

新兴经济体论坛

工作论文

(2019) 第 5 篇 (总第 138 篇)

2019 年 2 月 15 日

广东省新兴经济体研究会 朱森林 

跨国并购对中国企业生产率的影响

解晓怡, 孙文莉, 连增, 张昇

(北京外国语大学, 北京, 100089)

摘要: 本文利用 2008-2017 年参与并购的中国企业数据, 运用马氏距离匹配法为参与跨国并购的企业选取合适的对照组, 检验了我国企业外购行为产生的生产率效应。结果如下: 固定效应回归结果表明, 对于全样本及制造业而言, 跨国并购对企业生产率有抑制作用, 对于非制造业而言, 具有正向影响; 跨国并购对制造业生产率的抑制作用在并购完成的第二年后有所减弱; 中国企业作为并购方时, 跨国并购的表现要弱于国内并购。通过 DID 双重差分法验证发现: 对发达国家的并购行为对我国企业生产率具有更为显著的抑制作用。

关键词: 跨国并购; 生产率绩效; 马氏距离匹配; DID 双重差分法

一、引言

随着“走出去”政策的不断推进, 中国企业对外直接投资的内生动力不断增强, 在该领域实现了连续 13 年的快速增长。尤其是自 2005 年以来, 我国对外直接投资额飞速攀升, 截至 2015 年底, 我国 OFDI^① 金额仅次于美国, 且首次超过该年我国吸引外资数目, 实现了资本的净输出。除投资金额增长外, 我国对外直接投资范围广, 分布在 170 多个国家和地区;

^①Outward Foreign Direct Investment, 对外直接投资

投资领域多元化，涉及采矿业、制造业、金融业和服务业等多个方面。而兼并、收购作为对外直接投资的重要一环，对我国经济发展的贡献不可小觑，每年通过该方式实现的对外直接投资占总额的三成以上。

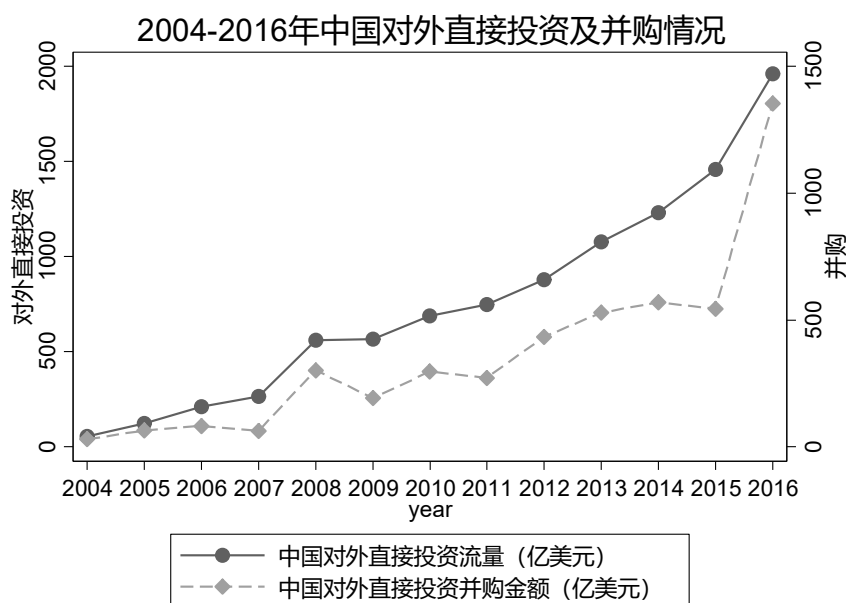


图 1 2004-2016 年中国对外直接投资并购情况

自 2007 年以来，我国企业积极参与对外并购交易项目，在成交量及交易金额方面均表现突出。2012 年至 2016 年分别发生跨国并购事件为 457、424、595、579、765 起，涉及范围约 70 个国家和地区。跨国并购交易金额呈现出波动上升的趋势，且变化幅度较大，以 2008 年最为显著，同比增长 379.4%。

亚洲、欧洲、北美洲是中国企业境外并购的重要目的地，由下表可以看出：近年来，我国对外并购涉及的国家更加分散化，对欧洲、北美洲的并购额显著增加。此外，随着“一带一路”战略的实施，中国企业对亚欧大陆及中东地区的关注度持续增强，将迎来中国企业海外并购的新格局。

表 1 2009-2016 年中国企业并购交易额

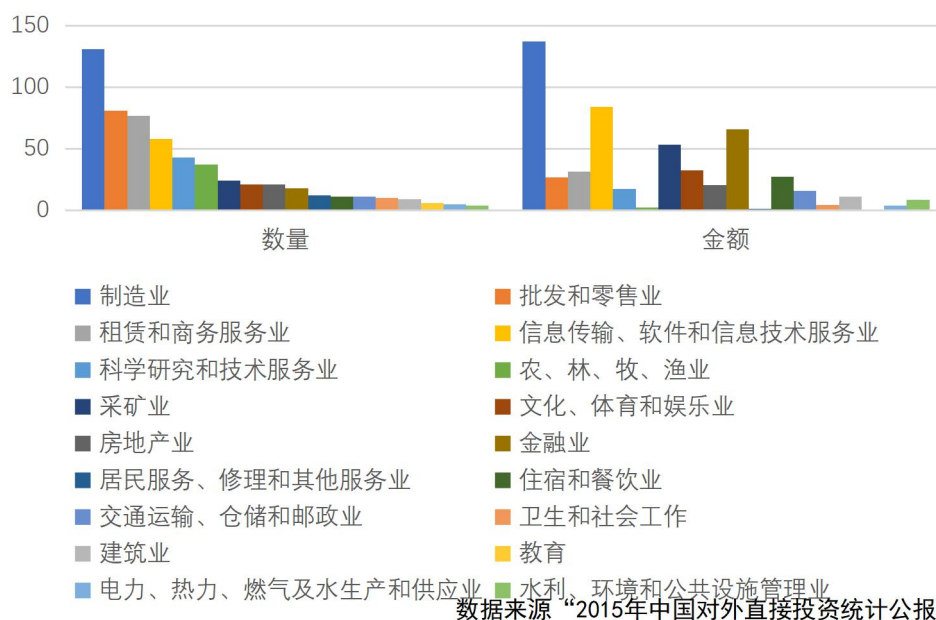
单位（百万美元）								
国别	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国	237,852	320,986	267,615	203,411	267,952	531,611	1,036,188	790,741
台湾	68,319	53,168	72,194	60,631	52,991	56,231	75,061	46,672
香港	27,076	32,976	20,358	41,151	19,594	40,105	162,667	33,199
维尔京群岛 (英国)	1,211	617	779	783	977	44	4,047	7,289
新加坡	2	142	5	519	683	1,011	48	2,323
英国	0	0	0	46	12	89	494	1,854

