

国有资本参股和民营企业国际化 ——倒U型关系形成机理及其检验

王成哲, 江乾坤

浙江理工大学经济管理学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2024年7月26日; 录用日期: 2024年8月23日; 发布日期: 2024年11月12日

摘要

本文选取2008~2022年沪深A股民营上市公司跨国并购事件为样本, 使用情感分析技术对并购过程中的新闻报道进行文本分析, 以构建组织合法性指标, 探讨国有资本参股对跨国并购成功率的影响。研究发现, 国有资本参股与民营企业跨国并购成功率之间呈现倒U型曲线关系, 在国际化过程中发挥“双刃剑”效应。机制分析表明, 随着国有资本持股比例的增加, 其带来的资源优势 and 合法性劣势是企业跨国并购成功率呈U型变动的主要原因。调节效应表明, 区域制度环境正向调节国有资本参股与民营企业跨国并购成功率之间的倒U型关系, 而企业技术能力负向调节这种关系。

关键词

混合所有制改革, 国有资本, 合法性, 跨国并购, 倒U型关系

State-Owned Capital Participation and Private Enterprises Internationalize

—Formation Mechanism and Testing of the Inverted U-Shaped Relationship

Chengzhe Wang, Qiankun Jiang

School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou Zhejiang

Received: Jul. 26th, 2024; accepted: Aug. 23rd, 2024; published: Nov. 12th, 2024

Abstract

This study selects cross-border merger and acquisition events of privately-owned listed companies on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2008 to 2022 as samples. By employing web

scraping techniques and sentiment analysis, we construct an organizational legitimacy index to investigate the impact of state-owned capital participation on the success rate of cross-border M&As. The findings reveal an inverted U-shaped relationship between state-owned capital participation and the success rate of cross-border M&As in private enterprises, demonstrating a “double-edged sword” effect during the internationalization process. The mechanism analysis indicates that as the proportion of state-owned capital shareholding increases, the resource advantages and legitimacy disadvantages brought by it are the main reasons for the U-shaped change in the success rate of cross-border mergers and acquisitions by enterprises. Moderating effects suggest that the regional institutional environment positively moderates the inverted U-shaped relationship between state-owned capital participation and the success rate of cross-border M&As in private enterprises, whereas firm technological capabilities negatively moderate this relationship.

Keywords

Mixed-Ownership Reform, State-Owned Capital, Legitimacy, Cross-Border M&As, Inverted U-Shaped Relationship

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着我国市场化改革的不断推进,民营企业综合国际竞争力不断提升,参加对外直接投资(OFDI)的数量和投资规模稳步上升,已然成为我国“一带一路”战略推进对外直接投资中不可忽视的力量。跨国并购作为对外直接投资的重要一环,在规模和数量不断增长的发展态势下,不到一半的并购成功率却未能跟上“走出去”的步伐,未能满足中国高质量对外发展的要求。

基于制度理论和资源基础理论,现有文献指出,企业顺利完成跨国并购主要由两个因素决定:一是拥有充足的资源,二是符合东道国对合法性的要求[1]。一方面,如果民营企业仅达到了东道国的合法性门槛,但没有足够的资源来支撑跨国并购所需的成本,投资很难持续[2]。跨国并购项目具有较长的投资周期和较高的收益不确定性,往往伴随着高成本,需要耗费大量的资源用于寻找投资目标、雇佣顾问等活动。但长期以来,我国民营企业面临着较为严重的融资约束问题。而随着混合所有制改革的逐步推进,引入国有股权成为民营企业缓解自身融资压力的一种重要途径,可以帮助企业获得跨国并购所需的大量资源[3][4]。另一方面,如果企业仅达到了资源门槛,但不满足东道国对合法性的要求,则往往会招致东道国政府、合作者和民众等利益相关者的质疑,造成严重的合法性劣势而难以完成投资。随着我国跨国企业开始大规模“走出去”,学者们发现,新兴国家跨国企业面临着外来者劣势和来源国劣势的双重劣势,因而在投资领域和股权结构承受着更为严苛的限制[5]。国有资本参股由于具有与政府的“天然”联系[6],容易被东道国怀疑其政治关联和投资动机,从而提高企业跨国并购的合法性门槛。

现有研究对国有资本直接参与或间接参与是提高或是抑制跨国并购成功率仍没有一致的结论[7][8]。一方面,国有资本能为企业海外扩张时提供资源、低成本贷款和外交保护等方面的有利影响,从而提高跨国并购的成功率和效率;但另一方面,国有资本也会为企业带来合法性不足的挑战,从而抑制跨国并购的成功率。两种截然不同的结论给需要进行国际化投资的民营企业抛出了几个难题,即国有资本参股如何促进或阻碍了企业的跨国并购?在进行海外投资时,是否应该引入国有资本来获取资源优势?国有资本比例在多大时会带来合法性劣势?本文认为,对于拥有不同程度国有资本的民营企业,提供的资源

