

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2024.06.015

# 数字化转型、双向信息不对称与 中国企业跨境并购

陈再齐,李德情

(广东省社会科学院 经济研究所,广东 广州 510635)

**摘要:** 在全球不断强调数字主权安全并加强外资并购审查的背景下,我国企业数字化转型是否会影响跨境并购的顺利进行? 基于2007—2021年间4333例中国企业跨境并购案例,检验企业数字化转型对跨境并购成功率的影响。结果表明,企业数字化转型会显著提升跨境并购成功率。机制分析结果显示,数字化转型通过增强企业的信息搜索和披露能力,促进信息双向流动,缓解并购双方及监管方之间的信息不对称,从而提高跨境并购的成功率。进一步分析表明,国有企业和中小企业的数字化转型对跨境并购成功率的提升作用不显著,数字化转型对这两类企业产生双向非对称赋能效应。研究结论揭示了企业数字化转型对跨境并购成功率的影响,为理解数字时代企业跨境并购活动提供了经验证据。

**关键词:** 数字化转型;信息不对称;跨境并购;国际化发展;数据主权

**中图分类号:** F752.1 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-7835(2024)06-0120-10

## 一 问题的提出

党的二十大报告明确强调要“加快发展数字经济,促进数字经济和实体经济深度融合”。依托大数据、人工智能、云计算和区块链等技术,数字化转型重塑了企业资源和能力,这使得企业的国际化模式发生了根本性变化。中国企业国际化模式主要有跨境并购、合资经营和绿地投资三类,其中,跨境并购占比超过90%。数字时代跨境并购作为企业实现国际化战略的重要途径之一,面临新机遇与新挑战。一方面,数字化转型有利于企业构建灵活的国际化模式,提高其在全球生产网络中的嵌入度和竞争力,增强跨国并购中的信息获取与处理能力。另一方面,数字化转型所依赖的数字技术可能与东道国的“数字主权”发生冲突,导致企业在跨境并购中遭遇更严格的监管审查和政治风险。这引发了企业的数字化担忧:“数字化转型是否会对企业跨境并购产生负面效

应?”因此,探讨数字化转型对跨境并购的影响机制和效果,是实现中国企业高质量国际化发展的关键所在,亦是亟待研究的重要现实课题。

数字化转型是一场由信息技术引发的系统性变革,其关键驱动要素是数据<sup>①</sup>。数据作为继土地、劳动力、资本和技术之后的第五大生产要素,推动了工业技术专业分工模式向信息技术赋能的多样化效率模式转变。随之而来的是传统创新体系、生产方式和产业结构的系统性重构<sup>②</sup>。在数字时代,以跨境生产为基本特征的跨国企业,通过协调全球范围内子公司间的生产活动,获得了超越本土企业的国际协同优势,这使其更加依赖数据要素的系统化采集与高效跨境流动<sup>③</sup>。

然而,在数字经济发展叠加地缘政治紧张背景下,数字化转型要求的“数据自由”与东道国“数据主权”之间存在潜在冲突,使得企业跨境并购面临经济和政治的双重不确定性。一方面,随

收稿日期:2024-05-13

基金项目:国家社会科学基金一般项目(24BJY102);广东省哲学社会科学规划基础理论研究重大项目(GD21ZDZLJ01)

作者简介:陈再齐(1981—),男,湖南安化人,博士,研究员,主要从事跨国公司与国际投资研究。

①陈晓红,李扬扬,宋丽洁,等:《数字经济理论体系与研究展望》,《管理世界》2022年第2期。

②Luo Y., Zahra S. A. “Industry 4.0 in International Business Research”, *Journal of International Business Studies*, 2023, 54(3): 403-417.

③Luo Y. “A General Framework of Digitization Risks in International Business”, *Journal of International Business Studies*, 2022, 53(2): 344-361.

着数字经济的蓬勃发展,数据成为数字化转型的核心驱动要素,其采集、分析和利用过程涉及复杂的数据治理问题。为保障数据要素在全球范围内的流动性和可获取性,跨国企业不可避免地面临东道国对数据本地化、安全性和隐私性的关切和干预<sup>①</sup>。另一方面,随着地缘政治紧张局势激发新技术民族主义的兴起<sup>②</sup>,数字技术逐渐被贴上外来国家政治力量的标签。东道国政府借“数据主权”之名对企业跨境并购进行干预,增加了企业跨境并购的政治风险。

在新时期,经济与政治因素共同构筑了跨境并购中的新型信息壁垒,形成了企业方与并购目标方、监管方的双向信息不对称格局。一则,企业方在东道国并购市场上的信息获取和信息处理能力不足,难以有效评估并购机会与风险<sup>③</sup>。二则,东道国利益相关者对企业方的数据治理能力和数据使用意图存在不信任与担忧,可能对并购交易提出更高要求或构成阻碍<sup>④</sup>。基于信息技术的数字化转型,如何从自身赋能出发,破除企业方与目标方、监管方之间的双向信息不对称以促进跨境并购顺利进行,既是值得研究的学术问题,也是推动中国企业高质量国际化发展的重要经济议题。

目前,关于数字化转型如何影响国际化发展的研究仍显不足。首先,现有研究对数字化转型的负面效应即“黑暗面”(dark side)关注不够,忽略了数字技术在政治语境下的敏感性对企业国际化风险的影响<sup>⑤</sup>。尽管大量文献关注数字化转型

