

KUAGUO BINGGOU
CAIWU FENGXIAN KONGZHI YANJIU

李 冰 编著

跨国并购 财务风险控制研究



郑州大学出版社

KUAGUO BINGGOU
CAIWU FENGXIAN KONGZHI YANJIU

李 冰 编著

跨国并购 财务风险控制研究

 郑州大学出版社

郑 州

图书在版编目(CIP)数据

跨国并购财务风险控制研究/李冰编著. —郑州:郑州大学出版社,2013.12

ISBN 978-7-5645-1445-7

I. ①跨… II. ①李… III. ①跨国兼并-财务风险-风险管理-研究 IV. ①F276.7②F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 107128 号



郑州大学出版社出版发行

郑州市大学路 40 号

出版人:王 锋

全国新华书店经销

郑州龙洋印务有限公司印制

开本:710 mm×1 010 mm 1/16

印张:11

字数:199 千字

版次:2013 年 12 月第 1 版

邮政编码:450052

发行部电话:0371-66966070

印次:2013 年 12 月第 1 次印刷

书号:ISBN 978-7-5645-1445-7 定价:29.00 元

本书如有印装质量问题,请与本社联系调换

随着中国经济市场化、全球化的不断发展,中国企业发展环境不断优化,兴起了走出国门、到海外更广阔的市场谋求发展的潮流。并购作为企业扩张的有效方式,被越来越多的企业重视和采用。基于这样的社会发展背景,跨国并购再一次引起广泛关注。

《跨国并购财务风险控制研究》全书共分为五章,主要内容如下。

导论部分,基于我国企业并购实务存在的问题,分析了本书的选题背景、研究意义,对参考文献进行了系统梳理,最后引出本书的研究侧重于对并购实务进行指导。

第二部分,着重介绍跨国并购的相关理论。这部分首先对跨国并购的概念进行了界定,整理了并购的类型;其次,对跨国并购的动机进行了探讨,认为经济增长的需要、提升企业技术水平的需要是促进跨国并购业务蓬勃发展的主要动力;最后,基于中国商业银行跨国并购的实务案例,以翔实的数据说明了并购的效应,也验证了并购的动机。

第三部分,详细梳理了跨国并购的现状。只有了解跨国并购的发展历史,才能更好地预测该业务的未来发展趋势。另外,这部分还分析了实务环节跨国并购的程序:选择目标企业—安排并购资金需求—进行并购整合—并购风险管理。

第四部分,重点分析跨国并购风险评估与风险识别。首先分析了跨国并购整体风险的识别以及整体风险的控制策略。其次分析跨国并购环节财务风险的识别和评估流程。本部分将指标分析法融入到“德尔菲法”的识别方法中,结合“德尔菲

法”的技术方法,以外汇风险为例,设计“德尔菲法”并运用于我国企业集团母公司对跨国经营子公司投资的财务风险识别。

第五部分,针对前文分析的并购风险,尤其是并购财务风险,提出了风险应对的策略及应采取的合理措施。着重分析跨国多元化经营财务风险的控制,以及跨国子公司财务风险的控制,特别强调对财务管理的内部控制环境的了解,结合风险预警模型有针对性地进行风险防范与管理。

本书是作者在多年研究的基础上,基于文献更新修改整理而成。全书以经济学、管理学、财务管理学、全面风险管理与组织行为学为理论基础,基于跨国并购的实务视角,以规范研究方法为主,结合部分案例分析和经验分析,对研究结论进行验证和说明。

目 录

1	导论	1
1.1	研究背景	1
1.2	研究意义	4
1.3	研究方法	4
1.4	文献综述	5
2	跨国并购的基本理论	17
2.1	跨国并购的概念界定及基本类型	17
2.2	跨国并购的动机	25
3	跨国并购现状	46
3.1	全球企业并购的六次浪潮	46
3.2	全球跨国并购的发展现状	55
3.3	中国企业跨国并购的发展	59
3.4	跨国并购的程序	63
4	跨国并购财务风险识别与评估	100
4.1	跨国并购的整体风险识别	100
4.2	财务风险与财务风险控制的含义及界定	110
4.3	跨国并购财务风险识别	114
4.4	跨国并购财务风险评估	127
5	跨国并购财务风险控制	130
5.1	跨国并购财务风险控制的原则与技术	130
5.2	海外营销型子公司财务风险控制	137
5.3	跨国多元化经营财务风险控制	144
5.4	跨国经营型子公司财务风险控制	149
	参考文献	163