美国	5	0	0	1,427	143	381	559	1,849
印度	0	0	0	0	0	0	80	1,522
开曼群岛	0	28	0	5	792	2	3,739	1,324
法国	0	0	0	0	0	272	0	1,200
巴西	0	0	0	2,443	0	272	0	1,077
加拿大	0	10	0	0	26	0	0	1,050
韩国	0	0	0	0	0	60	361	1,050
澳门	346	317	46	2,628	2,344	174	31	1,043

资料来源：Zephyr 全球并购交易分析库

中国企业跨国并购的行业趋向也呈现出新的亮点。从传统的采矿业、制造业、电力生产及供应扩展至文化娱乐、交通运输、建筑、信息技术服务业等 18 个领域。采矿业作为我国企业海外并购的主导产业地位自 14 年起逐步下降，服务业、信息技术等新兴行业成为投资的着眼点。

并购行业分布特点



数据来源：“2015年中国对外直接投资统计公报”

图 2 海外并购行业分布特点

跨国并购作为我国对外直接投资的重要途径之一，其重要性及意义日趋凸显。虽然成交金额与并购数量喜人，但我国跨国并购仍具有以下几个问题：

(1) 年度变动较大，整体上趋势不稳，交易量最高占对外直接投资流量的 54%，低则仅仅占比 20%左右。对外投资并购数量虽多，但成功率较低：《2016 年企业海外财务风险管理报告》指出“中企海外并购效率仅有 1/3，加权跨境跨文化整合因素，只有不到 20%的海外并购能够真正成功”。

(2) 并购目的地相对集中，国际市场前景尚不明朗。前文提到，我国对外直接投资涉及 170 多个国家和地区，但跨国并购只在 70 个左右国家进行，说明我国的跨国并购市场仍

然有待开发。海外并购的目的地过于集中会导致并购成功率过于依赖东道国的经济发展、政策变化等因素影响，易阻碍跨国并购的成功进行。

(3) 并购行业分布缺乏稳定性。我国海外并购目前主要集中采矿业、制造业、电力生产和供应业、专业技术服务业、农林牧渔业、金融业等。但行业年度变化差异显著。如：2009年，金融类并购占当年流量的32.1%，而在2011年并购项目则全部为非金融类投资并购；采矿业作为我国海外并购的王牌产业，虽长期居于龙头地位，但是在2014年并购金额由原来的342.3亿美元下滑至179.1亿美元，同比下降47.7%。

作为全球化及海外扩张的重要途径，跨国并购逐渐受到企业的青睐，借助其整合国内外战略性资源、开拓海外市场、打破贸易壁垒等众多优势，企业期待实现更高的绩效水平。但另一方面，跨国并购因其巨大的不确定性而隐藏着巨大的风险，参与跨国并购的企业不得不面临着制度差异、文化整合、生产效率、就业等多方面的挑战。企业的海外并购，具有并购和对外直接投资双重性质，是以，研究我国企业跨国并购的生产率绩效对企业自身的生存与发展以及我国资本输出的合理性与有效性都具有重要意义。

本文余下部分安排如下：第二部分为文献综述；第三部分包括模型与变量说明、数据选取以及描述性统计；第四部分阐述了实证结果，探究中国企业的海外并购行为对其生产率产生的影响；第五部分探究对发达国家发生的并购对我企业生产率的影响；最后一部分综述结论及建议。

二、文献综述

(一) 跨国并购企业绩效的衡量及相关研究方法

目前，现有文献对跨国并购企业绩效的衡量主要分为三大类：股东的财富绩效，通过短期股价的异常收益率进行反馈；企业的财务绩效，指企业盈利能力、运营能力、偿债能力指标之一或综合；生产率，包括劳动生产率、全要素生产率（TFP）。

1、股东的财富绩效与事件研究法

事件研究法是指研究证券价格对公司事件的反应并以此来评估事件绩效，主要关注短期财富效应。通过估计正常收益率 R_{it} ，检验异常收益率 AR_{it} 与累计异常收益率 CAR 来判断并购事件对绩效的影响，如果 CAR 显著为正，则说明跨国并购产生正向效应，否则为抑制效应。

Paul Andre, Maher Kooli 和 Jean-Francois L' Her(2004)利用加拿大1980年至2000年的267起跨国并购作为样本，发现并购发生之后的三年，并购方绩效弱于市场平均绩效。余鹏翼、李善民（2013）基于2005年至2010年沪深交易所103家上市公司的样本数据，认为在并购发生前后两天累计平均超额收益率显著为正，但是在长期看来，跨国并购给股东财富造成了损失。

邵新建、巫和懋（2012）等利用2006年至2010年54家A股上市公司跨国并购的样本，采用事件研究法考察中国企业跨国并购的经营绩效，发现股价在公告前后持续上升，整个事件窗口内的平均累计异常收益率达到5.22%。胡武杰、韩丽（2016）研究了2006-2012年114

例上市公司跨国并购案例，发现在并购发生的[-30,30]天内，累计异常收益率在 5%的水平上显著为正，收购方股东获得了显著的财富效应。

2、企业的经营绩效与财务指标法

财务指标分析法是指利用企业的一系列会计指标来衡量并购对收购方产生的绩效，如：盈利能力指标、偿债能力指标和运营能力指标。魏小仑（2010）通过对 2001 年至 2006 年的 21 家发生跨国并购企业的财务数据进行分析，选取了 11 个财务指标进行研究，证明只有不到一半的上市公司业绩有所提高，跨国并购并没有实现改善提升企业绩效的目的。缪锦春（2016）搜集了 2006-2012 年 61 起跨国并购案例，综合多项财务指标，证明只有 44.26%的企业在跨国并购后绩效有所提升。

3、生产率

生产率可以细分为劳动生产率和全要素生产率。本文便是采用三种生产率方式来衡量跨国并购对收购方的绩效影响。目前我国通过生产率来衡量跨国并购绩效的文献非常少。关于跨国并购对企业生产率影响的相关文献，会在第二部分详细介绍。

（二）跨国并购对企业生产率的影响

目前跨国并购对企业生产率影响的研究主要分为两大方向，研究跨国并购对并购方（acquirer）的影响，及该行为对被并购方（target）的影响。本文是着眼于外购行为对投资母国企业，即中国企业（acquirer）的绩效进行研究的。

1、跨国并购对并购方生产率的影响

并购企业在跨国并购行为中倾向于选择生产率较高、规模较大的企业，但是并购行为对并购方的生产率影响，学术界有不同的见解。

David R. King, Dan R. Dalton, Catherine M. Daily 等（2004）通过 meta-analysis 的方法，发现并购后，并购方的表现并没有提升，反而总体上呈现出平缓下降的一个态势。与他们的观点相同，Bertrand O 和 Zitouna H（2008）认为相比国内并购，跨国并购具有更高的不确定性，并购方不得不面对多重整合问题，易导致公司生产率的下降。田巍、余淼杰（2012）以 2006 年至 2008 年的浙江省对外直接投资数据为样本，发现参与对外直接投资企业具有生产率方面的优势。苏莉、冼国明（2017）运用倍差法检验了 2009 年至 2013 年 149 家企业对外跨国并购对生产率的影响，证明了从整体而言，跨国并购并没有显著提高企业生产率。

