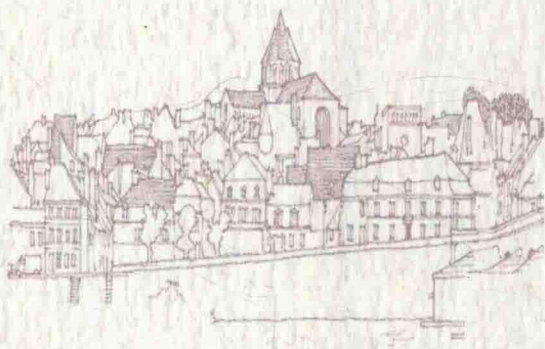


内蒙古财经大学工商管理学术文库
NEIMENGGU CAIJING DAXUE GONGSHANG GUANLI XUESHU WENKU



PSYCHIC DISTANCE AND CHINESE ENTERPRISES OVERSEAS M&A
EQUITY CONFIGURATION STRATEGY RESEARCH-BASED ON 2004~2015 SAMPLES

薛君◎著

心理距离与中国跨国并购股权选择研究

——基于2004~2015年样本

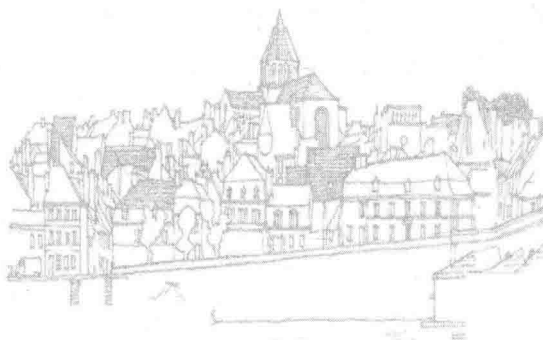
中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

内蒙古财经大学工商管理学术文库

NEIMENGGU CAIJING DAXUE GONGSHANG GUANLI XUESHU WENKU



PSYCHIC DISTANCE AND CHINESE ENTERPRISES OVERSEAS M&A
EQUITY CONFIGURATION STRATEGY RESEARCH-BASED ON 2004~2015 SAMPLES

薛君◎著

心理距离与中国跨国并购股权选择研究

——基于2004~2015年样本

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

心理距离与中国跨国并购股权选择研究/薛君著.

—北京: 经济科学出版社, 2017. 12

(内蒙古财经大学工商管理学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8952 - 0

I. ①心… II. ①薛… III. ①企业 - 跨国兼并 - 股权管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 006286 号

责任编辑: 庞丽佳

责任校对: 靳玉环

责任印制: 邱 天

心理距离与中国跨国并购股权选择研究

——基于 2004 ~ 2015 年样本

薛 君 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 - 88191522

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)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.5 印张 230000 字

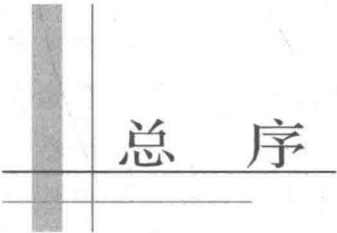
2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8952 - 0 定价: 39.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

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



总 序

《国家中长期教育改革与发展规划纲要（2010~2020）》提出要全面提高高等教育质量、提高人才培养质量、提升科学研究水平、增强社会服务能力、优化结构办出特色。国家更高水平的普及教育使新增劳动力平均受教育年限由 12.4 年提高到 13.5 年，要求高等学校能为社会和区域经济发展培养输送更多高素质人才。“十三五”时期，高等学校将面临重大机遇与严峻挑战。一是人力资源强国战略对高层次应用型人才提出新的要求。二是学位授权审定办法改革以及“双一流”建设促使高校加快学科专业优化调整。三是以互联网为代表信息技术对高等教育改革产生全方位影响。四是国家倡导深入推进高校创新创业教育改革对人才培养提出新要求。五是在国家“一带一路”倡议的背景下，地处边疆民族地区的高校有了更多的跨国、跨民族、跨文化交流、合作和竞争的机会。六是深化综合改革是高校未来一段时间建设和发展的重要主题。高等学校正在由外延型发展转变为内涵式发展，如何调整内部结构，优化学科专业布局，突出办学特色，已经成为

