

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2017.09.009

东道国国家风险对我国上市公司跨国 并购绩效的影响

胡杰武, 韩 丽

(北京交通大学 经济管理学院, 北京 100044)

摘 要: 东道国国家风险是影响跨国并购绩效的关键因素。本文以2006—2013年我国上市公司141宗跨国并购案例为基础,运用事件研究法和会计指标法首次实证研究了东道国国家风险对我国上市公司跨国并购绩效的影响。结果发现,东道国国家综合风险、金融风险、经济风险与我国上市公司跨国并购的短期和长期绩效均呈负相关关系,但对长期绩效的影响作用随着时间的推移而衰减,从显著变为不显著,而政治风险对于短期和长期绩效的影响均不显著。在深入分析造成这种差异的内在机理时发现,站在西方国家角度评估出来的政治风险,在风险成因的分析、评价范围的确定、评价指标的选择等方面都存在一定的缺陷,主观定性评价太强,也未考虑外交关系作为政治风险缓释器的作用,因而其评价结论并不适用于我国公司,而经济风险和金融风险的评价指标是客观定量评价指标,因而其评价结论同样适用于我国公司。本研究为我国企业在跨国并购时对国家风险的管控、尤其是对政治风险的管控提供了新的思路和方法,有利于我国企业更好更快地“走出去”。

关键词: 东道国国家风险; 跨国并购; 短期绩效; 长期绩效

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2017)09-0113-16

一、引 言

为了实施国际化战略,实现快速扩张和跨越式发展,越来越多有实力的中国企业走出国门,选择跨国并购作为迅速进入全球市场的方式,中国企业的跨国并购逐渐成为全球跨国并购潮流中的重要组成部分。然而跨国并购是一项高风险的战略活动,可能因为东道国的政治风险而导致并购本身不能完成(高伟凯和王维,2008),或者一些跨国并购即使能够完成,也可能由于东道国经济环境的变化、东道国制度政策的变化使并购后的企业经营陷入困境,绩效堪忧,如中钢集团收购澳大利亚的MIDWEST公司,中海油收购加拿大的NEXON公司,中石化中石油较多的海外油气资源并购项目等。跨国并购相比国内并购,除了要处理一般并购中常见的商业风险,还要面临更难控制的国家风险。国家风险在并购前的决策、并购时的估值和并购后的

收稿日期: 2016-07-01

作者简介: 胡杰武(1970—),男,北京交通大学经济管理学院副教授;

韩 丽(1990—),女,北京交通大学经济管理学院硕士研究生。

整合过程中都会发挥作用,进而影响企业的并购效果,因此,研究国家风险对我国企业跨国并购绩效的影响非常有必要。然而由于我国的跨国并购历史比较短,这方面的文献还比较匮乏。近年来国内一些学者开始尝试研究影响跨国并购绩效的因素,如陆瑶等(2011)研究了公司规模、并购企业性质、控制权对跨国并购带来的财富效应的影响。邵新建等(2012)发现并购企业的实际控制人如果是国有性质,则获得的超额收益更高,管理层能力越强,预期其创造的协同价值越大。但国内关于东道国国家风险对跨国并购绩效的影响,基本属于定性研究,缺乏系统、深入的定量研究。本文在综合国家风险对绩效影响现有文献和理论的基础上提出研究假设,首先运用事件研究法研究国家综合风险、政治风险、经济风险和金融风险对跨国并购短期绩效的影响。然后以财务指标法衡量跨国并购的长期绩效,探究国家综合风险及其包括的三类风险的高低究竟是提高了还是降低了我国跨国并购的长期绩效,影响程度是否有差异。最后对实证研究的结果进行分析,深入探讨国家风险影响跨国并购绩效的内在机理。本文是国内首次采用实证研究的方法研究东道国国家风险对跨国并购绩效影响的文献。

本文贡献主要表现在以下三个方面:我国还没有文献系统、深入地研究国家风险对跨国并购绩效的影响,我们的研究填补了这方面的空白;二是国际上虽然有文献研究了国家风险对跨国并购短期绩效的影响(Kiyamaz, 2009),但还没有文献研究国家风险对跨国并购长期绩效的影响,本文从更长期的角度考察国家风险究竟如何影响并购绩效,更全面的考察了国家风险和跨国并购绩效的关系;三是本文的研究发现,国际上流行的国家风险评估方法,如PRS集团的ICRG,并不完全适用于我国企业,尤其是对政治风险的评估不适用,并对其中的原因进行了深入地分析。在目前我国企业加快“走出去”的大背景下,迫切需要创立我国自己的国家风险评估体系,以便真正为我国企业跨国并购提供有效的指导,这也是本研究的重大现实意义所在。

二、理论基础与研究假说

(一)国家风险与跨国并购绩效

国家风险目前尚缺乏统一标准的定义,一般是指在国际经济活动中,由于国家的主权行为造成损失的可能性。我国学者张金杰(2008)提出国家风险是指在对外投资、贷款和贸易活动中,外国资产在东道国所面临的危险程度,是源于因国别政治或经济形势变化而导致的外国暴露价值的变化。国家风险是国家主权行为所引起的或与国家社会变动有关。在主权风险的范围内,国家作为交易的一方,通过其违约行为直接构成风险,通过政策法规的变动间接构成风险,而政策法规的变动会影响企业的经营绩效。国家风险的诱因涉及政治、经济、社会、文化、国际关系乃至自然环境及突发事件等十分复杂的范畴,很难进行绝对的量化,因此产生了国家风险评级。国家风险评级的核心问题可归纳为风险要素指标的遴选和评级模型的构建问题。众多评级专业队伍或评级机构的评级方法根据各自的服务对象、评价目的大致可以分为主权风险和国内风险评级两大类,前者主要针对金融市场,以标准普尔、穆迪和惠誉三个机构的主权信用评级为代表,后者以美国PRS集团旗下的国际国别风险指南(International Country Risk Guide, ICRG)为代表。ICRG认为国家风险是由两个基本的部分组成:偿付意愿和偿付能力,其中政治风险与偿付意愿有关,而经济风险和金融风险则与偿付能力有关,因而将国家综合风险划分为政治风险、经济风险和金融风险三类。ICRG虽然公开了评价指标体系及评价基本方法,但具体评级过程是一个“黑箱”,外界无从得知,其用户包括国际货币基金组织、世界银行、联合国和许多其他国际机构。在国家风险与跨国公司的研究中,Click(2005)以资产报酬率(ROA)衡量投资回报,分析了美国公司对外直接投资中风险和收益的关系,发现金融风险能够解释一部分国家间的风险差异,不能解释的部分与政治风险有关。Chernykh等(2011)对发展中国家的跨国并

