

家族偏爱完全控制？

——家族企业海外并购股权选择研究^{*}

□ 邹立凯 唐继凤 李新春

领域编辑推荐语：

“家族企业通常较为保守，不太愿意进行高风险的海外并购。那么现实中为什么有的家族企业依然进行海外并购就成为一个有意思的研究话题。本文通过 fsQCA 方法来考察什么样的家族企业在什么情境下会进行海外并购，加深了对家族企业的决策过程和行为的理解。”

——李炜文

摘 要：海外并购是一项高风险活动，其中关键决策是对被并购企业的股权选择。本文整合家族因素和制度因素，采用模糊集定性比较分析（fsQCA）方法分析家族企业对海外并购股权选择。通过对 78 家家族企业的 207 个海外子公司并购样本进行分析，研究结果表明家族企业会采取完全并购具有三条不同的路径，具体可以归纳为风险承担型、低风险偏好型以及低风险感知型的完全并购。当家族企业社会情感财富保护倾向或国际化经验较高时，呈现为风险承担型，在并购文化距离远、正式制度差的东道国企业采取完全并购；当家族企业社会情感财富保护倾向和国际化经验较低时，呈现为低风险偏好型，在并购正式制度质量好的东道国企业采取完全并购；当家族企业社会情感财富保护倾向、国际化经验较高并且家族财富风险较低时，呈现为低风险感知型，会无视制度风险对海外企业采取完全并购。研究结论表明家族企业海外并购股权选择由于家族涉入形成不同风险认知偏差，这为理解新兴经济体家族企业实施海外完全并购提供了新的见解。

关键词：海外并购；股权选择；家族企业；风险感知；社会情感财富

一、引言

近年来中国企业海外并购呈现高速增长的趋势，其中，以家族企业为代表的民营

^{*} 本文受国家自然科学基金重点国际（地区）合作研究项目“家族企业国际化与创新：基于制度-文化的比较研究”（71810107002）、国家自然科学基金面上项目“家族企业的多元制度逻辑与长期导向战略研究”（71972119）以及广东省哲学社会科学规划项目“家族企业代际涉入模式与企业创新机制研究”（GD21CGL28）的资助。感谢在第十五届创业与家族企业成长国际研讨会上各位专家的批评指正，同时非常感谢《管理学季刊》评审专家、领域编辑以及主编的宝贵意见，使本文质量有明显的提高。

企业大规模进行海外并购引起各界的广泛关注。在国际化进入模式上,越来越多的中国家族企业通过海外并购的方式以快速增强竞争优势。有学者认为中国企业的国际化大多通过海外并购来获得海外的先进技术,以实现技术上跨越(吴先明和苏志文,2014;冼国明和明秀南,2018;杨勃和许晖,2020)。但由于海外并购是一项高风险活动,企业在海外并购需要对风险进行识别、评估和管理以提高并购绩效,其中关键活动之一是对被并购公司的股权选择。

目前只有少量研究探究企业海外并购股权选择,有关中国企业海外并购股权选择的研究也才开始得到关注(张明等,2019)。一般而言,企业是通过权衡在东道国经营的风险与收益来对被并购企业采取相应的并购股权水平选择。中国企业海外投资与其他新兴经济体企业有类似的特征(Buckley et al., 2007),由于被并购企业的国家或地区在经济、商业、法律、制度及社会文化等方面与母国存在差异性,海外并购面临很大的风险,不少研究从制度、行业以及企业等层面进行解释,如制度层面的文化距离和东道国国家风险等(Lim & Lee, 2016),如行业层面的并购企业和目标企业之间的行业相关性以及企业决策层面的因素,如并购企业的并购经验(Elango et al., 2013)和目标企业的规模(Chari & Chang, 2009)等。这些研究加深了对新兴经济体企业海外并购股权选择影响因素的理解,但目前有关海外并购股权的研究较少关注企业所有权性质的差异。

家族企业作为新兴经济体一种重要企业组织形态,与新兴经济体的其他民营企业不同,家族企业具有高度的控制权结构和较高的股

权集中度(Graves & Shan, 2014; Lu et al., 2015)。已有研究发现家族企业的国际化决策具有自身的独特性(Arregle et al., 2017),如关注非经济目标、具有风险规避倾向等(Gomez Mejia et al., 2010; Pukall & Calabrò, 2014)。但是对于新兴经济体家族企业的海外并购股权选择,家族因素在其中发挥怎样的作用,目前对于这个问题的认识还相当薄弱。根据风险规避假说,家族企业为了避免海外并购潜在的风险,需要降低对海外被并购企业的持股,然而根据社会情感财富保护理论,家族企业为了保持家族对企业的控制,会提高对海外被并购企业的持股。这两种理论视角下,家族企业的海外并购呈现出截然不同的选择,形成了一种悖论。实际上,家族企业海外并购风险和收益的偏好会受到家族因素的影响,进而可能会影响到最终对海外并购股权水平的选择。因此以新兴经济体家族企业为对象探究其海外并购股权选择,对新兴经济体企业海外并购股权研究将是一个有益的补充。

此外,现有对企业海外并购股权选择的单一解释,也驱动着学者们思考企业并购海外企业的股权选择可能会受到诸多因素的相互影响。如很多研究发现实际上海外并购股权选择极具复杂性(Malhotra et al., 2018; 张明等, 2019)是不同因素共同作用的结果,且不同因素之间还会存在替代关系或互补关系(Chari & Chang, 2009)。因此应该结合多因素来考察企业的海外并购股权选择。在新兴经济体企业逆向海外并购的复杂情境下,家族企业和制度环境两者究竟如何共同作用影响对海外并购股权选择值得深入探究,并且家族因素使家族企业在并购海

外股权选择变得更加复杂,其中,家族涉入是家族企业异质性的来源,本文对此进行探究,希望可以提出可供未来检验的理论命题。

本文试图挖掘家族企业在海外并购股权选择的基本模式,阐释不同因素组合背后的内在逻辑与作用机理,因而不同于已有研究基于某个特定视角分别考察单个因素对企业海外并购股权选择的影响 (Chari & Chang, 2009; 张明等, 2019)。本文在已有文献研究基础上,采用定性比较分析 (Qualitative Comparative Analysis, QCA) 方法研究新兴经济体家族企业海外并购股权选择研究,这也响应了学者们提出的可以使用 QCA 方法探究海外并购股权选择的因果复杂性 (张明等, 2019)。QCA 方法擅长发掘多重影响因素之间复杂的非线性关系和组合构型 (Campbell et al., 2016), 而家族企业海外并购股权选择往往是基于多个因素同时考量的结果,因而非常适合基于 QCA 方法对不同因素的影响加以分析。

基于此,本文将已有制度风险框架和家族层面决策进行有效整合,提出了家族企业海外并购股权选择的研究框架,进而解释家族企业海外并购的股权选择。具体而言,本文将 QCA 方法运用到家族企业研究中,整合制度风险和企业组织因素,探究由六个前因条件组成的制度环境和家族企业的不同组态与海外并购股权选择之间的关系,挖掘家族企业采取完全并购股权选择的路径。其中,在制度环境层面,主要考察母国和东道国正式制度质量与文化距离。在家族企业组织因素方面,以家族股权比例、企业主单一控制以及近亲参与管理的不同组合刻画家族企业对制度风险的感知倾向,并且由

于家族企业相对缺乏国际化能力,还特别考察家族企业国际化经验在其中发挥的作用。

二、文献回顾和研究框架

(一) 海外并购股权选择

海外并购股权选择即为母公司收购海外子公司的股权比重,是海外并购过程中的关键决策 (Chari & Chang, 2009)。企业选择海外并购股权面临要做出怎样水平的资源承诺和多大程度上控制业务的决策,并且是在考虑可能遇到的并购风险前提下进行决策的。股权控制作为母公司对海外子公司决策与运行的一种控制权,意味着相应的资源承诺、风险、回报和控制水平 (Chari & Chang, 2009; Contractor et al., 2014)。一方面,母公司拥有的海外子公司的股权水平反映了并购企业对被并购企业的控制程度和资源承诺水平 (Anderson & Gatignon, 1986),特别是对海外被并购企业特定资产和知识的控制意愿,完全控股即代表完全获得和控制海外子公司的资产与知识。另一方面,并购股权水平也决定了母公司海外并购风险 (Chen & Hennart, 2004),主要指企业在并购前后遭受损失的可能性。一般而言,企业在国际化扩张过程中选择完全并购的并购模式面临着诸多风险 (Brouthers, 1995; Chari & Chang, 2009)。

(二) 海外并购风险与并购股权选择

并购海外企业由于涉及两个国家或者地区的制度、文化等方面的差异 (Ellis, 2007),会使海外并购存在很大的风险 (Ahammad et al., 2017)。一般而言,并购企业和海外被并购企业之间由于跨国界存在的信息不对称,会导致较

