

## Internet Appendix A 文献搜集范围及期刊目录

本文的文献搜集范围为，在国内外的会计、金融、经济和管理学领域的 A、B 级期刊上，发表的非金融企业跨国并购的学术论文。具体地，表 A1 和 A2 分别列示了中文和英文期刊的检索目录。我们将检索条件限定为，题目、关键字或摘要包含“海外兼并”、“海外收购”、“海外并购”、“跨国兼并”、“跨国收购”、“跨国并购”、“外资兼并”、“外资收购”、“外资并购”字段之一<sup>1</sup>。在上述初始文献的基础上，我们进一步剔除如下五类文献以获得最终的文献综述样本：

(1) 非学术论文，如短论、书评、会议综述和主编寄语<sup>2</sup>。

(2) 针金融行业和非企业间的跨国并购研究。例如：Hernando 等（2009）、Karolyi 和 Taboada（2015）研究了银行业的跨国并购活动，杨丹辉和渠慎宁（2009）、张明（2008）则研究了私募基金跨国并购。

(3) 以借壳上市为目的的反向并购研究，如 Chen 等（2016）、Lee 等（2015）和张然等（2014）。

(4) 实证检验包含了其他投资事件（如本地并购、合资）且未将其与跨国并购予以区分的文

---

<sup>1</sup>相应的英文期刊检索条件为，题目、关键字或摘要包含“cross-border merger”、“cross-border acquisition”、“cross-border M&A”、“cross-border takeover”、“foreign merger”、“foreign acquisition”、“foreign M&A”、“foreign takeover”、“international merger”、“international acquisition”、“international M&A”、“international takeover”、“overseas merger”、“overseas acquisition”、“overseas M&A”、“overseas takeover”字段之一。

<sup>2</sup>相应的英文期刊非学术论文如“short communication”、“book review”、“dissertation abstracts”、“short survey”、“discussion”、“note”和“editorial”。

献，如 Bloom 等（2012）、Elnahas 等（2017）、Hawkins 等（1976）和温日光（2015）。

（5）以跨国并购事件作为研究背景的其他领域研究。例如：Brealey 等（2010）借助跨国并购所引起的被并方经营地发生变化这一特点，研究了公司股价的过度联动现象。

<此处插入表 A1>

<此处插入表 A2>

## Internet Appendix B 企业国别定义比较——基于中国上市公司的随机抽样

我们以中国上市公司<sup>3</sup>作为随机抽查样本，比较了上市公司（即作为一个子公司）国别与其最终母公司国别之间的相似性，以此检验定义 1-5 在实际情况中的差异程度。具体地，我们随机抽查了一定数量的红筹股。选择红筹股的原因在于，我们预期，实际控制人往往倾向于将企业集团的总部和注册地设立在其国别内；但对于红筹股，其出于避税或者其他目的而将自身的注册地设立在避税天堂（如百慕大、开曼群岛）或者其他国家（如香港、美国），且由于其同时在境外上市，因此，我们不确定企业集团的总部和注册地设立是否偏好境外。

表 B1 列示了相应的统计结果，我们发现：（1）当以上市公司自身国别定义其国别时（Panel A），无论国有或者民营企业，其总部和注册地国别均与股权国别的差异较大；（2）当以最终母公司国别作为判断标准时（Panel B），对于国有企业，分别有高达 100%和 93.3%的最终母公司总部和注册地国别为中国大陆，即该定义下的国别近似等于股权国别；而对于民营企业，相应比例仅为 46.7%和 0.0%<sup>4</sup>，其与股权国别差异较大。

综上，我们得出结论：（1）一个子公司国别未必等于其最终母公司国别；（2）最终母公司的总部和注册地国别与股权国别近似，但在境外注册和上市的民营企业除外。也即，定义 1、3 和 4 与

---

<sup>3</sup>股权国别为中国。

<sup>4</sup>在 15 个民营红筹股中，我们无法获得其最终母公司的总部或注册地信息的样本共 7 个（46.7%），其中 6 个（40.0%）样本同时缺失这两类国别信息。对于该类样本，我们视其最终母公司的总部国别=注册地国别；如果二者同时缺失，则国别归类为其他。因此，读者需谨慎理解对应的统计数据。

本文定义差异较大, 而定义 2 与本文定义近似。

<此处插入表 B1>

## Internet Appendix C 被并方的主要研究发现

相较于收购方研究，已有被并方研究的范围广泛，但文献数量有限，且理论框架和方法论体系有待完善。其中，大部分的被并方文献来自国际学术界，而中国研究尚处于理论研究为主、实证研究为辅的起步阶段。然而，由于已有的国外研究均基于成熟资本市场，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，现有的国内外被并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<sup>5</sup>，此亦未来研究发展的方向。

