

東航收購戰與公司管治問題

企業管治



何順文
李元莎

近日，涉及中國東方航空的一系列事件，成為香港股票市場的熱門話題。先是，在二〇〇六年年報中，列出二十八億人民幣的大額虧損，資產負債率已達到百分之九以上。公司陷入難以發展境地，不得不尋求外部資本注入，而目前標頭定為國際航空公司。此後，於五月份宣布開始與新加坡航空公司談判，九月終於達成了戰略合作框架協定。東方航空定向整合後，新航及淡錫錫合持有東方航空百分之二十四股份，東航集團持有百分之五十一，仍處於絕對控股地位。而且，在一般股權認購之外，雙方也將進行更為廣泛的戰略合作。

國航敵意收購

在東航引資即將進入正式股票審批程序，從而有望成為內地二引融外資的成功範例之時，卻出現了國航與國泰意欲聯手收購東航股份，阻礙新航入股的意外，而且這一收購意圖被公認為一次敵意收購。在這之前，從來沒有類似的一個純粹的以公開市場競購股票進行敵意收購行為，在兩家大型國有企業之間發生過，而且這兩家企業屬於同一行業，實質上被同一個政府機構——國務院所掌控。當然，這一擬議中的收購計劃對國資委的名義和基本權置。

首先，從此收購事件中，發現內地國有企業管治水平提高。國航與國泰的合作基礎是從基本的商業利益出發，而並非二善取其長，在資本層面達成的相互持股，因而出發了彼此內部管治基礎，這是能夠抗拒此次市場收購的關鍵。而仍為第一國有股東直接控制的東航，在此次收購中處於被動地位，一大關鍵因素恐怕也是股東單一導致市場化資本運作水平低下。而東航選擇新加坡航空作為戰略投資者，一個重要決定因素也是希望能夠學習新航的內部管治機制。

其次，僅從技術層面而言，就反映了內地企業進入外資條件下的公司管治的進化。從收購時機的選擇上，在初步達成戰略框架，但尚未特別股東大會正式批准的關鍵時刻進行市場操作，既充分表明了己方的戰略影響，也有效影響了最後的批准結果。國航希望通過市場手段影響甚至改變東航的引資行動，進而尋找整合東航的機會。國泰、國航方案關鍵，則在於是否能夠滿足足夠多的少數股東，投票否決東航與

新航的併購方案，並取而代之。國航與國泰聯席所依賴的是本身收購建議更具價格吸引力；其二，則是國泰在香港股市市場對中小股東的影響力。

業內管治水平參差

目前，內地三家擁有航空公司的經營能力已拉開差距。在華先完成重組整合之後，國航無論在航運市場還是資本市場上，都高過其他兩家。國泰在航運市場，通過收購山的西南航空公司組建西南航空公司，控制著西部市場；通過收購華東航空，開發了華東市場，從而成為航運質量最高、實力最

強。儘管國泰大領先地位，市場份額超過其他兩家。在資本市場，國航也是非常活躍，尤其是與國泰交貨之後，大大增強了國航資本運作空間，而這些經營優勢造就了國航收購東航的基礎。

隨內地民收入水平提高的不斷提高，內地的民航業進入高速度發展時期。二〇〇六年航空運輸量的年增長速度，中國位居第一，超過百分之十五，中國已經成為美國之後的第二大航空市場。但與此同時，中國航空業投資回報能力低下的整體狀況並未根本改變，內地三大航空公司都低於國際行業平均水平。因此，無論從國航自身管治水平的提高，還是國資監管機構對於國有企業管治認識的提高，最終評價標準都要回歸到企業的經營水平和盈利能力。

監管制度有待改革

進一步講，國航此次市場化收購雖然不無創新之處，但恐怕更多的也是無奈之舉。因為國航自身作為一家體制內的國有大企業，不可能不明白在現有的內地國情和三大航空公司控制權結構下，國資監管機構的態度才是它要爭取的。因此，此次國航不按理出牌，恐怕其目的更在於以市場操作來逼政府機構讓步。國航在最後一刻退出，使原本應當高揚市場精神的收購行為，最終回歸了政府機構最後拍板決定一切的慣常空間，這基本上可以用來解釋內地國有企業管治空間有限的背後邏輯。

從內地成立國有企業獨立監管機構以來，可以說國資監管機構試圖通過推動國有企業的國有公司管治提升，某種程度上確有實現的。為此，內地國資委相繼出台了系列的規章制度，確立了諸多公司的管治規範，諸如外部董事制度、市場化績效考核制度等。但是最基本的企業控制權的市場化轉移，卻在國資委認可的行為之外，即是次國有企業之間的市場化收購，也無法進行下去，由此可見，若徹底改革內地國有企業的管治，還需要更深層次的制度變革。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生



(資料圖片)

東航收購戰涉及兩家同行的國企，案例非常罕見。