

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2021.04.002

# 互联互通会提高企业跨国并购的成功率吗?

## ——中国企业在“一带一路”沿线跨国并购的经验证据

张 珺, 韩 玫

(暨南大学 经济学院, 广东 广州 510632)

**摘 要:** 跨国并购可以使企业更充分地发挥自身的优势, 更好地利用国际国内两个市场、两种资源, 更有效地推动国内国际双循环的相互促进。跨国并购的成败不仅与企业经营管理能力有关, 也受到国际关系的影响, 母国与东道国之间的互联互通有利于企业跨国并购的成功; 不同类型的并购企业或并购目标企业不同区域的跨国并购可能有不同的成功率, 且互联互通对并购成功率的提升效应也具有异质性。以 2009—2019 年中国企业在“一带一路”沿线的跨国并购事件为样本, 基于五通指数从政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通 4 个方面衡量两国间的互联互通水平, 实证分析表明: 中国与东道国政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通水平的提高对中国企业跨国并购成功率具有正向影响, 其中设施联通和经贸融通的促进作用更为明显; 中国国有企业在“一带一路”沿线跨国并购的成功率比非国有企业的成功率低, 并购企业的国有身份会弱化政策沟通和民心相通对并购成功率的提升作用、强化设施联通和经贸融通对并购成功率的提升作用; 并购目标企业属于敏感行业的并购成功率低于不属于敏感行业的并购成功率, 属于敏感行业会弱化政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通对并购成功率的提升作用, 且这种弱化效应对国有并购企业更为显著; 在东南亚和西亚地区, 中国与东道国政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通水平提高对中国企业跨国并购成功率的影响存在明显的异质性。因此, 应不断深化推进与世界各国的“五通”建设, 通过国家间的互联互通改善企业对外经贸合作的宏观条件和市场环境; 对外经贸合作要坚持互利共赢的原则, 以利益共同体的发展推动人类命运共同体的构建; 进一步落实国有企业市场主体地位, 积极塑造国有企业“真正市场主体”形象; 重视互联互通状况对企业跨国并购的影响, 合理选择适宜的东道国和目标企业。

**关键词:** 跨国并购; 互联互通; “一带一路”建设; “五通”; 国有企业; 敏感行业

**中图分类号:** F125; F271.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1674-8131(2021)04-0018-16

\* 收稿日期: 2021-05-05; 修回日期: 2021-06-19

**基金项目:** 国家社会科学基金一般项目(20BGJ034); 教育部人文社会科学研究一般项目(17YJA790092); 暨南领航计划(19JNLH06); 广州南沙自由贸易试验区研究基地资助

**作者简介:** 张珺(1976), 女, 江西抚州人; 副教授, 博士, 硕士研究生导师, 主要从事世界经济问题研究。韩玫(1996), 女, 福建福州人; 硕士研究生, 主要从事国际贸易研究。

## 一、引言

面对世界百年未有之大变局和新时代社会主要矛盾的转化,党中央提出要“加快构建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”。作为最重要的微观经济主体,企业是构建双循环新发展格局的实践主体,但企业行为不仅仅取决于其自身的资源禀赋和竞争优势,还会受到宏观经济及市场环境的影响。在市场经济中,企业并购是普遍现象。并购可以使企业通过协同效应(如规模经济、优势互补效应、市场势力效应和纵向一体化效应等)更好地配置资源和占领市场,尤其是跨国并购能够更好地利用国际国内两个市场、两种资源,提升全球价值链地位,推动国内国际双循环的相互促进。跨国并购不但对并购企业本身有一定要求,需要同时拥有所有权优势、内部化优势以及区位优势才能进行跨国并购;而且,由于并购企业与被并购企业处于不同的国家,两国之间在政治、经济、社会、文化等各领域的关系也会对并购的成败和效果产生重要的影响。本文将国家之间在宏观层面加强政策、经贸、文化以及基础设施等各方面的联系和交流统称为“互联互通”,用“互联互通水平”代表各方面联系和交流的状态和程度。那么,两国之间在宏观层面上的互联互通会对微观企业的并购行为产生怎样的影响,成为需要深入研究的重要课题。

跨国并购理论随着多次并购浪潮的出现而不断深化发展,从横向并购理论到纵向并购理论和混合并购理论,已形成较为完善的理论体系。跨国并购在中国的起步较晚,但发展势头迅猛。发达国家较为完善的制度环境、良好的营商环境、先进的技术和管理经验以及旺盛的市场需求使其成为中国企业跨国并购的首选目的地,因而国内对跨国并购的早期研究更多的是针对中国企业对欧美等发达国家企业的并购,主要探讨了宏观层面因素(如并购双方的制度、制度距离、文化差异等)和微观层面因素(如企业财务、所有制以及企业成长性等)对企业跨国并购行为的影响(谢昊等,2014;李诗等,2017;王谦,2004;段明明等,2011;宋扬,2015;Shi,2014;吴静芳等,2008)<sup>[1-7]</sup>。其中,专门针对企业跨国并购成败的研究不多,主要分别探讨了经验、制度、政治、文化、战略动机、企业属性等对中国企业跨国并购成败的影响(贾镜渝等,2015;李元旭等,2016;李诗等,2016;陈岩等,2018;贾镜渝等,2016;冯正强等,2021;朱华,2017)<sup>[8-14]</sup>。这些文献虽然也涉及国家间互联互通水平对企业跨国并购成败的影响,但都是从互联互通的某一个或几个方面来分别进行考察的,缺乏从整体视角上的深入研究。

“一带一路”倡议提出后,中国企业在“一带一路”沿线的跨国并购项目数量和规模都快速增长,相关研究也日益增多。其中,关于中国企业在“一带一路”沿线跨国并购影响因素的研究,也主要是分别从制度、文化、政治、企业属性以及基础设施等方面展开(康萍等,2019;张艾莲等,2018;郭毅等,2018;葛璐澜等,2020;李青等,2020;陈武元等,2020;潘志斌等,2018;张娟,2017;黄亮雄等,2018;李亚波,2018;周婷婷等,2021;周丽萍等,2019)<sup>[15-26]</sup>,而且关于互联互通对中国企业在“一带一路”沿线跨国并购成败的影响还鲜有研究。

2016年11月,习近平主席在亚太经合组织工商领导人峰会上发表的主旨演讲中指出:“3年前,我提出‘一带一路’倡议,就是要以互联互通为着力点,促进生产要素自由便利流动,打造多元合作平台,实现共赢和共享发展”<sup>[27]</sup>。2017年5月,习近平主席在“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上的演讲又强调,“一带一路”建设逐渐从理念转化为行动,从愿景转变为现实,建设成果丰硕——这是政策沟通不断深化的4年、设施联通不断加强的4年、贸易畅通不断提升的4年、资金融通不断扩大的4年、民心相通不断促进的4年<sup>[28]</sup>。可见,“一带一路”建设实践为深入研究国家间的互联互通对企业跨国并购成败的影响提供了很好的素材。基于此,本文在从理论上探讨政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通对企业跨国并购成败的影响的基础上,利用五通指数来反映国家间的互联互通水平,以“全球并购交易分析库(BvD-Zephyr)”中2009—2019年中国企业在“一带一路”沿线的跨国并购事件为样本,实证检验国家间的互联互通能否显著提高企业跨国并购的成功率,并进一步考察对于不同所有权性质的

