

企业国际并购能力来源： 中国企业海外并购经验的视角

徐沛原¹ 王永中² 姜玉妍³

摘 要 中国企业在全球积累了大量的国际并购经验,这些并购经验是否带来了学习效应以及学习效应背后的机制是什么?本文基于 BVD Zephyr 国际并购数据使用匹配法和工具变量法发现,企业个体的并购经验带来学习效应,具有国别层面成功并购经验的企业比不具有相应经验企业的并购成功率高 3.2%,但失败境外并购经验对于后续并购成功率无显著影响。经验之所以能提升后续并购成功率,主要是因为企业掌握了克服特定制度困境的能力,若下次并购目标的所在国也存在类似制度特征,其有更大概率找到破局之道。在经验带来的多种克服制度障碍的能力中,中国企业又以克服政局稳定和监管质量风险的能力最为明显。尽管地缘相近国家大概率共享历史渊源,文化语言也相近,源于同区域国家的并购经验往往直觉上被认为能够提高后续并购成功率,但实证结果对此并不支持。因此,企业需审慎、辩证地对待既往并购经验。

关键词 经验积累;学习效应;并购投资;制度风险

0 引言

自“走出去”战略实施以来,中国企业综合实力明显增强,国际化进程显著加快,已实现由被并购对象向并购发起者的角色转变。根据《2021 年度中国对外直接投资统计公报》,投资覆盖区域与国别不断拓展,从 139 个国家扩大至 189 个国家。其中,中国企业境外并购投资规模由 2003 年的 5.2 亿美元大幅升至 2021 年的 318.3 亿美元,年均增速达 24.2%。在此过程中,中国企业不断学习吸收和整合被收购公司的比较优势、独占资源、管理理念,综合对外投资能力

1 徐沛原(通信作者),清华大学国际与地区研究院助理研究员,E-mail:xpy@tsinghua.edu.cn。

2 王永中,中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员,E-mail:wangyzcass@163.com。

3 姜玉妍,南开大学历史学院拉丁美洲研究中心博士研究生,E-mail:jiangyuyan125@gmail.com。

和国际竞争力得到显著提升,国际化进程逐渐加快。然而,由于早期国际化程度不高,又与目标国存在制度与文化差异,中国企业出海历程并非一帆风顺,时而遭遇失利。例如:2006年,金川公司与菲律宾政府在矿权、债务解决及合作模式等方面存在分歧而未能如愿投资诺诺克项目;2008年,五矿集团收购智利国家铜业公司25%股权时遭到工会强烈反对而受阻;2017年,海航收购澳新银行集团旗下UDC资产融资公司被新西兰政府拒绝;2021年,中国建筑集团拟收购澳洲承包商Probuild被澳政府以国家安全为由否决。但随着中国企业的海外布局经历的不断丰富,并购项目越来越多,国际并购已经褪去神秘面纱,企业也越来越能够游刃有余地应对并购中的常见问题。

理论研究支持企业跨境并购的干中学机制。企业通过熟悉和掌握跨境并购的共识性、通用性规则,后续的并购会更加顺利(Johanson and Wiedersheim-Paul, 1975; Johanson and Vahlne, 1977, 1990)。梳理单个企业的对外投资时间线,类似案例不胜枚举:首钢在1992年成功收购秘鲁铁矿后又顺利并购了秘鲁(2009年)、美国(2009年)和马来西亚(2011年)的企业^①;华为在1997年首次进入俄罗斯后,于1998年进入印度、2000年进入非洲与中东、2001年及以后逐渐进入发达经济体。即便是初期海外投资失利企业,也在后续的国际并购中有所斩获。例如,恶意收购在国际并购市场是一种常见的收购方式,但是由于境内企业很少采用这种方式,使得我国企业通常不了解恶意收购的主要程序,也缺少熟悉国际恶意收购规则的人才,恶意收购的发起案例和成功案例相对较少。另外,干中学除了学习一般性的信息知识外,还包括国别专有性知识(Country-Specific Knowledge)(薛求知, 2001; 薛求知和帅佳旖, 2019),这些专有性知识能帮助企业在特定国别并购时降低信息不对称程度,建立对市场风险的准确认知和应对方式,最终顺利完成并购投资。

然而,早期经验对于后续并购活动的借鉴性可能是有限的。一方面,我国企业不仅对全球价值链上游的发达国家企业发起并购,也向下游链段的发展中国家企业发起并购。这些国家的投资环境、法治程度存在较大差别,我国企业并购两类国家企业的主要目的也存在差异。这使得来源于一类国家的经验未必能够应用到另一类国家。另一方面,即便两个国家同为发达或发展中国家,克服其中一国的投资制度障碍所需要的能力也未必适用于另一国。比如有的发展中国家腐败程度更高但政府效率也高,而另一些发展中国家民主化程度虽高但政府效率低下。综合而言,前期跨境并购经验与后续并购成功率存在一定的正向关联,似乎存在学习效应,但现有研究针对并购经验如何影响并购成败

^① 首钢在2009年收购了秘鲁的科布里萨(Cobrizo)铜矿并在2017年对收购多年的铁矿进行扩建;在2009年通过旗下子公司京西重工收购美国的德尔福减振制动部门;在2011年收购了马来西亚东钢公司40%的股份。

的实证检验手段还比较单一,对因果关系的验证有提升空间。此外,对于不同国别和制度来源经验的可推广性也鲜有检验。

本文基于中国企业微观并购数据对经验效应及其机制进行了深入分析,有以下主要贡献:第一,通过匹配法、工具变量法等模型在控制企业个体特征、目标国投资环境和制度文化距离等重要的影响因素基础上,对经验与并购成败的因果关系进行分析,对经验学习效应的大小进行了测算。第二,对替代学习、经验学习、从成功中学习以及从失败中学习等多种可能的经验学习效应进行了检验,特别是针对经验的异质性开展分析,区分了经验学习、替代学习效应的效果。第三,通过机制检验,对特定经验的可推广性进行了界定,发现经验的可推广性呈现制度相似而不是地缘相似的特征,并提出相应的政策建议。本文余下的结构安排如下:第1部分是文献综述、理论分析和假设;第2部分是模型与数据;第3部分是实证结果;第4部分是机制检验;第5部分是结论与建议。

1 文献综述、理论分析与假设提出

1.1 经验与并购成败

母国与目标国的正式制度和非正式制度差异是企业国际化进程中面临的主要障碍之一,自然也影响了跨境并购能否成功。历史经验能降低制度文化障碍的负面作用,存在提高未来投资成功率的基础。企业的并购经历在后续投资的不同阶段会发生作用,如有经验的企业会比没有经验的企业更精准地选择外部咨询和会计机构(Hitt et al., 1998)、选择更容易成功的拟收购股权比例(Vermeulen and Barkema, 2001)、更好更快地遵循目标国规章制度(Dikova et al., 2010)、更快地吸收目标企业的能力以及更高效地与目标企业利益相关者开展沟通(Dikova et al., 2010)。由于上述优势的存在,企业在成功进入一个目标国市场后,更有意愿继续在该国开展投资(Davidson, 1980; Björkman, 1989)。Lubatkin(1982, 1983)发现,有历史投资经验的企业在下次投资时能更好地适应市场结构变化,并降低交易成本从而改善经营绩效。比如,管理风格差异、诉讼威胁、补偿不公和政府干预会显著影响收购企业的绩效,若管理层有相应的经验则可降低上述问题引致的交易成本。Barkema et al. (1996)发现,如果企业曾经在目标国进行过投资,则下笔并购投资的存活概率会显著提高。Dikova et al. (2010)在分析制度差异对并购投资耗时、成败的影响时将经验作为一个重要的调节变量引入模型,发现经验负向调节了制度距离的作用,提高了企业在制度相近国家投资的概率,缩短了完成并购的耗时,从侧面证明经验有助于后续并购。刘颢和孟勇(2019)发现并购经验对制度距离和海外并购时

