

# 润滑效应抑或摩擦效应： 东道国腐败控制对中国企业海外并购的影响研究

王贤彬，韩永辉，韦东明

**摘要：**东道国政府腐败控制水平是影响中国企业“走出去”的重要因素。文章在严谨衡量各国历年腐败控制水平的基础上，分析了东道国腐败控制对中国企业海外并购的影响效应。研究发现：东道国腐败控制水平越高，越有利于中国企业海外并购。在制度质量约束下，东道国腐败控制对中国企业海外并购的影响呈非线性关系：随着东道国法治水平和监管质量的提高，腐败控制的影响由抑制转向促进；政府效率的提高强化了腐败控制的促进作用；随着公民权利的提升，腐败控制的促进作用亦逐步增强。

**关键词：**腐败控制；海外并购；对外直接投资；制度质量

中图分类号：F27 文献标识码：A 文章编号：1002-0594(2023)04-0052-15

DOI:10.13687/j.cnki.gjjmts.2023.04.004

## 一、引言

自中国加入WTO以来，中国企业“走出去”的步伐不断加快，从“产品走出去”转向“产业走出去”，海外并购活动越发活跃。2013年后，中国企业海外并购规模不断扩大，在2016年并购交易额达到顶峰。然而，当前中国企业海外并购还面临着不少的挑战和困难。除了缺少海外市场知识、缺乏人才和受政治干预风险上升等因素之外（韩永辉、罗晓斐，2017；张述存，2017），中国企业还面临着较为突出的东道国制度性问题。传统的对外投资理论认为，东道国高质量的制度环境是吸引跨国企业的积极因素（Dunning，1977；祝继高等，2021），但是，在发展中国家对外投资实践中，制度环境的影响具有不确定性（黄远浙等，2021）。一方面，以中国为代表的新兴经济体的制度因素对跨国企业所拥有的特定优势与所有权优势具

收稿日期：2022-05-21

基金项目：国家社会科学基金重大项目（21&ZD074）；国家自然科学基金资助项目（71873041；72073037）；广东省自然科学基金项目（2022B1515020008）；广东外语外贸大学全球治理与人类命运共同体重点实验室和广东省哲学社会科学创新工程2022年度特别委托项目（GD22TWCXGC12）

作者简介：王贤彬（1982-），广东肇庆人，暨南大学经济学院副教授、博士生导师，研究方向为官员腐败行为、政治经济学；韩永辉（1986-），广东三水人，广东外语外贸大学广东国际战略研究院教授、博士生导师，研究方向为世界经济、跨国投资；韦东明（1993-），广东广州人，北京大学经济学院博士后，研究方向为国际投资。

感谢匿名审稿专家提出的修改建议，文责自负。

有更为复杂的作用; 另一方面, 现有研究对于制度因素的影响并未形成统一的结论。因此, 制度因素逐渐成为国际投资领域的独立研究视角。

腐败反映的是政府及其官员利用公共权力谋取私利的程度, 是一国制度环境的重要部分, 对跨国企业投资具有重要的影响 (王金波, 2019)。东道国腐败既降低了中国企业在当地的经营收益, 也降低了东道国人民所能享受到的外来投资红利, 因而也必然是未来全球经济治理所关注的重点领域。近年来, 许多发展中国家进入了较快的经济增长轨道, 同时受到发达国家和世界银行等国际组织的呼吁影响, 普遍开始加强对腐败的控制和治理力度。对外直接投资中的寻租腐败问题也备受学者们的关注。学界对寻租腐败与对外投资的关系形成了两种截然不同的观点——“摩擦效应”论与“润滑效应”论。一方面, 持“摩擦效应”观点的学者认为腐败会恶化投资环境, 增加投资活动的不确定性 (Wei, 2000), 对跨国企业产生“绊脚石”作用。腐败会推动东道国政府官员对投资企业形成路径依赖, 从而促使跨国企业投入更高的寻租成本以获取投资合同, 导致国家公共产品供给效率下降, 司法体制和监管体制等制度质量低下。另一方面, 持“润滑效应”观点的学者认为一定程度的腐败有利于刺激投资流入与经济增长 (徐业坤、马光源, 2019)。跨国企业在不透明的制度环境中利用社会网络进行寻租, 有利于获得更高价值的投资项目。然而, 现有文献主要研究东道国腐败状况对中国对外直接投资的影响 (蒋冠宏、蒋殿春, 2012; 杨亚平、李琳琳, 2018), 少有关注东道国腐败状况与海外并购的因果关系。因此, 考察东道国腐败控制对中国企业的海外并购产生了何种效应具有重要意义。

相较以往的研究, 本文可能的边际贡献在于: 第一, 深入探讨东道国腐败控制对中国企业海外并购的经济效应, 检验中国“走出去”背景下东道国腐败控制产生的“润滑效应”和“摩擦效应”, 对已有文献中的争论进行了有益的补充。第二, 根据理论假说的具体特点, 选取了静态面板模型、动态面板模型、面板平滑转换回归模型等方法, 对东道国腐败控制与中国企业海外并购的关系进行有机检验, 从而可以更加稳健地识别出两者之间的逻辑关系。第三, 对准确理解中国企业海外并购的驱动因素亦有一定贡献。

## 二、文献综述

自 20 世纪 80 年代以来, 全球经济联系不断加深, 各国生产要素跨境流动加快, 海外并购作为对外直接投资的重要形式, 逐渐成为国际资本跨境流动的主体部分。已有大量文献对东道国制度环境与跨国企业并购的因果关系展开了研究。一些学者认为, 良好的法治制度、产权保护制度、行政管理模式等制度因素可以通过降低投资风险、提高合同执行效率为跨国企业并购提供保障, 是影响企业并购行为的重要因素 (Blonigen, 2005; Blonigen & Piger, 2014; Alquist et al., 2019)。葛璐澜、金洪飞 (2020) 基于“一带一路”沿线数据发现, 东道国综合制度环境的改善对中国企业到该国进行并购投资起到了促进作用。部分学者认为, 东道国制度具有双面性,