肖慧敏、刘辉煌（2014）检验了 2005 年至 2011 年上市企业的数据，发现对外直接投资对中国企业技术水平有正向影响，且持续对外直接投资的企业获得更高的生产率。杨德彬（2016）利用 2005 年至 2008 年 193 家有跨国并购行为的中国工业企业的数据，指出跨国并购对工业企业生产率具有显著提升作用，这种时间效应随时间推移日益凸显。

2、跨国并购对被并购方生产率的影响

跨国并购带来的技术扩散、技术外溢、规模经济、管理改善等效应有利于提升被并购企业的生产率，但是另一方面重组及适应成本的存在也有可能降低企业生产率的下降，这就导致海外并购行为对东道国企业生产率影响的不确定性。目前，多数学者较为认同跨国并购对

被并购方具有提升作用。

Martin J. Conyon, Sourafel Girma(2002)等人以英国 1989-1994 年并购数据为样本,发现跨国并购行为对生产率有正向作用,进而产生劳动力效应,被并购企业就业率增长约 13%。Ragnhild Balsvik 和 Stefanie A. Haller(2010)通过对挪威制造业并购行为的研究发现,在跨国并购行为中,并购方倾向于选择大规模、高工资、高生产率的企业,而在并购之后,被并购方的工资和劳动生产率有所提升。Joze Damijan, Crt Kostevc 和 Matija Rojec (2015)利用 1997-2009 年欧盟 7 个新成员国的并购数据考察了跨国并购对被并购企业的影响,发现跨国并购后被并购方的生产率得到提升,且这种提升并非以就业的下降为代价;此外,他们还发现,跨国并购中涉及企业的表现通常要优于国内公司。李娟(2011)从出口企业与非出口企业对比的角度考察了外资并购对企业生产率的影响,指出就长期而言,跨国并购对企业生产率的提升作用超过 20%,且出口企业因跨国并购带来的生产率增长显著优于非出口企业。

但也有学者认为,外资并购会对被并购方生产率产生负面的效应, Richard Harris 和 Catherine Robinson(2002)通过对 1987-1992 英国的数据研究发现,在跨国并购行为中,并购方倾向于选择生产率较高的企业。在并购发生后,由于文化融合上的困难,被并购企业的生产率有所下降。

三 模型及数据

(一) 模型及变量说明

本文旨在通过对参与跨国并购的企业与国内并购企业进行对比,探究跨国并购行为对企业生产率的影响。时间跨度涵盖并购行为发生当年及之后的三年,从而研究跨国并购的目标选择机制及并购行为发生后参与方的表现。借鉴已有文献(Joze Damijan, Crt Kostevc, Matija Rojec, 2015),本文采用回归的方法来获取跨国并购产生的绩效影响,并通过一系列控制变量来排除干扰。

$$\ln(\text{productivity})_{it-\tau} = \alpha + \beta \text{MA}_{it} + \gamma \text{controls}_{it-\tau} + \varepsilon_{it}$$

在该模型中,因变量衡量企业生产率,MA 反映企业是否发生跨国并购。控制变量包括资本密集度、企业规模、企业价值、ROE(净资产收益率)、ROCE(已动用资本回报率)、ROA(资产收益率), τ 的取值为 0-3 之间的整数。

表 2 变量说明

变量	变量符号	变量说明及计量方法
因变量	Inpro	生产率=销售收入/劳动力人数
	Inpro1	生产率=(销售收入-成本)/劳动力人数
	tfp	全要素生产率 $y_{ijt} = \alpha_{jt} + \beta_{jt}l_{ijt} + \gamma_{jt}k_{ijt} + \delta_{jt}m_{ijt} + \varepsilon_{ijt}$
解释	MA	发生并完成跨国并购取 1, 其他情况取 0
控制	Incapin	资本密集度=总资产/劳动力人数

lnsize	企业规模=劳动力人数
lncomval	企业价值
currentratio	流动比
ROE	净资产收益率
ROCE	已动用资本回报率
ROA	资产回报率

（二）数据

本文应用了 2008 年至 2017 年间中国企业参与并购的数据。考虑到不同产业对并购效率产生的影响，本文将并购条件限定为相同产业间的并购，并将样本分成全样本、制造业和非制造业 3 个子样本进行研究。

1、同行业并购样本

本文选取并购事件的限定条件为并购方与被并购方属于同一行业。进行该处理的原因是本文目的是研究并购行为对生产率产生的影响，而跨行业进行的并购动因往往并非获得生产经营效率上的提高，而是为了获得管理协同效应——提高企业的经营绩效，财务协同效应——拓宽融资渠道、获得资本成本优势，或是基于多元化经营战略的考量。此外，基于不同行业生产率核算存在较大差异，如果将跨行业的并购纳入样本，难以剔除不同行业生产率差异带来的影响，易导致估计产生偏误。因此，本文将选择样本的条件限定为同行业内的并购，并且考虑到行业异质性的影响，本文将研究对象分为全样本、制造业样本以及非制造业样本。

2、马氏距离匹配法

为了尽量消除自选择的问题，本文先将获取的数据利用马氏距离匹配法将处理组数据与对照组数据进行匹配。匹配后大多数变量的标准化偏 (%bias) 小于 10%^①，以非制造业样本为例，如图 3-1，匹配之前，变量的标准化偏差大部分大于 20%，最高甚至超过了 80%，因此，匹配之前的样本难以作为合适的控制组进行对照研究。

^①匹配之后，只有制造业样本下的 ROE（净资产收益率）和 ROA（资产收益率）的变量标准化偏差大于 10%，但是两者均小于 15%，因此匹配结果仍然是可以接受的。

