

# 制度距离与中国企业跨国并购区位选择

## ——基于微观数据的比较分析

张伟捷, 郭健全

(上海理工大学 管理学院, 上海 200093)

**摘要:**运用条件 Logit 模型,分别从正式及非正式的角度探讨了制度距离对我国企业跨国并购区位选择的影响。结果表明:中国企业总体倾向于进入制度距离较大的国家,并且偏好选择正式制度距离较大的发达国家和正式制度距离较接近的发展中国家进行投资;2009年后,中国企业相比2008年之前越来越偏好在非正式制度距离差距较大的国家进行投资。

**关键词:**制度距离;区位选择;跨国并购

**中图分类号:**F276 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2016)07-0047-05

目前,企业海外并购与绿地投资相比,仍是对外直接投资(FDI)最常见的类型。研究中国的战略并购决策,特别是跨国并购的区位选择问题,对我国加速从吸引外资国转为对外投资国以及提高我国企业“走出去”的能力有着重要的理论和实践意义。其中,新制度经济学认为制度研究是认识跨国企业行为的重要理论基础。对制度因素的研究中,传统理论认为,并购双方所在国较大的政治、法律和经济制度差异会降低交易过程中的可预见性,提高收购的难度。但部分学者研究发现,与传统理论相比,中国企业呈现出不同的特点,主要体现在中国企业更倾向于选择政治制度高于中国的国家,即东道国的政治风险越高,中国企业投资规模就越大。因此,本文基于制度理论,采用基于交易层次的中国企业跨国并购数据做实证分析,分析出中国与东道国之间制度距离对中国企业跨国并购区位选择的影响。

## 1 理论基础与研究假设

### 1.1 理论基础

North<sup>[1]</sup>提出的新制度经济学首次引入制度因素来解释跨国企业行为的重要性,随后越来越多的学者开始用制度因素来解释对外直接投资的区位选择问题。然而大多数研究主要聚焦于发达国家,对发展中国家投资者的分析迄今为止还比较缺乏。

关于两国之间的制度差异性,Kostova<sup>[2]</sup>提出了

“制度距离”这一概念。她将制度距离定义为母国与东道国之间的制度环境差异,并根据 Scoott<sup>[3]</sup>提出的制度三维度理论框架,进一步将制度距离界定为国家之间在规制、规范和认知三个方面的差异。制度距离对 OFDI 的影响可能因跨国公司的竞争优势、投资母国的不同而不同。考虑到跨国企业嵌套于母国和东道国双重制度结构之中,单一考虑东道国制度或者母国制度对 FDI 的影响缺乏说服力,本文尝试研究制度距离这一因素。

### 1.2 研究假设

根据制度基础理论,企业国际化的过程受各种正式或非正式制度的影响,这些制度有的起促进作用,有的起阻碍作用。这种制度不仅包括东道国制度、母国制度,还包括两者的制度差距。大量基于发达国家的研究表明,企业更倾向于到制度距离比母国高的国家进行投资,因为那里产权制度健全,能够有效保护企业投资不被侵犯。针对发展中国家,蒋冠宏等<sup>[4]</sup>研究发现,出于市场和资源寻求动机,两国制度差异越大,中国的投资规模越大。由此,本文提出如下假设:

假设 1a:正式制度距离对我国企业跨国并购区位选择有正向影响,即两国间正式制度距离越大,中国企业投资该国的可能性越大。

第二种衡量规范和认知维度制度距离的方法就是借用文化距离衡量方法,也被称为非正式的制度距

**收稿日期:**2016-03-25

**基金项目:**上海市教育委员会重点学科(第五期)项目(J50504)。

**作者简介:**张伟捷(1992—),男,上海人,上海理工大学管理学院,国际商务硕士研究生,研究方向:国际贸易学;郭健全(1972—),男,河南人,上海理工大学博士,副教授。研究方向:国际贸易、国际商务、国际物流与供应链管理研究。

离。Kogut 和 Singh<sup>[5]</sup>提出的四维度文化测量指标开发了一个衡量国家间文化差异的模型。大多数学者认为文化距离会带来外来者劣势,跨国企业在进入存在文化差异的国外市场时会遭受多种不同的社会惯例问题及一系列隐含的诸如经验不足、存在歧义、有待调整和适应性问题。然而,文化距离也可能带来外来者收益,即文化距离所产生的优势开发及探索,会导致文化距离与 OFDI 正相关。由此,本文提出如下假设:

假设 1b:中国企业跨国并购区位选择与东道国非正式制度距离之间有正相关性,即两国间非正式制度距离越大,则中国企业投资该国的可能性越大。

而对于发达国家和发展中国家,制度距离的影响往往不尽相同。在制度体系较为完善的发达国家,正式制度的约束力比较强,为中国投资企业的各项利益提供了较为有效的保护。此时,东道国制度质量对中国 OFDI 应具有正向影响;当东道国为发展中国家时,中国企业面临法律制度不完善、非市场化竞争激烈等较为恶劣的投资环境,这使得中国 OFDI 对正式制度的要求以及相应的发展战略与对发达国家存在较大差异<sup>[6]</sup>。由此,本文提出假设 2a。而对于非正式的制度距离,学者们认为文化距离可能会带来外来者劣势也可能带来外来者收益。由此,本文提出假设 2b。

假设 2a:中国企业倾向于选择与母国正式制度距离较大的发达国家进行投资,同时倾向于选择与母国正式制度距离较小的发展中国家进行投资。

假设 2b:中国企业倾向于选择与母国非正式制度距离较小的发达国家进行投资,同时倾向于选择与母国非正式制度距离较大的发展中国家进行投资。

1984 年中国企业第一次并购至今,中国企业的跨国并购发展历程大体可分为三阶段:起步阶段(1984—2001),稳步发展阶段(2001—2008)和快速发展阶段(2008 年至今)。据有关统计显示,自 2003 至 2010 年来,每年对发展中国家的投资均占中国对外投资总额的 80% 以上。但自 2008 年进入危机以来,该比重逐渐下降,中国开始增加对发达国家的投资(数据来源《中国对外直接投资报告》)。另一方面,随着我国企业管理和资本运作能力的提升及对跨国并购的法律法规越来越了解,都间接推动了我国企业向许多制度距离差别较大的国家进行投资。上述显示出

中国企业对外投资呈现出了非常显著的新动向。由此,本文提出如下假设:

假设 3:制度距离对中国企业跨国并购区位选择的影响具有一定时间动态变化,中国企业越来越偏好在制度距离差距较大的国家进行投资。

## 2 模型、变量与数据说明

根据以上假设,我们采用条件 Logit 模型来对其进行检验。条件 Logit 模型被广泛地用于研究类别选择问题。在本研究中,中国企业在进行跨国并购时需要在不同国家之间做出选择,公司  $i$  选择某一国家  $j$  的可能性取决于在该东道国进行并购所带来的预期效用  $\pi_{ij}$ ,而预期效用是各东道国  $j$  的各个可观察特征向量  $X_{ij}$  的函数,即  $\pi_{ij} = \beta_i X_{ij} + \epsilon_{ij}$ , $\beta$  是要进行估计的参数, $\epsilon$  为无法观测到的东道国特征。

跨国公司选择某一国家是为了最大化预期效用。因此,只有当  $\pi_{ij} > \pi_{is}$ ,  $j \neq s$ , 国家  $j$  才会被选中。跨国公司  $i$  在  $S$  个备选地区中最终选择  $j$  的概率可以用条件 Logit 的形式表现出来:

$$\text{Prob}(J) = \exp(\beta_i X_{ij}) / \sum_{s=1}^S \exp(\beta_i X_{is})$$

研究共涉及 9 个变量,包含 1 个被解释变量,3 个解释变量以及 5 个控制变量。其中,被解释变量为哑变量,即第  $t$  年企业  $i$  是否在国家  $j$  发生跨国并购。数据来源于 EMIS 的 Dealwatch 数据库;解释变量将制度距离分为正式和非正式的制度距离。为避免单一指标的片面性和异常波动性,正式制度距离采用世界银行公布的全球治理指数(Worldwide Governance Indicators, WGI)以及美国传统基金会公布的全球经济自由度指数(Economic Freedom Index, EFI)来衡量。非正式制度距离(CD)采用 Hofstede 指数来刻画一国的非正式制度,并根据欧几里得空间距离测算方法来测算各国与中国的文化距离,其公式分别如下:

$$WGI_i / EFI_i = \frac{\sum_{j=1}^n [(H_{ij} - H_{cj})^2 / \text{Var}_j]}{n} \quad ①$$

$$CD_i = \sqrt{\sum_{j=1}^6 [(I_{ij} - I_{cj})^2 / \text{Var}_j]} \quad ②$$

五个控制变量包括东道国市场规模(LnGDP)、东道国 GDP 增长率(GDPG)、东道国自然资源丰裕程度(NR)、东道国技术水平(HT),数据均来源于世

注:①其中:WGI/EFI 代表中国与国家  $i$  之间的正式制度距离; $H_{ij}$  表示国家  $i$  在维度  $j$  上的指数; $H_{cj}$  表示中国在维度  $j$  上的指数; $n$  表示指标的数量; $\text{Var}_j$  则表示维度  $j$  在所有国家中的方差。

②其中:CD<sub>i</sub> 表示中国与国家  $i$  之间的非正式制度距离; $I_{ij}$  表示国家  $i$  在维度  $j$  上的指数; $I_{cj}$  表示中国在维度  $j$  上的指数; $\text{Var}_j$  则表示维度  $j$  在所有国家中的方差。

界银行;与中国是否签订双边投资协定(*BIT*),数据来源于 Investment Policy Hub-UNCTAD。

最后样本包含 2002 至 2013 年中国在全球 86 个国家的 815 起跨国并购案例,潜在样本数为 70 090 个(815 起×86 个国家)。

3 实证结果分析

3.1 相关性分析

表 1 显示了主要变量的描述统计量和相关系数

表 1 描述性统计和相关系数

|              | 1      | 2     | 3     | 4     | 5     | 6     | 7     | 8 |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| <i>wgi</i>   | 1      |       |       |       |       |       |       |   |
| <i>efi</i>   | 0.85   | 1     |       |       |       |       |       |   |
| <i>cd</i>    | 0.71   | 0.66  | 1     |       |       |       |       |   |
| <i>lngdp</i> | 0.47   | 0.39  | 0.41  | 1     |       |       |       |   |
| <i>gdpg</i>  | −0.33  | −0.34 | −0.39 | −0.25 | 1     |       |       |   |
| <i>bit</i>   | 0.15   | 0.19  | 0.20  | 0.15  | −0.07 | 1     |       |   |
| <i>nr</i>    | −0.31  | −0.28 | −0.29 | −0.19 | 0.28  | −0.11 | 1     |   |
| <i>ht</i>    | 0.29 * | 0.20  | 0.03  | 0.35  | −0.09 | 0.08  | −0.26 | 1 |

3.2 总样本分析

表 2 显示了条件 Logit 回归模型的总样本估计结果。模型 1、2 是分别采用全球治理指数(*WGI*)以及经济自由度指数(*EFI*)衡量正式制度距离的结果;模型 3 是采用 Hofstede 指数及欧几里得空间距离测算方法衡量的非正式制度距离(*CD*)对跨国企业并购的区位选择的影响。

表 2 条件 Logit 回归模型的总样本估计结果

|                              | 模型 1       | 模型 2       | 模型 3       |
|------------------------------|------------|------------|------------|
| <i>wgi</i>                   | 0.182***   |            |            |
|                              | (8.93)     |            |            |
| <i>efi</i>                   |            | 0.243***   |            |
|                              |            | (9.47)     |            |
| <i>cd</i>                    |            |            | 0.130***   |
|                              |            |            | (3.60)     |
| <i>lngdp</i>                 | 0.621***   | 0.634***   | 0.655***   |
|                              | (19.60)    | (20.06)    | (19.47)    |
| <i>gdpg</i>                  | 0.064 8*** | 0.063 3*** | 0.077 7*** |
|                              | (4.84)     | (4.83)     | (4.26)     |
| <i>bit</i>                   | −0.279***  | −0.269***  | −0.244***  |
|                              | (−5.50)    | (−5.27)    | (−4.73)    |
| <i>nr</i>                    | 0.014 5*** | 0.015 6*** | 0.013 3*** |
|                              | (8.44)     | (8.90)     | (7.80)     |
| <i>ht</i>                    | 0.018 6*** | 0.018 2*** | 0.023 0*** |
|                              | (4.74)     | (4.65)     | (6.18)     |
| <i>N</i>                     | 53 249     | 53 176     | 42 420     |
| pseudo <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.182 7    | 0.184 4    | 0.166 7    |
| Log lik.                     | −2 665.0   | −2 658.7   | −2 518.9   |
| Chi-squared                  | 1 191.9    | 1 202.5    | 1 008.0    |