能为民营企业带来不同程度的优势。同时, 不同程度的国有资本会引起东道国利益相关者不同程度的关注, 从而导致民营企业在东道国的对外投资存在不同程度的合法性劣势。因此, 必须认清与不同程度的国有资本比例相关的资源优势 and 合法性劣势之间的复杂权衡, 其与企业跨国并购成功率之间可能为非线性关系。此外, 国有资本参股带来的资源优势 and 合法性劣势在不同的情境下会有所不同, 尚不清楚区域制度属性和企业自身属性如何影响企业在资源利益和合法性制约之间的权衡。因此本文还考虑了区域制度环境和跨国企业市场化策略的调节作用。特别是, 母国的区域制度环境可能会减少国有资本参股所带来的国内利益和国外限制, 导致更平坦的倒 U 型效应, 相比之下, 技术能力作为一个关键的基于市场的策略可能会增加资源效益和制度约束, 导致更陡峭的倒 U 型影响。

本文的实际贡献在于以下三个方面。第一, 相较于以往研究的线性关系, 本研究强调国有资本参股对民营企业国际化的资源优势 and 合法性劣势之间的权衡所造成的非线性关系, 认为制度理论和资源基础观共同决定了企业国际化经营决策和成效。通过对非线性关系的发展, 本研究揭示了国有资本参与在民营企业国际化中的“双刃剑”效应, 回应了现有研究的争论。第二, 本研究探讨了影响国有资本参股与跨国并购成功率之间关系的背景因素, 深入分析了区域制度环境和企业技术能力在倒 U 型关系中的调节作用, 拓展和丰富了该领域的理论研究。第三, 现有文献对于并购新闻的文本分析集中于国内并购[9], 而鲜有文献对跨国并购过程中来自东道国的新闻报道进行文本分析。少量文献考察了东道国对于跨国并购的报道情绪对于并购成败率的影响[10][11], 但没有考察国有资本参股在其中发挥的作用。通过对企业每一笔跨国并购时的海外媒体新闻进行爬取和情感分析, 本文构建合法性指标, 以实证检验国有资本参股所带来的合法性劣势, 为合法性的衡量提供了新的思路。

2. 理论假设

2.1. 国有资本参股与民营企业跨国并购成功率

国有资本参股对民营企业跨国并购成功率的影响既受到其带来的资源收益的影响, 也会受到东道国合法性劣势的束缚。当国有资本比例增加时, 收益和束缚可能以不同的方式改变, 这将会引起其对跨国并购成功率的非线性影响。

2.1.1. 资源优势机制

国有资本参股所带来的资源优势最初会快速上升, 然后在国有资本增加到一定水平后收益递减。国有资本能为民营企业提供了获得优质资源的渠道, 通过政治关联和传递有利信号来提高民营企业的外源融资能力[4][12], 使其能够相对更容易地获取财务资源、政策支持和更多有价值的投资信息, 减轻了民企的税负、融资约束和与东道国之间的信息不对称, 进而有助于其增加跨国并购的成功率。此外, 国有资本所带来的资源可以增强民营企业社会责任感, 推动企业参与合法性建设活动, 如在东道国进行 ESG 实践和绿色创新, 从而缓解外来者劣势所带来的挑战。因此, 国有资本的资源效应对于民营企业克服外来者劣势至关重要, 其优势可能会迅速增加。

然而, 随着国有资本比例的进一步增加, 额外的资源会给民营企业的跨国并购带来越来越少的好处。尽管国有资本比例的增加可以提供更多的资源, 但也会导致企业利用资源的效率和学习能力降低[13]。其次, 过于丰富和冗余的资源会增长管理者惰性, 产生资源依赖和低效率, 减少民营企业开发以效率导向的例程和标准化流程的动力, 这将使企业缺乏适应国际市场环境的能力。此外, 过高的国有股权持股比例会加剧企业代理成本冲突、招致政府过度干预并减弱信号传递效应, 进而抵消国有资本的资源获取优势, 不利于海外投资的持续[12]。因此, 在超过拐点后, 国有资本所带来的资源效应会随着国有资本比例的增加而以递减的速度增长, 甚至可能下降。

综上所述，国有资本参股通过资源优势对企业跨国并购产生的效应具体如图 1 所示。当国有资本比例进一步增加时，资源优势会逐步抵消，跨国并购成功率上升的速度会逐步减小，出现了边际递减的趋势。