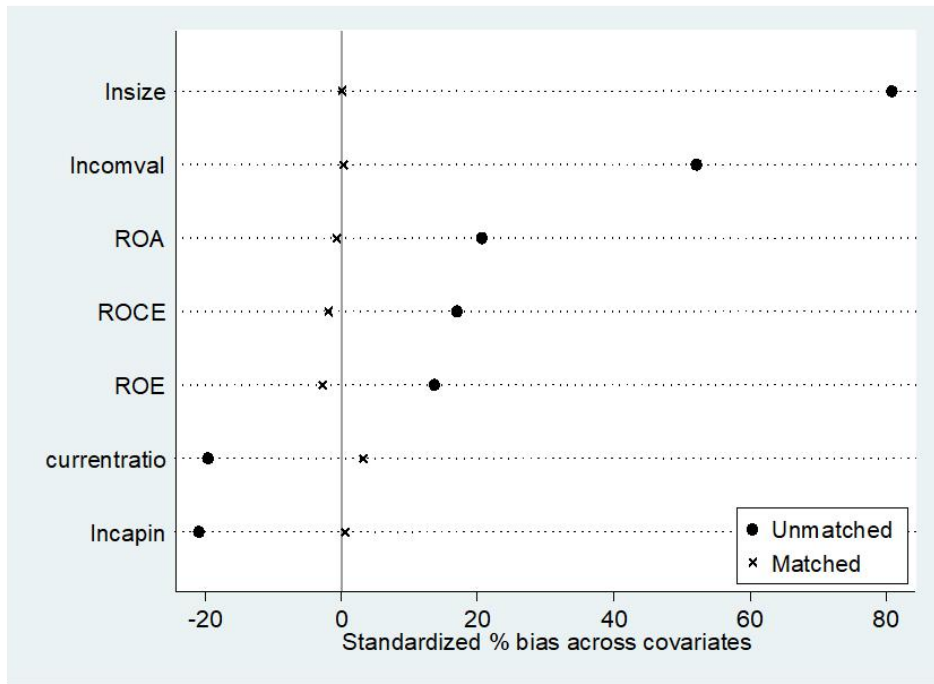


图4 非制造业样本马氏距离匹配前后标准化偏差变动情况

通过检验,我们发现匹配后大多数检验的结果不拒绝处理组与控制组无系统差异的原假设。如表 3-2 至表 3-4 所示,对三个子样本进行马氏距离匹配处理,大大缩小了变量的标准化偏差,减小了对照组与处理组变量之间的差距。此处仅列示全样本马氏距离匹配结果。

表 3 全样本马氏距离匹配结果

variable	unmatched matched	mean		%reduct		t-test		v(t)/v(c)
		treated	control	%bias	bias	t	p> t	
Incapin	U	5.7305	5.8135	-8.1		-3.17	0.002	0.55*
	M	5.7305	5.7119	1.8	77.7	0.67	0.500	0.97
Insize	U	9.0071	8.1194	59.0		27.40	0.000	1.28*
	M	9.0071	8.9989	0.5	99.1	0.16	0.870	1.01
Incomval	U	14.464	13.925	37.7		17.98	0.000	1.42*
	M	14.464	14.429	2.4	93.6	0.71	0.477	1.01
currentratio	U	1.7965	1.8273	-1.5		-0.64	0.521	0.98
	M	1.7965	1.7527	2.1	-42.3	0.67	0.500	1.04
ROE	U	8.9827	6.1735	15.9		5.43	0.000	0.17*
	M	8.9827	8.3066	3.8	75.9	2.20	0.028	0.94
ROCE	U	9.1014	7.5982	17.4		6.63	0.000	0.48*
	M	9.1014	8.8145	3.3	80.9	1.33	0.182	1.11*
ROA	U	4.4041	3.4215	21.1		9.01	0.000	0.90*
	M	4.4041	4.1426	5.6	73.4	1.86	0.063	1.08

3、描述性统计

表 4 描述性统计结果

参与国内并购的企业								
stats	revenue	asset	sales	comval	current_ratio	ROE	ROCE	ROA
mean	1.560e+07	1.500e+07	1.530e+07	7.064e+06	1.881	9.111	9.402	4.695
max	4.720e+08	3.930e+08	4.640e+08	1.730e+08	51.07	502.1	206.9	81.20
min	1285	9516	1064	-2.450e+07	0.0990	-804.1	-673.2	-52.72
p50	846565	1.352e+06	826409	1.461e+06	1.286	8.662	8.510	3.744
p25	252888	443479	248727	532930	0.908	4.467	5.500	1.650
p75	4.357e+06	6.043e+06	4.193e+06	4.480e+06	1.873	13.73	12.64	7.019
参与跨国并购的企业								
stats	revenue	asset	sales	comval	current_ratio	ROE	ROCE	ROA
mean	1.440e+07	1.430e+07	1.410e+07	6.913e+06	1.896	10.12	9.947	4.926
max	4.720e+08	3.930e+08	4.640e+08	1.730e+08	86.85	89.02	82.63	58.77
min	6015	10436	4681	-1.266e+06	0.166	-186.1	-154.0	-52.72
p50	1.046e+06	1.704e+06	1.020e+06	1.693e+06	1.315	9.318	8.883	4.049
p25	287241	478952	282888	584878	0.974	4.918	5.563	1.852
p75	5.107e+06	7.642e+06	4.909e+06	5.204e+06	1.882	15.34	13.86	7.561

从描述性统计结果可以看出,匹配后的数据参与国内并购的企业与参与跨国并购的企业各变量的描述性统计结果比较接近,且部分变量参与国内并购的企业要优于参与国内并购的企业。

四、实证检验结果及分析

对面板数据进行 Hausman 检验,拒绝“随机模型是最有效率的原假设”,即该模型更宜采用固定效应的方式进行回归。(1)、(2)、(3)分别代表三种生产率,即:销售收入/劳动力人数,(销售收入-成本)/劳动力人数及全要素生产率。

(一) 回归结果

回归结果表明:

1、对全样本而言,跨国并购对企业生产率具有抑制作用,在并购完成后的 2-3 期,跨国并购对生产率的负面影响较为显著;对制造业样本而言,跨国并购对企业生产率的抑制作用在并购完成后的 1-3 期都较为显著,在并购后的 1-2 年,抑制作用逐渐增大,之后有所缓解;与前两者不同的是,对于非制造业样本而言,跨国并购对企业生产率的影响不再表现为负面效应。

