

国际经验、文化距离与 中国企业海外并购的经营绩效

阎大颖^{*}

摘要：本文运用组织学习论和制度因素论，对中国企业实施海外并购对自身经营绩效的影响进行了理论探讨，并以 2000 - 2007 年在沪深两地和中国香港上市的非金融类企业发起的海外并购交易为样本，对其现金流、账面收益和股东财富相关的多种财务绩效指标在海外并购前后超收益的变化趋势和决定机制进行了实证分析。实证结果显示，中国企业的综合国际经验和海外并购经验越丰富，采取海外并购后的绩效越好；选择文化距离越小的东道国，海外并购后的绩效也越好。同时，相对国家竞争优势及东道国管制人文特征等因素对中国企业海外并购的绩效有显著影响。

关键词：海外并购 国际经验 文化差距

一、引言

跨国并购是以企业组织为载体实现的资源在国际间的重组与配置，近 20 年在国际资本市场上风起云涌，与全球经济一体化的趋势相辅相成，也是学术界历久弥新的研究热点。与国内并购类似，跨国并购的研究重点之一就是并购后的经营绩效，即并购是否为双方企业带来了财富效应。

自 21 世纪以来，中国企业的对外跨国并购（下文亦称海外并购）出现了前所未有的蓬勃发展，据联合国贸发会议 2006 年的世界投资报告显示，中国企业海外并购额从 2000 年的 4.7 亿美元累计上升到 2005 年的 149 亿美元，年均增长率达 178 %。但海外并购也存在不少挫折。如 2005 年国研网报告指出，若以海外并购后 2~3 年的盈利为衡量尺度，中国企业海外并购的成功率不足三成。波士顿咨询集团（Boston Consulting Group, BCG）对 1986 年来中国企业发起的 515 次海外并购的实证调查也发现，与国际常规不同，尽管近 2/3 并购后一年即获得显著收益，但各个企业长期的收益能力差异则很大。而且，近年来一些曾经轰动一时的并购也不乏“壮士断臂”、折戟而归的结果，如 2002 年华立集团收购飞利浦集团在美国的移动通信部门、2004 年 TCL 收购阿尔卡特手机业务等。因此，国内学术界日趋关注中国企业海外并购所实现的财富效应及影响因素。近期已有学者进行了定性讨论（徐明棋，2003；许晖，2003）、典型个案分析（如廖运凤，2007；王志乐，2007）及小样本统计分析（程惠芳，2004），从中发现了中国企业海外并购存在的问题和显著影响因素，并提出了一些中肯对策。但受数据限制，该课题的研究无论是理论阐述还是实证考察都还不充分。

为此，本文将考察中国企业在加速国际化的进程中，实施海外并购对中方收购企业自身经营绩效的变化，并对其影响机制进行理论探讨和多因素的实证分析，力求对中国企业制定合理的国际直接投资（下文简称 FDI）战略具有一定的理论和实践意义。

本文将以财务绩效指标度量收购方的经营绩效，原因主要有两点：其一，综观近年来我国企业的海外并

^{*} 阎大颖，南开大学经济学院国际经济学研究所，邮政编码：300071，电子信箱：dayingy@nankai.edu.cn。

本文受教育部 2006 年度人文社会科学研究基金青年资助项目“中国企业海外并购微观经济效应问题研究”项目（06JC790024）和国家 985 工程重点基地“跨国公司研究中心”课题“中国企业海外并购的微观经济效应问题”项目（985TNC20060102）资助。

购,尽管目标资源和动机各有不同,但本质上都是为了通过对并购双方企业各种资源的有效整合,达到加速国际化进程、提高企业核心竞争力的战略目标。而企业的盈利能力是其核心竞争力和长期竞争优势最直观的反映(波特,1988)。其二,由于股票市值通常受市场信息不充分和投资者非理性操作等因素影响而偏离真实水平,因此企业的财务绩效指标比股价能更客观、全面地揭示企业核心竞争力的长期发展。

二、理论与假设

由于跨国并购兼具 FDI 和企业产权跨国重组的双重性质,其并购绩效的影响因素也比一般并购更为复杂。为此,学术界已考察了并购双方资源特征与行业相关性、收购企业国际化发展战略、收购交易中的委托代理成本、东道国文化差异、制度规范、宏观经济特征等多种因素的影响(Shimizu et al., 2004)。近期 Luo 和 Tung(2007)、Buckley 等(2007)、Cui 和 Jiang(2007)、Rugman 和 Li(2007)等针对中国跨国企业的研究均认为,与其他新兴和发展中国家处于国际化起步阶段的企业类似,对海外市场的适应能力是中国企业跨国发展能否成功的关键因素,这又与企业自身的国际经验和东道国客观的人文环境直接相关。综观一些海外并购失败或后续经营效果不佳的案例,一个共同原因在于中方收购企业在加速国际化发展时,因自身对海外并购整合风险和成本估计不足以及对东道国人文制度环境适应能力薄弱。因此,本文将运用组织学习论和制度因素论的相关观点,集中探讨国际经验与东道国和中国文化差距对海外并购后财务绩效的影响。

(一) 组织学习论

组织学习论(Organizational Learning Theory)沿用了行为经济学及组织演化论的基本逻辑,认为由于企业存在有限理性和能力欠缺,在跨国并购后对组织内部隐性资源(如人力资本)的整合效果受其在东道国经营的历史经验、对东道国人文环境适应力等因素的制约,这会显著影响并购能否实现其自身优势资源和东道国目标资源的有效运用,实现最优的财富效应。Kim 和 Hwang(1992)、Hennart 和 Reddy(1997)等认为,两地文化差异越大,并购后潜在人文整合难度越大,管理协同效应难于发挥,因此实施合资或新建企业的绩效会比跨国并购更理想。Kogut 和 Singh(1988)发现,跨国并购多发生在文化相似、市场环境熟悉的国家之间,类似地,Brouters 和 Brouters(2000)显示,发达国家在开辟文化差异大的发展中国家和新兴经济体市场时,会首先选择实施合资新建,只有随着外国投资者对东道国外部环境的了解加深,才会收购当地企业或合资企业股份。一些针对发达国家和发展中国家之间的跨国并购实证研究表明,并购后如果企业需要适应双重文化,其持久性和绩效都明显更低(Barkema et al., 1996; Yong et al., 2006)。

