

特定优势组合与中国企业跨国并购动因

——来自中国上市企业的经验证据

王文佳, 魏 龙

(武汉理工大学 经济学院, 湖北 武汉 430070)

摘要: 本文利用2003—2020年CSMAR与Zephyr数据库匹配的并购数据, 将中国上市企业跨国并购的企业特定优势与母国国家特定优势组合可视化分析, 验证特定优势组合对跨国并购决策的影响。研究结果表明, 中国企业跨国并购呈现低企业特定优势与高国家特定优势组合、国家特定优势主导的混合驱动特征。机制检验表明, 企业融资约束是特定优势组合发挥作用的主渠道, 融资约束下的制度逃逸冲动在针对发展中国家的并购中更为显著。异质性检验表明, 中国企业对发展中国家的跨国并购以企业特定优势驱动为主, 对发达国家的跨国并购以国家特定优势驱动为主, 非国有企业全要素生产率的提升弥补了融资约束的负向影响。

关键词: 特定优势组合; 国家特定优势; 跨国并购; 融资约束

[中图分类号] F272.3 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4034(2022)04-0122-17

引 言

近年来中国企业海外并购数量与并购总额不断下降, 特别是在各国不断加强对外资的安全审查背景下, 臆想渲染的“中国技术威胁论”增加了中国企业跨国并购的难度。根据安永发布的《2020年全年中国海外投资概览》, 2020年中国企业宣布的海外并购总额为464.1亿美元, 同比下降46.2%; 宣布的海外并购数量为530宗, 同比下降18.5%。中国国际贸易促进会发布的《欧盟营商环境报告2020—2021》表明, 欧盟持续强化的外资审查、对外资的过度规制对中国企业在欧经营造成了负面影响。2021年意大利政府以重型车辆为国家战略利益的重要部门为由鼓励依维柯终止与一汽的并购谈判, 并利用“黄金权利”否决了中国深圳

[收稿日期] 2021-06-30

[基金项目] 国家社会科学基金重大项目“构建人类命运共同体进程中国际经济规则重建的理论逻辑及中国的战略选择”(19ZDA054)

[作者简介] 王文佳(1989—), 女, 武汉理工大学经济学院博士研究生, 研究方向: 对外直接投资、全球竞争战略; 魏龙(1966—), 男, 武汉理工大学经济学院教授、博士生导师, 研究方向: 全球价值链、全球竞争战略

创疆投资股份有限公司对意大利半导体公司 LPE 的股权收购。战略资产寻求与制度视角下的国家特定优势产生的所有制歧视问题，成为中国企业特别是国有企业进行跨国并购的掣肘（臧成伟和蒋殿春，2020）。在这一特殊背景下，中国企业跨国并购的优势来源与新动因有待重新验证。

Hymer（1960）最早从企业垄断优势的角度论及企业跨国并购的动因。发达国家跨国企业因其在技术、组织、管理上的无形资产及规模经济效应而在产品市场上获得垄断地位，从而形成了对外投资的垄断优势；具有内部化优势的企业将对外直接投资成本最小化（Buckley 和 Casson，1976；Rugman，1981）；东道国^①的区位优势吸引母国对其进行投资，据此形成了对外直接投资折衷理论（Dunning，1977）。企业的所有权优势在不增加特定交易成本的条件下无法在公司外部复制，无法形成企业特定优势（Firm Specific Advantages, FSAs）。中国企业自身的特定优势并不明显，基于企业特定优势的所有权优势无法完整解释中国企业跨国并购的动因问题。裴长洪和郑文（2011）利用母国的经济基础、行业、规模、区位等发展条件作为母国的国家特定优势（Country Specific Advantages, CSAs）解释中国对外直接投资的动因。因此，将母国国家特定优势纳入跨国并购动因的分析框架中对理解中国企业跨国并购具有重要的理论意义。

中国经济进入新发展阶段后，理顺企业特定优势与国家特定优势的组合过程，对优化投资激励与支持体系，打造透明、公平的竞争环境具有重要的现实意义。本文通过文献回顾与理论梳理，论述母国国家特定优势的制度与经济逻辑，在此基础上对 Rugman 提出的 FSAs/CSAs 框架进行可视化分析，阐述中国企业跨国并购的新动因。本文的经验分析从可转移优势的视角，论证国家特定优势与企业特定优势的互补性特征；通过分析企业全要素生产率的提升与融资约束的缓解两个渠道，研究特定优势组合对企业跨国并购决策产生影响的路径，为发展中国家企业跨国并购决策提供理论支持。本文的研究为中国企业融入双循环，将自身特定优势与国家特定优势匹配，形成特定优势组合进而提高国际竞争力提供理论基础。

一、文献回顾与理论分析

（一）资源基础观与制度基础观视角下的母国国家特定优势

国家特定优势来源于地理位置、要素禀赋、产业集群、政府政策、制度框架以及相关的文化因素（Rugman，1981；Rugman 等，2014）。资源基础观与制度基础观分别从经济逻辑与制度逻辑的角度将影响跨国并购的母国特定优势重新整合。资源基础观视角的母国国家特定优势有两层含义。一是国家既有的资源优势，包括自然资源、劳动力、资本等。企业利用这些优势在国内生产并通过分支机构对外销售。因此，跨国并购的母国企业特定优势中含有国家特定优势的背景（Cervo-Cazurra 和 Un，2015）。特定国籍的公司可能比其他国籍的公司具有一定的优

^①包含国家和地区。

势，这些比较优势的动态变化决定了企业与国家竞争优势和国际生产格局的变动（Porter, 1990; Ramamurti, 2008）。二是国家社会经济条件，国民收入水平、服务业发展水平、科技发展水平等为本国企业发展提供基础性条件（裴长洪和郑文，2011）。

制度逻辑下的新兴经济体跨国企业竞争优势可以是国家的政策支持、国际组织参与及其组合的作用。政府经营保障机制与政策服务体系是中国企业跨国并购的推动力（裴长洪和樊瑛，2010）。在经济转型期，国内制度环境对跨国并购具有显著的促进作用。与国内市场关联的政府支持、财政支持和科研支撑是推动企业跨国并购的重要优势（Yiu 等，2007），其中包括政府利用优惠贷款、软预算支持、财税补贴等鼓励母国企业并购东道国战略性资产（Buckley 等，2009）。稳定的政府政策支持可使国有企业凭借廉价信贷和软预算约束获得长期平稳的资金供给。在不完善的资本市场上，企业内部融资成本低于外部融资成本（姚树洁等，2014）。“政府创造的优势”成为中国企业跨国并购的决定因素之一，在很大程度上补充了母国企业自身的缺陷，提高了企业的国际竞争力（Ramamurti 和 Hillemann, 2018）。此外，中国产业政策缓解了企业的融资约束，进而促进中国企业进行对外直接投资（严兵和郭少宇，2021）。

