

资本市场开放改善了企业的并购环境吗?

——基于“陆港通”的实证研究

杜心宇^{1,2}, 姚海鑫¹, 张晓旭³

(1. 辽宁大学 商学院, 沈阳 110136; 2. 辽宁工业大学 经济管理学院, 辽宁 锦州 121001;
3. 辽宁科技大学 工商管理学院, 辽宁 鞍山 114051)

摘要:以“陆港通”交易制度实施为切入点,选取2010—2019年发生过并购事项的中国A股上市公司数据,采用多期双重差分模型,考察资本市场开放对企业并购的实质性影响。结果发现,“陆港通”的实施有助于企业并购溢价的降低和并购绩效的提高,且这种效应在低机构投资者持股和现金支付企业中更加显著。进一步分析表明,“陆港通”可以通过降低企业信息不对称、提高治理水平和缓解融资问题这三种方式改善并购环境,产生促进作用。同时,“陆港通”的实施还可以降低盲目并购可能性,实现并购协同效应。研究不仅可以为资本市场开放改善企业金融环境提供有利证据,而且对并购企业未来决策优化以及资本市场高质量发展有一定的启示意义。

关键词:“陆港通”;并购溢价;并购绩效;多期双重差分

中图分类号:F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-4543(2022)11-0042-17

一、引言

由于政策的利好以及快速发展的需要,上市公司并购重组活动日趋活跃(陈胜蓝和马慧,2017)^{[1]142}。据普华永道发布的《2020年中国企业并购市场回顾与2021年前瞻》显示,2020年中国企业并购活动交易数量比前一年增加了11%,交易金额增长了30%,总额可达到7338亿美元。随着并购业务的不断扩大,收益不佳、业绩受损的并购案例也被频繁爆出,并购是否会给企业带来价值成为一个颇具争议的命题(陈仕华和卢昌崇,2013)^{[2]144}。现有学者研究指出,信息环境透明程度、委托代理问题和融资约束是影响上市公司并购重组估值和并购效果的主要因素(Li and Luo,2019;李昆和周庆鹤,2020)^[3~4]。资本市场作为企业获得外部资源和约束机制的场所,其成熟完善与否对企业的信息环境、治理环境和融资环境有重要影响(Aggarwal et al.,2010)^[5]。虽然中国资本市场由于起步晚、制度背景特殊等原因,导致金融体系尚未完善,但随着金融市场化改革的深入,中国资本市场正逐步走向成熟。尤其是2014年开通的“沪港通”交易互联互通机制,以及2016年开通的“深港通”交易互联互通机制(“沪港通”和“深港通”合称“陆港通”),更是形成了内地资本市场与香港资本市场的互通

收稿日期:2022-05-26

基金项目:国家社会科学基金一般项目“不确定性容忍度对创业企业家创业激情持续性影响机理研究”(19BGL080);辽宁省教育厅科学研究经费项目“‘一带一路’背景下辽宁并购企业融资约束问题研究”(JJW202015405);辽宁省社会科学规划基金项目“ESG理念驱动辽宁重污染企业绿色并购的作用机理与实现路径研究”(L22CGL017)

作者简介:杜心宇(1989-),女(满族),辽宁锦州人,辽宁大学商学院博士研究生,辽宁工业大学经济管理学院讲师,研究方向为公司财务与企业并购;姚海鑫(1962-),男,辽宁北镇人,辽宁大学商学院教授,博士,博士生导师,研究方向为公司治理、公司财务与企业并购;张晓旭(1987-),女,辽宁鞍山人,辽宁科技大学工商管理学院讲师,研究方向为公司财务与企业并购。

互联,拓展了中国资本市场对外开放的渠道(杨晓亮等,2020)^[6]。但是,在转型期这一经济背景下,“陆港通”交易机制能否改善企业环境,进而给并购带来积极影响,仍有待进一步研究探索。

关于资本市场开放带来的经济后果,现有研究并未达成共识。从理论上讲,资本市场开放对并购的影响有两种可能性。积极观点认为,资本市场开放有助于吸引境外资金、缓解企业融资问题(师倩和姚秋歌,2018)^[7]⁶²,提高并购议价能力和自主选择性。同时,通过引入成熟的境外投资者,可以提升企业的信息搜集分析能力、降低信息不对称性(陈丽蓉等,2021)^[8]⁵⁵,完善监督治理机制、缓解代理问题(Fang et al.,2015)^[9]⁵⁹³,从而达到改善并购环境、提高并购匹配度的目的。消极观点认为,境外资金的注入可能会使管理者在利益驱动和多重压力下发生短视行为(Denis and Sibilkov,2010)^[10]²⁴⁷,产生非效率投资(陈运森和黄健峤,2019)^[11]¹⁵²。而且,境外投资者可能由于地理和文化差异等原因不能对信息进行很好的解读(Brochet et al.,2019)^[12]⁵⁷,导致双方信息不对称性增加,信息问题加剧。再加上部分境外投资者可能是财务投机者(Brennan and Cao,1997)^[13]¹⁸⁵⁴,更可能高估并购收益,发生盲目并购行为。因此,以“陆港通”为代表的资本市场对外开放政策究竟会对并购产生何种影响,是一个有待检验的课题。

基于此,本文将“陆港通”机制作为准自然实验,运用多期双重差分法,旨在从并购视角,全面分析资本市场自由化带来的经济效应。结果表明,“陆港通”的实施有助于企业并购问题的改善,具体表现为并购溢价的降低和并购绩效的提高。而且,当并购企业为低机构投资者持股或以现金作为支付对价的企业时,“陆港通”的影响则更加显著。进一步深入研究发现,“陆港通”可以通过信息、治理和融资这三种渠道改善并购企业所处环境,还可以通过降低非效率并购可能性,增加协同效应来对并购产生积极影响。本文的研究表明,资本市场开放政策有助于缓解并购企业的高溢价和低增值问题,对于企业长远发展具有重要意义。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:第一,拓展了资本市场开放带来经济后果的研究。资本市场开放的主要目的是加强境内外市场联系,改善企业金融环境,推动经济增长。但其实施效果是否达到预期仍没有充分证据。本文借助“陆港通”实施这一准自然实验场景,探讨资本市场开放对企业并购的影响,力求揭示宏观市场环境变化对微观实体经济活动的影响机制,为金融政策的有效实施及后续市场的深度开放提供证据支持。第二,克服了现有研究的内生性问题。本文构建的多期双重差分模型,避免了“一刀切”的模式,使同一公司在不同时期既可以作为实验组也可以作为控制组,有效缓解样本公司之间固有差异对研究结论的干扰,有助于建立资本市场开放与企业并购之间的因果关系,排除其他经济政策对研究结果的潜在偏误,从而克服内生性问题。第三,拓展并购相关领域的研究边界。以往研究多从企业自身和管理者角度探讨其对并购行为的影响,对于交易市场方面的研究较为缺乏。资本市场开放政策有助于提高资本市场的资源配置,完善资本市场的监管机制。因此,探讨市场开放带来的环境变化对企业并购的影响可以更全面地展示并购行为的影响因素,丰富并购相关领域的文献研究。

