

“五年规划”与中国企业跨境并购*

钟宁桦 温日光 刘学悦

内容提要:在国家产业政策的激励下,中国企业越来越多地通过跨境并购来贯彻产业政策,以在短期内实现产业升级。然而,中国企业的跨境并购普遍存在溢价高和完成率低的现象。针对此现象,本文以1991—2015年间中国企业的跨境并购交易为样本,考察“五年规划”中的产业政策与中国企业海外并购之间的关联。实证结果表明,与所在行业不受当期“五年规划”产业政策支持的企业相比,受到支持的企业支付了更高的并购溢价,平均达到8%—10%;然而,并购完成的平均概率却要低36%左右。进一步,本文发现,受产业政策支持的企业能从金融体系中得到更多廉价的资金,并从政府得到更多补贴。基于上述实证结果,本文认为,在完成“政策性任务”的激励以及金融体系等的支持下,中国企业倾向于支付高价以实现并购。然而,正是因为中国企业跨境并购的重要意图是为了贯彻国家战略,因此更容易受到被并购企业所在国的阻挠,导致完成率较低。

关键词:跨境并购 产业政策 并购溢价 并购完成率

一、引言

过去十几年间,中国企业海外并购的规模不断攀升。在“十三五”期间,中国企业的年均跨境并购完成额是“十二五”期间的2.1倍左右。仅2016年,中国企业实施跨境并购项目总计742起,实际交易金额高达1072亿美元,占当年中国对外直接投资(OFDI)总额的63%,涉及73个国家和地区的18个行业大类。^①随之,中国在全球跨境并购交易中的份额也越来越大。2006年,中国在全球跨境并购总额中所占份额仅为1.8%左右;而至2016年,这一份额达到16.4%(见图1),并超越美国成为全球最大的跨境收购国。

尽管中国企业跨境并购的规模正在以前所未有的速度扩张,然而却存在并购溢价率较高但同时并购完成率较低的问题。不少中国企业在跨境并购时,为了获得标的企业,常常报出高价。这被称为“中国溢价”,有些在事后导致了较大的亏损。比如,2014年审计署发布公告称,中核建集团和中国海油在海外跨境并购时因不计成本地盲目投资而导致巨大的损失。^②2016年2月,中国化工宣布公开要约收购瑞士农化和种子先正达,报价为430亿美元,较先正达此前收盘价的溢价约为20%。^③不仅如此,中国化工的反向分手费是先正达分手费的3.5倍多,即交易的双方高

* 钟宁桦,同济大学经济与管理学院,邮政编码:200092,电子信箱:zhongninghua@tongji.edu.cn;温日光,浙江财经大学会计学院,邮政编码:310018,电子信箱:riguangwen@126.com;刘学悦(通讯作者),复旦大学中国社会主义市场经济研究中心,邮政编码:200433,电子信箱:xueyueliu@fudan.edu.cn。本研究得到了教育部霍英东教育基金会第十六届高等院校青年教师基金(项目编号:161081)、教育部人文社会科学研究青年基金项目(项目编号:17YJC790160)、中国博士后科学基金面上资助(批准号:2018M641895)和上海市高峰学科经费的资助。特别感谢匿名审稿人的宝贵建议,当然文责自负。

① 参见中华人民共和国商务部官网,“商务部合作司负责人谈2016年我国对外投资合作情况”,<http://hzs.mofcom.gov.cn/article/aa/201701/20170102504436.shtml>。

② 参见搜狐网,“热点|央企巨亏 震惊中央(笨鸟投资)”,<http://mt.sohu.com/20170214/n480720689.shtml>。

③ 参见中国经济网,“中国化工收购先正达取得关键进展”,<http://www.chinanews.com/cj/2017/04-07/8193340.shtml>。

度不平等。^①然而,即使在“中国溢价”下,中国企业跨境并购的完成率仍然较低。尤其在2008年国际金融危机后,中国企业的跨境并购完成率仅为67%,远低于同期其他国家的平均水平。^②比如2005年中海油斥资185亿美元以现金方式求购优尼科,但美国参众两院以“对美国能源及国家安全造成明确威胁”为由予以强烈反对和抵制,最终优尼科被出价更低且以股权现金混合支付的雪佛龙公司收购。又如2011年华为欲以200万美元收购美国小型高科技企业三叶系统公司,这笔小额跨境并购交易被美国政府以国家安全为由拒绝。另一个典型案例是2016年中国国家电网和长江基建联合收购澳大利亚新南威尔士州电网公司50.4%的股份,这一收购也被澳大利亚国防部以威胁国家利益为由拒绝。

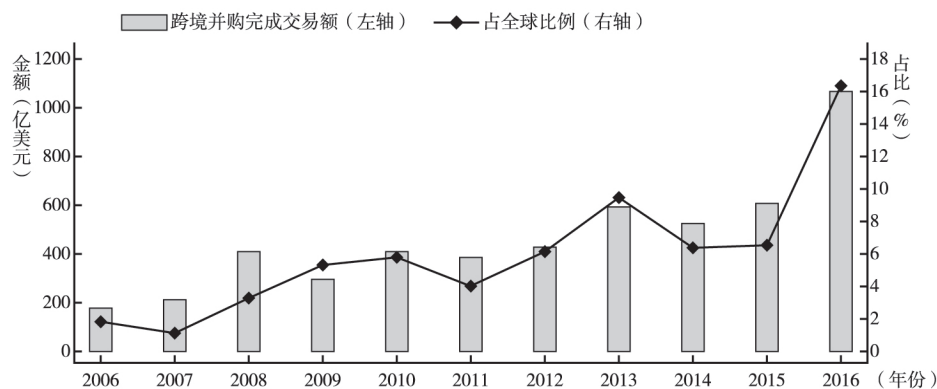


图1 中国企业跨境并购金额与占全球的比例

数据来源: Thomson, Rhodium Group。

一方面是中国企业大步迈出的“走出去”步伐,另一方面是高溢价和低完成率,这一现象引起了笔者的思考:中国企业跨境并购是不是市场化的行为,为何中国企业普遍愿意支付高额溢价?而又为何会屡屡受到东道国的阻碍,从而导致并购的完成率较低?这些现象和中国的产业政策有关,以“五年规划”为主的产业政策是中国经济发展中的一个特色,这些政策鼓励或扶持特定行业的发展,以推动产业升级,促进国民经济发展。在本文的样本期里,1991—2005年间执行了第八个“五年计划”到第十个“五年计划”,2006—2015年间执行了第十一个“五年规划”到第十二个“五年规划”(下文统称为“五年规划”,并在特指某一个“计划”或“规划”时简称为“八五”、“十二五”等)。笔者认为,中国的产业政策和中国企业海外并购行为之间有着如下几方面的关联:

首先,跨境并购是中国企业响应中国产业政策,在短期内实现产业升级、“弯道超车”或“跨越式发展”的一种手段。比如,“十二五”支持发展工业机械设备制造业,期间三一重工以3.24亿欧元收购德国混凝土和机械巨头普茨迈斯特。凭借此收购,三一重工在该领域走到了世界的前列。同一时期内,美的集团以300亿元收购技术位次更高的德国库卡集团近95%的股份,希望借此实现技术升级,并深入布局机器人产业。由于“五年规划”等国家产业政策往往具有时效性、提出的任务通常也比较紧迫,企业若仅凭自己的研发,不仅耗时较长,不确定性也较大。因此,以国企为主的中国海外并购企业便寻求通过并购海外行业巨头的方式来完成任务。基于这样的动机,它们在

^① 跨境并购中的分手费与反向分手费是指双方在达成协议后,因为当事方自身融资、决策等失败,或未获相关政府部门、投资审批及反垄断部门的审批等各种因素,而造成并购失败所需承担的经济损失,触发条件可由双方在合同签订时自行约定。卖方向买方支付的称为分手费,买方向卖方支付的称为反向分手费。

^② 参见人民网,“中国企业海外并购持续升温,交易完成率远低于发达国家”,<http://finance.people.com.cn/n/2015/0924/c1004-27630860.html>。

并购时往往就不计成本,支付较高溢价。

其次,“五年规划”等产业政策引导企业进行投资和创新,更具有引导资源配置的导向作用——银行等金融体系往往会优先对这些行业提供信贷支持。其结果是,相比不受国家产业政策支持的企业而言,那些受到产业政策支持的企业能够获得更多较低成本的资金(Chen et al., 2017)。大量廉价的资金使得它们有“实力”在跨境并购中“豪买”海外标的资产。所以,这些大手笔做海外并购的企业往往负债率也比较高。比如,复星、中粮集团和中联重科在进行海外收购前的总债务分别是其利润(EBITDA)的55.7倍、52倍和83倍。^①

最后,由于受产业政策支持的中国企业更多是在贯彻国家战略和政策,而并非是完全的市场化行为,所以虽然出价较高,但受到东道国的阻力也相对较大,导致其并购完成率反而较低。

本文实证检验了上述有关中国产业政策与企业跨境并购行为之间关联的猜想。具体而言,本文使用“八五”至“十二五”(1991—2015年)期间中国企业跨境并购数据,按所在行业是否受到“五年规划”产业政策的支持把所有企业分为两类,并比较这两类企业的并购溢价和并购完成率。由于各个“五年规划”产业政策所支持的行业并不完全相同,并且对于任何一家企业而言,其所在行业是否能受到“五年规划”产业政策的支持基本可看作是外生的,因此这一实证设计能使本文较好地识别出产业政策对于企业并购行为的影响。

实证结果表明:一方面,相比所在行业不受“五年规划”产业政策支持的企业而言,受支持的企业支付了更高的并购溢价;另一方面,受支持企业相比不受支持企业的并购完成率更低。进一步,本文还发现,受产业政策支持的企业更容易获得银行贷款等债权类融资,并且它们的利息支出更低。此外,这些企业所获得的政府补贴也显著更多。这些结果支持本文上述的猜想,即在金融体系和由政府所提供的廉价资金的支持下,中国企业倾向于支付高价以实现并购,并借此来完成升级的任务、贯彻“五年规划”;然而,正是因为中国企业跨境并购的重要意图是为了贯彻国家战略,因此更容易受到被并购企业所在国的阻挠,导致完成率较低。需要指出的是,本文并不试图评估产业政策的效率,也没有评估跨境并购在多大程度上促进了产业和技术的升级。本文的实证发现主要说明,即便跨境并购促进了产业和技术的升级,中国也付出了较大的代价,表现为并购溢价较高、完成率更低。

本文的贡献首先在于,试图将中国经济发展的一个重要特征,即由政府主导的产业升级,与中国企业的跨境并购行为相关联,并从企业和金融体系贯彻国家产业政策的角度来解释高溢价和低并购完成率等中国企业海外并购的特征。本文的实证结果证实“五年规划”中的产业政策是中国跨境并购的一个驱动因素,由此本文可以深化对于中国企业跨境并购的动因及影响因素的理解。2014年,习近平主席在亚太经合组织(APEC)工商领导人峰会上表示,未来10年中国对外投资将达到1.25万亿美元。^② 本文希望为中国未来的对外投资,以及国家“一带一路”倡议的合理、有序推进提供参考。另一方面,本文也指出了中国产业政策实施的一种微观机制。近年来有较多关于产业政策的争论,但对于相关政策的评估,严谨的实证分析或是案例分析却相对较少。而本研究旨在说明,跨境并购逐渐成为中国产业政策实施的重要微观机制之一。在论证过程中,本文也提供了证据,说明产业政策的确有着引导、配置银行贷款和政府补贴等资源的作用。

^① 参见“外媒:几乎每家进行海外收购的中企都成了‘债王’”,<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1571255194137490&wfr=spider&for=pc>。总债务除以 EBITDA(即息税、折旧和摊销前利润)是一个常用的衡量负债率的指标,这个指标直观地说明一个企业的总债务需要用多少年的息税前利润才能还清。

^② 参见:英国《金融时报》,“习近平:中国10年内对外投资将增长三倍”,<http://www.ftchinese.com/story/001059035>。

本文的后续部分安排如下:第二部分在总结既有文献的基础上,提出本文的研究假说;第三部分对样本和变量进行介绍,并详细介绍中国企业跨境并购的趋势;第四部分进行实证分析,报告了主要的计量检验结果;最后一部分为结论及政策建议。

二、相关文献和假说的提出

关于跨境并购驱动因素和完成率的问题,既有文献主要从国家政治、法律、文化等制度因素及交易特征等方面展开(Bris & Cabolis, 2008; Dikova et al., 2010; Gaffney, 2012; King et al., 2004; Skaife & Wangerin, 2013; Tuch & O'Sullivan, 2007; Weitzel & Berns, 2006)。伴随着中国企业在全球跨境并购市场中的份额不断扩大,越来越多的文献开始关注中国企业的跨境并购,然而这些文献大多集中于研究影响中国企业跨境并购绩效的因素,或是评估中国企业跨境并购的成败(Zhang et al., 2011; 胡彦宇和吴之雄, 2011; 刘莉亚等, 2016; 余鹏翼和王满四, 2014; 张建红等, 2010; 张建红和周朝鸿, 2010)。其中,王永钦等(2014)研究了中国企业跨境并购区位选择的影响因素,发现东道国的各种制度因素都非常重要。而刘青等(2017)从区位选择和投资规模两个角度较为全面地考察了中国企业跨境并购的动因,他们发现中国企业跨境并购特征与发达国家差别不大,主要受东道国市场、自然资源、战略资产和制度环境等因素的驱动。这些针对中国企业跨境并购的研究主要参考国外已有文献,并考察有关国外企业并购行为的实证结论是否同样适用于中国企业。

顾露露和Reed(2011)与本研究在出发点上比较接近。他们也强调,中国企业“走出去”的背后是有国家战略的支持的;他们以并购公告日的股价变化来评估并购的绩效,并发现国有企业的并购绩效明显差于民营企业。与他们研究不同的是,本文借助“五年规划”这一外生性因素,更为准确地区分了当期受到国家战略支持的企业和没有受到支持的企业,并进一步考察“五年规划”产业政策与企业跨境并购之间的关联。

