

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2023.01.004

“一带一路”倡议与企业跨区域并购^①

吴育辉, 刘晓玲, 吴世农
(厦门大学管理学院, 厦门 361005)

摘要: 十九大将推进“一带一路”建设等内容写入党章, 充分体现了国家对“一带一路”建设的重视程度。由于不同的功能和作用, “一带一路”重点省份对倡议实施负有更大的责任和义务, 同时也享有更多的政策优惠和资源倾斜, 形成不同省份之间比较优势的外生差异。以公司并购决策作为获取比较优势的工具, 本文考察“一带一路”倡议对公司跨区域并购决策的影响。研究发现由“一带一路”倡议实施带来的比较优势提高了重点省份公司作为并购目标方的吸引力。机制检验表明“一带一路”倡议显著提高了重点省份公司的融资能力和对外直接投资水平, 当地具有这些比较优势的公司被其他省份公司并购的可能性显著提高, 并且并购后公司的融资和“走出去”能力显著提升。进一步研究发现目标方比较优势对于融资约束程度较高以及全要素生产率较低的收购方具有更强的吸引力。本文研究结果为拓展企业边界来获取政策优惠和资源支持的并购决策提供了新的理解, 对评价“一带一路”倡议的实施效果及其后续改革具有一定的启示意义。

关键词: “一带一路”倡议; 比较优势; 融资; 对外直接投资; 跨区域并购

中图分类号: F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2023)01-0055-28

0 引言

“一带一路”倡议是通过探索与新的合作伙伴进行国际经济合作的一种新模式。2015年3月, 由国务院批准, 协同其他部门共同制定“一带一路”的详细规划, 发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》(下称《愿景与行动》)。依据不同省份的经济功能和作用, 政府确定了18个“一带一路”重点省份, 对倡议实施负有更大的责任和义务, 同时也享有更多的政策优惠和资源倾斜, 形成不同省份之间比较优势的外生差异。这为公司利用跨区域并购决策获取比较优势提供了机会和条件。然而, 已有研究

主要关注“一带一路”倡议对沿线国家直接投资等的影响^②, 忽略了国内不同地区政策效应差异对企业行为决策的影响。本文通过考察重点省份与非重点省份之间的政策支持差异如何影响公司的跨区域并购决策来弥补这一研究空缺, 而且, 对于深入理解“一带一路”倡议的实施效果以及推进“一带一路”倡议的后续改革具有重要的启示意义。

大量研究讨论了公司的并购动机并基于协同利得 (efficiency gains) 的不同来源提供了解释^[3, 4]。这类文献认为协同效应主要来源于收购方相对于目标方的比较优势。然而, 一些并购实践, 例如反向并购和税负倒置, 表明目标方相对于

① 收稿日期: 2020-09-14; 修订日期: 2021-09-28。

基金项目: 国家自然科学基金资助重大项目(71790601)。

作者简介: 吴育辉(1978—), 男, 福建泉州人, 博士, 教授, 博士生导师。Email: wuyuhui@xmu.edu.cn

② 已有研究考察了中国与“一带一路”沿线国家之间的制度、文化差异对企业国际经营方式选择的影响^[1]。吕越等^[2]考察了“一带一路”倡议实施对中国企业对外绿地投资的影响。但这些研究主要考察“一带一路”倡议对其沿线国家的影响, 并没有考察中国国内各区域由于政策效应差异对企业行为决策的影响。

收购方的比较优势也可以创造协同效应. 收购方可以通过并购税率较低国家的目标方或者上市公司以获取这些目标公司的税收或者融资比较优势. 最近, 已有研究从目标方的比较优势视角为这类并购实践提供了经验证据, 发现目标公司由银行管制放松带来的融资比较优势^[5]以及最低工资制度带来的劳动力成本比较优势^[6]能够提高公司作为并购目标方的吸引力. 本文预期由“一带一路”倡议带来的政策支持比较优势可以提高重点省份企业作为并购目标方的吸引力并创造协同效应.

然而, 实证考察目标方的比较优势是否以及如何创造协同效应存在困难与挑战. 第一, 由于目标方公司多为非上市公司, 相关财务和非财务特征并非公开可得, 导致难以直接测度目标公司的优势特征. 第二, 收购方和目标方的优势特征均可以创造协同效应^③, 分离和识别目标方的比较优势具有一定的挑战. 本文利用“一带一路”倡议以及上市公司发起的并购交易构建收购方与目标方省份配对样本来克服以上困难与挑战. 第一, 本文将目标公司的比较优势汇总到其所在省份, 从总体层面上来构建目标方的比较优势变量. 第二, 借助“一带一路”倡议提出带来的各省比较优势在横截面和时间序列上的显著差异, 使用重点省份和非重点省份之间政策支持和资源倾斜程度的差异来识别重点省份目标方的政策支持优势.

本文使用 2011 年~2018 年跨省并购的收购方省份—目标方省份—年度观测值, 构建双重差分 (difference-in-differences, DID) 模型考察“一带一路”倡议提出对企业跨区域并购决策的影响. 在控制了一系列省级层面特征 (如可能与该地区被选为重点省份相关的目标方增长机会和可得性等)、配对省份差异 (如经济发展水平、公司税率差异等) 以及固定效应后, 发现当收购方所在省份为非重点省份, 而目标方所在省份为“一带一路”倡议重点省份时, 收购方对该重点省份公司的并购数量占其并购总数量 (金额占其并购总金

额) 的比例提高 0.004 0 (0.006 5). 并且, 这一影响在经济上具有显著意义, 相对于其样本均值, 其增加了 19.90% (21.45%). 本文进一步考察了这一结果是由收购方的推动效应还是由目标方的拉动效应所驱动. 研究结果表明目标方所在省份的政策比较优势可以显著吸引收购方的并购活动, 拉动效应占据主导.

本文考察上市公司更倾向于并购位于“一带一路”倡议重点省份目标公司的经济驱动力. 第一, “一带一路”倡议的合作重点之一是资金融通, 旨在促进金融机构通过多样化的金融工具为“一带一路”倡议重点省份公司提供资金支持, 有助于增加企业信贷融资, 缓解企业融资约束^[9, 10]. 第二, “一带一路”倡议提出有助于降低企业对外直接投资面临的风险, 进而提高企业对外投资水平^[2, 11]. 因此, 本文通过三个步骤来考察“一带一路”倡议基于以上比较优势促进企业跨区域并购的影响机制. 首先, 考察“一带一路”倡议对公司融资能力及对外直接投资水平的影响以检验“一带一路”倡议能否使重点省份产生比较优势; 然后, 考察由“一带一路”倡议带来的重点省份比较优势是否能够提高当地企业作为并购目标方的吸引力; 最后, 考察公司并购后融资能力和对外直接投资水平的变化来检验收购方是否通过并购获取了“一带一路”倡议重点省份的相关比较优势. 研究结果表明“一带一路”倡议显著提高了重点省份公司的融资能力和对外直接投资水平, 当地具有这些比较优势的公司被其他省份公司并购的可能性显著提高, 并且并购后公司的融资和对外直接投资能力显著提升.

在有效的股票市场中, 收购公司交易公告日的市场价值变化可以解释为由并购带来的预期协同利得^[12]. 为了进一步验证“一带一路”倡议重点省份公司的融资比较优势, 本文考察了目标方相对于收购方的比较优势对收购公司在并购公告日累计超额回报率 (CAR) 的影响. 与预期一致, 研究结果表明对于收购方而言, 当目标方所在省份

③ 以并购中的融资效率利得为例, Erel 等^[7]以欧洲并购为样本, 发现收购方通过自身融资优势可以缓解目标公司的融资约束, 进而创造协同效应. Liao^[8]研究发现在被融资能力较强的公司并购之后, 目标公司的债务、权益融资以及资本支出均有所提高. 相反, Cornaggia 和 Li^[5]从目标方融资优势视角, 研究发现由目标公司银行贷款可获得性提高带来的融资优势也可以产生并购协同效应.

为“一带一路”倡议重点省份时,市场参与者做出了更积极的市场反应.本文利用收购方的融资约束和全要素生产率在横截面上的差异来进一步证实目标方的融资和“走出去”优势是并购流向“一带一路”倡议重点省份的关键驱动力.研究结果表明目标方所在省份由“一带一路”倡议重点省份带来的融资和对外直接投资优势对融资约束程度较高以及开拓国外市场存在困难的全要素生产率较低的收购方具有更显著的吸引力.

最后,本文进行了一系列稳健性检验来加强基本研究发现的可靠性.第一,使用中国古代“丝绸之路”线路作为“一带一路”重点省份的工具变量来缓解处理组选择可能受到的内生性偏误的干扰.第二,使用双重差分方法进行估计需要满足平行趋势假定,依据 Roberts 和 Whited^[13]的建议,执行了相应的测试来检验平行趋势假定.第三,为了排除省份之间差异以及潜在替代性解释对基本研究发现的干扰,使用虚拟的“一带一路”倡议提出时间和随机选择的收购方和目标方进行安慰剂对照测试.以上研究结果进一步加强了本文基本研究结果的稳健性和可靠性.

本文的主要贡献包括以下几个方面:第一,补充了“一带一路”倡议实施效果的相关文献.最近的研究以“一带一路”倡议提出为准自然实验,考察了其沿线国家人员流动性^[14]、经济社会发展水平^[15]以及全球价值链分工地位^[16]等的影响.然而,这些研究主要关注“一带一路”倡议对其沿线国家的影响,并没有考察中国国内各区域之间由于政策效应差异对企业决策行为的影响.少数研究考察了“一带一路”倡议对国内企业投资决策^[17]、融资约束^[9, 10]以及转型升级^[18]等的影响.与这些研究视角不同,本文考察公司如何通过并购决策来充分利用重点省份政策支持和资源倾斜带来的比较优势.研究结果表明公司可以通过并购重点省份的公司来获取优惠的融资和对外直接投资的相关政策支持,从区域竞争环境差异视角为“一带一路”倡议的实施效果提供了一定的参考意义.

第二,丰富了政府干预政策对公司行为决策影响的相关研究.已有研究表明政府干预会影响资源要素的配置,进而影响公司的资本投向和投

资效率^[19]以及并购决策^[20]等.已有研究主要关注两类政府干预的政策效果.一类是基于产业的项目(Industry-Based Program),已有研究考察了产业政策造成的不同行业之间的政策支持差异对企业跨行业并购行为的影响^[21].另一类是基于地区的项目(Place-Based Program),以开发区设立为例,已有研究考察了这类政策对地区制造业升级和产业结构调整^[22, 23]、企业规模成长和生产率^[24, 25]、资本投资、就业、产出、生产率、工资和企业数量^[26]以及并购行为^[27]等的影响.与这些基于地区的政策类似,“一带一路”倡议通过确定重点省份与非重点省份导致不同省份之间的比较优势形成外生差异,研究发现为基于地区的政府干预政策的实施效果提供了补充的证据.

