

中国企业跨国并购交易完成率决定因素分析

董莉军

摘要：本文通过对 2000~2015 年期间 804 起中国企业宣告的跨国并购交易作为样本研究发现，并购目标的选择会影响中国企业跨国并购交易完成的可能性。从宏观层面来看，东道国 / 地区的制度质量与跨国并购交易成功的可能性正相关。从目标方企业特征来看，作为目标企业，如果是私人目标会增加跨国并购交易完成的可能性。从交易特征来看，如果收购采用现金支付方式会减少中国企业跨国并购交易完成的可能性。

关键词：跨国并购；目标特征；制度

中图分类号：F276.7

文献标识码：A

文章编号：1006-1894 (2017) 03-0087-10

一、引言

跨国并购是新兴经济体企业国际化的主要方式（Aulakh, 2007；Kumar, 2009；Sun, 2012）。根据联合国贸易与发展会议发布的《2015 世界投资报告》，2014 年发展中国家发起的跨国并购交易额占全球跨国并购交易额的 38.13%，高于对外直接投资占全球对外直接投资额的 34.57%。可以说，新兴经济体的跨国公司、特别是中国的新兴跨国公司，正在通过跨国并购来跨越对外直接投资的早期阶段（Kumar, 2009）。

不过，中国企业作为全球并购市场的新买家显然还处于初级阶段。波士顿咨询公司（BCG）于 2015 年 9 月 24 日发布的题为《迎接中国企业海外并购新时代》的报告指出，中国企业海外并购交易完成率仅为 67%，与发达市场买家相比差距甚远。Zhang 等（2010）统计发现，在 1982 年 1 月至 2009 年 4 月期间，中国企业跨国并购交易完成率为 51.2%，不仅远低于美国（76.5%），而且低于巴西（70%）、南非（72%）、印度（62.8%）、俄罗斯（59%）和世界平均水平（68.7%）。这个问题在实务界颇受瞩目的同时，也受到了学术界的关注。张建红等（2010, 2011）认为中国企业海外收购完成率低是由于东道国制度质量糟糕、目标行业的敏感性和收购企业的国有企业身份造成的，而 Zhu 和 Bernard（2012）则是从媒体语言正义性的角度分析了影响中国跨国并购交易成败的因素。

因此，本文期望通过对近期中国企业正式公告的跨国并购交易进行分析，来推

作者简介：董莉军，华中师范大学经济与工商管理学院讲师，研究方向：跨国并购。

基金项目：华中师范大学中央高校基本科研业务费专项资金项目“异质性视角下中国企业跨国并购非遍历动态目标选择机制研究”（项目编号：231-20205140055）。

断中国企业跨国并购目标的选择偏好,并分析其对跨国并购交易完成率的影响。本文扩展了对跨国并购目标选择理论的应用范畴,从东道国、产业和企业特征3个层面分析收购目标对跨国并购交易完成可能性的影响,希望从中总结出关键因素,从而为企业实践和国家政策的制订提供有益的理论支持。

二、理论背景和假设

对外直接投资理论的一个核心问题是解释投资区位的选择。Dunning (2008, 2009) 将制度概念引入折衷范式,认为制度决定了国家激励结构的形式、质量和演进,会影响外国直接投资的流入和流出的数量和质量、跨国公司的活动以及个人和组织参与创造财富的过程。一直以来,跨国并购的东道国/地区主要集中于发达国家,Hur 等 (2011) 认为发达国家和发展中国家之间制度质量和跨国并购相关制度改革速度之间的差距是主要原因。不过,Hyun 和 Kim (2010) 认为,和发达国家一样,发展中国家之间的跨国并购流量仍由东道国的制度质量和投资国金融深化程度来决定。东道国/地区的制度不仅会影响跨国并购的区位选择,而且会影响跨国并购的绩效。Kose 等 (2010) 在分析 1984~2005 年期间 1,525 起美国工业企业发起的跨国并购交易后发现,目标国家的投资者保护、债权人保护和会计准则的质量都对收购方的回报有显著影响。Feito-Ruiz 和 Menéndez-Requejo (2011) 在对 2002~2006 年期间欧洲上市公司 469 起并购交易分析的基础上发现,法律和制度环境是收购方股东收益的决定因素,当收购方和目标方所在国家的法律和制度环境有显著差别,目标国更强的法律和制度环境会增加跨国并购的交易成本。Bae 等 (2013) 在分析 1996~2002 年期间 672 起美国企业发起的跨国并购交易后发现,东道国的流动性和透明度对收购方的回报起着重要作用。