以“五年规划”为主导的产业政策是中国经济的一个重要特点。“五年规划”中明确提出哪些行业是政府未来五年鼓励和大力扶持的。Chen et al. (2017)对“五年规划”的研究发现,相较于所在行业不受国家产业政策支持的中国企业来说,所在行业受国家产业政策支持的企业融资成本较低,可以获得更多的银行贷款和权益融资。进一步,陆正飞和韩非池(2013)发现,所在行业受国家产业政策支持企业的现金持有水平显著高于不受支持的企业。笔者在对几家大型国有商业银行的调研中了解到,各大银行内部都会根据国家产业政策制定相应的信贷政策指引目录,目录中会详细列示享受信贷优惠的产业;各地分行根据这份目录,并结合当地的产业结构,对受产业政策支持的企业发放优惠贷款。^①除了来自一般的商业银行的支持之外,对于中国企业的跨境投资还有专门的信贷支持机制。比如,2005年7月,国家发改委与中国进出口银行下发《关于对国家鼓励的境外投资重点项目给予信贷支持政策的通知》^②其中提到,“专门安排一定规模的信贷资金(以下称‘境外投资专项贷款’)……境外投资专项贷款享受中国进出口银行出口信贷优惠利率。”

另一方面,中国企业海外并购的主力是大型企业(尤其是大型国有企业)。根据波士顿咨询(2015)的一份报告:在2010—2014年间,中国企业完成了873起海外并购交易;其中,中

^① 另外,笔者在对某高新区的调研中发现,各级政府部门会成立数额较大的专项基金,直接补贴属于国家产业政策支持行业的企业。

^② 参见国家发改委官网: http://www.ndrc.gov.cn/fzgggz/wzly/jwtz/jwtztl/200507/t20050714_670533.html。

国500强企业在交易金额中的占比高达65%。^①在2016年上半年中国前十大跨境并购交易中,国有企业海外并购达7起,并购金额占比76.2%。^②这些大型企业(尤其是大型国有企业)在中国的金融体系中是有着显著优势的。钟宁桦等(2016)对中国企业债务的研究表明,2008年后中国经济杠杆率的高企主要是由几千家大型、国有、上市公司导致的,它们的资产负债率在不断攀升。近年来,仅几千家企业的负债总额就超过了三十多万家规模以上企业负债总额的一半以上。与此同时,大部分中小、民营企业的资产负债率在1998—2013年间逐年下降,说明这些企业的融资越来越困难。因此,中国企业的债务问题是一个高度结构性的问题。大型企业(尤其是大型国企)可以获得大量低成本资金,但却又存在“所有者缺位”问题;通俗地讲,国有企业管理者在进行跨境并购等投资行为时并不是使用自己的资金。在响应国家产业政策号召和助推行业升级等“政策性任务”的激励下,受产业政策支持的大型国有企业更可能通过“豪买”海外标的资产的方式迅速实现产业升级,完成政治任务。由此,本文提出假说1:

假说1:相对于所在行业不受当期“五年规划”产业政策支持的企业而言,所在行业受到支持的企业在跨境并购中支付的溢价更高。

然而,这些受国家产业政策支持的企业,其行为内含国家战略和国家意志,因此被并购方所在国出于国家安全等政治因素的考虑,可能会设置重重障碍以限制并购交易的实现(Crowley & Song, 2015)。据此,本文提出假说2:

假说2:相对于所在行业不受“五年规划”支持的企业而言,所在行业受到支持的企业实施跨境并购的完成率较低。

以下,本文将借助中国企业跨境并购的数据来实证检验这些假说。

三、数据、变量与描述性统计

(一) 数据来源与样本选择

本文所使用的跨境并购的交易数据来源于 Thomson One 并购交易数据库,相比其他并购数据库,其优点是历史数据相对较全、变量信息较为丰富。借鉴 Chen et al. (2017) 的方法,笔者手工整理了样本期内各“五年规划”的产业政策数据。^③企业层面的财务指标来自 Wind 中国金融数据库。国家层面数据的来源如下:是否为 OECD 国家以及法律体系的数据由作者手工收集;政治制度、经济发展水平和人口数据主要来源于世界银行的 WDI(world development indicators) 数据库;文化数据来自霍夫斯泰德(Hofstede)网站。^④由于本文聚焦于中国“五年规划”国家产业政策对企业跨境并购行为的影响,因此本文选取的研究样本为1991—2015年间(即“八五”至“十二五”)、所有以中国企业为主并购方的跨境并购交易,其总数为3409起。

(二) 实证模型

为了检验本文所提出的相关假说,构造如下实证模型:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * SAI + Controls * \gamma + \epsilon \quad (1)$$

在检验假说1时, Y 代表跨境并购溢价($Premium1$ 或 $Premium2$);而在检验假说2时, Y 是跨

① 波士顿咨询 2015《迎接中国企业海外并购新时代》,下载地址: http://image-src.bcg.com/Images/BCG-Gearing-Up-New-Era-China-Outbound-MandA-Sep-2015-CHN_tcm55-127562.pdf。

② 参见中华人民共和国商务部官网,“2016年中国企业海外并购大幅增长的主要原因及特点”,<http://www.mofcom.gov.cn/article/i/jyj/k/201606/20160601332292.shtml>。

③ 鉴于篇幅有限,正文中未展示各次“五年规划”覆盖的行业名称,读者若有兴趣请与作者邮件联系。

④ 霍夫斯泰德(Hofstede)网站,参见 <https://www.hofstede-insights.com/>。

境并购的完成率(Completion)。Controls 是一组包括并购事件、主并购方、被并购方和时间特征的控制变量。^① ϵ 为随机扰动项。由于本文的数据是每一笔并购交易,属于截面数据,因此在检验假说 1 时,使用 OLS 回归。而跨境并购完成率是一个二元变量,因此在检验假说 2 时使用 logit 回归模型。

表 1 报告了各变量定义和具体的计算方法。本文的被解释变量主要有两组。第一组为跨境并购的溢价(Premium),使用两个指标 Premium1、Premium2 来衡量,它们的计算方法分别为:并购出价除以交易宣告前一周或前一天的被并购方收盘价,取百分数再减去 100。^② 第二组被解释变量为跨境并购完成率(Completion),当并购状态为完成时,跨境并购完成率取 1,否则为 0。关键解释变量为产业政策(SAI)。如果主并购方企业所在行业是当期“五年规划”产业政策所鼓励或大力扶持的行业,SAI 取值为 1,否则取值为 0。