（二）特定优势组合分析框架

Rugman（1981）提出基于企业特定优势——国家特定优势矩阵的特定优势组合分析框架。特定优势组合框架中企业特定优势的论述与 Hymer（1960）垄断条件下的所有权优势的概念一脉相承，均认为企业的技术水平、研发与创新能力、管理能力等是其优势的主要来源。而 Rugman 创新性地提出了国家特定优势的概念。Rugman 和 Chang（2011）认为，企业国际竞争力最终取决于企业独特能力（企业特定优势）和母国资产（国家特定优势）之间的联系。母国国家特定优势通过国内资本市场、汇率和文化语言相似性等方式传递给企业（Buckley 等，2012; Buckley, 2017）。Akpınar（2020）建立理论与经验模型，验证国家特定优势与企业特定优势组合的差异决定企业不同的国际化策略。

本文据此建立的特定优势组合矩阵（图1），依据企业特定优势与国家特定优势的高低差异将不同的组合状态分为四个单元格（表1）。（1）战略驱动型（单元格1）：国家特定优势与企业特定优势均较低，企业国际化策略的长期一致性是跨国并购成功的关键（吴先明，2019）。（2）国家特定优势引导型（单元格2）：该单元格内企业通常在产业发展的标准化阶段，企业在完善的制度支持下能生成新的企业特定优势进行企业跨国并购。这与资源基础观与制度基础观视角下企业特定优势与东道国国家特定优势匹配的观点一致。（3）特定优势混合引导型（单元格3）：此单元格内的企业拥有较高的企业特定优势。在高母国特定优势支持下，领先企业可以采取任何国际化策略。（4）企业特定优势引导型（单元格4）：这一阶段的企业通常拥有强大的市场导向能力，品牌优势明显。这一单元格内企业无需母

国国家特定优势支持或国家特定优势无法作为企业的支持。当然，完全依赖企业特定优势而不依托国家特定优势进行跨国并购的企业是不存在的（吴先明，2019）。

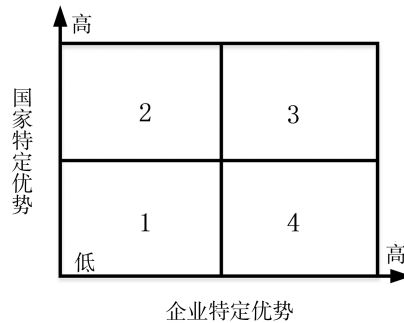


图1 企业特定优势与国家特定优势组合矩阵

表1 特定优势组合的四种状态

区域	类型	特征	跨国并购决策
单元格1	战略驱动型	低国家特定优势与低企业特定优势	企业跨国并购多基于企业长期发展战略
单元格2	国家特定优势引导型	高国家特定优势与低企业特定优势	企业在完善的制度支持下也能生成新的企业特定优势进而进行企业跨国并购
单元格3	特定优势组合引导型	高国家特定优势与高企业特定优势	领先企业可以采取任何支持其长短期利益最大化的国际策略
单元格4	企业特定优势引导型	低国家特定优势与高企业特定优势	成熟企业特定优势明显，主动作出并购决策

中国企业在形成综合竞争优势过程中需要国家引导、服务和组织（裴长洪和樊瑛，2010）。适度的政策支持能够降低企业跨国并购的临界生产率，在促进企业跨国并购的基础上提升和改善本国福利（洪俊杰和张宸妍，2020）。就特定优势组合（匹配）的关系，吴先明和谢慰云（2016）将企业特定优势与东道国国家特定优势的组，分析其对中国企业跨国并购决策的作用。为了研究企业特定优势与母国特定优势组合的作用机制，本文参考冯米等（2012）、吴先明和谢慰云（2016）的分析框架，构造企业特定优势与母国国家特定优势组合的衡量指标：

$$\begin{aligned}
 N(FSA_i) &= \frac{FSA_i - \min_{i \in \Omega} FSA_i}{\max_{i \in \Omega} FSA_i - \min_{i \in \Omega} FSA_i} \\
 N(CSA_i) &= \frac{CSA_i - \min_{i \in \Omega} CSA_i}{\max_{i \in \Omega} CSA_i - \min_{i \in \Omega} CSA_i} \\
 Fit_i &= 1 - |N(FSA_i) + N(CSA_i) - 1|
 \end{aligned} \tag{1}$$

式（1）中， FSA_i 为母国企业 i 所拥有的企业特定优势， CSA_i 为母国企业 i 所拥

有的母国国家特定优势。在竞争中性原则下，所有企业面临的母国要素禀赋条件是相同的，即在同一时间维度下，母国国家特定优势的一致性。在标准化处理相关数据基础上，本文构造企业特定优势和母国国家特定组合的衡量指标 Fit_i 。 $N(FSA_i)$ 、 $N(CSA_i)$ 和 Fit_i 取值范围均为 $[0, 1]$ ，该指标反映母国国家特定优势与企业特定优势的特定优势组合状态。根据以上分析，本文提出第一个研究假说：

假说1 中国企业跨国并购以特定优势组合下的混合驱动为主，国家特定优势是中国企业跨国并购的重要优势来源。

（三）发展中国家后发企业特定优势与出口学习效应

发展中国家企业相较于发达国家企业，远离技术创新的核心，缺乏发达国家企业具有的先进技术、管理经验、品牌等所有权优势。企业跨国经营的驱动力需要从资源获取、学习过程、市场约束跨越（Mathews, 2006；Luo 和 Tung, 2007）等区别于发达国家跨国企业的视角进行理论解释。异质性企业理论作为基于企业生产效率的市场进入决策模型（Melitz, 2003），为不同发展阶段的国家企业跨国经营提供了普适的理论基础。企业的研发与技术资源、品牌、渠道、管理能力作为企业的可转移优势是企业市场进入的关键动因。生产率的提高促使企业从出口阶段跃入跨国并购阶段（张杰等，2016；冯猛，2020）。缺乏可转移优势的企业也可以通过跨国并购获得东道国的可转移资源（蒋冠宏和蒋殿春，2017），这也为中国企业寻求技术、品牌、渠道等战略资产提供了一致与自洽的理论解释。企业全要素生产率提升所反映的出口学习效应，验证了跨国并购逆向技术溢出的吸收效应（张先锋等，2016），揭示了企业对可转移优势吸收的可能性。企业的出口学习效应通过掌握技术优势、增加管理知识、了解市场信息与规则等途径提升企业的生产效率。本文的研究将无形资产等可转移优势作为企业特定优势与国家特定优势的组对象，以企业的出口学习效应下全要素生产率的提升作为渠道，验证上述分析其对特定优势组合的影响，由此本文提出第二个研究假说：