高的评估成本和逆向选择风险。信息不对称越严重,评估成本和逆向选择风险就越高,进而选择并购股权比例就越低(张明等,2019)。首先,母国与东道国的制度文化差异,使企业存在信息不对称,并购后难以进行文化整合,难以适应东道国管制环境等风险。如文化距离越大,并购后的文化整合难度也越大(Kim & Hwang, 1992)。因而文化距离越远,产生的风险越大,企业在股权选择方面可能承诺越低。此外,企业海外投资受东道国制度环境影响较大,往往面临东道国制度环境所带来的潜在风险和成本(Luo et al., 2010; Peng et al., 2008)。一般而言,在外部不确定性和波动性较大的东道国制度环境中,企业会采用低控制权和低所有权模式(例如合资企业而不是全资子公司),因为低控制权模式为企业提供了更大的灵活性(Delios & Beamish, 1999)。与此同时,企业海外投资也会受到企业国际化经验的影响(Hultman et al., 2011)。具有丰富国际化经验的企业由于积累了足够多的国际化运营经验和知识,能够加强制度风险识别能力和应对能力(Brouthers & Hennart, 2007),进而能够采取较高的股权承诺。

风险评估是企业海外并购股权选择的重要策略,也是确保海外并购成功的重要一环。在评估海外并购风险中,按照海外并购的流程,即并购前信息调查、并购中谈判交易,这在一定程度上都会影响企业海外并购的风险性评估(Chari & Chang, 2009; Malhotra et al., 2018)。一般而言,当企业评估出海外并购可能面临高风险,企业可能不愿意投入过多资源来控制海外子公司。当并购海外企业面临较低风险,企

业可能希望在较大程度上控制海外子公司经营事业(Delios & Beamish, 1999)。但由于海外并购风险受到诸多复杂因素影响,而企业决策通常是企业高管面对复杂性、不完全信息和不确定性预期而做出的(Hambrick & Mason, 1984; Nielsen & Nielsen, 2011)。因此,企业决策者的风险感知在海外并购过程中可能显得更加重要。企业决策者对并购风险的感知会深刻影响对海外并购股权的选择。在面对相同东道国制度环境以及制度文化差异时,不同企业决策者可能具有不同的风险感知进而在并购股权选择会有所差异,如家族企业决策者相对于非家族企业决策者可能更加注意风险规避(Mishra & McConaughy, 1999)。

总结而言,并购海外企业因跨国境而使并购风险客观存在,但是不同企业在海外并购中的并购风险感知有所差异。基于此,对于家族企业的海外并购股权选择,即完全并购还是非完全并购,除了考量由于东道国和母国的制度差异产生的并购风险以及企业国际化经验具有的风险控制能力外,家族企业及其决策者对海外并购的风险感知也同样重要,需要纳入并购风险感知来解释家族企业的海外并购股权选择。

(三) 家族企业的海外并购股权选择

(1) 财富风险规避假说。与非家族企业相比,家族企业具有自身独特的风险偏好。由于家族高度控股,家族把大量的财富投资于家族企业,家族企业往往具有风险规避的倾向(Anderson & Reeb, 2003)。因而家族企业面临高风险或有可能失败的情境会变得保守谨慎。一方面,因为家族财富通常依赖于其所控制企业的生存和业绩,家族由此承担了较大的公司特有

风险 (Anderson & Reeb, 2003)。如 Sonnenfeld 和 Spence (1989) 发现, 企业债务问题与家族利益紧密相关, 家族企业主将企业的破产等同于家族的破产。另一方面, 随着家族所拥有的企业所有权越多, 意味着家族投入的财富总量越大, 家族财富集中的风险也越大。因此家族对企业进行了大量投资, 期望企业经营能够获得稳定收益。如 Barton 和 Gordon (1988) 研究发现家族企业在进行融资或风险投资时持非常谨慎的态度。如果家族企业进行海外并购的风险会影响家族企业稳定发展, 家族企业可能不会具有较高的股权承诺。

总结而言, 基于风险规避视角, 家族把自己大部分的财富都集中在所控制的家族企业, 一旦遭遇风险, 家族福利就会受到严重影响 (Mishra & McConaughy, 1999)。不同海外进入模式涉及不同程度资源承诺和风险承担, 而海外并购则是一项风险非常大的进入模式 (Miller, 1992), 面临收益的不确定性和资源整合困难问题, 需要家族企业投入大量资金和资源。特别是海外并购采取股权控制权越大, 相关风险也因责任和承诺资源的增加而增加 (Claver et al., 2007), 而完全控制则意味着母公司完全承担相应责任和风险。由于家族所有权通常表现出较高的风险规避水平 (Fernández & Nieto, 2006), 在财富风险规避假说下, 家族财富越集中的家族企业可能更加风险规避, 对海外并购股权选择尽量降低风险, 表现为减少并购持股比例。

(2) 社会情感财富保护假说。保存社会情感财富是家族企业经营决策的重要目标, 也是家族企业区别于非家族企业的特征 (Gómez-Mejía et al., 2007; Zellweger & Astrachan, 2008)。保存

社会情感财富会导致家族企业很多独特的行为, 其中损失厌恶而非风险厌恶成为家族企业经营决策的主要参考点 (Gómez-Mejía et al., 2007)。从理论内涵来看, 社会情感财富主要指家族成员从家族企业追求的以家族为中心的非经济目标中所获得的情感效用 (Gómez-Mejía et al., 2007; Zellweger & Astrachan, 2008)。其中, 社会情感财富保护与家族控制密切相关, 一旦家族失去对企业的控制, 就有可能损害社会情感财富, 如家族成员间亲情淡化、家族期望无法得到满足等 (朱沅等, 2012)。因此, 家族企业海外并购的股权选择中也会考虑保护社会情感财富带来的影响, 尤其关注社会情感财富损失厌恶。如 Gómez-Mejía 等 (2007) 对西班牙家族企业进行的研究发现, 家族企业加入合作社能够实现经济收益, 但是家族企业加入合作社意味着家族会失去对企业的长期控制, 会损害家族要追求和保护的社会情感财富, 所以这些家族企业宁愿承受较低水平的经济收益也要保全对企业的控制。Yamanoi 和 Asaba (2018) 经研究发现, 在设立海外子公司时, 家族所有权程度越高的企业越有可能进行绿地投资和完全控股, 以保护家族企业的社会情感财富。

总结而言, 基于社会情感财富保护视角, 家族企业如果对海外企业不采取完全并购, 则必须依赖于与被并购企业或其他企业的合作, 这种依赖可能会导致家族失去对企业国际化发展方向的控制, 而对社会情感财富的保存明显是一种威胁。此外, 由于家族对海外子公司并不是完全控股, 在国际化经营过程中家族企业可能担心由于其他资本进入而影响家族企业控制, 进而威胁家族企业社会情感财富。基于社

会情感财富保护假说,家族涉入程度越强的家族企业,越可能在海外并购中倾向于采取完全并购。

(四) 研究评述和 QCA 方法选择

总结而言,财富风险规避假说认为家族企业为了规避海外并购中带来的跨国界风险,可能更倾向于选择不完全持股的方式进行并购,而社会情感财富保护假说认为家族企业为了维持家族对企业的控制,会选择完全持股的方式进行并购。这两种理论解释使家族企业海外并购股权选择出现相悖的结果,如何解释这一“悖论”是深化家族企业海外并购股权选择的关键。由于家族涉入因素与家族企业风险厌恶水平和社会情感财富保护水平都相关,均影响家族对企业经营风险规避以及家族控制的意愿(Fernández & Nieto, 2006)。很多研究指出,家族企业是具有异质性的企业组织形式,具有非常复杂的特征(Arregle et al., 2017; De Massis et al., 2018)。不同家族涉入组合可能会使家族企业具有不同的风险规避和社会情感财富保护倾向,因而可能存在多个家族涉入和制度风险的组合方式使家族企业在海外并购时选择完全并购。基于此,本文使用 QCA 方法进行分析,主要基于以下几点理由。

第一,由于研究方法的局限,已有研究通常基于某个特定视角,考察单个因素对企业海外并购股权选择的影响。虽然已有研究指出制度、文化距离、行业相关性以及企业国际化经验等均是影响海外并购股权选择的重要因素(Chari & Chang, 2009; 张明等, 2019),然而,企业海外并购股权选择往往是基于多个因素考量的结果,所以需要以整合的视角对不同因素

的影响加以审视。本文试图挖掘出家族企业在海外并购股权选择的基本模式,阐释不同因素组合背后的内在原因与作用机理。

第二,家族因素使家族企业海外并购的股权选择变得非常复杂。已有文献更多的是基于社会情感财富保护考察家族风险偏好对股权选择的影响(Gómez-Mejía et al., 2007; Patel & Chrisman, 2014),并且使用家族所有权这个单一指标进行测量,与家族财富风险有所混淆。家族企业是一个家族涉入非常复杂的企业组织形式,实际上包含不同控制结构和亲属关系,家族企业是否“天生”偏好社会情感财富目标值得深究。家族嵌入是影响家族企业社会情感财富禀赋的重要来源,导致社会情感财富禀赋“天然地”具有某种异质性差别。基于此,本文试图同时考虑家族股权比例、企业主单一控制以及近亲参与管理这三个因素,探究家族企业在海外并购股权选择时何时表现为社会情感财富保护倾向,何时表现为财富风险规避倾向,进而提出可供未来研究检验的理论命题。