在提高企业海外并购成功率的同时, 可能不利于并购业务效率的提升 (贾镜渝、孟妍, 2022)。

一国腐败程度作为制度环境的重要体现之一, 已成为学术界的关注焦点。现有文献主要集中于东道国腐败对母国对外直接投资的影响方面。当前学者对于东道国腐败对母国对外直接投资影响的结论莫衷一是, 主要分为“摩擦效应”和“润滑效应”两种观点。一方面, 部分学者认为东道国腐败会降低一国经济运行效率, 从而抑制跨国投资活动, 即存在显著的“摩擦效应”。从成本角度看, 东道国腐败会增加投资活动的不确定性和风险、投资者的进入成本和运营成本, 甚至会使东道国“挟持”外国投资者并索取贿赂 (Wei, 2000; Habib & Zurawicki, 2002)。从收益角度看, 东道国的腐败程度越高, 政府生产公共产品的质量越低下, 跨国企业投资收益预期相应就越低, 最终抑制了对外直接投资的流入。部分对中国对外直接投资的实证研究验证了以上观点: 杨亚平、李琳琳 (2018) 指出, 非洲国家的腐败对中国对非直接投资具有“摩擦效应”; 东盟国家腐败控制对中国对外直接投资的正效应较为显著 (王晓颖、周婉冰, 2018)。另一方面, 一些学者发现, 部分国家的行政管理方式存在扭曲问题, 跨国企业通过寻租行为加速官僚程序, 使高效率企业能够获取稀缺资源。例如, Egger & Winner (2005) 采用国别面板数据研究发现, 在较低水平的制度环境下, 腐败可以有效促进跨国企业投资; Subasat & Bellos (2012) 基于国别数据发现, 东道国腐败提高了外商直接投资的流入量; 尹美群等 (2019) 发现“一带一路”沿线国家腐败对于资源禀赋对对外直接投资的促进作用起到了正向调节作用。还有部分研究认为, 东道国腐败对母国对外直接投资存在非线性的影响效应, 强调东道国腐败对母国对外直接投资的综合影响是“摩擦效应”和“润滑效应”两种力量相互平衡的结果 (Brada et al., 2012), 即存在“折中效应”。当跨国企业在腐败程度较低的国家进行投资活动时, 腐败会产生明显的“摩擦效应”; 但在腐败程度较高的国家进行投资活动时, 腐败会产生一定程度的“润滑效应” (胡兵等, 2013)。例如, 在中国对发展中国家的对外直接投资中, 东道国法治水平和监管质量低于一个阈值时, 会促使中国企业选择腐败作为替代性激励源 (邓富华、胡兵, 2013)。

由于母国与东道国的腐败程度往往具有一定差异性并对跨国企业投资决策产生影响, 因此母国与东道国的腐败程度距离性差异也受到了学术界关注。部分学者认为, 两国腐败距离较大会提高企业跨国经营、应对变化的难度, 对资本的跨国流动具有阻碍作用。Habib & Zurawicki (2002)、Qian & Sandoval-Hernandez (2016) 均采用跨国面板数据, 发现母国与东道国之间的腐败距离抑制了跨国投资行为。中国证据方面, 谢孟军 (2016) 发现腐败距离对资本的跨国流动具有阻碍作用。部分针对中国企业海外投资行为的实证研究却表明, 中国对外直接投资倾向于流入腐败程度与母国差异较大的东道国以获取更好的投资机会, 具有风险寻求特征。蒋冠宏、蒋殿春 (2012) 研究发现中国的跨国公司倾向于在与本国腐败距离较大的发展中国

家进行投资。胡兵、邓富华(2014)从制度观和行为学整合视角验证了该结论,并发现此种效应在区分腐败距离的不同方向以及自然资源寻求型、战略资产寻求型等投资动机后依然成立。同样,部分学者指出,腐败距离与对外直接投资的关系因投资目的地具体环境不同而有所差异。杨先明等(2018)收集了世界主要国家2013~2016年数据,发现腐败距离小且腐败惩治严厉的投资环境有利于各国引进外资和对外投资;但对于腐败惩治宽松的国家,腐败距离小且腐败惩治严厉的投资环境则会带来“摩擦效应”。

上述文献为研究东道国腐败控制对中国企业海外并购的影响提供了有益的借鉴,然而已有文献主要聚焦于东道国腐败与对外直接投资的因果关系,少有文献探讨东道国腐败对海外并购的影响。实际上,随着中国越发融入经济全球化进程中,中国海外并购已然成为中国“走出去”的重要方式,从东道国腐败控制视角研究中国企业海外并购具有重要意义。

### 三、理论分析

腐败控制是一国制度质量的重要衡量标准,也是政府治理的重要方面。通过梳理文献可知,经济体的腐败程度会对外商投资产生两种截然不同的影响效应,即“摩擦效应”和“润滑效应”。一方面,东道国严峻的腐败形势不利于本国营造良好的外商投资环境,推高了投资市场的不确定性水平,形成“摩擦效应”(Wei, 2000);但另一方面,某些情况下,腐败在一定程度上能刺激投资和经济增长,存在“润滑效应”(Acemoglu & Verdier, 1998; 徐业坤、李维安, 2016)。

一般而言,高腐败程度会使得一国行政体系失效,恶化当地制度环境,降低跨国企业进行投资的动力,形成“摩擦效应”。东道国政府官员为了获取最大租金收益,会有意增加对海外并购项目的审批时长和控制力度,诱发并购企业进行寻租活动。在寻租利益的作用下,东道国经济管制行为增加,经济运行效率下降,政府的正常运行体系失效(Wei, 2000)。在企业进行海外并购决策时,东道国腐败控制水平是开展海外并购的重要考量因素。一方面,东道国通过制定完备的法规制度,为跨国企业营造良好的投资环境,减少投资的不确定性。对于跨国企业而言,“外来者劣势”是海外投资所面临的重要障碍(Zaheer, 1995),当地制度、文化、市场等因素都是影响跨国企业并购的重要因素,而详尽、全面的尽职调查被认为是提升并购成功率的重要条件(贾镜渝、李文, 2016)。因此,企业开展并购业务之前,往往启动对东道国企业的尽职调查以提高企业并购成功率。对东道国企业进行全面且充分的尽职调查,需要东道国具备公开透明的经济发展环境(周晶晶、赵增耀, 2019)。在腐败程度较高的环境下,由于信息不对称、不确定性水平较高等因素的阻碍,尽职调查难以全面展开,从而导致跨国企业难以获取有效的投资信息。因此,良好的腐败控制环境有助于推动跨国企业进行充分的调查搜寻工作,有利于中国企业成功实施海外并购。另一方面,腐败容易引致政府行政方式混乱、监管体系效率

