

克服中国企业跨国并购双重劣势的新策略： 中企境外身份作用机制的实证分析

赵蓓文 徐思行

(上海社会科学院, 上海 200020)

摘要: 近 20 年来, 中资企业跨国并购活动既呈现高速增长特征, 又表现出低于发达经济体甚至一些新兴经济体的并购交易完成率。中资企业开展跨国并购活动面临外来者劣势的影响, 受到新兴经济体身份的来源国劣势危害。本文基于 2003 ~ 2019 年中资企业在 126 个国家的跨国并购数据, 建立反事实研究框架, 使用多种匹配方法, 实证证明了中资企业在实施跨国并购时使用境外子公司身份可以作为企业层面一项减少外来者劣势和来源国劣势危害、提高并购交易成功概率的主动性策略。异质性分析的结论显示, 该策略在中资企业跨国并购的主要流向国家中均适用, 对非发达经济体和新兴经济体采用该策略可以获得高约两倍的成功概率增幅。

关键词: 中资企业; 跨国并购; 境外身份; 外来者劣势; 来源国劣势

中图分类号: F279.2/F271

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2024) 03-0045-16

一、引言

中国的对外直接投资起步于 1979 年。随着改革开放特别是中国加入世界贸易组织以后, 中国的对外直接投资迅猛发展, 2020 年中国对外直接投资流量居世界首位, 同时也存在并购完成率不高的情况。根据《波士顿咨询: 迎接中国企业海外并购新时代》(2016) 的统计, 中国企业海外并购完成率仅为 67%, 低于日本的 75%、西欧的 84% 和美国的 85%。一些研究也指出, 包括中国在内的新兴市场企业的跨国并购完成率显著低于发达经济体 (Dong et al., 2019)。根据 1992~2012 年的数据, 中国被中止交易的境外并购比例高达 35.25%, 仅次于印度尼西亚的 37.14%, 远高于包括巴西、俄罗斯、印度、南非、墨西哥和土耳其在内的众多国家的平均比例 25.31% (Popli and Kumar, 2016)。

中资企业跨国并购在高增长的同时伴随着高失败率, 可见跨国并购面临着较大的失败风险以及承担经济成本和机会成本的潜在损失。企业在实施跨国并购前, 通常需投入大量的准备工作, 若最终并购没有完成, 则企业将耗费精力、人力、物力等实际成本。由于跨国并购蕴含企业特殊的投资动机, 没有如期完成当前的并购活动意味着企业可能错失其他合适的并购机会, 增加了机会成本。跨国并购交易行为

作者简介: 赵蓓文, 上海社会科学院世界经济研究所研究员, 博士生导师, 研究方向: 国际投资、国际金融; 徐思行, 上海社会科学院世界经济研究所博士研究生, 研究方向: 国际投资。

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“制度型开放与全球经济治理制度创新研究”(项目编号: 20&ZD062)。

未成功，一定程度也会受到市场的负面评价，损害并购企业的公信力和声誉，转移管理层的注意力，造成有关公司战略的重要私有信息泄露等（Zhang，2022）。跨国并购本质是优质资源的国际性转移，可能涉及国家间的竞争与博弈，并购失败会影响国家层面的技术引进和战略布局。

跨国并购活动的跨国属性使得并购方在东道国面临外来者劣势的阻碍，而中资企业也受到新兴经济体身份的来源国劣势危害，双重劣势共同影响了并购交易的完成。因此，探索跨国并购低完成率问题，提出有效克服策略，符合制度型开放背景下中国经济从高速增长阶段向高质量发展阶段转型的要求，具有理论与实践价值。

据此，本文拟从企业层面出发，围绕易于实践的组织身份视角，提出可实践的克服策略并进行实证检验。相比于现有研究，本文可能的边际贡献有3点。第一，将原本聚焦跨国经营阶段的外来者劣势和来源国劣势理论沿用于跨国并购阶段，从企业层面的中资企业境外子公司组织身份视角提出克服双重劣势的策略。第二，建立反事实研究框架，运用多种匹配方法，实证检验了中资企业运用境外子公司身份相比境内主体身份可以有效提高跨国并购交易成功可能性。第三，进一步探讨了中资企业运用境外子公司这一策略的异质性影响，明确了在主要流向国家中均适用，在新兴市场国家及非发达国家可以获得比非新兴市场国家和发达国家更高的成效。

二、文献综述

关于跨国并购的理论主要来源于以下几个方面：传统的主流优势理论，如海默的垄断优势理论、巴克利等人的内部化理论、弗农的产品生命周期理论等；宏观理论，如阿利伯的资本化率理论、小岛清的边际产业转移模型等；综合理论，如邓宁的国际生产折衷理论、小泽辉智的动态比较优势投资理论等；针对发展中国家直接投资理论，如威尔斯的小规模技术理论、拉奥的技术地方化理论、坎特威尔和托兰惕诺的技术创新和产业升级理论等。这些理论囿于时代局限，且大部分针对发达经济体对外直接投资，对国际直接投资特别是发展中经济体和新兴经济体对外直接投资所受到的来自国家经济安全、外商投资安全审查机制等新的投资壁垒缺乏深入的探讨。近年来，结合管理学的一些研究理论，从外来者劣势和来源国劣势等角度，国内外学者先后提出了一些新的理论分析框架，为本文的研究奠定了理论基础。

（一）外来者劣势与来源国劣势：从跨国经营到跨国并购

早期研究发现跨国企业在开展跨国运营过程中会面临比东道国本土经营者更多困难和不利因素的现象。Hymer（1976）将这些困难和不利因素归结为跨国企业在东道国开展运营时额外需要承担的“异国经营成本”，这些成本造成了跨国运营的额外难度。Zaheer（1995）将这种母国企业进入特定东道国市场相对于本土企业会额外遭受社会性的隐性危害从而面临的竞争劣势定义为“外来者劣势”（Liability of Foreignness，LOF）。Eden和Miller（2001）用“身在异乡为异客”形象概括了外来企业在东道国面临的外来者劣势。Eden和Miler（2004）对外来者劣势危害

的三分类划分得到了其他学者的广泛认同并延续至今：不熟悉危害、歧视危害和关系危害。不熟悉危害是指母国投资者不熟悉东道国的制度环境、文化氛围和市场情况，会导致决策错误，东道国方也不了解母国及母国投资者，会引起对母国方的误解。歧视危害是指母国方遭遇东道国政府、社会媒体、利益相关者和民众等区别于本土企业的不公平对待，会导致母国方面面临更高的准入要求和资源获取障碍等劣势。关系危害是指母国方难以在东道国本土嵌入社会网络关系，从而难以与东道国利益相关者建立信任与共识。Klossek 等（2012）分析了外来者劣势各种危害的形成机制，将 3 种外来者劣势危害的根源归纳为信息缺失、合法性缺失和嵌入性缺失。