(二) 制度因素论

制度因素论(Institutional Theory)认为一个组织为实现生存的合法性(Legitimacy)需遵循一定的惯例。North(1990)将“制度”定义为一个社会的游戏规则,更严格地讲,是为决定人们相互关系而人为设定的一些约束,主要包括管制(Regulative)、规范(Normative)和认知(Cognitive)三类制度(或约束)。其中规范约束指社会整体的文化观念与价值标准;认知制度是组织内部习惯传承的共同信仰、共享逻辑等。前两者也被进一步区分为正式制度和非正式制度,是组织外部同化压力的来源;后者是另一种非正式制度,是组织内部同化压力的来源。与组织学习论类似,后两类制度约束分别涉及组织外部的人文环境和内部的知识经验,下面就集中阐述二者对跨国并购绩效的影响机制。

其一,跨国公司的经营活动受东道国意识形态、价值观念、社会习俗等人文环境的制约。这些因素决定了外国分支机构需要承担的公共责任及能够发挥的企业优势。根据规范制度论,母国与东道国文化差异越大,通常两地居民的心理距离(Psychological Distance)也越远,不仅外国投资者对当地社会规范和习性越陌生,而且也越不易获得社会认可,使并购后企业内部的人文整合以及企业外部相关利益群体网络的构建等难度都更大。Makino 和 Neupert(2000)就发现,两国文化差异越大,跨国并购后人力资本管理效率越低,因此采取合资方式建立海外分支机构的投资效果更佳。

其二,组织内部企业决策者固化的经营理念对进入模式也有影响,因为一个企业自身或其同类以往积累的经验会固化为组织惯例,成为同类企业在相似情境下作出相同决策的依据。Yiu 和 Makino(2002)认为,就

跨国投资而言,运用认知制度可以解释外部模仿(External Mimicry)和内部传承(Internal Mimicry)两种行为特征。前者指在海外开辟同类市场时因循其他企业普遍采取的成功方式,后者指根据自身逐渐积累的经验决定如何建立海外分支机构,如在某个东道国成功的经验很可能被母公司重复应用到其他类似地区。不少实证研究发现,收购企业管理层以往并购的经验能增加对并购整合中诸多隐性问题的认知能力和解决技巧,从而提升此后在相似情形下对这种投资模式的偏好和信心,也使此后采取类似交易决策的成功率有所提高。

综上所述,组织学习论和制度因素论对于跨国并购绩效的影响机制有相互重合的因素。就组织学习论而言,从主观上企业自身的国际经验和客观上两国的文化距离两个层面阐述了学习能力对跨国并购的选择和绩效的影响。根据已有实证研究,企业的国际经验还可进一步分为两类:一是与跨国经营相关的综合国际经验,二是与跨国并购相关的交易经验。客观的文化距离通常从人文传统、民族渊源、宗教信仰及地域范围等角度考察。就制度因素论的认知制度而言,与组织学习论也有相似的研究范畴。其一,通常用母国与东道国的文化距离和地理距离度量规范制度;其二,企业跨国并购交易的成功经验也常以考察认知制度论中的组织内部传承。由此,两种理论的逻辑联系如图1所示。

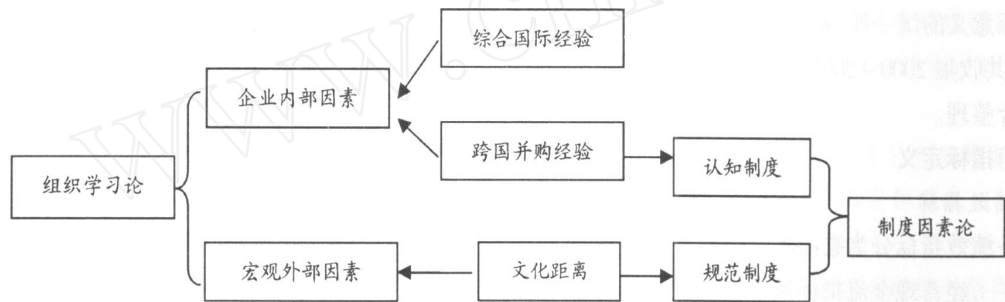


图1 组织学习论和制度因素论的逻辑框架图

(三) 基本假设

下面就综合两种理论共同考察的经验和文化距离因素的基本逻辑,并结合中国企业实践,对并购绩效的影响机制提出如下假设。

1. 国际经验

目前,大多数中国企业仍普遍处于“走出去”的起步阶段,综合国际经验还不充分,近期不少典型案例也表明,中国企业在生疏的环境实施海外并购时,由于对当地制度法规、经营惯例、社会意识等缺乏了解而遭遇多种挫折,如并购时机不当、目标定价失误、人员整合困难、雇员客户纠纷等。因此,本文认为:

假设 1a:综合国际经验越丰富的企业,采取海外并购后的经营绩效越好。

跨国并购比绿地新建增加了特有的交易前视察(Inspection)风险与交易后交互(Interaction)风险。前者来源于信息不确定等因素造成的目标企业选择和定价的失误,后者来源于双方企业资源整合和人员沟通的失效。因此,从组织学习论看,跨国并购的成功经验对后续并购克服资本运营风险和改善绩效有突出的促进作用;从认知制度论看,以往跨国并购的成功经历会使企业管理层此后在面临相似的情形时,增强对这种投资模式的偏好和信心,进而避免交易决策失误,提高并购成功的概率。

