

中国企业海外并购 看重东道国的营商环境吗

——基于环境不确定性及交易成本减低的视角

余娟娟¹，魏霄鹏²

(1. 中南财经政法大学 经济学院, 湖北 武汉 430073;
2. 日本大阪大学 国际公共政策研究科, 日本 大阪 560-0043)

摘要：本文从环境不确定性和交易成本降低的视角，采用2009—2018年中国企业跨国并购交易的微观数据实证考察了异质性企业海外并购对东道国营商环境的偏好程度及内在机理。研究表明：2009—2018年中国企业海外并购对东道国营商环境表现出一定的偏好，且偏好程度呈现出动态上升的特征；从企业异质性来看，生产率高、资产负债率低的企业及国有企业在跨国并购中更看重东道国的营商环境；从内在机理上看，东道国营商环境改善有利于降低中国企业环境不确定性及企业交易成本，且环境不确定性的规避效应大于交易成本的节约效应，是跨国企业偏好东道国营商环境的重要动因之一。

关键词：海外并购；营商环境；环境不确定性；交易成本

[中图分类号] F125; F426 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4034(2022)01-0051-18

引言

近年来，随着中国“走出去”战略的深入推进，中国企业海外并购得到了快速发展。根据中国商务部统计数据显示，自2010年以来，中国企业海外并购无论从投资金额还是从交易数量上看，总体上保持了大幅上涨的态势（如图1所示），尤其是2016年和2017年间中国企业跨国并购交易量更是突飞猛进，2016年并购案例数创历史新高达到738个；2017年海外并购金额数创历史新高为1804亿美

[收稿日期] 2020-06-09

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目“贸易摩擦对我国出口企业技术创新的影响及突围路径研究”（20BJL053），教育部人文社会科学规划项目“中国嵌入全球价值链分工的环境效应及绿色升级路径研究”（19YJA790110）

[作者简介] 余娟娟（1984—），女，湖北武汉人，中南财经政法大学经济学院副教授、硕士生导师，博士，研究方向：国际贸易；魏霄鹏（1998—），男，山西临汾人，大阪大学国际公共政策研究科硕士研究生，研究方向：国际贸易

元,相比2010年增长了5倍多;2018年受国际形势的影响,中国企业海外并购的数量和金额均出现了同比回落,但仍然完成了488个并购项目,并购金额也维持在898亿美元的高位水平。由此可见,中国企业已然成为全球跨国并购市场上不可忽视的重要力量。

由于跨国并购中存在典型的“外来者劣势”(Liability of Foreignness),因此如何更好地嵌入东道国的制度环境,降低环境不确定性风险,提升并购后的整合效果,是决定跨国公司并购成败的重要因素(Zaheer, 1995; 张建红等, 2010)。但随着全球跨国并购的快速增长,跨国并购的失败案例也与日俱增,实践中半数以上并购交易都以失败告终,中国企业海外并购失败的概率更高(Papadakis 和 Thanos, 2010),其中很大一部分是由于境内企业风险意识薄弱、对海外制度环境分析不足所造成的(Luo, 2005; 张建红等, 2010)。好的营商环境是缓解政策不确定性冲击的有力保障,能够有效降低企业跨国并购中“外来者劣势”对投资的负面影响。尤其是在当前全球经济不确定性显著增加的背景下,贸易摩擦、地缘政治冲突等诸多国际经济社会发展中的不确定因素将长期存在,境内企业对外投资将更加依赖一个稳定、透明的营商环境去对冲环境不确定性和交易成本波动所带来的负面影响。因此,本文将从环境不确定性和企业交易成本降低的视角,运用2009—2018年间中国企业跨国并购交易的微观数据,利用二值选择模型考察异质性企业海外并购对东道国营商环境的偏好程度及内在机理,为当前中国企业更好地“走出去”提供经验启示。

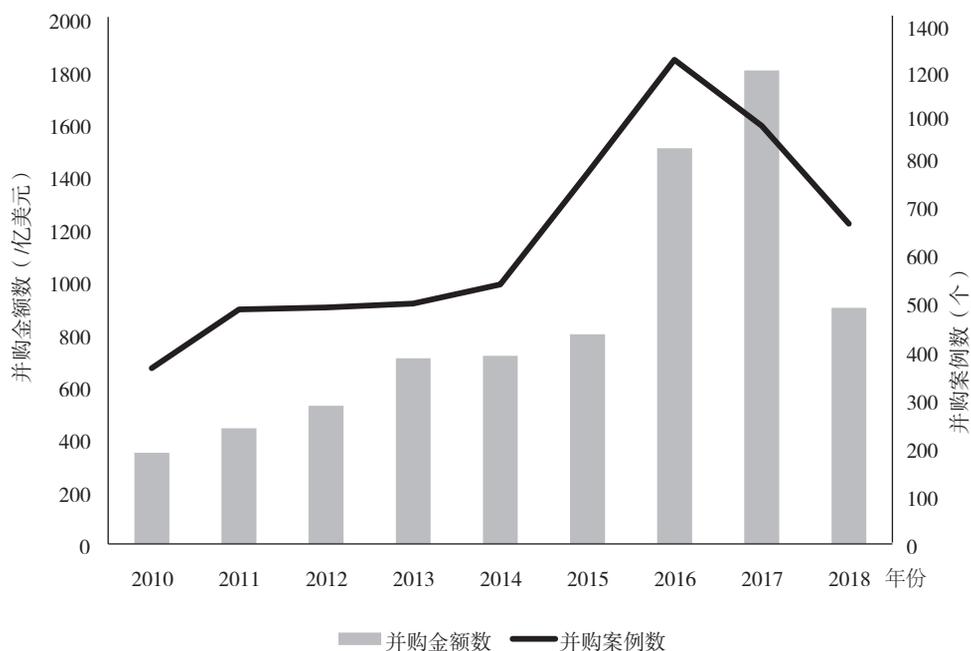


图1 2010—2018年中国境内企业跨境并购交易数量与金额

一、文献综述

由于营商环境本质上是一种制度环境,因此与本文密切相关的文献是关于制度因素对跨国投资的影响研究。新制度经济学认为制度是企业生存发展的基本环境,对跨国企业同样如此,其影响主要体现在东道国的制度稳定性、文化差异性、政治因素等方面(North, 1990; Scott, 2001)。其中, Smarzynska 和 Wei (2000) 考察了东道国政治腐败对外资进入的影响,认为东道国的政治腐败阻碍了国外直接投资的进入,而且还会迫使外资企业更多地采用合资的方式进入; Harms 和 Ursprung (2002) 实证考察了东道国的政治压制对 FDI 流入的影响,认为外商投资更倾向于流入民主和政治自由化程度更高的国家; Globerman 和 Shapiro (2002) 研究得出,政府治理能力的提升能够有效促进国外投资的流入,尤其是对制度水平较低的国家,政府治理水平对外资流入的提升效应更为明显。Javorcik (2004) 指出,良好的产权制度有利于吸引外资企业的进入; Kandilov 等 (2017) 考察了美国金融管制与跨境并购之间的关系,认为在州际银行业放松管制之后,各州吸引了数量更多、价值更高的跨境并购交易。Alquist 等 (2019) 的研究结果表明,清廉的东道国政府可以降低跨国企业在东道国获取生产投入品的成本,进而促进了外资企业的跨国并购;国内学者李诗和吴超鹏 (2016)、孙淑伟等 (2018)、綦建红和马雯嘉 (2020) 则分别从东道国的外交关系、文化距离及金融制度的视角考察了东道国制度质量对中国企业跨国并购的影响。总体来看,由于制度环境的内涵广泛,大多数学者侧重于研究某一类制度因素对对外投资的影响,但专门从营商环境的视角展开研究的还不是很多。

