

引用格式: 杨波, 万筱雯, 胡梦媛. 中国资源类企业海外并购区位选择研究: 基于东道国制度质量视角[J]. 资源科学, 2020, 42(9): 1788-1800. [Yang B, Wan X W, Hu M Y. Location choice of Chinese resource enterprises' cross-border mergers and acquisitions: A perspective from institutional quality of host countries[J]. Resources Science, 2020, 42(9): 1788-1800.] DOI: 10.18402/resci.2020.09.13

中国资源类企业海外并购区位选择研究 ——基于东道国制度质量视角

杨波, 万筱雯, 胡梦媛

(中南财经政法大学经济学院, 武汉 430073)

摘要: 目前中国国内资源供给较难满足经济快速发展的需求, 越来越多的资源类企业通过海外并购的方式获取国外资源。本文基于东道国制度质量视角, 选取中国资源类企业在29个国家(地区)发生的406起海外并购事件作为研究对象, 分析政治稳定、政府效率和法律制度对中国资源类企业海外并购区位选择的影响。结果表明: ①中国资源类企业偏向选择在政治稳定和效率高的东道国进行海外并购, 东道国较好的法律制度并不能吸引资源类企业海外并购, 并且东道国资源集中度对海外并购区位选择具有调节作用; ②油气行业区位选择主要受政治稳定性的正面影响和法律制度的负面影响, 电力及其他行业主要受政治稳定性和政府效率的正面影响; ③制度质量显著影响国有资源类企业海外并购区位选择, 但是非国有企业海外并购区位选择仅受到政治稳定性的显著影响。因此, 中国资源类企业在海外并购的过程中需要关注东道国的制度质量, 尽量选择政治环境稳定、政府效率较高国家的企业进行海外并购。

关键词: 资源类企业; 海外并购; 区位选择; 制度质量; 政府效率; 政治稳定性

DOI: 10.18402/resci.2020.09.13

1 引言

随着中国经济快速发展, 对于矿产、能源等资源的需求量不断增加, 考虑到国内资源储存量的不足以及可持续发展的要求, 越来越多的中国资源类企业通过海外并购的方式获取海外资源。根据Thomson One全球并购数据库统计, 2002—2017年中国资源类企业海外并购事件总数为506起, 并购累计金额达1665.68亿美元。其中, 2002年中国资源类企业海外并购交易数量为8起, 交易金额为17.97万美元, 到2017年中国资源类企业海外并购交易数量为23起, 交易金额为54.18亿美元。

此外, 中国资源类企业海外并购行业分布存在差异, 根据Thomson One全球并购数据库和北美产业分类体系(NAICS)将2002—2017年中国资源类

企业海外并购所属行业细分为金属及矿产行业、油气行业、电力及其他行业这三大类, 其中金属及矿产行业占中国资源类行业总海外并购数量约为54%, 油气行业占比约为26%, 电力及其他行业占比约为20%。

同时, 中国资源类企业海外并购的区位分布并不均衡, 2002—2017年中国资源类企业在澳大利亚并购交易数量最多, 共计147起, 占中国资源类企业海外并购事件总数的29%, 而在南非的海外并购交易量为10起, 占比仅为2%。由此可见, 中国资源类企业海外并购主要发生在经济发展水平、制度环境较好的国家(地区), 而如南非这样资源较为丰富但制度环境较差的发展中国家虽然也会有并购事件发生, 但是数量较少。

收稿日期: 2019-11-22 修订日期: 2020-8-25

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(18ZDA038); 湖北省技术创新专项软科学项目(2019ADC132)。

作者简介: 杨波, 男, 湖北武汉人, 教授, 研究方向为国际投资和国际贸易。E-mail: yangbo21cn@163.com

通讯作者: 万筱雯, 女, 安徽巢湖人, 博士研究生, 研究方向为国际投资。E-mail: xiaowen_wan@sina.cn

2020年9月

从中国资源类企业海外并购实际情况来看,除了东道国(包含国家或地区,后文简称为东道国)资源丰裕程度之外,东道国制度质量作为区位差异表现形式之一也会影响企业海外并购。因此,文章将从东道国制度质量视角出发,着重探究资源类企业海外并购区位选择的影响因素,可以为未来中国资源类企业在海外并购过程中,如何根据东道国制度质量选择目标企业提供借鉴。

2 文献综述

传统对外投资理论认为企业进行海外并购的动因包括降低交易成本^[1]、实现规模经济和获取协同效应等^[2],并且主要是根据发达国家海外并购经验发展而来。近年来中国、印度等新兴经济体进入国际并购市场,但是在经济发展程度和发展阶段等方面区别于发达经济体,使得海外并购的动因有所差异,主要体现在技术寻求、资源寻求等方面^[3,4]。此外,企业跨国经营的动机在一定程度上影响其海外并购区位选择,例如技术获取型的海外并购更容易受到东道国技术特征的影响^[5]。部分学者认为寻求国外丰裕的资源是资源类企业海外并购的主要动因之一^[6],使得该类企业更偏向在资源丰富的国家进行并购活动^[7]。那么,资源类企业海外并购除了会受到东道国资源禀赋的影响,是否还会受到其他因素的影响?

现有文献表明影响企业海外并购区位选择的因素主要包括以下3个方面:一是企业生产、经营管理等微观特征。生产率水平会影响并购方企业海外投资决策^[8,9],而跨国公司也更愿意选择规模大、生产率高的目标企业进行海外并购^[10]。二是GDP、汇率等国家宏观经济因素。一般而言,东道国市场规模会正向影响企业海外并购区位选择^[11],而母国相对于东道国汇率升值也会增加企业海外并购的可能^[12]。三是地理距离、制度距离等国家特征的差异。母国与东道国地理位置临近会降低交通运输成本、缓解信息不对称^[13,14],从而增加企业海外并购的可能性。此外,贺灿飞等^[15]认为文化差异越大越不利于海外并购,并且发现中国企业在法律制度差异较大的国家进行海外并购的可能性更高。

资源有限性、分布不均衡等特征,使得其市场配置情况会受到一国制度环境的影响,制度环境较

差的国家容易产生寻租、腐败等问题^[16],从而使企业进行海外资源开发等活动时需要关注东道国制度质量问题。制度质量主要反映一国制度环境的优劣程度,是政府在公信力和执行力等方面的体现^[17]。一般而言,跨国公司更加偏向在制度质量较好的国家进行海外并购,并且具有不同海外并购动机的企业受到东道国制度质量的影响有所不同^[18];但是也有学者认为一些跨国公司可能会利用东道国制度存在的不足来降低成本或者规避市场规则^[19],即部分企业会选择在制度质量不好的国家进行海外投资活动。