### （一）国外研究

与收购方 RQ3 研究相似，现有的国外被并方 RQ3 研究侧重考察跨国并购对被并方股东的影响（RQ3.1.1），仅少量学者关注了被并方其他利益相关者（RQ3.1.2）和所在行业（RQ3.2），尚无被并方所在地域或者国家层面的研究（RQ3.3）。

#### 1. 公司层面影响

（1）对被并方股东的影响。跨国并购对被并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被并方的企业价值（如 CAR、BHAR）为主，经营业绩（如盈利能力、生产能力、是否破产）为辅，仅 Reiche 等（2015）通过问卷调查获得了整合过程中的知识流动情况这一非财务指标。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 文献较为丰富，根据检验内容，我们可以将其划分为两大类：第一类，检验跨国

---

<sup>5</sup>文献分布的描述性统计，见第三部分表 8。

并购能否为被并方股东创造价值；第二类，分析经济后果的内外部影响因素及其传导路径。

早期的 RQ3.1.1 文献侧重关注经济后果变量（Y 变量），即根据其正负号来判断跨国并购对被并方股东的影响，并以控制变量的形式分析了被并方股东的价值是否会受到并购双方内部因素<sup>6</sup>或外部因素<sup>7</sup>的影响（Conn 和 Connell, 1990；Kang, 1993；Pettway 等, 1993；Cheng 和 Chan, 1995；Eun 等, 1996；Dos Santos 等, 2008）。然而，由于研究对象、期间和研究模型等差异，已有文献并未获得一致发现。与此同时，一些学者以其他投资模式作为参照样本，如本地并购（Wansley 等, 1983；Shaked 等, 1991；Harris 和 Ravenscraft, 1991；Cebenoyan 等, 1992；Dewenter, 1995；Aharony 和 Barniv, 2004；Kang 和 Kim, 2010；Danbolt 和 Maciver, 2012）和其他海外投资模式（Li 和 Guisinger, 1991；Woodcock 等, 1994；Tsang 和 Yip, 2007；Tan, 2009）。可惜的是，部分文献忽略了企业投资模式与经济后果之间的自选择问题，即投资方可能倾向于选择业绩良好的被投资方及对应的投资模式而非随机选择的结果，因此，相应研究结论有待利用 Heckman 两阶段模型等计量方法予以重新检验。

除上述第一类文献外，大量 RQ3.1.1 文献分析了哪些内外部因素（X 变量）会影响被并方的股东价值及其传导路径，见表 C1。需要说明的是，某 X 因素对跨国并购经济后果的影响存在“X→收购方→被并方”和“X→被并方→收购方”两种传导路径；且已有的跨国并购文献着重关注收购方

---

<sup>6</sup>如企业规模、财务状况、股权结构、研发能力。

<sup>7</sup>包括国家层面因素（如税制改革、汇率、经济发展程度、文化差异）、行业层面因素（如行业重要性、行业相关性、科技水平）以及交易层面因素（如交易规模、支付方式、是否敌意收购、是否存在竞购者、收购股权比例）。

RQ3.1.1 而非被并方 RQ3.1.1, 从而使得后者的理论分析和研究设计相对简单。鉴于此, 在理解 X 因素对被并方所产生的影响时, 读者可以参考相应的收购方 RQ3.1.1 研究, 我们不予赘述。此外, 与收购方 RQ3.1.1 相似, 被并方 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。

在公司层面上, Karolyi 和 Liao (2017) 比较了不同所有权性质的收购方所对应的被并方在并购公告日期间的股票超额收益差异。他们指出, 国有企业的跨国并购结束后, 被并方的所有权性质发生一定程度的国有化, 这使得其后续的经营活动会受到政府的约束而非单纯追求企业个体经济利益最大化, 从而会降低其经营效率。然而, 在控制了收购方的目标选择与经济后果之间的自选择问题后, 他们却未发现统计上的差异。

一些学者分析了并购双方的治理水平所产生的影响。Chang 等 (2015) 发现, 收购方的公司治理水平越差, 被并方并购公告日的股票超额收益率越高。他们认为, 产生这一现象的原因在于, 治理水平较差的收购方支付了过高的并购溢价。Burns 等 (2007) 则以并购双方的机构投资者持股和分析师跟踪测度公司治理水平——金融中介机构监督作用, 仅发现被并方的分析师跟踪具有正向促进作用。与此同时, John 等 (2010) 发现, 与上市被并方相较, 跨国并购能够为非上市被并方创造更高的企业价值, 但该现象仅当被并方来自于治理制度较差的国家时存在。他们解释认为, 股权分散而引发的代理问题会降低上市被并方的企业价值, 除非国家层面的治理制度能够起到约束作用。对此, Kang 和 Kim (2010) 指出, 经验可以缓解收购方面面临的信息不对称程度, 从而提升被并方的企业价值。