自 2002 年世界银行成立营商环境项目组以来,营商环境的概念才正式盛行。根据世界银行 2002 年给出的定义,营商环境是对一个经济体商业管制、宏观经济、法治政策、社会发展的全面描述,涉及企业开办到经营、破产过程的每一个客观条件。相比其他制度环境的概念,营商环境所反映的指标属性与企业经营行为直接相关,因此更适用于企业投资决策及经营行为方面的研究。随着全球营商环境报告的每年发布,关于营商环境相关的实证研究开始增多,但这些文献大多是站在“引进来”的视角考察国内营商环境的改善对吸引外商投资的影响。例如, Ciccone 和 Papaioannou (2007) 具体考察营商环境报告中开办企业这一指标对吸引外商投资流入的影响,发现企业在开办过程中花费的时间、费用越少,即相关程序越简化,越有利于吸引外商投资的流入; Eifert (2009) 实证研究发现,营商环境指标提升 0.4% 意味着下一年该国吸引外商进行投资的概率提高 0.6%。Ross (2016) 利用世界银行指标分析了发达国家和发展中国家营商环境对美国对外直接投资的影响,得出东道国营商环境对美国对外直接投资具有正面促进效应。Jayasuria (2011) 基于发展中国家在世界银行的营商环境排名得出,尽管提高排名对外国直接投资流入是积极的,但其影响效应是微不足道的。国内学者董志强等 (2012) 研究发现,良好的营商环境有利于降低创业企业的开办成本,有利于吸引外资,进而促进经济增

长。李玉梅等(2018)、桑百川(2019)也先后利用世界银行的营商环境指数考察了国内营商环境的改善对我国吸引外资的积极作用,指出优化营商环境已成为当前中国吸引外资的新的竞争新优势;周超和刘夏(2017)、杨亚平等(2018)实证考察了东道国营商环境总体指标和子类指标对中国对外直接投资的影响,不同程度地强调了国外营商环境对中国 OFDI 选址的重要性。蒋冠宏(2017)、朱婕和任荣明(2018)等学者基于“一带一路”倡议的政策背景,研究了“一带一路”沿线国家的营商环境对中国企业跨国并购区位选择的影响。

总言之,随着营商环境相关理论及指标数据的日益成熟,关于营商环境与对外投资的研究已经成为热点。但目前国内大多学者还是站在发达国家立场考察国内营商环境优化对“引进来”的影响,比如李玉梅和桑百川(2018)、桑百川(2019)、刘军(2020)等,少有从“走出去”的视角考察东道国营商环境对中国投资的影响。周超和刘夏(2017)、杨亚平等(2018)虽然从对外直接投资的层面考察了东道国营商环境对中国 OFDI 的影响,但缺少对企业异质性的考察,对营商环境影响企业跨国投资内在机理的考察更是甚少,因此不能很好地回答中国企业“走出去”为何要看重东道国营商环境的问题。

基于此,本文立足于“走出去”的视角,利用 2009—2018 年间企业跨国并购的微观数据,实证考察了中国企业海外并购对东道国营商环境的偏好程度,并从不确定性风险规避和交易成本降低的视角分析了中国企业偏好东道国营商环境的内在机理。对这些问题的考察有利于中国企业在外部环境不确定性的背景下加强对国外营商环境的考察与权衡,提高中国企业对外投资的水平和质量。

本文的边际贡献体现如下:第一,从环境不确定性及交易成本降低的视角研究了跨国企业偏好东道国营商环境的内在动因,分析了东道国营商环境影响企业海外并购的内在机制,对相关理论研究形成了有益补充,也与当前中国企业“走出去”战略转型升级及全球经济环境不确定性增加的背景趋势吻合;第二,在环境不确定性的机制考察中,Baker 等(2016)的经济政策不确定性指数以及 Ghosh 和 Olsen(2009)的企业非正常收入标准差分别反映了企业所面临的宏观和微观层面的不确定性风险,相比当前不确定性研究偏向于采用单一指标,本文对环境不确定性风险的衡量和考查更为全面。

二、分析框架及理论假说

国际投资理论认为“外来者劣势”是跨国公司进行海外投资时面临的重要障碍(Zaheer, 1995),尤其是对海外并购而言,涉及并购双方在经营制度、管理方式、企业文化等多方面的协调整合。在外部环境日益恶化的背景下,良好的营商环境可以有效降低不确定性导致的投资风险,减低交易成本,从而提高海外企业成功并购的概率。世界银行关于营商环境便利度的得分标准从政务环境、市场环境、法治环境、社会环境及贸易环境 5 个维度展开。因此,本文将结合营商环境的 5 个维

度，从“环境不确定性降低”和“交易成本降低”两大视角解释东道国营商环境影响中国企业跨国并购的内在逻辑，其大致框架如图2所示。

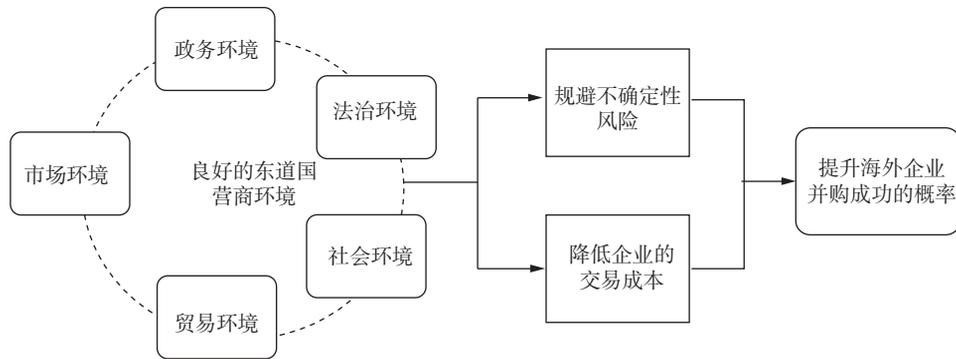


图2 东道国营商环境影响企业海外并购的内在机理

从风险规避的层面来看，良好的营商环境是缓解东道国政策不确定性冲击的有力保障（Bonaime等，2018）。首先，良好、透明的营商环境有利于跨国企业更好地开展并购前的尽职调查。由于“外来者劣势”效应的存在，信息不对称是影响跨国并购成功的重要因素。因此，跨国公司在并购前需要对东道国的商业环境、管制措施、宏观经济、市场环境等进行充分、详细的尽职调查，以降低并购过程中的信息不对称（张建红等，2010）。而充分、详细的尽职调查又建立在一个公开、透明的制度环境的基础上。低质量的营商环境往往意味较低的信息可信度和较高的信息获取成本，阻碍了尽职调查的顺利开展，容易导致海外并购的失败。相反，良好的制度环境有利于跨国公司更好地开展尽职调查，极大地降低了并购结果的不确定性。其次，进入管制的降低意味着较少的政府干预和较低的企业准入门槛（夏杰长和刘诚，2017），有利于提高企业成功并购的概率；较高的法制保护水平会提高跨国企业海外资产的安全性（Blonigen，2005）；公平透明的外资政策能够更好地为跨国企业提供稳定的政策支持，避免因经济制度不完善或者各种政策不确定性而引发的投资风险（张建红等，2010）；良好的产权保护机制会提高合同执行效率，保障了跨国企业的投资收益（Blonigen和Piger，2014）。由此可见，良好的营商环境能够通过多个方面的制度改善降低“外来者劣势”带来的不确定性对跨国投资的负面影响。