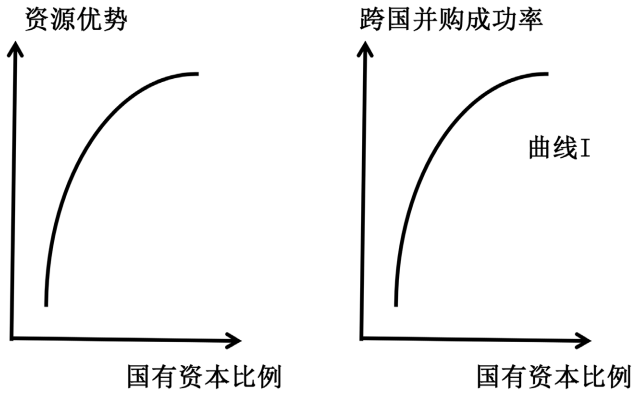


Figure 1. Resource advantage mechanism
图 1. 资源优势机制

2.1.2. 合法性劣势机制

国有资本所带来的合法性劣势最初会缓慢增加，然后在国有资本达到某一点后迅速上升。最初，由于民营企业实际控制主体仍属于私有制，其在投资时仍然释放出非国有制企业的信号，如商业利益最大化的动机、更高的投资透明度和效率[14]，有利于跨国并购的进行，且少量的国有资本比例被广泛认为是新兴国家跨国企业的一个共同制度属性，因此民营企业较低的国有资本比例不会遭受东道国利益相关者过多的负面看法，甚至可能因为其与母国的政治关联而获得正面看法，如更多地承担社会责任和减轻就业压力，进而获得合法性认可。此时民营企业的合法性劣势仅是风险较低的约束，例如对投资项目的例行审查，对投资过程产生较小的影响。随着国有资本的增加，合法性劣势最初可能会短暂地下降，或者缓慢上升。

然而，随着国有资本比例的进一步增加，在超过某一点后，合法性劣势可能会迅速增加，因为过高的国有资本比例可能会遇到更多来自东道国利益相关者的合法性担忧，如民众情绪恶化、企业抵制，甚至政治制裁，进而提高了企业并购的合法性门槛。因此，针对于占有过高比例国有资本的民营企业，东道国监管机构倾向于将其视为母国的政治代理人，从而加强对其投资审查的严格程度，并着重关注其与母国的利益交换以保障国家和战略资产的安全。此外，过多的国有股权使得企业在决策制定方面效率低下，从而导致东道国监管机构对投资方是否有能力使东道国获得良好的经济效益产生质疑，加剧对其投资合法性的担忧[5]。与此同时，东道国企业和民众可能会担心跨国企业的不公平竞争优势以及机会和工作的潜在损失，可能会通过游说监管机构或舆论发酵等方式来使跨国企业的市场合法性加剧下滑，进而阻碍民营企业的跨国并购的进行。

综上所述，国有资本参股通过合法性劣势对企业跨国并购产生的效应具体如图 2 所示。当国有资本比例进一步增加时，合法性劣势会加速上升，跨国并购成功率下降的速度会逐步增大，出现了边际递增的趋势。

如果将资源优势与合法性劣势两种机制对跨国并购成功率产生的效应同时加以考虑，可以得到国有资本比例与企业跨国并购成功率之间的倒 U 型关系，如图 3 所示。在交点左边的区域，随着国有资本的比例增加，资源优势效应逐渐提升，并且此区间内合法性劣势相对较低，这两种因素的综合作用使得国有资本参股对企业跨国并购成功率表现出促进作用。在交点右边的区域，虽然资源优势继续增强，

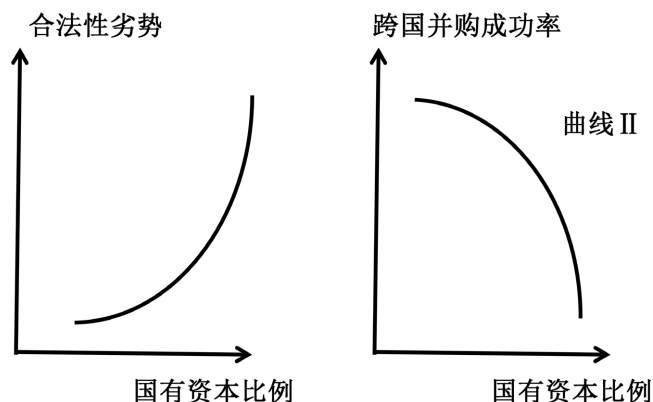


Figure 2. Legitimacy disadvantage mechanism

图 2. 合法性劣势机制

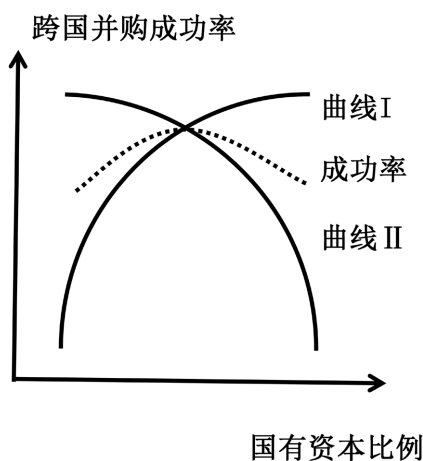


Figure 3. Inverted U-shaped relationship

图 3. 倒 U 型关系

但其强度呈现边际递减的趋势，并且在此区间内由于合法性劣势大幅度提高且存在加速上升的趋势，以至于出现了跨国并购成功率随着国有资本比例的增加而降低的情况。综上所述，我们提出如下假设：

