中国企业海外并购影响因素研究
——基于新制度经济学视角的经验分析

胡彦宇[1],吴之雄[2]
(1. 中央财经大学 经济学院,北京 100081;2. 国家开发银行 资金局,北京 100037)

摘　要:文章对中国企业在海外并购过程中可能遇到的制度障碍进行了理论探索,并利用 WIND 资讯 2004—2010 年海外并购案例进行了实证分析。结果发现,正式性制度约束会通过产业保护对我国企业海外并购产生直接的显著影响,非正式性制度约束不仅能单独影响企业海外并购的成功率,并且能通过并购经验对正式性制度约束产生调节作用。

关键词:制度因素;走出去;海外并购

中图分类号:F415　　**文献标识码:**A　**文章编号:**1001-9952(2011)08-0091-12

一、问题的提出

改革开放以来,中国逐渐成为全球最大的 FDI 吸收国之一。同时,随着我国"走出去"战略的实施,中国企业国际化步伐也在不断加快。商务部数据显示,2004—2010 年,中国对外直接投资年均增速达 66.57%;2010 年,中国对外直接投资流量达到 590 亿美元,突破历史最高值。其中,以并购方式实现的直接投资为 238 亿美元,占投资总额的 40.3%,海外并购已成为中国企业"走出去"的主要方式之一。然而,WIND 资讯数据显示,2004—2010 年,仅有 48.6%的海外并购交易成功交割,如果考虑交割后企业整合等情况,并购成功率将进一步下降。为何中国企业海外并购会呈现出高"出海率"、低成功率的态势?究竟是哪些因素阻碍了中国企业海外并购的成功?

实际上,以中国为首的发展中国家企业的海外并购热潮已经引起了国内外学术界的关注。越来越多的学者认为,研究制度因素是认识发展中国家企业如何制定与实施国际化战略的关键(Ingram 和 Silverman,2002;Peng,2002,2003;Yamakawa 等,2008)。这些制度因素可以是正式的,如政治和司法规则、经济规则和契约等;也可以是非正式的,如社会规范、行事准则、惯例、道德、文化等。纵观现有文献,国内外基于制度层面对发展中国家企业海外并

收稿日期:2011-05-31

作者简介:胡彦宇(1983—),女,湖南郴州人,中央财经大学经济学院博士研究生;
吴之雄(1982—),男,四川西充人,国家开发银行资金局,经济学硕士。

购现象的研究已经取得较大进展。然而,国外研究主要还是集中在解释中国和其他发展中国家企业海外并购的动机上(Deng, 2007;Boisot 和 Meyer,2008;YamaKawa 等,2008),而国内文献则主要集中在探索由制度环境差异带来的并购后的文化整合(苏喜军,2004;单宝,2008)和绩效(阎大颖,2009)。鲜有文献考察中国企业在海外并购过程中可能遇到的制度障碍,即使一些文献对此进行了研究,也往往侧重于从正式性制度约束的角度出发分析中国企业在"走出去"过程中受到的政治风险影响(陈业宏、陈伟翔,2006;韦军亮,2009;张建红、周朝鸿,2010),而非正式性制度约束往往不被学者重视与强调。鉴于此,本文以 Scott(1995)提出的制度三大要素(规制、规范和文化—认知)为基础,对中国企业海外并购过程中所面临的制度约束进行分解,并利用中国企业 2004—2010 年的海外并购案例进行实证分析,以期发现正式性制度和非正式性制度约束对海外并购施加影响的机理。在中国政府大力推动中国企业"走出去"背景下,这将具有非常重要的理论价值和现实意义。

二、文献回顾与理论假设

最初,学术界试图以两种传统的企业国际化(International Business)理论来解释发展中国家企业海外并购现象:一是产业基础观(Industry-based View)(Porter,1980),这种理论认为企业所属产业内的竞争环境在很大程度上决定了企业国际化战略的制定和实施;二是资源基础观(Resource-based View)(Barney,1991),该理论强调企业独特的资源和能力是企业优势的来源,决定了企业国际化战略的制定和执行。然而,这两种传统理论都是以一个相同的制度环境背景作为研究的前提假设,由于不同国家的制度环境存在显著差异,它们无法对发展中国家企业海外投资行为做出一个合理的解释。

