

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：15720131151985

UDC_____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

影响中国企业海外并购股权策略的因素研究

The Determinants of Chinese Enterprises Overseas

Merger&AcquisitionsEquity Strategy

李珂欣

指导教师（校内）：陈焰/教授

指导老师（校外）：刘晓吉

专业名称：国际商务

论文提交日期：2016年4月

论文答辩时间：2016年4月

学位授予日期：2016年6月

答辩委员会主席：_____

评阅人：_____

2016年4月

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文,并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版),允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索,将学位论文的标题和摘要汇编出版,采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于:

() 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文, 于
年 月 日解密, 解密后适用上述授权。

() 2. 不保密, 适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文,未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的,默认为公开学位论文,均适用上述授权。)

声明人(签名):

年 月 日

摘要

随着中国企业“走出去”步伐的不断加快，跨国并购逐步发展成为我国对外直接投资的主要方式，2014年中国企业海外并购总金额占到我国对外直接投资近乎一半。中国企业海外并购呈现出持续增长、向发达国家集中、从横向并购转向多元化并购以及民营企业逐步发展成为中国海外并购主力的趋势。中国企业的股权策略也越来越倾向选择高控制进入，中国企业海外并购股权策略是如何决定的，影响中国企业海外并购股权策略的因素分析将是本文主要研究的问题。

本文的理论框架建立在TCA（交易成本分析）理论上，通过总结归纳相关理论研究，构建4个企业层面的因素：并购方企业的R&D投入强度、并购方企业规模、并购标的企业规模和并购方企业的国际化经验；3个国家因素：东道国和母国的文化距离、东道国的营商环境以及东道国的国家风险，分析以上因素对我国企业海外并购股权策略的影响。结合已有理论和研究结果，构建了7个基本假设。实证部分，选取合适的因变量，通过624个有效的中国企业海外并购样本数据，进行Tobit回归，对7个假设进行验证。

结合理论和实证分析的结果，本文研究发现中国企业R&D投入强度越高，越倾向于选择较高控制的跨国并购股权策略；中国企业的规模越大，越倾向于选择高控制跨国并购股权策略；中国企业倾向于以低控制的股权策略并购规模比较大的并购标的；国际化经验越丰富的中国企业，越倾向于选择高控制的股权策略进行跨国并购；当两国的文化距离越大，中国企业越倾向于选择较高控制的股权策略，东道国营商环境越好，可能会影响中国企业海外并购采取高控制的股权策略。

关键词：股权策略；交易成本；制度因素；国际化经验；

Abstract

With the pace of Chinese enterprises “going out” accelerating, Chinese overseas Merger&Acquisitions (M&A) gradually developed into the main way of Chinese FDI(Foreign Direct Investment),the total amount of Chinese enterprises overseas M&A of 2014 accounted for nearly half of China's FDI. Chinese enterprises overseasM&A has been showing a sustained growth, focusing on developed countries and areas, changing from horizontal type to diversified type and private enterprises gradually lead Chineseoverseas M&A activities. Equity strategy of Chinese enterprises overseasM&A gradually has been showing an increasing trend of high control entry. How Chinese enterprises overseas M&A of equity strategy is determined, what affects Chinese enterprises overseas M&A’s equity strategy will be the main issue of this article.

The theoretical framework of this paper is based on TCA (Transaction Cost Analysis) framework, by summarizing the relevant theoretical research,it gives out 4 factors of firm level: the acquiring enterprise’s R&D intensity, size and international experience and local firm’s size; and 3 factors of countries’ level: cultural distance between host and home country, the business environment of the host country and country risk of the host country. The above factors build up the theory model to analyze of theoverseas equity strategy. According to the existing theory and prior research,7 assumptions were put out. After selecting the appropriate dependent variables, 624 M&A samples were regressed by Tobit method, testing the seven

hypotheses.

Combining theoretical analysis with empirical results, it has found that: the higher Chinese companies' R&D intensity, the higher equity control will be taken; the larger the Chinese enterprises, the equity control will be higher;

Chinese companies tend to lower equity strategy to control large-scale M&A target;

Chinese enterprises with more international experience, will be more inclined to choose high equity control M&A; when the cultural distance between the two countries is greater, Chinese companies are more likely to choose a higher equity control strategy.