现有关于资源类企业海外并购的研究以案例分析和定性分析为主,并且多涉及海外并购过程中风险问题的研究,例如根据资源企业在海外经营可能面临的经济、政治等方面风险,分析其进行跨国开发模式选择问题^[20],认为并购已有企业可以降低由勘探资源、新建生产基地等带来的风险^[21],程聪^[22]通过运用定性比较分析法得出东道国制度体系会影响资源类企业海外并购支付方式。少数文献运用定量方法分析矿产、石油等细分行业海外并购问题,例如郑明贵等^[23]构建了中国并购海外矿产的外部风险评价模型,杨先明等^[24]认为中国能源类企业偏向选择在制度距离较小的东道国进行海外并购。

综上所述,现有文献从宏观和微观等视角分析了企业海外并购区位选择问题,但是存在一些不足,主要表现为以下两点。第一,涉及制度质量与海外并购的相关文献主要是以并购总体作为研究对象,从而可能会模糊不同行业在海外并购中对东道国制度质量偏好的差异;第二,关于资源类企业海外并购的研究方法以案例分析和定性分析为主,而研究单一企业并购行为较难反映出行业层面海外并购的一般性规律;第三,关于资源类企业海外并购的研究视角多为母国环境、并购方企业财务等方面,较少从东道国视角进行研究。

因此,本文基于东道国制度质量视角,筛选出2002—2016年中国资源类企业在29个国家(地区)海外并购事件作为样本,通过全样本实证分析发现企业海外并购的一般性规律,以缓解小样本研究中可能出现以偏概全的情况。此外,通过对资源类企业细分行业 and 所有制性质进行分组检验,进一步研

究不同性质的企业在海外并购中对东道国制度质量是否存在偏好差异。最后,在实证分析结果的基础上,针对中国资源类企业未来海外并购区位选择提出相关建议。

3 研究设计

本文中制度质量是指一国制度可以满足企业在生产、经营、销售等方面需求的程度,结合现有研究,将制度质量划分为政治稳定、法律制度和政府效率这3个方面,使用世界银行公布的全球治理指数中相对应的指标进行量化,并且数值越大表明一国在该方面的表现程度越好。

3.1 研究假设

3.1.1 政治稳定性的影响作用

政治稳定是指一国的政治环境有序,并且该国发生政治暴力活动和恐怖主义活动的可能性较低。一国的政治环境越稳定,越容易吸引外商投资,具体来看政治稳定性对资源类企业海外并购的影响主要体现在以下几个方面:第一,资源寻求型海外并购的成本往往较高,安全稳定的政治环境可以降低并购风险,并且保障了跨国企业的资产安全和人员安全,从而避免企业遭受因政治风险而产生的损失;第二,资源类企业海外并购具有投资大、收益见效慢的特点,需要东道国具备良好的经济运营环境,降低市场中信息不对称程度,以此实现长期稳定的生产经营。因此,对政治稳定性和资源类企业海外并购之间的关系提出如下假设。

假设1:政治稳定性与资源类企业海外并购呈正相关关系,即一国政治稳定性越高,企业进行海外并购的可能性越高。

3.1.2 法律制度的影响作用

法律制度主要体现在合同履行规则、财产保护制度、执法制度、环境保护管理制度、劳工制度等方面的法律法规。一般而言,东道国完善的法律制度可以有效地保护企业进行生产经营活动,并且可以减少寻租和腐败等问题,从而更容易吸引外商投资。

但是,资源类企业在勘探、开采和生产过程中容易产生环境污染问题,东道国严格的环境保护制度往往会增加企业的运营成本,使得资源类企业会考虑选择环境保护标准较低的国家(地区)进行投

资;同时,资源类企业海外并购往往会涉及东道国战略资源储备,更加容易受到东道国的投资审查,严格的审查制度可能会提高市场准入门槛和并购成本,从而会降低企业海外并购的偏好。此外,东道国的劳工制度也会影响并购方企业的成本,严苛的劳工制度要求企业给予劳工的保障更高,从而增加企业的用工成本、减少了企业的并购收益,使得企业对于这些国家(地区)的并购偏好降低。因此,对法律制度与资源类企业海外并购之间的关系提出如下假设。

假设2:法律制度与资源类企业海外并购存在反向关系,即东道国完善的法律制度不易吸引中国资源类企业海外并购。

3.1.3 政府效率的影响作用

一国的政府效率是指政府公共服务的效率和质量、政策制定和执行的连贯性,以及公众和企业对政府公共服务的满意程度,包括基础设施、政府审批效率等方面。高质量的公共服务不仅可以促进国内企业的发展,也有助于吸引外来投资。政府效率对资源类企业海外并购的影响主要体现在以下几个方面:第一,东道国行政审批效率越高以及程序越简单,越有利于降低海外并购的交易成本,使企业更专注于生产和经营;第二,政府效率越高的国家(地区),越能够为跨国公司提供完善的公共服务和基础设施,从而有助于资源类跨国企业节约在勘探、开采、生产运营、运输等方面的成本;第三,政策制定实施的连贯性会影响市场的稳定,连续和完善的政策规划有利于资源类跨国企业的长期生产和管理。因此,本文对政府效率与资源类企业海外并购之间的关系提出以下假设。

假设3:政府效率与资源类企业海外并购存在正向关系,即一国政府效率越高,企业进行海外并购的可能性越高。

3.2 模型设计

3.2.1 模型设定

早期引力模型多用于解释国际贸易问题,因此有贸易引力模型之称。近年来越来越多学者将其引入国际投资领域,成为解释国际投资区位选择问题时较为常用的实证模型。文章借鉴刘倩等^[25]对引力模型的设定,在增加东道国制度质量等因素的基

2020年9月

基础上,研究制度质量对中国资源类企业海外并购区位选择的影响。

首先,基本引力模型表示为:

$$M\&A_i = C \frac{HGDP_i \times CGDP}{D_i} \quad (1)$$

式中: $M\&A_i$ 表示中国对东道国 i 的海外并购数量; C 为常数; $HGDP$ 和 $CGDP$ 分别表示东道国和中国的市场规模; D 表示中国和东道国距离。将其转化为对数形式如式(2)所示:

$$\ln(M\&A_i) = C_0 + C_1 \ln(CGDP) + C_2 \ln(HGDP_i) + C_3 \ln(D_i) \quad (2)$$

式中: C_0 为常数项, C_1 、 C_2 和 C_3 分别为各自所对应变量前的参数。

其次,为考察解释变量东道国制度质量和其他变量对中国资源类企业海外并购的影响,在原始模型的基础上加入相关变量。

最后,获得本文的研究模型,式(3)所示:

$$\ln(M\&A_{it}) = \beta_0 + \beta_1 PV_{it} + \beta_2 RL_{it} + \beta_3 GE_{it} + \beta_4 \ln CGDP_{it} + \beta_5 \ln HGDP_{it} + \beta_6 \ln DIS_{it} + \beta_7 NR_{it} + \beta_8 \ln TD_{it} + \beta_9 \ln ELD_{it} + \delta_{it} \quad (3)$$

