
中国企业并购敏感性海外资产的经验研究

李 诗 黄世忠 吴超鹏^①

内容提要 近年来中国企业海外并购的步伐不断加快,但不少并购却因无法通过他国的外资并购安全审查而遇阻。本文研究中国企业并购涉及国家安全的敏感性海外资产对并购成败及并购绩效的影响。结果表明,相比地方国企和民企,中央国企更可能到海外并购敏感性资产。相比其他并购,敏感性资产并购的成功概率较低,但市场反应较好,有利于提升股东价值。国企实施敏感性资产并购对股东价值的正面影响显著弱于民企。综上,作者认为企业在实施“走出去”战略时,应注意减少并购的政治风险,实现国家、市场和企业利益多赢的局面。

关键词 海外并购 敏感性资产 并购绩效

一 引言

2008 年全球金融危机以后,发达国家经济复苏乏力,而中国经济却保持了平稳较快发展,这为中国企业海外并购提供了难得的历史机遇。据中国商务部统计,2015 年,中国对外非金融类直接投资创下 1180.2 亿美元的历史最高值,同比增长 14.7%,实现连续

^① 李诗、黄世忠:厦门国家会计学院 电子信箱:lishi@xnai.edu.cn(李诗) hsz@xnai.edu.cn(黄世忠);吴超鹏(通讯作者):厦门大学管理学院 361005 电子信箱:wuchaopeng@xmu.edu.cn。

本文获得国家自然科学基金青年项目(71272082、71232005、71402156、71532012)、教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(15JZD019)、福建省社科规划项目(2014C123)及福建省软科学项目(2013R0094)的资助,特此致谢。作者感谢两位匿名审稿人的宝贵意见。当然,文责自负。

13 年增长, 年均增幅高达 33.6%。可见, 海外并购已成为中国企业寻求新一轮发展的重要途径。但与此同时, 中国企业海外并购的失败率却呈逐年上升趋势(张建红等 2010)。据 2011 年 1 月 30 日《金融时报》报道, 2009 和 2010 年中国企业海外并购失败率分别高达 12% 与 11%, 与英美等发达国家 2% 以下的水平相差甚远, 很多中国海外并购都以涉及对方国家安全为由被外国政府驳回。例如, 2011 年华为并购美国 3Leaf 公司被美国政府驳回。

中国企业海外并购屡遭败绩, 与近年世界各国日益严厉的外资并购安全审查制度不无关系。2005 年加拿大政府颁布《加拿大投资法》修正案^①, 规定对可能影响国家安全的外国投资进行审查; 2005 年法国政府将 11 个产业列为受保护产业, 2006 年法国政府又将 20 家大公司列为特别保护企业, 反对外国资本收购; 2007 年美国颁布《外国投资与国家安全法》^②, 扩大审查范围, 关注更为广泛的美国国家安全问题。根据该法案的审查标准, 涉及国家安全的“敏感性资产”包括四类: (1) 战略性自然资源行业, 包括能源(煤、石油) 和其他稀缺资源(铁矿石、稀土、化肥如钾肥) 行业; (2) 国防相关行业, 包括铀、航空及国防相关部门; (3) 关系国家经济安全的金融行业; (4) 关系国家信息安全的电讯行业。

根据美国《外国投资与国家安全法》对“敏感性资产”的定义, 本文以 2000—2014 年中国企业实施的 543 起海外并购案例为样本, 探讨以下三个问题: 哪类企业更可能实施敏感性资产的海外并购? 并购敏感性资产的成功概率如何? 该类并购是否有利于提升并购公司的股东价值? 对这些问题的回答不仅可以为后金融危机时代中国企业海外并购提供决策借鉴, 而且可以为政府部门制定合理的海外并购监管政策提供理论依据。

二 文献回顾

海外并购是企业对外直接投资的重要方式之一。目前, 国内外学者对于海外并购的研究主要集中于考察海外并购的动因、成功概率以及并购绩效 3 方面问题。我们现对其进行梳理和回顾。

(一) 企业海外并购的动因

企业实施海外并购的动因大体可以分为 5 类: 第一, 获取先进技术。李蕊(2003) 通

^① 详见: Canada: Foreign Investment Reviews and National Security. <http://www.thefreelibrary.com/Canada%3a+foreign+investment+reviews+and+national+security.-a0135136760>。

^② 详见: Foreign Investment and National Security Act, 2007. <http://www.treas.gov/offices/international-affairs/cfius/docs/Summary-FINSA.pdf>。

过大量的统计数据 and 案例,分析并证明了在技术优势成为企业核心竞争力的全球背景下,为获取相应技术,提高技术效率和技术竞争优势,是跨国公司进行跨国投资并购的一个重要动因。于开乐和王铁民(2008)就2005年南汽集团对英国罗孚公司的跨国并购案例进行分析,发现当被并购方知识积累大于并购方,或与并购方原知识积累形成互补时,海外并购对企业自主创新将产生积极的影响。第二,获取战略资源。邵新建等(2012)对比了以获得战略资源为目标的海外并购和以获得先进技术、知名品牌为目标的海外并购,发现虽然两类并购的市场反应都显著为正,但前者的财富效应要好于后者。第三,对汇率升值进行套利。Erel等(2012)考察了1990-2007年全球56978起跨国并购,发现当本国货币相较东道国升值时,本国企业更可能到东道国实施跨国并购;顾露露和Reed(2011)基于中国公司海外并购的数据也发现类似的结论。第四,股票市场驱动。Baker等(2008)发现并购方所在国的股票市场估值越高,该国企业越可能实施对外投资与并购。第五,多元化动因。Moeller和Schlingemann(2005)基于美国企业数据发现行业多元化是企业实施跨国并购的动因之一,但是这类多元化跨国并购的市场反应和长期业绩表现较差。

(二) 跨国并购成功概率的影响因素

在国内外文献中,影响海外并购成败的因素主要包括5个方面:第一,东道国制度质量以及东道国与主并国的制度差异。Dikova等(2010)发现海外并购的东道国与主并国之间的制度差异越大,并购越难成功;Buckley等(2007)发现东道国的政治风险对中国对外直接投资有显著负面影响;张建红和周朝鸿(2010)发现东道国制度质量对中国企业海外收购的成功概率没有直接显著的影响。第二,东道国资本管制。De-sai等(2006)的研究表明一国资本管制的放松将会增加该国的外商直接投资和外资并购。第三,东道国与主并国文化差异。Ahern等(2015)发现主并国与东道国之间文化差异越小,两国公司之间的跨国并购数目越多、规模越大。第四,外国机构投资者持股比例。Ferreira等(2010)发现外国机构投资者持股比例越高,企业越可能实施跨国并购,也越可能成功。第五,并购公司来源国和东道国的经济关联度等因素。张建红等(2010)对1324个中国企业海外收购的案例进行经验分析,发现来源国和东道国的经济关联度、并购企业和被并购企业的所有制形式、海外并购的经验和专业顾问的聘用等因素都显著地影响收购的成败。

(三) 海外并购绩效

关于海外并购的绩效如何,国内外文献有两种不同的观点:第一种观点认为海外并购有利于提升公司绩效。例如,Gugler等(2003)对比研究了1981-1998年美国、英