假设 1：国有资本参股与民营企业跨国并购成功率呈现倒 U 型关系。

2.2. 区域制度环境的调节作用

国有资本参股对民营企业跨国并购成功率的倒 U 型影响会受到区域制度环境的影响。区域制度质量是指企业所处区域的制度环境状况，包括政府制定的政策和法律、市场所提供的资源和监管体系等正式制度，也包括行业拟定的标准等非正式制度。若某区域的制度环境更有利于实现以自由交换为核心的市场机制时，则认为该区域制度环境较好，反之则认为其较差[15]。

从资源优势视角来看，民营企业从国有资本中获得的资源收益随着区域制度环境的提升而减少。具体而言，区域制度环境越好，银行经营更加规范，政府对上市企业经营管理施加影响的能力弱，企业与银行之间的信息不对称问题得到缓解，使民营企业可以通过市场机制来获取满足其跨国并购所需的资金，而非通过引入国有资本获得融资便利，降低了对国有资本参股发挥的隐形担保等作用的依赖，即完善的制度环境在一定程度上替代了国有股权的作用，国有资本参股带来的资源优势随之减弱[16]。因此，企业处于区域制度质量较高时，随着国有资本比例的增加，民营企业获得的资源优势效应上升趋势变得平缓。

从合法性劣势视角来看, 与国有资本相关的合法性劣势会随着民营企业所在区域的制度环境的提升而减少, 进而促进跨国并购的成功。企业所在的区域制度环境越好, 有助于向东道国政府传递其“合法化”的市场机制信号, 减轻东道国政府的质疑和担忧[17]。其次, 较好的地区制度环境会使市场机制更为健全、信息更具透明性与流动性, 有利于东道国利益相关者对中国企业组织身份进行更为准确的了解。企业与环境的制度性趋同, 为其行为提供了一种合法性证明, 并使组织的经营管理行为免受民众、投资者等利益相关者的质疑, 从而减轻国有资本所带来的合法性劣势, 进而提高跨国并购成功率。因此, 随着企业所在区域制度环境的上升, 由国有资本带来的合法性劣势的上升趋势会逐渐平缓, 导致其对民营企业跨国并购过程的影响减弱。综上所述, 我们提出如下假设:

假设 2: 当企业所在区域制度环境较好时, 国有资本参股与跨国并购成功率的倒 U 型关系变得更平缓, 即区域制度环境正向调节国有资本参股与跨国并购成功率的关系。

2.3. 企业技术能力的调节作用

国有资本参股对民营企业跨国并购成功率的倒 U 型影响还会受到企业技术能力的影响。技术能力是指企业学习和探索先进技术以及开发新产品的能力, 其能够帮助企业快速应对复杂多变的外部环境。

从资源优势视角看, 企业的技术能力能够提高国有资本带来的资源收益的利用率。首先, 卓越的技术能力有助于企业对现有资源潜在价值进行开发利用, 还能将因国有股权而新获取的资源同现有资源进行有效整合, 从而帮助企业克服从新兴经济体跨越到发达经济体的技术鸿沟[18]。其次, 技术能力强的企业往往出于知识产权保护的考虑, 不愿意对外公布研发的具体情况, 因此与外部存在更严重的信息不对称, 国有资本参股能通过增加企业对外传递信息效益从而改善债务融资, 增强资源效应[4]。最后, 在中国正处于经济转型的背景下, 国有股权参股企业, 将会更加关注高新技术企业, 更愿意伸出“支援之手”, 提供更多的经济资源支持[19]。因此, 随着国有资本比例的上升, 拥有更高的技术能力民营企业能通过提高资源利用效率和获取程度, 使其资源优势上升趋势变得更快, 从而推动跨国并购的成功。

从合法性劣势视角看, 技术能力可能会加剧具有国有资本的民营企业所面临的合法性危机。在审批具有高技术能力并且有高度政治关联的跨国民营企业时, 外国政府和媒体可能会担心尖端技术的泄漏或企业失去控制而对国家安全造成影响。近年来, 多个国家加强了对高新技术企业和具有“国资背景”或可能存在关联关系的企业的调查。因此高技术能力可能会导致具有高国有股权的民营企业面临更大的审查力度, 使其合法性劣势上升趋势变得更快, 从而降低跨国并购的成功率。

综上所述, 我们提出如下假设:

假设 3: 当企业技术能力较高时, 国有资本参股与跨国并购成功率的倒 U 型关系变得更陡峭, 即企业技术能力负向调节国有资本参股与跨国并购成功率的关系。

3. 研究设计

3.1. 模型设定

为了考察国有资本参股对民营企业跨国并购成功率的非线性关系, 本文构建如下二元 Logit 模型:

$$\Pr(Completion_{ijt} = p) = \frac{1}{1 + \exp^{-M}}$$

$$M = \alpha + \beta_1 Soeshare_{it} + \beta_2 Soeshare_{it}^2 + \beta_3 Control_{ijt} + \mu_t + \delta_h + \varepsilon_{it}$$