从国家层面来看，已有 RQ3.1.1 文献集中关注并购双方国家的治理制度（如产权制度、会计体系）对被并方经济后果的影响。已有理论指出，治理制度具有可转移性，通过跨国并购，收购方可以将其良好的治理制度转移至被并方，从而显著提升被并方的企业价值（Bris 和 Cabolis, 2008；Martynova 和 Renneboog, 2008；Goergen 和 Rnneboog, 2008；Brisley 等, 2011；Danbolt 和 Maciver, 2012）。在此基础上，Col 和 Errunza（2015）则发现，上述现象同时受到被并方国家层面的政治风险的制约。对此，一部分学者提出异议。Kang 和 Kim（2010）认为，并购双方国家的治理制度差异越大，二者间的信息不对称程度和代理冲突越高，由此引发的整合成本会降低被并方的企业价值，可惜其实证检验并未支持理论预期。而 John 等（2010）则将收购方限定在美国上市公司后，证实了被并方国家的治理制度与其经济后果之间的正向关系，但该现象仅存在于上市被并方中。此外，Burns 等（2007）发现，收购方国家层面的治理制度越差，被并方的股票市场反应越积极。对此，他们给予的解释是，当收购方国家的产权制度较差时，其必须支付较高的溢价才能实现收购，从而会引发被并方股票市场的积极反应。由于 Burns 等（2007）将研究样本限定在针对美国上市公司的跨国并购事件，因此，其所得结论更多地适用于收购方治理制度差于被并方治理制度的跨国并购事件。

与此同时，少量学者分析了被并方国家的劳动力保护制度（Alimov, 2015）、税收制度（Harris 和 Ravenscraft, 1991；Servaes 和 Zenner, 1994；Blouin 等, 2005）以及并购双方国家间的文化、语言和宗教等人文制度差异（Kang 和 Kim, 2010）的影响。

<此处插入表 C1>



(2) 对被并方其他利益相关者的影响。目前, 一些学者关注被并方员工的状况。Lommerud 等 (2006) 通过建立模型证实, 跨国并购会降低被并方员工的工资水平。与此同时, 员工心理也是不同忽视的研究问题 (Brannen 和 Peterson, 2009; Teerikangas, 2012; Yildiz 和 Fey, 2016)。根据社会心理学, 跨国并购会促使被并方的员工产生疏离感, 从而影响并购后的整合。因此, 哪些因素会引发被并方员工对跨国并购事件的积极或者消极的态度, 具有重要的研究价值。从国家层面来看, 并购双方国家在语言、教育、文化、政治、社会和经济等方面的发展等方面的地位差距在其中扮演重要角色。而在公司层面上, 收购方的组织吸引力 (组织结构、发展历史) 和行为 (沟通意愿、高管行为), 被并方认知 (被并购历史、国际经验)、战略需求 (是否需要被并购) 以及行为 (是否视并购为机会、高管积极性) 等亦不容忽视。

此外, 少量中国学者借助中国弱势品牌对外国强势品牌的跨国并购, 分析了强势品牌的消费者评价, 以及品牌名称策略、定价策略和来源国策略等多种策略组合对强势品牌消费者评价的影响 (郭锐和陶岚, 2012; 郭锐等, 2012; 杨晨等, 2013)。

根据协同效应动机理论, 不仅限于收购方, 跨国并购同样会影响被并方的各方利益相关者。例如, 跨国并购结束后, 收购方可能会为了提高经营效率而解雇能力不足的被并方高管; 或者, 为了提高内部融资能力, 而借助被并方的借贷能力或重新配置其超额持有现金, 从而影响被并方的融资决策和财务风险, 进而影响其债权人。此外, 跨国并购在帮助收购方获得垄断市场以及其与供应商和客户的谈判优势的同时, 可能也会影响被并方的市场势力, 继而影响被并方的供应商和客户。

基于上述, 跨国并购如何影响被并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。

## 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。其中，相当一部分学者以被并方同行企业或者行业整体的市场价值（如股价、Tobin Q）作为经济后果的度量指标，仅少量学者考察了被并方行业的工资水平。

已有的理论研究指出，跨国并购对被并方行业的影响存在三种可能的途径。其一，信息传递假说（Information-Signaling Hypothesis）。跨国并购发生的同时，其向被并方同行企业传递一种积极的信息——该行业存在潜在的跨国并购机会，而获得该机会的同行企业可以从中获益。其二，传染效应假说（Contagion Effect Hypothesis）。跨国并购所带来的新技术和制度可以提升被并方行业整体继而同行企业的效率。其三，竞争假说（Competitive Hypothesis）。收购方并购被并方的同时，其能够为被并方带来优势资源，如技术、公司治理，从而帮助被并方赢得与同行企业的竞争。其中，在第一和二种情况下，跨国并购能够引起被并方行业的治理水平、生产力的提高，并最终提升行业的整体价值。反之，在情况三下，跨国并购会导致被并方同行企业的市场份额下降，甚至引发行业整体的消极反应。借助经验数据，Wan 和 Wong（2009）和 Bris 等（2008）分别获得了支持信息传递假说和传染效应假说的证据，而 Brisley 等（2011）通过构建模型进一步支持了传染效应假说。在此基础上，一些学者则强调，跨国并购对不同企业的影响是不同的，从而表现为不同的同行企业对待跨国并购的反应存在差异（Akhigbe 和 Martin，2000；Burns 和 Liebenberg，2011）。例如：在

