



范博宏为香港中文大学财务学系教授、经济金融研究所所长。



杨玉龙为香港中文大学经济金融研究所研究员。

电讯盈科： 包办婚姻式民营化的悲剧

李泽楷2000年通过盈动并购香港电讯，组建电讯盈科以来，电盈市值蒸发九成以上。从这一“急就章”式政府干预、欠妥的产权安排与危险的资本结构设计所酿成的人祸中，我们可以看到国有资产民营化过程中各类资本间的惨烈争夺、政府隐于幕后却无处不在的影响力，以及将资产交给热衷资本运作者后对于企业与社会造成的沉重拖累。 范博宏 杨玉龙/文



李泽楷

图片来源：/www.icpress.on/

2011年3月21日，电讯盈科(00008.HK, Pacific Century CyberWorks, 简称PCCW)公告，拟分拆旗下电信业务并以企业信托形式单独上市。10月12日，电讯盈科特别股东大会通过这一分拆议案。11月16日，由电讯盈科分拆成立的香港电讯信托(06823.HK)在港发售，这是香港首个公开上市发行的商业信托。

香港电讯信托：金融怪胎的诞生

电讯盈科是香港最大的电讯公司，在2000年由华人首富李嘉诚的次子李泽楷控股的盈科数码动力有限公司(简称“盈动”)和香港电讯有限公司合并而成，并创下当时港股市场最高并购规模纪录。因兼有李氏家族与政府推动的背景，公司合并之初曾受到市场热烈追捧。但由于李泽楷当时以巨额银行借贷完成收购，在债台高筑的压力下，公司穷于繁复的资本运作以还本付息，没能创造新的业绩增长点，自成立至今的10余年间，市场表现一直乏善可陈，股票市值也随着李泽楷接连

作者感谢香港中文大学经济金融研究所研究员张天健在数据搜集方面对本文所做的贡献。

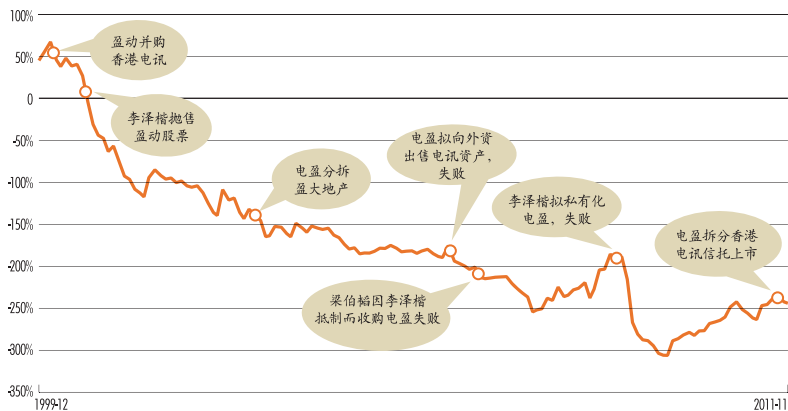
不断的金融运作、资产拆分处置而逐渐蒸发。从2000年上市至2011年9月，电讯盈科调整市场变动后的股票月累计异常回报率是-250%（图1），令其投资人血本无归。

如果将当年盈动并购香港电讯比喻成一次联姻的话，现在看来，这场“婚姻”虽未结束，却已经确定是一场不幸。它很像是一桩包办婚姻，主导这桩“婚事”的是香港政府。政府首先拆散香港电讯原来的“追求者”——新加坡电信，然后将其托付给热衷交易却缺乏经营热忱的“富二代”李泽楷。也许出于肥水不流外人田的心态与对李泽楷才华和李氏家族声誉的信任，政府没有要求李泽楷支付高昂的“聘金”，更协助其取得巨额银团贷款权充大部分的并购资金。在事后看来，李泽楷所支付的收购代价大都是泡沫化的股价。“婚礼”刚结束，支撑李泽楷身家的科技概念泡沫就告破，其立即面临紧迫的还贷压力。如影随形的压力让李泽楷有志难伸，对“新娘”的热情迅速消退，并使用各种手段想摆脱这段“婚姻”，但是包办这桩婚事的“家长”可不同意，多番拉锯战之后，这一问题最终以电讯业务被分拆告解，这便是近日香港电讯信托这怪胎诞生的背景。

电讯盈科为这次分拆香港电讯信托进行了悉心的准备。通过与港交所和证监会反复沟通协商，香港电讯信托最终采取了一种复杂的方式发售，名曰“股份合订单位”，即将香港电讯信托单位、香港电讯有限公司普通股、香港电讯有限公司特定优先股三者合为一个股份合订单位。这特别的发行方式是因应香港没有商业信托立法，为便于港交所和证监会以现行法例和上市规则监管所做出的妥协。没有深厚背景的一般人，可不容易说动监管单位让这金融怪胎现身股海江湖。

