

全球供应链参与度与企业跨境并购*

陈欣¹ 徐东玲¹ 孟陆²(1.南开大学商学院,天津 300192;
2.西南交通大学经济管理学院,四川 成都 610000)

内容提要:跨境并购是企业重要的境外投资行为。在中国稳步推进制度型开放的战略背景下,探索跨境并购的驱动因素对于提升全球资源配置的能力具有重要意义。本文考察了全球供应链参与度对企业跨境并购的影响。研究发现,全球供应链参与有助于促进企业跨境并购。进一步研究表明:参与全球供应链能够通过提高信息可见性、提升合法性和经验溢出提高企业进行跨境并购的可能性;参与全球供应链的影响具有异质性,当供应链韧性较强或风险较小时,对跨境并购的正向影响更大;参与全球供应链提交了跨境并购的短期和长期绩效。本文丰富了企业参与全球供应链的经济后果和跨境并购影响因素的研究,对于揭示全球供应链参与度在企业跨境并购中的作用以及促进更深层次的国际化具有一定启示意义。

关键词:跨境并购 全球供应链参与度 信息可见性 合法性 经验溢出

中图分类号:F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2024)08—0065—23

一、引言

在经济全球化的背景下,无论是对于国家还是企业个体而言,对外直接投资(OFDI)都是最富有战略意义的国际经济活动之一。而跨境并购是企业应对商业模式变化(Vermeulen和Barkema,2001)^[1],提升生产效率(Graebner和Eisenhardt,2004)^[2]和促进技术创新(Cheng和Yang,2017)^[3]的有效手段,是世界范围内对外直接投资的主要模式(Francis等,2016)^[4],吸引了理论界和实务界的持续关注。

全球供应链是可以跨越多个大陆和国家的网络,其目的在于采购和提供商品和服务(Sturgeon,2001)^[5]。相比跨境并购,参与全球供应链也是企业重要的国际化行为,但其需要投入的成本更低,海外市场嵌入水平相对较低(Markusen,1984^[6];Brainard和Riker,1997^[7]),进入市场面临的经营风险也更小。Johanson和Vahlne(1977)^[8]提出经典的国际化渐进理论,指出公司的国际化进程是渐进的,公司在自身发展过程中逐渐兼并、整合,在运用国际市场知识与市场投资过程中占领国际市场。除此之外,根据投资的实物期权理论,如果投资不可逆且环境具有高度不确定性,企业可能选择延迟投资,即先进行观望,直到形势明朗再进行投资(Dixit和Pindyck,1994)^[9]。以上理论都说明,企业在实施国际化战略的过程中根据嵌入程度与成本高低,会遵循由浅入深、先小后大的顺序。因此,企业往往选择全球供应链先行,而后进行跨境并购。例如,Conconi等(2016)^[10]研究

收稿日期:2023-03-08

* 基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金项目“CSR披露法规协调对企业环境绩效的影响研究”(63232168);国家自然科学基金项目“产品动态呈现对消费者比较决策的影响:推拉镜头的视角”(72302192);国家社会科学基金后期资助项目“产品动态呈现对消费者比较决策的影响”(23FYYB061)。

作者简介:陈欣,女,讲师,研究领域是全球供应链与企业社会责任,电子邮箱:xchen@nankai.edu.cn;徐东玲,女,讲师,研究领域是信息披露与供应链,电子邮箱:donglxu@nankai.edu.cn;孟陆,男,教授,研究领域是供应链与消费者行为,电子邮箱:jjzxml123@163.com。通讯作者:孟陆。

表明,与外国市场拥有供应链关系的公司中,99%此前从未在该市场直接投资;相反,在外国市场直接投资的企业中,85%以上与该市场存在供应链关系。既然渐进式国际化模式具有普遍性,且存在从全球供应链向跨境并购过渡的演变次序,一个自然而然的问题是,中国企业参与全球供应链能否影响其跨境并购行为,其中的机理如何?

本文之所以从企业参与全球供应链的视角进行研究,主要基于以下三个原因:首先,随着企业参与全球化程度的提高,商品或服务的跨境贸易逐渐成为企业战略计划的重要组成部分,也成为企业构建竞争力的重要方式之一。例如,已有文献表明,参与全球供应链可以帮助企业降低成本(Li, 2013^[11]; Jain等, 2014^[12])、实现知识和技术多样化(Gray和Meister, 2004^[13]; Berry和Kaul, 2015^[14])、利用税收减免(Cen等, 2017)^[15]以及规避监管要求(Berry等, 2021)^[16]。其次,中国是全球供应链中至关重要的一环。加入世贸组织20余年来,我国对外贸易快速发展,并利用劳动力、土地、税收等优势成长为世界第一大货物贸易国。根据国家统计局的统计,我国对外贸易进出口额占国民生产总值比重一直高达30%以上。即使是在全球普遍经历疫情冲击后,外贸进出口额也逐年增加,并在2020年达到了32.16万亿元,同比增长1.9%,成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。最后,外贸发展与创新符合国家近年来的政策导向,具有实践重要性。我国从财税金融政策、国际物流与跨境结算等环节全面支持外贸。例如,2019年11月,《中共中央 国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见》发布,明确强化科技创新、制度创新、模式和业态创新,推动进口与出口、货物贸易与服务贸易、贸易与双向投资、贸易与产业协调发展,实现贸易高质量发展;2020年11月,《国务院办公厅关于推进对外贸易创新发展的实施意见》,围绕构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,加快推进国际市场布局、国内区域布局、经营主体、商品结构、贸易方式“五个优化”和外贸转型升级基地、贸易促进平台、国际营销体系“三项建设”,实现外贸创新发展;2022年1月,《国务院办公厅关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》发布,提出在外贸面临的不确定、不稳定、不平衡因素增多的形势下,进一步扩大开放和促进外贸平稳发展。基于上述事实,越来越多的上市公司参与到进出口贸易之中,上市公司行为决策也势必越来越多地受到全球供应链参与程度的影响。因此,有必要充分讨论其在企业跨境并购决策中的作用。

本文选取2011—2017年沪深两市A股上市公司作为研究样本,实证检验全球供应链参与度是否和如何影响企业跨境并购。研究表明:(1)全球供应链参与度与企业跨境并购显著正相关,这表明参与全球供应链对企业跨境并购具有正向促进作用;(2)企业的信息可见性越差、产权性质为国有企业、经验需求与转化能力越强,全球供应链参与度对跨境并购的促进作用越明显,由此表明全球供应链参与通过改善信息可见性、提升合法性和经验溢出,提高企业进行跨境并购的可能性;(3)全球供应链韧性强、风险小时,对跨境并购的促进作用更强;(4)全球供应链参与有助于提升跨境并购的短期和长期绩效。

本文的研究贡献主要在于以下几个方面。第一,丰富了企业跨境并购影响因素的相关研究。尽管现有文献主要从国际贸易分工以及外部不确定性的角度探讨了国际贸易与企业跨境并购的关系(闵剑和刘忆, 2019^[17]; 孟为等, 2021^[18]),但对微观企业层面的全球供应链参与度在其中发挥的作用关注较少。对于想要进行跨境并购的企业来说,长期以来面临着外来者身份劣势以及合法性和信息缺失问题。本文从进出口贸易货运信息的角度,剖析全球供应链参与度对企业跨境并购影响的内在机理。本文的研究结论表明,国际贸易关联或全球供应链可以为跨境并购提供信息可见性、合法性和经验溢出,这在一定程度上为蓬勃发展的企业跨境并购相关研究做出增量贡献,也为深入理解企业跨境并购的驱动因素和实现路径提供了启示。

第二,丰富了企业参与全球供应链经济后果的相关文献。近年来学术界在关注全球供应链及其形成机制的同时,全球供应链参与究竟将产生何种经济后果的相关研究正在兴起。已有文献发现,

全球供应链参与有助于公司降低成本(Li, 2013^[11]; Shao 等, 2020^[19]; Lai 等, 2021^[20]), 获取原材料和提高生产能力(Jain 等, 2014)^[12], 获取新技术和专业知(Gray 和 Meister, 2004^[13]; Berry 和 Kaul, 2015^[14]), 获取跨境融资(Hertzel 等, 2018)^[21], 而本文进一步地将全球供应链参与度与企业跨境并购联系起来, 丰富了全球供应链参与经济后果的相关文献, 并为相关作用机理提供了充分的经验证据。

第三, 揭示了全球供应链参与度影响企业跨境并购所依托的条件。本文发现, 差异化的全球供应链特征对企业跨境并购的影响作用存在异质性。当公司参与的全球供应链韧性更强、风险更小时, 对跨境并购的促进作用更强。本文的结论还表明, 提升产业链、供应链韧性和安全水平有助于以高质量开放实现内外联动, 这为形成更大范围、更宽领域、更深层次对外开放格局的必要性提供了依据。

二、理论分析与研究假设

全球供应链参与和跨境并购都是重要的国际化行为。一方面, 全球供应链参与可以促进公司跨境并购行为。第一, 全球供应链参与度的增加有助于改善企业信息可见性, 缓解新兴经济体企业面临的来源国劣势。根据 SDC 并购数据库提供的数据测算, 81% 的中国企业跨境并购发生在发达国家或地区, 由于制度的缺失和不透明, 导致外部投资者对新兴国家企业产生偏见、歧视甚至负面刻板印象(Marano 等, 2017^[22]; Li 等, 2019^[23]; 魏江等, 2020^[24])。这种来源国劣势给新兴经济体企业带来信誉赤字, 最终阻碍跨境并购的进行。例如, 东道国的行政机构会对新兴经济体企业发起的并购活动施加更加严格的审查流程甚至进行干涉, 主并方在投资和股权结构设置方面也面临更加苛刻的限制, 极大提高了并购实施和完成的难度(Luo 等, 2010^[25]; 贾镜渝和李文, 2016^[26])。而新兴经济体企业参与全球供应链可以缓解来源国劣势。参与全球供应链首先有助于提高企业的国际知名度, 吸引投资者注意, 并在并购的前期尽职调查阶段传递公司是重要国际贸易伙伴这一有利信息(Merton, 1987^[27]; Honhon 等, 2012^[28]; Cen 等, 2016^[29]), 帮助企业克服跨境并购面临的来源国劣势阻碍。与此同时, 相比没有或较少参与全球供应链的公司, 频繁参与全球供应链的公司通常拥有更加广泛的国际关系网络(Hochberg 等, 2007^[30]; Hochberg 等, 2010^[31]), 其中既包括公司当前和过去的国际贸易伙伴, 也包括直接和间接产生业务关联的国际会计师事务所、律师事务所、咨询公司等。这一国际关系网络的存在具有信息沟通与共享的功能, 进一步给企业带来信息传播的便利, 节省过程中的信息成本和交易成本, 也进一步增强投资者信任和市场影响力, 从而提高跨境并购的可能性。