的正面效应即“光明面”(bright side),如在企业国际化倾向<sup>⑥</sup>、国际化绩效<sup>⑦</sup>、国际化深度<sup>⑧</sup>、国际化广度<sup>⑨</sup>和国际化长短期发展<sup>⑩</sup>等方面的促进作用,但在外资安全审查制度日益严格的环境下,数字技术可能成为东道国对跨国企业进行政治审查的敏感因素,从而制约企业国际化发展。其次,现有研究对数字技术如何影响企业信息能力的讨论较少,在缓解国际市场信息扭曲和降低信息不对称风险方面缺乏深入分析。尽管多数研究关注数字技术如何提升企业资源能力<sup>⑪</sup>,例如通过提高生产效率和创新能力以促进企业国际化发展,但关于数字化转型如何帮助企业提升信息能力以应对跨境并购中的双向信息不对称问题,尚需进一步探讨。最后,现有研究对数字技术缓解信息不对称的机制阐述还不够全面,未能充分讨论信息搜寻与信息披露如何在共同作用下降低企业方和目标方、监管方之间的双向信息不对称风险。现有文献主要关注信息的单向流动,探讨数字化转型如何提高企业的信息搜寻能力,以降低并购方的信息不对称<sup>⑫</sup>。然而,关于数字化转型如何提高企业信息披露能力从而降低市场方信息不对称的研究则相对较少。特别是在跨境并购中,跨国企业的信息披露能力对于通过东道国监管机构的审查以及促进并购成功具有至关重要的作用。

本文基于 2007—2021 年 4 333 例中国企业跨境并购事件,实证研究数字化转型对中国企业跨境并购的影响效应及其作用机制。边际贡献如

①马述忠,吴鹏,房超:《东道国数据保护是否会抑制中国电商跨境并购》,《中国工业经济》2023 年第 2 期。

②Luo Y. “A General Framework of Digitization Risks in International Business”, *Journal of International Business Studies*, 2022, 53(2): 344-361.

③陈爱贞,张鹏飞:《并购模式与企业创新》,《中国工业经济》2019 年第 12 期。

④Song S, Zeng Y, Zhou B. “Information Asymmetry, Cross-Listing, and Post-M&A Performance”, *Journal of Business Research*, 2021, 122: 447-457.

⑤Bhandari K R, Zúmborský P, Ranta M, et al. “Digitalization, Internationalization, and Firm Performance: A Resource-Orchestration Perspective on New OLI Advantages”, *International Business Review*, 2023, 32(4): 102135.

⑥Teruel M, Coad A, Domnick C, et al. “The Birth of New HGEs: Internationalization Through New Digital Technologies”, *The Journal of Technology Transfer*, 2022, 47(3): 804-845.

⑦Lee J Y, Kim D, Choi B, et al. “Early Evidence on How Industry 4.0 Reshapes MNEs' Global Value Chains: The Role of Value Creation Versus Value Capturing by Headquarters and Foreign Subsidiaries”, *Journal of International Business Studies*, 2023, 54(4): 599-630.

⑧王欣,付雨蒙:《企业数字化对国际化深度的影响研究》,《经济学动态》2023 年第 3 期。

⑨王墨林,宋渊洋,阎海峰,等:《数字化转型对企业国际化广度的影响研究:动态能力的中介作用》,《外国经济与管理》2022 年第 5 期。

⑩陈再齐,李德情:《数字化转型对中国企业国际化发展的影响》,《华南师范大学学报(社会科学版)》2023 年第 4 期。

⑪Acemoglu D, Restrepo P. “The Race Between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment”, *American Economic Review*, 2018, 108(6): 1488-1542.

⑫杨攻研,范琳琳,周海云:《数字化转型如何影响中国企业跨境并购——来自上市公司的经验证据》,《国际经贸探索》2022 年第 12 期。

下:第一,本文扩展了数字经济与地缘政治交织背景下的企业跨境并购战略研究,深化了对数字技术双重性质的认识,为数字化转型在跨境并购中的战略价值和管理实践提供了新的理论视角和实践启示。第二,本文拓宽了现有研究的范畴,探讨了数字化企业与东道国监管机构之间的互动,对缓解企业数字化转型的顾虑、激发转型积极性、促进中国企业国际化具有重要现实意义。第三,本文丰富了信息不对称理论,分析了双向信息不对称情境下数字技术对企业跨国并购的作用机制和效应,完善了数字化促进信息双向流动的理论框架,为理解数字技术如何赋能企业国际化发展、推动数字经济与实体经济的深度融合提供了理论支持和实践指导。

余文安排如下:第二部分为理论分析;第三部分为实证研究设计;第四部分为实证结果与分析;最后给出结论与启示。

## 二 理论分析

### (一) 数字化转型与企业跨境并购

数字技术的渗透性使得生产要素和生产关系逐步向数字化转型,这将改变经济社会的发展范式<sup>①</sup>。具体到企业层面,数字化转型赋能并购全流程,有助于提高企业跨境并购成功率,推动企业国际化发展。首先,从并购发起阶段来看,数字化转型能够拓宽企业跨境并购机会和范围。企业通过社交媒体和电子商务等数字平台增加对潜在目标企业的发现和接触,利用人工智能技术实现与海外相关方的无障碍沟通和协作<sup>②</sup>,能够扩大并购地域与行业覆盖,挖掘最优并购方案,提高并购成功率。其次,从并购执行阶段来看,数字化转型有助于提高企业跨境并购的决策能力和执行效率。利用大数据分析技术对海外目标企业的产品、服务、品牌等进行智能识别和评价,通过基于

