

制度风险与跨国并购成败:大国外交和经济“软实力”的调节作用*

陈 岩 郭文博

内容提要 文章基于 421 起中国企业跨国并购,运用 Logit 模型实证分析了东道国制度风险对跨国并购成败的影响,重点研究了中国外交和经济“软实力”对制度风险与并购交易成败关系的作用机制,并讨论了对不同所有制性质企业的影响差异。结果发现,东道国制度风险与跨国并购交易的成功率具有显著的负相关关系,而良好的双边外交关系可显著弱化制度风险的消极影响,国有企业和非国有企业均可受益于母国的政治影响力,但国有企业受益更多;虽然国有企业能够在政治稳定性较差的国家,凭借母国对东道国的经济威慑提高交易成功率,然而对其他制度风险因素并没有形成有效规制,母国的经济“软实力”未能成为提高跨国并购成功率的有效手段。

关键词 制度风险 跨国并购 外交关系 经济威慑 企业所有制

作者单位 北京邮电大学经济管理学院

DOI:10.13516/j.cnki.wes.2018.05.005

一、引言

近年来,随着企业“走出去”战略的深入推进,中国企业海外并购蓬勃发展。据商务部统计,2015 年中国企业海外并购额为 1095 亿美元,而 2016 年中国企业实施的海外并购额总计达到 1701.1 亿美元,中国企业海外并购因屡创新高成为 2016 年热词。然而,伴随着如火如荼的中企海外并购,高失败率更加值得警惕,据英国《金融时报》报道,2016 年中国有价值逾 750 亿美元的并购交易被取消,2015 年这一数字仅为 100 亿美元,2016 年增长了 7.5 倍。纵观中国企业失败的并购案例,并购交易遇挫的原因复杂,而东道国制度等非经济因素成为阻碍并购交易完成的突出因素。例如,中海油收购优尼科、华为收购 3Com 因美方担忧国家安全问题而被迫终止;中石油竞标俄罗斯斯基姆尔股份,被俄罗斯反垄断当局驳回;印度国家安全委员会曾将中国列入“安全威胁”黑名单,使得华为和中兴被迫止步印度市场。随着“逆全球化”思潮和贸易保护主义的蔓延,世界各国针对以中国为代表的新兴市场国家开展的跨国并购审查更加严厉,中企海外并购面临严峻挑战。

针对跨国并购中的东道国制度风险问题,现有文献从调整杠杆收购水平、学习并购经验、优化控股比例等视角,探讨了如何弱化其对跨国并购产生的负面影响,而有关运用国际政治因素打破海外投资壁垒的议题鲜有涉及。在某种程度上,跨国企业与东道国政府的关系可视为特殊的委托代理关系(Acemoglu 等 2005),良好的外交和经济关系有助于降低与东道国政府的权利不对称和败德行为。纵观历

* 国家自然科学基金项目“企业异质性、企业生存与风险调节:基于中国海外企业的研究”(项目编号:71573023);国家自然科学基金项目“时间挤压不经济效应视角下的企业国际化与绩效关系:理论构建与实证研究”(项目编号:71273035);北京市社会科学基金青年项目“北京企业双向投资、创新能力积累与生存时间研究”(项目编号:16YJC055);北京邮电大学青年科研创新计划专项“中国企业对外直接投资的就业极化效应研究”(项目编号:2017RC46)。

史,一国利用政治关系保护和提高自身利益的案例屡见不鲜。例如,“自从贵主和亲后,一半胡风似汉家”描述了文成公主联姻吐蕃,促进唐蕃友好的历史;2015年,为回应乌克兰主权危机中欧盟的立场和行动,俄罗斯宣布将停止向欧盟供应天然气,使得欧盟对俄罗斯的制裁“十分谨慎”。经过几十年的快速发展,中国在日益多极化的世界格局中拥有重要的经济和政治话语权,在全球经贸关系中发挥了重要影响力。受此启发,本文以中国企业跨国并购为研究对象,从国家利益博弈的主要方式,即外交关系和经济威慑力表征大国“软实力”,讨论东道国制度风险、大国“软实力”和并购交易成败的关系。本文主要分析以下三个问题:第一,东道国制度风险对企业跨国并购成败的影响如何?第二,跨国并购中,母国对东道国的外交关系和经济威慑等“软实力”能否帮助企业克服东道国制度风险的制约,提高跨国并购成功率?第三,国有企业在某种程度上承担国家代理人的角色,执行政府的意志,那么与非国有企业相比,国有企业是否能够更加有效地利用母国政治关系,影响东道国制度风险与跨国并购成败的关系?对以上问题的回答将有助于明晰具有中国特色的企业国际化行为,发现母国制度新优势,对指导企业“走出去”的战略实践,打破海外投资壁垒,参与国际产能合作,深化中国与世界各国的互利共赢具有重要的现实意义。

二、文献回顾与研究假设

1. 东道国制度风险与跨国并购成败

制度因素决定社会组织间互动的行为模式,其与机会主义、交易成本和投资风险密切相关(Hyejin等,2016),东道国制度风险因素对跨国并购的影响作用甚至比企业本身的因素重要(Buckley等,2007)。制度风险的表现形势多样。首先,政治动荡、政权更迭将导致海外投资项目失败。例如,2015年,由于阿根廷政权更迭,中企海外最大的水电工程中阿基塞项目被迫中断。除直接干预外,东道国政府也可通过制定歧视性规则,为并购本国资产设定障碍。2016年,中国福建宏芯基金收购德国爱思强,德国政府在交易最后阶段突然撤销此前由其颁发的“无危害证明”,宣布对此并购案重启安全审查程序,导致交易受挫。其次,法律和商业规则不健全也是制度风险的重要表现形式。North(1981)指出,产权制度与国家政治权利的分配直接相关,当产权制度无法形成对国家权力所有者的约束力时,将无法通过具有法律效力的合同文件以避免交易风险,且法律规则不完善还将加剧东道国政府的机会主义倾向。例如,2009年,中国铝业收购力拓,澳大利亚反垄断机构竞争与消费者委员会对此交易进行30天的审查,为阻碍并购交易进行,澳大利亚外国投资审批委员会再将交易审查时间由30天延长到120天,由于审查期间国际铁矿石价格上涨,收购成本剧增,并购交易最终夭折。法律规则等的差异还将导致并购方无法将积累的“游戏规则”和战略惯例转移到国外子公司,增加交易复杂性,提高交易中并购方的沉没成本(Dikova等,2010)。例如,2012年,中国三一集团在美国俄勒冈州的风电项目相继被美国外资委员会和奥巴马驳回,三一集团将美国外资委员会和奥巴马告上法庭,此案虽于2014年以判定三一集团胜诉告终,但两年间三一集团所花费的时间和费用惊人。制度风险除直接影响跨国并购交易的顺利实施外,还将对其他影响并购完成的因素产生显著的调节作用,从而间接地影响并购成效(张建红等,2010)。鉴于此,提出以下假设:

假设1:制度风险与并购成功率负相关,即东道国制度风险越高,并购成功的可能性越低。

2. 东道国制度风险、国有企业性质与跨国并购成败

企业所有制性质的差异可能形成其代理人不同的风险偏好,并做出不同的决策部署,例如区位选择、并购类型选择等,进而影响最终的并购交易成败(刘青等,2017)。Buckley等(2007)指出,企业所有制性质与企业全球化战略的分析焦点在于母国制度对国内企业国际化战略的影响。对于新兴市场国家

的跨国企业而言,母国制度是造成发达经济体与新兴市场国家跨国企业国际化战略差异的原因之一,其塑造了被普遍认为缺乏“所有权优势”的新兴市场国家跨国企业的国家特定优势(Country specific advantages)(Hennart, 2009; Rugman 等, 2012; Peng, 2012),例如低息融资、税负减免、再保险补贴等(Peng, 2012),而企业所有制性质的差异解释了为何处于同一国家的企业,在利用国家特定优势形成自身企业特定优势(Firm specific advantages)及国际化绩效方面的差异。Li 等(2016)认为,国有企业在一定程度上作为母国政府的代理人,其在获取国家特定优势方面更为便利。

