

资源获取型海外并购战略选择

——以中石化收购美国康菲为例

余芹 马建威 黄文

2000年以前我国资源获取型海外并购的交易量和交易次数都较少，而且都是由国有大中型企业主导的。如1986年中信加拿大公司取得加拿大赛尔加纸浆厂50%的股权，稳定了造纸原材料的供给；1988年中国化工进出口总公司取得美国海岸太平洋炼油公司50%的股权；1992年首钢集团并购秘鲁铁矿取得其100%的股权。自加入WTO后，我国资源获取型海外并购无论是交易量还是交易次数都有了较大的提高，并购目标是获取我国经济发展所必须的矿产资源和油气资源，其中以油气领域的并购活动最为活跃。根据IHS Herold最新数据显示，2010年我国企业在海外油气上游领域的并购交易额达260

亿美元，比2009年的140亿美元大幅增加85%，约占全球该领域并购交易总额的15%。但资源获取型海外并购失败例子也很多，并购战略中暴露出一些值得企业关注的问题，本文拟结合中石化收购美国康菲石油公司的案例对这些问题进行分析探讨。

一、资源获取型海外并购战略存在的问题

1. 政治色彩浓重

相对于其他类型的企业海外并购交易，资源获取型海外并购交易更容易受政治因素的影响。原因有三：第一，中国资源获取型海外并购绝大部分是由央企或地方国有企业主导的，由于国

有企业与政府之间有着天然的联系，使得西方国家对我国以国有企业为主导的资源获取型海外并购更加敏感；第二，能源和矿产资源是一国经济发展的战略资源，涉及到国家经济安全和国家利益，因此各国对这一领域的外资并购都有严格的限制，并购交易必须要经过国家有关部门的审核批准；第三，中国近几年经济增长快速稳定，致使西方国家炮制出种种“中国威胁论”来阻碍中国企业的海外并购交易。然而中国大型国有企业在并购海外资源过程中往往对政治风险估计不足，忽视制定完备的防范政治风险的措施，致使很多并购交易中途夭折。如2005年中海油竞购石油公司优尼科因遭遇美国外国投资委员

司，将其利益与收购交易直接挂钩。这些中介机构从客户和自身利益出发，会拒绝被并购方提出不合理的、高出本身实际价值的价格。而且，通过这些中介机构，可以让当地相关部门与公众清楚收购目的与给其带来的好处，从而搭建起相互理解与信任的桥梁。如联想在收购IBM的个人电脑业务时就曾聘用麦肯锡和美国威嘉律师事务所的并购顾问为其游说美国有关政府部门的人员。

5. 灵活选择支付方式

在各种支付手段层出不穷、不断创新

新的背景下，中国企业海外并购的支付手段仍然比较单一。海尔和中海油的并购都是以现金收购目标企业的全部股份，而惠普的支付方式为股票和现金各一半，雪佛龙也是以现金加股票形式收购。以现金收购容易让目标企业产生这样的隐忧：全部资产不仅被买走了，而且今后自身在新企业里也将失去发言权，不占有任何地位。从心理和经济利益而言，现金收购对目标企业的打击是最大的。而美国企业现金加股票的方式，给与目标企业一定的股份，仍让其

在新企业里有一席之地。这种更加灵活的做法，有利于成功收购目标企业。采取这种并购方式，中国企业也有成功的先例，如TCL采取了让目标企业以资产入股的方式，而联想则以换股的形式完成了运作。■

（本文获得北京市高等学校人才强教计划“中青年骨干人才培养计划”项目资助，项目编号：PHR201008246）

（作者单位：北京工商大学

财政部财政科学研究所）

责任编辑 陈利花

会及政府议员的反对而失败；2009年中铝拟向力拓公司注资195亿美元，将其股份增加至19%，但澳方媒体、国会议员、反对党等采取各种措施反对和阻挠中铝的注资。

2. 目标区域过于集中

我国资源获取型企业海外并购的目标区域主要集中在矿业和能源资源储量比较丰富的地区，包括澳大利亚、加拿大、美国、西亚及中东、南非和南美洲等地区，尤其以加拿大、澳大利亚较为集中。这种集中式的区域选择策略势必会引起并购目标东道国的高度警惕，加强对中国资源获取型企业海外并购的反垄断审查及国家资源安全审查。

3. 并购方式不够灵活

从并购方式选择战略上看，中国资源获取型海外并购方式不够灵活，很多企业期望通过一次海外并购就能够控制海外资源，因而十分看重在目标企业的控制权，所以在并购方案中往往会展出并购50%以上的股权，这样极易招致并购方的反对。另外，中国大型国有资源企业在海外并购过程中往往采取直接的并购方式，也会引起并购目标东道国政府的顾忌。因此中国企业在并购方式的选择上应该更灵活一些，在政治风险比较大的情况下可以选择联合非东道国第三方并购目标企业，以降低目标企业反并购情绪和政府主管部门的监管力度，也可以通过参股先取得少数股权，在目标方接受和认可中国企业之后，再通过增加注资取得目标企业的控制权。