随着新兴市场国家经济力量快速壮大，一些研究发现外来者劣势无法充分解释新兴经济体企业在国际投资领域遭受的独特挑战（Ramachandran and Pant, 2010），由此在外来者劣势理论中延伸新构“来源国劣势”概念，特别关注新兴经济体制度环境不完善（Marano et al., 2017）、技术落后（魏江和杨洋，2018）、传统负面的刻板印象（Amankwah-Amoah and Debrah, 2017）、政府参与（Cui and Jiang, 2012）等母国固有形象对企业国际化带来的负面影响，东道国对来自这些特定国家的企业总是天然地赋予不利标签，成为新兴经济体企业国际化中的额外“负债”，形成“雪上加霜”的竞争劣势。根据杨勃和刘娟（2020）的梳理，来源国劣势的根源系于母国制度环境水平较低以及制度约束，其他影响因素则视为基于母国制度缺陷衍生的具体问题，从而形成基于能力和合法性的劣势。从这个角度说，来源国劣势源于外来者劣势但两者又有不同。前者关注跨国企业来自特定母国带来的问题，后者关注跨国企业不属于东道国带来的问题（Ramachandran and Pant, 2010）。

母国投资者通过绿地投资或跨国并购进入东道国市场，跨国并购的实施阶段属于实现跨国运营的前期准备和过渡性阶段，相比于已经进入东道国市场的跨国企业，跨国并购的并购方也正是“外来者”，而且是更为陌生的“外来者”，中资企业还受到母国来源国劣势的影响。因而我们有理由猜想并购方在进入东道国前面临的“劣势”与并购成功后经营过程中面临的“劣势”存在一定的重叠，并购交易的失败可能源于双重劣势的危害作用前置了。外来者劣势与来源国劣势的危害同样使得跨国并购外来方相对于本土方面面临额外的困难，因此造成了完成跨国并购交易的困难。

（二）克服劣势的相关策略

1. 资源基础观

资源基础观的克服策略认为，跨国企业可以依靠母国和母公司的特定资源及能力提高自身竞争优势。跨国企业拥有优于东道国本土企业的母国资源、政府政策以及企业技术、销售渠道、经营能力，母国资产与企业独特能力结合，可以发挥竞争优势（王文佳和魏龙，2022）。Asmussen 和 Goerzen（2013）则指出，无形资源的助力比有形资源更有克服竞争劣势的效用。

2. 集聚经济理论与战略联盟

集聚经济理论认为，企业在需求和供给层面实现多样化集聚可以增加收益。集

中的产业活动将产生规模报酬，作为“被创造”的禀赋影响了跨国企业在东道国不同的经济活动形态（Chan et al., 2010）。跨国企业通过多样化集聚——因为发展理念和经营思路多元化以及聚集不同背景的员工可以产生新的创意与思维——从而提高东道国的认可度。一些研究发现，地区经济集聚方式的不同将对外来者劣势有不同的影响，跨国企业进入专业化集聚地区会加重外来者劣势，进入多样化集聚地区将减弱外来者劣势（张宇婷和蒋云龙，2018）。与此类似，战略联盟视角则提出，新兴经济体的跨国企业可以与位于发达国家前列的跨国企业组成战略联盟，借力发达国家企业的知识、经验、资金、资源等，并可以释放积极信号，有助于克服来源国劣势（Amankwah-Amoah and Debrah, 2017）。

3. 信息不对称和组织学习视角

信息不对称理论指市场参与者之间信息分布不对称，从而区分信息优势方和劣势方。组织学习理论则指出，补充知识技能，构建知识体系，可以发展组织效能。这两个视角下的克服策略均着重针对解决信息双向缺失问题。在企业层面，跨国公司一方面可以通过加强组织学习、模型学习、经验学习，掌握东道国的各方面信息来降低不确定风险（Muratova, 2018）；另一方面积极向东道国呈现自己的信息帮助其增进对自己的了解，缓解信息不对称的局面（Lindorfer et al., 2016），以及企业积极披露企业社会责任，传递遵守全球价值规范的信息，弱化母国制度形象，弱化新兴经济体来源国劣势（Marano et al., 2017）。在个人层面，企业家若具有丰富的海外学习和工作背景，或者聘任的高管具有丰富的国际化经验和较强的创新能力，可以减轻外来者劣势（刘晓丹和张兵，2019）。

4. 制度理论视角

制度理论视角下克服外来者劣势和来源国劣势的策略主要集中在如何提高制度差异引起的合法性缺失问题，即如何获得东道国利益相关方的认可。这些策略整体上包括制度同构与制度创业。制度同构又可分为从自身出发的本土化策略与从第三方出发的第三方策略。本土化策略认为跨国企业可以通过遵守东道国的法律规章和社会规范，模仿东道国本土企业的组织架构与经营方式等，提高东道国利益相关方对跨国企业的合法性认可度（Salomon and Wu, 2012）。基于第三方的策略则认为，跨国企业可以争取东道国的审计机构、金融机构、法律机构等的担保与认证，通过东道国第三方服务机构的背书行为，从外部为自身的合法性提供保障（Bell et al., 2011）。区别于制度同构侧重被动遵循和融入东道国的制度环境，制度创业强调跨国企业可以集体创造有利于自身发展的制度规则，进而提升东道国的接受度，这适用于新兴经济体国家（Ramachandran and Pant, 2010）。

5. 社会网络视角

社会网络理论视角聚焦弥补嵌入性缺失，强调与东道国利益相关方建立社会网络关系以克服竞争劣势。张吉鹏和衣长军（2020）提出海外华侨网络资源便是一项宝贵的社会网络资源，可以降低中国海外子公司退出风险。祝继高等（2021）研究

发现，目前中国企业与东道国社会网络关系的重点在于产业链关系，匹配合理的产业链可以化劣势为优势。

6. 组织身份视角

外来者劣势和来源国劣势的一项共通的形成机制是外来企业的合法性问题，而组织身份是利益相关者评判企业合法性的重要窗口（Pant and Ramachandran, 2017）。组织身份视角的克服策略即是通过组织身份变革提升东道国利益相关方对外来企业的合法性感知，弱化消极的原始身份，抵消竞争劣势，包括但不限于企业的身份替换（展示全新形象，消除东道国的误解）、身份进化（维持多重身份）、身份增补（新增积极的维度，隐藏消极的维度）等方式（杜晓君等，2015）。

