

# 跨国并购股权选择：述评与展望<sup>\*</sup>

□ 张 明 蓝海林 黄嫚丽

领域编辑推荐语：

跨国并购是战略与国际商务领域的重要研究课题，本文聚焦于并购中的股权选择问题，对近十几年来国内外的重要文献进行了深入、详细的评述，并总结了相关的研究框架，为管理学学者在该领域继续深耕提供了非常有价值的指引与参考。

——孙霁

**摘 要：**国际商务研究对跨国并购中的关键决策，如“为什么买”“去哪买”“怎么买”，已经进行了长久且有效的探索。然而，却对“买多少”这一重要决策仍然缺乏全面且系统的梳理。本文对过去 15 年（2004~2018 年）国内外 59 篇跨国并购股权选择文献展开了系统的回顾。具体而言，主要包括如下三个环环相扣且层层递进的重要部分。第一，“俯瞰森林”部分，从整体上对现有研究的基本特征（期刊分布和常用理论）和研究方法（包括但不限于统计方法和度量方法）进行简要概括，为研究者形成一个宏观的认识；第二，“细究树木”部分，运用已有六种理论解释对现有研究进行详细的归纳和总结，同时提出研究不足和识别新的进展；第三，“植树造林”部分，基于上述两个部分，形成一个系统的研究框架，并根植于此指出未来的研究方向。通过上述努力，我们希望能够让研究者了解过去、认清现在和展望未来，更为重要的是，希冀对中国方兴未艾的跨国并购实践提供有益的启示。

**关键词：**跨国并购；股权选择；文献回顾

## 一、引言

近年来，中国企业的跨国并购活动呈现出井喷的态势。在连续多年的不断增长后，于 2016 年达到顶峰：在数量和金额上远超过去三年（2013~2015 年）的总和。持续关注中国企业跨国并购活动的会计师事务所普华永道（PwC）指出，虽然 2017 年

<sup>\*</sup> 本文受教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“中国制造业转型升级战略研究”（15JZD020）、国家自然科学基金面上项目“中国企业跨国并购的制度复杂性与组织战略反应：动态演化、作用机制及其策略有效性研究”（71872053）、国家社会科学基金一般项目“全球价值链重构视角下中国制造企业跨国并购后的控制策略研究”（18BGL024）和教育部人文社会科学研究青年基金项目“中国制造企业逆向跨国并购的母国嵌入、脱嵌与再嵌入研究”（19YJCZH062）资助。笔者感谢《管理学季刊》初审专家、外审专家、领域编辑以及主编 Haiyang Li 教授的宝贵修改意见和建议。

有所回落,但2018年较2017年将会小幅上升,并在今后的几年里仍将继续保持较强的增长态势(普华永道,2018)。由此表明,跨国并购作为获取和增强企业竞争优势的一种海外市场进入方式(Child & Rodrigues, 2005),已经得到越来越多中国企业的认可与实践。

Brouthers 和 Hennart (2007) 认为,当一个跨国公司意欲进入国外市场展开股权投资时,至少面临两个重要的战略性决策,一是建立模式(establishment mode)。即选择何种方式进入国外市场,绿地投资还是并购。不同的进入方式在资源投入、进入速度和潜在风险上表现出显著的差异。二是股权模式(ownership mode)。即独享股权还是共享股权。股权获取的多寡对于资源投入、风险、回报和控制权均具有重要意义(Anderson & Gatignon, 1986)。国际商务领域对建立模式决策已经展开了近30年的研究,成果颇丰(Canabal & White, 2008)。然而,却对跨国并购这一建立模式下的股权模式决策并未给予足够的重视(Ahammad et al., 2018; Chari & Chang, 2009),而是更多地聚焦于知识转移、并购后整合与并购后绩效等主题上。事实上,忽视跨国并购中的股权模式决策及其重要性,对于理解知识转移的有效性、并购后整合与绩效既是不充分的,更是不完善的。完全并购(full acquisition)使得主并企业对被并企业拥有统一的控制权,以及对整合和利用合并后的资源基础具有多数控制权;而部分并购(partial acquisition)则提供有限的所有权和少数的控制权。不同的股权代表着不同程度的权力自由度。当然,承担的资源投入以及潜在风险也会有所差异。因此,相较于部分并购,

完全并购需要投入更多的人力、物力和无形资产,以及更大的整体投入(Chen, 2008)。显然,完全并购和部分并购各有优劣,需视情况而定。那么,哪些因素会影响到企业的跨国并购股权选择?结果又如何?

无论是在并购实践中还是在学术研究中,股权选择问题均至关重要。然而,目前国内外尚未有一个跨国并购股权选择的系统性文献述评。一方面是由于已有的进入模式研究将跨国并购和绿地投资中的股权选择等同对待、归为一类的传统根深蒂固;另一方面则是因为关于跨国并购股权选的研究为数不多。但考虑到跨国并购股权选择是完全不同于绿地投资的重要决策(Chari & Chang, 2009),以及跨国并购股权选择研究(尤其是对其影响因素的研究)与日俱增(Ahammad et al., 2018),我们认为在中国企业跨国并购活动日渐频繁的背景下,系统地述评跨国并购股权选择研究正当其时。这不仅有利于国内学者了解已有的研究现状和获取未来的研究方向,而且还对我国企业的跨国并购股权选择实践具有一定的启示意义。

通过对国内外59篇跨国并购股权选择文献的系统梳理和分析,本文主要有如下三个方面的研究贡献。第一,本文是国内外第一篇关于跨国并购股权选择研究的文献述评。目前有关跨国并购股权选择的研究还比较少,但是却处在不断增长的阶段(Ahammad et al., 2018)。通过对相关文献的梳理,不仅有助于推动学术研究的发展,而且有利于提高管理者对跨国并购股权选择的系统性认识。第二,本文提出了一个全面、系统的研究框架。虽然 Chari 和 Chang (2009) 基于进入模式的相关文献归纳了

六种理论解释的研究框架，加深了对跨国并购股权选择影响因素的理解，但美中不足的是忽略了母国、决策者和并购动机方面的因素。本文通过将已有解释框架和新的研究发现进行有效整合，进而提出了更为全面和系统的研究框架。第三，本文提出了具有启发性和可操作性的未来研究建议与方向。针对已有研究的未完和未尽之处，提出了详细的改进建议和可供探索的研究方向。

紧扣本文的研究目的，剩余内容安排如下，首先，界定跨国并购股权选择的概念内涵，并据此确定和筛选相关文献的方法与步骤；其次，简要介绍跨国并购股权选择研究的概况，包括基本特征和研究方法；再次，基于 Chari 和 Chang (2009) 提出的跨国并购股权选择六种理论解释对已有文献进行归纳和分析的同时，发现和揭示超越上述六种理论解释的新发现和新成果；最后，综合已有理论解释、新近研究成果及其不足之处，形成一个系统的研究框架，并据此提出未来研究方向。

## 二、概念界定与研究方法

### (一) 概念界定

跨国并购股权选择这一概念涉及进入模式的两个关键决策：建立模式和股权模式 (Brouthers & Hennart, 2007)。同 Chen 和 Hennart (2004)、Chari 和 Chang (2009) 一致，本文将跨国并购视为一种独特的建立模式类型，而主并企业获取被并企业的股权差异只是在该模式下的内在变化。故而，跨国并购股权选择指的是，在跨国并购这一特定的建立模式中主并企业获取被

并企业股权比例多寡的一种重要决策。

### (二) 文献检索

文献述评的质量高低与检索样本文献的重要性、准确性和完备性息息相关。在重要性方面，同主流学术社区一致，将英文和中文文献分别限定为已经发表的且为 SSCI、CSSCI 收录的期刊论文。在准确性方面，基于跨国并购股权选择的定义，样本文献必须同时符合如下两个标准：跨国并购和股权选择。如此便将国内并购的股权选择、合资企业的股权选择等统统排除在外。在完备性方面，通过重复和循环使用如下三个步骤以准确锁定本文回顾的样本文献。对于中文文献，一是词汇检索。在 CNKI 检索篇名、摘要或关键词中同时包含“并购”或“收购”与“股权”或“所有权”字段的期刊论文。二是人工筛选。阅读第一个步骤所得文章中的标题和摘要，剔除不相关文献，对于无法直接确定的文献则通过精读全文和共同讨论再加以定夺。三是引文溯源。对第二个步骤确定的样本文献进行前向和后向溯源。经上述三个步骤的循环实施，初步获得中文文献 10 篇。基于这 10 篇文献，我们又形成了新的检索词汇（收购比例或并购比例、部分并购或完全并购）。再次重复上述步骤，最终获得 14 篇中文文献。

在英文文献上，基本步骤与中文文献一致，但是顺序相反，因为英文文献对跨国并购股权选择的表达方式多样且复杂。基于此，我们首先识别 14 篇中文文献后引用的且符合标准的英文参考文献 (10 篇)。然后以此为基础相继和循环进行前向与后向引文溯源、人工筛查和词汇检索三个步骤。通过 Web of Science 检索在主

题 (topic) 中同时包含 “share” “ownership” “equity” 和 “control” 与 “acquisition” 或 “M&A” 八组检索式的文献, 以及主题中包含 “partial acquisition” “full acquisition” “minority acquisition” “majority acquisition” “partial control” “full control” 词汇的文献。最终获得 45 篇英文

文献。<sup>①</sup> Chari 和 Chang (2009) 认为 Chen 和 Hennart (2004) 的研究是跨国并购股权选择的奠基性成果。因此, 设定 2004 年为文献检索的起始年份, 截止年份为 2018 年。<sup>②</sup> 最后一次检索日期为 2019 年 6 月 8 日。图 1 为本文献检索的方法和流程示意图。