信息传递假说下，某些同行企业比较容易获得潜在跨国并购机会，如企业规模较小、与被并方具有相似的经营结构，则其市场反应更为积极；而对于竞争假说，某些同行企业的竞争优势较弱，如资产负债率较高、业绩较差，则其市场反应更为消极。

与此同时，Clougherty 等（2014）考察了被并方所在行业及同行企业的工资水平，并指出跨国并购的影响同样是双向的，且进一步受到工会、行业等因素的调节。而除市场价值和工资外，跨国并购对被并方行业的影响是广泛且多维度的，如经营业绩（如 ROE、ROA）、科技水平（如研发能力、创新）、公司治理、进出口和就业情况等方面，这些均有待研究。

### **3.国家层面影响**

与 RQ3.2 相似，跨国并购对被并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。

#### **（二）外资并购中国企业**

现有外资并购中国企业的研究几乎全部集中在我国学界，且着重考察中国被并方，其目的在于回答一个问题：中国资本市场是否应该引入境外投资者。这不仅是中国学界同时也是中国政府十分关注的问题。

这一领域的早期研究以分析性研究为主（“促进跨国公司对华投资政策”课题组，2001；国家计委宏观经济研究院课题组，2002；潘爱玲，2002；裴长洪和林江，2007；宋小佳，1995；汪海粟和文豪，2006；王林生，2000；姚战琪，2006；余晓东和胡峰，2003），案例研究为辅（范黎波等，

2014；李青原等，2011；冼国明等，2002），从理论层面探讨外资并购中国企业的特点、意义以及其中存在的问题<sup>8</sup>。目前，实证研究尚处于起步阶段，文献数量有限。且与国外文献侧重分析经济后果的影响因素（即 X 变量）不同，中国学界更为关注外资并购是否可以为中国带来正的经济后果（即 Y 变量），包括企业价值、经营业绩、技术创新和出口水平等多个方面。可惜的是，部分文献在数据质量和研究设计方面存在缺陷，从而影响了相应结论的可参考性。

### 1.早期的非实证研究

与欧美的自由市场经济不同，中国是政府主导型的市场经济。因此，中国政府的态度是外国投资者在华并购行为的最重要影响因素之一，了解相关的国家政策有助于我们分析和理解外资并购中国企业在时间、地域、行业以及交易过程方面的特点。外国投资者进入中国市场始于 20 世纪 70 年代末的改革开放，主要的投资模式为新建投资的直接投资方式。90 年代初，跨国并购开始成为外国投资者进入中国市场的一种选择方式，但仍非主流。在此期间，有关外资并购中国企业的法律法规和国家政策较为缺乏。1995 年 9 月，证监会发布《关于暂停上市公司国家股和法人股转让给外商的请示的通知》，外资并购中国企业（尤其是中国上市公司）开始走向停顿。直至 2001 年，第十个五年规划纲要明确提出：“积极合理有效地利用外资……鼓励外商特别是跨国公司参与国有企业的改组改造，投资高新技术产业和出口型产业，促进我国产业结构调整和技术水平的提高……不断提高服务业利用外资的比重。继续发挥经济特区、浦东新区及其他沿海地区的优势，提高利用外资水平。采取鼓励政策，引导外资更多地投向中西部地区……”此后的 2002-2003 年，国家有关部门相继

---

<sup>8</sup>少量学者从被并方的角度介绍了世界资本市场的跨国并购发展状况（曹琪荣，1990；萧琛，1991），我们不做赘述。

出台了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》、《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》、《利用外资改组国有企业暂行规定》、《关于加强外商投资企业审批、登记、外汇及税收管理有关问题的通知》、《外国投资者并购境内企业的暂行规定》、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》等一系列重要文件，逐步取消了对外国投资者并购中国企业的种种限制。同时，中央和各地方政府在税收、土地、地区、投资、收费和服务保证等方面给予境外投资者“超国民待遇”的优惠政策。至此，外资并购中国企业成为中国政府引进外国先进的生产、管理和技术的重要手段，以促进中国经济的产业结构调整和升级、推动国有企业改革。