当然，无论如何复杂的金融工具，最终都以筹资为目的。李泽楷能否融资成功，取决于香港电讯信托的发售情况。而投资人似乎并不买账。由于2011年12月21日香港电讯信托的公告中仅仅提到“国际发售初步提呈发售的股份合订单位录得适度超额认购”，我们无法获悉具体认购数额，但是香港市场对于电讯信托的冷淡是显而易见的，散户投资者仅认购了20.5亿个信托单位的1.2%，而此前计划发售给散户投资者部分占比高达10%。对于香港市场认购不

图1：盈动并购香港电讯后的月度累计异常回报率



足的部分，公告同时披露了解决方案，即被分配到国际市场重新发售。

电讯盈科：分拆电讯业务目的何在？

从电讯盈科方面看，此番将电讯业务以商业信托方式分拆上市，其实有着多重考虑，可谓一石三鸟。

首先，融资用于还债。据电盈2001年年报披露：“集团的一位成员发售了价值10亿美元的担保债券，利率为7.75%，于2011年到期。”再看香港电讯信托所筹资金中，预计以78亿港元“偿还集团债务”，不难理解，本次筹资的意图可能是偿还此笔巨债，至于剩余的18.41亿港元，则会流入电讯盈科全资附属公司CAS Holding No. 1 Limited，以偿付早前向其发行的承付票据。

其次，对于李泽楷而言，使用商业信托筹资的好处在于，它可以保证电讯盈科在获取融资的同时，保留对香港电讯相关业务的控制权。信托单位持有人可以从香港电讯的营运中获取收益，但是无法干预香港电讯的运作。而商业信托对于大股东的优先授权，又使得李泽楷有了足够空间在未来的资本运作中重新整合电盈旗下的各项事业。

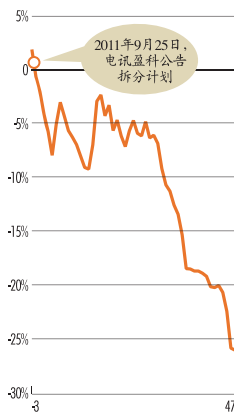
再次，虽然李泽楷未来如何处置电讯盈科还不明朗，但是，剥离电讯业务之后的电讯盈科所受到的政治限制将有所减少，李泽楷在经营、股权或资产转移上将获得较大自由度。对于李泽楷，这或是最大的收获。而根据公开资料，电盈将保留60%左右的电讯信托权益，这也符合政府坚持电讯业务由香港控制的底线。

66

无论如何复杂的金融工具，最终都以筹资为目的。李泽楷能否融资成功，取决于香港电讯信托的发售情况。

99

图2：电讯盈科计划拆分电讯信托公告前后的日累计股票异常回报率走势



李泽楷减持电盈股权或电讯信托权益,在不与电讯“离婚”的前提下,更接近摆脱政府监管与受电讯业务盈亏影响的目标。

回头来看,倘若李泽楷在此次分拆前可以自由转让电盈股权或电讯资产,那么,更有心有力的经营者可以出高价从李泽楷手里将企业买下,电盈的价值毁损就不会特别严重。不幸的是,港府不允许这样的做法。而采取商业信托方式将电讯企业拆分出电讯盈科,则可以将政府监管重点由电讯盈科转移到香港电讯信托。同时,香港电讯信托成立时对于中国联通的多项授权,令李泽楷以相对较小的股权取得对香港电讯信托的有效控制,满足了政府“资产不外流”的要求。而且,拆分之后的电讯盈科市值进一步减少,这有助于资金不如外资充裕的香港购买者或中方收购李泽楷手中的股权。由此,我们不排除在未来的融资活动中,李泽楷减持电盈股权或电讯信托权益,在不与电讯“离婚”的前提下,更接近摆脱政府监管与受电讯业务盈亏影响的目标。

为保证此次分拆顺利进行,李泽楷于2011年年度增持电讯盈科股权,截至2011年10月11日,其持股已增至27.66%。同时,为了便于香港电讯信托的公开发售,李泽楷也在公开场合承诺不减持电盈和香港电讯信托股权以增强中小股东的信心。然而,电盈投资人显然并不领会这项分拆交易在大股东眼里的各种好处。在电盈公告分拆电讯业务的前三天,其股票扣除市场变动后的日累计异常回报率就开始下降(图2),投资人“用脚投票”表达了对大股东的不信任。

此次分拆实质上是对电讯盈科核心资产的一次售卖,2010年,电讯业务收入占电盈总收入77.87%,贡献了99.77%的除税项、利息、折旧及摊销前收入(EBITDA)。拆分之后,香港电讯信托旗下将包括固网、流动通讯及宽频服务等具备稳定现金流入的业务,尤其是固网电讯,为当前电讯盈科现金流最为稳定的业务;而电讯盈科则保留NOW宽频电视和企业方案业务。所谓企业方案业务,就是为香港政府开发智能身份证系统,其稳定的现金流前景是李泽楷用于说服小股东通过拆分建议的论据之一。