国有企业的国际化战略表现出更多的政府意志,其通常将企业的经济目标与非经济目标区分开来(Ellstrand 等, 2002),在一定程度上解释了国有企业投资于风险较高国家的国际化行为(Peng, 2012)。例如,为保障国内经济发展的能源供应,中国三大石油公司在阿尔及利亚、委内瑞拉等制度风险较高国家的石油开采行业进行投资。与非国有企业相比,除了在国际进程中获得母国政府投融资方面的资金支持外,国有企业在利用母国政治影响力应对东道国制度风险方面也具有优势,作为母国政府的代理人,国有跨国企业能够降低与东道国政府之间的权力距离,在跨国并购的谈判阶段获取更多“筹码”(Knutsen 等, 2011)。例如,中国南车四方和北车长客(现中国中车集团)在就购买高铁技术与德国西门子、法国阿尔斯通、加拿大庞巴迪、日本川崎重工的谈判中,依靠巨大的中国高铁市场实现了技术引进。鉴于此,提出以下假设:

假设 2: 国有企业性质能够弱化东道国制度风险对跨国并购成功率的消极影响。

3. 东道国制度风险、外交关系与跨国并购成败

国家间建立的外交关系为外交手段解决不同利益诉求问题提供了可能,两国外交关系越紧密,东道国投资环境将越有利(李诗等, 2016)。现有研究发现,双边外交关系将影响投资目的国的区位选择(Knill 等, 2012),促进对外直接投资及双边贸易额的增长(Boehmer 等, 2001)。除直接影响外,双边外交关系可形成对东道国制度风险的外部约束力,并间接影响跨国并购等对外直接投资的效果。此外,良好的双边外交关系为母国与东道国政府提供了对话空间,且长期稳固的外交关系能够增加双边互信,降低东道国制度风险的发生。例如,随着中国“一带一路”建设的推进及中巴友谊的不断发展,2015 年中国在海外的最大单笔投资落子巴基斯坦。反之,两国的外交关系恶化将加剧东道国政府的机会主义倾向,“败德行为”成本降低,双边外交关系形成的外部约束力减弱(Cole 等, 1992)。例如,随着委内瑞拉和美国关系的持续恶化,委内瑞拉政府于 2015~2017 年间,先后“接管”了在委国内经营的美国福特汽车、高乐氏公司、金佰利克拉克公司和通用汽车公司。

外交关系成为跨国企业构建国家特定优势的重要来源之一,而在由国家特定优势向企业特定优势转变方面,不同所有制性质企业间存在差异(Li 等, 2016)。所有制性质差异反映了企业与政府关系的强弱,国有企业常被认为是母国政府的代理人,虽在并购涉及国家安全的敏感行业时,东道国政府对国有企业表现出一定的担忧,但是出于对潜在更大经济和政治利益的考虑,东道国政府会更为积极地与之保持良好的经济联系(Bucheli 等, 2010)。例如,Downs(2007)的研究指出,从中国石化投资苏丹和其他非洲国家的石油开采项目来看,尽管东道国政治风险很高,但由于中国政府给予企业极大的支持,使企业相信政治风险问题能够通过外交手段来解决。鉴于此,提出以下假设:

假设 3: 良好的双边外交关系能够弱化东道国制度风险对跨国并购成功率的消极影响,且对于国有企业而言,影响程度更为显著。

4. 东道国制度风险、经济威慑与跨国并购成败

除运用双边外交关系,形成对东道国制度风险的制约,以此提高跨国并购成功率外,跨国企业还可利用母国的其他“高压”手段来约束东道国政府的行为决策(Beron 等, 2003)。Schelling(1981)指出,对他国的“高压”手段不适用于纯粹的目标对抗,而是被普遍应用于国家间的利益博弈。经济威慑现已成

为解决国家间利益争端的重要方式,在经济全球化背景下,其比军事行动更具效力(Drezner 2003)。对目标国的经济威慑在一定程度上能够协调并购方企业与东道国政府的偏好不一致问题,并对东道国政府的相应行为施加一定约束,弱化制度风险对跨国并购成功率的消极影响。东道国对母国的出口依赖程度是最主要的经济威慑方式,并且利用出口依赖关系形成对东道国的经济威慑,可在不真正实施的条件下形成这种威慑(Drezner 2003)。由于国家间经贸关系及相互依存关系多为不对称关系,对于具体国家,特别是大国,利用出口依赖协调国家间的利益冲突被广泛应用。例如,2012年,受黄岩岛事件影响,中国与菲律宾经贸关系持续降温,中国停止进口菲律宾的香蕉、芒果等水果。不仅大国,小国也利用国家间的贸易关系制裁利益冲突的国家。例如,2012年阿根廷政府停止从英国进口商品,以回应英国对马尔维纳斯群岛(英国称福克兰群岛)的军事占领。

经济威慑在一定程度上能够缓解东道国制度风险的消极影响,然而,发生的经济制裁不光对东道国造成经济损失,同样也为自身带来成本,对国内经济发展造成的负面影响将对经济威慑造成障碍(Davis, 2009),但国有企业可通过与母国政府的关系化解这一问题。作为母国政府的代理人,国企在某些方面行使了政府意志,而政府代表了全部国民的利益,国家政治和经济发展目标的协调可有效促进经济威慑措施的部署。例如,2017年,朝鲜连续进行的核试验严重威胁半岛和东北亚地区的和平稳定,中国政府全面禁止朝鲜的煤、铁、铁矿石、铅、铅矿石等能源物资。鉴于此,提出以下假设:

假设4:通过出口依赖程度对东道国形成的经济威慑,能够弱化制度风险对跨国并购成功率的消极影响,且对于国有企业而言,影响程度更为显著。

三、变量、数据与研究方法

1. 变量定义

(1) 因变量

在本文中,选用跨国并购是否完成(*MAC*)作为因变量,该变量为虚拟变量,如果最终交易完成赋值为1,反之赋值为0。

(2) 解释变量

制度风险(*INK*)。借鉴Slangen等(2010)的研究,以世界银行全球治理指数(WGI)衡量制度风险,该指数涵盖了214个国家和地区1996~2016年间的指标得分情况,选取五项与跨国并购相关的制度风险指标,即政治稳定性(*PSA*)、政府效率(*GOE*)、监管质量(*REQ*)、法治水平(*LAW*)、控制腐败(*CCO*),各指标得分在-2.5~2.5之间,本文将指标得分反转,使得指标得分与制度风险趋势相同,即分值越高表示制度风险越高。

(3) 调节变量

外交关系(*DRL*)。借鉴Signorino等(1999)的处理方法,基于对政府行为的直接度量,以双边国家在特定年份关于联合国决议投票结果的二元相似性得分来表示,具体计算公式为:

$$S_{abt-1} = 1 - \sum |Y_{avt-1} - Y_{bvt-1}| / V_{t-1} \quad (1)$$

其中 $v=1, 2, \dots$ 表示联合国决议的数量; a 和 b 代表两个国家; Y_{ivt-1} 表示具体国家 i 关于决议 v 的投票结果,赞成票取值为1,弃权票取值为2,反对票取值为3; S_{abt-1} 即为两国的外交关系,其取值范围为-1~1,表示外交关系由弱到强,若两个国家在特定年份关于所有决议的投票结果一致, S_{abt-1} 等于1,全部不一致则等于-1,即具有良好外交关系的国家更有可能分享相似的政策立场(Voeten 2013),外交关系变量采取滞前一年处理。

经济威慑(*ECD*)。以东道国对中国的出口依赖度表示对东道国的经济威慑,即特定年份东道国对

中国的出口总量与东道国总出口量的比值, 具体计算公式为:

$$EXD_{ict-1} = EX_{ict-1} / \sum EX_{iut-1} \quad (2)$$

其中 EX_{ict-1} 表示东道国 i 对中国的出口, EX_{iut-1} 表示东道国 i 对其他国家 u 的出口, 经济威慑变量采取滞前一年处理。

企业所有制性质 (OWP)。以虚拟变量表示, 如果企业为国有企业赋值为 1, 其他性质企业赋值为 0。

(4) 控制变量

国家层面的控制变量。地理距离 (GDT) , 以北京与东道国首都的地理直线距离表示; 文化差异 (CUD) , 借鉴 Dikova 等 (2010) 的研究方法, 选取 House 等 (2004) GLOBE 项目中与并购成败相关的不确定性避免 (UAV)、面相未来的决策 (UNF)、权力距离 (PDT) 指标表示; 东道国的公司税率水平 (CTR) 和失业率 (UNR) , 在较低税率和较高失业率国家, 外国直接投资更受欢迎 (Basile 等 2008); 母国汇率水平 (EXR) , 以人民币与美元的年平均价衡量, 其影响对海外资产的购买力 (Cushman, 1985)。

