

中美两国的企业海外并购存在系统性差异吗?

王 旭¹, 周 经², 胡 峰³

(1. 华中科技大学 经济学院, 湖北 武汉 430073; 2. 安徽财经大学 国际经济贸易学院, 安徽 蚌埠 233030;
3. 浙江工商大学 全球价值链研究中心, 浙江 杭州 310018)

摘 要:在中国海外并购蓬勃发展的过程中, 中国企业的并购行为时常在目标国引起质疑并受到不同程度的限制甚至抵制。质疑者认为在中国经济模式下的海外并购受到非市场化行为的驱动, 试图通过并购占领目标国市场或增加在目标国的政治影响力。为此, 文章采用微观企业并购交易数据, 在统一框架下从并购动机和并购价格两个角度系统研究了中美两国企业海外并购行为的异同, 对上述论调进行一一驳斥。研究表明: (1) 在市场寻求方面, 中美两国企业不存在显著差异; 在资源寻求方面, 相比美国国有企业, 目标国自然资源因素并未显著影响中国国有企业的海外并购; 在制度方面, 并未发现中国企业更偏好制度质量较低的目标国。(2) 中美两国企业在如下维度存在一定的差异: 中国企业更倾向于并购规模更大、负债率更高但拥有更多专利的目标企业, 说明中国企业具有强烈的技术寻求动机; 中国国有企业的海外并购在一定程度上受到政府政策的驱动。(3) 中国企业在海外并购中并未比美国企业支付更高的并购价格。文章的研究有力地回应了有关中国海外并购的种种指责, 有助于加深对对中国海外并购的了解。

关键词: 海外并购; 并购动机; 并购价格

中图分类号: F752.7 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2022)10-0094-14

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20211216.202

一、引 言

近年来, 中国企业海外并购发展迅猛, 并在全球并购市场中占据越来越重要的地位。无论是从并购额还是从并购数来看, 2004年中国企业海外并购占全球海外并购比重不足2.5%, 而到2020年这一比重超过了7%, 其中并购额占比在2013年曾达到20%。^①伴随着中国企业海外并购的快速发展, 加之中国企业背后独特的制度背景, 如政府推行“走出去”战略、国有企业在海外投资中的主导地位等(吴先明和黄春桃, 2016), 使得中国企业的海外并购动机受到其他国家尤其是欧美发达国家的质疑。这些国家认为中国企业的海外并购受到非经济因素和非市场化行为驱动, 且中国企业的海外并购具有战略动机, 试图通过并购占领目标国市场或者增加在目标国的政治影响力(Fuest等, 2019)。还有质疑者声称中国企业在政府支持下给出高于其他投资者的并购价格, 进而扭曲全球并购市场, 对目标国产生负面影响。

收稿日期: 2021-08-26

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(20&ZD124); 国家自然科学基金面上项目(71773115)

作者简介: 王 旭(1993-), 男, 安徽滁州人, 华中科技大学经济学院博士研究生;

周 经(1982-), 男, 安徽舒城人, 安徽财经大学国际经济贸易学院教授;

胡 峰(1972-)(通讯作者), 男, 河南商城人, 浙江工商大学全球价值链研究中心教授。

^①作者根据历年《世界投资报告》《中国对外直接投资统计公报》计算所得。

长期以来,中国将贸易顺差用于购买美国国债,因此通过海外并购实现投资多元化也完全合理。对于中国企业来说,海外并购也是获得海外客户和保证海外关键供应商的重要方式。而上述针对中国企业海外并购的质疑大多是基于一些轶事,并没有提供系统性证据。正如 Buckley 等(2018)所言,中国海外并购与发达经济体或其他新兴经济体在多大程度上存在显著差异值得讨论。其他国家对于中国企业海外并购的质疑启发了我们思考如下问题:中国企业海外并购行为是否真的与其他国家存在系统性差异?在未与其他国家海外并购进行比较的情况下就质疑中国的海外并购行为是否合理?

随着中国企业海外投资的快速发展,出现了大量关于中国海外投资动因研究的文献。^① Deng(2004)是较早对中国企业海外投资动因进行研究的学者,他通过案例分析与经验总结概括了中国 OFDI 的三种动机:市场寻求、资源寻求和战略资产寻求。随后, Buckley 等(2007)、Kolstad 和 Wiig(2012)等均认为中国 OFDI 存在市场寻求动机,且在 20 世纪 90 年代之后随着中国经济的高速发展,对原材料需求的提升使得中国 OFDI 表现出自然资源寻求动机。蒋冠宏和蒋殿春(2012)在上述研究基础上进一步对目标国进行区分,发现中国在发达国家的 OFDI 具有战略资产寻求动机,对于发展中国家的投资存在市场和资源寻求动机。最近的研究也证实了中国 OFDI 存在上述三种动机(赵云辉等, 2020)。刘青等(2017)针对上述研究没有区分进入方式的不足,进一步探讨了中国海外并购的动因,发现中国海外并购表现出市场寻求和资源寻求特征。此外,在中国经济发展到新阶段后,海外并购表现出战略资产寻求动机。除了上述三种动因之外,还有一些文献探讨了中国海外投资的制度动因(韩永辉等, 2021)。

虽然大量文献探讨了中国企业海外投资的动机,但仍存在如下不足:第一,大多数文献只是从中国单一视角探讨企业海外并购的动因,或者研究数据并未区分国别差异,因而难以有效回答中国海外并购是否与其他国家存在显著差异这一问题。第二,有关中国海外并购的质疑,大量文献指向国有企业,认为国有企业的海外并购更多的是资源导向,而非市场导向,且较少关注目标国政治风险(Ramamurti, 2012)。事实上,追求目标国丰富的自然资源也是发达国家政府主导型投资者的主要投资动机之一(Karolyi 和 Liao, 2017)。现有文献也未基于国际比较视角来考察中国国有企业的海外并购行为。第三,现有文献大多认为中国企业的海外并购存在并购溢价(钟宁桦等, 2019),但事实上,企业为了赢得并购标的均可能会提高并购出价,已有文献证明国外企业也存在并购溢价(Sonenshine 和 Reynolds, 2014),因此现有文献也无法回答中国企业在并购中是否比其他投资者出价更高这一问题。

为此,本文立足于主流对外直接投资动因理论,并结合发展中国家的具体实际,构建一个统一可比的研究框架,并采用 *logit* 模型将中国企业的海外并购与美国企业的海外并购进行实证比较,以考察中国企业海外并购行为是否真的不同于其他国家。本文回答了两个问题:第一,中国企业海外并购倾向于选择什么类型的目标,也即中国企业的海外并购具备何种动机?第二,中国企业在海外并购交易中支付的并购价格是否更高?对上述问题的回答有助于我们从并购动因和并购价格两个视角加深对中国海外并购的理解。