导论

跨国并购是跨国经营战略的重要形式。从 20 世纪 90 年代中期以来,跨国并购迅速发展,2004 年后更是掀起新一轮高潮。以往企业进入他国市场经营主要采取直接投资、独资或合资建厂等方式,但现在越来越多地通过合并或兼并、股权购买、战略联盟等方式进行。这种对外投资方式上的变化,无论在理论上还是在实践中,都向传统理念提出挑战,迫使建立在“绿地投资”^①上的理论需要更新。此外,近年越来越多的大公司选择跨国战略联盟或善意并购的方式来增强公司实力,而不采取恶意并购的方式。这种方式上改变的背景是什么?或者跨国并购的动机与效果如何?中国企业“走出去”应选择什么样的方式?中国企业跨国并购实践成功或失败的原因何在……这些都是本书的关切点。

1.1 研究背景

所谓跨国并购(cross-border mergers and acquisitions, M&A),是指一国企

^① 跨国公司等投资主体在东道国境内依照东道国的法律设置的部分或全部资产或所有权归外国投资者所有的企业。

业基于某种目的,通过取得另一国企业全部或部分资产(或股份),将企业的经营管理的控制权转移到自己手中的行为。它是国内企业并购的延伸,是企业间跨越国界的并购活动,也是目前跨国公司对外直接投资的主要形式。

近十多年来,全球跨国并购业务蓬勃发展。1994 年跨国并购占当年国际直接投资总额的比重约为 49.7%,1995 年跃升到 59.8%,2000 年跨国并购额高达 11 438.2 亿美元,占当年国际直接投资总额的 76.7%。2001 年受“9·11”恐怖事件和信息产业泡沫破裂的影响,跨国并购额下降,到 2003 年只有 2 969.9 亿美元。但 2004 年后,随着世界经济的复苏,跨国并购重新活跃,形成了新一轮并购浪潮,并购额升至 3 806 亿美元,占当年国际直接投资总额的 58.7%;2005 年跨国并购额增长了 40%,达到 5 300 亿美元,占当年国际直接投资总额的 59.1%。较有代表性的如 2007 年全球最大的宽带互联网设备制造商法国阿尔卡特与美国朗讯科技公司达成了价值为 134.5 亿美元的整体合并交易,合并后的公司年销售额达到 250 亿美元,成为全球最大的无线设备制造商。

尤其值得注意的是,进入 21 世纪以来,发展中国家对外并购案增多。比如,2000 至 2007 年印度公司收购了 307 家海外企业,总价值超过 200 亿美元,其中超过 2/3 是在 2006 至 2007 年两年内完成的。2008 年以来的金融危机期间,中国三大石油公司的对外收购令人注目。比如 2008 年中石化以 130 亿元收购加拿大 Tanganyika 石油公司,曲线进入中东上游资源市场;同年中海油以 25 亿美元收购挪威 AWO 钻探公司 100% 的股权;2009 年中石油以约 10.2 亿美元收购新加坡石油公司 45.51% 的股份等。

跨国并购的发展逐渐改变了跨国公司所处的传统市场结构,一种网络型的寡占型结构正在形成。在新型结构下,跨国公司之间的竞争重点由对国际、国内市场的争夺转为在全球范围内的不断创新,企业驾驭战略关系的能力成为其竞争成败的关键。

跨国并购对中国企业的影响正在不断增大。在中国加入世界贸易组织(WTO)以前,外资就通过受让股权或战略投资人绝对控股的方式与国内企业进行合作,间接进入中国股市,例如,美国通用汽车与上海汽车、福特汽车与江铃汽车、摩托罗拉与东方通信、朗讯与大唐电信等。2000 年 9 月,荷兰皇家壳牌集团与中国石化战略合作,联合收购国内的 500 个加油站;同年 10 月,全球最大的专业移动电话运营商沃达丰宣布成功购得中国移动 2% 的股权;同月,中石化在海外上市,美孚以 10 亿美元的认购,成为中石化的第一大海外股东,并投资 20 亿美元,在广东大亚湾建造一个石化公司,同时购买了中海油公司价值 4 亿美元的股票;同年 12 月,法国达能在并购娃哈哈、乐百