并购交易层面的控制变量。是否相关并购 (REL) , 用虚拟变量表示, 以并购双方主营业务的前两位 SIC 码判断, 相同取值为 1, 不同取值为 0; 目标企业所处行业是否为敏感行业 (SEN) , 以虚拟变量表示, 借鉴李诗等 (2016) 的做法, 即目标企业是否属于战略性自然资源、国防、金融、电信四大敏感行业, 处于敏感行业取值为 1, 否则取值为 0; 进入成本 (ENC) , 借鉴刘青等 (2017) 的研究方法, 以世界银行出版物 Do Business 报告的各国外商完成程序数表示; 是否聘请咨询机构 (CAG) , 以虚拟变量表示, 1 表示聘请, 0 表示未聘请。其他交易层面的控制变量还包括支付方式 (PAY) 和控股比例 (HOL) , 支付方式以虚拟变量表示, 现金支付取值为 1, 其他取值为 0。

企业层面的控制变量。企业规模 (EPS) , 以总资产衡量; 企业年龄 (AGE) , 以当前并购交易发生年减去公司成立时间的差值表示; 员工数 (EMP) , 以企业员工总数衡量。以上变量采取滞前一年处理。

2. 样本和数据

本文利用 2003 ~ 2016 年间中国企业跨国并购数据来检验所提出的假设, 数据源于 Zephyr 全球并购交易分析库。中国企业在这一时期共实施 1321 例跨国并购, 分析库记录了跨国并购的规模额度、目标企业所在国家和并购时间等详细信息。采用以下方法对数据进行修正: (1) 删除 599 项针对港澳台地区的并购, 由于三地区属于中国, 与中国的外交关系数据不可用; (2) 由于国际化战略动机差异较大, 删除中国企业在“避税天堂”(开曼群岛、百慕大和英属维尔京群岛) 的 283 项跨国并购样本; (3) 删除并购信息缺失及“已被收购的国外子公司进行增资”的 18 项并购样本。最终的样本个数为 421 个, 共涉及 63 个目标国家。制度风险数据来自世界银行全球治理指数, 联合国投票数据由 Gartzke 研究项目提供, 各国的出口数据来自世界货币基金组织, 文化差异由 House 等 (2004) GLOBE 项目提供, 国家层面控制变量中的国内生产总值数据来自世界银行, 企业税负数据来自世界经济自由度指数, 汇率数据来自历年的《中国统计年鉴》, 其他并购交易控制变量和企业层面控制变量来自 Zephyr 全球并购交易分析库和 Oriana 亚太企业分析库。

3. 研究方法

针对所提出的研究假设, 建立以下基本计量模型:

$$\begin{aligned} MAC_{it} = & \alpha + \sum_{u=1}^5 \beta_u INK_{vut} + \beta_6 OWP_i + \sum_{u=1}^5 \gamma_u OWP_i \times INK_{vut} + \beta_7 DRL_{vt-1} + \sum_{u=1}^5 \delta_u DRL_{vt-1} \times INK_{vut} \\ & + \sum_{u=1}^5 \zeta_u OWP_i \times DRL_{vt-1} \times INK_{vut} + \beta_8 ECD_{vt-1} + \sum_{u=1}^5 \eta_u ECD_{vt-1} \times INK_{vut} + \sum_{u=1}^5 \lambda_u OWP_i \times ECD_{vt-1} \\ & \times INK_{vut} + \sum_{\tau=1}^{16} \rho_{\tau} CONTROL_{iv\tau} + \sum_{\tau=1}^{14} \omega_{\tau} YEAR_t + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

其中 MAC_{it} 表示第 t 年公司 i 并购处于国家 v 的公司是否成功, INK_{vut} 表示第 t 年国家 v 的第 u 个制

表 1 变量说明与数据来源

符号	变量定义	数据来源
因变量	<i>MAC</i> 并购成败, 虚拟变量, 最终并购交易完成赋值为 1, 反之赋值为 0。	Zephyr 全球并购交易分析库
	<i>PSA</i> 东道国制度风险指标: 政治稳定性	世界银行全球治理指数(http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home)
	<i>GOE</i> 东道国制度风险指标: 政府效率	世界银行全球治理指数(http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home)
解释变量	<i>REQ</i> 东道国制度风险指标: 监管质量	世界银行全球治理指数(http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home)
	<i>LAW</i> 东道国制度风险指标: 法治水平	世界银行全球治理指数(http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home)
	<i>CCO</i> 东道国制度风险指标: 控制腐败水平	世界银行全球治理指数(http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home)
调节变量	<i>DRL</i> 外交关系, 中国与东道国并购发生前一年关于联合国决议投票结果的二元相似性得分。	Gartzke 研究项目 (https://dataverse.harvard.edu/dataset.xhtml?persistentId)
	<i>ECD</i> 经济威慑, 东道国对中国并购发生前一年的出口依赖程度。	世界货币基金组织 (http://www.imf.org/external/index.htm)
	<i>OWP</i> 企业性质, 虚拟变量, 国有企业赋值为 1, 其他赋值为 0。	公司网站、新浪财经、百度网站
	<i>GDT</i> 地理距离, 北京与东道国首都的直线距离, 取自然对数。	http://www.gpspg.com/distance.htm
	<i>UAV</i> 东道国文化差异指标: 不确定性避免	GLOBE 项目 (http://globeproject.com/study_2004_2007#data)
	<i>UNF</i> 东道国文化差异指标: 面向未来的决策	GLOBE 项目 (http://globeproject.com/study_2004_2007#data)
国家层面控制变量	<i>PDT</i> 东道国文化差异指标: 权力距离	GLOBE 项目 (http://globeproject.com/study_2004_2007#data)
	<i>CTR</i> 东道国公司税率水平	世界经济自由度指数 (http://www.heritage.org/index/explore)
	<i>UNR</i> 东道国失业率	世界劳工组织网站 (http://www.ilo.org/global/lang-en/index.htm)
	<i>EXR</i> 母国汇率水平, 以人民币与美元的年平均价衡量。	中国统计年鉴 (http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/)
并购交易层面控制变量	<i>REL</i> 是否相关并购, 虚拟变量, 以企业主营业务四位 SIC 行业编码为标准, 前两位相同赋值为 1, 否则为 0。	Zephyr 全球并购交易分析库
	<i>SEN</i> 是否属敏感行业, 虚拟变量, 目标企业属于四大敏感行业赋值为 1, 反之赋值为 0。	Zephyr 全球并购交易分析库
	<i>ENC</i> 东道国进入成本, 以东道国外商完成投资的程序数表示。	世界银行出版物 Do Business 报告
	<i>CAG</i> 是否聘请咨询机构, 虚拟变量, 聘请赋值为 1, 否则赋值为 0。	Zephyr 全球并购交易分析库
	<i>PAY</i> 支付方式, 虚拟变量, 现金支付赋值为 1, 其他赋值为 0。	Zephyr 全球并购交易分析库
	<i>HOL</i> 控股比例, 对目标企业的并购比例。	Zephyr 全球并购交易分析库

	<i>EPS</i>	企业规模,以企业的总资产衡量,取自然对数。	Zephyr 全球并购交易分析库 Oriana 亚太企业分析库
企业层面 控制变量	<i>AGE</i>	企业年龄,并购发生年份与公司成立年份的差值。	Zephyr 全球并购交易分析库 Oriana 亚太企业分析库
	<i>EMP</i>	员工人数,以企业员工总数表示,取自然对数。	Zephyr 全球并购交易分析库 Oriana 亚太企业分析库