表 1 变量定义和计算方法

变量名	定义和计算方法	数据来源
被解释变量		
跨境并购溢价(Premium1)	$((\text{并购出价}/\text{交易宣告前一周被并购方收盘价}) - 1) * 100$	Thomson One 数据库
跨境并购溢价(Premium2)	$((\text{并购出价}/\text{交易宣告前一天被并购方收盘价}) - 1) * 100$	Thomson One 数据库
跨境并购完成率(Completion)	跨境并购是否完成,是取 1,否则取 0	Thomson One 数据库
主要解释变量		
产业政策(SAI)	主并购方企业所在行业是否为“五年规划”中鼓励或大力扶持的行业,是取 1,否则取 0	作者手工整理
并购事件的控制变量		
要约收购(Tender)	是否要约收购,是取 1,否则取 0	Thomson One 数据库
行业关联度(Related)	主并购方与被并购方的行业关联程度,当双方 SIC 四位码相同时取 6,只有前三位码相同时取 4,仅前两位码相同时取 2,否则取 0 ^③	Thomson One 数据库
主并购方的控制变量		
投资状况(PLI)	主并购方在并购宣告前三年内是否并购过被并购方所在国的其他企业,是取 1,否则为 0	Thomson One 数据库
并购经验(CompExp)	主并购方在并购宣告前已完成的跨境并购数量	Thomson One 数据库
被并购方的控制变量		
发达国家(OECD)	被并购方是否属于 OECD 国家,是取 1,否则取 0	作者手工整理
高科技企业(Hightech)	被并购方企业是否为高科技企业,是取 1,否则为 0	Thomson One 数据库

^① 由于是否为 OECD 国家虚拟变量与这些国家层面特征变量存在较为严重的共线性问题,加上本文研究样本数量相对较少,所以不把变量 OECD 与这些国家层面特征变量放在同一个回归方程里。换个角度来说,是否为 OECD 国家虚拟变量是一个国家的综合特征,本身就包含了政治、经济和文化等特征等基本信息。

^② 因两个变量的异常值较多,本文对它们分别做了取前后 5% 并删除的处理。考虑到本文的核心解释变量是 SIC 二位码行业层面的 dummy,因此在剔除异常值时,本文分 SIC 二位码行业剔除各行业前后 5% 的异常值。值得一提的是,计算并购溢价率时,只有被并购方为上市公司样本才有收盘价的信息,因此其样本数要少于并购完成率。

^③ 参照 Finkelstein & Halebian (2002) 的做法。

续表 1

变量名	定义和计算方法	数据来源
其他控制变量		
距产业政策始点时长 (<i>Duration</i>)	从并购交易所在某个“五年规划”开始的时点到并购宣告日的天数	Thomson One 数据库
时间固定效应(<i>i. Period</i>)	“五年规划”的虚拟变量	Thomson One 数据库
机制分析的被解释变量		
借款总额(<i>lnLoan</i>)	主并购方的借款总额取自然对数	Wind 数据库
借款总额/总资产 (<i>Loan/Asset</i>)	(借款总额/资产总额) * 100	Wind 数据库
(借款总额 + 债券融资总额)/总资产 ((<i>Loan + Bond</i>)/ <i>Asset</i>)	((借款总额 + 债券融资总额)/资产总额) * 100	Wind 数据库
利息支出/总资产 (<i>Interest/Asset</i>)	(利息支出/资产总额) * 100	Wind 数据库
补贴总额(<i>lnSubsidy</i>)	主并购方的补贴总额取自然对数	Wind 数据库
稳健性检验增加的变量		
文化差异(<i>CD</i>)	中国和被并购方企业所在国之间文化差异指数 ^①	Hofstede 网站
腐败控制力度(<i>CC</i>)	被并购方企业所在国的腐败控制力度得分,数值越大,被并购方企业所在国政府相对越清廉	世界银行 WDI 数据库
法律体系(<i>ComLaw</i>)	被并购方企业所在国的法律体系是否为英美法系,是取 1,否则为 0	作者手工整理
人均 GDP(<i>GDPPC</i>)	被并购方企业所在国的人均 GDP(美元)取自然对数	世界银行 WDI 数据库
人口(<i>Population</i>)	被并购方企业所在国的人口总数(人)取自然对数	世界银行 WDI 数据库

为了控制影响跨境并购溢价和完成率的其他因素,参照既有文献的做法(Dikova et al., 2010; Weitzel & Berns, 2006),本文加入了与并购事件特征、主并购方特征以及被并购方特征有关的一系列控制变量。在进行机制分析时,本文将使用主并购方的财务指标作为被解释变量。它们是衡量企业融资可得性的借款总额(*lnLoan*)、借款总额/总资产(*Loan/Asset*)、(借款总额 + 债券融资总

① 本文使用霍夫斯泰德文化维度理论(Hofstede's cultural dimensions theory)的六个文化维度数据计算得到,这六个维度分别为:权力距离(power distance),个人主义与集体主义(individualism versus collectivism),男性化与女性化(masculinity versus femininity),不确定性的规避(uncertainty avoidance),长期取向与短期取向(long-term versus short-term),自身放纵与约束(indulgence versus restraint)。参照Kogut & Singh(1988)的做法,本文将六个文化维度的得分数据转换成一个统一的指数,即文化差异(*CD*): $CD_j = \sum_{i=1}^6 [(I_{ij} - I_{ic})^2 / V_i] / 6$ 。其中, CD_j 是被并购企业所在国*j*与中国的文化差异, I_{ij} 是国家*j*在文化维度*i*上的得分, I_{ic} 是中国在文化维度*i*上的得分, V_i 表示各国在文化维度*i*上得分的方差。 CD_j 越大,表示中国与国家*j*的文化差异越大。

额) / 总资产 ($(Loan + Bond) / Asset$) ,代表企业融资成本的利息支出 / 总资产 ($Interest / Asset$) ,以及表示企业补贴可得性的补贴总额 ($LnSubsidy$) 。^① 在后文稳健性检验中 ,本文还控制了 5 个被并购方企业所在国家的特征变量。这些变量及定义见表 1。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Premium1</i>	636	16.01	47.66	-74.58	502.10
<i>Premium2</i>	635	10.52	42.53	-84.12	497.00
<i>Completion</i>	3409	0.58	0.49	0.00	1.00
<i>SAI</i>	3409	0.53	0.50	0.00	1.00
<i>Tender</i>	3409	0.02	0.13	0.00	1.00
<i>Related</i>	3409	1.89	2.60	0.00	6.00
<i>PLI</i>	3409	0.21	0.40	0.00	1.00
<i>ComExp</i>	3409	8.28	31.26	0.00	219.00
<i>OECD</i>	3409	0.50	0.50	0.00	1.00
<i>Hightech</i>	3409	0.19	0.39	0.00	1.00
<i>lnLoan</i>	604	17.81	7.87	0.00	26.69
<i>Loan/Asset</i>	602	15.87	14.22	0.00	67.64
$(Loan + Bond) / Asset$	600	18.25	15.11	0.00	67.64
<i>Interest/Asset</i>	660	0.12	0.45	0.00	2.43
<i>lnSubsidy</i>	475	16.00	4.19	0.00	23.06
<i>CD</i>	3161	2.25	1.64	0.32	5.04
<i>CC</i>	3355	1.29	0.90	-1.58	2.53
<i>ComLaw</i>	3409	0.72	0.45	0.00	1.00
<i>GDPPC</i>	3275	10.19	1.00	5.47	11.67
<i>Population</i>	3346	16.96	1.80	9.94	20.99
<i>Duration</i>	3409	2.81	1.41	0.00	5.00

