

■ 财富故事 | Fortune Story |

并购基金的核心诉求是价值创造

——专访长城国汇并购基金首席执行官宋晓明

证券时报记者 陈楚

能够采访到长城国汇并购基金首席执行官宋晓明，得益于记者的一个在投资界打拼的朋友。2012年1月12日中午，在深圳新世界中心26层长城国汇办公室内，对于并购基金的投资理念和前景，宋晓明娓娓道来。

作为国内投资市场的蓝海，并购基金在西方发达资本市场存续已久且“家大业大”。资料显示，目前全球有超过9000家私募基金管理机构运营着超过1.9万亿美元的资金，其中并购基金占比达到63%左右。比较有代表性的企业，有成立于1976年的老牌杠杆收购天王KKR集团(Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P., 简称KKR)、成立于1985年的目前全球最大的私募股权投资基金黑石集团、被投资界称为“总统俱乐部”的成立于1987年的凯雷集团等。根据路透2011年的统计数据，并购是2011年所有投资策略中投资风险最小，同时也是多年以来年化平均收益率最高的投资策略。

宋晓明认为，并购基金要通过收购目标企业的较高比例的股权，获得控制权，再通过改制改组、战略调整、金融运作、管理优化、股权激励和降低负债等手段，让被投资企业脱胎换骨。从根本上说，并购基金一定要实现价值创造，最终求得与企业其他股东、地方政府、企业员工等各方的共赢。

并购基金和相关各方最终分享的，一定是增量财富，而不是存量财富！”宋晓明说。

上市公司并购基金 绝非炒壳专业户

长城国汇并购基金引起市场人士的注意，始于该公司在二级市场举牌天目药业、国农科技等上市公司；此外，该公司还通过二级市场增持的方式成为长安信息的主要股东。

如果把上市公司并购基金理解为炒壳

专业户，是理解出了偏差。表面上看，上市并购基金的投资对象好像以壳公司为主，而实际上，并购基金之所以选择这些上市公司，是因为它们的改组成本小，30个亿市值和10个亿市值的公司比较起来，肯定是10个亿的公司被改组的空间更大，可塑性更强。”宋晓明告诉证券时报记者，目前市场上的私募股权基金主要有两类：一是财务类投资基金，比如风投、PRE-IPO等、阳光私募等；二是并购基金。并购基金与其他类型投资基金的不同表现在：并购基金选择的对象是较为成熟的企业，并且以获得目标企业的控制权为目标。

据宋晓明介绍，目前国内并购基金受政策、市场、经济发展阶段、投资者成熟程度等因素的影响，起步很晚。

国内比较有名的并购基金包括联想集团旗下成立于2003年的弘毅投资和成立于2008年的长城国汇。弘毅投资由于其国资背景，并购多集中于国有企业及部分跨国并购。长城国汇目前则主要集中于国内A股上市公司。

宋晓明认为，随着风险投资和私募股权投资投入大量资金于未上市企业，以及中国新股发行门槛的长期存在，并购将成为风险投资和私募股权投资基金的重要退出模式之一。而国家出台的相关支持企业兼并重组、做大做强的政策，也有力地支持了国内并购基金的发展。

通过价值创造实现多方共赢

“上市公司并购基金获得上市公司控制权的主要方式是协议转让，通过二级市场举牌仅仅是辅助手段。我们坚持的最主要原则就是不做恶意收购，并购应实现多方共赢，价值共享。”宋晓明表示，并购基金以其对投资标的控制权，对投资标的可实施的多种增值手段、与实业的紧密结合的特点，使该类型投资风险相对可控，投资回报率较高。这也是并购基金成为全球私募股权投资基金主流投资模式的重要因素。