范黎波等（2014）指出，中国出售方和外国投资方达成“跨国联姻”的根本动机在于“以技术换市场”。一方面，中国出售方出于战略瓶颈、个人动机等原因，通过“赘婿”以解决企业现实和长远发展问题，同时能够获得收益并维持公司的实际经营权。另一方面，外国投资者“入赘”，即购买多数股权，却让出经营权，通过帮助被收购的成长型企业保持良好的发展势头而实现市场占有，并伺机拿回经营权。然而，引入境外投资者真的能够实现中国企业“以技术换市场”、提升企业价值等目的么？毛蕴诗和袁静（2005）发现，作为提供技术的境外投资者，虽然其向中国转移的技术水平逐步提高，但其在中国采用的技术普遍缺乏先进性。而对于提供市场的中国企业来说，其有形资产只是外资并购的一个载体，自有品牌、声誉、营销网络、市场等无形资产才是外资并购的真正动因，但由于中国企业的无形资产意识淡薄、产权模糊、评估方法存在缺失，使得无形资产在转让定价过程中被低估甚至流失（汪海粟和文豪，2006）。同时，法律法规的滞后、产权界定模糊和产权交易市场的不发达、有经验的中介机构的缺乏等因素使得中国资本市场缺乏良好的并购环境，从而阻碍

了外资并购中国企业，并降低了其创造的企业价值。此外，对中国民族品牌的威胁、对中国经济重要行业的垄断和控制等（如可口可乐收购汇源），也成为外资并购中国企业过程中产生的重要问题。虽然，大量学者对上述问题表示担忧，但目前仍无具体的解决方法（“促进跨国公司对华投资政策”课题组，2001；潘爱玲，2002；裴长洪和林江，2007；宋小佳，1995；汪海粟和文豪，2006；国家计委宏观经济研究院课题组，2002）。

## 2.实证研究

为了佐证理论界对外资的支持或质疑，中国学者试图利用大样本的实证研究以检验外资并购对中国企业及其所在行业产生的经济后果，然而由于数据质量和研究设计方面存在缺陷，已有发现有待进一步验证。

在 RQ3.1 检验中，与国际学术界侧重研究相关影响因素（X 变量）不同，中国学界更为关注中国企业在外资并购前后在各个方面发生的变化，即利用多种指标度量被并方经济后果（Y 变量），包括企业价值（张俊生和曾亚敏，2009）、盈利能力和经营效率等经营业绩指标（廖理等，2009；Chang 等，2013）、技术创新（陈玉罡等，2015；黄凌云和杨娜，2014）、出口水平（黄凌云和杨娜，2014）等。遗憾的是，受到如下两方面限制，相关文献并未获一致发现。其一，数据质量问题。部分文献使用的公司层面财务数据来自国家统计局提供的工业企业数据库（Chang 等，2013；黄凌云和杨娜，2014），然而该数据库存在样本匹配混乱、变量大小异常和测度误差明显等严重问题（聂辉华等，2012）。其二，一些学者忽略了收购方目标选择与被并方经济后果之间的自选择问题——正向的被并方经济后果可能源自收购方倾向于选择具有良好发展态势的目标公司而非跨国并

购带来的影响，因此，相应研究结论有待利用 Heckman 两阶段模型等计量方法予以重新检验（廖理等，2009；黄凌云和杨娜，2014）。

与此同时，推动国有企业改革是引进外资的重要目的之一，那么，外资所引起的私有化是否可以提高国有企业的效率和业绩是中国转型经济急需回答的问题。目前，仅 Chang 等（2013）、黄凌云和杨娜（2014）以所有权性质作为控制或者分组变量，提供了相关方面的微弱证据。通过问卷调查，Uhlenbruck 和 De Castro（2000）和 Uhlenbruck（2004）研究了西方对经济转轨时期的中东欧国有企业的跨国并购事件，并考察了并购双方的控制权和奖励机制、原国有企业员工的保留程度、并购后的国有股权比例等因素在被并方经营业绩中发挥的作用。他们的研究视角为我们提供了一定的借鉴。

此外，与外国侧重关注 RQ3.1 不同，外资并购对中国产业的冲击（RQ3.2）同样引起中国学界的关注。从总体的研究结果来看，中国被并方所在行业对于外资并购事件的市场反应为负（曾亚敏和张俊生，2009；黄坤和张昕竹，2010；廖理等，2009），但行业整体的技术水平在外资并购后获得显著提升（陈玉罡等，2015）。上述发现表明，虽然中国企业普遍抵触外资的进入（符合竞争假说），但外资并购能够为中国被并方带来新的竞争优势和竞争压力，从而迫使同行企业以及行业整体的发展（符合传染效应假说）。然而，上述部分发现基于小样本检验<sup>9</sup>，相应结论有待进一步验证。

---

<sup>9</sup>曾亚敏和张俊生（2009）、黄坤和张昕竹（2010）的研究样本数量分别为 12 和 20 个。

## 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。
- 陈玉罡、蔡海彬、刘子健、程瑜. 2015. “外资并购促进了科技创新吗?”, 《会计研究》第 09 期, 68-73+97。
- “促进跨国公司对华投资政策”课题组. 2001. “跨国公司在华并购投资: 意义、趋势及应对战略”, 《管理世界》第 03 期, 16-26+52。
- 范黎波、周英超、杨震宁. 2014. “‘中国式婚姻’: 成长型企业的‘赘婿式’并购与跨国公司的‘教练型’治理”, 《管理世界》第 12 期, 152-166。
- 国家计委宏观经济研究院课题组. 2002. “外资控股并购国有企业问题研究”, 《管理世界》第 06 期, 75-86。
- 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。
- 黄坤、张昕竹. 2010. “可口可乐拟并购汇源案的竞争损害分析”, 《中国工业经济》第 12 期, 86-96。
- 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。



