

**本科毕业设计[论文]**

**所有制对中国企业海外并购成败的影响**

**——基于产业保护与制度质量的调节效应**

院 系 管理学院财务金融系

专业班级 财务管理1801班

姓 名 廖珍妮

学 号 U201815831

指导教师 吴文莉

2022年5月27日

**学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包括任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名： 年 月 日

**学位论文版权使用授权书**

本学位论文作者完全了解学校有关保障、使用学位论文的规定，同意学校保留并向有关学位论文管理部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权省级优秀学士论文评选机构将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于 1、保密 囗 ，在 年解密后适用本授权书。

2、不保密 囗 。

（请在以上相应方框内打“√”）

作者签名： 年 月 日

导师签名： 年 月 日

# 

# 摘要

改革开放以来，我国逐渐形成了全方位对外开放的格局，企业海外并购为其市场、资源与战略资产寻求提供了良机，为我国经济增长注入了新活力。“走出去”战略提出后，我国企业海外并购进入萌芽阶段，这个阶段我国的海外并购以大规模国企为主。而2008年金融危机后，西方发达经济体市场的低迷为我国企业对外投资提供了良机，我国企业海外并购进入蓬勃发展阶段，民营企业开始活跃在海外并购浪潮中。然而对比发达国家，我国企业海外并购成功率明显更低，国有企业的并购成功率更是低于民营企业。且自2016年以来，随着一些主要经济体表现出的逆全球化趋势，我国企业海外并购量持续走低。在这样的背景下，本文从并购企业所有制、东道国产业保护、东道国制度质量三个方面分析了企业海外并购成败的影响因素。

对比以往的研究，本文试图从一个更为综合的视角探讨我国海外并购成败的影响机制。通过对国际投资理论的梳理，本文探讨了在海外并购的过程中企业所拥有的所有权优势和需要面对的外来者劣势，并综合这两方面的影响分析并购企业所有制、东道国产业保护对于企业并购成败的影响，以及这两种因素之间可能存在的交互作用；基于企业在海外并购过程中可能面临的外来者劣势，我们厘清了东道国制度质量影响并购成败的两条路径，即制度经济学的交易成本机制与组织制度理论的组织合法性，基于对这两种影响的衡量，本文分析了东道国制度对于企业所有制影响海外并购成败的调节作用。

本文采用Logit回归模型，对2008年至2020年间我国企业的499起海外并购展开了实证研究，最终的研究结果表明：并购企业的国有性质会显著降低其进行海外并购的成功率；东道国对敏感行业的产业保护会显著降低我国企业海外并购的成功率；东道国的产业保护对于国有性质影响并购成败的调节作用并不显著；高的东道国的制度质量会加强国有性质对于并购成功率的负面影响；进一步的，本文对东道国产业保护与制度质量对我国企业海外并购成败的影响进行了异质性分析，发现东道国产业保护的负面影响与其制度质量的正面影响仅在非国有企业中是显著的。

**关键词：**海外并购完成；所有制；产业保护；东道国制度质量

# **Abstract**

Since the Reform and Opening-up, China has gradually formed New Opening Pattern, and overseas M&A of enterprises has provided a good opportunity for them to seek markets, resources and strategic assets, and injected new vitality into China's economic growth. After the strategy of "going out" was proposed, overseas M&A of Chinese enterprises entered a budding stage of overseas M&A, which was dominated by large-scale state-owned enterprises. After the financial crisis in 2008, the downturn in the markets of western developed economies provided a good opportunity for Chinese enterprises to invest abroad, and the overseas M&A of Chinese enterprises entered a vigorous development stage, with private enterprises becoming active in the wave of overseas M&A.

However, compared with developed countries, the success rate of overseas M&A of Chinese enterprises is obviously lower, and this of state-owned enterprises is even lower than that of private enterprises. And since 2016, with the counter-globalization trend shown by some major economies, the volume of overseas M&A of Chinese enterprises has continued to be lower and lower. In such a context, this paper analyzes the factors influencing the completion of enterprises' overseas M&A based on the perspectives of ownership, industrial protection and institutional quantity.

Compared with previous studies, this paper tried to explore the influencing mechanism of China's overseas M&A completion from a more comprehensive perspective. Through a review of International Investment Theory, this paper discussed the ownership advantages and the liability of foreignness that enterprises need to face in the process of overseas M&A, and analyzed the impact of ownership and host country’s industrial protection on the completion of M&A, as well as the possible interaction between these two factors. Based on the liability of foreignness that firms may face in the process of overseas M&A, we clarified two paths through which the host country quality system affected M&A completion, namely, the transaction cost mechanism of Institution Economics and the organizational legitimacy of organizational system theory. Based on the measurement of these two effects, this paper analyzed the moderating effect of the host country system on the influence of corporate ownership on overseas M&A completion.

This paper used a Logit regression model to conduct an empirical study of 482 overseas M&As of Chinese firms between 2008 and 2019, and the final results showed that: The state-owned nature of the M&A firms significantly reduced their success rate in conducting overseas M&As. Industrial protection of sensitive industries in the host country significantly reduced the success rate of overseas M&As of Chinese enterprises. The moderating effect of industrial protection in the host country on the influence caused by the nature of state ownership on completion of M&A was not significant. High institutional quality of the host country enhanced the negative effect of state ownership on M&A success rate. Further, this paper analyzed the heterogeneity of the impact of host country industrial protection and institutional quality on the completion of Chinese overseas M&As and found that the negative impact of host country industrial protection and the positive impact of its institutional quality were significant only among non-state owned enterprises.

**Keywords:** Completion of Overseas M&A; State-owned Firms; Industrial Protection; Institutional Quality

**目录**

**[摘要 I](#_Toc7857)**

**[Abstract II](#_Toc6962)**

**[1 绪论 1](#_Toc27861)**

[1.1 研究背景与研究问题 1](#_Toc14311)

[1.2 研究目的与研究意义 3](#_Toc5742)

[1.3 研究方法与研究内容 4](#_Toc31894)

[1.4 研究创新 5](#_Toc16918)

**[2 文献综述 6](#_Toc21022)**

[2.1 海外并购完成的理论视角 6](#_Toc26394)

[2.2 中国企业海外并购成败的影响因素 7](#_Toc25822)

[2.3 关于企业所有制、东道国制度质量影响海外并购的研究补充 8](#_Toc20886)

[2.4 文献评述 9](#_Toc17618)

**[3 假设提出与研究设计 10](#_Toc15523)**

[3.1 假设提出 10](#_Toc10131)

[3.2 研究设计 12](#_Toc23246)

**[4 实证结果及其分析 18](#_Toc25446)**

[4.1 描述性统计分析 18](#_Toc10099)

[4.2 回归结果分析 20](#_Toc13248)

**[5 结论与展望 28](#_Toc28586)**

[5.1 研究结论 28](#_Toc6889)

[5.2 研究贡献 28](#_Toc14314)

[5.3 研究不足与展望 30](#_Toc4508)

**[致谢 31](#_Toc2967)**

**[参考文献 32](#_Toc31968)**

**[附录A Probit回归稳健性检验 36](#_Toc28171)**

**[附录B 子样本稳健性检验 39](#_Toc25449)**

**[附录C 变量替换法的稳健性检验 44](#_Toc8413)**

# 1 绪论

## 研究背景与研究问题

### 1.1.1 研究背景

自改革开放以来，我国逐渐形成了全方位对外开放的格局。1997年，江泽民同志提出要“鼓励能够发挥我国比较优势的对外投资”，2000年全国人大九届三次会议上，“走出去”战略作为四大新战略之一被正式提出。而后，在“十一五”期间以及前后，在一系列的政策指示下，“走出去”战略得以加快实施，企业积极参与经济全球化进程，对于境外投资的支持和监管制度也逐步完善。

然而随着中国特色社会主义进入新时代，国际形势的变化趋势日益复杂，党的十九大指出，要以“一带一路”建设为重点，坚持引进来和走出去并重，遵循共商共建共享原则，加强创新能力开放合作，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。

在这样的制度背景下，我国企业海外并购蓬勃发展。1984年，中银集团与华润集团联合收购了香港康力投资有限公司，开创了我国企业进行海外并购的先河，我国企业海外并购进入探索阶段，这一时期我国海外并购主要以实力雄厚的大规模央企为主力军。而2008年金融危机下欧美等西方发达国家的低迷市场为我国企业向经济发达地区的并购提供了前所未有的机遇，民营企业开始逐渐活跃在海外并购市场，我国企业海外并购经历了迅速攀升。2016年，我国企业海外并购到达了最高峰，并购金额较2015年增长超过一倍，然而2016年后，我国海外并购在数量和金额上呈现持续下滑的特点。截止2020年，我国海外并购交易量相较于2016年下滑超过80%。

图1-1 中国企业跨国并购金额[[1]](#footnote-0)

近年来海外并购的下滑，体现出国际的经济合作与竞争格局正在发生深刻变化。随着中美贸易摩擦、地缘政治局势紧张等国际形势变化，一些单边主义和贸易保护主义开始抬头，全球范围内的主要经济体对各自外资安全审查制度进行了调整，且多趋于收紧，表现出“逆全球化”趋势。例如2018年美国出台了《外国投资风险审查现代化法案》（FIRRMA），2019年欧盟出台《外国直接投资审查条例》，尤其是对于不利于“国家安全”与“国家利益”的投资。据统计，2020年各国政府对外资的限制性政策从2019年的21项增加至50项[[2]](#footnote-1)。

在国际环境日益复杂化的大趋势下，我国企业海外并购受到了新的挑战，尤其是具有一定政治立场的国有企业。国有企业作为我国先进生产力、国家综合实力和国际竞争力的代表，也是海外并购活动中的重要角色。从数量上而言，民营企业参与并购的数量远远多于国有企业，然而从规模上而言，大规模的海外并购几乎全部由国有企业完成。然而，数据表明，国有企业的并购成功率明显低于民营企业——2005 年-2014 年，国企大额海外并购的平均失败率为 18.5%，高于民企的15.4%；仅 2014 年上半年，国企的平均失败率更是高达 17.6%，超过民营企业 2 倍（朱华，2017）。

一方面是国际环境的日益复杂，一方面是海外并购金额与数量的连续下滑，我国企业出海并购之路困难重重，尤其是对国有资产的海外配置以及关键资源领域的海外并购提出了尤为严峻的考验。因此，本文试图着眼于企业所有制、东道国的产业保护与制度质量，探寻其对于我国企业海外并购的影响。

### 1.1.2 研究问题

基于以上，本文主要研究以下问题：

1. 国有身份、产业保护对企业并购成功率的影响。

对于国有企业而言，由于其国有股权的特殊性，其海外并购在符合企业利益的基础上，更需符合国家利益，往往带有经济、政治双重目的（Deng，2004），关注并购成败比研究并购完成后经济绩效表现更具有意义。因此，本研究将首先讨论国有身份对于跨国并购成败的影响。企业所有制是否会影响并购成功率呢？这种影响将表现为负向还是正向？

另外，对于涉及国家安全与国家利益的敏感行业，东道国往往会采取一定的产业保护措施，对外国直接投资进行严苛的安全审查。这种审查是否会导致此类并购更低的并购成功率呢？

2）从产业保护与东道国制度质量的角度探究影响机制的调节效应

从行业的角度而言，正如前文所述，当目标企业属于涉及关键资源的敏感行业时，往往会引起东道国政府的警惕。在这种警惕之下，东道国对于并购企业的国有性质是否会有更为敏感的反应？即产业保护对于国有性质的影响是否具有调节作用呢？

