上看,中国平安和中国铝业的投资都产生巨额浮亏,跌幅分别达95%和74%。巨额浮亏的背后,我们应看到中国平安投资的是金融机构,支撑金融机构的更多是特许经营权、人力资本和品牌等软资源,一旦出现富通集团公司这样的巨亏,人力资本流失,品牌失信,除了被收购重组和破产外,没有其它选择,而这两种情况股东基本上都将血本无归;而中铝公司投资的是大型资源类跨国公司,力拓的背后蕴藏着具有极高价值的全球最优质的矿产资源,金融危机后这些资源依然以实物形式存在,没有丝毫减少。这些才是引发我们如何看待中国平安公司和中铝公司并购力拓得与失的真正本质所在。目前我国为化解外汇储备的风险和抓人民币升值的机遇出现了两种大公司“走出去”的模式,一种是中投公司和平安公司为代表投欧、美国家巨型金融机构的股权,另一种是以中铝公司和华能集团等大型央企为代表投海外大型优质资源公司和能源公司的股权,两种模式都以股权投资为前提,认真剖析几个典型案例,分析比较两种模式的特点和优劣,尤具现实意义。

一、中铝公司并购力拓公司的战略意义

(一) 争取国际资源市场定价权,增强对国际战略性资源控制力

金融危机将使世界经济格局发生改变,在国际经济分工的重新划分中,既会有新的强国崛起,也会有传统大国没落,国家竞争力主要体现在科技实力和对外战略性资源的控制力,二者结合就构成经济增长的主引擎。从上世纪七、八十年代开始,很多发达国家开始确立技术强国及资源保护和攫取的发展战略。例如,根据相关统计,目前美国储备的矿产资源共有63类93种,已成为世界上矿产品储备品种最多、储备量最多的国家,美国尽管矿产储量潜在总值居世界首位,却对其本国矿床用于储备;法国更是从1975年起就建立了矿产品储备保护计划;而日本则通过控股、参股或者联合开发等多种方式在全球范围内加强对战略性矿产资源的攫取和控制。

相比之下,虽然我国已探明矿产资源储量约占世界总量的12%,居世界第三位,但优质能源和部分工业生产急需的矿种储量匮乏,我国探明的铝储量占全世界2.7%,且铝土矿的品位低,开采成本高,而铝的消费量却占世界30%。中国探明的铜储量占世界0.54%,铜的消费量却占世界26%。石油剩余可采储量仅占世界总量的1.3%。若按人均储量算则更低。当前,中国已经成为全球能源、矿产资源的主要消费国和进口国之一,并保持着20%以上的年均增长需求。我国的自有资源难以支撑经济高速发展,同时由于我国对国际资源控制力不足,国际市场定价权缺失,在国际市场竞争中地位十分不利,因此走出国门收购海外的矿产和能源资源应成为尽快实施的长期战略。

中铝公司并购力拓更应站在国民经济发展的战略高度来看,我国工业化尚未完成,经济增长的可持续发展有赖于资源的充足供给,而我国资源从长期看是短缺的,铁矿石、铝土矿、铜矿等关键

对于具备国际竞争力的央企,国家应该通过国有资本经营预算与外汇支持,增强企业的资金实力,鼓励其在国外并购更多的实业公司股权、资源开采权,从而提高国家战略资源储备。

我国迫切需要培养一批像中铝公司这样的大型央企通过收购力拓公司的股权,制约与控制海外大型跨国公司的垄断定价权。

中铝公司并购力拓公司股权并成为单一第一大股东,不但为我国央企国际化积累了非常宝贵的经验,而且也通过这一并购成为世界矿业有影响力的跨国公司和知名品牌,这既是解决国内矿产资源紧缺的有效应对措施,也是我国央企向国际一流跨国公司发展的必然选择。

战略资源不但储量较少,而且品位层次不齐。如果让像力拓、必和必拓等大型资源类跨国公司合并走向寡头垄断,我们将不仅在铝、铜等有色金属行业,而且在钢铁行业也将进一步丧失定价权。因此,中铝公司并购力拓的意义远远超过了铝业本身,不能就铝谈铝,而是国家层面的资源国际化大战略。

