

# 跨国并购和新设投资的比较

## ——一个经济学分析框架

胡 峰<sup>1</sup>, 余晓东<sup>2</sup>

(1. 华东师范大学 金融学系, 上海 200062; 2. 复旦大学 经济学院, 上海 200433)

**摘 要:** 跨国公司对外投资有两种方法可供选择, 即跨国并购和新设投资, 其中跨国并购已日益成为一种流行的对外投资方式而受到更多跨国公司的青睐。可以证明, 当国内资产的战略价值足够高时, 跨国并购就一定会发生。由于各个跨国企业对国内资产的竞争性竞价, 国内资产的价格往往会提升到高于或大大高于其内在价值的高价。同样可以证明, 跨国并购会提高目标企业的股票价格, 而对并购企业的股价影响是不确定的。

**关键词:** 新设投资; 跨国并购; 市场进入

**中图分类号:** F276.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2003)02-0048-08

### 一、问题的提出

《2002 年世界投资报告》中显示 2001 年全球范围内的国际直接投资总值为 7350 亿美元, 而跨国并购总值为 5940 亿美元(虽然无论是国际直接投资还是跨国并购的总值都比 2000 年有相当大的下降, 但跨国并购在国际直接投资中的主体地位却并没有动摇)。UNCTAD(联合国贸发会议)于 2002 年 10 月 24 日公布了全球直接投资的预测数字, 预计 2002 年全球国际直接投资额为 5340 亿美元(比 2001 年下降 27%), 但由于中国持续推动企业结构调整和市场开放, 以及由加入 WTO 所带来的促进作用, 国际直接投资会继续流入到中国的技术含量高的制造业以及服务行业。预计中国吸收的国际直接投资将达到 500 亿美元, 从而成为世界上国际直接投资的最大流入国(美国预计 2002 年流入国际直接投资 440 亿美元)。但是应该看到, 由于我国政策的限制, 国际直接投资进入我国一般都是采用新设投资的方式, 《2002 年世界投资报告》中显示, 2001 年我国吸收了 468.8 亿美元的国际直接投资, 但只有不到 5% 是通过跨国并购的方式进入我国的, 其余的都是采用新设投资方式。

从 2002 年 11 月 3 日开始后不到 10 天内, 国家有关部门相继出台了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》、《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》和《利用外资改组国有企业暂行规定》等三个重要文件。这些文件和证监会此前已经发布的《外资参股基金管理公司设立规则》和《外资参股证券公司设立规则》相结合, 使得我国资本市场的开放领域形成了从入世协议框架下的证券业和基金业的开放, 到外资直接参与国有产权和非流通股权的并购转让市场, 再到允许合格的境外机构投资者直接投资 A 股市场等渐次展开的全方位开放局面, 我国资本市场的每一个环节和组成部分基本上为外资的进入建立了政策通道。

UNCTAD(2000)认为以下几种因素可以解释跨国公司对跨国并购的偏好: 一是跨国并购可

收稿日期: 2002-11-28

作者简介: 胡 峰(1972-), 男, 河南商城人, 华东师范大学金融学系博士生;

余晓东(1976-), 男, 重庆人, 复旦大学经济学院博士生。

以获得东道国的战略性资产，如商标、特许经营权、专利、专有技术以及当地的分销渠道等；二是直接到海外去并购资产可以迅速地渗透到当地的市场，这样可以在跨国公司激烈的争夺海外市场的竞争中抢得先机。总之，东道国的资产对跨国公司而言具有超越其自身内在价值之上的更为特殊的策略价值。因为它使跨国公司在对东道国的产品市场的争夺中处于一个更加有利的地位，这种策略价值显然是新设投资所不具备的。

跨国公司对华投资有两种方法可供选择，即跨国并购和新设投资，而跨国并购日益成为一种流行的对外投资方式而受到更多跨国公司的青睐。面对日趋增多的跨国公司在华并购行为，那么就需要了解这两种投资方式本身到底有什么不同？为了回答这个问题，本文构建了一个模型对此进行解释。