并购企业、不同行业和区域的并购目标企业,这种影响是否存在差异,以丰富和拓展跨国并购理论和经验研究,进而为持续推进中国与世界各国的互联互通、有效促进企业跨国并购高质量发展、加快构建双循环新发展格局提供借鉴和启示。

## 二、理论基础和实证方法

### 1. 互联互通对企业跨国并购成败的影响

政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通是对互联互通的具体化系统化描述,在此基础上构建的五通指数则可以反映国家间在政治环境、基础设施、贸易水平、营商环境、金融环境、民间交流等宏观层面上的互联互通水平。企业跨国并购能否成功,与母国与东道国的互联互通状况密切相关,从理论上讲,互联互通水平的提高有利于企业跨国并购的顺利进行。

(1)政策沟通。政策沟通主要是指政府间的高层交流、外交政策、合作机制和条约签订等增进两国间宏观政策融合度和稳定性的制度安排。理性选择制度主义运用交易成本与委托代理理论分析国际政治制度及国家间关系的作用,认为国家之间的合理制度安排有助于降低合法交易成本和不确定性。双边政治制度的建立和友好外交活动能促进对外直接投资的发展(张建红等,2012)<sup>[29]</sup>,对外直接投资往往会偏向于双边签订BIT协定且国家关系良好的东道国(凌丹等,2017)<sup>[30]</sup>。母国与东道国之间良好的政策沟通,会增强双方政治互信,降低跨国并购的交易成本和不确定性,进而有利于并购的成功。

(2)设施联通。设施联通主要是指在交通、通信、能源等领域提高两国间各种交往和合作行为的通达度及便利性的基础设施建设。基础设施建设水平、交通便捷程度和信息通达程度对于跨国并购的目标选择具有重要影响(郭毅等,2018)<sup>[17]</sup>。投资承建东道国的基础设施是中国企业在“一带一路”沿线国家投资的主要方式,获取更多优势资源则是跨国并购的主要动因之一,而交通通信状况的改善有利于资源流动的高效。因此,设施联通将有利于跨国并购的成功和并购后的企业成长。

(3)经贸融通(贸易畅通和资金融通)。本文将贸易畅通和资金融通合在一起,统称为“经贸融通”,一方面是由于两者都属于经济领域,另一方面是因为两者的评价指标具有高度相关性。经贸融通主要是指在贸易、投资、信贷、企业合作等方面促进两国间经贸合作广度和深度的制度及环境建设。融资顺利是保证跨国并购成功的重要因素之一,且外部融资已逐渐成为企业获得资金的重要方式,东道国对母国企业宽松友好的金融、贸易和税收等政策有利于跨国并购的成功。母国与东道国签订经贸合作协议,提升贸易便利度,营造良好的营商环境,共建自由贸易区,促进货币信贷的融通,能有效降低并购双方的信息不对称程度和交易成本,并有利于挖掘深度合作潜力,进而推动跨国并购的顺利完成(董莉军等,2014)<sup>[31]</sup>。

(4)民心相通。民心相通主要是指在文化、教育等方面促进两国间民众友好和企业合作的各种交流活动。长期以来,跨国并购总会遇到各种文化差异问题,尤其是民族文化和企业文化的双重文化差异(Schneider et al,1991)<sup>[32]</sup>,而文化差异是导致跨国并购失败的重要原因,因而作为非正式制度的人文沟通在跨国并购过程中是不可忽视的重要因素。母国与东道国国民之间的交流互信程度会显著影响对外直接投资决策(Bottazzi et al,2010)<sup>[33]</sup>,文化距离会降低企业跨国并购绩效(裴琪等,2019)<sup>[34]</sup>,国民诚信程度越高则并购交易完成的可能性越高(李诗等,2016)<sup>[10]</sup>。

综上所述,母国与东道国加强各领域的互联互通将有利于企业跨国并购的成功和并购后企业的发展。但在具体的跨国并购实践中,企业将面对复杂的国际关系和市场环境,而且并购行为也会因双方的特性以及区位条件的不同而具有显著异质性,因而互联互通对企业跨国并购成功率的提升作用可能会表现出多样性。比如,同一国家的不同企业具有不同的特性(规模、所有权性质、行业属性等),其从事跨国并购的成功率本身就不同,不同领域的互联互通对其跨国并购行为及成功率的影响也不同;而并购目

标企业的特性及其区位差异, 同样也会带来并购成功率的差别以及互联互通效应的异质性。基于上述分析, 本文提出理论假设: 母国与东道国之间互联互通(政策沟通、设施联通、经贸融通和民心相通)的水平越高, 企业跨国并购的成功率越高; 互联互通对跨国并购成功率的提升效应, 会因并购企业或并购目标企业特性及区位的不同而表现出异质性。

## 2. 实证模型与变量选择

本文主要考察中国(母国)与东道国的互联互通水平对中国企业跨国并购成功率的影响, 被解释变量为跨国并购成败情况, 是一个二分类变量。借鉴贾镜渝和李文(2015)、宋林和彬彬(2016)等的研究<sup>[35-36]</sup>, 构建逻辑回归(Logistic Regression, LR)模型来分析影响跨国并购成功率的因素:

$$P(\text{STATUS}=1|X_i) = \frac{1}{1+e^{-\beta X(i)}}$$

其中, 被解释变量  $P(\text{STATUS}=1|X_i)$  代表并购事件在解释变量  $X_i$  的影响下成功的可能性,  $\beta$  为解释变量的回归系数。该模型采用最大似然法来进行方程估计, 系数值显著为正表明该解释变量指标值的增大会提高企业跨国并购的成功率, 反之则会降低跨国并购的成功率。

借鉴李诗等(2017)、陈岩和郭文博(2018)、宋林和彬彬(2016)等的研究<sup>[2][11][36]</sup>, 被解释变量“并购成功”用跨国并购状态是否完成来表示, 具体赋值方法为: 交易状态为“完成”和“推定完成”的并购事件赋值为 1; 交易状态为“撤销”“谣言已撤销”和“已过期”的并购事件赋值为 0; 其余状态(“公告中”“正在进行中”“谣言中”等)的并购事件不在本文的研究范围内。

解释变量有 4 个, 分别为“政策沟通(PI)”“设施联通(II)”“经贸融通(TF)”和“民心相通(CI)”, 数据来源于北京大学“一带一路”五通指数课题组发布的各年度《“一带一路”沿线国家五通指数报告》。两个国家间的五通指数总分为 100 分, 5 个一级指标(政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通)分别为 20 分, 得分越高表明互联互通水平越高。其中, 政策沟通从合作基础、政治互信、合作成果 3 个维度来度量双方在宏观政策上的沟通交流机制的完善程度以及取得共识和互信的程度, 设施联通从交通设施、通信设施和能源设施 3 个维度来度量双方整合人力、物力、财力等资源为双边经贸合作提供物质基础的完善、便利程度, 贸易畅通从贸易环境、畅通程度和产能合作 3 个维度来度量双方投资贸易合作的便利程度和发展水平, 资金融通从金融合作、信贷体系和金融环境 3 个维度来度量双方货币、投融资和信用体系的融合发展程度, 民心相通从旅游活动、科教交流和民间往来 3 个维度来度量双方通过文化交流等活动促进双边合作的民意基础。需要说明的是, 由于五通指数中的贸易畅通和资金融通都是对两国经贸关系的刻画, 且这两个指标下的二级和三级指标具有较强的相关性(经过 Pearson 相关性检验, 这两个一级指标相关系数达到 0.776), 因此本文将这两个高度相关的指标合并为“经贸融通”, 以减少解释变量相关性带来的估计偏误。具体做法参考刘娟(2020)的研究<sup>[37]</sup>, 取贸易畅通和资金融通两者得分的均值来衡量“经贸融通”。同时, 由于 2009 年至 2013 年的五通指数尚未发布, 本文按年度平均增长率补足 2009 年至 2013 年的数据(刘娟, 2020)<sup>[37]</sup>。

