

国家风险、文化差异及跨国 并购财务政策选择研究

GuoJia FengXian、WenHua ChaYi Ji KuaGuo BingGou
CaiWu ZhengCe XuanZe YanJiu

◎ 王秀婷 / 著

选择研究

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

国家风险、文化差异及跨国 并购财务政策选择研究

GuoJia FengXian、WenHua ChaYi Ji KuaGuo BingGou
CaiWu ZhengCe XuanZe YanJiu

◎ 王秀婷 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国家风险、文化差异及跨国并购财务政策选择研究 /

王秀婷著. —北京: 经济科学出版社, 2017. 1

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7402 - 1

I. ①国… II. ①王… III. ①企业 - 跨国兼并 - 财务管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 260068 号

责任编辑: 刘明晖 李 军

责任校对: 刘 昕

版式设计: 齐 杰

责任印制: 王世伟

国家风险、文化差异及跨国并购财务政策选择研究

王秀婷 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京中科印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13 印张 180000 字

2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7402 - 1 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前言

并购是企业快速扩大规模的常用方法之一。跨国并购是“十二五”期间中国企业实施“走出去”战略的重要举措，也是企业走出国门，开拓国际市场的一条捷径。正因如此，近年来，我国企业跨国并购发展迅猛，不管是发生次数还是涉及金额都创历史新高，我国也连续两年位列全球三大对外投资国。然而，我国企业进行跨国并购的结果并不是都尽如人意。就像“七七定律”所说，70%的并购没有实现期望的商业价值，其中又有70%失败于并购后的整合。

跨国并购是一把“双刃剑”，若对并购中涉及的经济制度、政治制度、法律制度、文化等因素把握不够，很容易给企业造成巨大损失，甚至影响并购方企业的可持续发展。近年来中国企业因自身以外的原因而导致投资受阻和受损的情况不断发生。究竟是什么因素导致中国企业跨国并购屡屡受挫呢？长江商学院教授曾鸣（2012）认为，大量的研究证实，这样的跨国并购有两个致命的缺陷。其一是在交易过程中支付了过高的溢价，远超出卖方的实际价值，而并购后一般又难以获得巨额的回报收回溢价，最终导致并购失败。结果是，最初得意扬

扬的并购赢家变成了最后的投资大输家。由于这种情况非常常见,于是获得了一个专有的名字,叫“赢家的诅咒”,赢得并购的那一天往往就是诅咒的开始。其二便是并购方大多认为此次并购能够产生很大的协同效应,但事实上由于整合难度往往高于最初的预期,导致协同效应很大一部分难以实现,这一现象被称为“协同效应陷阱”。

深入探究发现,国家风险和国家层面的文化差异对跨国并购的成败影响很大。在企业跨国并购面临的各类风险中,有一类风险是基于国家主权行为且并购企业很难控制的外在风险,如目标企业所在国家的政策、外汇管制、战争环境、自然灾害等,称之为国家风险。文化差异是指两个国家在传统观念、社会习惯、意识形态等方面的不同。两国文化差异越大,跨国并购双方沟通交流以及并购后整合难度越大。国家风险和文化差异对跨越国界的跨国并购成败的影响是显而易见的。当东道国战争频发、经济不稳定或者与中国文化差异很大时,不管是并购交易中的谈判还是在并购后整合,难度都会明显增加,并购成功的可能性减小。财务政策是企业各项决策中最重要的决策之一,也是影响并购成败的关键因素之一。因此,在全球并购浪潮的冲击下,运用跨国并购和财务管理的有关理论,分析中国企业跨国并购的历史和现状,研究如何根据东道国国家风险和文化差异相机制定财务政策是当务之急。

本书以2005~2012年中国上市公司发起的跨国并购为样本,实证分析了不同国家风险和文化差异情况下,跨国并购交易阶段和整合阶段不同财务政策的选择问题。本书共六章,具体内容包括:第一章为引言。介绍本书的研究背景及意义,研究思路、内容以及创新和不足。第二章为文献综述。回顾与本