## 二、模型分析

在本部分构建的模型一方面揭示了国内资产较高的战略价值是购并产生的主要原因；另一方面又证明了国内资产的战略价值越高，参与并购的跨国企业的利益反而越小，以及由此而产生的开放经济条件下均衡的所有权结构问题。

### (一) 基本假设

假设东道国 H 的某一产品市场上在最初的封闭经济条件下只有一个企业 d 在供给产品。企业 d 拥有的经营性资产定义为  $\bar{K}$ 。现在这一市场开始对外开放，这可能是由于国内需求增加了，国内供给不足以满足需求，或者政府缔结了关于投资自由化的合约，或者是由于跨国直接投资的交易成本在经济全球化的进程中大大降低了，还可能是由于产品生命周期理论的作用。总之，现在跨国并购或新设投资是可行的。我们还假设在世界市场上有  $m > 1$  个相似的跨国企业。现在它们都可以在 H 国直接投资。可以预见，在市场完全开放后国内均衡的所有权结构有两种可能：一是国内资产被某一跨国企业所购并，同时其它跨国企业选择新设投资或产品出口等方式进入东道国市场，我们定义这种所有权结构为  $k^m$ ；二是国内资产仍由国内企业经营，所有跨国企业都只能选择新设投资或产品出口等方式进入，定义这种所有权结构为  $k^d$ 。向量  $k_m$  或  $k^d$  如下式所示：

$$k^m = k^m(\alpha, N^m) = (0, \alpha\bar{K}, \underbrace{k_G, \dots, k_G}_{N^m}, \underbrace{0, \dots, 0}_{M-N^m-1}), \alpha > 0 \quad (1)$$

$$k^d = k^d(1, N^d) = (\bar{K}, \underbrace{k_G, \dots, k_G}_{N^d}, \underbrace{0, \dots, 0}_{M-N^d}) \quad (2)$$

以(1)式为例，向量中第一个因子代表国内企业拥有的资产。因为跨国并购已经发生，所以国内企业拥有的资产为零。第二个因子表示并购了国内资产的跨国企业在东道国所拥有的资产，参数  $\alpha > 0$  表明跨国企业和国内企业在运用这些资产的效率上是有区别的。其余的因子显示了没有并购成功的跨国企业的情况。其中  $N^m$  家跨国企业通过新设投资进入东道国市场，投资量分别为  $k_G$ 。剩下的  $M - N^m - 1$  家跨国企业选择出口方式，从而在东道国没有直接投资。

当所有权结构为  $k^m$  时，分别定义  $\pi_d(k^m)$ 、 $\pi_A(k^m)$ 、 $\pi_G(k^m)$  和  $\pi_E(k^m)$  为国内企业、并购企业、新设企业和出口企业的利润。类似地，当所有权结构为  $k^d$  时，分别定义  $\pi_d(k^d)$ 、 $\pi_G(k^d)$ 、 $\pi_E(k^d)$  为国内企业、新设企业和出口企业的利润。均衡的产品市场有以下三个基本的假设和特征：

$$A_1: \pi_h(k^l(\cdot, N^l)) > \pi_h(k^l(\cdot, N^l + 1)), h = \{A, G\}, l = \{d, m\} \quad (3)$$

$$A_2: \pi_h(k^l) > \pi_E(k^l) \equiv 0, h = [A, G]$$

$$\pi^d(k^d) > \pi^d(k^m) \equiv 0 \quad (4)$$

$$A_3: \partial\pi_A(k^m)/\partial\alpha > 0, \partial\pi_G(k^m)/\partial\alpha < 0, \partial\pi_h(k^m)/\partial\alpha \equiv 0, h = \{d, G\} \quad (5)$$

