

中国企业海外并购区位选择影响因素研究

高翔^{1,2} 李凌¹

(1. 上海海关学院, 上海 201204; 2. 上海海事大学, 上海 201306)

摘要: 中国企业海外并购区位选择决策受到多种因素的影响。文章采用 1997~2014 年间的中国企业海外并购交易微观数据, 实证分析了资本市场发展水平、税收以及区域经济一体化等因素对企业海外并购区位选择的影响。研究发现, 发达的资本市场以及与中国建立区域经济一体化制度安排是中国企业海外并购区位决策的重要因素。另外, 较高的税率在一定程度上提升了东道国(地区)的被选概率。

关键词: 海外并购; 资本市场; 税收; 区域经济一体化

中图分类号: F832.48

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2019) 03-0039-10

一、引言

21 世纪初, 中国实施“走出去”战略, 对外直接投资快速发展。到 2014 年, 中国外向直接投资规模已与内向直接投资规模接近持平, 中国的对外直接投资进入了高水平的双向平衡阶段。

在对外直接投资中, 海外并购由于具备速度和获取所有权两大优势日益受到企业的青睐, 并购规模在过去 10 年间迅速扩张。中共十八届三中全会以来, 中国推行了以“备案为主, 核准为辅”的对外投资管理模式, 投资限制大幅放开。在“走出去”的大门敞开之后, “走到哪里”成为企业面临的全新战略议题。

传统观点认为, 东道国劳动力成本、市场潜力、自然资源和战略资产禀赋等优势是企业区位选择的关键因素(阎大颖, 2013); 从制度视角开展的研究发现东道国的制度环境(王永钦等, 2014)、法律制度质量(谢孟军和郭艳茹, 2013)、知识产权保护(刘晶和武娜, 2015)以及双边投资协定(宗芳宇等, 2012; 易波和李玉洁, 2012)对企业区位决策有重要影响; 此外, 一些研究发现东道国的经济社会发展水平(李鸿阶和张元钊, 2012)、中国企业海外集群(余官胜和林俐, 2014)以及文化差异(许和连和李丽华, 2011)等因素在企业海外投资区位决策中均表现出显著影响。

作者简介: 高翔, 上海海关学院海关管理系讲师, 上海海事大学交通运输工程经济与管理专业博士, 研究方向: 跨境电商海关监管、对外直接投资; 李凌, 上海海关学院经济与工商管理系讲师, 研究方向: 对外直接投资与跨国公司。

基金项目: 上海海关学院中国 FTA 战略科研创新团队(项目编号: 2312221)。

与以往文献相比,本文在以下方面有所不同。第一,采用长时间跨度的微观跨国并购交易数据展开分析。现有研究样本时间跨度比较小,多为国家和产业层面数据。本文采用1997年1月1日到2014年9月30日之间668家中国企业^①进行的909笔海外并购交易微观数据作为样本。第二,注重海外并购与绿地投资在区位选择方面的差异。与绿地投资不同,海外并购以产权交易为主要实现途径,在交易过程和资金来源方面都高度依赖资本市场,因而资本市场发展水平成为海外并购区位选择的重要影响因素。第三,对税收因素与海外并购区位选择之间的关系做出了新解释。多数文献认为,税收在降低税后利润的同时也会增加企业用工成本,因而相同条件下,企业海外并购往往会选择税率较低的国家,但如果结合投资母国税收制度分析,情况会有所不同。本文从企业境外投资活动税收制度的视角对中国企业海外并购区位选择概率与东道国(地区)税率水平正相关的现象进行解释。

二、理论假设

(一) 资本市场发展水平

跨国并购以产权交易为主要实现途径,在交易过程和资金来源方面都十分依赖资本市场。深度发展的资本市场能为企业提供很好的融资平台条件。此外,股权交易制度的完善、交易服务和交易流程的质量是跨国并购成功开展的保障。Di Giovanni(2005)首次强调了金融市场的发展对跨国并购的重要推动作用。Hijzen等(2008)剖析23个经合组织国家的行业层面数据后,提出东道国金融市场的发展水平与跨国并购规模呈正相关。Coeurdacier等(2009)和Neto等(2010)也指出发达的东道国金融市场对跨国并购活动有更强的吸引力。由此本文提出如下假设:

假设1:东道国(地区)的资本市场发展水平越高,中国企业选择该国(地区)开展并购的概率越大。

(二) 税收

传统观点认为,税收不仅会降低税后利润,而且会增加企业用工成本,因此较高的税率会阻碍跨国并购活动。然而,较高的税率并非一定会对跨国并购活动有负面作用。东道国较高的税率水平会降低属地征税国家企业的并购意愿,但在属人征税制度国家,母国行使居民税收管辖权,为避免国际重复征税,对本国企业在国外已缴税部分进行税收抵免,较高的税率使得来自属人征税制度国家的企业在收购东道国境内企业的竞争中占一定优势,从而提高跨国并购的成功概率。Auerbach和Hassett(1993)发现,在1986年美国实施税收改革之后,FDI的激增多由来自“全球征税”国家(主要是英国和日本)的跨国并购交易引起。Swenson(1994)发现平均税率

^① 本文所指的中国企业不包括香港特别行政区、澳门特别行政区以及台湾地区的企业。

水平与内向 FDI 同向变动的特征, 税率提高对来自“全球征税”国家的 FDI 的吸引作用更加明显, 而且税收提高更能吸引跨国并购形式的 FDI。目前中国大陆对企业境外投资活动实施属人征税的制度, 所以本文提出如下假设:

假设 2: 东道国(地区)的企业税收水平与中国企业在该国(地区)进行并购交易的概率正相关。

(三) 区域经济一体化

随着区域经济一体化快速发展, 区域经济一体化在跨国并购区位决策中日益重要。一方面, 区域一体化协议使得市场规模扩大、企业间的竞争加强、市场环境有所改善, 低成本企业并购高成本企业的意愿更强, 从而促进了企业间的并购; 另一方面, 区域一体化降低资金成本、消除汇率风险、共享交易平台、促进金融一体化, 提高了产权资本的流动性, 并降低了资本跨国流动的风险。Coeurdacier 等(2009)研究发现, 欧洲一体化很大程度刺激了欧盟以外国家的企业收购欧盟内部企业的热情, 欧洲货币联盟(EMU)的成立对制造业跨国并购增长具有显著的正向影响。Di Giovanni(2005)发现, 如果东道国与母国间有服务贸易协定, 将更能吸引来自母国的并购投资。Hyun 和 Kim(2010)也发现, 区域贸易协定的签订会明显增加企业到该国开展并购的几率。由此本文提出如下假设:

假设 3: 与东道国(地区)签订区域投资和贸易协定会提高中国企业到该国(地区)进行并购的概率。

三、模型设定及数据来源

(一) 模型设定

本文利用条件 Logit 模型估计区位因素如何影响该区位相对于其他区位被选中的概率。对企业来说, 每个投资区位都具有特定效用(如利润、实现长期战略目标等), 一个区位最终被企业选择, 是由于该区位比其他区位能提供更高效用。假设 π_{ij} 是企业选择 j 区位时获取的利润, 则 π_{ij} 是区位 j 的函数, ε_{ij} 是随机扰动项。其函数式表达如下:

$$\pi_{ij} = \theta + \beta X_j + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

企业 i 选择在区位 $j(j \neq k)$ 进行投资时需要满足:

$$\begin{aligned} P_i(j) &= \text{Prob}\{\pi_{ij} \geq \pi_{ik}\} \\ &= \text{Prob}\{(\theta + \beta X_j + \varepsilon_{ij}) \geq (\theta + \beta X_k + \varepsilon_{ik})\} \\ &= \text{Prob}\{\varepsilon_{ij} - \varepsilon_{ik} \geq \beta X_k - \beta X_j\} \end{aligned} \quad (2)$$

如果 ε_{ij} 符合 Logistic 分布, 则企业选择区位 j 的概率满足如下表达式:

$$P_i(j) = \frac{e^{\beta X_j}}{\sum_{k \in K} e^{\beta X_k}} \quad (3)$$

其中， K 代表企业面临的全部可选区位。进而有如下似然函数：

$$\ln LL = \sum_{k \in K} \sum_{j \in K} d_{kj} \ln P_{kj} \quad (4)$$

McFadden (1974) 证明了该似然函数关于参数 β 是全凹的，使得该模型适用于解决这一区位选择问题。

(二) 样本、变量及数据来源

1. 样本

本文选取 1997 年 1 月 1 日至 2014 年 9 月 30 日之间发生的 668 家中国企业进行的 909 起海外并购交易作为样本，所有交易均发生在中国大陆与 77 个国家（地区）之间，其中包括 29 个发达国家（地区）和 48 个发展中国家（地区）（表 1）。同时，本文将全球 248 个国家（地区）作为潜在目标国（地区）。

