

“进阶版”海外并购：合法性寻求还是效率驱动？*

——基于中国经验数据的 fsQCA 分析

刘娟¹ 杨勃^{1,2}



(1. 天津财经大学经济学院, 天津 300222;

2. 南开大学商学院工商管理博士后流动站, 天津 300071)

内容提要:“进阶版”海外并购,即跨国企业通过海外子公司(而非母公司)并购目标国企业,已成为中国企业海外并购的重要战略方式。本文基于2001—2020年226起中国企业海外并购交易事件,从“合法性获取”和“效率驱动”两方面对新兴市场跨国企业(EMNE)“进阶版”海外并购行为进行阐释,运用fsQCA组态分析方法系统呈现组织特征、交易对象行业特征、被并企业所属国家特征等不同组合效应,进而揭示EMNE“进阶版”海外并购的复杂动因模式及路径。组态分析结果显示:中国企业“进阶版”海外并购动因可归为三类:“趋利避害”+效率驱动型、制度套利+效率驱动型、风险规避+效率驱动型。三种类型分析结果与理论分析相一致:即“合法性寻求”和“效率驱动”发挥联动作用促使EMNE“进阶版”海外并购行为发生;与此同时,不同前因条件间还存在更为复杂的交互关系:合法性寻求方面,目标国FDI政策会对目标国文化距离产生完全的挤占效应,对目标国制度质量产生部分挤占效应;效率驱动方面,首次并购会对高科技类并购、海外子公司融资约束和母公司并购经历产生叠加效应。本文研究结论有助于丰富、拓展现有EMNE海外并购理论成果;在当前对外开放高质量发展背景下,对国内国际双循环新发展格局理论探索及实践应用极具研究价值。

关键词:“进阶版”海外并购 合法性 效率 新兴市场跨国企业 组态分析

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)07—0059—21

一、引言

全球化纵深发展使得跨国企业(MNE)规模日渐庞大,其内部所有权结构也渐趋复杂。《世界投资报告2016》数据显示,MNE海外子公司中约60%都与母公司存在多重跨境所有权联系,与之相关的国籍错配在东道国为发达经济体的海外子公司中约占50%,在发展中国家这一比例超过四分之一。该研究报告进而指出,导致海外子公司国籍错配的主要原因在于MNE在东道国市场进入模式选择中广泛采取“进阶版”模式,以“进阶版”海外并购最具代表性:在跨国并购交易时,MNE不以母公司身份直接并购目标企业,而是通过其海外子公司或已收购的东道国企业“进

收稿日期:2022-03-28

* 基金项目:国家自然科学基金青年项目“中国跨国企业东道国市场制度同构与制度创新策略选择及其实施效果研究”(71702121);国家自然科学基金青年项目“中国企业对外直接投资的来源国劣势克服机制研究:基于‘认知创业’视角”(71902131)。

作者简介:刘娟,女,教授,经济学博士,管理学博士后,研究领域是国际商务、跨国公司,电子邮箱:79liujuan@163.com;杨勃,男,副教授,经济学博士,管理学博士后,研究领域是国际商务,电子邮箱:yangbo@tjufe.edu.cn。通讯作者:杨勃。

阶”地并购当地企业。本文将此类并购现象称之为“进阶版”海外并购 (progressional overseas mergers & acquisition)。中国 MNE 作为新兴市场跨国企业 (EMNE) 的典型代表,国际化进程中后发优势明显;相较于先发 MNE,中国 MNE“进阶版”海外并购交易比例同样不低。《华尔街日报》2014 年曾撰文称,中国企业愈发倾向于通过海外子公司实施“进阶版”并购。从微观案例看,2012 年“三一重工”并购全球混凝土机械第一品牌德国普茨迈斯特引发媒体广泛关注,而这起并购实际上并非由三一重工完成,而是通过其德国子公司实施;半年后“三一重工”又进一步借助普茨迈斯特并购欧洲第三大混凝土搅拌车及特种搅拌设备生产商 Intermix GmbH 公司,再次成功实施“进阶版”并购战略。

同为“进阶版”海外交易行为,背后的驱动机制尤为引人关注。传统研究大多聚焦先发 MNE“进阶版”交易行为,并将其驱动因素归因为效率优先:当一家 MNE 筹划创建海外子公司或进行跨国并购交易时,通常会优先考虑基于税收优惠^①(Huizinga 和 Voget,2009)^[1]、资金筹措(融资)便利(杨丹辉和渠慎宁,2009)^[2]及风险管理(设置防火墙公司如 SPV)(刘燕和楼建波,2016)^[3]等最为有利的方式设计最优交易方案,从而使得交易主体或主并企业并非 MNE 母公司,而是其海外子公司(Lewellen 和 Robinson,2013)^[4]。EMNE 是否与传统先发 MNE 同出一辙?抑或有其独特的故事演绎逻辑?相关问题成为本文作者关注重点。学界普遍认为,EMNE 因母国制度环境制约和自身国际化经验(资源)先天不足会引发“外来者劣势”“来源国劣势”“新进入者劣势”等多重劣势(Eden 和 Miller,2004^[5];杨勃和刘娟,2020^[6];刘娟,2020^[7]);借助“进阶版”海外并购,EMNE 可将“跨国”并购转变为“国内”并购,将主并企业身份由“外来者”转变为“本土者”,由跨国并购“经验小白”转变为“并购达人”,有助于削弱 EMNE 面临的多重劣势负面影响(Cuervocazurra 和 Ramamurti,2015)^[8],对海外并购交易顺利完成及并购后资源整合起到事半功倍的果效。同时,利用先发东道国海外子公司成熟完备的国际化运营经验与技术人才储备(He 和 Zhang,2018)^[9],便利与被并企业的谈判交易环节,也有助于并购后资源的高效对接与整合,提升跨国并购效率。由此可见,EMNE“进阶版”海外并购会受到其先天性的“制度短板”及国际化经验欠缺而产生的东道国合法性寻求与并购交易高效率驱动两方面因素的综合影响,与之相关的多个影响因素间的联合互动也可能对“进阶版”海外并购产生组态效应,进而构成 EMNE“进阶版”海外并购的复杂动因机制。

现有文献关于 EMNE 跨国并购交易完成及并购绩效影响因素已多有积累,但相关实证研究多热衷于探索单个影响因素的“净效应”,忽略了多个影响因素的“联合效应”(张明等,2019)^[10],而系统探究多变量间组态效应无疑对深入刻画 EMNE“进阶版”海外并购决策过程的复杂性本质大有裨益。鉴于此,本文在现有研究基础上聚焦 EMNE“进阶版”海外并购行为并系统探究其背后的驱动机制。综合合法性寻求与效率驱动两方面因素,构建 EMNE“进阶版”海外并购整合分析框架;利用中国 MNE 经验数据,对“进阶版”海外并购前因变量组合进行 fsQCA 组态分析,借此全面刻画、呈现中国 MNE“进阶版”海外并购模式及动因机制,丰富拓展现有 EMNE 海外并购理论成果;在当前对外开放高质量发展背景下,对国内国际双循环新发展格局理论探索及实践应用极具研究价值。

二、理论基础与机制阐释

1. 概念界定

本文将 EMNE 以其海外子公司作为主并企业完成海外并购交易的行为定义为“进阶版”海外

① “进阶版”海外交易中确实存在仅以单纯避税为目的的交易行为,如最具典型性的“爱尔兰-荷兰三明治”模式。WIR (2015)数据显示:20 世纪的一百年间,通过避税天堂的全球 FDI 占比从最初的 5% 升至 10%。

并购,包括以下三种情况:(1)先在东道国设立子公司,再以此子公司作为主并企业并购东道国企业,如万向集团通过万向美国子公司并购美国舍勒公司;(2)先并购目标国一家企业,以此被并企业为主并企业再次并购目标国其他企业,如“三一重工”收购普茨迈斯特后,以后者为主并企业成功收购总部同样位于德国的欧洲设备生产商——Intermix GmbH;(3)通过海外子公司并购第三国企业,如万向美国子公司并购英国 AS 公司。

2. 理论基础与前因条件说明

EMNE 在海外并购交易中为何会采取“进阶版”模式?基于现有文献梳理可以厘清两条脉络:其一是源于 EMNE 先天性“制度短板”,弥补其在(发达)国家东道国合法性不足;其二是作为后发企业的典型代表,EMNE 国际化经验、资源欠缺,进而产生对于跨国并购交易效率提升的渴求。

(1)“进阶版”海外并购与合法性寻求。跨国经营情境下,由于母国与东道国在正式及非正式制度架构间往往存在较大差异,相较于本土企业,MNE 在东道国开展经营活动会面临一定程度的劣势及一系列特殊挑战,并由此产生东道国市场“合法性”问题:MNE 在东道国商务活动中获取的合法存在性以及与其所感知的东道国相关法律法规、规则规范及利益相关者期望的符合性或一致性(Turcan 等,2012^[11];刘娟,2016^[12])。

相较于国内并购,跨国并购更易于受到“外来者劣势”(Eden 和 Miller,2004)^[5]的负面影响:母国与东道国间文化、客户偏好、商业惯例等诸多层面制度环境差异,不仅会成为阻碍或延缓海外并购交易事件完成及主并企业跨国战略目标实现的制度性障碍(Ficici 和 Aybar,2009)^[13],也制约着并购交易完成后的资源整合及合法性获取(魏江和杨洋,2018)^[14]。对于 EMNE 而言,由于母国(母公司)先天的制度环境局限或短板,加之与先发东道国的制度落差,还具有与母国制度环境紧密关联的“来源国劣势”(杨勃和刘娟,2020)^[6]:如母公司治理水平局限、问责机制不透明等(Luo 和 Tung,2018)^[15],由此产生的“不透明标签”常常引发东道国利益相关者对(国有)EMNE 半政治性质及代理问题的担忧,使其跨国并购合法性获取更加困难(Li 等,2019)^[16]。依据制度基础观,企业选择何种跨国并购方式取决于该方式能否帮助企业有效获取合法性:即获得包括东道国政府、媒体、被并企业员工、社会公众等利益相关者的认可和接受(Peng 等,2008)^[17]。现有文献表明“国际化”本身就可视为 EMNE 规避制度性局限及劣势的重要“跳板”,而发达国家海外子公司无疑是这一“跳板”的典型代表:发达国家海外子公司往往享有高度自治权,作为一种“隔离”机制,与母公司管理权的制度性分离有助于提高海外子公司的问责机制和透明度,提高其在当地利益相关者中的声誉和可信度(Luo 和 Tung,2018)^[15]。故此,以发达国家海外子公司作为主并企业,无疑对 EMNE 在目标国市场的合法性获取大有裨益。此外,借助“进阶版”海外并购,以(发达)目标国当地企业作为跳板,EMNE 还可将“跨国”并购转变为“国内”并购,将主并企业身份由“外来者”转变为“本土者”,有助于规避“来源国劣势”及“外来者劣势”(Cuervocazurra 和 Ramamurti,2015)^[8];将已成功并购的发达国家海外子公司作为新一次跨国并购的交易主体,亦有助于缓解 EMNE 在制度落差、国际声誉(品牌知名度)等方面带来的劣势(Luo 和 Tung,2018)^[15],有助于跨国并购交易事件得到东道国利益相关者群体的认可及接受。如万达首次海外并购便以 26 亿美元收购美国第二大院线 AMC,后又以 AMC 为“跳板”成功收购欧洲第一院线 Odeon & UCI。