参照李诗等(2017)、陈岩和郭文博(2018)、朱华(2017)等的研究<sup>[2][11][14]</sup>, 从国家层面、行业层面和企业交易层面选取以下控制变量:

(1)“地理距离(*geo*)”, 即中国与东道国之间的地理距离, 根据“Geo\_Cepii 数据库”中的经纬度计算(取自然对数)。理论上讲, 母国与东道国的地理距离增加, 会提高并购交易成本和信息不对称程度以及跨国公司在海外设立分支机构所需支付的运输、通信等成本, 不利于跨国并购的完成, 对跨国并购的绩效也有负向影响(乔璐等, 2020)<sup>[38]</sup>。

(2)“东道国市场(*dgd*)”, 即东道国经济发展水平和市场购买力, 用“世界银行 WDI 数据库”中相应国家的人均 GDP 来衡量(取自然对数)。理论上讲, 东道国的经济发展水平越高、市场规模越大, 则商

贸制度和环境越完善,可供选择并购的公司数目也越多,故跨国公司会更倾向于选择经济发展水平较高和市场购买力较大的国家作为跨国并购的东道国(Cuyvers et al, 2011)<sup>[39]</sup>。

(3)“汇率(*exch*)”,即中国与东道国的汇率,数据来源于“国际货币基金组织数据库”。理论上讲,当本国货币贬值时,会激励境外资本更多流入。因此,母国汇率水平的降低可能有利于企业跨国并购的成功。

(4)“行业相关(*industry*)”,为虚拟变量,用以判别并购双方是否属于相关行业。根据“全球并购交易分析库”中的数据,匹配 Acquiror primary US SIC code 与 Target primary US SIC code 的前两位数字,若相同则赋值为 1,不相同则赋值为 0。若被并购方所属行业与并购方不同,被并购方股东通常会认为行业不相关的并购组合会带来不经济,进而损害到股东利益(Flanagan, 1996)<sup>[40]</sup>。因此,当并购双方属于相关行业时,跨国并购行为更容易达成。

(5)“并购金额(*value*)”,数据来源于“全球并购交易分析库”(取自然对数)。为防止企业垄断行为,各国对外资并购的规模均有较为严格的限制,因此并购金额越高,对跨国并购成功率的负面影响越大(单宝, 2010)<sup>[41]</sup>。

(6)“专业顾问(*vendor*)”,为虚拟变量,用以判别并购交易中是否有第三方专业团队的帮助,数据来源于“全球并购交易分析库”中的代理数据,若代理栏中有公司名(不限 1 家)则该变量赋值为 1,无公司名则赋值为 0。由于并购双方处于不同国家,并购方往往对东道国的投资环境、监管审批、财税制度等不熟悉,因此聘请专业咨询机构能够帮助并购企业更好地融入当地的商业环境,有利于提高并购成功率(罗书宏, 2011; Huang et al, 2016)<sup>[42-43]</sup>。

基于上述变量选择(参见表 1),构建如下基础模型来检验中国与东道国互联互通水平的提高能否提高中国企业跨国并购的成功率:

$$P(STATUS=1|X_i) = \beta_0 + \beta_1 PI_{hj} + \beta_2 II_{hj} + \beta_3 FT_{hj} + \beta_4 CI_{hj} + \beta_5 geo_{hj} + \beta_6 dgdP_j + \beta_7 exch_{hj} + \beta_8 industry_b + \beta_9 value_b + \beta_{10} vendor_b + \varepsilon_{hj}$$

其中,下标  $h$  代表母国变量,  $j$  代表东道国变量,  $hj$  代表母国与东道国相关联变量,  $b$  代表行业层面、交易层面变量,  $\varepsilon_{hj}$  为残差。

同时,为进一步检验互联互通对中国企业跨国并购成功率影响的异质性,本文主要从并购企业的所有权性质、并购目标企业的行业属性及其所在区域等 3 个方面进行考察。之所以选择所有权性质(是否国有企业)作为中国并购企业的特征变量,主要是出于两方面的考虑:一是中国企业在“一带一路”沿线的跨国并购中,国有企业占有重要地位,尤其是大型国企凭借其雄厚的资金和规模频繁进行并购活动,例如国家电网在多国收购电网股权并积极参与其电网基建。二是国有企业身份对跨国并购成败的影响较大。一些国家的政府和企业认为国有企业凭借所有制套利和时机套利进行跨国并购,会不公平地挤占其国内投资,从而对中国国有企业的进入进行限制和防范,导致国有企业的跨国并购成功率较低<sup>①</sup>。选择行业属性(是否属于敏感行业)作为并购目标企业的特征变量,则是由于东道国政府通常会对其敏感行业进行一定程度的保护以保障国家经济运行的安全和稳定,导致中国企业对其属于敏感行业的企业并购可能面临更多的限制和约束,并购成功率相对较低,互联互通的积极作用也可能受到限制。选择区位条件(所在区域)作为并购目标企业的另一特征变量,是因为样本国家(“一带一路”沿线国家)的空间分布广泛,国家间地缘政治关系复杂,处于不同区域的国家(如东南亚地区和西亚地区)经济发展水平、投资环境以及与中国的经贸关系等也各不相同,进而会对跨国并购的成功率以及互联互通的经济效应产生较大影响。

① 本文样本中,国有企业的跨国并购成功率为 63.22%,低于 75.5% 的平均成功率。

具体检验方法如下:(1)设置虚拟变量“国有企业”,若中国的并购企业为国有企业赋值为1,否则赋值为0;将“国有企业”及其分别与“政策沟通”“设施联通”“经贸融通”和“民心相通”的交互项加入基础模型,通过调节效应检验来验证与其他企业相比,国有企业跨国并购的成功率以及互联互通对并购成功率的影响是否存在显著差异。(2)设置虚拟变量“敏感行业”<sup>①</sup>,若并购目标企业属于敏感行业赋值为1,否则赋值为0<sup>②</sup>;将“敏感行业”及其分别与“政策沟通”“设施联通”“经贸融通”和“民心相通”的交互项加入基础模型,通过调节效应检验来验证与其他企业相比,并购目标企业属于敏感行业时跨国并购的成功率以及互联互通对并购成功率的影响是否存在显著差异。(3)选取并购事件数量和金额较多的东南亚地区和西亚地区,构建“东南亚样本”和“西亚样本”<sup>③</sup>,分别进行模型估计,以检验中国企业跨国并购的成功率以及互联互通影响并购成功率的区域异质性。

