

內地央企海外併購的管治問題

中海油(883)自2012年7月底宣布加拿大Nexen交易以來，各界最為關注的交易決定因素就是加拿大政府審批。5年前因美國政府反對而中途夭折的Unocal交易，對於中海油和中國國有企業在北美的併購擴張蒙上了巨大的陰影。此次交易公開後，加拿大政府隨即成為輿論關注的焦點，而加拿大的各種反對聲音也使得審批結果難以預計。

這一政府審批過程本身也一波三折，頗具戲劇性。除去加拿大政府在延長兩次審批時限後，最終在聖誕節前批准之外；馬拉西亞國家石油公司類似併購交易，在第二次提交資料後被政府否決，也使中海油當時的審批驟然危險，當時Nexen股價大幅下跌，市場一片悲觀情緒。而最終加國政府左右權衡之下的首肯，則為整個交易的完成掃清了最大的障礙。

內地最大海外併購

單就這次併購金額而言，在內地近年的海外擴張熱潮中其實並是特別高。七年前中海油試圖併購Unocal時的作價即為180多億美元，考慮到物價和匯率因素，至少相當於今天的250億美元左右。而中國鋁業(2600)3年前對於必和必拓(Rio Tinto)的戰略入股，更是開出了高達195億美元的天價。而在國際油氣行業中，這一併購金額也只是中等水平，比如三年前埃克森美孚(Exxon Mobil)併購美國國內的頁岩氣公司XTO即達到400億美元。所以，雖然中海油此次交易的確具有標桿性效應，但是也應客觀評價，不宜過分誇大。

中海油此次Nexen項目度過最困難的政府審批關，對於內地央企和其他企業的海外並購熱潮無疑將起推波助瀾的作用。對於其他國企，尤其是央企，既有與中海油類似的海外產業並購內在需求，也有強烈的政治壓力，畢竟國企走出去是各級政府大力倡導的政策導向。在中海油這樣的成功案例之下，其



■中海油收購Nexen，將內地企業國際化的海外管治問題推到了一個極致。
(路透圖片)

他央企將有更大信心和動力推動新的交易。而在國企探路之下，內地政府對於內地企業海外投資的各項管治政策已經大大放鬆，私有企業的海外擴張已經漸成規模。

這種巨型併購將內地企業國際化的海外管治問題推到了一個極致。與內地整體經濟發展中長期存在的開放倒逼改革類似，內地企業，尤其是中央企業公司管治中也長期存在着國際化倒逼市場化。從央企建立最基本的公司管治概念而言，即起源於十年前的海外上市。因為上市準則的剛性要求，這些長期只知政府不知股東、只知權力不知權利的巨型企業，才確立了基本的公司管治規範。

央企國際化的公司管治問題

在最近幾年的走出去和對外併購浪潮下，內地央企的公司管治進一步受到國際商業規則的挑戰和衝擊。在基本資產運營管理方面，由於內地對外投資都為資源性基礎性行業，與投資所在地的當地經濟社會和人文聯繫緊密，而投資所在地要麼是較為貧窮落後的亞非拉地區，因此需要考慮如何協調當地居民社會發展等企業社會化責任；要麼是歐美等經濟法治高度發達的地區，內地企業需要在環保和勞工方面大幅提高管治水平。

公司管治問題最為突出的，則是在類

似Nexen這樣的大型公司併購交易中，一方面東道國因為擔心中國國企的政企不分和公司管治不規範，會要求對於被並購主體承諾一定的公司管治規範，如獨立董事會；董事的國際構成和獨立董事構成；董事會的議事規則等。

另一方面，對於收購主體，如中海油，也提出了一定的額外管治要求，如要求提交社會責任報告；在投資地上市等。比如，此次中海油就主動承諾在多倫多證券交易所上市，這也就意味中海油在香港、紐約兩地上市之外，還將要符合多倫多上市公司管治規則。

內地企業在國內整體管治尚未成熟的情況下，面對海外擴張引起的公司管治問題，則需要從根本出發，先從海外實體的公司管治紮實做起。雖然，如此提高公司管治水平任重而道遠，但在內地整體經濟市場化進程緩慢，尤其是中央國有企業，國有絕對控股之下市場化管治模式很難建立背景下，海外主體的公司管治強制提升，可以期望能夠反哺央企集團整體。

正如內地國企實現海外上市之後，上市子公司的公司管治實踐多少倒逼提升了集團整體類似，海外主體的管治提升也可以倒逼國內總部的管治提升。李元莎為美國麻省大學商學院助理教授何順文為香港公司管治議會主席