

跨国并购对企业母国媒体声誉的影响^{*}

□ 阎海峰 吴 琼 田 牧 王启虎

领域编辑推荐语：

“媒体声誉对企业竞争优势和合法性的获得可能有重要影响。以往对媒体声誉的考察主要探讨了媒体声誉的影响结果，对影响媒体声誉的因素研究不足。本文基于信号理论，考察了跨国并购对企业媒体声誉的影响，角度新颖，研究具有重要的理论意义和实践价值。”

——李瑜

摘 要：媒体声誉作为一种战略性资源，是企业持续竞争优势和合法性的重要来源。但现有研究大多关注其影响结果，对媒体声誉的前因探讨较少。本文以信号理论为基础，选取2007~2017年沪深两市A股上市企业，分别探讨了跨国并购的区位选择和行业类型对企业母国媒体声誉的影响，以及企业所有制在上述关系中的调节作用。结果发现，在发达国家或高科技行业跨国并购对企业母国媒体声誉具有正面的信号作用。相比国有企业，高科技行业跨国并购更有助于提升非国有企业的母国媒体声誉。本文进一步将母国媒体声誉细分为政策导向性和市场导向性媒体声誉，发现在发达国家或高科技行业跨国并购正向影响政策导向性媒体声誉，对市场导向性媒体声誉影响并不显著，并且，相比国有企业，高科技行业跨国并购更有利于提高非国有企业的政策导向性媒体声誉。本文将媒体声誉纳入跨国并购信号作用研究框架中，丰富了媒体声誉的前因研究。

关键词：跨国并购；媒体声誉；企业所有制；信号理论

^{*} 本文受国家自然科学基金面上项目“优势还是劣势？母国专有优势对中国企业海外合法性影响研究”（71972072）、上海哲学社会科学规划一般课题“后发企业通过跨国并购提升自主创新能力的匹配研究”（2018BGL028）和上海应用技术大学引进人才科研启动项目“企业国际化宣称对国际化程度的影响研究”（YJ2022-45）资助。感谢《管理学季刊》编辑部耐心细致的沟通工作。感谢领域编辑专业的建议与指导及评审专家的建设性评审意见。

一、引言

企业战略行为的效应研究一直是战略管理领域的重要议题 (Huyghebaert & Van de Gucht, 2014; Li & Tallman, 2011; 方红星和楚有为, 2019)。已有研究指出, 企业的某些战略行为可以视为一种有效的信号, 能够帮助企业获取有价值的资源, 如政府补贴 (冯潇等, 2020)、银行贷款 (高雨辰等, 2021; Yan et al., 2018) 和国际合作伙伴 (Reuer & Ragozzino, 2014) 等。然而, 这类文献主要强调企业战略行为对有形资源的影响, 对无形资源关注较少。媒体声誉, 即呈现在媒体报道中对企业的总体评价, 被看作一种重要的战略性资源, 对企业获取持续竞争优势和合法性至关重要 (Barney, 1991; Deephouse, 2000; Graf-Vlachy et al., 2020)。良好的媒体声誉不仅有助于凸显企业的社会身份, 将企业与竞争对手区别开来 (Graffin et al., 2008; 纪扬和周二华, 2017), 还可以通过影响利益相关者的认知, 提升企业的合法性地位 (Graf-Vlachy et al., 2020) 和企业价值 (Ouyang et al., 2017)。

目前, 媒体声誉的研究主要聚集于其影响结果, 如企业绩效 (Deephouse, 2000; 纪扬等, 2020; Ouyang et al., 2017)、企业融资能力 (Van den Bogaerd & Aerts, 2015; 陈雪等, 2021) 及企业 CEO 薪酬 (纪扬和周二华, 2017) 等, 对媒体声誉的前因探讨较少。事实上, 在中国等制度有待完善的新兴市场, 报纸等媒体作为媒体声誉资源的重要提供者, 虽然可以比其他外界利益相关者接触到更多的企业

私有信息, 但媒体与企业之间仍旧存在一定程度的信息不对称 (才国伟等, 2015; 翟胜宝等, 2015), 加之实践中媒体报道常常面临巨大的时间和信息压力 (Tambini, 2010), 导致其对企业的评价主要依赖于显性的可识别的信号 (连燕玲等, 2020)。已有文献表明, 企业的战略行为, 由于能够向外界利益相关者传递出有关公司战略重点及未来增长前景的信号, 因而会影响其整体声誉 (Williams et al., 2005)。Wry 等 (2006) 也强调在企业层面, 战略和媒体声誉在理论和经验上存在一定的关联性。因此, 有必要探讨企业的何种战略行为可以作为一种有效的信号降低信息不对称, 影响媒体对企业的评价进而提高媒体声誉。

根据信号理论, 有效信号具有高成本和可观察性特征, 企业可以通过发送有效信号降低信息不对称程度, 即通过适当的行为向市场传递有关自身价值的信息, 以此影响利益相关者的看法, 从而获得所需资源 (Connelly et al., 2011; Spence, 1974)。研究指出, 作为企业重要的国际化战略行为, 跨国并购是一种有效信号 (Colovic et al., 2021)。这是因为, 一方面跨国并购是一项复杂且耗时的活动, 企业需要承担高额的成本 (Xue et al., 2021); 另一方面, 新兴市场企业的跨国并购行为在国内市场往往备受瞩目 (Morck et al., 2008; Deng, 2013), 尤其是上市企业, 必须向证监会披露并购的相关信息, 且通常会引发国内媒体的广泛报道 (薛求知和冯锋, 2019)。然而, 现有文献在分析跨国并购信号作用时, 主要关注其对绩效的影响, 如股票市场表现、销售收入等 (Colovic et al., 2021; Lu et al., 2019; Tao et

al., 2016; 薛求知和冯锋, 2019), 鲜有研究关注跨国并购是否对外部资源(如媒体声誉)存在信号作用。

本文基于中国企业跨国并购的现实背景, 关注两类信号——跨国并购区位选择和行业类型, 并探讨其分别对母国媒体声誉的不同影响。第一, 母国市场依然是大多数中国等新兴市场的业务重心所在(Luo & Tung, 2007), 嵌入在母国市场中的资源对其生存和发展具有重要的作用(Child & Marinova, 2014; Rugman & Li, 2007; 王娟等, 2017), 因此, 探讨中国企业跨国并购对母国媒体声誉的影响具有重要意义。第二, 中国企业的跨国并购行为具有独特性, 即存在逆向并购(对发达国家)和顺向并购(对其他发展中国家)两种不同类型(吴先明和黄春桃, 2016)。研究表明, 在发达国家和发展中国家并购对企业资源和能力要求并不相同, 并反映出企业不同战略动机(Deng, 2009; Buckley et al., 2007; Deng & Yang, 2015)。因此, 不同的跨国并购区位选择战略能够传递出有关企业不同质量和前景的信号(Yan et al., 2018)。从实践来看, 一些企业在发展中地区如拉丁美洲开展跨国并购时, 媒体报道往往指出“在投资快速增长的同时, 企业应密切关注对象国的政治和社会情况, 规避可能出现的风险……”(李紫莹, 2011)。尽管区位选择是跨国并购中的一个重要战略行为(武力超等, 2021), 但少有研究关注跨国并购区位选择如何影响母国媒体声誉。第三, 作为后发企业, 中国企业跨国并购带有明显的战略资产寻求或技术追赶特征(Luo & Tung, 2007; 吴先明和苏志文, 2014), 高科技行业的跨国并购行为更容

易受到国内的重视与关注。相对于其他行业, 由于较高行业准入门槛(赵凯和王鸿源, 2018)导致高科技行业的跨国并购成本也更高(Laamanen, 2007)。因此, 不同行业的跨国并购对母国媒体声誉的信号作用可能也会存在差异。实践也表明, 在高科技领域, 如有关中兴、华为等企业海外并购事件的报道中, 多家媒体指出“在国际上著名的技术高地建立了海外研发机构, 自主创新能力大大提高……”(陈建辉, 2011)。此外, 中国企业的跨国并购还具有独特的制度情境——国有性质(Jory & Ngo, 2014)。信号理论指出, 信号的有效性会受到信号发送者特征的影响(Connelly et al., 2011)。因此, 并购方的所有制类型(如国有与非国有)也可能影响上述两类跨国并购的信号效应(Tao et al., 2017; 薛求知和冯锋, 2019)。

鉴于此, 本文基于信号理论, 选取2007~2017年沪深两市A股上市企业的跨国并购和国内媒体报道数据, 实证检验了不同区位、不同行业的跨国并购对企业母国媒体声誉的信号作用, 以及企业不同所有制对上述关系的调节作用。另外, 本文在最后部分增加了拓展性分析, 以进一步检验跨国并购的信号作用在不同类型母国媒体声誉中的影响差异。

二、理论基础与研究假设

(一) 企业媒体声誉的研究

作为一种战略性资源, 媒体声誉是企业持续竞争优势的源泉(Barney, 1991; Deephouse, 2000; Graf-Vlachy et al., 2020)。目前, 关于媒体声誉的研究主要关注的是, 媒体声誉对企

业层面的绩效、融资能力,以及个体层面的CEO薪酬的影响。首先,对企业绩效的研究中,学者主要探讨了媒体声誉对资产收益率、股票回报率的影响。例如,Deephouse(2000)利用1988~1992年121家美国独立银行的数据,研究发现良好的媒体声誉有助于提升商业银行的平均资产回报率。同样地,纪炆和周二华(2017)基于中国企业的研究也表明,媒体声誉能够显著地正向促进企业总资产收益率。Ouyang等(2017)实证检验了中国上市企业媒体声誉与危机后股票回报率的关系,指出媒体声誉能够显著提升企业危机后的股票回报率。其次,对企业融资能力的研究中,学者探讨了媒体声誉对贸易应付款、债务融资的影响。例如, Van den Bogaerd 和 Aerts(2015)基于2001~2005年英国上市企业样本分析了企业媒体声誉与贸易应付款之间的关联,发现企业媒体声誉与其应付贸易账款水平和收到贸易信贷的天数之间存在显著的正相关关系。陈雪等(2021)利用基于大数据分析获取的媒体文本情绪,研究发现,良好的媒体声誉能够增加企业债务融资的规模和延长债务融资的期限。最后,针对个体层面CEO薪酬的研究,纪炆和周二华(2017)探讨了媒体声誉作为CEO利益诉求“名头”的合理性,指出媒体声誉越高的企业,其CEO感知自身身份越尊贵,在自利和自我价值体现动机的驱使下,越有可能实施利益诉求行为,如提高薪酬。

