

# 中国企业走出去的制度障碍研究\*

## ——以海外收购为例

张建红 周朝鸿

**内容提要：**本文以海外收购为例，对制度因素在中国企业走出去过程中的作用进行理论探索和实证研究。总体结果表明，制度因素不仅有可能会直接影响企业国际化战略的顺利实施，而且会对影响企业国际化战略实施的其它因素产生显著的调节作用，从而间接地影响企业国际化的成效。对海外收购的实证研究的结果从三个方面证实了这一点：第一，东道国制度质量对中国企业海外收购的成功概率没有直接显著的影响，但东道国的制度质量对影响海外收购成功的其它因素——产业保护和收购经验——有明显的负的调节作用；第二，收购企业的国有制形式对收购的完成有显著的负面影响，这一负面影响在市场化 and 民主化程度高的东道国更加突出；第三，东道国产业保护对中国企业海外收购的完成有负面影响，这一负面影响对国有收购者更加突出。本文的研究有助于深化对制度作用的认识，同时对于企业国际化战略的制定和实施有指导意义。

**关键词：**制度因素 调节作用 国际化 海外收购

### 一、引言

随着中国及其他发展中国家国际化进程的加快，越来越多的学者开始认识到发达国家的企业国际化与发展中国家企业的国际化存在着很大的不同，有必要对建立在发达国家企业发展经验基础之上的研究体系进行反思。对此制度研究的发展为我们提供了一个新的视角和分析框架。新制度学认为制度研究是认识跨国企业行为的重要基础（参见 Scott, 2001; North, 1990）。然而对于制度因素如何影响企业的国际化行为还没有得到充分研究。越来越多的学者认为研究制度因素是认识中国及其他发展中国家企业在国际化过程中行为差异的一个关键（Child and Rodrigues, 2005; Morck et al, 2008; Peng et al, 2008; Yamakawa et al, 2008）。因而随着全球国际化进程的不断深入及我们对企业国际化认识的提高，对制度的研究显得越来越重要。本文顺应这一趋势，研究制度因素是如何直接和间接地影响中国企业“走出去”战略的顺利实施。

直接投资是中国企业“走出去”的重要方式之一。尽管中国企业的对外直接投资与其它发达国家相比还比较低，但其发展速度快，增长强劲，在国际经济中引人注目（UNCTAD, 2008）。这种现象吸引了众多的中外学者对中国企业对外直接投资的各种特征进行研究。例如，一些学者从宏观层面对中国对外直接投资的趋势和驱动力（Liu et al, 2005; Morck et al, 2008; Yang et al, 2009）以及决定因素（Buckley et al., 2007; Cheung and Qian, 2008; 韦军亮、陈漓高, 2009; 张为付, 2008）进行分析；也有学者从企业层面对中国企业对外直接投资的动机（Boateng et al., 2008; Child and Rodrigues, 2005; Deng, 2009; Liu and Li, 2002; Rui and Yip, 2008; Yamakawa et al., 2008）、企业国际化进入模

\* 张建红，云南财经大学，Nyenrode University，邮政编码：650221，电子信箱：j. zhang@nyenrode.nl；周朝鸿，荷兰 Utrecht University，电子信箱：c. zhou@uu.nl。作者感谢匿名审稿人的意见。

式和战略(Cui and Jiang, 2008; Meyer et al., 2009; 李春顶, 2009; 黄速建、刘建丽, 2009)、企业国际化程度与绩效的关系(杨忠、张骁, 2009)等问题进行实证和理论分析。在这些研究中已经有不少是从制度的视角对相关问题进行研究(例如, Deng, 2009; Meyer et al., 2009; Peng et al., 2008; Rui and Yip, 2008; Yamakawa et al., 2008)。这些研究对本文有很大的启示。然而在文献回顾中我们发现, 尽管越来越多的学者认识到将制度引入国际经济与商务的研究中的必要性, 但还没有学者对中国企业“走出去”的制度障碍进行过深入系统的研究。本文将以 Peng 等人(Peng et al., 2008; Peng, 2009; Peng et al., 2009)近年来提出的战略三支柱的理论框架(strategy tripod framework)为基础, 以中国企业的海外收购为例, 研究制度如何影响中国企业国际化的顺利进行。具体的研究问题是, 制度因素如何直接和间接地影响中国企业海外收购的成功。所谓的直接影响是指各种制度因素如何直接对海外收购的完成概率产生影响, 所谓的间接影响是指其它各种影响海外收购完成概率的因素如何受制度因素的调节, 即制度的调节作用(Moderating effect)。本文所指的收购成功是指收购意图的实现, 即一个中国企业成功完成了所宣布的对某一国外企业股权的收购, 并不涉及收购之后的整合和绩效, 也就是说我们的研究只限于前收购(Pre acquisition)过程的绩效。

本文选择海外收购作为研究目标的原因主要有两个。第一, 近年来, 随着中国企业“走出去”步伐的加快, 收购海外目标企业的股份逐渐成为中国企业走出去的重要方式。据商务部统计, 2008年中国以收购方式实现的直接投资占直接投资总额的54%, 2009年一至三季度以收购方式实现的直接投资占到同期投资总额的43.5%。<sup>①</sup>而且从理论上讲, 海外收购是发展中国家企业获取战略资产(strategic assets)和提升国际竞争力的有效途径(Deng, 2009; Rui and Yip, 2008), 对影响收购顺利进行的制度因素进行深入分析对那些将要或已经投资海外的企业有指导意义。第二, 尽管已经有学者从制度的视角对中国企业的国际化行为作过一些研究, 但还没有人深入系统地研究过制度因素对企业国际化的绩效的影响。中国企业海外收购的发展与成败为研究这一问题提供了一个良好的案例。这一方面是由于中国企业在海外收购中表现出的特殊性<sup>②</sup>为制度分析提供了很好的基础。另一方面, 从数据的角度来看, 我们利用汤姆森金融公司的并购数据库提供的1306个收购案例进行实证分析。该并购数据库收集了来自全球的各种新闻媒体、证券交易所以及各种出版物的信息。凡是对公众宣布过的收购意向, 不论收购比例大小都予以收录, 是目前国际上最权威的并购数据库。<sup>③</sup>运用这一数据库, 我们可以进行大样本的分析, 使研究结果具有比较强的说服力。<sup>④</sup>