表 1 样本国家（地区）分布

样本分类	国家（地区）名称及交易数量分布
发达国家（地区）	美国（90）、澳大利亚（89）、德国（50）、加拿大（43）、百慕大（42）、英国（39）、法国（29）、意大利（22）、荷兰（22）、日本（11）、以色列（10）、西班牙（9）、比利时（7）、奥地利（6）、挪威（6）、瑞典（6）、丹麦（5）、塞浦路斯（4）、瑞士（3）、卢森堡（3）、葡萄牙（3）、匈牙利（2）、波兰（2）、爱沙尼亚（1）、芬兰（1）、爱尔兰（1）、冰岛（1）、立陶宛（1）、新西兰（1）
发展中国家（地区）	中国香港（134）、开曼群岛（48）、新加坡（43）、英属维尔京群岛（29）、巴西（13）、韩国（10）、越南（10）、印度尼西亚（9）、马来西亚（9）、俄罗斯（7）、中国台湾（7）、泰国（6）、智利（5）、印度（5）、南非（5）、阿塞拜疆（4）、埃及（4）、哈萨克斯坦（4）、蒙古（4）、乌兹别克斯坦（4）、阿根廷（3）、中国澳门（3）、巴基斯坦（3）、刚果（金）（2）、白俄罗斯（2）、哥伦比亚（2）、捷克（2）、毛里求斯（2）、土耳其（2）、阿联酋（1）、文莱（1）、佛得角（1）、加纳（1）、牙买加（1）、吉尔吉斯斯坦（1）、斯里兰卡（1）、马其顿（1）、莫桑比克（1）、阿曼（1）、巴拿马（1）、秘鲁（1）、菲律宾（1）、塞尔维亚（1）、沙特阿拉伯（1）、叙利亚（1）、乍得（1）、塔吉克斯坦（1）、赞比亚（1）

注：括号内的数字为该国家（地区）发生的并购交易数量。
资料来源：作者整理。

2. 变量及数据来源

(1) 企业跨国并购区位决策。当企业选择某国（地区）作为目标区位时，变量取 1；未选择该国（地区）作为目标区位时，变量取 0。中国企业海外并购交易数据来源于 Zephyr 全球并购交易数据库。

(2) 资本市场发展水平。本文将东道国（地区）上市公司总市值与 GDP 的比值作为衡量指标。数据来自世界银行数据库。

(3) 税收水平。选取总税率（即占利润的百分比）作为税收水平的衡量指标。数据来自世界银行 Doing Business 数据库。

(4) 区域经济一体化。该变量为二元虚拟变量。在某一年份，某国家（地区）和中国之间存在区域一体化协定则取 1，否则取 0。数据来自 WTO 区域一体化数据库。

(5) 投资动机。企业海外投资的区位决策受到投资动机的直接影响。文献表明, 中国企业海外并购的动机以寻找市场、获取战略资产和得到自然资源为主。此处, 我们将东道国(地区)GDP、高科技产品出口比重和燃料矿产品出口比重分别作为上述3类投资动机的代理变量。数据来自世界银行, GDP取自然对数。预期3个投资动机变量的影响为正。

(6) 投资自由度。一个国家(地区)的投资政策越开放, 企业选择该国(地区)开展投资的概率越大。因此, 我们预期该变量的影响为正。本研究将各国(地区)历年投资自由度指数作为代理变量, 该指数由美国传统基金会公布。

(7) 政治稳定性。社会越稳定, 暴力恐怖事件发生得越少, 企业选择该国(地区)开展投资的概率就越大。该变量预期作用为正。本文选取世界银行全球治理指数数据库(Worldwide Governance Indicators)中的政治稳定性指数(Political Stability and Absence of Violence/Terrorism)来衡量东道国(地区)的政治稳定性。

