

# 行业贸易关联与中国企业海外并购的 股价反应

## ——以“一带一路”倡议为背景事件的实证研究

□ 陈雪 杨金娟 王雨鹏<sup>①</sup>

**摘要：**贸易关联在一定程度上可以降低企业间的信息不对称性，对于提升主并企业海外投资的价值创造具有重要的参考意义。本文基于“一带一路”倡议提出的背景，以我国上市公司2004年到2017年发生的679起海外并购事件为研究对象，利用截面回归模型分析了主并企业所在行业与目标企业所在国的贸易关联对主并企业海外并购股价反应的影响。研究发现并购双方具有行业贸易关联对主并企业海外并购的股价反应有正向且显著的提升作用，并且这种作用在主并企业为国有企业时更加显著。进一步使用DID双重差分法和Blinder-Oaxaca分解法分析“一带一路”倡议提出的政策影响，发现自“一带一路”倡议提出后，我国企业海外并购活动的活跃度增加，行业贸易关联对我国企业海外并购股价反应的提升具有显著的正向影响。

**关键词：**行业贸易关联；海外并购；股价反应；“一带一路”

### 一、引言

近年来，参与海外并购的公司数量急剧增加，海外并购已成为公司对外直接投资最重要的组成部分<sup>②</sup>。有学者认为并购能为企业股东创造财富（Agrawal & Mandelker, 1987; Jensen & Ruback, 1983; Li & Tong, 2018; 冯根福和吴林江, 2001; 李善民

<sup>①</sup> 陈雪，深圳大学管理学院、深圳大学经济转型与创新管理研究所；杨金娟（E-mail: 624434481@qq.com）、王雨鹏，深圳大学管理学院。笔者感谢多位匿名评审专家、主编李海洋教授以及第十三届中国管理学年会专家学者对本文提出的宝贵意见。当然，文责自负。

<sup>②</sup> 萨德·苏达斯纳：《并购创造价值》，中国人民大学出版社2013年版，第199-200页。

和陈玉罡, 2002; 李善民和朱滔, 2005; 等等); 但也有研究表明并购行为并没有为企业创造价值, 甚至带来了价值损失 (Andrade & Stafford, 2004; Franks & Harris, 1986)。由此可见并不是所有的并购都为企业创造了价值, 探究企业并购价值创造的影响因素成为学术界和实业界普遍关注的问题。

相比于国内并购, 海外并购会面临更高的信息不对称性, 因为在海外并购中主并企业<sup>①</sup>往往需要面对不同的制度环境、语言、会计标准和公司文化 (Erel et al., 2012), 这些因素都会增加主并企业对海外目标企业价值和风险评估时的困难程度 (Luypaert & Caneghem, 2017)。因此并购双方的信息不对称程度会对目标企业的估值产生重要的影响, 降低并购双方的信息不对称性是主并企业创造并购价值的一个关键环节。以往学者从宏观层面和微观层面对降低并购双方信息不对称性的因素进行了广泛的探讨 (Humphery et al., 2017; 阎大颖, 2009; 刘璐和杨蕙馨, 2018; 等等), 本文则主要基于中观层面的行业因素, 从行业关联的角度探讨并购双方的贸易联系是否会通过缓解信息不对称性降低主并企业对目标企业的估值难度, 从而提升主并企业在海外并购活动中创造的价值。

邓宁的投资发展路径理论 (Dunning et al., 2001) 说明两个国家的经济融入一般先从双边贸易开始, 当贸易发展到一定程度时, 双方企业对彼此所在国的经济制度会有较深入的了解, 在一定程度上降低了信息不对称性, 于是投资

开始增加 (张建红等, 2010)。贸易作为资本的先行者, 势必会对资本市场产生影响 (Erel et al., 2012; Makaew, 2012; 李江等, 2017), 由此主并企业所在行业与目标企业所在国的贸易联系, 即本文定义的行业贸易关联在主并企业对目标企业的价值评估过程中会降低并购双方的信息不对称程度, 使主并企业对目标企业的估值更加理性, 从而提升股东的财富价值。主并企业的尽职调查对行业贸易关联存在替代性, 行业贸易关联对降低并购双方信息不对称性的作用在不同的情境下亦有强弱之分。在何种情况下行业贸易关联会明显降低并购双方的信息不对称性? 是否在相对较差的信息环境中行业贸易关联发挥的作用更大? 这些都是本文将要讨论的主要问题。

政府在转型国家和新兴经济体的经济建设中发挥着重要的作用 (Bortolotti & Faccio, 2009), 主要体现在两个方面: 一是通过控股企业直接参与企业决策, 二是通过经济政策间接影响企业的行为。国有企业的并购活动相比于民营企业受政府政治目标或政策驱动的影响较大 (潘红波和余明桂, 2014), 在并购时更加注重并购的政治目的, 对目标企业的尽职调查不够重视, 常常为并购的达成付出高昂的代价; 而民营企业则从为股东创造价值的角度出发, 在海外并购过程中进行尽职调查, 面对的信息不对称性要小于国有企业。因此, 从尽职调查对行业贸易关联的替代性角度来看, 行业贸易关联对降低并购双方信息不对称性的作用在国

<sup>①</sup> 本文将发起并购的企业称为主并企业, 被并购的企业称为目标企业。

有企业中更加显著。“一带一路”倡议的提出降低了我国与沿线国家间的政治距离，为我国企业的海外并购带来了政治导向和政策红利，我国企业对“一带一路”沿线国家的并购事件由2004~2013年的24起增加到2014~2017年的70起<sup>①</sup>；2015~2017年，中国对“一带一路”沿线国家的并购交易年复合增长率接近70%<sup>②</sup>。“一带一路”倡议提出后，更多被市场低估的标的企业进入投资者的视野，但其中不乏单纯追逐政策红利、响应政府号召而忽视尽职调查的企业。因此，从某种程度上来说，行业贸易关联对降低并购双方信息不对称性的作用在“一带一路”倡议提出后更加突出。

相较于以往的研究，本文主要有以下三方面贡献：第一，基于信息不对称理论，从行业层面提出了一个新的影响主并企业海外并购价值创造的因素；研究发现由贸易关联带来的经验累积通过降低并购双方的信息不对称性提升了对目标企业估值的合理性，继而对企业的海外并购带来了积极的影响，这在一定程度上反映了以行业上下游关系为代表的行业贸易关联在我国企业海外并购的区位决策中所具有的参考价值。第二，行业贸易关联对降低并购双方信息不对称性的作用在不同的信息环境中存在差异，从主并企业的产权性质来看，在国有企业中行业贸易关联对降低并购双方信息不对称性的作用要比在非国有企业中更加明显。第三，

利用DID双重差分法分析了“一带一路”倡议的政策效应，发现“一带一路”倡议提出之后，我国企业对“一带一路”沿线国家的并购活跃度增加，且海外并购的股价反应有了明显的提升；进一步使用Blinder-Oaxaca分解法发现行业贸易关联对“一带一路”倡议提出后我国企业海外并购股价反应的提升做出了积极的贡献。

第二部分为文献回顾和研究假设，第三部分为数据与变量选择，第四部分为实证结果与分析，第五部分为稳健性检验，第六部分为结论与展望。

## 二、文献回顾与研究假设

海外并购是全球资本、技术、人才和市场的重新组合，相比于国内并购来说，海外并购要面对更为复杂的国际投资环境，比如不同国家之间法律制度的差异、企业文化的差异以及会计准则的国际差异等（Erel et al., 2012; Kang & Kim, 2008; Ragozzino & Reuer, 2011），不合理的风险规避、业务流程的不熟悉等都会导致对目标企业价值的评估缺乏科学性（Luypaert & Caneghem, 2017）。因此，海外并购很少给主并企业的股东创造价值，甚至会带来价值损失（Humphery et al., 2017; Moeller & Schlingemann, 2005）。由此可见，信息不对称性是企业进行并购决策时必须面对的问题，如果能有效降低并购双方的信息不对称程度，则

① 本文样本为2004年1月到2017年12月我国沪深A股、B股企业对境外目标企业的并购活动。

② 中国商务部，<http://data.mofcom.gov.cn>；中国“一带一路”网，<https://www.yidaiyilu.gov.cn>。

会为主并企业海外并购的股价反应带来积极的影响，从而增加股东财富。

学者对影响企业海外并购信息不对称性的因素进行了广泛的研究。宏观层面如国家的制度距离、文化差异、营商环境、地理距离等(阎大颖, 2009; 刘璐和杨蕙馨, 2018; 等等); 微观层面学者则主要探讨了并购双方具有财务顾问、风险资本、私募股权以及投行关系等背景是否会降低并购双方的信息不对称性(Ragozzino & Reuer, 2011; Reuer et al., 2012; Humphery et al., 2017; 李沁洋等, 2017)。行为主体特有的信息属性会降低彼此间进行投资决策时的信息不对称性(Spence, 1974; 张维迎, 1996; 等等), 并购由于对资源的需求度高以及面对的信息不对称程度高, 往往能够从并购双方特有属性所释放出的信号中获益(Ragozzino & Reuer, 2007), 而海外并购则更是如此。本文将中观层面的行业贸易关联作为并购双方特有的属性来研究其对主并企业海外并购股价反应的影响, 主要从行业贸易关联与海外并购, 企业产权性质、行业贸易关联与海外并购, “一带一路”倡议、行业贸易关联与海外并购三个方面来进行文献回顾并提出本文的研究假设。

### (一) 行业贸易关联与海外并购

越来越多的研究和实践经验表明行业特征会影响公司的投资决策(Giroud & Mueller, 2010; Lamont, 1997)。目前学者主要从行业绩效指标, 如行业景气程度、行业发展前景、行业盈利能力等方面来研究行业特征对并购类型的影响(李善民和周小春, 2007), 以及从并购双方所处的行业类型是否相关来研究其对企业并购绩效的影响(李善民等, 2004; 李善民和朱滔, 2006)。关于

行业贸易关联对并购的影响, 学者主要利用社会网络分析法研究行业层面贸易联系对企业海外并购强度及并购浪潮传导路径的影响(Ahern & Harford, 2014; Ahmad et al., 2017), 本文则在前人研究的基础上, 进一步探讨行业贸易关联是否会对企业海外并购的股价反应产生影响。

