

文化距离与中国企业海外并购价值创造^{*}

孙淑伟 何贤杰 王 晨

内容提要:近些年,我国企业进行海外并购的数量和规模呈现显著增长。海外并购不同于本土并购,企业在“走出去”时要面临文化距离上的挑战。那么,文化距离对我国企业进行海外并购的价值创造存在何种影响,该问题是财务学、管理学和社会学交叉研究的领域。本文以1995—2014年我国上市公司进行的221起海外并购事件为样本,系统分析与检验了文化距离对海外并购价值创造的影响及其传导路径。实证结果表明,中国与并购目标所在国之间的文化距离越大,海外并购为中国上市公司所创造的价值就越低;进一步的研究显示,文化距离影响价值创造存在完全的生产效率路径,部分的研发产出路径和部分的税收路径。此外,研究结果还显示,如果上市公司聘请了海外背景高管、有成功进行海外并购的经验以及同行业并购,则能减轻文化距离对海外并购价值创造的负面影响。本文的结论打开了文化距离影响海外并购价值创造的“黑箱”,并从实证上给出缓解文化距离负面影响的应对机制,为中国企业进行海外并购如何应对文化距离提供了实践指导。

关键词:海外并购 文化距离 价值创造

作者简介:孙淑伟,上海对外经贸大学会计学院讲师、硕士生导师,201620;

何贤杰,上海财经大学会计与财务研究院副教授、博士生导师,200433;

王 晨,东北证券股份有限公司,硕士研究生,200002。

中图分类号:F752 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2018)06-0130-17

一、引言

在中国政府推广“走出去”战略的背景下,中国企业积极地发起海外并购进行国际化的扩张。特别是“一带一路”倡议提出后,中国企业海外并购更加活跃。截至2017年年底,中国对外投资规模跃居世界第二位,成为净资本输出国。因此,有关海外并购问题的研究越来越重要(郭妍,2010;毛新述、余德慧,2013;林季红、张璐,2013)。然而,由联合国开发计划署、商务部研究院以及国资

^{*} 基金项目:国家自然科学基金项目“上市公司文本信息分析研究:基于大数据的视角”(71472113);国家自然科学基金青年科学基金项目“资本市场中的社会关系及其经济后果:基于市场参与者个人层面的研究”(71602112);国家自然科学基金重大研究计划培育项目“基于大数据的中国资本市场全息社会网络深度挖掘及研究”(91746117)。感谢匿名审稿专家提出的建设性意见,当然文责自负。

委研究中心联合撰写的《中国企业海外可持续发展报告 2015》指出,中国企业的海外项目只有 13% 处于盈利可观状态,48% 处于非营利或亏损状态。虽然中国的海外并购规模在增加,但是质量和效益却受到了很大质疑。2018 年 1 月印发的《对外投资备案(核准)报告暂行办法》也指出,商务部、央行、国资委等部门将重点督查出现重大经营亏损的对外投资。在中国企业海外并购持续活跃的背景下,对海外并购后的价值创造这一问题的考察具有重要的现实意义。

文化距离作为非正式制度,被称为并购活动中的“软指标”,在影响海外并购的各种因素中,从某种程度上来说其重要性甚至超过了财务、技术、市场等正式制度(陈菲琼,2013)。海外并购双方存在的社会文化上的差异可能导致文化摩擦和政治斗争,阻碍了并购双方之间信任的建立,具体表现为并购企业不能够成功整合双方文化,形成企业共同的价值观,目标企业员工就很难产生身份的认同感,而导致员工内部对于双方的划分和对立,形成潜在的冲突,增加并购整合的难度。这一挑战带来的整合困难可能会导致企业业绩下滑、部分企业甚至出现破产危机。2010 年德勤会计师事务所的研究也证实了中国公司海外并购整合的失败案例中,53% 是由文化冲突所导致的。因此,研究文化距离是否会影响海外并购的价值创造及其影响路径,能够帮助我们更好地理解中国企业进行海外并购的现状。特别是,如果文化距离会影响海外并购价值创造,那么考察哪些因素能够缓解这一负面影响,更具现实的政策意义和参考价值。

本文借鉴 Hofstede 文化维度的理论,将文化距离量化为两国或地区之间可以衡量的文化距离指标,选取 1995—2014 年中国上市企业进行的 221 起海外并购事件为研究样本,通过实证检验文化距离对海外并购的价值创造是否存在显著影响,并进一步分析文化距离影响海外并购价值创造的传导路径。实证结果表明,中国与并购目标所在国或地区之间的文化距离越大,海外并购为中国上市公司所创造的价值就越低;其次,传导路径检验发现,文化距离影响价值创造存在完全的生产效率路径,部分的研发产出路径和部分的税收路径;最后,交互作用检验发现,如果上市公司聘请了海外背景高管、有成功进行海外并购的经验以及同行业并购,那么文化距离对海外并购价值创造的负面影响就更小。

本文可能的贡献如下:其一,本文拓展了对海外并购后价值创造的相关研究。目前,国内外众多学者考察了影响海外并购的因素,其中也包括国家层面的制度差异(刘兴亚等,2009;林季红、张璐,2013;李诗、吴超鹏,2016)。已有研究通常将文化距离会影响海外并购作为“常识性”的理论基础,从实证上给出这一影响的深层次原因的研究并不多见。本文以最大的新兴经济体之一的中国为研究背景,对其海外并购事件进行了研究,证实了文化距离对企业海外并购的绩效有显著的负面影响。进一步,本文从实证上区分和检验了文化距离影响价值创造的几个可能途径,是对海外并购领域文献的有益补充。其二,本文的研究也具有一定的政策含义和实践价值。自 2012 年的“一带一路”倡议提出后,中国企业海外并购的数量大幅增加。在中国日益增加的海外并购趋势下,并购的质量和效益却受到了质疑。因此,作为目前最大的海外并购国家之一,我们不仅要明确海外并购是否能够为股东创造价值,还要明确如何应对文化距离的影响。本文从实证上给出了能够缓解文化距离对价值创造负面影响的因素,对监管机构和企业而言,具有一定的政策意义和参考价值。

二、文献回顾与评论

文化很难定义,也很难衡量。一个国家或社会往往在多个方面存在不同,例如,民族、语言和宗教信仰,这些维度很容易被观察和定义,但是文化所指的内涵往往超越了这些。实证研究上,量

化和衡量文化成为一个相当大的挑战。然而,民族或国家间的文化距离是国际贸易中一个重要的话题。这些差异几乎影响到国际业务的各个方面,特别是战略和组织方面。因此,确定和统一衡量文化的标准对学者和实务界人士都很重要。