注: \*  $p<0.1$ 、\*\*  $p<0.05$ 、\*\*\*  $p<0.01$ ,括号内为 *Z* 统计量。

表。由于本文将制度距离变量分为正式和非正式两种,且正式也有两种衡量指标,因此虽然 *WGI*、*EFI* 和 *CD* 的相关性很高,但不会出现在一个模型中,所以不会影响结果。由相关系数表可看出,自变量之间的相关系数最大值为 0.47。为精确起见,本文进一步考察各个模型的方差膨胀因子(Variance Inflation Factor, *VIF*),发现最大值为 1.23,小于临界值 10,因此本文不存在严重的多重共线性问题。

模型 1、2 的实证结果表明,正式制度距离对我国企业跨国并购有显著的正相关性。这说明东道国与中国间的正式制度距离对我国企业跨国并购有显著的正向影响,验证了假设 1a。模型 3 的实证结果表明,非正式的制度距离(文化距离)对我国企业跨国并购同样有显著的正相关性。这说明两国间非正式制度距离越大,则中国企业投资该国的可能性越大,验证了假设 1b。

3.3 分组样本分析

3.3.1 按国家类型分组

为考察假设 2a 和 2b,本文按照东道国国家类型的不同,将样本分为发达国家与发展中国家进行分组分析。回归结果如表 3 所示。

从分组回归的结果来看,正式制度距离的系数在发达国家显著为正,但在发展中国家显著为负,都在 1%水平上显著,说明中国企业偏好在制度距离越大的发达国家和制度距离越小的发展中国家进行投资,假设 2a 得到验证。然而在非正式制度距离方面,对发达国家呈明显的负向影响,对发展中国家的偏好则并未表现出明显的差异,模型 9 中的非正式制度距离不显著。基于此,假设 2b 并未得到验证。

3.3.2 按并购时间段分组

为考察假设 3,本文按跨国并购发生时间把样本分成两组:2002 至 2008 年间发生的跨国并购(第一组)和 2009 至 2013 年间发生的跨国并购(第二组),分组回归结果如表 4 所示。

表 3 条件 Logit 回归模型的分组样本估计结果(按国家类型分组)