第二, 参与全球供应链有助于提升企业合法性, 缓解外来者劣势导致的企业合法性不足问题。对于尝试跨境并购的企业来说, 合法性意味着能否被东道国的利益相关者接纳, 而对于东道国而言, 则意味着对于国外企业行为合理性的认可与感知(Li 等, 2017)^[32]。新古典经济学认为企业的唯一目的是追求利润, 而从国内经营到跨越国境的过程, 也是在全球范围内寻求利润的过程。然而, 相比于国内企业, 跨境企业面临更多的障碍和挑战, 其中至关重要的一个问题是来自于外来者身份劣势带来的合法性缺失。特别是对于新兴经济体而言, 由于国内制度相对不成熟, 在国际化过程中往往面临更大的阻力。如果持续遭受东道国社会的质疑, 企业将面临更加严格而漫长的合理性审查, 这会大大放缓跨境并购的进程, 降低并购成功的可能性。已有研究表明, 不同特征的企业在合法性上存在异质性。例如, 国有企业在尝试跨境并购时, 更可能因其天然的政治属性, 被质疑并购存在政治动机, 从而面临更为严重的合法性问题(Lim 等, 2017^[33]; 贾镜渝和孟妍, 2022^[34])。参与全球供应链同样可以帮助中国企业构建合法性。一方面, 全球供应链参与度是一个“信号”, 是产品、技术、服务能够进入东道国市场的标志, 企业在各个维度上是符合准入标准的, 可以向东道国利益相关者释放企业具有效率和竞争力的强烈信号; 另一方面, 当全球供应链参与程度高时, 东道国利益相关方可以根据相关境外业务信息更加清晰便捷地获取公司经济业务现状, 降低信息搜集成本和改善监督效率, 进而对企业的收益与风险现状做出合理准确的评判(Campa 和 Shaver,

2002^[35]; 罗长远和李姝醒,2014^[36]),从而缓解对企业合法性的质疑和担忧。因此,全球供应链参与度的提高可以提升企业在跨境并购过程中的合法性,有助于提高企业进行跨境并购的可能性。

第三,参与全球供应链对跨境并购具有经验溢出效应。Zollo等提出用经验溢出的概念来刻画跨组织过程中的正向经验转移(Zollo和Reuer,2010)^[37]。这一概念是指开展一种活动所积累的经验对另一种活动产生的影响,当活动组织过程之间存在相似之处时,经验溢出效应更加明显(贾镜渝和孟妍,2022^[34];江诗松等,2022^[38])。参与全球供应链和跨境并购具有相似性的特征。例如,二者都需要基于当前的国际市场环境、公司财务状况、未来发展规划等因素进行分析,并制订计划。之后,需要对商业伙伴或交易方进行搜索、筛选、尽调和谈判。同时,无论是参与全球供应链还是跨境并购,都面临着不同国家的政治制度差异、文化差异、法律法规差异带来的挑战,因此需要培育与国际伙伴的沟通协同能力。这些共性意味着参与全球供应链和跨境并购拥有部分相似的信息与知识需求,经验溢出是有意义的。同时,二者也具有显著的差异性。跨境并购涉及更大的资源承诺和组织融合,发生的次数较少,而全球供应链是产品要素、劳动力要素、技术要素等资源的全球流动,由于国际间的贸易往来非常频繁,贸易伙伴也具有多元化特征,有助于积累更多的经验。这一差异性的存在促进全球供应链经验的溢出,对跨境并购产生影响,帮助缓解跨境并购决策中面临的信息不对称,进而提高企业进行跨境并购的可能性。

另一方面,参与全球供应链可能成为公司生产网络中脆弱性的来源。首先,全球供应链处在全球实时调整的复杂环境之中,政治、经济、社会、技术等要素都动态地影响其构成和发展布局。一旦公司在国际产业链和供应链面临冲击时难以快速调整中断的节点,则整个生产销售网络都会陷入停滞,进而加剧运营复杂性和脆弱度(Acemoglu等,2012)^[39]。例如,新冠肺炎疫情后多个国家和地区曾采取严格的防疫措施,厂商在生产过程中人员减少或无法到达工作岗位,全球供应链中供应与物流面临中断可能性。层出不穷的贸易摩擦不仅短期内增加贸易成本,也影响公司在世界范围内的生产决策布局,大幅提高中间品及产业链成本。其次,Forrester(1997)^[40]提出了在供应链管理过程中的牛鞭效应,即供应链管理期间相关数据信息会出现层层放大的情况,需求从下游节点到上游节点逐级放大,物流从上游节点到下游节点逐级缩小,进而导致供求信息的扭曲。牛鞭效应的产生一方面在于供应链节点之间存在信息不对称,在信息不充分的情况下,决策方追求决策最优;另一方面产生于供应链的固有属性,如流通环节多、固定订货成本高、较长的交货提前期等。相比于本土供应链,全球产业链面临复杂的分工,这意味着供应链更长,环节流程多、地理距离远、运输时间长,可能会随之带来更为严重的“牛鞭效应”,信息传递的延迟与偏差更大。伴随着信息不确定性增加,公司不可避免地需要承担更多监督沟通成本,收集和处理复杂信息的成本,以及跨境争议解决和诉讼成本(Costello,2013^[41]; Short等,2016^[42])。最后,国际商务领域不少文献从组织和社会学派制度观对企业国际化战略进行研究。North(1990)^[43]把制度定义为人为制定的、可以塑造互动关系的博弈规则,并指出交易方式和交易结果与所处制度环境紧密相关,因此,在不同的国家地区进行相同的交易存在制度性差异。换言之,企业的成败不只取决于自身经营管理水平,也在很大程度上取决于所处的制度环境。相对于本土经营,企业全球化过程所面临的制度环境更为复杂,需要适应和服从东道国制度因素,既包括全球化能否顺利进行的法律法规等正式制度(如行业准入规范、反垄断法等),也包括双方文化价值观和经济管理理念等。如果双方制度因素相差较大,则会增加双方信息不对称,将降低交易过程及结果的可预见性,甚至导致供应链关系破裂。上述参与全球供应链伴随的固有风险和复杂性会对公司进行跨境并购的能力和动机产生不利影响,进而降低跨境并购可能性。

通过以上分析可以发现,全球供应链参与度最终将提高还是降低跨境并购可能性,取决于哪一个方面的影响因素占主导地位,这一问题有待进一步证实。因此,本文提出以下互为对立的研究假设:

H_{1a} :全球供应链参与度有助于提高企业的跨境并购可能性。

H_{1b} :全球供应链参与度将降低企业的跨境并购可能性。

三、研究设计

1. 样本选择和数据来源

本文选择2011—2017年的A股上市公司为研究对象。为了构建中国企业的全球供应链网络,本文从Panjiva供应链数据库获取跨境货运数据,该数据库汇编涵盖所有运输方式(例如空运和海运)所有货物的每月总美元价值。跨境并购数据来自Thomson SDC Platinum全球企业并购数据库,公司财务数据来自中国经济金融研究数据库(CSMAR)。考虑到Panjiva供应链数据库提供了2011—2017年的数据^①,本文以此作为研究期间。借鉴已有研究做法,在样本筛选中剔除:(1)金融行业和公用事业行业样本;(2)资不抵债样本;(3)数据缺失的样本。最后,得到覆盖2265家公司的有效公司-年维度样本观测值12945个。另外,对模型中涉及的连续变量均在1%与99%水平上进行Winsorize缩尾处理。

2. 实证模型和主要变量定义

本文首先通过模型(1)检验全球供应链参与度对企业跨境并购的影响。考虑到因变量跨境并购是哑变量,参照孟为等(2021)^[18]的方法,采用Probit模型进行估计。

$$CROSS - BORDER M\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GSC_{i,t} + \lambda Controls + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中的具体变量定义如下。

(1)企业跨境并购。借鉴已有文献的方法(孟为等,2021^[18];Erel等,2012^[44]),本文使用中国上市公司是否发起跨境并购哑变量(*CROSS-BORDER M&A*)衡量企业跨境并购决策。在稳健性检验中,本文还采用跨境并购次数及跨境并购金额衡量企业跨境并购,以确保结论的可靠性。

(2)全球供应链参与度。本文使用经过总资产标准化上市公司对外进出口货运价值总额(人民币)来衡量公司全球供应链的参与程度(*GSC*)。这一度量指标记录了中国上市公司与境外客户、供应商间的交易价值信息。

国外的部分已有研究使用公司供应链关系的数量对此进行衡量(Hertzel等,2018^[21];Dai等,2022^[45])。但令人遗憾的是,Panjiva数据库只记录了来自海关的每笔进出口货运订单的价值,没有提供上市公司全球供应链伙伴的具体名称,目前也没有其他数据库提供此类数据。因此,本文在此构建基于货运价值的指标并关注全球供应链参与强度,这一方法已经有部分研究采用。在针对中国市场的研究中,卞泽阳等(2019)^[46]使用投入产出表识别上下游关系,如果企业所属行业是所在城市主导行业的上下游行业,则认为存在供应链联系,从而比较是否参与主导产业供应链企业之间的差异。同时,该研究使用企业是否发生出口行为的虚拟变量衡量与国际市场联系紧密程度。王兵(2022)^[47]使用各省份企业货物进出口总额(万美元)来衡量全球供应链参与规模。本文的指标与已有研究具有一致性。

除了基于货运交易价值的指标,为了保证结果的稳健性,在稳健性检验中,本文还参照Hoberg和Moon(2017)^[48]的方法,构建基于文本分析方法的额外指标,以期从不同的角度捕捉全球供应链参与度。

(3)其他控制变量。根据以往文献(Nguyen和Phan,2017^[49];李善民等,2020^[50]),首先,控制如下公司财务变量:总资产的自然对数(*SIZE*)、市值账面比(*MB*)、总资产负债率(*LEVERAGE*)、现金占总资产比率(*CASH*)、总资产收益率(*ROA*)、产权性质(*SOE*)、销售收入增长率(*SALES_GROWTH*)。其次,本文控制上市公司所在省份宏观制度相关变量,包括:来自樊纲和王小鲁编制的

^① 由于海关在2018年3月之后停止提供这一数据,Panjiva的数据期间亦截止于2017年。

《中国市场化指数》的政府与市场关系得分(*GOV*)、非国有经济发展得分(*NONSTATE*)、产品市场发展得分(*CPSC*)、要素市场发展得分(*YSSC*)、中介组织发育和法律得分(*ZJZZ*);来自中国企业家调查系统的省级社会信任指数(*TRUST*);来自国家统计局官网的省份国内生产总值的自然对数(*GDP*)、省份总人口的自然对数(*POPULATION*)。此外,本文还控制了年度和行业固定效应。