间等负面影响的降低方面起到了正面作用,经验提高了程序化决策的效率,使企业在面对法律问题、文化差异等障碍时更加游刃有余。

然而,由于目标国政治环境、引进外资政策、国际宏观投资环境处于不断变化中,过去的投资经验未必能够持续带来正向影响,不一定能持续指导未来实践。这就引发经验与并购绩效之间关系是否为单调的讨论。贾镜渝和李文(2015)、贾镜渝等(2015)发现中国企业在发展中国家发起的并购中,由于对外部环境的不了解,初期经验反而可能对并购成功率造成负面影响,但是随着经验的增加以及企业对新环境的理解加深,经验对并购成功率的影响由负转正,故经验与并购成功率的关系为正U型。考虑到我国企业在近些年来依然处于高速国际化进程中,经验与并购绩效之间的关系是否已经在如此短时间内进入转折点依然存在疑问。由此提出:

假设1:企业自身前期成功并购经验提高后续并购成功率。

除了从自身的历史投资经验中学习外,企业的另一个重要学习方式是替代学习。替代学习是企业通过观察和模仿其他企业行为来改变自身行为模式的一种学习模式(Miner and Haunschild, 1995; 范黎波等, 2016),其优势是规避了经验学习的成本。与经验学习不同,替代学习不是企业在已有知识集内搜寻事务处理办法,将既有、稳定的并购策略与并购结果之间的因果关系加以重复并精进,而是通过观察和模仿其他企业所采取的自身未采取过的行为方式来改善自己的行为绩效,属于探索型学习。两种学习效应均有可能带来正向绩效。比如, Baum and Dahlin (2007)对1975—2001年美国一级货运铁路事故成本分析显示,当铁路的事故率在期望水平区间时,企业基于自身经验获得的学习效应要更好;而当事故率偏离期望水平区间时,从其他铁路的运营和事故经验中获益更多。Collins et al. (2009)发现美国跨国公司在国内和国际并购的经验均是企业进一步提高国际化程度的推动因素,并且国际并购经验和相同目标国的并购经验更能促进企业再一次发起国际并购。綦建红和刘慧(2015)发现自身经验和他者经验均提高了后续企业进入该市场的概率,后者带来序贯投资行为的原因是先行投资企业会向其他企业传递信息,透露目标国市场的需求和消费习惯,从而形成信息溢出效应,而信息溢出效应的最终结果是降低了后续企业的进入成本;范黎波等(2016)也发现了企业能从同行跨国并购案例中获益。由此提出:

假设2:其他中国企业在同目标国的并购经验也能提高本企业的并购成功率。

1.2 经验学习效应的潜在机制

既有研究虽对经验引致的学习效应进行了较多检验,但对学习效应作用机

制探索不足。一个基本问题是,国际并购经验背后代表的究竟是对国际商务规则的理解还是对特定市场结构的理解?是对国家层面异质性具体政策的适应还是对一类制度性问题有举一反三式的解决办法?如果是前者,那么随着国际经验的增加,其对并购成功率的影响可能非单调,而是到一定次数后边际效应趋近于零;如果是后者,那么来源于某类国家或地区的经验不能适用于另一些国家或地区。当然,也可能存在区别于以上两种机制的第三种机制。

首先,投资经验引致的学习效应可能源于对特定目标国投资和周边国家环境的理解。地缘相近的国家往往有历史渊源,在人员、货物、服务方面沟通交流成本低,产业链关联度高,容易形成利益相关团体,在引进外资政策方面可能存在相似性和协同性。在欧洲,《里斯本条约》的签订为调节欧盟成员国与第三国签订的双边投资协定与欧盟法产生的冲突情形提供了协调依据,也为欧盟制定整体统一的引进外资政策提供了基础(肖芳,2011)。这就使得在欧盟一国进行的投资对另外一国的推广性加强。在北美洲,从《北美自由贸易协定》到《美墨加协定》,签署国在接受外国投资方面也共同提出了规范性要求。如在《美墨加协定》中,由于担心墨西哥仍然不能在劳工政策上与美国同步,美国和加拿大又分别与墨西哥签订美国-墨西哥、加拿大-墨西哥“便捷具体、快速反应的劳工机制”,尽最大努力保证墨西哥能够履行义务。还有众所周知的“毒丸条款”——协定参与国的任意一国如果与非市场经济体制国家签订自由贸易协定,需将文本发送给其他两国,后者有权终止协定签订。此外,美墨加协定的投资、例外与一般章节还对国有企业的概念进行了扩展,将原协定中不会被认定为国有企业的企业认定为国有企业(白洁和苏庆义,2020)。在南美洲,安第斯山沿线国家秘鲁、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔和玻利维亚五国于1970年签订的《安第斯共同外资法则》,旨在运用集团力量发展民族经济,摆脱对发达国家的依赖,对引进外资有一些共同性指导规定。

其次,地缘相近的国家因为彼此相互交融的历史从而在文化上有相似之处。例如哥伦比亚和厄瓜多尔的官方语言都是西班牙语,且两国在殖民时期都属于秘鲁总督辖区,玻利瓦尔解放南美后,厄瓜多尔和哥伦比亚曾短暂地共同归属于“大哥伦比亚共和国”。如果企业投资拉美的第一站是哥伦比亚,则并购方在此过程中招聘的精通西班牙语国家的专业国际商务咨询人士将会不仅仅帮助企业收购哥伦比亚企业,还可以为后续收购厄瓜多尔或委内瑞拉企业而服务。当然,这并不是说哥伦比亚、厄瓜多尔和委内瑞拉的投资环境、法律制度完全一样,而是说其差异相对较小,不至于像哥伦比亚与亚洲儒家文化圈之间的差别那么大,也容易被掌握相关语言和法律知识的专业人士所掌握。因此,这些地理上毗邻的国家完全可能因历史、文化和习俗方面的原因而在引进外资政策方面存在相似性,故源于邻近国家的并购经验也潜在地能够提高企业在目标

国家的并购成功率。故提出:

假设3: 企业在同区域其他国家的并购经验提高后续并购成功率。

最后,企业并购过目标国之间的制度相似性也可能带来经验的可推广性。如果企业有应对安全审查、克服政府效率和金融汇兑风险等方面的经验,那么企业在存在类似风险的国家发起并购时,也有更高的潜在成功率。例如,由于英美法律体系相近,企业在美国成功并购后,再到英国开展并购业务时会遇到类似的法律约束,此时适应英国的制度环境会比当初适应美国时更为得心应手。此外,出于中美竞争和意识形态差异,不排除西方国家出台专门审查或歧视中国企业的外资引进政策,如利用安全审查机制设置额外障碍。这一现象在美国(重庆财信财团收购芝加哥交易所失败)、英国(中铝收购力拓失败)、澳大利亚(中国有色收购Lynas失败)、加拿大(山东黄金收购特麦克失利)等所谓制度质量得分高的国家均有出现。如果中国企业有应对类似特别针对特定来源国、特定性质、特定行业投资障碍的经验,那后续并购会更顺利。既有研究中制度或文化距离与并购完成率负相关也佐证了这一现象的客观存在(潘镇,2006;阎大颖,2011;殷华方和鲁明泓,2011;綦建红和杨丽,2014;刘勰和孟勇,2019)。由此提出:

假设4: 源于同类型国家的并购经验提高后续在相同类型国家并购的成功率。

1.3 经验的异质性:从成功中学习还是从失败中学习

如果说顺利完成股权交割可被视为成功的并购经验,那么未完成的并购(失败的经验)能带来学习效应吗?已有研究对失败经验的学习效应存在争议。

一种观点认为,失败经验引致的学习效应比成功经验引致的学习效应更显著。这是因为对于达到预期目标的投资活动,决策者们倾向于认为组织内部的知识是足够的,不需要进一步学习,企业只需简单地总结带来成功的行为并在下次遇到类似情况时使用即可;只有对于那些未达到预期目标的投资活动,决策者们才倾向于认为内部认识是不足的,企业需要持审慎反思、更努力地理解当下新现实并寻找解决问题的新方法(March and Simon,1958;Levitt and March,1988;Lant and Mezias,1992;Morris and Moore,2000;Chuang and Baum,2003)。换言之,失败经验包含的新信息比成功经验更多,能为企业理解上一个项目为何失败提供线索(Sitkin and Pablo,1992;Madsen and Desai,2010)。失败经验带来的边际学习效应递减速率慢于成功经验也从侧面提供了失败经验可能更有效的证据(Madsen and Desai,2010)。

