

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2022.02.004

制度资本对竞争优势的影响：来自中国企业跨国并购周期上升期的证据^{*}

黄嫚丽

（华南理工大学工商管理学院，华南理工大学中国企业战略管理研究中心，广州 510640）

摘 要：Oliver (1997) 提出了“制度资本”的概念并建立了制度资本与资源资本并存的竞争优势来源理论框架，然而却鲜有验证两者关系的经验证据。本文从跨国并购中主并企业视角出发，考察主并企业在本国所拥有的制度资本对跨国并购绩效的影响，同时将资源资本具象化为企业特定优势 (FSA)，探索企业特定优势的调节作用。研究发现：中国企业的制度资本与跨国并购绩效正相关，然而资源资本越强的企业，其制度资本对并购绩效的正效应在减弱；制度资本与资源资本并未呈现出相互强化的正向效应，反而是一定程度的替代效应。本文是对当前“how institutions matter”理论之问的一种深入和创新，深化了关于制度资本与资源资本在竞争优势作用上存在差异的认识。同时本文研究结论为中国企业理解基于国家或政府力量的制度资本在跨国并购中的效应提供有价值的实践启示，即制度资本对跨国并购绩效是有利的，但却是有条件的，中国企业在跨国并购战略行动中，需善用制度资本，通过与资源资本的结合发挥制度资本的正向效应。

关键词：跨国并购；制度资本；资源资本；企业特定优势；竞争优势；并购绩效

中图分类号：F270

文献标识码：A

文章编号：2095 — 8072(2022)02 — 0047 — 18

一、引言

中国企业跨国并购在过去十多年来呈现出明显的快速增长与回落周期，针对这一现象，国内外学术界进行了广泛的研究。其中许多研究集中关注了中国企业跨国并购中制度因素所起到的重要作用 (Zhang et al., 2018; 魏江和杨洋, 2018; 杜健等, 2020; 杨勃和许晖, 2020)，包括政府支持、不完善的资本市场、信贷优惠、国有企业性质、价值观与国家自豪感等 (Luo et al., 2010; Cui & Jiang, 2012; 黄胜等, 2015; Liou et al., 2016; 陈岩和郭文博, 2019)。基于制度理论视角，Oliver (1997) 认为，上述制度因素的促进作用均可被认为是一种制度资本的作用 (Gao et al., 2021; 高山行等, 2019; 王超发等, 2021)。“制度资本” (institutional capital) 是指“利于企业形成竞争优势的环境因素，其内嵌于企业资源和资源战略所在的制度环境中，通过增强对有价值性资源资本的最佳使用能力从而帮助企业构建并发挥其竞争优势”。因此，成功发挥制度资本作用的关键是企业对其资源决策

^{*} 基金项目：本文受国家社科基金一般项目“逆向跨国并购整合中的多重认知制度冲突应对策略研究”（项目编号：20BGL031）资助。感谢华南理工大学工商管理学院研究生刘欢、曹莉华和董少军在文献搜集和数据处理中所做的工作。

环境的有效管理（Oliver, 1997）。从这个意义上说，制度资本与企业自身的专有资源和能力（即Oliver定义的“资源资本”）共同推动了中国企业跨国并购浪潮的出现（Knoerich, 2016）。制度资本概念的提出与应用对“中国企业凭什么跨国并购”这样的“理论之问”提供了具有解释力的回答。

然而，这其中仍有若干关键问题有待深入探讨：第一，促成中国企业跨国并购的制度资本，对主并企业而言，是否能带来竞争优势，是否有利于并购绩效？制度资本促成了中国企业的跨国并购交易，然而跨国并购交易的达成并不代表并购的成功。众多研究发现70%的跨国并购事件是不成功的，其中又有70%的跨国并购整合会失败，整合成为跨国并购成功的关键（程聪，2020），具体针对中国企业的跨国并购，已有研究也发现了不一致的结论。有研究发现中国企业跨国并购创造了价值（邵新建等，2017；薛安伟，2017）、损害了价值（贾镜渝和李文，2016；邓路，2016），或没有显著关系（Bhabar & Huang, 2013；蒋冠宏，2020），因此需要进一步追问制度资本究竟是否有利于跨国并购的绩效。第二，制度资本与传统的资源资本在带来竞争优势时有何关系？Oliver（1997）指出制度资本与资源资本一样能够为企业带来竞争优势，并将资源的范畴从企业内部延伸到了外部环境，试图克服资源基础观或制度理论的局限性。Oliver建立了制度资本与资源资本并存的竞争优势来源理论框架，并产生了广泛的理论与实践影响，然而却鲜有验证制度资本与资源资本两者关系的实证经验证据。特别是针对作为后发者的中国企业而言，当研究热点聚焦于制度资本的效应时，需要进一步厘清制度资本与传统资源资本之间的关系。因此本文的创新在于，将制度资本对中国企业跨国并购的效应研究从并购交易的发生推向更为深入的绩效机理研究，回答制度资本与并购绩效关系这一根本问题，回应当前学术界关于将研究从“institutions matter”转入“how institutions matter”理论问题的呼吁（Van Hoorn & Maseland, 2016；Aguilera & Groggaard, 2019），深化中国企业跨国并购研究；与此同时，基于Oliver（1997）的制度资本解释框架及其对资源资本作为获得垄断优势的专有资产和能力的概念界定，本文探讨制度资本与具象化为企业特定优势（firm-specific advantage, 简称FSA）的资源资本的互动关系，回答制度资本在跨国并购战略行为中是否与资源资本发挥同样效应的理论问题。

实际上，中国企业跨国并购已经经历了一个周期且正面临逆全球化与保护主义兴起的现实，此时更需要来自历史的证据以发现基于国家或政府力量的制度资本究竟在多大程度上有利于中国企业以跨国并购的方式构建竞争优势、取得有利的并购绩效，以及制度资本与资源资本在带来竞争优势的过程中的关系如何。提供这两个问题的经验证据对于进一步提升中国企业跨国并购绩效具有重要的现实意义。

为此，本文选取中国企业跨国并购上一轮周期中的上升期为研究时间段（2002~2016年），探讨中国企业的制度资本对其跨国并购绩效的影响，同时探索具象化为企业特定优势的资源资本的调节作用。之所以选择并购周期中的上升期，一方面是因为这一时期是国内外学术界与企业界强调并讨论中国企业制度资本最为热烈

的时期,另一方面以上升期为对象可以有效控制其他更多对并购绩效具有重要影响的经济与产业周期因素。与此同时,企业特定优势作为一种被广泛认可的资源资本,其作为竞争优势的根本来源在国际化研究中已成定论(吴先明,2017;Sutherland et al.,2018;Basuil & Datta,2019),因此以企业特定优势作为调节变量能理解制度资本在不同资源条件下带来的绩效结果。

基于以上理论和现实背景,本文首先进行理论分析并提出研究假设,其次通过基于问卷调查的实证研究进行假设检验,并针对实证结果进行讨论,最后得出结论。

二、文献综述

(一) 制度资本的概念

制度资本的概念来自Oliver,自1997年提出至今已有20余年。有关制度资本的定义,国内外学者从不同视角对其进行了阐述说明,但目前仍未达成共识。当前文献基本上是从微观与宏观两个层面对制度资本的概念和内涵进行解构。微观视角即立足于企业角度,将制度资本看作是与资源战略决策相关的环境因素,其内嵌于企业制度环境之中,可以增强企业对有价值性资源资本的最佳使用,从而有利于企业资产增值活动,提升市场竞争力。这些研究基于Oliver(1997)对制度资本的原始定义框架有针对性地进行了内涵延伸和补充。而另有学者从国家经济体制和政治体制层面出发,即立足宏观视角来定义制度资本,认为制度资本是国家制度优越性的体现,可以将其理解为一国的经济制度背景和政治体制环境为在该国的公民或组织从事价值获取和创造活动提供了一定的条件,从而使得他们具有了比较制度优势。