表 2 进一步列示了本文主要变量的描述性统计结果。从表 2 中可以看出 ,跨境并购溢价 (*Premium1* 和 *Premium2*) 的均值分别为 16.01% 和 10.52% 。样本的跨境并购完成率 (*Completion*) 较低 ,仅为 57.8% 。

^① 根据审稿人的建议 ,本文对这几个变量也分别做了取前后 5% 并删除的处理。

(三) 核心被解释变量的描述性统计: 中国企业跨境并购趋势分析

图2列示了1991—2015年间中国企业跨境并购前五大目标国(或地区)的并购交易数。不难发现,这些国家(或地区)都属于发达国家(或地区),即属于“上行并购”;获得这些国家(或地区)企业的先进技术、实现产业升级是并购的主要动因。波士顿咨询(2015)指出,在2010—2014年间,以获取能源矿产等为目的中国企业跨境并购的数量占比仅为20%,而以获得技术、品牌和市场份 额为 目的 海外 并购 占比 高达 75%。尤其值得一提的是,近年来,美国成为中国企业跨境并购的第一大目标地。根据 Thomson One 并购交易数据库提供的数据,2016年中资企业对美国的跨境并购的总额达到683亿美元。

与此同时,由于中国企业常以显著高于被并购企业正常市场价值的价格进行收购,“中国溢价”也开始逐步被市场所熟知。如图3(左)所示,中国企业跨境并购的溢价水平显著高于世界其他国家的平均水平。以 Premium1 为例,中国企业的平均水平在16%,而世界其他国家在同期内的平均溢价基本在10%以内。更有趣的是,中国企业的并购溢价呈现出了周期性的波动——在“十一五”或“十二五”的前三年(即2006—2008年和2011—2013年),平均并购溢价处于上升趋势;而在“十一五”或“十二五”的后两年(即2009—2010年和2014—2015年),平均并购溢价却开始下降。这可能说明,在一个“五年规划”开始的时候,中国企业更加迫切地希望完成跨境并购。而其他国家的并购溢价并没有此类的波动。另外,并购前一周溢价水平始终高于并购前一天的溢价水平。这可能是因为,随着时间的推移,市场释放出了越来越多的有关并购的信息,投资者视并购为利好消息,因而推动股价上涨,使之越来越接近中国企业的出价。

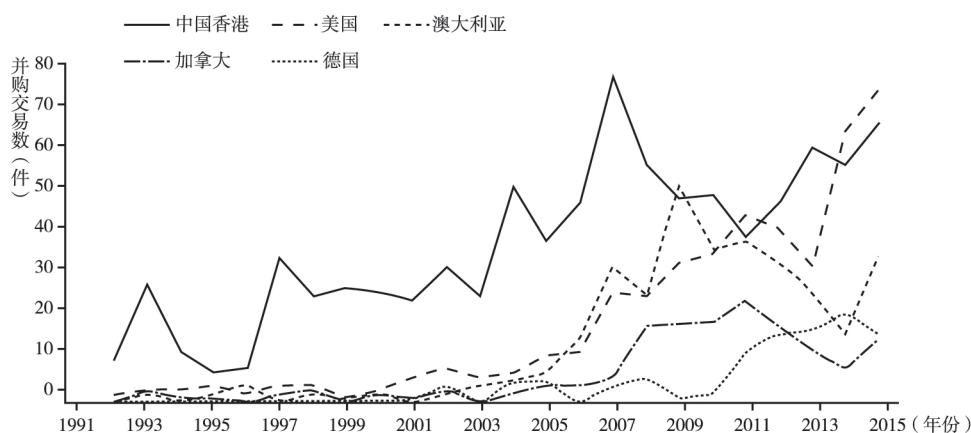


图2 1991—2015年中国企业跨境并购数量主要国别(地区)分布

数据来源: 根据 Thomson One 并购交易数据库数据计算所得。

然而,虽然中国企业希望通过高竞标报价来确保跨境并购的完成,但从图3(右)中可见,并购完成率却始终不高;在大部分的年份都低于其他国家,并且在整体上呈现出了下降的趋势,到2015年完成率只有40%左右。即在中国企业“走出去”的过程中,即使出价相对较高,也往往不能“如心所愿”。^① 英国经济学人智库首席经济学家、前英国财政部经济学家 Robin Bew 认为这背后的原因在于,东道国往往认为中国企业跨境并购并非是纯粹商业性的,很多时候是出于政治性的目的,因此会进行更加严格的监管和审查。^②

① 需要指出的是,这里统计的只是完成率,严格说来,并不是并购的“成功率”。一项并购是否成功,还需看并购后两个公司能否实现整合和协同,需要更细致的考察。

② 参见“Robin Bew: 海外并购 公关先行”,《中国经营报》2013年1月7日版, <http://finance.sina.com.cn/roll/20130105/093614190605.shtml>。

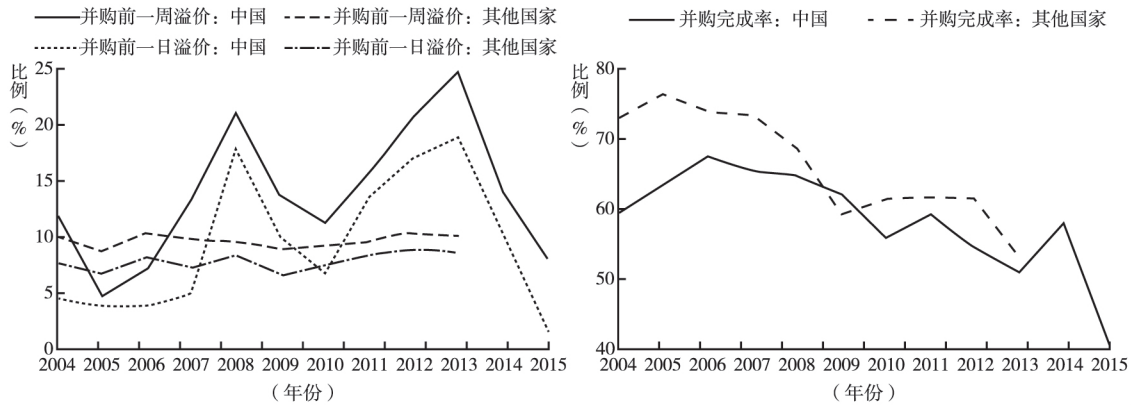


图3 中国企业跨境并购溢价率和完成率

数据来源: 根据 Thomson One 并购交易数据库数据计算所得。考虑到 2004 年之前的有效样本较少, 故只汇报 2004 年之后的结果。

进一步地, 本文分行业分析了中国企业跨境并购的溢价率和完成率。根据 1991—2015 年间中国企业跨境并购的数量, 本文挑选出了前十大的主并购方所在行业。表 3 列示了这些行业的溢价率和完成率的均值。从表中可以看出, 化学原料及化学制品制造业的并购前一周和前一天的溢价率均为最高, 超过 100%; 而其完成率却排在前十大行业的倒数第二, 不足 50%。此外, 石油和天然气开采业的平均并购溢价率也较高, 超过了 30%, 但其平均完成率却不高, 还不到 55%。化学原料及化学制品制造业、石油和天然气开采业都是“八五”至“十二五”时期内国家产业政策一直大力支持的行业。这些统计性描述提供了初步证据说明, 如果企业所在行业受到国家产业政策的鼓励或大力支持, 它们在进行跨境并购时出价较高, 但完成率却较低。