（三）文献评述与本文拓展

根据文献梳理情况，外来者劣势理论前期发展主要以发达国家跨国企业为背景，对新兴市场企业关注不足，来源者劣势理论则提供了一系列补充。两者均起源于跨国企业运营，相应的克服策略也注重对已进入东道国市场的企业如何实施，以减少后续经营面临的隐性危害，对还未进入东道国的母国企业可实施的有效策略少有研究，特别是对跨国并购领域。对于克服劣势的策略，现有研究强调获取外部资源助力（如资源、集聚经济、制度、信息、社会网络）和自身经营行为调整（如联盟、制度同构与创业），但鲜有提出具体的实际操作路径。外部投资环境改善是一个潜移默化的过程，对企业个体而言是一个只能被动接受的客观既定条件。环境因素大都是无法显示的隐性因素，跨国并购的具体时机也并非全由并购方掌控，企业很难直观获知当前的外部环境条件是否已经改善或者恶化，从而也无法判断当下是否处于合适阶段。因此，企业个体需要有在任何环境下均具备主动性、兼顾实施成本的克服竞争劣势的策略。组织身份视角从内在角度出发强调企业自身组织特征的改变，更适宜跨国并购的并购方在还未正式进入东道国市场前的前期准备阶段中自主开展。

中国是最大的新兴经济体，中资企业的国际化进程面临外来者劣势和来源国劣势的双重侵害。企业使用改变后的境外子公司组织身份，一方面可以凭借属地优势发挥经典理论提出的弥补信息缺失、合法性缺失和嵌入性缺失的作用；另一方面企业更多地仅以自身资源能力即能开展，这使得该策略具备实践性与普及性，但目前对克服策略的研究较多停留在理论层面拓展而缺少具体的实证研究。

综上，本文将外来者劣势与来源国劣势理论的适用对象从跨国企业经营阶段延伸至跨国并购阶段，并对依据并购方企业组织身份开展的克服策略进行实证，检验其发挥的隐性效果，以期为开展跨国并购活动的企业提供适宜实践的可行路径，对国际投资领域相关理论与实证研究提供部分学术补充。

三、境外身份是否提高跨国并购交易成功可能性的反事实检验

本文将组织身份视角聚焦中资企业跨国并购时采用境内主体或境外子公司的身

份差异对并购结果的影响。跨国并购方如何选择并购主体身份，可能受到企业自身工作能力、综合实力和资源渠道等因素的影响，因此并非构成完全随机事件。我们的研究目标是探究跨国并购在同等条件下使用不同主体身份的结果差异，但每个案例都已经实施，无法获得同个案例假设变更了主体身份的不可观测的反事实试验结果。因此，本文的计量研究拟在准自然实验条件下建立反事实研究框架。

（一）基于并购主体区分境内境外的准自然实验

1. 并购案例的筛选

中资企业跨国并购案例样本来源于 Thomson Reuter Eikon 数据库，并将研究中国跨国并购样本的时间段定为中国“走出去”迅猛发展后的第一个完整年度，即 2003 年直至 2019 年中国开始有意识收紧跨境资本流动后的第一个完整年度。为了充分展现中资企业的跨国并购意愿，反映“走出去”的真正意义，本文结合该数据库各项标识的统计规则，同时参考刘敏等（2020）以及黄登峰等（2021）的做法，对跨国并购案例进行如下处理。一是设定交易符合跨境交易的标识。二是选择并购主体最终母公司所属国家为中国。这样筛选后，有一部分并购主体为注册在中国内地的本土企业，有一部分则是母公司为中国内地本土企业但是实施并购的主体为注册在海外的子公司。三是设定并购对象及其最终控制方均非为中国大陆及港澳台地区，严格界定了并购的跨国属性。四是设定并购对象所在国家非为开曼群岛、维京群岛、百慕大等避税天堂。五是选择并购主体为企业法人而非个人。六是剔除无研究数据可支持的个别地区案例。经过上述处理，最终筛选出 17 年间涉及 126 个国家的 4,731 个中国企业跨国并购案例。

2. 境外并购主体成功率较高的特征事实

筛选后的并购主体样本包含两种特征：主体在中国境内的并购方，显然为内资企业；主体在境外但受控于中国内地企业的并购方，属于中国内地企业的境外子公司。从案例总数量上比较，通过境内主体实施并购是主要方式，与

表 1 并购主体整体特征区别

并购主体所在地	特征	案例数量（个）	成功次数（次）	平均成功率（%）
境内	内企并购外企	3,260	2,224	68.2
境外	外企并购外企	1,471	1,128	76.6
	合计	4,731	3,352	70.9

境内主体案例数的比例略超过 2:1；境外主体实施的跨国并购交易累计成功率可达 76.6%，超过境内主体的 68.2%（表 1）。研究年限的境外案例数总计已有 1,471 例，可以认为属于大样本，因此一定程度上反映了该群体的真实特征而非偶然或异常。

从年份、行业和国别 3 个维度计算观察样本可以看到，在分年份、分行业以及发生跨国并购最多的 5 个东道国各组中，基本同样展现出境外主体在并购成功率上的优势，差异大时甚至超过 20%（表 2）。

3. 基准回归

我们先用普通二乘回归对所有样本进行辨识。以并购成功与否（0,1）虚拟变量为被解释变量，以是否通过境外主体进行并购，设（0,1）虚拟变量 *Abroad* 为解释变量，

0 代表并购主体为境内机构,1 代表境外机构。回归结果见表 3,除了按并购主体性质是否为上市公司的分组不显著,以及按并购累计数量最多的前 5 位东道国中除澳大利亚、德国、加拿大不显著外,其余基准回归结果均显示通过境外主体对成功概率有显著正向影响,变量系数反映可以带来成功概率平均增加 6%~9%,在一些特征分组中增加甚至高达 12% 以上。

(二) 反事实框架因果推断与数据说明

1. 操作步骤

通过对中资企业跨国并购活动中境外机构与内地机构的成功率进行多维度对比,可以看到境外子公司的成功率明显较高。将中资企业是否通过自身境外机构开展跨国活动作为一个外生的冲击变量,采用准自然实验框架下的倾向得分匹配法(PSM)建立反事实研究框架进行实证研究。

第一步,构建框架模型。

$$Y_i = D_i Y_{1i} + (1 - D_i) Y_{0i}$$
$$= \begin{cases} Y_i = Y_{1i}, D_i = 1 \\ Y_i = Y_{0i}, D_i = 0 \end{cases} \quad (1)$$

Y 为并购案例成功与否, D 为施加干预的处理变量,这里为是否通过境外主体实施跨国并购,将研究对象分为处理组(境外主体)和对照组(境内主体),二者均为(0,1)虚拟变量。

第二步,确定样本。使用所筛选的 4,731 个微观并购案例。

第三步,选择协变量。每个跨国并购案例既受到两国宏观环境的影响,也有自身特征因素的作用,根据匹配的需要,我们选择中国与每个东道国的动态互动情况和静态环境差异作为宏观层面的协变量,选择每个案例中与被并购个体特征相关的因素作为微观层面的协变量。根据一系列协变量,运用 Logit 模型计算样本进入处理组的概率,即为倾向得分,以实现将高维协变量降为一维倾向得分值。

