

制度距离对海外并购绩效的影响机制 ——并购经验与政治关联的调节作用

吴小节 马美婷

(广东工业大学, 广东 广州 510520)

摘要: 本文整合制度理论和资源基础观, 以2016年在沪深A股市场上市的163家中国企业海外并购交易事件为样本, 探究制度距离对中国企业海外并购绩效的影响机制。研究发现: 正式制度距离、非正式制度距离均对企业海外并购绩效产生负向影响, 即正式制度距离或非正式制度距离越大, 海外并购绩效越差; 中国企业利用和获取资源的能力即丰富的海外并购经验或较强的政治关联均可以提升企业的竞争优势, 进而削弱制度距离对海外并购绩效的负面影响。研究结论深化了新兴经济体海外并购绩效的研究框架, 对中国企业如何发挥异质性资源优势来提升海外并购绩效具有重要现实意义。

关键词: 制度距离; 海外并购绩效; 资源基础观; 海外并购经验; 政治关联

中图分类号: F742

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2022) 02-0013-12

一、研究背景与问题提出

在国际形势复杂、经济增速持续放缓的背景下, 中国企业海外并购风险高, 母国与东道国间法律、法规、文化等正式和非正式制度的差异 (North, 1990), 使企业面临着高昂的信息获取等交易成本, 导致并购绩效往往不尽如人意 (乔璐等, 2020)。然而, 根据《2019年度中国对外直接投资统计公报》, 中国企业海外并购仍保持着活跃状态, 其中项目数量呈增加态势 (达467起), 目标区域进一步扩大 (涉及全球68个国家和地区)。这不禁让我们深思, 两国间正式制度距离、非正式制度距离如何影响中国企业海外并购绩效? 中国企业如何削弱制度距离给海外并购绩效带来的负面影响? 回答这些问题, 对中国企业提升海外并购绩效具有重要的现实意义 (Li et al, 2017)。

现有研究主要基于制度理论、交易成本理论、资源基础观等视角 (吴小节等, 2019) 进行探讨: 其一, 探究制度距离与海外并购绩效关系。制度距离包括: 制度距离整体; 规范性、管制性和认知性距离; 正式和非正式制度距离及制度距离单一维度, 如文化距离。其二, 一方面探究制度距离对国家、产业等层面因素与海外并购绩

作者简介: 吴小节, 广东工业大学管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 企业战略管理; 马美婷, 广东工业大学管理学院博士研究生, 研究方向: 企业战略管理。

基金项目: 国家自然科学基金 (项目编号: 71872053); 国家社会科学基金 (项目编号: 20BGL032); 广东省自然科学基金 (项目编号: 2019A1515011944); 2020年度广东省科技创新战略“攀登计划”专项资金重点项目 (项目编号: pdjh2020a0177)。

效间关系的调节作用；另一方面探究国家、产业等不同层面因素对制度距离与海外并购绩效间关系的调节作用，如海外并购经验。其三，探究不同层面因素在制度距离与海外并购绩效间的中介机制，如国际化经验及吸收能力。

尽管现有研究已基于制度理论和资源基础观对海外并购绩效问题进行探讨，但研究结论尚不一致（乔璐等，2020），且对制度距离的界定不清晰，对资源变量的选择过于宽泛（Peng et al., 2009），仍存在进一步的研究空间。第一，亟需选择具有公认标准的制度分类与测量方式，并对此进行实证研究或复制性研究（Hitt and Xu, 2016）。现有研究在制度距离的分类标准和变量测量维度上存在差异，主要基于经济自由指数或全球治理指数等指标对制度距离整体、正式制度和非正式制度距离及管制、规范和认知制度距离进行测量。每种分类标准和测量方式均有相应文献支持，但对于中国企业而言，正式制度距离和非正式制度距离显然更符合中国经济转型的情境。传统的制度研究主要强调正式制度，如法律、政策和规范等，但新兴经济体尤其是中国参与国际竞争时，必须同时考虑非正式制度的约束（如人际关系、国家文化、社会风俗习惯等），这是影响中国企业商业行为的重要制度变量（李新春和肖霄，2017）。第二，亟需明确划分不同类型的资源能力，更关注企业竞争优势的微观基础。现有研究表明，新兴经济体企业的制度经验及关系能力优势是弥补制度距离带来的“外来者劣势”和“后来者劣势”的有效途径（吴小节等，2019），但是尚未回答为什么是这些资源能力、这些资源能力所起的作用方式是否一致等关键性问题，这对企业如何充分发挥竞争优势具有重要意义。马浩（2018）认为，企业持续竞争优势的来源包括占有、获取和利用资源的能力，其中以占有资源为基础的竞争优势主要表现在公司内部，在于企业地位与资源。以获取资源为基础的竞争优势存在于企业和其所处经营环境的互动关系中，包括企业与各类政府牌照、许可证、配额等发放机关，新产品批准和监督机构及供应商、合作者、分销商的关系。如企业可通过政治关联来获取土地等要素资源以及各类金融、财政支持（李新春和肖霄，2017）。以利用资源为基础的竞争优势取决于企业实际运作的的能力，包括研发能力、识别市场机会的本领、组织学习与创新能力等（马浩，2015）。如企业可充分利用海外并购经验带来的隐性知识和信息，进而更好地适应国际环境（Dikova and Sahib, 2013）。