区块链技术的实时数字在线平台实现对跨境并购过程的远程监控和管理<sup>③</sup>,企业可以提升对目标市场和企业的洞察力,优化并购定价、谈判和整合策略,降低并购风险与成本。最后,从并购成效阶段来看,数字化转型能够增强企业跨境并购的创新能力和竞争力。通过云服务技术实现与海外目标企业的信息系统和业务流程的快速集成和优化<sup>④</sup>,企业能够形成与目标企业的协同效应,提升并购后的市场份额和盈利能力,增强并购后的持续竞争力与创新优势。

然而,数字化转型的“黑暗面”有可能对企业跨境并购造成负面影响。数字“黑暗面”主要体现在数字技术风险和数字政治风险两大类。数字技术风险涉及企业在并购过程中可能遭遇的技术性挑战。一是数据泄露与隐私保护,随着数字技术的广泛应用,企业必须确保数据安全,防止数据泄露,同时严格遵守隐私保护法规,以维护客户信任和企业声誉。二是技术迭代风险,即数字技术的快速变化与不确定性可能产生“数字黑箱”问题<sup>⑤</sup>,导致企业对目标公司的评估和预测出现偏差或失效,增加并购的风险。三是组织整合困难,数字技术改变企业的组织结构、沟通方式和工作模式,这可能导致其与目标企业在文化理念、价值观念、管理风格等方面出现不协调或不适应<sup>⑥</sup>,影响并购后的整合效果。数字政治风险则涉及政治和政策因素对跨境并购的影响。一是数字标签化与政治化,数字化转型的企业可能被贴上“数字”标签,这种标签在某些情况下可能被政治化,影响并购的顺利进行。二是数字技术对抗,随着数字技术成为国家竞争力的重要组成部分,国家之间逐渐呈现出技术对抗态势,这可能导致相关并购活动受到政治干预或反垄断审查。三是新技术民族主义<sup>⑦</sup>,某些国家出于维护本国技术领先地位

①黄勃,李海彤,刘俊岐,等:《数字技术创新与中国企业高质量发展——来自企业数字专利的证据》,《经济研究》2023年第3期。

②Brutti Z, Rojas L E. “M&A and Early Investment Decisions by Digital Platforms”, *Journal of Industrial and Business Economics*, 2022, 49(3): 509-543.

③李军林,路嘉明:《关于数字平台并购的伤害理论研究进展》,《经济学动态》2023年第6期。

④Alkaraan F. *Strategic Investment Decision-Making: Mergers and Acquisitions Toward Industry 4.0*. Emerald Publishing Limited, 2021, pp. 51-73.

⑤Nadkarni S, Prügl R. “Digital transformation: A review, synthesis and opportunities for future research”, *Management Review Quarterly*, 2021(71): 233-341.

⑥Chen Y, Zeng F. *Dark Side of Digitalization: Discussion on Digital Assets Leakage and Its Protection Mechanisms in Operations and Supply Chain Research*. Springer Nature Singapore, 2022, pp. 65-78.

⑦Luo Y. “Illusions of Techno-Nationalism”, *Journal of International Business Studies*, 2022, 53(4): 550-567.

的目的,实施民族主义政策,限制或阻碍跨国界的数字资产整合,增加了跨境并购的复杂性和不确定性。

总体上,“黑暗面”属于“光明面”的附属产物,可能会削弱数字技术赋能跨境并购成效,但不会改变影响方向<sup>①</sup>。随着数字化转型的推进,企业通过提高数字协同能力学会应对数字化的有害影响<sup>②</sup>,数字化转型的“黑暗面”将不断被关注和消弭,数字化转型的“光明面”占据主导地位<sup>③</sup>。在此基础上,数字化转型将成为企业跨境并购的新动力和新机遇,为企业国际化发展提供强有力的支持和保障。基于上述分析,本文提出以下假设:

H1:数字化转型提高企业跨境并购成功率。

## (二)数字化转型、双向信息不对称与企业跨境并购

跨境并购作为跨国经营活动,涉及不同国家和地区的市场竞争、文化差异、法律规范和监管要求,因此面临较程度的双向信息不对称风险<sup>④</sup>。双向信息不对称风险主要表现在两个方面:一是信息搜寻方面,即收购方在寻找合适的目标公司、评估目标公司的价值和潜力以及制定收购策略等方面存在着诸多困难。从收购方角度来看,信息不足降低了收购方的市场洞察力和竞争优势,从而增加了收购成本、风险和不确定性,影响收购效果和收益。从目标市场角度来看,信息不足削弱了收购方的市场适应能力和创新能力,导致收购方在目标市场的运营和发展遇到更多的挑战与阻碍,影响收购方的市场份额与声誉<sup>⑤</sup>。二是信息披露方面,即目标公司和监管机构在识别潜在收

购方的真实身份、财务状况以及收购意图等方面存在着诸多难题。从目标公司角度来看,信息不透明削弱潜在收购方的商业信用,从而激起目标公司股东、债权人、员工等利益相关方的抵制或反对,进而影响交易的顺利进行<sup>⑥</sup>。从监管机构角度来看,信息模糊会引发监管部门的更多质疑和审查,从而延长并购审批流程,增加交易失败风险<sup>⑦</sup>。