事实上,企业方案业务原本也在分拆之列,李泽楷最初只准备为电讯盈科保存过去曾被讥笑是“No One Watching”的NOW宽频电视业务。而根据港股上市规则《第15项应用指引》,

申请分拆业务上市的“母公司须使上市委员会确信,新公司上市后,母公司保留足够的业务运作及相当价值资产,以支持其分拆后独立上市的地位”。由于电讯盈科最初的分拆计划中只保留宽频电视业务在母公司,上市委员会质疑分拆后母公司的资产质量和盈利能力,否决了这一申请。耐人寻味的是,一向运营低迷的宽频电视业务在2010年底的EBITDA由2009年的400万元,突然飙升57倍至2.32亿港元。联想到3个月后电讯盈科公告拆分的可行性研究,这一突然的盈利上涨可谓久旱后的及时雨。

分拆香港电讯信托并非李泽楷灵光一闪的随兴之举,在2000年收购香港电讯后,李泽楷就开始为偿还高昂的贷款进行纷繁的财技表演。为了更清晰地展示电盈十余年间波澜壮阔的资本运作图景,我们不妨回首一段李泽楷与香港电讯被香港政府包办“婚姻”的悲情往事。

民营化悲剧之一：包办婚姻式的交易

1997年香港回归中国前后,在港的英资陆续退出,控股香港电讯的英国大东电报局并未急于行动,因为其管理层希望以香港为跳板进入内地电信市场。为进军中国内地,大东电报局于1983年即与深圳市邮电局旗下的深圳电信发展公司合组深大电话公司,在深圳经营固定电话业务。然而,内地市场一直没有放开管制的迹象,而香港电讯市场则因为港府提前开放电讯运营牌照,竞争日益激烈。1999年7月,大东电报局委任华拉斯(Graham Wallace)为总裁,新任管理层展开业务重组,决定集中发展在欧洲的网络业务和企业数据业务,拟处置其所持有的香港电讯股权。

在此背景下,受制于狭小国内市场而急于扩展生存空间的新加坡电信立即看到了进驻香港电讯的远大前景,开始积极行动,并于2000年1月宣布可能和香港电讯合并。然其此举受到了香港电讯商人的抵制,中央政府对于将涉及国家安全的电讯行业交由新加坡政府控制的新加坡电信似乎也颇为顾虑。适逢其时,李泽楷控制的盈科数码动力突然于2000年2月声明也有意收购香港电讯。2月22日,李泽楷向银团筹集120亿美元贷款用于此次并购。2月28日,澳大



利亚传媒大亨默多克的新闻集团则声言力挺新加坡电信，称如合并成功，将投资10亿美元购买新加坡电信4%的股权。李泽楷与新加坡电信对于香港电讯的争夺进入白热化阶段。

尽管有新加坡电信投来的橄榄枝，但中国的广阔市场对大东电报局无疑更具吸引力，况且李泽楷已筹措了巨额现金，大东最终选择了李泽楷。2000年2月29日，李泽楷成功收购香港电讯。自2月11日至2月29日，整个并购过程仅18天。而在这18天里，李泽楷居然可以谈定并购价格并调动120多亿美元巨款，若没有政府授意与家族后盾相信很难做到。

除了取得银团的庞大贷款，李泽楷收购香港电讯的本钱是盈科数码动力。1999年3月，由香港特别行政区时任行政长官董建华发表的施政报告指出，香港需要发展信息科技以跟上时代的发展和满足本地企业对资讯科技的需求。随后，董建华政府于2000年在未经公开招标的情况下，将面积24公顷的香港南区钢线湾临海地产（数码港）批给李泽楷旗下公司盈科拓展，意图开发高科技产业中心。这个未经公开招

标的交易曾激起大众对官商勾结的指控。然而无论舆情如何，李泽楷凭借数码港的注入提升了其控制的壳公司得信佳（后改名“盈科数码动力”）的市值，为之后并购香港电讯构筑了股权基础。李泽楷取得数码港的时点与并购香港电讯的时点间隔如此之近，不得不让人产生联想。此时的李泽楷，绝对是上帝的宠儿。

民营化悲剧之二：错误的资本结构

李泽楷旗下盈科数码动力主要依赖数码港概念和高科技概念支撑，并未进行大笔实体资产投资。1999年5月，李泽楷将数码港和部分物业项目作价24.6亿港元出售给得信佳，获得得信佳240亿股权，占其总股本的75%，拥有绝对控股权，这便是李泽楷真正投入的身家。随后，李泽楷通过一系列换股、配股和接受注资获取了约70亿港元的现金，得信佳股价也扶摇直上冲破每股20港元。在这一背景下，李泽楷向大东电报局提出了两种收购香港电讯的方案：一是股权置换，以每股“香港电讯”股票兑换1.1股盈动股票；二是综合置换，以每股“香港电