第三,目前有关新兴经济体企业海外并购股权选择的研究比较缺乏。在新兴经济体企业逆向海外并购的复杂情境下,企业和制度环境两者究竟是如何共同作用影响对海外并购股权选择值得深入探究。而 QCA 方法擅长发掘多重影响因素之间复杂的非线性关系和组合构型,是一种利用归纳法从研究发现中构建和发展新理论的研究方法(Campbell et al., 2016)。本文在已有文献研究基础上,利用 QCA 方法进一步深化新兴经济体家族企业海外并购股权选择研究。

基于此,本文将已有制度风险框架和家族

层面决策进行有效整合,以集合理论和组态理论为基础,提出家族企业海外并购股权选择模型(见图1)。本文以家族股权比例、企业主单一控制、近亲参与管理、母国-东道国文化距离、东道国正式制度质量和国际化经验作为预测变量,从组态的视角探索影响家族企业海外并购选择完全并购的机制。

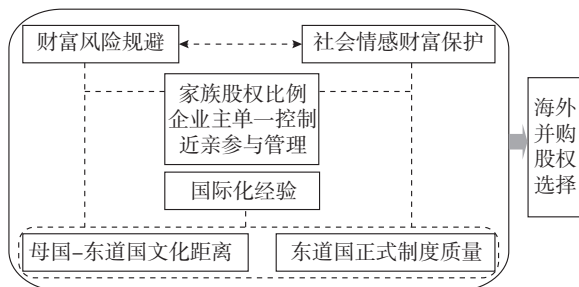


图1 家族企业海外并购股权前因组态

三、研究方法

QCA方法基于构型理论(Configurations Theory)可对由多个前因条件组合而成的因果关系进行有效解释(Charles, 1987)。QCA方法能够有效处理复杂的因果关系,是探索多变量交互效应的有力工具,并且运用布林代数规则能够识别特定结果的充分条件和必要条件(Fiss, 2011)。QCA方法主要有清晰集分析(csQCA)、模糊集分析(fsQCA)、多值分析(mvQCA)三种分析技术,本文主要使用模糊集分析(fsQCA)进行分析。清晰集分析的适用范围非常有限,只能处理条件变量和结果变量均为二分变量的案例。而模糊集分析引入模糊集合理论,通过使用隶属度(Degree of Membership)这一概念(Ragin, 2009),可以将集合之间的关系处理为一种程度关系(Fiss, 2011)。

(一) 数据来源

本文研究样本来自中国A股上市家族企业。借鉴不少学者对家族企业的界定(Liang et al., 2013; Chua et al., 1999),本文主要基于两个标准:第一,企业实际控制人是单一家族中的某个自然人或多个自然人;第二,实际控制人所在的家族中至少有两人或者持有股份,或者担任董事会董事,或者担任企业高管。据此,本文通过人工收集的方式,获取每家上市家族企业的董事长亲属在企业内的职位情况,并且通过企业的IPO招股说明书、企业年报中的信息披露以及互联网等来确认家族成员间的亲属关系,进而来确定其是否为家族企业。然后通过企业年报等材料逐年更新,最后将筛选的家族企业样本数据进行整理合并。

在此基础上,进一步筛选出海外并购的家族企业作为研究样本。海外并购是指中国A股上市公司对中国以外的企业股权或资产的并购(不包含对注册地在中国香港、中国澳门和中国台湾地区的公司发起的并购)。本文对不符合条件的并购数据予以剔除:①剔除中国企业间的并购事件。②剔除企业集团内不同子公司之间、母公司与子公司之间的并购。③剔除注册地为维京群岛、开曼群岛以及百慕大等“避税天堂”的海外子公司。④剔除未知持股比例的海外子公司样本。一般来说,并购股份比例至少达到50%以上才被严格地视为一项海外并购(Stiebale, 2016),因此在稳健性分析中,本文还剔除股权比例低于50%的海外子公司样本。⑤本文将并购海外企业目的限定为资产寻求和海外市场开拓,剔除以金融投资为目标的海外并购样本。需要特别说明的是,在本文中,海外并

购样本均指家族企业与海外被并购企业在并购后成为母公司与子公司的关系。海外并购数据来源于国泰安家族企业数据库。依照上述标准,

本文共筛选出符合要求的家族企业 78 家,海外并购成子公司的观测样本为 207 个,时间跨度为 2008~2016 年。样本数据如表 1 所示。

表 1 样本数据分布特征描述

海外子公司经营行业	数量	海外子公司所在国家/地区	数量
农、林、牧、渔业	13	澳大利亚	7
采掘业	5	德国	26
制造业	43	荷兰	8
电力、煤气及水的生产和供应业	66	美国	39
建筑业	4	日本	9
交通运输、仓储业	11	新加坡	16
信息技术业	21	意大利	44
批发和零售贸易业	10	马来西亚	8
金融保险业	5	印度尼西亚	6
社会服务业	13	英国	4
传播与文化产业	3	越南	4
综合类	13	其他	36
总计	207	总计	207
海外子公司与母公司行业相关性	数量	海外子公司所在东道国	数量
相关	163	发达经济体	152
不相关	44	非发达经济体	55
总计	207	总计	207

(二) 变量测量及校准

QCA 方法需要利用直接或者间接标定方法将结果变量和预测变量转换成集合数据。其中,csQCA 是将变量转换为“0-1”二分变量,而fsQCA 则在定性二分基础上进一步将变量标定为成员归属度 (membership score),是一个在[0-1] 闭区间内连续变化的模糊集变量。参考 Fiss (2011) 的研究,使用模糊集将非二元变量转化为集合隶属度需要预设三个锚点:完全隶属、中间点以及完全不隶属,转变后的集合隶属度介于 0~1。本文主要是基于已有理论解释和经验知识,根据变量的数据类型运用校准法

将数据转换为模糊集隶属分数。

(1) 结果变量。海外企业完全并购 (OE)。海外并购股权比例为一个在 0%~100% 范围的连续变量。已有研究使用了不同的门槛值将其划分为完全并购和非完全并购 (Chari & Chang, 2009; Ouimet, 2012),而其中普遍接受和广为认可的完全并购的两个门槛值分别为 100% 和 95%,如在 Yiu 和 Makino (2002) 的研究中,当收购海外企业 95% 及以上股份相当于一家全资子公司,否则为合资企业。而 Yamanai 和 Asaba (2018) 认为如果母公司持有其海外子公司 100% 的股权,取值“1”,否则取值“0”。

本文以 95% 为门槛值进行校准, 并购目标企业采取大于或等于 95% 股权比例为完全并购, 低于 95% 的则为非完全并购。另外本文使用 100% 的门槛值进行稳健性检验。

(2) 预测变量。家族股权比例 (FO)。家族股权比例指家族成员所持有的股权与企业总股权之比。借鉴已有研究 (Liang et al., 2013; Liang et al., 2014), 对家族所有权使用家族成员直接或间接持有上市公司的最终所有权比例来衡量。在变量校准上借鉴 Fiss (2011) 的校准方法, 本文对海外子公司样本所涉及家族持股比例的 95% 分位数值作为完全隶属的阈值, 5% 作为完全不隶属的阈值, 50% 为交叉点, 通过这三个阈值的设定转换为 0~1 的模糊得分。

企业主单一控制 (FC)。借鉴王明琳等 (2014) 和杨婵等 (2018) 的做法, 参照 Hamilton 亲缘系数指标 (Hamilton, 1964), 本文把实际控制人类型划分为是否为企业主单一控制和企业主-家族成员联合控制两种类型。企业主单一控制, 即由企业主单一控制股权, 而没有其他任何具有亲缘关系的家族成员一起参与控制时编码为 “1”, 将企业主与配偶、子女、兄弟共同控股等组合界定为企业主-家族成员联合控制, 编码为 “0”。

近亲参与管理 (ND)。亲属关系包括子女关系、配偶关系、兄弟姐妹关系、同代姻亲关系、异代姻亲关系、叔 (姑、舅) 侄 (甥) 关系、堂 (表) 兄弟姐妹关系以及其他类型的亲属关系共八种, 其中近亲关系包括子女关系、配偶关系和兄弟姐妹关系, 而远亲关系包括同

代姻亲关系、异代姻亲关系、叔 (姑、舅) 侄 (甥) 关系、堂 (表) 兄弟姐妹关系以及其他类型的亲属关系 (于晓东等, 2019)。如果只有与实际控制人具有 “近亲” 关系的家族成员参与到企业管理中, 则属于近亲参与经营, 编码为 “1”, 如果至少有一位远亲家族成员参与到企业管理中, 则是远亲参与经营, 编码为 “0”。值得说明的是, 根据家族企业的界定标准, 在本文样本中, 并不存在既没有远亲也没有近亲参与管理的样本。