第四步,选择匹配方法。实现本文研究目的的匹配思路是,在未使用境外机构

表 2 分年份、行业、东道国情况 单位: %

分组		总成功率	境内主体	境外主体	差值
年份	2003	77.8	71.4	100.0	-28.6
	2004	67.3	67.6	66.7	0.9
	2005	66.7	67.3	64.3	3.0
	2006	81.6	82.5	78.9	3.5
	2007	63.6	64.8	56.3	8.5
	2008	66.0	63.3	75.8	-12.4
	2009	62.6	60.7	71.1	-10.4
	2010	65.2	65.4	64.5	0.9
	2011	71.1	67.7	78.9	-11.2
	2012	64.9	60.5	74.7	-14.2
	2013	71.1	66.5	80.2	-13.7
	2014	77.1	78.2	75.0	3.2
	2015	73.4	72.6	75.4	-2.7
	2016	70.7	68.4	75.8	-7.4
	2017	71.5	69.5	74.5	-5.0
	2018	74.8	69.4	84.4	-15.0
	2019	71.4	65.3	81.8	-16.5
行业	消费品与服务	78.4	75.8	82.7	-6.9
	日常消费品	76.4	77.9	72.8	5.0
	能源电力	67.2	62.4	77.3	-14.9
	金融	67.8	61.1	82.1	-21.1
	医疗健康	76.7	74.6	81.8	-7.2
	高科技	76.4	74.2	82.4	-8.2
	工业	72.6	70.1	78.9	-8.8
	材料	62.9	59.9	68.8	-8.9
	传媒娱乐	75.8	78.5	68.8	9.8
	房地产	68.7	63.0	77.4	-14.4
	零售	72.7	68.7	81.6	-12.9
	通讯	61.0	56.1	70.6	-14.5
	美国	72.4	70.0	78.7	-8.6
国别	澳大利亚	63.5	61.2	67.1	-5.9
	德国	78.5	76.9	81.3	-4.4
	英国	72.1	67.9	80.9	-13.0
	加拿大	68.7	69.4	67.1	2.3

表 3 基准回归

Table A	全样本回归	国家性质分组回归			
		发达国家 ^①	非发达国家	新兴市场 ^②	非新兴市场
		(1)	(2)	(3)	(4)
Abroad	0.085*** (0.014)	0.067*** (0.016)	0.126*** (0.029)	0.153*** (0.033)	0.067*** (0.016)
截距项	0.682*** (0.008)	0.704*** (0.009)	0.628*** (0.015)	0.626*** (0.018)	0.696*** (0.009)
样本数量	4,731	3,410	1,321	945	3,786
Table B	—	并购主体性质分组回归			
		上市公司	非上市公司	国有企业	非国有企业
		(6)	(7)	(8)	(9)
Abroad	—	0.052 (0.043)	0.017 (0.015)	0.086*** (0.029)	0.084*** (0.016)
截距项	—	0.534*** (0.014)	0.771*** (0.009)	0.676*** (0.016)	0.684*** (0.009)
样本数量	—	1,370	3,361	1,131	3,600
Table C		国别分组回归			
		美国	澳大利亚	德国	英国
		(10)	(11)	(12)	(13)
Abroad		0.086*** (0.033)	0.059 (0.041)	0.044 (0.046)	0.130** (0.056)
截距项		0.700*** (0.018)	0.612*** (0.026)	0.769*** (0.028)	0.679*** (0.032)
样本数量		900	575	340	287

注：括号内为标准误，***、**和*分别代表在 1%、5% 和 10% 显著水平上显著。下表同。

开展跨国并购活动的案例中，找到一组与通过境外机构开展跨国并购活动的案例具有相似特征的对照案例，观测这一组的并购成败情况，用以估计已经通过境外机构的案例在没有使用境外身份情况下的并购结果。使用了境外身份的实际结果与估计结果之间的差距就是使用境外身份与否对跨国并购交易成败情况的影响效果。

目前匹配方法较多，不同方式存在测算偏差，即使是对相同的样本数据进行处理，也会产生异质性的测算结果，现有相关文献并未明确各匹配方法的优劣，也未明确何种匹配方法使得匹配结果最优。如果运用多种匹配方法后可以获得相似甚至一致的结果，则代表匹配结果稳健，样本具备良好的有效性（陈强，2014）。因此，考虑测算结果的可靠性，本文使用 6 种常见方法进行匹配，以起到互为验证稳健性的效果，包括：k 近邻匹配，设定为一对一匹配；半径匹配，设定卡尺为 0.05；核匹配，使用默认的二次核和 0.06 带宽；局部线性回归匹配，使用默认的三三核和 0.8 带宽；样条匹配。这 5 种方法均是基于将高维协变量转化为一维的倾向得分，再以得分值进行距离比较的匹配方法。另外还使用马氏距离匹配，它是基于对协变量的单维马

① 依据世界银行的世界发展指标数据库界定。

② 新兴市场国家并没有明确划分，本文参考摩根斯坦利公司(Morgan Stanley)的新兴市场指数（Emerging Markets Index）涉及的新兴经济体名单，将样本中的新兴市场国家划分为：埃及、巴西、秘鲁、俄罗斯、菲律宾、哥伦比亚、韩国、捷克、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、南非、泰国、土耳其、新加坡、匈牙利、印度、印度尼西亚、智利。

氏距离进行比较的匹配方法。

第五步，计算平均处理效应。我们主要关注处理组中（使用境外机构）的并购方群体与它们如果没有使用境外机构进行跨国并购的“反事实”之间并购成功可能性的差异，即处理组平均处理效应（Average Treatment Effect for the Treated, ATT），公式表达为：

$$ATT = E[Y_{1i} - Y_{0i} | D_i = 1] = E[Y_{1i} | D_i = 1] - E[Y_{0i} | D_i = 1]$$

$$ATT = \frac{1}{N_1} \sum_{i: D_i = 1} (y_{1i} - \hat{y}_{0i}) \quad (2)$$

N_1 表示处理组样本数量，即中资企业通过境外主体开展跨国并购的案例数量； $\sum_{i: D_i = 1}$ 表示对通过境外主体进行加总； y_{1i} 为境外主体跨国并购交易成败结果； $\hat{y}_{0i}$ 为使用境外主体开展跨国并购的中资企业使用境内主体时并购交易成败的估计值。

2. 变量与数据说明

宏观变量（表4）。跨国并购相比国内并购最大的外部因素在于存在跨国场景。从“身在异乡为异客”的外来者劣势涵义可以总结两方面的信息：“异乡”一词勾勒了东道国与母国两者间静态环境差异；“客”的对应方是“主”，主客斡旋道出了母国与东道国之间的动态互动联系。来源国劣势将母国与东道国之间的具体环境差异进一步聚焦国家制度环境层面。因此，两国间的互动联系与环境差异构成了跨国场景中的两个核心因素，这也是研究跨国并购活动时我们需要重点刻画的宏观因素。对于东道国与中国的互动联系，我们使用两国之间的双边关系；对于东道国与中国的制度环境差异，我们使用两国之间的制度距离。根据主流文献承袭的 North（1990）二分法，制度距离分为正式制度距离和非正式制度距离（文化距离）。