66

李泽楷取得数码港的时点与并购香港电讯的时点间隔如此之近，不得不让人产生联想。此时的李泽楷，绝对是上帝的宠儿。

99

图3：电讯盈科历年贷款占资产比例

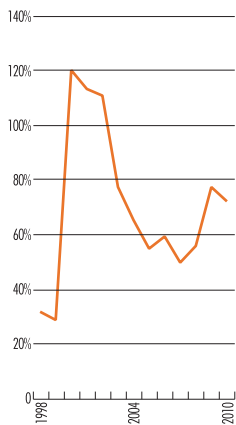


图4：电讯盈科新增贷款与偿还贷款历年变动情况

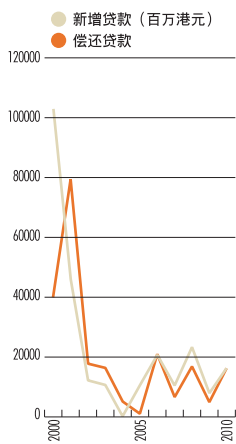
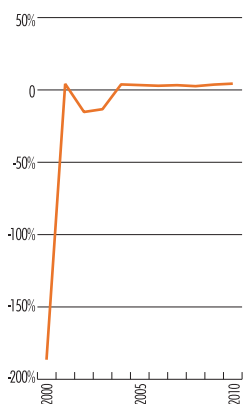


图5：电讯盈科的盈利能力历史变动情况



讯”股票兑换现金0.929美元(约合7.23港元)和0.7116股盈动股票。

大东电报公司对于虚高的盈动股价颇为顾虑,更偏好于综合置换中可观的现金收益。这促使盈动寻求巨额贷款支持。依赖于中央政府的支持和李嘉诚的声誉,中国银行、汇丰银行、巴黎国民银行和巴克莱银行等四家银行组成的银团向盈动提供120亿美元的1年期过渡性短期贷款。最终,李泽楷以总额113亿美元(约880亿港元)的现金和价值约1300亿港元的盈动新股,收购了大东手中香港电讯54%的股权。

对照大东电报公司的审慎态度,李泽楷对高科技概念股票的预期明显较为乐观。倘若合并后的新公司电讯盈科能够维持高股价,李泽楷将有能力在股市募得足够资金偿还巨额贷款,甚至有余裕支持企业的运营扩张或转型,整合移动通讯、网络 and 卫视传媒。事实上,很可能李泽楷最初的构想就是建立在电讯盈科因科技股概念而高估的股价上。2000年8月间,当盈动正式完成收购香港电讯改名为电讯盈科时,意气风发的李泽楷曾声言要使电讯盈科的市值翻一倍,达到940亿美元。

然而,全球科技股泡沫破裂的风潮旋即席卷香港。纳斯达克指数达到峰顶的2000年3月,恰好是盈动宣布并购香港电讯后的第一个月,经济形势没有给李泽楷任何缓冲时间就开始恶化。李泽楷为合并后的电盈业务所做的战略构想,包括互联网基金公司和亚洲资讯互动服务,都因合作方失去合作兴趣或能力不足而流产。此外,李泽楷着意经营的世界网络最终也没能带来预期的财务业绩。

这一系列的人为决定与天意巧合,造成刚诞生的电讯盈科怪异的资本结构:极高的银行负债与极低的大股东资本。任何公司财管初级班的学生都知道,公司资本中负债过高或股东投资过低,将对公司生存发展造成极不利的影 响。我们且看电盈是不是个例外。

债权人没有因经济疲弱而对电盈抱有同情心,股票市场的低迷也束缚了李泽楷通过外筹资金偿还贷款本息的能力,而运营层面的糟糕表现则限制了公司自筹现金流还贷的效果。紧迫的贷款压力开始凸显,并延续至今(图3)。

在合并之初,李泽楷通过利用盈科数码动力所持现金、处置当时盈利良好的移动通讯业务(2002年7月由澳大利亚电讯收购)等手段曾有效减少了贷款。然而,这种资产处置只是权宜之计。随着传统盈利业务萎缩、其所倚重的互联网业务又不能及时产生稳定现金流,电讯盈科使用自筹资金还款的能力一直未有好转。2003年以来,其贷款比例一直维持在50%以上的高位。还贷压力迫使李泽楷施展财技,通过将长期贷款转为短期贷款、将高息贷款转为低息贷款、将浮动利息贷款转为固定利息贷款、将巨额贷款转为多个小额贷款等债务重组手段进行应对。很明显,其所谓债务重组,就是借新债还旧债。电讯盈科现金流入中每一笔新增贷款,都对应着类似规模的贷款偿还,尤其是2006年,所得新增贷款几乎全部用于偿还旧债(图4)。