具体到中国企业跨国并购,现有研究已经发现了制度因素的重要性。Sun 等 (2012) 利用 2000~2008 年中印两国的跨国公司发起的 1,526 起跨国并购交易作为样本研究,在此基础上构建了比较所有权优势的框架来解释新兴经济体跨国公司的跨国并购动因,认为中国企业跨国并购的东道国/地区选择具有显著的偏好。与此同时,Beule 和 Duanmu (2012) 在对 2000~2008 年中印两国企业发起的 652 起跨国并购交易比较研究后发现,东道国/地区更好的法制质量和腐败控制对中国企业跨国收购决策的影响不显著,而政治稳定则是负相关。Nicholson 和 Salaber (2013) 根据 2000~2010 年期间 203 起印度企业和 63 起中国企业发起的跨国并购交易样本研究后认为,进入发达国家的收购会产生更高的股东回报。

跨国并购能够发生的前提是东道国/地区能够提供允许该类交易发生的制度环境,而显然不是所有国家/地区都能提供适宜跨国并购的制度环境,这是跨国并购交易呈现出向特定国家/地区集中的根本原因。现有文献已经确认了制度环境会影响跨国并购的动因和绩效,张建红等 (2010) 以汤姆森金融数据库中 1982 年 1 月至

2009年3月1,324起中国企业海外收购作为样本分析后认为,交易双方政治和体制方面的影响是中国企业海外收购成功率低的主要原因之一,而且,他们(2011)从制度的角度分析了影响交易成功率的因素后认为,东道国制度质量与中国企业跨国并购成功率正相关。Zhu和Bernard(2012)则在基于对中铝收购力拓的案例分析的基础上得出了东道国负面舆论会对中国企业成功完成跨国并购交易产生负面影响的结论。因此,本文提出:

假设1:东道国/地区的制度环境越有利于跨国并购,中国企业跨国并购交易成功完成的可能性越大。

跨国并购选择并购目标,除了要选择东道国/地区,还要选择投资行业。一般认为,中国作为经济高速增长的发展中国家,对外直接投资的目的是寻求战略资产,特别是能源和矿产以保证经济的增长,因此中国企业跨国并购应主要发生在资源类和高科技行业。Sun等(2012)发现中国企业跨国并购行为集中于比较所有权优势行业,如石油天然气、金属制品以及采矿行业。Beule和Duanmu(2012)的研究证实了中国企业在矿山行业的收购更可能发生在政治不稳定、制度环境差而资源丰富的国家,高科技制造业的收购更有可能发生在拥有高技术资产的国家。Nicholson和Salaber(2013)则认为中国企业在制造业进行跨国并购以追求战略资源(主要是自然资源),可以增强自己的竞争优势,从而获得高额股东回报。

行业特征也会影响跨国并购交易的成功率,张建红等(2010,2011)将资源类和高科技行业定义为敏感行业,认为这类行业更容易遭受东道国的政治阻力,导致中国企业跨国并购完成的可能性较低。

