控制风险还是以变制变？制度环境与文化环境不确定性下的跨国并购股权选择

吴小节[1]　黎培英[1]　汪秀琼[2]

（1. 广东工业大学，广东 广州 510520；2. 华南理工大学，广东 广州 510006）

摘　要：随着逆全球化趋势不断加剧，跨国并购已成为旅游企业布局全球市场的重要战略选择，但外生的制度环境不确定性与内生的文化环境不确定性，使企业在控制风险与以变制变的并购策略间难以取舍。本文立足交易成本理论和实物期权理论，构建了以竞争性假设为核心的分析框架，基于 2000 ～ 2018 年全球旅游业务跨国并购数据，实证考察两类环境不确定性对跨国并购股权比例的差异化影响，并检验相对并购规模的中介机制与并购经验的调节作用。笔者发现，两类环境不确定性均显著降低跨国并购的股权比例，即企业更倾向于选择以变制变的并购策略以保持投资灵活性，交易成本理论预期未获支持，实物期权理论得到验证；相对并购规模在文化环境不确定性与股权比例之间发挥部分中介作用，制度环境不确定性的抑制作用更为直接；并购经验在文化环境不确定性路径上具有显著正向调节作用，能缓解甚至反转文化差异的负向影响，对制度环境不确定性路径的调节不显著。本文区分了外生与内生环境不确定性下的股权决策逻辑，拓展了交易成本理论与实物期权理论在旅游跨国并购情境中的应用，为旅游跨国并购的股权选择策略提供了新的理论框架与经验证据。

关键词：制度环境不确定性；文化环境不确定性；跨国并购；实物期权理论；交易成本理论

中图分类号：F591 / F276.7　　**文献标识码：**A　　**文章编号：**1006-1894（2026）06-0028-16

一、引言

旅游业对国家和地区的经济增长作出了显著贡献。2025 年中国旅游业预计为 GDP 贡献 13.7 万亿元；《中国旅游报》报道显示，旅游业对国民经济综合贡献率超 10%。随着全球经济一体化日益呈现服务化和流动性特征，中国企业在旅游服务业的海外投资持续增加，其中跨国并购成为国际直接投资的重要方式之一。2020~2024 年间，中国企业在全球新增旅游业投资项目 68 个，数量居全球第 7、亚太地区首位。

然而，当前国际环境复杂严峻，全球旅游业面临的环境不确定性剧增，从风险来源看，东道国市场与制度环境不完善，会使外来企业面临政策波动、区域贸易保护主义、外资企业资产被当地政府征收、市场法治环境不健全等一系列不确定性风险（杨京京和蓝海林，2012）。此外，文化差异所引发的非正式制度不确定性也是跨国并购中企业需要面对的劣势。

2024 年 5 月召开的全国旅游发展大会指出，中国已经形成全球最大的国内旅游市场，新一轮旅游投资热潮正在兴起。中共二十届四中全会通过的“十五五”规划建议进一步要求推进文旅深度融合、深化文化和旅游国际交流合作，并支持优势企业通过资源整合、并购重组与跨界融合增强竞争力。《旅游强国建设“十五五”规划》对深化旅游领域国际交流合作、增强中国旅游的国际吸引

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：组织与战略管理、国际商务；黎培英，广东工业大学管理学院硕士研究生，研究方向：企业战略与国际商务；汪秀琼，华南理工大学旅游管理系教授，博士生导师，研究方向：企业战略管理、市场营销、旅游与会展管理。

基金项目：国家自然科学基金面上项目“中国企业跨国并购后组织间关系网络整合研究：方式、过程及结果”（项目编号：72272038）。

力与影响力作出系统部署，并明确到2030年旅游强国建设取得显著进展。政策重心由此从培育大型旅游集团转向系统推进旅游强国建设，为中国旅游企业通过跨国并购布局全球市场提供了明确的政策预期。

尽管如此，政策支持并不能消除企业面临的环境不确定性。如何区分当前的环境不确定性？旅游企业如何针对环境不确定性作出跨国并购决策？环境不确定性又通过何种路径影响企业的并购股权比例选择？当前学界尚未就旅游企业如何在环境不确定性下提前开展国际化战略布局给出方案。因此，在中国旅游企业捕捉新机遇、形成国际竞争优势的背景下，本文深入探讨管理者在环境不确定性影响下的跨国并购决策过程，以及相对并购规模在其中的传导机制。这不仅有助于丰富旅游企业管理与跨国并购领域的理论研究，还能为政策制定者和企业决策者提供重要参考与启示，从而指导其应对复杂的外部环境挑战。

二、文献综述

围绕管理者进行应对环境不确定性下的旅游跨国并购决策，现有研究主要从以下3个方面展开。其一，外部环境不确定性对企业并购决策的影响，如政策、市场和经济的不确定性等（曲国明和潘镇，2022；尹达和綦建红，2020），或将其视为一个整体（周科选和余林徽，2023；余娟娟和魏霄鹏，2022）。其二，企业在面临环境不确定性时的风险应对策略研究，可以分为3类。一是从交易成本理论衍生的控制风险策略，其核心是通过主动行动掌控未来结果，认为控制程度越高，并购目标的实现程度越高；二是基于实物期权理论的以变制变策略，即企业要不断调整战略以适应环境变化（Trigeorgis and Reuer，2017）；三是资源基础理论（RBV）主张的能力观，即拥有有价值、稀缺、难以模仿且难以替代资源的企业，在跨国经营中更具竞争力与控制权（周三多和邹统钎，2003）。其三，部分学者从资源承诺视角指出，并购交易的相对规模直接反映了企业对特定项目的投入强度与风险敞口，是连接外部环境不确定性与内部股权决策的重要桥梁（Anderson and Gatignon，1986；Brouthers et al.，2008）。

尽管已有研究就此展开探讨，但仍存在进一步的研究空间。第一，既有研究多将并购中的环境不确定性视为一个整体，或仅考察其外生向度。Cuypers和Martin（2010）指出，只有将其区分为内生与外生两类，才能厘清二者对并购决策的差异化影响机理。其中，外生不确定性源于企业不可控的因素，如东道国制度与汇率等；内生不确定性则源于企业可通过学习活动加以缓解的因素，如文化与自身发展能力（Trigeorgis and Reuer，2017；Chi et al.，2019）。旅游业务具有敏感性与特殊性，其跨国并购会受到东道国制度环境不确定性与文化环境不确定性的影响，二者分别属于外生与内生不确定性。外部制度环境的不稳定，主要表现为政策变革的演进路径、发展态势、变动节奏及最终影响难以预判，同时还涉及引致这些变化的深层次驱动因素（吴小节等，2019）。内生的文化环境不确定性源于非正式制度距离（即文化距离），既包括母国与东道国之间因语言、职业准则、主流价值观念与社会架构等差异引发的风险，也包括资源与技术跨境转移产生的显性成本，以及合法性危机、难以精准把握当地消费者需求等隐性成本（李元旭和黄竞晶，2015）。因此，本文首先将环境不确定性区分为两类（外生的制度不确定性和内生的文化不确定性），同时探究二者对旅游业跨国并购活动产生的差异化作用机制。第二，现有关于跨国并购决策的文献主要集中于制造业领域，对兼具高敏感性与易损性的旅游业而言，相关研究比较匮乏（Tong and Li，2011；陈梅和茅宁，2015；Wut et al.，2021）。旅游业跨国并购标的多为位置固定、难以转售的专用性资产，服务交付高度依赖当地运营环境，不确定性冲击更易直接传导至投资回报。制造业情境下得出的研