实践证明,近年来中国各行业成功的海外并购大多集中于一些国际化较为领先的知名企业,如上汽集团、中石油、中国移动等。这表明中国企业不断积累的跨国并购经验对企业国际化发展的财富效应具有重要意义。综上分析,本文认为:

假设 1b:跨国并购经验越丰富的企业,采取海外并购后的经营绩效越好。

2. 文化差异

组织学习论表明文化距离客观上影响着企业自身在东道国经营的适应能力。规范制度论把母国与东道国之间的文化距离视为一种东道国国家风险标志。无论从哪个角度分析,文化距离越大,都会加剧海外并购后的经营风险。

近年来,中国企业跨国并购的区域结构日趋多元化,不断从拉美、亚洲等新兴经济体和发展中国家向欧洲、北美和大洋洲的成熟市场拓展。中国企业在开辟海外新市场之初,必然要努力迅速灵活地适应当地人文社会环境,以便能遵循当地的传统规范。综观一些在西方国家发起的天折或绩效欠佳的并购案例,一个重要

因素就是因两地文化差异较大,使海外分支的经营模式和理念难于与当地社会固有的习俗观念相契合。Yong 等实证文献也显示,中国企业与文化相似的企业之间跨国并购的绩效显著高于与文化距离大的企业之间的合作效果。为此,本文认为:

假设 2:在文化距离越小的海外市场,采取海外并购后的经营绩效越高。

三、样本与指标

(一) 样本数据

本文跨国并购数据源自比利时 Bureau van Dijk 商业电子数据出版社的 ZEPHYR 全球并购交易分析库。该库将并购定义为收购方一次或累计购买目标方 50 %以上股权的交易。本文根据三点标准确定跨国并购案例的有效性:(1) 每笔交易至少有一个中国大陆企业为发起人;(2) 并购目标企业必须是中国大陆以外的外资企业;(3) 并购交易已实际完成。为确保并购是基于国际化的战略动机,本文剔除了注册地在 Bermuda、Cayman、British Virgin 群岛等避税天堂,而主要经营活动在中国大陆的交易。受统计数据限制,同时考虑财务绩效指标意义的统一性,本文选择 76 家在境内上市和 10 家在中国香港上市的非金融类中国企业为考察对象,最终共收集 2000 - 2007 年 129 起跨国并购有效案例。上市公司财务资料根据 CSMAR、CCER、WIND 等数据库综合整理。

(二) 指标定义

1. 绩效指标

财务绩效指标分为账面收益和现金流收益两类指标。近年来,实证文献普遍选择现金流分析法,原因有三个:其一,经营现金流指标通常被认为不易受会计盈余操纵,能更真实地反映盈利水平;其二,经营现金流是计算股票理论价值净现值(NPV)的基础,因此以现金流收益指标评估盈利水平符合公司金融学中股东价值最大化的基本准则;其三,经营现金流指标可以独立评价并购效应而不受记录并购交易的记账方法或并购后会计准则变化的影响(程惠芳,2004)。但本文认为,基于账面利润的盈利指标是根据严格的权责发生制计算而得,由于充分考虑到资产的减值因素,并将减值金额确认为当期费用,因此也能与现金流指标相辅相成地反映经营成果。另外,为揭示跨国并购对我方收购企业股东的财富效应,也选取了一些股东收益指标率。

(1) 经营现金流盈利指标包括:

总资产现金流比率(OCFTA) = 经营现金净流量 / 总资产

盈余现金保障倍数(OCFNI) = 经营现金净流量/ 净利润

销售现金比率(OCFS) = 经营现金净流量/ 销售额

这三项指标分别体现了企业经营现金流量相对于总资产、账面盈利和经营收入规模而言的充裕程度。

(2) 账面收益盈利指标包括包括:

营业毛利率(GPM) = 主营业务利润/ 主营业务收入

营业净利率(RMOR) = 净利润/ 主营业务收入

总资产收益率(ROA) = 净利润/ 平均资产总额

前两项指标反映企业主营业务的边际增值能力,ROA 度量资产的整体运用效率。

(3) 股东收益指标包括:

市净率(PB) = 每股市价/ 每股净资产

市盈率(PE) = 每股市价/ 每股收益

股利收益率/ 股息率(DP) = 每股股利/ 每股市价

前两项通过市值反映投资者对企业未来收益的预期,股息率度量股东的当期回报。

2. 解释变量

考虑到并购后涉及双方股权结构的变化,因此未选用每股盈利相关指标。

经营现金净流量 = (主营业务息税折旧前收益 + 折旧折扣摊销费) - 所得税。

已有文献对国际经验有多种度量方法,如在东道国投资年限(Caves and Mehra,1986)、经营行业多元化程度(Davidson,1980)、国际经营多元化程度(Kogut and Singh,1988)、同种方式实施经历(Yiu and Makino,2002)。本文结合数据可得性,构造了两个国际经验的指标。

(1) 国际经验分为综合国际经营经验和跨国并购特有经验:

第一,综合国际经营经验。Kogut 和 Singh(1988)、Hennart 和 Park(1993)及 Vermeulen 和 Barkema (2001)等大量研究均以跨国公司海外分支机构涉及的国家(地区)个数这一经营区域的多元化指标来度量其国际经验的积累程度。选用该指标的基本逻辑是企业分支机构遍及的国家越多,母公司跨国人力资源的管理能力及跨国文化制度的适应力都越强,因而更敢于面对跨国并购潜在的内部整合风险与外部制度约束。实证也表明,经营区域多元化程度越高的跨国公司更倾向于选择跨国并购而非合资与独资新建。本文根据 OSIRIS 数据库,用样本企业海外分支占全部分支数量的比例作为国际经营多元化的指标 $forsubp$,根据假设 1a,该指标应与海外并购后绩效正相关。