基于此，结合制度理论和资源基础观，本文探讨中国企业利用资源优势能力（如海外并购经验）和获取资源优势能力（如政治关联）如何影响正式制度距离、非正式制度距离与海外并购绩效间的关系。

二、文献回顾与研究假设

（一）制度距离与海外并购绩效的关系

1. 正式制度距离对海外并购绩效的影响

正式制度距离是指母国与东道国（地区）制度环境在法律、法规上的差异（North, 1990）。根据制度理论，当正式制度距离越大时，母国与东道国（地区）在法律和

法规环境间的差异也会增大,使得企业海外经营的交易成本增加,海外并购绩效越差。主要基于以下两点原因:第一,外部合法性方面。在进行海外并购时,企业会面临与母国不同的政治和法律程序要求(贾镜渝和李文,2016),所以,制度距离越大,企业越难以正确解读东道国(地区)的政治环境、并购程序以及经济规则等要求,更易受到当地利益相关者的抵制和政府管制,甚至受到不公平的歧视性对待。此外,当企业进入新市场时,能否顺利建立和维持合法性决定了企业海外并购能否获得持续收益。正式制度距离越大,东道国(地区)政府采取的保护和防御措施越严格。为了保护本国(地区)企业 and 经济安全,东道国政府(地区)通常对外来企业实行或明或暗的歧视性政策(周经和张利敏,2014)。第二,内部合法性方面。正式制度距离越大,海外子公司的股东及管理层对母公司的制度性安排要求更高,所以,海外员工可能会不愿执行母公司转移的运营实务,还有可能在理解与学习实务时存在困难,难以进行适应性调整和知识转移,这些均不利于提高海外并购绩效。故提出以下假设:

H_{1-1} : 正式制度距离对海外并购绩效存在负向影响,即正式制度距离越大,海外并购绩效越差。

2. 非正式制度距离对海外并购绩效的影响

非正式制度距离是指社会团体、组织机构或政府机构在价值观、行为规范、文化等方面的差异(North, 1990)。根据制度理论,当非正式制度距离增大时,企业在目标市场中获取合法性和转移组织惯例的难度加大,支付的隐性成本更高,使得海外并购绩效越差。主要基于以下两点原因:第一,外部合法性方面,指组织外部利益相关者(如政府部门、监管机构、公众、媒体以及金融机构等)对组织的认可和接受,包括规制、规范和认知合法性(杨勃等,2016)。非正式制度距离越大,企业越难以通过价值协同、风险规避、形象展示、修辞策略等方法获得外部相关利益者的认同(陈建红等,2013),导致并购整合异常艰难。一方面,非正式制度距离越大,企业隐性知识的传播难度越大,导致东道国利益相关者对企业的刻板印象效应更强。此外,企业熟悉目标市场非正式制度的成本和难度更高,一旦违背了相关规则,给企业带来负面影响的持续时间更长(宋渊洋和李元旭,2013)。另一方面,利益相关者往往采用不同的合法性标准评判本国企业和外来进入者(阎大颖,2009)。非正式制度距离越大,企业评估与内部化东道国规范的难度越大,在商业实践行为方面做出适应性调整的空间越小(李新春和肖霄,2017)。第二,内部合法性方面,指组织内部利益相关者(如员工、管理者、股东等)对组织的认可和接受(杨勃等,2016)。非正式制度距离越大,海外企业内部的跨文化冲突越激烈,导致内部利益相关者间理解、沟通与协调的难度越大(李雪灵和万妮娜,2016)。此外,非正式制度距离越大,组织身份可能会发生深刻变化,导致组织身份模糊和冲突,进而诱发并购双方对合并后控制权的担忧(Clark et al, 2010),造成主并企业管理混乱,增加管理成本。并购后的经营管理过程越复杂,企业海外并购绩效越差。故提出以下假设:

H_{1-2} : 非正式制度距离对海外并购绩效存在负向影响, 即非正式制度距离越大, 海外并购绩效越差。

(二) 企业利用和获取资源能力的调节作用

企业利用和获取资源的能力不同, 对制度距离与海外并购绩效间关系的调节作用也不同。

1. 海外并购经验的调节作用

海外并购经验是企业在国外市场中积累的一系列信息, 是通过组织学习得到的一种难以被模仿的隐性资源, 是企业竞争优势的来源之一(黄嫚丽等, 2017)。基于资源基础观, 当企业海外并购经验越丰富时, 企业越倾向于利用在海外并购中积累的知识和经验, 解决海外经营中不确定性高和交易成本高等问题, 进而削弱制度距离对海外并购绩效的负面影响。主要基于以下两点原因: 第一, 企业拥有海外并购经验, 能更快适应东道国制度环境, 更易获得合法性。一方面, 经历不同制度背景的商业实践, 可帮助企业更好地了解东道国(地区)市场以及提前熟悉制度规则(Mohamad and Hoshino, 2013), 进而削弱正式制度距离带来的强制性同构等制度压力问题。另一方面, 通过密切合作积累的经验, 企业能更有方向性地寻求与合作企业分享资源、知识与商业网络, 加速企业的学习进程, 克服非正式制度距离带来的模仿性、规范性同构等制度压力问题, 降低适应和交易成本(黄嫚丽等, 2017), 进而提升海外并购绩效(杜晓君等, 2014)。第二, 企业拥有海外并购经验, 能提升知识转移的成功率, 降低海外经营的交易成本。一方面, 海外并购经验是企业不同东道国经营中积累的专用性知识, 有助于企业减少运作的不确定性(叶正欣, 2005), 提高处理问题的效率, 降低沟通成本, 进而提高企业海外并购绩效(Pablo, 2013)。另一方面, 海外并购经验越丰富, 企业越熟悉海外并购公开交易阶段的相关流程, 有助于企业根据以往经验制定筛选和并购其他企业的程序, 减少了并购前信息收集等成本(Li et al, 2017), 进而提高企业海外并购绩效(郭冰等, 2011)。综上, 提出以下两个假设:

H_{2-1} : 海外并购经验对正式制度距离与海外并购绩效间的关系起正向调节作用, 即企业海外并购经验越丰富, 正式制度距离对海外并购绩效的负向影响就越弱。

H_{2-2} : 海外并购经验对非正式制度距离与海外并购绩效间的关系起正向调节作用, 即企业海外并购经验越丰富, 非正式制度距离对海外并购绩效的负向影响就越弱。

2. 政治关联的调节作用

政治关联是企业采用不同方式主动与政府、司法机关等政治机构建立关系, 本质上是一种政企关系资源(王永进和盛丹, 2012)。在市场转型过程中, 政府是推动市场变革和管制市场秩序的重要角色, 控制着重要资源与机会(李新春和肖霄, 2017)。基于资源基础观, 当政治关联更强时, 企业可以通过获取政策、行业环境等隐性信息和资源来克服制度距离带来的信息不对称等问题, 进而削弱制度距离对

海外并购绩效的负面影响。主要基于以下两点原因：一方面，企业拥有政治关联的优势体现在资源效应上。资源效应是指政治关联有助于强化企业低成本获取资源的方式，切实提高企业的海外并购绩效。企业和母国政府间的良好关系是一种稀缺的无形资产。当面临较差的制度环境时，如果政府主导资源

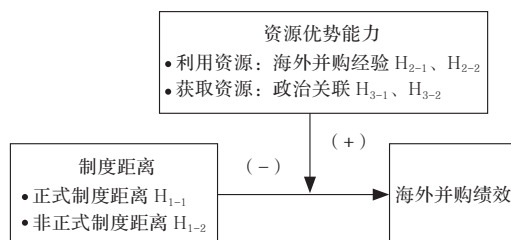


图1 概念模型

配置，企业往往会通过获取政治关联等非正式机制来支持自身成长与发展（严若森和姜潇，2019）。首先，政治关联能够缓解企业海外运营的融资约束、资源获取成本和政策风险等问题，使企业在市场竞争中占得先机，扭转企业在非正式制度距离下的资源弱势地位。其次，凭借着与母国政府间的良好关系，企业家可以获得国际化拓展的资金支持，并且可以通过母国政府与东道国政府谈判，解决贸易摩擦等问题（邓新明等，2014）。这有助于企业进入海外严格管制的行业，提高企业绩效，促进企业长期发展（罗党论和刘晓龙，2009）。另一方面，企业拥有政治关联的优势体现在信息效应上。信息效应是指政治关联能够起到信号发送作用，降低资金供求双方的信息不对称（黄珏和魏莎，2016）。企业可以通过政治关联向外传递企业社会声誉的优良信号，有助于增加股东的信任（胡旭阳，2006），提高企业获取资本的能力。此外，政治关联还可以作为一种反映企业未来经营绩效的声誉机制，传递企业良好发展前景的信号（He et al, 2014）。企业通过建立与政府间的政治一致性而提高企业合法性（李维安等，2015），进而提升企业海外并购绩效。综上，提出以下两个假设：

H₃₋₁：政治关联对正式制度距离与海外并购绩效间的关系起正向调节作用，即企业拥有政治关联，正式制度距离对海外并购绩效的负向影响就越弱。

H₃₋₂：政治关联对非正式制度距离与海外并购绩效间的关系起正向调节作用，即企业拥有政治关联，非正式制度距离对海外并购绩效的负向影响就越弱。

基于以上论述，提出本文的概念模型（图1）。

三、数据来源与变量测量

（一）数据来源

本研究选取2016年1~12月在沪深证券交易所A股市场上市的中国企业海外并购事件，并用SDC金融并购数据库及东方财富证券网对缺失数据进行补充及印证。按照以下标准对样本进行筛选：①剔除在海外市场上市、标的企业注册地在避税天堂、ST或PT、股权收购比例低于10%的企业；②剔除金融行业企业、并购交易失败、在窗口期内发生了其他事件对股价产生重大影响及研究所需关键信息不全、存在数据缺失的并购事件；③如果一家上市企业在2016年内进行了2次或2次以上的并购，则选取时间在前的一次并购事件；④如果样本企业在事件日前后出现停牌，则将并

