

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 中国制造业企业跨国完全并购
的组态路径研究

研究生姓名: 李婕

指导教师姓名、职称: 张璐 教授

学科、专业名称: 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2023年5月31日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李婕 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 张璐 签字日期： 2023年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 李婕 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 张璐 签字日期： 2023年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the Configuration Path of Full Cross-Border Meger and Acquisition of Chinese Manufacturing Enterprises

Candidate : Li Jie

Supervisor: Zhang Lu

摘要

党的二十大报告指出推进高水平对外开放,要增强国内国际两个市场两种资源互动效应,提升贸易投资质量和水平。自加入 WTO 以来,尤其是 2008 年全球金融危机之后,跨国并购成为我国企业参与国际分工与合作的重要方式。制造业作为国民经济支柱产业,是我国企业“走出去”的重要组成部分,但其“大而不强”的问题仍然显著,长远来看,想要冲破困局,实现制造强国的目标,跨国并购仍然是重要途径。已有对企业跨国并购的研究多集中在区位选择与并购绩效角度,股权策略作为影响企业资源获取和资源整合的重要因素常常被忽略。

文章从组态视角出发,基于我国 2015-2019 年制造业企业跨国并购事件,对企业跨国并购股权策略各影响因素间的联合效应进行探究,揭示企业跨国并购股权策略的复杂性本质,归纳跨国完全并购的实现路径,有助于补充股权决策理论研究的不足,并对未来想要实施跨国并购的制造业企业提供股权决策依据。

文章运用 fsQCA 方法得到中国制造业企业跨国完全并购的六组充分性组态,根据核心条件的分布情况,将其归纳为四种类型:文化距离谨慎型、并购经验驱动型、目标企业谨慎型和国有企业拓展型。结合案例分析,文章得出以下结论:

(1) 中国制造业企业跨国完全并购具有“多重并发性”和“殊途同归性”;(2) 单一因素在不同组态中对结果的影响方向不一致;(3) 文化距离与企业跨国并购股权策略之间并非是线性关系;(4) 国有企业跨国并购显现出一定的开拓性,且常体现一定的国家意志。

关键词: 组态视角 跨国并购 股权策略 完全并购 模糊集定性比较分析

Abstract

The report of the 20th CPC National Congress pointed out that to promote a high level of opening up to the outside world, we should enhance the interactive effect between domestic and international markets and resources, and improve the quality and level of trade and investment. Since joining WTO, especially after the global financial crisis in 2008, cross-border M&A has become an important way for Chinese enterprises to participate in international division of labor and cooperation. As a pillar industry of the national economy, manufacturing industry is an important part of Chinese enterprises' "going out", but the problem of "big but not strong" is still significant. In the long run, transnational M&A is still an important way to break through the dilemma and achieve the goal of manufacturing power. Most of the studies on cross-border M&A mainly focused on location selection and M&A performance, while equity decision as an important factor affecting resource acquisition and resource integration is often neglected.

Based on the cross-border M&A events of manufacturing enterprises from 2015-2019, the study explores the joint effects among the influencing factors of the cross-border M&A equity decisions from the perspective of configuration, reveals the complex nature of the cross-border M&A equity decisions, summarizes the path to achieve complete cross-border M&A, helps to supplement the theoretical research

on equity decisions, and provides references for the manufacturing enterprises that want to implement cross-border M&A.

The study uses fsQCA to obtain six sufficiency configurations for cross-border complete M&As, and categorizes them into four types according to the distribution of core factors: a type that treats cultural distance with caution, a type that driven by the M&A experience, a type that treats the target company carefully and a type that state-owned enterprises are pioneering. Combining the case studies, the study concludes that: (1) Cross-border M&A equity decisions are the result of a combination of reasons, and different combinations of reasons can lead to the same outcome; (2) a single factor does not affect the outcome in the same direction in different configurations; (3) there is not a linear relationship between cultural distance and cross-border M&A equity decisions; (4) state-owned enterprises' cross-border M&A are pioneering and often reflect the will of the state.

Keywords: Perspective of configuration; Cross-border M&A; Equity strategy; Full cross-border M&A; Fuzzy set qualitative comparative analysis (fsQCA)

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	4
1.2.1 理论意义.....	4
1.2.2 现实意义.....	4
1.3 研究方法.....	5
1.4 研究内容和技术路线.....	6
1.4.1 研究内容.....	6
1.4.2 技术路线图.....	8
1.5 本文可能的创新点.....	9
2 文献综述	10
2.1 关于中国制造业企业跨国并购的研究.....	10
2.2 关于跨国并购股权策略影响因素的研究.....	11
2.3 定性比较分析方法在跨国并购研究中的应用.....	13
2.4 文献评述.....	14
3 概念界定和理论基础	15
3.1 概念界定.....	15
3.1.1 跨国并购.....	15
3.1.2 股权策略.....	15
3.1.3 组态.....	16
3.2 理论基础.....	16
3.2.1 交易成本理论.....	16
3.2.2 组织能力理论.....	18
4 中国制造业企业跨国并购现状分析与假设提出	20
4.1 并购数量及规模.....	20
4.2 并购目的地.....	22
4.3 并购行业分布.....	23

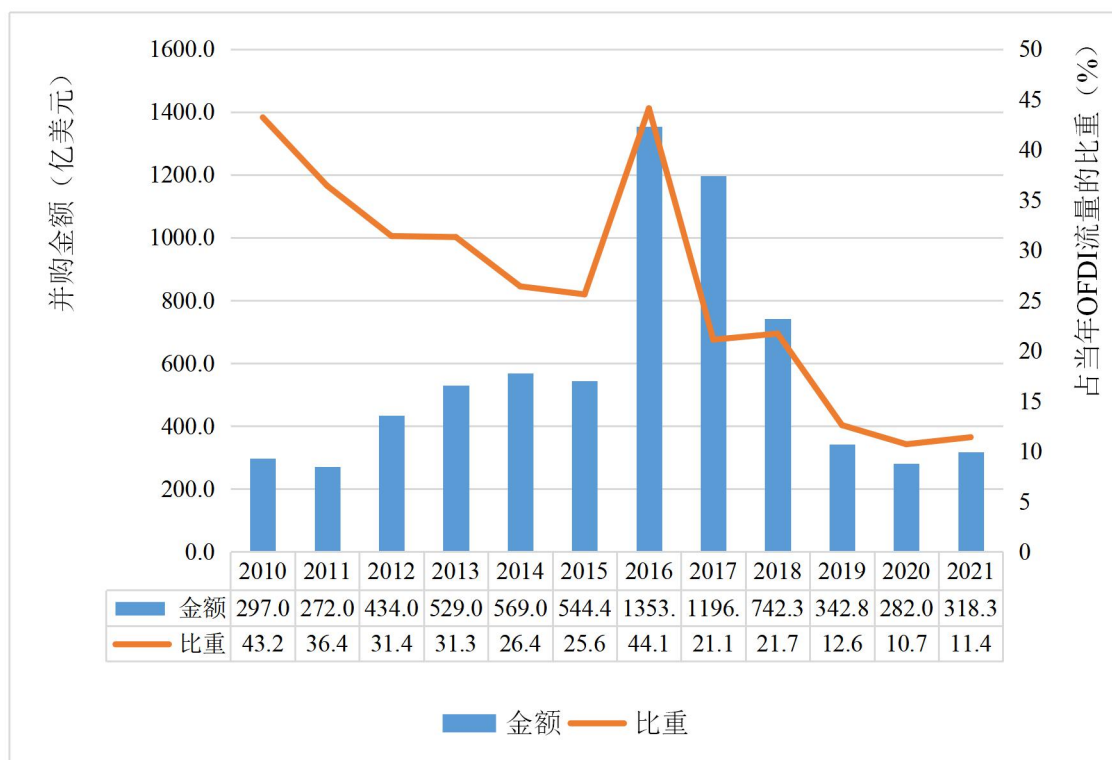
4.4 主并方企业性质.....	24
4.5 本章小结.....	25
5 中国制造业企业跨国完全并购组态路径的实证研究.....	26
5.1 样本选取.....	26
5.2 变量的度量和校准.....	29
5.2.1 结果变量.....	30
5.2.2 前因变量.....	30
5.3 必要性和充分性检验.....	33
5.3.1 跨国并购股权策略单一影响因素的必要性检验.....	33
5.3.2 跨国完全并购条件组态的充分性检验.....	34
5.4 稳健性检验.....	37
5.5 本章小结.....	39
6 研究结果与案例分析.....	40
6.1 文化距离谨慎型.....	41
6.2 并购经验驱动型.....	42
6.3 目标企业谨慎型.....	43
6.4 国有企业拓展型.....	45
6.5 本章小结.....	46
7 研究结论与展望.....	47
7.1 研究结论.....	47
7.2 实践启示.....	48
7.3 研究不足与展望.....	49
参考文献.....	51
致谢.....	57

1 绪论

1.1 研究背景

在“走出去”战略接续实施、“一带一路”倡议积极推动的背景下，中国企业对外直接投资蓬勃发展，态势良好，2020年中国对外直接投资流量首次位居全球第一。与此同时出于快速获取技术和市场的投资动机，跨国并购比绿地投资模式越来越获得企业的青睐。如图 1.1 和图 1.2，通过对商务部发布的历年《中国对外直接投资统计公报》数据整理发现，我国境内企业的年度跨国并购完成数量和金额在 2016 年达到峰值，共计 765 起，交易金额达 1353.3 亿美元，占当年 OFDI 流量的比重超过 40%。但在 2016 年后，为了进一步规范对外投资活动，防范各种风险，国家外汇管理局对海外投资的合规性、真实性的审查力度增加，我国企业海外并购的热度有所缓和。2017 年的并购完成数量相比上一年减少 43.7%，并购交易金额与其占当年 OFDI 流量的比重自此之后也呈现大幅下降的趋势。受疫情影响，2020 年中国对外投资并购总体规模仍呈现下降趋势，实际交易总额 282 亿美元，同比下降 17.7%。2021 年跨国并购交易金额虽有小幅回升，但整体来看近年来我国对外投资并购活动仍然较为低迷。

制造业作为我国国民经济的主体，是我国企业“走出去”的主力军，跨境并购交易项目数量和交易金额一直处于各行业首位。经过不断地改革与发展，我国制造业已经取得了瞩目成就，显著增强综合国力，但相较于世界先进水平，中国制造业“大而不强”的问题仍然显著，仍然处于全球价值链的中低端位置。诸多学者研究认为相比于绿地投资，跨国并购是企业迅速获得东道国市场，加快核心技术转移，促进母国技术创新，获取价值链攀升隐性知识的更优方式。《中国制造 2025》在全球制造业格局面临重大调整的形势下为我国建设制造强国指明了方向，党的二十大报告也指出要推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，在这样的背景下，跨国并购仍然是我国制造业增强自主创新能力、提高资源利用效率、提升产业结构水平、缩小信息化程度和质量效益差距，从而迈向全球价值链高端位置的最有效途径。



注：并购金额包括境外融资部分，比重为并购金额中直接投资占当年流量的比重

图 1.1 2010-2021 年中国对外直接投资并购情况

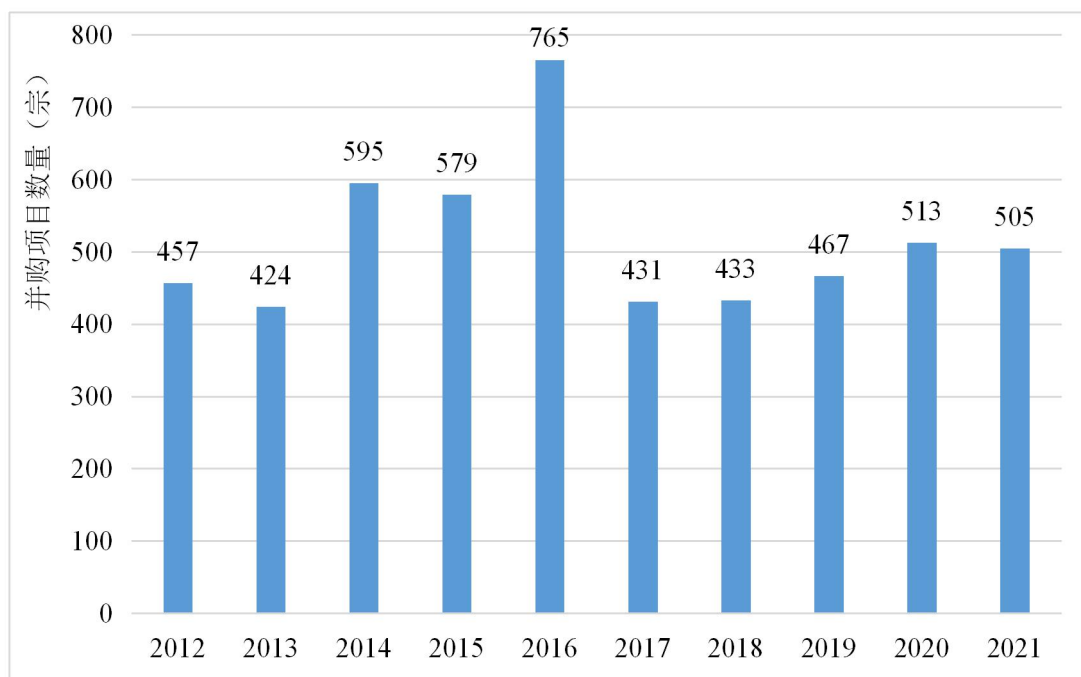


图 1.2 2012-2021 年中国境内企业跨国并购项目数量

数据来源：根据各年度《中国对外直接投资统计公报》整理所得

中国企业“走出去”的过程中，无法完成并购和不成功并购的案例频出。并购无法完成是指受文化距离、制度距离、所处行业的敏感程度、标的交易金额或支付方式等因素影响造成的并购交易撤销，多发生在并购过程中的谈判阶段。不成功并购是指在并购完成之后，主并企业和被并购企业没有通过此次并购活动发挥出协同效应，反而显现出低财务绩效或低创新绩效等状况。不成功并购的原因主要有两点：一是现阶段部分中国企业跨国并购具有一定的盲目性，只关注短期内生产能力的提升，对所获取的资源与自身是否匹配没有进行深入思考；二是由于并购完成后对组织、文化等各类资源整合不到位，而导致效率低下。因此，随着中国企业跨国并购失败案例不断增加，由各类因素造成的并购风险越来越被关注。

现有对我国企业跨国并购的研究较多为区位选择研究、并购动因研究、并购绩效研究或是聚焦于单个并购案例进行追踪研究，对跨国并购如何选择合适的股权结构鲜有进行研究。事实上，“买多少”问题对企业并购的完成和成功至关重要，它不仅影响着并购过程中企业谈判策略的选择，同时影响并购完成后对目标企业的控制程度和各类资源的获取程度，最终影响此次并购事件的短期绩效和长期绩效。完全并购和部分并购各有利弊，交易成本理论表明，部分并购治理成本高且学习时间较长，但是能够很大程度上减少信息不对称所造成的各种风险；完全并购尽管需要投入巨大的资源承诺、高额的搜寻与评估成本，但能通过对目标企业高程度的控制来获得核心技术和战略资产的有效共享（Chari and Chang, 2009）。因此，企业进行跨国并购时必须综合考虑各方面因素，权衡两种股权策略利弊，同时结合自身并购动因选择合适的跨国并购股权策略。