高昂的负债束缚了企业扩张或转型的手脚,使得企业很难进行正常的投资和运营。当企业不断拆分和售卖拥有稳定现金流前景的资产时,其盈利能力的衰弱表现也就成为必然,依赖内部筹资偿债的可能性也越来越渺茫。当然,李泽楷在2002年合并后出售了具有稳定现金流的移动通讯业务,在2003年分拆了具有丰厚盈利、收入占综合收益1/5的房地产业务,以及香港电讯业因管制解除竞争日益激烈的大环境,都是导致电讯盈科财务业绩低迷的重要原因。

不过,除却2000年进行大规模资产减值计提导致盈利急降外,电讯盈科随后各个年度的盈利基本表现稳定:微小亏损或者微小盈利(图5)。考虑到2008-2009年金融海啸下恶劣的经营环境,其盈利的稳定性颇耐人寻味。

企业所面临的一系列不利因素、管理层的一系列动作最终都会反映在证券市场。回顾2000年电讯盈科成立时,市值达3367亿港元,而2011年投票通过分拆香港电讯信托上市后,其市值已跌破200亿港元,期间市值蒸发了90%以上,广大中小股东自电讯盈科成立以来长期蒙受巨额损失。

民营化悲剧之三：

将希望寄托于对经营无热忱的资本运作者

李泽楷的表现令人失望,他何以未能力挽

狂澜呢？毕竟他是香港人心目中的“小超人”啊。回顾李泽楷的商业经历可知一斑。最初，他就职于其父李嘉诚参股的一家加拿大投资公司“哥顿资本”，其间没有值得关注的事迹。上世纪90年代初他因丧母返港，接受父亲建议进入和记黄埔并成立卫星广播有限公司(Star TV, 又译作星空电视)，因成功买卖卫星广播公司套利4亿美元，声名鹊起。而后李泽楷兴趣转向房地产，投资鱼涌皇冠盈利，但随后投资日本房地产则因判断失误而导致资金链断裂，赖其父拯救脱身。此后受硅谷概念启发，以高科技概念包装房地产向港府推销数码港计划，港府最初并不支持，但1999年出现转机，取得成功(表1)。

总体而言，李泽楷在电讯盈科成立前经手的业务有得有失，但共同特点是热衷于大手笔资本操作，动辄以数亿港元买卖资产套利，看不出长期经营的意向。李泽楷虽然希望能有自己的事业，不愿光芒被父亲这棵大树遮蔽，但事与愿违，他重财技、轻营运的手法与李嘉诚的经商手法颇为类似，从而限制了其成就。李泽楷职业生涯的各项显著业绩都在不同程度上依赖李嘉诚，离开了李嘉诚的显赫声名，李泽楷的得意之作难以书写，这其实是许多商业家族“富二代”的共同处境。

自成立盈科数码动力以来，李泽楷习惯与运营经验丰富者联盟来建构事业。然而，随着全球科技股的没落，联盟者对网络股相关投资变得慎重。于是，在2000年9月，李泽楷接连遭受

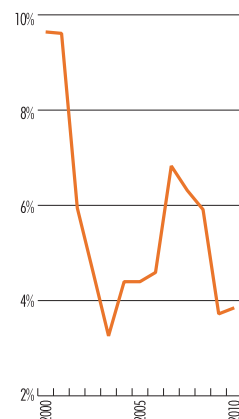
联盟者的背弃(表2)，这直接导致其精心构建全球第一网络的理想破灭。经此打击，本不擅长或者本无长久经营意向的李泽楷选择了其一贯策略——退出。他先是抛售了电讯盈科的股票，套现约40亿港元。随后又策划向外资出售电讯盈科部分股份，但在政府反对下未果。看起来已丧失了永续经营电讯盈科的意愿。

合并前，香港电讯的资本支出与总资产比率在9%左右，合并后的电讯盈科鲜有在运营投资上的大动作，资本支出率仅在4%左右(图6)。唯一的例外是2006年，查阅当年公司财务报告，管理层解释这一年大部分资本支出用于NOW TV，拓展宽频电视和提升移动通讯网络。这可能是2005年电讯盈科购入香港最小的移动通讯服务供应商SUNDAY六成股份、重回移动通讯业务的配套投资。回首2000年，电讯盈科售卖了具有丰厚盈利的移动通讯业务，2005年又重回移动通讯业务，这种反复的举动实在令人费解——到底这是在经营，还是在做买卖？

