

中国企业“凭什么”完全并购国外高新技术企业

——基于94个案例的模糊集定性比较分析(fsQCA)

张明, 陈伟宏, 蓝海林

[摘要] 跨国并购作为快速获取核心技术与战略资产的一种有效途径,已经得到学术界和业界的一致认同。然而,现有文献对于关乎技术转移、消化和吸收成功与否的关键决策——股权选择问题尚未展开深入研究。基于跨国并购股权选择多重理论解释框架,本文首次运用模糊集定性比较分析(fsQCA)方法,试图探索多种因素对跨国并购股权选择的“联合效应”以及不同因素之间的“互动关系”。本文利用SDC全球并购交易数据库过去12年(2006—2017年)中国企业对94家国外高新技术企业的并购交易事件进行分析,研究表明:①存在四条不同的路径均可支撑中国企业采取完全并购的策略,具体可以归纳为专业买家式并购和行业专家式并购两类并购模式。行业专家式并购是中国企业最常见的完全并购模式;②在一定情形下,专业买家积累的跨国并购经验和行业专家并购时遵循的行业相关性之间具有替代关系;③结合现有理论解释和典型案例分析,本文提出了富有潜力且可待检验的三个研究命题。本文的研究结论在扩展跳板视角、深化多重理论解释框架、丰富跨国并购股权选择研究的方法工具箱和缓解已有研究矛盾四个方面具有一定的研究贡献。同时,也为未来中国企业有效开展完全并购进而获取核心技术提供了丰富的实践启示。

[关键词] 跨国并购股权选择; 模糊集定性比较分析(fsQCA); 高新技术企业; 文化距离; 并购经验

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)04-0117-19

一、问题提出

近年来,中国企业不断地实施跨国并购活动,已经成为全球并购市场上的关键和重要买家。2016年,中国企业的跨国并购活动达到顶峰,交易数量和金额分别超过前三年和前四年之和(普华永道,2017)。实际上,除了交易数量和金额的激增,中国企业并购的质量和结构也得到不断改善:从

[收稿日期] 2018-09-10

[基金项目] 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“中国制造业转型升级战略研究”(批准号15JZD020);国家自然科学基金面上项目“中国企业跨国并购的制度复杂性与组织战略反应:动态演化、作用机制及其策略有效性研究”(批准号71872053);教育部人文社会科学研究青年基金项目“中国制造企业逆向跨国并购的母国嵌入、脱嵌与再嵌入研究”(批准号19YJCZH062)。

[作者简介] 张明,华南理工大学工商管理学院、中国企业战略管理研究中心博士研究生;陈伟宏,华南理工大学工商管理学院、中国企业战略管理研究中心博士研究生;蓝海林,华南理工大学工商管理学院、中国企业战略管理研究中心教授,博士生导师,经济学博士。通讯作者:陈伟宏,电子邮箱:247823628@qq.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,以及东南大学杜运周教授在QCA方法上的指导,当然文责自负。

并购自然资源转向战略资产,由价值链低端迈向价值链高端。来自联合国贸易和发展会议(UNCTAD)的数据表明,中国企业越来越倾向于并购发达国家的高新技术企业以获取战略资产,从而提升国际竞争力(UNCTAD,2018)。更进一步,本文观察到,也出乎本文作者意料的是,在并购发达国家的高新技术企业时,中国企业在跨国并购实践中倾向于选择激进式的完全并购,即并购目标企业的绝大多数甚至是全部股权,而非传统理论所倡导的渐进式的部分并购(Johanson and Vahlne,1977)。这一现象引发了作者的思考与疑惑:具有外来者劣势、后发者劣势和来源国劣势等多重劣势的中国企业(Deng,2012),究竟是“凭什么”能够完全并购发达国家的高新技术企业,而不惧“食不下咽”和/或“消化不良”的风险?这正是本文试图回答的研究问题。

在大量有关中国企业跨国并购的文献中,对并购前阶段相关问题的研究,大部分关注区位选择问题,即“去哪里买”。另一部分学者则聚焦并购动机问题,即“为什么买”。然而,鲜有学者去研究跨国并购中的股权选择问题(完全并购 vs. 部分并购)(Ahhammad et al.,2018),也就是“买多少”的问题。股权选择问题是跨国并购过程中的关键决策,股权获取的多寡反映了并购企业对目标企业的控制程度和资源承诺水平(Chen and Hennart,2004),进而影响核心技术与战略资产的共享与转移,最终决定并购后的整合与绩效(Elango et al.,2013)。部分并购有助于降低双方之间的信息不对称和加强合作,且风险较低,但是治理成本太高且学习时间较长(Chen and Hennart,2004)。相较而言,完全并购虽然需要巨大的资源承诺、高额的搜索与评估成本,但能带来对目标企业高程度的战略性控制,以及双方间知识、信息和资源的有效共享(Chari and Chang,2009)。

完全并购和部分并购潜在的优缺点使得股权选择成为一个必须综合权衡多方面影响因素的极具复杂性的决策(Chari and Chang,2009)。虽然目前探索跨国并购股权选择影响因素的研究并不多,但却表现出急速增长的趋势(Ahhammad et al.,2018)。在有限的文献中,现有研究已经探索了来自国家层面的因素,如文化距离和东道国国家风险等(Li and Xie,2013);行业层面的因素,如并购企业和目标企业之间的行业相关性(Ahhammad et al.,2018);以及企业层面的因素,如并购企业的并购经验(Elango et al.,2013)和目标企业的规模(Chari and Chang,2009)。然而,已有研究存在如下两个局限性,一是热衷于探索单个影响因素的“净效应”,而忽视多个因素的“联合效应”。必须承认的是,跨国并购股权选择作为一个复杂的决策,是来自不同层面、不同主体的多种因素共同作用的结果(Chari and Chang,2009)。这种因果复杂性通过传统的回归分析探索单个因素的净效应,或者至多三个变量的调节效应是无法完全解释的(Fiss,2011)。二是无法明确不同因素之间的互动关系。虽然不同的因素对并购股权选择均有其“净效应”,然而多种因素的互动可能会产生替代作用,即 $1+1<2$,也有可能产生互补作用,即 $1+1>2$ 。多种因素之间的互动关系已有研究并未进行探索。毫无疑问,揭示多种因素的“联合效应”和多种因素之间的“互动关系”,不仅能够充分理解中国企业完全并购国外高新技术企业的复杂性本质,而且还能为中国企业有效实施完全并购匹配和培养互补性或替代性条件提供解决方案。

模糊集定性比较分析(Fuzzy-Set Qualitative Comparative Analysis,fsQCA)方法被认为是探索“联合效应”和“互动关系”的有效方法(Ragin,2008),近年来已经被广泛应用于管理学科的各个领域(杜运周和贾良定,2017)。有鉴于此,本文基于Chari and Chang(2009)提出的多重理论解释框架,探寻行业相关性、文化距离、目标企业规模、东道国国家风险、并购经验和东道国政府限制等六个因素对中国企业跨国并购股权策略的“联合效应”,以及六个因素之间的互动关系,借此揭示中国企业完全并购国外高新技术企业的推动因素和支撑力量。

二、研究框架和文献回顾

跨国并购股权选择决策会受到来自不同层面因素的影响,借鉴进入模式的相关研究,Chari and Chang(2009)针对跨国并购股权选择提出了一个系统性、完整性的多重理论解释框架,包括评估成本和逆向选择风险、整合文化遥远国家目标企业中的管理者、拆分意向资产和非意向资产、实物期权和外生不确定性下的承诺成本、东道国的规章限制和企业特定的隐性资产六种理论解释。涉及到来自目标企业、东道国、母国—东道国之间的差异、并购企业等四个方面的重要解释因素。此外,通过对国内外跨国并购股权选择研究的系统回顾,本文发现已有相关研究多是在该框架下的进一步细化与深入,由此表明这一多重理论解释框架所具有的权威性和认可度。接下来,本文的文献回顾将从这六种理论解释视角逐一展开。

1. 评估成本和逆向选择风险

毫无疑问,相较于“外来者”的并购企业,作为“自己人”的目标企业对自家资产的价值了解更多。为了获取目标企业的真实价值、有效克服信息不对称以及避免由此导致的逆向选择风险,并购企业需要耗费巨大的成本进行事前的筛选和评估。来自合资企业的相关研究表明,当评估成本过高时,合资要优于并购,原因在于合资允许一方通过合作学习而更好地了解对方的真实价值。而具体到跨国并购,Chari and Chang(2009)认为,并购企业获取股权的多寡会因双方之间信息不对称的严重程度而表现出差异。信息不对称越大,评估成本和逆向选择风险就越高,因而获取少数股权的意愿也就越高。反之,则越低。并购双方的行业相关性被认为与信息不对称具有紧密的关系。基于此逻辑,大量研究发现,行业相关性与跨国并购股权选择之间具有显著的负相关关系(Chen and Hennart,2004;Chari and Chang,2009)。而另一方面,Ahammad et al.(2018)基于新兴跨国企业样本却发现行业相关性对跨国并购股权选择并没有影响。

