

新兴经济体论坛

工作论文

(2018) 第 69 篇 (总第 129 篇)

2018 年 11 月 15 日

广东省新兴经济体研究会 朱森林

业绩期望差距对中国企业跨国并购进入模式的影响¹

吴小节¹ 陈小梅¹ 汪秀琼²

(1. 广东工业大学管理学院, 广州 510520;

2. 华南理工大学经济与贸易学院, 广州 510006)

摘要: 随着“一带一路”、“走出去”等政策的推动, 国际化战略成为很多新兴经济体企业的必然选择, 跨国并购进入模式的选择是跨国公司实现国际化战略目标的重要战略决策。然而, 现有文献鲜有对业绩期望差距如何影响跨国并购进入模式的研究。本文以 2016 年沪深证券交易所 A 股上市公司为研究样本, 基于企业行为理论、绩效反馈理论和制度理论分析了业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式的关系, 并探讨了跨国制度差异的调节作用。实证结果表明: (1) 业绩期望差距与企业跨国并购进入模式存在正相关关系, 即业绩期望差距越大, 在企业决策时, 企业越倾向于采取控制和资源承诺水平较高的独资方式进入海外市场。(2) 跨国制度差异对业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的关系具有负向调节作用。即跨国制度差异越大, 则业绩期望差距与跨国并购进入模式的正相关关系

[基金项目] 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); 教育部人文社科基金规划项目“中国企业跨国并购后的制度复杂性与组织战略反应的动态演化机制研究”(18YJAZH099); 教育部人文社科基金规划项目“制度与资源双重约束对中国民营企业 OFDI 进入模式的影响机制研究: 基于管理者认知视角”(18YJAZH085)。

[作者信息] 吴小节: 广东工业大学管理学院教授 510520 电子邮箱: xiaojie_wu@163.com; 陈小梅: 广东工业大学管理学院硕士研究生; 汪秀琼: 华南理工大学经济与贸易学院副教授

越弱。该结论不仅能为中国企业采取合适的跨国并购进入模式提供方向，也能为未来企业跨国并购进入模式的研究拓宽思路。

关键词：业绩期望差距 市场进入模式 制度差异 企业行为理论 绩效反馈理论 制度理论

引言

跨国并购作为中国对外直接投资的主要方式[1,2]，十多年来中国企业在海外并购数量、并购规模和并购金额都呈快速增长。根据普华永道 2018 年 2 月公布的《中国企业并购市场 2017 年回顾与 2018 年展望》资料显示²，2007 至 2017 年中企跨境并购交易金额年复合增长率为 23%，2016 年中国企业跨国并购达到历史最高峰，2017 年中国并购活动交易价值从 2016 年的历史最高点回落 11%至 6710 亿美元，虽然并购交易金额减少，但并购数量仍达历史第二，2017 年中国企业共完成 806 起海外并购交易。然而，数据表明，中国企业跨国并购的失败率居高不下[3]，与并购失败率现象相对应的是，中国企业跨国并购前期评估和经验不足，并购后整合困难，跨国公司并未形成以资产为枢纽的新型企业关系，并购方和被并购方又无法克服文化、法律、制度等方面的障碍，严重制约到我国跨国并购的成功进程和“走出去”战略的顺利实施。那么，跨国公司为了成功实施国际化战略以及提升并购绩效，选择合适的跨国并购进入模式显得相当重要。进入模式选择不当，往往成为中国跨国公司在东道国市场上出现“水土不服”现象的重要原因。因此，深入研究跨国并购进入模式的影响因素与作用机制，是当前该领域应该予以深思和研究的重大现实课题。

从文献上看，以往对中国企业跨国并购进入模式的研究，主要包括三个方面：第一，从进入模式概念与分类上。企业跨国并购进入模式大体可分为合资进入、独资进入；股权式投资、非股权式投资；直接进入、收购进入等多种分类[4]。任颀等曾将市场进入模式再细分为五个主要大项及若干个细项：出口、合同协议方式（许可、特许经营、战略联盟等）、成立合资企业、并购和成立全资子公司[5]。Hill 等从资源承诺、目标区域经营风险承担程度和对目标区域经营活动的控制程度来对市场进入模式进行分类[6]，但实际上无论哪种方式都可以理解为从不同角度来阐述企业对于目标区域经营活动的控制程度与投资股权的多少有关[7]。第二，从理论视角上。已有研究已经从国际商务理论、企业风险理论、组织学习理论、权变理论[8]、生产折衷理论、资源基础观、交易成本理论、制度理论等理论视角出发[9,10]，探讨影响企业跨国并购进入模式的影响因素。比如，交易成本理论侧重于成本与风险的平衡，而制度理论聚焦于合法性机制的影响，并认为企业更倾向于较低资源承诺的进入模式，以便在制度差异较大时将不确定性的影响降至最低，并允许更大的灵活性并最小化外部合法性与内部一致性之间的冲突[11]；但 Estrin[12]的研究表明，企业进入东道国市场时为了获取更大的控制权和话语权，往往倾向于选择独资的海外市场进入方式。第三，从影响因素上。先前的研究已证实影响企业跨国并购进入模式的因素有：企业特有资

² 《中国企业并购市场 2017 年回顾与 2018 年展望》，网址：<https://www.pwccn.com>

源[13]、企业所有制性质[5]、企业生产效率[14]、高管团队特征[15]、政策风险[16]、制度距离[17,18]、并购经验[19]等。易靖韬和戴丽华的实证结果表明母公司对子公司的控制程度、母公司规模、绩效、国际化经验和东道国的经济发展水平对企业进入模式的选择均有显著的影响[8]。综合来看，关于跨国公司海外市场进入模式选择关系的研究成果比较丰富，对跨国公司的实践活动具有重要的理论指导价值。

然而，尽管较多学者已开展过跨国并购对经营绩效的影响方面的研究[8,20]，但反过来，绩效差距是否能对跨国并购的相关决策产生影响呢？现有研究对该问题缺乏足够的重视。以往的研究大多聚焦于绩效期望差距对企业战略变革和风险承担等议题上[21-24]。比如，连燕玲等[21]实证研究了业绩期望差距与企业战略调整的关系。梁杰等[22]通过中国制造业185家上市企业的样本数据，研究发现绩效期望差距对企业战略变化有着显著的影响。贺小刚等[23]对中国家族上市公司的研究证实了业绩期望差距与企业家的风险决策偏好的关系。本质上说，绩效反馈理论来源于企业行为理论，它以简化的决策规则为解释企业搜寻、冒险和变革行为提供了理论支持[25,26]，其基本观点是，企业决策者在决策过程中会设定期望目标作为业绩评估的基准，如果实际业绩超过期望水平（即业绩期望顺差），经营状态被界定为成功，企业对当前结果满意，则战略持续；如果实际业绩低于期望目标（即业绩期望落差），经营状态被界定为失败，企业据此进行战略调整或实施变革。基于绩效反馈决策模型，期望目标是界定企业经营状态的关键，实际业绩与期望目标之间的差距是判定企业成败的重要依据[24]。那么跨国并购作为高风险的企业战略决策之一，是否也会受到绩效期望差距的影响？进一步说，作为与跨国并购国际化战略最为重要的三个决策之一的海外进入模式，是否会受到企业绩效期望差距的影响？这是本文研究的第一个问题。此外，国内外研究表明，东道国与母国之间的制度差异对跨国并购决策与绩效有着重要的影响[27,28]，那么企业绩效期望差距对跨国并购决策的作用是否会受到制度差异的影响呢？这是本文将要探讨的第二个问题。’

具体而言，本文基于绩效反馈理论、企业行为理论和制度理论回答以下两个关键的学术问题：（1）业绩期望差距如何影响中国企业跨国并购进入模式的选择？换句话说，当企业业绩期望差距较大时，企业在跨国并购决策时该选择哪种跨国并购进入模式？这个影响机制是如何发挥作用的？（2）跨国制度差异对业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式的选择是否具有调节效应？如果存在，跨国制度差异是如何调节业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式的选择的关系？

本文的理论贡献主要体现在三个方面：第一，跨国并购绩效的研究内容上的突破。现有关于企业跨国并购绩效的研究几乎都是后向研究，较多学者研究了跨国并购行为与并购后企业绩效的关系，忽略了企业业绩差距作为前置因素反过来对企业跨国并购进入模式的影响，本文在一定程度上弥补了这个方面的不足。第二，理论视角新颖。现有关于企业跨国并购的研究大多是从交易成本理论、资源基础理论、制度理论等视角作为支撑，而基于企业行为理论和绩效反馈理论的研究较少。本文以这三个理论为依据，具体考察业绩期望

差距对中国企业跨国并购进入模式选择的影响机制，为企业并购行为的影响因素提供了新的理论视角，弥补了现有文献对业绩期望差距与中国企业跨国并购战略决策的影响上的不足。第三，本文检验了跨国制度差异对业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式关系的调节效应，进一步揭示业绩期望差距对企业跨国并购进入模式的影响的调节机制。