假设 1 表明不论跨国购并是否发生，只要新设投资的企业越来越多，企业的利润就越来越

小。这个假设的合理性在于新设投资增加了东道国市场的供给,压低了产品价格,从而使东道国各类企业的利润被摊薄。

在假设2中出口的利润设定为零。之所以这样假设是因为东道国可能实施关税保护,使出口贸易无力可图。相对而言,并购或新设投资由于绕开了贸易壁垒,可以获得正的利润。这也是直接投资的一个基本动机。另外,跨国购并发生后,国内企业丧失了经营性资产,从而无法再获得利益,即  $\pi_d(k^m)=0$ 。

假设3中,参数  $\alpha$  其实代表了跨国企业使用国内资产  $\bar{k}$  的效率。 $\alpha$  越大,跨国企业使用  $\bar{k}$  的效率越高。 $\alpha > 0$  是因为跨国企业会将自身的优势和国内资产的优势结合起来,并产生互补效应,从而创造出更大的价值。比如将跨国公司的管理经验、专有技术和东道国既有的分销渠道、品牌优势相融合,就可以产生更多的利润。所以假设  $\partial \pi_A(k^m)/\partial \alpha > 0$ 。同时,这种并购又会给新设投资进入者以更大的挑战,削弱新设投资的竞争优势,减少其预期收益,即  $\partial \pi_G(k^m)/\partial \alpha < 0$ 。另外,如果并购没有发生,这种互补效应就不存在,即  $\partial \pi_h(k^m)/\partial \alpha = 0$ 。

上述假设和其它的一些相关性研究是相符的。如 Farell 和 Shapiro(1996)证明了在古诺模型下,一个母公司增加投资会增加自身的利润并减少竞争者的利润。在上述假设中,互补效应  $\alpha$  越大,并购企业的资本存量  $\alpha \bar{k}$  的值越大。

### (二)新设投资

现在考虑跨国公司新设投资的利润。当某一跨国公司没能购并到国内资产  $\bar{k}$  时,它只能以固定成本  $G$  在东道国新设投资。从假设2中可以看到,在东道国  $H$  新设投资和跨国并购都是有区位优势。然而,成功的新设投资企业的数量  $N^l$  也是有限的。

这首先是由于新设投资的风险。正如文献回顾中提到的,新设投资者缺乏对东道国市场的了解和竞争优势。定义成功的新设投资的可能性为  $p^l$ 。其次,东道国的市场容量也是有限的,就如假设1所表明的,过多地进入东道国市场会减少既有企业的利润。因此,成功的新设投资的数量  $N^l$  的临界值是:

$$\pi_G(k^l(\cdot, N^l)) > G, \pi_G(k^l(\cdot, N^l+1)) \leq G \quad (6)$$

同时,成功的新设投资的可能性  $p^l$  可定义为:

$$p^l = \begin{cases} N^m/(M-1), & \text{当 } l=d \text{ 时} \\ N^d/M, & \text{当 } l=m \text{ 时} \end{cases} \quad (7)$$

### (三)跨国并购

由于国内资产重要的战略价值,跨国并购将会在  $M$  个跨国公司之间引发竞价竞争。为了讨论方便,假设并购过程采取拍卖的形式。 $M$  个跨国企业对国内资产  $\bar{k}$  同时投标,国内企业既可以接受投标,也可以拒绝。如果第  $i$  个跨国公司的投标价格是  $b_i$ , 则向量  $b = (b_1, b_2, \dots, b_m) \in R^m$  为一个投标集合。如果不止一个跨国企业的投标被接受,那么出价最高者将购并得到国内资产;如果几个投标价格是相同的,则这些跨国企业有相同的机会并购成功。总之,整个购并过程是一个非占优纯策略下的纳什均衡。

为了简化讨论,假设国内企业  $d$  不能去并购跨国企业。这可能是由于国内企业财务实力不够或者缺少运营大型跨国企业的经验。还假设跨国企业相互之间不会有并购发生,这样假设是考虑到跨国企业之间的利润已经平均化,而且跨国并购要得到各国政府当局的政策允许。