其中, 变量 i 、 t 、 j 、 h 代表跨国企业、时间、国家、行业。 $\Pr(Completion_{ijt})$ 表示企业 i 向国家 j 跨国并购的成功概率 p , M 是解释变量国有资本持股比例 $Soeshare_{it}$ 及其平方项、企业层面和东道国层面的控制变

量 $Control_{ijt}$ 等相关因素的线性回归。此外, μ_i 为时间固定效应, δ_h 为行业固定效应。

3.2. 主要指标及数据说明

3.2.1. 样本选择

本文选取 2008~2022 年并购方为中国境内民营企业的跨国并购事件作为样本。其中跨国并购数据由 Zephyr 全球并购数据库而来。在此基础上, 本文进一步对初始样本进行筛选, 剔除下列上市公司: (1) 被并购方位于港澳台及避税天堂的样本。(2) 并购方属于金融业的样本。(3) 并购方 ST 的样本。(4) 主要变量(包括如并购规模等控制变量)严重缺失样本。接下来剔除国有企业样本, 最终得到 343 家民营企业的 593 个跨国并购样本, 遍布于 62 个国家。

3.2.2. 被解释变量

投资成败(Completion)使用虚拟变量来衡量企业跨国并购成败与否, 成功则赋值为 1, 否则为 0。

3.2.3. 解释变量

本文采用并购当年企业前十大股东中国有股份总和占前十大股东股份总和的比重来衡量民营企业的国有资本参股比例(Soeshare)。

3.2.4. 控制变量

参考以往的研究, 选取东道国层面、企业层面和并购层面的控制变量, 具体指标和数据来源见表 1。此外, 本文还控制了行业效应和时间效应, 以规避并购方所在行业和年份可能造成的影响。

Table 1. Details of control variable indicators and data sources

表 1. 控制变量指标详情和数据来源

维度	控制变量名称	符号	测量方式	数据来源
东道国层面	东道国市场规模	Lnpop	东道国人口总数取对数	世界银行
	东道国发展潜力	Gdpgrowth	东道国 GDP 增长率	世界银行
	制度距离	Institution	全球治理指数(WGI)中六项综合治理指标进行主成分分析	世界银行
	双边政治关系	Idealpoint	联合国议题投票数据	联合国
企业层面	高管海外背景	Overseas	海外背景的高管占高管团队人数比例	国泰安
	企业规模	Size	企业总资产取对数	国泰安
	企业年龄	Age	Ln (并购年份 - 成立年份 + 1)	国泰安
	企业绩效	ROA	净利润/总资产	国泰安
	国际化经验	Experience	并购事件之前的企业并购次数	Zephyr
并购层面	并购顾问	Advisor	是否聘请顾问, 是为 1, 否为 0	Zephyr
	同行业并购	Indre	是否是同行业并购, 是为 1, 否为 0	Zephyr
	并购规模	Acqsize	并购交易金额取对数	Zephyr
	上市状况	List	被并购方是否上市, 是为 1, 否为 0	Zephyr

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

表 2 展示了各个变量描述性统计的结果。在 2008~2022 年期间内, 中国民营企业跨国并购完成率为

43%，与以往研究基本一致，其他变量的统计结果均在合理范围之内。此外，所有变量之间的相关系数均低于 0.5，且方差膨胀因子(VIF)最大为 2.07，平均 VIF 为 1.25，表明没有严重的多重共线性问题(限于篇幅，正文未展示相关性分析和 VIF 检验，留存备案)。

Table 2. Descriptive statistics
表 2. 描述性统计

变量	Obs	Mean	Std.	Mix	Max
Completion	593	0.43	0.50	0	1
Soeshare	593	3.05	7.45	0	39.90
Lnpop	593	17.96	1.56	11.45	21.05
Gdpgrowth	593	2.42	2.87	-10.36	14.52
Institution	593	1.46	0.55	0.23	2.41
Idealpoint	593	-1.70	1.09	-3.53	-0.03
Overseas	593	0.11	0.18	0	1
Size	593	22.33	1.23	18.83	25.45
Age	593	2.83	0.33	1.39	3.61
ROA	593	0.06	0.07	-0.55	0.66
Experience	593	1.21	0.59	1	8
Advisor	593	0.07	0.24	0	1
Indre	593	0.42	0.50	0	1
Acqsize	593	3.89	2.25	0	10.25
List	593	0.10	0.30	0	1

4.2. 实证结果分析

表 3 列(1)展示了国有资本比例(Soeshare)及其二次项(Soeshare2)对跨国并购成功率的回归结果，列(2)在列(1)基础上加入了控制变量。由列(2)结果可知，国有资本比例二次项(Soeshare2)在 1%水平上显著为负，初步证明了国有资本参股与民营企业跨国并购成功率呈现倒 U 型关系。其次，左端点处的斜率值(=0.0837)应大于 0，右端点处的斜率值(-0.1476)应小于 0，符合“倒 U”型特征。最后，拐点(-14.431)应落在国有资本比例的数据范围(0~39.88)内。综上所述，我们的模型验证了检验倒 U 型的三个步骤，结果支持假设 1。