文献回顾与研究假设

1.业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式的选择

企业行为理论是基于组织目标、预期选择和控制框架对组织决策行为进行研究。其核心观点是：组织是目标导向型体系，有限理性的决策者习惯于用简化的规则来引导和调整企业战略行为[29,30]，即决策者在决策过程中会设定一个心理上的期望值来衡量组织目标实现程度，这种观点在业绩反馈决策模型中得到了充分的体现[23,25]。另一方面，有限理性的决策者受认知能力和信息的不对称性，为简化决策流程，在决策过程中会设定目标期望水平作为评估组织运营情况的基准，并将实际业绩与目标期望水平的差距作为企业后续行为决策的依据：一般假定当企业绩效高于预期水平（绩效落差为正）时，企业会减少风险承担行为；相反当绩效低于预期水平（绩效落差为负）时，会增加风险承担行为[25,31]。

在考虑业绩期望差距时，根据 Greve[25]绩效反馈决策模型，绩效反馈结果主要由历史业绩期望差距与行业业绩期望差距两种业绩期望差距来表现。这两种表现形式的差别主要是比较参考点的差异，除了与自身的纵向比较（即历史业绩期望差距），还有横向的社会比较（即与行业领导者、创新标杆企业或战略群组企业比较）。鉴于两种绩效预期水平的不同衡量标准，有学者建议企业最终的绩效预期水平应该是历史预期水平和社会预期水平的加权平均值[32]，但也有学者认为应该分别检验两者对企业行为的影响[33,34]。本文采取后者，分别讨论这两种业绩期望差距对企业跨国并购进入模式选择的影响。这样选择的原因有：（1）针对这一问题，Bromiley 和 Harris[35]专门进行了分析和讨论，作者基于三种不同的绩效预期模型，采用六种常用的绩效测量指标来解释类不同的企业结果（财务舞弊、决策风险和研发支出）。通过比较不同预期水平测量方法的结果，得出“单独测量历史预期水平和社会预期水平优于采用两者的加权平均值”的结论。（2）在一个会计周期内，根据业绩期望差距判定企业经营状态是复杂的：一方面，在两种期望目标参照点下，经营状态可能同样判定为成功或失败，即一致性；另一方面，可能一个判定为成功，一个判定为失败，即不一致[24]。（3）参照点的选择对于决策者而言至关重要，因为它影响到如何对经营业绩进行解释，并且这些解释反过来又影响到决策者是否对经营业绩变化做出反应，比如提高或降低冒险行为，所以研究者对于参照点的不同选择将直接影响到研究结论[23]。因此，有必要区分这两种业绩期望差距的表现形式。

（1）历史业绩期望差距的影响

当组织的管理者认为其企业偏向特殊时，他们会更倾向于考虑历史业绩期望差距，即与自身进行比较。Park[36]认为基于历史业绩的绩效落差是引起组织战略收敛和战略发散行为的关键。企业历史实际绩效低于目标期望水平的差距越大，企业管理者会更迫切地改变

目前状况[37],企业越有可能采用独资的方式打入国际市场,这是因为:第一,从企业角度来说,当企业历史绩效低于期望水平时,未实现组织期望绩效目标将展开问题搜寻,诱使企业进行问题搜索,进而重新评估本企业目前的经营状况,探索目前的经营环节、组织当前在资源配置、内部管理、产品制造或市场战略等方面出现的问题[21],进而促使他们进行组织的战略重新规划。组织管理者在问题搜寻时,可能存在多种选择方案,选择海外市场寻求跨国并购是企业应对市场竞争和业绩下滑所做出的最常见的战略调整行为,以并购方式获取战略资源以提升企业绩效[38,39],帮助企业获得规模效应、协同效应等,进而可以使得企业扩大市场份额,增强竞争能力,以期扭转经营不利的局面,往往被视为提高组织绩效的重要手段;企业实施扩张型并购战略并不一定追求并购效率,而可能是为争取稀缺的资源,尤其对于业绩期望差距较少的企业,为改善企业经营状况,并购关键资源公司可以在一定程度上解决企业战略需要,并向市场传递积极信号。独资或合资的进入模式反映了企业在国际化进程中对资产控制、风险、回报、资源投入和一体化程度的偏好和态度。而独资的股权方式进入海外市场,能获得更高控制权,较高控制程度的独资进入模式有助于减弱中国跨国企业降低发生在合作伙伴身上的沟通和交流成本,保护资产优势,避免资源扩散的风险[17],此举在企业业绩较差时能为外界传递良好的信号。

第二,从管理者角度来说,对绩效反馈的感知和解读、基于经营状态的反馈和评估进而做出决策选择是管理者应对经营风险和不确定性的一种重要思维模式[40]。当历史业绩低于预期水平时,有限理性的管理者会将这种结果视为不满意结果。这种不满意往往会降低自负的管理者的信心,进而驱动管理者进行一些冒险决策,打破管理者固守现状的傲慢情结,将更有动力改变原有的发展模式从而对原有企业战略进行改变[32],刺激他们去做出更加大胆的决定,尤其是学习竞争者的行为、调整战略方向、寻求社会上利益相关者对其决策的支持与理解[23],以此来改善企业当前的经营状况。相反,当公司实际绩效高于组织期望目标时,管理者会认为当前的决策或实践不存在问题,则不会改变当前的决策轨迹;将降低管理者改变现状的动力,造成组织和管理者惰性[41],管理者为了“维稳”将可能保持现状,会减少战略调整,更谈不上做出跨国并购这样的决策。若进行跨国并购的战略决策,他们不愿承担较高的风险,也会选择风险较低、短期内不会影响企业经营状态的合资进入模式,借助合作伙伴的当地渠道和网络熟悉市场,缩短学习周期,加快学习速度,因而很有可能采取保守的低控制权的合资方式打入国外市场。

因此,提出本文的假设 1:

H1: 历史业绩期望差距越大,企业越倾向于采取独资的进入模式。

(2) 行业业绩期望差距的影响

Greve 认为[25],当组织的管理者认为他们的企业与同行业中具有相似的竞争行为的其他企业存在可比性时,一般使用企业所在行业的绩效平均水平作为参照去评判经营状态。而与同行业企业业绩相比,业绩期望落差越大,企业越倾向于以激进的方式重新思考自身的战略活动和经营方向,因此会选择独资的海外并购方式改变现状。具体来说:一方面,

当企业的绩效低于行业平均水平时，会降低和威胁到组织存在的声誉、社会期望和外部合法性，导致组织受到内外部利益相关者的质疑。尤其当企业在历经持续的业绩下降而无法提出解决方案时，当事企业就会被迫要求对业绩的持续下滑做出公正合理的解释。股东、投资者、媒体和公共机构等往往也会强化对绩效下滑企业的关注力度与监督力度。内外部危机威胁到组织的合法性，从而迫使组织必须修正现存的组织问题[42]。行业期望落差说明企业在行业竞争中仍处于弱势，面临生存空间遭受挤压的威胁。为缩小与竞争对手的业绩差距，决策者可能密切关注行业绩优者的竞争战略和行为动向，同时审视自身战略定位和治理机制存在的问题，大胆创新或激进变革。而以独资的股权跨国并购方式进入海外市场，能获得高控制权，为外界传递良好的信号，可获得利益相关者的支持。

另一方面，从决策者角度来看，当企业绩效反馈为正时，会增加管理者的自信，收入得到保障和职位安全得到增强，他们倾向于维持现状，避免冒险，维持现有战略目标，从而降低对高风险决策的偏好。当面对自身经营业绩低于行业平均水平，向管理者发出“先前的战略行不通”的信号，这种信号迫使管理者离开当前状态的动机和倾向增强，必须寻找新的途径，以改变企业资源配置效率或扩大既定效益水平下的经营规模，从而满足利益相关者、自身和社会对企业的绩效期望[43]。而国内生产能力过剩和市场逐渐饱和，海外新市场为企业进一步发展壮大提供了重要的战略机遇[15]，通过跨国并购打入国外市场的冒险行为是众多途径中见效较快的一种，这是因为负向绩效反馈使得管理者有压力将企业绩效提升至预期的标准，管理者认为继续坚持现行的战略和运作方式将很难有效地提升企业的绩效[44]。而独资方式进入海外市场的决策能够提高管理者自身在外部市场上的声誉，维持自身在未来市场上的声望，并且独资模式能获取最大的控制权和收益权以达到较高的运营效率。

因此，提出本文的假设 2：

H2：行业业绩期望差距越大，企业越倾向于采取独资的进入模式。

2. 跨国制度差异的调节作用

跨国制度差异是指母国与东道国在调控、认知和规范制度之间的相异程度[45]。North[46]将制度差异划分为正式制度差异和非正式制度差异，在此基础上，Kostova[45]进一步将制度差异划分为规制差异、规范差异以及文化认知差异。其中，规制差异是指在法律、法规和政策等成文规定上的差异；规范差异是指行动者在价值观以及道德规范方面存在的差异；文化认知差异是指在惯例、符号等文化因素之间的差异[47]。本研究参考 Kostova 等[45]学者的制度差异分类方法，探讨两国制度差异对业绩期望差距与跨国并购进入模式选择关系的调节机制。