式中: i 和 t 分别表示海外并购东道国 i 国和海外并购发生的年份; β_0 为常数项; $\beta_1 - \beta_9$ 为待估系数; δ 为残差项; PV 、 RL 和 GE 分别为东道国的政治稳定性、法律制度和政府效率,衡量东道国制度质量;

DIS 为中国与东道国距离成本; NR 表示东道国资源密集度; TD 表示东道国技术发展水平; ELD 表示中国与东道国经济发展相似性。

3.2.2 样本和变量选取

本文的样本选自 Thomson One 数据库,2002—2016年收购状态为已完成的中国资源类企业海外并购事件共计483起。首先剔除发生在开曼群岛、百慕大群岛、英属维尔京群岛等避税天堂的样本共计9起;其次中国在部分国家(地区)的并购数量极少,零星分布于2002—2016年间,为了保证面板数据的连续性,剔除2002—2016年间只发生一次并购事件的国家(地区)样本共计29起;再次剔除因为缺少制度质量、东道国资源密集度等数据国家(地区)的样本共计39起;最终筛选出涉及29国(地区)的406起海外并购事件,具体国家(地区)分布情况详见表1。从表中可以看出发生在大洋洲的海外并购事件占比约为35%,北美洲占比约为23%,亚洲占比约为21%,欧洲占比约为12%,南美洲占比约为6%,非洲占比约为3%;此外,2002—2016年中国资源类企业海外并购数量排名前10的国家(地区)为澳大利亚、加拿大、中国香港、美国、英国、哈萨克斯坦、俄罗斯、印度尼西亚、南非和蒙古,从中可以看出中国资源类企业海外并购多发生在制度较好的国家(地区)。

表1 2002—2016年中国资源类企业海外并购国家(地区)分布

Table 1 National (regional) distribution of Chinese resource enterprises' cross-border mergers and acquisitions, 2002-2016

所属洲	国家(地区)	并购数量	所属洲	国家(地区)	并购数量
大洋洲	澳大利亚	142	欧洲	英国	15
北美洲	加拿大	63		俄罗斯	12
	美国	28		德国	6
	墨西哥	3		意大利	5
亚洲	中国香港	36		法国	3
	哈萨克斯坦	13		挪威	3
	印度尼西亚	12		荷兰	2
	蒙古	9		葡萄牙	2
	阿塞拜疆	5		瑞士	2
	新加坡	3	南美洲	巴西	9
	以色列	2		阿根廷	5
	菲律宾	2		哥伦比亚	4
	土耳其	2		秘鲁	4
南非	10	厄瓜多尔		2	
非洲	莫桑比克	2			

(1)被解释变量

本文被解释变量为中国资源类企业在东道国*i*海外并购的数量,因为部分年份中国资源类企业对部分国家(地区)没有发生并购事件,并且结合引力模型的形式,所以在实际回归中对M&A作加1处理。数据来源于Thomson One数据库,单位为起。

(2)解释变量

文章的解释变量为东道国制度质量,包括政治稳定性*PV*、法律制度*RL*和政府效率*GE*,参考戴利研等^[26]使用世界银行公布的全球治理指数量化制度质量,分别选取其子指标政治稳定性(Political Stability)、法律制度(Rule of Law)、政府效率(Government Effectiveness)的数值表示*PV*、*RL*和*GE*。数据来源于世界银行全球治理指数www.govindicators.org。

(3)控制变量

影响海外并购因素众多,除了制度质量之外,在参考现有文献的基础上,文章选取的控制变量有中国市场规模*CGDP*、东道国市场规模*HGDP*、距离成本*DIS*、东道国资源密集度*NR*、东道国技术发展水平*TD*、两国经济发展相似性*ELD*。

①市场规模。一般而言,国内市场规模越大、市场发展程度越高,企业进行海外投资的动机和能力越强。此外,东道国市场规模反映了该国的经济活力,较大的市场规模为跨国公司提供了发展的机会^[27]。跨国公司为了扩大规模经济效应,提高资源的使用效率,使其更倾向于在市场规模较大的国家(地区)投资。文章借鉴李书彦等^[28]的变量设定方法,分别使用中国和东道国国内生产总值来衡量市场规模。数据来源于世界银行数据库,单位为万亿美元。

②距离成本。与贸易引力模型相似,地理距离会增加资源类跨国企业的运输成本、交易成本、信息获取成本以及管理成本等,降低企业并购利润,使得企业可能会减少在这类国家(地区)进行海外并购。因此,文章将距离成本引入模型。

文章借鉴袁其刚等^[29]的处理方法,使用国际油价与双边贸易距离的乘积表示距离成本。其中国际油价为加权平均国际油价,加权平均国际油价是参考英国北海布伦特和美国西部德克萨斯成交的

轻质原油价格成交量加权平均而得,数据来源于国际货币经济组织,单位为亿美元;双边贸易距离借鉴Head等^[30]测算两地有效距离的方法,根据母国和东道国重要城市之间距离进行加权而得,其计算公式如下所示:

$$D_i = \left[\sum_{k \in \text{China}} (pop_k / pop_{\text{China}}) \sum_{l \in i} (pop_l / pop_i) d_{kl}^\theta \right]^{1/\theta} \quad (4)$$

式中: D_i 表示中国和*i*国的贸易距离; pop_{China} 、 pop_i 分别为中国和*i*国的总人口; pop_k 、 pop_l 分别为中国*k*城市人口数量和*i*国*l*城市人口数量; θ 表示贸易的距离弹性,取值为1。

③东道国资源密集度。资源类企业海外并购的动机多为资源寻求型,因此东道国自然资源丰裕程度会影响资源类跨国企业的并购偏好。本文使用东道国油气资源及其他矿产资源的出口量占该国总出口量的比例来衡量,数据来源于世界贸易组织(WTO)贸易统计数据库,单位为%。

④东道国技术水平。资源的勘探、开采和生产等过程需要技术作为支撑,因此,资源类企业偏向选择技术水平较高的国家(地区)进行海外并购。一方面,东道国的技术水平会影响资源类企业的开发效率以及资源利用效率;另一方面,通过海外并购带来的逆向技术溢出效应,可以获得目标企业技术优势等无形资产,从而提高企业生产率以及节约技术升级时间^[31]。本文采用2002—2016年世界经济论坛公布的《全球竞争力报告》^[32]中的技术指标数据来表示东道国技术水平,该指标得分越高表示该国技术水平越高。