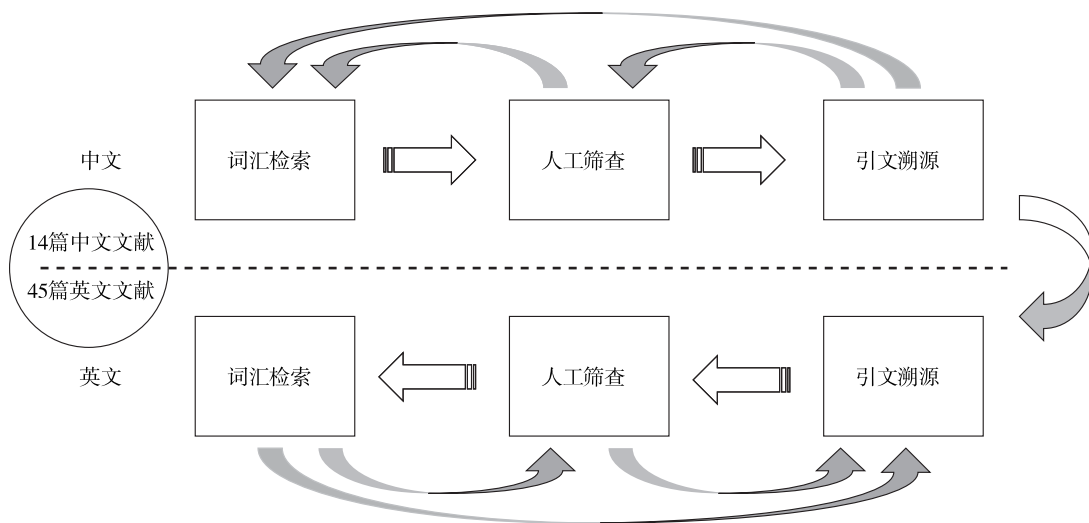


图 1 文献检索方法和流程

### 三、研究概况

#### (一) 跨国并购股权选择研究的基本特征

##### 1. 期刊分布

59 篇跨国并购股权选择的文章是由 122 位作者发表在 39 本国内外期刊之中。其中 94 位作者完成的 45 篇文章发表在国外的 27 本期刊,

28 位作者完成的 14 篇文章发表在国内的 12 本期刊。来源期刊名称及其发表数量详见表 1。从表中可知, JIBS 的发文数量最多 (5 篇), IBR、JBR、JIM 和 JWB 均发表了 3 篇。上述五本主流国际商务期刊的发文数量 (17 篇) 约占据英文样本总数的 37%。在中文期刊方面, 国内对跨国并购股权选择的研究尚处在起步阶段, 大部分期刊的发文数量未超过 2 篇。

<sup>①</sup> 其中有 4 篇文章来自 *Thunderbird International Business Review*, *Journal of East-West Business*, *Journal of Multinational Financial Management* 三本 ESCI (Emerging Sources Citation Index) 期刊。考虑到上述期刊得到国际商务领域中越来越多研究者的认可, 因此, 本文也将这 4 篇文章纳入最终的样本中。

<sup>②</sup> 即使对起始年份不进行限定, 也未发现其他符合标准的文献。

表 1 国内外跨国并购股权选择研究的来源期刊分布

来源期刊	数量	来源期刊	数量
<i>Journal of International Business Studies</i>	5	<i>Journal of Corporate Finance</i>	1
<i>International Business Review</i>	3	<i>Journal of East-West Business</i>	1
<i>Journal of Business Research</i>	3	<i>Journal of Leadership &amp; Organizational Studies</i>	1
<i>Journal of International Management</i>	3	<i>Journal of Management</i>	1
<i>Journal of World Business</i>	3	<i>Journal of Multinational Financial Management</i>	1
<i>British Journal of Management</i>	2	<i>Long Range Planning</i>	1
<i>Management Decision</i>	2	<i>Pacific-Basin Finance Journal</i>	1
<i>Management International Review</i>	2	哈尔滨商业大学学报（社会科学版）	2
<i>R&amp;D Management</i>	2	亚太经济	2
<i>Review of Financial Studies</i>	2	世界经济研究	1
<i>Thunderbird International Business Review</i>	2	管理学报	1
<i>Asian Business &amp; Management</i>	1	经济管理	1
<i>Asia Pacific Journal of Management</i>	1	外国经济与管理	1
<i>Canadian Journal of Administrative Sciences</i>	1	财贸经济	1
<i>Cross Cultural &amp; Strategic Management</i>	1	国际贸易问题	1
<i>Economic Geography</i>	1	经济问题探索	1
<i>Global Strategy Journal</i>	1	北京工商大学学报（社会科学版）	1
<i>International Marketing Review</i>	1	河南师范大学学报（哲学社会科学版）	1
<i>International Review of Financial Analysis</i>	1	出版发行研究	1
<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>	1	合计	59

资料来源：笔者整理。

## 2. 常用理论

基于样本正文中所提供的信息，本文识别了每篇论文中所采用的理论。样本文献中总共有 29 篇文章（25 篇英文，4 篇中文）报告了所采用的理论，合计 17 个（见表 2）。这些理论同进入模式或建立模式研究中常用的理论（Brouthers & Hennart, 2007; Canabal & White, 2008; Dikova & Brouthers, 2016; Slangen & Hennart, 2007）相比，既有相同点也有不同点。相同之处在于两者采用的理论基本一致，并且制度理论、交易成本经济学和资源基础观均是最

常用的三个理论（不区分顺序）。不同之处在于跨国并购股权选择研究更为重视决策者的作用（从高层梯队理论和锚定视角的应用数量可知）。虽然 Brouthers 和 Hennart（2007）呼吁未来研究者重视高层管理者在进入模式决策中的重要作用，然而，十年过后却依然寥寥无几（Dikova & Brouthers, 2016）。相较之下，跨国并购股权选择研究则要更为深入，已经从高层管理者的人口统计学特征，如性别和年龄（张诚和赵剑波，2012），延伸至社会特征，如任期、职务和经验（Piaskowska & Trojanowski,

2014), 进而深入至心理特征 (Malhotra et al., 2018)。实际上, 这一不同之处正好反映了国际商务领域越来越重视微观基础的研究趋势

(Contractor et al., 2019), 未来研究可以结合有关高层管理者决策制定的相关理论对跨国并购股权选择研究展开进一步的探索。

表 2 跨国并购股权选择研究常用的理论

理论	数量	代表文献
制度理论	16	Liou 等 (2017)、Kedia 和 Bilgili (2015)
交易成本经济学	10	Ahammad 等 (2018)、Malhotra 等 (2016)
资源基础观	4	Elango 等 (2013)、Mariotti 等 (2014)
高层梯队理论	2	Piaskowska 和 Trojanowski (2014)、张诚和赵剑波 (2012)
人质理论	2	Chen 和 Hennart (2004)、Ellis 等 (2018)
制度基础观	2	Liou 等 (2016)、Li 和 Xie (2013)
代理理论	1	Yang (2015)
控制理论	1	Gubbi (2015)
锚定视角	1	Malhotra 等 (2018)
OLI 范式	1	Oguji (2018)
实物期权理论	1	Ahammad 等 (2017)
新产权理论	1	Mariotti 等 (2014)
新制度经济学	1	李秀娥 (2013)
学习视角	1	Elango 等 (2013)
议价权力理论	1	Gubbi (2015)
知识基础观	1	Elango 等 (2013)
资源依赖理论	1	Gubbi (2015)

注: 由于部分文章同时采用多个理论, 故数量之和会大于 29。

## (二) 跨国并购股权选择研究的研究方法

### 1. 数据类型与来源

样本中 57 篇定量研究使用的数据均为二手数据, 而仅有 2 篇案例研究综合使用了一手数据和二手数据 (Oguji & Owusu, 2017; Oguji, 2018)。在数据来源上, 二手数据多是来自全球知名的跨国并购数据库 (数量): SDC Platinum (42)、Zephyr (6)、Thomson One Banker (2)、EMIS (1)。此外还有一些区域性和国内的数据库, 如意大利的 Reprint (2) 与中国的 WIND

(5)、CSMAR 和清科数据库 (1)。一手数据则是来自访谈。

### 2. 涉及的目标行业

多数跨国并购股权选择研究中对目标企业所属行业并没有进行专门的限定, 通常都是全盘纳入。59 项研究中的 56 项均是涉及多个行业, 其中主要以制造业、服务业、采掘业和交通运输业为主。除此之外, 各有 1 项研究专门针对制造业 (Mariotti et al., 2014)、服务业 (Lahiri et al., 2014) 和高新技术行业 (Elango

et al. , 2013) 进行了研究。事实上, 行业属性上的差异, 可能对于理论的修正与完善大有帮助。例如, Brouters 和 Brouters (2003) 就发现服务业企业的进入模式与制造业企业的进入模式不尽相同, 进而据此修正了交易成本经济学理论。

### 3. 关注的母国和东道国

现有研究大部分是利用来自多个国家的企业实施的跨国并购事件作为研究样本, 其中来自全球范围的 24 项, 新兴经济体国家的 5 项, 欧洲和亚洲国家各 1 项。而样本规模则多至 67 个国家的 59092 个并购事件 (Cuypers et al. , 2015)。就单个母国而言, 排名前三的分别是美国、中国和英国及芬兰。在东道国上, 45 篇英文文章中, 东道国为全球范围的 29 篇, 新兴经济体 5 篇, 非洲国家 2 篇。东道国数量多至 69 个 (Dow et al. , 2016)。具体的母国和东道国/地区数量如表 3 所示。更进一步, 我们按照每一项研究中母国—东道国涉及的国家数量将其区分为一对一、一对多、多对一和多对多四种类型。由表 3 可知, 多对多类型的研究最多 (25 篇), 这表明现有研究已经越来越倾向于使用跨国的大样本。

表 3 跨国并购股权选择研究中主要关注的母国和东道国

母国/地区	数量	东道国/地区	数量
全球范围	24	全球范围 <sup>①</sup>	29
美国	5	新兴经济体 <sup>②</sup>	5
新兴经济体	5	非洲	2
中国	3	意大利	2
英国	2	美国	3