在面临业绩期望落差较大的情景下，企业能否做出正确的跨国并购进入模式选择的战略决策进入东道国，还必须要考虑两国之间的文化、法律和制度等差异。许和连和李丽华[48]认为，中国企业跨国并购区位选择的主要影响因素是两国间的制度差异；Xu 等[28]研究发现母国与东道国的制度距离越大，跨国公司投入东道国子公司的股权比例越小。Brothers

和 Dikova[49]的实证研究已表明中国与东道国之间的制度差异与企业跨国并购完成的概率成反比关系。López 和 Vidal[50]研究发现东道国与母国制度距离越大，跨国公司更倾向于选择合资进入；制度理论认为，企业的经营活动在合乎外部制度压力要求的情况下，才能得到组织内外部利益相关者的支持，并获得持续运营的合法性。虽然跨国公司有着内部管理一致性的硬性要求，但是为了更加有效地在东道国市场开展投资活动，必须遵守当地的规则和体制，融入当地文化[51,52]，因而母国与东道国的制度上差异增加会使经营战略的转移和企业合法性的建立变得越来越有挑战性。

当母国与东道国制度差异较大时，中国企业倾向于与当地企业合资建立企业的方式进入国外市场。这是因为，一方面，通过直接且密切的合资方式获得当地消费者的认可、当地的商业网络等互补性资源和企业内部资源整合和文化融合工作的投资成本较低，谈判难度较小，并且将显著提高交易的速度，将有限的资源用于企业自身的发展管理而非适应东道国新的制度环境和获取经营的合法性，与具有合法性的当地企业进行合资的方式能够降低制度差异风险对自身合法性造成的不利影响[16]。为了降低风险系数、分散风险，跨国公司会尽可能地利用东道国当地企业的关系、选择低控制权的合资进入模式。另一方面，在两国制度差异较大的情况下，选择独资则意味着跨国公司选择了在东道国市场中独自面对政治风险和市场风险，独资的方式组织协调与适应成本较高，如寻租、腐败等问题，使得企业在熟悉当地市场、搜寻市场和人际信息、进行沟通与洽谈、保证合约履行等相关活动方面增加了企业投资成本[53]，往往会遭受潜在的制度风险，需要时间和成本咨询专业人士与投资相关的各种法规和制度，与交易涉及各方的交流和沟通等，且交易成本和交易的不确定性较高，没有合作者为跨国公司提供与其他利益相关者建立联系的平台，也不能从合作者那里快速地学习到当地企业开展业务的惯例和行为规范。相反，在制度差异较小的国家开展并购活动，更加容易熟悉彼此的制度环境和交易规则，跨国公司在母国积累的经验有助于处理类似问题，转移组织的知识和实践的难度较小[54]，以独资方式进入海外市场也是可取的。

因此，在业绩不佳状态下冒险进行并购活动，若在两国制度差异较大的情况下，企业以独资的方式打入国外市场的可能性将会降低，综上所述，提出本文的假设 3 和假设 4：

H3: 跨国制度差异对历史业绩期望差距与企业跨国并购进入模式之间的关系具有调节作用，当跨国制度差异较大时，历史业绩期望差距与企业跨国并购进入模式之间的正向关系将会削弱。

H4: 跨国制度差异对行业业绩期望差距与企业跨国并购进入模式之间的关系具有调节作用，当跨国制度差异较大时，行业业绩期望差距与企业跨国并购进入模式之间的正向关系将会削弱。

基于以上论述，提出本文概念模型，如图 1 所示：

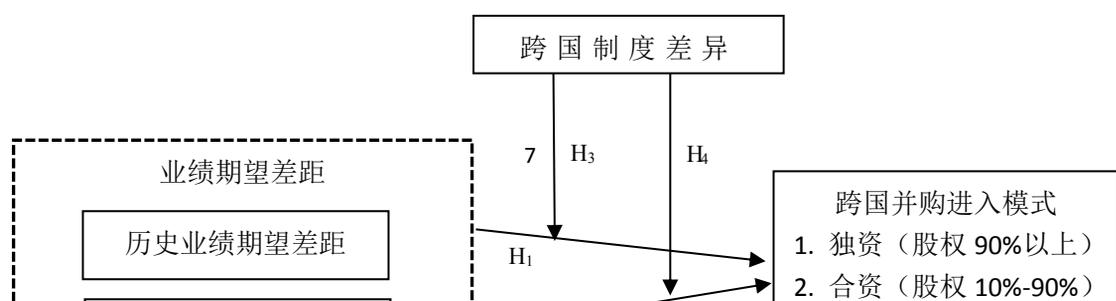


图 1 本研究的概念模型

研究设计

1.研究样本与数据来源

本研究关注的是业绩期望差距对中国企业跨国并购进入模式选择的影响，因此选择了 2016 年沪深证券交易所 A 股上市公司从事了跨国并购活动的所有企业作为研究样本。数据首先来源于国泰君安数据库和 Wind 中国并购数据库；并以 SDC 数据库、东方财富网、巨潮资讯网等金融网站、各上市公司的年报及《2016 年中国对外直接投资名录》等作为多个数据来源补充缺失数据和交互印证数据，以保证样本合理性与准确性，所采用的数据类型为母公司的合并报表数据。

根据分析的目标，为了保证数据的严谨性及数据精度，将所得样本按照以下步骤进行整理[21]：（1）保留在中国大陆企业所从事的跨国并购交易。鉴于本研究的因变量为中国企业跨国并购进入模式，考虑到国内外资本市场差异较大，故而整理样本时只保留了在中国大陆板块上市的企业；（2）剔除金融上市公司；（3）剔除处于经营亏损，被 ST 或 PT 的样本企业；（4）剔除银行、证券公司、保险公司等金融类受管制公司的样本；（5）剔除所需数据指标存在严重缺失的公司样本；（6）剔除并购标的注册地在避税天堂（如英属维尔京群岛、开曼群岛、百慕大群岛等）的并购事件；（7）剔除企业性质无法判断的公司样本（8）剔除并购事件中股权收购比例低于 10%的事件；（9）剔除并购失败或终止的并购样本。基于以上 9 个样本筛选原则，本研究最终整理得到 151 家企业的数据。

2.变量及测量

（1）因变量：跨国并购进入模式

企业跨国并购进入模式主要依据企业实施跨国并购所兼并购的股权的比例来测量。Bradley 和 Gannon[55]对海外进入模式进行了简单的划分，根据控制程度的高低，将企业跨区域市场进入模式分为非股权和股权进入模式；其中，非股权进入模式又可分为契约模式和出口模式，股权进入模式包括独资和合资 2 种模式。但针对独资与合资的股权比例分界点，各学者对独资性质企业持股比例所持观点不同，如境内投资者占境外企业股权比例达到 90%可视为独资企业[56,57]，也有学者认为该比例应达到 95%以上[58,59]。本文使用前者，即若境内投资者占境外企业股权比例大于或等于 90%，视为独资企业，取值为 1；股权比例在 10%-90%之间的，视为合资企业，取值为 0；股权占比低于 10%的样本不包含在

内。

选择这么划分的原因有：（1）本文的研究对象是进行跨国并购的中国企业，其并购行为界定为中国的境内投资者对外国企业直接拥有或控股 10% 及以上控制权或其他等价利益，因此以 10%作为股权比例的起点。（2）有学者发现以 90%作为分界点与以 95%为分界点检验所得的结论并无显著差异[56,60]。（3）鉴于 90%与 95%都已经实现对公司的绝对控制权，根据本文样本的实际情况，选择 90%作为独资和合资的分界点更具有合理性。

（2）自变量

本文研究的是业绩期望差距对企业跨国并购进入模式选择的影响，根据企业行为理论和业绩反馈理论的模型，主要包括两种业绩期望差距，即历史业绩期望差距和行业业绩期望差距[25,32,34]。在具体变量的测量上，本研究主要借鉴 Chen[34]的变量测量方法。

A.历史业绩期望差距 ($P_{i,t-1} - HA_{i,t-1}$)

企业 i 在第 $t-1$ 期的历史业绩期望差距是实际绩效水平 $P_{i,t-1}$ 与历史业绩期望水平 $HA_{i,t-1}$ 之差。其中， $HA_{i,t-1}$ 代表企业 i 在第 $t-1$ 期的历史业绩期望水平，其计算公式为[23]：

$$HA_{i,t-1} = \alpha P_{i,t-2} + (1 - \alpha)HA_{i,t-2}$$

历史业绩期望水平($HA_{i,t-1}$) 是企业 i 在 $t-2$ 期的实际绩效($P_{i,t-2}$) 和 $t-2$ 期的历史业绩期望水平 ($HA_{i,t-2}$) 的加权组合。式中， α 是介于[0, 1]的权重参数，表示历史业绩期望水平在上一期绩效与上一期期望之间的权重。考虑到权重设定的不同会影响 $A_{i,t-1}$ 的计算结果，本研究将 α 从 0 开始，每增加 0.1 进行设定权重，然后利用不同的 $A_{i,t-1}$ 组合结果进行稳健性检验，研究结论均无显著差异。借鉴 Chen 的研究方法，本文中仅列示 $\alpha = 0.6$ 时的检验结果。如果历史业绩期望差距($P_{i,t-1} - HA_{i,t-1}$) >0 ，则说明企业 i 在 $t-1$ 期实际业绩高于历史业绩期望，企业经营处于历史期望顺差状态；反之，若($P_{i,t-1} - HA_{i,t-1}$) <0 ，则表明企业 i 在 $t-1$ 期实际业绩低于历史业绩期望，企业经营处于历史期望落差状态[33]。

