

东道国经济政策不确定性 对中国企业跨国并购的影响

——基于二元边际的视角

周晶晶 赵增耀

摘要：本文首先分析了经济政策不确定性的含义、表现及测度，在此基础上对东道国经济政策不确定性对企业对外投资的影响建模分析，并采用2002—2016年中国企业的跨国并购数据进行了实证研究。结果表明：东道国经济政策不确定性对企业跨国并购的规模、多元化程度具有显著的抑制效用，这种抑制效用在金融危机发生之后得到进一步的增强；进一步分析发现，企业跨国投资的不可逆程度、投资机会以及股权性质均会对经济政策不确定性与并购规模和多元化程度之间的关系产生影响。

关键词：经济政策不确定性；跨国并购；集约边际；扩展边际

〔中图分类号〕F125 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕1002-4670 (2019) 09-0147-14

一、引言及文献综述

近年来，中国企业的海外并购规模增长迅速，《2017年度中国对外直接投资统计公报》数据显示，2017年中国企业海外并购金额达到了1582.9亿美元，而2004年仅为30.0亿美元。同时，也要认识到，中国跨国并购失败率仍然很高。造成企业并购搁置或失败的因素有很多，既包括国家层面的因素，如经济政策、制度环境、文化差异（Jens, 2017^[1]；Kandilov et al., 2017^[2]；向洪金等, 2009^[3]），也有企业层面的原因，如国际化经验、企业规模、多元化程度（Shimizu et al., 2004^[4]；吴静芳和陈俊颖, 2008^[5]；Bhagat et al., 2011^[6]）。在金融危机爆发后，由世界各国经济政策的频繁变动而引致的经济政策不确定性问题引发了大量的讨论，国际前沿研究开始关注经济政策不确定性对跨国并购的影响，焦点也主要集中于对外投资长期增长缓慢与全球投资环境所面临的不确定性之间内在关联的讨论（Dixit, 2011^[7]；Julio and Yook, 2012^[8]；Gulen and Ion, 2016^[9]；Julio and Yook, 2016^[10]）。

〔基金项目〕教育部人文社会科学研究青年基金项目“东道国经济政策不确定性对中国企业跨国并购行为的影响研究：基于双边政治关系的视角”（19YJC790203）；国家自然科学基金面上项目“中国企业在东亚生产网络的嵌入与升级研究”（71373168）；江苏省高校哲学社会科学研究一般项目“经济政策不确定背景下政治关联对中国企业跨国并购行为的影响机制研究”（2019SJA1449）。

〔作者信息〕周晶晶：南通大学经济与管理学院讲师，江苏沿海沿江发展研究院研究员 226019 电子邮箱 zhjj977@163.com；赵增耀：苏州大学东吴商学院教授。

然而,已有研究仍然存在一定的局限性:一方面,研究对象以发达国家为主,鲜有文献探讨经济政策不确定性对中国企业跨国并购的影响;另一方面,现有研究关于经济政策不确定性的度量较为片面,难以量化,指标的时变性和连续性较差。

经济政策具有协调资源配置、熨平经济波动、引导产业发展的功能,不仅可以对经济发展产生积极作用(饶品贵等,2017)^[11],还可以通过对外部环境的塑造和市场规则的制定来指导微观企业的运营,实现政府宏观调控的目的(陈国进和王少谦,2016)^[12]。然而,经济政策的变动又会作用于企业的生产运营活动,并通过改变企业面临的经营环境来影响其投资决策(李凤羽和杨墨竹,2015)^[13]。那么,作为国家宏观经济调控的重要手段,东道国经济政策不确定性对中国企业的跨国并购行为有何影响呢?

不确定性条件下的企业投资决策问题一直是学术界争论的焦点,目前形成了两种截然不同的观点:一种观点认为不确定性的上升会促进企业投资(Oi,1961^[14]; Abel and Blanchard,1986^[15]; Segal et al.,2015^[16]),而另一种观点则认为不确定性的上升会对企业的投资行为产生抑制效用(Gilchrist et al.,2014;李凤羽和杨墨竹,2015; Gulen and Ion,2016^[17])。尽管大量研究从不同角度对上述观点进行验证,并取得了一系列成果,但现有研究关注的仍然是经济政策不确定性对本土企业投资的影响(Lucas and Prescott,1971^[18]; Wang et al.,2014^[19]; Kellogg,2014^[20]),忽视了其对外资企业的影响。事实上,经济政策对本土企业和外资企业的作用效果具有明显差异:一方面,跨国资本由于受到国家边界的约束,企业在进行对外投资时往往会面临东道国的资本限制和差别税收待遇(Julio and Yook,2016);另一方面,东道国对本土投资者和外商投资者往往会采取有差异的法律法规和制度约束,相较于国内投资,外商投资对经济政策环境的波动更为敏感(Dixit,2011),Jens(2017)指出与国内平均投资水平约4.5%的降幅相比,经济政策变动对外商投资水平降低的作用则更为明显。与围绕经济政策不确定性对企业投资产生的激烈讨论相比,学术界关于东道国经济政策不确定性对企业对外投资决策影响的实证研究相对较少。Rodrik(1991)^[21]通过构建不确定性条件下的企业跨国投资决策模型,发现经济政策改革产生的不确定性会阻碍国外投资者的投资决策。Chen和Funke(2003)^[22]发现当投资是部分不可逆时,政策不确定性会对外商投资产生抑制效用,政策的不确定性使得外商投资者放弃或撤回投资决策,并对东道国的政策环境保持持续的关注,以决定未来是否进行投资。Julio和Yook(2016)通过对选举前后外商投资流量数据的比较发现,当有选举事件发生时,美国企业对该国的投资流量显著降低,而在由于选举产生的不确定性得到解决之后美国企业对该国的投资流量将回升。

