

项代有 著

中国企业海外并购 财务风险管控因素研究

A Research on Financial Risk Control Factor in Overseas
Mergers and Acquisitions by Chinese Enterprises



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

中国企业海外并购 财务风险管控因素研究

项代有 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

中国企业海外并购财务风险管控因素研究/项代
有著. —上海:立信会计出版社,2015.10

ISBN 978-7-5429-4809-0

I. ①中… II. ①项… III. ①跨国兼并—财务风险—
风险管理—研究—中国 IV. ①F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第246782号

策划编辑 方士华
责任编辑 方士华
封面设计 周崇文

中国企业海外并购财务风险管控因素研究

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	常熟市梅李印刷有限公司	
开 本	710 毫米×960 毫米	1/16
印 张	14.5	
字 数	225 千字	
版 次	2015 年 10 月第 1 版	
印 次	2015 年 10 月第 1 次	
书 号	ISBN 978-7-5429-4809-0/F	
定 价	32.00 元	

如有印订差错,请与本社联系调换

某种程度上说,国家间经济实力的较量主要表现为跨国公司间的竞争力方面。一个国家的跨国公司数量和这些跨国公司经济实力及其管理水平,已经成为衡量国家竞争力的重要指标。因此,各个国家都在致力于鼓励和扶持本国企业的跨国经营,培育具有国际竞争力的跨国公司,积极主动参与当前国际竞争。20世纪90年代以来兴起的海外投资热潮就是这一趋势演进的重要表现。在此期间,尤其是作为跨国公司形成的主要方式——跨国并购表现得异常活跃。

海外并购的主体通常都是发达国家的跨国公司,但金融危机以后,发展中国家通过海外并购参与国际经营,在国际生产格局中的分量正日益加重。随着发展中国家海外并购的迅速发展,海外并购对发展中国家参与全球竞争的重要性将日益凸显。作为最大的发展中经济体,中国企业的国际化进程也不断加快,参与经济全球化的水平逐步提高。特别是2001年加入WTO后,中国企业参与海外并购突飞猛进,即使是近年来的全球金融危机也没有阻挡中国企业的步伐,反而加快了海外并购的进程,兴起了一次海外并购浪潮。

然而,大量的海外并购失败案例警示着中国企业,海外并购交易犹如森林拓荒,荆棘密布,困难重重。据麦肯锡的研究显示,在过去20多年里,全球大型的企业兼并案中取得预期效果的比例低于50%。而中国则有67%的海外收购不成功。根据商务部的统计显示,目前中国境外兼并收购的企业,只有1/3处于盈利和持平状态。尤其在当前国际金融危机全面深化的背景下,一方面,国际资产价格逐步下行;另一方面,未来的经济形势走势还模糊不清,因此,当前的经济态势对于海外并购而言,危与机并存。中国企业如何在海外并购中控制风险、抓住机遇,这是一个极具现实意义的、紧迫的主题。

海外并购风险控制是一个宏大的主题,这一问题的研究需要厘清海外并





购风险类型,探究风险识别方法和风险动因,研究相关的管控措施等,其中不同类型的风险可能会涉及政治、经济、法律、文化,甚至自然环境等多领域的问题,显然,这是一个艰深的主题。现有的文献也都选择某一个问题展开探究,如风险识别、风险类型划分,或有针对性地提出管控建议等。本书也仅就海外并购的财务风险管控因素问题进行深入研究,其原因有二:在某种程度上说,财务风险是各种类型风险的综合反映,具有较强的综合性。企业的各种风险都会最终反映到企业的经营收益上来,从而影响财务风险,此为其一;其二,已有的研究进行理论分析居多,少有系统的实证分析,更为重要的是,现有研究中对于海外并购财务风险的管理视角有些褊狭,仅基于财务视角来管控财务风险和现实的风险管控实践存在一定的距离,也难以起到良好的管控成效。因此,本书所论述的财务风险采用了一种宽泛的财务风险概念。把财务风险界定为企业预期收益的不确定性,因而对企业未来预期收益产生影响的各种因素都界定为财务风险管控因素。这种概念界定也许过于宽泛,而本书认为,很难想象只通过资金融通等财务手段就可以解决企业所有的财务问题,财务问题的解决是一个企业全局性的系统问题,因此这种概念界定对于财务风险管理控制策略的制定具有极其重要的现实意义。