通过对上述文献回顾,可以发现现有媒体声誉的研究主要探讨了其影响结果。但是,很少有学者对媒体声誉的前因展开研究。事实上,在新兴市场国家经济转型背景下,作为媒体声

誉资源的直接提供者,媒体与企业之间始终存在着信息不对称(才国伟等,2015;翟胜宝等,2015),并且,在实际报道过程中,媒体通常面临巨大的时间和信息压力(Tambini,2010),因此,媒体往往根据企业发出的一些显性的、可识别的信号信息,对企业进行评价和报道(连燕玲等,2020)。已有研究指出,企业的战略行为会影响其整体声誉,这是因为企业的战略行为能够向外界利益相关者传递出有关公司战略重点和未来增长前景的信号,进而会影响利益相关者对企业的评价(Williams et al.,2005)。同样地,Wry等(2006)也指出,从理论和经验上来看,企业层面的战略与媒体声誉是相互关联的。可见,企业的某些战略行为可以通过信号传递机制,影响其媒体声誉。

(二) 跨国并购行为的信号传递作用与媒体声誉

在国际商务研究领域,“企业的跨国并购行为可以看作一种有效的信号”这一观点已经得到了研究认可。例如,Tao等(2017)基于2000~2012年中国企业的跨国并购事件考察了股票市场对于跨国并购交易公告的反应程度,研究发现企业的跨国并购行为作为一种信号,能够有效地提高企业在股票市场的累计超常收益,尤其是在政治风险低的国家并购非国有企业。同样地,Lu等(2019)分析了“一带一路”背景下中国服务业企业的跨国并购数据,指出企业跨国并购行为对其市场价值具有显著的信号作用。Colovic等(2021)进一步研究指出,跨国并购行为对股票市场回报的信号作用取决于并购方的资源、能力和与标的企业战略匹配三者要素的不同配置组合。此外,国内学者薛求

知和冯锋（2019）探讨了中国企业在发达国家或地区跨国并购行为的信号作用，发现企业在发达国家的跨国并购行为能够向客户传递积极信息，提高企业销售收入，而且并购方所有权性质、国际化程度、所在行业集中度以及标的方所在国家或地区发展程度均会影响上述信号作用的强弱。

以上研究表明，作为企业国际化战略行为之一，跨国并购可以通过信号传递机制，影响企业外部利益相关者，如投资者、客户等。因此，同样作为企业外部利益相关者的媒体（李培功和沈艺峰，2010），很有可能也会受到跨国并购行为信号的影响，即企业跨国并购行为会对媒体声誉资源的获取存在信号作用。然而，现有关于跨国并购行为信号作用的研究大多聚焦在其对企业绩效的影响，如股票市场表现、销售收入等，忽视了跨国并购行为是否对企业外部资源（如媒体声誉）的获取存在信号作用，这在一定程度上限制了对企业跨国并购行为信号作用范围的理解。而且，现有研究大多从整体上考察企业跨国并购行为的信号作用，未能有效地区分不同类型（例如，不同区位、不同行业）跨国并购行为信号的作用差异。

本文基于信号理论和跨国并购研究文献，识别出两类不同的跨国并购信号——跨国并购区位选择和行业类型，探讨其分别对媒体声誉的影响。首先，Deng（2013）、Morek 等（2008）研究指出，新兴市场企业的跨国并购行为在母国市场容易引起重大关注，尤其是上市企业，需要按照证监会的严格要求披露并购的相关信息，而且母国媒体相应地也会进行广泛报道（薛求知和冯锋，2019）。可见，企业跨国并购

行为对母国媒体声誉的信号作用更强。其次，在中国企业的跨国并购实践中，逆向并购（对发达国家）和顺向并购（对其他发展中国家）的战略动机具有明显的差异，而且对企业的资源和能力要求也并不相同（Deng，2009；Deng & Yang，2015；吴先明和黄春桃，2016）。在这种情况下，不同的跨国并购区位选择行为，向母国媒体传递出企业不同的质量与意图信号，进而对母国媒体声誉的影响也不同。研究发现，中国企业不同区位的对外直接投资，对母国政府资源、金融资源以及市场资源影响存在显著差异（Yan et al.，2018）。再次，作为后发企业，中国企业跨国并购带有明显的战略资产寻求或技术追赶特征（Luo & Tung，2007；吴先明和苏志文，2014）。相比其他行业，高科技行业的跨国并购行为更容易受到国内重视与关注，即信号的可观察性更高。在这种情况下，不同行业的跨国并购对母国媒体声誉的信号作用也会不同。最后，根据信号理论，信号的有效性会受到信号发送者特征的影响（Connelly et al.，2011）。因循这一逻辑，作为信号发送者，并购企业的特征（如国有与非国有）可能增强或减弱上述两类跨国并购的信号作用。研究发现，与非国有企业相比，国有企业的跨国并购行为对企业股票累积超常收益（Tao et al.，2016）、企业销售收入（薛求知和冯锋，2019）的信号作用更弱。

如前文所述，企业跨国并购行为对母国媒体声誉的信号作用与三个因素直接相关，即区位选择（发达国家与发展中国家）、行业类型（高科技行业与非高科技行业）和并购企业的所有制类型（国有与非国有）。接下来，我们将详

细推导跨国并购区位选择、行业类型对企业在母国的媒体声誉的信号作用机制，以及并购企业的所有制类型对上述信号作用的调节机制。

1. 跨国并购区位选择与母国媒体声誉

本文认为跨国并购区位选择（发达国家与发展中国家）主要通过以下信号传递机制影响企业的母国媒体声誉。

第一，相对于发展中国家，在发达国家跨国并购能够向母国媒体传递出更高企业质量的信号。一方面，与发展中国家相比，企业进入发达国家并购的门槛更高，发达国家市场对企业的质量标准、劳动保护和绿色环保有严格的准入要求（Yan et al., 2018）。在发达国家的跨国并购行为可以向母国媒体传递出企业满足上述要求的能力，即能够提供更高质量的产品和服务。另一方面，相对于发展中国家，企业在发达国家的并购活动成本往往更高，如较高的并购溢价（Rossi & Volpin, 2004），可以有效地阻止低质量企业的模仿行为。因此，与发展中国家相比，在发达国家的跨国并购由于可以释放出企业质量更高的信号，可能获得母国媒体更多的正面评价，从而有利于提高企业的母国媒体声誉。

第二，发达国家比发展中国家的市场体制更为健全和完善，即市场成熟度更高，因而对进入者的治理结构要求更高。在发达国家的跨国并购行为能够向母国媒体表明企业拥有良好的治理能力，能够遵循发达市场严格的制度要求进行生产经营（Peng & Su, 2014）。相反，发展中国家普遍存在监管环境不透明、司法和金融体系不完备、腐败现象和国内政治冲突严重等问题，导致企业在发展中国家的并购通常

面临较高的不确定性风险（Desbordes & Vauday, 2007; Hiatt & Sine, 2014），甚至可能引发海外撤资现象（Blake & Moschieri, 2017）。中国银行也明确规定，在企业未能够证明其海外项目安全可行之前，不会向其提供贷款。因此，在发展中国家的跨国并购能够传递出企业可能面临高系统性风险的信号（Yan et al., 2018），导致母国媒体倾向于对其进行负面评价或报道（Chun, 2005; Kioussis et al., 2007），进而损害企业的母国媒体声誉。

第三，不同于发展中国家，在发达国家的跨国并购能够传递出企业获取战略资产意图的信号，这是因为发达国家企业通常拥有先进的技术、品牌及管理经验等战略资产（Child & Rodrigues, 2005; Makino et al., 2002）。由于企业通过在发达国家并购获取战略资产，往往能够显著提高其技术能力，加之母国媒体倾向于对企业的创新性给予更多正面评价（Kioussis et al., 2007）。因此，在发达国家的跨国并购传递出企业战略资产获取意图的信号，有助于提升企业的母国媒体声誉。此外，相比发展中国家，发达国家市场具有更高的声誉（Yamakawa et al., 2008）。基于声誉溢出效应，当企业与高声誉的区位相关联时，如在发达国家并购，能够向母国媒体传递出企业具有良好的声誉信号（Yan et al., 2018），因而有利于提升企业的母国媒体声誉。综上，本文提出以下假设：

假设 1：相比发展中国家，在发达国家跨国并购更有利于提高企业的母国媒体声誉。

2. 跨国并购行业类型与母国媒体声誉

本文认为跨国并购行业类型（高科技行业与非高科技行业）主要通过以下信号传递机制，

影响企业的母国媒体声誉。

第一，相对于其他行业，高科技行业的跨国并购能够向母国媒体传递出更高企业质量的信号。一方面，高科技行业的特征是技术水平“要求高”、专职技术人员“比重高”、创新收益在总销售额中“占比高”等，有很高的行业准入门槛（赵凯和王鸿源，2018）。在我国，认定高科技企业的主要条件是国家重点扶持的高新技术领域，生产经营活动以进行相关领域的研究开发与技术成果转化为基础，并拥有企业核心自主知识产权，主要衡量指标是研发实力和创新能力，如要求科技人员占比超过10%，以及研发费用占比至少达到当年总收入的3%等（马玉琪等，2018）。可见，一般企业很难满足上述要求，进入该行业领域。因此，在相同的跨国并购情境下，相较于其他行业，并购方企业为高科技行业，可以释放出企业质量更高的信号。相应地，母国媒体在对企业的总体评价中倾向于给予更多的正面评价。另一方面，由于行业本身的特性，决定了高科技行业企业的跨国并购主要以技术资源获取为目标。因此，相较于其他行业，高科技行业企业的跨国并购更多属于或偏向于技术型并购。而技术型并购比其他类型并购对企业的要求能力更高，如有一定的技术积累（吴先明和苏志文，2014）、更强的财务实力（Laamanen，2007）等。因此，相较于其他行业，高科技行业的跨国并购可以释放出企业技术和财务实力更强的信号，相应地，母国媒体对企业的总体评价也会更正面，即企业的母国媒体声誉更高。