二、理论分析与研究假设

“陆港通”机制的实施是否会给并购企业带来积极影响主要表现在并购价格的制定以及并购价值的创造上,因此本文基于现有研究与相关理论,分两部分进行具体探讨。

(一)“陆港通”与并购溢价

现有研究表明,并购时支付的交易对价是影响并购交易成败的重要原因(Hunter and Jagtiani,2003)^[14]。若对价过高,则意味着付出了较高的并购成本,不利于企业的后续整合和价值创造。而是否支付了过高对价可由并购溢价来进行判定。并购溢价作为并购方为目标方支付的交易价格与其内在价值之间差额的百分比,对其度量的核心环节是评估目标方企业价值,而信息的完全性和准确性是价值评估中的决定因素(陈仕华和卢昌崇,2013)^[2]¹⁴⁷。在信息优势观下,来自于香港资本市场的投资者往往是成熟的理性投资者,他们倡导价值投资,有更多的并购经验(孙泽宇和齐保垒,2021)^[15]。因

此,在企业进行并购对象选择时会利用其专业的信息搜集、挖掘、处理、理解能力帮助企业筛选出更合适的目标公司,制定更适宜的并购价格。再加上企业加入“陆港通”后,分析师等中介机构关注度增加,监管机构的信息披露要求增多,使得市场上可获得的企业信息资源有所提升(邹洋等,2019)^{[16]122}。许多企业更是为吸引境外资金流入而主动采取迎合行为降低内外部之间的信息不对称(Bae et al.,2012)^[17]。因此,“陆港通”机制可以改善企业的信息环境,提高企业估值的准确性,促进双方协同收益的基本预判,降低高溢价并购的概率。

其次,“陆港通”机制虽然加强了A股市场与国际市场的联动,但是也增加了股票市场的风险和不确定性(Giannetti,2007)^[18]。同时,内外资本市场的整合还会加剧企业间的竞争(阮睿等,2021)^[19]。不确定性的增加和竞争的加剧都会提高管理层的经营压力,再加上监管要求的严苛和监管体系的完善,管理者在多重压力下为保证并购成功必须付出诸如主动影响资产评估的过程和结果、充分博弈、审慎决策等努力(潘爱玲等,2021)^{[20]42},而这些努力一方面缓解了管理者和股东之间的代理问题(Fang et al.,2015)^{[9]599},另一方面降低了交易价格(Guo et al.,2019)^[21]。另外,巨大的压力使得管理者在进行重大决策时更偏向于谨慎保守,往往会规避一些有风险的投资(金豪和夏清泉,2017)^[22],尤其是对于不确定性较高的并购,更是显著降低了并购意向,进一步降低了高溢价并购的可能性。

最后,融资问题是目前企业在并购过程中普遍遇到的难题,几乎所有公司都面临不同程度的融资约束,甚至一些企业在并购过程中,因为无法取得足够的资金支持而导致了并购的失败(Alquist et al.,2019)^[23]。“陆港通”的实施不仅可以扩大企业的融资渠道,而且可以通过降低信息不对称和代理问题,缓解公司所受的融资约束(师倩和姚秋歌,2018)^{[7]63}。融资约束问题得到改善后,企业的资金压力下降,议价能力提升,在并购对象选择时更具自主性,进而降低企业发生不合理并购的可能性,减少并购溢价。

基于上述分析,本文提出假设:

H1a:“陆港通”的实施会降低并购溢价。

但是,中国资本市场目前尚处于转型的关键时期,监督和治理机制尚未成熟,能否经受住国际市场的波动也未可知。因此,金融开放未必能给中国资本市场带来预期中的积极影响,主要原因如下:第一,根据信息劣势观,境外投资者相比于境内投资者,由于距离远、文化差异大等原因,在本地信息获取和解读方面处于不利地位(陈丽蓉等,2021)^{[8]56}。再加上薄弱的社会关系网络,更是导致其信息资源的劣势(Brochet et al.,2019)^{[12]58}。同时,目标企业为获得高收益会尽可能“粉饰”其财务报表,加大并购企业获取真实信息的难度,增加自身企业潜在价值被高估的可能性,从而导致形成高溢价并购(王晓颖等,2021)^{[24]75}。第二,企业加入“陆港通”的主要目的是获取境外投资,增加可用资金。境内管理者为吸引更多境外投资可能急于将企业做大,从而采取扩张的发展战略。同时,境外投资者更可能是风险偏好者,热衷于通过投资来快速发展企业,而忽视后期的资源重新配置(Brennan and Cao,1997)^{[13]1852}。因此,内外双方都有采取并购策略来扩大企业规模的意向。再加上并购后声誉、薪酬等红利的诱惑(陈志斌等,2017)^[25],更是加重了代理问题,促进了并购的发生,甚至可能会通过提高并购支付金额的方式以达成并购交易。第三,“陆港通”带来融资约束的缓解会增加企业的现金流量,提高管理者对企业资源的控制能力(Denis and Sibilkov,2010)^{[10]250}。管理者会倾向于将多余的资金进行并购等投资行为而不是给股东发放股利,从而导致更严重的代理问题(Harford,1999)^[26]。同时,自有现金流的增加使得企业在并购时有支付更高价格的能力,更易促使其过度投资,支付更高的并购溢价。

基于上述分析,本文提出与H1a对立的假设:

H1b:“陆港通”的实施会提高并购溢价。

(二)“陆港通”与并购绩效

并购是否成功主要体现在并购后企业价值的变化上,“陆港通”可能会从以下方面给并购企业带来价值增值。第一,改善信息环境。在信息优势观下,企业信息环境一方面通过境外投资者卓越的信

息搜集分析能力得以改善,另一方面通过企业自身为适应更严格的监管要求和吸引更多的投资而得以提升。信息不对称的改善有助于并购双方对彼此的了解,可以促进并购企业的良好匹配,从而提升并购效果,达到并购目的(Chen et al., 2017)^[27]。第二,缓解代理问题。“陆港通”会导致市场不确定性的增加和行业竞争的加剧,也会带来更严格的监管要求。这些压力迫使管理者决策时更多地从公司的角度出发,从而抑制其自利行为,发挥治理效用(邹洋等,2019)^{[16]125}。而且,“陆港通”引入的境外投资者大部分为机构投资者,可以有效降低高管的机会主义行为和道德违约风险(Ferreira and Matos, 2008)^[28],从而使公司表现出良好的治理效果,重视并购后的业务整合以及并购价值创造,进而促进并购绩效的提升。第三,降低融资约束。“陆港通”机制实施后,企业的融资约束情况得以缓解,并购活跃度提高,并购公司不会因为资金短缺而放弃“优质目标企业”,他们将会做出更好的并购决策,得到较高的并购绩效。同时,融资约束的缓解可以提高并购企业现金支付比例,从而向市场传递股价被低估的积极信号(Cho and Ahn, 2017)^[29],推动其股价上涨,给企业带来更好的并购绩效。第四,获得协同效应。资本市场开放可以提升企业的资源配置效率(王建新和丁亚楠,2020)^[30]。优质的境外经营者可以给企业带来先进的管理经验和经营理念。并购双方要素资源配置效率的提升、整体管理水平和经营效率的提高,都可以促使并购后企业协同效应实现(王晓颖等,2021)^{[24]76}。因此,并购企业加入“陆港通”后可以通过获得协同效应提高企业价值。

