

# 中国国企跨国并购的合法性劣势及破解路径\*

## ——基于制度组态的定性比较分析

吴波<sup>1,2</sup> 杨步韵<sup>1</sup> 杨燕<sup>1,2</sup>



(1. 浙江工商大学工商管理学院,浙江 杭州 310018;

2. 浙江工商大学浙商研究院,浙江 杭州 310012)

**内容提要:**针对中国国企跨国并购中的合法性劣势及其破解路径,本文基于制度逻辑理论分析了跨国并购场景下中国国企劣势的制度来源与破解策略,认为国企与东道国国家逻辑、市场逻辑之间的不兼容性带来了中国国企跨国并购所面临的合法性劣势和效率合法性劣势,而中国国企主要通过选择性耦合策略来化解合法性劣势,实现跨国并购完成。使用 fsQCA 方法和 2004—2018 年间中国国企 136 起跨国并购交易事件,本文探讨了国企合法性劣势和基于选择性耦合的组织响应策略对中国国企跨国并购完成的“联合效应”,识别出中国国企跨国并购中三种典型的合法性获取模式:共同体策略驱动的目的合法性劣势破解模式、透明化策略驱动的效率合法性劣势破解模式、低调叠加策略驱动的双合法性劣势破解模式。这一结果验证了合法性劣势下基于选择性耦合的中国国企跨国并购合法性获取机理框架,并表明跨国并购完成是多种因素共同作用的结果,多种因素之间的互动还会形成不同的路径。本文研究结论丰富了基于制度逻辑理论的国际商务领域的研究成果,有助于推进国企国际化合法性研究的深入。

**关键词:**合法性劣势 制度逻辑 跨国并购 选择性耦合 模糊集定性比较分析 (fsQCA)

**中图分类号:**F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)12—0046—18

## 一、引言

中国国有企业跨国并购往往因合法性劣势遭遇更高的失败率(Zhang 等,2011<sup>[1]</sup>;Li 等,2019<sup>[2]</sup>)。在跨国并购场景下,国有企业通常会在东道国遭遇更高的制度性不信任,及其所带来的合法性劣势(Meyer 等,2014<sup>[3]</sup>;Li 等,2017<sup>[4]</sup>)。这一方面表现为国企跨国并购所面临的合法性劣势,国企不仅追求经济目标,也追求政治目标的半政治组织(semipolitical organizations)(Li 等,2019<sup>[2]</sup>;吴先明,2017<sup>[5]</sup>),往往被东道国视为政治主体而非经济主体(Cui 和 Jiang,2012<sup>[6]</sup>;Cuervo-Cazurra 等,2014<sup>[7]</sup>),在某些情况下可能被视为不友好的政府代理人(Li 等,2017<sup>[4]</sup>;Globberman 和 Shapiro,2009<sup>[8]</sup>),甚至被认为可能给东道国的资源体系、产业基础、国家安全带来不利影响

收稿日期:2022-03-09

\* 基金项目:浙江省高校重大人文社科攻关计划项目“复杂制度环境下中国 MNE 海外子公司的差异化响应与合法性获取机制研究”(2021GH024)。

作者简介:吴波,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域为企业国际化与区位战略,电子邮箱:zjgsuwo@163.com;杨步韵,女,博士研究生,研究领域为企业国际化战略,电子邮箱:yangbuyun54@dingtalk.com;杨燕,女,副教授,硕士生导师,管理学博士,研究领域为技术创新管理,电子邮箱:yy-yangyan@163.com。通讯作者:杨步韵。

(Globerman 和 Shapiro,2009)<sup>[8]</sup>。另一方面表现为国企跨国并购所面临的效率合法性劣势,即国资参与通常会带来更复杂的决策机制(郑志刚和刘兰欣,2022)<sup>[9]</sup>,带来产权欠明晰、治理机制不健全(Li 等,2019<sup>[2]</sup>;Li 和 Qian,2013<sup>[10]</sup>),从而被东道国贴上“官僚主义”和“低效率”的形象标签(Cui 和 Jiang,2012)<sup>[6]</sup>,继而被认为不能有效地管理收购目标、不能为当地企业带来溢出效益(Li 等,2017<sup>[4]</sup>;Globerman 和 Shapiro,2009<sup>[8]</sup>)。因此,因政治目的而带来的并购目的担忧和源于委托代理问题的低效率形象认知共同构成了中国国企在东道国的合法性劣势,导致了中国国企跨国并购的低完成率(Li 等,2019<sup>[2]</sup>;Meyer 等,2014<sup>[3]</sup>;Li 等,2017<sup>[4]</sup>;Cui 和 Jiang,2012<sup>[6]</sup>)。

已有研究探讨了国企跨国并购中合法性劣势的制度来源,认为国企并购的合法性劣势来源于国企与东道国制度环境之间的不兼容性(Li 等,2018)<sup>[11]</sup>和意识形态冲突,以及国企对东道国国家安全的威胁和不公平竞争优势(Meyer 等,2014)<sup>[3]</sup>。国企则需要通过适当的组织响应策略来获得合法性、完成跨国并购(Li 等,2017)<sup>[4]</sup>。基于组织制度理论,合法性的本质是对组织及其行为适当性的社会判断(Deephouse 等,2017)<sup>[12]</sup>,同样的行为在不同制度场景下就会得到不同的合法性评价(Suchman,1995)<sup>[13]</sup>。因此,东道国的制度环境是国企进入的关键决定因素,而国企跨国并购的合法性就取决于国企与东道国制度环境之间的兼容程度(Li 等,2017<sup>[4]</sup>;Li 等,2018<sup>[11]</sup>),即国企的并购行为在东道国制度环境中被接受的程度(Li 等,2018)<sup>[11]</sup>。并且,因国企国际化行为在不同制度特征的东道国兼容程度不同,国企的跨国并购也会在不同东道国面临不同程度的合法性劣势。

对于合法性获取策略,已有研究大多基于制度同构框架,认为跨国公司(后文简称 MNE)可以通过制度遵从或制度规避来获得合法性(刘娟和杨勃,2021<sup>[14]</sup>;魏江等,2020<sup>[15]</sup>)。其中“遵从”是指通过顺从东道国制度要求来获得合法性(Suchman,1995<sup>[13]</sup>;魏江等,2020<sup>[15]</sup>;陈小梅等,2021<sup>[16]</sup>),例如国企可以通过非敏感标的行业选择(Lim 和 Lee,2017)<sup>[17]</sup>、并购股权设置(Zhou 等,2016)<sup>[18]</sup>、交易规模选择(Hsu 和 Cao,2019)<sup>[19]</sup>、上市(Li 等,2019)<sup>[2]</sup>、积累跨国并购经验(张建红和周朝鸿,2010<sup>[20]</sup>;Zhang 和 He,2018<sup>[21]</sup>)、提高社会责任水平(吴剑峰和乔璐,2018)<sup>[22]</sup>等手段,提升国企并购合法性,以完成跨国并购。“规避”是指通过弱化制度差异来弱化可能的合法性劣势,例如通过选择制度距离更小(Zhang 和 He,2018)<sup>[21]</sup>或双边政治关系更好的东道国(刘敏等,2020)<sup>[23]</sup>来弱化制度差异所带来的合法性劣势。但由于制度同构框架忽视了 MNE 面对的制度环境的多重复杂性以及同构行为的困难(Newenham-Kahindi 和 Stevens,2018)<sup>[24]</sup>,使得越来越多的学者开始基于制度逻辑理论探索复杂制度环境下的制度创业(刘娟和杨勃,2021)<sup>[14]</sup>和组织混合(程聪,2020)<sup>[25]</sup>,认为组织会能动性地通过差异化响应获得合法性(Kostova 等,2008)<sup>[26]</sup>。

可以看出,已有研究揭示了影响国企跨国并购合法性劣势的国家制度因素和组织响应策略,但是依然存在三个方面的不足:一是对于国企合法性劣势的制度来源,已有研究还停留在母国与东道国之间“一揽子”的制度差异,而较少探究合法性劣势形成的异质性制度根源(Jackson 和 Deeg,2019)<sup>[27]</sup>。自 Kostova 和 Zaheer(1999)<sup>[28]</sup>、Kostova 等(2008)<sup>[26]</sup>提出复杂制度框架以来,一些学者开始基于制度逻辑理论分析 MNE 所面临的复杂制度环境以及相应的合法性获取策略(Meyer 等,2014<sup>[3]</sup>;Marano 和 Kostova,2016<sup>[29]</sup>;Ambos 等,2020<sup>[30]</sup>;Faulconbridge 和 Muzio,2016<sup>[31]</sup>)。事实上,作为包容国家逻辑和市场逻辑的混合型组织,国企跨国并购必然面临来自东道国的国家逻辑和市场逻辑的影响。为此,本文认为东道国政府和东道国市场作为评价中国国企跨国并购合法性的两大核心制度裁判,分别基于国家逻辑和市场逻辑对中国国企并购的目的合法性和效率合法性进行评价,由此形成中国国企在东道国的目的合法性劣势和效率合法性劣势。二是跨国并购合法性劣势的响应策略研究大多聚焦于并购后整合环节(魏江等,2020<sup>[15]</sup>;魏江和王诗翔,2017<sup>[32]</sup>)。