第二,跨国并购特有经验。组织认知学研究 FDI 模式的文献经常用以往成功的跨国并购次数来测度一个企业跨国并购特有经验。鉴于此,本文根据 ZEPHYR 数据库的记录,计算出样本案例发生时投资者已完成的所有 FDI 活动(包括跨国并购和合资新建)中跨国并购所占比重($prei1n$),表示跨国并购特有经验,根据假设 1b,该指标也应与海外并购后绩效正相关。

(2) 文化差异:已有文献常用 Hofstede 指数度量文化距离,本文采用了该指数 2004 年公布的最新测度方法,从权力距离(Power Distance)、个人主义(Individualism)、男性主义(Masculinity)、不确定性避免(Uncertainty Avoidance)和长远规划(Long-term Orientation)五个维度,运用 0~100 分,对各国的文化特征进行量化描述。首先从 Hofstede 指数网站获取样本东道国与中国该指数的五项平均分,再求出两国之差的绝对值作为文化距离指标 $tccd$,该指标值越低,表明两地人文环境差异越小,根据假设 2,该指标应与海外并购后绩效负相关。

3. 控制变量

除上述解释变量,本文参考跨国并购绩效的相关实证文献,另选择如下一系列与跨国并购长期绩效相关的因素作为控制变量。

(1) 并购交易规模。Hennart 和 Reddy(1997)根据交易费用论,认为东道国目标企业规模越大,所需互补资源的可吸收度(Digestibility)和可剥离度(Divisibility)越低,并购后的整合成本越高,从而增大并购后改善双方企业绩效的难度。Kusewitt (1985)、Lee 和 Caves (1998)等学者还指出,并购规模越大,收购企业预期收益的波动性也越高,因为目标企业资产质量的可替代性会随着规模的增大而越不确定。实证发现,并购交易规模与并购后收购企业的销售增长率有显著负相关关系。但 Yiu 和 Makino (2002)指出,跨国并购双方绩效与投资规模的关系还需结合收购企业是否达到规模经济而综合考虑。鉴于此,本文把并购投资规模作为控制变量,用交易金额的自然对数 $\ln tv$ 表示。

(2) 收购企业规模。不少学者认为,跨国并购比合资需要投入更多的财务和管理资源,因而也经常把企业规模作为并购后绩效的影响因素(Gaba et al.,2002)。Rugman 和 Li (2007)指出,中国的大型跨国企业之所以成为跨国并购获取先进技术和战略资源的“旗舰企业”,一个重要优势就是拥有雄厚的资产规模、市场份额和营销网络。然而国外实证文献关于收购企业规模对绩效的影响并无定论,已有以美欧等大型跨国公司为样本的研究就发现规模越小的企业反而越能成功实施跨国并购。本文认为,这还与企业规模是否达到最优边界及企业所处发展阶段有关。鉴于企业规模影响的不确定性,本文将其作为控制变量而非解释变量。为剔除不同行业企业规模特征的差异,本文用样本企业发生交易前最后会计年度的账面资产与行业中值之差的自然对数 $\ln inadta - 1$ 表示。

(3) 股权收购比例。并购后对目标企业的股权控制程度直接影响收购企业对目标企业的经营决策权限,如目标企业的经营战略、并购双方资源整合方式。这些不仅对目标企业的经营绩效会有影响,也同样关系到收购方交易后能获得的长期收益。此外,在不少国家,外国收购企业对本国企业的控制权越高,受到当地政

详见 Hofstede 指数数据库网站 <http://www.geert-hofstede.com>。

府的管制约束相对越严苛,从而限制了收购方在当地经营活动的灵活性(Inkpen et al., 2000; Gedajlovic and Shapiro, 1998)。Dunning(1993)、Erramilli 等(1997)都发现绝对股权收购(股权控制比率在 50 %以上)和少量股权收购(股权控制比率在 30 %以下)的并购,后续绩效有显著差异。为此,本文加入交易结束后收购方持有的目标企业股权比例(*stake*)这一控制变量。

(4)东道国管制制度。如前所述,基于制度因素论的 FDI 文献通常还考察东道国管制制度对 FDI 模式的选择和绩效的影响。其基本逻辑是,与本土企业相比,外国公司往往受到东道国政府更严苛的约束,即外籍负债(Liability of Foreignness),如东道国政府对外资企业所有权份额、投资领域、控股方式等方面的限制。实证表明,这些外资的法律规章在很大程度上增加了市场进入模式的交易成本,制约了外国投资者在东道国所有权优势的发挥,外国投资者为获得当地法定地位而偏向采取与当地政府或企业合资的方式,以便提高海外分支机构的存活率及保持更优的长期绩效(Brouthers et al., 2002)。Luo 和 Tung (2007)还指出,对于新兴市场国家的跨国公司,FDI 本身还有规避本国管制制度的作用,因此东道国的制度环境相对于母国越宽松,投资者越倾向于通过跨国收购的投资方式在当地发展,从而提升自身的经营绩效和竞争优势。由此推断,同样处于转型期制度环境下的中国企业,投资目标地的管制制度对于跨国并购的绩效也有类似的负面影响。

为此,本文选择如下两个指标度量东道国管制制度:由美国传统基金会(Heritage Foundation)每年公布的全球经济自由度指数(Economic Freedom Index,EFI)。该指标以 1~100 分对各国政府对经济运行的干预程度进行评估,分值越高表明干预度越低,经济自由化程度越高。世界银行提供的世界发展指数体系(World Development Indicators)中的营商难易度指标(Ease of Doing Business Index,EDBI)。该指标对全球 175 个经济体进行排序,基数值 1 表示政府管制最友善,反之表示政府管制越严苛。二者均能体现企业在东道国经营时外部环境的宽松程度。为测度东道国对中国企业管制的相对严苛程度,本文分别计算出东道国这两个指标值对中国同期分值的百分比比率 *refi* 和 *redbi*。根据其指标值的经济内涵,预计其应分别与并购后绩效成正向和反向相关关系。