跨国并购的过程就是各个跨国企业对国内资产  $\bar{k}$  的估价过程。 $\bar{k}$  的价格  $A$  存在三种可能,即:

$$V_{mm} = \pi_A(k^m) - p^m(\pi_G(k^m) - G) \quad (8)$$

$$V_{md} = \pi_A(k^m) - p^d(\pi_G(k^d) - G) \quad (9)$$

$$V_d = \pi_d(k^d) - \pi_d(k^m) = \pi_d(k^d) \quad (10)$$

$V_{mm}$  是存在竞争性并购条件下,跨国企业对  $\bar{k}$  的估价。即如果某一跨国企业没有并购  $\bar{k}$ ,  $\bar{k}$

将为其它跨国企业所购并。由于假设 M 个跨国企业都是相似的,因此  $V_{mm}$  是这种情形下任一跨国企业对  $\bar{k}$  的估价。 $V_{mm}$  是一个机会成本的概念,即  $V_{mm}$  是没有并购成功的跨国企业对国内资产所愿意支付的价格。 $V_{mm}$  由两部分组成,一是并购成功后可以获得的预期利润,二是如果并购不成功而采取新设进入时可能获得的利润。当  $\bar{k}$  具有很高的战略价值从而并购成功后预期利润很高时, $V_{mm}$  会相应增加;同时根据假设 3,如果  $\bar{k}$  的战略价值很高,当并购没有成功时,转而采取新设进入可能获得的利润就会大大减少。两方面作用的结果是,如果  $\bar{k}$  的战略价值很高,或者说并购后产生的互补效应很强,那么并购价格将相当高昂,它甚至超过了并购所能带来的利润的增加。实质上,高昂的并购价格来自于战略性资产  $\bar{k}$  的负的外部效应。

$V_{md}$  是非竞争性并购条件下,跨国企业对  $\bar{k}$  的估价。即如果跨国企业并没有并购  $\bar{k}$ ,则  $\bar{k}$  将为国内企业继续持有。 $V_{md}$  和  $V_{mm}$  的区别来自两个方面:一是如果某一跨国企业并购没有成功,它新设进入的利润将有所不同,因为国内企业和跨国企业使用  $\bar{k}$  的效率是不同的;二是新设进入在并购发生和没有发生时成功的可能性不同,这一点已由(7)式揭示。

$V_d$  是没有并购发生时资产  $\bar{k}$  的价格,因为(4)式中已假设  $\pi_d(k^m) = 0$ ,所以  $V_d$  就是国内企业持有  $\bar{k}$  时所能获得的利润。

对  $\bar{k}$  的三种不同的估价可以组成 6 种排列组合,由表 1 所示的 6 个不等式表示。

表 1 对企业经营资产的不同估价所组成的组合

不等式	定义
$I_1$	$V_{mm} > V_{md} > V_d$
$I_2$	$V_{mm} > V_d > V_{md}$
$I_3$	$V_{md} > V_{mm} > V_d$
$I_4$	$V_{md} > V_d > V_{mm}$
$I_5$	$V_d > V_{mm} > V_{md}$
$I_6$	$V_d > V_{md} > V_{mm}$

在上述 6 种排列组合情形中,跨国并购可能会发生,也可能不会发生。这是跨国企业和国内企业之间,以及跨国企业相互之间的一个博弈过程。博弈过程中起决定作用的是并购或新设投资后跨国企业所能获得的净利润。分别用  $\Pi_A$ 、 $\Pi_G$ 、 $\Pi_d$  来定义并购后跨国企业的净利润、新设投资的跨国企业的净利润以及国内企业的净利润,因此有:

$$\Pi_A = \pi_A(k^m) - A \tag{11}$$

$$\Pi_G(k^m) = \pi_G(k^m) - G, \Pi_G(k^d) = \pi_G(k^d) - G \tag{12}$$

$$\Pi_d(k^d) = \pi_d(k^d) \tag{13}$$

博弈的结果将决定均衡的所有权结构(Equilibrium Ownership Structure, EOS),这个结果实际上是非占优纯策略下的纳什均衡。该纳什均衡可用表 2 表示。