## 二、文献回顾与假设

在西方文献中, 已经有学者提倡运用制度基础观(institution based view)研究有关企业国际化问题(Peng, 2002; Peng et al., 2008; Scott, 2002; Mudambi and Navarra, 2002; Wright et al., 2005; Buckley et al., 2007)。这一观点以North(1990)和Scott(1995)等人的制度理论为基础。根据North的定义, “制度是一个社会的博弈规则, 或者更规范一点说, 它们是一些人为设计的、型塑人们互动关系的约束”(North, 1990, p1)。这些约束包括正式规则(如政治和司法规则、经济规则和契约), 和非正式约束(包括人们的行事准则、行为规范以及惯例)。制度理论的一个重要的观点是企业的行为和绩效是受它所存在的社会制度的影响。North认为“制度加上技术决定了交易及交易成本,

① 商务部网站 <http://www.mofcom.gov.cn/>

② 关于中国企业海外并购的特殊性详见 Warner et al. (2004), Child and Rodrigues (2005), Antheve and Kapur (2009)等。

③ 关于汤姆森金融公司的并购数据库及中国企业海外并购的基本情况详见作者的另一篇文章(张建红等 2010)。

④ 在张建红等人(2010)对中国企业海外并购的实证研究中, 制度因素是研究内容之一。但由于这一研究的初衷是对影响中国企业海外收购的成败的因素做多层次全方位的分析, 对于制度因素的研究比较局限, 仅对东道国的行政管理体制和企业所有制的直接影响作用进行分析测定。本文是对这一研究的一个重要拓展。

进而决定了经济活动的收益和可靠性” (North, 1990, p118)。深刻领会这一观点有助于我们分析和认识企业在国际化过程中所遇到的各种问题。Peng 等人 (Peng et al., 2008; Peng, 2009; Peng et al., 2009) 在研究企业战略与绩效时提出了战略三支柱理论框架 (strategy tripod framework)。该理论框架认为战略选择与实施不仅受产业竞争 (Industry-based competition) 和企业资源 (firm specific resources and capabilities) 的影响, 而且受制度因素的影响, 因而应该将产业观 (industry-based view)、资源观 (resource based view) 和制度观 (institution-based view) 结合起来。这一理论框架对于研究企业国际化战略尤其重要, 因为在国际化过程中, 制度是一个十分关键的因素, 它不仅仅是一个背景条件, 而是能够直接影响企业战略的制定和实施 (Peng et al., 2009, P63)。并且这一理论框架十分重视制度与其它两个支柱的动态互作关系 (dynamic interaction)。

对于跨国经营的企业来说, 制度的因素来自两个方面。一方面是母国的制度。正如 Buckley et al (2007) 在研究中国的对外直接投资时, 明确提出企业对外投资的动机和能力决定于母国的各种制度因素。另一方面是东道国的制度。东道国那些正式与非正式的规则能够决定跨国企业的行为和规范是否能得到企业内部和外部的认可, 同时也会影响母公司企业战略在子公司的实施 (Kostova and Zaheer, 1999; Kostova and Roth, 2002)。基于这一思想, 一些学者认为东道国与母国在制度方面的差异决定跨国公司的战略选择及跨国经营的成败。例如, Xu & Shenkar (2002) 的研究认为制度差异影响跨国公司投资目的地的选择和投资模式的选择。具体到跨国并购, Dikova et al (2009) 的实证研究认为制度距离与跨国收购完成的概率成反比关系。

继承前人的研究并结合中国企业海外收购的特征, 本文从战略三支柱理论框架出发, 以制度观为中心, 结合资源观和产业观, 从以下几方面对中国企业海外收购成败的制度因素进行分析。

#### (一) 东道国的制度质量对海外收购成败的影响

制度的主要功能是创建有序并降低不确定性以促进经济活动中各种交易的顺利进行 (Williamson, 1985; North, 1990)。因而从制度观的角度来看, 在制度比较好的国家, 经济环境比较容易掌握, 环境的复杂性比较低, 中国公司所面临的不确定性也比较低, 有利于在该国开展经营活动。Buckley et al (2007) 在研究中国的对外直接投资的影响因素时发现, 东道国的政治风险对中国的对外直接投资有负面的影响。具体到跨国收购, Muehlfield (2007) 等人对全球新闻报业的跨国并购的研究发现, 制度因素对跨国并购的完成概率的影响作用甚至要比企业本身的因素还重要。我们认为, 东道国的制度质量对于中国企业的海外收购的结果的影响可以从两个方面进行分析。第一, 在制度质量比较高的国家, 对于并购的各种法律和规定比较健全, 使中国企业比较容易掌握海外收购的程序和预见收购过程中可能遇到的问题, 从而制定较为有效的收购战略。反之在制度质量低的国家, 对交易活动的约束缺少规范或无章可循, 收购过程中所遇到的不确定性很高, 不利于收购的顺利进行。第二, 在制度体系完善的国家, 法律的(强制)约束力比较强, 为涉及收购的各方利益提供一个比较有力的保护。基于这一分析, 我们提出如下假设:

假设 1: 东道国的制度质量与中国企业海外收购完成的概率成正比。

#### (二) 产业保护对海外收购成败的影响及制度质量的调节作用

从产业观的角度来看, 产业特征对于企业战略的制定和实施有直接的影响 (Porter, 1980)。但制度因素与产业特征内在的交互作用也会影响企业战略的实施。在收购实践中, 一项收购能否顺利进行并不完全取决于市场。在大多数国家进行收购都要经过权利机构的审批。根据 Bittlingmayer & Hazlett (2000) 的分析, 实行审批程序的动机主要有三个: 私人利益、官僚利益和政府寻租。对于中国企业的海外收购, 除了以上三点之外, 还有一个重要的动机, 那就是国家安全问题。许多国家除了有竞争法之外还有法规限制外商在一些敏感行业投资。这些行业主要涉及能源和其他稀缺资源产品、军事产品、重要基础设施等。因而出于各种非市场因素的考虑, 审批部门常常以

国家安全或保护当地企业为由阻止并购的继续进行或完成(Toth, 2008)。中国企业的海外收购更常常受制于各种非市场因素。最突出的是,由于意识形态的不同,政府和政治力量的阻碍使得中国的海外收购流产。例如,2004年中国石油天然气集团竞购俄罗斯尤科斯石油公司(Yukos),中国五矿集团公司收购加拿大的矿业公司诺兰达(Noranda),2005年中国海洋石油总公司收购美国优尼科公司,2009年中国铝业与澳大利亚力拓公司股份等等,都是迫于政治压力而退出竞购或被迫终止收购。张建红等人(2010)对中国企业海外收购的实证研究已经证明,在其他条件相同的情况下,涉及敏感行业的收购成功的可能性更小。