表 1 主要变量说明及数据来源

变量	变量测度	数据来源	预期符号	
被解释变量	并购成功	完成状态赋值为1,未完成状态赋值为0	全球并购交易分析库	
解释变量	政策沟通	中国与东道国的政策沟通度	“一带一路”沿线国家五通指数报告	+
	设施联通	中国与东道国的设施联通度	“一带一路”沿线国家五通指数报告	+
	经贸融通	中国与东道国的经贸融通度	“一带一路”沿线国家五通指数报告	+
	民心相通	中国与东道国的民心相通度	“一带一路”沿线国家五通指数报告	+
控制变量	地理距离	中国与东道国的地理距离(取自然对数)	Geo_Cepii 数据库	-
	东道国市场	东道国人均GDP(取自然对数)	世界银行WDI数据库	+
	汇率	中国与东道国的汇率	国际货币基金组织数据库	-
	行业相关	并购双方属于相关行业赋值为1,否则赋值为0	全球并购交易分析库	+
	并购金额	并购交易金额(取自然对数)	全球并购交易分析库	-
调节变量	专业顾问	并购交易中有专业顾问赋值为1,否则赋值为0	全球并购交易分析库	+
	国有企业	并购方为国有企业赋值为1,否则赋值为0	全球并购交易分析库	-
	敏感行业	被并购方属于敏感行业赋值为1,否则赋值为0	全球并购交易分析库	-

① 敏感行业主要有四类:一是战略性自然资源行业,包括能源(煤、石油和天然气)和其他稀缺资源(矿石、稀土、化肥)行业;二是国防相关行业;三是金融行业,包括关系国家经济稳定的保险、银行、证券与资产管理机构;四是电信行业。在本文样本中,涉及敏感行业的并购事件占总量的21%,其成功率低于非敏感行业;其中,敏感行业集中于能源矿产资源类行业,且其成功率低于其他三个敏感行业(国防、金融和电信行业)。

② 根据并购行业代码的前两位进行判别,属于战略性自然资源(编码67)、国防(编码34)、金融(编码60)和电信(编码49)四大敏感行业的赋值为1,否则赋值为0。

③ 在本文样本中,中国企业在东南亚地区和西亚地区的跨国并购成功率为68%和73%,低于总体的平均成功率75.5%。

### 3. 样本选择与数据处理

本文的研究样本为 2009—2019 年中国企业在“一带一路”沿线的跨国并购事件。对“全球并购交易分析库”的并购事件进行检索,以中国企业对“一带一路”沿线国家企业的并购事件为初始样本,并参照胡徽娜(2016)、张弛和余鹏翼(2017)等的研究对原始数据进行如下筛选<sup>[44-45]</sup>:(1)并购方式为跨境并购,并购方为中国内地公司(不包括中国香港地区、中国澳门地区和中国台湾地区的企业),被并购方及其母公司为“一带一路”沿线国家企业;(2)并购宣布完成或失败日期在 2009 年 1 月 1 日到 2019 年 12 月 30 日之间(从 2009 年开始是由于此前的跨国并购样本很少且交易信息披露不完全);(3)并购交易已结束且为非重复案例;(4)考虑到“一带一路”倡议提出时间较短,为扩充样本,并购方除了中国内地的企业以外,保留注册地在百慕大群岛、开曼群岛、维尔京群岛等地但主营业务和主要资产集中在中国内地的企业(如阿里巴巴、小米等);(5)剔除部分数据缺失样本。通过以上筛选,得到中国在 44 个“一带一路”沿线国家的 498 起跨国并购样本。

对 498 起跨国并购样本按被并购方区域进行分类的结果见表 2,表 3 报告了主要变量的描述性统计结果,并区分了跨国并购成功和失败样本。总体而言,并购成功率达 75.5%,高于波士顿咨询公司公布的中国买家海外并购交易完成率(67%)<sup>①</sup>。成功样本的“政策沟通”“设施联通”“经贸融通”和“民心相通”的均值均明显高于失败样本,表明当中国与东道国的互联互通水平较高时,跨国并购更容易成功。从中国与各东道国互联互通水平的差异来看,“经贸融通”的差异最大(标准差达到 0.54)，“政策沟通”和“民心相通”次之(标准差接近 0.4)，“设施联通”的差异最小。在控制变量中,“地理距离”(标准差为 3.45)和“东道国市场”(标准差为 3.76)的差异较大,表明各样本东道国与中国在地理距离和经济发展水平上存在显著差异。在市场购买力方面,成功样本的“东道国市场”(人均 GDP)高于失败样本,表明在经济发展水平较高国家的跨国并购成功率较高。并购双方属于相关行业的样本比例为 67%,说明中国企业的跨国并购更倾向于相关行业。样本的并购交易金额差异性很大,成功样本的并购金额均值高于失败样本。有专业顾问的样本占比为 67%,且成功样本中有专业顾问的比例(87%)显著高于失败样本(24%),说明中国企业在跨国并购中较多选择了聘请专业咨询机构,且专业咨询机构也发挥了积极作用,可以帮助企业并购成功。

表 2 样本被收购方的区域分布

区域	成功数	失败数	占比/%	成功率/%	并购金额/千美元
东南亚(10 国)	137	64	40.44	68.16	17 264 242
西亚(13 国)	83	30	22.74	73.45	18 273 882
南亚(3 国)	69	8	15.49	89.61	11 345 827
中亚(2 国)	30	6	7.24	83.33	9 284 293
独联体(5 国)	28	5	6.64	84.85	6 372 992
中东欧(11 国)	24	8	6.44	75.00	3 472 983
东亚(蒙古国)	5	1	1.21	83.33	1 028 384
总计(平均)	376	122	100.00	75.50	67 042 603

① 本文以“全球并购交易分析库”中的并购成败为准,对一些当年已并购成功但过了几年就撤资的情况,由于难以区分而没有单独进行分类讨论。

表3 主要变量的描述性统计

变量	N=498(全样本)				N=122(失败)		N=376(成功)	
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	均值	标准差
并购成功	0.76	0.302	0	1				
政策沟通	11.72	0.40	3.60	18.07	5.34	0.76	12.44	0.34
设施联通	10.06	0.26	6.19	18.52	9.47	0.23	14.55	0.26
经贸融通	12.25	0.54	6.20	19.83	8.34	0.76	16.12	0.53
民心相通	11.98	0.34	7.20	18.31	4.28	0.67	12.11	0.53
地理距离	17.34	3.45	9.36	23.54	19.34	4.56	13.94	1.23
东道国市场	7.24	3.76	2.56	11.45	7.23	2.76	8.65	0.78
汇率	6.12	2.89	4.57	9.36	6.24	1.23	8.43	2.34
行业相关	0.67	0.76	0	1	0.55	0.87	0.76	0.27
并购金额	56.85	2.34	12.65	86.45	33.46	5.35	79.24	9.65
专业顾问	0.67	0.55	0	1	0.24	2.34	0.87	1.46

### 三、实证检验结果

#### 1. 变量相关性检验

为避免变量间多重共线性带来估计偏差,首先对变量间的相关性进行检验。本文分别计算了解释变量和控制变量的 Pearson 相关系数矩阵及其方差膨胀因子(见表4、5、6),结果表明,变量间不存在严重的多重共线性,可以进行回归分析。