国、欧洲大陆、日本、澳大利亚、新西兰、加拿大以及世界其他国家发生海外并购的企业与未发生海外并购的企业,发现上述各国企业在海外并购后的1-5年,利润都有一定程度的上升,而销售收入却有所下降。在对企业规模进一步细分后,发现小企业并购后的利润和销售收入均显著增加,而大企业并购后利润显著增加,销售显著减少。究其原因,小企业通过并购一定程度上实现了规模经济和范围经济,而大企业通过并购增强了市场势力,提高了垄断程度。关于中国企业的研究也支持海外并购有利于提升绩效的观点。例如顾露露和Reed(2011)考察1994-2009年中国157个企业海外并购事件的短期和中长期绩效,发现尽管外界对海外并购绩效看法各异,中国企业海外并购事件公告日的市场绩效明显为正,反映了市场对中国企业海外并购的正面评价。程惠芳和张孔宇(2006)发现中国上市公司的跨国并购事件发生前后20天内具有比较显著的股东财富效应;按行业细分后电子信息行业的股东财富效应显著大于家电行业的股东财富效应;并且东道国宏观经济情况和并购支付方式对跨国并购的股东财富效应有影响,相比并购前一年的经济增长率,东道国当年经济增长率越低,则中国上市公司的财富获得越多;以现金作为对外并购支付方式对财富获得有正向影响。

第二种观点则认为海外并购不利于提升公司绩效。例如Moeller和Schlingemann(2005)发现美国公司实施的海外并购市场反应和长期业绩表现不如国内并购,而且目标公司所在国的经济限制越多,跨国并购的绩效也越差。

综上所述,虽然目前已有不少文献考察了海外并购的动因、成功概率和并购绩效,但是学术界对于涉及国家安全的敏感性资产的海外并购研究甚少,不少相关议题仍有待深入研究。例如,哪种类型的企业更可能实施敏感性并购?这类并购的成功概率如何?影响并购成败的因素有哪些?这类并购的绩效如何?受什么因素影响?所有这些问题,目前文献仍难以给出系统的回答。为此,本文将针对这些问题展开理论分析和经验检验,一定程度上深化和拓展海外并购领域的研究。

三 研究假设

(一) 产权性质对企业实施敏感性资产并购的影响

世界各国相继立法限制外国资本在一些敏感行业投资,这些行业主要涉及稀缺资源产品、金融机构、军事产品、重要基础设施等。那么国有和民营企业谁更可能实施敏感性资产的海外并购?我们将对这一问题进行深入探讨。从企业经营目标的角度看,不少研究表明:国有企业和民营企业的经营目标不同,国有企业的目标常受到各种政治目的左

右,民营企业则更大程度上以利润最大化为企业目标(Stiglitz 和 Weiss ,1981; Greenwald 和 Stiglitz ,1986; Shleifer 和 Vishny ,1994)。具体到投资和并购决策,一些研究也表明相比民营企业,国有企业在进行投资决策时,往往以实现政府意愿为目标(Antkiewicz 和 Whalley 2007; 陈信元和黄俊 2007)。到海外并购敏感性资产,很大程度上符合政府的全球战略布局。当一起海外并购具有政治目的、从中可预期的经济利益有限时,国有企业将更有可能参与并购,而以逐利为目标的民营企业更有可能放弃并购。从企业经营目标的角度看,我们提出如下研究假设:

假设 1: 在控制资金实力等其他影响因素后,国有企业比民营企业更可能实施敏感性资产的海外并购。

(二) 并购敏感性资产对并购成功概率的影响

我们认为,相比海外并购其他类型资产,中国企业到海外并购敏感性资产成功概率较低,主要原因有二。

第一,近年来,多个国家对外资并购监管法律进行了修改,其共性是建立或完善外资并购国家安全审查制度,这将可能降低受安全审查制度约束较多的敏感性资产并购成功的概率。以下是一些国家外资并购安全审查制度最新立法及实践的简要分析:英国主要参照 2002 年《企业法》^①中公共利益一章的规定对外资并购进行安全审查。公共利益包括 3 个领域:国防安全、媒体多样化和金融行业稳定性。2004 年,加拿大出台《加拿大投资法》修正案 C-59 法案^②,对 4 大敏感行业的外国投资予以严格限制或是禁止。这 4 大行业包括金融(银行业、证券业、保险业、信托业等)、能源(石油及天然气、核能等)、交通与电讯。2005 年 12 月,法国发布第 2005-1739 号法令^③完善国家安全审查制度。该法令规定外商投资法国敏感产业,必须与财经工业部签订遵守准入条件的协议。敏感产业包括航空航天、生物技术、密码技术、核能、武器、微电子、传输敏感数据的信息系统等。2007 年,美国出台《外国投资与国家安全法》(Foreign Investment and National Security Act of 2007)。该法案列举了 11 项外资并购时需要考虑的国家安全相关因素,关键基础设施(如国防和金融行业)、重要技术(如电讯)、关键的能源资源 3 大类资产都在审查范围之内。2008 年,澳大利亚颁发《关于外国政府在澳大利亚投资的

① 详见: Overview of Enterprise Act 2002. <http://www.ofi.gov.uk/enterpriseact/htm>。

② 详见: Bill C-59, An Act to Amend the Investment Canada Act. http://www.parl.gc.ca/common/bills_ls.asp?Parl=38&Ses=1&ls=c59。

③ 详见: Decree No 2005-1739 dated December 30, 2005 regulating foreign financial relationships, codified under Articles R153-1 et seq. of the French Monetary and Financial Code (the "CMF") and implementing Article L. 151-3 of the CMF。

指导原则》^①。该原则明确指出在对外资并购进行国家利益审查时,对于涉及资源领域的并购将采取审慎态度。2008年8月,德国政府起草了《国家安全审查法》(The Foreign Trade and Payments Act)^②,并于2009年4月24日正式生效。该法案授权联邦政府控制外资入股战略产业:军工、密码、航空、铁路、能源与银行相关企业。通过上述对6个发达国家外资并购安全审查标准的分析,可以看出不同国家的审查重点虽不尽相同,但亦有共性,即对涉及国家安全的敏感性行业,政府均要求进行审查。由于外资并购敏感性行业资产需要进行安全审查,因此并购成功概率更低。

第二,不少研究表明,相比其他西方发达国家的企业,中国企业对西方国家实施并购时,由于政治制度和价值观的差异,常常被西方国家政府施加更为严格的安全审查,因而中国企业面临更高的失败率。例如,Alon和McIntyre(2008)指出,中国的跨国并购受到东道国的市场力量、政府指令和制度因素的多重制约。Rui和Yip(2008)也发现,中国跨国公司经营受到东道国制度的约束。Globerman和Shapiro(2009)认为,在很多情况下,由于东道国对中国公司国企背景以及政治目标的担忧,中国跨国公司进行海外并购时,面临的制度障碍会比其他国家公司面临的障碍更大。基于上述分析,我们提出如下研究假设:

假设2:如果跨国收购的目标公司属于可能影响东道国国家安全的敏感性行业,那么并购成功的可能性较低^③。

(三) 并购敏感性海外资产对股东价值的影响

关于并购对股东价值的影响,前人研究争议颇多。其中最具有代表性的理论是并购的协同收益理论。该理论预测当并购公司和目标公司存在协同效应时,并购将为并购公司带来“1+1>2”的协同收益(Higgins和Rodriguez 2006; Hoberg和Phillips 2010; 张新 2003; 邵新建等 2012)。我们认为协同收益理论可以较好地解释中国企业收购敏感性海外资产的行为。具体而言,并购公司到海外并购战略性自然资源、国防资源、金融机构以及电讯公司等敏感性资产的主要目的是:第一,可以获取一些中国急需的自然资源 and 国防资源;第二,可以获取国外先进的科技技术;第三,可以通过购买他国银行等金融机构,进入其金融

^① 详见: Summary of Australia's Foreign Investment Policy. http://www.firb.gov.au/content/_downloads/General_Policy_Summary_April_2008.pdf.