本文的贡献主要体现在:第一,本文将美国企业的海外并购纳入模型之中,采用企业层面的并购交易数据,不仅从宏观层面将中国企业海外并购动因与发达国家企业进行比较,而且还考察了中国企业在海外并购上的微观行为,更好地回答了中国的海外并购是否与其他国家存在显著差异这一问题。第二,通过识别出并购企业性质,将中国国有企业与美国国有企业进行对比分

^① 根据投资进入方式,对外直接投资可分为绿地投资和海外并购。

析,以检验政府主导型并购在多个方面是否具有共同特征。第三,针对其他国家对中国企业海外并购价格的指责,进一步探讨了中国企业的海外并购出价是否显著高于美国企业,从多个角度对比中国企业与其他国家企业海外并购行为。本文实证检验了中美两国企业的海外并购是否存在系统性差异,为未来国际直接投资的国别比较提供了新的思路和实证参考。

二、文献与假说

(一)主要发达国家企业海外投资动机的总结

关于美国企业的海外投资动机,现有研究表明美国企业的海外投资表现出较强的市场寻求特征(Kandilov等,2017)。当进一步区分目标国经济发展阶段时,美国企业表现出差异化的投资动机。在发达国家投资时,市场规模、实际有效汇率以及贸易开放度是影响美国企业海外投资的关键因素(Vasconcellos和Kish,1996)。进一步地,Vasconcellos和Kish(1998)分析了美国对于欧洲企业的并购交易,发现欧洲企业的人力资源因素促进了美国企业对其进行投资并购。而在亚洲和非洲等发展中国家投资时,美国企业以寻求自然资源和低成本劳动力为主。对资源型国家投资时,美国企业更加注重目标国的制度环境和资源丰裕度。根据上述文献,美国企业表现出明显的市场寻求和资源寻求动机。由于美国企业本身具有较强的技术水平,因此技术寻求动机表现得并不强烈。

日本作为全球海外投资的重要母国,曾一度成为世界第一海外投资大国,分析其海外投资动机也具有重要意义。由于本国的国内需求有限,为转移过剩产能和开拓国外市场,日本制造业企业倾向于进行海外投资并购,因此市场潜力是日本企业海外投资的重要考虑因素(Vogiatzoglou,2008)。此外Nagano(2013)研究发现日本企业在亚洲国家投资时,主要是为了寻求低成本原材料和劳动力。随着国内经济的快速发展,对技术依赖程度逐步增强,为获取先进知识、增强核心能力,日本企业开始扩大在欧美等发达国家的投资并购(Nagano,2013)。因此,市场寻求、资源寻求以及技术寻求动机,日本企业全都具有。

许多学者也探讨了欧洲企业海外并购的动因。Arslan等(2015)研究表明,目标国巨大的市场潜力、市场规模等因素吸引了欧洲企业在此开展并购活动。此外,劳动力成本、贸易开放度也是欧洲企业进行海外并购的重要驱动因素(Bertrand等,2007)。

(二)中国企业海外投资动机

传统的国际直接投资理论依据投资动机将企业海外投资划分为三种主要类型,包括市场寻求型、资源寻求型以及战略资产寻求型。此外,目标国制度质量(王恕立和向姣姣,2015)和母国政府政策(裴长洪和樊瑛,2010;杨校美和张诚,2014)也会显著影响企业海外投资决策。因此,本文从市场、资源、技术、制度和政策五个方面对中国企业的海外并购动机展开分析。

1. 市场寻求。目标国的市场规模是吸引投资流入的重要因素。市场规模大小显著影响企业通过海外投资获取规模经济效应的效果。Buckley等(2006)较早探讨了中国企业的海外投资驱动因素,认为中国企业的海外投资深受目标国市场规模的影响。刘青等(2017)利用二阶段引力模型系统研究了中国企业海外并购的集约边际和扩展边际,发现中国企业海外并购表现出一定的市场寻求特征。从不同所有制企业来看,近年来,国内市场趋于饱和,产能过剩问题较为突出,国有企业和非国有企业均面临产能过剩困境,如何化解产能过剩成为企业和国家面临的一大难题。政府积极推进“一带一路”和自贸区建设,旨在通过构建国际合作平台帮助企业化解产能过剩问题。因此,国有企业和非国有企业均试图通过开展对外合作以打开国际市场。基于对上述主要发达国家海外投资动机的总结以及中国企业海外投资动机分析,本文提出如下研究假说:

假说 1: 中美两国企业的海外并购均具有市场寻求动机。

2. 资源寻求。跨国企业海外投资的重要驱动因素之一就是获取目标国丰富的自然资源。随着中国经济的不断增长,海外并购就成为我国获取目标国自然资源以保证国内关键生产要素供给的重要方式之一(闫雪凌和林建浩,2019)。王永钦等(2014)利用中国在全球范围内的 842 笔海外投资样本,实证检验了中国企业海外投资的区位决定因素,结果表明中国海外投资存在明显的获取资源动机。对于不同所有制企业来说,国有企业的海外投资肩负着特殊使命,承担着实现国家经济发展战略目标的责任(邱立成和杨德彬,2015)。这种政治动机表现在其对资源和能源的寻求上,即通过海外投资寻求充足的资源储备,以满足经济发展需要。然而,资源型投资项目必然需要大量资金且短期内难以盈利,对企业规模、资金以及抗风险能力具有较高要求,国有企业在政府支持之下具备足够的资金和能力来开展此类项目的投资。因此,国有企业的资源寻求动机更为明显。基于此,本文提出如下研究假说:

假说 2: 目标国的自然资源可能会显著影响中国国有企业的海外并购。

3. 技术寻求。由于地理距离的存在使得高技术含量的知识产权无法简单地从发达国家扩散至发展中国家,因此发展中国家企业往往通过海外投资方式获取目标国先进的技术。现有研究表明中国企业的海外投资存在技术寻求动机。蒋冠宏等(2013)利用 2005—2008 年参与技术研发的相关企业海外投资数据,与未曾进行过类似研发投资的企业进行对比,发现中国企业的海外投资具有明显的技术寻求动机。最近的研究也表明目标国企业先进的技术、高素质人才队伍、专业化管理团队是吸引中国企业海外投资并购的重要驱动力(吴福象和汪丽娟,2021)。在日益激烈的国际市场竞争中,以创新为基础的技术优势成为影响企业竞争地位和核心竞争力的决定性因素。无论是国有企业还是民营企业,均试图通过海外并购获取发达国家先进的技术和管理经验以提升自身竞争力,因而两类企业均具有技术寻求动机。基于对上述主要发达国家海外投资动机的总结以及中国企业的海外投资动机分析,本文提出如下研究假说:

假说 3: 相比美国企业,中国的国有企业和非国有企业均具有更强烈的技术寻求动机。

4. 制度动因。主流经济学理论认为企业在海外投资过程中受制度影响较大,特别是目标国的相关制度。良好的制度能够为跨国投资提供井然有序的市场环境,降低投资中的不确定性,进而推动企业经营活动的顺利开展。企业在复杂的制度环境中投资往往面临巨大的风险和成本(Peng 等,2008)。关于目标国制度因素对中国企业海外投资的影响,现有文献并未得出一致结论。部分学者认为中国企业的海外投资呈现制度风险偏好现象(Ramamurti,2012),另有部分学者认为中国企业仍倾向选择制度质量较高的目标国进行投资并购(韩永辉等,2021)。就不同所有制企业而言,国有企业进行海外投资时往往受到国家外交政策等政治因素的影响,有时甚至会在与我国外交关系较好但制度质量较差的国家进行并购活动。对于民营企业来说,由于不必背负过多“负担”,其对外投资活动具有更大的自主权和灵活性(Chen 等,2019),且民营企业相较于国有企业来说规模小、实力有限,往往会选择制度质量较高的目标国进行投资并购,以尽可能规避并购风险。基于此,本文提出如下研究假说:

假说 4: 相比国有企业,中国的非国有企业可能更倾向于选择制度质量较高的目标国。

5. 政策驱动。与传统国际直接投资理论把企业自身优势和目标国区位优势作为特定国家特定企业海外投资的优势来源不同,裴长洪和樊瑛(2010)结合中国国情,以母国特定优势作为企业海外投资的补充优势,提出国家特定优势理论。该理论认为在服从国家经济发展全局和宏观调控目标下,中国企业进行海外投资以追求微观经济利益。中国企业的微观竞争优势只有在国家引导、服务和组织下才能转化为企业海外并购的综合优势。因此,企业海外并购的必要条件之一就是政府有利的政策体系引导和完善的服务体系。裴长洪和樊瑛(2010)指出,政府政策是驱动

企业海外投资的重要因素。杨校美和张诚(2014)的研究也表明中国的政策倾斜促成了企业海外投资的特有优势。由于国有企业受到政府政策影响更大,因而政策驱动可能是国有企业海外投资并购的重要因素。基于此,本文提出如下研究假说:

假说 5: 中国国有企业的海外并购受政府政策的影响可能更为明显。

三、数据与模型设定

(一)数据

考虑到美国作为全球公认的市场经济国家,且美国企业的海外并购在全球海外并购中占据较大比重,^①因此本文将中国企业的海外并购与美国企业的海外并购进行对比,以分析中美两国企业的海外并购是否存在显著差异。本文所使用的海外并购交易数据来源于 *Bureau Van Dijk Zephyr* 全球并购交易分析数据库。该数据库包括多重交易数据,例如一家企业在一笔交易中会并购多个目标企业,本文将每一个“并购—目标企业”对作为一笔交易。此外,我们将样本分为三种类型的并购方:中国国有企业并购方、中国非国有企业并购方、美国企业并购方。

在上述数据基础上,本文进行如下数据处理:选取并购股权大于 10% 的交易;排除企业所在国未知的交易;删除金融类企业;删除在开曼群岛、英属维尔京群岛、百慕大群岛进行的交易,因为这类投资大多出于避税动机;为确保样本可比性,本文选择每一个目标企业仅涉及一笔交易的样本。由于本文需要通过 *BvD* 数据库中的企业标识码对目标企业财务数据进行匹配,因此本文删除了企业标识码缺失的样本。最终本文的样本包含 2000—2020 年 6 145 笔完成收购的交易,其中由中国企业完成收购的有 1 340 笔,由美国企业收购的有 4 805 笔。^②

(二)模型设定

本文的目的是依据投资动因考察中国企业的海外并购是否与其他国家有所不同,因此采用交易层面的数据估计如下二值选择模型:

$$\Pr(\text{China}_{ijt} = 1) = \beta_0 + \beta_1 M_{j,t-1} + \beta_2 R_{j,t-1} + \beta_3 I_{j,t-1} + \beta_4 T_{j,t-1} + \beta_5 L_{j,t-1}^{FC} + \beta_6 N_{j,t-1}^C + \theta_t + \delta_j + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, i, j 和 t 分别表示目标企业、目标企业所属国家以及并购交易完成的年份;被解释变量是一个虚拟变量,表示处于国家 j 的目标企业 i 在年份 t 是否被中国企业收购,若被中国企业收购则为 1,被美国企业收购则为 0。此外,本文还进一步区分中国国有企业和中国非国有企业。 $M_{j,t-1}$ 、 $R_{j,t-1}$ 、 $I_{j,t-1}$ 和 $T_{j,t-1}$ 分别表示市场、资源、制度和制度和技术变量。 $L_{j,t-1}^{FC}$ 表示其他目标企业特征变量, $N_{j,t-1}^C$ 表示其他目标企业所属国家特征变量。为克服内生性问题,将上述变量均进行滞后一期处理。 β_5 和 β_6 则意味着相较于美国企业而言,目标企业特征和目标国特征如何影响中国企业的海外并购。若 β_5 和 β_6 系数不显著,则表明目标国和目标企业特征要么对中美两国企业都没有产生显著影响,要么对中美两国企业同样重要。 θ_t 表示时间固定效应, δ_j 表示国家固定效应, ε_{ijt} 表示标准误差。

(三)变量说明

1. 核心解释变量。核心解释变量包括:(1)市场。采用实际 *GDP*、人均实际 *GDP*、*GDP* 增长率衡量目标国市场,其中实际 *GDP* 衡量目标国市场规模,人均 *GDP* 衡量目标国居民市场购买力,并对两者取对数, *GDP* 增长率衡量目标国的市场潜力。(2)自然资源。采用自然资源租金占 *GDP* 比重衡量目标国的资源丰裕度。上述数据均来源于世界银行数据库。(3)制度质量。本文的制度质量主要考察目标国的政治环境,特别是跟经济活动密切相关的政治稳定性、法律与秩

^① 根据 *BvD Zephyr* 数据库, 2000—2020 年全球海外并购交易为 392 620 条, 美国在 2000—2020 年间的海外并购交易为 89 727 条, 占比达 22.85%。访问时间: 2021 年 5 月 2 日。

^② 由于部分国家层面宏观变量和企业层面微观变量的缺失, 因此后续回归中样本存在一定程度的减少。

序以及腐败控制。本文采用世界银行发布的全球治理指数中的三个指标(具体指标为政治稳定性、法律与秩序以及腐败控制)来衡量目标国制度质量。(4)技术。本文采用专利申请数衡量企业技术水平。数据来源于 *BvD Intellectual Property* 数据库。