(2)“进阶版”海外并购与效率驱动。与合法性寻求重点关注“可接受性”有所不同,效率驱动更加关注并购交易的“经济性”:即 EMNE 采取何种(最佳)并购方式,用以降低并购交易时间与成本,提高并购交易事件完成效率,高效整合被并企业资源及确保未来企业高效运营收益,从而规避 EMNE 跨国并购中出现“雷声大雨点小”“只开花难结果”的尴尬局面(程聪,2020)^[18]。相较于传统 MNE,EMNE 的“新进入者劣势”(刘娟,2020)^[7]更为明显:进入国际市场参与全球竞争的时间较晚,经验不足,加之组织全球活动所需的关键性国际经验、管理能力以及国际会计、金融、销售和

法律等职能领域的专业人才短缺,知识储备不足(He和Zhang,2018)^[9],严重制约EMNE跨国并购交易的完成效率(贾镜淦和李文,2016)^[19];即便并购交易完成,后期主并企业与被并企业间的资源整合及组织整合效率也普遍不高(程聪等,2017)^[20]。对此,EMNE可充分利用其在海外市场获取的宝贵投资契机,对特定区位优势资源加以系统性整合后可将其国际化总部基地从母国扩大至海外(发达)国家,借此打造母国之外的“大本营”(Zhou和Guillén,2015)^[21]。恰当的“大本营”构建,是母公司利用其优越的区位优势,加之先发企业充沛的国际化运营资源及经验,可使其成为EMNE海外市场拓展的“前哨站”或“根据地”。如1994年“万向美国”由万向集团全资成立后,先后帮助万向成功进行数十起收购兼并及若干自建与合资项目;比亚迪、海康威视等中资企业也已将荷兰作为欧洲市场总部,并以此为“跳板”确保海外收购项目顺利完成。此外,EMNE以其目标国当地海外子公司作为主并企业,利于开发当地资源,获取当地知识(Gubbi等,2010)^[22],便于通过搜索、体验、整合和发展更广泛来源的知识进行高效学习。作为一种战略机制,“进阶版”海外并购可有效解决EMNE国际化经验欠缺、海外业务开展不熟悉等天然局限(Wang等,2014)^[23],此点对EMNE利用其发达海外子公司作为“跳板”进一步寻求海外收购业务、提升收购业绩尤为关键(He和Zhang,2018)^[9]。

(3)前因条件说明。基于上述文献梳理,为系统阐释合法性寻求与效率驱动对EMNE“进阶版”海外并购影响的复杂因果关系,本文借鉴制度理论视角下与合法性相关的文献,从正式及非正式制度两层面选取合法性寻求项下三个二级前因条件:①正式制度因素包括目标国(东道国)制度质量(汪涛等,2020^[24];陈衍泰等,2016^[25];Gaur等,2007^[26])和目标国FDI政策监管(张明等,2019^[10];Liou等,2016^[27])两个前因条件。②非正式制度因素主要选取了双边文化距离(雷玮等,2022^[28];Lee等,2014^[29];Piaskowska和Trojanowski,2014^[30])一个前因条件。效率驱动项下二级前因条件选择同样充分借鉴相关研究,选取了四个二级前因条件:①直接反映国际化并购交易经验的两个前因条件:“新鲜并购(fresh acquisition)”即(主)并购企业对目标企业的首次并购(张明等,2019)^[10]及母公司是否拥有跨国并购经历(程聪和贾良定,2016^[31];贾镜淦和李文,2016^[19];Alfredo等,2018^[32];Xia等,2009^[33])。②鉴于现有文献表明EMNE倾向于并购发达国家的高科技类企业以获取战略性资产,进而提高国际竞争力(张明等,2019)^[10];高科技类企业跨国并购过程中谈判的复杂性、多样性(程聪等,2017)^[20]以及多涉及政治敏感性行业特征(李诗等,2017)^[34]往往使得并购交易过程漫长且并购交易完成率更低。故此,本文将目标企业是否属于高科技类设定为效率驱动项下第三个前因条件。③考虑到海外子公司拥有较强的融资能力或提供更为便捷的支付方式亦可对“进阶版”海外并购产生激励作用①(蒋冠宏和曾靓,2020)^[35],通常当海外子公司自身融资约束较低而无需借助母公司进行国内融资时,“进阶版”海外并购则无需经过国内三大机构的批准,无疑会极大地便利交易程序,提高并购交易效率。故此,本文将海外子公司融资约束设定为效率驱动项下的第四个前因条件。在上述前因条件选择基础上,本文借鉴fsQCA组态效应分析方法(张明等,2019^[10];赵云辉等,2020^[36]),系统探究合法性寻求及效率驱动项下各前因条件间的交互关系及两类驱动机制间可能的联合效应。

3. 作用机制阐释

(1)合法性寻求前因条件间的挤占效应。合法性寻求驱动机制下,母国与目标国(东道国)制度差异会对EMNE“进阶版”海外并购产生重要影响,制度因素前因条件间亦或可存在更为复杂的作用关系。

① 感谢外审专家给予的建议,本文在效率驱动项下补充一个二级前因条件:海外子公司融资约束,以期更好地覆盖效率驱动项下可考虑的因素。

1) 目标国制度质量。鉴于 EMNE 海外并购目标多为发达国家企业,这些先发国家目标企业凭借其相对成熟的市场经济和较好的国内制度环境,所形成的天然制度性优越感往往与 EMNE 在并购整合过程中技术能级、市场声誉、议价能力等多方面的制度性非对称劣势形成鲜明对比:即当目标国制度质量水平越高,EMNE 在跨国并购交易中承受的负面影响(劣势效应)及合法性缺失问题也就更为凸显(Eden 和 Miller,2004^[5];贾镜渝和李文,2016^[19])。“进阶版”模式可在一定程度上有效规避 EMNE 海外并购合法性不足的负面影响:其一,利用制度质量较好国家海外子公司作为跳板,可规避 EMNE 母国或母公司制度层面的“来源国劣势”,提高主并企业在目标国利益相关者中的声誉和可信度(Luo 和 Tung,2018)^[15]。其二,以目标企业所在国已有海外子公司或与目标企业所在国制度环境质量较为接近国家的海外子公司作为主并企业,可增强对于被并企业及其所处制度环境的熟悉度;降低对于资产互补性的错误识别倾向及目标评估复杂性和信息不对称等易对 EMNE 海外并购成功产生不利影响的程度及范围(Dikova 等,2010)^[37]。其三,以目标企业所在国已有海外子公司作为主并企业,还可相应提高目标国利益相关者对于整个并购交易事件的合法性感知,即被本国企业收购通常都会更容易被接受或认可。如万达收购美国第二大院线 AMC 后,借助 AMC 又成功收购美国连锁影院 Carmike。此种“进阶版”模式通过将“跨国”并购转化为“国内”并购,一定程度上有效规避 EMNE 母国或母公司与被并企业间源于国家层面制度质量落差而产生的负面影响,有助于提升并购交易的合法性,并促成并购交易的顺利达成。

2) 目标国文化距离。母国与目标国之间的文化距离作为国家间非正式制度差异性也会形成目标国利益相关者对主并企业的“刻板印象”(Amankwah-Amoah 和 Debrah,2017)^[38],进而强化对主并企业“外来者劣势”及“来源国劣势”的敏感性认知,不利于双边互信关系建立,对并购交易完成亦会产生负面影响(Zhang 和 Ebbers,2009)^[39]。双边文化距离过大,会让主并企业很难快速融入目标国市场商业氛围,对于目标国商业惯例、当地商业“行规”的不熟悉同样会给并购后的资源整合带来诸多困难,由此产生的目标国市场“合法性”问题往往使得“天生”文化、制度不具有优势的 EMNE 对于“遥远”国家的并购交易望而却步。更为直接的表现是,语言、宗教、人文、历史等在内的双边文化距离会直接导致并购双方谈判沟通障碍及“意会性”认知偏差,进而阻碍并购交易谈判的顺利进行(Adair 等,2010)^[40]。“进阶版”海外并购可在一定程度上缓解双边文化距离引发的跨国并购合法性不足。一方面,选择与被并企业文化背景相似国家的海外子公司作为主并企业,可增加目标国利益相关者对于并购事件的理解和接受度,规避“排外”心理或民族情绪对 EMNE 母公司的“刻板印象”及合法性质疑;另一方面,选择与目标企业具有同样母语或官方语言国家的海外子公司作为主并企业,可充分利用语言沟通优势,建立双边互信,减少并购谈判中的摩擦,进而提高并购交易成功率并促进后续并购整合的顺利进行。

3) 目标国 FDI 政策监管。如前所述,发达国家 MNE“进阶版”海外交易行为会受到包括税收优惠在内的目标国鼓励性 FDI 政策影响。相对而言,EMNE 因其母国制度环境局限及自身国际化资源缺乏,目标国鼓励性的 FDI 政策可能会更加激发 EMNE“制度套利”行为发生(韩剑,2015)^[41],进而有助于“进阶版”海外并购交易达成。即在目标国鼓励性的 FDI 政策环境下,EMNE 往往会采取“两步走”策略,首先充分利用目标国吸引 FDI 的优惠友好政策,以绿地方式或合资方式进入目标国市场;借此不仅可取得当地企业合法性身份认可,还可充分享受目标国政府提供的税收优惠等各项优惠性政策资源,进而便利其以直接或间接方式持股(控制)进行下一轮的“进阶版”海外并购(WIR,2016)^[42]。

尽管母国与目标国制度差异以及目标国鼓励性 FDI 政策均会对 EMNE“进阶版”海外并购产生积极影响,但两者的内在作用机理有所不同:前者表现为 EMNE 在跨国并购过程中面对制度性阻

力、目标国市场合法性不足时的一种被动选择;后者则是 EMNE 利用目标国“亲商”政策及资源的“套利”行为,是一种更加积极主动灵活的合法性寻求策略选择。故此,两者的促进作用可能会相互干扰(Cohen 等,2003)^[43],从而使其交互效应表现为对“进阶版”海外并购产生“挤占”。就鼓励性的 FDI 政策设定初衷而言,作为一种积极的信号传递,鼓励性的 FDI 政策有助于缓解外国投资者对遥远国家(目标国)的陌生感和距离感;目标国利益相关者在开放友善的政策氛围下也会对外来者并购本国企业(资产)事件给予积极的接受度和认可度,从而在一定程度上缓解 EMNE 在海外并购交易中因双边制度落差及文化距离所导致的“外来者劣势”及“新进入者劣势”等合法性问题,也即目标国鼓励性 FDI 政策可能会“挤出”(部分)制度性阻力对 EMNE“进阶版”海外并购交易达成的激励作用。