从制度质量的角度而言，具有更高制度质量的国家，一般具有更为公开透明的市场环境和更为稳定的的经济政策，从这一点而言，更高的制度质量似乎将吸引更多的外资企业进入市场。但另一方面，更高的制度质量也可能意味着更有效的政府监管与更高的安全审查力度。那么国有性质对企业并购成败的影响是否会受到东道国制度质量的调节呢？

## 1.2 研究目的与研究意义

本文的研究目的在于，回答前文所提出的问题，并基于研究结论为国内资本，尤其是国有资本的海外配置提供一定的启示，同时，对并购成败领域的相关研究形成补充。

本文的研究具有以下意义：

1. 现实意义

作为企业国际化的重要手段，海外并购对于企业快速寻求市场、资源、战略资产具有重要意义，并为我国企业带来了整的财富效应（顾露露等， 2011）。然而在一些经济体呈现出逆全球化趋势，其外国投资政策不断缩紧的背景下，我国海外并购交易量持续走低，多分布于关系国计民生的重要领域的国有企业并购成功率尤其较低。在此背景下，研究企业所有制、东道国产业保护与制度质量对于海外并购成败的影响，不但可以帮助企业，尤其是国有企业更好的理解环境因素对并购成败的影响作用，为企业管理层对于海外资产的配置提供依据。也可以有助于我国政府部门了解企业在海外并购中的瓶颈，据此制定更加行之有效的对外投资政策。

1. 理论意义

目前，理论领域对于企业海外并购的探讨多是从发达国家的角度出发，在以中国为首的新兴国家的对外投资优势与劣势的研究上仍然有空白，而对于我国企业并购领域的研究多聚焦于并购动因、并购绩效方面。关于企业所有制、制度因素对于海外并购成败的研究较少，结论也存在分歧（朱华，2017；贾镜渝等，2021；张建红等，2010；陈岩等，2018），本文将结合企业所有制、东道国的产业保护与制度质量的因素分析其对并购完成的影响，对海外并购成败相关领域的研究成果形成一定补充。

## 1.3 研究方法与研究内容

### 1.3.1 研究方法

本文使用的研究方法有：

1. 文献分析法

本文首先对国际投资理论与海外并购成败相关文献进行阅读、学习和梳理，厘清现有研究领域的理论架构，并挖掘其不足之处。在此基础之上，提出本文的研究主题和研究假设。

1. 主成分分析法

在衡量东道国制度质量时，本文采用主成分分析法的方法，对于WGI指数中衡量制度质量的六个维度指标进行降维，得到可以用以衡量制度质量的综合指标，避免多重共线性的问题。

1. 实证研究法

本文将建立以并购成败为因变量的Logit回归模型，检验并购企业国有性质、东道国产业保护对我国企业海外并购的影响，然后通过引入交乘项，分别验证东道国产业保护与其制度质量对于国有性质影响并购成败的调节效应，进一步的，分析这两种因素对于不同所有制企业并购成败影响的异质性，最后对于相应的回归结果进行稳健性检验。本文的并购数据将主要通过汤姆森并购数据库（SDC数据库），在完成样本筛选后，运用STATA对数据进行多元回归分析。

### 1.3.2 研究内容

本文的具体研究内容分为以下四个部分：

第1章：绪论。该部分主要阐述研究背景、研究问题、以及研究目的和意义。并对于研究方法、研究思路做了简单介绍。

第2章：文献综述。该部分主要对相关的学术研究领域成果进行了梳理和总结，挖掘现有研究的空缺或不足，阐述本研究的理论意义。我们首先梳理出对于我国企业海外并购成败研究的理论视角以及现有研究的影响因素。然后，聚焦于本文的主要影响因素，即国有性质和制度质量对于海外并购的影响。作为东道国产业保护的影响作用并未在这一部分进行单独总结，原因在于关于涉及东道国产业保护的敏感行业对并购成败的直接影响结论基本统一，而对于其作为调节效应的研究则较少，因此不在此单独讨论。

第3章：假设提出与研究设计。基于第2章中所梳理的文献进行理论分析，本文提出了四条理论假设；接下来该章节介绍了数据来源，并详细分析的样本特征；最后，该章节阐明了变量定义并基于假设完成了模型构建。

第4章：实证结果及分析。这一章节对样本进行Logit回归分析，首先对4条假设一一进行了检验，结果表明H1，H2，H4假设得到了实证结果的支持，而假设H3则并未得到证实，该章节对这一结果的原因进行了分析。进一步的，该章节分析了东道国产业保护与制度质量的影响在不同所有制企业的异质性。

第5章：结论与展望。这一章节对全文的研究结论进行总结，并且基于研究结论提出了对与实践领域的建议，总结对理论领域的贡献，最后，针对研究过程和结果，分析了本研究存在的不足之处，为未来相关领域的进一步探讨提供参考。

## 1.4 研究创新

对比以往研究，本文的创新之处在于：

1. 理论分析视角全面：第一，本文基于国际投资理论，通过分析外来者劣势和所有权优势，对国有身份影响并购完成的影响机制进行了具体分析；第二，本文综合考量了基于制度经济学的视角和组织合法性的视角，分析了制度影响并购成败在不同所有制企业的异质性；
2. 样本选取窗口较新：本研究所选取的时间窗口为从金融危机以来海外并购蓬勃发展的2008年到2020年，时间窗口相对以往研究而言较新，因此更加具有时效性。

# 2 文献综述

对于海外并购的研究可以划分为两个阶段进行，一个是前并购阶段，一个是并购后阶段。在前并购阶段，主要关注的是企业并购的成败，在后并购阶段，主要关注的是并购后企业的绩效表现。本文关注我国企业海外并购的前并购阶段。

## 2.1 海外并购完成的理论视角

1）外来者劣势与所有权优势

从垄断优势理论（Hymer，1960)出发，当企业在海外进行经营活动时，相对于本土企业而言，跨国公司必须支付额外的经济成本，即“海外经营成本”。Zaheer（1995）在此基础上，提出了“外来者劣势”的概念，指企业在国际化进程中，由于对东道国环境的不熟悉，而需要支付的包括经济成本在内的各种额外成本；这些劣势表示为——空间距离劣势、信息不互通劣势、来自东道国歧视的劣势、海外子公司为与母国环境要求保持一致的劣势。在新兴经济体跨国企业国际化过程中，将面临显著的外来者劣势（杜晓君等，2015）。

所有权优势来自于国际生产折衷理论（Dunning，1981），是指跨国企业拥有的东道国本土企业所没有的资产或其它经济优势，这直接决定了跨国企业进行对外投资的能力（逄增辉,2004)，跨国企业只有在具备足够所有权优势的的条件下才能抵消外来者劣势的存在，在东道国市场站稳脚跟。

2）组织学习视角下的并购成败

从组织学习的视角出发，当暴露在新的复杂环境下时，组织会对现有的信念产生怀疑（Crossan等，1999），进而通过学习的方式获取新的组织信念，并且这种信念会在训练中不断加强（Nelson，1985），这个过程称为经验学习过程。从这一理论出发，海外并购是企业学习东道国本土知识、以及学习如何制定适当的并购策略的良机，因此，海外并购经验将降低不熟悉危害，缓解并购企业的外来者劣势（杜晓君等，2015），并且经验本身也可以作为并购企业的一种无形资产而增加其所有权优势（阎大颖，2011）。

3）制度视角下的并购成败

从制度经济学的角度出发，制度决定企业的交易成本（Meyer，1977），制度是指“为社会行为提供稳定性和意义的规制性、规范性和认知性结构和活动”，制度的存在将降低人类活动的不确定性（North，1990）。若将企业海外并购视为一项交易，则高的东道国的质量制度将使得企业信息搜寻的成本降低，并购过程的不确定性程度降低（Zhang等，2011），缓解了海外并购中信息不互通的外来者劣势。若将母国制度也纳入考虑范围内，则母国与东道国之间的制度距离将提高并购的额外成本，进而使得并购更容易失败（Dikova等，2010）。

而从组织制度理论的角度出发，组织合法性是指“在某一包含规范、价值观、信仰和定义的社会建构系统中，对一个实体的行为是令人满意的、合适的或恰当的一种普遍性感知”（Suchman，1995）。当企业进行海外并购时，其市场准入的条件之一是要获得东道国的合法性承认（Kostova等，1999），而是否满足这一标准则主要来源于东道国的利益相关者对其的接受与认可度，这些利益相关者包括政府、企业、消费者等角色。

## 2.2 中国企业海外并购成败的影响因素

在当前研究领域，不少学者对于中国企业海外并购成败的影响因素进行了研究，经过梳理，这些影响因素可分为宏观的国家环境、微观的企业属性与交易特点。

1）海外并购成败的宏观影响因素

宏观影响因素主要是从母国与东道国的环境因素来考量并购成败的影响因素。从单一的东道国环境而言，研究认为东道国的制度质量、而制度风险将直接或间接影响并购成功率（张建红等，2010；陈岩等，2018），温日光（2015）基于风险观念发现东道国的风险规避程度越高，并购完成率越低。

从母国与东道国双方环境出发，在两国差异方面，研究发现正式制度距离、地理距离、文化距离将降低企业并购成功率（阎大颖，2011；贾镜渝等，2015；李诗等，2016），而基于跳板理论的知识距离则能提高并购成功率（贾镜渝等，2016)；在两国关系方面，良好的经济关系、政治关系都将正向促进并购的完成（张建红等，2010；李诗等，2016；韩永辉等，2021）。

2）海外并购成败的微观影响因素

从双方企业身份来看，张建红等（2010）发现并购企业的子公司身份会提高并购成功率、国有身份则会降低并购成功率，而目标企业的国有身份和子公司身份都会降低并购成功率。

从目标企业所属行业来看，研究表明，由于东道国的产业保护，涉及政治敏感资源的行业内，并购成功率将会降低（张建红等，2010；Zhang等，2011；李诗等，2016）；从双方企业的行业关系来看，由于企业结构的相似性，相关行业的并购成功率将会提高（Peng等，2010）。

从企业的并购经验而言，其对海外并购成败的影响尚未达成一致结论，张建红等（2010）认为成功经验将提高海外并购成功率，而贾镜渝等（2015)认为经验与跨国并购成功率呈正 U 型关系，随后（2021）又提出对于不同所有制的企业在不同经验所触发的学习行为上具有异质性。

从交易层面来看，张建红等（2010）发现专业顾问的聘用对收购的顺利推进有明显的积极作用，而收购比例对收购的完成没有显著的影响。

## 2.3 关于企业所有制、东道国制度质量影响海外并购的研究补充

1）企业所有制与海外并购

除了主流文献所述的市场、资源、战略资产寻求等动机（Deng，2004；Boateng等，2008；陶攀，2014；王弘书等，2021），中国国有企业的海外并购还有可能是出于加强与某些经济体联系的目的（Deng，2004），因此其在并购溢价（江乾坤等，2015；孙淑伟等，2017；孙翔宇等，2019）、并购后绩效（顾露露等，2011；闫雪琴等，2016；Zhang等，2018）上的表现往往不如民营企业。

在并购成败层面，研究领域认为，由于国有企业可能具有的政治动机、本身决策的低市场化程度、更高的不透明度等种种因素，将使得国有企业比民营企业具有更低的并购成功率（杨波等，2016；Li等，2019），原因在于其可能导致的合法性问题（Li等，2017；贾镜渝等，2021）。但也有学者经过研究发现，国有企业的海外业务开展可以从本国获得更多的资金和政策支持（Li等，2016），具有更高的所有权优势，因此所有制对于企业并购成功率的削弱只在个案中有效（朱华，2017）。