书研究相关的文献并评述。具体包括跨国并购评价方法、跨国并购交易过程财务政策选择、跨国并购整合过程财务政策选择、国家风险与跨国并购以及文化差异与跨国并购共五部分。第三章为我国跨国并购制度背景及现状分析。介绍与本书相关的理论基础和我国跨国并购的制度背景。相关理论具体包括国家风险理论、跨文化管理理论以及跨国并购财务政策理论,其中跨国并购的财务政策理论又分为跨国并购交易过程财务政策和整合过程财务政策。制度背景包括我国并购和跨国并购的历史演进过程及发展趋势。我国跨国并购现状分析当前我国跨国并购存在的一些问题。第四章是基于国家风险、文化差异的跨国并购交易过程财务政策选择实证分析。本章以 2005 ~ 2012 年中国上市公司发起的 197 起跨国并购案例为样本,分别以国家风险和文化差异为调节变量,实证检验了在跨国并购交易过程中并购融资方式、支付方式以及并购溢价等财务政策如何选择才能提高跨国并购交易成功率,模型中控制了并购交易特征、并购双方特征等因素的影响。第五章为基于国家风险、文化差异的跨国并购整合过程的财务政策选择实证分析。本章以 2005 ~ 2012 年中国上市公司成功发起的 155 起跨国并购案例为样本,以国家风险、文化差异为调节变量,实证检验了在跨国并购整合过程中并购方融资政策、投资政策、营运资金管理政策以及股利分配政策四个财务政策如何选择才能提高跨国并购整合的成功率。第六章为结论与政策建议。总结全书,归纳全书的研究结果,基于研究结论提出提高跨国并购成功率的政策建议,并对今后的研究提出展望。

根据本书的实证研究,本书得到如下研究结论:第一,国家风险和文化差异对无论是跨国并购交易成败还是整合成败都

有显著负向影响。第二，在跨国并购交易阶段，国家风险较高或文化差异较大时，并购融资方式选择内源融资能够有效降低跨国并购交易失败的风险。第三，在跨国并购交易阶段，国家风险较高或文化差异较大时，并购支付方式选择现金方式能够有效提高跨国并购交易成功的可能性。第四，在跨国并购交易阶段，国家风险较高或文化差异较大时，降低溢价率能够显著提高跨国并购交易成功的概率。第五，在跨国并购整合阶段，国家风险和文化差异较大时，并购方降低负债比率能够提高整合成功的可能性。第六，在跨国并购整合阶段，国家风险较高或文化差异较大时，并购方减少投资支出能够有效提高跨国并购整合成功的可能性。第七，在跨国并购整合阶段，国家风险较高或文化差异较大时，并购方增加营运资金比重能够有效降低跨国并购整合失败的风险。第八，在跨国并购整合阶段，国家风险和文化差异较大时，并购方并购后减少股利支付能够有效提高并购整合成功的概率。

本书的创新之处在三个方面：第一，关注跨国并购中的财务政策选择。财务政策是企业各种政策中非常重要的政策之一，然而现有关于并购的文献大多忽视并购中的财务政策选择问题，或者只关注其中一个政策，比如支付方式，关于并购后整合过程中的财务政策研究文献较少。第二，分阶段分重点分析并购过程中的财务政策。国内外很多学者认为尽管学术界用了大量理论和方法研究并购，然而我们似乎对并购成败的影响因素等问题知之甚少。有学者认为之所以会出现这样的结果是因为之前的文献大多把并购视为一个时间点的事件或者只考虑一个阶段，忽视了并购本身的动态性以及复杂性。有国外学者认为为了提高并购成功可能性，并购过程应该分为几个阶段，

每个阶段有不同的目标和行动。本书借鉴以上观点，将并购分为两个阶段，即交易阶段和整合阶段。将并购双方成功签署并购协议及之前的阶段视为交易阶段。在交易阶段重点关注并购支付方式、并购融资方式以及并购溢价三个财务政策的选择问题。将并购双方成功签署并购协议并完成交接后视为整合阶段。在整合阶段，并购交易已经完成，企业关注的财务政策转向整个企业的融资政策、投资政策、营运资金管理政策和股利分配等财务政策。第三，从国家风险和文化差异角度分析跨国并购中的财务政策选择。相对于普通并购来说，跨国并购最大的特点就是跨越国界。由于受众多外部宏观因素如政治、经济、文化等制度因素的影响，从并购的结果来看，在过去二十多年里，中国企业跨国并购案失败率远远超过世界平均水平，这使中国的许多企业，遭受了巨大的经济损失，企业面临着外部竞争和自身发展需要的双重压力，严重阻碍了中国企业“走出去”的步伐。国内外关于文化差异与并购绩效的文献有很多，但大多将文化差异视为自变量或者控制变量，研究结论也各不相同；关于国家风险与跨国并购的关系的文献较少，而且使用中国编制国家风险指数作为国家风险代理变量的文献就更少了。本书将国家风险和文化差异视为调节变量，研究不同国家风险和文化差异情况下跨国并购财务政策选择，从而规避国家风险和文化差异对企业跨国并购活动带来的危机。

