

# 制度距离与我国企业海外并购效率\*

刘 颢 孟 勇

(上海工程技术大学管理学院,上海 201620)



**内容提要:** 本文研究了制度距离如何影响我国企业海外并购效率以及调节变量的影响。本文通过 1982—2019 年共 8353 笔我国企业海外并购样本,实证检验了假设,结果发现:(1)制度距离、文化距离可能缩短海外并购的完成时间。(2)并购经验可能增强制度距离对并购时间的促进作用,而海外上市则可能削弱;国有控股则可能削弱制度距离、文化距离对并购时间的促进作用。并购经验、海外上市对于文化差异的调节影响则不显著。研究认为:(1)制度距离、文化距离能提供多样性和异质性优势,促进双方完成交易。(2)并购经验能提升应对正式制度差异的能力,挖掘多样性价值;国有控股因为面临合法性挑战,所以削弱了制度距离、文化距离对并购完成的积极作用;公司海外上市面临更为规范化的监督程序,制度差异越大监管越多,从而延长了交易时间。本文丰富和扩展了制度距离、海外并购效率等研究,为实践提供了启示。最后本文总结了研究局限和未来研究方向。

**关键词:** 制度距离 海外并购经验 国有控股 海外上市 海外并购效率

**中图分类号:**F279.23 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)12—0022—18

## 一、引言

德鲁克(Drucker,1967)<sup>[1]</sup>指出海外并购也是一项重大决策,对收购双方产生重要影响,搁置时间越长越可能以失败告终。待定时间的增加也消耗了大量成本,包括支付大量费用、达成交易的机会成本,而且当交易公开过程中一方取消交易,则必须支付一笔违约费用(Officer,2003)<sup>[2]</sup>,因此双方总是倾向于尽快达成交易(Boeh,2011)<sup>[3]</sup>。通常而言,收购对新设投资的优势也在于“节约时间”。因此交易时间是并购交易公开阶段和并购交易的重要指标之一。

并购完成时间对组织管理绩效和并购成败具有重要意义。海外并购完成时间(Duration,Time-to-close)是指从双方首次公开宣布交易进入交易公开阶段到股权交割完成所花费的天数(Boeh,2011<sup>[3]</sup>;Boone和Mulherin,2007<sup>[4]</sup>;Dikova等,2010<sup>[5]</sup>;Muehlfeld等,2012<sup>[6]</sup>;李秀娥和卢进勇,2013<sup>[7]</sup>;Li等,2017<sup>[8]</sup>)。当内外部审批都按照法律程序获得通过时即可宣布交易结束。交易公开阶段也是不断搜集信息、双方沟通交流、反复谈判的过程(Boone和Mulherin,2007)<sup>[4]</sup>。在交易完成之前,买家会面临竞争对手、放弃潜在并购机会等风险(Boeh,2011)<sup>[3]</sup>。

制度距离是并购完成阶段的主要影响因素之一。制度距离属于宏观外部环境因素,企业难以改变和摆脱,只能被动调整适应,并且自始至终影响并购交易和跨国经营的全过程,因此对制度差异的应对策略是企业关注的重点,会自然地沿用到并购后整合和运作阶段。研究制度距离对并购

收稿日期:2019-06-21

\* 基金项目:国家社会科学基金项目“日本供给侧结构改革的经验与教训研究”(17BGJ021)。

作者简介:刘颢,男,讲师,管理学博士,研究领域是海外并购、产业创新、东方管理实证研究等,电子邮箱:xiel66@126.com;孟勇,男,教授,经济学博士,研究领域是中日产业(企业)组织、制度比较研究、东方管理实证研究,电子邮箱:mengyong1992@163.com。通讯作者:刘颢。

效率影响的主要原因有:第一,制度距离普遍影响交易的各个环节,包括信息沟通、文化、语言、竞争等,其中交易审查、谈判、社会责任等重要环节(交易完成必经的考验)影响更大,涉及两国政府监管部门、行业和企业、企业雇员、交易服务机构、当地市场、东道国社区、传媒、公众等多方利益主体,增加了复杂性,延长了交易时间。制度距离有时是决定性的,在敏感行业,交易可能因制度差异而被否。制度距离同时也是并购决策的影响因素,决定了收购方是否发起交易、标的方是否愿意出售等双方交易完成动机,平衡制度距离的成本和收益是交易过程的主要议题,影响交易达成时间。第二,制度距离影响交易双方的职能活动。制度差异对并购效率的影响较大且作用机制复杂,包含多种效应交织影响,需要多个理论解释。制度距离影响双方企业的战略、组织结构、财务、人力资源、生产、研发等管理和运营职能活动,增加了管理情境的复杂性,使嵌入之中的职能活动的规则和形式多样化,为整合计划的设计带来难度,问题、产生机制和解决方案也趋于异质性。第三,制度距离影响交易流程。并购完成阶段一个重要问题是怎样以最少的时间完成交易,研究者和实务界专业人士更关心如何加快收购进程、缩短收购时间而不是交易能不能完成,大多数情况下,尽快完成交易对双方都有利。交易过程包含程序性的时间消耗和非程序性的时间消耗:前者较为刚性,一般比较确定,侧重于正式制度,例如一般国内审批都有明确的工作日规定、尽职调查有统一的操作规范,以执行为主;后者则是一个谈判博弈的动态过程,侧重于非正式制度,需要在干中学,根据具体情况弹性变化,交易中随时应对预料之外的问题,以决策为主。

综上所述,本文尝试解释的主要问题是:假定企业的决策都是正确的,且企业都有能力完成海外并购并获得正向回报,制度距离如何影响海外并购效率以及调节因素如何影响两者关系?本文将围绕以上问题提出研究模型与假设。

## 二、文献综述与研究假设

### 1. 制度距离与海外并购效率

(1)正式制度距离。North(1990)<sup>[9]</sup>指出制度是指规范个体行为的准则,制度包含正式制度和非正式制度。正式制度包括法律、规则等,通过政府、公检法等官方机构执行和施加影响,具体表现为法律制裁和惩罚,是明文规定的、显性的(Peng,2003)<sup>[10]</sup>。一些学者指出制度距离可能促进交易完成。有研究发现制度距离对中国企业的对外直接投资具有正向的促进作用(蒋冠宏和蒋殿春,2012<sup>[11]</sup>;陈岩等,2014<sup>[12]</sup>;杨嬛和邓涛涛,2017<sup>[13]</sup>)。中国企业海外并购主要动机有:技术获取型、资源获取型、市场获取型、制度获取型等。制度差异主要满足了制度寻求型海外并购企业的需求,也间接提供了异质性的技术、市场、资源等机会,被收购的企业根植于(Granovetter,1985)<sup>[14]</sup>独特的制度环境中(其也是国家比较优势的来源)。制度差异意味着制度互补的机会存在,例如发展中国家的市场和发达国家的技术、制造国家与创新国家、渐进式创新国家与突破式创新国家等之间存在互补的可能。国际化跳板理论指出新兴市场企业有强烈的动机通过积极冒险的手段向发达国家成熟跨国公司购买关键资源以弥补后发劣势(Luo和Tung,2007)<sup>[15]</sup>。Hall和Soskice(2001)<sup>[16]</sup>的比较资本主义理论将市场经济分为自由型市场经济和协调型市场经济,两种形式代表了不同的制度安排、资源分配、经济组织等,各有优缺点,前者善于通过竞争促进经济发展,后者善于采用各类政策培育产业和促进经济发展。

第一,国家政策支持向制度差异较大的国家进行收购。我国拥有完善的海外并购促进体系。根据国家建设需要,制定对外投资战略,并给予相应政策支持和财政补贴,例如“走出去”“一带一路”等,这类政策对管理者完成交易的激励非常显著,而这类政策导向往往是具有开拓性和挑战性,向发达国家或非洲等落后国家投资。第二,制度距离越大,收购双方的互补性越强。政治风险是影响对外直接投资的主要因素(袁其刚和郜晨,2019)<sup>[17]</sup>,当政治距离较大时,