2）东道国制度质量与海外并购

当前研究领域对于东道国制度质量的研究主要集中在我国企业对外直接投资的区位选择上。多名学者的研究表明，我国企业在进行对外直接投资时更加倾向于选择优于我国宏观“制度禀赋”的国家，东道国的政治稳定、政府效率、监管质量、法治水平和腐败控制能力都对中国对外直接投资的区位选择有着正向作用（祁春凌等，2013；王晓颖，2018；王金波，2019；张夏等，2020），原因在于质量制度较高的国家通常拥有更为公开透明的交易和营商环境，可以降低不确定性。然而，王丽丽（2018）则指出，政治风险对于中国企业对外直接投资没有显著影响。也有许多学者从异质性的角度出发，认为部分企业的对外直接投资具有制度风险偏好特征，如王金波（2019）通过对“一带一路”沿线我国企业并购事件的实证分析发现，我国企业表现出风险偏好特征；而蒋冠宏等（2021）指出，东道国的质量制度对中国资源寻求型OFDI有负面影响。进一步的，宋利芳等（2018）的研究表明，国有企业在对外直接投资上表现出风险偏好特征，原因在于风险与自然资源之间存在替代效应。

而从并购成败出发对东道国制度质量影响的研究并不多。张建红等（2010）指出，东道国制度质量对于企业跨国并购成功率并不存在显著的直接影响，但对于产业保护和收购经验对企业并购成败的影响具有负向调节作用；也有研究指出，中国企业在东道国的并购、投资成功率与制度质量（朱华，2017；瞿霞等，2022）呈正相关，与制度风险呈负相关（陈岩等，2018）。

## 2.4 文献评述

总的来说，企业跨国并购成败理论较为完善，但一方面国外研究多是从成熟完备的资本主义市场出发，对于中国市场等新兴市场的研究相对薄弱。另一方面，国内现有研究中，从并购动因、经济后果等角度出发的研究较多，关注并购成败的研究相对较少。而在各项研究中，对企业所有制的影响作用上，有研究认为国有性质对于企业并购成功率具有显著的负向影响，也有研究表明这种影响并不显著；而从产业保护将降低企业并购成功率的角度出发，对于东道国产业保护影响企业并购成败的研究结论相对一致，本文将在此基础上进一步关注产业保护对于企业所有制影响并购成败的调节作用；在制度质量方面，现有研究主要集中在制度质量对于对外直接投资的区位选择上，对于其影响并购成败的关注较少。基于此，本文的研究结论将对理论研究领域形成一定的补充。

# 3 假设提出与研究设计

## 3.1 假设提出

### 3.1.1 企业所有制、东道国产业保护与海外并购成败

1）企业所有制

从数据上来看，国有企业的海外并购成功率低于民营企业，这一点似乎是无可争议的。但我国国有企业多布置于关键行业领域，出于国家利益的考虑，东道国对于来自关键行业领域的海外并购一般会有更为严苛的安全审查（孙淑伟等，2017）。因此，国有性质这一因素本身对于企业并购成败的影响还需进一步探讨。

从外来者劣势的角度来看，由于我国特殊的经济所有制形式，一方面，国有企业本身的信息不透明性（Wang等，2008），使得其在进行海外并购时国有企业将面临更大的信息不互通劣势，另一方面，国有性质意味着与政府更为紧密的关联，这一属性可能会引起东道国权力机构对其政治目的的警惕，同时国有企业的决策往往体现出一定的非市场性（杨波等，2016），这也可能引起目标企业的排斥与对于其经济效益实现的怀疑，这些都将增加来自东道国歧视的劣势，由于国有属性所引起的这些歧视也可以称之为东道国对其合法性的怀疑。

从所有权优势的角度出发，国有企业作为母国政府的代理人，往往会得到更多的政策、经济资源倾斜（Li等，2016），例如更容易获取的、更低的融资利率。这些所有权优势将弥补国有企业在并购过程中的外来者劣势，进而提高并购成功率。当然，由于国有企业的“主场优势”主要在国内（臧成伟等，2020），这种作用机制的影响相对于其“外来者劣势”而言可能是有限的，因此提出假设：

**假设H1：当并购企业为国有企业时，具有更低的海外并购成功率。**

2）东道国产业保护

在各个经济体对外国直接投资的安全审查机制中，常常会对涉及敏感行业的并购采取一定的产业保护措施（孙淑伟等，2017）。敏感行业是指一定程度上将影响国家利益或国家安全的行业，这些行业主要是涉及能源、矿产或其它稀缺资源，以及重要基础设施和关键科学技术的行业。在我国企业的海外并购进程中，有许多由于东道国安全审查而夭折的案例（王东光，2016），例如2005年中国海洋石油有限公司收购美国雪佛龙公司，2013年三一重工收购美国国俄勒冈州的风力发电项目等。因此，如果目标并购企业属于敏感行业，将会引起东道国更加严格的安全审查，这种安全审查可能会导致更低的并购成功率。由此，提出假设：

**假设H2：当目标企业为敏感行业时，企业具有更低的海外并购成功率。**

### 3.1.2 东道国的产业保护与制度质量对国有性质影响的调节效应

1）东道国产业保护

如前文所述，当被并购企业属于敏感行业时，将可能引起东道国的严苛安全审查。在东道国权力部门的安全审查机制下，敏感行业内由企业国有身份造成的外来者劣势可能会比非敏感行业内更为明显，即：

**假设H3: 东道国的产业保护将会加强国有性质对于海外并购成败的负面影响。**

2）东道国制度质量

一方面，从制度经济学的角度出发，制度的存在将降低企业活动的不确定性（North，1990），则高的质量制度水平意味着更高的政治稳定性、更清晰完善的法律法规、更公开透明的市场运营环境，有利于并购企业在并购过程中对于东道国的收购程序和环境进行更为到位的尽职调查（张建红，2010；贾镜渝等，2021），即可以降低并购方降低信息不互通的外来者劣势。

另一方面，在前并购阶段，从合法性的角度而言，对于我国的国有企业，由于其特殊的所有制形式，其可能会受到来自东道国政府的歧视而造成合法性的问题（Li等，2017），而更高的制度质量意味着东道国政府更高的监管效率和更强有力的法律法规约束力，加之在各国的安全审查中，“国家安全”的概念界定模糊，增加了审查机构的自由裁量权（葛顺奇等，2019），此时完备的制度可能为出于政治目的的投资保护主义提供合法借口（朱华，2017），即增加来自东道国歧视的劣势。

综上，前并购阶段，东道国的制度质量对于合法性问题不突出非国有企业将主要体现为正面影响，而对合法性问题突出的国有企业则是一把“双刃剑”。因此，在东道国制度质量高的国家，由于国有性质而带来的企业并购成败差异将进一步扩大。因此提出假设：

**假设H4：高的东道国制度质量将会加强国有性质对于海外并购成败的负面影响。**

## **3.2 研究设计**

### 3.2.1 样本与数据

1）样本选择

本文所使用的与海外并购相关数据来源于汤姆森并购数据库（SDC）的合并与收购板块，截取2008年至2020年为时间窗口，指定并购方国家为中国，被并购方为其它国家，排除资本重组、回购、收购剩余股权、分拆等交易类型以及被归类为“谣言”或交易状态待定的交易。根据其它学者（杨波，2016；贾镜渝，2021）研究的通常做法，本文还进行了以下处理：剔除收购方为投资团体或个人的事件；剔除在中国香港、中国澳门、及避税天堂（英属维尔京群岛、百慕大、开曼群岛）的交易与特殊目的收购（借壳上市）的交易；剔除交易后控股权在50%以下的交易。

经过删除重复值、缺失值后，最终得到样本为499条，其中国有企业并购139例，非国有企业并购360例；被并购方为敏感行业的并购74例，被并购方为非敏感行业的并购425例。

1. 样本特征

图3-1为样本年度特征，从样本的年度特征来看，海外并购事件呈先上升后下降的趋势。从2015年开始呈现爆发式增长，在2016年达到最高峰为79件，此后逐年递减。符合我国海外并购总体趋势发展，证明样本较为具有代表性。

图3-1 样本的年度分布特征图

表3-1、表3-2分别为样本分布的国家和大洲特征。从样本的地区分布特征来看，企业海外并购遍及62个不同的国家，其中国有企业遍及45个国家，非国有企业遍及49个国家。我国企业海外并购最多的大洲是欧洲，国有企业海外并购最多的国家是澳大利亚、加拿大、美国等，而非国有企业并购最多的国家是美国、澳大利亚、德国等。可以发现，无论是国有企业还是非国有企业，都倾向于并购欧美等经济发达地区企业，其次则是亚洲邻近地区企业。国有企业对于澳大利亚的并购尤其多，原因可能在于国有企业多资源型企业，而澳大利亚具有丰富的矿产资源，这与下文的行业分布特征是一致的。

经过统计发现，国有企业在发展中国家的并购占比为27.9%，而非国有企业在发展中国家并购占比为13.6%，因此相对于非国有企业，国有企业在不发达经济体的并购倾向更为明显。

表3-1 样本的国家分布特征

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 总体 | | |  | 国企 | | |  | 非国企 | | |
| 国家 | 计数 | 比例 |  | 国家 | 计数 | 比例 |  | 国家 | 计数 | 比例 |
| 美国 | 101 | 20.2% |  | 澳大利亚 | 23 | 16.5% |  | 美国 | 89 | 24.7% |
| 澳大利亚 | 45 | 9.0% |  | 加拿大 | 20 | 14.4% |  | 德国 | 31 | 8.6% |
| 德国 | 38 | 7.6% |  | 美国 | 12 | 8.6% |  | 意大利 | 25 | 6.9% |
| 加拿大 | 34 | 6.8% |  | 德国 | 7 | 5.0% |  | 英国 | 24 | 6.7% |
| 意大利 | 30 | 6.0% |  | 巴西 | 5 | 3.6% |  | 澳大利亚 | 22 | 6.1% |
| 英国 | 29 | 5.8% |  | 西班牙 | 5 | 3.6% |  | 新加坡 | 21 | 5.8% |
| 新加坡 | 23 | 4.6% |  | 意大利 | 5 | 3.6% |  | 日本 | 17 | 4.7% |
| 日本 | 21 | 4.2% |  | 英国 | 5 | 3.6% |  | 加拿大 | 14 | 3.9% |
| 法国 | 12 | 2.4% |  | 南非 | 4 | 2.9% |  | 韩国 | 10 | 2.8% |
| 韩国 | 11 | 2.2% |  | 日本 | 4 | 2.9% |  | 法国 | 9 | 2.5% |
| 荷兰 | 9 | 1.8% |  | 法国 | 3 | 2.2% |  | 马来西亚 | 7 | 1.9% |
| 其它 | 146 | 29.3% |  | 其它 | 46 | 33.1% |  | 其它 | 91 | 25.3% |
| 总计 | 499 | 100% |  | 总计 | 139 | 100% |  | 总计 | 360 | 100% |

表3-2 样本的各洲分布特征

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 总体 | | |  | 国企 | | |  | 非国企 | | |
| 大洲 | 计数 | 比例 |  | 大洲 | 计数 | 比例 |  | 大洲 | 计数 | 比例 |
| 欧洲 | 172 | 34.5% |  | 欧洲 | 43 | 30.9% |  | 欧洲 | 129 | 35.8% |
| 北美洲 | 135 | 27.1% |  | 北美洲 | 32 | 23.0% |  | 北美洲 | 103 | 28.6% |
| 亚洲 | 103 | 20.6% |  | 大洋洲 | 25 | 18.0% |  | 亚洲 | 84 | 23.3% |
| 大洋洲 | 53 | 10.6% |  | 亚洲 | 19 | 13.7% |  | 大洋洲 | 28 | 7.8% |
| 南美洲 | 19 | 3.8% |  | 南美洲 | 11 | 7.9% |  | 南美洲 | 8 | 2.2% |
| 非洲 | 17 | 3.4% |  | 非洲 | 9 | 6.5% |  | 非洲 | 8 | 2.2% |
| 总计 | 499 | 104% |  | 总计 | 139 | 100% |  | 总计 | 360 | 100.0% |