购的窗口期和估计期顺延；⑤在满足以上条件的企业中，对样本企业在估计期内的股票实际收益率与市场组合收益率进行回归分析，如果回归结果显示 β 系数相关性不显著，则予以剔除。最终得到 163 个中国企业海外并购事件。

（二）变量测量

1. 被解释变量

本文的被解释变量为海外并购绩效（*OAP*），即衡量海外企业在完成海外并购活动后是否实现了预期的并购收益。相比于会计研究法易受到财务数据不可信、财务报表制作自由度及事后研究性质等影响，本文主要采取事件研究法计算累计超额收益率（*CAR*）来代表海外并购绩效。借鉴余鹏翼和李善民（2014）采用事件研究法测量并购绩效的做法，^①将事件确定为中国企业实施海外并购活动，并确定该事件的发生日和进行考察股票价格变动的事件窗口期。其中，以主并企业首次对外披露并购活动的公告日作为事件的发生日，确定为第 0 日。对于窗口期的确定，通常指首次对外披露并购活动的事件发生日前后的一段交易时期。一般将窗口期定为 $[-5, 5]$ ，但考虑到中国资本市场是不完全的半强式有效（宋维佳和乔治，2014），本文将事件窗口期延长为事件发生日前后的 10 个交易日，窗口期选择为 $[-10, 10]$ 。

2. 解释变量

①正式制度距离（*FID*）

本文采用世界治理指数（6 个维度指标：腐败控制、政府效率、政治稳定性和不存在暴力、规管质量、法制、话语权和责任），借鉴 Kogut 和 Singh（1988）的计算公式，按照式（1）进行测算。

$$FID_j = \sum_{k=1}^6 \left[\frac{(I_{kj} - I_{kc})^2}{V_k} \right] / 6 \quad (1)$$

其中， I_{kj} 代表目标企业所在国家 j 的第 k 个维度的指标评分， I_{kc} 表示中国 c 的第 k 个维度的指标评分， V_k 表示第 k 个指标评分的方差。

②非正式制度距离（*IID*）

本文基于 Hofstede 数据库（包括权力距离、男性化与女性化、不确定性规避、长远规划与短期规划、个人主义与集体主义、自身放纵与约束 6 个维度），借鉴 Kogut 和 Singh（1988）的计算公式，按式（2）进行测算。

$$IID_j = \sum_{i=1}^6 \left[\frac{(C_{ij} - C_{ic})^2}{V_i} \right] / 6 \quad (2)$$

其中， C_{ij} 代表目标企业所在国家 j 的第 i 个维度的指标评分， C_{ic} 表示中国 c 的第 i 个维度的指标评分， V_i 表示第 i 个指标评分的方差。

3. 调节变量

①海外并购经验（*OAE*）。借鉴黄嫚丽等（2017）的方法，本文使用该并购事

① 由于篇幅有限，具体的计算步骤不予呈现，若读者感兴趣，可联系作者。

件发生前企业进行海外并购活动的次数进行测量,数据根据 WIND 数据库中企业重大事项披露的并购次数判断和整理。

②政治关联(PN)。参考张雯等(2013)设置虚拟变量的做法确定政治关联,如果并购公告宣布时企业存在政治关联则赋值为1,否则为0。企业家的政治背景根据 WIND 深度资料中披露的董事会和高管信息以及上市公司年报披露的工作经历整理。

4. 控制变量

本文从国家、交易、行业和企业自身4个层面的变量对模型加以控制,数据源自 CSMAR 和 WIND 数据库。①东道国发达程度(HD)。以世界银行发布的《2016年世界发展报告》作为东道国发达程度的评价标准,若东道国是发达国家赋值为1,非发达国家赋值为0(田海峰等,2015)。②地理距离(GD)。若目标企业所在国家或地区为港澳台地区赋值为1、亚洲其他地区赋值为2、亚洲以外地区赋值为3(阎大颖,2009)。③股权收购比例(AE)。以主并企业持有目标企业的具体股份数值来衡量股权收购比例。④并购模式(AM)。采用二元虚拟变量,若并购模式为横向并购赋值为1,否则为0。⑤企业规模(Size)。采用主并企业在2015年合并报表中总资产的自然对数来衡量企业规模(田海峰等,2015)。⑥企业年龄(Age)。以并购年份与企业成立年份之差来测量企业年龄。⑦所有制性质(FO)。主并企业是国有控股企业赋值为1,非国有控股企业赋值为0。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计和相关性分析

从表1描述性统计结果来看,海外并购绩效的均值为0.009,其中,最大值为0.529,最小值为-0.475,标准差为0.127,可见样本企业海外并购绩效参差不齐,但是总体与均值相差无异,普遍较低。采用 IBM SPSS20.0 进行 Pearson 相关系数矩阵分析。吴明隆(2010)认为,如果两个变量间的相关关系强度达到0.75以上,表明变量间可能存在多重共线性问题。表1各变量的相关系数绝大部分都在0.5以下,可以初步判断变量间不存在多重共线性问题。