在以往的研究中,语言和宗教常被用作文化的代表,不同的国家或社会往往会发展出不同的语言,语言和文化是内在联系的(Stulz 和 Williamson, 2003)。宗教规范和信仰会对生活方式造成很大的影响,因此,宗教信仰也被作为不同国家间的文化来衡量。然而,近年来,更直接的文化指标在国际商业领域得到了广泛的认可。这一指标是由 Hofstede(1980)根据问卷调查的方式对不同国家的员工的文化价值观进行调查的。在 Hofstede 最初的研究中,他将员工之间的价值观从四个维度进行量化,并把不同员工的价值观差异归因为他们所在国家层面的文化价值观。后来根据其他学者对其理论的补充,Hofstede 逐渐将文化维度扩展为六个方面。但是也有研究对该指标提出了批判,例如,Shenkar 和 Luo(2003)指出 Hofstede 的调查样本不具有代表性、对文化的研究采用的是静态的方法。而且,文化与国家并不是一一对应的关系,例如一个国家内部可能存在多个不同的民族,他们之间的文化也存在差异。虽然如此,现有学者仍然认为 Hofstede 的文化维度是目前衡量文化的众多指标中最为标准的研究工具(Kirkman 等,2006)。

根据组织学习理论的基本逻辑,因企业缺乏足够的学习能力及其有限理性,海外并购后对企业内含资产的整合效果会受到其在东道国的经营经验及人文环境的适应能力等因素的制约,最终导致并购后双方资源的有限利用,阻碍最优财富效应的实现。例如,Hitt 等(1997)研究认为战略资产都是无形资产,且内嵌于当地环境之中,文化距离增加了企业间的知识交换难度。Brouthers(2002)则研究发现发达国家进入文化距离大的市场时,首选是通过合资的方式成立新的企业,随着对东道国文化制度环境的了解增加,才会选择收购当地企业或入股。一些针对发达国家的海外并购的实证研究发现,若并购后企业需要适应两国不同的文化,并购的持久性和绩效都会显著更低(Kim 和 Hwang, 1992)。有关我国企业出口的影响因素研究中,曲晓如等(2015)发现,文化距离对中国文化产品出口的扩展边际影响显著为负。为了应对文化距离对海外并购的影响,在面对与中国文化距离较大的东道国企业时,中国企业往往会选择高控制权的并购策略,从而规避文化距离带来的高难度的经营整合(林季红、张璐,2013)。文化不仅会对海外并购后的整合带来影响,还会直接影响到并购的成败,李诗、吴超鹏(2016)就发现两国间的文化冲突越小,并购成功的可能性就越高。但是也有研究与上述文献的观点不同,该类研究普遍认为海外并购的主并购企业与目标企业的文化距离越大,越能够相互学习对方的优势,其长期绩效反而越好(Chakrabarti 等,2009;余鹏翼、王满四,2014;方慧、赵甜,2017)。

通过对上述文献的归纳,我们可以发现,大量学者已经从多个方面讨论了文化距离是否以及如何对海外出口、投资以及并购产生影响,现有研究也都认为两国间的文化距离是中国企业在进行海外经济活动时不可忽视的因素。但是,对于文化距离对海外并购后的价值创造是正面还是负面影响这一问题,现有研究并未得出一致的结论。更重要的是,对于文化距离对海外并购的影响渠道的考察,目前还比较匮乏。

三、理论分析与研究假设

(一)文化距离与海外并购价值创造

Hofstede(1980)认为文化是同一环境中的人民所具有的共同的心理程序,不同国家中的人们

共有的心理程序存在差异。在以往文献中,也有学者认为文化能够对各国经济发展差异起到一定的解释能力(Franke等,1991)。从中国的转型发展过程来看,我国企业大多是在改革开放以后发展起来的,带有中国特色的转型经济特征。根据已有研究,母国与并购标的国之间的文化距离是并购后风险的体现,即文化距离越大,海外并购发生后企业适应外部环境的难度就越大,并购后整合的成本甚至失败的风险也相应增加。而并购后的整合过程和效果是并购方获得收益的关键决定因素。因此,借鉴已有文献的结论,本文认为文化距离会降低两国企业沟通的效率和效果,加大并购后中国企业进行管理整合以及技术整合的难度,进而降低中国企业的价值创造能力。

首先,顺畅的上下属沟通与企业绩效显著正相关(鞠芳辉等,2008),然而,文化距离使得并购双方难以交流、分享不同的观点,从而带来沟通不畅,甚至影响到战略的制定。文化距离客观上反映了并购企业与目标企业之间的文化冲突。企业进行海外并购后需要学习、适应当地的社会文化并遵循当地的传统规范,以获得东道国的认同。依据文化纬度理论,较大的文化距离会导致两国员工沟通风格上的显著不同,加大误解的概率,导致沟通效果的降低。而且,中国企业进行海外并购的历史并不长,相对缺乏跨国经营的经验,短暂的交流和沟通的历史导致了中国企业并购后迅速适应目标国家的社会文化环境难度的增加。虽然市场可能逐步发展和完善参与并购所必需的政策和中介等基础设施,但是,鉴于中国企业较短的并购历史,如今的市场仍旧不甚完备,文化距离仍然会增加双方互相理解的难度,以及为了适应文化距离必须付出更多的信息收集和分析成本,影响了知识交换的效率。因此,从沟通效率和成本的角度来看,文化距离会降低我国企业海外并购的价值创造能力。

其次,文化距离会影响并购后的管理整合,包括人力安排、管理团队建设等工作。不同文化具有不同的行政制度从而导致管理技术很难在海外并购中转移,并且有可能在任务传达时导致误解,造成并购后日常运营中的冲突。相比国内并购,海外并购后公司会面临经营上的不确定性,例如高管或关键员工离职,这些事件增加了整合工作的难度(Cannella和Hambrick,1993)。倘若这些员工掌握着重要的无形技术资产,失去这些员工又会降低企业在东道国的竞争力。我国企业进行的海外并购实践中不乏类似的案例,例如,TCL集团并购了法国彩电业巨头汤姆逊公司之后遭遇的问题,中法文化的差异和因此导致的冲突使得双方在合作初期就困难重重,法国企业多位高管辞职,中国企业由于无法在短期内找到合适接任者而不得不撤离欧洲市场。这些案例就是因双方的文化距离较大且无法相互理解和认同,而导致海外的经营理念和模式难以和东道国员工的理念契合,最终造成并购后的绩效不佳。

最后,文化距离会影响到并购后的技术整合。于培友、奚俊芳(2006)认为并购后技术整合的本质是技术知识的转移。Zollo和Singh(2004)的研究也发现整合程度对并购绩效具有正向影响。海外并购完成后,技术整合的关键在于中国企业对目标企业优质资产的交换以及知识学习和融合。这一过程的顺利进行会受到中国企业对东道国文化的适应能力等因素的制约。双方的文化距离越大,那么主并购企业学习或转移目标企业核心技术的难度或成本就越高,这意味着并购后双方技术资源的利用较为有限,会阻碍最优技术创新的实现。因此,并购双方所在国的文化距离越大,对技术整合效果的制约越明显,即整合的成本更高而产出更低,导致海外并购后的价值创造能力降低。综合以上分析,提出本文的研究假设1。