所有高等学校面临的重大抉择。同时也对高等学校进一步提高人才培养质量,提升学校的社会影响力和竞争力提出了更为迫切的要求。

内蒙古财经大学工商管理学院是内蒙古自治区工商管理教育的重要基地,承担着内蒙古财经大学工商管理一级学科、内蒙古自治区重点学科——企业管理二级学科建设任务,同时也是企业管理专业硕士学位授权点、内蒙古中小企业发展研究基地的“领衔”建设单位。

内蒙古财经大学工商管理学院经过几十年的建设和发展,以“育人为本、质量立校、人才强校”的办学理念为根本,坚持以“调整结构、优化布局,突出特色、强化应用,开放合作、服务地方”作为发展思路,立足内蒙古,面向全国,接轨国际,已经成为内蒙古地区特色鲜明、优势突出,有较高社会影响力的集管理理论研究与应用、专业人才培养与社会服务于一体的高水平的工商管理学院。

“十二五”期间,工商管理学院以学科建设为龙头,以课程建设为基础,以课堂教学质量为抓手,着力加强师资队伍建设取得明显成效。目前具有高级职称的教师在专任教师中的比重已达到70%;博士和在读博士的比重已近40%;具有海外访学经历的教师所占比重达到30%。并涌现出许多优秀的中青年教师。他(她)们在各自的研究领域辛勤耕耘,无畏探索,勇于创新,特别是在交叉学科和边缘学科的研究以及学科融合方面做出了大胆有益的尝试,取得了较好的阶段性成果。概括地讲他(她)们的研究成果具备以下特点:

1. 前瞻性。选题的视角非常超前和独特,他(她)以学者的眼光敏锐捕捉到当前经济生活中的一些鲜为人知的经济现象,通

过抽丝剥茧的方式，由表及里深入分析，探寻隐藏在经济现象背后的具有规律性的事物本质。

2. 原创性。许多问题的研究已远远超出了管理学的研究范畴，形成多学科融合的研究范式。并对以此为基础构成的交叉学科和边缘学科进行系统分析，提出了许多独到的见解和观点。

3. 实践性。对于社会科学而言其实践的重要性是不言而喻的。许多理论问题的提出、论证和分析，都是经过了大量深入细致的社会调研采集的数据，并运用相关的数理模型进行实证，最终获得的结论。

为了这些阶段性成果能够早日与读者分享，也为了他（她）们在自己的研究领域能够持续进行研究。我们从中选取了一些具有代表性的成果，准备分期分批以学术专著的形式出版，并确定丛书名为内蒙古财经大学工商管理学术文库。

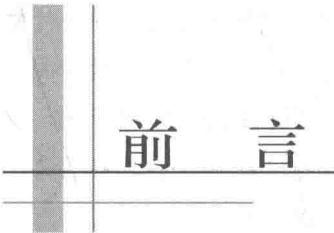
希望工商管理学术文库的正式出版和发行，能够为工商管理学院的老师们潜心科学研究提供更大的平台和空间，让那些有志于科学研究的有识之士在科学研究的世界中坚持始终，自由驰骋。也希望学术文库的出版和发行，能够极大地调动广大中青年教师的科学研究的积极性，激发教师们的科学研究潜能。并以此为基础和动力，使工商管理学院能够聚集高层次人才，凝练科研方向，形成结构合理的学术团队。力争在“十三五”期间，取得一批高水平的科学研究成果，涌现出更多的学术带头人和学科领军人物。持续提升工商管理学院在内蒙古地区乃至全国的影响力和竞争力，继续提高工商管理学院对区域经济社会发展的贡献度。

诚然，任何真理的探究之路一定是曲折和漫长的，而社会科学还要经过实践和时间的检验才能判断其合理与否。但是做一个勇敢无畏的探索者永远值得人们尊敬！文中的许多观点和见解属

一己之见，有错误和不足之处欢迎大家批评指正。最后，非常感谢经济科学出版社对内蒙古财经大学工商管理学术文库的出版和发行所给予的鼎力支持和帮助！

内蒙古财经大学工商管理学院院长 周建民

2016年12月31日于呼和浩特



前言

心理距离与国际市场进入模式和国际直接投资方式的选择一直以来引起了学术界的热切关注和讨论，其中的文化和制度维度也逐渐成为理论研究的热点问题。美学理论认为，心理距离是研究人们对于不熟悉的外来事物具有的心理反应及其应对结果。自贝克曼（Beckerman, 1956）在研究距离和贸易之间关系时首次应用了心理距离概念（Psychic Distance）以来，到目前为止仍难有一个学者公认的概念界定，同时在研究中，对心理距离的识别与测量方法也是各不相同。尽管如此，就心理距离与跨国投资活动特别是跨国并购活动的关系如何、到底产生了哪些影响等主题，一些学者进行了探索研究，并逐步产生了有价值的研究结果。在不同学者的研究中，由于构造的心理距离维度不同，其各个维度的影响结果符号有正、有负，导致产生了所谓的“心理距离悖论”。这意味着尽管跨国直接投资要面临着因心理距离制造产生的各种障碍，即符合“外来者劣势”范畴，但同时，也能享有较高的“外来者收益”，需要权衡这两方面的影响。