表3-3为样本的行业分布特征，从样本的行业特征来看，企业对于工业、矿产与材料行业、高科技行业的企业海外并购相对较多，其中国有企业尤其集中于矿产与材料行业，非国有企业尤其集中于高科技行业。

表3-3 样本的行业分布特征

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 总体 | | |  | 国企 | | |  | 非国企 | | |
| 行业 | 计数 | 比例 |  | 行业 | 计数 | 比例 |  | 行业 | 计数 | 比例 |
| 工业 | 104 | 21.6% |  | 矿产与材料行业 | 44 | 33.3% |  | 工业 | 77 | 22.0% |
| 矿产与材料行业 | 90 | 18.7% |  | 工业 | 27 | 20.5% |  | 高科技行业 | 75 | 21.4% |
| 高科技行业 | 90 | 18.7% |  | 消费品与零售业 | 17 | 12.9% |  | 矿产与材料行业 | 46 | 13.1% |
| 消费品与零售业 | 55 | 11.4% |  | 高科技行业 | 15 | 11.4% |  | 消费品与零售业 | 38 | 10.9% |
| 医疗保健行业 | 39 | 8.1% |  | 能源和电力 | 13 | 9.8% |  | 医疗保健行业 | 35 | 10.0% |
| 金融业 | 36 | 7.5% |  | 金融业 | 9 | 6.8% |  | 金融业 | 27 | 7.7% |
| 服务业 | 33 | 6.8% |  | 服务业 | 6 | 4.5% |  | 服务业 | 27 | 7.7% |
| 能源和电力行业 | 32 | 6.6% |  | 医疗保健行业 | 4 | 3.0% |  | 能源和电力行业 | 19 | 5.4% |
| 房地产行业 | 11 | 2.3% |  | 媒体和娱乐行业 | 2 | 1.5% |  | 房地产行业 | 9 | 2.6% |
| 媒体和娱乐行业 | 9 | 1.9% |  | 房地产行业 | 2 | 1.5% |  | 媒体和娱乐行业 | 7 | 2.0% |
| 总计 | 499 | 100% |  | 总计 | 139 | 100% |  | 总计 | 360 | 100% |

### 3.2.2 变量定义

1）被解释变量

本文的被解释变量为并购是否完成Completed，为虚拟变量，并购完成标记为1，并购失败标记为0。

2）解释变量与调节变量

是否为国有企业State\_Owned，作为本文的主要解释变量，若一个企业的实际控制人为中国政府的任何一级，则视为是国有企业，标记为1，否则标记为0。

被并购方是否属于敏感行业Sensitivity，作为本文的另一个解释变量，并同时作为一个调节变量。当被并购企业属于敏感行业时，我们认为该并购可能会引起东道国的产业保护。根据SDC数据库中对行业的划分，将涉及敏感资源的企业（能源、矿业）、以及涉及关键核心技术的科技型企业（如半导体行业）划分为敏感行业。

所属东道国制度质量Institution，本文的另一个调节变量。根据以前学者研究（朱华，2017；陈岩等，2018），本文以世界银行发布的WGI（全球治理指数）来衡量东道国的制度质量。WGI指数包括以下六个维度：government effectiveness（政府效率）、voice and accountability（民主自由权利）、regulatory quality(监管质量)、control of corruption（腐败监管）、political stability and absence of violence(稳定指数)。为了综合考量东道国各方面制度环境并避免产生多重共线性问题，本文使用主成分分析法将以上六个治理维度降维成一个综合指标Institution，用以衡量东道国的制度质量，得分越高则表示制度质量越高。

3）控制变量

通过阅读以往文献，本文选取的控制变量有：相关行业（Related），上市并购方（Pubic），并购方顾问（A\_Advisor），目标方顾问（T\_Advisor），并购友好态度（Friendly），竞购者（Challenge），投资协定（Bit），文化距离（Culture\_Distance）。

本文所有变量的汇总如表3-4。

表3-4 变量解释表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量名 | 变量属性 | 变量含义 | 数据来源 |
| Completed | 被解释变量 | 并购成败 | 汤姆森并购数据库 |
| State\_Owned | 解释变量 | 并购企业是否为国有企业 | CSMAR数据库，企查查网站手动整理 |
| Sensitivity | 解释变量/调节变量 | 目标企业是否为涉及产业保护的敏感行业企业 | 汤姆森并购数据库 |
| Institution | 调节变量 | 东道国质量制度指数 | 世界银行WGI指数，计算所得 |
| Related | 控制变量 | 并购企业和目标企业是否属于相关行业 | 汤姆森并购数据库 |
| Pubic | 控制变量 | 并购企业是否是上市公司 | 汤姆森并购数据库 |
| A\_Advisor | 控制变量 | 并购企业顾问顾问数量，包括财务顾问和法律顾问 | 汤姆森并购数据库 |
| T\_Advisor | 控制变量 | 目标企业顾问顾问数量，包括财务顾问和法律顾问 | 汤姆森并购数据库 |
| Friendly | 控制变量 | 目标企业对并购是否持友好态度 | 汤姆森并购数据库 |
| Challenge | 控制变量 | 并购是否存在竞购者 | 汤姆森并购数据库 |
| Bit | 控制变量 | 中国与东道国是否签订双边投资协定，用来衡量双方经济关系 | 中国商务部网站 |
| Cul\_Distance | 控制变量 | 中国与东道国的文化距离 | Hofstede文化指数 |
| Yeart | 控制变量 | 并购是否在t年发生，用于控制年份的固定效应 | 汤姆森并购数据库 |

### 3.2.3 模型设定

由于本文的解释变量是一个虚拟变量，因此采用Logit回归模型进行建模，并控制年份的固定效应，其基准模型可表示如下：

  (3-1)

基准模型将用于验证国有性质、东道国产业保护对于并购完成的影响，即用于验证假设H1与假设H2。在这个基础上，为了验证东道国产业保护、东道国制度质量对于国有性质影响并购成败的调节效应，因此在基准模型的基础上加入交乘项，得到拓展模型，用于验证假设H3与假设H4：

  (3-2)

# 4 实证结果及其分析

## 4.1 描述性统计分析

对样本的描述性统计结果如下表4-1所示。在样本的499起并购事件中，我们看到，从并购结果来看，有86.4%的并购事件并购成功，即并购失败率在13.6%。从产权属性来看，有27.9%的海外并购由国有企业发起。从目标企业所属行业来看，约有14.8%的海外并购标的企业属于为敏感行业。

另外，通过对企业所有制分组发现，在国有企业样本中，失败率在21.5%，而非国有企业组失败率在10.5%，即国有企业的并购失败率的确高于非国有企业；而通过对目标企业所属行业分组则发现，标的为敏感行业的并购失败率高达31%，而非敏感行业并购失败率为10.5%，即涉及敏感行业的并购失败率的确高于非敏感行业。

表4-1 变量描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | N | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| Completed | 499 | 0.864 | .343 | 0 | 1 |
| State Owned | 499 | 0.279 | .449 | 0 | 1 |
| Sensitivity | 499 | 0.148 | .356 | 0 | 1 |
| Institution | 499 | 0 | 2.031 | -7.151 | 2.367 |
| Related | 499 | 0.537 | .499 | 0 | 1 |
| Public | 499 | 0.417 | .494 | 0 | 1 |
| A advisor | 499 | 0.778 | 1.059 | 0 | 7 |
| T advisor | 499 | 0.731 | 1.279 | 0 | 8 |
| Friendly | 499 | 0.96 | .196 | 0 | 1 |
| Challenged | 499 | 0.038 | .192 | 0 | 1 |
| Bit | 499 | 0.689 | .463 | 0 | 1 |
| Cul distance | 499 | 3.084 | 1.197 | .571 | 6.478 |
| Year | 499 | 2014.595 | 3.234 | 2008 | 2020 |

相关系数统计表如下表4-2所示，Completed 与 Stata\_Owned 在1%的显著性水平上呈负相关，这佐证了假设H1，Completed 与 Sensitivity 在1%的显著性水平上呈现负相关，这佐证了假设H2。调节变量 Institution 与Completed之间没有显著的相关关系，但不排除 Institution 对于 State\_Owned 的调节效应。另外，初步发现T\_Advisor、Friendly、Challenge、Cul\_distance与Completed之间分别存在显著的负相关、正相关、负相关、负相关关系。

表4-2 相关系数表

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | State\_Owned | Sensitivity | Institution | Related | Public | A\_advisor | T\_advisor | Friendly | Challenged | Bit | Cul\_distance | Year |
| Completed | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| State\_Owned | -0.144\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Sensitivity | -0.212\*\*\* | 0.181\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Institution | -0.016 | -0.095\*\* | 0.129\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Related | 0.03 | 0.129\*\*\* | 0.014 | -0.027 | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Public | -0.067 | -0.099\*\* | -0.078\* | -0.014 | 0.068 | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
| A\_advisor | -0.006 | 0.122\*\*\* | 0.226\*\*\* | 0.133\*\*\* | 0.021 | -0.014 | 1 |  |  |  |  |  |  |
| T\_advisor | -0.166\*\*\* | 0.183\*\*\* | 0.295\*\*\* | 0.163\*\*\* | 0.069 | -0.090\*\* | 0.557\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |
| Friendly | 0.246\*\*\* | -0.078\* | -0.231\*\*\* | -0.079\* | 0.036 | -0.034 | -0.091\*\* | -0.131\*\*\* | 1 |  |  |  |  |
| Challenged | -0.318\*\*\* | 0.087\* | 0.212\*\*\* | 0.092\*\* | 0.017 | -0.041 | 0.111\*\* | 0.271\*\*\* | -0.226\*\*\* | 1 |  |  |  |
| Bit | 0.011 | 0.05 | -0.025 | 0.055 | 0.028 | -0.003 | -0.084\* | -0.111\*\* | 0.017 | -0.025 | 1 |  |  |
| Cul\_distance | -0.098\*\* | 0.053 | 0.153\*\*\* | 0.394\*\*\* | -0.007 | -0.075\* | 0.096\*\* | 0.155\*\*\* | -0.126\*\*\* | 0.146\*\*\* | -0.304\*\*\* | 1 |  |
| Year | 0.091\*\* | -0.177\*\*\* | -0.152\*\*\* | 0.014 | -0.059 | 0.098\*\* | -0.100\*\* | -0.117\*\*\* | 0.114\*\* | -0.089\*\* | 0.07 | -0.023 | 1 |

注：\* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

我们注意到，一些解释变量以及控制变量之间存在显著的相关关系，因此我们对模型进行共线性诊断，结果如表4-3所示。所有变量的VIF值都远小于5，因此可以排除多重共线性问题。

表4-3 共线性诊断

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量 | VIF | 1/VIF |
| T\_advisor | 1.65 | 0.604373 |
| A\_advisor | 1.48 | 0.677396 |
| Cul\_distance | 1.41 | 0.707145 |
| Institution | 1.3 | 0.767674 |
| Sensitivity | 1.21 | 0.829528 |
| Bit | 1.19 | 0.842566 |
| Challenged | 1.15 | 0.867902 |
| State\_Owned | 1.14 | 0.877582 |
| Friendly | 1.12 | 0.894981 |
| Year | 1.08 | 0.929064 |
| Public | 1.04 | 0.957244 |
| Related | 1.03 | 0.966733 |
| Mean VIF | 1.23 |  |