研究假设1:在其他条件相同的情况下,中国和并购目标所在国之间的文化距离越大,海外并购为中国上市公司所创造的价值就越低。

(二)文化距离影响海外并购价值创造的传导路径

已有文献表明,海外并购后的专利和技术转移能够显著影响并购后的业绩表现(Zander 和 Kogut, 1995; Bena 和 Li, 2014)。另外,海外并购所带来的生产要素的溢出或者转移效应也可以促使企业生产效率的提升(Potterie 和 Lichtenberg, 2001),而企业生产效率的提升则会提高海外并购后的价值创造能力。新古典税收理论认为,如果企业面临宽松的税务方面的并购环境,例如税率优惠或税收抵免,那么该环境会促进并购的顺利进行。根据已有文献以及假设 1 的理论推导内容,本文认为文化距离可能会通过研发产出、生产效率以及税收这三个路径影响海外并购价值创造,以下将对其进行详细论述。

1. 研发产出路径

企业可以通过自主研发的方法获取新技术,也可以通过购买对方企业以获取其专利或技术优势。相比自主创新,购买对方企业获取关键技术的成本一般会更低,这主要是因为研发投入对企业价值存在滞后影响,而专利授权则对企业绩效的影响无滞后效应(张珊珊, 2012)。知识管理领域文献通常将海外并购视为企业获取新知识的重要手段(Zander 和 Kogut, 1995)。与此同时,海外并购领域文献则强调并购后的知识转移对价值创造的重要影响,例如, Bena 和 Li (2014) 研究发现,企业热衷并购的原因不仅限于构建商业链以实现协同效应,获取其他企业研发成果和技术优势也是其中一个重要原因。

由于中国企业的后发特征,知识寻求型的海外并购与发达国家的海外并购行为存在显著差异。发达国家企业发起的海外并购所实现的知识转移往往是双向的,而我国企业基于知识寻求的海外并购的目的通常是管理被并购企业的研发活动,掌握其技术优势并实现技术转移,降低自主研发的成本。知识转移和技术整合的效果可以直接体现在主并购企业在并购后的研发产出效率上。如前所述,中国和并购目标所在国之间的文化距离所导致的文化冲突,可能带来知识型员工的离职,也会影响到主并购企业的最优技术整合与创新(Vaara, 2003),而技术整合是并购方获取并购收益的关键决定因素。如果技术整合较为成功,则能够带来企业技术能力的提高,从而增加中国企业的创新能力和市场竞争能力,最终体现在经营绩效上。因此,文化距离会影响中国企业对标的企业技术的吸收程度,也会降低标的企业共享技术的意愿,以及双方技术相互匹配的关联程度。文化距离带来的上述问题会降低中国企业在并购后的研发效率,进而影响到并购后的价值创造能力。据此,提出本文的研究假设 2。

研究假设 2:文化距离影响中国企业海外并购价值创造存在研发产出的影响路径。

2. 生产效率路径

一般而言,发展中国家的一个后发优势是通过设置相对优惠的政策吸引外资进入本国,以提升本国企业的生产效率。但是,发展中国家企业也会选择通过海外并购带来的生产率“学习效应”促进自身生产率的提升,例如, Potterie 和 Lichtenberg (2001) 研究发现,到技术相对先进的国家进行投资可以通过“逆向溢出”带来投资方的生产率提升。在各种海外投资模式中,如新设、合资以及并购等模式,通过并购带来母国生产率提升的效果最为明显(袁东等, 2015)。

中国企业进行海外并购除了能够获取对方的专利和技术外,还可以运用控制权获取海外市场的生产要素。中国企业运用控制权能够对那些容易从目标企业中分离出来的要素进行重新配置,同样也能够对难以从目标企业中分离出来的要素在一定程度上进行提升效率的配置。从生产要素角度来看:一方面,中国企业可以获得目标企业的独特生产要素,这些生产要素是中国企业所不具有或缺乏的,从而形成生产要素的互补,这种外部资源的互补性越强,并购后产生的规模效应就

会越大;另一方面,如果并购标的所在国的生产效率相对中国较落后,中国企业可以将过剩的生产要素输入到目标企业,实现优势扩散,从而提高中国企业的资源使用效率。除此之外,我国企业进行海外并购能够获取目标企业的产品、管理和市场等相关商业资源,通过“学习效应”对商业资源选择、提炼形成更有效的制造方法或经营流程,也可将过剩的生产要素输入到目标企业,从而提高中国企业的生产效率。企业生产效率的提升势必能够带来业绩和价值创造能力的提升。

生产要素的跨国转移或非生产性要素的选择和提炼会受到诸多因素的影响,例如,供应链的整合程度以及东道国在面临外来企业转移要素的抵触行为。因此,文化距离可能会进一步增加海外并购的不确定性,使得企业在转移并购标的国的各种要素时会面临更多的阻碍以及要付出更多的成本。这些障碍降低了中国企业生产效率的提升,进而影响到海外并购的价值创造能力。因此,该部分考察文化距离影响海外并购价值创造是否存在生产效率路径,即提出本文的研究假设3。

研究假设3:文化距离影响中国企业海外并购价值创造存在生产效率的影响路径。

3. 税收路径

新古典税收理论认为,税收制度是促使企业参与并购的动机之一。该理论指出如果企业面临宽松的税务方面的并购环境,例如税率优惠或税收抵免,那么该环境会促进并购的顺利进行(Devereux和Griffith,2003)。从企业税收的角度来看,国家在鼓励“走出去”战略的同时出台了相应的优惠措施,例如,2008年起施行的企业所得税法和2009年印发的《关于企业境外所得税收抵免有关问题的通知》都指出,海外并购的企业符合相应的条件,可以对企业所得税进行特殊处理。我国所得税法规定,企业在境外缴纳的所得税符合相应条件的情况下也可以按照相应金额享受抵免。在抵扣的过程中,企业在境外发生的成本和费用也应按我国税法的规定进行调整。税收方面的优惠政策可以提高中国企业进行海外投资的税后收益率,进而提升海外并购后的价值创造能力。

企业实际获取海外投资的税收优惠能力会受到中国政府与东道国的合作协议与合作关系的影响。文化距离可能会带来一系列的问题,例如,较大的文化距离会导致两国员工沟通风格上的显著不同,加大误解的概率,导致沟通效果的降低,这些都会增加调整海外发生费用的难度,准备抵扣凭证的复杂程度。有些情况还需要海外机构的核实,这在两国文化冲突严重的情况下有可能是不可行的或者成本较高。因此,文化距离带来的两国合作关系的薄弱可能会降低中国企业实际获取税收优惠的能力,进而影响到海外并购的价值创造。因此,该部分考察文化距离影响海外并购价值创造是否存在税收路径,即提出本文的研究假设4。