本书将研究国际化经营的传统理论与着重研究发展中国家企业国际化模式的套利理论、跨国经营战略动机论等理论观点相结合，从心理距离界定出发，着重研究了影响跨国并购股权配置的因素。目前，从国际直接投资角度

分析解读市场进入模式选择的理论与实证研究成果来看，主要集中在两个方面，首先是国际市场进入的动机及其影响因素，进而进行适合的东道国选择决策；其次是进入某国后选择何种投资模式要考虑的影响因素，进而进行适合的控制权配置决策。本书梳理了心理距离研究视角的相关文献，结合宏观和微观两方面，对影响跨国并购的股权配置因素进行了理论和实证研究，在研究理论基础的过程中，我们发现，既有研究成熟发达国家跨国投资的传统理论，也包括研究新兴发展中国家的特色理论。本书在对各个研究视角的观点进行比较分析的基础上，提出了本书拟研究的关键领域，即市场进入模式—跨国并购——股权选择—心理距离。通过整合各个理论观点及自己的研究理解，建立了一个较宽和较新的心理距离理论框架，以此来分析心理距离和跨国并购股权投资之间的复杂关系，提出了相应的理论假设。

实证方面，作者收集了2004~2015年间中国大陆企业对55个世界重要的经济体国家和地区的并购案数据，构筑了实证指标结构，对计量公式和计量方法进行了一定程度的改进。实证结果表明，心理距离各个维度指标对跨国并购股权比例存在着不同方向和不同水平的影响关系。特别是在面临着较高的跨国经营风险和不确定条件下，这一影响表现得更加明显和复杂；同时，并购的不同动机及决策者知识和组织经验对并购股权具有一定的调节作用。目前，中国的跨国投资大多表现为基于机会识别而非风险识别进行的决策，与发达国家的跨国公司相比，还缺乏较明晰的目标和较全面、缜密的投资战略。因此，本书作者认为，中国企业需要正视海外并购股权决策面临着经验不足、谈判实力不够的现实，加强对目标企业的资产和财务状况进行准确评估的能力，尽量避免并购行动的盲目性和急迫性（易招致东道国或合作方的误解）；同时，应做足并购前的尽职调查，尽力排除信息障碍导致的共享观念缺失和信任不足的心理倾向（这会给今后较长时期的海外并购活动及并购之后的整合埋下风险和隐患）。本书研究的结论表明，中国企业的海外并购受心理距离影响程度仍然较大，决策者的心理成熟度仍然较低，海外投资仍有很长的学习之路要走。