制度资本在微观层面上的定义凸显了资本的经济特性和由此带来的收益回报。作为早期代表,Oliver(1997)将制度资本定义为在企业内部和外部制度中有利于形成竞争优势的环境因素,即内部制度资本和外部制度资本,其内嵌于企业战略所在的制度环境中,促进资源资本的最佳利用,以提升资源适用性和价值利用性,具体包括企业持续改进的文化、加速资源运用的培训项目以及信息技术系统、管理者对资源创新的重视与管理、企业内和企业间的知识转移共享等内容。进一步地,Bresser & Millonig(2003)采用战略管理和新制度组织理论的主流概念,建立了制度资本与竞争优势关系的整合模型。他们在模型中将制度资本进一步区分为认知资本、规范资本和管制资本,以阐释企业的生存和优势构建受到其制度环境的强烈影响。Lu et al.(2010)在围绕新兴经济体开展的研究中将制度资本视为存在于企业制度环境中的一种独特的资源,他们聚焦于政府规划项目,将其作为制度资本的关键维度。Platje(2008a)则认为制度资本应包含制度、制度治理和治理结构,能有效地降低不确定性、提高环境适应效率,同时促进分配体系有序运作以及保证生产和消费模式的可持续性,并进一步提出制度资本主要来自明晰的产权制度以及由此带来的较低的交易成本,是可持续发展的基础(Platje,2008b)。

制度资本在宏观层面上的定义侧重描述其内涵体现和运用领域。Healey(1998)

将制度资本刻画为三个维度的集合，即智力资本（知识资源）、社会资本（关系资源）以及政治资本（动员能力），改善城市治理质量、提升公共决策效率就必须创造或获取制度资本，形成治理能力来实现这种改进。Soskice & Hall（2001）主张用资本主义多样性类型来解释各国政治经济体制的不同。他们认为制度资本以正式或非正式的制度形式存在于一个经济体中，资本主义经济体中的比较优势至少在一定程度上源于各个经济体政治和社会结构中固有的制度差异，从而在生产活动中为企业提供了优势。Schneider et al.（2010）利用并发展了这一思想，基于资本主义的多样性方法，他们在一项模糊集定性分析中研究制度组合而非单一的制度条件如何为公司提供制度资本，并发现具有突破性创新的高科技产业的竞争优势受一整套的制度体系条件组态引发。Hallsmith & Lietaer（2011）则定义制度资本为确保社会运行的结构、组织、法律和金融框架。Brunell（2005）也在政治领域研究中引入制度资本的概念，并定义为各种制度特征的集合。制度资本被分割成两部分：国家控制一部分，以允许国家渗透进入公民社会并提供其自身资源；公民社会掌握另一部分，以允许他们接触渗入国家和部分公共部门的资源或权力。

可见，站在不同的视角，学者们对制度资本有多种不同的理解。但是无论从哪个视角定义制度资本的概念，一方面它必须符合“资本”的本质特性，另一方面，制度资本要区别于制度。本文采用Oliver（1997）对制度资本的经典定义，即制度资本是指企业内嵌于制度环境当中并有利于其价值增值活动的环境要素。

（二）制度资本与竞争优势的关系

新制度组织理论认为企业的生存和发展受到制度环境的影响，制度环境贯穿于企业战略资源的选择和决策过程、组织身份异质性的塑造过程以及长期竞争优势的构建发挥过程。Oliver（1997）的核心观点是资源资本和制度资本是企业获得可持续竞争优势的必要条件和互补来源。企业不仅应关注其资源的相关属性，还应重视资源如何被开发、管理和扩散。从制度的角度来看，如果没有组织意愿或政府支持等制度资本的注入，资源的价值利用空间将受到限制。传统资源基础观的研究表明企业能否获得可持续竞争优势的关键是企业拥有的资源具有不可复制性和独特性等特点（Barney，1991）。然而越来越多的研究显示资源的异质性也许是来源于外部环境，包括制度因素的影响（任洪源等，2017），如组织的历史唯一性和内在制度资本，如组织文化、规范、价值观、组织架构和成长路径的异质性使企业形成了竞争优势（Oliver & Holzinger，2008；Zhu et al.，2019；王超发等，2021），所以资源的异质性是要素市场的不完美性和制度因素之间的综合作用。Bresser & Millonig（2003）拓展了Oliver（1997）的思路，进一步提出制度资本对竞争优势的影响不仅仅体现在资源决策上，而且反映在决策者行为和组织战略选择的各个方面。在跨国并购中，东道国制度环境与母国之间往往具有显著差异，跨国并购可以作为一种产生知识流的制度套利方式，主并企业可以通过制度套利来选择更为利好的制度条件，从而有效地吸收知识和获取需要的资源。因此从这个角度看，制度资本也能改变企业的能力（Schneider

et al., 2010; Choi et al., 2016)。

现有研究认为,政府是制度资本最为重要的来源(Du & Boateng, 2015; Pinto et al., 2017)。在跨国并购交易中,企业各自的所属国即母国政府和东道国政府都会对并购产生影响。交易谈判者之间的地位可能会因为东道国政府的干预而发生改变(Bertrand et al., 2016),政府力量作为在并购交易甚至后续整合过程中的一种特定的外生因素,会具体地影响双方的谈判资本与能力、组织结构安排、股权获取与控制权归属等决策。主并企业在交易中往往更具主导性,最近的研究更加深入地讨论了母国政府施加的影响。母国政府是制度环境中的重要角色,尤其对于中国这类新兴经济体而言,政府作用尤为突出(Marquis & Raynard, 2015),因为它控制了大量的资源(Peng et al., 2020)。政府不仅能为企业提供必要信息和其他关键资源,而且还会提供一定的治理机制,促进企业特定能力的发展,以应对市场经济的挑战(Ma et al., 2016)。针对中国企业,政府对企业“走出去”的各种扶持政策、补贴和软预算等制度要素对投资企业产生额外的正效应(Buckley et al., 2007; Du & Boateng, 2015),也会改变企业获取资源的能力(Luo et al., 2010; Cui & Jiang, 2012),从政府等部门机构处获取财政资金、研发补贴等正式制度资本和通过关系网络获取市场信息、竞争情报等非正式制度资本将有利于企业创新绩效(Gao et al., 2021; 王超发等, 2021; 高山行等, 2019; 肖振鑫等 2018)。然而,已有研究也发现中国企业的政府支持或制度因素未必总是产生正效应,国有背景或过度的政府关联、不适宜的政府支持在中国企业的国际化行为中还会带来负面效应(张建红和周朝鸿, 2010; Zhu & Zhu, 2016; Zhang et al., 2018)。因而,这里产生一个逻辑悖论:已有研究将政府支持作为制度资本解释中国企业国际化行为时,政府支持的正负两面效应与制度资本概念本身的“增值”属性之间存在矛盾。因此,制度资本对竞争优势产生正效应仍需进一步验证。

三、研究假设

(一) 制度资本与跨国并购绩效的关系

制度资本能为企业带来竞争优势(Oliver, 1997; Oliver & Holzinger, 2008; Gao et al., 2018)。Oliver(1997)定义“资本”为一种持久但并非一定有形的资源或能力,这种资源或能力在其生命周期内发挥效用,助力企业经营成长。实际上,“资本”概念本身便体现了其根本属性,即增值性。而制度资本的增值性是指通过对组织和个体施加影响,推动组织和决策者做出正确的资源战略决策,在面对外部环境及变化压力时仍能很好地应对,从而在市场竞争中创造经济效益,带来价值增值。Reihlen et al.(2010)重点研究了管理咨询行业如何创造并维持制度资本。他们认为公司制度资本的增长除了依赖其所内嵌的制度环境,更重要的是通过各种策略以有效管理制度环境,从中提取竞争资源。制度背景中所蕴含的制度资源可能包括合法

性、品牌声誉以及客户关系，这些优质资源的获取和提升会塑造咨询公司的市场竞争力，巩固其竞争优势。Lu et al. (2010) 研究中国创业企业的国际化行为时，采用企业在本国接受政府的支持程度测量制度资本，发现企业在本国的制度资本通过影响企业的适应能力进而影响国际化绩效。