(8) 文化差异。若两国间的文化差异大, 则其管理和组织方法、雇员预期等都会有区别, 会增加并购后整合的难度。因此, 预期文化差异的作用为负。本研究采用Kogut和Singh(1988)的方法来衡量和描述文化差异, 选取Hofstede指数中的不确定性规避、权力距离、男性化与女性化、个人主义与集体主义等4个国家文化维度的数据计算而得。计算公式为:

$$CD_j = \frac{1}{4} \sum_{i=1}^4 [(I_{ij} - I_{ic})^2 / v_i] \quad (5)$$

CD_j 表示东道国(地区) j 与中国之间的文化差异指数, I_{ij} 为东道国(地区) j 第 i 个维度的Hofstede指数, I_{ic} 则表示中国第 i 个维度的Hofstede指数, v_i 表示第 i 个维度各国(地区)指数的方差。例如, 委内瑞拉的权力距离指数(PDI)、个人主义指数(IDV)、男性化指数(MAS)和不确定性规避指数(UAI)分别是81、12、73和76; 中国的上述4个维度指数分别是80、20、66和30。根据以上公式计算, 委内瑞拉和中国直接的文化距离指数是1.0618。

(9) 地理距离。距离是国际直接投资区位问题研究中常见的变量, 其通过两条渠道作用于企业海外并购的区位决策。一方面, 距离是贸易成本^①的一部分, 其对海外投资有正向影响(Brainard, 1997; Markusen, 2002); 另一方面, 作为信息成本^②的距离对海外投资具有负向作用(Gordon and Bovenberg, 1996), 因此距离

① 贸易成本是指除了生产成本之外进行商品贸易所必须支付的相关成本, 包括运输成本、批发和零售配送成本、政策壁垒(关税和非关税壁垒)成本等。基于国际经济学视角研究FDI决定因素的文献中, 距离被作为贸易成本的代理变量。由于贸易成本的存在, FDI被视为企业为了绕过东道国“贸易壁垒”(包括运输、关税和非关税壁垒)而开展的海外活动, 它与出口是两种可以相互替代的海外市场进入方式。贸易成本的提高会导致出口成本上升, 企业便倾向于选择海外投资方式服务于目标市场。

② Gordon和Bovenberg(1996)在研究国际投资决策时强调了信息成本的重要性。他们指出, 由于存在信息不对称, 国内投资者往往比海外投资者掌握的信息更充分。因此在收购企业的过程中, 外国投资者支付的价格往往高于国内投资者。高出的部分则可以理解为信息成本, 即由于信息不对称导致跨国并购的收购方额外的支出。产生信息成本的原因主要是地理距离, 此外还包括语言不通、通信不便等(Portes and Rey, 2005)。

的预期作用不确定。本研究把各国首都和各地区（城市）到北京的地理距离作为代理变量，取自然对数。数据来自 CEPII 数据库。

（10）汇率水平。一般来说，本国货币升值会增加本国货币的购买力，有助于企业加大海外投资。人民币也不例外，预期人民币若相较于投资东道国（地区）的货币升值，就会加大中国企业选择在该东道国（地区）进行并购的几率。本研究把人民币对东道国（地区）货币的实际汇率当作代理变量，根据各国（地区）的美元名义汇率和中国与美国的 CPI 指数计算而成。

表 2 主要变量的描述性统计

	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
资本市场发展水平	1,532	53.644988	61.882916	0.0178638	606.001
税收	1,557	47.524791	35.577979	7.4	292.1
区域经济一体化	1,853	0.0949811	0.293268	0	1
市场规模	2,921	11,453.113	18,192.037	101.77554	158,802.52
战略资产	2,194	9.6935029	12.659446	0	87.404433
自然资源	2,894	0.2285006	0.2889994	0	0.9977383
投资自由度	2,703	52.704403	23.945803	0	95
政治稳定性	3,014	48.703813	28.861929	0	100
汇率	2,936	81.492724	318.88044	0.0048993	3,512.1187
距离	1,853	8,556.5062	3,999.6922	955.6511	19,297.47
文化差异	1,836	1.7512787	1.2768366	0	5.0929598