却较少关注并购交易完成与否环节;而恰恰是并购交易完成环节的响应策略影响了之后的并购后整合环节的合法性获取(Zhang等,2011<sup>[1]</sup>;Li等,2019<sup>[2]</sup>;Zhou等,2016<sup>[18]</sup>;Dikova等,2010<sup>[33]</sup>)。三是研究方法上大多使用传统的定量分析,孤立地分析单个层面因素的线性关系及净效应,或者制度、组织两个层面因素的调节效应,但较少探究不同层面因素共同影响国企跨国并购完成的组态效应。针对国企在东道国的合法性劣势,已有研究虽然提出了不同的合法性获取策略,但对于不同策略如何组合以克服国企跨国并购的目的合法性劣势和效率合法性劣势尚不清楚,且这种因果复杂性问题很难通过传统的定量分析方法解决(Fiss,2011)<sup>[34]</sup>。为此,本文响应吴小节等(2019)<sup>[35]</sup>和Fainshmidt等(2020)<sup>[36]</sup>的倡议,即在国际商务研究特别是新兴市场跨国公司的研究中运用组态思维和定性定量结合的方法,围绕目的合法性劣势和效率合法性劣势,采用模糊集定性比较分析(fsQCA)方法,通过组态视角(杜运周和贾良定,2017)<sup>[37]</sup>挖掘多层面前因条件的协同组态对中国国企跨国并购完成的影响,识别出并购完成的主要模式,为中国国企的跨国并购决策提供参考。

## 二、文献回顾与理论框架

组织制度理论已经成为制度视角下国际商务(IB)研究的主流研究框架(Aguilera和Grøgaard,2019)<sup>[38]</sup>。与制度经济学、比较制度主义理论不同,组织制度理论以合法性为核心机制来探讨制度与组织行为的关系,产生了制度同构框架和制度逻辑分析框架(Greenwood等,2011)<sup>[39]</sup>。早期IB研究主要借鉴了制度同构框架,认为MNE必须遵从外部制度压力以提高其生存可能性(魏江等,2016)<sup>[40]</sup>。但是,MNE所面临外部制度环境的多样化、分散化、碎片化特征,给企业带来了不兼容的制度压力,使之难以通过简单同构策略获得合法性(Kostova等,2008)<sup>[26]</sup>。正是看到了制度同构框架的不足,Kostova(1999)<sup>[41]</sup>最早在IB领域引入复杂制度框架,提出了MNE及其海外直接投资合法性获取的复杂制度框架。之后,Kostova和Zaheer(1999)<sup>[28]</sup>、Kostova和Roth(2002)<sup>[42]</sup>继而阐述了复杂制度框架的二元制度结构,重点关注由母公司和东道国制度所构成的二元制度环境对海外子公司实践采纳的影响机制。随着制度逻辑理论的兴起,Pant和Ramachandran(2017)<sup>[43]</sup>、Ambos等(2020)<sup>[30]</sup>、Newenham-Kahindi和Stevens(2018)<sup>[24]</sup>等引入多重制度逻辑来解析MNE海外直接投资所面临的复杂制度环境,从而逐步形成了较为完整的IB场景下的复杂制度框架。

概括而言,制度逻辑理论下的复杂制度框架强调复杂跨国制度场域对MNE对外直接投资合法性的影响(Saka-Helmhout等,2016)<sup>[44]</sup>,其核心观点有两个方面。首先,MNE对外直接投资嵌入于二元、多重制度逻辑所构成的跨国制度场域之中(Marano和Kostova,2016)<sup>[29]</sup>。制度逻辑是指由象征性符号和物质性实践构成的、表现为特定“目标-手段”的组织原则(Friedland和Alford,1991)<sup>[45]</sup>,具体包括家族、社区、宗教、国家、市场、专业、企业七大理想型制度逻辑(Thornton等,2012)<sup>[46]</sup>。其中二元性是指MNE的对外直接投资受到母公司和东道国制度两个方面的压力;多重性是指MNE对外直接投资会在东道国面临不同类型制度逻辑的影响,例如东道国的国家逻辑、市场逻辑、社区逻辑等。其次,二元、多重制度逻辑所构成的跨国制度场域给MNE的对外直接投资带来了不兼容的制度压力,驱动MNE通过有效的组织响应来获得合法性(Saka-Helmhout等,2016)<sup>[44]</sup>。已有研究强调组织可以通过混合(Battilana和Dorado,2010<sup>[47]</sup>;Pache和Santos,2013<sup>[48]</sup>)来应对多重制度逻辑之间的不兼容性。其中,Pache和Santos(2013)<sup>[48]</sup>提出的“选择性耦合”理论指出,组织可以通过选择性地吸纳合法性程度不高的制度逻辑的具体元素来提升其合法性。具体来说,面对不兼容的A逻辑和B逻辑,如果组织在B逻辑下的合法性不高,那么组织可以通过耦合更多的B逻辑的具体元素来提高合法性。例如,Newenham-Kahindi和Stevens(2018)<sup>[24]</sup>通过案例研究发现,面

对母公司和东道国社区逻辑之间的不兼容性,海外子公司会耦合更多的东道国社会逻辑的具体元素来提升自身在东道国的合法性。Pant 和 Ramachandran(2017)<sup>[43]</sup> 针对联合利华印度子公司的纵向单案例研究发现,面对母公司和东道国制度之间的不兼容性,子公司会通过身份桥接和身份排序来获得双边合法性。

因此,基于制度逻辑理论,本文认为中国国企的跨国并购会因其与东道国制度的不兼容带来合法性劣势,中国国企可以通过基于选择性耦合的组织响应策略来克服合法性劣势、完成跨国并购。下面,本文从母公司与东道国制度不兼容视角来厘清中国国企跨国并购合法性劣势的来源,从选择性耦合视角来厘清中国国企跨国并购的合法性获取策略,以此形成中国国企跨国并购完成的理论建构,进而采用 fsQCA 方法来揭示合法性劣势及合法性获取策略对中国国企的跨国并购完成的联合效应。

### 1. 中国国企跨国并购合法性劣势的来源:国企与东道国制度的不兼容性

制度逻辑理论视角下,合法性劣势是组织行为与制度逻辑“处方”不一致带来的合法性缺失(Deephouse 等,2017)<sup>[12]</sup>。本文认为中国国企的跨国并购会因为其在东道国制度环境中的不兼容带来合法性劣势,具体表现为中国国企与东道国的国家逻辑与市场逻辑(简称东道国逻辑)之间的不兼容性,及其所带来的国企跨国并购的目的合法性劣势与效率合法性劣势。

因此,东道国更高的治理效能、更高的经济自由度会进一步放大中国国企跨国并购的目的合法性劣势和效率合法性劣势,成为中国国企跨国并购合法性劣势的两个影响因素。

(1) 东道国治理效能。在东道国国家逻辑视域下,中国国企的合法性劣势集中于并购动机/目的方面,并且这种目的合法性劣势在治理效能更高的东道国更加凸显。国家逻辑是以本国社会整体福利最大化为目标、以政府规制为手段的制度逻辑(Thornton 等,2012)<sup>[46]</sup>。当中国国企针对东道国并购标的提出并购邀约之后,东道国政府以国家逻辑为行为准绳、以产业和经济安全为主要标准,来评价中国国企跨国并购的目的合法性。所以,东道国政府更加关注企业并购动机和目的,更倾向于认为中国国企会通过跨国并购来实现背后的母国政府的政治意图(Li 等,2017<sup>[4]</sup>; Cui 和 Jiang,2012<sup>[6]</sup>; Cuervo-Cazurra 等,2014<sup>[7]</sup>),引发东道国的经济和安全担忧,从而认定其跨国并购的目的具有潜在不合法性,即目的合法性劣势。并且,政府治理效能更高的东道国会更加关注外国企业对本国企业收购带来的潜在国家安全威胁,而外国国企的收购则更有可能不被接受,进而强化了东道国政府视域下的目的合法性劣势。例如,中海油高价竞购美国优尼科石油公司遇到政治上的强烈反对以失败告终(Wan 和 Wong,2009)<sup>[49]</sup>。因此,在政府治理效能更高的东道国开展跨国并购,中国国企会面临更高的跨国并购目的合法性劣势,从而要求国企做出有效的组织响应。

(2) 东道国经济自由度。在东道国市场逻辑视域下,中国国企的合法性劣势表现在企业运行效率方面,并且这种效率合法性劣势在自由市场经济的东道国更加凸显。市场逻辑是以股东价值最大化为目标、以强化股东权利(用手和用脚投票)的效率机制为手段的制度逻辑(Thornton 等,2012)<sup>[46]</sup>。当中国国企针对东道国并购标的提出并购邀约后,东道国市场往往以市场逻辑为准绳、以市场效率为主要标准来评价中国国企跨国并购的效率合法性。所以,东道国市场的利益相关者(包括股东、内部员工、外部媒体等)会更加关注企业运行效率,认为国企存在严重的委托代理问题(Globerman 和 Shapiro,2009<sup>[8]</sup>; 吴先明和马子涵,2022<sup>[50]</sup>),导致外部市场治理机制弱化、内部官僚主义盛行、透明度及披露信息的可信度相对较低(Li 等,2019)<sup>[2]</sup>等问题。国企的这些特征都与市场逻辑下自由市场原则相冲突(Wan 和 Wong,2009)<sup>[49]</sup>,形成了中国国企跨国并购的效率合法性劣势,即认为中国国企的跨国并购不能赋能目标公司的高效率发展(Globerman 和 Shapiro,2009)<sup>[8]</sup>,担心目标公司被收购后财务绩效会恶化,当地就业和税收收入也会受到限制(Li 等,2019)<sup>[2]</sup>。并