这里我们要进一步分析的是东道国的制度质量的调节作用,即产业保护与收购成功率的关系如何受制度质量的影响。涉及产业保护的大多是属于在市场配置下失灵的公共资源,政府把握着对公共资源的分配权。政府如何将资源在不同的利益集团中分配是一个关键的问题。许多学者的研究认为在制度质量比较低的国家,寻租和腐败现象比较严重,不利于公共资源的保护(Mehlum et al., 2006; Robinson et al., 2006; Kolstad and Wiig, 2009);而在制度质量比较高的国家,政府的分配更能充分体现有效性和公平性,有利于公共资源的合理利用和保护。涉及到跨国公司,有研究表明,制度一方面能够降低交易的不确定性,另一方面也会影响资源在东道国政府、跨国公司和东道国公众之间的分配(Wiig and Kolstad, 2009)。借鉴这些思想,我们认为制度质量高的国家对资源的保护力度比较大,在涉及利益分配时更重视国家和国民的利益。在面对国外的收购者时,制度质量高的国家对资源型的收购更加谨慎。因而我们提出如下假设:

假设 2: a) 产业保护对中国企业海外收购的完成有负面影响; b) 产业保护的这种负面影响在制度质量高的国家更加突出。

### (三) 经验对海外收购成败的影响及制度质量的调节作用

从资源观的角度来看,企业过去的经验是企业的无形资产,会影响企业跨国战略的实施效果(Hymer, 1976)。传统的经验曲线效应原理表明,一项任务越是被经常执行,完成它的代价越小。如果将这一原理运用于并购活动,可以认为企业能够将过去并购活动中积累的经验用于新的并购活动。具体而言,运用过去的并购经验,收购者可以总结出一套从筛选收购目标到收购完成以及收购之后的整合的方案,能够比较娴熟地应对各种管理上的问题(Vermeulen and Barkema, 2001)。关于经验对中国企业海外收购结果的影响,张建红等人(2010)的实证研究已经证明收购经验对海外收购的完成有正面影响。这里要进一步研究的是东道国的制度质量对这一正面影响的调节作用。

制度质量高意味着制度体系比较稳定,政策和政府服务具有较高的连续性。因而在制度完善的国家,交易成本和交易的不确定性较低。而且由于市场机制比较完善,通过市场能够获取比较全面和正确的交易信息,收购企业可以通过充分的前期调查工作建立正确有效的收购方案。而在制度质量较低的国家,收购中所需的各种知识和技巧(如收购相关的各种法规和制度,与交易涉及的各方的交流和沟通等)都需要企业在实战中积累,市场能提供的信息十分有限。换句话说,经验在低制度质量国家更难积累,但一旦积累、具备后,对后续的收购尤其可贵。因而我们认为企业自身的收购经验在低制度质量国家显得比在高制度质量国家更重要,更能对收购的成败发生作用。由此我们提出如下假设:

假设 3: a) 企业的海外收购经验对收购的完成有正面影响; b) 收购经验这种正面影响在制度质量低的国家更加突出。

### (四) 收购企业的所有制对海外收购成败的影响与制度的调节作用

根据制度经济学的基本思想,产权制度是社会经济制度的一个重要方面,因而所有制可以被认为是基于母国社会体制基础之上的一个重要制度特征。由于当前国有企业在海外收购中扮演着一个重要的角色,而且由于国有制与母国制度有着密切关系,这里我们侧重分析收购企业的国有制形

式的影响。在中国国有企业海外收购的实践中, 曾经有过不少引人深思的案例。例如, 2004 年中国五矿集团公司收购加拿大的矿业公司诺兰达未成, 2005 年中海油介入收购美国石油企业优尼科失败, 2009 年中铝公司注资澳大利亚力拓集团再次受挫。这些失利自然让人们反思国有企业在海外收购中所遇到的问题。看起来国有企业由于得到政府财力上的支持, 实力比较雄厚, 比较具有收购竞争力。然而收购的成败一方面决定于收购者的竞争力, 另一方面也受制于来自收购目标所在国各个方面对并购的反应。中国政府对国有企业海外收购的支持容易引起东道国政治上的顾虑, 同时也容易受到不公平竞争的起诉, 使审批部门以国家安全或保护当地企业为由拒绝收购申请。此外, 西方对中国国有企业的绩效和透明度向来表示质疑, 而且认为国有企业的目标常常是为了实现政府的意愿而不是高效地利用资源(例如 Antkiewicz and Whalley, 2007; Li and Xia, 2008)。因而可以推断国有企业在海外收购的过程中所遇到的不确定性和复杂性较大。张建新等人(2010)对中国企业海外收购的实证研究已经证明, 在其他条件相同的情况下, 国有制对海外收购的完成有负面的影响。这里我们要进一步研究东道国的制度质量如何调节这一负面影响。

东道国对国有企业的消极反应也会因制度的不同而有差异。制度是一个涵义十分广泛的概念, 这里我们从市场化程度和民主化程度两个方面进行分析。第一, 在市场体制下, 政府对市场的干预非常有限, 私有制是一种广泛而理所当然地被认可的所有制形式; 而在计划体制下, 国家干预十分普遍, 国有企业享有各种优惠。因而在市场化程度比较高的国家, 国有收购者所面临的压力会比在市场化程度比较低的国家要大。第二, 民主社会推崇的是多党统治, 对于共产党领导的社会主义中国一直有偏见。在民主化程度高的国家, 国有企业的行为常被认为是代表政府或是政党, 国企的收购常被看作为是中国政府实现政治意图或中国全球扩张的工具, 很容易激起政治上的反弹。根据上面的分析, 我们提出下面的假设:

假设 4: a) 收购企业的国有制形式对中国企业海外收购的完成有负面影响; b) 收购企业国有制的负面影响在市场化 and 民主化程度高的东道国更加突出。

#### (五) 产业保护对海外收购成败的影响与收购企业所有制的调节作用

前面的假设提出产业保护对中国企业海外收购的完成有负面影响, 但这一负面影响的程度可能会因为收购企业的所有制的不同而相异。以矿产类行业的收购为例, 矿产是属于国家的公共资源, 谁拥有矿产的开采权是一个十分敏感的问题。如果一个私人企业收购某一矿业公司的股份, 这一收购交易会被认为是商业行为。然而, 如果是一个国有企业收购某一矿业公司的股份, 这一收购交易很可能会被认为是政府行为而受到抵制。2004 年中国五矿集团公司收购加拿大矿业公司诺兰达的失败便是一个典型例子。中国五矿集团公司宣布竞购后, 引起了加拿大左右两派政党的强烈反对。在《金融邮报》上的一段评论十分有代表性: “不论是中国五矿集团在加拿大采矿, 还是其他公司在加拿大开采石油或天然气, 都没有任何经济上的理由让中国政府取得所有权。自然资源和原料可以在全球的开放市场上买到。如果中国是一个以私人投资为主的市场经济, 其私营企业便可以加入国际收购者的行列”(Financial Post Investing, 2005. 3. 15)。从这一评论可以看到东道国舆论对于谁收购资源产业的股份十分敏感。