跨境并购的目标企业所在国家(地区)分布如表1所示。根据统计,样本期间内,目标企业分布于全球63个国家(地区),其中前五名分别是美国、中国香港、德国、意大利、加拿大。

表1 目标企业所在国家(地区)分布

| 国家(地区) | 数量 | 比例(%) |
|--------|-----|--------|
| 美国 | 80 | 17.98 |
| 中国香港 | 55 | 12.36 |
| 德国 | 45 | 10.11 |
| 意大利 | 24 | 5.39 |
| 加拿大 | 23 | 5.17 |
| 澳大利亚 | 22 | 4.94 |
| 英国 | 16 | 3.60 |
| 新加坡 | 13 | 2.92 |
| 日本 | 12 | 2.70 |
| 韩国 | 12 | 2.70 |
| 其他 | 143 | 32.13 |
| 汇总 | 445 | 100.00 |

本文主要变量的描述性统计结果如表2所示。从表中可以看出,*CROSS-BORDER M&A*的均值为0.034,说明样本中3.4%的公司发生了跨境并购。*GSC*的均值为0.025,说明平均而言,公司对外进出口货运价值总额占总资产的比重为2.5%,而其最大值是0.551,说明有的公司对外进出口货运额的总资产占比高达55.1%。

表2 主要变量的描述性统计

| 变量 | 观测数 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 中位数 | 最大值 |
|-----------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <i>CROSS-BORDER M&A</i> | 12945 | 0.034 | 0.182 | 0.000 | 0.000 | 1.000 |
| <i>GSC</i> | 12945 | 0.025 | 0.081 | 0.000 | 0.000 | 0.551 |
| <i>SIZE</i> | 12945 | 22.237 | 1.300 | 19.549 | 22.066 | 26.100 |
| <i>MB</i> | 12945 | 2.000 | 1.423 | 0.929 | 1.573 | 9.514 |
| <i>LEVERAGE</i> | 12945 | 0.463 | 0.214 | 0.059 | 0.463 | 0.916 |
| <i>CASH</i> | 12945 | 0.173 | 0.121 | 0.012 | 0.139 | 0.592 |
| <i>ROA</i> | 12945 | 0.036 | 0.052 | -0.164 | 0.032 | 0.192 |
| <i>SOE</i> | 12945 | 0.421 | 0.494 | 0.000 | 0.000 | 1.000 |
| <i>SALES_GROWTH</i> | 12945 | 0.167 | 0.482 | -0.574 | 0.081 | 3.324 |
| <i>GOV</i> | 12945 | 6.841 | 1.457 | 1.850 | 7.090 | 8.960 |
| <i>NONSTATE</i> | 12945 | 8.605 | 1.840 | 2.950 | 9.200 | 10.930 |
| <i>CPSC</i> | 12945 | 8.229 | 1.211 | 4.610 | 8.270 | 9.790 |
| <i>YSSC</i> | 12945 | 6.832 | 2.466 | 0.870 | 6.470 | 13.370 |
| <i>ZJZZ</i> | 12945 | 9.379 | 4.947 | 1.100 | 9.130 | 19.110 |
| <i>TRUST</i> | 12945 | 78.129 | 63.746 | 4.100 | 77.700 | 218.900 |
| <i>GDP</i> | 12945 | 18.324 | 2.420 | 9.913 | 18.982 | 20.444 |
| <i>POPULATION</i> | 12945 | 8.406 | 0.772 | 5.753 | 8.509 | 9.273 |
| <i>ANALYST</i> | 12945 | 1.491 | 1.132 | 0.000 | 1.609 | 3.664 |

续表 2

| 变量 | 观测数 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 中位数 | 最大值 |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| <i>TURNOVER</i> | 12945 | 5.113 | 4.162 | 0.380 | 3.879 | 22.660 |
| <i>MEDIA</i> | 12945 | 5.311 | 0.996 | 2.890 | 5.288 | 8.106 |
| <i>PRIOR_M&A</i> | 12945 | 0.094 | 0.292 | 0.000 | 0.000 | 1.000 |
| <i>OVERSEA</i> | 12945 | 0.158 | 0.571 | 0.000 | 0.000 | 8.000 |
| <i>FIP</i> | 12945 | 3.792 | 10.770 | 0.000 | 0.000 | 62.800 |
| <i>RULE</i> | 12945 | 0.143 | 0.357 | -0.438 | 0.000 | 1.618 |
| <i>INTERNET</i> | 12945 | 17.012 | 28.001 | 0.000 | 0.000 | 84.770 |
| <i>WUI</i> | 12945 | 0.061 | 0.102 | 0.000 | 0.000 | 0.331 |
| <i>GEO_DIST</i> | 12945 | 2.274 | 3.813 | 0.000 | 0.000 | 9.285 |
| <i>REG_DIST</i> | 12945 | 0.404 | 0.700 | 0.000 | 0.000 | 2.039 |

四、实证结果分析

1. 主要实证结果

表 3 列示了模型(1)的回归结果。估计结果表明,在控制了其他可能影响企业跨境并购的因素之后,*GSC*的估计系数为0.689,在1%置信水平下显著为正。这说明,在其他条件一定时,随着上市公司全球供应链参与度增加,其发起的跨境并购增多,与假设 H_{1a} 的预期相吻合。

表 3 全球供应链参与度与企业跨境并购

| 变量 | <i>CROSS-BORDER M&A</i> | | | | |
|---------------------|-----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| <i>GSC</i> | 0.512** (2.19) | 0.741*** (3.09) | 0.634*** (2.59) | 0.796*** (3.30) | 0.689*** (2.80) |
| <i>SIZE</i> | | 0.216*** (9.89) | 0.223*** (10.13) | 0.195*** (8.67) | 0.202*** (8.91) |
| <i>MB</i> | | 0.049*** (2.72) | 0.047*** (2.59) | 0.024 (1.25) | 0.022 (1.13) |
| <i>LEVERAGE</i> | | -0.129 (-0.91) | 0.065 (0.44) | -0.059 (-0.41) | 0.133 (0.89) |
| <i>CASH</i> | | -0.032 (-0.16) | 0.051 (0.25) | -0.025 (-0.12) | 0.061 (0.29) |
| <i>ROA</i> | | 0.267 (0.52) | 0.295 (0.58) | 0.616 (1.18) | 0.637 (1.22) |
| <i>SOE</i> | | -0.400*** (-7.57) | -0.403*** (-7.55) | -0.396*** (-7.46) | -0.399*** (-7.43) |
| <i>SALES_GROWTH</i> | | 0.127*** (3.26) | 0.127*** (3.49) | 0.138*** (3.01) | 0.118*** (3.27) |
| <i>GOV</i> | | 0.009 (0.39) | 0.013 (0.56) | 0.046 (1.57) | 0.049* (1.65) |
| <i>NONSTATE</i> | | 0.029 (1.15) | 0.029 (1.14) | -0.001 (-0.02) | 0.000 (0.00) |
| <i>CPSC</i> | | 0.010 (0.32) | 0.012 (0.39) | 0.016 (0.52) | 0.019 (0.59) |
| <i>YSSC</i> | | -0.004 (-0.29) | -0.001 (-0.06) | -0.023 (-1.43) | -0.019 (-1.17) |

续表 3

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | | | | |
|------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| ZJZZ | | 0.012 (1.52) | 0.013 (1.59) | 0.006 (0.72) | 0.007 (0.82) |
| TRUST | | -0.001** (-2.01) | -0.001* (-1.95) | -0.001 (-0.87) | -0.001 (-0.87) |
| GDP | | -0.021 (-1.29) | -0.021 (-1.33) | -0.006 (-0.35) | -0.007 (-0.42) |
| POPULATION | | -0.064 (-1.24) | -0.064 (-1.49) | -0.077 (-1.95) | -0.106* (-2.14) |
| 截距 | -2.136*** (-20.16) | -6.083*** (-11.10) | -6.440*** (-11.55) | -5.555*** (-9.86) | -5.925*** (-10.35) |
| 行业固定效应 | 是 | 否 | 是 | 否 | 是 |
| 年度固定效应 | 是 | 否 | 否 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 | 12945 | 12945 | 12945 |
| 伪 R ² | 0.020 | 0.053 | 0.059 | 0.061 | 0.067 |

注:括号内为经个股聚类调整的 Z 统计量; *、**、*** 分别表示该变量估计系数在 10%、5%、1% 水平上显著,下同

2. 稳健性检验

为了确保结论的可靠性,本文进一步从 9 个方面进行稳健性检验。

(1) 变更全球供应链参与度的衡量方式。本文采用三种不同的方法对全球供应链参与度进行衡量,包括构建未经标准化的对外进出口货运价值总额自然对数(*GSC_RAW*),构建经过营业收入标准化的上市公司对外进出口货运价值总额(*GSC_REV*),1000 乘以全球供应链相关词汇占年报总词汇比例(*GSC_REPORT*),其中,全球供应链相关词汇包括“进出口”“对外贸易”“境外销售”“境外采购”等。研究结论均保持不变。另外,本文将 *GSC* 拆解成进口(*GSC_EXP*)和出口(*GSC_IMP*)两个部分,并列示于(4)、(5)列,发现全球供应链参与度对公司跨境并购的提升作用在两者之中都存在。结果列示如表 4 所示。

表 4 稳健性检验:变更全球供应链参与度的衡量方式

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| <i>GSC_RAW</i> | 0.006** (2.31) | | | | |
| <i>GSC_REV</i> | | 0.358** (2.05) | | | |
| <i>GSC_REPORT</i> | | | 0.238*** (7.34) | | |
| <i>GSC_EXP</i> | | | | 0.917*** (2.84) | |
| <i>GSC_IMP</i> | | | | | 1.046* (1.68) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 | 12945 | 12945 | 12945 |
| 伪 R ² | 0.066 | 0.066 | 0.078 | 0.067 | 0.065 |

注:限于篇幅,只列示主要变量的估计结果,下同

(2) 跨境并购次数与跨境并购金额。本文采用企业跨境并购发生次数的自然对数 (*CROSS-BORDER M&A FREQ*) 和企业跨境并购金额的自然对数 (*CROSS-BORDER M&A VALUE*), 对模型(1)重新进行检验, 使用OLS模型进行估计, 结果列示如表5所示。研究结论与前文基本保持一致。随着公司全球供应链参与度增加, 发起的跨境并购次数与跨境并购金额显著上升。

表5 稳健性检验: 全球供应链参与度对跨境并购次数和金额的影响

| 变量 | <i>CROSS-BORDER M&A FREQ</i> | <i>CROSS-BORDER M&A VALUE</i> |
|-------------------|----------------------------------|-----------------------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>GSC</i> | 0.061*** (7.67) | 0.052*** (2.99) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 |
| 调整 R ² | 0.017 | 0.014 |