Table 3. Robustness test results
表 3. 基准回归结果

	(1)	(2)
Soeshare	0.0806*** (3.25)	0.0837*** (3.17)
Soeshare2	-0.0015*** (-3.56)	-0.0029*** (-3.36)
Controls	Yes	Yes

续表

Ind FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
N	593	593
Pseudo R ²	0.085	0.131

注：括号内为 z 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的统计显著性水平，下同。

4.3. 稳健性检验

4.3.1. 工具变量法

由于解释变量为国有资本参股，被解释变量为民营企业跨国并购的成功率，两者之间存在互为因果关系的可能性较大，企业可能为使跨国并购交易成功而主动降低国有资本比例，因此本文采用工具变量法以解决内生性问题。参照李增福等(2021) [16]的研究，以企业所在行业的国有资本参股均值作为解释变量的工具变量进行回归。回归结果如表 4 所示：第一阶段回归结果显示，工具变量 Mean_Soe 的系数均在 1%水平上显著为正，证实了工具变量的相关性。此外，检验结果显示第一阶段的 F 统计量为 20.97，大于 10，Cragg-Donald Wald F 统计量为 52.462 (>16.38)，Hansen-Sargen 检验 P 值为 0.000，因此不存在弱工具变量问题且不能拒绝外生性假定。第二阶段回归结果显示，一次项和二次项的估计系数均在 10%水平上显著为负，表明在考虑内生性影响后，国有资本参股与企业跨国并购成功率之间仍呈现倒 U 型关系，与前文所得基本结论保持一致。

4.3.2. 倾向得分匹配(PSM)

由于国有股权参股民营企业并非随机，上述结论会受样本自选择影响。本文使用 PSM 方法进行匹配后再回归。首先按照企业是否引入国有资本为标准，引入国有资本为处理组，未引入为对照组，之后以控制变量为协变量进行 1:1 最近邻匹配，再以匹配后的数据进行回归。结果如表 4 列(3)所示，与前文结论保持一致。

4.3.3. 分组回归

根据国有资本比例的转折点将整个样本分成两个子样本(即国有资本参股低于或高于其拐点的子样本)，并分别进行线性回归。表 4 列(4)和列(5)结果表明，低国有资本比例的相关系数为正且显著，高水平国有资本比例的相关系数为负且显著。其说明国有资本比例的影响从低水平到拐点增加，但从拐点到高水平减少，验证了其对跨国并购成功率的倒 U 型效应的存在。

5. 进一步分析

5.1. 机制分析

根据前文分析，国有资本参股与跨国并购成功率呈现倒 U 型关系是其带来的资源优势和合法性劣势权衡的结果。为了增强理论分析和结论的可靠性，本部分参考两种因素权衡导致倒 U 型机制分析的方法，分别对资源优势机制和合法性劣势机制展开探讨。

5.1.1. 资源优势机制

本文采用 SA 绝对值指数作为民营企业融资约束的指标。SA 绝对值指标越大，则说明企业融资约束越大。回归结果见表 5 列(1)和列(2)，与刘惠好和焦文妞(2022) [12]的研究结果相同，国有资本参股与融资约束呈现 U 型关系。列(1)中，Soeshare 的回归系数在 5%水平上显著为负，Soeshare2 的估计系数显著

Table 4. Robustness test results
表 4. 稳健性检验结果

	工具变量法		PSM (3) Completion	小于拐点组 (4) Completion	大于拐点组 (5) Completion
	(1) Soeshare	(2) Completion			
Mean_Soe	0.2331*** (4.58)				
Soeshare		0.0571* (1.77)	0.0778** (2.54)	0.0200** (2.50)	-0.0388*** (-4.33)
Soeshare ²		-0.0018* (-1.89)	-0.0027*** (-2.61)		
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	593	593	377	342	151
Pseudo R ²		0.080	0.157	0.075	0.624

为正，拐点值为 26，比较靠近 Soeshare 的最大值，说明样本点集中在拐点左侧，两者之间主要呈现出一种非线性的负向关系。由于解释变量与机制变量呈 U 型关系，且列(2)回归结果显示，机制变量 SA 的系数在 5%水平上显著为负，这证实了国有资本参股通过发挥资源优势，进而促进了民营企业跨国并购的成功。

5.1.2. 合法性劣势机制

东道国媒体对企业并购事件的新闻报道情绪在一定程度上反映了东道国政府、企业和民众等利益相关者对于并购方合法性的认可度[10][11]。对并购事件的报道情绪越高，则反映东道国对企业的认可度越高，反之则越低[20]。