2. 控制变量。控制变量包括目标国特征变量和目标企业特征变量。目标国特征变量包括:(1)贸易开放度。采用目标国进出口总额占 *GDP* 比重来衡量。(2)通货膨胀。采用按消费者价格指数计算的年通胀率衡量。(3)汇率。采用目标国货币兑人民币的比率衡量,根据月平均值计算出年平均值。(4)文化距离。基于 *Hofstede* 的文化维度,通过使用 *Kogut* 和 *Singh*(1988)的公式测度文化距离指数,该数值越大,表示文化距离越大。原始数据来自网站 <https://geert-hofstede.com>。(5)地理距离。采用 *CEPII* 数据库提供的中国与目标国的加权距离衡量。上述计算贸易开放度、通货膨胀和汇率的数据均来源于世界银行数据库。目标企业特征变量包括:(1)企业规模。采用企业总资产对数值衡量。(2)资产收益率(*ROA*)。采用税后净利润与总资产的比值衡量。(3)负债率。采用负债与资产的比值衡量。(4)营业额。采用企业营业总收入对数值衡量。上述数据均来源于 *BvD Orbis* 数据库。

四、实证分析

(一)中美两国企业海外并购动因比较

1. 目标国和目标企业层面。本文考察目标国的宏观特征和目标企业的微观特征对于中美两国企业海外并购的影响。列(1)、列(3)和列(5)仅加入了目标国的宏观特征变量,但考虑到只引入了滞后一期的目标国宏观特征变量仍然可能引起遗漏变量偏误(因为遗漏的滞后一期的目标企业特征变量很可能与滞后一期的目标国宏观特征相关,从而导致内生性问题),因此在列(2)、列(4)和列(6)引入滞后一期的目标企业特征变量。^①根据表1列(1)和列(2)估计结果可知:第一,从市场方面来看,目标国实际 *GDP*、人均实际 *GDP* 和 *GDP* 增长率的估计系数大多不显著,说明在目标国市场规模、市场机会以及未来市场潜力方面,中美两国企业的海外并购不存在显著差异,这也表明中美两国企业的海外并购均存在市场寻求动机。因此,关于中国企业通过海外并购试图占领目标国国内市场以排挤目标国国内企业这一指责并不成立。第二,在自然资源方面,自然资源估计系数不显著,没有相关证据表明相比美国企业,自然资源对于中国企业海外并购的影响更为显著。当然,中国国有企业和非国有企业在资源寻求方面可能存在一定差异,因此本文在后续研究中进一步区分了企业所有制。但这里得出的结论仍具有一定的意义,从整体来看,相比美国企业,中国企业在自然资源寻求方面并无显著差异。第三,在制度方面,政府稳定性、法律与秩序的估计系数为负但大多不显著,表明中国企业并不是更倾向于选择制度质量较低的目标国开展并购活动;相反,廉洁程度的估计系数显著为正,说明中国企业仍倾向于进入腐败程度较低的目标国开展并购活动。因此,中国企业的海外并购是遵守目标国政治秩序的市场行为,并未利用其制度缺陷来“谋利”。

列(2)汇报了目标企业的微观特征对于中国企业海外并购的影响。第一,目标企业规模的系数显著为正,说明相较于美国企业而言,中国企业更倾向于并购规模更大的目标企业。第二,负债率的系数显著为正,说明中国企业更偏好于并购那些具有较大融资约束的目标企业。第三,资产回报率的系数显著为正,说明相比美国企业,中国企业不太关注目标盈利能力,可能在于并购之后中国企业有信心和能力改善目标企业的业绩表现。第四,专利的系数显著为正,说明具有更

^① 考虑到中美两国并购企业的特征差异可能会影响基准回归结果,本文对中美两国企业进行 *PSM* 匹配,采用匹配后的样本再次进行估计,其结果与基准结果较为相似。限于篇幅,结果不再列出;如有需要,可向作者索取。

多专利的企业更有可能吸引中国企业投资并购。专利能够在一定程度上反映企业的技术水平,与美国企业相比,中国企业海外并购的技术寻求动机更为明显。现阶段中国企业在技术水平方面与美国企业还存在一定的差距,中国企业若想在激烈的国际竞争中获得长足发展,通过海外并购获取目标企业的先进技术和高效管理经验以提升经营效应和生产技术已成为重要渠道。因此,中国企业海外并购的技术寻求动机是与现阶段中国经济发展阶段需求相符的。

列(3)–列(6)进一步区分了企业所有制。我们发现国有企业和非国有企业的海外并购在如下方面存在差异:第一,在自然资源寻求方面,自然资源因素显著影响了中国国有企业的海外并购,中国国有企业表现出较强的自然资源寻求动机,但并未观察到非国有企业具有明显的资源寻求特征。第二,企业规模在国有企业样本中显著为正,在非国有企业样本中不显著,说明中国国有企业更倾向于并购规模更大的目标企业,因为国有企业融资约束较小,有充足的资金用以购买规模较大的目标企业;而非国有企业由于面临较为严重的融资约束,加上海外并购不确定性较大,购买规模更大的企业意味着需要支付更高的购买价格和承担更高的并购风险,因此非国有企业的并购策略可能更为谨慎。

综上所述,本文得出如下结论:第一,在市场方面,并未发现中国企业的海外并购与美国企业具有显著差异。第二,相比美国企业,目标国自然资源因素并未显著影响中国企业整体上的海外并购,虽然中国国有企业具有较强的资源寻求动机。第三,并未观察到中国企业更偏好制度质量较低的目标国。第四,中国企业更倾向于并购企业规模更大、负债率更高、资产回报率更低但拥有更多专利的目标企业,即目标企业专利是中国企业并购的重要考虑因素,中国企业表现出较强的技术寻求动机。

表 1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	所有企业		国有企业		非国有企业	
实际GDP	-0.264(0.262)	-0.966(0.677)	-0.282(0.713)	-2.670 ^{**} (1.245)	-0.119(0.301)	-1.005(0.792)
人均实际GDP	0.312(0.263)	1.092 [*] (0.574)	0.413(0.641)	1.014(1.052)	0.302(0.322)	1.413 ^{**} (0.665)
GDP增长率	-0.036 [*] (0.020)	0.040(0.051)	0.080(0.050)	0.008(0.069)	-0.025(0.025)	0.030(0.061)
自然资源	0.031(0.038)	0.021(0.098)	0.233 ^{**} (0.102)	0.205 ^{**} (0.101)	-0.005(0.044)	-0.016(0.105)
政府稳定性	-0.374(0.403)	-1.264(0.944)	-1.484(1.155)	-0.950(2.119)	-0.387(0.457)	-0.673(0.969)
法律与秩序	0.058(0.290)	-1.407 ^{**} (0.654)	-0.441(0.752)	-2.058(1.265)	0.231(0.333)	-1.603 ^{**} (0.773)
廉洁程度	0.602 ^{**} (0.290)	1.438 ^{**} (0.734)	1.445 [*] (0.761)	5.466 ^{***} (1.393)	0.248(0.337)	0.475 [*] (0.252)
企业规模		0.202 ^{***} (0.066)		0.472 ^{***} (0.130)		0.096(0.071)
负债率		0.123 ^{***} (0.030)		0.220 ^{***} (0.041)		0.094 ^{***} (0.029)
资产回报率		-0.006 [*] (0.003)		-0.004 [*] (0.002)		-0.007 [*] (0.004)
专利申请		0.223 ^{***} (0.063)		0.217 ^{**} (0.093)		0.209 ^{***} (0.079)
总销售额		-0.066(0.051)		-0.047(0.087)		-0.079(0.054)
样本量	3719	618	985	428	3375	551