随着企业对外投资研究的深入,研究视角也从传统一元的规模分析拓展到了二元的结构特征分析(杨连星等,2016)^[23]。相较于关于出口和对外投资二元边界的广泛研究,现有文献对于经济政策不确定性与跨国并购的二元结构的研究还比较少。本文借鉴现有国际贸易和对外投资领域对二元边界的分解,探讨了东道国经济政策不确定性对中国企业跨国并购规模和多元化程度两个维度的影响,进一步厘清东道国经济政策不确定性对中国企业跨国并购二元边际的作用效果,为今后中国企

业提升跨国并购绩效提供一定的借鉴。

二、理论模型

生产折衷理论认为,只有当企业同时具备所有权优势、内部化优势和区位优势时才有开展对外直接投资的可能。本文考虑一个代表性企业*i*在实现净现值最大化的框架下的跨国并购行为。借鉴 Bond 和 Meghir (1994)^[24]的基本模型,在不考虑运输成本和税收的条件下,企业*i*当期的最大化价值函数可定义为:

$$V_t(K_{i,t-1}) = \max_{L_t, I_t} \{ \Pi(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t}) - C(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t}) + \beta'_{i,t+1} E_t[V_{t+1}(K_{i,t})] \} \quad (1)$$

其中, $\Pi(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})$ 为企业的利润函数; $C(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})$ 表示的是企业的并购成本,为了进一步简化模型,用 $R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})$ 表示企业*i*在*t*期的净利润现值,即 $R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t}) = \Pi(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t}) - C(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})$; $K_{i,t}$ 表示的是企业的资本存量, $K_{i,t} = (1 - \delta)K_{i,t-1} + I_{i,t-1}$; δ 表示的是资本折旧率; $L_{i,t}$ 表示的是企业*i*的劳动力投入水平; $I_{i,t}$ 为企业*i*的并购水平。 $E_t[V_{t+1}(K_{i,t})]$ 表示的是根据当期可获得的信息、利率水平和价格等的条件期望函数。 $\beta'_{i,t+1}$ 表示企业的贴现因子,定义 $r_{i,t}$ 为企业*i*在*t*期的名义回报率,有 $\beta'_{i,t+1} = 1/(1 + r_{i,t})$ 。

利用包络定理,可以求解出方程(1)用欧拉方程表示的最优并购水平:

$$\frac{\partial V(K_{i,t-1})}{\partial K_{i,t-1}} = (1 - \delta) \frac{\partial R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})}{\partial K_{i,t}} + (1 - \delta) \beta'_{i,t+1} E_t[\lambda_{i,t+1}] \quad (2)$$

定义 $\lambda_{i,t} = \partial V(K_{i,t-1})/\partial K_{i,t-1}$, 将方程(2)代入方程(1)关于并购水平 $I_{i,t}$ 的一阶条件,可以得到:

$$\frac{\partial R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})}{\partial I_{i,t}} + \frac{\lambda_{i,t}}{1 - \delta} = 0 \quad (3)$$

结合方程(2)和方程(3),消去变量 $\lambda_{i,t}$,可以得到企业*i*关于投资水平的欧拉方程:

$$(1 - \delta) \beta'_{i,t+1} E_t \left[\frac{\partial R(K_{i,t+1}, L_{i,t+1}, I_{i,t+1})}{\partial I_{i,t+1}} \right] = \frac{\partial R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})}{\partial I_{i,t}} + \frac{\partial R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})}{\partial K_{i,t}} \quad (4)$$

上述模型是在企业对未来收益可预期的假设前提下进行分析的,忽视了企业跨国并购过程中存在的不确定性风险,有必要对模型进行修正。假设经济政策不确定条件下企业的利润函数定义为: $\Pi^*(K_{i,t}, L_{i,t}) = (1 - g) \Pi(K_{i,t}, L_{i,t})$, 其中, $\Pi(K_{i,t}, L_{i,t})$ 表示的是不考虑经济政策不确定性条件下的利润函数, g 为东道国经济政策不确定程度的代理变量,并且有 $0 < g < 1$ 。由于企业投资存在一定的沉没成本和不可逆成本,企业的成本函数可表示为:

$$C(I) = \begin{cases} a_K + p_K I_{i,t} + c(I_{i,t}), & I_{i,t} \neq 0 \\ 0 & I_{i,t} = 0 \end{cases} \quad (5)$$

a_K 为跨国并购的固定成本，当企业不进行跨国并购时，固定成本为 0。 $p_K I_{i,t}$ 为跨国并购产生的资本购买成本， p_K 为企业购买的单位资本的价格。 $c(\cdot)$ 表示的是跨国并购的可变成本函数，函数形式为投资规模 I 的连续凸函数，并且有 $c(0) = 0$ 。本文对可变成本函数定义如下：

$$c(I_{i,t}) = \frac{1}{2}\gamma I^2 \tag{6}$$

基于上述假设条件，东道国经济政策不确定性冲击下企业净利润函数为：

$$R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t}) = \Pi^*(K_{i,t}, L_{i,t}) - [a_K + p_K I_{i,t} + \frac{1}{2}\gamma I_{i,t}^2] \tag{7}$$

进一步对公式 (7) 分别求 $K_{i,t}$ 和 $I_{i,t}$ 的一阶导数，可得：

$$\frac{\partial R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})}{\partial K_{i,t}} = \frac{\partial \Pi^*(K_{i,t}, L_{i,t})}{\partial K_{i,t}} \tag{8}$$

$$\frac{\partial R(K_{i,t}, L_{i,t}, I_{i,t})}{\partial I_{i,t}} = \frac{\partial \Pi^*(K_{i,t}, L_{i,t})}{\partial K_{i,t}} - p_K - \gamma I_{i,t} \tag{9}$$