低下等问题, 导致市场交易规则变化不定, 从而抑制企业开展并购业务。腐败控制水平较高的国家往往具有更高的政治稳定性和行政效率, 其市场不确定风险更低, 能够降低跨国企业在当地开展并购的交易成本, 提高并购效率; 腐败控制水平较低的国家由于法律制度不健全以及政府在执行过程中的低效和不稳定, 使得跨国企业在当地进行的并购无章可循, 交易成本激增, 失败可能性也大大增加 (胡彦宇、吴之雄, 2011)。此外, 腐败控制水平较低的环境下, 一国政府由于缺少较为完善的投资法律、知识产权法规, 容易导致企业专利更易受到侵占, 从而难以保持跨国企业的专有性技术优势, 降低了跨国企业的进入意愿 (陈建勋等, 2019)。东道国腐败控制水平提升将降低产权保护成本, 推动跨国企业海外并购。根据以上分析, 本文提出理论假说 1。

假说 1: 东道国腐败控制会促进中国企业海外并购。

基于腐败的“润滑效应”理论, 在部分腐败控制水平较高的国家, 由于当地外商投资政策存在不合规问题, 跨国企业难以通过正常途径进行投资, 导致其可能采用腐败寻租的替代性方式绕过当地的制度障碍, 以实现投资进入, 即发挥了“润滑效应”。在腐败控制水平较低的国家, 跨国企业的贿赂行为可能有利于加速政府官僚体制的运行速度 (Blackburn & Forgues-Puccio, 2009), 提高政府对外资并购项目的审批率, 从而可以获取更高的并购成功概率。一般而言, 在跨国企业进行海外并购的过程中, 需要跨国企业与东道国政府官员进行相关接触与谈判。通过许诺政治献金、提供高管职位等寻租行为拉拢当地政府官员, 跨国企业可以获得有利于企业投资项目的投资信息和评估结果, 从而实现并购投资项目的加速推进。在此情形下, 腐败寻租行为对海外并购具有积极的作用 (李晓、杨弋, 2019)。此外, 处于经济转型阶段的发展中国家, 由于其市场经济和法律制度尚未完善, 腐败可以成为替代性的资源配置机制 (Wang & You, 2012)。通过对政府官员的贿赂行为, 跨国企业在开展并购业务过程中可以获得东道国更多的信贷支持和政策补贴, 减少政府的不合理干预和剥削行为, 降低并购业务的搜寻成本, 进而获得更多的并购利润。相对于发达国家而言, 发展中国家的跨国企业具有更多利用复杂人际关系进行寻租的相关经验, 具有更强的风险性投资承受力 (Fung & Garcia-Herrero, 2012)。在此情形下, 较高的腐败控制水平可能降低跨国企业的预期收益, 从而抑制了企业海外并购。基于此, 本文提出理论假说 2。

假说 2: 东道国腐败控制会抑制中国企业海外并购。

东道国腐败与海外并购的关系可能并非线性关系, 表现为当东道国腐败程度较高时, 腐败控制降低了海外并购水平; 当东道国腐败程度较低时, 腐败控制提高了海外并购水平。腐败的“折中效应”理论认为, 腐败与外商投资之间不是单纯的线性关系, 对于海外并购亦是如此。一方面, 在地方政府体制导致要素资源扭曲的情况下, 适度的腐败刺激了跨国企业以寻租行为来绕开繁琐的政府管制和无效化程序, 从而推动企业海外并购 (Levy, 2007)。腐败寻租行为可以推动跨国企业获取当地稀

缺资源和政策扶持, 减少投资规制和沉重税收的约束, 进而在东道国市场获得优势地位。在此情形下, 适度的腐败行为给跨国企业带来的收益远大于寻租成本, 提高了跨国企业的投资意愿和积极性。另一方面, 当政府内部官员腐败成风时, 跨国企业进入东道国市场的腐败寻租成本急剧上升, 其经营风险和不确定性也将大幅提高。由于跨国企业需要将资源要素大量持续投入到东道国政府贿赂中, 从而导致企业并购所需要的人力资源、资本、技术等生产要素缺乏, 难以保障企业生产的可持续性, 降低了企业的投资动力。基于此, 本文提出理论假说 3。

假说 3: 东道国腐败控制与中国企业海外并购具有非线性关系。

综上所述, 东道国腐败控制对中国企业“走出去”具有三方面的影响: 第一, 东道国腐败会恶化东道国制度质量, 从而降低了对海外并购的吸引力, 即发挥了“摩擦效应”; 第二, 东道国腐败可以降低制度障碍, 有利于提高企业投资效率, 推动企业开展并购, 即发挥了“润滑效应”; 第三, 东道国腐败与海外并购具有非线性关系, 当东道国腐败程度较高时, 腐败控制降低了海外并购水平, 当东道国腐败程度较低时, 腐败控制提高了海外并购水平。

## 四、模型与变量

### (一) 模型设定

本文参照胡兵等(2013)的做法构建以下面板模型, 以检验东道国腐败控制对中国企业海外并购的影响作用:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CC_{it} + X'_{it}\alpha + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,  $i$  和  $t$  分别表示东道国和年份;  $Y_{it}$  表示中国企业在东道国的海外并购事件, 具体采用海外并购意愿案例数和海外并购成功案例数进行衡量;  $CC_{it}$  表示东道国腐败控制水平, 数值越高则腐败控制水平越高, 分别采用腐败控制指数和政府清廉度指数衡量;  $X$  代表一系列控制变量, 具体包括腐败控制指数差值、政府清廉度指数差值、制度环境、双边汇率、通货膨胀率、人均生产总值、劳动力、地理距离、经济距离、华人文化圈虚拟变量、接壤虚拟变量;  $\varepsilon_{it}$  为随机误差项。