究结论能否外推至旅游领域，仍有待实证检验。第三，现有研究多聚焦不确定性对股权比例的直接影响，对传导机制关注不足。并购股权比例决策内嵌于企业的资源承诺框架之中（Anderson and Gatignon，1986），企业面临不确定性时，初始投入规模与控制权诉求构成决策链条的两个关键环节（Brouthers et al.，2008）。实物期权理论认为，环境不确定性通过改变投资时机与投入规模发挥作用，股权比例仅为资源承诺的最终表征（Cuypers and Martin，2010）。虽然已有研究关注交易规模的重要性（Moeller et al.，2004；Masulis et al.，2007），但未能阐明其中介作用路径。将相对并购规模纳入检验，有助于打开环境不确定性影响并购决策的“黑箱”。第四，在“能力观”视角下，并购经验与跨国并购股权选择的关系尚无定论。有学者指出，企业过往的并购实践能够有效减少不可预测因素，提高其应对东道国市场各类风险的能力上限，因而企业倾向于增强股权控制（Anderson and Gatignon，1986；Erramilli，1991）；也有学者认为，并购经验能够显著增强决策者的自我效能感，即便采用少数股权投资模式，管理层仍可从容处理跨国并购中的各类复杂情况（黄嫚丽等，2017）。面对上述争论，并购经验产生作用的情境边界仍需进一步探讨。

综上，旅游业各环节高度关联，风险易产生连锁反应，因而相比其他产业更易受到制度环境不确定性与文化环境不确定性的冲击（叶欣梁等，2023）。因此，以旅游业为情境，考察企业在并购过程中如何应对环境不确定性具有较高的契合性。本文选取2000~2018年间发生的国际旅游业跨国并购事件作为分析对象，首先对交易成本理论和实物期权理论展开竞争性分析，即试图回答：当企业在并购进程中面临外生的制度环境不确定性或者内生的文化环境不确定性时，究竟是控制风险的并购策略还是以变制变的并购策略更为行之有效？在此基础上，本文进一步考察以企业能力（并购经验）应对风险的策略，旨在厘清并购经验的情境适用边界，即重点考察旅游行业特殊背景下企业过往并购实践是否以及如何影响跨国并购的股权选择，并分别结合交易成本视角与实物期权视角，检验并购经验在两类不确定性情境下是否会导致不同的股权决策模式。

本文的创新点如下。（1）构建了以变制变、控制风险及以企业能力（并购经验）应对风险的整合性分析框架，并引入相对并购规模作为中介变量，通过大样本实证研究，探究企业在并购过程中如何应对外生的制度环境不确定性与内生的文化环境不确定性。（2）鉴于企业在遭遇环境不确定性时往往会采取两种差异显著的策略，本文以竞争性假设验证了以变制变（低股权）策略是否更为有效，同时界定了企业能力（并购经验）发挥作用的边界条件，即并购经验更有助于缓解内生的文化环境不确定性对股权比例的负向影响，并揭示了相对并购规模在其中的中介传导路径。（3）考察了外生的制度环境不确定性与内生的文化环境不确定性对企业并购决策的影响，将不确定性对跨国并购的行为研究拓展到旅游领域，进而拓展企业跨国并购股权比例决策的研究情境。

三、理论基础与研究假设

（一）不同视角下企业跨国并购的环境不确定性认知

1. 交易成本视角：最大限度降低交易成本

Williamson（1985）认为，有限理性下环境不确定性会改变交易费用并诱发机会主义行为，进而降低市场可预测性，增加契约制定与执行难度，最终推高交易成本（江旭和姜飞飞，2015；吴崇和蔡婷婷，2015）。行为不确定性也会增加企业监督成本，提升并购失败风险（Tong and Li，2011）。交易成本理论认为，国际化决策是市场与内部组织成本的权衡，内部一体化可抑制机会主义（陈梅和茅宁，2015），内部治理更利于控风险、促协作（熊名宁等，2020）。因此，该理论主张强化控制权以选择最低成本组织模式（陈玉罡和李善民，2007），在高不确定性下，跨国企业更

偏好高持股或全资控股（Williamson, 1985）。

2. 实物期权视角：利用不确定性创造长期价值

实物期权理论强调灵活性价值，将企业视为实物资产与期权的组合（Ipsmiller et al., 2019）。其核心逻辑在于，不确定性越高，期权价值就越大（Li，2008）。实物期权赋予企业未来行动的权利，通过分阶段投资可控制下行风险、保留上行收益来缓解旅游业跨国并购的不确定性冲击（Brouthers et al.，2008；Chi et al.，2019）。该理论将不确定性分为外生与内生两类，主张利用不确定性创造长期价值（Cuypers and Martin，2010；吴崇和胡汉辉，2012；郑莹和黄俊伟，2020）。跨国企业可构建复合型实物期权，并购初期以少量持股应对不确定性、缓解知识整合压力，并为后续增持预留价值增长弹性（Almor，2018；刘英基和韩元军，2020）。

表 1　交易成本与实物期权视角下不确定性研究的差异比较

关注点	交易成本理论视角	实物期权理论视角
理论基础	有限认知与投机行为假设	投资不可逆性与机会成本
不确定性分类	制度环境不确定性与行为不确定性	外生不确定性与内生不确定性
认知侧重点	关注不确定引发的交易费用增加	重视不确定包含的发展可能性
战略取向	风险规避导向，降低交易支出	弹性构建导向，实现持续增值
股权选择	加强管控力度，采取完全内部化，获取更高持股比例	保持决策弹性，动态调整持股结构，适应环境变化需求

注：该表参考郑莹和黄俊伟（2020）的研究并结合本文的研究主题进行调整所得。

（二）两种不确定性与旅游领域的跨国并购股权选择

制度环境是旅游产业运营的关键，健全制度可规范交易、推动升级（刘英基和韩元军，2020），不完善制度则会带来产业壁垒、征收等风险（杨京京和蓝海林，2012）。其不确定性主要通过政策波动、贸易保护、社会动荡对企业产生冲击（吴小节等，2019），政治不稳定会显著缩减旅游规模（Lee and Chen，2021）。

文化环境不确定性是外来者劣势的主因，影响旅游企业跨文化管理与策略选择（綦建红和杨丽，2014），且具有双刃剑效应：既引发价值观等多维度文化冲突（杜晓君和刘赫，2012；宋静波，2019），又能凭借文化不可复制性，通过较大文化距离打造差异化体验、吸引客源（周玲强和毕娟，2017）。

关于跨国并购中如何选择股权比例这一问题，基于制度与文化环境的两面性，现有理论给出了不同甚至相反的判断。交易成本理论认为，不确定性增加了契约制定与监督的难度，企业应通过提高股权比例来强化控制、降低交易成本（Brouthers，2002；Liu and Maula，2016）。实物期权理论则认为，不确定性内含未来调整的期权价值，企业应保持股权结构的灵活性，以保留未来调整的空间（Ipsmiller et al.，2019）。换言之，交易成本理论倾向于控制风险，实物期权理论倾向于以变制变。旅游业的特殊性使得这一策略选择更为突出。一方面，旅游投资涉及大量地理位置固定、难以转售的专用性资产，初始投入的不可逆程度较高；另一方面，旅游业对制度环境和文化环境均高度敏感，制度波动可能直接冲击游客流量与投资回报，文化差异则影响服务交付与品牌传播的效果。现有研究多关注环境不确定性对并购决策的直接影响，对其内在作用机制的探讨相对不足（Tong and Li，2011；陈梅和茅宁，2015；Wut et al.，2021）。基于上述理论分歧与研究缺口，本文以交易成本理论与实物期权理论为竞争性框架，首先检验制度环境不确定性与文化环境不确定性对跨国旅游并购股权比例的影响方向，以判断控制风险与以变制变两种策略何者更为有效；并进一步考察相对并购规模的中介传导路径以及并购经验的调节作用的情境边界。

1. 基于交易成本理论的观点：控制风险

交易成本理论认为，环境不确定性越高，企业就越应通过内部化降低交易成本。旅游业的经营高度依赖东道国的制度环境与产业链配套，酒店、度假村等核心资产均须在东道国运营，企业难以脱离当地制度框架独立运转，因而与东道国制度的绑定程度较深。制度不透明会大幅提高信息、谈判等隐性成本（宋渊洋和黄礼伟，2014），制度缺陷则易引发市场失灵与额外交易成本（任颋等，2015）。当制度环境不确定性较高时，政策法规的变动方向难以预判，外部契约的保护效力下降，交易对手的机会主义风险上升。在此情形下，提高股权比例、以内部治理替代外部契约被视为降低交易成本的有效途径。

