

摘要

随着经济全球化进程的不断推进以及“一带一路”战略的实施，中国企业加快在世界范围内的对外扩张步伐。目前中国企业对外投资的特点表现为：跨国并购的数量增加、但跨国并购的规模缩小、跨国并购的结构持续优化中、跨国并购投资的领域广泛等。“5G”（第五代移动通信技术）时代的到来，使得媒体类型、信息传播以及用户参与得到了快速地发展。媒体在公司监督和公司治理中扮演重要的角色，通过收集网络媒体的负面报道和非负面报道（正面报道和中性报道）的数量，研究媒体压力在收购方企业进行跨国并购过程中发挥的作用，对跨国并购的结果会产生如何的影响。作为一种个人特质，调节定向是一个心理学概念，如今已广泛地研究于企业管理、人力资源管理、组织行为学等企业层面，现将其拓展到研究高级管理层团队不同的调节定向，即促进定向和预防定向分别会在媒体压力和收购方企业进行跨国并购成败之间起到如何的调节作用。

本文以 2008 年至 2020 年间 488 家中国上市公司进行的 834 次跨国并购活动为研究样本，对于媒体压力与中国企业跨国并购成败之间的影响以及高级管理层团队调节定向在二者之间的调节作用进行了实证研究。研究结果表明，媒体压力与企业跨国并购成功显著负相关，媒体压力通过引发企业利益相关者消极的反对行为从而不利于企业跨国并购的成功；而促进定向与预防定向对上述影响分别起到强化和弱化的调节作用，即促进定向型高级管理层团队倾向于实施社会导向性的利益相关者战略能够弱化该消极影响，反之，预防定向型高级管理层团队倾向于实施治理导向性的利益相关者战略而强化该消极影响。随后为验证上述实证回归结果的稳健性，进行了替换解释变量（媒体压力）测度方法、替换调节变量（高管调节定向）测度方法以及替换实证回归检验模型等三种稳健性检验，有效减弱了变量测度、变量选择以及模型选取带来的误差，以及选取行业年度平均媒体压力作为工具变量，有效

减弱同年度内同行业间对媒体压力的内生性影响。

研究结论可能存在一定的理论意义和现实意义。一方面，本文可能丰富媒体压力作为影响企业进行跨国并购成败的因素之一，高级管理层团队的集体调节定向在进行跨国并购等重大决策中发挥着重要作用。另一方面，在现实的跨国并购中，企业的高级管理层团队应该更加关注于企业的负面媒体报道，积极采取措施对利益相关者的诉求加以回应，同时应该意识到集体的调节定向，达到集体动机和现实需要的平衡，实施有效的利益相关者战略，赢得利益相关者的支持，实现企业的利益最大化。

关键词：媒体压力；跨国并购；高管团队；促进定向；预防定向

Abstract

With the continuous advancement of economic globalization and the implementation of the "One Belt, One Road" strategy, Chinese enterprises have accelerated the pace of foreign expansion around the world. At present, the characteristics of Chinese enterprises' outbound investment are: the number of cross-border M&As has increased, but the scale has decreased, and the structure has been continuously optimized, and the investment fields are extensive. The advent of the "5G" (fifth-generation mobile communication technology) era has led to the rapid development of media types, information dissemination and user participation. The medias play an important role in corporate supervision and corporate governance, so by collecting the number of negative and non-negative (positive and neutral) reports reported by online medias, we study the role of media pressure in the process of cross-border M&As by acquirers, and how it will affect the outcome of cross-border M&As. As a personal trait, regulatory focus is a psychological concept, which has been widely studied at the enterprise level such as business management, human resources and management, and organizational behavior, and now it is extended to study different regulatory focuses of top management team, that is, how promotion focus or prevention focus will play a regulating role between media pressure and the success or failure of cross-border M&As by acquirers.

Taking 835 cross-border M&A activities conducted by 488 Chinese listed companies between 2008 and 2020 as a research sample, this paper conducts an empirical research on the impact of media pressure on the success or failure of cross-border M&A of Chinese enterprises, and the moderating effect of top management team's regulatory focus between the two. The results show that media pressure is significantly negatively correlated with the success of cross-border M&A, and media pressure is detrimental to the success of cross-border M&A by triggering negative opposition from corporate stakeholders. Promotion focus and

prevention focus have a reinforcing or weakening effect on the above impact respectively, that is, promotion focus type of top management team tend to implement the socially-oriented stakeholder strategy can weaken the negative impact, while the prevention focus type tend to implement the governance-oriented stakeholder strategy can strengthen the negative impact. Subsequently, in order to verify the robustness of the above empirical regression results, three robustness tests were carried out, including the measurement method of substituting explanatory variables (media pressure), the measurement method of substituting regulating variables (top management team's regulatory focus) and the replacement empirical regression test model, which effectively reduced the errors caused by variable measurement, variable selection and model selection, and select the annual average media pressure of the industry as a instrumental variable, effectively reducing the endogenous impact of the same industry on media pressure in the same year.

The research conclusions may have certain theoretical and practical significance. On the one hand, this paper may enrich the media pressure as one of the factors affecting the success or failure of cross-border M&A, and the regulatory focus of the top management team plays an important role in major decisions such as cross-border M&As. On the other hand, in the actual cross-border M&A, the top management team of the enterprise should pay more attention to the negative media coverage of the enterprise, actively take measures to respond to the demands of stakeholders, and at the same time they should be aware of their regulatory focus, and to achieve a balance between collective motivation and practical needs, implement an effective stakeholder strategy, so win the support of stakeholders, and maximize the interests of the enterprise.

Key words: Media Pressure; Cross-Border M&A; Top Management Team; Promotion Focus; Prevention Focus

目 录

1.绪 论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 研究内容和思路方法	4
1.2.1 研究内容	4
1.2.2 研究思路	7
1.2.3 研究方法	7
1.3 研究潜在创新点	8
2.文献综述	11
2.1 企业进行跨国并购的动机研究	11
2.2 企业进行跨国并购后的绩效表现研究	12
2.3 企业跨国并购成败的影响因素研究	13
2.4 高管调节定向对企业的影响研究	15
2.5 文献述评	15
3.理论分析与研究假说	17
3.1 理论基础	17
3.1.1 利益相关者理论	17
3.1.2 高层梯队理论	18
3.1.2 调节定向理论	18
3.2 媒体压力对企业跨国并购成败的影响	21
3.3 高管调节定向的调节作用	22
4.研究设计	25
4.1 样本选择与数据来源	25

4.2 变量说明	26
4.2.1 被解释变量	26
4.2.2 核心解释变量	27
4.2.3 调节变量	27
4.2.4 控制变量	29
4.3 模型构建	31
5.实证检验与结果分析	32
5.1 描述性统计分析	32
5.2 分组差异分析	33
5.3 相关性分析	34
5.4 实证回归结果分析	36
5.4.1 媒体压力对企业跨国并购成败的影响效应	36
5.4.2 高管调节定向的调节效应	37
5.5 稳健性检验	38
5.5.1 替换解释变量测度方法	38
5.5.2 替换调节变量测度方法	43
5.5.3 替换实证回归检验模型	46
5.6 内生性检验	47
6.结论与建议	50
6.1 结论	50
6.2 政策建议	51
6.3 不足与展望	52
参考文献	54
致 谢	61
在读期间科研成果目录	62

1.绪 论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

随着经济全球化进程的不断加速，“改革开放”的不断深入以及“一带一路”战略的贯彻实施，中国境内大中小型各类企业加快在全球范围内的对外扩张步伐。根据中华人民共和国商务部、中华人民共和国国家统计局和中华人民共和国国家外汇管理局组织编写的《2020 年度中国对外直接投资统计公报》和《中国对外投资合作发展报告 2020》中的报告显示，由于受到新冠肺炎疫情（COVID-19）在全球范围内的消极影响，整个世界的经济发展呈现萎缩态势，但是中国的经济发展态势却逆势而上，对外直接投资的流量首次排名全球第一位，对外直接投资的流量份额占比达到 20%，对外直接投资的存量则位列全球第三位。目前中国企业对外投资的特点主要表现为以下几点：第一点，中国企业进行跨国并购的数量增加，但跨国并购的规模缩小，而跨国并购的结构在持续优化中；第二点，对外投资的领域涉及广泛，大约 70%的对外投资流入租赁和商务服务业、制造业、批发和零售业、金融业等行业；第三点，对外投资的区域中，在除大洋洲以外的其他国家和地区中投资规模均呈不同程度地增长，其中在“一带一路”沿线国家的对外投资增长 20%；第四点，对外投资的主体中，地方企业对外投资超过总体对外投资的 60%，而中央企业的对外投资增长速度较快。