### (二) 变量说明

1. 企业海外并购 ( $Y_{it}$ )。本文借鉴韩永辉等(2021)的做法, 采用 2006~2019 年的中国企业海外并购意愿案例数 ( $MERC$ ) 和中国企业海外并购成功案例数 ( $MERS$ ) 作为衡量中国企业海外并购状况的代理变量。由于本文使用的中国企业海外并购数据是非连续的, 且有较多零值, 为了减少数据的偏度, 本文对并购数据加 1 并取对数, 并基于洪联英等(2015)、刘青等(2017)对样本进行如下处理: (1) 剔除中国港澳台地区的样本; (2) 剔除中国金融类企业的样本; (3) 剔除被并购方位于避税天堂的样本。

2. 腐败控制 ( $CC_{it}$ )。本文分别使用东道国的腐败控制指数 ( $WGI$ ) 作为东道国腐败控制水平的代理变量, 数据来源于世界银行。在具体测量方面, 世界银行构

建了一个包括 7 个核心指标和 15 个补充性指标的数据体系对全球各国的腐败控制水平进行测度<sup>①</sup>。该指数综合了全球几乎所有主要的腐败测度数据, 并基于不同的数据库资料建立了合理的权重体系进行测算, 已被广泛用于经济研究。同时, 本文还使用了政府清廉度指数 (COR) 对腐败控制变量进行补充性代理。政府清廉度指数 (COR) 表示东道国对腐败行为在经济、行政及法律等方面的惩罚力度, 指数越高则越清廉, 数值范围在 0~10 之间。本文收集美国传统基金会 (The Heritage Foundation) 发布的相关信息, 并整理出清廉度指数以及其他相关数据。此外, 由于某些国家和地区的案例样本较少, 不具有代表性, 本文选择中国企业进行海外并购的主要国家和地区的数据进行分析。

3. 其他控制变量。(1) 中国与东道国腐败控制指数差值 (WGID)。该变量基于腐败控制指数 (WGI) 构建, 具体为东道国腐败控制指数减去中国腐败控制指数, 差值越大说明东道国越清廉, 差值越小 (甚至为负值) 则说明东道国腐败程度越高。一般而言, 两国腐败控制水平越接近, 越有利于降低企业熟悉制度环境的成本, 是国际投资的重要影响因素。数据来源于世界银行。(2) 中国与东道国政府清廉度指数差值 (CORD)。该变量基于政府清廉度指数 (COR) 构建, 具体为东道国政府清廉度指数减去中国政府清廉度指数, 差值越大说明东道国越清廉, 差值越小 (甚至为负值) 则说明东道国腐败程度越高。(3) 制度环境 (INS), 是反映东道国政治制度环境的基础性指标。本文使用世界银行发布的 Worldwide Governance Indicators 数据, 具体包括公民权利、政治和社会安定、政府效率、监管质量、法治水平和腐败控制等六个指标。参考以往文献对于制度环境的测量方法 (黄新飞等, 2013), 本文采用指标的均值进行测量。(4) 双边汇率 (ER), 以东道国官方货币兑人民币的汇率衡量。数据来源于 CEPII 数据库。(5) 通货膨胀率 (INF), 以消费者 CPI 指数衡量。数据来源于世界银行。(6) 人均生产总值 (GDP), 反映了东道国的经济发展水平, 因而也与企业并购所产生的交易费用高度相关。数据来自世界银行。(7) 劳动力 (POP)。劳动力规模关系到一个国家经济发展过程中是否能够享受到“人口红利” (钱明亮, 2013)。劳动力规模大的国家一般有较强的市场潜力, 能够吸引更多的外资企业进入, 相应地也会促进海外并购。数据来自世界银行。(8) 经济距离 (EDIS), 以双边人均 GDP 的绝对距离衡量。(9) 地理距离 (GDIS), 以各国首都到北京的直接距离衡量。(10) 华人文化圈虚拟变量 (PCI)。若东道国处于华人文化圈则赋值为 1, 否则为 0。(11) 接壤虚拟变量 (NEIGH)。若中国与东道国存在领土接壤则赋值为 1, 否则为 0。本文根据数据形式进行对数处理。

## 五、实证分析

### (一) 基准回归检验

表 1 报告了采用静态面板模型考察腐败控制对中国企业海外并购影响效应的结果。模型 1 至 4 显示的是采用固定效应模型的实证结果。海外并购意愿案例数 (MERC)

表 1: 基准估计结果: 静态面板模型

	固定效应				随机效应			
	意愿并购		成功并购		意愿并购		成功并购	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
WGI	0.246*** (0.074)	0.172** (0.075)	0.047** (0.022)	0.047* (0.025)	0.054*** (0.007)	0.053*** (0.013)	0.029*** (0.010)	0.021** (0.011)
COR	0.008*** (0.002)	0.009** (0.004)	0.006** (0.003)	0.005* (0.003)	0.008** (0.004)	0.002 (0.002)	0.005** (0.002)	0.002 (0.003)
WGID		0.094* (0.054)		0.104** (0.045)		0.103** (0.051)		0.009** (0.004)
CORD		0.007** (0.003)		0.004* (0.002)		0.005** (0.002)		0.002* (0.001)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年度效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
区域效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
R <sup>2</sup>	0.100	0.102	0.051	0.052				
N	1794	1794	1794	1794	1794	1794	1794	1794