就文化环境而言，文化差异同样会推高跨国并购的交易成本。文化距离越大，母国与东道国在价值观念、管理惯例与沟通方式上的差异就越显著，组织学习、人员培训与跨文化协调的成本随之上升（熊名宁等，2020）。由于双方对合作契约的理解可能存在偏差，信任难以建立，机会主义风险与信息不对称程度随之上升（Liu and Maula，2016）。对于以面对面服务为核心环节的旅游业而言，文化差异还会直接影响服务质量与客户体验，跨文化管理的难度更为突出。在此情形下，通过高股权并购实现内部整合，可将外部风险内部化，有效抑制投机、降低交易成本（包群等，2017）。

然而，上述逻辑与旅游业特殊的资产结构之间存在张力。旅游业投资通常涉及大量固定资产投入，如酒店、度假村及配套服务设施等，这类资产专用性较强，一旦完成投资便难以转作他用。当不确定性较高时，过高的初始资源承诺反而会加大企业在环境不利变化时的调整成本，制度波动可能导致前期投入面临贬值风险，文化冲突的激化也可能推高整合成本，此时强化控制权未必能够有效降低交易成本，反而可能因资产锁定效应而扩大损失（Brouthers et al.，2008）。因此，交易成本逻辑能否适用于旅游业这一特殊情境，仍有待检验。据此，本文提出以下假设。

H1a：在其他条件不变的前提下，东道国的制度环境不确定性水平越高，跨国公司在海外并购旅游业务中选择的股权比例就越大。

H1b：在其他条件不变的前提下，母国与东道国之间的文化差异越大，跨国公司在海外旅游并购中选择的股权比例就越大。

2. 基于实物期权理论的观点：以变制变

实物期权理论认为，当投资具有不可逆性且环境不确定性较高时，保持决策灵活性比追求即时的控制权更具价值。不确定性越高，期权价值就越大，企业通过少量持股获取进入期权，能够在控制下行风险的同时保留未来增持或退出的权利。就制度环境而言，制度体系尚不完善的国家往往潜藏额外发展机会；竞争对手避险延迟进入时，先发企业可获得战略溢价，这构成了高风险市场特有的投资逻辑（Tong et al.，2008）。在外生不确定性下，政策走向难以预判，精准评估回报难度较大，保持决策灵活性至关重要，企业应避免初始过度投入，根据制度动态调整股权（增持、撤出或观望）以应对变化（Li and Li，2010）。

就文化环境而言，文化差异增加了并购后整合的难度，一次性高比例投入可能因文化冲突而面临较大的整合失败风险。鉴于投资不可逆，企业更倾向于以少量股权进行试探性投资，通过尽职调查、本地化运营与合作伙伴网络逐步积累对东道国市场的理解（Ahammad et al.，2017）。基于规避下行风险与保留灵活性的考虑，企业倾向于分阶段注资，在控制亏损的同时预留价值增长空间，待跨文化整合能力提升后再决定是否增持。据此，本文提出与 H1 相反的竞争性假设。

H2a：在其他条件不变的前提下，东道国的制度环境不确定性水平越高，跨国公司在海外并购旅游业务中选择的股权比例就越小。

H2b：在其他条件不变的前提下，母国与东道国之间的文化差异越大，跨国公司在海外旅游并购中选择的股权比例就越小。

（三）相对并购规模的中介作用

从实物期权理论看，环境不确定性越高，企业保持投资决策的灵活性就越重要（Trigeorgis and Reuer，2017）。制度环境不确定性较高时，东道国政策法规变动难以预判，过高的初始资源承诺将带来巨大的沉没成本风险（Cuypers and Martin，2010），因而理性管理者倾向于控制交易规模，降低初始资本投入，保留后续增持或退出的期权价值（Li and Li，2010）。文化环境不确定性较高时，母国与东道国之间的非正式制度差异增加了并购后整合的难度与成本（熊名宁等，2020），企业更倾向于采取试探性的小规模并购策略，以有限的资源投入积累跨文化管理经验，降低整合失败的潜在损失（刘勰和孟勇，2019）。可见，环境不确定性可能会促使企业缩减相对并购规模，但两类不确定性对该路径的影响强度可能不同。

相对并购规模的大小会进一步影响并购股权比例的选择。根据资源承诺理论，并购交易规模越大，收购方在目标企业中的沉没成本越高，面临的潜在机会主义风险也就越大（Anderson and Gatignon，1986）。为保护自身的投资利益，收购方倾向于获取更高股权比例以强化控制权，降低代理成本与协调成本（陈玉罡和李善民，2007）。相反，当并购交易规模较小时，企业风险敞口有限，即使只持少数股权也不会对整体利益造成重大威胁，此时企业更愿意接受较低的股权比例，以保持战略调整弹性（Brouthers et al.，2008）。据此，提出如下假设。

H3：在其他条件不变的前提下，相对并购规模在制度环境不确定性与跨国并购旅游业务股权比例之间发挥中介作用，即制度环境不确定性通过降低相对并购规模进而降低股权比例。

H4：在其他条件不变的前提下，相对并购规模在文化环境不确定性与跨国并购旅游业务股权比例之间发挥中介作用，即文化环境不确定性通过降低相对并购规模进而降低股权比例。

（四）并购经验的调节作用

在跨国并购中，制度与文化差异会强化企业的经验依赖（贾镜渝等，2015）。丰富的并购经验有助于企业应对政策波动、地方保护与机会主义等不确定性（程聪，2019），这种应对能力一方面源于经验积累带来的环境预判力提升，另一方面源于政府、机构与行业合作网络的逐步拓展，二者共同增强了企业对东道国市场的把握度。成熟的并购经验可将外部不确定性转化为内部可控参数（吴崇和胡汉辉，2012），提升跨文化学习与整合能力（刘勰和孟勇，2019），帮助企业适配东道国制度文化（Cuypers and Martin，2010），降低评估与整合风险，提升投资信心，促使企业选择更高股权比例（Erramilli, 1991）。

然而，并购经验的调节作用能否发挥取决于不确定性是否具有可学习性。制度环境不确定性属于外生不确定性，其变化方向与幅度由东道国的政治决策、法律调整及宏观经济环境决定，企业难以通过自身经验积累预判或影响这类外部冲击。即便企业在多个国家积累了丰富的并购经验，也难以据此准确推断下一个东道国的制度变动轨迹，经验积累对制度环境不确定性的应对作用相对有限。文化环境不确定性则不同，它属于内生不确定性，其根源在于母国与东道国之间的非正式制度差异，这种差异具有可学习性。企业可以通过既往的跨国并购实践，逐步积累跨文化整合经验，提升识别、适应与管理文化差异的能力，从而在面临较高的文化环境不确定性时仍能做出更为从容的股权决策。

综上，并购经验对两类不确定性影响路径的调节作用可能存在差异。就制度环境不确定性而言，部分文献认为并购经验能够增强决策者信心、促使其在高不确定性情境下提高股权承诺（Erramilli，