研究海外并购的财务风险控制问题,首要解决的问题是财务风险的界定和财务风险诱因。只有明确了这两个问题,风险的控制才能有的放矢、对症下药。这也是本书的论证主题。海外并购财务风险的研究必然要全面考察海外并购交易在交易决策、操作和交易后整合的全过程。本书在对中国海外并购的现实状况和中国资本市场的当前制度背景进行分析的基础上,全面梳理了海外并购财务风险的多种诱因,明确了当前海外并购财务风险的关键管控因素,并采用上市公司的交易数据进行了系统的实证分析。本书指出,现阶段中国企业海外并购财务风险的核心控制要点在于:① 并购协同效应估值风险控制;② 并购区位选择与并购后整合过程中涉及的文化差异风险控制。本书还在研究结论的基础上提出了政府层面和企业层面相关管控建议。

本书通过严谨的理论分析和实证研究,得出了如下研究结论:

第一,从短时期来看,国有控股公司的海外并购财务效应好于非国有控股公司的海外并购财务效应,资源类海外并购的财务效应好于非资源类海外并购的财务效应,说明政府对海外并购的支持能产生积极影响。但从较长时



间来看,海外并购的财务效应逐渐趋同,差异不大。这些证据可以证实,政府对海外并购交易的支持与引导对海外并购交易过程能产生短期的正向影响,对财务风险有一定的缓解作用。但交易完成后的企业整合和跨国运营是海外并购财务风险的核心因素,这只能依赖于企业自身的经营管理能力,政府的作用有限,甚至是副作用。这也证实了中共十八大提出的“正确处理政府与市场的关系”的必要性。资源类并购能获得正常的行业回报,虽然理论上这样的并购耗费不菲的成本,并购的经济意义不大,但基于产业链管理的角度来说应该是成功的,如果研究时间窗拉长,预期的协同效应应该得以显现。而非资源类并购则不够理想。并购的累积异常收益一直小于零,也有部分时点的累计异常负回报能通过显著性检验。如果这一状况不能在以后的企业整合中得以改变,会给股东带来很大的损失,说明这类海外并购企业的财务状况存在恶化的风险。本书明确了政府的扶持、引导与监督,以及企业并购类型的战略选择是海外并购财务风险控制的重要控制层面。

第二,海外并购区位选择的重要参数——两国的文化差异对并购交易的财务效应存在重要影响。总的来看,霍夫斯泰德的五个国家维度中只有权力距离维度和个体主义与集体主义维度对海外并购效应的影响得到了数据支持。根据霍夫斯泰德的文化差异维度理论,中国是权力距离较高的社会,如能并购低权力距离社会的企业,能实现学习型并购的动机,提高自身的组织效率。但实证研究表明,目标企业所处社会的权力距离文化特质越强反而并购的绩效越好。分析模型获得的正的系数也说明了在文化特质相近的企业并购中,中国企业通常能获得较好的并购效果。这说明了中国企业管理者在跨文化经营中没有针对异质文化差异进行自我调整,对异质文化的整合能力不够。个体主义文化特质和海外并购财务效应也存在显著的正相关关系,说明集体主义主导的中国企业应该更多地把并购目标放在强调个体主义特质的发达经济体。

第三,国有控股公司的海外并购与文化差异的相关性并不显著,而非国有控股公司的海外并购则与霍夫斯泰德的五个国家维度的文化特质显著相关。合理的解释是国有控股企业的海外并购也许并非都是纯市场行为,它们的海外并购可能或多或少包含政府的意图。而政府是从国家或地方战略的角度来指导的,对并购交易暂时利益损失不是很看重,关注的是国家战略的