股权结构选择是企业在实施跨国并购前准备阶段的一项重要决策，具有较大的研究意义，然而目前探索跨国并购股权策略影响因素的研究并不多。在以往的研究中，学者们多采用传统的回归分析方法来探究国家、行业和企业层面的影响因素对跨国并购股权决策的净效应，而忽略了各因素之间可能存在的替代作用或互补作用。跨国并购股权策略是一个受到多主体、多层次因素影响的复杂决策，传统的多元线性分析思路不适用于分析具有因果复杂性的问题，而应该采用整体和系统的分析视角。

因此，在以上现实和理论背景下，本文关注中国制造业企业在跨国并购过程中显现出来的完全并购倾向，从组态视角出发对我国制造业企业跨国完全并购的实现路径进行探究，意在探索多种因素的“联合效应”和“互动关系”，揭示企业进行跨国并购时对股权结构安排的复杂性本质，为后续想要进行跨国并购活动尤其是想要实现跨国完全并购的制造业企业提供参考。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

学者对我国企业跨国并购的研究多集中在跨国并购前阶段的“为什么并购”和“去哪儿并购”问题上，或是关注并购完成后的“并购效果如何”问题，聚焦“并购多少”的研究较少。

首先，本研究有助于弥补对跨国并购股权策略研究的不足。本文从组态视角出发，运用模糊集定性比较分析方法，归纳提出我国制造业企业实现跨国完全并购的具体情境，能够更清晰地展示各影响因素间的联合效应，进一步完善跨国并购股权结构决策影响机制的理论研究。其次，对以往通过线性回归分析方法而得到的影响因素进行验证，并尝试从组态的视角对以往存在争议的影响因素及其影响方向进行解释，为后续对中国企业海外并购的进一步研究提供一个有价值的视角。

1.2.2 现实意义

世界政治经济环境复杂多变，由此造成我国企业海外并购各项风险增加，并且由于我国企业进行跨国并购存在一定的盲目性，近年来并购失败案例频出。与此同时，我国制造业若想实现进一步发展，跨国并购仍是必经之路。

因此，本文立足于以上现实，基于 2015—2019 年中国制造业企业跨国并购的案例及各项公开数据，探究来自母国和东道国、母公司、目标公司等不同主体影响因素对跨国并购股权策略的组合影响，归纳中国制造业企业实现跨国完全并购的组态路径，可以为我国进行跨国并购的企业提供股权决策依据。同时，有利于帮助企业提升风险识别能力，提升并购完成率，进而促进我国制造业企

业跨国并购后的知识转移，提高并购整合效果，助力我国制造业实现进一步转型升级以及全球价值链上的攀升。

1.3 研究方法

（1）文献归纳研究法

学术研究首先要保证科学性，通过对已有理论和文献的梳理、研读和学习才能找到科学的、正确的研究方法和研究方向。本问采用了文献归纳研究法，首先是对本文所研究问题所处的研究阶段有更清楚地认识。其次，归纳总结以往研究采取了何种研究方法，该方法具有哪些优势和弊端，从而选择合适的研究方法。同时，借助对国内外文献资料的梳理，找出具有代表性的企业跨国并购股权策略影响因素。最后，对模糊集定性比较分析方法的应用进行学习，实现方法的正确使用，保障研究的有效进行。

（2）定性比较分析法

定性比较分析方法（QCA）是一种将定性分析和定量分析各自优势相融合的方法，二十世纪八十年代社会学家 Ragin 为了解决组态问题而首次将其提出，既适合小样本研究，也适合中等规模和大规模样本研究。QCA 方法采取整体的视角，开展案例层面比较分析，每个案例被视为条件变量的“组态”（Rihoux & Ragin, 2009）。QCA 分析旨在通过案例间的比较，找出条件组态与结果间的因果关系，回答“条件的哪些组态可以导致期望的结果出现？哪些组态导致结果的不出现？”这类问题。

定性比较分析方法主要分为三种类型：清晰集定性比较分析法（csQCA）、多值集定性比较分析法（mvQCA）和模糊集定性比较分析法（fsQCA）。三种具体方法各有利弊，适用于不同类型问题的研究，针对本研究结果变量和各个前因条件变量的特征，本文选取更具科学性且更为适用的 fsQCA 方法。因为相较于 csQCA 方法和 mvQCA 方法，fsQCA 方法可以对变量进行 0 到 1 之间任意数值的校准，不会导致数据的丢失，能够更细致地发现前因条件在不同程度或水平上的变化所带来的细微影响，同时降低矛盾组态出现的可能性（张明等，2019），提高研究的准确性。

(3) 案例研究法

本文运用简化案例分析方法，选取典型案例与研究结果不同的组态路径一一对应，有助于加深对我国制造业企业实现跨国完全并购各组态路径的理解，对灵活多样的结构模型形成更加清晰明确的认识。另外，将案例分析方法与fsQCA结合使用，便于发现我国制造业企业跨国完全并购过程中更具象的特征，使得研究更加具有探索性。

1.4 研究内容和技术路线

1.4.1 研究内容

本文借助 Zephyr 全球并购交易数据库，运用模糊集定性比较分析方法，对我国制造业企业实现跨国完全并购的组态路径进行研究。共安排以下 7 章内容：

第一章为绪论部分。首先，阐述本研究所处的现实背景和理论背景，指出本文研究问题的理论意义与现实意义。其次，根据研究问题特性与预期目标，选择合适的研究方法，提炼出本文的研究思路，构建文章的整体结构。

第二章为文献综述。本章主要归纳总结了国内外学者对我国制造业跨国并购活动研究现状、跨国并购股权策略影响因素的研究现状以及 fsQCA 方法在企业跨国并购研究中的应用现状，最后做出文献述评。

第三章为相关概念界定和理论基础。该部分首先对跨国并购、股权策略和组态进行界定，其次通过交易成本理论和组织能力理论对影响跨国并购股权策略的因素以及其影响的机制进行分析。

第四章为中国制造业企业跨国并购现状分析与假设提出。本章基于 Zephyr 全球并购交易数据库中 2008 年—2022 年中国制造业企业跨国并购的数据，从并购数量及规模、并购目的地分布、并购行业分布以及主并方企业性质四个方面进行现状特点描述，并结合组态分析，提出三个具体假设。

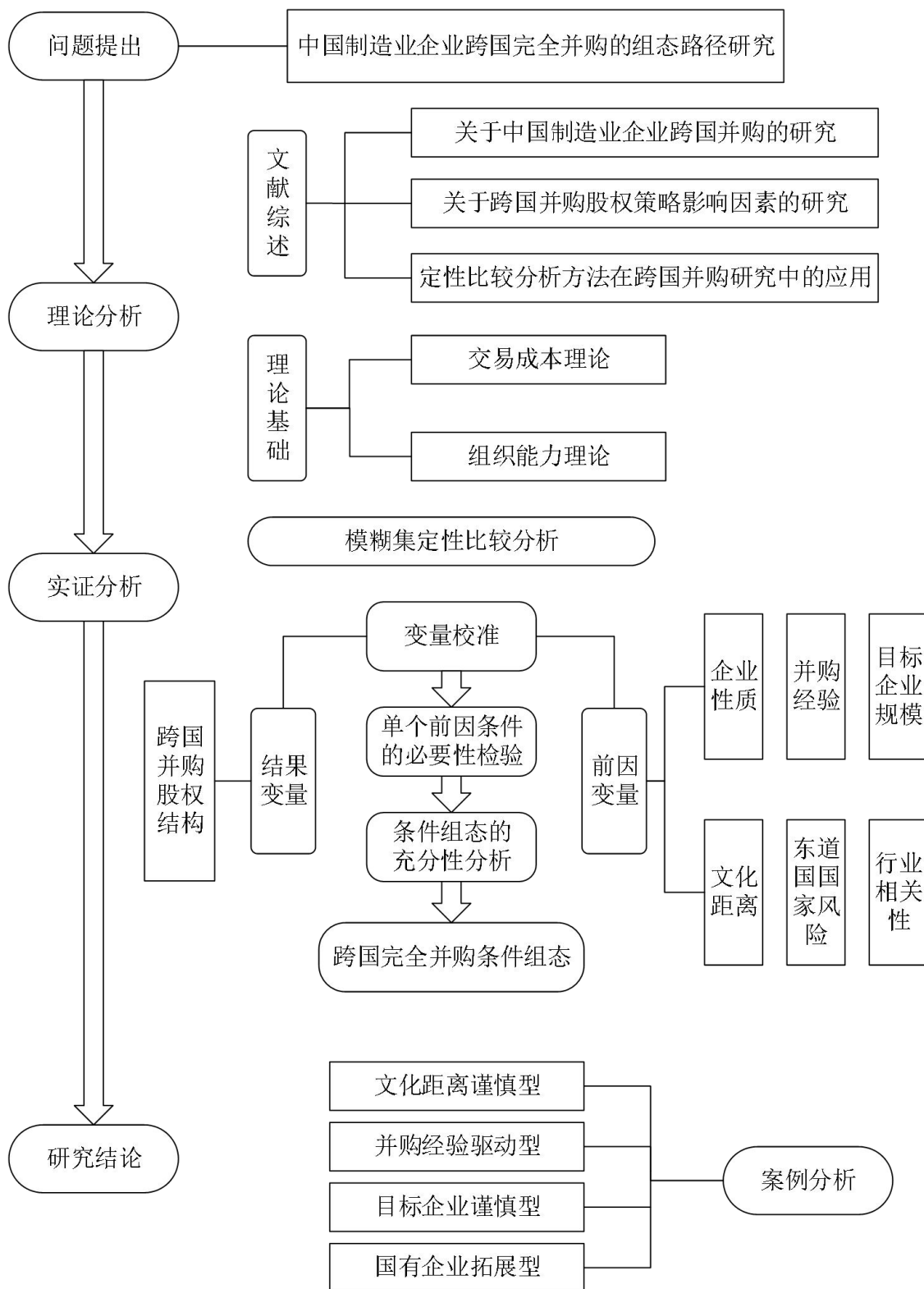
第五章为中国制造业企业跨国完全并购组态路径的实证研究。首先按照研究需要进行样本筛选。然后对本研究选取的前因变量和结果变量进行定义与度量，本研究的结果变量为企业跨国并购股权数量，前因变量为主并方企业性质、主并方并购经验、与目标企业的行业相关性、目标企业的规模、母国与东道国

的文化距离以及东道国的国家风险指数。其次，分别对单个前因变量的必要性进行分析，对完全并购条件组态的充分性进行分析，最终得到我国制造业企业实现跨国完全并购的六条组态路径。本章还进行了稳健性检验，保证研究结果的科学性和准确性。

第六章为研究结果及案例分析。基于第五章得到的六条组态路径，根据核心条件的分布特征将其归纳总结为：文化距离谨慎型、并购经验驱动型、目标企业谨慎型和国有企业拓展型四种我国制造业企业实现跨国完全并购的组态类型。并对各个组态类型进行典型案例的分析，深入讨论各个构型。

第七章为研究结论与展望。首先对通过定性比较分析和案例分析得到的研究结论进行归纳总结，其次针对不同的主体总结经验启示，最后指出本文的不足之处并对未来的研究做出展望。

1.4.2 技术路线图



1.5 本文可能的创新点

本研究运用模糊集定性比较分析方法研究中国制造业企业实现跨国完全并购的组态路径，探究不同影响因素组合的组态等效性，预期创新点如下：

(1) 研究内容上，对以往研究较少的企业进行跨国并购时的股权策略进行研究，对文献资料中普遍认为对跨国并购股权策略能够产生影响的因素做进一步探究，发现不同因素影响机制的多种可能，进一步丰富企业跨国并购股权决策的相关理论。同时，本文通过组态分析得到的中国制造业企业跨国完全并购实现路径可以看做范本，提示企业进行风险识别，企业可在跨国并购实施前将自身实际情况与结果构型进行比对匹配，实现更优的并购效果，具有较强的现实意义。

(2) 研究方法上，以往的研究通常基于一元或多元回归分析和单案例研究，本文所使用得模糊集定性比较分析方法，能充分发挥定性加定量分析的优势，以整体性和系统性的视角检验前因变量的组合效应，充分识别前因条件之间的相互依赖性以及不同组态的等效性，使研究结果更符合实际。同时对应不同组态路径加以案例分析，增强研究结果的说服力，使研究结论更明晰、更具象。

2 文献综述

2.1 关于中国制造业企业跨国并购的研究

对企业跨国并购相关问题的研究一直是国际商务领域的研究热点，国内外学者对此研究十分广泛，主要包括企业跨国并购的动因、跨国并购的区位选择、并购经营绩效及影响因素、并购创新绩效及影响因素等，其中多选择制造业企业作为研究样本。近年来对制造业跨国并购的研究主要是在全球价值链升级的视角下进行。

对于并购动因，大多数学者认为中国制造业企业跨国并购是为了寻求更广阔市场、获取更先进技术和谋求更丰富的战略资源（宋林，2016；张文佳，2015）。薛安伟（2020）认为以上传统并购动机是以发达国家跨国并购活动为基础，以利润最大化为目标的分析，已经不能准确解释后全球化时代的中国企业跨国并购行为，中国企业跨国并购显现出新的特征，比如布局全球供应链、攀升全球价值链和优化产品结构等。唐晓华和高鹏（2019）从全球价值链升级的视角出发，对处于转型升级进程中的中国制造业企业海外并购的动因进行了分析，发现技术获取动因仍然是中国制造业企业海外并购的最主要动因，同时在新的宏观经济形势下中国企业海外并购显现出新趋势，例如以产业产能转移为动因、以技术积累与储备为动因和以资本利得为动因。

对于并购区位选择，多数研究认为国家间的地理距离、文化距离和制度距离不利于企业进行跨国并购（吉洋杉等，2020；杨波等，2021）。朱婕和任荣明（2018）利用 Logit 模型研究发现企业更偏向于制度环境较好的国家开展并购，双边投资协议对企业跨国并购的区位选择没有直接影响，但是却能替代东道国良好制度环境的缺失。武力超等（2021）则探究了中国企业跨国并购对全球城市的偏好问题，深入分析全球城市的独特属性影响区位选择的内在机制。杨连星和牟彦丞（2021）利用我国 2000~2014 年制造业跨国并购数据研究发现：不论是在行业层面还是国家层面，对发达国家的跨国并购对我国在全球价值链中实现升级均有显著的促进效应，另外高技术行业与更高价值链地位的并购目的国更有助于提升跨国并购对全球价值链升级的正向影响。

关于跨国并购行为对企业绩效的关系，多数研究认为二者之间存在明显的因果关系。例如薛安伟（2017）认为企业跨国并购行为可以促进企业绩效的提升，但这种促进作用会随着时间推移而减弱，同时企业性质和企业东西部区域分布对绩效的影响具有异质性。蒋冠宏（2020）研究发现中国企业对发达国家企业进行并购取得了非负异常收益率，而对发展中国家企业的并购并没有体现出财富创造效应，同时跨国并购只在制造业行业中获得了非负异常收益率。但也有学者研究发现跨国并购在提升制造业企业生产率的同时，对财务绩效存在显著的抑制作用（丁一兵和刘紫薇，2019）。此外，也有学者探究了跨国并购溢价度和企业国际化程度（季华和刘海波，2019）、中外合资经验（江诗松等，2022）对企业跨国并购绩效的影响。