行业并不是孤立存在的, 而是会与供应链上下游的行业甚至同行业建立复杂的关系(Ahern & Harford, 2014)。行业贸易关联是对行业关系最直接的衡量。Tian(2018)将企业的贸易特征与资本市场联系起来, 利用公司产出的出口比例(公司的可贸易性 tradability)探讨了企业及部门贸易比率的高低对资产回报的影响。根据邓宁的投资发展路径理论, 国内企业的国际化过程通常是从出口贸易开始, 随着国外市场的扩大和出口成本的增加, 国内企业开始向外投资。这时为了获取国外的技术和管理经验, 许多企业开始采用跨国并购的途径(Dunning et al., 2001)。尽管这一理论并没有揭示行业贸易关联对海外并购股价反应的影响, 但它至少说明两个国家的经济融入先从双边贸易开始, 当贸易发展到一定程度时, 出口企业对进口国的市场比较了解, 进口国对出口国的产品也比较认可, 在一定程度上行业贸易关联降低了并购双方的信息不对称性, 于是投资开始增加。

行业贸易关联之所以会对企业海外并购的股价反应产生影响, 主要有两方面原因: 一方面, 并购双方通过贸易往来的逐年累积, 在双方国家的制度、文化等方面积累了丰富的经验(Buckley et al., 2009), 这些经验对并购决策及并购绩效都产生了积极的影响(Barkema & Vermeulen, 2001; Aktas et al., 2013)。根据传

统的经验学习曲线,企业与东道国在贸易过程中总结的适用于当地市场的投资经验会有效地降低双方面对的信息不对称性(Peng et al., 2008),从而帮助主并企业识别目标企业的质量,更好地权衡在目标企业所在国投资的机会与风险。李江等(2017)提出国家层面的双边贸易依存度作为非正式制度,能从制度学习和经验积累方面产生累积效应,降低国家间的信息不对称性。另一方面,当主并企业所在行业与目标企业所在国存在贸易关联时,两国之间的经济联系和信息交流都会增强,企业之间的贸易往来为中国企业积累了可靠的贸易伙伴,会在当地形成主并企业的商业网络(Hochberg et al., 2010),通过借助贸易伙伴的当地关系和资源支持,更容易促使中国主并企业的海外并购行为获得市场更高层次的认可。此时,行业贸易关联便会在一定程度上降低主并企业与目标企业间的信息不对称程度,主并企业能够对目标企业所处的制度环境、行业环境甚至是企业自身的发展情况有较充分的了解,包括估值在内的并购决策也会更加理性,从而获得更积极的股价反应。基于以上分析,提出本文的假设1。

假设1:主并企业所在行业与目标企业所在国的贸易关联会对主并企业的海外并购股价反应起到正向且显著的作用。

## (二) 企业产权性质、行业贸易关联与海外并购

行业贸易关联降低了主并企业与目标企业之间的信息不对称性,继而对主并企业海外并购的股价反应产生影响。行业贸易关联在不同的外部市场环境中发挥的作用不同,行业贸易关联在较差的信息环境中对加强商业伙伴间的

信任和增强彼此间信息传递的作用更加突出(özer et al., 2014)。相对于民营企业,政府对国有企业的并购活动拥有最终的决策权(陈信元和黄俊,2007;潘红波等,2008),国有企业的并购活动大多是出于政府的政治目标或政策驱动(潘红波和余明桂,2014),从而给国有企业的股东带来掠夺效应或支持效应(Vishny & Shleifer, 1998;潘红波和余明桂,2011)。大量的研究表明,国有企业的并购活动多数是由政府推动的,较少考虑并购的效益,很少通过尽职调查来降低并购双方之间的信息不对称性,企业往往会为并购的达成付出高昂的代价,从而给企业带来较差的并购绩效,市场投资者对这种信息不对称性较高的海外并购并不看好。相反,对于民营企业来说,在决定并购标的、并购方案、并购时机等并购关键问题时,关注更多的是该并购行为是否与公司的发展战略一致以及能否为股东创造价值(朱允卫和曹淑艳,2005;王桂敏和李景芳,2010;陈爱萍,2011;等等),民营企业会通过充分的尽职调查来降低与目标企业之间的信息不对称性。国有企业和民营企业的海外并购活动存在着很大的差异,国有企业受政府政治目标、政策驱动的影响较大。

因此,在海外并购中,国有企业面对的信息不对称性要高于民营企业。本文将行业贸易关联看作影响信息不对称程度的因素,并购双方的信息不对称性越高,行业贸易关联对主并企业的海外并购股价反应产生的积极作用就越大,因此当主并企业为国有企业时,行业贸易关联对主并企业海外并购的股价反应影响最大。民营企业在资源和政策优势上要劣于国有企业,往往民营企业的并购是出于自身进一步发展的

战略需求，在并购前会进行尽职调查和企业内部的多次研讨商议。相比于国有企业来说，其并购决策更加理性，面对的信息不对称性也更低，民营企业的尽职调查在一定程度上会削弱行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的促进作用。基于以上分析，提出本文的假设 2。

假设 2：行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的影响会因企业产权性质的不同而存在差异。相较于民营企业，行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的影响在国有企业中更加显著。

### （三）“一带一路”倡议、行业贸易关联与海外并购

中国经济目前处于转型时期，“一带一路”倡议的提出为我国企业的“走出去”提供了良好的契机（刁鹏飞等，2018）。“一带一路”沿线国家多为发展中国家，投资环境复杂，部分国家战乱冲突不断，政局动荡；经济基础薄弱、法律制度不完善，相比于欧美等发达国家，制度建设及经济发展程度相对来说比较落后（张欣，2017），但不乏一些具有投资潜力的企业。Luybaert 和 Caneghem（2017）认为目标企业的信息不对称性越高，则主并企业越有兴趣通过尽职调查获得超额收益。因此，市场中潜在的信息不对称性意味着市场中存在先行优势（first-mover advantage）（布鲁纳，2011），这会使具有信息优势的一方在并购谈判中拥有更大的议价能力，从而以较低的报价在并购中获得较高的超额收益。

囿于相对较大的制度距离，中国企业在以往很少将投资目光聚焦于“一带一路”沿线国家；但“一带一路”倡议的提出，为我国企业对“一带一路”沿线国家的并购带来了政策红

利，在一定程度上缩短了主并企业与目标企业所在国的制度距离，弥补了目标企业所在国的制度缺位。宗芳宇等（2012）提出贸易协定等其他国与国之间签订的协议对促进企业投资制度环境较差的国家具有明显的推动作用。基于上述分析，“一带一路”倡议的提出，使我国企业对“一带一路”沿线国家并购活动的活跃度增加，更易发现被市场低估的标的企业，且相较于“一带一路”倡议提出前会更容易得到市场投资者的认可。因此，提出本文的假设 3。

假设 3：“一带一路”倡议提出后，我国企业对“一带一路”沿线国家的并购活跃度增加，且对“一带一路”沿线国家的海外并购行为相比于倡议提出前更容易得到投资者的积极反应，行业贸易关联在我国企业海外并购股价反应的提升中做出了积极的贡献。

## 三、数据与变量选择

### （一）样本选择

本文界定的海外并购是指在中国（不包含港澳台地区）注册且在沪深两市上市的企业对中国境外其他国家或地区的目标企业发起的收购和兼并行为。研究样本来自 BVD 全球并购交易分析库 Zephyr，样本时间为 2004 年 1 月 1 日到 2017 年 12 月 31 日。根据 Zephyr 数据库的统计，这一期间共发生了 929 起主并企业来自中国、目标企业为其他国家或地区的海外并购交易。根据数据库记录的企业行业分类，按照《上市公司行业分类指引》（2012）与中国的行业分类进行合并，获得行业层面的贸易关联数据。

由于本文的研究涉及对主并企业股票价格

的分析，所以研究样本为主并企业在沪深两市上市的公司，在 Zephyr 数据库中共有 858 个样本符合要求。研究进一步剔除了并购事件重要交易信息缺失、主并企业主要财务数据缺失的样本，最终进行回归分析的样本为 679 个，具体筛选过程见表 1。

图 1 是对我国海外并购事件空间分布的描述，其中黑色的实心圆表示并购事件的数量，实心圆越大，则并购事件的数量越多；灰色区域为“一带一路”沿线国家。从图中可以看出我国对香港地区的并购事件最多，其次是美国、德国、新加坡等发达国家。对“一带一路”沿线国家海外并购的频数低于对非“一带一路”沿线国家的海外并购频数。

表 1 样本筛选过程

筛选过程	合计
初始样本：中国（不含港澳台地区）企业的海外并购	929
剔除：主并企业在香港证券交易所上市	-71
描述性统计样本	858
主并企业在新三板上市	-91
剔除新三板的描述性统计样本	767
并购交易信息、财务等数据缺失	-88
最终全部回归样本	679

注：本文的研究样本为 2004 年 1 月 1 日到 2017 年 12 月 31 日我国沪深 A 股、B 股上市公司对境外目标企业的并购活动。为了从总体上对我国企业的海外并购现状有一个清晰的了解，原始样本中包括了在中国香港上市的主并企业和在新三板上市的企业。由于港股与沪深两股在信息披露制度、变量内涵设定、数据结构等方面存在差异，较难整合在一起；且新三板主要是为企业发展、资本投入与退出服务，不以交易为主要目的，交易活跃度和市场的有效性较低，信息无法在股价上得到反映。所以在本文的分析中将主并企业为在港上市和在新三板上市的样本予以剔除。