2、对于全样本和制造业样本而言,中国企业跨国并购的表现弱于同等情况下发生国内并购的企业,但对于非制造业样本而言,跨国并购的变现实要优于国内并购。

表5 全样本回归结果

VARIABLES	(1)				(2)				(3)			
	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3
MA	-0.0158 (0.0169)	-0.0120 (0.0155)	-0.0296* (0.0160)	-0.0293* (0.0176)	-0.0161 (0.0170)	-0.0116 (0.0155)	-0.0286* (0.0160)	-0.0294* (0.0176)	0.00535 (0.0208)	0.00850 (0.0195)	-0.00273 (0.0200)	-0.00078 (0.0213)
Incapin _t	0.846*** (0.0110)	0.855*** (0.0113)	0.833*** (0.0128)	0.800*** (0.0145)	0.847*** (0.0111)	0.856*** (0.0114)	0.834*** (0.0129)	0.802*** (0.0146)	0.486*** (0.0137)	0.473*** (0.0144)	0.474*** (0.0161)	0.462*** (0.0177)
Insize _t	-0.0286* ** (0.0107)	-0.0391* ** (0.0106)	-0.0494* ** (0.0117)	-0.0612* ** (0.0133)	0.973*** (0.0107)	0.963*** (0.0107)	0.953*** (0.0118)	0.942*** (0.0134)	-0.113** * (0.0133)	-0.113*** (0.0136)	-0.112*** (0.0148)	-0.137** * (0.0162)
Incomval _t	-0.0262* ** (0.00656)	-0.00931 (0.00659)	-0.0111 (0.00702)	-0.00798 (0.00751)	-0.0268* ** (0.00658)	-0.00989 (0.00662)	-0.0122* (0.00707)	-0.00930 (0.00757)	-0.0303* ** (0.00815)	-0.0191** (0.00839)	-0.0230** * (0.00879)	-0.0156* (0.00906)
currentrat io _t	-0.0138* ** (0.00232)	-0.0116* ** (0.00217)	-0.0104* ** (0.00225)	-0.00565 ** (0.00232)	-0.0139* ** (0.00232)	-0.0116* ** (0.00217)	-0.0104* ** (0.00225)	-0.00570 ** (0.00232)	-0.0112* ** (0.00279)	-0.00901* ** (0.00267)	-0.00903* ** (0.00273)	-0.00644 ** (0.00272)
ROE _t	0.00289* ** (0.00086)	0.00192* (0.00101)	0.00177* (0.00105)	0.00359* ** (0.00109)	0.00286* ** (0.00086)	0.00195* (0.00101)	0.00179* (0.00106)	0.00360* ** (0.00109)	0.00550* ** (0.00113)	0.00476** * (0.00127)	0.00484** * (0.00131)	0.00610* ** (0.00129)
ROCE _t	0.00729* ** (0.00146)	0.0125** * (0.00165)	0.00951* ** (0.00174)	0.0102** * (0.00194)	0.00731* ** (0.00147)	0.0124** * (0.00165)	0.00946* ** (0.00174)	0.0102** * (0.00194)	0.00280 (0.00191)	0.00692** * (0.00208)	0.00338 (0.00218)	0.00169 (0.00229)
ROA _t	0.00686* ** (0.00221)	0.00235 (0.00241)	0.00666* ** (0.00258)	-0.00044 3 (0.00297)	0.00692* ** (0.00221)	0.00248 (0.00241)	0.00683* ** (0.00259)	-0.00032 8 (0.00297)	0.0114** * (0.00272)	0.00917** * (0.00304)	0.0150*** (0.00323)	0.0114** * (0.00353)
Constant	0.865*** (0.108)	0.632*** (0.118)	0.894*** (0.135)	1.139*** (0.151)	0.851*** (0.109)	0.617*** (0.119)	0.876*** (0.135)	1.121*** (0.151)	-1.422** * (0.135)	-1.543*** (0.151)	-1.500*** (0.170)	-1.302** * (0.184)
Observatio ns	4,762	4,431	4,039	3,590	4,745	4,414	4,022	3,573	4,279	3,968	3,634	3,228
Number of id	586	586	586	586	586	586	586	586	564	564	564	564
R-squared	0.737	0.747	0.722	0.705	0.807	0.804	0.768	0.741	0.477	0.463	0.454	0.472

表6 制造业回归结果

VARIABLES	(1)				(2)				(3)			
	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3
MA	-0.00912 (0.0230)	-0.0465* (0.0216)	-0.0600* (0.0219)	-0.0419* (0.0249)	-0.00917 (0.0230)	-0.0466* (0.0216)	-0.0601* (0.0219)	-0.0420* (0.0249)	-0.0275 (0.0256)	-0.0534 (0.0242)	-0.0709* (0.0247)	-0.0565* (0.0276)
		*	**			*	**			**	**	*
lnCapit _{it}	0.772*** (0.0165)	0.803*** (0.0170)	0.782*** (0.0190)	0.740*** (0.0222)	0.772*** (0.0165)	0.803*** (0.0170)	0.782*** (0.0190)	0.740*** (0.0222)	0.463*** (0.0188)	0.479** (0.0195)	0.493*** (0.0217)	0.518*** (0.0246)
										*		
lnsize _{it}	-0.0666* (0.0159)	-0.0649* (0.0160)	-0.0705* (0.0177)	-0.0408* (0.0211)	0.934*** (0.0159)	0.935*** (0.0160)	0.930*** (0.0177)	0.960*** (0.0211)	-0.146** (0.0180)	-0.140* (0.0182)	-0.138** (0.0201)	-0.125** (0.0233)
	**	**	**						*	**	*	*
lncomval _{it}	-0.0130 (0.00889)	-0.00141 (0.00897)	-0.00447 (0.00938)	-0.00295 (0.0103)	-0.0130 (0.00889)	-0.00140 (0.00897)	-0.00448 (0.00938)	-0.00296 (0.0103)	-0.00460 (0.00999)	0.00673 (0.0102)	0.000385 (0.0106)	-0.00552 (0.0114)
))))))))))))
currentratio _{it}	-0.0114* (0.00286)	-0.0104* (0.00275)	-0.00994 (0.00278)	-0.00894 (0.00318)	-0.0114* (0.00286)	-0.0104* (0.00275)	-0.00994 (0.00278)	-0.00894 (0.00319)	-0.00577 (0.00312)	-0.0047 (0.0030)	-0.00472 (0.00306)	-0.00689 (0.00342)
	**	**	***	***	**	**	***	***	*	6		**
ROE _{it}	0.00383* (0.00153)	0.00154 (0.00191)	0.00256 (0.00202)	0.00213 (0.00218)	0.00382* (0.00153)	0.00154 (0.00191)	0.00256 (0.00202)	0.00212 (0.00218)	0.00507* (0.00173)	0.00297 (0.0021)	0.00354 (0.00228)	0.00359 (0.00239)
	*				*				**	5)))
ROCE _{it}	-0.00239 (0.00212)	0.00178 (0.00248)	-0.00146 (0.00262)	-0.00133 (0.00283)	-0.00239 (0.00212)	0.00179 (0.00248)	-0.00145 (0.00262)	-0.00132 (0.00283)	-0.00562 (0.00234)	-0.0032 (0.0027)	-0.00608 (0.00295)	-0.00738 (0.00310)
									**	4	**	**
ROA _{it}	0.0205** (0.00261)	0.0194** (0.00278)	0.0217** (0.00285)	0.0190** (0.00305)	0.0205** (0.00261)	0.0194** (0.00278)	0.0217** (0.00285)	0.0190** (0.00305)	0.0266** (0.00309)	0.0298* (0.0032)	0.0334** (0.00337)	0.0314** (0.00353)
	*	*	*	*	*	*	*	*	*	**	*	*
Constant	1.438*** (0.164)	1.070*** (0.180)	1.286*** (0.206)	1.233*** (0.236)	1.435*** (0.164)	1.067*** (0.180)	1.282*** (0.206)	1.228*** (0.236)	-1.273** (0.184)	-1.606* (0.205)	-1.617** (0.232)	-1.770** (0.258)
									*	**	*	*
Observations	2,248	2,095	1,917	1,708	2,248	2,095	1,917	1,708	2,066	1,919	1,763	1,570
Number of identified	283	283	283	283	283	283	283	283	275	275	275	275
R-squared	0.681	0.685	0.668	0.601	0.769	0.757	0.720	0.696	0.468	0.482	0.488	0.465