Keywords: Equity Strategy, Transaction Costs, Institutional Factors, International Experience

目录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 摘要 | I |
| Abstract..... | II |
| 一、研究背景及意义..... | 1 |
| (一) 背景与意义 | 1 |
| (二) 研究目标和方法..... | 2 |
| 1. 研究目标 | 2 |
| 2. 研究方法 | 3 |
| (三) 创新点和不足 | 3 |
| 1. 创新点 | 3 |
| 2. 存在不足 | 4 |
| 二、理论基础和文献综述 | 5 |
| (一) 理论基础 | 5 |
| (二) 文献综述 | 8 |
| (三) 文献述评 | 17 |
| 三、 中国企业海外并购概况与股权策略 | 20 |
| (一) 中国企业并购的历史..... | 20 |
| (二) 中国企业海外并购发展现状 | 24 |
| (三) 中国企业海外并购的股权策略 | 32 |
| 四、影响中国企业海外并购股权策略的因素..... | 39 |
| (一) 企业海外市场进入战略决定进入股权策略..... | 39 |
| (二) 进入股权策略的交易成本分析 | 42 |
| (三) 影响中国企业海外并购股权策略因素分析 | 43 |
| 五、 中国企业海外并购股权策略的实证研究 | 52 |
| (一) 样本说明 | 52 |
| (二) 模型设定 | 55 |
| (三) 实证结果 | 58 |
| 第六章 结论与建议 | 65 |
| (一) 本文的主要结论..... | 65 |
| (二) 政策建议 | 67 |

| | |
|-----------------|----|
| (三) 不足与改进 | 70 |
| 参考文献 | 72 |
| 致谢语 | 78 |

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter 1 Research Background and Significance..... | 1 |
| 1.1 Background and significance..... | 1 |
| 1.2 Research object and method..... | 2 |
| 1.3 Research innovation and inadequate..... | 3 |
| Chapter 2 Theoretical Basis and Literature Review..... | 5 |
| 2.1 Theoretical basis..... | 5 |
| 2.2 Literature Review..... | 8 |
| 2.3 Literature comment..... | 17 |
| Chapter 3 Chinese overseas M&A general situation and equity strategy | 20 |
| 3.1 The history of Chinese overseas M&A | 20 |
| 3.2 The development status of Chinese overseas M&A | 24 |
| 3.3 The equity stage of Chinese overseas M&A..... | 32 |
| Chapter 4 Factors Affecting the Equity Strategies of Chinese Firms in overseas M&As | 39 |
| 4.1 M&A equity strategies depend on enterprises entry mode stratage..... | 39 |
| 4.2 The transaction cost analysis of eM&A equity entry strategies..... | 42 |
| 4.3 Factors Affecting the Equity Strategies of Chinese Firms in overseas M&As Analysis | 43 |
| Chapter 5 Empirical Study on the Equity Strategies of Chinese Firms in overseas M&As | 52 |
| 5.1 Overview of the empirical study sample..... | 52 |
| 5.2 Statistical analysis of the sample | 55 |
| 5.3 Regression analysis | 58 |
| Chapter 6 Conclusion and Proposal..... | 65 |
| 6.1 Main conclusion of this study | 65 |
| 6.2 Policy suggestion and proposal | 67 |
| 6.3 Inadequacies and further improvment | 69 |
| Reference..... | 72 |
| Acknowledgements----- | 78 |

一、研究背景及意义

(一) 背景与意义

近年来，发展中国家逐渐在全球 FDI 中占据重要地位。自 2012 年发展中国家吸收的直接外资有史以来首次超过发达国家，占全球 FDI 总量的 52%，同时在对外投资方面，发展中经济体占到总量的近 1/3，呈稳步上升的趋势。2014 年，流入发展中经济体的 FDI 继续上升到 6810 亿美元，达到有史以来最高水平，同比上升 2%。同时，发展中经济体的跨国公司对外投资水平创历史新高，全球对外投资前 20 的国家中，新兴发展中国家占到 9 个。

中国作为典型的发展中国家，在全球 FDI 中占据重要地位。2014 年《世界投资报告》数据显示：中国对外直接投资达 1,010 亿美元，较上年增长 15%，为全球第三大对外投资国。2014 年中国已经超过美国，成为全球最大的 FDI 流入国，并且成为仅次于美国，全球对外投资第二大的国家。根据 2015 年《中国对外直接投资统计公报》数据显示，2014 年我国境内投资者共对全球 156 个国家和地区 6128 家境外企业进行了直接投资。累计实现非金融类对外直接投资 1160 亿美元（约合 7125 亿元人民币），同比增长 14.1%。

中国企业跨国并购占到中国对外直接投资的七成以上。Wind 数据显示，2014 年我国企业海外并购共 278 起，并购总额达到近 5271.99 亿元，同比增长 2.79 倍，大约占到中国对外投资总额的 74%，跨国并购已然成为中国企业海外市场 FDI 进入的主要方式，中国企业的跨国并购问题值得深入研究与探讨。