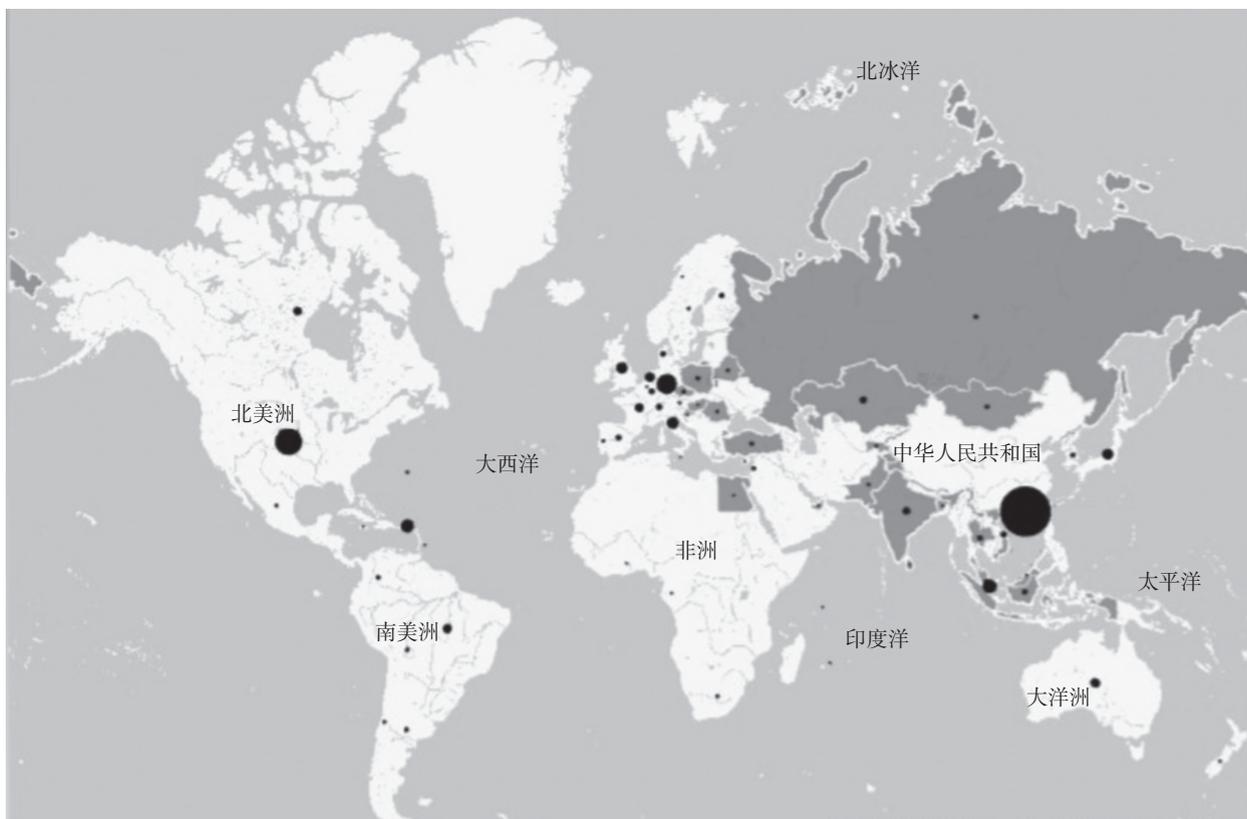


图 1 2004~2017 年我国海外并购事件的区域分布

资料来源：根据 Zephyr 数据库并购事件数据整理所得，本文关于样本描述分析的数据均来自 Zephyr 数据库；“一带一路”沿线国家名单来自中国“一带一路”网。

同时，我国企业的海外并购以非“一带一路”沿线国家为主，占到了89%以上（见表2）；自“一带一路”倡议提出后，我国企业对“一带一路”沿线国家的并购增加了将近2倍，增速高于对非“一带一路”沿线国家目标企业的并购；

在“一带一路”沿线国家中，尤以对东盟国家企业的并购最多，占到了将近50%。由此可见，“一带一路”倡议的提出，对我国企业的海外并购行为具有重要的指导意义，探讨在该倡议下企业海外并购的股价反应也就具备了实际意义。

表2 2004~2017年我国海外并购样本的时空分布

	“一带一路”目标企业								非“一带一路”目标企业	合计
	东盟	东亚	西亚	南亚	中亚	独联体	中东欧	合计		
倡议提出前	12	1	0	3	3	2	3	24	219	243
倡议提出后	34	2	9	9	6	3	7	70	545	615
总样本	46	3	9	12	9	5	10	94	764	858

资料来源：笔者以样本中各并购事件的并购公告日期为基础，结合“一带一路”倡议提出的时间及“一带一路”沿线国家和地区的名称整理所得。

表3列示了主并企业的行业分布（以中国《上市公司行业分类指引》（2012）为行业分类标准），我国制造业的海外并购数量最多，其次是信息传输、软件、信息技术服务和金融，这一并购趋势与我国目前的产业规划步调一致，已由原来采矿业等基础能源业的并购为主转为以战略性新兴产业为主、多行业共同发展的格局。表4为表3中制造业482个并购样本的行业细分，化学化工制造、设备制造业及计算机通信等已占据主流，我国企业的海外并购开始更多地考虑公司的发展需要和行业的发展背景，海外并购行为更趋理性。

表3 我国主并企业的行业分布

行业	并购数量	行业	并购数量
农业	7	金融	56
采矿	30	房地产	12

续表

行业	并购数量	行业	并购数量
制造业	482	租赁和商务服务	13
电力、热力和水的生产供应	11	科学研究和技术服务	5
建筑	13	水利、环境和公共设施管理	10
批发零售	29	教育	1
交通运输、仓储和邮政	10	卫生和社会工作	1
住宿和餐饮	4	文化、教育和娱乐业	14
信息传输、软件和信息技术服务	68	综合	1
		合计	767

资料来源：笔者结合 Zephyr 数据库对并购样本的记载以及《上市公司行业分类指引》（2012）对并购样本按行业分别进行了计数。

表4 我国主并企业在制造业的行业细分

制造业细分	数量	制造业细分	数量
农副食品加工业	12	化学纤维制造业	4
食品制造业	6	橡胶和塑料制品业	20

续表

制造业细分	数量	制造业细分	数量
酒、饮料和精制茶制造业	8	非金属矿物制品业	13
纺织业	1	黑色金属冶炼及压延加工业	6
纺织服装、服饰业	11	有色金属冶炼及压延加工业	15
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	4	金属制品业	14
家具制造业	5	通用设备制造业	19
造纸及纸制品业	3	专用设备制造业	52
印刷和记录媒介复制业	3	交通运输业	53
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	7	电气机械及器材制造业	49
石油加工、炼焦及核燃料加工业	1	计算机、通信和其他电子设备制造业	97
化学原料及化学制品制造业	35	仪器仪表制造业	7
医药制造业	32	其他制造业	5
		合计	482

资料来源：笔者结合 Zephyr 数据库对并购样本的记载以及《上市公司行业分类指引》（2012）对并购样本按行业分别进行了计数。

表 5 为海外并购样本中目标企业的行业分布，制造业、金融业和批发零售业是我国企业进行海外并购的热点行业。

表 5 目标企业所在行业分布

行业	并购数量	行业	并购数量
农业	3	金融业	215
采矿业	22	房地产	4
制造业	263	租赁和商务服务	11

续表

行业	并购数量	行业	并购数量
电力、热力和水的供应	9	科学研究和技术服务	13
建筑业	2	水利、环境和公共设施管理	7
批发零售	139	教育	1
交通运输、仓储和邮政	13	卫生和社会工作	4
住宿和餐饮	3	文化、教育和娱乐业	5
信息传输、软件和信息技术服务	39	综合	14
		总计	767

资料来源：笔者结合 Zephyr 数据库对并购样本的记载以及《上市公司行业分类指引》（2012）对并购样本按行业分别进行了计数。

## （二）研究设计与变量描述

### 1. 事件研究法

目前大多数学者都是利用事件研究法计算公司在并购事件窗口期的超额收益率来衡量市场对企业并购的反应，即本文定义的海外并购的股价反应（顾露露和 Reed, 2011; Halford & Hsu, 2013），该指标倾向于企业海外并购的短期绩效。翟进步等（2010）采用事件研究法分析了并购的股价反应；张学勇等（2017）分析了企业创新能力对短期并购绩效的影响。本文按照相关学者的传统做法，利用事件研究法计算出超额累计收益率来衡量海外并购的股价反应。在考察主并企业海外并购的短期异常收益率时，本文选择并购公告日前后各 1 个、2 个、5 个和 10 个交易日作为事件窗口，选择事件窗口前 150 个交易日作为估计窗口；使用基于 CAPM 的市场模型来计算事件窗口股票的预期

收益率；由主并企业在估计窗口内的个股日收益率和市场收益率数据得到 $\alpha_i$ 和 $\beta_i$ 的估计值。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

样本中个股  $i$  在第  $t$  天的异常收益率为：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (2)$$

样本中个股  $i$  在  $[t_1, t_2]$  天的超额累计收益

率为  $CAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$ 。所有海外并购事件中涉及

的股票在  $[t_1, t_2]$  天的平均超额累计收益率为

$$\overline{CAR} = \frac{1}{n} \sum_{n=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

由图 2 可以看出，在 150 天的估计窗口期内，超额收益率总体呈现出增长的态势，且在公告发布日有明显的增加。

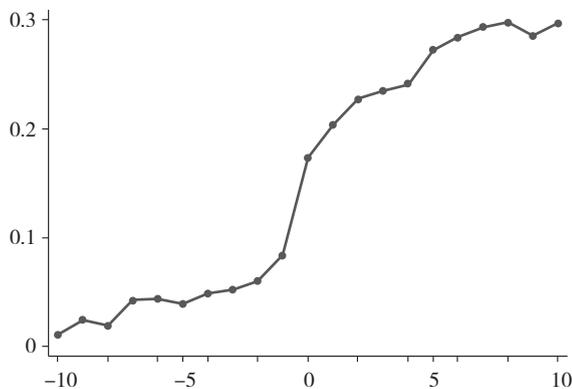


图 2 不同估计窗口期的超额累计收益率

资料来源：笔者根据 CSMAR 数据库中各样本公司的股价及 Zephyr 数据库中各并购事件的公告日期，利用事件研究法计算并整理得出，其中第 0 天为并购公告日，该图描述了事件窗口期  $[-10, 10]$  天内企业的超额累计收益率。

## 2. 截面回归模型

为了进一步分析主并企业与目标企业的行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的影响，本文采用了截面回归模型，将样本按照主并企业的产权性质进行分类，探讨当主并企业

拥有不同的产权性质时，行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的影响是否存在差异。

回归方程的具体形式如下：

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Rtrade_i + \alpha_2 \cdot X_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

式 (3) 表示主并企业与目标企业的行业贸易关联 (Rtrade) 对主并企业海外并购股价反应 (CAR) 的影响。其中， $\alpha_0$  是常数项， $\alpha_1$  和  $\alpha_2$  是各变量的系数， $\varepsilon_i$  代表未被纳入回归模型的其他影响因素。 $X_i$  是控制变量的集合，包括交易层面的特征：交易的支付方式、是否聘请财务顾问、收购股权比例；主并企业层面的特征：第一大股东持股比例、并购经验、实际控制人的性质等方面；宏观层面的特征：目标企业所在国的经济制度环境、双方企业所在国的地理距离以及对行业和年份进行控制。具体变量描述见表 6。本文主要基于该模型探讨主并企业和目标企业的行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的影响及该影响在具有不同产权性质的主并企业中是否存在差异。

### (1) 被解释变量。

被解释变量为通过事件研究法计算出来的超额累计收益率  $CAR_i$ ，具体有四个指标： $CAR [-1, 1]$  表示在事件窗口期  $[-1, 1]$  的超额累计收益率（其中，第 0 天为并购公告宣布日期）； $CAR [-2, 2]$  表示在事件窗口期  $[-2, 2]$  的超额累计收益率； $CAR [-5, 5]$  表示在事件窗口期  $[-5, 5]$  的超额累计收益率； $CAR [-10, 10]$  表示在事件窗口期  $[-10, 10]$  的超额累计收益率。