注:***、**和*分别表示在0.01、0.05和0.1的水平上统计显著。为节约篇幅,除特殊说明外,本文均加入了所有国家层面宏观变量和企业层面微观变量,控制了国家和年份固定效应,且括号内为聚类到企业层面的标准误。下同。

2. 目标行业层面。本文进一步通过分析中国企业海外并购的行业偏好来考察其并购动因。^①

^① 考虑到中国企业在某些行业的并购项目数较少,若在回归中加入这些行业会造成无法估计的结果,因此根据《2017年国民经济行业分类标准》,本文筛选出如下行业:批发零售、建筑业、租赁及商务服务、采矿业、制造业,其中又将制造业细分为汽车制造、计算机/通信和其他电子设备制造、医药制造(中国企业在这三个行业并购项目数占制造业并购总数的前三位)。

根据表2列(1)的估计结果可知:第一,相比美国企业,中国企业更倾向于在某些制造业行业进行并购,如汽车制造、计算机/通信和其他电子设备制造以及医药制造行业,这些行业通常具有较高的技术含量。根据国家统计局《高技术产业(制造业)分类2017》,这三个行业被认定为高技术产业。因此,这一结果表明相比美国企业,中国企业的技术寻求动机更为明显。第二,本文并未发现中国企业更偏好采矿业的并购,说明相比美国企业,中国企业的自然资源寻求动机并不强烈(当然,区分企业所有制后,不同所有制企业在自然资源寻求方面存在差异)。第三,相比美国企业,我们并未观察到中国企业更偏好于租赁及商务服务以及批发零售业,中美两国企业在租赁及商务服务以及批发零售业等市场依赖型行业上的海外并购没有显著差异,说明两国企业的海外并购均具有市场寻求动机。

表2 中国企业海外并购的行业特征

	(1)	(2)	(3)
	所有企业	国有企业	非国有企业
汽车制造	1.217*** (0.409)	2.328*** (0.735)	0.963** (0.481)
批发零售	-0.268 (0.431)	-0.212 (0.780)	-0.254 (0.506)
计算机/通信和其他电子设备制造	0.792* (0.476)	2.235*** (0.784)	0.983* (0.557)
采矿业	0.601 (0.394)	0.771* (0.451)	0.596 (0.755)
医药制造	0.768* (0.465)	0.044 (0.776)	0.993* (0.519)
租赁及商务服务	-0.070 (0.464)	0.340 (0.788)	-0.060 (0.502)
建筑业	0.876** (0.439)	0.669 (0.820)	1.085** (0.497)
样本量	618	428	551

表2列(2)和列(3)进一步区分了企业所有制,具体发现如下:第一,无论是国有企业还是非国有企业均热衷于汽车制造、计算机/通信和其他电子设备制造以及医药制造等高新技术行业的并购,说明两类企业均具有技术寻求动机。第二,采矿业更能吸引国有企业的并购,说明中国国有企业更偏好自然资源型行业的并购,具有明显的自然资源寻求动机。

综上所述,可得出如下结论:第一,相比美国企业,中国企业更倾向于并购高技术行业,具有强烈的技术寻求动机。第二,并未发现中美两国企业在租赁及商务服务以及批发零售业等市场依赖型行业存在显著差异。第三,采矿业等自然资源型行业更有可能吸引中国国有企业并购。这一行业层面的证据与上述目标国宏观特征和目标企业微观特征提供的结论较为一致,说明本文结论是可靠的。

3. 中美两国国有企业海外并购对比。一个值得关注的问题是:中国国有企业的并购动机是否与其他国家的政府主导型并购有所不同?先前的文献限于数据,难以对上述问题进行系统性检验。然而, *BvD Zephyr* 全球并购交易分析数据库为本文提供了便利,该数据库提供了并购方企业的类型,本文将美国企业类型为政府的企业定义为美国的国有企业。本文采用如下实证策略:若目标企业被中国国有企业并购则为1,被美国国有企业并购则为0。

根据表3列(1)–列(4)的估计结果可以发现:第一,实际GDP、人均实际GDP和GDP增长率的估计系数大多不显著,说明在市场寻求方面中美两国的国有企业不存在显著差异。第二,自然资源的估计系数不显著,说明相比美国国有企业,中国国有企业的自然资源寻求动机并不明显。Karolyi和Liao(2017)的研究表明,发达国家的政府主导型并购也偏好自然资源丰富的目标国,因此追求目标国丰富的自然资源可能是政府主导型并购的共同特征之一。第三,相比美国国有企业,中国国有企业更偏好于并购企业规模更大以及负债率更高的目标企业,这也说明中国

国有企业具有较小的融资约束,有足够的资金和能力进行更大规模的并购,但这也反映出中国国有企业较少关注目标企业的财务表现。

表 3 中美国有企业海外并购对比

	(1)	(2)	(3)	(4)
实际GDP	0.466(0.591)	-1.296*(0.770)	0.906(0.696)	-1.629(1.017)
人均实际GDP	0.357(0.756)	0.364(1.088)	0.390(0.861)	1.267(1.560)
GDP增长率	-0.094(0.065)	-0.123(0.086)	-0.084(0.058)	-0.114(0.084)
自然资源	-0.064(0.055)	-0.098(0.063)	-0.068(0.061)	-0.093(0.074)
政府稳定性	1.280(1.227)	-0.951(1.668)	0.699(1.514)	-1.316(2.283)
法律与秩序	1.514(0.986)	1.709(1.220)	1.460(1.084)	1.638(1.287)
廉洁程度	1.233(0.909)	2.856**(1.213)	1.644*(0.970)	3.637*** (1.318)
企业规模			0.045*(0.023)	0.131** (0.051)
负债率			0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
资产回报率			-0.006(0.005)	-0.007(0.006)
样本量	286	258	229	209