砧码。当然,另一种可能的解释是国有控股公司的公司治理缺陷使管理层利用权力寻租。而非国有控股公司海外并购的市场性更为纯粹,对目标公司的选择更多是基于企业自身的经济考量。因此,本研究的实证结论对民营企业的海外并购区位选择的指导意义更大。实证结论证实,并购高权力距离、强不确定性规避、强调个体主义、阴柔气质和短期导向的文化特质的企业对中国企业的海外并购能产生更好的财务效应。需要指出的是,很难找到同时符合上述要求的五个维度特性的国家和地区,现实中具体选择什么文化特质的区位,和管理层的文化整合能力相关,而且不同的管理层可能对不同文化维度的整合能力也并不相同,因此,区位的选择不是要规避文化差异,企业允许文化差异的存在。当然,文化差异小,整合则较为容易,而文化冲突的存在则可能改善或改变企业文化和价值观,实现真正意义的效率改进。

第四,协同效应估值过程中涉及的各项参数的确定都会对企业的并购效应产生影响。这些参数也是进行并购财务风险控制的重要控制点。研究表明,海外并购交易协同效应估值既涉及两国政治风险、经济风险、市场分割等问题,也涉及两个企业所处行业的国际发展趋势和并购后的经营战略。具体估值参数(通货膨胀差异、利率差异、汇率差异、资本市场指数、未来的增长率等)的选择亦至关重要。此外,海外并购完成后的债务重组会对协同效应产生重要影响。在负债比率过高的目标公司并购中,并购后优化目标企业资本结构能创造协同效应价值。

本书在研究过程中虽注重理论分析和实证检验,但由于本人知识面、研究能力等主观因素的局限,以及实证样本的收集、上市公司信息披露的精确度和全面性等客观因素的制约,使得有些问题的研究不够深入,研究结论的解释力也会受到一定的影响。因此,本书只希望能为相关问题的研究提供一种启示与参考。

作者

2015年10月

目 录

导论	1
一、研究背景和意义	1
二、海外并购的文献综述	4
三、几个概念界定	15
四、研究思路与方法	16
五、可能的创新点	20
 第一章 海外并购研究的理论基础	22
第一节 并购研究的基础理论	22
一、马克思的资本集中理论	22
二、产权理论	24
三、交易成本理论	25
四、代理理论	27
第二节 并购研究的国际直接投资理论	28
一、垄断优势理论	29
二、内部化理论	29
三、产品生命周期理论	30
四、边际产业扩张理论	31
五、国际生产折中理论	32
第三节 跨国公司理论	35
一、海外子公司理论	35
二、跨文化管理理论	38



第二章 海外并购财务风险界定与风险诱因的机理分析	45
第一节 财务风险的界定及风险诱因分析	45
一、风险概念厘定	45
二、财务风险概念界定	49
三、财务风险类型与风险诱因分析	53
第二节 海外并购的财务风险及其诱因	58
一、海外并购财务风险	58
二、海外并购财务风险诱因分析	59
第三章 中国企业海外并购财务风险诱因特征分析	68
第一节 中国海外并购的现状与特点	68
一、中国企业海外并购现状	68
二、中国企业海外并购的特点	71
第二节 中国海外并购财务风险控制因素特征	76
一、海外并购对企业财务风险影响的数据分析	77
二、中国企业海外并购财务风险的重要控制因素	84
第四章 中国海外并购财务风险效应的实证研究	89
第一节 海外并购财务风险效应的研究方法	90
第二节 基于会计指标的财务风险效应分析	91
一、指标选择和数据来源	91
二、财务风险指标体系的主成分分析	95
三、综合指标的风险效应分析	100
第三节 海外并购财务风险效应的事件研究	102
一、研究方法	104
二、样本选择和数据来源	105
三、海外并购企业各时间窗的市场反应比较分析	106
四、国有控股公司和非国有控股公司海外并购市场效应差异分析	111
五、资源类并购和非资源类并购市场效应差异比较分析	116

六、目标公司处于发达经济体与非发达经济体的并购市场效应 差异比较分析	121
第四节 实证研究结论	127
第五章 海外并购财务风险与文化差异研究	130
第一节 研究缘起	130
第二节 理论分析与研究假设	133
一、权力距离(PDI)	135
二、个体主义与集体主义(IDV)	137
三、不确定性规避(UAI)	138
四、阳刚气质与阴柔气质(MAS)	140
五、长期导向与短期导向(LTO)	142
第三节 研究设计	143
一、研究方法和变量解释	143
二、样本选择和数据来源	144
第四节 实证检验结果与分析	145
一、描述性统计分析	145
二、多元回归分析	145
三、按控制变量分组回归分析	147
第五节 实证研究结论	149
第六章 海外并购协同效应估值的风险影响因素研究	
——吉利并购沃尔沃案例研究	152
第一节 公司估值的理论方法	152
一、资产基础法	152
二、市场法	153
三、收益法	154
第二节 跨国交易的估值影响	158
一、估值策略	158