创新效率方面，贺晓宇和沈坤荣（2018）认为跨国并购能够持续性地促进我国制造业企业创新能力的提升，而且技术吸收能力越强、与东道国的文化距离越近，提升效果越好。周凤秀等（2019）基于对制造业细分行业的数据研究发现跨国并购能够促进制造业创新效率的提升，并且具有行业溢出效应。此外，不同动机的并购行为显现出不同的提升效果。

2.2 关于跨国并购股权策略影响因素的研究

确定获取目标企业的股权数量是企业进行跨国并购过程中的关键决策，意义重大。该决策受来自不同主体多种因素的影响，以往研究主要涉及到国家、行业和企业层面。

从国家层面的影响因素来看，Gaffney N, et al.（2016）通过比较金砖四国和英国公司的跨国并购活动，发现知识距离和经济距离对所获取的股权数量存在影响，且相较而言对新兴市场国家的企业影响更大。Guardo M. C., et al.（2016）通过分析欧洲国家的跨国并购数据，发现东道国的腐败程度与企业在跨国并购过程中选择完全并购的可能性呈 U 型关系，并且行业相关性可以在两者之间进行有效的调节。国内学者发现文化距离（林季红和张璐，2013）、东道国通货膨胀水平、国家法律起源、母国同东道国的建交时间（全诗凡等，2016）对我国企业跨国并购股权获取数量存在影响。

行业层面的影响因素主要体现在行业异质性和行业相关性上。行业异质性

的影响是指企业对某些特定行业的并购体现出不同的股权结构特征。例如林季红和张璐（2013）发现由于东道国对自然资源和能源行业实施相对严格的外资审查，因此中国企业在并购这类企业时会倾向于选择部分并购。张明等（2019）发现中国企业倾向于完全并购海外的高新技术企业，并且行业相关性和并购经验之间存在一定的替代性。并购双方的行业相关性越大，越能降低并购过程中的信息不对称问题，降低企业逆向选择的风险和成本，所以行业相关会促使企业在跨国并购时选择高股权控制模式（Chen and Hennart, 2004; Chari and Chang, 2009）。Contractor F. J., et al.（2014）通过分析来自多个国家或地区的企业在印度和中国进行的 1389 项并购交易支持了这一结论，当并购涉及到相关行业时，更倾向于并购多数或全部股权。

企业是并购活动的主体，并购双方自身因素同样会对跨国并购的股权策略产生影响，例如主并方的企业性质和并购经验，被并购方的企业规模等。林季红和张璐（2013）发现受意识形态差异影响，国有企业跨国并购时常选择低股权进入模式，李长旭和曾元祥（2017）利用中国传媒企业跨国并购数据所做的研究也支持了该结论。并购经验对企业跨国并购股权策略的影响见仁见智，相关研究主要是基于交易成本理论和组织能力理论进行分析，但即使是基于同一理论进行分析，也产生了完全相反的结论。对此，Li P Y and Meyer K E.（2009）认为是由于并购经验分为不同的类型，要区分其具体情境。黄嫚丽等（2017）的实证研究对并购经验的情境区分为母国和跨国，发现跨国并购经验对并购股权数量具有负作用，而国内并购经验不会对并购股权数量产生显著影响。探究目标企业规模对主并方股权策略的影响主要是基于实物期权理论和交易成本经济学，Ahammad, et al.（2017）认为通过跨国并购活动所获得的资产并非全部有用，主并企业需要对期望资产和非期望资产进行分离，目标企业的规模越大意味着分离成本越高，企业就越倾向于进行部分并购。此外，Malhotra S, et al.（2018）提出了跨国并购股权决策的锚定观点，认为高层管理人员会受到近期跨国并购交易所采取的股权策略的影响。国内学者还曾探讨企业的并购动因（赵毅和乔朋华（2018）、董事会异质性（郭健全和闫芹芹，2018）对中国企业跨国并购股权选择的影响。

2.3 定性比较分析方法在跨国并购研究中的应用

定性比较分析方法作为一种新兴的研究范式，最早被应用在战略管理领域，国内学者对其应用较晚，但近年来在涉及复杂因果性的多个领域该方法被广泛应用。在企业跨国并购研究领域，该方法的应用并不多，目前涉及到的方向有并购完成、并购整合绩效、并购创新绩效等。

对于企业跨国并购的完成路径，程聪和贾良定（2016）采用清晰集定性比较分析方法，对制度层面和企业层面共六个影响因素对中国企业跨国并购的驱动机制进行探究，研究结果得到企业完成跨国并购的四种驱动模式。翟玉明等（2020）也采用清晰集定性比较分析方法得到了四种中国企业跨国技术并购的成功模式。此外，也有学者对中国企业进行跨国并购的合法性获取组态进行研究（张敬等，2021；吴波等，2022）。

对于并购绩效和整合策略的匹配，吴道友和程佳琳（2019）运用模糊集定性比较分析发现了四种能引致高并购绩效的前因构型并分别匹配与之对应的并购整合策略。黄嫚丽等（2019）以模糊集定性比较分析方法研究资源相关性和并购整合模式所涉及因素对跨国并购整合绩效的联合效应，厘清了中国企业逆向跨国并购“轻触式”整合模式选择的情境条件。

国内学者利用模糊集定性比较分析方法对跨国并购创新绩效进行的研究相对较多。谢洪明等（2018）提出了中国企业实现跨国并购高创新绩效的五种路径。牛晓晨等（2020）提出了“跨国技术并购创新绩效复杂因果关系”中观理论，描绘了跨国技术并购高/低创新绩效的8种组态类型。朱建民和崔心怡（2022）建立高双元绩效组态模型，研究发现：技术属性、企业性质、整合经验以及研发强度是影响双元创新绩效的关键因素，所有的企业都可以通过并购提高双元创新绩效，关键在于并购战略要与企业自身条件因素及整合模式相匹配。王芳等（2022）通过对跨界技术并购事件的研究发现，高/低创新绩效呈现出明显的非对称性，丰富的外部技术资源是实现高创新绩效的重要条件，并且企业潜在吸收能力与现实吸收能力间存在一定的替代性。陈侃翔等（2018）得到了跨国并购企业实现高学习绩效的三种有效模式，并认为企业自身的技术能力是获得高逆向学习绩效的必要条件。

2.4 文献评述

通过对相关文献的梳理发现，国内外学者对制造业企业跨国并购的研究主要集中在并购动因、并购后的经营绩效和创新绩效上，股权选择问题作为企业海外并购时的一项重要决策却经常受到忽视。股权决策影响着企业并购完成后的信息、技术与资源共享，这对企业后续的经营与成长至关重要。毋庸置疑，跨国并购股权数量选择是一个受多方面因素影响的复杂决策，学者们对于影响企业跨国并购股权决策的影响因素也进行了广泛探讨，包括国家层面的文化距离、制度距离；行业层面的行业相关性；企业层面的并购经验和企业性质等因素。然而，大多数学者关注的是单个影响因素的“净效应”，而忽视多个因素的“联合效应”，这就需要我们选择恰当的研究方法去发现多个变量之间的互动关系。定性比较分析方法作为探索“联合效应”和“互动关系”的有效方法，近年来在跨国并购的相关研究中开始被接受并使用，但学者们较多关注并购动因、并购绩效和并购整合问题，较少将其应用至跨国并购的股权决策研究中。因此，本文选用模糊集定性比较分析方法来探究不同层面的影响因素对中国制造业企业跨国并购股权策略的组合影响，归纳中国制造业企业跨国完全并购的实现路径。

3 概念界定和理论基础

3.1 概念界定

3.1.1 跨国并购

跨国并购是指企业出于对获取境外企业的市场、技术、资源等目的，以现金、资产、股份等支付方式购买境外目标公司的部分或全部股权的行为。跨国并购和绿地投资是对外直接投资的两种方式，区分是根据是否在东道国创办新企业。跨国并购包含了兼并和收购两种含义，因此在国际上习惯称为 M&A (Merger and Acquisition)。

跨国并购是企业实现国际化发展的重要途径，与国内并购相比，需要面对母国与东道国之间政治、经济、文化、法律等方面的多重差异，环境更复杂，交易过程更具风险性和不确定性。

并购的分类方式多样，可以根据所要研究问题的不同选择恰当的分类方式。例如，若关注并购双方的所属行业，可以将其划分为横向并购、垂直并购和混合并购；若关注并购的融资方式，可以按照杠杆并购和非杠杆并购的分类方式展开研究；此外还可以根据是否有中介机构参与或支付方式的不同等方式进行划分。

3.1.2 股权策略

股权策略在本文的含义是指对并购目标企业股权获取数量的决策。企业在并购过程中获取的股权数量影响到对目标企业的控制权 (Blodgett, 1991; Buckley and Casson, 1988; Hennart, 1988)，包括控制程度、控制范围和控制机制。企业在进行跨国并购时需要评估不同的股权策略所带来的风险与成本的不同，根据自身的并购动机选择合适的股权策略。

笼统来看，可以将企业跨国并购的股权策略分为部分并购和完全并购两大类，本文在实证部分主要是针对企业跨国完全并购进行分析。事实上，股权获取数量是个 0-100%范围内的连续变量，不同学者对完全并购和部分并购的界定

方式并不相同。有学者将获取目标企业的股权数量超过 90% 定义为完全并购 (Guardo et al., 2016; Wasaensia, 2011; Mani, 2006; 桑子轶和郭健全 2017; 周经和张利敏 2014), 也有学者只将获取 100% 股权才定义为完全并购 (Ahammad, 2017; 林季红和张璐, 2013)。本文在对中国制造业企业跨国并购现状描述部分和实证分析部分均采用第一种划分方式, 将并购股权数量超过 90% 的并购视为跨国完全并购, 反之为跨国部分并购。

3.1.3 组态

组态可以简单理解为条件要素的集合。对组态的研究类似于化学研究中所关注的不同元素的不同组合在不同的条件下会生成何种新物质的问题。组态分析是组织理论与战略研究的核心议题, 组织组态指任何共同发生的、概念上可区分的特征构成的多维度特征群 (Meyer, Tsui & Hinings, 1993)。组态视角认为“组织最好被理解为相互关联的结构和实践的集群而非分单元或者松散结合的实体, 因而不能以孤立分析部件的方式理解组织” (Fiss, 2007)。组态分析采取整体和系统的分析思路, 也即案例层面的组态而非单个自变量被用来分析结果, 这使得其具有分析战略管理问题的优势。

组态分析采取的主要方法之一是布尔代数和集合分析, 它假定自变量间是相互依赖共同起作用的, 并不存在最优的均衡状态, 相反他们认为存在等效的多个路径或解 (Ragin, 2000, 2014; Rihoux & Ragin, 2009; Fiss, 2011)。交互效应分析、聚类分析、因子分析、方差分析、判别分析等都被用于检验组态 (Fiss, 2007; Short, Payne & Ketchen, 2008), 但是这些方法存在的共同问题是无法处理组态的多维度、原因条件的相互依赖、组态的等效性, 以及因果的非对称性等因果复杂性问题 (Fiss, 2007), 定性比较分析方法是为了解决组态问题而产生的专门的方法。

3.2 理论基础

3.2.1 交易成本理论

交易成本理论是由 Coase (1973) 提出的, 结合市场不完善理论, Williamson

(1975) 提出了交易成本的分析框架, 其核心观点在于何种条件下选择进入模式可以使企业使用最少的交易成本在长期发展中回报率最大化。Williamson 提出的框架主要是由资产专用性、外部不确定性、内部不确定性和交易频率构成。后来 Williamson 在 1985 年又提出交易成本的主要来源是有限理性、交易不确定性和机会行为主义 (Williamson 1985)。

交易成本理论最初用来解释企业是选择市场交易还是市场内部化, 后来被应用到国际市场进入模式的研究中, 是独资经营还是合资经营, 是绿地新建还是跨国并购。交易成本理论对股权决策的影响主要在于获取股权所投入的成本比市场投入节约成本之间的权衡。企业想要获取的隐形资产有三种: 企业嵌入的技术性知识、国际化成功运营的知识、以及产品专用性知识 (隋易宏 2015; Hennart, 1982; Hennart and Park, 1993)。然而企业如果通过市场交易来获取这三种资产, 那么企业将要付出很高的代价, 这部分成本甚至会高于企业通过并购方式获取所需的成本, 因此企业会根据不同情况选择不同方式进行获取与应用。

交易成本理论认为, 制度距离是影响跨国并购股权策略的要素。在制度理论的视角下, 制度距离越大, 企业倾向于资源承诺较低的模式, 从而减小不确定性和信息不对称带来的风险 (Dow and Larimo, 2009)。而在交易成本理论中, 因为高制度距离带来更多的不确定性和信息不对称性, 企业可以通过增加资本投入来提升对目标公司的控制权与话语权, 减少并购后因制度差异引起的管理层冲突, 但这也增加了交易成本, 同时也给目标公司带来了更高的资源承诺 (Tihanyi and Griffith, 2005)。

文化距离差异同样会影响企业跨国并购股权决策。Hennart (2000) 认为东道国文化与母国文化差异越大, 企业转移无形资产的成本就越高。当企业通过跨国并购的方式将目标公司转变为自己的子公司时, 会将母公司的管理体系转移到目标公司去, 但目标公司的员工习惯原本公司的管理体系且具有符合东道国文化的价值观, 东道国文化与母国文化差异越大, 转移管理体系的成本就越高, 因此交易成本理论认为当文化距离较大时, 企业将选择低程度的资源投入。

交易成本理论认为企业所有权属性也会影响企业跨国并购的股权策略。国有企业相比于民营企业, 在企业国际化的过程中能接触到更多特殊资源, 对于

跨国并购这样风险较大的活动中，国有企业比民营企业具有更低的资源获取成本。Pan 等（2014）通过交易成本理论对企业海外投资所有权模式进行分析，得出东道国的制度环境对股权策略产生负向影响，且会受到国有股权的正向调节。

3.2.2 组织能力理论

组织能力理论是关于企业竞争优势形成、保持和更新的理论。组织能力理论从企业微观的角度出发，强调了企业资源和能力在对外投资中的作用，弥补了交易成本理论的不足。

广义的组织能力理论包括资源基础理论、组织能力理论和谈判能力理论三部分。

资源基础理论出现于上世纪八九十年代，该理论认为企业自身独有的资源特性会影响企业未来发展。资源基础理论认为，企业是各种资源的集合体，企业由于自身发展背景、业务战略、组织架构等不同原因产生了不同的资源特性，不同特性的组合催生了企业间的异质性，从而造就了竞争优势的差异，因此在资源基础理论的视角下特殊资源异质性是创造企业竞争力的原生动力，然而，这种特殊的资源虽然可以提高企业的竞争优势，但是其不具有可模仿性，后发企业依靠路径依赖未必可以获得竞争优势。资源理论强调，企业的进入模式决策会受到企业能力的成长性影响，当企业认为自身能力并不允许其独立扩展海外业务时，企业会选择合资的进入模式，当企业认为其有足够的国际经营能力时，将会选择独资方式。