本文参考晏艳阳和汤会登(2023) [11]、Yiu 等(2023) [10]的研究，首先，以并购方名称、被并购方名称与并购时间为关键词，运用爬虫程序在 Factiva 全球媒体数据库中检索中国企业跨国并购样本，批量抓取新闻文本；其次，手动剔除无效文本、图片以及重复新闻，并将非英语的新闻报道批量翻译成英文格式，最终获得有效新闻样本 1432 篇，匹配 383 笔中国企业跨国并购样本；最后，参考江乾坤和王成哲(2023)[21]，针对每一笔跨国并购交易，计算每一篇东道国新闻报道的情感值，以衡量每一笔跨国并购的合法性(如有多篇报道则取均值)。

表 5 列(3)回归结果显示，Soeshare2 的估计系数显著为负，该二次型曲线拐点值为 9.67，较国有资本参股的最大值而言，拐点值比较接近最小值，样本点集中在拐点右侧，表明国有资本参股与民营企业跨国并购成功率之间的关系主要呈现为倒 U 型曲线的右半侧，这说明随着国有资本比例的增加，合法性劣势逐渐增加且增加速度增大。列(4)结果显示，Legitimacy 的系数在 5%水平上显著为正，表明国有资本比例超过某一点后，增加了民营企业的合法性劣势，对跨国并购成功率产生了消极影响。

5.2. 调节效应

5.2.1. 区域制度环境的调节效应

目前中国各地区之间的制度环境仍存在较大差异。参考马连福等(2015)[15]的研究，本文利用王小鲁

等编制的市场化指数来衡量中国各地区的制度环境(Envir)。表 6 列(1)结果显示, 区域制度环境与国有资本比例二次项的交互项系数显著为正, 说明区域制度环境的提高降低了民营企业的资源优势, 但也降低了企业国际化时面对东道国时的合法性劣势, 从而正向调节国有资本参股与民营企业跨国并购成功率之间的倒 U 型关系, 假设 2 得到验证。

Table 5. Mechanism inspection results
表 5. 机制检验结果

	资源优势		合法性劣势	
	(1) SA	(2) Completion	(3) Legitimacy	(4) Completion
Soeshare	-0.0052*** (-2.71)	0.0814*** (2.73)	0.0116** (2.37)	0.0611* (1.73)
Soeshare2	0.0001*** (2.86)	-0.0029*** (-2.91)	-0.0006** (-2.11)	-0.0024** (-1.96)
SA		-1.1514** (-2.21)		
Legitimacy				0.3222** (2.01)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	593	593	383	383
Pseudo R ² /R ²	0.891	0.136	0.580	0.141

Table 6. Adjustment effect results
表 6. 调节效应结果

	(1) Completion	(2) Completion	(3) Completion
Soeshare	0.0679** (2.37)	0.1002*** (3.55)	0.0844*** (2.72)
Soeshare2	-0.0026*** (-2.61)	-0.0040*** (-3.78)	-0.0038*** (-3.01)
Env	-0.0412 (-0.99)		-0.0344 (-0.81)
Env × Soeshare	-0.0494** (-2.42)		-0.0631*** (-2.87)
Env × Soeshare2	0.0013** (2.00)		0.0019*** (2.57)
Tec		-1.3519 (-0.93)	-1.911 (-1.17)

续表

Tec × Soeshare		1.0414	1.3202*
		(1.56)	(1.83)
Tec × Soeshare2		-0.0538**	-0.0693**
		(-2.14)	(-2.44)
Controls	Yes	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
N	593	593	593
Pseudo R ²	0.139	0.138	0.148

5.2.2. 企业技术能力的调节效应

根据之前的研究[18] [19]，本文运用企业研发支出占总销售额的比率来衡量技术能力(Tec)。表 6 列(2)结果显示，企业技术能力与国有资本比例二次项的交互项系数显著为负，说明企业技术能力的提高增强了民营企业的资源优势，但也增强了企业国际化时面对东道国时的合法性劣势，从而负向调节国有资本与民营企业跨国并购成功率之间的倒 U 型关系，假设 3 得到验证。

此外，本文将区域制度环境和企业技术能力均加入回归模型，同时考察两者的调节效应，回归结果(表 6 列 3)仍支持假设 2，假设 3。

6. 研究结论和启示

6.1. 研究结论

本文基于 2008~2022 年民营企业的跨国并购样本，并运用爬虫和情感分析技术构建每一笔跨国并购的合法性指标，考察国有资本所带来的资源优势 and 合法性劣势。研究发现，国有资本参股所带来的资源优势 and 合法性劣势表现出两种趋势，资源优势快速增加，在国有资本比例到达某个点后增速减缓；合法性劣势缓慢增加，在国有资本到达某个点后增速加快。资源优势 and 合法性劣势之间的权衡导致国有资本参股对企业跨国并购成功率的倒 U 型影响。此外，区域制度环境能够减缓资源优势的上升趋势，但也同时减轻了企业所面临的合法性劣势，从而正向调节国有资本参股与跨国并购成功率间的倒 U 型关系；技术能力能够帮助企业提高资源利用效率和获取程度，强化资源优势，但同时也会引起东道国利益相关者更多的关注，加剧合法性劣势，从而负向调节国有资本参股与跨国并购成功率之间的倒 U 型关系。