作为被解释变量时, 东道国腐败控制指数 (*WGI*) 的系数均显著为正, 政府清廉度指数 (*COR*) 的系数也正向显著。对于海外并购成功案例数 (*MERS*), 腐败控制指数 (*WGI*) 和政府清廉度指数 (*COR*) 的系数均正向显著。结果同时显示, 腐败控制指数差值 (*WGID*) 和政府清廉度指数差值 (*CORD*) 的影响系数对于海外并购意愿案例数 (*MERC*) 和海外并购成功案例数 (*MERS*) 两个被解释变量均正向显著。模型 5 至 8 是采用随机效应模型的估计结果。当被解释变量为海外并购意愿案例数 (*MERC*) 且未加入腐败控制指数差值 (*WGID*) 和政府清廉度指数差值 (*CORD*) 时, 东道国腐败控制指数 (*WGI*) 的系数显著为正; 加入控制变量后, 东道国腐败控制指数 (*WGI*) 的系数也显著为正。政府清廉度指数 (*COR*) 的系数仅在未加入控制变量时正向显著。当被解释变量为海外并购成功案例数 (*MERS*) 且未加入控制变量腐败控制指数差值 (*WGID*) 和政府清廉度指数差值 (*CORD*) 时, 东道国腐败控制指数 (*WGI*) 的系数显著为正, 加入控制变量后也显著为正。政府清廉度指数 (*COR*) 的系数仅在未加入控制变量时正向显著。类似地, 腐败控制指数差值 (*WGID*) 和政府清廉度指数差值 (*CORD*) 的影响系数对于海外并购意愿案例数 (*MERC*) 和海外并购成功案例数 (*MERS*) 两个被解释变量均正向显著。静态面板模型的实证结果表明, 整体而言, 东道国腐败控制水平越高, 越有利于中国企业的海外并购, 这与以往在对外直接投资层面开展的相关研究结论基本一致 (蒋冠宏、蒋殿春, 2012; 杨亚平、李琳琳, 2018; 尹美群等, 2019)。这意味着良好的腐败控制水平可以节省企业的寻租成本, 有助于推动跨国企业进行高效率的生产活动。腐败控制水平的提升有利于投资法律的完善和知识产权的保护, 有助于保持跨国企业的专有性技术优势, 从而提高跨国企业的进入意愿 (陈建勋等, 2019), 推动跨

国企业开展海外并购。因此, 东道国腐败具有“摩擦效应”, 即腐败控制有利于促进中国企业海外并购, 故理论假说 1 成立, 理论假说 2 不成立。

(二) 稳健性检验

1. 动态面板模型检验。

为缓解可能存在的内生性问题, 本文基于基准回归模型引入企业并购 (Y) 的一期滞后项, 以反映中国企业海外并购的动态效应, 增强估计结果的稳健性。具体模型如下:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{it-1} + \beta_2 CC_{it} + X\beta + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,  $Y_{it-1}$  是  $Y_{it}$  的一阶滞后项, 用以反映中国企业海外并购的持续性。本文使用动态面板 GMM 估计的原因有两点: 首先, 中国企业的海外并购行为也能够影响东道国的腐败控制水平, 即存在反向因果关系。除此之外, 中国企业海外并购行为还会影响东道国的人均 GDP 或市场规模, 特别是在海外并购行为较多的情况下, 会导致变量的内生性问题。其次, GMM 估计使用差分法实现对数据的转换, 可以解决无法观察的变量与解释变量相关的问题, 也可以解决变量遗漏的问题。

表 2 展示的是动态面板模型下的实证结果。模型 1 至 4 使用差分 GMM 方法进行估计, 模型 5 至 8 使用系统 GMM 方法进行估计。无论是差分 GMM 还是系统 GMM, 意愿并购和成功并购的滞后一期 (L. MERC 和 L. MERS) 在相应模型中的系数均在

表 2: 基准估计结果: 动态面板模型

	差分 GMM				系统 GMM			
	意愿并购		成功并购		意愿并购		成功并购	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
L. MERC	0.106 *** (0.003)	0.093 *** (0.004)			0.147 *** (0.006)	0.148 *** (0.005)		
L. MERS			0.071 *** (0.002)	0.071 *** (0.002)			0.031 *** (0.004)	0.042 *** (0.003)
WGI	0.182 *** (0.019)	0.130 *** (0.022)	0.056 *** (0.021)	0.053 *** (0.020)	0.237 *** (0.036)	0.138 *** (0.028)	0.180 *** (0.016)	0.063 * (0.034)
COR	0.019 *** (0.001)	0.010 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.003 *** (0.001)	0.019 *** (0.001)	0.010 *** (0.001)	0.007 *** (0.001)	0.001 (0.001)
WGID		0.222 *** (0.012)		0.019 ** (0.008)		0.170 *** (0.018)		0.027 ** (0.014)
CORD		0.007 *** (0.001)		0.005 ** (0.002)		0.009 *** (0.001)		0.004 *** (0.001)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年度效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
区域效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
AR(1)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.565	0.643	0.644	0.644	0.371	0.411	0.412	0.481
N	1692	1692	1692	1692	1833	1833	1833	1833

1%的水平上正向显著。除了模型8, 腐败控制指数 (*WGI*) 和政府清廉度指数 (*COR*) 的系数均正向显著, 且整体显著性水平较高。在所有模型中, 腐败控制指数差值 (*WGID*) 和政府清廉度指数差值 (*CORD*) 的系数对于海外并购意愿案例数 (*MERC*) 和海外并购成功案例数 (*MERS*) 两个被解释变量均正向显著。动态面板模型下的实证结果表明, 滞后一期的中国企业海外并购对于当期的中国企业海外并购具有显著的促进作用, 东道国的腐败控制水平越高越有利于中国企业开展海外并购。

## 2. 二值回归检验。

考虑到东道国腐败控制与中国企业海外并购存在反向因果关系, 本文构建二值回归进行检验。其中, 本文将发起并购的事件赋值为1, 否则为0, 以此构建新的意愿并购变量 (*MERC1*); 并购成功的事件赋值为1, 并购失败的事件赋值为0, 以此构建新的成功并购变量 (*MERS1*)。本文分别使用了 Probit 回归和 Logit 回归两种估计方法。