第二，相对于其他行业，高科技行业的跨国并购能够向母国媒体传递出企业更好发展前景

的信号。高科技行业的跨国并购是新兴市场企业快速获取技术资源、提高创新能力的有效途径（朱建民和崔心怡，2022）。而且，高科技行业企业通过跨国并购，通常能够直接学习国外的先进技术、管理经验及培养海外高科技人才（Tao et al.，2017）。此外，高科技行业的跨国并购通过技术的“外溢效应”和“示范效应”，促进国内企业技术进步和研发创新（蓝庆新等，2019；李子彪等，2019）。已有研究表明，媒体对企业的人才培养、创新性和效益方面均会给予更多的正面评价（Chun，2005；Kioussis et al.，2007）。因此，相比其他行业，高科技行业的跨国并购行为能够获得母国媒体更多的正面报道，进而提升其母国媒体声誉。

第三，高科技行业企业的跨国并购能够传递出企业积极响应政府政策意图的信号。《关于促进战略性新兴产业国际化发展的指导意见》中提出我国培育和发展战略性新兴产业的中长期目标，并通过深化国际合作，尽快掌握关键核心技术，以提升我国自主发展能力与核心竞争力。在我国“十三五”规划纲要中也明确强调了以创新驱动发展为导向提升发展质量和效益的必要性。而高科技行业作为我国战略性新兴产业，其跨国并购行为完全响应了我国产业政策号召。在政策执行过程中，由于媒体发挥着一定的政策宣传等社会功能（邝艳华等，2015；王升华，2009），为鼓励更多高科技企业支持政府颁布的一系列政策需求，母国媒体会对高科技行业的跨国并购给予更多的正面评价，更有利于企业获取良好的母国媒体声誉。因此，相比其他行业，高科技行业的跨国并购行为更容易受到国内重视与关注，即信号的可观察性

更高,在一定程度上能够增强其信号效应。综上,本文提出如下假设:

假设 2: 相比其他行业,高科技行业跨国并购更有利于提高企业的母国媒体声誉。

3. 企业所有制的调节作用

本文进一步认为,信号发送者的特征,即并购方的所有制类型(国有与非国有),能够影响上述两类跨国并购的信号效应。

相比国有企业,非国有企业的跨国并购能够向母国媒体传递出企业自身能力更强的信号。这是因为,第一,在中国“走出去”政策背景下,国有企业通常比非国有企业更容易获得来自政府资金、资源方面的支持(Buckley et al., 2007; Morek et al., 2008)。第二,相比国有企业,非国有企业的海外投资受到更多的融资限制,且在对外投资的申报、审批、资源获取等方面,会遭遇不公平待遇(邱立成和杨德彬, 2015)。因此,相比国有企业,非国有企业跨国并购所需的内部资金、资源投入更高。相反,财务或资源实力较差的非国有企业很难模仿这一行为。因此,从信号的发送成本来看,相比国有企业,非国有企业跨国并购可以释放出企业自身实力或能力更强的信号,从而能够获得母国媒体更多的正面评价,提升企业的母国媒体声誉。

另外,相比国有企业,非国有企业能更有效地将已有的创新资源转化为创新产出,并且拥有更大的自主权和灵活性(Child & Pleister, 2003),能够高效地开展与创新相关的活动。例如,国家统计局2017年全国企业创新调查结果显示,在开展创新活动的企业占比、研发投入强度及新产品的新颖度等方面,国有企业明显

低于其他企业(向东和余玉苗, 2020)。而且,非国有企业通常比国有企业拥有更强的吸收能力,在跨国并购中能够最大限度地实现对目标企业先进知识或技术的获取与应用(Fisch et al., 2019)。因此,无论在发达国家跨国并购,还是高科技行业跨国并购,非国有企业更有可能实现技术或创新能力的提升。加之母国媒体倾向于对企业创新性给予更多正面评价(Kiouis et al., 2007)。因此,相比国有企业,在发达国家跨国并购、高科技行业跨国并购对非国有企业的母国媒体声誉的信号作用均更强。综上,本文提出以下假设:

假设 3a: 相比国有企业,在发达国家跨国并购更有利于提高非国有企业的母国媒体声誉。

假设 3b: 相比国有企业,高科技行业跨国并购更有利于提高非国有企业的母国媒体声誉。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

中国企业历年跨国并购交易事件来源于Wind资讯金融数据库中“中国并购库”的相关数据。考虑到数据的可获得性,我们选取2007~2017年中国企业海外并购数据进行研究。具体样本确定的过程如下:①沪深两地A股上市的所有上市企业为初始样本;②剔除所有金融类企业;③剔除在并购当年或之后上市及并购当年被ST、*ST的企业;④剔除并购企业注册地为中国大陆以外的企业;⑤剔除企业注册地为维尔京群岛等避税地的企业;⑥只选择对跨国并购事件进行宣告,并顺利进行交易的事件为样本,剔除那些只完成宣告而没有完成实

际交易的样本；⑦为避免企业一年内的多次跨国并购对媒体报道存在干扰，本文选择的目标企业当年仅存在一次跨国并购事件，并且在媒体报道期间无新增跨国并购事件；⑧剔除交易信息缺失或财务数据披露不全的企业。经过整理和筛选，本文共得到 79 家企业的 99 起并购事件。

媒体声誉的数据来源于中国知网（CNKI）《中国重要报纸全文数据库》^①，其中包括中国证监会指定上市企业信息披露的法定披露报纸《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《证券时报》，以及《中国经营报》《经济观察报》《第一财经日报》《21 世纪经济报道》等在财经类市场影响力最大、受众覆盖最广的报纸（杨玉龙等，2017）。为了降低数据检索遗漏的可能性，我们参考李培功和沈艺峰（2010）、戴亦一等（2011）的做法，分别使用“标题查询”和“主题查询”对所有跨国并购上市企业更名前及更名后的全称和简称进行检索，剔除字数少于 50 字或同一新闻中出现四个以上其他企业的稿件，以及排除与跨国并购无关的重大事件而导致报道频数异常多的样本（Bednar，2012），并在 2008~2019 年共下载有关样本企业的全文稿件 2550 篇。此外，本文所使用的其他数据均来自 CSMAR 数据库。

（二）变量说明

1. 因变量

母国媒体声誉（Media Reputation, MR）：

与 Deephouse（2000）的衡量方法一致，本文使用媒体宜人性指数（CMF）来衡量，表达式如下：

$$CMF = \frac{P^2 - PN}{(total)^2}, \text{ 如果 } P > N; CMF = 0, \text{ 如果 } P = N; CMF = \frac{PN - N^2}{(total)^2}, \text{ 如果 } P < N.$$

其中： P 代表一年间媒体对企业正面评价的报道篇数； N 代表一年间媒体对企业负面评价的报道篇数； $total$ 代表一年间媒体对企业的总报道篇数（包括中性报道），考虑到新闻的时效性和聚焦性及对企业发送跨国并购行为信号的界定（即跨国并购完成的公开宣告），本文仅采用从并购完成交易宣告日开始持续一年的新闻报道来衡量（才国伟等，2015）^②。当一年间媒体对企业正面评价的报道次数越多时，CMF 值就越大，亦表明母国媒体声誉越高。

关于媒体正面和负面评价的报道判断标准，我们借鉴才国伟等（2015）研究的做法，将正面报道的判断标准分成两类：①报道中充满赞扬等明显的正面语气并对企业进行主观正面评价。例如，报道评价企业“提高了产品竞争力”“有利于拓展和优化业务及产品结构”“积极履行社会责任”等。②报道使用中性化语言不进行主观评价，但通过报道向公众展示了良好的企业形象。例如，“引进海外的管理理念”“与跨国企业签约”等。只要一篇报道满足上述标

^① 本文未将互联网的媒体报道作为数据来源，主要原因是：第一，互联网媒体报道的信息权威性、公信力均不及报纸（陈泽艺和李常青，2017）；第二，互联网上的信息多数来源于报纸信息的转载，分离这些重复的信息是相当困难的（李培功和沈艺峰，2010；才国伟等，2015）。

^② Teerikangas 和 Thanos（2018）的研究提出，现有研究中大多数假定并购后整合期为两年或三年。因此，本文采用从并购交易完成公开宣告当天到第二年完整一年的新闻报道来衡量媒体声誉，并不会受到并购后阶段的影响。

准之一，即将其界定为正面评价的报道；负面评价的报道判断标准也包括两方面：①报道中包含质疑或批评等明显的负面语气并对企业进行主观负面评价。例如，报道评价企业“产品竞争力大幅下降”“经营管理模式粗放”“社会责任心较差”等。②报道使用中性化语言不进行主观评价，但通过报道向公众展示了不良的企业形象。例如，企业“涉嫌信息披露违规”“频繁排放污染物”等。只要一篇报道满足上述标准之一，即将其界定为负面评价的报道。除此之外，如果报道中不包含明显的正面、负面语气，并且报道对企业形象的影响程度不大。例如，企业“要约收购事项进展情况”“注册地址同级别城市变更”“企业股东变更”等，本文将之视为中性评价的报道，即既不属于正面评价的报道，也不属于负面评价的报道范畴。

2. 自变量

①区位选择 (Location)：当企业在发达国家完成跨国并购交易，取值为 1，否则为 0。其中，发达国家的界定参考国际货币基金组织 (IMF) 定义的发达国家名单，共计 39 个国家。②行业类型 (Industry)：当并购方所在的行业类型为高科技行业，取值为 1，否则为 0。参考 Cloudt 等 (2006) 的研究，我们将高科技行业定义为航空航天和国防 (SIC - codes 372 和 376)、计算机及办公设备 (SIC-code 357)、制药 (SIC - code 283) 及电子通信 (SIC - code 36) 行业。

