

双边政治关系与中国企业海外并购^{*}

韩永辉¹ 张帆¹ 王贤彬² 韦东明³

(1. 广东外语外贸大学广东国际战略研究院 广东广州 510420)

(2. 暨南大学经济学院 广东广州 510632)

(3. 暨南大学产业经济研究院 广东广州 510632)

摘要：双边政治关系作为保障国家国际经贸发展的重要因素，在中国企业海外并购过程中扮演着重要角色。本文以具有覆盖国家范围广、议题范围大及客观真实等特点的联合国大会投票数据所反映的政治关系距离为切入点，结合企业海外并购的区位选择理论，基于2006—2017年全球190个国家的数据，捕捉双边政治关系对中国企业海外并购的影响效应。研究表明：(1) 双边政治关系对中国企业海外并购的意愿和成功率存在明显的当期促进效应；(2) 双边政治关系的积极作用随着中国经济增长、时间趋势变化和参与全球治理意愿上升而不断增强，即中国经济实力和开放程度对双边政治关系促进效应具有较强促进作用；(3) 在并购标的上，双边政治关系的促进效应对于OECD国家和亚洲国家企业更强，对于国有企业的促进效应也更强；(4) 在作用机制上，双边政治关系通过双边投资协定、友好城市、国际留学生等中介机制对中国海外并购投资产生促进作用。

关键词：双边政治关系 联合国大会投票 海外并购 中国企业

中图分类号：F27 **JEL 分类号：**F11

一、引言

随着全球化的不断深入，中国“走出去”投资规模持续加快发展，资本跨国流动呈现出不断加速和扩大的趋势。2018年，中国对外国的并购总额达到941亿美元，较2017年提高23%；并购成交案例达到627次，同比增长22%。^①企业并购作为对外直接投资的一种重要形式，不仅能够为企业自身带来新动能，还能够对母国社会经济高质量发展产生积极作用（韩永辉等，2021）。现有研究认为，特定竞争优势是企业跨国并购的重要动因之一，但中国作为世界上最大的发展中国家，在制度性竞争优势方面仍有欠缺（Dunning, 1988; Egger 和 Pfaffermayr, 2004）。双边政治关系作为双边关系的发展基石，被认为是中国等发展中国家企业海外并购投资的重要保障，在中国企业海外并购中发挥着至关重要的作用。那么，双边政治关系究竟是否会对中国企业海外并购产生重要影响？双边政治关系改善能否提升中国企业海外并购成功率？中国企业应如何合理借助双边政治

^{*} 本文感谢国家自然科学基金面上项目“产业政策对参与全球价值链的影响研究：理论机制、实证识别与中国方案”（项目编号：72073037）、国家自然科学基金面上项目“产业政策对全要素生产率的影响研究：理论机制、实证识别与中国经验”（项目编号：71873041）和广东省自然科学基金项目“文化距离影响中国企业海外并购的理论机制和实证检验”（项目编号：2021A1515011814）的资助。作者感谢匿名评审专家提出的宝贵意见，文责自负。

^① 资料来源：普华永道，《2018年中国企业并购市场回顾与2019年展望》，2019年。

关系对海外并购的影响效应，在推动海外并购发展的同时提高并购成功率？为了科学严谨地回答该问题，须进行严谨的实证分析。

中国企业海外并购的兴起已受到学界的广泛关注，大量研究较为一致地认为良好的双边政治关系作为东道国制度环境的一个重要安排，有利于降低海外并购投资风险，保障并购业务正常开展，带来政治互信（Nigh, 1986；Dunning 和 Lundan, 2008；Lee, 2018）。部分研究文献从外交关系、领导人访问等维度对双边政治关系和海外并购的关系进行了分析，得到了相似的结论（Drezner, 2010；陈岩和郭文博, 2018）。针对中国样本的研究也认为，良好的双边政治关系有利于增强双边政治互信，降低投资成本和风险，从而产生显著的并购促进作用（李诗和吴超鹏, 2016；Zhang 和 Mauck, 2018）。

对双边政治关系的量化是科学研究双边政治关系效应的重点，现有文献大体上通过四种途径进行测算。第一，对一定时间范围内发生的双边外交、政治等重大事件进行评分从而量化双边关系，例如清华大学当代国际关系研究院中外关系数据库测算得出的双边关系数据。孙俊成和程凯（2020）使用该测算方法探究了国际政治关系对中国国际贸易的影响效应。第二，对中国和相关国家的伙伴外交关系等级进行评分，并将此评分作为双边关系的代理数值（邓富华等, 2018）。第三，使用中国和相关国家高层互访、互动等事件，将测算处理得到的数值代理中国和相应国家的双边关系（杨连星等, 2016；姜建刚和张建红, 2020）。第四，其他双边政治关系的测算体系。例如，阎学通和周方银（2004）在考虑国家双边关系初始值的基础上，通过确定双边关系分值标准和建立分值转换模型等方式，搭建了一个有较强借鉴意义的双边关系定量测算体系。