且,更加强调自由市场经济的东道国更希望限制国家和政府在市场中的作用(Li等,2017)<sup>[4]</sup>,对企业效率提出更高的要求;因此对国企效率合法性劣势的感知就会更强烈,进而放大中国国企跨国并购的效率合法性劣势。

## 2. 中国国企跨国并购合法性获取策略:基于选择性耦合视角

基于制度逻辑理论,针对中国国企与东道国逻辑之间的不兼容性,中国国企通过选择性耦合(Pache和Santos,2013)<sup>[48]</sup>东道国逻辑元素来缓和、克服其目的合法性劣势和效率合法性劣势,以完成跨国并购,具体表现为以下五个策略。

(1)政治关系区位、行业脱敏并购与目的合法性获取。从东道国国家逻辑视角来看,一方面,东道国政府对具有较好政治关系的国家及其国企跨国并购具有更高的容忍度。因为较差的政治关系会自然放大东道国政府对该国国企跨国并购的感知威胁以及相应的目的合法性劣势,进而增加东道国政府干预外国国企跨国并购的可能性(Bertrand等,2016)<sup>[51]</sup>。因此,针对潜在的目的合法性劣势,中国国企可以选择政治关系友好的东道国,以弱化东道国政府视域下的目的合法性劣势,即政治关系区位策略。

另一方面,东道国政府会限制外国国企针对本国敏感行业开展跨国并购,因为针对敏感行业的跨国并购会被视为存在“政治意图”或“非市场动机”,进而放大国企的目的合法性劣势(蒋冠宏和蒋殿春,2012)<sup>[52]</sup>。因此,针对潜在的目的合法性劣势,中国国企可以通过选择非敏感行业开展跨国并购,以弱化东道国政府视域下的目的合法性劣势,即行业脱敏并购策略。

(2)母公司上市、并购股权配置与效率合法性获取。从东道国市场逻辑视角来看,东道国市场认为具有良好外部治理(赋予股东用脚投票的权利)的外国企业更具效率性(Thornton等,2012<sup>[46]</sup>;Pache和Santos,2013<sup>[48]</sup>),其所开展的跨国并购更具效率合法性。因此,中国国企可以通过显示自身的上市公司属性来彰显其透明性和良好的外部治理机制(Li等,2019)<sup>[2]</sup>,以弱化其在东道国的效率合法性劣势,即母公司上市策略。

从东道国市场逻辑视角来看,东道国市场认为具有良好内部治理机制(赋予股东用手投票的权利)的外国企业更具效率性(Thornton等,2012<sup>[46]</sup>;Pache和Santos,2013<sup>[48]</sup>),其所开展的跨国并购更具效率合法性。中国国企也可以通过让渡部分股权来强化并购标的企业的股东行动权和东道国股东的参与性(Liou等,2016<sup>[53]</sup>;Chari和Chang,2009<sup>[54]</sup>),即“用所有权换取合法性”(Chan和Makino;2007)<sup>[55]</sup>,以此来优化国企并购标的的内部治理机制,从而弱化其在东道国的效率合法性劣势、增加中国国企并购完成的机会(Hsu和Cao,2019)<sup>[19]</sup>,即并购股权配置策略。

(3)小规模并购与合法性劣势缓和。国企可以通过低调(low profile)策略(Meyer等,2014)<sup>[3]</sup>来降低自身及并购交易在东道国的能见度(Meyer和Thein,2014)<sup>[56]</sup>,被动地建立“制度特区”来弱化东道国逻辑的影响。低调策略主要表现在交易层面,选择较小的并购标的物来降低并购案在东道国的卷入度和能见度,以此来弱化东道国政府和市场的关注度及其所带来的制度压力,保持最低程度的合法性,即小规模并购策略。

综合以上分析,面对国企与东道国制度之间不兼容性所带来的合法性劣势,中国国企可以通过基于选择性耦合的组织响应策略来缓和、克服合法性劣势,以完成跨国并购。具体来说,中国国企的目的合法性劣势与效率合法性劣势在治理效能和经济自由度更高的东道国更加凸显;面对不同的合法性挑战,中国国企可以采取不同的合法性策略,即通过选择双边政治关系更好的区位和非敏感行业来弱化目的合法性劣势,通过彰显上市身份、让渡部分股权策略来弱化效率合法性劣势,通过选择较小规模并购标的的低调策略来缓和东道国逻辑的合法性压力。因此,本文选择东道国治理效能、东道国经济自由度、政治关系区位、行业脱敏并购、母公司上市、并购股权配置、小规模并购

七个前因条件开展 fsQCA 分析,以揭示中国国企跨国并购完成的具体实现路径。本文的理论框架如图 1 所示。

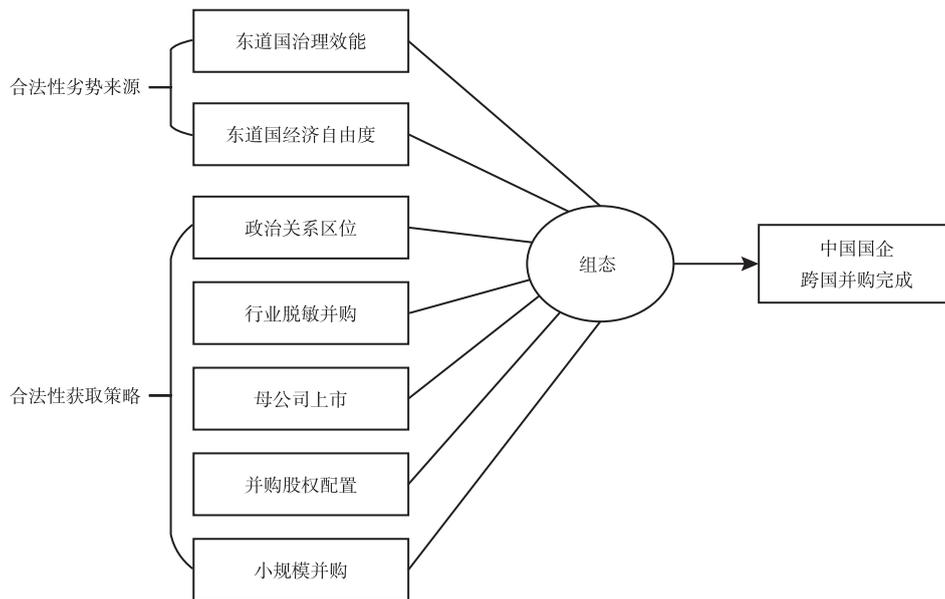


图 1 理论模型

### 三、研究方法

#### 1. 方法选择

本研究选择模糊集定性比较分析 (fsQCA) 方法来揭示中国国企跨国并购的完成路径,原因如下:第一,fsQCA 模型化了多重并发的前因 (Misangyi 等,2017)<sup>[57]</sup>,强调各种前因条件的配置组合与结果相联系 (Fainshmidt 等,2020)<sup>[36]</sup>,这与本文认为中国国企跨国并购的完成取决于复杂制度环境和组织响应策略之间匹配性的观点契合。已有关于跨国并购完成影响因素的研究,多运用回归方法检验自变量对因变量的独立效应,难以探究多个前因条件的组态效应。而运用 fsQCA 方法可以克服先前研究仅仅探索单个因素“净效应”的局限性,探究制度环境所带来的合法性劣势与组织基于选择性耦合的响应策略形成的“联合效应”(张明等,2019)<sup>[58]</sup>如何作用于跨国并购完成。第二,fsQCA 方法可以检验多种方案的“等效性”(杜运周和贾良定,2017)<sup>[37]</sup>,即与同一结果相关的前因条件的组合不只一条,这可以帮助本文探索中国国企跨国并购完成的成功模式 (Campbell 等,2016)<sup>[59]</sup>。第三,组态方法基于因果非对称原理,避免了反向因果关系 (杜运周等,2021)<sup>[60]</sup>,可以使本文的分析结果更有解释力。

#### 2. 数据来源

本文数据来源于 Zephyr 全球并购交易库,根据以下原则和步骤选取样本:筛选出可确定并购完成或失败结果,且非重复记录的交易;剔除交易信息披露不全的样本;剔除目标国被中国政府认定为避税天堂 (如开曼群岛、维尔京群岛) 的并购事件;剔除金融投资类跨国并购项目;剔除投资团体和个人的跨国并购项目;筛选出并购方属于国有企业的交易。此外,考虑到跨国并购经验对跨国并购完成影响的复杂性,本文选择剔除有东道国并购经验的国企跨国并购交易,将中国国企初次跨国并购作为研究对象。与计量经济学方法相比,使用 fsQCA 方法时,样本代表性不再是影响效度的一个主要威胁 (Fiss, 2011)<sup>[34]</sup>。经过上述步骤以及剔除数据缺失的并购事件,最终获得了

2004—2018 年间中国国企 136 起跨国并购交易事件的样本。

### 3. 测量和校准

本文 8 个前因和结果变量的数据主要来自于 Zephyr 数据库(如表 1 所示),并采用直接校准法确定三个锚点:完全隶属、完全不隶属和交叉点(杜运周等,2020)<sup>[61]</sup>,具体如下:

**跨国并购完成。**本文结果变量为跨国并购完成,即并购方能否完成对目标的收购,而不涉及并购完成后的整合。本文将跨国并购完成视为一个二分条件变量,并购完成赋值为 1,并购未完成赋值为 0。

**东道国治理效能。**本文采用世界银行发布的世界治理指标(WGI)来测量东道国治理效能,WGI 综合反映了民主义政程度、政治稳定性、政府效率、监管质量、法制环境和腐败控制六个层面的治理效能(Kaufmann 等,2011)<sup>[62]</sup>,被广泛用于衡量制度质量(Brockman 等,2013)<sup>[63]</sup>。由于这六个指标之间的高度相关性,本研究遵循先前的研究,通过取这六个指标的均值来衡量制度质量。数值越高,表示东道国治理效能越高,越容易感知到中国国企跨国并购的目的合法性劣势。与已有研究一致(张明等,2019<sup>[58]</sup>;Pappas 和 Woodside,2021<sup>[67]</sup>),本文按照治理效能的 95% 分位数值作为完全隶属的阈值,50% 为交叉点阈值,5% 作为完全不隶属的阈值。

**东道国经济自由度。**本文选择美国传统基金会发布的经济自由度指数来测量东道国的经济自由程度。经济自由度指数描述了一个国家的经济市场化程度,是影响微观层面商业效率的重要因素(Anokhin 和 Wincent,2012)<sup>[64]</sup>。经济自由度越高,政府对经济的干预水平越低,股东行动的自由度越高,意味着股东可以通过用手和用脚投票来保证市场中的企业效率(Zhang 等,2017)<sup>[65]</sup>,中国国企跨国并购的效率合法性劣势也越发凸显。本研究按照经济自由度的 95%、50% 和 5% 分位数值分别作为完全隶属、交叉点和完全不隶属的阈值。

**政治关系区位。**国企可以通过选择与中国具有良好双边政治关系的东道国开展跨国并购,以主动构建制度特区、弱化东道国逻辑压力。为此,本文以东道国与中国双边政治关系来测量政治关系区位选择。已有研究使用联合国投票数据来反映一个国家对国际事务的政治立场,并用两国在联合国投票所反映的政治立场相似度来测量两国对国际事件的政治立场的相似度,即双边政治关系(Bailey 等,2016)<sup>[66]</sup>。参照已有研究(Li 等,2019)<sup>[2]</sup>,使用两国在联合国大会上的投票记录一致性来衡量双边政治关系。本文按照双边政治关系的 95%、50% 和 5% 分位数值分别作为完全隶属、交叉点和完全不隶属的阈值。

**行业脱敏并购。**与 Zhang 等(2017)<sup>[65]</sup>一致,以跨国并购所属的行业是否为高科技型或自然资源型来判断。如果并购标的是高科技型或自然资源型(能源、采矿、钢铁和材料行业)企业,则行业敏感性赋值为 0,反之为 1。

**母公司上市。**以并购方是否公开上市来衡量:公开上市赋值为 1,反之为 0。

**并购股权配置。**以并购方部分或完全控股被并购方来测量:部分并购赋值为 1,完全并购赋值为 0。

**小规模并购。**以跨国并购案涉及的交易金额来测量,数值越小,表示国企采取了小规模并购的低调策略。由于并购规模的数据远远偏离正态分布,为防止受极端值影响,按照并购标的企业规模的 80% 分位数值作为完全隶属的阈值,20% 作为完全不隶属的阈值,50% 为交叉点进行校准(Pappas 和 Woodside,2021)<sup>[67]</sup>。

表 1 结果与条件的校准

条件和结果	来源	校准
跨国并购完成	Zephyr 数据库	清晰集,1 = 完成,0 = 未完成

续表 1

条件和结果	来源	校准
东道国治理效能	世界银行的全球治理指数(WGI) <a href="http://info.worldbank.org/governance/wgi/index">http://info.worldbank.org/governance/wgi/index</a>	直接校准法,校准点:95%、50%和5%分位数(2.19,1.85,0)
东道国经济自由度	美国传统基金会 (Heritage Foundation) <a href="https://www.heritage.org/index">https://www.heritage.org/index</a>	直接校准法,校准点:95%、50%和5%分位数(41.9,33.85,7.03)
政治关系区位	联合国大会 <a href="https://library.un.org/index-proceedings/general-assembly">https://library.un.org/index-proceedings/general-assembly</a>	直接校准法,校准点:95%、50%和5%分位数(1,-0.05,-0.78)
行业脱敏并购	Zephyr 数据库	清晰集,1 = 非敏感行业,0 = 敏感行业
母公司上市	Zephyr 数据库	清晰集,1 = 上市,0 = 非上市
并购股权配置	Zephyr 数据库	清晰集,1 = 部分收购,0 = 完全收购
小规模并购	Zephyr 数据库	直接校准法,校准点:80%、50%和20%分位数(19.19,12.22,7.6)

#### 四、实证结果与分析

##### 1. 单个条件的必要性分析

本文首先进行必要条件分析,如果结果条件构成前因条件的一个子集,则该前因条件被认为是必要条件(杜运周和贾良定,2017)<sup>[37]</sup>。其中,一致性用来衡量结果条件构成单个前因条件子集的程度,覆盖度用来衡量单一前因条件的实证重要性或经验切题性(Schneider等,2010)<sup>[68]</sup>。如表2所示,所有条件的一致性水平均低于0.9,表明7个单个条件都不是中国国企跨国并购完成/未完成的必要条件。

表 2 fsQCA 对单个条件的必要性检验

前因条件	并购完成		并购未完成	
	一致性	覆盖度	一致性	覆盖度
东道国治理效能	0.518	0.699	0.431	0.301
~ 东道国治理效能	0.482	0.621	0.569	0.379
东道国经济自由度	0.564	0.690	0.490	0.310
~ 东道国经济自由度	0.436	0.623	0.510	0.377
政治关系区位	0.614	0.669	0.586	0.331
~ 政治关系区位	0.386	0.644	0.414	0.356
行业脱敏并购	0.225	0.588	0.304	0.412
~ 行业脱敏并购	0.775	0.683	0.696	0.317
母公司上市	0.674	0.698	0.565	0.302
~ 母公司上市	0.326	0.592	0.435	0.408
并购股权配置	0.348	0.646	0.370	0.354
~ 并购股权配置	0.652	0.667	0.630	0.333

续表 2

前因条件	并购完成		并购未完成	
	一致性	覆盖度	一致性	覆盖度
小规模并购	0.431	0.618	0.517	0.382
~ 小规模并购	0.569	0.695	0.483	0.305

注：“~”表示逻辑元素的“非”

### 2. 条件组态的充分性分析

组态分析通过关注结果集合与前因集合之间的关系来检验因果关系 (Fiss, 2011)<sup>[34]</sup>, 分为三个步骤。首先, 使用集合度量来构建一个具有  $2^k$  行的真值表, 其中  $k$  是研究中使用的前因条件数。其次, 根据频数阈值和一致性阈值减少行数。本文将频数阈值设置为 2 (Fiss, 2011)<sup>[34]</sup>, 一致性阈值设置为 0.8, PRI 一致性阈值设置为 0.7 (杜运周等, 2020<sup>[61]</sup>; 杜运周等, 2022<sup>[69]</sup>)。最后使用基于布尔代数的算法将真值表简化。如表 3 所示, 本文得到四条跨国并购完成的路径, 以及一条跨国并购未完成的路径。路径 1 ~ 路径 3 是导致国企跨国并购完成的充分条件组合, 这些路径的一致性均达到可接受的标准, 总体解的覆盖度为 0.202, 与已有组织与管理领域的 QCA 研究持平, 例如 Campbell 等 (2016)<sup>[59]</sup>、Misangyi 和 Acharya (2014)<sup>[70]</sup>, 表示四类路径共同解释了约 20% 的中国国企跨国并购完成的案例, 并且每条路径的唯一性覆盖度之和小于整体解决方案的覆盖度 (Campbell 等, 2016)<sup>[59]</sup>。

表 3 并购完成和未完成的路径

	完成				未完成
	1a	1b	2	3	4
合法性劣势来源:					
东道国治理效能	●	●	⊗	●	●
东道国经济自由度	⊗	●	●	●	●
合法性获取策略:					
政治关系区位	●	●	●	●	⊗
行业脱敏并购	●	●	●	●	⊗
母公司上市	●	●	●	●	⊗
并购股权配置	●	●	●	⊗	●
小规模并购	●	⊗	●	●	⊗
一致性	0.895	0.851	0.868	0.852	0.817
原始覆盖度	0.044	0.033	0.048	0.111	0.029
唯一覆盖度	0.021	0.013	0.032	0.111	0.029
总体解的覆盖度	0.201				0.029
总体解的一致性	0.866				0.817

注: ●表示核心条件存在, ⊗表示核心条件缺席, ●表示边缘条件存在, ⊗表示边缘条件缺席, 空格表示“无关紧要”