## 4.2 **回归结果分析**

由于本文的解释变量为虚拟变量，采用logit回归模型对假设进行检验，检验结果如下。

### 4.2.1 主效应检验

根据公式（3-1），在这一部分我们进行主效应的检验，得到4组回归检验的结果，如表4-4所示。其中，I为只含有控制变量的基础模型，II、III在基础模型上分别加入了解释变量国有属性（State\_owned）、敏感行业（Sensitivity），以检验假设H1、H2。而IV则同时包含了国有属性（State\_owned）与敏感行业（Sensitivity）两个解释变量，以再次检验H1、H2。

我们可以看到，四组回归结果中的p值都小于0.001，即模型都是显著的，II、III的拟合优度R2高于模型1，IV的R2高于II、III，两个主要解释变量的加入可以优化模型。

在II中，国有属性（State\_Owned）的系数为-0.786，且在5%的水平下显著，因此证明国有属性对于企业的海外并购具有显著的负面影响，假设H1得证。在III中，敏感行业（Sensitivity）的系数为-1.062，在1%的水平下显著，因此证明目标企业属于敏感行业时会降低企业海外并购成功率，假设H2得证。

表4-4 基于（3-1）的主效应回归检验

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | | |
|  | I | II | III | IV |
| State\_Owned |  | -0.786\*\* |  | -0.725\*\* |
|  |  | (0.342) |  | (0.348) |
| Sensitivity |  |  | -1.062\*\*\* | -1.003\*\* |
|  |  |  | (0.388) | (0.393) |
| Institution | 0.078 | 0.045 | 0.092 | 0.064 |
|  | (0.077) | (0.079) | (0.078) | (0.080) |
| Related | 0.334 | 0.472 | 0.343 | 0.466 |
|  | (0.304) | (0.314) | (0.307) | (0.316) |
| Public | -0.752\*\* | -0.851\*\*\* | -0.792\*\* | -0.876\*\*\* |
|  | (0.310) | (0.318) | (0.313) | (0.320) |
| A\_advisor | 0.465\*\* | 0.488\*\* | 0.513\*\* | 0.545\*\*\* |
|  | (0.196) | (0.199) | (0.202) | (0.205) |
| T\_advisor | -0.407\*\*\* | -0.369\*\*\* | -0.349\*\* | -0.322\*\* |
|  | (0.134) | (0.137) | (0.139) | (0.141) |
| Friendly | 2.147\*\*\* | 2.127\*\*\* | 1.917\*\*\* | 1.929\*\*\* |
|  | (0.609) | (0.612) | (0.632) | (0.633) |
| Challenged | -2.515\*\*\* | -2.611\*\*\* | -2.443\*\*\* | -2.527\*\*\* |
|  | (0.630) | (0.647) | (0.635) | (0.653) |
| Bit | -0.130 | -0.023 | -0.057 | 0.037 |
|  | (0.341) | (0.344) | (0.344) | (0.346) |
| Cul\_distance | -0.142 | -0.120 | -0.116 | -0.099 |
|  | (0.144) | (0.145) | (0.147) | (0.148) |
| \_cons | 1.290 | 1.642 | 1.552 | 1.819 |
|  | (1.251) | (1.291) | (1.294) | (1.324) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 499 | 499 | 499 | 499 |
| P | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| R2 | 0.1920 | 0.2050 | 0.2097 | 0.2204 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01

在IV中，两个变量的系数依然为负数，显著性在5%的水平下得以保持，再次验证了假设H1与假设H2，这项结果也证明，国有企业的并购成功率低于非国有企业，是所有制本身带来的结果，而不是因为其目标企业属于敏感行业。

### 4.2.2 调节效应检验

根据公式（3-2），这一部分我们进行调节效应的检验，得到两组回归结果如表4-5所示。在主效应检验模型的基础上，I、II分别加入了敏感行业（Sensitivity）与国有性质（State\_Owned）的交乘项、制度质量（Institution）与国有性质（State\_Owned）的交乘项。

对于I，交乘项State\_Owned×Sensitivity的系数是一个正数，且并不显著，因此假设H3并未得到验证。即当企业并购目标为敏感行业时，并没有使得国有性质对于企业并购成功率负向影响比当目标企业为非敏感行业时更加强烈。其原因可能在于，目标企业在敏感行业内的并购已经引起了东道国安全审查的警惕性，这与并购企业的国有性质所导致的审查机构对其合法性的质疑具有一定的替代效应，因此在对敏感行业中不同所有制导致的并购成功率差异反而并不比非敏感行业中的差异明显，当然这一猜测还有待进一步研究。

对于II，关注到交乘项State\_Owned×Institution系数为-0.334，且在5%的显著性水平下显著，假设H4得证，即东道国制度质量越高，国有性质对企业并购成败的负面影响越大。

另外，值得注意的是，在II中，我们发现原本在其它模型中并不显著的调节变量制度质量（Institution）系数在5%的置信度下变得显著了起来，且系数为正，在本回归中，该系数的含义可以简单理解为，当企业为非国有企业时，东道国质量制度将正向影响并购成功率。据此，我们推断，东道国制度质量对于不同所有制的企业海外并购成败的影响可能具有异质性。这一点我们也将在下一部分做进一步讨论。

表4-5 基于（3-2）的调节效应回归检验

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Completed | |
|  | I | II |
| State\_Owned×Sensitivity | 0.576 |  |
|  | (0.740) |  |
| State\_Owned×Institution |  | -0.334\*\* |
|  |  | (0.144) |
| State\_Owned | -0.862\*\* | -0.811\*\* |
|  | (0.388) | (0.352) |
| Sensitivity | -1.242\*\* | -0.929\*\* |
|  | (0.491) | (0.400) |
| Institution | 0.057 | 0.208\*\* |
|  | (0.080) | (0.096) |
| Related | 0.446 | 0.435 |
|  | (0.318) | (0.318) |
| Public | -0.883\*\*\* | -0.968\*\*\* |
|  | (0.320) | (0.327) |
| A\_advisor | 0.514\*\* | 0.576\*\*\* |
|  | (0.206) | (0.213) |
| T\_advisor | -0.319\*\* | -0.326\*\* |
|  | (0.140) | (0.145) |
| Friendly | 1.952\*\*\* | 1.963\*\*\* |
|  | (0.636) | (0.642) |
| Challenged | -2.552\*\*\* | -2.614\*\*\* |
|  | (0.654) | (0.666) |
| Bit | 0.042 | 0.140 |
|  | (0.347) | (0.355) |
| Cul\_distance | -0.094 | -0.093 |
|  | (0.149) | (0.152) |
| \_cons | 1.860 | 1.773 |
|  | (1.319) | (1.354) |
| Year Dummy | Yes | Yes |
| N | 499 | 499 |
| P | 0.0000 | 0.0000 |
| R2 | 0.2219 | 0.2346 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.0

### 4.2.3 异质性分析

在这一部分，在调节效应的基础上，我们对不同所有制企业并购成功率的影响因素做进一步分析，对此我们进一步构建了以目标企业是否为敏感行业、东道国制度质量为解释变量的Logit回归模型，同样控制年份的固定效应，并进行了分组回归，一组为国有企业组，一组为非国有企业组。模型的控制变量保持不变，以敏感行业（Sensitivity）、东道国制度质量（Institution）作为解释变量，此时我们的模型可以表示为：

 (4-1)

Logit回归后得到结果如表4-6所示。

对于全样本组，模型在1%的置信水平下显著，目标企业属于敏感行业（Sensitivity）时对于企业并购成功率仍然呈显著的负面影响，系数为-1.062。东道国质量制度（Institution）系数为0.090，为一个很小的正数且并不显著，证明总体而言，东道国制度质量对企业海外并购成功率没有显著影响，这与张建红等（2010）的研究结论一致，原因可能是制度质量对于企业海外并购成败的两种相反作用（基于制度经济学的正面作用与基于组织合法性的负面作用）相互抵消。

从产业保护的角度来看，在非国有企业组中，我们看到目标企业属于敏感行业时，其系数未-1.262，在5%的置信度下显著，即其并购成功率显著降低。而在国有企业组中，目标企业属于敏感行业时，系数是-0.428，为负数但并不显著，即产业保护对于国有企业不存在显著的负面影响，我们推测其原因可能在于东道国权力机构对国有企业的合法性质疑与其对并购敏感行业引起的警惕性所造成的并购成功率降低具有一定的替代效应，这也印证了上一小节中，国有性质与敏感行业的交互效应并不显著。

从东道国制度质量的角度来看，对于非国有企业组，我们看到，整体模型显著性很强，控制变量显著性变化不大，而制度质量（Institution）的系数为0.231，在5%的置信度下显著，可证明高的东道国制度质量对于非国有企业的并购成功率具有显著的正面影响，这验证了上一部分的推断。然而对于国有企业组，整体模型在1%的置信度下显著，而控制变量显著性不高，这可能是受到样本量不足的影响。虽然此时质量制度（Institution）系数并不显著，但其是一个负数。

表4-6 基于（4-1）的异质性分组回归检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | |
|  | 全样本组 | 国企组 | 非国企组 |
| Sensitivity | -1.062\*\*\* | -0.428 | -1.262\*\* |
|  | (0.388) | (0.731) | (0.512) |
| Institution | 0.092 | -0.189 | 0.231\*\* |
|  | (0.078) | (0.144) | (0.108) |
| Related | 0.343 | -0.461 | 0.912\*\* |
|  | (0.307) | (0.586) | (0.454) |
| Public | -0.792\*\* | -1.314\*\* | -1.070\*\* |
|  | (0.313) | (0.650) | (0.440) |
| A\_advisor | 0.513\*\* | 0.652\* | 0.443 |
|  | (0.202) | (0.371) | (0.293) |
| T\_advisor | -0.349\*\* | -0.064 | -0.454\*\* |
|  | (0.139) | (0.216) | (0.223) |
| Friendly | 1.917\*\*\* | 1.967 | 2.571\*\*\* |
|  | (0.632) | (1.282) | (0.817) |
| Challenged | -2.443\*\*\* | -1.974 | -3.603\*\*\* |
|  | (0.635) | (1.208) | (0.933) |
| Bit | -0.057 | 0.089 | 0.261 |
|  | (0.344) | (0.686) | (0.490) |
| Cul\_distance | -0.116 | -0.410 | 0.112 |
|  | (0.147) | (0.289) | (0.202) |
| \_cons | 1.552 | 1.470 | 0.060 |
|  | (1.294) | (2.020) | (1.472) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes |
| N | 499 | 132 | 325 |
| P | 0.0000 | 0.0066 | 0.0000 |
| R2 | 0.2097 | 0.2859 | 0.2581 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.0

由此，我们验证了东道国制度质量对于企业海外并购成败的两条影响路径，一是由于其制度环境的稳定、透明可以降低其信息不互通的外来者劣势，例如更便利的尽职调查，因此对于非国有企业而言，高的制度质量表现出了促进并购成功的正面作用，然而对于国有企业而言，高的制度质量带来的政府监管高效也可能使得其更难满足东道国的合法性要求，这抵消了其正面作用的影响，使得高的东道国制度质量对于国有企业的并购成败反而呈现一定程度上的抑制效果。

一般而言，发达国家相对于发展中国家拥有更为完备的制度环境，这一点也可以解释前文所述的国有企业与非国有企业在不同发达程度国家的并购倾向的差距。

### 4.2.4 稳健性检验

为了验证本文研究结果的稳健性，并参考以往学者的做法（朱华，2017），我们采取三种措施对前文的研究结果进行稳健性检验：

1. 建立Probit模型

Probit模型和Logit模型都是离散型的常用模型，其主要区别在于Probit模型假设模型的随机扰动项服从正太分布；而Logit模型假设对应的随机扰动项假定服从Logistic分布。为保证对前文研究中Logit模型回归结果的稳健性，本文对主效应、调节效应、异质性都进行Probit建模和假设检验，结果显示与Logit模型的回归结果一致，具体回归结果件附录A。