研究假设4:文化距离影响中国企业海外并购价值创造存在税收的影响路径。

下图对理论推导部分的四个假设之间的关系进行了总结。

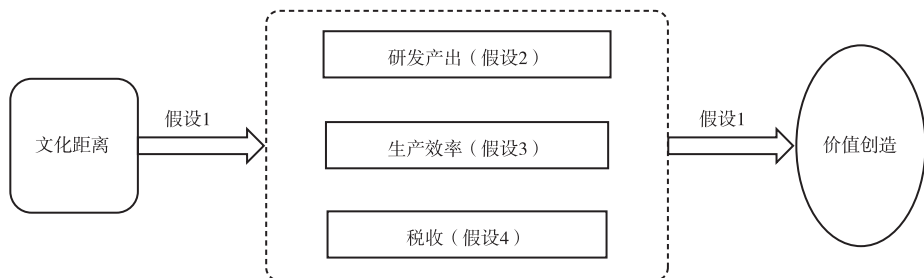


图 假设推导

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

中国企业海外并购数据来自 SDC Platinum 全球并购数据库、上海证券交易所和深圳证券交易所网站。SDC 数据库从多个渠道收集了世界各国的并购事件,信息源包括了新闻渠道、全球各监管机构、商业出版物以及投资银行、律所和其他顾问所出具的专项调查报告等。该数据库还包括了并购事件的主并购企业和目标企业的行业、地点、上市情况以及交易特征(例如,交易的公告日、完成日、并购方的财务顾问等)。

本文选择 1995—2014 年间并购方来自中国大陆,并且目标公司为其他国家和地区的海外并购交易共 2887 件。在研究数据的整理与合并过程中,我们还对样本进行了如下处理:首先,剔除了交易状态不是已完成的并购,得到 1719 个观测值;其次,剔除主并购企业上市交易所非中国国内的事件,得到 236 个观测值;再者,为防出现数据库重复输入的情况,我们手工对每一并购事件进行核对,剔除数据库中重复收录的海外并购事件后得到 226 个观测值;最后,剔除交易特征变量、股价信息以及主并购企业财务信息缺失的样本,得到 221 个并购事件。主并购企业的股价、财务数据以及 GDP 数据来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。文化距离指数来自 Hofstede 指数网站。

表 1 列示了样本的年度分布。可以看出在 2004 年之前,我国上市公司成功进行海外并购的数量很少,占总样本量的比例不足 10%。2008 年海外并购事件达到了之前三年均值的两倍多,此后海外并购数量始终保持在较高水平,特别是 2014 年达到了 37 起海外并购事件。

表 1 海外并购事件的年度分布

年份	数量	百分比 (%)	年份	数量	百分比 (%)
1995	2	0.90	2007	12	5.43
1996	1	0.45	2008	20	9.05
2001	1	0.45	2009	15	6.79
2002	3	1.36	2010	25	11.31
2003	3	1.36	2011	14	6.33
2004	7	3.17	2012	31	14.03
2005	7	3.17	2013	36	16.29
2006	7	3.17	2014	37	16.74
总计				221	100

(二) 验证假设的研究设计

本文借鉴已有研究的做法(Gubbi 等,2010;顾露露、Reed,2011),采用如下的 OLS 模型检验本文的研究假设 1:

$$BHR_1year = \alpha_0 + \alpha_1 ClutureDist + \alpha_2 Size + \alpha_3 Leverage + \alpha_4 SOE + \alpha_5 Advisor + \alpha_6 Share + \alpha_7 Cash + \alpha_8 Hitec + \alpha_9 EconDiff + \alpha_{10} PoliticalSta + \varepsilon \quad (1)$$

被解释变量 (BHR_{1year}) 表示并购成功后持有主并购企业股票一年后的收益率,持有的起始日为并购成功日。解释变量 ($ClutureDist$) 表示中国与并购标的所在国之间的文化距离。Hofstede 中心现有对文化维度的指标共有六个维度:权力距离、不确定性的规避、个人主义/集体主义、男性化/女性化、长期取向/短期取向、自我放纵/约束。基于现有研究,本文通过如下公式来量化中国与并购标的所在国或地区之间的文化距离:

$$ClutureDist_j = \left[\sum_{i=1}^6 (I_{i,j} - I_{i,China})^2 / V_i \right] / 6$$

其中, $I_{i,j}$ 为第 j 个国家的第 i 个维度的文化指标, V_i 为第 i 个维度文化指标的方差,各维度指标来自 Hofstede 中心公布的并购完成当年的数据。本文选取的控制变量如下。

$Size$ 为主并购企业在并购完成当年年末总资产的自然对数。 $Leverage$ 为主并购企业在并购完成当年年末的资产负债率,以总负债除以总资产表示。 SOE 表示主并购企业的产权性质。如果为国有企业,则取值为 1,否则取值为 0。 $Advisor$ 表示并购方是否聘请专业顾问。如果有专业顾问,则取值为 1,否则取值为 0。 $Share$ 表示在并购完成后,主并购企业对标的公司持股比例,以百分比表示。 $Cash$ 表示并购交易是否全部以现金支付。如果并购全部以现金交易,则为 1,否则为 0。 $Hitec$ 表示并购标的企业是否属于高科技行业,本文按照 SDC 数据库的分类将生物医药、数据通信、互联网与软件开发、电子器件、半导体行业定义为高科技行业。如果并购标的属于高科技行业,则取值为 1,否则取值为 0。 $EconDiff$ 表示并购标的所在国家或地区与中国的经济距离,以海外并购事件发生当年目标国家与中国人均 GDP 差距的绝对值的自然对数来衡量双方的经济距离,并用此变量来控制经济环境差异对并购后价值创造的影响。 $PoliticalSta$ 表示标的国或地区的政治稳定程度。除了文化距离外,其他反映经济制度环境的国家层面的变量,如政局稳定,也会对海外并购的绩效有一定影响。本文用并购当年世界银行公布的 WGI 全球治理指标中的政治稳定指数,来衡量国家政治不稳定性和受暴力影响的可能性,反映东道国制度环境。

(三) 传导路径检验的研究设计

如果文化距离能够显著影响我国企业海外并购的价值创造,那么探讨该影响的传导路径则更具有实践意义。本文借鉴 Baron 和 Kenny (1986) 以及权小锋等 (2015) 的 Sobel 中介因子检验方法,采用以下三阶段回归模型:

$$BHR_{1year} = \alpha_0 + \alpha_1 ClutureDist + \alpha_2 Size + \alpha_3 Leverage + \alpha_4 SOE + \alpha_5 Advisor + \alpha_6 Share + \alpha_7 Cash + \alpha_8 Hitec + \alpha_9 EconDiff + \alpha_{10} PoliticalSta + \varepsilon \quad (Path a)$$

$$InterMedia = \beta_0 + \beta_1 ClutureDist + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 SOE + \beta_5 Advisor + \beta_6 Share + \beta_7 Cash + \beta_8 Hitec + \beta_9 EconDiff + \beta_{10} PoliticalSta + \varepsilon \quad (Path b)$$

$$BHR_{1year} = \lambda_0 + \lambda_1 ClutureDist + \lambda_2 InterMedia + \lambda_3 Size + \lambda_4 Leverage + \lambda_5 SOE + \lambda_6 Advisor + \lambda_7 Share + \lambda_8 Cash + \lambda_9 Hitec + \lambda_{10} EconDiff + \lambda_{11} PoliticalSta + \varepsilon \quad (Path c)$$