(二) 回归分析与假设检验

表2模型1包含了7个控制变量,除了东道国发达程度($\beta = -0.208, p < 0.05$),其他控制变量对中国企业海外并购绩效的影响不显著。模型2的两国间正式制度距离($\beta = -0.388, p < 0.01$)和模型3的非正式制度距离($\beta = -0.499, p < 0.01$)与企业海外并购绩效显著负相关,即两国间的正式制度距离或非正式制度距离越大,企业海外并购绩效越差,假设 H_{1-1} 和假设 H_{1-2} 得到验证。模型4的正式制度距离 $\times$ 海外并购经验($\beta = 0.226, p < 0.01$)和模型5的非正式制度距离 $\times$ 海外并购经验($\beta = 0.157, p < 0.05$)分别在统计水平1%和5%下显著正相关,这说明海外并购经验对正式制度距离、非正式制度距离与企业海外并购绩效间的关系存在正向调节作用,假设 H_{2-1}

表 1 变量的描述性统计及相关性分析

	所有制性质	企业规模	企业年龄	东道国发达程度	地理距离	股权收购比例
所有制性质	1.000					
企业规模	0.437***	1.000				
企业年龄	0.103	0.212***	1.000			
东道国发达程度	-0.119	-0.217***	-0.065	1.000		
地理距离	0.033	0.044	0.005	0.084	1.000	
股权收购比例	-0.036	0.003	0.234***	0.000	-0.050	1.000
并购模式	0.064	0.023	-0.077	-0.057	-0.077	-0.060
正式制度距离	-0.015	-0.053	-0.026	0.617***	0.152	0.073
非正式制度距离	-0.128	0.064	0.067	0.238***	0.604***	0.034
海外并购经验	0.052	0.213***	0.001	-0.133	0.065	-0.079
政治关联	0.004	-0.013	-0.023	-0.038	0.048	0.025
海外并购绩效	-0.014	-0.041	-0.028	-0.181**	0.017	-0.011
最小值 (M)	0.000	19.560	5.000	0.000	1.000	0.100
最大值 (X)	1.000	25.936	32.000	1.000	3.000	1.000
平均值 (E)	0.129	22.350	18.153	0.902	2.558	0.704
标准差	0.336	1.383	4.959	0.298	0.721	0.339
	并购模式	正式制度距离	非正式制度距离	海外并购经验	政治关联	海外并购绩效
并购模式	1.000					
正式制度距离	0.037	1.000				
非正式制度距离	-0.085	0.326***	1.000			
海外并购经验	-0.075	-0.166**	-0.034	1.000		
政治关联	-0.195**	0.085	0.131	0.116	1.000	
海外并购绩效	-0.090	-0.352***	-0.309***	0.131	0.072	1.000
最小值 (M)	0.000	0.252	0.384	0.000	0.000	-0.475
最大值 (X)	1.000	4.600	5.805	9.000	1.000	0.529
平均值 (E)	0.736	2.738	2.897	1.791	0.092	0.009
标准差	0.442	0.987	1.605	2.235	0.290	0.127

注：n=163，***、**和*分别表示在统计水平为1%、5%和10%上显著。

和 H_{2-2} 得到验证。模型 6 的正式制度距离 $\times$ 政治关联 ($\beta=0.165$, $p<0.05$) 和模型 7 的非正式制度距离 $\times$ 政治关联 ($\beta=0.185$, $p<0.05$) 均在统计水平 5% 下显著正相关, 这说明政治关联对正式制度距离、非正式制度距离与企业海外并购绩效间的关系存在正向调节作用, 假设 H_{3-1} 和 H_{3-2} 得到验证。依据 Cohen 等 (2010) 推荐的程序, 本文分别以高于均值一个标准差和低于均值一个标准差为基准绘制交互效应图 (图 2 和图 3)。

五、研究结论与讨论

(一) 研究结论

结合制度理论和资源基础观, 本文检验了制度距离对中国企业海外并购绩效的作用机制。结果表明: 正式制度距离、非正式制度距离与海外并购绩效呈负相关关系。当正式制度距离、非正式制度距离越大时, 企业实施海外并购的制度成本和经营成本越高, 越难以获得合法性, 进而导致海外并购绩效变差; 企业主要利用海外并购经验积累的隐形知识和获取政治关联带来的资源优势, 使得企业更易获得合法性, 降低交易成本, 进而削弱制度距离对海外并购绩效的负面影响。