|                              | 发达国家                 |                       |                       | 发展中国家                 |                       |                       |
|------------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                              | 模型 4                 | 模型 5                  | 模型 6                  | 模型 7                  | 模型 8                  | 模型 9                  |
| <i>wgi</i>                   | 0.088 2*<br>(1.86)   |                       |                       | −0.192*<br>(−1.73)    |                       |                       |
| <i>efi</i>                   |                      | 0.210***<br>(4.12)    |                       |                       | −0.310***<br>(−2.96)  |                       |
| <i>cd</i>                    |                      |                       | −0.257***<br>(−4.04)  |                       |                       | 0.072 4<br>(0.92)     |
| <i>lngdp</i>                 | 0.667***<br>(13.26)  | 0.695***<br>(13.90)   | 0.668***<br>(13.86)   | 0.476***<br>(10.08)   | 0.440***<br>(9.28)    | 0.508***<br>(8.88)    |
| <i>gdpg</i>                  | 0.139***<br>(5.33)   | 0.134***<br>(5.31)    | 0.099 0***<br>(3.72)  | 0.024 0<br>(1.38)     | 0.016 3<br>(0.91)     | 0.077 7***<br>(2.90)  |
| <i>bit</i>                   | −0.314***<br>(−4.60) | −0.277***<br>(−4.00)  | −0.322***<br>(−4.93)  | 0.027 4<br>(0.26)     | 0.073 9<br>(0.70)     | −0.007 63<br>(−0.07)  |
| <i>nr</i>                    | 0.024 6***<br>(9.54) | 0.025 6***<br>(10.83) | 0.030 5***<br>(11.82) | 0.006 42***<br>(2.60) | 0.006 40***<br>(2.60) | 0.007 69***<br>(2.91) |
| <i>ht</i>                    | 0.024 2***<br>(4.00) | 0.025 7***<br>(4.33)  | 0.014 1* *<br>(2.27)  | −0.006 22<br>(−0.92)  | −0.011 6<br>(−1.62)   | −0.002 80<br>(−0.42)  |
| <i>N</i>                     | 14 401               | 14 401                | 14 401                | 9 246                 | 9 235                 | 5 896                 |
| pseudo <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.214 7              | 0.218 6               | 0.218 5               | 0.077 6               | 0.081 7               | 0.085 7               |
| Log lik.                     | −1 426.1             | −1 419.0              | −1 419.2              | −735.2                | −731.7                | −596.3                |
| Chi-squared                  | 780.0                | 794.0                 | 793.8                 | 123.6                 | 130.2                 | 111.9                 |

注：\*  $p<0.1$ 、\*\*  $p<0.05$ 、\*\*\*  $p<0.01$ ,括号内为 Z 统计量。

表 4 条件 Logit 回归模型的分组样本估计结果(按并购时间分组)

|                              | 2002—2008 年          |                      |                      | 2009—2013 年          |                      |                      |
|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                              | 模型 10                | 模型 11                | 模型 12                | 模型 13                | 模型 14                | 模型 15                |
| <i>wgi</i>                   | 0.075 3*<br>(1.83)   |                      |                      | 0.217***<br>(9.15)   |                      |                      |
| <i>efi</i>                   |                      | 0.142***<br>(2.81)   |                      |                      | 0.277***<br>(9.29)   |                      |
| <i>cd</i>                    |                      |                      | −0.014 0<br>(−0.19)  |                      |                      | 0.178***<br>(4.28)   |
| <i>lngdp</i>                 | 0.639***<br>(10.99)  | 0.626***<br>(10.81)  | 0.705***<br>(10.53)  | 0.620***<br>(16.40)  | 0.643***<br>(17.01)  | 0.647***<br>(16.43)  |
| <i>gdpg</i>                  | 0.047 2*<br>(1.89)   | 0.045 4*<br>(1.81)   | 0.081 7* *<br>(2.02) | 0.067 9***<br>(4.19) | 0.066 6***<br>(4.33) | 0.076 5***<br>(3.71) |
| <i>bit</i>                   | −0.167*<br>(−1.75)   | −0.192* *<br>(−2.00) | −0.161<br>(−1.64)    | −0.309***<br>(−5.13) | −0.286***<br>(−4.70) | −0.267***<br>(−4.38) |
| <i>nr</i>                    | 0.018 7***<br>(5.18) | 0.020 2***<br>(5.46) | 0.017 8***<br>(4.61) | 0.013 3***<br>(6.74) | 0.014 4***<br>(7.18) | 0.012 2***<br>(6.34) |
| <i>ht</i>                    | 0.029 7***<br>(5.03) | 0.029 9***<br>(4.93) | 0.029 6***<br>(5.07) | 0.012 5* *<br>(2.40) | 0.012 6* *<br>(2.48) | 0.019 2***<br>(3.96) |
| <i>N</i>                     | 14 329               | 14 256               | 11 288               | 38 920               | 38 920               | 31 132               |
| pseudo <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.177 2              | 0.180 2              | 0.176 6              | 0.187 9              | 0.188 4              | 0.166 1              |
| Log lik.                     | −694.9               | −691.5               | −641.6               | −1962.4              | −1961.1              | −1871.1              |
| Chi-squared                  | 299.2                | 304.0                | 275.1                | 908.1                | 910.6                | 745.2                |