1991；黄嫚丽等，2017）；就文化环境不确定性而言，经验积累所提升的跨文化整合能力，可能影响文化环境不确定性对企业股权选择的作用效果。据此，提出如下假设。

H5：在其他条件不变的前提下，并购经验对制度环境不确定性与跨国并购旅游业务股权比例之间的关系发挥正向调节作用。

H6：在其他条件不变的前提下，并购经验对文化环境不确定性与跨国并购旅游业务股权比例之间的关系发挥正向调节作用。

本文的理论模型如图 1 所示。

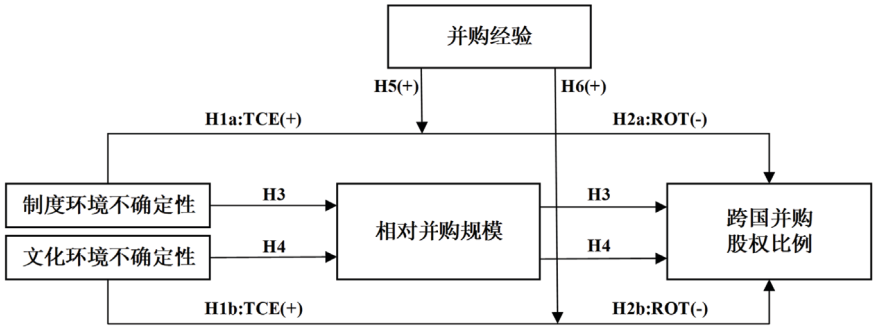


图 1　理论模型

四、研究设计

（一）变量测度

1. 被解释变量

跨国并购股权比例（*share*）。该指标反映收购方在首次实施旅游业跨境收购交易时计划获取的目标公司股权份额。评估并购持股比例的度量可分为两类：其一为定量度量，即以收购方获取的股权比例精确数值加以测度；其二为定性度量，即按交易类型区分为完全控制性并购与非控制性股权投资。据此，本文以收购方计划获取的股权份额衡量跨国并购的持股水平（黄嫚丽等，2017）。

2. 解释变量

制度环境不确定性（*institution*）。本文使用世界经济自由指数（EFI）衡量制度环境质量，通常而言，东道国制度环境质量越高，其各领域的制度规范与运行规则就越稳定，相应的制度环境不确定性也就越低（蒋冠宏，2019）。基于此，本文对 EFI 取负值以衡量制度环境不确定性。

文化环境不确定性（*culture*）。国家间的文化差异是引发内生不确定性的重要因素之一。本文借鉴 Kogut 和 Singh（1988）构建的文化距离指数（CDI）进行衡量，其计算公式为：

$$CDI_{ij}=\sum_{n=1}^{6}[(I_{in}-I_{jn})^2/V_n]/6 \quad (1)$$

在式（1）中，两国（i 国与 j 国）之间文化距离记为 CDI_{ij}，I_{in} 和 I_{jn} 分别表示投资国 i 与东道国 j 在第 n 个文化维度上的标准化评分，V_n 为全样本在第 n 个维度的方差（共 6 个文化维度），该指数计算简便。鉴于此，本文以该指数衡量收购方在跨国投资过程中面临的文化环境不确定性。

3. 中介变量

相对并购规模（*RDS*）。在环境不确定性下，企业往往控制初始资源投入以保持战略弹性，而交易规模直接关联其风险敞口与控制权诉求（Anderson and Gatignon，1986）。为衡量企业在跨国并购中的资源承诺强度，本文借鉴实物期权理论，以交易金额与收购方总资产之比的对数值衡量企业的相对并购规模（Moeller et al.，2004；Masulis et al.，2007），该比值越大，表明企业为

获取标的而投入的不可逆资源相对于自身规模就越大，即资源承诺水平越高；反之，则表明企业采取了更为谨慎的试探性投资策略。

4. 调节变量

并购经验（*experience*）。制度差异与文化障碍使跨国并购面临显著不确定性，而历史交易积累有助于投资方深入理解东道国市场特征、监管体系及人力资本特性，进而增强环境适应能力，提高交易完成概率。相比国内并购经历，企业在特定国家特定行业获取的交易经验更具指导意义（程聪，2019）。据此，本文将收购方在标的交易前5年是否于该国完成过旅游业跨国并购作为经验判断依据，具备经验则赋值为1，否则为0。

5. 控制变量

本文选取了一系列控制变量以排除其他因素的干扰，具体包括：收购方盈利水平（*EBIT*），采用收购方过去1年的息税前利润表征；行业相关性并购（*industry*），根据SIC两位代码一致性判定，相同赋值为1，否则为0；投资接收国旅游市场规模（*tourism*），以该国国际旅游总收入取对数表征；投资接收国开放度（*open*），用进出口贸易额占GDP比重衡量；市场发展前景（*growth*），以东道国国际游客年增长量衡量；年度效应（*year*），设置时间虚拟变量控制年度波动。

（二）数据选取

本文选取2000~2018年间全球旅游业及相关服务领域的跨国并购案例作为初始样本，参照既有文献筛选标准并契合研究目标实施严格筛选，具体步骤包括：（1）仅纳入交易状态显示为“已完成”的并购事件；（2）本文关注企业首次进入某一东道国市场时的股权决策，故仅保留收购方在各东道国的首例并购样本；（3）剔除以下特殊注册地企业的并购样本：①中国特别行政区（香港、澳门）；②离岸金融中心（包括开曼群岛、英属维尔京群岛等）。由于中国内地企业对港澳地区及离岸金融中心的跨境投资行为具有特殊性，港澳凭借独特区位优势成为内地企业境外布局的首选目的地，而注册于避税港的并购交易多出于税务筹划考量，这两类投资动机与其他东道国的投资样本存在明显区别；（4）剔除主并企业为金融业、保险业的并购样本；（5）参考《2000世界投资报告：跨国并购与发展》对跨国并购的定义，即主并企业持有被并企业10%以上股份的并购活动（黄嫚丽等，2017），以此开展样本筛选；（6）数据完整性要求：剔除关键变量缺失的观测值。最终获得包含290个观测值的非平衡面板数据集的特征如下：从目标方地域分布看，英国、澳大利亚、中国、西班牙、加拿大及德国等国的案例占52.07%；从行业构成看，旅游业及相关服务类企业占59.7%，房地产类企业占9.3%。

（三）模型构建

根据理论框架，构建以下模型：

$$share_{it}=y_0+y_1institution_{it}+y_2culture_i+y_3Controls_{it}+Firm+Year+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$RDS_{it}=\alpha_0+d_1institution_{it}+\alpha_2culture_i+\alpha_3Controls_{it}+Firm+Year+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$share_{it}=\beta_0+\beta_1institution_{it}+\beta_2culture_i+\beta_3RDS_{it}+\beta_4Controls_{it}+Firm+Year+\varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$share_{it}=\delta_0+\delta_1institution_{it}+\delta_2culture_i+\delta_3experience_{it}+\delta_4experience_{it}\times institution_{it}+\delta_5Controls_{it}+Firm+Year+\varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$share_{it}=\theta_0+\theta_1institution_{it}+\theta_2culture_i+\theta_3experience_{it}+\theta_4experience_{it}\times culture_i+\theta_5Controls_{it}+Firm+Year+\varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中，*share*为因变量，表示跨国并购旅游业务股权比例，*institution*为制度环境不确定性，

culture 为文化环境不确定性，*RDS* 为相对并购规模，*experience* 为并购经验，α、β、γ、δ、θ 为待估计参数，*Controls* 为控制变量向量，ε_{it} 为随机误差项，*i* 表示收购方企业，*t* 表示交易发生年份，*Firm*、*Year* 分别代表企业个体效应与年份效应。式（2）检验主效应，即制度环境不确定性与文化环境不确定性对跨国并购股权比例的总效应，式（3）检验不确定性对相对并购规模的影响，式（3）和式（4）共同检验相对并购规模的中介作用，式（5）和式（6）分别检验并购经验的调节作用。此外，本文采用随机效应模型（RE）作为基准估计方法。原因在于，核心解释变量文化距离（*culture*）不随时间变化，其取值仅因国家配对而异，固定效应模型（FE）的组内变换会将其完全消除，导致系数无法识别（陈强，2010；Wooldridge，2002）。制度环境不确定性作为国别—年份层面变量会随时间变化，但本文样本中同一收购方在不同东道国的观测次数有限，个体内变异不充分，固定效应估计难以稳定识别；而采用 RE 可同时利用组内与组间变异，兼顾文化距离与制度环境不确定性两类核心变量的识别。因此，本文以能够利用组间变异的 RE 为主模型，并以 Mundlak（1978）相关随机效应模型（CRE）作为随机效应设定的稳健性参照。