^② 详见: The Germany Federal Government, Explanatory Memorandum to Amendment of the Foreign Trade and Payments and the Foreign Trade and Payments Regulation, 2009.

^③ 从理论上讲,世界各国对外资并购的审查条例决定了敏感性资产的并购比非敏感性资产并购的成功概率低,但是对这一问题进行经验检验仍具有一定的理论价值。这表现在:第一,通过经验检验,可以了解并购敏感性资产与并购其他类型资产的成功概率差异有多大;第二,在不同的敏感性行业中进行跨国并购,其成功概率是否存在差异。这些经验证据为中国企业跨国并购的目标公司选择提供了理论参考。感谢审稿专家对这一问题的宝贵建议。

市场。可见,收购敏感性海外资产目标明确,而且这类资产与并购公司的其他资产形成较强的互补,因此并购之后更可能产生协同收益。由此我们提出如下研究假设:

假设 3: 对比并购其他标的资产,并购敏感性海外资产更可能提升股东价值。

进一步地,我们对比国有企业和民营企业通过并购敏感性资产获取并购协同收益方面可能存在的差异。如前述,由于国有企业的经营目标常受到各种政治目的的左右,从而背离企业利润最大化的经营目标(Shleifer 和 Vishny, 1994),因此国有企业在实施敏感性资产并购时,可能为了符合政府的战略布局而放弃一些股东价值最大化的目标。因此我们提出如下研究假设:

假设 4: 相较民营企业,国有企业实施敏感性资产的并购对股东价值的正面影响显著较弱。

四 研究设计

(一) 样本数据

本文以 WIND 数据库中 2000-2014 年并购事件为初始样本,选取并购方为中国公司,即主营业务和公司总部所在地为中国大陆、中国香港和中国澳门的公司,且属于跨国并购的事件,得到 1122 起并购交易样本。然后根据如下标准选择研究样本:(1) 并购方为上市公司;(2) 并购交易属于股权收购;(3) 交易发起前并购方已经持有标的公司股权比例不超过 50%。除了根据以上标准进行筛选,我们还通过 Google 搜索引擎查找上市公司公告,对交易的真实性和准确性进行验证,并剔除重复、交易记录错误等交易样本,最终样本为 543 起海外并购交易。其中,并购公司的上市地分布为:133 起在中国香港联交所上市,25 起在新加坡、美国等地上市,其余 385 起在中国 A 股上市。研究所需中国上市公司的治理、财务与交易数据来自 WIND、CSMAR 数据库;海外上市公司的治理、财务与交易数据来自 COMPUSTAT、公司年报以及各地区证券交易所网站;并购交易及目标公司的相关数据来自并购公司的并购公告。

(二) 变量定义

1. 敏感性并购的度量

本文用哑变量(*Sensitive*)来度量敏感性并购,如果并购目标属于敏感性行业,则哑变量取值为 1,否则为 0。根据 2007 年美国《外国投资与国家安全法》,我们将如下 4 类行业定义为敏感性行业:(1) 战略性自然资源,包括能源(煤、石油和天然气)和其他稀缺资源产品(铁矿石、稀土、化肥如钾肥);(2) 国防相关行业,包括铀、航空、曾经或

现在的军车制造商及国防相关部门的供应商; (3) 金融行业, 包括关系国家经济稳定的保险、银行、证券与资产管理机构; (4) 电讯行业, 属于关系国家信息安全的行业。我们根据以上 4 类敏感性行业, 构建 4 个哑变量: 战略性自然资源行业(*Strategic Resource*) 哑变量, 国防相关行业(*Defense Related*) 哑变量, 金融行业(*Financial Institution*) 哑变量, 电讯行业(*Telecommunication*) 哑变量。如果目标公司涉及这 4 个敏感性行业中的某一行业, 则该行业哑变量取值为 1, 否则为 0。

2. 并购交易特征的度量

本文主要考察的 3 个并购交易特征的度量方法如下: (1) 并购交易完成与否哑变量(*Completion*): 如果该并购交易完成则取值为 1, 否则为 0; (2) 并购市场反应(*CAR*): 以并购首次公告前后 3 个交易日即 $[-1, +1]$ 窗口的累计超额收益率来度量。超额收益率采用市场模型来调整获得, 其中市场模型的系数估计基于并购首次公告前 250 个交易日, 即 $[-255, -6]$ 时间窗口的收益率数据。市场收益率选取基准为: 中国 A 股上市公司采用流通市值加权且考虑现金分红的综合日市场收益率, 中国香港上市公司采用恒生指数日收益率, 美国上市公司采用标准普尔 500 指数日收益率, 新加坡上市公司采用海峡时报指数日收益率。

3. 并购公司股权性质的度量

参照 Karolyi 和 Liao(2010) 的度量方法并结合中国实际, 本文按照中国并购公司最大股东的最终控制人性质分为国有企业和民营企业。其中, 国有企业哑变量(*SOE*) 定义为: 若企业最终控制人是中央及地方政府及其控股的机构, 则取值为 1, 否则为 0。国有企业又进一步区分为中央国有(*CGO*) 与地方国有(*LGO*)。其中, 中央国有哑变量(*CGO*) 定义为若企业最终控制人是中央政府及其控股机构, 则取值为 1, 否则为 0; 地方国有哑变量(*LGO*) 定义为若企业最终控制人是地方政府及其控股机构, 则取值为 1, 否则为 0。

4. 其他并购交易特征及公司特征的度量

本文主要通过多元回归分析企业并购敏感性海外资产对并购是否完成及并购市场反应的影响。在多元回归分析中, 我们根据前人研究(Kishgen 等, 2009; Liu 和 Mc-Connell, 2013) 控制了并购交易、并购公司及目标公司特征的影响。交易特征控制变量包括: (1) 是否存在竞购者(*Competitive*) , 若存在其他公司参与竞购目标公司, 则该变量取值为 1, 否则为 0; (2) 并购前持股比例(*Toehold*) , 指该起并购完成前, 并购企业在目标公司的持股比例; (3) 并购态度(*Friend*) , 非敌意并购取值 1, 否则为 0。敌意并购是指在遭到目标企业董事会正式拒绝后, 并购企业仍发起并购(Bruner, 2004); (4) 是否为同业并购(*Horizontal*) , 若并购公司和目标公司属同一行业, 则取值为 1, 否则为

0。行业分类基于中国证监会行业分类标准,制造业按二级行业划分,其余行业按一级行业划分;(5)交易支付方式(*Pay Method*)。若并购交易完全以现金方式支付,则取值为1,否则为0。以上5个控制变量均来自手工收集,其中是否存在竞购者来自并购交易的相关新闻报道,其余变量来自并购公告。

并购公司特征变量包括:(1)董事会有效规模(*Effect Board*)。Jensen(1993)、Gertner和Kaplan(1996)研究了董事会规模对公司绩效的影响,最终得出由4-12名董事组成的董事会是有效的、能减少代理问题的董事会。据此,本文假设若并购公司董事会规模为4-12名董事,则该变量取值为1,否则为0;(2)并购公司资产规模(*ln asset*),为并购前一年年末并购公司总资产的自然对数;(3)并购公司现金流量(*Cash Flow*),为并购前一年年末经营性现金流量与固定资产净额之比;(4)并购公司过度负债率(*Excess Debt*),为并购前一年年末公司的资产负债率减去该行业平均资产负债率。行业分类基于中国证监会行业分类标准,制造业按二级行业划分,其余行业按一级行业划分;(5)并购公司高管持股比例(*Shareholding*)。指并购前一年年末总经理、副总经理、董事会秘书和年报公布的其他管理人员(包括董事长兼任的高管人员)的持股比例;(6)并购公司投资机会(*Acquirer Tobin's Q*)。指并购前一年年末并购公司股东权益和净债务的市场价值之和除以其账面价值之和;(7)并购公司在东道国的并购经验(*Experience*)。如果并购公司在该起并购前,曾在该东道国完成至少1起并购,则取值为1,否则为0。该变量手工收集自并购公司招股说明书、年报与公告;(8)并购公司成立年限(*Age*)。指并购交易宣告时并购公司的成立年限。