度风险指标 DWP_i 表示公司 i 的所有制性质, DRL_{vt-1} 表示第 $t-1$ 年国家 v 与中国的外交关系, ECD_{vt-1} 表示第 $t-1$ 年中国对国家 v 的经济威慑程度, $CONTROL_{ivrt}$ 为控制变量, $YEAR_t$ 表示时间虚拟变量。本文的因变量跨国并购是否成功是离散的二元指标,采用 Logit 模型进行估计。在正式估计结果之前,为避免变量间的多重共线性,首先对自变量以及控制变量的相关性进行了检验,计算相关系数矩阵和方差膨胀因子,发现所有变量的 VIF 值均小于 10,相关系数矩阵也表明不存在多重共线性,实证可以继续。

表 2 描述性统计与相关系数矩阵

变量	Mean	S.D	PSA	GOE	REQ	LAW	CCO	DRL	ECD	OWP	GDT	UAV	UNF	PDT	CTR	UNR	EXR	REL	SEN	ENC	CAG	PAY	HOL	EPS	AGE	EMP
PSA	1.08	0.46	1																							
GOE	1.33	0.73	0.4	1																						
REQ	1.25	0.7	0.26	0.5	1																					
LAW	1.41	2.52	-0.21	-0.56	-0.41	1																				
CCO	0.96	0.24	-0.08	0.07	0.05	-0.02	1																			
DRL	0.17	0.43	0.02	0.35	0.28	-0.28	0.48	1																		
ECD	0.09	0.11	-0.06	0.07	0	0.14	0.2	0.16	1																	
OWP	0.38	0.49	0.01	-0.01	-0.01	0.09	0.08	0.13	0.02	1																
GDT	1.26	0.91	-0.53	-0.34	-0.13	0.53	-0.12	-0.24	0.03	0.06	1															
UAV	0.25	0.44	-0.08	-0.07	-0.06	0.15	-0.16	-0.09	0.12	0.22	0.12	1														
UNF	0.85	0.35	0.07	0.03	0.07	-0.15	-0.05	0.01	-0.19	-0.15	-0.03	0.08	1													
PDT	0.18	0.39	-0.07	-0.11	-0.1	0.26	-0.04	-0.26	0.06	0.19	0.09	0.29	0.01	1												
CTR	16.07	0.81	0.59	0.48	0.71	-0.14	0.18	0.21	0.15	0.01	-0.26	-0.01	-0.01	0.03	1											
UNR	11.4	0.52	-0.05	-0.15	-0.14	0.15	0.05	-0.2	0	0.02	0.04	-0.01	-0.03	0.06	-0.01	1										
EXR	7.31	0.41	0.17	0.37	0.38	0.02	0.06	0.09	0.12	-0.07	-0.38	0.04	-0.07	0.09	0.6	-0.58	1									
REL	0.47	0.87	0.43	0.41	0.42	-0.32	0.19	0.29	-0.02	-0.1	-0.4	-0.07	0.09	-0.1	0.5	-0.52	0.55	1								
SEN	0.57	0.49	0.06	0.07	0.1	-0.08	0.07	-0.04	0	0.21	-0.05	0.08	-0.09	0.15	0	-0.08	0.07	0.02	1							
ENC	4.42	7.52	-0.42	-0.64	-0.65	0	0.1	0.22	-0.1	0	0.11	-0.02	0.01	-0.15	-0.52	0.02	-0.47	-0.2	-0.08	1						
CAG	0.46	0.5	-0.08	-0.08	-0.11	0.02	-0.1	-0.06	0.11	0.23	0.13	0.19	-0.23	0.21	-0.04	-0.02	-0.04	-0.07	0.19	0.04	1					
PAY	0.36	0.48	0.07	0.11	0.09	-0.09	-0.07	-0.03	-0.07	-0.23	-0.14	-0.16	0.09	-0.05	-0.04	-0.03	0.05	0.01	0.08	-0.08	0.01	1				
HOL	0.92	1.49	-0.15	-0.16	-0.16	0.03	0.03	-0.17	0.01	-0.12	0.15	0.03	0.09	0.12	0.02	0.1	-0.01	0.07	0.06	0.1	-0.03	-0.1	1			
EPS	7.65	64.08	-0.02	0.06	0.07	0.01	0.12	0.03	0.16	0.19	-0.06	0.14	-0.12	0.14	0.08	-0.05	0.07	0.05	-0.01	-0.1	0.06	-0.33	0.06	1		
AGE	15.64	9.62	0.04	0.1	0.07	-0.14	0.04	0.01	-0.05	-0.19	-0.11	-0.07	-0.05	-0.13	0.03	0.21	-0.15	-0.08	-0.11	0	-0.11	-0.09	0.03	0.02	1	
EMP	2.37	5.96	0.18	0.15	0.08	0.02	0.02	0.06	0.04	0.28	-0.08	0.02	-0.09	0.15	0.09	-0.06	0.02	0.07	-0.06	-0.13	0.14	-0.18	0.06	0.23	-0.05	1

四、实证检验与结果分析

1. 制度风险与跨国并购成败回归结果

表 3 给出了制度风险与跨国并购成败关系的回归结果,模型 1 只包括控制变量,结果显示,文化差

异越大, 跨国并购成功率越低, 这与 Barnard 等(2010) 和李诗等(2016) 的研究结论一致, 即随着文化差异的增大, 目标国家企业对并购方的认可度和信任程度降低(Barnard 等, 2010) , 这将显著提高跨国并购的不确定性; 此外, 涉及战略性自然资源、国防等政治敏感性行业的并购成功率较低, 这与 Toth(2008) 、张建红等(2010) 和李诗等(2016) 的研究结论一致, 即东道国政府常以保护国家安全为由对此类并购加以干预(Toth, 2008) 。聘请专业咨询机构以及采用现金支付方式可提高并购成功率, 这与张建红等(2010) 和 Huang 等(2016) 的研究结论一致, 即聘请专业咨询机构能够更好地熟悉和融入当地的商业“套路”, 而与现金支付相比, 采用股权支付其他方式将增加交易的复杂性, 降低并购成功率(Huang 等, 2016) 。模型 2 在模型 1 的基础上加入时间固定效应, 结果与模型 1 基本保持一致。模型 3 为制度风险对跨国并购成败的影响, 与现有研究(蒋冠宏, 2015; 张建红等, 2010; 贾镜渝等, 2016; Hyejin 等, 2016) 的研究结论一致, 即制度风险的增大将导致更高的交易复杂性, 对并购交易谈判和交易完成产生消极影响。原因可能在于, 首先, 政治动荡、法制混乱、腐败程度高等制度风险因素将带来更多非商业性质的不确定性因素, 导致对外直接投资行为的中断; 其次, 由于对东道国政治、法律等制度缺乏了解, 跨国公司的对外直接投资面临“外来者劣势”, 而随着东道国制度风险的提高, 跨国公司在当地获取“合法性”的难度增大(Zaheer, 1995) , 一方面, 这将提高企业的关系成本, 阻碍对交易信息等关键资源的获取, 另一方面, 增加了企业的歧视成本, 企业的可信度降低, 又进一步导致对企业的偏见, 例如东道国政府对