捆绑电讯与李泽楷的三条红线

回顾李泽楷运营电讯盈科的历程，我们看到了类似包办婚姻的悲剧。在合并完成不久，科技股泡沫破灭时，李泽楷似乎就意识到他无法借由电讯盈科完成构筑全球第一网络的梦想，更别提超越父亲的成就。35岁的年华，正是人生创富的黄金时代，而交易世家培养出的灵敏直觉告诉他，应当急速从电讯盈科的漩涡

图6：电讯盈科/香港电讯历年资本支出情况



李泽楷重财技、轻营运的手法与李嘉诚的经商手法颇为类似，从而限制了其成就。

表1：电讯盈科成立前李泽楷经历

企业	开始	结局
哥顿资本	1987年肄业于斯坦福大学 后加入哥顿资本	1996年后哥顿资本亏损 逐渐淡出
卫星广播有限公司	1991年3月 卫星广播有限公司成立 李嘉诚任主席 李泽楷、马世民为执行副主席	1993年7月，新闻集团以5.25亿美元购入卫星广播有限公司63.6%股权
鱼涌皇冠车行大厦	以6.75亿港元从英之杰太平洋有限公司购入鱼涌皇冠车行大厦	8个月后售予置地 净赚1.35亿港元
东京盈科中心	1997年3月 购入东京一幅面积为5万多平方英尺的土地 兴建盈科中心	因楼下下跌损失惨重
数码港	1998年初 向港府提出“数码港”计划	1999年初计划获通过

表2：电讯盈科成立初期 网络概念业务运营情况

业务	开始	结局
投资光电信股份	2000年1月 以盈动高达10亿美元的股票和日本光电信公司进行换股交易	2000年3月 光电信公司的股价一落千丈 李泽楷蒙受6亿美元的账面损失
风险投资基金计划	2000年1月 李泽楷称将与美国网络投资公司CMGI合作高达15亿美元的风险投资基金	2000年9月，CMGI宣布取消这一计划
世界网络	2000年5月，李泽楷称电讯盈科旗下的亚洲宽带网(Net Of the World)将与中国台湾辜启允拥有的GigaMedia成立合资公司	2000年9月，GigaMedia单方面终止追加投资

66

35岁的年华，正是人生创富的黄金时代，而交易世家培养出的灵敏直觉告诉李泽楷，应当急速从电讯盈科的漩涡中抽身。

99

中抽身。但当他着手运行这一“离婚”计划的时候，忽然发现自己已经被三方力量捆绑。第一，尽管没有明文宣示，但政府希望电讯公司的控股权保留在香港人的手中。第二，李泽楷不愿手中的电盈股权被父亲李嘉诚或其财团接手，这是自尊的底线。第三，香港证监会对公司治理的限制。

李泽楷抽身电盈的过程伴随着一系列的非议(表3)。2000年8月17日，他仍承诺将公司市值提升一倍，事实上，他本人已在9天前的8月8日抛售了2.4亿股公司(当时仍名为盈科数码动力)股票，等到8月18日公司才公告此消息。这三个时间点的先后顺序启人疑窦。到了当年9月，电讯盈科放出与CMGI、GigaMedia两项战略联盟失败的消息，其股票随后在9月20日跌至10.75港元。先前抛售自家股票的大股东李泽楷此时却抱怨另一个大股东东抛造成股价表现恶劣。当经营者对企业前景缺乏自信而套现的时候，他对于其他股东套现自保的指责是难以令人信服的。此时可怜的是无力自保的小股东，眼睁睁看着股价在2000年底跌到每股5港元的低位。

李泽楷的套现举动一直没有停止，并在港股市场的管理架构下顺利进行，直到2006年他碰触到了第一条红线——意图将股权转让给海外机构。事实上，李泽楷向麦格理银行及美国基金新桥资本出售电讯盈科股份的布局十分精密。

2006年6月10日，李泽楷曾拜访过时任网通总裁的张春江，商讨购入网通所持有的电盈20%股份，并声称回购是他个人的原因，希望网通高层能够从简处理并在数天内答复。网通当时并不明了李泽楷意图取得网通持股，旨在消除向外资出售电讯盈科的潜在阻碍。网通发言人李涛宣称，在电盈6月19日发布公告披露麦格理银行购股一事之前，网通没有收到过任何正式通知。网通2005年初入股电盈时，获得一项否决权：电盈出售香港电话公司10%以上股权或出售互动影院公司25%以上股权，都要得到网通同意。而电盈辩称，此次打算出售的是资产而非股权，网通的否决权并不适用于本次收购。这份合约中的文字陷阱导致网通无法逆转李泽楷的出售决议。