① 21 篇文章将股权选择同时视为连续变量和分类变量, 故而总数会多于样本中定量研究的总数 (57)。

续表

母国/地区	数量	东道国/地区	数量
芬兰	2	欧洲	2
日本	1	亚洲	1
印度	1	印度	1
巴西	1		
欧洲	1		
亚洲	1		
类型 <sup>③</sup>	数量	类型	数量
一对一	1	多对一	5
一对多	14	多对多	25

注: ①全球范围指的是母国或东道国数量为两个及以上且不属于同一个洲、国家类型之下。

②此处的新兴经济体指的是母国或东道国为两个及以上的新兴经济体国家, 如 BRICS。

③为了避免中文文章对统计结果的影响, 此处仅计算 45 篇英文文章的结果。

### 4. 股权水平的度量方法

目前对股权选择的度量方法主要分为两类: 分类变量 (35 篇) 和连续变量 (43 篇)。① 在分类度量上, 现有研究对类别数量和分类阈值表现出明显的多样性。类别数量方面, 主要使用两类 (部分并购和完全并购) (Chen & Henart, 2004; Dow et al. , 2016), 还有部分研究使用三类 (少数、多数和完全并购) (Contractor et al. , 2014; Ellis et al. , 2018) 和四类 (少数、相等、多数和完全并购) (De Beule et al. , 2014; Li & Xie, 2013)。分类阈值方面, 现有研究表现出较大的分歧。以二分类为例, 50% (Xie & Li, 2017)、51% (高厚宾和吴先明, 2018)、

80% (Chen & Hennart, 2004)、90% (Ellis et al., 2018)、95% (Di Guardo et al., 2016; Piskowska & Trojanowski, 2014) 和 100% (Ahmad et al., 2018; Pinto et al., 2017) 均有。不少学者认为, 将股权选择作为分类变量度量可能有点“随意”(Chen & Hennart, 2004; Liou et al., 2016)。因为这种度量方法将不同程度的股权水平归为一类, 从而无法体现出同一类中不同股权水平的差异。为捕捉到不同股权水平的细微差异, 越来越多的研究者将股权选择作为连续变量对待, 直接采用实际的股权比例来测量。样本中总共有 21 篇文章同时使用了上述两种测量方法, 以增强研究结论的稳健性。

#### 5. 统计方法

对股权选择不同的度量方法导致了统计方法的差异。跨国并购股权选择研究中最常用的统计方法是 Logistic 回归, 57 篇定量研究中有 27 篇使用了该方法, 这在将股权选择视为分类变量时是非常合理的。当然, 也有一些研究使用 Probit 模型作为首要的统计方法 (Di Guardo et al., 2016; Gubbi, 2015) 或 Logit 模型的稳健性检验 (Xie & Li, 2017)。而在将股权水平视为一个连续变量时, 由于其取值范围在 0 和 1 之间, 现有研究多是采用 Tobit 回归分析法 (Chari & Chang, 2009; Dow et al., 2016), 这种方法能够有效地解释此类变量的删截性质, 因而比 OLS 更为合适 (Greene, 1993)。此外, 少部分研究也使用了线性回归模型和多元回归模型进行分析。具体的统计方法及其应用数量如表 4 所示。

表 4 跨国并购股权选择的度量方法及统计方法

度量方法	数量	统计方法	数量
分类变量	35	Logit 模型	27
连续变量	43	Tobit 模型	22
		Probit 模型	9
		OLS	8
		线性回归模型	3
		多元回归模型	2

注: 由于部分文章会同时使用多种统计方法, 故而总数会超过 57。

资料来源: 笔者整理。

## 四、研究现状与发展

### (一) 跨国并购股权选择的六种理论解释

Chari 和 Chang (2009) 在比较、借鉴与整合合资、战略联盟相关知识的基础上提出了跨国并购股权选择的六种理论解释, 包括四种主导性理论解释: 评估成本和逆向选择风险、整合文化遥远国家目标企业中的管理者、拆分意向资产和非意向资产、实物期权和外生不确定性下的承诺成本, 以及两种补充性理论解释: 东道国的规章限制、并购企业特定的隐性资产。这六种理论解释不仅包含了国家层面中的东道国因素、母国—东道国间的差异因素, 而且还涵盖了企业层面中并购企业和目标企业因素及其之间的差异。既包含外生因素, 也涵盖内生因素。除了考虑事前的评估因素, 还纳入了事后的整合因素, 为系统理解跨国并购中的股权选择提供了一个相对完整的多视角理论解释框架。

过去十年中, 跨国并购股权选择获得了越

来越多学者的关注，产生的大部分研究成果均是从上述六种理论解释出发去展开深入探索。因此本文首先借助这六种理论解释来组织和述评已有跨国并购股权选择研究，包括每一个理论解释下涵盖的影响因素、调节因素，以及存在的不足与应对之策。然而，正如 Chari 和 Chang (2009) 所言，每一种理论解释都只是影响不同程度股权比例相对成本和收益因素的子集，这六种理论解释也并非都是尽善尽美的。故而，基于现有研究，本文又识别和总结了有别于六种理论解释的新观点。

#### 1. 评估成本和逆向选择风险

(1) 影响因素。这一理论解释的逻辑即主并企业和被并企业之间存在的信息不对称，会导致主并企业较高的评估成本和逆向选择风险。信息不对称越严重，评估成本和逆向选择风险就越高，进而主并企业选择的股权比例就越低。Chari 和 Chang (2009) 认为当并购双方来自不同行业、被并方为研发密集型企业时，信息不对称将会加剧，进而增加部分并购的可能性。然而，后续研究在支持这一正相关关系 (Contractor et al., 2014; Elango et al., 2013; Li & Xie, 2013; Yang, 2015) 的同时，也得到了并无关系的结论 (李秀娥, 2013; Ahammad et al., 2018)。与关注行业、企业属性不同，部分学者发现产品属性 (软服务和硬服务) 也是信息不对称的来源，从而对股权选择产生影响 (Lahiri et al., 2014)。

(2) 调节因素。主并企业和被并企业之间的信息不对称强度会因情境的不同而表现出差异。一是在行业相关性的前提下，高制度距离和行业相关性的交互效应对并购股权的影响，

与假设相反，研究表明更倾向于选择少数并购而非完全并购。同国有企业相比，主并企业为非国有企业时，行业差异度与并购股权比例之间的负相关关系将会进一步得到强化；二是当目标企业为高新技术企业时，经验与学习是克服信息不对称的良好方法。具有经验的并购者会更倾向于选择完全并购而非部分并购 (Elango et al., 2013)。当然，信息不对称在其他情况下也会进一步扩大，例如较大制度距离，但是却并非强化，而是弱化了信息不对称和部分并购之间的负相关关系 (Elango et al., 2013)。来自中国跨国并购样本的研究表明，被并企业为高新技术企业与并购企业的股权选择比例之间的关系还会因主并企业的性质 (国有企业和非国有企业) 和制度变化 (加入世界贸易组织前后) 而表现出强弱之分 (Li & Xie, 2013)。

(3) 总结与评价。从现有研究成果来看，利用这一理论解释的研究非常之少，但是这并不否定该理论解释的重要性。一个有力的证据便是，大部分研究多是将行业相关性和是否是服务业作为必备的控制变量。同时，本文认为未来还有有待深入挖掘的其他因素。例如，在企业层面上，目标企业的上市状态意味着信息披露的程度，通常认为非上市公司的不透明性要明显高于上市公司 (Li et al., 2019)。

#### 2. 整合文化遥远国家目标企业中的管理者

(1) 影响因素。距离是国际商务领域一个非常关键和重要的概念，与距离相关的研究也成为国际商务领域中最重要趋势之一 (Zaheer et al., 2012)。距离相关的研究有一个潜在的假设即差异会阻碍或干扰市场和企业之

间的信息流动 (Johanson & Wiedersheim-Paul, 1975)。从交易成本经济学的视角而言, 距离的存在增加了运输、沟通、协调、整合和监督等成本 (Tan & Mahoney, 2006)。因此, 在距离较大时, 为了有效地克服信息不对称和控制交易成本, 企业倾向于选择部分并购而非完全并购。样本中的 35 篇文章 (其中自变量 33 篇, 调节变量 11 篇)<sup>①</sup> 探索了距离相关概念对跨国并购股权选择的影响。除了广为研究的文化距离 (Malhotra & Sivakumar, 2011)、制度距离 (Ellis et al., 2018; Liou et al., 2017)、地理距离 (Malhotra & Gaur, 2014) 和心理距离 (Chikhouni et al., 2017) 外, 经济距离 (Gaffney et al., 2016)、知识距离 (Gaffney et al., 2016)、语言距离 (Cuypers et al., 2015) 和宗教距离 (Dow et al., 2016) 等新兴的距离概念也不断涌现。但随着距离类型的扩展、维度的深入, 重重矛盾与分歧也不断显现。例如, 文化距离和跨国并购股权选择之间的关系存在着负相关 (Piaskowska & Trojanowski, 2014)、正相关 (Lee et al., 2014) 和 U 形关系 (Malhotra et al., 2011)。

(2) 调节因素。距离的长短、差异的大小就其本身而言是一个客观的存在, 但是在被管理者所感知时又会是一个主观的存在。主观感知距离和客观存在距离之间具有显著的差异 (O'Grady & Lane, 1996)。考虑到企业行为决策是高层管理者进行能动诠释和意义构建的反映与结果 (Hambrick & Mason, 1984), 因此, 主观感知距离对企业行为决策的解释力要远远

强于客观存在距离 (John et al., 2002)。循此逻辑, 现有研究多是将影响主观感知距离的因素作为重要的调节变量。如国家、行业、组织和个体层面的因素, 包括但不限于政府支持 (Pinto et al., 2017)、行业相关性 (Contractor et al., 2014; Malhotra & Gaur, 2014)、主并企业的上市状态 (Malhotra & Gaur, 2014) 和 TMT 的国际化经验 (Piaskowska & Trojanowski, 2014)。