假说2 全要素生产率的提升是特定优势组合发挥作用的内部渠道，通过提升特定优势组合影响跨国并购决策。

（四）融资约束下的企业跨国并购决策

发展中国家企业面临着母国制度条件不完善的外部约束。融资约束影响了企业的跨国并购决策。企业市场进入方式（吕越和盛斌，2015）、跨国并购或绿地投资决策（蒋冠宏和曾靓，2020）均受到融资约束的影响。从企业异质性角度看，相较于国有企业，民营中小企业面临更严重的融资约束问题（林毅夫和李志赞，2005）。民营企业的融资约束问题对其企业跨国并购决策具有显著的负面作用（王碧珺等，2015）。部分学者质疑国内政策为国有企业带来了更多的融资便利条件，没有企业特定优势的中国国有企业在国家政策的“扶持”下“海外抄底”（Gugler 和 Boie, 2008）；而与国有企业相比，民营企业的跨国并购更有可能从融资支持中获益（李磊和包群，2015）。但是，通过影响企业融资约束提升企业特定优势，促进企业跨国并购的路径并未经过严格的经验分析。因此，本文提出第三个研究假说：

假说3 融资约束的缓解是特定优势组合发挥作用的外部渠道,对企业跨国并购的决策具有显著的促进作用。

二、实证模型设定、指标和数据说明

(一) 模型设置

跨国并购是微观企业层面的决策过程,因此本文使用上市企业跨国并购数据研究企业并购决策的动因。针对数据本身的选择性偏误问题,本文使用 Heckman 两步法,矫正其内生性。中国企业跨国并购动因的决定因素方程为:

$$Probit(MA_{it}) = \begin{cases} 1, & \text{企业 } i \text{ 在 } t \text{ 年并购} \\ 0, & \text{企业 } i \text{ 在 } t \text{ 年不并购} \end{cases} \quad (2)$$

其中, $Probit(MA_{it}) = g_1 Fit_{it} + \sum_j d_{1j} Motivation_{jt} + m_{it}$ 。

$$MA(value)_{it} = \begin{cases} value, & Probit(MA_{it}) = 1 \\ -, & Probit(MA_{it}) = 0 \end{cases} \quad (3)$$

其中, $MA(value)_{it} = g_2 Fit_{it} + \sum_j d_{2j} Motivation_{jt} + u_{it}$ 。

被解释变量 MA_{it} 表示母国企业 i 在 t 年的是否进行并购, Fit_{it} 表示企业的特定优势组合。本文加入东道国相关变量 ($Motivation_{jt}$) 控制了东道国区位因素的影响。 m_{it} 和 u_{it} 表示模型的误差项。Heckman 两阶段模型的第一步方程为跨国并购倾向方程,检验跨国并购决策可能的影响因素;再根据第一步方程的结果计算出逆米尔斯比 (Inverse Mills Ratio, IMR) 引入第二步回归方程中,规避样本选择性偏误。若 IMR 显著则需要考虑第二阶段并购规模的影响;若 IMR 不显著则更关注第一步 Probit 模型的结果 (蒋冠宏和蒋殿春, 2017)。

为探究特定优势组合对跨国并购决策的影响机制,本文在 Heckman 两阶段模型的基础上根据 Acemoglu 等 (2002) 的方法构建渠道分析的模型:

$$channel_{k=1,2}^k = a_k + g_k Fit_{it} + \sum_j d_j Motivation_{jt} + e_3 \quad (4)$$

在此基础上,式 (5) 验证企业的学习效应与融资约束作为不同渠道的作用效果。其中, $channel_{k=1,2}^k$ 为渠道变量。

$$MA_{it} = a_i + g_i Fit_{it} + \sum_{k=1,2} q_k channel_{kt} + e_{it} \quad (5)$$

(二) 样本选取与数据来源

本文将 Zephyr 数据库与 CSMAR 数据库进行合并,得出中国 A 股上市企业 2003—2020 年间已完成的跨国并购数据。在构建面板数据的过程中,为了尽可能最大化样本数量,本文保留了同一企业不同年份的多次并购数据,删除最后一次并购后的数据,以排除统计偏差。若出现企业在同一年进行多次跨国并购的情况,则对投资于同一东道国的多次并购额进行加总;若对不同东道国进行并购则仅保留最大额的并购交易。同时本文对企业的跨国并购可能性 (ma) 进行赋值,企业当年存在跨国并购,则 $ma = 1$;反之, $ma = 0$ 。据此,本文得出 682 家中国上市企业

2003—2020年间跨国并购面板数据, 包含有上市企业跨国并购的可能性及跨国并购额双重指标。

对于特定优势组合的衡量, 利用式(1), 使用企业专利授权数量代表技术层面的企业特定优势(吴先明和胡博文, 2017)。与之相对应的, 本文利用国家层面的专利申述授权数量, 作为国家特定优势的代理变量。同时, 引入企业层面的全要素生产率与国家层面的全要素生产率相匹配构成生产效率层面的特定优势组合, 验证特定优势组合可视化研究结论的稳健性。其中, 企业层面的专利申请授权数据来源于CSMAR数据库; 国家层面专利申请授权数量来源于国家统计局; 企业层面全要素生产率通过LP方法计算, 相关数据来源于CSMAR数据库; 国家层面全要素生产率来源于佩恩表(PTW10.0)。

为进一步验证全要素生产率与融资约束在特定优势组合对跨国并购影响中的渠道作用, 本文利用企业全要素生产率作为企业内部渠道, 融资约束作为企业外部渠道进行实证检验。参考张先锋等(2016)的研究, 本文利用海外并购企业的全要素生产率衡量出口的学习效应, 加深异质性企业理论在企业生产、出口与海外并购决策的应用。借鉴刘莉亚等(2015)的研究, 本文利用SA指数衡量企业的融资约束, $Size_{it}$ 为企业资产总计, Age_{it} 为企业年份, 数据均来源于CSMAR数据库。公式为:

$$SA_{it} = -0.737 \times Size_{it} + 0.043 \times Size_{it}^2 - 0.04 \times Age_{it} \quad (6)$$