表3展示了二值回归的实证结果。腐败控制指数 (*WGI*) 的系数在模型中均正向显著。当使用 Probit 估计时, 政府清廉度指数 (*COR*) 的系数在除了模型4之外的三个模型中均正向显著; 当使用 Logit 估计时, 该系数仅在不加入控制变量腐败控制指数差值 (*WGID*) 和政府清廉度指数差值 (*CORD*) 时正向显著。控制变量腐败控制指数差值 (*WGID*) 和政府清廉度指数差值 (*CORD*) 则在所有模型中基本正向显著。整体而言, 二值回归的实证结果与基准回归结果是一致的。

表3: 二值回归模型

	Probit				Logit			
	意愿并购		成功并购		意愿并购		成功并购	
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
WGI	0.264*** (0.074)	0.229*** (0.086)	0.205** (0.080)	0.164** (0.080)	0.702** (0.357)	0.641* (0.365)	0.491** (0.239)	0.461* (0.239)
COR	0.006*** (0.001)	0.005** (0.002)	0.012** (0.005)	0.006 (0.004)	0.007*** (0.002)	0.002 (0.003)	0.004** (0.002)	0.001 (0.003)
WGID		0.087*** (0.022)		0.050** (0.024)		0.165*** (0.040)		0.115** (0.047)
CORD		0.025* (0.015)		0.004 (0.015)		0.031** (0.016)		0.018 (0.028)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年度效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
区域效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Likelihood	-592.38	-583.79	-494.28	-494.25	-584.58	-575.86	-484.72	-484.52
N	1794	1794	1794	1794	1794	1794	1794	1794

## (三) 进一步检验

本文参考 Gonzalez et al. (2017)、杨子晖等 (2021) 的做法, 构建面板平滑转换回归模型 (PSTR), 以检验东道国腐败控制对中国企业海外并购的非线性影响。

具体模型如下:

$$Y_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 CC_{it} + \sum_{i=1}^n \rho_i X_{it} f(CC_{it}; \gamma, \theta) + X' \lambda + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,  $f(CC_{it}; \gamma, \theta)$  为关于变量  $CC_{it}$  的转换函数, 其取值区间为  $[0, 1]$ , 满足如下形式:

$$f(CC_{it}; \gamma, \theta) = \{1 + \exp[-\gamma \prod_{j=1}^m (CC_{it} - \theta_j)]\}^{-1} \quad (4)$$

其中,  $\gamma$  代表转换率, 衡量转换函数在两个体制区间中的转换速度;  $\theta$  代表  $m$  维转换发生的位置参数向量, 表示为不同区间间的转换阈值, 满足  $\theta = (\theta_1 \ll \dots \ll \theta_m)$ 。本文采用东道国的法治水平、监管质量、政府效率和公民权利等四个制度约束变量作为转换变量, 刻画东道国制度环境的发展状况, 并使用 LM、LRT 等方法进行检验, 发现存在非线性关系, 且包含了 1 个位置参数和 1 个转换函数。基于此, 本文采用非线性最小二乘法进行回归, 结果如表 4 所示。

表 4: 面板平滑转换回归模型结果

	法治水平		监管质量		政府效率		公民权利	
	意愿并购	成功并购	意愿并购	成功并购	意愿并购	成功并购	意愿并购	成功并购
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
WGI	-0.145* (0.087)	-0.087* (0.049)	-0.181* (0.095)	-0.086* (0.049)	0.131** (0.061)	0.077* (0.036)	0.090 (0.075)	0.069 (0.070)
WGI × f(WGI <sub>it</sub> ; γ, θ)	0.212*** (0.093)	0.150** (0.075)	0.221* (0.123)	-0.150*** (0.054)	0.153** (0.062)	0.116* (0.063)	0.130** (0.055)	0.086* (0.043)
γ	3.110***	2.354**	2.911***	0.389**	2.057***	0.328***	2.418***	0.297***
c	-0.426***	-0.303***	-0.008***	0.007**	0.327**	0.403*	-0.112***	-0.020*
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年度效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
区域效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Likelihood	-454.12	-445.32	-408.11	-423.67	-454.83	-451.44	-412.22	-404.18
N	1794	1794	1794	1794	1794	1794	1794	1794

模型 1 和 2 的估计结果显示, 腐败控制指数 (WGI) 的线性估计系数显著为负, 非线性估计系数显著为正, 位置参数  $c$  分别为 -0.426 和 -0.303, 表明当东道国法治水平分别越过阈值 -0.400 和 -0.277 时<sup>②</sup>, 东道国腐败控制对中国企业意愿并购和成功并购的影响系数发生了结构性变化。具体而言, 当东道国法治水平较低时, 模型处于低区制, 东道国腐败控制对中国企业意愿并购和成功并购的影响系数分别为 -0.145 和 -0.087, 即东道国腐败控制会导致中国企业海外并购减少。随着东道国法治水平的不断提高, 这一抑制作用逐渐减弱。当东道国法治水平分别达到 -0.400 和 0.277 时, 模型转向高区制, 东道国腐败控制的影响系数分别上升至 0.067 和 0.063, 意味着东道国法治水平的提高可以强化东道国腐败控制对中国企业海外并购的促进作用, 且当东道国法治水平足够高时, 东道国腐败控制会使中国企

业海外并购规模扩大。模型 3 和 4 的估计结果显示, 当东道国的监管质量低于一定门槛值时 (意愿并购的门槛值为  $-0.080$ , 成功并购的门槛值为  $0.010$ ), 东道国的腐败控制会对中国企业海外并购产生显著的负面影响; 当监管质量越过门槛值后, 东道国腐败控制会对中国企业海外并购产生显著的正向促进作用。这意味着东道国监管质量的提高可以强化东道国腐败控制的促进作用。这可能由于, 一方面, 东道国法治水平较低、监管力度不足, 导致跨境资本配置扭曲和投资无效化, 从而刺激跨国企业通过寻租行为来获得更多的政策支持与资源要素, 因此东道国适度的腐败有利于中国企业开展海外并购; 另一方面, 东道国较高的法治水平和监管质量能够为跨国企业提供良好的投资环境与营商环境, 有效保障了未来经营的持续性, 提高了企业海外并购的动力。模型 5 和 6 的结果显示, 政府效率的提高可以强化东道国腐败控制对中国企业海外并购的促进作用。这可能的原因在于, 政府是提供公共服务、制定和实施政策的主体, 对于保障外来投资起着重要作用。因此, 政府效率的不断提高有助于强化腐败控制的力度, 从而更有效地推动跨国企业投资并购。模型 7 和 8 的结果显示, 公民权利低于一定门槛值时, 东道国腐败控制对中国企业海外并购不具有明显的促进作用, 而当公民权利越过门槛值后, 东道国腐败控制对中国企业海外并购具有明显的促进作用。