另一种观点认为,失败未必引致成功。失败的经验虽然能暴露出一些问

题,但暴露出来的问题往往不是全部问题。跨国并购非常复杂,需要企业在多方面都达到成功的基本要求才能最终完成并购。失利的项目往往不是只有一个地方没做好,而是多方面没有做好。失败经历的增加,虽然也意味着组织学习程度的加深,但也是企业国际化程度不足的另一种表现形式。此外,与成功经验自我加强的机制不同,管理层在面对不同类型的失败总结经验的结果也不一定相同。比如,高管过去经历的差异可能导致企业面对相同的失败而采取不同的改进措施,导致不同的学习效应(Yamakawa et al., 2015)。如果管理层因各种原因不能提出正确的改善方法,则后续并购依然面临失败风险。有些并购的失利可能源于外部因素,如目标国政局动荡、监管法律突然变化,而另一些并购未能成功的原因则源于企业内部,如不合理的报价等。还有学者则提出,失败并购经验引致的学习效应形成机制与成功经验引致的学习效应存在差异,前者存在一个“交学费”负相关过程,而只有当企业“交够学费”,把多方面的知识逆差补足后才进入正相关的过程,故失败经验与并购成功率呈现U型曲线特征(范黎波等,2016)。考虑到目前针对失败经验的观点也存在差异,实证分析还比较少,本文希望进一步探讨失败经验的作用。由此提出:

假设 5a: 前期失败的并购经验提高了后续并购成功率。

假设 5b: 前期失败的并购经验降低了后续并购成功率。

2 研究设计

2.1 数据

并购交易数据来源于 Zephyr 全球并购交易分析库,包括:交易双方基本情况、行业、合作机构/咨询公司名称、项目被报道的情况和双方财务信息。原始数据记录的绝大部分是境内并购项目,跨境并购样本数量为 1363 个。其中,样本时间跨度从 1997 年到 2018 年,涉及 87 个国家和地区。1363 个项目中,成功的并购数量为 1291 个,失败的项目为 72 个,此阶段内中国企业国际并购的总成功率为 94.7%。

2.2 模型

既有研究主要在制度或文化视角下检验经验对并购投资成功率的影响,但在分析工具上存在不足:一方面,由于主要自变量是制度变量,对不同类型的经验(成功经验、失败经验、周边国家经验、发达国家经验、发展中国家经验、源于同制度水平国家的经验)等其他学习效应考查不足。另一方面,在以制度变量为自变量、投资结果为被解释变量的研究中,经验作为调节变量出现,通过加入

调节变量后自变量系数的变化以及考查调节变量与自变量交叉项系数的显著性来说明调节变量的因果效应,但江艇(2022)指出,这种调节效应本质上是异质性分析,交叉项系数显著主要是说明不同调节水平(有经验和无经验情况下)的个体对于自变量的反应不一样。当然,这确实是因果关系存在的重要证据之一,但其稳健性低于工具变量或倍差法对因果关系的检验,即便交叉项的系数显著,也很难说清楚调节变量(经验)的内生性问题。一个现实困难在于现有数据主要为横截面数据,无法在不丢失大量只有一次对外投资观察值的基础上同时得到面板数据。

为了更好地利用横截面数据的信息,本文拟采用倾向性得分匹配法(propensity score matching, PSM)进行检验,同时构建工具变量进行内生性检验。其主要思想是通过合理的协变量选择,使得两组企业在是否具有投资经验方面具有相近的可能性,由此构建处理组(事实上有经验)和对照组(事实上无经验)。使用对照组的平均并购成功率作为处理组的平均并购成功率的反事实框架结果,两者的差值即为处理组平均效应(average treatment effect of the treated, ATT, Rosenbaum and Rubin, 1985)。如果差异显著,说明经验对并购成功率有显著影响;反之则没有。由于样本观察值之间的倾向性得分差距较大,从而更适合采用卡尺内近邻匹配的方法,卡尺长度参考通常做法选择为倾向性得分标准误的 0.25 倍。

在处理横截面数据的内生性问题上,匹配法有一定优势。一方面,倾向性得分接近的观察值企业配对可以使得企业在是否有历史投资经验这件事上依协变量随机,得到的 ATT 更能反映经验对于并购成功率的净影响;另一方面,在协变量的选择上,本文对反映企业综合实力、可能引起内生性问题的变量进行了尽可能的控制,包括将收购企业总资产、收购企业是否上市纳入协变量模型。检验模型如下:

$$\begin{aligned} \text{ATT} &= E(\text{result}_{1i} - \text{result}_{0i} \mid \text{Exp}_i = 1) \\ &= E(\text{result}_{1i} \mid \text{Exp}_i = 1) - E(\text{result}_{0i} \mid \text{Exp}_i = 1) \end{aligned} \quad (1)$$

$$\widehat{\text{ATT}} = \frac{1}{N_{i:\text{Exp}_i=1}} \sum (\text{result}_{1i} - \widehat{\text{result}}_{0i}) \quad (2)$$

其中, result 表示并购结果,下标 i 表示观察值,下标 0/1 分别表示在假设该并购企业无经验和有经验情况下的并购结果, Exp_i 表示该观察值对应的并购企业是否事实上有并购经验。因此,对于式(1)中的 $E(\text{result}_{1i} \mid \text{Exp}_i = 1)$ 可以直接写为 $N^{-1} \sum_{i:\text{Exp}_i=1} \text{result}_{1i}$, 而 $E(\text{result}_{0i} \mid \text{Exp}_i = 1)$ 没有直接对应的数据,故需要依据倾向性得分值,选择合适的对照组 K 个观察值的平均并购成功率对其进行估计, $\widehat{\text{result}}_{0i} = K^{-1}(\text{result}_{0i^*} \mid \text{Exp}_i = 0)$ 。

2.3 变量

因变量选择并购结果(result)。成功取值为 1, 否则为 0。成功和失败的定义仅为股权交割是否完成^①。考虑到并购手续比较复杂、耗时较长, 从项目宣布到结果公开可能横跨数年, 导致在不同时点观察的项目状态不一样, 故本文剔除了交易状态处于“待定”标签的项目, 仅保留交易状态已确定的观察值。

处理变量选择经验(ExpT 等)。经验是本文的核心自变量, 在既有研究中, 对经验的衡量有两种主流形式, 一是衡量企业高管的并购经验(Field and Mkrtchyan, 2017)。因为高管是企业决策的建议者、制定者或执行者, 一笔国际并购是否能成功往往取决于高管有没有相应的并购经验。二是将企业看成一个整体, 衡量企业经历过的并购次数(贾镜渝和孟妍, 2022)。

本文选用了后一种衡量方式, 理由是: 已经发生的并购事件会使得原本在高管和员工内部隐性知识显性化, 即操作时没有及时说明的知识也会在后续的复盘中得到记录并成为规章制度, 即便后续人员发生流动, 新人也能从中获益, 降低重复犯错的概率。为了对不同类型的经验是否对后续并购绩效产生差异化影响进行验证, 本文对经验进行了多维度测量, 以检验不同经验引致学习效应的有无与程度。考虑到样本考察期间是我国企业大规模初次进入不同国家进行并购的高速增长期, 故在基准检验中我们选用“企业是否具有该国的并购经验”作为处理变量。如有至少 1 次并购经验, 则该观察值进入处理组, 否则进入对照组^②。

为了使得对照组(事实上无经验企业)平均成功率能够可信地代表处理组的反事实结果, 协变量的选择包括国家和企业/项目等两个层面。国家层面协变量包括: (1) 东道国的制度质量和风险, 本文采用世界银行世界治理指数六大指标的算数平均值来衡量, 记为 wgi, 其取值在 -2.5~2.5 之间。六大制度指标分别是: 腐败控制(cce)、政府效率(gee)、监管质量(rqe)、法治程度(rle)、政局稳定(pve)以及表达与问责(vae)。(2) 通用语言距离(csl)衡量的是两国之间通常使用语言差异的量化指标, 取值在 0~1 之间, 取值越大表示目标国与中国之间的通用语差异越大, 潜在并购难度也越大。(3) 目标国前一年 GDP 总量与