(2)效率驱动前因条件间的叠加效应。相对而言,效率驱动机制下“新鲜并购”在 EMNE“进阶版”海外并购交易中会更为凸显,并在高科技类行业并购、海外子公司融资约束(宽松)及母公司拥有跨国并购经验情境下进一步强化 EMNE“进阶版”海外并购模式的选择。

1)“新鲜并购”。对于 EMNE 而言,“新鲜并购”交易中面临的最大挑战便是经验不足,即对目标企业及其所属国家熟悉度较低,并购经验、运营经验及目标国市场本地化知识欠缺,直接导致并购效率低下。此种情形下 EMNE 充分利用其在海外市场投资经营过程中累积的国际化运营经验及资源(“大本营”资源),借助其海外子公司尤其是目标企业所在国的子公司资源,可弥补其跨国并购谈判经验和管理经验的不足,有助于确定理想的收购目标,更现实地采取多种方式进行价格交易,更有效率地与当地利益相关者沟通谈判,也即在“新鲜并购”交易中 EMNE 以海外子公司作为主并企业“借船出海”无疑会起到事半功倍的效果(He 和 Zhang,2018)^[9]。如万向集团借助万向美国公司以“股权换市场”“参股换市场”“设备换市场”等方式先后成功“新鲜”收购英国 AS 公司、美国舍勒公司、美国 ID 公司等多家海外企业。

2)并购高科技类企业。EMNE 倾向于并购发达国家的高科技类企业以获取战略性资产,进而提高国际竞争力。高科技类企业跨国并购谈判的复杂性、多样性及多涉及政治敏感性行业特征,往往使得并购交易(谈判)过程漫长且并购交易完成率低下。EMNE 与发达国家 MNE 在高科技类行业领域中的专业知识及管理经验等诸多方面的差距也使得 EMNE 在并购高科技类企业后面面临“食不下咽”“消化不良”的风险(张明等,2019)^[10]。此种情形下 EMNE 以其先发国家海外子公司作为主并企业,一方面可充分利用其“跳板”资源和“大本营”视角下的全球资源以有效弥补 EMNE 在高科技领域中的母国资源局限、经验不足劣势,提升跨国并购交易及并购后资源整合的整体效率;另一方面,借助其海外子公司的专业知识储备和人才资源,还可弥补 EMNE 在高科技领域中的知识差距、技术差距和认知落差,有助于并购整合后“逆向”学习效果的提升(陈侃翔等,2018)^[44]。

3)海外子公司融资约束。企业异质性理论相关文献表明,融资约束对企业 OFDI 具有较为明显的抑制作用。通常,杠杆率更高、现金流更少的企业选择 OFDI 的概率更低(Buch 等,2014)^[45];相对绿地投资,流动性高的企业受到的金融信贷约束小,也更倾向于选择海外并购(蒋冠宏和曾靓,2020)^[35]。而在跨国并购交易中,如果海外子公司具有较高的融资能力或所受融资约束较少,则在效率驱动下会优先选择“进阶版”模式。其一,海外子公司若自身融资约束低,融资能力强,资金充足,则无需借助母公司进行国内融资,采取“进阶版”模式可有效规避国内三大机构的审批,进而极大地便利交易程序,提高并购交易效率。其二,如果海外子公司流动性高,在并购交易中直接采取现金支付这一最为直接、快捷的支付方式,不仅可高效便捷地促进交易达成,同时现金收购亦不会对并购后的公司资本结构产生影响,对上市企业股价稳定具有积极意义。其三,发达国家金融制度环境相对完善,发达国家海外子公司融资约束亦相对较低,故此,EMNE 若以其发达国家海外

子公司作为跨国并购业务中的主并企业,借助“进阶版”模式,便可充分利用其海外子公司的金融资源或融资便利性,有效规避或缓解新兴市场国家母公司融资约束,降低融资成本,提升海外并购交易的经济性和高效性。

4) 母公司跨国并购经历。传统理论尤为强调“经验学习”在企业国际化发展中的积极效果,现有文献也大多显示成功的跨国并购经历对 EMNE 海外并购交易完成具有显著的激励作用(Zhang 和 Ebbbers,2009)^[39]。前期的“进阶版”海外并购促进 EMNE 在并购交易过程中及后续资源整合、企业运营方面的整体效率提升,此“成功经验”及其成就感会进一步强化其在后续并购中持续采用“进阶版”模式。另一方面,若前期并购交易中因以母公司作为主并企业从而给 EMNE 海外并购交易谈判、交易、执行过程中增添诸多“困扰”,甚或导致并购交易失败的,此“失败教训”在后续并购交易中也会促使 EMNE 转而寻求“进阶版”海外并购用以提高并购效率。此外,传统 MNE 在海外并购交易中大量采用“进阶版”模式,会对 EMNE 跨国并购交易模式选择产生“示范效应”。作为国际化发展阶段中的后来者及初学者,EMNE 在自我学习(伴随经验累积和试错过程)及向他人学习过程中,会更加激励母公司充分利用其“大本营”视角下的全球资源及“跳板”资源,选择其海外子公司作为主并企业。

整体而言,鉴于“新鲜并购”所面临的并购经验不足、效率缺失问题更为凸显,在高科技类行业并购、海外子公司融资约束宽松及母公司拥有跨国并购经验情境下会进一步激励 EMNE“进阶版”海外并购模式选择,进而呈现出叠加效应。其一,“新鲜并购”中凸显的“陌生感”和相关专业领域的不熟悉极易引发主并企业“识别偏差”和认知不充分,从而导致并购效率缺失甚或并购交易失败(贾镜渝和李文,2016)^[19]。而不同高科技类行业所需的专业知识、并购管理经验差别大,并购交易门槛高,不同目标国对相关敏感性行业(多为高科技类行业)外资进入的政策规制也不尽相同(葛顺奇等,2019)^[46],故此,高科技类企业的“新鲜并购”无疑会强化对于“进阶版”海外并购模式的选择倾向。其二,通常 EMNE 在跨国“新鲜并购”交易中会尤为注重利用其在海外市场投资经营过程中累积的国际化运营经验及资源(“大本营”资源),在“新鲜并购”交易中 EMNE 以海外子公司作为主并企业“借船出海”无疑会起到事半功倍的效果(He 和 Zhang,2018)^[9]。因而,当其海外子公司拥有较好的融资条件及较高的流动性时,主并企业无疑在并购支付方式、支付期限等方面占有先机,亦可在一定程度上抵消“新鲜并购”经验不足带来的消极影响,进而“新鲜并购”与海外子公司融资约束在“进阶版”模式选择中也会产生叠加效应。其三,拥有过往跨国并购经历的 EMNE 会对“新鲜并购”交易中出现的各类经验不足、效率缺失问题有着更为深刻的认知或体验。因而,拥有跨国并购经历的 EMNE 在面对“新鲜并购”交易时也会更倾向于选择“进阶版”模式,以充分利用“现成”的,更加成熟老道、丰富的海外子公司运营(并购)经验与资源,以提升并购效率。

(3) 合法性寻求与效率驱动联合效应。跨国并购策略选择作为一个复杂的决策过程,是来自不同主体、不同层面多种因素共同作用的结果(Chari 和 Chang,2009)^[47],EMNE“进阶版”海外并购决策同样也应是诸多因素综合作用的结果。现有文献表明:当采用不同的理论视角对决策主体特定行为进行诠释时,不同主导性理论的解释力或功能可能存在一定程度的差异性 or 相似性,进而使得不同理论诠释视角间存在互动或联动关系(赵云辉等,2020^[36];Chari 和 Chang,2009^[47])。就本文研究主题而言,合法性寻求和效率驱动对 EMNE“进阶版”海外并购的解释力可能存在差异性(并集关系),从而使得相关前因条件间呈现出互补关系(叠加效应)。如前所述,针对高科技类行业采取“进阶版”海外并购,除具有较为明显的效率驱动特征外,还可在一定程度上规避东道国直接针对母国的外资并购交易的安全审查,包括中国企业在内的 EMNE 常借助在其他欧盟成员国设立的子公司完成对德法等国外高科技类企业的并购交易(葛顺奇等,2019)^[46],恰好表明高科技企业

“进阶版”海外并购的驱动机制中既包含合法性寻求也包括效率驱动。另一方面,合法性寻求和效率驱动对 EMNE“进阶版”海外并购的解释力也可能存在一定程度的相似性(交集关系),使得相关前因条件间呈现出替代关系(挤出效应)(张明等,2019)^[10];基于中国经验数据的研究亦表明,高效率企业有助于弱化(挤出)东道国制度因素在企业 OFDI 决策中的影响作用(赵云辉等,2020)^[36]。鉴于此,本文拟将采用 fsQCA 组态分析方法,探究合法性寻求与效率驱动对 EMNE“进阶版”海外并购影响的组态效应,系统揭示两种理论视角下前因条件间的互动关系及联合效应。本文研究逻辑框架如图 1 所示。

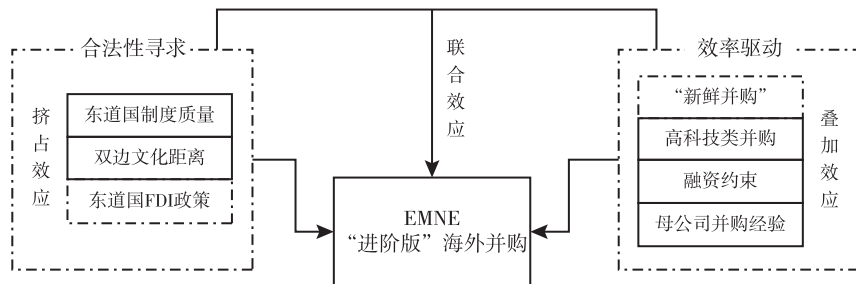


图 1 本文研究逻辑框架

资料来源:作者整理

三、研究设计与变量说明

1. 研究设计与方法说明

Fainshmidt 等(2020)^[48]认为国际商务领域很多研究问题本质上具有组态性特征,即各种解释性因素相互作用共同产生研究结果。鉴于传统回归分析对此“多因共果”或“多重并发”现象研究有所局限:其一,多元线性回归侧重于变量独立性假设的“净效应”分析(杜运周和贾良定,2017)^[49],认为各因素间是相互独立的,即简单线性和单向因果关系决定了研究结果的产生。其二,对于变量间互动关系(调节效应)的验证,传统计量方法对超过两个以上两两互动或三三互动的检验方法尤为局限(Stam 和 Elfring,2008)^[50]。而组态分析的最大优势在于可探究更为复杂的因果关系,尤其是可作为传统检验变量间交互作用的替代方案。fsQCA 作为组态分析中最具代表性的研究方法,以集合论为基础,借助布尔逻辑和代数实现对案例数据的充分比较分析,尤为适宜探究多因素间的互动过程对特定现象的“多重并发”因果关系及“联合效应”,能较好弥补现有传统计量方法对于多因素组态性分析的不足。鉴于本文前因条件中存在连续变量,使用 fsQCA 能够更充分地捕捉到前因条件在不同水平或程度上变化带来的细微影响(Rihoux 和 Ragin,2009)^[51],本文拟采用模糊集定性比较分析法(fsQCA)系统呈现 EMNE“进阶版”海外并购驱动机制组态效应。