基于上述分析,本文提出假设:

H2a:“陆港通”的实施会提高并购绩效。

但是,在信息劣势观下,境外投资者可能由于地理距离远、人脉关系弱而处于信息不利地位。故而,在企业发生并购时,双方信息不对称程度的提高会增加并购过程中的不确定性,加大并购决策的风险,提高并购失败带来损失的可能(李善民等,2015)^{[31]142}。其次,若“陆港通”机制导致了信息环境的恶化,那么就会加剧企业的融资约束程度,产生企业因外部所需资金受限而放弃投资机会的情形,降低投资效率,损害并购方利益(袁卫秋,2014)^[32]。再加上“陆港通”给企业带来的经营和监管“双重”压力极有可能促使管理者发生短视行为,使其放弃一些净现值为正的长期投资项目,而选择一些缺乏成长性的短期业务(陈运森和黄健峤,2019)^{[11]153}。这些行为会给企业带来较差的并购绩效,损害公司的长远价值。

基于上述分析,本文提出与 H2a 对立的假设:

H2b:“陆港通”的实施会降低并购绩效。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取 2010—2019 年发生过并购事项的中国 A 股上市公司为初始研究样本,依据以下原则对样本进行筛选:(1)选择交易方为买方的并购;(2)剔除并购公司为金融行业的并购;(3)剔除未成功的并购交易;(4)剔除 ST 类、*ST 类和主要变量存在数据缺失的并购;(5)剔除交易金额小于 100 万元的并购;(6)同一家上市公司一年内连续发生多次并购事件,只选择当年规模最大的交易事件作为研究样本。经过筛选,得到 2584 个并购样本数据。然后,根据“陆港通”的试点公司名单来确定实验组样本。截至 2019 年 12 月 31 日,符合条件的沪港通股票数量为 903 只,深港通股票数量为 342 只,总数量为 1245 只。最后,对并购企业和“陆港通”企业进行匹配,得到 618 个匹配值。同时,为削弱极端值的影响,本文对全部连续变量进行了 1% 和 99% 分位上的缩尾处理。本文数据来自 CSMAR 数据库。

(二)模型设定与变量定义

借鉴 Beck 等(2010)^[33]的多期双重差分回归模型,本文建立模型(1)检验“陆港通”对并购溢价的影响,建立模型(2)检验“陆港通”对并购绩效的影响。

$$Premium_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \sum \beta_2 Control_{i,t-1} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$AcquisitionPerformance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \sum \beta_2 Control_{i,t-1} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Premium_{i,t}$ 为并购溢价。关于并购溢价的度量, 本文借鉴陈仕华和卢昌崇(2013)^{[2]149} 以及陈胜蓝和马慧(2017)^{[1]153} 学者的研究, 以交易价格超过标的净资产账面价值的部分来进行衡量, 具体计算公式为:

$$Premium_{i,t} = (\text{交易总价} - \text{交易标的净资产}) / \text{交易标的净资产} \quad (3)$$

$AcquisitionPerformance_{i,t}$ 为并购绩效。本文使用 CAR 和 $\Delta Tobin's Q$ 分别衡量并购企业的短期绩效和长期绩效。

(1) 累计超额收益率(CAR)。依据市场模型法, 本文先按模型(4) 估计系数 α_i, β_i 。其中, $R_{i,t}$ 为公司 i 在 t 时期考虑现金红利再投资的股票日收益率, $R_{m,t}$ 为在 t 时期考虑现金红利再投资的市场回报率, 估计期为并购首次公告日前 210 个交易日至公告日前 11 个交易日; 然后再计算出 $R_{i,t}$ 实际值和预测值之差 $A_{i,t}$; 最后选择并购公告前后 3 个交易日作为窗口期, 计算窗口期内 $A_{i,t}$ 的累计超额收益率 $CAR(-3, 3)$ 。此外, 本文使用 $CAR(-5, 5)$ 作为短期并购绩效的稳健性检验指标。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

(2) 托宾 Q ($\Delta Tobin's Q$)。由于托宾 Q 值可以较全面地反映出公司价值, 因此本文的长期并购绩效使用 $Tobin's Q$ 在并购完成前后 1 年的变动值来衡量。

$D_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年是否为“陆港通”标的股票。当 $D_{i,t} = 1$ 时, 表示公司 i 在 t 年为“陆港通”标的企业, 为实验组; 当 $D_{i,t} = 0$ 时, 表示公司 i 在 t 年为非“陆港通”标的企业, 为控制组。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	并购溢价	$Premium$	交易价格超过标的净资产账面价值的部分, 使用交易总价与交易标的净资产的差除以交易标的净资产来衡量
	短期并购绩效	$CAR(-3, 3)$	累计超额收益率, 使用市场模型计算的公司首次发布并购公告前后 3 个交易日的超额累计收益率来衡量
	长期并购绩效	$\Delta Tobin's Q$	并购前后 1 年公司市场价值的变动值, 使用公司并购完成后 1 年市场价值均值与并购前 1 年市场价值均值的差来衡量
解释变量	“陆港通”标的企业	D	虚拟变量, 公司 i 在 t 年末已被列示在“陆港通”试点名单中则取值为 1, 否则为 0
控制变量	企业规模	$Size$	资产总额的自然对数
	流动比率	CR	流动资产/流动负债
	流动资产比率	Liq	流动资产/总资产
	固定资产比率	$PPER$	固定资产/总资产
	现金流量比率	CFO	经营活动现金流量净额/流动负债
	总资产增长率	$Growth$	(本期期末资产总额 - 上期期末资产总额)/上期期末资产总额
	资本性支出	$CAPX$	资本性支出/总资产
	大股东持股比	$Top1$	第一大股东持股数/年末总股数
	两职兼任	$Dual$	虚拟变量, 当董事长与总经理两职合一时取值为 1, 否则为 0

另外, 为缓解其他变量带来的缺失变量偏误, 本文选取了两种类型的控制变量, 即财务状况指标和公司治理指标。其中财务状况指标包括企业规模 ($Size$)、流动比率 (CR)、流动资产比率 (Liq)、固定

资产比率(*PPER*)、现金流量比率(*CFO*)、总资产增长率(*Growth*)、资本性支出(*CAPX*);治理指标包括大股东持股比(*Top1*)和两职兼任情况(*Dual*)。同时,为缓解内生性问题,控制变量均取滞后一期数值。此外,还加入了年度哑变量(*Year*)和公司哑变量(*Firm*)分别控制年度和个体固定效应。具体变量定义见表1。