五、实证分析

（一）描述性统计与相关性分析

从表 2 来看，跨国并购旅游业务的股权比例选择呈现较明显的离散特征，取值范围为 12.5%~100%；多数东道国的制度环境波动性较低；母国与东道国之间的文化差异较小；具备东道国旅游业并购经验的收购方较少；在所有并购样本中，同业并购占据了多数。表 2 报告了主要变量的 Pearson 相关系数。股权比例（*share*）与制度环境不确定性显著负相关（r=−0.299，p<0.01），与文化环境不确定性显著负相关（r=−0.204，p<0.01），初步支持了“以变制变”策略（H2a、H2b）；与相对并购规模显著正相关（r=0.219，p<0.01），符合资源承诺理论的预期。此外，各变量的 VIF 值介于 1.032~1.264 之间，最大值未超过 2.5 的临界标准，表明模型不存在严重的多重共线性问题。

表 2　描述性统计与相关性分析结果（样本量 N=290）

变量	平均值	标准差	最小值	最大值	VIF	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
share	85.891	25.432	12.500	100.000	–	1.000									
institution	−70.684	9.476	−88.000	−50.400	1.264	−0.299***	1.000								
culture	1.640	1.543	0.111	7.232	1.071	−0.204***	0.158**	1.000							
RDS	−1.381	0.850	−3.445	1.140	1.121	0.219***	−0.152**	−0.096	1.000						
experience	0.117	0.322	0.000	1.000	1.032	0.060	0.002	−0.056	−0.001	1.000					
EBIT	231.178	535.004	−77.690	3,847.010	1.107	0.095	0.048	−0.052	−0.268***	−0.017	1.000				
industry	0.597	0.491	0.000	1.000	1.078	0.050	−0.169**	−0.125*	0.063	0.147*	−0.091	1.000			
tourism	10.309	0.395	9.072	10.910	1.183	0.100	−0.011	−0.048	0.042	0.006	0.068	0.045	1.000		
open	83.054	63.814	25.114	379.099	1.214	−0.031	−0.276***	0.097	0.001	−0.089	−0.093	−0.025	−0.247***	1.000	
growth	84.546	168.967	−253.300	879.100	1.160	−0.083	0.209***	−0.007	0.049	0.005	−0.006	0.025	0.279***	−0.057	1.000

注：*EBIT* 的单位为百万（按收购方报告货币计），*open* 的单位为 %，*growth* 的单位为万人次，*tourism* 为国际旅游总收入（美元）的对数值；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著；下表同。

（二）基准回归分析

本文采用随机效应模型进行基准回归分析，在控制企业个体异质性与年份效应的基础上，依次检验制度环境不确定性与文化环境不确定性对跨国并购股权比例的主效应、相对并购规模的中介效应以及并购经验的调节效应，结果如表 3 所示。

表 3　基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	share	*RDS*	*share*	*share*	*share*
institution	−0.581***	−0.007	−0.525***	−0.583***	−0.580***
	(0.182)	(0.005)	(0.176)	(0.185)	(0.180)
culture	−3.178***	−0.085***	−2.707***	−3.157***	−3.103***
	(0.951)	(0.033)	(0.915)	(0.932)	(0.900)
RDS			6.340***		
			(1.699)		
experience				2.089	3.332
				(4.028)	(3.784)
institution × *experience*				0.200	
				(0.751)	
culture × *experience*					6.356***
					(2.046)
EBIT	0.004**	−0.001***	0.006***	0.004**	0.004**
	(0.002)	(0.000)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
industry	−0.227	0.025	−0.219	−0.507	−0.117
	(3.085)	(0.108)	(3.052)	(3.095)	(3.082)
tourism	3.288	0.155	2.539	3.389	2.857
	(4.501)	(0.146)	(4.470)	(4.536)	(4.465)
open	−0.038	−0.001	−0.035	−0.038	−0.034
	(0.028)	(0.001)	(0.028)	(0.028)	(0.028)
growth	−0.010	0.000	−0.011	−0.012	−0.015
	(0.011)	(0.000)	(0.010)	(0.011)	(0.011)
常数项	11.732	−3.162**	30.196	10.707	16.159
	(47.525)	(1.441)	(47.424)	(47.760)	(47.488)
Firm RE	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是
观测值	290	290	290	290	290
组内 R^2	0.1436	0.3316	0.2180	0.1309	0.1553

注：括号内为聚类稳健标准误；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著；下表同。

1. 主效应检验

表 3 列（1）报告了主效应回归结果。制度环境不确定性系数为 −0.581，在 1% 水平上显著；文化环境不确定性系数为 −3.178，同样在 1% 水平上显著。上述结果表明，基于交易成本理论的 H1a 和 H1b 未获得支持，而基于实物期权理论的竞争性假设 H2a 和 H2b 得到验证。无论是外生的制度环境不确定性还是内生的文化环境不确定性，均显著降低了跨国旅游并购中的股权比例，企业倾向于通过保持持股灵活性应对不确定性。

2. 中介效应检验

本文采用逐步回归法检验相对并购规模的中介作用，并在稳健性检验部分补充 Sobel 检验与 Bootstrap 检验加以验证。第一步，检验解释变量对股权比例的总效应。表 3 列（1）显示，制度环境不确定性与文化环境不确定性的系数均显著为负，满足中介检验的前提。列（2）检验了解释变量对中介变量相对并购规模（*RDS*）的影响，其中文化环境不确定性的系数为 −0.085 且在 1% 水平上显著，说明文化差异越大，企业越倾向于缩减相对并购规模；制度环境不确定性系数为 −0.007，未通过显著性检验。列（3）在纳入相对并购规模后，*RDS* 的系数为 6.340 且在 1% 水平上显著；同时，文化环境不确定性系数由 −3.178 变为 −2.707，仍在 1% 水平上显著，表明相对并购规模在文化环境不确定性与股权比例之间发挥部分中介作用，假设 H4 得到支持。制度环境不确定性系数由 −0.581 变为 −0.525，变化幅度较小，且其影响 RDS 的路径不显著，因此假设 H3 不成立。

3. 调节效应检验

表 3 列（4）和列（5）报告了并购经验调节效应的检验结果。列（4）显示，制度环境不确定性与并购经验的交互项系数为 0.200，未通过显著性检验（t=0.266），表明并购经验并不能有效缓解制度环境不确定性对股权比例的负向影响，假设 H5 不成立。这一结果符合制度环境不确定性的外生属性：政策法规等制度层面的波动超出企业通过经验积累所能直接控制的范围。

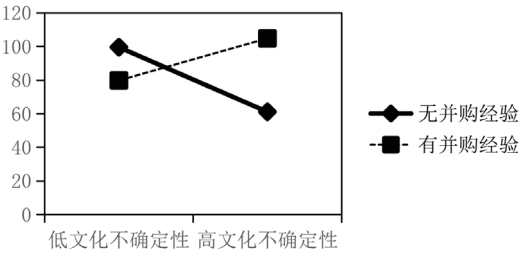


图 2　并购经验的调节效应检验

列（5）显示，文化环境不确定性与并购经验的交互项（*culture* × *experience*）系数为 6.356，且在 1% 水平上显著（t=3.106），表明并购经验显著弱化了文化差异对股权比例的负向影响，假设 H6 得到支持。具体而言，对于缺乏并购经验的企业，文化差异对股权比例的边际效应为 −3.848，且在 1% 水平上显著；对于具备并购经验的企业，该边际效应为 2.508（−3.848+6.356），即文化差异对股权比例的边际效应由负转正，经验丰富的企业能够依托既有的跨文化整合能力将文化差异转化为可管理的对象，缓解文化距离对股权承诺的抑制作用。图 2 展示了上述调节效应。