资料来源：作者整理。

四、实证分析

为了更好地考察主要变量的作用，我们引入了 6 个包含不同变量的回归。其中，回归（1）仅包含资本市场发展水平、税收、区域经济一体化以及 3 个投资动机变量；回归（2）至回归（6）中，依次加入了外资政策开放度、政治稳定性、汇率水平、距离和文化差异等 5 个变量，其中市场规模和距离变量取自然对数。由于所采用的条件 Logit 模型为非线性模型，不易通过系数估计值来评价边际效应，为此，我们计算了各个变量的风险比率（Odds Ratio）。表 3 报告了全部的回归结果，包括各变量的对应风险比率、标准差以及显著水平。对于风险比率，当数值大于 1 时，表示相应变量的数量增加将提高企业选择该国（地区）投资的概率，数值小于 1 则相反。

（一）资本市场发展水平的影响

表 3 显示，资本市场发展水平在所有回归中均在 1% 水平上显著，且风险比率大于 1，表明该变量的增加将提高中国企业选择该国（地区）开展并购的概率。这一结果与 Di Giovanni（2005）、Hijzen 等（2008）的研究结论一致，表明与其他国家企业类似，中国企业倾向于选择资本市场发展水平较高的东道国（地区）进行并购。

表3 实证结果

被解释变量：区位选择结果，选择为1，不选择为0						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
资本市场发展水平	1.0163 (0.0006)***	1.0136 (0.0007)***	1.0131 (0.0007)***	1.0137 (0.0007)***	1.0137 (0.0007)***	1.0113 (0.0009)***
税收	1.0190 (0.0023)***	1.0135 (0.0027)***	1.0151 (0.0028)***	1.0141 (0.0029)***	1.0137 (0.0029)***	1.0196 (0.0031)***
区域经济一体化	1.8147 (0.2321)***	2.4425 (0.3378)***	2.9198 (0.4306)***	2.4820 (0.3795)***	3.4163 (0.5951)***	4.5520 (0.9346)***
投资动机变量	市场规模*	2.9800 (0.1229)***	3.4090 (0.1581)***	3.5578 (0.1744)***	3.7572 (0.1930)***	3.9586 (0.2187)***
	战略资产	1.0133 (0.0042)***	1.0207 (0.0048)***	1.0149 (0.0053)***	1.0187 (0.0056)***	1.0217 (0.0055)***
	自然资源	1.0102 (0.0023)***	1.0291 (0.0027)***	1.0298 (0.0028)***	1.0324 (0.0029)***	1.0326 (0.0029)***
其他变量	投资自由度		1.0509 (0.0034)***	1.0439 (0.0039)***	1.0516 (0.0042)***	1.0485 (0.0043)***
	政治稳定性			1.0091 (0.0027)***	1.0094 (0.0028)***	1.0110 (0.0028)***
	汇率				1.0014 (0.0002)***	1.0014 (0.0002)***
	距离*					1.3755 (0.1254)***
	文化差异					0.54985 (0.0420)***
样本数	47,068	47,068	47,068	45,977	45,977	32,794
Prob > chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
对数似然值	-1,458.0072	-1,304.946	-1,299.0255	-1,235.0211	-1,228.8261	-920.23659

注：(1) 变量的上标*表示取自然对数；(2) 回归结果为机会比(Odds Ratio)，括号内为标准差；(3) ***、**和*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。

资料来源：作者整理。

(二) 税收的影响

与理论预期一致，税收在全部回归中均在1%水平显著，且风险比率大于1。表明在相同条件下，较高的税率水平将增大中国企业选择该国（地区）开展跨国并购的概率。可见，由于中国大陆实施的是属人征税的税收制度，使得中国企业在高税率国家（地区）中的并购有一定优势，这提高了企业选择这类国家（地区）进行并购投资的概率。这一结果与Swenson（1994）、Auerbach和Hassett（1993）对于西方国家企业的研究一致，同时支持了高税率对跨国并购具有正向作用的观点。不过，这种效应不宜过分夸大。在回归结果中，税收变量的风险比率大约在1.01~1.02之间，表明在相同条件下，东道国（地区）的税率每升高1%，企业选择该国家（地区）开展海外并购的概率增加1%~2%。

(三) 区域经济一体化的影响

区域经济一体化在全部回归中风险比率远高于1且高度显著，反映中国企业海

外并购更加偏好选择与中国开展区域经济一体化合作的国家（地区）。通过建立制度安排减少成员之间的贸易投资障碍，不仅改善了市场环境，而且降低了投资成本和投资风险，对外来企业的吸引力大大提升。中国在逐步推进区域经济一体化进程，这带来了极大的投资便利性和更为广阔的市场，使得更多中国企业在进行海外并购时考虑该因素。