虽然中国企业进行跨国并购的交易数量和交易金额均得到了大幅度地增长，但跨国并购的交易结果却差强人意。据全球管理咨询公司麦肯锡在 2017 年 4 月发布的《中企跨境并购袖珍指南》中的内容显示，中国企业在 2007 年至 2016 年十年间进行的近 300 次跨国并购交易，金额涉及高达 3000 亿美元，

但却没有实现预期的价值，这意味着超过 50% 的跨国并购并没有取得成功。影响收购方跨国并购结果的因素有诸多方面，如母国与东道国正式制度与非正式制度间的制度差异（Dikova et al., 2010; Zhang et al., 2011; 阎大颖, 2011）、跨国并购经验及跨国并购动机（Muehlfeld et al., 2012; Lim & Lee, 2016; 贾镜渝和李文, 2016）、目标企业所在行业（李诗和吴超鹏, 2016）、交易方式及交易金额（Zhou et al., 2016; 朱华, 2018）以及媒体报道（Yang et al., 2019; Hossaina & Javakhadze, 2020; Maung et al., 2020; Lia et al., 2021）等多方面。已有研究表明，媒体报道能够为跨国并购主体双方企业及其利益相关者提供相关信息，在利益相关者的支持或反对行为的作用下，能够对跨国并购的进程产生影响（Hawn, 2020）。事实上亦是如此，早在 2006 年 8 月，法国 SEB（赛博）集团收购浙江苏泊尔股份有限公司时，爱仕达集团有限公司、金双喜、沈阳双喜、广东顺发、广东家能、汤阴营养等六家炊具企业建立联盟揭露苏泊尔关于市场份额的两面说法，受到媒体的广泛关注，引起商务部、国家工商总局等部门对苏泊尔进行反垄断调查，征求友商、供应商、经销商、消费者等各方面意见，使政府批准并购推迟。无独有偶，在 2013 年 5 月，河南双汇投资发展股份有限公司收购美国 Smithfield Foods（史密斯菲尔德食品公司）时，当地媒体关于食品安全和食品造假的报道引发参议员、员工对生命安全和待遇的怀疑和担忧，从而使并购审核放缓。

如今“5G”（第五代移动通信技术）时代的到来，互联网的普及进一步加速，网络媒体的类型、内容传播、影响力以及用户规模和参与程度均得到了快速地发展。截止到 2021 年年末，中国国内的网民数量已经达到 10.32 亿，已经形成全世界最大的网络数字社会，网络媒体也逐渐成为群众获取内外部讯息的重要渠道。根据中华人民共和国国家信息中心发布的《2021 中国网络媒体发展报告》中的内容显示，当下网络媒体的发展特征为更科技，更开放和更实效，具体体现在如下几方面：首先，网络媒体的传播平台、传播内容和传播方式正在由“数字化”方向朝“数智化”方向转型；其次，网络媒体正在提供更高质量的读者需求定制化内容，网络媒体平台的建设优化并逐步向用户开放；最后，网络媒体应该积极发挥新闻宣传的舆论引导作用，在社会政务、社会服务、社会商务中继续发挥重要作用。综上所述，网络媒体在公司监督和公司治理中发挥的作用与日俱增。特别地，在跨国并购中，关于

收购方企业主体的负面报道，由此而形成的媒体压力，是否能够为收购方企业的利益相关者提供重要信息，进而对跨国并购的结果产生影响呢？本文通过收集关于作为收购方企业的中国上市公司的网络媒体报道数量，研究网络媒体负面报道，即媒体压力对跨国并购成败的影响。

另外，收购方企业的高级管理层团队（下文简称“高管团队”）是制定和执行跨国并购这一重要战略决策的主要参与者，其集体特质（如调节定向）对跨国并购成败或许能产生进一步的影响。当收购方企业面对跨国并购中的媒体压力引发利益相关者所表现出的行为时，高管团队的两种不同调节定向（促进定向和预防定向）会产生着不同的认知或评价，进而采取不同的应对策略，并进一步影响到利益相关者关于跨国并购活动的态度转变。因此，本文以高管团队的调节定向为调节变量，进一步研究其在媒体压力对跨国并购成败影响中发挥的调节作用。

1.1.2 研究意义

本文在过往关联领域专家和学者的理论与实践的研究基础上，对收购方企业进行跨国并购成败的影响因素以及高管团队调节定向在跨国并购中的调节作用的研究更深入了一步，所以仍然可能存在一定的理论意义和现实意义。

本文的理论意义可能在于，一方面，本文可能会丰富媒体压力作为收购方企业进行跨国并购成败的影响因素之一。企业进行跨国并购是企业国际化战略的一种重要表现形式，同时影响企业进行跨国并购成败的因素众多，不同因素之间存在着区别与联系，从媒体压力影响企业利益相关者行为的传导路径探究企业进行跨国并购的结果如何，有利于丰富收购方企业进行跨国并购时需要考虑的外部重要因素；另一方面，本文可能会丰富高管团队调节定向在收购方企业进行跨国并购时，面对媒体压力所引起的利益相关者行为所实施对应的利益相关者战略的决策依据。企业进行跨国并购等重大决策时，高管团队在面对媒体压力引发企业利益相关者的反对行为时，其集体特质（调节定向）可能倾向于实施特定的利益相关者战略，从而产生意料之外的决策效果。

本文的现实意义可能有以下两个方面，一方面，收购方企业在进行诸如

跨国收购等重大事项决策时的前一季度内，高管团队应该相对于企业的非负面媒体报道（即正面媒体报道和中性媒体报道）所引发企业利益相关者的支持或中立行为，而应该更加重点关注于以往媒体对企业的负面媒体报道所引发企业利益相关者的反对行为，并且实施针对有效性的利益相关者战略，即积极采取实际措施以回应和满足利益相关者的合理性及合法性诉求，从而打消他们的疑虑，进而有利于跨国并购活动等重要事项的顺利进展；另一方面，高管团队应该充分意识到集体的调节定向，将集体动机注入到公司的战略决策当中，达到自身观点与现实需要的平衡，面对媒体压力所导致利益相关者的反对行为时，实施有效的利益相关者战略，争取利益相关者最大的支持，以此实现公司利益的最大化。

1.2 研究内容和思路方法

1.2.1 研究内容

综上所述，本文从公司治理的角度出发，网络媒体作为企业关键的外部治理机制，能够对跨国并购中的收购方企业及其利益相关者提供重要信息，进而对跨国并购的成败产生重要影响。因此，本文基于利益相关者理论，主要研究中国上市企业作为收购方企业，在公开并购阶段，媒体压力对于其进行跨国并购成败产生的影响；此外，基于高层梯队理论和调节定向理论，高管团队是制定和执行跨国并购这一重要战略决策的参与者，在面对媒体压力时其集体特质（如调节定向）可能对跨国并购成败产生进一步的影响。本文的研究内容具体包括以下六个章节，分别是：

第一章为绪论。该章节就本文的时代研究背景、研究意义（包括理论意义与现实意义）、研究内容、研究思路、研究方法以及研究潜在创新点进行讲述。

第二章为文献综述。通过查阅国内外专家及学者与本文研究问题紧密联系的学术文献，对他们关于收购方企业跨国并购动机、收购方企业跨国并购后绩效表现、收购方企业跨国并购成败的影响因素以及高管团队集体调节定向对收购方企业的影响等研究的观点进行有条理地总结并加以简要评述，以

此来引出本文的研究问题，即媒体压力对中国企业跨国并购的影响研究——基于高管调节定向的视角。

第三章为理论分析与研究假说。先对研究假说提出所要运用的理论（利益相关者理论、高层梯队理论和调节定向理论）进行简要介绍，并使用上述三个理论分别分析首次发布并购公告前负面媒体报道所形成的媒体压力对收购方跨国并购成败的影响以及高管团队的集体调节定向在媒体压力与收购方企业跨国并购成败之间起到如何的调节作用，从而提出本文的两个研究假说。

