

跨国并购文献综述*

毛昕旸 柯滨 陈信元¹

投稿日：2020年2月14日 录用日：2021年1月6日

©作者 2021。本文由香港理工大学以开放取用(open access)方式出版。

摘要

近年来，中国企业的跨国并购数量和规模快速上升，引起了全球的关注。为了更好的理解其成因和后果，本文对已有跨国并购领域的理论和经验研究进行系统梳理。本文首先从“什么是跨国并购”这一基本问题出发，探讨了跨国并购的界定问题。进一步地，本文考察了现有跨国并购研究的分布情况，包括年度、期刊级别、研究方法、跨国并购定义、研究对象基本特征以及研究内容等方面。最后，本文将跨国并购的研究内容划分为决策、过程和经济后果三个方面，详细梳理了国内外文献在各个方面的发现和不足。基于上述，本文提出跨国并购的研究对象应为经济主体，即从经济意义的角度考虑企业的最终控制人和资本来源。在研究内容方面，跨国并购决策及其所产生的经济后果有待更为深入的研究。其中，并购动机的观测和度量以及研究设计成为未来决策研究面临的挑战，而跨国并购如何影响收购方的利益相关者、行业、地域和国家几乎处于研究空白。从研究对象的角度，新兴市场国家、国有企业以及非上市公司的跨国并购行为亟待更多关注。上述均构成了未来跨国并购（尤其是新兴市场跨国并购）研究需要重点关注的领域和问题。

关键词：跨国并购、文献综述、新兴市场、并购决策、经济后果

* 本文得到了国家自然科学基金项目（72002130、71632006、71972134）、上海市浦江人才计划（2019PJC074）的资助。

¹ 毛昕旸，讲师，上海立信会计金融学院，会计学院；E-mail: mxy051215@126.com。柯滨，教授，新加坡国立大学，商学院，首席研究员，新加坡国立大学重庆研究院；E-mail: bizk@nus.edu.sg。陈信元，教授，上海财经大学，会计学院/会计与财务研究院；E-mail: xychen@mail.shufe.edu.cn。

一、引言

近年来,随着国家经济实力的增强、政府“走出去”和“一带一路”双重国家战略的推动,跨国并购已经成为我国企业快速获取优质资源和技术、提升国际竞争力的一种重要手段,对我国经济转型和产业结构升级具有深远影响。根据联合国贸易和发展会议(UNCTAD)发布的数据统计,²2001-2016年间,中国企业(不包括港澳台)跨国并购的交易数量从53件增至573件,交易金额从0.9亿美元增至922.2亿美元。其中,2013年,中国企业跨国并购金额515.3亿美元,高达当年全球跨国并购金额合计的19.6%,仅次于美国和日本,位居全球第三位,新兴市场国家排名第一。全球著名的财经评论杂志《Fortune》和《The Economist》甚至分别以“China buys the world”(Abkowitz等,2009)和“China buys up the world”(匿名,2010)为标题,形容中国企业(尤其是中国国有企业)席卷全球的跨国并购活动。

然而,轰轰烈烈的跨国并购浪潮所带来的结果却不尽如人意(《中国企业国际化报告》,2014)。由于交易本身的风险和复杂性,加之对国际环境不熟悉、缺乏相应的经验和人才、忽视中介机构的作用等,中国企业跨国并购不乏失败甚至巨亏的案例,如中信泰富(00267.HK)收购澳大利亚 Sino-Iron 项目(李岩和胡雯,2014;蒲俊,2014)。同时,中国是典型的新兴市场经济,国家层面较弱的投资者保护制度、公司层面不完善的治理机制以及由此引发的不同民族和企业文化、管理模式等,使得目标公司及其利益相关者们担忧中国企业的跨国并购会影响目标公司未来的经营效率和盈利能力。此外,由于国有企业主导的经济体制和我国政府的政策扶持,被并方国家往往质疑中国企业经济行为背后的“非市场动机”(AraUJo 和 Cardenal,2013),甚至以威胁国家安全为由阻碍中国企业的跨国并购,即使民营企业也未能幸免,如中海油收购美国优尼科、华为收购美国 3Com。

综上,系统研究中国企业的跨国并购行为及其问题背后产生的原因十分必要。本文的目的在于,通过对已有跨国并购领域的理论和经验研究的梳理,全面描述和对比现有的国内外跨国并购研究现状,并在此基础上总结不足,以期为未来的中国企业跨国并购研究提供方向和建议。

我们将文献回顾的范围限定在非金融企业的跨国并购。其中,跨国并购是指,收购方经济主体的股权国别与被并方经济主体的股权国别来自不同国家的并购事件(详见第二部分)。我们采用广义的跨国并购定义,即无任何交易金额、标的类型和控制权选择等限制性条件。由于金融行业以及非企业组织形式(如私募股权基金、会计师事务所)的特殊性,二者的跨国并购行为不在我们的讨论范畴。同时,我们将检索范围限定在国内外的会计、金融、经济和管理学领域的 A、B 级期刊,不限发表年份和研究方法等。³

表 1 列示了本文的综述框架。首先,我们从基本定义出发,讨论了跨国并购的界定问题。其次,我们分别从文献年份、期刊级别、研究方法、跨国并购定义、研究对

² 本文所涉及的 UNCTAD 统计数据全部来自 UNCTAD 官网(<http://unctad.org>)。虽然,UNCTAD 每年发布《世界投资报告》,但其统计数据存在一定的偏差和后续调整,故我们没有采用该数据。

³ 由于篇幅限制,我们将具体的期刊范围、检索方法和条件列示于 Internet Appendix A。

象以及研究内容六个方面分析了现有的跨国并购文献的分布情况。最后，围绕研究内容，我们详细梳理了现有研究的理论进展和实证发现。其中，由于国外文献侧重分析以民营企业为主导的成熟资本市场，而中国学者关注以国有企业为主导的中国资本市场，因此，我们分别介绍已有的国内外研究现状和不足。⁴

表 1 目录

部分	名称
一	引言
二	跨国并购的定义
三	文献分布的描述性统计
四	已有研究的主要发现
（一）	国外研究
4.1.1	跨国并购决策行为研究
4.1.2	跨国并购过程行为研究
4.1.2.1	目标选择
4.1.2.2	控制权选择
4.1.2.3	支付溢价
4.1.2.4	支付方式
4.1.2.5	并购交割
4.1.3	跨国并购经济后果研究
4.1.3.1	公司层面影响
4.1.3.2	行业层面影响
4.1.3.3	国家层面影响
（二）	中国企业跨国并购
4.2.1	早期的非实证研究
4.2.2	实证研究
（三）	外资并购中国企业
五	结论

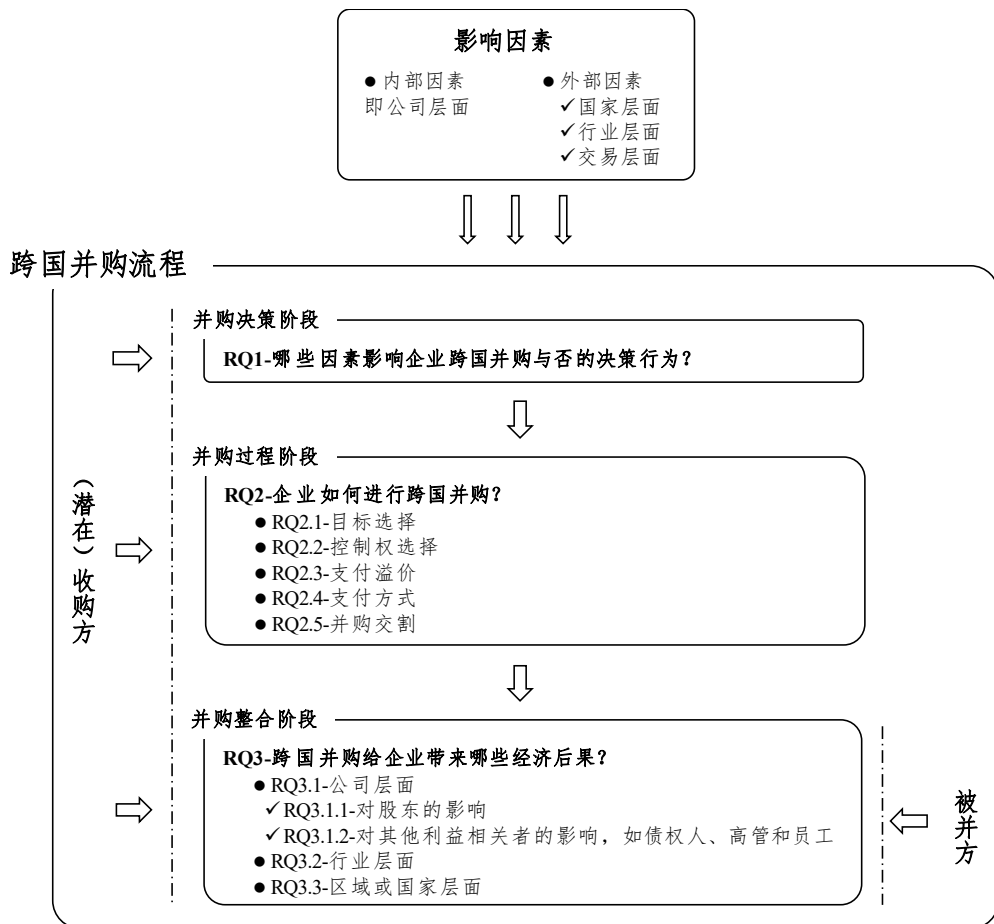
我们依次根据研究对象和研究问题搭建已有研究内容的回顾框架。首先，根据研究对象在跨国并购中的交易地位，我们将已有的跨国并购研究划分为收购方研究和被并方研究两类。在此基础上，根据跨国并购的流程，我们将并购双方的研究划分为若干研究问题，具体如图 1 所示。对于收购方研究，其包含三个研究问题：（1）哪些因素影响企业跨国并购与否的决策行为（RQ1）？RQ1 关注跨国并购发生前的决策行为。

（2）企业如何进行跨国并购（RQ2）？RQ2 则针对包括从锁定并购目标到交割的整个跨国并购过程。在这一阶段，企业需要进行目标选择（RQ2.1）、控制权选择（RQ2.2）、支付溢价（RQ2.3）、支付方式选择（RQ2.4）和并购交割（RQ2.5）。据此，我们进一步将 RQ2 划分为五个子研究问题。（3）跨国并购给企业带来哪些经济后果（RQ3）？RQ3 侧重考察跨国并购交割后的整合过程。根据经济后果的影响对象和范围，我们将 RQ3 划分为跨国并购对收购方公司层面的影响（RQ3.1）、行业层面影响（RQ3.2）以及区域

⁴ 由于国外文献中针对新兴市场国家的研究数量较少且研究内容零散，我们未对其进行单独回顾，而是将其穿插于其他国内外文献中用于对比分析和借鉴。

或国家层面影响 (RQ3.3)。对于 RQ3.1, 我们可以进一步将其划分为两个子研究问题: 其一, 跨国并购对收购方股东的影响 (RQ3.1.1); 其二, 对其他利益相关者的影响 (RQ3.1.2), 如债权人、高管和员工。其中, 对于收购方同行业的竞争者, 我们将其归入 RQ3.2。与收购方不同, 被并方不存在跨国并购决策问题, 且一般情况下不参与收购方与出售方交割结束前的跨国并购过程, 因此, 我们将被并方研究问题限定在 RQ3, 具体的子分类同收购方研究。根据研究模型中的被解释变量 Y, 我们识别已有文献的研究内容和问题。在此基础上, 根据解释变量 X 所代表的意义, 我们将相关影响因素划分为内部和外部因素两个层次。其中, 外部因素进一步包括国家、行业和交易⁵三个层面。据此, 对于图 1 中涉及的每一个子研究问题, 我们分析不同层级的影响因素 (X) 对并购双方的跨国并购行为 (Y) 的影响机理和传导路径。

图 1 跨国并购流程和研究问题



⁵ 即并购事件特征因素, 如收购股权比例、支付方式选择。虽然, 交易特征从研究内容的角度属于企业跨国并购流程的一个环节 (RQ2), 但其同样可以作为外部因素影响其他跨国并购环节。如 Reuer (2004) 分析了收购股权比例如何影响或有支付方式的选择, Lin *et al.* (2009) 考察了衍生工具的使用对跨国并购经济后果的影响。此外, 在跨国并购决策阶段 (RQ1), 由于跨国并购行为尚未发生, 此时不涉及交易层面的影响因素。

跨国并购决策是跨国并购行为的开始,其不仅决定了企业是否会发起跨国并购,还会直接影响其后续的目标选择等跨国并购过程进而影响并购后的整合环节。因此,RQ1对RQ2、RQ2对RQ3具有不可忽视的影响。上述研究问题之间的关联性还反映在研究样本和研究设计方面。在跨国并购决策阶段,企业尚未发起跨国并购,因此,RQ1的研究对象为所有潜在的收购方,即公司而非跨国并购事件。进一步地,由于已经发起跨国并购,RQ2的研究单位为跨国并购事件,即在RQ1研究样本的基础上剔除了跨国并购决策结果为“否”的观测。由于已经完成交割,RQ3在RQ2的基础上将研究样本限定在交割成功的跨国并购事件。由于RQ2和RQ3的研究样本并非随机选择的结果,因此,相应的研究设计需要考虑样本选择偏差所导致的自选择问题和研究结论的外部有效性。

本文主要获得了如下几个方面的发现。首先,通过对跨国并购定义的梳理,我们发现已有的跨国并购研究的规范性较差。具体来说,有超过50%的文献没有任何对跨国并购定义的说明。并且在已披露相关定义的文献中,绝大部分文献以直接执行跨国并购的公司(又称法律主体)界定收购方,而未考虑最终母公司的影响(被并方同理)。然而,从经济意义角度来说,由于控制权的存在,母公司对其任意子公司的跨国并购行为具有决策权并承担相应的经济后果,因此,子公司的跨国并购行为本质上为其最终母公司的跨国并购行为。基于此,我们将跨国并购定义修正为收购方经济主体的国别与被并方经济主体的国别来自不同国家的并购事件,即以并购双方经济主体为研究对象。对于国别,我们以实际控制人的国别(又称股权国别)作为判断标准。

其次,从研究内容来看,现有的收购方研究侧重关注RQ2和RQ3,而受到并购动机的度量问题以及研究设计缺陷的影响,RQ1文献数量有限。对于RQ2和RQ3,由于部分文献忽略了其中的样本选择偏差问题,其所得研究结论有待利用Heckman两阶段模型等计量方法予以重新检验。与此同时,部分文献忽略了研究结论的外部有效性,从而在一定程度上限制了其实践指导意义。此外,对于RQ3,已有文献集中于RQ3.1的探讨,尤其是跨国并购对收购方股东的影响(RQ3.1.1),而缺乏对其他利益相关者、所在行业和国家的关注(RQ3.1.2、RQ3.2和RQ3.3),此亦未来拓展的研究方向。

第三,从研究对象的地域分布来看,现有的收购方研究主要针对成熟资本市场的收购方,而缺乏针对新兴市场收购方的研究。根据UNCTAD数据统计,1990-2016年期间,发展中国家及新兴市场国家企业发起的跨国并购在金额方面占全球跨国并购金额的比例由8.5%增长至17.2%;其中,2013年高达49.9%,几乎与发达国家持平。然而,除中国学术界外,国际学术界仍停留在收购方来自产权制度较好而被并方来自产权制度较弱的国家是跨国并购主流的认知中(Rossi and Volpin, 2004; Bris and Cabolis, 2008; Chari *et al.*, 2010; Erel *et al.*, 2012; Burkart *et al.*, 2014)。现有研究证实,国家层面良好的制度因素使得收购方可以充分利用其较好的公司治理水平和发达的金融市场制度帮助被并方获得更多的投资机会,从而显著提升被并方继而收购方的企业价值。然而,由于在产权制度、法律和监管制度、资本市场发展程度、企业的股权结构等方面均与成熟资本市场存在差异,新兴市场国家较弱的制度因素(如腐败、欠发达的金融市场制度)如何影响其企业的跨国并购行为亟待获得研究。

第四，从研究对象的所有权性质来看，除中国学术界外，现有的收购方研究主要针对民营收购方，而鲜有关注国有收购方。与民营企业相比，国有企业具有天然的政治关系，因此，政府在企业经济活动中扮演重要角色。一方面，国有企业往往受到政治、经济、社会责任等国家战略的干预，从而出于非经济因素的考虑进行跨国并购，如获取稀缺的自然资源和技术。另一方面，积极的政策扶持会影响国有企业的跨国并购行为，如通过反垄断审查、获得低廉的银行贷款。此外，所有权性质所引发的被并购方国家的安全审查会进一步影响国有企业的跨国并购行为。上述差异可能会引发国有与民营企业在跨国并购决策、过程以及经济后果方面的不同。

第五，从研究对象的上市地位来看，现有的收购方研究均将收购方限定在上市公司范围内，而受限于财务数据的可获得性，非上市收购方的跨国并购行为尚处于未知状态。由于在规模和生产能力等基本要素方面存在差异（Maksimovic *et al.*, 2013），以及受到股权结构差异所引起的代理问题、外部融资约束和信息披露等方面差异的影响，非上市公司与上市公司的经济行为存在一定差异，包括融资能力（Brav, 2009）、现金政策（Gao *et al.*, 2013）、创新战略（Gao *et al.*, 2018）和会计信息质量（Hope *et al.*, 2013）等。上述差异可能会进一步影响二者的跨国并购行为。而如何突破数据局限，将成为未来的非上市公司跨国并购研究的重点和难点。

本文后续的结构安排如下：第二部分讨论了什么是跨国并购，即跨国并购定义。第三部分对跨国并购文献分布进行了描述性统计。第四部分介绍了国内外针对跨国并购的主要研究发现。最后，为本文的研究结论。

二、跨国并购的定义

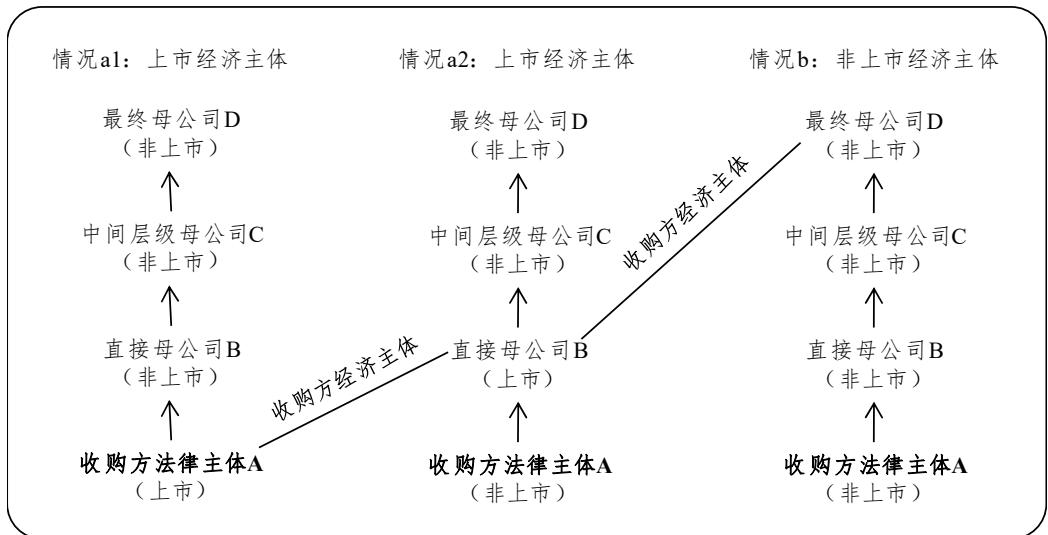
跨国并购定义的重要性在于，其直接决定了跨国并购事件和并购双方的判断标准，从而影响研究对象的界定、研究样本的选择以及相关数据的选取，最终影响研究结论的准确性。如2017年1月，中信股份有限公司（00267.HK）宣告，其拟利用间接子公司 Grand Foods Investment Holdings Limited 控股收购麦当劳中国管理有限公司，从而获得麦当劳在中国大陆和香港市场的全部业务及特许经营权。其中，中信股份有限公司的总部和注册地均为香港，其最终母公司为总部和注册地均在北京的央企中国中信集团公司。那么，并购双方是谁、该并购事件是否应纳入跨国并购研究范畴，这些问题均取决于跨国并购的定义。