3. 调节变量

企业所有制 (Ownership)：依据实际控制人性质划分为国有和非国有两类，国有企业取

值为 1，非国有企业取值为 0。

4. 控制变量

①企业年龄 (Age)：企业自成立至观测年份经历的时间自然对数。②企业规模 (Employee)：企业各业务分部员工总数自然对数。如果企业员工总数越多，媒体迎合读者偏好的动机越强，媒体对其正面报道数增多。③资产负债率 (Leverage)：负债总额/资产总额。④资产收益率 (ROA)：净利润/资产总额。⑤股票市场回报：企业股票的年度日平均收益率 (Return)。⑥年度日平均波动率 (Volatility)：一般来说，股票收益率越高，媒体对该企业的正面报道越多。股票波动率越大，媒体对该企业的负面报道越多。⑦机构投资者持股比例 (Inshold)：一方面，机构投资者能够监督并强化企业的内部治理机制，从而提高媒体的正面报道倾向；另一方面，机构投资者持股比例越高，企业的内部治理问题越容易暴露，从而降低媒体的正面报道倾向。⑧跨国并购交易金额 (Deal Value)：交易金额自然对数。⑨收购方股权比例 (Acquired Stake)。⑩跨国并购经验 (CMA)：同一企业在样本事件发生之前已经完成的跨国并购次数。⑪年份虚拟变量 (Year)：用于控制样本的时间效应。

(三) 模型设定

鉴于本文的因变量取值范围是 $[-1, 1]$ ，进行归一化处理，因变量的取值范围变成 $[0, 1]$ 。因此，本文采用随机 Tobit 回归模型，来检验跨国并购区位选择和行业类型对母国媒体声誉的信号作用，回归模型设定如下：

$$MR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Location_{i,t-1} + \beta_2 Industry_{i,t-1} + \beta_3 Ownership_{i,t-1} + \beta_4 Location_{i,t-1} \times Ownership_{i,t-1} +$$

$$\begin{aligned} & \beta_5 Industry_{i,t-1} \times Ownership_{i,t-1} + \beta_6 LnAge_{i,t-1} + \\ & \beta_7 LnEmployee_{i,t-1} + \beta_8 Leverage_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + \\ & \beta_{10} Return_{i,t-1} + \beta_{11} Volatility_{i,t-1} + \beta_{12} Inshold_{i,t-1} + \\ & \beta_{13} LnDealValue_{i,t-1} + \beta_{14} AcquiredStake_{i,t-1} + \\ & \beta_{15} CMA_{i,t-1} + \beta_{16} Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中, MR 表示母国媒体声誉; 下标 i 表示企业, t 表示年度, $t-1$ 表示上一年度; β 为回归系数; ε 为残差项; 其他变量的含义如前所述。另外, 上述所有变量均选用年度数据, 为了控制内生性问题, 本文对所有自变量取值均进行滞后一期处理, 时间虚拟变量除外。

四、实证分析

(一) 描述性分析

表 1 为各变量的描述性统计, 包括均值、标准差和相关系数。结果表明, 所有变量的统计结果基本不存在异常值, 说明数据来源较为可靠。其中, 母国媒体声誉均值大于 0.5, 这说明实施跨国并购的中国企业受到媒体的正面报道次数整体上大于负面报道次数。此外, 中国企业在发达国家开展跨国并购的数量显著多于发展中国家, 以及进行跨国并购的高科技企业只占 25.3%, 国有企业和非国有企业开展跨国并购的数量相差较小。企业各项财务指标也均在合理的范围内, 样本企业在规模、交易金额、股权比例等方面差异较大。同时, 还可以看出区位选择和行业类型与母国媒体声誉的相关性均呈显著正相关, 初步表明, 在发达国家和高科技行业的跨国并购与母国媒体声誉具有正向关系。

(二) 回归结果

区位选择和行业类型对母国媒体声誉的直接影响, 以及企业所有制的调节作用的分析结果如表 2 所示。模型 (4) 回归结果显示: 第一, 区位选择对母国媒体声誉的回归系数为正, 且在 1% 的统计水平下显著 ($\beta = 0.214, p < 0.01$); 从经济意义上来看, 相较于发展中国家, 在发达国家跨国并购的企业母国媒体声誉平均提高了 21.4 个基点, 约等于母国媒体声誉平均水平的 29.80% (母国媒体声誉的均值为 0.718), 说明在发达国家的跨国并购行为对企业母国媒体声誉的影响也具有显著的经济意义。因此, 假设 1 得到支持。第二, 行业类型对母国媒体声誉的回归系数为正, 且在 1% 的统计水平下显著 ($\beta = 0.193, p < 0.01$); 从经济意义上来看, 相比非高科技行业, 高科技行业跨国并购的企业母国媒体声誉平均提高了 19.3 个基点, 约等于母国媒体声誉平均水平的 26.88%, 说明高科技行业的跨国并购行为对企业母国媒体声誉的影响也具有显著的经济意义。因此, 假设 2 也得到支持。

为了进一步检验企业所有制的调节作用, 分别构造企业所有制与区位选择和行业类型的交互项, 然后分别放入回归模型, 分析结果如模型 (5) 和模型 (6) 所示。其中, 模型 (5) 回归结果显示, 区位选择与所有制的交互项系数为正, 但不显著 ($\beta = 0.136, p > 0.1$), 假设 3a 没有得到支持。可能是因为, 企业所有制存在正负两方面的影响。一方面, 相比非国有企业, 国有企业的跨国并购更易获得政府的支持, 在母国存在一定的资源优势。例如, 申请银行贷款、获取政府补贴等方面, 导致在发达国家

表1 均值、标准差和相关系数

序号	变量	均值	标准差	最小值	最大值	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1	母国媒体声誉	0.718	0.217	0.000	1.000														
2	区位选择	0.818	0.388	0.000	1.000	0.218**													
3	行业类型	0.253	0.437	0.000	1.000	0.276***	0.033												
4	所有制	0.434	0.498	0.000	1.000	-0.061	-0.010	-0.087											
5	企业年龄	2.761	0.353	1.792	3.434	0.098	-0.019	0.064	-0.294***										
6	企业规模	9.072	1.531	5.580	13.223	0.073	0.086	0.014	0.348***	-0.275***									
7	资产负债率	0.538	0.172	0.143	1.000	0.117	-0.050	0.098	0.080	0.040	0.132								
8	资产收益率	0.054	0.083	-0.087	0.678	-0.003	-0.093	-0.028	-0.148	-0.178*	0.002	0.011							
9	日均收益率	0.356	0.987	-0.842	6.503	0.121	0.028	0.005	0.119	-0.230**	-0.054	-0.039	0.149						
10	日均波动率	0.498	0.137	0.142	0.801	0.051	-0.032	0.135	-0.098	0.018	-0.374***	0.115	0.185*	-0.048					
11	机构投资者持股比例	0.144	0.196	0.000	0.982	-0.021	0.134	0.066	0.189	-0.289***	0.178*	-0.042	0.060	0.200**	-0.012				
12	交易金额	10.040	2.957	0.130	20.580	0.045	0.051	-0.041	0.199**	0.061	0.149	0.228**	0.229**	-0.103	0.047	0.019			
13	股权比例	72.030	30.890	4.950	100	-0.217**	0.029	-0.103	-0.031	-0.095	0.022	-0.026	0.157	0.197*	0.039	0.005	0.082		
14	并购经验	0.343	0.702	0.000	3.000	0.089	0.044	0.114	0.007	0.052	0.152	0.002	-0.023	-0.081	0.043	-0.062	0.070	-0.179*	

注：N=95，*** $p<0.01$ ，** $p<0.05$ ，* $p<0.1$ 。

表 2 跨国并购与母国媒体声誉

	(1) 母国媒体声誉	(2) 母国媒体声誉	(3) 母国媒体声誉	(4) 母国媒体声誉	(5) 母国媒体声誉	(6) 母国媒体声誉	(7) 母国媒体声誉
区位选择		0.207*** (0.069)		0.214*** (0.066)	0.170** (0.080)	0.194*** (0.064)	0.162** (0.078)
行业类型			0.186*** (0.063)	0.193*** (0.060)	0.198*** (0.060)	0.322*** (0.079)	0.321*** (0.079)
所有制		0.037 (0.057)	0.034 (0.057)	0.047 (0.054)	-0.064 (0.127)	0.119* (0.061)	0.036 (0.131)
区位选择* 所有制					0.136 (0.142)		0.099 (0.139)
行业类型* 所有制						-0.300** (0.121)	-0.291** (0.121)
企业年龄	0.000 (0.006)	0.002 (0.006)	0.001 (0.006)	0.003 (0.005)	0.002 (0.005)	0.001 (0.005)	0.000 (0.005)
企业规模	0.013 (0.023)	0.007 (0.023)	0.004 (0.023)	-0.001 (0.022)	-0.003 (0.022)	-0.002 (0.021)	-0.004 (0.021)
资产负债率	0.181 (0.159)	0.247 (0.153)	0.161 (0.152)	0.227 (0.145)	0.225 (0.144)	0.277* (0.142)	0.273* (0.142)
资产收益率	0.261 (0.349)	0.565 (0.358)	0.326 (0.346)	0.599* (0.338)	0.601* (0.336)	0.532 (0.330)	0.536 (0.328)
日均收益率	-0.025 (0.045)	-0.034 (0.043)	-0.045 (0.044)	-0.053 (0.041)	-0.057 (0.042)	-0.069* (0.041)	-0.071* (0.041)
日均波动率	0.208 (0.331)	0.151 (0.318)	-0.037 (0.327)	-0.100 (0.312)	-0.086 (0.311)	-0.182 (0.306)	-0.168 (0.306)
机构投资者 持股比例	0.289* (0.173)	0.328* (0.166)	0.193 (0.168)	0.231 (0.160)	0.246 (0.160)	0.175 (0.157)	0.187 (0.158)
交易金额	-0.016 (0.010)	-0.021** (0.010)	-0.017* (0.010)	-0.021** (0.009)	-0.023** (0.010)	-0.020** (0.009)	-0.021** (0.009)
股权比例	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001* (0.001)	0.001* (0.001)
并购经验	-0.056 (0.037)	-0.055 (0.036)	-0.065* (0.036)	-0.065* (0.034)	-0.069** (0.034)	-0.086** (0.034)	-0.088** (0.034)
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.279 (0.367)	0.094 (0.358)	0.411 (0.354)	0.216 (0.341)	0.277 (0.346)	0.335 (0.338)	0.375 (0.342)
Chi-square	19.296	28.116	28.071	38.333	39.244	44.448	44.957
Log likelihood	-19.870	-15.459	-15.482	-10.351	-9.896	-7.294	-7.039
N	95	95	95	95	95	95	95

