

山东企业跨国并购 金融支持研究

A Study on the Financial Support of
Cross-border M&A in Shandong's Enterprises

宿玉海 李成友 等著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

山东省金融产业优化与区域发展管理协同创新中心重大研究项目及
山东省社科规划办重大项目“山东企业跨国并购金融支持研究”（14AWTJ01-16）的
最终成果

山东企业跨国并购 金融支持研究

A Study on the Financial Support of Cross-border
M&A in Shandong's Enterprises

宿玉海 李成友 等著

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

山东企业跨国并购金融支持研究/宿玉海等著.

—北京: 经济科学出版社, 2017. 9

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8512 - 6

I. ①山… II. ①宿… III. ①企业 - 跨国兼并 - 金融支持 - 研究 - 山东 IV. ①F279. 275. 2②F832. 752

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 238383 号

责任编辑: 于海汛 周秀霞

责任校对: 隗立娜

版式设计: 齐 杰

责任印制: 潘泽新

山东企业跨国并购金融支持研究

宿玉海 李成友 等著

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://jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京京鲁数码快印有限责任公司印装

710 × 1000 16 开 12. 25 印张 180000 字

2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8512 - 6 定价: 36. 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))

摘 要

近年来,越来越多的中国企业参与跨国并购活动,但由于中国金融体系支持不到位,从而导致中国企业在需要大量资金进行并购的过程中,因缺少资金的支持不得不放弃。目前,国内理论界和实务界对跨国并购金融支持研究大多局限于融资支持,且多数基于定性分析,主要讨论政策性金融支持的功能作用,以及与其他形式的金融支持之间的关系,研究视角也主要集中在国家战略层面和宏观政策层面,尚未针对区域性企业跨国并购展开研究,尤其是针对山东省企业跨国并购金融支持的研究更是空白,这就为本书研究提供了良好的契机。因此,本书在确定了明确的研究目标基础上:

首先,对国内外研究资料进行收集、整理、归纳,对跨国并购金融支持的文献进行综述;其次,从并购主体特点、并购行业特点、并购区位特点、并购和融资方式特点四个方面对山东省企业跨国并购现状进行分析,从政策性金融支持现状、商业性金融支持现状以及财务信息支持现状三方面对山东省企业跨国并购金融支持现状进行分析;再次,使用 2005 ~ 2014 年可统计的山东省跨国并购案例,构建金融支持度量体系并采用分类 DEA 模型对山东省企业跨国并购金融支持进行了多方面的绩效分析,得出金融支持度强或者金融支持度一般的企业,其绩效明显要高于无金融支持的企业绩效;然后,基于企业角度和金融机构角度对山东省跨国并购风险进行了分析,发现其

面临着外部环境风险、内部风险、信用风险、金融风险、内部操作和管理风险，并从加强团队建设、贷前贷后管理等四个方面制定了风险控制机制；最后，借鉴美国、日本、韩国等国外一些国家成熟的跨国并购金融支持的经验以及上海、浙江、江苏、广东等国内部分省份企业跨国并购金融支持的经验，从政府宏观支持、资本市场金融机构的微观支持、金融支持的风险防控、引导型跨国并购基金的设立、跨国并购金融人才的培养与引进等多个方面展开论述，并就如何更好地为山东企业进行跨国并购提供更好的金融环境，引导企业积极、主动的进行跨国并购，金融机构如何战略性地介入到跨国并购中提出了相应的对策建议。

Abstract

In recent years, more and more Chinese enterprises have participated in the cross-border M&A activities, but because of the lack of financial system support, Chinese enterprises have to give up because of lack of funds in the process of M&A. Currently, cross-border mergers and acquisitions of domestic financial support for research theory and practice largely confined to financing support, and most of them based on between qualitative analysis focuses on policy-oriented financial support functional role, as well as financial support and other forms of relationship. Research focusing on the perspective of the national strategic level and macro-policy level, has not yet commenced studies on cross-border mergers and acquisitions of regional companies. Especially for the cross-border M&A financial support of enterprises in Shandong Province is a blank, which provides a good opportunity for the study of this book. Therefore, on the basis of definite research goal:

First of all, we collect, collate and summarize the domestic and international research data, and summarize the literature on cross-border M&A financial support. Secondly, it analyzes the current situation of cross-border M&A of enterprises in Shandong province from four aspects: the characteristics of M&A, the characteristics of M&A, the characteristics of M&A location, M&A and financing methods. This paper analyzes the current situation of cross-border M&A financial support in Shandong province from three aspects: the status of policy-based financial support, the status of commercial

financial support and the status of financial information support. Thirdly, using the cases of cross-border mergers and acquisitions in Shandong province from 2005 to 2014, this paper constructs a financial support measurement system, and uses classified DEA model to analyze the performance of cross-border mergers and acquisitions in Shandong province. The results show that the enterprises with strong financial support or financial support have higher performance than those without financial support. Then, it analyzes the risks of transnational M&A in Shandong province from the angle of enterprise and financial institution. It finds out that it faces external environment risk, internal risk, credit risk, financial risk, internal operation and management risk. Then, it analyzes the risks of transnational M&A in Shandong province from the angle of enterprise and financial institution. It finds out that it faces external environment risk, internal risk, credit risk, financial risk, internal operation and management risk. And from the strengthening of team building, pre-loan management, such as the four aspects developed the risk control mechanisms. Finally, draw lessons from the mature experience of cross-border M&A financial support in some foreign countries such as the United States, Japan and Korea, and the experiences of cross-border M&A financial support in some domestic provinces such as Shanghai, Zhejiang, Jiangsu and Guangdong. This paper discusses from the macro support of the government, the micro support of the capital market financial institution, the risk prevention and control of the financial support, the establishment of the transnational M&A fund, and the cultivation and introduction of the transnational M&A financial talents. At the same time, it provides some suggestions on how to better provide financial environment for transnational M&A of Shandong enterprises, and guide enterprises to actively and proactively carry out transnational M&A, and how to strategically intervene in transnational M&A.

目 录

第1章 跨国并购金融支持的文献综述	1
1.1 跨国并购理论综述	1
1.2 金融发展与跨国并购	4
1.3 金融支持与跨国并购	7
1.4 私募股权投资基金与跨国并购	11
第2章 山东企业跨国并购金融支持现状概述	14
2.1 山东企业跨国并购现状分析	14
2.1.1 并购主体特点	18
2.1.2 并购行业特点	19
2.1.3 并购区位特点	20
2.1.4 并购和融资方式特点	21
2.2 山东企业跨国并购金融支持现状分析	22
2.2.1 政策性金融支持现状	22
2.2.2 商业性金融支持现状	26
2.2.3 财务信息支持现状	28
第3章 山东企业跨国并购金融支持的绩效分析	29
3.1 引言	29
3.2 数据来源和样本选择	31
3.2.1 数据来源	31

3.2.2	样本选择	32
3.3	模型选取与设定	35
3.3.1	DEA 模型介绍	35
3.3.2	超效率模型	39
3.3.3	分类 DEA 模型	40
3.4	样本实证结果分析	49
3.4.1	山东省企业跨国并购绩效分析	49
3.4.2	山东省企业跨国并购金融支持绩效分析	52
3.5	主要结论	58
第4章	山东企业跨国并购金融支持的风险及防控机制	60
4.1	基于企业角度的跨国并购风险分析	60
4.1.1	跨国并购的外部环境风险	61
4.1.2	跨国并购的内部环境风险	64
4.2	基于金融机构角度的跨国并购风险分析	68
4.2.1	信用风险	68
4.2.2	金融风险	69
4.2.3	内部操作和管理风险	70
4.3	山东企业跨国并购金融支持的风险控制机制	72
4.3.1	加强团队建设	72
4.3.2	加强贷前贷后管理	73
4.3.3	对风险管理模式进行持续创新	75
4.3.4	丰富跨国并购融资市场工具	76
第5章	企业跨国并购金融支持的国内外经验借鉴	78
5.1	美国企业跨国并购的金融支持及借鉴	78
5.1.1	法律和制度保障	78
5.1.2	金融支持	79
5.1.3	美国跨国并购金融支持的主要特点	83

5.2 日本企业跨国并购的金融支持及借鉴	84
5.2.1 法律支持	85
5.2.2 直接资金支持	86
5.2.3 税收优惠政策	88
5.2.4 海外投资保险制度	88
5.2.5 日本金融支持的主要特点	89
5.3 韩国企业跨国并购的金融支持及借鉴	91
5.3.1 韩国跨国并购的趋势及现状	91
5.3.2 韩国跨国并购金融支持措施	93
5.4 发达国家跨国并购成功经验的启示	95
5.5 国内部分省份企业跨国并购金融支持的经验借鉴	98
5.5.1 上海市企业跨国并购金融支持的经验	98
5.5.2 江苏省企业跨国并购金融支持的经验	102
5.5.3 浙江省企业跨国并购金融支持的经验	107
5.5.4 广东省企业跨国并购金融支持的经验	109
 第6章 山东企业跨国并购金融支持的对策研究	 112
6.1 跨国并购的政府（金融）政策支持	113
6.1.1 政府宏观支持的方式	114
6.1.2 政府微观支持的方式	117
6.2 跨国并购的金融机构支持	120
6.2.1 金融机构介入跨国并购中的必要性	120
6.2.2 金融机构支持跨国并购	122
6.3 引导型跨国并购基金建立的可行性分析及运作模式 探讨	124
6.3.1 跨国并购地位	125
6.3.2 政府引导型跨国并购基金的建立可行性	127
6.3.3 运行模式	130
6.3.4 引导基金的具体设置及功能	132