据了解，上市公司并购重组的主要步

骤包括：第一步：上市公司并购。首先找到目标上市公司，通过协议转让等方式成为这些上市公司的主要股东之一。然后利用自身的专业力量对上市公司进行战略定位调整、不良资产剥离、理顺治理结构、债务重组以及做强原有优势产业等资产重组措施；第二步：产业整合并购。以上市公司为平台，挖掘一些符合国家产业政策、资产质量优良、具有极大发展潜力的优质企业，通过对这些企业的前期资金投入、渠道拓展、理顺治理结构后，在合适的市场时机，把该项目通过资产置换、资产注入、上市公司购买资产的方式置入上市公司，继而借助上市公司平台，对注入的企业相关联的产业链进行纵向、横向或混合并购。

并购基金一定要能给上市公司提供增值的金融服务，而不能仅仅以退出获利为目的，竭泽而渔的投机行为只会让并购基金失去立足之本。”宋晓明说，在具体选择投资标的时，他会着重考虑未来可预见现金流能弥补企业现有负债的上市公司，而在选择产业整合目标时，则特别看

重轻资产的企业，这类企业未来增长性一般都比较强，比如消费类的企业，直接面向消费市场，“护城河较宽”，有比较强的抵御风险能力。同时，轻资产公司经营模式一般都可复制，企业盈利持续性强。此外，并购基金在选择投资对象时还会重点关注那些改组时受制约要素较少的上市公司，例如来自于大股东、债权人、地方政府和企业职工的压力较小的公司。

宋晓明表示，长城国汇母公司由管理团队控股，部分大型民营企业及专业机构投资参股，未来长城国汇将下设多个二级子并购基金平台进行并购投资。这样的企业组织形式也是目前活跃在国际市场的主流并购基金，如黑石集团、凯雷集团等，所采用的先进企业组织形式，目的是最大程度发挥管理团队的投资能力。

长城国汇将以母公司为基础，针对数个长城国汇看好的具有发展潜力的行业——主要是轻资产、符合国家产业政策、净利润增长率不低于30%的行业，分别置入不同的上市公司，进行本行业的产业链整合。”宋晓明表示。

克服“木桶短板”

证券时报记者 陈楚

并购基金在资本市场上是“皇冠上的明珠”，宋晓明深有体会的是，执行力决定了并购的成败。执行力包括操作能力、资源整合、创造性和研判等多方面的能力。无疑，这对并购基金的管理人有着极高要求，不仅眼界要全面、专业知识要精湛，还需具有较强的谈判能力、社会交往能力，包括对各种游戏规则的理解。

任何并购方案都不会是最优方案，一定是克服各种难题、平衡了各方利益之后的结果，做并购基金对人的要求可能比通常的投资要复杂几千倍！”宋晓明说，创业的经历对他目前从事的并购基金管理工作的帮助颇大，使得他不仅从理论上，更从实战操作中了解了上市公司并购的方方面面。

做并购基金的管理人，对自身综合素质的要求好比木桶短板理论，任何一个短板都可能导致并购项目失败！”在宋晓

明看来，并购项目涉及的利益方太多，操作流程和其他领域大不一样，很多时候，并购基金管理人还需要有较好的行政资源、市场资源，尤其要善于对并购企业进行战略定位，具有高度的前瞻性。

任何并购方案都不会是最优方案，一定是克服各种难题、平衡了各方利益之后的结果，做并购基金对人的要求可能比通常的投资要复杂几千倍！”宋晓明说，创业的经历对他目前从事的并购基金管理工作的帮助颇大，使得他不仅从理论上，更从实战操作中了解了上市公司并购的方方面面。

■ 寻宝 | Treasure Hunt |

真真假假黄花梨

孔伟

藏品市场与股市似乎也有相似之处：某一品种没启动之前少人理会，价格起来之后不少人开始追高，并且越涨越追，海南黄花梨就是这样一个范例。眼见得周围的朋友手腕上都箍上了一圈木头珠子，我也突然间来了兴致，准备弄一副海南黄花梨（海南黄花梨）手链戴戴。