将方程 (8) 和 (9) 代入到方程 (4)，可以得到：

$$(1 - \delta)\beta_{i,t+1}^t E_t \left[\frac{\partial R(K_{i,t+1}, L_{i,t+1}, I_{i,t+1})}{\partial I_{i,t+1}} \right] = \frac{\partial \Pi^*(K_{i,t}, L_{i,t})}{\partial K_{i,t}} + \frac{\partial \Pi^*(K_{i,t}, L_{i,t})}{\partial K_{i,t}} - p_K - \gamma I_{i,t} \tag{10}$$

将方程 (10) 改写成关于跨国并购规模与东道国经济政策不确定性的函数：

$$I_{i,t} = \frac{2(1 - g)}{\gamma} \frac{\partial \Pi(K_{i,t}, L_{i,t})}{\partial K_{i,t}} - \frac{(1 - \delta)}{\gamma} \beta_{i,t+1}^t E_t \left[\frac{\partial R(K_{i,t+1}, L_{i,t+1}, I_{i,t+1})}{\partial I_{i,t+1}} \right] - \frac{p_K}{\gamma} \tag{11}$$

从方程 (11) 可以看出，并购规模 I 对经济政策不确定性程度 g 的一阶偏导数小于 0，即东道国经济政策不确定程度的上升会引起企业跨国并购规模的下降。东道国经济政策不确定性对企业并购规模的作用程度如何？经济政策不确定性是通过何种渠道作用于企业并购决策的？接下来，本文将利用实证研究进行进一步的分析 and 考察。

三、计量模型构建及指标设计

(一) 计量模型构建

本文研究的主要目的是探究东道国经济政策不确定性对母国企业跨国并购二元边际的影响，以及东道国经济政策不确定性如何影响投资的集约边际和扩展边际。本文的计量模型设定如下：

$$Merge_{it} = \beta_0 + \beta_1 PUCI_{i,t-1} + \beta_2 TQ_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 CFR_{it} + \beta_7 IPVER_{it} + \beta_8 HERF_{it} + \beta_9 SHP_{it} + \beta_{10} GDPG_{t-1} + \beta_{11} HSIZE_{t-1} + v_i + u_k + \varepsilon_{it} \tag{12}$$

其中,下标 i 、 k 、 t 分别表示企业、行业和年份, v_i 表示企业不随时间变化的非观测效应, u_k 表示的是行业效应, ε_{ikt} 表示的是服从正态分布 $N(0, \delta^2)$ 的随机扰动项。被解释变量 $Merge_{ikt}$ 表示的是企业跨国并购的集约边际和扩展边际; 解释变量 $PUCI_{ij,t-1}$ 表示企业 i 在东道国 j 第 $t-1$ 期面临的经济政策不确定性, 对东道国经济政策不确定性进行一阶滞后是因为投资者会依据之前的经济政策来制定当期的投资决策。为了控制企业层面因素和宏观经济因素对企业投资决策的影响, 本文进一步加入了如下控制变量: 企业 i 在 $t-1$ 期的 *TobinQ* (TQ)、财务杠杆 (LEV), 在 t 期的企业规模 ($SIZE$)、资产收益率 (ROA)、现金流比率 (CFR)、股权集中度 ($HERF$)、机构持股比例 ($IPVER$)、股权性质 (SHP), 以及在 $t-1$ 期的 *GDP* 增长率 ($GDPG$)。为了控制季度因素造成的企业跨国并购差异, 本文还加入了季度虚拟变量 $Quar$ 。

(二) 指标变量定义

1. 跨国并购二元边际测算

借鉴已有对外投资二元边界的定义, 在 Araujo 等 (2017)^[25] 的 ALP 模型的基础上, 将跨国并购的结构特征分解为以企业对特定东道国特定行业的平均并购成交额表示的集约边际和以对特定行业的并购完成数量表示的扩展边际两个维度, 其中集约边际代表企业并购规模大小 (以一年中母国企业对东道国行业对的平均并购成交额表示), 扩展边际代表企业并购的多元化水平 (以一年中母国企业对东道国行业对的并购数量表示)。具体计算公式如下:

$$mergevalue_{it} = \sum_{j=1, h=1} mergevalue_{ijht} = \underbrace{averagevalue_{it}}_{\text{集约边际}} \times \sum_{j=1} \underbrace{(mergenum_{ijt})}_{\text{扩展边际}} \quad (13)$$

$$\text{其中, } averagevalue_{it} = \sum_{h=1} mergevalue_{ijht} / mergenum_{ijt} \quad (14)$$

$mergevalue_{it}$ 表示母国企业 i 在 t 年的跨国并购成交总额, $mergevalue_{ijht}$ 表示的是企业 i 在年份 t 对国家 j 的行业 h 的并购成交额, $averagevalue_{it}$ 表示的是企业 i 在年份 t 的国家行业对的平均并购成交额, $mergenum_{ijt}$ 表示的是企业 i 在年份 t 对国家 j 并购的行业数量。

2. 经济政策不确定性的度量

目前对经济政策不确定性的度量多是利用其他代理变量来进行描述, 如领导人选举 (Goodell and Bodey, 2010; Julio and Yook, 2012^[26]; 贾倩等, 2013^[27])、新政策颁布 (Pastor and Veronesi, 2012^[28]; Pastor and Veronesi, 2013^[29])、恐怖袭击 (Bloom, 2009)^[30] 等。上述方法虽然能够在一定程度上对经济政策不确定程度进行量化, 但是仍然存在一定的片面性: 一方面, 经济政策变动既涵盖了经济不确定性, 还包括政策的不确定性, 仅仅通过单一的指标并不能有效地对其进行度量; 另一方面, 上述代理指标不仅无法对经济政策不确定程度加以量化, 还无法对同一时间不同地区以及同一地区不同时间的经济政策不确定性进行比较, 在时变性和连续性方面存在不足 (Gulen and Ion, 2016)。Baker 等 (2016)^[31] 则通过对各国公开发行的报纸、预测报告等进行多维度分析, 并计算出各国月度经济政策不确定性指