6.4 跨国并购的金融人才支持	136
6.4.1 金融人才在跨国并购中的角色	137
6.4.2 跨国并购金融人才的培养	138
附录 相关文件	143
参考文献	177
后记	186

第 1 章

跨国并购金融支持的文献综述

跨国并购是企业对外直接投资的一种方式，因此对外直接投资理论是跨国并购行为重要的理论支撑。同时跨国并购自身具有的独特性使它区别于另一种投资方式“绿地投资”，从而产生了专门的跨国并购理论。如何发挥金融业的服务功能，支持企业跨国并购成为一个重要的命题。从现有文献来看，国内外有关金融支持企业跨国并购的研究主要分为两个方面：第一，从宏观层面上，分析金融发展与跨国并购之间的相关性；第二，从操作层面上，探讨政策性金融与商业性金融如何有效支持企业跨国并购。

1.1 跨国并购理论综述

并购（mergers and acquisition, M&A）是企业合并和收购的简称。企业合并是指将两个或者两个以上单独的企业合并形成一个报告主体的交易或事项。收购是指一个公司通过产权交易取得其他公司一定程度的控制权，以实现一定经济目标的经济行为。跨国并购指一国企业为了达到某种目标，通过一定的渠道和支付手段，将另一国企业的所有资产或足以行使运营活动的股份收买下来，从而对另一国企业的经营管理实施实际的或完全的控制行为。不完全市场理论思想流派的支持者提出了跨国并购的三大理论基础：国际多元化理论，国际化理论和交换汇率理

论,他们认为正是这三个动力驱使着企业进行跨国收购。这些理论解释了跨国公司是如何利用市场扭曲在跨国收购中来赢得垄断并且在股东创造最大化的价值的。对这三大理论的解释详细介绍如下:(1)国际多元化理论假设:国际多元化理论认为跨国公司在多个国家进行运营的動力是利用各个国家不完善的财务市场(Kindleberger, 1969; Hymer, 1976)。当财务市场没有超越国家边界很好的一体化时,证券的收益比率,在给定风险水平的条件下,各个国家的财务市场是不同的。这就给了个人投资者通过管理自己的多国化投资组合来最大化自己受益的机会。但是,由于各个国家对个人投资者的限制和信息不对称,个人投资者并不能最好地多元化自己的投资组合,所以企业进行多元化要优于个人投资者进行跨国多元化投资组合。(2)国际化理论假设:根据国际化理论假设企业进行全球范围内运营的主要动力是国际化自己的无形资产。成为无形资产的原因是基于私有信息和很难进行有效的外部组织(Morck & Yeung, 1991)。但是,这些无形资产的价值增强了企业的取决于其同时运营的市场的数量的市场直接比例。因此,跨国并购创造了内部收益,这样企业就可以更好地利用企业的资产和跨越边界进行收购。麻吉(Magee, 1981)认为企业进行跨国并购的一个原因是为了促进公司内的信息传递,因为在公司内的内部渠道信息传递的效率要高于在外部市场传递的效率。邓宁(Dunning, 1973)、巴克利和卡森(Buckley & Casson, 1998)同样支持国际化理论并且支持拥有优质资源的企业去进行国际化运营以便去更好地利用这些资源。莫克尔和杨勇(Morck & Yeung, 1991)同样建议投资者不要视多国化为一个分散化的战略而是将企业进行多国化来更好地利用企业的无形资产。(3)交换汇率假设:交换汇率假说认为跨国收购的价值创造会受到汇率市场冲突的影响。根据这一假设,收购方在跨国收购活动中的收益和被收购公司所在国的货币价值呈负相关关系。之所以选择国家货币价值低的目标收购公司,是因为在外国收购方企业来时要相对便宜一些。被收购企业所在国家的货币价值越低,收购方公司的股东就越有可能获得更高的收益。跨国并购一词按照联合国贸易发展会议的定义可以划分为跨国兼并