从降低交易成本的层面来看，良好的营商环境能够提高交易效率、降低资源配置过程中的扭曲程度，进而有效节约了跨国并购的交易成本。由于海外并购涉及到较多的并购程序以及并购双方在制度、组织、文化等方面的整合工作，这些工作需要耗费大量的交易成本也是决定企业跨国并购能否成功的重要因素。好的营商环境能够从开办企业、办理许可证、产权登记及获得信贷等诸多环节上节省跨国公司的交易成本。首先，好的营商环境能够降低跨国企业开展熟悉东道国市场环境、了解被并购企业等尽职调查的相关成本。其次，好的营商环境推动政府职能向服务型转

变,通过提升政府服务效率,提高税收服务质量、改善政商关系等方式提升政府效率,减少无效干预,进而降低制度性交易成本(李志军,2021)。政务环境的持续优化将大大简化企业登记注册流程,缩减企业登记和审批的时间(张莉等,2019),降低企业进入东道国的交易成本(夏杰长和刘诚,2017)。最后,良好的营商环境具有相对透明、公平的市场环境,从而降低了企业的“寻租”成本。当东道国营商环境欠佳,企业为了提高并购成功的概率可能会主动“寻租”,如了解东道国政府的风格和偏好,或者主动承担显性或隐性的“政治摊派”,比如要求安排员工就业、被迫承担不合理费用等(夏后学和谭清美,2019)。相反,好的营商环境会让市场环境变得更加公平、透明,减低企业海外并购中的“寻租”行为,进而大大节约了并购前后的制度性交易成本。

三、模型、变量及数据说明

(一) 模型设定

本文被解释变量为企业是否进行跨国并购,该变量为非连续性取值变量,同时在控制变量中存在二分变量,故选择二值选择模型logit模型对被解释变量建立概率模型,模型回归形式如下:

$$\text{Logit} [P(y_{ijt}=1)] = \beta_0 + \beta_1 DB_{jt} + \beta_2 Z + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

式(1)中, $P(y_{ijt}=1)$ 表示企业进行海外投资并购的概率, i 、 j 、 t 分别表示企业、企业可能投资并购国家或地区、交易完成时间。 DB_{jt} 表示东道国 j 国第 t 年的营商环境便利度, Z 为控制变量集,包括企业层面和东道国层面的相关控制变量。 ε_{ijt} 为误差项。

(二) 变量设定

被解释变量,企业是否进行对外投资并购(y)。被解释变量为哑变量,如果企业 i 在 t 年对 j 国企业进行了一次及以上的跨国并购,取值为“1”,否则为“0”。

核心解释变量,东道国营商环境的便利度得分(DB)。世界银行营商环境项目组基于10个子指标报告了不同的营商环境指标与最佳监管绩效的接近程度。尽管有学者认为不同的子指标对企业的影响存在差异(杨亚平等,2018;王正新等,2019),但对于公司整体经营而言,这10大指标贯穿企业经营的每个环节,会不同程度地影响到企业的最终绩效。因此,跨国公司在投资决策时应更看重营商环境的整体水平,而非某类单一指标(Ross,2016)。营商环境便利度得分(DB)是基于10大子指标之上的一个综合得分,能够对基准经济体的实践环境进行全面评价。因此,本文选用营商环境的便利度得分(DB)作为核心解释变量。

控制变量,企业层面的控制变量包括:企业生产率(TFP),采用企业营业收入与雇员人数之比的对数表示;企业规模($Size$),用企业资产总额表示;企业负债率($Debt$),用企业负债总额与企业资产总额之比表示;企业资本密集度(K),用企业固定资产净值与企业雇员数之比表示。东道国层面的控制变量包括:东道国

吸引对外投资额 (*FDI*), 用东道国当年吸引对外投资额表示; 东道国贸易开放度 (*Open*), 用东道国当年进出口总额与国民生产总值之比表示; 人均 *GDP* 变量的哑变量 (*PGDP*), 当年各东道国 *PGDP* 若大于当年中国 *PGDP*, 则取值为“1”, 否则为“0”; 东道国关税水平 (*Ta*), 用关税表中达到国际最高关税税率的所有税目产品所占比例表示。

(三) 数据说明

本文投资并购及企业层面数据来源于 Zephyr 企业并购数据库、Oriana 亚太企业数据库及商务部《境外投资企业(机构)备案结果公开名录》。样本具体的获得方法如下: 首先, 利用 Zephyr 数据库筛选出 2009 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日期间中国企业已完成的跨国并购交易数据; 其次, 删除数据中并购目的地为中国香港、开曼群岛、英属维尔京群岛及百慕大的交易信息^①, 并将信息与《境外投资企业(机构)备案结果公开名录》进行匹配, 删除重复记录得到初步的企业并购名单; 最后, 利用 Oriana 亚太企业数据库与初步企业并购名单进行匹配, 得到企业层面的数据, 删除统计缺失的样本, 最终得到 70 家企业的 102 条跨国并购数据。这些交易中并购目的地排名前十名国家的交易量占到全部交易总数的 65.2%, 其中以美国为目的地的并购交易占到全部交易数的 19.8%, 德国为目的地并购交易占到全部交易的 13.2%; 从企业所有制来看, 并购交易中由国有企业发起的比重占据了总交易量的 58.61%, 超过了一半, 因此, 国有企业是中国企业海外并购的主力军。

在以上数据处理的基础上, 本文进一步借鉴 Holburn 和 Zelner (2010) 的方法将考察期内的每一年某一企业的对外投资并购可能发生国由所有样本企业当年及以前各年投资并购发生的国家和地区组成, 在一定程度上可以扩大样本数量。通过该数据构造方法, 每一家企业都会对应一个可能的投资并购区位集。这样在企业—年份—区位组合的基础上最终可以得到共 8212 条样本观测值。

四、回归结果及分析

根据上文数据结构的介绍, 本文建立的数据类型为非平衡面板数据, 在进行回归之前需要先确定回归模型的形式并检验各变量的相关性。通过 Hausman 检验, 得到 *P* 值为 0.301, 不能拒绝原假设, 故选用随机效应模型^②。利用 Vif 膨胀方差因子进行变量相关性检验, 得到的各变量的 Vif 值均在 1~2 之间, 小于 5 的临界值, 平均 Vif 值为 1.33, 证明模型不会出现序列自相关的问题。考虑到可能的共线性和内生性问题, 本文将营商环境 (*DB*) 和企业规模 (*Size*) 做标准化处理, 将企业生