企业海外并购的股权策略选择是实施海外并购的关键问题，股权策略的核心在于探讨进入股权比例的高低问题。股权比例的高低直接关系到企业的资源获取、

风险大小、投资回报、股权决策过程以及海外的控制权。探讨影响企业股权比例高低的主要因素，有助于理解企业海外并购股权策略选择的行为，对企业选择合适的海外并购股权策略具有一定的指导和借鉴作用，对进一步理解新兴经济体国家的跨国并购也有一定参考意义。

据 Wind 资讯数据：2006 年到 2015 年期间，中国企业海外并购的 1696 笔中，有 620 笔并购属于 100%股权并购，占到 37%。2014 年全部股权（100%）并购同比增长 83%，2015 年继续增长 61%。以上数据表明，中国企业海外并购逐步呈现高控制的股权策略发展趋势。为什么中国企业越来越倾向于高控制的股权策略，哪些因素会影响中国企业海外并购股权策略，这将是本文主要研究的问题。

（二）研究目标和方法

1. 研究目标

本文研究影响中国企业海外并购股权策略的影响因素，中国企业海外并购按照是否有股权参与，可分为股权并购和资产收购两类，资产收购是对目标企业部分资产的购买，不涉及股权的进入，不涉及股权策略的问题。企业海外并购股权策略专指海外股权并购的股权结构问题，已有相关研究明确不包括资产收购。因此，本文研究企业海外并购股权策略的问题专指股权并购，不包括资产收购。

研究企业股权策略本质上是要研究企业在何种情况下选择较高比例的股权进入，何种情况下选择较低比例股权进入。大量研究认为股权是获取控制权的必要条件，股权所有权是并购方企业对被并购企业持有的所有权比例，是控制权的主要来源，股权比例的高低本质上代表控制程度的高低。理论界普遍认为跨国公

司海外并购策略主要在于探讨并购股权比例高低的问题。因此，本文所研究的影响企业跨国并购股权策略的因素，具体是指影响企业跨国并购股权比例高低的影响因素，核心在于回答什么因素会影响中国企业海外并购股权策略。

本文以交易成本分析框架为核心，基于制度理论和信息经济理论，将可能影响企业跨国并购股权策略选择的因素与企业跨国并购的整个过程结合起来，从并购前的估值与并购标的选择到并购后整合过程，构建起理论框架。并从理论和实证两方面，研究影响中国企业跨国并购股权进入比例高低的因素。

2. 研究方法

本文因变量为中国企业跨国并购的股权比例，解释变量包括四个企业层面微观影响因素：并购方 R&D 投入强度、并购方企业规模、并购标的企业规模、并购方的国际化经验，还有三个国家因素：东道国与中国的文化距离、东道国的营商环境和东道国的国家风险。通过整理中国企业 2006 年-2015 年期间已经完成的并购案例，选取合理的数据描述以上解释变量，并运用 Tobit 模型进行回归分析，得出实证结果，为了进一步深入研究，本文还对样本数据进行 Logit 回归，以验证模型的稳健性。

（三）创新点和不足

1. 创新点

（1）从理论层面来看，关于股权策略的研究，大多集中在进入模式的股权策略研究，关于 FDI 这种进入模式的股权策略的研究主要将 FDI 分绿地投资和跨

国并购、合资还是独资进行研究，专门针对企业跨国并购股权策略的研究比较少。已有研究中常常将进入模式分为合资和独资两种进行研究，合资这种情况，不具体区分绿地投资的合资和跨国并购的部分股权进入，合在一起研究不是很合理，而本文将专门对跨国并购的股权策略进行研究；

(2) 已有关于跨国并购股权策略的研究视角主要集中在宏观国家层面和行业层面因素，缺少企业层面因素的实证研究。本文在已有研究的基础上，加入企业层面的微观因素进行研究，比较有创新性，符合当下国际商务研究逐步转向微观层面的发展趋势；

(3) 本文通过整理中国企业2006-2015年这近10年的海外并购案例的数据，样本的时间分布比较广泛，样本量相对充分。

2. 存在不足

(1) 企业进入战略因素是影响海外并购的重要一步，本文涉及与进入战略有关的资源基础理论与制度理论的相关因素，因此，没有涉及并购动机理论可能造成解释上的不充分问题；

(2) 本文模型设计的变量主要是企业层面与国家层面因素，不涉及行业层面因素，行业层面进行定性分析，如果能够进一步做实证分析，论述效果会更好；

(3) 本文设计的国家因素对中国企业海外并购的影响，主要是东道国方面的国家因素，没有设置母国因素影响。

二、理论基础和文献综述

（一）理论基础

关于跨国并购股权策略选择问题的相关研究，其理论基础主要包括交易成本理论（Transaction cost theory ,TCT）、企业资源基础理论（Resource Based View, RBV）、制度理论以及信息经济理论。

