

外来者劣势对中国企业海外并购成功率影响研究

孙翔, 王雷

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2021年12月8日; 录用日期: 2022年1月8日; 发布日期: 2022年2月28日

摘要

基于外来者劣势中的“合法性缺失”和“信息不对称”视角, 以1995~2019年25年1260宗海外并购案为研究对象, 分析外来者劣势对中国企业海外并购成功率的影响, 研究结论为: 1) 东道国与母国的规制合法性缺失、认知合法性缺失、信息不对称越大, 越不利于海外并购成功; 2) 国有企业属性对规制合法性缺失影响海外并购成功率具有正向调节的作用, 而对规范合法性缺失、信息不对称影响海外并购成功率具有负向调节的作用; 3) 行业相关性对认知合法性缺失、信息不对称影响海外并购成功率具有负向调节作用。上述结论阐明了外来者劣势对海外并购成功率的影响机理以及调节效应, 有利于提高中国企业海外并购的“质”与“量”。

关键词

外来者劣势, 海外并购成功率, 对外直接投资

Research on the Impact of the Liability of Foreignness on the Odds of Success of Chinese Enterprises' Overseas M & A

Xiang Sun, Lei Wang

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: Dec. 8th, 2021; accepted: Jan. 8th, 2022; published: Feb. 28th, 2022

Abstract

Based on the perspective of “lack of legitimacy” and “information asymmetry” in the liability of foreignness, this paper analyzes the impact of the liability of foreignness on the odds of success of

Chinese enterprises' overseas M & A. Taking 1260 overseas M & A cases in the 25 years from 1995 to 2019 as the research object, the research conclusions are as follows: 1) The greater the lack of regulative legitimacy, cognitive legitimacy and information asymmetry, the more unfavorable to the success of overseas M & A; 2) State-owned enterprises attribute positively moderates the impact of the lack of regulative legitimacy on the odds of success of overseas M & A, while negatively moderates the impact of the lack of normative legitimacy and information asymmetry on the odds of success of overseas M & A; 3) Industry relevance negatively moderates the impact of the lack of cognitive legitimacy and information asymmetry on the odds of success of overseas M & A. The above conclusions clarify the influence mechanism and the moderating effects of the liability of foreignness on the odds of success of overseas M & A, which is conducive to improving the "quality" and "quantity" of Chinese enterprises' overseas M & A.

Keywords

Liability of Foreignness, The Odds of Success of Overseas M & A, Foreign Direct Investment

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着经济全球化和中国改革开放不断深入,越来越多的中国企业对外直接投资,跨国经营能力持续加强。海外并购是企业“走出去”的重要方式,但中国企业海外并购的成功率较低[1][2]。目前,关于海外并购成功率的研究越来越受到学者们的关注,但大部分学者对海外并购成功率的探究主要围绕在内部因素上[3],例如并购战略不清、尽责调查不足、核心利益分歧等。

自 Hymer (1976) [4]首次提出了“海外经营成本”的概念, Zaheer (1995) [5]对“海外经营成本”进行了完善和补充,正式提出了外来者劣势(LOF)的概念。外来者劣势作为外部因素,其与海外并购的关系是近年来学者们比较关注的议题[3]。关于外来者劣势,以往研究存在以下几点不足:首先,从外来者劣势视角分析海外并购的文献较少[6],同时,以往研究集中在外来者劣势对后并购阶段,即经营绩效和财务绩效的研究,缺乏对前并购阶段,即并购成功率的研究[2][7];其次,学者大多基于外来者劣势中的某一维度,例如正式制度、文化差异、地理距离等,研究其对海外并购成功率的影响,不够系统和完善;最后,发达经济体国家是学者研究外来者劣势的主要对象,对新兴经济体国家的研究较少[8]。

本文选用中国 1995~2019 年共计 25 年的 1260 个海外并购样本,通过实证的方式探究外来者劣势对海外并购成功率的影响,本文旨在解决如下问题:1) 外来者劣势是否会对中国企业海外并购成功率产生影响? 2) 合法性缺失的细分维度,即规制合法性缺失、规范合法性缺失、认知合法性缺失对中国企业海外并购成功率的影响效果是否一致? 3) 国有企业属性和行业相关性是否在外来者劣势影响海外并购成功率中起到调节作用? 研究以上问题,得出有关外来者劣势的研究结论和克服建议,为我国企业海外并购提供了理论指导和经验借鉴,有利于保护企业核心利益,提高并购的成功率。