数字化是一种基于信息技术的创新模式,它通过实现信息的数字化、网络化和智能化,促进企业内外信息的双向流动和交互,从而提高运营效率和市场竞争力<sup>⑧</sup>。相比信息化,数字化更加着重于企业供给侧和需求侧的贯通,有效地帮助企业对接外部需求场景与内部工作流程<sup>⑨</sup>。建立和完善数字化赋能信息双向流动机制是破除跨境并购中的数字化担忧的关键所在。具体而言,数字化赋能信息双向流动机制包括以下两个方面。

一是信息搜寻方面,数字技术通过提高企业信息搜寻能力,增强企业对跨境并购市场的洞察力和应对能力,从而缓解并购方信息不对称,提高跨境并购成功率。数字化在信息搜寻方面的赋能机制主要体现在以下三个层面:首先,数字化赋能信息感知。信息感知能力是指企业对跨境并购市场的需求、机会和风险的识别和分析能力。企业可以基于云计算技术,通过数据中心和网络平台实现跨境并购市场数据的快速收集、传输和存储,提高数据完整性和时效性<sup>⑩</sup>。这有利于企业更全面地了解跨境并购市场的动态和趋势,把握跨境并购的时机和策略。其次,数字化赋能信息集成。

<sup>①</sup>Luo Y. “New OLI Advantages in Digital Globalization”, *International Business Review*, 2021, 30(2): 101797.

<sup>②</sup>Li L. “Digital Transformation and Sustainable Performance: The Moderating Role of Market Turbulence”, *Industrial Marketing Management*, 2022(104): 28-37.

<sup>③</sup>Bhandari K R, Zúmborsky P, Ranta M, et al. “Digitalization, Internationalization, and Firm Performance: A Resource-Orchestration Perspective on New OLI Advantages”, *International Business Review*, 2023, 32(4): 102135.

<sup>④</sup>Reddy R K, Fabian F. “Information Asymmetry and Host Country Institutions in Cross-Border Acquisitions”, *Management International Review*, 2020, 60(6): 909-938.

<sup>⑤</sup>陈爱贞,张鹏飞:《并购模式与企业创新》,《中国工业经济》2019年第12期。

<sup>⑥</sup>Cuypers I R P, Cuypers Y, Martin X. “When the Target May Know Better: Effects of Experience and Information Asymmetries on Value from Mergers and Acquisitions”, *Strategic Management Journal*, 2017, 38(3): 609-625.

<sup>⑦</sup>Song S, Zeng Y, Zhou B. “Information Asymmetry, Cross-Listing, and Post-M&A Performance”, *Journal of Business Research*, 2021(122): 447-457.

<sup>⑧</sup>Luo Y. “New OLI Advantages in Digital Globalization”, *International Business Review*, 2021, 30(2): 101797.

<sup>⑨</sup>李青原,李昱,章尹赛楠,等:《企业数字化转型的信息溢出效应——基于供应链视角的经验证据》,《中国工业经济》2023年第7期。

<sup>⑩</sup>杨攻研,范琳琳,周海云:《数字化转型如何影响中国企业跨境并购——来自上市公司的经验证据》,《国际经贸探索》2022年第12期。

信息集成能力是指企业对跨境并购市场数据的整合、处理和展示能力。企业能够利用机器学习和深度学习算法,对跨境并购市场数据进行清洗、分析和可视化,提高数据的质量和价值<sup>①</sup>。这有助于企业更有效地利用跨境并购市场数据,完成低维数据向高维数据的转化,提升跨境并购的效率和效果。最后,数字化赋能信息创新。信息创新能力是指企业对跨境并购市场数据的创造、利用和转化能力。通过物联网技术的智能设备和传感器,企业可以实现跨境并购市场数据的生成、应用和交互,增强数据价值创造力度<sup>②</sup>。这有利于更灵活地探索跨境并购市场的新机遇,实现数据的价值最大化,增强跨境并购的竞争力和可持续性。从感知到集成再到创新,数字技术对于并购信息的利用实现了从碎片化数据向高质量数据的转变,从而为企业跨境并购的决策和实施提供强有力的数据支撑和智能辅助,提升了企业跨境并购成功率。

二是信息披露方面,数字技术通过提升企业信息披露能力,打破“信息壁垒”,缓解监管方和目标方信息劣势,进而提高企业跨境并购成功率。数字化在信息披露方面的赋能机制主要体现在以下三个层面:首先,数字化赋能信息透明。信息透明指会计数据的获取、传递和存储过程的公开度和准确度。数字技术通过大数据驱动的智能财务系统,实现会计数据的快速获取、传递和存储,减少人为干预和错误,提高会计信息的透明度<sup>③</sup>。这有助于收购方向目标公司和监管机构清晰展示其财务状况和业绩,增强目标公司和监管机构对收购方的合作意愿。其次,数字化赋能信息稳健。信息稳健是指信息数据的不可篡改性及可追溯性。采用基于区块链技术的分布式账本与加密算法,能够保证会计数据的不可篡改和可追溯,增强会计信息的可信度。这有助于减少目标公司和监管机构对收购方数据真实性的怀疑和验证成本,提升目标公司和监管机构对收购方的信任度和满意度。最后,数字化赋