组织能力理论将企业本身看做是竞争优势的来源，认为企业是内嵌知识和能力的集合体，竞争优势存在于公司可利用的资源中，FDI 进入模式的选择应该有助于配置、应用和发展企业的资源和能力。为了避免企业的资源和能力被合作方模仿和利用，独资是默认的进入模式。国际经验是组织能力的一个组成部分，Johanson 和 Vahlne（1977）认为经验和学习是进入模式选择中的重要因素。Stopford 和 Wells（1999）发现，企业在东道国市场进行经营活动经验的积累，可以减少交易成本和投资风险，进而驱使其建立独资公司。Raff 和 Ryan Stahler（2005）则发现如果外国企业进入东道国市场的经验不足，则企业偏好于合资的方式。

谈判能力理论认为当东道国政府希望通过引进外资推动当地技术进步和经济发展时，外资企业有较强的议价能力，因此会选择高控制的进入模式。反之，当外资企业希望通过投资以开发东道国潜在市场或规模时，外资企业的议价能力下降，选择低控制进入模式的可能性增大。Gomes-Casseres（1987）认为东道国的 GDP 增长、政府特质、外资企业子公司数量、产品的类型、对东道国熟悉程度等因素会影响外资企业的议价能力。

4 中国制造业企业跨国并购现状分析与假设提出

由于目前官方数据暂无中国制造业企业跨国并购的整体数据，为展现中国制造业企业跨国并购的现状特征，本文从 Zephyr 数据库中查找出 2008—2022 年中国制造业企业开展跨国并购交易的样本，根据冯正强和荆梦（2021）的做法，选择可确定成功或失败结果的并购事件，即交易状态为“Completed”和“Withdrawn”，共得到 381 个跨国并购样本。

4.1 并购数量及规模

如图 4.1 和图 4.2，自 2008 年全球金融危机以来至 2020 年，中国制造业企业跨国并购金额和并购数量均呈现波动式上升趋势。整体来看，我国制造业企业跨国并购数量与金额发展趋势与《中国对外直接投资统计公报》公布的我国所有行业企业的跨国并购情况基本一致。并购数量和并购金额在 2011 年达到第一个峰值，2018 年我国制造业企业跨国并购数量迎来第二个峰值，并购金额在 2020 年达到第二个峰值，这与当年出现了大型并购有关，事实上自新冠肺炎疫情开始至 2022 年，我国企业跨国并购整体规模呈现下降趋势。

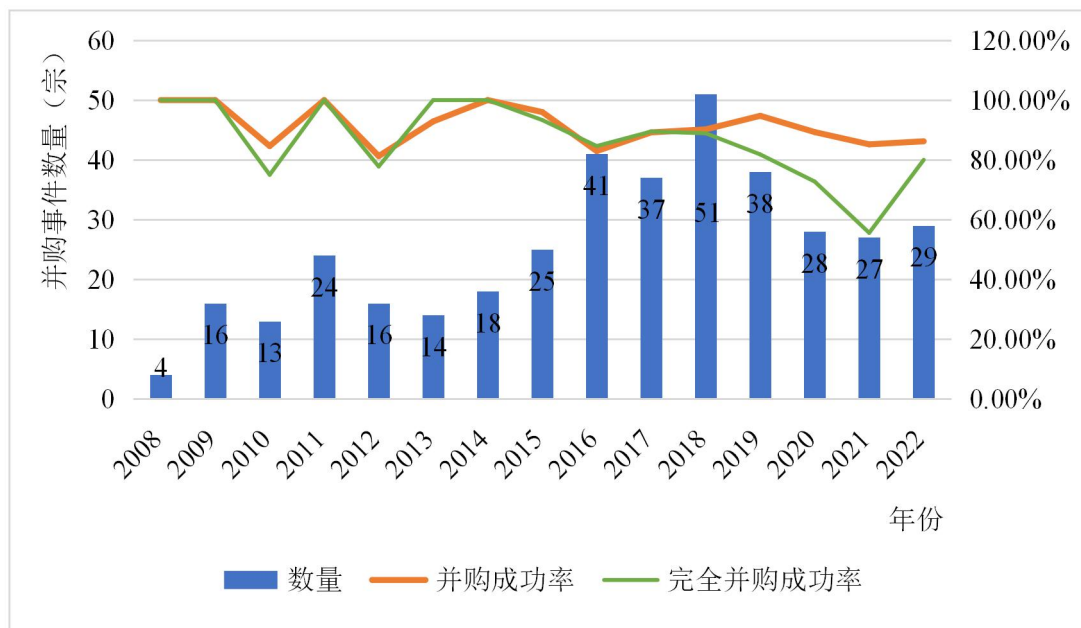


图 4.1 2008—2022 年中国制造业企业跨国并购数量及成功率情况图

数据来源：基于 Zephyr 数据库整理所得

从成功率来看，我国制造业企业跨国并购整体成功率在 80%—100%之间波动，完全并购的成功率大体上低于整体并购成功率，尤其是 2018 年后呈现较为明显的下降趋势。

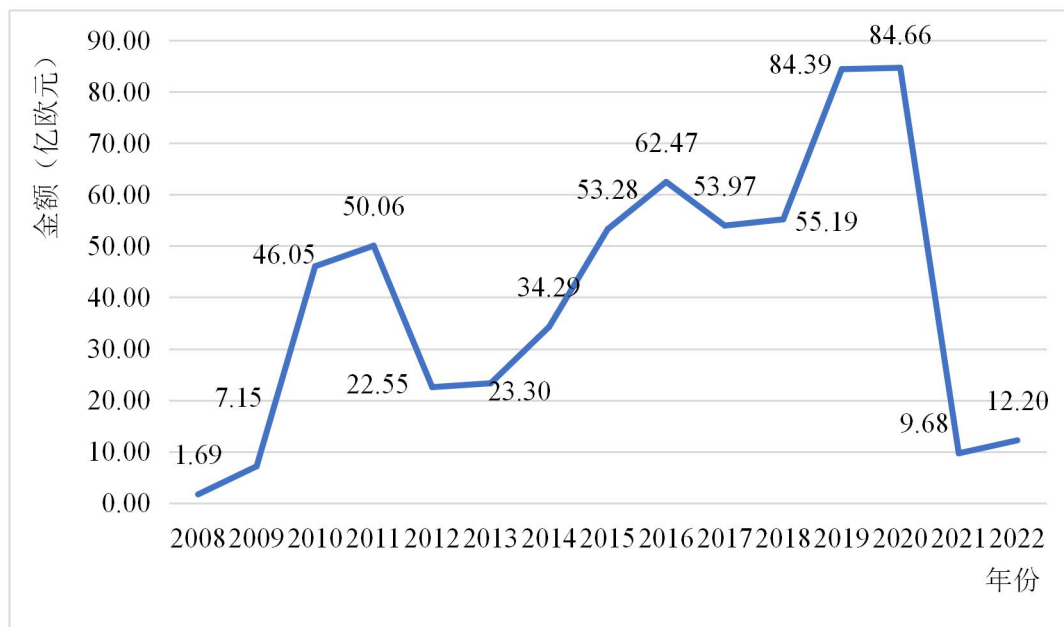


图 4.2 2008—2022 年中国制造业企业跨国并购金额情况图

数据来源：基于 Zephyr 数据库整理所得

如表 4.1，从并购类型来看，尽管存在一部分未披露交易股权的并购事件，但从完全并购和部分并购事件数量的对比来看，我国制造业企业进行跨国并购时倾向于选择完全并购。

表 4.1 2008—2022 年中国制造业企业跨国并购交易获取股权情况表

时间	总数	完全并购事件数量	部分并购事件数量	未披露股权并购事件数量
2008	4	1	2	1
2009	16	12	3	1
2010	13	4	2	7
2011	24	14	7	3
2012	16	9	4	3

2013	14	9	4	1
2014	18	10	6	2
2015	25	15	10	0
2016	41	26	12	3
2017	37	19	12	6
2018	51	27	6	18
2019	38	11	12	15
2020	28	11	8	9
2021	27	9	6	12
2022	29	15	1	13

数据来源：基于 Zephyr 数据库整理所得

4.2 并购目的地

就并购发生区域而言，中国制造业跨国并购主要分布在中国香港、美国和欧盟国家，多为发达地区，这与中国制造业企业谋求核心技术与运营经验的并购动因有关。从文化距离的角度看，我国制造业企业跨国并购目的地既有与我国文化距离近的中国香港和新加坡等，也有与我国文化距离较远的美国、英国等国家，呈现“多点开花”的特征，我国制造业企业进行完全并购的目的地与上述分布基本一致。结合组态分析理论，跨国完全并购的实现具有因果复杂性，一阶要素并发，所形成的不同高阶组态对结果可能具有等效作用。

由此可提出假设 1：文化距离远近与特定前因条件组合形成的不同组态均能引发我国制造业企业实现跨国完全并购。

表 4.2 2008 年—2022 年中国制造业企业跨国并购活动目的国前十名

排名	国家和地区	并购事件数量
1	中国香港	78
2	美国	37
3	德国	33

4	意大利	21
5	英国	19
6	新加坡	19
7	法国	12
8	开曼群岛	12
9	加拿大	12
10	澳大利亚	9

数据来源：基于 Zephyr 数据库整理所得

4.3 并购行业分布

一般认为，SIC 代码完全不同和首位相同为不同行业，SIC 代码前两位相同、前三位相同和完全相同为相同行业。如图 4.3，我国制造业企业对不同行业企业的并购事件占比约四成，相同行业的并购事件占比约为六成。也就是说从行业分布来看，中国制造业企业跨国并购时略倾向于选择行业相同或相似的企业进行并购。

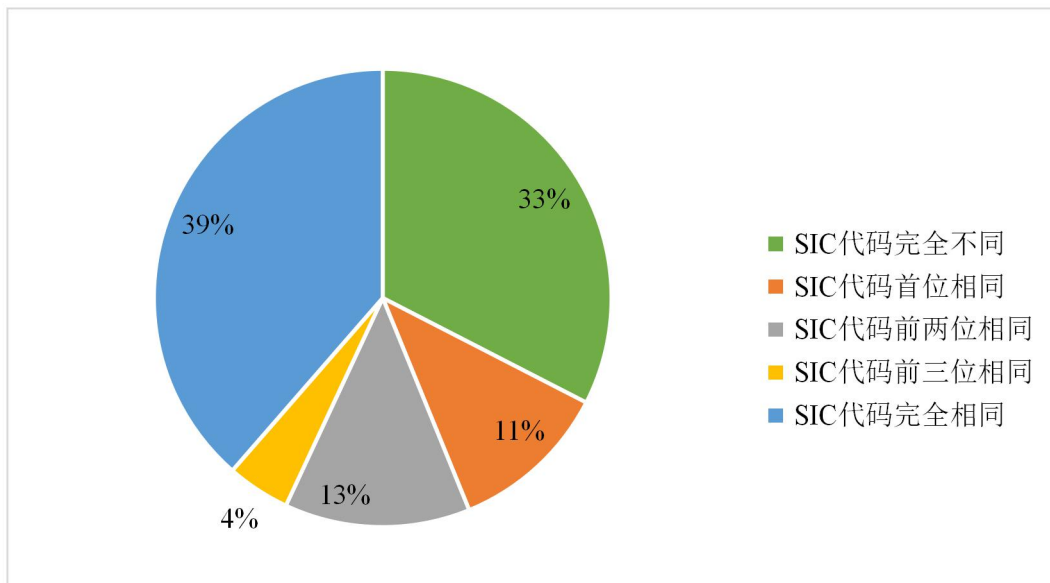


图 4.3 2008—2022 年我国制造业企业跨国并购行业情况

数据来源：基于 Zephyr 数据库整理所得

从并购成功率来看，中国制造业企业对相同行业企业所实施的跨国并购成功率为 92.06%，对不同行业企业所实施的跨国并购成功率为 88.55%。从完全并购交易完成占比来看，不同行业并购事件中完全并购占比为 46.26%，同行业并购事件中完全并购占比为 51.27%，比前者略高 5 个百分点。可以看出，并购双方是否属于相同行业对并购成功率和完全并购成功率的影响区别不大，从组态视角来看，行业相关性既可能引发完全并购的实现，也可能引发完全并购的不实现，需要同其他前因条件组合发挥作用，具有双情境特征。

由此提出假设 2：行业相关性对我国制造业企业跨国完全并购的实现具有双情境特征，行业相关与不相关同特定因素共同形成的组态均会引发完全并购的实现。

4.4 主并方企业性质

从企业类型来看，如图 4.4，我国制造业企业中非国有企业的跨国并购活动更具活力。国有企业并购数量虽占比较小，但从单个并购事件平均交易金额来看，非国有制造业企业跨国并购平均每宗交易金额为 1.59 亿欧元，而国有企业为 3.80 亿欧元，是前者的两倍多，可以看出国有制造业企业跨国并购倾向于对较大规模的企业进行并购。同时，由于样本中国有企业和非国有企业数量相差很大，这会导致实证分析所得到的结果组态中，国有企业完全并购的组态较为单一。

从整体的并购完成率来看，非国有企业并购完成率为 90.20%，国有企业并购完成率为 95.83%，两种类型企业差距并不大。从并购类型来看，两种类型企业并购事件中完全并购占比均为一半左右，其中非国有企业的完全并购成功率略高，为 49.38%，国有企业完全并购成功率为 43.48%。

结合组态分析，由此提出假设 3：不同的企业性质与其他前因条件组合所形成的组态均能引发我国制造业企业跨国完全并购，且国有企业组态更单一，呈现出大规模并购倾向性。

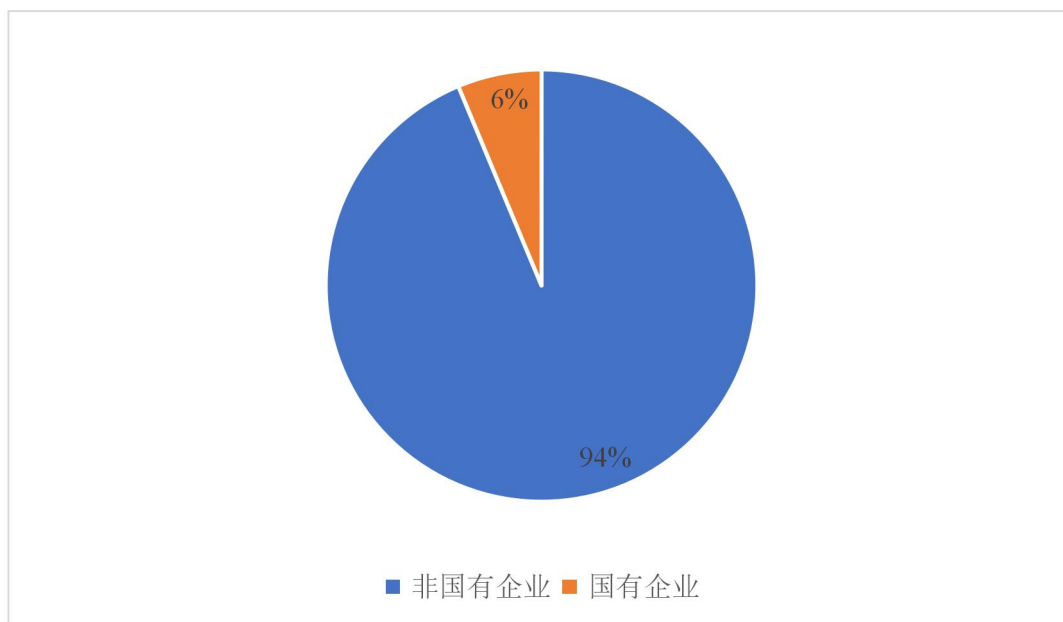


图 4.4 2008—2022 年中国制造业企业跨国并购企业类型分布情况

数据来源：基于 Zephyr 数据库整理所得

4.5 本章小结

本章主要是对 2008 年以来中国制造业企业跨国并购的现状进行分析，包括并购数量和规模、并购目的地分布、并购行业分布和企业性质四个方面。同时，基于中国制造业企业在跨国并购的过程中展现出来的各项特征，结合组态理论分析，提出假设：母国与东道国的文化距离、行业相关性、企业性质对企业跨国并购股权策略影响具有双情境特征，三个因素的不同表现与其他因素所形成的多样的组态路径均能促使中国制造业企业实现跨国完全并购。