目标公司特征变量主要包括目标公司股权性质(*Target SOE*)。如果目标企业是国有企业,则取值为1,否则为0。

表1列示了研究变量的描述性统计。为减少变量异常值对分析结果的影响,本文按照“三倍标准差法”检查变量是否存在异常值。对于存在异常值的变量,我们参照Baker等(2003)的研究,进行99%分位和1%分位的缩尾处理(*Winsorization*),即变量取值高于99%分位数或低于1%分位数时,分别以99%分位数和1%分位数代替。由表1可知:(1)543起海外并购样本中有137起(占比25.23%)并购属于敏感性并购。其中86起并购是为了获得战略性自然资源(*Strategic Resource*),占比15.80%;18起并购与国防相关(*Defense Related*),占比3.31%;19起并购向金融机构(*Financial Institution*)发起,占比3.50%;14起并购针对电讯提供商(*Telecommunication*),占比2.58%;(2)543起海外并购中,有449起并购得以完成,占比82.69%;(3)33.70%的并购公司属于国有企业,其中56%属于中央国有企业,44%属于地方国有企业。

表 1 变量描述性统计

变量名称	变量符号	均值	中位数	最小值	最大值	标准差	样本数
敏感性资产并购	<i>Sensitive</i>	0.250	0	0	1	0.434	543
战略性自然资源	<i>Strategic Resource</i>	0.159	0	0	1	0.365	543
国防相关	<i>Defense Related</i>	0.033	0	0	1	0.180	543
金融机构	<i>Financial Institution</i>	0.035	0	0	1	0.184	543
电讯提供商	<i>Telecommunication</i>	0.026	0	0	1	0.159	543
并购交易是否完成	<i>Completion</i>	0.827	1	0	1	0.379	543
并购市场反应 1	<i>CAR[-1, +1]</i>	0.017	0.005	-0.227	0.252	0.074	540
并购市场反应 2	<i>CAR[-5, +5]</i>	0.030	0.010	-0.236	0.601	0.137	538
国有企业	<i>SOE</i>	0.337	0	0	1	0.473	543
中央国有企业	<i>CGO</i>	0.190	0	0	1	0.392	543
地方国有企业	<i>LGO</i>	0.147	0	0	1	0.355	543
是否有竞争对手	<i>Competitive</i>	0.046	0	0	1	0.210	541
并购前持股比例	<i>Toehold</i>	0.796	0	0	49.900	4.217	543
并购态度	<i>Friend</i>	0.007	0	0	1	0.086	543
是否为同业并购	<i>Horizontal</i>	0.746	1	0	1	0.436	543
交易支付方式	<i>Pay Method</i>	0.932	1	0	1	0.252	528 ^①
并购方董事会有效规模	<i>Effect Board</i>	0.878	1	0	1	0.327	543
并购方资产规模	<i>ln asset</i>	9.950	9.838	8.996	11.204	0.731	543
并购方现金流量	<i>Cash Flow</i>	0.633	0.340	-0.413	2.568	0.875	543
并购方过度负债率	<i>Excess Debt</i>	-0.001	0.028	-0.693	0.465	0.208	543
并购方高管持股比例	<i>Shareholding</i>	0.075	0.000	0.000	0.396	0.138	543
并购方投资机会	<i>Acquirer Tobin's Q</i>	2.569	1.826	0.767	6.658	1.837	543
并购方并购经验	<i>Experience</i>	0.173	0	0	1	0.379	543
并购公司成立年限	<i>Age</i>	14.280	13	7	24	5.326	543
目标公司股权性质	<i>Target SOE</i>	0.022	0	0	1	0.147	543

五 经验分析

(一) 收购敏感性海外资产的影响因素分析

本节考察并购公司的股权性质,对公司是否实施敏感性资产并购的影响。我们采用 Logit 模型来进行检验,其中因变量是哑变量(*Sensitive*),表征并购公司是否并购敏感性海外资产,是则取值为 1,否为 0。自变量包括并购公司的股权性质。此外,我们

① 由于数据缺失,只有 528 个观测值能够收集并购交易支付方式。

还控制了并购公司特征对其是否并购敏感性海外资产的影响,控制变量包括董事会有效规模(*Effect Board*)、资产规模(*ln asset*)、现金流量(*Cash Flow*)、过度负债率(*Excess Debt*)、高管持股比例(*Shareholding*)、并购方投资机会(*Acquirer Tobin's Q*)、并购经验(*Experience*)以及并购公司成立年限(*Age*)。

表2 并购敏感性资产影响因素的 Logit 回归分析

	(1)	(2)	(3)
<i>SOE</i>		0.524** (0.260)	
<i>CGO</i>			1.130*** (0.296)
<i>LGO</i>			-0.304 (0.352)
<i>Effect Board</i>	-0.490 (0.313)	-0.389 (0.312)	-0.254 (0.325)
<i>ln asset</i>	0.713*** (0.201)	0.620*** (0.200)	0.507** (0.207)
<i>Cash Flow</i>	-0.160 (0.157)	-0.102 (0.164)	-0.123 (0.162)
<i>Excess Debt</i>	-1.103* (0.605)	-1.324** (0.628)	-1.101* (0.638)
<i>Acquirer Tobin's Q</i>	-0.081 (0.068)	-0.071 (0.067)	-0.053 (0.068)
<i>Shareholding</i>	-1.054 (0.972)	-0.565 (1.027)	-0.722 (1.026)
<i>Experience</i>	0.249 (0.270)	0.254 (0.268)	0.369 (0.278)
<i>Age</i>	-0.066*** (0.021)	-0.053** (0.022)	-0.048** (0.022)
常数项	-6.594*** (2.128)	-6.211*** (2.117)	-5.338** (2.171)
样本数	543	543	543
伪 R ²	0.083	0.090	0.116

说明: *、**、***分别代表在 10%、5%、1% 的置信水平上显著,括号内为标准误。下表同。

表2列示了 Logit 模型的估计结果。其中,列(1)是不包含股权性质变量,仅包括控制变量的基线回归。回归结果表明:并购方资产规模(*ln asset*)的回归系数显著为正,表明其他条件不变,并购公司规模越大,越有可能并购敏感性资产;并购方过度负债率(*Excess Debt*)的回归系数显著为负,表明其他条件不变,并购公司资产负债率超过行业平均值越多,则该公司并购敏感性资产的可能性越低,即过度负债抑制了敏感性资产并购;并购公司成立年限(*Age*)的回归系数显著为负,表明其他条件不变,并购公司成立的时间越长,越不可能到海外去收购敏感性资产。这可能与历史越悠久的公司经营越稳健有关。

列(2)中,我们将并购公司是否为国企变量(*SOE*)加入基线回归模型,发现国企变量的回归系数在 5% 置信水平上显著为正。经边际效益的系数测算可知,国有企业并购敏感性资产的可能性比民营企业高出 9.67%。列(3)中,我们将国企变量(*SOE*)拆为中央国企哑变量(*CGO*)和地方国企哑变量(*LGO*)。我们发现只有 *CGO* 的回归系数在 1% 置信水平上显著为正, *LGO* 回