(3) 总结与评价。无论是对距离概念本身的深入挖掘, 还是对上述关系调节因素的广泛探索, 现有研究从距离的角度去解释跨国并购股权选择问题已经非常成熟。然而, 背后存在的问题和矛盾却是非常普遍和异常突出。有鉴于此, 我们认为未来研究可从如下三个方面展开探索。一是关注距离的方向性。同等的距离, 但方向不同, 如发达国家→发展中国家或发达国家, 发展中国家→发达国家或发展中国家, 可能对企业造成的障碍和干扰大不相同, 选择的股权比例也会有所差异 (Chikhouni et al., 2017)。二是细究距离的度量。现实中, 跨国企业具有多个总部或分公司、借助连续并购实现多国经营的现象越来越普遍。因此, 仅仅计算特定并购事件涉及的母国—东道国两个国家之间在特定维度上的距离可能会存在“失真”问题。三是混淆变量问题。例如, 在单一国家样本 (一个母国和多个东道国、一个东道国和多个母国) 中, 基于分数差异的文化距离 (解释变量) 可能与不同国家的一个或多个潜在的国家文化维度 (混淆变量) 高度相关, 从而产生混淆变量问题 (Brouthers et al., 2016)。

<sup>①</sup> 自变量和调节变量均涉及距离概念的文章有 9 篇。

### 3. 拆分意向资产和非意向资产

(1) 影响因素。相较于第一种理论解释侧重于并购前的评估难度，这一解释则是关注并购后的整合难度。获取目标企业的重要资产或能力是主并企业实施跨国并购的重要动机，以求与主并企业已有的能力形成互补或实现协同，从而建立和保持竞争优势。然而，被并企业中的资产和能力并非都是主并企业所需，故而拆分资源及其成本将成为必须考虑和面对的重要事项。拆分劣质资源和优质资源的成本主要包括如下三个方面：并购被并企业的总成本、拆分优质和劣质资源的重组成本、出售劣质资源的成本。不少研究发现，相较于小规模的被并企业，大规模的被并企业在拆分劣质资源和优质资源的成本上更大，因而主并企业通常会倾向于选择部分并购（Ahhammad et al., 2017; Chari & Chang, 2009）。此外，并购后为了实现有效的整合将不可避免地涉及员工的调整和变动。但是，这些调整还会受到东道国劳动法律制度的约束。雇佣合同刚性越大，主并企业实施并购后整合的难度越大、成本越高，从而会降低被并企业的产能和绩效，特别是长期绩效。

(2) 总结与评价。多数研究均是將企业规模作为一个重要的控制变量，鲜有研究从这一理论解释去单独开展实证研究。其中一个现实的和重要的原因便是被并企业具体信息的缺乏，使得更进一步的研究难以向前推进。按照这一理论解释的基本逻辑，被并企业的多元化程度也是影响主并企业分离和转移优质资源的重要结构因素。因为相较于低多元化程度的被并企业，高多元化程度的被并企业会给主并企业的事后整合带来更大的难度。

### 4. 实物期权和外生不确定性下的承诺成本

(1) 影响因素。除了内生不确定性，跨国并购还会面对难以改变的来自东道国的外生不确定性因素（Cuypers & Martin, 2010）。实物期权理论认为，低股权投资是避开或削弱外生不确定性消极影响的有效方法（Li & Li, 2010）。低股权的进入模式给予了主并企业极大的灵活性或柔性（期权）：外生不确定性得到有利解决时，可以增资扩股，否则通过出售股权而退出（Folta, 1998）。期权价值大小除了与外生不确定性息息相关外，同时还与竞争对手的提前购买风险紧密相关。

在外生不确定性方面，东道国国家风险是外生不确定性的主要来源，包括政治、经济和金融风险（Cuypers & Martin, 2010; Li & Li, 2010）。然而，已有研究关于东道国国家风险和跨国并购股权选择之间的关系表现出极大的不确定性（Ahhammad et al., 2017; Chari & Chang, 2009; Piaskowska & Trojanowski, 2014）；在提前购买风险方面，被并企业被竞争对手提前购买的风险大小取决于被并企业自身的优势（Mariotti et al., 2014）和所在东道国的吸引力（Ahhammad et al., 2017）。

(2) 调节因素。在这一理论解释下，现有研究主要提供了三个层面的四个调节因素，一是团队层面因素——TMT 国际化经验。由于经验、个性、价值观的差异，即使是面对相同的、客观的国家风险，管理者对其的感知和解读也不尽相同。已有研究表明，具有国际化经验的 TMT 能够有效削弱国家风险和并购股权之间的负相关关系（Piaskowska & Trojanowski, 2014）。二是行业层面因素——行业相关性。行业相关

意味着主并企业与被并企业之间的信息不对称降低。因此,行业的相关性能够有效地调节东道国腐败和并购股权之间的U形关系(Di Guardo et al., 2016)。三是国家层面因素——地理距离和国家关联。例如,地理距离的增加,部分并购带来的监督成本和协调成本也相应增加,从而削弱了国家风险与跨国并购股权之间的负相关关系(Ragozzino, 2009)。

(3) 总结与评价。在现实情况中,外生不确定因素与内生不确定因素两者并非只现其一,而通常是同时存在的。故而探索内外因素的结合、跨层因素的互动可能会对充分理解跨国并购股权选择带来新的洞见。然而,正因如此,也凸显了传统统计方法的局限性:无法同时纳入三个以上的变量和揭示多个变量之间互动关系,故而引进新的研究方法将变得极为迫切。例如定性比较分析(Ragin, 2008)。

#### 5. 东道国的规章限制

(1) 影响因素。股权选择是“想买多少”与“能买多少”这两股力量综合权衡的结果(Gomes-Casseres, 1990)。跨国并购除了涉及并购双方企业的利益,还关乎东道国的国家利益,如国家安全、行业结构和国民就业等。因此,东道国政府的限制将是直接影响跨国并购股权选择的重要且突出的因素(Liou et al., 2016)。基于这一理论解释出发的研究极为有限,甚至将东道国政府的限制因素作为控制变量的研究也是屈指可数(Chikhouni et al., 2017; Ellis et al., 2018; Liou et al., 2016)。与这一理论解释一致,林季红和张璐(2013)认为,当目标企业属于资源能源行业时,企业的股权选择将可能会受到东道国政府的限制而

倾向于选择较少股权。此后,这一论断得到了吴先明(2017)的证实,作者发现,中国企业的跨国并购在意图获取东道国的自然资源时,更倾向于选择较低的股权比例。

(2) 总结与评价。这一理论解释将东道国政府纳入考虑之中,有力地丰富和补充了解释框架:一是在研究对象上,从企业(包括主并企业和被并企业)扩展至国家;二是在利益层面上,从经济利益上升至国家利益。之所以现有研究并未在这一理论解释基础上继续深入,也许是由于东道国政府的限制愈加隐蔽、贸易开放度日渐全面或微观细致的数据更难获取等原因所致。但是,在“去全球化”和“贸易保护主义”盛行的时期,也有可能随之而焕发新机。

#### 6. 并购企业特定的隐性资产

(1) 影响因素。企业特定的隐性资产可以通过降低不确定性(减少成本)和形成竞争优势(增加收益)来影响企业的跨国并购股权选择。现有研究主要关注两类企业特定隐性资产:经验(如国际化经验、跨国并购经验和东道国并购经验)和能力(研发能力、营销能力、技术能力、创新能力和盈利能力)。在降低不确定性上,主要是将企业特定隐性资产作为不同来源的不确定性因素与跨国并购股权选择之间关系的调节变量(Elango et al., 2013; Lahiri et al., 2014; Liou et al., 2017; Piaskowska & Trojanowski, 2014);而在形成竞争优势上,则是将企业特定隐性资产视为影响跨国并购股权选择的重要自变量(黄嫚丽等, 2017; 桑子轶和郭健全, 2017; 吴先明, 2017; Ahammad et al., 2018; Elango et al., 2013)。无论是作为调节变量还是自变量,现有研究结论均未达成

一致。这背后的原因与研究情境的差异性和隐性资产的可转移性息息相关。

(2) 调节因素。现有研究从不同角度探索了经验和跨国并购股权选择之间关系的调节变量。从经验的应用场景而言，东道国经济自由度会影响到经验的发挥（桑子轶和郭健全，2017）；从经验的作用机制而言，文化距离的存在将会导致经验的效用大打折扣（黄嫚丽等，2017）；从经验的补充效应而言，经验与其他能力的相互补充会强化并购企业寻求更多的股权（黄嫚丽等，2017）。在能力和跨国并购股权选择之间关系的调节变量上，吴先明（2017）则是根据我国企业跨国并购的特征，考察了国有股权的调节作用，发现国有股权的存在能够弱化技术能力和股权比例之间的负相关关系。同时，营销能力和并购股权之间并不显著的正向关系，在国家所有权的调节下也变为显著。

(3) 总结与评价。总体而言，目前关注和

探索跨国并购股权选择在主并企业特定隐性资产方面影响因素的研究还非常少，而在这其中还包含不尽一致之处。有鉴于此，未来研究可以从如下三个方面对这一理论解释进行补充和深化：一是继续探索企业其他特定隐性资产。例如动态能力、学习能力、吸收能力和制度能力（Carney et al., 2016）等。二是细致区分企业特定隐性资产的不同类型或维度。例如，黄嫚丽等（2017）就发现不同类型的经验（母国并购经验和跨国并购经验）对并购股权的选择具有显著的差异。三是积极考虑特定隐性资产有效性的情境。将情境因素加入研究模型中，无疑会大大提高解释力度以及增强研究结论的实践启示。四是区分经验的性质。成功经验还是失败经验？已有研究主要聚焦于成功经验，而对失败经验（教训）重视不足。