根据上述文献,该方法共分三个步骤来检验文化距离影响价值创造的传导路径。传导路径在该研究设计中又被称为中介变量 $InterMedia$ 。第一步检验在不添加中介变量的基础上,考察文化距离对海外并购价值创造的影响,即 $Path a$ 的回归系数 α_1 是否显著;第二步考察文化距离对中介变

量(*InterMedia*)的影响,即 *Path b* 的回归系数 β_1 是否显著;第三步是在添加中介变量的基础上,同时考察 λ_1 和 λ_2 的显著性。以下四个条件全部满足时,存在完全的中介效应:(1) α_1 显著;(2) β_1 显著;(3) λ_2 显著,但 λ_1 不显著;(4)*Sobel Z* 值显著。以下四个条件全部满足时,存在部分的中介效应:(1) α_1 显著;(2) β_1 显著;(3) λ_1 和 λ_2 同时显著性,但是 λ_1 的系数小于 α_1 的值;(4)*Sobel Z* 值显著。

本文选取的三个中介变量(*InterMedia*)分别为:研发产出路径(*Patent*)、生产效率路径(*LTFP*)、税收路径(*TAX*)。具体的变量定义如下:*Patent* 表示企业在海外并购前后的研发产出情况,以并购完成后一年的研发产出数量减掉前一年的研发产出数量表示。为了使得回归系数更方便阅读,该指标的单位为百件。*LTFP* 表示并购前后的生产效率变化情况,借鉴 Helpman 等(2004)的做法以劳动生产率作为企业生产效率的衡量指标,计算公式为: $\ln(Q/L)$, Q 为企业总产出, L 为当年年末的企业员工总数。我们以并购成功后下一个年度的劳动生产率减掉前一年的生产率作为 *LTFP*。*TAX* 表示并购前后的企业实际税率的变化情况,我们以并购完成后一年的实际税率减掉前一年的实际税率作为 *TAX*。

(四)交互效应检验的研究设计

对于交互效应的检验,我们采用以下回归模型:

$$\begin{aligned} BHR_1year = & \alpha_0 + \alpha_1 ClutureDist + \alpha_2 INT + \alpha_3 ClutureDist \times INT + \alpha_4 Size + \alpha_5 Leverage \\ & + \alpha_6 SOE + \alpha_7 Advisor + \alpha_8 Share + \alpha_9 Cash + \alpha_{10} Hitec + \alpha_{11} EconDiff \\ & + \alpha_{12} PoliticalSta + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

INT 为调节变量的统称,我们选取了 *Director*、*Experience*、*Industry* 作为调节变量的具体衡量指标。如果交互效应存在,则 α_3 应该显著为正或负。*Director* 为虚拟变量,表示在海外并购当年,上市公司的董事会、监事会以及高级管理团队中是否存在海外背景的人员,如果存在则取值为 1,否则取值为 0。我们将海外留学经历定义为有海外背景。*Experience* 为虚拟变量,表示上市公司在该并购事件之前是否存在成功的海外并购经历,如果存在则取值为 1,否则取值为 0。*Industry* 为虚拟变量,表示并购标的企业是否与上市公司属于同一行业,本文以两位 SIC 代码来判断企业业务的相关性,同一行业则取值为 1,否则取值为 0。

五、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 列示了变量的描述性统计。由此看出, *BHR_1year* 的均值为 0.274,说明海外并购完成之后一年内的持有收益率的平均水平为 27.4%,意味着我国上市公司在海外并购完成后,总体上为投资者创造了正向的价值。*ClutureDist* 的均值为 2.635,中位数为 2.875。*SOE* 的均值为 0.584,意味着在样本期间的主并购企业中,国有企业占比为 58.4%。*Advisor* 的均值为 0.362,意味着 36.2%的并购事件中,主并购企业聘请了专业的外部顾问。*Director* 的均值为 0.403,表明 40.3%的并购企业高管团队中存在海外背景人员。*Patent*、*LTFP* 以及 *TAX* 的均值都为正,意味着海外并购提高了我国企业的研发产出水平和生产率的同时,增加了我国企业的实际税率。

表 2 回归变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	第一分位数	中位数	第三分位数
<i>BHR_1year</i>	221	0.274	0.813	-0.175	0.100	0.452
<i>ClutureDist</i>	221	2.635	1.941	0.347	2.875	3.939
<i>Size</i>	221	23.88	2.598	21.85	23.25	25.01
<i>Leverage</i>	221	0.546	0.215	0.406	0.532	0.687
<i>SOE</i>	221	0.584	0.494	0	1	1
<i>Advisor</i>	221	0.362	0.482	0	0	1
<i>Share</i>	221	70.52	34.59	38	90	100
<i>Cash</i>	221	0.321	0.468	0	0	1
<i>Hitec</i>	221	0.172	0.378	0	0	0
<i>EconDiff</i>	221	4.368	0.474	4.417	4.550	4.630
<i>PoliticalSta</i>	221	0.644	0.612	0.441	0.871	0.995
<i>Director</i>	221	0.403	0.492	0	0	1
<i>Experience</i>	221	0.163	0.370	0	0	0
<i>Industry</i>	221	0.575	0.496	0	1	1
<i>Patent</i>	221	0.119	1.187	0	0	0.080
<i>LTFP</i>	200	0.464	0.543	0.210	0.383	0.635
<i>TAX</i>	198	0.016	0.224	-0.026	0.005	0.041

(二) 假设验证

表 3 列示了验证本文假设的回归结果。第(1)列为仅控制主并购企业特征的回归结果。第(2)列为控制主并购企业特征以及交易特征的回归结果。第(3)列为进一步控制了国家或地区层面变量的回归结果。*ClutureDist* 的系数为负,且至少在 5% 的水平上显著。表 3 的结果支持了本文的假设 1,即中国和并购目标所在国之间的文化距离越大,海外并购为中国上市公司所创造的价值就越低。另外,*Size* 的系数显著为负,表明规模越大的企业参与海外并购后的业绩相对越低,带来这一结果的原因可能是规模越大的企业面临并购后双方整合的难度就越高。*Leverage* 的系数显著为正,表明负债率高的企业参与海外并购后,投资者能够获得更高的回报。*Advisor* 的系数也显著为正,意味着如果主并购方聘请了专业的外部顾问,则该并购事件能为投资者带来更多的回报。

(三) 传导路径检验

1. 研发产出路径

根据研究设计的第三部分,表 4 的回归结果包含三列。路径模型 *Path a* 的结果表明 *ClutureDist* 的系数为 -0.088,且在 1% 的水平上显著(T 值为 -2.79)。路径模型 *Path b* 的回归结果表明,*ClutureDist* 的系数也显著为负,意味着被并购企业所在国或地区与中国的文化距离越大,并购完成后主并购企业的研发产出数量增加程度较低。路径模型 *Path c* 的结果表明,*ClutureDist* 的系数的绝对值和显著性都要低于 *Path a* 中的回归结果,且 *Patent* 的系数也显著为正。另外,*Sobel Z* 检验的值为 -2.789,在 1% 的水平上显著。参考权小锋等(2015)的方法,本文以研发产出作为中介变量的回归结果符合部分中介效应的条件。因此,文化距离影响海外并购价值创造存在部分的研发产出路径。