对外直接投资的一个重要目的是绕开贸易壁垒,而贸易成本对不同类型并购的影响是不同的。Ayca(2012)以1987~1998年期间瑞典跨国公司为研究样本,验证了贸易成本对不同的对外直接投资方式的影响是非对称的,交易成本的下降会鼓励跨国并购,特别是横向跨国并购。跨国并购是全球产业链整合的重要方式,发展中国家企业通过跨国并购能够提升自己在价值链的相对位置,从而获得快速成长,以应对全球化的激烈竞争。协同效应的潜力在很大程度上取决于目标企业和收购企业所处行业之间的相似性,这种相似性能够通过生产合理化、规模和范围经济、技术诀窍的扩散和较低的管理松懈来促进战略契合(Bertrand and Zitouna, 2008)。Nicholson和Salaber(2013)实证检验发现,投资者对中国企业进行横向的跨国并购反应积极,认为这证实了Buckley等(2007)认为中国对外直接投资部分是由避险情绪推动的观点。

如果目标方和收购方处于同一行业,一方面能够使中方收购企业达到绕过贸易壁垒、直接接触海外市场的目的,另一方面收购双方会比较了解,容易沟通,从而减少信息的不对称性,有助于跨国并购的进行。不过,张建红等(2010,2011)在实证检验中发现目标公司是否和收购公司属于同一行业对中国企业跨国并购成功率

的影响统计不显著。

因此，本文提出：

假设 2：如果目标方处于资源类或高科技行业，会降低中国企业跨国并购交易成功完成的可能性。

假设 3：如果目标方和收购方处于同一行业，会增加中国企业跨国并购交易成功完成的可能性。

跨国并购不仅是一种对外直接投资模式，而且是一种并购类型。私人目标和公众目标的一个关键区别在于可供收购方使用的信息数量和质量的区别。公众目标（上市公司）能更广泛地获取信息，而私人目标（私营公司）通常能控制信息。对于公众目标来说，监管方对信息披露的要求，投资银行、证券公司、评级机构以及财经媒体的评价、分析和报告，不仅提高了公司的知名度，同时也减少对其估值的不确定性。另外，公众目标已经由市场定价并有可能通过资本市场进行套利。概括地说，资本市场为所有潜在收购提供了对上市公司控制权进行信息处理和资产估值的机制。与此相反，私人目标的信息不公开、缺乏市场估值，从而导致收购方选择私人目标时会产生更高的搜索成本。因此，Capron 和 Shen（2007）认为：（1）收购方对收购目标的选择（私人或公众）是基于交易的信息属性和自身企业属性。收购方在熟悉的行业倾向于私人目标，而进入新的业务领域或行业而且具有高水平的无形资产的时候，则转向公共目标；（2）在控制内生性偏差的前提下，公告时收购私人目标的收购方业绩表现优于收购公众目标；（3）私营公司收购公众目标绩效更好，而上市公司收购私人目标绩效更好。

Kose 等（2010）发现，对于公众目标，随着东道国投资者保护水平提高，收购方投资回报减少，目标企业价值和收购溢价增加；对于私人目标，投资者保护水平不影响收购方投资回报或目标企业价值。Feito-Ruiz 和 Menéndez-Requejo（2011）的研究证实，在跨国并购中，公众目标对收购方股东回报的影响显著为负，而私人目标则相反。Bae 等（2013）的研究结果表明：在交易公布期间，收购私人目标比公众目标带给收购公司的平均收入明显较大；在流动性较低的国家，目标类型对收购方收益无显著影响；在透明度低的国家则相反，收购方更可能购买私人目标，而不是公众目标。

如果目标方是上市公司（公众目标），显然并购的消息必须公开，目标方决策时受到的压力会更大，同时还会受到股东大会和监管者的制约。虽然，公众目标比私人目标在信息处理机制方面有显著的优势，但要想成功地完成交易，公众目标比私人目标有更多的利益相关方需要达到协调一致，有更多的强制性要求必须得到满足。