表 2 跨国公司与东道国企业以及跨国公司之间的博弈均衡

不等式	$I_1, I_3$ 或 $I_2$	$I_4$	$I_5, I_6$ 或 $I_2$
EOS	$k^m$	$k^m$	$k^m$
A( $\bar{k}$ 的价格)	$V_{mm}$	$V_d$	•
$\Pi_A$	$p^m(\pi_G(k^m) - G)$	$\pi_A(k^m) - \pi_d(k^d)$	•
$\Pi_G$	$\pi_G(k^m) - G$	$\pi_G(k^m) - G$	$\pi_G(k^d) - G$
$\Pi_d$	$V_{mm}$	$V_d$	$\pi_d(k^d)$

表2揭示了不同情况下的均衡所有权结构,以及并购企业、新设企业和国内企业各自的净利润。由表可见,在 $I_1$ 、 $I_3$ 、 $I_4$ 成立时,跨国并购一定会发生,只是并购价格以及各参与方的净利润有所不同。在 $I_5$ 、 $I_6$ 成立时,跨国并购不会发生,国内企业将继续持有自己的资产 $\bar{k}$ 。当 $I_2$ 成立时,并购可能发生,也可能不会发生,这主要取决于跨国企业对国内资产 $\bar{k}$ 的战略价值的认识。根据这个纳什均衡,还可以推导出一个重要定理(定理1),即如果国内资产的战略价值足够高,那么跨国并购就一定会发生(证明略)。

### 三、跨国并购和新设投资的盈利性分析

#### (一)跨国并购的盈利性分析

上述定理反映,国内资产战略价值 $\alpha$ 的高低是跨国并购是否发生的主导因素,但对高战略价值资产的并购并不等于会有高的盈利。如果只有一个跨国企业参与并购,那么 $\bar{k}$ 的战略价值越高,则并购后的盈利越大。但在竞争性并购条件下,情况却截然相反。有如下定理:

定理1:当跨国并购为竞争性并购时,国内资产的战略价值越高,并购后跨国企业的净利润可能越小。证明:设 $E(\Pi_{NA})$ 为竞争性并购条件下,新设投资者的预期净利润,则参与并购的跨国企业的净利润可以表述为:

$$\begin{aligned} \Pi_A &= \pi_A(k^m) - A \\ &= \pi_A(k^m) - (\pi_A(k^m) - E(\Pi_{NA})) \\ &= E(\Pi_{NA}) \\ &= p^m(\pi_G(k^m) - G) \end{aligned} \quad (14)$$

由(14)式可以看出,参与并购的跨国企业的净利润就是竞争性并购条件下新设投资者的预期利润。本来,国内资产的战略价值越高,并购企业所能获得的利润也越大。但并购的净利润还需减去购买国内资产所支付的价格 $A$ 。它是参与并购的竞争者们愿意支付的价格,也是随着并购资产的战略价值 $\alpha$ 的增加而递增的,所以抵消了并购者利润的增加。结果并购者的净利润表现为新设投资者的预期利润。

有三种效应可以用来说明定理2,第一种效应是产品市场的竞争效应。在(14)式中,假设 $p^m$ 是外生的,即国内资产的战略价值 $\alpha$ 的变化并不会对新设投资的盈利可能性 $p^m$ 产生任何影响。因此,对(14)式求偏导数:

$$\partial \Pi_A / \partial \alpha = \partial E(\Pi_{NA}) / \partial \alpha = p^m \cdot \partial \pi_G(k^m) / \partial \alpha \quad (15)$$

由假设3(5式),我们知道 $\partial \pi_G(k^m) / \partial \alpha < 0$ ,因此 $\partial \Pi_A / \partial \alpha < 0$ 。

产品市场的竞争效应为负数说明了国内资产的战略价值越大,并购者的净利润反而越小,因为竞争性并购下并购者的净利润等于新设投资者的净利润。它说明如果国内资产战略价值越大,新设投资者在产品市场上遭受的竞争压力也越大,其净利润自然也越小。在这里,产生了负的外部效应。