综上所述, 理论假说 3 得以验证。

## 六、结论性评述

伴随着中国对外开放走向高水平发展阶段, 中国企业在“走出去”和海外并购的过程中面临着不可忽略的东道国腐败问题。本文采用世界银行 WGI 数据库腐败控制数据, 实证检验了东道国腐败控制对中国企业海外并购产生的影响。研究发现: 东道国腐败控制水平越高, 越有利于中国企业的海外并购。基于制度环境的视角分析, 受制度环境因素约束时, 东道国腐败控制对中国企业海外并购的影响呈非线性关系: 当东道国法治水平和监管质量相对较低时, 腐败通常发挥着“润滑效应”, 腐败控制会抑制中国企业在当地的并购活动, 当东道国法治水平和监管质量提高后, 腐败则发挥“摩擦效应”, 腐败控制能够有效促进中国企业在当地的并购活动; 政府效率的提高可以强化东道国腐败控制对中国企业海外并购的促进作用; 随着公民权利的提升, 东道国腐败控制对中国企业海外并购的促进作用逐渐增强。

本文的研究发现具有一定的现实启示。以往, 由于中国企业国际市场竞争力的缺乏和东道国制度建设的不完善, 许多企业更倾向于在东道国采用腐败寻租方式来快速绕开政策壁垒并获得竞争优势。此时, 腐败便对中国企业海外并购产生了“润滑效应”, 而腐败控制则是抑制了中国企业的市场优势。但是, 随着发展中国家制度建设的不断完善, 全球经济治理体系变革中加强反腐败的呼声和力度持续增强。中国企业海外并购应尽量选择腐败控制水平及清廉程度高的国家和地区, 降低并购交易的成本和风险。此外, 中国企业进入不同类型的国家和地区时应当采取不同的

策略,在低制度质量的发展中国家选择“适应腐败”可能是具体环境下的无奈选择,而在高制度质量的发展中国家应当选择合规性途径与方式实现海外并购,提升并购成功率及发展质量。从国际合作的角度来看,中国也可以探索对其他发展中国家的反腐败制度建设予以支持,构建更加有利于世界发展的高水平全球经济治理体系。

(通讯作者 韩永辉电子邮箱: 150149594@qq.com)

注释:

- ① 7个核心指标分别为 EIU、GCS、GWP、IPD、PRS、VDM 和 WMO,为世界银行根据各个全球性数据库的腐败指标测度而来(具体包括官员腐败程度、公众对官员信任度、各领域腐败程度和腐败指数等);15个补充性指标包括 ADB、AFR、ASD、BPS 等,数据来源均为各区域性或垂直领域的腐败测度数据库。
- ② 由于法治水平变量已经过组内去均值处理,因此,实际门槛值由全部样本数据的法治水平均值(0.026)与 PSTR 模型的位置参数求和而得。

参考文献:

- 陈建勋,江俏苇,于姝. 2019. 东道国腐败是否降低了 FDI 流入量?——来自多样本多方法的检验[J]. 世界经济文汇(5): 102-119.
- 邓富华,胡兵. 2013. 制度约束下东道国腐败对中国对外直接投资的影响——基于跨国面板数据的门槛效应检验[J]. 中国经济问题(4): 99-108.
- 葛璐澜,金洪飞. 2020. “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(3): 60-71 + 136.
- 韩永辉,罗晓斐. 2017. 中国与中亚区域贸易合作治理研究——兼论“一带一路”倡议下共建自贸区的可行性[J]. 国际经贸探索(2): 72-84.
- 韩永辉,王贤彬,韦东明,等. 2021. 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(4): 33-48.
- 洪联英,陈思,韩峰. 2015. 海外并购、组织控制与投资方式选择——基于中国的经验证据[J]. 管理世界(10): 40-53.
- 胡兵,邓富华. 2014. 腐败距离与中国对外直接投资——制度观和行为学的整合视角[J]. 财贸经济(4): 82-92.
- 胡兵,邓富华,张明. 2013. 东道国腐败与中国对外直接投资——基于跨国面板数据的实证研究[J]. 国际贸易问题(10): 138-148.
- 胡彦宇,吴之雄. 2011. 中国企业海外并购影响因素研究——基于新制度经济学视角的经验分析[J]. 财经研究(8): 91-102.
- 黄新飞,舒元,徐裕敏. 2013. 制度距离与跨国收入差距[J]. 经济研究(9): 4-16.
- 黄远浙,钟昌标,叶劲松,等. 2021. 跨国投资与创新绩效——基于对外投资广度和深度视角的分析[J]. 经济研究(1): 138-154.
- 贾镜渝,李文. 2016. 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(6): 122-132.
- 贾镜渝,孟妍. 2022. 经验学习、制度质量与国有企业海外并购[J]. 南开管理评论(3): 49-63.
- 蒋冠宏,蒋殿春. 2012. 中国对发展中国家的投资——东道国制度重要吗? [J]. 管理世界(11): 45-56.
- 李晓,杨弋. 2019. 东道国政府自律性对跨国公司投资模式的影响研究[J]. 世界经济研究(3): 108-121 + 137.
- 刘青,陶攀,洪俊杰. 2017. 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(1): 28-43.