5 中国制造业企业跨国完全并购组态路径的实证研究

5.1 样本选取

中国制造业企业并购案例数据来自 Zephyr 全球并购交易数据库，该数据库被许多学者用于国际并购领域的研究，其中涵盖了包括亚太地区在内的全球各个行业的收购交易记录。

根据国内主流的观点，结合研究内容，本文对研究数据进行了如下处理：（1）并购交易的主并方所在地为中国大陆，目标企业所在地为中国大陆之外的国家或地区；（2）并购方上市状态不为“ST”且企业所属行业为制造业；（3）并购交易是已完成的并购，即交易状态为“Completed”；（4）剔除并购交易目标国是开曼群岛、维尔京群岛、百慕大地区等被中国政府认定为避税天堂的并购事件；（5）剔除并购交易信息缺失的并购事件，如股权比例、交易金额等；（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）考虑到全球新冠肺炎疫情对中国企业跨国并购活动的影响较大，相关数据容易出现极端异常值，故在本文实证部分选取的数据样本为新冠肺炎疫情发生前五年的数据，即样本时间区间为 2015—2019 年。经过上述步骤将数据进行筛选和处理之后，如表 5.1 所示，本文最终获得中国制造业上市企业在 2015 年至 2019 年间进行的 67 起数据完整且已完成的跨国并购交易事件。同时，依据 Marx 和 Dusa（2011）在对 fsQCA 方法进行数据模拟后得到的关于前因条件和样本相互之间数量限制关系的结论，当前因条件数量为 6 时，样本数量须达到 39 个及以上才能使分析结果具有较高的有效性，本文样本数量为 67，因此适用于 fsQCA 的研究方法。

表 5.1 制造业企业跨国并购交易信息表

序号	并购方	股票代码	标的企业	并购比例	东道国
1	埃斯顿	002747	MAI GMBH & CO KG	50%	德国
2	安利股份	300218	ANLI RUS OOO	51%	俄罗斯
3	星辉娱乐	300043	REIAL CLUB DEPORTIU	54%	西班牙

ESPANYOL DE BARCELONA					
SAD					
4	鹏都农牧	002505	FIAGRIL PARTICIPACOES SA	58%	巴西
5	京华激光	603607	FRESTAMP INC	58%	美国
6	双箭股份	002381	ICON	60%	澳大利亚
7	科达制造	600499	ICF & WELKO SPA	60%	意大利
8	陕鼓动力	601369	EKOL SRO	75%	捷克
ROMACO PHARMATECHNIK					
9	楚天科技	300358	GMBH	75%	德国
EMERALD					
10	西王食品	000639	EMERALD	80%	澳大利亚
DURR ECOCLEAN GMBH					
11	蓝英装备	300293	DURR ECOCLEAN GMBH	85%	德国
Blue Star					
12	安迪苏	600299	Blue Star	85%	香港
CHATEAU MIREFLEURS					
13	张裕 A	000869	CHATEAU MIREFLEURS	90%	法国
TVS					
14	海信视像	600060	TVS	95%	日本
IEE					
15	航天科技	000901	IEE	97%	卢森堡
LOREX INC.					
16	大华股份	002236	LOREX INC.	100%	加拿大
SIGG SWITZERLAND BOTTLES					
17	哈尔斯	002615	AG	100%	瑞士
TECHNOSOFT MOTION AG					
18	鸣志电器	603728	TECHNOSOFT MOTION AG	100%	瑞士
VINA INDOMITA SA					
19	张裕 B	200869	VINA INDOMITA SA	100%	智利
NSM PACKTEC GMBH					
20	乐惠国际	603076	NSM PACKTEC GMBH	100%	德国
WALDASCHAFF AUTOMOTIVE					
21	凌云股份	600480	GMBH	100%	德国
Rheintal-Klinik GmbH & Co.					
22	华邦健康	002004	Porten KG	100%	德国
QUIN GMBH					
23	均胜电子	600699	QUIN GMBH	100%	德国
WEGU HOLDING GMBH					
24	中鼎股份	000887	WEGU HOLDING GMBH	100%	德国
ZF FRIEDRICHSHAFEN AG					
25	立讯精密	002475	ZF FRIEDRICHSHAFEN AG	100%	德国
JOT AUTOMATION OY					
26	胜利精密	002426	JOT AUTOMATION OY	100%	芬兰

27	九安医疗	002432	EDEVICE SA	100%	法国
28	天阳科技	300872	PW RESISTANCE WELDING PRODUCTS LTD	100%	英国
29	天成自控	603085	ACRO HOLDINGS LTD	100%	英国
30	联化科技	002250	FINE INDUSTRIES LTD	100%	英国
31	万丰奥威	002085	WANFENG MLTH HOLDINGS	100%	英国
32	京华激光	603607	FRESTAMP TECHNOLOGY	100%	香港
33	冰轮环境	000811	YANTAI MOON	100%	香港
34	纳思达	002180	NINESTAR IMAGE TECH	100%	香港
35	东方精工	002611	EDF EUROPE SRL	100%	意大利
36	润泽科技	300442	COMAN	100%	意大利
37	雅本化学	300261	AMINO CHEMICALS	100%	马耳他
38	卧龙电驱	600580	GE INDUSTRIAL MOTORS MEXICO S DE RL DE CV	100%	墨西哥
39	紫鑫药业	002118	FYTAGORAS BV	100%	荷兰
40	富邦股份	300387	HNC HOLDING BV	100%	荷兰
41	亿帆医药	002019	DONGREN	100%	新加坡
42	合兴包装	002228	UNITED CREATION	100%	新加坡
43	中天科技	600522	DEMIRER KABLO	100%	土耳其
44	飞凯材料	300398	DARUI TECHNOLOGY	100%	中国台湾
45	南大光电	300346	SONATA LLC	100%	美国
46	新国都	300130	EXADIGM INC.	100%	美国
47	科伦药业	002422	KLUS PHARMA INC.	100%	美国
48	赛力斯	601127	SF MOTORS INC.	100%	美国
49	海亮股份	002203	JMF COMPANY	100%	美国
50	银轮股份	002126	THERMAL DYNAMICS LLC	100%	美国
51	岱美股份	603730	MOTUS INTEGRATED TECHNOLOGIES	100%	美国
52	利亚德	300296	PLANAR SYSTEMS INC.	100%	美国

53	智度股份	000676	SPIGOT INC.	100%	美国
54	三诺生物	300298	NIPRO DIAGNOSTICS INC.	100%	美国
55	东山精密	002384	MFLX	100%	美国
56	中国科传	601858	EDP SCIENCES	100%	法国
57	时代电气	688187	SMD	100%	英国
58	华发股份	600325	WAHMATE INDUSTRIAL	100%	香港
59	中粮科技	000930	WIDEPower INVESTMENTS	100%	香港
60	河钢资源	000923	SMART UNION RESOURCES	100%	香港
61	华铁股份	000976	TONG DAI CONTROL	100%	香港
62	沙隆达股份	000553	ADAMA	100%	以色列
63	仙琚制药	002332	EFFECHEM SRL	100%	意大利
64	航天科技	000901	NAVILIGHT SARL	100%	卢森堡
65	航天科技	000901	HIWINGLUX SA	100%	卢森堡
66	三元股份	600429	BRASSICA TOPCO SA	100%	卢森堡
67	克劳斯	600579	CHEMICAL EQUIPMENT (LUXEMBOURG) SARL	100%	卢森堡

数据来源：基于 Zephyr 全球并购交易数据库进行筛选所得

5.2 变量的度量和校准

根据定性比较分析方法要求，对变量进行定义与度量之后，还需要对变量进行校准。变量校准是指将前因条件变量和结果变量的数值转化为 0—1 之间的隶属度，也称模糊集分数，例如将文化距离进行适当的变量校准后，其模糊集分数越接近于 1（完全隶属），表明并购双方的文化距离越远，反之亦然。变量校准的数据处理可以在 fsQCA 软件的“calibrate(x, n1, n2, n3)”校准函数中进行，不同于数据标准化的处理方式，前因条件和结果的变量校准需要设定不同的阈值，即 n1, n2 和 n3，分别为完全隶属的阈值、交叉点阈值和完全不隶属的阈值，x 为条件或变量的原始数据。由于阈值的设定一定程度上会带有主观判

断，因此本文在对六个前因条件变量和结果变量进行阈值设定时竭力参考相关理论和现有权威文献，使文章研究更具客观性和权威性。

5.2.1 结果变量

跨国并购股权比例（SHARE）指目标企业被并购方收购的股权数量。国内外现有关于并购股权比例的研究分类两类，即将其视为“0-100”的连续变量进行定量分析或是视为“0或1”的二元变量进行定性分析，本文依照定性分析的研究思路，将并购股权按照不同比例划分为完全并购和部分并购。针对完全和部分并购的不同股权比例，林季红和张璐（2013）和 Ahammad 等（2017）认为仅将 100%的并购股权比例定义为完全并购，但大多数学者参照 Mani 等（2006）和 Wasaensia（2011）的做法将股权比例大于 90%为完全并购（Guardo et al., 2016；桑子轶、郭健全，2017；周经、张利敏，2014）。本文按照国内外主流的观点，将股权比例大于等于 90%的并购活动定义为完全并购，赋值为“1”，其余并购活动定义为部分并购，赋值为“0”。

对跨国并购股权结构（SHARE）的校准，使用机械定性锚点的方式，将被赋值为“1”的视为完全隶属，被赋值为“0”的视为完全不隶属，该变量不涉及交叉点阈值。

5.2.2 前因变量

基于相关理论并参考相关文献资料，本文从国家、行业、企业三个层面归纳出以下六个前因条件，具体衡量指标和阈值校准如下：

（1）主并方企业性质（NATURE）

即企业所有权属性，本文将 Zephyr 全球并购交易数据库筛选所得 67 个数据的并购方与国泰安数据库进行匹配，若为国有企业，则赋值为“1”，反之为“0”。赋值为“1”的视为完全隶属，赋值为“0”的视为完全不隶属，此变量不涉及交叉点阈值。

（2）跨国并购经验（EXPERIENCE）

根据 Haleblan 和 Finkelstein（1999）等主流观点，跨国并购经验通过并购方在此次并购交易开始之前是否完成过其他跨国并购活动来衡量，有跨国并购

经验赋值为“1”，反之则为“0”，该数据同样在国泰安数据库获得。同时，采取程聪和贾良定（2016）的校准方法，对并购经验不设置交叉点阈值，赋值为“1”的视为完全隶属，赋值为“0”的视为完全不隶属。

（3）目标企业规模（SIZE）

目标企业规模使用其市场价值进行衡量（Chari 和 Chang, 2009），其计算方法为并购交易价值除以并购股权的比例，由于不同目标企业规模之间的数量级差异过大，借鉴张明（2019）等人的做法，对目标企业规模进行对数处理。根据 Fan et al.（2017）和 Fiss（2011）的校准方法，将目标企业规模数据校准的完全隶属、交叉隶属、完全不隶属的阈值分别选取目标企业规模的 95%、50%、5%分位点。

（4）行业相关性（INDUSTRY）

根据现有研究，将并购方和目标企业的行业相关性分为五类，并进行赋值（Haleblian and Finkelstein, 1999），具体做法为利用 Zephyr 并购数据库中所公布的目标企业所属行业的 SIC 代码，如果并购方和目标企业的 SIC 代码完全相同，则赋值为“4”，前三位相同则赋值为“3”，前两位相同则赋值为“2”，仅首位相同则赋值为“1”，完全不同为“0”。数据校准借鉴 Campbell et al.（2016）的研究，当行业相关性分数为 4 时，则为完全隶属，2 为交叉点，0 为完全不隶属。

（5）东道国国家风险（RISK）

东道国国家风险需要涵盖该国家在政治、金融和经济等诸多方面的风险，按照国内外主流的研究，本文依据国际国家风险指南（International Country Risk Guide）官方公布的数据，采用并购活动完成前一年的国家风险指数进行衡量（Chari and Chang, 2009; Ahammad et al., 2017）。该指数取值范围介于 0—100 之间，但是数值与国家风险之间负相关，为了能够更好地进行理解，本文借鉴张明（2019）的做法，将该指数进行倒置，使其数值大小与国家风险大小呈现正相关，即分数越高，表示东道国国家风险越大。根据倒置之后的等级划分特征，同样借鉴张明（2019）的校准方法，将完全隶属、交叉隶属、完全不隶属的阈值定义为 50、30、0。

(6) 文化距离 (CD)

本文基于 Hofstede (1980) 国家文化维度理论, 利用 Geert Hofstede 的官方网站所公布的不同国家和地区的文化维度得分之间的差异来衡量文化距离, 同时借鉴 Kogut and Singh (1988) 基于 Hofstede 文化维度数据构建的 KSI 指数, 该衡量方式目前较为成熟, 在文化差异的研究中被广泛应用。

$$CD_j = \sum_{i=1}^4 \left[\frac{(I_{ij} - I_{iCH})^2}{V_i} \right] / 4$$

KSI 指数的构造原理是用文化距离数据的样本方差来衡量目标国与其他国之间的相对差异性, 本文主要对个人主义、不确定性规避、权力距离和男性度四个维度进行计算。上式中, CD_j 表示中国与 j 国的文化距离, I_{ij} 表示 j 国在 i 文化维度得分, I_{iCH} 表示中国在 i 文化维度的得分, V_i 表示 i 文化维度的方差。

通过计算出中国与霍夫斯泰德官方网站公布的所有国家的 KSI 指数后, 取 75% 分位点数值作为完全隶属, 50% 分位点数值作为交叉点, 25% 分位点数值作为完全不隶属的门槛值。

表 5.2 结果变量和条件变量的校准阈值

结果与条件	校准		
	完全隶属	交叉点	完全不隶属
SHARE	1	/	0
NATURE	1	/	0
EXPERIENCE	1	/	0
SIZE	13.49375414	10.81977828	7.334397116
INDUSTRY	4	2	0
CD	3.213297806	2.788043482	2.51788146
RISK	50	30	0

5.3 必要性和充分性检验

5.3.1 跨国并购股权策略单一影响因素的必要性和充分性检验

在对样本数据进行实证分析之前，根据组态分析的要求，需要检验完全并购集合是否为某个前因条件变量的子集，即必要性检验。如若被解释结果发生所匹配的组态中同时都具有某个前因条件，则将该条件识别为被解释结果的必要条件（Ragin, 2008），在后续的结果分析中无论构型中是否有该前因条件，都应将其视为核心条件。fsQCA 软件中的前因条件一致性水平检验是认定必要条件的手段，国内外学者基本将一致性水平数值大于等于 0.9 的前因条件定义为必要条件（张明等, 2019）。fsQCA3.0 软件对单个前因条件必要性检验的结果如表 5.3 所示，由表可知，所有前因条件的存在和缺席一致性水平均小于 0.9，因此本文研究中所涉及的六个前因条件均不是跨国完全并购的必要条件。