能信息可比。信息可比是指会计数据与行业领先者或国际标准的一致性和兼容性。企业可以通过基于人工智能驱动的机器人流程自动化技术(Robot Process Automation),更好地遵守财务和会计准则,增强与行业领先者的财务信息可比性<sup>④</sup>,进一步提高规范性和合规性水平。这有利于监管机构更快速便捷地比较和审查企业并购信息,缩短跨境并购的流程周期,降低合规风险。从透明到稳健再到可比,数字技术实现了并购信息披露从低阶到高阶的质量演进,为企业跨境并购的合作和监管提供更高水平的数据保障和信任支持,提升了企业跨境并购成功率。

基于上述分析,本文提出以下假设:

H2:数字化转型有助于企业提高信息搜寻能力,通过促进信息感知、信息集成和信息创新,缓解并购方信息不对称,进而提高企业跨境并购成功率。

H3:数字化转型有助于企业提高信息披露能力,通过促进信息透明、信息稳健和信息可比,缓解监管方和目标方信息不对称,进而提高企业跨境并购成功率。

### 三 实证研究设计

#### (一) 样本数据

本文以2007—2021年4333例中国企业跨境并购事件为研究样本。样本数据分为三类来源:一是企业基本信息、财务指标和公司治理相关数据,来自国泰安数据库和Wind数据库;二是数字化相关信息,来自巨潮资讯网上收集的企业年度报告;三是世界治理指数(WGI),来自世界银行官网。本文对初始样本进行如下处理:(1)剔除ST类公司样本;(2)剔除金融行业公司和房地产行业公司;(3)剔除资产负债率大于1的样本。为避免极端值影响,对所有连续型变量均进行1%的缩尾处理。

<sup>①</sup>Riedel L, Asghari R. *Mergers and Acquisitions as Enabler of Digital Business Transformation: Introducing an Integrated Process*. Springer International Publishing, 2020, pp. 271-279.

<sup>②</sup>Meyer K E, Li J, Brouthers K D, et al. "International Business in the Digital Age: Global Strategies in a World of National Institutions", *Journal of International Business Studies*, 2023, 54(4): 577-598.

<sup>③</sup>Wu K, Fu Y, Kong D. "Does the Digital Transformation of Enterprises Affect Stock Price Crash Risk?", *Finance Research Letters*, 2022 (48): 102888.

<sup>④</sup>钟廷勇,黄亦博,孙芳城:《企业数字化转型、市场竞争与会计信息可比性》,《现代财经(天津财经大学学报)》2022年第12期。

## (二) 变量定义

### 1. 被解释变量

本文的被解释变量为跨境并购是否完成的虚拟变量 (*M&A*)。借鉴李诗等<sup>①</sup>的做法,提取共 4 333 例中国企业跨境并购事件信息。截止到 2022 年 12 月 31 日,若企业成功完成跨境并购,则 *M&A* 取值为 1,否则为 0。

### 2. 解释变量

本文的解释变量为数字化转型程度 (*Digit*)。参考吴非等<sup>②</sup>的方法,本文利用文本分析技术,从企业年度报告中提取数字化转型特征词。数字化转型特征词包括“人工智能技术”“区块链技术”“云计算技术”“大数据技术”“数字技术应用”五大类及其相关词汇。将各类特征词的频率相加,得到企业数字化转型总词频。为了消除总词频的右偏分布,本文将其加 1 后取自然对数,得到企业数字化转型指数,该指数能够反映企业数字化转型程度。

### 3. 机制变量

本文的机制变量为信息搜寻能力和信息披露能力。具体而言,信息搜寻能力从以下三个层面度量。(1)信息感知 (*Perception*):参考王迪等<sup>③</sup>的研究,以 1 减去前五大客户销售额占比来反映企业信息优势,作为企业信息感知的代理指标。该指标反映了企业对市场需求的敏锐度和多样性,数值越高表明企业越能及时发现并获取有价值的信息。(2)信息集成 (*Integration*):信息集成能力的提升通常表现为管理费用率等内部成本的降低,因此使用管理费用率的倒数作为衡量企业信息集成能力的代理指标<sup>④</sup>。该指标反映了企业对内部信息的有效利用和协调程度,数值越高表明企业越能整合各种信息资源,提高运营效率。(3)信息创新 (*Innovation*):参考冀云阳等<sup>⑤</sup>的研究,数字技术提高了企业的信息处理效率和知识吸收能力,缓解信息不对称,并表现为研发效率的

提升。因此以研发效率(资本化研发支出占比)作为衡量企业信息创新能力的代理指标,用于反映企业对外部信息的创造性转化和应用能力,数值越大表明企业越能利用信息技术进行创新活动,提升竞争优势。

信息披露能力从以下三个层面度量。(1)信息透明 (*Transparency*):参考 CSMAR 数据库上市公司信息披露考评信息表,将企业会计信息披露质量的得分作为企业信息公开程度的代理指标,分数越高表明企业越能及时、准确和完整地披露有价值的信息。(2)信息稳健 (*Robustness*):参考 Ball 和 Shivakumar<sup>⑥</sup>的研究,使用其模型计算企业会计稳健性,作为企业信息可信的代理指标。该指标反映了企业对收入和费用的确认和计量是否保守和一致,指标越高表明企业越能避免夸大或低估经营业绩。(3)信息可比 (*Comparability*):参考 Franco 等的研究<sup>⑦</sup>,采用其模型计算样本企业与同行业前十企业的会计信息可比程度,并取平均值作为衡量企业信息规范性的代理指标。该指标反映了企业会计信息是否遵循统一的会计准则和政策,越高表明企业越能使外部利益相关者理解和比较其财务状况和经营成果。