去哪儿买呢？市面上号称海黄的手链倒是不少，奈何自己不懂，上当受骗点冤枉钱也还罢了，手上戴一圈不伦不类的东西到处转悠岂不跌份？还是买熟人的东西吧，这样不仅放心些，要真有问题也可以协商退货不是？

正好前些天看到一熟悉的卖家摊上有一副海黄手链，号称颗颗鬼脸（黄花梨上的木疔，呈现出狐狸头、老人头等纹理，市场上很多时候以鬼脸的多寡及美观程度论价），开价1000元，熟人还可打八折。戴着颜色漂亮、颗颗鬼脸的海黄手链得瑟了好几天，一位识货的朋友接过去瞅了一眼之后说有问题，甚至怀疑这压根就不是黄花梨。心头一凉，想起内地一位大学同学现在已是玩木头的高手，于是把手链快递给他，让他“确诊”一下到底是什么材质，如果是黄花梨，究竟是海黄还是越黄（越南黄花梨），成色如何。

老同学很快就打来了电话，直言所寄手链并非黄花梨，而是用酸枝木的结疤做成的。因为看上去也有点像黄花梨的“鬼脸”，蒙外行没有问题，但无论如何也值不了800元，市场价充其量也就百十块钱而已。随后将手链寄回给我，并在一张纸片上说明了判断依据。但我对木头几乎一窍不通，看他的分析有如天方夜谭，只得得出一个结论，那就是：东西不对，周六赶紧去古玩城退货。

毕竟是熟客，卖家也没说什么，很爽快地就退了。不过他也以手头紧为由让我多等几天，等他卖出去之后再付钱。

一段时间后的又一个周六，看到一家卖和田玉的摊上居然摆着一副黄花梨手链，与我的爱好竟不谋而合，加上清楚

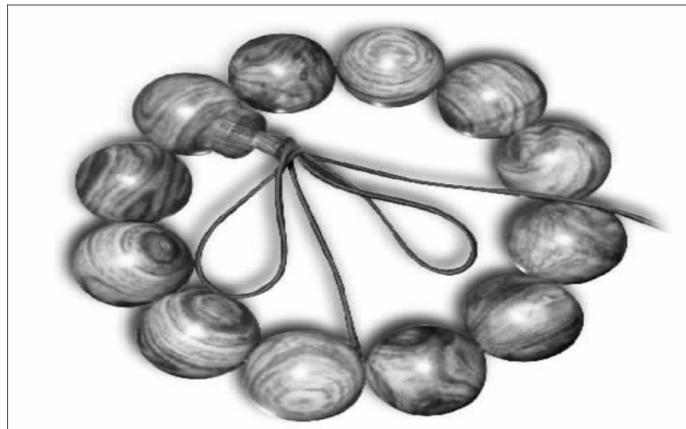
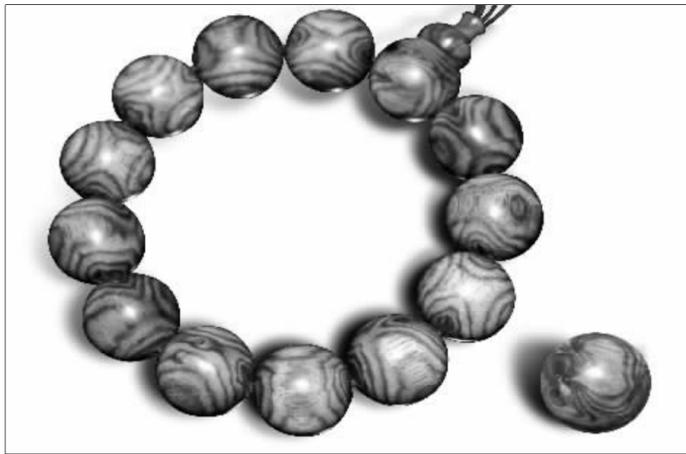
楚地看到了黄花梨特征性的X形木纹，于是在与老板一通神侃之后，在对方誓称绝对是海黄，不是加倍退钱”的承诺下，以1000元的价格收下了我平生的第二副“黄花梨”手链。