氏后又以 1.8 亿元人民币购入上海梅林、海虹股份。2001 年第一季度,通用汽车通过 B 股上市收购了中国第七大汽车公司柳州五菱 34% 的股份;同年 2 月,艾默生收购华为集团安圣电气;同年 4 月,美国通信集成电路供应商 IDT 以 8 500 万美元现金购买股票的方式并购新涛科技(上海)有限公司;同年 10 月,法国阿尔卡特从中方股东收购上海贝尔 10% 加 1 股的股份,同时买断比利时拥有的上海贝尔 8.35% 的全部股份,从而使阿尔卡特拥有的上海贝尔的股份从 31.85% 升至 50% 加 1 股,控股上海贝尔。随着中国加入 WTO,跨国公司加大了对中国企业的并购。据统计,2004 年到 2008 年年底,中国共批准了 4 883 项外资并购境内企业项目^①,其中一些外资并购项目虽通过主管部门的审核,但在行业内和社会上引起很大争议。外资并购国内上市公司虽有其积极意义,但同时也产生很多问题,比如恶意收购、市场垄断、并购过程中的国有资产流失、外资可能突然撤离而引发金融危机等。因此,对这些问题的研究非常必要。

与此同时,中国企业也开展对外国企业的并购,如联想集团收购 IBM 的 PC 业务、上汽集团收购韩国双龙汽车公司、中石油收购哈萨克斯坦石油公司等项目。据中国商务部统计,2004 年和 2005 年中国通过收购兼并实现的对外直接投资额分别达到 38.1 亿美元和 69.3 亿美元,分别占当年全部对外直接投资的 62.3% 和 56.5%。不过,与全球相比,中国对外并购的数量不多。根据联合国贸易和发展会议统计,2007 年全球跨国并购达 1.637 万亿美元,而 2004 到 2008 这 5 年间,中国并购境外企业金额不到 70 亿美元^②。但是,一些国际民间组织的数据却显示中国跨国并购规模比较大。比如,根据里昂证券的统计,2003 年中国公司的海外并购额达 28.5 亿美元,2004 年接近 70 亿美元,而 2005 年约为 140 亿美元。

值得注意的是,随着中国经济实力的逐渐增强,“中国威胁论”随之而起,从而给中国企业的跨国并购和跨国联盟带来负面影响,尤其是跨国并购中,中国公司经常遭遇来自政治等非经济因素的干扰,其中以“国家安全”为名的阻挠最为突出。例如,2003 年美国环球电讯公司宣布破产,香港和记黄埔公司和新加坡 STT 通过拍卖共同获得了重组后新公司 65% 的股权,可是,这笔交易立刻遭到美国外资委的强烈反对,最后,香港和记黄埔公司被迫撤回收购申请。2004 年联想收购 IBM 个人电脑业务,美国外资委以国家安全

^{①②} 该项数据来自马占成:《全球智库峰会聚焦金融危机下的跨国并购》,2009-7-4,新华网。

为由,对这项收购案进行了极为苛刻的审查。为了解除美国政府的担心,IBM被迫做出让步,避免了此次收购的夭折。而2005年中海油竞购优尼科公司就没有那么幸运,在美国国会议员以“能源威胁”“国家安全”等借口要求美国外国投资审议委员会进行严格审查的压力下,最终中海油不得不宣布放弃此次收购。

1.2 研究意义

面对跨国并购带来的问题,国内外一些学者提出从反垄断和国家安全的角度,对其实施一定的限制。尽管各国都采取一些安全政策,但是反垄断是一项技术性很强的措施,关涉国家经济安全的产业仅是少数,如果在遭遇国外并购时,动辄使用限制条款,干涉正常的跨国并购,尤其是因某些国内利益集团的压力而滥用限制条款,反而会损害国家整体利益。因此,一些学者提出应该反对跨国并购中的经济民族主义。