### 4. 控制变量

参考现有文献做法<sup>⑧</sup>,本文加入一系列控制变量:企业年龄 (*Age*),以当年年份减企业成立年份再加 1,取自然对数来衡量;员工数量 (*Size*),以企业员工总数的自然对数来衡量;资产负债率 (*Leverage*),以总负债与总资产之比来衡量;发展能力 (*Growth*),以营业收入的同比增长率来衡量;流动比率 (*Liquid*),以流动资产与总资产之比来衡量;托宾 Q 值 (*Tobin\_Q*),以市场价值与资产总额之比来衡量;现金流量 (*Cashflow*),以经营活动产生的现金流量净额与总资产之比来衡量;盈利能力 (*Return*),以净利润与营业收入之比来衡量;两

①李诗,黄世忠,吴超鹏:《中国企业并购敏感性海外资产的经验研究》,《世界经济》2017年第3期。

②吴非,胡慧芷,林慧妍,等:《企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据》,《管理世界》2021年第7期。

③王迪,刘祖基,赵泽朋:《供应链关系与银行借款——基于供应商/客户集中度的分析》,《会计研究》2016年第10期。

④沈坤荣,林剑威,傅元海:《网络基础设施建设、信息可得性与企业创新边界》,《中国工业经济》2023年第1期。

⑤冀云阳,周鑫,张谦:《数字化转型与企业创新——基于研发投入和研发效率视角的分析》,《金融研究》2023年第4期。

⑥Ball R, Shivakumar L. “The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition”, *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(2): 207-242.

⑦De Franco G, Kothari S P, Verdi R S. “The Benefits of Financial Statement Comparability”, *Journal of Accounting Research*, 2011, 49(4): 895-931.

⑧黄勃,李海彤,刘俊岐,等:《数字技术创新与中国企业高质量发展——来自企业数字专利的证据》,《经济研究》2023年第3期。

职分离(*Concurrent*),以董事长与CEO职位是否分离来衡量;东道国人口规模(*Population*),以东道国人口数量的自然对数衡量;东道国经济规模(*GDP\_Deflator*),以东道国GDP平减指数来衡量;东道国发展能力(*GDP\_Growth*),以东道国GDP增长来衡量<sup>①</sup>。

(三)模型构建

为了检验数字化转型对企业跨境并购成功率的影响,本文参考李诗等<sup>②</sup>的研究,构建如下Logit模型:

$$Pr(M\&A_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Digit_{it} + \alpha_2 Control_{it} + \lambda_i + \mu_i + \gamma_i + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中:*i*表示企业,*t*表示年度,*M&A<sub>it</sub>*为企业*i*在*t*年发起的跨境并购是否成功的虚拟变量;*Digit<sub>it</sub>*为企业数字化转型程度;*Control<sub>it</sub>*表示控制变量的集合; $\lambda_i$ 、 $\mu_i$ 、 $\gamma_i$ 和 $\theta_i$ 分别表示年份、省份、东道国和行业层面固定效应; $\varepsilon_{it}$ 为随机扰动项。

参考沈坤荣等<sup>③</sup>的做法,设置模型(2)以进行作用机制检验。其中:*Mediator<sub>it</sub>*表示机制变量,具体含义参照前文说明;其他变量含义与模型

(1)一致<sup>④</sup>。

$$Mediator_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Digit_{it} + \alpha_2 Control_{it} + \lambda_i + \mu_i + \gamma_i + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

四 实证结果与分析

(一)基准回归

1.总体的数字“光明面”

表1展示了本文的基准回归结果。第(1)列仅加入企业层面控制变量,第(2)列加入东道国层面的控制变量,第(3)列加入年份和省份固定效应,第(4)列进一步控制东道国层面和行业层面固定效应,四列中的*Digit*系数均显著为正,表明数字化转型显著提高了企业跨境并购成功率。根据第(4)列回归结果可以计算出*Digit*的边际效应为0.021,说明数字化转型程度每提高1单位,企业跨境并购成功率提高2.1%。上述结果表明数字化转型能显著提高企业跨境并购成功率,总体上呈现出数字“光明面,”对中国企业国际化发展具有积极作用,H1得到证实。

表1 总体的数字“光明面”

变量	M&A			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Digit</i>	0.105*** (0.026)	0.086*** (0.027)	0.084*** (0.028)	0.084*** (0.030)
企业控制变量	是	是	是	是
国家控制变量	否	是	是	是
年份固定效应	否	否	是	是
省份固定效应	否	否	是	是
东道国固定效应	否	否	否	是
行业固定效应	否	否	否	是
N	4 333	4 333	4 333	4 333
Pseudo R <sup>2</sup>	0.075	0.081	0.162	0.206

注:括号内表示稳健标准误,\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,下表相同,不再赘述。

2.潜在的数字“黑暗面”

跨境并购涉及三方,并购执行企业、并购目标企业和东道国监管部门。本文从这三个方面出发探讨数字技术可能存在的“黑暗面”。首先,从并

购执行企业看,本文将其分为国有企业和非国有企业。表2第(1)一(2)列的回归结果揭示,数字化转型并不显著促进国有企业的跨境并购成功率,这可能与国有企业在执行敏感性并购时面临