表2 回归分析的检验结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
所有制性质	0.005 (0.954)	0.015 (0.856)	-0.092 (0.271)	0.004 (0.957)	-0.085 (0.304)	0.059 (0.493)	-0.074 (0.369)
企业规模	-0.081 (0.372)	-0.054 (0.533)	-0.003 (0.971)	-0.078 (0.367)	-0.054 (0.538)	-0.078 (0.368)	-0.008 (0.925)
企业年龄	-0.031 (0.707)	-0.038 (0.633)	-0.004 (0.954)	-0.006 (0.937)	0.002 (0.982)	-0.032 (0.682)	0.005 (0.946)
东道国发达程度	-0.208** (0.011)	0.036 (0.712)	-0.108 (0.166)	-0.002 (0.980)	-0.122 (0.117)	0.046 (0.640)	-0.114 (0.137)
地理距离	0.030 (0.708)	0.071 (0.354)	0.322*** (0.001)	0.064 (0.391)	0.301*** (0.001)	0.062 (0.412)	0.317*** (0.001)
股权收购比例	-0.008 (0.926)	0.027 (0.730)	0.014 (0.857)	0.021 (0.778)	0.020 (0.791)	0.053 (0.501)	0.031 (0.673)
并购模式	-0.101 (0.203)	-0.069 (0.362)	-0.108 (0.144)	-0.054 (0.470)	-0.089 (0.222)	-0.033 (0.666)	-0.084 (0.252)
正式制度距离		-0.388*** (0.000)		-0.364*** (0.000)		-0.406*** (0.000)	
非正式制度距离			-0.499*** (0.000)		-0.456*** (0.000)		-0.519*** (0.000)
海外并购经验				0.146* (0.068)	0.097 (0.199)		
正式制度距离 × 海外并购经验				0.226*** (0.004)			
非正式制度距离 × 海外并购经验					0.157** (0.035)		
政治关联						0.057 (0.467)	0.045 (0.560)
正式制度距离 × 政治关联						0.165** (0.042)	
非正式制度距离 × 政治关联							0.185** (0.017)
R^2	0.052	0.140	0.190	0.191	0.220	0.172	0.230
$A-R^2$	0.009	0.096	0.148	0.138	0.168	0.117	0.179
F	1.202 (0.305)	3.143*** (0.003)	4.517*** (0.000)	3.594*** (0.000)	4.282*** (0.000)	3.148*** (0.001)	4.528*** (0.000)

注：n=163，括号内为p值，***、**和*分别表示在统计水平为1%、5%和10%上显著。

(二) 学术贡献

第一，基于资源基础观细化了竞争优势的来源维度，并验证以获取和利用资源为基础的竞争优势来源对制度距离与海外并购绩效间关系的影响。与现有研究一致（刘璐和杨蕙馨，2018），本文发现企业拥有的资源能力可以克服制度距离带来的交易成本高、交易风险高等外来者劣势，使企业能够保持异质性以获得竞争优势，进而提高经营效率。但是与单维度探究企业资源能力（裴瑛和彭飞，2019）或对资源能力进行宽泛定义的研究不同，本文借鉴马浩（2015）的资源竞争优势分类进行微观论证。具体而言，将企业竞争优势划分为占有、获取和利用资源的能力，以占有资源为基础的企业年龄、企业规模以及企业所有制性质为控制变量，以利用资源为基础的海外并购经验及以获取资源为基础的政治关联为调节变量，研究二者对制度距离与海外并购绩效间关系的调节作用。这进一步深化了资源基础观的变量维度，

将企业海外并购的资源类型、资源内核及其作用机制更具体化,不仅弥补了单变量诠释力度弱且容易出现研究结论不一致的不足,而且初步尝试对企业资源能力的微观基础进行划分。第二,基于中国情境,将制度距离区分为正式制度距离和非正式制度距离,有助于推动制度距离划分和测量统一。与探究整体制度距离(张吉鹏等,2020)和单维度制度距离(裴瑱和彭飞,2019)的研究不同,本文将制度距离区分为正式制度距离和非正式制度距离,对

不同类别制度距离的负面影响机制进行了推演,对跨国企业如何利用和获取不同的资源能力来弥补不同类型制度距离的影响具有重要意义。所以,本文结合制度理论和资源基础观,进一步推动了海外并购绩效的研究。

(三) 研究启示

在企业层面,制度距离会提高企业海外经营的外部交易成本和内部经营管理成本,所以,企业要提高对东道国制度环境的熟悉程度,尽可能降低由于制度距离带来的额外交易成本,减少海外经营的困难,提高企业合法性。此外,本文验证了以获取资源为基础的政治关联和以充分利用资源为基础的海外并购经验能够削弱制度距离对海外并购绩效的负向影响。这启示企业在海外经营过程中,要充分发挥企业自身资源能力或培养相关能力,进而削弱制度距离带来的负面影响。在政府层面,政府是海外企业坚强的后盾,一方面,政府可以适度放松政策限制和利用自身的功能和资源,为中国企业“走出去”提供有利的政策环境和制度保障,提高企业海外并购的成效;另一方面,政府应积极建立企业投资并购信息服务平台,为企业提供东道国法律法规、文化信仰等信息,减少信息不对称带来的风险与成本。