^①这些以避税天堂为目的地的并购交易在并购完成后一般并不会在当地进行实际经营, 因此不会受到当地营商环境的影响, 故将其剔除。

^②本文在豪斯曼检验的基础上进一步采用自助法 (bootstrap) 和 *xtoverid* 命令进行稳健的豪斯曼检验, 检验的 *p* 值分别为 0.33 和 0.26, 依旧不能拒绝原假设, 表明本文选用随机效应模型进行回归在统计学上是准确的。

产率 (*TFP*)、企业负债率 (*Debt*)、吸引对外投资额 (*FDI*)、贸易开放度 (*Open*)、税收水平 (*Ta*) 分别做滞后一期处理。

(一) 基准回归结果分析

为了动态考察中国企业跨国并购对东道国营商环境的偏好程度,这里除对总时段 2009—2018 回归外,还按 2009—2013 年及 2014—2018 年进行分阶段回归^①,回归结果如表 1 所示。

首先,表 1 列 (1) 和列 (2) 中营商环境 (*DB*) 的回归系数显著为正,这表明 2009—2018 整个样本期间,中国企业海外并购对东道国营商环境存在一定程度的正向偏好,良好的东道国营商环境促进了中国企业海外并购的增加。

表 1 基准回归结果

变量	2009—2018 年		2009—2013 年		2014—2018 年	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>DB</i>	0.504 1*** (2.622 1)	0.322 7** (2.005 9)	-0.080 8 (-0.120 8)	-0.310 9 (-0.446 7)	0.546 6*** (2.604 5)	0.536 5* (1.700 6)
<i>L. TFP</i>	—	0.000 5 (1.144 0)	—	-0.003 1 (-0.397 8)	—	0.000 5 (1.262 2)
<i>Size</i>	—	0.207 8** (1.904 8)	—	-0.327 6 (-1.274 0)	—	0.284 1* (1.507 2)
<i>L. Debt</i>	—	0.148 4 (0.456 8)	—	1.738 1* (1.518 1)	—	-0.332 5 (0.721 6)
<i>K</i>	—	0.112 0 (0.689 3)	—	0.981 2* (1.625 1)	—	0.013 1 (0.067 6)
<i>L. FDI</i>	—	2.042 4* (1.534 9)	—	0.822 7 (0.244 8)	—	1.932 8* (1.540 4)
<i>PGDP</i>	—	0.633 0 (0.854 4)	—	0.600 1 (0.800 5)	—	0.622 6 (0.802 2)
<i>L. Ta</i>	—	0.004 6 (0.122 8)	—	-0.120 7 (-0.732 0)	—	0.019 3 (0.327 2)
<i>L. Open</i>	—	0.004 5*** (2.343 7)	—	0.005 4 (0.694 4)	—	0.004 1** (1.764 7)
<i>Year Dummies</i>	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	7 593	6 246	1 027	891	5 970	4 838

注: *、**和***分别表示估计系数在 10%、5%和 1%的水平上显著。括号内为 t 值。下表同。

^①这里以 2013 年进行区间分段,主要原因是中国于 2013 年提出“一带一路”倡议,中国对外投资政策环境发生了较大变化。从商务部统计数据来看,2013 年以后中国企业海外并购的交易数量和交易规模均呈现出更快增速。

其次,分阶段回归结果显示,营商环境(*DB*)在2009—2013年的回归系数未能通过显著性检验,但在2014—2018年间的回归系数通过了显著性检验,为正的0.5466和0.5365。这表明相比2013年之前,2014—2018年中国企业跨国并购对东道国营商环境的偏好程度表现出动态上升的特征。这可以从两方面做出解释:一是2013年之后,随着“一带一路”倡议的推进以及中国经济结构的调整,中国企业跨国并购更加看重并购的质量,并购目标也从单一的资源行业扩展到金融、银行、食品等多个行业,这导致中国企业对东道国营商环境的偏好性逐渐增强。二是由于2013年后随着全球形势的变化,全球经济不确定性增加,这倒逼着中国企业在对外投资中更加注重对东道国营商环境的关注。

最后,关于其他控制变量,企业生产率(*L. TFP*)的回归系数不显著,这可能是由于中国企业生产率之间存在较大异质性,进而造成总样本回归结果的不显著;企业规模(*Size*)对跨国并购存在正向影响,这在2013年以后表现得更为明显;企业资本负债率(*L. Debt*)及企业资本密集度(*K*)对跨国并购的影响在2013年之前表现出一定的促进效应,但在2013年之后表现并不显著。从东道国层面上看,东道国外商投资额(*L. FDI*)及东道国贸易开放度(*L. Open*)对中国企业跨国并购存在一定的促进作用,但东道国人均GDP水平(*PGDP*)、关税水平(*L. Ta*)对中国企业跨国并购的影响并不显著。

(二) 稳健性检验

为了进一步检验基准回归结果的稳健性,本文将进一步克服核心解释变量“营商环境便利度得分”的相对性偏差后分别进行Logit回归和OLS回归。由于本文利用的东道国营商环境便利度得分为绝对指标,而企业在对外投资的过程中可能存在对本国营商环境与国外环境的一个权衡,国外营商环境相比本国营商环境的差距水平可能更好地反映企业“走出去”的制度动因,因此,为了克服制度差距所产生的影响,本文将一国的营商环境便利度得分/该国以外其他国家的营商环境便利度得分均值,记为*DB1*,将*DB1*作为新的核心解释变量进行稳健性检验,具体检验结果如表2所示。

稳健性结果显示,*DB1*的回归结果在绝大多数方程中与基准回归的结果保持了一致。而且,将Logit回归方法更改为OLS回归后,核心变量营商环境*DB1*的回归结果相较基准回归也没有显著变化,由此验证了本文核心结论的稳健性,即2009—2018年中国企业跨国并购对东道国营商环境存在正向偏好,且表现出动态上升的特征。

(三) 内生性检验

由于东道国营商环境影响企业跨国并购可能同时存在反向影响机制,即东道国为了吸引海外并购采取政策措施改善营商环境。因此,为了克服内生性问题,本文将同时采用两阶段最小二乘法(2SLS)和系统GMM动态面板模型(SYS-GMM)^①,分