尽管双边政治关系影响企业跨国并购的识别策略和理论研究都具备一定的积累，但当前文献仍存在一定的不足之处。首先，过往研究的测算对象仅考虑高层互访互动、外交事件和政局变化等主要政治事件，并不具备完全的代表性。例如，Nigh（1986）所使用的政治关系指标来自 COPDAB（Conflict and Peace Data Bank）数据库，其测算方法依赖于对主要政治事件编码归类后进行主观评分；Lee（2018）则是通过并购意愿发出一年内是否存在政治选举和政党更替来识别双边政治关系的变化。上述测算方法难以将第三方的利益冲突和立场差异纳入考虑范围，从而造成量化结果有偏。其次，以往文献大多从母国的政治立场出发进行测量，虽然为本文研究提供了经验参考，但由于双边政治关系具有强烈的互动性，从母国角度测量难以全面客观地反映母国和东道国的政治互动关系和共同价值观点，进而对研究结论的可信度和有效度产生了一定影响（秦亚青, 2005）。最后，部分研究主要通过理论推导构建双边政治关系影响企业跨国并购的框架，并未进行严谨的计量实证分析（Dunning 和 Lundan, 2008）。鉴于此，本文采用现有相对真实的且有多方主体共同参与的制度平台或者活动场景，以其为载体建立双边政治关系的评价指标，以真实地反映双边政治关系的融洽程度及发展态势，对于理解中国与东道国的政治关系内涵，准确识别双边政治关系，具有重要的理论和现实意义。

本文使用联合国投票数据，能够在较好地克服以往文献中的不足时，还能准确地刻画两国之间的政治关系。与传统的单方面衡量思路和方法不同，联合国投票数据所涵盖的议题范围广，能够较好地反映双边政治关系的制度场景，具有广泛性和客观性等特点。此外，联合国投票数据反映的是一种客观的利益诉求表达，不会受到研究者或者测算者的知识、情绪和意识形态的影响。总体来说，两国的联合国会议表决投票数据越接近，代表两国的立场态度和利益诉求越接近，两国的政治关系在向良好的方向发展。与之相

反,两国的联合国会议表决投票数据差异越大,则意味着两国的政治关系发展处于较差的时期。本文以联合国会议表决投票记录为研究突破口,深入探究双边政治关系发展对中国企业对海外并购扩张的影响效应,并全面深入分析其时变模式、长远效应和影响机制。

本文具有以下边际贡献:第一,本文采用中国与东道国的联合国大会投票数据,测量双边政治倾向理想点距离,有效避免传统测量方法的主观性偏差,较为客观科学地衡量两国之间的政治关系。第二,本文从加入更多控制变量、更换双边政治关系测量方法以及对内生性进行考察等三个方面进行了较为深入、全面的稳健性检验,较之过往研究有更好的可靠性。第三,本文尝试从理论机制上厘清双边政治关系对中国企业海外并购的影响作用,识别出双边投资协定、友好城市和国际留学生三个维度的机制渠道,为增进双边政治关系对中国企业海外投资并购影响的理解提供了更加完善的补充。

二、理论框架

综观现有文献,大量研究基于东道国制度视角研究企业海外并购行为,由于制度与政治关系紧密相连,越来越多的学者开始关注双边政治关系的影响作用。本文将从理性选择制度主义理论的视角梳理双边政治关系影响企业跨国并购的机理,然后通过逻辑推演识别双边政治关系影响企业跨国并购的具体机制,同时分别从海外并购意愿和并购成败概率两个维度进一步厘清双边政治关系对中国企业海外并购的影响效应。

根据理性选择制度主义理论,经济体之间的制度性安排有利于降低经济合作的交易成本,促进经济合作发展(李向阳,2020)。本文的核心理论逻辑为,双边政治关系作为两国之间的政治制度安排,具有正式性和长期性,有助于推动两国间经济合作规则的构建与完善,尤其能够降低交易成本及相关不确定性,进而促进企业的对外并购。制度性安排的关键在于创建有序规则,使经济活动合理有序进行。对于跨国企业而言,具有不确定性的制度环境容易产生交易摩擦,不仅阻碍海外并购业务的开展,而且对并购成败具有显著影响。实际上,跨国企业在海外并购过程中,面临着较大的投资不确定性,而且要应对两国间存在或者可能出现的政治冲突风险(阎大颖,2011)。两国间的政治摩擦和冲突难以避免地加剧投资风险,提高投资不确定性。在双边政治关系发生冲突时,东道国容易将政治摩擦成本转移至境内的母国跨国企业中,通常表现为更为严格的投资管控和市场准入程序、高税收以及通过选择性的契约和法律歧视形式索取企业产权,甚至没收跨国企业资产。由此可知,东道国政治关系的改变对母国跨国企业海外并购活动的进行具有显著影响。而两国如果能够建立与形成密切的双边政治关系,则可以扩大两国的共同利益范围与边界,形成更加一致的价值取向,进而有利于各种双边经贸规则的创设,增强经贸关系的互补互利,降低经贸交往的交易成本与不确定性,从而提升企业跨国并购的可能性与成功概率。

具体地,密切的双边政治关系会通过提高政治互信、增强市场信心和改善社会舆论三个机制路径来影响中国企业的海外并购活动。第一,提高中国与相关国家的政治互信水平,可以优化中国企业海外并购的制度环境(王金波,2019)。从并购意愿的角度而言,公共利益由私人利益所构成,政治关系活动同时受到国家公共利益和私人利益所驱动,因此联合国大会投票作为两个经济体之间重要的政治外交互动活动,可以视为跨国企业的政治权力从母国向东道国扩散的过程,这个过程有利于进一步增强跨国企业的固有投资优势,促进企业海外并购意愿的提升(张建红和姜建刚,2012)。此外,联合国大