国家要保护重要产业的自主权, 但保护的程度和所采取的方法会因事而异。从政府管理的角度来看, 纯粹的经济行为和带有政治色彩的行为所产生的作用和导致的反响可能会完全不同。就并购而言, 当并购涉及重要产业时, 信奉市场经济的国家对纯粹经济行为的并购的干预会相对少一些。然而如前所述, 国有企业的行为常被认为是代表政府或是政党的意图, 国有企业的收购常被看作为是带有政治色彩的行为。因而在收购重要产业时, 国企所受到的阻碍会大一些。由此, 我们得出如下假设:

假设 5: 产业保护对中国企业海外收购的完成有负面影响, 而国有制企业所面临的这一负面影

响更加突出。

### 三、方法与数据

本文采用的样本来自汤姆森金融数据库<sup>①</sup>的全部中国企业海外收购的案例,共计1306起,样本的时间跨度是1982年1月到2009年3月,涉及的目标国有89个。为了保证数据的可靠性,我们还利用Lexis-Nexis新闻资料库对样本数据进行校对。实证检验中所用的微观层面和交易层面的数据主要是来自汤姆森金融数据库,宏观层面的数据主要来自PRS,IMF,GLOBE Project等(详见附录)。

#### (一) 变量

因变量: 衡量收购完成状况,是一个二分变量: 收购完成为1,没能完成的为0。

主要解释变量:

根据前面的假设,我们选择如下变量:

制度质量: 用于衡量东道国制度的总体水平。该变量涉及假设1、2和3。本文采用PRS集团在International Country Risk Guide(ICRG)中公布的数据计算该变量。ICRG数据库所包括的国家有140多个,时间跨度从1980年开始,与本文样本的地域分布和时间跨度比较吻合。我们从该数据库中选择7个变量(政府稳定、社会经济条件、投资风险、法律与秩序、民主责任、腐败和行政管理质量),并运用因子分析法计算出每个国家每年的综合指标。这一综合指标能够全面反映收购交易发生时东道国的制度质量。该指标的大小从-1.79到+2.01,数值越大表示制度质量越高。

民主与市场: 表示东道国的民主化和市场化的程度。该指标根据ICRG提供的衡量民主化程度和政治干预程度两个变量加总计算。<sup>②</sup>其取值范围是0到10,数值越大表示民主化和市场化的程度越高。

资源: 表示收购目标是否是属于资源型的保护产业。涉及保护产业的收购绝大部分与资源有关,这里我们选择资源型产业作为保护产业的代表。该变量为哑变量,如果目标企业涉及能源及其他稀有资源行业取值为1,其余行业为0。

国有企业: 表示收购者是否是国有企业。该变量为哑变量,如果收购者是国有企业取值为1,其余为0。

收购经验: 表示收购者在本次收购之前的成功经验。该变量为哑变量,如果收购者过去有海外收购成功的经验取值为1,其余为0。

此外在模型中我们引入6个与海外收购结果有关的变量作为控制变量。每个控制变量的释义、衡量方法、数据来源和假设详见附录,更详细的说明请参见张建红等(2010)。

#### (二) 估计方法

由于因变量是一个二分变量,我们采用Logit模型进行参数估计。具体公式如下:

$$P(i) = 1/[1 + e^{-\beta X(i)}] \quad (1)$$

式中的 $P(i)$ 表示收购事件 $i$ 完成的可能性, $e$ 表示指数函数, $X(i)$ 表示自变量向量,包括所有的自变量, $\beta$ 表示自变量的回归系数。模型的解释能力采用似然比检验来确定。

在估计之前我们对每一个模型的自变量的相关性进行了分别检验,所有相关系数(不包括交互项)都低于0.7的临界值。同时我们运用方差膨胀因子值(VIF)进行共线性检验,结果所有模型中的VIF值都在1—2的范围内,远远小于5的临界值,因而不存在共线性问题。

关于制度因素的调节作用的估计,一般的方法是根据交互项变量的回归系数来判断调节变量

① 关于汤姆森金融数据库及本文样本的特征分析等详见张建红(2010)。

② 关于该指标的计算和特征请参见ICRG: Methodology (<http://www.pisgroup.com/ICRG-Methodology.aspx>)。

的作用,但这种方法是不合适的(详见 Fredrich, 1982; Brambor et al., 2006)。当引入交互变量后,由于模型的性质改变,预测变量和调节变量的回归系数不能按加性模型的方式来解释。这可由以下例子看出。设想有如下加性和交互模型:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 Z, \quad (2)$$

和 
$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 Z + \beta_3 XZ \quad (3)$$

在加性模型(2)中,  $\beta_1$  和  $\beta_2$  分别估计  $X$  和  $Z$  对  $Y$  的边际效应,很明显,  $X$  对  $Y$  的效应不依赖于  $Z$  的值。而在交互模型(3)中,  $X$  对  $Y$  的效应依赖于  $Z$  的值。即

$$\frac{\partial Y}{\partial X} = \beta_1 + \beta_3 Z \quad (4)^{\textcircled{1}}$$

也就是说  $Z$  调节  $X$  对  $Y$  的影响效果。注意,此时  $X$  对  $Y$  的边际效应是  $Z$  的线性函数。因此评价调节变量  $Z$  的作用不能像在加性模型中那样只看  $\beta_3$  的值和符号,而应全面考虑  $\beta_1 + \beta_3 Z$  及其变化方向。同理,调节效应是否显著,由  $\beta_1$  和  $\beta_3$  的方差、协方差和  $Z$  值而定,<sup>②</sup>。不能单方面从  $\beta_3$  的标准误来判断。

#### 四、结果与讨论

表1给出了 Logit 模型的估计结果。模型1给出了引入控制变量和制度质量的估计结果,模型2给出了引入控制变量和所有主要解释变量的结果,模型3—6分别给出了引入交互项制度质量和资源、制度质量和经验、民主与市场和国有制、资源和国有制的估计结果。模型1和2的主要功能是判断主要解释变量对中国企业海外收购完成概率的直接影响;模型3—6的主要功能是为了计算制度变量的调节作用。

