

# 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

吴先明

(武汉大学经济与管理学院,湖北 武汉 430072)

**内容提要:**中国企业的海外并购如何进行股权决策? 现有的文献对这一重要问题还缺乏足够的研究。本文从探索/利用的视角,从企业特定优势和国际化动因两个方面探索中国企业海外并购的股权决策机制,同时考察了国有股权的调节效应。本文选取2002—2013年中国上市公司的165个海外并购事件进行实证检验,结果发现,以利用企业既有优势为特征的海外并购倾向于持有更高的股权比例,而以获取目标企业互补性资产来弥补自身劣势为特征的海外并购倾向于采取分享股权的方式。国有股权对企业上述的股权偏好表现出方向一致的调节作用,但涉及到获取东道国的重要自然资源和创新资源时,其调节效应并不明显。

**关键词:**海外并购;股权选择;企业特定优势;国际化动因;国有股权

**中图分类号:**F425 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)12—0041—17

### 一、引言

海外并购的股权选择是企业跨国经营中的重大问题,因为股权程度意味着相应的资源承诺、风险、回报和控制水平。学术界对于这一问题的讨论,主要的视角是交易成本理论(Coase, 1937; Williamson, 1975, 1985)和OLI(Ownership Location Internalization)范式(Dunning, 1988, 1995)。按照交易成本理论的观点,拥有无形资源(如技术或品牌)的跨国企业,应该通过独资而不是合资的方式进入海外市场。因为独资方式可以确保对这些资产的战略和运营控制,而合资方式则由于存在合作伙伴“搭便车”或其他机会主义行为的风险,不利于保护企业的隐性知识或专有无形资产(Anderson & Gatignon, 1986; Hennart, 1982, 1988)。这种观点比较适合解释发达国家企业的海外并购行为,而对于相对缺乏技术优势的中国企业的海外并购则存在解释力不足的问题。

中国企业的海外并购是在自身的技术创新能力不足的情况下展开的。这种类型的海外并购既包括利用自身局部的竞争优势,又包括寻求海外战略资产以弥补其竞争劣势。相对而言,寻求海外战略资产的色彩表现得更为浓厚(Deng, 2007; Knoerich, 2010; 刘青等, 2017)。这一特点必然会对其海外并购的股权选择产生影响。不仅如此,中国企业的海外并购还有一个重要特点,那就是许多海外并购是由国有企业完成的。国有股权代表了政府对企业的参与程度,这种参与既会影响企业的决策,也会引起东道国的担忧,进而对海外并购的股权选择构成影响。但这一问题在现有的文献中尚未进行深入地研究(Cantwell等, 2010; Cui & Jiang, 2012; Liang等, 2015; Gaffney等, 2016)。除此之外,现有的文献对海外并购中股权选择的研究大都采

收稿日期:2017-06-19

\* 基金项目:国家社会科学基金重点项目“创造性资产寻求型跨国并购的主要影响因素和运作推进机制研究”(12AZD034);中央高校科研业务费专项基金武汉大学自主科研项目(人文社会科学)“跨国企业研究中心建设”(413000081);教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“战略性新兴产业国际化发展战略研究”(14JZD017)。

作者简介:(1964-),男,湖北黄冈人,教授,经济学博士,研究领域是国际企业管理、企业战略管理, E-mail: wuxianming2012@whu.edu.cn。

取二分变量的方法,即用1代表独资,用0代表合资,很少采用企业的实际持股比例进行研究(Barkema & Vermeulen,1998;Delios & Henisz,2000;Mani等,2007)。采取虚拟变量的方法存在明显的局限性,因为企业的实际股权选择不是二分变量而是连续变量,仅用0代表合资可能会忽略不同程度股权选择的丰富内涵。针对现有研究的不足,本文将以中国企业海外并购的实际数据为样本,运用March(1991)的探索/利用范式,从企业特定优势和国际化动因两个方面分析中国企业海外并购的股权选择机制,同时,考察国有股权的调节作用。这一研究不仅可以深化人们对于中国企业海外并购行为的理解,弥补现有文献的不足,而且可以为中国企业海外并购实践提供决策参考。

## 二、理论背景与研究假设

### 1. 资产利用与资产探索

利用已有的资产和探索新资产是企业海外投资的两个主要驱动力量(Tseng,2007;Anand & Delios,1997)。如何有效地利用企业的特定优势以及如何有效地挖掘东道国的当地资产成为企业海外投资所有权决策的两个关键方面(Chen & Hennart,2002;Makino等,2002)。按照March(1991)的探索/利用范式,企业的探索或利用导向取决于企业的内部组织特征、战略导向和外部环境。这里所说的利用是有效地利用现有的资产和能力,它对于企业的短期生存是必要的;而探索则是指新能力的开发,它对于企业的长期生存至关重要。利用和探索作为企业学习活动的两种不同形式,会占用企业有限的资源,迫使企业对这两类活动进行权衡取舍。正如March(1991)所指出的,如果企业过分强调探索,则会面临花费稀缺资源却不能取得合适回报的风险;相反,如果企业过分强调利用,则会陷入次优的稳定均衡,抑制对新技能的学习,进而影响企业的长期绩效。因此,在探索与利用之间保持适当平衡是企业生存和繁荣的重要条件(Gibson & Birkinshaw,2004;Lavie & Rosenkopf,2006)。

海外并购已成为中国企业国际化的主要方式,但现有的文献对这一现象还缺乏足够的研究(Deng & Yang,2015;Li等,2016)。传统的跨国企业理论产生于对发达国家跨国企业的研究,它们在解释企业国际化行为时采取的是资产利用视角。无论是垄断优势理论(Hymer,1976)、内部化理论(Buckley & Casson,1976),还是折衷范式(Dunning,1988,1995),其核心观点均强调企业的所有权优势(或企业特定优势)是对外直接投资的前提条件。这些理论认为,只有利用所有权优势,跨国企业才能克服外来者劣势,成功地与东道国当地企业竞争(Zaheer,1995)。随着新兴市场跨国企业的崛起,许多学者认为,传统理论不能有效地解释此类企业的国际化行为,因为这些企业仅仅具有微弱的所有权优势,它们国际化的一个主要目标是要获取东道国的战略资产或资源,以弥补自己的竞争劣势(Mathews,2002;Luo & Tung,2007)。由此可见,新兴市场企业的国际扩张带有明显的资产探索特征(Rui & Yip,2008;Santangelo,2009),这是传统跨国企业理论难以解释的地方。同时还应该看到,新兴市场跨国企业所拥有的局部竞争优势也不是毫无利用价值的。这些企业经过激烈的市场竞争,包括与来自发达国家跨国企业的竞争,已经拥有了某些特定的竞争优势,这些优势可以用于海外市场,尤其是与本国环境类似的发展中国家市场(Child & Rodrigues,2005;Wright等,2005)。

鉴于中国企业海外并购的资产探索和资产利用特征,本文采取March(1991)的探索/利用范式来分析中国企业海外并购的股权选择机制。由于企业特定优势和国际化动因是探索/利用导向的主要驱动因素,本文将从这两个方面展开分析。考虑到国有企业在中国企业海外并购中的特殊地位,本文将考察国有股权对海外并购股权选择的调节作用。

### 2. 企业特定优势与海外并购的股权选择

技术能力和营销能力是企业特定优势的两个主要方面。作为后发企业,中国海外并购企业的技术能力

和营销能力明显不同于发达国家跨国企业,这会导致不同的探索/利用导向,从而影响海外并购中的股权选择倾向。

(1) 技术能力与海外并购的股权选择。与发达国家企业不同,中国企业技术能力的形成走的是一条后发企业的道路。通过融入全球价值链,发挥比较优势和利用规模经济,中国企业找到了进入国际市场和学习的突破点。通过技术引进、合资、合作、逆向工程等方式,中国企业不断积累技术能力,并开始了从模仿向创新的转变。然而,当中国企业经过长期追赶,逐渐接近技术创新的前沿时,它们发现,仅靠技术引进和国内研发的方式很难实现创新能力的突破。于是,一些中国企业开始将目光投向发达国家。它们采取海外并购方式,并购发达国家拥有技术能力的企业或其业务部门,以获取关键技术和研发能力。中国企业的这种海外并购明显不同于发达国家企业的类似行为。虽然发达国家企业的海外并购也会以获取被并购企业技术能力为目标,但并购企业自身的技术能力很强,被并购企业的技术能力只是作为一种补充。而中国企业则将获取目标企业的技术能力作为弥补自身创新能力不足的战略措施,并且,从长期来看,它们需要将国内研发与海外研发相结合,将海外研发作为企业可持续创新的重要支撑。