离开摊子后才猛然感觉到，这次又买急了。尤其有了上次的教训，这次心里更加忐忑，因为和卖家不熟，以古玩城的规矩，要真有问题，退货肯定不现实。于是赶紧找了好几位懂行的朋友掌眼，一致确认黄花梨无疑，悬着的心才稍稍放了下来；但说到产地，有说海黄的，也有说越黄的，甚至还有说“不大好辨产地”的，不一而足。虽然确认是黄花梨了，但目前市面上越黄的价格只有海黄的1/10左右，没有一个肯定的结论，心里仍不踏实。

求人不如求己，还是自己多学习学习，恶补一下这方面的知识，弄明白再说吧。

折腾了半天，总算大致弄明白了海黄与越黄的鉴别方法：海黄纹理细，越黄纹理粗——看看腕上的手链，木质似乎还比较细；海黄油性好，越黄则发干，手感差异比较大——我这串看上去油性不错，摸上去也很光滑顺滑；海黄香味沁人心脾，越黄的香味则略带辛辣或者酸味——仔细嗅了一阵，感觉香味让人觉得很舒服，没有辛辣味或者酸味；海黄鬼脸多，且有鬼眼，越黄鬼脸少且无鬼眼（也有人称之为“有眼无珠”），即海黄纹路群的中心是“实”的，或粗或细肯定有一个黑点，有“万众归一”之感；而越黄纹路群的中心则是空的，纹路一圈圈快到中心时就逐渐消失了——我这串鬼脸毋庸置疑，仔细辨别了一下，鬼眼也清晰可见；海黄色较深，越黄色较浅，且常有紫药水似的颜色夹杂其间——腕上这串颜色就比较深，也没有什么紫药水的色……看来确实是海黄无疑了。

进一步研究后，又找到了更多证实其为海黄的证据：海黄“无论色深色浅，都掩盖不住那一抹诱人的金黄”——我有；较多“金丝”，在阳光下熠熠生辉——果真如此，在阳光下看，不仅有金丝，甚至还有猫眼效果。确认无疑了。



海南黄花梨（上），有鬼脸，有鬼眼，或曰“有眼无珠”；越南黄花梨，有鬼脸，无鬼眼，孔伟摄

在确认黄花梨的前提下，鬼脸+鬼眼才是海黄，只有鬼脸而无鬼眼则是越黄，前者相当于“画龙点睛”，而后者则“有眼无珠”。有了这“确凿证据”在手，估计以后看海黄越黄失手的时候就不多

了——每念及此，顿感无比得意。再回到市场上看卖家信誓旦旦地保证“确定无疑”的海黄，发现其中相当部分既不是海黄，也不越黄，只不过木头的颜色有些发黄……

财经BOOK 贷款创造货币

万晓西



《第一排——中国金融改革的近距离思考》 孙国峰 著 中国经济出版社

在中国人民银行工作达15年之久的孙国峰先生专著《第一排——中国金融改革的近距离思考》出版在即，作为多年好友，我欣然为这本专著评论。

该专著是作者的论文集，其内容发端于货币理论，以金融改革为主线，论及货币政策、货币市场、债券市场、外汇市场和股票市场，体现了作者的学识和驾驭能力。这些文章从一个近距离观察者的角度，为读者展示了波澜壮阔的中国金融改革的一个侧面，也为关心研究中国金融改革的同志提供了讨论的议题，有助于拓展思维和决策参考，是一部饱含第一线同志思考结晶的著作。