会投票这种以联合国大会作为外交平台的政治活动，所表现出两国间政治观点的相似性，在一定程度上可视为两国政治互信关系相向而行，有助于传递两国政治互信的信号，增强企业在相应国家推进海外并购的意愿。进一步地，对并购成功率而言，联合国大会投票既可以作为政治关系筹码，通过外交压力实现政治合作，又可以作为一种政治立场的认同，并以此收获经济回报，促使东道国为企业海外并购提供一系列正式或非正式的制度便利，由此提高企业并购的成功率。

第二，增强中国和相关国家双边市场主体开展投资合作的信心，可以优化中国企业海外并购的市场环境。从增强并购意愿的角度来看，良好的双边政治关系有利于降低市场投资风险，增强企业在海外市场活动的信心，对于中国企业海外并购具有积极作用。两个经济体间基于合作共赢的理念，扩大政治互动合作，在联合国大会投票中相向而行，在世界舞台中建立新型政治合作模式，传递出友好的政治合作信号，赋予母国企业和东道国企业深化合作的强力信心，进而显著提升企业海外并购的意愿（Büthe 和 Milner, 2008）。此外，基于风险最小化原则，跨国企业往往会认同和追随双边政治互动所传递出的友好信号，将联合国大会投票的政治趋同性视为良好双边政治关系的表征，进而以此为依据加速推进海外并购业务的发展，因此也会带来企业海外并购意愿的增强。从提高并购成功率的角度来看，良好的双边政治关系能够降低企业并购和随后的经营合规成本，并且能够不受政治约束地充分利用母国优势吸引和集聚更多优质市场要素，提高市场对企业并购活动的预期，促进当前并购活动的成功开展（王碧珩和肖河，2017）。

第三，改善中国和相关国家社会舆论对彼此的态度，可以优化中国企业海外并购的舆论环境。大量研究发现，社会公众舆论对一国的 FDI、OFDI 和国际贸易等有极其重要的影响（Kono, 2008；李钢和孟丽君，2019）。而企业跨国并购作为国际经贸活动中较为敏感的一种类型，时常与东道国国家安全、经济主权等相关联，更容易受到社会舆论的影响。从并购意愿的角度来看，国际政治作为公众舆论较为关心的话题之一，经常是民族主义、保护主义和保守主义舆论的发酵地（Jakobsen 和 Jakobsen, 2011）。良好的双边政治关系能够极大地改善中国企业跨国并购活动所面临的东道国舆论环境，减少并购可能诱发的舆论风险，增强中国企业海外并购的意愿。从并购成功率的视角来看，双边政治关系改善带来的民间友好舆论能够减少中国企业在海外并购中面临的审查阻力、安全担忧和社会抵制，显著提高并购的成功率。

三、模型、样本与变量

（一）模型建立

本文建立双边政治关系影响中国企业海外并购的实证模型：

$$MERC_{it} = \alpha_1 + \beta_1 PDIS_{it} + \beta_2 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $MERC_{it}$ 是中国企业在 t 年对国家 i 的企业开展并购的案例数； α_1 是常数项； $PDIS_{it}$ 是在 t 年中国和国家 i 的双边政治关系； X_{it} 为控制变量； η 是个体固定， μ 是时间效应， ε 为误差扰动项。本文已结合数据特征对解释变量和控制变量中的非虚拟变量进行了对数化处理，以减少异方差对结果的影响。

（二）变量说明

1. 被解释变量

本文采用中国企业海外并购意愿案例作为被解释变量，同时本文也关注双边政治关

系对中国企业海外并购成功案例的影响。中国企业海外并购的意愿案例数量和成功案例数量的数据来源为万得数据库（WIND）。参照 Wooldridge（2010）的经验做法，本文对被解释变量进行加 1 再对数化处理，以降低数据偏度。为了保证样本的真实有效性，本文基于以下方法（洪联英等，2015；刘青等，2017），对中国企业海外并购案例的样本进行进一步筛选：（1）中国企业总部须位于中国大陆（剔除港澳台地区）；（2）根据《上市公司行业分类指引》中的行业分类标准，剔除中国海外并购企业样本中的金融企业；（3）剔除以避税天堂为目的地的样本；（4）剔除数据缺省样本。

2. 解释变量

本文采用中国与东道国在联合国大会投票理想点距离作为双边政治关系的代理变量。联合国大会投票数据具有较强的广泛性、长期性和稳定性，可以体现政治外交活动，成为国内外学者研判两国政治关系的重要指标（Malis, 2021）。首先，本文采用 Bailey 等（2017）的经验做法，构建联合国大会投票数据理想点集，以体现一国在联合国大会投票的政治模式行为。其次，本文构建中国与东道国在联合国大会投票理想点的绝对距离作为衡量双边政治关系的代理变量，若两国的投票理想点绝对差值较大，说明两国政治关系处于摩擦冲突状态（Kastner, 2007）。最后，本文将联合国投票理想点绝对距离乘以 -1，并滞后一期以消除内生性问题，从而形成本文刻画双边政治关系的指标。该数值越大，则说明两国双边政治关系越密切。