^① 尽管并购前后目标方和并购方经营状况、股价涨幅、创新能力、市场渗透率等方面也是重要的研究领域, 但本研究暂不涉及。

^② 其他经验变量有: 企业在同目标国失败并购次数(ExpCFN)、企业在同区域其他国家成功并购次数(ExpRSN)、企业在同区域其他国家失败并购次数(ExpRFN)、企业在低制度质量国家成功并购次数(ExpLSN)、企业在高制度质量国家成功并购次数(ExpHSN)以及其他中国企业在同目标国成功并购次数(ExpPCSN)和其他中国企业在同目标国失败并购次数(ExpPCFN)。

人均 GDP,分别取自然对数并记为 LnHgdpp 和 LnHgdpp,用以控制目标国市场规模与经济发展水平。

项目层面协变量包括:(1)收购金额(取自然对数,LnInv)。主要用于控制项目规模和收购企业实力。一般而言,收购股权份额与金额成正比。企业寻求获得的金额/股份越多,越容易引起目标国政府、目标公司其他股东、管理层以及非股东类利益相关者的警惕,并购越不容易完成^①。(2)收购企业总资产(取对数,LnAqTolAst),用于控制收购方的综合实力。(3)收购企业上市与否(AqLst),若上市则为 1,否则为 0。在样本观察期内,作为并购发起方的中国企业如果已经上市,则通常而言有较强的盈利能力和较强的资金实力。(4)目标企业上市与否(TgLst),若上市则为 1,否则为 0。

年份和行业层面哑变量分别被用来控制宏观经济形势和不随时间变化的行业特征。描述性统计和共线性分别如表 1 所示,除了企业的国际并购经验之间的共线性略高以外(但不同的经验不会同时出现在模型中),其余各变量之间不存在显著共线性(为节约篇幅不展示)。

表 1 描述性统计

变量名	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
ExpSN	1363	0.990	2.159	0.000	16.000
ExpFN	1363	0.054	0.238	0.000	2.000
ExpCSN	1363	0.349	1.212	0.000	15.000
ExpCFN	1363	0.010	0.101	0.000	1.000
ExpRSN	1363	0.484	1.393	0.000	16.000
ExpRFN	1363	0.019	0.142	0.000	2.000
ExpDN	1363	3.142	5.163	0.000	45.000
LnInv	1363	16.837	3.110	0.000	22.958
LnAqTolAst	1363	2.089	0.408	0.000	2.805
AqLst	1363	0.583	0.493	0.000	1.000
TgLst	1363	0.227	0.419	0.000	1.000
LnHgdpp	1363	13.054	2.289	6.690	16.841
LnHgdpp	1363	10.286	1.030	5.729	11.689
wgi	1363	0.997	0.710	-1.500	1.862
cs1	1363	0.178	0.327	0.000	0.862

^① 比如在油气行业,多数国家禁止外资获得超过 50%的控制权。

3 主要结果

3.1 基准检验

基准检验考察有至少一次并购经验与无并购经验的企业在并购成功率上的差异如表 2 所示。在经验的选择上,主要考察企业在同目标国成功经验(ExpCSN)、企业在同目标国的失败经验(ExpCFN)、企业在全球成功的并购经验(ExpSN)和企业在全球失败的并购经验(ExpFN)。结果显示:企业在特定国家的经验带来显著学习效应,有相应经验企业比无相应经验企业的并购成功率高 3.23%,在 5%水平下显著;而失败经验则无学习效应,系数为-25%且在 10%水平下显著,意味着前期的失败可能导致后续并购继续失败,反映出该企业并购能力的不足,假设 1 得到证实。企业在全球的成功并购经验(ExpSN)处理效应不显著,企业在全球的失败失败经验(ExpFN)亦不能带来学习效应,ATT 值为-6%。这说明笼统地谈论国际并购经验是否显著提高了后续并购成功率可能意义不大,而是需要考察其真正有借鉴意义的经验有多少。替代学习效应方面,其他中国企业在同目标国的成功并购经验(ExpPCSN)和其他中国企业在同目标国的失败经验(ExpPCFN)的处理效应均无法通过检验,未发现显著的替代学习效应,假设 2 未获证实。

表 2 基准检验

变量	配对	处理组	对照组	差值	t 值	处理 分组	N(未处于 共同 取值范围)	N(处于 共同 取值范围)
ExpCSN	未配对	0.96	0.94	1.79%	1.10	未处理	13	1099
	配对	0.96	0.93	3.23%	1.99	处理	0	232
ExpCFN	未配对	0.64	0.94	-29.77%	-4.56	未处理	441	434
	配对	0.64	0.89	-25.20%	-1.88	处理	0	14
ExpSN	未配对	0.94	0.95	-0.75%	-0.59	未处理	18	853
	配对	0.94	0.93	0.98%	0.52	处理	8	475
ExpFN	未配对	0.87	0.94	-7.88%	-2.34	未处理	414	590
	配对	0.85	0.81	4.67%	0.81	处理	4	48
ExpPCSN	未配对	0.95	0.94	0.66%	0.48	未处理	13	355
	配对	0.95	0.93	1.84%	0.82	处理	135	836
ExpPCFN	未配对	0.94	0.95	-1.51%	-1.08	未处理	51	774
	配对	0.93	0.96	-2.53%	-1.13	处理	7	379

3.2 内生性检验

本研究面临的内生性主要在于企业综合实力可能同时影响国别并购经验的有无与后续并购结果。尽管匹配模型可以通过控制可测变量来缓解内生性问题,但不可测变量的影响难以控制。为了进一步解决内生性问题,我们采用工具变量法进行检验。以上节系数显著的 ExpCSN 作为工具变量。如前所述,范黎波等(2016),刘慧和綦建红(2015)发现其他中国企业在同一目标国的并购经验能产生替代学习效应和信息溢出效应,对中国企业了解目标国家投资环境有积极作用,更可能吸引被考察企业到目标国并购投资,因此 LnPCV 与 ExpCSN 具有相关性。同时,为了防止在同目标国已经实现并购的企业与被考察企业存在竞争从而使得工具变量与结果变量产生相关性,本文没有选择其他在同目标国由其他中企完成的并购金额(LnPCSV),而是采用其他中企尝试并购金额(LnPCV)。此外,本文还加入了目标企业在被收购前最近财政年度的正式员工数量(LnTgNmEmp)作为控制变量,进一步控制被收购企业规模可能对并购结果产生的影响。

首先,工具变量的有效性检验。弱工具变量检验统计量 AR 和 Wald 的 p 值分别在 1%和 5%水平上显著,应该拒绝内生变量与工具变量不相关的原假设,不拒绝内生变量与工具变量相关的备择假设。由此说明本文所选的工具变量不存在弱工具变量的问题。我们还通过两步法回归的第一步 F 统计量的大小来判断是否存在弱工具变量问题,表 3 第(2)列为第一步回归的结果,可以看到:工具变量自身在 5%水平下显著,且符号为正,与假设保持一致;模型整体的 F 值为 15.44, F 值大于 10 时一般认为不存在弱工具变量问题。其次,关于工具变量的无关性。由于工具变量衡量的是目标并购项目发起前其他中国企业发起并购总金额,与标的企业无关,且时间上存在先后顺序,前期由其他企业发起的并购项目无法影响后续发生并购的成败结果。最终结果同样支持国别并购经验能够显著提升企业后续并购成功率,且在 1%水平下通过显著性检验。与匹配检验不同的是,工具变量得到的边际提升效应较大^①。

表 3 工具变量检验有效性检验

	(1) 工具变量:极大似然法	(2) 工具变量:两步法回归(第一阶段)
	因变量:Result	因变量:ExpCSN
ExpCSN	0.77 *** (0.15)	

① 边际提升效应实际为 76%(并不是表 3 第(1)列的 ExpCSN 的系数),由于模型不同,系数不具备可比性。

续表

(1) 工具变量:极大似然法		(2) 工具变量:两步法回归(第一阶段)
因变量:Result		因变量:ExpCSN
LnExpPCV		0.05**
		(0.02)
LnInv	0.03	-0.07***
	0.03	(0.03)
ExpDN	0.11***	-0.03**
	(0.03)	(0.01)
LnAqTolAst	-0.86***	1.29***
	(0.10)	(0.19)
LnTgNmEmp	-0.04	0.05*
	(0.03)	(0.03)
LnHgdg	-0.10**	0.12***
	(0.03)	(0.03)
LnHgdpp	-0.40***	0.42***
	(0.10)	(0.15)
cce	0.40***	-0.48***
	(0.09)	(0.12)
csl	-0.30*	0.42*
	(0.18)	(0.25)
1. AqLst	0.14*	-0.32**
	(0.08)	(0.13)
1. TgLst	-0.52***	0.63***
	(0.14)	(0.15)
截距项	6.54***	-7.13***
	(1.17)	(1.64)