第三,本文贡献于公司并购动机和后果的相关研究.已有研究表明不同来源的协同利得是公司进行并购的主要动机^[4].这类文献的主要观点认为当收购方拥有目标方缺少的有价值的财务特征时,就会产生协同效应.然而,最近的研究表明目标方的财务特征也可以创造协同效应^[5, 28].本文通过考察目标方的比较优势创造的并购协同效应,从政策实施效果的区域差异视角为这类文献打开了一个新颖且重要的研究维度.研究结果为拓展企业边界来获取比较优势的公司决策提供了新的理解,有助于政策制定者和利益相关者更好地理解类似的公司并购行为,如反向并购和税负倒置的动机和后果.同时,本研究发现为公司获取政策优惠和资源支持的决策制定提供了理论依据和经验支持.

1 制度背景、文献回顾与理论分析

1.1 制度背景

为了面对复苏乏力的全球经济形势,中国政府在最近几年制定了不同的对外贸易政策和跨国协议.其中之一是复兴古代丝绸之路,建立丝绸之路经济带,通过中亚和西亚连接中国大陆和欧洲,以及21世纪海上丝绸之路,通过海路到达非洲和欧洲,连接中国和东南亚.

2013年9月在访问哈萨克斯坦期间,国家主席习近平提出“丝绸之路经济带”,旨在促进中国

与中亚地区通过陆上交通网络的商业活动。2013 年 10 月,习近平主席访问印度尼西亚时提出建立亚洲基础设施投资银行以及“21 世纪海上丝绸之路”,旨在使中国沿着海上航线发展与多个国家的经济合作关系,包括东南亚、南亚和非洲。这些战略愿景后来被概括为“一带一路”,并且在国际上产生了广泛的关注和争议。2013 年 11 月,这一倡议被写入全面深化改革蓝图,作为 2020 年前优先实施的关键政策之一。2015 年 3 月,由国务院批准,协同其他部门共同制定了“一带一路”的详细规划,发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。之后,十九大将推进“一带一路”建设等内容写入党章,这充分体现了国家对“一带一路”建设的重视程度。

在地理上,“一带”,指的是“丝绸之路经济带”,主要位于陆地,包括三个走向,从中国出发,一是经中亚、俄罗斯到达欧洲;二是经中亚、西亚至波斯湾、地中海;三是中国到东南亚、南亚、印度洋。“一路”,指的是“21 世纪海上丝绸之路”,重点方向是两条,一是从中国沿海港口经过南海到印度洋,延伸至欧洲;二是从中国沿海港口经过南海到南太平洋。“一带一路”发展规划至少涉及 60 个国家,占世界人口的 64%,全球 GDP 的 30%。“一带”主要依赖于线路上作为支柱和经济贸易区域的主要城市作为平台来构建一个新的欧亚大陆桥以及中蒙俄、中国—中亚—西亚和中南半岛经济走廊。“一路”主要依赖于主要港口来共同建立畅通无阻、安全和有效的物流路线。

2015 年 3 月发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》作为中央政府出台的第一份“一带一路”顶层设计文件,依据不同省市具有的不同经济功能和作用,确定了 18 个“一带一路”重点省份,包括新疆、陕西、甘肃、宁夏、青海、内蒙古西北 6 省;黑龙江、吉林、辽宁东北 3 省;广西、云南、西藏西南 3 省;上海、福建、广东、浙江、海南 5 省以及内陆地区重庆。2015 年以来,这些重点省份在政府工作报告或高层会议中明确了各自在“一带一路”倡议中的定位及发展重点。随后,各省相继制定了本省对接“一带一路”倡议相关举措,其中西北 6 省以及福建、广东和黑龙江等重点省份均出台专项规划

和实施方案等。新疆、青海、甘肃、陕西、宁夏、内蒙古、黑龙江、福建、广东、湖南和江西等省市出台总体规划/实施方案/建设方案/行动计划等;甘肃、重庆、广西、上海、广东、浙江和海南等省市列入“十三五”规划。

1.2 文献回顾与理论分析

1.2.1 公司并购动机及后果研究

公司为什么会进行并购?大量研究讨论了这一问题并基于协同利得的不同来源提供了解释。最近的研究尤其关注并购在产品市场、劳动力市场以及融资效率等方面的协同利得。已有研究认为产品市场协同效应是并购的关键驱动力之一。一方面,如果相似行业中规模较大的公司进行合并,公司能够就其产品向客户收取更高的价格,或者降低向其供应商提供原材料的价格。相关研究依赖于特定行业中收购方收取产品价格的变化推断市场势力来考察并购的竞争效应。比如, Kim 和 Singal^[29]表明相对于其他航线,受并购影响航线的票价显著提高。另一方面,当并购双方拥有互补资产时,能够创造新产品并将其与竞争对手区分开。Rhodes-Kropf 和 Robinson^[30]理论上表明并购双方的相似性和资产互补性是并购的动机之一, Hoberg 和 Phillips^[31]使用文本分析方法为这一理论预测提供了经验证据。

关于劳动力市场的协同利得, Tian 和 Wang^[32]考察目标公司工会的影响。利用工会投票的断点回归设计,他们研究发现以微弱优势通过工会组织投票的目标公司不太可能收到收购要约,即员工议价能力较强的公司被并购的可能性较低。John 等^[33]关注美国州层面的劳动保护及其对并购回报率的影响。研究发现位于劳动保护较弱州的标的公司,其并购公告回报率更高。同时,收购公司的回报率也相应提高,表明在涉及位于员工保护较弱州标的公司的并购交易中,协同利得更高。Dessaint 等^[34]通过跨国研究发现在员工保护较强的国家,由于劳动力重构成本更高,导致其并购活动和回报率均有所下降,表明劳动力重构是并购的关键驱动力之一,并会影响并购的协同利得。最近,已有研究发现人力资本也是并购及其协同利得的重要影响因素之一^[35, 36]。

关于并购的融资协同效应, Lewellen^[37]开创

性地提出并购纯粹性的融资动机。Greene^[38]表明如果目标公司的财务状况受到限制,其在融资方面更依赖于收购方。Almeida等^[39]发展并检验了“流动性并购”模型,即融资困难的公司被流动性较强的公司并购。这些并购可以向那些本可能被清算的公司重新配置流动性。Erel等^[7]以欧洲并购为样本,发现收购方通过缓解目标公司的融资约束创造了协同效应。Liao^[8]研究发现在被并购之后,目标公司的债务、权益融资以及资本支出均有所提高。Cornaggia和Li^[5]从目标方融资优势视角,考察了由目标公司银行贷款可获得性提高带来的融资优势产生的并购协同效应。

1.2.2 比较优势来源及后果研究

比较优势是国际贸易以及跨国并购的重要决定因素,其并不是一种静态现象。由于制度等的变化,例如,金融发展^[40, 41]、契约执行的安全性^[42-44]以及劳动力市场的灵活性^[45]等,比较优势将随时间发生变化^[46]。一系列研究认为比较优势来源于国家和行业特征的交互作用。Beck^[40]和Manova^[41]通过交乘国家层面的信贷可获得性指标与行业层面的外部资本依赖指标,发现金融发展较好的国家向严重依赖外部融资的行业出口更多产品。类似地,一些研究表明法治更完善的国家会向那些更可能受到敲竹杠问题或者其他制度摩擦的行业出口更多产品^[42-44]。Cuñat和Melitz^[45]进一步证明,拥有灵活劳动力市场的国家促进了向更不稳定行业的出口,这些行业从能够定期调整就业幅度中受益最大。

按照经典的比较优势理论,如果没有政府或其他人为因素干预,各地区的产业分工结构由其要素禀赋决定。在中国,政府以各种形式掌握着不同的社会资源,并通过政府干预这只“有形之手”影响资源要素的配置,其典型形式包括基于产业的政策以及基于地区的政策。产业政策往往会导导致不同行业之间政策支持力度的差异,使一些行业的发展具有比较优势^[21]。类似地,基于地区的政策会使中国不同地区之间由于政策优惠和资源倾斜存在比较优势的差异,例如,“一带一路”倡议,相比于非重点省份,“一带一路”重点省份对倡议的实施承担更大的责任和义务,同时也享有更多的政策优惠和资源倾斜,包括财政、资金、土

地、时间及人力资源等,使其在政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通以及民心相通等“一带一路”倡议合作重点中形成比较优势。

其中,一个重要的维度是“一带一路”倡议坚持以企业为主体和市场化运作,为企业发展提供了广泛的资金来源,包括传统的国际金融机构、政策性金融机构、商业银行、专项投资资金以及新兴多边开发金融机构等。这些金融机构通过银团贷款、产业基金、对外承包工程贷款、互惠贷款等多样化的金融工具为“一带一路”倡议重点省份公司提供了资金支持,有助于增加企业信贷融资,缓解企业融资约束^[9, 10],使重点省份的企业形成融资的比较优势;另一个重要的维度体现在“一带一路”倡议旨在通过加强交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设以及相关政策支持,例如政府补助和税收优惠等,降低企业对外直接投资面临的风险,提高企业对外投资水平^[2, 11],使重点省份的企业形成“走出去”的比较优势。

Neary^[47]通过理论分析和实证检验表明并购可以作为收购公司获取目标方比较优势的工具,比如,公司的税负倒置。在这些交易中,收购方购买注册地位于公司税率较低国家的目标方公司,并将合并后的公司总部设立在目标方所在国家,收购方就可以享有来自目标方税收比较优势产生的税收节约。Cornaggia和Li^[5]研究发现收购方通过并购银行管制放松地区的目标公司可以充分利用目标方的融资优势增加融资,降低融资成本。同样,本文认为公司可以通过并购注册地位于“一带一路”倡议重点省份的目标公司,利用当地的政策优惠和资源倾斜来增加外部融资、降低融资成本以及提高对外投资水平。

2 研究设计

2.1 样本选择与关键变量

本文以2011年—2018年上市公司的并购事件为初始研究样本,并按照如下标准对初始样本进行筛选:1)选择收购方为上市公司的并购事件;2)删除收购方或目标方属于金融、保险行业的并购事件;3)删除交易未成功的并购事件;4)删除并购交易属于关联并购的并购事件;5)删除

并购类型为资产剥离、资产置换以及债务重组的并购事件.除了交易价值、公告日期和其他与交易相关的特征以外,手工整理了收购方和目标方所在省份的相关数据.并购交易数据和上市公司财务数据来自于深圳国泰安信息技术有限公司(CSMAR),省份 GDP 和失业率相关数据来自国家统计局数据库(<http://www.stats.gov.cn/tjsj/>).