4. 支付方式不符合国际惯例

由于中国企业海外上市规模和数量较小，中国企业海外并购在支付方式选择方面多数是单一的现金支付方式。采用现金支付方式有很多不利之处：一是会给并购方带来巨大的资金压力和偿债风险，如果不能及时融足并购所需资金，整个并购交易将会功亏一篑。二是全部现金支付方式会使目标方产生

疑虑：“以中国企业的规模和实力，怎么会有那么多的现金？万一中国企业兑现不了现金支付的承诺怎么办？中国企业背后有政府力量的支撑？……”目标方的种种猜测会使并购方处于不利的境地。如2004年，中国五矿集团在和巴西淡水河谷公司、澳大利亚必和必拓公司、美国费尔普斯道奇等公司竞标加拿大第九大铜矿生产商诺兰达时，提出全部现金收购诺兰达100%的股权并购支付方案。虽然五矿在最初阶段取得了有利的条件，但最后还是败给了鹰桥公司的换股合并方案。

二、中石化海外并购案例分析

2010年4月13日，中石化与美国康菲石油公司达成协议，拟以46.75亿加元的现金对价收购美国康菲石油公司拥有的Syncrude公司9.03%的全部权益。2010年6月28日中石化集团正式宣布，旗下中石化集团国际勘探开发公司正式以46.5亿美元的价格收购美国康菲石油公司持有的加拿大油砂项目9.03%的权益。中石化此笔并购操作从4月13日正式提出收购申请，经过中加双方监管部门审批，到最终完成收购仅用时2个月15天，可谓一帆风顺。该项交易是目前中国资源企业在加拿大最大的一个投资项目，但从中石化的并购过程来看，并没有遭遇加拿大监管部门以危害国家资源安全为由进行的政治审查等政治风险。其成功并购经验值得我国企业借鉴。

1. 把握有利的并购时机

2009年美国康菲石油公司由于受金融危机的影响现金流断裂，面临严重的流动性风险，于是公司宣布，准备在两年内出售价值100亿美元的资产，用于偿还企业债务。中石化得知美国康菲石油公司要出售其拥有的Syncrude公司9.03%的全部权益时，立即参加了竞标，并最终获胜。据有关数据统计，美国康菲石油公司的长期债务总额

2008年年底为271亿美元，债务负担沉重。在这种情况下出售部分资产也是其无奈的选择。因此中石化抓住了这一有利时机顺利取得了美国康菲石油公司持有的Syncrude公司9.03%的全部权益。此次收购对中石化进一步拓展在加拿大油砂领域的业务具有重要意义。

2. 合理的支付对价

中石化2009年6月24日曾以每股52.8加元收购Addax公司全部发行在外的普通股，收购总价为82.7亿加元，约合72.4亿美元。数据显示，中石化的收购报价较2009年6月5日Addax公司在多伦多证交所的收盘价溢价47%，较6月23日的收盘价高16%。这些数据引起了国内外媒体对中国能源公司高价接盘的质疑，也被国内业界人士批评浪费国有资产。因此中石化吸取了高溢价并购Addax公司股权的教训，在此次并购前进行了详尽的资产评估和调查，对并购资产做出了合理估值，以46.5亿美元的现金对价收购了康菲在Syncrude公司9.03%的股权，同时在石油丰富但却具有政治敏感性的北美地区获得了立足点。

3. 合理的并购方式

中石化此次采取的并购方式是通过其全资子公司国际勘探公司参股收购美国康菲石油公司持有的Syncrude公司9.03%的股权。根据加方规定，凡超过2.99亿加元的外资并购项目，都需要获得联邦政府的批准，而此前加拿大联邦政府曾以“国家安全”为由，否决了包括中国在内的多宗在加拿大的资源并购。不过，由于此次交易中石化收购的只是Syncrude合资公司9.03%的少数股权，只是一种财务投资，而非战略性投资，所以并购申请很容易通过了加拿大监管部门的审查。

4. 合理选择并购目标

此次中石化的并购规模超过加方规定的2.99亿加元的批准门槛，但却顺利通过了监管部门的审查。其原因

是由于中石化此次进入加拿大油砂业务领域选对了合适的并购目标，找到了一个合适的突破口：第一，油砂的开采成本远高于传统的原油开采，而且初始投资大、生产周期长、存在诸多风险。加方认为从油砂中提取出原油的成本十分昂贵，从经营上来说并不划算。因此加方一直将油砂视为“劣质资产”，一般都将油砂出口到邻国美国。第二，Syncrude本身是由加美两国的7家企业实体注资建成的一家合资企业，中石化购买的这部分权益本身就为外资公司美国康菲石油公司所拥有，因此对加拿大来说，这少部分股权不管是由美国公司持有还是由中国公司持有差别不大，所以中石化的此次大规模并购申请并没有遇到政治势力和民族保护主义势力的阻扰。