注:考虑到政府主导的并购样本较少,此表未加入企业专利指标和销售额指标,若加入该指标则造成无法估计的结果。

4. 政策驱动动因的考察。本文利用政府近期实施的“一带一路”倡议以及“中国制造 2025”以考察中国企业海外并购是否存在政策驱动动因。首先,考察“一带一路”倡议的影响。“一带一路”倡议旨在加强中国与“一带一路”沿线国家的贸易、投资往来,因而可能会对海外并购产生重要影响。本文采用双重差分法检验“一带一路”倡议的影响。具体做法如下:构建政策虚拟变量 bri ,若目标企业所在国为“一带一路”沿线国家则为 1,否则为 0;构建时间虚拟变量 dt ,若并购交易发生在 2013 年及以后则为 1,否则为 0。^①交互项 $bri \times dt$ 衡量“一带一路”倡议对于企业海外并购的影响。根据表 4 列(1)的估计结果,政策交互项 $bri \times dt$ 的估计系数不显著,表明“一带一路”倡议并未增加中国企业海外并购的概率。进一步区分中国企业的性质,如表 4 列(2)和列(3)所示,“一带一路”倡议显著提升了中国国有企业海外并购的概率,而对非国有企业并无显著影响。

表 4 政策驱动动因

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	中国所有企业	中国国有企业	中国非国有企业	中国所有企业	中国国有企业	中国非国有企业
dt	-0.883*(0.496)	-1.781(1.166)	-0.777(0.518)			
bri	3.294(2.258)	-6.290(3.983)	0.340(8.834)			
$bri \times dt$	0.089(0.389)	1.649*(0.776)	-0.557(0.431)			
du				-0.497(0.403)	-1.775*(0.941)	-0.410(0.468)
mc				0.111(0.220)	0.219(0.418)	0.181(0.241)
$mc \times du$				0.042(0.343)	-0.584(0.594)	0.109(0.367)
样本量	639	428	571	639	428	571

其次,考察“中国制造 2025”的影响。这一政策旨在提升中国企业在 10 个制造业行业的全球竞争力,实现这一目标的方式之一就是通过对并购相关行业企业以提升本国企业的技术水平。本文采用双重差分法检验“中国制造 2025”的影响。具体做法如下:构建政策虚拟变量 mc ,若目

^①“一带一路”是一个开放的国际区域经济合作网络,还没有精确的空间范围。本文参考邹嘉龄等(2015)的研究,将其设定为 64 个国家,包括中亚 5 国、蒙古、俄罗斯、东南亚 11 国、中东欧 19 国、南亚 8 国以及西亚、中东 19 国。

标企业所属行业属于“中国制造 2025”行业则为 1，否则为 0；构建时间虚拟变量 du ，若并购交易发生在 2015 年及以后则为 1，否则为 0。^①交互项 $mc \times du$ 衡量“中国制造 2025”对于企业海外并购的影响。根据表 4 列(4)–列(6)的估计结果，政策交互项 $mc \times du$ 的系数均不显著，表明与美国企业相比，“中国制造 2025”并不能显著提升中国企业(包括国有企业和非国有企业)海外并购的概率。

5. “逆梯度”和“顺梯度”并购的再考察。考虑到中国企业海外并购对不同经济发展阶段的目标国需求会有所不同，因此本文将样本分为中国对发达国家的并购(逆梯度)以及对发展中国家的并购(顺梯度)，估计结果列于表 5 列(1)–列(6)。由表 5 可得出如下结论：第一，不论是发展中国家还是发达国家，中美两国企业在市场寻求方面不存在显著差异，这也印证了本文的基准结果。第二，相比美国企业，中国国有企业在发展中国家的海外并购存在明显的资源寻求动机。第三，在发达国家样本中，不论是中国国有企业还是非国有企业均倾向于并购拥有更多专利的目标企业，这也说明中国企业在发达国家的并购具有强烈的技术寻求动机。

表 5 “逆梯度”和“顺梯度”并购

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	发达国家			发展中国家		
	中国所有企业	中国国有企业	中国非国有企业	中国所有企业	中国国有企业	中国非国有企业
实际GDP	-1.243(1.014)	-2.811*(1.650)	-0.351(1.232)	0.129(0.135)	0.988(0.844)	0.076(0.141)
人均实际GDP	1.097(0.768)	1.545(1.306)	0.994(0.936)	0.248(0.585)	2.792*(1.596)	0.128(0.696)
GDP增长率	0.042(0.062)	0.004(0.081)	-0.007(0.073)	-0.074(0.074)	-0.158(0.110)	0.058(0.148)
自然资源	0.105(0.152)	0.330(0.281)	-0.083(0.190)	-0.015(0.060)	0.089*(0.041)	-0.079(0.073)
政府稳定性	-3.268*(1.759)	0.476(2.486)	-4.783(4.280)	-0.194(0.348)	1.391(0.890)	-0.260(0.377)
法律与秩序	-1.053(0.984)	-2.846*(1.579)	-0.450(1.130)	-1.050(0.757)	0.091(1.566)	-1.982(1.928)
廉洁程度	1.030(0.894)	5.082*** (1.427)	0.139(1.037)	0.279(0.617)	-0.219(1.278)	0.430(0.791)
专利申请	0.263*** (0.071)	0.326*** (0.096)	0.228** (0.095)	0.152(0.126)	0.021(0.192)	0.264(0.165)
样本量	506	349	424	142	111	123

(二)中国企业在海外并购中会支付更高的并购价格吗

现有研究认为中国企业的海外并购存在并购溢价，且时常受到目标国的质疑，认为中国企业的并购出价系统性地高于其他投资者，进而扭曲全球并购市场，对目标国产生负面影响。但是，上述研究和指责只是单方面考察了中国企业的海外并购价格，并未将其与其他国家的并购企业进行对比，因而得出的结论缺乏可比性。为回应上述指责，本文将中美两国企业的海外并购价格进行对比分析，以考察中国企业在海外并购中是否比美国企业支付更高的并购价格。关于并购溢价的衡量，大多数文献基于股票价格法，这种方法主要适用于较为完善的资本市场中上市公司的并购交易。但考虑到本文的目标企业既包括上市公司又包括非上市公司，若仅保留上市公司则会使样本缩减较多，^②不利于结论的稳健性，因此股票价格法不适用于本文的样本。本文参考李洪和叶广宇(2020)的研究，以目标企业总资产为标准，以交易价格超过目标企业总资产的部分来计算并购溢价。具体估计模型如下：

$$price_{ij} = \alpha_0 + \alpha_1 CN + \gamma Z_{it-1} + \delta X_{it-1} + \delta_j + \theta_t + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

① 根据《中国制造 2025》国家行动纲领文件，主要包括 10 大领域，分别是新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械。本文根据 2017 年国民经济行业 4 分位码匹配到相应的行业。