制度资本的获取、强化和维持可以通过多种方式进行 (Bresser & Millonig, 2003)，其中，政府是最重要的制度资本来源。本文认为，制度资本对中国企业跨国并购绩效的影响主要表现在以下几个方面：其一，在中国本国的制度资本直接有利于被并企业进入中国市场，实现利用中国市场规模优势的目的，进而有利于跨国并购绩效；其二，基于制度环境所形成的制度资本在很大程度上反映了企业处理复杂制度的能力和机制 (Morck et al., 2008; Wang et al., 2014)，有利于提升跨国并购的整合效果，进而影响到中国企业跨国并购的整合绩效。Gao et al. (2018) 也在实证研究中发现正式制度资本和非正式制度资本与企业核心竞争力正相关。然而，制度资本亦将带来成本，如前文所述将可能出现制度资本的悖论。但本文认为在跨国并购交易后的整合阶段，制度资本更多地内化为整合过程中有关制度的意义建构和意义赋予过程 (Clark & Geppert, 2011; Hong et al., 2016)，并且上述制度资本两个方面的正效应可能更强。基于收益与成本比较，本文提出制度资本依然能带来竞争优势，因此提出假设1。

假设1：在中国加入WTO后的中国企业跨国并购周期上升期，中国企业的制度资本与其跨国并购绩效正相关。

（二）企业特定优势对制度资本与跨国并购绩效的调节作用

企业特定优势 (FSA) 是企业国际竞争优势的根本来源，也是企业对外直接投资的前提条件。FSA的概念涵盖了一系列非常广泛的、独特的企业竞争优势与能力：其一是反映了一种功能性的、与生产相关的专用性资产，代表性的形式如技术、制造和营销技能；其二是能够对企业资产基础进行有效协调和控制的组织能力 (Alan et al., 2001; Bhaumik et al., 2016)。企业特定优势在国际化战略及竞争优势获取的中心地位一直是对外直接投资理论OLI范式的主流思想 (Dunning, 1977; Dunning & Lundan, 2010; Hennart, 2019)，战略管理理论中的资源基础观 (RBV) 更强化这一思想 (Buckley et al., 2016; Sutherland et al., 2018)。因此，从上述理论的基本假设即可发现学术界在有关FSA对FDI绩效的正效应上已经形成共识 (Rugman & Alan, 2010)。同时，这也表明，在企业跨国并购行为中FSA对绩效的正效应 (Basuil & Datta, 2019)。

企业在进行跨国并购时，拥有较强的FSA可以在并购前协商阶段帮助主并企业完成对目标企业的快速识别，提高交易匹配性，并对目标企业展开合理评估，结合其经营特点和交易需求制定合适的并购及整合策略，降低跨地域带来的风险性和不确定性。同时，FSA是双方议价能力的根本所在，有助于企业在谈判中取得有利地位

(Park & Choi, 2014)。在并购完成后的整合阶段,企业可通过自身的FSA实现内部学习和知识转移,产生额外的租金收益,并帮助企业更快地适应东道国的规章制度和商业惯例,降低外来者劣势带来的负面影响。目前中国企业的跨国并购动机往往是寻求战略性资产(Anderson et al., 2015; Zheng et al., 2016)。FSA越强,越有利于中国企业利用在本国的制度资本来获取目标企业的资源或能力,越能根据自身特点与实际需求对目标企业的优质资源与能力组合进行有效整合、消化并利用创新,形成资源共享、能力互补的良性互动,推进并购战略目标的顺利实现。基于上述,本文提出假设2。

假设2: 在中国加入WTO后的中国企业跨国并购周期上升期,企业特定优势正向调节中国企业的制度资本与其跨国并购绩效的关系。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

中国企业跨国并购周期上升期的并购事件是本文的样本来源。中国企业在加入世界贸易组织(WTO)后开始逐渐进入一个并购浪潮。2017年为防范系统性风险,国家密集推出政策以规范企业的境外投资行为,海外并购的非理性交易得到抑制,交易数量与金额都大幅降低。由此,中国企业跨国并购形成一个较为完整的波峰波谷发展周期。具体地,在样本选择上,本文首先从清科数据库(Zero2IPO Database)中获取中国企业2002~2016年在各类资本市场挂板的跨国并购事件,总计1515条。然后按照一定原则进行筛选(如表1),同时以主并企业在各个资本市场的年报和公告信息对主并企业和被并企业信息进行逐一复核,最终选出259个符合要求的样本企业。接着在有关政府部门支持下对上述全样本企业发放问卷,由公司副总经理以上级别的高层管理者来填写,最后回收有效问卷102份,问卷回收率为39.38%。Baruch & Holtom(2008)基于17种国际优秀期刊2000~2005年的490篇问卷调查研究论文,对其中基于问卷调查研究的回复率进行了元分析,发现以企业高管为对象的组织层面问卷数据收集的平均回复率为35.7%,远低于从个人层面收集问卷数据时52.7%的回复率。组织层面问卷回收率相对较低的原因主要有两个:一方面,在个人层面问卷常用的回复率提高措施(如发放小礼品等)在高管层面是无效的(Cycyota & Harrison, 2006),另一方面,企业高管可能会出于组织层面数据的敏感性和公司规定而拒绝回应(Baruch & Holtom, 2008)。基于此,本文认为以组织层面高管为对象的问卷调查有效回收率为39.38%在学术研究方面具有科学有效性。

表1 样本筛选过程

(1) 剔除宣告进行跨国并购但最终未完成并购的案例
(2) 剔除主并方为中国港澳台企业的案例,统一将中国港澳台企业视为境外企业
(3) 剔除非企业法人的自然人出售外国企业股权的案例
(4) 剔除缺少主并方、被并方、并购时间、并购股权比例等关键信息的案例

(二) 变量测量与统计方法

考虑到当前学界对制度资本的测量方式多样,尚未形成被高度认可的成熟量表,本文各变量的测量量表结合前人研究、理论基础与本文研究目的而形成,并经过德尔菲法及预测试后进行完善与修改。各变量的测量方法及文献依据汇总如表2。

表2 变量测量与依据汇总

变量名称	测量量表/方法	文献依据
制度资本 (IC)	中国政府对本企业的生产要素(土地、资金、设备、人才、技术等)提供的扶持力度(数值1-7)	Lu et al. (2010)
	中国政府为本企业提供的服务措施(用工支持、配套服务等)(数值1-7)	
	中国政府为本企业的各类行政与中介服务费用提供很大的优惠和支持(如商标申请费用、申请贷款相关手续费等)(数值1-7)	
并购绩效 (并购交易发生一年后) (MAP)	企业集团获取目标资源的目标实现程度(数值1-7)	Capron et al. (1998) ; Wittmann et al. (2009)
	企业集团战略协同效应的目标实现程度(数值1-7)	
	企业集团战略整合的目标实现程度(数值1-7)	
	企业集团管理层整合的目标实现程度(数值1-7)	
	企业集团组织文化整合的目标实现程度(数值1-7)	
企业特定优势 (FSA)	并购前企业集团所提供的产品与服务在中国市场具有品牌优势(数值1-7)	Andrew et al. (1999) ; Kotabe & Aulakh (2002)
	并购前企业集团所提供的产品与服务在全球市场具有品牌优势(数值1-7)	
	并购前企业集团技术创新能力强(数值1-7)	
	并购前企业集团营销能力强(数值1-7)	
企业规模 (FS)	用主并企业的员工总数进行测量,以员工人数200、500、1000、2000、5000、10000作为节点划分区间(数值1-7)	Nair et al. (2015)
并购类型 (MAC)	相关行业并购记为1,不相关行业并购记为0,依据为《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011)	Chen & Young (2010)
并购股权 (MAS)	100%股权并购记为1,并购股权介于10%~100%记为0	Chen & Young (2010)
国际化时间 (Time)	第一次进入海外市场的年份距2016年的时间	Freixanet & Renart (2020)
国际化区域 (Area)	除中国外,已进入的国家/地区数量	Kogut & Singh (1988) ; Freixanet & Renart (2020)
海外业务比重 (OBR)	海外业务收入所占总营收的比重	Chen et al. (2018)
合作历史 (CH)	与目标企业是否有业务往来(是1,否0)	Stahl et al. (2012)
文化距离 (CD)	以欧几里得空间距离测算法构建文化距离指数(Hofstede文化六维度)	Du & Boateng (2015)
制度距离 (ID)	并购当年东道国和母国经济自由度指数之差(来源:历年《经济自由度指数》报告)	Liou et al. (2016)