同时, 企业海外并购的动因不仅取决于母国国家特定优势的组, 也取决于其与东道国特定优势的匹配(吴先明和谢慰云, 2015)。本文将东道国的区位优势引入实证框架中, 一方面, 作为控制变量控制东道国的影响; 另一方面, 反映中国企业跨国并购的动机(Buckley等, 2009)。东道国层面包括以下变量: (1) 市场寻求动机($\ln GDP_{pcPPP}$)。通过东道国人均GDP(购买力平价)来衡量(陈岩等, 2012), 反映东道国的市场机会, 数据来源于WDI数据库。(2) 资源寻求动机($\ln nr$)。通过东道国石油等矿产资源出口占总出口的比重衡量(蒋冠宏和蒋殿春, 2012), 反映跨国并购与东道国自然资源储备之间的关联(Kolstad和Wiig, 2009), 数据来源于UNCOMTRADE数据库。(3) 效率寻求型动机($\ln labor$)。与邸玉娜和由林青(2018)做法类似, 假定东道国劳动力越丰富, 生产成本越低。因而, 企业更愿意选择劳动力资源丰富的东道国进行投资。该控制变量通过东道国劳动力人口数衡量, 数据来源于WDI数据库。(4) 战略性资产寻求动机($\ln rdg$)。通过东道国的研发投入强度, 即研发投入占GDP比重衡量(蒋冠宏, 2017)。在后续的实证研究中, 将变量进行对数处理以保障数据的平稳性, 也突出参数估计值的可比性与经济学含义。

三、特定优势组合的可视化分析

根据资源基础观, 中国企业通过海外并购获取东道国相应资源可对企业特定优势进行补充。但对企业特定优势的补充并非仅通过海外并购单一路径实现。通过强化国内循环全面提升国内的宏观经济环境, 全面的技术进步也能够弥补企业特定优

势的不足。企业跨国并购的动因可以由企业特定优势引导来源转化为特定优势组合驱动的模式。本文利用专利申请授权数量（图2）与全要素生产率（图3），将中国上市企业跨国并购特定优势组合进行可视化，对比了中国上市企业对发展中国家与发达国家^①企业跨国并购的特定优势组合差异^②。图2是基于专利授权数的特定优势组合分析。通过对散点图形的观察，发现中国上市企业跨国并购的优势来源主要集中于矩阵的对角线左上部分，显示出了低企业特定优势与高国家特定优势组合的特征。中国上市企业的特定优势组合其优势的主要来源是母国国家特定优势，与理论分析框架（图1）相契合；中国上市企业跨国并购以母国国家特定优势引导的成本领先型与混合引导型为主（单元格2与单元格3），鲜有企业特定优势引导型（单元格4）的跨国并购。

如图3所示，利用全要素生产率衡量特定优势组合，混合引导型特征更为明显，鲜有企业特定优势引导型（单元格4）。针对全要素生产率的组合可以发现，中国企业对发达国家跨国并购的动因具有更明显的高国家特定优势补充的特征。这也间接说明中国上市企业通过跨国并购关联上环流国家时对于国家特定优势的依赖，企业的全要素生产率反映了企业在经营、出口、跨国并购后对于技术的吸收及向生产过程转化效应。

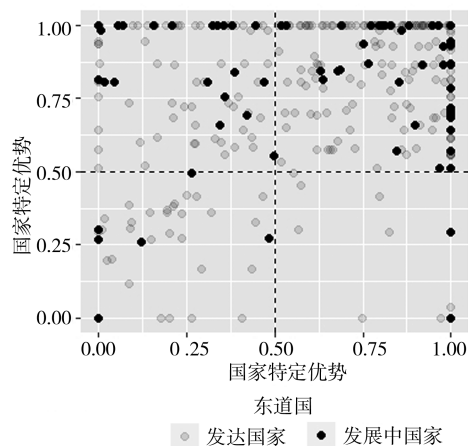
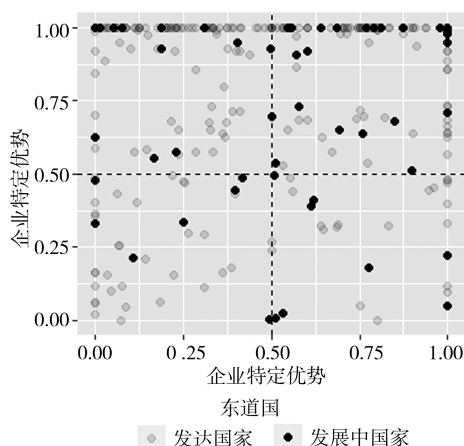


图2 基于企业专利授权数的特定优势组合

图3 基于企业全要素生产率的特定优势组合

综上所述，中国跨国并购企业的企业特定优势较弱，国家特定优势是特定优势组合的主要优势来源。低企业特定优势与高国家特定优势的组合是中国企业跨国并购的主要动因，且在对发达国家和发展中国家的投资中的差异不明显。后文的实证分析将进一步验证特定优势组合对中国企业跨国并购决策的影响。

^①涉及投资东道国，此处应为发展中国家（地区）和发达国家（地区）。下同。

^②限于篇幅，本文的描述性统计结果备索。凡备索资料均可登录对外经济贸易大学学术刊物编辑部网站“刊文补充数据查阅”栏目查询、下载。

四、特定优势组合对中国跨国并购影响的经验证据

(一) 基准回归

基于本文的研究目的与模型设定,实证部分着重分析同一变量在跨国并购决策不同阶段影响效果的差异。基准回归结果展示了特定优势组合及其不同来源(国家特定优势、企业特定优势)对中国上市企业跨国并购的影响(表2)。特定优势组合与企业跨国并购第一阶段决策呈现出显著的正相关。分别考虑其优势来源,可以看出企业特定优势与国家特定优势均产生了显著的正向作用。比较企业特定优势与国家特定优势的参数估计结果,可以发现国家特定优势的作用更为突出。但在本文的研究中,国家特定优势与企业特定优势不能完全独立发挥其作用,两者间存在互补性特征。基准研究的结果也证明了可视化分析的结论:中国上市企业在跨国并购过程中,强国家特定优势能够对弱企业特定优势进行补充,影响了中国企业的跨国并购决策。

表2 基准回归结果

项目	(1)		(2)		(3)	
	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>
<i>lnFit_PA</i>	—	—	0.109*** (3.14)	13.96 (1.48)	0.100*** (2.72)	-0.422 (-0.10)
<i>lnFSA_PA</i>	0.176*** (4.26)	0.114 (0.21)	—	—	—	—
<i>lnCSA_PA</i>	0.694*** (12.02)	0.649 (0.28)	—	—	—	—
<i>lnlabor</i>	—	—	—	—	2.605*** (4.24)	-15.07 (-0.14)
<i>lnnr</i>	—	—	—	—	-0.0591** (-2.12)	0.417 (0.17)
<i>lnrdg</i>	—	—	—	—	-0.175* (-1.72)	0.518 (0.07)
<i>lnGDPpcPPP</i>	—	—	—	—	0.181* (1.85)	-0.921 (-0.13)
IMR	—	1.660 (0.41)	—	155.1 (1.47)	—	-6.660 (-0.13)
N	1 948	340	2 308	315	2 056	291
调整后的 R ²	—	0.013	—	0.006	—	0.013
伪 R ²	0.161	—	0.006	—	0.019	—

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

控制了东道国劳动力、市场、资源与技术等影响后,特定优势组合在跨国并购第一阶段决策时的正向显著作用并未改变。这一结果从控制变量的视角验证了模型稳健性,同时也进一步验证了中国上市企业特定优势组合在企业跨国并购决策中起