2. 样本与数据说明

(1)样本获取说明。本文利用中国经验数据作为 EMNE 的典型样本作为考察对象。海外并购数据来源于 Zephyr(BVD)全球并购交易数据库。并购企业初始样本筛选标准依次为:①鉴于本文研究重点为中国企业“进阶版”海外并购,故此,交易事件中主并企业的直接控股方或母公司(immediate parent)为中国企业或机构^①,目标方为中国大陆地区之外的企业。②仅为确认已完成(completed-confirmed)的并购交易事件。③剔除目标企业及主并企业所在国及地区为避税天堂(开

^① 鉴于 Zephyr 数据库显示“进阶版”海外并购中有非企业类控股方出现情况,故此,本文将“企业类”和“非企业类”控股方样本一并纳入考察对象;为行文方便,本文将混用主并企业控股方和母公司。

曼群岛、维尔京群岛、百慕大及中国香港)的并购事件。遵循上述样本筛选原则后获得 2001 年—2020 年 6 月间中国企业海外并购交易事件两百余起。目标企业所在国层面相关数据源于“世界经济论坛”历年《全球竞争力报告》及 Geert Hofstede 个人官网。剔除变量值缺失的部分交易事件后样本数共计 226。

(2) 相关变量获取及数据说明。鉴于当前 fsQCA 软件处理前因条件组合的计算效率及时间,依据经验法则,应用该程序时前因条件多控制在 3~8 个。本文针对前述七个前因条件变量选取如下:

1) 结果变量:“进阶版”海外并购(*P-M&A*),设置为 0/1 变量。本文将交易事件中主并企业为中国大陆地区之外的企业识别为“进阶版”海外并购,变量赋值为 1。主并企业为中国大陆地区企业则识别为非“进阶版”海外并购(常规并购),变量赋值为 0。

2) 前因条件变量:①目标企业是否属于高科技类(*High-tech*),设置为 0/1 变量。借鉴 Elango 等(2013)^[52]、张明等(2019)^[10]做法,依据目标企业 SIC 代码前三位,选取 15 类行业为高科技类别企业①,变量赋值为 1;其余行业,赋值为 0。②母公司是否拥有海外并购经历(*Experience*),设置为 0/1 变量。借鉴程聪和贾良定(2016)^[31]做法,利用母公司在本次并购交易前是否已完成其他海外并购交易事件进行测度:有其他已完成交易事件的,识别为拥有海外并购经历,变量赋值为 1;没有其他已完成交易事件的,视为无并购经历,赋值为 0。③是否首次(新鲜)并购(*Fresh-M&A*),设置为 0/1 变量。借鉴张明等(2019)^[10]做法,将主并企业对目标企业的首次(新鲜)并购赋值为 1;其余杠杆收购、资本结构变动、分拆、回购、再购及私有化等交易类型均赋值为 0。④主并企业(海外子公司)融资约束(*Cash*),设置为 0/1 变量,鉴于融资约束宽松的企业更倾向于拥有较高的流动性(蒋冠宏和曾靓,2020)^[35],考虑到数据获取的可得性,本文以现金支付方式作为主并企业融资约束的代理变量②,将并购交易支付方式为现金类的赋值为 1;其余股票、债券、债转债、延期付款、盈利能力支付等均赋值为 0。⑤目标国文化距离(*Culture*)。利用 Geert Hofstede 个人官网国家文化维度数据,从个人主义、不确定规避、权力距离、男性主义程度、长期目标、放纵指数六维度下系统测度中国与目标企业所在国的文化差距③。⑥目标国制度质量(*Institution*)。采用世界经济论坛《全球竞争力报告》中制度环境总指数进行测度,制度环境项下涵盖产权保护、道德规范、司法独立、政府效率、地区安全等诸多子维度,能够较为全面系统的对各国制度质量进行有效测度。制度环境总指数取值范围 0—10④,数值越高,代表国家(地区)制度质量越高。⑦目标国 FDI 政策(*FDI-policy*)。利用《全球竞争力报告》中商业人员调研数据测度目标国政府对外商直接投资企业并购交易行为的影响意愿及程度⑤。该变量取值 1~7,数值越高,代表该国政府对 FDI(并购交易)行为的友好程度及鼓励措施越积极。相关变量描述性统计如表 1 所示。

① 依次为:873(研究和测试服务)、737(计算机和数据处理服务)、481(通信设备)、387(手表、钟表、手表套件及部件)、386(摄影设备和用品)、385(眼科用具)、384(医疗器械和用品)、382(测量和控制设备)、381(搜索和导航设备)、372(飞机和零部件)、367(电子元件和配件)、366(通讯设备)、357(计算机和办公设备)、351(发动机和发电机)、283(医药)。

② 鉴于在现有样本数据结构下无法单独筛选出任何一家海外子公司的相关数据,而需要借助主并企业数据间接显示出(当海外并购事件为“进阶版”时,此时主并企业为海外子公司)。

③ 文化距离测度公式借鉴 Kogut 和 Singh(1988)计算方法: $Culture_j = \sum \{|I_{ij} - I_{ic}\|^2 / V_i\} / 6$,其中: I_{ij} 为第 i 个维度的 j 国数据, I_{ic} 为第 i 个维度的中国数据, V_i 为第 i 个维度的方差。

④ 2019 年《全球竞争力报告》中制度环境总指数改为百分制,为与其他年份数据相统一,依据按比例缩减原则将 2019 年数据进行相应转化。

⑤ 相关测试问题为“政府规章制度在多大程度上影响了对外直接投资(FDI),鼓励还是反对?”该测试题参照李克特 7 分量表设计,1 为强烈反对 FDI;7 为强烈鼓励 FDI。

表 1 相关变量描述性统计

变量	变量说明	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>P-M&A</i>	企业是否“进阶版”海外并购(是1/否0)	226	0.7079	0.4557	0	1
<i>High-tech</i>	目标企业是否属高科技类(是1/否0)	226	0.2964	0.4577	0	1
<i>Experience</i>	母公司是否拥有海外并购经历(是1/否0)	226	0.5752	0.4954	0	1
<i>Fresh-M&A</i>	对目标企业是否首次(新鲜)并购	226	0.5575	0.4977	0	1
<i>Cash</i>	并购交易支付方式是否为现金类(是1/否0)	226	0.7654	0.4246	0	1
<i>Culture</i>	目标企业所在国文化距离	226	3.1102	1.2520	0.5428	4.6786
<i>Institution</i>	目标企业所在国制度质量	226	5.1394	0.6424	2.97	6.19
<i>FDI-policy</i>	目标企业所在国 FDI 政策	226	5.1038	0.5775	3.6	6.7

(3)相关变量校准。本文前因条件中文化距离、制度质量及目标国 FDI 政策均为定序变量,借鉴张明等(2019)^[10]做法,完全隶属、交叉点和完全不隶属门槛值依次为相应数据在 95%、50% 及 5% 分位数上的数值。其余变量均为 0/1 变量,完全隶属取值为 1,完全不隶属取值为 0。变量校准值如表 2 所示。

表 2 相关变量的校准值

变量	校准		
	完全隶属(0.95)	交叉点(0.5)	完全不隶属(0.05)
<i>P-M&A</i>	1	/	0
<i>High-tech</i>	1	/	0
<i>Experience</i>	1	/	0
<i>Fresh-M&A</i>	1	/	0
<i>Cash</i>	1	/	0
<i>Culture</i>	4.21	3.85	0.54
<i>Institution</i>	6.08	5.28	3.76
<i>FDI-policy</i>	6.1	4.9	4.3

四、数据分析与研究结果

1. 单要素前因条件必要性分析

遵循主流 fsQCA 研究方法,本文在正式进行组态分析前,首先检验单个要素(条件)包括其非集是否构成“进阶版”海外并购的必要条件:即当“进阶版”海外并购(结果)发生时,该要素(条件)总是存在。利用 fsQCA 3.0 软件对“进阶版”海外并购必要条件进行检验的相关结果如表 3 所示。现有文献指出,必要条件的重要参照指标是一致性(consistency)水平,当一致性水平大于 0.9 时通常将此前因变量视为结果出现的必要条件(Ragin,2008)^[53]。七个前因变量均未达到门槛值,可进一步借助组态分析判断其影响“进阶版”海外并购的组合形式。

表 3 “进阶版”海外并购单要素前因条件必要性分析

变量	“进阶版”海外并购		前因条件	“进阶版”海外并购	
	一致性	覆盖度		一致性	覆盖度
<i>High-tech</i>	0.3000	0.7164	\sim <i>High-tech</i>	0.7000	0.7044
<i>Experience</i>	0.5875	0.7230	\sim <i>Experience</i>	0.4125	0.6875

续表 3

变量	“进阶版”海外并购		前因条件	“进阶版”海外并购	
	一致性	覆盖度		一致性	覆盖度
<i>Fresh-M&A</i>	0.6312	0.8015	\sim <i>Fresh-M&A</i>	0.3687	0.5900
<i>Cash</i>	0.7812	0.7225	\sim <i>Cash</i>	0.2187	0.6603
<i>Culture</i>	0.5030	0.7070	\sim <i>Culture</i>	0.4970	0.7088
<i>Institution</i>	0.5125	0.7207	\sim <i>Institution</i>	0.4874	0.6950
<i>FDI-policy</i>	0.5640	0.7391	\sim <i>FDI-policy</i>	0.4359	0.6713

注：“ \sim ”表示非(集),相关变量缺席

2. fsQCA 组态分析结果

组态分析旨在探究多因条件组合(态)引致结果发生的充分性,同样使用一致性水平作为衡量组态充分性的重要指标。Schneider 和 Wagemann(2012)^[54]指出组态分析中一致性水平应不低于 0.75,本文借鉴程聪和贾良定(2016)^[31],将一致性水平阈值设定为 0.8。样本频数的阈值通常需依据样本规模而定,中小样本频数阈值可为 1,较大样本的频数阈值可大于 1,本文对比相关研究中样本数与频数阈值选取(张明等,2019^[10];程聪和贾良定,2016^[31]),最终频数阈值设定为 2,且本研究中阈值设定为 2 时已经涵盖 86% 的观测样本数。fsQCA 软件依据真值表算法可以产生简约解、中间解和复杂解。表 4 为 fsQCA 软件得出的中间解,并辅之以简约解,遵循 Ragin 和 Fiss(2008)^[55]和 Fiss(2011)^[56]的结果方式呈现。