注: 括号内为经个股聚类调整的 *t* 统计量

(3) 差分模型。为了减轻公司个体特征对跨境并购决策产生影响的担忧, 本文计算了模型(1)中各变量的变化值, 用变化值代替水平值进行回归。参考 Huang 等(2015)^[51], 使用 Ordered logistic 模型进行估计, 结果列示如表6所示。Δ*GSC* 系数显著为正, 研究结论与前文一致, 即公司全球供应链参与程度增加之后, 进行跨境并购的可能性也进一步增加。

表6 稳健性检验: 差分模型

| 变量 | Δ <i>CROSS-BORDER M&A</i> | |
|------------------|-------------------------------|--------------------|
| | (1) | (2) |
| Δ <i>GSC</i> | 0.544*** (4.30) | 0.584*** (5.49) |
| 控制变量 | 未控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 10645 | 10645 |
| 伪 R ² | 0.006 | 0.010 |

(4) 潜在的遗漏变量影响。本文在原有控制变量的基础上, 进一步控制其他可能影响全球供应链参与度与跨境并购关系的变量。包括公司高管团队规模 (*TEAM*)、高管团队平均年龄 (*AGE_TOP*)、女性高管占总高管总人数的比例 (*FEMALE_BOARD*)、两职合一哑变量 (*DUAL*)、前十大股东持股比例 (*SHAREHOLDER*)、公司当年年末是否存在控股股东股权质押哑变量 (*PLD*)、用当年专利申请数量的自然对数衡量的公司创新水平 (*INNOVATION*), 结果列示如表7所示。实证结果显示, 在控制潜在遗漏变量的影响之后, 全球供应链参与度与跨境并购之间存在的正相关关系依然显著。

表7 稳健性检验: 控制可能的遗漏变量

| 变量 | <i>CROSS-BORDER M&A</i> | |
|------------------|-----------------------------|--------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>GSC</i> | 0.514*** (3.35) | 0.524*** (2.73) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 否 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 |
| 伪 R ² | 0.065 | 0.075 |

(5) PSM-DID 模型。为了更好地缓解内生性问题, 本文采用 PSM-DID 模型重新检验。具体而言, 考察公司首次开始与境外供应商或客户合作之后跨境并购的变化。具体回归模型如下:

$$CROSS-BORDER M\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TREAT_{i,t} \times POST_{i,t} + \beta_2 TREAT_{i,t} + \beta_3 POST_{i,t} + \lambda Controls + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $TREAT$ 是哑变量, 如果公司在样本期内的任何一年中与境外供应商或客户建立供应链关系, 则赋值为 1; 如果公司在样本期内从未与境外供应商或客户建立供应链关系, 则赋值为 0。为了确保处理组和控制组公司的可比性, 使用倾向匹配得分法 (PSM) 构建匹配样本。首先, 使用 Logit 模型估计一家公司成为处理组的可能性, 并在回归中加入以下变量的一期滞后值: 公司市值 (MV), 杠杆比率 ($LEVERAGE$), 现金占总资产比率 ($CASH$), 平均存货持有量 ($INVHLD$), 当年对公司发布盈利预测的分析师数量的自然对数 ($ANALYST$), 使用公司董事长或 CEO 是否曾或现任职于政府机构或军队等部门衡量的政治关联 ($POL_CONNECTION$), 资本支出与滞后总资产比值 ($CAPEX$)。除此之外, 加入公司上一年度是否发起跨境并购哑变量 ($MERGE$)。接下来, 对每一个处理组公司和控制组公司进行一对一最邻近匹配。之后, 识别出处理组公司在样本期内第一次与境外供应商或客户建立供应链关系的年份, 并构建 $POST$ 哑变量。对于之前的年份, 将处理组公司及与之相配对的控制组公司的 $POST$ 赋值为 0; 对于当年和之后的年份, 将处理组公司及与之相配对的控制组公司的 $POST$ 赋值为 1。其他变量的选取和定义与模型 (1) 相同。

若本文研究假设成立, 公司参与全球供应链之后, 跨境并购增加应该更加明显, 即 β_7 应显著为正。表 8 的 A 栏列示了 DID 检验的结果: $TREAT \times POST$ 的系数显著为正, 支持本文的研究假设。

为了确保 DID 的估计结果并非受到全球供应链形成前公司跨境并购活动差异的趋势驱动, 采用动态 DID 重新估计, 以检验平行趋势假设。

$$\begin{aligned}
 CROSS-BORDER\ M\&A_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 TREAT_{i,t} \times PRE1_{i,t} + \beta_2 TREAT_{i,t} \times POST0_{i,t} \\
 & + \beta_3 TREAT_{i,t} \times POST1_{i,t} + \beta_4 TREAT_{i,t} \times POST2_{i,t} + \beta_5 TREAT_{i,t} \times POST3_{i,t} \\
 & + \beta_6 PRE1_{i,t} + \beta_7 POST0_{i,t} + \beta_8 POST1_{i,t} + \beta_9 POST2_{i,t} + \beta_{10} POST3_{i,t} \\
 & + \beta_{11} TREAT_{i,t} + \lambda Controls + Industry + Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

其中, 以公司在样本期内第一次与境外供应商或客户合作的年份为基准年份 ($POST0$), 对于基准之前的年份, 加入变量 $PRE1$, 分别代表基准年份之前的一年。对于基准之后的年份, 加入 $POST1, POST2$ 和 $POST3+$, 分别代表基准年份之后的一年、两年和三年及以上。

模型 (3) 的回归结果如表 8 的 B 栏所示: ① $PRE1 \times TREAT$ 的系数虽然为正, 但不显著。这表明, 与在样本期间未加入全球供应链的公司相比, 样本期间内加入了全球供应链的公司在其全球供应链关系建立之前, 跨境并购并没有明显的上升趋势。② $POST0 \times TREAT$ 及 $POST1 \times TREAT$ 的系数显著为正, 表明在全球供应链关系建立之后, 参与全球供应链的公司的跨境并购出现了显著上升。动态 DID 的估计结果更加清晰地证实了全球供应链与企业跨境并购时序上存在的因果关系。

表 8 稳健性检验: PSM-DID 模型

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | |
|---------------------|--------------------|----------------------|
| | (1) | (2) |
| A 栏: DID 模型 | | |
| $TREAT \times POST$ | 0.312*** (5.62) | 0.499*** (8.72) |
| $TREAT$ | -0.271* (-1.76) | -0.439*** (-2.68) |
| $POST$ | -0.152 (-0.95) | -0.194 (-1.22) |
| 控制变量 | 未控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 1934 | 1934 |
| 伪 R^2 | 0.078 | 0.184 |

续表 8

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | |
|------------------------------|-------------------|---------------------|
| | (1) | (2) |
| B 栏: 动态 DID 模型 | | |
| <i>PRE1</i> × <i>TREAT</i> | 0.409 (0.91) | 0.519 (1.07) |
| <i>POST0</i> × <i>TREAT</i> | 1.296** (2.45) | 1.455*** (2.69) |
| <i>POST1</i> × <i>TREAT</i> | 0.858* (1.74) | 0.998* (1.91) |
| <i>POST2</i> × <i>TREAT</i> | 0.193 (0.44) | 0.504 (1.08) |
| <i>POST3+</i> × <i>TREAT</i> | 0.230 (0.65) | 0.455 (1.21) |
| <i>TREAT</i> | -0.439 (-1.50) | -0.649** (-2.09) |
| 控制变量 | 未控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 1934 | 1934 |
| 伪 R ² | 0.095 | 0.197 |

(6) 工具变量法。为了进一步缓解可能的内生性问题,本文构造工具变量 *DIST_GSC*, 定义为公司注册地所在城市(地级行政区)其他上市公司(剔除目标公司本身)的平均全球供应链参与度,使用两阶段最小二乘法(2SLS)进行估计。理论上,一家企业的参与全球供应链的决策容易受同一地区其他企业的影响;但同地区其他企业参与全球供应链较难影响目标企业的跨国并购行为。实证结果列示如表 9 所示。第一阶段的估计结果表明,同地区其他上市公司与目标公司参与全球供应链的决策显著正相关,与预期一致。第二阶段的结果表明,采用工具变量进行 2SLS 回归后, *GSC* 的估计系数依然显著为正,验证了本文的研究结论。

表 9 工具变量法估计结果

| 变量 | (1) <i>GSC</i> | (2) <i>CROSS-BORDER M&A</i> |
|---------------------|--------------------|---------------------------------|
| | 模型 | 两阶段工具变量模型 |
| | 第一阶段 | 第二阶段 |
| <i>GSC</i> | | 1.022** (2.09) |
| <i>DIST_GSC</i> | 0.018*** (5.04) | |
| 控制变量 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 |
| 伪/调整 R ² | 0.045 | 0.029 |

注:括号内为经个股聚类调整的 *t/z* 统计量

(7) 滞后因变量。由于由于跨境并购行为可能反过来影响上市公司的全球供应链参与决策,因此,模型(1)存在一定程度的内生性。本文参考步丹璐等(2021)^[52],将解释变量替换为全球供应链参与度变量的一期(*GSC_1*)与二期(*GSC_2*)滞后项并进行回归。表 10 的回归结果显示, *GSC* 的一期与二期滞后变量系数均为正,且分别在 5% 和 1% 的置信水平下显著。该结果在一定程度上排除了主回归存在的内生性问题。

表 10 滞后回归项估计结果

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | |
|------------------|-------------------|------------------|
| | (1) | (2) |
| GSC_1 | 0.558** (2.09) | |
| GSC_2 | | 0.478* (1.79) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 10645 | 8637 |
| 伪 R ² | 0.063 | 0.067 |

(8)公司固定效应。为降低遗漏变量的影响,消除某些公司固有的非随机性质(如经营模式、管理风格等)所带来的估计结果偏差,本文进一步控制公司固定效应,表 11 的回归结果显示,上述结论依然成立。

表 11 公司固定效应估计结果

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | |
|------------------|--------------------|-----|
| | (1) | (2) |
| GSC | 1.817*** (2.76) | |
| 控制变量 | 控制 | 控制 |
| 个体/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | |
| 伪 R ² | 0.061 | |

(9)剔除代工厂商与进出口贸易公司。对代工厂商和进出口贸易公司而言,它们仅仅是全球供应链关系中的中间贸易商,而非实际的供应商与客户,这可能会导致结果出现偏误。作为稳健性检验,本文从年报中人工查询每家样本公司的业务范围,如果属于上述性质的公司,则从样本中将其剔除。表 12 的回归结果表明,GSC 的系数显著正,且在 1% 的置信水平下显著,验证了本文的研究结论的稳健性。