四、实证结果分析

(一)描述性分析

表2列示了主要变量的描述性统计结果。由表2可以看出,并购溢价的均值为0.985,说明并购交易中的平均溢价约为目标企业净资产账面的一倍,高于西方国家的并购溢价平均水平。对于短期并购绩效(*CAR*)而言,并购宣告日前后三天的累计超额回报率均值为0.009,表明市场在短期内对并购有正向反应。长期并购绩效 $\Delta Tobin's Q$ 的均值为-0.600,标准差为1.875,表明并购后多数企业的市场价值并没有得到提升,且企业间差异较大。代表“陆港通”标的企业的*D*均值为0.241,说明约有四分之一的并购样本加入了“陆港通”试点。其他变量数值均在正常范围内。

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25分位数	中位数	75分位数	最大值
<i>Premium</i>	2097	0.985	1.057	0.000	0.002	0.729	1.675	4.385
<i>CAR(-3,3)</i>	2097	0.009	0.086	-0.230	-0.022	0.001	0.026	0.398
$\Delta Tobin's Q$	2097	-0.600	1.875	-8.642	-1.155	-0.158	0.119	5.166
<i>D</i>	2097	0.241	0.428	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	2097	21.235	3.279	1.161	20.796	21.514	22.303	25.139
<i>CR</i>	2097	2.480	2.558	0.264	1.102	1.700	2.872	16.145
<i>Liq</i>	2097	0.577	0.215	0.107	0.442	0.597	0.738	0.964
<i>PPER</i>	2097	0.198	0.154	0.020	0.078	0.167	0.282	0.698
<i>CFO</i>	2097	0.190	0.344	-0.652	0.004	0.117	0.311	1.706
<i>Growth</i>	2097	0.234	0.469	-0.261	0.001	0.098	0.266	3.089
<i>CAPX</i>	2097	0.050	0.046	0.000	0.016	0.037	0.070	0.221
<i>Top1</i>	2097	0.332	0.150	0.018	0.221	0.318	0.437	0.719
<i>Dual</i>	2097	0.327	0.469	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

(二)平行趋势检验及动态效应分析

使用双重差分模型必须要满足平行趋势假定,而由于多期DID的政策冲击是渐进的,因此,本文采用事件研究法来检验模型(1)和(2)的平行趋势及动态效应,具体模型见公式(5)。其中, β_t^0 为机制实施前每年系数, β_t^1 为机制实施后每年系数,剔除实施前一年系数作为相对时点的基准。检验结果如表3所示。机制实施前系数均未通过显著性检验,机制实施当年系数开始显著。这说明在“陆港通”实施之前,实验组样本与控制组样本之间的并购溢价和并购绩效并不存在显著差异,其差异是在“陆港通”机制实施之后才产生的。因此,两组样本满足平行趋势假设要求,并且实施后每年系数的变化反应出政策效果的时间动态效应。

$$Premium/AcquisitionPerformance_{i,t} = \alpha + \sum_{l=-3}^{-2} \beta_l^0 D_{i,t}^l + \sum_{l=0}^4 \beta_l^1 D_{i,t}^l + \sum \gamma Control_{i,t-1} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

表3 动态平行趋势检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Premium</i>	<i>CAR</i> (-3,3)	Δ <i>Tobin's Q</i>
<i>D</i> (-3)	-0.068 (-0.242)	-0.089 (-0.615)	0.109 (0.278)
<i>D</i> (-2)	-0.149 (-0.430)	-0.217 (-1.189)	-0.285 (-0.991)
<i>D</i> (0)	-0.868*** (-3.286)	0.486*** (3.709)	0.615*** (2.846)
<i>D</i> (1)	-1.019*** (-4.409)	0.279*** (3.212)	2.726*** (12.125)
<i>D</i> (2)	-0.793*** (-3.421)	0.173*** (3.092)	1.700*** (9.042)
<i>D</i> (3)	-0.718*** (-3.066)	0.205** (2.392)	0.799*** (4.432)
<i>D</i> (4)	-0.758*** (-3.002)	-0.139 (-1.580)	-0.055 (-0.275)
常数项	19.143*** (37.843)	0.169 (0.533)	-1.001 (-1.361)
控制变量	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制
样本量	2097	2097	2097
<i>Adj-R</i> ²	0.309	0.030	0.341

注:括号内的数值为t值;**、***分别表示在5%、1%的统计水平下显著。

(三)实证结果分析

“陆港通”对并购溢价的回归结果见表4的(1)~(2)列。(1)列为未加入其他控制变量的回归结果,*D*的系数为-0.550,t值为-2.818,在1%的水平下显著为负;(2)列为加入全部控制变量的回归结果,*D*的系数为-0.486,t值为-2.520,在5%的水平下显著为负。可见,无论是否控制其他变量,“陆港通”机制的开通都会降低企业的并购溢价,表明积极引入境外资金和投资者有助于目标估值准确性的提高和溢价并购的缓解,因此假设H1a得到了验证。“陆港通”对并购绩效影响的回归结果见表4的(3)~(6)列。其中,(3)~(4)列显示的是“陆港通”对短期绩效的影响,(5)~(6)列显示的是“陆港通”对长期绩效的影响。从(3)列可以看出,在不控制其他控制变量时,*D*的系数为0.158,t值为2.256,在5%的水平下显著为正;在控制其他控制变量时,(4)列的结果显示*D*的系数为0.134,t值为1.829,在10%的水平下显著为正,从而说明随着资本市场的开放,并购企业的短期绩效得以提升。从(5)列可以看出,在不控制其他控制变量时,*D*的系数为0.577,t值为3.028,在1%的水平下显著为正;在控制其他控制变量时,(6)列的结果显示*D*的系数为0.536,t值为2.888,同样也在1%的水平下显著为正,从而说明随着资本市场开放程度的增加,并购企业的长期绩效也呈上升趋势。综合(3)~(6)列的回归结果可以看出,“陆港通”机制实施后,试点公司相对于非试点公司表现出更好的并购绩效,支持了前述假设H2a,说明“陆港通”这一资本市场开放政策有助于并购企业信息的匹配和并购效果的提升。

表4 基础回归结果

变量	Premium		CAR(-3,3)		Δ Tobin's Q	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>D</i>	-0.550*** (-2.818)	-0.486** (-2.520)	0.158** (2.256)	0.134* (1.829)	0.577*** (3.028)	0.536*** (2.888)
<i>Size</i>		-0.020 (-0.772)		-0.002 (-0.137)		0.060 (1.622)
<i>CR</i>		-0.067* (-1.925)		-0.001 (-0.063)		0.086** (2.101)
<i>Liq</i>		0.883 (1.533)		-0.241 (-1.177)		-0.980 (-1.180)
<i>PPER</i>		2.210*** (2.745)		-0.756*** (-2.739)		-0.336 (-0.327)
<i>CFO</i>		0.262 (1.106)		0.127 (1.293)		-0.469* (-1.786)
<i>Growth</i>		-0.198* (-1.693)		0.224*** (3.541)		0.163 (1.124)
<i>CAPX</i>		1.317 (0.796)		-0.901 (-1.312)		3.503* (1.785)
<i>Top1</i>		-3.232*** (-4.153)		0.076 (0.382)		0.505 (0.664)
<i>Dual</i>		-0.086 (-0.591)		0.118* (1.883)		-0.016 (-0.091)
常数项	19.502*** (298.211)	20.184*** (40.159)	-0.222 (-0.553)	0.066 (0.150)	-0.820*** (-12.259)	-1.971*** (-2.737)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	2097	2097	2097	2097	2097	2097
<i>Adj-R</i> ²	0.292	0.321	0.057	0.069	0.354	0.368