信息大爆炸，书籍泛滥，时间有限，如何选择？我的一个深切体会是读历史，读真正的历史，也就是政策制定、参与者未作更改的当时文件选编。该书揭开了中国近年来较为神秘货币政策决策执行过程中的一些思考脉动，虽然这些个人研究思考不一定正确，而且不见得成为最终决策，但是非常有助于了解中国货币市场、债券市场和外汇市场的历史和现状，在投资研究方面或许能够更上层楼。特别是最近人民币汇率成为热点，如果不了解外汇市场和公开市场操作的历史以及外国货币当局的经验而预测、评论，恐怕失之毫厘、谬之千里，该书对上述问题都有涉及，是可以用来参考的。

更为重要的是，1995年作者提出了贷款创造货币的新货币创造理论，完全颠覆了传统的存款创造货币理论，具有十分重大的理论和实践意义，已逐渐被投资界、金融界和理论界所接受，并进一步扩展出外汇占款创造货币、创造存差等推论。贷款创造货币，简而言之，银行发放贷款的同时便创造了存款，也就是创造了货币。而遍读货币史，存款创造货币从未发生过，只是专家、学者为了自圆其说的意淫。所谓创造意味着新增，当一笔存款发生的时候，不论是存入现金，还是从其他银行转账，都没有增加货币。只有贷款和政府透支，才会创造存款，从而创造货币。尤为难得的是作者对理论的执着追求，依据贷款创造货币理论，2003年他用三个小时说服了基于存款创造货币理论较早提出存款派生循环的哥伦比亚大学米什金教授，米什金表示将在修订的教科书《货币金融学》中删除这个例子。

其实贷款创造货币的最新例子，就是2008年全球金融危机海啸以来，各国央行各种各样的救市行动。央行救市，本质就是“贷款”给银行，即回购注资或直接买入不良资产，从而注入流动性，之所以能够救市，是央行主动通过“贷款”创造了基础货币，暂时或永久修复了商业银行资产负债表。如果是存款创造货币，央行能把资金存入商业银行吗？如何存入？其实当我们救助企业时，是给予它贷款还是存款呢？只有给予贷款，企业才有了存款，才能够支付工资、贷款，才能起死回生。所以，中央银行贷款的同时就创造了基础货币，商业银行贷款的同时便创造了货币，贷款创造货币显而易见。远一点例子，二战后伟大马歇尔计划不也是贷款创造货币吗？通过约130亿美元基本无需偿还的援助贷款（2006年价值约1300亿美元）对西欧各国进行经济援助、协助重建，从而使美元主宰全球。人民币国际化也必然是以贷款方式，货币互换只是初级阶段。

存款创造货币理论之所以能够流传已久，暗合信用创造货币的基本认知，银行只有获取存款，才代表银行有了信用，有了信用的银行才能进行下一步的货币创造。贷款创造货币的实质也是信用创造货币，企业有了信用，贷款才会发放，存款才会产生，货币才会出现。而企业愿意通过贷款取得货币的信心来自于中央银行的承诺，也就是企业可以将存款随时兑换为中央银行发行的货币——现金。美国国会曾咨询大银行家摩根：“商业借贷的决定因素是贷款者的现金还是财产？”他的回答是：“是品德……一个我不信任的人，即使他以整个基督教世界做抵押，也不可能从我这借走一分钱。”所以信用货币体系建立在政府的信用、中央银行的信用、商业银行的信用、企业和个人信用等一系列信用的基础上。当全社会信用都在收缩时，当中央银行的信用也不被社会接受时，中央银行最多只能提供流动性支持，而不能主动新增货币。如果政府强行通过财政赤字透支滥发，最终人民会抛弃货币，回归其他货币或金银。滥发的货币最终要受到市场的严厉惩罚。

唯因如此，作者关于货币创造的重大理论创新告诉我们，在信用货币制度下，在贷款创造存款的现实条件下，商业银行不仅有扩张的冲动，更有扩张的能力，中央银行更加有责任管理好全社会的货币。

无论是贷款创造货币还是信用创造货币，衷心希望作者能够追溯历史，展望未来，全面深入辩证地研究阐述新货币创造理论，更有力地推动我国货币政策和商业银行运行的实践。

（作者系第一创业证券执行总经理）