表 5.3 单个前因条件的必要性检验结果

前因条件	一致性	覆盖度
NATURE	0.254545	0.875000
~ NATURE	0.745455	0.803922
EXPERIENCE	0.254545	0.875000
~ EXPERIENCE	0.745455	0.803922
CD	0.537636	0.827364
~ CD	0.462364	0.813500
RISK	0.284545	0.787620
~ RISK	0.715455	0.834925
INDUSTRY	0.584182	0.834112
~ INDUSTRY	0.415818	0.803020
SIZE	0.498727	0.817099
~ SIZE	0.501273	0.824708

注：~表示条件缺席。

5.3.2 跨国完全并购条件组态的充分性检验

在组态视角下进行分析要求不能仅仅关注单一前因变量的影响，而是要聚焦于多个前因条件组合而成的不同构型，进而检验不同构型导致完全并购结果产生的充分性，也就是检验不同组态所代表的集合是否是结果集合的子集。Schneider 和 Wagemann（2012）认为充分性的一致性水平的阈值设定应大于等于 0.75，得到了学术界主流的认同，但是具体的阈值设定不仅需要依据真值表中阈值频数的“天然缺口”来进行判定，而且还要综合考虑组态平衡来降低潜在的矛盾组态（矛盾组态即为结果构型中存在两两互斥的条件组合），因此各个学者对于一致性阈值的选取并未统一，如 0.8（程聪和贾良定，2016）、0.76（张明等，2019）等。在本文的研究中，为避免矛盾组态的产生，综合考虑案例在真值表中的分布，最终确定“0.79”为一致性阈值，频数阈值为“1”。

根据布尔代数运算的复杂程度不用，fsQCA 会输出三种结果，即复杂解、中间解和简单解。按照主流的研究观点，本文以简单解为辅，以中间解作为最终的结果（Fiss, 2011）。如表 5.4 和 5.5，分别是 fsQCA 软件输出的简单解结果和中间解结果。参照 Ragin 和 Fiss（2008）以及 Fiss（2011）的数据处理方式，将简单解中的前因条件视为核心条件，中间解的其余前因条件视为辅助条件，如表 5.6 所示，更为直观的展示了本文六个前因条件所形成的中国制造业企业跨国完全并购六种不同的组态路径。

表 5.4 完全并购简单解

--PARSIMONIOUS SOLUTION--

frequency cutoff: 1

consistency cutoff: 0.791844

	raw coverage	unique coverage	consistency
NATURE*CD	0.128727	0.0770909	0.975207
~INDUSTRY*~SIZE*~CD	0.153091	0.0325454	0.888186
INDUSTRY*~SIZE*CD	0.276	0.151273	0.817448
~RISK*EXPERIENCE*CD	0.119091	0.0536364	0.869854
~RISK*~INDUSTRY*~NATURE*~CD	0.129273	0.0278181	0.89434

solution coverage: 0.536545

solution consistency: 0.876188

数据来源: fsQCA3.0 软件运行结果

表 5.5 完全并购中间解

--INTERMEDIATE SOLUTION--

frequency cutoff: 1

consistency cutoff: 0.791844

Assumptions:

	raw coverage	unique coverage	consistency
~RISK*~NATURE* EXPERIENCE*CD	0.119091	0.0949091	0.869854
~RISK*~INDUSTRY*~NATURE* ~ EXPERIENCE*~CD	0.0898182	0.0229091	0.89009
~RISK*~INDUSTRY*NATURE*~SIZE*~CD	0.0510909	0.0321818	0.864615
~RISK*~INDUSTRY*~NATURE* SIZE*~CD	0.0956364	0.00963634	0.875208
~RISK*INDUSTRY*~EXPERIENCE*~SIZE*CD	0.201818	0.143636	0.808449
~RISK* NATURE*~ EXPERIENCE* SIZE*CD	0.0921818	0.0565454	0.965714

solution coverage: 0.486545

solution consistency: 0.866861

数据来源: fsQCA3.0 软件运行结果

在表 5.6 中, 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)。覆盖度 (Coverage) 是定性比较分析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 R² (Fiss, 2011)。

表 5.6 企业完全并购的条件组态

	1d	2e	3b	4e	5c	6a
企业性质	⊗	⊗	●	⊗		●
并购经验	●	⊗			⊗	⊗
行业相关性		⊗	⊗	⊗	●	
目标企业规模			⊗	●	⊗	●
东道国国家风险	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
文化距离	●	⊗	⊗	⊗	●	●
原始覆盖度	0.119091	0.0898182	0.0510909	0.0956364	0.201818	0.0921818
唯一覆盖度	0.094909	0.022909	0.0321818	0.0096363	0.143636	0.0565454
一致性	0.869854	0.89009	0.864615	0.875208	0.808449	0.965714
总体解的覆盖度	0.486545					
总体解的一致性	0.866861					

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。

数据来源：根据 fsQCA3.0 软件运行结果绘制

纵向来看，组态 1d (EXPERIENCE* CD*~NATURE~RISK) 中并购方有并购经验和远文化距离并购为核心条件，企业非国有性质、东道国低风险为辅助条件，该组态的一致性为 0.87，唯一覆盖度为 0.09，覆盖 11 个案例；组态 2e (~NATURE*~INDUSTRY*~RISK*~CD*~EXPERIENCE) 中，企业非国有性质、东道国低风险、近文化距离并购为核心条件，并购方无并购经验为辅助条件，该组态的一致性为 0.89，唯一覆盖度为 0.02，覆盖 3 个案例；组态 3b (~INDUSTRY*~SIZE*~CD*NATURE~RISK) 中，并购双方行业不相关、目标企业规模小、近文化距离并购为核心条件，国有企业性质和东道国低风险为辅助条件，该组态的一致性为 0.86，唯一覆盖度为 0.03，覆盖 2 个案例。组态 4e (~NATURE*~INDUSTRY*~RISK*~CD*~SIZE) 中，非国有企业性质、并购双方行业不相关、东道国低风险、近文化距离为核心条件，目标企业规模大为辅助条件，该组态的一致性为 0.88，唯一覆盖度为 0.09，覆盖 3 个案例。组态 5c (INDUSTRY*~SIZE*CD*~EXPERIENCE~RISK) 中，并购双方行业相关、目标企业规模小、远文化距离并购为核心条件，并购方有并购经验、东道国风险

低为辅助条件，该组态的一致性为 0.81，唯一覆盖度为 0.14，覆盖 12 个案例，是所有组态中覆盖案例数量最多的组态。组态 6a（NATURE*CD*SIZE~EXPERIENCE~RISK）中，国有企业性质、远文化距离为核心条件，并购方无并购经验、目标企业规模大、东道国风险低为辅助条件，该组态的一致性为 0.97，唯一覆盖度为 0.06，覆盖 4 个案例，是所有组态中一致性水平最高的组态。

横向来看，若只关注各影响因素作为核心条件时的表现，跨国并购经验的存在、目标企业规模的缺席和东道国国家风险的缺席有助于中国企业完全并购的实现，其他因素对于结果的影响具有双情境特征，需要具体情况具体分析。东道国低风险的前因条件在本文最终所得到的六个完全并购组态中均有出现，表明中国企业作为并购方，无论其他因素如何驱动，仍更多倾向于选择东道国低风险的环境进行跨国完全并购。文化距离在不同组态中表现不同，但都是以核心条件出现，说明文化距离对于制造业企业跨国并购的股权决策具有较大的影响力，且在不同的情境下影响的方向不一致，故假设 1 得到支持。行业相关性的存在与缺席在六个组态中也都曾作为核心条件，也就是说行业相关性对中国制造业企业跨国完全并购的实现具有双情境影响，假设 2 得到支持。同理，企业性质在不同组态中表现不同，国有企业和非国有企业性质同其他因素形成的组态路径均能使得中国制造业企业实现跨国完全并购。此外，六个组态路径中，国有企业作为核心条件的组态只有一种，组态表现较为单一，并且在该组态中，目标企业规模的存在是辅助条件，体现出一定的大规模并购倾向性，假设 3 得到支持。

除以上在图表上可得到的基本分析外，本文第六章将根据各个组态的相似性进行分类归纳，并结合案例进行深入具体的分析。

5.4 稳健性检验

参考已有文献，通过提高一致性阈值来进行文章结果的稳健性检验。如表 5.7 所示，当阈值设置为 0.8 时，同样得到了六组不同的完全并购组态，表 5.8 可更为直观的看出，其组态结果与前文相似，所含前因条件组态基本相同，并未出现集合互斥的现象，说明本文的研究结果通过了稳健性的检验。

表 5.7 稳健性检验中间解

--INTERMEDIATE SOLUTION--

frequency cutoff: 1

consistency cutoff: 0.816754

Assumptions:

	raw coverage	unique coverage	consistency
~RISK*~NATURE* EXPERIENCE*CD	0.119091	0.0949091	0.869854
~RISK*~INDUSTRY*~NATURE* ~ EXPERIENCE*~CD	0.0898182	0.0229091	0.89009
~RISK*~INDUSTRY*NATURE*~SIZE*~CD	0.0510909	0.0321818	0.864615
~RISK*~INDUSTRY*~NATURE* SIZE*~CD	0.0956364	0.00963634	0.875208
~RISK*INDUSTRY*NATURE* ~EXPERIENCE*CD	0.0763636	0.00690913	0.958904
~RISK* NATURE*~ EXPERIENCE* SIZE*CD	0.0921818	0.0565454	0.965714

solution coverage: 0.349818

solution consistency: 0.90456

数据来源：fsQCA3.0 软件运行结果

表 5.8 稳健性检验条件构型

	1c	2d	3b	4d	5a	6a
NATURE	⊗	⊗	●	⊗	●	●
EXPERIENCE	●	⊗			⊗	⊗
INDUSTRY		⊗	⊗	⊗	●	
SIZE			⊗	●		●
RISK	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
CD	●	⊗	⊗	⊗	●	●

数据来源：根据 fsQCA3.0 软件运行结果绘制，符号含义同表 5.6

5.5 本章小结

本章用 fsQCA 方法对企业跨国并购股权策略的影响因素进行探究。首先通过数据整理与筛选,得到了 67 个我国制造业企业跨国并购的样本案例,并对结果变量和前因条件变量进行了度量和校准。其次对单个条件变量的必要性进行检验,确定单一条件本身并不是企业选择完全并购的必要条件,需要进行组态分析。最后根据 fsQCA 运行的中间解并辅之以简单解进行分析,得到六组中国制造业企业实现跨国完全并购的充分性组态,并对这六种组态从纵向、横向及组态间关系进行了基本的描述。实证结果对第五章中提出的三个假设均予以支持。

本章还将一致性水平从 0.79 提高至 0.80 进行了稳健性检验,从拟合参数差异以及集合关系来看,本文的研究结论依然稳健。

6 研究结果与案例分析

第五章通过实证分析，得到了关于中国制造业企业海外完全并购六条不同的实现路径，表明企业跨国并购时的股权决策具有多重并发性。根据六条路径包含的核心条件和背后的解释逻辑，可将其分为两大类来讨论：文化距离近的完全并购和文化距离远的完全并购。

组态 2e、3b 和 4e 中，文化距离的缺席均是核心条件，也就是说这三种组态是企业在母国和东道国文化距离较近时成功实现完全并购的三种情境。组态 2e ($\sim\text{NATURE}*\sim\text{INDUSTRY}*\sim\text{RISK}*\sim\text{CD}*\sim\text{EXPERIENCE}$) 是非国有企业在文化距离近、东道国国家风险小的情况下，对与自身行业不相关的目标企业实施了完全并购。组态 4e ($\sim\text{NATURE}*\sim\text{INDUSTRY}*\sim\text{RISK}*\sim\text{CD}*\sim\text{SIZE}$) 与组态 2e 核心条件相同，区别在于组态 2e 中主并企业不具有并购经验为辅助条件，组态 4e 中目标企业具有一定规模为辅助条件。组态 3b ($\sim\text{INDUSTRY}*\sim\text{SIZE}*\sim\text{CD}*\text{NATURE}\sim\text{RISK}$) 是企业在文化距离近的情况下，对与自身行业不相关且规模较小的目标企业实施完全并购。从中可以看出，在母国与东道国文化距离近的情况下，即使目标企业和自身行业不相关，企业仍然倾向于选择完全并购，并且其中多为非国有企业，这可能和非国有企业想要实现产业链延伸的国际化战略相关。根据其共同特点，本文将以上三种组态命名为文化距离谨慎型并购。

组态 1d、5c 和 6a 中，文化距离的存在是核心条件，也就是说这三种情境下即使母国和东道国文化距离较远，企业仍然选择并完成了跨国完全并购。组态 1d ($\text{EXPERIENCE}*\text{CD}*\sim\text{NATURE}\sim\text{RISK}$) 是具有并购经验的企业在文化距离较远时选择完全并购。组态 5c ($\text{INDUSTRY}*\sim\text{SIZE}*\text{CD}*\sim\text{EXPERIENCE}\sim\text{RISK}$) 是企业在文化距离较远时，对和自身行业相关且规模较小的目标企业进行完全并购。组态 6a ($\text{NATURE}*\text{CD}*\text{SIZE}\sim\text{EXPERIENCE}\sim\text{RISK}$) 是国有企业在文化距离较远时进行完全并购。也就是说，在文化距离远的情况下，并购经验、目标企业行业相关且规模较小和国有企业性质三个条件的加持，都会驱动企业选择完全并购，本文将其归纳为：并购经验驱动型并购、目标企业谨慎型并购和国有企业扩展型并购。鉴于此，文章将会对以上四种类型的完全并购结合具体案例进行深入分析。

6.1 文化距离谨慎型

文化距离是指参与跨国并购的并购企业和目标企业所在国家之间的文化差异程度 (shenkar 2001), lemer (1995) 以及 sussman and zeira (1995) 等学者均认为文化的差异性越大, 其相互之间的语言、生活习惯、社会风俗等方面的差异性越大, 因而导致企业交流和管理成本越高。早期企业在进行跨国并购时大多聚焦于显性的物质资产, 并不重视文化差异所带来的隐形成本, 而当这种差异过大时, 常常导致并购谈判过程中和并购完成后的整合阶段冲突频起, 进而导致并购无法完成或并购整合失败。文化距离差异所引起的各环节冲突对并购成败的影响往往是致命的, 所以较近的文化距离对于想要进行跨国并购的企业来说, 就像是一针强心剂, 企业无需对文化距离所带来的不确定性风险有太多顾虑。在这一类型的三种组态中, 我们还发现行业相关性的缺失均为核心条件, 可以看出我国制造业企业在进行不相关并购时, 正是借助低文化距离来降低行业不相关所带来的交易双方的信息不对称性。

QCA 方法能够精准地确定特定构型所覆盖的案例, 在文化距离谨慎型组态所覆盖的案例中, 东道国集中在香港和新加坡两个国家和地区, 亿帆医药收购新加坡东人是其中的典型案例。2019 年 11 月 1 日, 亿帆医药股份有限公司成功收购新加坡东人 100% 股权, 作价 4.48 亿元人民币。