表 4 “进阶版”海外并购前因条件构型

前因条件		“趋利避害”+效率驱动		制度套利+效率驱动		风险规避+效率驱动	
		组态 1	组态 2	组态 3	组态 4	组态 5	组态 6
合法性 寻求	<i>Culture</i>	⊗	⊗	⊗		●	●
	<i>FDI-policy</i>	●	●	●	●		⊗
	<i>Institution</i>	●	●	⊗	⊗	●	●
效率 驱动	<i>Experience</i>	●	⊗	⊗	●	⊗	⊗
	<i>Cash</i>	●	⊗	●	⊗	●	●
	<i>Fresh-M&A</i>	●	●	●	●	●	⊗
	<i>High-tech</i>		●	●	⊗	⊗	●
一致性		0.9056	0.8187	1	0.9220	0.8945	0.8050
原始覆盖率		0.0804	0.0181	0.0206	0.0473	0.0414	0.0180
净覆盖率		0.0544	0.0181	0.0206	0.0109	0.0122	0.0180
总体一致性		0.8944					
总体覆盖率		0.3447					

注:●代表核心条件存在,⊗代表核心条件缺失,●代表辅助条件存在,⊗代表辅助条件缺失,“空格”表示该条件可存在或不存在;其中,核心条件为同时存在于简约解和中间解中的条件;辅助条件为仅存在于中间解中的条件,下同

如表 4 所示,七个前因条件对“进阶版”海外并购的影响呈现出六种组态构型,每个单一组态的一致性水平均在 0.8 以上,总体一致性水平达到 0.8944,均高于可接受的最低标准(0.75)。覆盖率(coverage)是组态分析中另一个重要检验指标,近似于传统计量回归分析 R²。表 4 中组态总体覆盖率为 0.3447,与相关领域 fsQCA 研究结果基本接近(张明等,2019^[10];赵云辉等,2020^[36])。此六个组态可视为“进阶版”海外并购的充分条件组合。

组态 1 中,合法性寻求项下目标国文化距离缺失为核心条件,目标国制度质量存在为核心条件,目标国 FDI 政策存在为辅助条件;效率驱动项下除高科技类并购为无关紧要条件外,新鲜并购、并购经验及现金支付存在均为核心条件。该组态的一致性在所有组态中较高(0.9056),净覆盖率为 0.0544。该组态表明“进阶版”海外并购的前因条件组合中正式制度层面的合法性寻求与效率驱动兼顾。组态 2 中,目标国 FDI 政策和制度质量存在为辅助条件,文化距离缺失为辅助条件;并购经历与现金支付缺失为辅助条件,新鲜并购与高科技类并购存在均为核心条件。该组态的一致性水平较低(0.8187),净覆盖率居中(0.0181)。该组态组合特征与组态 1 较为接近,也即正式制度层面的合法性寻求与效率驱动兼顾。其中,高科技类企业+“新鲜并购”的叠加(互补)关系更为明显。组态 3 中,目标国 FDI 政策存在和现金支付存在为辅助条件,新鲜并购与高科技类并购存在为核心条件,其余三个条件缺失均为辅助条件。该组态的一致性水平最高(1),净覆盖率在所有组态中位列第二(0.0206)。该组态呈现出制度套利与效率驱动的联合特征。组态 4 中,目标国 FDI 政策存在为核心条件,并购经验和新鲜并购存在为辅助条件,目标国制度质量与现金支付缺失均为核心条件,高科技类并购缺失为辅助条件。该组态的一致性水平在所有组态中位列第二(0.9220),净覆盖率最低(0.0109)。该组态前因条件组合中兼具制度因素与效率因素,但制度套利特征更为凸显。组态 5 中,合法性寻求项下,目标国文化距离存在为核心条件,制度质量存在为辅助条件,FDI 政策为无关紧要条件;效率驱动项下,新鲜并购与现金支付存在均为核心条件,并购经历缺失为核心条件,高科技类并购缺失为辅助条件。该组态的一致性水平居中(0.8945),净覆盖率较低(0.0122)。组态 6 中,合法性寻求条件组合与组态 5 较为接近,不同之处为目标国 FDI 政策缺失为辅助条件。效率组合中,并购经验和新鲜并购缺失为核心或辅助条件,现金支付存在为辅助条件,高科技类并购存在为核心条件。该组态的一致性水平最低(0.8050),净覆盖率居中(0.0180)。组态 5、6 均呈现出合法性寻求和效率驱动在“进阶版”海外并购中发挥的联合效应,且文化距离存在和母公司并购经历缺失共存下的风险规避特征更为凸显。

从单个条件(横向)看,新鲜并购(*Fresh-M&A*)在五个组态中均表现为核心条件存在或辅助条件存在的前因条件。目标国 FDI 政策(*FDI-policy*)、制度质量(*Institution*)和现金支付(*Cash*)在四个组态中均作为核心条件或辅助条件存在,由此亦可看出合法性寻求和效率驱动在“进阶版”海外并购中发挥的重要作用及联合效应。

3. 稳健性检验说明

Schneider 和 Wagemann(2012)^[54]提出改变一致性水平、调整校准阈值可作为 fsQCA 组态分析的稳健性检验方法。本文借鉴相关研究做法(赵云辉等,2020^[36];张明等,2019^[10]),将一致性水平从 0.8 下调至 0.78;同时调整校准阈值,用 90% 和 10% 依次代替原有 95% 和 5% 作为完全隶属和完全不隶属阈值,频数阈值依然设定为 2。重新设定后的组态分析结果与表 4 基本一致,六种组态形成前因条件组合基本相同(仅组态 6 的前因条件组合略有变化,但并不影响总体分析结果),总体解的覆盖率水平略有提升(由 0.3447 升至 0.4090)。整体而言,组态分析结果依然稳健(如表 5 所示)。

表 5 “进阶版”海外并购前因条件构型(稳健性检验结果)

前因条件		“趋利避害”+效率驱动		制度套利+效率驱动		风险规避+效率驱动	
		组态 1	组态 2	组态 3	组态 4	组态 5	组态 6
合法性 寻求	<i>Culture</i>	⊗	⊙	⊙		●	●
	<i>FDI-policy</i>	●	●	●	●		⊗
	<i>Institution</i>	●	●	⊗	⊗	●	●

续表 5

前因条件		“趋利避害”+效率驱动		制度套利+效率驱动		风险规避+效率驱动	
		组态 1	组态 2	组态 3	组态 4	组态 5	组态 6
效率驱动	<i>Experience</i>	●	⊗	⊗	●	⊗	⊗
	<i>Cash</i>	●	⊗	●	⊗	●	●
	<i>Fresh-M&A</i>	●	●	●	●	●	⊗
	<i>High-tech</i>		●	●	⊗	⊗	●
	一致性	0.9087	0.8088	1	0.9694	0.9042	0.8058
	原始覆盖率	0.0753	0.0171	0.0201	0.0456	0.0401	0.0173
	净覆盖率	0.0542	0.0171	0.0201	0.0121	0.0128	0.0173
	总体一致性	0.8869					
	总体覆盖率	0.4090					

4. 组态结果的进一步讨论

EMNE“进阶版”海外并购背后的驱动机制为何？合法性寻求还是效率驱动，抑或者两者兼而有之，是本文探究的核心问题。利用表 4 中六个组态分析结果可将 EMNE“进阶版”海外并购驱动路径归为三种模式，每种模式下呈现出合法性寻求与效率驱动联合效应的不同组合特征。

(1) 模式一：“趋利避害”+效率驱动。组态 1、组态 2 较好地呈现出中国企业“进阶版”海外并购中“趋利避害”+效率驱动的联合效应。此模式特征为：合法性寻求方面，目标国文化距离较低或双边文化距离较为接近情境下，目标国鼓励性的 FDI 政策带来的制度性“红利”以及出于对目标国良好制度质量而产生的制度性落差的规避成为中国企业“进阶版”海外并购的重要激励因素，进而呈现出较为明显的“趋利避害”特征。同时，组态 1、组态 2 中与效率驱动相关的条件组合呈现出“完美”的互补性特征：组态 1 中效率（存在）核心条件包括并购经历、现金支付和新鲜并购；组态 2 中效率（存在）核心条件则包括新鲜并购和高科技类并购，并凸显出高科技类企业“进阶版”海外并购更加强调新鲜并购的叠加效应，表明即便在没有并购经历及融资便利条件下，首次并购高科技类企业所面临的“小白”窘境，使得效率提升的诉求亦会更加简单明了。组态 1、组态 2 综合起来不仅涵盖了与效率驱动相关的所有前因条件，且呈现出新鲜并购与效率类其他相关前因条件的叠加效应。整体而言，组态 1、组态 2 可归为模式一，此模式较为凸显“进阶版”海外并购合法性寻求中的“趋利避害”特征并伴有效率驱动的叠加效应，同时双边文化更为趋同。实践中，此模式下所描述的“进阶版”海外并购发生条件组合与中国企业对新加坡的大量对外直接投资高度吻合。近年来中国内地企业对新加坡的 OFDI 存量、流量一直稳居前五位，新加坡位列中国企业海外并购十大目的地之列^①。中新两国中华文化同根同源，更为重要的是新加坡的制度环境、投资环境、营商环境及开放度在全球范围内一直稳居前列，其“亲商”型的投资政策吸引内地企业投资的同时也无疑提供了极大的“制度套利”空间：先以新设公司身份充分获取当地的政策性红利，然后再以此为“跳板”将后续跨国并购变为国内并购，或者是借此拓展“大本营”资源便于后续海外并购活动开展。现实层面，许多内地公司的国际化便始于在新加坡设立分支机构，将其作为进军国际市场的前哨战，获取国际市场商机、培养专业化人才、为“进阶版”海外并购创造条件及储备资源。作为 EMNE 典型代表，中国 MNE 国际化经验不足、效率缺失及与先发国家制度逻辑落差而产生的合法性寻求动机尤为典型，在双边文化趋同情境下，目标国鼓励性 FDI 政策及较好的制度质量可为“进阶版”

① 数据来源：商务部 2016—2019 年度《中国对外直接投资统计公报》。

海外并购提供契机,实现“趋利避害”与“并购效率提升”双收果效。基于前述理论分析及组态 1、组态 2 前因条件组合,本文提出:

命题 1:双边文化距离较低情境下,EMNE“进阶版”海外并购具有“趋利避害”与效率驱动组合特征。

(2)模式二:制度套利+效率驱动。组态 3、组态 4 较好地呈现出中国企业“进阶版”海外并购中“制度套利”+效率驱动的联合效应。此模式特征为:在合法性寻求方面两组态特征基本一致:唯一的存在(核心或辅助)条件为目标国鼓励性的 FDI 政策,文化距离与制度质量均作为缺失(核心或辅助)条件或无关紧要条件,进而使得组态 3、组态 4 中“制度套利”特征明显。效率因素组态方面,组态 3、组态 4 中与效率驱动相关的条件组合同样呈现出“完美”的互补性特征(具体内容不再赘述)。整体而言,组态 3、组态 4 可归为模式二,此模式较为凸显“进阶版”海外并购合法性寻求中的“制度套利”特征并伴有效率驱动的叠加效应;同时目标国制度环境质量水平相对较低,而此处目标国制度质量的相对缺失,一定程度上也恰与现有文献中有关高效率 OFDI 企业有助于弱化(挤出)东道国制度因素的研究结果相一致(赵云辉等,2020)^[36]。实践中,此模式下所描述的“进阶版”海外并购发生条件组合与中国 MNE 对发展中国家企业的海外并购现状较为吻合。相对而言,这些目标国因其自身的历史文化、宗教传统与经济发展特征,制度架构的完善性与制度质量水平与西方发达国家仍存在一定程度的差距,但这些国家在吸引外资方面往往比较积极、开放。如中东地区经贸中心迪拜的 DMCC(迪拜多种商品交易中心)自贸区,多年来被《金融时报》旗下《FDI》杂志评为“全球年度自贸区”。迪拜开放性、亲商性的政策吸引力极大地提升了包括中国企业在内的全球投资者的关注度,DMCC 官方数据显示,2020 年中国企业入驻新增数量增幅超过 20%。金砖五国之一的巴西,对外资企业而言营商环境优越,FDI 政策友好。2018 年巴西吸引 FDI 全球位列第九,而中国已然成为对巴投资最多、增速最快的国家之一。中国企业可以充分利用目标国吸引 FDI 的优惠友好政策,以绿地方式或合资方式进入目标国市场;借此不仅可取得当地企业合法性身份认可,还可充分享受目标国政府提供的税收优惠等各项优惠性政策资源,进而便利其以直接或间接方式持股(控制)进行下一轮的“进阶版”海外并购(WIR,2016)^[42]。在巨大的“制度红利”吸引下,辅之以一定程度上的效率驱动,“进阶版”模式必然成为以中国为代表的 EMNE 海外并购的首选。同时,对比组态 3、组态 4 条件组合可见,FDI 政策亲商性的强度会在一定程度上挤出或削弱并购效率寻求强度(组态 4 中为 FDI 政策核心存在条件与部分效率条件辅助存在的组合),亦可理解为制度套利给予中国企业巨大的经济利益与合法性获取可在一定程度上弥补因经验不足等带来的效率缺失。基于前述理论分析及组态 3、组态 4 前因条件组合,本文提出:

命题 2:目标国制度质量较低情境下,EMNE“进阶版”海外并购具有制度套利与效率驱动组合特征。

(3)模式三:风险规避+效率驱动。组态 5、组态 6 较好地呈现出中国企业“进阶版”海外并购中“风险规避”+效率驱动的联合效应。此模式特征为:在合法性寻求方面两组态特征一致性较高:目标国文化距离存在均为核心条件,制度质量存在均为辅助条件,FDI 政策在组态 6 中作为辅助性缺失条件,在组态 5 中为无关紧要条件。简言之,组态 5、组态 6 中基于制度层面的合法性寻求特征较为突出,文化距离规避特征尤为明显。效率驱动方面,母公司并购经历缺失均为核心条件,其他效率相关条件同样呈现出一定的互补性特征(此处不再赘述)。通常而言,目标国文化距离会降低跨国并购绩效,而跨国企业丰富的并购经验能够缓解由此产生的消极影响(孙淑伟等,2018)^[57];模式三下“目标国文化距离存在”及“母公司并购经验缺失”会使得 EMNE 在海外并购中面临的风险陡然增添,从而使得模式三(组态 5、组态 6)下“进阶版”海外并购具有明显的“风险规避”特征并伴有效率驱动的叠加效应,同时目标国制度质量水平相对较高。实践中,此模式下所描

述的“进阶版”海外并购发生条件组合与中国企业对欧美先发国家海外并购现状较为吻合。欧美国家的西方文化传统及价值体系与东方传统文化天然性地存在较大差距,而这些先发国家的制度架构及制度环境相较于后发国家也相对更为完善;由正式性制度距离和非正式性文化距离而产生的合法性缺失一直以来都是中国企业并购发达国家企业过程中面临的首要制约因素,组态5、组态6中现金支付存在作为核心条件或辅助条件,可见先发国家良好的金融制度环境可以为海外子公司(主并企业)提供较好的融资支持与流动性支持,再辅之以特定情境下的效率驱动因素,便会对“进阶版”海外并购模式选择产生明显的联合效应。此外,组态6结果也表明,即便在非新鲜并购情境下,并购欧美先发国家的高科技企业在合法性寻求与效率驱动叠加效应下也会首选“进阶版”模式。如民营企业富邦科技跨国并购荷兰公司便采取典型的“进阶版”模式。一方面,荷兰属于与中国文化习俗差距较大的“远距离”国家;另一方面,荷兰作为先发国家的典型代表,其制度质量水平较高,中国与其存在一定程度上的制度落差。2015年富邦科技“借船出海”,通过其全资子公司富邦科技香港控股有限公司在荷兰设立合作社,再由合作社在荷兰设立全资子公司 Forbon Technology Netherlands B. V.,最终由此荷兰子公司成功收购目标企业荷兰诺唯凯。2005年国内蓝星集团并购法国安迪苏公司同样采取“进阶版”模式,并因跨国并购效率著称而成为业内典范。基于前述理论分析及组态5、组态6前因条件组合,本文提出:

命题3:目标国制度质量较高情境下,EMNE“进阶版”海外并购具有风险规避与效率驱动组合特征。

再次对表4中六个组态的前因条件组合进行系统梳理可清晰发现:除组态5、组态6外,其余四个组态中目标国FDI鼓励性政策存在均作为核心条件或辅助条件,此四个组态中目标国文化距离均为缺失条件或无关紧要条件,目标国制度质量在两个组态中作为缺失条件。由此可见,仅就合法性寻求层面而言,鼓励性的FDI政策能够完全替代(挤出)目标国文化距离对EMNE“进阶版”海外并购的激励作用,对目标国制度质量则产生部分挤占效应。此组态分析结果一定程度上表明:作为一种积极的信号传递,鼓励性的FDI政策有助于缓解外国投资者对遥远国家(目标国)的陌生感和距离感,有助于缓解EMNE在海外并购交易中因双边制度落差及文化距离所导致的“外来者劣势”及“新进入者劣势”等合法性问题。此外,结合合法性寻求下的效率驱动联合效应,鉴于文化距离会对跨国并购研发效率与生产效率产生负面影响(孙淑伟等,2018)^[57],反之,高效率本身对目标国文化距离亦或可产生挤出效应(模式一);加之鼓励性的FDI政策,对目标国正式性及非正式性制度环境的挤出效应会更为凸显(模式二)。

在效率驱动前因条件组合方面,除组态6外,其余五个组态中“新鲜并购”存在均作为核心条件或辅助条件,并与其他效率条件存在构成组合效应。其中,组态2、组态3中新鲜并购与高科技类并购均作为核心存在条件,凸显针对高科技类企业的首次并购会进一步强化效率寻求特征进而选择“进阶版”模式。组态1、组态5中新鲜并购与现金支付均为核心条件存在,表明企业在首次海外并购过程中会充分利用海外子公司的融资便利及流动性用以提高议价能力及并购效率,进而会对“进阶版”模式选择产生叠加效应。组态1、组态4中新鲜并购和母公司并购经历均作为存在条件,印证在母公司并购经验的“示范效应”及“学习效应”下,出于前期(相关行业)并购经验不足的考量,针对特定并购事件(行业)的首次海外并购会更加激励企业选择“进阶版”模式,并进而呈现出叠加效应。基于前述理论分析及各组态前因条件组合,本文提出:

命题4a:合法性寻求下,目标国鼓励性FDI政策会对目标国文化距离及制度质量对EMNE“进阶版”海外并购的驱动作用产生一定程度的挤占效应。

命题4b:效率驱动下,“新鲜并购”会对高科技类并购、海外子公司融资约束及母公司海外并购经历对EMNE“进阶版”海外并购的驱动作用产生一定程度的叠加效应。

“进阶版”海外并购驱动路径组态类型及典型案例如表6所示。

表6 “进阶版”海外并购驱动路径组态类型及典型案例

“进阶版”海外并购驱动路径模式		组态视图	典型案例
模式一	“趋利避害” + 效率驱动		<ul style="list-style-type: none"> 中国内地企业对新加坡的 OFDI 一直稳居前 5 位,新加坡位列中国企业海外并购十大目的地之列 许多内地企业的国际化便始于在新加坡设立分支机构,并以此作为进军国际市场的前哨站 新加坡与内地中华文化同根同源 新加坡“亲商型”的投资政策为内地企业 OFDI、海外并购提供极大的“制度套利”空间 借助新加坡良好的制度环境可以有效规避内地企业与发达国家间的制度性落差 “趋利避害”与“效率提升”并举
模式二	制度套利 + 效率驱动		<ul style="list-style-type: none"> 联合国贸发会议 (UNCTAD) 数据显示,2018 年阿联酋吸引 FDI 总额 103.85 亿美元,居阿拉伯国家之首;金砖五国之一的巴西,2018 年吸收 FDI 全球位列第九 《中国对外直接投资统计公报》数据显示,2019 年中国 OFDI 流量前 20 位的国家(地区)中阿联酋和巴西分别位列 12 位和 18 位 以阿联酋、巴西为代表的部分发展中国家,制度环境质量水平较低,但 FDI 政策更为开放、积极,更具亲商性 为以中国为代表 EMNE 的 OFDI 及海外并购提供巨大的“制度套利”空间
模式三	风险规避 + 效率驱动		<ul style="list-style-type: none"> 2015 年富邦科技通过其全资子公司富邦科技香港子公司在荷兰设立合作社,再由合作社在荷兰设立全资子公司 Forbon Technology Netherlands B.V.,最终由此荷兰子公司收购目标企业荷兰诺唯凯 55% 的股份 2005 年蓝星集团先是以 4 亿欧元 100% 股权收购安迪苏的母公司法国 Drakkar Holding S.A. 公司,而后于 2006 年正式完成对安迪苏的全资收购 荷兰、法国均属于与中国文化“远距离”的国家;且荷法两国作为先发国家的典型代表,制度架构相对完善,制度质量水平较高 “进阶版”模式对中资企业海外并购合法性获取与效率提升起到事半功倍的果效 富邦科技案例是国内民营企业首次跨国并购的范例 蓝星并购安迪苏则是中国企业较短时间内完成海外并购的典范,属于“里程碑式”的跨国并购案例