(在当地企业和外国的资产和业务合并后建立一家新的实体或者合并成为一家现有的企业)和跨国收购(收购一家现有的当地企业或外国子公司的控股股份,即10%以上的股份)。国内外学者在20世纪90年代以前对跨国并购问题的研究较少,研究基本上集中于对外直接投资方面,如海默首先提出了外国直接投资的垄断优势理论,在不完全竞争市场假说基础上阐释厂商FDI。将其概括为先进技术、规模经济、组织管理技能、大规模资本、信息网络优势和全球性市场营销等六个方面,并把技术优势作为最重要的垄断优势。金德尔伯格则在此基础上进行了完善和修正,并将跨国企业拥有的能产生租金的特有资产与企业的竞争优势紧密联系起来。巴克利和卡森(Buckley & Casson, 1976)提出的内部化理论,运用交易成本理论深入分析了外国直接投资的成因,认为企业内部交易的成本与由于商品市场不完全竞争导致的市场交易成本之间的差异大小是决定企业在各种国际进入方式间进行选择的主要因素。邓宁(Dunning, 1977)将垄断所有权优势(O)、区位优势(L)、内部化优势(I)结合起来形成的FDI“通论”,比较全面地解释了对外直接投资的动机。其理论核心是企业跨国经营是该企业具有的所有权特定优势(垄断优势)、内部化优势和区位优势综合作用的结果。孔马(Kojima, 1978)对海默的绝对垄断优势进行扩展形成的边际产业扩张理论,即比较优势理论等。直到20世纪90年代后期才逐渐关注到跨国并购的发展,以及政府在跨国并购中的重大作用。

从20世纪90年代后期开始,跨国并购成为对外直接投资的主要形式。国外学者对跨国并购理论的研究大部分都是从企业层面展开,并多集中在并购动因和效应上。跨国并购动因理论围绕跨国并购产生的原因,解释了在资本国际间流动的背景下,企业进跨国并购的目的。概括起来,跨国并购的动因主要包括目标公司价值低估、获取财务协同效应、适应国际环境变迁、获取市场势力、获得规模经济性、传递或获取厂商优势,以及获取速度经济性。而对跨国并购效应方面的研究则主要集中在并购对股东收益效应、并购对经济发展效应及并购与企业经营业绩三个方面。在并购对股东收益效应方面,布拉德利(Bradley, 1988)

研究发现,目标公司的股东获得了并购之后产生的大部分收益;在不成功的并购中,目标企业的股东价值也有不同的提升。但是,大部分研究发现,并购没有增加并购企业股东收益。布鲁纳(Bruner, 2002)研究表明,目标公司的股东收益要远远高于收购公司的股东收益。目标公司的股东一般有10%~30%的收益率,收购公司的股东收益率很不确定,且有负的趋向,目标公司和收购公司综合的股东收益具有不确定性。在并购与经济发展效应方面,巴伦(Barron, 1999)研究认为美国在20世纪70~90年代的经济发展的表现得益于当时美国公司进行的全球并购,跨国并购在一定程度上刺激了美国公司的创新意识。韦斯顿(Weston, 1999)通过实证研究证明了美国企业的跨国重组对美国经济增长具有显著的正效应。在对大型跨国并购的调查中发现,跨国并购对东道国经济的发展能够起到促进作用。关于并购对企业经营业绩的影响,戈德堡(Goldberg, 1973)研究发现兼并对市场份额的影响并不显著。雷文斯夫(Ravenscraft, 1985)发现两家规模相当的大企业间的并购不会引起大幅的市场份额的变动,相反较其他类型的并购而言还有更高利润。同时,有研究发现,利用利润指标来研究得出的兼并都是成功的,以销售额为指标则会得出相反的结论,并预期那些能够增强市场势力的兼并会在增加利润的同时降低销售额。

1.2 金融发展与跨国并购

在跨国并购的动因和效应研究之外,许多学者对影响跨国并购的决定因素进行了分析。有很多研究都涉及了金融发展对跨国并购的影响,而且这方面的研究主要是通过各种实证分析来论证跨国并购与金融发展之间的正向相关性,但较少涉及政策面分析和定性分析。如基什和瓦斯康赛洛斯(Kish & Vasconcellos, 1993)提出了金融要素的现状对美国和日本进行跨国并购的企业的影响。阿尔法罗等(Alfaro et al., 2004)利用1975~1995年的面板数据,检验了FDI、金融市场和经济增长之间