表 12 剔除代工厂商与进出口贸易公司估计结果

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | |
|------------------|--------------------|-----|
| | (1) | (2) |
| GSC | 0.838*** (3.21) | |
| 控制变量 | 控制 | 控制 |
| 个体/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | |
| 伪 R ² | 0.064 | |

五、机制检验

通过前述分析,本文发现企业的全球供应链参与度对跨境并购活动能够产生重要而显著的影响。大量文献表明,信息可见度、合法性以及经验溢出效果都会影响跨境并购行为(Cuypers 等, 2017^[53];Gorbenko 和 Malenko, 2018^[54])。因此,本文继续从上述三个方面对全球供应链参与度对企业跨境并购的促进作用进行机制检验。

1. 全球供应链参与度、信息可见度与跨境并购

由于制度差异、文化差异、地理距离等原因,跨境并购面临严重的信息不对称,这往往会阻碍

跨境并购的顺利进行。而企业参与到全球供应链之中有利于企业增加国际曝光度,提升国际声誉,提高信息可见度,从而降低由信息不对称造成的风险和阻碍。原因在于,当企业的信息可见度高时,本身在跨境并购过程中所面临的信息不对称水平比较低。此时,虽然参与全球供应链会进一步提高可见性,但是不会对企业进行跨境并购的能力形成决定性的作用。相反,如果企业信息可见度较低,企业为进行跨境并购所面临的信息不确定性愈发严重。根据实物期权理论,当不确定性的波动程度高时,这种不确定性使得管理者愈发谨慎,相较于盲目投资,倾向于推迟不可逆投资以了解更多项目信息以及不确定性带来的潜在风险来获得高期权价值(Dixit和Pindyck,1994^[9];Bernanke,1983^[55])。由于跨境并购活动涉及大量难以撤回的不可逆投资,低信息可见度带来的不确定性就可能会导致并购行为被推迟甚至终止,而参与全球供应链可以提高公司的信息可见度,缓解信息并购双方的信息不对称,推进跨境并购的顺利进行。本文预期全球供应链参与度对跨境并购的促进作用,在公司信息可见度较低时更为显著。

为此,本文使用三种方式衡量信息可见度:一是分析师关注(*ANALYST*),用当年对公司发布盈利预测的分析师数量自然对数来衡量。分析师是资本市场上重要的信息中介,其研究报告日益成为利益相关者的信息来源和决策依据(Barth等,2001^[56];Amir等,2003^[57])。*ANALYST*的值越大,则企业的信息环境越好。二是换手率(*TURNOVER*),即当年公司股票成交数量与总股数的比值。严重的信息不对称意味着投资者的逆向选择成本较高,投资者倾向于选择交易熟悉的股票来降低交易成本,因此,可以用股票流动性方面的指标来衡量信息不对称程度(Easley等,1996)^[58]。当*TURNOVER*越高时,企业的信息不对称程度越低,信息可见度越高。三是媒体关注(*MEDIA*),用当年提及公司的网络新闻数量的自然对数来衡量。境外公司获取和判断中国公司的内部信息存在较大难度和较高成本。但媒体作为信息传播媒介拥有专业化的模式、团队和技术,通过信息收集、分析、推广等方式,能够有效地降低受众信息获取成本,进而缓解信息不对称(熊艳等,2011^[59];Chen等,2020^[60])。*MEDIA*的值越大,则企业的信息可见度越高。如果这一路径成立,本文将观测到全球供应链参与度对企业跨境并购的影响在信息可见度差的企业中更加明显。

回归结果如表13所示。分析师关注度与全球供应链参与度交乘项(*ANALYST*×*GSC*)的系数为负(系数为-0.716,Z值为-1.87),且在10%水平下显著;换手率与全球供应链参与度交乘项(*TURNOVER*×*GSC*)的系数为负(系数为-0.195,Z值为-1.97),且在5%水平下显著;媒体关注与全球供应链参与度交乘项(*MEDIA*×*GSC*)的系数为负(系数为-0.240,Z值为-5.55),且在1%水平下显著。以上结果表明,当企业信息可见度差时,参与全球供应链对公司跨境并购的促进作用更强,这意味着参与全球供应链能够通过改善公司的信息可见度降低信息不对称,进而促进跨境并购。

表 13 全球供应链参与度、信息可见性与企业跨境并购

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | | |
|------------------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>ANALYST</i> × <i>GSC</i> | -0.716* (-1.87) | | |
| <i>ANALYST</i> | 0.148*** (12.02) | | |
| <i>TURNOVER</i> × <i>GSC</i> | | -0.195** (-1.97) | |
| <i>TURNOVER</i> | | 0.022*** (6.97) | |
| <i>MEDIA</i> × <i>GSC</i> | | | -0.240*** (-5.55) |

续表 13

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | | |
|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>MEDIA</i> | | | 0.090*** (7.05) |
| <i>GSC</i> | 1.019*** (5.01) | 1.275*** (4.84) | 1.865*** (7.82) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 | 12945 |
| 伪 R ² | 0.075 | 0.070 | 0.069 |

2. 全球供应链参与度、合法性与跨境并购

除信息不对称之外,跨境并购过程中企业外来者劣势的第二个典型特征是合法性不足(Conconi等,2016)^[10]。跨境并购中的合法性是指东道国社会团体和民众是否认同企业这一行为合理(Luo等,2010)^[25]。在中铝收购力拓、赛微电子艾尔默斯收购优尼科等多个案例中,东道国都曾表示对合法性的质疑。例如,国有企业的海外并购往往被认为带有“政治目的”,面临更漫长的审查和合法性问题(贾镜渝和李文,2016)^[26]。当企业面临的合法性问题不严重时,东道国会认为企业将不会对社会福利形成损害,更有可能减少在跨境并购活动中面临的阻碍。此时,虽然全球供应链参与可以提升合法性,但并不会对企业开展跨境并购活动的的能力起到决定性作用。相反,当合法性问题愈发严重,企业将面临大量质疑、障碍,监管机构需要大量时间进行推理,即判断并购是否符合本国合法性规范。审查越严苛,时间越漫长,跨境并购的不确定性和失败可能性会增加。此时,全球供应链参与能够使东道国更多地了解企业经营状况、并购动机以及并购整合能力,帮助企业获取更高水平的信任,这能够降低跨境并购的风险和难度。

本文根据企业是否是国有性质来衡量企业的在海外东道国的合法性。从统计数据上来看,国有企业的跨境并购呈现成功率低和效率低的“双低”特征。国有企业跨境并购的平均失败率高于民企,而并购完成需要的时间却接近民营企业的1.6倍,甚至部分并购流程持续长达3年之久。在之前的分析中,本文认为全球供应链参与度高的企业进行更多跨境并购的第二条影响途径是有利于提升合法性水平。如果这一分析正确,那么将观测到全球供应链参与度对企业跨境并购的影响在因合法性受到阻碍的国有企业中边际效应更为明显。为了对这一推测进行检验,本文在模型中加入产权性质(*SOE*)及其与*GSC*的交互项,并预期变量*GSC*对*CROSS-BORDER M&A*的影响在国有企业中应该更大。

回归结果如表14所示。列(1)和列(2)分别是未加入和加入控制变量的估计结果。列(2)的结果表明,产权性质与全球供应链参与度交乘项(*SOE*×*GSC*)的系数为正(系数为1.071,Z值为1.97),且在5%水平下显著,说明如果国有企业在跨境并购之前曾深度参与到全球供应链之中,能够显著提升其跨境并购的可能性。这一结果说明,参与全球供应链有助于帮助面临合法性质疑的公司提升合法性,从而促进跨境并购。

表 14 全球供应链参与度、合法性与企业跨境并购

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | |
|-------------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>SOE</i> × <i>GSC</i> | 1.122** (2.04) | 1.071** (1.97) |
| <i>SOE</i> | -0.389*** (-5.66) | -0.232*** (-3.43) |
| <i>GSC</i> | 0.783* (1.82) | 0.811* (1.89) |

续表 14

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | |
|------------------|------------------|-------|
| | (1) | (2) |
| 控制变量 | 未控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 |
| 伪 R ² | 0.065 | 0.054 |

3. 全球供应链参与度、经验溢出与跨境并购

全球供应链参与度可能增加企业跨境并购的第三条路径是经验溢出。当公司拥有的并购经验与海外经验更少时,全球供应链参与通过经验溢出促进企业跨境并购的效应将更为明显。因为在跨境并购中,收购方需要面对不熟悉的商业惯例、语言、文化等,存在很大挑战。根据组织行为理论,学习源自经验,而经验是指开展活动的累计次数(Argote和Miron-Spektor,2011)^[61]。从内容维度来看,经验可以从过去的成功与失败任务中获得;从时间维度来看,经验存在时间和节奏的非线性,既可能获得于开展活动之前,也可能获得于期间和之后(Argote和Todorova,2007)^[62]。已有研究将经验与绩效的关系拓展到诸多商业活动,包括创新、投资、多元化、新产品引入等(Barkema和Schijven,2008^[63];江诗松等,2011^[64];Mulotte,2014^[65])。随着这些经验变成组织惯例,逐渐指导行动,帮助提升绩效。承接上述逻辑,当上市公司并购与海外经验较少时,参与全球供应链的经验溢出边际效应更大,此时,上市公司通过参与全球供应链了解全球化过程中的文化与制度差异,培育与境外伙伴沟通的能力,这些经验都可以正向转移到跨境并购活动之中。为了检验这一推测是否正确,本文按照样本公司在之前的五年中是否发生过跨境并购构建哑变量 *PRIOR_M&A*,并预计全球供应链参与度对企业跨境并购的影响在缺少跨境并购经验的企业中应该更显著。

另外,对于想要进行跨境并购的企业来说,与海外环境相匹配的背景、行为和决策结构是一种宝贵的认知来源。在缺少海外认知时,公司对全球供应链和跨境并购之间的异同理解不足,对于全球供应链所形成的哪些惯例能够同样应用于跨境并购缺少认知,因而不利于全球供应链参与经验向跨境并购的正向转移。相反,在海外认知丰富时,公司能够充分合理地利用全球供应链参与中形成的经验,推进经验的溢出与转移。因此,如果全球供应链参与能够通过经验溢出带来更多的跨境并购,那么将观测到海外认知在两者之间的桥梁作用。CEO或董事长海外经历(*OVERSAE*)和外资持股(*FIP*)是上市公司海外认知的两大重要来源。参考代昀昊和孔东民(2017)^[66]与步丹璐等(2021)^[52],本文将 *OVERSAE* 定义为 CEO 或董事长是否拥有海外教育或工作经历的哑变量。*FIP* 定义为前十大股东中外资性质股东所持有的股票数量与企业股票总数的比值。