因此，我们提出：

假设 4：如果目标方是非上市公司，会增加中国企业跨国并购交易成功完成的可能性。

三、经验分析

（一）样本选择和分析

根据 BvD (Bureau van Dijk Editions Electroniques SA) 提供的 Zephyr《全球并购交易分析库》，在 2000 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日期间中国企业宣告的跨国并购交易共计 1,350 起。但是，为了避免样本误差，本文根据欧盟于 2015 年 6 月 17 日公布的避税天堂名单，排除了以名单上国家或地区（除香港以外）为东道国 / 地区的 285 起并购交易，因为显然这种以避税为目的的并购交易不在本文讨论的范围之内。另外，在综合考虑样本的全面性、数据的可获得性和尽量排除其他因素干扰的前提下，最后得到 804 个样本，涉及 80 个国家或地区。

（二）变量的定义

本文采用 Logistic 回归模型对中国企业跨国并购交易完成的可能性进行分析。因变量 (CGL) 是一个虚拟变量，如果并购交易在观察期内已完成则为 1，其他情况为 0。

在选择能够描述制度环境的代理变量时，现有文献主要采取了 3 种方式：第一种是在现有组织或研究机构提供的制度类指数基础上选择和构造代理变量。如，Hyun 和 Kim (2010) 采用了 PRS 集团 (Political Risk Services Group) 发布的《国际国别风险指南》中的法律和秩序 (law and order) 指标来评价各国的治理质量。张建红等 (2010, 2011) 也使用了同样的数据库，不过通过因子分析选择了 7 个主要评分项目，构造了一个新的变量来衡量制度质量。第二种是参考其他学者研究成果，构造多层次指标来定义代理变量。如 Kose 等 (2010) 采用了 3 个维度的指标来衡量东道国 / 地区的制度因素：用反董事权利指数和反自我交易指数衡量东道国 / 地区对投资者的保护程度；用债权人权利指数衡量东道国 / 地区的债权人权利；用会计准则评价来衡量东道国 / 地区的会计透明度。Beule 和 Duanmu (2012) 选择了 Rothstei 等构建的政府治理质量数据库中的 4 个政府治理指标来衡量东道国 / 地区制度质量：政治稳定、法治、控制腐败和监管质量。Bae 等 (2013) 采用了两个维度的指标来衡量东道国 / 地区的制度因素：用股票市值、股市成交值和 IPO 价值来衡量一个东道国 / 地区的流动性，用信息披露指数、举证负担指数以及反董事权利指数来衡量一个东道国 / 地区的透明度。第三种是选择一个典型方面，用一个指标来界定代理变量。如 Feito-Ruiz 和 Menéndez-Requejo (2011) 按照法律制度体系类型来衡量制度的差异。Nicholson 和 Salaber (2013) 将东道国 / 地区区分成发达国家和发展中国家，认为发达经济体具备更先进的有形和无形资源以及更可靠的制度环境。本文采用由《华尔街日报》(Wall Street Journal) 和传承基金会 (Heritage Foundation) 共同发布的经济自由指数 (Index of Economic Freedom) 中的 4 个指标：财产权 (Property Rights)、商业

自由度 (Business Freedom)、投资自由度 (Investment Freedom) 和金融自由度 (Financial Freedom)，采用主成份分析法构造了制度代理变量 IN。

本文将并购类型设定为虚拟变量 SI，如果收购方和目标方在 Zephyr 中的部门分类一致，则为 1，否则为 0；如果目标方所在行业类型属于采矿、采石和石油天然气开采行业即视为资源类行业，则虚拟变量 ZY 为 1，否则为 0；如果目标企业行业编码属于经合组织 (OECD) 2011 年公布的高科技行业 (飞机和航天器，制药，办公、会计和计算机设备，广播、电视和通信设备以及医疗、精密和光学仪器)，则虚拟变量 HTI 为 1，否则为 0；目标企业的类型设定虚拟变量 PT，如果为私人目标 (非上市公司) 即为 1，否则为 0。另参考现有文献设定控制变量如下：投资企业类型设定虚拟变量 PA，如果是私人目标 (非上市公司) 即为 1，否则为 0；投资企业性质设定虚拟变量 SOEA，如果是国有即为 1，否则为 0；将交易支付类型设定虚拟变量 MP，如支付方式只有现金支付即为 1，否则为 0；将收购股份比例设定为变量 AS。