中国企业的海外并购带有明显的技术追赶特征。这种接近技术创新前沿情况下的海外并购特别重视被并购企业的创新能力,因为这种能力是中国企业所欠缺的,而且在国内市场难以获取。由于创新能力内嵌于被并购企业的组织之中,同时又与东道国的创新体系保持着独特联系,具有强烈的隐性知识的特征,因而,并购企业很难直接获取被并购企业的创新能力。如果并购方对被并购方采取高度控制的模式,极易导致被并购方文化、规则和流程的破坏,引发被并购方员工的认同危机,造成核心员工的流失。分享股权的模式可以保持被并购企业的相对独立,通过利益的一致性激励被并购企业的技术创新(Hennart, 1988)。从探索/利用的视角看,中国企业的技术能力越强,越有条件采取海外并购方式获取创新资源,也越倾向于在海外并购中采取分享股权模式,因为这种伙伴关系更有利于获取目标企业所拥有的技术知识和研发能力(Beamish & Banks, 1987; Hennart, 1991)。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>: 中国企业的技术能力越强,越倾向于在海外并购中采取分享股权的模式。

(2) 营销能力与海外并购的股权选择。虽然中国企业在技术创新能力方面与发达国家企业存在较大差距,但在营销能力方面,中国企业却在激烈的市场竞争中形成了自己的特色。这些特色包括以客户需求为导向的技术创新、良好的产品品质和优异的服务、有竞争力的性价比等。依靠这些市场策略,许多中国企业不仅在市场上站稳了脚跟,而且在国内市场打败了来自发达国家的竞争对手。这使得这些企业拥有了在海外市场与国际竞争对手直接竞争的勇气,尤其是在市场条件与中国市场比较类似的发展中国家市场。从探索/利用的视角看,中国企业在国际化过程中的短期生存主要依赖于自己的营销能力。尽管营销能力会受到国家特定文化因素的影响,但中国企业在国内市场经历了与西方跨国企业的激烈竞争,所积累的营销能力可以运用于海外市场。这些营销能力可以帮助企业处理当地化压力(Bartlett & Ghoshal, 1989),克服外来者负债(Zaheer, 1995),有利于企业在海外市场的生存和发展。

正如 Erramilli 等(1993)所指出的,跨国企业在条件允许的情况下倾向于选择多数股权模式。多数股权模式有利于控制海外运营,保护自己的专有资源,减少搭便车的危害。相对于分享股权模式,多数股权模式允许企业拥有更大的自由裁量权,这有利于企业选择最佳方式来利用自己的专有资源(Brouthers, 2002; Makino & Neupert, 2000)。此外,多数股权模式还有利于中国企业在海外市场建立自己的品牌,并将这种品牌作为国际扩张的工具,实现从一国市场到另一国市场的持续扩展(Douglas 等, 2001; 洪联英等, 2015)。值得注意的是,拥有较强营销能力的中国企业,不仅可以将这种能力运用于海外市场,而且可以将被并购企业的产品引入中国市场,以帮助被并购企业发展。按照探索/利用范式的逻辑,在可供利用的优势比较突出而对当地资源的依赖程度不高的情况下,企业适合选择多数股权模式(Tseng, 2007; Buckley 等, 2016)。多数股

权模式有利于中国企业更为有效地利用自身的营销能力形成竞争优势,从而在海外市场站稳脚跟。例如,按客户的需求设计产品,更为灵活的价格策略,以及提供更有针对性的服务和及时响应等。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>: 中国企业的营销能力越强,越倾向于在海外并购中持有较高的股权比例。

### 3. 国际化动因与海外并购的股权选择

Dunning(1993)将企业对外直接投资的动因划分为四种类型:市场寻求型、自然资源寻求型、效率寻求型和战略资产寻求型。由于效率寻求型动因涉及生产能力的转移,主要采取新建模式,较少采取海外并购方式,因此,本文主要针对市场寻求型、自然资源寻求型和战略资产寻求型三种动因展开分析。从探索/利用的视角看,不同的国际化动因具有不同的探索/利用导向,这会对海外并购的股权选择产生影响。

(1)市场寻求型海外并购的股权选择。中国企业在出口市场取得的成功以及在国内市场与西方跨国企业直接竞争所积累的经验为实施“走出去”战略奠定了基础。“走出去”可以更好地开拓海外市场,挖掘东道国的市场潜力。与新建模式相比,海外并购可以直接获取被并购企业的分销网络,从而快速进入当地市场。由于中国企业缺乏前沿技术和强势品牌,加之发达国家跨国企业在中国企业进入之前就已占据海外市场的有利地位,中国企业要想在海外市场取得突破,需要采取独特的国际市场营销战略,发挥自身优势,这就要求企业对海外经营活动有较强的控制和协调能力。有效的分销,需要分销商进行大量的投入,包括物理的(例如仓库和维修设施)、智力的(对产品的理解)和关系投资(对客户需求的理解)。独立分销商由于害怕被单个制造商所绑定,不愿就这些专有资产进行投资(Hennart,2000)。当成功的销售取决于产品对当地条件的适应程度时,独立分销商往往难以胜任。许多时候,满足客户需求需要制造商与分销商高度配合,及时沟通反馈信息,这要求跨国企业对当地的分销网络进行适当的整合(Anderson & Coughlan,1987; Klein等,1990)。研究表明,东道国的市场潜力越大,跨国企业越倾向于进行长期投资。在高速增长的市场,跨国企业更愿意选择高控制权的进入模式(Agarwal & Ramaswami,1992)。从探索/利用的视角看,市场寻求型的海外并购主要是利用自身优势扩展海外市场,虽然也存在一定程度的对当地资源的探索动因,但资产利用导向处于主导地位。这种资产利用导向的海外并购适宜选择较高的股权比例,因为较高的控制水平有利于企业对市场变化做出快速反应。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>: 中国企业的市场寻求动机越强,越倾向于在海外并购中持有较高的股权比例。

(2)自然资源寻求型海外并购的股权选择。随着中国经济的快速发展,国内市场对海外能源和矿产资源的依赖程度不断提高。为了保证供应,国家鼓励企业“走出去”开发和利用海外的能源和矿产资源。近年来,中国企业自然资源寻求型的海外并购发展迅猛,许多大型的并购集中在能源和矿产领域。然而,自然资源寻求型的海外并购通常会遭遇较大的困难和风险。由于重要的自然资源通常被当地的少数企业所控制,中国企业要获取这些资源的控制权将会遭遇很高的进入壁垒。例如,必和必拓、力拓和淡水河谷三家企业控制着全球大部分优质矿产资源。2009年,中国铝业公司曾试图以195亿美元入股力拓,使其持有的股份增至18%,结果遭到力拓董事会的否决。不仅如此,自然资源寻求型的海外并购还具有较高的政治敏感性(Gomes-Casseres,1989; Hennart & Larimo,1998)。在发展中国家,它涉及到“资源国家主义”问题。所谓“资源国家主义”泛指国家对自然资源的控制与主导,以及使用这种权力服务于其政治和经济目标,包括与外国投资者的关系(Brunet & Lentini,2007; Stevens,2008)。“资源国家主义”的核心是政府对自然资源行业的干预,目的是保护和加强国家对自然资源的主权。这些干预包括国有化、强制性伙伴关系、增加税收、扩大监管等(Click & Weiner,2009)。在发达国家,政府也经常以国家安全为由,对外国投资者对本国自然资源的并购交易进行干预。例如2005年,中海油出资185亿美元竞购美国优尼科公司,后因美国政府和国会的干预

而放弃竞购。从探索/利用的视角看,自然资源寻求型的海外并购主要是为了探索或获取海外的重要能源和矿产资源,以确保国内市场的稳定供应。但获取这些自然资源通常会面临较大的困难和风险,适宜采取分享股权的模式,因为这种方式易于获得合作伙伴的帮助或满足政府许可的要求。因此,本文提出如下假设:

H<sub>4</sub>: 中国企业的自然资源寻求动机越强,越倾向于在海外并购中采取分享股权模式。

(3) 战略资产寻求型海外并购的股权选择。发达国家拥有完善的国家创新体系,位处全球创新的核心地带并引领科技创新的潮流,这种独特的区位优势对于急需提升创新能力的中国企业具有强大的吸引力。由于创新能力等互补性资产具有隐性和专有性,难以在企业内部复制,而通过外部市场交易又存在高昂的交易成本,因而,并购当地企业成为获取这种互补性资产的主要方式(Chen, 2005; 李诗等, 2017)。大量的实证研究也证实,跨国企业惯于采用并购方式获取东道国的专有资产(Anand & Delios, 2002; Hennart & Park, 1993)。对中国企业的案例研究表明,为了在核心技术能力方面取得突破,许多中国企业采取带有冒险色彩的海外并购方式获取所需的技术资产(Luo & Tung, 2007; Deng, 2007)。海外并购的最大优势是可以直接获得被并购企业的技术能力及其已经建立的各种纵向联系。由于被并购企业内嵌于当地环境之中,并与东道国的国家创新体系相连接,这种联系会对相关的知识资产产生影响(Belderbos 等, 2001; Tseng, 2007)。东道国的创新能力越强,这种联系的价值就越大。从探索/利用的视角看,获取东道国的战略资产带有浓厚的资产探索特征,这种探索不仅成本高昂,而且会面临各种困难和风险。为了实现预期目标,战略资产寻求型的海外并购适宜采取分享股权的方式,因为这种方式有利于激励合作伙伴的创新,也更容易被当地创新社区所接受。因此,本文提出如下假设:

H<sub>5</sub>: 中国企业的战略资产寻求动机越强,越倾向于在海外并购中采取分享股权模式。

#### 4. 国有股权的调节作用

中国企业海外并购的一个重要特点是许多交易是由国有独资或国有控股企业所完成的,尤其是在能源、矿产领域(顾露露、Reed, 2011; 孙淑伟等, 2017)。国有股权通常由政府代为行使,国有股权的比例代表了政府所拥有的对应权利和义务。虽然国有企业同样以利润最大化为目标,但它们还需要承担更多的社会责任,因此,国有企业的海外并购除了商业动机,可能还会受到国家战略或政治目标的影响。正因为如此,国有企业的海外并购经常引发东道国的负面反应,例如意识形态冲突、国家安全威胁,以及来自母国政府支持的不公平竞争优势等问题(Bass & Chakrabarty, 2014; Meyer 等, 2014)。这些因素可能会对国有企业海外并购的股权选择产生调节作用。

从企业特定优势方面看,国家鼓励企业“走出去”是为了实现两大目标:一是提高技术创新能力;二是建立国际品牌。可见,国家的“走出去”战略与企业自身的目标是高度一致的。就技术能力而言,虽然国有企业在国民经济的重要行业起着骨干和支撑作用,但创新能力不足是国有企业的硬伤。为了克服这一问题,国家鼓励有条件的国有企业通过海外并购的方式获取关键技术,提高创新能力(Cui & Jiang, 2012)。如前文所述,技术寻求型的海外并购依赖被并购企业的互补性资产,因而更适合采取分享股权的方式(Hennart, 2009)。作为国有企业的主要股东,政府当然会鼓励企业采取更加适宜的股权模式提升技术创新能力。就营销能力而言,大多数国有企业已经在国内市场占有举足轻重地位并具有较强品牌影响力,它们可以此为基础,开拓海外市场,形成国际品牌。国有企业拥有丰富的资源并能获得政府的支持,它们更有可能采取大规模收购的方式快速进入当地市场。为了占领海外市场,建立国际品牌,它们需要投入大量资源建立高效的渠道网络和服务体系,不断提升品牌影响力和美誉度(Wang 等, 2012; Ramamurti, 2012)。从探索/利用的视角看,跨国并购为国有企业提升技术能力提供了一条快捷的途径,但这种资产探索行为具有较大困难和不确定性,适宜选择分享股权的模式。在营销能力方面,国有企业有更高的积极性响应政府号召,开拓海外

市场和建立国际品牌。为了有效地发挥国有企业营销能力的作用,需要建立可控的营销体系并防止合作伙伴对品牌的滥用,这意味着企业需要选择高控制程度的股权模式(Gomes-Casseres, 1990; Hennart, 1991)。因此,本文提出如下假设:

$H_{6a}$ :在中国企业的海外并购中,国有股权对技术能力与持股比例的关系具有反向调节作用。

$H_{6b}$ :在中国企业的海外并购中,国有股权对营销能力与持股比例的关系具有正向调节作用。

从国际化动因方面看,国有企业的一个重要特点是需要承担国家赋予的使命。中国经济的发展面临着越来越严重的能源和原材料短缺问题,国有企业积极地“走出去”,通过海外并购等多种方式,可以建立更加可靠的海外能源、原材料生产和供应网络。国内市场饱和,经济发展的下行压力日益增大,具有优势的国有企业积极开拓海外市场,有利于释放过剩产能,促进产业结构调整。中国的人口红利正在逐渐消失,低劳动力成本的比较优势将难以为继,经济发展不得不主要依靠创新驱动,而发展中国家在创新能力方面的劣势使得发展模式的转型困难重重。因此,国家鼓励国有企业以更加积极的态度挖掘和利用发达国家的创新资源。国家的重大需求要求国有企业率先垂范,勇于承担。这也是国有企业实施“走出去”战略的重要背景。正因为如此,国有企业的海外并购更容易遭受东道国的抵制或阻挠(Globerman & Shapiro, 2009; 孙文莉等, 2016)。例如,东道国通常怀疑国有企业对本国企业的并购不仅是为了商业利益,而且带有政治目标;国有企业享有母国政府直接或间接的补贴会对东道国的竞争环境产生不利的影响等(Chen & Young, 2010; Zou & Adams, 2008)。国有企业的这种负面形象常常引发政治敏感和公众关切,导致东道国政府对国有企业的并购交易实施更加严厉的审查。为了支持中国企业“走出去”,中国政府积极采取措施,消除东道国的误解,保护中国企业的合法权益。比如,加强双边贸易关系,签订投资保护协议,提供经济援助等。国家的鼓励和支持会提升国有企业开展海外并购的信心,使它们有能力承担较多的风险以贯彻实施国家的“走出去”战略。从探索/利用的视角看,市场寻求型海外并购带有较强的资产利用导向,而国有企业通常拥有较为丰富的资源,因而可以选择较髙程度的持股比例;自然资源寻求型和战略资产寻求型的海外并购带有较强的资产探索导向,容易引起东道国的警觉和负面反应,适宜选择较低程度的持股比例。因此,本文提出如下假设:

$H_{6c}$ :在中国企业的海外并购中,国有股权对市场寻求动机与持股比例的关系具有正向调节作用。

$H_{6d}$ :在中国企业的海外并购中,国有股权对自然资源寻求动机与持股比例的关系具有反向调节作用。

$H_{6e}$ :在中国企业的海外并购中,国有股权对战略资产寻求动机与持股比例的关系具有反向调节作用。

### 三、研究方法

#### 1. 样本选择

本文选取 2002—2013 年中国上市公司的海外并购事件作为研究样本。样本数据来自 Bureau van Dijk 商业电子数据出版社(BvD)提供的 ZEPHYR 全球并购交易分析库。为了方便获取样本企业的其他变量资料,本文设定样本企业为上市公司,并购数据选取发生于 2002 年 1 月至 2013 年 12 月,并购方为“中国”,交易状态为“完成”的交易。然后,本文对不符合条件的并购数据予以剔除:(1)剔除我国企业间的并购交易;(2)剔除企业集团内不同子公司之间、母公司与子公司之间的交易;(3)剔除注册地为维京群岛、开曼群岛以及百慕大等“避税天堂”的交易;(4)剔除未知持股比例的交易。

并购企业的其他变量资料由国泰安、Osiris 全球上市公司数据库综合整理得到。宏观数据主要采用美国传统基金会的经济自由度指数(Index of Economic Freedom)、世界银行公布的指标数据(GDP、矿石和金属出口)、世界知识产权组织公布的专利申请量数据、Hofstede 的文化维度记分、OECD 官方公布的成员国数据。最终获得 105 家中国上市公司开展的 165 起跨国并购样本。其中,国有企业发起的跨国并购达到 99

起,占样本数的60%。样本的行业分布和地区分布如表1所示。

表1 样本描述

并购方行业	事件数量	目标国家和地区	事件数量
制造业	107	德国	22
采矿业	30	香港、澳大利亚	各21
信息传输、软件和信息技术服务业	8	美国	19
交通运输、仓储和邮政业	7	加拿大、英国	各12
建筑业	3	新加坡	11
房地产业	3	日本	8
批发和零售业	2	法国、巴西	各5
水利、环境和公共设施管理业	2	哥伦比亚、意大利、韩国	各3
农林牧渔	1	比利时、匈牙利、印度尼西亚、俄罗斯、智利	各2
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	瑞典、丹麦、挪威、捷克、厄瓜多尔	各1
租赁和商务服务业	1	芬兰、以色列、荷兰、斯里兰卡、泰国	各1
总计	165	总计	165