注:系数下方为稳健z统计量,标准误根据行业进行聚类;***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

3.3 稳健性检验

稳健性检验从经验边际效应和估计方法等两个方面入手。首先,基准检验只根据经验的有无来划分处理组和对照组,而没有进一步分析经验的多少是否进一步影响了并购成功率。在稳健性检验中,本文将进入处理组的条件改为 $ExpCSN \geq 2$ 或 ≥ 3 ,以此来检验国别并购经验对于并购成功率的提升效应是否单调^①。结果显示(表5),有2次国别并购经验的企业比无经验或只有1次国

^① 若进入处理组的标准改为 $ExpCSN \geq 4$,则由于共同取值范围的区间较小而处理组和对照组的个体数量都太少,进一步导致两组的并购成功率无变化。

别并购经验的企业拥有更高的并购成功率,这个差异高达 12%;进一步比较有 2 次及以上国别并购经验的企业与只有 1 次国别并购经验的企业,没有发现这两组企业之间并购成功率存在显著差异。而有 3 次国别经验的企业并不比有 1~2 次国别并购经验的企业有更高的并购成功率。这说明进入目标国家的前 2 次并购产生了比较重要的学习效应,后续的并购更多的是经验的运用而很难再积累新的知识。

其次,由于不同项目并购金额的不同,单次并购经验所引致的组织学习程度亦存在差异。同样是并购某国企业,A 企业拟获得控制权,并购超过 50% 的股权,并购总金额较高,而 B 企业只是进行财务投资,只拟获得 5% 以下的股权,并购总金额较低。即便 A 和 B 公司都成功并购,由于被测量的经验 ExpCSN 均为 1,仍无法体现这是两笔完全不同规模的并购以及背后蕴含的组织学习程度的差异。为了弥补这一缺憾,笔者改为使用并购金额测量。由于金额变量为连续变量,如果依然采取以金额是否大于 0 为划分处理组和对照组的标准,则会得到与 ExpCSN 情形完全一致的分组处理。因此我们采用了与内生性检验类似的工具变量模型,并对企业在目标国已完成的并购金额取对数(即 LnExpCSV)。该模型也通过了工具变量的有效性检验且拒绝弱工具变量假设。结果如表 4 所示:以金额衡量的并购经验依然显著。另外,本文还采用 Logit 模型进行稳健性检验,ExpCSN 依然显著(表 6)。综上,企业对特定国别的并购经验产生了显著的学习效应,提高了企业在同一国家的并购成功率。

表 4 稳健性检验 1

变量	(1) 工具变量:极大似然法	(2) 工具变量:两步法回归(第一阶段)
	因变量:Result	因变量:LnExpCSV
LnExpCSV	0.52 *** (0.03)	
LnExpPCSV		0.07 ** (0.03)
LnInv	-0.02 (0.03)	0.00 (0.04)
ExpDN	0.04 (0.05)	-0.14 (0.10)
LnAqTolAst	-0.86 *** (0.16)	1.84 *** (0.27)
LnTgNmEmp	0.01 (0.03)	-0.03 (0.05)
LnHgdg	(-0.05) 0.04	0.09 ** (0.05)

续表

变量	(1) 工具变量:极大似然法	(2) 工具变量:两步法回归(第一阶段)
	因变量:Result	因变量:LnExpCSV
LnHgdpp	-0.20 *** (0.05)	0.24 (0.21)
cce	0.20 *** (0.05)	-0.26 (0.17)
csl	-0.37 (0.35)	0.58 (0.37)
AqLst	0.08 (0.05)	-0.20 (0.20)
TgLst	-0.53 *** (0.20)	0.90 *** (0.22)
观察值	1339	1339

注:系数下方为稳健z统计量,标准误根据行业进行聚类;***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

表 5 稳健性检验 2

处理标准	配对	处理组	对照组	差值	标准误	T 值	处理 分组	N(未处于 共同取值 范围)	N(处于 共同 取值范围)
ExpCSN≥2	未配对	1	0.92	0.08	0.04	1.85	未处理	52	343
	配对	1	0.88	0.12	0.04	2.86	处理	5	34
ExpCSN≥3	未配对	0.91	0.09	0.06	1.43	0.91	未处理	136	193
	配对	0.96	0.04	0.06	0.74	0.96	处理	3	19

表 6 稳健性检验 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Result	Result	Result	Result	Result	Result
ExpCSN	2.476 *** (0.379)	0.337 * (0.193)	0.432 * (0.241)	0.421 * (0.241)	0.503 * (0.258)	0.489 * (0.281)
ExpDN		-0.003 (0.017)	-0.021 (0.022)	-0.017 (0.022)	-0.005 (0.023)	-0.009 (0.029)
LnInv		-0.311 *** (0.055)	-0.223 ** (0.097)	-0.219 ** (0.097)	-0.247 ** (0.108)	-0.258 *** (0.099)
LnAqTolAst			0.315 (0.471)	0.287 (0.461)	0.202 (0.444)	0.138 (0.483)
LnTgNmEmp			-0.140 ** (0.069)	-0.119 * (0.071)	-0.058 (0.074)	-0.068 (0.080)
LnHgdpp				0.050 (0.082)	0.019 (0.081)	0.043 (0.099)

续表						
变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Result	Result	Result	Result	Result	Result
LnHgdpp				0.216	0.308	0.231
				(0.346)	(0.382)	(0.478)
wgi				0.008	−0.014	0.221
				(0.399)	(0.470)	(0.559)
csl					0.091	−0.179
					(0.717)	(0.842)
截距项		8.358 ***	6.694 ***	3.662	3.470	1.497
		(1.029)	(1.564)	(4.005)	(4.940)	(5.554)
观察值	1363	1363	553	553	551	469
行业	否	否	否	否	是	是
年份	否	否	否	否	否	是

注：系数下方为稳健 z 统计量，括号内为稳健标准误；***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

4 机制检验

企业在特定目标国的成功并购经验呈现学习效应,而一般性的国际并购经验以及各种并购失败的经验未显示学习效应这一事实说明,国别层面的异质性因素可能影响了学习效应的存在与大小。既有研究探讨比较多的异质性因素包括:制度、风险、文化、语言、宗教等,但对上述异质性的控制往往采取了一种客观而超脱的第三者视角,而没有考虑到在实现一笔(或多笔)投资后,不同企业对同一个国家的宏观异质性因素认知发生了变化,即便对于同一个国家的同一个风险因素,具备不同经验水平的企业也有差异化的对待方式。从这个角度出发,本文希望从国别因素中的地缘和制度两个维度进行展开,探索学习效应是否源于企业对这两方面异质性掌握能力的提高。

4.1 经验可推广性的地缘相近起源

地缘相近国家往往因为历史渊源和区域协同发展而产生制度和政策方面的相似性,这可能使得源于邻国的经验适用于本国。然而,由于不同国家人民对发展道路的选择不同,导致即便是邻近国家其引进外资政策、经济结构以及金融管制措施呈现相当的差异性,这反过来意味着企业在邻国的并购经验不适用于本国。例如,墨西哥与美国虽然接壤且先后签订有北美自由贸易协定及新美墨加贸易协定,在对外贸易政策和引进外资方面具有一定协同性,但美国在基础设施领域强调对等原则,中国企业若要进入美国基建行业,则中国需要向美国企业对等开放基建市场,而公共财政能力相对弱的墨西哥则以公私合营的模

式欢迎中国企业对其基础设施进行投资。另一个例子是非洲的赞比亚与坦桑尼亚,两国虽然接壤但是对于外资的准入限制存在不同,前者要求外国人在赞投资需要申请投资许可证,而后者对于普通领域的投资一般没有限制。即便地理毗邻、语言文化相似,也不能保证投资环境具备可比性。据此我们认为,对目标国投资政策与市场环境的个性化认知是导致既往并购经验存在学习效应的主要原因。