(三) 实证检验

1. 描述性统计

表 1 给出了各变量的描述性统计结果。SI 的均值为 49.63%，显然从并购意向来看，中国收购方对是否并购同行业企业没有表现出明显的偏好。RI 的均值为 9.82%，HTI 的均值为 18.66%，从并购意向来看，中国企业并不如预期的那样，收购目的是获取不可再生资源或技术。PT 的均值为 94.9%，从并购意向来看，中国企业更愿意考虑私人目标，即非上市公司。PA 的均值为 68.16%，表明中国收购方大部分是非上市公司。SOEA 的均值为 17.16%，可以发现虽然国有企业在跨国并购中发挥了重要作用，但绝大部分发起跨国并购的收购方并不是国有企业。MP 的均值为 28.61%，可以发现中国企业在跨国并购中采用的支付手段仍然偏好现金，但已不是主要支付方式。AS 的均值为 84.81%，可以发现中国企业在跨国并购中谋取的是绝对控股。

表 1 变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
IN	804	1.729597	1.425755	-4.474657	3.668407
SI	804	0.496269	0.500297	0.000000	1.000000
RI	804	0.098259	0.297849	0.000000	1.000000
HTI	804	0.186567	0.389806	0.000000	1.000000
PT	804	0.949005	0.220125	0.000000	1.000000
PA	804	0.681592	0.466149	0.000000	1.000000
SOEA	804	0.171642	0.377304	0.000000	1.000000
MP	804	0.286070	0.452204	0.000000	1.000000
AS	804	0.848139	0.244988	0.000500	1.000000

表 2 给出了主要变量的相关性分析结果。由该表可知，CGL 和 IN 在 5% 水平下显著正相关，支持假设 1，证明如果选择制度质量更好的东道国 / 地区确实会增加中

国企业跨国并购交易的成功率。CGL 和 RI、HTI 的相关系数为负，但统计不显著，无法证明假设 2。CGL 和 SI 在 10% 水平下显著正相关，这与假设 3 的预期一致，即如果目标方和收购方处于同一行业，会增加中国企业跨国并购交易成功完成的可能性。CGL 和 PT 的相关系数为正，但统计不显著，无法证明假设 4。不过，CGL 和 PA 在 1% 水平下显著正相关，说明如果收购方是非上市公司会提高交易完成的可能性。CGL 和 SOEA 在 10% 水平下显著正相关，说明如果收购方是国有企业会提高交易完成的可能性。CGL 和 MP 在 1% 水平下显著正相关，说明交易只采取现金支付的手段会减少中国企业跨国并购交易完成的可能性。

表 2 主要变量的相关性分析

	CGL	IN	SI	RI	HTI	PT	PA	SOEA	MP	AS
CGL	1.00000									
IN	0.07194** (0.0414)	1.00000								
SI	0.06157* (0.0810)	-0.06435 (0.0682)	1.00000							
RI	-0.02889 (0.4134)	-0.30999 (0.0000)	-0.04350 (0.2179)	1.00000						
HTI	-0.01143 (0.7462)	0.00389 (0.9123)	0.04189 (0.2355)	-0.14736 (0.0000)	1.00000					
PT	0.05463 (0.1217)	-0.04807 (0.1733)	0.03785 (0.2838)	-0.01845 (0.6014)	-0.01960 (0.5789)	1.00000				
PA	0.11393*** (0.0012)	0.08100 (0.0216)	-0.05850 (0.0974)	0.01932 (0.5843)	-0.09073 (0.0101)	-0.06135 (0.0821)	1.00000			
SOEA	0.06149* (0.0814)	-0.04581 (0.1944)	0.10895 (0.0020)	0.10461 (0.0030)	-0.10793 (0.0022)	-0.07441 (0.0349)	-0.12079 (0.0006)	1.00000		
PM	-0.13333*** (0.0001)	0.02683 (0.4474)	-0.06133 (0.0822)	0.16089 (0.0000)	-0.05589 (0.1133)	-0.10348 (0.0033)	-0.06951 (0.0488)	-0.01079	1.00000	
AS	-0.06333* (0.0727)	-0.05374 (0.1279)	-0.09478 (0.0072)	-0.00996 (0.7780)	0.09828 (0.0053)	0.30736 (0.0000)	0.07030 (0.0463)	-0.11864 (0.0007)	-0.07093 (0.0444)	1.00000