我们将跨国并购的定义拆分为如下两个方面的问题：（1）并购双方是谁，这一问题直接决定了跨国并购的研究对象；（2）国别的度量标准，即如何判断是否“跨国”。首先，并购双方的界定问题，主要涉及法律主体和经济主体两个基本概念。以收购方为例，我们将收购方法律主体定义为，直接执行跨国并购的公司。在此基础上，收购方经济主体是指，在“收购方法律主体 A→直接母公司 B→中间层级母公司 C→最终母公司 D”的控制链中，以 A 为起点向终点 D 方向追溯过程中遇到的第一个上市公司；如果控制链中不含有上市公司，则追踪至终点 D 为止，即收购方经济主体为收购方法律主体的最终母公司。图 2 显示了收购方法律主体和经济主体的异同。根据上市地位，我们将收购方经济主体划分为两类：（a）上市经济主体收购方，包括上市公司

亲自执行并购(a1)及其利用非上市子公司执行并购(a2)两种情况,二者本质上均为上市公司的并购行为。(b)非上市经济主体收购方。其中,仅在a1情况下,收购方法律主体即为经济主体。

在上述两种定义中,我们选取经济主体界定并购双方。从经济意义角度来说,由于控制权的存在,母公司对其任意子公司的经济行为具有决策权并承担相应的经济后果(纳入合并财务报表),即子公司的跨国并购行为本质上为其母公司的跨国并购行为。因此,跨国并购研究应该以企业集团为研究对象,将集团内的所有成员公司视为一个整体,而非将各成员公司视为独立个体而研究公司个体的跨国并购行为。而非上市公司相比,上市公司必须公开披露其重大的经营决策,以接受外部投资者、证监会和交易所等机构以及新闻媒体的监督,从而使得其在经营决策方面具有较强的独立性,故我们将其视为独立于企业集团最终母公司的经济主体。

图2 法律主体和经济主体的区别—以收购方为例



与此同时,我们以股权国别—公司最终控制人的国别—定义公司国别,以强调公司的实际控制权和资本来源。其中,最终控制人包括政府和自然人两类。对于自然人,除国籍外,我们同时考虑其高中结束之前所在的国家,以体现国家层面的文化和教育对其人格定型的影响。⁶ 综上,我们将跨国并购定义为收购方经济主体与被并方经济主体二者的股权国别来自不同国家的并购事件。

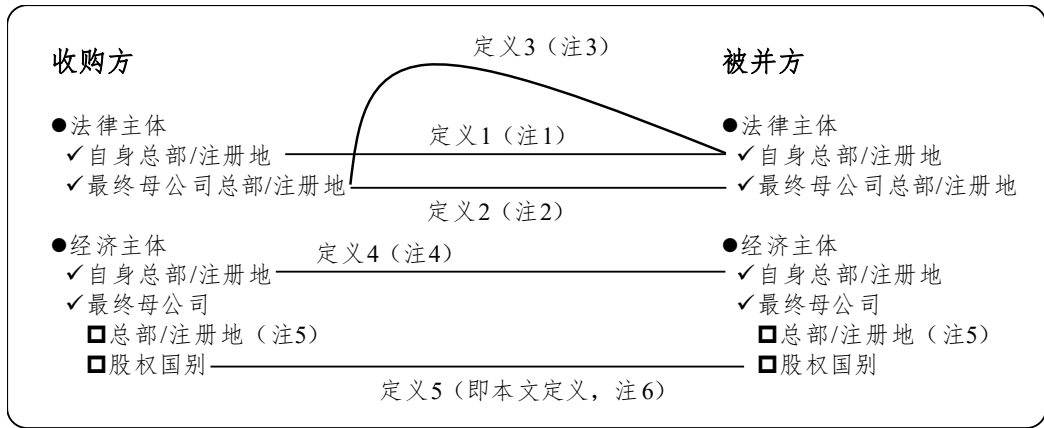
图3总结了已有文献对跨国并购的定义。其中,在以法律主体界定并购双方的文献中,跨国并购定义主要包括如下三类:(1)以法律主体自身国别作为衡量标准。其中,国别包括总部和注册地两种度量方式;⁷(2)以法律主体最终母公司国别作为衡量标准;(3)以法律主体最终母公司国别测度收购方国别,而被并方则以法律主体自身

⁶ 该方法仅适用于中国企业。

⁷ 我们着重关注跨国并购定义中是否考虑最终母公司的影响。因此,尽管一个企业的总部与注册地国别可能差异较大,我们仍将两种国别判断标准合并以简化跨国并购定义的种类。

国别作为依据。同时，个别文献在上述定义的基础上对研究样本进行了一定程度的调整。例如，为了防止返程投资事件的干扰，在第（1）类定义的基础上同时要求收购方法律主体国别不等于被并方法律主体最终母公司国别（孙淑伟等，2017），或收购方法律主体最终母公司国别不等于被并方法律主体国别（Weitzel and Berns, 2006），或收购方法律主体注册地国别即为其主营业务地国别（Nadolska and Barkema, 2007；郭锐等，2012）。除此之外，对于以经济主体为研究对象的文献，跨国并购定义仅源自经济主体自身国别（定义4），尚无文献明确采用经济主体最终母公司国别。

图3 现有文献对跨国并购的定义



注：

- 1、定义1：收购方法律主体和被并方法律主体二者的总部（或注册地）来自不同国家的并购事件为跨国并购。
- 2、定义2：收购方法律主体的最终母公司和被并方法律主体的最终母公司二者的总部（或注册地）来自不同国家的并购事件为跨国并购。
- 3、定义3：收购方法律主体的最终母公司和被并方法律主体二者的总部（或注册地）来自不同国家的并购事件为跨国并购。⁸ 其中，尚无文献采用注册地国别，但由于注册地国别具有一定的合理性且为了保持与其他跨国并购定义的一致性，我们仍将其列示于图中。
- 4、定义4：收购方经济主体和被并方经济主体二者的总部（或注册地）来自不同国家的并购事件为跨国并购。其中，尚无文献采用总部国别，但由于总部国别具有一定的合理性且为了保持与其他跨国并购定义的一致性，我们仍将其列示于图中。
- 5、目前，尚无文献借助经济主体的最终母公司定义跨国并购事件。但由于该定义具有一定的合理性，且为了保持与定义2的一致性，我们仍将其列示于图中。
- 6、定义5，即本文定义：收购方经济主体和被并方经济主体二者的股权国别来自不同国家的并购事件为跨国并购。其中，股权国别是指公司最终控制人（政府/自然人）的国别。

根据统计，已有文献主要以法律主体定义并购双方，仅个别文献以经济主体为研究对象。⁹ 且已披露国别定义的文献多采用并购双方法律主体自身国别（定义1），少量文献考虑了最终母公司的影响（定义2-3）。¹⁰ 根据战略需求，一个企业集团可以通过并购、新建投资等多种投资方式将不同的子公司设立在境内或境外的任意国家，因

⁸ 汤姆森 SDC Platinum 全球并购数据库采用该定义。

⁹ 文献分布的描述性统计，见表5。

¹⁰ 文献分布的描述性统计，见表6。

此，一个子公司的（总部 / 注册地）国别与其最终母公司的（总部 / 注册地 / 股权）国别之间可能差异巨大，¹¹ 且该现象在跨国集团中尤为普遍。而非跨国集团相比，跨国集团在企业规模、盈利能力、跨国经营经验等方面均具有较强的跨国并购优势和动机，其更有可能成为跨国并购的研究对象。因此，如何界定并购双方及其国别十分重要。此外，定义 3 虽然考虑了最终母公司的影响，然其并购双方国别的判断标准不统一，即企业的国别取决于其在跨国并购中的交易地位而非外生事件，因此，该定义同样存在缺陷。

另外，需要说明的是，对于某些特殊题目，本文的跨国并购定义不具有适用性。例如，Hanlon *et al.* (2015) 研究了美国的税收制度对美国企业跨国并购行为的影响。在美国的税收体系下，政府的税收管辖侧重注册地，并以此向美国公司在全球范围内的所得征税。基于此，上述学者以经济主体为研究对象并以其注册地定义国别，以研究美国企业如何利用其境内外子公司的跨国并购行为进行避税，而不考虑企业集团最终母公司的注册地、总部和股权国别。

三、文献分布的描述性统计

我们对现有的跨国并购文献进行文献分布的描述性统计，包括年度、期刊级别、研究方法、跨国并购定义（主体类型和国别）、研究对象基本特征（地域和上市地位）以及研究内容分布共六个方面。其中，我们分别对英、中文期刊进行描述性统计，以便了解和对比国内外研究分布情况。

（一）年度分布

根据发表年份，表 2 统计了跨国并购文献的年度分布情况。其中，对于英文文献，由于管理学期刊侧重理论研究，而会计、金融和经济学期刊侧重数据分析，我们对二者分别予以统计。表 3-4 同理。

我们发现：（1）在国际研究方面，跨国并购文献共 148 篇，财务和经济、管理类期刊文献约各占 50%。从年度分布情况来看，从 2004 年开始，无论是财务、经济还是管理类期刊，跨国并购研究开始增多，但直至 2017 年，发表数量整体呈稳定状态，其中 2008-2010 年出现短暂增长。（2）在国内研究方面，跨国并购文献共 70 篇，仅占英文期刊发表数量的一半左右。由此可见，跨国并购问题尚未引起中国学术界足够的重视。

（二）期刊级别分布

表 3 统计了跨国并购文献的期刊级别分布情况。其中，我们将英文管理类期刊单独列示，原因同表 2。从整体来看，现有英、中文的 A 级期刊文献占比不到 30%。这一统计数据表明，无论国际还是中国学术界，均缺乏高质量的跨国并购研究。

¹¹ 我们以中国上市公司作为随机抽查样本，检验了一个子公司（总部 / 注册地）国别与其最终母公司（总部 / 注册地 / 股权）国别在实际情况中的差异程度，结果证实了预期。由于篇幅限制，我们将抽查结果列示于 Internet Appendix B。

表 2 发表论文的年度分布

发表年份	英文期刊				中文期刊
	财务和经济	管理	合计	财务和经济%	个数
-1999	23	15	38	61%	7
2000	2	2	4	50%	4
2001	0	1	1	0%	2
2002	0	0	0	-	3
2003	0	0	0	-	4
2004	3	2	5	60%	2
2005	5	0	5	100%	2
2006	3	2	5	60%	3
2007	3	4	7	43%	3
2008	7	3	10	70%	1
2009	4	9	13	31%	4
2010	4	9	13	31%	3
2011	6	2	8	75%	5
2012	4	1	5	80%	3
2013	4	2	6	67%	3
2014	3	4	7	43%	4
2015	6	3	9	67%	5
2016	4	4	8	50%	6
2017.05	2	2	4	50%	6
合计	83	65	148	56%	70

注：统计单位为文章。

表 3 发表论文的期刊级别分布

期刊级别	英文期刊				中文期刊
	财务和经济	管理	合计	财务和经济%	个数
A	33	6	39	85%	21
B	50	59	109	46%	49
合计	83	65	148	56%	70
A%	40%	9%	26%		30%

注：统计单位为文章。

（三）研究方法分布

表 4 列示了跨国并购文献的研究方法使用情况。根据其中是否包含数据分析，我们将研究方法划分为分析研究和经验研究两大类。其中，分析研究不涉及数据分析，且包括规范研究和模型研究两类。而对于经验研究，我们根据数据来源将其进一步划分为档案研究、实验研究、问卷调查、案例研究以及田园研究五类。此外，我们单独列示英文管理类期刊，原因同表 2。

在国际研究方面，我们发现：（1）经验研究是已有文献最常采用的研究方法，其占总文献比例高达 90%。其中，大样本实证分析（档案研究、实验研究和问卷调查）

为主流的研究方法（占比 98%）。（2）与财务和经济类期刊相比，管理类期刊所采用的研究方法更为多样化，分析研究、经验研究下的档案研究和问卷调查等均占一定比例。

在国内研究方面，其研究方法与国际学术界呈现明显不同的分布情况。经验研究占总文献比例仅 66%，而其中的大样本实证分析占比 65%。除此之外，相当比例的文献采用了分析研究、案例分析等方法。这一统计结果表明，中国学术界在跨国并购研究方面尚处于以理论研究为主、实证研究为辅的起步阶段，从而印证了第四部分的研究发现。

表 4 发表论文的研究方法分布

研究方法	英文期刊			中文期刊		
	财务和经济	管理	合计	财务和经济%	个数	
分析研究	规范研究	2	6	8	25%	18
	模型研究	5	2	7	71%	6
经验研究	档案研究	76	39	115	66%	25
	实验研究	0	1	1	0%	4
	问卷调查	0	14	14	0%	1
	案例研究	0	1	1	0%	16
	田园研究	0	2	2	0%	0
合计	83	65	148	56%	70	
经验研究 / 合计%	92%	88%	90%		66%	
（档案+实验+问卷） / 经验研究%	100%	95%	98%		65%	

注：统计单位为文章。如果某一文献包含两种及以上研究方法，我们仅选取最主要的研究方法予以统计。

除传统的研究方法外，跨国并购文献在研究技术和方法层面尚有待创新和突破。Yan *et al.* (2016) 首次尝试将机器学习引入并购研究。他们指出，一个企业发生的并购事件对其他企业未来发生的并购事件具有激励作用，而传统的多元回归模型往往忽略这一系列并购事件之间的相互影响以及并购事件在连续时间域上呈现出的复杂波动动态规律。为了解决这一问题，他们采用霍克斯过程模型（Hawkes Processes Model）这一学习算法，在保留了并购事件序列的时间信息和动态变化模式的基础上预测企业的未来并购行为。李晓溪等（2019）借助文本挖掘技术，研究了问询函制度在本地并购中的监督作用。通过文本分析并购重组报告，他们发现交易所的问询函可以显著降低本地并购中的信息不对称，进而提升并购绩效。在国际贸易领域，社会网络分析方法则被广泛用于全球贸易的整体格局研究。一些学者从网络中心性、网络联系强度和网络异质性三个维度对一个国家及其行业在全球价值链分工的地位和贸易网络特征进行刻画，从而弥补了传统财务和贸易指标的不足（Albert and Barabási, 2002；马述忠等，2016）。上述相关领域的前沿技术和方法为我们拓展跨国并购研究的方向和内容提供了一定的借鉴和参考。

（四）跨国并购定义分布

根据并购双方的主体类型和国别，我们进行了跨国并购定义分布的描述性统计。

我们的目的在于，了解现有研究对企业跨国并购行为的界定。在第（四）至（六）部分中，我们将统计文献的范围限定在大样本实证研究（档案研究、实验研究和问卷调查），其原因在于：（1）我们着重关注大数据研究下的跨国并购文献分布。（2）由于其他研究方法较少涉及数据，相关文献几乎不存在对样本的界定和描述，导致我们难以根据文章内容推断跨国并购定义。

表 5 列示了已有文献对研究对象的主体类型的定义情况。我们发现，高达 97%-98% 的中外文献以法律主体定义并购双方，仅 2%-3% 的文献从经济主体的角度研究整个企业集团的跨国并购行为。

表 5 发表论文的研究对象主体类型—基于大样本实证研究的统计

并购双方主体类别	英文期刊		中文期刊	
	个数	合计%	个数	合计%
法律主体	127	98%	29	97%
经济主体	3	2%	1	3%
合计	130	100%	30	100%

注：统计单位为文章。

表 6 列示了国别的定义情况。我们发现，从整体来说，现有跨国并购研究的规范性较差，分别有高达 56%和 60%的英文和中文文献没有任何对企业国别定义的说明。并且在已披露相关定义的文献中，法律主体自身国别成为主要的国别判断依据（即定义 1）。这一数据表明，与研究对象的主体类型定义相似，大部分文献在定义企业国别时忽略了其最终母公司。

表 6 发表论文的国别定义分布—基于大样本实证研究的统计

序号	并购双方主体类型	定义类别		英文期刊		中文期刊	
		收购方国别	被并方国别	个数	合计%	个数	合计%
X	法律主体		未披露	73	56%	18	60%
1		法律主体国别	法律主体国别	49	38%	9	30%
2		最终母公司国别	最终母公司国别	1	1%	2	7%
3		最终母公司国别	法律主体国别	4	3%	0	0%
X	经济主体		未披露	1	1%	0	0%
4		经济主体国别	经济主体国别	2	2%	1	3%
	合计			130	100%	30	100%

注：统计单位为文章。

（五）研究对象分布

我们从地域和上市地位两个方面，统计了已有文献研究对象的基本特征分布情况。其中，我们将统计文献的范围限定在大样本实证研究，原因同第（四）部分。

表 7 列示了已有文献的研究对象地域分布。其中，并购双方地域分布来自于文献

中的样本筛选,即不考虑文献本身对研究对象的主体类型和国别的定义。对于收购方研究(见 Panel A),我们发现:(1)在国际研究中,新兴市场国家的跨国并购行为尚未引起国际学术界的关注。目前,仅 5%的收购方研究关注新兴市场国家。(2)国内研究则相反,我国学界主要聚焦新兴市场国家(中国)的跨国并购行为,可惜研究数量有限。根据 UNCTAD 的数据统计,2013 年,发展中国家及新兴市场国家企业发起的跨国并购在金额方面占到全球跨国并购的 49.9%,几乎与发达国家持平。因此,随着新兴市场收购方在全球并购市场地位的日益凸显,对新兴市场国家的跨国并购行为的研究变得十分迫切。

Panel B 列示了被并方研究中的研究对象地域分布。我们发现,与收购方研究相比,被并方研究数量不足(国际 39,国内 9),其仅相当于收购方研究(国际 107,国内 24)的约 1/3;其中,国际学术界较为关注成熟资本市场被并方,而我国学术界较为关注新兴市场(中国)被并方。

表 7 发表论文的研究对象地域分布

Panel A: 基于大样本实证研究下的收购方研究							
收购方地域	被并方地域	英文期刊			中文期刊		
		个数	小计%	合计%	个数	小计%	合计%
成熟资本市场	成熟资本市场	94	91%	88%	0	0%	0%
	新兴市场	6	6%	6%	2	100%	8%
	不限	3	3%	3%	0	0%	0%
	小计	103	100%	96%	2	100%	8%
新兴市场	成熟资本市场	4	80%	4%	12	55%	50%
	新兴市场	1	20%	1%	0	0%	0%
	不限	0	0%	0%	10	45%	42%
	小计	5	100%	5%	22	100%	92%
合计		107			24		100%

Panel B: 基于大样本实证研究下的被并方研究							
被并方地域	收购方地域	英文期刊			中文期刊		
		个数	小计%	合计%	个数	小计%	合计%
成熟资本市场	成熟资本市场	32	94%	82%	0	0%	0%
	新兴市场	2	6%	5%	3	100%	33%
	不限	0	0%	0%	0	0%	0%
	小计	34	100%	87%	3	100%	33%
新兴市场	成熟资本市场	6	86%	15%	4	67%	44%
	新兴市场	0	0%	0%	0	0%	0%
	不限	1	14%	3%	2	33%	22%
	小计	7	100%	18%	6	100%	67%
合计		39			9		100%

注:

- 1、统计单位: Panel A 为收购方地域 / 被并方地域 / 文章, Panel B 为被并方地域 / 收购方地域 / 文章。具体地,如果某一文献存在多个研究对象并涉及不同的地域,或同时包含收购方和被并方研究,我们分别予以统计。对于“小计”和“合计”栏,统计单位为文章,即每篇文献仅统计一次。
- 2、并购双方地域分布来自于文献中的样本筛选,即不考虑文献本身对研究对象的主体类型和国别的定义。如果研究对象包含来自不同地域的收购方(或被并方),则根据样本分布的描述性统计,将其近似划归为成熟资本市场或新兴市场。

表 8 列示了已有文献的研究对象上市地位分布。我们发现，无论收购方还是被并方研究，现有英、中文文献均将研究对象限定在上市公司范围内，或不区分上市和非上市公司，¹² 而非上市公司研究尚处于空白。我们猜测，产生这一现象的原因在于，非上市公司财务数据可获得性的限制。而如何突破数据局限，将成为未来的非上市公司跨国并购研究的重点和难点。

表 8 发表论文的研究对象上市地位分布

Panel A: 基于大样本实证研究下的收购方研究							
收购方地域	收购方上市地位	英文期刊			中文期刊		
		个数	小计%	合计%	个数	小计%	合计%
成熟资本市场	上市	69	67%	64%	0	0%	0%
	非上市	0	0%	0%	0	0%	0%
	不限	42	41%	39%	2	100%	8%
	小计	103	100%	96%	2	100%	8%
新兴市场	上市	3	60%	3%	8	36%	33%
	非上市	0	0%	0%	0	0%	0%
	不限	2	40%	2%	14	64%	58%
	小计	5	100%	5%	22	100%	92%
合计		107		100%	24		100%

Panel B: 基于大样本实证研究下的被并方研究							
被并方地域	被并方上市地位	英文期刊			中文期刊		
		个数	小计%	合计%	个数	小计%	合计%
成熟资本市场	上市	24	71%	62%	0	0%	0%
	非上市	0	0%	0%	0	0%	0%
	不限	10	29%	26%	3	100%	33%
	小计	34	100%	87%	3	100%	33%
新兴市场	上市	1	14%	3%	5	83%	56%
	非上市	0	0%	0%	0	0%	0%
	不限	6	86%	15%	1	17%	11%
	小计	7	100%	18%	6	100%	67%
合计		39		100%	9		100%

注：

- 1、统计单位：Panel A 为收购方上市地位 / 收购方地域 / 文章，Panel B 为被并方上市地位 / 被并方地域 / 文章。具体地，如果某一文献存在多个研究对象并涉及不同的地域或上市地位，或同时包含收购方和被并方研究，我们分别予以统计。对于“小计”和“合计”栏，统计单位为文章，即每篇文献仅统计一次。
- 2、并购双方地域分布来自于文献中的样本筛选，即不考虑文献本身对研究对象的主体类型和国别的定义。如果研究对象包含来自不同地域的收购方(或被并方)，则根据样本分布的描述性统计，将其近似划归为成熟资本市场或新兴市场。

¹² 研究对象包含非上市公司的研究包括如下两类，以收购方为例：(1) 大量文献在数据分析过程中不涉及公司层面的财务数据，如 Ahern *et al.* (2015)、张建红和周朝鸿 (2010)。(2) 仅少量文献考虑了公司层面的财务因素。其中，对于国际学术界，非上市公司的财务数据主要来自问卷调查，如 Uhlenbruck (2004) 和 Morosini *et al.* (1998)。与此同时，个别学者采用了独特的数据来源，如 Blouin *et al.* (2005) 的财务数据来自华盛顿特区收入统计局，Chen (2008) 来自《Japanese Overseas Investment 1985-1986》和日本财政部。而对于中国学界，非上市公司的财务数据主要来自国家统计局提供的工业企业数据库，如蒋冠宏 (2017)、黄凌云和杨娜 (2014)。此外，刘兴亚等 (2009) 采用了江苏省外汇管理局提供的江苏省外资参股和外商投资企业数据库并结合作者的问卷调查。

（六）研究内容分布

表 9 列示了已有文献的研究内容分布。我们将统计文献的范围限定在大样本实证研究，原因同第（四）部分。对于收购方研究（见 Panel A），我们发现，在国际学术界，针对成熟资本市场的收购方研究占绝对主导地位，其中高达 44%和 54%的文献涵盖 RQ2 和 RQ3 研究内容，而 RQ1 仅占比 18%。¹³ 进一步地，在 RQ2 研究中，RQ2.1 文献占比高达 60%，而 RQ2.2 至 RQ2.5 文献则相对零散。与此同时，在 RQ3 研究中，高达 95%的文献关注跨国并购对收购方股东的影响（RQ3.1.1），而其对收购方其他利益相关者、所在行业和國家的影响（RQ3.1.2、RQ2 和 RQ3）尚未引起学术界的重视。

相比较而言，国内研究则不同，其侧重分析新兴市场（中国）收购方的跨国并购行为，其中涉及 RQ1、RQ2 和 RQ3 研究内容的文献分别占比 18%、41%和 41%。值得注意的是，在 RQ2 研究中，RQ2.5 文献占比高达 56%。这一数据说明，中国学术界尤其关注跨国并购的交割成败问题。此外，在 RQ3 研究中，RQ3.2 和 RQ3.3 均处于研究空白。上述均构成了未来跨国并购研究可拓展的方向。

Panel B 列示了被并方研究的研究内容分布，我们发现：（1）国际研究主要关注成熟资本市场被并方，尤其是 RQ3.1，少量文献探讨 RQ3.2，RQ3.3 尚处于研究空白。

（2）相较而言，国内研究则侧重探讨新兴市场（中国）被并方，且 RQ3.1 和 RQ3.2 并重，而 RQ3.3 同样处于研究空白。

表 9 发表论文的研究内容分布

Panel A: 基于大样本实证研究下的收购方研究		英文期刊			中文期刊					
		个数	小计%	合计%	个数	小计%	合计%			
收购方地域	成熟资本市场	RQ1-并购决策	小计	19	100%	18%	1	100%	50%	
	行为	RQ2-并购过程	RQ2.1-目标选择	27	60%	26%	1	100%	50%	
	行为	RQ2.2-控制权选择		6	13%	6%	0	0%	0%	
		RQ2.3-支付溢价		9	20%	9%	0	0%	0%	
		RQ2.4-支付方式		7	16%	7%	0	0%	0%	
		RQ2.5-并购交割		9	20%	9%	0	0%	0%	
		小计		45	100%	44%	1	100%	50%	
		RQ3-经济后果	RQ3.1-公司层面							
			RQ3.1.1-对股东影响		53	95%	51%	0	-	0%
			RQ3.1.2-对其他利益相关者影响		2	4%	2%	0	-	0%

¹³ 某一文献存在缺陷与否不会影响我们将其纳入统计范围。例如，一些 RQ1 文献存在样本选择错误，部分 RQ2 和 RQ3 研究忽视了样本选择偏差所导致的自选择问题和研究结论的外部有效性（可参见第四部分）。

	RQ3.2-行业层面	1	2%	1%	0	-	0%
	RQ3.3-国家层面	0	0%	0%	0	-	0%
	小计	56	100%	54%	0	-	0%
合计		103		100%	2		100%
新兴行为	RQ1-并购决策 小计	0	-	0%	4	100%	18%
市场行为	RQ2-并购过程 RQ2.1-目标选择	0	0%	0%	3	33%	14%
	RQ2.2-控制权选择	0	0%	0%	0	0%	0%
	RQ2.3-支付溢价	1	50%	20%	1	11%	5%
	RQ2.4-支付方式	0	0%	0%	0	0%	0%
	RQ2.5-并购交割	1	50%	20%	5	56%	23%
	小计	2	100%	40%	9	100%	41%
RQ3-经济后果	RQ3.1-公司层面						
	RQ3.1.1-对股东影响	3	100%	60%	6	67%	27%
	RQ3.1.2-对其他利益相关者影响	0	0%	0%	3	33%	14%
	RQ3.2-行业层面	0	0%	0%	0	0%	0%
	RQ3.3-国家层面	0	0%	0%	0	0%	0%
	小计	3	100%	60%	9	100%	41%
合计		5		100%	22		100%

Panel B: 基于大样本实证研究下的被并方研究

被并方地域	研究内容	英文期刊		中文期刊	
		个数	合计%	个数	合计%
成熟资本市场	RQ3-经济后果 RQ3.1-公司层面				
	RQ3.1.1-对股东影响	27	79%	0	0%
	RQ3.1.2-对其他利益相关者影响	2	6%	3	100%
	RQ3.2-行业层面	5	15%	0	0%
	RQ3.3-国家层面	0	0%	0	0%
	合计		34	100%	3
新兴市场	RQ3-经济后果 RQ3.1-公司层面				
	RQ3.1.1-对股东影响	5	71%	4	67%
	RQ3.1.2-对其他利益相关者影响	1	14%	0	0%
	RQ3.2-行业层面	1	14%	4	67%
	RQ3.3-国家层面	0	0%	0	0%
合计		7	100%	6	100%

注:

- 1、统计单位: Panel A 为研究内容 / 收购方地域 / 文章, Panel B 为研究内容 / 被并方地域 / 文章。具体地, 如果某一文献存在多个研究对象并涉及不同的地域或研究内容, 或同时包含收购方和被并方研究, 我们分别予以统计。对于“小计”和“合计”栏, 统计单位为文章, 即每篇文献仅统计一次。
- 2、并购双方地域分布来自于文献中的样本筛选, 即不考虑文献本身对研究对象的主体类型和国别的定义。如果研究对象包含来自不同地域的收购方(或被并方), 则根据样本分布的描述性统计, 将其近似划归为成熟资本市场或新兴市场。

四、已有研究的主要发现

相较于被并方研究,收购方研究在跨国并购研究中占绝对主导地位,¹⁴且理论框架和方法论体系相对完整。¹⁵其中,已有的国外研究十分丰富;与之相比,中国研究仍处于起步阶段,实证研究尚不多见。然而,由于已有的国外研究均基于成熟资本市场,因此,其所得结论对于新兴市场经济且以国有企业为主导的中国资本市场并不适用。此外,现有的国内外收购方研究均将研究对象限定在上市公司范围内,尚无针对非上市公司的研究,¹⁶因此,已有的研究发现可能不具有普遍适用性,此亦未来研究发展的方向。

(一) 国外研究

从整体来看,现有的国外收购方研究数量十分丰富,且主要探讨成熟资本市场企业的跨国并购行为。其中,RQ1受到并购动机的度量问题和研究设计缺陷的影响,实证研究数量有限。而RQ2和RQ3尽管研究者众多,然部分学者忽略了研究样本的选择偏差和研究结论的外部有效性问题,从而限制了所得结论的实践指导意义。此外,在RQ3中,已有文献偏重RQ3.1的探讨,尤其是跨国并购对收购方股东的影响(RQ3.1.1),而跨国并购对收购方其他利益相关者的影响(RQ3.1.2)、行业层面影响(RQ3.2)和国家层面影响(RQ3.3)尚未引起学术界关注。

4.1.1 跨国并购决策行为研究

已有RQ1的理论研究指出,企业的跨国并购决策同时受到诸多因素的影响,包括企业自身的跨国并购动机、完成跨国并购的能力和决策者心理等内部因素以及国家、行业等外部因素。然而,由于跨国并购动机难以度量以及研究设计存在缺陷,RQ1实证研究缺乏。并且已有文献均基于以民营企业为主导的成熟资本市场,而国有企业的跨国并购尚未引起学术界关注。上述问题均是RQ1未来的挑战和发展方向。

已有的本地并购研究为企业的并购决策行为提供了丰富的理论解释,相关影响因素同样驱动企业的跨国并购决策行为。协同效应动机理论认为,公司高管以追求股东利益最大化为目标,因此,当其预期并购能够创造协同效应时,即并购结束后对并购双方资源的重新配置所创造的企业价值大于并购发生前二者价值之和,企业有动机发起并购。¹⁷与之相反,代理动机理论¹⁸则指出,企业并购源于高管追求个人利益的最大化,如通过并购扩大企业规模以建立其个人的“企业帝国”(Jensen, 1986)、利用多

¹⁴ 文献分布的描述性统计,见第三部分表7。

¹⁵ 考虑到文章篇幅,我们将详细的被并方研究发现列示于Internet Appendix C。

¹⁶ 文献分布的描述性统计,见第三部分表8。

¹⁷ 协同效应动机进一步包括经营性协同效应和财务性协同效应动机两类(Halpern, 1983; Jensen and Ruback, 1983; Lewellen, 1971)。前者的目的在于提高企业生产、分配等经营效率,如获得生产经营的互补性资源和技术、寻求生产的规模经济和范围经济、获得垄断以及由此产生的相对于客户和供应商的市场势力、通过解雇能力不足的被并方高管而提升其经营效率。而后者主要在于优化企业的财务结构,如通过多元化并购以降低企业面临的破产成本、通过重新配置并购双方的超额持有现金以提高企业的内部融资能力、获得被并方的借贷能力、获得合理避税等税收优势。

¹⁸ 又称高管自利动机理论(Managerialism Hypothesis)。

元化并购降低企业的破产成本继而高管自身的失业风险 (Amihud and Lev, 1981)。除动机外, 盈利能力、内外部融资能力和并购经验等优势均有助于企业完成并购行为, 从而使得该类企业更有可能进行并购 (Harford, 1999; Gorton *et al.*, 2009; Bena and Li, 2014; Harford and Uysal, 2014; Harford and Schonlau, 2013)。此外, 公司决策者的心理因素亦具有一定影响。如股票市场的非理性 (Shleifer and Vishny, 2003; Rhodes-Kropf and Viswanathan, 2004) 和高管的过度自信 (Roll, 1986) 会导致企业高估协同效应, 从而促进其并购。

与此同时, 国家、行业等外部因素也会直接或者通过公司层面因素间接影响其并购决策, 如金融市场的信贷环境 (Maksimovic *et al.*, 2013)。而已有研究指出, 经济或者行业层面的外生性事件会引发企业并购的行业和时间聚集性, 如放松管制、原材料成本变化、金融科技创新等所引发的行业结构调整 (Gort, 1969; Mitchell and Mulherin, 1996)。

除本地并购研究外, 少量跨国并购文献在理论层面指出, 国界引起的产品、要素和资本市场的分割使得国家间的经济和制度等外部环境因素差异会诱发企业追求跨国并购的协同效应或者代理动机, 如汇率、国家政策管制 (Doukas and Travlos, 1988; Erel *et al.*, 2012; Harris and Ravenscraft, 1991)。

表 10 跨国并购决策行为研究 (RQ1) 现状—基于成熟资本市场收购方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	CEO 过度自信	A	高估协同效应→(+)并购决策	1
	跨境上市	A	降低代理问题&便于支付→(+)并购决策	2
	经验	A	提升应对能力→(+)并购决策	1
Panel B: 外部因素				
国家	税收制度	A	代理动机→(+)避税→(+)并购决策	1
行业	-	-	-	-

注:

- 1、来源是指影响因素的来源。其中, “A” 表示收购方, “T” 表示被并方, “AT” 表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中, “+” 表示正向影响, “-” 表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究, 则以“-” 列示。

尽管理论解释众多, 然 RQ1 实证研究数量有限, 见表 10。已有研究发现, CEO 过度自信 (Ferris *et al.*, 2013) 和并购经验 (Nadolska and Barkema, 2007) 对企业的跨国并购决策具有正向影响, 即获得与本地并购研究相似的结论。Kumar and Ramchand (2008) 和 Tolmunen and Torstila (2005) 则研究了针对跨国并购决策的影响因素—跨境上市, 并预期其可以从如下两个方面降低企业的交易成本进而促进跨国并购决策:

- (1) 在美国等成熟资本市场跨境上市可以提高企业的投资者保护程度和信息透明度, 并且该融资行为所引起的股权稀释可以降低企业面临的代理问题, 从而提高其获得目标公司的机会, 降低并购所需的支付成本。
- (2) 跨境上市的股票不仅支付便利, 且易

受到被并方本地投资者的青睐，是一种很好的支付方式。然而，由于研究设计不同以及部分检验未考虑跨境上市与跨国并购决策之间的自选择问题，实证检验未获得一致发现。此外，Hanlon *et al.* (2015) 利用美国的税收制度证实了公司高管为了规避利润汇回税 (Repatriation Tax)¹⁹ 而发起跨国并购的代理动机。

我们发现，已有 RQ1 实证研究侧重分析公司内部因素但研究数量不足，而国家、行业等外部因素的作用几乎处于未知状态，如国家信贷政策、金融市场发展程度、反收购和反垄断制度等，此亦未来可拓展的研究方向。与此同时，现有 RQ1 文献具有如下两方面局限，这也是未来 RQ1 研究需突破的难点。

首先，跨国并购动机是企业跨国并购决策的最重要影响因素之一，然其难以观测和度量。因此，如何判断大样本跨国并购事件的动机并据此分析不同动机下的企业跨国并购决策，成为未来 RQ1 实证研究的挑战。目前，存在少量文献利用跨国并购产生的经济后果（如市场反应、经营业绩）的正负号来推测企业的跨国并购动机是否源于追求协同效应亦或代理问题 (Seth *et al.*, 2000; Ozkan, 2012)，然该方法缺失跨国并购决策结果为“否”的观测，因此，无法检验 RQ1。²⁰

Karolyi and Liao (2017) 指出，与民营企业追求经济利益最大化不同，国有企业的经济行为往往受到政府的政治、经济和社会责任等国家战略的影响，即表现为二者跨国并购的动机差异。由于已有研究主要基于以民营企业为主导的成熟资本市场，因此，国有企业的跨国并购动机和决策、政府对企业跨国并购决策的影响等问题尚未引起国际学术界的关注。

第二，研究设计存在缺陷。在跨国并购决策阶段，企业尚未发起跨国并购活动，因此，RQ1 的研究对象应为所有企业。然而，相当比例的 RQ1 文献剔除了部分跨国并购决策结果为“否”的观测，因此，其实质上并不属于 RQ1 范畴。我们可以笼统地将该类文献归纳为两类：（1）以并购事件为研究单位，分析企业在跨国和本地并购间的选择偏好。现有研究涉及的影响因素包括，收购方公司层面的机构投资者持股 (Andriopoulos and Yang, 2015)、企业规模和股价走势等特征 (Erel *et al.*, 2012)，国家层面的产权制度 (Martynova and Renneboog, 2008)。（2）以海外投资事件为研究单位，分析企业在跨国并购、新建投资、合资和战略联盟等几种海外投资模式间的选择偏好。除理论研究 (Chen, 2010; Hennart, 2009; Meyer and Estrin, 2001) 外，实证研究的影响因素包括公司层面的投资方战略 (Chen, 2008)、投资方多元化 (Barkema and Vermeulen, 1998; Hennart and Park, 1993; Tan, 2009; Wilson, 1980)、子公司独立性 (Slangen and Hennart, 2008)、海外经验 (Buckley and Casson, 1998; Hennart and Park, 1993; Slangen and Hennart, 2008; Wilson, 1980)、董事会特征和高管薪酬 (Datta *et al.*, 2009) 以及股权结构 (Boellis *et al.*, 2016)，国家层面的投资双方文化差异 (Buckley and Casson, 1998; Kogut and Singh, 1988) 和被并方制度质量 (Dikova and van Witteloostuijn, 2007; Jandik and Kali, 2009)，以及行业层面的被投资方市场结构 (Buckley and Casson,

¹⁹ 在美国的税收体系下，美国政府向美国公司在全球范围内的所得征税。其中，对于美国公司在美国本土的所得，需立即缴税；而对于其境外子公司的境外所得，可延迟至汇回母公司时（如发放股利）征缴。

²⁰ 我们将其归入 RQ3。

1998)、投资双方知识隐性和市场敏感性 (Tan, 2009)。对于上述文献, 我们未将其纳入表 10 的统计, 然其涉及的多种影响因素为未来 RQ1 研究提供了一定方向。