本书的研究结果能够较好地解释心理距离和跨国并购股权寻求之间的关系悖论，对中国企业在跨国并购中寻求一个较高水平的股权现实提供了一个

解释性依据。同时本书研究结果对于提高中国企业跨国并购股权决策的有效性也提供了一条参考途径。本书具体研究内容及主要观点是：第1章导论，介绍了选题背景、选题的理论意义和现实意义、研究的思路与方法、研究内容与框架、研究创新点与难度等。在大量参考国内外相关研究文献的基础上提出了本章的研究思路。第2章进行了文献综述，从国内、国外两个方面综述了该内容的研究现状，并对文献进行了述评。值得一提的是，本书指出了该领域现有理论研究的不足、分析了当前的研究热点与今后需展开研究的方向。第3章提出研究假设、构筑概念模型。重点分析了传统跨国投资的交易成本理论、国际生产折衷理论、乌普萨拉国际化过程理论及新兴发展中国家国际市场进入的套利论、谈判论和跳跃型发展路径等理论观点。通过比较各个理论观点和整合各个理论视角的基础上，提出了本书的研究假设。研究假设既借鉴了前人的研究，也具有新的尝试。个别理论假设是前期学者们并未验证过的，具有一定的前瞻性。第4章是本书的重点与难点——实证研究的设计。本书构筑了对心理距离的实证分析模型——分别对文化距离、制度距离、商业实践、经济和地理距离等计量的指标进行了量化定义和大量数据的预处理。本章在理论分析的前提下，结合我国企业海外并购实际提出了可操作性研究构想模型。通过对每个维度变量的选取进行了详细的分析与说明，进一步理清了可采用的实证方法和模型，并对样本来源和处理方法做出了适应性调整。第5章是实证研究，利用相应的统计分析软件 SPSS 进行了制度距离 6 变量的主成分分析，10 年共提取了 10 次。相关的 15 个变量利用 STATA 软件进行了回归检验，输出了实证检验结果。验证结果剔除个别指标外，达到了我们的预计要求。第6章是结论分析与展望，本章对研究结论进行进一步的探索分析，指出本书的研究局限。从企业和政府两个方面提出了防范跨国并购风险，缓解心理距离影响的举措。进而，在考虑不同视角前提下，为我国企业跨国并购的股权选择提出了具体应对策略，这也为政府政策助力中国企业的跨国投资提供了参考。

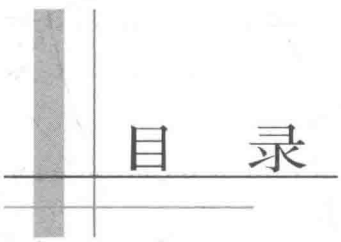
本书的创新点在于，一方面，丰富了跨国并购的相关理论和实证研究，尝试将客观的阻碍信息流动与搜寻和主观感知的距离识别包括空间距离变量

和企业信息差异变量同时纳入所构建的心理距离概念框架及其研究模型中，在一定程度上对研究指标进行了归类与拓展，将心理距离构成维度划分为三个层面，构建较为适当的量化指标，以期能真实地反映心理距离要素对中国的跨国投资所产生的影响。另一方面，在尝试利用霍夫斯泰德（Hofstede）文化6维度指标来度量文化距离时，在计量公式上首次加入了体现时间效应的T值。本书的研究结论表明，在考虑了时间效应（文化距离指数逐年降低）的条件下，文化距离其负向影响仍然存在，但不显著了；而制度距离带来的正向影响对2011年以前的并购表现更加突出；同时，语言的影响效应也依然不能忽视。本书的新颖之处还反映在对商业实践差异的计量上，首次采用了企业监管质量评级和企业信息披露程度的评价指标。这两类指标与并购投资企业的股权选择关系密切，而以往学者却较少使用；本书替代了之前采用的市场规模、市场政策或商业法规等指标，以更客观地反映出商业实践环境的国别距离。

本书的研究局限是，只研究了中国跨国公司的并购（M&A）进入模式，并未就跨国并购的产权重组与控制权转换的过程展开研究；同时，鉴于对跨国公司决策者的个人经验、海外经历、背景等具体信息无法了解，因而对决策者心理距离的非对称性感知及其并购决策的风险偏好等存在难以识别的困难，本书没有对此进行进一步的计量；另外，由于样本局限，本书只从并购方出发，研究了中国企业跨国并购的样本，没有对被并购方企业的决策反应进行对应性的研究。按照赫纳特和帕克（Hennart and Park, 1993）的研究观点，在进入国外市场时，市场跟随者比起市场领导者更倾向于并购方式，需要对比两者间的关系；坎特威尔和穆德布（Cantwell and Mudambi, 2011）认为，在跨国并购的股权及控制权决策过程中，东道国企业对比外来竞争企业的地位如何会影响到知识的搜寻行为与成本，这些主题需要谨慎关注。即并购双方的竞争地位也是要考虑的影响并购决策的要素，这些观点为我今后开展进一步研究提供了有益的思路 and 方向。

薛 君

2017年11月



目 录

第 1 章	导论	1
1.1	研究背景	2
1.2	研究意义	8
1.3	研究思路、方法与内容概括	12
1.4	研究创新点和难点	16
1.5	关键概念	18
第 2 章	文献综述	22
2.1	国际商务领域心理距离的研究现状	22
2.2	国内学者对心理距离的研究	35
2.3	文献评述	41
第 3 章	研究模型	
	——多视角的融合	47
3.1	海外并购——类型与优势	47