表4 解释变量间的相关系数

变量	政策沟通	设施联通	经贸融通	民心相通
政策沟通	1			
设施联通	0.46	1		
经贸融通	0.29	0.49	1	
民心相通	0.35	0.48	0.55	1

表5 控制变量间的相关系数

变量	地理距离	东道国市场	汇率	行业相关	并购金额	专业顾问
地理距离	1					
东道国市场	0.75	1				
汇率	0.08	0.21	1			
行业相关	0.33	0.31	-0.32	1		
并购金额	0.27	0.28	0.32	0.32	1	
专业顾问	0.32	0.06	0.43	0.65	0.38	1

表6 主要变量的方差膨胀因子

	政策沟通	设施联通	经贸融通	民心相通	地理距离	东道国市场	汇率	行业相关	并购金额	专业顾问
VIF	4.563 2	3.457 3	6.384 6	5.375 2	1.374 6	2.475 6	3.583 2	1.385 6	1.385 6	1.047 3
1/VIF	0.219 1	0.289 2	0.156 6	0.186 0	0.727 5	0.403 9	0.279 1	0.721 7	0.721 7	0.958 4

## 2. 基础模型全样本检验

表7是基于全样本的检验结果,其中模型1~4分别加入解释变量“政策沟通”“设施联通”“经贸融通”和“民心相通”,模型5同时加入4个解释变量。所有模型的 $\chi^2$ 统计量都在1%水平上显著,表明可以拒绝模型中全部系数为0的原假设。回归结果表明,与东道国互联互通水平的提升在总体上提高了中国企业在“一带一路”沿线跨国并购的成功率,其中设施联通和经贸融通的促进效应显著,而政策沟通和民心相通的影响不显著。

具体来看:(1)“政策沟通”的估计系数为正但不显著。“一带一路”倡议提出以来,中国与沿线各国积极构建合作机制、提升伙伴关系,一定程度上有利于企业跨国并购的成功。(2)“设施联通”的估计系数显著为正,表明与东道国基础设施的互联互通可以有效提高中国企业的跨国并购成功率,这与郭毅等(2018)的研究结论一致<sup>[17]</sup>。(3)“经贸融通”的估计系数显著为正,表明与东道国贸易和金融市场的互联互通可以有效提高中国企业的跨国并购成功率。(4)“民心相通”的估计系数在模型4和模型5中分别为负和正,但均不显著。从实际情况来看,中国在“一带一路”沿线跨国并购的失败案例较多发生在文化相近的周边国家,可能是由于并购双方疏于文化上的整合,导致并购过程中以及并购后的文化趋异性反而强于趋同性,影响到民心相通在跨国并购中发挥更为积极的作用。

控制变量中,“地理距离”“并购金额”的估计系数显著为负,“东道国市场”“专业顾问”的估计系数显著为正,“行业相关”的估计系数为正(部分模型显著),“汇率”的估计系数在不同的模型中差异较大。上述结果与理论预期基本相符,表明本文的分析结论具有较高的可信度。

表7 基础模型全样本检验结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
政策沟通	0.187 (1.592)				0.166 (0.436)
设施联通		1.331** (2.193)			0.364*** (3.922)
经贸融通			1.191*** (3.775)		1.221** (2.462)
民心相通				-0.334 (1.002)	0.532 (0.973)
地理距离	-0.852*** (-3.240)	-0.773 (-1.003)	-2.023*** (-3.424)	-1.322** (-2.513)	-0.384* (-1.022)
东道国市场	0.362** (1.915)	1.932** (2.846)	0.664 (0.884)	0.876* (1.875)	1.374*** (3.332)
汇率	0.732 (0.013)	-1.155** (2.134)	1.047* (1.200)	1.763** (2.564)	-0.492 (0.872)
行业相关	0.282** (2.498)	0.362* (1.473)	0.118* (1.284)	0.453 (0.984)	0.302 (0.443)
并购金额	-0.287*** (-3.117)	-0.241* (-1.348)	-0.432** (-2.849)	-0.345*** (-2.247)	-0.274** (-2.234)

续表

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
专业顾问	1.101 *** (3.140)	1.384 *** (3.651)	1.157 ** (2.884)	1.223 ** (2.113)	1.332 ** (2.013)
常数项	2.376 *** (3.464)	1.385 *** (5.003)	2.884 *** (3.243)	4.372 *** (3.375)	1.475 *** (4.223)
Log likelihood	-376.75	-647.33	-806.36	-549.55	-163.88
Prob> $\chi^2$	0.004 4	0.005 5	0.001 8	0.000 8	0.003 3
Pseudo R <sup>2</sup>	0.265	0.444	0.463	0.233	0.229

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著,括号内数值为 z-Statistic,下表同。

### 3. 稳健性检验

借鉴朱华(2017)的研究<sup>[14]</sup>,采用 Probit 模型进行稳定性检验,结果如表 8 所示。虽然 Probit 模型的  $\chi^2$  统计量和 R<sup>2</sup> 拟合度不及 Logit 模型,但也通过了 5% 水平的检验;从变量的估计系数来看,Probit 模型的估计结果与 Logit 模型的估计结果基本一致,表明本文的分析结论具有稳健性。

表 8 稳健性检验结果

变量符	Logit 模型(全样本)	probit 模型(全样本)
政策沟通	0.166(0.436)	0.454(0.184)
设施联通	0.364 *** (3.922)	0.232 *** (3.887)
经贸融通	1.221 ** (2.462)	0.089 ** (2.120)
民心相通	0.532(0.973)	0.189 * (1.556)
控制变量	控制	控制
Log likelihood	-163.88	-112.22
Prob> $\chi^2$	0.003 3	0.023
Pseudo R <sup>2</sup>	0.229	0.177

注:控制变量和常数项的估计结果略,备案,下表同。

### 4. 异质性分析

(1) 国有企业的调节作用。根据表 9 的分析结果:并购企业的国有身份对跨国并购成功率具有显著负向影响,即相比非国有企业,中国的国有企业在“一带一路”沿线跨国并购的成功率较低,这与贾镜渝和李文(2015)、薛琰如等(2016)的研究结果一致<sup>[35][46]</sup>;“国有企业”与“政策沟通”交互项的估计系数显著为负,“国有企业”与“民心相通”交互项的估计系数为负但不显著,表明并购企业的国有身份会弱化政策沟通和民心相通对其跨国并购成功率的提升作用,而较多的国有企业参与是导致政策沟通和民心相通对中国企业在“一带一路”沿线跨国并购成功率的提升作用不显著的可能原因之一;“国有企业”与“设施联通”“经贸融通”交互项的估计系数均显著为正,表明并购企业的国有身份会强化设施联通和经贸融通对其跨国并购成功率的提升作用,这可能是由于国有企业的并购项目通常投资周期较长、资金规模较大、风险较高,并集中于基础设施建设及资源行业,对设施条件和资金融通的要求和依赖更高,因而设施联通和经贸融通水平的提高对其并购成败及项目运行的影响更大。