第四章为研究设计。从中国研究数据服务平台（Chinese Research Data Services Platform, CNRDS）中的海外并购数据库（Overseas M&A Database, COMA）、中国上市公司财经新闻数据库（Financial News Database of Chinese Listed Companies, CFND）、管理层讨论与分析数据库（Management's Discussion and Analysis Database, CMDA）以及 Berry et al 在 2010 年搭建并逐年进行更新的包括九个距离维度的国家距离数据库中收集获取被解释变量、解释变量、调节变量和控制变量的原始数据，经过处理加工、计算统计后得到可供实证回归分析的样本数据；对被解释变量为收购方企业跨国并购成功、核心解释变量为媒体压力，调节变量为高管调节定向，控制变量为国家层面、收购方企业层面以及被收购方企业层面等变量进行简要说明和解释；根据研究的问题选择合适的实证回归检验模型（Logit 二值选择模型）。

第五章为实证检验与结果分析。对被解释变量、核心解释变量、调节变量以及控制变量进行描述性统计分析（均值、中位数、标准值、最小值、最大值和极差）；根据被解释变量收购方企业跨国并购成功与否进行分组后对核心解释变量媒体压力和调节变量高管调节定向进行组间差异分析；对被解释变量、核心解释变量、调节变量以及控制变量进行两两变量间的相关性分析；媒体压力对企业进行跨国并购的影响以及高管调节定向的调节作用进行实证回归结果分析以此验证本文的两个假说；稳健性检验，替换核心解释变量衡量方法，包括媒体压力测度方法转换和媒体压力统计范围缩小以及媒体压力时间窗口延长和缩短、替换调节变量解释方法，包括调节定向分类和调节定向测度转换、替换实证回归检验模型，包括 Logit 二值选择检验模型换为 Probit 二值选择检验模型以及 Logit 二值选择检验模型对标准误不再进行行业和公司二维度的聚类分析体现企业和行业间的异质性；使用工具变量法进行

内生性检验，工具变量为行业年度平均媒体压力用以减弱核心解释变量媒体压力的内生性影响。

第六章为结论与建议。根据实证分析回归结果验证上述两个假说从而得出结论，给实践带来相应的理论启示和现实启示，以及总结本文研究在内容和方法上存在的局限性，为未来的进一步研究提供思路 and 方向等。

本文具体的研究框架如下图图 1 所示。

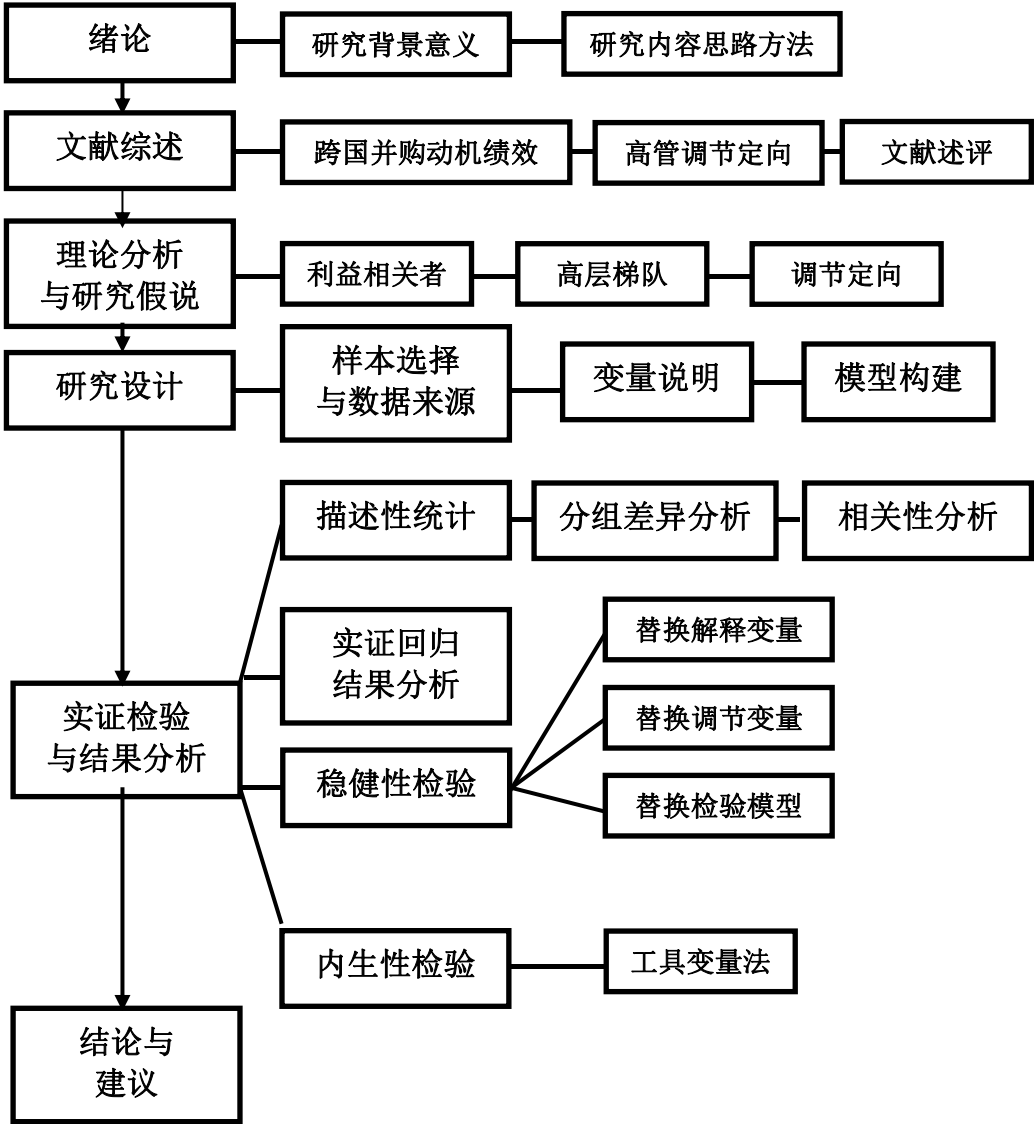


图 1 研究框架

1.2.2 研究思路

本文的研究思路是发现问题——文献综述——提出假说——数据收集——变量说明——模型构建——回归分析——得出结论——政策建议——未来研究。

在导师研究课题中的部分研究内容中发现并提出研究问题，通过收集国内外学术界专家和学者发表的学术文献，清楚国内外目前相关领域的研究现状，之后根据已有的理论基础和相关研究基础后，经过思考和运用后提出本文的两个假说，同时在正式的数据库平台中寻找本文研究所需要的数据，并进行收集、处理、加工和整理，计算并汇总成可回归的样本数据、再对被解释变量、核心解释变量、调节变量和控制变量进行说明和解释，选择合适的实证回归检验模型，将样本数据通过 Stata 数据分析软件进行实证回归分析，根据回归结果验证假说的真伪，从而得出研究结论，以及提出理论和现实的政策和启示，反思研究的缺陷和不足之处，并展望未来的研究方向。

1.2.3 研究方法

本文所使用到的研究方法包括文献综述法，定性研究法，跨学科研究法以及定量分析法等四种研究方法。

在本文的绪论、文献综述和理论分析与研究假说三部分内容中，应用到文献研究法。通过阅读、收集、分析有关媒体压力、企业跨国并购成败、高管调节定向等研究领域专家和学者的相关文献资料，并进行总结和归纳后，应用于本文研究的对应部分当中，从而对研究问题的历史和现状进行熟悉和了解，有利于本文研究后续部分的进行和完成。

在本文的理论分析与研究假说该部分内容中，应用到定性分析法。对已收集的有关媒体压力、企业跨国并购成败、高管调节定向等研究领域的文献材料进行整理、梳理和翻译，选择适合本文研究问题并对理论和观点适用的文献材料，同时使用归纳、演绎、分析及抽象等方法去运用上述文献中的理论与观点，来提出本文的研究问题，推理演化成本文的研究假说。

在本文的理论分析与研究假设该部分内容中，应用到跨学科研究法。心

理学与管理学两门学科之间是一个统一的整体，两学科之间的研究联系也越来越紧密，在专业术语、研究方法等方面，有着逐渐统一的发展趋势。调节定向作为一个心理学概念，广泛的应用研究于企业管理、组织行为学、人力资源管理等领域。从整体上对于媒体压力、企业跨国并购成败、高管调节定向这一研究话题进行心理学与管理学两学科之间的综合和交叉研究。