### (2) 解释变量。

根据理论分析和假设，要检验的影响海外并购股价反应的主要因素为主并企业与目标企

业的行业贸易关联。现有研究中，对并购双方贸易关联的度量方法主要有两种：一是根据并购双方所在行业的贸易流量利用网络拓扑结构构建行业贸易关系网络，以行业贸易网络来研究其对并购浪潮传导方向及传导规模的影响 (Ahern & Harford, 2014; Ahmad et al., 2017); 二是将并购双方所在国的进出口贸易额占主并企业所在国进出口贸易总额的比重定义为并购双方国家层面的贸易依存度，以贸易依存度作为贸易关联的代理变量研究其对企业并购绩效的影响 (Erel et al., 2012; Makaew, 2012; 张建红等, 2010)。本文借鉴张建红等 (2010) 的做法，将国家层面的贸易关联进一步缩小到行业层面。行业贸易关联是指主并企业所在行业与目标企业所在国的贸易关联，分为两种不同的关联类型——行业出口贸易关联和行业进口贸易关联。根据 EPS 数据平台之中国行业贸易数据库整

理的中国行业贸易数据来衡量中国主并企业所在行业与目标企业所在国的贸易关联，该指标统计了我国与其他国家的行业商品进出口贸易数据。

行业出口贸易关联 ( $D_{totarget_{i,j,t-1}}$ ): 该变量是根据 t-1 期主并企业所在行业 i 对目标企业所在国 j 的商品出口额生成的虚拟变量。若商品出口额为 0，则该变量取值为 0，表示双方没有行业出口贸易关联；若不为 0，则该变量取 1，表示双方存在行业出口贸易关联。

行业进口贸易关联 ( $D_{fromtarget_{i,j,t-1}}$ ): 该变量是根据 t-1 期主并企业所在行业 i 从目标企业所在国 j 的商品进口额而生成的虚拟变量。若进口额为 0，则该变量取值为 0，表示双方没有行业进口贸易关联；若不为 0，则取值为 1，表示双方存在行业进口贸易关联。

表 6 是对模型中各变量的描述及数据来源说明。

表 6 主要变量描述及数据来源

变量代码	变量描述	数据来源
被解释变量 (CAR)		
CAR [-1, 1]	在事件窗口期 [-1, 1] 的超额累计收益率	通过事件研究法计算得出，个股收益率、市场收益率等数据来源于 CSMAR 数据库
CAR [-2, 2]	在事件窗口期 [-2, 2] 的超额累计收益率	
CAR [-5, 5]	在事件窗口期 [-5, 5] 的超额累计收益率	
CAR [-10, 10]	在事件窗口期 [-10, 10] 的超额累计收益率	
解释变量 (Rtrade)		
行业出口贸易关联	1: 有贸易关联; 0: 无贸易关联	EPS 中国行业贸易数据库
行业进口贸易关联	1: 有贸易关联; 0: 无贸易关联	EPS 中国行业贸易数据库
控制变量 (X)		
交易层面特征		
支付方式	并购的支付方式, 1: 现金; 0: 其他	Zephyr 全球并购数据库
财务顾问	主并企业是否聘请财务顾问, 1: 聘请财务顾问; 0: 没有聘请财务顾问	Zephyr 全球并购数据库

续表

变量代码	变量描述	数据来源
收购股权比例	主并企业收购股权比例, 1: 大于等于 50%; 0: 小于 50%	Zephyr 全球并购数据库
公司层面特征		
第一大股东持股	主并企业第一大股东持股比例	Zephyr 全球并购数据库
并购经验	主并企业是否具有海外并购经历, 1: 并购事件发生前 3 年有海外并购经历; 0: 并购事件发生前 3 年没有海外并购经历	Zephyr 全球并购数据库
企业性质	根据主并企业实际控制人的性质生成企业的产权性质变量, 1: 国有; 0: 非国有	CSMAR 数据库
净资产	主并企业的净资产取对数	CSMAR 数据库
资产负债率	主并企业的资产负债率	CSMAR 数据库
净资产收益率	主并企业的净资产收益率	CSMAR 数据库
宏观层面特征		
经济自由度	目标企业所在国的经济制度环境, 连续变量	美国传统基金会和《华尔街日报》统计的全球经济自由度指数
地理距离	主并企业与目标企业的地理距离	CEPII 数据库
地区虚拟变量	目标企业是否位于“一带一路”沿线国家, 1: 目标企业位于“一带一路”沿线国家; 0: 目标企业位于非“一带一路”沿线国家	中国“一带一路”网, <a href="https://www.yidaiyilu.gov.cn/">https:// www.yidaiyilu.gov.cn/</a>
时期虚拟变量	并购事件是否发生在“一带一路”倡议提出之后, 1: 并购事件发生在“一带一路”倡议提出之后; 0: 并购事件发生在“一带一路”倡议提出之前	Zephyr 全球并购数据库

### 3. 政策评估研究

本文进一步使用 DID 双重差分法和 Blinder-Oaxaca 分解法来检验政策对我国企业海外并购股价反应的影响。DID 双重差分法是目前国内对政策效果进行评估使用最广泛的研究工具(石华军和楚尔鸣, 2017), 该方法基于非随机分配政策实施组和对照组, 通过建模实现对研究对象事前差异的有效控制, 能够将政策影响的真正结果有效分离出来, 该方法主要解决了被解释变量空间上的差异在时间上的变化趋势,

即我国企业对“一带一路”沿线国家和非“一带一路”沿线国家海外并购股价反应的差异在“一带一路”倡议提出前后的变化。Blinder-Oaxaca 分解法则可以将影响被解释变量发生变化的各项因素进行分解, 找到各个变量对被解释变量变化的贡献程度, 闫雪琴和孙晓杰(2016)以政策环境变化为背景, 利用 Blinder-Oaxaca 分解法研究了政治关联对并购绩效变化的影响程度。本文则使用 Blinder-Oaxaca 分解法研究了行业贸易关联对“一带一路”倡议提出后

我国企业海外并购股价反应变化的贡献程度。

(1) DID 双重差分法。

本文结合目标企业所在国是否位于“一带一路”沿线及“一带一路”倡议的提出与否，使用双重差分法 (DID) 对“一带一路”倡议的政策效应进行评估。地区虚拟变量表示目标企业是否位于“一带一路”沿线国家，若目标企业位于“一带一路”沿线国家，则地区虚拟变量取值为 1，反之为 0；时期虚拟变量则表示并购事件是否发生在“一带一路”倡议提出之后，若并购事件公告日发生在“一带一路”倡议提出之后，则取值为 1，反之为 0。本文将目标企业位于“一带一路”沿线国家或地区的海外并购样本定义为实验组。

(2) Blinder-Oaxaca 分解法。

在双重差分法的基础上，本文采用 Blinder-Oaxaca 分解法进一步研究“一带一路”倡议提出后行业贸易关联对我国主并企业海外并购股价反应的贡献程度。以“一带一路”倡议的正式提出为分界点，对企业海外并购股价反应发生的变化以及并购双方行业贸易关联等其他因素对企业海外并购股价变动的贡献程度进行了分解研究。

将“一带一路”倡议提出前的并购事件定义为样本 0，“一带一路”倡议提出后的并购事件定义为样本 1，比较样本 1 和样本 0 海外并购股价反应的差异。CAR<sub>1</sub> 和 CAR<sub>0</sub> 分别表示样本 1 和样本 0 的超额累计收益率，两个样本相应变量的特征矩阵为 X<sub>1</sub> 和 X<sub>0</sub>，相应的回归系数向量分别为 β<sub>1</sub> 和 β<sub>0</sub>。根据式 (3) 可得两个样本的海外并购股价反应估计方程：

$$CAR_1 = X_1\beta_1 + \mu_1 \quad (4)$$

$$CAR_0 = X_0\beta_0 + \mu_0 \quad (5)$$

样本 1 和样本 0 相应变量个体特征向量的平均值为  $\bar{X}_1$  和  $\bar{X}_0$ ，则两个样本之间股价反应之差可以表示为：

$$\overline{CAR_1} - \overline{CAR_0} = \bar{X}_1\beta_1 - \bar{X}_0\beta_0 \quad (6)$$

利用分解法对式 (6) 进行分解，得到式 (7)：

$$\overline{CAR_1} - \overline{CAR_0} = (\bar{X}_1 - \bar{X}_0)\beta_1 + \bar{X}_0(\beta_1 - \beta_0) \quad (7)$$

式 (7) 右边第一项表示由相应变量的观测值均值引起的样本 1 和样本 0 的股价反应差异；第二项则是样本 1 和样本 0 相应变量回归系数对股价反应的贡献。由于 DID 双重差分法已经就“一带一路”倡议对海外并购股价反应的影响进行了分析，所以对于 Blinder-Oaxaca 分解法则重点关注由变量均值变化带来的股价反应差异，即等式右边第一项。

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计

表 7 是主要变量的描述性统计分析结果。随着交易日的增加，超额累计收益率不断增加，从 1.44% 增加到 2.97%。样本中 50% 左右的国家与我国主并企业所在行业有贸易关联；样本中国有企业的海外并购占到了 28.94%；在海外并购样本中，68.45% 的海外并购发生在“一带一路”倡议提出之后，11.08% 的目标企业为“一带一路”沿线国家；13.43% 的并购案例聘请了财务顾问；60.76% 的并购案例采用了纯现金支付方式；31.94% 的主并企业在并购事件发生前三年有并购经验。

表 7 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
CAR [-1, 1]	0.0144	0.0820	-0.4782	0.3788
CAR [-2, 2]	0.0175	0.1106	-0.7425	0.5298
CAR [-5, 5]	0.0229	0.1696	-1.5350	0.7836
CAR [-10, 10]	0.0297	0.2280	-2.6814	1.1643
行业出口贸易关联	0.5306	0.4994	0.0000	1.0000
行业进口贸易关联	0.5280	0.4995	0.0000	1.0000
支付方式	0.6076	0.4886	0.0000	1.0000
财务顾问	0.1343	0.3412	0.0000	1.0000
收购股权比例	0.4654	0.4991	0.0000	1.0000
第一大股东持股	32.7048	14.2734	5.0500	89.0900
并购经验	0.3194	0.4666	0.0000	1.0000
净资产	22.0044	1.5610	17.1004	28.1097
资产负债率	0.5219	1.6418	0.0149	45.1452
净资产收益率	0.0312	0.0472	-0.4672	0.3287
经济自由度	79.7430	11.1438	47.9200	90.5500
地理距离	8.3105	0.8910	7.0632	9.8580
企业性质	0.2894	0.4538	0.0000	1.0000
地区虚拟变量	0.1108	0.3141	0.0000	1.0000
时期虚拟变量	0.6845	0.4650	0.0000	1.0000