表 7 非制造业回归结果

VARIABLES	(1)				(2)				(3)			
	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3
MA	0.0102 (0.0404)	0.0578 (0.0369)	0.0649* (0.0390)	0.0323 (0.0413)	0.00887 (0.0405)	0.0605 (0.0372)	0.0715* (0.0394)	0.0315 (0.0416)	-0.0643 (0.0526)	-0.0242 (0.0487)	0.0160 (0.0495)	0.0558 (0.0514)
Incapin _t	0.928*** (0.0244)	0.835*** (0.0276)	0.799*** (0.0325)	0.817*** (0.0375)	0.934*** (0.0247)	0.842*** (0.0280)	0.811*** (0.0331)	0.831*** (0.0387)	0.788*** (0.0320)	0.708*** (0.0370)	0.655*** (0.0411)	0.615*** (0.0460)
Insize _t	0.177*** (0.0245)	0.155*** (0.0266)	0.162*** (0.0293)	0.0884** (0.0324) *	1.186*** (0.0248)	1.165*** (0.0270)	1.177*** (0.0299)	1.104*** (0.0334)	0.152*** (0.0319)	0.179*** (0.0359)	0.207*** (0.0377)	0.113*** (0.0412)
Incomval _t	-0.0448** (0.0146) *	-0.0111 (0.0165)	-0.0161 (0.0181)	-0.0222 (0.0194)	-0.0485*** (0.0149)	-0.0155 (0.0168)	-0.0246 (0.0187)	-0.0321 (0.0204)	-0.110** (0.0198) *	-0.106** (0.0238) *	-0.101** (0.0250) *	-0.0956** (0.0267) *
currentratio _t	-0.00429 (0.00702)	-0.00654 (0.00673)	0.00525 (0.00966)	0.0149 (0.0159)	-0.00397 (0.00705)	-0.00626 (0.00677)	0.00594 (0.00970)	0.0144 (0.0160)	-0.00241 (0.00837)	-0.00460 (0.00830)	0.00291 (0.0109)	-0.0217 (0.0180)
ROE _t	-0.00280* (0.00148)	0.00285 (0.00183)	0.00249 (0.00194)	0.00305 (0.00201)	-0.00292** (0.00149)	0.00284 (0.00184)	0.00239 (0.00196)	0.00294 (0.00203)	0.00219 (0.00207)	0.00428* (0.00219)	0.00427* (0.00226)	0.00663** (0.00232) *
ROCE _t	0.0298*** (0.00396)	0.0268** (0.00470) *	0.0282** (0.00527) *	0.0295** (0.00591) *	0.0304*** (0.00398)	0.0267** (0.00473) *	0.0282** (0.00531) *	0.0294** (0.00597) *	0.00981* (0.00554)	0.00900 (0.00572)	0.00876 (0.00607)	-0.00181 (0.00659)
ROA _t	0.00188 (0.00544)	-0.0169* (0.00707) *	-0.0172* (0.00809) *	-0.0216* (0.00923) *	0.00184 (0.00547)	-0.0160* (0.00712) *	-0.0160* (0.00814) *	-0.0206* (0.00931) *	0.0138*** (0.00660)	0.00380 (0.00818)	0.00470 (0.00890)	0.0170* (0.00981)
Constant	-1.352*** (0.234)	-1.038** (0.270) *	-0.810** (0.306) *	-0.141 (0.341)	-1.424*** (0.236)	-1.116** (0.273) *	-0.909** (0.309) *	-0.231 (0.346)	-4.762*** (0.294) *	-4.583** (0.346) *	-4.614** (0.375) *	-3.540*** (0.418)
Observations	1,526	1,412	1,280	1,128	1,509	1,395	1,263	1,111	1,300	1,196	1,089	957
Number of id	173	173	173	173	173	173	173	173	162	162	162	162
R-squared	0.628	0.581	0.510	0.509	0.815	0.805	0.779	0.731	0.433	0.358	0.310	0.307

（二）结论分析

1、总体而言，跨国并购对企业生产率产生了负面的影响，笔者认为出现这种情况可能有以下几个原因：

（1）根据市场竞争理论，企业参与跨国并购目的是提高市场占有率，通过跨国资源整合和地域优势来降低进入新行业的障碍，从而降低海外扩张的成本与风险。但是对于我国被并购企业来说，与东道国的制度差异、文化差异阻碍了该目标的达成。此外，相比吸引外资并购和国内并购而言，我国企业作为并购方的角色参与到跨国并购过程的可借鉴经验较少，缺乏系统的管理、措施，因此跨国并购表现较差。

（2）在并购中，被并购企业的价值往往会被高估，且由于管理者过于自负，对企业缺乏正确评估，从而在跨国并购中存在冒进和过于乐观的情绪，在实际中遇到挑战时，难以提供有效解决方案，从而导致企业生产率的下降。

（3）我国企业吸收能力薄弱。我国的技术水平差异与东道国可能存在较大差距，在跨国并购的过程中，对东道国企业学习的方式单一、有效性弱、管理方面存在诸多问题，最终导致跨国并购对生产率的负面效应。

2、跨国并购对制造业生产率抑制效应的原因：

制造业行业分类下主要包括食品、烟草、纺织及服装产品、木材、纸制品、煤油、化工产品、塑料产品、金属及非金属类制品的生产。制造业行业进行跨国并购，目的是学习先进的生产技术，提高生产能力，拓宽产品供应及销售渠道，打入海外市场，增强品牌在东道国的影响力。

（1）我国企业跨国并购的东道国主要以欧洲、北美、韩国、日本等发达国家为主，双方技术水平存在一定差距，难以在短时间内得到弥补；且核心技术难以获取，对企业生产率的提高短期内难以实现。

（2）生产技术的改进受到资金、厂房、设备、人力资本等多方面的限制，企业的调整与转型需要时间与充裕的资金支持，销售渠道的拓宽及品牌效应的增强需要较高的前期投入，依赖于宣传及东道国对我国本土品牌的认同度及东道国包容度。

在跨国并购完成后，企业短期内仍要面临重大的资金压力，因此在并购后的3年内，对企业生产率主要表现为负面效应。但是在并购后的2-3年，这种负面效应有所减弱，即表明企业在经历调整与转型后，可能实现逆转。

3、非制造业跨国并购产生的生产率效应异于全样本和制造业的原因是：

相对于制造业而言，非制造业受限相对较低，整合、协同的灵活性高，易于在销售及成本调整上快速做出反应，并取得成效。但是，我们发现，对于非制造业而言，跨国并购产生的生产率效应是正向的，但是并不显著，而且对生产率的促进效应相对较低。