回归结果如表 15 所示。资产规模与全球供应链参与度交乘项(*PRIOR_M&A*×*GSC*)的系数为负(系数为-0.248,Z值为-2.85),且在 1% 水平下显著;董事长海外经历与全球供应链参与度交乘项(*OVERSAE*×*GSC*)的系数为负(系数为 0.587,Z值为 2.96),且在 1% 水平下显著;外资持股与全球供应链参与度交乘项(*FIP*×*GSC*)的系数为负(系数为 0.017,Z值为 5.05),且在 1% 水平下显著。以上结果表明,当缺少跨境并购经验时,全球供应链参与的经验溢出效应更强,更加有助于推动跨境并购决策;当企业海外认知更多时,在全球供应链参与度与公司跨境并购之间起到桥梁作用,此时公司能够充分合理地利用全球供应链参与中形成的经验,促进跨境并购。

表 15 全球供应链参与度、经验溢出与企业跨境并购

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | | |
|-----------------------------------|----------------------|-----|-----|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>PRIOR_M&A</i> × <i>GSC</i> | -0.248*** (-2.85) | | |

续表 15

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | | |
|-----------------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>PRIOR_M&A</i> | 0.272*** (19.20) | | |
| <i>OVERSEA</i> × <i>GSC</i> | | 0.587*** (2.96) | |
| <i>OVERSEA</i> | | 0.206*** (5.97) | |
| <i>FIP</i> × <i>GSC</i> | | | 0.017*** (5.05) |
| <i>FIP</i> | | | -0.003*** (-12.89) |
| <i>GSC</i> | 0.673*** (15.45) | 0.545*** (6.38) | 0.606*** (10.94) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 | 12945 |
| 伪 R ² | 0.093 | 0.070 | 0.067 |

六、异质性检验

在之前的分析中,本文认为,全球供应链参与度通过改善信息可见性、提升合法性和经验溢出而提高企业进行跨境并购的可能性,而参与全球供应链给公司带来的风险和额外成本也可能降低企业进行跨境并购的可能性。沿着这一逻辑,某一公司的全球供应链韧性更强时,将会加强参与全球供应链促进跨境并购的效果。另外,若某一公司面临的全球供应链风险更大,将会降低全球供应链的影响效果。

行之有效的制度安排与监督有助于维护供应链安全稳定,提高全球供应链韧性。因此,本文首先借鉴已有做法(Chen等,2020^[60]; Kim等,2020^[67]),采用两个制度相关的指标来衡量企业全球供应链韧性:一是公司全球贸易伙伴法治水平(*RULE*),使用贸易伙伴所在国家世界银行法治指数的平均值。这一指标衡量群体对社会规范的信心以及遵循程度的看法,尤其是合同执行、产权、警察和法院的质量,以及暴力、犯罪等方面,可以捕捉源自政府或监管机构的法律制度安排。二是公司全球贸易伙伴互联网渗透率(*INTERNET*),使用互联网人口占总人口的比例衡量。现有文献发现,互联网监督是重要的非正式制度,在正式制度提供有限保护的情况下,它可以缓解信息摩擦,从而具备监督效应(朱孟楠等,2020)^[68]。这一指标同样来源于世界银行,可以捕捉源自社会舆论的法律外制度安排强度。

除此之外,本文采用三个指标来衡量企业全球供应链风险。第一个指标 *WUI* 是公司全球贸易伙伴所在国家(地区)的平均不确定性指数。不确定性指数源自 Ahir 等(2022)^[69],这一指标由来自国际货币基金组织和斯坦福大学的学者开发,使用经济学人智库(EIU)国别报告进行文本分析,EIU 关注 143 个国家(地区)的政治经济发展状况,并对政治、政策和经济状况进行分析和预测。本文首先基于国家(地区)-年维度的世界不确定性指数 *WUI* 衡量供应链风险,*WUI* 的值越大,贸易伙伴所在国家(地区)面临的不确定性越强,全球供应链风险越大。第二个指标 *GEO_DIST* 是我国与公司全球贸易伙伴行政中心之间地理距离的平均值,数据来源于 CEPII GeoDist 数据库(Mayer 和 Zignago,2011)^[70]。第三个指标 *REG_DIST* 是制度距离的平均值。制度距离根据已有文献定义为国

家(地区)之间治理指数(WGI)之差的绝对值(Salomon和Wu,2012)^[71],数据来源于世界银行。当公司与地理距离遥远或政治体制、意识形态等差异大的国家(地区)进行贸易时,面临额外的风险和成本(Tykvova和Schertler,2014)^[72]。因此,GEO_DIST与REG_DIST的值越大,贸易伙伴所在国家(地区)面临的不确定性越强,全球供应链风险越大。

表16的第(1)列和第(2)列列示了全球供应链韧性的影响结果。公司全球贸易伙伴法治水平与全球供应链参与度交乘项(RULE×GSC)的系数为正(系数为0.915,Z值为14.52),且在1%水平下显著;公司全球贸易伙伴所在国家(地区)互联网渗透率与全球供应链参与度交乘项(INTERNET×GSC)的系数为负(系数为0.022,Z值为3.38),且在1%水平下显著。第(3)列~第(5)列列示了全球供应链风险的影响结果。公司全球贸易伙伴所在国家(地区)平均不确定性指数与全球供应链参与度交乘项(WUI×GSC)的系数为正(系数为-5.327,Z值为-3.23),且在1%水平下显著;地理距离与全球供应链参与度交乘项(GEO_DIST×GSC)的系数为负(系数为-0.663,Z值为-5.46),且在1%水平下显著;制度距离与全球供应链参与度交乘项(REG_DIST×GSC)的系数为负(系数为-1.143,Z值为-2.21),且在1%水平下显著。以上回归结果基本符合预期,即供应链韧性强化了全球供应链参与度与企业跨境并购之间的联系,而全球供应链风险的增加则弱化两者之间的联系。

表 16 供应链韧性与风险的影响

| 变量 | CROSS-BORDER M&A | | | | |
|-----------------|---------------------|--------------------|----------------------|----------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| RULE×GSC | 0.915*** (14.52) | | | | |
| RULE | -0.013 (-0.79) | | | | |
| INTERNET×GSC | | 0.022*** (3.38) | | | |
| INTERNET | | 0.000*** (3.12) | | | |
| WUI×GSC | | | -5.327*** (-3.23) | | |
| WUI | | | 0.190*** (6.35) | | |
| GEO_DIST×GSC | | | | -0.663*** (-5.46) | |
| GEO_DIST | | | | 0.009** (2.52) | |
| REG_DIST×GSC | | | | | -1.143** (-2.21) |
| REG_DIST | | | | | 0.059*** (2.70) |
| GSC | 0.209*** (2.90) | -0.729 (-1.59) | 1.768*** (4.62) | 6.219*** (5.90) | 2.089*** (2.96) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本数 | 12945 | 12945 | 12945 | 12945 | 12945 |
| 伪R ² | 0.068 | 0.067 | 0.067 | 0.067 | 0.068 |

七、进一步研究

到目前为止,本文已经验证了全球供应链参与度对企业跨境并购的正向影响以及发挥作用的

机制渠道。并购价值创造取决于哪些因素,这些因素如何提升企业价值是实务界和学术界经久不衰的重要问题。因此,本文使用并购交易层面的样本,在进一步研究中探讨全球供应链参与度如何影响上市公司跨境并购的绩效表现和整合效果。本文采用事件研究法,通过市场回报模型估计个股期望收益,进而计算跨境并购宣告日的3日短窗口期 $[-1,+1]$ 的超额累计收益(CAR)作为并购质量的代理变量,其中模型的估计期是并购首次宣告日的 $[-200,-45]$ 窗口。另外,使用并购前3年到并购后3年的买入持有异常收益(BHAR)衡量并购长期市场绩效,以并购前3年到并购后3年的经过行业调整的总资产收益率变化(ROA_CHG)衡量并购长期财务绩效。

在控制模型(1)中控制变量的基础上,首先对交易特征进行控制,包括并购态度是否为善意哑变量(ATTITUDE),并购是否全部由股票支付哑变量(STOCK_PAYMENT),并购是否全部由现金支付哑变量(CASH_PAYMENT),并购标的是否为上市公司哑变量(PUBLIC),交易双方是否为同行业哑变量(SAMEIND)。除此之外,进一步对东道国的宏观制度进行控制,包括:来自全球治理指标(Worldwide Governance Indicators,简称WGI)的并购标的所在国家(地区)话语权和问责水平(VAE)、政治稳定和暴力的缺席(PVE)、政府效率(GEE)、监管质量(RQE)、法规(RLE)、腐败控制(CCE);来自世界银行的并购标的所在国家国内生产总值的自然对数(GDP_TARGET)、总人口的自然对数(POP_TARGET)。剔除变量缺失样本。结果列示如表17所示。

表 17 全球供应链参与度与跨境并购绩效

| 变量 | CAR $[-1,+1]$ | BHAR | ROA_CHG |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| GSC | 0.163** (4.97) | 0.527** (8.09) | 0.659** (3.25) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业/年度固定效应 | 是 | 是 | 是 |
| 样本数 | 353 | 402 | 352 |
| 调整R ² | 0.093 | 0.066 | 0.221 |

注:括号内为经个股聚类调整的t统计量

表17的结果显示,GSC对CAR、BHAR和ROA_CHG的估计系数均在5%水平显著为正,即无论从短期还是长期上看,公司更多地参与全球供应链时,跨境并购都能带来股东的积极市场反应以及公司财务绩效的改善。

八、结论与讨论

1. 主要结论

跨境并购是中国企业“走出去”的重要方式。尽管随着跨境贸易的日益频繁,全球供应链蓬勃发展,跨境并购的进行却依然面临着诸多障碍。本文以2011—2017年A股上市公司为样本,研究公司参与全球供应链对跨境并购行为的影响。国际化进程是渐进的,企业在实施国际化战略的过程中根据嵌入程度与成本高低,会遵循由浅入深、先小后大的顺序。与上述国际化渐进理论一致,本文的研究表明,由于相比跨境并购,参与全球供应链需要投入的成本更低,海外市场嵌入水平也相对较低,全球供应链参与有助于推动更深层次的企业跨境并购。当企业信息可见性较差、合法性面临障碍、经验需求与转化能力较强时,全球供应链参与度对企业跨境并购的促进作用更强,而参与全球供应链给公司带来的风险和额外成本也可能降低企业进行跨境并购的可能性。此外,参与全球供应链有助于提升跨境并购的绩效表现与整合效果。