表 8 是主要变量之间的相关性系数统计分析结果，在不同的事件窗口期，行业进口贸易关联与行业出口贸易关联之间均具有显著的正相关关系，所以本文将两个关键变量分别放入模型中进行分析。本文进一步对各主要变量进行多重共线性检验，在以行业出口贸易关联和行业进口贸易关联为解释变量的两个基本模型中所有变量的方差膨胀因子均值分别为 1.81 和 1.82，说明并不存在多重共线性，可以进行下一步的回归分析。

## (二) 回归结果分析

### 1. 行业贸易关联对海外并购股价反应的影响

行业贸易关联对海外并购股价反应的影响见表 9，其中列 (1)、列 (3)、列 (5) 和列 (7) 为行业出口贸易关联对海外并购股价反应的影响，列 (2)、列 (4)、列 (6) 和列 (8) 为行业进口贸易关联对海外并购股价反应的影响。可以发现无论是行业的出口贸易关联还是行业的进口贸易关联都对海外并购的股

表 8 主要变量的相关性检验

	CAR [-1, 1]	行业出口 贸易关联	行业进口 贸易关联	支付方式	财务 顾问	收购股权 比例	第一股东 持股比例	并购 经验	净资产	资产 负债率	净资产 收益率	经济 自由度	地理 距离	企业 性质	地区虚 拟变量	时期虚 拟变量
CAR [-1, 1]	1.0000															
行业出口 贸易关联	0.0574	1.0000														
行业进口 贸易关联	0.0581	0.9949*	1.0000													
支付 方式	-0.0770*	0.1288*	0.1248*	1.0000												
财务 顾问	0.1330*	-0.0982*	-0.1033*	-0.2105*	1.0000											
收购股权 比例	0.1100*	-0.1008*	-0.1012*	-0.7186*	0.3011*	1.0000										
第一股东 持股比例	-0.0775*	0.0333	0.0290	-0.0726*	0.0846*	0.0628	1.0000									
并购 经验	-0.0442	-0.0056	-0.0077	0.0409	0.0172	-0.0619	-0.0224	1.0000								
净 资产	-0.1532*	-0.2109*	-0.2114*	-0.0699	0.1366*	0.0852*	0.1525*	0.2456*	1.0000							
资产 负债率	-0.0447	-0.0005	-0.0001	-0.0619	0.0069	0.0554	-0.0499	0.0731*	0.4745*	1.0000						
净资产 收益率	-0.0547	0.0654	0.0647	0.0201	0.0057	-0.0449	0.0814*	-0.0722*	-0.0373	-0.1240*	1.0000					
经济 自由度	-0.0622	0.0085	0.0039	0.3803*	-0.1223*	-0.4374*	-0.0673	-0.0439	-0.0584	-0.0261	0.0205	1.0000				

续表

	CAR [-1, 1]	行业出口 贸易关联	行业进口 贸易关联	支付方式	财务 顾问	收购股权 比例	第一股东 持股比例	并购 经验	净资产	净资产 收益率	经济 自由度	地理 距离	企业 性质	地区虚 拟变量	时期虚 拟变量
地理 距离	0.0192	0.0198	0.0251	-0.4351*	0.1819*	0.5114*	0.0602	0.0454	0.0362	0.0258	-0.6985*	1.0000			
企业 性质	-0.0519	-0.2466*	-0.2432*	-0.1583*	0.1365*	0.1941*	0.2025*	0.0314	0.4844*	0.0352	-0.1120*	0.0678	1.0000		
地区 虚拟变量	0.0368	-0.0414	-0.0395	-0.0704*	-0.0004	0.0865*	0.0018	0.0432	0.0701	0.0017	-0.3496*	0.0373	0.0861*	1.0000	
时期 虚拟变量	0.0387	0.4056*	0.4077*	0.0922*	0.0737*	-0.0652	0.0706	0.0560	-0.0934*	0.0058	0.0417	0.0229	-0.2286*	0.0299	1.0000

注：括号中的t值；\*\*\*表示p<0.01，\*\*表示p<0.05，\*表示p<0.1。

表9 行业贸易关联对海外并购股价反应的影响

事件窗口期	[-1, 1]			[-2, 2]			[-5, 5]			[-10, 10]			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)					
行业出口贸易关联	0.0292** (2.5206)		0.0307** (2.0061)		0.0503** (2.1324)		0.0527 (1.5910)						
行业进口贸易关联		0.0304** (2.5795)		0.0340** (2.1875)		0.0557** (2.3186)		0.0612* (1.8158)					
支付方式	-0.0036 (-0.3744)	-0.0034 (-0.3508)	-0.0092 (-0.7259)	-0.0089 (-0.7038)	-0.0198 (-1.0138)	-0.0193 (-0.9906)	-0.0417 (-1.5219)	-0.0411 (-1.5026)					
财务顾问	0.0388*** (3.6934)	0.0392*** (3.7381)	0.0571*** (4.1241)	0.0575*** (4.1596)	0.0877*** (4.1044)	0.0884*** (4.1422)	0.1090*** (3.6359)	0.1097*** (3.6630)					
收购股权比例	0.0194* (1.8915)	0.0195* (1.9087)	0.0154 (1.1425)	0.0157 (1.1603)	0.0047 (0.2261)	0.0051 (0.2444)	-0.0163 (-0.5567)	-0.0158 (-0.5410)					
第一股东持股比例	-0.0004* (-1.6866)	-0.0004* (-1.6757)	-0.0004 (-1.2260)	-0.0004 (-1.2223)	-0.0004 (-0.9140)	-0.0004 (-0.9096)	-0.0001 (-0.0894)	-0.0001 (-0.0886)					

续表

事件窗口期	[-1, 1]		[-2, 2]		[-5, 5]		[-10, 10]	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
并购经验	0.0015 (0.2194)	0.0015 (0.2184)	0.0078 (0.8360)	0.0077 (0.8276)	0.0146 (1.0166)	0.0145 (1.0083)	0.0268 (1.3287)	0.0265 (1.3176)
净资产	-0.0079*** (-2.5909)	-0.0078** (-2.5644)	-0.0112*** (-2.7744)	-0.0111*** (-2.7579)	-0.0122* (-1.9559)	-0.0120* (-1.9373)	-0.0197** (-2.2530)	-0.0195** (-2.2418)
资产负债率	-0.0328* (-1.7856)	-0.0332* (-1.8109)	-0.0376 (-1.5512)	-0.0378 (-1.5630)	-0.0390 (-1.0435)	-0.0394 (-1.0558)	-0.0527 (-1.0060)	-0.0529 (-1.0097)
净资产收益率	-0.1245* (-1.6498)	-0.1246* (-1.6514)	-0.1610 (-1.6155)	-0.1607 (-1.6134)	-0.2775* (-1.8051)	-0.2770* (-1.8033)	-0.2924 (-1.3554)	-0.2913 (-1.3515)
经济自由度	-0.0002 (-0.5256)	-0.0002 (-0.5178)	-0.0005 (-0.8869)	-0.0005 (-0.8752)	-0.0009 (-1.0534)	-0.0009 (-1.0414)	-0.0016 (-1.3697)	-0.0016 (-1.3572)
地理距离	-0.0098* (-1.8383)	-0.0099* (-1.8600)	-0.0111 (-1.5769)	-0.0112 (-1.5842)	-0.0169 (-1.5532)	-0.0170 (-1.5614)	-0.0291* (-1.9034)	-0.0290* (-1.9035)
企业性质	-0.0011 (-0.1173)	-0.0012 (-0.1250)	-0.0055 (-0.4559)	-0.0055 (-0.4536)	-0.0210 (-1.1183)	-0.0209 (-1.1170)	-0.0239 (-0.9078)	-0.0237 (-0.9013)
常数项	0.3040*** (3.3888)	0.3022*** (3.3676)	0.4184*** (3.5336)	0.4148*** (3.5032)	0.5383*** (2.9469)	0.5325*** (2.9154)	0.8640*** (3.3708)	0.8555*** (3.3379)
行业	控制	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	控制
观测值	649	649	649	649	649	649	649	649
R <sup>2</sup>	0.1376	0.1381	0.1379	0.1389	0.1186	0.1198	0.1040	0.1052
P 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0005	0.0004

注：括号中的 t 值；\*\*\* 表示 p<0.01，\*\* 表示 p<0.05，\* 表示 p<0.1。

价反应起到显著的促进作用。当双方企业具有行业贸易关联时，其并购收益比没有贸易关联时要高 2.9%（以事件窗口期  $[-1, 1]$  为例）。当主并企业所在行业与目标企业所在国具有贸易关联时，会产生积极的股价反应，即投资者认为行业贸易关联在一定程度上会降低主并企业与目标企业所处环境的信息不对称性，使主并企业能根据充分的信息对目标企业做出更理性的估值，行业贸易关联确实在一定程度上降低了并购双方企业的信息不对称程度，假设 1 得到验证。此外，还发现聘请财务顾问能够显著提高主并企业海外并购的股价反应，主并企业的净资产规模越大，则市场对其海外并购的反应越消极。

## 2. 主并企业产权性质差异对主效应的影响

在中国特有的经济制度及发展情境下，企业的产权性质对企业的发展具有重要的影响。本文将样本分为两个子样本：国有企业和非国有企业。按照基本模型进行回归，表 10 为在国有企业子样本及非国有企业子样本中行业贸易关联对海外并购股价反应的影响，由于篇幅原因，仅展示了事件窗口期为  $[-1, 1]$  和  $[-10, 10]$  的分析结果。实证结果发现，无论是行业出口贸易关联还是行业进口贸易关联，都对国有企业和非国有企业的海外并购股价反应产生了正向的影响，但是该正向影响仅在国有企业中显著，在非国有企业中并不显著。这说明，行业贸易关联对国有企业的影响要大于对非国有企业的影响。因为对于国有企业来说，其海外并购活动大多是出于政策目标或政治目的，较少考虑目标企业所处的环境情况，相较于非国有企业的海外并购来说，面对的信息不对称程度

更大；在此情况下，行业贸易关联对国有企业的影响更为显著，在评估国有企业海外并购行为时行业贸易关联更具有参考价值；而非国有企业的海外并购则是出于为股东创造财富的目的，在决定发起并购行为前会进行多方尽职调查，非国有企业对行业贸易关联等信息已进行了事先分析，所以相比于国有企业，行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的积极作用在非国有企业中并不显著。假设 2 得到验证。并购样本中的 185 家国有企业恰好与目标企业所在国同时拥有行业出口贸易关联和行业进口贸易关联，所以行业贸易关联在两个事件窗口期内对主并企业海外并购股价反应的影响系数一致。