2. 整合文化遥远国家目标企业中的管理者的成本

除了事前评估成本,事后整合成本也是影响跨国并购股权选择水平的重要因素。整合成本的大小,与目标企业管理者息息相关,因为其更熟悉也更善于处理同当地劳动力、供应商和政府之间的关系,故而通常被并购企业赋予管理目标企业的责任,以促进并购后隐性资产的转移。然而,目标企业管理者可能存在的机会主义会对并购后整合造成阻碍(Chen and Hennart,2004),尤其是在文化距离遥远的东道国,管理者的机会主义越盛。高能激励被认为是克服机会主义的有效方法(Chari and Chang,2009)。例如,部分并购而留下一部分股权作为激励,从而能够提高目标企业管理者的积极性。故而,随着文化距离的增加,管理者的机会主义越盛,进而选择部分并购的可能性就越高(Piaskowska and Trojanowski,2014)。尽管如此,已有相关研究对于文化距离和跨国并购股权选择之间的关系并未达成一致。例如,基于中国企业实施的380起跨国并购事件, Lee et al.(2014)发现文化距离的增加,并未降低反而提高了并购股权比例,作者认为这同中国企业获取战略性资产以实现追赶和超越紧密相关。国内学者林季红和张璐(2013)也得到了相同的研究结论。而另一些研究则发现两者并非简单的线性关系,而是曲线关系(Malhotra et al.,2011)。

3. 拆分意向资产和非意向资产

相较于上一理论解释关注并购后整合中“人”的因素,这一理论解释则是聚焦并购后整合中“物”的因素。目标企业中的资产并非全为并购企业所需,因而有效地从非意向资产中分离出意向资产进而转移至并购企业或重组目标企业至关重要。但是这种分离面临巨大的成本,包括收购目标公司的总体成本、重组目标企业的成本、售出非意向资产的成本(Chari and Chang,2009)。Hennart

and Reddy(1997)认为目标企业的规模越大,从非意向资产中分离意向资产的成本就越大,因为其市值更大、需要重组的员工更多和出售的非意向资产绝对值也更大。循此逻辑,目标企业的规模越大,分离意向资产和非意向资产的成本也越大,并购企业选择完全并购的可能性会更低,选择部分并购的可能性会更高。这一解释逻辑已经得到了美国和英国样本的证实 (Chari and Chang,2009; Ahammad et al.,2017)。而在中国情境下情况如何,至今尚未得到探索。

4. 实物期权和外生不确定性下的承诺成本

通过跨国并购进入海外市场不仅会面临内生不确定性(如上述三种理论解释),而且还会遭遇外生不确定性。不同于内生不确定性,外生不确定性不受企业行为的影响而改变。外生不确定性将增加投资风险和承诺成本。借鉴合资企业研究的经验,从实物期权的角度应对外生不确定性是一种有效的方法。获取多数股权或全部股权会更大程度地将并购企业的投资水平暴露于外生不确定性之下。而获取少数股份,不仅会节省投资,同时还给予了并购企业极大的灵活性(期权)。若外生不确定性得到有利的解决,则可增资扩股,否则可以选择出售部分股权或退出。而相较于合资,以部分并购进入海外市场还具有更多的优势,那就是如果外生不确定性没有得到有效的解决,并购企业无需像合资企业那样需要合资双方或多方复杂的协商而直接退出(Chari and Chang,2009)。在进入模式研究中,国家风险是外生不确定性的主要来源。基于实物期权的视角和上述分析,现有研究认为东道国国家风险越高,并购企业获得的股权就越少 (Chari and Chang,2009;Piaskowska and Trojanowski,2014)。然而,部分研究并未发现上述负相关关系(Ahammad et al.,2017)。

5. 东道国的规章限制

东道国的规章限制对国外直接投资活动的各个方面产生重要的影响,从区位选择到进入模式,进而到股权策略。例如,针对海外子公司的股权结构问题,母国企业倾向于选择完全享有股权,而东道国政府政策大力鼓励合资,最终的股权结构将是双方讨价还价的结果,在这个过程中,议价权力相对大的一方对这个结果的影响更大(Gomes-Casseres,1990)。同样地,在跨国并购中,股权选择问题也会受到东道国政府规章限制的影响(Chari and Chang,2009;Liou et al.,2016)。东道国政府会出于国家安全、行业结构和国民就业等原因而对跨国并购活动进行监管和限制。例如,2017年1月,蚂蚁金服宣布已与美国速汇金(Moneygram)达成并购协议,然而,美国外资投资委员会(CFIUS)以国家安全为由拒绝批准通过。最终,蚂蚁金服不得不宣告并购失败。因此,当东道国政府对外商直接投资进行限制时,并购企业的股权选择将会受到掣肘,为了避免可能的反对和失败,并购企业通常会选择较低的股权比例(Chari and Chang,2009)。

6. 并购企业特定的隐性资产

与上述五种理论解释侧重于考察来自目标企业、东道国、母国—东道国之间的差异方面的因素不同,这一理论解释关注并购企业特定隐性资产或企业特定优势。广义上而言,企业特定的隐性资产指的是知识束或等同于专有知识,常见的表现形式有无形资产、学习能力和与外部主体的私有关系(Rugman and Verbeke,2003)。由于经验会导致知识和能力的积累,故而被认为是企业特定隐性资产的重要来源之一。具有特定隐性资产的并购企业可能会寻求更多的目标企业股权,因为这种隐性资产可在一定程度上降低目标企业管理者的机会主义,或者推进不可编码化资产的转移。在跨国并购研究中,跨国并购经验是影响跨国并购成功与否的关键因素,因而受到了研究者的广泛关注和重视(Clarke et al.,2013)。而关于跨国并购经验对跨国并购股权选择的影响,已有研究形成了截然相反的观点。一方面,跨国并购经验有助于并购企业更好地筛选目标企业、最小化外来者劣势而降低成本(Barkema and Schijven,2008)。故而,并购经验越丰富,并购企业获取的股权就越多(Elango

et al.,2013)。而另一方面,丰富的跨国并购经验也有助于克服并购少数股权存在的机会主义问题,因而跨国并购经验越丰富,并购的股权比例就越少(黄嫚丽等,2017)。

总而言之,跨国并购股权选择是多方面因素共同作用的结果,这是一个确定性问题。然而,行业相关性、文化距离、目标企业规模、东道国国家风险、东道国的规章限制和并购企业的跨国并购经验六个因素是如何共同影响并购企业的跨国并购股权选择却是一个开放性问题。实际上,Chari and Chang(2009)在提出上述多重理论解释框架时对这一开放性问题已经进行了有益的尝试,但仍有不足或尚待完善之处:①不同解释视角之间的互动关系问题。虽然作者已经发现了四种主导性理论解释在作用于股权选择时所具有的差异性功能和相似性功能,但是作者更多的是关注每种理论解释的功能差异性部分(并集),故而认为它们会产生叠加效应而具有互补性关系。然而,作者对它们之间的功能相似性部分(交集)未进行考虑。实际上,理论解释之间功能的相似性也会产生挤出效应而具有替代性关系。互补性关系和替代性关系,偏废其一,均是不完整的,同时加以考虑和探索,对于跨国并购股权选择决策的解释才更深入和全面。②研究方法的有效性。作者使用传统的回归分析方法分别发现了四种主导性理论解释聚焦的关键变量对并购股权比例的显著“净效应”,并借助理论推演认为四种主导性理论解释之间具有互补关系而非替代关系。然而,Fiss(2011)却认为传统的回归分析方法无法有效揭示不同变量之间的互动关系。③多重理论解释框架的完整性问题。作者仅对前面四种主导性理论解释之间的关系进行了探索,而忽视了其他两种理论解释:东道国规章限制和并购企业特定隐性资产。事实上,在当今国家关系日趋复杂多变、企业增长愈加重重视自身独特资源与核心能力的情形下,这两种理论解释愈发重要和关键,不仅在于其对股权选择的直接影响,而且还在于其与其他理论解释之间的互动关系产生的共同影响。针对上述局限性,本文试图引入QCA方法,探索上述六种理论解释对跨国并购股权选择的联合效应,并揭示不同理论解释之间可能存在的互动关系。本文的逻辑框架如图1所示。