1. 交易成本理论

交易成本理论（Transaction cost theory）是指市场交易的代价，即获取信息、谈判、签约等交易活动所产生的费用，交易成本理论最早由Coase提出，后来由Williamson等学者发展。根据Coase(1960)的观点，市场和企业是两种可以相互替代的资源配置机制，市场交易发生在企业之间，由企业来调节控制，企业边界是指某一生产环节是否应该保留在企业内部。企业并购就是确定企业边界的过程。企业通过并购使市场交易内部化，同时将较高的交易成本转化为较低的内部管理成本。纵向并购的边界条件是企业边际交易费用节约额等于边际组织费用增加额。

Williamson(1975)进一步发展了Coase的理论，提出了TCA（Transaction Cost Analysis）理论框架，深入研究了企业“纵向一体化”问题。他认为经理人的有限理性和机会主义以及市场环境的不确定性，导致了企业跨国经营时交易活动的复杂性，从而引起交易成本增加。面对较高的交易成本，企业选择将外部交易转移到企业内部，即对外国企业进行跨国并购。Williamson的TCA框架主要给出影响企业跨国并购三个主要因素：资产专用性、不确定性和交易频率，其中资产专用性和不确定性是进入模式研究中使用最广泛的研究思路。Steven（2012）

提出TCA框架中的独立变量是资产专用性、环境不确定、行为不确定和交易频次，延伸和拓展了TCA框架。

以Coase和Williamson为代表的交易费用理论为后续研究企业进入模式选择的研究提供了一般理论范式，后续大量关于海外进入模式的研究的主要思路都是通过对企业在交易中各个方面的各项成本与收益的综合分析，来研究企业的进入模式选择。

2. 资源基础（RBV）理论

RBV（Resource Based Value）从企业内部因素寻找企业成长的动因，用资源和能力来解释企业差异的原因。理论的基本假设是企业的有形和无形资源构成企业潜在的能力源泉。由于不同的企业所占有的资源不同以及要素市场不完善，使得资源在市场上不能完全自由流动，这种资源的异质性及要素转移的不完全性导致各企业能力的差异和竞争优势的不同。Barney(1991)认为企业的竞争优势是通过一系列市场稀缺且有价值的资源或能力来获得。随着研究的逐步深入，理论界的研究开始从企业资源理论向核心能力理论发展。企业核心能力论认为，企业经营战略的关键在于培养和发展能使企业在未来市场中居于有利地位的核心能力，而企业的核心能力是企业独特的能力，是企业在特定的路径依赖中积累形成的，竞争对手很难模仿。

企业一般能够有效地控制内部资源与能力，因而制定战略时会将资源与能力作为重要考虑因素。Luo（2002）和Madhok（1997）认为在规划进入战略时，资源基础理论下的企业战略或许并不是投资回报最大的模式，但会使得自身资源能

力获得充分发挥和提升,企业可以通过跨国并购获得关键资源来发展自身独特优势。

不论RBV理论还是企业核心能力论都是静态分析企业竞争优势的来源,而企业本身情况是不断变化的,企业所处的市场环境也在不断变化,因此基于动态角度分析企业竞争优势的研究应运而生。根据Teece(1992)等人提出的“动态能力”概念,动态能力是指整合、构建和重置公司内外部能力,以适应环境迅速变化的能力。就是说动态能力能够克服组织中按原有惯例表现出来的强烈路径依赖,克服企业核心能力刚性等缺陷。

随着研究逐步深入,理论界认为企业最重要的投入要素是知识而不是其他要素,知识是隐藏在企业能力背后,对企业能力的形成有决定作用的要素,企业竞争优势的源泉主要来自于企业特有的知识存量以及知识结构。企业的知识可以分为隐性知识和显性知识两大类,其中隐性知识是指企业难以被竞争对手学习和复制的技能和管理诀窍等。Ekeledo I,Sivakumar K(2004)创新性地将企业专有技术、隐性知识、丰富经验等因素纳入进入模式的实证研究,以资源基础论作为理论框架进行比较全面的研究。

3. 制度理论

制度理论认为企业需要适应东道国市场的运行规则和制度,所以东道国的制度环境会影响企业海外市场的进入模式。North(1990)认为不同的国家进行并购交易,会存在制度的差异,跨国并购交易的方式与结果和制度环境是紧密相关的。早期相关研究主要集中在东道国国家风险和不确定性因素对进入模式的影响,K.D. Brouthers et al.(2002)研究给出5种类型的风险与不确定性,包括产品特点、

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.