3. 控制变量

（1）地区经济发展水平。地区经济发展水平会影响企业并购的决策，而人均 GDP 能够充分反映一个地区的经济发展水平，该数据来源于世界银行。（2）通货膨胀率。并购标的所在国的通货膨胀水平会影响企业并购过程中需要支付的资金额，因此应该对通货膨胀率这一指标加以控制，该数据来自世界银行。（3）双边汇率。和通货膨胀率的机理类似，货币汇率的变化也会对企业并购成本产生重要的影响，该数据来源于 CEPII 数据库。（4）制度质量。东道国的制度质量会显著影响跨国企业并购的成功率以及并购后的企业绩效。本文参照黄新飞等（2013）的识别策略，对 World Governance Index 六个指标加总后取平均值，以识别东道国的制度环境质量。（5）人口规模。人口规模能够反映一国的经济发展潜力，对于企业跨国并购决策也会存在重要影响，该数据来源于世界银行。（6）经济距离。母国和东道国的经济发展距离对市场寻求型的企业海外并购具有重要的影响，本文以中国与东道国人均 GDP 差值代理经济距离，该数据来源于世界银行。（7）制度距离。已有研究表明，企业倾向于在制度环境相近的国家进行投资活动，因而本文使用中国和东道国之间的制度质量差值作为制度距离变量。（8）地理距离。母国与东道国的地理距离会显著影响跨国交易成本，因此本文对此加以控制，该数据来源于 CEPII 数据库。（9）是否为发达国家。发达国家的分类标准来源于《2010 年人文发展报告》，若东道国处于发达水平赋值为 1，否则为 0。（10）是否接壤。若中国和东道国接壤则赋值为 1，否则为 0。（11）是否处于华人文化圈内。若处于华人文化圈赋值为 1，否则为 0。

四、实证分析

（一）基准回归结果

本文运用虚拟变量最小二乘法（LSDV）和固定效应模型来探究中国企业海外并购受

到双边政治关系的影响效应。双边政治关系对中国企业海外并购影响效应的回归结果如表 1 所示。双边政治关系（*PDIS*）的系数从模型 1 到模型 4 至少在 5% 的水平上均显著为正，说明中国企业海外并购受到双边政治关系明显的正向促进作用，当双边政治关系向良好发展时，中国企业海外并购效益提高。以海外并购意愿案例 LSDV 模型为例，双边政治关系（*PDIS*）系数为 0.114，在统计学意义上表现为显著；其在经济学上的解释是，中国与并购目标国双边政治关系每亲近 1 个单位，中国企业在海外的并购活动次数将提高 0.031 个标准差单位。

表 1 基准回归结果

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	海外并购意愿案例		对外并购成功案例	
	LSDV	FE	LSDV	FE
双边政治关系	0.114 *** (0.029)	0.066 ** (0.031)	0.099 *** (0.031)	0.060 ** (0.025)
制度质量	0.114 *** (0.042)	0.048 (0.063)	0.061 * (0.034)	-0.006 (0.053)
双边汇率	-0.014 ** (0.007)	-0.054 *** (0.013)	-0.007 (0.006)	-0.038 *** (0.011)
通货膨胀率	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
人口规模	0.080 *** (0.028)	0.055 ** (0.027)	0.066 *** (0.022)	0.040 * (0.022)
人均 GDP	0.031 (0.024)	-0.005 (0.038)	0.017 (0.020)	-0.016 (0.032)
制度距离	-0.028 (0.044)	-0.089 (0.056)	0.009 (0.036)	-0.034 (0.047)
经济距离	-0.030 *** (0.009)	-0.016 (0.010)	-0.015 * (0.008)	-0.000 (0.008)
地理距离	0.011 (0.065)		0.016 (0.052)	
是否接壤	0.019 (0.126)		-0.018 (0.100)	
是否华人文化圈	0.238 * (0.134)		0.185 * (0.106)	
是否为发达国家	0.383 *** (0.100)		0.252 *** (0.080)	
常数项	-38.075 *** (4.489)	-40.468 *** (5.576)	-6.738 * (3.744)	-3.820 (4.694)
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2090	2090	2090	2090
<i>R</i> ²	0.425	0.067	0.492	0.011

注：括号内为 *t* 值，*、** 和 *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平下显著；后同。

双边政治关系对中国企业海外并购的影响效应可能随时间和中国国家实力的变化而呈现出特定的趋势。本文在公式（1）中加入双边政治关系与时间趋势的交互项，以及双

边政治关系与中国 GDP 在全球 GDP 中占比的交互项，以检验这种趋势。由表 2 的模型 1 和模型 2 可知，随着时间的推移双边政治关系效应实现稳步提升。双边政治关系与中国 GDP 占比的交互项如表 2 的模型 3 和模型 4 所示，回归系数均显著为正，反映了双边政治关系对中国企业海外并购的积极作用随着中国经济影响力的不断上升而日益增强。

表 2 双边政治关系效应随时间和经济实力变化的趋势

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例
双边政治关系 × 时间趋势	0.023 *** (0.002)	0.008 *** (0.002)		
时间趋势	0.022 *** (0.002)	0.004 ** (0.002)		
双边政治关系 × GDP 占比			2.412 *** (0.256)	0.894 *** (0.218)
GDP 占比			2.325 *** (0.238)	0.469 ** (0.202)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2 090	2 090	2 090	2 090
<i>R</i> ²	0.444	0.498	0.443	0.499

2012 年，中国新一届领导集体形成，提出了深化改革开放、实现“中国梦”的伟大构想，中国参与全球治理的决心不断增强，本文据此以 2012 年为时间节点进行分样本回归（见表 3）。结果显示，双边政治关系的回归系数在 2012—2017 年有所增长，说明伴随改革开放的深化，中国对全球治理参与的意愿不断上升。在推动中国“走出去”的过程中，双边政治关系对中国企业海外并购的区位选择发挥着越来越重要的作用。