## 3. 政策环境变化的影响研究

### (1) DID 双重差分法。

在上述分析中已得出结论，行业进出口贸易关联会对主并企业海外并购的股价反应产生显著的积极作用，行业贸易关联在具有不同产权性质的企业中作用不同。基于上述研究结论，考虑“一带一路”倡议是否为我国企业的海外并购带来了获利契机。

表 11 为双重差分法中控制组和实验组的样本分布。鉴于双重差分法只考量政策的影响，忽视了企业规模等特征，因此为了使分析结果更具说服力，本文使用基于 Fama-French 三因子计算出来的超额累计收益率代替基于 CAPM 法计算的超额累计收益率，虽然导致了样本数量的部分损失，但控制了上市公司的市值、账面市值比和市盈率等市场系统性特征，对超额累计收益率的估计更精确。表 12 为实证分析结果。

表 10 行业贸易关联对海外并购股价反应的影响——分样本

事件窗口期	[-1, 1]				[-10, 10]			
	国有 (1)	非国有 (2)	国有 (3)	非国有 (4)	国有 (5)	非国有 (6)	国有 (7)	非国有 (8)
行业出口贸易关联	0.0335** (2.0272)	0.0250 (1.5422)			0.1152*** (2.7723)	0.0033 (0.0688)		
行业进口贸易关联			0.0335** (2.0272)	0.0268 (1.6078)			0.1152*** (2.7723)	0.0152 (0.3115)
支付方式	0.0042 (0.3094)	-0.0020 (-0.1548)	0.0042 (0.3094)	-0.0017 (-0.1330)	0.0223 (0.6479)	-0.0728* (-1.9068)	0.0223 (0.6479)	-0.0724* (-1.8967)
财务顾问	0.0235 (1.6423)	0.0548*** (3.6731)	0.0235 (1.6423)	0.0553*** (3.7191)	0.0564 (1.5698)	0.1766*** (4.0561)	0.0564 (1.5698)	0.1757*** (4.0473)
收购股权比例	0.0131 (0.8671)	0.0191 (1.4003)	0.0131 (0.8671)	0.0194 (1.4191)	-0.0080 (-0.2101)	-0.0392 (-0.9837)	-0.0080 (-0.2101)	-0.0385 (-0.9669)
第一大股东持股比例	0.0000 (0.0991)	-0.0005* (-1.7567)	0.0000 (0.0991)	-0.0005* (-1.7459)	0.0014 (1.4170)	-0.0004 (-0.3937)	0.0014 (1.4170)	-0.0004 (-0.4027)
并购经验	-0.0060 (-0.4794)	0.0027 (0.3170)	-0.0060 (-0.4794)	0.0028 (0.3244)	-0.0308 (-0.9809)	0.0423* (1.6705)	-0.0308 (-0.9809)	0.0419* (1.6568)
净资产	-0.0041 (-0.8244)	-0.0054 (-1.2521)	-0.0041 (-0.8244)	-0.0053 (-1.2182)	-0.0051 (-0.4061)	-0.0140 (-1.1005)	-0.0051 (-0.4061)	-0.0140 (-1.1057)
资产负债率	-0.0192 (-0.5203)	-0.0450** (-2.0616)	-0.0192 (-0.5203)	-0.0454** (-2.0853)	-0.1569* (-1.6860)	-0.0739 (-1.1608)	-0.1569* (-1.6860)	-0.0726 (-1.1429)
净资产收益率	-0.2821* (-1.8009)	-0.1170 (-1.3166)	-0.2821* (-1.8009)	-0.1172 (-1.3185)	-1.4537*** (-3.6869)	-0.1414 (-0.5447)	-1.4537*** (-3.6869)	-0.1392 (-0.5365)
经济自由度	0.0001 (0.1982)	-0.0007 (-1.3027)	0.0001 (0.1982)	-0.0007 (-1.2929)	-0.0001 (-0.0899)	-0.0033** (-2.0872)	-0.0001 (-0.0899)	-0.0032** (-2.0665)

续表

事件窗口期	[-1, 1]				[-10, 10]			
	国有 (1)	非国有 (2)	国有 (3)	非国有 (4)	国有 (5)	非国有 (6)	国有 (7)	非国有 (8)
地理距离	-0.0150* (-1.7489)	-0.0093 (-1.3559)	-0.0150* (-1.7489)	-0.0095 (-1.3801)	-0.0256 (-1.1803)	-0.0380* (-1.8942)	-0.0256 (-1.1803)	-0.0377* (-1.8812)
常数项	0.2422* (1.7507)	0.2837** (2.3150)	0.2422* (1.7507)	0.2804** (2.2855)	0.3927 (1.1281)	0.9847*** (2.7518)	0.3927 (1.1281)	0.9751*** (2.7217)
行业	控制	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	控制
观测值	185	464	185	464	185	464	185	464
R <sup>2</sup>	0.2505	0.1522	0.2505	0.1526	0.2604	0.1221	0.2604	0.1223
P 值	0.0132	0.0000	0.0132	0.0000	0.0076	0.0032	0.0076	0.0031

注：括号中的 t 值；\*\*\* 表示 p<0.01，\*\* 表示 p<0.05，\* 表示 p<0.1。

表 11 双重差分法——样本分布

超额收益率：基于 CAPM 模型			
	“一带一路”倡议提出之前 (Before)	“一带一路”倡议提出之后 (After)	
控制组 (Control)	185	416	601
实验组 (Treated)	18	60	78
	203	476	679
超额收益率：基于 Fama-French 三因子			
	“一带一路”倡议提出之前 (Before)	“一带一路”倡议提出之后 (After)	
控制组 (Control)	173	225	398
实验组 (Treated)	17	31	48
	190	256	446

表 12 双重差分法分析结果

事件窗口期	[-1, 1]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
Before				
Control	0.003	0.001	-0.010	-0.029
Treated	-0.046	-0.075	-0.163	-0.331
Diff (T-C)	-0.049 *	-0.076 *	-0.152 *	-0.303 **
After				
Control	0.012	0.008	-0.007	-0.030
Treated	-0.026	-0.045	-0.125	-0.296
Diff (T-C)	-0.038 *	-0.054 *	-0.118 **	-0.267 **
Diff-in-Diff	0.012	0.022	0.035	0.036

注：括号中的 t 值；\*\*\* 表示  $p < 0.01$ ，\*\* 表示  $p < 0.05$ ，\* 表示  $p < 0.1$ 。

从表 12 可以得出以下三点结论：第一，“一带一路”倡议提出前和“一带一路”倡议提出后，我国企业对“一带一路”沿线国家并购的超额累计收益率分别为-0.046 和-0.026，对非“一带一路”沿线国家并购的超额累计收益率分别为 0.003 和 0.012；“一带一路”倡议提出前，我国企业对“一带一路”沿线国家和

非“一带一路”沿线国家并购的超额累计收益率的差值为-0.049，“一带一路”倡议提出后，我国企业对“一带一路”沿线国家和非“一带一路”沿线国家并购的超额累计收益率的差值为-0.038，且在统计意义上显著，这说明无论是“一带一路”倡议提出前还是提出后，我国企业对非“一带一路”沿线国家目标企业并购

的超额累计收益率都高于对“一带一路”沿线国家并购的超额累计收益率。因为“一带一路”沿线国家大多是发展中国家，政治、经济等宏观环境的不确定性较高（张欣，2017），政治风险较大，在并购中对目标企业的风险和价值评估的难度也更大。第二，“一带一路”倡议提出后，我国企业对目标企业的并购相比于倡议提出前取得了更高的市场认同，以事件窗口期为 $[-1, 1]$ 为例，对非“一带一路”沿线国家目标企业并购的超额累计收益率从0.003提高到0.012，对“一带一路”沿线国家目标企业的超额累计收益率从-0.046提高到-0.026。表明“一带一路”倡议的提出进一步加深了“走出去”战略对我国企业的影响，使对外投资成为企业国际化的重要组成部分，企业在进行跨国并购时会更加理性。第三，“一带一路”倡议提出后，且当目标企业位于“一带一路”沿线国家时，实验组的超额累计收益率要比控制组高出0.012（以事件窗口期 $[-1, 1]$ 为例），在统计意义上不显著，但系数为正。虽然总体来看，“一带一路”倡议对我国企业海外并购股价反应的影响在统计意义上并不显著，但从“一带一路”倡议提出前后两组结果来看，企业的海外并购股价反应的确得到提高，可以在一定程度上说明“一带一路”倡议的提出确实为我国企业的海外并购带来了政策红利，假设3得到部分验证。“一带一路”倡议提出后股价反应差异为正但不显著有以下两点原因：一是可能存在部分企业单纯追逐政策红利，响应政策号召而忽视尽职调查，并购准备不充分进而损失并购收

益的现象；二是“一带一路”倡议自提出以来，具体的实施措施和鼓励条款仍在不断建设中，具体对企业海外并购股价反应的影响仍需进一步考证。

#### （2）Blinder-Oaxaca 分解法。

通过上述分析发现“一带一路”倡议的提出确实为企业海外并购股价反应带来了积极的影响，利用 Blinder-Oaxaca 分解法进一步探索“一带一路”倡议提出后行业贸易关联对企业海外并购股价反应的贡献程度。分解结果见表13，“一带一路”倡议提出前和“一带一路”倡议提出后我国企业对海外企业并购的超额累计收益率分别为0.0093和0.0170，“一带一路”倡议提出后的并购收益率要明显高于“一带一路”倡议提出前，这与 DID 双重分析法所得出的结论一致；进而将“一带一路”倡议提出前后超额累计收益率的差值按照变量均值、系数、变量均值与系数交叉项三个方面进行分解，得到本文关注的各变量均值变动（禀赋效应）对我国企业海外并购超额收益率的影响为0.0144，其中，行业出口贸易关联的贡献程度为0.0097，行业进口贸易关联的贡献程度为0.0094。无论从行业出口贸易关联还是从行业进口贸易关联来看，“一带一路”倡议提出后由禀赋效应给企业海外并购股价反应带来的影响都是显著为正的；行业贸易关联均值的变动同样为企业海外并购股价反应带来了显著为正的贡献。这说明行业贸易关联确实对“一带一路”倡议提出后我国主并企业海外并购股价反应的提升做出了贡献。