表 3 文化距离与并购价值创造:假设验证

被解释变量: <i>BHR_1year</i>	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	1.618 *** (2.82)	1.986 *** (3.09)	0.779 (0.75)
<i>ClutureDist</i>	-0.060 ** (-2.17)	-0.071 ** (-2.49)	-0.088 *** (-2.79)
<i>Size</i>	-0.066 ** (-2.37)	-0.081 *** (-2.80)	-0.073 ** (-2.49)
<i>Leverage</i>	0.652 ** (2.08)	0.618 * (1.95)	0.581 * (1.82)
<i>SOE</i>	0.070 (0.56)	0.064 (0.51)	0.075 (0.59)
<i>Advisor</i>		0.279 ** (2.20)	0.281 ** (2.21)
<i>Share</i>		-0.001 (-0.74)	-0.001 (-0.85)
<i>Cash</i>		0.033 (0.28)	0.010 (0.09)
<i>Hitec</i>		0.069 (0.45)	0.050 (0.32)
<i>Econ_D</i>			0.264 (1.33)
<i>Political_S</i>			-0.078 (-0.53)
<i>N</i>	221	221	221
<i>R-squared</i>	0.053	0.075	0.086

注:括号内列示的是t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著,下同。

表 4 研发产出路径

被解释变量	<i>Path a</i>	<i>Path b</i>	<i>Path c</i>
	<i>BHR_1year</i>	<i>Patent</i>	<i>BHR_1year</i>
<i>Intercept</i>	0.779 (0.74)	-2.823 * (-1.93)	1.038 (0.99)
<i>ClutureDist</i>	-0.088 *** (-2.79)	-0.080 * (-1.82)	-0.081 ** (-2.55)
<i>Patent</i>			0.092 * (1.87)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Sobel Z</i>			-2.789 ***
<i>Sobel Z</i> 对应的 <i>P</i> 值			(0.005)
<i>N</i>	221	221	221
<i>R-squared</i>	0.086	0.162	0.101

注:限于篇幅,表格不再列示控制变量的系数和t值,下同。

2. 生产效率路径

表5列示了以生产效率为中介变量的回归结果。路径模型 *Path a* 的结果表明 *ClutureDist* 的系数为 -0.061, 在5%的水平上显著。路径模型 *Path b* 的回归结果表明, 以 *LTFP*(生产效率) 为被解释变量时, *ClutureDist* 的系数为 -0.047, 在5%的水平上显著, 意味着被并购企业所在国或地区与中国的文化距离越大, 并购后的生产效率提升的幅度越低。路径模型 *Path c* 的结果表明, *ClutureDist* 的系数不再显著, 而 *LTFP* 的系数显著为正。另外, *Sobel Z* 检验的值为 -2.463, 在5%的水平上显著。表5的检验结果符合完全中介效应的四个条件, 因此, 文化距离影响海外并购价值创造存在完全的生产效率路径。

表5 生产效率路径

被解释变量	<i>Path a</i>	<i>Path b</i>	<i>Path c</i>
	<i>BHR_1year</i>	<i>LTFP</i>	<i>BHR_1year</i>
<i>Intercept</i>	0.403 (0.41)	1.546** (2.14)	-0.647 (-0.76)
<i>ClutureDist</i>	-0.061** (-2.02)	-0.047** (-2.08)	-0.029 (-1.11)
<i>LTFP</i>			0.679*** (8.02)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Sobel Z</i>			-2.463**
<i>Sobel Z</i> 对应的 <i>P</i> 值			(0.043)
<i>N</i>	200	200	200
<i>R-squared</i>	0.085	0.141	0.318

3. 税收路径

表6列示了以实际税率为中介变量的回归结果。路径模型 *Path a* 的结果表明 *ClutureDist* 的系数为 -0.056, 在5%的水平上显著。路径模型 *Path b* 的回归结果表明, 以 *TAX*(实际税率的变化) 为被解释变量时, *ClutureDist* 的系数为 0.025, 在1%的水平上显著, 意味着被并购企业所在国或地区与中国的文化距离越大, 并购后的实际税率增长幅度越大。路径模型 *Path c* 的结果表明, *ClutureDist* 系数的绝对值和显著性要小于路径模型 *Path a* 的检验结果, 且 *TAX* 的系数显著为负。另外, *Sobel Z* 检验的值为 -2.463, 在5%的水平上显著。总体上, 表6的检验结果符合部分中介效应的条件。因此, 文化距离影响海外并购价值创造存在部分的税收路径。

(四) 交互效应检验

团队冲突理论指出高管成员间的良好互动和沟通能够提升资源的优化整合, 提高团队的运行效率(孙海法、伍晓奕, 2003)。如果高管团队中存在海外背景的成员, 那么该高管接受多元文化的熏陶, 使其更了解与不同文化背景的员工相处的方式, 因此能够保证并购后双方沟通和融合的更加顺利。需要提醒注意的是, 此处对海外背景的定义并不严格限制为与被并购企业所在国一致, 而是只要拥有除中国以外的海外背景, 我们就认为其受到多元文化的熏陶能够对并购后企业的融合带来影响。表7的第(1)列结果表明, *ClutureDist* × *Director* 的系数在1%的水平上显著为正, 说明如果主并购企业的高管团队中存在海外背景人员, 则可以降低文化距离对并购后价值创造的负向影响。

表 6

税收路径

被解释变量	<i>Path a</i>	<i>Path b</i>	<i>Path c</i>
	<i>BHR_1year</i>	<i>TAX</i>	<i>BHR_1year</i>
<i>Intercept</i>	0.583 (0.79)	0.307 (1.00)	0.711 (0.84)
<i>ClutureDist</i>	-0.056 ** (-2.46)	0.025 *** (2.63)	-0.048 ** (-2.10)
<i>TAX</i>			-0.309 * (-1.78)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Sobel Z</i>			-2.463 **
<i>Sobel Z</i> 对应的 <i>P</i> 值			(0.014)
<i>N</i>	198	198	198
<i>R-squared</i>	0.108	0.054	0.123

张建红等(2010)研究发现海外收购的经验能显著影响并购的成败。对于具有海外成功并购经验的企业而言,他们能够从以往的并购经验中熟悉并了解并购运作的程序,学习并增强整合的能力,该类企业对海外并购中文化距离的冲击更有准备,更有经验采取足够的应对措施。因此,具有海外并购经验的企业并购绩效可能比无经验的企业更好。第(2)列的结果证实了这一推论,*ClutureDist* × *Experience* 的系数为正,且在 5% 的水平上显著。