吸收外国投资可以成为平衡国内矛盾的手段。而市场差异则提供了并购双方利用各自优势合作开发对方市场的双赢机会。第三,制度差异导致了经济距离、经济周期、汇率波动等现象,增加了并购机会。两国制度距离越大,经济差距也可能越大,所处的技术阶段也不同,例如,中国可以通过向发达国家投资换取先进技术、中国向非洲等发展中国家投资可以输出基础设施、过剩产能、获取资源等;所处人均 GDP 的经济发展阶段也不同,因而国家的主要供给与需求也非常不同,过剩供给和需求可能实现匹配。制度距离越大,所处的经济周期差异也越大,当一国经济景气,一国陷入经济危机时,衰退国家很可能被收购国家以低价抄底资产。制度距离也导致了汇率差异,收购双方对汇率变动较为敏感,两国汇率差异拉大给海外并购带来更大的获益空间,成为并购的主要诱因。第四,制度距离导致产业周期的差异。海外并购受到行业周期的发展影响,那些处于行业周期晚期的发达国家的企业较可能被快速向发展中国家出售,以换取资金用于向更高技术含量行业转型,这与弗农的产业生命周期理论一致,例如联想收购 IBM 服务器、海尔收购东芝电器等。

(2)文化距离。North(1990)<sup>[9]</sup>指出非正式制度包括文化、价值观等,作为正式制度的有效补充,是约定俗成的道德规范,属于潜移默化的隐性知识。而非正式制度又可分为规范制度和认知制度(Scott,1995<sup>[18]</sup>;Peng 和 Heath,1996<sup>[19]</sup>;Xu 和 Shenkar,2002<sup>[20]</sup>),通过合法性来约束个体行为。Morosini 等(1998)<sup>[21]</sup>认为国家间文化距离越大,收购双方能够彼此分享嵌入其中的多元惯例和能力越多,因此跨国并购的绩效越好。Chakrabarti 等(2009)<sup>[22]</sup>发现收购方对国家和组织文化差异较为陌生、敏感和谨慎,从而对东道国文化保持信心,并为此付出更多应对的努力以熟悉环境,反而能充分发挥文化差异的价值。

第一,不同文化维度如集体主义与个人主义之间虽然对立,但能通过文化融合、互相学习发挥互补效应。第二,文化差异还体现在市场、管理团队、员工、组织文化、知识技术、专利等方面,为彼此提供新鲜感和吸引力,异质文化碰撞有助于创造价值。我国企业无论是收购文化差距较大的发展中国家企业还是欧美企业,完成时间低于平均所用天数。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1a</sub>:收购双方的制度距离越大,海外并购完成时间越短。

H<sub>1b</sub>:收购双方的文化距离越大,海外并购完成时间越短。

## 2. 并购经验、国有企业和海外上市的调节作用

(1)并购经验。Barkema 和 Schijven(2008)<sup>[23]</sup>指出,以往并购经验通过知识转移的方式对后续并购活动产生关键影响。Dikova 等(2010)<sup>[5]</sup>指出,国际商务服务业中跨国并购成功经验能减弱制度距离对完成时间的正向影响。阎大颖(2012)<sup>[24]</sup>、李秀娥和卢进勇(2013)<sup>[7]</sup>等发现,成功的并购经验对中国企业海外并购的制度距离和完成时间关系具有促进作用。Muehlfeld 等(2012)<sup>[6]</sup>指出,陌生的制度环境或文化环境增加了风险,强化了收购方对并购经验的依赖和需求,刺激收购方通过有意识地主动学习发挥以往经历的积极作用。

第一,并购经验越多,企业越善于发挥制度距离的优势。经验丰富的收购者善于吸收和利用标的方的优势,弥补自身不足,例如技术行业收购者高效利用东道国的知识产权保护、研发环境、高质量专利等,快速提升自身研发竞争力;而充分挖掘发展中国家的资源、市场、劳动力等,而且多个成功并购会形成规模效应、学习效应。

第二,并购经验越多,企业越善于应对与克服制度距离产生的阻碍。在并购交易涉及最多的法律法规、投资环境、与政府打交道等是较为显性的、程序化的,可以通过并购经验提升效率,形成稳定的收购团队、外部合作关系、独特的知识等用于新的并购交易中。

第三,并购经验越多,跨文化应对能力越强。文化差异是高度复杂化、个性化和隐性的,有经验的收购者有较强的跨文化理解能力,懂得如何预防、化解各类文化差异的风险,建立沟通和信任,充

分挖掘其中丰富的内涵,提高成功率和效率;成功并购经验更能平衡谈判时间与达成交易之间的矛盾,掌控并购的整个进程,既避免过长的谈判时间降低并购成功率,又保证了解文化差异产生的风险。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2a</sub>:并购经验越多,制度距离对海外并购完成时间的加速作用越强。

H<sub>2b</sub>:并购经验越多,文化距离对海外并购完成时间的加速作用越强。

(2)国有企业。首先,当前国有企业存在一些自身的不足(例如行政干预、官僚化、管理低效、制度僵化、市场反应缓慢、决策和财务不透明、存在腐败风险等)。这些因素容易降低标的方的信任度,增加合作沟通中的摩擦,即使收购成功,整合过程的风险依旧很大,管理层离职率更高。国有企业规模也较大,涉及的交易程序和法律问题也更多,决策流程更长,需要更多专业人士,花费更多时间处理。相比之下,民营企业组织结构更为简洁灵活,决策与管理效率更高。Li等(2019)<sup>[25]</sup>指出中国国有企业财务不透明是海外并购失败的主要原因。当制度距离较大时,双方的异质性、信息不对称性增加对效率提出了更高要求。其次,国有企业受到国内严格的海外并购监管。我国对外投资可能被视为国有资产流失的主要形式,需要公司管理层、政府部门等多级审批。然后,国有企业受到当地政府监管。国有企业被视为带有国家意志,掠夺资源,威胁当地经济,因此国有企业在海外并购遭遇更为强烈的阻碍:受到当地政府的审查,引发当地社会的反对情绪,面临更多疑虑和质疑,有时甚至存在海外资产安全风险和亏损风险。Li等(2017)<sup>[8]</sup>也通过在美海外并购样本实证检验发现,国有企业从公告到并购完成的时间间隔更长,因为国有企业可能被视为其母国的代理人,进而在东道国产生国家安全等合法性的担忧(刘建丽,2018)<sup>[26]</sup>,增加了审查时间,该效应在监管严格的美国尤其显著,外来投资需通过对外投资监督委员会(CFIUS)、议会等机构审查。当制度距离越大,对国有企业的偏见和排斥感越大,从而增加了对国有企业海外并购的限制。

国有企业有固有的企业文化,当文化距离增加时,国有企业更难适应并快速调整以应对巨大的文化差异,国有企业往往有很强的自我服务导向,缺乏文化的包容性。而民营企业的文化则更为灵活、创新性强、具有市场导向,没有政府干预的束缚,更容易和对方文化融合,对方接受程度也更高。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3a</sub>:国有控股减弱了制度距离对海外并购的加速作用。

H<sub>3b</sub>:国有控股减弱了文化距离对海外并购的加速作用。

(3)海外上市。中国企业海外上市虽然便于融资和开展国际业务,但是也存在诸多约束,而这种约束随着上市公司海外并购复杂程度的增加而增加。从制度距离的角度看,第一,增加了正式监管流程。与非境外上市公司相比,海外资本市场对海外上市公司海外并购的正式监管要求随着制度环境差异的增加而显著增加,例如披露信息的及时、准确、全面等,财务状况透明、规范等,以保护投资者和股东,使交易过程变得谨慎,降低了风险,因此消耗时间更长。第二,增加了非正式监督。虽然境外上市提升了收购方的合法性,但是施加了更多非正式限制,例如利益相关者、非市场监督、社会责任等,随着制度差异的增加,相应的限制也增多。

从文化距离的角度看,第一,文化距离容易产生不确定性,例如影响收购后公司战略、人力资源等,增加了海外资本市场的监管要求,收购时间延长。第二,文化差异增加了境外上市监管过程中的尽职调查、沟通协调、信息流通、财务、法律等相关程序的复杂性,需投入更多资源和时间,增加了收购方的交易负担。因此,本文提出如下假设:

H<sub>4a</sub>:海外上市减弱了制度距离对海外并购的加速作用。

H<sub>4b</sub>:海外上市减弱了文化距离对海外并购的加速作用。

综上,本文的实证模型如图1所示。

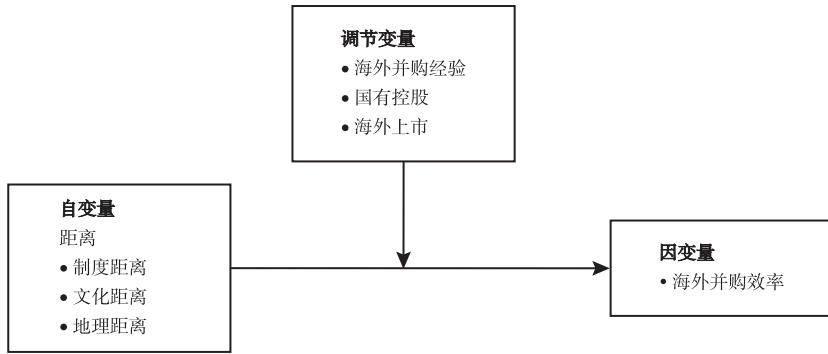


图1 距离与海外并购交易效率的实证模型

资料来源:本文绘制

### 三、研究方法

#### 1. 研究数据

本文采用二手数据研究法。样本来源于中国企业所开展的海外并购交易,总样本数为 8353 个,时间跨度为 1982—2019 年,其中有并购状态记录的样本 5831 个。本文样本选取收购方母公司为中国企业或收购方为中国企业,标的公司为中国大陆以外(包括中国香港、中国澳门、中国台湾等)国家或地区企业的海外并购交易。并购数据来自汤森路透并购数据库(Thomson One),该数据库较为完整和权威,被现有研究广泛采用。

#### 2. 模型选择

本文采用混合横截面数据模型的分析,并控制年份和行业产生的影响。模型设定如下:

$$Duration_{it} = \alpha_{it} + \sum \beta_i Control_{it} + \gamma_1 ID_{it} + \gamma_2 CD_{it} + \gamma_3 GD_{it} + \theta_1 ID_{it} \times Exp_{it} + \theta_2 CD_{it} \times Exp_{it} + \theta_3 ID_{it} \times SOE_{it} + \theta_4 CD_{it} \times SOE_{it} + \theta_5 ID_{it} \times Olst_{it} + \theta_6 CD_{it} \times Olst_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

#### 3. 变量衡量

(1)因变量。海外并购效率(*Duration*)。又称为海外并购完成时间、交易期限,是指从双方首次公开宣布交易到股权交割完成的并购公开交易阶段所花费的天数。本文将交易状态分为交易完成和失败两类,交易完成是指是指收购合约被执行或股权转让交割结束。交易失败定义为合约或收购意向书被终止、撤销、过期或其他原因失败,前者记为 1,后者为 0。

(2)自变量。制度距离(*Id*)。制度距离是指母国与东道国的正式制度差异。本文使用传统基金会的全球经济自由度指数作为稳健性检验,该指数时间跨度涵盖 1995—2018 年。采用 Kogut 和 Singh(1988)<sup>[27]</sup>研究中提出的公式进行计算。为了验证结果可靠性,本文采用世界银行发布的 Kaufmann 等(2007)<sup>[28]</sup>构建的世界治理指数进行稳健检验,该指数较为系统和权威,被广泛采用。

文化距离(*Cd*)。指母国与东道国的文化差异。使用霍夫斯泰德(Hofstede 等,2010)<sup>[29]</sup>的文化维度指数理论进行测量和检验,该指数包含六个维度。总指数采用 Kogut 和 Singh(1988)<sup>[27]</sup>提出的计算方法。使用 House 等(2004)<sup>[30]</sup>的 Globe 项目中的 9 个文化维度指数作为文化的替代变量进行稳健性检验,该指数包含社会实践的文化指数和感知的文化指数。

地理距离(*Gd*)。收购方所在城市与收购标的所在城市之间的球面距离。使用网络命令计算。

跨国并购经验(*Exp*)。收购方跨国并购成功的数量(Dikova 等,2010)<sup>[5]</sup>。

海外上市(*Olst*)。收购方或其母公司在海外上市记为 1,否则为 0。

国有企业(*Soe*)。收购方有政府参与为 1,其他为 0。

其他控制变量如表 1 所示。

表 1 变量列表

序号	控制变量	衡量	数据来源
1	经济发展( <i>gdp</i> )	采用人均 GDP 衡量并购国家的经济水平	世界银行
2	发达国家( <i>developed</i> )	人均 GDP 大于高收入水平为 1, 否则为 0	
3	双边贸易( <i>trade</i> )	中国与收购方国家的进出口总额	国家统计局
4	并购成败( <i>comp</i> )	并购成功为 1, 并购撤销或终止为 0	路透
5	股权比例( <i>sought</i> )	收购标的股份比例	
6	支付方式( <i>cash</i> )	只有现金为 1, 其他为 0	
7	交易规模( <i>value</i> )	收购标的总金额(单位百万美元)	
8	行业相关( <i>same</i> )	买方和买方行业相同(SIC 两位行业代码)	
9	买方上市地位( <i>apublic</i> )	买方上市为 1, 非上市为 0	
10	卖方上市地位( <i>tpublic</i> )	卖方上市为 1, 非上市为 0	
11	卖方国有控股( <i>tsoe</i> )	卖方投资人之一是政府为 1, 否则为 0	

资料来源: 本文整理

## 四、实证结果

### 1. 描述性统计和皮尔森相关性检验

我国企业海外并购交易成功率为 91% (交易成功即并购合约被执行或股权完成交割), 失败 504 件, 成功 5327 件。并购完成时间平均为 72.79 天, 最少为 0 天(0 天是指交易公开日当天即完成股权交割等法律手续), 最多为 3586 天。也就是说, 平均完成交易的时间为 2 个月左右, 短于 Dikova(2010)<sup>[5]</sup> 的 96.36 天、3 个月左右(全球新闻媒体出版行业), Li 等(2017)<sup>[8]</sup> 研究发现的 90 天、3 个月左右(在美海外收购), 与 Boeh(2011)<sup>[3]</sup> 年的 120 天、4 个月左右较为接近(包括全世界的海外并购)。制度距离平均为 3.38, 最小为 0, 最大为 7.19。文化距离平均为 2.08, 最小为 0.31, 最大为 4.62。地理距离平均为 6.81, 最大为 9.78, 最小为 -1.51。平均并购成功经验为 0.65, 最大值为 11, 最小值为 0, 说明大多数并购集中在少数企业, 我国海外并购数量的差距较大。国有企业占比为 21.44%。26.22% 的买方在海外上市。

平均股权比例为 65%, 绝对控股居多。平均交易规模为 1.82 亿美元, 最高为 418.4 亿美元。36% 的并购在同一行业中。单一现金支付比例平均为 40%。我国海外收购目标国的平均人均 GDP 为 3.78 万美元, 发达国家占 55%, 双边贸易总额均值为 1729.80 亿美元。

皮尔森相关系数矩阵相关性检验的目的是初步检查变量之间是否存在相互影响, 即变量相互作用的可能性, 不反映因果关系。通过相关性分析可初步判断假设是否合理, 以及变量之间是否存在多重共线性。

表 2 列示了相关系数矩阵。结果表明, 本文各变量之间相关性低于临界值 0.6, 因此不存在严重的多重共线性问题。制度距离、文化距离、地理距离等主要变量与并购完成时间之间存在显著的负相关关系, 与假设一致, 表明本文的模型和假设存在较高合理性, 具有进一步研究的意义。

表 2 皮尔森相关系数矩阵

变量	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.
1. 并购时间	1.00								
2. 交易完成	0.00	1.00							
3. 制度距离	0.08***	-0.01	1.00						
4. 文化距离	-0.09***	-0.01	-0.51***	1.00					