4.1.2 跨国并购过程行为研究

现有 RQ2 文献主要集中于目标选择 (RQ2.1), 而控制权选择 (RQ2.2)、溢价支付 (RQ2.3)、支付方式 (RQ2.4) 和并购交割 (RQ2.5) 研究稍显单薄。与此同时, 由于 RQ2 的研究样本并非随机选择的结果, 部分文献忽视了样本选择偏差所导致的自选择问题和研究结论的外部有效性, 这在一定程度上限制了其结论的实践指导意义。

4.1.2.1 目标选择

目标选择是指在决定进行跨国并购后, 收购方寻找并锁定拟收购的目标公司的决策行为, 包括决定目标公司的国别、行业以及个体特征等属性, 如选择同行还是跨行业的目标公司。表 11 列示了 RQ2.1 的研究现状, 相关文献涉及的影响因素十分丰富, 然均集中于公司和国家层面, 而缺乏对行业和交易层面因素的关注。并且部分 RQ2.1 文献未考虑样本选择偏差问题, 如收购方个体特征对目标选择的影响 (Hisey and Caves, 1985)。上述均有待在未来 RQ2.1 研究中得以完善。

首先, 从微观层面来看, 不同特征的收购方具有不同的目标公司选择偏好。Hisey and Caves (1985) 指出, 对于具有无形资产优势的收购方, 如研发、营销和管理能力突出, 将自有的优势资源与被并方的基础经济活动相结合能够为其创造更多的企业价值, 因此, 该类收购方倾向于选择同行业的目标公司; 而盈利能力或者发展水平较低的企业为了寻求新的市场, 则倾向于收购跨行业的目标公司。与此同时, Ferris *et al.* (2013) 预期, 作为企业的投资决策者, CEO 的过度自信会影响企业对多元化跨国并购行为的偏好, 然未获得实证检验的支持。此外, 一些学者研究了被并方的基本特征对其成为目标公司的影响, 即哪些潜在的目标公司更受到外国收购方的青睐, 如公司规模、股权结构和研发能力等 (Aharony and Barniv, 2004; Ferrecia *et al.*, 2010)。²¹

其次, 一些文献分析了外部环境在目标选择过程中发挥的作用, 如国家层面的产权和会计体系等治理制度 (Cheng *et al.*, 1997; Martynova and Renneboog, 2008; Kim and Lu, 2013; Lel and Miller, 2015)、税收制度 (Huizinga and Voget, 2009)、政治干预 (Dinc and Erel, 2013; Jory and Ngo, 2014) 是否影响收购方的目标选择偏好或者某一公司成为被并方, 两国间人文制度、经济发展水平、市场壁垒差异等是否会影响并购后的整合成本进而影响收购方对同行/跨行的目标公司偏好 (Hisey and Caves, 1985)。Karolyi and Liao (2017) 则对比某一被并方在吸引国有和民营收购方过程中, 国家层面因素发挥的作用。他们发现, 收购方国家的外汇储备越高、国有企业在本地并购市场中越活跃, 并购双方国家间的政治民主制度和行业结构差异, 被并方国家战略行业比例均会促进某一公司成为国有收购方的目标公司。

除上述以跨国并购事件或者公司为研究单位的文献外, 大量 RQ2.1 文献以国家为研究单位, 分析哪些因素会影响一个国家被跨国并购的规模, 即收购方的目标国选择

²¹ 该类文献的研究对象为(潜在的)被并方, 但由于收购方具有目标选择的主动权, 因此, 我们将其归入收购方研究。

表 11 目标选择研究 (RQ2.1) 现状—基于成熟资本市场收购方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	基本特征	A	公司个体差异→目标选择差异	2
		T	目标公司间差异	2
	CEO 过度自信	A	高估创造价值的能Ⓕ→(+)目标选择, 如多元化	1
Panel B: 外部因素				
国家	国家政策	A	鼓励跨国并购→(+)目标选择	5
	劳动力保护制度	T	约束劳动力调整→(+)目标选择,如科技行业	1
	知识产权保护制度	T	保障生产和盈利能力→(+)目标选择	1
	税收制度	AT	双重征税制度→(-)目标选择	1
	人文制度	AT	增加估值和整合成本→(-)目标选择	4
	治理制度	A	商誉的处理→目标选择	1
		T	治理制度差→(+)并购双方治理制度差异→(+)协同效应→(+)目标选择	4
		AT	治理制度好→(-)控制权转移的市场壁垒→(+)目标选择	1
	政治因素	T	政府干预→(-)目标选择	2
		AT	民主制度差异→(-)国企目标选择	1
		T	人力资源丰富→(+)目标选择	1
	资源	T	投资者偏好→(+)目标选择	1
	国家受欢迎度	AT	提高融资和支付能力→(+)目标选择	3
	汇率	AT	提高融资和支付能力→(+)目标选择	1
	股票市场走势	T	发展差→(+)整合成本→(-)目标选择, 如跨行	1
	市场发展	AT	增加整合成本→(-)目标选择, 如跨行	1
		T	-	-
	市场壁垒	AT	高市场进入门槛→(-)目标选择, 如跨行	1
		A	外汇储备→(+)国企目标选择	1
	外汇储备	T	国家战略行业→(+)国企目标选择	1
	行业结构	AT	行业结构差异→(+)国企目标选择	1
		A	国企活跃度高→(+)国企目标选择	1
	本地并购市场	A	-	-
	生产率	T	-	-
		T	降低信息不对称和交易成本→(+)目标选择	1
	机构投资者持股	A	-	-
	行业	A	-	-
交易	-	-	-	

注:

- 1、来源是指影响因素的来源。其中,“A”表示收购方,“T”表示被并方,“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中,“+”表示正向影响,“-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究,则以“-”列示。

偏好。其中,对于收购方国家因素,现有文献分析了 A 国的国家政策是否会影响其对某一国家的跨国并购规模 (Maule, 1968; Reuber, 1969, 1970; Maule, 1969, 1970)。对于被并方国家因素,该类文献则回答了 T 国的哪些特征会影响其他国家对其的跨国并购

规模,亦或 A-T 国之间的特征差异对两国间跨国并购规模的影响,如劳动力保护制度 (Alimov, 2015)、知识产权保护制度 (Alimov and Officer, 2017)、税收制度 (Huizinga and Voget, 2009)、文化和语言等人文制度 (Siegel *et al.*, 2011; Ahern *et al.*, 2015; Erel *et al.*, 2012)、产权保护和会计体系等治理制度 (Rossi and Volpin, 2004; Francis *et al.*, 2016)、政治干预 (Dinc and Erel, 2013)、人力资源丰富程度 (Owen and Yawson, 2010)、国家受欢迎程度 (Hwang, 2011)、汇率和股票市场走势 (Adler and Dumas, 1975; Froot and Stein, 1991; Erel *et al.*, 2012)、机构投资者持股 (Ferrecia *et al.*, 2010)。在上述基础上, Mariotti and Piscitello (1995) 则将目标国选择扩展至目标城市的选择层面。

上述文献的不足之处在于,影响因素分析仅限于国家层面,而忽略了公司个体和行业特征等因素在目标国选择过程中的作用。对此, Karolyi and Liao (2017) 指出,受到国家战略的影响,国有企业与民营企业的目标国选择存在差异,即政府存在选择偏好。他们发现, A 国的外汇储备、国有企业在本地并购市场中的活跃程度, A-T 国家间的政治民主制度差异以及行业结构差异性均会影响 A 国的国有企业对 T 国的偏好,而 T 国的战略行业结构则不存在影响。

4.1.1.2 控制权选择

控制权选择是指在已经锁定目标公司的情况下,收购方对被并方的控制程度的决策行为,包括参股与控股的选择以及购买的股权比例问题。已有 RQ2.2 理论解释丰富,但实证研究数量有限,且部分文献忽略了样本选择偏差问题,如收购方的企业规模对控制权选择的影响 (Chari and Chang, 2009),此亦 RQ2.2 未来改进的方向。

表 12 列示了现有研究下控制权选择的影响因素。首先, Karolyi and Liao (2017) 从公司层面出发,比较了不同所有权性质的收购方的控制权选择偏好。他们指出,相较于民营企业的追求经济利益最大化,国有企业的经济行为常常受到政府战略等非经济因素的影响,从而更倾向于进行 100% 控股的跨国并购。

同时,基于收购方在跨国并购过程中面临的风险及由此产生的成本和收益,一些学者对收购方的控制权选择提出如下两种理论解释:(1) 剥离成本理论认为,收购方选择跨国并购而非传统的新建投资和合资的海外投资模式的原因在于,拟购买资产与被并方的可分离性较低。因此,剥离目标资产的成本越高,收购方购买的股权比例越低。Chari and Chang (2009) 实证检验发现,被并方的企业规模会影响收购方的控制权选择偏好,但被并方国家层面的劳动力保护制度刚性无显著影响。(2) 信息不对称理论指出,并购双方间存在的信息不对称加剧了收购方在并购前由于逆向选择产生的估值成本以及并购后由于道德风险引发的整合成本,从而负向影响其收购的股权比例。已有研究证实了被并方公司层面的机构投资者持股对控制权选择的正向影响 (Ferrecia *et al.*, 2010) 以及并购双方国家层面的人文制度 (如文化、语言、宗教) 的多样性和差异化的负向影响 (Chari and Chang, 2009; Malhotra and Gaur, 2014; Cuypers *et al.*, 2015; Dow *et al.*, 2016)。同时,被并方国家层面的政治和经济风险、并购双方行业相似性同样具有一定的影响,而被并方所属行业的不确定性在实证检验中未获得显著结果 (Chari and Chang, 2009)。

表 12 控制权选择研究 (RQ2.2) 现状—基于成熟资本市场收购方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	所有权性质	A	国企→(+) 国家战略动机→(+) 控股	1
	企业规模	T	企业规模大→(+) 剥离成本→(+) 参股	1
	机构投资者持股	T	降低信息不对称和交易成本→(+) 控股	1
Panel B: 外部因素				
国家	人文制度	A	人文制度多样性→(+) 了解人文制度差异的负面 影响→(+) 参股	1
		T	人文制度多样性→(+) 信息不对称→(+) 参股	1
		AT	信息不对称→(+) 估值和整合成本→(+) 参股	4
	政治因素	T	政治制度风险→(+) 信息不对称→(+) 参股	1
	经济因素	T	经济制度风险→(+) 信息不对称→(+) 参股	1
	劳动力保护制度	T	职工契约刚性→(+) 剥离成本→(+) 参股	1
	行业	科技水平	T	信息不对称→(+) 估值和整合成本→(+) 参股
	行业相关性	AT	信息不对称→(+) 估值和整合成本→(+) 参股	1
交易	-	-	-	-

注:

- 1、来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。

4.1.2.3 支付溢价

支付溢价是指，相对于目标公司的实际价值，收购方支付的购买价格。由于计算并购溢价需要采用被并方的股票价格数据，因此，RQ2.3 文献均要求被并方为上市公司而对收购方上市与否没有限制。

对于收购方来说，支付价格是跨国并购的主要成本之一，其不能高于跨国并购为收购方创造的企业价值。而对于出售方，支付价格不能低于跨国并购后的被并方企业价值。因此，支付溢价主要取决于跨国并购所能创造的协同效应，且同时受到收购方的支付能力、交易双方的估值能力和议价能力的影响，最终由收购方和出售方相互博弈而定。

表 13 列示了 RQ2.3 的研究现状，相关文献数量有限。目前，涉及的影响因素主要来自国家层面，而公司层面因素仅限于收购方的跨境上市。Tolmunen and Torstila (2005) 指出，在成熟资本市场上市可以提高收购方的投资者保护程度且其股票更易受到被并方本土投资者的偏好，因此，跨境上市可以降低收购方的溢价支付，可惜并未获得实证检验的支持。

对于国家层面因素，一些学者关注了并购双方国家治理制度的影响。Burkart *et al.* (2014) 通过构建模型指出，当收购方国家层面的产权制度优于被并方时，良好的治理制度使得跨国并购能够为收购方股东创造价值，从而提高其外部融资能力，进而提高其溢价支付能力。然 Rossi and Volpin (2004) 实证结果显示，虽然收购方在跨国并

购过程中支付的溢价显著高于本地并购，但该溢价不受并购双方国家治理制度差异的影响。对于被并方国家层面的治理制度，其对溢价的影响在理论上存在正反两种可能性。一方面，较差的治理制度提高了被并方市场的准入门槛，因此，收购方往往需要借助被并方国家的本地企业（如被并方股东），从而丧失议价能力并支付较高的溢价。而另一方面，较差的治理制度降低了并购后的协同效应，从而影响收购方溢价支付的意愿。借助被并方国家的腐败问题，Weitzel and Berns（2006）实证检验支持上述第二种预期。

表 13 支付溢价研究（RQ2.3）现状—基于成熟资本市场收购方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	所有权性质	A	-	-
	跨境上市	A	降低代理问题&便于支付→(-)溢价	1
Panel B: 外部因素				
国家	政治因素	T	政府干预→(+)溢价	1
	税收制度	A	商誉摊销扣税→(+)溢价	1
		T	投资的税收减免→(+)溢价	1
	治理制度	T	较差公司治理→(-)经济后果→(-)溢价	1
			较差公司治理→(+)市场准入门槛→(+)议价能力→(+)溢价	
		AT	收购方>被并方→(+)经济后果&支付能力→(+)溢价	2
	人文制度	AT	增加估值和整合成本→(-)经济后果→(-)溢价	1
	美国市场	第三方	经济全球化加剧→(+)美国市场影响→溢价	1
	民族自豪感	A	-	-
		T	-	-
行业	科技水平	T	-	-
	自然资源	T	-	-
交易	-	-	-	-

注：

- 1、来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。
- 4、部分 RQ2.2 文献以控制变量的形式分析支付溢价是否会受到行业因素（如同行 / 跨行业）和交易因素（如交易规模、支付方式、并购类型）的影响（如 Cheng and Chan, 1995），我们未将其计入研究变量。

然而，制度差异具有方向性和不对称性。借用文化熟悉理论（Cultural Familiarity Theory），Lim *et al.*（2016）以国家 A 和 T 以及二者各自的企业 a 和 t 为例指出，虽然 A-T 间的文化差异的绝对值是固定的，但 a 对 T 国与 t 对 A 国的文化熟悉程度存在差异，这使得二者在跨国并购前后面临的信息不对称程度不同，从而影响跨国并购的价值创造，并最终反映在溢价支付方面。与此同时，少量学者分析了国家层面的政治干

预 (Dinc and Erel, 2013)、税收和会计处理 (Cheng *et al.*, 1997) 的影响。然而, Madura *et al.* (2011) 发现, 随着经济全球化的加剧, 全球并购市场的溢价支付与美国并购市场的溢价支付之间的相关性不断增强, 而国家以及交易层面的因素对并购溢价的影响逐渐变小。

此外, 表 13 列示的少量因素在针对成熟资本市场收购方的 RQ2.3 研究中尚处于研究空白, 但已引起新兴市场收购方 RQ2.3 研究的关注。²² 如已有的中国研究发现, 当被并方来自于自然资源或者通讯等政治敏感行业时, 中国收购方往往会通过提高支付价格以促成跨国并购 (孙淑伟等, 2017)。然而, 对于成熟资本市场收购方来说, 该因素是否具有影响尚处于未知状态。综上, 相关影响因素的研究成为未来成熟资本市场收购方 RQ2.3 研究的方向。

4.1.2.4 支付方式

支付方式选择是指在跨国并购交割前, 收购方选择其支付手段的决策行为。其中, 支付手段以现金和股票为主, 债务、或有支付等为辅。由于跨国并购涉及的交易金额通常较大, 股票或者现金等支付方式的选择往往伴随着收购方的融资决策 (债权 VS. 股权), 而后者会进一步影响其股权结构、财务风险、节税能力甚至未来的融资决策等经济行为 (Faccio and Masulis, 2005)。因此, RQ2.4 对收购方具有重要的经济意义, 可惜相关文献数量寥寥。同时, 部分 RQ2.4 文献忽视了样本选择偏差问题, 如收购方经验、收购股权比例对支付方式的影响 (Reuer *et al.*, 2004), 此亦 RQ2.4 未来改进的方向。

已有的本地并购研究为企业的支付方式选择提供了丰富的理论解释和实证分析, 相关影响因素同样驱动跨国并购中的支付方式选择。从收购方的角度来看, 由于支付方式的选择可能会涉及融资决策以及后续的股权结构、财务状况、融资能力等, 因此, 与上述经济行为相关的因素均会在一定程度上制约收购方的支付方式选择, 如收购方自身的财务风险 (如流动性、财务杠杆)、融资约束 (如借贷能力)、企业和股票价值 (如股价) 以及其在并购估值过程中面临的信息不对称程度 (如是否跨行业并购)。同时, 支付方式的选择还会受到收购方高管的影响, 如高管个人特征、对公司控制权的偏好。而对于出售方, 支付方式同样具有重要影响。如股权支付具有节税优势, 但会使得出售方成为收购方的小股东而面临大股东侵占的代理问题, 而现金支付则相反 (Faccio and Masulis, 2005)。因此, 支付方式的选择还需考虑出售方的偏好及相关影响因素, 如出售方的财务风险 (如流动性、财务杠杆) 和融资约束 (如借贷能力)、收购方的企业和股票价值 (如成长性、代理问题和股价) 以及出售方在估值过程中面临的信息不对称程度 (如是否跨行业并购)。

在此基础上, 考虑到交易成本、流动性、汇率风险、信息及时性和不对称程度、投资者的本土偏好等问题, 股票在跨国并购过程中具有较大的支付劣势 (Faccio and Masulis, 2005)。因此, 与本地并购相比, 跨国并购的收购方倾向于采用现金支付 (Huang *et al.*, 2016; Burns *et al.*, 2007; Rossi and Volpin, 2004)。

²² 见表 20。

除本地并购研究中涉及的因素外，哪些因素会影响跨国并购过程中各种支付手段的相对支付价值成为 RQ2.4 研究需要回答的问题。表 14 显示了 RQ2.4 的研究现状。首先，从公司层面来看，Ferris *et al.* (2013) 证实，CEO 的过度自信会促进收购方在跨国并购过程中采用现金支付方式。与此同时，一些学者指出，跨境上市可以提高收购方的投资者保护制度且其股票更易受到被并方本土投资者偏好，因此，可以提高收购方的股权支付比例，然未获得一致的实证发现 (Tolmunen and Torstila, 2005; Kumar and Ramchand, 2008)。此外，收购方经验、被并方资产的不确定性 (如人力或者无形资产) 均会影响收购方面面临的信息不对称性和估值风险，从而影响其或有支付方式的选择 (Reuer *et al.*, 2004)。

从国家层面来看，RQ2.4 文献主要关注并购双方国家的治理制度对支付方式选择的影响。已有研究证实，收购方国家层面较强的投资者保护制度可以降低股权支付后出售方面面临的大股东侵占问题，从而降低收购方的现金支付比例 (Burns *et al.*, 2007; Rossi and Volpin, 2004)。而被并方国家较强的治理制度则可以降低收购方面面临的信息不对程度和估值风险，从而影响其或有支付方式的选择 (Reuer *et al.*, 2004)。同时，从行业和交易层面来看，并购双方行业的相关性、收购股权比例亦会影响收购方面面临的风险，最终影响其或有支付方式的选择 (Reuer *et al.*, 2004)。

表 14 支付方式研究 (RQ2.4) 现状—基于成熟资本市场收购方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	跨境上市	A	降低代理问题&便于支付→(+) 股票支付	2
		A	提升应对能力→(-) 或有支付	1
	CEO 过度自信	A	高估协同效应→(+) 现金支付	1
Panel B: 外部因素				
国家	治理制度	A	良好公司治理→(-) 代理问题→(-) 现金支付	2
		T	较差公司治理→(+) 信息不对称→(+) 估值风险→(+) 或有支付	1
行业	行业相关性	AT	信息不对称→(+) 估值风险→(+) 或有支付	1
	资源	T	人力、技术资源丰富→(+) 估值风险→(+) 或有支付	1
交易	股权比例	A	投资风险→(+) 或有支付	1