为验证经验的可推广性是否源于地缘联系,本文通过将企业在同大洲其他国家的成功并购次数(ExpRSN)、在同大洲其他国家的所有并购次数(ExpRN)两变量的处理效应 ATT 与 ExpCSN 的处理效应 ATT 进行对比来检验经验的可推广性。倘若经验会因为地缘相近产生可推广性,则 ExpRSN 的 ATT 应该显著为正且系数大于 ExpCSN 的 ATT。表 7 的结果显示,ExpRSN 的处理组效应为负值且不显著区别于零,这说明企业在周边国家的并购经验不会带来显著学习效应。考虑到不同大洲的情况差异大,可能产生在一些大洲并购经验能产生推广性,而在另一些大洲并购经验无法产生推广性的现象。故本文分按照大洲进行了分组检验。具体来看,亚洲地区的国别经验 ATT 为 31.74%而区域经验 ATT 为-42.73%,且均在 1%水平下显著但符号相反,这意味着亚洲国家异质性强,经验推广性为负。北美地区国别经验 ATT 为 75%而区域经验 ATT 仅为 7.56%。欧洲地区不论是国别经验还是区域经验的 ATT 均不显著。其他区域则由于观察值太少导致无法输出结果(表 8)。综合来看,国际并购经验带来的学习效应主要不是由地缘相近而带来的政策协同或语言文化相近导致的,且各区域内部经验的可推广性可能大相径庭。

表 7 经验是否因地缘相近产生推广性

处理组:ExpCSN/ExpRSN/ExpRN = 1			
处理变量	(1)	(2)	(3)
	ExpCSN	ExpRSN	ExpRN
ATT	3.10% **	-18.50%	-1.10%
T 值	1.92	-1.44	-0.74

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

表 8 各区域内并购经验的对比

进入处理组条件:ExpCSN/ExpRSN = 1						
处理变量	亚洲		北美洲		欧洲	
	ExpCSN	ExpRSN	ExpCSN	ExpRSN	ExpCSN	ExpRSN
ATT	31.74% ***	-42.73% ***	75.00% ***	7.56% **	10.63%	-4.52%
T 值	2.91	-2.11	3.00	2.14	1.02	-0.33
Prob>chi2	0.097	0.000	0.000	-	0.234	0.000

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

4.2 经验可推广性的制度相近起源

经验的推广性既可能来源于地理、文化、历史的相似性,也可以来源于制度质量的相似性。发达国家与发展中国家的投资环境存在显著差异,中国对两类国家的主要并购领域也存在差别。发达国家研发水平高,有深厚的技术储备和研发人才储备,占据了全球价值链的高端环节,中国对其并购带有技术寻求目的,因而并购遇到的阻碍往往源于国家安全审查、技术转让限制以及意识形态;而中国对发展中国家的并购主要为寻求市场和资源,其并购主要阻碍在于社会文化差异、国别政治风险、经济金融风险、政府腐败与效率问题等。鉴于企业在发达国家、发展中国家处理并购问题的逻辑不一致,企业在特定类别国家积累的并购经验实质上是处理相关问题的能力。可以预见,如果企业在特定类型国家有较多的成功并购经验,那么其未来在类似国家发起并购会有更高成功率。

本文计算了每个企业在每笔并购前分别在高制度质量国家的成功并购经验(ExpHSN)和在低制度质量国家的成功并购经验(ExpLSN),并以此变量是否大于 1 来作为处理变量取值的依据进行匹配检验。其中,高、低制度质量国家的划分基于世界治理指数六大指标。如果目标国相应制度得分在 75 分位数以上(下),则该国在该制度维度上属于高(低)制度质量国家,企业如在该国顺利完成一笔并购交易,则企业在高(低)制度质量国家的并购经验增加 1,在任意国家的失败经历不记为经验。由于制度质量有不同衡量标准,一个国家可能在腐败控制方面被划分为低制度质量国家,而在政府效率方面被划分为高制度质量国家。因此,本文为每一个观察值(企业)计算了每笔交易前其在相应制度标准下具有的高、低制度质量国家的成功并购经验。比如,依据腐败控制程度划分的高、低制度质量国家的成功投资经验分别记为 ExpHSN_cce、ExpLSN_cce,依据政府效率划分高、低制度质量国家的成功投资经验分别为 ExpHSN_gee、ExpLSN_gee。以此类推,共有六种(其余四种的后缀分别是 rle、rqe、pve 和 vae,分别代表依据法治程度、监管质量、政局稳定,以及话语权与问责)。根据经验和目标市场的不同,我们一共有 $6 \times 2 \times 2 = 24$ 个匹配结果,如表 9 所示。

我们从经验来源类别和目标国家类别两个视角来检视结果。从经验来源类别来看,好制度环境并购经验 ExpHSN 和差制度环境并购经验 ExpLSN 均提升了并购成功率,但后者的系数普遍大于前者(24 种情况中仅 2 种出现反例)。尤其是在应对政府效率和监管质量等两方面制度风险时,企业在这两类制度较差国家中积累的经验反而更能提升并购成功率。这也从侧面说明企业从发展中国家积累的克服政府效率和监管质量不佳的能力更能适应跨制度迁移。从目标国家类别来看,经验引致的学习效应在并购制度不那么好的国家企业时更

加显著。通过比较表 9 右列和表 9 左列的 ATT 值可以发现,右侧列系数均大于 10%,而左列超过一半 ATT 值在 5%~6% 之间。上述结论与 Dikova et al. (2010) 的研究结果较为一致。

另外,由于中国制度得分在过去较长的时间里较低,故有学者认为中国企业之所以能快速进入众多发展中国家市场投资,是因为这些企业先天适应了国内这个存在相似制度障碍的市场(Buckley et al., 2007; Narula, 2012)。但笔者认为,尽管中国长期以来制度评分较低(与其他发展中国家看似一样),但低并不等同于制度差,而是中国制度中对经济发展的激励机制并不为当时国际评分者所理解,抑或当时的评分者对于中国发展模式存在偏见从而给出了这样的分数。同时,国内并购毕竟不同于国际并购,两者在竞标模式、政企关系、融资模式、支付方式等方面均存在差异,不太可能直接移植国内经验促进海外并购。为了排除这个可能性,本文将企业是否有国内并购经验作为处理变量,检验其带来的处理效应,未发现国内并购经验能够促进海外并购成功率(未报告结果)。

表 9 不同制度环境下的对应经验的学习效应

处理效应 ATT				
处理变量	在腐败控制较好国家发起的并购	<i>N</i>	在腐败控制较差国家发起的并购	<i>N</i>
ExpHSN_cce	5.30% **	332	11.33% ***	765
ExpLSN_cce	6.57% **	265	12.13% ***	946
处理变量	在政府效率较好国家发起的并购	<i>N</i>	在政府效率较差国家发起的并购	<i>N</i>
ExpHSN_gee	5.87% **	312	14.20% ***	881
ExpLSN_gee	12.86% ***	290	13.50% ***	968
处理变量	在法治程度较好国家发起的并购	<i>N</i>	在法治程度较差国家发起的并购	<i>N</i>
ExpHSN_rle	5.72% **	296	10.75% ***	892
ExpLSN_rle	5.88%	251	14.53% ***	996
处理变量	在监管质量较好国家发起的并购	<i>N</i>	在监管质量较差国家发起的并购	<i>N</i>
ExpHSN_rqe	5.85% ***	318	12.70% ***	888
ExpLSN_rqe	17.26% ***	258	12.91% ***	984
处理变量	在政局较稳定国家发起的并购	<i>N</i>	在政局较不稳定国家发起的并购	<i>N</i>
ExpHSN_pve	5.70% **	304	12.62% ***	924
ExpLSN_pve	15.53% ***	266	14.52% ***	967
处理变量	在话语权与问责较好国家发起的并购	<i>N</i>	在话语权与问责较差国家发起的并购	<i>N</i>
ExpHSN_vae	9.40% ***	287	16.70% ***	837
ExpLSN_vae	11.99% ***	294	14.27% ***	973

注:***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著;为了节约篇幅,没有汇报对应的 *t* 值或标准误,而是以星号代替。