注：*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ ；括号内的数值为标准误。

跨国并购的正面信号效应被强化。另一方面，国有企业去发达国家又面临着更高的合法性缺

失等东道国制度劣势，导致其负面信号效应被强化。可能正是由于存在上述正负两个方面的

影响，企业所有制的调节作用趋于不显著。模型（6）回归结果显示，行业类型与所有制的交互项系数显著为负（ $\beta = -0.300, p < 0.05$ ），表明在高科技行业，相比国有企业，非国有企业

跨国并购的正面信号作用更强，能显著提高其母国媒体声誉，假设 3b 得到支持。图 1 展现的是行业类型与企业所有制对母国媒体声誉的交互影响。

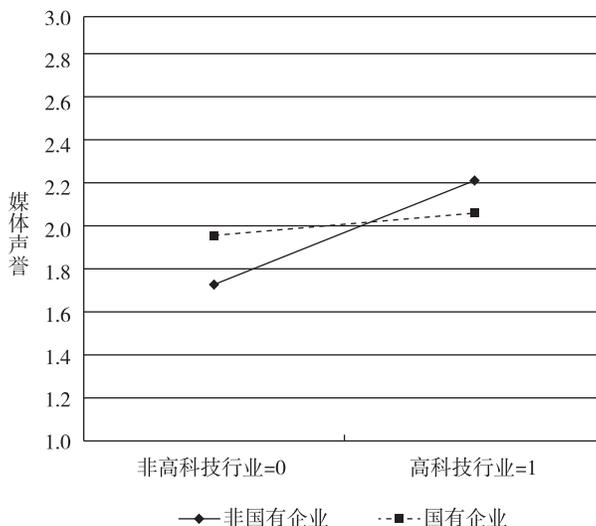


图 1 行业类型、企业所有制对母国媒体声誉的交互影响

五、拓展性分析与稳健性检验

（一）拓展性分析

本文已发现不同类型的跨国并购对母国媒体声誉的信号作用存在差异。由于信号有效性也部分取决于接收者的特性，所以不同接收者对不同信号发送者传递信号的解读可能存在差异，导致其赋予信号不同的强度甚至不同的含义（Connelly et al., 2011）。媒体作为信号接收者，理论上应该真实且客观地传递信息，但现实中由于媒体自身供给动机及相关利益集团需求偏好的不同，其报道可能存在一定的偏差（Mullainathan & Shleifer, 2005）。因此，我们认

为有必要沿着本文理论分析部分的逻辑进一步对媒体报纸进行分类，深入探究不同类型媒体在接收不同类型跨国并购的信号时是否存在差异性。

在我国，新闻媒体具有宣传性和商业性的二元特征（王升华，2009）。由此媒体被分为两大类，一类主要肩负“舆论宣传工具”的重任，同时会得到相应的优惠政策及财政津贴，被称为“政策导向性媒体”；另一类是逐渐市场化的新闻媒体，它们具有相对独立的编辑权，更关注市场对于新闻信息的诉求，同时自负盈亏，主要以广告和其他经营收入谋求发展，被称为“市场导向性媒体”（杨玉龙等，2017）。政策导向性媒体通常具备传达政策导向的功能（李

培功和沈艺峰, 2010), 对特定事件的报道可能带有一定的非商业目的, 尤其当报道对象是国有企业时(陈泽艺和李常青, 2017)。而相比政策导向性媒体, 市场导向性媒体面临着更大的市场竞争压力, 为了追求商业利益会更倾向于提供原创性深度报道, 其报道行为易被诸多市场因素影响, 受到政府因素的“牵制”相对较少(才国伟等, 2015), 刘启亮等(2013)也指出, 相对于政策导向性媒体, 市场导向性媒体的监督治理作用更强。因此, 我们认为作为信号接收方, 相对于市场导向性媒体, 政策导向性媒体因享受财政支持, 有职责履行其宣传任务, 接收来自发达国家和高科技行业跨国并购信号的动机更强, 并且会赋予这些信号更多正向解读, 它们对跨国并购相关事件的正面报道倾向更强, 更有利于提高企业的母国媒体声誉。

根据已有研究(才国伟等, 2015), 本文将选取的八份纸质媒体细分为两类, 其中《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《证券日报》^①为证监会要求的法定信息披露报纸, 由于主办单位身份的特殊性, 这四份报纸具有传达政策导向的功能, 我们将其归为“政策导向性媒体”(李培功和沈艺峰, 2010), 并将母国的政策导向性媒体对企业的总体评价产生的媒体声誉定义为“政策导向性媒体声誉”。而《中国经营报》《经济观察报》《第一财经日报》《21世纪经济报道》是财经类市场影响力最大、

受众覆盖最广的报纸, 常通过原创性的深度报道率先披露一些上市企业行为, 我们合称为“市场导向性媒体”(李培功和沈艺峰, 2010), 并将母国的市场导向性媒体对企业的总体评价产生的媒体声誉定义为“市场导向性媒体声誉”。政策导向性媒体声誉和市场导向性媒体声誉的测量与上述母国媒体声誉的衡量方式一致。

基于模型(2)和模型(3), 我们调整了母国媒体声誉变量的计量, 得到2个新变量——政策导向性媒体声誉和市场导向性媒体声誉, 分别等于从并购完成交易当天到第二年完整一年, 政策导向性报纸和市场导向性报纸对目标企业总体评价产生的媒体声誉, 构建了模型(9)、模型(10)和模型(16)、模型(17)分别检验区位选择、行业类型与政策导向性媒体声誉、市场导向性媒体声誉的关系。并在模型(5)和模型(6)的基础上, 引入所有制与区位选择、行业类型的交互项, 构建了模型(12)、模型(13)、模型(19)和模型(20)分别检验所有制与区位选择、行业类型的交互项和政策导向性媒体声誉、市场导向性媒体声誉的关系。

从表3回归结果看, 模型(11)回归结果显示: 第一, 区位选择对政策导向性媒体声誉的回归系数为正, 且在1%的统计水平下显著($\beta=0.251, p<0.01$), 表明相比发展中国家, 在发达国家跨国并购的正面信号作用更强, 更有利于企业在母国获取良好的政策导向性媒体

^① 参照杨玉龙等(2017)的划分标准, 本文对于政策导向性媒体的划分, 是以媒体主管单位的行政级别为依据的。《中国证券报》和《上海证券报》的主管单位是新华通讯社;《证券时报》的主管单位是《人民日报》社;《证券日报》的主管单位是经济日报报业集团。由于这些主管单位均为省部级以上单位, 必然与中央政策高度一致, 故列为政策导向性媒体。除此之外, 其他报纸则为市场导向性媒体。需要特别指出的是, 由于《中国经营报》是典型的商业类报纸, 立足于自主市场经营, 更注重商业利益。所以, 本文将其划分为市场导向性媒体[这一做法与李培功和沈艺峰(2010)的划分也是一致的]。

声誉。第二，行业类型对政策导向性媒体声誉的回归系数为正，且在1%的统计水平下显著 ($\beta=0.302, p<0.01$)，表明相比其他行业，高科技行业跨国并购的正面信号作用更强，更有利于企业在母国获取良好的政策导向性媒体声誉。从经济意义上来看，相比发展中国家，在发达国家跨国并购的企业政策导向性媒体声誉平均提高25.1个基点，约等于政策导向性媒体声誉平均水平的29.74%（政策导向性媒体声誉的均值为0.844）；相比非高科技行业，高科技行业跨国并购的企业政策导向性媒体声誉平均提高了30.2个基点，约等于政策导向性媒体声

誉平均水平的35.78%，这说明在发达国家或高科技行业的跨国并购行为对企业政策性媒体声誉的影响具有显著的经济意义。当引入区位选择与所有制的交互项后，模型（12）回归结果显示，区位选择与所有制的交互项系数为正，但不显著 ($\beta=0.031, p>0.1$)，原因与模型（5）的解释逻辑一致，当引入行业类型与所有制的交互项后，模型（13）回归结果显示，行业类型与所有制的交互项系数显著为负 ($\beta=-0.347, p<0.05$)，表明相对于国有企业，非国有企业跨国并购的正面信号作用更强，更有利于提高其在母国的政策导向性媒体声誉。

表3 跨国并购与政策导向性媒体声誉

	(8) 政策导向性媒体声誉	(9) 政策导向性媒体声誉	(10) 政策导向性媒体声誉	(11) 政策导向性媒体声誉	(12) 政策导向性媒体声誉	(13) 政策导向性媒体声誉	(14) 政策导向性媒体声誉
区位选择		0.241*** (0.090)		0.251*** (0.084)	0.242** (0.101)	0.229*** (0.082)	0.233** (0.098)
行业类型			0.296*** (0.083)	0.302*** (0.080)	0.303*** (0.080)	0.438*** (0.102)	0.438*** (0.102)
所有制		0.144* (0.075)	0.156** (0.075)	0.166** (0.071)	0.140 (0.167)	0.242*** (0.079)	0.254 (0.172)
区位选择*所有制					0.031 (0.184)		-0.014 (0.181)
行业类型*所有制						-0.347** (0.158)	-0.348** (0.159)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.076 (0.479)	-0.253 (0.466)	0.202 (0.450)	-0.033 (0.439)	-0.021 (0.444)	0.062 (0.437)	0.057 (0.442)
Chi-square	21.628	31.636	37.388	46.160	46.188	50.949	50.955
Log likelihood	-42.497	-37.493	-34.617	-30.231	-30.217	-27.837	-27.834
N	95	95	95	95	95	95	95