B.行业业绩期望差距($P_{i,t-1} - SA_{i,t-1}$)

企业 i 在第 $t-1$ 期的行业业绩期望差距是实际绩效水平 $P_{i,t-1}$ 与行业业绩期望 $SA_{i,t-1}$ 之差。其中，实际业绩 $P_{i,t-1}$ 由总资产收益率(ROA) 来衡量[34]； $SA_{i,t-1}$ 代表企业 i 在第 $t-1$ 期的行业业绩期望水平，计算公式参考了 Joseph 和 Gaba 学者[61]的研究：

$$SA_{i,t-1} = \sum_{j \neq i} \frac{P_{j,t-1}}{N}$$

行业业绩期望 $SA_{i,t-1}$ 是指除目标公司外的行业平均业绩。式中， $P_{j,t-1}$ 是指同行业中除目标公司以外的其他公司 j 在 $t-1$ 期的实际业绩； N 指目标公司 i 在 $t-1$ 期同行业内竞争对手的公司数量。如果行业业绩期望差距($P_{i,t-1} - SA_{i,t-1}$) >0 ，说明企业 i 在 $t-1$ 期实际业绩超过行业业绩期望，企业经营处于行业业绩期望顺差状态；反之，($P_{i,t-1} - SA_{i,t-1}$) <0 ，则说明企业 i 在 $t-1$ 期实际业绩低于行业业绩期望，企业处于行业业绩期望落差状态[29]。

（3）调节变量

本研究的调节变量为跨国制度差异。根据 North 和 Scott [46,47]的研究，我们将制度分为正式的规则性制度、非正式的与商业活动相关的规范性制度以及与文化有关的认知制度。

其中，正式的规则性制度包括法律和经济制度，非正式的规范性制度包含企业运行制度和企业管理制度，一个国家的认知制度用文化价值观评价体系来反映[62]。本文引用潘镇等[63]、陈怀超和范建红[64]研究中对每种制度的构成指标，用多项指标来测量每一种制度，可以避免单一指标的片面性和异常波动性。指标构成如表 1 所示。

在调节变量的测量上，本研究借鉴潘镇等 [63]、Hofstede [62]、吴晓波等 [13]和 Xu 等 [28]的测量方法，采取并购当年颁布的《全球竞争力报告》中的制度评分，在得到各制度指标分值后，借鉴 Kogut 和 Singh 提出的方法[65]，构造了跨国制度差异变量，分别是法律制度差异（LD）、经济制度差异(ED)、企业运行制度差异(OD)、企业管理制度差异（MD）和文化差异（CD），每种制度差异的计算公式如下：

$$RD_j = (I_j - I_c)^2 / V$$

其中， I_j 表示第 j 个国家的制度评分， I_c 表示中国的制度评分， V 表示制度评分的方差， RD_j 表示第 j 个国家与中国的制度差异。算出每种制度差异后，用因子分析汇总回归，从而算出跨国制度差异。

表 1 制度的构成和测量指标

制度		测量指标	制度		测量指标
正式的规则性制度	法律制度	司法独立性	非正式的规范性制度	企业运行制度	政府部门的腐败程度
		法律系统的效率			开办新企业的难易程度
		财产保护权利			官僚管制的负担
		政策制度的透明性			政府官员的决策偏好
		公共安全的可靠性			贷款的难易程度
	经济制度	贸易政策		企业管理制度	以顾客为导向
		外贸政策			领导授权的意愿
		金融管制政策			以绩效为导向的激励
		工资与价格管制			产品的先进性
		黑色市场控制			对员工培训的重视程度
					研发活动的强度
		认知制度		权力距离	
				个人主义	
				不确定避免	
		男性主义			

(4) 控制变量

在研究业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的关系的过程中，还会受到其他因素的影响，如所有制性质[66]、企业规模、企业年龄、被并地区发达程度、跨国并购经验、行业相关性等[21]，本文控制这些因素的影响。

①所有制性质。基于政治及经济环境的特殊性，企业的所有制性质对跨国并购决策会有很大差异。具体而言，民营企业所拥有的政策优惠要远远低于国有控股企业，在进入国外目标市场时，所有权性质的差异也会引导目标国家考虑政治关联等因素，从而使得在进入海外市场时，许多国家针对主并企业是国有控股而“开绿灯”的情形[67]。考虑到中国仍

处于制度环境不确定的转型期，既然所有制性质能够给企业带来诸如上述影响，本文在对所有制性质进行控制，采用虚拟变量进行测量，设定国有控股企业为“1”，民营企业为“0”具体的数据搜集以 Wind 中国并购数据库、东方财富网等相关金融网站为参考。

②企业规模。企业规模越大，则其实力越强，资源获取也较为高效、便捷，具有更高的融资能力，以增强企业在跨国并购活动中的抗风险能力。故而，企业规模所带来的优势会对企业跨国并购进入模式的选择产生影响。本研究在对企业规模进行测量时主要参考 Bettis[68]的研究，通过对上一年度企业的总资产取自然对数进行测量。

③企业年龄。跨国并购活动复杂且有较高风险，相对来说，成立时间较长的企业会比成立时间短的企业拥有更多经验，处理风险问题的能力 & 组织学习能力也会越强，从而，会对企业跨国并购活动产生较大影响。故本文控制企业年龄，本文使用样本年份减去企业注册日期赋值企业年龄。

④被并发达程度。被并发达程度主要关注被并企业所在国家或地区是发达国家/地区还是非发达国家/地区。本研究中，当被并企业所在国家为发达国家时赋值为 1，否则赋值为 0。

⑤跨国并购经验。该控制变量主要关注样本企业在以前年度是否发生过跨国并购行为。在特定的情境中，若企业之前进行过跨国并购，通过组织学习不断积攒经验，即拥有过跨国并购经验，则会更有助于企业更好的做出战略决策，从而降低由于跨国制度差异所带来的负向影响[69]。因此本文用“是”表示有过成功的跨国并购，赋值为“1”；“否”表示未曾成功并购，赋值为“0”。

⑥行业相关性。该控制变量主要关注的是国内与国外的交易企业双方，其所属行业是否趋于一致，若一个企业同时涉及多项行业时，以其所在主要行业作为观察值。本研究中研究对象涉及各行各业，因而对行业相关性进行控制特别重要。在对行业相关性进行控制时，本研究采用的是虚拟变量，在数据搜集阶段，以“是”表示行业相关，赋值为“1”；“否”表示行业不相关，赋值为“0”。

实证结果分析

1.变量的描述性统计和相关性分析

表 2 提供了各变量的相关系数、均值与标准差。均值与标准差的结果显示：跨国并购进入模式的均值为 0.6159，表明超过 60%的企业选择了独资的进入模式；历史业绩期望差距和行业业绩期望差距的最小值分别为-0.7082 和-0.2405，最大值分别为 0.3002 和 0.3876，，均值分别为-0.0495 和 0.0332，表明实际绩效水平低于历史业绩期望水平的平均差距为 -0.0495，实际绩效水平低于行业业绩期望水平的平均差距为 0.0332。在控制变量中，被并发达程度的均值为 0.8543，行业相关性均值 0.68，均较好的体现了决策制定者理性的一面。

表 2 各变量的相关系数

	EM	HEG	IEG	LD	ED	OD	MD	CD	ON	SOE	EA	DL	TMAE	IR
EM	1.00 0													

HEG	0.05 3	1.00 0												
IEG	0.04 6	0.74 9**	1.00 0											
LD	0.21 2**	-0.0 25	0.18 4*	1.000										
ED	-0.0 94	-0.1 40	-0.0 52	-0.19 4*	1.00 0									
OD	0.12 9	-0.1 43	0.17 1*	0.320 **	0.63 5**	1.00 0								
MD	-0.1 62*	0.02 6	-0.1 16	-0.46 9**	0.65 4**	0.24 7**	1.00 0							
CD	0.15 1	-0.1 14	0.16 5*	0.623 **	0.57 4**	0.87 8**	0.18 1*	1.00 0						
ON	-0.0 58	0.19 0*	0.13 9	-0.12 0	-0.2 06*	-0.0 80	-0.0 33	-0.1 22	1.00 0					
SOE	-0.1 46	-0.0 44	-0.1 85*	-0.08 0	-0.0 18	-0.1 36	-0.0 40	-0.1 15	0.31 0**	1.00 0				
EA	0.09 3	-0.0 42	0.10 8	0.077	-0.0 64	-0.0 91	-0.1 34	-0.0 25	0.00 0	0.00 2	1.00 0			
DL	0.25 3**	-0.1 13	0.00 3	0.424 **	0.31 7**	0.54 2**	0.07 4	0.54 3**	-0.1 01	-0.1 56	-0.0 77	1.00 0		
TMAE	-0.1 40	-0.0 25	-0.0 48	0.000	0.01 7	-0.0 09	-0.0 16	0.00 1	0.14 4	0.28 5**	0.08 7	0.00 3	1.00 0	
IR	0.05 8	0.03 4	-0.0 41	0.082	-0.0 72	-0.0 12	-0.1 11	0.03 9	0.04 7	0.06 7	-0.0 02	-0.0 23	0.04 4	1.00 0
MEAN	0.61 59	-0.0 495	0.03 32	3.868 4	1.19 26	4.68 11	1.06 64	2.89 50	0.17 88	9.66 78	18.3 642	0.85 43	0.54 97	0.65 56
SD	0.48 80	0.09 32	0.08 46	2.459 9	0.75 87	1.78 21	0.94 86	0.93 47	0.38 45	0.52 74	5.22 62	0.35 40	0.49 92	0.47 67