到的重要作用。从跨国并购动机的视角看,在特定优势组合背景下中国企业的跨国并购呈现出复杂的动机。中国企业跨国并购的自然资源寻求动机系数显著为负,这与部分研究所探讨的中国对外直接投资的“资源掠夺”观点(Buckley等,2009)相悖。同时,市场寻求与战略资产寻求型动机系数均不显著。对于企业的战略资产寻求,蒋冠宏和蒋殿春(2017)指出可转移优势较弱的企业存在技术获取型动机,在引入控制变量后的回归中并未发觉此动机,可能的原因是基准回归忽略了互为因果的问题——企业在经营过程中的技术吸收与转化过程。因此,在后续的实证过程中将验证企业的内部渠道(全要素生产率)与外部渠道(融资约束)的作用。另一个原因是本文基于企业微观数据展开研究,一国的企业跨国并购存在与经济发展情况相匹配的特征,企业经营过程也存在相应的阶段性特征。因此,需要在进一步研究中从企业异质性与东道国异质性方面进行探讨。

综合上述分析,可以进一步得出结论:中国上市企业跨国并购过程中高国家特定优势对低企业特定优势进行补充,形成特定优势组合,影响中国企业的跨国并购决策。中国企业跨国并购以特定优势组合下的混合驱动型为主,国家特定优势起到重要的作用。

(二) 稳健性检验

首先,使用ivprobit模型来缓解可能存在的内生性问题,借鉴苏丹妮等(2020)的方法构造核心解释变量在行业-年度层面的均值作为特定优势组合的工具变量。本文所选取的变量通过了相应的识别检验,意味着本文选取的工具变量较为合理。其次,基准回归中加入一系列企业层面的控制变量。同时,在后文的进一步分析中对企业异质性进行了讨论,利用这两种方式控制企业特征的影响。再次,使用logit模型对企业跨国并购第一阶段决策进行验证。最后,本文剔除混杂因素对模型的干扰,通过剔除香港地区的样本进行稳健性检验。本文的核心结论并未因四种稳健性检验方式不同而发生改变。中国上市企业跨国并购的动因以混合驱动为主,国家特定优势是特定优势组合的重要来源。高国家特定优势对低企业特定优势进行补充,影响中国上市企业跨国并购决策^①。

(三) 渠道分析

根据前文的分析结果,特定优势组合通过提高全要素生产率、缓解融资约束影响企业的并购决策。本文对该机制进行检验,结果如表3所示。渠道识别的结果显示了企业的全要素生产率和融资约束均是显著的渠道变量。中国上市企业在跨国并购决策前,通过对内部渠道与外部渠道的甄别,结合自身特定优势组合状况做出第一阶段与第二阶段的投资决策。研究结果显示了融资约束是主要渠道。全要素生产率为辅助渠道,这也符合企业决策时的逻辑判断过程:在内部因素(特定优势组合与全要素生产率)已知的情况下,通过外部约束(融资约束)推动企业做出最终的投资决策。

^①限于篇幅,本文详细的稳健性检验结果备索。

融资约束对企业跨国并购决策的影响在第一阶段显著为正,而在第二阶段显著为负。第一阶段的回归过程包含了企业并购发生前的经营状况,国内经营过程中融资约束越大企业制度逃逸的可能性越大,更倾向于进行跨国并购。并购的第二阶段面临资金来源问题,市场化动机更为明显:资源密集、成本密集的资源寻求型与效率寻求型投资上需要大量的资金支持,企业融资约束越大,跨国并购的难度越大。实证结果也显示了融资约束对资源寻求型与效率寻求型跨国并购带来了显著的负向影响。但全要素生产率与融资约束的共同作用削弱了融资约束的负向影响,经营过程中效率提升弥补了融资约束带来的影响。融资约束所带来的负向冲击能够通过企业自身的无形资产吸收与学习过程得以缓解。特定优势组合条件下的优势互补性仍旧能够促使中国企业进行跨国并购。

表3 渠道分析结果

项目	全要素生产率		融资约束		主渠道	
	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>
<i>lnFit_PA</i>	0.0819** (2.13)	-0.718 (-0.79)	0.0811** (2.14)	-1.072*** (-3.51)	0.0876** (2.26)	-0.856* (-1.91)
<i>lnfp_lp</i>	0.188*** (5.71)	-1.342 (-0.65)	—	—	-0.0953 (-1.46)	1.233** (2.54)
SA	—	—	0.129*** (8.43)	-1.525*** (-3.42)	0.237*** (5.02)	-2.298** (-1.99)
<i>lnlabor</i>	2.579*** (4.00)	-28.80 (-0.99)	2.458*** (3.85)	-38.54*** (-4.08)	2.426*** (3.73)	-29.55** (-2.34)
<i>lnnr</i>	-0.105*** (-3.35)	1.183 (0.99)	-0.0764*** (-2.60)	1.147*** (3.88)	-0.101*** (-3.16)	1.214** (2.32)
<i>lnrdg</i>	-0.0285 (-0.25)	0.152 (0.37)	-0.103 (-0.96)	1.610*** (3.48)	-0.0401 (-0.35)	0.372 (1.15)
<i>lnGDPpcPPP</i>	0.109 (1.01)	-0.874 (-0.72)	0.186* (1.78)	-2.754*** (-3.83)	0.111 (1.02)	-1.040* (-1.69)
IMR	—	-13.32 (-0.97)	—	-19.18*** (-4.08)	—	-14.65** (-2.30)
N	2 011	273	2 056	291	2 011	273
调整后的 R ²	—	0.181	—	0.280	—	0.218
伪 R ²	0.042	—	0.061	—	0.058	—

综合上述分析,融资约束是中国企业跨国并购过程中重要的外部约束。融资约束使得企业在经营过程存在“制度逃逸”冲动而选择跨国并购,同时又限制了企业跨国并购的投资额度与目标选择。特定优势组合条件下,优势互补性的存在使得企业通过经营过程中全要素生产率的提升弥补融资约束的负向影响,激励中国上市企业跨国并购。

(四) 异质性分析

1. 东道国经济发展水平异质性

首先依据东道国经济发展水平对样本进行分组,如表4所示。在企业跨国并购的第一阶段决策中,特定优势组合对中国企业针对发达国家的跨国并购影响更显著。中

国企业对于发达国家的跨国并购更需要全盘考虑企业特定优势与国家特定优势，在更符合市场化特征的情况下开展。从优势来源上看，企业在对发达国家的跨国并购中国家特定优势的作用更为显著。国家特定优势的补充会使得企业在决策过程中建立自信，针对发达国家的投资更有底气。而到了第二阶段，这种作用并不明显，在针对发展中国家的投资中特定优势组合的影响为负，结合对发展中国家资源寻求型投资的正向影响，对于发展中国家“资源掠夺”的观点影响了企业跨国并购。