表 3 前十大主并购方行业的跨境并购溢价率和完成率

行业(SIC 二位码行业)	并购前一周平均溢价(%)	并购前一天平均溢价(%)	平均完成率(%)
投资和控股机构(不含信托)	5.89	2.27	63.40
电子和其他电气设备制造业	5.20	2.39	60.82
商务服务业	15.92	4.59	66.16
化学原料及化学制品制造业	102.66	101.32	47.83
金属冶炼和压延加工业	22.47	8.70	45.51
石油和天然气开采业	35.20	34.43	54.05
工业机械设备制造业	7.15	2.60	57.14
交通运输设备制造业	10.70	-2.80	63.16
金属矿采选业	25.10	19.08	51.13
房地产业	27.46	20.92	61.54

注: 根据 Thomson One 并购交易数据库数据计算所得。

表 4 对比了“九五”至“十二五”期间, 受产业政策支持与不受支持的中国企业跨境并购的溢价率和完成率的均值。结果表明, 在这四个“五年规划”期间, 受国家产业政策支持的企业并购溢价均显著高于不受支持的企业, 同时它们的并购完成率也相对较低, 这些证据进一步支持了本文的观点。

表4 不同“五年规划”期间受产业政策支持与不受支持的企业对比

	并购前一周平均溢价(%)		并购前一天平均溢价(%)		并购平均完成率(%)	
	受支持	不受支持	受支持	不受支持	受支持	不受支持
“九五”	492.51	29.73	497.01	6.49	60.78	70.12
“十五”	9.08	6.32	5.08	0.93	65.32	63.35
“十一五”	17.34	11.18	11.27	7.32	59.16	66.27
“十二五”	22.75	10.96	17.16	7.05	48.63	55.43

注:根据 Thomson One 并购交易数据库数据计算所得。考虑到“八五”期间的有效样本较少,故只展示“九五”至“十二五”的结果。

进一步,表5对比了样本数据中主并购方所在行业受产业政策支持组与不受产业政策支持组在主要变量上的均值。从表5的t检验结果可以看出,一方面,受支持行业的并购溢价显著高于非支持行业,这与假说1相符;另一方面,受支持行业的并购完成率显著低于非支持行业,这与假说2相符。接下来,本文将以回归分析来更为严谨地验证第二部分提出的各个假说。

表5 产业支持行业(SAI=1)与非支持行业(SAI=0)的对比

	观测值		均值		
	SAI=1	SAI=0	SAI=1	SAI=0	Difference
Premium1	269	367	21.96	11.64	10.32***
Premium2	267	368	15.91	6.62	9.29***
Completion	1816	1593	0.55	0.61	-0.06***

四、回归分析与结果

(一) 基准回归

基准回归结果如表6所示。从中可见,在以跨境并购溢价(Premium1和Premium2)为因变量的模型中,SAI的系数显著为正。这说明相对于所在行业不受国家产业政策支持的企业而言,那些受国家产业政策支持的企业在进行跨境并购时,会支付显著更高的并购溢价。这个结果在经济意义上也是显著的,在其他条件不变的情况下,受支持的企业平均会多支付8%—10%的跨境并购溢价,由此假说1得到验证。

列(3)报告了以跨境并购完成率(Completion)为因变量的回归结果,其中SAI的系数显著为负。说明那些受国家产业政策支持的企业在进行跨境并购时受到东道国的阻力更大,完成率显著更低,平均概率要低36%左右。由此,假说2得到验证。

在控制变量上:(1)是否采取要约收购对中国企业跨境并购溢价的影响不显著,但使用要约收购的跨境并购的完成率显著高于不使用的交易;(2)主并购方和被并购方行业的关联程度对溢价影响不显著,但双方行业关联度越高,跨境并购的完成率也越高;(3)中国企业在并购发达国家的企业(往往是技术领先的企业)时,相比并购发展中国家的企业要支付更高的溢价;(4)距离产业政策起始日的时间越长,跨境并购的完成率越低。

表6 产业政策对跨境并购溢价和完成率的影响

	(1) Premium1	(2) Premium2	(3) Completion
<i>SAI</i>	10.268** (4.977)	8.204* (4.968)	-0.355*** (0.077)
<i>Tender</i>	10.061 (6.413)	8.378 (5.871)	0.894*** (0.331)
<i>Related</i>	0.326 (0.671)	0.840 (0.608)	0.032** (0.014)
<i>PLI</i>	2.578 (4.936)	3.290 (4.309)	-0.100 (0.094)
<i>ComExp</i>	-0.070 (0.044)	-0.063 (0.040)	-0.001 (0.001)
<i>Hightech</i>	4.345 (6.069)	3.734 (4.920)	0.154* (0.093)
<i>OECD</i>	12.544** (5.112)	11.886*** (4.537)	0.537*** (0.074)
<i>Duration</i>	-1.044 (0.948)	-1.440* (0.860)	-0.145*** (0.025)
<i>i. Period</i>	Yes	Yes	Yes
N	636	635	3409
R ² /Pseudo R ²	0.093	0.081	0.035

注:所有模型都没有报告常数项的结果。(1)和(2)列OLS模型报告的是R²; (3)列Logit模型报告的系数是平均边际效应 R²是Pseudo R²。括号中报告的均是稳健标准误。其中,***表示1%显著性水平,**表示5%显著性水平,*表示10%的显著性水平。

(二) 机制分析

基于前文的陈述,本文认为“五年规划”产业政策可能是通过信贷渠道和补贴渠道来影响中国企业的跨境并购行为。接下来本文分别从融资可得性、融资成本和补贴可得性三个方面来检验机制。首先考察融资的可得性。从表7中的列(1)至列(3)可见,以不同的变量来度量,受产业政策支持的企业获得的债权类融资(包括银行贷款和债券占总资产的比例)显著高于不受产业政策支持的企业;平均而言,在贷款占总资产的比例上,受支持企业要高3.5%左右。

表7 信贷和补贴机制检验

	(1) lnLoan	(2) Loan/Asset	(3) (Loan + Bond)/Asset	(4) Interest/Asset	(5) lnSubsidy
<i>SAI</i>	3.508*** (0.711)	3.482*** (1.294)	3.594** (1.397)	-0.103*** (0.033)	1.354*** (0.396)
其他控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	604	602	600	660	475
R ²	0.129	0.094	0.081	0.355	0.445