①限于篇幅,本文的变量定义与说明表未列出,留存备案。

②李诗,黄世忠,吴超鹏:《中国企业并购敏感性海外资产的经验研究》,《世界经济》2017年第3期。

③沈坤荣,林剑威,傅元海:《网络基础设施建设、信息可得性与企业创新边界》,《中国工业经济》2023年第1期。

④限于篇幅,本文所涉及变量的描述性统计未列出,留存备案。

更严格的审查和更高的政治风险有关。其次,从并购目标企业这一角度出发,参考李诗等的做法<sup>①</sup>,将并购类型细分为非敏感性并购和敏感性并购。表 2 第(3)—(4)列所示,数字化转型对敏感性并购成功率的促进作用并不显著。最后,从东道国监管这一角度看,中国企业跨境并购的两大主要目标地是美国和欧盟。2018 年中美发生贸易摩擦,美国随之加大对中国外资并购审查力度。同一时间,欧盟出台《通用数据保护条例》(GDPR),强化对“数字主权”的保护,增加对外来并购监管力度。鉴于此,本研究借鉴巫强和姚雨秀的研究方法<sup>②</sup>,将样本时间划分为 2018 年前后两个阶段,以探讨在数字对抗加剧和外资安全审查机制收紧的背景下,数字化转型在企业跨境并购中是否展现出其潜在的“黑暗面”。回归结果如表 2 第(5)—(6)列所示,可以发现两个时期的

*Digit* 系数均为正值且具有显著差异(组间系数检验 *P* 值为 0.004),即 2018 年之后的 *Digit* 系数有所下降。这一趋势表明,尽管数字化转型依旧对企业的跨境并购活动起到了促进作用,但这种影响正在逐渐减弱,反映出数字对抗加剧和外资安全审查机制收紧可能正扩大数字化转型的潜在“黑暗面”。

微观层面上,数字化转型的“黑暗面”表现为并购实体的政治敏感性增强、并购目标的行业敏感性加剧以及技术审查的政治化趋势:首先,由于并购实施主体的政治敏感性,数字化转型对国有企业的跨境并购成功率的积极影响并不显著;其次,行业敏感性导致数字化转型对敏感性行业的跨境并购成功率的影响同样不显著;最后,随着各国对外资安全审查力度的加大,数字化转型对跨境并购成功率的促进作用正在逐渐减弱。

表 2 潜在的数字“黑暗面”

变量	M&A					
	并购主体		并购目标		并购审查环境	
	非国有企业	国有企业	非敏感性并购	敏感性并购	非国有企业	国有企业
	(1)	(2)	(3)	(4)	Year<2018	Year≥2018
<i>Digit</i>	0.088*** (0.030)	0.067 (0.073)	0.098*** (0.037)	0.081 (0.059)	0.121*** (0.026)	0.072** (0.032)
控制变量	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
N	3 177	1 156	2 986	1 323	2 823	1 510
Pseudo R <sup>2</sup>	0.203	0.177	0.201	0.178	0.205	0.182

### 3. 数字“光明面”VS 数字“黑暗面”

总体而言,数字技术的“光明面”依然占据主导地位。数字化转型虽在不利的政治经济环境下促进作用有所减弱,但整体上仍然是正面的,这表明数字化转型依然是提升跨境并购成功率的有利因素之一。然而,不应忽视数字化转型的潜在“黑暗面”,即数字化转型为企业赋予的“数字标签”在某些情况下可能对跨境并购产生不利影响。特别是在百年未有之大变局背景下,政治对抗可能演变为技术层面的“数字对抗”,这种潜在的“黑暗面”在未来可能会更加明显,不容忽视。为了应对这些挑战,应当着力改善并购市场的双

向信息不对称问题,通过数字技术赋能信息搜寻与披露,从而强化数字技术的“光明面”,弱化数字技术的“黑暗面”,推动跨境并购取得成功。

### (二) 总体的机制分析及分企业类型的机制分析

#### 1. 总体的机制分析

数字化转型促进信息双向流动机制的检验结果如表 3 所示。其中,第(1)—(3)列 *Digit* 系数均显著为正,说明数字化转型有助于企业提高信息搜寻能力,通过促进信息感知、信息集成和信息创新,缓解并购方信息不对称,进而提高企业跨境并购成功率,H2 得到证实。第(4)—(6)列 *Digit*

<sup>①</sup>李诗,黄世忠,吴超鹏:《中国企业并购敏感性海外资产的经验研究》,《世界经济》2017 年第 3 期。

<sup>②</sup>巫强,姚雨秀:《企业数字化转型与供应链配置:集中化还是多元化》,《中国工业经济》2023 年第 8 期。



系数均显著为正,说明数字化转型有助于企业提高信息披露能力,通过促进信息透明、信息稳健和

信息可比,缓解监管方和目标方信息不对称,进而提高企业跨境并购成功率,H3得到证实。

表3 数字化赋能信息双向流动机制

变量	信息搜寻能力			信息披露能力		
	信息感知	信息集成	信息创新	信息透明	信息稳健	信息可比
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Digit</i>	0.730** (0.311)	0.398* (0.224)	1.646*** (0.413)	0.020** (0.009)	0.022*** (0.008)	0.273*** (0.091)
控制变量	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
N	4 136	3 547	1 669	3 220	4 154	2 262
Adj.R <sup>2</sup>	0.238	0.879	0.181	0.152	0.237	0.169