⑤经济发展相似性。一般而言,当中国与东道国经济发展水平越相近时,两国的需求结构、购买力水平、市场规则也越相似,从而使得企业可以较快地了解东道国的市场需求和经营规则等,因此中国资源类企业可能倾向在经济发展程度相似的国家(地区)进行海外并购交易。参考张建红^[33]量化经济发展相似性的方法,使用中国和东道国人均国民生产总值的绝对差额占中国人均国民生产总值的比例来衡量,具体计算方法如下:

$$ELD = (|PGNP_i - PGNP_{\text{China}}|) / PGNP_{\text{China}} \quad (5)$$

式中: $PGNP_i$ 表示东道国*i*的人均国民生产总值;

2020年9月

$PGNP_{China}$ 表示中国人均国民生产总值。数据来源于世界银行数据库,单位为%。

4 结果与分析

4.1 变量统计特征与相关性分析

从表2中可以看出政治稳定性 PV 、法律制度 RL 和政府效率 GE 的最小值分别为0.192、0.119和0.155,最大值分别为0.395、0.226和0.239,标准差分别为0.032、0.017和0.018,说明不同国家(地区)制度质量的差异对中国资源类企业海外并购区位选择存在不同影响。此外,本文对上述解释变量和控制变量进行相关性分析,结果表明变量之间的相关性不强。最后,文章对模型进行了 VIF 方差膨胀因子检验,结果表明 VIF 均值为3.74,并且所有变量的 VIF 值均小于边界值10,说明变量间不存在显著的多重共线性问题,可以进行多元线性回归。

4.2 资源类企业海外并购区位选择总体回归分析

为了分析制度质量对中国资源类企业海外并购的总体影响,以及东道国资源密集度对制度质量的调节作用,首先在引力模型的基础上采用广义最小二乘法进行回归分析,具体结果如表3所示。

表3回归(1)和回归(3)分别表示政治稳定性 PV 、东道国政府效率 GE 对中国资源类企业海外并购的影响,结果表明政治稳定性 PV 在1%的显著性水平下为正,政府效率 GE 的系数在5%水平上显著为正。这说明东道国稳定的政治环境和有效的政府管理吸引了中国资源类企业海外并购,符合假设1和假设3。产生上述结果的主要原因是,资源类企业一般具有并购成本高、投资回收周期长等特点,

2017年度中国对外直接投资统计公报中显示采矿业在该年度海外并购金额位居行业排名第二(仅次于制造业),平均单笔海外并购交易金额为5.1亿美元,高于制造业海外并购平均单笔交易金额3.7亿美元。因此企业需要东道国长期稳定的政治环境和较高的政府效率,从而有利于降低并购后勘探、开采生产、运输等阶段成本,以及实现企业在东道国持续性经营获得。

回归(2)结果表明法律制度 RL 在5%的显著性水平下为负,说明东道国法律制度显著负向地影响中国资源类企业海外并购,符合假设2。产生上述结果的主要原因是,法律制度严格的国家(地区)一般存在较高的环境保护标准,这会增加资源类企业在东道国的运营管理成本,中国资源类企业海外并购多发生在容易产生污染问题的金属及矿产行业(2002—2017年该行业并购数量占比约为54%);同时近年来部分欧美国家加大了对华投资审查力度,增加了企业并购失败的可能,从而使得中国资源类企业会规避在法律制度较严厉的东道国进行海外并购。从样本统计数据来看,中国资源类企业海外并购数量排名前10的国家(地区)中,仅有蒙古、中国香港和澳大利亚的法律制度评分排名位居前10,而其他7国法律制度评分排名则低于前10,这也说明中国资源类企业海外并购具有强法律制度规避的特点。

回归(4)综合分析了东道国制度质量的3个因素,即政治稳定性、法律制度和政府效率对中国资源类企业海外并购的影响,结果表明政治稳定性和

表2 变量统计特征

Table 2 Descriptive statistics of variables

变量	最小值	最大值	平均值	标准差	观察值
海外并购数量 $M\&A$	1.000	22.000	1.933	2.437	435
政治稳定性 PV	0.192	0.395	0.244	0.032	435
法律制度 RL	0.119	0.226	0.155	0.017	435
政府效率 GE	0.155	0.239	0.201	0.018	435
东道国资源密集度 NR	0.046	69.901	10.632	15.848	435
东道国技术水平 TD	0.061	98.729	16.229	14.856	435
中国市场规模 $CGDP$	1.471	11.199	5.865	3.500	435
东道国市场规模 $HGDP$	0.001	18.624	1.274	2.751	435
距离成本 DIS	0.402	20.104	6.140	4.147	435
经济发展相似性 ELD	0.011	39.572	6.683	8.536	435

表3 制度质量和海外并购区位选择的总体回归结果

Table 3 Overall regression result of institutional quality and cross-border mergers and acquisitions location choice

	(1)	(2)	(3)	(4)
政治稳定性 <i>PV</i>	8.038*** (3.52)			6.941*** (3.040)
法律制度 <i>RL</i>		-6.548** (-2.448)		-8.5886*** (-3.106)
政府效率 <i>GE</i>			4.974** (2.104)	6.2773** (2.544)
东道国资源集中度 <i>NR</i>	0.013*** (6.460)	0.013*** (6.622)	0.013*** (6.607)	0.014*** (6.809)
东道国技术水平 <i>TD</i>	-0.0004 (-0.012)	-0.044 (-1.3023)	-0.021 (-0.621)	-0.020 (-0.603)
中国市场规模 <i>CGDP</i>	0.392*** (3.950)	-0.010 (-0.175)	0.033 (0.675)	0.179 (1.553)
东道国市场规模 <i>HGDP</i>	0.136*** (5.847)	0.112*** (4.874)	0.117*** (5.116)	0.125*** (5.413)
距离成本 <i>DIS</i>	-0.059 (-1.373)	-0.133*** (-2.834)	-0.075* (-1.747)	-0.116** (-2.482)
两国经济发展相似性 <i>ELD</i>	0.049** (2.534)	0.097*** (3.990)	0.028 (1.112)	0.057** (2.150)
常数项	-2.148*** (-2.950)	1.608*** (3.089)	-0.559 (-1.208)	-1.364 (-1.519)
样本量	435	435	435	435
<i>W</i>	105.34	97.6	95.71	120.63

注:括号内为Z值;***、**、*分别表示在1%、5%、10%检验水平上显著;*W*为Wald检验,*W*值大于10,这说明整体系数显著。下同。

政府效率显著正向影响中国资源类企业海外并购,而法律制度与中国资源类企业海外并购呈显著负相关关系,符合前文所提的假设。

其次,在控制变量中东道国资源集中度 *NR* 的系数在1%的显著性水平下显著为正,说明中国资源类企业海外并购具有资源寻求动机。因此,为了进一步研究东道国资源对制度质量的调节作用,对相关变量进行中心化处理后,通过加入交互项进行再次回归,结果如表4所示,并且从交互项的符号以及显著性可以看出东道国资源集中度对海外并购区位选择具有调节作用。