4.3 经验的存在形式是显性知识还是隐性知识

经验主要有两种可能的存在形式：一种是显性形式，即以规章制度等书面形式存在；另一种是隐性形式，以相关管理人员的记忆、潜意识等形式存在。倘若经验主要以隐形形式存在，那么关键人员（高管、独董、专业人才等）的离开会降低该企业在特定国别的并购能力。从经验上来看，距离当前并购时间节点更近的经验（人才离任的概率更小）对于后续并购成功率的提高更显著；而倘若主要以显性形式存在，则即便经验产生于多年以前也依然能够为后续的并购提供借鉴意义，不会因为关键人员的离开而大幅度降低企业并购成功率。基于这个理念，本文构建了三个替代性国别经验指标：ExpCSN_W3Y、ExpCSN_W5Y 和 ExpCSN_W10Y，分别代表 3 年、5 年或 10 年内国别经验，检验模型为 Logit 模型。倘若学习效应随时间递减，则 ExpCSN_W3Y 的系数应该显著大于 ExpCSN_W10Y 系数，从而体现出越近期的经验越能带来学习效应。

结果显示（表 10），3 年、5 年或 10 年内国别经验均在 10% 显著性水平下通过检验，但是系数并没有呈现显著差异，显著性水平也没有差异。经验并没有随着时间的流逝而降低太多有效性，而是经验积累的总量更重要。这意味着，经验主要以显性形式存在于企业而不主要以隐形形式存在于企业，且即便经验产生于特定时间点以前，依然对后续并购能够产生积极作用。即便经验丰富的管理人员离开，其在位期间创造的价值和积累的优良管理经验也能够很好地固化在企业内部，能够为企业后续继续利用。

表 10 学习效应是否随时间递减效应的检验

自变量	(1)	(2)	(3)
	Result	Result	Result
ExpCSN_W3Y	0.312* (0.186)		
ExpCSN_W5Y		0.282* (0.171)	
ExpCSN_W10Y			0.332* (0.190)
控制变量	是	是	是
观察值	1353	1353	1353

注：***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著，括号内为聚类标准误。

5 结论

本文基于 Bvd-Zephyr 全球并购交易数据库研究了并购经验引致的学习效

应,测算了经验对并购成功率的提升程度以及因果机制。主要发现如下:

第一,并购投资存在“干中学”的学习效应,尤其体现在对特定国家和制度的认知上。如果企业在某国有成功并购经验,则在相同情况下其再次并购该国的成功率比没有经验的企业高3.2%。第二,一般性的国际并购经验(即便成功)不能提升后续并购成功率,这意味着仅掌握一般性国际并购经验对提升跨境并购作用有限,而“对症下药”式的对国别投资环境的异质性认知才能真正提高国际化水平。第三,学习效应随着经验的次数增加而呈现边际效应递减的特征,但不随着时间的推移而产生边际效应递减。前者意味着即便企业拥有在某国三次及以上的并购经验,也不意味着其比在同一国家具有一到两次并购经验的企业有更高的并购成功率,后者则表明近期并购经验并没有比更长时间内的经验带来更高的学习效应。第四,失败经验未能提高后续的并购成功率,这可能是因为失败的并购经验样本还不够多,暂时未发现失败经验可能存在的U型曲线效应。最后,替代学习效应不显著,未发现其他中资企业在同目标国的先期并购给后续并购项目带来正向信息溢出效应。

鉴于经验学习效应的存在及其呈现出的有限推广性,我们检验了两种可能的渠道。一是经验因其来源的国别地理相近、语言文化相近而产生可推广性;二是经验因其来源制度环境存在相似性而产生可推广性,企业通过成功并购地缘相近国家企业后积累了克服特定制度障碍的能力而导致的可推广性。渠道一无法被证实。尽管国界接壤或相近、历史同源、语言相同等多重因素可能导致源于一国的并购经验适用于另一国,但在绝大多数情况下,即便是同属一个区域,国别之间依然有巨大的异质性,投资环境异质性阻碍了经验的扩展性。渠道二有较强的解释力。尽管企业在制度较好国家积累的经验也能提升并购成功率,但综合而言提升效果劣于在制度较差国家积累的并购经验。中国企业在制度不健全国家的并购经验客观上帮助其积累了克服相应制度障碍的办法与能力,且这些能力能够提高其未来在相同制度问题国家的并购成功率。其中又以克服政局稳定和监管质量风险的能力提升最为明显。综上,本研究丰富了国际商务领域关于发展中国家企业国际化能力提升方面的解释。

本文蕴含的政策含义是,企业需辩证地看待海外并购经验的有效性与可推广性。在分析经验的适用性时,需考虑不同国家在制度障碍上是否具有相似性。只有在当前国家制度环境与先前并购国家类似时,既有经验才是更值得借鉴的。若前后两个目标国仅是地理相邻、语言文化相通,但面临的主要制度环境完全不同,则既往经验非但没有借鉴价值,甚至带来误导。

参考文献

白洁,苏庆义. 2020.《美墨加协定》:特征、影响及中国应对[J]. 国际经济评论,

- (6): 123-138.
- Bai J, Sun Q Y. 2020. The United States-Mexico-Canada agreement: Characteristics, impact and China's response [J]. *International Economic Review*, (6): 123-138. (in Chinese)
- 范黎波, 马聪聪, 周英超. 2016. 中国企业跨国并购学习效应的实证研究——经验学习和替代学习的视角[J]. *财贸经济*, 37(10): 102-116.
- Fan L B, Ma C C, Zhou Y C. 2016. Experiential learning and vicarious learning: An empirical study of Chinese enterprises cross-border M & A learning effect [J]. *Finance & Trade Economics*, 37(10): 102-116. (in Chinese)
- 贾镜渝, 李文. 2015. 经验与中国企业跨国并购成败——基于非相关经验与政府因素的调节作用[J]. *世界经济研究*, (8): 48-58, 128.
- Jia J Y, Li W. 2015. Experience and success of chinese cross-border acquisitions: Moderating role of non-related experience and government factors [J]. *World Economy Study*, (8): 48-58, 128. (in Chinese)
- 贾镜渝, 李文, 郭斌. 2015. 经验是如何影响中国企业跨国并购成败的——基于地理距离与政府角色的视角[J]. *国际贸易问题*, (10): 87-97.
- Jia J Y, Li W, Guo B. 2015. Influence of prior experience on chinese firms' cross-border acquisitions: A study from perspective of geographic distance and government's role [J]. *Journal of International Trade*, (10): 87-97. (in Chinese)
- 贾镜渝, 孟妍. 2022. 经验学习、制度质量与国有企业海外并购[J]. *南开管理评论*, 25(3): 49-61.
- Jia J Y, Meng Y. 2022. Experiential learning, institutional quality and Chinese SOEs' cross-border acquisitions [J]. *Nankai Business Review*, 22(3): 49-61. (in Chinese)
- 江艇. 2022. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. *中国工业经济*, (5): 100-120.
- Jiang T. 2022. Mediating effects and moderating effects in causal inference [J]. *China Industrial Economics*, (5): 100-120. (in Chinese)
- 刘慧, 綦建红. 2015. 异质性 OFDI 企业序贯投资存在区位选择的“路径依赖”吗 [J]. *国际贸易问题*, (8): 123-134.
- Liu H, Qi J H. 2015. Path dependence in location choice of sequential investment of heterogeneous OFDI firms [J]. *Journal of International Trade*, (8): 123-134. (in Chinese)
- 刘勰, 孟勇. 2019. 制度距离与我国企业海外并购效率[J]. *经济管理*, 41(12): 22-39.
- Liu X, Meng Y. 2019. A study on institutional distance and duration of cross-border