的各种联系,探讨了金融体系较发达的国家是否在利用 FDI 方面更有效率。结果显示,具有发达金融市场的国家会从 FDI 中获得显著利益,而金融市场的发展会对一国的 FDI 有明显的促进作用。乔凡尼 (Giovanni, 2005) 用引力模型在宏观和国家的层面上研究金融对跨国并购的决定因素,他认为,有活力的股票市场会增加使用股权融资交易的可行性,而股票价格的反弹则会提振 CEO 进行跨国投资尤其是跨国并购的信心。阿伦德 (Areendam, 2006) 的研究则发现金融深化与 FDI 之间存在显著的正相关关系,金融深化程度越高的国家,对外直接投资越发达。何易和何科 (Hea & Hyuk, 2007) 利用 101 个国家,1989 ~ 2005 年 17 年的面板数据,对影响跨国并购的宏观经济因素进行了实证分析,结果表明,法律和制度因素及金融市场的发展会促进跨国并购的增加。皮尼诺等 (Piñeiro et al., 2008) 以股票市场的发展作为金融发展的代表,研究其与跨国并购的关系。结果发现,因金融市场自由化而引致的金融深化对跨国并购的活动的增加起着重要作用,同时,监管改革 (the regulatory reforms) 有助于创建更好的体制结构 (institutional structure),从而有助于市场的发展。拉宾和拉詹 (Rabin & Rajan, 2009) 在其工作论文《亚洲发展中国家的中国并购——金融变量的作用》中,利用亚洲 10 个发展中国家 1990 ~ 2006 年的数据,对影响中国并购的一些金融变量进行了实证分析,结果发现,资金来源国 M2/GDP 的比每上升 1%,则对应着东道国中国并购 2% 的上升,表明资金来源 (或资金的可得性) 对跨国并购具有重要的影响;一国实际汇率的上升则会阻碍中国并购的发展;此外,一些金融风险变量,如东道国市场风险 (股票市场波动性) 的增加,则会阻碍该国中国并购的发展;总体而言,金融变量——包括流动性变量和风险变量,对亚洲发展中国家的跨国并购具有显著的影响。尼古拉斯等 (Nicolas et al., 2009) 在其工作论文中,利用欧元区 1985 ~ 2004 年的数据,对欧元区货币融合过程中,金融发展对跨国并购的影响进行了分析,结果显示,金融深化是影响的跨国并购的重要变量。布鲁克斯和钟秀安何 (Brooks & Jongwanich, 2011) 利用亚洲 (包括中国及中国香港在内) 9 个发展中国家的 OFDI 数据,对

金融发展与跨国并购的关系进行了实证分析。他们的结论显示,在发展中国家企业跨国并购的过程中,银行部门的作用最明显,股票市场的重要性也开始显现:因为股票的发行和换股开始成为交易比较流行的支付方式;由于公司债券市场发展相对迟缓,其在支持跨国并购中所起的作用相对于公开债券市场(public bond market)较为有限。艾科利米等(Elikplimi et al., 2012)在其论文《国内银行业的发展与非洲国家的跨国并购》中,用11个非洲国家1993~2008年的数据,对非洲国家银行业发展与跨国并购的关系进行了实证研究,结果发现,非洲国家银行业的发展显著促进了非洲的跨国并购业务,同时,跨国并购业务的发展也在一定程度上促进了本国银行业的发展,总体而言,非洲国家银行业的发展与跨国并购之间存在着双向的促进关系。依那西普(Erel, 2012)则指出国内金融市场的深化程度直接影响着跨国并购交易。一方面,金融市场的发展促进了企业管理层的专业化和公司治理功能的发挥,为海外并购提供了内在动力;另一方面,完善的金融市场能使并购交易参与各方在资金易得性、流动性和规避风险等方面得到很大的便利,尤其是证券市场的价格发现功能和上市公司资产的流动性,使通过证券市场进行企业并购交易的公正性、公平性和低交易成本得到很好的保证。尼什和艾图斯(Manish & Ashutosh, 2011)在《新兴市场国家跨国并购先行者的决定因素》一文中指出,印度金融管制的放松,金融机构一系列的制度变革,使印度的企业能够更容易地进入国内和国际金融市场,因此企业将传统的出口导向型国际化战略转向了融入度更高的国际化战略,从而导致了印度各行业跨国并购的迅速发展。

综上所述,各国大量的实证文献表明,一国金融管制的放松和金融发展水平的提高,对该国公司的跨国并购会产生积极的影响。一般来说,一国的金融系统越发达,越有利于一国企业海外并购的发展。这主要是因为金融发展会拓宽融资渠道、扩大可融资规模、促进金融机构融资效率提高,从而促进企业海外并购的融资。金融市场的发展为跨国并购提供高效率的交易平台、促进企业定价效率的提高,从而使并购企业