^①这两种方法为常见的工具变量法,其中两阶段最小二乘法(2SLS)为静态内生性检验,系统GMM动态面板模型(SYS-GMM)为动态内生性检验。

别对东道国营商环境便利度的绝对得分 (DB) 和相对得分 ($DB1$) 进行内生性处理, 具体结果如表 3 所示。

表 2 稳健性检验

变量	2009—2018 年		2009—2013 年		2014—2018 年	
	<i>Logit</i>	<i>OLS</i>	<i>Logit</i>	<i>OLS</i>	<i>Logit</i>	<i>OLS</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>DBI</i>	0.233 0*** (2.622 1)	0.201 0* (1.505 9)	0.178 7 (1.071 1)	0.120 8 (1.022 0)	0.250 7*** (2.822 7)	0.223 0*** (2.400 3)
<i>L. TFP</i>	0.000 5 (1.166 0)	0.000 2 (1.109 0)	-0.000 1 (1.013 0)	-0.000 0 (1.003 0)	0.000 5 (1.145 8)	0.000 0 (1.002 2)
<i>Size</i>	0.257 0** (1.956 0)	0.001 8*** (2.150 4)	-0.620 4 (-1.279 5)	-0.002 7* (-1.517 8)	0.207 1** (1.861 1)	0.212 3** (1.890 2)
<i>L. Debt</i>	0.000 6 (0.596 5)	0.000 7 (0.704 5)	1.705 8* (1.486 2)	0.005 0 (1.183 1)	-0.393 3 (-0.723 8)	-0.002 4 (-0.623 8)
<i>K</i>	0.119 0 (0.689 1)	0.000 9 (0.696 1)	0.985 0* (1.677 1)	0.901 2 (1.050 1)	0.013 1 (0.067 6)	0.010 9 (0.079 6)
<i>L. FDI</i>	0.003 5* (1.478 1)	0.004 6* (1.488 0)	1.008 7 (0.278 8)	0.766 6 (0.574 8)	0.930 9* (1.694 0)	1.932 2 (1.040 4)
<i>PGDP</i>	0.508 7 (0.733 0)	0.643 1 (0.453 9)	0.538 4 (0.374 0)	0.613 2 (0.500 5)	0.538 7 (0.731 0)	0.635 6 (0.842 0)
<i>L. Ta</i>	0.000 1 (0.128 0)	0.000 1 (0.102 0)	0.016 6 (0.126 0)	0.020 6 (0.462 1)	0.000 2 (0.126 0)	0.001 2 (0.130 2)
<i>L. Open</i>	0.003 5*** (2.000 5)	0.013 2*** (2.243 7)	0.010 2*** (2.093 7)	0.004 5 (0.601 4)	0.013 2** (1.743 7)	0.014 1** (1.789 0)
<i>Year Dummies</i>	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	7 593	6 246	1 027	891	5 970	4 838

表 3 列 (1) 为静态内生性视角下的回归结果, 营商环境 (DB) 的回归系数也显著为正, 其中 Wald 和 LM 检验的统计值说明工具变量不存在不可识别和弱工具变量问题。表 3 列 (2) 为动态内生性视角下的回归结果, 营商环境 (DB) 的回归系数依然显著为正, 其中随机干扰项差分一阶序列相关、二阶序列不相关, Hansen Test 值均表明工具变量是外生有效的。这表明在进行内生性处理之后, 东道国营商环境的改善依然促进了中国企业的海外并购, 验证了基准回归结果的可靠性。同理, 以营商环境便利度相对得分 ($DB1$) 进行两阶段最小二乘法 (2SLS) 和 SYS-GMM 回归结果同样表明, 在进行了内生性处理之后, 东道国营商环境的相对改善依然促进了中国企业的海外并购, 进一步支持了本文的研究结论。

表3 内生性处理

项目	(1)	(2)	(3)	(4)
	2SLS	SYS-GMM	2SLS	SYS-GMM
<i>DB</i>	0.3915** (2.0627)	0.3667*** (2.7110)	—	—
<i>DBI</i>	—	—	0.1209* (1.5627)	0.1687* (1.5289)
<i>L. TFP</i>	0.0045 (1.0405)	0.0040 (0.9986)	0.0050 (1.2401)	0.0035 (0.9560)
<i>Size</i>	0.2344 (0.7771)	0.2062*** (2.8638)	0.1441 (0.8104)	0.2119** (2.0080)
<i>L. Debt</i>	0.1358 (0.7177)	0.1198 (0.7679)	0.1004 (0.8729)	0.1134 (0.9012)
<i>K</i>	0.1082* (1.5661)	0.0952 (1.0514)	0.1121** (1.9801)	0.0822 (1.1524)
<i>L. FDI</i>	1.8586** (1.8995)	1.9355* (1.6352)	1.2770 (1.2100)	1.0872 (1.2352)
<i>PGDP</i>	0.5754 (0.9769)	0.5064 (0.9836)	0.4550 (0.7798)	0.4091 (0.7056)
<i>L. Ta</i>	-0.0042 (-0.2207)	0.0059 (0.2036)	-0.0065 (-0.3347)	0.0069 (0.5092)
<i>L. Open</i>	0.0048** (2.0088)	0.0036* (1.6091)	0.0056** (1.8704)	0.0025 (-1.1722)
<i>L. y</i>	—	0.2681** (1.9901)	—	0.2091* (1.6845)
<i>L2. y</i>	—	0.0447 (0.7103)	—	0.0342 (0.7339)
Kleibergen-Paap LM	395.316***	—	321.099***	—
Kleibergen-Paap Wald F	1468.096***	—	1315.221***	—
AR (1)	—	0.000	—	0.001
AR (2)	—	0.775	—	0.560
Hansen Test	—	0.356	—	0.389
N	893	4881	893	4881

(四) 企业异质性观察

为了进一步观测企业异质性的影响,本文分别从企业生产率、企业资产负债率和企业所有权三个层面进行分类考察^①,其结果如表4所示。

(1) 从企业生产率异质性来看,生产率高的企业($TFP = 1$)跨国并购概率与东道国营商环境之间正相关,但生产率低的企业($TFP = 0$)跨国并购概率与东道国营商环境之间负相关,且未能通过显著性检验。这表明在跨国并购中,生产率高的企业对东道国营商环境正向偏好,但生产率低的企业对东道国营商环境并不偏好。这可以从两方面做出解释:一是在跨国并购中可能存在一定“自选择效应”,

^①企业生产率和企业资产负债率分别以所有样本企业的平均值作为标准进行分类,大于平均值设定为“1”,小于平均值设定为“0”;企业所有权按照国有企业($Ownership = 1$)和非国有企业($Ownership = 0$)分类。