注：（1）n=151，**表示在统计水平为 1%上相关性显著；*表示在统计水平为 5%上相关性显著。

（2）HEG 代表历史业绩期望差距，IEG 代表行业业绩期望差距，EM 代表进入模式，LD 代表法律制度差异，ED 代表经济制度差异，OD 代表企业运行差异，MD 代表企业管理差异，CD 代表文化差异，ON 代表所有制性质，SOE 代表企业规模，EA 代表企业年龄，DL 代表被并发发达程度，TMAE 代表跨国并购经验，IR 代表行业相

从表 2 的相关性分析可以看出，由于本文的因变量是二分变量——进入模式的选择（独资或合资），所以本文采用二元 logistic 回归，并采用 IBM SPSS20.0 进行分析。在回归分析之前，对所有变量进行相关性分析，如表 2 所示。进入模式与本文拟检验的自变量都不存在显著的相关，但与调节变量的法律制度差异（ $r=0.212$ ， $p<0.01$ ）和企业管理差异（ $r=-0.162$ ， $p<0.01$ ），呈现显著的相关关系。同时，在 6 个控制变量各自与中国企业跨国并购进入模式的相关关系中，只有被并企业所处发达程度（ $r=0.253$ ， $p<0.01$ ）与中国企业跨国并购进入模式呈现显著正相关关系，其余五个控制变量的相关系数均不显著。另外，从表 2 中还发现，其他变量之间，除了企业运行差异与文化差异之间存在显著性较高且系数较大的相关关系（ $r=0.878$ ， $p<0.01$ ），其他显著的相关系数都低于 0.8，因此多重共线性的影响较小[13]。此外，本文采用方差膨胀因子（VIF）对模型变量进行了多重共线性检验，表 3 的结果显示所有模型的 VIF 值均低于 2.0，远小于临界值 10[23]，表明不存在严重的多重共线性问题。

2. 回归分析与假设检验

为检验业绩期望差距对中国企业跨国并购进入模式选择的影响机理，本文采用 SPSS20.0 作为分析工具，对相关数据进行多元统计分析。

（1）业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的主效应检验

表 3 业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式关系的回归分析结果

变量	模型 1			模型 2			模型 3		
	回归系数	P 值	VIF 值	回归系数	P 值	VIF 值	回归系数	P 值	VIF 值
常数	3.506 (3.732)	0.348		3.541 (3.766)	0.347		3.423 (3.770)	0.364	
所有制性质	0.272 (0.522)	0.602	1.178	0.279 (0.533)	0.600	1.216	0.254 (0.534)	0.634	1.225
企业规模	-0.561 (0.380)	0.140	1.254	-0.566 (0.385)	0.142	1.277	-0.553 (0.384)	0.150	1.270
企业年龄	0.064* (0.036)	0.073	1.027	0.064 (0.036)	0.074	1.029	0.064* (0.036)	0.074	1.029
被并发达程度	1.521*** (0.520)	0.003	1.034	1.518 (0.521)	0.004	1.041	1.519*** (0.520)	0.003	1.035
跨国并购经验	-0.618 (0.382)	0.106	1.100	-0.617 (0.383)	0.107	1.102	-0.617 (0.383)	0.107	1.101
行业相关性	0.392 (0.376)	0.297	0.007	0.395 (0.377)	0.296	1.015	0.393 (0.376)	0.296	1.007
历史业绩期望差距				0.142** (1.993)	0.043	1.056			
行业业绩期望差距							0.331* (2.179)	0.079	1.044
模型系数卡方值	19.154***	0.004		19.159***	0.008		19.177***	0.008	
H-L 拟合优度检验卡方值	18.371**	0.019		12.873*	0.100		15.173*	0.056	

-2 的对数似然值	181.990			181.984			181.966		
Cox, Snell R ²	0.119			0.119			0.119		
分类命中率	72.8			72.8			73.5		
观察值	151			151			151		

为了检验业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的关系，本文通过构建 3 个模型（模型 1、模型 2 和模型 3）分别进行检验，检验结果如表 3 所示。其中，模型 1 仅包含了控制变量，除了企业年龄（ $r=0.064$, $p<0.1$ ）与被并发达程度（ $r=1.521$, $p<0.01$ ），其它控制变量对中国企业跨国并购进入模式选择的影响不显著。在模型 1 的基础上，模型 2 和模型 3 分别引入了历史业绩期望差距和行业业绩期望差距。模型 2 的结果表明，历史业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择（ $r=0.142$, $p<0.05$ ）呈现显著的正相关关系，即历史业绩期望差距越大，其采用独资的跨国并购进入模式的可能性越大。模型 3 的结果表明，行业业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择（ $r=0.331$, $p<0.1$ ）呈现显著的正相关关系，即历史业绩期望差距越大，其采用独资的跨国并购进入模式的可能性也越大。因此，本文假设 1 和假设 2 均得到了验证。

（2）跨国制度差异的调节效应检验

为了检验跨国制度差异对业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的调节效应，由于业绩期望差距有行业业绩期望差距和历史业绩期望差距 2 种表现形式，因此，分别检验跨国制度差异对其的调节效应。首先，检验跨国制度差异对历史业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的调节效应（H3），采用调节回归方法进行检验，具体步骤如下：第一步，在主效应模型（模型 2，下同）的基础上加入调节变量（模型 4）；第二步，在主效应模型的基础上加入历史业绩期望差距与跨国制度差异的交互项（模型 5）；同理，使用同样的方法检验跨国制度差异对行业业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的调节效应（模型 6 和模型 7）。检验结果如表 4 所示。

表 4 跨国制度差异对业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的调节作用

变量	因变量：企业跨国并购进入模式			
	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
常数	3.542 (3.787)	2.527 (3.853)	3.416 (3.794)	2.352 (3.870)
所有制性质	0.279 (0.535)	0.102 (0.545)	0.255 (0.536)	0.183 (0.538)
企业规模	-0.566 (0.385)	-0.477 (0.389)	-0.553 (0.384)	-0.452 (0.389)
企业年龄	0.064*(0.036)	0.067*(0.036)	0.064*(0.036)	0.066* (0.036)
被并发达程度	1.5198** (0.663)	1.698** (0.690)	1.512** (0.665)	1.553** (0.679)
跨国并购经验	-0.617 (0.383)	-0.619 (0.387)	-0.617 (0.383)	0.650* (0.387)
行业相关性	0.395 (0.379)	0.407 (0.383)	0.392 (0.377)	0.436(0.382)

历史业绩期望差距	-0.142 (1.997)	0.452 (2.235)		
行业业绩期望差距			0.334 (2.188)	0.692(2.284)
跨国制度差异	0.000 (0.050)	-0.003 (0.051)	0.001 (0.050)	-0.002 (0.051)
历史业绩期望差距*跨国制度差异		-0.888* (0.522)		
行业业绩期望差距*跨国制度差异				-0.870* (0.517)
模型系数卡方值	19.159**	22.534***	19.177**	22.301***
H-L 拟合优度检验卡方值	14.064*	9.350	15.1678	13.310
-2 的对数似然值	181.984	178.609	181.966	178.843
Cox, Snell R ²	0.119	0.139	0.119	0.137
分类命中率	72.8	73.5	73.5	71.5
观察值	151	151	151	151

由表 4 的回归结果表明，历史业绩期望差距与跨国制度差异的交互项以及行业业绩期望差距与跨国制度差异的交互项的相关系数分别为-0.888 ($p<0.1$) 和-0.870 ($p<0.1$)，在 10%显著性水平下呈现显著负相关关系。换句话说，跨国制度差异对业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的关系存在负向调节作用，具体而言，跨国制度差异越大，则业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的关系的正向关系越弱。同理，跨国制度差异会对行业业绩期望差距与企业跨国并购进入模式选择存在负向的调节作用，跨国制度差异越大，则行业业绩期望差距与中国企业跨国并购进入模式选择的关系的正向关系越弱。因而假设 3 和假设 4 均得到了验证。