王宇
2016.11.12

contents

『目录』

第1章 导论

1.1 研究背景及意义	1
1.2 研究思路及方法	6
1.3 研究内容	9
1.4 本书的创新与不足	10

第2章 国内外研究综述

2.1 并购绩效研究综述	14
2.2 并购交易过程财务政策研究综述	17
2.3 并购整合过程财务政策研究综述	23
2.4 国家风险与跨国并购研究综述	33
2.5 文化差异与跨国并购研究综述	35
2.6 文献述评	38

第3章 我国跨国并购制度背景及现状分析

3.1 相关概念界定及理论分析	41
3.2 我国跨国并购的制度背景	59
3.3 我国跨国并购的现状分析	62

第4章 基于国家风险、文化差异的跨国并购交易过程财务政策选择实证分析

4.1 样本选择及变量定义	71
4.2 国家风险、文化差异与跨国并购交易成败	88
4.3 基于国家风险、文化差异的跨国并购交易阶段 并购融资方式选择	93
4.4 基于国家风险、文化差异的跨国并购交易阶段 支付方式选择	99
4.5 基于国家风险、文化差异的跨国并购交易阶段 定价政策选择	104
4.6 稳健性检验	109
4.7 本章小结	110

第5章 基于国家风险、文化差异的跨国并购整合过程的财务政策选择实证分析

5.1 样本选择及变量定义	113
5.2 国家风险、文化差异与跨国并购整合成败	129
5.3 基于国家风险、文化差异的跨国并购整合阶段 筹资政策的选择	134
5.4 基于国家风险、文化差异的跨国并购整合阶段 投资政策的选择	140
5.5 基于国家风险、文化差异的跨国并购整合阶段营运 资金政策的选择	145
5.6 基于国家风险、文化差异的跨国并购整合阶段股利 政策的选择	150
5.7 稳健性检验	156
5.8 本章小结	157

第 6 章 结论与政策建议

6.1 研究结论	161
6.2 政策建议	164
6.3 研究局限与未来研究展望	169
参考文献	172
后 记	192

图表索引

图 1-1 本书研究思路图	7
图 1-2 本书框架图	10
图 3-1 并购融资方式分析图	54
表 3-1 1998~2013 年我国跨国并购东道国国家风险均值表	64
表 3-2 1998~2013 年我国跨国并购东道国与中国文化差异得分表	66
表 3-3 1998~2013 年我国跨国并购支付方式统计表	69
表 4-1 跨国并购交易阶段样本行业分布	71
表 4-2 跨国并购交易阶段样本国家分布	72
表 4-3 跨国并购交易阶段变量定义及描述	79
表 4-4 跨国并购交易阶段各虚拟变量频数统计	81
表 4-5 跨国并购交易阶段全样本所有变量的描述性统计	82
表 4-6 跨国并购交易阶段按国家风险大小分组的各变量描述性统计	84
表 4-7 跨国并购交易阶段按文化差异大小分组的各变量描述性统计	85
表 4-8 跨国并购交易阶段各变量相关系数	87
表 4-9 跨国并购交易阶段国家风险和文化差异的回归结果	92
表 4-10 跨国并购交易阶段融资方式回归结果	96
表 4-11 跨国并购交易阶段支付方式的回归结果	102
表 4-12 跨国并购交易阶段溢价率的回归结果	107
表 5-1 跨国并购整合阶段样本行业分布	114
表 5-2 跨国并购整合阶段样本国家分布	115
表 5-3 跨国并购整合阶段变量定义及描述	121