母国-东道国文化距离 (CD)。按照 Kogut 和 Singh (1988) 的计算方法, 衡量中国与东道国在国家文化的四个维度 (个人主义、不确定性规避、权力距离和男性度) 上的距离。即计算中国与每个海外子公司所在东道国在这四个文化维度的差平方, 分别除以各维度标准差, 再计算四个维度的均值 (张明等, 2019)。文化维度的最新数据来自 Geert Hofstede 的个人网站^①, 借鉴 Fan 等 (2017) 的做法, 本文使用家族企业并购海外子公司样本所涉及东道国与中国的文化距离的 95% 分位数值作为完全隶属的阈值, 5% 作为完全不隶属的阈值, 50% 为交叉点, 通过这三个阈值的设定转换为 0~1 的模糊得分。

东道国正式制度质量 (FI)。不同国家或地区之间的正式制度环境具有非常大差异 (吴先明和张雨, 2019)。本文选用了多项指标来反映东道国正式制度环境, 以避免单一指标的片面性和异常波动性。参考已有研究 (Habib &

① 网址: <https://geerthofstede.com/research-and-vsm/dimension-data-matrix/>。

Zurawicki, 2002; Xu & Beamish, 2004), 本文使用世界银行开发的全球治理指数 (Worldwide Governance Indicators, WGI), 数据来自世界治理指标数据库。世界银行从民主议政程度、政治稳定性、政府效率、监管质量、法律规则和腐败控制六个方面来评估各国的正式制度质量^①。参考已有研究 (刘晓光和杨连星, 2016), 通过将东道国的六个专项指数加总取均值, 得到东道国正式制度质量, 利用东道国的正式制度变量得分与中国的正式制度变量得分之差得到东道国正式制度质量, 并且参考 Habib 和 Zurawicki (2002) 以及 Xu 和 Beamish (2004) 的做法, 分别通过因子分析和主成分分析法, 获得东道国的正式制度质量综合指标得分进行稳健性测量。在标变量校准上借鉴 Fiss (2011) 的校准方法, 本文对海外子公司样本所涉及东道国正式制度质量的 95% 分位数值作为完全隶属的阈值, 5% 作为完全不隶属的阈值, 50% 为交叉点, 通过这三个阈值的设定转换为 0~1 的模糊得分。

国际化经验 (IE)。国际化经验通常使用海

外子公司数量、海外经营年限以及母公司投资海外国家的数量等进行测量。参考已有研究 (Dikova et al., 2010; 张明等, 2019), 本文使用企业海外经营年限来测量国际化经验。另外本文还以企业进行 OFDI 投资年限作为国际化经验的稳健性测量。在变量校准上借鉴 Fiss (2011) 的校准方法, 本文以 95% 分位数值作为完全隶属的阈值, 5% 作为完全不隶属的阈值, 50% 为交叉点, 通过这三个阈值的设定转换为 0~1 的模糊得分。

本文采用 fsQCA 3.0 软件进行分析。按照 fsQCA 分析的步骤, 首先对变量进行校准, 转化为相应条件和结果的模糊集隶属度。在 fsQCA 中使用 Calibrate 程序时, 通过依次输入三个值——案例完全隶属于某条件的值 (对应的隶属度得分为 0.95)、案例最大模糊点对应的条件的值 (对应的隶属度得分为 0.5) 以及案例完全不隶属于某条件的值 (对应的隶属度得分为 0.05), 将案例在每个条件的值转化为案例在某条件上的模糊集隶属度。各变量的校准锚点如表 2 所示。

表 2 模糊集变量校准

变量	完全隶属门限	交叉点门槛	不完全隶属门限
海外企业完全并购	1 (≥95%)	—	0 (<95%)
家族股权比例	0.65	0.4	0.16
企业单一控制	1	—	0
近亲参与管理	1	—	0
母国-东道国文化距离	4.02	2.66	0.42
东道国正式制度质量	2.17	1.71	0.14
国际化经验	11	6	0

① WGI 指数的六个指标的赋值区间为-2.5~2.5, 正值得分越高, 说明政府治理水平越好, 制度质量越高; 而负值则意味着较差的制度质量。

在此基础上构建真值表，真值表包括影响海外并购股权的所有变量的二值条件组合，即3个家族要素、2个制度环境要素以及1个企业要素，共计64个条件组合（ $2^6 = 64$ ）。事实表采用布尔方程式表示，“1”表示该要素出现，“0”表示该要素不出现。

四、研究结果

（一）必要条件分析

按照QCA方法分析的步骤，在对条件组合进行分析之前，需要对单个变量是否为结果变

量的必要条件进行检测。以验证是否存在某个前因变量是引致被解释变量的必要条件（Bell et al.，2014）。变量是否为必要条件取决于变量相对于结果的一致性分值，当一致性得分在0.9以上，则可以认为该变量为结果的必要条件。在fsQCA 3.0软件中运行一致性分析，得到各单独变量对结果变量的一致性得分，如表3所示。必要条件检验结果表明，前因条件中一致率最高为0.771，所有前因变量的一致率都低于0.9，表明不存在任何一个前因条件是导致家族企业对海外企业采取完全并购不可或缺的组成部分。

表3 条件变量的必要条件检验

前因条件	一致率	覆盖率	前因条件	一致率	覆盖率
家族股权比例	0.576	0.618	~家族股权比例	0.423	0.549
企业主单一控制	0.771	0.619	~企业主单一控制	0.228	0.500
近亲参与管理	0.313	0.606	~近亲参与管理	0.686	0.578
母国-东道国文化距离	0.468	0.578	~母国-东道国文化距离	0.531	0.595
东道国正式制度质量	0.555	0.645	~东道国正式制度质量	0.444	0.527
国际化经验	0.559	0.612	~国际化经验	0.440	0.557

注：~表示缺席。

（二）条件组态的充分性分析

本文试图揭示多个条件构成的不同组态引致海外完全并购产生的充分性条件。从集合论角度来看，也就是探索多个条件构成的组态代表的集合是否为结果集合的子集。首先，充分性分析要求通过设定一致率门槛值（consistency threshold）和案例频数门槛值（frequency threshold），进而筛选出对结果变量具有充分性解释的前因条件构型。设定案例频数门槛值的目的在于剔除出现次数太少而不具有普遍性和代表性的前因要素组合。设定一致率门槛值的目

在于保留能够显著引致被解释结果的前因要素组合。频数阈值的设定应当至少包含75%的观察案例（杜运周和贾良定，2017），也有研究将一致率门槛值通常设定为0.8（Ragin，2006）。在满足上述最佳实践标准的基础上，本文使用的一致性阈值为0.75，频数阈值为1。在反事实检验部分，现有研究关于六个条件分别与海外子公司完全并购之间的关系尚未达成一致结论或缺乏明确的理论预期，难以做出明确的反事实分析，即所有前因变量的存在与不存在都可能引致家族企业海外并购采取完全并购。因

此在对产生中间解的步骤中，不对前因变量能否以及如何引致完全并购做出提前判断，即选择“Present / Absent”。

通过充分性分析，产生具有不同简化程度的复杂方案、简约方案和中间方案。同已有研究一致（Fiss, 2011），本文报告中间解，并辅之以简约解，如表4所示。表4为六个条件形成的组态对海外完全并购股权选择的结果。遵循已有研究的结果呈现形式，实心圆表示条件存在，含叉圆表示条件缺席。而大圆为核心条

件（同时存在于简约解和中间解的条件），小圆为辅助条件（仅存在于中间解中的条件）。空格表示一种模糊状态，即该条件可存在亦可缺席。表4呈现的五种组态，无论是单个解（组态）还是总体解的一致性水平均要高于可接受的最低标准0.75，其中总体解的一致性为0.81。总体解的覆盖度为0.29，与已有使用QCA方法的研究结果基本一致（张明等，2019）。因而这五种组态可以视为家族企业在海外并购中选择完全并购的充分条件组合。

表4 家族企业完全并购的前因条件构型

前因条件	1	2	3	4a	4b
家族股权比例（FO）	⊗	●	⊗	⊗	⊗
企业主单一控制（FC）	●	⊗	⊗	●	●
近亲参与管理（ND）	●	⊗	⊗	●	●
母国-东道国文化距离（CD）	●	●			
东道国正式制度质量（FI）	⊗	⊗	●	●	
国际化经验（IE）	⊗	●	⊗	●	●
一致率	0.847	0.874	0.848	0.662	0.606
原始覆盖率	0.224	0.0693	0.113	0.078	0.085
唯一覆盖率	0.102	0.069	0.004	0.037	0.044
总体覆盖率	0.384				
总体一致率	0.751				

注：●=核心条件存在，⊗=核心条件缺席，●=辅助条件存在，⊗=辅助条件缺席，“空格”表示该条件可存在亦可缺席。

（三）命题检验

（1）文化距离远、正式制度质量差国家的海外被并购企业。从前因条件构型看，对文化距离远、东道国正式制度差国家的海外被并购企业，具有很强风险承担的家族企业会采取完全并购，包括两种条件构型，构型1社会情感财富保护型完全并购（~FO×FC×ND×CD×~FI×~IE）和构型2国际化经验主导型完全并购（FO×~FC×~ND×CD×~FI×IE）。