(5)国家竞争优势。Rugman 和 Li (2007)指出,Porter (1990)的钻石模型中的国家竞争优势对中国新兴跨国公司国际化成功与否同样有重要影响,包括中国特有的廉价的劳动力和资源等。鉴于此,模型也将考察中国的国家竞争优势对通过跨国并购实现国际化的特定作用。具体方法是采用世界经济论坛(World Economic Forum)年度报告中的全球竞争力指数(Global Competitiveness Index)(以 1~10 分正向测度一国综合竞争力)。该指数历经近 30 年的变迁完善,从 12 个角度全面评估了一国综合经济实力和发展潜力,已成为当今最权威的国家竞争力指标。为考察中国与东道国国家竞争优势的相对水平对中国企业在当地投资的影响,本文用中国与东道国全球竞争力指数之比(*rgci*)作为描述国家竞争优势的控制变量。*rgci* 越高说明中国相对于东道国竞争力越强。

(6)地理位置。东道国地理位置也会影响跨国并购的绩效。一方面,当今区域经济一体化日趋明显(如欧盟、东盟、北美自由贸易区),而建立区域同盟的一个必要条件是区域内各经济体在意识形态、价值观念等文化特征上具有一定的相似性,使区域内各国企业较之外部企业更易获得社会认可。同时,区域同盟内各国为加强经济合作也往往给予区内企业各种优惠宽松的待遇(Rondinelli, 1987),使企业在区域内跨国经营投资时的适应能力增强。另一方面,地理距离会增加信息传输成本(de Mâil, 1999),限制海外经营经验的迅速积累。实证研究也发现,地理距离与跨国并购的发生率显著负相关(Giovanni, 2005)。

另外,Buckley 等(2007)发现,中国企业在 20 世纪 90 年代前期 FDI 的起步阶段,地域相近性是选择东道国的重要因素。Yan 和 Gray(1994)等也指出,中国新兴跨国公司在人文环境相似的亚洲周边国家发展时能享有更多的优惠。为考察并购绩效是否受地缘因素影响,即是否在临近环境实施并购的财富效应更佳,本文把并购目标地按与中国临近程度和人文环境相似程度分成三类:(1)大中华区(包括我国港、澳、台地区);(2)亚洲其他地区;(3)亚洲外其他地区。然后以一个三元虚拟变量(*rid*)对这三种区域进行区分(1 = 大中华区, 2 = 亚洲其他地区, 3 = 亚洲外其他地区)。

这种方法是从 2007 年开始使用的,用以替换以前以 1~5 分反向评估方法。

四、结果及分析

(一)描述统计

剔除行业系统因素后,对跨国并购是否影响中方企业的绩效进行初步的单因素检测,首先运用会计事件法,将每一案例中收购企业原始绩效值与所属行业其他未发生跨国并购的企业同类指标的中值相减,考察其差值在并购前后的年度变化趋势(受数据限制,考察期设在并购当年和前后3年之内)。由于财务指标易出现极端值而造成统计结果的偏差,实证金融通常用中值而非均值检验样本指标值为零的假设,并采取Wilcoxon 检验法计算 Z 统计量。

表 1 海外并购前后年度绩效变化

变量名	- 3 年		- 2 年		- 1 年		0 年		1 年		2 年		3 年	
	中值	Z	中值	Z	中值	Z	中值	Z	中值	Z	中值	Z	中值	Z
indadjOCFTA (%)	1.969	2.43 **	3.290	3.59 ***	0.567	0.6200	2.773	2.23 **	1.977	1.72 *	1.654	2.79 **	1.016	0.0200
indadjOCFNI (%)	1.114	0.8900	- 5.860	- 0.5600	- 1.359	- 0.8800	0.000	0.4600	0.729	0.7000	0.8332	2.57 **	0.6333	1.0900
indadjOCFS (%)	5.116	4.77 ***	1.537	5.08 ***	0.000	4.41 ***	1.528	2.32 **	2.718	3.12 ***	3.167	2.16 **	1.389	0.9800
indadjGPM (%)	10.612	7.85 ***	12.929	9.31 ***	10.594	7.54 ***	9.190	5.72 ***	10.504	3.81 ***	8.641	5.39 ***	1.412	0.3900
indadjRMOR (%)	27.252	4.17 ***	22.942	7.7 ***	23.456	1.84 *	36.318	2.45 **	31.905	2.24 **	25.495	1.4300	24.300	1.6100
indadjROA (%)	4.249	6.45 ***	5.159	6.73 ***	5.231	1.0600	5.681	2.96 ***	4.565	2.99 ***	3.420	3.56 ***	3.208	2.25 **
indadjPB	- 0.1465	- 1.69 *	- 0.1435	- 1.6400	- 1.7618	- 0.9500	1.5344	2.31 **	0.1136	1.94 *	0.0563	1.2700	0.0509	0.3700
indadjPE	- 0.9299	- 1.0400	- 2.0738	- 1.1700	0.106	0.8900	0.6828	1.85 *	0.5704	2.91 ***	3.2839	2.63 **	2.5324	1.2600
indadjDP (%)	9.083	4.89 ***	1.972	4.4 ***	0.1147	4.63 ***	5.383	3.91 ***	7.765	3.45 ***	9.472	1.93 *	6.790	2.37 **
样本容量	115		119		122		129		106		94		72	

表 1 结果显示,大部分指标在并购后当年起与行业内未并购企业相比即有显著为正的超额收益,表明并购交易对收购企业的盈利水平和投资者的预期在短期内都有明显正面影响。但值得注意的是,根据现有记录,除 OCFNI、OCFS 和 GPM 外,大多数指标在 1~3 年内超额收益的增长幅度却呈现持续回落趋势,说明随着收购企业绩效的下降,市场预期也发生逆转。尽管受数据限制,目前还无法考察后续更长期的绩效表现,但已初步反映出,由于跨国并购在管理整合方面存在一定挑战和难度,对收购方中长期的经营会造成潜在风险。