(四) 研究局限和未来研究方向

在数据收集方面,本研究仅选取了2016年在沪深交易所上市的海外并购事件进

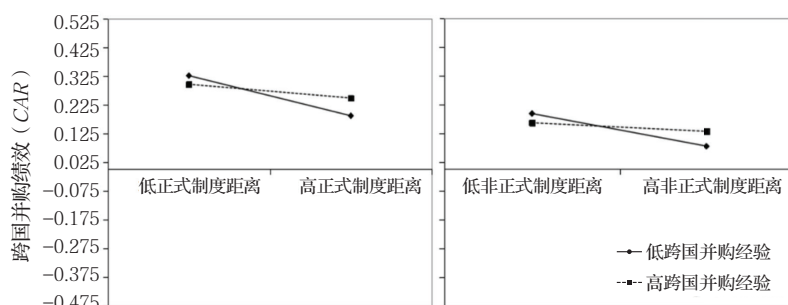


图2 海外并购经验对正式制度距离、非正式制度距离与海外并购绩效影响的交互效应

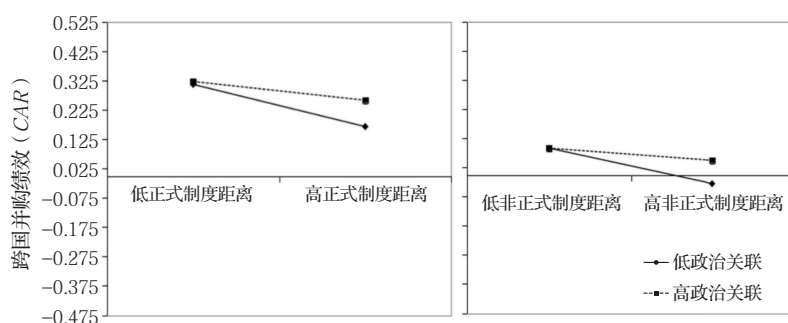


图3 政治关联对正式制度距离、非正式制度距离与海外并购绩效影响的交互效应

行横截面分析,考虑企业的短期绩效,但没有考虑时间序列。后续研究可进一步探究时间序列下海外并购绩效的动态演化规律,丰富海外并购绩效的研究方向及范围。此外,由于筛选标准比较严格,剔除了许多潜在的并购事件。未来研究可以创建面板数据进行分析,扩充数据规模,使研究范围更广。在变量测量方面,本文选择了微观层面竞争优势来源的两个维度,但没有将海外并购经验和政治关联再细分。未来研究可以进一步细分这两个维度并探讨其间的差异性机制以及不同资源间相结合的作用机制。

参考文献:

- [1] 陈怀超等. 基于制度距离的中国跨国公司进入战略选择: 合资还是独资? [J]. 管理评论, 2013, (12).
- [2] 邓新明等. 政治关联、国际化战略与企业价值——来自中国民营上市公司面板数据的分析 [J]. 南开管理评论, 2014, (1).
- [3] 郭冰等. 公司治理、经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据 [J]. 财经研究, 2011, (10).
- [4] 胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例 [J]. 管理世界, 2006, (5).
- [5] 黄琚, 魏莎. 独立董事政治关联对企业信贷融资的影响研究 [J]. 管理评论, 2016, (11).
- [6] 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).
- [7] 贾镜渝等. 距离、战略动机与中国企业跨国并购成败——基于制度和跳板理论 [J]. 南开管理评论, 2016, (6).
- [8] 李强. 制度距离对我国企业跨国并购绩效的影响研究——基于上市公司数据的实证分析 [J]. 软科学, 2015, (10).
- [9] 李维安等. 慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为 [J]. 南开管理评论, 2015, (1).
- [10] 李新春, 肖霄. 制度逃离还是创新驱动?——制度约束与民营企业的对外直接投资 [J]. 管理世界, 2017, (10).
- [11] 李雪灵, 万妮娜. 跨国企业的合法性门槛: 制度距离的视角 [J]. 管理世界, 2016, (5).
- [12] 刘璐, 杨蕙馨. 制度距离对中国上市公司跨国并购绩效的影响——国际经验与知识吸收能力的中介作用 [J]. 科技进步与对策, 2018, (5).
- [13] 罗党论, 刘晓龙. 政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2009, (5).
- [14] 马浩. 战略管理学精要 (第二版) [M]. 北京: 北京大学出版社, 2015.
- [15] 马浩. 战略管理学说史 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2018.
- [16] 裴瑱, 彭飞. 文化距离与中国海外并购绩效: 基于跨国并购经验的实证研究 [J]. 经济经纬, 2019, (5).
- [17] 乔璐等. 距离产生美感还是隔阂? 国家间距离与跨国并购绩效的元分析 [J]. 外国经济与管理, 2020, (12).
- [18] 宋维佳, 乔治. 我国资源型企业海外并购绩效研究——基于短期和中长期视角 [J]. 财经问题研究, 2014, (7).
- [19] 宋渊洋, 李元旭. 制度环境多样性、跨地区经营经验与服务企业产品市场绩效——来自中国证券业的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2013, (1).
- [20] 田海峰, 黄玮, 孙广生. 影响企业海外并购绩效的制度因素分析——基于 2000~2012 年中国上市企业数据的研究 [J]. 世界经济研究, 2015, (6).
- [21] 王永进, 盛丹. 政治关联与企业的契约实施环境 [J]. 经济学 (季刊), 2012, (3).
- [22] 吴明隆. 问卷统计分析实务: SPSS 操作与应用 [M]. 重庆: 重庆大学出版社, 2010.
- [23] 吴小节等. 新兴市场跨国公司国际扩张: 知识框架与研究综述 [J]. 南开管理评论, 2019, (6).
- [24] 徐晓慧等. 企业内部治理对跨国并购绩效的影响——基于不同制度环境的研究 [J]. 国际贸易问题, 2019, (3).
- [25] 严若森, 姜潇. 关于制度环境、政治关联、融资约束与企业研发投入的多重关系模型与实证研究 [J]. 管理学报, 2019, (1).
- [26] 阎大颖. 国际经验、文化距离与中国企业海外并购的经营绩效 [J]. 经济评论, 2009, (1).
- [27] 杨勃等. 组织身份落差对跨国并购合法性的影响机制——基于上汽和 TCL 的探索性案例研究 [J]. 经济管理, 2016, (9).
- [28] 叶正欣. 资源基础理论与跨国并购 [J]. 经济学动态, 2005, (4).
- [29] 余鹏翼, 王满四. 国内上市公司海外并购绩效影响因素的实证研究 [J]. 会计研究, 2014, (3).
- [30] 张弛, 余鹏翼. 制度距离对中国企业跨国并购绩效影响的差异性——基于水平与垂直并购的比较 [J]. 国