微观变量（表4）。除了宏观层面因素之外，我们还需要添加并购案例中一些关于行业特征、被并购主体的特征和交易过程作为微观层面的变量。

（三）匹配实证结论

1. 匹配结果

6种不同方法下最大的样本损失情况见表5，对照组和处理组分别损失了282个和6个样本后，匹配样本分别剩余2,464个和1,357个。最大样本损失情况发生于半径匹配、局部线性回归匹配和样条匹配方法中，另外3种方法的对照组未发生损失量。

图1描绘了k近邻一对一匹配下的共同支撑集情况。匹配前两组的倾向得分值分布重心有偏差，匹配后对照组的倾向得分值分布重心向右移动，两组的核密度函数线几近贴合，显示较好的匹配情况，满足共同支撑假设。

2. 处理组平均因果效应

表6显示了6种匹配方法分别计算所得的处理组平均处理效应，获取的实证结果基本一致，说明结论具有较好的可靠性和稳健性。取6种匹配方法计算结果的算术平均值进行分析，总样本中并购主体的境外身份显著正向影响了跨国并购交易成

表 4 特征变量说明

变量名称	变量符号	计算方式	数据来源
双边关系	<i>Bilateral</i>	基础数据：东道国对中国的施动方事件 合作事件平均分值的绝对值 $Bilateral_{it} = \frac{[\sum G_{it}(cooperation)] / N_{it}(cooperation)}{[\sum G_{it}(conflict)] / N_{it}(conflict)}$ $G_{it}(\bullet)$ 为 i 国对中国在 t 年中某类型具体事件的 Goldstein 分值, $N_{it}(\bullet)$ 为 i 国对中国在 t 年中某类型事件的总数量, $cooperation$ 和 $conflict$ 分别为合作类型和冲突类型	GDELT 事件库
正式制度距离	<i>FID</i>	基础数据：世界治理指数 (WGI) KS 公式 (Kogut and Singh, 1988) $FID_j = \{ \sum_{i=1}^6 [(I_{ij} - I_{im})^2 / V_i] \} / 6$ I_j 代表 WGI 评价体系的各子维度分值, j 为东道国, m 为母国, V_i 为对应维度分值的方差	世界银行
非正式制度距离 (文化距离)	<i>CD</i>	基础数据：Hofstede 文化六维度 KS 公式与时间因素 (建交时长倒数) $CD_{jt} = \{ \sum_{i=1}^6 [(I_{ij} - I_{im})^2 / V_i] \} / 6 + (1 / T_{jt})$ I_j 代表文化维度的各子维度分值, T_{jt} 为东道国与中国截至 t 年的建交年数, 其余符号同上。缺失国家的数据使用接壤或邻近国家的值或同源文化的均值替代	Hofstede 网站; 《中华人民共和国与各国建立外交关系日期简表》
行业敏感性	<i>Security</i>	参考李诗和吴超鹏 (2016) 的做法, 是否属于以下敏感行业 (1, 0): (1) 战略性自然资源; (2) 国防相关行业; (3) 金融行业; (4) 通讯行业	Eikon 并购数据库
行业相似度	<i>Similar</i>	参考武天兰 (2020) 的做法: 并购双方的 4 位 SIC 码均相同, 代表双方主业一致, 取值 1; 若只有前 3 位 SIC 码相同, 取值 0.75; 若只有前 2 位 SIC 码相同, 取值 0.5; 若只有前 1 位 SIC 码相同, 取值 0.25; 若 4 位 SIC 码均不相同, 取值 0	
细分行业 SIC 码	<i>TSIC</i>	被并购方 SIC 码字符型转数值型	
并购年份	<i>Year</i>	并购宣告年份	
并购经验	<i>Experience</i>	之前实施跨国并购的次数	
财务顾问中介	<i>TFAdvisors</i>	被并购方财务顾问中介数量	
法律顾问中介	<i>TLAdvisors</i>	被并购方法律顾问中介数量	
是否为上市公司	<i>Tpub</i>	被并购方是否为上市公司 (1, 0)	
是否为国有企业	<i>Sstate</i>	被并购方是否为国有企业 (1, 0)	
购买股比	<i>Seektobuy</i>	并购时拟购买的股权比例	
控制股比	<i>Seektoown</i>	并购后拟持有的股权比例	
支付方式	<i>Payment</i>	现金支付与否 (1, 0)	
交易类型	<i>Dealform</i>	收购资产, 赋值 1; 收购主要股权, 赋值 2; 收购部分股权, 赋值 3; 收购剩余股权, 赋值 4; 兼并, 赋值 5	

功概率, 净效应达到了 0.0955, 即从平均结果看, 中资企业通过境外机构开展跨国并购活动可以平均提升 9.55% 的成功概率。结论和前文基准回归结果接近, 总体上看匹配所得 ATT 中的系数大于基准回归中的系数, 说明通过匹配控制了选择性偏误以及混淆因素的影响, 显示实际的影响效应程度更大。

实证结果反映了中资企业通过自身的境外机构开展跨国并购活动, 确实可以获得更高的并购成功概率, 证实中资企业的境外身份一定程度上发挥了减轻外来者劣

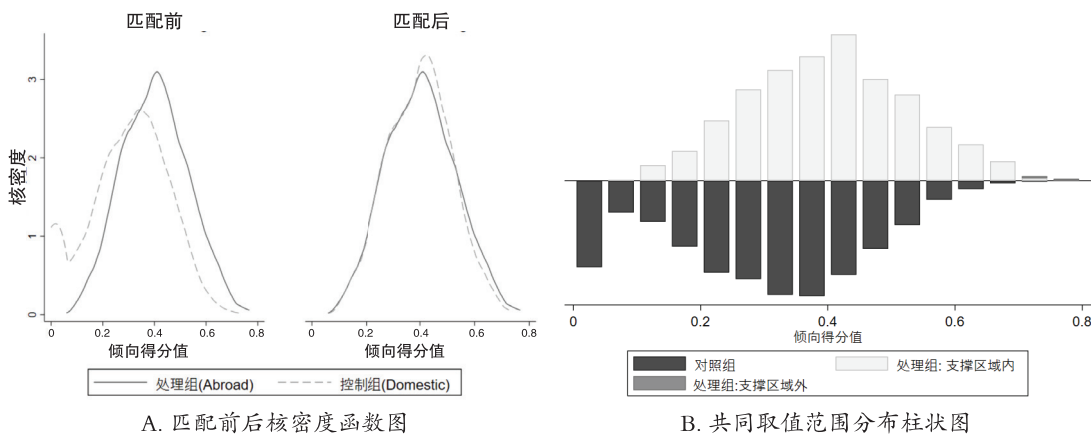


图 1 共同支撑集的核密度函数图与柱状图

势和来源国劣势危害的正向影响作用。跨国并购实施过程持续的时间有限，相对短暂过程中两国间的双边关系一般不会发生大幅变化，两国间的制度环境差异更不会产生实质性改变，国家之间的关系状态和环境差异始终是无法直接观测的潜变量，企业较难掌握直观的触感，也很难仅依靠自身能力定量判定外部环境处于何种状态，因此要应对固有且隐性的外来者劣势和来源国劣势，通过新设或者使用现有的境外分支机构实施跨国并购不失为一项企业个体层面主动破局逆境、尽可能提高成功概率的有效措施。