从检测结果来看,制度质量的系数在模型1和2中都是正数,证明制度变量与收购完成的概率成正相关关系,这一正相关关系在模型1中显著,但在模型2中却不显著。这一结果不能提供充足的证据以支持假设1。在模型2中,资源、经验和国有制的变量系数的符号与假设都一致,并且分别在10%、1%和10%的水平上显著,这一结果为假设2a、假设3a和假设4a的成立提供了证据。

根据模型3—6和(4)式,我们计算出制度因素对其它解释变量的调节作用,并将其分别表示在图1—3。图1表示制度质量如何影响解释变量资源与被解释变量的关系。从总体上看,制度质量对资源的调节作用是负的(实线的斜率为负),但这一调节作用只有在制度质量比较高和比较低的时候才显著(两条虚线同时在0以下或以上)。当制度质量比较高( $> 0.75$ )时,资源与收购完成的概率成负相关关系(实线在0以上),这一负相关关系随着制度质量的提高而显著加强。该结果表明,在高制度质量国家,资源型收购比其它类型的收购更难成功。这一结果支持了本文的假设2a和2b。这一部分收购占了样本总数的47%,涉及东道国数39个,占总数(89个)的44%。当制度质量比较低( $< -0.83$ )时,资源与收购完成的概率成正相关关系,这一正相关关系随着制度质量的提高而显著降低。涉及这一部分收购的东道国只有7个:阿塞拜疆、海地、肯尼亚、尼日尼亚、朝鲜、俄罗斯和津巴布韦。这一部分结果与本文的假设2不完全一致,但由于这一部分收购占的比重很少,只有样本数的0.19%,所以,总体结果支持了假设2。

<sup>①</sup> 尽管回归模型(1)为非线性相模型,但将  $Y$  变换为  $Y = \ln(P(i) - 1)$ , 仍可通过本式计算  $X$  对应变量  $P(i)$  的效应。后面结果中讨论到的此边际效应,与此相同。

<sup>②</sup> 实际上,  $\partial Y / \partial X = \beta_1 + \beta_3 Z$  的标准误由下式来计算:  $s_{\beta_1 + \beta_3 Z} = \sqrt{\text{var}(\beta_1) + Z^2 \text{var}(\beta_3) + 2Z \text{cov}(\beta_1, \beta_3)}$  该标准误决定调节效应的显著程度。

表1 模型估计结果

	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4		模型 5		模型 6	
	系数	标准误差	系数	标准误差	系数	标准误差	系数	标准误差	系数	标准误差	系数	标准误差
制度质量	0.181*	0.100	0.164	0.103	0.509***	0.153	0.329**	0.131			0.142	0.104
资源			-0.285*	0.148	0.162	0.206	-0.289*	0.148	-0.306**	0.148	-0.164	0.165
经验			0.417***	0.127	0.405***	0.127	0.663***	0.173	0.382***	0.127	0.416***	0.127
国有制			-0.264*	0.148	-0.306**	0.149	-0.271*	0.148	0.989***	0.479	-0.066	0.190
民主与市场									0.047	0.043		
资源* 制度质量					-0.604***	0.194						
经验* 制度质量							-0.405**	0.192				
国有制* 民主与市场									-0.173**	0.062		
资源* 国有制											-0.512*	0.306
控制变量												
高科技产业	-0.107	0.160	-0.155	0.165	-0.127	0.166	-0.143	0.165	-0.169	0.165	-0.149	0.165
专业顾问	0.416**	0.173	0.404**	0.177	0.456**	0.179	0.429**	0.178	0.498**	0.181	0.418**	0.178
文化	-0.231	0.159	-0.353*	0.170	-0.236	0.175	-0.320*	0.172	-0.398**	0.196	-0.358	0.171
收购比例	0.001	0.001	0.001	0.002	0.000	0.002	0.001	0.002	0.001	0.002	0.001	0.002
产业匹配	0.025	0.113	0.014	0.115	0.026	0.115	0.014	0.115	-0.016	0.115	0.013	0.115
出口强度	0.045 <sup>c</sup>	0.026	0.047 <sup>d</sup>	0.026	0.051 <sup>a</sup>	0.026	0.049 <sup>b</sup>	0.026	0.046 <sup>e</sup>	0.028	0.043 <sup>b</sup>	0.026
常数项	-0.141	0.175	-0.037	0.215	-0.330	0.237	-0.170	0.226	-0.206	0.448	-0.049	0.216
Log likelihood	-896.4		-887.7		882.8		885.5		879.100		886.300	
LR chi2	15.99		33.24		43.1		37.7		39.200		36.100	
Prob> chi2	0.02		0.0002		0		0.0001		0.000		0.000	
样本数	1306		1306		1306		1306		1306		1306	

注: (1)\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

(2) 由于引入交互项, 下画曲线的数据不能作为判断相关变量的证据。

(3) 由于制度质量与民主与市场的相关系数很高(0.77), 为了避免多重共线问题, 在模型 5 没有引入制度质量。

图 2 表示制度质量对解释变量经验的调节作用。从总体上看, 制度质量对经验的调节作用是负的, 但这一调节作用只在制度质量低于 0.95 时才显著。在我们的样本中, 制度质量低于 0.95 的交易占 65%, 涉及 61% 的东道国。这一结果表明, 在制度质量越低的国家, 经验对收购成功率的正面影响越显著。这一结果支持了假设 3a 和 3b。

图 3 表示民主与市场对国有制的调节作用。从总体上看, 民主与市场对国有制的调节作用是负的, 但这一调节作用只有在民主与市场比较高 (> 7.4) 的时候才显著。也就是说, 当东道国的民主与市场高于 7.4 时, 国有企业的收购成功率显著地低于非国有企业的收购成功率。在我们的样本里, 民主与市场高于 7.4 的交易占 43%, 东道国占 55%。这一结果有条件地

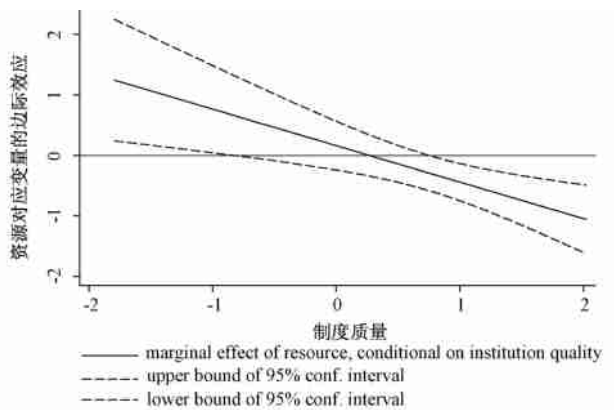


图 1 制度质量对资源的调节作用



支持了假设 4a 和 4b。另一方面，从图中实线的位置可见，国有制与收购成功概率的关系并非都是负的，当民主与市场比较低时，两者的关系是正的，但这一关系从统计上来看不显著。<sup>①</sup>