数 (Economic Policy Uncertainty Index, EPUI), 该指数具有较强的综合性, 能够有效地反映一国的经济政策变动情况, 已被大量学者采纳使用 (Kang et al., 2014^[32]; 李凤羽和杨墨竹, 2015; Gulen and Ion, 2016)。本文利用该指数对东道国的经济政策不确定程度进行度量。

3. 其他控制变量

为了控制企业层面和宏观经济因素, 本文选取了如下控制变量: *Tobin's Q*, 表示企业的投资机会, 参照陈国进和王少谦 (2016) 的方法, 将 *Tobin's Q* 定义为企业的总市值与总资产之比; *LEV*, 表示企业未来的财务风险, 用季末总负债与季末总资产的比值来衡量; *Size* (企业规模), 用企业季末总资产的自然对数表示; *ROA*, 表示企业的经营状况, 用企业净利润与总资产的比值表示; *CFR* (现金流比率), 表示企业的营运能力, 用季度经营性现金流与季末总资产的比值表示; *IPVER* (机构持股比例), 用机构投资者持有的流通 A 股比例表示; *SHP* (股权性质), 如果属于国有企业, 其股权性质变量为 1, 否则为 0; *HERF* (股权集中度), 用前五位大股东持股比例表示; *GDPG* (GDP 增长率): 用年度 GDP 的同比增长率表示; *Hsize* (东道国市场规模), 用各国居民消费支出的自然对数衡量 (2010 年不变价美元)。

(三) 数据来源与描述性统计

本文的研究样本囊括了 2002 年 6 月 1 日—2016 年 12 月 31 日的中国企业海外并购, 数据来源于 ZEPHYR 全球并购数据库。跨国并购样本选择标准如下: 一是并购宣布时间介于 2002 年 6 月 1 日—2016 年 12 月 31 日; 二是样本只包含已完成的并购交易; 三是并购方为中国企业, 被并购方为非中国企业; 四是并购完成后, 并购方持有被并购方 50% 以上股份。考虑到上市公司完善的信息披露机制, 因此本文进一步将样本限定为在国内上市的企业, 公司层面数据来源于国泰数据库, 宏观经济数据来源于历年《中国统计年鉴》, 东道国市场规模数据来源于世界银行。

基于本文构建的计量模型, 各变量的描述性统计如表 1 所示。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Lnaveragevalue</i>	416	11.1961	2.3695	2.029	11.17
<i>mergenum</i>	400	2.6175	2.3644	1	2
<i>PUCI</i>	416	146.9367	69.9957	30.34	137.9
<i>TQ</i>	416	3.2716	3.2158	0.8493	2.405
<i>LEV</i>	416	0.4644	0.2186	0.0099	0.4706
<i>Size</i>	414	5.9225	0.8659	4.5670	5.7500
<i>ROA</i>	407	0.0462	0.0626	-0.8173	0.0409
<i>CFR</i>	414	0.0397	0.3575	-0.3145	0.0134
<i>IPVER</i>	414	0.5526	6.3209	0.0014	0.1559
<i>HERF</i>	397	0.0645	0.0776	0.0007	0.0446
<i>GDPG</i>	403	0.5647	0.1678	0.1913	0.5668
<i>HSIZE</i>	416	0.0808	0.0160	0.0680	0.0740

四、实证检验与分析

(一) 基本模型估计结果

由于本文样本为非平衡面板数据,估计结果易受到异方差和序列相关的影响,Driscoll 和 Kraay (1998)^[33]指出当存在异方差和序列相关的问题时,DK模型的估计结果会更加稳健。因此,本文使用考虑异方差和序列相关因素的固定效应模型(DK模型)对基准模型进行估计。基准模型的估计结果如表2所示。

表2 东道国经济政策不确定性与企业跨国并购二元边际的回归结果

变量	集约边际			扩展边际		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$PUCI_{t-1}$	-0.0015* (-2.39)	-0.0022*** (-5.03)	-0.0015*** (-2.60)	-0.0006 (-0.32)	-0.0004 (-0.17)	-0.0012 (-0.92)
$TobinQ_{t-1}$	0.1485*** (13.28)	0.0962*** (3.75)	0.1172*** (6.03)	0.1428*** (5.34)	0.0892*** (3.72)	0.0823*** (2.95)
LEV_{t-1}	-1.3164 (-1.61)	-0.4402 (-0.77)	-1.7417** (-2.17)	0.1161 (0.18)	-0.5873 (-0.68)	-0.5023 (-0.94)
$SIZE$	1.7325*** (6.22)	1.1816*** (9.13)	1.6640*** (7.75)	0.3609* (1.88)	0.5252*** (3.67)	0.3176*** (2.24)
ROA	10.1099*** (-7.72)	-4.6787*** (-3.27)	-9.6892*** (-8.57)	-4.6361* (-1.81)	-3.1268*** (-2.93)	-3.9002*** (-2.21)
CFR	0.8030*** (2.38)	0.7409*** (3.74)	0.7222*** (2.37)	0.1555 (0.80)	-0.1341* (-1.81)	0.0476 (0.28)
$IVPER$	0.2259 (-0.19)	-1.9232 (-1.73)	-1.0189 (-1.05)	-1.2791 (-0.78)	-1.1296 (-1.12)	-2.6714* (-1.85)
$HERF$	-0.1865 (-0.23)	0.4463 (1.22)	0.0615 (0.08)	-0.8842** (-1.99)	-0.2218 (-0.52)	-0.4012 (-0.71)
SHP		0.4547* (1.66)	0.4649** (2.01)		0.4861*** (3.32)	0.4395 (1.38)
$GDPG_{t-1}$		-15.7041*** (-5.43)	-10.6293* (-5.13)		-16.7873*** (-2.38)	-21.9957*** (-2.50)
$H SIZE_{t-1}$		0.2596*** (2.73)	0.3750*** (2.95)		0.6437*** (4.66)	0.6469*** (5.02)
常数项	1.3875 (1.03)	2.9489*** (2.15)	-0.8987 (-0.53)	-0.9312 (-0.83)	-5.1571*** (-3.70)	-4.9760*** (-4.09)
季度固定效应	Yes	No	Yes	Yes	No	Yes
行业固定效应	Yes	No	Yes	Yes	No	Yes
F	213.01***	19.83***	163.54***	166.62***	12.29***	136.37***
R ²	0.3531	0.2581	0.3961	0.2496	0.1950	0.3721
样本量	381	397	381	381	381	381