在本文的研究设计、实证检验与结果分析、稳健性检验三部分内容中，应用到定量分析法。通过使用 Stata 软件将媒体压力对企业跨国并购成败的影响以及高管调节定向在上述两者之间的调节作用进行实证检验回归分析，揭示被解释变量、核心解释变量、调节变量以及控制变量之间的相关关系，并设法检验该相关关系的稳健性，以此来实现对本文研究问题的正确认识和对未来研究方向发展的准确预测。

1.3 研究潜在创新点

本文在借鉴国内外相关研究领域专家与学者的理论和观点后，可能存在的研究创新点有以下几点：

第一点，本文的研究视角较为新颖，目前学术界关于企业跨国并购成败的影响因素、媒体的公司治理与公司监督作用的研究已广泛存在，但研究媒体报道是否会通过引起利益相关者的支持或反对行为从而对企业跨国并购成败产生影响的学术文献较少，所以本文的研究结果对于上述的研究领域可能会有一定的理论补充意义。一方面，国内关于媒体报道的现有研究主要关注于媒体报道对企业国内并购、重大资产重组、企业跨国并购的市场反应（异常收益率）、企业跨国并购整合等方面的影响（陈泽艺等，2017；应千伟等，2017；潘爱玲等 2019；齐岳等，2019），而鲜有文献涉及媒体报道对收购方企业进行跨国并购成败的影响。本文以媒体压力（网络媒体负面报道相对正面报道的数量占总体报道数量的比例）对收购方企业跨国并购成败的影响作为主要的研究问题，有助于从新的视角理解媒体报道在收购方企业跨国并购进行过程中和实施重大决策时所产生的影响；另一方面，本文将从事前控制或事中控制的视角研究媒体的负面报道和非负面报道（正面报道和中性报道）对收购方企业进行跨国并购过程中的公司监督和公司治理功能。国内现有的

媒体监督和媒体治理研究更多地关注于负面报道的事后控制的职能，具体有媒体报道对企业创新、公司违规、企业社会责任、盈余管理、股票行为预测（回报率、股价崩盘）、企业环保投资、税收激进等多个方面的影响（孔东民等，2013；罗进辉和杜兴强，2014；蒋翠清等，2015；田高良等，2016；周开国等，2016；王云等，2017；杨道广等，2017；孙鲲鹏等，2020），而鲜有研究从事前控制或者事中控制角度探讨媒体报道的公司监督和治理职能。本文从事前控制或事中控制的视角研究收购方企业进行跨国并购中的负面媒体报道和非负面（正面和中性）媒体报道对跨国并购进程和跨国并购结果的影响，检验媒体的非负面报道和负面报道是否能够发挥事前控制或者事中控制的职能。

第二点，现有调节定向理论以及高管团队调节定向在公司中的研究应用主要集中在调节定向在组织管理、员工（工作旺盛感、个体创新、工作重塑）、领导力、权力感、企业（广告、研发）等企业管理、人力资源管理、组织行为学等领域（Kashmiri et al., 2019；Chen et al., 2020；毛畅果，2017；杨文琪等，2017；张宏宇等，2019；秦佳良和张玉臣，2020），很少有文献将调节定向理论以及高管团队调节定向运用到收购方企业进行跨国并购中，研究高管团队调节定向影响实施社会导向性的利益相关者战略或治理导向性的利益相关者战略在媒体压力与企业跨国并购成败之间起到如何的调节作用，因而将会扩展调节定向这个心理学概念的应用范围。同时本文研究对高管团队调节定向的衡量方法较为独特，在国内外以往的学术研究中，对高管团队调节定向的测度方法是问卷调查法和实验操纵法两种方法（姚琦和乐国安，2009；段锦云等，2016），问卷调查结果和实验测试结果可能具有偶然性和不可重复性，以及存在人为误差等一些不可避免的外在因素，如时效性以及稳定性不够强烈。本文为减弱上述问卷方法与实验方法的不利影响，借鉴外国学者 Gamache et al（2015）构建的英文版调节定向词典对给股东的信（Letter to Shareholders）进行文本分析而对高管团队调节定向进行衡量，使用 Brislin（1970, 1976）的经典回译模型的翻译方法对外国学者的调节定向英文版词典进行翻译得来调节定向中文版词典，对收购方企业年报或半年报中经营讨论与分析部分（由于给股东的信并非中国上市企业年报中必须披露内容）进行文本分析，统计得出反映两种调节定向（促进定向和预防定向）的词汇数量

占比而对调节定向加以衡量，可以有效减少上述误差所带来的不利影响。该研究方法（文本分析法）相对于问卷调查法和实验操纵法无需进行问卷收集整理与分析亦或是创造专业环境对有关管理人员进行实验测试，节省了大量的人力、物力和时间，因此研究成本较低，研究用时较短。

第三点，本文的样本数据的收集整理以及选取较为新颖，选取中国上市企业在 2008 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 13 日之间的并购事件，时间跨度长达 10 多年，并对企业首次发布跨国并购公告之前一定时间段内（一月度、一季度、半年度等三个时间段）的媒体报道（正面媒体报道、中性媒体报道以及负面媒体报道）的数量进行手工整理并汇总计算，使得本文研究的时效性更强，研究结论的参考性更加具有价值性。

2.文献综述

国内外学术界的专家和学者对企业进行跨国并购的能力、进行跨国并购的动机、进行跨国并购成败的影响因素以及进行跨国并购后的绩效表现已展开过激烈的讨论，关于高管调节定向在企业和组织层面的相关研究已有诸多。基于上述的研究基础，本文对收购方企业进行跨国并购的动机和进行跨国并购后的绩效表现、影响收购方企业跨国并购成败的因素以及高管调节定向在收购方企业的影响四部分的相关文献进行综述撰写。

2.1 企业进行跨国并购的动机研究

收购方企业的收益、技术密集程度（而非劳动密集程度）、出口强度和出口规模与其进行跨国并购的动机和能力呈正向相关关系（张建红等，2012），具体进行跨国并购的实施动机有如下几种：

（1）市场寻求型动机，收购方企业为适应市场环境和业务发展的需求，强调适应政策体制和拓展市场机会（苏敬勤和刘静，2013），通过对投资区位和投资规模进行综合考虑，看重被并购企业所在东道国的市场规模、市场机会以及市场未来增长潜力等因素（刘青等，2017），从而积极开拓新市场，增加企业市场份额，扩大公司规模（武天兰和范黎波，2020），通过实现规模经济或者范围经济来提高本企业的整体效率（Lim & Lee, 2016）。

（2）资源寻求型动机，收购方企业通过进行跨国并购，有利于获取东道国的矿产金属、油气等紧缺战略性有形资源（刘青等，2017），或者获得被并购企业的管理能力、管理经验、品牌资产和销售渠道等无形资源（苏敬勤和刘静，2013），进而有利于提升本企业的国际竞争力（贾镜渝和李文，2016）。

（3）技术寻求型动机，收购方企业通过进行跨国并购，可以获取被并购企业的高新科学技术等外部知识产权，进一步提升本企业的国际竞争力（贾

镜渝和李文，2016）。

（4）财务管理型动机，收购方企业通过进行跨国并购，有利于实现货币协同效应，例如降低获取资本的成本或风险，提高外部资本评级和借贷能力，以及在短期内产生现金回报（Lim & Lee, 2016），或者为降低企业的税收压力，实现利润最大化的目标，会选择在低税率或者零税率等号称“避税天堂”的国家或者地区进行投资（Chari & Acikgoz, 2016）。

（5）管理者自我利益型动机，收购方企业通过进行跨国并购，利用企业的自由现金流，而不是对股东进行分红，从而降低高级管理层自身被取代的可能性（Li et al., 2022）。

（6）知识或战略资产寻求型动机，收购方企业通过进行跨国并购，进行企业发展和企业转型（刘青等，2017），改变企业的产业结构和获得宝贵资产，提高企业的核心竞争力（Lim & Lee, 2016），实现战略互补和技术互补的经营协同效应（苏敬勤和刘静，2013）。

2.2 企业进行跨国并购后的绩效表现研究

收购方企业进行跨国并购后的绩效表现具体体现在如下几个层面：

（1）在企业创新层面，收购方企业进行跨国并购，通过提高企业研发效率，进而提高企业技术创新水平，提升技术创新绩效（吴先明和张雨，2019；张文菲等，2020）；母国市场化水平（张文菲等，2020）、东道国制度发展水平对收购方企业跨国并购技术创新绩效有着正向促进作用，而国有股权比例越高则会对技术创新绩效起到反向抑制作用，但却能够让市场对并购绩效的评价变得积极，使得创造更多的预期协同价值（邵新建等，2012；李梅和余天骄，2016）。

