

國企海外併購熱潮宜重治

周一內地國有石油巨頭中海油(883)宣布的151億美元併購加拿大Nexen公司交易，作為內地歷史上最大的海外並購交易，無疑成為本周財經熱點。

這一交易金額雖然小於中海油2005年公開進行的美國Unocal交易，但是當時的交易只是報價階段，從未被交易目標公司接受。而此番Nexen交易則是已經被目標公司接受。而且，從目前公眾和政府反應來看，交易最終成功概率很高。

從中海油自身近五年的發展即可看出，內地海外併購不斷加速。在加拿大，中海油即在2011年完成了22億美元的OPTI交易；中海油2009年進入美國油氣上游市場，此後完成兩項陸上葉岩氣交易，直接交易金額超過30億美元，而後續投資超過20億美元，合計超過50億美元。

利雙方交易前景樂觀

中海油還在2009年完成阿根廷的31億美元的Bridas交易和2011年在非洲烏干達與Tullow20億美元的交易。即在Nexen交易之前，中海油在近五年已經投資海外接近150億美元。

作為中海油同門央企兄弟的中石油(857)和中石化(386)在近五年

也幾乎進行了相當，或者更多的海外投資。以中石化為例，近三年較大交易既有Addax 73億美元，Repsol巴西71億美元，加拿大Daylight 21億美元，以及在加拿大Syncrude的46億美元交易。

就在中海油宣布Nexen交易當天，中石化也宣布以15億美元價格購買另一家加拿大公司的部分英國北海油氣資產。

雖然中海油和中石化為代表的內地央企仍然是內地國際併購的主力，但是大量民企的參與則是此輪海外併購的熱潮新特點。最新的例證包括，內地商業地產商萬達集團於今年5月宣布的26億美元收購美國AMC院線，以及重工機械製造商三一重工4億美元收購德國同行等。而自吉利汽車收購Volvo開始，此後的Hummer、SAAB等只要國際汽車業任何資產出現在併購市場上，內地私營企業即成為購買者之一。

事實上，Nexen管理層自去年已經準備將公司出售，而由於沒有達到相應的運營目標，今年年初CEO引咎辭職後，其他一些高管也陸續離開，目前只有CFO作為代理CEO維持局面。所以管理層的出售意願較強。而此次交易宣布之時，管理層和董事會已經同意向股東大會推薦是次交易。而股東層面的障

礙也不大，超過60%的溢價幅度已經是此類交易的上限水準，而全部現金的支付方式也是目標公司背後各大基金公司套現的良機。

從本次交易的政府審批來看，本次交易成功率極高。首先是目標公司的資產組合分布中，無論是加拿大資產、英國北海資產、美國墨西哥灣資產還是其他資產，佔比都在50%之下，因此沒有那個國家

政府有非常強的利益動機挑戰這一交易。

從加拿大政府而言，在歐美經濟衰退、能源消費停滯和油砂等非傳統油氣資源開發和銷售的壓力來看，加拿大更多的會在資本開支和本國就業方面提出具體要求，而非否決交易。

從政府層面和當地公眾角度而言，面對中國經濟的持續擴張和中國企業的不斷進入，也逐漸認識了中國經濟的實力和調整了對待中國企業的態度。因此，從一定意義上講，這次交易應該是各種因素綜合發展配合的結果。所以，交易的最終完成成功概率很高。

公司管治成關鍵因素

除去併購後董事會構成職務，公司管治本身一般不會成為公開市場大型公司併購的關鍵問題，因為公眾公司一般都具有相似的管治結構，交易完成後管治規則一般不變。但是中海油的國有控股公司身份，使得此次交易完成後的公司管治成為政府審批和嗣後經營決策的關鍵點之一。

事實上，在加拿大政府審批環節，政府出於對中國國有企業的戒心，很可能要求中海油對於交易後的Nexen公司管治進行一定的承諾，如設立包括外部人士為主管或董事。

更為根本的是，中海油自身作為香港紐約兩地上市公司，具有的經營透明度和長期形成的國際化管治色彩，也成為中海油說服併購標的管理層和此後獲取政府審批部門的關鍵因素之一。

此外，此次中海油公開提出交易完成後尋求在加拿大多倫多上市交易，也是出於對沖自身的國企色彩，以當地上市交易管治規則下的公開透明，進一步博取政府信任以獲取政府最終審批同意。一旦未來中海油完成三地上市（香港、紐約和多倫多），則其管治要求將更為強化，從而倒逼自身的管治提高。李元莎為美國麻省大學商學院助理教授何順文為澳門大學副校長兼教授



■中海油斥151億美元併購加拿大Nexen公司，分析指這宗交易的成功概率很高。(路透圖片)