表 13 Blinder-Oaxaca 分解结果

Panel A: 行业出口贸易关联的分解结果			
项目	海外并购股票反应	95%置信区间	
“一带一路”倡议提出前	0.0093 **	0.0004	0.0181
“一带一路”倡议提出后	0.0170 ***	0.0087	0.0253
禀赋效应	0.0144 ***	0.0046	0.0242
行业出口贸易关联	0.0097 **	0.0009	0.0186
Panel B: 行业进口贸易关联的分解结果			
项目	海外并购股票反应	95%置信区间	
“一带一路”倡议提出前	0.0093 **	0.0004	0.0181
“一带一路”倡议提出后	0.0170 ***	0.0087	0.0253
禀赋效应	0.0141 ***	0.0041	0.0241
行业进口贸易关联	0.0094 **	0.0004	0.0184

注：括号中的 t 值；\*\*\* 表示  $p < 0.01$ ，\*\* 表示  $p < 0.05$ ，\* 表示  $p < 0.1$ 。

## 五、稳健性检验

### （一）剔除相关性系数高的变量

在变量的相关性分析中，有三组变量的相关性系数大于 0.5，分别是行业出口贸易关联和行业进口贸易关联；收购比例和支付方式；主并企业所在国与目标企业所在国主要城市群的地理距离和目标企业所在国的经济制度环境。关于行业出口贸易关联和行业进口贸易关联相关性较高的解决方式是把两个变量分别单独放入基本模型中进行实证分析；剩下的两组相关性较高的变量，解决方法是剔除了收购比例和目标企业所在国的经济制度环境，回归结果见表 14。关键变量的系数并未发生显著的变化。

### （二）子样本回归

在海外并购样本中，62.84%的并购发生在制造业，因此单独对制造业的并购样本进行回

归，结果见表 15。同样，关键变量的系数并没有发生较大的波动，模型具有一定的稳定性，在一定程度上说明本研究的可靠性。

## 六、结论与展望

本文基于我国“一带一路”倡议提出的背景，分析了行业贸易关联对主并企业海外并购股价反应的影响，同时探讨了主并企业不同的产权性质给行业贸易关联与海外并购股价反应带来的影响差异。并购双方具有行业贸易关联会使主并企业海外并购的股价反应得到显著提升；行业贸易关联对海外并购股价反应的影响在国有企业中更加显著。“一带一路”倡议提出后，我国更多的主并企业将投资目光从欧美发达国家和地区转移到“一带一路”沿线国家和地区，积极利用政策红利进行海外并购活动，海外并购事件大幅增加，且“一带一路”倡议

表 14 稳健性检验——剔除相关性较高系数后的回归结果

事件窗口期	[-1, 1]			[-2, 2]			[-5, 5]			[-10, 10]		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)				
行业出口贸易关联	0.0290** (2.5059)	0.0301** (2.5541)	0.0309** (2.0228)	0.0342** (2.1984)	0.0512** (2.1745)	0.0566** (2.3608)	0.0548* (1.6580)	0.0635* (1.8881)				
行业进口贸易关联	-0.0154** (-2.0576)	-0.0153** (-2.0407)	-0.0192* (-1.9442)	-0.0190* (-1.9291)	-0.0242 (-1.5926)	-0.0239 (-1.5762)	-0.0351 (-1.6443)	-0.0348 (-1.6306)				
支付方式	0.0432*** (4.2127)	0.0437*** (4.2620)	0.0608*** (4.4969)	0.0613*** (4.5374)	0.0891*** (4.2765)	0.0899*** (4.3199)	0.1060*** (3.6219)	0.1068*** (3.6542)				
财务顾问	-0.0004* (-1.7447)	-0.0004* (-1.7337)	-0.0004 (-1.2729)	-0.0004 (-1.2693)	-0.0005 (-0.9402)	-0.0004 (-0.9360)	-0.0001 (-0.0995)	-0.0001 (-0.0987)				
第一大股东持股比例	0.0003 (0.0492)	0.0003 (0.0470)	0.0069 (0.7467)	0.0068 (0.7367)	0.0146 (1.0196)	0.0144 (1.0092)	0.0283 (1.4130)	0.0280 (1.3999)				
并购经验	-0.0077** (-2.5355)	-0.0077** (-2.5077)	-0.0111*** (-2.7709)	-0.0111*** (-2.7526)	-0.0124** (-1.9989)	-0.0123** (-1.9785)	-0.0204** (-2.3425)	-0.0203** (-2.3294)				
净资产	-0.0324* (-1.7694)	-0.0329* (-1.7957)	-0.0364 (-1.5057)	-0.0367 (-1.5190)	-0.0364 (-0.9782)	-0.0369 (-0.9918)	-0.0477 (-0.9113)	-0.0479 (-0.9163)				
资产负债率	-0.1255* (-1.6597)	-0.1256* (-1.6620)	-0.1603 (-1.6092)	-0.1601 (-1.6078)	-0.2740* (-1.7843)	-0.2736* (-1.7831)	-0.2836 (-1.3152)	-0.2827 (-1.3117)				
净资产收益率	-0.0057 (-1.3578)	-0.0058 (-1.3862)	-0.0054 (-0.9813)	-0.0054 (-0.9938)	-0.0094 (-1.1127)	-0.0095 (-1.1266)	-0.0186 (-1.5651)	-0.0186 (-1.5700)				
地理距离	0.0011 (0.1204)	0.0010 (0.1135)	-0.0034 (-0.2797)	-0.0033 (-0.2765)	-0.0193 (-1.0373)	-0.0192 (-1.0348)	-0.0233 (-0.8903)	-0.0231 (-0.8826)				
企业性质	0.2666*** (3.7559)	0.2653*** (3.7353)	0.3471*** (3.7097)	0.3443*** (3.6801)	0.4178*** (2.8971)	0.4132*** (2.8658)	0.6549*** (3.2341)	0.6482*** (3.2010)				
常数项												

续表

事件窗口期	[-1, 1]		[-2, 2]		[-5, 5]		[-10, 10]	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
行业	控制	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	控制
观测值	649	649	649	649	649	649	649	649
R <sup>2</sup>	0.1319	0.1323	0.1346	0.1357	0.1169	0.1181	0.1010	0.1022
P 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0004	0.0003

注：括号中的 t 值；\*\*\* 表示 p<0.01，\*\* 表示 p<0.05，\* 表示 p<0.1。

表 15 稳健性检验——制造业中行业贸易关联对海外并购股价反应的影响

事件窗口期	[-1, 1]		[-2, 2]		[-5, 5]		[-10, 10]	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
行业出口贸易关联	0.0368** (2.5113)		0.0373* (1.9461)		0.0649** (2.1642)		0.0710 (1.6464)	
行业进口贸易关联		0.0368** (2.5113)		0.0373* (1.9461)		0.0649** (2.1642)		0.0710 (1.6464)
支付方式	-0.0104 (-0.8308)	-0.0104 (-0.8308)	-0.0253 (-1.5472)	-0.0253 (-1.5472)	-0.0426* (-1.6685)	-0.0426* (-1.6685)	-0.0654* (-1.7813)	-0.0654* (-1.7813)
财务顾问	0.0503*** (3.5133)	0.0503*** (3.5133)	0.0767*** (4.0978)	0.0767*** (4.0978)	0.1077*** (3.6818)	0.1077*** (3.6818)	0.1432*** (3.4037)	0.1432*** (3.4037)
收购比例	0.0054 (0.4159)	0.0054 (0.4159)	-0.0108 (-0.6344)	-0.0108 (-0.6344)	-0.0254 (-0.9500)	-0.0254 (-0.9500)	-0.0554 (-1.4426)	-0.0554 (-1.4426)
第一大股东持股比例	-0.0003 (-1.1241)	-0.0003 (-1.1241)	-0.0003 (-0.7542)	-0.0003 (-0.7542)	-0.0004 (-0.6675)	-0.0004 (-0.6675)	-0.0000 (-0.0003)	-0.0000 (-0.0003)

续表

事件窗口期	[-1, 1]		[-2, 2]		[-5, 5]		[-10, 10]	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
并购经验	0.0049 (0.5464)	0.0049 (0.5464)	0.0110 (0.9392)	0.0110 (0.9392)	0.0205 (1.1182)	0.0205 (1.1182)	0.0395 (1.4971)	0.0395 (1.4971)
净资产	-0.0096** (-2.2638)	-0.0096** (-2.2638)	-0.0109** (-1.9702)	-0.0109** (-1.9702)	-0.0040 (-0.4558)	-0.0040 (-0.4558)	-0.0096 (-0.7681)	-0.0096 (-0.7681)
资产负债率	-0.0586** (-2.5047)	-0.0586** (-2.5047)	-0.0712** (-2.3303)	-0.0712** (-2.3303)	-0.1176** (-2.4599)	-0.1176** (-2.4599)	-0.1606** (-2.3362)	-0.1606** (-2.3362)
净资产收益率	-0.2152** (-2.3079)	-0.2152** (-2.3079)	-0.2701** (-2.2151)	-0.2701** (-2.2151)	-0.4580** (-2.4023)	-0.4580** (-2.4023)	-0.4214 (-1.5366)	-0.4214 (-1.5366)
经济自由度	0.0001 (0.2154)	0.0001 (0.2154)	-0.0001 (-0.1154)	-0.0001 (-0.1154)	-0.0003 (-0.3249)	-0.0003 (-0.3249)	-0.0009 (-0.5796)	-0.0009 (-0.5796)
地理距离	-0.0041 (-0.6066)	-0.0041 (-0.6066)	-0.0044 (-0.4983)	-0.0044 (-0.4983)	-0.0126 (-0.9214)	-0.0126 (-0.9214)	-0.0221 (-1.1245)	-0.0221 (-1.1245)
企业性质	0.0117 (1.0589)	0.0117 (1.0589)	0.0109 (0.7605)	0.0109 (0.7605)	-0.0018 (-0.0782)	-0.0018 (-0.0782)	0.0095 (0.2949)	0.0095 (0.2949)
常数项	0.2824** (2.3564)	0.2824** (2.3564)	0.3553** (2.2672)	0.3553** (2.2672)	0.3409 (1.3909)	0.3409 (1.3909)	0.6008* (1.7043)	0.6008* (1.7043)
行业	控制							
年份	控制							
观测值	411	411	411	411	411	411	411	411
R <sup>2</sup>	0.1184	0.1184	0.1091	0.1091	0.0924	0.0924	0.0736	0.0736
P 值	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001	0.0011	0.0011	0.0149	0.0149