续表 2

变量	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.
5. 地理距离	-0.11***	-0.03*	-0.45***	0.47***	1.00				
6. 海外并购经验	-0.00	0.01	-0.09***	0.06***	0.05***	1.00			
7. 国有控股	0.08***	0.01	0.02	-0.02	-0.10***	0.10***	1.00		
8. 海外上市	0.00	-0.01	0.11***	-0.09***	-0.13***	0.14***	-0.05***	1.00	
9. 买方上市地位	0.12***	-0.08***	-0.02*	0.02*	0.08***	0.11***	-0.09***	0.46***	1.00
10. 卖方上市地位	0.17***	-0.13***	0.21***	-0.06***	-0.12***	0.02	0.05***	-0.07***	-0.11***
11. 买方国有控股	0.07***	-0.00	0.04**	-0.11***	-0.10***	0.03*	0.29***	0.05***	0.06***
12. 股权比例	-0.01	0.01	-0.10***	0.09***	0.05***	-0.07***	-0.07***	0.04***	0.04***
13. 交易规模	0.29***	-0.13***	-0.09***	0.07***	0.03*	0.19***	0.18***	0.01	-0.00
14. 现金支付	0.19***	-0.01	0.06***	-0.03**	-0.08***	-0.06***	-0.08***	-0.05***	-0.04***
15. 行业相关性	0.01	0.03*	-0.04***	0.04***	-0.02	0.05***	0.07***	0.07***	0.08***
16. 经济发展	0.03*	0.02	0.41***	0.24***	-0.04***	-0.09***	-0.11***	-0.01	-0.01
17. 发达国家	-0.01	-0.01	0.14***	0.34***	0.12***	-0.04***	-0.06***	-0.05***	-0.02
18. 双边贸易	0.04**	-0.02	0.39***	-0.15***	-0.19***	-0.06***	-0.10***	-0.00	-0.01
均值	2.39	0.91	3.38	2.08	6.91	0.65	0.21	0.26	0.28
标准差	2.34	0.28	2.30	1.57	3.24	1.75	0.41	0.44	0.45
样本数	5327	5831	7627	7971	8287	7842	8353	8353	8353
变量	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.
10. 卖方上市地位	1.00								
11. 买方国有控股	-0.05***	1.00							
12. 股权比例	-0.46***	-0.00	1.00						
13. 交易规模	0.07***	0.07***	0.14***	1.00					
14. 现金支付	0.13***	-0.05***	-0.11***	-0.04**	1.00				
15. 行业相关性	-0.08***	0.07***	0.06***	0.01	-0.01	1.00			
16. 经济发展	0.11***	-0.12***	0.05***	0.01	0.09***	-0.03**	1.00		
17. 发达国家	0.07***	-0.11***	0.02*	0.03	0.07***	-0.03**	0.59***	1.00	
18. 双边贸易	0.09***	-0.09***	-0.01	-0.02	0.11***	-0.02	0.52***	0.30***	1.00
均值	0.24	0.08	65.00	3.10	0.40	0.36	10.30	0.55	6.69
标准差	0.43	0.27	36.48	2.22	0.49	0.48	0.89	0.50	1.67
样本数	8353	8353	7630	5398	8353	8353	7755	7755	7809

注:变量经过1%缩尾、取对数等处理,控制异常值的影响;\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在1%,5%和10%水平上显著

资料来源:本文整理

## 2. 回归结果

(1)直接作用。制度距离对并购时间影响在所有模型中显著(如表3、表4所示),系数为负,在 $-0.214(p < 0.1) \sim -0.062(p < 0.01)$ 之间,不同模型中的影响系数、显著性因控制变量不同略有差异。也就是说,制度距离每增加1个单位,海外并购完成时间最多减少约0.214天。换言之,我国企业收购制度距离较大国家的标的时完成时间更短。

表 3 制度距离和海外并购效率的回归模型分析结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
	并购效率							
制度距离		-0.070* (0.054)	-0.062* (0.091)	-0.071* (0.052)	-0.087** (0.020)	-0.073** (0.046)	-0.095** (0.012)	-0.073** (0.045)
文化距离		-0.122*** (0.008)	-0.120*** (0.009)	-0.125*** (0.007)	-0.128*** (0.005)	-0.141*** (0.003)	-0.121*** (0.008)	-0.107** (0.023)
地理距离		-0.038*** (0.009)	-0.039*** (0.007)	-0.038*** (0.009)	-0.036** (0.014)	-0.039*** (0.006)	-0.034** (0.019)	-0.036** (0.013)
并购经验	-0.036 (0.206)	-0.002 (0.959)	0.049 (0.309)	-0.015 (0.763)	0.001 (0.984)	-0.004 (0.900)	-0.002 (0.942)	-0.001 (0.977)
国有控股	0.163 (0.168)	0.140 (0.244)	0.139 (0.248)	0.139 (0.248)	-0.218 (0.329)	-0.062 (0.720)	0.141 (0.242)	0.133 (0.269)
海外上市	-0.237** (0.035)	-0.322*** (0.005)	-0.321*** (0.005)	-0.322*** (0.005)	-0.320*** (0.006)	-0.317*** (0.006)	-0.766*** (0.000)	-0.181 (0.255)
买方上市地位	0.726*** (0.000)	0.815*** (0.000)	0.823*** (0.000)	0.816*** (0.000)	0.810*** (0.000)	0.824*** (0.000)	0.819*** (0.000)	0.824*** (0.000)
卖方上市地位	0.756*** (0.000)	0.776*** (0.000)	0.776*** (0.000)	0.776*** (0.000)	0.772*** (0.000)	0.782*** (0.000)	0.801*** (0.000)	0.791*** (0.000)
卖方国有控股	0.281* (0.092)	0.334* (0.052)	0.335* (0.051)	0.334* (0.052)	0.325* (0.059)	0.346** (0.044)	0.343** (0.045)	0.337** (0.050)
股权比例	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)
交易规模	0.248*** (0.000)	0.238*** (0.000)	0.237*** (0.000)	0.237*** (0.000)	0.240*** (0.000)	0.237*** (0.000)	0.238*** (0.000)	0.237*** (0.000)
现金支付	0.170* (0.057)	0.146 (0.104)	0.145 (0.108)	0.146 (0.104)	0.140 (0.120)	0.149* (0.098)	0.148* (0.099)	0.143 (0.113)
行业相关	-0.145 (0.152)	-0.165 (0.104)	-0.169* (0.097)	-0.165 (0.103)	-0.166 (0.103)	-0.163 (0.108)	-0.158 (0.119)	-0.159 (0.117)
经济发展	-0.059 (0.431)	0.047 (0.635)	0.054 (0.591)	0.048 (0.633)	0.030 (0.762)	0.044 (0.659)	0.038 (0.702)	0.048 (0.628)
发达国家	-0.197* (0.076)	-0.145 (0.220)	-0.142 (0.231)	-0.145 (0.221)	-0.125 (0.292)	-0.149 (0.207)	-0.131 (0.267)	-0.142 (0.231)
双边贸易	0.039 (0.256)	0.054 (0.188)	0.053 (0.193)	0.054 (0.186)	0.049 (0.227)	0.057 (0.165)	0.055 (0.179)	0.055 (0.176)
制度距离 × 并购经验			-0.014 (0.184)					
文化距离 × 并购经验				0.006 (0.737)				
制度距离 × 国有控股					0.087* (0.057)			



续表 3

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
	并购效率							
文化距离 × 国有控股						0.104 (0.106)		
制度距离 × 海外上市							0.109** (0.011)	
文化距离 × 海外上市								-0.079 (0.195)
常数项	0.382 (0.866)	-1.809 (0.403)	-1.937 (0.371)	-1.808 (0.404)	-1.514 (0.485)	-1.777 (0.412)	-1.910 (0.377)	-1.945 (0.369)
调整的拟合值	0.1575	0.1685	0.1687	0.1682	0.1694	0.1690	0.1704	0.1687
样本量	2943	2827	2827	2827	2827	2827	2827	2827

注:\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平上显著;括号中为标准误;已控制年份、行业虚拟变量

资料来源:本文整理

表 4 制度距离和海外并购效率的回归模型分析结果

变量	模型(9)	模型(10)	模型(11)	模型(12)	模型(13)	模型(14)
	并购效率					
制度距离	-0.098** (0.011)	-0.140*** (0.000)	-0.089** (0.021)	-0.131*** (0.001)	-0.214*** (0.001)	-0.050 (0.438)
文化距离	-0.170*** (0.001)	-0.185*** (0.000)	-0.123** (0.011)	-0.181*** (0.000)	-0.291*** (0.000)	-0.024 (0.838)
地理距离	-0.039*** (0.008)	-0.034** (0.019)	-0.035** (0.015)	-0.035** (0.016)	-0.014 (0.463)	-0.062** (0.012)
并购经验	0.088 (0.238)	-0.003 (0.912)	0.059 (0.428)	0.094 (0.209)	0.174 (0.253)	0.092 (0.457)
国有控股	-1.028*** (0.002)	-1.013*** (0.003)	0.142 (0.240)	-1.084*** (0.001)	-1.596** (0.021)	-0.767 (0.181)
海外上市	-0.305*** (0.008)	-0.966*** (0.005)	-0.871** (0.012)	-0.992*** (0.004)	-1.775** (0.011)	-0.298 (0.587)
买方上市地位	0.834*** (0.000)	0.824*** (0.000)	0.827*** (0.000)	0.835*** (0.000)	0.788*** (0.000)	0.867*** (0.000)
卖方上市地位	0.781*** (0.000)	0.802*** (0.000)	0.800*** (0.000)	0.803*** (0.000)	0.848*** (0.000)	0.803*** (0.000)
卖方国有控股	0.343** (0.045)	0.351** (0.041)	0.344** (0.045)	0.353** (0.040)	0.065 (0.811)	0.325 (0.183)
股权比例	0.008*** (0.000)	0.008*** (0.000)	0.008*** (0.000)	0.008*** (0.000)	0.011*** (0.000)	0.004* (0.098)
交易规模	0.240*** (0.000)	0.241*** (0.000)	0.238*** (0.000)	0.241*** (0.000)	0.206*** (0.000)	0.226*** (0.000)