表4 基于东道国异质性分组的基准回归结果

项目	发达国家				发展中国家			
	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>
<i>lnFit_PA</i>	0.0756* (1.87)	0.0699 (0.05)	—	—	0.155 (1.51)	-21.86** (-2.32)	—	—
<i>lnFSA_PA</i>	—	—	0.136*** (2.88)	-0.566 (-1.16)	—	—	0.350*** (2.73)	-5.943 (-0.86)
<i>lnCSA_PA</i>	—	—	0.945*** (11.29)	-3.447 (-0.94)	—	—	0.129 (1.20)	-2.594 (-1.06)
<i>lnlabor</i>	3.437*** (4.64)	-1.565 (-0.02)	1.620* (1.96)	-4.583 (-0.77)	2.705** (2.12)	-388.7** (-2.35)	2.203 (1.45)	-37.41 (-0.90)
<i>lnnr</i>	-0.115*** (-3.02)	0.0939 (0.04)	-0.0166 (-0.42)	0.0935 (0.86)	-0.0480 (-0.42)	6.696** (2.22)	-0.158 (-1.33)	2.296 (0.76)
<i>lnrdg</i>	-0.120 (-0.82)	-0.254 (-0.10)	-0.236 (-1.53)	0.440 (0.52)	-0.0671 (-0.36)	9.384** (2.25)	-0.224 (-1.10)	3.952 (0.90)
<i>lnGDPpcPPP</i>	1.313*** (5.18)	0.734 (0.03)	0.321 (1.19)	-0.119 (-0.09)	0.0656 (0.47)	-8.889** (-2.20)	0.0142 (0.09)	0.510 (0.91)
<i>IMR</i>	—	-0.603 (-0.02)	—	-4.591 (-0.96)	—	-175.8** (-2.34)	—	-19.99 (-0.83)
N	1 822	258	1 540	280	234	33	198	32
调整后的 R ²	—	0.013	—	-0.003	—	0.081	—	0.089
伪 R ²	0.034	—	0.199	—	0.042	—	0.109	—

进一步对比不同东道国全要素生产率与融资约束的渠道作用的异质性（表6），发现融资约束都是主渠道，且对企业跨国并购的第一阶段决策影响均显著为正；中国企业跨国并购的第一阶段决策过程存在制度逃逸的现象，且对发展中国家跨国并购的第一阶段决策中融资约束的正向影响更大。这也部分证明了中国企业跨国并购第一阶段决策过程中的制度风险偏好。在对发达国家的跨国并购中，全要素生产率的渠道作用显著。企业通过出口吸收逆向技术溢出，缩小企业在生产能力、融资能力与抗风险能力层面与发达国家企业的差距。在对发达国家的并购中，中国企业的全要素生产率的提升影响了企业跨国并购动机的变化。

总结东道国异质性的分析结果，可知中国对发达国家跨国并购呈现出混合驱动特征，优势来源主要为国家特定优势，企业的全要素生产率作为重要渠道促进企业对发达国家的跨国并购。对发展中国家的跨国并购则是企业特定优势驱动为主，企业融

资约束是影响企业跨国并购的渠道，存在融资约束的企业在对发展中国家的跨国并购呈现出制度风险偏好特征。

2. 企业异质性

本文将样本企业划分为国有企业和非国有企业，分别进行回归分析，发现国有企业的特定优势组合影响显著，国有企业跨国并购以混合驱动型为主。对优势来源进行判断，可以发现在国有企业跨国并购的特定优势组合中国家特定优势显著。非国有企业的特定优势组合的影响并不显著，国家特定优势的正向影响大于企业特定优势。据此，可以判断出非国有企业跨国并购动因以国家特定优势为主，呈现战略驱动型特征（表5）。

表5 基于企业性质分组的基准回归结果

项目	国有企业				非国有企业			
	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>
<i>lnFit_PA</i>	0.166 ** (2.52)	6.876 (0.88)	—	—	0.0617 (1.36)	2.253 (1.12)	—	—
<i>lnFSA_PA</i>	—	—	0.210 *** (2.68)	-4.309 (-1.61)	—	—	0.148 *** (2.73)	-0.552 (-1.30)
<i>lnCSA_PA</i>	—	—	0.363 *** (4.52)	-7.946 * (-1.70)	—	—	1.056 *** (10.83)	-3.144 (-0.93)
<i>lnlabor</i>	2.243 ** (2.21)	87.30 (0.84)	1.101 (1.07)	-21.99 (-1.60)	2.388 *** (2.94)	84.20 (1.06)	1.130 (1.19)	-1.065 (-0.28)
<i>lnnr</i>	0.004 85 (0.10)	0.259 (1.03)	0.045 6 (0.95)	-0.979 (-1.63)	-0.101 *** (-2.73)	-3.606 (-1.07)	-0.136 *** (-3.15)	0.336 (0.84)
<i>lnrdg</i>	-0.265 * (-1.89)	-11.27 (-0.92)	-0.281 * (-1.94)	5.194 (1.48)	-0.025 1 (-0.17)	-0.835 (-0.92)	0.168 (0.99)	-0.560 (-0.95)
<i>lnGDPpcPPP</i>	0.170 (1.19)	6.977 (0.88)	0.051 6 (0.35)	-0.987 (-1.14)	0.139 (1.01)	4.735 (1.03)	-0.129 (-0.78)	0.271 (0.54)
IMR	—	49.68 (0.87)	—	-25.59 (-1.59)	—	42.62 (1.05)	—	-4.121 (-1.04)
N	605	72	511	83	1 451	219	1 227	229
调整后的 R ²	—	0.054	—	0.077	—	-0.012	—	0.000
伪 R ²	0.031	—	0.117	—	0.018	—	0.223	—

国有企业与非国有企业的生产要素生产率与融资约束所产生的渠道作用的回归结果如表6所示。就渠道变量本身而言，国有企业与非国有企业的生产要素生产率和融资约束均在跨国并购的第一阶段决策中呈现出显著的正向作用。比较两组结果，可以发现非国有企业的融资约束的参数估计系数更大，跨国并购的制度逃逸可能性更大。在融资约束较强的情况下，非国有企业相较于国有企业更愿意选择海外并购。非国有企业生产要素生产率的影响更大，更为市场化的经营业态使得非国有企业在经营过程中通过技术获取、创新研发等渠道提升自身企业生产效率后对跨国并购产生影响的路径更为显著。

概括国有企业与非国有企业的分组回归结果,可以得出国有企业的跨国并购以混合驱动型为主,国家特定优势是其优势的主要来源。非国有企业跨国并购则呈现出战略驱动型特征。虽然在企业异质性分组中,渠道作用并不明显,但融资约束的缓解与全要素生产率的提升是非国有企业跨国并购的关键渠道。