3.2	概念模型与理论假设	54
3.3	理论假设	60
3.4	本章研究小结	74
第4章	实证研究设计	75
4.1	因变量的选择与说明	75
4.2	自变量的选择与说明	76
4.3	样本来源和指标处理方法	83
4.4	模型的构建	100
第5章	实证分析	103
5.1	变量的描述性统计	103
5.2	相关性分析	105
5.3	回归分析	107
5.4	回归分析总结	117
第6章	结论启发与展望	122
6.1	实证结果及进一步讨论	122
6.2	结论启发	126
6.3	中国企业海外并购股权选择的具体对策	131
6.4	本书的研究局限	136
附录	所有样本的地理距离、文化距离与制度距离计算结果	138
	参考文献	150
	后记	168

第 1 章

导 论

20 世纪 90 年代以来,中国逐步从一个吸引外国直接投资最多的发展中国家变成向海外直接投资增长最快的发展中国家。据联合国贸发会议发布的 2016 年世界投资报告显示,2015 年全年,全球 FDI 呈现较大的复苏形态,爆发式增长达 38%,出现了自 2008 年以来的最高增长。其中 60% 是由跨境并购完成的,与中国公司相关的交易额从 2014 年的 4320 亿美元增长至 7210 亿美元。2015 年,中国对外投资增长了 4%,达到 1270 亿美元,仅落后于美国和日本。中国也是对内投资吸引力大的地区之一,整体 FDI 流入增长了 6%,达到 1365 亿美元,是全球第二。通过对部分发达国家的大规模海外并购,我国也变成了其主要外资来源国。近两年,随着“一带一路”战略的推进,中国在发展中国家寻求适当的产能合作,该类投资也快速增长。可以预见“一带一路”带动的中资出海将会使投资存量全球排名从第十位进一步上升至第六或第七位。^①

中国对外投资的行业和国家范围非常广泛。据商务部的数字显示,2015 年,在全球 155 个国家和地区,我国对 6500 多家企业进行了跨境投资,累计投资存量首度越过万亿美元。投资流量亿美元以上的国家和地区 54 个,超过 10 亿美元的有 13 个。除了中国香港、开曼、英属维尔京群

^① 刘一庆,“一带一路”助推我国对外投资逆势上扬 [N]. 中国产经新闻,2015-6-25.

岛三个避税岛外，余下 10 个国家既有美国、澳大利亚、加拿大等发达市场国，也有新兴发展国新加坡、印度尼西亚、哈萨克斯坦、老挝、巴西，还有老牌欧洲国家荷兰、卢森堡等。2015 年中国企业共实施的海外并购项目 593 个，北美和欧洲等成熟市场仍然是海外并购的最重要目的地。据普华永道最新报告显示，2015 年中国企业海外并购交易总数量同比上升了 37%，交易总金额同比上升了 80%，达到了 551 亿美元，仅 2016 上半年，又完成 1340 亿美元，超过了 2014 年和 2015 年之和，创历史峰值。2014 年，我国对外投资的 60% 是通过并购完成的，从发生地来看，中国海外并购发生在北美洲有 96 件、欧洲 83 件、亚洲 64 件、大洋洲 17 件、非洲 7 件、南美洲 5 件。民营企业海外并购的交易数量继续领先国有企业。据联合国贸发会议的数据显示，2015 年流入欧洲的和美国的 FDI 投资量均增长强劲，美国更是达到翻了两倍。在积极吸引对外投资的同时，有近 50 个国家和经济体发布了约 100 项与促进外商投资的相关政策措施，其中的 70 多项是促进投资自由化政策，只有 13 项制定了新的投资规则 and 限制，另外 12 项为中性的措施。可以看到，促进投资自由化政策的占比达到了 85%，高于近五年来的平均水平。这说明，禁钢贸易自由化的观点处于少数，世界性跨国公司及大多数国际经济组织倾向于消除壁垒，扩大贸易的自由度。

1.1 研究背景

在全球经济持续走低压力下，中国企业的海外并购数量反而不断增加，表现为并购金额不断刷新历史高度。2015 年的并购行业更是包罗了几乎所有行业。中化橡胶公司高达 46 亿欧元的收购案，完成了对意大利倍耐力公司股份的 60%，成为 2015 年中企最大海外投资并购项目。

表 1-1 2015 年中国并购市场类型分布

并购类型	案例数 (件)	比例 (%)	披露并购金额 (人民币亿元)	金额比例 (%)	均并购额 (人民币亿元)
国内并购	2409	89.5	8145.72	78	3.90
海外并购	222	8.2	1936.99	18.6	10.53
外资并购	61	2.3	354.54	3.4	8.06
合计	2692	100	10437.25	100	4.50