续表 4

变量	模型(9)	模型(10)	模型(11)	模型(12)	模型(13)	模型(14)
	并购效率					
现金支付	0.137 (0.128)	0.144 (0.109)	0.147 (0.101)	0.141 (0.118)	0.095 (0.432)	0.153 (0.295)
行业相关	-0.166 (0.102)	-0.157 (0.122)	-0.163 (0.109)	-0.161 (0.112)	-0.193 (0.168)	-0.120 (0.466)
经济发展	0.014 (0.891)	-0.006 (0.949)	0.044 (0.660)	-0.000 (0.997)	0.592 (0.215)	-0.090 (0.505)
发达国家	-0.110 (0.352)	-0.099 (0.401)	-0.126 (0.286)	-0.091 (0.441)		
双边贸易	0.051 (0.215)	0.052 (0.202)	0.054 (0.188)	0.051 (0.215)	0.043 (0.453)	0.045 (0.588)
制度距离 × 并购经验	-0.020* (0.086)		-0.017 (0.141)	-0.022* (0.053)	-0.030 (0.176)	-0.020 (0.327)
文化距离 × 并购经验	-0.008 (0.640)		-0.001 (0.974)	-0.008 (0.678)	-0.020 (0.446)	-0.022 (0.571)
制度距离 × 国有控股	0.175*** (0.001)	0.174*** (0.001)		0.186*** (0.000)	0.246** (0.029)	0.150* (0.075)
文化距离 × 国有控股	0.231*** (0.002)	0.227*** (0.002)		0.238*** (0.002)	0.361*** (0.001)	0.209 (0.308)
制度距离 × 海外上市		0.138** (0.011)	0.125** (0.022)	0.145*** (0.008)	0.347*** (0.002)	-0.005 (0.953)
文化距离 × 海外上市		0.054 (0.485)	0.023 (0.767)	0.054 (0.490)	0.127 (0.276)	-0.080 (0.669)
常数项	-1.322 (0.542)	-1.182 (0.586)	-2.037 (0.347)	-1.345 (0.535)	-2.311 (0.683)	0.845 (0.748)
调整的拟合值	0.1724	0.1740	0.1702	0.1746	0.1822	0.1945
样本量	2827	2827	2827	2827	1674	1153

注：\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1% ,5% 和 10% 水平上显著;括号中为标准误;已控制年份、行业虚拟变量

资料来源:本文整理

文化距离。在所有模型中显著,系数为负,在  $-0.291(p < 0.01) \sim -0.107(p < 0.01)$  之间,不同模型中的影响系数、显著性因控制变量不同略有差异。文化距离每增加一个单位,海外并购时间最多减少 0.291 天。我国企业收购文化距离较大国家的标的时完成时间较短。

(2)调节作用。并购经验。并购成功经验的主效应在所有模型中不显著,系数大多为正。

国有控股。在模型(9)、模型(10)、模型(12)、模型(13)中显著,系数为负,在  $-1.596(p < 0.05) \sim -1.013(p < 0.01)$  之间。

海外上市。在除了模型(8)、模型(14)的所有模型中显著,系数为负,在  $-1.775(p < 0.05) \sim 0.237(p < 0.05)$  之间,海外上市最多能为海外并购减少 1.775 天。

制度距离和并购经验的交互项在模型(9)、模型(12)中显著(如表 3、表 4 所示),系数分别为

-0.020( $p < 0.01$ )、-0.022( $p < 0.01$ ),假设得到部分证实。当并购经验丰富时,制度距离对并购时间的压缩效应更为强烈。

文化距离和并购经验的交互项在多数模型中不显著,系数为正。假设未获证实。可能原因是当前的并购经验不足以应对复杂文化差异造成的交易阻碍。

制度距离和国有控股的交互项在所有模型中显著,系数为正,0.087( $p < 0.1$ )~0.246( $p < 0.05$ )。国有控股减弱了制度距离对并购时间的负向影响,使其更为平缓。

国有控股与文化距离的交互项在模型(9)、模型(10)、模型(12)、模型(13)等大多数模型中显著,系数为正,0.227( $p < 0.01$ )~0.361( $p < 0.01$ )。国有控股减弱了文化距离对并购时间的负向影响,使其更为平缓。

制度距离和海外上市的交互项在模型(7)、模型(9)、模型(10)、模型(11)、模型(12)中显著,系数为正,0.109( $p < 0.05$ )~3.47( $p < 0.01$ ),海外上市减弱了制度距离对并购时间的负向影响。

文化距离和海外上市的交互项在多数模型中不显著,系数多为正。可能原因是企业还不能充分运用海外上市优势减缓文化距离的阻碍。

(3)控制变量。地理距离。在所有模型中显著,系数为负,在-0.062( $p < 0.05$ )~-0.034( $p < 0.05$ )之间,不同模型中的影响系数、显著性因控制变量不同略有差异。地理距离每增加1个单位,并购完成时间最多减少约0.062天。我国公司收购地理距离较大国家的标的时完成时间更短。该结果与实际有些不符,可能与本文变量计算方法以收购方所在地为准有关,存在母公司通过海外设立子公司开展收购的情况,此时地理距离是海外子公司与标的距离,海外子公司作为跳板,能更为便利地应对规则、融资等环节,降低了收购难度,从而抵消了地理距离带来的不利影响。

买方上市地位。在所有模型中显著,系数为正。收购方的上市地位阻碍了并购完成。一方面,上市收购公司规模更大,需要进行大量的谈判、资金筹措等工作;另一方面,涉及上市公司收购的审批程序更为复杂。

卖方上市地位。在所有模型中显著,系数为正。上市公司拥有更为规范的管理,知名度也更高,规模和盈利水平高于其他公司,然而也面临着更为严格的监管,包括来自股东、监管部门等。

卖方国有控股。在除了模型(13)、模型(14)的大多数模型中显著,系数为正,在0.281( $p < 0.1$ )~0.353( $p < 0.05$ )之间,表明国有控股确实对海外并购完成存在阻碍作用,也就是说,作为外国公司收购当地的国有企业,将面临更多审查,从而增加了并购时间。

股权比例。在所有模型中显著,在0.007( $p < 0.01$ )~0.011( $p < 0.01$ )之间,股权比例越高,并购完成时间越长。

交易规模。在所有模型中显著,在0.206( $p < 0.01$ )~0.248( $p < 0.01$ )之间,交易规模越大,越需要花费更多时间协调与谈判。

现金支付。在模型(1)、模型(6)、模型(7)中显著,系数为0.17、0.149、0.148( $p < 0.01$ ),现金支付增加了并购时间,可能原因是提高了收购方的融资难度。

行业相关性。在模型(3)中显著,在大多数模型中不显著,系数为负,表明相关收购双方行业一致有利于交易达成,跨行业收购增加了成本。

经济发展。东道国经济发展程度在大多数模型中不显著。与现有研究和实际不符(贾宪军和胡海峰,2018)<sup>[31]</sup>,可能原因是,虽然经济发展程度存在差异,但涉及并购交易企业受经济发展程度影响较小。

发达国家。在模型(1)中显著,系数为-0.197( $p < 0.1$ ),在大多数模型中不显著,但系数均为负,发达国家的收购效率更高。

双边贸易。双边贸易在多数模型中不显著。可能原因是,尽管双边贸易反映了两国经济关系,

然而海外并购与进出口活动之间仍然存在一定差异,海外并购对国家环境的要求更高。

(4)分组检验。进一步地,本文把标的所在国分为发达国家与不发达国家两组进行回归,并比较两者的差异。在表4中,发达国家的制度距离、文化距离显著,且系数更大,而不发达国家则不显著,地理距离则相反,在不发达国家显著为负,在发达国家显著,表明中国企业在发达国家收购的效率更高,而在不发达国家收购时地理距离对并购效率具有促进作用。国有控股、海外上市对发达国家并购有显著促进作用,对不发达国家则不显著,且系数更大。可能原因是,发达国家规范的审批制度和开放的金融制度,能充分发挥两者优势,而合理规避了两者的劣势。买方上市地位影响在发达国家略小于不发达国家,而卖方上市地位影响在发达国家略大于不发达国家。也就是说,不发达国家企业比发达国家企业更为信任中国的上市公司,相反中国收购企业更信任和青睐发达国家的上市企业,因为其更高的评价标准。发达国家股权比例比不发达国家股权比例的影响系数略高,因为股权比例越高,涉及的法律问题也更复杂。不发达国家的企业规模比发达国家的企业规模影响略高,相比发达国家,不发达国家收购的手续更复杂,透明度更低,需要花费更多时间处理相关程序,例如审批流程。国有控股阻碍了制度距离对并购时间的压缩作用,而这种阻碍效果在发达国家高于不发达国家,原因在于发达国家更欢迎民营企业的收购,而对于国有企业则有较高的警觉性。国有控股可能在东道国产生合法性挑战,这种挑战表现为公众、利益相关团体、监管机构等的反对,而发达国家涉及的标准更高,例如社会责任、环境保护、经济贡献、国家安全等,竞争意识更强更敏锐,国有企业在更多方面面临更强挑战。所以导致收购程序的延长。同样在发达国家,国有控股对文化距离对并购促进的阻碍、海外上市对并购促进的阻碍都更为强烈。