(1) 并购完成组态分析。

① 共同体策略驱动的目的合法性劣势破解模式。组态 1a、1b 显示,在高目的合法性劣势的制度环境下,中国国企通过选择较好政治关系的区位、让渡部分股权实现跨国并购完成。高治理效能的东道国对国企的身份接受度更低,从而放大中国国企的目的合法性劣势;中国国企通过选择政治关系良好的区位来弱化其目的合法性劣势,同时让渡部分股权将东道国市场逻辑的合法性元素纳入,以弱化自身在东道国的效率合法性劣势,以实现跨国并购完成。考虑东道国对于并购安全的诉求,中国国企通过强化共同体策略来提高自身在东道国国家的目的合法性。这种共同体策略一方面来自国家层面良好的政治关系;另一方面来自企业层面的股权合作关系。例如,海南天然橡胶产业集团股份有限公司以 7671 万美元收购新加坡 R1 国际 71.58% 股权,完善其天然橡胶产业链布局,新加坡作为政府高效的新型工业化国家发展典范,对于中国国企身份也更加敏感,但在双边良好政治关系的背景下,该并购依然得到了东道国政府和其他利益相关者的认可和接受。

相比于民营企业,东道国政府对国有企业并购目的合法性的担忧更加强烈,即认为国企海外并购常带有经济、政治双重目标(Li 等,2019<sup>[2]</sup>;Cui 和 Jiang,2012<sup>[6]</sup>;Globerman 和 Shapiro,2009<sup>[8]</sup>),从而危害东道国国家安全,并且政府治理效能更高的东道国会更加关注中国国企对本土企业收购带来的潜在国家安全威胁。因此,中国国企到政府治理效能更高的东道国去并购会面临更高的目的合法性劣势。基于选择性耦合框架(Pache 和 Santos,2013)<sup>[48]</sup>,中国国企通过耦合东道国国家逻辑的具体元素来获取合法性。Bertrand 等(2016)<sup>[51]</sup>提出良好的双边政治关系意味着母国与东道国之间协调一致的国家利益,可以降低并购被东道国视为威胁的可能性;Meyer 等(2014)<sup>[3]</sup>提出低水平的股权控制会限制收购公司将其目标强加于被收购公司的能力,从而减轻东道国对并购目的的质疑。组态 1a、1b 表明,国企利用良好双边政治关系的区位策略在国家层面建立双边国家利益共同体,利用让渡部分股权的股权策略在企业层面建立企业利益共同体,从而提升国家逻辑的合法性。

② 透明化策略驱动的效率合法性劣势破解模式。组态 2 显示,在高效率合法性劣势的制度环境下,中国国企利用上市身份和让渡部分股权策略实现跨国并购完成。东道国高经济自由度意味着东道国市场对企业效率有更高期望,这会放大中国国企在东道国的效率合法性劣势;中国国企的上市属性彰显其基于资本市场的外部治理效率,通过让渡股权以提升基于东道国股东参与的内部治理效率,从而将东道国市场逻辑的合法性元素纳入,以弱化其效率合法性劣势,实现跨国并购完成。考虑东道国对于并购效率的关注,中国国企通过面向东道国市场的透明化策略来提高自身在东道国市场的效率合法性。这种透明化策略一方面来自外部治理机制;另一方面来自内部的股权合作。国家电网的海外并购就是与组态 2 相匹配的典型案列。国家电网的国际化战略始于 2009 年 1 月,十余年间已投资多个国家和地区的骨干能源网,输变电工程遍及多国家和地区,境外投资项目全部实现盈利。国家电网在发达国家国际化扩张成功的主要策略是低股权比例并购以及依托旗下国网南瑞等上市公司实施并购。如 2012 年投资 3.65 亿欧元收购葡萄牙国家能源网公司 25% 股份、2013 年收购新加坡能源澳网公司 19.9% 的股权、2014 年收购意大利存贷款能源网公司 35% 的股权、2016 年收购希腊独立输电运营公司 24% 股权等都是较为成功的案列。

相比于民营企业,东道国市场对国有企业运行效率的合法性担忧更加强烈,即认为国企由于委托代理问题经营效率较低(Globerman 和 Shapiro,2009<sup>[8]</sup>;吴先明和马子涵,2022<sup>[50]</sup>),因而不能有效地管理收购目标,且强调自由市场经济的东道国会更加关注国企能否赋能目标公司高效率发展。因此,国企在更加强调自由市场经济的东道国并购会面临更高的效率合法性劣势,基于选择

性耦合框架<sup>[48]</sup>,国企通过耦合东道国市场逻辑的具体元素来提高合法性。Li等(2019)<sup>[2]</sup>提出上市身份是一个可信的信号,用以彰显透明性和良好的外部治理机制,缩小与民营企业之间的差距,缓解国企的不透明性;Chari和Chang(2009)<sup>[54]</sup>提出让渡部分股权可以保证东道国股东的行动权和参与性,以符合东道国经济规范(Cui和Jiang,2012)<sup>[6]</sup>。组态2表明,国企利用上市身份在外部治理方面彰显透明度,利用让渡股权策略提高东道国参与内部治理的水平,从而提高市场逻辑合法性。

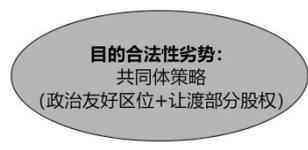
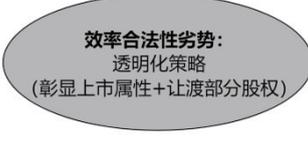
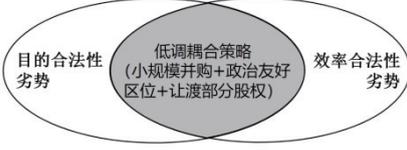
③低调叠加策略驱动的双合法性劣势破解模式。组态3显示,在高目的合法性劣势、高效率合法性劣势叠加的复杂制度环境下,中国国企主要采用以小规模并购的低调策略来弱化东道国逻辑的影响,并通过选择政治关系较好的区位策略将东道国国家逻辑的合法性元素纳入,利用其上市属性将东道国市场逻辑的合法性元素纳入。面对目的合法性劣势和效率合法性劣势,中国国企会采用低调叠加策略。所谓低调是指降低受关注程度(Meyer等,2014)<sup>[3]</sup>,所谓叠加是指低调策略叠加共同体策略、叠加透明化策略来避免在东道国的不合法性。例如,上海机电以2440万人民币收购瑞士清洁技术公司100%股权,跨界开展环保业务。瑞士是治理能力高度现代化、经济自由度较高的国家,各方面的审查和透明度要求较高。面对东道国的审查和质疑,上海机电凭借其上市身份接受审查,确保必要的信息披露、公开资金筹备渠道,以提高其透明性;并依托中国瑞士稳定的政治关系,以避免瑞士政府对中国国企的目的污名。与此同时,相对较小的并购金额降低在东道国政府和利益相关者眼中的可见度以及相应的合法性挑战。正如美国苹果公司为避免反垄断调查,并购目标主要选择掌握某个技术的小公司,形成了“小而稳”的独特并购策略,在外资审查日趋严格的局势下,这样的并购策略也同样成为中国国企的重要策略。

Meyer等(2014)<sup>[3]</sup>提出当面临合法性的根本挑战时,跨国公司不仅要进行同构行为,还会选择减少形象曝光来降低其合法性受挑战的可能性。本文组态3表明,在双合法性劣势叠加的环境下,国企采取低调策略,以避免关键利益相关者的关注,在缓释部分合法性挑战的基础上再实行共同体策略和透明化策略来获得东道国的合法性。

综合比较这三条组态,本文进一步发现条件之间的互动关系:一是合法性挑战和合法化策略的互动,即不同的合法性挑战匹配不同的合法性策略,高目的合法性劣势与较好政治关系的区位、让渡部分股权组合,高效率合法性劣势与上市身份和让渡部分股权策略组合,而目的合法性劣势、效率合法性劣势双高与小规模并购的低调策略、政治关系较好的区位策略及上市属性组合。二是表现在选择性耦合的具体方式。例如,在组态1a、1b和组态3中,高治理效能与政治关系良好总是同时出现,高治理效能的东道国对国企的身份接受度更低,从而放大中国国企的目的合法性劣势,而选择政治关系良好的区位可以将东道国国际逻辑的合法性元素纳入,以弱化自身在东道国的目的合法性劣势。在组态2和组态3中,高经济自由度与公司上市属性总是同时出现,东道国高经济自由度意味着东道国市场对企业效率有更高的期望,这就会放大中国国企在东道国的效率合法性劣势,而彰显中国国企的上市属性可以将东道国市场逻辑的合法性元素纳入,以弱化其效率合法性劣势,实现跨国并购完成。

综上,复杂制度环境所带来的两种合法性劣势与中国国企基于选择性耦合的组织响应策略共同决定了跨国并购的完成,验证了合法性劣势下基于选择性耦合的中国国企跨国并购合法性获取机理框架。fsQCA方法有效识别了中国国企完成跨国并购的四条组态,基于这四条路径,中国国企跨国并购的完成可被归纳为如表4所示的三种模式。

表 4 中国国企跨国并购完成的成功模式分析

组态名称	并购模式	策略性质	典型案例
共同体策略驱动的目的合法性劣势破解模式(组态 1a、1b)		通过政治友好区位和让渡股权策略缓解目的合法性劣势	海南天然橡胶产业集团股份有限公司收购新加坡 R1 国际
透明化策略驱动的效率合法性劣势破解模式(组态 2)		通过彰显上市属性和让渡股权策略缓解效率合法性劣势	国家电网收购葡萄牙国家能源网公司等
低调叠加策略驱动的双合法性劣势破解模式(组态 3)		小规模并购策略叠加政治友好区位和彰显上市属性缓解目的合法性劣势和效率合法性劣势双重劣势	上海机电收购瑞士清洁技术公司