（2）在制度距离层面，母国与东道国之间的制度距离差异对于跨国并购绩效表现的调节作用是双重的，既可能会抑制阻碍，也可能会促进提升（吴先明和张雨，2019），并且东道国和母国两国间制度距离较远时，跨国并购相较于绿地投资的国际化进入模式绩效表现更佳，同时合资方式较于独资方式的对外投资进入方式绩效表现也会更优（陈怀超和范建红，2014）。

（3）在企业特征层面，收购方企业的企业规模负相关于跨国并购后的短

期绩效表现，而正相关于跨国并购后的长期绩效表现（余鹏翼和王满四，2014），此外，收购方企业的政治关系受到母国体制环境的影响，与跨国并购后的短期绩效正向相关，而与跨国并购后的长期绩效负向相关（Brockman et al., 2013；余鹏翼和王满四，2014）。

（4）在跨国并购交易层面，收购方企业的支付方式如现金支付方式、第一大股东持股比例、跨国并购双方的企业文化差异均与跨国并购绩效表现正向相关（余鹏翼和王满四，2014），而跨国并购战略资源等敏感性资产的成功概率虽然较低，但市场反应较好，针对跨国并购绩效的评价积极，有利于提升股东价值，产生协同效应（邵新建等，2012；李诗等，2017）。

（5）在公司治理层面，收购方企业进行裁员负向相关于跨国并购绩效表现，但董事会规模及其独立性减弱了该负面影响（Malikov et al., 2021），尤其董事与公司总部之间地理距离较远时，减少董事会任命也有利于盈利能力的提高以及董事会参与的概率，跨国并购绩效表现增长更加明显（Hauser, 2018），但董事会的社会网络中心性越大，股票收益率则会越低（Tao et al., 2019）；此外，收购方企业的资本配置效率，即净投资回报率越高，更有可能具有长期优秀的经营成果和股票表现（Qian & Zhu, 2017）。

总而言之，一系列条件因素（企业特征、制度距离、整合模式、公司治理等）组态之间与跨国并购绩效表现存在并发、等效和不对称的因果关系（牛晓晨等，2020）。

2.3 企业跨国并购成败的影响因素研究

关于收购方企业进行跨国并购成败的影响因素，主要包括以下几个层面：

（1）在母国与东道国之间的国家层面，母国与东道国之间正式的制度距离（Dikova et al., 2010；Zhang et al., 2011；Zhou et al., 2016；阎大颖，2011；贾镜渝和李文，2016；朱华，2018）有政治制度（如法律和法规的质量）、经济制度（如市场自由度、外资开放度等）、契约制度以及非正式的制度如社会习俗、道德规范等制度（Dikova et al., 2010；阎大颖，2011），两国之间的制度距离越远，跨国并购越容易失败；而两国间的外交关系越密切、历史交战次数越少以及东道国的国民诚信度越高，均有利于提高跨国并购成功的

概率（李诗和吴超鹏，2016）。

（2）在收购方企业层面，收购方企业以往跨国并购成功的经验（Dikova et al., 2010; Muehlfeld et al., 2012; Zhou et al., 2016; 阎大颖，2011）和失败的经验对跨国并购的结果分别产生正面和负面的影响（Muehlfeld et al., 2012; Zhou et al., 2016）；但随着时间的积累，跨国并购的经验会对跨国并购的结果呈现 U 型影响，并且大多数跨国并购的经验会产生负面作用（朱华，2018; Muehlfeld et al., 2012）；收购方企业进行跨国并购的动机如战略实施动机相较于其他如财务管理动机（Lim & Lee, 2016）、自然资源需求动机以及技术寻求动机（贾镜渝和李文，2016）等来说，跨国并购成功的概率较低，以及母国非国有企业较于母国国有企业跨国并购东道国非国有企业成功的可能性高于跨国并购东道国国有企业（Zhang et al., 2011; 阎大颖，2011）；此外，收购方企业的企业社会责任水平对跨国并购结果有负面效应，但良好的财务状况以及聘用国际知名并购专业顾问能有效改善这一负面现象，从而提高跨国并购的成功概率（阎大颖，2011; 邓秀媛等，2018; 武天兰和范黎波，2020）。

（3）收购所涉及的行业层面，涉及金融、国防、电讯、战略资源等安全敏感性行业，跨国并购失败的可能性较高（Zhang et al., 2011; 李诗和吴超鹏，2016），而跨国并购双方企业间的业务关联度则有助于跨国并购成功（Lim & Lee, 2016）。

（4）跨国并购所涉及的交易层面，收购方企业进行跨国并购的交易金额越大（朱华，2018），收购股权的占比越大（Zhou et al., 2016），并且若采用现金支付方式（Zhou et al., 2016），均会增加跨国并购失败的风险。

（5）在媒体关注层面，媒体报道通过有效监督和市场压力实现公司治理机制（于忠泊等，2011），媒体与收购方企业之间的联系与公告回报率较高、收购溢价较低、并购绩效较差、更大的交易完成可能性以及收购欲望较大呈正向相关关系（Hossaina & Javakhadze, 2020），而媒体也更加关注符合政府目标以及实力雄厚的本地公司的并购交易（Borochina & Cu, 2018）。一方面，发布跨国并购公告前，收购方企业和媒体的社会关系与媒体报道的情绪呈正相关（Hossaina & Javakhadze, 2020），媒体报道情绪高涨、报道数量较多的企业更容易成为收购方企业并支付过高的收购溢价（Liao et al., 2021）；此外，媒体的正面报道有利于预测股价回报（Yang et al., 2019），对海外并购的市场

反应也会产生正向影响（齐岳等，2019），关于收购方先前交易的正面报道还能够提供额外信息，减弱母国国家声誉的影响（Lia et al., 2021），但关于企业社会责任（Corporate Social Responsibility，简称 CSR）的正面报道不如关于企业社会失责（Corporate Social Irresponsibility，简称 CSI）的负面报道更加重要（Hawn, 2020）；另一方面，发布并购公告前，媒体关于收购方企业 CSI（企业社会失责）的报道与收购完成的可能性较低且持续时间更长有关（Hawn, 2020），收购方企业也需要支付较高的收购溢价抵消媒体负面报道的影响（Yang et al., 2019），但被并购方企业关于环境、社会与公司治理（Environmental, Social and Governance，简称 ESG）的负面报道比收购方企业较多时，收购溢价则会降低（Maung et al., 2020）。

2.4 高管调节定向对企业的影响研究

当个人的调节定向与显著的情景特征一致时，促进定向和预防定向的效果会放大，该种现象称为调节契合（Regulatory Fit）。首席执行官（Chief Executive Officer，简称 CEO）的调节定向（Regulatory Focus）对企业的影响体现在以下几个方面：

（1）CEO 的调节定向会影响公司收购的数量和规模，促进定向（Promotion Focus）与收购的数量和规模正相关，而预防定向（Prevention Focus）与收购的数量和规模负相关（Gamache et al., 2015）。

（2）CEO 的调节定向与利益相关者互动的关系有关，从而影响实施利益相关者战略的性质。促进定向与采取面向社会的举措和实施社会导向性的利益相关者战略正相关，而预防定向与采取治理导向的举措和实施治理导向性的利益相关者战略正相关（Gamache et al., 2020; Chiu et al., 2023）。

（3）CEO 的调节定向与企业广告投入、研发强度以及营销争议有关，促进定向相对于预防定向对企业的广告投入与研发强度正向影响更大，同时引发营销争议的可能性更高（Kashmiri et al., 2019）；而预防定向与研发增加呈负相关关系（Scoresby et al., 2021）。

（4）CEO 的调节定向会影响中小企业探索（Exploration）与开发（Exploitation）行为（Huang et al., 2021），具体表现为促进定向对中小企业

企业参与探索与开发有积极影响；而预防定向对企业探索负相关，但与开发并不显著相关（Nadine et al., 2015）。

（5）CEO 的调节定向影响业绩是否达到预期时的冒险行为在业绩低于（高于）预期时，促进定向与冒险行为增加（减少）正相关，而在业绩高于（低于）预期时，预防定向与冒险行为增加（减少）正相关（Mount & Baer, 2021）。