表 1 分别从收购方和目标方视角报告了样本期间每个省并购交易的总数量 Num (次)和总金

额 Vol (亿元),并报告了每个省跨省并购交易的总数量 $CNum$ 和总金额 $CVol$ 以及跨省并购的数量占比 $CNum(\%)$ 和金额占比 $CVol(\%)$.由表 1 可知,公司积极进行跨省并购.收购方所在省跨省并购数量(金额)占比的最小值为 39%(52%),目标方所在省并购数量(金额)占比的最小值为 43%(29%).平均而言,对于收购方,跨省并购数量(金额)占比为 69%(79%),对于目标方为 65%(78%).

表 1 各省总体及跨省并购数量和金额

Table 1 Number and volume of all and cross-province mergers and acquisitions

省份	收购方						目标方					
	Num	$Vol/$ (亿元)	$CNum$	$CVol/$ (亿元)	$CNum/$ %	$CVol/$ %	Num	$Vol/$ (亿元)	$CNum$	$CVol/$ (亿元)	$CNum/$ %	$CVol/$ %
安徽	147	378.00	92	266.00	63	70	149	333.00	94	221.00	63	66
北京	672	4 750.00	459	3 810.00	68	80	620	3 310.00	407	2 370.00	66	72
福建	224	716.00	168	606.00	75	85	142	434.00	86	324.00	61	75
甘肃	60	131.00	46	115.00	77	88	26	56.80	12	41.30	46	73
广东	1 088	4 810.00	608	2 520.00	56	52	839	4 320.00	359	2 030.00	43	47
广西	55	287.00	37	246.00	67	86	52	116.00	34	75.10	65	65
贵州	45	541.00	25	371.00	56	69	66	368.00	46	198.00	70	54
海南	32	161.00	28	159.00	88	99	37	91.90	33	89.80	89	98
河北	56	191.00	39	169.00	70	88	96	294.00	79	272.00	82	93
河南	136	376.00	81	278.00	60	74	137	517.00	82	419.00	60	81
黑龙江	59	542.00	47	536.00	80	99	42	105.00	30	98.50	71	94
湖北	149	520.00	102	427.00	68	82	170	520.00	123	427.00	72	82
湖南	175	684.00	118	535.00	67	78	138	368.00	81	218.00	59	59
吉林	72	168.00	50	110.00	69	65	57	151.00	35	92.60	61	61
江苏	577	2 050.00	316	1 290.00	55	63	653	2 880.00	392	2 120.00	60	74
江西	75	192.00	50	172.00	67	90	96	160.00	71	139.00	74	87
辽宁	102	1 190.00	79	1 160.00	77	97	120	330.00	97	308.00	81	93
内蒙古	30	158.00	13	150.00	43	95	74	294.00	57	286.00	77	97
宁夏	17	52.60	9	44.90	53	85	33	138.00	25	131.00	76	95
青海	20	78.90	17	72.50	85	92	20	45.20	17	38.90	85	86
山东	258	1 040.00	155	773.00	60	74	229	838.00	126	567.00	55	68
山西	48	250.00	35	157.00	73	63	51	800.00	38	707.00	75	88
陕西	37	88.90	23	83.10	62	93	86	288.00	72	282.00	84	98
上海	344	1 950.00	217	1 080.00	63	55	503	2 880.00	376	2 010.00	75	70
四川	168	645.00	108	545.00	64	84	244	909.00	184	810.00	75	89
天津	53	157.00	40	116.00	75	74	88	817.00	75	776.00	85	95
西藏	7	5.74	7	5.74	100	100	25	522.00	25	522.00	100	100
新疆	56	120.00	22	65.40	39	55	89	199.00	55	145.00	62	73
云南	100	889.00	64	585.00	64	66	70	427.00	34	123.00	49	29
浙江	657	2 310.00	375	1 600.00	57	69	549	2 090.00	267	1 390.00	49	67
重庆	54	341.00	42	302.00	78	89	72	1 160.00	60	1 120.00	83	97

对于每一个收购方和目标方配对省份一年度样本,本文计算了跨省并购活动的两种指标. 第一, *Number AT*, 使用 A 省公司并购 B 省公司的总数量, 除以 A 省公司所有并购的数量来衡量. 第二, *Volume AT*, 使用 A 省公司并购 B 省公司的总交易金额, 除以 A 省公司所有并购的交易金额来衡量. 由于每一个观测值是配对省份一年度样本, 初始样本观测值的数量为 7 440 ($31 \times 30 \times 8$). 删除数据缺失的观测值之后, 本文样本包含 6 930 个观测值.

在基本回归分析中, 本文考察在跨省并购中, 具有相对优势的公司是更激进的收购方还是更具吸引力的目标方. 考察这一问题的主要挑战是跨省并购活动和并购双方所在省份的比较优势是内生决定的. 为了缓解这一问题, 本文使用中国“一带一路”倡议提出作为准自然实验. 依据中国各地区的经济功能和作用, “一带一路”倡议确定了 18 个重点省份, 相比于非重点省份, 这些省份对倡议的实施承担更大的责任和义务, 并享有更多的政策优惠和资源倾斜, 包括财政、资金、土地、时间及人力资源等, 使其在政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通以及民心相通等“一带一路”倡议合作重点中形成比较优势. 依据已有研究^[17, 48], 本文构建 *Treat* 指标, 表示“一带一路”重点省份虚拟变量, 公司注册地所在省份属于“一带一路”倡议重点省份取值为 1, 否则为 0. 解释变量为 *Treat T-A*, 使用目标方与收购方所在省份是否属于“一带一路”倡议重点省份虚拟变量的差值来衡量. *Treat T-A* 衡量了目标方与收购方所在省份之间

的政策优势差异, 即目标方相对于收购方的政策比较优势.

本文控制了一系列省份特征变量来排除省份之间差异对本文基本研究可能产生的干扰. *Growth A(T)* 表示收购方(目标方)所在省份并购数量的年度增长率, 这一指标控制了收购方和目标方所在省份潜在目标的可得性. 如果省内收购方和跨省收购方都能在该省获得更多的潜在并购目标, 那么预计该省的省内并购数量将实现更高的增长率. *Tobin's Q T-A* 表示注册地位于目标方所在省份的上市公司资产市场价值与账面价值之比的平均值与收购方的差值, 这一指标控制了相对于收购方所在省份, 目标方所在省份的潜在增长机会. *Return T-A* 表示注册地位于目标方所在省份的上市公司过去 12 个月的累积股票回报率平均值与收购方的差值, 这一指标控制了跨省并购中市场价值差异的影响.

Tax rate T-A 表示注册地位于目标方所在省份的上市公司企业所得税率的平均值与收购方的差值. *GDP Growth T-A* 表示目标方与收购方所在省份 GDP 增长率的差异, *GDP per capita T-A* 表示目标方与收购方所在省份人均 GDP 自然对数的差异. 这两个指标控制了两省之间生产率差异的影响. *Unemployment T-A* 表示目标方与收购方所在省份失业率的差异. *Industry AT* 表示收购方和目标方所在省份每一行业 GDP 占省 GDP 比重差异平方和的平方根, 该指标反映了两个省份之间行业构成及所占比重的差异, 其值越大, 表示两个省份之间行业构成的差异越大. 具体变量定义如表 2 所示.

表 2 变量定义

Table 2 Variable definitions

变量名称	变量定义
<i>Number AT</i>	A 省公司并购 B 省公司的总数量, 除以 A 省公司所有并购的数量
<i>Volume AT</i>	A 省公司并购 B 省公司的总交易金额, 除以 A 省公司所有并购的交易金额
<i>Treat T-A</i>	目标方与收购方所在省份是否属于“一带一路”倡议重点省份虚拟变量的差值
<i>Tobin's Q T-A</i>	注册地位于目标方所在省份的上市公司资产市场价值与账面价值之比的平均值与收购方的差值
<i>Return T-A</i>	注册地位于目标方所在省份的上市公司过去 12 个月的累积股票回报率的平均值与收购方的差值
<i>Tax rate T-A</i>	注册地位于目标方所在省份的上市公司企业所得税率的平均值与收购方的差值
<i>GDP Growth T-A</i>	目标方所在省份与收购方所在省份 GDP 增长率的差值

续表 2

Table 2 Continues

变量名称	变量定义
<i>GDP per capita T-A</i>	目标方所在省份与收购方所在省份人均 GDP 的自然对数的差值
<i>Unemployment T-A</i>	目标方所在省份与收购方所在省份失业率的差值
<i>Industry AT</i>	目标方和收购方所在省份每一行业 GDP 占省 GDP 比重差值平方和的平方根
<i>Treat A(T)</i>	“一带一路”重点省份虚拟变量,收购方(目标方)注册地所在省份属于“一带一路”重点省份取值为 1,否则为 0
<i>Post</i>	“一带一路”倡议提出虚拟变量,“一带一路”倡议提出当年及以后年度(2015 年—2018 年)取值为 1,提出之前年度(2011 年—2014 年)取值为 0
<i>Growth A(T)</i>	收购方(目标方)所在省份并购数量的年度增长率
<i>Tobin's Q A(T)</i>	注册地位于收购方(目标方)所在省份的上市公司资产市场价值与账面价值之比的平均值
<i>Return A(T)</i>	注册地位于收购方(目标方)所在省份的上市公司过去 12 个月的累积股票回报率的平均值
<i>Tax rate A(T)</i>	注册地位于收购方(目标方)所在省份的上市公司企业所得税率的平均值
<i>GDP Growth A(T)</i>	收购方(目标方)所在省份的 GDP 增长率
<i>GDP per capita A(T)</i>	收购方(目标方)所在省份的人均 GDP 的自然对数
<i>Unemployment A(T)</i>	收购方(目标方)所在省份的失业率

2.2 模型设定

依据已有研究^[5],基本回归模型设定如下

$$\begin{aligned}
 \text{Number}(\text{Volume})_{AT} = & \beta_0 + \beta_1(\text{Treat } T-A) \times \\
 & \text{Post} + \beta_2(\text{Tobin's } Q \text{ } T-A) + \\
 & \beta_3(\text{Return } T-A) + \beta_4(\text{Tax rate } T-A) + \\
 & \beta_5(\text{GDP Growth } T-A) + \\
 & \beta_6(\text{GDP per capita } T-A) + \\
 & \beta_7(\text{Unemployment } T-A) + \\
 & \beta_8 \text{Industry } AT + \beta_9 \text{Growth } A + \\
 & \beta_{10} \text{Growth } T + \delta D_{AT} + \delta D_t + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