资料来源：私募通 www.pedata.cn 2016.01。

2016 年刚开年，北京控股集团就爆出了拟以 14.4 亿欧元购买德国的 EEW 能源公司（垃圾处理），创下了中资对德国企业收购的最高纪录。1 月 12 日，万达集团宣布以 35 亿美元（约 230 亿元人民币）收购美国传奇影业公司，据称是中国企业在海外最大的一笔文化并购。2 月 3 日，中国化工集团谈判达成以 430 亿美元收购全球第一的瑞士农化和种子公司先正达农药公司的协议。此前从 2005 年至现在，中国化工集团宣布的海内外的并购交易花费已高达 150 亿美元。收购先正达公司又将成为中国在欧洲最大规模的收购案。1 月 15 日，青岛海尔宣布斥资 54 亿美元收购通用的家电业务（6 月 7 日公告透露，海尔已进行资产交割，最终的支付价为 55.8 亿美元）；1 月 29 日，深圳女装品牌歌力思宣布以 2.4 亿元人民币收购美国潮牌 Ed Hardy 的大部分股权；2 月 19 日，海航集团公告称，已与美国公司英迈（Ingram Micro Inc）签署了总价 60 亿美元的并购协议（英迈系全球最大的 IT 分销商），以每股 38.9 美元现金收购其 100% 的股权，并购完成后，英迈将成为其子公司——天津天海投资股份公司的子公司；4 月 7 日，复星国际旗下全资附属公司爱润烁（Iron shore Inc）将收购莱克森（Lexon Surety Group）及其关联公司（合称“Lexon”，总部设在美国田纳西州纳什维尔市的一家私有保险控股公司）剩余 80% 的股权，完成交割后，莱克森将变成爱润烁全资子公司；7 月 26 日，乐视贾跃亭宣布了 20 亿美元对美国维泽（Vizio）（全美智能电视市场排名第二）的收购……

观察当前我国企业的海外并购,表现出如下特点:在选择并购企业时,既看重国外老牌优势企业的技术和研发能力,同时对新兴产业的并购数量也逐步增多。例如,三一重工对世界混凝土领先企业德国普次麦斯特公司的并购;海尔对新西兰家电公司费舍佩科(Fisher and Paykel Appliances)的并购;光明集团收购英国著名食品企业唯他麦60%股权等。2012年,民营企业汉能控股公司对德国的库塞尔斯(Q-Cells)薄膜公司进行了并购,次年,又对美国迈瑟尔(MiaSole)公司展开收购,这两次大规模收购案的完成,实现了汉能对铜铟镓硒(CIGS)转化技术的掌握,使其薄膜太阳能领先全球;天顺风能对位于丹麦的瓦德(Varde)风机工厂的成功收购也具有类似的意义。据彭博社撰文介绍,自2007年开始,中国对美国的直接投资规模急速增长,目前已超过了400多项。投资的重点从开始的资源开采类、低端加工制造类行业转到了技术密集类,特别是再生能源、大型计算辅助设备、医疗技术、金融服务、影视、商业地产类等行业;其他类行业包括精密机械制造、交通运输、中高档饭店及民用房地产等,投资额度也逐年增长。清科研究中心的数据显示,2013年中国跨境并购共完成138起,涉及交易额514.63亿美元,单项平均交易金额高达4.86亿美元。2014年,中国完成海外并购152起,涉及交易金额324.19亿美元。2015年,完成222起海外并购,平均每起超过了10亿元人民币。从全球及中国的经济发展态势看,未来海外的并购活动势必占中国境内的并购活动比例越来越高,IMF预计,随着欧元区债务危机和美国高失业率笼罩世界经济,新兴经济体将继续领导世界经济增长。2015年,乌兹别克斯坦、爱尔兰、印度成为世界经济增长最快的前三强国家,中国增长率排名第四。除了印度这匹黑马外,作为人均GDP已经达到5万美元的高度发达国家爱尔兰,在欧美普遍经济增长乏力的背景下逆势而上,GDP增长高达7.8%。据世界银行数据显示,2015年,全球GDP总量超过万亿美元的国家有15个,中国首次超过10万亿美元,排名第二。^①

① 其他国家的数据参考中商情报网: [HTTP://WWW. askci. com/](http://WWW.askci.com/), 2016-7-26。