（6）预防定向还与公司在交易对价结构中将基于财务表现额外对价用作交割后风险缓解工具的倾向之间存在正相关关系（Gada et al., 2021）。

2.5 文献述评

本文对国内外专家和学者的学术文献进行梳理后总结得出，收购方企业进行跨国并购的具体动机种类包括：市场寻求型动机、资源寻求型动机、技术寻求型动机、财务管理型动机、管理者自我利益型动机和知识或战略资产寻求型动机等；收购方企业进行跨国并购后的绩效表现受企业创新层面、母国与东道国制度距离层面、企业特征层面、并购交易层面与公司治理层面等一系列因素的影响；收购方企业进行跨国并购成败的影响因素有母国与东道国之间的国家层面、收购方企业层面、收购所涉及的行业层面、跨国并购所涉及的交易层面以及媒体关注层面等；高管调节定向对企业的影响体现在对收购方企业并购的数量和并购的规模、利益相关者战略、广告投入、研发强度、中小企业探索与开发行为、冒险行为等几方面。

本文在国内外学术界专家和学者以往的研究基础上，从媒体压力的角度入手，研究其对收购方企业利益相关者的行为产生影响，从而对企业进行跨国并购成败发挥作用以及研究高管团队的调节定向会在该过程中起到如何的调节作用。

3.理论分析与研究假说

3.1 理论基础

3.1.1 利益相关者理论

Freeman（1984）首次提出利益相关者（Stakeholders）的概念，认为利益相关者拥有独立的利益诉求，与企业之间存在有关交易行为，是能够对企业行为和企业目标的实现及其过程施加影响的个人或者群体，主要包括企业的员工、客户、股东、债权人、供应商、社区公众、政府监管机构、媒体等利益主体。Sirgy（2002）根据利益相关者与企业之间互动关系的远近程度将其划分为三种利益相关者类型，即企业内部的利益相关者（Internal Stakeholders），包括企业的员工、管理人员、部门机构、董事会；企业外部的利益相关者（External Stakeholders），包括企业的股东、债权人、供应商、债权人、当地社区和环境；以及企业远端的利益相关者（Distal Stakeholders），包括竞争企业、消费者、媒体、政府机关等。

利益相关者理论（Stakeholder Theory）的核心观点认为企业的目标不单单是实现最大化的股东利益，而是实现最大化的企业价值，企业的利益是所有企业利益相关者所共有的，而不单纯是股东的权益，因为企业发展所需要的物质基础是所有企业利益相关者所投入的资源，包括股东投入的股本、债权人的债务、员工提供的人力资源、供应商和客户的市场资源、政府机关的公共设施、社区的运营环境、媒体的宣传等等（张兆国等，2012）。

Donaldson & Preston（1995）进一步基于三个不同的角度，将利益相关者理分类为描述性利益相关者理论（Descriptive Stakeholder Theory）、工具性利益相关者理论（Instrumental Stakeholder Theory）和规范性利益相关者理论（Normative Stakeholder Theory）。利益相关者理论的描述性强调了企业应该

满足更加广泛的利益相关者的利益，而不仅仅是股东的利益；利益相关者理论的工具性说明了将利益相关者的利益考虑在内的企业比没有纳入考虑的企业绩效表现更加优秀；利益相关者理论的规范性则解释了企业为何需要关注利益相关者的利益。

3.1.2 高层梯队理论

Hambrick & Mason (1984) 提出高层梯队理论 (Upper Echelons Theory)，认为高级管理层人员如首席执行官 (CEO)、高层管理团队 (Top Management Team) 及其特征对企业的行为表现和进行决策具有重大影响，具体体现为，高级管理层人员实施战略时会依赖于自身的经验和价值观，进而影响企业的行为；高级管理层人员的个人特征相较于高管团队的集体特征对企业行为的预测结果要弱；但该理论起初更加关注于诸如年龄、籍贯、教育背景、工作时长、职业背景、财务水平等可供人观察得到的变量，一些不可直接观测的心理学变量重要且复杂，在未来研究的范围之内。该理论的适用条件为管理自主权和行为整合度。高级管理层人员的管理自主权和行业整合度均会对组织决策、战略以及绩效产生影响。

3.1.2 调节定向理论

Higgins (1997) 提出了调节定向理论 (Regulatory Focus Theory)，解释了个体在实现目标的自我调节过程中会表现出特定的方式或倾向，该理论与享乐主义原则 (强调趋利避害亦或是趋近快乐、回避痛苦) 不同，解释了人们怎样接近积极目标 (Approach the Desired End-states) 和回避消极目标 (Avoid Undesired End-states) 的状态，同时将调节定向划分为促进定向 (Promotion Focus) 和预防定向 (Prevention Focus) 两种类型。促进定向与成长、发展和培养等提高需要相关，而预防定向则与保护、免受伤害等安全需要相关 (姚琦和乐国安, 2009)。

根据该理论，两种调节定向型的个人在追求目标和选择行动策略的过程中会存在差异。具体区别主要表现在服务的需求、目标的状态、结果的关注

和情绪的体验等方面，并会产生独立的动机结果（李磊和尚玉钊，2011；杨文琪等，2017；田喜洲等，2020；秦佳良和张玉臣，2020）。促进定向型的个人关注发展需求，看重进步和成就，追求最优状态，努力趋近理想的自我（Ideal Self，希望和愿望），他们的主宰动机是对成就的渴望，快乐和痛苦源于收获或无收获（Gains or Nogains）；而预防定向型的个人关注安全需求，重视保护和风险，追求稳妥状态，防止自己不能成为应该的自我（Ought Self，责任和义务），他们的主宰动机是对风险的警惕，快乐或痛苦源于无损失或损失（Nonlosses or Losses）。

除此之外，调节定向还可以划分为特质性调节定向（长期性调节定向，Chronic Regulatory Focus）和情境性调节定向（短期性调节定向，Situational Regulatory Focus）两种调节定向的类型。前者指的是个人一种长期的特质，是个体在成长过程中受到抚养人的教育以及个人成功或失败的经历所影响而形成的稳定性动机倾向；后者指的是个人一种短期的特质，是个人在当下情境中受到工作或任务环境要素的影响而激发的暂时性动机倾向（田喜洲等，2020）。对于调节定向特质的测量主要有以下两种方法，即问卷调查法和实验操纵法。

问卷调查法主要用于测量特质性调节定向，而实验操纵法则主要用于测量情境性调节定向。问卷调查法的测量方法是使用调节定向调查问卷，常见的调节定向调查问卷主要有以下几种（毛畅果，2017）：

（1）第一种调节定向调查问卷，Regulatory Focus Questionnaire（调节定向调查问卷，Higgins et al., 2001），该调查问卷中包含 6 道促进定向的测试题目（如“我的生活正在向成功接近”）和 5 道预防定向的测试题目（如“我过去因不够谨慎而闯下祸患”），总共 11 道测试题目，要求调查问卷的填写人员本人进行回忆并评价以往成功或者失败的经历。该种调查问卷由于篇幅简短和可靠性强的特点而广泛地在之后的学术论文研究中进行应用。

（2）第二种调节定向测试表，General Regulatory Focus Measure（常用的调节定向测试表，Lockwood et al., 2002），是截至目前最为常用的调节定向测试表，该测试表中包含 9 道促进定向的测试题目（如“我时常会思考自己将来要成为哪种人”）和 9 道预防定向的测试题目（如“我过去因不够谨慎而闯下祸患”），总共 18 道测试题目，用以测量个人较为稳定的调节定向。

(3) 第三种调节定向测试表, **Regulatory Focus at Work Scale** (工作场合下的调节定向测试表; Wallace & Chen, 2006), 该测试表中包含 6 道促进定向的测试题目 (如“我更想获得成就”) 和 6 道预防定向的测试题目 (如“我更想遵守规则”), 总共 12 道测试题目, 用以工作场合的开发。

(4) 第四种调节定向测试表, **Work-based Regulatory Focus Measure** (工作作为根基的调节定向测试表; Johnson & Chang, 2008), 该测试表中包含 6 道促进定向的测试题目 (如“我渴望在工作中能够发挥自身的潜能”) 和 6 道预防定向的测试题目 (如“我担忧在工作中会发生坏的事情”), 总共 12 道测试题目, 广泛应用在组织的研究中。

(5) 第五种调节定向测试表, **Work Regulatory Focus Scale** (工作调节定向测量表; Neubert et al., 2008), 该测试表中包含 9 道促进定向的测试题目 (如“找工作时我对发展前景更加在意”) 和 9 道预防定向的测试题目 (如“找工作时我对承担责任更加在意”), 总共 18 道测试题目。