表 9 国有企业的调节作用检验结果

变量	全样本	全样本
政策沟通	0.334 <sup>*</sup> (1.543)	1.762(0.882)
设施联通	0.224 <sup>***</sup> (3.226)	0.894(0.024)
经贸融通	2.385(0.632)	2.650 <sup>**</sup> (2.086)
民心相通	1.223(1.734)	0.770(0.074)
国有企业	-2.443 <sup>**</sup> (2.908)	-1.298(0.386)
政策沟通×国有企业		-1.984 <sup>*</sup> (-1.764)
设施联通×国有企业		1.759 <sup>**</sup> (2.335)
经贸融通×国有企业		0.395 <sup>*</sup> (1.876)
民心相通×国有企业		-1.745(-0.890)
控制变量	控制	控制
Log likelihood	-333.32	-110.92
Prob>chi 2	0.002 1	0.003 1
Pseudo R <sup>2</sup>	0.188	0.115

(2)敏感行业的调节作用。根据表 10 的分析结果:并购目标企业属于敏感行业对跨国并购成功率具有显著负向影响,即与其他行业相比,当被并购企业属于敏感行业时,中国企业在“一带一路”沿线跨国并购的成功率较低;“敏感行业”与“政策沟通”“设施联通”“经贸融通”“民心相通”交互项的估计系数均显著为负,表明并购目标企业属于敏感行业会弱化互联互通对企业跨国并购成功率的提升作用,即相比其他行业,中国与东道国互联互通水平的提高对被并购企业属于敏感行业的跨国并购成功率的提升作用较弱。进一步根据中国并购企业的所有权性质将“全样本”划分为“国有企业样本”和“非国有企业样本”分别进行检验:在“国有企业样本”中“敏感行业”及其与“政策沟通”“设施联通”“经贸融通”交互项的估计系数均显著为负(与“民心相通”交互项的估计系数为正但不显著),而在“非国有企业样本”中相应系数虽然也为负但均不显著。总体来讲,无论是国有企业还是非国有企业,中国企业在“一带一路”沿线跨国并购的成功率和互联互通对并购成功率的提升效应都会因并购目标企业属于敏感行业而降低,而且这种负面效应对国有企业更为显著,这也进一步表明国有企业在跨国并购中会受到更多限制,进而也使互联互通对其跨国并购成功率的提升效应被削弱。

表 10 敏感行业的调节作用检验结果

变量	全样本	全样本	国有企业样本	非国有企业样本
政策沟通	-0.264 <sup>*</sup> (1.657)	0.941(0.230)	-0.232 <sup>***</sup> (-2.814)	-1.724(-0.051)
设施联通	0.996(0.113)	0.588 <sup>*</sup> (1.048)	-0.624(-0.904)	1.854(0.316)
经贸融通	0.916 <sup>*</sup> (1.762)	0.114 <sup>*</sup> (1.288)	0.977 <sup>***</sup> (2.368)	0.478 <sup>***</sup> (2.938)
民心相通	1.838(0.065)	0.553 <sup>***</sup> (2.693)	1.444(0.167)	1.425 <sup>***</sup> (3.955)
敏感行业	-0.998 <sup>***</sup> (3.006)	-1.343 <sup>***</sup> (-3.119)	-1.14 <sup>**</sup> (-2.079)	-1.097(-0.984)
政策沟通×敏感行业		-2.635 <sup>*</sup> (-1.503)	-0.883 <sup>**</sup> (2.552)	-0.243(-0.525)
设施联通×敏感行业		-0.297 <sup>***</sup> (-2.942)	-0.186 <sup>**</sup> (2.468)	-1.537(0.264)
经贸融通×敏感行业		-1.052 <sup>**</sup> (-2.409)	-0.849 <sup>***</sup> (4.798)	-0.498(-0.807)
民心相通×敏感行业		-3.052 <sup>***</sup> (-2.866)	1.409(0.248)	-0.282(-0.488)

续表

变量	全样本	全样本	国有企业样本	非国有企业样本
Log likelihood	-266.02	-416.11	-255.23	-137.10
Prob>chi 2	0.005 1	0.003 1	0.001 1	0.002 4
Pseudo R <sup>2</sup>	0.188	0.225	0.123	0.187

(3) 区域异质性。根据表 11 的分析结果: 中国与东道国政策沟通水平和设施联通水平的提高对中国企业跨国并购成功率的影响, 在“东南亚样本”中显著为正, 而在“西亚样本”中虽然也为正但不显著; 经贸融通水平的提高对跨国并购成功率的影响, 在两个样本中均显著为正, 不过在“西亚样本”中更为显著; 民心相通水平的提高对跨国并购成功率的影响, 在“东南亚样本”中为负但不显著, 而在“西亚样本”中显著为正; 此外, 中国并购企业的国有身份对跨国并购成功率的影响, 在“东南亚样本”中为正但不显著, 而在“西亚样本”中显著为负。上述结论表明, 母国与东道国之间互联互通对企业跨国并购成功率的影响具有明显的区域异质性。

综上所述, 中国企业在“一带一路”沿线跨国并购的经验证据较好地支持了本文提出的理论假设, 母国与东道国之间互联互通有利于企业跨国并购的成功, 但这种积极作用会由于并购双方特性及区位的不同而表现出异质性。

表 11 区域异质性检验结果

变量	东南亚样本(201 个)	西亚样本(113 个)
政策沟通	0.847*(1.294)	0.581(0.031)
设施联通	1.201*(1.023)	1.940(0.060)
经贸融通	0.948*(1.272)	0.667*** (3.098)
民心相通	-0.243(-0.239)	1.623**(2.348)
国有企业	2.008(0.013)	-1.665*** (3.022)
Log likelihood	-377.22	-447.75
Prob> $\chi^2$	0.002 3	0.002 9
Pseudo R <sup>2</sup>	0.198	0.201

#### 四、研究结论与启示

有条件的企业积极通过跨国并购“走出去”, 可以更充分地发挥自身的优势, 更好地利用国际国内两个市场、两种资源, 进而有效推动国内国际双循环的相互促进。由于并购企业与并购目标企业属于不同的国家, 跨国并购成功与否不仅仅是对企业经营管理能力的考验, 也是对国家间互联互通能力的考验。从理论上讲, 母国与东道国之间在政治、经济、社会、文化等各领域的互联互通水平提高有利于企业跨国并购的成功和绩效增长; 同时, 由于不同类型的并购企业或并购目标企业不同区域从事跨国并购时受到的限制与约束不同, 不但并购成功率具有显著差异, 而且互联互通对并购成功的促进效应也表现出明显的异质性。基于五通指数从政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通 4 个方面衡量两国间互联互通水平, 以 2009—2019 年中国企业在“一带一路”沿线的跨国并购事件为样本的经验分析表明: 母国与东道国政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通的水平越高, 中国企业跨国并购的成功率越高, 其中设施联通和经贸融通的积极作用更为明显; 相比于非国有企业, 中国国有企业在“一带一路”沿线跨国并购的成功率较低, 政策沟通和民心相通对企业跨国并购成功率的提升作用会因中国并购企业的国有身份减

弱,而设施联通和经贸融通对企业跨国并购成功率的提升作用会因中国并购企业的国有身份增强;与非敏感行业相比,并购目标企业属于战略资源、国防、金融和电信等敏感行业时,跨国并购的成功率较低,且政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通对企业跨国并购成功率的提升作用减弱,这种弱化效应对国有并购企业更为明显;母国与东道国政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通水平提高对企业跨国并购成功率的影响,在东南亚和西亚地区存在明显差异。基于上述结论,得到以下启示:

第一,持续深化推进与世界各国的“五通”建设,通过国家间的互联互通不断改善企业开展对外经贸合作的宏观条件和市场环境。“一带一路”倡议的提出,极大地促进了中国与其他沿线国家之间的政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通,使微观经济主体的营商环境不断完善,进而有效促进了企业的对外经贸合作和交流,提高了跨国并购的成功率。因此,应继续推进“一带一路”建设,并推广其“五通”建设经验,加强与世界各国的互联互通,为企业充分发挥自身优势、深度融入全球产业链价值链营造更好的宏观运行环境,进而加快形成双循环新发展格局。当然,也应注意到,世界各国千差万别,虽然互联互通发展潜力巨大,但目前水平不一、侧重点不一,需要因类制宜、因地制宜,采取差异化策略有序推进。

第二,企业对外经贸合作要坚持互利共赢的原则,以利益共同体的发展推动人类命运共同体的构建。无论是并购企业的国有身份,还是并购目标企业的敏感行业属性,其并购成功率相对较低的根本原因在于,东道国政府、企业和民众认为自身利益可能会受损。因此,无论是在并购前的准备宣传中,还是在并购中的实际运作中以及并购后的持续发展中,都应注意维护东道国的合法利益及被并购企业的合理诉求,并积极促进东道国的社会发展,实现利益共享、共同进步。只有这样,才能实现对外经贸的高质量持续发展,为人类命运共同体的构建作出积极贡献。

第三,进一步落实国有企业市场主体地位,积极塑造国有企业“真正市场主体”形象。要深化国有经济体制改革,使国有企业成为按市场经济规律办事的独立的真正的微观市场主体。同时,在政策沟通和民心相通中也应加强相关信息交流和正面宣传,改变其他国家政府、企业及民众对中国国有企业的偏见,降低国有身份对国有企业对外经贸合作的负面影响。对国有企业自身来讲,在跨国并购等对外经贸合作中,既要为国家战略服务,更要遵循市场规则,作为真正的市场主体营造互利互信的合作环境,秉承和平、包容、共赢的发展理念,并努力践行社会责任,寻求与东道国和目标企业之间利益的汇聚点和平衡点,实现可持续发展。

第四,企业在进行跨国并购时要重视互联互通状况对并购的影响,科学选择适宜的东道国和目标企业。可以尽量选择与中国政策沟通、设施联通、经贸融通、民心相通高水平较高的国家,其特点是:在正式制度上(政策和法规)为经济合作开绿灯,消除贸易壁垒,交易成本和投资成本较低;在非正式制度上民意基础较好,社会对中国企业的认可度和欢迎度较高。尤其是国有企业,要尽量选择政策沟通、民心相通水平较高的国家进行投资;还应重视敏感行业的影响,通过文化和政策的沟通协调来促使并购成功。此外,企业在跨国并购前,应制定目标明确的并购计划,并聘请专业机构进行相关准备工作。

本文尝试利用五通指数分析了互联互通水平对中国企业在“一带一路”沿线跨国并购成功率的影响,验证了理论假设,并得出了有价值的研究结论,拓展和丰富了相关研究。但由于数据的限制,本文对异质性的分析仅从并购企业的所有权性质、并购目标企业的行业属性及东道国所在区域3个方面展开,且未对异质性产生的原因进行深入探讨。进一步的研究可从更多方面的异质性展开,并进行更为细致的刻画;同时,也应对异质性产生的原因及其所反映的经济规律进行更为深入的挖掘和提炼,进而得到更有价值的研究结论,为促进中国企业跨国并购的成功和发展提供更具针对性的策略启示。

#### 参考文献:

[1] 谢皓,杨文. 跨国并购中的美国国家安全审查机制研究[J]. 亚太经济,2014(1):59-63.

- [2] 李诗,黄世忠,吴超鹏. 中国企业并购敏感性海外资产的经验研究[J]. 世界经济,2017(3):99-121.
- [3] 王谦. 制度因素对跨国并购投资区位分布影响的实证研究[J]. 国际贸易问题,2004(12):70-75.
- [4] 段明明,杨军敏. 文化差异对跨国并购绩效的影响机制研究:一个整合的理论框架[J]. 科学学与科学技术管理,2011(10):125-133.
- [5] 宋杨. 我国企业跨国并购文化整合研究——以吉利并购沃尔沃为例[D]. 安徽:安徽大学,2015.
- [6] SHI W, MARKOCZY L, STAN C V. The continuing importance of political ties in China[J]. Academy of Management Executive,2014,28(1):57-75.
- [7] 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年—2005年上市公司并购案例[J]. 上海经济研究,2008(4):33-40.
- [8] 贾镜渝,李文,郭斌. 经验是如何影响中国企业跨国并购成败的——基于地理距离与政府角色的视角[J]. 国际贸易问题,2015(10):87-97.
- [9] 李元旭,刘颢. 制度距离与我国企业跨国并购交易成败研究[J]. 财经问题研究,2016(3):94-103.
- [10] 李诗,吴超鹏. 中国企业跨国并购成败影响因素实证研究——基于政治和文化视角[J]. 南开管理评论,2016(3):18-30.
- [11] 陈岩,郭文博. 制度风险与跨国并购成败:大国外交和经济“软实力”的调节作用[J]. 世界经济研究,2018(5):51-64+136.
- [12] 贾镜渝,李文. 距离、战略动机与中国企业跨国并购成败——基于制度和跳板理论[J]. 南开管理评论,2016(6):122-132.
- [13] 冯正强,荆梦. 多维距离对我国矿产资源企业跨国并购成败的影响——地理、经济、制度与文化[J]. 产经评论,2021(1):148-160.
- [14] 朱华. 国有制身份对中国企业海外竞购交易成败的影响研究[J]. 世界经济研究,2017(3):42-55+134-135.
- [15] 康萍,刘戌玄. “一带一路”倡议、制度和差异与跨国并购企业创新绩效[J]. 西安财经学院学报,2019(4):109-115.
- [16] 张艾莲,封军丽,刘柏. 文化和制度距离、跨国并购与“一带一路”投资[J]. 云南财经大学学报,2018(6):38-47.
- [17] 郭毅,陈凌,朱庆虎. “一带一路”国家跨国并购网络关系发展及影响因素研究[J]. 中国软科学,2018(7):129-137.
- [18] 葛璐澜,金洪飞. “一带一路”沿线国家制度环境对中国企业海外并购区位选择的影响研究[J]. 世界经济研究,2020(3):60-71+136.
- [19] 李青,韩永辉,韦东明. 文化交流与企业海外并购——基于“一带一路”孔子学院的经验研究[J]. 国际经贸探索,2020(8):81-96.
- [20] 陈武元,徐振锋,蔡庆丰. 教育国际交流对中国“一带一路”海外并购的影响——基于孔子学院和来华留学教育的实证研究[J]. 教育发展研究,2020(21):37-46.
- [21] 潘志斌,葛林楠. 政治关联、股权性质与海外并购——基于“一带一路”沿线的视角[J]. 华东师范大学学报(哲学社会科学版),2018(5):120-127+176.
- [22] 张娟. 政府在中国企业跨国并购中的作用分析:基于“一带一路”的视角[J]. 国际贸易,2017(2):49-52.
- [23] 黄亮雄,钱馨蓓,李青. 领导人访问与中国企业在“一带一路”沿线国家的海外并购[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报),2018(6):47-60.
- [24] 李亚波. “一带一路”背景下企业所有制身份对海外并购的影响[J]. 企业经济,2018(11):13-22.
- [25] 周婷婷,王舒婷. 财务共享、丝路联结与“一带一路”跨国并购绩效[J]. 南京审计大学学报,2021(3):102-111.
- [26] 周丽萍,张毓卿. 东道国交通设施如何影响中国企业海外并购——基于“一带一路”倡议真实效应的研究[J]. 当代财经,2019(11):14-24.
- [27] 习近平在亚太经合组织工商领导人峰会上的演讲[EB/OL]. (2016-11-20)[2021-05-11]. 新华网,http://www.xinhuanet.com/world/2016-11/20/c\_129370744.htm.
- [28] 习近平在“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上的演讲[EB/OL]. (2017-05-15)[2021-05-11]. 人民网,http://cpc.people.com.cn/n1/2017/0515/c64094-29274601.html.
- [29] 张建红,姜建刚. 双边政治关系对中国对外直接投资的影响研究[J]. 世界经济与政治,2012(12):133-155.