即生产率高的企业才会选择海外并购；二是对生产率低的企业而言，可能偏好于通过非市场化手段进入国际市场，因此反而更偏好于营商环境差的国家和地区。

表4 企业异质性分析的回归结果

项目	按照企业生产率		按照企业所有权		按照资产负债率	
	$TFP=0$	$TFP=1$	$Ownership=0$	$Ownership=1$	$Debt=0$	$Debt=1$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>DB</i>	-0.161 8 (-0.384 1)	0.751 0* (1.587 9)	0.334 0 (1.001 9)	0.609 7** (1.839 0)	0.810 4* (1.601 0)	-0.497 2 (1.083 9)
<i>L. TFP</i>	—	—	-0.211 4 (-0.433 5)	0.233 0* (1.601 9)	-0.309 2 (-0.561 1)	0.408 3 (0.788 0)
<i>Size</i>	-0.177 2 (-0.544 7)	0.377 3* (1.736 2)	0.207 3 (1.110 6)	0.241 3** (1.870 6)	0.246 3* (1.520 6)	0.176 7 (1.210 6)
<i>L. Debt</i>	-0.138 1 (-0.509 1)	0.183 4 (0.531 5)	-0.124 7 (-0.519 0)	0.121 8 (0.601 7)	—	—
<i>K</i>	0.090 3 (0.353 7)	0.252 7 (1.163 8)	0.316 1 (1.194 5)	0.122 9 (0.548 8)	0.096 7 (0.494 3)	0.106 9 (0.395 6)
<i>L. FDI</i>	5.083 3*** (2.234 1)	1.064 0 (0.605 1)	1.919 0 (0.922 3)	3.092 2** (1.897 6)	3.051 2* (1.612 4)	1.133 0 (0.641 2)
<i>PGDP</i>	0.386 1 (0.321 1)	1.241 6 (1.217 1)	-0.549 5 (-0.558 8)	1.850 4 (1.130 1)	0.680 1 (0.683 7)	1.106 4 (0.940 1)
<i>L. Ta</i>	-0.115 3 (-1.011 3)	-0.086 9 (1.029 5)	-0.117 1 (-1.270 9)	0.072 1 (1.220 9)	0.071 3 (1.213 0)	-0.121 7 (-1.018 0)
<i>L. Open</i>	-0.005 6 (-1.073 7)	-0.002 2 (-1.142 8)	-0.004 4 (-0.940 7)	-0.005 4 (-1.441 3)	-0.009 1 (-1.011 4)	-0.000 1 (-0.361 3)
<i>Year Dummies</i>	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	3 168	3 078	3 001	3 215	3 190	3 051

(2) 从企业所有权来看，国有企业跨国并购对东道国营商环境的敏感程度更高，民营企业跨国并购行为对营商环境的偏好程度相对较小。这可能是因为相比非国有企业而言，国有企业的国有身份更容易引起东道国相关审查机构对其并购目的“过度解读”，从而引发了漫长且具不确定性的“推理”，而公平、透明的东道国营商环境有利于缩短这种“过度推理”的时间周期，减低不确定性推理带来的负面影响，因此国有企业在跨国并购中就更看重东道国的营商环境。

(3) 从企业融资约束上看，资产负债率小 ($Debt=0$) 的企业对东道国的营商环境偏好程度更高，资产负债率大的企业反而对东道国的营商环境不偏好。这可能还是与企业“自选效应”有一定关系，融资约束小的企业更容易进行跨国并购，东道国营商环境的改善有利于这些企业更快地通过贷款审核等行政流程，减少交易成本，进而促进该类企业的跨国并购。相反，融资约束大的企业本身很难克服海外并购中的固定成本，过高的杠杆风险使得企业更偏好于利用非市场化手段进入国际市场，这些因素导致资产负债率高的企业在跨国并购中并不偏好东道国的营商环境。

为了进一步观察行业异质性的影响，本文进一步基于北美产业分类体系 (NAICS) 代码将样本企业分为制造业、建筑业、金融保险业、服务业四类进行回归，

结果如下表5所示。通过比较表5列(1)到列(4)中营商环境(DB)的回归系数,可以直观看到,制造业类企业的跨国投资对东道国营商环境(DB)存在显著偏好,其偏好程度大于建筑业、服务业及金融保险业的企业。产生这种行业差异的原因可能在于,中国作为制造业大国,制造业由于自身规模较大,生产效率较大,融资约束较小,一直是中国海外并购的主力军。在长期的跨国并购实践中,中国制造业企业对外投资从最初的资源导向型向市场导向型进行转变,对东道国的营商环境的需求也会相应增加。相反,中国建筑业、金融保险业、服务业的跨国并购由于起步较晚,市场经验不足,海外投资并购的比重相对较少,对东道国营商环境的偏好还未显现出来。

表5 行业异质性分析的回归结果

项目	制造业	建筑业	金融保险业	服务业
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DB</i>	0.5642*** (2.0510)	0.9766 (1.0510)	2.9137 (0.8910)	1.1117 (0.7372)
<i>L. TFP</i>	0.0006 (1.2612)	0.0148* (1.5880)	0.0145 (0.4372)	0.0016 (0.2237)
<i>Size</i>	0.2410* (1.6116)	0.1617 (0.1097)	3.0435 (0.8336)	0.9313 (0.8044)
<i>L. Debt</i>	0.2214 (0.5737)	0.2856 (0.1255)	8.9376 (0.4962)	-0.4680 (-0.2642)
<i>K</i>	0.1221 (0.6402)	-0.2240 (-0.2329)	-17.2927 (-0.8087)	1.4695 (1.0214)
<i>L. FDI</i>	3.9652*** (2.2519)	4.5268 (0.6714)	-6.7865 (-0.8863)	12.8056* (1.5165)
<i>PGDP</i>	-0.0048** (-1.6952)	-0.0132 (-0.4217)	0.0456 (0.8424)	-0.0145 (-1.1474)
<i>L. Ta</i>	0.0507* (1.5023)	-0.3555 (-0.8774)	-4.6704 (-0.8375)	-0.6381 (-1.3578)
<i>L. Open</i>	-0.0048 (-1.2120)	-0.0022 (-0.4337)	0.0443 (0.8560)	-0.0106 (-1.1340)
- <i>cons</i>	-19.6680*** (-3.8087)	-18.0089 (-0.9809)	13.4800 (0.3437)	-54.5293** (-1.9091)
<i>Year Dummies</i>	是	是	是	是
N	4645	428	310	532

四、内在机理的进一步讨论

从前文的理论分析中可以看出,东道国营商环境可以通过影响企业环境不确定性和企业交易成本来影响跨国企业成功并购的概率。那么,这种环境不确定的风险

规避效应及交易成本节约效应在中国企业海外并购行为中是否存在? 本文将进一步构建环境不确定性指数及交易成本的中介变量进行内在机理的实证分析。企业是嵌入宏观环境的微观组织, 因此其环境不确定性风险不仅包括宏观层面政策的不确定性, 还包括微观层面实体经营的不确定性 (Baker 等, 2016), 因此, 本文拟从宏观和微观两个层面度量企业所面临的环境不确定性。

在宏观层面, 本文选用 Baker 等 (2016) 开发的经济政策不确定性指数 (Economic Policy Uncertainty, EPU) 进行衡量, 该指数采用文本分析的方法测量包括经济、政策和不确定性等关键词在各国主流媒体中报道的频率。考虑到中国海外并购目的地分布较为广泛, 本文选用全球经济政策不确定指数 (EPU) 以反映中国企业在跨国并购中所面临的经济政策不确定性风险。基于 Baker 等 (2016) 的月度数据对其进行年度平均^①, 得到本文进行回归分析的年度经济不确定指数。

关于微观层面企业环境不确定性, 本文用变量 *EEU* 表示。关于 *EEU* 的衡量主要是借鉴 Ghosh 和 Olsen (2009) 的方法计算企业过去 3 年非正常收入的标准差, 再除以行业非正常收入标准差的中位数, 即可得到具体企业的环境不确定性指数 (*EEU*)。这里的销售收入用企业主营业务收入进行衡量。由于企业微观层面的不确定性指数 (*EEU*) 在一定程度上包含了宏观经济政策不确定性 (*EPU*) 的传导效应, 这里对微观企业层面不确定性指数 (*EEU*) 的回归中, 模型同时控制住了宏观经济政策不确定性 (*EPU*) 的影响, 在此基础上观测企业环境不确定性 (*EEU*) 的传导效应。