关于国有制对资源的调节作用，由于调节变量国有制是一个二分类变量，其调节作用无法用图形直观地表示出来。于是我们分两种情况进行分析。根据计算，当国有制取值为 0 时，资源对收购成功率的影响  $\frac{\partial Y}{\partial X} = \beta_1 + \beta_3 Z$  为 -0.164，相应的

95% 的置信上、下限分别为 0.160 和 -0.487，边际效应值不显著；当国有制取值为 1 时， $\frac{\partial Y}{\partial X} = \beta_1 + \beta_3 Z$  为 -0.675，相应的 95% 的置信上、下限分别为 -0.132 和 -1.218，边际效应值在  $p = 0.05$  的水平显著。这表明，无论国有制取值为 0 或 1，资源对成功率的影响均为负，但只有当国有制取值为 1 时，相应的边际效应值才显著。这结果意味着，当收购者为国有企业时，对资源类目标公司的收购成功率会显著低于对非资源类目标的成功率。而当收购者为非国有企业时，资源对收购成功率的影响也为负，但这种负的影响在统计学上不显著。这一证据有力支持了假设 5。

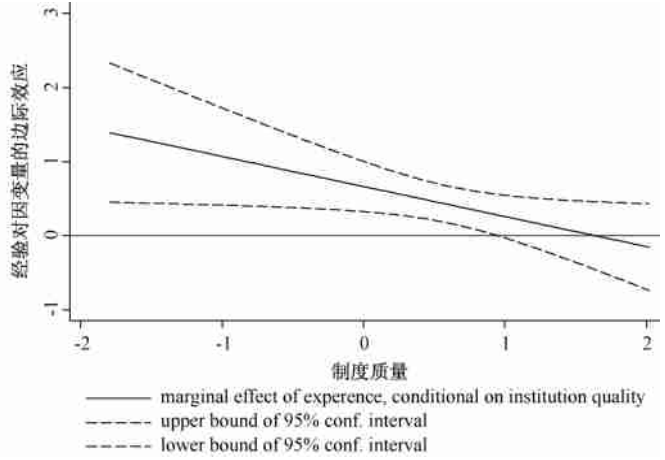


图 2 制度质量对经验的调节作用

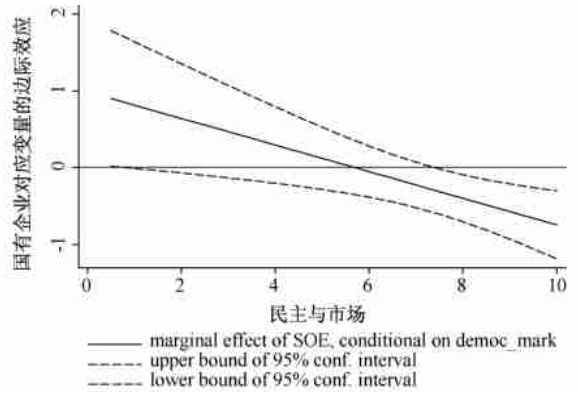


图 3 民主与市场对国有制的调节作用

## 五、结论与启示

本文以海外收购为例，对制度因素在中国企业在走出去过程中的作用进行理论探索和实证研究。结果表明，制度因素不仅有可能直接影响中国企业国际化战略的顺利实施，而且更重要的是会对影响企业国际化战略实施的其它因素产生显著的调节作用，从而间接地影响企业国际化的结果。尽管前面所引的几篇相关文献认为制度因素对企业国际化战略的实施有显著的直接作用，但在一些中国研究中，制度因素的直接影响不十分显著。例如，Cheung & Qian (2008) 及韦军亮、陈漓高(2009)的实证研究中均发现制度因素/政治风险对中国的对外直接投资没有显著影响。本文的实证结果也表明东道国的制度质量对海外收购的直接影响不十分显著。但是，仅通过直接影响来判断制度的影响是不够的，本文的研究结果表明制度因素可以通过影响其它解释变量与应变量的关系而间接地产生作用。这是本文对前人研究的一个拓展。

通过对中国企业海外收购成败进行实证研究，我们发现制度因素的作用主要表现在以下几个方面：第一，东道国的制度质量对于海外收购成败的直接影响不显著；东道国对资源产业的保护对海外收购成功有显著负面影响；收购企业的国有制对海外收购的成功有显著的负面影响；企业的海

① 我们对这一部分样本进行估计，结果国有制的系数为正，但不显著。

外收购经验对海外收购的成功有显著的正面影响。第二,东道国的制度质量对产业保护与海外收购成败的关系有显著的调节作用,但这一调节作用因国家而异。具体而言,如果其它条件相同,在制度质量比较高的国家,资源产业保护对海外收购的完成有负面影响,制度质量对这种负面影响有加强作用。也就是说,制度质量越高的国家对资源的保护程度越高,资源型收购相对于其它类型的收购的成功率也越低。在制度质量比较低的少数几个国家,对资源产业的收购相对于其它产业反而更容易成功,但随着制度质量的提高,对资源产业的收购难度也会增加。对于制度质量不高也不低的国家,其调节作用不显著。第三,东道国的制度质量对经验与海外收购成败的关系有负的调节作用,但这一调节作用对于制度质量高的国家不显著。具体而言,在制度质量越低的国家,过去的成功经验对于后来收购交易的完成越是重要,即经验的作用随制度的提高而递减,但是当制度质量高到一定程度时,这一递减作用不再显著。第四,东道国的民主与市场化的程度对收购企业的国有制有负调节作用,但这一调节作用只是在民主与市场化程度较高的情况下显著。具体而言,当民主与市场化提高到一定程度,中国国有企业的收购成功率显著地低于非国有企业的收购成功率,但在当民主与市场化程度低的国家,中国企业的国有制并不是收购完成的一个包袱。第五,收购企业的国有制对资源型收购的调节作用表现在,当收购者为国有企业时,对资源类目标公司的收购成功率会显著低于对非资源类目标公司的成功率。

本文的研究结果给我们几点启示:

第一,在分析海外投资的制度因素时,不仅要分析制度本身的直接作用,而且更要深入分析制度对其它因素的调节作用。对于海外收购而言,制度质量对于收购的结果并没有直接显著的影响,然而制度质量的调节作用在很多情况下是显著的。比如,对资源的负调节作用在制度质量达到一定程度后越来越显著。这一结果提示我们,在制度质量越高的国家进行资源型收购,越要充分估计产业保护及相关政策和利益集团所带来的各种不确定性。

第二,在分析海外投资环境时,各种投资因素在不同的制度环境下所起的作用是不同的。例如,在海外收购时,国有企业在那些极力推崇民主化与市场化的国家会遇到比较大的阻力,但那些民主化与市场化程度较低的国家,国有企业并没有遇到比其它所有制更多的障碍,甚至有可能好一些。同样,在海外收购时,资源型收购在制度质量高的国家会遇到比较大的阻力,但制度质量低的国家,资源型收购并没有遇到比其它收购更多的障碍,甚至还会好一些。因此,在制定收购战略和进行风险分析时要因地制宜。

值得一提的是,本文研究的中心是中国企业海外收购意向是否实现,这可以看作是在国际化过程中企业绩效的一个方面,但这一实证研究的具体结果不能简单地延伸到企业绩效其它方面。以企业的国有制为例,从我们的研究来看,国有企业在进行海外收购时所遇到的制度方面的障碍比较多,尤其是在民主化和市场化程度较高的国家,国有制对交易的完成有负面的影响。但这并不意味着“国”字头对企业的国际化总是不利的。尽管国有企业本身是有一些问题,但从资金实力和诚信等方面来看是比较具有实力的,从实践来看,国有企业是走出去大军中的主力。如何正确看待国有企业在走出去战略中的作用,以及如何制定国有企业的国际化战略等问题值得深入研究。

本文的主要目的是对制度障碍进行概括分析,以期从理论上对这一问题有进一步的认识,因而本文抽象了许多具体条件。而且在实证研究中,分析的结果很可能会因分析的对象、前提和方法的不同而有所不同。因此要将这一问题完全分析透彻,还需要进行一些深入研究,例如,分行业 and 分国家的研究,案例研究等等。

#### 参考文献

黄速建、刘建丽, 2009.《中国企业海外市场进入模式选择研究》,《中国工业经济》第1期。

张为付, 2008:《影响我国企业对外直接投资因素研究》,《中国工业经济》第11期。

李春顶, 2009:《出口贸易、FDI与我国企业的国际化路径选择——新贸易理论模型扩展及我国分行业企业数据的实证研究》,《南开经济研究》第2期。

韦军亮、陈滴高, 2009:《政治风险对中国企业走出去的影响——基于面板数据模型的实证研究》,《浙江工商大学学报》第3期。

杨忠、张骁, 2009:《企业国际化程度与绩效的关系》,《经济研究》第2期。

张建红、卫新江、海柯·艾伯斯, 2010:《决定中国企业海外收购成败的因素分析》,《管理世界》第3期。

Antkiewicz, A. and Whalley, J., 2007, "Recent Chinese Buyout Activity and the Implications for Wider Global Investment Rules", *Canadian Public Policy/Analyse de Politiques*, 33 (2), p. 207—226.

Atheye, S. and Kapur, S., 2009, "Introduction: the Internationalization of Chinese and Indian Firms: trends, Motivations and Strategy", *Industrial and Corporate Change*, 18(2), p. 209—221.

Bittingmayer, G. and Hazlett, T. W., 2000, "DOS Kapital: Has Antitrust Action Against Microsoft Created Value in the Computer Industry?", *Journal of Financial Economics*, 55 (3), p. 329—59.

Boateng, A., Qian, W. and Tianle, Y., 2008, "Cross border M&As by Chinese Firms: An Analysis of Strategic Motives and Performance", *Thunderbird International Business Review*, Vol. 50 (4), p. 259—270

Brambor, T., Clark, W. R. and Golder, M. 2006, Understanding Interaction Models: Improving Empirical Analyses. *Political Analysis*, 14 (1), p. 63—82.

Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., and Zheng, P., 2007, "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment", *Journal of International Business Studies*, 38, p. 499—518.

Cheung, Y. W. and Qian, X. W., 2008, *The Empirics of China's Outward Direct Investment*, Munich: CESifo GmbH.

Child, J., & Rodrigues, S. B., 2005, "The Internationalization of Chinese Firms: A Case for Theoretical Extension?", *Management and Organization Review*, 1 (3), p. 381—410.

Deng, P., 2009, "Why Do Chinese Firms Tend to Acquire Strategic Assets in International Expansion?", *Journal of World Business*, 44(1), p. 74—84.

Dikova, D., Rao Sahib, P. and van Witteloostuijn, A., 2009, "Cross border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry 1981—2001", *Journal of International Business Studies*, doi:10.1057/jibs.2009.10.

Friedrich, R. 1982, "In Defense of Multiplicative Terms in Multiple Regression Equations", *American Journal of Political Sciences*, 26(4), p. 797—833.

Hymer, S. H. 1976, *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Published Doctoral Dissertation, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.

Kolstad, I. and Wig, A., 2009, "Is Transparency the Key to Reducing Corruption in Resource Rich Countries?", *World Development*, 37 (3), p. 521—532

Kostova, T. and Zaheer, S., 1999, "Organizational Legitimacy under Conditions of Complexity: the Case of the Multinational Enterprises", *Academy of Management Review*, 24(1), p.64—81.

Kostova, T. and Roth, K., 2002, "Adoption of an Organizational Practice by Subsidiaries of Multinational Corporations: Institutional and Regional Effects", *Academy of Management Journal*, 45(1), p. 215—233.

Li, S. and Xia, J., 2008, "The Roles and Performance of State Firms and Non-state Firms in China's Economic Transition", *World Development*, 36(1), p. 39—54.

Liu, H., & Li, K., 2002, "Strategic Implications of Emerging Chinese Multinationals: The Haier Case Study", *European Management Journal*, 20(6), p. 699—706.

Liu, X., Buck, T., and Shu, C., 2005, "Chinese Economic Development, the Next Stage: Outward FDI?", *International Business Review*, 14(1), p.97—115.

Mehlum, H., Moene, K. and Torvik, R., 2006, "Institutions and the Resource Curse", *Economic Journal*, 116, p. 1—20.

Meyer, K. E., Estlin, S., Bhaumik, S. K., & Peng, M. W., 2009, "Institutions, Resources, and Entry Strategies in Emerging Economies", *Strategic Management Journal*, 30(1), p. 61—80.

Moreck, R., Yeung, B., & Zhao, M., 2008, "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment", *Journal of International Business Studies*, 39(3), p. 337—350.