1. 子样本回归法

①基于非敏感行业的子样本

对于国有企业海外并购成功率更低的原因，一种常见的猜想是，国有企业多分布在关键资源领域，因此其并购目标一般也是较为敏感的行业，即本文所说的可能会引起东道国产业保护的行业。为了排除这种影响，而证实国有身份本身的合法性问题会引起东道国的警惕，我们选择目标为非敏感行业的并购子样本进行回归分析，证明我们前文结论的稳健性，具体回归结果见附录B表B-1。

有一点值得注意的是，在这个子样本中，东道国制度质量对于国有企业的负面影响变得显著了起来，这证明在非敏感行业内，东道国制度质量对于国有企业的基于组织合法性的负面影响尤为强烈，这与我们推测国有性质带来的合法性质疑与敏感行业引起的安全审查警惕性具有一定的替代效应在一定程度上是一致的。

②分时间段的子样本

自2008年以来，我国企业海外并购呈先上升后下降的趋势，其最高峰于2016年达到。因此，本文按照海外并购的发展趋势将样本划分为两个时间段，一段为上升阶段，即2008年到2016年，回归结果见附录B的表B-2，另一段为下滑阶段，即2017年到2020年，回归结果见附录B的表B-3，我们看到，两个子样本都能验证我们前文的研究结论是稳健的。

1. 变量替换法

对于制度质量，我们还可以采用二分类变量是否为发达国家（Developed）进行衡量，因为一般认为，相比于发展中国家，发达国家的制度质量更高，制度环境更加公开、透明。此时回归结果同样与前文研究结果一致，具体结果见附录C的表C-1。

# 5 结论与展望

本章将对本文的研究结论进行进一步的总结和梳理，并基于研究结论，提出对于国有企业海外并购的实践建议，并概括本文对于学术领域可能存在的研究贡献。最后，也分析了本研究存在的不足之处，以供相关领域的后续研究作为参考。

5.1 研究结论

首先，本文研究结果表明，国有性质确实将导致企业更低的海外并购成功率，而目标企业为东道国敏感行业的并购也更容易遭遇失败。而后，本文从调节效应的角度出发进一步分析国有性质的影响，一是在敏感行业内，国有性质的这种负面影响并未比在非敏感行业中更为突出，二是在东道国制度质量更高的国家，国有性质的这种负面影响显著强于制度质量低的国家。最后，作为补充，本文进行了进一步的异质性分析发现，相对于国有企业，产业保护对于非国有企业的负面影响更加显著；而在东道国制度质量的影响上，高的东道国制度质量对于非国有企业的海外并购表现为显著的促进作用，对于国有企业影响为负面但并不显著。

## **5.2 研究贡献**

### 5.2.1 实践价值

1）对于企业的启示

对于国有企业而言，相较于非国有企业，其国有性质确实使得其在海外并购的过程中降低了并购成功几率，究其原因，一方面在于国有企业的信息不透明性带来的信息不互通的外来者劣势，另一方面在于其政治关联性导致其“合法性”可能会受到东道国权力机构与目标企业的怀疑。

第一，国有企业要优化治理结构，提升企业运营效率，并做好信息公开提高企业自身的信息透明性，降低其信息不互通的外来者劣势；第二，要采取积极主动的措施，详尽了解、调查东道国的制度和市场环境，降低并购过程的不确定性，充分发挥东道国高质量制度的优势，扬长避短；第三，在并购策略的选择上，国有企业可以多采用子公司或者低股权的方式进行并购。

2）对于政府的启示

对于政府层面，由于国有企业的海外并购可能受到更大的阻力，因此应该完善我国企业对外投资的支持和监管制度中对民营企业的扶持，鼓励民营企业进行海外战略性投资，例如对于进行海外并购的民营企业，给予更低的融资利率、税负减免、再保险补贴等。

### 5.2.2 研究贡献

本文的研究贡献可能有以下几点：

1. 对企业所有制影响海外并购成败的研究结论做了进一步确定

现有研究对于国有性质影响并购成败的的结论并未统一，一方面是“国有”属性带来的资源、政策倾斜等所有权优势，另一方面则是国有性质所引起的被并购企业与东道国的警惕。本文的研究结论证实，在并不属于国有企业“主场优势”的海外环境下，所有权优势是有限的，而在合法性视角下所带来外来者劣势更为突出，因此会降低国有企业的海外并购成功率。

1. 对产业保护影响海外并购成败的研究形成了进一步补充

现有研究一致认为，当目标企业属于敏感行业时，海外并购成功率会有所降低，但考虑这一属性对于国有性质调节作用的研究不多。朱华（2017）的研究中提到，在资源和科技行业，国有属性对于海外并购的负面影响将更加明显。而本文的研究则表明这种调节作用并不显著，且系数与其相反。在异质性的分析中，根式发现敏感行业对于国有企业的海外并购负面影响不如非国有企业显著，因此证明相关领域的研究还有待进一步深入探讨。

3）对于制度质量影响海外并购成败的研究形成了进一步补充

以往研究在制度质量领域，主要关注的是对外直接投资实施前的区位选择，现有研究认为，企业在进行海外并购时，更加青睐高制度质量东道国的稳定政策、健全法规、透明市场所带来的低风险，但这一影响可能具有异质性，国有企业的海外并购由于种种原因往往体现出风险偏好性（瞿霞等，2022；王丽丽，2018），有学者从资源禀赋的替代效应解释了这一现象（宋利芳等，2018）。而本文从并购成败的角度，研究发现对于国有企业而言，在高制度质量的国家会带来对其“合法性”更为严苛的审查而降低其并购成功率，这可能也是导致国有企业在海外并购中表现出“制度风险偏好”的原因之一。

另外，本文在进一步研究中发现了制度质量影响并购成败在不同所有制企业间的异质性，这也可能是导致现有研究领域研究对于制度质量影响并购成败结论不一致的原因之一。

## 5.3 **研究不足与展望**

本文的研究依然存在一定不足。

1. 样本量有待进一步扩充。例如在产业保护对于海外并购成败的影响层面，本文提出了猜测，相对于敏感行业，国有企业在非敏感行业内对于海外并购成败可能具有不弱（甚至更强）的负面影响，在回归结果中这一调节效应并不显著，可能与样本数量不足有关，同样的，在后面的分组回归中，国有企业组的样本量较少，模型整体显著性、各变量显著性相对较弱，这也可能与样本数量的不足有关，并且由于对年份固定效应的控制，STATA更是剔除了一部分在某年度该组别中未发生并购失败的数据。
2. 在分析企业所有制对于海外并购成败的影响时，本文虽然证实国有属性将降低并购成功概率，总体而言即所有权优势小于外来者劣势，但并未将这两种作用分开衡量纳入模型中进行分析，在所有权优势上，一方面，国有企业更多的经济与政策资源倾斜可能会增强其所有权优势，另一方面国有企业的非市场性与一定的低效性可能会削弱其所有权优势，因此在未来的研究中，可以探寻企业所有权优势与合法性问题带来的外来者劣势的定量指标，进一步探讨其对于国有企业海外并购成败的研究。
3. 制度质量是一个宏观层面的影响因素，而国有企业海外并购所受到的宏观影响除了东道国本身的制度质量，还有双边关系。我们知道，制度质量较高的国家主要为欧美发达经济体，近些年，随着中美贸易战争的摩擦加剧，以美国为首的西方世界对于我国的快速崛起表现出一定的抵制倾向，因此高制度质量的东道国对于我国国有企业海外并购的严苛审查，除了受到高效政府监管与严明法律体系本身的阻力之外，还可能包括以“质疑合法性”为借口的经济抵制。而本文仅以“是否签订了双边投资协定”考量了双边经济关系，而这一指标并不能很好的衡量实际的双边关系，尤其是对于双边正是关系，因此对于双边关系和制度质量对我国企业出海并购的影响还有待进一步的梳理和分析。

# 致谢

毕业论文的撰写到这里就要接近尾声，而此时，本科阶段的学习生涯也即将告一段落。这四年也如同毕业设计一样，屡屡遇到难题，又拼着劲儿逐个解决。

回首望去，感慨万千，思绪满怀。

感谢我的毕业设计指导老师吴文莉老师，在论文的写作阶段始终给予我方向上的指引。也感谢吴老师在我前路迷茫时的帮助，以及对我的学业与职业规划给出点拨，您是一位温柔又负责任的老师。

感谢我的父母，待我始终以无条件的包容和支持，让我勇于做自己想做的事而无后顾之忧，时光易逝，看到你们身上留下岁月的痕迹，希望以后能常伴左右。也感谢我亲爱的弟弟，看到你天真可爱的样子，总让我感到世界的简单和美好，在你身上我也仿若看到了来时路。

感谢欣欣，四年来我们彼此相伴，勇敢成长，虽然身不在一处，心却常相系，我的任何喜悦与烦恼都与你诉说，都被你理解。感谢岚岚，在我惰懒时总能把我提溜起来，赖床时是与你的赌约使我奋然起身学习，尽管我们只能隔着大洋视频相见。

感谢我的室友娜娜、睿睿、倩倩，这四年朝夕相处，早已习惯事事有你们相伴。423宿舍总是充斥着我们的欢声笑语，熬夜苦读的夜晚，转头也总能看到另一盏亮着的灯。

感谢fufu和小袁同学，课内小组作业，课外三人团建，和你们抱团的日子很开心也很温暖。

“将有一天你会遇见美好的一切，

值得珍惜无数擦肩无数相见，花开与花落。”