为便于理解与比较，基于上述分析，总结如表 5 所示。

表 5 跨国并购股权选择的六种理论解释

理论解释	代表理论	相关解释变量	分析单元	代表文献
评估成本和逆向选择风险	交易成本经济学	行业相关性；目标企业所属行业的研发强度；目标企业的研发能力；目标企业为高新技术企业	行业/企业	Chen 和 Hennart (2004)、Chari 和 Chang (2009)、Ahhammad 等 (2017)、Ahhammad 等 (2018)、Elango 等 (2013)
整合文化遥远国家目标企业中的管理者	制度基础观、制度理论、交易成本经济学	文化距离；制度距离；知识距离；地理距离；语言距离；经济距离；宗教距离；心理距离	母国—东道国	Chari 和 Chang (2009)、Malhotra 和 Sivakumar (2011)、Lee 等 (2014)、Ahhammad 等 (2017)
拆分意向资产和非意向资产	交易成本经济学	目标企业的规模；雇佣合同刚性	目标企业	Chari 和 Chang (2009)、Ahhammad 等 (2018)
实物期权和外生不确定性下的承诺成本	实物期权理论	国家风险；东道国跨国并购活动的水平；东道国的腐败程度	东道国	Piaskowska 和 Trojanowski (2014)、Ahhammad 等 (2017)
东道国的规章限制	制度理论、制度基础观	政府的规章限制	东道国	Chari 和 Chang (2009)
并购企业特定的隐性资产	资源基础观、OLI 范式	主并企业的研发能力；营销能力；国际化/并购经验	主并企业	Chen 和 Hennart (2004)、Elango 等 (2013)、黄嫚丽等 (2017)

资料来源：根据 Chari 和 Chang (2009) 加以整理与丰富。

## （二）对六种理论解释的完善与补充

新近的一些研究跳出原有的解释框架，基于不同的角度，运用不同的理论发现和揭示了新的影响因素，而这些正是 Chari 和 Chang (2009) 的解释框架中忽视的因素。具体而言，主要体现在如下三个方面：

### 1. 重视“母国”因素的潜在影响

已有研究考虑到了东道国不同方面的因素，如市场潜力、国家风险和政府限制等，还有东道国与母国之间的距离因素，却恰恰忽视了主并企业所嵌入的“母国”情境。Lee 等 (2014) 经研究发现，同国家间的距离因素相比，母国制度因素对中国企业跨国并购中股权选择的解释更为贴切和紧密。母国制度具有双重影响，既可能是一种制度支持，使得企业获得制度激励，也可能是一种制度约束，使得企业选择制度逃离 (Deng, 2012)。而无论是制度激励还是制度逃离，都将对跨国并购的股权选择产生重要影响。Pinto 等 (2017) 发现母国政府支持 (融资、股权参与和政治关联) 对于跨国并购股权选择具有重大影响。除了母国制度的直接刺激外，主并企业所嵌入的行业环境也会给特定企业带来一种规范压力。Xie 和 Li (2017) 发现国内具有类似决策经历的同行业 (行业先锋) 将成为主并企业的主要模仿对象，从而影响其后续的跨国并购股权选择。

### 2. 理解跨国并购背后的“动机”

第二个被忽视的则是跨国并购背后的“动机”。当我们在深入讨论“买多少”的问题时，却忘记了跨国并购的初心——并购动机，即“为什么买”的问题。不同的并购动机对股权的要求也不尽一致。基于印度企业的跨国并购样本，Gubbi (2015) 经研究发现海外市场寻求动

机的并购倾向于完全并购，而战略资产寻求动机的并购则倾向于部分并购。赵毅和乔朋华 (2018) 基于中国企业的跨国并购样本同样得到了相似的结论。吴先明 (2017) 还进一步发现自然资源寻求动机越强，企业就越倾向于选择分享股权模式。显然，脱离并购动机去谈股权选择可能会陷入“不知其所以然”的风险，未来的研究应该结合并购动机去理解和研究跨国并购中的股权选择。

### 3. 关注股权选择的“决策者”

第三个被忽视的因素是跨国并购股权选择的“决策者”。交易成本经济学、资源基础观、制度理论是进入模式研究中最常用的三大理论 (Brouthers & Hennart, 2007)，分别关注交易、资源和制度层面的因素，由此也就导致对决策者的重要作用关注不够。高层梯队理论认为，企业战略决策及其绩效是高层管理者的反映 (Hambrick & Mason, 1984)，跨国并购进入模式决策也不例外 (Nielsen & Nielsen, 2011)。然而，已有研究却很少关注决策者在股权选择过程中的关键作用，在样本文献中仅有四篇将决策者纳入考虑。张诚和赵剑波 (2012) 首次从决策者的角度探讨了 TMT 异质性对跨国并购股权选择的影响。Yang (2015) 则进一步将决策群体从 TMT 转向董事会。在最新的一项研究中，Malhotra 等 (2018) 则进一步深入至高层管理者的心理特征——锚定效应。

综合而言，上述三个新发展主要体现了跨国并购股权选择研究的两个发展趋势，一是由外部转向内部，即从关注东道国因素和母国—东道国之间的距离因素转向母国因素。二是从宏观深入微观，即从国家、行业和企业层面深

入个体层面。这两个趋势的进一步发展将会对深入和全面理解跨国并购股权选择大有帮助。同时，也会完善和丰富跨国并购股权选择多重理论解释框架。

## 五、研究框架与展望

### (一) 研究框架

综合考虑 Chari 和 Chang (2009) 的六种理

论解释、最近研究的新发现，本文提出了跨国并购股权选择的研究框架（见图 2）。研究框架主要由五个部分构成，第一部分为解释跨国并购股权选择的常用理论；第二部分和第三部分分别为来自主并方和被并方的影响因素；第四部分为主并方—被并方之间的差异（距离）因素；第五部分为跨国并购股权选择影响的结果。

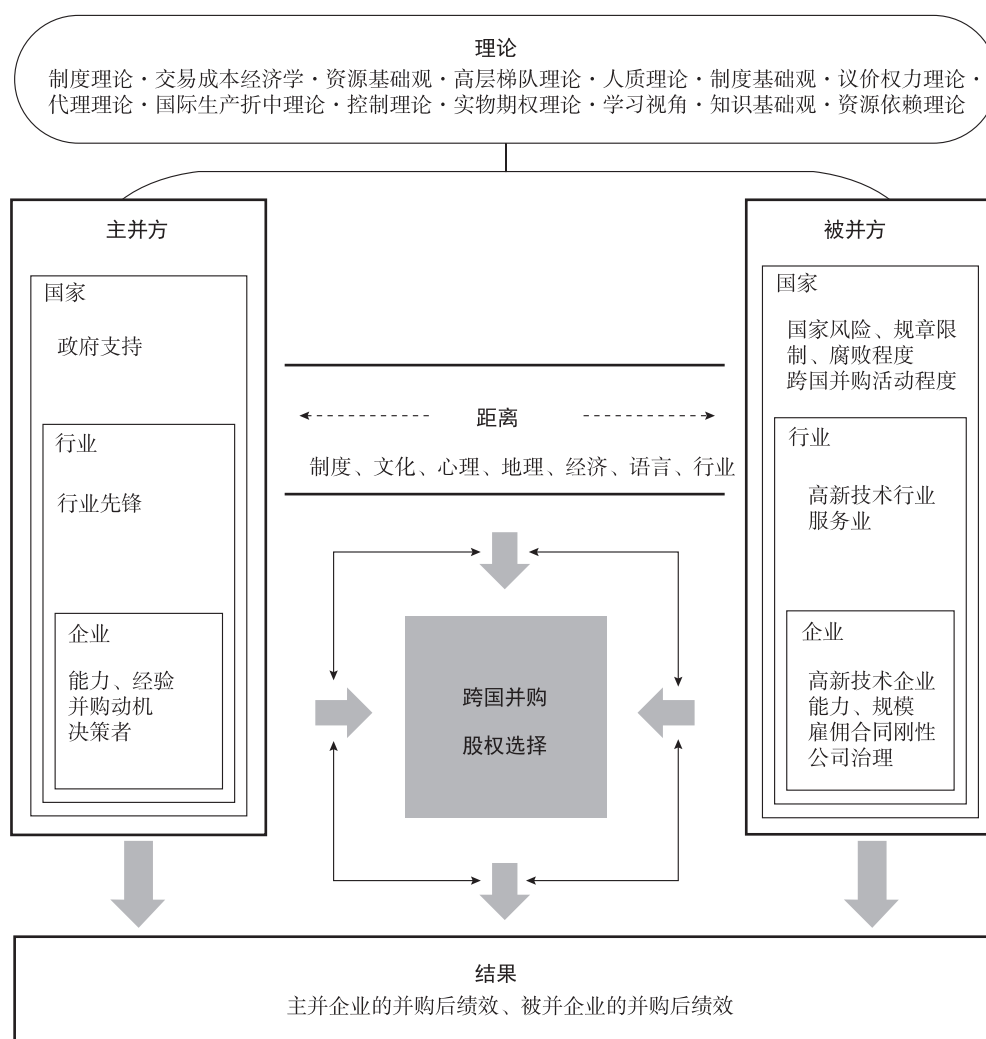


图 2 跨国并购股权选择研究框架

## (二) 研究展望

对于未来的研究方向，我们紧扣基于文献述评形成的研究框架而展开，故而对研究框架中的五个部分逐一提出值得深入探索的方向。此外，

我们还在研究方法上进行了相关探讨。希望这些方向能够指引未来跨国并购股权选择研究深入和全面发展。表6概括了现有研究在上述六个方面取得的成果以及未来值得探索的方向。

表6 已有观点与未来研究方向

	已有观点	未来研究方向
理论	交易成本理论、资源基础观、制度理论、制度基础观、实物期权理论、知识基础观、代理理论、高层梯队理论、跳板视角、学习视角	社会网络理论、信号理论、注意力基础观
主并方	母国政府的支持、主并企业的研发能力、营销能力、企业的并购经验（国际并购经验和东道国并购经验）、TMT异质性、TMT国际化经验、董事会股权集中度、高管锚定效应	探索母国层面的其他因素； 聚焦国有企业、家族企业； 深入决策者的认知层面，将决策者视为一个“群体”；专业顾问
被并方	东道国的国家风险、腐败程度、规章限制、跨国并购活动水平、雇佣合同刚性；目标企业的规模、目标企业的行业属性、研发能力、公司治理	从将中国企业视为主并方转为被并方；被并企业的前期绩效、行业地位、政治关联
双方的距离和博弈	文化距离、制度距离、知识距离、地理距离、语言距离、经济距离、宗教距离、心理距离、行业距离、历史关系	国家间的贸易关系、外交关系；并购双方的互补性
股权选择的结果	主并企业的并购后绩效 被并企业的并购后绩效	整合模式的选择、企业间的知识转移；情境因素或调节变量的探索；内生性问题
研究方法	案例研究 经验研究	案例研究 定性比较分析（QCA）方法 元分析方法