### 3. 稳健性检验

本文采用世界治理指数(WGI)作为制度距离的替代变量进行稳健性验证,结果如表5所示。其中制度距离、文化距离在模型(1)~模型(5)中显著,系数为负,假设得到验证。海外并购经验与制度距离、文化距离的交互项在稳健性检验中不显著。国有控股与制度距离、文化距离交互项在多数模型中显著,系数为正,假设得到验证。海外上市与制度距离交互项在模型(5)中显著,假设得到部分验证。

表5 稳健性检验

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	并购效率					
制度距离(WGI)	-0.162** (0.032)	-0.200*** (0.009)	-0.134* (0.074)	-0.182** (0.018)	-0.446** (0.011)	-0.168 (0.154)
文化距离 (HOFSTEDE)	-0.111*** (0.005)	-0.099** (0.018)	-0.071* (0.078)	-0.101** (0.017)	-0.110* (0.051)	-0.032 (0.772)
地理距离	-0.032** (0.037)	-0.031** (0.047)	-0.028* (0.065)	-0.030** (0.048)	-0.013 (0.546)	-0.058** (0.023)
并购经验	0.062 (0.376)	0.012 (0.725)	0.047 (0.502)	0.064 (0.359)	0.165 (0.231)	0.033 (0.757)
国有控股	-0.759** (0.021)	-0.717** (0.029)	0.095 (0.464)	-0.782** (0.018)	-1.296 (0.170)	-0.878 (0.124)
海外上市	-0.345*** (0.005)	-0.568* (0.099)	-0.510 (0.140)	-0.613* (0.077)	-1.434* (0.086)	-0.517 (0.328)
买方上市地位	0.875*** (0.000)	0.880*** (0.000)	0.870*** (0.000)	0.883*** (0.000)	0.795*** (0.000)	0.905*** (0.000)

续表 5

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	并购效率					
卖方上市地位	0.803*** (0.000)	0.817*** (0.000)	0.814*** (0.000)	0.817*** (0.000)	0.876*** (0.000)	0.816*** (0.000)
卖方国有控股	0.387** (0.032)	0.388** (0.032)	0.365** (0.044)	0.395** (0.029)	0.044 (0.882)	0.322 (0.207)
股权比例	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.007*** (0.000)	0.010*** (0.000)	0.004 (0.115)
交易规模	0.239*** (0.000)	0.240*** (0.000)	0.238*** (0.000)	0.239*** (0.000)	0.211*** (0.000)	0.222*** (0.000)
现金支付	0.122 (0.198)	0.128 (0.177)	0.118 (0.213)	0.121 (0.200)	0.028 (0.827)	0.149 (0.331)
行业相关	-0.225** (0.037)	-0.219** (0.043)	-0.231** (0.033)	-0.223** (0.040)	-0.293* (0.055)	-0.144 (0.405)
经济发展	0.119 (0.380)	0.119 (0.380)	0.127 (0.350)	0.107 (0.429)	0.260 (0.598)	-0.003 (0.987)
发达国家	-0.119 (0.355)	-0.104 (0.421)	-0.121 (0.346)	-0.104 (0.421)		
双边贸易	0.039 (0.382)	0.040 (0.371)	0.046 (0.301)	0.041 (0.356)	-0.060 (0.494)	0.087 (0.320)
制度距离×并购经验	-0.021 (0.138)		-0.019 (0.175)	-0.022 (0.108)	-0.025 (0.414)	-0.021 (0.329)
文化距离×并购经验	0.008 (0.687)		0.012 (0.559)	0.010 (0.624)	-0.015 (0.638)	0.008 (0.822)
制度距离×国有控股	0.169** (0.043)	0.156* (0.060)		0.177** (0.034)	0.212 (0.417)	0.287** (0.037)
文化距离×国有控股	0.122* (0.084)	0.126* (0.074)		0.118* (0.097)	0.234* (0.053)	0.161 (0.368)
制度距离×海外上市		0.085 (0.331)	0.076 (0.389)	0.100 (0.258)	0.399* (0.070)	0.023 (0.858)
文化距离×海外上市		-0.045 (0.489)	-0.066 (0.315)	-0.050 (0.452)	-0.155 (0.108)	0.046 (0.754)
常数项	-2.624 (0.254)	-2.527 (0.275)	-2.803 (0.226)	-2.451 (0.290)	1.277 (0.831)	-2.735 (0.334)
调整的拟合值	0.1738	0.1735	0.1708	0.1737	0.1845	0.1884
样本量	2520	2520	2520	2520	1470	1050

注:\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1% ,5% 和 10% 水平上显著;括号中为标准误;已控制年份、行业虚拟变量

资料来源:本文整理

#### 4. 结果讨论

(1) 研究假设。假设  $H_{1a}$  得到证实。制度距离缩短了交易时间,说明企业获取异质性技术、市场

等收益大于正式制度差异产生的风险和成本,该结果与 Dikova 等(2010)<sup>[5]</sup>、李秀娥和卢进勇(2013)<sup>[7]</sup>的发现相反,可能原因是:1)新兴市场企业的特殊性。新兴市场企业有很强的动机向制度距离较大的国家并购(发达国家或不发达国家),以获取战略性资源、环境等,来弥补母国的制度和市场限制(Luo 和 Tung,2007)<sup>[15]</sup>等,因此并购时目标较为明确,资金充裕,减少了谈判复杂性和交易难度,获取收益大于不确定性的成本。2)样本行业不同。本文涵盖所有行业,并不是所有行业都对制度距离敏感,例如一些中低端制造业、批发零售业、金融业等,被收购方更关注资金、技术、合作、管理等急需资源,从而降低条件与要求,促进交易达成。相反,那些高技术行业、新闻行业等的并购可能受到制度距离的制约。3)样本的时间跨度更广,数据更新,避免了样本量不足的偏差。Zhang 等(2011)<sup>[32]</sup>的研究也发现了正式制度差异的促进作用。

假设 H<sub>10</sub>得到证实。现有研究普遍认为文化差异(李捷瑜和朱惊萍,2018)<sup>[33]</sup>阻碍了交易,但本文发现文化距离缩短了交易时间。与制度距离不同,文化的影响在交易方方面面无处不在,有些是最基本的环节,例如沟通、企业文化等,而且是潜移默化、根深蒂固,难以察觉与改变,然而文化多样性却给标的带来独特的能力和异质性(人力资源、组织文化、市场等),产生互补效应,带来潜在巨大的创新和价值创造机会,因此收购方愿意做出让步以交换交易达成。

假设 H<sub>2a</sub>得到证实。成功并购经验中应对制度差异的知识有助于促进后续并购,进一步缩短并购时间。制度差异产生的障碍是显性的,便于组织利用内外部资源予以解决。现有研究也发现成功并购经验能减小制度差异对并购完成的不利影响

假设 H<sub>2b</sub>未得到证实。可能原因有:第一,文化距离的影响较为稳定且深远,常常是隐性的,因此,并购经验的调节影响较为有限,而且文化本质性导致某些问题的难以调和性,例如价值观,因此,并购经验只能融合和缓解其影响,不能改变和解决基本问题。第二,并购经验只能反映组织国际化经验和组织知识的一部分,对文化距离的影响存在局限。

假设 H<sub>3a</sub>得到证实。虽然国有控股存在所有权优势,但是国有控股阻碍了制度距离对并购时间的促进作用。制度距离越大,国有企业可能会面临合法性阻碍,遭遇到更多审查等。

假设 H<sub>3b</sub>得到证实。国有控股也减弱了文化距离对并购时间的促进作用。在文化差异存在的环境中,国有企业比民营企业面临更多的问题,例如合法性、审查等。