为了进一步看清跨国制度差异对业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的调节效应，参考罗胜强和姜嫄[70]、李新春和肖宵[71]的方法，分别采取调节变量均值的正负一个标准差将样本划分为高低两组，即按照跨国制度差异的均值将整个样本分为高跨国制度差异组和低跨国制度差异两个子样本，然后对以上子样本进行多元线性回归，也即建立了如下的调节方程模型：

$$EM = 2.527 + 0.425HEG - 0.003ID - 0.888HEG * ID \quad (1)$$

$$EM = 2.352 + 0.692IEG - 0.002ID - 0.870IEG * ID \quad (2)$$

其中公式 1 为跨国制度差异对历史业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的调节方程模型，当跨国制度差异较小时，即令 ID 等于 0.279 时，得到公式 3，当跨国制度差异较大时，即令其等于 20.703 时，得到公式 4。接下来根据公式 3 和公式 4，得出如下图 2 的调节效应图。

$$EM = 2.527 + 0.204HEG \quad (3)$$

$$EM = 2.465 - 17.932HEG \quad (4)$$

同理，公式 2 为跨国制度差异对行业业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的调节方程模型，当跨国制度差异较小时，即令 ID 等于 0.279 时，得到公式 5.5，当跨国制度差异较大时，即令其等于 20.703 时，得到公式 6。根据公式 5 和公式 6，得出如下图 3 的调节效应图。

$$EM = 2.352 + 0.449HEG \quad (5)$$

$$EM = 2.311 - 17.320HEG \quad (6)$$

图 2 结果表明，当跨国制度差异较小后，历史业绩期望差距对企业跨国并购进入模式的关系图如图 2 的实线，当跨国制度差异较大时，这种关系发生了逆转且显著（图 2 虚线），也即历史业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的关系变为负相关，这说明跨国制度差异为“干涉调节作用”，其改变历史业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的方向，进一步证明了假设 H3 的成立。同理，图 2 结果也表明，跨国制度差异对行业业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的关系为“干涉调节作用”，假设 H4 也得到了进一步的验证。

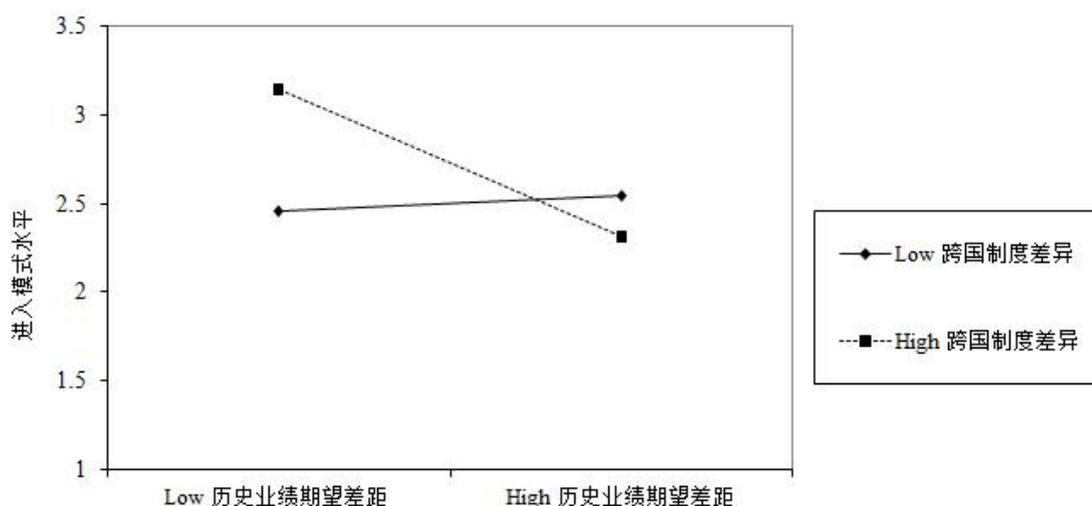


图 2 跨国制度差异对历史业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的调节作用

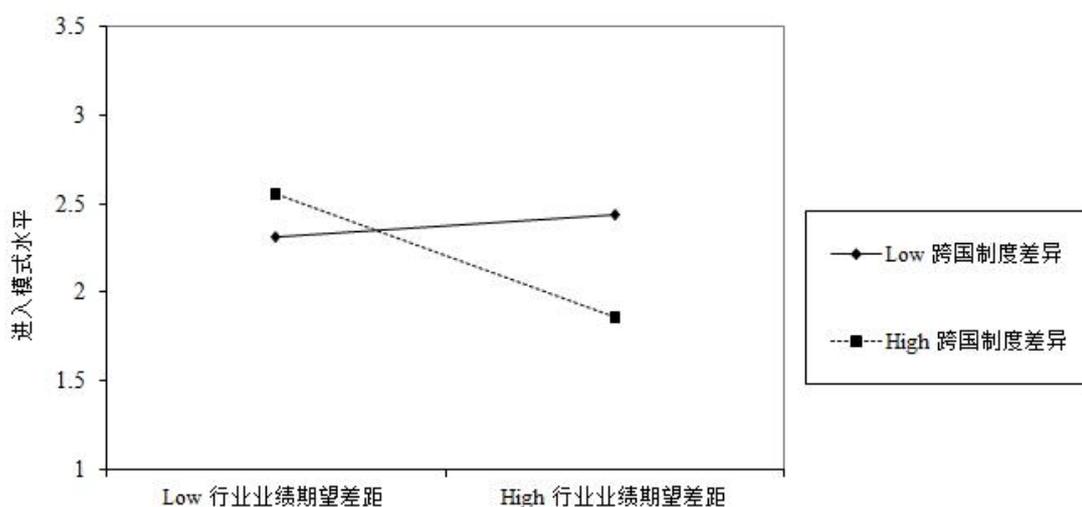


图 3 跨国制度差异对行业业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的调节作用

研究结论与展望

1. 研究结论

本文以 2016 年沪深证券交易所 A 股上市公司从事了跨国并购活动的所有企业作为研究对象，结合绩效反馈理论、企业行为理论和制度理论，探讨了业绩期望差距、跨国制度差异与企业跨国并

购进入模式的影响与作用机制。通过实证检验，我们发现：①业绩期望差距的两种表现形式：历史业绩期望差距和行业业绩期望差距均与企业跨国并购进入模式存在正相关关系，即无论是在行业期望差距还是历史期望差距状态下，业绩期望差距越大，在企业决策时，企业越倾向于采取控制和资源承诺水平较高的独资方式进入海外市场。②跨国制度差异对业绩期望差距与企业跨国并购进入模式的关系具有负向调节作用。即跨国制度差异越大，则业绩期望差距与跨国并购进入模式的正相关关系越弱。当母国与东道国之间制度环境较为相似时，凭借在母国的经营经验或者已有的跨国并购经验，跨国公司容易熟知和适应东道国的制度环境，并能恰当地满足东道国利益相关者对合法性的要求。

2.理论贡献

本文的理论贡献主要体现以下两方面：首先，本文结合了企业行为理论和绩效反馈理论，研究了企业决策者根据业绩期望差距的判断，从而做出合资或独资的海外市场进入模式。现有研究大多探讨的是跨国并购进入模式对企业绩效的影响或者是影响海外市场进入模式的其他因素，但对业绩期望差距这一影响因素缺乏足够的重视。正如贺小刚等[23]所言，企业在业绩期望有差距的状态下，企业家从事冒险决策的偏好会加强，而跨国并购进入模式的选择正属于决策过程中风险较大的决策之一。Jordan 和 Audia[26]也强调企业制定高风险决策时需要考虑目前的经营现状与预期水平的差距。因此，将业绩期望差距引入企业跨国并购进入模式的实证研究中，很大程度上拓展了企业海外市场进入模式选择的影响因素的研究成果。

另外，本文检验了跨国制度差异对业绩期望差距与企业跨国并购进入模式关系的调节效应。尽管以往相关的研究都分别强调了母国与东道国的制度差异对企业海外市场进入模式的影响作用，但较少研究将跨国制度差异作为影响企业跨国并购进入模式的调节变量进行讨论[27]。本文把制度差异作为调节变量进行研究，不仅有利于进一步揭示业绩期望差距对企业跨国并购进入模式的影响机制，而且还为企业跨国并购进入模式的研究提供了一个新的研究视角。

3.研究启示

本文尝试将企业行为理论、绩效反馈理论和制度理论结合，探讨了不同类型的业绩期望差距对企业跨国并购进入模式的作用机制，弥补了现有文献很少研究业绩期望差距对中国企业进行跨国并购战略决策的影响机制的不足，对企业和政府均有丰富的指导意义：

(1) 对企业而言，海外市场进入模式的选择是跨国公司对外直接投资的重要战略决策，直接影响到其资源承诺、成本与风险及最终的绩效[8]。所以，以行业业绩期望和历史业绩期望的双重期望水平作为选择跨国并购进入模式的参考和评估标准，对企业来说具有重要引导作用。本研究证实了两种业绩期望差距对企业跨国并购进入模式呈正相关的关系，因此，企业在选择跨国并购进入模式时，面对业绩期望差距较大的情形，企业管理者应当采取积极的态度选择独资的海外进入模式，获取较高的控制权和话语权，以改变目前的经营现状。另一方面，企业进入海外市场时所面临的东道国制度环境与母国的制度环境会有较大差异，因此，企业在并购行动前期，应充分了解两国制度上的差异，可以通过中介服务机构以及国内的合作伙伴获取丰富的东道国信息，了解东道国制度情况并注意遵从当地法律法规以提升自身在海外经营的合法性。做好各种规避制度风险的准备，适应并