注：*** $p<0.01$ ，** $p<0.05$ ，* $p<0.1$ ；括号内的数值为标准误。

从表4回归结果看，模型（18）回归结果显示，区位选择和行业类型与市场导向性媒体声誉系数为正，但不显著 ($\beta=0.128, \beta=$

$0.078, p>0.1$)，模型（19）回归结果显示，区位选择与所有制的交互项系数为正，但不显著 ($\beta=0.193, p>0.1$)，模型（20）回归结果

显示，行业类型与所有制的交互项系数为负，但不显著 ($\beta = -0.104, p > 0.1$)。这表明作为“舆论宣传工具”的政策导向性媒体对符合国家政策导向的企业战略行为更加关注，在接收这些信号时更有动机强化其正向的信号效应，做

出偏差性报道，而市场导向性媒体更多考虑的是市场需求因素及受众覆盖面，会迎合消费者偏好的变化，受到政府因素的“干扰”相对较少。图2展现的是行业类型与企业所有制对政策导向性媒体声誉的交互影响。

表4 跨国并购与市场导向性媒体声誉

	(15) 市场导向性媒体声誉	(16) 市场导向性媒体声誉	(17) 市场导向性媒体声誉	(18) 市场导向性媒体声誉	(19) 市场导向性媒体声誉	(20) 市场导向性媒体声誉	(21) 市场导向性媒体声誉
区位选择		0.128 (0.085)		0.128 (0.085)	0.059 (0.106)	0.117 (0.086)	0.055 (0.106)
行业类型			0.079 (0.078)	0.078 (0.077)	0.084 (0.077)	0.122 (0.103)	0.121 (0.102)
所有制		-0.123* (0.068)	-0.130* (0.068)	-0.120* (0.068)	-0.277* (0.163)	-0.095 (0.077)	-0.247 (0.171)
区位选择*所有制					0.193 (0.182)		0.182 (0.183)
行业类型*所有制						-0.104 (0.157)	-0.086 (0.158)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.131 (0.423)	-0.007 (0.417)	0.167 (0.416)	0.050 (0.419)	0.139 (0.424)	0.099 (0.424)	0.175 (0.428)
Chi-square	40.423	46.395	45.186	47.416	48.540	47.847	48.837
Log likelihood	-28.747	-25.761	-26.365	-25.250	-24.688	-25.035	-24.540
N	95	95	95	95	95	95	95

注：*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ ；括号内的数值为标准误。

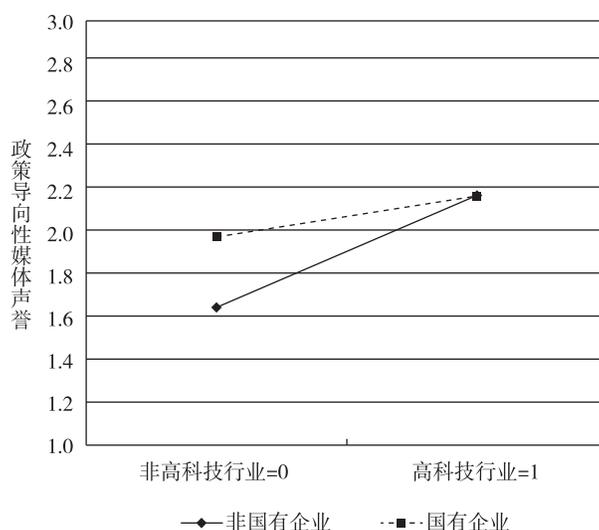


图2 行业类型、企业所有制对政策导向性媒体声誉的交互影响

（二）稳健性检验

本文进行了以下几个方面的稳健性检验：

①变换样本量。为避免同一企业多次跨国并购行为的信号作用之间存在干扰，本文针对同一企业，只保留首次并购事件进行实证检验。

②变换指标度量。为避免指标选取带来的偏差，本文采取不包含中性报道的测量指标 $CMF' = \frac{P^2 - PN}{(P+N)^2}$ 来衡量企业母国媒体声誉，再次验证企

业不同区位或行业的跨国并购与母国媒体声誉的关系。③变换解释变量滞后期数。本文将解释变量区位选择和行业类型滞后被解释变量母国媒体声誉两期重新检验，即以第 $t-1$ 期的区位选择和行业类型作为解释变量，第 $t+1$ 期的母国媒体声誉作为被解释变量重新检验。④工具变量两阶段回归。为了进一步检验遗漏变量带来的内生性对研究结论的影响，本文使用工具变量方法重新估计跨国企业的不同区位和行业类型对母国媒体声誉的影响。具体而言，本文选择国家间地理距离作为区位选择的工具变量，这是因为当地理距离较小时，中国倾向于经济发展水平相近的发展中国家投资，反之则倾向于在经济发展水平较高的发达国家投资，因为发达国家战略性资产优势明显，即使地理距离较远，资产寻求动机仍会推动企业对该类国家的投资（杨珍增，2017；胡曙虹等，2019）。选择地区空气污染作为行业类型的工具变量，理由是在空气污染严重地区，政府为降低空气污染而推行的环境规制力度增强，这不仅有利于提高地区的科技创新水平，带动更多企业进入高科技行业（魏冬和冯采，2021），而

且对企业海外投资有显著促进作用（Spatareanu, 2007），进而推动高科技行业的跨国并购行为。显然，企业母国媒体声誉受国家间地理距离和地区空气污染的影响较小。所以，我们分别使用上述两个工具变量进行两阶段回归分析，以检测本文结论的稳健性。考虑上述因素后，基准回归结果依然稳健^①。

六、结论与讨论

本文从信号理论出发，构建了跨国并购行为的信号传递机制模型，探讨了跨国并购行为的信号释放角色，尤其是对新兴市场企业母国媒体声誉的影响。分析表明在发达国家和高科技行业的跨国并购行为可以向母国媒体传递积极信号，帮助企业建立良好的母国媒体声誉。实证研究发现，在发达国家或高科技行业开展跨国并购行为，有助于企业建立良好的母国媒体声誉。在高科技行业，相比国有企业，非国有企业跨国并购行为的信号作用更强，即更有利于提高母国媒体声誉。进一步将母国媒体声誉细分为政策导向性媒体声誉和市场导向性媒体声誉后，我们发现，企业在发达国家和高科技行业的跨国并购行为显著提高了政策导向性媒体声誉，并且在高科技行业，非国有企业的跨国并购行为显著提高了政策导向性媒体声誉。

本文主要有以下三个方面的贡献：第一，首次尝试实证检验了跨国并购情境下，企业的战略行为对媒体声誉的影响作用，丰富了媒体声誉的前因研究。现有研究主要关注外部环境

① 稳健性检验的回归结果以在线附录方式公开 (<https://www.bilibili.com/read/cv16610925>)。

和各利益相关者 (Vogler et al., 2016)、组织身份 (Wry et al., 2006) 对媒体声誉的影响, 鲜有文献涉及企业层面的战略因素对媒体声誉的影响。本文通过实证分析不同区位或行业的跨国并购行为与企业母国媒体声誉的关系, 研究结论揭示了企业战略行为在帮助企业获取外部关键资源 (如媒体声誉) 方面发挥的重要信号作用。第二, 区别于以往跨国并购行为信号的研究更多关注其所带来的经济结果, 例如, 股票市场表现和销售收入 (Colovic et al., 2021; Lu et al., 2019; Tao et al., 2017; 薛求知和冯锋, 2019), 本文重点将作为重要战略性资源的媒体声誉引入跨国并购行为信号模型中, 探讨了跨国并购行为信号所带来的非经济结果。以往研究强调跨国并购行为信号有利于企业的财务绩效, 但较少关注这一信号会为企业带来何种潜在的无形资源。本文关注到跨国并购行为与外部媒体之间的互动关系, 进一步实证了跨国并购行为信号对企业而言也存在一定的非经济因素影响, 从媒体角度完善了跨国并购行为信号作用的相关研究。第三, 将转型经济制度的特殊性因素纳入模型中, 本文强调了中国本土情境下不同组织特性 (所有制类型) 将进一步影响跨国并购行为的信号作用, 由此引发外部媒体对不同制度情境下跨国并购行为的评价差异, 深化了跨国并购行为信号作用 (Colovic et al., 2021; Lu et al., 2019; Tao et al., 2017; 薛求知和冯锋, 2019), 以及媒体声誉前因的相关研究 (Vogler et al., 2016; Wry et al., 2006)。

本文的实践意义在于: 第一, 新兴市场企业可以通过跨国并购行为针对母国媒体产生的

正面信号作用, 在国内市场建立良好的媒体声誉, 进而获取持续竞争优势和合法性。尤其是在发达国家和高科技行业的并购, 更有利于跨国并购行为信号作用的发挥。具体而言, 当企业在发达国家或者高科技行业开展跨国并购时, 应该积极主动地向母国媒体重点释放或公开披露并购相关的区位和行业信息, 尤其是政策导向性媒体, 如《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《证券日报》, 从而获得媒体对企业整体的正面评价, 提升企业在国内市场的媒体声誉。第二, 在已开展高科技行业跨国并购行为的基础上, 相比国有企业, 非国有企业更应该充分利用母国媒体, 特别是政策导向性媒体的“舆论宣传工具”功能, 促使高科技行业跨国并购行为信号在提升企业母国媒体声誉方面发挥更强的正面作用, 有助于帮助其克服母国市场和制度因素的阻碍, 以此提高非国有企业在母国市场的持续竞争优势及合法性地位。第三, 由于中国等新兴市场制度环境的不完善, 投资者和客户等企业外部利益相关者在资本市场上处于信息劣势, 很多中小投资者和客户主要通过媒体报道获取企业信息, 但不同类型的新闻媒体又存在一定程度上的报道偏差现象。例如, 政策导向性媒体和市场导向性媒体在对同一家企业的跨国并购事件进行报道时, 它们的正面和负面报道倾向不同, 向读者传达出的信息存在偏差。因此, 在接收外界信息时要理性及综合地看待不同立场媒体的信息传递功能, 不能过分依赖单一类型媒体对企业的报道信息。