3. 平衡性检验

表 7 为平衡性检验结果，显示匹配后的标准化平均值偏差大幅缩小，全部小于 10% 且大部分小于 5%，相关 P 值基本上不显著，说明匹配后的处理组与对照组之间的差异已经被较好地抹消，计算的平均处理效应具备可信性。图 2 的标准化偏差变化也同表 7 内容所示，匹配前原本偏离度较大的变量散点在匹配后均明显集中靠近 0 值线。检验结果显示匹配后平衡性较好。

（四）异质性分析

1. 按国家发达程度与企业所有制区分

从表 8 的异质性分组实证结果看，中资企业境外身份对于提升跨国并购交易成功概率的平均处理效应在按国家发达程度分组与按并购主体所有制分组中同样均显著，并呈现较强的异质性差异，不同的东道国整体的受用程度不同。实证结果发现，对发达国家的跨国并购活动这种平均处理效应仅约为非发达国家的一半，而新兴市

表 5 匹配结果（最大损失量）单位：个

	未匹配样本	匹配样本	总计
对照组	282	2,464	2,746
处理组	6	1,357	1,363
总计	288	3,821	4,109

注：由于股比的数据有缺失，因此参与匹配的总样本数量缩减。

表 6 各匹配方法下的处理组平均处理效应

匹配方法	ATT	标准误	T 检验值
k 近邻匹配	0.0973***	0.0168	5.80
半径匹配	0.0920***	0.0157	5.87
核匹配	0.0916***	0.0157	5.83
局部线性回归匹配	0.0924***	0.0221	4.18
样条匹配	0.0896***	0.0198	4.52
马氏距离匹配	0.1100***	0.0208	5.28
平均值	0.0955		

表 7 k 近邻匹配前后对比

匹配变量		均值		标准化偏差 %	偏差减幅 %	T 值	P 值
		处理组	对照组				
Bilateral	匹配前	0.70221	0.70156	0.6	52.6	0.19	0.847
	匹配后	0.70223	0.70192	0.3		0.08	0.936
FID	匹配前	3.3354	3.1411	12.9	81.6	3.83	0.000
	匹配后	3.3354	3.2996	2.4		0.64	0.519
CD	匹配前	3.0439	3.0331	0.8	9.8	0.25	0.801
	匹配后	3.0445	3.0543	-0.8		-0.20	0.842
Year	匹配前	2,014.5	2,013.4	29.2	96.1	8.67	0.000
	匹配后	2,014.5	2,014.5	1.1		0.31	0.754
TFAdvisors	匹配前	0.36831	0.33176	5.0	-23.0	1.53	0.127
	匹配后	0.36404	0.31909	6.1		1.69	0.092
TLAdvisors	匹配前	0.38445	0.38128	0.4	-878.1	0.13	0.900
	匹配后	0.38320	0.35225	4.0		1.08	0.282
Security	匹配前	0.40792	0.36817	8.2	25.8	2.47	0.014
	匹配后	0.40531	0.37583	6.1		1.57	0.116
Similar	匹配前	0.35858	0.34450	3.4	37.2	1.03	0.303
	匹配后	0.35777	0.34893	2.1		0.56	0.576
Payment	匹配前	0.64270	0.57247	14.4	99.0	4.33	0.000
	匹配后	0.64112	0.64186	-0.2		-0.04	0.968
Experience	匹配前	0.53265	10.97	-35.5	99.6	-9.28	0.000
	匹配后	0.53427	0.49226	0.1		1.03	0.304
Tpub	匹配前	0.22671	0.21741	2.2	44.5	0.68	0.499
	匹配后	0.22402	0.21887	1.2		0.32	0.746
Sstate	匹配前	0.03668	0.05025	-6.7	83.7	-1.96	0.050
	匹配后	0.03685	0.03906	-1.1		-0.30	0.763
Seektobuy	匹配前	73.311	66.257	19.9	83.9	5.97	0.000
	匹配后	73.382	72.247	3.2		0.86	0.391
Seektoown	匹配前	76.229	68.221	23.3	80.1	6.96	0.000
	匹配后	76.124	74.528	4.6		1.25	0.211
TSIC	匹配前	4,197.2	3,995.6	8.7	99.4	2.64	0.008
	匹配后	4,197.6	4,198.7	-0.1		-0.01	0.990
Dealform	匹配前	2.8210	2.6868	9.0	59.9	2.78	0.005
	匹配后	2.8136	2.7598	3.6		0.91	0.362

场国家则达到其他国家的约两倍。按照经验性判断，通过境外主体实施跨国并购相比境内主体耗费的成本应该会更高（境外主体的设立与运营需要额外成本），实际操作中并购方需要兼顾权衡“效益与成本”。异质性分组的实证结果反映，向非发达国家或者新兴市场国家开展并购活动时使用境外身份可以获得相比高约两倍的交易成功概率提升程度，具备更

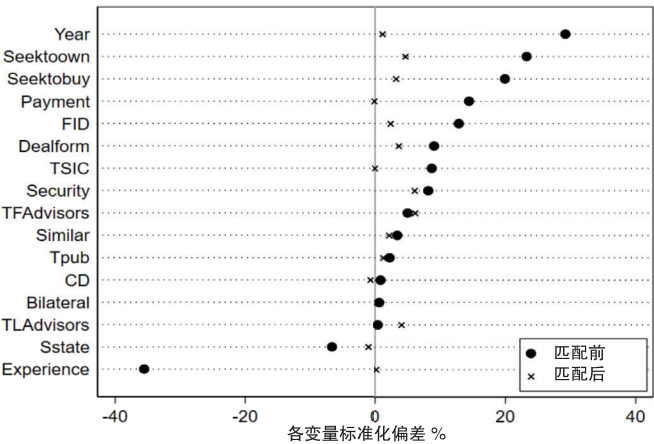


图 2 匹配前后标准化偏差变化

高的性价比。

按照企业所有制性质区分，国有企业与非国有企业同样表现出使用境外身份的优势，并且两者的净效应与整体样本情况接近，分组间的差异也较小，说明企业层面上的一些特征区别并不会对境外身份优势的作用机制产生额外影响。上市公司和非上市公司分组中的系数与上文基准回归一样均不显著，故不列示。