表6 异质性分组的渠道分析结果^①

项目	东道国经济发展水平异质性				企业异质性			
	发达国家		发展中国家		国有企业		非国有企业	
	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>	<i>ma</i>	<i>lnDV</i>
<i>lnFit_PA</i>	0.070 8* (1.67)	-0.170 (-0.41)	0.018 4 (0.15)	0.094 6 (0.29)	0.122 (1.62)	-1.652 (-1.00)	0.048 8 (1.03)	0.487 (1.52)
<i>lnfip_lp</i>	-0.082 9 (-1.17)	0.572 (1.19)	-0.117 (-0.52)	-0.236 (-0.27)	-0.068 4 (-0.60)	0.644 (0.69)	-0.088 8 (-1.06)	-0.149 (-0.26)
<i>SA</i>	0.200*** (3.89)	-0.596 (-0.53)	0.556*** (3.42)	0.909 (1.06)	0.209*** (2.76)	-1.949 (-0.74)	0.325*** (4.95)	2.057 (1.00)
<i>lnlabor</i>	2.935*** (3.79)	-14.00 (-0.80)	3.114** (1.99)	0.870 (0.12)	1.456 (1.24)	-26.43 (-1.28)	2.386*** (2.85)	13.68 (0.88)
<i>lnnr</i>	-0.200*** (-4.35)	0.813 (0.69)	0.248 (1.60)	0.021 9 (0.06)	-0.098 5 (-1.64)	1.373 (1.07)	-0.089 3** (-2.30)	-0.493 (-0.82)
<i>lnrdg</i>	0.192 (1.10)	-0.537 (-0.46)	0.251 (1.04)	0.084 2 (0.13)	0.010 8 (0.06)	-0.456 (-0.93)	-0.049 7 (-0.32)	-0.320 (-0.78)
<i>lnGDPpcPPP</i>	1.194*** (4.44)	-4.364 (-0.62)	-0.057 5 (-0.34)	0.524 (0.95)	-0.052 6 (-0.32)	1.054 (1.47)	0.125 (0.88)	0.710 (0.88)
<i>IMR</i>	—	-5.804 (-0.80)	—	0.975 (0.40)	—	-15.19 (-0.93)	—	6.541 (0.81)
<i>N</i>	1 789	244	222	29	570	57	1 441	216
调整后的 R ²	—	0.179	—	0.168	—	0.171	—	0.248
伪 R ²	0.066	—	0.247	—	0.086	—	0.064	—

五、研究结论与建议

本文利用国家特定优势与企业特定优势的特定优势组合矩阵,从母国的视角构建理论模型,分析企业跨国并购的动因,确定中国企业跨国并购的不同驱动类型。主要研究发现有:第一,国家特定优势是特定优势组合的主要优势来源。中国上市企业的企业特定优势较弱,低企业特定优势与高国家特定优势的组合是中国企业跨国并购的主要动因;中国企业的跨国并购以特定优势组合下的混合驱动型为主,强国家特定优势能够对弱企业特定优势进行补充,影响中国企业的跨国并购决策。中国对发达国家跨国并购呈现出混合驱动型特征,其主要来源为国家特定优势。对发展中国家的跨国并购则以企业特定优势驱动为主。国有企业的跨国并购以混合驱动

^①限于篇幅,本文详细的渠道分析结果备索。

型为主,国家特定优势是其优势的主要来源,非国有企业跨国并购则呈现出战略驱动型特征。第二,企业融资约束是影响中国上市企业跨国并购决策过程中特定优势组合发挥作用的重要外部约束。融资约束使得企业在经营过程存在制度逃逸冲动进行跨国并购,但融资约束限制了企业跨国并购的投资额度与目标选择。融资约束的存在使得中国企业在对发展中国家跨国并购呈现出制度风险偏好特征。上市企业通过学习和吸收可转移优势提升生产效率。特定优势组合条件下的优势互补性使得企业通过经营过程中全要素生产率的提升弥补融资约束的负向影响激励中国上市企业跨国并购。

本文的政策与策略建议如下:第一,母国特定优势对企业特定优势有补充作用,建议政府持续加大母国技术创新能力建设。相关政府部门应设计良好的创新激励机制,为企业创造良好的创新环境。同时,应鼓励和推动基础科学的创新,通过基础科学创新辐射和带动更多企业提升自身创新能力,在母国特定优势全面提升的基础上与企业特定优势进一步深入融合。第二,企业的学习效应是企业特定优势获取的关键渠道,因此作为创新主体的企业需通过长期的生产经营活动掌握核心技术,以弥补与发达国家企业间的技术差距,通过在核心技术、学习能力和融资能力等层面全面提升自身的竞争优势,增强跨国并购决策的控制力与主动性。第三,针对国有企业与非国有企业在跨国并购过程中面对的融资约束,政府应坚持竞争中性和原则,打造透明、公开与可预测的竞争环境,通过全面提升要素市场化水平,为企业跨国并购创造公平竞争的外部条件。

[参考文献]

- [1]陈岩,马利灵,钟昌标.中国对非洲投资决定因素:整合资源与制度视角的经验分析[J].世界经济,2012,35(10):91-112.
- [2]邸玉娜,由林青.中国对一带一路国家的投资动因、距离因素与区位选择[J].中国软科学,2018(2):168-176.
- [3]冯猛.多产品出口企业、产品转换和出口学习效应[J].国际贸易问题,2020(9):50-64.
- [4]冯米,路江涌,林道谧.战略与结构匹配的影响因素——以我国台湾地区企业集团为例[J].管理世界,2012(2):73-81+147+188.
- [5]蒋冠宏,蒋殿春.中国对外投资的区位选择:基于投资引力模型的面板数据检验[J].世界经济,2012,35(9):21-40.
- [6]蒋冠宏,蒋殿春.绿地投资还是跨国并购:中国企业对外直接投资方式的选择[J].世界经济,2017,40(7):126-146.
- [7]蒋冠宏,曾靓.融资约束与中国企业对外直接投资模式:跨国并购还是绿地投资[J].财贸经济,2020,41(2):132-145.
- [8]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.
- [9]李磊,包群.融资约束制约了中国工业企业的对外直接投资吗[J].财经研究,2015,41(6):120-131.
- [10]林毅夫,李志赞.中国的国有企业与金融体制改革[J].经济学(季刊),2005(3):913-936.
- [11]刘莉亚,何彦林,王照飞,等.融资约束会影响中国企业对外直接投资吗——基于微观视角的理论和实证分析[J].金融研究,2015(8):124-140.
- [12]吕越,盛斌.融资约束是制造业企业出口和OFDI的原因吗——来自中国微观层面的经验证据[J].世界经济研究,2015(9):13-21+36+127.