6.2. 研究启示

本文的研究结论也为民营企业的管理者和决策者提供了重要的启示。第一，目前多数民营企业的国有资本比例未到达拐点，因此在进行国际化扩张时可以大胆引入国有资本，但在到达拐点后仍应仔细权衡国有资本参股所带来的优势和劣势。国有股东的参与能够帮助民营企业快速获得跨国并购所需的大量资源，但也会引起东道国的特别关注。为了缓解国有资本带来的合法性劣势，民营企业在跨国并购时可以通过明确阐述其跨国并购的动机、提高透明度、参与社会责任活动等方式来实现。第二，研究表明民营企业所在的区域制度质量的提高可以提高企业在东道国利益相关者眼中的合法性，为企业组织身份合法化提供帮助。因此政府应该采取诸如降低企业所得税、加强知识产权保护和简化审批程序等一系列措施来改善制度环境，提升企业在东道国的形象，进而提高跨国并购的成功率。第三，拥有高技术能力的企业在跨国并购时，应谨慎考虑是否引入国有资本来获得资源优势。

参考文献

- [1] 陈小梅, 吴小节, 汪秀琼, 等. 中国企业逆向跨国并购整合过程的质性元分析研究[J]. 管理世界, 2021, 37(11): 159-183, 11-15.
- [2] 王碧琚, 谭语嫣, 余森杰, 等. 融资约束是否抑制了中国民营企业对外直接投资[J]. 世界经济, 2015, 38(12): 54-78.
- [3] 曹瑾, 张东旭, 杨蓉. 中国混合所有制改革与微观企业经济后果研究: 进展、综述与展望[J]. 会计研究, 2023(2): 65-78.
- [4] 何德旭, 曾敏, 张硕楠. 国有资本参股如何影响民营企业?——基于债务融资视角的研究[J]. 管理世界, 2022, 38(11): 189-207.
- [5] 魏江, 王丁, 刘洋. 来源国劣势与合法化战略——新兴经济企业跨国并购的案例研究[J]. 管理世界, 2020, 36(3): 101-120.
- [6] 姚梅洁, 宋增基, 张宗益. 制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据[J]. 管理世界, 2019, 35(11): 158-173.
- [7] Cuervo-Cazurra, A. and Li, C. (2021) State Ownership and Internationalization: The Advantage and Disadvantage of Stateness. *Journal of World Business*, **56**, 101112. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101112>
- [8] Wang, P., Liu, B., Delios, A., *et al.* (2023) The Contingent Effect of State Participation on the Dissolution of International Joint Ventures: A Resource Dependence Approach. *Journal of International Business Studies*, **54**, 107-127.
- [9] 陈泽艺, 李常青, 魏志华. 媒体负面报道影响并购成败吗——来自上市公司重大资产重组的经验证据[J]. 南开管理评论, 2017, 20(1): 96-107.
- [10] Yiu, D.W., Wan, W.P., Chen, K.X. and Tian, X. (2024) A Theory of Host Country Sentiments: An Illustration in Cross-Border Acquisitions. *Academy of Management Journal*, **67**, 1024-1054. <https://doi.org/10.5465/amj.2022.0239>
- [11] 晏艳阳, 汤会登. 东道国媒体情绪对中国企业跨境并购的影响研究[J]. 国际贸易问题, 2023(1): 158-174.
- [12] 刘惠好, 焦文姐. 国有股权参股与民营企业投资不足——基于资源效应与治理效应的双重视角[J]. 经济管理, 2022, 44(8): 76-94.
- [13] 董艳, 刘佩忠. 国有注资对民营企业绩效的影响——基于中国工业企业的研究[J]. 经济学(季刊), 2021, 21(6): 1925-1948.
- [14] 贾镜渝, 孟妍. 经验学习、制度质量与国有企业海外并购[J]. 南开管理评论, 2022, 25(3): 49-63.
- [15] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑[J]. 中国工业经济, 2015(7): 5-20.
- [16] 李增福, 云锋, 黄家惠, 等. 国有资本参股对非国有企业投资效率的影响研究[J]. 经济学家, 2021(3): 71-81.
- [17] Zhang, J., Jiang, J. and Noorderhaven, N. (2019) Is Certification an Effective Legitimacy Strategy for Foreign Firms in Emerging Markets? *International Business Review*, **28**, 252-267. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.09.003>
- [18] 李新春, 肖霄. 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, 129, 188.
- [19] 罗宏, 秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. 中国工业经济, 2019(7): 174-192.
- [20] 江乾坤, 王成哲. 东道国舆论环境与海外进入模式选择——基于海量媒体数据的定量考察[J]. 技术经济, 2024, 43(4): 38-50.
- [21] 江乾坤, 王成哲. 互联网企业海外并购财务风险大数据预警研究——基于 Stacking 集成学习[J]. 技术经济, 2023, 42(9): 147-160.