2. 理论基础和研究假设

2.1. 外来者劣势与海外并购成功率

外来者劣势最主要表现为合法性缺失和信息不对称[9][10][11]。

2.1.1. 合法性缺失

根据新制度主义理论, 合法性缺失又分为规制合法性缺失、规范合法性缺失和认知合法性缺失[6] [9] [12] [13] [14]。首先, 规制合法性表现为东道国政府对外来企业在法律层面的认可度和信任度[9], 规制合法性缺失的内在原因是东道国和母国法制水平的差异, 会触发东道国政府的“自我保护机制” [10], 具体行动是歧视性对待。在中国企业海外并购中, 东道国政府可能迫于国内政治压力[15], 或认为中国企业难以符合进入要求[9], 或对中国日益发展的综合国力感到威胁[6], 通过法律或行政手段阻止外商并购涉及重要基础设施、技术、资源和机密信息的企业[11]。其次, 规范合法性表现为东道国社会对外来企业在社会价值观和道德层面的认可度和信任度, 规范合法性缺失的内在原因是东道国和母国社会道德水平的差异。官员清廉风气是规范合法性的深层次反映[6], 官员清廉风气的差异会让外来企业受到更为隐蔽的规范同行化压力[16], 具体来说, 在中国企业海外并购中, 必然涉及到与东道国政府、监管机构、行业协会等外部利益群体的沟通, 如果东道国存在较大的公共部门腐败问题, 谈判的透明度和交易的可预见性将降低, 增加了并购方的交易风险[17]。最后, 认知合法性表现为东道国人民对外来企业在文化信仰层面的认可度和信任度, 认知合法性缺失的内在原因是东道国和母国文化信仰的差异。具体来说, 中国企业海外并购中, 如果东道国和母国文化信仰差异较大, 东道国人民的不信任感会使外来企业的歧视成本和关系成本增加[6]。同时, 文化的差异会在并购谈判中造成误解[1] [2]和企业合作中产生冲突[18], 加剧了并购失败的风险。

基于以上, 本文提出以下假设:

H1a: 东道国与母国规制合法性缺失越大, 越不利于海外并购成功。

H1b: 东道国与母国规范合法性缺失越大, 越不利于海外并购成功。

H1c: 东道国与母国认知合法性缺失越大, 越不利于海外并购成功。

2.1.2. 信息不对称

一个有效市场的基础是充分竞争、信息完备、无信息成本和信息对称[19]。信息不对称是阻碍海外并购成功的重要因素之一[11], 信息不对称最主要的原因就是地理距离[6] [11], 地理距离导致了并购方和目标方的双向信息不对称[8] [14]。在海外并购中, 一方面, 从并购方视角看, “异客”(外来企业)缺乏对“异乡”(东道国)的了解[8], 主要指并购企业对目标企业的经营情况、社会关联、交易信息等信息获取不全面, 以及对目标企业所在国的商业习惯、商业规则缺乏了解, 将导致对企业微观情况和环境宏观情况的误判。另一方面, 从目标方视角看, “异乡”(东道国)也缺乏对“异客”(外来企业)的了解[8]。地理距离较近便于并购双方传递隐性信息、内部交流和并购后的合作与规划[11], 但随着地理距离的增大, 利益相关者可能会因信息缺失无法了解企业情况, 仅凭母国的形象评价企业, 而发展中国家的国家形象较为消极, 可能会带来歧视行为[8], 不利于海外并购成功。

基于以上, 本文提出以下假设:

H2: 东道国与母国信息不对称越大, 越不利于海外并购成功。

2.2. 国有企业属性的调节作用

国有企业的标签在海外并购中更易受到东道国政府、外部利益相关者、内部利益相关者的歧视和警惕[2] [20]。首先, 从规制合法性看, 国有企业标签在海外并购中容易受到东道国政府的歧视和警惕。国有企业的并购行为可能具有政治导向和国家战略导向, 因此, 东道国政府在中国国有企业进行资源寻求型或技术寻求型的海外并购时, 往往以国家安全、民族利益等理由否决海外并购案[21]。其次, 从规范合法性看, 中国国有企业可能会被外部利益相关者歧视对待[2]。国有企业可能会无效率地挤占东道国投资

市场[2], 东道国的外部利益相关者(竞争企业、产业链相关企业、行业协会)可能会歧视国有企业的“东道国政府隐性代理人”标签[6], 认为国有企业可能会进行不正当竞争, 不透明的操作, 进而降低市场效率, 更加不符合东道国社会自由竞争的社会规范。最后, 从认知合法性看, 中国国有企业可能会被内部利益相关者歧视对待。一方面, 从企业目标看, 国有企业是以政治目标为主, 统筹经济目标和公益目标的实体。同时, 由于特殊的政企关系, 国有企业融资相对简单, 大多出现了高杠杆水平或过度负债的情况[22], 而负债率高的表现就是不良的资产结构[23]; 另一方面, 从企业管理看, 国企实行经营权和所有权分离制度, 政府干预企业决策, 决策市场化较低[24]。因此, 国有企业可能具有不良的资产结构、复杂的组织结构和企业文化, 并购后难以整合和协同等问题, 内部利益相关者采取抵制和防御的行为, 进而加剧了跨国并购的失败[2]。

基于以上, 本文提出以下假设:

H3a: 国有企业属性对规制合法性缺失影响海外并购成功率具有正向调节的作用。

H3b: 国有企业属性对规范合法性缺失影响海外并购成功率具有正向调节的作用。

H3c: 国有企业属性对认知合法性缺失影响海外并购成功率具有正向调节的作用。

从信息不对称看, 并购双方由于地理距离等因素而产生了双向信息不对称, 双向信息不对称会增加决策失败的风险[8]。一方面, 从目标方的视角看, 在目标企业对并购企业的公司身份、产品与业务缺乏准确了解时, 即信息不对称情况下, 目标企业对并购企业认识将聚焦在母国形象[8]和企业标签[14], 例如所有权结构[25]。中国企业在东道国被歧视最重要的原因就是企业与政府的特殊关系, 因此, 中国企业的经营目标和服务对象常被误解[26], 阻碍海外并购的完成; 另一方面, 从并购方视角看, “沟通障碍”是中国企业“身份模糊”的原因[27]。国有企业采取经营权和所有权分离制度, 企业管理灵活性差, 同时, 并购双方大多通过正式沟通方式进行, 而正式沟通无法在海外并购中获取最有效、最可靠的信息[28] [29], 无法消除目标企业“身份模糊”的误解。综上, 国有企业属性加剧了信息不对称对海外并购成功率的负向影响。

基于以上, 本文提出以下假设:

H4: 国有企业属性对信息不对称影响海外并购成功率具有正向调节的作用。

2.3. 行业相关性的调节作用

行业相关性是指并购方和目标方的核心业务在经营范围、消费者市场、核心技术上有一定相关性。首先, 从规制合法性看, 同业并购可以减弱东道国政府的警惕和敏感, 同业收购更多传递是基于公司战略、企业发展的专业化、市场化收购, 而非政治化或国家导向, 并购双方更加理性, 有利于弱化规制合法性缺失的不利影响。其次, 从规范合法性看, 同业收购更容易被东道国社会(外部利益相关者)接受。因处在相同行业, 外来企业熟悉本行业上下游企业、行业协会等关系网络, 企业行为能更好地符合社会的期望, 即适当性、恰当性、合意性, 减弱社会层面的规范合法性缺失的负面影响。最后, 从认知合法性看, 因处在相同行业, 并购双方在企业文化上的共识较多, 内部利益相关者可能认为合并后的管理模式能够更好的结合与应用。具体来说, 同业收购时, 并购方能快速了解产业规制, 制定更加有效的并购策略, 有利于未来的资源重组和技术转移[30]; 同时, 双方企业可以共享人力资源和分销系统, 技术和管理模式的相似性可以减少文化上的误解[31] [32], 更容易获得目标企业的认同感和信任感。因此, 行业相关性可以减弱合法性缺失对海外并购成功率的负面影响, 有利于并购完成。

基于以上, 本文提出以下假设:

H5a: 行业相关性对规制合法性缺失影响海外并购成功率具有负向调节的作用。

H5b: 行业相关性对规范合法性缺失影响海外并购成功率具有负向调节的作用。

H5c: 行业相关性对认知合法性缺失影响海外并购成功率具有负向调节的作用。

当并购双方面临双向信息不对称时, 即双方都缺乏准确了解对方企业信息时, 行业相关性可以减少双方企业搜集信息的成本。一方面, 对于并购方来说, 企业在并购之前, 目标企业可能已经被并购企业持续关注或熟知, 能快速确定并购目标。在尽责调查中, 因行业相关更易搜集内部资料, 真实地了解目标企业的资产结构、盈利能力、财务状况等情况, 更好制定并购策略, 有利于并购的成功。另一方面, 对于目标企业来说, 行业相关性有利于填补企业身份信息缺失, 目标企业不会有“未知的巨头”的陌生感[27]。同时, 行业相关性可以减弱由信息缺失带来的负面印象, 使目标企业的谈判议题更加聚焦于企业管理、协同发展, 减弱信息缺失对海外并购完成带来的负面影响。

基于以上, 本文提出以下假设:

H6: 行业相关性对信息不对称影响海外并购成功率具有负向调节的作用。

3. 研究设计

3.1. 数据

本研究选择收集 Zephyr 数据库 1995~2019 年中国海外并购数据样本。为排除不符合研究对象的样本, 借鉴阎大颖(2010) [33]、杨波等(2016) [24]、张弛和余鹏翼(2017) [34]、左志刚和杨帆(2020) [35]等做法, 通过以下步骤进行样本筛选: 1) 排除重复记录和数据缺失的样本; 2) 排除投资团体、非盈利机构和个人的海外并购样本; 3) 排除中国企业在避税天堂(百慕大群岛、开曼群岛和维尔京群岛)的海外并购样本; 4) 排除境外公司发起、中方金融机构参与的海外并购样本; 5) 排除交易类型属于绿地投资的“合资企业(*Joint Venture*)”样本; 6) 排除非首次进行的海外并购样本, 即排除交易类型为资本追加(*Capital Increase*)、股权追加(*Acquisition Increased*), 仅保留并购(*Acquisition*)的样本。经过以上筛选与清理, 一共得到 2590 个样本。最后, 排除解释变量、控制变量数据缺失且无法查明的样本, 最终一共得到 1260 个混合横截面数据样本。

3.2. 变量

1) 因变量: 本文以并购是否完成来衡量是否并购成功, 即成功为 1, 失败为 0。参考左志刚和杨帆(2020) [35]的做法, 在 Zephyr 数据库中以成功(*Completed*)和推定成功(*Completed Assumed*)来代表并购成功, 以放弃(*Withdrawn*)、非官方 - 放弃(*Rumor-Withdrawn*)和非官方 - 已延期(*Rumor-Expired*)来代表并购失败。