二、现金流的兑换——汇率的影响	159
三、跨国投资的贴现率调整	160
第三节 海外并购协同效应估值	163
一、协同效应来源	163
二、协同效应的量化	164
第四节 吉利并购沃尔沃协同效应的案例分析 ——国际市场视角	164
一、吉利并购沃尔沃的协同效应分析	165
二、吉利并购沃尔沃协同效应的量化	170
三、协同效应的敏感性分析	181
第五节 案例研究结论	185
 第七章 海外并购风险的政府管制和企业管控	187
第一节 海外并购财务风险影响因素的研究结论	187
第二节 海外并购风险的政府管制	190
一、政府管制理论与海外并购	191
二、海外并购的政府管制措施	197
第三节 企业微观层面的风险管控建议	200
一、进一步完善公司治理机制与财务机制、会计机制、审计机制 协调,为海外并购决策提供具有针对性、切实的依据	201
二、强化并购企业对协同效应估值的风险控制	201
三、充分研究跨文化差异,打造优秀跨文化团队	202
四、注意发挥中介机构的作用,有目的、有计划地培养一批专业化 的海外并购人才和高素质的跨国经营人才	203
第四节 本书后续研究方向	205
一、研究局限	205
二、未来的研究方向	205
 主要参考文献	207
后 记	219

一、研究背景和意义

在经济全球化的背景之下,跨国资本流动对世界各国的经济增长、技术革新和国民福利的增长具有日益重大的影响。跨国公司在这一背景下发挥着举足轻重的作用,国家之间的竞争也主要体现为跨国公司之间的竞争。作为跨国公司形成的主要方式——海外并购投资,是跨国直接投资的一种最主要的形式,也成为各国企业参与国际竞争的重要手段,是世界经济自由化的重要表现。根据联合国贸易与发展会议(UNCTAD)《2010 年世界投资报告》显示,近 20 年来,全球海外并购交易额增长迅速。1990 年海外并购交易额不足千亿美元(990 亿美元),2000 年就突破了万亿美元。此后受亚洲金融危机的影响,世界经济增长放缓,海外并购交易额也逐步下降,2003 年降为 2 970 亿美元。全球经济复苏后,海外并购额也开始增长,并在 2003—2007 年出现了 5 年的繁荣期,2007 年的海外并购额达到了 10 310 亿美元。由于次贷问题引发的金融危机的出现,近几年海外并购额有所下降。2008 年为 7 070 亿美元,2009 年降为 2 500 亿美元,即便如此,海外并购交易额仍占世界直接投资额的 60% 左右。2010 年至今海外并购额又开始了上升趋势。

进行海外并购的主体通常都是发达国家的跨国公司,以美国和英国的跨国公司最为活跃,近 10 年的海外并购交易额基本保持在全球并购额的 40% 左右。然而,近年来,发达国家的并购交易额在全球的占比有所下降,而发展中国家的海外并购交易开始逐步活跃起来。20 世纪 90 年代中期发展中国家的海外并购交易额仅 100 多亿美元,到 2001 年就迅速增长到 875 亿美元,发展中国家的跨国公司迅速增加。在 1992 年,发展中国家的跨国公司占全球跨国公司的比例不到 10%,而 2008 年,在全球 82 000 多个跨国公司中,这一比例上升到了 28%。可见,发展中和转型经济体通过海外并购参与国际经营,