(二)相关性分析

表 2 给出了各主要变量的相关系数。各解释变量的相关系数符号在较高的显著性水平下与假设吻合,控制变量中除控股比例外,其他指标也与各个绩效指标有不同显著程度的相关性。结果说明所选指标基本可行,也初步证实了假设的有效性。

表 2 主要变量相关系数及特征值

	均值	标准差	indadjOCFTA	indadjOCFNI	indadjOCFS	indadjGPM	indadjRMOR	indadjROA	indadjPB	indadjPE	indadjDP
tccd	7.800	5.003	- 0.2949 ***	- 0.4277 ***	- 0.3596 ***	- 0.2609 **	- 0.2593 **	- 0.2579 **	- 0.3596 ***	- 0.1981 *	- 0.2340 **
forsubp	4.174	24.600	0.3851 ***	0.2311 **	0.8834 ***	0.3198 ***	0.9047 ***	0.8834 ***	0.8523 ***	0.4244 ***	0.3946 ***
pre1 n	1.000	0.261	0.2017 **	0.2258 **	0.1944 **	0.2081 **	0.2001 **	0.1991 **	0.2367 **	0.225 *	0.1877 **
lntv	10.649	2.516	- 0.1276	- 0.061	- 0.0208	- 0.739 *	- 0.2081 *	- 0.504 *	- 0.0664	- 0.0438	- 0.1108
lnindadjta	21.696	5.252	0.0739	0.1324 *	0.1045 **	0.015	0.0836	0.1602 *	- 0.0433	- 0.0957	- 0.1395
stake	95.450	35.264	0.1769	0.1538	0.1507	0.0628	0.0806	0.1002	0.1101	0.0945	0.165
rgci	0.270	0.082	0.8253 **	0.5461 *	0.3368 **	0.676 ***	0.3808 *	0.1937	0.2396 *	0.3107 **	0.208 *
redbi	1.433	0.373	- 0.299 ***	- 0.2241 *	- 0.24492 **	- 0.2847 *	- 0.2008 **	- 0.1973 **	- 0.25854 **	- 0.1461 *	- 0.3651 ***
rfti	1.500	0.259	0.2254 **	0.2006 **	0.9476 ** *	0.9371 ***	0.272 **	0.1783 **	0.1372 **	0.1588 **	0.1456 **
rid	2.000	0.941	- 0.0039	- 0.1698	0.0134	- 0.1533	- 0.1286	- 0.241 *	- 0.1647	- 0.1388	- 0.1172

(三)模型检验

鉴于描述统计显示短期财务绩效改善明显,同时也受样本容量限制,模型以并购后一年财务绩效为因变量进行多因素回归分析。本文认为,其结果对长期绩效的影响机制也有一定的预示作用。模型从前面三种类型的行业调整绩效指标中选取数据最完整的 OCFTA、ROA、PE 为因变量。

根据表 3,各模型中综合国际经验指标(forsubp)和海外并购特有经验(pre1 n)均与三种绩效指标呈显著正相关关系(pre1 n 的 p 值均小于 0.01,forsubp 的 p 值均小于 0.05),有力地支持了假设 1a 和 1b。其次,各模型中文化差异指标(tccd)与三种绩效指标呈显著负相关关系(p 值均小于 0.05),也有力支持了假设 2。

表 3 多因素回归分析结果

变量名	预期符号	模型 1	模型 2	模型 3
因变量	-	<i>indadjOCFTA</i>	<i>indadjROA</i>	<i>indadjPE</i>
截距	-	- 0. 6119 * (- 1. 78)	- 0. 4644 (- 1. 53)	1. 6522 *** 10. 73
解释变量				
<i>forsubp</i>	+ (<i>H1 a</i>)	0. 1224 *** (4. 99)	0. 1287 *** (6. 74)	0. 114 ** (2. 85)
<i>prei1 n</i>	+ (<i>H1 b</i>)	0. 3122 *** (17. 49)	0. 2609 *** (4. 5)	0. 3177 ** (2. 44)
<i>tccd</i>	- (<i>H1 b</i>)	- 0. 6058 *** (- 4. 04)	- 0. 35 ** (- 2. 53)	- 0. 2766 ** (- 2. 94)
控制变量				
<i>lntv</i>	- / +	- 0. 3516 *** (- 3. 78)	- 0. 1429 (- 0. 25)	- 0. 237 (- 1. 47)
<i>lnindadjta - 1</i>	- / +	- 1. 3897 (- 1. 32)	1. 2888 (1. 34)	2. 6371 (0. 85)
<i>stake</i>	- / +	0. 089 (0. 62)	0. 0423 (1. 03)	0. 069 (1. 16)
<i>redbi</i>	-	- 2. 0411 *** (- 3. 94)	- 1. 0308 *** (- 3. 14)	- 1. 0577 * (- 1. 79)
<i>refi</i>	+	- 2. 0411 *** (- 3. 94)	0. 058 ** (2. 2)	2. 0549 ** (2. 03)
<i>rgci</i>	+	3. 0538 *** (4. 49)	3. 1591 * (2. 88)	0. 3154 ** (0. 3069)
<i>nid</i>	-	- 0. 1153 (- 1. 5)	- 0. 1348 * (- 1. 72)	- 0. 1399 * (- 1. 74)
F		10. 73 ***	11. 16 ***	8. 35 ***
R ²		< . 0001	< . 0001	< . 0001
Adj. R ²		0. 1584	0. 2048	0. 1478
		0. 1394	0. 1864	0. 0812