表 3 制度风险回归结果

	模型 1(全样本)		模型 2(全样本)		模型 3(全样本)		模型 4(全样本)	
PSA					-1.592*	(0.051)	-2.169**	(0.030)
GOE					-1.000	(0.441)	-0.917	(0.290)
REQ					-0.454*	(0.082)	-0.731*	(0.076)
LAW					-1.827**	(0.047)	-1.646**	(0.012)
CCO					-3.968***	(0.003)	-4.210***	(0.001)
GDT	-2.761	(0.712)	-4.520	(0.591)	-1.279	(0.607)	-1.829	(0.414)
UAV	-1.184*	(0.071)	-1.887*	(0.053)	-1.245*	(0.091)	-2.957**	(0.038)
UNF	-0.695	(0.185)	-1.166	(0.338)	-1.812	(0.103)	-1.848*	(0.096)
PDT	-2.670**	(0.022)	-4.805***	(0.009)	-2.797**	(0.013)	-5.654**	(0.011)
CTR	0.304	(0.415)	0.354	(0.521)	0.839	(0.660)	0.709	(0.476)
UNR	0.637	(0.283)	0.427	(0.397)	0.268	(0.479)	0.213	(0.522)
EXR	-1.216	(0.703)	-0.610	(0.412)	-3.011	(0.394)	-0.769	(0.698)
REL	4.542*	(0.071)	3.876**	(0.041)	4.963**	(0.028)	6.305***	(0.005)
SEN	-0.703**	(0.039)	-0.797*	(0.068)	-1.187***	(0.006)	-1.259***	(0.000)
ENC	-3.616	(0.667)	-2.554	(0.801)	-2.449	(0.538)	-3.145	(0.323)
CAG	2.240**	(0.032)	3.793**	(0.040)	2.154***	(0.009)	4.669***	(0.000)
PAY	0.425**	(0.047)	0.896*	(0.083)	0.681**	(0.087)	1.092**	(0.027)
HOL	-0.013	(0.179)	-0.016	(0.144)	-0.020	(0.109)	-0.011	(0.097)
EPS	0.012*	(0.079)	0.066*	(0.060)	0.018**	(0.048)	0.032***	(0.007)
AGE	1.260	(0.347)	0.943	(0.392)	1.049	(0.416)	1.352	(0.285)
EMP	0.014	(0.258)	0.053	(0.364)	0.030	(0.291)	0.021	(0.417)
YEAR	否		是		否		是	
Prob > chi2	0.0000		0.0000		0.0002		0.0001	
Pseudo R ²	0.3294		0.4757		0.5011		0.5360	
N	421		421		421		421	

注: *、** 和 *** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%。下同。

企业并购行为的评判标准、歧视性对待引致的投机和败德行为等(杜晓君等,2014)。此外,Hyejin等(2016)的研究指出,随着东道国制度风险的提高,产生的额外交易费用也将随之增加,并购方放弃交易的概率增大。模型4在模型3的基础上加入时间固定效应,结果与模型3保持一致,验证了结果的稳健性,假设1得到验证。

2. 制度风险、企业所有制性质与跨国并购成败回归结果

表4给出了制度风险与企业所有制性质对跨国并购成败影响的回归结果。模型1结果显示,制度风险将显著降低并购成功率,而国有企业性质对并购成功率具有积极影响,这与Knutsen等(2011)和朱华(2017)的研究结论一致,国有企业凭借自身资源优势能抵御更强的交易不确定因素,例如投入更多人力和物力用于目标企业的尽职调查、聘请优质咨询团队对东道国法律和商业“潜规则”进行学习,形成“净竞争优势”(朱华,2017)。模型2在模型1的基础上加入时间固定效应,结果与模型1保持一致。模型3的结果显示,国有企业的性质能够显著降低制度风险对跨国并购成功率的消极影响,Knutsen等

表4 制度风险、企业所有制性质回归结果

	模型1(全样本)		模型2(全样本)		模型3(全样本)		模型4(全样本)	
PSA	-1.552**	(0.047)	-1.411*	(0.082)	-3.858**	(0.017)	-3.284**	(0.011)
GOE	-0.961	(0.433)	-1.158	(0.267)	-1.138	(0.342)	-1.610	(0.406)
REQ	-0.731	(0.112)	-1.677**	(0.041)	-0.914*	(0.079)	-1.259*	(0.053)
LAW	-1.897*	(0.060)	-1.930*	(0.053)	-2.041**	(0.027)	-2.166***	(0.004)
CCO	-3.508*	(0.058)	-5.853**	(0.021)	-7.572***	(0.007)	-7.655***	(0.000)
OWP	1.674*	(0.067)	1.931***	(0.004)	2.125**	(0.034)	3.228**	(0.040)
OWP × PSA					3.281**	(0.025)	3.147*	(0.053)
OWP × GOE					0.503	(0.281)	0.631	(0.343)
OWP × REQ					0.637	(0.116)	0.962*	(0.073)
OWP × LAW					1.902**	(0.044)	1.122***	(0.006)
OWP × CCO					2.246*	(0.093)	2.768**	(0.048)
GDT	-2.002	(0.488)	-1.348	(0.362)	-1.673	(0.579)	-2.153	(0.311)
UAV	-1.473*	(0.078)	-3.137**	(0.031)	-1.920***	(0.009)	-1.932***	(0.006)
UNF	-0.697*	(0.083)	-0.7819*	(0.064)	-1.255	(0.215)	-1.114	(0.139)
PDT	-2.812**	(0.047)	-1.808**	(0.031)	-2.792**	(0.016)	-2.885**	(0.037)
CTR	0.904	(0.627)	0.981	(0.521)	0.621	(0.482)	0.590	(0.671)
UNR	0.245	(0.411)	0.103	(0.312)	0.182	(0.490)	0.094	(0.388)
EXR	-3.126	(0.392)	-1.775	(0.437)	-2.723	(0.335)	-1.075	(0.365)
REL	2.801**	(0.032)	1.649**	(0.027)	2.377*	(0.058)	1.915**	(0.044)
SEN	-1.248**	(0.036)	-0.915***	(0.007)	-1.603**	(0.024)	-1.094**	(0.043)
ENC	-2.493	(0.221)	-4.229	(0.319)	-2.108	(0.194)	-3.167	(0.293)
CAG	3.015**	(0.048)	4.566**	(0.023)	1.922***	(0.008)	1.990***	(0.000)
PAY	0.166	(0.177)	0.274*	(0.085)	0.148	(0.113)	0.106	(0.107)
HOL	-0.015	(0.151)	-0.013	(0.217)	-0.024	(0.183)	-0.025	(0.186)
EPS	0.021	(0.117)	0.020*	(0.092)	0.017	(0.187)	0.018	(0.136)
AGE	1.074	(0.260)	1.409	(0.164)	0.985	(0.173)	1.105	(0.216)
EMP	0.017	(0.117)	0.011	(0.201)	0.052	(0.143)	0.046	(0.161)
YEAR	否		是		否		是	
Prob > chi2	0.0018		0.0003		0.0041		0.0023	
Pseudo R ²	0.3888		0.4252		0.5471		0.5839	
N	421		421		421		421	

(2011) 的研究指出, 国有企业作为母国政府的代理人, 除获得母国政府更多的政策支持外, 还通过政府间关系降低与东道国政府的官方距离, 特别是在腐败程度高、法制不健全的国家, 国有企业表现出更强的抗风险性。例如, 在腐败严重、政党轮替频繁的南亚和拉美等新兴经济体国家, 通过商业问题政治化降低对外直接投资风险, 假设 2 得到验证。模型 4 在模型 3 的基础上加入时间固定效应, 结果与模型 3 保持一致。

3. 制度风险、外交关系与跨国并购成败回归结果

表 5 的回归结果对外交关系是否能够降低制度风险对跨国并购成功率的消极影响, 以及国有企业与非国有企业的影响程度差异进行检验。模型 1 和模型 2 的结果显示, 制度风险对跨国并购成功率产生消极影响, 而外交关系及其与制度风险的交互项系数表明, 良好的双边外交关系可显著降低制度风险造成的消极影响, 这与 Knill 等(2012) 和李诗等(2016) 的研究结论一致, 母国和东道国建立的外交关系为外交手段解决经贸问题提供了空间, 并为对外直接投资提供了更好的“安全”环境, 特别是涉及对东