如何看待这一问题?跨国公司为什么采用并购方式进入他国,而不是通过独立的直接投资、设立分公司的方式进入?在经营中跨国公司是如何选择跨国并购这种形式的?推动跨国并购的动机究竟是什么?跨国并购如何影响企业的国际化和内部化决策?这种形式对竞争和贸易自由化又有什么影响?其政策意义又是什么?本书将通过理论、案例及实证分析的方式对这些问题进行研究。毫无疑问,这一研究在理论和现实上都具有重要意义。

1.3 研究方法

本书以规范研究为主,通过文献检索、阅读和分析,了解国内外与本研究相关的风险研究现状,以此为基础,形成具体的研究思路、概念模型和研究假设,从而为战略并购财务风险的识别、评估与控制提供理论支持。其中,系统分析法是本书着重采用的方法。企业战略并购财务风险不是由某一种风险因素或是某几种风险因素所导致的,它实际上是企业内部子系统及企业所处的外部环境大系统各风险因素间相互影响、相互作用的结果。因此,本书采用系统分析法,从系统的角度研究企业战略并购中的风险因素,提出风险管理的方法与措施。

在分析跨国并购及其财务风险时,还需结合并购企业或联盟企业的绩效展开分析。这方面的分析方法很多,比如事件研究法、财务绩效法、个例

分析法、成本收益分析法、资产剥离收购比率法、资本成本回收率法等。其中事件研究法和财务绩效法是目前学术界最为流行的两种绩效分析方法。这两种方法的着力点、侧重面不同,采用哪一种方法要看具体的情况。国内学者倾向于用财务数据来衡量公司绩效。因为超额收益率法所依赖的市场模型是以股价波动来衡量企业经营状况变化的,它的前提是股票市场的有效性,即股价的信息足以反映上市公司财富的变化。

虽然国内学者的一些研究已经证明了中国股票市场达到弱式有效,但是,中国股票价格信息的完整性、分布均匀性和时效性与发达国家的股票市场相比还存在一定差距。此外,由于中国上市公司的股权结构特点,绝大多数上市公司都存在相当比例的非流通股,而非流通股股东并不能直接从股价的涨跌中获利或受损。因此,上市公司股价的波动就难以衡量非流通股股东的收益变化,从而也无法准确衡量上市公司业绩的变化。而且,单纯的股票价格效应分析难以识别股票价格的变化究竟是起因于样本公司预期真实经济收益的变化,还是起因于市场效率因素(非对称信息招致的市场效率下降)产生的错误定价,单纯的股票价格效应研究也难以对公司重组和并购引致业绩变化的原因提供解释。

鉴于以上原因,国内学者多倾向于进行财务数据的比较分析。尽管会计利润容易受到操纵,但是,上市公司会计报表仍然含有很丰富的信息,并且任何会计数据的操纵大部分只是暂时的,企业经营业绩随着观察时间段的延长,最终都会反映到会计报表中去。出于前述考虑,本书在对中国跨国并购、跨国战略联盟及外资企业在华并购的绩效分析上,主要采用财务指标来评价变化。

1.4 文献综述

自 20 世纪 70 年代以来,随着跨国公司对外投资规模的扩大,跨国并购与跨国联盟成为学术界研究的热点,这其中又以对跨国并购问题进行研究文献为多。

1.4.1 跨国并购文献综述

综观跨国并购研究,已形成多种理论或学派,如金融经济学派(Jensen&Ruhack, 1983; Sirower, 2000; Kroll, Wright, Toombs&Leavell, 1997)、战略管理学派(Wernerfelt, 1984; Rumelt, 1984; Barney, 1988; Dierickx&Cool, 1989; Chatterjee, 1992; Anand&Singh, 1997)、组织行为学派(Hunt, 1987;