2) 自变量: 本文选取外来者劣势作为模型的自变量。外来者劣势分为两个维度, 即合法性缺失和信息不对称。参照蔡灵莎等(2015) [9]、赵君丽和童非(2020) [6]的做法, 选取世界银行的全球营商环境项目公布的“法律权利力度指数 *LRI*”, 部分国家或地区的部分年份的数据缺失使用均值法补齐, 用东道国和中国的差值来衡量合法性缺失中的规制合法性缺失; 选取透明国际发布的“世界清廉指数 *CPI*”, 用东道国和中国的差值来衡量合法性缺失中的规范合法性缺失; 选取霍夫斯泰德 2015 公布的 6 维文化距离

CD, 再借鉴 Kogut 和 Singh (1988)的计算方法: $CD_m = \sum_{n=1}^6 \frac{\{(I_{nm} - I_n)^2 / V_n\}}{6}$ (其中, CD_m 代表东道国

m 和中国的文化距离, I_{nm} 和 I_n 分别表示东道国 m 和中国在 n 维度上的分数, V_n 表示在 n 维度上的方差), 计算东道国和中国的文化距离, 用来衡量合法性缺失中的认知合法性缺失。信息不对称是衡量外来者劣势另一维度, 借鉴蔡灵莎等(2015) [9]、李梅等(2020) [11]、刘娟(2020) [36]、赵君丽和童非(2020) [6]等做法, 采用地理距离作为信息不对称代理变量, 又参考李青和钟祖昌(2017) [37]、华欣和常继莹(2019) [38]

的做法, 选取以一个国家内部的城市层面的人口分布状况作为权重计算的两国地理加权距离(*distw*)为地理距离 *GD* 的衡量指标, 数据来源于法国国际经济研究中心 *CEPII* 数据库。

3) 调节变量: 本文选取了两个调节变量, 第一, 并购方的国有企业属性 *Aqr_Soe*, 即并购方属于国有企业则为 1, 非国有企业则为 0, 数据来源于 *Zephyr* 数据库。第二, 并购双方行业相关性 *Ind*, 即并购双方属于相同行业则为 1, 不属于同一行业则为 0。并购双方的行业分类标准选取北美产业分类体系 (*NAICS2017*), 数据来源于 *Zephyr* 数据库。

4) 控制变量: 在选取控制变量上, 参考陈岩和郭文博(2018) [39]、贾镜渝和李文(2015) [21]等做法, 本文基于国家、行业以及企业交易层面选择了双边投资协定 *Bit*、行业敏感性 *Sen*、并购交易金额 *lnValue*、并购股权 *Stake*、是否现金支付 *Cash*、并购方公开性 *Aqr_List*、目标方公开性 *Tgt_List*、目标方企业属性 *Tgt_Soe*、专业顾问机构 *Aqr_Ad*, 并控制行业以及年份等因素。

3.3. 模型

因被解释变量为二元变量, 故本文采用逻辑回归模型, 基本形式如下:

$$P(\text{success} = 1 | x; \beta) = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \beta^T x)}}$$

经过对数化处理, 化简如下:

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \alpha + \beta^T x$$

其中, P 为正例的概率, $1 - P$ 为反例的概率, $\ln\left(\frac{P}{1-P}\right)$ 为正例是反例“对数几率比(log-odds ratio)”,

当 $\ln\left(\frac{P}{1-P}\right)$ 的值越接近正无穷, P 概率越接近 1, 即正例的概率越大。 α 为常数项, β^T 为解释变量的系数向量。

在回归之前, 对各变量进行了 Pearson 相关性检验, 发现信息不对称 *lnGD* 和认知合法性缺失 *CD* 的相关性较高, 其他各变量间的相关性均在 0.5 以下。参考左志刚和杨帆(2020)、杜晓君和朱园园(2013)、阎大颖(2011)的做法, 后文的实证模型设置为“合法性缺失”模型和“信息不对称”模型, 因此, 模型均不存在多重共线性的问题。

4. 实证分析

4.1. 结果分析

为避免异方差的影响, 均使用稳健标准误进行逻辑回归。在下表 1 的逻辑回归结果中, 模型 1 是仅放入控制变量, 并控制年份和行业的模型。模型 2 是合法性缺失模型。模型 3 是信息不对称模型。模型 4、模型 5 和模型 6 是分别加入调节变量及其交互项的合法性缺失模型, 模型 7 是加入调节变量及其交互项的信息不对称模型。为消除多重共线性的影响, 自变量、调节变量及生成交互项时均进行了标准化处理。因 Logit 回归模型的特殊性, 有 10 个样本控制年份和行业生成的虚拟变量与因变量拟合过于“完美”, 分别是交易年份为 1997 年(1 个)、2000 年(5 个)、2000 年(2 个); 并购行业为制造业(1 个)和零售业(1 个), *Stata* 自动删除这 10 个样本, 剩余共计 1250 个样本。根据模型 1 汇报结果, 模型的 P 值为 0.000, 说明模型拟合良好, 交易金额、目标方为上市企业显著为负相关, 不利于并购成功。现金支付、目标方为国企、并购方聘请专业顾问为正相关, 有利于并购的成功。模型 2 为合法性缺失模型, 在控制变量的基础