② 根据本文样本，90% 以上目标企业为非上市公司。

在式(2)中, i, j 和 t 分别表示目标企业、目标国家以及年份, $price_{ijt}$ 表示并购溢价;^① CN 为一个虚拟变量, 若被中国企业并购则为 1, 被美国企业并购则为 0; 为进一步区分企业所有制, 又加入两个虚拟变量 $CNSOE$ 和 $CNPOE$; Z_{jt-1} 表示一系列国家层面的控制变量; X_{it-1} 表示一系列企业层面的控制变量; δ_j, θ_t 和 ε_{ijt} 分别表示国家固定效应、时间固定效应和误差项。

表 6 列(1)的估计结果显示, 在控制了一系列国家层面和企业层面的控制变量之后, 本文并未观察到相比美国企业, 中国企业对于目标企业支付更高的并购价格。当进一步区分企业所有制时, 也未发现相比美国企业, 中国国有企业和非国有企业为并购支付更高的价格。这一结果驳斥了中国企业在全世界并购市场上系统性地出价高于其他投资者的观点。值得注意的是, 尽管国有企业可能享有政府补贴或者其他形式的支持, 但根据本文的估计结果, 并未发现中国国有企业和非国有企业在并购价格方面有显著差异。

表 6 企业并购价格

	(1)	(2)	(3)
中国企业	-0.264(0.282)		
中国国有企业		0.200(0.510)	
中国非国有企业			-0.194(0.328)
样本量	618	428	551

五、结论与启示

近年来, 中国企业的海外并购在全球并购市场中的重要性日益上升, 但同时也引发了其他国家对中国企业海外并购动机的质疑。质疑者普遍认为中国企业的海外并购与其他投资者有所不同。为此, 本文在主流国际投资动因理论以及结合中国情境的政策驱动动因基础上, 将中国企业和美国企业的海外并购纳入同一模型之中, 实证检验中国企业的海外并购是否真的不同于其他国家, 得出如下结论: 第一, 中美两国企业的海外并购在市场寻求方面不存在显著差异, 这一结论回应了关于中国试图通过并购占领目标国市场的指责。第二, 政府主导的并购通常倾向于选择资源丰富的目标国, 中美两国的国有企业在资源寻求方面并没有显著不同。这一结论回应了关于中国在部分发展中国家存在“资源掠夺”行为的不实之词。第三, 中国企业倾向于进入廉洁程度较高的目标国开展并购活动。第四, 相较于美国企业而言, 中国企业确实更倾向于并购企业规模更大、负债率更高但拥有更多专利的目标企业。中国企业不太注重目标企业的财务表现而更看重企业技术水平, 这说明中国企业的海外并购具有强烈的技术寻求动机。第五, 中国国有企业受到诸如“一带一路”倡议等政策性影响, 存在一定的政策驱动动机。第六, 中国企业在海外并购中支付的并购价格并没有显著高于美国企业。这一发现也反驳了中国企业在全世界并购市场中提高并购价格以赢得并购标的的论调。

在当前以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下, 对外并购已成为政府在更高水平开放中打通国内国际双循环联动的堵点, 并以此促进对外投资高质量发展的重要方式。本文的研究结论对于正确理解和回应中国企业海外投资过程中遇到的各种阻碍具有一定的现实意义。比如, 中国企业在开展海外并购时, 经常被怀疑是否是市场行为。本文的结论表明, 同美国企业一样, 中国企业同样受目标国市场、资源、制度因素的驱动。虽然中国企业不太关注目标企业的财务表现, 而更注重目标企业的技术水平, 中国企业有着更为强烈的技术寻求动

^① 具体计算公式为: $\frac{\text{并购交易价格} - \text{收购股权比例} \times \text{目标企业总资产}}{\text{收购股权比例} \times \text{目标企业总资产}}$ 。

机,但这与中国经济所处的特定发展阶段有关。现阶段,中国企业的技术水平与美国企业相比存在一定程度的差距,海外并购就成为中国企业获取先进技术和管理团队,以及提升企业经营绩效和生产技术的重要渠道。与同属新兴大国的印度相比,印度也倾向于前往发达国家进行并购以寻求技术资源(Buckley 等, 2012)。技术寻求并非中国企业所特有的并购动机。

本文的研究框架对于探索新兴经济体的海外并购动机具有普遍意义。本文利用微观企业数据考察了中国企业在海外并购上的微观行为,但仍存在进一步研究的空间。例如,伴随着交通、通讯技术的发展以及贸易成本的下降,生产阶段越来越分散,全球价值链分工成为国际生产与分工的新范式,跨国企业倾向于在全球布局其各价值链环节的投资,处于不同价值链环节(生产、研发和营销,或者上游与下游)的海外并购企业对目标国也会存在差异化的需求,那么其海外并购的动因是否也存在系统性差异。

通过考察中国企业的海外并购行为,发现现阶段中国企业的海外并购还存在一定问题。例如,中国企业的海外并购不太关注目标企业的财务表现而更看重目标企业的技术水平。但考虑到海外并购涉及资金量较大,投资不确定性较高,其本身涉及的风险也较大,中国企业在海外并购前应做好事前尽职调查,全面评估目标企业的财务表现,或者聘请第三方机构对其进行全方位评估。中国并购企业应避免盲目追求目标企业的技术水平而忽视了其财务上的风险。此外,中国企业更偏好并购目标国的技术型行业企业,从技术获取动机敏感的角度来说,目标国出于保护本国企业技术研发成果的目的,往往对于中国在该类行业的并购敏感性更高。因此,政府可以与目标国建立良好的双边关系(如增加领导人对该国的访问频次、增加非官方的交流活动),释放双边友好的信号,加深目标国对中国并购的了解,减轻并购阻力。企业也应时刻关注目标国对于该类行业并购的态度,建立预警机制,增强风险防范意识和管理,降低不必要的并购成本。

参考文献:

- [1]韩永辉,王贤彬,韦东明,等. 双边投资协定与中国企业海外并购——来自准自然实验的证据[J]. 财经研究, 2021, (4): 33-48.
- [2]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, (9): 21-40.
- [3]蒋冠宏,蒋殿春,蒋昕桐. 我国技术研发型外向 FDI 的“生产率效应”——来自工业企业的证据[J]. 管理世界, 2013, (9): 44-54.
- [4]李洪,叶广宇. 并购顾问与中国企业海外并购溢价——基于关系结构的分析[J]. 软科学, 2020, (5): 57-63.
- [5]刘青,陶攀,洪俊杰. 中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角[J]. 经济研究, 2017, (1): 28-43.
- [6]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.
- [7]邱立成,杨德彬. 中国企业 OFDI 的区位选择——国有企业和民营企业的比较分析[J]. 国际贸易问题, 2015, (6): 139-147.
- [8]王恕立,向姣姣. 制度质量、投资动机与中国对外直接投资的区位选择[J]. 财经研究, 2015, (5): 134-144.
- [9]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): 126-142.
- [10]吴福象,汪丽娟. 解码中国 OFDI: 历史轨迹、发展潜力与布局优化——基于国内国际双循环视角[J]. 经济学家, 2021, (4): 70-79.
- [11]吴先明,黄春桃. 中国企业对外直接投资的动因: 逆向投资与顺向投资的比较研究[J]. 中国工业经济, 2016, (1): 99-113.