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

模型(1) - (3)列出了东道国经济政策不确定对中国企业跨国并购集约边际的影响,结果显示,经济政策不确定性指数的系数均显著为负,表明东道国经济政策不确定性对企业跨国并购规模具有显著的抑制效应。出现上述结果的可能原因在于:一方面,投资机会作为企业期权的一种特殊形式,东道国经济政策不确定性的

上升会通过提高期权价值的方式增加企业的边际投资成本,从而抑制企业投资规模;另一方面,经济政策作为调控宏观经济的工具,在经济下行或不景气的环境下,东道国政府为了保障经济的平稳,往往会改变现行的招商引资政策,如在金融危机之后,奥巴马政府提出的“制造业回归”战略迫使部分中国企业改变原先的投资策略,选择以出口而不是并购的方式进入到美国市场。东道国经济政策不确定程度的上升同时还会使并购企业面临一定的融资约束,企业在制定并购策略时会更加慎重。

模型(4)-(6)的回归结果显示,东道国经济政策不确定性对企业跨国并购的扩展边际同样具有一定的抑制效应,表明经济政策不确定性对中国企业跨国并购的影响存在显著的二元结构特征,会同时影响并购的规模和行业种类,这说明仅从一国投资规模总量或微观企业投资行为视角来研究经济政策不确定性对企业对外投资的影响在一定程度上忽视了对对外投资过程中可能存在的结构性特征。经济政策不确定性对跨国并购扩展边际产生抑制效应的原因可能在于:首先,经济政策不确定性的提高会使企业在制定新的投资决策时变得更为谨慎,当东道国经济政策不确定性程度较高时,对于跨国投资企业而言,不确定性在某种程度上即代表企业投资遇到的风险,从而无法对新增投资的未来收益和回报产生乐观的预期;其次,不确定性程度的提高也会增加企业投资的等待成本和机会成本,使得企业不愿意开展新的并购投资。

其他控制变量的回归系数显示,企业自身的规模和 *Tobins' Q* 对企业跨国并购的规模和多元化程度均具有显著的促进作用。企业资产收益率和现金流比率对跨国并购规模和多元化程度的作用结果相左,其中资产收益率显著抑制了跨国并购决策的制定,而现金流比率则对企业跨国并购具有显著的促进效应。机构持股比例和股权集中度对于企业跨国并购规模和多元化程度的影响均不显著。股权性质对于企业跨国并购规模的扩大具有一定的促进效应,却会对企业并购的多元化程度产生负面影响,这说明相较于非国有企业,国有企业的跨国并购总体表现出规模大、多元化程度低的特征。

(二) 不同经济周期下的并购二元边际估计

在金融危机之后如何避免经济的衰退和萧条已成为各国政府工作的重点,通过改变现行的经济政策对企业行为进行干预成为通行的做法。当一国经济处于衰退期时,投资者会对政府通过改变现行经济政策以稳定经济发展产生一定的预期(Pastor and Veronesi, 2013),进而影响投资者对投资决策的制定。本文以2008年为界,进一步将样本期分为金融危机前和金融危机后两个阶段,来考察不同经济周期下东道国经济政策不确定性对企业跨国并购二元边际的影响。

表3是经济政策不确定程度对不同经济周期下中国企业跨国并购的集约边际和扩展边际影响的回归结果。结果显示:东道国经济政策不确定性对不同经济周期下中国企业跨国并购的规模和多元化程度的影响存在显著的差异化特征,在金融危机前,集约边际模型中经济政策不确定性的估计系数显著为负,扩展边际模型中经济政策不确定性的估计系数不显著;而在金融危机发生之后,无论是集约边际还是扩

展边际,东道国经济政策不确定的估计系数均显著为负。其可能原因在于:一方面,经济政策的不确定性主要通过外部需求、流动性资金需求渠道来影响企业的投资行为,当经济处于衰退期时,企业将面临较高的融资约束;另一方面,经济衰退直接引致失业率增加,消费水平下降,外部需求不足引致企业生产和出口总量下降,企业多元化发展战略受到限制。此外,经济繁荣时期的经济政策处于相对稳定的状态,加之经济繁荣时期市场需求旺盛,企业面临的外部融资约束较小,有充足的外部资金来进行跨国并购活动,企业在制定对外投资战略时也更加注重东道国市场的投资机会。而在经济衰退期,东道国政府会制定一系列新的政策措施,经济政策也更倾向于保护本土企业,此时,外商投资者无法对东道国未来的经济政策产生合理预期,投资环境充满较大的不确定性。经济衰退同时还会引致市场有效需求不足,此时任何的资本撤离和投资退出都会使企业面临重大投资损失,因此在经济衰退期,企业的对外投资决策会更加谨慎和慎重。