跨国并购表现弱于国内并购的原因：

相比国内并购，跨国并购面对更大的不确定性。

（1）东道国的政治风险、经济波动、法律、政府干预等均有可能影响并购后的协同效

应的发挥。

(2) 参与到跨国并购的被并购企业往往具有高知名度，因此参与并购的竞争者众多，抬高被并购企业价格，给我国企业造成较大压力。

(3) 从交易流程来看，跨国并购面对的不确定性更高，不可控因素多。技术及专业人才的投入多，且往往需要咨询公司及专业机构的辅助才能促进并购业务的顺利完成。而国内并购，同行业的企业间比较了解，信息对称度高，沟通便利，减少了并购的阻碍。

五 东道国是否为发达国家对并购生产率效应的影响

(一) 双重差分法回归模型介绍

$$\ln(\text{productivity})_{it} = \alpha + \beta G_i D_t + \delta G_i + \vartheta D_t + \gamma \text{controls}_{it} + \varepsilon_{it}$$

表 8 变量说明

变量名称	变量说明及赋值
G_i	东道国为发达国家=1，东道国为非发达国家=0
D_t	并购发生后=1，并购发生前=0

本文选择参与跨国并购企业进行研究，仍将并购事件限定为同行业内的并购，将东道国区分为发达国家^①和非发达国家，验证东道国是否为发达国家，对中国企业的对外并购行为产生的生产率效应的差异性。

全样本中共有跨国并购 214 起，其中对发达国家的并购有 103 起；制造业中共有跨国并购 122 起，其中对发达国家的并购 67 起；非制造业样本量为 74 起，其中对发达国家的并购有 25 起。

	处理组	控制组	差值
干预后	$\alpha + \beta + \delta + \vartheta + \gamma$	$\alpha + \vartheta + \gamma$	$\beta + \delta$
干预前	$\alpha + \delta + \gamma$	$\alpha + \gamma$	δ
差值	$\beta + \vartheta$	ϑ	β

由上表可知， $\beta + \vartheta$ 表示的是跨国并购前后的差异，用该结果减去东道国为发达国家或非发达国家前后的变化，便可以得到跨国并购中，东道国是否为发达国家对生产率的政策处理效应。

(二) 结果分析

从双重差分法的结果我们可以得出以下结论：第一：我国跨国并购行为主要集中在制造业，且东道国以发达国家为主。第二：就全样本而言，我国对发达国家的并购行为对企业生产率有显著的抑制作用；对于制造业和非制造业而言，这种负面抑制作用并不显著。

该结果也证实了前文得到的结论，我国企业跨国并购的主要东道国是欧洲、北美等发达国家，对于这些并购目的地而言，我国与其技术水平存在较大差距、制度、文化距离差异大，

^①目前世界上公认的发达国家有 18 个：美国、加拿大、日本、英国、法国、德国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡、瑞士、奥地利、挪威、瑞典、丹麦、芬兰、澳大利亚、新西兰

难以在短期内学习其技术，达到改进生产、拓宽产品生产和销售渠道、形成规模效应的目的，因此跨国并购行为对生产率表现为负面影响。

表9 全样本双重差分法结果

Outcome var.	(1)				(2)				(3)			
	lnpro	S.Err.	t	p> t	lnpro	S.Err.	t	p> t	lnpro	S.Err.	t	p> t
Before												
Control	-0.146				-0.182				-2.468			
Treated	-0.149				-0.179				-2.477			
Diff(T-C)	-0.003	0.036	-0.09	0.928	0.003	0.034	0.0	0.934	-0.009	0.061	-0.15	0.883
After												
Control	-0.110				-0.138				-2.355			
Treated	-0.198				-0.224				-2.459			
Diff(T-C)	-0.088	0.036	2.42	0.016**	-0.086	0.045	1.9	0.056	-0.103	0.066	1.56	0.119
Diff-in-Diff	-0.084	0.048	1.75	0.080*	-0.088	0.053	1.6	0.094	-0.094	0.089	1.06	0.289
R-square		0.71				0.94				0.27		

* Means and Standard Errors are estimated by linear regression

Inference: * p<0.01; ** p<0.05; * p<0.1

表 11 非制造业双重差分法结果

Outcome var.	(1)				(2)				(3)			
	Inpro	S.Err.	t	p> t	Inpro	S.Err.	t	p> t	Inpro	S.Err.	t	p> t
Before												
Control	0.368				0.345				-0.701			
Treated	0.560				0.541				-0.645			
Diff(T-C)	0.192	0.063	3.04	0.002***	0.196	0.077	2.54	0.011**	0.056	0.086	0.66	0.511
After												
Control	0.290				0.271				-0.754			
Treated	0.410				0.392				-0.712			
Diff(T-C)	0.120	0.068	1.77	0.077*	0.120	0.069	1.75	0.080*	-0.042	0.110	0.38	0.702
Diff-in-Diff	-0.072	0.085	0.84	0.402	-0.075	0.105	0.71	0.476	-0.014	0.137	0.10	0.918
R-square		0.66				0.95				0.19		

* Means and Standard Errors are estimated by linear regression

Inference: * p<0.01; ** p<0.05; * p<0.1

六、结论及建议

（一）主要结论

本文利用 2008-2017 年公开股份有限公司的跨国并购及国内并购数据研究了当中国企业作为并购方式，并购对企业产生的生产率效应。实证研究发现：

1、跨国并购对企业的生产率效应因行业异质性而有所差异，对于全样本和制造业企业而言，跨国并购对生产率具有抑制效应；而非制造业而言，表现为积极效应。

2、中国企业作为跨国并购的并购方表现要弱于参与国内并购的表现。

3、制造业企业在跨国并购中，生产率虽然具有负面效应，但这种负面效应，随着时间的推移而有所减弱。

4、对发达国家的并购行为对我国企业生产率具有更为显著的抑制作用。

（二）建议

本文对我国企业的对外直接投资并购行为具有重要的启示意义。从企业层面来说：

1、要着眼于提升自身的生产率水平，努力扩大资本及规模，凸显自身的比较优势。参与跨国并购需要大量专业人才的投入，要在技术、估值、法律、财税制度、政治风险、竞争对手等方面进行充分的调查及准备，减少并购面临的不确定性。

2、合理评估企业水平，管理者要理智面对企业发展机遇，统筹考虑，预估企业外购可能面对的机遇与挑战。对东道国的制度、文化差异进行考察，关注东道国企业的技术水平、发展规划、企业文化，重视双方差异，对可能出现的问题提出有效解决方案。

3、借鉴发达国家的海外并购的经验，学习其先进的管理策略，从并购方式、股权占比等多个方面调整自身战略。吸取失败案例的教训，发现外购行为过程中的出现的种种问题，做好预防工作。