- 李青原、田晨阳、唐建新、陈晓. 2011. “公司横向并购动机：效率理论还是市场势力理论——来自汇源果汁与可口可乐的案例研究”，《会计研究》第 05 期，58-64+96。
- 廖理、曾亚敏、张俊生. 2009. “外资并购的信号传递效应分析——加剧竞争压力抑或提高并购概率”，《金融研究》第 02 期，29-39。
- 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。
- 裴长洪、林江. 2007. “跨境并购是我国利用外资的新形式”，《中国工业经济》第 01 期，29-36。
- 宋小佳. 1995. “对外商直接投资并购国有企业的探讨——兼谈国有企业利用外资‘嫁接’改造”，《中国工业经济》第 07 期，72-75。
- 汪海粟、文豪. 2006. “外资并购中的国有无形资产资本化研究”，《中国工业经济》第 09 期，22-29。
- 王林生. 2000. “跨国并购与中国外资政策”，《世界经济》第 07 期，3-7。
- 温日光. 2015. “风险观念、并购溢价与并购完成率”，《金融研究》第 08 期，191-206。
- 冼国明、张岸元、严兵. 2002. “关于外资并购国有企业若干问题的讨论——以德国博西华公司收购安徽扬子电冰箱厂为例”，《管理世界》第 08 期，125-130+155。
- 萧琛. 1991. “美国企业第四次兼并浪潮”，《世界经济》第 12 期，57-62。

- 杨晨、王海忠、钟科. 2013. “‘示弱’品牌传记在‘蛇吞象’跨国并购中的正面效应”, 《中国工业经济》第 02 期, 143-155。
- 杨丹辉、渠慎宁. 2009. “私募基金参与跨国并购: 核心动机、特定优势及其影响”, 《中国工业经济》第 03 期, 120-129。
- 姚战琪. 2006. “跨国公司进入方式规制的理论与政策研究”, 《财经研究》第 09 期, 123-133。
- 余晓东、胡峰. 2003. “我国政府放松外资在华并购限制的经济学解释”, 《财经研究》第 08 期, 34-40。
- 曾亚敏、张俊生. 2009. “从可口可乐并购汇源案看外资并购的信号传递效应”, 《中国工业经济》第 07 期, 120-129。
- 张俊生、曾亚敏. 2009. “国家公司治理水平与跨境并购目标企业收益”, 《财经研究》第 09 期, 48-58。
- 张明. 2008. “境外私募股权基金是如何规避中国政府管制的”, 《世界经济》第 03 期, 44-52。
- 张然、陈思、汪剑锋. 2014. “PCAOB 审计检查、审计师声誉与中概股危机”, 《会计研究》第 02 期, 71-78+95。
- 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.
- Akhigbe, A., and Martin, A.D. (2000), ‘Information-signaling and competitive effects of foreign acquisitions in the US’, *Journal of Banking & Finance* 24(8): 1307-1321.
- Alimov, A. (2015), ‘Labor market regulations and cross-border mergers and acquisitions’, *Journal of International Business Studies* 46(8): 984-1009.
- Bloom, N., Sadun, R., and Van Reenen, J. (2012), ‘Americans do it better: US multinationals and the productivity miracle’, *American Economic Review* 102(1): 167-201.