注:

- 1、来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。

4.1.2.5 并购交割

并购交割是指，跨国并购能否完成交割，即不考虑交割后的整合阶段。其中，交

割失败包括,在锁定目标公司到谈判、竞购、交割这一过程中,交易被中断、撤回、拒绝或过期失效等。基于此,相应的研究样本包括交割成功和失败的跨国并购事件。

目前,RQ2.5的文献数量较少。其中,Dinc and Erel(2013)比较了本地和跨国并购的交割率,发现二者无明显差异,这一结果说明跨国并购本身不会制约交割。除此之外,一些学者侧重分析哪些因素会影响跨国并购交割的成败,见表15。首先,从公司层面来看,收购方的所有权性质具有重要影响。民营企业以追求经济利益最大化为目标,而国有企业的经济行为往往受到国家战略等非市场因素的影响,这使得两类收购方在跨国并购过程中的目标、控制权和支付方式选择方面均存在差异,并最终影响交割的成败(Karolyi and Liao, 2017; Meyer and Altenborg, 2008)。与此同时,一些学者侧重关注提升交割成功率的方法—经验。如收购方个体的并购或者海外经验、股东具有的海外经验等是否可以增强收购方的应对能力而提高交割的成功率,或者减缓国家层面的治理和人文制度差异、跨行业并购等信息不对称程度对交割成功率的负面影响(Dikova *et al.*, 2010; Faelten *et al.*, 2014)。然而, Nadolska and Barkema(2007)强调,早期的经验可能具有负面作用。当企业不具有识别能力时,其无法从经验中筛选出对跨国并购活动有益的信息,从而影响经验运用的效果。而对于不同方向的跨国并购,经验发挥的作用也存在一定程度的差异,如成熟资本市场并购新兴市场和新兴市场并购成熟资本市场(Zhou *et al.*, 2016)。此外,从被并方的角度来看,被并方的机构投资者持股可以缓解收购方面面临的信息不对称程度,从而促进跨国并购的交割(Ferrecia *et al.*, 2010)。

在国家层面上,并购双方国家的治理和人文制度差异(Dikova *et al.*, 2010)、政治和经济风险差异(Zhou *et al.*, 2016)会通过增加收购方面面临的环境复杂程度和交易成本而阻碍跨国并购的交割。而通过观察并购双方国家和(或)行业发生的其他并购事件,收购方可以获得信息溢价,从而提高交割成功率(Francis *et al.*, 2014)。而从交易层面上,Huang *et al.*(2016)发现,股权支付方式会降低并购交割的成功率。此外,Zhou *et al.*(2016)则发现,国家和交易层面因素在不同方向的跨国并购事件中存在影响差异,如成熟资本市场并购新兴市场和新兴市场并购成熟资本市场。

在上述文献中,部分学者未考虑样本选择偏差问题,如收购方经验、支付方式对并购交割的影响(Nadolska and Barkema, 2007; Dikova *et al.*, 2010; Faelten *et al.*, 2014; Huang *et al.*, 2016)。另外,表15列示的少量因素在针对成熟资本市场收购方RQ2.5研究中尚处于研究空白,但已引起新兴市场收购方RQ2.5研究的关注。²³如已有的中国研究发现,当被并方来自自然资源或者高科技等政治敏感行业时,被并方所在国家往往会出于国家安全的考虑而拒绝中国企业的跨国并购行为,从而降低并购交割的成功率(胡彦宇和吴之雄, 2011; 李诗和吴超鹏, 2016; 贾镜渝和李文, 2016)。然而,对于成熟资本市场收购方来说,如德国企业并购美国的高科技企业是否同样会引起政治敏感而降低交割成功率,这一问题尚无答案。上述问题均构成了未来成熟资本市场收购方RQ2.5研究的改进和拓展方向。

²³ 见表22。

表 15 并购交割研究 (RQ2.5) 现状—基于成熟资本市场收购方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	所有权性质 经验	A	国企→(+) 国家战略动机→(-) 交割	2
		A	经验丰富→(+) 应对能力→(+) 交割	4
			早期经验→(-) 识别和分析能力→(-) 交割	
	机构投资者持股 跨境上市	T A	降低信息不对称和交易成本→(+) 交割 -	1 -
Panel B: 外部因素				
国家	治理制度	T	-	-
		AT	环境复杂→(+) 交易成本→(-) 交割	2
	人文制度	AT	环境复杂→(+) 交易成本→(-) 交割	1
	政治因素	AT	政治风险→(+) 环境复杂→(-) 交割	1
	经济因素	AT	经济风险→(+) 环境复杂→(-) 交割	1
	科技水平	AT	-	-
	并购数量	A T	其他企业并购→(+) 信息溢价→(+) 交割 其他企业并购→(+) 信息溢价→(+) 交割	1 1
行业	科技水平	T	-	-
	自然资源	T	-	-
	并购数量	A	其他企业并购→(+) 信息溢价→(+) 交割	1
交易	支付方式	A	股权支付→(-) 交割	2

注:

- 1、来源是指影响因素的来源。其中,“A”表示收购方,“T”表示被并方,“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中,“+”表示正向影响,“-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究,则以“-”列示。

4.1.3 跨国并购经济后果研究

相较于 RQ1 和 RQ2, 现有 RQ3 文献丰富, 但仅限于考察跨国并购对收购方股东的影响 (RQ3.1.1), 而关注收购方其他利益相关者的文献数量寥寥 (RQ3.1.2), 并且跨国并购在行业和国家层面的影响 (RQ3.2 和 RQ3.3) 尚处于研究空白。此外, 与 RQ2 类似, 部分 RQ3 文献忽视了样本选择偏差所导致的自选择问题和研究结论的外部有效性, 这在一定程度上限制了其结论的实践指导意义。

4.1.3.1 公司层面影响

跨国并购对收购方股东的影响是多维度的。受到数据可获得性的局限, 现有 RQ3.1.1 文献对经济后果的衡量以收购方的企业价值 (如 CAR、BHAR) 为主, 经营业绩 (如 ROA、ROE)、研发能力等财务指标为辅, 仅少量管理类文献通过问卷调查、案例分析等研究方法获得了整合过程中的知识和能力转移情况、收购方对子公司的治理参与度 (Kang and Kim, 2010) 等非财务指标。由于非财务影响最终会转化为财务影响, 因此, 我们没有对二者进行区分。

现有 RQ3.1.1 文献十分丰富, 根据检验内容, 我们可以将其划分为两大类: 第一

类, 跨国并购动机与经济后果实现; 第二类, 基于协同效应动机, 分析跨国并购经济后果的内外部影响因素及其传导路径。

跨国并购的目的在于实现跨国并购的动机, 因此, RQ3.1.1 研究的首要问题在于检验跨国并购动机的实现, 即分析不同动机下的跨国并购经济后果。可惜的是, 由于并购动机难以观测和度量, 如何判断大样本跨国并购事件的动机阻碍了以动机为切入点的经济后果检验。目前, 仅 Hanlon *et al.* (2015) 和 Edwards *et al.* (2016) 利用收购方国家的利润汇回税制度证实了代理动机对跨国并购经济后果的负面影响。同时, 一部分管理类文献借助问卷调查等方法考察了跨国并购整合阶段的知识 and 能力转移问题, 并寻找促进二者转移的影响因素 (Bresman *et al.*, 1999, 2010; Björkman *et al.*, 2007; Birkinshaw *et al.*, 2010; Verbeke, 2010; Zander and Zander, 2010)。

与此同时, 一些学者尝试间接地证明动机与经济后果之间的关系。借助于协同效应与代理问题产生的经济后果相反这一特征, 少量学者利用经济后果的正负号来推测企业的跨国并购动机 (Seth *et al.*, 2000; Ozkan, 2012)。而鉴于成熟资本市场以追求利益最大化的民营企业为主导, 大量 RQ3.1.1 文献专注于考察协同效应动机的实现, 即经济后果是否为正, 并以控制变量的形式分析其是否会受到并购双方内部因素²⁴或外部因素²⁵的影响 (Doukas and Travlos, 1988; Conn and Connell, 1990; Kang, 1993; Pettway *et al.*, 1993; Markides and Ittner, 1994; Doukas, 1995; Eun *et al.*, 1996; Cakici *et al.*, 1996; Lee and Caves, 1998; Gregory and McCorrison, 2005; Doukas and Kan, 2006; Francis *et al.*, 2008; Dos Santos *et al.*, 2008)。然而, 由于研究对象、期间和模型等不同, 上述文献未获得一致发现。在此基础上, 一些学者以其他投资模式作为参照样本, 如本地并购 (Eckbo and Thorburn, 2000; Andre *et al.*, 2004; Conn *et al.*, 2005; Moeller and Schlingemann, 2005; Ben-Amar and Ander, 2006; Danbolt and Maciver, 2012; Frijns *et al.*, 2013) 和其他海外投资模式 (Shaver, 1998; Jandik and Kali, 2009)。遗憾的是, 部分文献忽视了企业投资模式的自选择问题, 即企业倾向于选择能够带来更好业绩的投资模式而非随机选择的结果, 其所得研究结论有待利用 Heckman 两阶段模型等计量方法予以重新检验。

除第一类文献外, 大量 RQ3.1.1 文献分析了哪些内外部因素会影响跨国并购所产生的协同效应及其传导路径, 见表 16。与 RQ2 相似, RQ3.1.1 的研究样本并非随机选择的结果, 我们需要考虑其样本选择偏差和研究结论的外部有效性, 然部分实证检验或者所得结论缺乏严谨性。

从公司层面来看, 已涉及的影响因素包括经验、中介机构、媒体关注、政治因素和被并方上市地位。其中, 经验所带来的信息优势可以降低收购方面面临的信息不对称, 从而提高跨国并购所创造的价值, 如收购方个体、股东以及独立董事具有的并购或者海外经验 (Masulis *et al.*, 2012; Faelten *et al.*, 2014)。而聘请知名专家、媒体对被并方的关注 (Benou *et al.*, 2007)、被并方的机构投资者持股 (Ferrecia *et al.*, 2010) 同样具有

²⁴ 如盈利能力、财务状况、借款能力、研发能力、经验。

²⁵ 包括国家层面因素 (如汇率、税制改革、地域多元化)、行业层面因素 (如行业集中度、是否同行业并购) 以及交易层面因素 (如支付方式、交易规模、标的类型)。

信息传递作用，最终提高协同效应。

表 16 经济后果研究 (RQ3.1.1) 现状—基于成熟资本市场收购方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量	
Panel A: 内部因素					
公司	经验	A	应对能力&信息优势→(+)经济后果	2	
		A	政治关系→(+)政府支持→(+)经济后果	1	
	政治关系 / 所有权性质	A	政治关系→(+)政府干预→(-)经济后果		
		T	政治关系→(+)政府支持→(+)经济后果	1	
		A	政治关系→(+)信息不对称&高溢价&政府干预→(-)经济后果		
	中介机构	A	专家→(-)信息不对称→(+)经济后果	1	
	媒体关注	T	媒体→(-)信息不对称→(+)经济后果	1	
	跨境上市	A	-	-	
	上市地位	T	非上市→(-)溢价→(+)经济后果	3	
	高管能力	A	-	-	
机构投资者持股	T	降低信息不对称和交易成本→(+)经济后果	1		
Panel B: 外部因素					
国家	税收制度	A	利润汇回税→(+)代理动机→(-)经济后果	2	
		AT	税率差异→(+)税收抵免→(+)经济后果	1	
	治理制度	AT	收购方>被并方→(+)公司治理&融资能力→(+)经济后果	7	
			收购方<被并方→(+)少数股东压力→(+)公司治理→(+)经济后果		
		T	会计政策的价值相关性→(+)溢价→(-)经济后果	1	
	人文制度	AT	观念差异&信息不对称→(+)整合成本→(-)经济后果	8	
			研发&创新能力→(+)经济后果		
	劳动力保护制度	T	约束劳动力调整→(+)优化目标选择→(+)经济后果	1	
	行业	知识产权保护制度	T	保障生产和盈利能力→(+)经济后果	1
			A	其他企业并购→(+)信息溢价→(+)经济后果	1
并购数量		T	其他企业并购→(+)信息溢价→(+)经济后果	1	
		AT	-	-	
汇率		AT	-	-	
经济发展		AT	-	-	
科技水平		T	-	-	
自然资源		T	-	-	
行业相关性		AT	-	-	
并购数量		A	其他企业并购→(+)信息溢价→(+)经济后果	1	
交易	支付方式	A	或有支付→(-)投资风险→(+)经济后果	1	
		A	减缓信息不对称→(+)经济后果	1	

注:

- 1、来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。
- 4、大量 RQ3.1.1 文献以控制变量的形式分析经济后果是否会受到并购双方公司层面因素（如盈利能力、财务状况、借款能力、研发能力）、国家层面因素（如汇率、税制改革、地域多元化）、行业层面因素（如行业集中度、是否同行业并购）以及交易层面因素（如支付方式、交易规模、标的类型）的影响，我们未将其纳入统计。

收购方的政治关系对协同效应的影响是双向的。一方面,其可以帮助收购方获得政府的支持,如通过反垄断审查、获得低廉的银行贷款,从而为收购方创造价值;另一方面,政府可能会干预其跨国并购,如出于非经济目的的跨国并购。同时,在不同的制度环境下,政府对企业的影 响存在差异。当国家层面的治理制度较好时,企业很难利用政治关系谋取私利,政治关系以政府干预为主;反之,当国家层面的治理制度较差时,政治关系则主要表现为政府支持。然而, Brockman *et al.* (2013) 实证检验未获得统计上的显著性。借助国有企业私有化, Jory and Ngo (2014) 分析了被并方的政治关系—所有权性质。与针对民营企业的并购相比,被并方的政治关系可以帮助收购方打破被并方行业的进入壁垒、获得稀缺资源,使其在严重的经济和政治限制中获得较多的发展机会,从而提升其企业价值;然而,国有被并方的信息透明度较低,收购方在与政府的谈判中处于弱势地位导致其支付较高的溢价,且并购后的整合阶段易受到政府干预。

已有研究发现,非上市被并方所对应的收购方企业价值显著高于上市被并方 (Conn *et al.*, 2005; Faccio *et al.*, 2006)。对于非上市被并方,由于非公开性导致的流动性折价、竞购者缺乏以及股权集中性,收购方往往支付较低的并购溢价,从而为其股东创造价值。John *et al.* (2010) 则发现,上述现象仅当被并方来自治理制度较好的国家时存在,即被并方上市地位对跨国并购经济后果的作用同时受到被并方国家治理制度的影响。

从国家层面来看,已有 RQ3.1.1 文献集中关注治理制度(如产权制度、会计体系)对收购方经济后果的影响。已有理论指出,国家间的治理制度可以双向转移,从而使 得跨国并购能够为并购双方创造企业价值:(1)良好的国家治理制度往往伴随着发达的金融市场制度,以及公司层面较高的治理水平和融资能力。当收购方国家的治理制度优于被并方时,跨国并购使得收购方可以利用其自身的公司治理和融资能力帮助被并方获得更多的投资机会,从而为被并方继而收购方创造企业价值。(2)当被并方国家的治理制度优于收购方时,在控股收购(50%<最终控制权<100%)下,被并方少数股东的压力能够提高收购方的治理水平,继而提升收购方的企业价值。同时,面临不同的内外部环境(如无形资产密集度、被并方上市地位),治理制度对收购方的影响存在一定的差异。可惜的是,现有的实证检验未获得一致发现 (Martynova and Renneboog, 2008; Goergen and Renneboog, 2008; Chari *et al.*, 2010; John *et al.*, 2010; Danbolt and Maciver, 2012; Ellis *et al.*, 2017)。与此同时, Black *et al.* (2007) 则分析了被并方国家会计政策的价值相关性对收购方经济后果的影响。

除正式制度外,人文制度也引起了学术界的广泛关注,尤其是文化。国家间的文化差异对收购方企业价值的影响是双面的。一方面,文化差异会引发并购双方间的观念差异和相互排斥,同时加剧收购方面面临的信息不对称,这些均会增加跨国并购的整合成本并降低其协同效应。另一方面,文化差异会为收购方带来研发、创新能力等新的竞争优势,从而为其创造价值。然而,现有的实证研究未获得一致发现 (Morosini *et al.*, 1998; Chakrabarti *et al.*, 2009; Siegel *et al.*, 2011; Ahern *et al.*, 2015)。对此,部分学者建议,将文化差异区分为国家和公司两个层面以研究不同层面的文化差异对跨国并购

整合的影响 (Weber *et al.*, 1996; Sarala and Vaara, 2010); 另一些学者则解释认为, 文化差异对经济后果的具体影响同时取决于收购方自身的整合能力, 如理解能力、沟通能力、核心员工保留程度 (Reus and Lamont, 2009)。此外, Moore (2011) 则从研究方法上指出, 应采用整体人种志 (Holistic Ethnography) 的方法考察文化差异对跨国并购后的整合影响。

同时, 少量学者分析了被并方国家层面的劳动力保护制度 (Alimov, 2015) 和知识产权保护制度 (Alimov and Officer, 2017)、并购双方国家的税收制度差异 (Manzon *et al.*, 1994) 所产生的经济后果。此外, Francis *et al.* (2014) 指出, 通过观察并购双方所在国家和 (或) 行业发生的其他并购事件, 收购方可以获得信息溢价, 从而提高跨国并购所创造的协同效应。最后, 从交易层面来看, 衍生工具 (Lin *et al.*, 2009) 和支付方式选择 (Mantecon, 2009) 能够在一定程度上缓解收购方面面临的信息不对称和投资风险, 从而提高跨国并购创造的企业价值。

跨国并购对收购方的其他利益相关者影响的研究 (RQ3.1.2) 数量寥寥。目前, 仅 Renneboog *et al.* (2017) 和 Ozkan (2012) 两篇实证研究。前者检验了跨国并购对收购方债权人的企业价值的影响, 后者则证实了跨国并购前后收购方高管的薪酬变化。此外, Lommerud *et al.* (2006) 通过模型推导发现, 跨国并购会降低收购方员工的工资水平。

根据前文所述, 跨国并购具有十分广泛的经济影响。根据协同效应动机理论, 跨国并购可以帮助收购方获得市场垄断, 从而增强其与供应商和客户谈判的市场势力, 进而影响后两者的经济利益。同时, 跨国并购带来的互补性资源和技术会影响其自身的生产力, 进而影响其员工的经济利益。而代理动机理论则认为, 跨国并购可以帮助收购方高管创建其个人的“企业帝国”, 或者借助多元化并购降低企业面临的破产成本进而降低其自身的失业风险。此外, 跨国并购所选择的支付方式会影响收购方的融资决策及其自身的财务风险, 进而影响其债权人的经济利益。

据此, 跨国并购如何影响收购方的其他利益相关者有待更为深入的研究, 包括但不限于债权人、供应商、客户、高管和员工。同时, 对于某一利益相关者, 跨国并购的影响也是多维度的, 如员工的工资和就业、高管的薪酬和任职, 此亦 RQ3.1.2 未来可以拓展的方向。

4.1.3.2 行业层面影响

现有跨国并购行业影响的文献几乎全部来自被并方研究²⁶, 而对于收购方行业的影响, 尽管 Clougherty *et al.* (2014) 做出了有益的尝试, 许多重要问题仍有待回答。

Clougherty *et al.* (2014) 分析了行业整体的跨国并购水平对行业内的公司个体的工资水平的影响, 并从理论上指出跨国并购的影响存在正反两种可能性。一方面, 跨国并购具有溢价效应 (Spillover Effect)。跨国并购可以为参与并购的企业带来新的技术和能力, 提高其生产经营效率, 从而提升收购方及行业整体的工资水平。而另一方面, 跨国并购也会产生讨价还价效应 (Bargaining Effect)。跨国并购使得集团公司具有更多