综合表 3 列（4）与列（5）的结果，并购经验调节效应的不对称性源于两类不确定性的属性差异：制度环境不确定性属于外生变量，其来源如政策法规波动、贸易保护主义倾向与市场法治环境变化等，均难以通过企业自身的经验积累加以预判或干预（Trigeorgis and Reuer，2017）；文化环境不确定性则具有内生性与可学习性，企业可通过跨文化学习、组织适应与本地化实践逐步缓解。因此，经验积累能够提升企业对可学习因素的管理能力，却难以克服不可控因素带来的系统性约束。

（三）稳健性检验

为验证基准回归结果的可靠性，本文从更换估计方法、更换样本范围、控制个体效应与解释变量的相关性、更换标准误设定并增加控制变量等方面进行稳健性检验。表 4 报告了各项稳健性检验的结果。

1. 更换估计方法

表 4 列（1）以是否全资收购（*share*=100 为 1，否则为 0）为因变量进行 Logit 回归，制度环境不确定性和文化环境不确定性的系数均显著为负（β =−0.064，p<0.05；β =−0.708，p<0.05）；列（2）考虑到股权比例在 10% 与 100% 两处截断的特征，采用双限 Tobit 模型（左端 10%、右端 100%）进行回归，两个核心解释变量的系数分别为 −1.581 和 −10.755，均在 1% 水平上显著为负。核心结论在更换估计方法后保持稳健。

2. 更换样本范围

表 4 列（3）剔除样本量占比最高的东道国（英国）重新进行回归后，文化环境不确定性系数仍显著为负（β =−2.547，p<0.05），制度环境不确定性系数为 −0.656（p<0.01），与基准回归结论一致；列（4）剔除金融危机期间（2008~2009 年）的样本后，两个系数均在 1% 水平上显著为负（β =−0.629，p<0.01；β =−2.816，p<0.01），研究结论保持稳健。

3. 控制个体效应与解释变量相关性

表 4 列（5）采用 Mundlak（1978）的相关随机效应模型（Correlated Random Effects，CRE）进行检验。该模型通过在回归方程中加入各时变变量的组均值，允许个体效应与解释变量之间存在相关性，从而对随机效应模型的估计结果进行更严格的稳健性检验。结果显示，文化环境不确定性系数为 −6.226，在 1% 水平上显著，与基准回归结论一致；制度环境不确定性系数为

0.188，未通过显著性检验。制度环境不确定性系数符号的变化，源于加入组均值后组间变异被吸收，其含义由总效应转变为组内效应；由于该类不确定性主要随东道国与年份而异，其在组内层面不显著也在预期之内。这表明，即使放宽随机效应模型的关键假设，文化环境不确定性对跨国并购股权比例的抑制作用仍然成立，基准回归的结论可靠。

4. 更换标准误设定与控制变量

表 4 列（6）将标准误聚类到企业层面进行估计，结果与基准回归一致；列（7）在控制变量中加入东道国 GDP、地理距离与母国制度质量后，制度环境不确定性和文化环境不确定性的系数分别为 −0.611 和 −3.001，均在 1% 水平上显著。上述结果共同表明，核心结论保持稳健。

表 4　稳健性回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Logit	Tobit	排除 Top1 东道国	排除金融危机	Mundlak CRE	聚类标准误	增加控制变量
	全资收购	*share*	*share*	*share*	*share*	*share*	*share*
institution	−0.064**	−1.581***	−0.656***	−0.629***	0.188	−0.581***	−0.611***
	(0.027)	(0.572)	(0.201)	(0.194)	(0.357)	(0.182)	(0.184)
culture	−0.708**	−10.755***	−2.547**	−2.816***	−6.226***	−3.178***	−3.001***
	(0.296)	(3.081)	(1.067)	(1.037)	(1.193)	(0.951)	(1.048)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是
Firm RE	是	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是	是
观测值	290	290	239	271	290	290	290

注：列（5）Mundlak CRE 模型加入了时变解释变量的个体均值，以控制个体效应与解释变量的相关性。

5. 补充中介效应检验

为进一步验证相对并购规模（*RDS*）的中介效应稳健性，本文补充了 Sobel 检验与 Bootstrap 检验，结果如表 5 所示。Sobel 检验显示，文化环境不确定性通过 *RDS* 影响股权比例的间接效应为 −0.600，对应的 Z 值为 −2.041，在 5% 水平上显著；制度环境不确定性的间接效应为 −0.051，Z 值为 −1.376，未达到显著水平。Bootstrap 检验（1,000 次重复抽样，聚类于企业层面）的结果与 Sobel 检验结果一致：文化环境不确定性的间接效应 95% 置信区间为 [−2.039，−0.003]，不包含 0；而制度环境不确定性的置信区间为 [−0.257, 0.030]，包含 0。

结合逐步回归法、Sobel 检验与 Bootstrap 检验的结果，假设 H4 成立，即相对并购规模在文化环境不确定性与并购股权比例之间发挥部分中介作用；假设 H3 不成立，表明制度环境不确定性对并购股权比例的影响路径是直接的，相对并购规模在其中并未起到显著的中介传导作用。

表 5　Sobel 与 Bootstrap 检验结果

路径	间接效应（a×b）	Sobel Z	Bootstrap 95% CI	中介效应占比（%）
institution → *RDS* → *share*	−0.051	−1.376	[−0.257, 0.030]	9.210
culture → *RDS* → *share*	−0.600	−2.041**	[−2.039, −0.003]	16.140

注：Bootstrap 基于 1,000 次重复抽样（聚类于企业层面），采用偏差校正的百分位法；** 表示在 5% 的水平上显著。

六、结论与启示

（一）研究结论

本文选取 2000~2018 年间全球跨国旅游业务并购事件作为样本，通过对交易成本理论与实物期权理论进行竞争性分析，系统考察了制度环境不确定性与文化环境不确定性双重情境下跨国旅游并购股权决策的形成机制，并考察并购经验对上述关系的调节作用。第一，制度环境不确定性与文

化环境不确定性均显著降低跨国旅游并购中的股权比例。当两类环境不确定性上升时，投资方更倾向于采用弹性持股策略。这表明，旅游企业在面临外生或内生的环境不确定性时更偏好灵活性，倾向于采取以变制变的股权策略，实物期权理论由此得到支持。第二，中介效应检验表明，相对并购规模在文化环境不确定性与股权比例之间发挥部分中介作用。面对较高的文化环境不确定性，企业倾向于缩减初始交易规模以保留调整弹性，而较小的交易规模降低了对高股权控制的诉求，由此形成文化环境不确定性经由交易规模传导至股权比例的路径。制度环境不确定性对股权比例的抑制作用则不通过相对并购规模传导，而是直接影响股权决策。第三，企业并购经验仅对文化环境不确定性与股权比例的关系具有显著调节作用，对制度环境不确定性路径则未表现出统计显著性。上述差异源于两类不确定性的属性不同，即制度环境不确定性属于外生变量，其来源如政策法规波动、贸易保护主义等，超出企业通过并购经验所能控制的范围；文化环境不确定性则具有内生性与可学习性，企业可通过既往经验提升跨文化整合能力，弱化其对股权决策的负向影响，由此形成并购经验调节效应的不对称性。

相较于交易成本理论所主张的控制风险并购策略，本文的研究结果更支持实物期权理论提出的以变制变策略，该策略更能合理阐释跨国并购旅游业务中的股权决策问题。原因在于，旅游产业固有的脆弱性与高度敏感性，使其面临多维、不可控的内外部因素，由此产生的特殊交易费用难以通过传统的股权控制机制完全内部化。因此，在旅游行业的跨国并购中，保持股权选择的灵活性以应对环境变化，比单纯依靠强化控制降低交易成本更具现实适应性。