资料来源:本文整理

## 2. 变量及其测量

(1) 因变量。海外并购的股权选择(*EQUI*)。根据样本资料实际发生的情况进行统计,最小值为2.5%,最大值为100%,均值为65.395%。

(2) 自变量。①企业技术能力(*TECH*)。企业技术能力主要表现在研发能力上,可以用研发投入表示。但鉴于企业早期研发费用披露较少,采用资本化的研发费用衡量企业研发能力具有一定合理性,而资本化的研发费用存在于无形资产中。因此,本文参照 Hennart 等(1993)和 Yiu 等(2002)的研究,采用无形资产占总资产的比重作为企业技术能力的测量指标。②企业营销能力(*MARK*)。参照 Lee 等(2012)的研究,采用销售费用占销售收入的比重作为企业营销能力的测量指标。企业销售费用包含了企业产品商业化进程中的所有投资,如市场营销、促销、分销和为提高品牌知名度和新产品认可度而开展的相关活动。由于不同规模的企业在销售费用投入方面存在较大差异,采用相对值可以更好地区分不同企业营销能力的差别。③市场寻求动因用东道国市场潜力(*LGDP*)来测量。参照 Buckley 等(2007,2012)的研究,采用东道国国内生产总值的对数测量东道国的市场潜力。东道国 GDP 数据来自世界银行发展指标。④自然资源寻求动因用东道国自然资源禀赋(*ENDO*)来测量。参照 Buckley 等(2007,2012)的研究,采用东道国矿石和金属出口占商品出口的比重测量东道国的自然资源禀赋。东道国矿石和金属出口占商品出口的比重数据来自世界银行发展指标。⑤战略资产寻求动因用东道国专利数(*LPAT*)来测量。参照 Buckley 等(2007,2012)的研究,采用东道国专利申请量的对数测量东道国的创新能力。东道国专利申请量数据来自世界知识产权组织数据库。

(3) 调节变量。国有股权(*SOE*)。并购企业的国有属性用二分虚拟变量表示,取值1为国有企业,取值0为非国有企业。

(4) 控制变量。①并购企业规模(*SIZE*)。Kogut 等(1988)认为,企业规模越大可用资源越多,在市场上越有竞争力,则越有可能选择高控制权的方式进入东道国。本文参照 Kotabe 等(2002)和 Sher 等(2005)的研究,采用并购企业的年销售收入测量并购企业的规模,在回归分析中对销售收入取对数。②东道国经济自由度(*EF*)。经济自由度是东道国正式制度约束的重要组成部分,表明不同国家和地区政府干预经济的程度。经济自由度涉及对外资的政策或标准,这会对企业海外并购的股权选择构成影响(Kostova & Zaheer, 1999)。本文采用经济自由度测量东道国的制度约束,数据来自美国传统基金会的经济自由度指数。③文

化距离(CDU)。国家文化距离会对海外子公司控制权的选择构成影响(Gatignon & Anderson,1988)。Hofstede(1980)从权力距离、个人主义、男性化和不确定性规避四个维度测量国家文化。研究发现,在文化距离的四个维度中,不确定性规避与跨国并购的联系最为紧密(Contractor等,2014)。因此,本文用东道国与中国之间不确定性规避距离替代文化距离。计算方式类似Kogut等(1988)的方法: $CDU_j = (I_j - I_N)^2 / V$ ,其中, $CDU_j$ 表示东道国j与中国之间的不确定性规避距离, $I_j$ 是东道国j在不确定性规避维度上的记分; $I_N$ 是中国在不确定性规避维度上的记分; $V$ 是不确定性规避维度记分的方差。得分越低表示中国与东道国之间的不确定性规避距离越小。④跨国并购经验(EXP)。拥有国际运营经验的企业会感知到较少的不确定性,因而更倾向于选择较高控制程度的股权模式(Johanson & Vahlne,1977;张建红等,2010)。本文采用二维虚拟变量测量企业的跨国并购经验,有跨国并购经验时取值1,否则为0。⑤OECD成员国(OECD)。发达国家与发展中国家在治理基础设施方面存在较大差异,比如产权保护、政府和法律过程的透明度等。东道国治理品质的高低会带来不同程度的外部不确定性,这会影响到企业海外市场进入的股权模式(Delios & Henisz,2000; Henisz,2000; Yiu & Makino,2002)。本文用是否为OECD成员国来衡量东道国是否为发达经济体。当东道国为OECD成员国时取值1,否则为0。

#### 四、结果

表2是描述性统计和相关系数矩阵。各变量之间的相关系数最大值为0.694,小于0.7的阈值水平。进一步地,本文运用方差膨胀因子(VIF)检验每一个模型的多重共线性,发现自变量的VIF值最大为8.13,小于基准值10,因此,可以判断不存在严重的多重共线性问题。

表2 描述性统计和相关系数矩阵

变量名	均值	标准差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. EQUI	65.395	37.039	1.000											
2. TECH	4.171	5.326	-0.153**	1.000										
3. MARK	5.175	6.002	0.160**	-0.043	1.000									
4. LGDP	27.690	1.452	0.176**	-0.045	0.066	1.000								
5. ENDO	8.346	10.575	-0.308***	0.147*	-0.157**	-0.194**	1.000							
6. LPAT	9.478	1.706	-0.056	-0.004	-0.148*	0.626***	0.085	1.000						
7. SOE	0.600	0.491	-0.280***	-0.000	-0.343***	-0.338***	0.188**	-0.171**	1.000					
8. SIZE	22.887	2.071	-0.149*	-0.167**	-0.217***	-0.219***	0.149*	-0.081	0.479***	1.000				
9. EF	7.857	0.731	-0.102	-0.024	-0.095	-0.155**	0.090	0.288***	0.020	-0.188**	1.000			
10. CDU	2.244	2.646	0.043	0.004	0.170**	0.067	-0.092	-0.258***	-0.055	0.019	-0.556***	1.000		
11. EXP	0.364	0.483	-0.112	0.057	-0.146*	-0.162**	0.189**	-0.054	0.360***	0.488***	-0.000	-0.025	1.000	
12. OECD	0.703	0.458	0.057	0.034	0.043	0.694***	0.060	0.201	-0.125	-0.235***	-0.191**	0.107	-0.115	1.000

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

表3是加权线性回归(WLS)分析结果。本文依次引入不同类型的变量,首先是控制变量,其次是自变量,然后是调节变量和交互项,最后是全部变量。各模型的F值均高度显著;DW值介于1.638~1.773之间;R<sup>2</sup>除了控制变量模型为0.09以外,其他模型介于0.293~0.465之间;ΔR<sup>2</sup>除了控制变量模型为0.061以外,其他模型介于0.247~0.407之间。各项参数表明,各模型均具有良好的拟合优度。

在横截面数据建模过程中容易出现异方差性,而异方差性的存在会导致模型估计结果发生偏误。因此,本文采用White检验对模型的异方差性进行检验。White检验的原假设是模型不存在异方差性,表3中



模型7、模型8和模型9的检验统计量分别为102.06、104.45和143.21,并且在10%、10%、5%的显著水平上拒绝原假设,这表明模型中确实存在异方差性。处理异方差性的方法之一是使用WLS(加权最小二乘回归)方法估计模型。同时,对于不存在异方差性的模型,当满足同方差假定时,权数为常数,即权数相等且等于常数,加权最小二乘法就是OLS法。

表3 WLS回归分析结果

变量名	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
SIZE	-3.339** (1.392)	-3.029** (1.364)	-1.526 (1.494)	-1.706 (1.474)	-0.973 (1.521)	-1.265 (1.515)	-1.525 (1.489)	-1.430 (1.477)	-0.846 (1.480)
EF	-9.368** (3.842)	-2.832 (4.431)	-2.482 (4.481)	-1.138 (4.367)	-0.851 (4.282)	-3.406 (4.585)	-2.413 (4.487)	-2.568 (4.461)	0.855 (4.142)
CDU	-0.988 (1.047)	-1.352 (1.054)	-1.250 (1.045)	-1.550 (1.008)	-0.337 (0.911)	-1.339 (1.037)	-1.218 (1.063)	-1.105 (1.028)	0.172 (0.934)
EXP	-3.678 (6.044)	2.238 (5.525)	4.491 (5.506)	6.288 (5.441)	4.699 (5.447)	5.068 (5.612)	4.294 (5.501)	5.364 (5.584)	5.890 (5.309)
OECD	-1.342 (5.302)	-20.634** (9.287)	-14.310 (9.446)	-10.287 (9.498)	-13.289 (8.517)	-14.520 (9.517)	-14.471 (9.428)	-15.560 (9.596)	-12.161 (8.913)
TECH		-1.125** (0.504)	-1.069** (0.493)	-1.561*** (0.463)	-1.039** (0.465)	-1.100** (0.485)	-1.086** (0.502)	-1.086** (0.485)	-1.589*** (0.418)
MARK		0.324 (0.373)	-0.085 (0.407)	0.131 (0.395)	1.614*** (0.481)	0.060 (0.414)	-0.078 (0.404)	-0.044 (0.403)	1.627*** (0.440)
LGDP		13.504*** (4.188)	10.465** (4.234)	10.423** (4.232)	9.764** (3.763)	10.664** (4.236)	10.435** (4.214)	10.948** (4.307)	10.529*** (3.957)
ENDO		-0.520* (0.269)	-0.585** (0.245)	-0.491** (0.205)	-0.503** (0.244)	-0.663*** (0.249)	-0.595** (0.264)	-0.620*** (0.235)	-0.472* (0.252)
LPAT		-7.360*** (2.595)	-6.962*** (2.557)	-7.088*** (2.541)	-6.584*** (2.244)	-6.729*** (2.560)	-7.003*** (2.557)	-7.027*** (2.556)	-7.348*** (2.301)
SOE			-16.890*** (5.959)	-17.020*** (5.818)	-14.719*** (5.612)	-18.196*** (5.926)	-16.715*** (6.027)	-17.335*** (5.880)	-15.260*** (5.605)
TECH × SOE				-2.496*** (0.889)					-2.074*** (0.792)
MARK × SOE					4.068*** (0.862)				4.361*** (0.826)
LGDP × SOE						5.833* (3.464)			3.266 (4.452)
ENDO × SOE							0.143 (0.483)		0.646 (0.492)
LPAT × SOE								3.654 (2.941)	3.696 (3.712)
F值	3.134**	6.378***	6.780***	8.323***	8.560***	6.513***	6.021***	6.843***	8.039***
DW值	1.638	1.690	1.721	1.759	1.773	1.683	1.715	1.692	1.751
R <sup>2</sup>	0.090	0.293	0.328	0.397	0.403	0.340	0.322	0.351	0.465
ΔR <sup>2</sup>	0.061	0.247	0.279	0.349	0.356	0.287	0.269	0.300	0.407
N	165	165	165	165	165	165	165	165	165