政府也要密切关注我国企业对外投资的情况，从以下方面提供支持和帮助：

1、建立企业评估机制，对外购企业进行审查，判断企业是否真正有能力进行跨国并购，对其并购行为进行建议提供相关援助。

2、推出海外优势项目，搭建海外并购项目平台，做好母国企业与东道国企业之间的桥梁工作，为我国企业海外并购提供更多的选择。

3、通过大使馆与当地媒体、企业建立良好的关系，树立、宣传我国企业的正面形象，减少我国企业外购面对的舆论阻碍。

全球经济一体化给各国企业带来机遇和挑战。对于我国企业而言，抓住机遇，参与国际分工，加快国际化步伐日趋重要。但同时，企业也需谨慎对待跨国并购的一系列风险，合理评估，做出恰当选择。当企业在生产率、资产及规模未趋成熟的情况下，需谨慎面对跨国并购的选择。

参考文献

- [1] Bertrand O, Betschinger M A. Performance of Domestic and Cross-border Acquisitions: Empirical Evidence from Russian Acquirers [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2012, 40(3): 413-437
- [2] Bertrand O, Zitouna H. Domestic Versus Cross-Border Acquisitions: Which Impact on the Target Firm's Performance? [J]. *Applied Economics*, 2008, 40(17): 2221-2238
- [3] David R. King, Dan R. Dalton, Catherine M. Daily, Jeffrey G. Covin. Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators [J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25(2): 187-200
- [4] Donald S. Siegel, Kenneth L. Simons. Assessing the Effects of Mergers and Acquisitions on Firm Performance, Plant Productivity, and Workers: New Evidence From Matched Employer-Employee Data [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(8): 903-916
- [5] Jozse Damijan, Crt Kostevc, Matija Rojec. Growing Lemons or Cherries? Pre and Post-acquisition Performance of Foreign-Acquired Firms in New EU Member States [J]. *The World Economy*, 2015: 751-772
- [6] Martin J. Conyon, Sourafel Girma, Steve Thompson, Peter W. Wright. The Productivity and Wage Effects of Foreign Acquisition in the United Kingdom [J]. *The Journal of Industrial Economics*, 2002, 50(1): 85-102
- [7] Paul Andre, Maher Kooli, Jean-Francois L'Her. The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market [J]. *Financial Management*, 2004, 33(4): 27-43
- [8] Ragnhild Balsvik, Stefanie A. Haller. Picking "Lemons" or Picking "Cherries"? Domestic and Foreign Acquisition in Norwegian Manufacture [J]. *The Scandinavian Journal of Economics*, 2010, 112(2): 361-387
- [9] Richard Harris, Catherine Robinson. The Effect of Foreign Acquisitions on Total Factor Productivity: Plant-Level Evidence from U.K. Manufacturing, 1987-1992 [J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2002, 84(3): 562-568
- [10] Takechi K. Understanding the Productivity Effect of M&A in Japan: An Empirical Analysis of the Electronics Industry from 1989 to 1998 [J]. *Japan & the World Economy*, 2013, 25: 1-9
- [11] 胡武杰, 韩丽. 我国上市公司跨国并购的财富效应及影响因素 [J]. *管理学*, 2016(1): 150-160
- [12] 李娟. 外资并购与中国企业全要素生产率的实证分析 [J]. *山西财经大学学报*, 2011, 33(6): 56-63
- [13] 孟凡臣, 苗慧. 跨国并购与我国企业技术进步的相关性分析 [J]. *北京理工大学学报 (社会科学版)*, 2010(12): 10-15
- [14] 缪锦春. 我国企业跨国并购短期绩效的实证分析 [J]. *南通大学学报*, 2016(1): 112-118
- [15] 冉宗荣. 我国企业跨国并购的整合风险及应对之策 [J]. *国际贸易问题*, 2006(5): 75-79
- [16] 邵新建, 巫和懋, 肖立晟, 杨骏, 薛熠. 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 [J]. *世界经济*, 2012(5): 81-105
- [17] 苏莉, 冼国明. 中国企业跨国并购促进生产率进步了吗 [J]? *中国经济问题*, 2017(1): 11-23
- [18] 田巍, 余淼杰. 企业生产率和企业“走出去”对外直接投资: 基于企业层面数据的实证研究 [J]. *经济学*, 2012, 11(2): 383-408
- [19] 魏小仑. 我国企业跨国并购经营绩效实证研究 [J]. *现代商贸工业*, 2010(1): 102-103
- [20] 肖慧敏, 刘辉煌. 中国企业对外直接投资的学习效应研究 [J]. *财经研究*, 2014, 40(4): 42-55
- [21] 杨德彬. 跨国并购提高了中国企业生产率吗? ——基于工业企业数据的经验分析 [J]. *国际投资与跨国经营. 国际贸易问题*, 2016(4): 166-176
- [22] 叶生洪, 王开玉, 孙一平. 跨国并购对东道国企业竞争力的影响研究——基于中国制造业企业数据的实证分析 [J]. *国际贸易问题*, 2016(1): 50-59
- [23] 余鹏翼, 李善民. 跨国并购股东财富效应的实证研究 [J]. *国际经贸探索*, 2013, 29(9): 47-57

**The Productivity Effects of Cross-border Acquisitions:
Empirical Evidence from Chinese Acquirers**

*Xie Xiaoyi , Sun Wenli , Lian Zeng ,Zhang Sheng
(Beijing Foreign Studies University, Beijing, 100089)*

Abstract:The paper focuses on analyzing the effect of cross-border acquisitions on acquirers' firm productivity adopting approaches including fixed effects model, Mahalanobis Distance Matching, and DID estimation. I used data from Chinese enterprises that engaged in acquisitions during 2007-2017, both domestic and cross-border activities are included. The results of fixed effects model reveal that for the full sample and the manufacturing enterprises, the productivity of acquirers tends to decrease after the acquisitions. While for the non-manufacturing industry, M&A may has a positive effect on the productivity of enterprises. Although the manufacturing industry experiences a negative effect, the productivity goes up at the second year after M&A. The result shows that compared with cross-border M&A, domestic M&A performs better. In addition, the DID estimation is used to test the productivity effects of our M&A in developed countries, showing that the acquirers' productivity decrease after the acquisition.

Key words: Cross-border Acquisition; The Productivity Effects; Mahalanobis Distance Matching; DID Estimation

信息来源：广东省新兴经济体研究会

联系人：蔡春林

联系电话：13928821278

主送：中共广东省委宣传部、广东省社会组织管理局、广东省社会科学界联合会、中国新兴经济体研究会、中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国国际文化交流中心、广东工业大学

抄送：省委办公厅、省人大办公厅、省政府办公厅、省政协办公厅

发：中大、华工、暨大、华师、华农、广外、广财、广金、省社科院、省国际经贸发展中心、广东国际战略研究院、致公党广东省委经济委员会、广东省对外经济贸易大学校友会、各理事及会员

内部发：相关处室，广工主要领导及相关处室、院系（部、中心）

编审：李景睿

复审：蔡春林