Schweiger&Walsh, 1990; Hunsaker&Combs, 1988; Cartwright&Cooper, 1993; Walsh&Ungson, 1991)、并购过程学派(Jemison&Sitkin, 1986; Marks&Mirvis, 1998)、知识管理学派(Leonard-Barton, 1995; Westney, 1988; Hamel, 1991; Hakansson, 1995)、7C 整合模型(Jansen, 2001)、核心能力理论(Barney, 1991; Conner, 1991; Hamel 和 Heene, 1994), 以及 Q 值理论(J. Tobin, 1969)等。国内外有关跨国并购的研究, 主要涉及以下几个方面的分析。

1.4.1.1 跨国并购的动因及目的

有关跨国并购的动因, 国外学者研究了几十年, 形成的理论主要有规模经济理论、垄断理论、价值低估理论、协同效应假说、多元化战略假说、市场势力假说、交易费用理论、时差效应及个人行为动机等。

例如, 科斯(Coase, 1937)从交易费用理论出发解释企业并购的动机。他在《企业性质》(*The Nature of the Firm*)一文中指出, 市场的运行是有成本的, 通过形成一个组织, 并允许某个权威或企业家来支配资源, 就能节约市场运行成本。而米勒(Mueller, 1969)则从企业扩张冲动论来说明企业并购的动机。他在《混合兼并理论》(*A Theory of Conglomerate Mergers*)一文中指出, 企业的高层管理者往往具有很强烈的扩大企业规模的欲望, 这是因为经营大企业比经营小企业更使他们感到有权势、声望和地位, 并且所获报酬也可能更高。克玛诺(Comanor, 1967)认为, 企业并购的目的是为了提高市场占有率, 寻求占据市场的支配地位。企业通过对产业链上下游关键企业的并购, 从而树立产业壁垒, 达到垄断该产业的目的。威廉姆森(Williamson, 1975)也认为, 企业持续并购并以此扩张规模, 不是为了提高效率, 而是为了追求、维持和加强其在市场上的垄断地位。钱德勒(Chandler, 1962)认为, 并购并非能使企业垄断生产产生效率。他应用美国烟草公司和斯威夫特肉类加工公司这两个案例指出, 前一公司为了垄断雪茄生产进行大规模的并购, 虽然使其在本行业获得举足轻重的地位, 但却未使生产变得更有效率; 而后一公司通过改变经营方式, 将过去把活牲口从西部运往东部并在东部屠宰、销售, 改变为先在西部屠宰牲口, 然后用冷冻车运到东部销售, 从而降低成本, 使其扩张为少数几个能支配肉类加工的企业之一。钱德勒指出, 这两个案例从正反两方面说明垄断不是发生企业并购的必要条件。垄断限制了更有效率的市场竞争机制发挥作用, 造成垄断企业本身缺乏效率。可口可乐公司前总裁曾就为何不通过兼并百事可乐以垄断饮料市场问题作了如下回答: 保留一个强大的百事可乐更有利于提高可口可乐公司的经营效率。

莱文(Levin, 1990)考察了企业团队参与兼并的情形, 证明若总产量少于

市场总产量的 50% 的企业团队考虑横向兼并,则有如下的结果:一是合并团队产出的任何收缩将会减少团队的利润;二是任何可盈利的兼并都将提高福利。法瑞尔和夏皮罗 (Farrell&Shapiro, 1990) 研究了古诺模型和纵向合并条件下并购的竞争效应,证明没有协同效应的任何兼并将会导致产品价格的提高,传统对表征 HHI 指数 (赫芬达尔—赫希曼指数) 的理解可能是错误的。美国司法部《反托拉斯指南》认为,由于兼并后的市场份额只是合并前市场份额的总和,因此福利将确实增加 (因为竞争企业与消费者不会受到影响)。一种可能的情形是,总产出和 HHI 下降,但福利却改善。对未参与兼并的企业与消费者的影响 (外部效应) 则易于判断,因为它们并不依赖于企业内部成本的节约。当兼并没有产出协同效应时,价格将上升。这种模型给出了有关协同效应来自何处的较好描述,它也分析了兼并企业成本的各种形式。