关于企业交易成本, 本文用变量 *TC* 表示。新制度经济学强调了交易费用对企业并购的影响, 过高的交易费用往往不利于跨国并购的展开 (Hennart 和 Park, 1993), 但好的营商环境有利于提高并购交易的效率、简化操作程序, 有利于降低交易成本。为了考察营商环境影响中国企业跨国并购的内在机制中是否存在“交易成本节约效应”, 本文参考夏杰长和刘诚 (2017) 等的做法从市场交易与科层协调两个层面^②反映企业并购后交易成本占营业成本的比重, 具体用销售费用、财务费用和管理费用与营业成本的比值反映。

中介效应的回归结果如下表 6 所示。首先, 表 6 列 (1) 和列 (2) 主要考察了变量 *EPU* 的影响效应, 列 (1) 中 *EPU* 的系数显著为负, 而列 (2) 中加入 *EPU*×*DB*, 其回归系数则变为了正的 0.0401, 这表明东道国营商环境的改善有利于调节环境不确定性对跨国并购投资的负面影响, 进而从风险规避层面促进中国企业跨国并购的增加。同理, 列 (3) 和列 (4) 主要是报告了企业微观层面的环境不确定性指数 (*EEU*) 的影响。列 (3) 在控制变量 *EPU* 的基础上, 变量 *EEU* 的估计系数显著为负, 列 (4) 中加入了企业环境不确定性指数与营商环境的交叉项 *EEU*×*DB*, 交叉项的回归系数为正的 0.1015, 且通过了 10% 的显著性检验, 这表明

^①Baker 指数是报道的月度指数。

^②在市场交易环节企业主要的行为是生产销售, 本文以销售费用和财务费用进行衡量; 在科层协调环节企业的主要行为是企业内部的信息传递和激励制度, 本文以管理费用作为评价指标。

东道国营商环境的改善同样有利于缓冲企业微观层面的环境不确定性进而提升海外企业成功并购的概率。

表6列(5)和列(6)主要检验了企业交易费用(TC)的影响,其中,列(5)中 TC 的估计系数为负的1.0453,列(6)中 $TC \times DB$ 的估计系数显著为正,表明东道国营商环境的改善有利于降低企业交易费用增加对企业海外并购的负面影响。换言之,东道国良好的营商环境具有节约交易成本的积极效应,进而促进了海外投资的进入。但与列(2)和列(4)比较可以看出,营商环境对不确定性指数(EPU 和 EEU)的调节效应相比交易成本的调节效应更为显著。换言之,东道国营商环境对环境不确定性的规避效应大于对交易成本的节约效应,是跨国企业偏好东道国营商环境的重要动因之一。

表6 内在机理检验

项目	经济政策不确定性		企业环境不确定性		企业交易费用	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EPU	-0.4417*** (-1.9825)	—	-0.2207** (-1.7970)	-0.2624* (-1.6711)	—	—
$EPU \times DB$	—	0.0401* (1.5645)	—	—	—	—
EEU	—	—	-0.6870* (-1.5725)	—	—	—
$EEU \times DB$	—	—	—	0.1015* (1.6123)	—	—
TC	—	—	—	—	-1.0453 (-0.8150)	—
$TC \times DB$	—	—	—	—	—	0.0164* (1.6031)
控制变量	是	是	是	是	是	是
R^2	0.1373	0.1310	0.1209	0.1201	0.1305	0.1447

五、结论与启示

中国当前正处经济高质量发展及“一带一路”倡议深化推进的新的历史时期,中国企业积极“走出去”的大趋势不会改变。但随着全球不确定性因素的日益加剧,国外营商环境好坏直接影响了中国企业跨国并购的可行性和并购后企业经营的可持续性。中国企业在积极“走出去”的过程中如何考虑东道国的营商环境将变得越来越重要。为此,本文基于2009—2018年中国企业跨国并购交易的微观数据,利用二值选择模型考察了异质性企业海外并购行为对东道国营商环境的偏好程度,并从不确定性风险规避和交易成本节约的视角对企业偏好营商环境的内在动机进行了机理分析,得出如下结论:(1)2009—2018年中国企业海外并购对东道国营商环境表现出一定偏好性,且偏好程度呈现出阶段性上升趋势。2013年以后中国企业海外并购对东道国营商环境的偏好程度显著高于2013年之前。相比其他解释变量,东道国的营商环境对中国企业跨国并购的影响日益显著,正逐渐成为中国企业

海外并购的重要影响因素之一。(2)从企业异质性角度来看,企业生产率、企业资产负债率及企业所有权的差异会导致企业跨国并购对东道国的营商环境存在差异性偏好。具体而言,生产率高、资产负债率低的企业及国有企业在跨国并购中对东道国营商环境的偏好程度更高。制造业类企业相比建筑业、金融保险业、服务业的企业对东道国营商环境的偏好程度更高。(3)从内在机理上看,东道国营商环境的改善有利于降低企业环境的不确定性和企业的交易成本,进而促进跨国企业对东道国的投资。比较而言,中国企业跨国并购中的不确定性的风险规避效应大于交易成本的节约效应,是企业偏好营商环境的主要动因之一。

以上结论给我们的启示有:首先,重视国外营商环境变化对中国企业海外投资的潜在影响。随着“走出去”战略的持续推进,进一步提高中国跨国企业对东道国营商环境的重视程度,将营商环境纳入企业并购决策的影响因素之中,尤其是当前国际环境不确定性增大的背景下,营商环境的稳定性和透明性将成为影响各国对外投资绩效的重要因素。同时,随着各国营商环境改善措施的出台,营商环境影响企业对外投资的程度将不断加强,动态上升阶段将不断缩短。为此,中国在未来的跨国并购中,一方面应该重视企业内部的管理和自身生产效率的提升,以增强企业海外竞争力和抵御外部风险的能力;另一方面应该进一步重视营商环境改善在降低企业环境不确定性及交易成本等方面的调节效应,加强对海外营商环境的考察和权衡,动态认识营商环境对企业行为的影响,不断提高企业对外投资的风险意识和长期战略意识,促进企业对外投资的良性健康发展。其次,重视营商环境对个体企业跨国投资的影响差异。由于企业差异的存在,中国企业需要根据自身的发展阶段和行业特征评估东道国营商环境可能产生的影响,理性选择并购目的地以降低投资风险。此外,在全球投资环境风险加大的背景下,相关政府部门也应当根据中国企业对海外营商环境的偏好差异,进一步加强对不同企业和行业对外投资的风险管理和经验引导,逐步形成包括经验分享、风险解析、专家指导等栏目在内的对外投资平台,降低企业跨国并购中的不确定性风险。

[参考文献]

- [1]董志强,魏下海,汤灿晴.制度软环境与经济发展[J].管理世界,2012,4:9-20.
- [2]刘军,王长春.优化营商环境与外资企业FDI动机——市场寻求抑或效率寻求[J].财贸经济,2020(1):65-79.
- [3]李志军,张世国,牛志伟,等.中国城市营商环境评价的理论逻辑、比较分析及对策建议[J].管理世界,2021,37(5):98-112.
- [4]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(3):18-30.
- [5]李玉梅,桑百川.中国外商投资企业营商环境评估与改善路径[J].社会科学文摘,2018(12):46-48.
- [6]蒋冠宏.中国企业对“一带一路”沿线国家市场的进入策略[J].中国工业经济,2017(9):119-136.
- [7]綦建红,马雯嘉.东道国金融结构与中国企业海外投资不足:缓解还是加剧[J].南方经济,2020,39(7):39-57.
- [8]夏后学,谭清美,白俊红.营商环境、企业寻租与市场创新——来自中国企业营商环境调查的经验证据[J].经济研究,2019(4):84-98.
- [9]夏杰长,刘诚.行政审批改革、交易费用与中国经济增长[J].管理世界,2017(4):47-59.