²⁶ 见 Internet Appendix C。

的选择权。如对于同一种产品，企业集团可以将生产车间转移至劳动力相对低廉的子公司或国家，从而降低收购方及行业整体的工资水平。在上述基础上，工资水平还会受到工会的制约。由于跨国并购使得企业集团内包含两种工会，二者相互竞争会降低员工的工资水平。因此，对于工会力量较强的行业，跨国并购对工资水平的影响更多地表现为负向。此外，对于相关行业的跨国并购，由于企业生产的产品的可替代性较强，因此，其对工资水平的影响也更多地表现为负向。

已有研究证实，知识、资源、能力以及公司治理水平等在跨国并购双方间的转移是双向的（Martynova and Renneboog, 2008; Bresman *et al.*, 1999, 2010; Clougherty *et al.*, 2014）。因此，不仅限于被并方，跨国并购同样可以影响收购方在本国行业中的相对竞争优势，进而影响同行企业甚至行业整体的发展。借鉴已有跨国并购对被并方行业影响的理论，我们提出跨国并购对收购方行业影响的三种理论解释：（1）信息传递假说（Information-Signaling Hypothesis）。跨国并购的发生向收购方同行企业传递一种积极的信息—该行业存在潜在的增长机会且获得该增长机会的企业可以从中获益。（2）传染效应假说（Contagion Effect Hypothesis）。跨国并购能够带来新的技术和制度，从而提升行业整体继而同行企业的效率。（3）竞争假说（Competitive Hypothesis）。在跨国并购过程中，收购方可以获得被并方的优势资源，如技术、公司治理，从而赢得同行业竞争。其中，在第（1）和（2）种情况下，跨国并购能够引起收购方行业的治理水平、生产力的提高或者积极的市场反应。而在情况（3）下，跨国并购会引起收购方同行企业的市场份额下降或者消极的市场反应等。除此之外，跨国并购对不同企业产生的影响是不同的，从而表现为不同企业对待跨国并购的反应差异，如在公司规模、行业排名等与收购方实力相近的竞争者。

除影响方向外，跨国并购对收购方行业的影响是多维度的，包括但不限于行业整体价值（如股价或 Tobin Q）、经营业绩（如 ROE、ROA）、科技水平（如研发能力、创新）、公司治理、进出口、工资以及就业情况等。

上述均为 RQ3.2 未来发展的方向。同时，不仅限于经济后果研究，一个企业的跨国并购行为是否会影响同行企业的跨国并购行为甚至行业整体的跨国并购行为（包括 RQ1 和 RQ2）均有待研究。Francis *et al.*（2014）发现，通过观察和学习同行企业的跨国并购行为，收购方可以获得信息溢价，从而提高其自身跨国并购交割的成功率和协同效应。Francis *et al.*（2014）的研究视角为我们提供了一定的参考。

4.1.3.3 国家层面影响

与 RQ3.2 相似，跨国并购对收购方所在地域或国家的影响（RQ3.3）可能是多种途径且多维度的，其包括但不限于地区整体的经济发展（如资本市场的股价）、科技水平（如研发能力、创新）、公司治理制度、进出口、社区就业等。可惜的是，RQ3.3 尚未引起学术界关注。

同时，不仅限于经济后果研究，一个企业的跨国并购行为是否会影响同地域或者国家其他企业的跨国并购行为甚至该地域或者国家整体的跨国并购行为（包括 RQ1 和 RQ2），均有待回答。Francis *et al.*（2014）发现，通过观察和学习同一国家其他企业的跨国并购行为，收购方可以获得信息溢价，从而提高其自身跨国并购交割的成功率和

协同效应。Madura *et al.* (2011) 指出, 随着经济全球化的加剧, 全球并购市场的溢价支付与美国并购市场的溢价支付之间的相关性不断增强, 而并购双方国家以及交易层面因素的影响逐渐变小。上述文献的研究视角为我们提供了一定的参考。

(二) 中国企业跨国并购

现有针对中国企业的跨国并购行为的研究主要集中在我国学界, 且尚处于以理论研究为主的起步阶段, 实证研究并不多见。这一领域的早期研究主要集中于理论层面的探讨, 具体包括两类: (1) 介绍已有国外的跨国并购理论和当前世界资本市场的跨国并购现状;²⁷ (2) 案例研究中国企业的跨国并购行为, 如联想收购 IBM 的 PC 业务、吉利收购沃尔沃 (王海, 2007; 程聪和贾良定, 2016)。目前, 中国企业跨国并购行为的实证检验数量较少, 且主要集中于跨国并购交割 (RQ2.5) 和对收购方公司层面的经济后果 (RQ3.1) 方面, 然由于研究样本、期间和模型的差异以及数据局限, 已有研究未获得一致发现。

4.2.1 早期的非实证研究

与成熟资本市场不同, 中国是政府主导型的市场经济, 政府在资本市场和企业经济行为中扮演重要角色。一方面, 以国有企业为主导的经济体制使得中国企业的跨国并购行为往往受到政府的政治、经济和社会责任等国家战略的干预, 而非仅仅考虑企业个体的经济利益。另一方面, 积极的政策扶持 (如通过反垄断审查、低廉的银行贷款) 会提升中国企业的跨国并购能力, 从而促进其跨国并购决策, 甚至进一步影响后续的目标选择直至经济后果等。与此同时, 上述行为可能会引发被并方政府的敏感, 从而反作用于中国企业的跨国并购活动。基于上述, 已有的外国针对成熟资本市场的研究可能并不能完全解释中国企业的跨国并购行为, 如跨国并购的协同效应和代理动机。

可惜的是, 虽然中国学界认为中西方企业之间存在差异, 但早期的理论研究仍以国外研究为基础摸索中国企业的跨国并购行为, 而忽略了我国特殊的市场和制度环境在其中发挥的作用。早期的非实证研究主要集中于 RQ1 和 RQ3.1.1。与国外 RQ1 文献采用规范和实证研究不同, 中国 RQ1 文献主要借助案例和模型研究以归纳中国企业的跨国并购动机, 并得出结论: 与西方企业相似, 中国企业跨国并购的最主要动机在于追求经济效益, 即协同效应动机 (林海舰等, 2000; 李杰等, 2011), 但二者追求协同效应的根源存在较大差异 (苏敬勤和刘静, 2013)。借助中国企业跨国并购的 10 个经典案例, 并将其与国际顶级管理学期刊的跨国并购文献进行对比, 苏敬勤和刘静 (2013) 分析了西方并购动机理论对中国企业的适用性, 结果发现: 中国企业的主要目的在于获取外部的知识产权、管理经验和技术等稀缺资源, 而非像西方企业一样为了获得生产的规模和范围经济以及由于垄断而带来的市场势力; 同时, 一些经济或者行业层面的外生性事件会诱发中西方企业的协同效应动机, 但二者的影响因素不同, 如西方企

²⁷ 具体包括曹琪荣 (1990)、陈德照 (1992)、王东梅和王克明 (1994)、徐康宁 (1998)、康荣平和柯银斌 (1998)、徐振东 (2000)、赵昌文和蒲自立 (2000)、杨丹辉 (2001)、李蕊 (2003)、张小蒂和张焕祥 (2004)、潘爱玲 (2004)、于研 (2005)、李善民和李昶 (2013), 我们不对其进行赘述。

业的外部影响主要来自行业竞争压力和利润，而中国企业更多地受到产业整合和金融危机的影响。此外，与西方企业相似，CEO 过度自信所引起的协同效应高估同样会促进中国企业的跨国并购行为（陈建勋等，2017）。

同时，部分中国学者重点关注跨国并购后的整合问题（RQ3.1.1）。程聪等（2017）探讨了中国企业应该如何获得内外部利益相关者的认可和接纳（即组织的合法性）。他们以吉利并购沃尔沃为例指出，中国企业在跨国并购过程中往往面临国内、外两种市场和制度的双重约束，此时，中国企业应兼顾组织内外部的合法性：既要“入乡随俗”，努力适应被并方国家的市场制度体系以及文化差异，又要坚定中国企业跨国并购的目标，立足于中国企业的实际现状。对于前者，文化整合成为关键环节（王淑娟等，2015）。而对于后者，作为中国企业跨国并购的主要动机之一，知识和技术等无形资产整合同样是并购整合过程中的一项重要内容（刘文纲等，2007；于开乐和王铁民，2008；吴先明和苏志文，2014；李自杰和高璆峻，2016）。

4.2.2 实证研究

近些年，中国企业跨国并购的实证研究逐渐兴起，目前相关文献数量较少，主要集中于 RQ2 和 RQ3，尤其是 RQ2.5 和 RQ3.1。与国外研究不同，中国的实证研究主要基于以国有企业为主导的中国市场经济体制，并着重关注国有企业的跨国并购行为以及具有国家战略目的的跨国并购事件，最终表现为收购方所有权性质、被并方行业特征（高科技、自然资源等政治敏感行业）两类研究变量的特殊重要性。同时，由于在产权制度、资本市场发展程度、法律和监管制度、企业的股权结构等方面均与成熟资本市场存在差异（Allen *et al.*, 2005），以及由此引发的公司层面的管理模式和企业文化的不同，目标公司及其利益相关者们担忧中国企业的跨国并购会影响目标公司未来的经营效率和盈利能力，从而阻碍中国企业的跨国并购行为。基于此，被并方国家的治理和人文制度因素引起中国实证研究的特别关注。此外，如何克服上述困难而提升中国企业的跨国并购质量成为一个重要的研究问题，因此，收购方经验、跨境上市等亦为研究关注的重点。

表 17 跨国并购决策研究（RQ1）现状—中国企业跨国并购

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	CEO 过度自信	A	-	-
	跨境上市	A	-	-
	经验	A	-	-
Panel B: 外部因素				
国家	税收制度	A	-	-
行业	-	-	-	-

注：

- 1、来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。

表 17 列示了中国企业跨国并购 RQ1 的现状。与国外研究相似，RQ1 未引起中国学术界的关注。目前，仅少量学者研究了中国企业海外投资模式的选择(张一弛, 2003; 洪联英等, 2015; 周茂等, 2015; 吕萍和郭晨曦, 2015)，然由于其剔除了部分跨国并购决策结果为“否”的观测，因此，并非真正意义上的 RQ1 研究。

对于 RQ2，表 18-22 分别列示了中国 RQ2.1 至 RQ2.5 的研究现状。目前，仅少量学者分析了 RQ2.1 (刘莉亚等, 2016; 刘青等, 2017; 谢红军和蒋殿春, 2017) 和 RQ2.3 (孙淑伟等, 2017)，尚无针对 RQ2.2 和 RQ2.4 的研究。其中，对于 RQ2.3, Hope *et al.* (2011) 借助新兴市场针对成熟资本市场的跨国并购事件，研究了民族自豪感 (National Pride) 对支付溢价的影响。他们将民族自豪感对企业行为的影响定义为企业个体出于国家、社会或政治考虑而做出的决策行为。根据社会学研究，个体行为会受到其所处的社会群体观念的影响，因此，国家层面的民族自豪感能够增强个体对国家的自信，使得其对国家未来经济发展保持乐观态度。进一步地，当一个社会群体处于不稳定状态 (如政治、经济转轨) 时，其更希望得到身份的认同。故，对于新兴市场国家来说，国家层面的民族自豪感更强，从而激发公司高管 (个体) 对并购成熟资本市场企业的前景十分自信和乐观，进而影响其支付的溢价。Hope *et al.* (2011) 为我们研究中国企业的跨国并行为提供了一定的参考。

表 18 目标选择研究 (RQ2.1) 现状—中国企业跨国并购

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	基本特征	A	-	-
		T	-	-
	CEO 过度自信	A	-	-
Panel B: 外部因素				
国家	国家政策	A	-	-
	劳动力保护制度	T	-	-
	知识产权保护制度	T	-	-
	税收制度	AT	-	-
	人文制度	AT	-	-
	治理制度	A	-	-
		T	良好法律等制度→(-)环境复杂&交易风险 →(+)目标选择	1
		AT	-	-
	政治因素	T	-	-
		AT	-	-
资源	T	自然、技术资源丰富→(+)目标选择	1	
国家受欢迎度	T	-	-	
汇率	AT	-	-	
股票市场走势	AT	提高融资和支付能力→(+)目标选择	1	
市场发展	T	购买力和增长潜力→(+)目标选择	1	
	AT	-	-	
	T	高市场进入门槛→(-)目标选择	1	
市场壁垒	AT	-	-	

	外汇储备	A	-	-
	行业结构	T	-	-
		AT	-	-
	本地并购市场	A	-	-
	生产率	A	两国间的生产率差异越大→(+)	目标选择
		T	两国间的生产率差异越大→(+)	目标选择
	机构投资者持股	T	-	-
行业	行业优势	A	行业优势→(+)	目标选择
交易	-	-	-	-

注:

- 1、 来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、 预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、 如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。

表 19 控制权选择研究 (RQ2.2) 现状—中国企业跨国并购

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	所有权性质	A	-	-
	企业规模	T	-	-
	机构投资者持股	T	-	-
Panel B: 外部因素				
国家	人文制度	A	-	-
		T	-	-
		AT	-	-
	政治因素	T	-	-
	经济因素	T	-	-
	劳动力保护制度	T	-	-
行业	科技水平	T	-	-
	行业相关性	AT	-	-
交易	-	-	-	-

注:

- 1、 来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、 预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、 如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。

表 20 支付溢价研究 (RQ2.3) 现状—中国企业跨国并购

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	所有权性质	A	国企→(+)	国家战略动机&价格不敏感→(+)
	跨境上市	A	-	-
Panel B: 外部因素				
国家	政治因素	T	-	-

	税收制度	A	-	-
		T	-	-
	治理制度	T	-	-
		AT	-	-
	人文制度	AT	信任度低→(-)交割→(+)-溢价	1
	美国市场	第三方	-	-
	民族自豪感	A	-	-
		T	-	-
行业	科技水平	T	高科技行业→(-)国家安全→(-)交割→(+)-溢价	1
	自然资源	T	自然资源行业→(-)国家安全→(-)交割→(+)-溢价	1
交易	-	-	-	-

注:

- 1、 来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、 预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、 如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。

表 21 支付方式研究 (RQ2.4) 现状—中国企业跨国并购

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	跨境上市	A	-	-
	经验	A	-	-
	CEO 过度自信	A	-	-
Panel B: 外部因素				
国家	治理制度	A	-	-
		T	-	-
行业	行业相关性	AT	-	-
	资源	T	-	-
交易	股权比例	A	-	-

注:

- 1、 来源是指影响因素的来源。其中，“A”表示收购方，“T”表示被并方，“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、 预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中，“+”表示正向影响，“-”表示反向影响。
- 3、 如果某一影响因素尚未被研究，则以“-”列示。

同时，中国 RQ2 文献主要集中于 RQ2.5 的探讨（张建红等，2010；张建红和周朝鸿，2010；胡彦宇和吴之雄，2011；李诗和吴超鹏，2016；贾镜渝和李文，2016）。与国外 RQ2.5 研究相比（见表 15），中国 RQ2.5 研究涉及的影响因素多样且全面。可惜的是，由于研究样本、期间和模型差异，已有研究未获得一致发现。

与国外研究相似，中国 RQ3 研究仅局限于 RQ3.1。其中，Wang *et al.* (2014) 利用非财务指标，考察了投资目的、制度障碍、政治关系等因素对投资后的海外子公司的独立性的影响。同时，大量 RQ3.1.1 研究探讨了跨国并购能否为中国企业创造价值

(程惠芳和张孔宇, 2006; 顾露露和 Reed, 2011; 邵新建等, 2012; 余鹏翼和王满四, 2014; 赵海龙等, 2016; 蒋冠宏, 2017)。而与外国研究侧重以股票市场上的表现测度跨国并购的经济后果不同, 中国学界同样关注中国企业实际市场竞争力和效率的提升, 并利用多种指标度量收购方经济后果, 包括生产效率、研发投入、经营业绩、公司治理水平以及投资效率(余鹏翼和王满四, 2014; 赵海龙等, 2016; 蒋冠宏, 2017)。然而, 受限于中国企业跨国并购数据的可获得性和准确性, 上述文献主要为小样本研究。²⁸ 因此, 建立相对完善的中国企业跨国并购数据库以保证研究样本的全面性和相关数据的可靠性, 成为未来研究发展的重要前提和保障。

此外, 部分 RQ3.1.2 文献关注了跨国并购对中国收购方的利益相关者—消费者。利用实验、焦点访谈等方法, 郭锐和陶岚(2012)、王海忠等(2011)和郭锐等(2012)从市场营销的角度考察了中国弱势品牌对外国强势品牌的跨国并购后的消费者评价, 以及不同品牌名称策略、定价策略和来源国策略等多种策略组合对消费者评价的影响。

表 22 并购交割研究 (RQ2.5) 现状—中国企业跨国并购

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	所有权性质	A	国企→(+) 国家战略动机→(-) 交割	3
	经验	A	经验丰富→(+) 应对能力→(+) 交割	3
	机构投资者持股	T	-	-
	跨境上市	A	降低代理问题& 国际窗口效应→(+) 交割	1
Panel B: 外部因素				
国家	治理制度	T	良好法律等制度→(-) 环境复杂→(+) 交割	3
		AT	环境复杂→(+) 交易成本→(-) 交割	1
	人文制度	AT	降低信任度→(+) 整合成本→(-) 交割	1
	政治因素	AT	政治关系好→(+) 投资环境& 安全性→(+) 交割	1
	经济因素	AT	-	-
	科技水平	AT	技术水平差异→(+) 经济后果→(+) 收购方积极性→(+) 交割	1
	并购数量	A	-	-
行业	科技水平	T	高科技行业→(-) 国家安全→(-) 交割	4
	自然资源	T	自然资源行业→(-) 国家安全→(-) 交割	5
	并购数量	A	-	-
	交易	A	-	-

注:

- 1、来源是指影响因素的来源。其中, “A”表示收购方, “T”表示被并方, “AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中, “+”表示正向影响, “-”表示反向影响。
- 3、如果某一影响因素尚未被研究, 则以“-”列示。

²⁸ 程惠芳和张孔宇(2006)、邵新建等(2012)、余鹏翼和王满四(2014)、蒋冠宏(2017)、顾露露和 Reed(2011)分别以 22、54、103、108 和 157 个跨国并购事件为研究对象。

表 23 经济后果研究 (RQ3.1.1) 现状—中国企业跨国并购

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
Panel A: 内部因素				
公司	经验	A	-	-
	政治关系 / 所有权性质	A	政治关系→(+)政府支持→(+)经济后果	3
		A	政治关系→(+)政府干预→(-)经济后果	
		T	-	-
	中介机构	A	专家→(-)信息不对称→(+)经济后果	1
	媒体关注	T	-	-
	跨境上市	A	降低代理问题→(+)经济后果	1
	上市地位	T	-	-
	高管能力	A	高管能力→(+)经济后果	1
	机构投资者持股	T	-	-
Panel B: 外部因素				
国家	税收制度	A	-	-
		AT	-	-
	治理制度	AT	-	-
		T	-	-
	人文制度	AT	观念差异&信息不对称→(+)整合成本→(-)经济后果	2
	劳动力保护制度	T	-	-
	知识产权保护制度	T	-	-
	并购数量	A	-	-
		T	-	-
	汇率	AT	本币升值→(+)支付能力→(+)经济后果	1
经济发展	AT	经济扩张→(+)经济后果	1	
行业	科技水平	T	高科技行业→(+)经济后果	1
	自然资源	T	稀缺资源→(+)经济后果	2
	行业相关性	AT	减缓信息不对称→(+)经济后果	2
	并购数量	A	-	-
	交易	A	现金支付→(+)资金实力→(+)经济后果	3
	衍生工具	A	-	-