感恩所有的遇见，也感恩勇敢面对所有遇见的自己，我将永远好奇、善良、热血。

# 参考文献

1. Boateng A, Qian W, Tianle Y. Cross-border M&As by Chinese Firms: An Analysis of Strategic Motives and Performance. Thunderbird International Business Review, 2008, (50): 259-270.
2. Crossan M M, Lane H W, White R E. An organizational leaming fiamework: From intuition to institution[J].Academy of Management Review, 1999, 24(3): 522-537.
3. Deng P. Outward investment by Chinese MNCs: Motivations and implications[J]. Business Horizons, 2004, 47(3): 8-16.
4. Dikova D, Sahib P R, Van Witteloostuijn A. 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, 2010, 41 (2): 223-245.
5. Dunning J H. International Production and the Multinational Enterprises，Allen & Unwin. 1981.
6. Hymer S H. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Investment[M]. Cambridge, MA: MIT Press, 1976.
7. Kostova T K, Zaheer S. Organizational legitimacy under conditions of complexity. The case of the multinational enterprise[J]. The Academy of Management Review,1999,24(1):64-81.
8. 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.
9. Li J, Li P, Wang B. The liability of opaqueness: State ownership and the likelihood of deal completion in international acquisitions by Chinese firms[J]. Strategic Management . 2019; 40: 303– 327.
10. Li J, Xia J, Lin Z. Cross-border acquisitions by state-owned firms: How do legitimacy concerns affect the completion and duration of their acquisitions? [J]. Strategic Management. 2017, 38: 1915-1934.
11. Meyer J W, Rowan B. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. American Journal of Sociology, 1977, 82(2): 340-363.
12. Nelson R R. An evolutionary theory of economic change[M]. Boston: Harvard University Press. 1985.
13. North D C. Institutions, Institutional Change, and Economic Performance. Cambridge: New York: Cambridge University Press, 1990.
14. Peng M W, Sun S L, Pinkham B. The institution-based view as a third leg for a strategy tripod[J].Academy of Management Perspectives, 2009, 23(3): 63-81.
15. Suchman M C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches[J]. The Academy of Management Review, 1995, 20(3): 571-610.
16. Wang Q, Wong T J, Xia L. State ownership, the institutional environment, and auditor choice: Evidence from China[J], Journal of Accounting and Economics, 2008, 46(7): 112-134
17. Zaheer S. Overcoming the Liability of Foreignness[J]. Academy of Management Journal, 1995, 38(2): 341-363.
18. Zhang W, Nathan M. Government-affiliation, bilateral political relations and cross-border mergers: Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2018, 51 : 220-250.
19. 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,(05):51-64+136.
20. 杜晓君,杨勃,任晴阳.基于扎根理论的中国企业克服外来者劣势的边界跨越策略研究[J].管理科学,2015,28(02):12-26.
21. 葛顺奇,林乐,陈江滢.中国企业跨国并购与东道国安全审查新制度[J].国际贸易,2019(10):49-57.DOI:10.14114/j.cnki.itrade.2019.10.008.
22. 顾露露,Robert Reed.中国企业海外并购失败了吗?[J].经济研究, 2011, 46(07): 116-129.
23. 韩永辉,张帆,王贤彬,韦东明.双边政治关系与中国企业海外并购[J].经济科学, 2021,(05):37-51.
24. 贾镜渝,李文,郭斌.经验是如何影响中国企业跨国并购成败的——基于地理距离与政府角色的视角[J].国际贸易问题,2015,(10):87-97.
25. 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.
26. 贾镜渝,孟妍.经验学习、制度质量与国有企业海外并购[J/OL].南开管理评论, 2021:1-23.
27. 江乾坤,杨琛如.中国企业海外并购溢价决策影响因素实证分析[J].技术经济, 2015,34(05):104-111.
28. 蒋冠宏,蒋殿春.中国对发展中国家的投资——东道国制度重要吗?[J].管理世界,2012,(11):45-56.
29. 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
30. 逄增辉.国际直接投资理论的发展与演变[J].经济评论, 2004,(01):119-124.
31. 祁春凌,邹超.东道国制度质量、制度距离与中国的对外直接投资区位[J].当代财经,2013,(07):100-110.
32. 瞿霞,李然,李文兴.东道国法律制度对中国企业OFDI进入东道国的影响研究——基于中国上市公司微观数据的实证分析[J].宏观经济研究, 2022, (02): 27-41+136.
33. 宋利芳,武睆.东道国风险、自然资源与国有企业对外直接投资[J].国际贸易问题,2018,(03):149-162.
34. 孙淑伟,何贤杰,赵瑞光,牛建军.中国企业海外并购溢价研究[J].南开管理评论,2017,20(03):77-89
35. 孙翔宇,孙谦,胡双凯.中国企业海外并购溢价的影响因素[J].国际贸易问题, 2019,(06):145-159.
36. 陶攀. 中国企业跨境并购的动因及影响研究[D].对外经济贸易大学,2014.
37. 王东光.国家安全审查:政治法律化与法律政治化[J].中外法学, 2016, 28(05): 1289-1313.
38. 王弘书,周绍杰,施新伟,胡鞍钢.地方国有企业海外并购中战略资产寻求动机的实证研究[J].管理学报,2021,18(03):343-352.
39. 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,(03):4-28+157.
40. 王丽丽.中国对外直接投资是风险规避还是风险偏好[J].金融经济学研究, 2018, 33(06): 117-126.
41. 王晓颖.东道国自然资源禀赋、制度禀赋与中国对ASEAN直接投资[J].世界经济研究,2018,(08):123-134+137.
42. 温日光.风险观念、并购溢价与并购完成率[J].金融研究,2015,(08):191-206.
43. 闫雪琴,孙晓杰.企业政治关联与跨国并购绩效——基于中国并购方数据[J].经济与管理研究,2016,37(01):119-127.
44. 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,(05):75-97.
45. 杨波,张佳琦,吴晨.企业所有制能否影响中国企业海外并购的成败[J].国际贸易问题,2016,(07):97-108.
46. 臧成伟,蒋殿春.“主场优势”与国有企业海外并购倾向[J].世界经济, 2020, 43(06):52-76.
47. 张建红,卫新江,海柯·艾伯斯.决定中国企业海外收购成败的因素分析[J].管理世界,2010(03):97-107.
48. 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.
49. 张夏,汪亚楠.东道国制度环境、企业异质性与中国对外直接投资[J].财贸研究,2020,31(12):1-18.
50. 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.

# 附录A Probit回归稳健性检验

表A-1 主效应Probit回归稳健性回归检验

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | | |
|  | I | II | III | IV |
| State\_Owned |  | -0.414\*\* |  | -0.391\*\* |
|  |  | (0.185) |  | (0.188) |
| Sensitivity |  |  | -0.578\*\*\* | -0.554\*\* |
|  |  |  | (0.215) | (0.217) |
| Institution | 0.050 | 0.037 | 0.055 | 0.043 |
|  | (0.041) | (0.042) | (0.042) | (0.042) |
| Related | 0.152 | 0.226 | 0.173 | 0.244 |
|  | (0.161) | (0.166) | (0.163) | (0.168) |
| Public | -0.415\*\* | -0.457\*\*\* | -0.435\*\*\* | -0.476\*\*\* |
|  | (0.166) | (0.170) | (0.168) | (0.172) |
| A\_advisor | 0.244\*\* | 0.254\*\* | 0.278\*\*\* | 0.292\*\*\* |
|  | (0.101) | (0.102) | (0.105) | (0.105) |
| T\_advisor | -0.227\*\*\* | -0.211\*\*\* | -0.199\*\*\* | -0.189\*\* |
|  | (0.075) | (0.075) | (0.077) | (0.077) |
| Friendly | 1.260\*\*\* | 1.240\*\*\* | 1.108\*\*\* | 1.104\*\*\* |
|  | (0.345) | (0.348) | (0.353) | (0.356) |
| Challenged | -1.474\*\*\* | -1.508\*\*\* | -1.414\*\*\* | -1.443\*\*\* |
|  | (0.366) | (0.369) | (0.367) | (0.370) |
| Bit | -0.050 | 0.010 | -0.032 | 0.023 |
|  | (0.183) | (0.186) | (0.185) | (0.188) |
| Cul\_distance | -0.081 | -0.063 | -0.071 | -0.054 |
|  | (0.078) | (0.079) | (0.079) | (0.080) |
| \_cons | 0.747 | 0.912 | 0.920 | 1.054 |
|  | (0.685) | (0.709) | (0.702) | (0.723) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 499 | 499 | 499 | 499 |
| P | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| R2 | 0.1954 | 0.2079 | 0.2131 | 0.2239 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

表A-2 调节效应与异质性Probit回归稳健性回归检验

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | | | |
|  | 调节效应 | | 异质性 | | |
|  | 国有性质  ×  敏感行业 | 国有性质  ×  制度质量 | 全样本组 | 国有企业组 | 非国有企业组 |
| State\_Owned×Sensitivity | 0.359 |  |  |  |  |
|  | (0.408) |  |  |  |  |
| State\_Owned×Institution |  | -0.191\*\* |  |  |  |
|  |  | (0.079) |  |  |  |
| State\_Owned | -0.472\*\* | -0.440\*\* |  |  |  |
|  | (0.209) | (0.191) |  |  |  |
| Sensitivity | -0.697\*\*\* | -0.510\*\* | -0.578\*\*\* | -0.313 | -0.731\*\* |
|  | (0.269) | (0.221) | (0.215) | (0.389) | (0.287) |
| Institution | 0.040 | 0.117\*\* | 0.055 | -0.099 | 0.131\*\* |
|  | (0.043) | (0.052) | (0.042) | (0.081) | (0.058) |
| Related | 0.240 | 0.237 | 0.173 | -0.223 | 0.475\*\* |
|  | (0.169) | (0.170) | (0.163) | (0.325) | (0.233) |
| Public | -0.485\*\*\* | -0.532\*\*\* | -0.435\*\*\* | -0.746\*\* | -0.586\*\* |
|  | (0.173) | (0.176) | (0.168) | (0.364) | (0.235) |
| A\_advisor | 0.278\*\*\* | 0.302\*\*\* | 0.278\*\*\* | 0.346\* | 0.241 |
|  | (0.106) | (0.107) | (0.105) | (0.198) | (0.152) |
| T\_advisor | -0.190\*\* | -0.191\*\* | -0.199\*\*\* | -0.029 | -0.249\*\* |
|  | (0.077) | (0.078) | (0.077) | (0.127) | (0.120) |
| Friendly | 1.122\*\*\* | 1.129\*\*\* | 1.108\*\*\* | 1.092 | 1.486\*\*\* |
|  | (0.356) | (0.357) | (0.353) | (0.708) | (0.469) |
| Challenged | -1.468\*\*\* | -1.485\*\*\* | -1.414\*\*\* | -1.169\* | -2.094\*\*\* |
|  | (0.374) | (0.376) | (0.367) | (0.683) | (0.545) |
| Bit | 0.020 | 0.099 | -0.032 | 0.062 | 0.188 |
|  | (0.188) | (0.194) | (0.185) | (0.388) | (0.264) |
| Cul\_distance | -0.051 | -0.044 | -0.071 | -0.229 | 0.072 |
|  | (0.080) | (0.082) | (0.079) | (0.163) | (0.110) |
| \_cons | 1.081 | 0.945 | 0.920 | 0.883 | -0.027 |
|  | (0.722) | (0.723) | (0.702) | (1.166) | (0.818) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 表A-2 调节效应与异质性Probit回归稳健性回归检验（续前表） | | | | | |
| N | 499 | 499 | 499 | 132 | 325 |
| P | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0063 | 0.0000 |
| R2 | 0.2258 | 0.2392 | 0.2131 | 0.2869 | 0.2673 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

# 附录B 子样本稳健性检验

表B-1 基于非敏感行业子样本的稳健性回归检验

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | | |
|  | 主效应 | 调节效应 | 异质性 | |
|  | 国有性质 | 国有性质  ×制度质量 | 国企分组 | 非国企分组 |
| State\_Owned×Institution |  | -0.409\*\* |  |  |
|  |  | (0.173) |  |  |
| State\_Owned | -1.011\*\* | -1.221\*\*\* |  |  |
|  | (0.413) | (0.423) |  |  |
| Institution | 0.028 | 0.205\* | -0.392\* | 0.240\* |
|  | (0.089) | (0.109) | (0.206) | (0.124) |
| Related | 0.783\*\* | 0.682\* | -0.911 | 1.495\*\* |
|  | (0.388) | (0.395) | (0.870) | (0.588) |
| Public | -1.029\*\*\* | -1.197\*\*\* | -1.991\*\* | -1.596\*\*\* |
|  | (0.394) | (0.410) | (0.978) | (0.559) |
| A\_advisor | 0.749\*\*\* | 0.751\*\* | 0.726 | 0.949\*\* |
|  | (0.288) | (0.296) | (0.734) | (0.407) |
| T\_advisor | -0.350\* | -0.358\* | 0.330 | -0.794\*\*\* |
|  | (0.189) | (0.195) | (0.476) | (0.296) |
| Friendly | 2.034\*\* | 2.262\*\* |  | 2.906\*\* |
|  | (0.893) | (0.906) |  | (1.155) |
| Challenged | -3.706\*\*\* | -3.736\*\*\* |  | -3.618\*\*\* |
|  | (1.036) | (1.071) | (.) | (1.192) |
| Bit | -0.027 | 0.125 | 0.609 | 0.223 |
|  | (0.424) | (0.445) | (1.082) | (0.584) |
| Cul\_distance | -0.096 | -0.115 | -0.924\*\* | 0.060 |
|  | (0.155) | (0.159) | (0.448) | (0.197) |
| \_cons | 1.992 | 1.984 | 5.325\*\* | 0.440 |
|  | (1.571) | (1.582) | (2.079) | (1.560) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 425 | 425 | 79 | 265 |
| P | 0.0000 | 0.0000 | 0.0825 | 0.0001 |
| R2 | 0.2096 | 0.2302 | 0.3005 | 0.2709 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