注：\*  $p<0.1$ 、\*\*  $p<0.05$ 、\*\*\*  $p<0.01$ ,括号内为 Z 统计量。

从第一组来看,东道国与母国间正式制度距离系数为正且在 1%水平上显著,表明正式制度距离对中国企业跨国并购具有正向影响,这与总样本的估计结果相同。而非正式制度距离在该组中并不显著。

从第二组来看,其回归结果与总样本回归结果大致相同。与第一组相比,中国企业在这一阶段的跨国并购投资中表现出较强的投资偏好,其中非正式的制度距离也呈正相关性。基于此,假设 3 部分得到支持。

#### 4 结论

根据上述实证研究,本文得出如下结论:①制度距离是影响中国企业跨国并购区位选择的重要因素,不论是正式的还是非正式的制度距离,中国企业总体倾向于进入制度距离与母国相差较大的国家。其中非正式制度距离与部分学者的研究结果相反;②按国家类型分组研究中,本文发现中国企业倾向于选择与母国正式制度距离较大的发达国家进行投资,而倾向于选择与母国正式制度距离较小的发展中国家进行投资。在非正式制度距离方面,中国企业倾向于选择与母国非正式制度距离较小的发达国家进行投资,但对发展中国家并没有显著的影响;③按并购时间段分组研究中,本文发现 2002—2008 年间与 2009—2013 年间正式的制度距离均对中国企业跨国并购区位选择有显著的正向影响。而非正式的制度距离在 2002—2008 年间虽然呈负相关性,但是并不显著,在 2009—2013 年间则有正向影响。说明中国企业越来越偏好在非正式制度距离差距较大的国家进行投资。

对于上述发现,本文认为,中国企业在整体上偏好选择制度距离较大的国家进行投资。然而对于倾向选择对制度距离较小的发展中国家投资的解释,一

方面中国的制度质量与发达国家相比还有一定差距,而与发展中国家相比有更多的相似性;另一方面是出于资源寻求及利用技术上的优势,将本国的技术输出到技术相对落后的发展中国家,帮助其充分、有效的利用资源,同时也帮助企业从中获取更大的收益。另外,从中国企业 2002—2013 年间的跨国并购区位选择的分布来看,2008 年至今中国企业越来越偏好选择制度距离大的国家进行投资,很大原因是由于 2008 年的金融危机,使发达国家的许多企业资金匮乏,为了避免破产的风险,他们急切需要寻求外部兼并收购方,从而为我国企业低价收购和行业资源的整合提供了宝贵的机遇。而有关这一方面的内容,有待未来研究做进一步深入分析,并加以完善。

#### 参考文献

- [1] NORTH D C. Institutions, institutional change and economic performance[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [2] KOSTOVA T. Success of the transnational transfer of organizational practices within multinational companies[J]. Unpublished Doctoral Dissertation, University of Minnesota, 1996.
- [3] SCOTT W R. Conceptualizing organizational fields: linking organizations and societal systems[C]//Systemrationalitat und Partialinteresse, 1994: 203—221.
- [4] 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.
- [5] KOGUT B, SINGH H. The effect of national culture on the choice of entry mode[J]. Journal of International Business Studies, 1988, 19(3): 411—432.
- [6] 冀相豹. 中国对外直接投资影响因素分析——基于制度的视角 [J]. 国际贸易问题, 2014(9): 98—108.

### Institutional Distance and Chinese Enterprises Cross-border Mergers and Acquisitions Location Choice

——Comparative analysis based on micro data

ZHANG Wei-jie, GUO Jian-quan

(School of Management, Shanghai University for Science and Technology, Shanghai 200093, China)

**Abstract:** Using conditional Logit model, the paper discusses the influence of institutional distance on Chinese enterprises' cross-border mergers and acquisitions location choice respectively from formal and informal perspectives. The results show that: Chinese enterprises tend to generally enter into countries who have larger institutional distance. This paper also finds that Chinese enterprises prefer to choose to invest in developed countries who have larger formal institutional distance and developing countries who are closer to formal institutional distance; but after 2009, Chinese enterprises more and more prefer to invest in countries who have large gap of informal institutional distance compared with that before 2008.

**Key words:** institutional distance; location choice; cross-border mergers and acquisitions