表3 不同经济周期下的回归检验结果

变量	金融危机前		金融危机后	
	集约边际	扩展边际	集约边际	扩展边际
$PUCI_{t-1}$	-0.0082*** (-2.13)	-0.0008 (-0.14)	-0.0011*** (-2.06)	-0.0016*** (-1.83)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.7094	0.7914	0.4083	0.3982
样本量	49	49	332	332

注:为节省篇幅,Controls表示加入了本文的主要控制变量(含季节与行业固定效应);***表示在1%的显著性水平下显著。

五、进一步扩展

对于投资者而言,无论是跨国并购还是绿地投资,都会产生一定的投资成本,而这部分成本中总有一部分是不可逆的,即企业无法在变更决策时收回这部分成本(李凤羽和杨墨竹,2015)。当企业面临经济政策的不确定性时,投资的不可逆性会增加等待投资的信息价值(Caballero,1991)^[34],企业开展对外投资所承担的成本也会增加,从而使得企业放弃投资决策并转向其他贸易方式^①。此时,受到投资不可逆程度的影响,经济政策不确定程度对企业对外投资的影响将进一步增强。因此,本文做出如下假设。

假设1:东道国经济政策不确定性对企业跨国并购规模和多元化程度的抑制效应会随着投资不可逆程度的上升而得到强化。

有学者指出,企业的资本投资很大程度上是建立在一定的投资机会上的(朱松和夏冬林,2010)^[35],投资机会较多的企业在投资规模上也往往更大,当企业的

^①Rajan和Marwah(1998)研究发现,当企业对外投资不可逆程度较高时,企业进入国外市场的方式将选择出口而不是对外直接投资。

投资机会下降时,企业的投资规模也会减小,即企业的投资规模在很大程度上受到企业面临的投资机会的约束。那么,当企业的投资机会发生改变时,东道国经济政策不确定性对企业对外投资的影响必然会发生改变。基于以上研究,本文做出如下假设。

假设2:东道国经济政策不确定性对企业跨国并购规模和多元化程度的抑制效应会随着企业投资机会的增加而减弱。

除了投资不可逆程度和投资机会可能对经济政策不确定性与企业跨国并购之间的关系产生影响外,本文认为企业的股权性质同样会对二者的关系产生一定的影响:首先,相较于非国有企业,国有企业往往能得到政府政策的倾斜和扶持,在要素供给、税费以及工商管理等方面享受特别待遇,同时,国有企业凭借自身的行业垄断地位和国有背景,更容易通过外部融资来筹集资金进行投资活动;其次,国有企业往往承担了保障就业、促进经济增长、维持原料供给和基本生产生活等社会责任;最后,国有企业也是国家未来发展战略的先行者,其投资动机和意图与非国有企业存在明显的差异,上述因素使得国有企业对经济政策不确定性的敏感性要小于非国有企业。因此,对于具有不同股权性质的企业而言,经济政策不确定性对企业对外投资规模和多元化程度的影响不同,因此,本文做出如下假设。

假设3:相较于非国有企业,东道国经济政策不确定性对国有企业跨国并购规模和多元化程度的抑制效应较小。

为了对上述假设进行检验和验证,本文进一步对公式(1)进行扩展,在基础模型的基础上加入了投资不可逆程度(DII)、投资机会(IO)和股权性质(SHP)与东道国经济政策不确定指数的交互项,以考察企业自身因素对跨国并购决策的调节作用,并建立如下计量模型:

$$\begin{aligned} Merge_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PUCI_{ij,t-1} + \beta_2 Adjust_{it} + \beta_3 Adjust_{it} \times PUCI_{ij,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \\ & \beta_5 Size_{it} + \beta_6 CFR_{it} + \beta_7 IPVER_{it} + \beta_8 HERF_{it} + \beta_9 SHP_{it} + \beta_{10} GDPG_{t-1} + \\ & \beta_{11} HSIZE_{t-1} + v_i + u_k + \varepsilon_{ikt} \end{aligned} \quad (15)$$

$Adjust_{it}$ 表示企业跨国并购的受限变量,在本文中分别表示企业*i*在*t*期所面临的投资不可逆成本、投资机会以及企业的股权性质,而 $Adjust_{it}$ 与 $PUCI_{ij,t-1}$ 的交互项则分别表示东道国经济政策不确定程度上升(下降)时,上述受限变量对中国企业跨国并购决策的调节作用。对于企业投资不可逆程度的度量,由于无法获取各企业对相应东道国的固定资产投资总额,因此本文借鉴Gulen和Ion(2016)以及李凤羽和杨墨竹(2015)对企业投资不可逆程度的度量方法,用企业对各个国家相应季度的并购总额在总资产中的比重来衡量企业对相应国家的投资不可逆程度,该指标值越大,说明企业对相应东道国的投资不可逆程度越高。借鉴陈国进和王少谦(2016)的思路,用托宾Q值来表示企业在并购期所面临的投资机会。上述回归结果如表4所示。

表4分别给出了投资不可逆程度、投资机会以及股权性质对东道国经济政策对企业跨国并购二元结构影响的调节效用的估计结果。从表4的回归结果可以看出,各个模型中经济政策不确定性的系数均为负,这与上文的研究结论一致。不同模型