卡米思和赞恩 (Kamien&Zang, 1990) 引入收购一般性模型,用三阶段非合作博弈模型探讨了收购是否会导致垄断的问题。他们对于博弈精炼纳什均衡的分析表明,即使没有法律障碍,而且合并实体所得收益大于每个企业的利润之和,垄断仍旧不会形成。冈萨雷斯·梅斯特里和洛佩兹·屈纳 (Gonzalez Maestre&Lopez Cunat, 2001) 考虑了如下的模型:在一个寡头产业,存在授权,每个企业内的经理的薪酬为企业利润与收益的线性组合,授权导致更具竞争性的市场。证明较之于非授权的博弈,兼并变得更为有利可图,存在福利的利弊权衡:授权使市场变得更具竞争性,但也使企业兼并更具可能性。朗思和沃斯登 (Long&Vousden, 1995) 讨论了两国贸易自由化对纵向兼并的影响。贸易自由化出现时,国内并购和跨国并购盈利能力依赖于贸易自由化是单边的还是双边的,以及兼并导致的成本降低效应有多大。具体地,对本国国内兼并而言,单边关税的削减鼓励了那些可增加市场垄断力的兼并,但却打击了那些为降低生产成本的兼并。双边关税削减具有相反的效应,它既鼓励了为降低生产的兼并,也打击了为增加市场垄断力量的兼并。对跨国并购而言,不论是双边关税削减还是单边关税削减,都被打击。

霍恩和皮尔森 (Horn&Persson, 2001) 强调了跨国公司获取外国资产所有权方式的决定因素,发现这依赖于贸易和生产的成本。与“关税跳跃”的观点相反,他们证明由于贸易成本降低,跨国兼并会出现;反之,企业则倾向于国内兼并。跨国兼并导致固定成本与贸易成本之间的替换。他们还描述了社会和私人对跨国兼并的激励随着协同效应的减弱而逐渐发散,随着协同效应的增强而趋同。达斯和辛加普特 (Das&Sengupta, 2001) 建立了跨国并购模型,考察非对称信息与讨价还价对兼并的影响。他们假设有两个企业,本

国企业拥有有关市场信息,而技术更先进的外国企业则拥有有关成本的信息;关注的焦点是,若企业兼并的开价遭拒绝,是否这种行动会披露企业的真实类型。他们认为,遭拒绝后的收益内生地依存于谈判过程,当事人会因拥有私人信息而遭受损失。需求的不确定会增加兼并的可能性,而成本的不确定会减少这种可能性。

尼里(Neary,2007)利用一般均衡模型证明技术的国际差异产生跨境兼并的激励。在这种兼并中,一国低成本企业收购另一国高成本企业,这种兼并可当作比较优势工具来使用。隆姆埃德、施特苏姆和苏伽德(Lommerud, Straume&Sorgard,2006)把跨国并购解释成工厂工会出现时寡头竞争的结果。他们认为,在国际背景下工会是工厂专有的,因而当兼并发生后,工资下降,从而国际兼并变得有利可图。丘东晓和周文(Qiu&Zhou,2006)建立了由于信息分享产生跨国并购激励的模型。该模型研究了一个由多个国内企业与一个外国企业组成的产业,外国企业通过将产品出口到本国市场,并且同所有的国内企业相竞争的情况。他们的模型证明,当本国企业而非外国企业有本国市场信息时,那么信息分享将增加外国企业对本国企业的跨国并购收益,因此跨国并购的激励始终存在。他们也研究了跨国并购如何影响未参与并购的本国企业的利润、消费者剩余、本国福利和世界福利。

从国内文献看,有关跨国并购动因或目的的解释很多,大致可以归纳为以下几种论点。

(1)全球化经营策略的需要。马向东(2003)认为跨国并购出于拓展业务领域、扩大市场份额、壮大企业规模、增强竞争力的目的。

(2)全球战略需要。宋亚非(2006)认为跨国公司在华并购的动因主要有两个:资源和市场。20世纪90年代以来跨国并购成为外商直接投资的主要方式和手段。刘爽、李媛、王厚双(2001)则指出,世纪之交新一轮的跨国并购中强强并购成为主流,分析其原因在于国际竞争环境的变化使得跨国公司自身战略缺口不断扩大,强者之间不得不摒弃前嫌,主动整合,携手合作。