表 3 双边政治关系效应随外交政策变化的趋势

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	2006—2011 年		2012—2017 年	
	海外并购意愿案例	海外并购成功案例	海外并购意愿案例	海外并购成功案例
双边政治关系	0.126 *** (0.034)	0.111 *** (0.031)	0.189 *** (0.044)	0.145 *** (0.034)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	950	950	945	945
<i>R</i> ²	0.496	0.486	0.487	0.400

（二）稳健性分析

本文通过变换政治关系测量方式以及对内生性问题进行考察来检验基准回归结果的稳健性。

1. 变换政治关系测量方式

单纯采用联合国大会投票理想点对双边关系进行测量可能存在偏差，因而本文通过变换政治关系测量方式进行稳健性检验。考虑到国家领导人访问是两国对外交往的最高形式，领导人访问是衡量政治关系直接有效的手段之一。本文借鉴以往文献，整理中国领导人出访和外国领导人来访的数据，并进一步将中国领导人出访细分为主席出访和总理出访，以此作为衡量政治关系的代理变量，数据来源于《中国外交》统计年鉴。

实证结果如表 4 所示，可以看到无论是中国领导人出访还是外国领导人来访，均显著促进海外并购意愿和并购成功率。具体地，中国主席出访以国事访问为主，而中国总理出访以正式访问为主。从显著性来看，国事访问的并购效应略大于正式访问，这与以往的文献较为一致，验证了本文结论的稳健性。

表 4 变换政治关系测算方式

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	海外并购意愿案例				海外并购成功案例			
中国领导人出访	0.059*** (0.009)				0.040*** (0.007)			
外国领导人来访		0.050*** (0.008)				0.017*** (0.006)		
主席出访			0.176*** (0.052)				0.146*** (0.052)	
总理出访				0.034** (0.015)				0.034** (0.015)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2090	2090	2090	2090	2090	2090	2090	2090
<i>R</i> ²	0.243	0.251	0.355	0.416	0.363	0.243	0.382	0.381

2. 内生性检验

中国与东道国经济联系的日益紧密可能对政治关系产生影响，即政治关系与海外并购可能存在互为因果的问题。而且，亦可能出现不可观测的因素未纳入控制变量，从而造成遗漏变量的问题。因此，本文使用了工具变量法来检验互为因果和遗留变量等造成的内生性问题。本文选取了社会主义国家虚拟变量作为工具变量。在工具变量的选取上，一方面，中国与曾经或现在为社会主义国家的国家保持较高的传统友谊水平具有重要的政治意义，即满足了相关性假定；另一方面，理论上—国当前对外经济往来与东道国过去的政治体制并不存在明显关系。

实证结果如表 5 所示。一方面，社会主义国家性质对企业海外并购无显著影响，较大概率验证了排他性，说明选取社会主义国家虚拟变量作为工具变量具有合理性；另一方面，*F* 值达到 52.85，远超临界值 10，表明该模型不存在弱工具变量的问题，亦证明结果是稳健的。在第一阶段模型中，是否为社会主义国家虚拟变量的回归系数显著为正，说明社会主义国家与政治关系具有显著相关性，满足相关性假定。在第二阶段模型中，政治关系的回归系数均显著为正，与基准回归结果一致，验证了本文结论的稳健性。

表 5 内生性检验

	模型 1	模型 2	模型 3
	第一阶段	第二阶段	
	政治关系	海外并购意愿案例	海外并购成功案例
是否为社会主义国家	0.026 *** (0.008)		
双边政治关系		0.295 ** (0.132)	0.185 ** (0.102)
控制变量	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES
<i>N</i>	2 090	2 090	2 090
<i>R</i> ²	0.533	0.305	0.338
<i>F</i> 检验	52.85		

(三) 异质性分析

进一步地, 本文还基于并购的区位选择和并购发起企业的产权性质进行了异质性检验。

1. 基于区位选择的异质性分析

不同经济发展水平和地理区位的国家会产生异质性, 本文从此角度来验证回归结果是否稳健 (见表 6)。结果显示, 双边政治关系对 OECD 国家和非 OECD 国家均有显著的并购促进效应, 而基于似无相关模型 SUR 的检验 (SUEST 检验) 发现, 双边政治关系在 OECD 国家和非 OECD 国家样本的回归系数具有显著差异, 即政治关系在 OECD 国家中的影响效应更为强烈, 这说明中国与 OECD 国家双边政治关系的提升能够发挥更强的效应。结果还显示, 中国与亚洲国家和非亚洲国家的双边政治关系变量系数均在 5% 的水平上显著, 但 SUEST 检验未通过显著性检验, 这意味着双边政治关系对亚洲地区和非亚洲地区不存在明显的并购影响差异。这说明在总体上, 中国对双边政治关系的改善对于中国企业在全球范围内海外并购起到了显著的推动作用, 这个效应在 OECD 国家作用更强, 而在亚洲和非亚洲地区中不存在明显差异。该实证结果表明当前中国对外直接投资呈现较为突出的空间不平衡态势, 也印证了部分文献提出的中国须进一步优化国际投资合作目的地结构的研究结论 (韩永辉等, 2019)。

表 6 双边政治关系对区位选择的影响

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	OECD 国家		非 OECD 国家		亚洲国家		非亚洲国家	
	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例
双边政治关系	0.565 *** (0.117)	0.462 *** (0.107)	0.226 ** (0.114)	0.235 * (0.154)	0.136 ** (0.057)	0.098 ** (0.042)	0.046 *** (0.013)	0.029 ** (0.014)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	396	396	1 694	1 694	495	495	957	957
<i>R</i> ²	0.646	0.595	0.411	0.416	0.504	0.444	0.442	0.451
SUEST			87.42 ***		93.91 ***		1.78	1.22