表 5-4 跨国并购整合阶段各虚拟变量频数统计 122

表 5-5 跨国并购整合阶段各变量的描述性统计 123

表 5-6 跨国并购整合阶段按国家风险大小分组的各变量描述性统计..... 125

表 5-7 跨国并购整合阶段按国家文化差异大小分组的各变量描述性
统计 126

表 5-8 跨国并购整合阶段各变量的相关系数 128

表 5-9 跨国并购整合阶段国家风险和文化差异的回归结果 132

表 5-10 跨国并购整合阶段融资政策的回归结果 137

表 5-11 跨国并购整合阶段投资政策的回归结果 143

表 5-12 不同营运资金政策下收益与风险水平 146

表 5-13 跨国并购整合阶段营运资金管理政策回归结果 148

表 5-14 跨国并购整合阶段股利政策回归结果 154

第 1 章

导 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

跨国并购是“十二五”时期中国企业实施“走出去”战略的重要行动。根据 2014 年 9 月 9 日商务部、国家统计局、国家外汇管理局等单位联合发布的《2013 年度中国对外直接投资统计公报》^①，我国对外直接投资流量达到 1 078.4 亿美元的历史高点，较上年同期上涨了 22.8%，成为连续两年排名世界上三个最大的外国投资国。2013 年，中国企业共实施对外投资并购项目 424 个，实际交易金额 529 亿美元。据普华永道发布《2011 中国企业并购与前瞻报告》和《2012 中国企业并购回顾与 2013 年前瞻》，2011 年我国企业跨国并购发生 207 起，价值 429 亿元人民币；2012 年，我国企业跨国并购案例共发生 191 例，金额达到 652 亿美元。可见，跨国并购已成为中国企业成长和一个重要途径。

通过并购迅速扩大规模是企业快速做大做强的最主要手段之一。由

^① 商务部、国家统计局、国家外汇管理局每年联合发布一次《中国对外直接投资统计公报》，《公报》分为中国对外直接投资概况、中国对外直接投资特点、中国对主要经济体的投资、对外直接投资者构成、对外直接投资企业的地区 and 行业分布、综合统计数据六个部分。

于一般跨国并购的被并购方拥有大量的知识产权,广大海外渠道和知名品牌,再加上中国的低成本优势,跨国并购后的并购方取得国际竞争力似乎指日可待。然而,跨国并购并非像看到的那样成功。但是,跨境并购是一把“双刃剑”。德国咨询公司 Dealogic 的分析数据显示,2009~2010 年中国企业跨国并购失败率为世界最高,达到 12%,远高于美国和英国的水平(2%和1%)。国际知名咨询公司麦肯锡指出,高达 67% 的中国企业跨国并购不成功^①。在现实生活中,我们也经常看到中国企业跨国并购失败的新闻报道。如中海油并购美国优尼科石油公司失败^②,成为其并购史上最大的一次并购“滑铁卢”;中国远洋集团收购洛杉矶长滩市一个军用码头时受到美国舆论的抵制;华为斥资 200 万美元收购美国三叶公司的部分资产,受到美国众议员联名反对而被迫最终放弃;具有同样遭遇的还有烟台万华收购匈牙利一家化学公司失利、中国铝业并购澳大利亚力拓交易失败等等。究竟是什么因素导致中国企业跨国并购屡屡受挫呢?长江商学院教授曾鸣(2012)认为我国的跨国并购存在两个很严重的问题。一个是“赢家的诅咒”^③。也就是说,在众多参与竞标的并购方中,赢得并购的公司往往是出价最高的,而这个价格一般都远远超出目标方的实际价值。那么这么高的价格为什么并购方还要购买呢?原因是他们看重的是并购后可以获得数量可观的协同效应。然而,跨国并购的整合是有难度的,在实施中往往比预期的难度要大,因此,协同效应的很大一部分并未实现,导致另一个问题“协同效应陷阱”^④。

① 就像“三七定律”所说,70%的并购没有实现期望的商业价值,其中又有 70% 失败于并购后的整合。

② 2005 年 6 月 23 日中海油宣布以要约价 185 亿美元收购优尼科石油公司。这是迄今为止,涉及金额最大的一笔中国企业海外并购。

③ “赢家的诅咒”理论(winner's curse)首先由卡彭(Capen)、克拉普(Clapp)和坎贝尔(Campbell)提出,用于解释为了获得石油、天然气而卷入投标公司的投资低回报情况。

④ “协同效应陷阱”(Synergy Trap)是指出现“赢家的诅咒”的原因是大部分并购方都认为支付的价格不高,因为这项并购可能对其产生足够的协同效应,整合后可以共同创造远远高于购买价格的价值。然而,现实情况是,很大一部分协同效应无法实现。并购整合的难度,尤其是跨国并购后整合难度,往往高于最初的预期。这一现象被称为“协同效应陷阱”。