上加入了规制合法性缺失、规范合法性缺失、认知合法性缺失。规制合法性缺失回归系数为-0.094, 在1%水平上显著, 说明东道国和中国规制合法性缺失越大, 越不利于海外并购的成功, 假设1a得证。认知合法性缺失回归系数为-0.165, 在1%水平上显著, 说明东道国与中国的认知合法性缺失越大, 越不利于海外并购的成功, 假设1c得证。模型3为信息不对称模型, 核心解释变量为信息不对称, 其系数为-0.229, 并在5%水平上显著, 说明东道国和中国的信息不对称越大, 越不利于海外并购的成功, 假设2得证。通过模型4, 规制合法性缺失与国有企业属性的交互项系数为-0.214, 在1%水平上显著, 假设3a得证; 规制合法性缺失与行业相关性的交互项不显著, 具体原因待后文讨论。通过模型5, 规范合法性缺失的回归系数为0.159, 并在10%水平上显著, 与假设1b不一致, 此时, 规范合法性缺失与国有企业属性的交互项系数为-0.196, 并在1%的水平上显著, 与假设3b相反, 具体原因待后文讨论; 规范合法性缺失与行业相关性的交互项不显著, 具体原因待后文讨论。通过模型6, 认知合法性缺失与行业相关性的交互项系数为0.161, 并在5%水平上显著, 假设5c得证; 认知合法性缺失与国有企业属性的交互项不显著, 具体原因待后文讨论。通过模型7, 信息不对称与国有企业属性的交互项系数为0.147, 并在10%水平上显著, 与假设4相反, 具体原因待后文讨论; 信息不对称与行业相关性的交互项系数为0.144, 并在10%水平上显著, 假设6得证。

Table 1. Results of logit regression

表 1. 逻辑回归结果

解释变量	因变量: 并购成败对数几率比						
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
核心解释变量							
规制合法性缺失		-0.094 ^{***} (0.033)		-0.300 ^{***} (0.097)	-0.288 ^{***} (0.096)	-0.296 ^{***} (0.095)	
规范合法性缺失		0.007 (0.005)		0.160 [*] (0.086)	0.159 [*] (0.089)	0.119 (0.087)	
认知合法性缺失		-0.165 ^{***} (0.057)		-0.231 ^{***} (0.086)	-0.235 ^{***} (0.087)	-0.203 ^{**} (0.088)	
信息不对称			-0.229 ^{**} (0.107)				-0.144 [*] (0.085)
调节变量							
国有企业属性				0.102 (0.093)	0.075 (0.094)	0.113 (0.095)	0.079 (0.092)
行业相关性				-0.162 [*] (0.083)	-0.173 ^{**} (0.083)	-0.188 ^{**} (0.083)	-0.171 ^{**} (0.081)
调节效应							
规制合法性缺失* 国有企业属性				-0.214 ^{***} (0.073)			
规制合法性缺失* 行业相关性				0.044 (0.077)			
规范合法性缺失* 国有企业属性					-0.196 ^{***} (0.072)		

Continued

规范合法性缺失* 行业相关性					0.033 (0.076)		
认知合法性缺失* 国有企业属性						0.012 (0.088)	
认知合法性缺失* 行业相关性						0.161** (0.079)	
信息不对称* 国有企业属性							0.147* (0.086)
信息不对称* 行业相关性							0.144* (0.081)
控制变量							
双边投资协定	-0.220 (0.156)	-0.372** (0.172)	-0.184 (0.156)	-0.348** (0.175)	-0.373** (0.174)	-0.362** (0.174)	-0.135 (0.158)
敏感行业	-0.258 (0.565)	-0.398 (0.631)	-0.309 (0.575)	-0.467 (0.601)	-0.527 (0.615)	-0.348 (0.614)	-0.320 (0.551)
ln 交易金额	-0.184*** (0.034)	-0.189*** (0.035)	-0.177*** (0.034)	-0.195*** (0.035)	-0.192*** (0.035)	-0.196*** (0.035)	-0.185*** (0.035)
交易股份	0.076 (0.238)	0.119 (0.238)	0.064 (0.237)	0.208 (0.241)	0.162 (0.241)	0.177 (0.240)	0.077 (0.238)
现金支付	1.578*** (0.154)	1.633*** (0.159)	1.597*** (0.155)	1.626*** (0.160)	1.627*** (0.160)	1.615*** (0.160)	1.575*** (0.156)
目标方公开性	-1.200*** (0.214)	-1.137*** (0.218)	-1.203*** (0.215)	-1.194*** (0.220)	-1.138*** (0.221)	-1.136*** (0.219)	-1.173*** (0.218)
并购方公开性	-0.152 (0.152)	-0.237 (0.154)	-0.172 (0.152)	-0.143 (0.160)	-0.152 (0.159)	-0.157 (0.159)	-0.086 (0.156)
目标方企业属性	0.759** (0.301)	0.689** (0.310)	0.721** (0.300)	0.522 (0.365)	0.645* (0.367)	0.518 (0.353)	0.653* (0.349)
专业顾问机构	0.932*** (0.178)	0.978*** (0.180)	0.958*** (0.179)	1.004*** (0.182)	1.022*** (0.182)	0.993*** (0.180)	0.994*** (0.179)
常数项	2.969*** (0.693)	3.665*** (0.771)	4.936*** (1.169)	3.131*** (0.751)	3.213*** (0.766)	3.267*** (0.745)	2.985*** (0.703)
控制行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
控制年份	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	1250	1250	1250	1250	1250	1250	1250
Pseudo R ²	0.233	0.249	0.236	0.258	0.257	0.255	0.244
P 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注：*、**、***分别表示显著性水平为10%、5%、1%。