注：括号中的 t 值；\*\*\* 表示 p<0.01, \*\* 表示 p<0.05, \* 表示 p<0.1。

的提出为我国企业海外并购的股价反应带来了积极的影响；行业贸易关联在“一带一路”倡议提出后我国主并企业海外并购股价反应的提升中发挥了积极的作用。

本文的贡献体现为基于信息不对称理论将行业贸易关联作为影响并购效益的因素，发现并购双方的行业贸易关联在一定程度上会提升主并企业海外并购的股价反应。行业贸易关联是继现有学者已证明的影响主并企业海外并购价值创造的因素外又一个对主并企业海外并购价值创造产生影响的解释因素。企业在海外并购过程中可以参考并购双方是否具有行业贸易关联来对目标企业进行合理估值。结合中国经济发展的特殊背景，发现在转型国家和新兴经济体中政府参与经济的不同方式对我国企业海外并购的股价反应产生了差异化的影响：从政府通过控股企业直接参与企业决策来看，行业贸易关联对我国企业海外并购股价反应的影响在国有企业中更加显著；从政府通过制定经济政策间接影响企业行为来看，“一带一路”倡议的提出，提高了我国企业海外并购的股价反应，且行业贸易关联在“一带一路”倡议提出后对提升海外并购的股价反应发挥了积极的作用。

基于本文的研究结论，对我国企业的海外并购提出以下三点建议：首先，我国主并企业尤其是国有企业在进行海外并购时，可以将与目标企业的行业贸易关联作为评价指标纳入对标的企业的评价指标体系，通过更全面的尽职调查为企业股东创造超额收益。其次，我国主并企业在选择目标企业时，要积极利用“一带一路”倡议带来的政策红利，结合对目标企业的尽职调查，从行业贸易关联的角度发现“一

带一路”沿线国家中具有投资价值的企业。最后，政府应继续加大对“一带一路”倡议的推行力度，出台并完善和“一带一路”沿线国家间关于贸易、金融等方面的合作政策，继续巩固与我国已建立行业贸易关联的沿线国家之间的经贸合作，重视对我国企业海外投资环境的建设。

本文的研究也存在一定的不足，主要是受限于主并企业必须为上市公司，导致可选择的对“一带一路”沿线国家的并购样本较少。在未来的研究中可以扩充样本容量并搜集企业层面数据，将行业层面的贸易关联进一步聚焦到企业层面，研究企业的贸易关联属性对其海外并购股价反应的影响。

（接受编辑：马旭飞、王永贵、李炜文

收稿日期：2018年6月29日

接受日期：2018年11月9日）

#### 参考文献

- [1] 陈爱萍：《中国民营企业海外并购的特征、问题与发展建议》，《对外经贸实务》，2011年第12期。
- [2] 陈信元、黄俊：《政府干预、多元化经营与公司业绩》，《管理世界》，2007年第1期。
- [3] 刁鹏飞、傅强、刁昊飞：《“一带一路”背景下我国企业海外并购估值风险研究》，《现代管理科学》，2018年第3期。
- [4] 冯根福、吴林江：《我国上市公司并购绩效的实证研究》，《经济研究》，2001年第1期。
- [5] 顾露露、Reed, R.：《中国企业海外并购失败了吗？》，《经济研究》，2011年第7期。
- [6] 李江、卫平、石大千、杨静怡：《制度差异风险与中国对外直接投资——双边投资协定与贸易依存度

的调节效应研究》，《工业技术经济》，2017年第7期。

[7] 李沁洋、刘向强、杨华领：《有“关系”的财务顾问能提高并购效率吗？》，《财贸经济》，2017年第11期。

[8] 李善民、陈玉罡：《上市公司兼并与收购的财富效应》，《经济研究》，2002年第11期。

[9] 李善民、曾昭灶、王彩萍、朱滔、陈玉罡：《上市公司并购绩效及其影响因素研究》，《世界经济》，2004年第9期。

[10] 李善民、周小春：《公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究》，《管理世界》，2007年第3期。

[11] 李善民、朱滔：《中国上市公司并购的长期绩效——基于证券市场的研究》，《中山大学学报》（社会科学版），2005年第5期。

[12] 李善民、朱滔：《多元化并购能给股东创造价值吗？——兼论影响多元化并购长期绩效的因素》，《管理世界》，2006年第3期。

[13] 刘璐、杨蕙馨：《制度距离对中国上市公司跨国并购绩效的影响——国际经验与知识吸收能力的中介作用》，《科技进步与对策》，2018年第5期。

[14] 罗伯特·F. 布鲁纳：《应用兼并与收购》，中国人民大学出版社2011年版。

[15] 潘红波、夏新平、余明桂：《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》，《经济研究》，2008年第4期。

[16] 潘红波、余明桂：《支持之手、掠夺之手与异地并购》，《经济研究》，2011年第9期。

[17] 潘红波、余明桂：《目标公司会计信息质量、产权性质与并购绩效》，《金融研究》，2014年第7期。

[18] 萨德·苏达斯纳：《并购创造价值》，中国人民大学出版社2013年版。

[19] 石华军、楚尔鸣：《政策效果评估的双重差分方法》，《统计与决策》，2017年第17期。

[20] 王桂敏、李景芳：《民营企业跨国并购的风险控制：基于并购交易流程的视角》，《工业技术经济》，2010年第7期。

[21] 阎大颖：《国际经验、文化距离与中国企业海外并购的经营绩效》，《经济评论》，2009年第1期。

[22] 闫雪琴、孙晓杰：《企业政治关联与跨国并购绩效——基于中国并购方数据》，《经济与管理研究》，2016年第1期。

[23] 翟进步、贾宁、李丹：《中国上市公司收购兼并的市场预期绩效实现了吗？》，《金融研究》，2010年第5期。

[24] 张建红、卫新江、海柯·艾伯斯：《决定中国企业海外收购成败的因素分析》，《管理世界》，2010年第3期。

[25] 张维迎：《博弈论与信息经济学》，上海人民出版社1996年版。

[26] 张欣：《“一带一路”背景下国有企业海外并购的趋势、挑战与对策》，《国际贸易》，2017年第11期。

[27] 张学勇、柳依依、罗丹、陈锐：《创新能力对上市公司并购业绩的影响》，《金融研究》，2017年第3期。

[28] 朱允卫、曹淑艳：《我国民营企业海外并购的特点及发展对策》，《国际贸易问题》，2005年第8期。

[29] 宗芳宇、路江涌、武常岐：《双边投资协定、制度环境和企业对外直接投资区位选择》，《经济研究》，2012年第5期。

[30] Agrawal, A., & Mandelker, G. N. 1987. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *Journal of Finance*, 42 (4), 823-837.

[31] Ahern, K. R., & Harford, J. 2014. The importance of industry links in merger waves. *Journal of Finance*, 69 (2), 527-576.

- [32] Ahmad, M. F., Bodt, E. D., & Harford, J. 2017. International trade and propagation of merger waves. *Social Science Electronic Publishing*.
- [33] Aktas, N., Bodt, E. D., & Roll, R. 2013. Learning from repetitive acquisitions; Evidence from the time between deals. *Journal of Financial Economics*, 108 (1), 99–107.
- [34] Andrade, G., & Stafford, E. 2004. Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance*, 10 (1), 1–36.
- [35] Barkema, H., & Vermeulen, F. 2001. Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal*, 44 (3), 457–476.
- [36] Bortolotti, B., & Faccio, M. 2009. Government control of privatized firms. *The Review of Financial Studies*, 22 (8), 2907–2939.
- [37] Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., & Zheng, P. 2009. The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 40 (2), 353–354.
- [38] Dunning, J. H., Kim, C.-S., & Lin, J.-D. 2001. Incorporating trade into the investment development path: A case study of Korea and Taiwan. *Oxford Development Studies*, 29 (2), 145–154.
- [39] Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. 2012. Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 67 (3), 1045–1082.
- [40] Franks, J. R., & Harris, R. S. 1986. The role of the mergers and monopolies commission in merger policy: Costs and alternatives. *Oxford Review of Economic Policy*, 2 (4), 58–78.
- [41] Giroud, X., & Mueller, H. M. 2010. Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics*, 95 (3), 312–331.
- [42] Halford, J. T., & Hsu, H.-C. 2013. Beauty is wealth: CEO appearance and shareholder value. *Social Science Electronic Publishing*.
- [43] Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. 2010. Networking as a barrier to entry and the competitive supply of venture capital. *Journal of Finance*, 65 (3), 829–859.
- [44] Humphery, J. M., Sautner, Z., & Suchard, J. 2017. Cross-border mergers and acquisitions; The role of private equity firms. *Strategic Management Journal*, 38 (8), 1688–1700.
- [45] Jensen, M. C., & Ruback, R. S. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 (1/4), 5–50.
- [46] Kang, J.-K., & Kim, J.-M. 2008. The geography of block acquisitions. *Journal of Finance*, 63 (6), 2817–2858.
- [47] Lamont, O. 1997. Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *Journal of Finance*, 52 (1), 83–109.
- [48] Li, L., & Tong, W. H. S. 2018. Information uncertainty and target valuation in mergers and acquisitions. *Journal of Empirical Finance*, 45, 84–107.
- [49] Luybaert, M., & Caneghem, T. V. 2017. Exploring the double-sided effect of information asymmetry and uncertainty in mergers and acquisitions. *Financial Management*, 46, 873–917.
- [50] Makaew, T. 2012. *Waves of international mergers and acquisitions*. AFA 2012 Chicago Meetings Paper.
- [51] Moeller, S. B., & Schlingemann, F. P. 2005. Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking and Finance*, 29 (3), 533–564.
- [52] Özer, Ö., Zheng, Y., & Ren, Y. 2014.

Trust, trustworthiness, and information sharing in supply chains bridging China and the United States. *Management Science*, 60 (10), 2435–2460.

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

[54] Ragozzino, R., & Reuer, J. 2007. Initial public offerings and the acquisition of entrepreneurial firms. *Strategic Organization*, 5 (2), 155–176.

[55] Ragozzino, R., & Reuer, J. 2011. Geographic distance and corporate acquisitions: Signals from IPO firms. *Strategic Management Journal*, 32 (8), 876–894.

[56] Reuer, J. J., Tong, T. W., & Wu, C.-W. 2012. A signaling theory of acquisition premiums: Evidence from IPO targets. *Academy of Management Journal*, 55 (3), 667–683.

[57] Spence, A. M. 1974. *Market signaling: Informational transfer in hiring and related screening processes*. Boston, MA: Harvard University Press.

[58] Tian, M. 2018. Tradability of output, business cycles and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 128 (1), 86–102.

[59] Vishny, R. W., & Shleifer, A. 1998. *The grabbing hand: Government pathologies and their cures*. Boston, MA: Harvard University Press.