归系数不显著。经系数测算可知,央企比其他企业实施敏感性海外资产并购的概率高 23.12%。总体而言,上述结果支持假设 1,即国有企业更有可能实施敏感性资产的海外并购。

(二) 收购敏感性资产对并购完成与否的影响

我们同样采用 Logit 模型进行检验,其中因变量是并购是否完成哑变量(*Completion*),若并购完成则取值为 1,否为 0。自变量是目标公司为敏感性资产(*Sensitive*)哑变量。模型中,我们加入并购方、目标方以及交易特征 3 类控制变量。

表 3 列示了 Logit 模型的估计结果。由列(1)可知,敏感性资产并购(*Sensitive*)的回归系数在 1% 水平上显著为负;经系数测算可知,并购敏感性资产交易成功的可能性比其他并购交易低 12%。控制变量方面,如果存在竞购(*Competitive*)则并购成功的可能性显著降低;如果并购双方处于同一行业(*Horizontal*)那么并购成功的概率反而较低,这可能是因为同业并购扩张,易招致东道国政府对行业垄断的担忧;并购方资产规模(*ln asset*)的回归系数显著为正,表明并购公司规模越大,并购成功的可能性越高;并购方过度负债率(*Excess Debt*)的回归系数显著为负,表明企业的资产负债率超过行业平均值越多,越不可能顺利完成并购交易。

列(2)中,我们将敏感性资产并购哑变量(*Sensitive*)拆分为 4 个敏感性行业哑变量:战略性自然资源行业(*Strategic Resource*)哑变量,国防相关行业(*Defense Related*)哑变量,金融行业(*Financial Institution*)哑变量,电讯行业(*Telecommunication*)哑变量。将这 4 个行业哑变量代替 *Sensitive* 放入回归模型,我们发现前 2 个哑变量回归系数显著为负,而后 2 个哑变量回归系数为负,但统计上不显著。这一结果说明不同敏感性行业的并购成功概率存在差异,并购战略性自然资源行业、金融行业公司的成功概率显著低于非敏感性资产并购,而国防相关行业、电讯行业资产并购的成功概率并未显著低于非敏感性资产并购。列(3)中,将并购公司的股权性质,即中央国企哑变量和地方国企哑变量放入模型,回归系数不显著。这表明近年来在敏感性海外资产并购中,中国企业的国企性质已不再是并购企业的不利因素,外方对待中国企业的标准趋向一致。列(4)中,加入交易支付方式(*Pay Method*)控制变量,样本观测值减少至 526 个,结果依然稳健。综上,表 3 的结果支持研究假设 2,即如果目标公司属于敏感性资产,则并购成功概率较低。

(三) 收购敏感性资产对并购市场反应的影响

我们采用 OLS 线性回归模型进行检验。其中,因变量是并购市场反应(*CAR*),用并购首次公告前后 3 个交易日的累计超额收益率来度量。解释变量是目标公司属于

表 3 并购交易完成与否影响因素的 Logit 回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sensitive</i>	-0.804 ^{***} (0.279)			
<i>Strategic Resource</i>		-0.872 ^{***} (0.332)	-0.865 ^{**} (0.339)	-0.865 ^{***} (0.335)
<i>Financial Institution</i>		-1.250 [*] (0.681)	-1.258 [*] (0.677)	-1.172 [*] (0.674)
<i>Defense Related</i>		-0.825 (0.543)	-0.828 (0.543)	-0.744 (0.556)
<i>Telecommunication</i>		-0.596 (0.650)	-0.598 (0.658)	-0.521 (0.651)
<i>CGO</i>			-0.084 (0.389)	-0.076 (0.378)
<i>LGO</i>			-0.073 (0.391)	0.002 (0.405)
<i>Pay Method</i>				-0.335 (0.542)
<i>Competitive</i>	-2.177 ^{***} (0.453)	-2.198 ^{***} (0.450)	-2.189 ^{***} (0.453)	-1.891 ^{***} (0.502)
<i>Horizontal</i>	-0.541 [*] (0.293)	-0.554 [*] (0.293)	-0.556 [*] (0.292)	-0.506 [*] (0.291)
<i>Effect Board</i>	0.277 (0.461)	0.211 (0.476)	0.188 (0.483)	0.246 (0.472)
<i>ln asset</i>	0.712 ^{***} (0.224)	0.749 ^{***} (0.230)	0.762 ^{***} (0.233)	0.746 ^{***} (0.234)
<i>Cash Flow</i>	0.066 (0.150)	0.075 (0.150)	0.069 (0.154)	0.098 (0.159)
<i>Excess Debt</i>	-1.299 [*] (0.751)	-1.377 [*] (0.775)	-1.353 [*] (0.781)	-1.273 [*] (0.769)
<i>Acquirer Tobin's Q</i>	-0.034 (0.070)	-0.042 (0.070)	-0.043 (0.070)	-0.041 (0.073)
<i>Shareholding</i>	-0.119 (0.984)	-0.149 (1.003)	-0.206 (1.045)	-0.061 (1.056)
<i>Experience</i>	0.315 (0.338)	0.308 (0.337)	0.308 (0.343)	0.251 (0.341)
<i>Target SOE</i>	-1.013 (0.724)	-1.043 (0.746)	-1.024 (0.745)	-1.130 (0.789)
<i>Age</i>	-0.058 ^{**} (0.025)	-0.059 ^{**} (0.025)	-0.061 ^{**} (0.026)	-0.053 [*] (0.027)
常数项	-4.046 [*] (2.397)	-4.282 [*] (2.439)	-4.330 [*] (2.450)	-4.127 (2.517)
样本数	541	541	541	526
伪 R ²	0.090	0.094	0.094	0.073

敏感性资产(*Sensitive*)行业时取1,否则取0。模型中,我们还加入并购方、目标方以及交易特征3类控制变量。表4列示了回归模型的估计结果。由列(1)可知,当未加入任何控制变量时,敏感性资产并购哑变量的回归系数在10%水平上显著为正,这表明并购敏感性资产的市场反应高于其他类型并购。列(2)中,在控制其他变量后,并购敏感性资产的市场反应比并购其他资产的市场反应高出2.1%。这表明从并购短期市场反应的角度看,敏感性海外资产并购可以为股东创造价值。值得一提的是,列(2)敏感性资产并购哑变量的回归系数几乎是列(1)的2倍且显著程度提升。这表明当我们未加入其他控制变量时,遗漏的控制变量可能与敏感性资产并购哑变量和市场反应都存在相关关系,从而使回归系数有偏(偏小)^①。列(3)中,我们将敏感性资产并购哑变量(*Sensitive*)拆分为4个敏感性行业哑变量代替*Sensitive*放入回归模型。我们发现当中国公司收购战略性自然资源、金融和电讯行业的目标公司时,市场反应显著较高。而且,这一结果具有经济显著性,收购战略性自然资源、金融和电讯行业目标公司的市场反应比收购其他行业目标公司的市场反应分别高出大约2%、3%和5%。总体而言,表4列(1)至列(3)的结果支持我们的研究假设3,即并购敏感性行业目标公司的市场反应显著较高,更可能为股东创造价值。