作为并购方的亿帆医药的主营业务是医药产品、原材料和高分子材料的研发、生产和销售过程, 目标企业新加坡东人集团的主营业务为股权投资, 其持有佰通公司 (Bioton S.A) 19.79% 股权, 佰通公司是全球第四家上市的重组人胰岛素的企业, 在重组胰岛素的生产领域占据着独有的先发优势。有研究表明, 2018 年亿帆医药盈利能力、发展能力以及偿债能力都大幅度下降, 连续并购绩效综合得分整体呈现下降趋势。造成这种局面的一方面原因是受到整体经济环境、中美贸易摩擦以及医药行业改革的影响; 另一方面是因为亿帆医药在 2018 年进行了频繁的跨国并购活动, 尤其是进入新的领域使得并购整合难度加大, 这导致亿帆医药处于较为被动的局面。

亿帆医药以“整合、创新及国际化”作为中长期发展战略, 并以独到的眼光提早布局胰岛素领域, 在此次并购的前一年, 亿帆医药已成功拿下佰通公司重组人胰岛素国际销售的唯一代理商。胰岛素平台药品研发难度大且研发周期

长，但前景广阔，一旦研发成功上市后就能获得十分可观的利润回报。经历过 2018 年由并购整合问题给企业管理所带来的困顿局面后，亿帆医药迫切地寻求更加稳定的国际战略合作，实现胰岛素市场领域的早日整合、早日创收。选择新加坡东人集团作为并购目标企业，大大降低了准则差异、市场信息障碍所造成的并购难度，最终成功实现了医药企业“走出去”。

尽管此次并购交易使得亿帆医药需要在短期内承担着现金流的压力，但其针对国际市场的长远布局不仅可以扩大自身市场占有率，进一步完善企业在全球药品制剂业务的发展，而且也可以借助佰通公司的生产技术提高产品制剂的核心竞争力，提升公司的产品盈利能力。此次并购保证了亿帆医药在全球胰岛素市场领域布局的顺利实施，是其药品制剂国际化战略的重要举措。

6.2 并购经验驱动型

Chang and Rosenzweig (2001) 在对美国 119 家企业调查后得到结论，企业会对以往成功的并购经验产生路径依赖，并会刺激企业在之后的并购中采取更激进的策略。相较于国内并购，由于跨国并购要承担更复杂的管理环境和双重制度压力所带来的经营风险，因此成功的并购经验则显尤为重要。一方面企业可以通过总结过往并购标的搜索、并购交易谈判和并购后整合等经验，对跨国并购过程有可能遇到的阻碍进行预测；另一方面并购经验可以使企业更容易适应差异性较大的东道国环境，从而使企业的跨国并购活动可以更高效率的进行。

在这一组态所覆盖的案例中，主并企业均具有并购经验，东道国涉及到美国、德国、法国、意大利和英国等与我国文化距离相对较远的国家，其中最典型的案例是东山精密对 MFLX 的完全并购。2016 年 7 月，东山精密以 6 亿美元的价格完成了对美国 MFLX 公司（中文简称维信）全部股权的交割。MFLX 主要从事柔性线路板（FPC）和柔性电路组件（FPCA）的设计、生产和销售，2014 年在专业 FPC 制造商中产值排名全球第五，同时也是全球少数可以满足特定设计需求的制造商之一，具有较强的技术能力和较高的市场地位，其主要客户是苹果、小米以及之前的摩托罗拉等手机厂商。受苹果手机市场份额下跌等影响，2013-2014 年 MFLX 一直处于亏损状态，尽管在 2015 年 MFLX 经营情况有所好转，但在山东精密公布收购意向的当个季度 MFLX 公司仍然亏损 0.63 亿人民币。

东山精密公告收购意向时自身资产不足 70 亿人民币，耗资 40 亿收购这家当年亏损的外资企业看起来是一个十分冒险的决定，而且东山精密选择了全额现金支付方式，预定的并购时间也非常紧迫，从签订协议到完成交割并退市历时不到 6 个月，前期自筹资金阶段极具风险。东山精密完成这次极具挑战性的并购离不开其首次并购所积累经验的助力。

东山精密的首次并购发生在 2014 年，MOGL（牧东光电）由于所处行业竞争加剧，加之部分新产品良率较低和成本费用控制不力，被收购前的业绩表现同样不佳，东山精密为了在短时间内解决自身在触控板方面的技术缺陷，以 5100 万美元的价格完成了对 MOGL100%股权的收购。这次并购的成功实现帮助东山精密在并购目标的选择及信息识别、并购交易谈判和并购后整合方面积累了经验，最终成功完成了对 MFLX 的完全并购。这场“豪赌式”并购的完成使得东山精密新增了中兴、惠普、华为、TCL、苹果等重点客户，对提升公司在精密电子制造和服务领域的市场地位具有积极作用。根据其财报显示，MFLX 于次年贡献了东山精密七成利润，带动了公司整体盈利的增长。

6.3 目标企业谨慎型

对于组态 5c (INDUSTRY*~SIZE*CD*~EXPERIENCE~RISK)，本文将其命名为目标企业谨慎型，指的是在文化距离较远的前提下，企业进行完全并购会对目标企业的行业和规模谨慎，选择和自身行业相似度更高且规模相对较小的企业进行并购。Harris 和 Ravemcraft (1991) 在其研究中发现有近四分之三的全球跨国并购事件的双方产业相关。根据效率理论，并购双方行业具有高度交叉性，则规模经济效应明显，双方能够实现协同效应。当并购事件的双方行业相关时，因并购方对产业发展更为了解，可以更有效的在当地开展整合工作，从而影响并购方的股权安排 (Yin and Shanley 2008)，促使主并企业倾向于较高的股权参与度；而当并购方企业与目标企业分属于不同行业时，信息不对称所带来的评估风险会使得并购方倾向于选择较低的股权参与度。

对于目标企业的规模，因为目标企业中的资产并非全部为主并企业所需要的，主并企业需要从非意向资产中分离出意向资产，这一环节面临着巨大的成本，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)。目标企业的规模越大,这一成本也会越大,主并企业选择完全并购的可能性越低。

2019年11月13日,中国科传在巴黎举行了收购法国 EDP Sciences 100% 股权交割仪式,目标企业的企业估值为 1200 万欧元。中国科传致力于聚集国内外优质科技出版传媒资源,打造具有国际影响力的中国科技出版“航母”,并于 2017 年成功在 A 股上市。作为中央出版单位上市“第一股”,中国科传并没有因为资本化而快速扩张企业规模,而是坚持以社会效益为核心,不断强化精品出版,提升公司的社会影响力。出版物的进出口业务是中国科传四大主营业务之一,中国科传虽然在国内出版行业处于行业领军地位,但是其在知识壁垒严重的国外出版市场的份额则一片空白,诸多极具权威的外国科研出版物凭借其雄厚的资金和悠久的历史造就了其不可撼动的行业地位,相比之下在国际市场并不活跃的中国科传显然处于竞争劣势。本次交易完成后,中国科传可以借助 EDP Sciences 国际化出版平台获取国际优质内容资源、作者资源、市场及分销渠道资源等,推动我国科技期刊建设与世界接轨,极大提高中国科传在世界的影响力。同时,中国科传可以利用此次成功收购作为契机,积极组建全球化编委会,推动我国出版业向国际化迈进。这次谨慎且合理的并购计划让中国科传驶上发展的快车道,帮助企业在国际市场上形成了自己独特的竞争力。

2018年12月,上海鸣志电器完成了对 T Motion AG 公司 100% 股权的收购,交易总金额为 3120 万瑞士法郎。一直以来鸣志电器对跨国并购态度十分谨慎,自从 2007 年与美国 AMP 公司合资成立安浦鸣志后,直到 2018 年 6 月鸣志电器才彻底完成了这场长达 11 年的“渐进式并购”。鸣志电器没有盲目跟风市场只为了短期的并购效应而进行并购,而是精挑细选、知己知彼,做好了充分的准备。鸣志电器凭借收购美国 AMP,在步进电机驱动器、集成式智能步进伺服控制技术领域取得了空前的进步,而瑞士 T Motion 除了在步进和伺服技术领域表现突出,在无刷电机、无齿槽电机的驱动及控制技术领域也掌握着全球领先的技术,并专注于开发无刷电机驱动器和无槽无刷电机驱动多年。鸣志电器依据自身优势领域市场和未来业务的发展方向精心挑选目标企业,本次收购完成后,瑞士 T Motion 与安浦鸣志、美国 AMP 能形成完美的优势互补,建构出一个集研发、生产、市场营销于一身的业务运营体,从而极大地提高公司在欧洲核心

市场的竞争能力，实现覆盖全球的协同发展，同时也为公司正在进入的高附加值欧美医疗仪器行业进一步夯实基础。

此外，凌云股份以 350 万欧元的价格收购德国 WAG、大华股份 2900 万美元收购 FLIR 旗下 Lorex 品牌以及张裕公司以 4803 万美元收购智利魔狮酒庄都能很好地反映该构型。

6.4 国有企业拓展型

我国第四次经济普查年鉴数据显示，2018 年我国国有企业资产占全国企业总资产的 56%，占比超过一半，然而过去的研究中常常忽略企业所有权属性要素。从经济学视角来看，国有企业是政府为保证市场有效性进行干预行为的产物，用来解决自然垄断、不完全市场等市场失效问题；从政治学角度来看，国有企业则是有政府的意志形态及政治战略所产生的生产性资产。在国有企业的国际化的过程中，其身份会造成双向影响，一方面国可以利用其政治优势获得民营企业无法获取的宝贵资源，形成生产优势，更有利于开展国际业务，另一方面很多学者认为政府干预经营会导致国有企业经营效率低下，造成对国际化进程的负面影响。组态 6a (NATURE*CD*SIZE~EXPERIENCE~RISK) 是国有企业在文化距离相对较远的国家进行跨国完全并购的路径，同时目标企业规模的存在和并购经验的缺席作为辅助条件，显现出国有企业国际化一定的开拓性质。

2017 年沙隆达股份并购 ADAMA 是该构型的典型案例。我国的农药行业面临着行业集中度不高、成规模的大型农药企业较少、农药产品供过于求、外贸依存度较高、出口产品定位低端等问题，众多小规模农药企业自主研发能力不强、产品产能过剩、生产过程中存在物质能源的浪费。而世界农化市场上，跨国巨头企业并购整合加速，形成了研发能力强、生产技术高、市场无死角的巨型跨国企业，对全球市场的控制力和垄断程度进一步加深。如此一来，我国的农药化工企业在全全球市场中更加举步维艰，因此我国急需建立自己的大型跨国农药化工企业。ADAMA 是世界农化市场排名第七的农药生产商和经销商，在全球拥有四个总部基地、五个研发中心和十二个生产基地，并且拥有世界上最广泛多样的非专利产品组合及相关注册登记能力，在 120 多个国家都开展了

业务。沙隆达股份完成这次对行业大拿企业的收购后，充当起国内农化行业整合者以及供应链桥梁的角色，迅速获得全球市场份额，打开了全球的资源渠道和销售网络，成为国际农药巨霸。沙隆达作为中国化工旗下的一家国有企业，此次开拓式并购为之后农药企业的并购活动奠定了基础，为农药企业的发展指明了方向，有助于我国农药行业的发展。

国有企业的开拓性并购不只体现在上述案例，2015年4月15日，中国南车旗下的时代电气斥资1.3亿英镑，成功收购全球深海机器人第二大供应商英国SMD公司的100%股权，填补了当时我国深海机器人产业的空白。海洋是未来能源开发的主战场，“中国制造2025”将海洋工程装备及高级技术船舶位划为十大重点发展领域之一，但目前我国的海洋装备制造业仍处于发展的幼稚期，尚未形成国际竞争力和专业化制造能力，基本处于产业链的低端，因此时代电气完成的此次开拓式并购不仅彰显出了我国政府对海洋开发的重视程度，更是对我国“海洋强国”战略的助推。

6.5 本章小结

本章依据核心条件的分布情况将第五章得到的中国制造业企业实现跨国完全并购的六种条件组态归纳为四种类型，并辅之以典型案例分析。其中文化距离谨慎型选择了亿帆医药并购新加坡东人集团案例，并购经验驱动型选择了东山精密并购美国MFLX案例，目标企业谨慎型选择了中国科传和鸣志电器的并购事件，国有企业扩展型选择了沙隆达股份和时代电气的并购事件，涉及到了医药、电子设备、印刷出版、农药化工等多个制造业细分行业，丰富并加深了对各个构型的讨论。

7 研究结论与展望

7.1 研究结论

基于交易成本理论和组织能力理论,本文借助 fsQCA 方法,使用 2015-2019 年中国制造业企业的跨国并购事件,研究了来自国家、行业、企业三个层面共六个影响因素对制造业企业跨国并购股权决策的影响,得到了六种中国制造业企业完全并购的实现路径,文章将其归纳为四种类型。具体的研究结论如下:

(1) 中国制造业企业完全并购具有“多重并发性”和“殊途同归性”。任何单一因素都不是完全并购的必要条件,也不是引发完全并购的充分条件,企业跨国完全并购是多种原因共同作用的结果。我国制造业企业进行跨国完全并购有六条不同的条件路径,可将其归纳为文化距离谨慎型、并购经验驱动型、目标企业谨慎型和国有企业拓展型四类构型,每种类型适合不同的企业,企业需要根据自身的条件进行匹配,或者获取相关的条件和资源后实现完全并购。

(2) 单一因素在不同组态中对结果的影响方向表现不一致。从单一因素的存在或缺席是否为核心条件来看,东道国国家风险以及目标企业规模对跨国并购股权结构具有负向影响,并购经验具有正向影响,行业相关性和企业性质的影响具有双情境特征。在文化距离近的情境下,低行业相关性的前因条件组合有利于完全并购的实现;在文化距离远的情境下,高行业相关性的前因条件组合有利于完全并购的实现。在文化距离近的情境下,非国有企业的前因条件组合有利于完全并购的实现;在文化距离远的情境下,国有企业的前因条件组合有利于完全并购的实现。

(3) 文化距离与企业跨国并购股权策略之间并非是线性关系。相关研究中关于文化距离对企业跨国并购股权结构的影响方向问题一直没有定论,有些学者认为文化距离越大,企业会选择高控制的进入模式,以此避免在管理层之间发生管理冲突;也有部分学者认为当与东道国的文化距离较大时,企业会采取低水平的股权控制,以此减轻不确定性所带来的风险。本文的研究结果认为文化距离近或远,企业都有可能选择完全并购,需要同其它的影响因素结合考虑。当企业具有并购经验或是目标企业的特征与自身需求相符合时,即使需要承担文化距离远所带来的各项潜在成本与风险,企业仍然会选择完全并购。

(4) 国有企业跨国并购显现出一定的开拓性，且常体现一定的国家意志。案例分析与 fsQCA 方法的结合使用可以使我们对不同结果组态的理解更丰富、更深入，具有一定的探索性。通过对沙隆达和时代电气两家国有企业完全并购案例的分析，我们发现国有企业的跨国并购相对来说比较“大胆”，目标企业都是行业内的领军企业，规模较大。同时并购发生行业处在困顿期或幼稚期，都急需借力国际优势企业来带动整个行业的发展，无论是案例中的农药化工产业还是深海装备制造产业，这背后都体现出国家对特定行业未来发展的愿景与规划。