购进行研究后发现,无论目标企业位于发达国家还是发展中国家,目标企业都能获得显著为正的累计超额收益率,发达国家的目标企业能够获得两倍于发展中国家企业的累计超额收益率,这就证明了新兴经济体为了能够进入发达国家的市场、获得稳定的经营环境而愿意支付额外的价格,这也从侧面表现了目标国家的低风险对于新兴经济体企业的吸引力。差别效率理论认为并购双方对资源的使用效率是不同的,相对于我国企业来说,发达国家的企业效率更高,存在管理能力剩余,并购这些国家的企业能够学习他们的先进管理经验,从而帮助我国企业提高效率。另一方面,当企业在国内市场发展接近饱和时,会寻求新的利润增长点,实现多样化经营,寻求不同行业、不同地区的企业,分散风险,这种情况下,企业倾向于寻找风险比较低的国家,从而使自己的企业位于相对稳定的经营环境中,获得稳定收益的概率更高。在上述讨论的基础上,提出以下假设:

假设1a:东道国国家综合风险与并购企业跨国并购短期绩效负相关。

假设1b:东道国国家综合风险与并购企业跨国并购长期绩效负相关。

(二)金融风险与跨国并购绩效

金融风险主要是指一国金融体系和金融市场的稳定性、外债质量、国际收支状况以及外汇变动等几个方面变化所引发的外资损失的可能性。金融风险是如今企业进行跨国并购的过程中最常见也是感受最直接的一种风险,例如融资风险和汇率风险。融资风险主要发生在并购资金的筹集过程中,能否及时筹集到跨国并购所需的巨额资金,以及融资成本的高低显然会影响到并购绩效。汇率风险是指因为海外并购涉及两种或两种以上货币,所以会面临汇率变动风险。金融风险对跨国并购绩效的影响主要表现在汇率的波动对交易成本的影响。Harris和Ravenscraft(1991)证明了跨国并购的财富效应不能被行业、税的相关因素解释,与美元的弱势正相关,表明了汇率波动在对外投资中的重要性。Kiymaz(2009)验证了金融风险对美国并购企业的财富效应有显著影响,发生在发达国家的跨国并购财富效应更高。企业在跨国并购的整个过程中,都会受到汇率的影响,并购时会影响交易价格,并购后又会影响会计报告的折算收益,因此汇率风险应得到企业的重点关注。顾露露和Reed(2011)也验证了汇率与绩效之间的关系,认为人民币升值有助于中国企业跨国并购绩效的提高,人民币相对于美元每升值1%,我国企业跨国并购的短期绩效大约上升3.45倍。金融风险越高,付出的成本和预期收益不确定性越高。因此,提出以下假设:

假设2a:东道国金融风险与并购企业跨国并购短期绩效负相关。

假设2b:东道国金融风险与并购企业跨国并购长期绩效负相关。

(三)经济风险与跨国并购绩效

经济风险定义为由于母国和东道国两国的GDP、经济发展速度、通货膨胀率、财政收支以及国际收支平衡等存在差异从而给并购企业收益带来不确定性的风险,主要包括经济周期风险、通货膨胀风险、市场风险等。一般而言,东道国经济实力较强,经济发展速度越快,国际收支状况越好,通货膨胀率越低,该国的投资环境就越好,选择这些国家的企业进行并购相应的成功率也就越高。经济风险低的国家能够给企业提供稳定、健康的经营环境,如果并购后经济环境突然恶化,那么就达不到并购企业的预期,发生损失的可能性很大,因此经济环境的好坏决定着企业的成败。国际生产折中理论提到,东道国的区位优势之一是市场潜力,我国部分企业的跨国并购动因也是为了开拓新的国外市场。Kiymaz(2004)对美国金融行业研究表明宏观经济变量,包括美国和外国的经济条件、目标国家的经济发展水平都能解释并购企业与被并购企业的财富效应。Gubbi等(2010)以印度公司的跨国并购为样本,证明了目标国的一些特点,如GDP表示的经济发展状况、经济自由指数衡量的制度环境等与市场跨国并购绩效的预期正

相关。我国学者王海军和齐兰(2011)研究了国家经济风险与对外直接投资(FDI)的关系,结果表明国家经济风险与中国的对外直接投资呈显著的负相关关系,经济增长和政府政策对FDI有积极的正向作用。Kiyamaz(2009)验证了跨国并购的财富效应与GNP的增长率显著相关。从经济环境稳定性的角度来看,选择经济风险较低的国家作为目标国有利于提高企业的并购绩效。因此,我们提出以下假设:

假设3a:东道国经济风险与并购企业跨国并购短期绩效负相关。

假设3b:东道国经济风险与并购企业跨国并购长期绩效负相关。

(四)政治风险与跨国并购绩效

政治风险的定义为由于一国政策变动或政治事件影响商业经营环境造成投资者损失或得不到预期收益的风险。企业在跨国并购进行过程中,由于东道国政府政局或政策的变动,可能会导致失败。在并购成功后,可能因为政府干预经济的行为导致付出巨大的成本而完不成预期收益。在整个并购过程中,都会受到政治风险的影响。Henisz(2000)指出目标企业所在国家的政治风险越高,财产被没收(征用)的可能性越大。Biswas(2002)也验证了政治风险越高,会抑制FDI的流入。Kiyamaz(2009)指出,目标国的政治风险、金融风险评分和收购方短期财富效应正相关,随着评分的增加(风险降低),收购方的短期财富效应增加。目标国政治风险评分增加10%,美国收购方短期财富效应增加5.5%,表明国家越稳定、内部/外部冲突越少,腐败越少,民主责任越高,在这样的环境下投资的市场回报越高。美国收购方短期财富效应与目标国金融风险的相关系数为0.002 1,且在5%的水平上统计显著。我国学者王海军(2012)检验了东道国政治风险与中国企业对外直接投资呈显著的负相关关系。Harms(2002)指出,经营范围涉及不同国家的跨国公司,为了防范和管理政治风险,需要付出一定的成本,这在一定程度上会降低企业的利润。杨棉之和孙超(2014)用2006—2010年中国上市公司发生的跨国并购为样本,研究发现如果目标企业位于政治风险较高的国家和地区,并购企业的绩效越差。根据邓宁的国际生产折中理论,东道国的区位优势之一是政府政策,优惠、连续的政府政策有益于企业绩效的提高。如果东道国政局不停地更迭,政策朝令夕改,国内由于政治冲突、宗教信仰冲突、局部战争不能为企业提供安全的保障,政府制度不完善、政府办事效率低下,腐败丛生,既不能给投资者投资带来信心,对跨国并购后的经营绩效也会产生很大的负面影响,最终导致跨国并购产生损失。政治风险越高,我国企业跨国并购面临失败的可能性越大。根据以上分析,提出以下假设:

假设4a:东道国政治风险与并购企业跨国并购短期绩效负相关。

假设4b:东道国政治风险与并购企业跨国并购长期绩效负相关。

三、研究设计

(一)样本选取及数据来源

本文中的跨国并购样本数据主要来自于北京交通大学中国企业兼并重组研究中心的ChinaMerger数据库,并与国泰安CSMAR数据库和同花顺并购重组数据库进行补充校对修正,收集整理2006—2013年在沪市和深市上市的上市公司发生的跨国并购数据。本文所指并购是指上市公司或其子公司通过收购获取目标企业的控制权或资产权。以2006年作为样本的起始年份,主要有两个原因:第一,2006年以前,跨国并购的数量比较少;第二,2005年我国实施的股权分置改革大大提升了我国资本市场的效率,满足了事件研究法应用的前提。选取的样本主要符合以下标准:

- (1)并购方是在中国深圳和上海证券交易所上市的公司或其子公司;
- (2)目标企业是注册地在中国大陆以外的企业;

- (3) 剔除关联交易和上市公司母公司进行的跨国并购交易；
- (4) 剔除跨国并购事件公告日前后15个交易日,发生其他可能影响股价的重大事项的公司；
- (5) 如果一家上市公司在一年内发生两次或两次以上跨国并购交易,则选取其中交易金额较大的那一次；
- (6) 剔除目标企业注册地在百慕大(Bermuda)、开曼群岛(Cayman)、英属维尔京群岛(British Virgin)等避税天堂的交易；
- (7) 剔除关键变量数据缺失的样本。

经过筛选,最终获得141宗符合要求的跨国并购样本,作为研究的基础样本。在研究国家风险对跨国并购长期绩效的影响时,因为涉及财务指标,而金融类上市公司遵循的会计准则与一般公司不同,所以进一步删除了11家金融类上市公司的并购。此外,跨国并购交易公告日前后并购公司的股价和大盘指数的数据来自于CSMAR数据库和同花顺数据库,其他数据来自于各公司年报和相关并购公告。国家风险的数据来自于*International Country Risk Guide(ICRG)*期刊。

(二) 跨国并购绩效的衡量

反映跨国并购效果的短期绩效采用累积平均超额收益率(CAAR)衡量,长期绩效采用每股收益的差值衡量,具体涉及并购绩效的以下两种研究方法:

1. 事件研究法

本文运用事件研究法(event-study approach)评估上市公司跨国并购的公告日绩效。本文选择上市公司首次披露跨国并购的日期作为事件0日。以市场调整模型为基准模型,假设上市公司在事件期内每一天的正常收益率为市场收益率,那么个股的超额收益率:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

其中, R_{it} 为股票的实际收益率,已消除公司派息、送股、配股等因素的影响, R_{mt} 为对应的市场指数收益率。

假设样本有 N 个,计算 N 个样本在事件期内每日的平均超额收益率为:

$$AAR_t = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

在考察的事件窗口内,股票 i 在时期 (t_1, t_2) 内的累计异常收益率 $CAR_i(t_1, t_2)$ 为:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

N 个跨国并购样本公司的累积平均超额收益率(CAAR)计算如下:

$$CAAR = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

设原假设为:并购公告对股票的收益率没有影响。然后进行统计检验,如果AAR和CAAR值显著大于零,说明并购效益为正,市场参与者认可这次并购活动,否则说明这次并购活动没有获得投资者的认可。

2. 会计指标法

本文运用会计指标法衡量跨国并购长期绩效,采用Difference in Difference方法考察并购当年、并购后一年和并购后两年的并购绩效。本文参考冯根福和吴林江(2001)、李善民等

(2004)的做法,选取每股收益(*EPS*)作为衡量指标,为了排除行业景气程度对单个企业的影响,将每年的每股收益减去当年的行业平均水平,具体处理步骤如下:

- (1)选取主并企业并购前一年、当年、后一年和后两年的每股收益指标;
- (2)将这些指标减去同一年同一行业的平均每股收益,得到新的指标;
- (3)将并购当年新的指标减去并购前一年相对应的指标,得到 Y_0-Y_{-1} ,同样道理得到 Y_1-Y_{-1} 和 Y_2-Y_{-1} 。

(三)国家风险的衡量

本文选择国际上最常用的国家风险指数(*ICRG*),该指数每月对140个国家进行风险评估并且对26个国家进行年度风险评估。*ICRG*评估法主要包括三类风险指标[政治风险(*PR*)、金融风险(*FR*)和经济风险(*ER*)],通过对三种风险的22个变量进行综合评估得出国家风险指数。政治风险包含12个影响因素,是纯定性评价指标;经济风险包含5个因素,是纯定量评价指标;金融风险也包含5个因素,除汇率稳定状况是定性评价指标外,其余4个是定量评价指标。每个国家的综合风险总分 $CR=0.5 \times (PR+ER+FR)$,*cr*的理论最高分为100分,最低分为0分,分数越高,表示风险水平越低。0—49.9分表示风险极高,50—59.9分表示高风险,60—69.9分表示中度风险,70—84.9分表示低风险,85—100分表示极低风险,各个风险所包含的影响因素如表1所示。

表1 国家风险影响因素及分值

政治风险(<i>PR</i>)	分值	经济风险(<i>ER</i>)	分值	金融风险(<i>FR</i>)	分值
政局稳定状况	12	人均GDP	5	外债占GDP比重	10
社会经济条件	12	经济增长率	10	外债占出口商品与服务比重	10
投资执行状况	12	通货膨胀率	10	经常项目占出口商品及服务比重	15
内部冲突	12	财政收入占GDP比重	10	国际资本流动比率	5
外部冲突	12	国际收支占GDP比重	15	汇率稳定状况	10
政治腐败状况	6				
军队在政治中的影响	6				
宗教状况	6				
法律与秩序	6				
种族状况	6				
政党发展	6				
行政效率	4				
政治风险总分	100	经济风险总分	50	金融风险总分	50

(四)模型设定与变量选择

为了检验东道国国家综合风险对跨国并购企业短期和长期绩效的影响,建立模型1和模型2:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了检验东道国金融风险对跨国并购企业短期和长期绩效的影响,建立模型3和模型4:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 FR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

为了检验东道国经济风险对跨国并购企业短期和长期绩效的影响,建立模型5和模型6:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ER_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 ER_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

为了检验东道国政治风险对跨国并购企业短期和长期绩效的影响,建立模型7和模型8:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 PR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Tobinq_{i,t-1} + \beta_4 Lnvalue_{i,t} + \beta_5 Related_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \beta_7 Stateown_{i,t} + \beta_8 Mo_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中, Y_t 为 $Y_0 - Y_{-1}$, $Y_1 - Y_{-1}$ 和 $Y_2 - Y_{-1}$ 。

在控制变量方面, 本文将已经学者验证过对跨国并购绩效有影响的因素加入, 具体的变量和符号定义如表2:

表2 各变量符号及定义

指标类型	指标名称	指标计算公式
因变量	CAR	CAR[-1, 1]
	并购当年相对于并购前一年的绩效变化 ($Y_0 - Y_{-1}$)	$Y_0 - Y_{-1}$ = 并购当年绩效 - 并购前一年绩效
	并购后第一年相对于并购前一年的绩效变化 ($Y_1 - Y_{-1}$)	$Y_1 - Y_{-1}$ = 并购后第一年绩效 - 并购前一年绩效
	并购后第二年相对于并购前一年的绩效变化 ($Y_2 - Y_{-1}$)	$Y_2 - Y_{-1}$ = 并购后第二年绩效 - 并购前一年绩效
自变量	国家风险(CR)	ICRG评分
	政治风险(PR)	ICRG评分
	经济风险(ER)	ICRG评分
	金融风险(FR)	ICRG评分
控制变量	企业规模(Size)	公司并购前一年期末总资产的自然对数
	Tobinq	并购方前一年的Tobinq
	交易规模(Lnvalue)	跨国并购交易金额的自然对数
	行业相关性(Related)	并购双方行业相关为1, 否则为0
	并购企业获得目标企业股份比例(Control)	并购公告中获得股份比例
	并购企业性质(Stateown)	如果并购企业属于国有企业, 为1; 属于民营企业, 等于0
	管理者是否持股(Mo)	如果管理者持股, 则为1, 否则为0

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

1. 样本基本特征

图1描述了2006至2013年间, 跨国并购样本的交易金额和交易数量变化情况。通过图2可以看出, 交易数量方面, 2012年之前我国跨国并购的数量逐年递增, 2013年有所减少; 交易金额方面, 2008年最高, 然后是2009和2012年比较高。从表3可以看出, 我国跨国并购中, 约80%的目标企业位于发达经济体, 只有约20%选择了发展中经济体。从行业相关性来看, 接近90%的跨国

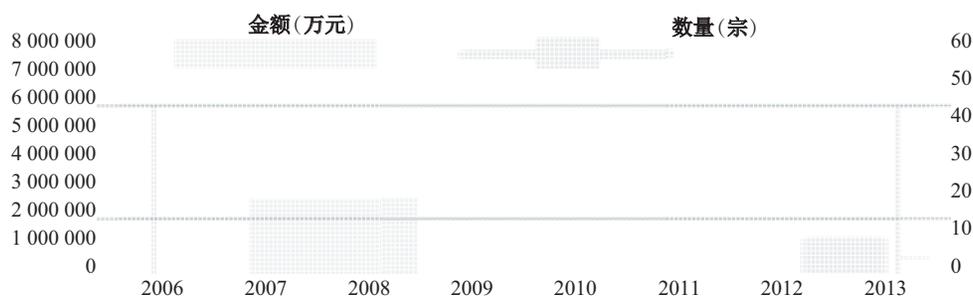


图1 2006—2013年我国上市公司跨国并购数量和交易变化

并购都是相关行业间的并购,说明我国企业的跨国并购决策还是比较理性的。从并购企业性质来看,民营控股企业大约占到了四分之三,经过改革开放后几十年的发展,我国民营企业在经济发展中占据越来越重要的位置,实力显著增强,为了实现国际化战略,获得技术、品牌、市场等战略性资源,纷纷进行跨国并购,在数量上远远超过了国有控股企业。

2. 变量描述性统计

如表4所示,被解释变量CAR的平均值为0.020 8,说明并购公告日前后3天的累计超额收益率为2.08%。而长期绩效的前两个变量均值都为负,说明我国企业并购后有一段整合期,整合期绩效变差,整合期后绩效有好转的现象。政治风险(PR)的满分为100分,平均值为79.43,说明目标企业所在的国家平均风险并不高,但变动范围比较大(54—93分)。经济风险(ER)和金融风险(FR)的满分是50分,平均分均在39左右,平均风险比较低。Related的平均值为0.89,说明相关行业并购比较多。Control的平均分为0.67,说明平均收购比例为67%,可以看出我国企业跨国并购整体收购比例比较高。Mo的平均分为0.7,说明我国跨国并购上市公司中大多数都有高管持股。

表3 样本基本特征

目标国家经济性质	数量	所占比例
发达经济体	115	81.56%
发展中经济体	26	19.44%
行业相关性	数量	所占比例
相关并购	126	89.36%
非相关并购	15	10.64%
主并企业性质	数量	所占比例
国有控股企业	47	33.33%
民营控股企业	94	66.67%

表4 变量的描述性统计分析

变量	平均	中位数	标准差	最小值	最大值	观测数
CAR	0.020 8	0.011 4	0.064 5	-0.120 4	0.334 8	141
Y_0-Y_{-1}	-0.079 1	-0.066 1	0.460 4	-2.116 5	1.269 9	130
Y_1-Y_{-1}	-0.128 4	-0.095 6	0.508 1	-1.936 6	1.649 7	130
Y_2-Y_{-1}	0.045 3	-0.064 2	0.484 4	-1.014 2	2.269 2	130
CR	79.05	79.73	5.86	61.5	89.5	141
PR	79.43	81.5	8.05	54	93	141
ER	39.93	39.5	4.16	30.5	48	141
FR	39.57	41	4.14	27.5	47.5	141
Size	22.39	21.85	2.10	19.44	30.37	141
Tobinq	2.19	1.86	1.79	0.10	10.88	141
Lnvalue	9.21	8.81	2.31	4.15	15.03	141
Related	0.89	1	0.10	0	1	141
Control	0.67	0.75	0.35	0.02	1	141
Stateown	0.33	0	0.47	0	1	141
Mo	0.70	1	0.46	0	1	141

(二)回归结果分析

本文在以下回归前,都已进行了多重共线性检验和异方差检验,所有变量的方差膨胀因子都远小于5,不存在严重的多重共线性问题。此外,本文进行异方差检验,所有模型的检验结果都接受原假设,P值较大,不存在异方差问题。因为样本包含2006—2013年的数据,构成面板数据,且面板数据有自身的优势,可以解决遗漏变量问题,本文运用面板数据回归,通过Hausman检验结果得知,适合运用固定效应回归,以下回归结果皆为STATA软件固定效应回归结果。

1. 国家风险对跨国并购短期绩效的影响

模型1结果表明,国家综合风险得分与短期绩效的系数为正,为0.005 9,且在5%的水平下显著,说明国家综合风险得分越高,即国家综合风险越低,短期绩效越好,验证了假设1a;金融风险得分的系数显著为正,说明金融风险与跨国并购绩效显著负相关,金融风险评分越高,说明风险越低,短期绩效越好,验证了假设2a;模型5显示经济风险得分的系数为正,且在5%的水平下显著,经济风险越低,累计超额收益率越高,验证了假设3a;模型7用来检验政治风险与跨国并购短期绩效的关系,系数为正,但结果并不显著,没能通过显著性检验,不能验证假设4a。