表 5 制度风险、外交关系与企业所有制性质回归结果

	模型 1(全样本)		模型 2(全样本)		模型 3(国有企业样本)		模型 4(非国有企业样本)	
<i>PSA</i>	-1.714 ^{**}	(0.046)	-1.222 ^{**}	(0.038)	-0.988 [*]	(0.090)	-1.306 ^{**}	(0.047)
<i>GOE</i>	-1.166	(0.205)	-1.159	(0.145)	-0.732	(0.153)	-1.152	(0.106)
<i>REQ</i>	-1.419 [*]	(0.061)	-0.986 ^{**}	(0.037)	-1.394 ^{***}	(0.002)	-0.725 ^{**}	(0.041)
<i>LAW</i>	-1.717 [*]	(0.081)	-1.822 ^{**}	(0.033)	-1.289 ^{**}	(0.017)	-2.369 ^{***}	(0.008)
<i>CCO</i>	-3.154 ^{**}	(0.044)	-2.676 ^{**}	(0.025)	-1.818 [*]	(0.083)	-3.126 ^{***}	(0.007)
<i>DRL</i>	3.900 [*]	(0.062)	4.021 ^{**}	(0.046)	4.818 ^{***}	(0.001)	3.373 ^{**}	(0.037)
<i>DRL × PSA</i>	1.917 [*]	(0.062)	2.784 ^{**}	(0.035)	3.162 ^{***}	(0.006)	0.617 ^{**}	(0.019)
<i>DRL × GOE</i>	3.551	(0.127)	4.071	(0.188)	4.658	(0.215)	2.611	(0.201)
<i>DRL × REQ</i>	1.294 ^{**}	(0.034)	0.991 ^{**}	(0.049)	1.167 ^{**}	(0.042)	0.825 [*]	(0.075)
<i>DRL × LAW</i>	2.906 [*]	(0.082)	2.142 [*]	(0.057)	2.848 ^{**}	(0.029)	1.351 [*]	(0.077)
<i>DRL × CCO</i>	3.207 ^{**}	(0.017)	1.459 ^{***}	(0.005)	2.353 ^{***}	(0.001)	1.097 ^{**}	(0.048)
<i>GDT</i>	-1.692	(0.353)	-2.226	(0.279)	-2.534	(0.247)	-1.685	(0.449)
<i>UAV</i>	-1.623 ^{**}	(0.027)	-1.732 ^{**}	(0.043)	-0.421 ^{***}	(0.003)	-1.905	(0.107)
<i>UNF</i>	-0.918 [*]	(0.090)	-1.041 [*]	(0.057)	-0.677	(0.125)	-1.276 ^{**}	(0.044)
<i>PDT</i>	-3.047 [*]	(0.052)	-3.236 ^{**}	(0.037)	-1.483 ^{**}	(0.040)	-4.775 ^{**}	(0.021)
<i>CTR</i>	0.311	(0.384)	0.236	(0.277)	0.835	(0.191)	0.539	(0.219)
<i>UNR</i>	0.407	(0.180)	0.231	(0.283)	0.268	(0.193)	0.672	(0.317)
<i>EXR</i>	-3.075	(0.467)	-2.516	(0.561)	-1.322	(0.378)	-3.047	(0.214)
<i>REL</i>	2.457 ^{**}	(0.039)	3.125 ^{***}	(0.005)	2.087 ^{**}	(0.017)	4.431 ^{***}	(0.001)
<i>SEN</i>	-1.284 [*]	(0.071)	-2.036 ^{**}	(0.046)	-2.911 ^{***}	(0.000)	-0.827 [*]	(0.066)
<i>ENC</i>	-3.018	(0.291)	-2.478	(0.179)	-3.250	(0.254)	-4.367	(0.155)
<i>CAG</i>	2.475 [*]	(0.052)	2.505 ^{**}	(0.018)	3.173 ^{**}	(0.037)	1.631 ^{***}	(0.002)
<i>PAY</i>	0.451	(0.108)	0.928 [*]	(0.061)	0.164	(0.134)	0.710	(0.079)
<i>HOL</i>	-0.019	(0.201)	-0.024	(0.166)	-0.043	(0.114)	-0.058	(0.180)
<i>EPS</i>	0.051	(0.102)	0.071 [*]	(0.083)	0.119 [*]	(0.069)	0.086 ^{**}	(0.047)
<i>AGE</i>	1.312	(0.242)	1.454	(0.154)	0.935	(0.185)	1.276	(0.114)
<i>EMP</i>	0.011	(0.311)	0.072	(0.206)	0.028	(0.179)	0.087	(0.277)
YEAR	否		是		是		是	
Prob > chi2	0.0059		0.0027		0.0061		0.0000	
Pseudo R ²	0.4179		0.5319		0.4910		0.6229	
N	421		421		164		257	

道国敏感性行业企业的并购,良好的外交关系可保证并购交易更为顺畅地进行(李诗等,2016)。为分析不同所有制性质企业在利用外交关系弱化制度风险对跨国并购成功率方面的差异,模型3和模型4将样本划分为两部分,其外交关系与制度风险交互项系数表明,国有企业和非国有企业均可受益于良好的外交关系,然而,国有企业获益更多,特别是在政局动荡的东道国,国有企业更具优势,即模型3的国有企业样本中,外交关系与政治稳定性交互项系数为3.162,而模型4的非国有企业样本,交互项系数下降为0.617。综合模型3和模型4中政治稳定性的系数,国有企业样本的外交关系净效应为4.150,而非国有企业样本的外交关系净效应仅为1.923,净效应的差异也表明,基于母国制度的国家特定优势并非可由企业“开放获取”(open access)(North等,2009),假设3得到验证。

4. 制度风险、经济威慑与跨国并购成败回归结果

表6的回归结果检验了被普遍运用于国际关系博弈的经济威慑对制度风险的调节作用,以及对不

表6 制度风险、经济威慑与企业所有制性质回归结果

	模型1(全样本)		模型2(全样本)		模型3(国有企业样本)		模型4(非国有企业样本)	
<i>PSA</i>	-1.515**	(0.020)	-1.934***	(0.008)	-1.187*	(0.056)	-2.059***	(0.002)
<i>GOE</i>	-1.372	(0.291)	-0.861	(0.128)	-0.911	(0.148)	-1.576	(0.115)
<i>REQ</i>	-1.815*	(0.077)	-0.990**	(0.042)	-1.277***	(0.006)	-1.064*	(0.059)
<i>LAW</i>	-2.176**	(0.045)	-1.049*	(0.060)	-1.151**	(0.039)	-1.447***	(0.007)
<i>CCO</i>	-3.643	(0.103)	-1.537*	(0.052)	-1.765**	(0.039)	-4.038**	(0.017)
<i>ECD</i>	0.171	(0.219)	0.248	(0.184)	0.398	(0.117)	0.006	(0.425)
<i>ECD × PSA</i>	0.139	(0.280)	0.086	(0.138)	0.026*	(0.076)	0.124	(0.225)
<i>ECD × GOE</i>	3.648	(0.206)	7.158	(0.169)	5.754	(0.131)	6.704	(0.224)
<i>ECD × REQ</i>	1.087	(0.736)	3.077	(0.605)	3.964	(0.258)	2.305	(0.567)
<i>ECD × LAW</i>	0.657	(0.237)	0.698	(0.417)	0.621	(0.272)	0.663	(0.116)
<i>ECD × CCO</i>	0.763	(0.573)	1.391	(0.736)	2.833	(0.514)	6.311	(0.155)
<i>GDT</i>	-1.532	(0.181)	-1.813	(0.147)	-1.545	(0.258)	-1.944*	(0.053)
<i>UAV</i>	-1.252*	(0.095)	-1.228**	(0.029)	-1.196**	(0.027)	-1.030**	(0.044)
<i>UNF</i>	-1.132	(0.302)	-1.781	(0.344)	-0.832	(0.475)	-1.738	(0.173)
<i>PDT</i>	-1.636*	(0.089)	-0.564**	(0.044)	-2.220***	(0.007)	-1.046**	(0.017)
<i>CTR</i>	0.423	(0.391)	0.307	(0.497)	0.068	(0.685)	0.369	(0.363)
<i>UNR</i>	0.291	(0.316)	0.548	(0.419)	0.703	(0.388)	0.832	(0.612)
<i>EXR</i>	-1.983	(0.218)	-2.508	(0.175)	-2.636	(0.228)	-1.187	(0.113)
<i>REL</i>	5.660**	(0.042)	4.983**	(0.033)	3.616*	(0.072)	3.425***	(0.007)
<i>SEN</i>	-2.127*	(0.056)	-1.605**	(0.027)	-2.430**	(0.023)	-0.787***	(0.009)
<i>ENC</i>	-3.647**	(0.030)	-1.443**	(0.013)	-2.785	(0.127)	-2.648***	(0.007)
<i>CAG</i>	2.740**	(0.043)	2.044**	(0.011)	1.813***	(0.002)	2.454**	(0.013)
<i>PAY</i>	0.165	(0.212)	0.283	(0.177)	0.428	(0.290)	0.599	(0.152)
<i>HOL</i>	-0.086	(0.193)	-0.016	(0.172)	-0.109*	(0.094)	-0.073	(0.218)
<i>EPS</i>	0.175	(0.135)	0.092	(0.193)	0.211	(0.104)	0.037*	(0.070)
<i>AGE</i>	1.215	(0.224)	0.877	(0.131)	0.932	(0.147)	1.194	(0.374)
<i>EMP</i>	0.112	(0.620)	0.081	(0.297)	0.063	(0.245)	0.239	(0.429)
YEAR	否		是		是		是	
Prob > chi2	0.0031		0.0001		0.0084		0.0027	
Pseudo R ²	0.6409		0.7476		0.5921		0.6010	
N	421		421		164		257	