2. 基于并购发起企业产权的异质性分析

本文通过区别国有企业和非国有企业来进一步分析中国企业海外并购行为的异质性。基于企业产权性质的视角，本文构建双边政治关系与国有企业并购数量和非国有企业并购数量的交互项，来检验基本回归结果的稳健性（见表7）。实证结果表明，双边政治关系系数在1%水平显著为正，而且双边政治关系与国有企业的交互项显著为正，但政治关系与非国有企业的交互项不显著，说明双边政治关系的并购促进效应主要集中于国有企业。

表7 双边政治关系对企业产权的影响

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	国有企业		非国有企业	
双边政治关系	0.113 *** (0.028)	0.122 *** (0.027)	0.101 *** (0.016)	0.102 *** (0.016)
双边政治关系 × 国有企业	0.034 *** (0.011)	0.038 *** (0.010)		
双边政治关系 × 非国有企业			0.041 (0.027)	0.040 (0.027)
国有企业	0.069 *** (0.021)	0.029 (0.021)		
非国有企业			0.028 ** (0.012)	0.024 ** (0.012)
控制变量	YES	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES	YES
个体固定	NO	YES	NO	YES
<i>N</i>	2 090	2 090	2 090	2 090
<i>R</i> ²	0.300	0.294	0.223	0.263

五、影响机制分析

双边政治关系对企业海外并购产生的影响不仅包括直接的因果效应，也包括间接的影响，例如受到双边投资协定、友好城市和留学生数量的影响。本文运用式（2）的中介实证模型来检验改善双边政治环境对中国企业海外的推动效应。首先，本文将所有变量进行中心化处理；然后检验式（2）中解释变量的回归系数，若回归参数 γ 和 λ 均显著，则说明自变量对因变量的影响存在一定的中介效应。具体而言，若双边政治关系（*PDIS*）促进了以双边投资协定、友好城市和留学生数量为代理变量的增长，且中介变量与海外并购之间有明显的正向影响，双边政治关系（*PDIS*）随着中介变量引入后影响有所降低，那么部分双边政治关系对海外并购的促进效应就是通过双边投资协定、友好城市和留学生数量渠道的中介作用所产生。本文使用*CI*表示中介变量，在不同的模型中分别代表双边投资协定、友好城市和留学生数量三个中介变量，具体模型设定为：

$$\begin{aligned}
 CI_{it} &= \alpha_2 + \gamma_1 PDIS_{it} + \gamma_2 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \\
 MERC_{it} &= \alpha_3 + \lambda_1 PDIS_{it} + \lambda_2 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \quad (2)$$

计量结果表明（见表8、表9和表10），双边投资协定所代表的正式机制安排、友好城市所代表的社会交流渠道，以及留学生所代表的文化交流渠道有效地促进了中国和东

道国的双边政治关系发展，为中国企业海外并购提供了显著且积极的中介作用。

表 8 的结果显示，由 Sobel 检验和 Bootstrap 检验（2 000 次）可知，整体而言双边投资协定的系数至少在 10% 的水平上正向显著，意味着其在双边政治关系的积极效应中具有显著的中介效应。若双边政治关系中存在政治摩擦和冲突，则跨国企业会面临较大的投资成本和不确定性。而双边投资协定为企业投资过程中可能产生的政治争端提供了相对高效的解决机制和安排，增强了企业的产权保护能力，保障了跨国企业合理投资业务的开展（杨连星等，2016）。

表 8 双边投资协定渠道

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
	双边投资 协定	海外并购 意愿案例	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例	海外并购 成功案例
双边政治关系	0. 058 *** (0. 018)	0. 146 *** (0. 033)	0. 107 *** (0. 031)	0. 127 *** (0. 027)	0. 099 *** (0. 025)
双边投资协定			0. 024 ** (0. 010)		0. 019 * (0. 011)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2 090	2 090	2 090	2 090	2 090
<i>R</i> ²	0. 313	0. 530	0. 505	0. 593	0. 516
Sobel 检验			2. 678 ***		1. 922 **
Bootstrap 检验			2. 234 **		2. 018 **

表 9 的结果显示了双边友好城市具有中介效应。友好城市作为两国间社会民间交流的非正式制度形式，能够促进民间经济交往和文化交流，在一定程度上赋予了两地间经济合作的优先待遇，提高企业间并购信息的透明度，降低投资成本和不确定性风险，带动了跨国企业海外并购业务的开展。

表 9 友好城市渠道

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
	友好城市	海外并购 意愿案例	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例	海外并购 成功案例
双边政治关系	0. 300 *** (0. 028)	0. 146 *** (0. 033)	0. 072 ** (0. 030)	0. 127 *** (0. 027)	0. 084 *** (0. 025)
友好城市			0. 227 *** (0. 020)		0. 093 *** (0. 017)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2 090	2 090	2 090	2 090	2 090
<i>R</i> ²	0. 614	0. 630	0. 606	0. 593	0. 559
Sobel 检验			2. 860 ***		1. 712 *
Bootstrap 检验			2. 022 **		1. 820 *