- [12] 闫雪凌, 林建浩. 领导人访问与中国对外直接投资[J]. 世界经济, 2019, (2): 147-169.
- [13] 杨校美, 张诚. 要素禀赋、政策倾斜与中国对外直接投资——基于省级面板数据的分析[J]. 国际贸易问题, 2014, (5): 124-134.
- [14] 赵云辉, 陶克涛, 李亚慧, 等. 中国企业对外直接投资区位选择——基于 QCA 方法的联动效应研究[J]. 中国工业经济, 2020, (11): 118-136.
- [15] 钟宁桦, 温日光, 刘学悦. “五年规划”与中国企业跨境并购[J]. 经济研究, 2019, (4): 149-164.
- [16] Arslan A, Tarba S Y, Larimo J. FDI entry strategies and the impacts of economic freedom distance: Evidence from Nordic FDI in transitional periphery of CIS and SEE[J]. *International Business Review*, 2015, 24(6): 997-1008.
- [17] Bertrand O, Mucchielli J L, Zitouna H. Location choices of multinational firms: The case of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Economic Integration*, 2007, 22(1): 181-209.
- [18] Buckley P J, Clegg L J, Cross A R, et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4): 499-518.
- [19] Buckley P J, Clegg L J, Voss H, et al. A retrospective and agenda for future research on Chinese outward foreign direct investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 2018, 49(1): 4-23.
- [20] Buckley P J, Cross A R, Tian H, et al. An investigation of recent trends in Chinese outward direct investment and some implications for theory[R]. Leeds: Centre for International Business University of Leeds, 2006.
- [21] 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.
- [22] Chen C, Tian W, Yu M J. Outward FDI and domestic input distortions: Evidence from Chinese firms[J]. *The Economic Journal*, 2019, 129(624): 3025-3057.
- [23] Deng P. Outward investment by Chinese MNCs: Motivations and implications[J]. *Business Horizons*, 2004, 47(3): 8-16.
- [24] Fuest C, Hugger F, Sultan S, et al. Chinese acquisitions abroad: Are they different[R]. CESifo Working Paper No.7585, 2019.
- [25] Kandilov I T, Leblebicioğlu 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.
- [26] Karolyi G A, Liao R C. State capitalism's global reach: Evidence from foreign acquisitions by state-owned companies [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42: 367-391.
- [27] Kogut B, Singh H. The effect of national culture on the choice of entry mode[J]. *Journal of International Business Studies*, 1988, 19(3): 411-432.
- [28] Kolstad I, Wiig A. What determines Chinese outward FDI?[J]. *Journal of World Business*, 2012, 47(1): 26-34.
- [29] Nagano M. Similarities and differences among cross-border M&A and greenfield FDI determinants: Evidence from Asia and Oceania[J]. *Emerging Markets Review*, 2013, 16: 100-118.
- [30] Peng M W, Wang D Y L, Jiang Y. An institution-based view of international business strategy: A focus on emerging economies[J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 39(5): 920-936.
- [31] Ramamurti R. What is really different about emerging market multinationals?[J]. *Global Strategy Journal*, 2012, 2(1): 41-47.
- [32] Sonenshine R, Reynolds K. Determinants of cross-border merger premia[J]. *Review of World Economics*, 2014, 150(1): 173-189.
- [33] Vasconcellos G M, Kish R J. Factors affecting cross-border mergers and acquisitions: The Canada-U. S. experience[J]. *Global Finance Journal*, 1996, 7(2): 223-238.

[34]Vasconcellos G M, Kish R J. Cross-border mergers and acquisitions: The European-US experience[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 1998, 8(4): 431–450.

[35]Vogiatzoglou K. The triad in southeast Asia: What determines U. S., EU and Japanese FDI within AFTA?[J]. *Asean Economic Bulletin*, 2008, 25(2): 140–160.

Are There Systematic Differences in Overseas M&As between China and the United States?

Wang Kui¹, Zhou Jing², Hu Feng³

(1. *School of Economics, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430073, China*; 2. *School of International Trade and Economics, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China*;
3. *Global Value Chain Research Center, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China*)

Summary: In the process of the vigorous development of China's overseas M&As, we have often been restricted or boycotted in target countries. Critics claim that overseas M&As under China's economic model is driven by non-market-oriented behavior, or that their acquisitions are motivated strategically with the objective to gain market dominance or to increase China's political influence in target countries. The international suspicion about overseas M&As of Chinese companies inspired us. Are there systematic differences in overseas M&As between China and other countries? Is it reasonable to question China's overseas M&As without comparison?

Therefore, from the perspectives of motivation and price, this paper uses a large deal-level dataset to investigate whether Chinese foreign acquisitions differ from cross-border investment coming from the United States, and responds to the suspicion. It is found that there is no significant difference between Chinese and American companies in market seeking; in terms of resource seeking, compared with American state-owned companies, the natural resource factors of target countries do not significantly affect Chinese state-owned companies; in terms of system, it is not found that Chinese companies prefer target countries with low system quality. However, there are some differences between Chinese and American companies in the following dimensions: Chinese companies prefer to purchase targets with larger scale, higher debt ratio but more patents, and they have strong technology-seeking motivation; Chinese state-owned companies are driven by government policies to a certain extent. Further analysis shows that Chinese companies do not pay higher M&A prices than American companies in overseas M&As. In general, the characteristics of overseas M&As of Chinese companies meet the specific needs of China's current economic development.

The contributions of this paper are as follows: Firstly, based on the mainstream foreign direct investment motivation theory and combined with the economic reality of developing countries, this paper constructs a unified and comparable research framework, and uses the Logit model to bring Chinese and American overseas investment into this research framework, which makes the analysis have a certain theoretical basis. The framework not only expands the application scope of the motivation theory of FDI, but also provides new ideas and empirical reference for international comparison. Secondly, comparing the overseas M&As of Chinese companies with American companies, this paper responds to many international suspicion about the overseas M&As of Chinese companies, and helps to deepen the understanding of China's overseas M&As.

Key words: overseas M&As; M&A motivation; M&A prices

(责任编辑 景 行)