2. 研究启示

本文的研究结论为企业克服跨境并购中的障碍提供了切实可行的渠道。由于跨境并购面临文化、地理、制度等多方面的挑战,如何克服外来者劣势整合海外资源对于上市公司国际化和我国

融入世界经济全球化至关重要。尽管越来越多的中国企业正通过跨国并购寻求扩张机会,但许多跨国收购最终黯然落幕。政治、文化、语言等方面存在的外来者劣势在很大程度上是失败之源。事实上,在过去20年的全球大型企业并购事件中,能够真正取得预期效果的仅有50%,而中国企业有67%的跨境并购以失败告终。本文的研究从跨境并购的影响因素角度,对全球供应链参与度的影响进行探索。结果表明,全球供应链参与度通过提高信息可见性,提升合法性和经验溢出效应推进跨境并购活动,说明全球供应链参与是促进微观企业跨境投资的重要影响要素,具有较高参考价值。特别地,在党的二十大报告中强调形成更大范围、更宽领域、更深层次对外开放格局,深度参与全球产业分工和合作,维护多元稳定的国际经济格局和经贸关系的背景下,本文的结论对探索跨境并购的驱动因素以及提升上市公司资源要素全球配置能力具有重要意义。

本文的研究发现也强调了全球供应链安全在企业进行全球资源整合中的重要作用。全球供应链参与对跨境并购的促进作用依赖于构建安全稳定的供应链。企业应通过制定清晰的海外并购战略,利用新技术增强对政治和投资环境的研究和追踪,以应对全球贸易、监管、金融等环境的剧烈变化。同时,对供应链各个环节进行合规性检查,确保目标企业遵守当地法律法规以及国际标准。合规性是降低法律风险和维持企业声誉的关键。在全球贸易摩擦升级的今天,也要做好政治风险评估。考虑到政治因素可能对海外投资产生重大影响,企业应评估目标国家的政治稳定性、政策连续性以及与本国的政治关系,以预测和规避政治风险。企业可以通过构建一个更为安全、更具韧性的全球供应链,确保全球供应链参与对后续跨境并购的正向作用有效发挥,更好地促进深层次对外开放和全球资源配置。

3. 政策建议与管理启示

(1)对于政府如何支持和指导企业进行海外并购,本文有如下政策建议:

第一,政府可以出台相关政策,鼓励企业进行海外并购,尤其是对那些有助于获取关键技术、提升产业链水平的并购活动给予政策支持。相关部门需要充分认识构建全球供应链对于更深层次对外开放的重要作用,把加强全球产业合作、保障产业链供应链稳定放在重要的位置,从制度上推动产业链供应链布局调整优化,提高运行效率和安全性。

第二,构建海外投资信息共享平台,整合国内外信息资源,为企业提供及时、准确的市场信息和政策指导。缺乏对东道国所在地政治、经济和政策等情况的了解是供应链风险的主要来源之一,也会进一步阻碍企业海外并购的推进。通过建立信息共享平台以减少信息不对称,降低全球供应链参与和海外并购过程中的风险,确保供应链参与对企业并购的促进作用有效发挥。

第三,为全球供应链布局 and 进行海外并购的企业进行法律服务与援助。本文研究发现,与海外东道国的制度文化差异会增加供应链风险,阻碍企业全球供应链参与度对企业海外并购的正向促进作用。为了帮助企业更好地“走出去”,相关政府部门可以加强与东道国的法律合作,为企业提供专业的法律咨询和服务,帮助企业解决跨境并购中的法律问题。同时,相关部门也可通过外交渠道加强与东道国的沟通与协调,为企业海外并购创造良好的政治和商业环境。

(2)对于计划进行海外并购的企业,有以下管理启示:

一方面,在认识到跨境并购有助于增强原有领域竞争力、进一步踏入新兴市场、甚至重塑产业格局的同时,企业也应当认识到跨境并购的道路中的关卡重重、荆棘丛生。要规避未来可能发生的风险,需要提前谋篇布局。在跨境并购之前,企业需要利用好全球供应链关系所发挥的桥梁作用,理解渐进式对外开放由小而大、由浅入深的过程,循序渐进地积累全球化经验、进行开创性探索和提升全球化程度。

另一方面,从参与全球供应链布局到进行海外并购,需要建立一系列风险管理框架。企业参与国际化贸易时,对海外资源所在地的制度以及监管要有充分的了解,确保全球供应链关系桥梁

作用的积极发挥,降低日后海外经营的风险,维护海外资产的安全。在全球供应链参与中,面对可能的危机和突发事件,企业应建立快速响应机制,包括危机沟通计划、业务连续性计划和风险缓解措施。通过提高全球供应链的韧性来促进后续跨境并购的顺利进行。在跨境并购后,企业应持续监测目标企业的运营状况和市场环境,及时调整策略以应对变化。在全球贸易摩擦和贸易战局势紧张的背景下,这些措施对于确保企业海外资产的安全和经营的顺利进行尤为重要。通过这些策略,企业可以更好地管理跨境并购中的风险,实现可持续的国际扩张。

4. 研究局限与展望

尽管本文对全球供应链参与度与跨境并购展开了探索,但依然存在一定的局限性,有待进一步后续研究改进。第一,本研究的变量设计仍有可完善之处。由于海关数据的限制,目前仅能够获取每笔进出口货运订单的价值以及贸易伙伴所在国家,而无法获取上市公司全球供应链伙伴的具体名称,也无法建立上市公司全球供应链的一对一伙伴关系。随着数据披露水平的不断增加,后续研究或将有机会利用更加精细的数据构建全球供应链关系,从而更加精确地识别上市公司全球供应链参与和演变。第二,在进一步研究中,本文初步探讨了全球供应链参与度如何影响上市公司跨境并购的绩效表现和整合效果。而全球供应链参与也可能带来其他直接经济后果,如影响股价同步性、分析师预测偏差、银行信贷等,企业也能够在全球供应链的协同互动中建立知识、技术、信息储量和更高的人力资本。后续研究可以探讨参与全球供应链所带来的其他重要经济后果。

参考文献

- [1] Vermeulen, F., and H. Barkema. Learning through Acquisitions[J]. *Academy of Management Journal*, 2001, 44, (3): 457-476.
- [2] Graebner, M.E., and K.M. Eisenhardt. The Seller's Side of the Story: Acquisition as Courtship and Governance as Syndicate in Entrepreneurial Firms[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2004, 49, (3): 366-403.
- [3] Cheng, C., and M. Yang. Enhancing Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions in Developed Markets: The Role of Business Ties and Technological Innovation Capability[J]. *Journal of Business Research*, 2017, 81, (1): 107-117.
- [4] Francis, J.R., S.X. Huang, and I.K. Khurana. The Role of Similar Accounting Standards in Cross-Border Mergers and Acquisitions[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33, (3): 1298-1330.
- [5] Sturgeon, T.J. How Do We Define Value Chains and Production Networks?[J]. *IDS Bulletin*, 2001, 32, (3): 9-18.
- [6] Markusen, J.R. Multinationals, Multi-Plant Economies, and the Gains from Trade[J]. *Journal of International Economics*, 1984, 16, (3-4): 205-226.
- [7] Brainard, S.L., and D. Riker. Are US Multinationals Exporting US Jobs?[Z]. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA, 1997.
- [8] Johanson, J., and J. Vahlne. The Internationalization Process of the Firm—A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments[J]. *Journal of International Business Studies*, 1977, 8: 23-32.
- [9] Dixit, A.K., and R.S. Pindyck. *Investment under Uncertainty*[M]. Princeton University Press, 1994.
- [10] Conconi, P., A. Sapir, and M. Zanardi. The Internationalization Process of Firms: From Exports to FDI[J]. *Journal of International Economics*, 2016, 99: 16-30.
- [11] Li, C. Sourcing for Supplier Effort and Competition: Design of the Supply Base and Pricing Mechanism[J]. *Management Science*, 2013, 59, (6): 1389-1406.
- [12] Jain, N., K. Girotra, and S. Netessine. Managing Global Sourcing: Inventory Performance[J]. *Management Science*, 2014, 60, (5): 1202-1222.
- [13] Gray, P.H., and D.B. Meister. Knowledge Sourcing Effectiveness[J]. *Management Science*, 2004, 50, (6): 821-834.
- [14] Berry, H., and A. Kaul. Global Sourcing and Foreign Knowledge Seeking[J]. *Management Science*, 2015, 61, (5): 1052-1071.
- [15] Cen, L., E. L. Maydew, L. Zhang, and L. Zuo. Customer-Supplier Relationships and Corporate Tax Avoidance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123, (2): 377-394.
- [16] Berry, H., A. Kaul, and N. Lee. Follow the Smoke: The Pollution Haven Effect on Global Sourcing[J]. *Strategic Management Journal*, 2021, 42, (13): 2420-2450.