在国际生产格局中的分量正日益加重。随着发展中国家海外并购的迅速发展,海外并购对发展中国家参与全球竞争的重要性将日益凸显。

作为正在崛起的全球最大的新兴经济体,中国在国际投资格局中的重要性毋庸置疑。随着中国经济持续快速地发展,中国企业的国际化进程不断加快,参与经济全球化的水平逐步提高。《2014 年世界投资报告》显示,在 2013 年中国在最大的外资接受国中位列第二(全年吸引外资达 1 239 亿美元,较上年增长 2.3%,仅次于美国),而且在最大的对外投资国中排名第三位。中国企业对外投资的方式正在发生重大的变化,更多的企业选择海外并购进入国际市场。特别是 2001 年加入 WTO 后,中国企业参与海外并购突飞猛进,即使是近年来的全球金融危机也没有阻挡中国企业的步伐,反而加快了海外并购的进程,兴起了一次海外并购浪潮。2008 年 9 月以来,美国次贷危机转化为严峻的金融危机,并迅速向全球蔓延和扩散,形成一场自 1929 年经济大萧条以来规模最大,影响最为深远的金融海啸。国际金融机构大额亏损,有些甚至破产倒闭,大宗商品价格出现剧烈波动,全球实体经济增长放缓,甚至负增长。这场危机导致美国金融市场流动性紧张,一些私营企业和机构陷入了暂时的困境,欧债危机也对欧洲地区的实体经济产生了深重的影响,这在一定程度上为中国企业提供了很好的并购机会。根据商务部、国家统计局和国家外汇管理局联合发布的数据显示,在 2008 年,全球对外直接投资总额下降了 13.5%,而中国对外直接投资增长了 111%,达到了 559 亿美元。截至 2009 年年底,中国境内投资者在全球 177 个国家(地区)设立境外直接投资企业 13 000 家,对外直接投资额达 2 457.5 亿美元,由此可见,中国的对外直接投资在这次金融危机中并没有受到多大的影响。2002 年中国海外并购额约 2 亿美元,2008 年这一数据迅速增长到 205 亿美元,2009 年和 2010 年略有下降,已公布的海外并购交易金额约 160.99 亿美元和 131.95 亿美元。2011 年开始又快速上升,2011 年、2012 年和 2013 年这一金额分别为约 281 亿美元、298 亿美元、385 亿美元。可以说,是这次金融危机促成了中国企业的海外并购进一步发展,并形成了一次更高的海外并购浪潮。

值得深思的是,伴随着中国企业的海外并购风起云涌,中国企业国际化进程中遭遇了各种风险与阻力,跨国并购的效益并不理想。自 2004 年以来中国企业海外并购不乏失败的案例:中海油、海尔、中国移动等企业的很多海外竞购活



动都以失败告终,而 TCL、京东方等企业则由于海外并购陷入了巨额的财务亏损,上海汽车对韩国双龙汽车的并购为上海汽车带来了巨大的包袱,并最终惨淡收场,联想对 IMB 个人电脑业务的并购也很难说达到了预期的战略目标。据麦肯锡的研究显示,在过去 20 年里,全球大型的企业兼并案中取得预期效果的比例低于 50%。而中国则有 67% 的海外收购不成功。而根据商务部的统计显示,目前中国境外兼并收购的企业,只有 1/3 处于盈利和持平状态。

2009 年,商务部在总结了国内企业海外并购的诸多风险后认为,在海外并购的诸多风险中,其实最突出的还是政治风险、法律风险和财务风险。政治风险与东道国的政府政策变化等行为有关,包括征收、国有化、战争以及恐怖活动等政治暴力事件。法律风险是指对东道国法律体系的不了解或理解不深而形成的一些巨额损失。目前世界上已经有 60% 的国家有反托拉斯法及管理机构,但是管理重点、标准及程序各不相同,经常使并购过程旷日持久,往往需要花费高额的法律和行政费用,增加并购成本,并且受到与收购公司有关的法律制约。跨国并购往往还会给企业带来严重的财务风险。首先是融资风险,跨国并购一般都需要巨额资金,国内企业进行跨国并购,主要是合资注入业务资产或以现金支付,资金来源多为自有资金、银团贷款或通过资本市场融资;其次是支付风险,支付手段选择不当,可能会使企业面临巨大的资金流压力;再次是外汇市场带来的风险,汇率和利率的波动对巨额资金产生的影响是不可低估的一个重要因素;此外,并购过程中对目标企业的估值准确与否而产生的定价风险,以及并购后整合期间的效益不佳,后期所需大量资金投入和过度负债的杠杆效应更加放大了企业的财务风险。