注：*代表显著性水平 10%，**代表显著性水平 5%，***代表显著性水平 1%。

2. 回归检验

表 3 给出了 Logistic 回归模型的估计结果。在估计之前本文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 1~3 的范围内，远远小于 5 的临界值，因而没有出现严重的共线性问题。从表 3 可见 6 个模型的似然比检验值都在 1% 的水平上显著，说明模型的解释能力都是显著的。

由表 3 可知，IN 在相应模型中相关系数均显著为正，即东道国 / 地区的制度质量越高，对跨国并购越有利，中国企业跨国并购交易完成的可能性越大，支持假设 1。对于刚刚进入全球并购市场的中国企业来说，良好的制度环境显然更有助于完成复杂的跨国并购交易。

RI 在模型 1 中相关系数为负，而在其他模型中相关系数均为正；HTI 在相应模型中相关系数均为正，但统计均不显著，无法证实或否定假设 2。考虑到涉及资源或

高科技行业的跨国并购交易虽然会受到更严格的监管，但金融危机之后，为了刺激投资，各国监管部门对外国投资采取了相应的鼓励政策，放松了对该类并购行为的管制，从而使得该类交易成功的可能性增大，比如中海油 2005 年收购优尼科失败而 2012 年成功收购尼克森，美国外国投资委员会的态度变化是关键。但是这种短期的政策变化只能视为临时性的措施，其对跨国并购交易成功率的影响是不显著的。

SI 在相应模型中相关系数为正，但统计均不显著，无法证实或否定假设 3。虽然理论上如果收购方和目标方处于同一个行业内，双方彼此更了解，能够在一定程度上减少交易的不确定性，更容易达成协议，但中国企业发起的跨国并购受到行业因素的影响并不显著。

PT 在相应模型中相关系数均在 5% 水平显著为正，支持假设 4，即目标方是私人目标（非上市公司）会提高中国企业跨国并购交易的完成率。如果目标方是私人目标，在交易协商阶段不仅能避免资本市场的压力，同时还能减少重要的障碍环节即股东大会和监管者审批，对交易完成是有极大促进作用的。

PA 在相应模型中相关系数均显著为正，说明收购方的企业类型会影响中国企业跨国并购交易的成功率，如果中方收购企业是非上市公司会增大跨国并购交易完成的可能性。因为如果收购方企业是上市公司，资本市场的反应会对收购方产生巨大的压力，如果资本市场对并购公告反应消极，收购方的管理层可能会重新考虑交易的必要性和可能性，从而导致交易的撤销。LUO（2005）就通过实证研究发现，合并公司的管理人员从并购公告信息在股市的反应中获取是否完成交易所需的信息。SOEA 在相应模型中相关系数均显著为正，也就是说，收购方如果是国有企业，会增加跨国并购交易完成的可能性，这和一般认为国有企业会影响中国企业收购成功率的观点并不完全一致。这主要存在两种可能，一是国有企业本身实力更雄厚，更容易获得融资方面的支持从而完成交易；另一种可能要结合表 1 中 SOEA 的均值为 17.16% 来看，可能存在样本量过少的问题。MP 在相应模型中相关系数均在 1% 水平显著为正，说明如果只采用现金作为交易支付方式会减少中国企业跨国并购交易完成的可能性。现存的文献表明，市场普遍对采用现金支付方式的国内并购交易反应更积极，但对跨国并购则相反，这是由于股票支付在跨国并购中有减少信息不对称、降低公司治理风险方面的作用（Dutta 等，2013）。AS 在相应模型中相关系数均显著为正，说明收购股份比例的增加会增加收购完成的可能性。