4.2. 稳健性检验

本文采用两种方法进行稳健性检验, 第一, 参考朱华(2017) [2]、刘晓宁(2019) [20]的做法, 使用 Probit 模型进行回归。模型的核心解释变量、调节变量交互项的符号和显著性均没有发生质的变化, 实证结果

的稳健性较好。第二, 借鉴阎大颖(2010) [33]、刘晓宁(2019) [20]的做法, 在样本中排除资产回流、资产重组性质的海外并购样本, 具体来说就是排除中国境内企业对中方参股的境外企业的海外并购和外商参股的中国境内企业海外并购的样本。通过 Wind、Zephyr、天眼查、企查查等数据库对企业所有权结构进行查实, 剔除了 180 个样本, 对剩下 1070 个子样本进行回归。如下表 2 所示, 在排除资产回流、资产重组性质的海外并购样本后, 模型的拟合优度有所提高, 同时, 模型的核心解释变量、调节变量交互项的符号和显著性均没有发生质的变化, 实证结果的稳健性较好。

Table 2. Result of robust test

表 2. 模型稳健性检验

解释变量	因变量: 并购成败对数几率比					
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
核心解释变量						
规制合法性缺失	-0.133*** (0.036)		-0.406*** (0.106)	-0.397*** (0.104)	-0.394*** (0.103)	
规范合法性缺失	0.008 (0.005)		0.143 (0.090)	0.163* (0.093)	0.095 (0.093)	
认知合法性缺失	-0.183*** (0.063)		-0.249*** (0.093)	-0.249*** (0.095)	-0.215** (0.098)	
信息不对称		-0.308** (0.121)				-0.185* (0.096)
调节变量						
国有企业属性			-0.086 (0.101)	-0.119 (0.101)	-0.085 (0.107)	-0.151 (0.108)
行业相关性			-0.022 (0.090)	-0.041 (0.089)	-0.058 (0.090)	-0.046 (0.088)
调节效应						
规制合法性缺失* 国有企业属性			-0.297*** (0.088)			
规制合法性缺失* 行业相关性			0.031 (0.083)			
规范合法性缺失* 国有企业属性				-0.189** (0.075)		
规范合法性缺失* 行业相关性				0.005 (0.083)		
认知合法性缺失* 国有企业属性					0.038 (0.108)	
认知合法性缺失* 行业相关性					0.188** (0.087)	
信息不对称* 国有企业属性						0.219* (0.116)
信息不对称* 行业相关性						0.165* (0.089)

Continued

控制行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
控制年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本量	1070	1070	1070	1070	1070	1070
Pseudo R ²	0.258	0.240	0.268	0.264	0.263	0.248
P 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注：表中控制变量及常数项未展示，但也参与了回归。*、**、***分别表示显著性水平为 10%、5%、1%。

5. 结论和建议

5.1. 研究结论

本文从外来者劣势全域视角，分析合法性缺失和信息不对称两个渠道影响中国企业海外并购成功率的效应及机理，同时引入国有企业属性和行业相关性检验调节效应，得出以下结论：

1) 东道国与母国的规制合法性缺失、认知合法性缺失、信息不对称越大，越不利于海外并购成功。如前文的分析，规制合法性缺失对海外并购成功率的负向影响的原因是东道国政府的歧视对待和外来企业信息获取不足。认知合法性缺失对海外并购成功率的负向影响的原因是增加沟通成本和并购风险。信息不对称对海外并购成功率的负向影响的原因是非正式沟通困难和并购策略误判。

2) 国有企业属性对规制合法性缺失影响海外并购成功率具有正向调节的作用，而对规范合法性缺失、信息不对称影响海外并购成功率具有负向调节的作用。国有企业属性负向调节规范合法性缺失对海外并购成功率的影响，原因如下：东道国与母国的规范合法性缺失越大，则代表东道国的社会清廉指数越高，社会风气较好，官员腐败越少。在海外并购中，政府以及监管机构审批透明度越高，能极大减少海外并购的不确定性[17]，越有利于海外并购的成功。但在国有企业的海外并购中，国有企业可能会被外部利益相关者歧视对待[2]。东道国的外部利益相关者(竞争企业、产业链相关企业、行业协会)可能会歧视国有企业的“东道国政府隐性代理人”标签[6]，认为国有企业可能会进行不正当竞争，不透明的操作，进而降低市场效率，不符合东道国社会自由竞争的社会规范。所以，国有企业弱化了规范合法性缺失对海外并购成功率的积极影响；国有企业属性负向调节信息不对称对海外并购成功率的影响，与研究假设相反，可能的原因如下：虽然国有企业的决策政治色彩强，管理灵活性差的特点，但国有企业依托于强大的政治背景、经济优势，可以通过聘请专业顾问机构、国家驻外机构减弱信息不对称的影响[6]。国有企业正向调节认知合法性缺失对海外并购成功率的影响并不显著，可能的原因如下：认知合法性要求并购双方更多关注是企业文化、组织愿景、管理模式，而因中国传统文化影响，中国的国有企业和民营企业有着相似的组织文化、管理模式，因而国有企业属性在认知合法性缺失影响海外并购成功率中无显著调节作用。