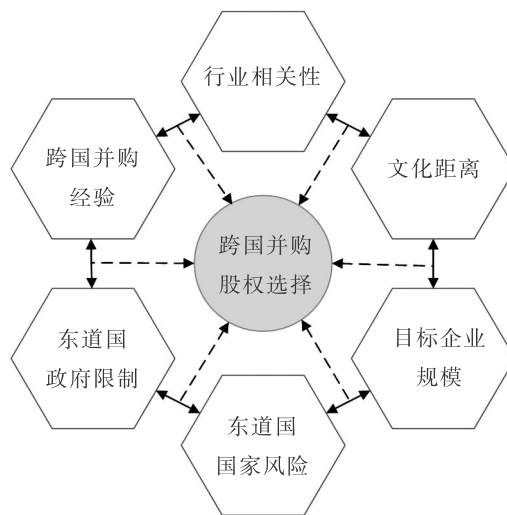


图1 本文的逻辑框架

三、研究方法

1. 研究设计

本文使用fsQCA方法来检验行业相关性、文化距离、目标企业规模、东道国国家风险、东道国政

府限制和跨国并购经验六个解释因素如何相互作用而共同影响企业的跨国并购股权选择。QCA 通过布尔逻辑和代数来实现对案例的充分比较和分析,从而能够探索多种因素之间的互动过程对特定现象的“联合效应”,而这正适合回答本文的研究问题。在具体的分析技术上,本文选择 fsQCA 主要基于如下三个原因:①传统的回归分析方法主要适用于探索单个因素的“净效应”,fsQCA 则可以发现多种因素之间的组态关系和殊途同归(Rihoux and Ragin,2009);②虽然其他的方法也可以检验组态关系,如聚类分析、因子分析,但是这些方法最大的局限性在于无法有效识别条件之间的相互依赖性、组态等效性和因果非对称性;③fsQCA 相较于其他类型的 QCA 分析技术(如 csQCA 和 mvQCA)更具优势(Schneider and Wagemann,2012)。由于本文的因果条件多为连续变量,使用 fsQCA 能够更充分地捕捉到前因条件在不同水平或程度上的变化带来的细微影响(Rihoux and Ragin,2009)。

2. 样本和数据

中国企业历年的跨国并购数据来自美国 SDC(Securities Data Corporation)全球并购交易数据库,该数据库目前已被广泛应用于跨国并购研究。本文中跨国并购股权比例、行业相关性和与目标企业规模的数据来自 SDC 数据库,其他相关条件的数据来源详见“测量和校准”部分。遵循已有相关研究,本文通过如下几个筛选标准来确定初始研究样本:①并购事件的并购方为中国大陆企业,目标方为中国大陆之外的企业;②仅包括完成的并购事件;③目标企业所属行业为高新技术行业^①;④排除目标国被中国政府认定为避税天堂(如开曼群岛、维尔京群岛)的并购事件;⑤剔除交易值或并购股权比例信息缺失的并购事件;⑥为了避免组合投资的情况,剔除并购股权比例低于 5%的交易;⑦考虑到本文试图解释的是并购企业对目标企业的首次并购,即新鲜并购(Fresh Acquisition),因此排除杠杆收购、分拆、资本结构变动、回购、再购和私有化等类型的交易;⑧剔除并购企业为财务金融机构的交易。经过上述步骤以及剔除数据缺失的样本之后,最终获得了中国企业于 2006—2017 年期间在发达国家/地区实施的 94 起跨国/地区并购交易事件。

3. 测量和校准

在 fsQCA 中,每一个条件(即本文的六个影响因素)和结果(跨国并购股权选择)都分别视为一个集合,每一个案例在这些集合中均有隶属分数。给案例赋予集合隶属分数的过程就是校准(Schneider and Wagemann,2012)。同现有研究一致,本文基于已有理论和经验知识,根据各条件与结果的数据类型,运用直接校准法(Ragin,2008)将数据转换为模糊集隶属分数。表 1 总结了本文各个条件和结果的校准信息。

(1)结果。跨国并购股权选择(*SHARE*)。并购企业在并购中获取的目标企业股权比例本身为一个在 0%—100%范围的连续变量。已有研究使用了不同的门槛值将其划分为部分并购和完全并购,而其中普遍接受和广为认可的完全并购的两个门槛值分别为 100%(Piaskowska and Trojanowski,2014)和 95%(Elango et al.,2013)。本文主要以 100%为门槛值进行校准,并购目标企业 100%股权比例的为完全并购,低于 100%的则为部分并购。在后文的稳健性分析中,使用 95%的门槛值进行检验。

(2)条件。行业相关性(*RELATE*)。借鉴已有研究(Haleblian and Finkelstein,1999),使用 5 点有

① 同 Elango et al.(2013)一致,目标企业 SIC(Standard Industrial Classification)代码前三位属于如下 15 个列为高新技术行业企业:283(医药)、351(发动机和发电机)、357(计算机和办公设备)、366(通讯设备)、367(电子元件和配件)、372(飞机和零部件)、381(搜索和导航设备)、382(测量和控制设备)、384(医疗器械和用品)、385(眼科用具)、386(摄影设备和用品)、387(手表、钟表、手表套件及部件)、481(通信设备)、737(计算机和数据处理服务)、873(研究和测试服务)。

表 1 结果与条件的校准

条件和结果	校准		
	完全隶属	交叉点	完全不隶属
跨国并购股权选择 (<i>SHARE</i>)	1(=100%)	/	0(<100%)
	1(≥95%)	/	0(<95%)
行业相关性 (<i>RELATE</i>)	4	2	0
文化距离 (<i>DIS</i>)	4.6714	2.8805	0.1508
目标企业规模 (<i>SIZE</i>)	7.1455	3.4339	0.6296
东道国国家风险 (<i>RISK</i>)	50	30	0
跨国并购经验 (<i>EXPERIENCE</i>)	1	/	0
东道国政府限制 (<i>RESTRICTION</i>)	7	4	1

序量表对行业相关性进行度量。具体而言,如果并购企业和目标企业的四位主要 SIC 代码完全相同则为 4,前三位相同则为 3,前二位相同则为 2,前一位相同则为 1,均不相同则为 0。同 Campbell et al.(2016)对行业相关性的校准方法一致,行业相关性分数为 4 时,则为完全隶属,分数为 0 时为完全不隶属,2 为交叉点。

文化距离 (*DIS*)。使用 Hofstede(1980)的国家文化维度来衡量文化距离,这种方法在国际商务领域中广为使用。国家文化维度的最新数据来自 Geert Hofstede 的个人网站。同已有研究一致,本文采用 Kogut and Singh(1988)的计算方法来衡量中国与东道国在国家文化的四个维度(个人主义、不确定性规避、权力距离和男性度)上的距离。借鉴 Fan et al.(2017)的方法,本文使用样本期间中国企业在所有行业(而非高新技术行业)实施的跨国并购事件所涉及的文化距离的 95%分位数值作为完全隶属的阈值,5%作为完全不隶属的阈值,50%为交叉点。

目标企业规模 (*SIZE*)。同 Chari and Chang(2009)的研究一致,本文使用目标企业市场价值的对数来衡量其规模。目标企业的市场价值为并购交易价值除以并购企业购买的股权比例。遵循 Fiss(2011)的校准方法,采用样本期间中国企业并购的所有行业(而非高新技术行业)的目标企业规模的 95%、50%和 5%分位数值分别作为完全隶属、交叉点和完全不隶属的门槛值。

东道国国家风险 (*RISK*)。遵循已有研究(Chari and Chang,2009;Ahhammad et al.,2017),东道国国家风险使用由国际国家风险指南(International Country Risk Guide)提供的交易事件前 1 年的国家风险指数来测量,该指数是对一个国家在政治、金融和经济风险三个方面的整体概括。指数的取值范围为 0—100,数值越大,表示国家风险越小。国家风险指数分为非常低(80—100)、低(70—80)、中等(60—70)、高(50—60)、非常高(0—50)五个等级。为便于理解,本文将数据进行倒置,倒置之后国家风险的五个等级及其对应的取值范围分别为非常低(0—20)、低(20—30)、中等(30—40)、高(40—50)和非常高(50—100),即分数越高,表示东道国国家风险越大。基于这一等级划分特征,本文将 30 作为交叉点,50 作为完全隶属的阈值,0 作为完全不隶属的阈值。

跨国并购经验 (*EXPERIENCE*)。使用并购企业在此次并购事件前完成的所有跨国并购的累计数来衡量(Haleblian and Finkelstein,1999)。与程聪和贾良定(2016)对并购经验的校准方法一致,将跨国并购经验视为一个二分条件,有经验赋值为 1,没有经验则赋值为 0。

东道国政府限制 (*RESTRICTION*)。与 Liou et al.(2016)一致,利用交易事件前 1 年世界经济论坛(World Economic Forum)发布的全球竞争力报告(Global Competitiveness Report)中商业人员意

见调查数据,来度量东道国政府对国外直接投资的限制程度。其中包含的相关题项:“政府规章制度在多大程度上影响了对外直接投资(FDI),鼓励还是反对?[1]强烈反对 FDI;[7]强烈鼓励 FDI”。为便于理解,本文同样对数据进行倒置,使得数值越大,表示东道国政府对国外直接投资的限制程度也越大。遵循同样基于李克特(Likert)7点量表的相关 fsQCA 研究,使用 7 为完全隶属的阈值,4 作为交叉点,1 为完全不隶属的阈值。