第二种效应称作投资价值效应,它和第三种效应“进入竞争效应”都假设新设进入盈利的可能性 $p^m$ 是内生的,随着国内资产的战略价值 $\alpha$ 的变化而变化。因为 $E(\Pi_{NA}) = p^m \Pi_G$ ,所以:

$$\Delta E(\Pi_{NA}) = p^m (\Pi_G(N^m + \Delta N^m) - \Pi_G(N^m)) + \Delta p^m \Pi_G(N^m + \Delta N^m) \quad (16)$$

投资价值效应和进入竞争效应分别由(16)式的前后两个因子表示。由假设3(5式)已经知道, $\bar{k}$ 的战略价值越高,新设进入盈利的可能性越小,所以 $\Delta p^m / \Delta \alpha$ 是个负数,也即进入竞争效应为负。另一方面, $\bar{k}$ 的战略价值越高,成功的新设进入者就越少。由假设1(3式)知道,国内市场的竞争者越少,竞争就越趋缓和,竞争者的净利润就越多,因此投资价值效应为正。

总之,当 $p^m$ 外生时,国内资产的战略价值越大,跨国企业(不论是并购者或新设进入者)的净利润就越小。这是由于竞争性的跨国并购造成的外部效应所导致的结果。当 $p^m$ 与 $\alpha$ 相关时,

产品市场竞争的效应和进入竞争效应为负数,投资价值效应是正数,所以当  $\alpha$  增大时,跨国企业(不论并购者或新设进入者)的净利润可能增大,也可能减少。

### (二)新设投资的盈利性分析

如果某个跨国企业想通过直接投资方式进入东道国的市场,而跨国并购又没能成功,新设投资是另一种可供选择的方式。但新设投资面临着不能成功的风险。本文已经提出了不能成功的两个理由:一是新设投资者缺乏对东道国市场专有知识的认识;二是新设投资者在东道国市场上面临着跨国并购企业和其它新设投资企业的竞争,这些因素都阻碍了新设投资企业的成功。这些额外的风险也使成功的新设投资者要求得到更多的净利润。于是有下面的定理:

定理 3: 如果跨国并购已经发生,那么新设投资成功的跨国企业在东道国获得的净利润不会低于跨国并购企业在东道国获取的净利润。证明:由表 2 可知,当  $I_1$ 、 $I_2$ 、 $I_3$  或  $I_4$  成立时,跨国并购才会发生。

(1)若  $I_1$ 、 $I_2$  或  $I_3$  成立,则:

$$\begin{aligned}\Pi_G - \Pi_A &= (\pi_G(k^m) - G) - p^m(\pi_G(k^m) - G) \\ &= (\pi_G(k^m) - G) (1 - p^m) \\ &\geq 0\end{aligned}\quad (17)$$

(2)若  $I_4$  成立,则  $V_d > V_{mm}$ , 即:

$$\begin{aligned}\pi_A(k^m) - \pi_d(k^d) &< p^m(\pi_G(k^m) - G) \\ \therefore \Pi_G - \Pi_A &= (\pi_G(k^m) - G) - (\pi_A(k^m) - \pi_d(k^d)) \\ &> (\pi_G(k^m) - G) - (p^m(\pi_G(k^m) - G)) \\ &= (1 - p^m)(\pi_G(k^m) - G) \\ &\geq 0\end{aligned}\quad (18)$$

综上所述,当  $I_1$ 、 $I_2$ 、 $I_3$  或  $I_4$  成立时,  $\Pi_G > \Pi_A$ 。即跨国并购发生时,成功的新设进入者要比跨国并购者获取更高的净利润。如果国内资产的并购价格由国内企业和某个跨国企业单独协商决定,则跨国并购与新设投资相比是有利可图的。但当若干个跨国企业对国内战略性资产同时竞价时,国内资产的价格在竞价中被高估了。在均衡的并购价格处,跨国企业中的并购者和非并购者的预期利润都是相等的。然而,考虑到新设投资的风险,成功的新设投资者将获得更高的净利润,这实质上是一种风险溢价。