四、结论和建议

本文以 2000~2015 年中国企业宣告的跨国并购交易作为样本研究发现，并购目标的选择会影响中国企业跨国并购交易完成的可能性。从宏观层面来看，东道国 / 地区的制度环境越有利于跨国并购，中国企业选择在该地区进行跨国并购交易成功的可能性越大。从行业层面来看，中国企业选择的目标方和自身是否属于同一行业，

表 3 检验结果

自变量	预期方向	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
IN	+		0.13288* (1.89908)	0.13899** (2.10162)	0.14285** (2.02164)	0.13820** (1.97140)	0.14322** (2.02989)
SI	-	0.22929 (1.12964)		0.27027 (1.32162)	0.27601 (1.35020)	0.29443 (1.44716)	0.27211 (1.32871)
RI	-	-0.17464 (-0.54261)	0.03498 (0.10198)		0.04412 (0.12959)	0.04153 (0.12132)	0.05879 (0.17101)
HTI	-	0.06493 (0.25077)	0.10061 (0.38795)	0.07319 (0.28431)		0.03350 (0.12966)	0.07938 (0.30536)
PT	+	0.97432** (2.30620)	1.03351** (2.44139)	0.99894** (2.35615)	0.98939** (2.34219)		1.00103** (2.35947)
PA		0.75104*** (3.60621)	0.70504*** (3.37058)	0.71203*** (3.40807)	0.70134*** (3.38074)	0.64822*** (3.14095)	0.70986*** (3.39137)
SOEA		0.59990* (1.94473)	0.63873** (2.07811)	0.60288** (1.96154)	0.58661* (1.91287)	0.54832* (1.79487)	0.59756* (1.93486)
MP		-0.66158*** (-3.17616)	-0.71688*** (-3.42597)	-0.69593*** (-3.35686)	-0.70317*** (-3.35154)	-0.74334*** (-3.56996)	-0.70146*** (-3.34321)
AS		-1.16764** (-2.44653)	-1.23672** (-2.56648)	-1.17527** (-2.43012)	-1.16435** (-2.41442)	-0.89349* (-1.91443)	-1.17633** (-2.43168)
Constant		1.32542** (2.41513)	1.23316** (2.22442)	1.07918* (1.91653)	1.09056* (1.93964)	1.83138*** (3.78724)	1.06696* (1.88065)
Log likelihood		-331.6866	-330.5825	-329.7089	-329.7412	-332.2244	-329.6942
Prob(LR statistic)		0.000007	0.000003	0.000001	0.000001	0.000011	0.000003

注：*代表显著性水平 10%，**代表显著性水平 5%，***代表显著性水平 1%。

是否属于资源或高科技行业，对跨国并购交易完成的可能性影响均不显著。从收购方特征来看，如果目标方是非上市公司会提高中国企业跨国并购交易完成的可能性。从交易特征来看，如果收购采用现金支付方式会减少中国企业跨国并购交易完成的可能性，而增加收购股份比例会提高中国企业跨国并购交易完成的可能性。

根据实证研究的结果，中国企业跨国并购要提高成功率，应该从 3 个方面努力：首先，慎重选择并购目标所处的东道国 / 地区。即使由于某些资源的不可替代性导致必须在特定的东道国 / 地区进行投资，应该考虑除并购以外的其他对外直接投资形式，以减少制度风险。其次，采取股权支付的方式进行并购交易，能够进一步缓解信息不对称，增加交易成功的可能性。最后，如果追求绝对控股，那收购的股份比例越高越有助于增加交易完成的可能性。

参考文献：

- [1] 张建红, 卫新江, 海柯·艾伯斯. 决定中国企业海外收购成败的因素分析[J]. 管理世界, 2010, (3).
- [2] Aulakh, P. S. Emerging Multinationals from Developing Economies: Motivations, Paths and Performance[J]. Journal of International Management, 2007, 13(3).
- [3] Ayça, T. K. Asymmetric Effects of Trade Costs on Entry Modes: Firm Level Evidence[J]. European Economic Review, 2012, 56(2).