四、研究结果

1. 单个条件的必要性分析

同主流的 QCA 研究一致,本文首先检验单个条件(包括其非集)是否构成完全并购的必要条件。从集合论角度而言,单个条件的必要性分析就是检验结果集合是否为某个条件集合的子集。在 fsQCA 中,当结果发生时,某个条件总是存在,那么该条件就是结果的必要条件(Ragin,2008)。一致性是衡量必要条件的重要标准,当一致性水平大于 0.9 时,则可认为该条件是结果的必要条件(Ragin,2008;Schneider and Wagemann,2012)。表 2 为使用 fsQCA 3.0 软件分析的完全并购的必要条件检验结果。从中可知,所有条件的一致性水平均不高于 0.9。故而,六个条件中不存在完全并购的必要条件^①。

表 2 完全并购的必要条件分析

前因条件	完全并购		前因条件	完全并购	
	一致性	覆盖度		一致性	覆盖度
<i>RELATE</i>	0.4564	0.7570	<i>RISK</i>	0.2764	0.7682
<i>relate</i>	0.5435	0.7538	<i>risk</i>	0.7235	0.7504
<i>DIS</i>	0.5135	0.7802	<i>EXPERIENCE</i>	0.1408	0.9090
<i>dis</i>	0.4864	0.7306	<i>experience</i>	0.8591	0.7349
<i>SIZE</i>	0.4836	0.7582	<i>RESTRICTION</i>	0.2502	0.7817
<i>size</i>	0.5163	0.7526	<i>restriction</i>	0.7497	0.7468

注:大写字母表示条件存在,小写字母表示缺席。

2. 条件组态的充分性分析

与上述必要条件分析不同的是,组态分析试图揭示的是多个条件构成的不同组态引致结果产生的充分性分析。从集合论角度而言,也就是探索多个条件构成的组态代表的集合是否为结果集合的子集。同样使用一致性来衡量组态的充分性,但是可接受的最低标准和计算方法与必要条件分析不同,Schneider and Wagemann(2012)指出认定充分性的一致性水平不得低于 0.75。已有研究根据具体的研究情境采用了不同的一致性阈值,如 0.75(唐鹏程和杨树旺,2016)、0.8(程聪和贾良定,2016)等。而在频数阈值的确定上,则需要根据样本规模而定(Schneider and Wagemann,2012),对于中小样本,频数阈值为 1 即可,而对于大样本,频数阈值应该大于 1。当然,在具体研究中,还应该综合考虑案例在真值表中的分布情况和研究者对观察案例的熟悉程度。具体到本文,在一致性阈值

^① 由于本文的研究问题聚焦于完全并购,而非部分并购,故而在必要条件分析中仅针对完全并购。下文的组态分析也是如此,后文不再赘述。事实上,对部分并购的组态分析并未发现明确的因果路径。

和频数阈值的确定上,本文并不直接进行设定,而是在综合考虑如下四个 QCA 方法应用的最佳实践后确定合理且自然的阈值:一是结果为 0 和 1 的真值表行(组态)均应该涵盖且大致平衡(Rihoux and Ragin,2009);二是频数阈值的设定应当至少包含 75%的观察案例(杜运周和贾良定,2017);三是为降低潜在的矛盾组态,PRI(Proportional Reduction in Inconsistency)一致性的最低值应该 ≥ 0.75 ;四是避免可能存在的同时子集关系(Simultaneous Subset Relations),即某一真值表行(组态)同时为完全并购和部分并购的充分性组态(Schneider and Wagemann,2012)。在满足上述四个最佳实践标准的基础上,最终确定本文的一致性阈值为 0.76,频数阈值为 1。

由于现有研究关于六个条件分别与完全并购之间的关系尚未达成一致结论或缺乏明确的理论预期(Schneider and Wagemann,2012),本文作者难以做出明确的反事实分析。因此,在对产生中间解的步骤中,面对六个条件的何种状态会引致完全并购的产生这一问题时本文选择了“存在或缺席”。fsQCA 3.0 会输出三种复杂程度不同的解:复杂解、简约解和中间解。同已有研究一致,本文在此汇报中间解(Fiss,2011),并辅之以简约解。表 3 为六个条件形成的组态(路径)对跨国并购股权选择的组态分析结果。遵循 Ragin and Fiss(2008)和 Fiss(2011)的结果呈现形式,实心圆表示条件存在,含叉圆表示条件缺席,空格表示一种模糊状态,即该条件可存在亦可缺席。大圆为核心条件(同时存在于简约解和中间解的条件),小圆为辅助条件(仅存在于中间解中的条件)。此外,将具有相同核心条件的组态(3a 和 3b)归为一类并按照组态一致性水平大小从左至右进行排列。覆盖度(Coverage)是 QCA 研究中衡量经验相关性的一个重要指标,反映的是组态的经验切题性或重要性(Ragin,2008),类似于回归中的 R^2 (Fiss,2011)。

表 3 实现完全并购的组态

前因条件	解			
	1	2	3a	3b
行业相关性		⊗	●	●
文化距离	●		●	●
目标企业规模	●	⊗	●	⊗
东道国国家风险	⊗	⊗	⊗	⊗
跨国并购经验	●	●		⊗
东道国政府限制	⊗	⊗	⊗	
一致性	0.9870	0.9858	0.8053	0.7657
原始覆盖度	0.0538	0.0490	0.2407	0.1887
唯一覆盖度	0.0085	0.0312	0.0794	0.0656
总体解的一致性	0.8206			
总体解的覆盖度	0.3532			

注:●=核心条件存在,⊗=核心条件缺席,●=辅助条件存在,⊗=辅助条件缺席,“空格”表示该条件可存在亦可缺席。

表中呈现的四种组态,无论是单个解(组态)还是总体解的一致性水平均要高于可接受的最低标准 0.75,其中总体解的一致性为 0.82。总体解的覆盖度为 0.35,同组织与管理领域的 QCA 研究基本持平。表 3 中的四种组态可以视为中国企业在跨国并购高新技术企业时选择完全并购的充分条件组合。从各个组态本身(纵向)看,组态 1(DIS×SIZE×risk×EXPERIENCE×restriction)中跨国并购经

验的存在发挥了核心作用,而文化距离和目标企业规模的存在,以及东道国国家风险和东道国政府限制的缺席发挥了辅助性的作用。该组态的一致性在所有组态中最高(0.99),而唯一覆盖度却最低(0.01),覆盖了4个案例(其中3个案例与组态3a共享)。组态2(*relate×size×risk×EXPERIENCE×restriction*)中跨国并购经验的存在和行业相关性的缺席为核心条件,目标企业规模、东道国国家风险和东道国政府限制三者的缺席均为辅助性条件。该组态的一致性仅次于组态1(0.99),唯一覆盖度为0.03,覆盖的案例达到5个。组态3a(*RELATE×DIS×SIZE×risk×restriction*)和3b(*RELATE×DIS×size×risk×experience*)具有相同的核心条件,也就是行业相关性和文化距离均存在,但在辅助条件上却有所差异。在组态3a中,目标企业规模存在、东道国国家风险和东道国政府限制的缺席发挥了辅助性的作用,跨国并购经验为无关紧要的条件。组态3a的唯一覆盖度最高(0.08),覆盖的案例数达到16个。而在组态3b中,则是目标企业规模、东道国国家风险和跨国并购经验三者共同的缺席发挥了辅助性作用,东道国政府限制为无关紧要的条件。虽然组态3b的一致性最低(0.77),但是其唯一覆盖度仅次于组态3a,达到0.07,覆盖了11个案例。从单个条件(横向)看,可以发现东道国国家风险的缺席出现在所有组态之中,说明该条件对跨国、完全并购的重要性,尤其是在目标企业为高新技术企业的情形下。最后,从组态间的关系(纵—横双向)看,组态1中的跨国并购经验和组态3a中的行业相关性具有明显的替代性关系,说明这两个条件无需同时存在便可以与组态1和组态3a中的余下四个条件一起导致结果的产生,即 $1+1<2$ 。这也佐证了相关并购和跨国并购经验均是降低信息不对称的重要方式。针对上述复杂的关系,本文将在“理论解释和案例分析”部分通过连接理论和深入案例对上述四种组态进行深度诠释。

3. 稳健性检验

本文使用调整一致性水平(一致性水平从0.76提高至0.77)和改变测量方法(使用95%代替100%来区分完全并购和部分并购)两种方法进行稳健性检验,并借助Schneider and Wagemann(2012)提出的QCA结果稳健的两个标准(不同组态的集合关系状态和不同组态的拟合参数差异)进行评判。最后发现,本文的研究结论依然稳健^①。