注:括号内为标准误;\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%检验水平上显著

资料来源:本文整理

模型 1 是对控制变量的回归。模型 1 表明,并购企业的规模和东道国的经济自由度对海外并购的股权选择具有显著的负向影响( $\beta = -3.339, P < 0.05$  和  $\beta = -9.368, P < 0.05$ ),文化距离、跨国并购经验和是否 OECD 成员国均不显著,但作用方向为负。

模型 2 是对自变量的检验。模型显示,我国企业的技术能力对海外并购的股权选择具有显著的负向影响( $\beta = -1.125, P < 0.05$ ),因此,假设  $H_1$  获得实证支持。企业的营销能力对海外并购的股权选择没有显著的影响,但方向为正。在引入交互变量之后,则出现了显著的正向影响(模型 5: $\beta = 1.614, P < 0.01$ ;模型 9: $\beta = 1.627, P < 0.01$ ),因此,假设  $H_2$  只获得了部分的实证支持。这一结果基本印证了前文的理论分析,即企业如果拥有较强的优势可供利用,则倾向于在并购中拥有多数股权,以控制资产利用过程(Brouthers, 2002; Makino & Neupert, 2000);如果企业的相关优势不足,需要获取被并购企业的资产,则倾向于采取分享股权方式,这样,可以激励被并购方共享资源(Bae & Gargiulo, 2004; Gulati & Singh, 1998)。市场寻求动因对我国企业海外并购的股权选择具有显著的正向影响( $\beta = 13.504, P < 0.01$ ),假设  $H_3$  获得实证支持。这与 Malhotra 等(2011)、林季红等(2013)的研究结论一致。这说明,东道国经济总量越大,长期投资的潜力越大,企业的资产利用导向就越强,因而,更倾向于在海外并购中持有较高的股权比例。自然资源寻求动因对海外并购的股权选择具有显著的负向影响( $\beta = -0.52, P < 0.10$ ),假设  $H_4$  获得实证支持。这与林季红等(2013)的研究结论一致。这表明,带有资产探索特征的自然资源寻求型的海外并购,由于受到“资源国家主义”倾向的影响,采取分享股权的方式更有利于获得政府的批准。战略资产寻求动因对海外并购的股权选择具有显著的负向影响( $\beta = -7.36, P < 0.01$ ),假设  $H_5$  获得实证支持。这与 Chen 等(2004)、Reuer 等(2000)的研究结论一致。由于东道国的创新能力内嵌于东道国的国家创新体系之中,并购企业要想获取这些创新资源,需要深度嵌入当地的环境,而分享股权的方式正是嵌入当地环境的一种制度安排。

模型 3 是引入调节变量的模型。模型表明,国有股权对我国企业海外并购的股权选择具有显著的负向影响( $\beta = -16.89, P < 0.01$ )。模型 4 是对企业技术能力与国有股权的交互效应的检验。模型表明,国有股权对企业技术能力与海外并购股权选择的关系具有显著的负向调节作用( $\beta = -2.496, P < 0.01$ ),因此,假设  $H_{6a}$  获得实证支持。模型 5 显示,国有股权对企业营销能力与海外并购股权选择的关系具有显著的正向调节作用( $\beta = 4.068, P < 0.01$ ),假设  $H_{6b}$  获得实证支持。模型 6 显示,国有股权对市场寻求动因与海外并购股权选择的关系具有显著的正向调节作用( $\beta = 5.833, P < 0.10$ ),假设  $H_{6c}$  获得实证支持。模型 7 显示,国有股权对自然资源寻求动因与海外并购股权选择的关系没有显著的调节作用,因此,假设  $H_{6d}$  没有获得实证支持。模型 8 显示,国有股权对战略资产寻求动因与海外并购股权选择的关系没有显著的调节作用,假设  $H_{6e}$  也没有获得实证支持。假设  $H_{6d}$  和假设  $H_{6e}$  没有获得实证支持表明国有股权在自然资源寻求型和战略资产寻求型海外并购中对股权比例选择没有显著的影响,其原因可能与中国政府的外交努力以及不断推进的双边及多边投资保护协定等投资促进措施有关,这些因素在一定程度上抵消了国有股权对海外并购股权比例选择的负向调节效应。模型 9 是对全部变量的回归。模型显示,自变量和调节变量全部显著;在交互项中,企业的技术能力和营销能力与国有股权的交互效应显著,而市场寻求动因、自然资源寻求动因和战略资产寻求动因与国有股权的交互效应不显著。

## 五、结论与讨论

仅仅拥有局部竞争优势的中国企业在海外并购中如何进行股权决策? 现有的文献对这一重要问题还缺乏系统的研究。本文从探索/利用的视角,探讨了企业特定优势和国际化动因对中国企业海外并购股权选择的影响机制,并考察了国有股权的调节效应。本文选取 2002—2013 年中国上市公司的 165 个海外并购事件进行实证检验,结果发现,以利用企业营销能力和拓展海外市场为特征的海外并购倾向于

选择较高的股权比例,而以加强企业技术能力以及获取东道国自然资源和战略资产为特征的海外并购倾向于选择分享股权模式。国有股权对技术能力与海外并购持股比例之间的关系有负向调节作用,而对营销能力与海外并购持股比例之间的关系有正向调节作用。在国际化动因方面,国有股权对市场寻求型的海外并购的持股比例有正向调节作用,而对自然资源寻求型和战略资产寻求型的海外并购的持股比例没有显著的调节作用。

传统的 OLI 范式(Dunning, 1988, 1995)是一种资产利用视角,比较适合解释发达国家跨国企业的国际化行为,而新兴市场跨国企业的海外并购带有明显的资产探索特征,这要求本文寻求新的分析框架来解释这一现象。本文发现,探索/利用范式(March, 1991)可以很好地解释新兴市场企业海外并购的股权选择问题。“探索”意味着开发企业新的能力,注重企业长期的生存和发展,这通常需要合作伙伴的支持和帮助,适宜采取分享股权的模式;“利用”意味着从企业现有资源和能力中获取收益,强调对企业资源的保护和有效利用,因而适宜采取高控制程度的多数股权模式。按照探索/利用范式的逻辑,资产探索型的海外并购涉及获取被并购企业的资源和能力,采取分享股权的方式更为有效;资产利用型的海外并购需要加强对资产利用过程的有效控制,采取多数股权的方式更为合适。从企业特定优势的角度看,新兴市场企业由于创新能力不足,迫切需要加强技术能力,而并购发达国家企业为解决这一问题提供了一条可行路径。因此,技术能力较强的后发企业更有可能利用海外并购来加强自己的技术能力,这种资产探索导向的海外并购适宜采取分享股权的方式。而营销能力则不同。中国企业的营销能力是在中国国内市场特定的竞争环境中逐渐形成的,它使得缺乏核心技术的企业一步步成长壮大,并能够与国际竞争对手开展有效竞争。这些能力可以运用于海外市场,特别是与中国市场环境比较类似的东道国。这种资产利用导向的海外并购适宜采取多数股权的方式。