- 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.
- Brannen, M.Y., and Peterson, M.F. (2009), 'Merging without alienating: Interventions promoting cross-cultural organizational integration and their limitations', *Journal of International Business Studies* 40(3): 468-489.
- Brealey, R.A., Cooper, I.A., and Kaplanis, E. (2010), 'Excess comovement in international equity markets: Evidence from cross-border mergers', *The Review of Financial Studies* 23(4): 1718-1740.
- Bris, A., Brisley, N., and Cabolis, C. (2008), 'Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers', *Journal of Corporate Finance* 14(3): 224-240.
- 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.
- Brisley, N., Bris, A., and Cabolis, C. (2011), 'A theory of optimal expropriation, Mergers and industry competition', *Journal of Banking & Finance* 35(4): 955-965.
- 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.
- Burns, N., and Liebenberg, I. (2011), 'U.S. takeovers in foreign markets: Do they impact emerging and developed markets differently?', *Journal of Corporate Finance* 17(4): 1028-1046.
- Cebenoyan, A.S., Papaioannou, G.J., and Travlos, N.G. (1992), 'Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders', *Financial Management* 21(3): 58-68.
- Chang, C., Choi, P.M.S., and Huang, S.H. (2015), 'Do poorly governed acquirers transfer wealth to targets in cross-border acquisitions?', *Financial Management* 44(3): 475-498.
- 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.
- Chen, K.-C., Cheng, Q., Lin, Y.C., Yin, Y.-C., and Xiao, X. (2016), 'Financial reporting quality of Chinese reverse merger firms: The reverse merger effect or the weak country effect?', *The Accounting Review* 91(5): 1363-1390.
- 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.
- 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): 450-70.
- Col, B., and Errunza, V. (2015), 'Corporate governance and state expropriation risk', *Journal of Corporate Finance* 33(8): 71-84.
- 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.
- 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.
- Dewenter, K.L. (1995), 'Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the U.S. chemical and retail industries', *Journal of Financial Economics* 37(3): 421-441.
- 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.
- Elnahas, A.M., Hassan, M.K., and Ismail, G.M. (2017), 'Religion and mergers and acquisitions contracting: The case of earnout agreements', *Journal of Corporate Finance* 42: 221-246.
- 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.
- Goergen, M., and Rnneboog, L. (2008), 'Contractual corporate governance', *Journal of Corporate Finance* 14(3): 166-182.
- 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.
- Hawkins, R.G., Mintz, N., and Provissier, M. (1976), 'Government takeovers of U.S. foreign affiliates', *Journal of International Business Studies* 7(1): 3-16.
- Hernando, I., Nieto, M.J., and Wall, L.D. (2009), 'Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union', *Journal of Banking & Finance* 33(6): 1022-1032.
- 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.
- Kang, J.-K. (1993), 'International market for corporate country: Merger 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.
- Karolyi, G.A., and Taboada, A.G. (2015), 'Regulatory arbitrage and cross-border bank acquisitions', *The Journal of Finance* 70(6): 2395-2450.
- Lee, C.M.C., Li, K.K., and Zhang, R. (2015), 'Shell games: The long-term performance of Chinese reverse-merger firms', *The Accounting Review* 90(4): 1547-1589.
- Li, J.T., and Guisinger, S. (1991), 'Comparative business failures of foreign-controlled firms in the United States', *Journal of International Business Studies* 22(2): 209-224.
- Lommerud, K.E., Straume, O.R., and Sørgaard, L. (2006), 'National versus international mergers in

- unionized oligopoly', *Rand Journal of Economics* 37(1): 212-233.
- Martynova, M., and Renneboog, L. (2008), 'Spillover of corporate governance standards in cross-border merger and acquisitions', *Journal of Corporate Finance* 14(3): 200-223.
- 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.
- Reiche, B.S., Harzing, A.-W., and Pudelko, M. (2015), 'Why and how does shared language affect subsidiary knowledge inflows? A social identity perspective', *Journal of International Business Studies* 46(5): 528-551.
- Servaes, H., and Zenner, M. (1994), 'Taxes and the returns to foreign acquisitions in the United States', *Financial Management* 23(4): 42-56.
- Shaked, I., Michel, A., and McClain, D. (1991), 'The foreign acquirer bonanza: Myth or reality?', *Journal of Business Finance & Accounting* 18(3): 431-447.
- 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.
- Teerikangas, S. (2012), 'Dynamics of acquired firm pre-acquisitions employee reactions', *Journal of Management* 38(2): 599-639.
- Tsang, E.W.K., and Yip, P.S.L. (2007), 'Economic distance and the survival of foreign direct investment', *Academy of Management Journal* 50(5): 1156-1168.
- Uhlenbruck, K. (2004), 'Developing acquired foreign subsidiaries: the experience of MNEs in transition economies', *Journal of International Business Studies* 35(2): 109-123.
- Uhlenbruck, K., and De Castro, J.O. (2000), 'Foreign acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of privatization in transitional economies', *Academy of Management Journal* 43(3): 381-402.
- Wan, K.-M., and Wong, K.-F. (2009), 'Economic impact of political barriers to cross-border acquisition: An empirical study of CNOOC's unsuccessful takeover of Unocal', *Journal of Corporate Finance* 15(4): 447-468.
- Wansley, J.W., Lane, W.R., and Yang, H.C. (1983), 'Shareholder returns to USA acquired firms and domestic acquisitions', *Journal of Business Finance & Accounting* 10(4): 647-656.
- Woodcock, C.P., Beamish, P.W., and Makino, S. (1994), 'Ownership-based entry mode strategies and international performance', *Journal of International Business Studies* 25(2): 253-273.
- Yildiz, H.E., and Fey, C.F. (2016), 'Are the extent and effect of psychic distance perceptions symmetrical in cross-border M&As? Evidence from a two-country study', *Journal of International Business Studies* 47(7): 830-857.