此次中铝公司并购力拓公司,正是在战略性资源匮乏已成为制约我国经济增长持续增长的背景下,为摆脱铁矿石和铝、铜等矿产资源没有定价话语权的被动局面,提高我国产业竞争力、维护国家经济安全,增强我国对国际战略性资源的控制力的一次重要尝试。

(二) 成功阻击两拓合并,打破国际矿业巨头垄断

中铝公司并购力拓公司成功阻击了“两拓合并”,打破了国际矿业巨头的垄断,保护了我国铝、铜、钢铁等重要支柱型产业的利益。必和必拓公司若成功并购力拓公司,在世界焦煤、铁矿石、铜、氧化铝、镍及镍的市场份额将分别达到21.3%、30%、14%、19%、21%和14%。“两拓合并”的综合性高度垄断趋势大大加强。

根据荷兰银行报告,必和必拓公司若成功并购力拓公司后,拟重新对氧化铝定价,从而提高氧化铝的利润,挤压原铝的生产利润。目前我国是全球最大的铝的生产国,2006年产量达到918万吨,约占全球产量27%。但国内铝土矿资源极为匮乏,现有资源储量27亿吨,其中基础储量7亿吨,仅占全球储量的3%。因此,中铝公司阻击两拓合并防止了必和必拓公司并购力拓公司后对氧化铝价格的进一步操纵,维持了铝产业链的价值分布格局,保护了国内电解铝企业的利润空间。

从钢铁产业来看,我国是世界上最大的铁矿石消费国,目前全球对铁矿石的需求中增量有90%来自中国,绝对量有50%来自中国,而中国从必和必拓公司和力拓公司进口的铁矿石占进口总量的40%以上。如果必和必拓公司与力拓公司合并成功,将控制全球铁矿石市场份额30%,与另一巨头淡水河谷合计占全球69%市场份额,将形成更大的铁矿石市场垄断,使我国钢铁产业面临更为严峻的形势。

因此,中铝公司并购力拓公司,阻止了铁矿石供应商的进一步集中,为我国改变铁矿石谈判中的被动地位迈出了重要一步,保护了我国钢铁产业的国家利益。

(三) 探索央企国际化新路线,化解外汇储备过高的风险

近年来我国外汇储备规模快速增长,目前已近2万亿美元。如此大规模的外汇储备在目前的由美国次贷危机引发的全球金融危机中潜伏着巨大的风险,如何把存在巨大贬值风险的美元换成我们急需的战略资源,确保我国金融国有资产的安全是当前最紧迫而现实的任务。

从国民经济核算恒等式中居民消费(C)、企业投资(I)、政府投资(G)三个角度考虑配置外汇资源,我国的外汇储备主要由政府投资(G)购买美国国债和其它等价物,未来投资主体一定要向居民用汇与企业用汇转变,“藏汇于民”和“央企国际化”是化解外汇储备过高矛盾的两大重要渠道。当前,尤其是通过大型央企国际化实现对矿产资源的战略投资,来化解外汇储备过高的风险,不失为一条良策。中铝公司并购力拓公司,为拓宽我国外汇储备投资渠道进行了一次有意义的探索。

(四) 在国际舞台展现央企实力,体现了中国改革30年成果

中铝公司并购力拓是我国改革开放30年来央企国际化道路上一个典型案例,迄今为止,它是我国海外并购中规模最大,影响深远,符合国家资源战略安全的大手笔。中铝公司在本次并购中是在完全遵循国际商业规则的前提下,通过国际资本市场认可的方式进行规范的操作,积极参与国际竞争与合作,打消了国际上存在的对我国国有企业非市场运作的疑虑,充分体现了我国央企强大的实力、前瞻的国际视野、完善的公司治理、较强的资本运作能力,为后续央企走出去积累了重要经验。

二、对中铝公司并购力拓公司认识上两个误区的思考

(一) 走出中铝公司并购力拓“买早了,买高了”的误区

有一种观点认为,中铝公司并购力拓公司虽行事漂亮,但是不是买早了,买高了?若仅从现在力拓公司的股价和中铝收购力拓时的股价看,这种看法似乎是有道理的,但在现实中这种比较却是不可能发生的,其仅以静态的观点片面地把力拓公司在今年2月被中铝公司收购时的股价和目前在诸多因素影响下所导致的较低的价格和股票现价进行两点式比较,并没有看到和想到若在当时错过了2008年2月5日必和必拓公司全面要约收购力拓的截止期也就错过了中铝公司并购力拓公司的唯一机会,“两拓合并”也就完成了。而所谓“买早了”和“买高了”的主观比较在现实中也就不复存在了。