积极应对制度差异，选择适合本企业的国际化市场进入模式，真正实现企业进行跨国并购的初衷，提高并购的成功率。比如当企业在相较母国制度环境差距更大的国家开展并购活动时，可采取合资进入模式来降低海外投资决策的风险；反之，企业可以采取独资进入模式，并注意与东道国各监管机构建立良好的合作关系，保障经营的合法性。只有这样，才能确保在海外市场上的成功经营，获取预期的经济效益。

(2) 对政府来说，随着中国企业海外投资的东道国范围越来越广，东道国的制度环境与母国制度环境的具体差异也越来越需要被政府重视。一方面，政府需要完善本国制度环境，持续推进境内企业海外投资的法律法规的完善，保护出境企业的合法权益；对外开展积极外交，与各国建立良好的双边投资关系，帮助企业降低海外投资风险。另一方面，政府要吸引或培养一批具有海外背景的高素质管理人才加入对外直接投资企业，提高企业对当地法律法规、文化等制度环境的熟悉度，有助于弥补两国制度差异较大的负面影响[17]。除此以外，政府也应当大力扶持服务于对外投资的中介机构的发展，帮助中国企业在开展跨国并购前进行尽职调查与风险评估，定期跟进中国企业跨国并购后的经营情况，及时响应企业对制度相关信息与资讯的需求。

4.研究局限与未来研究方向

本文仍存在一些局限，这也为未来的研究提供了多种的可能。首先，在数据收集上，本文仅选取 2016 年深证、沪证主板上市的企业，并不包括新三板、中小板、创业板等中小企业数据，也排除了非上市的开展具有重大意义并购活动的企业，因此，今后的研究可以将新三板、中小板、创业板上市的企业纳入研究样本范围，或者非上市企业，以面板数据丰富观测值，提高研究结果的普适性。一般来说，不同行业的跨国公司进入东道国市场时面临不同的制度环境。由于获取样本的困难，本文未能分行业进行研究。因此，今后在分行业样本可获取的情形下，可以就某一行业的企业在国家之间制度环境差异下如何选择进入模式进行探讨。其次，在变量测量上，如对业绩期望差距的测量，国内外学者研究中尚有争议，并无统一定论。对制度差异进行测量时，理论界也存在丰富的测量手段和分类方法，本文仅参考了在顶级期刊发表的论文的五类指标测量方法，但某些国家或地区的五类指标存在缺失，在研究中不得不将涉及该项并购的交易企业剔除，故而样本数量偏少，未来研究可结合相关的研究主题，更全面地分类和测量制度环境的各个维度。除此以外，本研究的调节变量仅选取了跨国制度差异这一外部环境，不排除企业自身如企业并购经验、高管团队特征、企业学习能力、企业资源冗余程度等的影响，未来学者在做类似方面研究时可以综合考虑这些因素。最后，本文是以中国跨国公司为研究对象，中国与其他新兴经济体国家的企业环境和制度环境也存在着较大的差异，因此未来的研究可以考虑其他新兴经济体的公司进入发达国家投资的情形，对中国和其他新兴经济体国家的研究结论进行比较，可能会有不一样的发现。

参考文献

- [1]Cui L., Jiang F. State Ownership Effect on Firms' FDI Ownership Decisions under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-Investing Firms [J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43(3):264-284.
- [2]洪联英, 陈思, 韩峰. 海外并购、组织控制与投资方式选择——基于中国的经验证据[J]. *管理世界*, 2015, (10):40-53.
- [3]Bhaumik S. K., Owolabi O., Pal S. Private Information, Institutional Distance, and the Failure of Cross-border

- Acquisitions: Evidence from the Banking Sector in Central and Eastern Europe [J]. *Journal of World Business*, 2018: 504 – 513
- [4] Hernández V., Nieto M. J. The Effect of the Magnitude and Direction of Institutional Distance on the Choice of International Entry Modes [J]. *Journal of World Business*, 2015, 50(1):122-132.
- [5]任颀, 茹璟, 尹潇霖. 所有制性质、制度环境与企业跨区域市场进入战略选择[J]. *南开管理评论*, 2015, 18(2):51-63.
- [6]Hill C. W. L., Hwang P., Kim W. C. An Eclectic Theory of the Choice of International Entry Mode [J]. *Strategic Management Journal*, 1990, 11(2):117-128.
- [7]蓝海林, 汪秀琼, 吴小节等. 基于制度基础观的市场进入模式影响因素:理论模型构建与相关研究命题的提出[J]. *南开管理评论*, 2010, 13(6):77-90.
- [8]易靖韬, 戴丽华. FDI 进入模式、控制程度与企业绩效[J]. *管理评论*, 2017, 29(6):118-128.
- [9]Bruneel J., De Cock R. Entry Mode Research and SMEs: A Review and Future Research Agenda [J]. *Journal of Small Business Management*, 2016, 54(1):135-167.
- [10]Klier H., Schwens C., Zapkau F. B., et al. Which Resources Matter How and Where? A Meta-analysis on Firms' Foreign Establishment Mode Choice[J]. *Journal of Management Studies*, 2017, 54(3):1-57
- [11]Hernández V., Nieto M. J. The Effect of the Magnitude and Direction of Institutional Distance on the Choice of International Entry Modes [J]. *Journal of World Business*, 2015, 50(1):122-132.
- [12]Estrin S., Baghdasaryan D., Meyer K. E. The Impact of Institutional and Human Resource Distance on International Entry Strategies [J].*Journal of Management Studies*, 2009, 46(7):1171 – 1196.
- [13]吴晓波, 白旭波, 常晓然. 中国企业国际市场进入模式选择研究——多重制度环境下的资源视角[J]. *浙江大学学报:人文社会科学版*, 2016(6):145-161.
- [14]周茂, 陆毅, 陈丽丽. 企业生产率与企业对外直接投资进入模式选择——来自中国企业的证据[J].*管理世界*, 2015, (11):70-86.
- [15]吴建祖, 关斌. 高管团队特征对企业国际市场进入模式的影响研究——注意力的中介作用[J].*管理评论*, 2015, 27(11):118-131.
- [16]杜晓君, 齐朝顺, 杨勃. 政策风险与中国跨国企业海外市场进入模式选择[J]. *管理科学*, 2017, 30(4):111-123.
- [17]吴晓波, 李竞, 李文等. 正式制度距离与非正式制度距离对海外进入模式影响——来自中国跨国企业的经验研究[J]. *浙江大学学报:人文社会科学版*, 2017(5):169-183.
- [18]宋铁波, 吴小节, 汪秀琼. 制度差异、企业跨区域经营经验与市场进入模式[J]. *管理评论*, 2016, 28(4):166-177.
- [19]吴建祖, 陈丽玲. 经验真的有用吗?高管团队断裂在跨国并购中作用的实证研究[J]. *管理学季刊*, 2017(4):41-59
- [20]汪涛, 贾煜, 王康等. 中国企业的国际化战略:基于新兴经济体企业的视角[J].*中国工业经济*, 2018(5):175-192
- [21]连燕玲, 贺小刚, 高皓. 业绩期望差距与企业战略调整——基于中国上市公司的实证研究[J]. *管理世界*, 2014(11):119-132.
- [22]梁杰, 谢恩, 沈灏. 绩效反馈、绩效预期与企业战略变化[J]. *软科学*, 2015, 29(2):72-76.
- [23]贺小刚, 连燕玲, 吕斐斐. 期望差距与企业家的风险决策偏好——基于中国家族上市公司的数据分析[J]. *管理科学学报*, 2016, 19(8):1-20.