的调节变量对跨国并购规模和多元化程度的影响具有一定的差异：对于投资不可逆程度而言，企业跨国并购的实施和完成必然会占用大量的固定资本，具体表现在对目标企业的固定资产投资、厂房新建、设备购置，而这些投资往往具有一定的不可逆性，并且高不可逆性往往伴随着并购规模的增加；而对于投资机会而言，良好的投资机遇是促使企业制定跨国并购决策的重要因素，不仅会诱导企业实施大规模并购活动，同时也会促使企业制定多元化并购决策；股权性质变量的回归结果显示，国有企业和非国有企业的并购特征存在一定的差异，具体表现为国有企业的并购规模更大，但是在并购的多元化程度上低于非国有企业。

表4 考虑投资不可逆程度、投资机会和股权性质的回归结果检验

变量	投资不可逆程度		投资机会		股权性质	
	集约边际	扩展边际	集约边际	扩展边际	集约边际	扩展边际
$PUCI_{t-1}$	-0.0017*** (-2.85)	-0.0013 (-1.05)	-0.0020*** (-2.85)	-0.0012 (-0.99)	-0.0006 (-0.88)	-0.0017* (-1.81)
<i>Adjust</i>	0.0992*** (4.44)	-0.0255 (-0.99)	0.1187*** (6.98)	0.0835*** (3.02)	0.9717*** (2.53)	0.1088 (0.11)
$Adjust \times PUCI_{t-1}$	0.0002*** (-2.49)	0.0001 (1.52)	0.0001*** (6.83)	0.00003*** (3.11)	-0.0025 (-1.30)	0.0020 (0.43)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.3761	0.3556	0.3950	0.3673	0.3668	0.3586
样本量	381	381	381	381	381	381

注：为节省篇幅，*Controls* 表示加入了本文的主要控制变量（含季节与行业固定效应）；*、*** 分别表示在10%、1%的显著性水平下显著。

本文进一步探讨投资不可逆程度、投资机会和股权性质等因素如何对经济政策不确定性对跨国并购的集约边际和扩展边际的关系产生影响，重点关注的是其与经济政策不确定性的交互项。就投资不可逆程度指标而言，在集约边际模型中，其与经济政策不确定性的交互项的估计系数显著为负，但是在扩展边际模型中，交互项的系数不显著，这表明东道国经济政策不确定性对企业跨国并购规模的抑制效应随着投资不可逆程度的增加而得到显著提升，但是投资不可逆程度并不会显著影响经济政策不确定性对跨国并购多元化程度的抑制效应。其可能原因在于：企业开展多元化并购的目的往往是为了对现有业务的延伸和扩展，但对于新的领域涉足尚浅，因此，对目标企业的选取往往更为谨慎，资产投资的规模和数量较小，仍然属于试探性投资，当对未来预期不乐观或经济政策发生变化时，可以及时撤资。就投资机会指标而言，无论是集约边际还是扩展边际，投资机会与经济政策不确定性的交互项的估计系数均显著为正，表明经济政策不确定性对企业跨国并购规模和多元化程度的抑制效应会随着企业投资机会的增加而减弱，其原因在于，投资机会作为影响企业制定投资决策的重要因素，投资支出与投资机会之间存在着一定的敏感性，而当企业的对外投资活动以跨国并购形式发生时，二者之间的这种敏感性依然存在，

好的投资机会则预示着大规模的投资行为,那么此时,投资机会与投资支出之间的这种关系则会弱化经济政策不确定性对投资的抑制效应。就股权结构指标而言,其与经济政策不确定性的交互项的估计系数在扩展边际模型中为正,在集约边际模型中为负,这表明相较于非国有企业,东道国经济政策不确定性对国有企业跨国并购规模和多元化程度的抑制效应有所下降,但是对并购规模抑制效应下降的程度并不明显。

六、结论与政策启示

本文的研究结果表明,东道国经济政策不确定性对中国企业跨国并购的规模和多元化程度具有显著的抑制效应,并且这种抑制效应在金融危机发生之后得到进一步加强。考虑到经济政策不确定性还会通过影响投资成本和投资机会等影响企业跨国并购行为,本文进一步引入投资不可逆程度、投资机会和股权性质与经济政策不确定程度的交乘项。结果显示,投资不可逆程度会强化经济政策不确定性对企业跨国投资的抑制效应,而企业面临投资机会的增加则会在一定程度上削弱经济政策不确定性对企业跨国投资的负面影响,股权性质与经济政策不确定性的交乘项系数则表明经济政策不确定程度上升对国有企业的影响较弱。

基于上述研究结果以及中国企业发展面临的总体环境,本文提出如下对策建议:第一,构建跨国并购的政策环境和制度支撑,进一步释放“走出去”战略对中国企业发展的红利。一方面,国家需要在宏观政策上对向“一带一路”沿线国家跨国并购给予一定的优惠、支持和政策扶持;另一方面,政府应该利用多边合作机制,积极与沿线国家展开商贸合作,形成稳定互惠的双边关系,建立更为系统的战略框架协议。第二,要正确认识和把握经济政策不确定性对不同性质企业影响的差异,并购规模和多元化程度要结合东道国目标企业的资源禀赋和行业特征。企业在制定并购战略和选取目标企业的过程中,要对自身的融资能力、海外经营管理经验、内部财务运行状况以及目标企业的生产经营活动进行系统的评估。第三,要降低经济政策不确定性对企业跨国并购的消极影响。跨国企业要对东道国的经济政策予以密切关注,有针对性地对并购规模和多元化水平进行动态调整,最大限度地降低经济政策不确定性对跨国并购产生的负面影响。

[参考文献]

- [1] JENS C E. Political Uncertainty and Investment: Causal Evidence from U. S. Gubernatorial Elections[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(3): 563-579.
- [2] KANDILOV I T, LEBLEBICIOAAA Ć LU 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.
- [3] 向洪金,柯孔林,冯宗宪. 反倾销产业损害认定的理论与实证研究——基于COMPAS模型的分析[J]. *中国工业经济*, 2009(1): 42-52.
- [4] SHIMIZU K, HITT M A, VAIDYANATH D et al. Theoretical Foundations of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future[J]. *Journal of International Management*,