同所有制企业的影响差异。模型 1 的结果显示,制度风险降低并购交易成功率,但母国对东道国的经济威慑及其与制度风险的交互项系数不显著,在模型 2 加入时间固定效应后显著性未改变,这表明经济威慑并未弱化东道国制度风险对并购成功率的消极影响。根据企业所有制性质差异,模型 3 和模型 4 将样本划分为两部分。模型 3 的结果显示,经济威慑只与制度风险中的政治稳定性交互项系数显著,这表明国有企业在一定程度上受益于母国的经济实力。模型 4 的结果与模型 1 和模型 2 一致,即经济威慑与各制度风险指标的交互项系数均不显著,非国有企业并未受益于母国对东道国的经济影响,经济威慑并未形成对东道国的“高压”并以此影响其行为决策,假设 4 未得到验证。

5. 稳健性检验

采用以下措施对结果进行稳健性检验:首先,估计所有变量和交互项的全模型,回归结果并未发生显著变化。其次,参考 Muehlfeld 等(2012)的研究方法,分别对国有企业和非国有企业样本进行双尾 5% 处理,主要结果未发生显著变化。受篇幅所限,稳健性检验结果略。

五、研究结论与启示

利用中国 421 起跨国并购样本,采用实证方法分析了东道国制度风险对跨国并购成败的影响,并在此基础上讨论了母国“软实力”及企业所有制性质对二者关系的调节作用,结果显示,东道国制度风险对跨国并购交易的成功率具有显著的消极影响,而母国与东道国良好的双边外交关系可显著弱化制度风险的负面作用,虽然国有企业和非国有企业均可受益于双边外交关系,但国有企业获益更多。被普遍应用于解决国家利益冲突的经济威慑,并没有成为提高跨国并购成功率的有效手段,虽然国有企业能够在政治稳定性较差的国家凭借母国的经济影响力提高交易成功率,但实证结果并未支持其形成对其他制度风险因素的有效制约。

本文的理论贡献在于:第一,按照经典的国际生产折衷理论,所有权优势是企业实施国际化并取得成功的先决条件。然而,中国等新兴市场国家企业的快速国际化实践挑战着传统理论,最新的研究(Rugman 2012; Hennart 2012; Sumon 等 2016)从国家特定优势和企业特定优势两个方面丰富和拓展了“所有权优势”的内涵,即国家特定优势塑造和发展了本国企业的企业特定优势,而企业国际化战略的实施进一步巩固了企业特定优势。现有关于国家特定优势的分析主要集中于规模经济、廉价劳动力的讨论,基于国际政治视角的国家特定优势研究还鲜有涉及,本文的研究丰富了国家特定优势的内容,拓展了“所有权优势”的内涵。第二,对新兴市场国家跨国企业的研究表明,国家特定优势是企业“所有权优势”的重要来源,可被国内企业“公平”获取,然而为何只有少部分企业成功实施国际化战略?本文的研究结果显示,双边外交关系及母国对东道国的经济威慑并非由所有企业“开放获取”,国内企业在利用国家特定优势方面存在差异,这与 Hennart(2012)所提出的捆绑模型(bundling model)一致,并为 Hennart(2012)的研究提供了实证依据。

本文的实践指导意义在于:第一,世界经济的健康发展需要完善的制度支持,与国际进出口贸易相比,暂未形成全球适用的对外直接投资规则,在全球治理背景下建立完善的制度保障体系还有很长的路要走,虽然东道国政府更倾向于为具有技术和知识优势的企业提供更优“待遇”,但通过商业与政府关系互动开发的企业特定优势能够在一定程度上弥补技术知识方面的短板,即利用母国国际政治影响能够在一定程度上降低东道国制度风险,提高并购成功率。第二,中国在世界的经济影响力日益凸显,然而经济威慑还没有在对外直接投资中发挥真正重要影响,在今后的跨国并购交易中,母国政府和企业应巧妙应用这一优势,降低企业在东道国所面临的合法性和监管障碍,特别是在涉及对海外重大战略资产的并购交易中,东道国政府对母国的出口依赖可成为重要的谈判“筹码”。

参考文献

- [1] Acemoglu D , Johnson S , Unbundling institutions [J]. *Journal of Political Economics* , 2005 , 113(5) : 949-995.
- [2] Barnard H , Overcoming the liability of foreignness without strong firm capabilities: The value of market-based resources [J]. *Journal of International Management* 2010 , 16(2) : 165-176.
- [3] Basile R , Castellani D , Zanfei A , Location choices of multinational firms in Europe: The role of EU cohesion policy [J]. *Journal of International Economics* 2008 , 74(2) : 328-340.
- [4] Beron K J , Murdoch J C , Vijverberg W P , Why cooperate? Public goods , economic power , and the Montreal Protocol [J]. *Review of Economics and Statistics* 2003 , 85(2) : 286-297.
- [5] Boehmer C , Gartzke E A , Li Q , Investing in the peace: Economic interdependence and international conflict [J]. *International Organization* 2001 , 55(2) : 391-438.
- [6] Bucheli M , Aguilera R , Political survival , energy policies , and multinational corporations: A historical study for Standard Oil of New Jersey in Colombia , Mexico , and Venezuela in the twentieth century [J]. *Management International Review* 2010 , 50(3) : 347-378.
- [7] Buckley P J , Clegg J , Cross A R , Liu X , Voss H , Zheng P , The determinants of Chinese outward foreign direct investment [J]. *Journal of International Business Studies* , 2007 , 38(4) : 499-518.
- [8] Cole H L , English W , Two-sided expropriation and international equity contracts [J]. *Journal of International Economics* , 1992 , 33(12) : 77-104.
- [9] Cushman D , Real exchange rate risk: Expectations , and the level of direct investment [J]. *The Review of Economics and Statistics* , 1985 , 67(2) : 297-308.
- [10] Davis C L , Linkage diplomacy. Economic and security bargaining in the Anglo-Japanese alliance [J]. *International Security* 2009 , 33(3) : 143-179.
- [11] Dikova D , Padma R S , Arjen V W , Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry , 1981 ~ 2001 [J]. *Journal of International Business Studies* 2010 , 41: 223-245.
- [12] Downs E , The fact and fiction of Sino-African energy relations [J]. *China Security* 2007 , 3(3) : 42-86.
- [13] Drezner D , The hidden hand of economic coercion [J]. *International Organization* 2003 , 57(3) : 643-659.
- [14] Ellstrand A , Tihanyi L , Johnson J , Board structure and international political risk [J]. *Academy of Management Journal* 2002 , 45(4) : 769-777.
- [15] Voeten E , Data and Analyses of Voting in the UN General Assembly Routledge Handbook of International Organization [M] , London: Bob Reinalda , 2013.
- [16] Hennart J F , Down with MNE-centric theories! Market entry and expansion as the bundling of MNE and local assets [J]. *Journal of International Business Studies* 2009 , 40(8) : 1432-1454.
- [17] Hennart J F , Emerging market multinationals and the theory of the multinational enterprise [J]. *Global Strategy Journal* 2012 , 2(3) : 168-187.
- [18] House R J , Hanges P J , Javidan M , Dorfman P W , Gupta V , Culture , leadership and organizations: The GLOBE study of 62 societies [M]. Thousand Oaks , CA: Sage Publications 2004.
- [19] Hyejin C , He S A , Stock payment and the effects of institutional and cultural differences: A study of shareholder value creation in cross-border M&As [J]. *International Business Review* , 2016 , 3(3) : 31-46.
- [20] Li J , Chang H O , Research on emerging-market multinational enterprises: Extending Alan Rugman ' s critical contributions [J]. *International Business Review* 2016 , 25: 776-784.
- [21] Knill A , Lee B S , Mauck N , Bilateral Political Relations and Sovereign Wealth Fund Investment [J]. *Journal of Corporate Finance* 2012 , 18(1) : 108-123.
- [22] Knutsen C , Rygh A , Hveem H , Does state ownership matter? Institutions ' effect on foreign direct investment revisited [J]. *Business and Politics* 2011 , 13(1) : 1-31.
- [23] Muehlfeld K , Sahib P R , Van W A , A contextual Theory of Organizational Learning from Failures and Successes: A Study of Acquisition Completion in the Global Newspaper Industry , 1981 ~ 2008 [J]. *Strategic Management Journal* 2012 , 33(8) : 938-964.
- [24] North D C , Structure and change in economic history [M]. New York: Norton Press , 1981.
- [25] North D C , Wallis J J , Weingast B R , Violence and Social Order: A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History [M]. New York: Cambridge University Press 2009.