表 10 检验了国际留学生的中介效应。其中，囿于中国海外留学生数据的可得性，本文最终获得了涵盖了亚洲、欧洲、北美洲、大洋洲等 31 个国家和地区的中国留学生样本，数据来源于《中国留学发展报告》、各国政府留学生年鉴以及政府统计网站。研究发现国际留学生在双边政治关系推动中国企业海外并购的过程中发挥了重要的中介作用。一方面，双边政治关系通过来华留学生能够显著提升母国企业海外并购的规模。另一方面，中国企业在海外并购过程中不可避免会遇到与东道国文化差异带来的文化壁垒，而国际留学生作为中国与东道国在文化交流、教育交流方向的重要载体，不仅可以在中国传播东道国的文化，而且中国海外留学生学成归国后也可以成为中国与东道国文化沟通的纽带。国际留学生通过促进双边沟通交流、文化互动，可以降低跨国企业在并购活动过程中的信息获取成本和交流成本。

表 10 国际留学生渠道

	模型 1	模型 2	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	来华留学生	出国留学生	来华留学生		出国留学生	
			海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例	海外并购 意愿案例	海外并购 成功案例
双边政治关系	0.178 *** (0.061)	0.513 *** (0.184)	0.107 *** (0.031)	0.098 *** (0.025)	0.171 *** (0.060)	0.091 * (0.055)
来华留学生			0.045 *** (0.009)	0.014 * (0.008)	0.297 *** (0.111)	0.168 ** (0.075)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	2 090	341	2 090	2 090	341	341
R ²	0.686	0.442	0.557	0.512	0.478	0.455
Sobel 检验			2.045 **	1.953 **		2.660 ***
Bootstrap 检验			1.841 *	1.034		2.433 **

六、结论与政策建议

本文以联合国大会投票数据作为反映双边政治关系和政治关系距离的新度量，根据 2006 年至 2017 年的面板数据，考察了双边政治关系对中国海外企业并购的影响，并对其进行详细的时变效应和长期效应分析。结果表明：双边政治关系的改善，对中国企业海外并购的意愿和成功率均有显著的当期促进效应。双边政治关系的促进效应对于不同时间阶段、不同并购目的国、不同所有制企业存在异质性。分阶段来看，双边政治关系对中国企业海外并购的促进效应随着中国经济实力和参与全球经济治理意愿的上升而不断增强；分区域来看，相对于非 OECD 国家，对 OECD 国家的促进效应更强，相对于非亚洲国家，对亚洲国家的促进效应更强；分企业性质来看，相对于非国有企业，对国有企

业的促进作用更为强烈。在渠道上,双边政治关系通过双边投资协定、友好城市、国际留学生等中介机制对中国企业海外并购产生正向影响。本文研究验证了双边政治关系作为保障国家国际经贸发展的重要因素,其在中国企业海外并购过程中扮演着举足轻重的重要作用。基于上述分析,在“走出去”战略深化和“一带一路”倡议背景下,本文提出以下政策建议:

第一,密切关注双边政治关系的动态变化,以“一带一路”倡议为平台和载体,引导中国企业调整和优化海外投资并购策略,加强规避政治风险。具体而言,应鼓励企业通过双边投资协定、双边友好城市和来华留学生等渠道,深化对东道国的制度环境、投资环境和社会文化等情况的了解,降低在异域市场的信息搜索成本。此外,应加快建立完善海外投资预警机制,降低双边政治关系摩擦和冲突对企业并购活动产生的负面影响。

第二,增强双边政治关系建设对中国企业海外并购活动的保障作用,兼顾海外并购的数量规模与成效。在企业“走出去”特别是“一带一路”倡议深化过程中,需要加大对企业海外投资的引导,强化企业海外并购的风险防控体系,保障企业“走出去”的合法经济权益。

第三,建立健全双边和多边合作机制,形成系统完备的经济外交组合战略架构,推动企业更好“走出去”。加快完善企业对外投资合作机制,带动跨国企业在贸易、投资、金融等多领域合作。同时,重视对东道国人民的国际推介,以推动良好的双边政治关系在两国经济合作中发挥重要的积极作用,促进企业海外投资的发展。

参考文献:

1. 陈岩、郭文博:《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》[J],《世界经济研究》2018年第5期,第51—64页。
2. 邓富华、霍伟东、张永山:《双边政治关系与跨境贸易人民币结算——基于国际政治经济学视角的实证分析》[J],《国际贸易问题》2018年第1期,第154—163页。
3. 韩永辉、韦东明、谭锐:《“一带一路”沿线国家投资价值评估研究——基于GPCA模型的测算分析》[J],《国际经贸探索》2019年第12期,第41—56页。
4. 韩永辉、张帆、李子文:《双向FDI与雾霾空气污染:理论机制与中国经验》[J],《国际经济探索》2021年第7期,第100—112页。
5. 洪联英、陈思、韩峰:《海外并购、组织控制与投资方式选择——基于中国的经验证据》[J],《管理世界》2015年第10期,第40—53页。
6. 黄新飞、舒元、徐裕敏:《制度距离与跨国收入差距》[J],《经济研究》2013年第9期,第4—16页。
7. 姜建刚、张建红:《政治换届、国际关系与中国对外直接投资:交易成本视角》[J],《世界经济研究》2020年第7期,第33—45页。
8. 李钢、孟丽君:《舆论对国际贸易的影响:以美国进口贸易为例》[J],《世界经济》2019年第8期,第146—169页。
9. 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年第3期,第18—30页。
10. 李向阳:《“一带一路”的高质量发展与机制化建设》[J],《世界经济与政治》2020年第5期,第