五、理论解释和案例分析

fsQCA有效地识别了引发中国企业对国外高新技术企业实施完全并购的四条路径,表明跨国并购股权选择决策的殊途同归与多重并发(Ragin,2008)。根据四条路径包含的核心条件和背后的解释逻辑,本文将其归纳为两类并购模式:专业买家式并购和行业专家式并购。前者指的是并购企业主要借助丰富的跨国并购经验而实施完全并购,即使面临严重的信息不对称,如文化距离遥远和目标企业规模较大,或行业相关性较低。也就是“买多了不怕”。后者则是指并购企业主要凭借精湛的专业知识聚焦自身行业实施完全并购,以弥补自身劣势和强化自身优势,即使文化距离遥远和目标企业规模较大或跨国并购经验缺乏。也就是“看准了就买”。专业买家式并购更多地体现出并购企业寻求市场机会的动机,通过并购国外先进技术,而满足和扩大国内外市场份额,即“国外先进技术+国内外广阔市场”,具有短期导向。而后的动机则主要是寻求战略资产,通过并购核心技术或战略资产,以建立、发挥和强化持续竞争优势,即“国外战略资产+持续竞争优势”,具有长期导向。

专业买家式和行业专家式并购模式所体现的动机与跳板视角(Springboard Perspective)指出的来自新兴经济体跨国企业(EMNEs)的并购动机不谋而合。当然,这也是对跳板视角的证实。跳板视角是解释EMNEs国际化行为的一个崭新且有力的理论视角(Luo and Tung,2007)。该视角认为EMNEs

^① 稳健性检验结果及评判方法详见中国工业经济网站(<http://www.ciejournal.org/>)公开附件。

系统地、递归地利用国际扩张作为获取战略资产、弥补自身劣势、利用独特优势、减少母国制度和市场约束的跳板。EMNEs通过采取一系列与发达国家跨国企业(DMNEs)不同且积极和冒险的措施(如并购或绿地投资、扩大投资规模和承诺)来克服后发者劣势和外来者劣势,最终实现国内市场的开发与全球竞争力的追赶。跳板视角很好地阐明了中国跨国企业完全并购发达国家高新技术企业背后的动机,即资产寻求(Asset-seeking)和机会寻求(Opportunity-seeking)。跳板视角的如下三个特征对跨国并购股权选择的多重理论解释框架进行了补充(Luo and Tung, 2007):一是聚焦新兴经济体的研究情境。跨国并购股权选择的多重理论解释框架主要来源于发达国家情境和实践,且该解释框架目前尚未在新兴经济体情境下加以检验和完善(Chari and Chang, 2009)。二是突出EMNEs国际扩张的激进式特征。不同于DMNEs的渐进式国际扩张路径(Johanson and Vahlne, 1977),EMNEs的国际扩张则呈现出激进和冒险的特征,而这一差异多重理论解释框架并未考虑和解释。三是重视EMNEs国际扩张的双重目标,即国内市场的开发与国际竞争力的追赶。借助跳板“跳出去”是为了更好地参与全球竞争而形成核心竞争力,如此也能更有效地开发国内庞大的市场。有鉴于此,本文综合使用跨国并购股权选择的多重理论解释框架和跳板视角对上述两类并购模式进行深入诠释,并辅之以典型案例分析,然后提出研究命题。

1. 专业买家——跨国并购经验

不可否认的是,中国企业在跨国并购中面临着巨大的外来者劣势(Johanson and Vahlne, 1977)和后发者劣势。传统的国际化理论认为,通过渐进式的国际化活动积累经验和知识是克服上述劣势的重要途径(Johanson and Vahlne, 1977)。虽然已有观点认为EMNEs在国际化进程中倾向于采取加速国际化的方式(Luo and Tung, 2007),而非传统的国际化过程理论所支持的渐进式方式(Johanson and Vahlne, 1977),但这并不否认经验在EMNEs国际化进程(渐进式或加速式)中的重要支撑作用。甚至可以说,跨国并购经验已逐渐成为新兴经济体国家敢于采取激进式、冒险式国际扩张(如完全并购)这一跳板的强有力“支撑点”。Elango et al.(2013)发现并购经验丰富的企业更倾向于选择完全并购。除了直接影响,并购经验还能够间接地削弱或减缓信息不对称因素对跨国并购股权选择的消极影响(Chari and Chang, 2009; Gada and Popli, 2018)。在企业的跨国经营中,信息不对称因素通常来自国家(如文化距离)、行业(如双方企业属于不同的行业,即行业距离)和企业(如目标企业为高新技术企业)三个层面(Li and Xie, 2013)。无论是文化距离还是行业距离,均会对并购企业在并购前阶段的筛选最终标的、评估真实价值、并购中的谈判与协商,以及并购后阶段的整合和协调造成困难,增加成本。Cho and Padmanabhan(2005)认为,距离是跨国经营的一个巨大障碍,这一断言仅适用于毫无经验的企业,而不适用于经验丰富的企业。他们发现,丰富的经验尤其是决策的经验,能够有效降低文化距离所带来的在不确定性和成本上的消极影响。跨国并购经验削弱行业相关性和跨国并购股权选择之间的负相关关系的论断,虽然并未得到已有研究的直接验证,但是却得到了部分研究的间接支持。例如,虽然在目标企业来自高新技术行业或研发密集型行业时,并购企业倾向于选择部分并购(Chen and Hennart, 2004; Elango et al., 2013),但是,在并购企业拥有丰富并购经验的情形下,并购企业则倾向于选择完全并购。这主要是因为这些企业在识别和选择目标企业上更有经验、对并购过程更为了解,以及在管理并购后整合方面更为有效(Elango et al., 2013)。经过上述分析,本文认为跨国并购经验通过降低由文化距离遥远、行业相关性较低、企业规模较大所带来的信息不对称问题,从而提高了选择完全并购的可能性。

QCA方法的一个潜在优势就是能够精准地确定特定构型所覆盖的案例,或者说是支撑这一构型成为充分条件的案例。组态1(DIS×SIZE×risk×EXPERIENCE×restriction)中的典型跨国并购案例

是 2017 年三胞集团以 8.19 亿美元收购美国生物医药公司 Dendreon 100% 的股权。作为一家以 IT 零售业为主的多元化大型集团,三胞集团在此次收购前,已经通过多次相关或不相关的跨国并购积累了丰富的经验,收购的目标企业均是来自文化距离较远的发达国家,如以色列、英国和美国,且目标企业规模较大。董事长袁亚非称:“自己不会搞,那就把西方成熟的模式买下来,然后站在巨人的肩膀上实现弯道超车”。与组态 1 中并购企业面临的双重信息不对称有所不同的是,组态 2(*relate×size×risk×EXPERIENCE×restriction*)中的并购企业面临的信息不对称则主要是来自较大的行业不相关。其代表性案例为在线教育的领先企业网龙网络收购中国香港 AR 开发商 Cherrypicks alpha 100% 股权。网龙网络 CEO 熊立先生表示:“通过海外并购,产品全球化,从而面向全球的老师和用户,提高学习效率。目前配合国家的‘一带一路’倡议,正在加速全球化的进程。”总而言之,虽然上述两个组态在条件构成上表现出差异,但是背后反映的解释逻辑却是一致的,即跨国并购经验能够有效克服信息不对称,故而能够更好地评估目标企业的真实价值、规避目标企业管理者的机会主义和应对并购过程中的文化差异,最终选择完全并购。基于上述理论探究和案例分析,并结合组态的核心条件,本文提出:

命题 1:在行业相关性较低的情况下,跨国并购经验对于中国企业完全并购国外高新技术企业至关重要。

2. 行业专家——行业相关性

行业相关性是推动中国企业实施完全并购的另一关键因素。虽然研究结论不尽一致,但是大多数研究表明,相较于不相关并购(多元化),相关并购(多元化)对绩效的改善更为积极、直接和持久(Rumelt, 1982),这主要得益于相关并购显著地降低了交易双方存在的信息不对称——影响跨国并购相关决策及其绩效的重要障碍。具体到跨国并购股权选择决策,实施相关并购,一方面使得并购企业更容易筛选目标企业和评估其真实价值。对目标企业行业知识或专业知识的了解,可以有效防范目标企业事前的虚假陈述和事后的机会主义(Chen and Hennart, 2004)。考虑到无形资产的隐秘性、交易金额大、潜在风险高的特点,这在目标企业为高新技术企业时尤为重要。另一方面,并购企业也更容易推进并购后整合继而实现协同效应。相关并购,意味着交易双方资源的相似性或互补性,而这无疑降低了并购后的整合难度,促进了双方的协同效应,最终有助于提高并购后绩效(Barkema and Schijven, 2008)。基于上述两个方面,相较于不相关并购,实施相关并购时,并购企业感知到的潜在风险更低,而预期收益也更高(Lim and Lee, 2016),故而提高了其选择完全并购的可能性。现有研究并没有讨论在目标企业为高新技术企业的情况下,行业相关性和文化距离之间的互动关系对跨国并购股权选择的影响。而基于上述分析不难推断出第一种可能的相互关系——“相克”,即行业相关性克服或降低了文化距离导致的信息不对称。Elango et al.(2013)的研究结论则提供了第二种可能的相互关系——“相生”,即文化距离的存在激发或增强了并购企业扩大控制权而实施完全并购(Lee et al., 2014)。Elango et al.(2013)发现,虽然在目标企业为高新技术企业或东道国-母国之间的制度距离较大时,并购企业倾向于选择部分并购,但是当两者同时存在(制度距离作为调节变量)时,并购企业则倾向于选择完全并购。考虑到文化距离和制度距离引致交易双方信息不对称的共同点,可以推测在文化距离遥远时,同样也会增加行业专家以完全并购的方式而获取战略资产,特别是在目标企业为拥有真实价值难以量化和评估、创造过程极具保密性的知识资产的高新技术企业。