回归(1)中交互项 $PV \times NR$ 的系数在5%显著性水平上为负,说明东道国资源集中度会弱化政治稳定性对海外并购区位选择的正面影响,即在资源丰富的东道国进行海外并购,企业愿意放松对于政治稳定性的要求;同理,回归(2)表明 $RL \times NR$ 的系数显著性为正,说明东道国资源集中度弱化了法律制度

对海外并购区位选择的负面影响,例如样本统计表明澳大利亚虽然法律制度排名较高,但是该国自然资源丰富,使得中国资源类企业仍会选择在该国进行海外并购;回归(3)表明 $GE \times NR$ 的系数在1%的显著性水平上为正,说明东道国资源集中度加强了政府效率对海外并购区位选择的正面影响,即东道国资源集中度越高,企业对东道国政府效率的偏好越强。

最后,为了缓解总体回归中遗漏变量、样本选择偏差、法律制度与海外并购区位选择可能存在的双向因果关系等原因带来的内生性问题,本文采用工具变量法和广义矩估计法(GMM)进行再次回归。参考杨娇辉等^[34]对工具变量的设定方法,采用东道国法律制度滞后一期和东道国法律制度差分的滞后一期作为工具变量进行GMM回归。根据豪斯曼检验结果可知法律制度变量存在内生性,依据2SLS第一阶段回归的*F*统计量大于10,可以得出所

2020年9月

表4 加入交互项后制度质量和海外并购
区位选择的回归结果

Table 4 Regression result of institutional quality and cross-border
mergers and acquisitions location choice with interactive items

	(1)	(2)	(3)
政治稳定性 <i>PV</i>	9.214*** (3.921)		
<i>PV</i> × <i>NR</i>	-0.097** (-1.962)		
法律制度 <i>RL</i>		-7.763*** (-2.817)	
<i>RL</i> × <i>NR</i>		0.148* (1.730)	
政府效率 <i>GE</i>			3.308 (1.458)
<i>GE</i> × <i>NR</i>			0.717*** (6.561)
<i>NR</i>	0.013*** (6.563)	0.014*** (6.789)	0.018*** (8.648)
控制变量	是	是	是
常数项	是	是	是
样本量	435	435	435
<i>W</i>	110.12	101.27	148.23

采用工具变量不是弱工具变量;此外,Hansen 检验的 p 值为 0.15,说明 GMM 估计中设置的工具变量不存在过度识别问题,故可以采用 GMM 估计进行回归分析,使用工具变量的回归结果也说明了政治稳定性和政府效率显著地正向影响中国资源类企业海外并购区位选择,法律制度显著地负向影响中国资源类企业海外并购区位选择,由此也表明了总体估计结果具有稳健性。

4.3 资源类企业海外并购区位选择分组回归分析

4.3.1 制度质量影响海外并购区位选择的行业差异分析

根据北美产业分类体系将中国资源类企业海外并购细分为金属及矿产行业(主要为煤矿业和金属矿业)、油气行业(主要为石油和天然气行业)、电力及其他行业(主要为电力行业、核工业能和太阳能等替代能源行业)这三大类,并使用广义最小二乘法分析东道国制度质量对不同行业进行海外并购是否存在差异性影响,回归结果如表 5 所示。

回归(1)表明了东道国制度质量对金属和矿产行业海外并购的影响,结果说明政治稳定性和政府

效率显著正向影响金属和矿产行业海外并购,法律制度显著负向影响金属和矿产行业海外并购,该结果与总体检验的结果基本相同。

回归(2)表明东道国制度质量对中国油气行业海外并购的影响,结果说明政治稳定性 *PV* 和法律制度 *RL* 对油气行业海外并购的影响与总体检验相同,但是政府效率对该类企业海外并购的影响不显著。产生上述结果的原因可能是:一方面油气资源对于一国的战略意义十分重要,该行业企业进行海外并购更容易受到东道国投资监管和审查;另一方面油气行业海外并购投入成本较高,2002—2016年中国油气行业海外并购数量占比约为 27%,油气行业的并购数量虽然低于金属和矿产行业,但是其交易规模较大,2002—2016年中国油气行业海外并购金额约为 842 亿美元,而金属和矿产行业仅约为 323 亿美元。因此,相对于政府行政效率,油气行业为了降低初期投入成本,以及实现长期稳定的生产经营,在海外并购过程中会更关注东道国的政治环境和法律环境,即企业寻求政治环境稳定、规避法律环境好的国家(地区)进行并购,以此降低东道国制度风险带来的并购损失。

回归(3)检验了东道国制度质量对中国电力及其他行业海外并购的影响,结果表明政治稳定性 *PV* 和政府效率 *GE* 的系数在 10% 显著性水平上为正,此外法律制度 *RL* 对海外并购的影响为正但是不显著。产生上述结果的原因可能是:一方面电力及其他行业多属于国家垄断行业,一国严格的法律制度可以减少并购中产生寻租、腐败等活动的可能性,从而减少跨国公司的并购成本,增加跨国公司在该国并购的意愿;另一方面,电力行业海外并购对东道国现存电力基础设施完备情况要求较高,政府效率较高的东道国会为跨国公司提供完善的公共服务和基础设施,从而使得该行业海外并购偏向政府效率较高的国家(地区)。

4.3.2 制度质量影响海外并购区位选择的所有制差异分析

本文根据企业所有制性质将并购方企业划分为国有企业和非国有企业,采用广义最小二乘法进一步研究不同所有制性质下,东道国制度质量对中国资源类企业海外并购是否存在差异,结果如表 6

表5 行业层面制度质量和海外并购区位选择的回归结果

Table 5 Regression result of institutional quality and cross-border mergers and acquisitions' location choice by group of industry

	金属和矿产行业 (1)	油气行业 (2)	电力及其他行业 (3)
政治稳定性 <i>PV</i>	3.836** (2.003)	3.871*** (2.794)	1.976* (1.685)
法律制度 <i>RL</i>	-5.544** (-2.390)	-4.398*** (-2.621)	0.167 (0.117)
政府效率 <i>GE</i>	4.841** (2.339)	2.268 (1.515)	2.349* (1.853)
东道国资源密集度 <i>NR</i>	0.012*** (7.217)	0.0032*** (2.697)	0.002* (1.659)
东道国技术水平 <i>TD</i>	-0.020 (-0.713)	-0.005 (-0.242)	-0.002 (-0.086)
中国市场规模 <i>CGDP</i>	0.030 (0.313)	0.076 (1.086)	0.123** (2.069)
东道国市场规模 <i>HGDP</i>	0.061*** (3.170)	0.058*** (4.122)	0.0301** (2.533)
距离成本 <i>DIS</i>	-0.008 (-0.211)	-0.063** (-2.214)	-0.044* (-1.823)
两国经济发展相似性 <i>ELD</i>	0.054** (2.446)	0.005 (0.331)	0.012 (0.900)
常数项	-0.938 (-1.246)	-0.562 (-1.031)	-0.985** (-2.134)
样本量	435	435	435
<i>W</i>	92.71	38.45	56.39