列(4)中,我们进一步检验国企和民企中,哪一类企业实施的敏感性资产并购更可能为股东创造价值。我们在模型中加入敏感性资产哑变量与并购公司是否为国有企业哑变量的交叉项。我们发现该交叉项的回归系数显著为负,这表明相较民营企业,国有企业实施敏感性资产并购对股东价值的正面影响显著较弱。从经济角度看,民营企业收购敏感性海外资产的市场反应比收购其他资产高出4.2%,而国有企业收购敏感性海外资产的市场反应则比收购其他资产低0.7% [$0.042 + (-0.049)$]。可见,这一结果支持研究假设4:相较民营企业,国有企业实施敏感性资产的并购对股东价值的正面影响显著较弱。

(四) 稳健性检验

为求结论稳健,我们还进行了如下两项稳健性检验。首先,在表5中,我们将因变量并购市场反应($CAR[-1, +1]$)替换为 $CAR[-5, +5]$,即以并购首次公告前后11个交易日即 $[-5, +5]$ 窗口的累计超额回报率来度量,重新进行表4模型的回归分析,发现回归结果依然稳健。

^① 借鉴He和Tian(2013)的分析方法,我们通过分析发现公司总资产与敏感性资产并购哑变量存在显著正相关($\rho=0.229$),且与市场反应存在显著负相关($\rho=-0.165$)。表4列(2)加入公司总资产使得敏感性资产并购哑变量的回归系数大小和显著度出现上升。

表 4

并购市场反应的回归分析

	CAR[-1,+1]			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sensitive</i>	0.013*	0.021**		0.042***
	(0.007)	(0.008)		(0.012)
<i>Strategic Resource</i>			0.019*	
			(0.011)	
<i>Financial Institution</i>			0.028**	
			(0.012)	
<i>Defense Related</i>			0.005	
			(0.016)	
<i>Telecommunication</i>			0.046**	
			(0.019)	
<i>Sensitive × SOE</i>				-0.049***
				(0.015)
<i>SOE</i>				0.010
				(0.009)
<i>Competitive</i>		0.012	0.012	0.015*
		(0.009)	(0.009)	(0.008)
<i>Friend</i>		-0.056***	-0.056***	-0.067***
		(0.013)	(0.013)	(0.016)
<i>Horizontal</i>		-0.008	-0.008	-0.008
		(0.008)	(0.008)	(0.008)
<i>Effect Board</i>		-0.003	-0.003	-0.004
		(0.008)	(0.008)	(0.008)
<i>ln asset</i>		-0.025***	-0.026***	-0.021***
		(0.006)	(0.006)	(0.006)
<i>Cash Flow</i>		-0.009**	-0.009**	-0.008*
		(0.004)	(0.004)	(0.005)
<i>Excess Debt</i>		0.002	0.003	0.002
		(0.015)	(0.015)	(0.015)
<i>Acquirer Tobin's Q</i>		-0.000	-0.000	-0.001
		(0.002)	(0.002)	(0.002)
<i>Shareholding</i>		-0.025	-0.029	-0.021
		(0.029)	(0.029)	(0.030)
<i>Experience</i>		0.013	0.013	0.013
		(0.008)	(0.008)	(0.008)
<i>Target SOE</i>		0.017	0.013	0.019
		(0.023)	(0.023)	(0.021)
<i>Toehold</i>		0.053	0.057	0.060
		(0.046)	(0.046)	(0.047)
<i>Age</i>		-0.000	-0.000	-0.001
		(0.001)	(0.001)	(0.001)

(续表 4)

	CAR[-1, +1]			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Pay Method</i>		-0.015 (0.012)	-0.016 (0.013)	-0.016 (0.012)
常数项	0.014*** (0.004)	0.295*** (0.066)	0.304*** (0.068)	0.256*** (0.067)
样本数	540	525	525	525
R ²	0.006	0.079	0.083	0.096

其次,我们还检验了并购公司成立年限对回归结果的影响。在表 6,我们将样本按照并购公司成立年限(*Age*)是否大于样本的中位值(13 年)区分为成立年限短和年限长两组样本,分别进行表 3 和表 4 的回归分析,发现回归结果依然稳健。

表 5 并购市场反应回归分析的稳健性检验

	CAR[-5, +5]			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sensitive</i>	0.017 (0.013)	0.029* (0.015)		0.055** (0.022)
<i>Strategic Resource</i>			0.017 (0.018)	
<i>Financial Institution</i>			0.077** (0.033)	
<i>Defense Related</i>			0.029 (0.043)	
<i>Telecommunication</i>			0.042* (0.024)	
<i>Sensitive × SOE</i>				-0.064** (0.028)
<i>SOE</i>				0.017 (0.018)
<i>Competitive</i>		-0.001 (0.018)	0.001 (0.018)	0.003 (0.018)
<i>Friend</i>		-0.094** (0.037)	-0.095*** (0.035)	-0.109*** (0.041)
<i>Horizontal</i>		-0.039** (0.016)	-0.041** (0.016)	-0.039** (0.016)
<i>Effect Board</i>		-0.005 (0.016)	0.000 (0.017)	-0.006 (0.017)

(续表 5)

	CAR[-5,+5]			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>In asset</i>		-0.038*** (0.013)	-0.040*** (0.013)	-0.033** (0.013)
<i>Cash Flow</i>		-0.008 (0.007)	-0.010 (0.006)	-0.007 (0.007)
<i>Excess Debt</i>		0.033 (0.033)	0.031 (0.033)	0.031 (0.035)
<i>Acquirer Tobin's Q</i>		-0.008** (0.003)	-0.008** (0.003)	-0.008** (0.003)
<i>Shareholding</i>		-0.013 (0.049)	-0.018 (0.049)	-0.004 (0.051)
<i>Experience</i>		0.014 (0.015)	0.017 (0.015)	0.014 (0.015)
<i>Target SOE</i>		0.037 (0.040)	0.034 (0.039)	0.039 (0.036)
<i>Toehold</i>		0.115 (0.126)	0.128 (0.123)	0.125 (0.126)
<i>Age</i>		-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.003* (0.001)
<i>Pay Method</i>		-0.028 (0.023)	-0.031 (0.023)	-0.029 (0.023)
常数项	0.025*** (0.007)	0.515*** (0.145)	0.529*** (0.146)	0.466*** (0.149)
样本数	538	525	525	525
R ²	0.003	0.076	0.081	0.085

表 6 并购公司成立年限对回归结果的稳健性检验

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Completion</i> 成立年限短	<i>Completion</i> 成立年限长	CAR[-1,+1] 成立年限短	CAR[-1,+1] 成立年限长
<i>Sensitive</i>	-0.659* (0.367)	-1.042** (0.465)	0.022* (0.013)	0.023** (0.010)
控制变量	是	是	是	是
样本数	302	237	246	279
R ²	0.104	0.098	0.091	0.136

(五) 内生性问题的解决

本节我们进一步考虑表 3 和表 4 模型中可能存在的内生性问题。具体而言，

敏感性资产哑变量和并购成功概率(或并购市场反应)之间存在的相关关系,可能是因为遗漏了其他控制变量。这些被遗漏变量可能同时影响企业实施敏感性资产并购和并购成功概率(或并购市场反应),从而导致二者之间存在“伪相关”。我们采用工具变量法来解决该内生性问题。我们选取并购公司高管政治关联哑变量(*Political Connection*)作为工具变量。参照 Calomiris 等(2010)的度量方法,我们采用董事长或总经理是否曾担任(含)副市长以上级别的政府官员来衡量企业的政治联系,若是取值为1,否则为0。选择这一工具变量是因为董事长或总经理有政治关联的企业更可能受政府目标和全球战略布局的影响,从而更可能实施敏感性海外资产的并购。