1. 因变量

本文的因变量是企业跨国并购的绩效水平 (*MAP*)。参考联合国贸易和发展会议 (UNCTAD) 在《2000 年世界投资报告》中发布的内容, 将跨国并购视为一国企业 (称之为主并企业) 为实现自身经营目的或发展战略, 通过某种交易渠道或支付手段购买另一国企业 (称之为目标企业或被并企业) 10% 以上的资产或股权的经济行为。

现有研究多以“行为—绩效”作为视角, 通过多种研究方式探究企业跨国并购行为对于企业短期绩效和长期绩效的各种影响, 典型的如事件研究法和会计研究法。但是这两种方法在战略管理研究中仍显现出一定的局限性, 在综合衡量企业绩效结果时存在诸多争议, 包括无法从战略层面去衡量企业的整合绩效。更重要的是, 这一轮中国企业跨国并购以获取战略性资产为主要目的, 在于促进国内的转型升级, 短期的财务绩效指标并不是大多数中国主并企业所关注的 (Anderson et al., 2015); 相反, 是否以及在多大程度上实现跨国并购的战略意图才是当前中国企业跨国并购所主要关注的内容。因此, 本文利用战略管理领域中同样被经常使用的问卷调查法来对企业的跨国并购绩效进行衡量。通过向被调查者, 即主并企业高层管理者发放包含七点 Likert 量表在内的调查问卷, 由受访者根据自身经历或主观感知对企业跨国并购绩效的实现程度进行评分。本研究所涉及的七级量表均为正向的程度设计, “1”为最低分, “7”为最高分, 企业的并购战略或者绩效目标实现水平越高, 分数越高。针对因变量的测量题项, 本文进行了信度检验和效度检验 (见表 3), 分析结果表明这些题项的信度和效度良好。通过设置 6 道题项来对跨国并购绩效展开测量, 参照 Larsson & Lubatkin (2001) 使用的均值处理法, 取单个样本的正式变量数值 (*MAP*) 为在该样本中进行 6 题测量后所得全部答案的平均值。

2. 自变量

本文的自变量是制度资本 (*IC*)。国内外学者通常运用调查问卷和二手数据的研究方法来对制度资本进行测量, 以获得相关数据。但是, 正如前文所述, 制度资本的概念及内涵维度多种多样, 较为模糊, 这些多元化的测量方式在反映制度资本的水平时所使用的测量指标存在较大差异。不难看出, 如何以科学量表客观合适地体现出制度资本强度仍是学者需要思考并解决的问题。回归 Oliver (1997) 对制度资本的原始定义, 参考 Lu et al. (2010) 在其有关新兴经济体研究中对制度资本形式的测量方式, 即国家或者地方政府提供的制度资源, 本文同样设计了 3 个题项测量 *IC*, 以七点 Likert 量表的形式呈现, 由被调查者对企业在本国获得政府的优惠政策或者支持程度进行评分。本文对测量自变量的全部题项进行了信效度检验, 数据结果良好 (见表 3)。对此 3 个题项的测量结果取平均值得到了各个样本的正式变量数值 (*IC*)。

3. 调节变量

本文的调节变量是企业特定优势 (*FSA*)。现有研究通常以企业的研发能力和营销能力作为替代性的变量, 对其 *FSA* 水平进行测量 (Kotabe & Aulakh, 2002; 吴先

明, 2017)。具体测量方法主要有两种：一是通过设计问卷选项来测量企业特定优势；二是根据企业研发密集度和广告密集度的客观指标来测量。由于在中国上市公司信息披露中，研发密集度与广告密集度的数据获得较为困难，因此本文选择在调查问卷中设定了特定的相关题项，由被调查者对企业FSA在各个维度上的表现水平进行主观判断并评分。针对测量FSA的题项，本文进行了信度检验和效度检验（见表3），并通过取对应4个题项得分的均值作为样本FSA的正式数值。

4. 控制变量

本文以中国企业跨国并购的制度资本和并购绩效之间的关系为主题开展研究。除了这些主效应的影响外，其他因素也会对中国企业跨国并购绩效产生影响。因此本文根据文献梳理情况，引入企业规模（*FS*）、并购类型（*MAC*）、并购股权

表3 主要变量信度效度分析结果汇总

Variable	Cronbach's Alpha if item deleted	Cronbach's Alpha	KMO value	Cumulative rate of loading extraction (%)
制度资本 (<i>IC</i>)	0.851	0.862	0.723	79.111
	0.775			
	0.793			
企业特定优势 (<i>FSA</i>)	0.780	0.841	0.693	67.763
	0.791			
	0.800			
	0.822			
跨国并购绩效 (<i>MAP</i>)	0.915	0.921	0.841	72.086
	0.910			
	0.899			
	0.897			
	0.912			
	0.906			

（*MAS*）、国际化时间（*Time*）、国际化区域（*Area*）、海外业务比重（*OBR*）、合作历史（*CH*）、文化距离（*CD*）、制度距离（*ID*）9个变量作为控制变量，测量方法及依据如表2所示。

五、实证检验与结果

本文利用调查问卷所获得的数据对目标变量之间的关系进行验证分析。首先通过Excel（2010）工具，对回收来的庞杂数据进行整理归类，在完成数据收集和整理后再利用SPSS（24.0）软件对研究变量进行描述性统计分析、相关性分析以及线性回归分析，其中在多元线性回归分析中为了对本文提出的主要研究假设及模型开展更为精确的检验，采取强迫进入法，使得各研究变量逐一被纳入回归方程。

本文所涉及主要变量的测量数据大部分都是通过同一套问卷发放收集得到，并且在各个跨国企业样本中是由同一被调查者完成问卷所有题项的填写，因此共同方法变异（common method variance）是本文需要特别关注的一个重要问题。为此，在过程控制上，本文对问卷结构和各个题项进行设计时，尽可能在保证其测量内容效度的前提下，有效降低问项描述的抽象程度并以多种不同的形式进行内容编排；而在统计控制上，采用Harman单因子检验的方法，第一个主成分的方差贡献率在未旋转与不指定因子数量的条件下为44%，接近40%。参照周浩和龙立荣（2004）的观点，可以认为不存在严重的共同方法变异现象。

(一) 样本特征

本文依照前文所述的各项样本筛选原则得到被调查的企业名单,经问卷发放与回收整理后最终形成2002~2016年间成功开展跨国并购行为的企业样本库,共计102个案例。本文关注企业制度资本、企业特定优势以及跨国并购绩效之间可能存在的多重关系,所选的样本特征均在表4中进行了具体的分析与汇报。

(二) 描述性统计与相关分析

表4呈现了样本数据的描述性统计分析结果。Pearson相关系数矩阵(表5)表明,制度资本与跨国并购绩效相关系数为0.243,并呈显著($p < 0.05$),两者相关,且两两相关系数中没有出现大于0.75的系数,故本文中的变量之间未发现共线性的情况。