本文的回归样本是包含收购方和目标方所在省份配对—年度观测值的面板数据。也就是说,基本回归中的每一个观测值是收购方所在省份(以 *A* 表示)、目标方所在省份(以 *T* 表示)和年度的结合。以北京和上海为例,对于每一个给定的年度,本文的模型同时考虑注册地位于北京的上市公司并购上海目标公司的情况和注册地位于上海的上市公司并购北京目标公

司的情况。对于被解释变量为注册地位于北京的上市公司并购上海目标公司时,解释变量为上海是否属于重点省份的虚拟变量与北京是否属于重点省份的虚拟变量之间的差值。对于被解释变量为注册地位于上海的上市公司并购北京目标公司时,解释变量为北京是否属于重点省份的虚拟变量与上海是否属于重点省份的虚拟变量之间的差值。这一解释变量总是衡量了相对于收购方,目标方所在省份的相对政策优势。

本文在回归模型中加入收购方—目标方所在省份配对固定效应 D_{AT} ,来控制配对省份之间随时间不变的特征,如两省之间的地理距离和文化相似性等的影响。同时,本文控制了时间固定效应 D_t ,在一定程度上可以缓解宏观经济因素,如并购潮等的影响。由于一个省对其他省份公司的并购可能是相关的,本文对所有回归系数的标准误都使用异方差调整和在并购省份以及年度两个维度上进行了“聚类(Cluster)”处理,以确保本文报告的 t 值是正确的。

2.3 描述性统计

表3报告了样本期内主要变量的描述性统计结果。Panel A报告了收购方和目标方所在省份配对样本的描述性统计结果。可以看出，A省对B省的并购占A省并购总数量（金额）比例的均值为0.0201(0.0303)。平均而言，目标方所在省份为“一带一路”倡议重点省份的可能性相比于收购方所在省份高0.0051。两省之间Tobin's Q差异

的均值为-0.1296，Return差异的均值为-0.0037，Tax rate差异的均值为-0.0004，GDP Growth差异的均值为0.0012，GDP per capita差异的均值为-0.0108，Unemployment差异的均值为-0.0082。Panel B分别报告了收购方所在省份和目标方所在省份相关指标的描述性统计结果。收购方和目标方所在省份的年度并购增长率分别为23.87%和19.31%。

表3 主要变量的描述性统计

Table 3 Descriptive statistics of main variables

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
Panel A: 收购方和目标方所在省配对样本								
Number AT	6 930	0.020 1	0.054 3	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.500 0
Volume AT	6 930	0.030 3	0.115 9	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0	1.000 0
Treat T-A	6 930	0.005 1	0.710 0	-1.000 0	0.000 0	0.000 0	1.000 0	1.000 0
Tobin's Q T-A	6 930	-0.129 6	3.002 4	-27.965 3	-0.443 3	0.014 8	0.473 0	22.803 2
Return T-A	6 930	-0.003 7	0.128 7	-0.525 6	-0.073 8	-0.003 0	0.066 0	0.548 6
Tax rate T-A	6 930	-0.000 4	0.068 8	-0.100 0	-0.050 0	0.000 0	0.050 0	0.100 0
GDP Growth T-A	6 930	0.001 2	0.084 5	-0.467 2	-0.032 7	0.000 7	0.034 0	0.481 7
GDP per capita T-A	6 930	-0.010 8	0.575 0	-1.615 5	-0.410 1	-0.008 9	0.379 6	1.647 1
Unemployment T-A	6 930	-0.008 2	0.915 4	-3.100 0	-0.600 0	0.000 0	0.600 0	3.100 0
Industry AT	6 930	0.130 5	0.097 7	0.010 5	0.064 3	0.097 9	0.157 8	0.527 7
Panel B: 收购方和目标方所在省样本								
Treat A	6 930	0.575 8	0.494 3	0.000 0	0.000 0	1.000 0	1.000 0	1.000 0
Treat T	6 930	0.580 8	0.493 5	0.000 0	0.000 0	1.000 0	1.000 0	1.000 0
Growth A	6 930	0.238 7	1.036 0	-1.000 0	-0.300 0	0.000 0	0.500 0	7.000 0
Growth T	6 930	0.193 1	0.645 9	-1.000 0	-0.222 2	0.000 0	0.363 6	5.000 0
Tobin's Q A	6 930	3.101 6	2.781 5	1.436 5	2.060 2	2.564 2	3.223 4	30.130 2
Tobin's Q T	6 930	2.960 9	1.593 8	1.436 5	2.062 7	2.574 6	3.268 1	28.435 3
Return A	6 930	0.096 7	0.353 9	-0.477 9	-0.201 6	0.065 7	0.374 6	0.999 2
Return T	6 930	0.092 9	0.351 6	-0.436 2	-0.211 0	0.061 5	0.355 9	0.999 2
GDP Growth A	6 930	0.097 3	0.075 7	-0.279 6	0.066 0	0.098 1	0.125 5	0.275 0
GDP Growth T	6 930	0.098 5	0.073 2	-0.247 0	0.067 5	0.099 1	0.128 7	0.263 2
GDP per capita A	6 930	10.779 4	0.431 6	9.705 8	10.468 5	10.699 8	11.062 9	11.938 8
GDP per capita T	6 930	10.768 2	0.424 2	9.866 0	10.465 1	10.681 2	11.058 3	11.910 0
Unemployment A	6 930	3.277 1	0.650 5	1.200 0	3.000 0	3.400 0	3.700 0	4.500 0
Unemployment T	6 930	3.268 6	0.638 4	1.300 0	3.000 0	3.400 0	3.700 0	4.500 0
Tax rate A	6 930	0.188 4	0.048 1	0.150 0	0.150 0	0.150 0	0.250 0	0.250 0
Tax rate T	6 930	0.188 1	0.047 9	0.150 0	0.150 0	0.150 0	0.250 0	0.250 0

3 实证结果与分析

3.1 基本回归结果

表4报告了基本回归结果。 $Treat\ T-A \times Post$ 的回归系数反映了目标方和收购方所在省份是否为“一带一路”倡议重点省份虚拟变量差异对跨省并购的影响。 $Treat\ T-A \times Post$ 的回归系数分别在1%和5%的水平下显著为正(第(1)列为0.004 0, $t = 2.78$;第(2)列为0.006 5, $t =$

2.28),表明公司更倾向于并购位于“一带一路”倡议重点省份的公司,来充分利用目标方所在省份的比较优势。当目标方所在省份为“一带一路”倡议重点省份,而收购方所在省份为非重点省份时,公司对该省份公司的并购数量(金额)为0.004 0(0.006 5)。相对于其样本均值,其增加了19.90%(21.45%),这一影响在经济上具有显著意义。可见,目标公司所在省份的比较优势是跨省并购活动的重要决定因素之一。

表4 跨省并购活动:基本问题回归结果

Table 4 Cross-province acquisition activities: Baseline regressions

变量名称	(1) Number		(2) Volume	
	系数	t 值	系数	t 值
$Treat\ T-A \times Post$	0.004 0***	(2.78)	0.006 5**	(2.28)
$Tobin's\ Q\ T-A$	-0.000 2**	(-2.16)	0.000 3	(1.38)
$Return\ T-A$	0.007 2*	(1.96)	0.009 0	(1.17)
$Tax\ rate\ T-A$	0.009 4	(0.68)	0.010 0	(0.40)
$GDP\ Growth\ T-A$	0.017 5*	(1.75)	0.023 5	(1.28)
$GDP\ per\ capita\ T-A$	-0.003 4	(-0.61)	-0.001 1	(-0.09)
$Unemployment\ T-A$	0.002 2	(1.42)	0.000 7	(0.25)
$Industry\ AT$	0.020 9	(0.87)	0.016 4	(0.29)
$Growth\ A$	0.002 2***	(4.30)	0.001 5***	(3.19)
$Growth\ T$	0.005 3***	(5.44)	0.007 8***	(3.72)
配对省份固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
观测值	6 930		6 930	
调整的 R^2	0.183		0.111	
F 值	6.262 2		4.228 5	

注:使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误。*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

3.2 推动和拉动效应

目标方和收购方所在省份的政策优势差异对跨省并购活动的正向影响表明目标方所在省份的相对优势吸引了潜在的收购方。下面考察这一影响是由目标方所在省份的比较优势吸引收购方进入,还是收购方所在省份的比较劣势推动收购方

发起跨省并购,或者二者皆有。为了检验这一推动和拉动效应,本文使用两个变量来分别衡量收购方所在省份和目标方所在省份是否为“一带一路”倡议重点省份虚拟变量($Treat\ A$ 和 $Treat\ T$)与“一带一路”倡议提出前后 $Post$ 的交互项替换二者之间的差异变量 $Treat\ T-A \times Post$,并重新估计

了模型(1).

如表 5 所示,收购方所在省份是否为重点省份的虚拟变量与倡议提出前后 *Post* 的交互项 *Treat A × Post* 对跨省并购的影响为负但不具有统计显著性.相比之下,目标方所在省份是否为重点

省份的虚拟变量与倡议提出前后 *Post* 的交互项 *Treat T × Post* 的回归系数显著为正,表明目标方所在省份的政策比较优势可以显著吸引收购方的并购活动,拉动效应占据主导.这一发现支持了公司积极扩展经营地域来获取政策支持的观点.

表 5 跨省并购:推动和拉动效应

Table 5 Cross-province acquisition activities: Pulling and pushing effects

变量名称	(1) Number		(2) Volume	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>Treat A × Post</i>	-0.002 0	(-1.19)	-0.002 2	(-1.04)
<i>Treat T × Post</i>	0.006 0**	(2.33)	0.010 7**	(1.97)
<i>Tobin's Q T-A</i>	-0.000 2**	(-2.23)	0.000 3	(1.35)
<i>Return T-A</i>	0.007 2*	(1.94)	0.008 9	(1.15)
<i>Tax rate T-A</i>	0.009 4	(0.67)	0.010 1	(0.41)
<i>GDP Growth T-A</i>	0.017 7*	(1.77)	0.023 8	(1.31)
<i>GDP per capita T-A</i>	-0.003 6	(-0.65)	-0.001 6	(-0.13)
<i>Unemployment T-A</i>	0.002 2	(1.43)	0.000 7	(0.25)
<i>Industry AT</i>	0.015 8	(0.65)	0.005 6	(0.10)
<i>Growth A</i>	0.002 1***	(4.16)	0.001 5***	(2.89)
<i>Growth T</i>	0.005 4***	(5.49)	0.007 9***	(3.78)
配对省份固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
观测值	6 930		6 930	
调整的 R ²	0.183		0.111	
F 值	5.739 4		3.740 1	

注:使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误.*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验).