(2)并购未完成组态分析。有 1 条组态导致了跨国并购未完成。在组态 4 中,东道国治理效能、东道国经济自由度的存在和行业脱敏并购、母公司上市的缺席发挥了核心作用,政治关系区位、小规模并购的缺席、并购股权配置的存在发挥了辅助作用。这条组态一致性为 0.817,唯一覆盖度为 0.029。并购未完成的组态 4 表明,当目的合法性劣势、效率合法性劣势均较大时,以非上市的中国国企开展敏感行业并购则必然失败。

### 3. 稳健性分析

在以上分析的基础上,本文采取更改分析阈值和改变变量测量两种方法,对并购完成的前因组态进行稳健性检验。首先,将 PRI 一致性由 0.7 提高至 0.75,产生的组态完全一致。其次,改变政治关系区位的测量方法。本文的政治关系区位是根据成员国在联合国大会上的投票记录来衡量的,投票结果分为“赞成”“反对”和“弃权”票,本文在上述模型中将“弃权”票的一致与否也纳入投票结果进行计算,但在稳健性检验中删除了“弃权”票,不将其纳入投票结果,据此得出组态的一致性和原始覆盖度以及总体解的一致性和覆盖度仅有细微变化(如表 5 所示),表明本文的研究结论具有稳健性。

表 5 改变政治关系区位的稳健性检验

	国企并购完成 (政治关系区位 1)				国企并购完成 (政治关系区位 2)			
	1a	1b	2	3	1a'	1b'	2'	3'
合法性劣势来源:								
东道国治理效能	●	●	⊗	●	●	●	⊗	●
东道国经济自由度	⊗	●	●	●	⊗	●	●	●
合法性获取策略:								
政治关系区位	●	●	●	●	●	●	●	●
行业脱敏并购	●	●	●	●	●	●	●	●

续表 5

	国企并购完成 (政治关系区位 1)				国企并购完成 (政治关系区位 2)			
	1a	1b	2	3	1a'	1b'	2'	3'
并购股权配置	●	●	●	⊗	●	●	●	⊗
母公司上市	●	●	●	●	●	●	●	●
小规模并购	●	⊗	●	●	●	⊗	●	●
一致性	0.850	0.894	0.869	0.852	0.892	0.851	0.866	0.851
原始覆盖度	0.033	0.045	0.048	0.111	0.042	0.032	0.047	0.106
唯一覆盖度	0.013	0.021	0.032	0.111	0.020	0.013	0.031	0.106
总体解的覆盖度	0.202				0.194			
总体解的一致性	0.866				0.864			

## 五、研究结论与展望

### 1. 研究结论与理论贡献

国企跨国并购的高失败率引发了学术界对国企跨国并购合法性劣势的研究兴趣。那么国企如何克服其国有属性所带来的目的合法性劣势与效率合法性劣势以完成跨国并购?已有研究从不同视角开展分析,但是相对较少剖析国企跨国并购所面临复杂制度环境的异质性,也较少从组态效应视角揭示国企跨国并购的不同成功组态。本文基于制度逻辑理论分析了跨国并购场景下中国国企劣势的来源与破解策略,并运用 fsQCA 方法和 2004—2018 年间中国国企 136 起跨国并购交易事件,探讨了东道国治理效能、东道国经济自由度、政治关系区位、行业脱敏并购、母公司上市、并购股权配置、小规模并购七个影响因素对中国国企跨国并购完成的“联合效应”,揭示中国国企跨国并购完成的主要模式,验证了合法性劣势下基于选择性耦合的中国国企跨国并购合法性获取机理框架,具体包括三个结论。

第一,基于制度逻辑理论,本文认为中国国企跨国并购的目的合法性劣势与效率合法性劣势来源于中国国企与东道国的国家逻辑和市场逻辑之间的不兼容性。具体来说,在东道国国家逻辑视域下,中国国企的合法性劣势表现在并购目的方面,并且这种目的合法性劣势会随着东道国政府更高的治理效能而放大;在东道国市场逻辑视域下,中国国企的合法性劣势表现在运行效率方面,并且这种效率合法性劣势会随着东道国市场更高的经济自由度而凸显。中国国企基于选择性耦合框架,选择性纳入不同的东道国逻辑元素来弱合法性劣势以实现跨国并购完成,即通过耦合东道国国家逻辑与市场逻辑以获得在东道国的目的合法性和效率合法性。

第二,中国国企跨国并购通过选择性耦合东道国逻辑元素来缓和合法性劣势。其中,具有更高政治关系区位和行业脱敏并购可以提升中国国企的目的合法性,母公司上市可以提升中国国企的效率合法性。股权配置策略既可以克服目的合法性劣势(组态 1a、1b),也可以缓解效率合法性劣势(组态 2)。因为部分并购一方面意味着更低控制权承诺,符合东道国国家逻辑的合法性要求;另一方面可以强化并购标的企业的股东行动权和东道国股东的参与性(Chari 和 Chang, 2009)<sup>[54]</sup>,符合东道国市场逻辑的合法性要求。例如, TikTok 在美国遭到美国政府的安全调查,并被要求让渡股权给美国公司以消除美国政府对于数据安全的担忧。

第三,合法性劣势下,中国国企通过三条路径均能实现跨国并购,分别是目的合法性劣势下的

共同体策略、效率合法性劣势下的透明化策略和双合法性劣势下的低调叠加策略。基于制度逻辑理论,本文梳理出影响国企跨国并购完成的合法性劣势和组织响应策略因素,探讨了七个因素对跨国并购完成的“联合效应”,识别出国企跨国并购完成的三种基本模式,表明跨国并购完成是多种因素共同作用的结果,多种因素之间的互动还会形成不同的路径。

本文的理论贡献有三个方面。首先,基于制度逻辑理论,提出了国企跨国并购合法性劣势的异质性制度根源,推进了国企国际化合法性研究的深入。不同于以往基于“一揽子”制度差异视角的合法性劣势制度根源研究(Jackson和Deeg,2019)<sup>[27]</sup>,本文基于制度逻辑理论,以中国国企身份与东道国国家逻辑和市场逻辑的冲突为研究起点,认为国企与东道国制度逻辑之间的不兼容性而带来了两大合法性劣势,丰富了基于制度逻辑理论的IB领域的研究成果。

其次,本文基于“选择性耦合”框架提出了国企跨国并购合法性劣势的破解策略,验证了合法性劣势下基于选择性耦合的中国国企跨国并购合法性获取机理框架(Pache和Santos,2013)<sup>[48]</sup>。不同于以往基于制度同构视角下的合法性获取策略(刘娟和杨勃,2021)<sup>[14]</sup>,本文发现中国国企需要通过耦合东道国国家逻辑与市场逻辑以获得在东道国的目的合法性和效率合法性。这些结果意味着中国国企跨国并购完成必须通过一定的组织响应以克服来自东道国的负面刻板印象进而达到“合法性门槛”。这类似于Deephouse和Bundy(2017)<sup>[12]</sup>提出的不合法、有争议的合法、合法等不同的合法性状态,但是从“没有不合法”到“合法”还需要其他条件,即前文所提到的合法性劣势下基于选择性耦合的中国国企跨国并购合法性获取机理框架。

最后,本文基于fsQCA方法开展中国国企跨国并购完成的多路径组态分析,响应了在IB研究领域特别是新兴市场跨国公司的研究中运用组态思维的呼吁,深化了国企跨国并购完成的机理研究。已有研究重点分析了不同层面因素对跨国并购成败的线性影响,较少探究多个层面因素间的联动匹配和组态效应。跨国并购是一个高度复杂的过程(吴小节等,2019<sup>[35]</sup>;Fainshmidt等,2020<sup>[36]</sup>),交易完成也应该被视为相互依赖因素的复杂动态现象(杜运周等,2021)<sup>[60]</sup>。利用fsQCA方法,本文证明了跨国并购完成具有“多重并发”和“殊途同归”的特点,即实现跨国并购完成可以经由三种不同的路径组态达到,每一种组态均是由多种因素共同构成,因而跨国并购完成的结果也可以通过前因条件的三种不同组合来解释。此外,本研究也检验了跨国并购完成问题的非对称因果关系,即并购完成和并购未完成的原因并不是完全相反的,充分表明了跨国并购完成问题的复杂性,加深了对跨国并购复杂现象的理解,推动了国企跨国并购完成机理研究的深入。

## 2. 管理启示与未来展望

本文的研究结论也在现实层面为中国国企更加有效实施跨国并购战略提供了以下启示。对于中国国企而言,跨国并购往往因合法性劣势遭遇更高的失败率,因此国有企业应该根据自身条件和所处的制度环境开展跨国并购决策,提高并购完成的可能性。本文研究发现,不同的合法性获取策略可以用于克服不同的合法性劣势,这就需要国企根据具体的制度环境选择匹配的组织响应策略来达成并购目标。对政府而言,构建良好的双边政治关系是推进中国国企跨国并购完成的重要因素。这意味着中国政府可以通过积极建立与世界各国的良好双边政治关系,努力构建和谐、互利的国际关系,树立大国形象,为中国企业通过跨国并购“走出去”和“走上去”提供良好的国际环境。