表4 样本总体特征与描述性统计

变量	分类	样本数量	占比	均值	标准差	最小值	最大值
企业规模 (FS)	200人以下	21	20.59%	4.000	2.325	1	7
	200-500人	12	11.76%				
	501-1000人	13	12.75%				
	1001-2000人	4	3.92%				
	2001-5000人	14	13.73%				
	5001-10000人	7	6.86%				
	10000人以上	24	23.53%				
并购类型 (MAC)	相关行业并购	90	88.24%	0.892	0.342	0	1
	不相关行业并购	12	11.76%				
并购股权 (MAS)	并购股权为100%	42	41.18%	0.544	0.501	0	1
	并购股权为10%-100%	50	49.02%				
国际化时间 (Time)	0-9年	70	68.63%	9.118	15.602	0	66
	10-19年	15	14.71%				
	20年及以上	17	16.67%				
国际化区域 (Area)	20个以下	81	79.41%	17.667	39.889	0	200
	20个及以上	21	20.59%				
海外业务比 (OBR)	0-50%之间	90	88.24%	13.112	25.811	0	100
	50%-100%	12	11.76%				
合作历史 (CH)	与目标企业有业务往来	50	49.02%	0.490	0.502	0	1
	与目标企业无业务往来	52	50.98%				
文化距离 (CD)	2以下	24	23.53%	3.469	1.343	1.34	5.77
	2-4	35	34.31%				
	4以上	43	42.16%				
制度距离 (ID)	20以下	33	32.35%	23.852	11.314	-0.7	49.2
	20-40	67	65.69%				
	40以上	2	1.96%				
制度资本 (IC)	制度资本<均值	48	47.06%	4.650	1.170	2	7
	制度资本≥均值	47	46.08%				
企业特定优势 (FSA)	企业特定优势<均值	39	38.24%	5.415	1.179	1	7
	企业特定优势≥均值	52	50.98%				
并购绩效 (MAP)	并购绩效<均值	38	37.25%	5.429	0.957	2	7
	并购绩效≥均值	54	52.94%				

注:样本量N=102。

表 5 研究变量的 Pearson 相关系数矩阵

变量	MAP	IC	FSA	FS	MAC	MAS	Time	Arca	OBR	CH	CD	ID
MAP	1											
IC	0.243**	1										
FSA	0.443***	0.389***	1									
FS	-0.249**	0.051	-0.018	1								
MAC	0.204*	0.098	0.344***	0.350***	1							
MAS	0.098	0.155	0.250**	0.133	0.344***	1						
Time	0.009	-0.149	-0.007	0.099	-0.102	-0.122	1					
Arca	0.016	-0.118	-0.183*	0.003	-0.171*	-0.134	0.584***	1				
OBR	0.103	-0.102	-0.106	-0.179*	0.004	-0.155	0.390***	0.421***	1			
CH	0.236**	0.024	-0.084	-0.100	0.138	0.024	0.118	0.254***	0.153	1		
CD	-0.078	0.105	0.009	0.304***	0.184*	0.125	0.002	0.068	-0.072	-0.148	1	
ID	0.047	-0.051	-0.091	-0.411***	-0.212**	-0.005	0.068	-0.099	0.121	-0.041	-0.313***	1
Mean	5.429	4.650	5.415	4.000	0.892	0.544	9.118	17.667	13.112	0.490	3.469	23.852
SD	0.957	1.170	1.179	2.325	0.342	0.501	15.602	39.889	25.811	0.502	1.343	11.314

注：***表示在0.01水平（双侧）上显著相关；**表示在0.05水平（双侧）上显著相关；*表示在0.10水平（双侧）上显著相关。

（三）回归结果与分析

多元线性回归结果如表6所示。

1. 制度资本与跨国并购绩效的关系

模型2结果表明制度资本与跨国并购绩效显著正相关（F值=2.703， $p < 0.01$ ；回归系数0.198， $p < 0.05$ ），假设1得到支持。这表明，在本国所建立的制度资本，不仅促进了跨国并购交易成功本身，而且有利于更深层次的跨国并购绩效。这一结果验证了Oliver（1997）提出制度资本的初衷，支持了Gao et al.（2018）的观点，从制度资本的角度提供了“制度效应”的证据。企业所具备的对自身嵌入制度环境进行有效应

表 6 实证研究的回归分析结果汇总

变量	模型1	模型2	模型3
Constant	5.289***	4.269***	2.749***
企业规模 (FS)	-0.199***	-0.188***	-0.177***
并购类型 (MAC)	1.136***	1.150***	0.737*
并购股权 (MAS)	0.107	0.006	-0.137
国际化时间 (Time)	0.010	0.014	0.013*
海外业务比重 (OBR)	-0.005	-0.005	-0.003
国际化区域 (Arca)	0.000	0.000	0.003
合作历史 (CH)	0.280	0.277	0.353*
文化距离 (CD)	-0.023	-0.023	0.078
制度距离 (ID)	-0.007	-0.006	-0.001
制度资本 (IC)		0.198**	0.203**
企业特定优势 (FSA)			0.259**
IC×FSA			-0.247***
R ²	0.237	0.281	0.466
Adjusted R ²	0.142	0.177	0.364
F	2.485**	2.703***	4.584***

注：表格中回归系数为未标准化系数β，* $p < 0.10$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

对和管理的能力与其制度资本的获取、维持与增长密切关联，因为优质资源（比如合法性、品牌声誉或客户关系等）的积累、创造和提升均有赖于制度背景。同时，这些制度资源也会提升企业的核心能力，巩固企业的竞争优势（Reihlen et al., 2010；Vanacker et al., 2017），对跨国并购绩效产生积极的影响。对于中国企业而言，以政府支持为主要内容的制度资本发挥了正面效应，制度资本“增值性”的属性得以实证支持。

2. 企业特定优势的调节作用

制度资本与跨国并购绩效的正相关关系在考虑主并企业FSA条件下是否会发生变化? 模型3 (F值=4.584, $p<0.01$) 发现FSA与制度资本交互项的回归系数为-0.247, 通过了显著性检验 ($p<0.01$)。这表明FSA对制度资本与跨国并购绩效之间的关系具有显著的负向调节作用, 假设2得到反向支持。

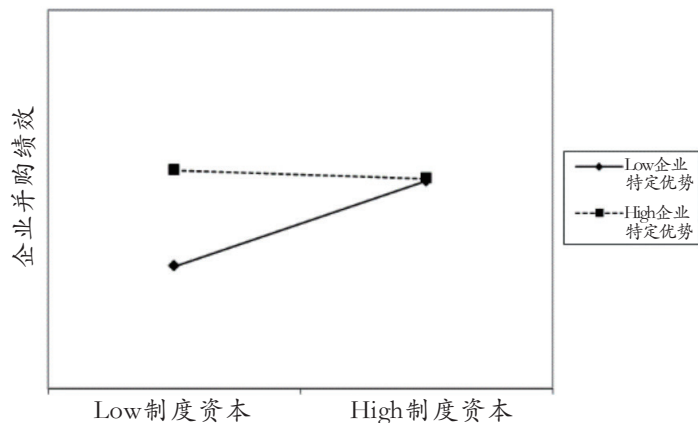


图1 调节效应示意图

FSA对制度资本与跨国并购绩效的关系起到负向调节作用而不是预期的正向调节。随着FSA增强, 制度资本对跨国并购绩效的正效应在减弱, 交互调节作用如图1所示。实证结果表明, 尽管制度资本与FSA都与中国企业的跨国并购正相关, 然而当联合考虑两者关系时, 首先FSA的系数比制度资本的系数更高, 表明资源资本的作用更加明显; 随着FSA的增强, FSA减弱了而不是强化了制度资本的正效应。这表明, 尽管资源资本和制度资本这两种资本对企业获取可持续竞争优势都是不可或缺的, 但是资源资本的作用可能更具主导性。FSA越强, 中国企业并没有因此而越能够利用其在本国的制度资本来提升跨国并购绩效, 而是相反地降低了利用本国制度资本提升跨国并购绩效的效果。从这个意义上看, FSA与制度资本呈现出一定程度的替代关系。这一发现进一步支持了以资源资本为基础的观点。

(四) 稳健性检验

本文的稳健性检验从以下两个方面展开:

1. 更换跨国并购绩效测量方式

鉴于中国企业跨国并购动机以获取战略性资源为主, 本文在量表设计中设置有验证性的题项, 即企业“并购后的企业集团整体绩效改进情况”, 并分别从6个不同方面提问, 取均值后作为因变量进行回归。结果如表7所示, 检验结果与原回归结果基本一致。

表7 以并购后的企业集团整体绩效改进情况为因变量的稳健性检验结果汇总

变量	模型2	模型3
Constant	4.111***	2.386**
企业规模 (FS)	0.010	0.045
并购类型 (MAC)	0.450	0.153
并购股权 (MAS)	0.080	-0.135
国际化时间 (Time)	0.008	0.007
海外业务比重 (OBR)	-0.005	-0.004
国际化区域 (Area)	0.000	0.003
合作历史 (CH)	0.399	0.488*
文化距离 (CD)	-0.155	-0.053
制度距离 (ID)	0.007	0.019
制度资本 (IC)	0.198*	0.276**
企业特定优势 (FSA)		0.167
IC×FSA		-0.185*
R ²	0.150	0.257
Adjusted R ²	0.021	0.109
F	1.164	1.732*

注: 同表6。

2. 反向因果检验

本文将制度资本与跨国并购绩效重新分别作为因变量和自变量，保持同样的控制变量进行了回归，回归结果表明两者之间不存在反向因果关系。

六、结论

本文从制度资本概念研究企业在本国的制度资本与企业跨国并购绩效的关系以及企业特定优势(FSA)在其中的调节作用，从而回答制度资本对竞争优势有何影响这一问题。基于特定时间段（并购周期上升期）的一手数据实证研究，本文提出的假设均获得了支持或部分支持，并有了新的发现：（1）制度资本与跨国并购绩效正相关，即企业在本国的制度资本越强，跨国并购绩效越好。制度资本对进行跨国并购的中国企业而言，带来了竞争优势。具体而言，中国企业在资金、政策、环境三个层面上内化了制度资本，提升了中国企业跨国并购的整合绩效；（2）FSA作为资源资本的具象化概念，中国企业的FSA对制度资本和跨国并购绩效呈显著负向调节作用，即随着FSA增强，制度资本对跨国并购绩效的正效应在减弱，并且FSA的系数比制度资本的系数更高，资源资本的作用更加明显。这表明，在制度资本与资源资本的并行框架中，中国企业的资源资本在跨国并购绩效机制中的作用更加主导。资源资本越强，制度资本对跨国并购绩效的正效应将减弱。由于本文采取的是并购事件的截面数据，这也表明，资源资本越强的中国企业，在获取竞争优势时对制度资本的依赖性越小。

本文的理论贡献在于：首先，揭示了制度资本对跨国并购整体绩效的作用机制，证实了基于本国的制度资本有利于提升跨国并购的整体绩效或者塑造竞争优势。Oliver（1997）关于制度资本亦是竞争优势来源的观点，在中国企业跨国并购情景下得到证实，基于国家或政府力量的制度资本确实有利于中国企业以跨国并购的方式构建竞争优势。进一步地，本文发现了制度资本与资源资本的关系，以实证研究得出了资源资本发挥更为主导作用的结论，FSA越强的企业，其制度资本对并购绩效的正效应减弱；制度资本与资源资本并未呈现出相互强化的正向效应，反而是一定程度的替代效应。这一发现不仅回答了“institutions matter”，也回答了“how institutions matter”的理论问题（Van Hoorn & Maseland, 2016; Gao et al., 2018），同时也拓展了Oliver（1997）制度资本—资源资本理论框架，即制度资本与资源资本一样可以作为企业竞争优势的来源，但资源资本会减弱制度资本的效应。

本文的管理启示主要有两个方面：第一，企业应从对并购交易达成的关注转为对整个并购绩效的关注。基于国家或政府力量的制度资本对整个并购的绩效是有利的，但却是有条件的。这种条件之一就是企业自身的特定优势。因此企业不能盲目夸大制度资本的力量，而应在善用制度资本的同时充分利用和构建企业特定优势，应丢掉以制度资本进行“蛇吞象”的幻想。第二，基于FSA具有减弱制度资本正效应的作用，中国企业应利用制度资本与FSA之间的互动关系，优势企业在不断提升自己FSA的同时发挥制度资本的作用从而提高并购绩效。而FSA弱的企业则应进一步加快提升核心竞争力，从而冲破约束，实现制度资本与FSA的良性互动。这两方面的管理启示在当

前逆全球化与保护主义兴起的背景下具有特殊的现实意义,即中国企业在跨国并购战略行动中,须善用制度资本,通过与资源资本的结合起来发挥制度资本的正向效应。

本文仍存在一些不足之处:首先,以滞后一年的绩效指标来衡量并购绩效仍缺乏足够的后置时间,由于跨国并购交易及其整合的复杂性,并购后的绩效效应可能需要更长时间才能显示出来;其次,制度资本概念可以开发出更为丰富与深入的构念或测量指标,从而进一步提高制度资本变量的内容效度。未来研究一方面可以拓展制度资本的来源以及将研究视角拓展到被并企业,如探讨主并企业在东道国形成制度资本的可能性,分析东道国制度资本与本国制度资本的关系及其对跨国并购绩效与竞争优势的差异化影响;以及进一步考察被并企业资源资本因素(如FSA因素)的交互影响,例如主并企业与被并企业相对资源资本的调节作用等。另一方面,以演化视角或动态视角考察制度资本与竞争优势的关系,如跨国并购是否及如何影响并购后主并企业在本国的制度资本,而新变化的制度资本又如何影响企业下一次跨国并购的绩效。总之,未来研究可将跨国并购的主并企业研究视角拓展至多重研究视角、从静态视角拓展至动态视角,以此展开更为细致的讨论。

参考文献

- [1] 陈岩,郭文博.跨国并购提高了中国企业的竞争优势吗[J].外国经济与管理,2019(4):139-152.
- [2] 程聪.中国企业跨国并购后组织整合制度逻辑变革研究:混合逻辑的视角[J].管理世界,2020(12):127-145.
- [3] 邓路,徐睿阳,谷宇,等.管理者过度自信、海外收购及其经济后果——基于“兖州煤业”的案例研究[J].管理评论,2016(11):252-263.
- [4] 杜健,郑秋霞,郭斌.坚持独立或寻求依赖?“蛇吞象”式跨国并购的整合策略研究[J].南开管理评论,2020(6):16-26.
- [5] 高山行,肖振鑫,高宇.企业制度资本对创新倾向的影响研究[J].科学学研究,2019(8):1489-1497.
- [6] 黄胜,叶广宇,周劲波,等.二元制度环境,制度能力对新兴经济体创业企业加速国际化的影响[J].南开管理评论,2015(3):71-84.
- [7] 贾镜渝,李文.距离、战略动机与中国企业跨国并购成败——基于制度和跳板理论[J].南开管理评论,2016,19(6):122-132.
- [8] 蒋冠宏.跨国并购和国内并购对企业市场价值的影响及差异:来自中国企业的证据[J].世界经济研究,2020(1):82-95+136-137.
- [9] 任洪源,刘刚,罗永泰.知识资源、研发投入与企业跨境创新绩效关系研究——基于面板数据门限回归的实证分析[J].管理评论,2017(1):105-113.
- [10] 邵新建,巫和懋,肖立晟,等.中国企业跨国并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价[J].世界经济,2012(5):81-105.
- [11] 王超发,蔡鑫,杨德林.制度资本能助力高科技企业成长吗[J].科学学研究,2021(12):2223-2231.
- [12] 魏江,杨洋.跨越身份的鸿沟:组织身份不对称与整合战略选择[J].管理世界,2018(6):140-156.
- [13] 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[J].经济管理,2017(12):41-57.
- [14] 肖振鑫,高山行,高宇.企业制度资本对突破式创新的影响研究——技术能力与探索性市场学习的中介作用[J].科学学与科学技术管理,2018(5):101-111.
- [15] 薛安伟.跨国并购提高企业绩效了吗——基于中国上市公司的实证分析[J].经济学家,2017(6):88-95.
- [16] 杨勃,许晖.企业逆向跨国并购后的组织身份管理模式研究[J].中国工业经济,2020(1):174-192.
- [17] 张建红,周朝鸿.中国企业走出去的制度障碍研究——以海外收购为例[J].经济研究,2010,45(6):80-91+119.