3) 行业相关性对认知合法性缺失、信息不对称影响海外并购成功率具有负向调节作用。行业相关性负向调节规制合法性缺失对海外并购成功率的影响不显著，可能的原因如下：行业相关性仅可以增强并购双方了解，降低获取信息成本，但具体到国际商务领域，无论是否同业并购时，都会引起东道国政府的警惕，以防止行业垄断、核心技术泄露等问题。因此，行业相关性在规制合法性缺失影响海外并购成功率中无显著调节作用。行业相关性负向调节规范合法性缺失对海外并购成功率的影响不显著，可能的原因如下：在规范合法性缺失下，虽然外来企业对本行业熟悉有助于企业行为更加符合东道国社会规范，但行业相关性也容易造成外部利益相关者歧视，外来企业特别是发展中国家的企业可能存在落后的管理制度与竞争思维，因行业相关，外来企业会过多控制目标企业行为，进行不正当竞争，不透明的操作，

进而降低市场效率[2], 更加不符合东道国社会自由竞争的社会规范。所以, 无论是是否同业并购时, 都会引起东道国利益相关者歧视对待。因此, 行业相关性在规范合法性缺失影响海外并购成功率中无显著调节作用。

5.2. 对策建议

5.2.1. 企业应重视外来者劣势, 提高风险识别能力

海外并购本身就是一项存在极大不确定的高风险行为, 面临着法律制度、商业习惯、文化信仰等诸多挑战, 新兴国家后发企业海外并购更面临着“合法性缺失”和“信息不对称”的问题。因此, 中国企业在海外并购中, 一方面, 应该充分认识海外并购的复杂性, 更加重视外来者劣势的不同来源和类型, 基于当地法律制度、商业习惯和文化信仰制定合理合法的并购策略, 减少双方的误解和偏见, 并传达积极主动的信号, 增强双方的认可度和信任感。另一方面, 应该提高风险识别能力, 规避不确定性风险。中国企业在东道国选择、战略目标、进入模式上应进行充分地研究, 选择与中国政治关系友好或投资政策开放的国家进行对外直接投资。中国企业面对外来者劣势的不同来源和类型带来的风险, 从技术寻求、资源寻求、市场寻求、控制导向等方面明确战略目标, 同时, 可以采取多元化进入模式, 例如中外合资、海外子公司并购等方式规避外来者劣势带来的并购风险。

5.2.2. 企业应审慎并购行为, 注重可持续发展

中国企业不能“一时兴起”、“盲目跟风”地进行海外并购, 一方面, 企业要充分结合公司战略、经营目标, 合理评估自身实力和财务情况, 审慎海外并购行为。在并购前需要聘请专业的咨询顾问机构进行商业信息收集和调查, 避免信息不对称, 合理评估并购行为的收益和风险, 进行决策。另一方面, 企业也要注重组织的可持续发展, 在海外并购完成后进行多角度整合。从外部看, 企业要积极融入东道国的环境, 通过规范同构、模仿同构、强制同构等方式寻求“组织合法性”, 从而获得东道国政府、东道国社会利益相关者的认可和信任; 从内部看, 企业要注重双方在企业管理、组织文化、资源渠道等方面整合, 确定海外子公司的组织定位、经营策略等发展议题, 加强母公司和海外子公司的沟通交流, 促进企业协同可持续发展。

5.2.3. 政府应提高对外开放水平, 深化经济体制改革

经济全球化是当今世界的潮流和趋势, 全球开放趋势已经由“边境上”发展为“边境后”, 即由关税、投资准入发展为产业政策、知识产权政策、环境政策等方面。中国政府应把握时代潮流, 推动对外开放向制度性开放转变, 提高对外开放水平。同时, 中国政府也应注意到民营企业已成为海外并购“主力军”, 但民营企业在海外并购中仍存在着资源较少、经验不足、风险意识差等问题。政府应深化经济体制改革, 制定相应的政策和组织培训, 帮扶民营企业更好地“走出去”。同时, 也要加强在中国企业并购中监管行为和风险提示, 提高中国企业海外并购的“质”与“量”。

参考文献

- [1] 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, 19(3): 18-30.
- [2] 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.
- [3] 张宏伟. 国家发展战略与企业外来者劣势[J]. 内蒙古财经大学学报, 2019, 17(6): 48-51.
- [4] Hymer, S.H. (1976) *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*. The MIT Press, Cambridge.
- [5] Zaheer, S. (1995) *Overcoming the Liability of Foreignness*. *Academy of Management Journal*, 38, 341-363. <https://doi.org/10.5465/256683>