实验操纵法的测量方法是通过建立相关的情境而激发出对应的调节定向主要有构建自传回忆情境, 搭建任务整体框架和启动自我进行指导以下三种 (姚琦和乐国安, 2007; 张宏宇等, 2019):

(1) 构建自传回忆情境, 构建蕴含快乐或悲伤情绪的场景激发促进定向, 构建蕴含冷静或兴奋情绪的场景激发预防定向, 如让被实验者详细描绘最近发生使自己产生上述情绪和处于上述状态的事件来引发对应的调节定向。

(2) 搭建任务整体框架, 搭建有无收获的框架来诱发促进定向, 搭建有无损失的框架来诱发预防定向, 两种框架下实验结果的成功与否的判定标准相同, 如给被实验者搭建有无收益的促进定向框架 (倘若当下任务完成得不错, 那么可以选择喜欢的任务继续完成, 否则不能选择喜欢的任务接着完成) 或者搭建损失有无的预防定向框架 (倘若目前的任务完成得还可以, 那么不必选择讨厌的任务继续完成, 否则必须选择讨厌的任务接着完成)。

(3) 启动自我进行指导, 使某种调节定向经过自我指导占据主导地位, 如让被实验者对自身的目标和动机如何随时间变化进行分别启动不同的调节定向。

3.2 媒体压力对企业跨国并购成败的影响

收购方企业进行跨国并购以正式决议为节点划分为决策期和整合期两个时期。其中，决策时期包括私下并购期和公开并购期。私下并购期开始于被并购方企业雇佣投资银行寻找潜在的收购方企业，跨国并购的双方企业取得联系后签署保密和停工协议，使得收购方企业获得非公开信息；此后，表达收购意愿的企业发出有约束力的要约，从中确定最终收购方企业；跨国并购双方企业参与初始谈判并签署初步合同，然后通过正式发布跨国并购公告进入公开并购期，最后以告知公众跨国并购完成或者终止作为此次跨国并购的结束（Muehlfeld et al., 2012）。

在跨国并购进行过程当中，尤其是在跨国并购首次公告发布前后，媒体报道有助于消除收购方企业与其利益相关者之间的信息不对称。收购方企业的利益相关者在得知此次收购活动后，通过媒体报道对企业以往表现出的行为进行了解，并会对此次跨国并购活动表达中立、支持或者公开反对的意见（Hawn, 2020）。因此，收购方企业在做出有关跨国并购等重大决策前，应当将与企业存在利益交换的所有企业利益相关者的行为表现考虑在内，有利于利益相关者的发展，从而提升企业的竞争优势（魏伟等，2012）。

一方面，面对媒体关于收购方企业的正面报道（慈善活动、志愿服务、社区参与、劳动平等、环境友好等），利益相关者往往会对该企业产生主动承担经济责任和社会责任的正面印象，并且认为此类行为更有可能在此次跨国并购活动完成之后继续得以履行，符合其对该企业作为企业公民身份的期望，能够有效保护他们的合法权益，因此他们倾向于对此次跨国并购活动表达支持或者中立的态度，因而能够有效提高跨国并购成功的概率（Bettinazzi & Zollo, 2017）；另一方面，面对媒体关于收购方企业的负面报道（违法违规、侵害中小股东权益、环境污染等），他们则会对该企业产生违规违纪的负面印象，并且认为该种行为在此次跨国并购活动结束后仍会继续存在，有损他们的合法权益，因此他们会对此次跨国并购活动提出质疑，组织罢工，或者由政府监管机构强制终止收购等，导致此次跨国并购活动失败的可能性增加（Shea & Hawn, 2019）。

即使在宣布跨国并购时，跨国并购双方企业就此次跨国并购的主要细节已达成会议并签订初步收购合同，但当利益相关者发现更多关于收购方企业的负面信息后，所表现出的反对行为仍可能会导致该企业终止跨国并购行为。可见，利益相关者的行为对公开并购期的过程完成与否产生了重大影响（Bettinazzi & Zollo, 2017）。此外，媒体对于企业的负面报道对此次跨国并购活动造成的影响可能比正面报道更加深远，是由于利益相关者相对于企业的正面报道更加关注于企业的负面报道，会产生更加强烈的观察者反应（Hawn, 2020）。

基于上述已有的研究，本文推断，当收购方企业实施跨国并购后面临的媒体压力较小（即非负面报道数量较多）时，利益相关者对收购方企业的跨国并购活动表现出积极的支持行为，跨国并购成功的概率提升；反之，当实施跨国并购后面临的媒体压力较大（即负面报道数量较多）时，利益相关者对收购方企业的跨国并购活动表现出消极的反对行为，跨国并购失败的可能性增加。由此，本文提出以下假说：

假说 1：媒体压力会降低收购方企业跨国并购成功的概率。

3.3 高管调节定向的调节作用

高管团队是制定和执行跨国并购这一重要战略决策的主要参与者，由高层梯队理论可知，其可观察到的显性特质（如政治背景、海外经历）以及不可观察到的隐形特质（如过度自信）会对跨国并购的动机、完成和绩效产生影响。具体表现为，若高管团队具有政治背景，则对跨国并购的厌恶程度较高（臧成伟和蒋殿春，2020）；若其拥有海外经历，则能够显著提升跨国并购的财务绩效，同时减弱文化距离的负面影响（孙淑伟等，2018；周中胜等，2020）；而当其过度自信程度过高时，产生的并购商誉越多（李丹蒙等，2018）。

调节定向作为高管团队的一种隐性特质，对跨国并购成败或许能产生进一步的影响。当收购方企业面对跨国并购中的媒体压力引发利益相关者所表现出的行为时，两种不同调节定向类型高管团队有着不同的认知或评价，进而采取不同的应对策略，并进一步影响到利益相关者关于此次跨国并购活动的态度转变。

一方面，促进定向型高管团队对与喜悦——沮丧情绪和收益相关的积极信息较为敏感，为追求跨国并购成功的积极结果，他们会有较高的风险知觉，更为关注甚至主动寻求跨国并购情境中的积极信息（如非负面媒体报道的数量）以及利益相关者表现出积极的支持行为（姚琦和乐国安，2010；段锦云等，2016；毛畅果，2017）。促进定向型高管团队基于社会责任和理想抱负，为实现超财务绩效，与利益相关者建立良好社会关系，而倾向于采取社会导向性的利益相关者战略，积极参与到利益相关者对社会层面的提议，表现为强调满足环境、社区、消费者或员工的需求，如参与公益事业，提高相关福祉，进行环境保护，实现可持续发展等。该类型高管团队往往会积极主动地回应以政府部门、社区民众、消费者等为主的企业外部利益相关者的倡议，甚至超前履行企业社会责任（Gamache et al., 2020）。因此当上述外部利益相关者深入了解企业的过往行为时，发现企业在向好的方向运营与发展，倾向于对此次跨国并购活动转变之前反对的态度为中立或者支持。此外，股东、债权人、员工、供应商等其他利益相关者面对企业进行海外并购所带来的长期收益持有乐观态度，并受到企业外部主要利益相关者态度变化的影响，为不阻碍企业进行海外扩张的步伐，丧失将来的潜在收益，也较为容易转变之前的反对态度，进而有利于此次跨国并购活动的顺利进展。

另一方面，预防定向型高管则对与放松——愤怒情绪和损失相关的消极信息更为敏感，他们为回避跨国并购失败的消极结果，会强化跨国并购情境中的负面消息（如媒体负面报道的数量）以及利益相关者表现出消极的反对行为（姚琦和乐国安，2010；段锦云等，2016；毛畅果，2017）。预防定向型高管团队基于来自股东委托而获得的责任和义务，为履行管理问责制，降低代理成本以及保护股东权益，而倾向于采取治理导向性的利益相关者战略，更多地参与利益相关者对公司治理层面的提议，表现为强调对公司治理的规定，实现代理成本最小化以及股东利益最大化，如限制高管薪酬，改善董事会与股东间的沟通与监督，增加财务报告和重大决策的透明度以及可信度，实施强有力的风险管控等。但此类型高管团队往往会消极被动地回应以股东为代表的债权人、员工、供应商等主要利益相关者的诉求，采取保护其合法权益的措施不够迅速和到位（Gamache et al., 2020），因此上述利益相关者容易怀疑企业采取行动的目的和时机，认为是获取他们支持的无奈之举，对于