所示。

与总体回归分析相似,先对制度质量3个方面分别进行回归,再综合进行回归分析。表6回归(1)–回归(4)为并购方企业为国有企业的检验结果,结果表明政治稳定性、政府效率和法律制度对资源类国有企业海外并购区位选择的影响与总体检验相同;回归(5)–回归(8)为并购方企业为非国有企业的检验结果,其中政治稳定性的系数显著为正,而政府效率和法律制度则不显著。一方面,该结果说明东道国政治稳定与否是企业海外并购都会考虑的因素;另一方面说明非国有企业在海外并购过程中对东道国法律制度和政府效率的偏好较弱。

国有企业在海外并购过程中易被视为中国政府的代理人,相比非国有企业更容易受到东道国投资安全审查的限制,并且资源类企业进行海外并购多发生在欧美发达国家,2002—2016年29国(地区)中发生在欧美等发达国家的并购事件占比近70%,

因此国有资源类海外并购会考虑东道国法律制度的影响;此外,进行海外并购的中国资源类企业主要为大型国有企业,例如《中国对外投资发展报告(2018)》^[35]中表明2016年中国非金融类跨国公司投资存量排名前5的企业中包括中国石油天然气集团公司、中国海洋石油总公司和中国石油化工集团公司这3家企业,由于大型国有资源类企业在国内具有政府特许经营等优势,并且在融资、行政审批等环节可以获得便利条件,对政府公共服务的依赖使得其在海外并购过程中会考虑东道国政府效率的影响,从而可见东道国制度质量对于国有企业的影响会比非国有企业更为明显。

5 结论与对策建议

5.1 结论

本文筛选出2002—2016年中国对29个国家(地区)海外并购事件作为样本,使用引力模型重点研究东道国制度质量,即东道国政治稳定性、政府

表6 企业所有制层面制度质量和海外并购区位选择的回归结果

Table 6 Regression result of institutional quality and cross-border mergers and acquisitions' location choice by type of firm ownership

	国有企业				非国有企业			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
政治稳定性 <i>PV</i>	7.313*** (3.682)			6.121*** (3.095)	3.199** (2.095)			2.917* (1.886)
法律制度 <i>RL</i>		-5.549** (-2.380)		-7.875*** (-3.287)		-1.311 (-0.735)		-1.823 (-0.973)
政府效率 <i>GE</i>			5.782*** (2.8189)	7.015*** (3.2818)			1.613 (1.025)	1.666 (0.997)
东道国资源密集度 <i>NR</i>	0.011*** (6.127)	0.011*** (6.283)	0.011*** (6.332)	0.011*** (6.549)	0.007*** (5.216)	0.007*** (5.287)	0.007*** (5.306)	0.007*** (5.306)
东道国技术水平 <i>TD</i>	0.0001 (0.004)	-0.038 (-1.304)	-0.017 (-0.585)	-0.017 (-0.594)	-0.003 (-0.111)	-0.0163 (-0.723)	-0.011 (-0.495)	-0.007 (-0.285)
中国市场规模 <i>CGDP</i>	0.298*** (3.449)	-0.062 (-1.277)	-0.040 (-0.965)	0.084 (0.843)	0.185*** (2.784)	0.042 (1.128)	0.045 (1.404)	0.135* (1.725)
东道国市场规模 <i>HGDP</i>	0.109*** (5.398)	0.088*** (4.382)	0.092*** (4.627)	0.099*** (4.931)	0.062*** (3.973)	0.053*** (3.484)	0.054*** (3.567)	0.059*** (3.789)
距离成本 <i>DIS</i>	-0.031 (-0.832)	-0.096** (-2.335)	-0.043 (-1.166)	-0.082** (-2.023)	-0.032 (-1.115)	-0.052* (-1.648)	-0.0389 (-1.368)	-0.044 (-1.376)
两国经济 发展相似性 <i>ELD</i>	0.037** (2.165)	0.078*** (3.672)	0.009 (0.399)	0.035 (1.549)	0.042*** (3.243)	0.054*** (3.323)	0.036** (2.172)	0.042** (2.321)
常数项	-5.711*** (-3.962)	1.145 (1.348)	-1.225*** (-2.639)	-3.107* (-1.914)	-3.156*** (-2.848)	-0.512 (-0.788)	-1.098*** (-3.083)	-2.554** (-2.012)
样本量	435	435	435	435	435	435	435	435
<i>W</i>	83.05	73.93	76.57	102.49	77.93	73.44	74.03	79.66

效率和法律制度对资源类企业海外并购的影响。此外,通过分组检验进一步分析该影响是否因行业性质和所有制性质的不同而有所差异,具体结论有以下2点:

(1)从总体检验结果来看,东道国制度质量对中国资源类企业海外并购具有显著影响,并且东道国资源密集度对其具有调节作用。其中,东道国的政治稳定性和政府效率与中国资源类企业海外并购区位选择呈正相关关系,说明中国资源类企业偏向选择政治环境稳定、投资环境安全以及行政服务效率高的国家(地区)进行海外并购;东道国法律制度与中国资源类企业海外并购区位选择呈负相关关系,说明一国严格的法律制度降低了企业海外并购的偏好,但是东道国资源密集度对其具有正向调节作用,即东道国丰富的资源会降低企业对法律制度的规避程度。

(2)从分组回归结果来看,政治稳定性对中国

资源类企业海外并购更为重要,而企业对法律制度和政府效率的偏好会因企业所属行业和所有制性质的不同而有所差异。一方面,从制度质量影响中国资源类企业海外并购区位选择的细分行业差异来看,虽然政治稳定性对不同资源类企业海外并购区位选择的影响相同,但是法律制度对电力行业海外并购的影响不显著,政府效率对中国油气行业海外并购的影响不显著;另一方面,从制度质量影响中国资源类企业海外并购区位选择的所有制性质差异来看,东道国制度质量对资源类国有企业海外并购区位选择的影响与总体基本相同,但是仅有政治稳定性显著地影响非国有资源类企业海外并购。

5.2 主要对策建议

上述研究结果表明中国资源类企业在海外并购过程中需要进一步关注东道国的制度质量,并且该研究结论也对中国资源类企业在“一带一路”沿线国家进行海外并购具有借鉴意义,因此本文具体

提出以下3点建议。

(1)中国资源类企业在海外并购过程中应关注东道国政治稳定程度,政治暴力活动、恐怖活动等问题的存在,不利于企业长期稳定生产和经营,例如利比亚内战使得中石油生产受阻并带来生产设备的损失,因此中国资源类企业应尽量选择政治环境较为稳定和安全的国家进行海外并购。