Mudambi, R. and Navarra, P., 2002, "Institutions and International Business: A Theoretical Overview", *International Business Review*, 11 (6), p. 635—646.

Peng, M. W., 2002, "Towards an Institution-based View of Business Strategy", *Asia Pacific Journal of Management*, 19(2/3), p. 251—

- Peng, M. W. 2009, *Global Strategy*, Cincinnati, OH: Thomson South Western.
- Peng, M. W., Wang, D. Y. L. and Jiang, Y., 2008, "An Institution based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies", *Journal of International Business Studies*, 39(5), p. 920—936.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B. & Chen, H., 2009, The Institution based View as a Third Leg for a Strategy Tripod, *Academy of Management Perspectives*, 23(3), p63—81.
- Porter, M. E., 1980, *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Robinson, J. A., Torvik, R. and Verdier, T., 2006, "Political Foundations of the Resource Curse", *Journal of Development Economics*, 79, p. 447—468.
- Rui, H., and Yip, G. S., 2008, "Foreign Acquisitions by Chinese Firms: A Strategic Intent Perspective", *Journal of World Business*, 43(2), p. 213—226.
- Scott, W. R., 1995, *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Scott, W. R., 2002, "The Changing World of Chinese Enterprises: An Institutional Perspective", p. 59—78 in Tsui, A. S. and Lau, C.-M. (eds.) *Management of Enterprises in the People's Republic of China*, Boston: Kluwer Academic Press.
- UNCTAD 2008, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations, and the Infrastructure Challenge*, New York and Geneva: United Nations.
- Vemeulen, F. and Barkema, H., 2001, "Learning through Acquisitions", *Academy of Management Journal*, 44(3), p. 457—476.
- Wamer, M., Hong, N. S. and Xu X., 2004, "Late Development Experience and the Evolution of Transnational Firms in the People's Republic of China", *Asia Pacific Business Review*, 10(3/4), p. 324—345.
- Wiig, A. and Kolstad, L., 2009, *Multinational Corporations and Host Country Institutions: A Case Study of CSR Activities in Angola*, mimeo, Bergen: Chr. Michelsen Institute.
- Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E. and Peng, M. W., 2005, "Strategy Research in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom", *Journal of Management Studies*, 42(1), p. 1—33.
- Xu, D. and Shenkar, O., 2002, "Institutional Distance and Multinational Enterprise", *Academy of Management Review*, 27(4), p. 608—618.
- Yamakawa, Y., Peng, M. W. and Deeds, D. L., 2008, "What Drives New Ventures to Internationalize from Emerging to Developed Economies?", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(1), p. 59—82.
- Yang, X., Jiang, Y., Kang, R., and Ke, Y., 2009, "A Comparative Analysis of the Internationalization of Chinese and Japanese Firms", *Asia Pacific Journal of Management*, 26(1), p. 141—162.

## A Study on Institutional Barriers of Chinese Companies Going Global

Zhang Jianhong<sup>a</sup> and Zhou Chaohong<sup>b</sup>

(a: Yunnan University of Finances and Economics, Nyenrode University; b: Utrecht University)

**Abstract:** Based on cases of Chinese overseas acquisitions, this study investigates how institutional factors influence internationalization process of Chinese enterprises. The general finding of this study is that, institutions not only affect the implementation of internationalization strategy directly, but also indirectly moderate the effect of other factors. The empirical finding of the current study is three folds: a) institutional quality of host countries does not influence the outcome of acquisition attempt, however, it has a negative moderating effect on other factors that influence the outcome of a deal, such as industrial protection and experience; b) while state ownership is negatively associated outcome of acquisition, this negative relation is stronger in the host countries with a higher level of market freedom and democracy; and c) while industrial protection in host countries has negative effect on outcome of acquisition, the state ownership of an acquirer enhances this negative effect. The paper increases understanding of the impact of institutions on the internationalization process, and helps to set up and implement the "go global" strategy.

**Key Words:** Institutional Factors; Moderating Effect; Internationalization; Overseas Acquisitions

**JEL Classification:** F23

(附录下转第 119 页)

## Excess Demand or Appropriate Demand?

—Health Insurance, Medical Care and Mortality of the Elderly in Urban China

Huang Feng and Gan Li

(Research Institute of Economics and Management, Southwestem University of Finance and Economics; Department of Economics, Texas A&M University and NBER)

**Abstract:** The paper investigates the relationship between health insurance, medical expenditure and mortality among the elderly in urban China. Using the latest waves of Chinese Longitudinal Healthy Longevity Survey (CLHS), we find that the out of pocket medical expenditures of insured elderly are 43 percent lower than that of the uninsured elderly; but the total medical expenditures are 28—37 percent higher compared to uninsured. Based on Cox proportional hazard model, the insured elderly face a hazard 19% lower than the uninsured. According to extended Kaplan Meier survival curve, the extended mean survival time of the insured elderly is 154 months and is noticeably larger than mean of uninsured, 94 months. Those findings suggest that increased medical expenditures significantly and effectively improved the health and longevity of the insured old people. Therefore, the public health insurance policy should make more effort to meet the reasonable medical care demand.

**Key Words:** Health Insurance; Medical Expenditure; Two part Model; Sample Selection Model; Cox Proportional Hazard Model

**JEL Classification:** I100, H510

(责任编辑: 松 木) (校对: 昱 莹)

(上接第 91 页)

附录

变量名	变量解释	衡量方法	数据来源
文化	衡量中国与收购目标所在国之间的文化差异	哑变量, 如果目标企业是受儒家思想和印度教影响的国家取值为 1, 其他国家取值为 0.	GLOBE project (House et al., 2004)
出口强度	衡量中国与收购目标所在国之间的经济关联度	$exPI_{ch} = \frac{x_{ch}/m_h}{x_d/(m_w - m_c)}$	IMF DOT
高科技产业	表示收购目标上是否属于高科技行业	哑变量, 如果目标企业是高科技企业取值为 1, 其余为 0.	汤姆森金融数据库和 Aea's 45 SIC codes list
专业顾问	表示收购者雇用专业顾问的情况	哑变量, 如果收购者雇用国际专业顾问取值为 1, 其余为 0.	汤姆森金融数据库
收购比例	宣布收购时提出的收购比例	收购股份占收购目标总股份的比例	汤姆森金融数据库
产业匹配	表示指收购者和收购目标在经营范围上的相关性	哑变量, 如果目标企业和收购者在同一行业取值为 1, 其余为 0. 以 SIC 前 4 位数为准。	汤姆森金融数据库

(责任编辑: 晓 喻) (校对: 梅 子)