注:表中*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著性水平。本表括号内为*t*值。

各模型中的控制变量相关系数与上述预计基本相符,如两个东道国管制约束指标分别与绩效指标呈正相关(*refi*)和负相关(*redbi*),表明如制度因素论所述,东道国外部管制环境对并购绩效也有重要影响。相对国家竞争优势(*rgci*)也有比较显著的正相关性,表明中国宏观国际竞争地位的逐步提升,是中国企业提高海外并购的微观经济效应的重要保证,这也正符合了Porter钻石模型的观点。而地理位置(*nid*)虽如预期与绩效呈负相关,但在各模型中显著性不同,说明海外并购的区位特征在当前对中国海外并购的效果仅有一定限度的影响。投资规模(*lntv*)、收购企业规模(*lnindadta - 1*)和控股比例(*stake*)与中国企业海外并购绩效的关联度则不明显。这在一定程度上暗示,这些变量与并购潜在具有多重不同方向的影响机制,从而相互抵消并进而降低了与并购绩效的相关程度。

五、讨论与启示

(一) 结论归纳

本文以2000 - 2007年由中国在内地和香港地区上市的非金融类企业发起的129起海外并购交易为样本,对中国企业以海外并购方式进入国际市场时,经营绩效的影响机制进行了理论探讨,然后选取现金流、账面收益和股东收益指标等多种财务绩效指标,全方位考察了并购前后收购企业经营绩效的变动,并对海外并购后财务绩效行业调整后的超额收益进行了多因素实证分析。

本文的现实意义是,中国企业海外并购的绩效表现特征支持了基于制度因素论和组织学习论的假设:中国企业的综合国际经验和跨国并购经验越丰富,采取海外并购后的绩效越好;选择文化距离越小的东道国,海外并购后的绩效也越好。此外本文还揭示出影响中国企业海外并购的特有因素(相对国家竞争优势)和普遍因素(东道国管制制度)。

本研究的现实意义在于,中国企业在决定海外并购时,需要综合考虑自身特征(如国际化程度、企业规模)、交易特征(投资规模、收购比例)及东道国外部特征(管制环境、相对竞争优势、地理位置)等多种因素,审

慎选择并购目标,从而为中国企业通过海外并购提升国际竞争力提供了有价值的实践依据。

(二) 研究启示

受数据限制,本文的局限在于:一是仅考察了并购前后三年的绩效变化,而且只能针对短期(后一年)的财务绩效进行回归因素分析,Bruner(2002)在总结国外并购研究时也发现并购后收购方的长期财务绩效通常欠佳,鉴于跨国并购在人力和资源的整合方面存在更大难度,因此对长期绩效的研究仍是十分必要的课题;二是仅以国际经验和文化差异作为核心考察因素,尚未运用其他与跨国并购绩效相关的代表性理论和相关因素进行实证分析;三是本文模型中一些控制变量的影响效果并不显著,一定程度上说明这些变量可能与绩效存在更复杂多重的关系,需要今后不断丰富模型设计和实证方法深入研究这些因素的影响机制。

鉴于以上不足之处,后续相关研究可沿着如下三个方面深入展开:一是随着中国企业海外并购案例的增加,应扩展样本考察期及丰富绩效的测度指标;二是对于国际经验和文化差异可根据数据可得性构造国外文献普遍采用的更直接的指标;三是参考国外跨国并购的代表性理论流派,如资源基础论、交易成本论、制度因素论、国际经营阶段论等更深入全面地研究中国企业跨国并购长期绩效的影响机制。

参考文献:

1. 程惠芳,张孔宇:《中国上市公司跨国并购的财富效应分析》,载《世界经济》,2006(12),第74~80页。
2. 廖运凤:《中国企业海外并购案例分析》,北京,企业管理出版社,2007。
3. 王志乐:《2007 走向世界的中国跨国公司》,北京,中国经济出版社,2007。
4. 徐明棋:《中国企业国际化经营面临的挑战与对策》,载《世界经济研究》,2003(2),第4~9页。
5. 许晖:《中国企业拓展国际市场的模式与策略研究——以荷兰中资企业的实证分析为例》,载《南开管理评论》,2003(1),第26~30页。
6. Peng, Mike:《全球企业战略(Global Strategy)》,北京,人民邮电出版社,2007。
7. 迈克尔·波特:《竞争战略:分析产业和竞争者的技巧》,中文版,北京,三联书店,1988。
8. Barkema, H. G. and Vermeulen, F., 1998. "International Expansion through Start-up or Acquisition: A Learning Perspective." *Academic of Management Journal*, Vol. 41, pp. 7 - 26.
9. Boston Consulting Group, 2006. "China's Global Challengers: The Strategic Implications of Chinese Outbound M&A." *Research Report*.
10. Brouters, K. D., 2002. "Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance." *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, pp. 203 - 221.
12. Bruner, R. F., 2002. "Does M&A Pay: A Survey of Evidence for the Decision-maker." *Journal of Applied Finance*, Vol. 12, pp. 48 - 68.
13. Buckley, P.; Clegg, L. Jeremy; Cross, Adam R. and Liu, Xin, 2007. "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment." *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, pp. 499 - 518.
14. Caves, R. E. and Mehra, S. K., 1986. "Entry of Foreign Multinationals into U. S. Manufacturing Industries," in M. E. Porter (ed.), *Competition in Global Industries*. Boston: Harvard Press, pp. 449 - 481.
15. Cui, Lin and Jiang, Fuming, 2007. "FDI Entry Mode Choice by Chinese Firms: An Integrated Conceptual Framework and Research Agenda." *Working Paper*, (Under Review by Management and Organization Review).
16. Davidson, William H., 1980. "The Location of Foreign Direct Investment Activity: Country Characteristics and Experience Effects." *Journal of International Business Studies*, Vol. 11, No. 2, pp. 9 - 22.
17. de Mèil, G., 1999. "Real Capital Market Integration in the EU: How Far Has It Gone? What Will the Effect of the Euro Be?" *Economic Policy*, Vol. 14, pp. 165 - 201.
18. di Giovanni, J., 2005. "What Drives Capital Flow? The Case of Cross-border M&A Activity and Financial Deepening." *Journal of International Economics*, Vol. 65, pp. 127 - 149.
19. Dunning, J. H., 1993. *Multinational Enterprises and the Global Economy*. New York: Addison Wesley Publishing Ltd..
20. Erramilli, M. K. and D'Souza, D. E., 1993. "Venturing into Foreign Markets: the Case of Small Service Firms." *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 17, No. 4, pp. 29 - 41.
21. Gaba, V.; Pan, Y. and Ungson, G. R., 2002. "Timing of Entry in International Market: An Empirical Study of U. S. Fortune 500 Firms in China." *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 1, pp. 39 - 55.
22. Gatignon, H. and Anderson, E., 1988. "The Multinational Corporation's Degree of Control over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation." *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 4, No. 2, pp. 305 - 336.
23. Gedajlovic, E. R. and Shapiro, D. M., 1998. "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries." *Strategic Management Journal*, Vol. 19, pp. 533 - 553.
24. Hennart, Jean-Francois and Young-Ryeol Park, 1993. "Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States." *Management Science*, Vol. 39, No. 9, pp. 1054 - 1070.
25. Hennart, Jean-Francois and Reddy, Sabine, 1997. "The Choice between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States." *Strategic Management Journal*, Vol. 18, pp. 1 - 12.
26. Inkpen, A. C.; Sundaram, A. K. and Rockwood, K., 2000. "Cross-border Acquisitions of U. S. Technology Assets." *California Management Review* Vol. 42, pp. 50 - 70.
27. Kim, W. C. and Hwang, P., 1992. "Global Strategy and Multinationals' Entry-mode Choice." *Journal of International Business*