- mergers and acquisitions by Chinese firms [J]. *Economic Management Journal*, 41(12): 22-39. (in Chinese)
- 潘镇, 鲁明泓. 2006. 在华外商直接投资进入模式选择的文理解释[J]. 世界经济, (2): 51-61.
- Pan Z, Lu M H. 2006. A cultural explanation for the choice of foreign direct investment entry modes in China[J]. *World Economy*, (2): 51-61. (in Chinese)
- 綦建红, 刘慧. 2015. 以往经验会影响 OFDI 企业序贯投资的区位选择吗——来自中国工业企业的证据[J]. 经济理论与经济管理, (10): 100-112.
- Qi J H, Liu H. 2015. Is previous experience relevant for location choice of sequential investment—Evidence from China's industrial enterprises[J]. *Economic Theory and Business Management*, (10): 100-112. (in Chinese)
- 綦建红, 杨丽. 2014. 文化距离与我国企业 OFDI 的进入模式选择——基于大型企业的微观数据检验[J]. 世界经济研究, (6): 55-61+88-9.
- Qi J H, Yang L. 2014. Cultural distance and OFDI entry mode choice of Chinese enterprises: A study based on the test of large enterprises' micro-data[J]. *World Economy Study*, (6): 55-61+88-9. (in Chinese)
- 肖芳. 2011. 《里斯本条约》与欧盟成员国国际投资保护协定的欧洲化[J]. 欧洲研究, 29(3): 93-110, 161.
- Xiao F. 2011. The Lisbon treaty and the europeanization of EU member states' international investment agreements[J]. *Chinese Journal of European Studies*, 29(3): 93-110, 161. (in Chinese)
- 薛求知. 2001. 全球学习效应: 跨国公司行为新解释[J]. 复旦学报(自然科学版), 40(2): 184-189.
- Xue Q Z. 2001. Global learning effect: A new approach to the multinational enterprises' conducts[J]. *Journal of Fudan University (Natural Science)*, 40(2): 184-189. (in Chinese)
- 薛求知, 帅佳旖. 2019. 制度距离、经验效应与对外直接投资区位选择——以中国制造业上市公司为例[J]. 中国流通经济, 33(8): 80-90.
- Xue Q Z, Shuai J Y. 2019. Institutional distance, the effect of experience, and OFDI location choice—Taking China's listed manufacturing companies as an example [J]. *China Business and Market*, 33(8): 80-90. (in Chinese)
- 阎大颖. 2013. 中国企业对外直接投资的区位选择及其决定因素[J]. 国际贸易问题, (7): 128-135.
- Yan D Y. 2013. Location choice of China's outward FDI firms and the decisive factors[J]. *Journal of International Trade*, (7): 128-135. (in Chinese)
- 殷华方, 鲁明泓. 2011. 文化距离和国际直接投资流向: S 型曲线假说[J]. 南方经

- 济, (1): 26-38.
- Yin H F, Lu M H. 2011. Cultural distance and foreign direct investment flows: The S-curve hypothesis [J]. *South China Journal of Economics*, (1): 26-38. (in Chinese)
- Argote L, Epplé D. 1990. Learning curves in manufacturing[J]. *Science*, 247(4945): 920-924.
- Baum J A C, Dahlin K B. 2007. Aspiration performance and railroads' patterns of learning from train wrecks and crashes[J]. *Organization Science*, 18(3): 368-385.
- Björkman I. 1989. Foreign direct investments: An empirical analysis of decision making in seven finnish firms[Z]. Helsingfors: Swedish School of Economics and Business Administration.
- Buckley P J, Clegg L J, Cross A R, et al. 2007. The determinants of chinese outward foreign direct investment [J]. *Journal of International Business Studies*, 38(4): 499-518.
- Chuang Y T, Baum J A C. 2003. It's all in the name: Failure-induced learning by multiunit chains[J]. *Administrative Science Quarterly*, 48(1): 33-59.
- Collins J D, Holcomb T R, Certo S T, et al. 2009. Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions[J]. *Journal of Business Research*, 62(12): 1329-1334.
- Davidson W H. 1980. The location of foreign direct investment activity: Country characteristics and experience effects[J]. *Journal of International Business Studies*, 11(2): 9-22.
- Dikova D, Sahib P R, van Witteloostuijn A. 2010. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981—2001[J]. *Journal of International Business Studies*, 41(2): 223-245.
- Field L C, Mkrtchyan A. 2017. The effect of director experience on acquisition performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 123(3): 488-511.
- Hitt M A, Keats B W, Demarie S M. 1998. Navigating in the new competitive and scape: Building strategic flexibility and competitive advantage in the 21st century [J]. *Academy of Management Perspectives*, 12(4): 22-42.
- Johanson J, Wiedersheim-Paul F. 1975. The Internationalization of the firm—Four swedish cases[J]. *Journal of Management Studies*, 12(3): 305-323.
- Johanson J, Vahlne J E. 1977. The internationalization process of the firm—A model of knowledge development and increasing foreign market commitments[J]. *Journal of International Business Studies*, 8(1): 23-32.
- Johanson J, Vahlne J E. 1990. The mechanisms of internationalization[J]. *International*

- Marketing Review*, 7(4): 11-24.
- Lant T K, Mezias S J. 1992. An organizational learning model of convergence and reorientation[J]. *Organization Science*, 3(1): 47-71.
- Levitt B, March J G. 1988. Organizational learning[J]. *Annual Review of Sociology*, 14: 319-338.
- Lubatkin M H. 1982. A market model analysis of diversification strategies and administrative experience on the performance of merging firms [D]. Knoxville: University of Tennessee.
- Lubatkin M H. 1983. Mergers and the performance of the acquiring firm[J]. *Academy of Management Review*, 8(2): 218-225.
- Madsen P M, Desai V. 2010. Failing to learn? The effects of failure and success on organizational learning in the global orbital launch vehicle industry[J]. *Academy of Management Journal*, 53(3): 451-476.
- March J G, Simon H A. 1958. Organizations[M]. New York: Wiley, 1958.
- Miner A S, Haunschild P R. 1995. Population-level learning [J]. *Research in Organizational Behavior: An Annual Series of Analytical Essays and Critical Reviews*, 17: 115-166.
- Morris M W, Moore P C. 2000. The lessons we (don't) learn: Counterfactual thinking and organizational accountability after a close call [J]. *Administrative Science Quarterly*, 45(4): 737-765.
- Narula R. 2012. Do we need different frameworks to explain infant mnes from developing countries? [J]. *Global Strategy Journal*, 2(3): 188-204.
- Rosenbaum P R, Rubin D B. 1985. Constructing a control group using multivariate matched sampling methods that incorporate the propensity score[J]. *The American Statistician*, 39(1): 33-38.
- Sitkin S B, Pablo A L. 1992. Reconceptualizing the determinants of risk behavior[J]. *The Academy of Management Review*, 17(1): 9-38.
- Vermeulen F, Barkema H. 2001. Learning Through Acquisitions [J]. *Academy of Management Journal*, 44(3): 457-476.
- Yamakawa Y, Peng M W, Deeds D L. 2015. Rising from the ashes: Cognitive determinants of venture growth after entrepreneurial failure [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(2): 209-236.

Sources of International M&A Capability : Perspective from Cross-Border M&A Experience of Chinese Multinationals

Peiyuan Xu¹ Yongzhong Wang² Yuyan Jiang³

(1. *Institute for International and Area Studies, Tsinghua University;*

2. *Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Science;*

3. *Center for Latin American Studies, Faculty of History, Nankai University*)

Abstract Chinese multinationals have accumulated a lot of international M&A experience around the world. Does the M&A experience bring a learning effect and what is the mechanism behind the learning effect? Based on Bvd Zephyr global M&A dataset, by using the propensity score matching method and instrumental variable method, this paper confirms that the M&A experience accumulated by enterprises brings a learning effect, and the M&A success rate of enterprises with international M&A experience is 33% higher than that of enterprises without experience. The experience of international M&A attempts but unsuccessful in equity delivery (i. e. failed M&A experience) has little impact on subsequent M&A success rate. The reason why experience can improve the success rate of subsequent M&A is mainly due to the fact that through completing a transaction, an enterprise has mastered the ability to overcome a specific institutional obstacle (e. g. government low efficiency, political instability, etc.). When the target enterprise of the subsequent merger and acquisition is located in a country with similar institutional difficulties, this enterprise has a greater probability of successfully solving the problem or solving the problem faster. Although geographically close countries usually have similar historical origins, cultures, and similar languages, M&A experience from countries in the same region is often intuitively believed to improve the success rate of subsequent M&A. Still, empirical results do not support this argument. The policy suggestion that can be derived is that enterprises should treat their past M&A experience prudently and dialectically. On the one hand, in due diligence, it is necessary to clarify the types and levels of the main institutional risks of the country where the target is located and decide whether to draw on the existing experience based on whether the two are similar. On the other hand, it should be noted that although some countries share geographical borders, historical origins, and even the same language, years of independent development have led to significant heterogeneity in the introduction of foreign investment policies, and the merger experience derived from neighboring countries is likely not applicable to another country.

JEL Classification F21, F23