## 四、跨国并购对股票市场的影响

跨国并购引起并购企业和目标企业股价的异常变化已经有大量的实证研究。这些研究通常观察并购发生那一时点之前和之后一段时间(如几个星期)并购企业和目标企业股价的反常变化。股价变化代表了资产资本市场上的投资者对跨国并购的评价和今后盈利性的预期。如 Scherer 和 Ross(1990)在大量实证研究之后得出结论:跨国并购使目标企业的股价上扬,股东获利;而并购企业的股票价格可能增加,也可能减少。

这里试图对此现象给出一个合理的解释,假设股票市场是完善而有效率的,市场投资者是理性且信息充分的,即股价波动大致反映了企业目前的经营状况和未来的盈利预期。那么,就可以用跨国并购后双方企业净利润的变化来解释股价的波动。即当净利润增加时,股价也随之上升;当净利润减少时,股价也下降;当净利润不可预测时,股价也无序波动。跨国并购对并购双方股价理论上的影响可总结如表 3 所示。

表3 跨国并购对并购双方股价理论上的影响

	国内企业的股价变化	跨国并购企业的股价变化		
	和并购发生前比较(1)	和并购没有发生时比较(2)	和新设投资的跨国企业比较(3)	和成功的新设投资者比较(4)
$I_1、I_2$	+	-	0	-
$I_3$	+	+	0	-
$I_4$	+	+	-	-

在第1栏中,国内企业并购发生后的股价在理论上应高于并购发生前的股价。这是因为并购价格  $A \geq V_d$ 。对国内战略性资产的竞价竞争抬高了国内资产的价格,使其高于国内资产的内在价值,并且这份租金被国内企业获取了。

在第2栏中,并购发生后跨国企业的净利润用  $\Pi_A(k^m)$  表示。假如并购没有发生,该跨国企业的净利润可表示为:  $E(\Pi_G(k^d)) = p^d(\pi_G(k^d) - G)$ 。当  $I_3$  或  $I_4$  成立时,可以证明  $\Pi_A(k^m) > E(\Pi_G(k^d))$ ,即并购增加了跨国企业的净利润,从而相应提高了其股票价格。相反,当  $I_1$  或  $I_2$  成立时,  $\Pi_A(k^m) < E(\Pi_G(k^d))$ ,并购产生的负的外部效应使并购的净利润大大降低,甚至低于没有发生并购时跨国企业新设投资的净利润,从而使跨国企业在并购后股价反而下跌。

在第3栏中,我们将跨国并购企业的股价和新设投资跨国企业的股价相比较。前面已经讨论过,竞价竞争使跨国并购企业的净利润和新设投资企业的预期净利润相等,即  $\Pi_A(k^m) = E(\Pi_G(k^m))$ ,所以并购并不会使跨国企业的股价相对于新设投资者发生变化。值得注意的是,在  $I_4$  的条件下,由于跨国并购企业承担了跨国并购的成本,所以净利润比新设投资者有所减少,股价理论上应该下降。

在第4栏中,跨国并购企业的股价始终低于成功的新设投资企业的股价。定理3中我们已经证明了成功的新设投资者的净利润要高于跨国并购企业的净利润,又考虑到证券市场上投资者的理性和股价将大致反映企业盈利,所以结论是成立的。

### 五、结论

本文对跨国并购和新设投资这两种直接投资方式进行了全面而细致的比较。

首先论证了跨国并购为什么会发生。我们以为这主要是因为国内资产所具有的战略价值,即跨国公司将自己的优势资产和东道国国内资产相结合时,会产生一种互补效应,从而迅速增强跨国并购企业在东道国市场的竞争力,定理2就明确提出:当国内资产的战略价值足够高时,跨国并购就一定会发生,这从一个侧面揭示出跨国并购的必然性。本文还把这种互补效应用参数  $\alpha$  来明确表示,并揭示了当  $\alpha$  变化时对并购双方以及新设投资者收益的影响。