表 8 按国家发达程度分组与按并购主体所有制分组

ATT	国家异质性				企业异质性	
	发达国家	非发达国家	新兴市场	非新兴市场	国有企业	非国有企业
k 近邻匹配	0.0561*** (0.0193)	0.1667*** (0.0354)	0.1492*** (0.0382)	0.0697*** (0.0189)	0.0803** (0.0356)	0.1018*** (0.0195)
半径匹配	0.0731*** (0.0182)	0.1473*** (0.0318)	0.1361*** (0.0401)	0.0775*** (0.0155)	0.0982*** (0.0343)	0.0885*** (0.0181)
核匹配	0.0734*** (0.0180)	0.1450*** (0.0331)	0.1316*** (0.0390)	0.0777*** (0.0175)	0.0991*** (0.0352)	0.0885*** (0.0178)
局部线性回归匹配	0.0713*** (0.0245)	0.1415*** (0.0455)	0.1383** (0.0543)	0.0769*** (0.0237)	0.0948** (0.0481)	0.0882*** (0.0245)
样条匹配	0.0716*** (0.0219)	0.1462*** (0.0365)	0.1403*** (0.0419)	0.0762*** (0.0218)	0.0924*** (0.0342)	0.0865*** (0.0215)
马氏距离匹配	0.0848*** (0.0235)	0.1538*** (0.0410)	0.1279*** (0.0469)	0.0923*** (0.0224)	0.0734* (0.0429)	0.1131*** (0.0240)

2. 中国跨国并购累计最多的 5 个东道国

对具体国家分组，一国内的双边关系与制度距离变量可视为已经实现了精确匹配，因此在协变量中去掉这 3 个核心变量。表 9 显示了中国跨国并购发生最多的 5 个国家情况。在累计案例数量第 1 名和第 2 名的美国和澳大利亚，中资企业的境外身份基本显示如同整体样本的正向影响效应，英国只有 k 近邻匹配和半径匹配方法能在 10% 显著水平上显示正向影响效应。说明在具体东道国中，中资企业境外身份对减轻外来者劣势和来源国劣势危害、提高跨国并购交易成功概率的影响效应仍不失一般性。事实上，从具体东道国的样本出发更体现出身份优势发挥作用的直观效果，因为一般为新并购行为寻找过往参考案例时，往往遵循东道国—行业—企业从宏观到微观的筛选路径。德国和加拿大均无法

表 9 中国跨国并购累计最多的 5 个东道国

ATT	美国	澳大利亚	德国	英国	加拿大
k 近邻匹配	0.0932** (0.0403)	0.1132** (0.0469)	—	0.1084* (0.0659)	—
半径匹配	0.1073*** (0.0351)	0.0837* (0.0483)	—	0.1076* (0.0558)	—
核匹配	0.1083*** (0.0363)	0.0832* (0.0482)	—	—	—
局部线性回归匹配	0.1156** (0.0490)	—	—	—	—
样条匹配	0.1118*** (0.0374)	0.0883* (0.0500)	—	—	—
马氏距离匹配	0.1213** (0.0489)	—	—	—	—

表 10 CEM 匹配结果

变量	德国		加拿大	
	匹配前	匹配后	匹配前	匹配后
整体不平衡 L1 统计量	0.5978	0.0147	0.7884	0.1263
处理变量 Abroad 系数	0.0436 (0.0460)	0.1157* (0.0641)	-0.0231 (0.0626)	0.2614** (0.1276)
截距项	0.7689*** (0.0282)	0.7520*** (0.0425)	0.6940*** (0.0344)	0.6333*** (0.0811)
样本数量	340	155	262	47

得到显著结果。可能的原因是样本数量大幅缩小，各案例的特征集中，最初设定的协变量并不适合该两国的实际情况。经过调整，如表 10 所示，在剔除一些特征变量后，并换用粗化精确匹配（Coarsened Exact Matching, CEM）方法，德国和加拿大的回归结果能够支持境外身份可以显著提升并购交易成功概率的结论。

对于加拿大，剔除年份（*Year*）、被并购方是否为上市公司（*Tpub*）、购买股比（*Seektobuy*）；对于德国，再进一步剔除被并购方行业 SIC 码（*TSIC*）、并购经验（*Experience*）。使用 CEM 方法进行匹配，结果见表 10。匹配后，衡量整体不平衡性的 *L1* 统计量较匹配前有明显减小，不平衡性有较大改善，说明匹配成功。从匹配后的回归结果可以看到，在损失一定样本量为代价获得平衡性的情况下，两国分组中处理变量的系数均显著为正，证实了两国跨国并购的境外身份同样可以提高并购交易成功概率。

四、研究结论与对策建议

本文将原本聚焦跨国经营阶段的外来者劣势和来源国劣势理论靠前沿用于跨国并购阶段，从企业层面的中资企业境外子公司组织身份视角提出克服双重劣势的策略。主要结论和建议如下。

（一）研究结论

在中资企业跨国并购的真实案例中，我们发现以境外子公司作为并购主体的跨国并购案例整体表现出更高的交易成功率，本文从外来者劣势和来源国劣势理论视角出发，以两国间互动联系和环境差异作为跨国场景下的核心宏观背景因素，基于 2003~2019 年中资企业在 126 个国家开展跨国并购的数据，建立反事实研究框架，运用一系列匹配方法对中资企业的境外身份对跨国并购交易成功可能性的影响机制进行了实证，研究发现如下。第一，中资企业实施跨国并购行为时使用境外子公司作为并购主体可以有效提高并购交易成功概率，运用境外身份可以作为企业层面一项减弱外来者劣势和来源国劣势危害的主动性策略。无论并购时外部环境如何，使用该策略可以进一步提升潜在的跨国并购交易成功概率。当前范围的样本显示，该策略可以平均提升近 10% 的潜在成功可能性。第二，异质性分析显示，中资企业开展跨国并购发挥境外身份的作用在主要流向国家中均适用，在新兴市场国家及非发达国家可以获得比非新兴市场国家和发达国家高约两倍的成功概率增幅。

（二）对策建议

第一，在外部宏观环境既定的情况下，中资企业开展跨国并购应该提前布局，积极建立境外子公司机构并合理运用。第二，应当积极发挥境外子公司信息完善、合法性提升、嵌入性补足的载体价值，例如通过境外子公司增强与当地管理层、员工的沟通融合；开展与外国投资者的合作、合营和合股；对接海外法律、财务等中

介服务机构的属地资源等。第三,政府积极建立服务企业开展跨国并购活动的长效机制,并与企业的境外子公司开展合作,形成政企共同发展,例如借助已有的企业境外子公司资源,构建跨国服务平台,组建人才队伍,建立海外实习基地;搭建信息中心,实现东道国政策解读及信息推送工作的常态化,服务于同乡、同行、同地的中资企业等。