7.2 实践启示

针对上述结论，并结合我国企业跨国并购过程中展现出的特征，本文提出如下建议：

(1) 基于组态分析理论，中国企业在进行跨国并购股权决策时，思维要从局部视角转向整体视角。依据前文的结论，中国制造业企业跨国完全并购存在多条不同前因条件组成的实现路径，并且同一前因条件在不同实现路径中所发挥的作用也不尽相同，既有可能发挥促进或抑制作用，也有可能不对股权决策产生影响。因此，企业在进行跨国并购股权决策时，不应局限于单一要素的作用，而是全面考察各类条件的综合影响。

(2) 明确并购目的是进行跨国并购的关键。随着企业资金实力的扩张，越来越多的中国企业选择跨国并购来获取资源、人才、技术、市场等不同的要素，以期短期内完成企业扩张。但如果企业对自身的发展需求不了解，就会导致在选择并购标的时候过于盲目，轻者造成资金损失，重则拖累公司的正常运营。很多企业进行跨国并购活动并不是基于其自身长远的发展愿景，而是对行业或市场的并购行为进行盲目跟风，并且跟风的背后往往伴随着激进的并购策略。如此一来很容易使企业陷入被动局面，即使暂时取得了表面规模上的扩张，但如若在后续的整合过程中没有取得良好的协同发展效应，不仅会造成公司财产的损失，而且还会面临尾大不掉的尴尬局面。

(3) 谨慎选择并购目标企业，全面了解各项信息。在选择并购目标企业前，不仅要对应东道国的制度、文化环境和各方面风险进行综合考量，还要审慎

观察了解目标企业的规模、股权集中度、基本财务指标等各项情况，此外，还应该充分了解行业现状，把握行业发展的未来趋势，再结合自身的优劣势，选择优势互补的企业。确定合适的并购目标，有助于降低后续整合难度，从而提高跨国并购的成功率，实现自身的国际化战略。

(4) 政府层面可对计划实施跨国并购的企业提供公共服务。政府相比于企业，具有更广泛的信息渠道，且信息的利用价值更大，政府应加快建立并完善国际化投资的综合信息平台，为计划实施海外并购活动的企业提供信息支持，帮助企业选择较优投资环境的目的国。政府需还要基于理性负责的态度对中国企业的跨国并购股权行为进行合理引导，关注整体的资源配置情况，完善相关政策，确保中国企业的跨国并购股权选择合理公平，不盲目冒进。同时，政府要关注特定行业的整体发展情况，当某一行业整体的国际竞争力不足，发展乏力或受限时，应鼓励企业尝试以海外并购重组的方式走出困局。

7.3 研究不足与展望

由于主客观条件上的局限，本研究存在以下不足之处，未来研究可以针对性的做进一步完善：

(1) 本文选用的并购案例来自于 Zephyr 数据库统计的 2015-2019 年中国制造业企业的跨国并购事件，共筛选出了 67 个，因此分析所得的完全并购条件组态只能覆盖该时间段内一部分企业的并购。未来的研究可以增加样本案例数量，进一步提高结果组态的准确性和解释能力。

(2) 本文选择了来自企业、行业、国家三个层面共六个前因条件，但由于案例资料的详细程度有限，可能遗漏了关键因素，这样得出的完全并购条件组态存在一定的局限性，因此未来的研究可以加入其他影响因素进行更加全面的分析讨论。

(3) 本文只得到企业完全并购的条件组态，并未得出企业跨国并购时选择低股权模式所匹配的具体情境。事实上，本文在进行实证分析的具体操作时，尝试研究了这一问题，但由于样本案例中部分并购数量相对较少，实证结果并没有得到一致性和覆盖度满足要求的条件组态。未来的研究可以扩大样本案例的时间跨度，专门针对跨国部分并购进行组态分析。

(4) 本文是对中国制造业企业跨国完全并购的组态分析,但是只能说明结果组态下企业可以实现完全并购,并不能体现这一股权策略下的并购效果。未来的研究可以在本文的基础上对案例进行绩效分析,将跨国并购股权策略与跨国并购绩效联系在一起,深入探究不同情境下怎样的股权结构安排更有利于企业并购完成后的长远发展。

参考文献

- [1] 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): 180-196.
- [2] 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.
- [3] Alchian A A , Demsetz H . Production, Information Costs, and Economic Organization[J]. *American Economic Review*, 1972, 62.
- [4] 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.
- [5] Bradley M , Desai A , Kim E H . The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1-4):183-206.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] Contractor F J, Lahiri S, Elango B, et al. Institutional, Cultural and Industry Related Determinants of Ownership Choices in Emerging Market FDI Acquisitions[J]. *International Business Review*, 2014, 23(5):931-941.

- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] 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.
- [13] Gaffney N, Karst R, Clampit J, et al. Emerging market MNE cross-border acquisition equity participation: The role of economic and knowledge distance[J]. *International Business Review*, 2016, 25(1):267-275.
- [14] Gomes-Casseres, B. Firm Ownership Preferences and Host Government Restrictions: An Integrated Approach[J]. *Journal of International Business Studies*, 1990,21(1):1-22.
- [15] Guardo M C, Marrocu E, Paci R, et al. The effect of local corruption on ownership strategy in cross-border mergers and acquisitions[J]. *Journal of Business Research*, 2016, 69(10): 4225-4241.
- [16] Halebian, 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.
- [17] Hennart, J. -F., and S. Reddy. The Choice between Merger/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States[J]. *Strategic Management Journal*, 1997,18(1):1-12.
- [18] Hofstede, G. *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values* [M]. Beverly Hills:Sage Publications, 1980.
- [19] 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*, 1977,8:23-32.

- [20] Li P Y , Meyer K E . Contextualizing experience effects in international business: A study of ownership strategies[J]. Journal of World Business, 2009, 44(4):370-382.
- [21] 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.
- [22] Malhotra S, Morgan H M, Zhu P, et al. Sticky Decisions Anchoring and Equity Stakes in International Acquisitions[J]. Journal of Management,2018, 44(8).
- [23] 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.
- [24] Tokbolat Y. Cross-Border Acquisitions and Acquirer Firms' Stock Market Performance: An Analysis of Emerging Markets[J]. 2014.
- [25] Younsi M, Bechtini M . Does good governance matter for FDI? New evidence from emerging countries using a static and dynamic panel gravity model approach[J]. Economics of Transition and Institutional Change, 2019, 27.
- [26] 陈爱贞,刘志彪.以并购促进创新: 基于全球价值链的中国产业困境突破[J]. 学术月刊,2016,48(12):63-74.
- [27] 翟育明,王震,殷蒙蒙等.基于定性比较分析的企业跨国技术并购模式与绩效[J].系统管理学报,2020,29(04):676-683.
- [28] 丁一兵,刘紫薇.中国制造业企业跨国并购能改善微观绩效吗——基于企业异质性和东道国特征的实证检验[J].产业经济研究,2019(02):1-12.
- [29] 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,No.285(06):155-167.
- [30] 樊霞,李芷珊.如何在研发国际化中实现企业创新绩效? ——基于 SCP 范式的组态分析[J].研究与发展管理,2021,33(05):67-78.
- [31] 郭健全,闰芹芹.经济距离、董事会异质性与跨国公司股权进入模式[J].重庆

- 工商大学学报(社会科学版),2018(6):1-6.
- [32] 贺晓宇,沈坤荣.跨国并购促进了企业创新能力提升吗?——基于制造业上市公司的微观证据[J].现代经济探讨,2018(07):78-86+98.
- [33] 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.
- [34] 黄嫚丽,张明,皮圣雷等.中国企业逆向跨国并购整合组态与并购整合绩效关系研究[J].管理学报,2019,16(05):656-664.
- [35] 吉洋杉,张盼盼.距离、信息通信技术与我国企业跨国并购区位选择[J].投资研究,2020,39(09):97-109.
- [36] 季华,刘海波.跨国并购溢价度、公司国际化程度与并购绩效[J].宏观经济研究,2019,No.247(06):58-72.
- [37] 江诗松,游文利,杨帅等.中外合资经验对跨国并购绩效的非线性影响:跨组织过程的学习模式[J].南开管理评论,2022,25(03):25-36.
- [38] 蒋冠宏.企业并购如何影响绩效:基于中国工业企业并购视角[J].管理世界,2022,38(07):196-212.
- [39] 蒋冠宏.制度差异、文化距离与中国企业对外直接投资风险[J].世界经济研究,2015(8):37-47+127-128.
- [40] 蒋冠宏.中国企业对“一带一路”沿线国家市场的进入策略[J].中国工业经济,2017(9):119-136.
- [41] 李维安,刘振杰,顾亮.董事会异质性、断裂带与跨国并购[J].管理科学,2014,27(04):1-11.
- [42] 李长旭,曾元祥.传媒企业跨境并购股权策略选择的影响因素研究——基于Wind资讯2006—2015年中国媒体跨境并购数据的分析[J].出版发行研究,2017,(04):82-87.
- [43] 廖东声,刘曦.中国制造业企业海外并购问题研究[J].会计之友,2017(02):44-47.
- [44] 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(09):76-84.
- [45] 刘海云,方海燕.制度距离与企业OFDI进入模式的选择——基于中国制造业

- A 股上市企业的实证检验[J].工业技术经济,2021,40(09):68-80.
- [46] 刘煜,王疆.知识产权保护强度、知识距离与跨国并购股权选择[J].投资研究,2019(2):4-13.
- [47] 闵剑,刘忆.全球价值链、融资约束与跨国并购绩效——来自中国制造业企业的证据[J].国际贸易问题,2019(03):71-84.
- [48] 牛晓晨,邢源源,孟凡臣.跨国技术并购因素组态与创新绩效因果关系研究——基于模糊集定性比较分析[J].中国软科学,2020(08):20-35.
- [49] 全诗凡,罗宏翔,姜建刚.经济风险、制度结构与海外并购股权选择[J].经济问题探索,2016(07):62-71.
- [50] 商务部研究院课题组.新发展格局背景下,跨国公司的新作为、新空间和新机遇[J].国际经济合作,2021(04):3-13.
- [51] 宋林,彬彬.我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2016(5):98-106.
- [52] 唐晓华,高鹏.全球价值链视角下中国制造业企业海外并购的动因与趋势分析[J].经济问题探索,2019(03):92-98.
- [53] 唐晓华,高鹏.中国先进制造业海外技术并购的创新效应分析[J].辽宁大学学报(哲学社会科学版),2019,47(03):42-54+2.
- [54] 王芳,张潇天,王宛秋等.企业创新倾向、吸收能力与跨界技术并购创新绩效——一项模糊集定性比较分析[J].科技进步与对策:1-10.
- [55] 吴波,杨步韵,杨燕.中国国企跨国并购的合法性劣势及破解路径——基于制度组态的定性比较分析[J].经济管理,2022,44(12):46-63.
- [56] 吴道友,程佳琳.企业跨国并购协同整合策略与情境匹配研究——一项模糊集定性比较分析(fsQCA)的尝试[J].华东经济管理,2019,33(07):178-184.
- [57] 武力超,杨帆,姜炎鹏等.中国企业跨国并购的区位选择是否偏好全球城市?:基于东道国异质性视角的实证分析[J].世界经济研究,2021,No.329(07):3-18+135.
- [58] 谢洪明,邵乐乐,李哲麟.中国企业跨国并购创新绩效影响因素及模式——基于清晰集的定性比较分析[J].科技进步与对策,2018,35(05):81-87.
- [59] 薛安伟.后全球化背景下中国企业跨国并购新动机[J].世界经济研究

- ,2020,No.312(02):97-105+137.
- [60] 薛安伟.跨国并购提高企业绩效了吗——基于中国上市公司的实证分析[J].
经济学家,2017,No.222(06):88-95.
- [61] 薛君.心理距离与中国企业海外并购股权选择策略研究——基于2004年—
2014年样本[D].中央财经大学,2016:6-43.
- [62] 杨波,万筱雯,朱洪飞.国家异质性视角下的跨国并购区位选择[J].统计与决
策,2021,37(06):179-184.
- [63] 杨连星,牟彦丞.跨国并购如何影响制造业全球价值链升级? [J].国际商务研
究,2021,42(05):82-98.
- [64] 于立宏,苏晨.中国制造业跨国并购与绿地投资的创新溢出效应——基于中
介效应和调节效应的微观机制[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),
2020(05):94-109.
- [65] 张敬,陈静,张安妮等.战略三角架视角下跨国并购的合法化组态与困境研究
[J].管理现代化,2021,41(02):53-58.
- [66] 张明,陈伟宏,蓝海林.中国企业“凭什么”完全并购境外高新技术企业——
基于94个案例的模糊集定性比较分析(fsQCA)[J].中国工业经济,2019 (4
):117-135.
- [67] 张文佳.我国企业跨国并购的动因分析[J].金融发展研究,2015 (3):3-9.
- [68] 赵毅,乔朋华.企业海外收购动因会影响股权选择吗?——兼谈企业盈利能力的
调节效应[J].外国经济与管理,2018 (2):51-67+137.
- [69] 周凤秀,温湖炜,钟成林.中国企业跨国并购对制造业部门创新绩效的影响—
—基于超越对数随机前沿模型的实证分析[J].国际商务(对外经济贸易大学
学报),2019(02):143-156.
- [70] 朱冠平,扈文秀,章伟果等.金融冲击、股权结构与企业并购行为——基于
GARCH 模型视域[J].统计与信息论坛,2019 (5):34-40.
- [71] 朱建民,崔心怡.国际技术并购因素组态与二元创新绩效关系研究[J].科学学
研究:1-15.
- [72] 朱婕,任荣明.东道国制度环境、双边投资协议与中国企业跨国并购的区位选
择[J].世界经济研究,2018,No.289(03):109-126+136-137.

致 谢

行文至此，感慨万千。三年时光，永生难忘。兰山的夜景，黄河边的日落，街巷小馆的烟火味道，还有兰州那样一群可爱的人，共同构筑起这精彩的三年。

感谢我最敬爱的导师，张璐教授。感谢她用严谨的治学态度、渊博的专业知识让我收获良多，感谢她用积极乐观的心态、幽默风趣的人格传递给我生活的力量。问是爱，不问是理解，在导师问与不问的平衡之中，我自由坚定的生长。未来的人生之路，学生希望能如恩师一样，以更积极的精神面貌面对生活，学习一生，奋斗不止。

感谢爱我的家人。何其有幸，成为爸妈的女儿，感谢他们为我提供了幸福生活和学习的环境，感谢他们的理解和包容，让我大胆尝试，去做自己想做的事情。父母之恩，一生难报，女儿一定会成为你们的骄傲。

感谢最善良、最可爱的同门同窗好友。感谢他们的陪伴，无论是夜晚的狂欢还是围炉的畅谈，感谢他们和我一起共同经历彼此的青春，感谢无处不在的关怀、问候与帮助。人生路漫漫，我们顶峰再相见。

此外，感谢在兰州财经大学遇到的各位老师，感谢你们的传道授业和答疑解惑，也要感谢二十年求学路上遇到的所有老师。感谢兰州的山山水水，风风雨雨。最后，感谢永远温柔永远坚定的自己。

李婕

2023年3月