其次,我们还论证了跨国并购发生的条件以及在不同条件下并购的价格;论证了各种可能性下均衡的所有权结构以及并购双方、新设投资者的收益分配等。结果发现,由于各个跨国企业对国内资产的竞价竞争,国内资产的价格会提升到高于或大大高于其内在价值的高价。这种溢价作为一种经济租,被国内资产的所有者占有了。并购成功的跨国企业并没有比新设投资者多享受到什么额外好处,而且,国内资产的战略价值越高,由于激烈竞争所带来的不利的外部效应,直接投资者的净利润还会越来越低,同时,我们把这种结果分解为三种效应,并分别讨论了它们对参与并购的跨国企业的影响。

最后,我们还用跨国并购带来的各利益相关者的净利润的变化去分析完善而理性的证券市场中的股价变化,并恰当地解释了跨国并购对证券市场的实际影响:即为什么跨国并购会提高目标企业的股票价格,而对并购企业的股价影响是不确定的。这是因为在跨国并购中,目标企业由

于竞价竞争而实实在在地获得了一份资产溢价，而并购企业在并购后获得的净利润在不同条件下，以及针对不同的参照系而言，其变化是无序的和不一致的。

当然，我们对现实世界中跨国并购的解释受到一些假设条件的制约。比如，笔者假设跨国企业在综合实力、信息获取以及议价等方面都是对称的，至少是大致相当的。这种近乎于完全的自由竞争的假设可能脱离了实际。又如，本文中假设新设投资有不成功的风险，并用这种风险溢价解释成功的新设投资者将获得比跨国并购者更高的利润。然而，跨国并购也是有风险的，比如对资产战略价值的评价，对东道国市场前景的预期，以及不同的企业文化是否能成功融合等。当然，如果这种风险与前者相比足够小，那么本文的结论将仍然成立。

参考文献：

- [1]胡峰. 跨国公司并购我国上市公司问题研究[J]. 改革, 2002, (6).
- [2]胡峰. 国际投资法嬗变中的自由化趋势[J]. 华东师范大学学报(社会科学版)2002, (6).
- [3]胡峰, 程新章. 论跨国公司在华并购对我国市场结构的影响[J]. 江苏社会科学, 2002, (6).
- [4]张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海: 上海三联书店, 上海人民出版社, 1996.
- [5]Horn, H. and L. Persson. (2001), The Equilibrium Ownership of an International Oligopoly[J]. Journal of International Economics, Vol. 53, No. 2.
- [6]Caves, R. E. (1996), Multinational Enterprise and Economic Analysis[M]. 2nd edition, (Cambridge University Press, Cambridge and New York).
- [7]Das, S P. and Sengupta, S. (2001), Assymmetric information, Bargaining, and International Mergers[J]. Journal of Economics and Management Strategy, Vol 10, No 4, 565—590.
- [8]Nti, K. O. (2000), Potential Competition and Coordination in a Market Entry Game[J]. Journal of Economics, Vol. 71, No. 2, 149—165.
- [9]Görg, H. (2000), Analyzing Foreign Market Entry: The Choice between Greenfield Investment and Acquisition[J]. Journal of Economic Studies, 30.

## The Choice between Cross-border M&A Greenfield Investment: An Economic Analyzing Framework

HU Feng<sup>1</sup>, YU Xiao-dong<sup>2</sup>

(1. Department of Finance, East China Normal University, Shanghai 200062, China;

2. School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** When MNCs make foreign investment, it usually has two choices, namely: cross-border merger and acquisition(M&A)and Greenfield investment. Cross-border M&A have become the preferred mode of overseas investment by more multinational companies. It can be proved that when the strategic value of domestic assets have reached a certain height, cross-border merger and acquisition is certain to happen. Because of the competitive bidding price for domestic assets made by MNCs, the price of domestic assets is usually raised to such an extent as higher or much higher than its interior value. It can also be proved that the cross-border merger and acquisition may raise the equity price of the target company and its effects on the equity price of the merged company are not certain.

**Key words:** greenfield investment; cross-border M&A; market entry