

東航收購戰——政府與市場互動的多棱鏡



在最近舉行的東航股東大會上，國航成功阻擊了新航收購議案。

為關鍵的是，股票價格形成而言，香港市場價格形成較內地A股更為市場化。事實上，在此次收購戰中體現得至為明顯，在新加坡航空宣布以三元八角港幣入股後，東航香港股價復盤後一度達到十港元，後穩定在六港元左右，但是內地股價則飆升至二十多元人民幣。

在兩地股價差異如此巨大的情況下，人們不得不承認香港市場更為理性，股價更為接近公司的內在價值，因而更適於市場化的收購兼併。而關於內地股市有無泡沫的爭論則不言自明，這也呼應了內地數倍外資併購上市公司計劃，因股價巨幅上漲而難於落實的事例。

作為被收購對象的東方航空和兩家收購者的中國國航和新加坡航空，雖都具有濃厚的政府背景，但是三者在此次併購案中基本都採用了通用的市場化的收購方式和程式；而在純粹市場化的監管環境，為這一收購戰提供了一個典型的市場化的收購規範環境，這在內地目前A股市場上仍是無法實現的。由此，當初以吸收國際資本改造國有企業為主要目的的內地國企在港上市，自然地延伸到了企業進一步的資本運作和經營決策，這是市場的無形之手在推動內地國企不自覺地完善與發展。

國資委對收購看法模糊

因為國務院國資委支持有東航集團和國航集團，進而實際控制了東航和國航兩家上市公司；另外，國務院國資委還是內地所有國有控股上市公司出售股權的最後審批機構。因此，這次東航併購案中，國資委的態度和取向一度成為市場關注的焦點。但是，出乎所有人意料的是，國資委在整個事件發展當中保持了少有的低調，除去一些媒體提及的國資委不願具名的官員認為應尊重資本市場規則外，幾乎沒有任何官方的明確表態。國資委在東航併購戰中的面目模糊，似乎宣示了政府機構對於市場規則的認可，並願意接受市場競爭產生的任何結果。從這一意義上說，國資委的無為是一種進步。

但是，從另一個角度說，國資委的消極不作為也是根源於其內在的決策能力缺乏。作為內地包含三大航空公司在一內的一百五十多家中央企業名義上的實際控制人，國資委以自身有限的人力資源和決策經驗，根本無法對所控制的龐大的中央企業群進行切實管理和實際控制。所以，作為最終絕對控股股東根本利益的增發擴股決策中，國資委對於同門兄弟間的爭執也就只能保持不得已的沉默。

這種行為為股東對自身所投資數家企業間的收購兼併行為不加干涉的行為，近乎放棄作為股東的最基本權利，這在純粹

市場經濟中是不可想像的。這也說明，國資委遠非市場化的股東主體。

民航總局換將李家祥接任

作為在各國政府均具進行不同程度管制的民用航空業，一項規模如此龐大的收購，不為行業監管部門關注是難以想像的。即使在航空業高度發達和高度市場化的美國，大型航空公司併購也須要聯邦貿易委員會的反壟斷審查。在國內暫時沒有明確反壟斷執行機構的情況下，本身作為純粹行業監管部門的國家民航總局，在一定程度上成為了行使這一職責的主體。

而在併購之初，時任局長的楊元元即明確表示，不太贊成東航、國航合併，認為國航、東航合作將打破國內三家大型航空公司相對平衡的行業結構，而不利於行業發展，其出發點無疑是反壟斷。

而恰恰在這一敏感時期，國航董事長李家祥被宣布接任民航總局局長。這一本來在內地國企負責人和政府官員之間常見的職務調動，因東航國航之爭而具有了戲劇色彩而愈發引人回昧。首先是李家祥變身為政府官員，是對其此前反覆宣稱的國航收購僅是企業行為的一大反襯，畢竟一個政府官員思維邏輯下的國企行為很難被認同為一個純粹的商業行為。

其次，是民航總局此後對於東航國航併購的態度問題，很難想像李家祥會採取反對態度，而東航方面雖然公開聲明認為，李家祥接任後應採取更為客觀中立的態度，但是這似乎更像是一種表達良好願望外道辭令，恐怕連東航自己也對此沒有任何信心。

何順文 漫會大學工商管理學院院長兼教授
李家祥 漫會大學工商管理學院博士生



國航董事長李家祥接任民航總局局長職位

企業管治



何順文
李家祥

自中國東方航空於半年前公開將由新加坡航空認購其增發股份後，這一本來內地極為常見的國企引進外國行業資本，希望進而提升管理效率，實現公司價值再造的計劃，卻因同屬內地國資委管理的另一民航巨頭——中國航空集團的競購，而一波三折，新聞不斷。

在最近舉行的東航股東大會上，國航成功阻擊了新航收購議案。這一史無前例的結果無疑將成為內地國企發展的一個標誌性事件。而這一系列過程中，內地政府與市場力量的互動，以及政府不同部門的角色作用，也可成為觀察今後內地國企運作的有益參考。

香港證券市場較內地理性

由於此次東航併購戰主要市場操作均發生於相對市場化的香港，因此直接展現了香港資本市場效率。就其中