表B-2 2008年-2016年子样本的稳健性回归检验

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | | | |
|  | 主效应 | 调节效应 | | 异质性 | |
|  | 国有性质  敏感行业 | 国有性质  ×  敏感行业 | 国有性质  ×  制度质量 | 国企组 | 非国企组 |
| State\_Owned×Sensitivity |  | 0.619 |  |  |  |
|  |  | (0.816) |  |  |  |
| State\_Owned×Institution |  |  | -0.317\*\* |  |  |
|  |  |  | (0.158) |  |  |
| State\_Owned | -0.624\* | -0.789\* | -0.698\* |  |  |
|  | (0.403) | (0.454) | (0.409) |  |  |
| Sensitivity | -0.891\*\* | -1.170\*\* | -0.839\* | -0.116 | -1.181\*\* |
|  | (0.441) | (0.565) | (0.447) | (0.783) | (0.595) |
| Institution | 0.034 | 0.027 | 0.170 | -0.233 | 0.207\* |
|  | (0.088) | (0.089) | (0.105) | (0.167) | (0.119) |
| Related | 0.620\* | 0.612\* | 0.592 | -0.342 | 1.232\*\* |
|  | (0.371) | (0.372) | (0.373) | (0.711) | (0.548) |
| Public | -0.749\*\* | -0.755\*\* | -0.842\*\* | -1.296\* | -0.973\* |
|  | (0.370) | (0.370) | (0.378) | (0.779) | (0.513) |
| A\_advisor | 0.585\*\* | 0.547\*\* | 0.615\*\*\* | 0.533 | 0.541 |
|  | (0.228) | (0.230) | (0.237) | (0.402) | (0.331) |
| T\_advisor | -0.347\*\* | -0.342\*\* | -0.350\*\* | -0.077 | -0.490\* |
|  | (0.157) | (0.156) | (0.162) | (0.254) | (0.250) |
| Friendly | 2.010\*\*\* | 2.036\*\*\* | 2.028\*\*\* | 2.100 | 2.586\*\*\* |
|  | (0.612) | (0.615) | (0.623) | (1.302) | (0.832) |
| Challenged | -1.979\*\*\* | -1.974\*\*\* | -2.051\*\*\* | -1.805 | -3.560\*\*\* |
|  | (0.739) | (0.741) | (0.752) | (1.275) | (1.286) |
| Bit | -0.148 | -0.143 | -0.050 | -0.183 | 0.054 |
|  | (0.398) | (0.399) | (0.408) | (0.820) | (0.584) |
| Cul\_distance | 0.035 | 0.043 | 0.050 | -0.220 | 0.231 |
|  | (0.163) | (0.164) | (0.166) | (0.322) | (0.231) |
| \_cons | 0.119 | 0.146 | 0.070 | 1.842 | -1.144 |
|  | (0.988) | (0.990) | (1.014) | (1.977) | (1.449) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 表B-2 2008年-2016年子样本的稳健性回归检验（续前表） | | | | | |
| N | 344 | 344 | 344 | 96 | 241 |
| P | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0216 | 0.0002 |
| R2 | 0.2128 | 0.2148 | 0.2269 | 0.2845 | 0.2638 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

表B-3 2017年-2020年子样本的稳健性回归检验

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | | | |
|  | 主效应 | 调节效应 | | 异质性 | |
|  | 国有性质  敏感行业 | 国有性质  ×  敏感行业 | 国有性质  ×  制度质量 | 国企组 | 非国企组 |
| State\_Owned×Sensitivity |  | 0.625 |  |  |  |
|  |  | (2.032) |  |  |  |
| State\_Owned×Institution |  |  | -0.774\* |  |  |
|  |  |  | (0.443) |  |  |
| State\_Owned | -1.534\* | -1.654\* | -1.654\*\* |  |  |
|  | (0.799) | (0.889) | (0.833) |  |  |
| Sensitivity | -2.397\*\* | -2.589\*\* | -2.391\*\* | -3.215 | -3.616\*\* |
|  | (0.988) | (1.163) | (1.030) | (3.237) | (1.664) |
| Institution | 0.403 | 0.398 | 0.843\*\* | -0.074 | 0.926\* |
|  | (0.270) | (0.273) | (0.382) | (1.029) | (0.531) |
| Related | 0.008 | -0.036 | -0.195 | -2.083 | 0.017 |
|  | (0.715) | (0.728) | (0.736) | (1.884) | (0.984) |
| Public | -1.382\* | -1.422\* | -1.592\*\* | -1.335 | -1.689 |
|  | (0.762) | (0.773) | (0.809) | (1.981) | (1.205) |
| A\_advisor | 0.296 | 0.287 | 0.448 | 3.080 | 0.246 |
|  | (0.569) | (0.568) | (0.621) | (3.143) | (0.759) |
| T\_advisor | -0.116 | -0.123 | -0.150 | -0.136 | -0.062 |
|  | (0.359) | (0.359) | (0.363) | (0.519) | (0.677) |
| Friendly |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Challenged | -4.755\*\*\* | -4.822\*\*\* | -5.276\*\*\* |  | -5.765\*\*\* |
|  | (1.535) | (1.554) | (1.619) |  | (2.154) |
| Bit | 0.311 | 0.347 | 0.737 | -1.290 | 1.544 |
|  | (0.876) | (0.887) | (0.987) | (4.519) | (1.390) |
| Cul\_distance | -1.270\*\* | -1.280\*\* | -1.563\*\* | -3.923 | -1.589 |
|  | (0.627) | (0.632) | (0.740) | (3.166) | (1.170) |
| \_cons | 9.504\*\*\* | 9.688\*\*\* | 10.449\*\*\* | 15.407 | 9.383\* |
|  | (3.150) | (3.244) | (3.505) | (13.708) | (4.970) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 表B-3 2017年-2020年子样本的稳健性回归检验（续前表） | | | | | |
| N | 155 | 155 | 155 | 35 | 84 |
| P | 0.0005 | 0.0009 | 0.0003 | 0.3580 | 0.0080 |
| R2 | 0.3696 | 0.3706 | 0.4049 | 0.4206 | 0.4168 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

附录C 变量替换法的稳健性检验

表C-1 以国家性质衡量制度质量的稳健性回归检验

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Completed | | | |
|  | 调节效应 | 异质性 | | |
|  | 国有性质  ×发达国家 | 全样本组 | 国有企业组 | 非国有企业组 |
| State\_Owned×Developed | -1.712\*\* |  |  |  |
|  | (0.769) |  |  |  |
| State\_Owned | 0.556 |  |  |  |
|  | (0.679) |  |  |  |
| Sensitivity | -0.897\*\* | -1.038\*\*\* | -0.501 | -1.189\*\* |
|  | (0.400) | (0.387) | (0.724) | (0.512) |
| Developed | 0.965\* | 0.436 | -0.892 | 0.875 |
|  | (0.506) | (0.406) | (0.750) | (0.552) |
| Related | 0.408 | 0.333 | -0.423 | 0.859\* |
|  | (0.318) | (0.307) | (0.580) | (0.450) |
| Public | -0.971\*\*\* | -0.775\*\* | -1.320\*\* | -1.001\*\* |
|  | (0.331) | (0.313) | (0.657) | (0.435) |
| A\_advisor | 0.562\*\*\* | 0.508\*\* | 0.671\* | 0.427 |
|  | (0.213) | (0.203) | (0.372) | (0.292) |
| T\_advisor | -0.321\*\* | -0.334\*\* | -0.100 | -0.417\* |
|  | (0.146) | (0.138) | (0.217) | (0.221) |
| Friendly | 1.952\*\*\* | 1.905\*\*\* | 1.976 | 2.518\*\*\* |
|  | (0.645) | (0.631) | (1.294) | (0.816) |
| Challenged | -2.638\*\*\* | -2.447\*\*\* | -1.991\* | -3.568\*\*\* |
|  | (0.671) | (0.638) | (1.207) | (0.923) |
| Bit | 0.179 | -0.008 | -0.052 | 0.391 |
|  | (0.351) | (0.340) | (0.660) | (0.487) |
| Cul\_distance | -0.079 | -0.104 | -0.423 | 0.164 |
|  | (0.149) | (0.146) | (0.280) | (0.205) |
| \_cons | 0.956 | 1.059 | 2.480 | -0.938 |
|  | (1.364) | (1.284) | (2.101) | (1.438) |
| Year Dummy | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 表C-1 以国家性质衡量制度质量的稳健性回归检验（续前表） | | | | |
| N | 499 | 499 | 132 | 325 |
| P | 0.0000 | 0.0000 | 0.0073 | 0.0000 |
| R2 | 0.2323 | 0.2092 | 0.2830 | 0.2500 |

注：回归系数下的括号内是标准误差，\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

# 

**本科毕业设计（论文）任务书**

题 目 所有制对中国企业海外并购成败的影响

——基于产业保护与制度质量的调节效应

（任务起止日期：2021 年11月2日～2022年6月5日）

院 系 管理学院财务金融系

专业班级 财务管理1801班

姓 名 廖珍妮

学 号 U201815831

指导教师 吴文莉

教研室（系、所）负责人 2021年 11月 2日审查

院（系）负责人 2022年 2月 21日批准

|  |
| --- |
| 课题内容：  在以“一带一路”建设为重点，坚持引进来和走出去并重的背景下，我国企业海外并购自2008年金融危机起经历迅速攀升，在2016年达到顶峰后又遭遇连续下滑，在全球经济联系日益紧密的今天，同时在中美贸易摩擦、地缘政治局势紧张的“新常态”下，如何提高国有资产在海外的配置效率成为一个重要课题。本课题采用文献分析法，梳理国内外以往海外并购相关文献，厘清理论脉络并挖掘现有研究的不足之处，然后采用实证分析法研究企业所有制对于我国企业海外并购成败的影响，同时试图探究东道国的产业保护与制度质量对其影响的调节效应。 |
| 课题任务要求：   1. 了解“走出去”战略实施以来，我国企业出海进行海外并购的进程。理解“新常态”下，我国企业，尤其是国有企业在海外并购中遇到的窘境； 2. 对企业所有制、东道国产业保护、制度质量影响企业并购成败的路径进行理论分析，掌握多元回归的实证研究方法，验证理论假设； 3. 总结研究结论，就如何提高我国企业的海外并购成功率、优化国有资本海外配置提供可行的建议。   4) 论文定稿达到优秀毕业论文的标准。 |
| 主要参考文献（由指导教师选定）：  [1]张建红,卫新江,海柯·艾伯斯.决定中国企业海外收购成败的因素分析[J].管理世界，2010(03):97-107.  [2]顾露露 ,Robert Reed. 中国企业海外并购失败了吗 ?[J]. 经济研究，2011, 46(07):116-129.  [3]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.  [4]贾镜渝,孟妍.经验学习、制度质量与国有企业海外并购[J/OL].南开管理评论,2021: 1-23.  [5]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. |
| 同组设计者：  彭茗 |
| 指导教师签名：  2021年10月28日 |

1. 中国商务部《2020年度中国对外直接投资统计公报》，其中2012年-2022年并购金额包括对外融资部分 [↑](#footnote-ref-0)
2. 中国国际贸易促进委员会网站发布的《2021世界投资报告》 [↑](#footnote-ref-1)