51—70 页。

11. 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 年第 1 期，第 28—43 页。
12. 秦亚青：《国际关系的定量研究与事件分析方法——评〈国家双边关系的定量衡量〉》[J]，《中国社会科学》2005 年第 1 期，第 135—137 页。
13. 孙俊成、程凯：《双边政治关系、产品质量与出口行为》[J]，《世界经济研究》2020 年第 7 期，第 90—104 页。
14. 王碧珺、肖河：《哪些中国对外直接投资更容易遭受政治阻力？》[J]，《世界经济与政治》2017 年第 4 期，第 106—128 页。
15. 王金波：《双边政治关系、东道国制度质量与中国对外直接投资的区位选择——基于 2005—2017 年中国企业对外直接投资的定量研究》[J]，《当代亚太》2019 年第 3 期，第 4—28 页。
16. 阎大颖：《制度距离、国际经验与中国企业海外并购的成败问题研究》[J]，《南开经济研究》2011 年第 5 期，第 75—97 页。
17. 阎学通、周方银：《国家双边关系的定量衡量》[J]，《中国社会科学》2004 年第 6 期，第 90—103 页。
18. 杨连星、刘晓光、张杰：《双边政治关系如何影响对外直接投资——基于二元边际和投资成败视角》[J]，《中国工业经济》2016 年第 11 期，第 56—72 页。
19. 张建红、姜建刚：《双边政治关系对中国对外直接投资的影响研究》[J]，《世界经济与政治》2012 年第 12 期，第 133—155、160 页。
20. Bailey, M. A. , Strezhnev, A. , Voeten, E. , 2017, “Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data” [J], *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 61, No. 2: 430-456.
21. Büthe, T. , Milner, H. V. , 2008, “The Politics of Foreign Direct Investment into Developing Countries: Increasing FDI through International Trade Agreements?” [J], *American Journal of Political Science*, Vol. 52, No. 4: 741-762.
22. Davis, R. , 2010, “An Unrealistic Proposal: An Argument Against the Enlargement of the United Nations Security Council” [J], *International Affairs Review*, Vol. 19, No. 1: 19-38.
23. Drezner, D. W. , 2010, “Will Currency Follow the Flag?” [J], *International Relations of the Asia-Pacific*, Vol. 10, No. 3: 389-414.
24. Dunning, J. H. , Lundan, S. M. , 2008, “Institutions and the OLI Paradigm of the Multinational Enterprise” [J], *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 25, No. 4: 573-593.
25. Dunning, J. H. , 1988, “The Theory of International Production” [J], *The International Trade Journal*, Vol. 3, No. 1: 21-66.
26. Egger, P. , Pfaffermayr, M. , 2004, “The Impact of Bilateral Investment Treaties on Foreign Direct Investment” [J], *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32, No. 4: 788-804.
27. Jakobsen, J. , Jakobsen, T. G. , 2011, “Economic Nationalism and FDI: The Impact of Public Opinion on Foreign Direct Investment in Emerging Markets, 1990—2005” [J], *Society and Business Review*, Vol. 6, No. 1: 61-76.
28. Kastner, S. L. , 2007, “When Do Conflicting Political Relations Affect International Trade?” [J], *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 51, No. 4: 664-688.
29. Kono, D. Y. , 2008, “Does Public Opinion Affect Trade Policy?” [J], *Business and Politics*, Vol. 10,

No. 2; 1-19.

30. Lee, K. H. , 2018, “Cross-Border Mergers and Acquisitions amid Political Uncertainty: A Bargaining Perspective” [J], *Strategic Management Journal*, Vol. 39, No. 11: 2992-3005.
31. Malis, M. , 2021, “Conflict, Cooperation, and Delegated Diplomacy” [J], *International Organization*: 1-40.
32. Nigh, D. , 1986, “Political Events and the Foreign Direct Investment Decision: An Empirical Examination” [J], *Managerial and Decision Economics*, Vol. 7, No. 2: 99-106.
33. Wooldridge, J. M. , 2010, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (Second Edition) [M], MIT Press.
34. Zhang, W. , Mauck, N. , 2018, “Government-Affiliation, Bilateral Political Relations and Cross-Border Mergers: Evidence from China” [J], *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 51: 220-250.

Bilateral Political Relations and Overseas Mergers and Acquisitions of Chinese Firms

Han Yonghui¹, Zhang Fan¹, Wang Xianbin², Wei Dongming³

(1. Guangdong Institute for International Strategies,

Guangdong University of Foreign Studies)

(2. School of Economics, Jinan University)

(3. Institute of Industrial Economy, Jinan University)

Abstract: Bilateral political relations play a fundamental role in international economic activities, including overseas mergers and acquisitions (M&As). This paper employs the voting data of the United Nations General Assembly to form a panel across 190 countries from 2006 to 2017 and captures the effects of bilateral political relations on Chinese firms’ overseas M&As. The research results are as follows: (1) The improvement of bilateral political relations significantly promotes overseas M&As; (2) With the changes of time trend, the economic development, and the increasing engagement in global governance, the promoting effects of bilateral political relations on overseas M&As become stronger; (3) the promoting effects of bilateral political relations on overseas M&A is significant in OECD (namely, the Organization for Economic Co-operation and Development) and Asian countries, and for state-owned firms; (4) the three mechanisms of promoting the effects of bilateral political relations on overseas M&As are bilateral investment agreement, sister cities, and international students.

Keywords: bilateral political relations; voting data of the United Nations General Assembly; overseas mergers and acquisitions; Chinese firms

JEL Classification: F11