(2)中国资源类企业在海外并购过程中需要考虑东道国的政府效率,复杂的审批流程、落后的公共服务设施等问题,可能会增加资源类企业在勘探、开采生产、运输等方面的成本,从而降低企业未来获利的可能性,因此资源类企业应尽可能选择在政府效率较高的国家进行并购。

(3)中国资源类企业应考虑东道国法律制度对海外并购的影响,规范的法律制度可以降低企业因腐败寻租等产生的运营管理成本,但严格的投资审查制度、环境保护法规等也会增加企业并购失败的可能性,例如中信泰富在澳大利亚磁铁矿项目,由于对当地环保规则等了解不足而产生了较大损失,而中海油收购优尼科因美国国家安全审查制度受阻,因此企业应尽可能了解东道国法律法规给其生产经营可能产生的收益和损失。

总之,从中国资源类企业全球战略布局视角来看,海外并购可以使得资源类企业快速进入国际资源市场,从而缓解国内资源供给不足的情况。但是近年来部分国家对中国海外投资安全审查趋严、前期资源类企业海外并购产生的问题凸显等原因,使得中国资源类海外并购事件数量有所降低。因此,政府需要加强国际资源合作,为企业提供进入国际资源市场的机会;建立东道国政治风险动态预警机制,包括收集和分析全球政治环境、各国资源投资政策等方面信息,为资源类企业预估和应对东道国政治风险提供信息获取平台;资源类企业需要将东道国制度因素作为其全球战略布局的考核指标之一,从而减弱并购过程中发生政治风险的可能性。

参考文献(References):

- [1] Coase R H. The nature of the firm[J]. *Economica*, 1937, 4(16): 386-405.
- [2] Sirower M L. The Synergy Trap: How Companies Lose the Ac-

quisition Game[M]. New York: The Free Press, 1997.

- [3] 李童,皮建才. 中国逆向与顺向OFDI的动因研究: 一个文献综述[J]. *经济学家*, 2019, (3): 43-51. [Li T, Pi J C. A study on the motivation of China's reverse and forward OFDI: A literature review[J]. *Economist*, 2019, (3): 43-51.]
- [4] 臧成伟,蒋殿春. “主场优势”与国有企业海外并购倾向[J]. *世界经济*, 2020, 43(6): 52-76. [Zang C W, Jiang D C. “Home advantages” and state-owned enterprise trends to “go global”[J]. *The Journal of World Economy*, 2020, 43(6): 52-76.]
- [5] Frost T, Zhou C H. The geography of foreign R&D within a host country: An evolutionary perspective on location-technology selection by multinationals[J]. *International Studies of Management & Organization*, 2000, 30(2): 10-43.
- [6] 蓝庆新. 近年来我国资源类企业海外并购问题研究[J]. *国际贸易问题*, 2011, (8): 154-165. [Lan Q X. Study on resources enterprises' overseas mergers and acquisitions of China in recent years[J]. *Journal of International Trade*, 2011, (8): 154-165.]
- [7] Reddy K S, Xie E. Cross-border mergers and acquisitions by oil and gas multinational enterprises: Geography-based view of energy strategy[J]. *Renewable Sustainable Energy Reviews*, 2017, 72 (10): 961-980.
- [8] 刘晓宁. 绿地投资还是跨国并购: 中国企业OFDI模式选择研究[J]. *南方经济*, 2019, 38(2): 69-85. [Liu X N. Greenfield investment or cross-border M&A: A study on mode choice of Chinese enterprise's OFDI[J]. *South China Journal of Economics*, 2019, 38(2): 69-85.]
- [9] Stepanok I. Cross-border mergers and greenfield foreign direct investment[J]. *Review of International Economics*, 2015, 23(1): 111-136.
- [10] 蒋殿春,谢红军. 外资并购与目标企业生产率: 对中国制造业数据的因果评估[J]. *世界经济*, 2018, 41(5): 99-124. [Jiang D C, Xie H J. Cross-border M&A and productivity of the target firm: Evaluating causal effects based on Chinese manufacturing data[J]. *The Journal of World Economy*, 2018, 41(5): 99-124.]
- [11] 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, 52(1): 28-43. [Liu Q, Tao P, Hong J J. The motivation for China's overseas M&As: The extensive margin and the intensive margin[J]. *Economic Research Journal*, 2017, 52(1): 28-43.]
- [12] Erel I, Liao R C, Weisbach M S. Determinants of cross-border mergers and acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3): 1045-1082.
- [13] 刘晓凤,葛岳静,赵亚博. 国家距离与中国企业在“一带一路”投资区位选择[J]. *经济地理*, 2017, 37(11): 99-108. [Liu X F, Ge Y J, Zhao Y B. National distance and Chinese companies' choice of location along the belt and road[J]. *Economic Geography*, 2017, 37(11): 99-108.]