上述理论解释也得到了相应案例的直接支持。完美世界完全并购美国游戏开发商 Cryptic Studios 公司是组态 3a(*RELATE×DIS×SIZE×risk×restriction*)中的典型案例。时任完美世界董事长兼

首席执行官池宇峰先生在谈及上述并购时表示：“本次战略性收购将为我们的产品线添加富有吸引力的游戏作品，有助于我们进一步渗透入美国及全球网络游戏市场。更为重要的是，Cryptic Studios 享誉盛名的开发团队以及技术平台将进一步加强我们强大的研发实力。”由此可以说明，完美世界凭借专业的行业知识确定了最佳的并购目标以求强化和补充自身的研发实力。现任 CEO 萧泓先生在回顾这起跨国并购时更是指出了背后的动机和取得的硕果：“他们(Cryptic Studios)拥有很优秀的游戏制作人，与完美世界的优势融合在一起做出来的《无冬》大卖，一下子(从亏损到)赚钱了。”作为组态 3b(*RELATE×DIS×size×risk×experience*)的典型案列，上海科华生物工程股份有限公司出资 2880 万欧元收购 Technogenetics 的 100% 股权，也同样是基于资源互补和技术强化的考虑，并进一步走向全球。上海科华生物工程董事长唐伟国先生表示：“我们相信，Technogenetics 在诊断业务方面的专业技术将为中国市场带来创新、宝贵的产品，并使我们在欧洲和北美市场获得新的商业机遇。”基于组态 3a 和组态 3b 相同的核心条件和解释逻辑，并结合理论探究和案例分析，本文提出：

命题 2：在文化距离遥远的情况下，行业相关性对于中国企业完全并购国外高新技术企业至关重要。

为便于理解和比较，表 4 根据上述分析对专业买家式并购和行业专家式并购进行了总结，包括组态视图、典型案例和研究命题。

表 4 专家买家式并购和行业专家式并购

并购模式	组态视图	典型案例	研究命题
专业买家式 并购		三胞集团完全收购美国 Dendreon 公司 “自己不会搞，那就把西方成熟的模式买下来，然后站在巨人的肩膀上实现弯道超车。”——三胞集团董事长袁亚非先生	命题 1：在行业相关性较低的情况下，跨国并购经验对于中国企业完全并购国外高新技术企业至关重要
		网龙网络完全收购中国香港 AR 开发商 Cherrypicks Alpha 公司 “通过海外并购，产品全球化，从而面向全球的老师 and 用户，提高学习效率。目前配合国家的一带一路倡议，正在加速全球化的进程。”——网龙网络 CEO 熊立先生	
行业专家式 并购		完美世界完全收购美国游戏开发商 Cryptic Studios 公司 “他们(Cryptic Studios)拥有很优秀的游戏制作人，与完美世界的优势融合在一起做出来的《无冬》大卖，一下子(从亏损到)赚钱了。”——完美世界 CEO 萧泓先生	命题 2：在文化距离遥远的情况下，行业相关性对于中国企业完全并购国外高新技术企业至关重要

注：组态视图中仅图示核心条件，其中，黑色圆表示核心条件存在，白色圆表示核心条件缺席。

3. 跨国并购经验与行业相关性之间的替代关系

组态分析的一大优势就是能够识别条件之间的互动关系 (Fiss, 2011)。由组态 1 和组态 3a 可知, 跨国并购经验与行业相关性之间具有明显的替代关系, 即高文化距离、目标企业规模大、东道国国家风险低和东道国政府限制程度低四者, 与丰富的跨国并购经验或者高程度的行业相关性形成的组态均可引致完全并购。从核心条件的角度而言, 即跨国并购经验和行业相关性在克服文化距离和目标企业规模所带来的信息不对称上具有相同的作用。正因如此, 高文化距离、目标企业规模大、东道国国家风险低和东道国政府限制程度低, 这四者只需要与丰富的跨国并购经验和高度的行业相关性两个条件中一个组合便可推动完全并购的产生, 而无需这两个条件都存在。例如, 组态 1 中的行业相关性和组态 3a 中的跨国并购经验存在于与否对结果的产生无关紧要。一言以蔽之, 即两者(行业相关性和跨国并购经验)无需同时存在, 即使同时存在也并未增加新的力量。

虽然已有研究并未同时探讨行业相关性、跨国并购经验与文化距离、目标企业规模四者对跨国并购股权选择的影响, 如在传统的回归分析方法下, 探讨行业相关性或跨国并购经验对文化距离或目标企业规模与跨国并购股权选择之间关系的调节作用, 但是来自不同的相关研究结论在一定程度上支持了行业相关性和跨国并购经验之间的替代关系。如 Malhotra et al. (2011) 就发现, 如果属于相关并购, 在同等文化距离的情形下, 并购企业会选择更多的目标企业股权比例。Piaskowska and Trojanowski (2014) 也发现高管团队的国际经验能够有效削弱文化距离和并购股权之间的负相关关系。上述两项研究在一定程度上可以共同表明, 行业相关性和跨国并购经验具有相同的作用, 均能削弱文化距离与跨国并购股权之间的负相关关系。基于组态 1 和组态 3a 之间的关系, 同时结合理论分析和相关研究结论, 本文提出:

命题 3: 在一定条件下, 行业相关性和跨国并购经验之间具有替代关系。

六、研究结论和政策建议

1. 研究结论

近年来, 中国企业积极运用跨国并购的途径去获取国外高新技术企业的核心技术和战略资产, 以强化竞争优势和扩大市场份额, 进而提升国际竞争力。然而, 与传统理论和发达国家跨国企业的跨国并购实践不同的是, 中国企业“偏爱”完全并购国外高新技术企业, 也就是全部或近乎全部将目标企业的股权收入囊中, 而非采用温和、渐进的部分并购。针对这一差异, 本文基于成熟的跨国并购股权选择多重理论解释框架, 创新性地运用 fsQCA 方法, 使用中国企业最近十二年(2006—2017 年)实施的 94 起针对发达国家/地区高新技术企业的并购事件, 探讨了行业相关性、文化距离、目标企业规模、东道国国家风险、东道国政府限制和跨国并购经验六个影响因素对中国企业“偏爱”完全并购决策的“联合效应”, 以探索其背后的推动力量。本文的研究结论如下:

(1) 跨国并购股权选择(完全并购)具有“多重并发”和“殊途同归”的特点, 任何单一因素既不能构成完全并购的必要条件, 也不能成为引发完全并购的充分条件。完全并购是多种因素共同作用的结果, 即多重并发。此外, 多种因素之间的互动还会形成不同的路径, 即殊途同归 (Rihoux and Ragin, 2009)。本文发现, 推动中国企业完全并购发达国家/地区高新技术企业有四条不同的路径, 且每一条路径均是由多种因素共同构成。这一发现是从整体视角解释跨国并购股权选择的一种崭新尝试, 这也是对基于权变视角的跨国并购股权选择研究成果的丰富和补充。故而, 在一定程度上推动了跨国并购股权选择研究从权变视角向整体视角的转变。

(2) 专业买家积累的跨国并购经验是推动中国企业完全并购发达国家/地区高新技术企业的重

要支撑力量。即中国企业凭借丰富的跨国并购经验,克服低程度的行业相关性或者遥远的文化距离带来的信息不对称进而选择完全并购。这说明在跨国并购过程中了解“游戏规则”也是至关重要的。中国企业通过积极参与全球并购活动已经积累了丰富的并购经验,而非并购经验的缺乏(Luo and Tung, 2007)。这一结论也是对国际商务研究中经验重要作用的证实,以及响应了积极探索经验与其他因素之间互动关系的呼吁(Clarke et al., 2013)。