- 2004, 10(3):307-353.
- [5] 吴静芳, 陈俊颖. 影响我国企业跨国并购因素的实证分析——基于2000—2005年上市公司并购案例[J]. 上海经济研究, 2008(4):33-40.
- [6] BHAGAT S, MALHOTRA S, ZHU P. Emerging Country Cross-border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-sectional Determinants[J]. Emerging Markets Review, 2011, 12(3):250-271.
- [7] DIXIT A. International Trade, Foreign Direct Investment, and Security[J]. Annual Review of Economics, 2011(3):191-213.
- [8] JULIO B, YOOK Y. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles[J]. The Journal of Finance, 2012, 67(1):45-83.
- [9] GULEN H, ION M. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. Review of Financial Studies, 2016, 29(3):523-564.
- [10] JULIO B, YOOK Y. Policy Uncertainty, Irreversibility, and Cross-border Flows of Capital[J]. Journal of International Economics, 2016(103):13-26.
- [11] 饶品贵, 岳衡, 姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济, 2017(2):27-51.
- [12] 陈国进, 王少谦. 经济政策不确定性如何影响企业投资行为[J]. 财贸经济, 2016(5):5-21.
- [13] 李凤羽, 杨墨竹. 经济政策不确定性会抑制企业投资吗——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J]. 金融研究, 2015(4):115-129.
- [14] OI W Y. The Desirability of Price Instability under Perfect Competition[J]. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1961, 29(1):58-64.
- [15] ABEL A B, BLANCHARD O J. Investment and Sales: Some Empirical Evidence[J]. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 1986, 2050.
- [16] SEGAL G, SHALIASTOVICH I, YARON A. Good and Bad Uncertainty: Macroeconomic and Financial Market Implications[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117(2):369-397.
- [17] GILCHRIST S, SIM J W, ZAKRAJ EK E. Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics[J]. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 2014, 20038.
- [18] LUCAS R E, PRESCOTT E C. Investment Under Uncertainty[J]. Econometrica, 1971, 39(5):659-681.
- [19] WANG Y, CHEN C R, HUANG Y S. Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014(26):227-243.
- [20] KELLOGG R. The Effect of Uncertainty on Investment: Evidence from Texas Oil Drilling[J]. American Economic Review, 2014, 104(6):1698-1734.
- [21] RODRIK D. Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries[J]. Journal of Development Economics, 1991, 36(2):229-242.
- [22] CHEN Y, FUNKE M. Option Value, Policy Uncertainty, and the Foreign Direct Investment Decision[R]. HWWA Discussion paper, 2003, 234.
- [23] 杨连星, 刘晓光, 张杰. 双边政治关系如何影响对外直接投资——基于二元边际和投资成败视角[J]. 中国工业经济, 2016(11):56-72.
- [24] BOND S, MEGHIR C. Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy[J]. The Review of Economic Studies, 1994, 61(2):197-222.
- [25] ARAUJO J D, LASTAUSKAS P, PAPAGEOEGIOU C. Evolution of Bilateral Capital Flows to Developing Countries at Intensive and Extensive Margins[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2017, 49(7):1517-1554.
- [26] GOODELL J W, BODEY R A. Price-earnings Changes during US Presidential Election Cycles: Voter Uncertainty and Other Determinants[J]. Public Choice, 2012, 150(3):633-650.
- [27] 贾倩, 孔祥, 孙铮. 政策不确定性与企业投资行为——基于省级地方官员变更的实证检验[J]. 财经研究, 2013(2):81-91.
- [28] PÁSTORĽ, VERONESI P. Uncertainty about Government Policy and Stock Prices[J]. The Journal of Finance,

- 2012,67(4):1219-1264.
- [29] PÁSTORĽ, VERONESI P. Political Uncertainty and Risk Premia[J]. Journal of Financial Economics, 2013,110(3):520-545.
- [30] BLOOM N. The Impact of Uncertainty Shocks[J]. Econometrica, 2009,77(3):623-685.
- [31] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016,131(4):1593-1636.
- [32] KANG W, LEE K, RATTI R A. Economic Policy Uncertainty and Firm-level Investment[J]. Journal of Macroeconomics, 2014(39):42-53.
- [33] DRISCOLL J C, KRAAY A C. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data[J]. The Review of Economics and Statistics, 1998,80(4):549-560.
- [34] CABALLERO R J. On the Sign of the Investment-uncertainty Relationship[J]. The American Economic Review, 1991,81(1):279-288.
- [35] 朱松, 夏冬林. 稳健会计政策、投资机会与企业投资效率[J]. 财经研究, 2010(6):69-79.

(责任编辑 王 瀛)

Does the Host Country's Economic Policy Uncertainty Inhibit China's Firms' Cross-border M&A — Based on the Perspective of Binary Margins

ZHou Jingjing ZHAO Zengyao

Abstract: Does the high uncertainty of global economic policy after the financial crisis affect the cross-border M&A of Chinese enterprises to some extent? In this paper, we conducted a research on it. Firstly, we analyzed the meaning, performance and measure of economic policy uncertainty. Then, we modeled and analyzed the impact of host country's economic policy uncertainty on enterprises' outward investment, and conducted an empirical study at the firm level. The empirical result indicates that the uncertainty of host country's economic policy has a significant inhibiting effect on the scale and diversification of cross-border M&A, which is further enhanced after the financial crisis. Further evidence reflects that investment irreversibility, investment opportunities, and the ownership nature will influence the restraining effect of economic policy on corporate cross-border M&A.

Keywords: Economic Policy Uncertainty; Cross-border M&A; Intensive Margin; Extensive Margin