3.3 机制检验

为落实中央在《愿景与行动》中提出的“一带一路”倡议目标,重点省份地方政府积极配合中央顶层设计的统筹规划.通过梳理重点省份政府工作报告和相关政策,本文发现各省相关政策支持 and 行动计划主要集中在信贷支持、基础设施建设、产业园区建设、“走出去”支持政策(包括税收优惠和政府补贴等)等.因此,本文认为重点省份获得的政策优惠和资源倾斜主要体现在以下两个

方面:第一,“一带一路”倡议的合作重点之一是资金融通,旨在促进金融机构通过银团贷款、产业基金、对外承包工程贷款、互惠贷款等多样化的金融工具为“一带一路”倡议重点省份公司提供资金支持,有助于增加企业信贷融资,缓解企业融资约束^[9, 10].第二,“一带一路”倡议旨在通过加强交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设以及相关政策支持,例如政府补助和税收优惠等,降低企业对外直接投资面临的风险,提高企业对外

投资水平^[2, 11]. 相关政策优惠和资源倾斜会使“一带一路”倡议重点省份产生比较优势, 由此提高了当地企业作为并购目标方的吸引力. 为了验证“一带一路”倡议——比较优势——跨区域并购这一影响机制, 本文转向公司层面的分析, 主要通过以下 3 个步骤考察“一带一路”倡议促进跨区域并购背后的经济驱动力.

3.3.1 “一带一路”倡议与比较优势

本研究基于“一带一路”倡议重点省份由于政策优惠和资源倾斜会存在比较优势的前提, 概括起来主要包括信贷支持和对外直接投资. 为此, 首先考察了“一带一路”倡议提出对公司融资规模、融资成本以及对外直接投资的影响. 其中, 信

贷支持包括: *Loan* 表示公司获得的银行贷款, 依据已有研究^[49, 50], 使用公司取得借款所收到的现金与总资产的比率来衡量; *External Finance* 表示公司获得的外部融资, 使用公司发行债券所收到的现金、取得借款所收到的现金及吸收权益性投资所收到的现金之和与总资产的比率来衡量; *Debt Cost* 表示公司的贷款成本, 依据已有研究^[51], 使用利息支出与借款总额的比率来衡量. 对外直接投资包括: *OFDI_Num* 表示公司对外直接投资次数, 依据已有研究^[11], 使用公司每年海外关联公司个数的自然对数来衡量; *OFDI_Vol* 表示公司对外直接投资金额, 使用公司剔除出口后的海外业务收入来衡量.

表 6 “一带一路”倡议与比较优势

Table 6 The “Belt and Road” Initiative and comparative advantages

变量名称	<i>Loan</i>	<i>External Finance</i>	<i>Debt Cost</i>	<i>OFDI_Num</i>	<i>OFDI_Vol</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Treat × Post</i>	0.011 0 *** (2.83)	0.012 1 *** (3.09)	-0.003 0 ** (-2.30)	0.086 3 *** (2.78)	1.717 2 *** (5.19)
<i>Size</i>	0.024 4 *** (4.14)	0.052 0 *** (8.38)	0.012 4 *** (7.02)	0.210 2 *** (17.26)	0.145 8 (0.71)
<i>Lev</i>	0.105 7 ** (2.25)	0.078 2 ** (2.41)	0.005 1 ** (2.32)	0.129 9 *** (4.02)	0.356 2 * (1.77)
<i>PPER</i>	0.030 0 (1.26)	-0.106 3 *** (-4.17)	-0.030 6 *** (-4.32)	0.004 2 (0.09)	0.237 6 (0.24)
<i>ROE</i>	-0.000 5 (-1.03)	-0.000 4 (-0.81)	-0.000 6 (-0.80)	0.001 1 *** (4.00)	0.007 3 * (1.77)
<i>Age</i>	0.038 8 *** (6.96)	0.061 3 *** (12.23)	-0.003 8 * (-1.96)	0.058 5 *** (3.73)	-1.819 8 *** (-7.18)
<i>SOE</i>	-0.001 7 (-0.22)	-0.009 1 (-1.00)	-0.005 3 (-1.19)	-0.055 6 (-1.60)	-1.077 6 ** (-2.21)
<i>GDP per capita</i>	-0.083 8 (-1.53)	-0.089 3 (-1.57)	0.024 5 *** (2.65)	0.635 4 ** (2.59)	2.758 6 (1.02)
<i>GDP Growth</i>	-0.017 3 (-1.00)	-0.019 0 (-0.90)	-0.001 1 (-0.16)	-0.025 4 (-0.17)	3.071 1 ** (2.03)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
行业 × 年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	20 336	20 336	16 816	20 336	20 336
调整的 R ²	0.590	0.551	0.670	0.611	0.427
F 值	41.362 3	60.803 7	12.137 5	61.524 2	12.107 2

注: 使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误. *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著(双尾检验).

公司层面的控制变量包括公司规模 *Size*、资产负债率 *Lev*、固定资产比率 *PPER*、净资产收益率 *ROE*、公司年龄 *Age* 以及产权性质 *SOE*, 并通过省份人均 GDP 和 GDP 增长率来控制省级层面经济发展水平的影响. *Treat* 为“一带一路”倡议重点省份虚拟变量.

表 6 给出了相应的回归结果, $Treat \times Post$ 的回归系数至少在 5% 的水平下显著, 表明相比于非重点省份, 重点省份公司在“一带一路”倡议提出之后, 就融资比较优势而言, 其银行贷款和外部融资显著增加, 融资成本显著更低(见列(1)~列(3)); 就“走出去”比较优势而言, 其对外直接投资次数和金额均显著提高(见列(4)和列(5)). 以上结果表明“一带一路”倡议使重点省份公司在融资和对外直接投资方面具有比较优势.

3.3.2 比较优势与公司被并购可能性

本文考察“一带一路”倡议重点省份内公司比较优势的异质性如何影响其被并购的可能性. 为了识别目标方的融资和对外直接投资优势, 这一分析要求目标方为上市公司, 由于目标方多为非上市公司, 会导致缺失大量并购事件. 然而, 公司层面分析的优势在于: 第一, 可以控制与并购活动相关的公司特征的影响; 第二, 可以进一步分析重点省份内公司异质性的影响. 具体而言, 使用 Probit 模型考察上市公司被其他省份公司并购的可能性. 其中, 被解释变量 *Acquired* 表示公司是否为跨省并购中目标方的虚拟变量, 如果上市公司被其他省份公司并购取值为 1, 否则为 0. *Treat* 为“一带一路”倡议重点省份虚拟变量, 如果上市公司所在地位于重点省份取值为 1, 否则为 0. *CA* 表示上市公司具有的比较优势, 包括信贷优势和对外直接投资优势, 其定义方式与表 6 相同. 依据 Chen 等^[36], 本文加入了可能影响公司被并购可能性的相关变量, 包括公司规模 *Size*、资产负债率 *Lev*、公司成长性 *Growth*、固定资产比率 *PPER*、资产收益率 *ROA*、公司价值 *Tobin's Q*、研发投入 *R&D* 以及超额回报率 *Excess return*, 并通过省份人均 GDP 和 GDP 增长率来控制省级层面经济发展水平的影响.

表 7 给出了相应的回归结果, 本文主要关注 $CA \times Treat \times Post$ 的回归系数, 其至少在 10% 的水平下显著, 表明在“一带一路”倡议提出之后, 重点省份具有信贷优势(即更高水平的银行贷款和外部融资能力)和对外直接投资优势(即更高水平的对外直接投资次数和金额)的公司更可能成为跨省并购中的目标方. 这些结果表明“一带一路”倡议提出带来的重点省份公司在融资和对外直接投资方面的比较优势使其成为了跨省并购中更具吸引力的目标方.

3.3.3 并购后的融资和“走出去”能力

本文考察公司并购位于“一带一路”倡议重点省份目标公司后融资能力以及“走出去”能力的变化.“一带一路”倡议提出之后, 非重点省份的上市公司发起跨区域并购的主要目的是为了获取重点省份公司的融资和对外直接投资优势, 例如, 通过增加对这类公司的并购, 利用其资金支持增加银行贷款、外部融资、获得较低的融资成本以及增加对外直接投资. 为此, 使用公司层面的数据, 将公司并购完成后一年的融资水平、融资成本以及对外直接投资水平与 $Treat \times T-A \times Post$ 以及省份和公司层面的控制变量进行回归. 其中, *Loan*、*External Finance*、*Debt Cost*、*OFDI_Num* 和 *OFDI_Vol* 以及公司层面的控制变量与表 6 相同.

回归结果如表 8 所示. 在第(1)列中, $Treat \times T-A \times Post$ 的回归系数为 0.013 1, 在 10% ($t = 1.77$) 的水平下显著, 在第(2)列中, $Treat \times T-A \times Post$ 的回归系数为 0.017 1, 在 5% ($t = 2.34$) 的水平下显著, 在第(3)列中, $Treat \times T-A \times Post$ 的回归系数为 -0.002 8, 在 5% ($t = -2.43$) 的水平下显著, 表明公司并购后的外部融资水平显著提高、贷款成本显著降低. 在第(4)列中, $Treat \times T-A \times Post$ 的回归系数为 -0.021 4, 不具有统计显著性, 在第(5)列中, $Treat \times T-A \times Post$ 的回归系数为 0.027 6, 在 5% ($t = 2.25$) 的水平下显著, 表明公司并购后并不会显著增加海外子公司的设立, 而主要是通过目标方的海外子公司或者投资项目增加海外业务收入. 可见, 跨区域并购是公司获取政策支持、改善融资能力以及对外直接投资能力的重要决策之一.