注:所有模型都没有报告常数项的结果。括号中报告的均是稳健标准误。其中,***表示1%的显著性水平,**表示5%的显著性水平,*表示10%的显著性水平。

其次,虽然受支持企业的有息负债总量更大,体现为列(3)中的结果,即(借款总额+债券融资总额)/总资产这一比值更高;然而,列(4)却显示,这些企业的利息支出占总资产的比例却较低,说明这些企业的融资成本是较低的。最后,列(5)显示,相比不受产业政策支持的企业,受产业政策支持的企业也获得了更多的政府补贴资金。综上,表7中的结果说明,通过银行的信贷支持以及政府的补贴,受产业政策支持的企业更容易获得大量廉价的资金。这为它们支付高溢价提供了“实力”。

(三) 稳健性检验

本部分做了两组稳健性检验。第一,使用五个被并购方所在国的国家特征变量替代是否为OECD国家这一变量,以检验回归结果的稳健性。它们包括文化差异(CD)、控制腐败力度(CC)、法律体系(ComLaw)、人均GDP(GDPPC)和人口(Population),这些变量与OECD变量的相关性比较高。第二,一部分中国企业跨境并购是以获取资源为主,包括黑色金属、有色金属、木材等,这些并购和本文意图考察的并购不同。邵新建等(2012)的研究区分了两种不同的并购,即以获取能源或者矿产品为目的的战略资源类并购和以收购技术、品牌为目的的创造性资产类,发现两者的股市反应有显著的差异。他们也提到,战略资源类的并购决策更可能是受到了政治动机的驱动。为了检验本文结果的稳健性,我们将被并购方所属行业为资源类行业的样本剔除,^①重新验证所有假说。

从表8列(1) — (3)中的回归结果可见,将OECD虚拟变量替换为被并购方所在国的国家特征变量之后,产业政策虚拟变量SAI的系数与基准回归结果基本一致,说明假说1和假说2是稳健的。此外本文还发现,中国与东道国的文化距离越远,需要支付的跨境并购溢价越高。尤其是,由于中国是大陆法系国家,当中国企业去英美法系国家进行跨境并购时,相比去大陆法系的国家,要支付更高的并购溢价,同时并购完成率也显著更低。这说明文化因素和法律制度在跨境并购中起着较为重要的作用。列(4) — (6)中的结果显示,剔除被并购方为资源类行业的样本后,所有核心变量的回归结果与基准结果一致,进一步显示了假说1和假说2的稳健性。

表8 稳健性检验回归结果

	稳健性检验 1			稳健性检验 2		
	(1) Premium1	(2) Premium2	(3) Completion	(4) Premium1	(5) Premium2	(6) Completion
SAI	11.202** (5.306)	9.137* (5.353)	-0.366*** (0.082)	14.308* (7.596)	14.049* (7.741)	-0.373*** (0.087)
CD	4.663*** (1.775)	5.255*** (1.762)	0.032 (0.031)			
CC	-11.935 (10.138)	-12.057 (9.493)	0.119 (0.099)			
ComLaw	16.221*** (6.194)	13.833** (6.096)	-0.449*** (0.105)			
GDPPC	1.369 (7.194)	2.667 (4.969)	0.132 (0.082)			

^① 在美国 SIC 产业分类中,二位码行业处于 10—14 的行业为资源类行业,本文将这些样本剔除。

续表 8

	稳健性检验 1			稳健性检验 2		
	(1) Premium1	(2) Premium2	(3) Completion	(4) Premium1	(5) Premium2	(6) Completion
Population	-0.711 (2.949)	-2.833 (2.533)	0.091** (0.039)			
其他控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	615	614	3098	414	419	2768
R ² /Pseudo R ²	0.110	0.098	0.032	0.113	0.101	0.041

注:所有模型都没有报告常数项的结果。(1)、(2)、(4)、(5)列 OLS 模型报告的是 R², (3)和(6)列 logit 模型报告的系数是平均边际效应, R² 是 Pseudo R²。括号中报告的均是稳健标准误。其中,***表示 1% 的显著性水平, **表示 5% 的显著性水平, *表示 10% 的显著性水平。

五、研究结论及政策建议

在“五年规划”国家产业政策的激励下,中国企业越来越多地到海外“豪买”标的资产,它们试图通过跨境并购的方式来贯彻产业政策、实现产业升级。针对此现象,本文以 1991—2015 年间中国企业跨境并购交易为样本,首次考察了国家产业政策对中国企业跨境并购的影响,实证检验了“五年规划”与中国企业跨境并购的溢价与完成率之间的关联。

本文发现,相对于所在行业不受当期国家产业政策支持的企业而言,所在行业受支持的企业在跨境并购中支付了更高的溢价,平均为 8%—10%,但是并购完成的概率却要低 36% 左右。这说明,即使国家产业政策对于促进中国整体性的产业升级是有效的,中国企业在以资金换技术时也付出了更大的代价。在这一现象的背后,一方面是受支持的企业能够通过信贷和补贴等渠道获得更多低成本的资金,又迫切期望通过海外并购来完成政策性任务,因此更有可能不计成本地报出高价;另一方面,东道国对以贯彻国家意志为动机的并购的防范心更强,导致完成概率相对较低。需要说明的是,本研究并没有评估这些海外并购在多大程度上促进了产业、技术升级,以及是否在长期中提升了这些企业的业绩,对这些问题做出细致的分析可以是未来研究的一个方向。^①

根据以上结论,本文提出以下几点政策建议:第一,对于受到国家产业政策支持的企业的跨境并购行为,国家应该更加密切地关注和监管,不仅要监管企业的竞标行为,也要监管银行的贷款行为。尤其是那些受政策支持的大型国有企业,由于存在“所有者缺位”的问题,它们更可能在跨境并购中支付特别高的溢价,导致国有资产实质性流失。在这一方面,现有的监管力度可能还是不够的。^②第二,针对那些资产负债率较高的中国企业海外并购行为,要进行更加严格的审核与限制。^③只有监管制度完善了,中国企业“走出去”的步伐才能更稳,“一带一路”倡议的推行也会更

^① 近期的一些官方公告和媒体新闻都对此表示了忧虑。比如 2017 年 6 月底,国家审计署发布了对 20 家央企 2015 年度财务收支审计结果公告。在被抽查的 20 家央企的 155 项境外业务中,竟有 61 项形成了风险,合计 384.91 亿元。以中国华能集团公司为例,2011 年 4 月至 2013 年 6 月,华能集团所属境外企业以 103.27 亿元实施的收购项目经营亏损。而在审计署审计的这 20 家央企中,像华能集团这样投资项目出现亏损的还有不少。

^② 根据全国政协委员、审计署原副审计长董大胜在 2017 年两会前召开的“完善国有资产监管体制研讨会”会上披露,央企境外资产总额已超过 4.3 万亿元,而审计机关对这 4.3 万亿元境外资产“基本上没有进行审计”。

^③ 最近在中国发展高层论坛 2017 年年会上,央行副行长潘功胜提到,“在中国资本走出去的过程中,不乏一些打着买足球俱乐部旗号的企业借机转移资产,尤其是那些资产负债率较高的企业”。