1. 收购时机与收购价格恰到好处

2007年11月8日,必和必拓公司提出以该公司3比1的比例和力拓公司换股。力拓公司股份上涨高达30%,尽管该项收购提议由于被力拓公司认为低估了其股价而拒绝,但却给我们极大的警示:若力拓公司被并购,“两拓合并”成为全球矿业无法撼动的巨无霸,中国作为未来若干年内矿产资源需求最大的国家,在今后的市场竞争中无疑将处于更加被动的处境。

2. 正是这样的背景下,为打破国际矿业巨头的进一步垄断,变被动为主动,2008年2月1日,中铝公司联合美铝公司通过在新加坡的全资子公司Shining Prospect Pte.Ltd斥资149亿美元从伦敦市场并购力拓公司9%的股份。从操作角度看,中铝公司无论并购时机还是并购价位都可谓恰到好处。首先,从并购时机上看,必和必拓公司对力拓公司的要约截止日是2月5号,中铝公司在提前三个月准确判断的前提下,经过场内场外收购同时并举的方式,终于赶在2月1号完成了9%股权的收购并成为力拓公司单一第一大股东,这基本上等于获得了对两拓合并的否决权。其次,从收购价格上看,由于回避了完全采用场内收购价格会急剧上升无法控制的方式,而是采用前期用较低的价格在场内收购,最后时刻果断采用溢价20%从场外大宗受让的方式,最终得以以58英镑均价的成本完成收购,而这一价格让必和必拓公司十分被动,其1250亿美金的预算已无法实现整体要约并购,最终被迫放弃了原全面要约收购的方案,而改为收购50%的控股权,同时提价13%为代价的新方案。正是中铝公司的“搅局”抬高了必和必拓公司的并购成本使原方案无法进行。

最终在2008年11月25日,必和必拓公司正式撤回了对力拓公司的并购,而且按相关法律规定,必和必拓公司在未来

12个月内将不得再次发出收购要约。这意味着中铝公司阻击“两拓合并”取得了成功。当然正是在这样的背景下,才有了2008年11月26日力拓股价大跌37%,当日以每股15.5英镑收盘的出现。

2. 力拓公司丰富的矿产资源储备并不会因为股价的下跌而减少

目前力拓公司的股价从中铝公司收购时的58英镑跌到15.5英镑,这主要是由于国际金融危机所导致的矿产资源价格的普遍下跌和必和必拓公司撤销收购要约所导致的。前者是国际所有资源性大公司的股价都不可避免的系统性风险,而后的撤出则正是代表中国国家利益的中铝公司进行此次收购成功的标志。而最重要的中铝公司收购的力拓公司丰富的矿产资源储备并没有因为股价的下跌而减少。

目前,力拓公司储藏了多种高品位的矿产资源,储量包括铁矿石124亿吨、煤炭76亿吨、铝土矿38.9亿吨、铜3500万吨、黄金5000万盎司、白银3.24亿盎司、镍22万吨。以2008年6月底的同类资源价格计算,力拓公司资源储量总价值约为3.5万亿美元。即便按目前最低的各种资源综合价格的最保守估计,目前力拓公司的资源储量总价值仍在2万亿美元之上,从这点来看,中铝公司以140亿美元的成本持有力拓公司9%股权,实际获得近1800亿美元的资源价值,而且还成为力拓公司单一第一大股东,是物有所值,股有所值的。况且,金属资源属于长周期商品,不应以一时的最低价格来衡量。这也证明了收购资源性公司股权和收购虚拟经济基础上的金融机构股权的差别所在。

(二) 走出与其买股权不如直接买资源的误区

我国央企国际化战略是直接购买资源产品的物权,还是购买国际成熟跨国公司的股权?这也是目前有代表性的争议性观点。笔者认为,以并购方式收购成熟跨国公司一定数量以上的股权并由此获得控制权,就像中铝公司此次以9%的股权成为力拓公司单一第一大股东,未来有可能获得控制权的方式更好。这是因为:

1. 收购国际矿业巨头的股权可由此获得定价话语权和垄断收益权

采取直接在国际市场购买铜、铝、金、锌等矿产资源,中国企业还是摆脱不了被国际矿业巨头牵着鼻子走,现在无论是哪种资源,只要中国一买对方就涨价。以铁矿石为例,我国40%的铁矿石来自澳大利亚,必和必拓公司与力拓公司是主要供应方,由于我国没有定价话语权,不得不接受铁矿石进口价格一次次大幅上涨,2005年上涨71.5%,2006年上涨19%,2007年上涨9.5%,中国钢铁企业深受其害。

同时,力拓公司、必和必拓公司、淡水河谷等矿业巨头早已对全球矿业资源进行瓜分,现在已经很难买到品位高的资源。由于其已形成垄断,控制着全球矿产价格,导致我国资源战略安全受到严重威胁。反观日本走过的历程,其矿产资源完全依赖进口,但日本在购买国际矿产资源的同时,积极并购,参股国际矿业巨头,仅在澳大利亚24个主要铁矿中,日本企业就重点投资了8家,参股16家,进而争取到日本企业有利的贸易条件,同时作为股东分享矿业公司产品价格上涨所带来的股权分红收益。同样,中铝公司并购力拓公司并成为其第一大股东,有利于增强中国企业在资源价格的议价能力,即便矿产价格上涨也能从矿业企业的分红中获取收益。

2. 购买成熟公司股权比直接购买资

源产品具有流动性的优势

直接购买外国矿产公司资源产品,由于不像股权那样具有流动性,转手困难,通常在市场环境瞬息万变的情况下会砸在手里。例如,今年年初由于矿产资源价格的持续上涨,国内钢铁企业由于担心铁矿石价格进一步上涨,储藏了8000万吨进口矿石,但由于国际金融危机,一方面导致钢铁市场的需求大幅下跌铁矿石原材料积压,还要付出巨额的运输费用和港口仓储费用。另一方面铁矿石的价格暴跌也导致难以转让出手。而购买成熟公司股权,一方面具有更好的流动性,该出手时可以出手,另一方面拿在手中作为长期投资,又可避免物品资源运输和仓储的成本费用支出。

3. 购买成熟公司股权较买矿就地建厂更有优势

从央企国际化战略资源储备投资的方式上看,我国央企的国际化主要以两种方式进行,一种是直接购买矿产资源储备丰富的国家未开采的矿产资源物权,如矿山,采取买矿就地建厂开发的方式;另一种是像中铝公司这样并购资源储备丰富国家成熟矿产和能源公司的股权。

就中铝的收购来说,目前国际上几大矿业巨头已基本完成对矿产资源的瓜分,即使中铝公司采取买矿就地建厂的方式,也难以获得高品位的矿产资源。同时,买矿开采就地建厂不仅具有较长的建设期和支付高昂的开发成本,而且具有较大的开采风险,并受到当地国家政治、宏观经济、法律、文化等诸多不确定因素的影响和制约。

相比之下,购买成熟公司股权则可规避上述买矿开采建厂的风险和建成后一系列的管理成本过高的问题,而且通过资本经营与管理独特的杠杆效应,以小博大,还可直接向国际一流的矿产公司学习公司治理、运营等各方面的经验。此次中铝公司仅占有力拓公司9%的股权,就成为单一第一大股东,应该说是不可多得,值得一做也值得一赞的交易。

三、中铝公司并购力拓公司对央企国际化战略的启示

启示一: 应把外汇储备对外战略性资源投资作为重点

如何化解过高的外汇储备风险,实施央企的国际化战略”是当前的一热门话题,在这样的背景下,目前有两种截然不同的思路:其一是以中投公司为代表去收购美国金融公司的股权,其二是以大型央企为代表在海外进行战略资源投资,如中铝137亿美元收购力拓,中石油50亿美元收购尼日尔油田,华能30亿美元收购新加坡大士电力等实体经济的矿产与能源资源。这就引发了我国央企国际化必须考虑的“谁出去?到哪儿?干什么”三个基本问题。无论是在走出去的主体上,还是在收购的对象上及投资地域的选择上,两种截然不同的方式其效果也都截然不同。