构型1：社会情感财富保护型完全并购。当家族股权比例较低、企业主单一控制、近亲参与管理时，家族企业表现为较高社会情感财富保护倾向。已有研究认为近亲属更注重社会情感财富保护，而远亲属则会忽视社会情感财富（Le Breton-Miller & Miller, 2013; Miller et al., 2013）。虽然家族股权比例较低，但由于企业由企业主单一控制，并且家族企业内部的亲属关系较为亲近时，家族成员对于家族企业有着更

为强烈的认同感与忠诚度,对于参与企业经营有着更高的热情(于晓东和刘小元,2017),往往更加重视家族控制(Yu et al., 2020)。但随着家族成员与企业创始人或者企业控制人亲属关系的疏远,或者共同控制或拥有企业的家族成员人数越来越多,家族社会情感财富的重要性可能逐渐降低,家族企业可能更加偏向经济理性的决策(Miller et al., 2013)。

当家族企业具有较高社会情感财富保护倾向,即使家族企业缺乏国际化经验,这类家族企业在并购文化距离远、正式制度差的海外被并购企业也会采取完全并购。这一证据表明家族企业在海外并购中不一定是风险规避的,在某些情况下家族企业出于对社会情感财富的保护可能愿意承担一定的风险。这表明家族成员不仅希望通过家族企业获取经济利益,往往还非常关心家族控制(Berrone et al., 2012)。例如,2013年浙江向日葵光能科技股份有限公司以3088.88万元收购罗马尼亚“XPV S. A.”公司100%股权。该年向日葵的实际控制人为吴建龙,吴建龙与其兄弟吴建新均参与到企业经营管理中,表明该企业的家族控制类型是企业主单一控制,并且由近亲参与管理,另外,吴建龙家族控股比例为25.34%,在本文样本当中,家族股权比例属于低水平。同时,向日葵光能科技股份有限公司该年国际化经验较低,并且进入到正式制度较差的罗马尼亚。在此种情况下,具有较高社会情感财富保护倾向的家族企业在缺乏国际化经验和面对正式制度差的东道国情况下,依然选择了完全并购。可见,家族企业并不是一味地厌恶风险,当家族对社会情感财富保护程度越高,其为了保证家族企业对

海外子公司控制愿意承担一定的风险。

构型2:国际化经验主导型完全并购。当家族股权比例较高、非企业主单一控制、非近亲参与管理时,家族企业没有表现出较高社会情感财富的保护倾向,而相反具有一定的财富风险规避倾向,此时在并购文化距离较远、东道国正式制度较差的海外被并购企业采取完全并购会使家族企业面临很大的风险压力。构型2的证据支持国际化经验在家族企业海外并购股权选择中发挥重要作用。例如2016年新界泵业集团股份有限公司收购了波兰“HEL-WITA Sp. z o. o.”公司100%的股权。实际控制人为许敏田、杨佩华夫妇,家族控股比例高达57.91%,该年许敏田舅父王昌东,许敏田弟弟许鸿峰,许敏田表弟施召阳、陈华青,许敏田连襟王建忠、王贵生,许敏田妻弟杨富正均已进入企业,其中许敏田、许鸿峰、王建忠、施召阳四人为家族董事,许敏田为企业董事长兼总经理,其舅父王昌东为企业副总经理,属于典型非企业主单一控制、非近亲参与管理的类型。即使波兰正式制度质量较差,新界泵业在国际化经验较高的情况下仍选择了完全并购。

已有不少研究发现企业丰富的国际化经验,能够有效降低文化距离所带来的不确定性和管理成本的不利影响(Cho & Padmanabhan, 2005)。因此当并购企业拥有丰富国际化经验时会倾向于选择完全并购。这主要是因为并购企业在识别和选择被并购企业上更有经验、对并购过程更为了解以及在管理并购后整合方面更为有效(Elango et al., 2013)。而本文同样发现国际化经验在家族企业海外并购中发挥重要作

用,当家族对社会情感财富保护动力并不强,并且具有很强风险规避倾向时,其具有的丰富的国际化经验可以抵消这些顾虑或风险规避,因而在并购文化距离远、正式制度差的东道国海外子公司还是愿意承担一定的风险采取完全并购。基于上述分析,本文提出如下命题:

命题 1: 当家族企业社会情感财富保护倾向或国际化经验较高,进入文化距离远、正式制度差的东道国时会采取完全并购。

(2) 正式制度质量好国家的海外被并购企业。从前因条件构型看,构型 3 属于低风险偏好型完全并购 ($\sim FO \times \sim FC \times \sim ND \times FI \times \sim IE$)。由于家族股权比例较低,并且非企业主单一控制、非近亲参与管理,这表明家族企业社会情感财富禀赋较低,并且缺乏足够的国际化经验,家族企业在并购正式制度质量好的海外被并购企业会选择完全并购。例如 2013 年山鹰纸业收购了荷兰“Cycle Link (Europe) B.V.”公司 100% 的股权。该企业的实际控制人是吴明武、徐丽凡夫妇,吴明武妹夫林文新,妹妹吴丽萍,弟弟吴明希、吴明华均进入企业参与经营,其中吴明武为董事长,林文新为家族董事,吴明希为企业副总经理,符合非企业主单一控制,非近亲参与管理的类型。家族控股比例为 27.92%,比例较低。另外,尽管缺乏足够的国际化经验,但是由于荷兰具有优越的正式制度质量,在此种情形下企业选择了完全并购。

有研究指出中国企业对海外投资的经济、市场、法律等制度的治理质量非常敏感 (Duanmu, 2011)。特别是海外并购会面对难以改变的来自东道国的外生不确定性因素 (Cuypers & Martin, 2010),包括政治、经济和金融风险等。

而低股权控制是避开或削弱外生不确定性影响的有效方法 (Li & Li, 2010)。构型 3 的结果表明东道国好的正式制度环境会吸引社会情感财富保护倾向不高和国际化经验较为缺乏的家族企业对海外被并购企业采取完全并购。同时该结果也表明,相对于东道国与母国文化距离产生的并购风险,家族企业对东道国正式制度质量好坏的风险更关心,这在一定程度上表明文化距离可能并不构成一个影响海外并购股权选择的显著因素。这一结论也得到目前有关文化距离和跨国并购股权选择之间存在复杂关系的支持 (Lee et al., 2014; Malhotra et al., 2011)。在完全并购的前因条件构型 3 中,由于家族企业社会情感财富禀赋较低,并且没有丰富国际化经验,在该情形下,家族企业的财富风险规避是影响对海外完全并购的关键因素,家族企业在并购正式制度好的东道国企业选择完全并购正是由于家族企业的风险规避导致的。基于上述分析,本文提出如下命题:

命题 2: 当家族企业社会情感财富保护倾向和国际化经验较低,进入正式制度质量好的东道国时会采取完全并购。

(3) 文化距离、东道国制度环境不重要。从前因条件构型来看,导致家族企业选择完全并购存在第三种条件组合,即低风险感知型完全并购,包括构型 4a ($\sim FO \times FC \times ND \times FI \times IE$) 和构型 4b ($\sim FO \times FC \times ND \times IE$)。在完全并购的前因条件构型 4a 中,当家族股权比例较低、企业主单一控制、近亲参与管理并且具有国际化经验的家族企业会在并购东道国正式制度质量好的海外被并购企业采取完全并购。而在完全并购的前因条件构型 4b 中,同样是家族股权比

例较低、企业主单一控制、近亲参与管理并且具有国际化经验的家族企业,会无视制度风险在海外并购时采取完全并购。对比分析构型 4a 和构型 4b,组态 4a 中的文化距离是否存在和组态 4b 中的文化距离和东道国正式制度质量是否存在对家族企业选择完全并购无关紧要。即文化距离和东道国正式制度两者无须存在,即使同时存在也并未增加新的贡献。

前因条件构型 4a 与前因条件构型 4b 所代表的这一模式可被称为“低风险感知型”完全并购。例如中鼎股份于 2016 年收购了瑞士“AMK Antriebs und Regeltechnik AG, Schaffhausen”公司 100% 的股份。该企业的实际控制人是夏鼎湖,其儿子夏迎松、女儿夏玉洁参与到企业的经营管理中,其中,夏迎松为企业总经理,夏玉洁为家族监事,属于企业主单一控制、近亲参与管理的类型。夏鼎湖家族控股比例为 24.16%,家族股权比例较低。同时该企业具有极高的国际化经验。此种情形下,家族企业选择了完全并购。构型 4 的结果表明家族企业海外并购的股权选择与家族企业的风险感知息息相关。一般而言,在制度风险较大时,为了有效地克服信息不对称和控制交易成本,企业在海外并购倾向于选择非完全并购(张明等, 2019)。构型 4 的结果表明,当在某些情境下,家族企业会忽视这些由于制度因素产生的并购风险。这也表明,家族企业海外并购的股权选择中并不是简单遵循制度风险越大越可能选择非完全并购的做法,而是受到风险感知的影响。基于上述分析,本文提出如下命题:

命题 3: 当家族企业社会情感财富保护倾向、国际化经验较高并且家族财富风险较低时,

会无视制度风险对海外企业采取完全并购。

(四) 进一步分析

QCA 方法可以识别前因条件之间的互动关系。组成构型的前因之间可能存在三种互动关系:互补性、互替性以及抑制性(Fiss, 2011)。由组态 1 和组态 4 可知,在家族企业海外并购采取完全并购的条件组合中,家族企业财富风险规避倾向与社会情感财富保护之间具有明显的抑制关系,即较高家族财富风险抑制了社会情感财富保护的效应,较高家族财富风险与较高社会情感财富保护同时存在不能引致对海外企业采取完全并购。在 QCA 分析结果中表现为高家族股权比例导致的财富风险规避和高家族股权比例、企业主单一控制及近亲参与管理形成的高社会情感财富保护对海外完全并购起到相反的作用。正因如此,组态 1、组态 4a 和组态 4b 中的高家族股权比例不存在与企业主单一控制和近亲参与经营存在成为各自的必要条件,即当家族社会情感财富保护在完全海外并购中发挥作用,其要求家族较高股权比例的条件不存在。而由组态 2 可知,高家族股权比例存在与企业主单一控制、近亲参与经营不存在成为各自的必要条件。即当家族控股比例水平较高导致高财富风险,使社会情感财富保护的效应发挥不出来,此时唯有丰富的国际化经验能够抵消高家族股权比例导致的高风险规避偏好。

虽然已有研究并未同时考察财富风险与社会情感财富保护对海外并购股权选择的影响。但是相关研究结论在一定程度上支持了社会情感财富保护和风险规避之间的关系。如不少研究认为,通常情况下社会情感财富损失厌恶被

视为家族企业的主要决策参照点 (Gómez-Mejía et al., 2007; Zellweger & Astrachan, 2008), 因此当家族所有者在面临潜在的社会情感财富损失时往往倾向于承担经营风险。但当企业面临生存威胁时, 企业的生存就可能会取代社会情感财富成为家族所有者决策的首要参照点 (Gómez-Mejía et al., 2007)。因此, 基于 QCA 前因条件构型之间的关系, 同时结合理论分析, 本文提出如下命题:

命题 4: 在家族企业海外并购股权选择中, 社会情感财富保护和财富风险规避之间具有抑制关系。

(五) 稳健性检验

本文严格按照 QCA 方法的步骤进行分析, 为保证研究结果的稳定性, 本文还进行了以下四个方面的稳健性检验^①: ①将一致性门槛值提高到 0.8, 并进行运算, 得到了与表中一致的运算结果, 产生了四个充分性条件组合, 对应表 4 中的第 1、第 2、第 3 和第 4a 个条件组合。②将频数门槛值由 1 改为 2, 运算结果仍保持一致。产生了四个充分性条件组合, 对应表 4 中的第 1、第 2、第 3 和第 4b 个条件组合。③以海外子公司非完全并购出现为结果变量分析家族企业选择非完全并购的条件组合, 将对结果变量的“否集”(海外非完全股权并购)展开分析。结果表明, 并不存在能解释非完全并购的条件组态。④对海外并购股权、国际化经验以及东道国正式制度质量等变量做稳健性测量再纳入 fsQCA 分析。经过以上稳健性检验, 研究结果具有稳定性。

五、研究结论与讨论

(一) 研究结论

本文研究中国家族企业海外并购的股权选择。不同于以往研究, 本文采用 fsQCA 方法分析多个因素如何同时影响家族企业在海外并购股权选择中选择完全并购。通过 72 家家族企业的 207 个海外子公司样本, 采用 fsQCA 3.0 软件分析家族企业海外完全并购的条件构型。研究发现, 家族企业采取完全并购主要有五种不同的构型, 且每一条构型均是由多种因素共同构成。本文根据这五种构型得出三个结论:

(1) 当并购文化距离远、正式制度差的海外被并购企业时, 家族企业采取完全海外并购主要表现为两种类型风险承担: 社会情感财富保护和国际化经验主导。当家族企业表现为高社会情感财富保护, 在并购文化距离远、正式制度差的东道国企业会采取完全控股。同样, 当家族企业具有丰富国际化经验, 也会承担一定的风险采取完全并购。

(2) 当社会情感财富保护倾向和国际化经验较低时, 由于家族股权比例较低、不具有很强的财富风险, 家族企业在并购正式制度质量好的东道国企业会采取完全并购, 属于低风险偏好型完全并购。

(3) 当社会情感财富保护倾向较高、具有丰富国际化经验并且家族财富风险较低时, 文化距离和东道国正式制度质量不构成家族企业在并购海外企业风险感知的影响因素, 这表现

^① 稳健性检验结果限于篇幅未列在此处, 有兴趣的读者可与笔者联系索取。

为低风险感知型完全并购,即家族企业会无视这些由于制度距离产生的并购风险而采取完全并购。

(二) 研究贡献

本文具有以下几个方面的理论贡献。首先,本文以家族企业为研究对象拓展了海外并购股权选择影响因素的研究。已往研究更多从制度层面以及行业层面等因素研究企业的海外并购股权选择 (Chari & Chang, 2009; 张明等, 2019), 普遍忽视了并购企业本身在所有权性质方面的差异, 因此难以准确揭示其海外并购股权选择。在中国家族企业海外并购中, 家族因素深刻影响家族企业海外并购股权的选择。本文以新兴经济体中国家族企业为对象, 研究结论表明, 家族企业海外并购时主要存在风险承担、低风险偏好以及低风险感知这三种完全并购方式。这表明家族企业在并购海外子公司过程中并不是一个风险-收益的理性决策, 同样也不是天然具有风险规避倾向。研究结论揭示, 社会情感财富保护和国际化经验主导的完全海外并购属于风险承担型并购。即家族企业为了保护家族社会情感财富, 宁愿承担较远的文化/制度距离带来的并购风险进而选择完全并购, 或者当家族企业具有很强的国际化经验, 能够控制实际的并购风险进而消除家族企业一定的风险规避倾向。

其次, 本文提出基于风险感知视角的海外并购股权选择, 即基于主观风险感知进而筛选和确定被并购海外公司的股权选择。已有研究更多关注并购海外公司股权涉及的实际风险, 而企业及企业决策者对海外并购的风险感知却一直被忽略。并购的股权选择是一个需要综合

权衡多方面影响因素的复杂性决策 (张明等, 2019)。虽然由于跨国境产生的并购制度风险是影响海外并购股权选择的重要因素, 但由于多种复杂因素的同时存在使企业对实际风险的感知会有所差异。本文发现, 不同家族企业结合自身情况对于母国和东道国文化距离和东道国正式制度环境具有不同风险感知, 存在风险承担型完全并购, 即在并购文化距离远、正式制度质量差的东道国企业选择完全并购, 同样存在风险规避型完全并购, 即在并购正式制度质量好的东道国企业选择完全并购, 最后还存在低风险感知型完全并购, 即无视母国和东道国文化距离和东道国制度质量所产生的并购风险。与现有海外并购股权研究结论不同, 即由于制度距离不同导致的并购风险不同进而影响对海外并购股权选择。本文研究结论为制度风险与企业海外并购股权选择之间关系的不一致结论提供了新的解释。结论表明, 制度距离产生的风险与海外并购股权选择之间的关系并非是一种负向线性关系, 也并非完全取决于文化或制度距离本身, 关键要看企业处于何种情境之下以及如何感知文化/制度距离产生的风险。这对于理解新兴经济体家族企业如何实施激进式、冒险式的国际扩张 (完全并购) 提供了新的洞见。

最后, 本文揭示了家族企业在海外并购的股权选择存在多重理论解释, 深化了不同理论解释视角间的关系。研究结论表明不同理论视角之间在一定情况下可能存在冲突, 如在并购海外公司的股权选择决策上, 家族社会情感保护与财富风险规避之间具有抑制关系。根据已有研究结论, 并购风险与海外并购股权选择之间具有负向关系 (Chari & Chang, 2009)。家

族企业作为民营企业独特的企业类型，具有独特的控制权结构和较高的股权集中度。一方面，较高的家族股权比例使家族企业对于母国和东道国文化距离和制度距离的风险感知相对其他企业可能更加敏感而趋向于风险规避。但另一方面，由于家族企业对社会情感财富的保护、渴望家族控制，可能会忽视海外并购过程中的信息不对称和不确定性产生的并购风险。

（三）实践启示

首先，风险感知对海外并购股权选择具有重要影响，这给家族企业经营决策带来两点启示。一方面，家族企业不要受到社会情感财富目标的影响而盲目无视实际并购风险采取完全并购策略，以避免陷入海外并购后资源整合的困境。另一方面，家族企业由于家族绝对控股而对海外并购具有很大的风险规避进而倾向选择较低股权控制水平，可能导致海外并购后较差的资源整合。而这些对于处于后发者劣势和外来者劣势的中国家族企业国际化是非常不利的，因此家族企业可以选择行业相关的海外企业实现完全并购以避免风险感知偏差带来的并购风险。其次，国际化经验对家族企业进行海外并购尤为重要，国际化经验能够有效缓解或克服来自外部风险（文化制度距离）和内部主观风险（家族因素）对海外并购股权选择的不利影响。这提示中国家族企业在海外并购中，可以通过不断积累国际化经验以更好地实现海外并购的资源整合。