从国际化动因的角度看,由于市场寻求动因、自然资源寻求动因和战略资产寻求动因在资产的探索/利用导向方面具有不同特征,因而海外并购的股权选择也会有所不同。对于市场寻求型海外并购,主要涉及已有优势的利用和营销渠道的拓展及服务保障,按照探索/利用范式的逻辑,这种资产利用导向的海外并购适合采取多数股权的方式。自然资源寻求型海外并购具有明显的资产探索特征,其主要风险来源于东道国的“资源国家主义”倾向。为了获得东道国政府的审核批准,此类海外并购适宜采取分享股权的方式。对于战略资产寻求型海外并购,由于涉及到知识的分享和隐性知识的转移,需要嵌入东道国的创新体系,这种知识探索导向的海外并购适宜采取分享股权的方式。

关于国有股权的调节作用,在企业特定优势的利用和加强方面,国有企业的海外并购行为与国家“走出去”战略的要求高度一致,即提升创新能力和建立国际品牌。按照探索/利用分析框架,提升创新能力的海外并购适宜采取分享股权的方式,因此,国有股权的调节作用是负向的;而建立国际品牌不能依赖合作,适宜采取具有较强控制力的多数股权方式,因此,国有股权的调节作用是正向的。在国际化动因方面,国有股权的调节作用是一把双刃剑。一方面,国有股权代表了国家的支持,这使得国有企业具有更强的抗风险能力,因而在以能力利用为特征的市场寻求型海外并购中倾向于持有更多的股权,这是国有股权对市场寻求型海外并购的股权选择具有正向调节作用的主要原因;另一方面,对于自然资源寻求型和战略资产寻求型的海外并购,国有股权往往会引发东道国的负面反应,从而迫使并购企业采取分享股权的方式。但实证结果表现为不显著,究其原因,可能是中国政府在实施“走出去”战略的过程中,为了减少东道国对中国企业特别是国有企业的负面反应和限制,采取了一系列的投资促进措施,比如持续的外交努力、国际经济合作和双边或多边投资保护协定的签订等,为中国企业营造了一个较为有利的海外投资环境。这些投资促进措施在一定程度上抵消了东道国对国有股权的负面反应,从而使得国有股权对自然资源寻求型和战略资产寻求型海外并购股权选择的负向调节作用不显著。

本文的研究具有重要的理论意义。首先,本文以正在蓬勃兴起的中国企业的海外并购为研究对象,运用探索/利用分析框架,实证分析了仅仅具有局部竞争优势的中国企业海外并购的股权倾向,这是对现有研究的一个重要扩展。现有的关于海外并购股权选择的研究以 Anderson 等(1986)、Gatignon 等(1988)和 Gomes-Casseres(1990)的研究为代表,他们主要以发达国家企业的海外并购为研究对象,以保护并购企业的专有技术和品牌免遭合作伙伴“机会主义”行为的损害为股权选择的核心原则。这一逻辑不太适合解释中国企业的海外并购行为,因为中国企业的海外并购除了要利用自身拥有的局部竞争优势之外,还需要获取被并购企业和东道国的互补性资产以加强自身的竞争优势(Chen,2005;Deng,2007;Knoerich,2010)。在研究中本文发现,以利用已有的竞争优势开拓海外市场为特征的海外并购倾向于选择较高的股权比例,而以获取目标企业和东道国的互补性资产为特征的海外并购倾向于选择分享股权的模式。这些发现可以修正传统观点,对现有的文献是一个有益的补充。其次,本文将探索/利用框架引入对中国企业特定优势的分析,详细解析了技术能力和营销能力的探索/利用特征,深化了学术界对于新兴市场跨国企业特定优势的理解。许多学者认为,新兴市场跨国企业缺乏企业特定优势,例如前沿技术和强大的品牌,因此,它们的未来是难以预期的(Rugman 等,2007;Rugman,2009)。本文运用探索/利用框架分析发现,中国企业已经拥有了某种形式的企业特定优势,这种优势构成了中国企业“走出去”的基础,并可采取探索/利用相结合的方式实现可持续的成长。然而,当前学术界尚未普遍认识到新兴市场跨国企业这种特定优势的存在及其对未来的影响(Cuervo-Cazurra & Genc,2008;Ramamurti,2009)。最后,现有的文献很少关注国有股权对海外并购股权选择的影响(Cantwell 等,2010;Cui & Jiang,2012;Liang 等,2015),本文通过考察国有股权的交互效应弥补了现有研究的不足。中国企业海外并购的一个重要特点就是国有企业占有举足轻重的地位,这为本文研究国有股权的影响机制提供了难得的机会。研究发现,国有股权的调节作用与企业加强和利用自身竞争优势的战略取向是高度匹配的,但在获取东道国的自然资源和战略资产方面,其调节作用不再明显。这些发现可以推进学术界对于国有企业海外并购行为的研究。

本文的研究同时具有重要的实践指导意义。第一,以获取技术和创新能力为导向的海外并购不宜采取高度整合的方式,而应该以分享股权的方式保持被并购企业的相对独立,从而保护被并购企业技术创新的基因,实现双方的能力互补。第二,以获取市场和建立品牌为导向的海外并购不宜过度依赖合作伙伴,而应该采取多数股权的方式,以提高对产品品质、营销渠道和服务质量的控制力,这将有利于提升市场份额,促进海外市场的品牌建设。第三,政府部门应加大力度,继续为中国企业特别是国有企业的海外并购营造有利的投资环境。由于许多东道国对中国企业尤其是国有企业并购当地企业非常敏感,当并购涉及重要的自然资源或核心技术时,各方面的反应往往十分强烈。这就需要中国政府从外交、经济合作、双边或多边投资框架协定等方面采取有效的预防或缓解措施,为中国企业实施“走出去”战略提供有力保障。

#### 参考文献:

- [1] Agarwal S,Ramaswami S N. Choice of Foreign Market Entry Mode:Impact of Ownership,Location and Internalization Factors[J]. Journal of International Business Studies,1992,23,(1):1-28.
- [2] Anand J,Delios A. Location Specificity and the Transferability of Downstream Assets to Foreign Subsidiaries[J]. Journal of International Business Studies,1997,28,(3):579-603.
- [3] Anand J,Delios A. Absolute and Relative Resources as Determinants of International Acquisitions[J]. Strategic Management Journal,2002,23,(2):119-134.
- [4] Anderson E,Coughlan A. International Market Entry and Expansion via Independent or Integrated Channels of Distribution[J]. Journal of Marketing,1987,51,(1):71-82.
- [5] Anderson E,Gatignon H. Modes of Foreign Entry:A Transaction Cost Analysis and Propositions[J]. Journal of International

Business Studies, 1986, 17, (3) : 1 – 26.

[6] Bae J, Gargiulo M. Partner Substitutability, Alliance Network Structure, and Firm Profitability in the Telecommunications Industry[J]. Academy of Management Journal, 2004, 47, (6) : 843 – 859.

[7] Barkema H G, Vermeulen F. International Expansion through Start-up or Acquisition: A Learning Perspective[J]. Academy of Management Journal, 1998, 41, (1) : 7 – 26.

[8] Bartlett C A, Ghoshal S. Managing across Borders: The Transnational Solution [M]. London: Harvard Business School Press, 1989.

[9] Bass A E, Chakrabarty S. Resource Security: Competition for Global Resources, Strategic Intent, and Governments as Owners [J]. Journal of International Business Studies, 2014, 45, (8) : 961 – 979.

[10] Beamish P W, Banks J C. Equity Joint Ventures and the Theory of the Multinational Enterprise[J]. Journal of International Business Studies, 1987, 18, (2) : 1 – 16.

[11] Belderbos R E, Capannelli G, Fukao K. Backward Vertical Linkages of Foreign Manufacturing Affiliates: Evidence from Japanese Multinationals[J]. World Development, 2001, 29, (1) : 189 – 208.

[12] Brouthers K D. Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance[J]. Journal of International Business Studies, 2002, 33, (2) : 203 – 221.

[13] Brunet A, Lentini J A. Arbitration of International Oil, Gas, and Energy Disputes in Latin America[J]. Northwestern Journal of International Law & Business, 2007, 27, (3) : 591 – 630.

[14] Buckley P J, Casson M. The Future of the Multinational Enterprise[M]. London: Macmillan, 1976.

[15] Buckley P J, Clegg J, Wang C Q. Is the Relationship between Inward FDI and Spillover Effects Linear? An Empirical Examination of the Case of China[J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38, (3) : 447 – 459.

[16] Buckley P J, Forsans N, Munjal S. Host-home Country Linkages and Host-home Country Specific Advantages as Determinants of Foreign Acquisition by Indian Firms[J]. International Business Review, 2012, 21, (5) : 878 – 890.

[17] Buckley P J, Munjal S, Enderwick P, et al. Cross-border Acquisitions by Indian Multinationals: Asset Exploitation or Asset Augmentation? [J]. International Business Review, 2016, 25, (4) : 986 – 996.