表 7 比较优势与公司被并购可能性
Table 7 Comparative advantages and the likelihood of being acquired

变量名称	<i>Acquired</i>			
	(1) <i>Loan</i>	(2) <i>External Finance</i>	(3) <i>OFDI_Num</i>	(4) <i>OFDI_Vol</i>
<i>CA</i>	0.138 1 (0.95)	0.131 5 (0.92)	0.125 2 (0.59)	0.092 8 (0.44)
<i>Treat</i>	0.001 8 (0.03)	0.000 7 (0.01)	-0.052 6 (-0.59)	0.024 3 (0.32)
<i>Treat × Post</i>	0.433 4* (1.82)	0.349 7 (1.62)	0.025 0 (0.38)	-0.000 6 (-0.44)
<i>CA × Post</i>	-0.462 3*** (-2.99)	-0.649 2*** (-4.08)	-0.112 7 (-1.38)	-0.007 6** (-2.26)
<i>CA × Treat</i>	-0.479 3 (-1.52)	-0.409 1 (-1.44)	-0.116 4 (-1.37)	-0.002 1 (-0.99)
<i>CA × Treat × Post</i>	0.392 7** (2.42)	0.359 4** (2.42)	0.226 4** (2.17)	0.008 0* (1.93)
<i>Size</i>	-0.053 3*** (-3.18)	-0.048 1*** (-2.78)	-0.046 1** (-2.52)	-0.048 9*** (-2.87)
<i>Lev</i>	0.365 8** (2.54)	0.405 8*** (2.70)	0.374 0*** (3.61)	0.377 1*** (3.59)
<i>Growth</i>	-0.016 8 (-1.16)	-0.014 6 (-1.02)	-0.016 6 (-0.94)	-0.016 9 (-0.95)
<i>PPER</i>	0.029 5 (0.22)	0.039 0 (0.29)	0.029 8 (0.24)	0.043 7 (0.35)
<i>ROA</i>	-0.992 2*** (-3.16)	-1.032 7*** (-3.23)	-1.025 6*** (-3.63)	-1.035 7*** (-3.68)
<i>Tobin's Q</i>	0.008 3 (1.21)	0.008 1 (1.21)	0.008 3** (2.06)	0.008 4** (2.14)
<i>R&D</i>	-2.332 4 (-1.16)	-2.3874 (-1.18)	-2.270 1 (-1.40)	-2.180 2 (-1.35)
<i>Excess return</i>	-0.170 4 (-0.15)	-0.186 5 (-0.16)	-0.164 1 (-0.16)	-0.180 6 (-0.18)
<i>GDP per capita</i>	0.377 3 (1.05)	0.380 0 (1.03)	0.310 4 (1.06)	0.317 0 (1.09)
<i>GDP Growth</i>	-0.896 4 (-1.49)	-0.909 6 (-1.49)	-0.855 6* (-1.91)	-0.848 1* (-1.91)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	20 111	20 111	20 111	20 111
伪 R^2	0.041	0.042	0.041	0.041

注：使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误。*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

表 8 并购后的融资和对外直接投资

Table 8 Merged firms' financing and OFDI

变量名称	$Loan_{t+1}$	$External\ Finance_{t+1}$	$Debt\ Cost_{t+1}$	$OFDI_Num_{t+1}$	$OFDI_Vol_{t+1}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Treat T-A</i> × <i>Post</i>	0.013 1 * (1.77)	0.017 1 ** (2.34)	-0.002 8 ** (-2.43)	-0.021 4 (-0.60)	0.027 6 ** (2.25)
<i>Tobin's Q T-A</i>	-0.000 5 (-0.22)	-0.000 7 (-0.25)	-0.000 1 (-0.39)	0.012 0 ** (2.07)	-0.006 4 * (-1.79)
<i>Return T-A</i>	0.036 0 (1.34)	-0.009 0 (-0.25)	0.004 6 (0.69)	-0.012 3 (-0.13)	0.020 0 (0.35)
<i>Tax rate T-A</i>	-0.208 8 * (-1.91)	-0.047 7 (-0.28)	0.001 1 (0.09)	-1.101 6 * (-1.85)	0.094 4 (0.24)
<i>GDP Growth T-A</i>	0.025 9 (0.32)	-0.036 2 (-0.36)	0.018 5 (1.68)	0.072 5 (0.15)	-0.003 6 (-0.03)
<i>GDP per capita T-A</i>	0.068 0 (1.12)	-0.002 1 (-0.04)	0.006 1 (1.33)	0.286 4 (0.71)	0.114 9 (1.02)
<i>Unemployment T-A</i>	0.028 7 *** (3.04)	0.025 1 (1.52)	0.002 4 ** (2.11)	0.066 6 (0.82)	0.008 0 (0.23)
<i>Industry AT</i>	-0.294 8 (-1.48)	-0.384 0 (-1.37)	-0.009 7 (-0.84)	0.265 3 (0.22)	-1.002 9 *** (-3.13)
<i>Growth A</i>	0.000 3 (0.04)	-0.004 9 (-0.51)	-0.000 4 (-0.64)	0.022 2 (0.76)	0.005 0 (0.71)
<i>Growth T</i>	-0.000 7 (-0.15)	-0.004 6 (-0.80)	-0.000 8 (-0.49)	-0.017 7 (-0.90)	0.011 2 ** (2.27)
<i>Size</i>	0.009 5 (0.66)	-0.075 7 *** (-6.06)	-0.000 3 (-0.88)	0.290 9 *** (3.69)	-0.056 9 (-1.61)
<i>Lev</i>	0.139 5 *** (3.22)	0.434 3 *** (9.72)	0.003 3 (0.49)	0.361 5 * (1.85)	0.003 6 (0.07)
<i>PPER</i>	0.169 1 *** (2.84)	0.183 5 *** (3.06)	-0.006 5 (-1.25)	0.578 5 *** (3.06)	0.033 9 (0.37)
<i>ROE</i>	0.089 6 ** (2.47)	0.161 3 *** (2.85)	-0.000 8 (-0.41)	-0.388 4 *** (-3.20)	-0.034 9 (-0.35)
<i>Age</i>	0.063 9 *** (3.97)	0.035 9 ** (2.48)	0.000 9 (0.75)	0.040 9 (0.63)	-0.109 3 *** (-4.02)
<i>SOE</i>	0.036 5 (1.37)	0.008 4 (0.23)	0.002 1 (1.45)	0.051 5 (0.51)	-0.013 3 (-0.43)
省份配对固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	3 031	3 031	3 031	3 031	3 031
调整的 R^2	0.749	0.708	0.474	0.865	0.629
F 值	16.786 4	45.008 1	23.210 5	16.103 2	66.049 0

注：使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类 (Cluster) 调整得到稳健性标准误。*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著 (双尾检验)。

3.3.4 并购的市场反应

已有研究表明股票市场参与者能够正确预测并购的成本和收益,因此,收购公司市场价值的变化可以作为并购产生协同利得的估计指标^[3, 12]. 如果目标公司的比较优势吸引了收购方,那么,这些并购应该可以创造更高的协同效应. 为此,本文使用公司层面的数据计算了公司首次并购公告日前后1天、前后2天、前后3天和前后5天的累计超额回报率. 具体而言,借鉴 Brown 和 Warner^[52] 的市场模型进行计算,具体模型如下

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{mt} + \varepsilon \quad (2)$$

其中 R_{it} 为公司 i 在时期 t 考虑现金红利再投资的股票日回报率, R_{mt} 为在时期 t 考虑现金红利再投资的市场回报率. 借鉴已有研究^[36], 本文使用首次发布并购公告前 200 个交易日至前 60 个交易日的公司个股日回报率和市场日回报率数据按照模型(2) 计算了公司并购公告日前后 1 个交易日、前后 2 个交易日、前后 3 个交易日以及前后 5 个交易日个股回报率的预测值,并以实际值减去

预测值后计算出并购公告日前后 1 个交易日、前后 2 个交易日、前后 3 个交易日以及前后 5 个交易日的累计超额回报率 $CAR(-1, 1)$ 、 $CAR(-2, 2)$ 、 $CAR(-3, 3)$ 以及 $CAR(-5, 5)$.

本文考察收购方与目标方所在省份是否为“一带一路”倡议重点省份差异对并购公告日前后累计超额回报率的影响,除了省份层面的控制变量,还额外控制了可能影响公司并购绩效的公司层面的相关控制变量,包括企业价值 *Tobin's Q*、公司规模 *Size*、资产负债率 *Lev*、固定资产比率 *PPER*、资产收益率 *ROA*、资本支出 *CAPX*、营运资本 *WC*、董事长和 CEO 两职兼任 *CEOD* 以及独董比例 *IndepR*. 回归结果如表 9 所示. *Treat T-A × Post* 的回归系数基本上显著为正. 这表明对于收购方,当其并购的目标方所在省份为“一带一路”倡议重点省份时,市场参与者认为此次并购后,由于获取了政策支持,公司的后续经营业绩会更好. 因此,市场参与者做出了更积极的市场反应.

表 9 并购的市场反应

Table 9 Market reaction to the acquisition activities

变量名称	(1) $CAR(-1, 1)$	(2) $CAR(-2, 2)$	(3) $CAR(-3, 3)$	(4) $CAR(-5, 5)$
<i>Treat T-A × Post</i>	0.014 9*** (2.65)	0.013 2* (1.85)	0.014 7* (1.68)	0.014 0 (1.34)
<i>Tobin's Q T-A</i>	0.002 7*** (3.34)	0.0047 *** (3.81)	0.005 6*** (3.62)	0.007 8*** (4.81)
<i>Return T-A</i>	-0.002 0 (-0.07)	-0.009 9 (-0.31)	-0.028 6 (-0.75)	-0.039 1 (-0.89)
<i>Tax rate T-A</i>	-0.002 5 (-0.03)	0.009 2 (0.10)	-0.007 7 (-0.07)	-0.163 5 (-1.03)
<i>GDP Growth T-A</i>	-0.008 3 (-0.23)	-0.034 9 (-0.77)	-0.057 5 (-1.07)	-0.070 0 (-0.99)
<i>GDP per capita T-A</i>	0.046 0** (1.97)	0.072 6** (2.42)	0.085 6** (2.22)	0.102 1** (2.01)
<i>Unemployment T-A</i>	0.016 5** (2.21)	0.023 3** (2.40)	0.028 6** (2.58)	0.031 4** (2.39)
<i>Industry AT</i>	0.170 7** (2.41)	0.215 9** (2.46)	0.236 6** (2.29)	0.276 2** (2.01)
<i>Growth A</i>	0.002 5 (1.34)	0.004 1* (1.66)	0.004 5 (1.59)	0.001 9 (0.51)
<i>Growth T</i>	0.005 5 (1.01)	0.003 5 (0.56)	0.004 6 (0.64)	0.001 8 (0.20)