假设 H<sub>4a</sub>得到证实。海外上市通过规范的监管规则影响海外并购过程,从而延缓了交易时间。

假设 H<sub>4b</sub>未得到证实。可能原因是海外上市虽然是一种制度保证,但是文化差异影响更为广泛,涉及一些基本层面的影响仍然难以有效避免等。

(2)控制变量。国有控股。部分模型显示国有控股显著缩短了海外并购时间,国有控股仍然存在一定优势,可能促进海外并购效率。可能原因是:第一,国有企业海外并购主要集中于资源、金融、电力、制造、基础设施建设等行业,在相应补贴和政策支持下国有企业具有较大竞争力,能快速完成,例如“一带一路”政策支持下,基础设施、核电、装备制造等优势国有企业能快速地开展经营活动。第二,国有控股能在擅长领域快速完成收购,而在某些领域遭遇合法性挑战而延长并购时间或并购失败只是个别案例,即使在美国、欧洲等国家和地区面临外国投资审查,也能通过各种方式应对,比民营企业更具有抗风险能力。

海外上市。海外上市的公司具有较高的公司治理水平,海外上市制度通常会增加对上市公司的约束从而提高财务可靠性,因而降低交易公开阶段的风险,尤其是缩小在公开阶段可能遭遇竞争的缺点。Li 等(2019)<sup>[25]</sup>发现海外上市提高国有企业透明度,从而提高并购成功率。海外上市是企业国际化经营中的重要环节,有些企业为了开展海外并购和经营活动,也会选择先在海外资本市场上市。海外上市有以下优势:第一,海外上市提升了收购方的公司治理水平。海外上市增加了财务透明程度,提升了监管标准和监督机制,提高违法成本,也通过信号机制提高了企业的可信度。第二,海外上市提升了企业国际化经营效率。企业通过海外上市配合其他海外生产运营环节获得

协同效应。第三,海外上市提升了合法性。如果收购方在标的国家或附近国家或知名资本市场上,则对当地企业更具吸引力,同时又增强了国际地位。第四,海外上市提高了融资效率。海外上市不仅扩大了融资范围和规模,也降低了融资成本,从而有利于为海外并购提供资金(阎海峰等,2019)<sup>[34]</sup>。第五,海外上市为海外并购提供了换股等优势,例如阿里巴巴选择在美国海外上市的原因之一是能利用其股票收购美国和其他国家公司或利于拓展北美市场。

地理距离。结果显示地理距离促进了海外并购。然而随着交通技术、信息技术的发展,地理距离已不再成为制约海外并购的因素,相反,距离越远越可能给买方带来利益,例如印度为美国公司提供信息外包服务,通过12小时时差,以较低的劳动力成本实现24小时高效工作。地理距离带来的优势还有资源禀赋的多样性、互补性,例如中东地区盛产石油、南美铜矿资源丰富、澳大利亚铁矿品质更佳、非洲的资源等,这种资源的互补效应、巨大的规模效应,弥补了地理距离的成本影响(张蕴萍等,2018)<sup>[35]</sup>。

股权比例、交易规模。股权比例越高、交易规模越大,涉及法律问题也越多,交易审查的范围也越大,交易支出也越高;大规模交易涉及大量决策,降低了组织决策效率。

卖方上市地位、卖方国有控股。卖方上市地位、国有控股增加了交易难度,因为卖方的规模、重要性等因素,首先增加了公司内部的决策流程;其次,东道国政府对此类交易控制严格;最后,收购方需要为这类交易支付更多资金、开展更多工作,导致交易时间延长。

## 五、总结与展望

### 1. 本文主要结论

(1)制度距离、文化距离、地理距离可能缩短海外并购的完成时间。因为根据制度多样性和比较制度理论,制度距离提供了双方优势互补的机会,收益大于成本,完成收购意愿强烈,双方也有足够的能力克服交易的障碍,例如运用第三方法律服务、发达的通讯和交通技术等。文化距离越大潜在互补效应越明显,文化多样性为双方企业提供挖掘异质性知识,激发创新灵感的机会,例如构建多元化的团队、市场、组织文化等。地理距离为国际商务活动提供了更多的互利收益而非成本,地理距离越远,资源禀赋差异越大,对外直接投资创造的价值越多;同时时差也可能带来分工上的协同互补,而地理距离产生的旅行、通讯等成本,随着现代交通运输、电信等技术的进步被弥补了。

(2)并购经验对制度距离和海外并购时间的影响具有促进作用。并购经验有助于提高程序化决策的效率,简化制度差异产生的流程化的事务,例如应对各类法律问题、监管部门打交道,理解文化等隐性知识。并购经验也提升了知识吸收能力,促进经验积累,技术的转化。经验越多也越倾向开展并购交易。国有控股对制度距离、文化距离和海外并购时间的促进关系具有削弱作用。国有控股企业容易被视为国家利益的代言人引起东道国企业和社会的敌意和排斥,国有控股本身的官僚文化、低效等因素产生阻碍,制度差异大这种排斥和阻碍也越强。海外上市对制度距离和海外并购时间的促进关系具有削弱作用,并购经验、海外上市对文化距离和海外并购时间关系的影响不显著。当制度差异增加时,为了保证股东利益,也增加了海外上市资本市场的监督和审查程序,其影响效果还取决于收购方地点和海外上市地点是否一致。

(3)距离对海外并购效率的影响以及调节变量对两者关系的作用在发达国家和不发达国家存在显著差异。发达国家制度距离、文化距离,不发达国家的地理距离等,都对并购完成的促进作用显著。在发达国家收购时,正式制度较为清晰透明,文化之中的隐性知识较少,在良好制度环境下,企业的质量更高、异质性更丰富,降低收购程序的难度,增加收购方的收购意愿,在不发达国家制度差异的吸引力不强。对于一些不发达国家,地理距离反而成为他们的优势,例如非洲、南美的自然资源等,而在发

达国家不会产生太大影响。收购发达国家企业时,国有控股、海外上市对制度距离、文化距离和并购时间的负向影响具有正向调节作用,而这些影响在不发达国家中不显著。收购发达国家企业时,我国国有企业面临更多、更严格审查,也更有可能被认为威胁东道国国家安全和经济,对其缺点也更挑剔。收购发达国家企业被认为增加了中国企业的经营风险,因此,海外监管机构更可能增加监管流程,与发达国家资本市场对接,发达国家以严格的正式和非正式监管著称。收购不发达国家企业时,不发达国家较少可能对中国国有企业产生排斥,而且海外上市也会有利于获取标的方信任。

## 2. 理论贡献

(1) 本文着重研究了海外并购完成时间,关注了海外并购公开交易阶段的影响因素。现有研究主要关注海外并购成败,而对并购完成时间关注较少,但其却是衡量海外并购风险和成本的重要指标。本文研究了海外并购完成时间的主要影响因素和机制。

(2) 本文在理论和实证上研究了制度距离、并购经验、国有控股、海外上市对海外并购完成时间的影响。本文构建理论模型,运用实证方法检验了各因素的影响。本文发现制度距离、文化距离、地理距离皆可能促进企业海外并购的达成,虽然这些距离可能造成很大的不确定性,但是仍然存在多样性激励等积极影响。本文发现国有控股对制度距离、文化距离和并购效率关系具有显著的阻碍作用,并从合法性的理论视角进行了解释,丰富了现有文献。

## 3. 管理启示

首先,我国公司海外收购标的选择时,应优先考虑制度距离、文化距离、地理距离等较大的标的,完成时间较短。其次,学习成功的海外并购经验有利于后续并购达成,失败的并购经验对组织信心具有较大负面影响,不利于后续收购。再次,虽然国有控股优势可能提高并购效率,但需要注意防范国有企业在较大制度距离国家时面临的合法性风险;虽然海外上市可能促进并购达成,但是在制度差异较大情况下,将面临更为规范的监管。最后,收购方为上市公司;收购上市公司、国有企业;交易比例和规模等会提高海外并购难度。

## 4. 研究局限和未研究方向

(1) 对现有变量进行进一步细分,进一步检验。正式距离采用其他指标或计算公式,例如世界竞争力报告、全球价值观指数、马氏距离、政治关系等。文化距离采用宗教、语言等。地理距离采用时区差异或更准确的地址获取经纬度计算。在并购经验方面,并购经验分为成功、失败、跨行业、敏感行业。进一步检验国有企业持股比例对完成时间的影响等。