[18] Cantwell J, Dunning, J H, Lundan S M. An Evolutionary Approach to Understanding International Business Activity: The Co-evolution of MNEs and the Institutional Environment[J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41, (4) : 567 – 586.

[19] Chen S-F. Extending Internalization Theory: A New Perspective on International Technology Transfer and Its Generalization [J]. Journal of International Business Studies, 2005, 36, (2) : 231 – 245.

[20] Chen S-F, Hennart J-F. Japanese Investors' Choice of Joint Ventures versus Wholly-owned Subsidiaries in the US: The Role of Market Barriers and Firm Capabilities[J]. Journal of International Business Studies, 2002, 33, (1) : 1 – 18.

[21] Chen S-F, Hennart J-F. A Hostage Theory of Joint Ventures: Why do Japanese Investors Choose Partial Over Full Acquisitions to Enter the United States? [J]. Journal of Business Research, 2004, 57, (10) : 1126 – 1134.

[22] Chen Y, Young M. Cross-border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-principal Perspective [J]. Asia Pacific Journal of Management, 2010, 27, (3) : 523 – 539.

[23] Child J, Rodrigues S B. The Internationalisation of Chinese Firms[J]. Management and Organisation Review, 2005, 1, (3) : 381 – 410.

[24] Click R W, Weiner R J. Resource Nationalism Meets the Market: Political Risk and the Value of Petroleum Reserves [J]. Journal of International Business Studies, 2009, 41, (5) : 783 – 803.

[25] Coase R H. The Nature of the Firm[J]. Economica, 1937, 4, (16) : 386 – 405.

[26] Contractor F J, Lahiri, S, Elango B, et al. Institutional, Cultural and Industry Determinants of Ownership Choices in Emerging Market FDI Acquisitions[J]. International Business Review, 2014, 23, (5) : 931 – 941.

[27] Cuervo-Cazurra A, Genc M. Transforming Disadvantages into Advantages: Developing-country MNEs in the Least Developed

Countries[J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 39, (6) :957 – 979.

[28] Cui L, Jiang F. 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) :263 – 284.

[29] Delios A, Henisz W J. Japanese Firms' Investment Strategies in Emerging Economies[J]. *Academy of Management Journal*, 2000, 43, (3) :305 – 323.

[30] Deng P. Investing for Strategic Resources and Its Rationale: The Case of Outward FDI from Chinese Companies[J]. *Business Horizons*, 2007, 50, (1) :71 – 81.

[31] Deng P, Yang M. Cross-border Mergers and Acquisitions by Emerging Market Firms: A Comparative Investigation[J]. *International Business Review*, 2015, 24, (1) :157 – 172.

[32] Douglas S P, Craig C S, Nijssen E J. Integrating Branding Strategy across Markets: Building International Brand Architecture[J]. *Journal of International Marketing*, 2001, 9, (2) :97 – 114.

[33] Dunning J H. The Theory of International Production[J]. *The International Trade Journal*, 1988, 3, (1) :21 – 66.

[34] Dunning J H. *Multinational Enterprises and the Global Economy*[M]. Wokingham, U. K. :Addison-Wesley, 1993.

[35] Dunning J H. Reappraising the Eclectic Paradigm in an Age of Alliance Capitalism[J]. *Journal of International Business Studies*, 1995, 26, (3) :461 – 491.

[36] Erramilli M K, Rao C P. Service Firms' International Entry Mode Choice: A Modified Transaction Cost Analysis Approach[J]. *Journal of Marketing*, 1993, 57, (3) :19 – 38.

[37] Gaffney N, Karst R, Clampit J. Emerging Market MNE Cross-border Acquisition Equity Participation: The Role of Economic and Knowledge Distance[J]. *International Business Review*, 2016, 25, (1) :267 – 275.

[38] Gatignon H, Anderson E. Multinational Corporation Degree of Control over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation[J]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1988, 4, (2) :305 – 336.

[39] Gibson C B, Birkinshaw J. The Antecedents, Consequences, and Mediating Role of Organizational Ambidexterity[J]. *Academy of Management Journal*, 2004, 47, (2) :209 – 226.

[40] Globerman S, Shapiro D. Economic and Strategic Considerations Surrounding Chinese FDI in the United States[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2009, 26, (1) :163 – 183.

[41] Gomes-Casseres B. Ownership Structure of Foreign Subsidiaries: Theory and Evidence[J]. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1989, 11, (1) :1 – 25.

[42] Gomes-Casseres B. Firm Ownership Preferences and Host Government Restrictions: An Integrated Approach[J]. *Journal of International Business Studies*, 1990, 21, (1) :1 – 22.

[43] Gulati R, Singh H. The Architecture of Cooperation: Managing Coordination Costs and Appropriation Concerns in Strategic Alliances[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1998, 43, (4) :781 – 814.

[44] Henisz W J. The Institutional Environment for Multinational Investment[J]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2000, 16, (2) :334 – 364.

[45] Hennart J-F. *A Theory of Multinational Enterprise*[M]. Ann Arbor, MI:University of Michigan Press, 1982.

[46] Hennart J-F. A Transaction Costs Theory of Equity Joint Ventures[J]. *Strategic Management Journal*, 1988, 9, (4) :361 – 374.

[47] Hennart J-F. The Transaction Costs Theory of Joint Ventures: An Empirical Study of Japanese Subsidiaries in the United States[J]. *Management Science*, 1991, 37, (4) :483 – 497.

[48] Hennart J-F. Transaction Costs Theory and the Multinational Enterprise. In C. Pitelis & R. Sugden(Eds. ), *The Nature of the Transnational*(2nd ed. )[M]. London:Routledge, 2000.

[49] Hennart J-F. Down with MNE-centric Theories! Market Entry and Expansion as the Bundling of MNE and Local Assets[J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40, (9) :1432 – 1454.

- [50] Hennart J-F, Larimo J. The Impact of Culture on the Strategy of Multinational Enterprises: Does National Origin Affect Ownership Decisions? [J]. *Journal of International Business Studies*, 1998, 23, (3): 494 – 515.
- [51] Hennart J-F, Park Y-R. Greenfield vs Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States [J]. *Management Science*, 1993, 39, (9): 1054 – 1070.
- [52] Hofstede G. *Culture's Consequences: International Differences in Work-related Values* [M]. London: Sage Publications, 1980.
- [53] Hymer S H. *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment* [M]. Cambridge, MA: MIT Press, 1976.
- [54] Johanson J, Vahlne J. The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Commitment [J]. *Journal of International Business Studies*, 1977, 8, (1): 23 – 32.
- [55] Klein S, Frazier G, Roth V. A Transaction Cost Analysis Model of Channel Integration in International Markets [J]. *Journal of Marketing Research*, 1990, 27, (2): 196 – 208.
- [56] Knoerich J. Gaining from the Global Ambitions of Emerging Economy Enterprises: An Analysis of the Decision to Sell a German Firm to a Chinese Acquirer [J]. *Journal of International Management*, 2010, 16, (2): 177 – 191.
- [57] Kogut B, Singh H. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode [J]. *Journal of International Business Studies*, 1988, 19, (3): 411 – 432.
- [58] Kostova T, Zaheer S. Organizational Legitimacy under Conditions of Complexity: The Case of Multinational Enterprise [J]. *Academy of Management Review*, 1999, 24, (1): 64 – 81.
- [59] Kotabe M, Srinivasan S S, Aulakh P S. Multinationality and Firm Performance: The Moderating Role of R&D and Marketing Capabilities [J]. *Journal of International Business Studies*, 2002, 33, (1): 79 – 97.
- [60] Lavie D, Rosenkopf L. Balancing Exploration and Exploitation in Alliance Formation [J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 49, (4): 797 – 818.
- [61] Lee I L, Rugman A M. Firm-specific Advantages, Inward FDI Origins, and Performance of Multinational Enterprises [J]. *Journal of International Management*, 2012, 18, (2): 132 – 146.
- [62] Li J, Li P, Wang B. Do Cross-border Acquisitions Create Value? Evidence from Overseas Acquisitions by Chinese Firms [J]. *International Business Review*, 2016, 25, (2): 471 – 483.
- [63] Liang H, Ren B, Sun S L. An Anatomy of State Control in the Globalization of State-owned Enterprises [J]. *Journal of International Business Studies*, 2015, 46, (2): 223 – 240.
- [64] Luo Y, Tung R L. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective [J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38, (4): 481 – 498.
- [65] Makino S, Lau C, Yeh R. Asset-exploitation Versus Asset-seeking: Implications for Location Choice of Foreign Direct Investment from Newly Industrialized Economies [J]. *Journal of International Business Studies*, 2002, 33, (3): 403 – 421.
- [66] Makino S, Neupert K E. National Culture, Transaction Costs, and the Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary [J]. *Journal of International Business Studies*, 2000, 31, (4): 705 – 713.
- [67] Malhotra S, Sivakumar K, Zhu P C. Curvilinear Relationship between Cultural Distance and Equity Participation: An Empirical Analysis of Cross-border Acquisitions [J]. *Journal of International Management*, 2011, 17, (4): 316 – 332.
- [68] Mani S, Antia K D, Rindfleisch A. Entry Mode and Equity Level: A Multilevel Examination of Foreign Direct Investment Ownership Structure [J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28, (8): 857 – 866.
- [69] March J G. Exploration and Exploitation in Organizational Learning [J]. *Organization Science*, 1991, 2, (1): 71 – 87.
- [70] Mathews J A. *Dragon Multinational: A New Model for Global Growth* [M]. Oxford and New York: Oxford University Press, 2002.
- [71] Meyer K E, Ding Y, Li J, et al. Overcoming Distrust: How State-owned Enterprises Adapt Their Foreign Entries to Institution-

al Pressures Abroad[J]. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45, (8): 1005 – 1028.