- 钱明亮, 2013. 劳动人口新趋势与经济发展关联度: 预测至 2030 年 [J]. 改革 (4): 120-126.
- 王金波, 2019. 双边政治关系、东道国制度质量与中国对外直接投资的区位选择——基于 2005~2017 年中国企业对外直接投资的定量研究 [J]. 当代亚太 (3): 4-28 + 157.
- 王晓颖, 周婉冰, 2018. 东道国制度质量、超主权投资制度与中国对东盟直接投资 [J]. 亚太经济 (2): 130-113.
- 谢孟军, 2016. 腐败、腐败距离与外资流入——基于中国 OFDI 的经验数据 [J]. 国际经贸探索 (5): 87-98.
- 徐业坤, 李维安, 2016. 腐败: 私有投资的润滑剂还是绊脚石? [J]. 经济社会体制比较 (2): 75-88.
- 徐业坤, 马光源, 2019. 地方官员变更与企业产能过剩 [J]. 经济研究 (5): 129-145.
- 杨先明, 郭树华, 蒙昱竹, 2018. 腐败惩治、腐败距离对国际直接投资的影响 [J]. 财经问题研究 (11): 50-58.
- 杨亚平, 李琳琳, 2018. 对非援助会减轻腐败对投资的“摩擦效应”吗——兼论“一带一路”倡议下中非经贸合作策略 [J]. 财贸经济 (3): 95-108.
- 杨子晖, 陈雨恬, 林师涵, 等, 2021. 我国金融机构尾部风险影响因素的非线性研究——来自面板平滑转换回归模型的新证据 [J]. 金融研究 (3): 38-57.
- 尹美群, 盛磊, 吴博, 2019. “一带一路”东道国要素禀赋、制度环境对中国对外经贸合作方式及区位选择的影响 [J]. 世界经济研究 (1): 81-92.
- 张述存, 2017. “一带一路”倡议下优化中国对外直接投资布局的思路与对策 [J]. 管理世界 (4): 1-9.
- 周晶晶, 赵增耀, 2019. 东道国经济政策不确定性对中国企业跨国并购的影响——基于二元边际的视角 [J]. 国际贸易问题 (9): 147-160.
- 祝继高, 王道, 汤谷良, 2021. “一带一路”倡议下的对外投资: 研究述评与展望 [J]. 外国经济与管理 (3): 119-134.
- Acemoglu D, Verdier T, 1998. Property Rights, Corruption and the Allocation of Talent: A General Equilibrium Approach [J]. The Economic Journal, 108(450): 1381-1403.
- Alquist R, Berman N, Mukherjee R, 2019. Financial Constraints, Institutions, and Foreign Ownership [J]. Journal of International Economics, 118: 63-83.
- Blackburn K, Forgues -Puccio G F, 2009. Why is Corruption Less Harmful in Some Countries than in Others? [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 72(3): 797-810.
- Blonigen, 2005. A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants [J]. Atlantic Economic Journal, 33(4): 383-403.
- Blonigen A B, Piger J, 2014. Determinants of Foreign Direct Investment [J]. The Canadian Journal of Economics, 47(3): 775-812.
- Brada, J. C., Z. Drabek and M. F. Perez, 2012. The Effect of Home -Country and Host -Country Corruption On Foreign Direct Investment [J]. Review of Development Economics, 16(4): 640-663.
- Dunning J H, 1977. Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach [A]. Ohlin B, Hesselborn P O, Wijkman P M. The International Allocation of Economic Activity [M]. London: Palgrave Macmillan.
- Egger P, Winner H, 2005. Evidence on Corruption as an Incentive for Foreign Direct Investment [J]. European Journal of Political Economy, 21(4): 932-952.
- Fung K C, Garcia -Herrero A, 2012. Foreign Direct Investment Outflows from China and India [J]. China Economic Policy Review, 1(1): 1-15.
- Gonzalez A, Teräsvirta T, Van Dijk D, et al., 2017. Panel Smooth Transition Regression Models [R]. CREATES Research.
- Habib, M. and Zurawicki, L., 2002. Corruption and Foreign Direct Investment [J]. Journal of International Business Studies, 33(2): 291-307.
- Levy D, 2007. Price Adjustment under the Table: Evidence on Efficiency - enhancing Corruption [J]. European Journal of Political Economy, 23(2): 423-447.
- Qian, X. and Sandoval -Hernandez, J. 2016. Corruption Distance and Foreign Direct Investment [J]. Emerging Markets Finance and Trade, 52(2): 400-419.

- Subasat ,T. and Bellos S 2012. Economic Freedom and Foreign Direct Investment: A Panel Gravity Model Approach [J]. Social Science Electronic Publishing 26( 3) : 303-328.
- Wang Y ,You J 2012. Corruption and firm growth: Evidence from China [J]. China Economic Review 23( 2) : 415-433.
- Wei S 2000. How Taxing is Corruption on International Investors? [J]. Review of Economics and Statistics 82( 1) : 1-11.
- Zaheer S ,1995. Overcoming the Liability of Foreignness [J]. The Academy of Management Journal 38( 2) : 341-363.

## **Lubricant or Stumbling Block: Corruption Control of the Host Country and Overseas Mergers and Acquisitions of China's Enterprises**

WANG Xianbin, HAN Yonghui, WEI Dongming

**Abstract:** The corruption control level of the host government is an important factor that affects the “going out” of China’s enterprises. Based on the rigorous measurement of the corruption control level of various countries over the years, this paper analyzes the impact of corruption control of the host country on overseas mergers and acquisitions (M&As) of China’s enterprises. The research shows that the higher the corruption control level of the host country, the more conducive to overseas M&As of China’s enterprises. Under the constraints of institutional quality, the impact of corruption control of the host country on overseas M&As of China’s enterprises presents a non-linear relationship: with the improvement of the level of rule of law and regulatory quality of the host country, the impact of corruption control shifts from inhibition to promotion; the improvement of government effectiveness strengthens the promotion effect of corruption control; with the improvement of voice and accountability, the promotion effect of corruption control is also gradually enhanced.

**Key words:** corruption control; overseas mergers and acquisitions (M&As); OFDI; institutional quality

(责任编辑 李 瑛)