(3)综合性解释。叶勤(2002)认为跨国并购是多动因推动、综合平衡的结果。田祖海、王永乐(2006)认为全球跨国并购有着国际宏观背景、跨国公司内在需求和东道国因素三个方面动因。从历史角度考察,跨国并购是垄断资本主义在全球扩张的重要方式,是市场经济由自由竞争由低级阶段走向高级垄断阶段的必然产物,是市场经济走向成熟的一个重要标志。黄顺武(2004)分析了第五次跨国并购浪潮,认为推动跨国并购的动因,既有经济

全球化、新科技革命发展等宏观原因,也有谋求经营协同、财务协同、获取并购战略价值、操纵市场等微观原因。

(4)内外因分析。杨超(2007)认为,经济全球化程度的提高、中国市场的巨大潜力以及日益完善的投资环境是推动外资并购的外在因素,而实施品牌战略、低成本进入市场、整合资源、分散经营风险进而获得更多利润的内在因素也激励着外资企业的并购活动。

(5)理论归纳。也有学者将西方跨国并购动因理论的发展归纳为新古典经济学解释、新制度经济学解释、对外直接投资领域“优势论”解释和战略、策略类理论解释等。

(6)特殊国情论。不少学者对外资并购中国企业的动因,以及中国企业并购外资的动因进行了研究,认为外资并购中国企业除了国外现有理论解释外,中国经济的发展程度及特殊的国情,使得并购活动还存在人口、资源和国家利益三方面动因(沈士勇,2006)。中国企业跨国并购的动因主要有四个:①为了发挥比较优势,产生规模效应;②为了拓展发展空间,抢占世界市场;③出自国内经济发展资源约束压力;④来自政府政策的鼓励推动(方丽君,2006)。

1.4.1.2 行为合理性

在跨国公司对外直接投资中,60%~80%是以跨国并购方式进行的,因此,有关跨国并购行为合理性分析的文献相对于跨国战略联盟的文献要多。这方面的文献主要集中在资产协同性分析上。推动这方面研究的动因在于现实中一半以上的海外并购活动是失败的,在中国这一不成功率达到了70%。一些学者从协同和竞价机制上探讨了并购行为的合理性问题。比如,陈涛、金炜东、邓平(2007)认为,跨国并购是新兴公司从发达国家获取战略资产的有效途径之一,不过,有效获得战略资产并不能保证新兴公司就能获取额外的经济收益,成功并购本质上取决于买卖双方的资源互补态势。他们以资源理论为基础,探讨了跨国并购中价值的创造和分配机制,分析了中国公司跨国并购的三种资源合并模式,发现在并购市场上当中国公司比竞标对手拥有更多的优势资源时,可以在并购中创造更多的额外价值和促使双边垄断的形成。薛敬孝和韩燕(2004)比较了20世纪90年代以来的跨国并购与新建投资两种外资流入方式,发现流入发达国家的国际直接投资主要采用并购方式,而流入发展中国家的国际直接投资主要采用新建投资方式。分析跨国并购的原因,主要是出自协同效应、速度、竞争、资产、成本因素等的考虑。

1.4.1.3 并购整合

跨国并购整合分析包括人力资本整合、组织整合、文化整合、关系整合等。比如,杨森(Jansen,2001)构筑了7C整合模型,即整合成本、整合协调、整合文化、外部整合、内外沟通、核心成员/核心能力管理和整合控制模型。国内这方面研究的较新成果有刘文纲(2009)出版的《跨国并购中的无形资源优势转移》。该书对中国企业跨国并购中的无形资源优势转移及整合进行了实证研究,内容涉及跨国并购中的品牌资源整合、技术资源转移、客户关系转移和整合、文化协同效应及文化整合等。也有学者研究了并购活动中企业合并的平等问题。比如,彼特·凯林(Peter Killing,2003)认为并购是否平等影响到新公司的经营,虽然很多经理人不相信“平等”能与“合并”相挂钩,如戴姆勒—奔驰和克莱斯勒的联姻,看上去更像一起不成功的收购。但是,1998年瑞典的阿斯特拉(Astra)和英国的捷利康(Zeneca)的合并是平等和成功的。该案例告诉我们:平等合并不是梦!挑战在于怎样整合两家公司,避免内部争斗,把全部注意力集中在企业经营上。合并的四项原则是“迅速、公平、灵活和谅解”,并且要强调相互沟通的重要性。