- [18] 周浩, 龙立荣. 共同方法偏差的统计检验与控制方法[J]. 心理科学进展, 2004(6): 942–950.
- [19] Aguilera, R. V., B. Grøgaard, “The Dubious Role of Institutions in International Business: A Road Forward” , *Journal of International Business Studies*, 2019, 50 (1): 20–35.
- [20] Anderson, J., D. Sutherland, S. Severe, “An Event Study of Home and Host Country Patent Generation in Chinese MNEs Undertaking Strategic Asset Acquisitions in Developed Markets” , *International Business Review*, 2015, 24 (5): 758–771.
- [21] Andrew, D., et al., “Geographic Scope, Product Diversification, and the Corporate Performance of Japanese Firms” , *Strategic Management Journal*, 1999, 20(8): 711–727.
- [22] Barney, J. , “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage” , *Journal of Management*, 1991, 17 (1): 99–120.
- [23] Baruch, Y., B. C. Holtom, “Survey Response Rate Levels and Trends in Organizational Research” , *Human Relations*, 2008, 61(8): 1139–1160.
- [24] Basuil, D. A., D. K. Datta, “Effects of Firm-Specific and Country-Specific Advantages on Relative Acquisition Size in Service Sector Cross-Border Acquisitions: An Empirical Examination” , *Journal of International Management*, 2019, 25 (1): 66–80.
- [25] Bertrand, O., M. A. Betschinger, A. Settles, “The Relevance of Political Affinity for the Initial Acquisition Premium in Cross-Border Acquisitions” , *Strategic Management Journal*, 2016, 37 (10): 2071–2091.
- [26] Bhaumik, S. K., N. Driffield, Y. Zhou, “Country Specific Advantage, Firm Specific Advantage and Multinationality – Sources of Competitive Advantage in Emerging Markets: Evidence from the Electronics Industry in China” , *International Business Review*, 2016, 25 (1): 165–176.
- [27] Bresser, R.K., K.Millonig, “Institutional Capital: Competitive Advantage in Light of the New Institutionalism in Organization Theory” , *Schmalenbach Business Review*, 2003, 55 (3): 220–241.
- [28] Brunell L., *Institutional Capital: Building Post-Communist Government Performance*, University Press of America, 2005
- [29] Buckley, P. J., L. J. Clegg, A. R. Cross, et al., “The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment” , *Journal of International Business Studies*, 2007, 38 (4): 499–518.
- [30] Buckley, P. J., S. Munjal, P. Enderwick, et al., “Cross-Border Acquisitions by Indian Multinationals: Asset Exploitation or Asset Augmentation?” , *International Business Review*, 2016, 25 (4): 986–996.
- [31] Capron, L., P. Dussauge, W. Mitchell, “Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988–1992” , *Strategic Management Journal*, 1998, 19 (7): 631–661.
- [32] Chen, Y. Y., Y. M. N. Oung, “Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-Principal Perspective” , *Asia Pacific Journal of Management*, 2010, 27 (3): 523–539.
- [33] Chen, Z., P. Kale, R. E. Hoskisson, “Geographic Overlap and Acquisition Pairing” , *Strategic Management Journal*, 2018, 39 (2): 329–355.
- [34] Choi, J. J., S. M. Lee, A. Shoham, “The Effects of Institutional Distance on FDI Inflow: General Environmental Institutions (Gei) Versus Minority Investor Protection Institutions (Mip)” , *International Business Review*, 2016, 25 (1): 114–123.
- [35] Clark, E., M. Geppert, “Subsidiary Integration as Identity Construction and Institution Building: A Political Sensemaking Approach” , *Journal of Management Studies*, 2011, 48 (2): 395–416.
- [36] Cui, L., F. Jiang, “State Ownership Effect on Firms' FDI Ownership Decisions under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-Investing Firms” , *Journal of International Business Studies*, 2012, 43 (3): 264–284.
- [37] Cycyota, C. S., D. A. Harrison, “What (Not) to Expect When Surveying Executives” , *Organizational Research Methods*, 2006, 9(2):133–160.
- [38] Du, M., A. Boateng, “State Ownership, Institutional Effects and Value Creation in Cross-Border Mergers & Acquisitions by Chinese Firms” , *International Business Review*, 2015, 24 (3): 430–442.
- [39] Dunning, J. H., *Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach*, The International Allocation of Economic Activity, Springer, 1977:395–418.

- [40] Dunning, J. H., S. M. Lundan, "Multinational Enterprises and the Global Economy", *Transnational Corporations*, 2010, 19(3): 103–106.
- [41] Freixanet, J., G. A. Renart, "Capabilities Perspective and the Joint Effects of Internationalization Time, Speed, Geographic Scope and Managers' Competencies on SME Survival", *Journal of World Business*, 2020, 55 (6): 101110.
- [42] Gao, Y., Z. Yang, K. F. Huang, et al., "Addressing the Cross-Boundary Missing Link between Corporate Political Activities and Firm Competencies: The Mediating Role of Institutional Capital", *International Business Review*, 2018, 27 (1): 259–268.
- [43] Gao, Y., X. Yang, H. Shen, et al., "How Firm's Addressing of the Dual-Challenges in China's Mid-Range Economy Affect Innovation Performance?", *Technology Analysis & Strategic Management*, 2021: 1–14.
- [44] Hallsmith, G., B. Lietaer, *Creating Wealth: Growing Local Economies with Local Currencies*, New Society Publishers, 2011.
- [45] Healey, P., "Building Institutional Capacity through Collaborative Approaches to Urban Planning", *Environment and Planning A*, 1998, 30 (9): 1531–1546.
- [46] Hennart, J. F., "Digitalized Service Multinationals and International Business Theory", *Journal of International Business Studies*, 2019, 50 (8): 1388–1400.
- [47] Hong, J. F. L., R. S. Snell, C. Mak, "Knowledge Assimilation at Foreign Subsidiaries of Japanese MNCs through Political Sensegiving and Sensemaking", *Organization Studies*, 2016, 37 (9): 1297–1321.
- [48] Knoerich, J., "Why Some Advanced Economy Firms Prefer to Be Taken over by Chinese Acquirers", *Columbia FDI Perspective*, 2016, 187:1–3.
- [49] Kotabe, M., S. P. S. Aulakh, "Multinationality and Firm Performance: The Moderating Role of R&D and Marketing Capabilities", *Journal of International Business Studies*, 2002, 33 (1): 79–97.
- [50] Larsson, R., M. Lubatkin, "Achieving Acculturation in Mergers and Acquisitions: An International Case Survey", *Human Relations*, 2001, 54 (12): 1573–1607.
- [51] Liou, R. S., M. C. H. Chao, M. Yang, "Emerging Economies and Institutional Quality: Assessing the Differential Effects of Institutional Distances on Ownership Strategy", *Journal of World Business*, 2016, 51 (4): 600–611.
- [52] Lu Y., L. Zhou, G. Bruton, et al., "Capabilities as a Mediator Linking Resources and the International Performance of Entrepreneurial Firms in an Emerging Economy", *Journal of International Business Studies*, 2010, 41 (3): 419–436.
- [53] Luo, Y., Q. Xue, B. Han, "How Emerging Market Governments Promote Outward FDI: Experience from China", *Journal of World Business*, 2010, 45 (1): 68–79.
- [54] Ma, X., Z. Ding, L. Yuan, "Subnational Institutions, Political Capital, and the Internationalization of Entrepreneurial Firms in Emerging Economies", *Journal of World Business*, 2016, 51 (5): 843–854.
- [55] Marquis, C., M. Raynard, "Institutional Strategies in Emerging Markets", *Academy of Management Annals*, 2015, 9 (1): 291 – 335.
- [56] Morck, R., B. Yeung, M. Zhao, "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment", *Journal of International Business Studies*, 2008, 39 (3): 337–350.
- [57] Nair, S. R., M. Demirbag, K. Mellahi, "Reverse Knowledge Transfer from Overseas Acquisitions: A Survey of Indian MNEs", *Management International Review*, 2015, 55 (2): 277–301.
- [58] Oliver, C., "Sustainable Competitive Advantage: Combining Institutional and Resource - Based Views", *Strategic Management Journal*, 1997, 18 (9): 697–713.
- [59] Oliver, C., I. Holzinger, "The Effectiveness of Strategic Political Management: A Dynamic Capabilities Framework", *Academy of Management Review*, 2008, 33 (2): 496–520.
- [60] Park, B. I., J. Choi, "Control Mechanisms of MNEs and Absorption of Foreign Technology in Cross-Border Acquisitions", *International Business Review*, 2014, 23 (1): 130–144.
- [61] Peng, L., Y. Li, M. Van Essen, M. W. Peng, "Institutions, Resources, and Strategic Orientations: A Meta-Analysis", *Asia Pacific Journal of Management*, 2020, 37 (6): 499 – 529.