Studies, Vol. 23, pp. 29 - 54.

28. Kogut, B. and Singh, H., 1988. "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode." *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, No. 3, pp. 411 - 432.

29. Kuşewitt, J. B., 1985. "An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance." *Strategic Management Journal* Vol. 6, No. 2, pp. 151 - 169.

30. Lee, T. J. and Caves, R. E., 1998. "Uncertain Outcomes of Foreign Investment: Determinants of the Dispersion of Profits after Large Acquisitions." *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, No. 3, pp. 563 - 582.

31. Luo, Y. D. and Tung, R. L., 2007. "International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective." *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 4, pp. 481 - 498.

32. Makino, S. and Neupert, K. E., 2000. "National Culture, Transaction Costs, and the Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary." *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, No. 4, pp. 705 - 713.

33. Morosini, P.; Shane, S. and Singh, H., 1998. "National Cultural Distance and Cross-border Acquisition Performance." *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, pp. 137 - 158.

34. Porter, M., 1990, *The Competitive Advantage of Nations*. New York: Free Press.

35. Ralston, D. A.; Terpstra - Tong, J.; Terpstra, R. H.; Wang, X. and Egri, C., 2006. "Today's State-Owned Enterprises of China: Are They Dying Dinosaurs or Dynamic Dynamos?" *Strategic Management Journal*, Vol. 27, pp. 825 - 843.

36. Rondinelli, D. A., 1987. "Export Processing Zones and Economic Development in Asia." *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 46, No. 1, pp. 89 - 105.

37. Rugman, A. M. and Li, Jing, 2007. "Will China's Multinationals Succeed Globally or Regionally?" *European Management Journal*, Vol. 25, No. 5, pp. 333 - 343.

38. Vermeulen, F. and Barkema, H. G., 2001. "Learning through Acquisitions." *Academy of Management Journal*, Vol. 44, pp. 457 - 476.

39. Wilson, Brent, 1980. "The Propensity of Multinational Companies to Expand through Acquisitions." *Journal of International Business Studies*, Vol. 12, pp. 59 - 65.

40. Yan, A. and Gray, B., 1994. "Bargaining Power, Management Control, and Performance in United States - China Joint Ventures: A Comparative Case Study." *Academy of Management Journal*, Vol. 37, pp. 1478 - 1517.

41. Yiu, D. and Makino, S., 2002. "The Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary: An Institutional Perspective." *Organization Science*, Vol. 13, No. 6, pp. 667 - 683.

42. Yöng Suhk Pak and Ki Hyun Ryu, 2006. "The Determinants of China Cross-border M&As Performance: A Comparative Study between Overseas Sino and Anglo Firms." *Academy of International Business Conference Paper*, Beijing.

(责任编辑:孙永平)

(上接第 82 页)

20. Fama and Jensen, 1983. "The Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301 - 325.

21. Ferris, S.; Murali, J. and Pritchard, Adam, 2003. "Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments." *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1087 - 1111.

22. Hermalin, B. and Weisbach, M., 1998a. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 96 - 118.

23. Hermalin, B. and Weisbach, M., 1998b. "The Determinants of Board Composition." *Rand Journal of Economics*, Vol. 19(4), pp. 589 - 606.

24. Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831 - 880.

25. Kaiser, H., 1960. "The Application of Electronic Computers to Factor Analysis." *Educational and Psychological Measurement*, Vol. 20, pp. 141 - 151.

26. La Porta, R.; Lopez - de - Silanes, F.; Shleifer, A. and Vishny, R., 2000. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 3 - 27.

27. Lehn, K.; Patro, S. and Zhao, M., 2004. "Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935 - 2000." *University of Pittsburgh, Working Paper*.

28. Raheja, C. G., 2005. "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 6, pp. 68 - 77.

29. Shivdisani, 1993. "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 167 - 198.

30. Shleifer, A. and Vishny, R., 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461 - 488.

31. Shleifer and Vishny, 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737 - 777.

32. Todd, W., 2003. "Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs." *PhD. Dissertation, Illinois University*.

33. Westphal, 1999. "Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO - board Social Ties." *Academy of Management Journal*, Vol. 42, pp. 7 - 24.

34. Yermack, 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185 - 211.

(责任编辑:彭爽)