本研究尚存在一些不足,这也指明了未来的研究方向:一是来自中国的国企并非总会面临同等的合法性劣势,但由于本文没有直接测量国企的特征,因此没有解构国企合法性劣势的异质性,未来可以进一步关注不同国企面临的合法性劣势及应对策略的异质性。二是本文研究发现股权配置策略既可以克服目的合法性劣势,也可以缓解效率合法性劣势,但是尚未深入探究股权配置策略的

双重效应,未来可以进一步关注探究股权配置对国企并购合法性劣势的多重克服作用。三是本文只关注在东道国没有并购经验的中国国企跨国并购案例,未来可以进一步关注东道国并购经验对于国企跨国并购完成的影响。四是本文基于制度逻辑理论研究了七个变量对于国企跨国并购完成的影响,未来可以进一步基于其他理论框架和组织响应的影响因素来分析其对国企跨国并购完成的联合影响。五是本文基于制度逻辑理论开展理论分析,而中国国企的合法性劣势是中国“来源国劣势”的一种表现,所以未来可以进一步比较中国民企与国企在跨国并购完成组态的差异,从而形成对中国“来源国劣势”更为细致的描画。

## 参考文献

- [1] Zhang, J., C. Zhou, and H. Ebbers. Completion of Chinese Overseas Acquisitions: Institutional Perspectives and Evidence [J]. *International Business Review*, 2011, 20, (2): 226 - 238.
- [2] Li, J., P. Li, and B. Wang. The Liability of Opacity: State Ownership and the Likelihood of Deal Completion in International Acquisitions by Chinese Firms [J]. *Strategic Management Journal*, 2019, 40, (2): 303 - 327.
- [3] Meyer, K. E., Y. Ding, and J. Li, et al. Overcoming Distrust: How State-Owned Enterprises Adapt their Foreign Entries to Institutional Pressures Abroad [J]. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45, (8): 1005 - 1028.
- [4] Li, J., J. Xia, and Z. Lin. Cross-Border Acquisitions by State-Owned Firms: How Do Legitimacy Concerns Affect the Completion and Duration of their Acquisitions? [J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38, (9): 1915 - 1934.
- [5] 吴先明. 企业特定优势、国际化动因与海外并购的股权选择——国有股权的调节作用 [J]. *北京: 经济管理*, 2017, (12): 41 - 57.
- [6] Cui, L., and F. Jiang. State Ownership Effect On Firms' FDI Ownership Decisions Under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-Investing Firms [J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43, (3): 264 - 284.
- [7] Cuervo-Cazurra, A., A. Inkpen, and A. Musacchio, et al. Governments as Owners: State-owned Multinational Companies [J]. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45, (8): 919 - 942.
- [8] Globerman, S., and D. Shapiro. Economic and Strategic Considerations Surrounding Chinese FDI in the United States [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2009, 26, (1): 163 - 183.
- [9] 郑志刚, 刘兰欣. 所有者缺位与国企混合所有制改革的突破方向 [J]. *北京: 经济管理*, 2022, (2): 5 - 16.
- [10] Li, J., and C. Qian. Principal-principal Conflicts Under Weak Institutions: A Study of Corporate Takeovers in China [J]. *Strategic Management Journal*, 2013, 34, (4): 498 - 508.
- [11] Li, J., J. Xia, and D. Shapiro, et al. Institutional Compatibility and the Internationalization of Chinese SOEs: The Moderating Role of Home Subnational Institutions [J]. *Journal of World Business*, 2018, 53, (5): 641 - 652.
- [12] Deephouse, D. L., J. Bundy, and L. T. Plunkett, et al. Organizational Legitimacy: Six Key Questions [A]. Greenwood R, Oliver C, Lawrence T B, et al. *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism* [C]. London: SAGE Publications Ltd, 2017.
- [13] Suchman, M. C. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches [J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20, (3): 571 - 610.
- [14] 刘娟, 杨勃. 同构还是创新? 中国企业海外子公司制度逻辑冲突的响应策略 [J]. *北京: 经济管理*, 2021, (9): 48 - 67.
- [15] 魏江, 王丁, 刘洋. 来源国劣势与合法化战略——新兴经济企业跨国并购的案例研究 [J]. *北京: 管理世界*, 2020, (3): 101 - 120.
- [16] 陈小梅, 吴小节, 汪秀琼, 等. 中国企业逆向跨国并购整合过程的质性元分析研究 [J]. *北京: 管理世界*, 2021, (11): 159 - 183.
- [17] Lim, M., and J. Lee. National Economic Disparity and Cross-border Acquisition Resolution [J]. *International Business Review*, 2017, 26, (2): 354 - 364.
- [18] Zhou, C., J. Xie, and Q. Wang. Failure to Complete Cross-Border M&As: “To” vs. “From” Emerging Markets [J]. *Journal of International Business Studies*, 2016, 47, (9): 1077 - 1105.
- [19] Hsu, J., and T. L. Cao. The Antecedents of Likelihood to Completion of Cross-Border M&As: An Empirical Analysis of ASEAN Countries [J]. *Emerging Markets Finance & Trade*, 2019, 57, (10): 1 - 19.
- [20] 张建红, 周朝鸿. 中国企业走出去的制度障碍研究——以海外收购为例 [J]. *北京: 经济研究*, 2010, (6): 80 - 91.
- [21] Zhang, J., and X. He. Emerging Market MNCs' Cross-border Acquisition completion: Institutional Image and Strategies [J]. *Journal*

of Business Research, 2018, 93: 139 – 150.

[22] 吴剑峰, 乔璐. 企业社会责任与跨国并购的关系: 研究综述与展望[J]. 北京: 经济管理, 2018, (11): 191 – 208.

[23] 刘敏, 朱亚鹏, 辜良烈. 双边政治关系与中国企业跨国并购成功率——基于联合国大会投票数据的研究[J]. 广州: 南方经济, 2020, (7): 18 – 38.

[24] Newenham-Kahindi, A., and C. E. Stevens. An Institutional Logics Approach to Liability of Foreignness: The Case of Mining MNEs in Sub-Saharan Africa[J]. Journal of International Business Studies, 2018, 49, (7): 881 – 901.

[25] 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): 127 – 145.

[26] Kostova, T., K. Roth, and M. T. Dacin. Institutional Theory in the Study of Multinational Corporations: A Critique and New Directions[J]. Academy of Management Review, 2008, 33, (4): 994 – 1006.

[27] Jackson, G., and R. Deeg. Comparing Capitalisms and Taking Institutional Context Seriously[J]. Journal of International Business Studies, 2019, 50, (1): 4 – 19.

[28] Kostova, T., and S. Zaheer. Organizational Legitimacy under Conditions of Complexity: The Case of the Multinational Enterprise [J]. Academy of Management Review, 1999, 24, (1): 64 – 81.

[29] Marano, V., and T. Kostova. Unpacking the Institutional Complexity in Adoption of CSR Practices in Multinational Enterprises [J]. Journal of Management Studies, 2016, 53, (1): 28 – 54.

[30] Ambos, T. C., S. H. Fuchs, and A. Zimmermann. Managing Interrelated Tensions in Headquarters-subsidiary Relationships: The Case of a Multinational Hybrid Organization[J]. Journal of International Business Studies, 2020, 51, (6): 906 – 932.

[31] Faulconbridge, J., and D. Muzio. Global Professional Service Firms and the Challenge of Institutional Complexity: “Field Relocation” as a Response Strategy[J]. Journal of Management Studies, 2016, 53, (1): 89 – 124.

[32] 魏江, 王诗翔. 从“反应”到“前摄”: 万向在美国的合法性战略演化(1994 – 2015) [J]. 北京: 管理世界, 2017, (8): 136 – 153.

[33] Dikova, D., P. R. Sahib, and A. V. 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.

[34] Fiss, P. C. Building Better Causal Theories: A Fuzzy Set Approach to Typologies in Organization Research [J]. Academy of Management Journal, 2011, 54, (2): 393 – 420.

[35] 吴小节, 谭晓霞, 汪秀琼, 等. 新兴市场跨国公司国际扩张: 知识框架与研究综述 [J]. 天津: 南开管理评论, 2019, (6): 99 – 113.

[36] Fainshmidt, S., M. A. Witt, and R. V. Aguilera, et al. The Contributions of Qualitative Comparative Analysis (QCA) to International Business Research [J]. Journal of International Business Studies, 2020, 51, (4): 455 – 466.

[37] 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.

[38] Aguilera, R. V., and B. Grøgaard. The Dubious Role of Institutions in International Business: A Road Forward [J]. Journal of International Business Studies, 2019, 50, (1): 20 – 35.

[39] Greenwood, R., M. Raynard, and F. Kodeih, et al. Institutional Complexity and Organizational Responses [J]. Academy of Management Annals, 2011, 1, (5): 317 – 371.

[40] 魏江, 王诗翔, 杨洋. 向谁同构? 中国跨国企业海外子公司对制度双元的响应 [J]. 北京: 管理世界, 2016, (10): 134 – 149.

[41] Kostova, T. Transnational Transfer of Strategic Organizational Practices: A Contextual Perspective [J]. Academy of Management Review, 1999, 24, (2): 308 – 324.

[42] Kostova, T., and K. Roth. Adoption of an Organizational Practice by Subsidiaries of Multinational Corporations: Institutional and Relational Effects [J]. Academy of Management Journal, 2002, 45, (1): 215 – 233.