新制度经济学的发展和制度基础观的出现为我们研究企业国际化问题提供了一个崭新的视角。North(1990)提出,制度是"一个社会的博弈规则,或更规范地说,是人类设计的制约人们相互行为的约束条件"。随后,社会学家 Scott(1995)对制度的核心要素进行了进一步的划分和阐述。Scott(1995)认为,制度由三大基础要素组成:规制(Regulative)、规范(Normative)和文化—认知(Culture-cognitive)。其中,规制要素属于正式性制度约束,规范和文化—认知要素属于非正式性制度约束。这三大基础要素构成了一个完整的制度环境,并对企业产生持久的影响和渗透。一些学者(Carney,2005;Chelariu,Bello 和 Gilliland,2006;Bruton,Dess 和 Janney,2007;Delios 和 Henisz,2007;Peng 等,2008)在新制度经济学框架下提出了制度基础观。这种观点认为,企业国际化战略的选择和实施不仅取决于所属产业条件和企业的自身能力,而且会受到特定制度框架中正式性制度约束和非正式性制度约束的影响。换言之,制度不能仅作为研究企业国际化战略的一个背景假设,还应提升到与

产业基础观和资源基础观同等的高度,这样才能更加透彻地分析发展中国家企业的国际化问题。

由此,结合中国企业海外并购特点,我们将以制度三大基础要素为切入点,具体分析中国企业在海外并购过程中受到的制度约束。

(一)正式性制度约束(规制要素)

正式性制度约束(即规制要素)是制度三大要素中的核心部分。它包括各种政治司法规则、经济规则和各种法律等。这种不同层次的制度规则会制约、规制和调节企业的行为。Yeung(2006)发现,由于各国制度环境差异,东道国和母国的正式性制度约束或者说制度质量将会共同影响企业国际化战略的实施。

1. 东道国的制度质量

代理理论认为,不论是书面合同还是隐形合同,企业要精确监督合同的实施效果会存在很大困难,监督成本也会很高。因此,作为"第三方"的政府利用规制要素来监督合同的实施是非常必要的。但是,规制本身也会带来交易成本。随着制度质量的提高,这种交易成本会有效降低(Weingast 和 Marshall,1988)。换句话说,制度质量高的国家由于政治稳定性和效率更高,市场不确定风险更低,能够大大降低企业在该国活动的交易成本,提高并购效率;而制度质量较低的国家由于法律制度不健全以及政府在执行过程中的低效和不稳定,企业在该国进行的并购活动无章可循,交易成本激增,失败可能性也大大增加。2009 年,中石油并购利比亚 Verenex Energy 过程中由于利比亚政府"想砍下价格自己收购,或者抬高批准费",宣布与中石油交易最后期限推迟两个月,使得并购活动最终失败。基于此,我们提出如下假设:

假设 1:东道国的制度质量对企业海外并购成功具有正面影响,制度质量越高,则企业海外并购的成功概率越大。

2. 企业性质

新制度经济学认为,产权是一种通过社会强制实现的对某种经济物品的多种用途进行选择的权利(Alchain,1993),是制度环境中一个不可或缺的要素。因此,产权或所有权可以被认为是基于特定社会体制的一个重要制度特征,反映了母国在规制方面的制度特点(张建红、周朝鸿,2010)。社会主义公有制是我国制度环境中的一个显著特征,由于大多数国家,尤其是制度质量较高的英美系国家,主要以私有制为生产关系基础,它们对社会主义公有制普遍持有偏见。这些国家认为,中国没有实现真正意义上的市场经济,中国的国有企业受政府直接管控,其行动代表了政府(执政党)意愿,进而怀疑这些国有企业的并购活动可能是中国政府(执政党)实现特殊政治意图、进行全球扩张的重要途径之一。结合中海油收购优尼科、中铝收购力拓以及光明乳业收购优诺等失败案例,我们有理由怀疑企业国有性质对海外并购具有消极影响。据此,我们提出以下假设:

假设2:企业的国有性质将对海外并购产生负面影响,而较高的制度质量会强化这种负面效应。

3. 产业保护

在东道国的制度质量部分,我们已阐述政府作为“第三方”对企业之间合约监督和实施的影响。North(1990)指出,政府的这种角色并非完全中立。新制度主义学者(Skocpol,1985)认为,“政府会形成自己的利益,并多多少少独立于其他行动者而自治地、不受限制地运动”,对国家安全方面的考虑就是其独立活动之一。除设立和实施各种法律法规严格限制外资对本国通信、能源等敏感产业的投资行为外,许多国家还常常以国家安全等非经济理由中断并购行为的继续和完成。而制度质量高的国家往往对国家安全问题更敏感,这主要是由于这些国家(特别是英美系国家)大多都崇尚哈密尔顿的自由主义传统和杰弗逊的经济民族主义传统,这两大传统均认为国家安全高于一切经济利益。因产业保护而导致海外并购失败的案例屡见不鲜:2010年,美方坚称华为与中国军方有联系,其并购3Com股权将威胁美国的国家安全,导致该项并购流产。此外,由于意识形态不同,在对敏感产业的并购过程中,企业的国有性质可能会让东道国更为排斥,其对敏感产业的并购难度可能更大。基于此,我们提出下列假设:

假设3:产业保护对企业的海外并购有着负面影响,这种负面影响会随着制度质量的提升而增加,企业的国有性质将强化产业保护的负面影响。

(二)非正式性制度约束

正式性制度约束为企业的经济活动提供了秩序,然而即使在最发达的经济中,正式性的规制也只是构成制度约束的很小一部分(尽管是关键的一部分),而非正式性制度约束却是普遍存在的。这种非正式性制度约束包括规范要素和文化—认知要素,是对正式性制度约束的一种延伸、阐释和修正(North,1990)。Peng(2009)指出,企业在国际化进程中会受到正式性和非正式性制度约束的双重影响,在特定环境中,非正式性制度约束对企业的影响可能更大。

1. 规范要素

运行于同样制度环境中的企业组织拥有相似的结构特征,这种结构特征由规制要素和规范要素共同构建:规制要素反映了企业得到了官方赞同和认可,而规范要素则反映了企业在这个制度环境内被认可的实际行为模式和工作惯例。Scott(2008)认为,那些既能获得法律和相关机构支持又拥有规范认可的企业更可能在活动或战略中取得预期目标。

事实上,这种规范层面的认可往往影响甚至决定了中国企业的海外并购成败。中国企业(特别是国有企业)经济实力普遍比较雄厚,具有较强的购买力,但往往在最后时刻输给报价比自己低的竞争对手,重要原因之一就是中国

企业的管理能力和运营模式不能得到对方的认可,它们担心被中国企业并购可能会损害其他股东和相关管理者的利益。例如,2009 年,由于欧宝董事会质疑北汽的国际化管理能力,北汽在欧宝竞购战中最终出局。目前,世界上公认的现代化治理准则主要以英美系企业治理理念为核心,网络外部性释放了“适者生存”效应,即企业要想在国际化中获取成功,就必须采取最适合的战略途径(英美系企业治理理念)来推进国际化进程(Rubach 和 Sebora,1998;Witt,2004)。在海外并购中,企业可以通过两种方式实现“适者生存”:

(1)海外并购经验

在获得特定制度环境中企业或组织的认可之前,企业首先要学习该制度环境中的规范认可行为方式。根据波士顿经验学习曲线,如果一项任务被反复执行,那么它的成本会大大降低,并且如果个体或组织在一项经济活动中取得更多经验,那么它们的效率就会大大提高。因此,如果企业拥有相似制度质量国家的并购经验,则可以直观地了解该制度环境下企业或组织机构通用的行为模式和管理理念,从而能够总结出从并购目标筛选到企业整合的一整套管理方案(Vermeulen 和 Barkema,2001)。值得注意的是,制度质量越高的国家,相关法律法规越清晰,政府机构的审批过程也越规范和稳定,相关并购经验将更有利于制度质量对并购活动正面影响的实现。据此,我们提出以下假设:

假设 4:企业成功的海外并购经验对企业再次并购有着正面影响,这种经验有利于制度质量对海外并购正面作用的实现。

(2)海外上市

作为主流企业治理模式的承载者,海外上市的企业可能直接获得特定制度环境内主流规范的认同。海外上市能够给企业带来制度效应和国际窗口效应,制度效应主要通过上市整顿和目标市场相关证券法规的制度约束实现,并在企业治理结构的改善、信息披露更加完善和经营制度与运营方式国际化等方面得以体现;而国际窗口效应则主要表现在企业可以通过引入国际战略投资者更为便利地获得国际资源,同时能够对外展示自身形象和国际化管理能力,为进入国际市场打下良好基础。因此,海外上市企业容易在规范层面上符合东道国市场的主流价值观偏好,最终受到东道国的接受与认可(Yamakawa 等,2008)。据此,我们提出以下假设:

假设 5:海外上市会对企业的海外并购产生正面影响。

2. 文化—认知要素

很多组织研究者(如 Powell,1991)强调,文化—认知要素“构成了关于社会内在性质的共同理解”,对组织与行动者的建构具有十分重要的影响。企业战略研究者(Guillen,2002;Chui,2002;Djankov,2002)也认为,由于企业的跨国交易会涉及不同的社会文化价值观体系,文化—认知要素的影响存在于企业跨国交易中,这解释了为何企业在进入文化背景差异较大的国家之前,往往

倾向于选择文化背景相似的国家进行海外投资活动(Johanson 和 Vahlne,1977;Kogut 和 Singh,1988)。作为衡量文化—认知要素的重要指标,文化距离常用两个指标来进行衡量:一是地理距离,二是同一国家或民族散居在东道国的人数(diaspora)。距离母国越近的国家,其文化—认知层面的制度环境往往更加相似,也更容易交流与沟通;即使文化环境有所差异,东道国也会因母国距离本国更近而对其具有更强的认知感。而在同族裔层面上,很多学者都认为,以非正式人际关系为核心的嵌入性关系网络(guanxi)根植于中国社会,在文化层面上更蕴含着特殊意义(李新春、刘莉,2009)。散居在世界各国的华裔组成的同族裔嵌入型关系网络可以帮助企业减少商业风险和交易成本,同时也会增加特定东道国市场中的商业机会,对中国企业海外投资具有积极影响(Braeutigam,2003;Erdener 和 Shapiro,2005)。据此,我们提出以下假设:

假设 6:东道国距中国的地理距离越近,则企业海外并购成功的概率越高。

假设 7:东道国的华裔人口占比越高,则企业海外并购成功的概率越高。

三、样本选取、变量设定与方法选择

(一)样本选取

虽然我国于 2000 年正式提出“走出去”战略,但中国企业海外并购热潮却是在 2003 年 10 月我国政府明确提出加快实施“走出去”战略后才真正掀起的,故本文选择 WIND 资讯企业并购事件案例库中 2004—2010 年中国企业海外并购案例作为研究样本,并根据以下标准对样本进行了筛选:(1)剔除了中国企业之间进行的海外资产或股权的并购交易;(2)剔除了中国企业与该企业的海外控股企业之间进行的关联并购交易;(3)剔除了交易标的所在地为中国内地的并购交易;(4)剔除了同一交易标的重复案例;(5)剔除了相关交易信息披露不完全的并购交易。最终,筛选出有效并购案例 365 个,共涉及 11 个行业。

(二)变量设定

1. 因变量

因变量主要衡量的是企业的海外并购完成情况。在 WIND 数据库中,企业的海外并购事件分为 4 个状态:失败、传言、进行中和完成。一般而言,企业为了保证交易的顺利进行,在与目标企业接触的初期都尽量保持低调,以防止因并购信息外泄而造成并购交易失败;而在与目标企业达成确认性意向后,企业则往往乐于向媒体披露相关信息,以展示自己的国际化形象,提升品牌价值(Yamakawa 等,2008)。此外,在校正并购事件完成状态的过程中我们发现,超过 60%的处于传言状态中的并购事件往往在一段时间后被企业证实该项交易的存在。因此,我们认为处于传言状态中的并购事件具有一定的可信性,但是处在这种状态中的并购事件不确定性相对较大,失败几率较大,而企业承