本文还存在一些局限性, 未来研究可以进行更深入的探讨。第一, 本文关注了成功完成宣告的跨国并购行为对母国媒体声誉的影响,

而跨国并购是一个高风险的战略行为,有很多并购失败的案例,这些失败的跨国并购行为与母国媒体声誉的关系又如何?未来研究可以进一步探索。第二,本文仅分析了跨国并购区位选择信号和行业类型信号的净效应,未能考虑两者对母国媒体声誉影响的交互作用,即不同区位的跨国并购行为对母国媒体声誉的信号作用可能会受到行业类型的影响。例如,相比其他行业,能源行业的企业在资源丰富但欠发达国家的跨国并购行为,对母国媒体声誉的信号作用可能会更强。因此,未来可进一步研究不同信号间的交互作用。第三,本文从母国市场角度分析了跨国并购行为对母国媒体声誉的影响,但对于中国等新兴市场跨国企业而言,东道国市场中的媒体声誉资源对其海外生存和发展同样至关重要。尤其是在发达国家市场,新兴市场跨国企业通常面临着双重劣势——外来者劣势和来源国劣势所导致的合法性危机(杨勃,2019)。因此,未来研究可以从东道国市场视角探讨企业如何通过发送有效的信号提升其东道国媒体声誉。

接受编辑:李瑜

收稿日期:2021年7月23日

接受日期:2022年6月13日

作者简介:

阎海峰,华东理工大学商学院教授、博士生导师,在复旦大学获得管理学博士学位,在 *Asia Pacific Journal of Management*、*Management and Organization Review*、《管理世界》、《南开管理评论》、《中国工业经济》和《科研管理》等

重要国内外学术刊物发表论文50余篇,当前研究兴趣为企业国际化。

吴琼,华东理工大学商学院博士研究生,在《外国经济与管理》学术期刊发表过论文,当前研究兴趣为企业国际化。

田牧,华东理工大学商学院博士后,在马德里自治大学获得管理学博士学位,在 *Management Decision* 等学术期刊发表论文数篇,当前研究兴趣为跨文化管理和技术创新。

王启虎(通讯作者, E-mail: ecustwangqihu@163.com),上海应用技术大学经济与管理学院讲师,在华东理工大学获得管理学博士学位,在 *Chinese Management Studies* 和《管理学季刊》等学术期刊发表论文数篇,当前研究兴趣为企业国际化。

参考文献

- [1] 才国伟、邵志浩、徐信忠:《企业和媒体存在合谋行为吗?——来自中国上市公司媒体报道的间接证据》,《管理世界》,2015年第7期。
- [2] 陈建辉:《“走出去”,提升核心竞争力》,《经济日报》,2011年5月18日。
- [3] 陈雪、孙慧莹、王雨鹏、杨金娟、陈丹妮:《媒体声誉与企业债务融资——基于媒体文本情绪大数据的证据》,《中央财经大学学报》,2021年第1期。
- [4] 陈泽艺、李常青:《媒体报道与资产定价:研究综述》,《外国经济与管理》,2017年第3期。
- [5] 戴亦一、潘越、刘思超:《媒体监督、政府干预与公司治理:来自中国上市公司财务重述视角的证据》,《世界经济》,2011年第11期。
- [6] 方红星、楚有为:《公司战略与商业信用融资》,《南开管理评论》,2019年第5期。
- [7] 冯潇、孟卫东、黄波、张尔聪:《企业与政府

间的创新信号传递与反馈研究》，《科学学与科学技术管理》，2020年第8期。

[8] 高雨辰、万滢霖、张思：《企业数字化、政府补贴与企业对外负债融资——基于中国上市企业的实证研究》，《管理评论》，2021年11期。

[9] 郭玥：《政府创新补助的信号传递机制与企业创新》，《中国工业经济》，2018年第9期。

[10] 胡曙虹、杜德斌、范蓓蕾：《中国企业 R&D 国际化：时空格局与区位选择影响因素》，《地理研究》，2019年第7期。

[11] 纪扬、周二华：《CEO 利益诉求需要借口吗？——媒体声誉的正名作用》，《财经论丛》，2017年第10期。

[12] 纪扬、周二华、蒋国银：《媒体报道、战略惯性与企业绩效——基于中国上市公司的经验证据》，《管理评论》，2020年第6期。

[13] 邝艳华、叶林、张俊：《政策议程与媒体议程关系研究——基于1982至2006年农业政策和媒体报道的实证分析》，《公共管理学报》，2015年第4期。

[14] 蓝庆新、黄婧涵、李飞：《海外高科技人才回流对中国区域经济发展的影响研究——基于门槛效应的实证分析》，《科技管理研究》，2019年第10期。

[15] 雷根强、郭玥：《高新技术企业被认定后企业创新能力提升了吗？——来自中国上市公司的经验证据》，《财政研究》，2018年第9期。

[16] 李培功、沈艺峰：《媒体的公司治理作用：中国的经验证据》，《经济研究》，2010年第4期。

[17] 李子彪、王楠、孙可远：《国际化行为对高新技术企业创新绩效的影响机理——基于吸收能力的中介效应》，《科技管理研究》，2019年第8期。

[18] 李紫莹：《投资拉美政治风险不容忽视》，《国际商报》，2011年第2期。

[19] 连燕玲、刘依琳、高皓：《代理 CEO 继任与媒体报道倾向——基于中国上市公司的经验分析》，

《中国工业经济》，2020年第8期。

[20] 刘启亮、李祎、张建平：《媒体负面报道、诉讼风险与审计契约稳定性——基于外部治理视角的研究》，《管理世界》，2013年第11期。

[21] 马玉琪、扈瑞鹏、赵彦云：《企业性质、行业差异与高新技术企业退出研究》，《科学学研究》，2018年第9期。

[22] 邱立成、杨德彬：《中国企业 OFDI 的区位选择——国有企业和民营企业的比较分析》，《国际贸易问题》，2015年第6期。

[23] 王娟、王启虎、阎海峰：《企业国际化信号对国内政府资源撬动作用研究》，《管理学季刊》，2017年第1期。

[24] 王升华：《政府与媒体的互动关系》，《中共中央党校学报》，2009年第4期。

[25] 魏冬、冯采：《空气污染对地区科技创新水平的影响研究——基于专利授权大数据的证据》，《南方经济》，2021年第8期。

[26] 吴先明、黄春桃：《中国企业对外直接投资的动因：逆向投资与顺向投资的比较研究》，《中国工业经济》，2016年第1期。

[27] 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。

[28] 武力超、杨帆、姜炎鹏、肖成琳：《中国企业跨国并购的区位选择是否偏好全球城市？：基于东道国异质性视角的实证分析》，《世界经济研究》，2021年第7期。

[29] 向东、余玉苗：《国有企业引入非国有资本对创新绩效的影响——基于制造业国有上市公司的经验证据》，《研究与发展管理》，2020年第5期。

[30] 薛求知、冯锋：《中国企业跨国并购的信号作用》，《技术经济》，2019年第7期。

[31] 杨勃：《新兴经济体跨国企业国际化双重劣

势研究》，《经济管理》，2019年第1期。

[32] 杨玉龙、孙淑伟、孔祥：《媒体报道能否弥合资本市场上的信息鸿沟？——基于社会关系网络视角的实证考察》，《管理世界》，2017年第7期。

[33] 杨珍增：《地理距离与跨国公司的直接投资动机——基于美国跨国公司数据的研究》，《经济经纬》，2017年第3期。

[34] 翟胜宝、徐亚琴、杨德明：《媒体能监督国有企业高管在职消费么？》，《会计研究》，2015年第5期。

[35] 赵凯、王鸿源：《政府 R&D 补贴政策与企业创新决策间双向动态耦合与非线性关系》，《经济理论与经济管理》，2018年第5期。

[36] 朱建民、崔心怡：《国际技术并购因素组态与二元创新绩效关系研究》，《科学学研究》，2022年第5期。

[37] Barney, J. 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 1: 99-120.

[38] Bednar, M. K. 2012. Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism. *Academy of Management Journal*, 1: 31-150.

[39] Blake, D. J., & Moschieri, C. 2017. Policy risk, strategic decisions and contagion effects: Firm-specific considerations. *Strategic Management Journal*, 3: 732-750.

[40] 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*, 4: 499-518.

[41] Child, J., & Marinova, S. 2014. The role of contextual combinations in the globalization of Chinese firms. *Management and Organization Review*, 3: 347-371.

[42] Child, J., & Pleister, H. 2003. Governance and management in China's private sector. *International Management*, 3: 13-23.

[43] Child, J., & Rodrigues, S. B. 2005. The Internationalization of Chinese firms: A case for theoretical extension. *Management & Organization Review*, 3: 381-410.

[44] Chun, R. 2005. Corporate reputation: Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, 2: 91-109.

[45] Cloodt, M., Hagedoorn, J., & Kranenburg, H. V. 2006. Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. *Research Policy*, 5: 642-654.

[46] Colovic, A., Lamotte, O., & Yang, J. 2021. Investors' decisions following acquisition announcements: A configurational analysis of the role of acquirers' resources, capabilities, and strategic fit with the target firm. *European Management Review*, 1: 1-17.

[47] Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. 2011. Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 1: 39-67.

[48] Deephouse, D. L. 2000. Media Reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management*, 6: 1091-1112.

[49] Deng, P. 2009. Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion? *Journal of World Business*, 1: 74-84.

[50] Deng, P. 2013. Chinese outward direct investment research: Theoretical integration and recommendations. *Management and Organization Review*, 3: 513-539.

[51] Deng, P., & Yang, M. 2015. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, 1: 157-172.

[52] Desbordes, R., & Vauday, J. 2007. The political influence of foreign firms in developing countries. *Eco-*

nomics & Politics, 3: 421–451.

[53] Fisch, C., Block, J., & Sandner, P. 2019. The impact of acquisitions on Chinese acquirers' innovation performance: An empirical investigation of 1545 Chinese acquisitions. *Journal of Business Economics*, 2: 125–153.

[54] Graf-Vlachy, L., Oliver, A. G., Banfield, R., König, A., & Bundy, J. 2020. Media coverage of firms: Background, integration, and directions for future research. *Journal of Management*, 1: 36–69.

[55] Graffin, S. D., Wade, J. B., Porac, J. F., & McNamee, R. C. 2008. The impact of CEO status diffusion on the economic outcomes of other senior managers. *Organization Science*, 3: 457–474.