(2) 从不同理论视角进行分析。采用不同理论分析制度距离对海外并购效率的影响机制。采用案例研究法等进行深入分析。

(3) 运用更大的样本检验假设。包括全球并购交易、全球特定行业交易等。运用大样本特点,检验变量的非线性影响关系。

## 参考文献

- [1] Drucker, P. F. *The Effective Executive* [M]. New York: Harper & Row Publishers, 1967.
- [2] Officer, M. S. Termination Fees in Mergers and Acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69, (3): 431 - 467.
- [3] Boeh, K. K. Contracting Costs and Information Asymmetry Reduction in Cross-Border M&A [J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48, (3): 568 - 590.
- [4] Boone, A. L., and J. H. Mulherin. How Are Firms Sold? [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62, (2): 847 - 875.
- [5] 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.
- [6] Muehlfeld, K., P. R. Sahib, and A. V. Witteloostuijn. A Contextual Theory of Organizational Learning from Failures and Successes:



- A Study of Acquisition Completion in the Global Newspaper Industry, 1981 – 2008[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33, (8) :938 – 964.
- [7] 李秀娥, 卢进勇. 中国企业跨境并购效率影响因素实证研究: 基于制度视角[J]. 上海: 世界经济研究, 2013, (5) :67 – 73, 89.
- [8] Li, J., J. Xia, and Z. Y. 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.
- [9] North, D. C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*[M]. Cambridge University Press, 1990.
- [10] Peng, M. W. Institutional Transitions and Strategic Choices[J]. *The Academy of Management Review*, 2003, 28, (2) :275 – 96.
- [11] 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.
- [12] 陈岩, 翟瑞瑞, 郭牛森. 基于多元距离视角的中国对外直接投资决定因素研究[J]. 北京: 系统工程理论与实践, 2014, (11) :2760 – 2771.
- [13] 杨嫒, 邓涛涛. 市场距离、市场规模与中国企业对外直接投资的市场进入次序[J]. 北京: 经济管理, 2017, (9) :20 – 34.
- [14] Granovetter, M. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness[J]. *American Journal of Sociology*, 1985, 91, (3) :481 – 510.
- [15] Luo, Y., and R. L. Tung. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective [J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38, (4) :481 – 498.
- [16] Hall, P. A., and D. Soskice. Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage [M]. Oxford University Press, 2001.
- [17] 袁其刚, 郜晨. 中东欧国家投资的政治风险研究[J]. 济南: 经济与管理评论, 2019, (5) :149 – 161.
- [18] Scott, W. R. *Institutions and Organizations*[M]. London: SAGE Publications, 1995.
- [19] Peng, M. W., and P. S. Heath. The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Institutions, Organizations, and Strategic Choice[J]. *Academy of Management Review*, 1996, 21, (2) :492 – 528.
- [20] Xu, D., and O. Shenkar. Institutional Distance and the Multinational Enterprise[J]. *Academy of Management Review*, 2002, 27, (4) :608 – 618.
- [21] Morosini, P., S. Scott, and H. Singh. National Cultural Distance and Cross-border Acquisition Performance [J]. *Journal of International Business Studies*, 1998, 29, (1) :137 – 158.
- [22] Chakrabarti, R., S. Gupta-Mukherjee, and N. Jayaraman. Mars-Venus Marriages: Culture and Cross-Border M&A [J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40, (2) :216 – 236.
- [23] 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.
- [24] 阎大颖. 制度距离、国际经验与中国企业海外并购的成败问题研究[J]. 天津: 南开经济研究, 2012, (5) :75 – 97.
- [25] 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.
- [26] 刘建丽. 国有企业国际化 40 年: 发展历程及其制度逻辑[J]. 北京: 经济与管理研究, 2018, (10) :13 – 30.
- [27] Kogut, B., and H. Singh. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode [J]. *Journal of International Business Studies*, 1988, 19, (3) :411 – 432.
- [28] Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi. Governance Matters Vi: Aggregate and Individual Governance Indicators [R]. World Bank Policy Research Working Paper, 2007.
- [29] Hofstede, G., G. J. Hofstede, and M. Minkov. *Cultures and Organizations: Software of the Mind*, Third Edition [M]. McGraw Hill Professional, 2010.
- [30] House, R. J., P. J. Hanges, M. Javidan, et al. *Culture, Leadership, and Organizations: The Globe Study of 62 Societies* [M]. Sage Publications, 2004.
- [31] 贾宪军, 胡海峰. 宏观经济因素对中国企业海外并购意愿影响的实证分析[J]. 济南: 经济与管理评论, 2018, (06) :73 – 85.
- [32] 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.
- [33] 李捷瑜, 朱惊萍. 文化整合成本对跨国并购及其持股方式的影响——基于人力资本差异的角度[J]. 新乡: 河南师范大学学报: 哲学社会科学版, 2018, (1) :46 – 54
- [34] 阎海峰, 周海波, 李桐. 我国企业海外上市对跨国并购的影响研究[J]. 湘潭大学学报(哲学社会科学版), 2019, (2) :87 – 93.
- [35] 张蕴萍, 杨友才, 牛欢. 山东省金融效率、溢出效应与外商直接投资基于空间动态面板 Durbin 模型的研究[J]. 北京: 管理评论, 2018, (12) :32 – 41.

# A Study on Institutional Distance and Duration of Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Firms

LIU Xie, MENG Yong

(School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai, 201620, China)

**Abstract:** This paper studied how institutional distance, acquisition experience, state-holding and oversea listing affects the Cross-Border M&A (CBMA) duration of Chinese firms. We test our hypothesis using data of 8353 CBMAs made by Chinese firms from 1982 – 2019. We found that: (1) institutional distance, cultural distance may shorten acquisition duration. (2) M&A experience enhance the promotion effect of institutional distance and duration. State-holding weaken the promotion effect of institutional distance, cultural distance and duration, overseas listing also weaken promotion effect of institutional distance and duration. Moderating effect of M&A experience and oversea listing on cultural distance and duration are not significant.

The results show that (1) the diversity and heterogeneity advantages of institutional distance, cultural distance promote the efficiency of deal completion. According to institutional diversity and comparative institutional theory, institutional distance provides mutual advantageous complementation for both parties. The benefits of institutional difference outweigh the costs, and both parties are more eager to reach a deal. Both parties are capable to reduce liability of distance during transaction, such as by using financial and legal services, and advanced communication and transportation technologies.

(2) acquisition experience can enhance the ability to deal with formal institutional differences and exploit the value of diversity. More specifically, the M&A experience improve the efficiency of procedural decision-making, and better cope with the procedural issues generated by institutional differences, such as various legal matters, deal with local regulatory departments, understanding implicit knowledge of culture and so on. M&A experience also enhances the knowledge absorption ability, the experience accumulation and application, as well as technology transformation across institutional barriers. State-holding faces the challenge of legitimacy when institutional and cultural distance exists. State-owned enterprises are easier to be regarded as the agency of national interests, which causes more hostility and exclusion of enterprises and societies in large distance host country. The bureaucratic culture and low efficiency of state-owned enterprises are also more significant weakness to targets in large institutional distance countries. Overseas listing is more regulated to prevent and reduce risk, prolong duration. When the institutional differences increase, in order to protect shareholders' interest, the supervision and administration of the overseas capital market are also increased. The effectiveness also depends on whether the location of target is consistent with that of overseas listing.

(3) Above effects have significant differences between developed and undeveloped countries. The institutional and cultural distance of developed countries, and the geographical distance of underdeveloped countries are significantly promoting the duration compare to the opposite countries. In developed countries, the formal institutions are more transparent, and is less implicit in culture which reduces the acquisition difficulties. In a higher quality institutional environment, the heterogeneity of enterprises is higher, which increases the acquisition willingness. In underdeveloped countries, the institutional difference is lack of attractiveness. For undeveloped countries, geographical distance becomes their advantage instead compare to developed countries, such as natural resources in Africa and South America.

When acquiring enterprises in developed countries, state-owned holding and overseas listing have positive moderating effects on institutional distance, cultural distance and duration, while these effects are not significant in undeveloped countries. In more developed countries, China's state-owned enterprises are more likely to be seen as a threat to the national and economy security, and are more selective about their shortcomings. To buy companies in developed countries is believed to increase the risks of shareholders which arise regulatory by overseas capital markets, because the developed country is famous for its strict formal and informal regulation. Less developed countries are less likely to reject Chinese state-owned enterprises due to the benefits, and overseas listing can also help acquirer to gain the trust of the target party.

This research enlarged the theoretical and empirical research on institutional distance, Cross-border M&A duration and so on. Implication for practice are also provided. At last, limitation and future research are concluded.

**Key Words:** institutional distance; acquisition experience; state-holding; overseas listing; duration

**JEL Classification:** O53

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2019.12.002

(责任编辑:刘建丽)