（四）控制变量的影响

市场规模、战略资产和自然资源储备这 3 个变量均有高度显著性，且风险比率高于 1，反映出上述因素对中国企业海外并购具有重要的吸引作用。投资自由度具有较高的显著性，风险比率大致分布在 1.04~1.07 之间，意味着投资自由度指数每增加 1，企业选择该国（地区）开展并购的概率增加 4%~7%。政治稳定性同样表现出较高的显著性，且风险比率大于 1。可见，中国企业海外并购更倾向于选择政治稳定性高的国家（地区）。这一结果与中国对外直接投资区位选择的研究结论有显著差别。韦军亮和陈漓高（2009）以及王永钦等（2014）的研究均显示，中国对外直接投资与东道国（地区）政治稳定性之间的关联不明显。这或许是由于中国对外直接投资中，有部分绿地投资属于对外援助项目，投资目的地位于政治稳定性较低的欠发达国家（地区），造成政治稳定性指标在海外并购和对外直接投资区位决策中的作用呈现差异。

汇率对中国企业海外并购同样具有显著影响。回归结果表明，人民币汇率相对于东道国（地区）货币升值，将增加企业选择该国（地区）开展并购的概率。东道国（地区）货币相对于人民币贬值，降低了目标国（地区）企业在资本市场上的市值以及托宾 Q 比，从而增加了企业被收购的可能性。距离因素的影响为正且显著，说明在中国企业海外并购区位决策中，距离作为贸易成本的作用超过了信息成本。通讯技术迅速发展，距离带来的信息成本影响已经越来越小，而贸易成本仍不断影响企业海外并购区位决策。最后，文化差异的风险比率小于 1 且显著，说明较大的文化差异会降低中国企业海外并购的概率。可见，由于缺乏跨文化经营和管理经验，中国企业目前仍倾向于选择与中华文化较为接近的目的地进行投资。

五、结论

在过去的十几年间，中国企业海外并购迅速发展。随着对外直接投资便利化改革的不断深化和推进，“走出去”的大门已经敞开，区位选择成为中国企业面临的一个重要战略问题。本文使用 1997~2014 年中国企业海外并购交易微观数据，研究影响中国企业海外并购的区位因素，得出了以下结论。

第一，资本市场发展水平较高的国家（地区）为中国企业海外并购所青睐。海外并购在交易实施过程和资金来源方面对资本市场有着很强的依赖，深度发展的资

本市场成为中国企业海外并购区位选择的一个重要影响要素。第二,与绿地投资迥然不同,高税率一定程度上增加了中国企业在东道国(地区)进行并购的概率。由于中国大陆实行属人征税的税收制度,中国企业在高税率国家(地区)收购企业的竞争中比实施属地征税国家的收购企业有更强的资金成本优势,这也提高了中国企业顺利进行海外并购的几率。第三,区域经济一体化对中国企业海外并购区位选择存在重要的影响。与中国建立区域经济一体化制度安排的国家(地区),由于贸易投资障碍减少,市场环境改善,企业投资成本和投资风险降低,因而这类国家(地区)成为中国企业海外并购的目的地。此外,我们还发现市场规模、自然资源、战略资产仍然是吸引企业海外并购的重要区位因素。而东道国(地区)稳定的政治环境、自由开放的投资政策、较低的汇率水平、较远的地理距离以及较小的文化差异将会对中国企业海外并购产生吸引作用。

随着新兴经济体全球化进程的不断深入,将会有越来越多的新兴国家企业采用海外并购方式配置资源,布局全球市场。本文研究方法可以用于其他新兴国家的企业海外并购区位选择研究。在更多国家的企业海外并购样本可得的前提下,可进一步开展国家间的比较研究,探索新兴国家企业海外并购区位选择的一般性规律。

参考文献:

- [1] 李鸿阶,张元钊. 中国企业跨国并购区位选择影响因素分析[J]. 亚太经济, 2012,(5).
- [2] 刘晶,武娜. 中国对外直接投资区位选择——基于知识产权保护差异的研究[J]. 经济问题探索, 2015,(5).
- [3] 王永钦,杜巨澜,王凯. 中国对外直接投资区位选择的决定因素: 制度、税负和资源禀赋[J]. 经济研究, 2014,(12).
- [4] 韦军亮,陈漓高. 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[J]. 浙江工商大学学报, 2009,(3).
- [5] 谢孟军,郭艳茹. 法律制度质量对中国对外直接投资区位选择影响研究——基于投资动机视角的面板数据实证检验[J]. 国际经贸探索, 2013,(6).
- [6] 许和连,李丽华. 文化差异对中国对外直接投资区位选择的影响分析[J]. 统计与决策, 2011,(12).
- [7] 阎大颖. 中国企业对外直接投资的区位选择及其决定因素[J]. 国际贸易问题, 2013,(7).
- [8] 易波,李玉洁. 双边投资协定和中国对外直接投资区位选择[J]. 统计与决策, 2012,(4).
- [9] 余官胜,林俐. 民营企业因何动机进行对外直接投资? ——基于温州微观企业数据的二值选择模型实证研究[J]. 国际经贸探索, 2014,(2).
- [10] 宗芳宇,路江涌,武常岐. 双边投资协定、制度环境和企业对外直接投资区位选择[J]. 经济研究, 2012,(5).
- [11] Auerbach, A., Hassett, K. Taxation and Foreign Direct Investment in the United States: A Reconsideration of the Evidence[A]. In Giovannini, Alberto, R., et al. Studies in International Taxation. Chicago: University of Chicago Press, 1993.
- [12] Brainard, S. L. An Empirical Investigation of the Proximity-concentration Trade-off between Multinational Sales and Trade[J]. American Economic Review, 1997,(87).
- [13] Coeurdacier, N., et al. Cross-border Mergers and Acquisitions and European Integration[J]. Economic Policy, 2009,(57).
- [14] Giovanni, D. What Drives Capital Flows? The Case of Cross-border M&A Activity and Financial Deepening[J]. Journal of International Economics, 2005,(65).

- [15] Gordon, R. H., Bovenberg, A. L. Why Is Capital So Immobile Internationally? Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation [J]. The American Economic Review, 1996,(12).
- [16] Hebous, S., Ruf, M., Weichenrieder, A. The Effects of Taxation on the Location Decision of Multinational Firms: M&A vs. Greenfield Investments[Z]. CESIFO Working Paper No. 3076,2010.
- [17] Hijzen, A.,Gorg, H.,Manchin, M. Cross-border Mergers and Acquisitions and the Role of Trade Costs [J]. European Economic Review, 2008,(52).
- [18] Hyun, H., Kim, H. The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model[J]. The World Economy, 2010,(1).
- [19] Kogut, B., Singh, H. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode[J]. Journal of International Business Studies, 1988,(3).
- [20] Mcfadden, D. Conditional Logit Model Analysis of Qualitative Choice Behavior[A]. In Zarembka, P. Frontier in Econometrics. New York and London: Academic Press, 1974.
- [21] Markusen, J. R. Multinational Firms and the Theory of International Trade[M]. University of Colorado, Boulder: MIT Press, 2002.
- [22] Neto, P., Brandao, A., Cerqueira, A. The Macroeconomic Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments[J]. the IUP Journal of Business Strategy, 2010,(7).
- [23] Rabbiosi, L., Elia ,S., Bertoni, F. Acquisitions by EMNCs in Developed Markets: An Organisational Learning Perspective[J]. Management International Review, 2012,(52).
- [24] Swenson, D. L. The Impact of US Tax Reform on Foreign Direct Investment in the United States[J]. Journal of Public Economics, 1994,(54).

Determinants of the Location Choice of Chinese Enterprises' Cross-border Mergers and Acquisitions

GAO Xiang LI Ling

Abstract: Although literatures on the location of FDI are abundant, deficiencies can be found in researches on the determinants of the location choice of Chinese enterprises' cross-border mergers and acquisitions. Using data dated from January 1, 1997 to September 30, 2014, the paper analyzes the impacts of capital markets development, tax level and regional economic integration on the locational choice of Chinese enterprises' M&As. We find a comparatively developed capital market and institutional agreement on regional economic integration with China are important factors for Chinese enterprises' location decisions. Besides, a higher tax rate increases the opportunity of potential target countries being chosen.

Keywords: cross-border mergers and acquisitions; capital market; tax; regional economic integration

(责任编辑: 梁丽华)