- [26] Huang P, Micah S, Method of payment and risk mitigation in cross-border mergers and acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 40(4): 216-234.
- [27] Peng M W, The global strategy of emerging multinationals from China [J]. Global Strategy Journal, 2012, 2: 97-107.
- [28] Rugman A M, Lim D, The regional and global competitiveness of multinational firms [J]. Journal of the Academy of Marketing Science, 2012, 40(2): 218-235.
- [29] Schelling T C, The strategy of conflict [M]. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1981.
- [30] Signorino, Curtis S, Jeffrey M, Tau-b or Not Tau-b: Measuring the Similarity of Foreign Policy Positions [J]. International Studies Quarterly, 1999, 43(1): 115-144.
- [31] Slangen A J, Beugelsdijk S, The impact of institutional hazards on foreign multinational activity: A contingency perspective [J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41(6): 980-995.
- [32] Sumon K B, Nigel D, Ying Z, Country specific advantage, firm specific advantage and multinationality Sources of competitive advantage in emerging markets: Evidence from the electronics industry in China [J]. International Business Review, 2016, 25: 165-176.
- [33] Toth J M, Cross-border M&A Deals: National Security and Interest Reviews Raise Flags [J]. Counsel to Counsel, 2008, 18: 20-21.
- [34] Zaheer S, Overcoming the Liability of Foreignness [J]. Academy of Management Journal, 1995, 38(2): 341-363.
- [35] 杜晓君, 蔡灵芝, 史艳华. 外来者劣势与国际并购绩效研究 [J]. 管理科学, 2014, 27(02): 48-59.
- [36] 贾镜渝, 李文. 距离、战略动机与中国企业跨国并购成败——基于制度和跳板理论 [J]. 南开管理评论, 2016, 19(06): 122-132.
- [37] 蒋冠宏. 制度差异、文化距离与中国企业对外直接投资风险 [J]. 世界经济研究, 2015, (08): 37-47 + 127-128.
- [38] 李诗, 吴超鹏. 中国企业跨国并购成败影响因素实证研究——基于政治和文化视角 [J]. 南开管理评论, 2016, 19(03): 18-30.
- [39] 刘青, 陶攀, 洪俊杰. 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 [J]. 经济研究, 2017, 52(01): 28-43.
- [40] 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, 45(06): 80-91 + 119.
- [41] 朱华. 国有制身份对中国企业海外竞购交易成败的影响研究 [J]. 世界经济研究, 2017, (03): 42-55 + 134-135.

(责任编辑: 朱 颖)

(上接第 13 页)

- [9] Krugman P. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises [J]. International Tax & Public Finance, 1999, 6(4): 459-472.
- [10] Lucas R. E. Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? [J]. The American Economic Review, 1990, 80(2): 92-96.
- [11] Quinn D. The Correlates of Change in International Financial Regulation [J]. American Political Science Review, 1997, 91(3): 531-551.
- [12] Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence [R]. National Bureau of Economic Research, 2015.
- [13] 黄志刚, 郭桂霞. 资本账户开放与利率市场化次序对宏观经济稳定性的影响 [J]. 世界经济, 2016(9).
- [14] 胡小文, 章上峰. 利率市场化、汇率制度改革与资本账户开放顺序安排——基于 NOEM-DSGE 模型的模拟 [J]. 国际金融研究, 2015(11).
- [15] 胡逸闻, 戴淑庚. 人民币资本账户开放的改革顺序研究——基于 TVP-VAR 模型的期限结构分析 [J]. 世界经济研究, 2015(4).
- [16] 林毅夫. 我为什么不支持资本账户开放 [N]. 21 世纪经济报道, 2013-08-05.
- [18] 伍戈, 陆简. 全球避险情绪与资本流动——“二元悖论”成因探析 [J]. 金融研究, 2016(11).
- [19] 熊芳, 黄宪. 中国资本账户开放次序的实证分析 [J]. 国际金融研究, 2008(3).
- [20] 杨荣海. 资本账户开放对人民币国际化“货币锚”地位的影响分析 [J]. 经济研究, 2017(1).
- [21] 余永定, 张明. 资本管制和资本项目自由化的国际新动向 [J]. 国际经济评论, 2012(5).
- [22] 余永定. 寻求资本项目开放问题的共识 [J]. 国际金融研究, 2014(7).
- [23] 张明. 资本账户开放迷思 [J]. 财经, 2013(14).

(责任编辑: 朱 颖)

FDI on China industries' Global Value Chain Status. To access the evidence, we measure the Global Value Chain Status(GS) index of China's industries using the world input-output table from 2000 to 2014. In line with our predictions, we find that FDI significantly promoted China industries' Global Value Chain Status. Moreover, According to the motives, market-oriented FDI has a significant effect on the value chain upgrading, while export-oriented FDI has a limited effect. According to the origin, FDI from Hong Kong, Macao and Taiwan plays a more prominent role. According to institutional environment of host country, the better institutional environment can effectively enlarge the effect. According to factor density, FDI has the greatest effect on the value chain upgrading of technology-intensive industry, followed by capital-intensive industry, while has no significant influence on labor-intensive industries.

Institutional Risks and Success of Chinese Cross-border Acquisitions: Moderating Role of Diplomatic relations and Economic "Soft Power"

Chen Yan Guo Wenbo(51)

Based on a sample of 421 Chinese cross-border mergers and acquisitions, we use logit model to analyze the influence of institutional risks on the success of Chinese Cross-border Acquisitions. we focused on the diplomatic relations and economic "soft power" mediation role and analyzed the difference in the influence degree on different enterprises. Our empirical results show that there is a significant negative correlation between the institutional risks of host country and the success of cross-border M & A, and better diplomatic relations can significantly weaken the negative impact of institutional risks. Both state-owned enterprises and non-state owned enterprises can benefit from the political influence of home country, but the state-owned enterprises benefit more. Although in the poor and politically stable countries, state-owned enterprises can depend on the host country's economic deterrence to improve the success rate, but can not form an effective regulation to other institutional risks. The home country's economic "soft power" can not be an effective means to improve the success rate of cross-border mergers and acquisitions.

Economic Cycle, Economic Policy Uncertainty and Cross-border M&A: A Study Based on Cross-border M&A of Chinese Enterprises

Jia Yucheng Zhang Cheng(65)

Based on the data of multinational mergers and acquisitions (M&A) conducted by Chinese enterprises in 91 countries from 2001 to 2016, this paper empirically tests the impact of economic cycle and economic policy uncertainty on Cross-border M&A. The article finds that the "reverse-cycle" characteristics of Cross-border M&A by Chinese enterprises show the positive correlation between economic policy uncertainty and M&A, with more obvious manifestation in the sample of state-owned enterprises; the "counter-cyclical" M&A is particularly evident after the 2008 financial crisis. The test found that the gap between the bilateral economic policy uncertainty and the bilateral market potential growth are both positively related to the scale of M&A.