不同行业的公司会要求公司本身及其员工掌握不同的资源和技能,并能够面对不同的目标消费者、不同的供应商以及不同的行业惯例。在多元化战略并购中,企业需要面对新的行业环境,而在并购双方均来自同一行业背景的相关并购中,主并购企业的组织学习能力和适应能力会更强。无论是有形资产或无形资产,企业都具备更强的吸收目标企业资产的能力。因此,具有相似性的并购比不具有相似性的并购会面临更低的整合成本,换言之,同行业并购能够削弱文化距离对并购绩效的负面影响。第(3)列的结果表明,*ClutureDist* × *Industry* 的系数显著为正,证实了上述推论。

表 7

海外背景高管、并购经验与同行业并购对文化距离的交互作用

被解释变量: <i>BHR_1year</i>	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	-0.010 (-0.01)	0.627 (0.61)	1.046 (0.99)
<i>ClutureDist</i>	-0.164 *** (-4.07)	-0.120 *** (-3.52)	-0.154 *** (-3.50)
<i>Director</i>	-0.681 *** (-3.54)		
<i>ClutureDist</i> × <i>Director</i>	0.147 *** (2.61)		

续表 7

被解释变量: <i>BHR_1year</i>	(1)	(2)	(3)
<i>Experience</i>		-0.675 ^{***} (-2.84)	
<i>ClutureDist</i> × <i>Experience</i>		0.156 ^{**} (2.11)	
<i>Industry</i>			-0.282 (-1.53)
<i>ClutureDist</i> × <i>Industry</i>			0.120 ^{**} (2.13)
控制变量	控制	控制	控制
<i>N</i>	221	221	221
<i>R-squared</i>	0.138	0.120	0.106

六、进一步分析与稳健性检验

(一) 内生性问题

假设检验部分的实证结果表明,文化距离会降低中国企业海外并购的价值创造能力。但是,这一结果可能会受到遗漏变量带来的内生性问题的影响,即存在文章无法量化的变量,该变量同时与并购后的业绩表现和文化距离存在相关性。为了排除这一内生性问题,我们采用工具变量法进行两阶段回归。具体地,我们以被并购企业所在国家与中国的地理距离的自然对数作为工具变量(*IV*)。工具变量的选取标准较为严格,要与解释变量相关但与被解释变量不相关,这样可以保证工具变量(*IV*)对被解释变量(*Y*)的影响只能通过解释变量(*X*)发生。地理距离作为外生条件,其本身与企业的业绩表现并不存在相关性,但是与文化距离存在一定的相关性,例如中国与东亚地区国家的地理距离相近,这些国家具有部分共同的文化起源与特征。因此我们认为地理距离与文化距离这两个指标存在相关性,满足工具变量的选取条件。在添加工具变量进行两阶段回归以后,本文的结论仍然成立。限于篇幅,回归结果未列示,但留存备案。

(二) 不同持有期间收益率的检验

正文以持有主并购企业股票一年的收益率作为并购后价值创造的衡量指标。为了保证本文结果的稳健性,我们以并购后持有至6个月、18个月的到期收益率作为被解释变量,重新回归后的结果仍然支持本文的假设。限于篇幅,回归结果未列示,但留存备案。

(三) 文化距离六个维度的分别检验

本文分别考察了文化距离的六个维度对海外并购价值创造的影响。每一维度变量的计算方法为:以标的国家每一维度的文化距离得分减掉中国对应项目的得分,并取绝对值后作为每一个维度指标的衡量变量。*Power*表示权力距离的差异,*Uncertainty*表示不确定性的规避的差异,*Individualism*表示个人主义的差异,*Masculinity*表示刚柔性的差异,*Orientation*表示长期导向的差异,*Indulgence*表示自我放纵程度的差异。回归结果表明在文化距离的六个维度中,对海外并购后

的价值创造产生影响最显著的三个因素为:权力距离、不确定性的规避以及个人主义的差异。限于篇幅,回归结果未列示,但留存备索。

(四) 经行业均值调整的并购后收益率

本文的模型主要借鉴了顾露露、Reed(2011)的回归方法,该文章未控制年度虚拟变量。由于中国上市公司参与海外并购的样本量较少,如果添加年度虚拟变量,会使得模型存在严重的共线性问题。但是本文的研究结论可能会受到不同年度间经济政策差异的影响。为了缓解这一问题对本文结论的影响,我们以同时期和同行业的市场收益率的均值对被解释变量进行调整,新的收益率指标为 *BHR_1year_ind*。以均值调整后的市场收益率为被解释变量的结果仍然支持本文的研究假设。限于篇幅,回归结果未列示,但留存备索。

七、结论与启示

近年来,我国企业海外并购数量和金额逐年递增,中国已成为仅次于美国的全球第二大并购方。新兴经济体的海外并购更可能是受收购战略资产形成竞争优势的动机促成的。而大多数的战略性资产往往是无形的资产,如技术、管理水平和人力资源等。针对无形资产的信息交流会受到文化距离的影响。中国企业海外并购是一个相对较新的现象,有关中国企业的海外并购价值创造及影响因素的研究并不多见,尤其是对文化距离因素的实证研究。本文则考察了文化距离对海外并购价值创造的影响、应对机制及传导路径。

本文通过 SDC 全球并购事件数据库筛选出中国上市企业 1995—2014 年间的海外并购事件,并从 CSMAR 和 WIND 数据库获取参与并购的中国公司的股价和财务等一系列数据,得到 221 起具有完整数据的海外并购事件。通过借鉴 Hofstede 文化维度理论将文化距离量化为两国或地区之间可以衡量的文化距离指标,实证结果表明,中国与并购目标所在国或地区之间的文化距离越大,海外并购为中国上市公司所创造的价值就越低;接下来,传导路径检验发现,文化距离影响价值创造存在完全的生产效率路径,部分的研发产出路径和部分的税收路径;最后,我们对能够减轻文化距离负面影响的因素进行了考察,即交互作用检验发现,如果上市公司聘请了海外背景高管、有成功进行海外并购的经验以及同行业并购,这三个因素能够降低文化距离对海外并购价值创造的负面影响。总体上,文化距离会阻碍知识转移和沟通,增加海外并购后的企业整合难度。同时本文的结果也间接反映了中国企业在国际化进程中处于早期阶段,海外并购的价值创造功能会受到与中国不同的区域文化的影响。

本文选用的并购样本均为国内上市企业发起的海外并购事件,由于获取数据的困难,我们剔除了在海外上市的中国企业发起的海外并购事件,而相比国内上市公司,这些海外上市公司往往倾向于积极地进行海外并购,样本的选择可能会对实证结果造成一定影响。另外,文化距离影响海外并购价值创造的传导路径并不仅限于本文考察的这三个因素,但是根据已有的结论,本文仅研究了我们认为有可能是最重要的三个因素。这也是本文的局限性所在,我们提醒读者注意。

参考文献:

1. 陈菲琼:《民营企业海外并购整合研究》,浙江大学出版社,2013 年版。
2. 顾露露,Robert Reed:《中国企业海外并购失败了吗?》,《经济研究》2011 年第 7 期。
3. 郭妍:《我国银行海外并购绩效及其影响因素的实证分析》,《财贸经济》2010 年第 11 期。

4. 方慧、赵甜:《中国企业对“一带一路”国家国际化经营方式研究——基于国家距离视角的考察》,《管理世界》2017年第7期。
5. 鞠芳辉、谢子远、宝贡敏:《西方与本土:变革型、家长型领导行为对民营企业绩效影响的比较研究》,《管理世界》2008年第5期。
6. 李诗、吴超鹏:《中国企业跨国并购成败影响因素实证研究——基于政治和文化视角》,《南开管理评论》2016年第3期。
7. 林季红、张璐:《中国企业海外并购的股权策略选择》,《财贸经济》2013年第9期。
8. 刘兴亚、李湘宁、缪仕国、姜子叶:《资产专用性、文化差异与外资进入模式选择——基于交易成本框架的分析》,《金融研究》2009年第3期。
9. 毛新述、余德慧:《会计准则趋同、海外并购与投资效率》,《财贸经济》2013年第12期。
10. 曲晓宏、杨修、刘杨:《文化差异、贸易成本与中国文化产品出口》,《世界经济》2015年第9期。
11. 权小锋、吴世农、尹洪英:《企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”》,《经济研究》2015年第11期。
12. 孙海法、伍晓奕:《企业高层管理团队研究的进展》,《管理科学学报》2003年第6期。
13. 于培友、奚俊芳:《企业技术并购后整合中的知识转移研究》,《科研管理》2006年第5期。
14. 余鹏翼、王满四:《国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究》,《会计研究》2014年第3期。
15. 袁东、李霖洁、余森杰:《外向型对外直接投资与母公司生产率——对母公司特征和子公司进入策略的考察》,《南开经济研究》2015年第3期。
16. 张建红、卫新江、海柯·艾伯斯:《决定中国企业海外收购成败的因素分析》,《管理世界》2010年第3期。
17. 张珊珊:《研发投入与专利对企业绩效的影响研究——基于中小企业板上市公司的经验证据》,云南财经大学学位论文,2012年。
18. Baron, R. M., & Kenny, D. A., The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 51, No. 6, 1986, pp. 1173 – 118.
19. Bena, J., & Li, K., Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, Vol. 69, No. 5, 2014, pp. 1923 – 1960.
20. Brouthers, K. D., Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance. *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 2, 2002, pp. 203 – 221.
21. Cannella, A. A., & Hambrick, D. C., Effects of Executive Departures on the Performance of Acquired Firms. *Strategic Management Journal*, Vol. 14, No. 1, 1993, pp. 137 – 152.
22. Chakrabarti, R., Swasti, G. M., & Narayanan, J., Mars-venus Marriages: Culture and Cross-border M&A. *Journal of International Business Studies*, Vol. 40, No. 2, 2009, pp. 216 – 236.
23. Devereux, M. P., & Griffith, R., Evaluating Tax Policy for Location Decisions. *International Tax and Public Finance*, Vol. 10, No. 2, 2003, pp. 107 – 126.
24. Franke, R. H., Hofstede, G., & Bond, M. H., Cultural Roots of Economic Performance: A Research Note. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 1, 1991, pp. 165 – 173.
25. Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M. B., & Chittoor, R., Do International Acquisitions by Emerging-economy Firms Create Shareholder Value? The Case of Indian Firms. *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, No. 3, 2010, pp. 397 – 418.
26. Helpman, E., Melitz, M. J., & Yeaple, S., Export Versus FDI with Heterogeneous Firms. *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 1, 2004, pp. 300 – 316.
27. Hitt, M., Hoskisson, R., & Kim, H., International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-diversified Firms. *Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 4, 1997, pp. 767 – 798.
28. Hofstede, G., *Culture's Consequences: International Differences in Work-related Values*. Newbury Park, CA: Sage, 1980.
29. Kim, W. C., & Hwang, P., Global Strategy and Multinationals' Entry Mode Choice. *Journal of International Business Studies*, Vol. 23, No. 1, 1992, pp. 29 – 53.
30. Kirkman, B. L., Lowe, K. B., & Gibson, C. B., A Quarter Century of Culture's Consequences: A Review of Empirical Research Incorporating Hofstede's Cultural Values Framework. *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, No. 3, 2006, pp. 285 – 320.
31. Potterie, P., & Lichtenberg, B. F., Does Foreign Direct Investment Transfer Technology across Borders. *Review of Economics and*

Statistics, Vol. 83, No. 3, 2001, pp. 490 – 497.

32. Shenkar O. , & Luo Y. , International Business. *New York: Wiley*, 2003.

33. Stulz, R. M. , & Williamson, R. , Culture, Openness, and Finance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, No. 3, 2003, pp. 313 – 349.

34. Vaara, E. , Post-acquisition Integration as Sensemaking: Glimpses of Ambiguity, Confusion, Hypocrisy, and Politicization. *Journal of Management Studies*, Vol. 40, No. 4, 2003, pp. 859 – 894.

35. Zander, U. , & Kogut, B. , Knowledge and the Speed of the Transfer and Imitation of Organizational Capabilities: An Empirical Test. *Organization Science*, Vol. 6, No. 1, 1995, pp. 76 – 92.

36. Zollo, M. , & Singh, H. , Deliberate Learning in Corporate Acquisitions: Post-Acquisitions Strategies and Integration Capability in U. S. Bank Mergers. *Strategic Management Journal*, Vol. 25, No. 13, 2004, pp. 1233 – 1256.

Cultural Distance and Corporate Value Created via Overseas M&A

SUN Shuwei (Shanghai University of International Business and Economics, 201620)

HE Xianjie (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

WANG Chen (Northeast Securities Co. , Ltd. , 200002)

Abstract: The number and scale of overseas merger and acquisition (M&A) have increased significantly in recent years. Overseas M&A is different from local M&A. In the “going out” times, enterprises are faced with challenges of cultural distance. What is the impact of cultural distance on the corporate value created via overseas M&A? This question falls into the categories of finance and sociology. In this paper, we take the overseas M&A of listed companies in China as samples to analyze and test the impact of cultural distance on the corporate value created via overseas M&A. The empirical results show that: (1) the cultural distance between China and the target country has a significant negative relationship with corporate value created via overseas M&A; (2) cultural distance has certain influence on the value creation featuring a complete production efficiency path, the partial R&D path and the partial tax path; (3) if Chinese companies hire executives who have overseas background or have experience in overseas M&A, or the companies which are acquired are in same industry, the negative impact of cultural distance can be reduced. This paper sheds light on the influence of cultural distance on the corporate value created via overseas M&A, and provides practical guidance for Chinese companies on how to deal with cultural distance when they carry out overseas M&A.

Keywords: Overseas M&A, Cultural Distance, Corporate Value

JEL: F21, G34, M10

责任编辑:原 宏