(3)行业专家实施的相关并购是引发中国企业实施完全并购发达国家/地区高新技术企业的另一推动力量。即基于对行业发展的深刻洞察和自身优劣势的评估,精准寻求相关行业的并购目标而弥补自身劣势和强化自身优势,从而选择完全并购。与专业买家式并购不同,行业专家式并购主要是基于自身的技术优势和行业经验去筛选和确定并购目标。这类并购模式对于来自新兴经济体的跨国企业,尤其是规模较小的企业具有良好的借鉴意义。实际上,行业专家式并购也是响应和践行国家所呼吁的“工匠精神”的良好体现。

(4)行业相关性与跨国并购经验之间具有替代关系。行业相关性和跨国并购经验均能有效克服跨国并购过程中的信息不对称和不确定性。两者功能的相似性使其在一定情形下具有替代性关系。这对于中国企业在完全并购发达国家/地区高新技术企业时,基于自身状况有针对性地培育、配置和优化自身的能力,从而成功实现完全并购大有裨益。例如,在面临文化距离遥远、目标企业规模较大、东道国国家风险和东道国政府限制程度较低的跨国并购情形之下,并购企业可以根据自身的实际情况,既可以通过不断积累并购经验实现完全并购,也可以选择借助行业相关的并购实现完全并购。

2. 研究贡献

综合而言,相较于已有相关研究,本文主要具有如下四个方面的研究贡献:

(1)将新兴经济体(中国)企业实施激进式、冒险式国际扩张的支撑力量从关注外部到转向内部,从而扩展了跳板视角(Luo and Tung, 2007)。跳板视角将新兴经济体企业能够采取激进式和冒险式国际扩张方式背后的支撑力量过多地归因于外部力量,如国家有利的政策和国内广阔的市场等,而对企业自身的内部力量则鲜有谈及。本文的研究结论表明,中国企业主要是借助行业专家拥有的专业知识和专业买家积累的丰富跨国并购经验两个重要的内部力量,去完全并购高新技术企业从而获得战略资产。这对于理解新兴经济体(中国)企业如何实施激进式、冒险式的国际扩张(完全并购)提供了新的洞见,从而扩展了跳板视角。

(2)基于中国情境发现跨国并购股权选择的多重理论解释视角之间还具有明显的替代关系,而不仅仅只有互补关系,故而深化了多重理论解释视角间的互动关系(Chari and Chang, 2009)。这一解释框架目前仅在发达国家情境下进行了检验,如美国(Chari and Chang, 2009)和英国(Ahammad et al., 2017)。本文响应了 Chari and Chang(2009)的号召,首次在新兴经济体情境下对该框架进行了检验。更为重要的是,本文的研究结论是对 Chari and Chang(2009)有关多重理论解释视角间互动关系的一种补充。本文的研究结论表明:不同理论解释视角之间在一定情况下还具有替代关系,如并购企业特定的隐性资产视角(跨国并购经验)与评估成本和逆向选择风险视角(行业相关性)之间的替代关系。显然,这是对多重理论解释视角间仅具有互补关系论断的深化和补充。

(3)率先将 QCA 方法引入至跨国并购股权选择研究中,这不只是丰富了该领域的研究方法工具箱,更是革新了对跨国并购股权选择现象的认识论基础。目前,已有的跨国并购股权选择研究仅局限于定量研究(Chari and Chang, 2009; Ahammad et al., 2018)和定性研究(Oguji and Owusu, 2017)两类方法。本文率先将 QCA 方法引入,无疑丰富了该领域的研究方法工具箱。不仅如此, QCA

方法被认为是兼具定量与定性研究的优势,其不只是一种分析技术,更是一种研究方法(Rihoux and Ragin,2009)。QCA方法背后的组态思维(Configurational Thinking),是对主流定量研究中净效应思维(Net-Effects Thinking)的一种挑战和补充(Ragin,2008),为认识和解释跨国并购股权选择现象的因果复杂性提供了一种整体的视角(Rihoux and Ragin,2009)。

(4)本文的结论为文化距离与跨国并购股权选择之间关系的不一致结论提供了新的解释。文化距离与跨国并购股权选择之间的关系至今尚无定论甚至相互矛盾。例如,负相关(Piaskowska and Trojanowski,2014)、正相关(Lee et al.,2014)、U型关系(Malhotra et al.,2011),以及毫无关系(Yang,2015)。根据以往的成熟经验,这些差异可能来源于多个方面,包括但不限于国家文化特质、文化距离的方向(发达国家→发展中国家、发展中国家→发达国家)、样本属性(行业差异或规模差异)、度量方式的差异,以及数据本身的质量问题。而本文的结果表明,文化距离与跨国并购股权选择之间的关系并非是一种恒定的线性或非线性关系,也并非完全取决于文化距离本身,关键要看文化距离处于何种情境之下以及文化距离与不同情境因素之间的匹配关系。例如,表3中的组态2,文化距离存在与否均可使企业选择完全并购。而组态1、3a和3b则表明文化距离与其他因素之间的不同组合均可导致完全并购。因此,未来研究应该高度重视和识别企业进行跨国并购股权选择时所处的情境条件及其与文化距离的组合方式,如此才能充分、深入和完整地理解跨国并购股权选择的复杂性与动态性。

3. 实践启示

本文的研究结论对企业和政府管理者具有以下实践启示:

(1)从企业角度而言,应当根据企业自身的实际条件和所处的决策环境量力而行,不要盲目采取完全并购策略,以避免陷入“食不下咽”和/或“消化不良”的困境。基于本文研究发现的四种成功实现完全并购的路径,跨国并购经验和行业相关性对选择完全并购尤为重要,两者能够有效缓解或克服来自外部不确定性(文化距离)和内部不确定性(目标企业规模)对股权选择的不利影响。这启示中国企业应当:①扎扎实实“苦练内功”。秉持工匠精神,立足本行业进行纵深探索成为行业专家。②熟悉了解“游戏规则”。“合规”应成为出海前的必修课。这两点对于具有后发者劣势和外来者劣势的中国企业在海外的成功运营至关重要。而缺乏并购经验或行业相关性的中国企业在并购发达国家/地区高新技术企业时则可以通过实施部分并购以渐进式学习的方式来吸收关键技术。

(2)从政府方面来说,应当继续为中国企业“走出去”实施跨国并购,特别是以获取核心技术为目的的“走上去”的跨国并购提供良好的国际营商环境。本文研究发现,导致完全并购的路径中均不存在东道国国家风险。这启示中国政府应当在国际竞争愈加激烈、贸易保护主义势力有所抬头的形势下,努力构建和谐、互利的国际关系和树立大国形象,进而为中国企业通过跨国并购“走出去”和“走上去”提供良好的国际营商环境。中国企业尤其是国有企业的资产寻求型跨国并购通常会引起东道国政府、企业甚至是民众的反感和敌视。因而,中国政府采取积极措施(如建立贸易协定、经济合作、政治联盟和文化交流等等)为中国企业的“走出去”和“引进来”将显得极为必要。此外,为了能够让并购企业及时、有效规避来自东道国的外生不确定性并在东道国建立合法性,政府部门也可通过支持相关的行业协会以促进信息的交流与共享,或者出台相关政策鼓励民间力量成立跨国并购基金以形成合力,从而为企业的跨国并购保驾护航。

4. 不足之处和未来展望

同许多研究一样,本文不可避免地存在一些不足:①本文所使用的多重理论解释框架虽然已经涵盖了多方面的、且已被不少研究检验的影响因素,但仍然难免有疏漏之处。该框架并未包括来自

目标企业方面的影响因素(Chari and Chang, 2009),以及母国制度因素及其与东道国制度因素的差异(汪涛等, 2018);②本文仅关注来自高新技术行业的目标企业,研究结论可能无法很好地适用于其他行业;③由于数据限制,本文无法深入探索和比较不同组态对并购后绩效可能存在的非对称性影响。未来研究可以针对上述不足之处进一步展开探索。

[参考文献]