认的处于进行中的并购事件的不确定性较小,并购成功几率相对较大。最终,我们把因变量设为一个由0到3表示的序次反应变量:失败为0、传言为1、进行中为2和完成为3。[①]数字越大,代表着企业并购成功的几率也越大。

2. 主要解释变量

根据上述的理论假设,我们设定主要解释变量如下:

制度质量:衡量东道国在规制层面的制度环境。本文采用2004—2010年PRS集团在International Country Risk Guide(ICRG)中公布的政治风险指数量化制度质量。该指标的总分为100分,东道国得分越高,则意味着该国的政治风险越低,制度质量越高。

企业性质:哑变量。该变量用来衡量进行海外并购的企业是否具有国有性质。企业为国有性质取1,否则取0。

敏感产业:哑变量。该变量表示标的资产或标的企业是否属于敏感产业,根据前文假设,我们把资源类产业与通信类产业归类于敏感产业。如果标的资产或企业所属行业为该两种行业之一,则取1,否则取0。

并购经验:哑变量。该变量表示并购者在本次并购之前是否有在制度质量相似的国家的成功并购经验,有取1,否则取0。

海外上市:哑变量。该变量表示并购者在本次并购之前是否已经成功海外上市(海外上市地区包括香港),有取1,否则取0。

地理距离:东道国与中国的直线距离。该变量通过GOOGLE地图提供的直线距离测量工具进行测量获得(单位:万公里)。

华裔人口占比:东道国中华人占总人口的比例。该变量来源于Ohio University Library(2006)和王望波、庄国土编著的《2008年海外华侨华人概述》中的统计数据以及各国的官方统计数据。

3. 控制变量

交易金额与企业规模比:标的交易金额与并购方企业规模的比值,用百分比表示。

交易份额:并购的股权或资产份额,用百分比表示。如果并购方并购的是被并购方整个企业或从被并购方企业中剥离的部分资产,则记为100%。

(三)估计方法

考虑到因变量是一个序次反应变量,我们利用序次Logistic回归模型(Ordered Logistic Regression Model)对参数进行估计。令y^*为并购事件的内在趋势,x_k为解释变量,z_i为控制变量,ε为误差项,则基本模型如下:

$$y^* = \alpha + \sum_{k=1}^{K} \beta_k x_k + \sum_{i=1}^{I} r_i z_i + \varepsilon$$

由于实际观测的因变量有4种类别,令j为因变量从0到3的4种类别,μ_j为分界点,在给定x_k和z_i的前提下,并购事件趋势概率可以用下式进行表示:

$$P(y \leqslant j \mid x) = P(y^{*} \leqslant \mu_j \mid x) = \frac{e^{[\mu_j - (\alpha + \sum_{k=1}^{K}\beta_k x_k + \sum_{i=1}^{I}\gamma_i z_i)]}}{1 + e^{[\mu_j - (\alpha + \sum_{k=1}^{K}\beta_k x_k + \sum_{i=1}^{I}\gamma_i z_i)]}}$$