2020年9月

- [14] 吴加伟, 陈雯, 张鹏. 企业并购投资区位选择机理与效应的研究进展[J]. 地理科学进展, 2017, 36(11): 1423-1434. [Wu J W, Chen W, Zhang P. A literature review of merger and acquisition (M&A) study from the geographical perspective: Location choice, driving mechanism and implications[J]. Progress in Geography, 2017, 36(11): 1423-1434.]
- [15] 贺灿飞, 李振发, 陈航航. 区域一体化与制度距离作用下的中国企业跨境并购[J]. 地理科学进展, 2019, 38(10): 1501-1513. [He C F, Li Z F, Chen H H. Cross-border mergers and acquisitions of Chinese enterprises under the influence of regional integration and institutional distance[J]. Progress in Geography, 2019, 38(10): 1501-1513.]
- [16] 赵伟伟, 白永秀. 资源开发过程中腐败的发生及制度影响[J]. 资源科学, 2020, 42(2): 251-261. [Zhao W W, Bai Y X. Corruption in the exploitation of natural resources and effect of institution[J]. Resources Science, 2020, 42(2): 251-261.]
- [17] 林玲, 刘尧. 制度质量、行业契约密集度与出口贸易: 基于中国对“一带一路”国家的出口研究[J]. 国际贸易问题, 2018, (7): 121-133. [Lin L, Liu Y. Institutional quality, industrial contract intensity and export trade: A study based on China's exports to countries along the "Belt and Road"[J]. Journal of International Trade, 2018, (7): 121-133.]
- [18] 俞萍萍, 赵永亮. 东道国制度质量对中国企业跨国并购区位选择的影响[J]. 国际经贸探索, 2015, 31(10): 96-112. [Yu P P, Zhao Y L. Influences of host countries' institutional quality on Chinese firms' cross-border M&A location choice[J]. International Economics and Trade Research, 2015, 31(10): 96-112.]
- [19] Ascani A, Crescenzi R, Iammarino S. Economic institutions and the location strategies of European multinationals in their geographic neighborhood[J]. Economic Geography, 2016, 92(4): 401-429.
- [20] 郎一环, 王礼茂, 张明华. 中国短缺资源跨国开发的风险管理: 以石油为例[J]. 资源科学, 2003, 25(5): 22-27. [Lang Y H, Wang L M, Zhang M H. Risk management of transnational exploitation of China's deficient natural resources: A case study of oil resource[J]. Resources Science, 2003, 25(5): 22-27.]
- [21] 于会录, 董锁成, 李宇, 等. 丝绸之路经济带资源格局与合作开发模式研究[J]. 资源科学, 2014, 36(12): 2468-2475. [Yu H L, Dong S C, Li Y, et al. Resource cooperation development modes in the Silk Road Economic Zone based on resource distribution patterns[J]. Resources Science, 2014, 36(12): 2468-2475.]
- [22] 程聪. 我国资源型企业跨国并购决策模式研究: 国家制度与组织惯例的视角[J]. 科研管理, 2019, 40(6): 111-120. [Cheng C. A research on the decision-making of resource-based company's cross-border M&A from the perspective of state institutions and organizational routines[J]. Science Research Management, 2019, 40(6): 111-120.]
- [23] 郑明贵, 文唯, 杨欣. 海外矿山项目并购外部风险评价[J]. 资源开发与市场, 2017, 33(7): 825-829. [Zheng M G, Wen W, Yang X. External risk evaluation model for overseas mining projects' M&A[J]. Resource Development & Market, 2017, 33(7): 825-829.]
- [24] 杨先明, 王巧然. 中国企业海外能源投资的区位导向: 资源禀赋、发展水平抑或制度距离?[J]. 经济与管理研究, 2018, 39(6): 122-134. [Yang X M, Wang Q R. Locational determinants of overseas energy investment of China's firms: Resource endowment, development stage or institution distance?[J]. Research on Economics and Management, 2018, 39(6): 122-134.]
- [25] 刘倩, 刘清杰, 刘敏. “丝绸之路经济带”背景下新疆与欧亚经济联盟贸易潜力实证研究[J]. 经济地理, 2018, 38(4): 65-72. [Liu Q, Liu Q J, Liu M. Empirical research on trade potential between Xinjiang and the Eurasian Economic Union under the "Silk Road Economic Belt"[J]. Economic Geography, 2018, 38(4): 65-72.]
- [26] 戴利研, 李震. 双边政治关系、制度质量与中国对外直接投资[J]. 经济理论与经济管理, 2018, (11): 94-109. [Dai L Y, Li Z. Bilateral political relationship, institutional quality and China's OFDI[J]. Economic Theory and Business Management, 2018, (11): 94-109.]
- [27] 朱婕, 任荣明. 东道国制度环境、双边投资协议与中国企业跨国并购的区位选择[J]. 世界经济研究, 2018, (3): 109-126. [Zhu J, Ren R M. Institutional environment of host countries, bilateral investment treaties and location choices of cross-border acquisitions by Chinese firms[J]. World Economy Studies, 2018, (3): 109-126.]
- [28] 李书彦, 谭晶荣. 中国对欧盟直接投资(OFDI)的时空特征及影响因素[J]. 经济地理, 2020, 40(6): 60-68. [Li S Y, Tan J R. The spatial distribution of China's OFDI in EU and its influencing factors[J]. Economic Geography, 2020, 40(6): 60-68.]
- [29] 袁其刚, 郝晨, 闫世玲. 非洲政府治理水平与中国企业OFDI的区位选择[J]. 世界经济研究, 2018, (10): 121-134. [Yuan Q G, Hao C, Yan S L. African governments' governance level and the location selection of Chinese enterprises' OFDI[J]. The Journal of World Economy, 2018, (10): 121-134.]
- [30] Head K, Mayer T. Illusory Border Effects: Distance Mismeasurement Inflates Estimates of the Home Bias in Trade[R]. Working Paper No. 2002-01, 2002.
- [31] 陈爱贞, 张鹏飞. 并购模式与企业创新[J]. 中国工业经济, 2019, (12): 115-133. [Chen A Z, Zhang P F. M&A mode and enterprise's innovation[J]. China Industrial Economics, 2019, (12): 115-133.]
- [32] World Economic Forum. The Global Competitiveness Report [M]. Geneva: World Economic Forum, 2002-2016.
- [33] 张建红. 投资国特征及其对华投资强度的研究[J]. 世界经济, 2004, 27(1): 16-22. [Zhang J H. Characteristics of the Investing

- Countries and Their FDI in China[J]. *The Journal of World Economy*, 2004, 27(1): 16-22.]
- [34] 杨娇辉, 王伟, 谭娜. 破解中国对外直接投资区位分布的“制度风险偏好”之谜[J]. *世界经济*, 2016, 39(11): 3-27. [Yang J H, Wang W, Tan N. The puzzle of Chinese OFDI's institutional risk preference in location choice: An empirical investigation[J]. *The Journal of World Economy*, 2016, 39(11): 3-27.]
- [35] 中华人民共和国商务部. 中国对外投资发展报告(2018)[EB/OL]. (2019-01-31) [2020-08-18]. <http://fec.mofcom.gov.cn/article/tzhzcj/tzhz/201901/20190102831043.shtml>. [Ministry of Commerce of the People's Republic of China. Report on Development of China's Outward Investment(2018)[EB/OL]. (2019-01-31) [2020-08-18]. <http://fec.mofcom.gov.cn/article/tzhzcj/tzhz/201901/20190102831043.shtml>.]

Location choice of Chinese resource enterprises' cross-border mergers and acquisitions: A perspective from institutional quality of host countries

YANG Bo, WAN Xiaowen, HU Mengyuan

(School of Economics, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: With the development of the Chinese economy, the supply of some resources is insufficient. Therefore China's resource enterprises hunt for natural resources by cross-border mergers and acquisitions (cross-border M&A), which occurs in many host countries with different institutional quality. Based on the perspective of host country institutional quality, this study examined the influence of political stability, government efficiency, and legal system on the location choice of Chinese resource enterprises' cross-border M&A, with a sample of 406 cross-border M&A events for Chinese resource enterprises in 29 countries. The results show that: (1) Political stability and government efficiency have a significant positive impact on the cross-border M&A, while legal system has a significant negative impact, and resource intensity has a regulatory impact on the institutional quality; (2) The location choice of oil and gas enterprises is mainly positively influenced by political stability and negatively influenced by legal system, while the power industry is mainly positively influenced by political stability and government efficiency; (3) The three kinds of institutional quality significantly affect the location choice of state-owned resource enterprises' cross-border M&A, while only political stability has significant effect for non-state-owned enterprises. Chinese resource enterprises could pay more attention to the institutional quality during cross-border M&A, and try to choose the target country with stable political environment and high government efficiency in the future.

Key words: resource enterprises; cross-border mergers and acquisitions (M&A); location choice; institutional quality; government efficiency; political stability