- [1] 程聪, 贾良定. 我国企业跨国并购驱动机制研究——基于清晰集的定性比较分析 [J]. 南开管理评论, 2016, (6): 113-121.
- [2] 杜运周, 贾良定. 组态视角与定性比较分析(QCA): 管理学研究的一条新道路[J]. 管理世界, 2017, (6): 155-167.
- [3] 黄嫚丽, 张慧如, 刘朔. 中国企业并购经验与跨国并购股权的关系研究[J]. 管理学报, 2017, (8): 1134-1142.
- [4] 林季红, 张璐. 中国企业海外并购的股权策略选择[J]. 财贸经济, 2013, (9): 76-84.
- [5] 普华永道. 2016年中国企业并购市场回顾与2017年展望[EB/OL]. <https://www.pwccn.com/zh/services/deals-m-and-a/publications/ma-press-briefing-jan2017.html>, 2017.
- [6] 唐鹏程, 杨树旺. 企业社会责任投资模式研究: 基于价值的判断标准[J]. 中国工业经济, 2016, (7): 109-126.
- [7] 汪涛, 贾煜, 王康, 崔楠. 中国企业的国际化战略: 基于新兴经济体企业的视角[J]. 中国工业经济, 2018, (5): 175-192.
- [8] Ahammad, M. F., Z. Konwar, N. Papageorgiadis, C. G. Wang, and J. Inbar. R&D Capabilities, Intellectual Property Strength and Choice of Equity Ownership in Cross-Border Acquisitions: Evidence from BRICS Acquirers in Europe[J]. R & D Management, 2018, 48(2): 177-194.
- [9] Ahammad, M. F., V. Leone, S. Y. Tarba, K. W. Glaister, and A. Arslan. Equity Ownership in Cross-Border Mergers and Acquisitions by British Firms: An Analysis of Real Options and Transaction Cost Factors[J]. British Journal of Management, 2017, 28(2): 180-196.
- [10] Barkema, H. G., and M. Schijven. Toward Unlocking the Full Potential of Acquisitions: The Role of Organizational Restructuring[J]. Academy of Management Journal, 2008, 51(4): 696-722.
- [11] Campbell, J. T., D. G. Sirmon, and M. Schijven. Fuzzy Logic and the Market: A Configurational Approach to Investor Perceptions of Acquisition Announcements[J]. Academy of Management Journal, 2016, 59(1): 163-187.
- [12] Chari, M. D. R., and K. Y. Chang. Determinants of the Share of Equity Sought in Cross-Border Acquisitions[J]. Journal of International Business Studies, 2009, 40(8): 1277-1297.
- [13] Chen, S.-F. S., and J.-F. Hennart. 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.
- [14] Cho, K. R., and P. Padmanabhan. Revisiting the Role of Cultural Distance in MNC's Foreign Ownership Mode Choice: The Moderating Effect of Experience Attributes [J]. International Business Review, 2005, 14(3): 307-324.
- [15] Clarke, J. E., R. Tamaschke, and P. W. Liesch. International Experience in International Business Research: A Conceptualization and Exploration of Key Themes [J]. International Journal of Management Reviews, 2013, 15(3): 265-279.
- [16] Deng, P. The Internationalization of Chinese Firms: A Critical Review and Future Research [J]. International Journal of Management Reviews, 2012, 14(4): 408-427.
- [17] Elango, B., S. Lahiri, and S. K. Kundu. How Does Firm Experience and Institutional Distance Impact Ownership Choice in High-Technology Acquisitions[J]. R&D Management, 2013, 43(5): 501-516.
- [18] Fan, D., Y. Li, and L. Chen. Configuring Innovative Societies: The Crossvergent Role of Cultural and Institutional Varieties[J]. Technovation, 2017, (66-67): 43-67.

- [19]Fiss, P. C. Building Better Casual Theories: A Fuzzy Set Approach to Typologies in Organizational Research[J]. *Academy of Management Journal*, 2011,54(2):393–420.
- [20]Gada, V. P., and M. Popli. Product and Geographic Scopes of Target Firm and Equity Control in Cross–Border Acquisitions: An Information Asymmetry Perspective[J]. *Strategic Change*, 2018,27(4):351–358.
- [21]Gomes–Casseres, B. Firm Ownership Preferences and Host Government Restrictions: An Integrated Approach[J]. *Journal of International Business Studies*, 1990,21(1):1–22.
- [22]Haleblian, J., and S. Finkelstein. The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1999,44(1):29–56.
- [23]Hennart, J.–F., and S. Reddy. The Choice between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States[J]. *Strategic Management Journal*, 1997,18(1):1–12.
- [24]Hofstede, G. *Culture’s Consequences: International Differences in Work–Related Values* [M]. Beverly Hills: Sage Publications, 1980.
- [25]Johanson, J., and J.–E. 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(1):23–32.
- [26]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.
- [27]Lee, Y., M. Hemmert, and J. Kim. What Drives the International Ownership Strategies of Chinese Firms? The Role of Distance and Home–Country Institutional Factors in Outward Acquisitions [J]. *Asian Business & Management*, 2014,13(3):197–225.
- [28]Li, J. T., and Z. Z. Xie. Examining the Cross–Border Acquisition Strategy of Chinese Companies: The Moderating Roles of State Ownership and Institutional Transition [J]. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 2013,20(4):436–447.
- [29]Lim, M. H., and J. H. Lee. The Effects of Industry Relatedness and Takeover Motives on Cross–Border Acquisition Completion[J]. *Journal of Business Research*, 2016,69(11):4787–4792.
- [30]Liou, R. S., M. C. H. Chao, and M. Yang. Emerging Economies and Institutional Quality: Assessing the Differential Effects of Institutional Distances on Ownership Strategy[J]. *Journal of World Business*, 2016,51(4):600–611.
- [31]Luo, Y. D., and R. L. Tung. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007,38(4):481–498.
- [32]Malhotra, S., K. Sivakumar, and P. C. Zhu. 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.
- [33]Oguji, N., and R. A. Owusu. Acquisitions Entry Strategies in Africa: The Role of Institutions, Target–Specific Experience, and Host–Country Capabilities—the Case Acquisitions of Finnish Multinationals in Africa [J]. *Thunderbird International Business Review*, 2017,59(2):209–225.
- [34]Piaskowska, D., and G. Trojanowski. Twice as Smart? The Importance of Managers’ Formative–Years’ International Experience for Their International Orientation and Foreign Acquisition Decisions [J]. *British Journal of Management*, 2014,25(1):40–57.
- [35]Ragin, C. C. *Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond* [M]. Chicago: University of Chicago Press, 2008.
- [36]Ragin, C. C., and P. C. Fiss. Net Effects Analysis Versus Configurational Analysis: An Empirical Demonstration [A]. C. C. Ragin. *Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond* [C]. Chicago: University of

- Chicago Press, 2008.
- [37]Rihoux, D. B., and C. C. Ragin. Configurational Comparative Methods: Qualitative Comparative Analysis (QCA) and Related Techniques[M]. Thousand Oaks, CA: Sage, 2009.
- [38]Rugman, A. M., and A. Verbeke. Extending the Theory of the Multinational Enterprise: Internalization and Strategic Management Perspectives[J]. Journal of International Business Studies, 2003,34(2):125-137.
- [39]Rumelt, R. P. Diversification Strategy and Profitability[J]. Strategic Management Journal, 1982,3(4):359-369.
- [40]Schneider, C. Q., and C. Wagemann. Set-Theoretic Methods for the Social Sciences: A Guide to Qualitative Comparative Analysis[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.
- [41]UNCTAD. World Investment Report 2018: Investment and New Industrial Policies [M]. New York and Geneva: United Nations Publications, 2018.
- [42]Yang, M. Ownership Participation of Cross-Border Mergers and Acquisitions by Emerging Market Firms: Antecedents and Performance[J]. Management Decision, 2015,53(1):221-246.

Why Do Chinese Enterprises Completely Acquire Foreign High-Tech Enterprises —— A Fuzzy Set Qualitative Comparative Analysis (fsQCA) Based on 94 Cases

ZHANG Ming, CHEN Wei-hong, LAN Hai-lin

(School of Business Administration, South China University of Technology, Guangzhou 510640, China)

Abstract: Cross-border merger and acquisitions (CBM&As), an effective way to rapidly acquire core technology and strategic assets, has been recognized by the academia and industry. However, ownership choices in CBM&As, the key decision during technology transfer, digestion and absorption, has not been studied thoroughly. Based on the multiple theoretical explanations framework of ownership choices in CBM&As, this paper, for the first time, uses the fuzzy set qualitative comparative analysis (fsQCA) method to explore the “combined effect” of various factors on ownership choices and the “interactive relationship” between different factors. By analyzing the CBM&As transactions of 94 foreign high-tech enterprises by Chinese enterprises in the past 12 years (2006—2017), the research shows that four different configurations can trigger Chinese enterprises to adopt the strategy of full acquisition, which can be summarized into two acquisition modes: professional buyer acquisition and industry expert acquisition. Industry expert acquisition is the most common complete M & A mode for Chinese enterprises. Furthermore, under certain circumstances, there is a substitutive relationship between the CBM&As experience accumulated by professional buyers and the industry relatedness observed by industry experts. Lastly, based on the existing theoretical interpretation and typical case analysis, three research propositions with potential and to be tested are proposed. The conclusions of this research paper make important theoretical contributions toward extending the springboard perspective, deepening the multiple theoretical explanations framework, enriching the research method toolbox of ownership choices in CBM&As, and alleviating the existing research contradiction. At the same time, the paper provides practical inspiration for Chinese enterprises to effectively carry out full acquisition in order to acquire core technology in the future.

Key Words: ownership choices in cross-border merger and acquisitions; fuzzy set qualitative comparative analysis (fsQCA); high-tech enterprises; cultural distance; acquisition experience

JEL Classification: F23 G34 M16

[责任编辑:姚鹏]