可见,中国企业海外并购交易是风险和机遇并存,从长远来看,中国跨国公司的崛起和发展是大势所趋,而实施海外并购、整合全球资源则是企业做大做强的必然的选择,这既是企业应对日益激烈的国际竞争的需要,也是寻求国家战略资源的需要^①。整体而言,中国企业的国际化经营还处于初级阶

^① 作为世界加工厂,我国的大宗商品消耗量正快速增长。地球政策研究所所长莱斯特·布朗指出,在基础大宗商品(谷物、肉类、石油、煤炭和钢铁)的消费中,现在除了石油以外,中国对其他四种大宗商品的消费量均已超越了美国的消费量,而且在石油消费量方面,中国也在迅速赶超美国。我国是资源稀缺国家,加之极为浪费的资源消耗量,使我国的资源供应面临着极为严峻的局面,其中能源资源和高品质矿产资源的供应困境最为严峻,原油、铁矿石进口比例已超过 50%。



段,跨国经营的经验不足,资源整合能力和跨文化管理能力较弱,在国际化经营的进程中面临多种障碍和风险(田泽,2010)。诚然,自1999年中国提出“走出去”战略以来,为了国内企业能“走出去”,成长为世界级的跨国公司,参与国际竞争,国家出台不少相关的扶持政策和引导措施,这是中国企业走出去的坚强后盾。但企业在跨国经营中的健康成长也离不开理论的指导,跨国并购的理论应是中国企业的跨国经营中健康成长的坚实基础。由于中国海外并购的历史并不长,国内对跨国并购的研究主要集中在并购现状、并购动机和并购效应的探讨上,对海外并购的风险的分析也只集中在海外并购的法律风险、政治风险和整合风险等方面,对于海外并购所引发的财务风险研究则很少。虽然近年来出现了不少国内并购交易的财务风险研究,但海外并购交易和国内并购存在很大的差异,海外并购极大的不确定性和信息不对称问题对企业财务所带来的风险效应应该比纯国内并购更大,影响因素更复杂,因此,探讨海外并购的财务风险诱因和财务风险控制策略,对于中国企业提高海外并购的效率,寻找中国企业跨国经营的健康发展之路,都具有重大的理论和现实意义。

二、海外并购的文献综述

对海外并购理论研究和一般的国内并购研究一样,主要关注两个方面的论题:一个是海外并购动机的理论研究;一个是海外并购绩效(即海外并购是否创造价值)的理论研究^①。Shimizu、Hitt、Vaidyanath 和 Pisano(2004)对30篇海外并购的文献作了回顾,他们将海外并购的研究归纳为三个方面:①把海外并购作为市场进入战略手段;②海外并购是一个动态的学习过程;③海外并购是一种创造价值的战略。其中①和②仍是并购动机的理论研究范畴。此外,有关海外并购风险的相关研究通常都结合在并购绩效和跨国经营风险的相关研究当中,很少有专门针对海外并购风险的相关文献。

(一) 关于海外并购动机的研究

海外并购动机的研究一直是理论界研究的一个热点和重点,相关的研究成果也很多。海外并购是企业国内并购跨国界发展的产物,其并购动机的理

^① 根据作者在《会计之友》(2011年22期:第30~32页)发表的《跨国并购研究现状分析》修改。



论基础不能脱离传统国内并购动机理论。例如,效率理论、协同效应理论、代理问题和管理主义理论、管理者自大假说、市场势力理论、自由现金流量假说、市场缺陷理论等。实际上动机理论的研究也综合在并购收益来源的研究之中。布哈格特、谢内夫(Shleifer A.)等(1990)就指出:“关于收购收益的来源的文献中充满了丰富的理论。”这些理论是并购动机的理论基础。

较早对并购价值来源进行解释的研究是多德和鲁巴克(1977),他们认为,在收购事件发生之前,目标公司的资产没有得到管理者的充分利用,收购事件的发生,说明并购公司对目标公司的资产价值和资产使用效率有了重新的衡量和判断,如果并购后更换了管理层,则目标公司的资产使用效率得以提高。即使不更换管理层,甚至并购失败,都使目标公司的管理层意识到公司资产的使用效率存在问题,从而改善管理,提升资产的利用效率,增加股东财富,并购的收益来源即在于此。这就是内部效率假说(Internal Efficiency Hypothesis),也是并购事件得以发生的一个原因,是符合公司控制权市场理论的主流观点。