此外,还有学者通过具体案例分析跨国并购对并购企业、行业及市场的影响。例如,国外有学者指出,与横向并购相比,纵向并购可能会通过市场封锁来提高其他企业的进入障碍(Bain,1956),增加竞争对手投入品成本来维持市场高价(Ordover,Saloner&Salop,1990;Riordan,1998),限制竞争对手的分销渠道(Comanor,1967)。受该观点的影响,一些国家的反垄断机构对纵向并购采取禁止或限制的态度。比如美国在1982年的《企业并购指南》中明确提出反纵向并购的理由:在某些情况下,纵向并购可能提高进入障碍,便利合谋,成为受管制公共企业逃避价格管制的方式。但也有学者认为纵向并购使得企业经营更为有效,因为通过纵向并购实现一体化经营,不但可节省交易费用,而且还可促进专用性投资的制度安排(Coase,1937;Williamson,1975,1985;Grossman&Hart,1986)。国内也有一些学者探讨了纵向并购的效应。比如,唐要家、唐春晖(2008)认为,纵向并购很大程度上基于效率原因,但在特定的情况下,受序列市场结构的影响,纵向并购可能会产生限制竞争的市场封锁效应;分析四种序列市场结构下的纵向并购,并不都产生市场封锁效应,只有在序列寡头市场结构下,纵向并购才可能带来下游零售市场的价格上升,妨碍市场竞争。据此,他们提出基于序列市场结构的纵向并购的四步反垄断执法检验规则,主张采用以行为救济为主的反垄断救济的措施。

詹姆斯·托宾(J. Tobin, 1969)基于股票价格和投资支出相互关联分析提出“Q 值理论”,认为企业并购的主要方式是通过股票市场来购买目标企业的股权,从而获得对目标企业的经营管理控制权。当 $Q>1$ 时,意味着公司价值被高估,并购对收购企业无好处;反之,当 $Q<1$ 时,意味着公司价值被低估,这时进行并购会产生潜在的收益。由此,他提出基于调整成本的投资行为模型: $Q = \text{公司股市市场价值} / \text{公司资产重置成本}$ 。Q 值被称为托宾比率(Tobin's Q Ratio)。

1.4.2 财务风险控制研究综述

1.4.2.1 关于财务控制风险的定义

张先治、袁克利(2005)认为:股东为了有效地实施财务控制,需要构造一个包括股东会、董事会、监事会以及高层管理者的公司治理结构。

谢志华(2007)从构造内部控制、公司治理、风险管理三者整合的框架体系中提出:以风险控制为主线,以全员、全要素、全过程的造假、私吞、违规和非理性行为的风险控制为内容,以风险管理过程(见 COSO^① 报告《企业风险管理——整合框架》的规定)为控制方法,构成一个风险管理的有机整体。

1.4.2.2 财务风险种类

财务风险有狭义和广义之分。狭义的财务风险是指由债务引起的、企业不能偿还到期债务的可能性。余绪缨(1995)认为,财务风险是指企业资本结构不同而影响企业支付本息能力的风险,企业财务杠杆系数越大,财务风险也越大。因此,狭义上的财务风险通常又被称为债务融资风险或筹资风险。另一种解释是对狭义财务风险的扩展,即广义的财务风险。向德伟(1994)认为,财务风险是一种微观经济风险,是企业所面临的全部风险的货币化的表现形态,是企业经营风险的集中表现。刘恩禄、汤谷良(1995)认为,财务风险是指企业在筹资、投资、收益分配等财务活动中,由于各种不确定性因素的作用,使企业的实际收益与预期发生负偏离的可能性。邱宇光(2007)则认为,广义上的财务风险是指由于企业财务系统中客观存在的由于各种难以预料或无法控制的因素,使企业实现的财务收益和预期财务收益发生背离,最终蒙受损失的机会或可能。

本书所研究的企业集团子公司财务风险控制,是基于自生能力、制度禀

^① 美国反欺诈财务报告全国委员会发起的组织委员会。