资料来源：笔者整理。

### 1. 引入新的理论或视角

第一，社会网络理论。社会网络理论认为社会情境下的社会行动者（包括个体、群体和组织）由于彼此之间的联系与纽带，而以相似的方式思考和行事。然而，兴许是由于测量网

络关系的难度较大和数据有限，现有跨国并购研究对主并企业所嵌入的网络及其影响重视不足，而是更多地将注意力配置在交易双方（并购方和被并方）上（见图2），最终使得社会网络理论至今尚未引入这一领域之中。事实上，

相较于国内并购，跨国并购面临的信息不对称更严重、潜在的风险更高和合法性危机更大。为了有效克服上述问题，并购者的股权选择可能会更多地参考或复制具有类似情境的并购事件，以顺利实现并购。例如，借鉴同一行业或战略联盟中其他企业在一东道国的并购股权实践。这体现了网络的塑造性。此外，根据社会网络连接的效用性（Kilduff & Brass, 2010），即社会行动者可以利用其嵌入或获取的社会网络关系为其自身带来机遇和价值。当并购企业处在结构洞（Burt, 1992）或较高网络中心度的位置时，其在股权选择时具有更大的优势，一方面，有关被并方多样的信息会降低双方之间的信息不对称，进而有助于其选择合适的股权策略；另一方面，广阔的关系网络还有助于其在整合失败后出售目标企业时寻找潜在买家。

第二，信号理论（Spence, 1973）。信息不对称是跨国并购中主并企业方和被并企业之间普遍存在的一种现象，其会影响到主并企业的决策过程。而信号理论则是关于如何降低双方信息不对称的一个理论（Spence, 2002）。当双方存在信息不对称时，信号理论对于解释双方的行为极为有用（Connelly et al., 2011）。然而，信号理论在国际商务中受到的关注相对而言仍然较少（Reuer & Ragazzino, 2014），尽管其在国际商务中的应用不断增加（Reuer et al., 2012; Stevens et al., 2015; Yan et al., 2018）。实际上，并购双方的互动与博弈（如讨价还价）过程正是信号传递与接收的过程。在这一情景中，被并企业为信号的发送者，主并企业为信号的接收者。为获得良好的出售价格，被并方会有意地采取特定的措施，例如研发新产品、

吸收风险投资者、构建战略联盟和引入并购竞争者等，从而释放出被并企业为优质标的的信号给主并企业，最终影响到主并企业的股权选择。把信号理论引入跨国并购股权选择研究中具有三大优势：一是将研究焦点从“主并方”转移到“被并方”，这无疑会丰富现有从并购方角度来解释跨国并购股权选择的研究；二是从关注被并方的“静态表征”转向“动态行为”；三是更加贴近现实中的跨国并购实践。

第三，注意力基础观（Ocasio, 1997）。由上文可知，现有研究基于高层梯队理论逐步从决策者的人口统计学特征深入至心理特征，然而背后潜在的作用机制尚不明确。注意力基础观作为高层梯队理论的有益补充，丰富和拓展了决策者影响企业行为和结果的作用机制（张明等, 2018; Cho & Hambrick, 2006; Souitaris & Maestro, 2010）。此外，将注意力基础观与跨国并购股权选择相结合，也是积极探索企业国际化战略微观基础的有益尝试（Contractor et al., 2019）。未来研究者除了将注意力作为一个有效的作用机制外，还可以尝试去探索该机制的情境因素。例如，在什么情境下企业或决策者会配置更多的注意力于完全并购或部分并购？这些情境因素可能会与主并企业的并购动机、经营状况、决策者的自主权，以及被并企业的“含金量”和“发声量”紧密相关。

当然，新理论的引入并非要取代而是补充现有的经典理论，更不是要孤立而是共同地去解释跨国并购股权选择这一重要现象。实际上，在样本中就有研究者融合或整合多种理论去解释这一重要现象的复杂性（Elango et al., 2013），这本身也是一种新的尝试和贡献。

## 2. 来自主并方的研究方向

第一，继续深入挖掘母国的其他情境因素。企业的跨国并购及其股权选择由于涉及双边国家、行业和企业，不仅会受经济和文化环境，而且还会受到政治环境的影响（Boddeyn & Brewer, 1994）。现有的研究更多的是将注意力聚焦于经济和文化方面，而对政治方面的因素（包括主并企业与母国政府的政治关联，以及母国与东道国之间的政治关系）探索仍然不足。

第二，探索和区分不同企业组织形式的独特性与差异性。已有研究并未仔细区分不同组织形式的企业在跨国并购股权选择上的差异，而是统一对待。未来研究可以聚焦于国有企业、家族企业等组织形式展开研究。例如，已有研究就发现家族企业的国际化与其他企业的国际化截然不同，具有自身的独特性（Arregle et al., 2017）。

第三，重视和扩展股权选择的决策者和影响者。由上文可知，现有研究已经表现出对企业中决策者的重视，且渐呈上升之势。本文认为未来研究可从如下三个方面继续深入探索。首先，关注决策者心理特征和认知偏差。毕竟人口统计学特征只是心理特征的反映，且存在较大噪声（Hambrick & Mason, 1984）。其次，注意“团队”“群体”成员之间的互动。除了关注群体层面的静态表征，还应关注群体内部成员间的互动。这也许需要借助群体心理学的相关理论和概念。如群体极化（Myers & Lamm, 1976）。最后，考虑影响决策者决策制定的其他重要人群。除了上述直接决策者外，还可以考虑在选择最优标的、降低信息不确定性方面发挥重要作用的专业顾问（Shimizu et al., 2004）。

## 3. 来自被并方的研究方向

现有研究多是从主并企业的角度而非被并企业的角度去理解和解释跨国并购股权选择。实际上，十年前 Chari 和 Chang（2009）就已经意识到这一局限性并呼吁未来研究者为此而努力。然而，时至今日并未得到良好的解决。背后的一个重要原因兴许是有关被并企业数据的缺乏或限制。就中国学者而言，也许一个间接且有效的克服方法便是将中国企业从视为主并企业转向被并企业。例如，将样本限定为国外企业并购中国企业的并购事件。此时我们便可以获得相对充分的数据而从被并企业的角度出发来理解主并企业的股权选择问题。毕竟，被并企业在售出多少股权的问题上具有相对充分的话语权。此时，从卖方角度而言，对于出售多少股权的问题则需要综合考虑多方面的因素。主并企业方面的因素，包括市场竞争力（包括国内和国外）、以往并购中对被并企业的整合模式（特别是对被并企业管理团队的处理方式），甚至是企业社会责任履行情况，因为这些因素关乎被并企业在并购后的发展前景。而被并企业自身的因素，则包括前期绩效、行业地位、政治关联等，这些因素对被并企业的讨价还价能力至关重要。

## 4. 来自主并方—被并方之间的距离

关于主并方和被并方之间的距离，现有研究主要聚焦于国家层面（如文化距离、制度距离、地理距离等）和行业层面（行业距离）。而这正为未来研究提供了两个潜在的方向，一是从静态特征转向动态关系。已有研究关注到的国家层面的距离（如文化距离、制度距离、地理距离等），测量的对象本身就具有历史性、

稳定性和持久性，而测量数据又多为截面数据，故而衡量的差异或距离具有明显的静态特征，从而无法有效捕捉到母国—东道国之间的动态关系。有鉴于此，未来研究者可以去充分挖掘国家间的动态关系对跨国并购股权选择选择的影响。例如，国家间的政治或外交关系 (Bertrand et al., 2016; Li et al., 2018) 和贸易关系。毋庸置疑，国家间的政治关系对跨国并购活动有着重要的影响，且具有多变性。近看中美贸易战便可一窥究竟。二是从国家、行业层面深入至企业层面的差异或距离。被并企业与主并企业之间能否产生协同或助益是并购前必须考虑的因素，更是并购后整合和绩效提升的关键。此时，问题的核心不是被并企业资源禀赋丰富与否，而是被并企业与主并企业在资源禀赋上是否具有相关性 (relatedness)。这个相关性既包括相似性 (similarity)，也包括互补性 (complementarity) (Porter, 1985; Zaheer et al., 2013)。然而已有研究经常混淆这两个概念，将相似性 (用行业距离来度量) 等同于相关性而忽视了互补性 (黄嫚丽等, 2019)。未来研究可就此进行研究：并购双方的互补性对跨国并购股权选择会有怎样的影响？

#### 5. 探索股权选择的后果

跨国并购股权选择之所以受到实践界和学术界的广泛关注，是因为其事关并购后整合的成败和并购绩效的优劣。这也是现有研究广泛探索其前置因素所默认的重要依据和前提条件。但令人惊讶的是，在 59 项跨国并购股权选择研究中，仅有 7 项研究探索了股权选择的后果。这种“重因轻果”的现象显然对于理解跨国并购股权选择是不充分的。此外，关注的结果多