注:括号内的数值为t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的统计水平下显著。

(四)稳健性检验

1. 考虑异质性处理效应的权重检验

最新文献研究发现,当采用多期 DID 模型进行政策效果估计时,如果数据存在异质性,则估计系数就会发生偏差。因此,本文借鉴 Chaisemartin 和 Haultfoeulle(2020)^[34] 的研究,构建真实 β^{true} 参数,以检验多期 DID 的估计结果在异质性处理效应下的稳健性。检验结果见表 5 所示。样本企业权重多数为正,且稳健性指标接近 1,表明结果稳健,异质性处理效应对本文的估计结果无实质性影响。

$$\beta^{true} = E\left(\sum_{(g,t):D_{g,t}} W_{g,t} \Delta_{g,t}\right) \quad (6)$$

表5 权重检验

变量	正权重(%)	负权重(%)	稳健性指标
<i>Premium</i>	86.97	13.03	2.456
<i>CAR(-3,3)</i>	86.97	13.03	1.184
Δ <i>Tobin's Q</i>	87.04	12.96	1.566

2. PSM - DID 检验

由于进入“陆港通”的标的企业在多方面与未进入企业存在较大差异,因此,本文采用倾向匹配得分(PSM)方法对样本企业进行匹配,控制选择性偏差。采用卡尺内近邻匹配方式进行配对后,PSM前后变量差异的结果如图1所示。可以看出,匹配后实验组与控制组之间的差异显著降低,很好地解决了两组样本企业在个体特征上的系统性差异问题。并且,利用匹配后样本重新对模型(1)和(2)进行检验,结果如表6的(1)~(3)列所示,与前文表4结果一致。

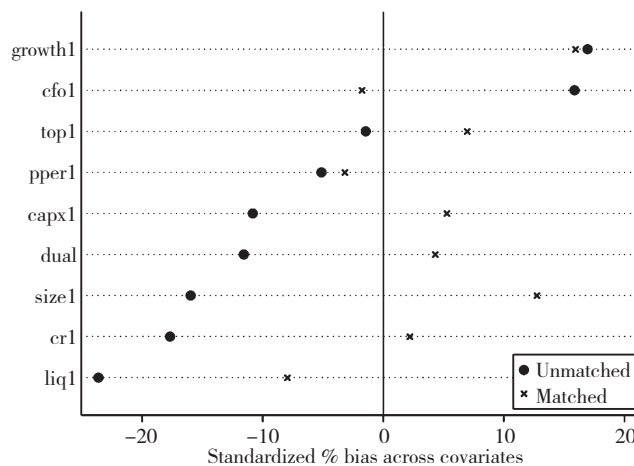


图1 PSM 匹配前后各特征变量标准化偏差

3. 替换变量检验

作为被解释变量,并购溢价和并购绩效度量的准确性影响着研究结论是否可靠。因此,本文对二者进行了替代性指标检验。并购溢价在会计报表中主要以商誉的形式出现,因此本文用商誉净额/总资产作为商誉的衡量指标,体现“陆港通”对溢价的影响,回归结果见表6的(4)列,*D*的系数显著为负,说明加入“陆港通”的并购企业会有较低的高誉,即存在较低的并购溢价。同时,本文使用并购方在并购宣告日前后五天的累计超额收益率 *CAR(-5,5)* 来度量并购的短期绩效,用并购完成前后1年 *ROE* 的均值差来度量并购长期绩效,检验结果见表6的(5)~(6)列,*D*的符号和显著性与前文结果一致,体现了研究结论的稳健性。

表6 PSM 和替换变量检验

变量	PSM			替换变量		
	(1) <i>Premium</i>	(2) <i>CAR(-3,3)</i>	(3) Δ <i>Tobin's Q</i>	(4) <i>SY</i>	(5) <i>CAR(-5,5)</i>	(6) Δ <i>ROE</i>
<i>D</i>	-0.340*** (-2.017)	0.170** (2.416)	0.493*** (2.646)	-0.015* (-1.752)	0.133* (1.805)	0.665*** (1.650)

表 6(续)

变量	PSM			替换变量		
	(1) <i>Premium</i>	(2) <i>CAR(-3,3)</i>	(3) Δ <i>Tobin's Q</i>	(4) <i>SY</i>	(5) <i>CAR(-5,5)</i>	(6) Δ <i>ROE</i>
常数项	18.098*** (42.699)	-0.343 (-0.818)	-1.120*** (-1.945)	0.140*** (2.971)	0.030 (0.069)	-1.266** (-2.313)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	2069	2069	2069	2097	2097	2097
<i>Adj-R</i> ²	0.494	0.089	0.364	0.006	0.058	0.150

注:括号内的数值为t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的统计水平下显著。

五、进一步分析与讨论

(一) 异质性分析

资本市场开放对所有并购企业的影响是否同质,是学者们重点关注的一个问题。由于自身特质的不同,各企业对于政策的解读和具体操作都会存在一定差异。因此,本文从机构投资者持股和并购支付方式两个角度探讨“陆港通”实施对企业并购的横截面差异。

1. 机构投资者持股

已有研究表明,机构投资者可对企业决策产生重要影响。首先,机构投资者具有丰富的投资经验,其对于并购目标的选择有着更强的专业性;其次,机构投资者有意愿和能力在企业治理中发挥积极作用;另外,机构投资者因涉猎领域较多,更能广泛了解各行业和公司的相关信息。因此,若企业在加入“陆港通”前机构持股比例较高,则会削弱“陆港通”机制对并购的作用。为检验这一观点,本文按机制实施前机构持股比例中位数进行分类,检验“陆港通”对高/低机构投资者持股比例企业并购溢价和绩效的影响。表7Panel A的结果显示,低持股比例组的并购溢价显著降低,绩效显著上升,而高持股比例组未通过显著性检验,说明“陆港通”机制更能对低机构投资者持股比例的企业产生积极影响。

表 7 异质性分析

Panel A:机构投资者持股						
变量	<i>Premium</i>		<i>CAR(-3,3)</i>		Δ <i>Tobin's Q</i>	
	(1) 高机构持股 比例企业	(2) 低机构持股 比例企业	(3) 高机构持股 比例企业	(4) 低机构持股 比例企业	(5) 高机构持股 比例企业	(6) 低机构持股 比例企业
<i>D</i>	-0.088 (-0.277)	-0.495* (-1.835)	0.011 (0.121)	0.247** (2.088)	0.339 (1.418)	0.619* (1.771)
常数项	39.476*** (7.231)	19.004*** (28.944)	0.531 (0.722)	0.070 (0.107)	-7.977* (-1.783)	-2.458** (-2.412)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制

表7(续)