2.不同企业类型的机制分析

数字化转型是否对不同类型企业的跨境并购成功率存在异质性影响?这种异质性影响是否来源于作用机制的异质性?对企业性质及企业规模的异质性检验结果表明,相比于非国有企业和大型企业,数字化转型不能显著提升国有企业和中小企业的跨境并购成功率。进一步的机制分析结果表明,在信息搜索和信息披露的维度上,数字化转型对国有企业和中小企业产生了双向非对称的赋能效应:数字化转型显著提升了国有企业的信息搜索能力,而对其信息披露能力的提升作用则不显著;与此同时,数字化转型显著增强了中小企业的信息披露能力,而对其信息搜索能力的提升作用则有限。可能的原因在于,国有企业数字化转型增强了其信息搜集能力,但严格的信息披露合规和内部控制限制了其在信息披露能力上的提升潜力。而中小企业倾向于将有限的资源和注意力集中在提高信息披露的质量和效率上,以此来增强投资者信任和市场透明度<sup>①</sup>。

(三)稳健性检验

本文采用替换自变量、倾向得分匹配、工具变量回归、排除其他战略性因素影响等方法进行稳健性检验,检验结果与基本回归结果保持一致<sup>②</sup>。

五 结论与启示

(一)研究结论

本研究选取2007至2021年间的4333例中国企业跨境并购样本作为分析对象,运用实证研

究方法,深入探讨了数字化转型如何影响跨境并购的成功率及其背后的机理。研究发现,尽管数字技术存在潜在的负面效应,但其正面效应更为显著,即数字化转型显著提高了企业跨境并购的成功概率,有利于中国企业实施国际化战略,促进从“走出去”向“走进来”的转变。通过机制分析,本文揭示了数字化转型如何通过增强企业的信息搜寻与信息披露能力,促进信息的双向流通,有效缓解并购主体与目标企业、监管机构之间的信息不对称性,从而显著提升跨境并购的成功率。此外,研究还发现,与非国有企业及大型企业相比,数字化转型对国有企业和中小企业在并购成功率的促进作用上并不显著。这主要是由于数字技术对这两类企业产生了双向非对称的赋能效应:一方面,数字化转型提升了国有企业的信息搜寻能力,但对其信息披露能力的增强作用不明显;另一方面,数字化转型显著提高了中小企业的信息披露能力,但对其信息搜寻能力的提升作用较为有限。这一发现对理解不同类型企业如何通过数字化转型实现更有效的跨境并购具有启示意义。

(二)政策启示

基于以上结论,本文提出以下三点政策启示。第一,消除企业数字化转型顾虑,推动数字化转型与国际化发展的深度融合。本研究发现在数字对抗加剧与外资安全审查制度日益严峻的情形下,数字技术的促进作用被削弱,但仍然是提升企业跨境并购成功率的有利因素之一。政府应消除

①限于篇幅,具体回归结果及文字讨论留存备案。

②限于篇幅,稳健性检验部分留存备案。

企业数字化转型顾虑,激发企业积极性,加大政策支持力度,促进企业数字化转型与国际化发展的深度融合,提升企业国际竞争力和影响力。

第二,强化数字技术赋能功能,完善信息双向流动机制。本研究发现数字化转型通过提高信息搜寻能力和信息披露能力,促进企业方、目标方和监管方之间的信息双向流动,缓解信息不对称风险,从而显著提高跨境并购成功率,有助于中国企业“走出去”。因此,企业应聚焦数字技术本质特征,提高信息搜寻和信息披露能力,主动打破国际市场信息壁垒,推动国际化高质量发展。同时,政府应努力促进国际外资安全审查的合作与协调,推动建立公平、透明、非歧视的外资安全审查规则

和机制,维护国际经济秩序和多边贸易体制,促进世界经济的稳定复苏和可持续发展。

第三,加强数字安全领域国际合作,推动构建数字时代人类命运共同体。在数字经济与地缘政治交织作用的背景下,微观层面的“数据自由”与宏观层面的“数据主权”之间存在着潜在冲突,这是导致跨境并购中数字化转型面临担忧的重要原因。政府应积极建设跨境数据交易生态体系,加强国际数据合作共识,促进跨境数据流通和共享朝着可信合规的健康路径发展。同时在数字安全议题上,加大数字领域国际合作力度,协商制定统一的国际数字安全标准,在保障各国数字主权安全的基础上,进一步推动数字化与国际化的协调发展。

## Digital Transformation, Dual Information Asymmetry, and Cross-border Mergers and Acquisitions of Chinese Enterprises

CHEN Zaiqi & LI Deqing

(Institute of Economics, Guangdong Academy of Social Sciences, Guangzhou 510635, China)

**Abstract:** With nations prioritizing digital sovereignty and intensifying scrutiny of foreign mergers and acquisitions (hereafter referred to as M&A), this paper investigates whether the digital transformation of Chinese firms hinders the success of cross-border M&A. Analyzing 4,333 cases from 2007 to 2021, we find that digital transformation significantly boosts M&A success rates. Mechanism analysis reveals that it mitigates information asymmetry by enhancing the firms' information search and disclosure capabilities, thus facilitating regulatory approval. However, the impact is not significant for state-owned and SMEs, suggesting a bidirectional, asymmetric empowering effect of digital technology. The findings have provided empirical insights into the influence of digital transformation on cross-border M&A success in the digital age.

**Key words:** digital transformation; information asymmetry; overseas M&A; international development; data sovereignty

(责任校对 唐尧)