5. 海外并购经验的积累

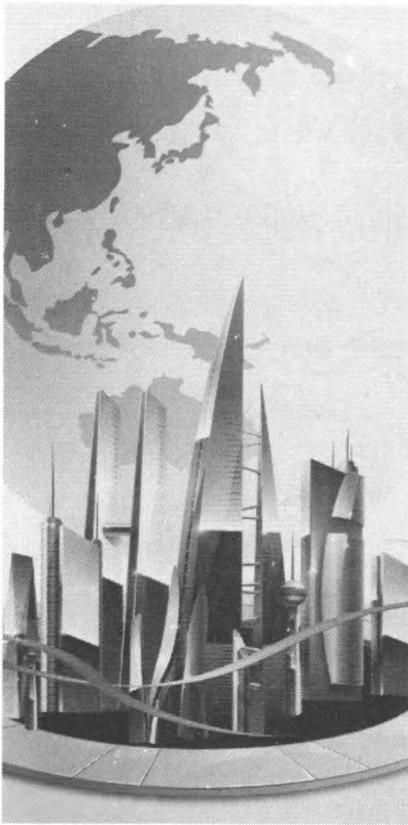
从中石化近几年的海外并购来看，油砂项目是一个关注重点。早在2005年，中石化就曾经与道达尔合作收购了加拿大北极之光油砂项目50%的股权。正是因为5年前成功的并购使得中石化在加拿大有了一定的经营基础，培养了一批精通国际化运营和国际规则的综合性人才，才使得中石化在并购前的资产评估、并购中的交易谈判、并购后的运营整合等方面都显得游刃有余。

三、资源获取型海外并购策略选择

结合我国资源获取型海外战略选择中存在的问题，以及中石化的成功并购经验，我国资源获取型海外并购应注意以下几点：

1. 重视政治风险防范策略

我国资源型企业走向国际的时间还很短，而且资源获取型海外投资面临的政治风险很复杂，这对于我国企业是个严峻的挑战。因此我国企业应制定完备的海外并购政治风险防范策略，加强对海外并购政治风险的评估，分析目



标国的总体政治形势，尤其是对资源丰富但却政治上很敏感的北美和欧洲地区，更是要做好突发政治风险事件的应对。另外，我国资源型企业在海外并购过程中要尽量淡化“中国色彩”、“政治色彩”，采取各种方法消除东道国的疑虑。

2. 重视积累海外并购经验

我国以获取战略资源为目的的海外并购的失败率较其他类型的海外并购要高很多，而且很多企业失败的原因极其相似，如中海油并购优尼科、中铝注资力拓都是因为忽视了海外并购的政治风险而不能获得相关监管部门的批准。因此企业在积累自身海外并购经验的同时，一定要重视从其他企业的并购中吸取经验教训，以避免重蹈覆辙。

3. 目标区域选择分散化策略

中国企业在选择并购目标时常舍近求远，澳洲、北美洲、非洲等资源丰富的地区频频出现中国企业的身影，除俄罗斯外，中国周边国家和地区的项目却少得可怜。这种集中的投资策略势必

会引起东道国对我国企业政治目的的怀疑，因此我国资源型企业在海外并购过程中不能一味地频繁并购一个国家的资源企业，而要统筹安排自己的海外并购计划，以分散东道国政府对某一企业的注意力。

4. 并购方式多样化策略

相对于传统的直接独资并购方式，虽然与当地企业合作或与第三方企业合作、参股并购方式、绕道民企或通过海外合资私募基金的间接并购方式，会使并购企业失去一部分权益，但却会大大减少东道国政府的干预，降低审查风险和其他政治风险。尤其是在政治风险较大的国家，采取这种并购方式是一个很明智的策略选择。2005年，中石化进入加拿大的油砂领域就是采取的与法国的石油巨头达道尔合资（各持股50%），从而顺利获得加方监管部门的审核。

5. 支付方式国际趋同策略

我国资源型企业的海外并购单一的现金支付方式不但会使并购方承受较大的融资压力和偿债压力，而且对于目标方的股东来说只能获得一次性收益，并且很多国家对于股权转让收益征收高税收，高税负国家的股东不愿意接受这样的支付方式。另外，采取纯现金的支付方式容易引起目标企业所在国的疑虑。比较符合国际惯例的支付方式是“现金+股票”的支付模式。但我国企业从国际市场融资的能力有限，所以采取这种支付模式有一定的难度，因此我国企业在加快海外并购步伐的同时还应积极在国外资本市场上市，只有这样才能在拟定并购支付方式时避免被动地选择单一的现金支付方式。■

（本文获得北京市高等学校人才强教计划“中青年骨干人才培养计划”项目资助，项目编号：PHR201008246）

（作者单位：北京工商大学

财政部财政科学研究所）

责任编辑 陈利花