- [10] 孙淑伟, 何贤杰, 王晨. 文化距离与中国企业海外并购价值创造[J]. 财贸经济, 2018, 39(6): 130-146.
- [11] 桑百川. 外商直接投资动机与中国营商环境变迁[J]. 国际经济评论, 2019(5): 34-43.
- [12] 王正新, 姚培毅. 中国经济政策不确定性的跨国动态溢出效应[J]. 中国管理科学, 2019, 27(5): 78-85.
- [13] 于文超, 梁平汉. 不确定性、营商环境与民营企业经营活力[J]. 中国工业经济, 2019(11): 136-154.
- [14] 杨亚平, 李腾腾. 东道国营商环境如何影响中国企业对外直接投资选址[J]. 产经评论, 2018, 9(3): 129-147.
- [15] 周超, 刘夏, 辜转. 营商环境与中国对外直接投资——基于投资动机的视角[J]. 国际贸易问题, 2017(10): 143-152.
- [16] 张莉, 朱光顺, 李世刚, 等. 市场环境, 重点产业政策与企业生产率差异[J]. 管理世界, 2019, 35(3): 114-126.
- [17] 张建新, 卫新江, 海柯, 等. 决定中国企业海外收购成败的因素分析[J]. 管理世界, 2010(3): 97-107.
- [18] 朱婕, 任荣明. 东道国制度环境、双边投资协议与中国企业跨国并购的区位选择[J]. 世界经济研究, 2018(3): 109-126.
- [19] ALQUIST R, BERMAN N, MUKHERJEE R, et al. Financial Constraints, Institutions, and Foreign Ownership [J]. *Journal of International Economics*, 2019(118): 63-83.
- [20] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [21] BLONIGEN B A. A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants[J]. *Atlantic Economic Journal*, 2005, 33(4): 383-403.
- [22] BLONIGEN B A, PIGER J. Determinants of Foreign Direct Investment[J]. *Canadian Journal of Economics/Revue Canadienne D'économique*, 2014, 47(3): 775-812.
- [23] BONAIME A, GULEN H, ION M. Does Policy Uncertainty Affect Mergers and Acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 129(3): 531-558.
- [24] CICCONE A, PAPAIOANNOU E. Red Tape and Delayed Entry[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2007, 5(2-3): 444-458.
- [25] DIPANKAR GHOSH, LORI OLSEN. Environmental Uncertainty and Managers Use of Discretionary Accruals, Accounting, Organizations and Society, 2009, 34(2): 188-205.
- [26] EIFERT B. Do Regulatory Reforms Stimulate Investment and Growth Evidence from the Doing Business Data[J]. *Electronic Journal*, 2009(2): 155-166.
- [27] GHOSH D, OLSEN L. Environmental Uncertainty and Managers' Use of Discretionary Accruals[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2009, 34(2): 188-205.
- [28] GLOBERMAN S, SHAPIRO D. Global Foreign Direct Investment Flows: The Role of Governance Infrastructure [J]. *World Development*, 2002, 30(11): 1899-1919.
- [29] HARMS P, URSPRUNG H W. Do Civil and Political Repression Really Boost Foreign Direct Investments [J]. *Economic Inquiry*, 2002, 40(4): 651-663.
- [30] HENNART J F, PARK Y R. Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States [J]. *Management Science*, 1993, 39(9): 1054-1070.
- [31] HOLBURN G L F, ZELNER B A. Political Capabilities, Policy Risk and International Investment Strategy: Evidence from the Global Electric Power Generation Industry. *Strategic Management*[J], 2010, 31(12): 1290-1315.
- [32] JAVORCIK B S. The Composition of Foreign Direct Investment and Protection of Intellectual Property Rights: Evidence from Transition Economies[J]. *European Economic Review*, 2004, 48(1): 39-62.
- [33] JAYASURIYA D. Improvements in the World Bank's Ease of Doing Business Rankings: Do They Translate into Greater Foreign Direct Investment Inflows[J]. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2011(5787) .
- [34] KANDILOV I T, LEBLEBICIOGLU A, PETKOVA N. Cross-border Mergers and Acquisitions: The Importance of Local Credit and Source Country Finance[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2017(70): 288-318.

- [35] LUO Y. Transactional Characteristics, Institutional Environment and Joint Venture Contracts[J]. *Journal of International Business Studies*, 2005, 36(2): 209-230
- [36] NORTH D C. A Transaction Cost Theory of Politics[J]. *Journal of Theoretical Politics*, 1990, 2(4): 355-367.
- [37] PAPADAKIS V M, THANOS I C. Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria[J]. *British Journal of Management*, 2010, 21(4): 859-873.
- [38] ROSS J. The Relationship between OFDI and the Ease of Doing Business[J]. *Journal of International Business Studies*, 2016(2): 174-183.
- [39] SMARZYNSKA B K, SHANG-JIN W. Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-level Evidence[J]. NBER Working Paper Series, 2000: 7969.
- [40] SCOTT A. *Global City-Regions: Trends, Theory, Policy*[M]. Oxford University Press, 2001.
- [41] ZAHEER S. Overcoming the Liability of Foreignness[J]. *Academy of Management Journal*, 1995, 38(2): 341-363.

Do Chinese Companies Value Business Environment of Host Country in M&A — The Perspective of Environmental Uncertainty and Transaction Cost

YU Juanjuan¹, WEI Xiaopeng²

(1. School of Economics, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan, Hubei, 430073;

2. Osaka School of International Public Policy, Osaka University, Osaka, Japan, 560-0043)

Abstract: An ideal business environment is a powerful guarantee to mitigate the impact of environmental uncertainty and could effectively reduce the negative impact of “Liability of Foreignness” on oversea M&A. From the perspective of environmental uncertainty and transaction cost reduction, this article investigated the degree of preference of heterogeneous Chinese companies for host country’s doing business and the underlying mechanism using the micro data of overseas M&A of Chinese companies from 2009 to 2018. The conclusions are as following: (1) From 2009 to 2018, Chinese enterprises overseas M&A showed a preference for the doing business of host country, and showed the characteristics of dynamic increase. (2) In terms of enterprise heterogeneity, companies with high productivity, low asset-liability ratio and the state-owned had a higher preference for doing business of the host country in oversea M&A. (3) From the internal mechanism, the improvement of doing business in the host country could reduce the environmental uncertainty and transaction cost, and the avoidance effect of environmental uncertainty was greater than the effect of transaction cost saving, which was one of the important motivation of enterprises to prefer the better doing business in oversea M&A.

Keywords: Oversea M&A; Business Environment; Environmental Uncertainty; Transaction Cost

(责任编辑 刘建昌)