Panel A:机构投资者持股						
变量	Premium		CAR(-3,3)		Δ Tobin's Q	
	(1) 高机构持股 比例企业	(2) 低机构持股 比例企业	(3) 高机构持股 比例企业	(4) 低机构持股 比例企业	(5) 高机构持股 比例企业	(6) 低机构持股 比例企业
样本量	1027	1070	1027	1070	1027	1070
Adj-R ²	0.340	0.378	0.072	0.092	0.345	0.434
Panel B:支付方式						
变量	Premium		CAR(-3,3)		Δ Tobin's Q	
	(1) 现金支付	(2) 非现金支付	(3) 现金支付	(4) 非现金支付	(5) 现金支付	(6) 非现金支付
D	-0.471** (-2.021)	-0.357 (-0.296)	0.164** (2.071)	0.029 (0.139)	0.526** (2.470)	0.336 (0.290)
常数项	19.177*** (33.301)	26.054* (2.079)	-0.000 (-0.000)	-0.574 (-0.393)	-1.877** (-2.468)	-33.324** (2.948)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	1712	385	1712	385	1712	385
Adj-R ²	0.336	0.210	0.074	0.050	0.431	0.701

注:括号内的数值为t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的统计水平下显著。

2. 并购支付方式

投资者总是希望从并购事件中找到一些信号并据此判断并购的未来前景,并购支付方式就是这类信号。根据信号传递理论,公司在发生并购交易时若采用现金方式支付,则会向投资者传递公司现金状况良好、管理层对未来充满信心的积极信号,从而带来正向的市场反应。并且,根据Slusky和Caves(1991)^[35]的研究,现金支付方式的溢价水平也会相对较低。因此,本文推测以现金作为支付方式的并购存在着更低的溢价和更高的绩效。表7的Panel B验证了这一设想。现金支付组的并购企业加入“陆港通”后溢价显著降低,绩效显著上升,而非现金支付组的并购企业未通过显著性检验,说明“陆港通”机制更有助于现金支付企业并购价值的实现。

(二)渠道检验

在前文理论分析部分,本文提出“陆港通”可能通过影响企业的信息环境、公司治理以及融资情况进而影响企业并购,但是基本回归结果不能说明具体的渠道作用。因此,本文从这三个潜在的影响角度进行机制分析检验,以识别单个因素的渠道作用。

1. 信息渠道

信息环境对企业行为决策有着重要影响。企业在进行并购决策时所拥有的信息资源可降低并购过程中的不确定性,缓解并购双方的信息不对称程度(李善民等,2015)^{[31]143}。因此,“陆港通”机制可以通过境外投资者对信息更专业地获取和分析、中介和监管机构对信息更全面地要求、企业更主动地信息披露,从而改善市场整体的信息环境,影响企业并购。为检验是否存在信息环境的渠道作用,本

文使用分析师跟踪数量作为企业信息环境的度量指标,根据分析师人数的均值对样本进行分组。大于均值的为信息透明组,否则为信息不透明组,回归结果见表8的Panel A。信息不透明组的系数通过了显著性检验,而信息透明组的系数未通过显著性检验。说明“陆港通”可以更有效地改善信息环境较弱企业的并购问题,信息环境的渠道作用得以识别。

2. 治理渠道

管理者是企业并购决策的主导力量,可以直接影响并购的动机、过程和效果。管理者和股东之间的利益冲突是产生并购异象的主要原因,也是制约并购产生价值的关键因素(潘爱玲等,2021)^{[20]43}。“陆港通”机制实施后管理者压力的增大可以促使其自利行为的减少以及并购决策的谨慎,同时通过引入成熟的境外投资者,可以一方面帮助改善公司的治理机制,另一方面发挥监督作用,从而缓解企业的代理问题。为检验是否存在治理环境的渠道作用,本文使用控制权和管理权之差度量企业的治理环境,若差值大于均值则为代理成本高组,否则为代理成本低组,回归结果见表8的Panel B。代理成本高组的系数显著为正,而代理成本低组的系数未通过显著性检验。由此表明,“陆港通”能更有效地改善代理成本较高企业的并购问题,治理环境的渠道作用得以检验。

3. 融资渠道

并购作为企业重要的投资活动,仅靠自身资金的积累很难满足。因此,企业所受融资约束程度的高低以及融资渠道畅通与否是并购成败的关键因素。“陆港通”机制实施后,企业融资约束情况得以缓解,资本储备增加,并购可使用资金数量上升,有助于前期的议价和后期的整合,推进并购的有效实现。为检验是否存在融资环境的渠道作用,本文使用SA指数度量企业的融资约束情况,并按照均值进行分组,大于均值则为低融资约束组,否则为高融资约束组,回归结果见表8的Panel C。高融资约束组的系数通过了显著性检验,而低融资约束组的系数未通过显著性检验。说明“陆港通”能更有效地抑制高融资约束企业的并购溢价、提升并购绩效,融资环境的渠道作用得以验证。

表8 渠道检验

Panel A:信息环境						
变量	Premium		CAR(-3,3)		Δ Tobin's Q	
	(1) 信息不透明	(2) 信息透明	(3) 信息不透明	(4) 信息透明	(5) 信息不透明	(6) 信息透明
D	-0.542** (-2.025)	0.354 (0.823)	0.316*** (2.980)	0.139 (1.150)	0.465* (1.709)	0.316 (0.855)
Difference	-0.508*** (-6.310)		-0.031* (-1.684)		0.658*** (8.164)	
常数项	19.206*** (19.420)	18.285*** (22.547)	4.415*** (3.833)	-0.375 (-0.800)	0.594 (0.551)	-2.772*** (-2.613)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	1059	1038	1059	1038	1059	1038
Adj-R ²	0.243	0.344	0.075	0.078	0.422	0.390

表8(续)

Panel B: 治理环境						
变量	Premium		CAR(-3,3)		Δ Tobin's Q	
	(1) 代理成本低	(2) 代理成本高	(3) 代理成本低	(4) 代理成本高	(5) 代理成本低	(6) 代理成本高
D	-0.281 (-0.426)	-0.701*** (-3.005)	0.122 (1.115)	0.164* (1.866)	0.271 (0.521)	0.427* (1.793)
Difference	0.284*** (2.958)		0.015* (1.832)		-0.355** (-2.658)	
常数项	53.128** (2.460)	19.831*** (35.845)	-2.185** (-2.112)	0.365 (0.671)	-8.193 (-0.507)	-2.097** (-2.584)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	1274	823	1274	823	1274	823
Adj-R ²	0.384	0.305	0.080	0.079	0.520	0.355
Panel C: 融资环境						
变量	Premium		CAR(-3,3)		Δ Tobin's Q	
	(1) 低融资约束	(2) 高融资约束	(3) 低融资约束	(4) 高融资约束	(5) 低融资约束	(6) 高融资约束
D	-0.194 (-0.733)	-0.665** (-2.315)	0.065 (0.584)	0.220*** (2.261)	0.198 (0.776)	0.669*** (2.477)
Difference	0.088* (1.905)		0.012* (1.710)		-0.164* (-1.998)	
常数项	19.751*** (31.710)	21.149*** (13.471)	-0.562 (-0.803)	0.440 (0.751)	-2.706** (-3.457)	-2.567*** (-2.688)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	1031	1066	1031	1066	1031	1066
Adj-R ²	0.278	0.393	0.064	0.112	0.353	0.410