（二）理论贡献

第一，本文将战略风险管理中的三大策略——控制风险、以变制变与以企业能力应对风险整合到统一的分析框架中，探讨了跨国企业如何应对旅游业务并购中所面临的制度环境不确定性与文化环境不确定性。现有研究多基于单一的理论视角探究跨国企业如何应对环境不确定性（吴崇和胡汉辉，2012；曲国明和潘镇，2022），或聚焦于不确定性的直接效应，较少将控制风险与以变制变置于同一框架下加以检验，因而仅回答了“如何做”的问题，却无法解释当企业面临内生和外生不确定时，究竟应当选择控制风险还是以变制变的策略。为此，本文采用竞争性假设，尝试探究当跨国企业面临内生和外生不确定性时，究竟会采用哪种策略应对以及如何应对，同时回答“为什么”与“如何做”。此外，本文还探讨了“以企业能力应对风险”与“控制风险”“以变制变”之间的交互作用，这进一步扩展了实物期权理论的相关研究，并拓展了跨国并购股权比例决策的研究情境，为跨国并购研究提供了可同时检验竞争性理论的框架。

第二，本文通过区分外生的制度环境不确定性与内生的文化环境不确定性两个维度，系统分析了不同性质的不确定性对跨国并购股权决策的差异化影响，并揭示了相对并购规模的中介传导机制与并购经验的调节边界。一方面，本文发现相对并购规模仅在文化环境不确定性与股权比例之间发挥部分中介作用，而在制度环境不确定性与股权比例之间未呈现显著的中介效应。这一结果表明，两类不确定性作用于股权决策的路径存在实质差异，即文化环境不确定性的影响部分经由缩减交易规模这一资源承诺路径传导，制度环境不确定性的抑制作用则更为直接，不依赖于交易规模的调整。这一发现填补了现有实物期权理论研究关于内生不确定性问题的研究缺口（Chi et al.，2019），为理解不确定性通过资源承诺影响股权选择提供了更细致的实证证据。

另一方面，并购经验对两类环境不确定性与股权比例关系的调节作用存在显著差异。面对文化差异较大的并购目标，有经验的企业不仅不会降低股权比例，反而倾向于提高股权承诺，将文化差异转化为可管理的因素；但对外生的制度环境不确定性，经验的调节作用并不显著，因为政策法规

等宏观因素超出经验积累所能控制的范围。这意味着，应对制度环境不确定性还需借助当地合作伙伴、本地顾问等其他资源。这一结果回应了既有文献关于经验作用的争论（Erramilli，1991；黄嫚丽等，2017），即经验只能化解可学习的内生不确定性，难以应对外生冲击。综合来看，两类不确定性虽同向影响股权比例，但作用机制不同，外生不确定性的影响更为直接、难以通过经验化解，内生不确定性的影响则部分经由资源承诺传导、并可被经验调节。本文将这一属性差异落实到股权决策情境，拓展了关于不确定性的研究，进而更好地解释跨国并购企业如何采取战略风险管理策略应对不同的不确定性。

（三）实践启示

1. 企业层面

（1）在跨国旅游业务并购的股权决策中，实物期权理论所主张的以变制变策略展现出更强的解释力，相较于传统的交易成本观点，该策略更有助于理解环境不确定性下的股权选择。尤其是对更容易受到自然与社会环境波动影响的旅游业而言，传统的控制风险策略显得不够灵活，管理者应认识到实物期权理论在这一背景下的适用性。（2）面对不确定性，管理者可以将决策重心转向创造长期价值。其他面临类似不确定性的服务业公司，尤其是旅游公司，可以借鉴本文的竞争性假设，将以变制变策略作为决策参考。通过灵活、适应性强的策略，企业可以更好地把握机遇、降低风险，实现在动荡环境中的可持续发展。

2. 政府层面

（1）政府在推动企业跨国并购的过程中，应重视因不熟悉东道国文化而产生的文化环境不确定性，可通过制定相关政策法规，鼓励并支持企业积累丰富的并购经验，以减少文化差异带来的负面效应。这对服务业尤其是旅游业的全球化发展具有重要意义，有助于提升企业的国际竞争力。（2）针对旅游业复苏，政府可以制定积极的政策措施。特别是在2023年国家发展改革委《关于恢复和扩大消费的措施》明确提到要“丰富文旅消费”的背景下，政府可通过制定相关政策法规，鼓励本地企业提升自身能力，使其具备动态适应复杂环境的能力，从而提升旅游企业与服务业企业的全球市场决策水平，推动整个行业的健康发展。

（四）研究局限与展望

本文聚焦制度环境与文化环境的不确定性对旅游业跨国并购股权决策的影响机制。然而，本文仍存在一定局限。一方面，不确定性的来源多样且复杂，本文仅考察了外生与内生两类环境不确定性，未来研究可将市场需求波动、地缘政治风险、汇率波动等不同类型的不确定性纳入考量，并进一步拓展到不同产业与地域情境，以更全面地理解企业的跨国并购决策过程。另一方面，受限于数据收集难度，本文未能将更多企业层面的变量纳入控制范畴，如企业的财务状况、管理层背景等，这些变量可能对并购决策产生差异性影响。后续研究可深入探讨实物期权理论与交易成本理论在跨国并购决策中的应用，为理论体系的完善提供更多实证支持；同时，可进一步关注外生不确定性与内生不确定性的交互作用，以更深入理解二者在企业决策中的相互关系，为企业提供更准确的决策支持。

参考文献：

[1] 包群，谢红军，陈佳妮．文化相近、合作信任与外商合资关系的持久性 [J]. 管理世界，2017(3).

[2] 陈梅，茅宁．不确定性、质量安全与食用农产品战略性原料投资治理模式选择——基于中国乳制品企业的调查研究 [J]. 管理世界，2015(6).

[3] 陈强．高级计量经济学及 Stata 应用 [M]. 北京：高等教育出版社，2010.