加扎实。

除了监管和限制措施,本文也建议,中国政府或许可以更多致力于降低国外被并购企业和中国并购企业之间的信息不对称。尤其是,意欲进行跨境并购的中国企业或许可以让被并购方及其监管机构充分认识自己的并购意图,并阐明中国的产业政策对其潜在的正面、积极影响,以减弱被并购方的相关顾虑。同时,本文也发现,文化、制度距离越远(比如,英美法系的国家),并购溢价越高。因此,在谈判过程中,应增强与被并购方及其监管机构的沟通,促进商业模式、管理、文化的融合。如此或可以提升跨境并购的完成率,并可能取得较好的并购绩效。

参考文献

- 顾露露、Robert Reed 2011 《中国企业海外并购失败了吗》,《经济研究》第7期。
- 胡彦宇、吴之雄 2011 《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》,《财经研究》第8期。
- 刘莉亚、何彦淋、杨金强 2016 《生产率与企业并购:基于中国宏观层面的分析》,《经济研究》第3期。
- 刘青、陶攀、洪俊杰 2017 《中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角》,《经济研究》第1期。
- 陆正飞、韩非池 2013 《宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究》,《管理世界》第6期。
- 邵新建、巫和懋、肖立晟、杨骏、薛熠 2012 《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》,《世界经济》第5期。
- 王永钦、杜巨澜、王凯 2014 《中国对外直接投资区位选择的决定因素:制度、税负和资源禀赋》,《经济研究》第12期。
- 余鹏翼、王满四 2014 《国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究》,《会计研究》第3期。
- 张建红、卫新江、海柯、艾伯斯 2010 《决定中国企业海外收购成败的因素分析》,《管理世界》第3期。
- 张建红、周朝鸿 2010 《中国企业走出去的制度障碍研究》,《经济研究》第6期。
- 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林 2016 《我国企业债务的结构性问题》,《经济研究》第7期。
- Bris, A., and C. Cabolis, 2008, "The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-border Mergers", *Review of Financial Studies*, 21(2), 605—648.
- Chen, D., O. Z. Li, and F. Xin, 2017, "Five-year Plans, China Finance and Their Consequences", *China Journal of Accounting Research*, 10(3), 189—226.
- Crowley, M. A., and H. Song, 2015, "Policy Shocks and Stock Market Returns: Evidence from Chinese Solar Panels", Cambridge Working Papers in Economics.
- Dikova, D., P. R. Sahib, and A. Van Witteloostuijn, 2010, "Cross-border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry, 1981—2001", *Journal of International Business Studies*, 41(2), 223—245.
- Finkelstein S., and J. Halebian, 2002, "Understanding Acquisition Performance: The Role of Transfer Effects", *Organization Science*, 13(1), 36—47.
- Gaffney, N. T., 2012, "An Analysis of the Cross-border Acquisition Behavior of Emerging Market Multinational Enterprises", The University of Memphis.
- King, D. R., D. R. Dalton, C. M. Daily, and J. G. Covin, 2004, "Meta-analyses of Post-acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators", *Strategic Management Journal*, 25(2), 187—200.
- Kogut, B., and H. Singh, 1988, "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode", *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411—432.
- Skaife, H. A., and D. D. Wangerin, 2013, "Target Financial Reporting Quality and M&A Deals that Go Bust", *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 719—749.
- Tuch, C., and N. O'Sullivan, 2007, "The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence", *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 141—170.
- Weitzel, U., and S. Berns, 2006, "Cross-border Takeovers, Corruption, and Related Aspects of Governance", *Journal of International Business Studies*, 37(6), 786—806.
- Zhang, J., C. Zhou, and H. Ebberts, 2011, "Completion of Chinese Overseas Acquisitions: Institutional Perspectives and Evidence", *International Business Review* 20(2) 226—238.

The Five-Year Plans and Chinese Firms' Cross-border Mergers and Acquisitions

ZHONG Ninghua^a, WEN Riguang^b and LIU Xueyue^c

(a: School of Economics and Management, Tongji University;

b: School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics;

c: China Center for Economic Studies, Fudan University)

Summary: The share of Chinese firms in global cross-border Mergers and Acquisitions (M&As) transactions is increasing. In 2016, China surpassed the U. S. to become the world's largest cross-border purchaser. However, Chinese firms' cross-border M&As also have problems with relatively high M&As premium rates but low completion rates. We argue that this is related to China's industrial policies.

The five-year plans for industrial policies are a salient feature of China's economic development. These policies support the development of certain industries to promote industrial upgrading and economic development. We argue that there are several links between China's industrial policies and Chinese firms' cross-border M&As. First, cross-border M&As are a way for Chinese firms to respond to industrial policies and achieve industrial upgrading in the short run. Second, industrial policies guide firms to invest and innovate and play an important role in guiding resource allocation. In particular, financial systems such as banks often give priority to these industries when providing credit support. Third, because Chinese firms supported by industrial policies are mainly implementing national strategies and policies, resistance from host countries are stronger, resulting in lower M&As completion rates despite Chinese firms' higher bids.

We empirically examine these conjectures on the relationship between Chinese industrial policies and cross-border M&A activities. We use cross-border M&As data for Chinese firms from the Thomson One M&As transaction database for the eighth to twelfth five-year plans (1991-2015). We divide firms into two groups depending on whether their industries are supported by the contemporary five-year plan and study the impact of such industrial policies on the cross-border M&As premium rates and completion rates.

Our results show that, compared with firms whose industries are not supported by the contemporary five-year plan, supported firms pay a higher merger premium of 8-10%. However, the average completion rate of supported firms is about 36% lower. Furthermore, supported firms are more likely to obtain debt financing such as bank loans and their interest expenses are lower. These firms also receive more government subsidies. Our findings suggest that even if cross-border M&As are effective in promoting China's overall industrial and technological upgrading, Chinese firms pay a high price. Therefore, for cross-border M&As transactions proposed by Chinese firms with high asset-liability ratios and those supported by industrial policies, more stringent audits and restrictions are required. Improving the regulatory system would stabilize the pace of Chinese firms' international expansion and improve the implementation of the "One Belt, One Road" initiative.

The first contribution of this paper is to link the industrial upgrading led by the Chinese government with the cross-border M&As activities of Chinese firms. We document features of Chinese firms' cross-border M&As such as high premium rates and low completion rates and connect these features to the implementation of national industrial policies. This explanation deepens our understanding of the motivations and determinants of Chinese firms' cross-border M&As activities. Second, we point out that cross-border M&As have gradually become an important mechanism for the implementation of China's industrial policies. We provide evidence that industrial policies play a role in allocating bank loans and government subsidies. It should be noted that we do not assess how much such cross-border M&As contribute to industrial and technological upgrading or whether they improve the performance of Chinese firms in the long run. A detailed analysis of these issues could be a subject of future research.

Keywords: cross-border M&As; Industrial Policy; M&As Premium; M&As Completion

JEL Classification: G34, G38, F23

(责任编辑: 陈小亮) (校对: 曹 帅)