- [4] Bae, S. C., Chang, K., Kim, D. Determinants of Target Selection and Acquirer Returns: Evidence from Cross-border Acquisitions[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2013, 27.
- [5] Bertrand, O., Zitouna, H. Domestic versus Cross-border Acquisitions: Which Impact on the Target Firms' Performance? [J]. *Applied Economics*, 2008, 40.
- [6] Capron, L., Shen, J. C. Acquisitions of Private vs. Public Firms: Private Information, Target Selection, and Acquirer Returns[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(9).
- [7] Dutta, S., Saadi, S., Zhu, P. C. Does Payment Method Matter in Cross-border Acquisitions? [J]. *International Review of Economics & Finance*, 2013, 25.
- [8] Dunning, J. H., Lundan, S. Institutions and the OLI Paradigm of the Multinational Enterprise[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2008, 25(4).
- [9] Dunning, J. H. Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor? [J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40.
- [10] Beule, F. D., Duanmu, J. L. Locational Determinants of Internationalization: A Firm-level Analysis of Chinese and Indian Acquisitions[J]. *European Management Journal*, 2012, 30(3).
- [11] Feito-Ruiz, I., Menéndez-Requejo, S. Cross-border Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments[J]. *International Review of Law and Economics*, 2011, 31(3).
- [12] Hur, J., Parinduri, R. A., Riyanto, Y. E. Cross-border M&A Inflows and Quality of Country Governance: Developing vs. Developed Countries[J]. *Pacific Economic Review*, 2011, 16(5).
- [13] Hyun, H. J., Kim, H. H. The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model[J]. *The World Economy*, 2010, 33(2).
- [14] Kose, J., Steven, F., Duong, N., Gopala, K. V. Investor Protection and Cross-border Acquisitions of Private and Public Targets[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(3).
- [15] Kumar, N. How Emerging Giants Are Rewriting the Rules of M&A[J]. *Harvard Business Review*, 2009, 87(5).
- [16] Luo, Y. Z. Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(4).
- [17] Nicholson, R. R., Salaber, J. The Motives and Performance of Cross-border Acquirers from Emerging Economies: Comparison between Chinese and Indian firms[J]. *International Business Review*, 2013, 22(6).
- [18] Sun, S. L., Peng, M. W., Ren, B., Yan, D. A Comparative Ownership Advantage Framework for Cross-border M&As: The Rise of Chinese and Indian MNEs[J]. *Journal of World Business*, 2012, 47(1).
- [19] Zhang, J. H., Zhou, C. H., Ebbers, H. Completion of Chinese Overseas Acquisitions: Institutional Perspectives and Evidence[J]. *International Business Review*, 2011, 20(2).
- [20] Zhu, Y. X., Bernard, M., Legitimizing a Chinese Takeover of an Australian Iconic Firm: Revisiting Models of Media Discourse of Legitimacy[J]. *Discourse and Society*, 2012, 23(5).

The Determinants of the Completion of Cross-border M&As by Chinese Firms

DONG Li-jun

Abstract: As EMNE acquisition behavior becomes more prominent, it is important that we gain a fuller understanding of how the unique context of emerging markets spurs this type of internationalization, as well as to determine if EMNE acquisition behavior differs from more traditional developed country MNEs. Using a data set containing 804 announced Chinese cross-border M&A deals over the 2000-2015 period, this study finds how the target selection influences the likelihood that Chinese overseas acquisition deals are completed. At the country-level, the institutional quality in a host country is positively related to the likelihood that a cross-border M&A deal is completed. From the view of characteristics of targets, the likelihood that a cross-border M&A deal is completed is increased if the target is private. From the view of characteristics of deals, the likelihood that a cross-border M&A deal is completed is decreased if acquirers use cash as a method of payments in cross-border deals.

Key words: cross-border M&As; target characteristics; institution

(责任编辑: 梁丽华)