注:括号内的数值为t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的统计水平下显著。

(三)其他方面

“陆港通”机制实施对企业并购的影响是多方面的,那么除并购溢价和并购绩效外,“陆港通”还可能对并购哪些方面产生影响?基于前文的理论分析,本部分进一步探讨了“陆港通”对并购其他方面的影响,以求更全面、深层次地揭示资本市场开放对企业并购的作用。

1. 并购可能性

中国企业热衷于并购,并且为了完成并购交易,宁愿支付高昂的并购溢价,进而产生一系列问题,出现“赢者诅咒”。那么,如何缓解这种现象呢?管理者的过度自信和自身利益驱动是企业发生非效率并购的主要原因之一(陈仕华和卢昌崇,2013)^{[2]145},想要抑制并购浪潮必须先降低管理者的过度并

购倾向。而“陆港通”可以通过降低企业内外部信息不对称性和加强治理监督效应缓解管理者自身层面的问题,从而降低企业发生盲目并购的可能性。为检验这一假设,本部分构建公式(7)体现企业加入“陆港通”后对并购可能性的影响,结果见表9所示。由(1)列可知,并购企业加入“陆港通”后,系数显著为负,并且进一步分析得出 D 的边际系数为 -0.070 ,即每增加一个加入“陆港通”的并购企业,并购发生的概率会减少 7%。说明并购企业加入“陆港通”后,并购可能性降低,管理者的并购决策更加谨慎,并购质量得以提升,并购决策更有保障。

$$\ln \frac{P_i(M\&A = 1)}{1 - P_i(M\&A = 1)} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \sum \beta_2 Control_{i,t-1} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

表9 进一步分析

变量	并购可能性		并购协同效应	
	(1)	(2)	(3)	
	$M\&A$	SYN	ΔROA	
D	-0.579*** (-3.762)	2.380** (2.388)	0.032* (1.782)	
常数项	-5.940*** (-4.176)	-3.460* (-1.654)	-0.140*** (-5.180)	
控制变量	控制	控制	控制	
年度	控制	控制	控制	
公司	控制	控制	控制	
样本量	5449	2097	2097	
Adj/ Pseudo R^2	0.180	0.013	0.137	

注:Logit 模型报告其 Pseudo R^2 ,括号内为 z 值;*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的统计水平下显著。

2. 并购协同效应

并购交易中的利益协同促使并购双方进行有效的并购整合,提高资源要素的配置效率,为并购企业创造价值。因此,“陆港通”机制的实施是否提高了并购双方的协同效应对并购企业的价值有重要影响。并且,王艳等(2020)^[36]的研究认为,并购协同效应会形成一种利益捆绑机制,使得协同效应创造的不仅仅是“1+1>2”的收益,更是资源配置效率和规模经济的提升。因此,本文进一步探究“陆港通”机制对并购协同的影响。对于协同效应的度量采取两种方法,一种是将协同效应看作并购双方在事件窗口期内投资组合的累积异常收益,具体公式如模型(8)。另一种是用并购首次公告日前后 1 年的总资产收益率变化 ΔROA 来衡量。本文运用这两种方法构建公式(9)检验“陆港通”对协同效应的影响,结果见表 9。由(2)~(3)列可知,无论是采用市场反应法还是会计指标法, D 的系数显著为正,说明并购企业加入“陆港通”后资源配置效率得以提高,协同作用得以增强,价值增值得以实现。

$$Syn_{i,t} = CAR_{i,t} \times \frac{\text{主并公司净资产}}{\text{主并公司净资产} + \text{目标公司净资产}} + Premium_{i,t} \times \frac{\text{目标公司净资产}}{\text{主并公司净资产} + \text{目标公司净资产}} \quad (8)$$

$$Syn_{i,t}/\Delta ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \sum \beta_2 Control_{i,t-1} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

六、研究结论与启示

在国家对并购“放管服”理念的推动下,资本市场开放政策对企业并购产生的是积极影响还是消极影响,是一个亟待探讨的现实问题。本文利用“陆港通”实施这一外生事件,以 2010—2019 年上市

公司的并购数据为研究样本,运用多期双重差分模型探究“陆港通”机制对企业并购的影响。研究发现,“陆港通”的实施有助于企业并购溢价的降低和并购绩效的提高。并且,异质性分析表明,“陆港通”对并购溢价和并购绩效的影响在低机构投资者持股比例和现金支付的企业中更加显著。为了进一步弄清“陆港通”对企业并购的影响机制,本文分别基于信息环境、治理环境和融资环境进行渠道检验,结果表明“陆港通”对信息不透明程度高、代理问题严重以及高融资约束的企业并购作用更明显。另外,“陆港通”机制还有助于降低盲目并购可能性,提升并购协同效应。本文的结论表明,资本市场开放有利于并购环境的改善,有利于并购效率的提升,有利于引导实体经济的更好发展。

基于上述研究结论,本文提出如下政策启示:第一,注重制度规则的深层次对接,加强监督管理力度。虽然资本市场开放后,企业的代理问题有所缓解,监管环境有所改善,但是金融自由化会加剧市场波动,危害经济稳定。因此,需制定更详细的制度要求和更有力的监管体系来辅助企业经营。第二,为更全面地改善资本市场环境,提升企业并购价值,需要切实发挥境外投资者的信息优势、管理经验以及价值投资理念,缓解境内管理者的机会主义行为和资金压力,提高其信息获取和处理能力。同时,需加强境外投资者对境内企业的监督和引导,从而在根本上提升企业实力,促进企业在资本市场上更健康发展。第三,未来可通过进一步推进资本市场高水平双向开放,完善境内外市场互联互通机制,来促进金融市场资源的有序流动。既让外资“能来”,降低准入门槛,拓宽进入渠道;又让外资“想来”,加快市场建设,完善评级体制,以金融开放助力双循环格局的稳定与提升。

最后,本研究也存在一些局限性:例如,本文认为企业是否成为“陆港通”标的企业是完全随机的,但是根据于博和吴菡虹(2020)^[37]的研究,企业是否被选入成分股是存在反向选择效应的。对于整体资质较弱的企业,虽然“陆港通”对其影响较大,但是它被选入“陆港通”标的的概率却很低;而对于整体资质较好的企业,由于已经具备了较完善的信息、治理等效应,从而削弱了“陆港通”实施对其产生的影响。因此,反向选择效应的存在可能使研究低估了资本市场开放对于并购企业尤其是资质较好并购企业的影响,而是否如此则有待于进一步地研究和检验。

参考文献:

- [1] 陈胜蓝,马慧. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. 管理世界,2017,(7):142-156.
- [2] 陈仕华,卢昌崇. 企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究[J]. 管理世界,2013,(5):144-156.
- [3] Li X F, Luo D. Financial Constraints, Stock Liquidity, and Stock Returns[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2019,63:101139.
- [4] 李昆,周庆鹤. 资本市场开放与并购商誉——基于“沪港通”的实证研究[J]. 经济体制改革,2020,(3):137-143.
- [5] Aggarwal R, Erel I, Ferreira M, et al. Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 100(1): 154-181.
- [6] 杨晓亮,李冬,王维红. 资本市场开放如何影响中国企业对外直接投资[J]. 云南财经大学学报,2020,(7):81-97.
- [7] 师倩,姚秋歌. 沪港通与公司融资约束——基于双重差分模型的实证研究[J]. 财务研究,2018,(2):62-72.
- [8] 陈丽蓉,黄明凤,孙昭恩. 资本市场开放促进企业履行社会责任吗? ——基于产品市场竞争与股权异质性的调节效应[J]. 云南财经大学学报,2021,(2):54-68.
- [9] Fang V W, Maffett M, Zhang B. Foreign Institutional Ownership and the Global Convergence of Financial Reporting Practices[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(3): 593-631.
- [10] Denis D J, Sibilkov V. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(1):247-269.

- [11] 陈运森,黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019, (8):151-170.
- [12] Brochet F, Miller G S, Naranjo P, et al. Managers' Cultural Background and Disclosure Attributes[J]. The Accounting Review, 2019, 94(3): 57-86.
- [13] Brennan M J, Cao H H. International Portfolio Investment Flow[J]. Journal of Finance, 1997, 52(5): 1851-1880.
- [14] Hunter W C, Jagtiani J. An Analysis of Advisor Choice, Fees, and Effort in Mergers and Acquisitions[J]. Review of Financial Economics, 2003, 12(1): 65-81.
- [15] 孙泽宇,齐保垒. 资本市场开放与高管薪酬契约有效性——基于沪深港通交易制度的准自然实验[J]. 当代财经, 2021, (1):124-136.
- [16] 邹洋,张瑞君,孟庆斌,等. 资本市场开放能抑制上市公司违规吗?——来自“沪港通”的经验证据[J]. 中国软科学, 2019, (8):120-134.
- [17] Bae K H, Ozoguz A, Tan H, et al. Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets? [J]. Journal of Financial Economics, 2012, 105(1): 209-227.
- [18] Giannetti M. Financial Liberalization and Banking Crises: The Role of Capital Inflows and Lack of Transparency [J]. Journal of Financial Intermediation, 2007, 16(1): 32-63.
- [19] 阮睿,孙宇辰,唐悦,等. 资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J]. 金融研究, 2021, (2):188-206.
- [20] 潘爱玲,吴倩,李京伟. 高管薪酬外部公平性、机构投资者与并购溢价[J]. 南开管理评论, 2021, 24(1):39-49.
- [21] Guo J, Li X, Seeger N C, et al. Social Connections, Reference Point and Acquisition Premium[J]. The British Accounting Review, 2019, 51(1): 46-71.
- [22] 金豪,夏清泉. 上市公司管理者风险偏好与公司非效率投资——基于国有企业与非国有企业的比较分析[J]. 上海对外经贸大学学报, 2017, 24(2):61-71.
- [23] Alquist R, Berman N, Mukherjee R, et al. Financial Constraints, Institutions, and Foreign Ownership[J]. Journal of International Economics, 2019, 118(5): 63-83.
- [24] 王晓颖,贾银华,马真真. 避免“煮熟的鸭子飞走”:CEO 家族属性、伪禀赋效应与并购溢价[J]. 外国经济与管理, 2021, 43(6):74-89.
- [25] 陈志斌,吴敏,陈志红. 家族管理影响中小家族企业价值的路径:基于行业竞争的代理理论和效率理论的研究[J]. 中国工业经济, 2017, (5):113-132.
- [26] Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions [J]. The Journal of Finance, 1999, (6):1969-1997.
- [27] Chen D, Li O Z, Xin F. Five-year Plans, China Finance and Their Consequences [J]. China Journal of Accounting Research, 2017, 10(3):189-230.
- [28] Ferreira M A, Matos P P. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 83(3): 499-533.
- [29] Cho H, Ahn H S. Stock Payment and the Effects of Institutional and Cultural Differences: A Study of Shareholder Value Creation in Cross-border M&As[J]. International Business Review, 2017, 26(3): 461-475.
- [30] 王建新,丁亚楠. 沪深港通背景下的资本市场开放与资源配置效率——基于信息透明度的中介效应研究[J]. 云南社会科学, 2020, (4):122-128.
- [31] 李善民,黄灿,史欣向. 信息优势对企业并购的影响——基于社会网络的视角[J]. 中国工业经济, 2015, (11):141-155.
- [32] 袁卫秋. 融资约束、投资效率与现金持有价值[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2014, 34(3):75-84.

- [33] Beck T, Levine R, Levkov A. Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(5): 1637 – 1667.
- [34] Chaisemartin C D, Haultfoeuille X D. Two – Way Fixed Effects Estimators with Heterogeneous Treatment Effects[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(9): 2964 – 2996.
- [35] Slusky A R, Caves R E. Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers[J]. *Journal of Industrial Economics*, 1991, 39 (3):277 – 296.
- [36] 王艳,何竺虔,汪寿阳. 民营企业并购的协同效应可以实现吗? [J]. *会计研究*,2020,(7):64 – 77.
- [37] 于博,吴菡虹. 沪港通的绩效增长与反向选择效应——兼论实现高质量增长的资本市场改革路径[J]. *财贸经济*,2020,41(2):54 – 68.

责任编辑、校对:聂莉芹

Does the Opening Up of Capital Market Improve the M&A Environment? Empirical Study Based on the “Mainland – Hong Kong Stock Connect”

DU Xin – yu^{1, 2}, YAO Hai – xin¹, ZHANG Xiao – xu³

(1. *Business School, Liaoning University, Shenyang 110136, China;*

2. *School of Economics and Management, Liaoning University of Technology, Jinzhou 121001, China;*

3. *School of Business Administration, Liaoning University of Science and Technology, Anshan 114051, China)*

Abstract: Starting with the implementation of “Mainland – Hong Kong Stock Connect”, this paper takes the data of A – share listed M&A companies from 2010 to 2019 as samples and employs a multi – period difference – in – differences model to examine the essential impact of the opening up of capital market on enterprise M&A. The results illustrate that “Mainland – Hong Kong Stock Connect” can reduce the M&A premium and improve the M&A performance of enterprises and the impact is more significant in low institutional investors and cash – paying companies. Further researches show that “Mainland – Hong Kong Stock Connect” can improve the environment of M&A by reducing information asymmetry, improving governance level and alleviating financial problems. In addition, the implementation of “Mainland – Hong Kong Stock Connect” can also reduce the possibility of unreasonable M&A and achieve M&A Synergy. The research not only provides favorable evidence that the opening up of capital market can improve the financial environment of companies, but also has certain enlightenment on the future decision – making optimization of M&A companies and the high – quality development of capital market.

Key words: “Mainland – Hong Kong Stock Connect”; M&A Premium; M&A Performance; Multi – period Difference – in – Differences