[56] Hiatt, S., & Sine, W. D. 2014. Manu Militari: The institutional contingencies of stakeholder relationships on entrepreneurial performance. *Organization Science*, 4: 633–652.

[57] Huyghebaert, N., & Van de Gucht, L. M. 2004. Incumbent strategic behavior in financial markets and the exit of entrepreneurial start-ups. *Strategic Management Journal*, 7: 669–688.

[58] Jory, S. R., & Ngo, T. N. 2014. Cross-border acquisitions of state-owned enterprises. *Journal of International Business Studies*, 9: 1096–1114.

[59] Kioussis, S., Popescu, C., & Mitrook, M. 2007. Understanding influence on corporate reputation: An examination of public relations efforts, media coverage, public opinion, and financial performance from an agenda-building and agenda-setting perspective. *Journal of Public Relations Research*, 2: 147–165.

[60] Laamanen, T. 2007. On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal*, 13: 1359–1369.

[61] Li, S., & Tallman, S. 2011. MNC strategies, exogenous shocks, and performance outcomes. *Strategic Management Journal*, 10: 1119–1127.

[62] Lu, H., Hong, J., Chen, Q., & Deng, P. 2019. Impact of overseas M&As on Chinese service enterprises' market value. *The Service Industries Journal*: 1–21.

[63] Luo, Y., & Tung, R. L. 2007. International expansion of emerging market enterprises: A spring board perspective. *Journal of International Business Studies*, 4: 481–498.

[64] Makino, S., Lau, C. M., & Yeh, R. S. 2002. Asset-exploitation versus asset-seeking: Implications for location choice of foreign direct investment from newly industrialized economies. *Journal of International Business Studies*, 3: 403–421.

[65] Morck, R., Yeung, B., & Zhao, M. 2008. Perspectives on China's outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 3: 337–350.

[66] Mullainathan, S., & Shleifer, A. 2005. The market for news. *American Economic Review*, 4: 1031–1053.

[67] Ouyang, Z., Xu, J., Wei, J., & Liu, Y. 2017. Information asymmetry and investor reaction to corporate crisis: Media reputation as a stock market signal. *Journal of Media Economics*, 2: 82–95.

[68] Peng, M. W., & Su, W. 2014. Cross-listing and the scope of the firm. *Journal of World Business*, 1: 42–50.

[69] Ranft, A. L., & Lord, M. D. 2002. Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation. *Organization Science*, 4: 420–441.

[70] Reuer, J. J., & Ragozzino, R. 2014. Signals and international alliance formation: The roles of affiliations

and international activities. *Journal of International Business Studies*, 3: 321–337.

[71] Rossi, S. , & Volpin, P. F. 2004. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 2: 277–304.

[72] Rugman, A. M. , & Li, J. 2007. Will China's multinationals succeed globally or regionally? . *European Management Journal*, 5: 333–343.

[73] Spatareanu, M. 2007. Searching for pollution havens: The impact of environmental regulations on foreign direct investment. *Journal of Environment & Development*, 2: 161–182.

[74] Spence, M. 1974. Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution. *Journal of Economic Theory*, 3: 296–332.

[75] Stiglitz, J. E. 2000. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The Quarterly Journal of Economics*, 4: 1441–1478.

[76] Tambini, D. 2010. What are financial journalists for. *Journalism Studies*, 2: 158–174.

[77] Tao, F. , Liu, X. , Gao, L. , & Xia, E. 2017. Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms. *International Business Review*, 1: 189–202.

[78] Teerikangas, S. , & Thanos, I. C. 2018. Looking into the “Black Box” unlocking the effect of integration on acquisition performance. *European Management Journal*, 3: 366–380.

[79] Van den Bogaerd, M. , & Aerts, W. 2015.

Does media reputation affect properties of accounts payable? *European Management Journal*, 1: 19–29.

[80] Vogler, D. , Schranz, M. , & Eisenegger, M. 2016. Stakeholder group influence on media reputation in crisis periods. *Corporate Communications*, 3: 322–332.

[81] Williams, R. J. , Schnake, M. E. , & Fredenberger, W. 2005. The impact of corporate strategy on a firm's reputation. *Corporate Reputation Review*, 3: 187–197.

[82] Williams, R. J. , Schnake, M. E. , & Fredenberger, W. 2005. The impact of corporate strategy on a firm's reputation. *Corporate Reputation Review*, 3: 187–197.

[83] Wry, T. , Deephouse, D. L. , & Mcnamara, G. 2006. Substantive and evaluative media reputations among and within cognitive strategic groups. *Corporate Reputation Review*, 4: 225–242.

[84] Xue, H. , Zeng, S. , Sun, D. , & Shi, J. J. 2021. Impacts of Peers' Mergers and Acquisitions on Firm Innovation. *IEEE Transactions on Engineering Management (Early Access)*: 1–16.

[85] Yamakawa, Y. , Peng, M. W. , & Deeds, D. L. 2008. What drives new ventures to internationalize from emerging to developed economies? . *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1: 59–82.

[86] Yan, H. , Wang, J. , & Deng, P. 2018. Outbound linkage and inbound leverage for emerging multinationals: A signaling theory perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 2: 347–372.

Research on the Impact of Cross-Border M&As on Firms' Media Reputation in the Home Country

Haifeng Yan¹ Qiong Wu¹ Mu Tian¹ Qihu Wang²

(1. Business school, East China University of Science and Technology;

2. School of Economics & Management, Shanghai Institute of Technology)

Abstract: It has always been a critical research topic to study the effect of firm strategic behavior in the field of strategic management. Researches have pointed out that some firm strategic behavior can be regarded as an effective signal which help firm obtain valuable resources, such as government subsidies and bank loans. However, the literature mainly emphasizes the impact of firm strategic behavior on tangible resources, and pays less attention to intangible resources. Media reputation, is regarded as an important strategic resource, which is essential for a firm to obtain competitiveness and legitimacy. Most researches explore the effect of media reputation, yet its antecedents are seldom addressed. Scholars have suggested that firm strategic behavior can affect its reputation by sending a signal to external stakeholders about the firm's strategic priorities and future growth prospects. Therefore, it is necessary to explore what kind of firm strategic behavior can be used as an effective signal to reduce information asymmetry, affect the media's evaluation of firm and improve media reputation.

Scholars have suggested that, as an important international strategic behavior of firm, cross-border M&As can affect external stakeholders, such as investors and customers, through a signaling mechanism. Therefore, the media, as an external stakeholder, may also be affected by the signal of cross-border M&As, that is, the cross-border M&As will have a signal effect on acquiring media reputation resources. Based on signaling theory and research literature on cross-border M&As, we test the model with a dataset of the cross-border M&As of A-share listed firms in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2007 to 2017, investigating the signaling effect of cross-border M&As with targets in developed countries and high-tech industries on the media reputation in the home country. The moderating effect of different types of ownership on the above relationship, and further testing the influence of the signal effect of cross-border M&As on the different types of media reputation in the home country.

Our research finds that, cross-border M&As in developed countries or high-tech industries can help firm build up a good media reputation in their home country. In the high-tech industry, compared with SOEs, non-SOEs' cross-border M&As have a stronger signal effect, that is, it is more conducive to improving the media reputation in the home country. After further subdividing the home country media reputation into policy-oriented media reputation and market-oriented media reputation, we find that the cross-border M&As with targets in developed countries and high-tech industries significantly improve the policy-oriented media reputation. Moreover, in the high-tech industry, the cross-border M&As by non-SOEs have significantly improved the policy-oriented media reputation.

Our study makes three contributions. First, it is the first attempt to empirically test the impact of firm strategic behavior on media reputation in the context of cross-border M&As, enriching the antecedent researches on media reputation. Second, different from previous researches on the signal of cross-border M&As, which paid more attention to the economic outcomes, this paper fo-

cuses on introducing media reputation, which is an important strategic resource, into the signal model of cross-border M&As, and improves the relevant research on the signal role of cross-border M&As with the perspective of media. Third, the specific factors of the transitional economic system are incorporated into the model, which emphasizes the differences in the signaling effect of different organizational characteristics (the type of ownership) on cross-border M&As in China, and deepens the research on the signaling effect of cross-border M&As.

The practical implications of this paper is as follows: First, firms in emerging markets can build up a good media reputation in the home country through the positive signal effect of cross-border M&As on the home media, so as to obtain competitiveness and legitimacy. In particular, M&As with targets in developed countries and high-tech industries are more conducive to playing the signaling role. Specifically, when the cross-border M&As with targets in developed countries and high-tech industries, they should proactively release or publicly disclose M&As-related location and industry information to the media in the home country, especially policy-oriented media, such as *China Securities Journal*, *Shanghai Securities News*, *Securities Times* and *Securities Daily*, so as to obtain positive evaluations from the media on the firm, and enhance the firm's media reputation in the home country. Second, on the basis of the cross-border M&As in the high-tech industry, compared with SOEs, non-SOEs should take full advantage of the media in their home countries, especially the policy-oriented media's "public opinion propaganda" function, to promote the signal of cross-border M&As in the high-tech industry play a stronger positive role in enhancing the media reputation in home country, helping it overcome the obstacles and institutional factors of the home country, so as to improve the competitiveness and legitimacy of non-SOEs in the home country. Third, due to the imperfect institutional environment in emerging markets such as China, external stakeholders (e.g. investors and customers) are at an information disadvantage in the capital market. Many small and medium-sized investors and customers mainly obtain firm information through media reports, however there is also a certain degree of reporting bias in the news media. For example, when policy-oriented media and market-oriented media report the cross-border M&As events of the same firm, they have different positive and negative reporting tendencies, and the information conveyed to readers is biased. Therefore, when receiving external information, it is necessary to rationally and comprehensively view the information transmission function of media with different positions, and should not rely too much on the information reported by a single type of media. Considering that the media reputation resources in the host country market are also crucial to the overseas survival and development of multinational firms in emerging markets such as China, future research can explore how firms improve their media reputation in the host country by sending an effective signal from the perspective of the host country market. In addition, in terms of research content, the signal effect of failed cross-border M&As, and the interaction between the signal of cross-border M&As' location and industry can also be considered.

Key Words: cross-border M&As; media reputation; corporate ownership; signaling theory