续表 9

Table 9 Continues

变量名称	(1) CAR(-1, 1)	(2) CAR(-2, 2)	(3) CAR(-3, 3)	(4) CAR(-5, 5)
<i>Tobin' Q</i>	-0.001 3 (-1.10)	-0.002 1 (-1.38)	-0.003 0 (-1.47)	-0.004 9 (-1.52)
<i>Size</i>	-0.003 0 (-1.37)	-0.002 9 (-0.96)	-0.002 5 (-0.60)	-0.001 2 (-0.21)
<i>Lev</i>	-0.009 1 (-0.46)	-0.031 7 (-1.35)	-0.039 8 (-1.41)	-0.054 3 (-1.61)
<i>PPER</i>	-0.012 1 (-0.60)	-0.025 5 (-0.90)	-0.028 5 (-0.81)	-0.048 4 (-1.06)
<i>ROA</i>	0.031 3 (1.21)	0.029 8 (1.02)	0.031 4 (0.88)	0.015 6 (0.31)
<i>CAPX</i>	-0.053 2* (-1.80)	-0.082 1** (-2.21)	-0.119 1** (-2.39)	-0.212 9*** (-2.96)
<i>WC</i>	-0.041 5** (-2.28)	-0.065 5*** (-2.85)	-0.073 5*** (-2.67)	-0.094 3** (-2.58)
<i>CEOD</i>	-0.005 6* (-1.76)	-0.004 3 (-1.03)	-0.006 3 (-1.21)	-0.012 5* (-1.84)
<i>IndepR</i>	0.022 2 (0.62)	0.049 2 (1.00)	0.109 6* (1.78)	0.143 0 (1.40)
省份配对固定效应	控制	控制	控制	控制
行业×年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	4 769	4 769	4 769	4 769
调整的 R^2	0.067	0.067	0.088	0.114
F 值	3.643 5	4.000 6	3.680 1	3.700 4

注：使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误。*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

3.4 横截面差异检验

以上结果表明“一带一路”倡议重点省份带来的政策优势使公司成为跨区域并购中具有吸引力的目标方。在此利用收购方的融资约束和全要素生产率在横截面上的差异来进一步证实目标方的融资和对外直接投资优势是并购流向“一带一路”倡议重点省份的关键驱动力。

3.4.1 收购方融资约束

本文依据 Ferrando 等^[53] 计算了融资约束指

标^④。为了考察不同收购方发起并购受“一带一路”倡议的影响,构建了两个被解释变量,高和低融资约束公司发起的并购数量(金额),首先按照 A 省收购公司融资约束的中位数将收购方划分为高、低两组,然后分别计算 A 省高和低融资约束公司并购 B 省公司的总数量(金额),并除以 A 省公司所有并购的数量(金额)。回归结果如表 10 所示。在高融资约束组,即第(1)列和第(3)列中, $Treat\ T-A \times Post$ 的回归系数均在 5%的水平下显

④ 具体计算公式为 $SAFEIndex = \alpha_0 + 0.079 \times FinancialLeverage + 0.225 \times CoverageRatio - 0.971 \times ProfitMargin - 0.182 \times Tangibility - 2.085 \times Cash - 0.134 \times Assets$, 其中, $FinancialLeverage$ 使用流动负债和长期负债之和与总资产的比率来衡量; $CoverageRatio$ 使用利息支出与息税前利润的比率来衡量; $ProfitMargin$ 使用净利润与总资产的比率来衡量; $Tangibility$ 使用固定资产与总资产的比率来衡量; $Cash$ 使用货币资金与总资产的比率来衡量; $Assets$ 使用总资产的自然对数来衡量。

著为正(第(1)列为 0.003 2, $t = 1.98$;第(3)列为 0.006 3, $t = 2.17$),而在低融资约束组,即第(2)列和第(4)列中,其回归系数均不显著.表明目标

方所在省份由“一带一路”倡议重点省份带来的融资优势对融资约束程度较高的收购方具有显著的吸引力.

表 10 横截面差异:收购方融资约束

Table 10 Cross-sectional variation: Acquirer financing constraints

变量名称	Number		Volume	
	(1) 高	(2) 低	(3) 高	(4) 低
<i>Treat T-A × Post</i>	0.003 2 ** (1.98)	0.001 6 (1.00)	0.006 3 ** (2.17)	0.001 1 (0.34)
<i>Tobin's Q T-A</i>	-0.000 1 (-0.57)	-0.000 0 (-0.07)	0.000 4 (1.45)	-0.000 2 (-0.72)
<i>Return T-A</i>	0.003 6 (0.72)	0.004 7 (1.11)	0.009 6 (1.17)	0.011 7 (1.39)
<i>Tax rate T-A</i>	0.018 5 (1.22)	0.009 9 (0.77)	0.030 2 (1.16)	-0.014 4 (-0.60)
<i>GDP Growth T-A</i>	0.023 8 ** (1.99)	0.005 9 (0.45)	0.024 4 (1.32)	0.005 0 (0.24)
<i>GDP per capita T-A</i>	0.001 3 (0.20)	-0.007 5 (-1.08)	0.003 8 (0.35)	-0.000 2 (-0.02)
<i>Unemployment T-A</i>	0.001 4 (0.83)	0.001 7 (1.00)	0.001 3 (0.47)	0.002 3 (0.68)
<i>Industry AT</i>	-0.009 3 (-0.36)	0.046 8 * (1.68)	-0.014 0 (-0.28)	0.046 7 (0.79)
<i>Growth A</i>	0.002 3 *** (3.09)	0.002 7 *** (6.44)	0.002 7 *** (3.10)	0.002 1 *** (3.35)
<i>Growth T</i>	0.004 2 *** (4.32)	0.003 5 *** (4.08)	0.008 0 *** (3.92)	0.005 0 *** (2.60)
省份配对固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	6 930	6 930	6 930	6 930
调整的 R ²	0.142	0.149	0.100	0.085
F 值	4.957 2	8.529 4	5.006 4	2.605 5
组间差异	0.002		0.005 **	

注:使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误.*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验).

3.4.2 收购方全要素生产率

Melitz^[54]研究表明由于进入国外市场存在较高的固定成本,在一定程度上阻碍了全要素生产率较低的公司进行投资开拓国外市场.依据已有研究^[55, 56],本文对柯布一道格拉斯生产函数两边同时取对数后进行回归来计算公司的全要素生产率.为了考察不同收购方发起并购受“一带一路”

倡议的影响,构建了两个被解释变量,高和低全要素生产率公司发起的并购数量(金额),首先按照A省收购公司全要素生产率的中位数将收购方划分为高、低两组,然后分别计算A省高和低全要素生产率公司并购B省公司的总数量(金额),并除以A省公司所有并购的数量(金额).回归结果如表11所示.在高全要素生产率组,即第(1)列

和第(3)列中, $Treat\ T-A \times Post$ 的回归系数均不显著,而在低全要素生产率组,即第(2)列和第(4)列中,其回归系数均在 10%的水平下显著为正(第(2)列为 0.003 2, $t = 1.83$;第(4)列为 0.005 0,

$t = 1.76$).表明目标方所在省份由“一带一路”倡议重点省份带来的对外直接投资优势对开拓国外市场存在困难的全要素生产率较低的收购方具有显著的吸引力。

表 11 横截面差异:收购方全要素生产率

Table 11 Cross-sectional variation: Acquirer total factor productivity

变量名称	Number		Volume	
	(1) 高	(2) 低	(3) 高	(4) 低
<i>Treat T-A × Post</i>	0.000 6 (0.37)	0.003 2* (1.83)	0.002 3 (0.74)	0.005 0* (1.76)
<i>Tobin's Q T-A</i>	0.000 1 (0.58)	-0.000 4** (-2.19)	0.000 0 (0.12)	0.000 0 (0.10)
<i>Return T-A</i>	0.004 7 (1.07)	0.007 3 (1.43)	-0.003 1 (-0.39)	0.017 3** (2.11)
<i>Tax rate T-A</i>	-0.009 2 (-0.67)	0.026 5* (1.76)	-0.029 4 (-1.39)	0.045 2* (1.77)
<i>GDP Growth T-A</i>	0.031 0** (2.18)	0.005 4 (0.52)	0.043 1** (2.01)	0.019 9 (0.92)
<i>GDP per capita T-A</i>	-0.005 5 (-0.73)	0.003 3 (0.50)	-0.002 7 (-0.19)	-0.007 4 (-0.59)
<i>Unemployment T-A</i>	0.002 9* (1.68)	0.002 7 (1.54)	0.004 9 (1.52)	0.002 4 (0.80)
<i>Industry AT</i>	-0.007 1 (-0.28)	0.029 1 (1.06)	-0.067 4 (-1.13)	0.071 6 (1.32)
<i>Growth A</i>	0.001 8** (2.49)	0.002 6*** (3.73)	0.002 0*** (3.00)	0.002 5*** (3.26)
<i>Growth T</i>	0.002 7*** (3.50)	0.005 5*** (4.69)	0.003 4** (1.98)	0.009 2*** (4.24)
省份配对固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	6 930	6 930	6 930	6 930
调整的 R^2	0.124	0.139	0.094	0.088
F 值	3.427 2	5.305 7	3.022 8	5.181 3
组间差异	0.003 **		0.003	

注:使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误。*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

3.5 稳健性检验

3.5.1 工具变量检验

使用双重差分方法估计“一带一路”倡议提出对公司跨区域并购的因果效应,最理想的研究情境应该是处理组的选择是随机的,也就是说处理组的选择不会受到其他影响公司跨区域并购的

可观测与不可观测因素的干扰.事实上,“一带一路”重点省份的选择与公司跨区域并购决策可能是同时被决定的.比如,在并购中更具吸引力的目标方所在省份更可能被纳入“一带一路”重点省份(更可能实现战略目标),或者在并购中不具备吸引力的目标方所在省份更可能被纳入“一带一

路”重点省份(重点监控),这就导致处理组的选择可能受到内生性偏误的干扰,影响其估计的准确性。

因此,依据陈胜蓝和刘晓玲^[17],使用中国古代“丝绸之路”线路作为“一带一路”重点省份的工具变量.一个有效的工具变量应该满足两个条件.第一,该工具变量应该对处理组的选择产生一个直接的影响.“一带一路”建设是在古代“丝绸之路”的基础上展开的,其主要目标之一就是复兴古代丝绸之路,因此,“一带一路”重点省份的选择与古代丝绸之路途经的省份具有较高的相关性.回归结果显示第一阶段的 F 统计量显著大于 10,表明本文的工具变量满足相关性条件.第二,

古代“丝绸之路”并不会直接影响公司的跨区域并购决策,因此该工具变量满足外生性条件.

这一辨识策略利用了两种不同的差异来源.“一带一路”倡议实施提供了时间序列的差异,工具变量则提供了处理组选取在横截面上的外生差异,这可以帮助本文更加可靠地建立“一带一路”倡议与公司跨区域并购之间的因果效应.表 12 报告了第二阶段的回归结果,在使用工具变量后, $Treat \ T-A \times Post$ 的回归系数仍显著为正(第(1)列为 0.006 7, $t = 2.41$;第(2)列为 0.014 5, $t = 2.81$),表明本文的基本结果在缓解了处理组选择可能存在的内生性问题后,基本研究结论保持不变.