四、实证检验结果与讨论

表 1　模型估计结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
制度质量	0.005 (0.009)	−0.018 (0.024)	−0.007 (0.017)	0.007 (0.009)	−0.006 (0.011)
企业性质	0.102 (0.200)	−2.270 (2.108)	0.104 (0.200)	0.139 (0.243)	0.092 (0.199)
产业保护	−0.173** (0.099)	−0.169** (0.100)	−0.113** (0.065)	−0.137** (0.378)	−0.169** (0.099)
制度质量×企业性质		0.030 (0.026)			
制度质量×产业保护			−0.018** (0.010)		
企业性质×产业保护				−0.077** (0.043)	
制度质量×并购经验					0.029** (0.018)
并购经验	0.132** (0.076)	0.145** (0.087)	0.127** (0.069)	0.157** (0.086)	0.417* (0.198)
海外上市	−0.459* (0.182)	−0.461* (0.183)	−0.459* (0.182)	−0.483* (0.185)	−0.431* (0.183)
两国距离	−0.293** (0.153)	−0.212* (0.104)	−0.250** (0.147)	−0.294** (0.154)	−0.233** (0.133)
华裔人口占比	0.211* (0.102)	0.289** (0.164)	0.275** (0.165)	0.176** (0.103)	0.266** (0.161)
交易股权比例	−0.047 (0.068)	−0.048 (0.069)	−0.047 (0.065)	−0.047 (0.062)	−0.044 (0.061)
交易价值与企业规模比	−0.322** (0.124)	−0.339* (0.126)	−0.309** (0.121)	−0.325* (0.123)	−0.320* (0.120)
常数项					
并购状态=0	−2.093* (0.840)	−3.923** (2.008)	−3.021* (1.428)	−2.130* (0.846)	−2.915* (1.018)
并购状态=1	−0.996 (0.807)	−2.819 (1.989)	−1.936 (1.409)	−1.027 (0.815)	−1.808** (0.985)
并购状态=2	−0.298 (0.802)	−2.114 (1.981)	−1.237 (1.401)	−0.312 (0.810)	−1.096 (0.975)
Log Likelihood	842.556	840.295	841.561	839.215	839.224
Chi-Square	37.890	40.151	38.886	41.231	41.222
样本数	365	365	365	365	365

注:(1)括号内的数值为标准误差;(2)*、**分别表示在5%和10%水平(双侧)上显著相关;(3)在有交互项的模型中,涉及交互项的单个变量估计系数不能作为评判相关变量的证据。

为了防止共线性问题,我们运用方差膨胀因子值(VIF)对各变量进行了

共线性检验,发现所有模型中的变量的 VIF 值均在 1—2 的范围内,远小于 5 的临界值,这表明模型回归结果不会产生严重的共线性问题。

表 1 给出了序次 Logistic 模型回归结果。其中,模型 1 为引入所有主要解释变量和控制变量的估计结果,该模型主要为了说明单个解释变量对并购成功概率的直接影响,其中既包括了正式性制度约束的影响,也包括了非正式性制度约束的影响;模型 2—模型 5 为分别加入制度质量与企业性质、制度质量与产业保护、企业性质与产业保护、制度质量与并购经验交互项的估计结果,这些模型主要是为了说明正式性制度约束之间和非正式性制度约束对正式性制度约束的调节作用。

(一)正式性制度约束的影响

从模型 1 可以看到,产业保护对海外并购在 10%水平上有显著的负面影响,支持了假设 3。而制度质量对并购的成功概率却没有显著影响,假设 1 不成立,可能原因在于:首先,虽然制度质量高的国家法律法规更为健全和明晰,但作为海外并购的初学者,我国企业大多都是首次出海并购,在这种情况下,即使它们倾向于在制度质量高的国家进行并购活动[②],但由于对东道国的法律法规和当地政府的执行准则不够了解,较高的制度质量并无助于明显降低交易成本、提高并购成功率。事实上,企业需要在海外并购过程中反复熟悉和了解东道国的法律法规以及其他的政治环境,才能有效利用东道国良好的制度质量来降低自身的交易成本,模型 5 中制度质量与并购经验交互项的回归结果侧面证明了这一点。该交互项在 10%的显著性水平上对并购成功概率有正向的促进作用,这不仅为假设 4 提供了有力证据,而且也侧面论证了制度质量对企业并购的正面影响离不开企业海外并购经验的支持。其次,从模型 3 结果发现,制度质量与产业保护的交互项在 10%的显著性水平上对企业海外并购有负面影响,与假设 3 一致,表明制度质量越高的国家对敏感产业的保护力度也越大。而从现有并购案例看,我国企业 44%的海外并购案都集中于敏感产业,特别是资源产业上,对这些产业的投资行为也扰动了制度质量本身对海外并购的影响。再次,近些年来,中国政府出于外交和战略上的考虑,进一步加强了对非洲和拉丁美洲发展中国家和地区的经济援助与贸易往来。由于政府层面上的经济互动和良性的外交往来,中国企业在这些制度质量较低的国家进行海外并购时也能相对降低交易成本,从而增加并购成功的概率,这也扰动了制度质量对海外并购的影响。