[43] Pant, A., and J. Ramachandran. Navigating Identity Duality in Multinational Subsidiaries: A Paradox Lens on Identity Claims at Hindustan Unilever 1959 – 2015 [J]. Journal of International Business Studies, 2017, 48, (6): 664 – 692.

[44] Saka-Helmhout, A., R. Deeg, and R. Greenwood. The MNE as a Challenge to Institutional Theory: Key Concepts, Recent Developments and Empirical Evidence: The MNE as a Challenge to Institutional Theory [J]. Journal of Management Studies, 2016, 53, (1): 1 – 11.

[45] Friedland, R., and R. R. Alford. Bringing Society Back in: Symbols, Practices, and Institutional Contradictions [A]. Powell W W, Dimaggio P. The New Institutionalism in Organizational Analysis [C]. Chicago: University of Chicago Press, 1991.

[46] Thornton, P. H., M. Lounsbury, and W. Ocasio. The Institutional Logics Perspective: A New Approach to Culture, Structure and Process [M]. Oxford University Press, 2012.

- [47] Battilana, J., and S. Dorado. Building Sustainable Hybrid Organizations: The Case of Commercial Microfinance Organizations[J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53, (6): 1419 – 1440.
- [48] Pache, A. C., and F. Santos. Inside The Hybrid Organization: Selective Coupling as a Response to Competing Institutional Logics. [J]. *Academy Of Management Journal*, 2013, 56, (4): 972 – 1001.
- [49] Wan, K., and K. Wong. Economic Impact of Political Barriers to Cross-border Acquisitions: An Empirical Study of CNOOC's Unsuccessful Takeover of Unocal[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15, (4): 447 – 468.
- [50] 吴先明, 马子涵. 制度嵌入如何影响跨境并购后的企业创新质量? [J]. *北京: 经济管理*, 2022, (4): 98 – 115.
- [51] Bertrand, O., M. Betschinger, and A. Settles. The Relevance of Political Affinity for the Initial Acquisition Premium in Cross-border Acquisitions[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37, (10): 2071 – 2091.
- [52] 蒋冠宏, 蒋殿春. 中国对发展中国家的投资——东道国制度重要吗? [J]. *北京: 管理世界*, 2012, (11): 45 – 56.
- [53] Liou, R., M. C. 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.
- [54] Chari, M. D., and K. Chang. Determinants of the Share of Equity Sought in Cross-border Acquisitions[J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40, (8): 1277 – 1297.
- [55] Chan, C. M. and S. Makino. Legitimacy and Multi-Level Institutional Environments: Implications for Foreign Subsidiary Ownership Structure[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38, (4): 621 – 638.
- [56] Meyer, K. E., and H. H. Thein. Business Under Adverse Home Country Institutions: The Case of International Sanctions Against Myanmar[J]. *Journal of World Business*, 2014, 49, (1): 156 – 171.
- [57] Misangyi, V. F., T. Greckhamer, and S. Furnari, et al. Embracing Causal Complexity: The Emergence of a Neo-Configurational Perspective[J]. *Journal of Management*, 2017, 43, (1): 255 – 282.
- [58] 张明, 陈伟宏, 蓝海林. 中国企业“凭什么”完全并购境外高新技术企业——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.
- [59] Campbell, J. T., D. G. Sirmon, and M. Schijven. Fuzzy Logic and the Market: A Configurational Approach to Investor Perceptions of Acquisition Announcements[J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59, (1): 163 – 187.
- [60] 杜运周, 李佳馨, 刘秋辰, 等. 复杂动态视角下的组态理论与 QCA 方法: 研究进展与未来方向[J]. *北京: 管理世界*, 2021, (3): 180 – 197.
- [61] 杜运周, 刘秋辰, 程建青. 什么样的营商环境生态产生城市高创业活跃度? ——基于制度组态的分析[J]. *北京: 管理世界*, 2020, (9): 141 – 155.
- [62] Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi. The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues[J]. *Hague Journal on the Rule of Law*, 2011, 3, (2): 220 – 246.
- [63] Brockman, P., O. M. Rui, and H. Zou. Institutions and the Performance of Politically Connected M&As[J]. *Journal of International Business Studies*, 2013, 44, (8): 833 – 852.
- [64] Anokhin, S., and J. Wincent. Start-up Rates and Innovation: A Cross-country Examination[J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43, (1): 41 – 60.
- [65] Zhang, S., X. He, and D. M. Van Gorp. Economic Freedom and Cross-Border Acquisitions from Emerging Markets into Developed Economies[J]. *Thunderbird International Business Review*, 2017, 59, (3): 313 – 331.
- [66] Bailey, M. A., A. Strezhnev, and E. Voeten. Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data[J]. *Journal of Conflict Resolution*, 2016, 61, (2): 430 – 456.
- [67] Pappas, I. O., and A. G. Woodside. Fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis (fsQCA): Guidelines for Research Practice in Information Systems and Marketing[J]. *International Journal of Information Management*, 2021, 58, 102310.
- [68] Schneider, M. R., C. Schulze-Bentrop, and M. Paunescu. Mapping the Institutional Capital of High-Tech Firms: A Fuzzy-Set Analysis of Capitalist Variety and Export Performance[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41, (2): 246 – 266.
- [69] 杜运周, 刘秋辰, 陈凯薇, 等. 营商环境生态、全要素生产率与城市高质量发展的多元模式——基于复杂系统观的组态分析[J]. *北京: 管理世界*, 2022, (9): 127 – 145.
- [70] Misangyi, V. F., and A. G. Acharya. Substitutes or complements? A Configurational Examination of Corporate Governance Mechanisms[J]. *Academy of Management Journal*, 2014, 57, (6): 1681 – 1705.

# Liability of Legitimacy and Solution Path of Cross-border Acquisitions by Chinese State-owned Enterprises: A Research Based on Institutional Configurations

WU Bo<sup>1,2</sup>, YANG Bu-yun<sup>1</sup>, YANG Yan<sup>1,2</sup>

(1. School of Business Administration, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou, Zhejiang, 310018, China;

(2. Zheshang Research Institute, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou, Zhejiang, 310012, China)

**Abstract:** Cross-border acquisitions by Chinese state-owned firms' often experience a lower likelihood of acquisition completion because of liability of legitimacy. Based on the multiple institutional logic theory, we explore the source and strategy of liability of legitimacy for Chinese state-owned enterprises in cross-border acquisition. We suggest that the potential conflict between the identity of "state-owned" and the host logic of the state and market strengthens the liability of intention and efficiency faced by the cross-border acquisition of Chinese state-owned firms. On the one hand, state-owned foreign firms are frequently regarded as agents of their home-country governments, which are likely pursuing political agendas. On the other hand, state-owned firms are typically perceived to be less efficient or competitive than their private counterparts. Chinese state-owned firms mainly overcome the liability of legitimacy through selective coupling to complete cross-border acquisition.

To investigate how liability of legitimacy influence cross-border acquisition, we adopted a fuzzy-set qualitative comparative analysis (fsQCA) method to examine the combined effects of host country governance indicator, host country economic freedom, bilateral political relationship, sensitive industry, listed acquirer, stake sought, and deal size on the cross-border acquisition completion. This approach enables researchers to more adequately theorize and empirically examine causal complexity, establishing which conditions are sufficient (and in some instances also necessary) to produce a given outcome. It offers an alternative for-or complement to-linear regression analysis that is particularly suitable for the kinds of complex phenomena and causal relationships we commonly see in IB. By analyzing 136 cross-border acquisition transactions by Chinese state-owned firms during 2004 to 2008, this research explores the "combined effect" of the liability of legitimacy and organizational respond on cross-border acquisition completion. This research shows that three different configurations can obtain legitimacy in cross-border acquisitions and shows three typical acquisition modes. We suggest that the liability of purpose and efficiency of Chinese state-owned firms' cross-border acquisition come from the incompatibility between the identity of "state-owned" of Chinese state-owned firms and the state logic and market logic of the host country. Under different legitimacy conditions, Chinese State-Owned firms, based on the selective coupling framework, selectively incorporate different host country logic elements to weaken the liability of legitimacy; and achieve the completion of cross-border acquisition. In addition, acquisitions by Chinese state-owned firms must overcome the negative stereotype from the host country to reach the threshold of legitimacy through the strategies of political relationship location, industry desensitization and public listing.

By using fsQCA configuration method, this paper presents different combination effects of the liability of legitimacy and legitimacy strategy, and reveals the complex completion pattern and path of Chinese firms gain legitimacy. Our study shows that legitimacy concerns can increase the challenges for state-owned firms in their cross-border acquisition activities. The liability of legitimacy on intention and the liability of legitimacy on efficiency of Chinese state-owned enterprises in cross-border acquisitions stems from the incompatibility between China's state-owned enterprises and the host country's state logic and market logic. And Chinese SOEs overcome the liability of legitimacy by selected coupling host country state logic and market logic. Our findings emphasize legitimacy acquisition mechanism of cross-border acquisition of Chinese state-owned firms based on selective coupling framework, contributes to researches on the legitimacy of internationalization of state-owned firms. Moreover, based on the fsQCA method, our study deepens the research on the completion mechanism of cross-border acquisitions of state-owned firms.

**Key Words:** liability of legitimacy; institutional logic; cross-border acquisition; selective coupling; fuzzy set qualitative comparative analysis (fsQCA)

**JEL Classification:** M10, G34, G32

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.12.003

(责任编辑:刘建丽)