- 际经贸探索, 2017,(2).
- [31] 张吉鹏等. 多维距离与中国企业对“一带一路”沿线国家直接投资绩效关系研究[J]. 亚太经济, 2020,(3).
- [32] 张雯, 张胜, 李百兴. 政治关联、企业并购特征与并购绩效[J]. 南开管理评论, 2013,(2).
- [33] 周经, 张利敏. 制度距离, 强效制度环境与中国跨国企业对外投资模式选择[J]. 国际贸易问题, 2014, (11).
- [34] Chao, M. C., Kumar, V. The Impact of Institutional Distance on the International Diversity-Performance Relationship[J]. Journal of World Business, 2010,(1).
- [35] Clark, S. M., Gioia, D. A., Ketchen, D. J., Thomas, J. B. Transitional Identity as a Facilitator of Organizational Identity Change during a Merger[J]. Administrative Science Quarterly, 2010,(3).
- [36] Dikova, D., Sahib, P. R. Is Cultural Distance a Bane or a Boon for Cross-border Acquisition Performance?[J]. Journal of World Business, 2013,(1).
- [37] Gaur, A. S., Malhotra, S., Zhu, P. Acquisition Announcements and Stock Market Valuations of Acquiring Firms' Rivals: A Test of the Growth Probability Hypothesis in China[J]. Strategic Management Journal, 2013,(2).
- [38] He, L., Wan, H., Zhou, X. How Are Political Connections Valued in China? Evidence from Market Reaction to CEO Succession[J]. International Review of Financial Analysis, 2014,(36).
- [39] Hitt, M. A., Xu, K. The Transformation of China: Effects of the Institutional Environment on Business Actions[J]. Long Range Planning, 2016,(5).
- [40] Kogut, B., Singh, H. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode[J]. Journal of International Business Studies, 1988,(3).
- [41] Li, J., Xia, J., Lin, Z. Cross-border Acquisitions by State-owned Firms: How Do Legitimacy Concerns Affect the Completion and Duration of Their Acquisitions?[J]. Strategic Management Journal, 2017,(9).
- [42] Morosini, P., Singh, S. H. National Cultural Distance and Cross-border Acquisition Performance[J]. Journal of International Business Studies, 1998,(1).
- [43] North, D. C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [44] Pablo, A. L. Determinants of Acquisition Integration Level: A Decision-Making Perspective[J]. Academy of Management Journal, 2013,(4).
- [45] Scott, W. R. Institutions and Organizations[M]. Thousand Oaks, CA: Sage, 1995.

The Influence Mechanism of Institutional Distance on Cross-border M&A Performance: The Moderated Role of Cross-border M&A Experience and Political Connection

WU Xiaojie MA Meiting

Abstract: This paper integrates institutional theory and resource-based view, and takes 163 Chinese MNEs listed in Shanghai and Shenzhen A-shares in 2016 as a sample of M&A transactions to explore how institutional distance influences cross-border M&A performance of Chinese firms. The results show that, both formal and informal institutional distance have a negative impact on firms' overseas M&A performance, i.e., the greater the formal or informal institutional distance, the worse the overseas M&A performance; Chinese multinational firms' ability to utilize resources and acquire resources, i.e., rich overseas M&A experience or strong political connections, can enhance the competitive advantage of multinational firms and thus weaken the negative impact of institutional distance on overseas M&A performance. The findings deepen the research framework on overseas M&A performance in emerging economies and have important practical implications for how Chinese MNEs can leverage their heterogeneous resource advantages to improve their overseas M&A performance.

Keywords: institutional distance; cross-border M&A performance; resource-based view; cross-border M&A experience; political connection

(责任编辑: 张建华)