（四）研究不足和未来展望

本文严格遵守 QCA 研究方法，并得出一些研究结论，但仍存在一些不足。首先，本文

主要关注东道国不同方面的制度因素，却忽视了家族企业所嵌入的母国情境，未来研究可考虑家族企业所在母国制度环境的影响。其次，本文忽视了家族企业海外并购动因的影响，把风险感知作为影响对海外并购股权选择的重要因素，但也存在很多海外并购是基于技术获取或知识寻求目的，对于这些企业的海外并购可能并不能简单地从风险感知角度考虑，未来研究可结合并购动机进一步解释海外并购的股权选择。最后，本文的研究样本只针对海外子公司并购时的股权选择研究，其中绿地投资等模式的海外子公司股权选择也值得未来深入探究。

接受编辑：李炜文

收稿日期：2020年6月12日

接受日期：2021年5月14日

作者简介：

邹立凯，汕头大学商学院讲师，于中山大学获得管理学博士学位，在《管理世界》《南开管理评论》等重要期刊发表文章数篇。目前的研究兴趣为家族企业与创业。

唐继凤（通讯作者，E-mail: 18177471572@163.com），中山大学管理学院博士研究生。目前的研究兴趣为家族企业国际化与创新。

李新春，中山大学管理学院教授、博士生导师，于德国洪堡大学获得经济学博士学位，在 MOR、APJM 以及《管理世界》《经济研究》《管理科学学报》等期刊发表学术论文 100 余篇。目前的研究兴趣为家族企业管理、创业管理、企业战略管理等。

参考文献

[1] 杜运周、贾良定:《组态视角与定性比较分析(QCA):管理学研究的一条新道路》,《管理世界》,2017年第6期。

[2] 刘晓光、杨连星:《双边政治关系、东道国制度环境与对外直接投资》,《金融研究》,2016年第12期。

[3] 王明琳、徐萌娜、王河森:《利他行为能够降低代理成本吗?——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究》,《经济研究》,2014年第3期。

[4] 吴先明、苏志文:《将跨国并购作为技术追赶的杠杆:动态能力视角》,《管理世界》,2014年第4期。

[5] 吴先明、张雨:《海外并购提升了产业技术创新绩效吗——制度距离的双重调节作用》,《南开管理评论》,2019年第1期。

[6] 冼国明、明秀南:《海外并购与企业创新》,《金融研究》,2018年第8期。

[7] 杨勃、许晖:《企业逆向跨国并购后的组织身份管理模式研究》,《中国工业经济》,2020年第1期。

[8] 杨婵、贺小刚、徐容慈:《“创一代-至亲”组合治理模式与企业绩效——基于中国家族上市公司的实证研究》,《经济管理》,2018年第6期。

[9] 于晓东、李宇萍、王瑞华:《家族企业为何解雇家族CEO?——基于QCA的探索性研究》,《经济管理》,2019年第5期。

[10] 于晓东、刘小元:《不同类型亲属关系如何影响家族企业治理——基于中外研究的文献回顾与理论归纳》,《经济管理》,2017年第4期。

[11] 张明、陈伟宏、蓝海林:《中国企业“凭什么”完全并购境外高新技术企业——基于94个案例的模糊集定性比较分析(fsQCA)》,《中国工业经济》,2019年第4期。

[12] 张明、蓝海林、黄嫚丽:《跨国并购股权选

择:述评与展望》,《管理学季刊》,2019年第3期。

[13] 朱沅、叶琴雪、李新春:《社会情感财富理论及其在家族企业研究中的突破》,《外国经济与管理》,2012年第12期。

[14] Ahammad, M. F., Leone, V., Tarba, S. Y., Glaister, K. W., & Arslan, A. 2017. Equity ownership in cross-border mergers and acquisitions by British firms: An analysis of real options and transaction cost factors. *British Journal of Management*, 28 (2): 180-196.

[15] Anderson, E., & Gatignon, H. 1986. Modes of foreign entry: A transaction cost analysis and propositions. *Journal of International Business Studies*, 17 (3): 1-26.

[16] Anderson, R. C., & Reeb, D. M. 2003. Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *The Journal of Law and Economics*, 46 (2): 653-684.

[17] Arregle, J. L., Duran, P., Hitt, M. A., & Essen, M. V. 2017. Why is family firms' internationalization unique? A meta-analysis. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 41 (5): 801-831.

[18] Barton, S. L., & Gordon, P. J. 1988. Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 9 (6): 623-632.

[19] Bell, R. G., Filatotchev, I., & Aguilera, R. V. 2014. Corporate governance and investors' perceptions of foreign IPO value: An institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 57 (1): 301-320.

[20] Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. 2012. Socioemotional wealth in family firms theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25 (3): 258-279.

[21] Brouters, K. D. 1995. The influence of international risk on entry mode strategy in the computer software industry. *Management International Review*, 35 (1): 7-28.

[22] Brouters, K. D., & Hennart, J. 2007. Boun-

daries of the firm: Insights from international entry mode research. *Journal of Management*, 33 (3): 395–425.

[23] Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., & Zheng, P. 2007. The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 38 (4): 499–518.

[24] Campbell, J. T., Sirmon, D. G., & Schijven, M. 2016. Fuzzy logic and the market: A configurational approach to investor perceptions of acquisition announcements. *Academy of Management Journal*, 59 (1): 163–187.

[25] Chari, M. D., & Chang, K. 2009. Determinants of the share of equity sought in cross-border acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 40 (8): 1277–1297.

[26] Charles, R. 1987. *The Comparative Method: Moving Beyond Qualitative and Quantitative Strategies*. Berkeley: University of California Press.

[27] Chen, S. S., & Hennart, J. 2004. A hostage theory of joint ventures: Why do Japanese investors choose partial over full acquisitions to enter the United States? *Journal of Business Research*, 57 (10): 1126–1134.

[28] Cho, K. R., & Padmanabhan, P. 2005. Revisiting the role of cultural distance in MNC's foreign ownership mode choice: The moderating effect of experience attributes. *International Business Review*, 14 (3): 307–324.

[29] Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. 1999. Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (4): 19–40.

[30] Claver, E., Rienda, L., & Quer, D. 2007. The internationalisation process in family firms: Choice of market entry strategies. *Journal of General Management*, 33 (1): 1–14.

[31] Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. 2014. Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market

FDI acquisitions. *International Business Review*, 23 (5): 931–941.

[32] Cuypers, I. R., & Martin, X. 2010. What makes and what does not make a real option? A study of equity shares in international joint ventures. *Journal of International Business Studies*, 41 (1): 47–69.

[33] De Massis, A., Frattini, F., Majocchi, A., & Piscitello, L. 2018. Family firms in the global economy: Toward a deeper understanding of internationalization determinants, processes, and outcomes. *Global Strategy Journal*, 8 (1): 3–21.

[34] Delios, A., & Beamish, P. W. 1999. Ownership strategy of Japanese firms: Transactional, institutional, and experience influences. *Strategic Management Journal*, 20 (10): 915–933.

[35] 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. *Journal of International Business Studies*, 41 (2): 223–245.

[36] Duanmu, J. 2011. The effect of corruption distance and market orientation on the ownership choice of MNEs: Evidence from China. *Journal of International Management*, 17 (2): 162–174.

[37] Elango, B., Lahiri, S., & Kundu, S. K. 2013. How does firm experience and institutional distance impact ownership choice in high-technology acquisitions? *R&D Management*, 43 (5): 501–516.

[38] Ellis, P. D. 2007. Paths to foreign markets: Does distance to market affect firm internationalisation? *International Business Review*, 16 (5): 573–593.

[39] Fan, D., Li, Y., & Chen, L. 2017. Configuring innovative societies: The crossvergent role of cultural and institutional varieties. *Technovation*, 66–67: 43–56.