[72] Ramamurti R. What Have We Learned about Emerging Market MNEs? In R. Ramamurti, J. Singh (eds), *Emerging Multinationals in Emerging Markets*; 399 – 426[M]. Cambridge, U. K. : Cambridge University Press, 2009.

[73] Ramamurti R. What Is Really Different about Emerging Market Multinationals? [J]. *Global Strategy Journal*, 2012, 2, (1): 41 – 47.

[74] Reuer J J, Koza M P. Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures[J]. *Strategic Management Journal*, 2000, 21, (1): 81 – 88.

[75] Rugman A. Theoretical Aspects of MNEs from Emerging Countries. In R. Ramamurti, J. Singh (eds), *Emerging Multinationals in Emerging Markets*; 42 – 63[M]. Cambridge, U. K. : Cambridge University Press, 2009.

[76] Rugman A, Li J. Will China's Multinationals Succeed Globally or Regionally? [J]. *European Management Journal*, 2007, 25, (5): 333 – 343.

[77] Rui H, Yip G S. Foreign Acquisitions by Chinese Firms: A Strategic Intent Perspective[J]. *Journal of World Business*, 2008, 43, (2): 213 – 226.

[78] Santangelo G D. MNCs and Linkages Creation: Evidence from a Peripheral Area[J]. *Journal of World Business*, 2009, 44, (2): 192 – 205.

[79] Sher P J, Yang P Y. The Effects of Innovative Capabilities and R&D Clustering on Firm Performance: The Evidence of Taiwan's Semiconductor Industry[J]. *Technovation*, 2005, 25, (1): 33 – 43.

[80] Stevens P. National Oil Companies and International Oil Companies in the Middle East: Under the Shadow of Government and the Resource Nationalism Cycle[J]. *Journal of World Energy Law and Business*, 2008, 1, (1): 5 – 30.

[81] Tseng C. Exploring Location-specific Assets and Exploiting Firm-specific Advantages: An Integrative Perspective on Foreign Ownership Decisions[J]. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 2007, 24, (2): 120 – 134.

[82] Wang C, Hong J, Kafouros M, et al. Exploring the Role of Government Involvement in Outward FDI from Emerging Economies[J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43, (7): 655 – 676.

[83] Williamson O E. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*[M]. New York: Free Press, 1975.

[84] Williamson O E. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting* [M]. New York: Free Press, 1985.

[85] Wright M, Filatotchev I, Hoskisson R E, et al. Strategy Research in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom[J]. *Journal of Management Studies*, 2005, 42, (1): 1 – 33.

[86] Yiu D, Makino S. The Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary: An Institutional Perspective[J]. *Organization Science*, 2002, 13, (6): 667 – 683.

[87] Zaheer S. Overcoming the Liability of Foreignness[J]. *Academy of Management Journal*, 1995, 38, (2): 341 – 363.

[88] Zou H, Adams M B. Corporate Ownership, Equity Risk and Returns in the People's Republic of China[J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 39, (7): 1149 – 1168.

[89] 顾露露, Reed, R. 中国企业海外并购失败了吗? [J]. 北京: 经济研究, 2011, (7).

[90] 洪联英, 陈思, 韩峰. 海外并购、组织控制与投资方式选择——基于中国的经验证据[J]. 北京: 管理世界, 2015, (10).

[91] 李诗, 黄世忠, 吴超鹏. 中国企业并购敏感性海外资产的经验研究[J]. 北京: 世界经济, 2017, (3).

[92] 林季红, 张璐. 中国企业海外并购的股权策略选择[J]. 北京: 财贸经济, 2013, (9).

[93] 刘青, 陶攀, 洪俊杰. 中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角[J]. 北京: 经济研究, 2017, (1).

[94] 孙淑伟, 何贤杰, 赵瑞光, 牛建军. 中国企业海外并购溢价研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2017, (3).

[95] 孙文莉, 谢丹, 李莉文. 宏观风险对中国企业海外并购成功率的影响研究[J]. 北京: 经济学动态, 2016, (11).

[96] 张建红, 卫新江, 海柯·艾伯斯. 决定中国企业海外收购成败的因素分析[J]. 北京: 管理世界, 2010, (3).



## Firm-specific Advantages, Internationalization Motivations, and Equity Choices in Overseas Acquisitions: Moderating Effects of State-owned Equity

WU Xian-ming

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan, Hubei, 430072, China)

**Abstract:** What equity choices should be made by Chinese firms in overseas acquisitions? Existing literature does not offer enough research on this question. From the perspective of exploration-exploitation, this study has explored the internal mechanism of equity choices in overseas acquisitions by Chinese firms, from the angles of firm-specific advantages and internationalization motivations, and investigated the moderating effects of state-owned equity. We selected 165 overseas acquisitions by publicly listed Chinese companies from 2002 to 2013, and discovered that acquisitions focusing on exploiting the acquirers' existing competitive advantages tend to involve higher equity ratio by the acquirers, and acquisitions tend to result in shared equities, when their purpose is to obtain the target firms' assets that supplement the acquirers' competitive disadvantages. State-owned equities display moderating effects in the same direction for the aforementioned equity preferences. However, these effects are insignificant in acquisitions involving important natural resources and innovative resources from the host countries.

The findings in this paper have implications for theory. The paper takes the overseas M&A by rising Chinese firms as its subject, and explores the equity tendencies in overseas M&A made by acquirers who only possess local competitive advantages. This is a significant expansion on present research, which is generally focused on overseas acquisitions by firms from developed countries, where the central principle in equity choices is to protect the acquirer's exclusive technologies and brands from the harm of opportunistic behaviors by its partner. This logic is not very suitable for explaining the acquisitions made by Chinese firms, who in addition to exploiting their local competitive advantages, must also obtain complementary assets from the acquired firm and the host country in order to strengthen their competitive edge. We have discovered that when their overseas acquisitions are characterized by expanding foreign markets and exploiting their existing competitive advantages, they tend to choose higher equity ratios, and when the acquisitions are characterized by obtaining the complementary assets of target firms and host countries, they tend to choose lower equity ratios. Our discoveries should be a beneficial corrective to exiting literature. Moreover, Existing literature has not shown much concern for the effect of state-owned equity on equity choices in overseas M&A. The paper addresses this deficiency by examining the interaction effects of state-owned equities. The prominence of state-owned firms is a remarkable feature of overseas M&A by Chinese firms, which has given us a rare opportunity to study the influence mechanism of state-owned equities. We have found that the moderating effects of state equities are highly consistent with the firms' own strategic tendency to enhance and exploit their own competitive advantages, but state equities would often provoke the negative reactions of host countries during the acquisitions of their natural resources and strategic assets, and consequently they do not show obvious moderating effects in these areas.

The findings in this paper have implications for practice. The first lesson is that Chinese firms should consider their equity choices in overseas M&A based on their own competitive advantages. Chinese firms with relative strong marketing abilities should protect their own brands from harm through high equity ratios in overseas acquisitions, as well as establish distribution networks they can control, while Chinese firms with good technological foundations may motivate their acquired firms to continue their innovation through shared equities, so as to better complement their own deficiencies in innovation. The second lesson is that they should account for the host country-specific advantages in their consideration for equity ratios. A strong market potential necessitates long-term investments, making high equity ratios more suitable, while acquiring natural and technological resources tend to provoke the host countries' negative reactions, making lower equity ratios preferable. The third lesson is that the effects of state equity should be accounted for. Acquisitions made by state-owned firms tend to be a politically sensitive issue in the host countries, particularly when important natural resources and key technologies are involved, and a more flexible approach to equity structure decisions is needed.

**Key Words:** overseas acquisition; equity choice; firm-specific advantage; internationalization motivation; state-owned equity

**JEL Classification:** F20, F21, F23

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2017.12.003

(责任编辑: 霄 雪)