从模型 2 回归结果看,企业性质和制度质量与企业性质交互项对并购成功概率均无显著影响,假设 2 不成立,可能原因在于:在长期跨国经营过程中,大型国有企业,特别是部分中央直属企业的国有形象有所弱化,如华润集团等;而且在并购过程中,它们通常会通过在海外设立的子公司进行并购活动,使得一些制度质量高的东道国对这些国有企业的企业性质敏感程度降低。值

得注意的是,模型 4 结果显示,企业性质与产业保护的交互项在 10%的水平上显著,假设 3 成立。这说明中国企业在海外并购过程中如果并购标的涉及敏感产业,即使部分企业有意识地弱化自身国有形象,其国有性质也会对并购交易产生显著的负面影响。

(二)非正式性制度约束

从模型 1 的结果来看,并购经验、两国距离与华人占比三个变量的系数符号与假设一致,且分别在 10%、5%和 10%的水平上显著,这为假设 4、假设 6 和假设 7 的成立提供了支持。而海外上市对海外并购的成功概率却有着负面影响且这个影响在 5%的水平上是显著的,这与假设 5 恰恰相反,可能原因在于:一方面,中国企业海外上市主要是期望得到国际资本的支持而非获取制度效应和国际窗口效应,这反而可能会因不良的上市企图和后续表现造成负面影响;另一方面,随着中国改革开放的深化,海外上市的制度效应和国际窗口效应可能会呈不断递减的趋势,甚至在特殊环境中出现负效应(纪宝成、刘元春,2006);Levine 和 Schmukler(2005)利用托宾 Q 值的变化对 115 家中国企业进行了研究。理论上,公司对投资者保护程度越高,则该企业股票价值也相应越高,即托宾 Q 值越高。但他们的研究却发现,45 家海外上市企业托宾 Q 均值仅为 1.15,而其他 70 家未在海外上市的企业托宾 Q 均值却高达 1.56。其他学者(如 Licht,2004)的研究也证实了这一点。

五、结　论

本文突破了传统企业国际化研究的思路,利用新制度经济学的主要思想,对中国企业海外并购可能会遇到的主要制度约束进行了理论探索和实证研究。结果表明,中国企业在海外并购过程中不仅会受到正式性制度约束的影响,还会受到非正式性制度约束的影响,同时非正式性制度约束还会对正式性制度约束产生调节作用。

具体而言,本文得到了若干有趣的结论:第一,东道国制度质量对企业的海外并购无显著的直接影响,而会通过正式性和非正式性制度要素的调节作用产生间接影响:一方面,当企业并购涉及敏感产业时,东道国制度质量会对其产生消极影响,且这种消极影响会随着制度质量优化而强化;另一方面,当企业有在相似制度质量国家的并购经验时,制度质量会对企业并购的成功产生积极影响,且这种积极影响也会随着制度质量优化而强化。第二,很多大型国有企业国有形象有所弱化,并积极通过海外子公司实施并购交易,在不涉及敏感产业的前提下,企业性质本身不会对海外并购产生显著影响。第三,不论中国企业性质如何,只要海外并购涉及产业保护,该项并购案的失败风险就会大大提高,而且企业的国有性质会强化这种风险。第四,企业以往的并购经验有利于企业了解东道国的企业或组织机构通用的行为模式和管理理念,从而

提高海外并购的成功概率。第五,企业海外上市对海外并购并无正面效应,反而可能会因海外上市带来的公司治理结构弱化、盲目的国际化战略、不良的上市企图和后续表现等而最终对企业的海外并购产生了显著的负效应。第六,东道国的文化特性会对企业并购产生显著影响,东道国与中国的地理距离越近、华人人口占比越高,则海外并购成功的可能性越高。