同时还对控制变量进行了回归,发现有一些控制变量在模型1、模型3、模型5中都显著。公

表5 国家风险与跨国并购短期绩效回归结果

变 量	模型1	模型3	模型5	模型7
<i>CR</i>	0.005 9**			
<i>T</i> 值	3.07			
<i>FR</i>		0.007 0**		
<i>T</i> 值		2.45		
<i>ER</i>			0.004 4**	
<i>T</i> 值			2.78	
<i>PR</i>				0.000 3
<i>T</i> 值				0.13
<i>Size</i>	-0.070 8**	-0.060 3*	-0.077 4**	-0.086 8**
<i>T</i> 值	-3.32	-2.35	-3.50	-2.74
<i>Tobinq</i>	-0.013 5*	-0.022 8**	-0.017 7**	-0.016 3
<i>T</i> 值	-1.97	-2.86	-2.48	-1.43
<i>Lnvalue</i>	-0.004 0	-0.013 0*	-0.0073	-0.004 8
<i>T</i> 值	-0.85	-2.16	-1.48	-0.57
<i>Related</i>	0.189 7***	0.160 9***	0.169 8***	0.148 0***
<i>T</i> 值	6.82	5.84	6.37	3.69
<i>Control</i>	0.047 0*	0.062 8**	0.053 2**	0.058 9
<i>T</i> 值	2.24	2.72	2.44	1.83
<i>Stateown</i>	0.058 5	0.118 7*	0.073 8	0.065 5
<i>T</i> 值	1.21	2.06	1.45	0.84
<i>Mo</i>	-0.084 3***	-0.087 5**	-0.064 6**	-0.048 2
<i>T</i> 值	-3.51	-3.07	-2.84	-1.49
<i>Cons</i>	1.038 1	1.097 3	1.516 9**	1.858 9**
<i>T</i> 值	1.89	1.76	2.93	2.47
<i>R2</i>	0.906 9	0.882 4	0.896 1	0.782 0
<i>F</i>	8.52***	6.57**	7.55***	3.14*
<i>P</i> 值	0.005 3	0.011 2	0.007 5	0.074 7
<i>N</i>	141	141	141	141

注:*表示在10%的水平下显著,**表示在5%的水平下显著,***表示在1%的水平下显著。模型1、模型3、模型5、模型7分别考察了国家综合风险、金融风险、经济风险、政治风险对跨国并购短期绩效的影响,因变量为*CAR*[-1,1]。

司规模、Tobinq值与并购短期绩效显著负相关,说明公司规模越大,Tobinq值越高,并购企业的短期绩效越差,这可能与并购溢价有关,规模大绩效好的并购公司更可能发生管理者“自大效应”,导致支付过高的溢价,有损股东的利益;并购双方的行业相关性越大,短期绩效越好,且都在1%的水平下显著,行业相关的并购通常是横向并购或纵向并购,有利于企业业务的转型或者市场规模的扩大,因此更能够得到投资者的认可;并购企业获得目标企业的股权比例与短期绩效呈正相关关系,且都在5%的水平下显著,说明获得目标企业的股权比例越高,获取实际控制权的可能性越大,便于并购企业进行后期整合,实现协同效应或者得到想要的资源,因此市场反应较好;管理者不持股的主并企业短期绩效越好,这与关伯明等(2011)的研究一致,目前我国上市公司中高管持股数量和持股比例普遍较低,作为股东的回报远不如通过掏空股东而获取的自身经济利益高,代理问题并不能得到有效解决,因此在跨国并购活动中会选择管理价值最大化而不是股东利益最大化。

2. 国家风险对跨国并购长期绩效的影响

以并购当年相较于并购前一年绩效的变化($Y_0 - Y_{-1}$)作为被解释变量,进行固定效应回归的结果如表6所示。

表6 国家风险与跨国并购当年绩效变化回归结果

变 量	模型2	模型4	模型6	模型8
CR	0.089 4***			
T值	9.18			
FR		0.118 8***		
T值		7.27		
ER			0.066 3**	
T值			4.09	
PR				0.027 2
T值				0.27
Size	0.364 6***	0.298 5**	0.356 1*	0.350 7
T值	6.62	4.33	3.07	1.17
Tobinq	-0.627 3***	-0.887 0***	-0.603 4***	-0.402 5
T值	-20.19	-13.27	-9.49	-1.65
Lnvalue	-0.350 7***	-0.641 2***	-0.429 5**	-0.071 9
T值	-10.08	-8.71	-4.92	-0.17
Related	0.097 2	0.497 8**	-0.273 1	0.519 6
T值	1.02	-3.23	-1.17	0.43
Control	2.005 9***	3.194 2***	2.240 3**	0.551 9
T值	11.38	9.11	5.30	0.33
Stateown	3.563 4***	4.729 8***	3.191 2***	2.627 1*
T值	21.57	14.68	10.17	2.89
Mo	-0.089 3	0.0094	-0.102 2	-0.120 0
T值	-1.23	0.10	-0.67	-0.31
Cons	-12.956 5***	-6.564 0**	-7.416 8*	-9.865 7
T值	-8.96	-4.19	-2.80	-0.67
R2	0.996 4	0.994 3	0.983 8	0.896 3
F	102.43***	65.41***	22.82**	3.24
P值	0.001 4	0.002 8	0.013 1	0.181 1
N	130	130	130	130

注:*表示在10%的水平下显著,**表示在5%的水平下显著,***表示在1%的水平下显著。模型2、模型4、模型6、模型8分别考察了国家综合风险、金融风险、经济风险、政治风险对跨国并购长期绩效的影响。

表6的回归结果表明,国家综合风险、金融风险、经济风险与跨国并购长期绩效呈显著的负相关关系。国家综合风险得分的系数为0.089 4,说明国家综合风险得分越高,即风险越低,绩效越好。金融风险、经济风险得分与长期绩效之间同样为显著的负相关关系,即东道国金融风险、经济风险越低,长期绩效越好。然而,政治风险得分与长期绩效之间的关系并不显著,政治风险对长期绩效没有明显的影响。

以并购后一年相较于并购前一年的绩效变化 $Y_t - Y_{t-1}$ 作为被解释变量,进行固定效应回归的结果如下:

表 7 国家风险与跨国并购后一年绩效变化回归结果

变 量	模型2	模型4	模型6	模型8
<i>CR</i>	0.069 7**			
<i>T</i> 值	4.98			
<i>FR</i>		0.091 5**		
<i>T</i> 值		4.17		
<i>ER</i>			0.052 9**	
<i>T</i> 值			3.70	
<i>PR</i>				0.016 3
<i>T</i> 值				0.20
<i>Size</i>	0.951 9***	0.900 7***	0.945 7***	0.937 9**
<i>T</i> 值	12.02	9.74	9.26	3.83
<i>Tobinq</i>	0.021 8	-0.176 6	0.037 7	0.187 2
<i>T</i> 值	0.49	-1.97	0.67	0.94
<i>Lnvalue</i>	-0.150 5*	-0.372 5**	-0.216 5*	0.048 1
<i>T</i> 值	-3.01	-3.77	-2.82	0.14
<i>Related</i>	0.634 7**	0.177 6	0.336 8	0.911 2
<i>T</i> 值	4.63	0.86	1.64	0.93
<i>Control</i>	0.362 9	1.270 0*	0.571 1	-0.696 5
<i>T</i> 值	1.44	2.70	1.53	-0.52
<i>Stateown</i>	0.222 2	1.112 8*	-0.060 3	-0.482 9
<i>T</i> 值	-6.62	2.57	-0.22	-0.65
<i>Mo</i>	-0.709 0***	-0.633 2**	-0.719 1**	-0.729 8
<i>T</i> 值	-6.81	-5.14	-5.35	-2.29
<i>Cons</i>	-25.640 0***	-20.653 6***	-21.340 6***	-22.591 3
<i>T</i> 值	-12.33	-9.82	-9.13	-1.88
<i>R2</i>	0.985 7	0.980 6	0.976 2	0.869 5
<i>F</i>	25.90**	18.91**	15.39**	2.50
<i>P</i> 值	0.010 9	0.017 2	0.023 1	0.243 3
<i>N</i>	130	130	130	130

注:*表示在10%的水平下显著,**表示在5%的水平下显著,***表示在1%的水平下显著。模型2、模型4、模型6、模型8分别考察了国家综合风险、金融风险、经济风险、政治风险对跨国并购长期绩效的影响,因变量为 $Y_t - Y_{t-1}$ 。

表7的回归结果表明,国家综合风险与长期绩效呈显著的负相关关系,因为综合风险得分的系数为0.069 7,且在5%的水平下显著,表明风险越高,并购后一年的绩效越差,验证了假设1b。金融风险与长期绩效的系数是0.091 5,且在5%的水平下显著,说明金融风险与并购后一年的长期绩效呈显著的负相关关系,风险越高,长期经营绩效越差,验证了假设2b。经济风险得分与长期绩效的系数为0.052 9,也在5%的水平下显著,表明目标企业所在国的经济风险越高,并购后一年绩效越差,验证了假设3b。然而回归结果未能证明政治风险对跨国并购长期绩效有显著的影响,如表7,系数为0.016 3,但没能通过显著性检验。

以并购后两年相较于并购前一年的绩效变化 Y_2-Y_1 作为被解释变量,进行固定效应回归的结果如表8所示。

表8 国家风险与跨国并购后两年绩效变化回归结果

变量	模型2	模型4	模型6	模型8
CR	0.020 0			
T值	1.20			
FR		0.023 5		
T值		1.00		
ER			0.009 3	
T值			0.61	
PR				0.046 4
T值				1.60
Size	0.629 5***	0.615 6***	0.625 7**	0.652 6***
T值	6.68	6.19	5.79	7.59
Tobinq	-0.456 8***	-0.503 6**	-0.439 1***	-0.325 2**
T值	-8.60	-5.22	-7.41	-4.67
Lnvalue	-0.321 7**	-0.374 5	-0.317 9**	-0.105 0
T值	-5.41	-3.52**	-3.91	-0.88
Related	0.126 2	0.012 0	0.085 5	0.653 6
T值	0.77	0.05	0.39	1.91
Control	1.208 1**	1.415 3	1.152 0*	0.289 8
T值	4.01	2.79*	2.92	0.61
Stateown	2.597 0***	2.806 6***	2.477 9***	2.182 2***
T值	9.19	6.03	8.47	8.38
Mo	-0.334 4*	-0.315 3*	-0.337 3*	-0.367 5**
T值	-2.70	-2.38	-2.37	-3.28
Cons	-13.056 7**	-11.620 6**	-11.723 9**	-17.605 9**
T值	-5.28	-5.14	-4.75	-4.17
R2	0.989 1	0.987 9	0.985 6	0.991 3
F	34.04	30.53	25.75	42.79
P值	0.007 3	0.008 6	0.011 0	0.005 2
N	130	130	130	130

注:*表示在10%的水平下显著,**表示在5%的水平下显著,***表示在1%的水平下显著。模型2、模型4、模型6、模型8分别考察了国家综合风险、金融风险、经济风险、政治风险对跨国并购长期绩效的影响。

从表8可以看出,以并购后两年的绩效变化作为因变量,国家综合风险、经济风险和金融风险与并购长期绩效的关系虽然仍是负相关关系,但随着时间的推移,对比表6和表7可以看出其影响作用在衰退,从影响显著变化到影响不显著,且相关系数是不断变小的。然而,政治风险在并购当年、并购后一年和并购后两年对长期绩效都没有明显的影响,究其原因,首先,可能是因为政治风险大多影响并购交易是否能顺利完成,这从描述性统计中政治风险的平均得分值为79.43(中位数为81.5)可以看出,政治风险在并购决策阶段是一个主要考虑因素,已经完成的并购案例主要发生在低政治风险的国家。而并购完成后公司的经营绩效和经济、金融环境的关系更密切,政治风险事件即使会给生产经营带来一定的影响,但由于被并购企业仍然在东道国生产经营,为当地带来就业和税收,况且通常情况下东道国企业仍然在其中拥有部分股份,因而政治风险事件给被并购企业生产经营带来的影响,东道国多少会有所顾忌。其次,通过分析PRS集团的政治风险评价方法,我们发现PRS集团的政治风险评估预先设定了12项政治风险影响因素并赋予相应分值(见表1),得分越低的国家风险越高,得分越高的国家风险越低。得分较高的前五项,又进行了更细的指标划分。政局稳定状况评估包括三个具体指标:政府统

一性(4分)、立法能力(4分)、民众支持度(4分)。社会经济条件评估包括三个具体指标:失业(4分)、消费者信心(4分)、贫困(4分)。投资执行情况评估包括三个具体指标:项目合同可行性/利用情况(4分)、利润汇出情况(4分)、延期付款情况(4分)。内部冲突评估包括三个具体指标:内战/政变威胁(4分)、恐怖主义/政治暴力(4分)、内乱(4分)。外部冲突评估包括战争(4分)、国界冲突(4分)、其他来自他国的压力(4分)。这些评价指标基本都是主观定性评价指标,因而用不同的评价主体来评价差异可能会较大。而经济风险和金融风险是客观的量化评价指标,因而经济风险和金融风险的评价比较客观公正。Click(2005)也曾指出:政治风险在很多传统金融实证里未曾得到检验,是由于引入政治风险的基本因素难以量化。因而,政治风险分析传统上多是主观的,应从总体风险分析中分离出来。第三,ICRG的政治风险评价,完全仅从东道国因素来考虑有失偏颇,因为政治风险的成因既有东道国因素,也有母国因素,甚至有第三国因素乃至区域全球因素(翁冉冉,2010),如最近中国福建宏芯基金对德国半导体企业爱思强的并购未能成功,便是美国政府横加阻拦所致。从母国因素来讲,张金杰(2008)认为,遏制中国崛起的国际因素、中国企业跨国经营经验的匮乏和中国企业在海外投资中社会责任感的缺失,是中国企业频遇政治风险的重要原因。第四,政治风险的本质是由政治因素引起的跨国经营环境发生剧烈变化的可能性。不同产品具有不同的政治敏感性,政治敏感性取决于该产品在东道国国民经济中的作用、地位和影响。而目前ICRG的政治风险评价,仅考虑了宏观因素,不适用于特定企业的产品或特定项目,从企业或特定项目的微观层面来考虑政治风险甚至更为重要。第五,不同国家的政治风险本身评估起来虽然会有高低,但这种高低未必就是绝对的,因为外交关系是政治风险的缓释器,可以充分发挥外交在降低政治风险中的作用。如巴基斯坦经济基础薄弱,社会安全隐患突出。但不管政权如何更迭,与中国关系一直比较友好,中国企业在当地的经营还较为顺利。但一些政治风险低的发达国家,受意识形态的影响,对来自中国的投资采取歧视态度,中国企业在这些国家的经营却并非一帆风顺。