是局限于市场反映 (如 CAR)。基于此，我们呼吁未来的研究能够对跨国并购股权选择的后果进行深入且广泛的探索。具体而言，可以从如下几个方面入手，第一，区分和扩展结果的不同维度。首先，区分不同的维度。现有的研究多关注并购的市场或经济绩效 (Yang, 2015; 高厚宾和吴先明, 2018)，而对社会绩效重视不够。其次，除了并购后整合与并购绩效，未来的研究还可以就其他主题展开探索，如知识转移。最后，延伸至不同的层面，除了关注企业层面的结果，行业层面和个体层面也同样值得关注，如行业层面的行业结构、行业竞争力；个体层面的高管离职率、高层管理人员的薪酬变动等。第二，探索情境因素。鉴于对跨国并购股权选择结果的研究数量较少且结果不一 (Aybar & Ficici, 2009; Chari et al., 2010; Yang, 2015)，未来的研究有必要更多地探索有效的情境因素或调节变量。第三，重视跨国并购股权选择绩效影响的内生性。考虑到进入模式决策对企业而言是内生的 (Shaver, 1998; Brouthers & Hennart, 2007; Dikova & Brouthers, 2016)，未来研究在探索跨国并购股权选择对结果的影响时，需要采取恰当的方式以缓解存在的内生性问题。

#### 6. 重视和应用新的研究方法

不同理论的整合或研究问题的深入，对研究方法也提出了更高的要求。本文认为在意欲打开决策过程“黑箱”和越发追求因果推断准确性的国际商务研究中，案例研究方法和定性比较分析方法将会是目前主流研究方法——多元统计分析方法的有益补充。而事实上，在样本文献中已经有部分学者运用案例研究方法去

研究跨国并购中的股权选择问题 (Oguji & Owusu, 2017; Oguji, 2018)。这种方法在揭示和展现股权选择决策中的动态性上更具优势。例如, 未来研究可以利用案例研究方法去研究一家企业的多次甚至是上百次的跨国并购事件, 以揭示其背后的股权选择逻辑与模式。另外, 59 篇样本文献中有 57 篇为定量研究——考察了特定自变量对跨国并购股权选择或跨国并购股权选择对特定因变量的“净效应”。然而, 现实中跨国并购股权选择却极具复杂性 (Malhotra et al., 2018; Ragin, 2008), 其可能是多方面不同因素共同作用的结果 (即“联合效应”), 且不同因素之间还会存在替代关系 (Chari & Chang, 2009) 或互补关系, 而这却是主流的回归分析方法所无法完全揭示的 (Fiss, 2007)。未来研究可以尝试使用定性比较分析 (Qualitative Comparative Analysis, QCA) 方法去探究跨国并购股权选择的因果复杂性。在最新的一项研究中, 张明等 (2019) 便应用 QCA 方法研究了我国高新技术企业的完全并购现象。

最后, 考虑到跨国并购股权选择研究中相关结论的不一致, 如文化距离与跨国并购股权选择之间的关系 (Lee et al., 2014; Malhotra et al., 2011; Piaskowska & Trojanowski, 2014)。未来研究也可采用元分析 (meta-analysis) 方法提供令人信服的结论和识别相关的情境因素。<sup>①</sup> 例如, 针对过去 30 年间进入模式与绩效之间长期存在的不一致结论, Zhao 等 (2017) 采用元分析方法为此提供了一个相对而言更为全面和可靠的结论。

<sup>①</sup> 感谢审稿专家提出的宝贵意见。

接受编辑: 孙霏

收稿日期: 2018 年 11 月 27 日

接受日期: 2019 年 6 月 26 日

作者简介: 张明, 华南理工大学工商管理学院博士研究生, 研究兴趣为企业战略管理和国际商务。第一作者论文已经被《经济学 (季刊)》《中国工业经济》《管理学报》《经济管理》《外国经济与管理》录用或发表。

蓝海林, 华南理工大学工商管理学院, 教授, 博士 (暨南大学), 研究兴趣为企业战略管理。论文发表在 *Academy of Management Perspectives*, *Asia Pacific Journal of Management*, 《管理世界》和《南开管理评论》等期刊。

黄嫚丽 (E-mail: huangml@scut.edu.cn), 华南理工大学工商管理学院, 教授, 博士 (华南理工大学), 研究兴趣为企业战略管理和国际化战略。论文发表在 *European Planning Studies*、《南开管理评论》和《管理学报》等期刊。

#### 参考文献

- [1] 高厚宾、吴先明:《新兴市场企业跨国并购、政治关联与创新绩效——基于并购异质性视角的解释》,《国际贸易问题》,2018年第2期。
- [2] 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》,《管理学报》,2017年第8期。
- [3] 黄嫚丽、张明、皮圣雷、陆诗夏:《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》,《管理学报》,2019年第5期。

[4] 李秀娥：《交易成本、制度与中国企业跨境并购模式——基于 Thomson Reuters 数据的实证研究》，《亚太经济》，2013 年第 4 期。

[5] 林季红、张璐：《中国企业海外并购的股权策略选择》，《财贸经济》，2013 年第 9 期。

[6] 普华永道：《2017 年中国企业并购市场回顾与 2018 年展望》，2018 年。

[7] 桑子轶、郭健全：《国际经验、经济自由度与中国企业跨国并购所有权选择》，《哈尔滨商业大学学报》（社会科学版），2017 年第 2 期。

[8] 吴先明：《企业特定优势、国际化动因与海外并购的股权选择——国有股权的调节作用》，《经济管理》，2017 年第 12 期。

[9] 张诚、赵剑波：《高管团队异质性、企业所有制与海外股权并购——来自中国上市公司的经验证据》，《北京工商大学学报》（社会科学版），2012 年第 2 期。

[10] 张明、陈伟宏、蓝海林：《中国企业“凭什么”完全并购国外高新技术企业——基于 94 个案例的模糊集定性比较分析（fsQCA）》，《中国工业经济》，2019 年第 4 期。

[11] 张明、蓝海林、陈伟宏：《企业注意力基础观研究综述——知识基础、理论演化与研究前沿》，《经济管理》，2018 年第 9 期。

[12] 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》，《外国经济与管理》，2018 年第 2 期。

[13] Ahammad, M. F., Konwar, Z., Papageorgiadis, N., Wang, C. G., & Inbar, J. 2018. R&D capabilities, intellectual property strength and choice of equity ownership in cross-border acquisitions: Evidence from BRICS acquirers in Europe. *R&D Management*, 48: 177-194.

[14] Ahammad, M. F., Leone, V., Tarba, S. Y., Glaister, K. W., & Arslan, A. 2017. Equity ownership in

cross-border mergers and acquisitions by British firms: An analysis of real options and transaction cost factors. *British Journal of Management*, 28: 180-196.

[15] Anderson, E., & Gatignon, H. 1986. Modes of foreign entry: A transaction cost analysis and propositions. *Journal of International Business Studies*, 17: 1-26.

[16] Arregle, J. L., Duran, P., Hitt, M. A., & Van Essen, M. 2017. Why is family firms' internationalization unique? A meta-analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41: 801-831.

[17] Aybar, B., & Ficici, A. 2009. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40: 1317-1338.

[18] Bertrand, O., Betschinger, M. -A., & Settles, A. 2016. The relevance of political affinity for the initial acquisition premium in cross-border acquisitions. *Strategic Management Journal*, 37: 2071-2091.

[19] Boddewyn, J. J., & Brewer, T. L. 1994. International-business political behavior: New theoretical directions. *Academy of Management Review*, 19: 119-143.

[20] Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. 2003. Why service and manufacturing entry mode choices differ: The influence of transaction cost factors, risk and trust. *Journal of Management Studies*, 40: 1179-1204.

[21] Brouthers, K. D., & Hennart, J. F. 2007. Boundaries of the firm: Insights from international entry mode research. *Journal of Management*, 33: 395-425.

[22] Brouthers, L. E., Marshall, V. B., & Keig, D. L. 2016. Solving the single-country sample problem in cultural distance studies. *Journal of International Business Studies*, 47: 471-479.

[23] Burt, R. S. 1992. *Structural holes: The social structure of competition*. Cambridge, MA: Harvard University

Press.

[24] Canabal, A., & White, G. O. 2008. Entry mode research: Past and future. *International Business Review*, 17: 267-284.

[25] Carney, M., Dieleman, M., & Taussig, M. 2016. How are institutional capabilities transferred across borders? *Journal of World Business*, 51: 882-894.

[26] Chari, A., Ouimet, P. P., & Tesar, L. L. 2010. The value of control in emerging markets. *Review of Financial Studies*, 23: 1741-1770.

[27] Chari, M. D. R., & Chang, K. Y. 2009. Determinants of the share of equity sought in cross-border acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 40: 1277-1297.

[28] Chen, S. -F. S. 2008. The motives for international acquisitions: Capability procurements, strategic considerations, and the role of ownership structures. *Journal of International Business Studies*, 39: 454-471.

[29] Chen, S. -F. S., & Hennart, J. F. 2004. A hostage theory of joint ventures: Why do Japanese investors choose partial over full acquisitions to enter the United States? *Journal of Business Research*, 57: 1126-1134.

[30] Chikhouni, A., Edwards, G., & Farashahi, M. 2017. Psychic distance and ownership in acquisitions: Direction matters. *Journal of International Management*, 23: 32-42.

[31] Child, J., & Rodrigues, S. B. 2005. The internationalization of Chinese firms: A case for theoretical extension? *Management and Organization Review*, 1: 381-410.

[32] Cho, T. S., & Hambrick, D. C. 2006. Attention as the mediator between top management team characteristics and strategic change: The case of airline deregulation. *Organization Science*, 17: 453-469.

[33] Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., &

Reutzel, C. R. 2011. Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37: 39-67.

[34] Contractor, F., Foss, N. J., Kundu, S., & Lahiri, S. 2019. Viewing global strategy through a microfoundations lens. *Global Strategy Journal*, 9: 3-18.

[35] Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. 2014. Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review*, 23: 931-941.

[36] Cuypers, I. R. P., Ertug, G., & Hennart, J. F. 2015. The effects of linguistic distance and lingua franca proficiency on the stake taken by acquirers in cross-border acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 46: 429-442.

[37] Cuypers, I. R. P., & Martin, X. 2010. What makes and what does not make a real option? A study of equity shares in international joint ventures. *Journal of International Business Studies*, 41: 47-69.

[38] De Beule, F., Elia, S., & Piscitello, L. 2014. Entry and access to competencies abroad: Emerging market firms versus advanced market firms. *Journal of International Management*, 20: 137-152.