[4] 陈玉罡 , 李善民 . 并购中主并公司的可预测性——基于交易成本视角的研究 [J]. 经济研究 ,2007(4).
[5] 程聪 . 我国资源型企业跨国并购决策模式研究：国家制度与组织惯例的视角 [J]. 科研管理 ,2019(6).
[6] 杜晓君 , 刘赫 . 基于扎根理论的中国企业海外并购关键风险的识别研究 [J]. 管理评论 ,2012(4).
[7] 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).
[8] 贾镜渝 , 李文 , 郭斌 . 经验是如何影响中国企业跨国并购成败的——基于地理距离与政府角色的视角 [J]. 国际贸易问题 , 2015(10).
[9] 蒋冠宏 . 不确定性、企业出口与直接投资的选择 : 来自中国企业的理论和证据 [J]. 世界经济研究 ,2019(4).
[10] 江旭 , 姜飞飞 . 不确定性、联盟风险管理与合作绩效满意度 [J]. 管理工程学报 ,2015(3).
[11] 李元旭 , 黄竞晶 . 跨国经营不确定性、客户参与和企业绩效关系研究——基于制度距离的分析 [J]. 财经问题研究 ,2015(10).
[12] 刘勰 , 孟勇 . 制度距离与我国企业海外并购效率 [J]. 经济管理 ,2019(12).
[13] 刘英基 , 韩元军 . 要素结构变动、制度环境与旅游经济高质量发展 [J]. 旅游学刊 ,2020(3).
[14] 綦建红 , 杨丽 . 文化距离与我国企业 OFDI 的进入模式选择——基于大型企业的微观数据检验 [J]. 世界经济研究 ,2014(6).
[15] 曲国明 , 潘镇 . 不确定条件下中国企业对外直接投资设立模式选择——基于实物期权理论的逻辑与实证检验 [J]. 国际商务 (对外经济贸易大学学报) ,2022(3).
[16] 任颂 , 茹璟 , 尹潇霖 . 所有制性质、制度环境与企业跨区域市场进入战略选择 [J]. 南开管理评论 ,2015(2).
[17] 宋静波 . 中国旅游业对外直接投资现状、问题及策略探讨 [J]. 对外经贸实务 ,2019(9).
[18] 宋渊洋 , 黄礼伟 . 为什么中国企业难以国内跨地区经营？ [J]. 管理世界 ,2014(12).
[19] 吴崇 , 蔡婷婷 . 跨国公司海外投资进入模式与绩效的多视角整合研究——基于中国制造业上市公司数据的经验分析 [J]. 世界经济研究 ,2015(11).
[20] 吴崇 , 胡汉辉 . 基于实物期权视角的企业国际化研究进展评析与趋势展望 [J]. 外国经济与管理 ,2012(4).
[21] 吴小节 , 陈晓纯 , 彭韵妍 , 等 . 制度环境不确定性对企业纵向整合模式的影响机制 : 认知偏差与动态能力的作用 [J]. 管理评论 , 2019(6).
[22] 熊名宁 , 汪涛 , 赵鹏 , 等 . 文化距离如何影响跨国战略联盟的形成——基于交易成本视角的解释 [J]. 南开管理评论 ,2020(5).
[23] 杨京京 , 蓝海林 . 民营企业政治身份、成长价值与区域制度差异的影响研究 [J]. 科学学与科学技术管理 ,2012(9).
[24] 叶欣梁 , 何一 , 孙瑞红 . 脆弱与反脆弱：旅游业韧性研究进展与述评 [J]. 旅游学刊 ,2023(10).
[25] 尹达 , 綦建红 . 经济政策不确定性与企业跨境并购 : 影响与讨论 [J]. 世界经济研究 ,2020(12).
[26] 余娟娟 , 魏霄鹏 . 中国企业海外并购看重东道国的营商环境吗——基于环境不确定性及交易成本减低的视角 [J]. 国际商务 (对外经济贸易大学学报) ,2022(1).
[27] 郑莹 , 黄俊伟 . 基于实物期权逻辑对企业专利放弃的新诠释 [J]. 科学学研究 ,2020(6).
[28] 周科选 , 余林徽 . 区域贸易政策不确定性与中国出口企业僵尸化——以中国—东盟自由贸易区为例 [J]. 国际商务研究 , 2023(5).
[29] 周玲强 , 毕娟 . 文化距离对国际旅游目的地选择行为的影响 : 以中国入境游市场为例 [J]. 浙江大学学报 (人文社会科学版), 2017(4).
[30] 周三多 , 邹统钎 . 战略管理思想史 [M]. 上海 : 复旦大学出版社 ,2003.
[31] Ahammad, M. F.,Leone, V.,Tarba, S. Y.,et al.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).
[32] Almor, T.International Investment Strategies Utilized by International New Ventures:The Role of Exogenous and Endogenous Uncertainty[J].International Studies of Management & Organization,2018,48(2).
[33] Anderson, E.,Gatignon, H.Modes of Foreign Entry:A Transaction Cost Analysis and Propositions[J].Journal of International Business Studies,1986,17(3).
[34] Brouthers, K. D.Institutional,Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance[J].Journal of International Business Studies,2002,33(2).
[35] Brouthers, K. D.,Brouthers, L. E.,Werner, S.Real Options, International Entry Mode Choice and Performance[J].Journal of Management Studies,2008,45(5).
[36] Chi, T.,Li, J.,Trigeorgis, L. G.,et al.Real Options Theory in International Business[J].Journal of International Business Studies,2019,50.
[37] Cuypers, I. R. P.,Martin, X. What Makes and What Does Not Make a Real Option? A Study of Equity Shares in International Joint Ventures[J].Journal of International Business Studies,2010,41(1).
[38] Erramilli, M. K.The Experience Factor in Foreign Market Entry Behavior of Service Firms[J].Journal of International Business Studies,1991,22(3).
[39] Ipsmiller, E.,Brouthers, K. D.,Dikova, D.25 Years of Real Option Empirical Research in Management[J].European Management

Review,2019,16(1).
[40] Kogut, B.,Singh,H.The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode[J].Journal of International Business Studies,1988,19(3).
[41] Lee, C. C.,Chen, M. P.Do Country Risks Matter for Tourism Development?International Evidence[J].Journal of Travel Research,2021,60(7).
[42] Li, J.,Li, Y.Flexibility Versus Commitment:MNEs Ownership Strategy in China[J].Journal of International Business Studies,2010,41(9).
[43] Li, Y.Duration Analysis of Venture Capital Staging:A Real Options Perspective[J].Journal of Business Venturing,2008,23(5).
[44] Liu, Y.,Maula, M.Local Partnering in Foreign Ventures:Uncertainty, Experiential Learning,and Syndication in Cross-border Venture Capital Investments[J].Academy of Management Journal,2016,59(4).
[45] Masulis, R. W.,Wang, C.,Xie, F.Corporate Governance and Acquirer Returns[J].Journal of Finance,2007,62(4).
[46] Moeller, S. B.,Schlingemann, F. P.,Stulz, R. M.Firm Size and the Gains from Acquisitions[J].Journal of Financial Economics,2004,73(2).
[47] Mundlak, Y.On the Pooling of Time Series and Cross Section Data[J].Econometrica:Journal of the Econometric Society,1978,46(1).
[48] Tong, T. W.,Li, Y.Real Options and Investment Mode: Evidence from Corporate Venture Capital and Acquisition[J].Organization Science,2011,22(2).
[49] Tong, T. W.,Reuer, J. J.,Peng, M. W.International Joint Ventures and the Value of Growth Options[J].Academy of Management Journal,2008,51(5).
[50] Trigeorgis, L.,Reuer, J. J.Real Options Theory in Strategic Management[J].Strategic Management Journal,2017,38(1).
[51] Williamson, O. E.The Economic Institutions of Capitalism: Firms,Markets, Relational Contracting[M].New York:Free Press,1985.
[52] Wooldridge, J. M.Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data[M].Cambridge,MA:MIT Press,2002.
[53] Wut, T. M.,Xu, J. B.,Wong, S. M.Crisis Management Research (1985~2020) in the Hospitality and Tourism Industry: A Review and Research Agenda[J].Tourism Management,2021,85.

Controlling Risk or Meeting Change with Change? Cross-border M&A Equity Choice under Uncertainty in Institutional and Cultural Environments

WU Xiaojie　LI Peiying　WANG Xiuqiong

Abstract: As anti-globalization continues to intensify, cross-border mergers and acquisitions (M&A) have become an important strategic choice for tourism firms seeking to expand in the global market. However, exogenous uncertainty in the institutional environment and endogenous uncertainty in the cultural environment make it difficult for firms to choose between a controlling risk strategy and a meeting change with change strategy. Drawing on transaction cost theory and real options theory, this paper develops an analytical framework centered on competing hypotheses. Using data on cross-border M&A in the global tourism business from 2000 to 2018, this paper empirically examines how the two types of environmental uncertainty differentially affect equity share in cross-border M&A, and further tests the mediating mechanism of relative deal size and the moderating role of M&A experience. The results show that: (1) both types of environmental uncertainty significantly reduce equity share, indicating that firms tend to adopt the meeting change with change strategy to preserve investment flexibility, and that the predictions of transaction cost theory are not supported whereas those of real options theory are supported; (2) relative deal size plays a partial mediating role in the relationship between cultural environment uncertainty and equity share, whereas the inhibitory effect of institutional environment uncertainty is more direct; and (3) M&A experience has a significant positive moderating effect on the cultural environment uncertainty path, offsetting and even reversing the negative effect of cultural differences, while its moderating effect on the institutional environment uncertainty path is not significant. By distinguishing the equity decision logic under exogenous and endogenous environmental uncertainty, this paper extends the application of transaction cost theory and real options theory to cross-border M&A in tourism, and provides a new theoretical framework and empirical evidence for equity choice strategies in the tourism sector.

Keywords: institutional environment uncertainty; cultural environment uncertainty; cross-border mergers and acquisitions (M&A); real options theory; transaction cost theory

（责任编辑：张建华）