- [24]郭蓉, 文巧甜. 成功、失败和灰色地带的抉择:业绩反馈与企业适应性战略变革[J]. 南开管理评论, 2017,20(6):28-41
- [25]Greve H. R. A Behavioral Theory of R&D Expenditures and Innovations: Evidence from Shipbuilding [J]. *Academy of Management Journal*, 2003, 46(6):685-702.
- [26]Jordan A. H., Audia P. G. Self-enhancement and Learning from Performance Feedback [J]. *Academy of Management Review*, 2012, 37(2):211-231.
- [27]周经, 张利敏. 制度距离、强效制度环境与中国跨国企业对外投资模式选择[J]. 国际贸易问题, 2014(11): 99-108.
- [28]Xu D., Pan Y., Beamish P. W. The Effect of Regulative and Normative Distances on MNE Ownership and Expatriate Strategies [J]. *Management International Review*, 2004, 44(3):285-307.
- [29]文巧甜, 郭蓉. 资源约束框架下业绩反馈与战略调整方向研究——基于中国上市公司的数据分析[J]. 经济管理, 2017,39(3):90-108
- [30]李溪, 郑馨, 张建琦. 制造企业的业绩困境会促进创新吗——基于期望落差维度拓展的分析[J]. 中国工业经济, 2018(8):174-192
- [31]Wiseman R. M., Bromiley P. Toward a Model of Risk in Declining Organizations: An Empirical Examination of Risk, Performance and Decline [J]. *Organization Science*, 1996, 7(5):524-543.
- [32]Cyert R. M., March J. G. *A Behavior Theory of the Firm* [M]. Prentice-Hall, 1963.
- [33]Chen W. R., Miller K. D. Situational and Institutional Determinants of Firms' R&D Search Intensity [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 28(4):369-381.
- [34]Chen W. R. Determinants of Firms' Backward-and Forward-Looking R&D Search Behavior [J]. *Organization Science*, 2008. 19 (4):609-622
- [35]Bromiley P., Harris J. D. A Comparison of Alternative Measures of Organizational Aspirations [J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(3):338 - 357.
- [36]Park K. M. Antecedents of Convergence and Divergence in Strategic Positioning: The Effects of Performance and Aspiration on the Direction of Strategic Change [J]. *Organization Science*, 2007, 18(3):386-402.
- [37]鲁悦, 刘春林. 期望绩效反馈对企业社会责任行为的影响——基于利益相关者视角[J]. 经济与管理研究, 2018,39(5):78-89.
- [38]Audia P. G., Greve H.R. Less Likely to Fail: Low Performance, Firm Size, and Factory Expansion in the Shipbuilding Industry [J]. *Management Science*, 2006, 52, (1):83 -94
- [39]Iyer D. N., Miller K. D. Performance Feedback, Slack, and the Timing of Acquisitions [J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51(4):808-822.
- [40]刘丝雨, 吴志岩, 许庆瑞. 基于绩效反馈机制的组织能力重构研究[J]. 系统工程理论与实践, 2016, 36(11):2853-2866.
- [41]Lant T. K., Milliken F. J., Batra B. The Role of Managerial Learning and Interpretation in Strategic Persistence and Reorientation: An Empirical Exploration [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 13(8):585-608.
- [42]Christine O. The Antecedents of Deinstitutionalization [J]. *Organization Studies*, 1992, 13(4):563-588.
- [43]Desai V. M. The Behavioral Theory of the Governed Firm: Corporate Board Influences on Organizations' Responses to Performance Shortfalls [J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59(3): 860-879.

- [44]Alessandri T. M., Pattit J. M. Drivers of R&D Investment: The Interaction of Behavioral Theory and Managerial Incentives [J]. *Journal of Business Research*, 2014, 67(2):151-158.
- [45]Kostova T., Zaheer S. Organizational Legitimacy under Conditions of Complexity: The Case of the Multinational Enterprise [J]. *Academy of Management Review*, 1999, 24(1):64-81.
- [46]NORTH D. C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance* [M]. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1990: 1-83.
- [47]Scott, W. R., Christensen, S. *Institutions and Organizations* [M]. Thousand Oaks, CA: Sage, 1995: 55-81
- [48]许和连, 李丽华. 文化差异对中国对外直接投资区位选择的影响分析[J]. *统计与决策*, 2011(17):154-156.
- [49]Brouthers K. D., Dikova D. Acquisitions and Real Options: The Greenfield Alternative [J]. *Journal of Management Studies*, 2010, 47(6):1048 - 1071.
- [50]López-Duarte C., Vidal-Suárez M. Cultural Distance and the Choice between Wholly Owned Subsidiaries and Joint Ventures [J]. *Journal of Business Research*, 2013, 66(11):2252-2261.
- [51] Dimaggio P. J., Powell W. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields [J]. *American Sociological Review*, 1983, 48(2):147-160.
- [52]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.
- [53]刘晓光, 杨连星. 双边政治关系、东道国制度环境与对外直接投资[J]. *金融研究*, 2016(12):17-31.
- [54]吴晓云, 陈怀超. 制度距离在国际商务中的应用:研究脉络梳理与未来展望[J].*管理评论*,2013,25(04):12-22.
- [55]Bradley F., Gannon M. Does the Firm' s Technology and Marketing Profile Affect Foreign Market Entry? [J]. *Journal of International Marketing*, 2000, 8(4):12-36.
- [56]Demirbag M., Glaister K. W., Tatoglu E. Institutional and Transaction Cost Influences on MNEs' Ownership Strategies of their Affiliates: Evidence from an Emerging Market [J]. *Journal of World Business*, 2007, 42(4):418-434.
- [57]Kaynak E., Demirbag M., Tatoglu E. Determinants of Ownership-based Entry Mode Choice of MNEs: Evidence from Mongolia [J]. *Management International Review*, 2007, 47(4):505-530.
- [58]Chung C. C., Xiao S. S., Lee J. Y., et al. The Interplay of Top-down Institutional Pressures and Bottom-up Responses of Transition Economy Firms on FDI Entry Mode Choices[J]. *Management International Review*, 2016, 56(5):1-34.
- [59]陈怀超, 范建红, 牛冲槐. 基于制度距离的中国跨国公司进入战略选择:合资还是独资?[J]. *管理评论*, 2013, 25(12).
- [60]Demirbag M., Tatoglu E., Glaister K. W. Equity-based Entry Modes of Emerging Country Multinationals: Lessons from Turkey [J]. *Journal of World Business*, 2009, 44(4):445-462.
- [61]Joseph J., Gaba V. The fog of feedback: Ambiguity and firm responses to multiple aspiration levels [J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(13):1960-1978.
- [62]Hofstede G. H. *Culture's Consequences: International Differences in Work-related Values* [M]. Sage Publications, 1984.
- [63]潘镇, 殷华方, 鲁明泓.制度距离对于外资企业绩效的影响——一项基于生存分析的实证研究[J].*管理世界*,2008(07):103-115.
- [64]陈怀超, 范建红.制度距离构成维度的厘定和量表开发[J].*管理评论*,2014,26(09):69-77.
- [65] Kogut B., Singh H. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode [J]. *Journal of International Business Studies*, 1988, 19(3):411-432.

- [66]徐明霞, 蓝海林, 黄嫚丽. 中国企业的跨国并购战略、国内市场的多元化行为与并购绩效的关系研究[M].北京: 经济科学出版社, 2014.
- [67]Cui L., Jiang F. Behind Ownership Decision of Chinese outward FDI: Resources and Institutions [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2010, 27(4):751-774.
- [68]Bettis R. A. Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms [J]. *Strategic Management Journal*, 1981, 2(4):379-393.
- [69]阎大颖, 制度距离、国际经验与中国企业海外并购的成败问题研究[J]. *南开经济研究*, 2011(5):75-97.
- [70]罗胜强, 姜嫻. 管理学问卷调查研究方法[M]. 重庆: 重庆大学出版社, 2014.
- [71]李新春, 肖宵. 制度逃离还是创新驱动?——制度约束与民营企业的对外直接投资[J]. *管理世界*, 2017(10):99-112.

The Influence of Performance Aspiration Gap on the Entry Mode of Chinese MNEs

Wu Xiaojie¹, Chen Xiaomei¹, Wang Xiuqiong²

(1. School of Management, Guangdong University of Technology, Guangzhou 510520;

2. School of Economics and Commerce, South China University of Technology, Guangzhou 510006)

Abstract: With the promotion of policies such as “One Belt One Road” and “Go Abroad”, the internationalization strategy has become an inevitable choice for many emerging economies. The transnational M&A entry model is an important strategic decision for multinational enterprise to achieve their strategic goals. However, there has little literature research on how performance aspiration gap affects cross-border M&A entry models. Based on the A-share listed company of Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges in 2016, this paper analyzes the relationship between performance aspiration gap and Chinese enterprises' cross-border M&A entry model based on behavior theory of the firm、 performance feedback theory and institutional theory, and discusses the moderating effect of transnational institutional distances. The empirical results show that: (1) There is a positive correlation between the performance aspiration gap and the cross-border M&A entry mode, that is, the greater the gaps in performance aspiration, the more enterprises tend to adopt the sole proprietorship method with higher level of control and resource commitment to enter overseas market. (2) Transnational institutional distances have a negative moderating effect on the relationship between performance aspiration gap and cross-border M&A entry mode. That is, the greater the distances of transnational institution, the weaker the positive correlation between the performance aspiration gap and the cross-border M&A entry model. This conclusion can not only provide direction for Chinese enterprises to adopt appropriate cross-border M&A entry mode, but also broaden their thinking for future research on corporate cross-border M&A entry mode.

Key words: performance aspiration, foreign entry mode, institution distance, behavior theory of the firm, performance feedback theory, institutional theory

(此页无正文)

信息来源：广东省新兴经济体研究会

联系人：蔡春林

联系电话：13928821278

主送：中共广东省委宣传部、广东省社会组织管理局、广东省社会科学界联合会、中国新兴经济体研究会、中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国国际文化交流中心、广东工业大学

抄送：省委办公厅、省人大办公厅、省政府办公厅、省政协办公厅

发：中大、华工、暨大、华师、华农、广外、广财、广金、省社科院、省国际经贸发展中心、广东国际战略研究院、致公党广东省委经济委员会、广东省对外经济贸易大学校友会、各理事及会员

内部发：相关处室，广工主要领导及相关处室、院系（部、中心）

编审：李景睿

复审：蔡春林