[39] Deng, P. 2012. The internationalization of Chinese firms: A critical review and future research. *International Journal of Management Reviews*, 14: 408-427.

[40] Guardo, M. C. D., Marrocu, E., & Paci, R. 2016. The effect of local corruption on ownership strategy in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, 69: 4225-4241.

[41] Dikova, D., & Brouthers, K. 2016. International establishment mode choice: Past, present and future. *Management International Review*, 56: 489-530.

[42] Dow, D., Cuypers, I. R. P., & Ertug, G. 2016.

The effects of within - country linguistic and religious diversity on foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 47: 319-346.

[43] Elango, B., Lahiri, S., & Kundu, S. K. 2013. How does firm experience and institutional distance impact ownership choice in high - technology acquisitions? *R&D Management*, 43: 501-516.

[44] Ellis, K. M., Lamont, B. T., Jr, R. M. H., Ro, S., Faifman, L., DeGhetto, K., & Parola, H. 2018. Institutional determinants of ownership positions of foreign acquirers in Africa. *Global Strategy Journal*, 8: 242-274.

[45] Fiss, P. C. 2007. A set-theoretic approach to organizational configurations. *Academy of Management Review*, 32: 1180-1198.

[46] Folta, T. B. 1998. Governance and uncertainty: The trade-off between administrative control and commitment. *Strategic Management Journal*, 19: 1007-1028.

[47] Gaffney, N., Karst, R., & Clampit, J. 2016. Emerging market MNE cross-border acquisition equity participation: The role of economic and knowledge distance. *International Business Review*, 25: 267-275.

[48] Gomes-Casseres, B. 1990. Firm ownership preferences and host government restrictions: An integrated approach. *Journal of International Business Studies*, 21: 1-22.

[49] Gubbi, S. R. 2015. Dominate or ally? Bargaining power and control in cross - border acquisitions by Indian firms. *Long Range Planning*, 48: 301-316.

[50] Hambrick, D. C., & Mason, P. A. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9: 193-206.

[51] Johanson, J., & Wiedersheim-Paul, F. 1975. The internationalization of the firm—four Swedish cases. *Journal of Management Studies*, 12: 305-323.

[52] John, C., Sek - Hong, N., & Christine, W. 2002. Psychic distance and internationalization: Evidence from Hong Kong firms. *International Studies of Management & Organization*, 32: 36-56.

[53] Kedia, B. L., & Bilgili, T. V. 2015. When history matters: The effect of historical ties on the relationship between institutional distance and shares acquired. *International Business Review*, 24: 921-934.

[54] Kilduff, M., & Brass, D. J. 2010. Organizational social network research: Core ideas and key debates. *The Academy of Management Annals*, 4: 317-357.

[55] Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. 2014. Cross-border acquisition in services: Comparing ownership choice of developed and emerging economy MNEs in Indian. *Journal of World Business*, 49: 409-420.

[56] Lee, Y., Hemmert, M., & Kim, J. 2014. What drives the international ownership strategies of Chinese firms? The role of distance and home-country institutional factors in outward acquisitions. *Asian Business & Management*, 13: 197-225.

[57] Li, J., & Li, Y. 2010. Flexibility versus commitment: MNEs' ownership strategy in China. *Journal of International Business Studies*, 41: 1550-1571.

[58] Li, J., Meyer, K. E., Zhang, H., & Ding, Y. 2018. Diplomatic and corporate networks: Bridges to foreign locations. *Journal of International Business Studies*, 49: 659-683.

[59] Li, J. T., Li, P. X., & Wang, B. L. 2019. The liability of opacity: State ownership and the likelihood of deal completion in international acquisitions by Chinese firms. *Strategic Management Journal*, 40: 303-327.

[60] Li, J. T., & Xie, Z. Z. 2013. Examining the cross-border acquisition strategy of Chinese companies: The moderating roles of state ownership and institutional transition.

*Journal of Leadership & Organizational Studies*, 20: 436-447.

[61] Liou, R., Lee, K., & Miller, S. 2017. Institutional impacts on ownership decisions by emerging and advanced market MNCs. *Cross Cultural & Strategic Management*, 24: 454-481.

[62] Liou, R. S., Chao, M. C. H., & Ellstrand, A. 2017. Unpacking institutional distance: Addressing human capital development and emerging-market firms' ownership strategy in an advanced economy. *Thunderbird International Business Review*, 59: 281-295.

[63] Liou, R. S., Chao, M. C. H., & Yang, M. 2016. Emerging economies and institutional quality: Assessing the differential effects of institutional distances on ownership strategy. *Journal of World Business*, 51: 600-611.

[64] Malhotra, S., & Gaur, A. S. 2014. Spatial geography and control in foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 45: 191-210.

[65] Malhotra, S., Lin, X., & Farrell, C. 2016. Cross-national uncertainty and level of control in cross-border acquisitions: A comparison of Latin American and U. S. multinationals. *Journal of Business Research*, 69: 1993-2004.

[66] Malhotra, S., Morgan, H. M., & Zhu, P. C. 2018. Sticky decisions: Anchoring and equity stakes in international acquisitions. *Journal of Management*, 44: 3200-3230.

[67] Malhotra, S., & Sivakumar, K. 2011. Simultaneous determination of optimal cultural distance and market potential in international market entry. *International Marketing Review*, 28: 601-626.

[68] Malhotra, S., Sivakumar, K., & Zhu, P. C. 2011. Curvilinear relationship between cultural distance and equity participation: An empirical analysis of cross-border

acquisitions. *Journal of International Management*, 17: 316-332.

[69] Mariotti, S., Piscitello, L., & Elia, S. 2014. Local externalities and ownership choices in foreign acquisitions by multinational enterprises. *Economic Geography*, 90: 187-211.

[70] Myers, D. G., & Lamm, H. 1976. The group polarization phenomenon. *Psychological Bulletin*, 83: 602-627.

[71] Nielsen, B. B., & Nielsen, S. 2011. The role of top management team international orientation in international strategic decision-making: The choice of foreign entry mode. *Journal of World Business*, 46: 185-193.

[72] O'Grady, S., & Lane, H. W. 1996. The psychic distance paradox. *Journal of International Business Studies*, 27: 309-333.

[73] Ocasio, W. 1997. Towards an attention-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 18: 187-206.

[74] Oguji, N. 2018. How do entry motives and institutions influence the acquisition strategies of multinationals in foreign markets? Lessons from acquisitions of Finnish multinationals in global markets. *Journal of East-West Business*, 24: 81-107.

[75] Oguji, N., & Owusu, R. A. 2017. Acquisitions entry strategies in Africa: The role of institutions, target-specific experience, and host-country capabilities—the case acquisitions of Finnish multinationals in Africa. *Thunderbird International Business Review*, 59: 209-225.

[76] Piaskowska, D., & Trojanowski, G. 2014. Twice as smart? The importance of managers' formative-years' international experience for their international orientation and foreign acquisition decisions. *British Journal of Management*, 25: 40-57.

[77] Pinto, C. F., Ferreira, M. P., Falaster, C., Fleury, M. T. L., & Fleury, A. 2017. Ownership in cross-

border acquisitions and the role of government support. *Journal of World Business*, 52: 533–545.

[78] Porter, M. E. 1985. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press.

[79] Ragin, C. C. 2008. *Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond*. Chicago IL: University of Chicago Press.

[80] Ragozzino, R. 2009. The effects of geographic distance on the foreign acquisition activity of U. S. firms. *Management International Review*, 49: 509–535.

[81] Reuer, J. J., & Ragozzino, R. 2014. Signals and international alliance formation: The roles of affiliations and international activities. *Journal of International Business Studies*, 45: 321–337.

[82] Reuer, J. J., Tong, T. W., & Wu, C. -W. 2012. A signaling theory of acquisition premiums: Evidence from IPO targets. *Academy of Management Journal*, 55: 667–683.

[83] Shaver, J. M. 1998. Accounting for endogeneity when assessing strategy performance: Does entry mode choice affect FDI survival? *Management Science*, 44: 571–585.

[84] Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. 2004. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10: 307–353.

[85] Slangen, A., & Hennart, J. F. 2007. Greenfield or acquisition entry: A review of the empirical foreign establishment mode literature. *Journal of International Management*, 13: 403–429.

[86] Souitaris, V., & Maestro, B. M. M. 2010. Polychronicity in top management teams: The impact on strategic

decision processes and performance of new technology ventures. *Strategic Management Journal*, 31: 652–678.

[87] Spence, M. 1973. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87: 355–374.

[88] Spence, M. 2002. Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*, 92: 434–459.

[89] Stevens, C. E., Makarius, E. E., & Mukherjee, D. 2015. It takes two to tango: Signaling behavioral intent in service multinationals' foreign entry strategies. *Journal of International Management*, 21: 235–248.

[90] Tan, D., & Mahoney, J. T. 2006. Why a multinational firm chooses expatriates: Integrating resource-based, agency and transaction costs perspectives. *Journal of Management Studies*, 43: 457–484.

[91] Xie, Z. Z., & Li, J. T. 2017. Selective imitation of compatriot firms: Entry mode decisions of emerging market multinationals in cross-border acquisitions. *Asia Pacific Journal of Management*, 34: 47–68.

[92] Yan, H. F., Wang, J., & Deng, P. 2018. Outbound linkage and inbound leverage for emerging multinationals: A signaling theory perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 35: 347–372.

[93] Yang, M. 2015. Ownership participation of cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: Antecedents and performance. *Management Decision*, 53: 221–246.

[94] Zaheer, A., Castaner, X., & Souder, D. 2013. Synergy sources, target autonomy, and integration in acquisitions. *Journal of Management*, 39: 604–632.

[95] Zaheer, S., Schomaker, M. S., & Nachum, L. 2012. Distance without direction: Restoring credibility to a much-loved construct. *Journal of International Business Studies*, 43: 18–27.

[96] Zhao, H. X., Ma, J. Q., & Yang, J. 2017. 30 years of research on entry mode and performance relationship:

A meta-analytical review. *Management International Review*, 57: 653-682.