此次跨国并购活动的态度变化可能不够明显，甚至依然会保持为先前的反对立场。除此之外，政府部门、社区民众、消费者等其他外部利益相关者的相关提议也没有得到及时地回应，对此次跨国并购活动的态度也无向中立或者支持地明显转变，甚至可能反对的程度会加剧，从而不利于此次跨国并购活动的继续进行。

由此可见，在收购方企业进行跨国并购中，促进定向型高管团队将跨国并购成功视为追求的目标，面对媒体压力倾向于采取社会导向性的利益相关者战略，容易获得主要利益相关者的支持，从而弱化媒体压力对跨国并购成功的消极影响；而预防定向型高管团队将避免跨国并购失败视为责任，面对媒体压力时往往会采取治理导向性的利益相关者战略，不易获得主要利益相关者的支持，从而强化媒体压力对跨国并购成功的消极影响。由此提出假设：

假说 2：促进定向型的高管团队会弱化媒体压力对收购方企业跨国并购成败的消极影响。

本文的研究假说整体框架具体如下图图 2 所示。

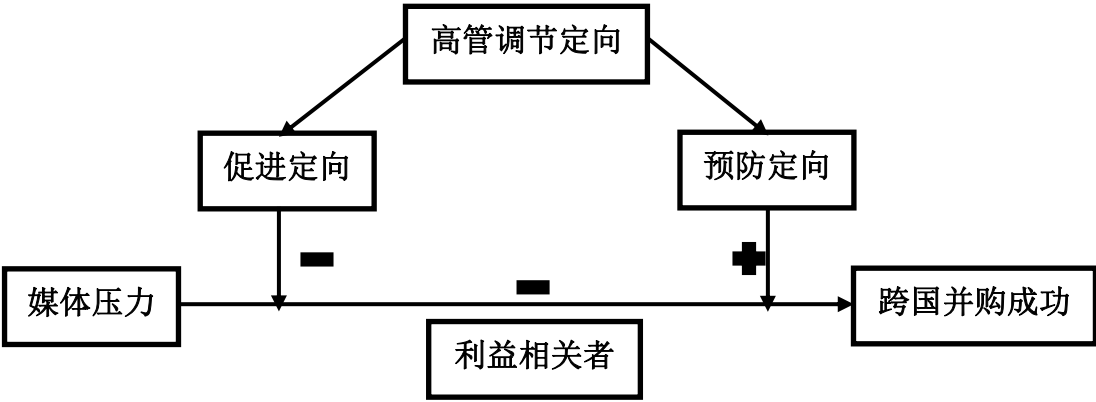


图 2 假说框架

4.研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文选取中国研究数据服务平台（Chinese Research Data Services Platform, 简称 CNRDS）中海外并购数据库（Overseas M&A Database, 简称 COMA）的中国上市公司（在中国国内上市或者在中国国内和海外同时上市的公司），在 2008 年 1 月 1 日后首次发布跨国并购公告，并在 2020 年 3 月 13 日前得到结果（已完成、失败、撤回、停止实施等）的跨国并购事件作为本文进行研究的初始样本。跨国并购事件中收购方企业的企业性质、上市状态、所在地区、所属行业；被并购企业所在东道国、所属行业、企业性质；公告日期、并购生效日、完成状态等数据均来自 CNRDS 的 COMA 数据库。

本文将上市公司的股票代码和公司简称作为搜索关键词，搜索的时间范围在并购事件的公告日期（T）至公告日期前一季度（T-90）之间，利用 Excel 软件手工对获得的新闻数据进行整理汇总计算得到上市公司进行跨国并购前一周的媒体压力（核心解释变量）数据。股票代码、公司简称、统计日期、标题和内容分别出现该公司的新闻总数、全部以及原创的正面、中性和负面新闻数等数据来自 CNRDS 的中国上市公司财经新闻数据库（Financial News Database of Chinese Listed Companies, CFND）。该数据库按照每个自然日的 0 点到 24 点对中国国内上市公司的来自 400 多家重要的网络财经新闻平台的媒体报道进行量化统计，具体包括“和讯网”、“新浪财经”、“东方财富网”、“腾讯财经”、“网易财经”、“凤凰财经”、“中国经济网”、“搜狐财经”、“金融界”、“华讯财经”、“FT 中文网”、“全景网”、“中金在线”、“中国证券网”、“证券之星”、“财新网”、“澎湃新闻”、“第一财经”、“21CN 财经频道”、“财经网”在内的 20 家主流网络财经媒体，

其媒体报道的数据和质量在中国国内排名前列，因而报道的质量和价值得到保证，进一步受到无数投资者的浏览、点击和关注。

本文通过搜索关键词为上市公司的股票代码和公司简称，时间范围为并购事件的首次公告日前的最新一期的半年报或年报，对得到经营讨论与分析的详细内容进行文本分析，使用调节定向中文版词典统计分别得出反映促进定向和预防定向的词汇数量，用以调节变量（高管调节定向）的变量衡量。股票代码、公司简称、会计年度、经营讨论与分析的时间和详细内容、句子和文字数量等信息数据来自 CNRDS 的管理层讨论与分析数据库 (Management's Discussion and Analysis Database, CMDA)，能够有效分析中国上市公司高管团队的集体特质（即调节定向）。

为减弱异常数据的影响，进行了以下初始的剔除处理：（1）删除跨国并购前收购方企业处于 ST（特殊处理）或 ST*（退市预警）状态的跨国并购样本；（2）删除收购方企业所属行业为金融保险类的中国上市企业的跨国并购样本；（3）删除类如收购方企业网络财经新闻等关键信息缺失的跨国并购样本；（4）删除被并购企业为收购方企业的海外控股公司（如海外子公司等）的跨国并购样本；（5）删除被并购方企业位于中国、百慕大、开曼群岛和英属维尔京群岛的跨国并购样本，最终得到 488 家中国国内上市公司进行 835 次跨国并购事件的研究样本。

4.2 变量说明

4.2.1 被解释变量

本文研究的被解释变量为收购方企业跨国并购的成功，用虚拟变量 AOMAS（The Success of Acquirers' Overseas M&A）来表示，取值为 1 表示收购方企业跨国并购的成功（已完成、完成），取值为 0 表示跨国并购未成功（失败、撤回、停止实施等）。

4.2.2 核心解释变量

本文的核心解释变量为媒体压力，借鉴才国伟等人（2015）的衡量方法为媒体相对负面媒体报道数量（即负面报道数量减去正面报道数量）与总体媒体报道数量（正面、中性和负面媒体报道数量的总和）的比值。依据是否包含中性媒体报道，定义媒体压力为： $\text{MedPress} = (\text{负面媒体报道数量} - \text{正面媒体报道数量}) / (\text{正面媒体报道数量} + \text{中性媒体报道数量} + \text{负面媒体报道数量})$ ； $\text{MedPress2} = (\text{负面媒体报道数量} - \text{正面媒体报道数量}) / (\text{正面媒体报道数量} + \text{负面媒体报道数量})$ ， MedPress2 对媒体压力进行衡量的回归结果放在了后序的稳健性检验中。

4.2.3 调节变量

本文的调节变量是高管团队调节定向（RegFocus），根据 Gamache et al（2015）的调节定向英文版词典，并由其他学者进行验证（Kashmiri et al. 2019; Gamache et al. 2020），对致股东的信函（Letters to Shareholders）进行文本分析。由于该部分内容并非中国上市企业年报或半年报的强制性披露内容，但管理层讨论与分析的内容与质量是中国证券监督管理委员会在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号—年度报告的内容与格式》中进行严格要求，语言应简明清晰，通俗易懂，内容不得空洞以及模板化，因此该部分能够体现公司高级管理团队层的价值观和领导理念，成为对其集体特质进行文本分析的合理材料（底璐璐等，2020；胡楠等，2021）。

本文研究运用 Brislin（1970, 1976）的经典回译模型，首先一名同学将英文版词典翻译为中文版本，然后另一位没有查看过原英文版词典的人员将中文版词典重新翻译为英文版本，并与英语原版词典进行比较，对于没有涵盖的英文词汇，则由另外两位同学重复上述步骤，直到原始英文版词典的所有词汇被覆盖，最终得到反映促进定向的中文词汇 73 个，反映预防定向的中文词汇 60 个。原始的英文版调节定向词典反映促进定向的英文词汇为 27 个，反映促进定向的英文词汇为 25 个。调节定向的中英文对照词典如下表表 1 所示。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/208055024015006023>