- [30] 凌丹, 张玉芳. 政治风险和政治关系对“一带一路”沿线国家直接投资的影响研究[J]. 武汉理工大学学报(社会科学版), 2017(1):6-14.
- [31] 董莉军, 谢家国. 中国企业跨国并购成败的影响因素[J]. 经济纵横, 2014(1):73-76.
- [32] SCHNEIDER S C, MEYER AD. Interpreting and responding to strategic issues: The impact of national culture[J]. Strategic Management Journal, 1991, 12(4):307-320.
- [33] BOTTAZZI L, DA RM, HELLMANN TF. The importance of trust for investment: Evidence from Venture Capital. NBER Working Paper No. 16923, 2010.
- [34] 裴瑛, 彭飞. 文化距离与中国海外并购绩效: 基于跨国并购经验的实证研究[J]. 经济经纬, 2019(5):72-78.
- [35] 贾镜渝, 李文. 经验与中国企业跨国并购成败——基于非相关经验与政府因素的调节作用[J]. 世界经济研究, 2015(8):48-58+128.
- [36] 宋林, 彬彬. 我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2016(5):98-106.
- [37] 刘娟. 新进入者劣势、累积学习经验与中国对外直接投资——兼论“五通指数”的调节作用[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报), 2020(2):94-109.
- [38] 乔璐, 赵广庆, 吴剑峰. 距离产生美感还是隔阂? 国家间距离与跨国并购绩效的元分析[J]. 外国经济与管理, 2020(12):119-133.
- [39] CUYVERS L, SOENG R, PLASMANS J, et al. Determinants of foreign direct investment in Cambodia[J]. Journal of Asian Economics, 2011, 22(3):222-234.
- [40] FLANAGAN DJ. Announcements of purely related and purely unrelated mergers and shareholder returns: Reconciling the relatedness paradox[J]. Journal of Management, 1996, 22(6):823-835.
- [41] 单宝. 中铝收购力拓股权失败的原因及警示[J]. 国际经贸探索, 2010(1):54-57.
- [42] 罗书宏. 第三方并购尽职调查——中国企业海外并购风险的解决方案[J]. 中国对外贸易, 2011(11):51.
- [43] HUANG P, OFFICER M S, POWELL R. Method of payment and risk mitigation in cross-border mergers and acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 40:216-234.
- [44] 胡微娜. 影响中国企业海外并购成败的因素研究——基于 2008—2014 年数据[D]. 沈阳: 辽宁大学, 2016.
- [45] 张弛, 余鹏翼. 制度距离对中国企业跨国并购绩效影响的差异性——基于水平与垂直并购的比较[J]. 国际经贸探索, 2017(2):44-58.
- [46] 薛球如, 张海亮, 邹平. 所有制差异、套利动机与对外直接投资区位决策——基于矿产资源型国有企业的分析[J]. 经济评论, 2016(2):137-150.

## Can Connectivity Raise the Success Rate of China's Cross-border M&A?: Empirical Evidence of Cross-border M&A of Chinese Enterprises along the Belt and Road

ZHANG Jun, HAN Mei

(School of Economics, Jinan University, Guangzhou 510632, Guangdong, China)

**Abstract:** Cross-border mergers and acquisitions (M&A) can more effectively boost the interactive support of domestic and international circulations by making the enterprises more sufficiently bring self-advantage into fully play and by better making use of domestic and international markets and the two kinds of resources. The

success or failure of the cross-border M&A is not only related to the management ability of the enterprises but also affected by the international relations, therefore, the connectivity between the home countries and the host countries is conducive to the success of cross-border M&A of the enterprises. The cross-border M&A of different types of M&A enterprises or the targeted enterprises are possible to have different success rates, and the improving effect of the connectivity on the success rate of the M&A also has heterogeneity. By taking the cross-border M&A events of Chinese enterprises along the Belt and Road during 2009–2019 as samples, based on five connectivity indexes, this paper measures the connectivity level between China and the host countries from such four perspectives as policy communication, facility connection, economy and trade integration, and people's communication. The empirical analysis shows that the rise of the level of policy communication, facility connection, economy and trade integration, and people's communication has a positive effect on the success rate of the cross-border M&A of Chinese enterprises, among which the boosting effect of facility connection and economy and trade integration is more significant. The success rate of cross-border M&A along the Belt and Road of China's state-owned enterprises is lower than that of non-state-owned enterprises. The state-owned identity of the M&A enterprises can weaken the boosting effect of policy communication and people's communication but can consolidate the boosting effect of facility connection and economy and trade integration on the success rate of the M&A events. The success rate of the M&A of the targeted enterprises which belong to sensitive industries is lower than that of the enterprises which do not belong to sensitive industries. The M&A in the sensitive industries can weaken the boosting effect of policy communication, facility connection, economy and trade integration, and people's communication on M&A's success rate, and this weakening effect is more significant on the M&A of state-owned enterprises. In Southeast Asia and West Asia, the influence of the rise of the level of policy communication, facility connection, economy and trade integration, and people's communication between China and the host countries on the success rate of cross-border M&A of Chinese enterprises has significant heterogeneity. Thus, we should continue to push forward and deepen the "five-connectivity" construction, improve the macro-condition and market environment for foreign economic and trade cooperation of the enterprises, uphold double-win and interactive profitability principle in foreign economic and trade cooperation, use interests community development to boost human destiny community development, further implement the subject position of state-own enterprises, actively shape the real market subject image of state-owned enterprises, emphasize the influence of the connectivity on cross-border M&A, and reasonably select suitable host countries and targeted enterprises.

**Key words:** cross-border M&A; connectivity; the Belt and Road Initiative; five-connectivity; state-owned enterprises; sensitive industries

**CLC number:** F125; F271.4

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2021)04-0018-16

(编辑:朱德东)