- [13] 裴长洪, 樊瑛. 中国企业对外直接投资的国家特定优势[J]. 中国工业经济, 2010(7): 45-54.
- [14] 裴长洪, 郑文. 国家特定优势: 国际投资理论的补充解释[J]. 经济研究, 2011, 46(11): 21-35.
- [15] 苏丹妮, 盛斌, 邵朝对, 等. 全球价值链、本地化产业集聚与企业生产率的互动效应[J]. 经济研究, 2020, 55(3): 100-115.
- [16] 王碧珺, 谭语嫣, 余森杰, 等. 融资约束是否抑制了中国民营企业对外直接投资[J]. 世界经济, 2015, 38(12): 54-78.
- [17] 吴先明. 跨国企业: 自 Hymer 以来的研究轨迹[J]. 外国经济与管理, 2019, 41(12): 135-160.
- [18] 吴先明, 胡博文. 对外直接投资与后发企业技术追赶[J]. 科学学研究, 2017, 35(10): 1546-1556.
- [19] 吴先明, 谢慰云. 企业特定优势、东道国特定优势的匹配与对外直接投资模式——制度环境的调节作用[J]. 经济与管理, 2016, 30(3): 90-96.
- [20] 姚树洁, 冯根福, 王攀, 等. 中国是否挤占了 OECD 成员国的对外投资[J]. 经济研究, 2014, 49(11): 43-57.
- [21] 杨汝岱. 中国制造业企业全要素生产率研究[J]. 经济研究, 2015, 50(2): 61-74.
- [22] 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(6): 52-76.
- [23] 张杰, 陈志远, 刘元春. 中国出口国内附加值的测算与变化机制[J]. 经济研究, 2013, 48(10): 124-137.
- [24] 张杰, 张帆, 陈志远. 出口与企业生产率关系的新检验: 中国经验[J]. 世界经济, 2016, 39(6): 54-76.
- [25] 张先锋, 张杰, 刘晓斐. 出口学习效应促进 OFDI: 理论机制与经验证据[J]. 国际贸易问题, 2016(4): 155-165.
- [26] ACEMOGLU D, JOHNSON S, ROBINSON J A, et al. Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth[R]. NBER Working Paper, No. 9124, 2002.
- [27] AKPINAR M, The Fit of Competitive Strategies and Firm-specific Advantages with Country-specific Advantages in Explaining Manufacturing Location Choices[J]. Competitiveness Review, 2020, 30(3): 245-268.
- [28] BUCKLEY P J, CASSON M C, The Future of the Multinational Enterprise [M]. London: Palgrave Macmillan. 1976.
- [29] BUCKLEY P J, CLEGG L J, CROSS A, et al. The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment [J]. Journal of International Business Studies, 2009, 40(2): 353-354.
- [30] BUCKLEY P J, FORSANS N, MUNJAL S. Host-Home Country Linkages and Host-Home Country Specific Advantages as Determinants of Foreign Acquisitions by Indian Firms[J]. International Business Review, 2012, 21(5): 878-890.
- [31] BUCKLEY P J, The Competitiveness of Emerging Country Multinational Enterprise: Does it Derive from CSAs or FSAs[J]. Competitiveness Review, 2017, 27(3): 208-216.
- [32] CUERVO-CAZURRA A, UN A. Country-of-origin, Government- and Consumer-based Advantage & Disadvantage of Foreignness, and FDI[J]. Academy of Management Annual Meeting Proceedings, 2015(1): 15760-15760.
- [33] DUNNING J H. Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach [M]. UK: Palgrave Macmillan, 1977.
- [34] GUGLER P, BOIE B. The Emergence of Chinese FDI: Determinants and Strategies of Chinese MNEs[R]. NC-CR-Trade, WTI Berne. 2008
- [35] HYMER S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment[D]. Massachusetts Institute of Technology, Dept. of Economics, 1960.
- [36] KOLSTAD I, WIIG A. Is Transparency the Key to Reducing Corruption in Resource-rich Countries[J]. World Development, 2009, 37(3): 521-532.
- [37] LUO Y, TUNG R L. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective [J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(4): 481-498.
- [38] MATHEWS J A. Dragon Multinationals: New Players in 21st, Century Globalization[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2006, 23(1): 5-27.

- [39] MELTZ M J. The Impact of Trade on Intra-industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity[J]. *Econometrica*, 2006, 71(6): 1695-1725.
- [40] PORTER M E. *The Competitive Advantage of Nations*[M]. New York: The Free Press, 1990.
- [41] RAMAMURTI R. *What Have We Learned about Emerging Market MNEs*[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.
- [42] RAMAMURTI R, HILLEMANN J. What is “Chinese” about Chinese Multinationals[J]. *Journal of International Business Studies*, 2018, 49: 34-48.
- [43] RUGMAN A M. *Inside the Multinationals: The Economics of Internal Markets*[M]. London: Croom Helm, 1981.
- [44] RUGMAN A M, Verbeke A. Liabilities of Regional Foreignness and the Use of Firm-level versus Country-level Data: A Response to Dunning et al[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(1): 200-205.
- [45] RUGMAN A M, Chang H O. *Regional Multinational Enterprises and the International Financial Crisis*[M]. UK: Palgrave Macmillan, 2011.
- [46] RUGMAN A M, NGUYEN Q T K, WEI Z. Chinese Multinationals and Public Policy[J]. *International Journal of Emerging Markets*, 2014, 9(2): 205-215.
- [47] YIU D W, LAU C M, BRUTON G D. International Venturing by Emerging Economy Firms: The Effects of Firm Capabilities, Home Country Networks, and Corporate Entrepreneurship[J]. *Journal of International Business Studies*, 2018, 38(4): 519-540.

Specific Advantages Combination and Cross-border M&A of Chinese Firms — Evidence from Chinese Listed Companies

WANG Wenjia, WEI Long

(School of Economics, Wuhan University of Technology, Wuhan, Hubei, 430070)

Abstract: This paper used the 2003—2020 Chinese listed companies to match with the Zephyr database. It presented a matching matrix of country-specific advantages and firm-specific advantages of Chinese firms, and investigated the impact of specific advantage combinations on Chinese companies' cross-border M&A decision making. The results indicate that Chinese companies' cross-border M&A display low firm-specific advantages and high country-specific advantages, dominated by country-specific advantages. Firms' financing constraints are the main channel for the combination of firm-specific advantages and country-specific advantages. The impulse of institutional escape under financing constraints is more significant in cross-border M&A aimed at developing countries. Increasing total factor productivity of non-SOEs compensates for the negative impact of financing constraints.

Keywords: Specific Advantages Combination; Country-specific Advantages; Cross-border M&A; Financing Constraints

(责任编辑 刘建昌)