参考文献:

- [1] 陈强.高级计量经济学及 Stata 应用[M].北京:高等教育出版社,2014.
- [2] 杜晓君等.外来者劣势的克服机制:组织身份变革——基于联想和中远的探索性案例研究[J].中国工业经济,2015,(12).
- [3] 黄登峰等.规制风险下中国企业如何提高跨国并购交易成功率[J].浙江社会科学,2021,297(5).
- [4] 李诗,吴超鹏.中国企业跨国并购成败影响因素实证研究——基于政治和文化视角[J].南开管理评论,2016,19(3).
- [5] 刘敏等.双边政治关系与中国企业跨国并购成功率——基于联合国大会投票数据的研究[J].南方经济,2020,(7).
- [6] 刘晓丹,张兵.文化距离与跨国公司创新:高管海外背景重要吗?[J].国际商务研究,2019,40(5).
- [7] 王文佳,魏龙.特定优势组合与中国企业跨国并购动因——来自中国上市企业的经验证据[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2022,(4).
- [8] 魏江,杨洋.跨越身份的鸿沟:组织身份不对称与整合战略选择[J].管理世界,2018,34(6).
- [9] 武天兰.中国上市企业跨境并购绩效研究[D].北京:对外经济贸易大学,2020.
- [10] 杨勃,刘娟.来源国劣势:新兴经济体跨国企业国际化“出身劣势”——文献评述与整合框架构建[J].外国经济与管理,2020,42(1).
- [11] 张吉鹏,衣长军.华侨华人网络对中国跨国企业海外子公司生存绩效的影响:以“一带一路”沿线国家为例[J].上海经济,2020,(3).
- [12] 张宇婷,蒋云龙.地区经济集聚对外来者劣势的影响机理:一个理论框架[J].国际商务研究,2018,39(5).
- [13] 祝继高等.“一带一路”倡议下外来者劣势如何转化为优势?——基于社会网络视角的案例研究[J].财经研究,2021,47(11).
- [14] Amankwah-Amoah,J.,Debrah,Y. A.Toward a Construct of Liability of Origin[J].Industrial and Corporate Change,2017,26(2).
- [15] Asmussen,C. G.,Goerzen,A.Unpacking Dimensions of Foreignness: Firm-specific Capabilities and International Dispersion in Regional, Cultural, and Institutional Space[J].Global Strategy Journal,2013,3(2).
- [16] Bell,R. G.,et al.The Liability of Foreignness in Capital Markets: Sources and Remedies[J].Journal of International Business Studies,2011,43(2).
- [17] Chan,C. M.,et al.Does Subnational Region Matter? Foreign Affiliate Performance in the United States and China[J].Strategic Management Journal,2010,31(11).
- [18] 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).
- [19] Dong,L.,et al.Distance and the Completion of Chinese Cross-border Mergers and Acquisitions[J].Baltic Journal of Management,2019,14(3).
- [20] Eden,L.,Miller,S. R.Distance Matters: Liability of Foreignness, Institutional Distance and Ownership Strategy[J]. Advances in International Management,2004,16(2).
- [21] Eden,L.,Miller,S. R.Opening the Black Box: Multinationals and the Cost of Doing Business Abroad[J]. Academy of Management Proceedings & Membership Directory,2001,8(1).
- [22] Hymer,S. H.The International Operations of National Firms: A Study of Direct Investment[M].Cambridge, MA: MIT Press,1976.
- [23] Kogut,B.,Singh,H.The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode[J].Journal of International

- Business Studies,1988,19(3).
- [24] Klossek,A.,et al.Chinese Enterprises in Germany: Establishment Modes and Strategies to Mitigate the Liability of Foreignness[J]. Journal of World Business,2012,47(1).
- [25] Lindorfer,R.,et al.Location Decisions and the Liability of Foreignness: Spillover Effects between Factor Market and Capital Market Strategies[J].Journal of International Management,2016,22(3).
- [26] Marano,V.,et al.Escaping the Iron Cage:Liabilities of Origin and CSR Reporting of Emerging Market Multinational Enterprises[J].Journal of International Business Studies,2017,48(3).
- [27] Muratova,Y.Domestic Acquisition Experience and the Internationalization of Chinese Firms: The Role of Institutional Heterogeneity[J].Management and Organization Review,2018,14(4).
- [28] North,D. C.Institutions, Institutional Change, and Economic Performance[M].Cambridge: Cambridge University Press,1990.
- [29] Pant,A.,Ramachandran,J.Navigating Identity Duality in Multinational Subsidiaries: A Paradox Lens on Identity Claims at Hindustan Unilever 1959~2015[J].Journal of International Business Studies,2017,48(6).
- [30] Popli,M.,Kumar,V.Jumping from Springboard? The Role of Marginal Cultural Distance in Cross-border M&A Deal Completion[J].Thunderbird International Business Review,2016,58(6).
- [31] Ramachandran,J.,Pant,A.The Liabilities of Origin: An Emerging Economy Perspective on the Costs of Doing Business Abroad[J].Social Science Electronic Publishing,2010,23(6).
- [32] Salomon,R.,Wu,Z.Institutional Distance and Local Isomorphism Strategy[J].Journal of International Business Studies,2012,43(4).
- [33] Zaheer,S.Overcoming the Liability of Foreignness[J].Academy of Management Journal,1995,38(2).
- [34] Zhang,J.Liability of Emergingness and EMNEs' Cross-border Acquisition Completion: A Legitimacy Perspective[J].International Business Review,2022,31(2).

A New Strategy to Overcome the Dual Disadvantage in Chinese Enterprises' Cross-border M&A: Empirical Test on Mechanism of Overseas Identity of Chinese Enterprises

ZHAO Beiwen XU Sixing

Abstract: In the past two decades, Chinese enterprises' cross-border M&A has been developing rapidly, while it has also shown lower completion rates than developed economies and even some emerging economies. Chinese enterprises face the hazards of Liability of Foreignness, and Liability of Origin due to emerging economy, which causes the negative impact on the transaction completion of cross-border M&A. The paper demonstrates abroad subsidiaries have higher transaction success probability of cross-border M&A compared with the domestic bodies by using counterfactual research framework and several matching methods, based on cross-border M&A conducted by Chinese enterprises in 126 countries from 2003 to 2019. This can be a proactive strategy to overcome Liability of Foreignness and Liability of Origin, and enhance the transaction success probability in cross-border M&A activities. The result of heterogeneity analysis proves that the strategy is suitable for Chinese enterprises' cross-border M&A in major countries. The success probability can be increased by about 2 times by using this strategy in cross-border M&A with non-developed entities and emerging entities.

Keywords: Chinese enterprises; cross-border M&A; overseas identity; liability of foreignness; liability of origin

(责任编辑：张建华)