然而，李泽楷的这一举动被认为违反道义，触怒了网通高管，也背离了政府推动李氏家族收购香港电讯的初衷。网通以一封措辞严厉的声明反对此次并购，并求助于中央政府。随后，有了李嘉诚赴京的消息。各方具体的互动过程我们不得而知，个中的折冲樽俎恐怕一言难尽。最终，李泽楷向外资出售电讯盈科的计划被搁置。

随后，李嘉诚多年老友梁伯韬声言收购电讯盈科，似乎是网通和李氏家族的一个妥协。对于网通而言，梁伯韬的方案可以使网通无需增持股份而继续保持对电盈核心资产的权利，并

表3：李泽楷抽身电讯盈科行动一览

日期	事件	结果	原因
2000.8.8	李泽楷控股的“太平洋世纪集团”以每股15.811港元抛售盈动2.4亿股，套现38亿港元	成功	-
2002.6.20	李泽楷减持电盈可换股票据，套现1470万美元(约1.14亿港元)	成功	-
2004.3.8	电讯盈科将旗下地产业务注入东方燃气	成功	-
2005.1.20	李泽楷宣布中国网通以10亿美元收购20%的电盈股权	成功，李泽楷的持股比例被摊薄至25%	-
2006.6.16	电讯盈科证实澳大利亚麦格理银行及美国基金新桥资本有意收购其大部分电讯及媒体资产	国家信产部认为电讯网络涉及国家安全，不宜由外资拥有，因此一方面透过中国网通表示反对，另一方面透过政治途径向李嘉诚和李泽楷施压	第一条红线：中央政府约束
2006.7.10	花旗集团高级顾问梁伯韬表示，斥资91.6亿港元收购盈科拓展持有的电讯盈科23%股权	梁伯韬公布的买家名单中包括李嘉诚基金会，引起李泽楷不满，最终收购方案于11月30日以76.3%反对票被否决	第二条红线：李泽楷不欲其父救助
2008.11.4	电讯盈科两名大股东盈科拓展及中国网通提出以每股4.2元将公司私有化	2009年4月22日，高等法院上诉庭一致裁定否决电盈私有化	第三条红线：香港证监会约束
2011.3.21	电讯盈科公告，正研究分拆旗下的电信业务，以企业信托形式单独上市	成功。2011年10月12日举行的股东特别大会以99.97%的多数通过分拆议案	-



图7来源: www.dcp.com

免于受外资牵制。这一妥协也可能意味着网通方面已不看好李泽楷继续运营电盈科,想寻找新的继任人选。倘若收购成功,李泽楷就可能出局。李泽楷的回应是鼓动小股东反对梁伯韬的方案。坊间的传言是,李泽楷不想要父亲出手帮助,这可能在他看来是极大的挫败。梁伯韬的方案最终还是被否决了。受此影响,电盈股价2006年12月1日下跌4.95%。这一次,大股东们没有任何成果的资金游戏还是要小股东们一起埋单。

如果说背着网通向外资出售电盈,将李泽楷推向了道义上不利的一面,那么,2008-2009年意图私有化电盈期间的“种票”事件,则可以说他是游走在法律与公司治理界限的边缘。2009年1月31日,香港独立股票评论员David Webb宣称收到匿名举报,指有投资者计划向保险经纪提供电盈股票,以换取投票支持电盈私有化建议。在翻查股东名册后发现,部分交易日在一天内有数以百计的1000股成交及转户记录,有多份来自李泽楷曾控股的富通保险公司。2月4日,电盈重新召开股东大会,私

有化提案通过。然而,2月10日,香港警方搜查了李泽楷的三处住所、电盈总部及富通保险等10多个地点,为电盈私有化期间“种票”一案搜集证据。2009年4月,高等法院上诉庭一致裁定否决电盈私有化。

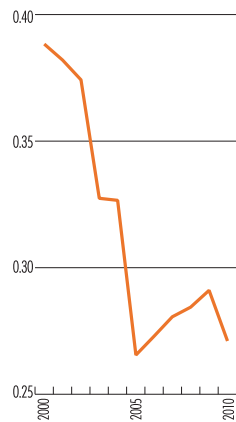
尽管如此困难曲折,李泽楷始终不懈的抛弃电盈还是有些结果,其持股电盈的比例从2000年的近40%下降到2011年的近25% (图7)。

对内地企业的启示: 民营化中如何重构产权

电盈科的历史可谓一部摧毁股东与社会价值的历史。其价值灭失,与其说是全球大势下的时运不济,不如说是“急就章”式政府干预、欠妥的产权安排,与危险的资本结构设计所酿成的人祸。

李泽楷最初收购香港电讯,所凭借的不过是高科技概念和李家盛名支撑的泡沫股价,以及过渡性的巨额银团贷款,其自掏腰包的投入是杯水车薪。四两拨千斤的恶果就在于,身为资本运作者无须为3000亿港元市值的蒸发肉痛,