注:组态视图中实线圈代表与之相关条件存在(核心条件存在或辅助条件存在);虚线圈代表与之相关条件缺失(核心条件缺失或辅助条件缺失);阴影圈代表与之相关的部分条件存在(核心条件存在或辅助条件存在)

五、结论与启示

1. 研究结论与主要理论贡献

本文聚焦 EMNE“进阶版”海外并购现象,即选择海外子公司作为主并企业的并购行为,并探究其决策背后的驱动机制。在现有文献基础上,分别从“合法性获取”和“效率驱动”两方面对 EMNE“进阶版”海外并购行为进行系统阐释,并运用 fsQCA 组态分析方法呈现组织层面特征、交易对象行业层面特征、被并企业所属国家层面特征的不同组合效应,进而揭示“进阶版”海外并购的复杂动因模式及路径。依据组态分析结果可将中国企业“进阶版”海外并购动因归为三类:“趋利避害”+效率驱动型、制度套利+效率驱动型、风险规避+效率驱动型。三种类型组态分析结果与本文前述理论分析相一致:即“合法性寻求”和“效率驱动”发挥联动作用促使 EMNE“进阶版”海外并购行为发生;同时不同前因条件间还存在更为复杂的交互关系:在合法性寻求方面,目标国 FDI 政策会对目标国文化距离产生完全的挤占效应,对目标国制度质量产生部分挤占效应;在效率驱动方面,“新鲜并购”会对高科技类并购、海外子公司融资约束及母公司跨国并购经历产生叠加效应。

本文研究主要理论贡献在于:其一,对“进阶版”海外并购现象进行系统分析,有助于丰富和拓展 EMNE 跨国并购理论。尽管学术界普遍认为 EMNE 跨国并购具有很多独特之处,如并购动机、股权选择、并购双方实力比较等,但鲜有研究探究“进阶版”海外并购现象。本文基于“合法性获取”和“效率驱动”两视角,系统探究 EMNE“进阶版”海外并购行为背后的驱动机制,相关研究结论有助于捕捉并揭示中国企业“进阶版”海外并购背后动因机制的本质特征,对于深入理解刻画 EMNE 海外并购模式的特殊性及其复杂性提供了新的洞见,进而对 EMNE 跨国并购理论有所拓展及补充;同时也为系统呈现中国企业“进阶版”海外并购动因的典型性、多样性及复杂性提供了经验数据支持。其二,利用 fsQCA 组态分析方法,系统呈现合法性寻求与效率驱动在“进阶版”海外并购决策中的作用机制及互动关系。鉴于组态分析的最大优势在于可以探究更为复杂的因果关系,尤其是作为传统检验变量间交互作用的替代方案,组态分析可以提供针对结果变量的特定前因要素(条件)组合“配方”,尤其是针对“多因共果”现象。故此,本文研究结论可视为传统大样本实证分析的互补性结果,借助提供一个合法性与效率问题互动的更具全面、整体性的认知视角,亦可为后续大样本实证分析奠定前期理论基础。

2. 管理启示与政策建议

本文研究结论不仅有助于拓展补充 EMNE 跨国并购理论研究,也对中国企业更加有效实施跨国并购战略、提升高质量国际化发展具有启示意义。

从企业角度而言,相较于传统并购方式以母公司为主并企业,“进阶版”海外并购无论从合法性获取还是并购效率提升都会起到事半功倍的果效,但“进阶版”得以发生的重要前提条件是有合宜的海外子公司可以凭借。也即无论是“大本营”视角还是“跳板”理论都强调 EMNE 前期国际化发展的良好基础,如果国际化经验值为零,又何来“海外子公司”可以凭借呢?因而,对于致力于海外市场资源拓展的中国企业而言,积累必备的前期经验资源仍然尤为必要。(1)中国企业仍需稳扎稳打、步步为营,苦练内功。任何一家企业并购海外资源都需要自身过硬的本领,才不会被对方“小觑”,此乃获取目标国利益相关者合法性认可的必备条件。(2)可以充分利用中国大陆周边国家及地区(如中国港澳台地区、新加坡等)的制度性资源“借船出海”,设立海外子公司并作为进一步开展海外并购业务的“前哨站”,在此过程中逐步累积形成自己的“大本营”资源。(3)当前全球贸易投资保护主义抬头,许多发达国家以国家安全为由,相继修改并强化了国

家安全审查规制,无疑对中国企业海外并购形成较大的制度性阻碍,“进阶版”海外并购的合法性获取效力也难免折损,如德国已将非欧盟成员国的“进阶版”并购纳入审查范围。此种情形下,中国企业要不断学习、识别、熟稔于跨国并购新的“游戏规则”,不要盲目采取“进阶版”海外并购而事倍功半。

从政府层面而言,相较于经验不足效率缺失多体现于企业层面,而源于制度因素导致的合法性不足则需要政府的积极参与才能有效补足。本文研究结果表明,目标国鼓励性 FDI 政策可以弱化(挤出)目标国高水平制度质量对 EMNE 并购交易带来的合法性不足。对此,中国政府可以利用双边或多边投资协定如区域全面经济伙伴关系协定(RECP)、中欧全面投资协定(CAI)等构建良好的双边多边投资环境,积极宣传、营造氛围,有助于削弱发达国家对中国企业并购交易的抵触或反感情绪,提升中国企业海外并购的合法性感知。借助双边领导人互访、促进相关机构文化团体交流合作等,构建和谐、互信关系,为中国企业“出海”扫清文化距离感产生的障碍。持续推进“一带一路”倡议下的“互联互通”政策,将双边的经贸投资、基础设施、人文交流同步推进,提升中国企业海外市场的认同感和信誉度。将中国企业“走出去”和“引进来”有机结合,政府部门还应积极创造契机和平台,为中国企业海外并购保驾护航。

3. 研究不足与展望

相较于现有相关文献,本文研究仍存在一些不足之处:(1)本文对于 EMNE“进阶版”海外并购行为背后驱动机制的阐释及前因条件识别多源于现有文献,虽在合法性和效率两层面上识别出多个前因条件,但仍难免有所疏漏;尤其在驱动机制挖掘的深度、解释力及典型案例的剖析方面也存在不足之处。未来研究可考虑借助典型案例分析方法,借助多案例对比分析及跨案例分析进一步深入剖析 EMNE“进阶版”海外并购背后的驱动机制,并关注与之相关的更多现象:如与“制度套利”相关的海外并购“两步走”策略,“进阶版”海外并购中的“联合并购”行为是否同样涉及到合法性问题抑或者效率问题等。(2)本文研究选取样本仅为中国经验数据,相关研究结论是否对于印度、俄罗斯、南非等其他 EMNE 同样适用?仍需要涵盖多个 EMNE 的大样本数据加以系统验证。(3)本文组态分析中的结果变量均为已完成的并购交易是否采取“进阶版”模式,而对于“进阶版”海外并购是否会带来更高的并购绩效,而并购绩效的提升多大程度上源于合法性?抑或者源于效率提升?本文研究结论对此尚无法给予很好的诠释。未来研究可针对上述不足之处持续跟进。

参考文献

- [1] Huizinga, H. P., and J. Voegt. International Taxation and the Direction and Volume of Cross-Border M&As[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64, (3): 1217 - 1249.
- [2] 杨丹辉,渠慎宁. 私募基金参与跨国并购:核心动机,特定优势及其影响[J]. 北京:中国工业经济,2009, (3): 120 - 129.
- [3] 刘燕,楼建波. 企业并购中的资管计划——以 SPV 为中心的法律分析框架[J]. 北京:清华法学,2016, (6): 63 - 83.
- [4] Lewellen, K., and L. A. Robinson. Internal Ownership Structures of U. S. Multinational Firms[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2013, (5): 1 - 49.
- [5] Eden, L., and S. R. Miller. Distance Matters: Liability of Foreignness, Institutional Distance and Ownership Strategy[J]. *Advances in International Management*, 2004, (1): 187 - 221.
- [6] 杨勃,刘娟. 来源国劣势:新兴经济体跨国企业国际化“出身劣势”——文献评述与整合框架构建[J]. 上海:外国经济与管理,2020, (1): 113 - 125.
- [7] 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]. 北京:对外经济贸易大学学报:国际商务版,2020, (2): 94 - 109.
- [8] Cuervocazurra, A., and R. Ramamurti. The Escape Motivation of Emerging Market Multinational Enterprises[R]. *Columbia Center*

on Sustainable International Investment, 2015.

[9] He, X., and J. Zhang. Emerging Market MNCs' Cross-border Acquisition Completion: Institutional Image and Strategies [J]. *Journal of Business Research*, 2018, 12, (93): 139 - 150.

[10] 张明, 陈伟宏, 蓝海林. 中国企业“凭什么”完全并购国外高新技术企业——基于94个案例的模糊集定性比较分析(fsQCA) [J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (4): 117 - 135.

[11] Turcan, R. V., S. Marinova, and M. B. Rana. Empirical Studies on Legitimation Strategies: A Case for International Business Research Extension [J]. *Advances in International Management*, 2012, 25, (25): 425 - 470.

[12] 刘娟. 跨国企业在东道国市场的“合法化”: 研究述评与展望 [J]. 上海: 外国经济与管理, 2016, (3): 99 - 112.

[13] Ficici, A., and C. B. Aybar. Internalization Strategies and Value Implications of Latin American Emerging Market Multinationals [J]. *Internext Revista Eletmica De Negócios Internacionais Da Espm*, 2009, 4, (1): 395 - 414.

[14] 魏江, 杨洋. 跨越身份的鸿沟: 组织身份不对称与整合战略选择 [J]. 北京: 管理世界, 2018, (6): 140 - 156.

[15] Luo, Y., and R. L. Tung. A General Theory of Springboard MNEs [J]. *Journal of International Business Studies*, 2018, 49, (2): 129 - 152.

[16] Li, J., P. Li, and B. Wang. The Liability of Opaqueness: State Ownership and the Likelihood of Deal Completion in International Acquisitions by Chinese Firms [J]. *Strategic Management Journal*, 2019, 40, (2): 303 - 327.

[17] Peng, M. W., D. Y. L. Wang, and Y. Jiang. An Institution-Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies [J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 39, (5): 920 - 936.

[18] 程聪. 中国企业跨国并购后组织整合制度逻辑变革研究: 混合逻辑的视角 [J]. 北京: 管理世界, 2020, (12): 160 - 178.

[19] 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]. 天津: 南开管理评论, 2016, (6): 122 - 132.

[20] 程聪, 谢洪明, 池仁勇. 中国企业跨国并购的组织合法性聚焦: 内部、外部, 还是内部 + 外部? [J]. 北京: 管理世界, 2017, (4): 158 - 173.

[21] Zhou, N., and M. F. Guillén. From Home Country to Home Base: A Dynamic Approach to the Liability of Foreignness [J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36, (6): 907 - 917.

[22] Gubbi, S. R., P. S. Aulakh, and S. Ray. Do International Acquisitions by Emerging-Economy Firms Create Shareholder Value? The case of Indian Firms [J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41, (3): 397 - 418.