从股权投资的主体上看,可分为产业战略投资者与金融投资者两类。像中投这样的公司属于金融投资者,像中铝公司等央企是战略投资者。其特点比较如下表:

| 项目 | 战略投资者 | 金融投资者 |
|------|---|---|
| 特点 | 具备较强的实业背景,有利于业务拓展;关注长期战略协同价值,积极参与公司管理,属于长期投资。 | 有专业的投资管理技术和丰富的资本运作经验;不参与公司管理;更关注流动性,目的是为了在短期获得溢价退出。 |
| 收益方式 | 主要来自分红和长期增值 | 主要来自股票差价 |
| 投资周期 | 长期 | 中短期 |
| 控股要求 | 要求控制权 | 无 |
| 支付价格 | 对资源资产的价值评估,但有针对性控制权的溢价。 | 采用预期收益法,关注股票增值和现金流,较难把握。 |
| 退出机制 | 大宗转让,对象通常为其它战略投资者与投资机构 | 主要借助资本市场转让股票 |

相比战略投资,金融投资风险更高,考虑到我国目前人才、技术、制度环境,当前金融投资并不是性价比最高的投资方式。因此,应积极推动外汇储备结构调整,提升产业投资的比重,将外汇储备贷给大型央企,由他们去实施走出去的战略。

从投资对象上看,投资金融机构的股权与投资资源类国际跨国公司的股权有显著区别,前者以虚拟经济为主,是高端人才的技术创新,虚拟成分甚重;而后者,是以实实在在的作为基础。如果说前者的人力流失将带来更大的风险,而后者是一种客观存在的资源,它不会因为金融危机的发生,泡沫的破灭,而从地球上消失。投资于资源类产业和具备技术、渠道、市场规模的实业类公司是符合中国国情的较佳方式。对于具备国际竞争力的央企,国家应该通过国有资本经营预算与外汇支持,增强企业的资金实力,鼓励其在国外并购更多的实业公司股权、资源开采权,从而提高国家战略资源储备。购买战略性资源,如石油、矿石等,为中国日后的高速发展、能源消耗与消费升级提供充足的资源。

启示二: 对外战略资源性投资应高度重视定价话语权

近年来,我国对外战略资源性投资上,无论是农产品、还是矿产资源类产品,中国买什么,什么就涨价。所以中国在经济崛起的时候,既要充当世界经济的领跑者,但同时也树大招风,国际的跨国公司和金融机构,围绕中国的生产和制造能力,利用其手中的定价权操控市场价格,对我们进行有针对性的垄断定价。所以,我们对外战略资源性投资应高度重视打破国际矿业巨头对矿产资源的垄断,分享产品的定价话语权。

目前操控市场价格的有两种力量:一种是国际大型金融机构,如对冲基金在对期货等衍生品价格进行控制;二是像“两拓”和淡水河谷这种矿业巨头公司,利用其垄断地位操控市场价格。从国家经济安全角度看,前者应当由金融机构来对付,后者则应该通过培育我国的资源产业型跨国公司来抗衡。

目前看,我国在金融上无法和国际金融巨头抗衡,但迫切需要培养一批像中铝公司这样的大型央企通过收购力拓公司的股权,制约与控制海外大型跨国公司的垄断定价权,这要比通过金融机构去控制国际金融市场的期货、期权等衍生品价格更符合实际和国情。

启示三: 要重视股权收购并以单一第一大股东作为收购的战略目标

央企国际化战略对中国参与世界资源的分配和合理布局具有重要意义,有利于我国的可持续发展。同时,对于增强企业国际竞争力,推进我国产业结构升级,提高对外开放水平,维护国家经济安全和长远利益都具有十分重大的现实意义。在资源型海外扩张上,我国大型央企产业集团扮演着重要角色,如中铝,华能、宝钢、中石油、中海油等已积极地迈出了国门。

中铝公司作为后者的典型案例,并购力拓公司股权并成为单一第一大股东,其战略意义尤为重大。这次并购完全按国际惯例进行操作,中铝公司不但为我国央企国际化积累了非常宝贵的经验,提高国际化经营水平和核心竞争力,而且中铝公司也通过这一并购成为世界矿业有影响力的跨国公司和知名品牌,这既是解决国内矿产资源紧缺的有效应对措施,也是我国央企向国际一流跨国公司发展的必然选择,从长远看它符合我国经济崛起必然要实施的大公司国际化发展战略长远需要。

作者工作单位:
刘纪鹏 中国政法大学法与经济研究中心
刘妍 国家发改委经济体制与管理研究所
刘冰 财政部财政科学研究所