控制变量方面,综合表6、表7和表8的情况,公司规模与并购长期绩效显著正相关,说明公司规模越大,跨国并购的长期绩效越好,规模大的公司因为资金实力比较强,融资方式更多样化,经营资源和管理经验丰富,所以整合成功的概率更高;交易金额与长期绩效呈显著的负相关关系,证明了并不是交易规模越大,绩效越好。在我国跨国并购中,并购溢价过高的情况经常存在,而且规模大的交易对整合要求更高,因此金额越大,绩效越差;并购涉及的两个行业相关性越高,绩效越好,这也符合预期,如果并购双方行业相关性程度高,那么并购方对该行业就比较熟悉,在估值方面会更为准确,且在并购后整合过程中,更能控制风险,获得成功;收购获取的股权比例与绩效呈现显著的正相关关系,这可能是因为收购获取的比例越高,说明并购企业能够对目标企业实施较强的控制,我国企业将在管理上拥有更多的话语权,获得需要的资源、技术、市场等,实现自身的战略目标;主并企业是国有企业,长期绩效越好,国有企业在资金、政策支持等方面相较民营企业有很大的优势,综合抗风险能力强,跨国并购更容易成功;管理者是否持股与长期绩效呈显著负相关关系,说明管理者不持股的企业在并购后一年绩效更好,这与在短期绩效的研究中结论一致,由于我国管理者持股比例比较低,并不能很好的解决代理问题,因此并不能提高绩效。

(三)稳健性检验

1. 国家风险对跨国并购短期绩效影响的稳健性检验

前面将 $CAR[-1, 1]$ 作为跨国并购短期绩效的代理变量,得到表5的结果,为验证回归结果的可靠性,我们用 $CAR[-2, 2]$,即跨国并购公告前后5天的累计超额收益率代替 $CAR[-1, 1]$,作为衡量短期绩效的指标,解释变量和控制变量不变,再次进行固定效应回归,得到的结果与前面的研究结果基本一致。

2. 国家风险对跨国并购长期绩效影响的稳健性检验

本文前面以每股收益为基础,经过处理得到长期绩效的代理变量,为验证回归结果的可靠性,我们用总资产收益率(*ROA*)代替每股收益(*EPS*),对总资产收益率做同样的处理,减弱行业的影响,作为衡量长期绩效的指标,解释变量和控制变量不变,再次进行固定效应回归,结果与前面的研究结果基本一致。

五、研究结论与政策建议

(一)研究结论

在我国跨国并购快速发展的大背景下,本文研究了东道国国家风险对跨国并购绩效的影响,就国家风险与跨国并购绩效的关系进行了理论分析与实证检验,得到了如下研究结论:

(1)国家风险与跨国并购短期绩效呈显著负相关。国家综合风险、金融风险、经济风险的评分越高,即风险越低,并购公告日的股价表现越好,股票的累计异常收益率越高,表明市场认可这次跨国并购活动。目标企业位于风险低的国家,能够获得稳定的市场和经营环境,有利于企业按照既定目标经营,获得预期收益,并且这些国家的金融市场相对比较成熟,有利于降低融资成本,减少汇率风险,从而提高总体盈利能力。况且这些并购大多数为了获取技术、品牌或全球化市场等资源,如果成功,能够使企业迅速提高竞争力,进入更大的发展平台,因此能够获得市场的认可和追捧。

(2)国家风险与跨国并购长期绩效呈负相关关系,但相关作用会随着时间的推移而衰减,从显著变为不显著。实证结果表明,国家综合风险、金融风险和综合风险的得分越高,即风险越低,长期绩效越好。表明当目标企业位于国家综合风险、金融风险、经济风险越低的国家,并购当年、并购后一年、并购后两年相较并购前一年的绩效越好,但相关系数是下降的,且从作用显著变为作用不显著。风险越低的国家,经济和金融环境稳定,发展比较成熟,稳定的国家环境有利于我国企业获取稳定的收益,实现战略目标。这些国家的某些企业相比中国的企业起点更高,竞争力更强,被收购的原因可能只是因为金融危机的打击、陷入生产经营困境等,如果成功整合,能够显著提高我国企业的核心竞争力,改善长期绩效。

(3)政治风险是国家综合风险的重要组成部分,在ICRG国家风险指数中占到一半的权重。政治风险与跨国并购的长短期绩效虽然具有正的相关性,即风险越低,绩效越好,但都没有通过显著性检验。究其原因,主要有五个方面:一是政治风险主要影响跨国并购交易是否能顺利完成,绝大部分并购交易都发生在低政治风险的国家;二是PRS集团的政治风险评估指标基本上是主观定性评价指标,难以做到特别客观公正;三是从政治风险的成因来看,ICRG仅考虑东道国因素有失偏颇;四是ICRG的政治风险评估仅考虑了宏观因素,不适用于特定企业的产品或项目;五是政治风险相比于经济与金融风险来说,更易受外交关系的调节。

(二)政策建议

1. 选择目标企业时全面了解东道国的经济和金融环境

目前,我国企业在跨国并购决策时,更多考虑企业层面及交易层面的因素,如目标企业是否估值比较低,是否可以获得战略性资源,常常忽略宏观层面因素的影响,如东道国的总体风险、经济和金融风险。目前全球经济发展环境复杂,发达的国家经济风险也不一定低,在目标企业区位选择时,要全面了解目标东道国的整体风险及经济和金融发展环境,了解东道国的经济发展水平、经济发展前景、国际收支水平、财政政策和货币政策,参考权威的风险评级机构的风险评价,从而做出决策。另一方面,为了防范风险,可以参加以经济和金融风险为投保要素的海外投资保险,尽可能降低损失,将风险转嫁给保险机构。