上述研究结果给我们带来了几点启示:首先,受我国“走出去”行业政策导向影响,中国企业海外并购往往集中于资源、通信等敏感行业。中国企业在海外并购过程中应高度关注东道国可能实施的产业保护行为,并需充分估计由政府的产业保护政策和其他相关利益集团所带来的各种不确定性,民营企业不能因自身的非国有性质而忽视这种制度风险,而国有企业应该更加重视这种风险,因为国有性质可能会强化这种负面作用。其次,中国企业应完善公司治理结构,提高国际化管理能力,以获得东道国、企业界主流规范的认同,从而实现“适者生存”。与此同时,需谨慎地制定和实施自己的国际化战略,防止海外上市圈钱等“伪国际化”行为,以提高海外并购效率。最后,企业必须高度重视文化因素对海外并购的影响,应充分评估东道国的文化环境,初次并购应尽量选择离中国地理距离较近、华人占比较高的国家,从而降低海外并购的文化—认知风险。

最后值得一提的是,制度是一个动态的、变迁的过程,本文仅仅采用了制度环境相对稳定的一个时间段数据对制度因素进行了实证研究。要将此问题分析得更为透彻,还需动态化制度因素以作进一步的深入研究。而如何把动态化制度因素和企业国际化问题结合起来,这将是我们未来的研究方向。

注释:

①需要注意的是,我们这里所界定并购完成状态,仅仅是考虑企业在 2010 年底之前成功完成了并购标的的交割,且其所获资产并没有发生全面损失的状态,而不包括其他的收购整合和绩效方面。如果企业在 2010 年底之前,其并购资产发生重大变故(如上汽收购韩国双龙汽车后,双龙汽车申请破产),则把该项并购案例归类为失败。

②我们的数据显示,中国企业对制度质量高的国家进行海外并购占总案例数近 75%,其中近 40%的企业都是首次进行海外并购,对制度质量相似国家企业的并购经验相对较少。

参考文献:

[1]纪宝成,刘元春. 论大规模企业盲目海外上市的缺失[J]. 中国人民大学学报,2006,(5):1-7.

[2]李新春,刘莉. 嵌入性—市场性关系网络与家族企业创业成长[J]. 中山大学学报(社会科学版),2009,(3):190-202.

[3]阎大颖,任兵,赵奇伟. 跨国并购抑或合资新建——基于制度视角的中国企业对外直接投资模式决策分析[J]. 山西财经大学学报,2010,(12):80-87.

[4]张建红,周朝鸿. 中国企业走出去的制度障碍研究——以海外收购为例[J]. 经济研

究,2010,(6):80-91.

[5]Buckley P J,Clegg L J,Cross A R,et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment [J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(4): 499-518.

[6]North D C. Institutions, institutional change, and economic performance [M]. New York:Cambridge University Press, 1990.

[7]Scott W R. Institutions and organizations[M]. Thousand Oaks, CA: Sage, 1995.

[8]Yamakawa Y,Peng M W, Deeds D L. What drives new ventures to internationalize from emerging to developed economies? [J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2008, 32(1): 59-82.

A Study on Influencing Factors of Chinese Enterprises' Overseas M&A: Empirical Analysis from the Angle of New Institutional Economics

HU Yan-yu[1], WU Zhi-xiong[2]

(1. *School of Economics, Central University of Finance and Economics*, *Beijing* 100081, *China*; 2. *Treasury & Financial Markets Department*, *China Development Bank*, *Beijing* 100037, *China*)

Abstract: This paper theoretically explores the institutional obstacles to Chinese enterprises' overseas M&A, and applies the WIND data of overseas M&A cases from 2004 to 2010 to make an empirical analysis. The results indicate that, formal institutional constraints have significantly direct effects on Chinese enterprises' oversea M&A through industry protection, and informal institutional constraints have not only significant effects on the success rate of overseas M&A, but also adjustment effects on formal institutional constraints through M&A experience.

Key words: institutional factor; "Go out" policy; overseas M&A

(责任编辑　周一叶)