表 7 收购敏感性资产对并购完成与否的工具变量回归分析

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
	<i>Sensitive</i>	<i>Completion</i>		<i>Sensitive</i>	<i>Completion</i>
<i>IV-Political Connection</i>	0.252 ^{***} (0.049)		<i>Acquirer Tobin's Q</i>	-0.006 (0.011)	-0.009 (0.010)
<i>Sensitive(predicted)</i>		-0.394 ^{**} (0.185)	<i>Shareholding</i>	-0.083 (0.146)	-0.050 (0.149)
<i>Competitive</i>	-0.024 (0.085)	-0.392 ^{***} (0.095)	<i>Experience</i>	0.060 (0.047)	0.052 (0.044)
<i>Horizontal</i>	0.020 (0.041)	-0.062 (0.038)	<i>Target SOE</i>	0.353 ^{***} (0.121)	-0.057 (0.163)
<i>Effect Board</i>	-0.068 (0.061)	0.008 (0.061)	<i>Age</i>	-0.007 [*] (0.004)	-0.011 ^{***} (0.004)
<i>ln asset</i>	0.066 [*] (0.034)	0.127 ^{***} (0.039)	常数项	-0.320 (0.351)	-0.100 (0.364)
<i>Cash Flow</i>	-0.009 (0.022)	-0.000 (0.021)	样本数	541	541
<i>Excess Debt</i>	-0.209 ^{**} (0.096)	-0.226 ^{**} (0.107)	R ² /F 值	0.156	3.74 ^{***}
			偏 F 值	19.89 (p < 0.001)	

表 7 中,我们采用工具变量法重新检验收购敏感性资产对并购完成与否的影响。列(1)显示了工具变量法第一阶段的回归结果。结果显示,我们选取的工具变量(并购公司高管政治关联哑变量)对公司是否实施敏感性海外资产并购的影响在 1% 水平上显著为正。第一阶段回归的偏 F 值(Partial-F 值)为 19.89,大于 Stock 等(2002)提

供的临界值(8.96) ,这表明工具变量不是弱工具变量。列(2) 显示了工具变量法第二阶段的回归结果,其中解释变量是基于第一阶段回归结果得到的敏感性资产变量 *Sensitive(predicted)*。该回归结果与表 3 结论基本一致,即控制内生性问题之后,企业实施敏感性资产并购仍对该起并购成功的概率有显著的负面影响。该结果进一步支持假设 2。

表 8 收购敏感性资产对并购市场反应的工具变量回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Sensitive</i>	<i>CAR</i> [-1 , +1]	<i>CAR</i> [-5 , +5]		<i>Sensitive</i>	<i>CAR</i> [-1 , +1]	<i>CAR</i> [-5 , +5]
<i>IV-Political Connection</i>	0. 243*** (0. 057)			<i>Shareholding</i>	- 0. 078 (0. 138)	- 0. 014 (0. 659)	0. 008 (0. 889)
<i>Sensitive (predicted)</i>		0. 088* (0. 064)	0. 160* (0. 064)	<i>Experience</i>	0. 073 (0. 050)	0. 009 (0. 371)	0. 006 (0. 750)
<i>Competitive</i>	- 0. 041 (0. 090)	0. 013 (0. 297)	0. 001 (0. 951)	<i>Target SOE</i>	0. 323** (0. 157)	- 0. 009 (0. 793)	- 0. 013 (0. 816)
<i>Friend</i>	0. 221 (0. 304)	- 0. 076** (0. 012)	- 0. 134* (0. 061)	<i>Toehold</i>	- 0. 003 (0. 004)	0. 001 (0. 240)	0. 002 (0. 314)
<i>Horizontal</i>	0. 014 (0. 044)	- 0. 009 (0. 314)	- 0. 040** (0. 018)	<i>Age</i>	- 0. 007* (0. 004)	0. 000 (0. 731)	- 0. 001 (0. 686)
<i>Effect Board</i>	- 0. 067 (0. 070)	0. 005 (0. 653)	0. 011 (0. 621)	<i>Pay Method</i>	- 0. 085 (0. 070)	- 0. 010 (0. 490)	- 0. 018 (0. 542)
<i>ln asset</i>	0. 072* (0. 037)	- 0. 033*** (0. 000)	- 0. 055*** (0. 001)	常数项	- 0. 303 (0. 388)	0. 336*** (0. 000)	0. 596*** (0. 000)
<i>Cash Flow</i>	- 0. 006 (0. 026)	- 0. 007 (0. 104)	- 0. 006 (0. 443)	样本数	525	525	525
<i>Excess Debt</i>	- 0. 217** (0. 106)	0. 016 (0. 401)	0. 062 (0. 114)	R ² /F 值	0. 149	2. 30***	1. 75**
<i>Acquirer</i>	- 0. 004 (0. 011)	0. 000 (0. 862)	- 0. 007* (0. 069)	偏 F 值	17. 83 (p < 0. 001)		

表 8 中,我们采用工具变量法重新检验收购敏感性资产对并购市场反应的影响。列(1) 列示了工具变量法第一阶段的回归结果。结果再次显示,我们选取的工

具变量对公司是否实施敏感性资产并购具有显著的正面影响。第一阶段回归的偏 F 值为 17.83, 大于 Stock 等(2002)提供的临界值(8.96), 这表明工具变量不是弱工具变量。列(2)和列(3)分别列示了工具变量法的第二阶段回归结果, 其中解释变量是基于第一阶段回归结果得到的敏感性资产变量 *Sensitive(predicted)*。该回归结果与表 4 和表 5 的回归结果基本一致, 即控制内生性问题之后, 企业实施敏感性资产并购仍对该起并购公告日前后 3 个交易日的市场反应($CAR[-1, +1]$)和前后 11 个交易日的市场反应($CAR[-5, +5]$)均有显著的正面影响。该结果进一步支持假设 3 的结论。

六 结论及启示

本文以 2000-2014 年中国企业 543 起海外并购为样本, 系统研究了中国企业收购敏感性海外资产的并购成功概率及并购绩效, 得出如下结论: 第一, 相比地方国有企业和民营企业, 中央国有企业更有可能进行敏感性资产的海外并购; 第二, 外国政府相继立法限制他国资本在一些敏感行业的投资和并购活动, 导致在相同条件下, 中国企业到海外并购敏感性资产, 其成功概率比并购其他类型资产低 12%; 第三, 并购敏感性资产的市场反应比并购非敏感性资产显著高出 2.1%, 因此中国企业并购敏感性海外资产有利于提升股东价值; 第四, 国有企业实施敏感性资产并购对股东价值的正面影响显著弱于民营企业。

本文的研究结论对中国企业实施海外并购具有重要的启示: 首先, 2008 年全球金融危机以后, 全球经济复苏乏力^①, 而中国经济保持平稳较快发展, 在此背景下中国企业实施海外并购, 进行全球布局已经成为国内企业界的共识, 市场对此类海外并购予以正面反应。但是海外并购战略应该如何实施, 具体地, 应该重点并购哪些产业、采取哪些并购方式、坚持哪些原则, 才能在更大程度上增强自身的国际竞争力, 这些问题仍然困扰着正在实施“走出去”战略的中国企业。本文研究结果发现中国企业并购敏感性海外资产虽然更不易成功, 但是一旦成功将有利于提升公司价值, 对民营企业尤其如此。因此这种旨在获取外国资源和先进技术的敏感性资产并购, 值得中国企业在海外并购布局中重点关注。其次, 面对世界各国日趋严峻的外资安全审查制度, 中国政

^① 谢申祥等(2016)考察了后金融危机时代, 全球经济放缓的大背景下, 政府和企业如何制定最优的战略性贸易政策。

府应及时启动相应的制衡性措施,例如对对方企业在华的收购项目采取对等的行政措施等,以此掣肘他国政府,达到保护本国企业在国际化进程中合法权益的目的。

参考文献:

- 陈信元、黄俊(2007):《政府干预、多元化经营与公司业绩》,《管理世界》第1期。
- 程惠芳、张孔宇(2006):《中国上市公司跨国并购的财富效应分析》,《世界经济》第12期。
- 顾露露、Robert Reed(2011):《中国企业海外并购失败了吗》,《经济研究》第7期。
- 李芯(2003):《跨国并购的技术寻求动因解析》,《世界经济》第2期。
- 邵新建、巫和懋、肖立晟、杨骏、薛熠(2014):《中国企业跨国并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价》,《世界经济》第5期。
- 谢申祥、石慧敏、张铭心(2016):《谈判势力与战略性贸易政策》,《世界经济》第7期。
- 于开乐、王铁民(2008):《基于并购的开放式创新对企业自主创新的影响——上汽并购罗孚经验及一般启示》,《管理世界》第4期。
- 张建红、卫新江、海柯·艾伯斯(2010):《决定中国企业海外收购成败的因素分析》,《管理世界》第3期。
- 张建红、周朝鸿(2010):《中国企业走出去的制度障碍研究——以海外收购为例》,《经济研究》第6期。
- 张新(2003):《并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究》,《经济研究》第6期。
- Ahern, K. R.; Daminelli, D. and Fracassi, C. “Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World.” *Journal of Financial Economics*, 2015, 117 (1), pp. 165–189.
- Alon, I. and McIntyre, J. R. *Globalization of Chinese enterprises*. London: Palgrave Macmillan, 2008.
- Antkiewicz, A. and Whalley, J. “Recent Chinese Buyout Activity and the Implications for Wider Global Investment Rules.” *Canadian Public Policy*, 2007, 33(2), pp. 207–226.
- Baker, M.; Foley, C. F. and Wurgler, J. “Multinationals As Arbitrageurs: The Effect Of Stock Market Valuations on Foreign Direct Investment.” *Review of Financial Studies*, 2008, 22(1), pp. 337–369.
- Baker, M.; Stein, J. and Wurgler, J. “When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-dependent Firms.” *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(3), pp. 969–1005.
- Bruner, R. F. *Applied Mergers and Acquisitions*. New York: John Wiley & Sons, 2004.
- Buckley, P. J.; Clegg, L. J.; Cross, A. R.; Xin, L.; Voss, H. and Ping, Z. “The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment.” *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4), pp. 499–518.
- Calomiris, C.; Fisman, R. and Wang, Y. “Profiting from Government Stakes in a Command Economy: Evidence from Chinese Asset Sales.” *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(3), pp. 399–412.
- Desai, M. A.; Foley, C. F. and Hines, J. R. “Capital Controls, Liberalizations, and Foreign Direct Investment.” *Review of Financial Studies*, 2006, 19(4), pp. 1433–1464.
- Dikova, D.; Sahib P. R. and Witteelostuijn A. V. “Cross-Border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry, 1981–2001.” *Journal of International Business Studies*, 2010, 41(2), pp. 223–245.
- Erel, I.; Liao, R. C. and Weisbach, M. S. “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions.” *Journal of*

Finance ,2012 ,67(3) , pp. 1045–1082.

Ferreira , M. A. ; Massa , M. and Matos , P. P. “Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions.” *Review of Financial Studies* ,2010 ,23(2) , pp. 601–644.

Gertner , R. and Kaplan , S. “The Value-Maximizing Board.” University of Chicago working paper ,1996.

Globerman , S. and Shapiro , D. “Economic and Strategic Considerations Surrounding Chinese FDI in the United States.” *Asia Pacific Journal of Management* ,2009 ,26(1) , pp. 163–183.

Greenwald , B. and Stiglitz , J. E. “Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets.” *Quarterly Journal of Economics* ,1986 ,101 , pp. 229–264.

Gugler , K. ; Mueller , D. C. ; Yurtoglu , B. B. and Zulehner , C. “The Effects of Mergers: An International Comparison.” *International Journal of Industrial Organization* ,2003 ,21(5) , pp. 625–653.

He , J. and Tian , X. “The Dark Side of Analyst Coverage: The Case of Innovation.” *Journal of Financial Economics* ,2013 ,109 , pp. 856–878.

Higgins , M. J. and Rodriguez , D. “The Outsourcing of R&D through Acquisitions in the Pharmaceutical Industry.” *Journal of Financial Economics* ,2006 ,80(2) , pp. 351–383.

Hoberg , G. and Phillips , G. “Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis.” *Review of Financial Studies* ,2010 ,23 , pp. 3773–3811.

Jensen , M. C. “The Modern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems.” *Journal of Finance* ,1993 ,48(3) , pp. 831–880.

Karolyi , G. A. and Liao , R. C. “What Is Different about Government-Controlled Acquirers in Cross-Border Acquisitions?” AFA Denver meeting paper ,2010.

Kisgen , D. J. ; Qian , J. and Song , W. “Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions” *Journal of Financial Economics* ,2009 ,91 , pp. 179–207.

Liu , B. and McConnell , J. “The Role of the Media in Corporate Governance: Do the Media Influence Managers’ Capital Allocation Decisions?” *Journal of Financial Economics* ,2013 ,110 , pp. 1–17.

Moeller , S. B. and Schlingemann , F. P. “Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison between Cross-Border and Domestic Acquisitions.” *Journal of Banking & Finance* ,2005 ,29(3) , pp. 533–564.

Rui , H. and Yip , G. S. “Foreign Acquisitions by Chinese Firms: A Strategic Intent Perspectives.” *Journal of World Business* ,2008 ,43(2) , pp. 213–226.

Shleifer , A. and Vishny , R. W. “Politicians and Firms.” *Quarterly Journal of Economics* ,1994 ,109(4) , pp. 995–1025.

Stiglitz , J. E. and Weiss , A. “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.” *American Economic Review* ,1981 ,71 , pp. 393–410.

Stock , J. H. ; Wright , J. H. and Yogo , M. “A Survey of Weak Instruments and Weak Identification in Generalized Method of Moments.” *Journal of Business & Economics Statistics* ,2002 ,20(4) , pp. 518–529.

A Study on Chinese Companies' Acquisitions of Sensitive Assets Abroad

Li Shi; Huang Shizhong; Wu Chaopeng

Abstract: In recent years , the pace of Chinese companies' cross-border mergers and acquisitions has been accelerating , but many of them were obstructed by foreign countries' security censorship. Using a sample of 543 cross-border mergers and acquisitions made by China's listed companies between 2000 and 2014 , this paper examines how the acquisition of foreign sensitive assets , which may threaten foreign countries' national security , affects the likelihood of acquisition completion and performance. We find that central state-owned enterprises are more likely to acquire sensitive assets than private-owned and local state-owned enterprises. Meanwhile , the sensitive acquisitions are less likely to be completed than others. The market reaction of acquisition announcements is significantly greater for sensitive acquisitions than for other acquisitions , suggesting that sensitive acquisitions help increase shareholders' wealth. Last but not least , we show that the positive effect of sensitive acquisitions on shareholders' wealth is stronger for private-owned enterprises than for state-owned enterprises. Overall , our findings suggest that China's companies should reduce the political risks of cross-border acquisitions and try to achieve a win-win situation for the nation , the market and enterprises while implementing "go-out" strategy.

Key words: cross-border mergers and acquisitions , sensitive assets , acquisition performance

JEL code: G34 , F21

(截稿: 2017 年 1 月 责任编辑: 吴海英、贾中正)