注:

- 1、 来源是指影响因素的来源。其中,“A”表示收购方,“T”表示被并方,“AT”表示该影响因素为并购双方间差异。
- 2、 预期影响列示了某一因素对企业跨国并购行为的影响路径。其中,“+”表示正向影响,“-”表示反向影响。
- 3、 如果某一影响因素尚未被研究,则以“-”列示。

最后, RQ3.2 和 RQ3.3 尚未引起中国学术界的关注,然该研究问题在中国企业跨国并购研究中尤为重要。理由是,与成熟资本市场不同,我国是政府主导型的市场经济。以国有企业为主导的经济体制使得我国企业的跨国并购行为往往受到政府的政治、经济和社会责任等国家战略的影响。因此,中国企业的跨国并购动机是多维的,除公司个体的经济利益外,还包括跨国并购所带来的行业、地域或者国家层面的影响,如产业结构升级、科技水平提升、就业稳定性、基础设施建设和社会福利,从而使得其

所产生的经济后果可能也是多维的。基于此,要完整评价跨国并购所产生的经济后果,局限于收购方的视角是不够的,还应包括收购方所在行业、地域或者国家的视角,并且从不同的视角分析跨国并购的经济后果可能得出不同的结论。比如,能够促进我国产业结构升级、行业科技水平提升和就业稳定性的跨国并购可能对收购方本身来说未必能够创造价值。因此,从收购方视角单方面地评价跨国并购的经济后果可能是片面甚至是错误的,只有同时基于不同的视角才能更全面、更客观地描述中国企业的跨国并购经济后果。上述问题均有待在未来的跨国并购研究中予以解答。

(三) 外资并购中国企业

外资并购中国企业是中国政府引进外国先进的生产、管理和技术,促进中国经济的产业结构升级,推动国有企业改革的重要手段之一。因此,如何吸引外国投资者具有重要的经济意义和研究价值。

目前,除分析性研究(潘爱玲,2002;毛蕴诗和袁静,2005;胡峰和余晓东,2003)外,仅少量学者实证检验了外国收购方的跨国并购行为特征,且零散分布于 RQ1 和 RQ2,尚无针对 RQ3 的研究。刘兴亚等(2009)分析了外资进入中国市场的投资模式选择偏好,然由于剔除了部分跨国并购决策结果为“否”的观测,其并非真正意义上的 RQ1 研究。与此同时,现有的 RQ2 研究均集中于 RQ2.1 的探讨。Chang *et al.* (2013)、黄凌云和杨娜(2014)分析了中国企业的基本特征对其成为目标公司的影响,即哪些中国企业更受到外国收购方的青睐,如公司规模、年龄、融资约束、出口和研发能力、所有权性质等,但未获得一致发现。由于二者的财务数据均来自国家统计局提供的工业企业数据库,而该数据库存在样本匹配混乱、变量大小异常、测度误差明显和变量定义模糊等严重问题(聂辉华等,2012),因此,我们无法估计其研究结论的可靠性。综上,现有的实证研究均有待进一步验证。

除上述文献外,现有的外资并购中国企业文献均关注中国被并方,且侧重以中国企业的经济后果来回答中国资本市场是否应该引入外国投资者这一问题,²⁹而鲜有关关注外国投资者对中国企业的诉求,此亦吸引外国投资者的根源。因此,我们建议,未来的外资并购中国企业研究应站在收购方的角度分析外国收购方的跨国并购行为特征,包括 RQ1、RQ2 和 RQ3。只有明确了解外国投资者的跨国并购行为偏好,我们才能够对症下药,制定相应的政策以引导其对中国企业的跨国并购行为,并最终获得其先进的生产、管理和技术,促进中国经济的发展。

五、 结论

通过对会计、金融、经济和管理学领域的理论和经验研究的梳理,本文系统分析了国内外跨国并购研究的现状和不足。从总体来看,未来的跨国并购研究应着重关注以下几个方面。首先,跨国并购的界定问题。我们建议将跨国并购的研究对象修正为经济主体,并且以股权国别定义企业国别,即从经济意义的角度考虑企业的最终控制

²⁹ 见 Internet Appendix C。

人和资本来源。其次,在研究内容方面,哪些因素影响企业跨国并购与否的决策行为(RQ1)以及跨国并购所产生的经济后果(RQ3)有待更为深入的研究。其中,并购动机的观测和度量以及研究设计成为未来RQ1研究面临的挑战,而跨国并购如何影响收购方的其他利益相关者、行业、地域和国家(RQ3.1.2、RQ3.2和RQ3.3)几乎处于研究空白。此外,从研究对象的角度,新兴市场国家、国有企业以及非上市公司的跨国并购行为亟待更多关注。

“Open Access. This article is distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License which permits any use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original author(s) and the source are credited.”

参考文献

- 曹琪荣, 1990, “发达资本主义国家的跨国兼并浪潮”, 《世界经济》第 11 期, 22–28。
- 陈德照, 1992, “发达资本主义国家跨国兼并的新浪潮”, 《世界经济》第 03 期, 32–36。
- 陈建勋、耿伟芝、赵正一, 2017, “跨国并购中 CEO 的过度自信: 理性还是非理性? —基于扎根研究的案例分析”, 《财经研究》第 03 期, 107–120。
- 程聪、贾良定, 2016, “我国企业跨国并购驱动机制研究—基于清晰集的定性比较分析”, 《南开管理评论》第 06 期, 113–121。
- 程聪、谢洪明、池仁勇, 2017, “中国企业跨国并购的组织合法性聚焦: 内部, 外部, 还是内部+外部?”, 《管理世界》第 04 期, 158–173。
- 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, 74–80。
- 顾露露、Roberd Reed, 2011, “中国企业海外并购失败了吗?”, 《经济研究》第 07 期, 116–129。
- 郭锐、陶岚, 2012, “中国本土品牌跨国并购后的品牌战略跨文化研究—动态视角”, 《中国管理科学》专辑, 627–634。
- 郭锐、陶岚、汪涛、周南, 2012, “民族品牌跨国并购后的品牌战略研究—弱势品牌视角”, 《南开管理评论》第 03 期, 42–50。
- 洪联英、陈思、韩峰, 2015, “海外并购、组织控制与投资方式选择—基于中国的经验证据”, 《管理世界》第 10 期, 40–53。
- 胡峰、余晓东, 2003, “跨国并购和新设投资的比较—一个经济学分析框架”, 《财经研究》第 02 期, 48–55。
- 胡彦宇、吴之雄, 2011, “中国企业海外并购影响因素研究—基于新制度经济学视角的经验分析”, 《财经研究》第 08 期, 91–102。
- 黄凌云、杨娜, 2014, “外资兼并对企业出口和技术进步的影响: 基于倾向指数再加权估计法”, 《中国管理科学》第 12 期, 34–40。
- 贾镜渝、李文, 2016, “距离、战略动机与中国企业跨国并购成败—基于制度和跳板理”,

- 《南开管理评论》第 06 期, 122-132。
- 蒋冠宏, 2017, “我国企业跨国并购真的失败了吗? —基于企业效率的再讨论”, 《金融研究》第 04 期, 46-60。
- 康荣平、柯银斌, 1998, “善美集团跨国经营评介”, 《世界经济》第 08 期, 57-60+65。
- 李杰、李捷瑜、黄先海, 2011, “海外市场需求与跨国垂直并购—基于低端下游企业的视角”, 《经济研究》第 05 期, 99-110。
- 李蕊, 2003, “跨国并购的技术寻求动因解析”, 《世界经济》第 02 期, 19-24+79。
- 李善民、李昶, 2013, “跨国并购还是绿地投资? —FDI 进入模式选择的影响因素研究”, 《经济研究》第 12 期, 134-147。
- 李诗、吴超鹏, 2016, “中国企业跨国并购成败影响因素实证研究—基于政治和文化视角”, 《南开管理评论》第 03 期, 18-30。
- 李晓溪、杨国超、饶品贵, 2019, “交易所问询函有监管作用吗?—基于并购重组报告书的文本分析”, 《经济研究》第 05 期, 181-198。
- 李岩、胡雯, 2014, “拯救中澳铁矿”, 《财经》第 03 期, <http://magazine.caijing.com.cn/20140120/3219443.shtml>。
- 李自杰、高璆峻, 2016, “二元并进战略选择: 行为逻辑与路径分析—基于北京重工并购日本长野和意大利 TGF 的案例”, 《中国工业经济》第 07 期, 127-143。
- 林海舰、罗庆成、罗朝辉, 2000, “基于 HFI 模型机理的企业跨国购并”, 《世界经济》第 08 期, 39-43。
- 刘莉亚、何彦林、杨金强, 2016, “生产率与企业并购: 基于中国宏观层面的分析”, 《经济研究》第 03 期, 123-136。
- 刘青、陶攀、洪俊杰, 2017, “中国海外并购的动因研究—基于广延边际与集约边际的视角”, 《经济研究》第 01 期, 28-43。
- 刘文纲、汪林生、孙永波, 2007, “跨国并购中的无形资源优势转移分析—以 TCL 集团和万向集团跨国并购实践为例”, 《中国工业经济》第 03 期, 120-128。
- 刘兴亚、李湘宁、缪仕国、姜子叶, 2009, “资产专用性、文化差异与外资进入模式选择—基于交易成本框架的分析”, 《金融研究》第 03 期, 72-84。
- 吕萍、郭晨曦, 2015, “治理结构如何影响海外市场进入模式决策—基于中国上市公司对欧盟主要发达国家对外直接投资的数据”, 《财经研究》第 03 期, 88-99。
- 马述忠、任婉婉、吴国杰, 2016, “一国农产品贸易网络特征及其对全球价值链分工的影响—基于社会网络分析视角”, 《管理世界》第 03 期, 60-72。
- 毛蕴诗、袁静, 2005, “跨国公司对华直接投资策略: 趋势与特点”, 《管理世界》第 09 期, 48-58。
- 聂辉华、江艇、杨汝岱, 2012, “中国工业企业数据库的使用现状和潜在问题”, 《世界经济》第 05 期, 142-158。
- 潘爱玲, 2002, “积极应对跨国公司在华并购”, 《中国工业经济》第 08 期, 59-64。
- 潘爱玲, 2004, “跨国并购中文化整合的流程设计与模式选择”, 《南开管理评论》第 06 期, 104-109。

- 蒲俊, 2014, “最多舛的中澳铁矿”, 《新世纪》第 02 期, <http://magazine.caixin.com/2014-01-10/100627273.html?p3>。
- 邵新建、巫和懋、肖立晟、杨骏、薛熠, 2012, “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 05 期, 81–105。
- 苏敬勤、刘静, 2013, “中国企业并购潮动机研究—基于西方理论与中国企业的对比”, 《南开管理评论》第 02 期, 57–63。
- 孙淑伟、何贤杰、赵瑞光、牛建军, 2017, “中国企业海外并购溢价研究”, 《南开管理评论》第 03 期, 77–89。
- 王东梅、王克明, 1994, “试论跨国公司对外直接投资方式的选择”, 《世界经济》第 05 期, 30–35。
- 王海, 2007, “中国企业海外并购经济后果研究—基于联想并购 IBM PC 业务的案例分析”, 《管理世界》第 02 期, 94–106+119+172。
- 王海忠、陈增祥、司马博, 2011, “跨国并购中品牌重置策略对新产品评价的影响机制研究”, 《中国工业经济》第 11 期, 100–108。
- 王辉耀、孙玉红、苗绿, 2014, 《中国企业国际化报告(2014)》, 社会科学文献出版社。
- 王淑娟、孙华鹏、崔淼、苏敬勤, 2015, “一种跨国并购渗透式文化整合路径—双案例研究”, 《南开管理评论》第 04 期, 47–59。
- 吴先明、苏志文, 2014, “将跨国并购作为技术追赶的杠杆: 动态能力视角”, 《管理世界》第 04 期, 146–164。
- 谢红军、蒋殿春, 2017, “竞争优势、资产价格与中国海外并购”, 《金融研究》第 01 期, 83–98。
- 徐康宁, 1998, “世纪之交全球企业并购的原因”, 《世界经济》第 03 期, 40–43+60。
- 徐振东, 2000, “跨国并购的风险及其控制的主要途径”, 《中国工业经济》第 05 期, 16–19。
- 杨丹辉, 2001, “跨国并购、战略联盟与网络型寡占市场结构的形成”, 《中国工业经济》第 12 期, 67–72。
- 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 04 期, 150–159+166。
- 于研, 2005, “跨国并购中实物期权定价运用方法研究”, 《财经研究》第 04 期, 112–121。
- 余鹏翼、王满四, 2014, “国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究”, 《会计研究》第 03 期, 64–70+96。
- 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 06 期, 80–91+119。
- 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 03 期, 97–107。
- 张小蒂、张焕祥, 2004, “论跨国公司 FDI 中基于并购的要素交易整合优势”, 《世界经济》第 07 期, 44–50。

- 张一弛, 2003, “我国两岸三地对美直接投资的进入模式: 一项基于数据的分析报告”, 《管理世界》第 10 期, 33–39+70。
- 赵昌文、蒲自立, 2000, “戴姆勒-奔驰公司和克莱斯勒公司合并案的分析”, 《世界经济》第 12 期, 63–68。
- 赵海龙、何贤杰、王孝钰、严媛芝, 2016, “海外并购能够改善中国企业公司治理吗”, 《南开管理评论》第 03 期, 31–39。
- 周茂、陆毅、陈丽丽, 2015, “企业生产率与企业对外直接投资进入模式选择—来自中国企业的证据”, 《管理世界》第 11 期, 70–86。
- Abkowitz, A., Adamo, M., and Cacace, L. M. (2009), ‘China buys the world’, *Fortune* 160 (8): 94–95.
- Adler, M. and Dumas, B. (1975), ‘Optimal international acquisitions’, *The Journal of Finance* 30 (1): 1–19.
- Aharony, J. and Barniv, R. (2004), ‘Using financial accounting information in the governance of takeovers: An analysis by type of acquirer’, *Journal of Accounting and Public Policy* 23 (5): 321–349.
- Ahern, K. R., Daminelli, D., and Fracassi, C. (2015), ‘Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world’, *Journal of Financial Economics* 117 (1): 165–189.
- Albert, R. and Barabási, A.-L. (2002), ‘Statistical mechanics of complex networks’, *Reviews of Modern Physics* 74 (1): 47–97.
- Alimov, A. (2015), ‘Labor market regulations and cross-border mergers and acquisitions’, *Journal of International Business Studies* 46 (8): 984–1009.
- Alimov, A. and Officer, M. S. (2017), ‘Intellectual property rights and cross-border mergers and acquisitions’, *Journal of Corporate Finance* 45: 360–377.
- Allen, F., Qian, J., and Qian, M. J. (2005), ‘Law, finance, and economic growth in China’, *Journal of Financial Economics* 77 (1): 57–116.
- Amihud, Y. and Lev, B. (1981), ‘Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers’, *Bell Journal of Economics* 12 (2): 605–617.
- Andre, P., Kooli, M., and L’Her, J.-F. (2004), ‘The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the Canadian stock market’, *Financial Management* 33 (4): 27–43.
- Andriosopoulos, D. and Yang, S. (2015), ‘The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom’, *Journal of Banking and Finance* 50 (1): 547–561.
- Anonymous (2010), ‘China buys up the world’, *The Economist* 397 (8708): 11–11.
- Araújo, H. and Cardenal, J. P. (2013), ‘China’s economic empire’, *The New York Times* SR.1, published on 1 June 2013.
- Barkema, H. G. and Vermeulen, F. (1998), ‘International expansion through start-up or

- acquisition: A learning perspective', *The Academy of Management Journal* 41 (1): 7–26.
- Ben-Amar, W. and Ander, P. (2006), 'Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada', *Journal of Business Finance & Accounting* 33 (3): 517–543.
- Bena, J. and Li, K. (2014), 'Corporate innovations and mergers and acquisitions', *The Journal of Finance* 69 (5): 1923–1960.
- Benou, G., Gleason, K. C., and Madura, J. (2007), 'Impact of visibility and investment advisor credibility on the valuation effects of high-tech cross-border acquisitions', *Financial Management* 36 (1): 69–89.
- Birkinshaw, J. L., Bresman, H., and Nobel, R. (2010), 'Knowledge transfer in international acquisitions: A retrospective', *Journal of International Business Studies* 41 (1): 21–26.
- Björkman, I., Stahl, G. K., and Vaara, E. (2007), 'Cultural differences and capability transfer in cross-border acquisitions: The mediating roles of capability complementarity, absorptive capacity, and social integration', *Journal of International Business Studies* 38 (4): 658–672.
- Black, E. L., Carnes, T. A., Jandik, T., and Henderson, B. C. (2007), 'The relevance of target accounting quality to the long-term success of cross-border mergers', *Journal of Business Finance & Accounting* 34 (1-2): 139–168.
- Blouin, J. L., Collins, J. H., and Shackelford, D. A. (2005), 'Does acquisition by non-U.S. shareholders cause U.S. firms to pay less tax?', *Journal of the American Taxation Association* 27 (1): 25–38.
- Boellis, A., Mariotti, S., Minichilli, A., and Piscitello, L. (2016), 'Family involvement and firms' establishment mode choice in foreign markets', *Journal of International Business Studies* 47 (8): 929–950.
- Brav, O. (2009), 'Access to capital, capital structure, and the funding of the firm', *The Journal of Finance* 64 (1): 263–308.
- Bresman, H., Birkinshaw, J., and Nobel, R. (1999), 'Knowledge transfer in international acquisitions', *Journal of International Business Studies* 30 (3): 439–462.
- Bresman, H., Birkinshaw, J., and Nobel, R. (2010), 'Knowledge transfer in international acquisitions', *Journal of International Business Studies* 41 (1): 5–20.
- Bris, A. and Cabolis, C. (2008), 'The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers', *The Review of Financial Studies* 21 (2): 605–648.
- Brockman, P., Rui, O. M., and Zou, H. (2013), 'Institutions and the performance of politically connected M&As', *Journal of International Business Studies* 44 (8): 833–852.
- Buckley, P. J. and Casson, M. C. (1998), 'Analyzing foreign market entry strategies: Extending the internalization approach', *Journal of International Business Studies* 29 (3): 539–561.
- Burkart, M., Gromb, D., Mueller, M. H., and Panunzi, F. (2014), 'Legal investor protection

- and takeovers', *The Journal of Finance* 69 (3): 1129–1165.
- Burns, N., Francis, B. B., and Hasan, I. (2007), 'Cross-listing and legal bonding: Evidence from mergers and acquisitions', *Journal of Banking & Finance* 31 (4): 1003–1031.
- Cakici, N., Hessel, C., and Tandon, K. (1996), 'Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms', *Journal of Banking & Finance* 20 (2): 307–329.
- Chakrabarti, R., Gupta-Mukherjee, S., and Jayaraman, M. (2009), 'Mars-venus marriages: Culture and cross-border M&A', *Journal of International Business Studies* 40 (2): 216–236.
- Chang, S.-J., Chung, J., and Moon, J. J. (2013), 'When do foreign subsidiaries outperform local firms?', *Journal of International Business Studies* 44 (8): 853–860.
- Chari, M. D. R. and Chang, K. Y. (2009), 'Determinants of the share of equity sought in cross-border acquisitions', *Journal of International Business Studies* 40 (8): 1277–1297.
- Chari, A., Ouimet, P. P., and Tesar, L. L. (2010), 'Value of control in emerging markets', *The Review of Financial Studies* 23 (4): 1741–1770.
- Chen, S.-F. (2008), 'The motives for international acquisitions: Capability procurements, strategic considerations, and the role of ownership structures', *Journal of International Business Studies* 39 (3): 454–471.
- Chen, S.-F. (2010), 'A general TCE model of international business institutions: Market failure and reciprocity', *Journal of International Business Studies* 41 (6): 935–959.
- Cheng, L. T. W. and Chan, K. C. (1995), 'A comparative analysis of the characteristics of international takeovers', *Journal of Business Finance & Accounting* 22 (5): 637–657.
- Cheng, R. H., Dunne, K. M., and Nathan, K. S. (1997), 'Target shareholders' returns: The effect of diversity in accounting standards and tax treatments in cross-border acquisitions', *Journal of Accounting and Public Policy* 16 (1): 35–62.
- Clougherty, J. A., Gugler, K., Sorgard, L., and Szucs, F. W. (2014), 'Cross-border mergers and domestic-firm wages: Integrating "spillover effects" and "bargaining effects"', *Journal of International Business Studies* 45 (4): 450–470.
- Conn, R. L. and Connell, F. (1990), 'International mergers: Returns to U.S. and British firms', *Journal of Business Finance & Accounting* 17 (5): 689–711.
- Conn, R. L., Cosh, A., Guest, P. M., and Hughes, A. (2005), 'The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions', *Journal of Business Finance & Accounting* 32 (5-6): 815–870.
- Cuypers, I. R. P., Ertug, G., and Hennart, J.-F. (2015), 'The effects of linguistic distance and lingua franca proficiency on the stake taken by acquirers in cross-border acquisitions', *Journal of International Business Studies* 46 (4): 429–442.
- Danbolt, J. and Maciver, G. (2012), 'Cross-border versus domestic acquisitions and the impact on shareholder wealth', *Journal of Business Finance & Accounting* 39 (7-8): 1028–1067.