[23] Wang, S. L., Y. Luo, X. Lu, J. Sun, and V. Maksimov. Autonomy Delegation to Foreign Subsidiaries: An Enabling Mechanism for Emerging-Market Multinationals [J]. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45, (2): 111 - 130.

[24] 汪涛, 贾煜, 崔朋朋等. 外交关系如何影响跨国企业海外市场绩效 [J]. 北京: 中国工业经济, 2020, (7): 80 - 97.

[25] 陈衍泰, 李欠强, 王丽等. 中国企业海外研发投资区位选择的影响因素——基于东道国制度质量的调节作用 [J]. 北京: 科研管理, 2016, (3): 73 - 80.

[26] Gaur, A. S., A. Delios, and K. Singh. Institutional Environments, Staffing Strategies and Subsidiary Performance [J]. *Journal of Management*, 2007, 33, (4): 611 - 636.

[27] Liou, R. S., M. C. H. Chao, and M. Yang. Emerging Economies and Institutional Quality: Assessing the Differential Effects of Institutional Distances on Ownership Strategy [J]. *Journal of World Business*, 2016, 51, (4): 600 - 611.

[28] 雷玮, 陈妍, 吴琼. 东道国社会信任能降低企业跨国经营的不确定性吗? ——以海外子公司所有权结构设计为例 [J]. 上海: 外国经济与管理, 2022, (1): 16 - 34.

[29] Lee, Y., M. Hemmert, and J. Kim. What Drives the International Ownership Strategies of Chinese Firms? The Role of Distance and Home-Country Institutional Factors in Outward Acquisitions [J]. *Asian Business & Management*, 2014, 13, (3): 197 - 225.

[30] Piaskowska, D., and G. Trojanowski. Twice as Smart? The Importance of Managers' "Formative-Years" International Experience for Their International Orientation and Foreign Acquisition Decisions [J]. *British Journal of Management*, 2014, 25, (1): 40 - 57.

[31] 程聪, 贾良定. 我国企业跨国并购驱动机制研究——基于清晰集的定性比较分析 [J]. 天津: 南开管理评论, 2016, (6): 113 - 121.

[32] Alfredo, J., B. O. Diana, P. Jonas, and K. Patricia. The Multi-Faceted Role of Experience Dealing with Policy Risk: The Impact of Intensity and Diversity of Experiences [J]. *International Business Review*, 2018, 27, (1): 102 - 112.

[33] Xia, J., K. Boal, and A. Delios. When Experience Meets National Institutional Environmental Change: Foreign Entry Attempts of U. S. Firms in the Central and Eastern European Region [J]. *Strategic Management Journal*, 2009, 30, (12): 1286 - 1309.

[34] 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]. 北京: 世界经济, 2017, (3): 99 - 121.

- [35] 蒋冠宏,曾靓. 融资约束与中国企业对外直接投资模式:跨国并购还是绿地投资[J]. 北京:财贸经济,2020,(2):132-145.
- [36] 赵云辉,陶克涛,李亚慧,李曦辉. 中国企业对外直接投资区位选择——基于QCA方法的联动效应研究[J]. 北京:中国工业经济,2020,(11):118-136.
- [37] Dikova, D., P. R. Sahib, and A. Van Witteloostuijn. Cross-Border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry, 1981-2001[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41, (2): 223-245.
- [38] Amankwah-Amoah, J., and Y. A. Debrah. Toward a Construct of Liability of Origin[J]. *Industrial and Corporate Change*, 2017, 26, (2): 211-231.
- [39] Zhang, J., and H. Ebbers. Why Half of Chinese Overseas Acquisition Could not be Completed? [J]. *Journal of Current Chinese Affairs*, 2009, 39, (2): 101-131.
- [40] Adair, W., J. Brett, and A. Lempereur. Culture and Negotiation Strategy[J]. *Negotiation Journal*, 2010, 20, (1): 87-111.
- [41] 韩剑. 垂直型和水平型对外直接投资的生产率门槛——基于中国企业层面微观数据的研究[J]. 厦门:中国经济问题, 2015, (3): 38-50.
- [42] World Investment Report. Investor Nationality: Policy Challenges[R]. New York and Geneva: United Nations, 2016.
- [43] Cohen, J., P. Cohen, S. G. West, and L. S. Aiken. *Applied Multiple Regression and Correlation for the Behavioral Sciences* (3rd ed.) [M]. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 2003.
- [44] 陈侃翔,谢洪明,程宣梅等. 新兴市场技术获取型跨国并购的逆向学习机制[J]. 北京:科学学研究,2018,(6):1048-1057.
- [45] Buch, C. M., K. Iris, L. Alexander, and S. Monika. Financial Constraints and Foreign Direct Investment: Firm-level Evidence[J]. *Review of World Economics*, 2014, 150, (2): 393-420.
- [46] 葛顺奇,林乐,陈江滢. 中国企业跨国并购与东道国安全审查新制度[J]. 北京:国际贸易,2019,(10):50-58.
- [47] Chari, M. D. R., and K. Y. Chang. Determinants of the Share of Equity Sought in Cross-Border Acquisitions[J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40, (8): 1277-1297.
- [48] Fainshmidt, S., M. A. Witt, R. V. Aguilera, and A. Verbeke. The Contributions of Qualitative Comparative Analysis (QCA) to International Business Research[J]. *Journal of International Business Studies*, 2020, (51): 455-466.
- [49] 杜运周,贾良定. 组态视角与定性比较分析,(QCA): 管理学研究的一条新道路[J]. 北京:管理世界,2017,(6):155-167.
- [50] Stam, W., and T. Elfring. Entrepreneurial Orientation and New Venture Performance: The Moderating Role of Intra- and Extra-Industry Social Capital[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51, (1): 97-111.
- [51] Rihoux, D. B., and C. C. Ragin. *Configurational Comparative Methods: Qualitative Comparative Analysis (QCA) and Related Techniques* [M]. Thousand Oaks, CA: Sage, 2009.
- [52] Elango, B., S. Lahiri, and S. K. Kundu. How Does Firm Experience and Institutional Distance Impact Ownership Choice in High-Technology Acquisitions[J]. *R&D Management*, 2013, 43, (5): 501-516.
- [53] Ragin, C. C. *Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond* [M]. Chicago: University of Chicago Press, 2008.
- [54] Schneider, C. Q., and C. Wagemann. *Set-Theoretic Methods for the Social Sciences: A Guide to Qualitative Comparative Analysis* [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.
- [55] Ragin, C. C., and P. C. Fiss. Net Effects Analysis Versus Configurational Analysis: An Empirical Demonstration [M]. Chicago: University of Chicago Press, 2008.
- [56] Fiss, P. C. Building Better Casual Theories: A Fuzzy Set Approach to Typologies in Organizational Research[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54, (2): 393-342.
- [57] 孙淑伟,何贤杰,王晨. 文化距离与中国企业海外并购价值创造[J]. 北京:财贸经济,2018,(6):130-146.

Progressional Overseas Mergers and Acquisition: Legitimacy Seeking or Efficiency Driving? Based on Empirical Data from China and fsQCA Configuration Analysis

LIU Juan¹, YANG Bo^{1,2}

(1. School of Economics, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222, China;

2. Business Administration Postdoctoral Mobile Station, School of Business, Nankai University, Tianjin, 300171, China)

Abstract: With the development of globalization, the scale of multinational enterprise (MNE) becomes larger and larger, and its internal ownership structure becomes more and more complex. According to the data of《World Investment Report 2016》, the main reason for blurring of investor nationality is that MNE widely adopts the “progressional overseas mode” in the selection of host country market entry mode, and the “progressional” overseas M&A is the most representative. Progressional overseas M&A means that enterprises acquire enterprises in foreign countries through overseas subsidiaries (rather than the parent company), which has also become an important strategy for Chinese enterprises overseas M&A. However, there is a lack of understanding of this “unique” M&A phenomenon of emerging market multinational enterprise (EMNE) and its underlying mechanism. The driving mechanism behind the “progressional” of overseas M&A is particularly noteworthy. Is the EMNE’s “progressional” overseas M&A the same as the traditional starter MNE? Or does it have its own narrative logic? This becomes the core issue of this paper. At the same time the existing literatures suggest that EMNE’s “progressional” overseas M&A will be influenced by its inherent “institutional weakness” and lack of international experience, resulting in the legitimacy seeking of host country and the high efficiency driving of overseas M&A transaction, the joint interaction of several related factors may also produce configuration effect on the “progressional” overseas M&A, and thus constitute the complex motivation mechanism of the “progressional” overseas M&A of EMNE.

In order to verify the conceptual model of “progressional” overseas M&A’s driving mechanism of EMNE, this paper obtains 226 overseas M&A transaction events of Chinese enterprises from 2001 to 2020, based on the data of Zephyr (BVD) global M&A transaction database, and explores the complex motivation mechanism of progressional overseas M&A with the help of two theoretical frameworks of legitimacy and efficiency. In view of the fact that many research questions in the field of international business have configuration characteristics in nature, that is, various explanatory factors interact with each other to produce research results, however traditional regression econometric analysis is limited in studying the phenomenon of “multi-cause co-effect” or “multiple concurrency”. The biggest comparative advantage of configuration analysis is that it can explore more complex causal relationships, and fsQCA, as the most representative research method in configuration analysis, can make up for the deficiencies of existing traditional measurement methods in multi-factor configuration analysis.

On this account, by using fsQCA configuration method, this paper presents different combination effects of the characteristics of the organization level, the industry level of the transaction object, and the country level of the merged enterprise and reveals the complex motivation pattern and path of EMNE’s “progressional” overseas M&A. The results show that the motivations of Chinese enterprises’ “progressional” overseas M&A can divided into three categories: “draw on advantages and avoid disadvantages + efficiency seeking”, “institutional arbitrage + efficiency seeking”, “risks avoidance + efficiency seeking”. The results of three types of analysis are consistent with theoretical analysis; that is, “legitimacy seeking” and “efficiency drive” play a linkage role to promote the “progressional version” of EMNE overseas M&A. At the same time, there are also more complex interactions between different antecedent conditions. In terms of seeking legitimacy, FDI policies of target countries will have a complete crowding effect on the culture distance of target countries, and have a partial crowding effect on the institutional quality of target countries. In terms of efficiency driving, the first M&A has a superposition effect on the high-tech M&A, overseas subsidiaries’ financing constraints and the parent company’s M&A experience. The conclusions of this paper are helpful to enrich and expand the existing EMNE overseas M&A theories. It is of great research value for the theoretical exploration and practical application of the new development pattern of domestic and international double circulation under the background of high-quality development of the current opening up.

Key Words: progressional overseas mergers and acquisition; legality; efficiency; emerging market multinational enterprise; configuration analysis

JEL Classification: F23, M10, F29

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.07.004

(责任编辑:刘建丽)