2. 选择恰当的并购时机

在跨国并购中,并购时机的选择非常关键。本文在研究国家风险与跨国并购绩效的关系时,发现国家综合风险、经济风险和金融风险越低,短期绩效和长期绩效越好,因此我国企业在跨国并购决策时,首先要注意东道国的整体风险,另外要关注不同方面风险的影响,一方面,应选择目标国家经济风险比较低的时候,那么目标国的经济发展相对比较成熟,经济环境比较稳定,发生损失的不确定性会降低;另一方面要选择金融风险比较低的时候,因为金融风险关系着并购成本、交易成本以及并购收益,风险较低则可以降低整体绩效的不确定性。

3. 为企业进行国家风险评估提供指导

发展成熟的发达国家对国家风险的评估已非常成熟,各种专业机构和金融刊物都会发布国家风险指数供企业参考,我国的国家风险指标体系建设与发达国家相比还存在很大差距。目前,我国在国家风险的评估方面只有商务部的国别障碍报告系统、投资促进局发布的《国别投资指南》以及中国出口信用保险公司每年的《国别风险报告》,这些风险评估大部分是定性研究,更新频率慢,不能提供精确的指导。随着我国跨国并购大规模的开展,我国的国家风险评估工作需要加快完善,跟上跨国并购的发展速度。而且之前,国家和社会各界比较重视政治风险对跨国并购的影响,本文验证了经济和金融风险同样对跨国并购绩效有重要影响,而政治风险对跨国并购绩效的影响却并不显著,这表明站在西方角度评估出来的政治风险,在风险成因的分析、评价范围的确定、评价指标的选择等方面都存在一定的缺陷,主观性太强,也未考虑外交关系作为政治风险缓释器的作用,并不完全适用于我国。我国应尽快建立自己的国家风险评估系统,加强对政治、经济和金融因素的识别和评估,尤其是政治风险方面的评估,在西方评价的基础上,应拓宽宏观评价因素,如加入母国因素、区域因素甚至第三国因素等。在微观角度应重视不同的产品或项目政治敏感性差异问题,同时充分发挥外交关系作为政治风险缓释器的作用。只有建立起自己的国家风险评估体系,才能真正为我国企业跨国并购提供有效的指导,从而有效地防范面临的国际风险。

本文虽然首次定量研究了东道国国家风险和我国企业跨国并购绩效之间的关系,但研究还存在一定的局限性。首先,我国上市公司跨国并购的历史并不长,加之我国资本市场的特殊发展历程和数据的可获得性,我们选择了2006年至2012年的上市公司跨国并购作为研究样本,样本数量偏少,今后在条件具备的情况下,需要进行更大样本的分析研究,以便使研究结论更具有普遍性。其次,需要对比研究各种体系的国家风险计量办法,探讨他们的差异以及对我国企业的适用性。第三,风险具有静态和动态之分,需要更好的模型来分析动态国家风险对跨国并购绩效的影响,以更好地说明国家风险对跨国并购绩效的影响机理。

主要参考文献

- [1]冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001,(1):54-61,68.
- [2]高伟凯,王维.中国企业海外并购的政策性因素分析[J].国际贸易,2008,(9):8-12.
- [3]顾露露,Reed R.中国企业海外并购失败了吗?[J].经济研究,2011,(7):116-129.
- [4]关伯明,邓荣霖,彭华伟.公司股权结构对海外并购绩效的影响研究[J].现代管理科学,2011,(10):21-23.
- [5]邵新建,巫和懋,肖立晟,等.中国企业跨国并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价[J].世界经济,2012,(5):81-105.
- [6]王海军,齐兰.国家经济风险与FDI——基于中国的经验研究[J].财经研究,2011,(10):71-80.
- [7]翁冉冉.中国企业FDI政治风险类别分析——基于宏观来源的分析视角[J].现代商贸工业,2010,(9):24-25.
- [8]杨棉之,孙超.企业内部控制、政治风险与跨国并购绩效——基于SEM的实证分析[J].科学决策,2014,(4):1-15.
- [9]张金杰.国家风险的形成、评估及中国对策[J].世界经济与政治,2008,(3):58-64.
- [10]Biswas R. Determinants of foreign direct investment[J]. Review of Development Economics, 2002, 6(3): 492-504.

- [11]Chernykh L, Liebenberg I A, Macias A J. Changing direction: cross border acquisitions by emerging market firms[J]. SSRN Electronic Journal, 2011: 25–27.
- [12]Click R W. Financial and political risks in US direct foreign investment[J]. Journal of International Business Studies, 2005, 36(5): 559–575.
- [13]Gubbi S R, Aulakh P S, Ray S, et al. Do International acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value; the case of Indian firms[J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41(3): 397–418.
- [14]Harms P. Political risk and equity investment in developing countries[J]. Applied Economics Letters, 2002, 9(6): 377–380.
- [15]Harris R S, Ravenscraft D. The role of acquisitions in foreign direct investment: evidence from the U. S. Stock Market[J]. The Journal of Finance, 1991, 46(3): 825–844.
- [16]Henisz W J. The institutional environment for multinational investment[J]. Journal of Law Economics and Organization, 2000, 16(2): 334–364.
- [17]Kiyamaz H. Cross-border acquisitions of US financial institutions: impact of macroeconomic factors[J]. Journal of Banking & Finance, 2004, 28(6): 1413–1439.
- [18]Kiyamaz H. The impact of country risk ratings on U. S. firms in large cross-border acquisitions[J]. Global Finance Journal, 2009, 20(3): 235–247.

The Influences of Host Country Risks on the Performance of Chinese Listed Companies in the Cross-border M&As

Hu Jiewu, Han Li

(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

Abstract: The host country risks are important factors influencing the performance of cross-border M&As. Based on the 141 cases of Chinese listed companies from 2006 to 2013, for the first time this paper makes a research on the relation between the host country risks and the performance of Chinese list companies after their cross-border M&As by using the event study and accounting index method. This paper indicates that the host country's aggregate risk is negatively related with the acquirer's short-term and long-term performance, and financial risk and economical risk have the same effects, but the effects on the long-term performance decay from significant to non-significant as time goes on. The political risk is not related with the acquirer's short-term and long-term performance significantly. The cause of the difference is that the political risk evaluated by the west has many defects in the analysis of the risk root course, the identification of assessment scope, and the selection of risk indicators. It is too qualitative and subjective, and does not consider diplomatic relations as political risk buffer, so it is not suitable for Chinese companies. But the evaluation indexes used by economical risk and financial risk are objective and quantitative and evaluation indexes and their evaluation conclusions also apply to China. This paper provides new thoughts and methods for country risk control in cross-border M&As, especially for political risk control, and is beneficial for Chinese enterprise to go abroad better and faster.

Key words: host country risk; cross-border M&As; short-term performance; long-term performance

(责任编辑: 雨 橙)