随着这一问题研究的兴起,又出现了“市场垄断假说”、“信息效应假说”、“节税效应假说”、“建立帝国假说”、“剥削假说”等各种对并购收益的假说。按谢内夫等人的观点,这样一些理论假说都可以归类为“财富转移假说”。这一假说认为,收购或兼并只不过是财富在不同利益者之间的转移而已,本身并没有新的财富产生。因此,公司并购事件的发生动机就在于一部分利益主体企图获取另一部分利益主体的利益。实际上,这样一些假说也并没有得到有力的实证数据的支持,阿斯奎斯、金(Paul Asquith 和 E. Han Kim,1982)对50家涉及兼并事件的公司展开分析后认为,没有哪一项检验能提供证据说明卷入兼并的股东和债券持有人之间存在财富转移的现象^①。针对各种假设的实证研究仍在进行之中。

与“财富转移假说”相对立的观点是“协同效应假说”。“协同效应假说”认为,通过并购可以使得公司由于规模经济而节约成本,或由于生产和流通中的人员和资产的高度合作互补而节省成本,提高效率,从而使公司价值得以提升

^① Paul Asquith and E. Han Kim: The Impact of merger bids on the participating firms' security holders, *The Journal of Finance*, vol XXXVII, NO5, December 1982: 1209~1228.



(威廉姆森, 1971; J. F. Nielson 和 R. W. Melicher, 1973; Klein、Robert G. Crawford 和 Alchian, 1978)。詹森也一直力主这一观点。博凯维奇和纳拉亚南(1993)在《收购的动机: 一项实证调查》一文中实证了这一观点, 因此他们认为, “协同效应是绝大多数收购的原因”。SSP(2002)的研究也支持这一观点。

显然, 这些理论观点对海外并购的动机都有一定的解释力, 但海外并购的动机应该不是一两个理论观点就可以概括的, 不同的公司可能基于不同的动机或多种动机来从事这一经济活动, 正如博凯维奇和纳拉亚南所指出的, “除了协同效应, 公司收购必有其他的收购动机”。另外, 海外并购作为一种国际直接投资的主要形式, 国际直接投资理论也可以部分解释海外并购动机。例如, 垄断优势理论、内部化理论、产品生命周期理论和区位因素理论、国际生产折中理论等。鉴于海外并购涉及两国或多国的经营环境, 比国内并购涉及的变量要多得多, 并购动因也更复杂, 上述已有的理论成果也难以解释在不断变化境况下的一些海外并购实践, 因此, 西方学者又从一些不同的角度来解释海外并购动机。例如, 价值低估理论(Vasconcellos 和 Kish, 1998)、交易成本理论(Williamson, 1985; Hennart 和 Park, 1993; 巴克利和卡森, 1998)、产业组织理论(Baldwin 和 Caves, 1985; 克鲁格曼和奥泊斯法尔德, 1998)、资源基础理论(Baum 和 Oliver, 1991; Eisenhardt 和 Schoonhoven, 1996; Hennart, 1991; Madhok, 1997)和组织学习理论(Barkema 和 Vermeulen, 1998、2001)、分散化理论(Seth, 1990; Markides 和 Ittner, 1994; Denis 和 Yost, 2002)等。

此外, 国外有关海外并购动机的理论研究成果还有很多, 如“情景理论”、“网络理论”等, 西方学者一直试图从不同的角度来揭示海外并购的真正动机。海外并购的动机往往是多因素影响的结果, 即海外并购实践也许是上述动机的两个或多个动机交织综合的结果。即使如此, 仍然有大量的并购实践难以从已有的研究成果中找到有力的解释。因此有关海外并购动机的理论仍处于不断地发展和完善之中, 很多具体的并购动因也不断被提出。

布鲁纳教授在其著作《应用兼并与收购》中, 通过对大量的研究进行梳理, 概括出了如下具体动因^①:

^① 这些具体动因引自罗伯特·F·布鲁纳:《应用兼并与收购》, 中国人民大学出版社 2006 年版, 第 113~119 页。