- [40] Fernández, Z. , & Nieto, M. J. 2006. Impact of ownership on the international involvement of SMEs. *Journal of International Business Studies*, 37 (3): 340–351.
- [41] Fiss, P. C. 2011. Building better causal theories: A fuzzy set approach to typologies in organization research. *Academy of Management Journal*, 54 (2): 393–420.
- [42] Gómez-Mejía, L. R. , Makri, M. , & Kintana, M. L. 2010. Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47 (2): 223–252.
- [43] Gómez-Mejía, L. R. , Haynes, K. T. , Núñez-Nickel, M. , Jacobson, K. J. , & Moyano-Fuentes, J. 2007. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52 (1): 106–137.
- [44] Graves, C. , & Shan, Y. G. 2014. An empirical analysis of the effect of internationalization on the performance of unlisted family and nonfamily firms in Australia. *Family Business Review*, 27 (2): 142–160.
- [45] Habib, M. , & Zurawicki, L. 2002. Corruption and foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 33 (2): 291–307.
- [46] Hambrick, D. C. , & Mason, P. A. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9 (2): 193–206.
- [47] Hamilton, W. D. 1964. The genetical evolution of social behaviour. *Journal of Theoretical Biology*, 7 (1): 17–52.
- [48] Hultman, M. , Katsikeas, C. S. , & Robson, M. J. 2011. Export promotion strategy and performance: The role of international experience. *Journal of International Marketing*, 19 (4): 17–39.
- [49] Kim, W. C. , & Hwang, P. 1992. Global strategy and multinationals' entry mode choice. *Journal of International Business Studies*, 23 (1): 29–53.
- [50] Kogut, B. , & Singh, H. 1988. The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, 19 (3): 411–432.
- [51] Le Breton-Miller, I. , & Miller, D. 2013. Socioemotional wealth across the family firm life cycle: A commentary on “family business survival and the role of boards” . *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37 (6): 1391–1397.
- [52] Lee, Y. , Hemmert, M. , & Kim, J. 2014. What drives the international ownership strategies of Chinese firms? The role of distance and home-country institutional factors in outward acquisitions. *Asian Business & Management*, 13 (3): 197–225.
- [53] Li, J. , & Li, Y. 2010. Flexibility versus commitment: MNEs' ownership strategy in China. *Journal of International Business Studies*, 41 (9): 1550–1571.
- [54] Liang, Q. , Li, X. , Yang, X. , Lin, D. , & Zheng, D. 2013. How does family involvement affect innovation in China? *Asia Pacific Journal of Management*, 30 (3): 677–695.
- [55] Liang, X. , Wang, L. , & Cui, Z. 2014. Chinese private firms and internationalization: Effects of family involvement in management and family ownership. *Family Business Review*, 27 (2): 126–141.
- [56] Lim, M. , & Lee, J. 2016. The effects of industry relatedness and takeover motives on cross-border acquisition completion. *Journal of Business Research*, 69 (11): 4787–4792.
- [57] Lu, J. W. , Liang, X. , Shan, M. , & Liang, X. 2015. Internationalization and performance of Chinese family firms: The moderating role of corporate governance. *Management and Organization Review*, 11 (4): 645–678.
- [58] Luo, Y. , Xue, Q. , & Han, B. 2010. How emerging market governments promote outward FDI: Experience from China. *Journal of World Business*, 45 (1): 68–79.
- [59] Malhotra, S. , Morgan, H. M. , & Zhu, P. 2018. Sticky decisions: Anchoring and equity stakes in in-

ternational acquisitions. *Journal of Management*, 44 (8): 3200–3230.

[60] Malhotra, S., Sivakumar, K., & Zhu, P. 2011. Curvilinear relationship between cultural distance and equity participation: An empirical analysis of cross-border acquisitions. *Journal of International Management*, 17 (4): 316–332.

[61] Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. 2013. Family Firm Governance, Strategic Conformity, and Performance: Institutional vs. Strategic Perspectives. *Organization Science*, 24 (1): 189–209.

[62] Miller, K. D. 1992. A framework for integrated risk management in international business. *Journal of International Business Studies*, 23 (2): 311–331.

[63] Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. 1999. Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (4): 53–64.

[64] Nielsen, B. B., & Nielsen, S. 2011. The role of top management team international orientation in international strategic decision-making: The choice of foreign entry mode. *Journal of World Business*, 46 (2): 185–193.

[65] Ouimet, P. P. 2012. What motivates minority acquisitions? The trade-offs between a partial equity stake and complete integration. *The Review of Financial Studies*, 26 (4): 1021–1047.

[66] Patel, P. C., & Chrisman, J. J. 2014. Risk abatement as a strategy for R&D investments in family firms. *Strategic Management Journal*, 35 (4): 617–627.

[67] Peng, M. W., Wang, D. Y. L., & Jiang, Y. 2008. An institution-based view of international business strategy: A focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, 39 (5): 920–936.

[68] Pukall, T. J. & Calabrò, A. 2014. The internationalization of family firms: A critical review and integrative model. *Family Business Review*, 27 (2): 103–125.

[69] Ragin, C. C. 2006. Set relations in social research: Evaluating their consistency and coverage. *Political Analysis*, 14 (3): 291–310.

[70] Ragin, C. C. 2009. *Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond*. Chicago: University of Chicago Press.

[71] Sonnenfeld, J. A., & Spence, P. L. 1989. The parting patriarch of a family firm. *Family Business Review*, 2 (4): 355–375.

[72] Stiebale, J. 2016. Cross-border M&As and innovative activity of acquiring and target firms. *Journal of International Economics*, 99: 1–15.

[73] Xu, D., & Beamish, Y. P. A. P. 2004. The effect of regulative and normative distances on MNE ownership and expatriate strategies. *Mir Management International Review*, 44 (3): 285–307.

[74] Yamanoi, J., & Asaba, S. 2018. The impact of family ownership on establishment and ownership modes in foreign direct investment: The moderating role of corruption in host countries. *Global Strategy Journal*, 8 (1): 106–135.

[75] Yiu, D., & Makino, S. 2002. The choice between joint venture and wholly owned subsidiary: An institutional perspective. *Organization Science*, 13 (6): 667–683.

[76] Yu, X., Stanley, L., Li, Y., Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. 2020. The invisible hand of evolutionary psychology: The importance of kinship in first-generation family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 44 (1): 134–157.

[77] Zellweger, T. M. & Astrachan, J. H. 2008. On the emotional value of owning a firm. *Family Business Review*, 21 (4): 347–363.

Does Family Prefer to Full Control ?

—Research on Family Firms' Choice of Equity in Overseas Merger and Acquisition

Likai Zou¹ Jifeng Tang² Xinchun Li²

(1. School of Business, Shantou University;

2. Sun Yat-sen Business School, Sun Yat-sen University)

Abstract: Merger and acquisition of overseas subsidiaries is a high-risk activity, in which the key decision is to choose the equity of overseas subsidiaries. In this paper, family factors and institutional factors are integrated, and the fuzzy set qualitative comparative analysis (fsQCA) method was used to analyze family firms' choice of equity in overseas subsidiaries' merger and acquisition. Based on the analysis of 207 samples of 78 family firms' M&A of overseas subsidiaries, the research results suggested that there are three different paths for family enterprises to adopt full control over the M&A of overseas subsidiaries: Risk-taking, low-risk preference and low-risk perception. When family firms has a high endowment of socioemotional wealth or international experience, they would take full control over the M&A of overseas subsidiaries in the host country with far cultural distance and poor formal system (risk-taking type). When family firms' socioemotional wealth endowment and international experience are low, they would take full control over the M&A of overseas subsidiaries of host countries with great formal system quality (low risk preference type). When family firms have a high endowment of socioemotional wealth, international experience and a low family equity, they would take full control over the M&A of overseas subsidiaries in disregard of institutional risks (low risk perception). The conclusion of this study indicated that family firms have different risk perception biases in their choice of overseas subsidiaries' M&A equity due to the involvement of family factors, which provides new insights for understanding the full cross-border M&A by family firms in emerging economies. This paper has the following theoretical contributions. First, the research enriches the literature about acquisitions overseas equity option, the influential factors of past research more from such factors as the national level and industry level research in private enterprises overseas mergers and acquisitions of equity choices, generally ignored the M&A enterprise itself in the ownership of the property differences. Second, this paper further expands the risk perception of overseas M&A equity selection, mainly based on the cultural distance and different institutional environment risk perception to screen and determine the host country to be acquired enterprises. This offers new insights into how family businesses in emerging economies can pursue aggressive, risky international expansion (full mergers and acquisitions). Finally, based on the organizational situation of Chinese family enterprises, this paper finds that there are multiple theoretical explanations for the equity choice of overseas subsidiaries in M&A, which deepens the interaction between multiple theoretical explanations. The research results show that there is still a substitution relationship between different theoretical interpretation perspectives under certain circumstances. For example, there is a mutually exclusive relationship between family social affection protection and family highly controlling risk aversion in the stock option decision of overseas subsidiaries. This paper also has some practical significance. From the perspective of enterprise management decisions, on the one hand, family enterprises should not be protected by social emotional wealth and blindly ignore the actual

merger and acquisition risks and adopt a complete merger and acquisition strategy to avoid the dilemma of resource integration after overseas merger and acquisition. On the other hand, family enterprises tend to avoid the risk of overseas mergers and acquisitions and choose a lower level of equity control, which may lead to poor resource integration after overseas mergers and acquisitions. Therefore, family enterprises can choose overseas subsidiaries related to the industry to realize full merger and acquisition to avoid the deviation of risk perception. In addition, international experience is particularly important for enterprises to choose a complete merger. International experience can effectively mitigate or overcome the adverse impact of external risks (cultural system distance) and internal subjective risks (family factors) on the stock option of overseas subsidiaries. This indicates that Chinese family enterprises can choose complete merger and acquisition of overseas subsidiaries after accumulating international experience in overseas mergers and acquisitions, so as to better realize the resource integration of overseas mergers and acquisitions.

Key Words: overseas mergers and acquisitions; equity choice; family firms; risk perception; socioemotional wealth