- [62] Pinto, C. F., M. P. Ferreira, C. Falaster, et al., "Ownership in Cross-Border Acquisitions and the Role of Government Support", *Journal of World Business*, 2017, 52 (4): 533-545.
- [63] Platje, J., "Institutional Capital as a Factor of Sustainable Development—The Importance of an Institutional Equilibrium", *Technological and Economic Development of Economy*, 2008, 14 (2): 144-150.
- [64] Platje, J., W. L. Platje, "An Institutional Capital Approach to Sustainable Development", *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 2008, 19: 222-233.
- [65] Reihlen, M., M. Smets, A. Veit, "Management Consultancies as Institutional Agents: Strategies for Creating and Sustaining Institutional Capital", *Schmalenbach Business Review*, 2010, 11(3):317-339.
- [66] Rugman, A. M., et al., "Subsidiary-Specific Advantages in Multinational Enterprises", *Strategic Management Journal*, 2001, 22(3):237-250.
- [67] Rugman, A. M., "Reconciling Internalization Theory and the Eclectic Paradigm", *Multinational Business Review*, 2010, 18 (2): 1-12.
- [68] Schneider, M. R., C. Schulze-Bentrop, M. Paunescu, "Mapping the Institutional Capital of High-Tech Firms: A Fuzzy-Set Analysis of Capitalist Variety and Export Performance", *Journal of International Business Studies*, 2010, 41 (2): 246-266.
- [69] Soskice, D. W., P. A. Hall, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, 2001.
- [70] Stahl, G. K., C. H. Chua, A. L. Pablo, "Does National Context Affect Target Firm Employees' Trust in Acquisitions?", *Management International Review*, 2012, 52 (3): 395-423.
- [71] Sutherland, D., J. Anderson, P. Hertenstein, "Is the Strategic Asset Seeking Investment Proclivity of Chinese MNEs Different to That of Developed Market MNEs? A Comparative Analysis of Location Choice and Orientation", *Management International Review*, 2018, 58 (6): 911-933.
- [72] Van Hoorn, A., R. Maseland, "How Institutions Matter for International Business: Institutional Distance Effects vs Institutional Profile Effects", *Journal of International Business Studies*, 2016, 47 (3): 374-381.
- [73] Vanacker, T., V. Collewaert, S. A. Zahra, "Slack Resources, Firm Performance, and the Institutional Context: Evidence from Privately Held European Firms", *Strategic Management Journal*, 2017, 38 (6): 1305-1326.
- [74] Wang, S. L., Y. Luo, X. Lu, et al., "Autonomy Delegation to Foreign Subsidiaries: An Enabling Mechanism for Emerging-Market Multinationals", *Journal of International Business Studies*, 2014, 45 (2): 111-130.
- [75] Wittmann, C. M., S. D. Hunt, D. B. Arnett, "Explaining Alliance Success: Competences, Resources, Relational Factors, and Resource-Advantage Theory", *Industrial Marketing Management*, 2009, 38 (7): 743-756.
- [76] Zhang, H., M. N. Young, J. Tan, et al., "How Chinese Companies Deal With a Legitimacy Imbalance When Acquiring Firms from Developed Economies", *Journal of World Business*, 2018, 53 (5): 752-767.
- [77] Zheng, N., Y. Wei, Y. Zhang, et al., "In Search of Strategic Assets Through Cross-Border Merger and Acquisitions: Evidence from Chinese Multinational Enterprises in Developed Economies", *International Business Review*, 2016, 25 (1): 177-186.
- [78] Zhu, H., X. Ma, S. Sauerwald, et al., "Home Country Institutions behind Cross-Border Acquisition Performance", *Journal of Management*, 2019, 45 (4): 1315-1342.
- [79] Zhu, H., Q. Zhu, "Mergers and Acquisitions By Chinese Firms: A Review and Comparison with other Mergers and Acquisitions Research on the Leading Journals", *Asia Pacific Journal of Management*, 2016, 33 (4): 1107-1149.

【作者简介】黄嫒丽：华南理工大学工商管理学院教授，博士生导师，管理学博士。研究方向：企业战略管理和国际商务。

（下转第92页）

【作者简介】 龚柏华：复旦大学法学院教授，博士生导师。研究方向：国际法、国际经济法。

On the Legal Issues of Investor-State Arbitration Cases Involving P. R. China

GONG Bai-hua

(School of Law, Fudan University, Shanghai 200436, China)

Abstract: Chinese government or investors have been involved in several Investor-State Arbitration Cases. The legal points involved in China-related arbitration cases include project obstruction, project suspension, equity acquisition, license cancellation, tax freeze, forced demolition, etc. Among them, the qualification of Chinese state-owned enterprises for Investor-State Arbitration Cases is worth clarifying. Litigation by foreign investors against administrative measures of local governments in China is also a trend. Generally speaking, as one of the largest OFDI countries and the largest FDI country, China needs to balance the economic development and public policy control objectives in international investment, and properly handle the investment dispute between investor and host state.

Keywords: foreign investor; host state; investment arbitration; China-related

(责任编辑：马莹)

(上接第64页)

The Impact of Institutional Capital on Competitive Advantages: Evidence from the Upswing Period of Cross-border M&A Cycle of Chinese Firms

HUANG Man-li

(School of Business Administration, South China University of Technology, Guangzhou 510640, China; Research Center of Chinese Corporate Strategic Management, South China University of Technology, Guangzhou 510640, China)

Abstract: Oliver (1997) put forward the concept of “institutional capital” and established a theoretical framework for the co-existence of institutional capital and resource capital as sources of competitive advantage. However, there is little empirical evidence to verify the relationship between them. From the perspective of the acquiring firms in cross-border Merger and Acquisition (CBMA), this study examines the impact of home-country institutional capital owned by these firms on their CBMA performance, and also concretizes resource capital as firm-specific advantage (FSA) to explore the moderating effect of FSA. Specifically, This study took the M&A events in the upswing period of the latest round of Chinese firms' CBMA cycle as the research sample and carried out an empirical research based on questionnaire survey. Our results suggested that the institutional capital of Chinese firms is positively associated to the CBMA performance, while the positive effect of institutional capital on CBMA performance is diminished for firms with stronger FSA. In addition, institutional capital and resource capital do not show a mutually reinforcing positive effect, but rather a degree of substitution. These findings provide a new insight into the understanding of “how institutions matter”, and deepen the understanding of the difference between institutional capital and resource capital in the role of competitive advantage. Meanwhile, This study provides valuable practical enlightenment for Chinese firms to understand the effect of institutional capital based on state or government power in CBMA performance, that is, the impact of institutional capital on the overall M&A performance is beneficial, but with conditional.

Keywords: cross-border M&A; institutional capital; resource capital; firm-specific advantage; competitive advantage; M&A performance

(责任编辑：吴素梅)