- Datta, D. K., Musteen, M., and Herrmann, P. (2009), 'Board characteristics, managerial incentives, and the choice between foreign acquisition and international joint venture', *Journal of Management* 35 (4): 928–953.
- Dikova, D., Sahib, P. R., and van Witteloostuijn, A. (2010), '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* 41 (2): 223–245.
- Dikova, D. and van Witteloostuijn, A. (2007), 'Foreign direct investment mode choice: Entry and establishment modes in transition economies', *Journal of International Business Studies* 38 (6): 1013–1033.
- Dinc, I. S. and Erel, I. (2013), 'Economic nationalism in mergers and acquisitions', *The Journal of Finance* 68 (6): 2471–2514.
- Dos Santos, M. B., Errunza, V. R., and Miller, D. P. (2008), 'Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions', *Journal of Banking & Finance* 32 (12): 2716–2724.
- Dow, D., Cuypers, I. R. P., and Ertug, G. (2016), 'The effects of within-country linguistic and religious diversity on foreign acquisitions', *Journal of International Business Studies* 47 (3): 319–346.
- Doukas, J. A. (1995), 'Overinvestment, Tobin's q and gains from foreign acquisitions', *Journal of Banking & Finance* 19 (7): 1285–1303.
- Doukas, J. A. and Kan, O. B. (2006), 'Does global diversification destroy firm value', *Journal of International Business Studies* 37 (3): 352–371.
- Doukas, J. A. and Travlos, N. G. (1988), 'The effect of corporate multinationalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions', *The Journal of Finance* 43 (5): 1161–1175.
- Eckbo, B. E. and Thorburn, K. S. (2000), 'Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (1): 1–25.
- Edwards, A., Kravet, T., and Wilson, R. (2016), 'Trapped cash and the profitability of foreign acquisitions', *Contemporary Accounting Research* 33 (1): 44–77.
- Ellis, J. A., Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., and Stulz, R. M. (2017), 'Portable country governance and cross-border acquisitions', *Journal of International Business Studies* 48 (2): 148–173.
- Erel, I., Liao, R. C., and Weisbach, M. S. (2012), 'Determinants of cross-border merger and acquisitions', *The Journal of Finance* 67 (3): 1045–1082.
- Eun, C. S., Kolodny, R., and Scheraga, C. (1996), 'Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses', *Journal of Banking & Finance* 20 (9): 1559–1582.

- Faccio, M. and Masulis, R. W. (2005), 'The choice of payment method in European mergers and acquisitions', *The Journal of Finance* 60 (3): 1345–1388.
- Faccio, M., McConnell, J. J., and Stolin, D. (2006), 'Returns to acquirers of listed and unlisted targets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41 (1): 197–220.
- Faelten, A., Gietzmann, M., and Vitkova, V. (2014), 'Naked M&A transactions: How the lack of local expertise in cross-border deals can negatively affect acquirer performance—and how informed institutional investors can mitigate this effect', *Journal of Business Finance & Accounting* 41 (3-4): 469–506.
- Ferrecia, M. A., Massa, M., and Matos, P. (2010), 'Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions', *The Review of Financial Studies* 23 (2): 601–644.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., and Sabherwal, S. (2013), 'CEO overconfidence and international merger and acquisition activity', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48 (1): 137–164.
- Francis, B. B., Hasan, I., and Sun, X. (2008), 'Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions', *Journal of Banking & Finance* 32 (8): 1522–1540.
- Francis, B. B., Hasan, I., Sun, X., and Waisman, M. (2014), 'Can firms learn by observing? Evidence from cross-border M&As', *Journal of Corporate Finance* 25: 202–215.
- Francis, J. R., Huang, S. X., and Khurana, I. K. (2016), 'The role of similar accounting standards in cross-border mergers and acquisitions', *Contemporary Accounting Research* 33 (3): 1298–1330.
- Frijns, B., Gilbert, A., Lehnert, T., and Tourani-Rad, A. (2013), 'Uncertainty avoidance, risk tolerance and corporate takeover decision', *Journal of Banking & Finance* 37 (7): 2457–2471.
- Froot, K. A. and Stein, J. C. (1991), 'Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital markets approach', *The Quarterly Journal of Economics* 106 (4): 1191–1217.
- Gao, H., Harford, J., and Li, K. (2013), 'Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms', *Journal of Financial Economics* 109 (3): 623–639.
- Gao, H., Hsu, P.-H., and Li, K. (2018), 'Innovation strategies of private firms', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53 (1): 1–32.
- Goergen, M. and Renneboog, L. (2008), 'Contractual corporate governance', *Journal of Corporate Finance* 14 (3): 166–182.
- Gort, M. (1969), 'An economic disturbance theory of mergers', *The Quarterly Journal of Economics* 83 (4): 624–642.
- Gorton, G., Kahl, M., and Rosen, R. J. (2009), 'Eat or be eaten: A theory of mergers and firm size', *The Journal of Finance* 64 (3): 1291–1344.

- Gregory, A. and McCorriston, S. (2005), 'Foreign acquisitions by UK limited companies: Short- and long-run performance', *Journal of Empirical Finance* 12 (1): 99–125.
- Halpern, P. W. (1983), 'Corporate acquisitions: A theory of special cases? A review of event studies applied to acquisition', *The Journal of Finance* 38 (2): 297–317.
- Hanlon, M., Lester, R., and Verdi, R. (2015), 'The effect of repatriation tax costs on U.S. multinational investment', *Journal of Financial Economics* 116 (1): 179–196.
- Harford, J. (1999), 'Corporate cash reserves and acquisitions', *The Journal of Finance* 54 (6): 1969–1997.
- Harford, J. and Schonlau, R. J. (2013), 'Does the director labor market offer ex post settling-up for CEOs? The case of acquisitions', *Journal of Financial Economics* 110 (1): 18–36.
- Harford, J. and Uysal, V. B. (2014), 'Bond market access and investment', *Journal of Financial Economics* 112 (2): 147–163.
- Harris, R. S. and Ravenscraft, D. (1991), 'The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the U.S. stock market', *The Journal of Finance* 46 (3): 825–844.
- Hennart, J.-F. (2009), 'Down with MNE-centric theories! Market entry and expansion as the bundling of MNE and local assets', *Journal of International Business Studies* 40 (9): 1432–1454.
- Hennart, J.-F., and Park, Y.-R. (1993), 'Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States', *Management Science* 39 (9): 1054–1070.
- Hisey, K. B. and Caves, R. E. (1985), 'Diversification strategy and choice of country: Diversifying acquisitions abroad by U.S. multinationals, 1978-1980', *Journal of International Business Studies* 16 (2): 51–64.
- Hope, O.-K., Thomas, W., and Vyaset, D. (2011), 'The cost of pride: Why do firms from developing countries bid higher?', *Journal of International Business Studies* 42 (1): 128–151.
- Hope, O.-K., Thomas, W., and Vyaset, D. (2013), 'Financial reporting quality of U.S. private and public firms', *The Accounting Review* 88 (5): 1715–1742.
- Huang, P., Officer, M. S., and Powell, R. (2016), 'Method of payment and risk mitigation in cross-border mergers and acquisitions', *Journal of Corporate Finance* 40: 216–234.
- Huizinga, H. P. and Voget, J. (2009), 'International taxation and the direction and volume of cross-border M&As', *The Journal of Finance* 67 (3): 1217–1249.
- Hwang, B. H. (2011), 'Country-specific sentiment and security prices', *Journal of Financial Economics* 100 (2): 382–401.
- Jandik, T. and Kali, R. (2009), 'Legal systems, information asymmetry, and firm boundaries: Cross-border choices to diversify through mergers, joint ventures or strategic alliances', *Journal of International Business Studies* 40 (4): 578–599.
- Jensen, M. C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *The American Economic Review* 76 (2): 323–329.

- Jensen, M. C. and Ruback, R. S. (1983), 'The market for corporate control: The scientific evidence', *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5–50.
- John, K., Freund, S., Nguyen, D., and Vasudevan, G. K. (2010), 'Investor protection and cross-border acquisitions of private and public targets', *Journal of Corporate Finance* 16 (3): 259–275.
- Jory, S. R. and Ngo, T. N. (2014), 'Cross-border acquisitions of state-owned enterprises', *Journal of International Business Studies* 45 (9): 1096–1114.
- Kang, J.-K. (1993), 'The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms', *Journal of Financial Economics* 34 (3): 345–371.
- Kang, J.-K. and Kim, J.-M. (2010), 'Do foreign investors exhibit a corporate governance disadvantage? An information asymmetry perspective', *Journal of International Business Studies* 41 (8): 1415–1438.
- Karolyi, G. A. and Liao, R. C. (2017), 'State capitalism's global reach: Evidence from foreign acquisitions by state-owned companies', *Journal of Corporate Finance* 42: 367–391.
- Kim, E. H. and Lu, Y. (2013), 'Corporate governance reforms around the world and cross-border acquisitions', *Journal of Corporate Finance* 22: 236–253.
- Kogut, B. and Singh, H. (1988), 'The effect of national culture on the choice of entry mode', *Journal of International Business Studies* 19 (3): 411–432.
- Kumar, P. and Ramchand, L. (2008), 'Takeovers, market monitoring, and international corporate governance', *Rand Journal of Economics* 39 (3): 850–874.
- Lee, T. J. and Caves, R. E. (1998), 'Uncertain outcomes of foreign investment: Determinants of the dispersion of profits after large acquisitions', *Journal of International Business Studies* 29 (3): 563–581.
- Lel, U. and Miller, D. P. (2015), 'Does takeover activity cause managerial discipline? Evidence from international M&A laws', *Review of Financial Studies* 28 (6): 1588–1622.
- Lewellen, W. G. (1971), 'A pure financial rationale for the conglomerate merger', *The Journal of Finance* 26 (2): 521–537.
- Lim, J., Makhija, A. K., and Shenkar, O. (2016), 'The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A', *Journal of Corporate Finance* 41: 542–571.
- Lin, J. B., Pantzalis, C., and Park, J. C. (2009), 'Derivatives use, information asymmetry, and MNC post-acquisition performance', *Financial Management* 38 (3): 631–661.
- Lommerud, K. E., Straume, O. R., and Sjørgard, L. (2006), 'National versus international mergers in unionized oligopoly', *Rand Journal of Economics* 37 (1): 212–233.
- Madura, J., Ngo, T., and Viale, A. M. (2011), 'Convergent synergies in the global market for corporate control', *Journal of Banking & Finance* 35 (9): 2468–2478.
- Maksimovic, V., Phillips, G., and Yang, L. (2013), 'Private and public merger waves', *The Journal of Finance* 68 (5): 2177–2217.

- Malhotra, S. and Gaur, A. S. (2014), 'Spatial geography and control in foreign acquisitions', *Journal of International Business Studies* 45 (2): 191–210.
- Mantecon, T. (2009), 'Mitigating risks in cross-border acquisitions', *Journal of Banking & Finance* 33 (4): 640–651.
- Manzon, G. B., Sharp, D. J., and Travlos, N. G. (1994), 'An empirical study of the consequences of U.S. tax rules for international acquisitions by U.S. firm', *The Journal of Finance* 49 (5): 1893–1904.
- Mariotti, S. and Piscitello, L. (1995), 'Information costs and location of FDI within the host country: Empirical evidence from Italy', *Journal of International Business Studies* 26 (4): 815–841.
- Markides, C. C. and Ittner, C. D. (1994), 'Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from U.S. international acquisitions', *Journal of International Business Studies* 25 (2): 343–366.
- Martynova, M. and Renneboog, L. (2008), 'Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions', *Journal of Corporate Finance* 14 (3): 200–223.
- Masulis, R. W., Wang, C., and Xie, F. (2012), 'Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance', *Journal of Accounting and Economics* 53 (3): 527–554.
- Maule, C. J. (1968), 'Antitrust and the takeover activity of American firms in Canada', *Journal of Law & Economics* 11 (2): 423–432.
- Maule, C. J. (1969), 'Antitrust and the takeover activity of American firms in Canada: A rejoinder', *Journal of Law & Economics* 12 (2): 419–424.
- Maule, C. J. (1970), 'Antitrust and the takeover activity of American firms in Canada: A final comment', *Journal of Law & Economics* 13 (1): 261–261.
- Meyer, C. B. and Altenborg, E. (2008), 'Incompatible strategies in international mergers: The failed merger between Telia and Telenor', *Journal of International Business Studies* 39 (3): 508–525.
- Meyer, K. E. and Estrin, S. (2001), 'Brownfield entry in emerging markets', *Journal of International Business Studies* 32 (3): 575–584.
- Mitchell, M. L. and Mulherin, J. H. (1996), 'The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity', *Journal of Financial Economics* 41 (2): 193–229.
- Moeller, S. B. and Schlingemann, F. P. (2005), 'Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions', *Journal of Banking & Finance* 29 (3): 533–564.
- Moore, F. (2011), 'Holistic ethnography: Studying the impact of multiple national identities on post-acquisition organizations', *Journal of International Business Studies* 42 (5): 654–671.
- Morosini, P., Shane, S., and Singh, H. (1998), 'National cultural distance and cross-border

- acquisition performance', *Journal of International Business Studies* 29 (1): 137–158.
- Nadolska, A. and Barkema, H. G. (2007), 'Learning to internationalise: The pace and success of foreign acquisitions', *Journal of International Business Studies* 38 (7): 1170–1186.
- Owen, S. and Yawson, A. (2010), 'Human development and cross-border acquisitions', *Journal of Empirical Finance* 17 (4): 689–701.
- Ozkan, N. (2012), 'Do CEOs gain more in foreign acquisitions than domestic acquisitions?', *Journal of Banking & Finance* 36 (4): 1122–1138.
- Pettway, R. H., Sicherman, N. W., and Spiess, D. K. (1993), 'Japanese foreign direct investment: Wealth effects from purchases and sales of U.S. assets', *Financial Management* 22 (4): 82–95.
- Renneboog, L., Szilagyi, P. G., and Vansteenkiste, C. (2017), 'Creditor rights, claims enforcement, and bond performance in mergers and acquisitions', *Journal of International Business Studies* 48 (2): 174–194.
- Reuber, G. L. (1969), 'Antitrust and the takeover activity of American firms in Canada: A further analysis', *Journal of Law & Economics* 12 (2): 405–417.
- Reuber, G. L. (1970), 'Antitrust and the takeover activity of American firms in Canada: A reply', *Journal of Law & Economics* 13 (1): 257–270.
- Reuer, J. J., Shenkar, O., and Ragozzino, R. (2004), 'Mitigating risk in international mergers and acquisitions: The role of contingent payouts', *Journal of International Business Studies* 35 (1): 19–32.
- Reus, T. H. and Lamont, B. T. (2009), 'The double-edged sword of cultural distance in international acquisitions', *Journal of International Business Studies* 40 (8): 1298–1316.
- Rhodes-Kropf, M. and Viswanathan, S. (2004), 'Market valuation and merger waves', *The Journal of Finance* 59 (6): 2685–2718.
- Roll, R. (1986), 'The hubris hypothesis of corporate takeovers', *The Journal of Business* 59 (2): 197–216.
- Rossi, S. and Volpin, P. F. (2004), 'Cross-country determinants of mergers and acquisitions', *Journal of Financial Economics* 74 (2): 277–304.
- Sarala, R. M. and Vaara, E. (2010), 'Cultural differences, convergence, and crossvergence as explanations of knowledge transfer in international acquisitions', *Journal of International Business Studies* 41 (8): 1365–1390.
- Seth, A., Song, K. P., and Pettit, R. (2000), 'Synergy, managerialism or hubris: An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms', *Journal of International Business Studies* 31 (3): 387–405.
- Shaver, J. M. (1998), 'Accounting for endogeneity when assessing strategy performance: Does entry mode choice affect FDI survival?', *Management Science* 44 (4): 571–585.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2003), 'Stock market driven acquisitions', *Journal of Financial Economics* 70 (3): 295–311.

- Siegel, J. I., Licht, A. N., and Schwartz, S. H. (2011), 'Egalitarianism and international investment', *Journal of Financial Economics* 102 (3): 621–642.
- Slangen, A. H. L. and Hennart, J.-F. (2008), 'Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfields rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy', *Journal of International Business Studies* 39 (3): 472–490.
- Tan, D. C. (2009), 'Foreign market entry strategies and post-entry growth: Acquisitions vs greenfield investments', *Journal of International Business Studies* 40 (6): 1046–1063.
- Tolmunen, P. and Torstila, S. (2005), 'Cross-listings and M&A activity: Transatlantic evidence', *Financial Management* 34 (1): 123–142.
- Uhlenbruck, K. (2004), 'Developing acquired foreign subsidiaries: The experience of MNEs in transition economies', *Journal of International Business Studies* 35 (2): 109–123.
- Verbeke, A. (2010), 'International acquisition success: Social community and dominant logic dimensions', *Journal of International Business Studies* 41 (1): 38–46.
- Wang, S. L., Luo, Y. D., Lu, X. W., Sun, J. Y., and Maksimov, V. (2014), 'Autonomy delegation to foreign subsidiaries: An enabling mechanism for emerging-market multinationals', *Journal of International Business Studies* 45 (2): 111–130.
- Weber, Y., Shenkar, O., and Raveh, A. (1996), 'National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: An exploratory study', *Management Science* 42 (8): 1215–1227.
- Weitzel, U. and Berns, S. (2006), 'Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance', *Journal of International Business Studies* 37 (6): 786–806.
- Wilson, B. D. (1980), 'The propensity of multinational companies to expand through acquisitions', *Journal of International Business Studies* 11 (1): 59–65.
- Yan, J. C., Xiao, S., Li, C. S., Jin, B., Wang, X. F., Ke, B., Yang, X. K., and Zha, H. Y. (2016), 'Modeling contagious merger and acquisition via point processes with a profile regression prior', in *Proceedings of the Twenty-Fifth International Joint Conference on Artificial Intelligence (IJCAI'16)*, AAAI Press, pp. 2690–2696.
- Zander, U. and Zander, L. (2010), 'Opening the grey box: Social communities, knowledge and culture in acquisitions: Commentary', *Journal of International Business Studies* 41 (1): 27–37.
- Zhou, C. X., Xie, J. H., and Wang, Q. (2016), 'Failure to complete cross-border M&As: "To" vs. "from" emerging markets', *Journal of International Business Studies* 47 (9): 1077–1105.