表 A1 A、B 级中文期刊目录

	A 级期刊	B 级期刊
会计	会计研究	审计研究 中国会计与财务研究 财经研究
金融		金融研究
经济	经济研究 经济学（季刊）	世界经济 中国工业经济
管理	中国社会科学 管理科学学报 管理世界	中国管理科学 南开管理评论

表 A2 A、B 级英文期刊目录

	A 级期刊	B 级期刊
会计	Contemporary Accounting Research Journal of Accounting & Economics Journal of Accounting Research Review of Accounting Studies Accounting Review	Accounting, Organizations & Society Auditing: A Journal of Practice & Theory Journal of Accounting, Auditing & Finance Journal of Accounting & Public Policy Journal of the American Taxation Association Journal of Business Finance & Accounting Journal of Management Accounting Research
金融	Journal of Finance Journal of Financial and Quantitative Analysis Journal of Financial Economics Review of Financial Studies	Financial Management Journal of Banking & Finance Journal of Corporate Finance Journal of Empirical Finance Journal of Financial Intermediation
经济	American Economic Review Quarterly Journal of Economics Journal of Law & Economics Econometrica Journal of Political Economy Journal of Economic Theory RAND Journal of Economics	
管理	Academy of Management Review Academy of Management Journal Administrative Science Quarterly Management Science	Journal of Management Journal of International Business Studies

注：对于管理和经济学的 B 级期刊，我们仅选择与会计和金融领域较为相关且级别较高的期刊，而非全部 B 级期刊。这样做的原因在于：(1) 对于经济学期刊，其较少发表与会计和金融领域较为相关的论文，因此，我们通过限定期刊目录而降低搜索成本；(2) 对于管理类期刊，与英文的会计、金融和经济学期刊不同，其侧重理论研究，而对实证检验的要求有限。因此，为了更好的理解企业间的跨国并购行为及其基本理论，同时保证所得结论的准确性，我们将英文的管理期刊纳入搜集范围，但仅限于 A 级和部分 B 级。

表 B1 不同定义下的企业国别之间的差异——基于红筹股的随机抽查

Panel A：以上市公司自身国别作为判断标准，涉及跨国并购定义 1、3 和 4

所有权性质	国别判断标准	国别	个数	占合计%
国有	上市公司总部	中国大陆	3	20.0%
		其他	12	80.0%
		合计	15	100.0%
	上市公司注册地	中国大陆	0	0.0%
		其他	15	100.0%
		合计	15	100.0%
民营	上市公司总部	中国大陆	9	60.0%
		其他	6	40.0%
		合计	15	100.0%
	上市公司注册地	中国大陆	0	0.0%
		其他	15	100.0%
		合计	15	100.0%

Panel B：以最终母公司国别作为判断标准，涉及跨国并购定义 2

所有权性质	国别判断标准	国别	个数	占合计%
国有	最终母公司总部	中国大陆	15	100.0%
		其他	0	0.0%
		合计	15	100.0%
	最终母公司注册地	中国大陆	14	93.3%
其他		1	6.7%	



		合计	15	100.0%
民营	最终母公司总部	中国大陆	7	46.7%
		其他	8	53.3%
		合计	15	100.0%
	最终母公司注册地	中国大陆	0	0.0%
		其他	15	100.0%
		合计	15	100.0%

注：

1、红筹股是指，境外注册、境外上市的中国企业。其中，中国企业是指，股权国别为中国的企业，港澳台视为境外。

2、不同定义下的企业国别和跨国并购，可参见图 3。

表 C1 经济后果研究 (RQ3.1.1) 现状——基于成熟资本市场被并方研究

层级	影响因素	来源	预期影响	研究数量
<b>Panel A : 内部因素</b>				
公司	公司治理	A	较差公司治理→(+ )溢价→(+ )经济后果	1
	分析师跟踪	A	较好公司治理→(+ )经济后果	1
		T	较好公司治理→(+ )经济后果	1
	机构投资者持股	A	较好公司治理→(+ )经济后果	1
		T	较好公司治理→(+ )经济后果	1
	所有权性质	A	国企→(+ )国家战略→(- )经济后果	1
		T	-	-
	上市地位	T	上市→(+ )股权分散&代理问题→(- )经济后果	1
	经验	A	应对能力&信息优势→(+ )经济后果	1
<b>Panel B : 外部因素</b>				
国家	治理制度	A	较好公司治理→(+ )经济后果	2
			较差公司治理→(+ )支付溢价→(+ )经济后果	
		T	较好公司治理→(+ )经济后果	1
		AT	收购方>被并方	6
			→(+ )公司治理→(+ )经济后果	
			→(+ )信息不对称→(- )经济后果	
	人文制度	AT	信息不对称→(+ )整合成本→(- )经济后果	1
	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
	税收制度	T	税制改革→税赋→收购方避税动机→经济后果	3

政治因素	T	政治风险→(-)经济后果	1
行业 -	-	-	-
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、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（如税制改革、汇率、经济发展程度、文化差异）、行业层面因素（如行业重要性、行业相关性、科技水平）以及交易层面因素（如交易规模、支付方式、是否敌意收购、是否存在竞购者、收购股权比例）的影响，我们未将其纳入统计。