以上两点一个涉及并购交易中的溢价问题；一个涉及并购后的整合问题。

企业进行跨国并购必然面对各种风险，其中有一类是跨国并购区别于国内并购特有的风险，便是目标方所在国家的风险，我们称之为东道国国家风险^①。比如东道国政治经济是否稳定、自然灾害是否多发等。并购方在跨国并购整个过程中必须顺应并购活动所面临的国家风险，在对不同国家风险分析、评估、监控的基础上，调整跨国并购的财务政策选择，包括并购支付方式、并购后投融资政策等，从而规避国家风险对企业并购带来的负面影响。还有一类东道国政治经济等方面都比较稳定，资本市场也非常发达，整个国家环境非常有利于投资，但是仍有很多跨国并购是失败的。经深入分析原因，我们发现，这类东道国与中国之间在价值观念、行为方式等方面差异较大，在跨国并购谈判中受到这些差异的影响往往很难成功，我们称这些差异为文化差异^②，这些是影响跨国并购成败的隐性风险。阎大颖（2009）指出，东道国与母国之间的文化差异越大，并购方对目标方所在国家的风俗习惯等文化环境越陌生，越不易获得当地社会的认可，从而给跨国并购的实施以及并购后的整合带来更大的困难。梅金等人（Makin et al., 2000）也指出，并购交易双方的文化差异越大，在整

① 国家风险（Country Risk）指在国际经济活动中，由于国家的主权行为所引起的造成损失的可能性。国家风险是国家主权行为所引起的或与国家社会变动有关。在主权风险的范围内，国家作为交易的一方，通过其违约行为（例如停付外债本金或利息）直接构成风险，通过政策和法规的变动（例如调整汇率和税率等）间接构成风险，在转移风险范围内，国家不一定是交易的直接参与者，但国家的政策、法规却影响着该国内的企业或个人的交易行为。

② 文化差异即是指因地区异同，各地区人们所特有的文化异同而产生的差异。霍夫斯泰德（Hofstede）认为：文化是在一个环境中的人们共同的心理程序，不是一种个体特征，而是具有相同的教育和生活经验的许多人所共有的心理程序。不同的群体、区域或国家的这种程序互有差异。这种文化差异可分为五个维度：权力距离（Power Distance），不确定性避免（Uncertainty Avoidance Index），个人主义与集体主义（Individualism versus collectivism），男性度与女性度（Masculinity versus femininity），长期取向与短期取向（Long-term orientation versus short-term orientation）。

合过程中的职工管理效率就越低。金等人 (Kim et al., 1992) 认为, 跨国并购交易双方之间较大的文化差异会降低并购绩效, 增加整合难度, 从而导致新建比跨国并购的效果更好。从跨国并购实践来看, TCL 收购德国施耐德因文化差异, 整合乏力, 并没有取得预期效果; 德国戴姆勒收购美国克莱斯勒, 因为文化差异较大, 三年后戴姆勒的市值减少了 490 亿美元。美德文化差异尚如此之大, 中国与欧美的文化差异更可想而知。

本书研究将跨国并购视为一个复杂的过程, 基于不同国家风险状况和文化差异大小, 选择并设计企业跨国并购交易过程和整合过程中的财务政策, 旨在降低国家风险和文化差异的阻碍作用, 提高跨国并购交易和整合的成功率, 从而实现预期的协同效应。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

跨国并购是经济学、管理学等领域研究的热点问题, 经历了多年的研究, 国外已经形成比较完备的理论体系, 比如规模经济理论^①、国际生产折衷理论^②、垄断优势理论等^③。随着改革步伐的不断深入, 理论

① 规模经济理论是指企业通过并购, 把生产、研发、配销等过程中的固定成本降低, 达到经济规模使现金流入增加, 进而增加产品市场的占有率, 使并购企业更加具有竞争力。

② 1977 年, 英国雷丁大学教授邓宁 (J·H·Dunning) 在《贸易, 经济活动的区位和跨国企业: 折衷理论方法探索》中提出了国际生产折衷理论。该理论认为决定国际企业行为和直接投资的三个最基本的要素: 所有权优势 (Ownership), 区位优势 (Location), 市场内部化优势 (Internalization)。这就是所谓的 OLI 模式。

③ 1960 年美国学者斯蒂芬·海默 (Stephen Hymer) 在《国内企业的国际化经营: 对外直接投资的研究》论文中, 首次提出了垄断优势理论。70 年代金德贝格 (Kindberg) 对海默提出的垄断优势进行的补充和发展。它是一种阐明当代跨国公司在海外投资具有垄断优势的理论。此理论认为, 考察对外直接投资应从“垄断优势”着眼。这一理论主要是回答一家外国企业的分支机构为什么能够与当地企业进行有效的竞争, 并能长期生存和发展下去。海默认为, 一个企业之所以要对外直接投资, 是因为它有比东道国同类企业有利的垄断优势, 从而在国外进行生产可以赚取更多的利润。