图7:李泽楷历年所持电盈科股权



66

电讯盈科的悲剧是政府将公用事业交给了一个长于买卖但不重经营的商人,事后又不许其出售资产。对于李泽楷,这同样是一出悲剧,不小心买了一项不能卖的资产。

99

却可以控制整个企业的运作。在李泽楷一系列摆脱香港电讯的行动中,我们看到小股东面对大股东的决策总是很少话语权,稀有的几次惨烈胜利,也不过是中央政府或香港证监会出面抗争的副产品。

企业产权的重新安排是中国现时代的大问题。天下民众何其多,国有资产交给任何一个家族或个人都可谓民营化,那么究竟交给谁合适呢? 电讯盈科的悲剧是政府将公用事业交给了一个长于买卖但不重经营的商人(trader),事后又不许其出售资产。对于李泽楷,这同样是一出悲剧。在举债买下一个价值2000多亿港元的资产后,面对情势有变,经营不善,他就做了商人再自然不过的决定: 尝试卖掉资产,还清债务后得余款走人。可悲的是,作为一个惯于靠买卖套利的商人,他不小心买了一项不能卖的资产。当然这是事后之见,双方的选择在事前也无厚非。可以商榷之处在于,政府既然看中的是李家雄厚的资本,却为何不要求其投入必要的资本,将财富与企业命运绑定,做负责任的大股东与经营者?

最近,电讯被剥离成为盈科的子公司,是李泽楷为了摆脱干预的最新手段。这让笔者想起了20世纪初美国管制行业中的企业集团架构,为了规避政府为保护公众利益而对公用事业行业(如电力行业)所做的诸多限制,美国公用企业通常采取金字塔结构形式,在具体运营企业之上设立控股公司。由于政府的监管重点放在了下层的实体运营企业,这方便了上层控股公司的新股发行和债券发售等金融活动。能够想到此种精巧的机制以规避行政干预,李泽楷的财技果然名不虚传。

在早前一项对中国内地数百个商业集团的研究中,笔者之一与合作者发现,像盈科与电讯这种金字塔式的母子公司结构普遍存在于中国的国有与民营企业。这种母公司控股子公司、子公司再控制孙公司的组织结构,的确是为了隔开各级政府对企业的干预,就像李泽楷为了隔开政府对其自身事业的干预将电讯分拆一般。但是,金字塔结构也伴随着严重的公司治理问题: 大股东的决策可能侵犯中小股东权益,就如李泽楷对电盈的一系列决策大大伤了投资人的

心。电讯盈科的故事,很可能在中国内地早已一再上演。

健力宝和张海,是主导企业产权重构的力量将企业交给商人或者资本玩家,招致企业经营败落的其中一个案例。2002年初,当佛山市三水区政府与李经纬创业团队交恶之时,资本玩家张海以浙江国际信托投资公司名义向当地政府提出收购健力宝。浙江国投本无资金,张海寻找到祝维沙以国债抵押方式拆得1亿元短期资金,成功收购了每年有30亿元销售额、每月有2亿元稳定现金流入账的健力宝。而后张海因不善企业运营,摒弃健力宝创业团队,当年中国饮料业第一品牌就此陨落。此外,张海还以企业资金包豪华游轮做广告、投资他兴趣所在的足球队(原深圳健力宝队),最终导致了健力宝的全面衰落。在电讯盈科和健力宝两个案例中,我们都可以看到,当优质企业产权转移时,各类资本之间的惨烈争夺,政府隐于幕后却无处不在的影响力,以及政府将企业交给无心无力经营的资本运作者对于企业与社会的双重拖累。

张海在2005年3月被佛山警方拘捕,因职务侵占与挪用资金获罪10年(后获减刑)。当然,需要为健力宝沉沦负责的人也许不止张海一人,但张海的获罪毕竟给了股东与社会一个说法。反观在法制健全的香港证券市场,一个上市公司市值蒸发了3000多亿港元,竟无人被问责。

李泽楷的特殊之处,说到底在于他是华人首富之子。他有雄心超越其父,却仍不禁接受父亲的庇荫得以接手香港电讯,事后却成烫手山芋,在无所不用其极的挣扎后丧失了他早前在香港大众心中的好名声。李嘉诚已届84岁高龄,他面临着众多华人商业家族共同的问题: 如何交班? 商业家族二代普遍缺乏父辈们自底层摸爬滚打而锻造的坚强意志和踏实作风。然而,利用父辈积累的人脉、财富进行资本运作,喜好买卖事业却不好实体运营的“富二代”,鲜有能守业甚至超越父辈的成就者。反观成功继承者,多在父辈打下的基础上精益求精或创新转型。近日,笔者途经香港飞鹅山,偶见电讯盈科斑驳锈蚀的电话亭,不由得感慨电盈本应独步香港的辉煌。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至xincaifu@p5w.net。