- [6] 赵君丽, 童非. 并购经验、企业性质与海外并购的外来者劣势[J]. 世界经济研究, 2020(2): 71-82+136.
- [7] 张建红, 卫新江, 海柯·艾伯斯. 决定中国企业海外收购成败的因素分析[J]. 管理世界, 2010(3): 97-107.
- [8] 蔡灵莎. 外来者劣势的研究综述与展望[J]. 信息与管理研究, 2020, 5(4): 88-96.
- [9] 蔡灵莎, 杜晓君, 史艳华, 齐朝顺. 外来者劣势、组织学习与对外直接投资绩效研究[J]. 管理科学, 2015, 28(4): 36-45.
- [10] 陈岩, 李毅. 外来者劣势如何影响跨国企业绩效[J]. 经济与管理研究, 2016, 37(1): 112-118.
- [11] 李梅, 赵乔, 包于巧. 外来者劣势与海外并购企业的生产率提升[J]. 产经评论, 2020, 11(1): 67-81.
- [12] Scott, W.R. (1995) *Institutions and Organizations*. Sage Publication, Thousand Oaks, CA.
- [13] Zaheer, S. and Mosakowski, E. (1998) The Dynamics of the Liability of Foreignness: A Global Study of Survival in Financial Services. *Strategic Management Journal*, **18**, 439-463.
[https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199706\)18:6%3C439::AID-SMJ884%3E3.0.CO;2-Y](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199706)18:6%3C439::AID-SMJ884%3E3.0.CO;2-Y)
- [14] 杜晓君, 蔡灵莎, 史艳华. 外来者劣势与国际并购绩效研究[J]. 管理科学, 2014, 27(2): 48-59.
- [15] 任兵, 郑莹. 外来者劣势研究前沿探析与未来展望[J]. 外国经济与管理, 2012, 34(2): 27-34.
- [16] 万丽霞. 外来者劣势与中国对外直接投资——基于“一带一路”沿线国家的实证研究[J]. 内蒙古财经大学学报, 2018, 16(5): 11-15.
- [17] 张天顶, 姜依晗. 中国企业跨国并购的影响因素研究[J]. 武汉科技大学学报(社会科学版), 2017, 19(6): 674-682.
- [18] 吴冰, 阎海峰, 杜子琳. 外来者劣势: 理论拓展与实证分析[J]. 管理世界, 2018, 34(6): 110-126+187-188.
- [19] Fama, E.F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, **25**, 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- [20] 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(2): 69-85.
- [21] 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.
- [22] 盛明泉, 张敏, 马黎珺, 李昊. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界, 2012(3): 151-157.
- [23] 周业安, 余晨阳, 杨小静, 全婷. 国有企业的债务问题研究[J]. 经济理论与经济管理, 2017(6): 81-95.
- [24] 杨波, 张佳琦, 吴晨. 企业所有制能否影响中国企业海外并购的成败[J]. 国际贸易问题, 2016(7): 97-108.
- [25] Gaur, A.S., Kumar, V. and Sarathy, R. (2011) Liability of Foreignness and Internationalization of Emerging Market Firms. *Advances in International Management*, **24**, 211-233.
- [26] 杨勃, 齐欣, 张宁宁. 新兴市场跨国企业国际化的来源国劣势研究——基于组织身份视角[J]. 经济与管理研究, 2020, 41(4): 74-87.
- [27] 杜晓君, 杨勃, 齐朝顺, 肖晨浩. 外来者劣势的克服机制: 组织身份变革——基于联想和中远的探索性案例研究[J]. 中国工业经济, 2015(12): 130-145.
- [28] Ragozzino, R. (2009) The Effects of Geographic Distance on the Foreign Acquisition Activity of U.S. Firms. *Management International Review*, **49**, Article No. 509. <https://doi.org/10.1007/s11575-009-0006-7>
- [29] 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.
- [30] Swenson, D.L. (1993) Foreign Mergers and Acquisitions in the United States. In: Froot, K.A., Ed., *Foreign Direct Investment*, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, 255-284.
- [31] Boubakri, N., Dionne, G. and Triki, T. (2008) Consolidation and Value Creation in the Insurance Industry: The Role of Governance. *Journal of Banking & Finance*, **32**, 56-68. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.004>
- [32] 朱华. 外来者劣势、组织学习与中国企业跨国并购意图的实现[J]. 科研管理, 2018, 39(8): 80-90.
- [33] 阎大颖. 制度距离、国际经验与中国企业海外并购的成败问题研究[J]. 南开经济研究, 2011(5): 75-97.
- [34] 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, 33(2): 44-58.
- [35] 左志刚, 杨帆. 东道国文化特质与跨国并购失败风险——基于中国企业海外并购样本的实证研究[J]. 外国经济与管理, 2021, 43(1): 58-72.
- [36] 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.

-
- [37] 李青, 钟祖昌. 海外专利布局对中国对外直接投资的影响——基于2002-2014年国别面板数据的实证研究[J]. 管理评论, 2017, 29(5): 40-51
- [38] 华欣, 常继莹. 中国与“一带一路”国家贸易发展潜力分析——基于扩展引力模型的实证检验[J]. 天津商业大学学报, 2019, 39(3): 41-46.
- [39] 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.