- [17] 闵剑, 刘忆. 全球价值链、融资约束与跨国并购绩效——来自中国制造业企业的证据[J]. 北京: 国际贸易问题, 2019, (3): 71-84.
- [18] 孟为, 姜国华, 张永冀. 汇率不确定性与企业跨境并购[J]. 北京: 金融研究, 2021, (5): 78-96.
- [19] Shao, L., X. Wu, and F. Zhang. Sourcing Competition under Cost Uncertainty and Information Asymmetry [J]. *Production and Operations Management*, 2020, 29, (2): 447-461.
- [20] Lai, G., Y. Liu, and W. Xiao. International Taxation and Production Outsourcing [J]. *Production and Operations Management*, 2021, 30, (2): 402-418.
- [21] Hertz, M.G., J. Peng, J. Wu, and Y. Zhang. Global Supply Chains and Cross-Border Financing [Z]. Available at SSRN 3289212, 2018.
- [22] Marano, V., P. Tashman, and T. Kostova. Escaping the Iron Cage: Liabilities of Origin and CSR Reporting of Emerging Market Multinational Enterprises [J]. *Journal of International Business Studies*, 2017, 48, (3): 386-408.
- [23] 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.
- [24] 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.
- [25] Luo, Y., Q. Xue, and B. Han. How Emerging Market Governments Promote Outward FDI: Experience from China [J]. *Journal of World Business*, 2010, 45, (1): 68-79.
- [26] 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.
- [27] Merton, R.C. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information [J]. *The Journal of Finance*, 1987, 42, (3): 483-510.
- [28] Honhon, D., V. Gaur, and S. Seshadri. A Multi-Supplier Sourcing Problem with a Preference Ordering of Suppliers [J]. *Production and Operations Management*, 2012, 21, (6): 1028-1041.
- [29] Cen, L., S. Dasgupta, R. Elkamhi, and R.S. Pungaliya. Reputation and Loan Contract Terms: The Role of Principal Customers [J]. *Review of Finance*, 2016, 20, (2): 501-533.
- [30] Hochberg, Y.V., A. Ljungqvist, and Y. Lu. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62, (1): 251-301.
- [31] Hochberg, Y.V., A. Ljungqvist, and Y. Lu. Networking as A Barrier to Entry and the Competitive Supply of Venture Capital [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65, (3): 829-859.
- [32] 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.
- [33] Lim, M. H., and J. H. Lee. National Economic Disparity and Cross-Border Acquisition Resolution. [J]. *International Business Review*, 2017.
- [34] 贾镜渝, 孟妍. 经验学习、制度质量与国有企业海外并购[J]. 天津: 南开管理评论, 2022, (3): 49-63.
- [35] Campa, J.M., and J.M. Shaver. Exporting and Capital Investment: On the Strategic Behavior of Exporters [R]. IIESE Research Papers, 2002.
- [36] 罗长远, 李姝醒. 出口是否有助于缓解企业的融资约束? ——基于世界银行中国企业调查数据的实证研究[J]. 北京: 金融研究, 2014, (9): 1-17.
- [37] Zollo, M., and J.J. Reuer. Experience Spillovers across Corporate Development Activities [J]. *Organization Science*, 2010, 21, (6): 1195-1212.
- [38] 江诗松, 游文利, 杨帅, 陈潇澜. 中外合资经验对跨国并购绩效的非线性影响: 跨组织过程的学习模式[J]. 天津: 南开管理评论, 2022, (3): 25-36.
- [39] Acemoglu, D., V. M. Carvalho, A. Ozdaglar, and A. Tahbaz-Salehi. The Network Origins of Aggregate Fluctuations [J]. *Econometrica*, 2012, 80, (5): 1977-2016.
- [40] Forrester, J.W. Industrial Dynamics [J]. *Journal of the Operational Research Society*, 1997, 48, (10): 1037-1041.
- [41] Costello, A.M. Mitigating Incentive Conflicts in Inter-Firm Relationships: Evidence from Long-Term Supply Contracts [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 56, (1): 19-39.
- [42] Short, J.L., M. W. Toffel, and A.R. Hugill. Monitoring Global Supply Chains [J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37, (9): 1878-1897.
- [43] North, D.C. A Transaction Cost Theory of Politics [J]. *Journal of Theoretical Politics*, 1990, 2, (4): 355-367.
- [44] Erel, I., R.C. Liao, and M.S. Weisbach. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67, (3): 1045-1082.

- [45] Dai, L., R. Dai, L. Ng, and Z. R. Peng. Global Supply Chains and Voluntary Disclosure[Z]. Available at SSRN 3674690, 2022.
- [46] 卞泽阳, 强永昌, 李志远. 开发区政策有利于促进当地企业出口参与吗——基于双重差分方法的验证[J]. 北京: 国际贸易问题, 2019, (11): 17.
- [47] 王兵. 供应链参与规模对中国区域经济发展的影响——兼论中国的主场全球化[J]. 成都: 经济学家, 2022, (11): 94-105.
- [48] Hoberg, G., and S. K. Moon. Offshore Activities and Financial vs Operational Hedging[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 125, (2): 217-244.
- [49] Nguyen, N. H., and H. V. Phan. Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2017, 52, (2): 613-644.
- [50] 李善民, 黄志宏, 郭善晶. 资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. 北京: 经济研究, 2020, (7): 41-57.
- [51] Huang, H., K. Raghunandan, T. Huang, and J. Chiou. Fee Discounting and Audit Quality Following Audit Firm and Audit Partner Changes: Chinese Evidence[J]. The Accounting Review, 2015, 90, (4): 1517-1546.
- [52] 步丹璐, 贺晨, 文彩虹. 外资持股与企业社会责任表现[J]. 北京: 会计研究, 2021, (2): 86-101.
- [53] Cuypers, I. R., Y. Cuypers, and X. Martin. When the Target May Know Better: Effects of Experience and Information Asymmetries on Value from Mergers and Acquisitions[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38, (3): 609-625.
- [54] Gorbenko, A. S., and A. Malenko. The Timing and Method of Payment in Mergers When Acquirers are Financially Constrained[J]. The Review of Financial Studies, 2018, 31, (10): 3937-3978.
- [55] Bernanke, B. S. Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1983, 98, (1): 85-106.
- [56] Barth, M. E., R. Kasznik, and M. F. McNichols. Analyst Coverage and Intangible Assets[J]. Journal of Accounting Research, 2001, 39, (1): 1-34.
- [57] Amir, E., B. Lev, and T. Sougiannis. Do Financial Analysts Get Intangibles?[J]. European Accounting Review, 2003, 12, (4): 635-659.
- [58] Easley, D., N. M. Kiefer, M. O'Hara, and J. B. Paperman. Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks[J]. The Journal of Finance, 1996, 51, (4): 1405-1436.
- [59] 熊艳, 李常青, 魏志华. 媒体“轰动效应”: 传导机制、经济后果与声誉惩戒——基于“霸王事件”的案例研究[J]. 北京: 管理世界, 2011, (10): 125-140.
- [60] Chen, Y., A. Goyal, M. Veeraraghavan, and L. Zolotoy. Media Coverage and IPO Pricing Around the World[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2020, 55, (5): 1515-1553.
- [61] Argote, L., and E. Miron-Spektor. Organizational Learning: From Experience to Knowledge[J]. Organization Science, 2011, 22, (5): 1123-1137.
- [62] Argote, L., and G. Todorova. Organizational Learning[J]. International Review of Industrial and Organizational Psychology 2007, 2007: 193-234.
- [63] Barkema, H. G., and M. Schijven. How Do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and An Agenda for the Future[J]. Journal of Management, 2008, 34, (3): 594-634.
- [64] 江诗松, 龚丽敏, 魏江. 转型经济中后发企业的创新能力追赶路径: 国有企业和民营企业的双城故事[J]. 北京: 管理世界, 2011, (12): 96-115.
- [65] Mulotte, L. Do Experience Effects Vary across Governance Modes? Evidence from New Product Introduction in the Global Aircraft Industry, 1948-2000[J]. Organization Science, 2014, 25, (3): 757-775.
- [66] 代昀昊, 孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 北京: 世界经济, 2017, (1): 168-192.
- [67] Kim, Y., L. N. Su, G. S. Zhou, and X. K. Zhu. PCAOB International Inspections and Merger and Acquisition Outcomes[J]. Journal of Accounting and Economics, 2020, 70, (1), 101318.
- [68] 朱孟楠, 梁裕珩, 吴增明. 互联网信息交互网络与股价崩盘风险: 舆论监督还是非理性传染[J]. 北京: 中国工业经济, 2020, (10): 81-99.
- [69] Ahir, H., N. Bloom, and D. Furceri. The World Uncertainty Index[R]. National Bureau of Economic Research, 2022.
- [70] Mayer, T., and S. Zignago. Notes on CEPII's Distances Measures: The GeoDist Database[Z]. Available at SSRN, 2011.
- [71] Salomon, R., and Z. Wu. Institutional Distance and Local Isomorphism Strategy[J]. Journal of International Business Studies, 2012, 43, (4): 343-367.
- [72] Tykvova, T., and A. Schertler. Does Syndication with Local Venture Capitalists Moderate the Effects of Geographical and Institutional Distance?[J]. Journal of International Management, 2014, 20, (4): 406-420.

Global Supply Chain Engagement and Cross-Border Mergers and Acquisitions

CHEN Xin¹, XU Dong-ling¹, MENG Lu²

(1.School of Business, Nankai University, Tianjin, 300192, China;

2.School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Sichuan, Chengdu, 610000, China)

Abstract: Cross-border mergers and acquisitions are important overseas investments of companies. It is recognized as one of the most effective strategies for rapidly capturing market share, scaling production, and swiftly eliminating competitors. As a primary mode of foreign direct investment, they attract significant attention from both theoretical and practical perspectives. The report of the 20th National Congress of the Communist Party of China stated that it is necessary to “form a pattern of opening up to the outside world on a larger scale, in a wider field, and at a deeper level.” Under this requirement, it is of great significance to explore the driving factors of cross-border mergers and acquisitions and improve the ability of global resource allocation.

Chinese companies often encounter significant challenges when undertaking cross-border mergers and acquisitions. In contrast, participating in the global supply chain represents a crucial avenue for internationalization that typically incurs lower costs. This approach involves a relatively lower level of market integration and presents less operational risk when entering foreign markets. Therefore, a gradual internationalization process may be more feasible for Chinese companies. They can progressively merge and integrate during their development, leveraging international market knowledge and investments to establish a foothold in the global market. This indicates that enterprises will follow a sequence from shallow to deep, and from small to large, according to the degree of embedding and the cost level, in the process of implementing internationalization strategy. Therefore, enterprises often choose to go global with the supply chain first, and then proceed with cross-border mergers and acquisitions.

By selecting A-share listed companies from the Shanghai and Shenzhen stock exchanges as the research sample for the years 2011 to 2017, this paper empirically examines whether and how the level of engagement in the global supply chain affects corporate cross-border mergers and acquisitions. The study finds that global supply chain engagement helps to improve cross-border mergers and acquisitions. Further research shows that: (1) global supply chain engagement can improve the possibility of cross-border mergers and acquisitions by enhancing information visibility, improving legitimacy and international experience spillovers; (2) the impact of the global supply chain engagement is heterogeneous, when the global supply chain is more resilient or less risky, it has a more positive impact on cross-border mergers and acquisitions; (3) global supply chain engagement increases the short-term and long-term performance of cross-border mergers and acquisitions.

The marginal contributions of this paper are as follows: Firstly, it enhances the understanding of the factors influencing the cross-border mergers and acquisitions processes by examining import and export trade freight information to analyze how participation in the global supply chain affects cross-border mergers and acquisitions. This research adds valuable insights to the growing body of literature on corporate cross-border mergers and acquisitions and provides a deeper understanding of the driving factors and implementation strategies involved in these activities. Secondly, this paper enriches the existing literature on the consequences of corporate participation in the global supply chain by linking the extent of such participation to corporate cross-border mergers and acquisitions. This connection not only contributes to the understanding of the economic effects of global supply chain involvement but also provides substantial empirical evidence for the underlying mechanisms at play. Thirdly, this study reveals the conditions under which the level of participation in the global supply chain influences corporate cross-border mergers and acquisitions. It suggests that enhancing the resilience and security of the industrial and supply chains can facilitate high-quality openness and internal-external coordination, providing a rationale for the necessity of establishing a broader, deeper, and more comprehensive pattern of openness to the outside world.

Key Words: cross-border mergers and acquisitions; global supply chain; information visibility; legitimacy; experience spillovers

JEL Classification: D22, G34, F21, F60

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2024.08.004

(责任编辑:刘建丽)