表 12 工具变量检验

Table 12 Instrumental variables test

变量名称	(1) Number		(2) Volume	
	系数	t 值	系数	t 值
$Treat \ T-A \times Post$	0.006 7**	(2.41)	0.014 5***	(2.81)
$Tobin's \ Q \ T-A$	-0.000 2*	(-1.69)	0.000 4	(1.59)
$Return \ T-A$	0.007 4**	(2.00)	0.009 5	(1.23)
$Tax \ rate \ T-A$	0.007 6	(0.55)	0.004 8	(0.19)
$GDP \ Growth \ T-A$	0.016 8	(1.63)	0.021 4	(1.13)
$GDP \ per \ capita \ T-A$	-0.002 2	(-0.38)	0.002 6	(0.21)
$Unemployment \ T-A$	0.002 3	(1.45)	0.000 9	(0.29)
$Industry \ AT$	0.021 2	(0.87)	0.017 1	(0.30)
$Growth \ A$	0.002 2***	(4.45)	0.001 6***	(3.59)
$Growth \ T$	0.005 4***	(5.51)	0.008 0***	(3.85)
省份配对固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
观测值	6 930		6 930	
调整的 R^2	0.182		0.110	
F 值	6.085 3		4.838 5	
第一阶段 F 值	1 961.782			

注:使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误.*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

3.5.2 平行趋势检验

使用双重差分进行检验的一个重要前提是处

理组公司与控制组公司在外生变动之前具有平行趋势,即不存在处理效应时,结果变量在处理组和

控制组中的变化趋势是相近的. 依据 Roberts 和 Whited^[13], 将 *Post* 虚拟变量替换为年度虚拟变量, *Before3*、*Before2* 和 *Before1* 分别表示“一带一路”倡议提出前 3 年、前 2 年和前 1 年, *Current* 表示“一带一路”倡议提出当年 (2015 年), *Post1*、*Post2* 和 *Post3* 分别表示“一带一路”倡议提出后 1 年、后 2 年和后 3 年, 并将其分别与 *Treat T-A* 交

乘后加入基本回归模型, 回归结果如表 13 所示. 研究结果显示在“一带一路”倡议提出之前, 重点省份不存在相对优势时, 跨省并购活动的差异也不显著, 而在“一带一路”倡议提出之后, 重点省份公司成为并购目标方的可能性显著提高, 表明本文的样本选择满足平行趋势假定, 这为 DID 研究模型设定的有效性提供了支持的经验证据.

表 13 平行趋势检验

Table 13 Parallel trends test

变量名称	(1) Number		(2) Volume	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>Treat T-A</i> × <i>Before3</i>	0.000 9	(0.29)	0.009 3	(1.60)
<i>Treat T-A</i> × <i>Before2</i>	0.002 0	(0.66)	0.000 4	(0.08)
<i>Treat T-A</i> × <i>Before1</i>	0.003 0	(1.00)	0.004 8	(0.79)
<i>Treat T-A</i> × <i>Current</i>	0.004 3	(1.28)	0.009 0	(1.60)
<i>Treat T-A</i> × <i>Post1</i>	0.005 9**	(2.00)	0.011 6**	(2.02)
<i>Treat T-A</i> × <i>Post2</i>	0.005 6*	(1.80)	0.008 0	(1.45)
<i>Treat T-A</i> × <i>Post3</i>	0.006 2*	(1.71)	0.011 9*	(1.78)
<i>Tobin's Q T-A</i>	-0.000 2**	(-2.24)	0.000 3	(1.32)
<i>Return T-A</i>	0.007 6**	(2.01)	0.009 7	(1.25)
<i>Tax rate T-A</i>	0.009 3	(0.68)	0.003 1	(0.12)
<i>GDP Growth T-A</i>	0.016 8*	(1.71)	0.022 8	(1.23)
<i>GDP per capita T-A</i>	-0.002 8	(-0.49)	-0.000 6	(-0.05)
<i>Unemployment T-A</i>	0.002 2	(1.43)	0.000 8	(0.29)
<i>Industry AT</i>	0.020 6	(0.85)	0.015 7	(0.28)
<i>Growth A</i>	0.002 1***	(3.98)	0.001 4**	(2.58)
<i>Growth T</i>	0.005 2***	(5.42)	0.007 6***	(3.63)
配对省份固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
观测值	6 930		6 930	
调整的 R ²	0.182		0.110	
F 值	4.009 1		2.805 3	

注: 使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类 (Cluster) 调整得到稳健性标准误. *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著 (双尾检验).

3.5.3 安慰剂检验

为了提供进一步的证据加强本文基本研究问

题的因果效应, 排除重点省份和非重点省份在“一带一路”倡议提出之前本身存在的特征差异、

并且难以在模型中加以控制的不可观测的缺失变量对研究结论的干扰,进行了如下安慰剂对照测试:第一,借鉴 Bakke 等^[57]的做法,将“一带一路”倡议提出时间提前 4 年,将 2011 年作为虚拟的“一带一路”倡议提出时间,使用 2007 年—2014 年的样本考察这一虚拟的“一带一路”倡议对公司跨区域并购决策的影响.在实证检验中,保持对重点省份和非重点省份的设定,这意味着本文在对照测试中重点省份和非重点省份的选择与基本研究问题是一致的.如果本文的

基本结论是由于重点省份和非重点省份之间一些固有的差异、而又没有在研究模型中加以控制的不可观测的缺失变量所导致的,那么即使以虚拟的“一带一路”倡议提出时间也可以得出相同的结果.表 14 给出了相应的回归结果,可以发现第(1)列和第(2)列中交互项 $Treat\ T-A \times FPost$ 的回归系数均不显著.对照测试的结果表明重点省份和非重点省份之间在“一带一路”倡议提出前就存在的固有差异对本文基本研究发现的干扰较小.

表 14 安慰剂检验

Table 14 Placebo test

变量名称	(1) Number		(2) Volume	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>Treat T-A × FPost</i>	-0.001 2	(-0.70)	-0.000 7	(-0.19)
<i>Tobin's Q T-A</i>	-0.000 0	(-0.37)	-0.000 0	(-0.10)
<i>Return T-A</i>	-0.001 2	(-0.24)	0.005 7	(0.73)
<i>Tax rate T-A</i>	-0.001 8	(-0.13)	0.032 5	(1.14)
<i>GDP Growth T-A</i>	0.034 6**	(2.06)	0.104 2***	(3.12)
<i>GDP per capita T-A</i>	-0.018 4**	(-2.59)	-0.045 8***	(-3.39)
<i>Unemployment T-A</i>	0.000 5	(0.22)	-0.003 3	(-0.70)
<i>Industry AT</i>	0.013 6	(0.41)	0.023 5	(0.33)
<i>Growth A</i>	0.002 3***	(4.27)	0.002 2***	(3.00)
<i>Growth T</i>	0.005 2***	(5.89)	0.010 2***	(4.86)
省份配对固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
观测值	6 109		6 109	
调整的 R ²	0.099		0.077	
F 值	7.145 0		7.350 0	

注:使用异方差调整和收购方所在省份及年度双向聚类(Cluster)调整得到稳健性标准误.*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验).

第二,为了进一步排除省份之间其他因素差异的干扰,借鉴 Jiang 等^[58]以及 Gao 等^[59]安慰剂对照测试的具体做法,本文随机化收购方与目标方的配对关系,使用虚假的收购方与目标方配对样本重新估计了模型(1),对这一过程重复进行 500 次并将每次 $Treat\ T-A \times Post$ 的

估计系数保存下来.本文绘制了这 500 次回归系数的核密度分布图,如图 1 所示.虚拟样本回归系数的均值接近于 0,远远小于表 4 中真实的回归系数,这进一步排除了其他不可观测因素以及替代性解释对本文基本研究发现的干扰.

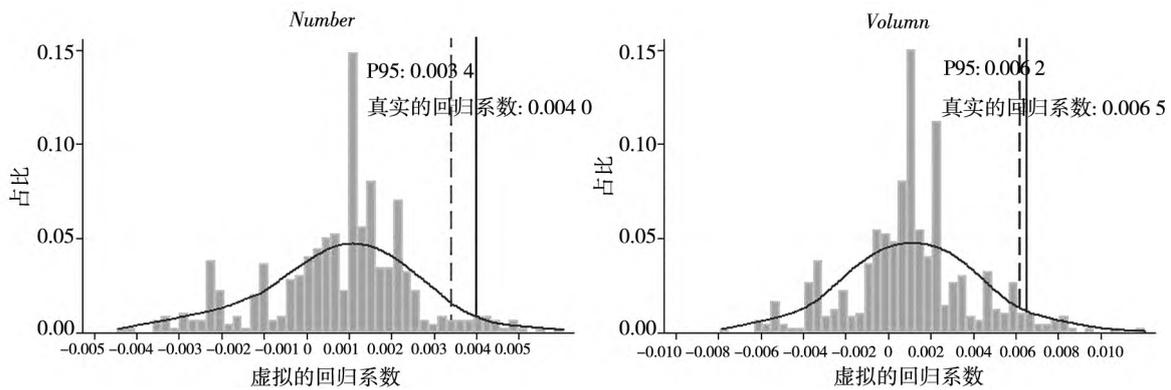


图 1 安慰剂检验

Fig. 1 Placebo test

3.5.4 其他稳健性检验^⑤

第一,排除节点城市的干扰.考虑到《愿景与行动》中确定的 26 个节点城市也可能由于“一带一路”倡议具有比较优势,为了缓解节点城市对本文基本研究发现的干扰,进行了如下两个测试:首先,构建了 *Nodecitydum* 指标,表示每个省份是否包含节点城市的虚拟变量,如果某一省份含有“一带一路”倡议节点城市则取值为 1,否则为 0.与解释变量的构建方式类似,构建了 *Nodecitydum T-A*,使用目标方与收购方所在省份是否包含“一带一路”倡议节点城市虚拟变量的差值来衡量.本文将这一指标及其与“一带一路”倡议提出虚拟变量 *Post* 进行交互后加入基本回归模型予以控制;其次,删除收购方或者目标方位于非重点省份节点城市的并购事件后重新考察了基本回归模型.

第二,考虑控制权的影响.通过并购获取目标方的融资和对外直接投资优势需要对目标公司有一定的控制权,因此,删除股权收购比例低于 30% 的并购事件重新考察了基本回归模型.

第三,考虑重点省份内公司受“一带一路”倡议支持程度的异质性.目标方由于“一带一路”倡议产生的比较优势对于那些与“一带一路”建设更相关的公司应该更强,因此,对于每一个公司一年度观测值,使用 Probit 回归模型预测重点省份内受“一带一路”倡议不同支持程度公司被省外其他公司并购可能性的差异.本文使用 3 个替代变量衡量公司受“一带一路”倡议的支持程度

(*BRI_related*),包括:*BRI* 表示公司是否属于“一带一路”概念板块,依据徐思等^[9],如果上市公司属于“一带一路”概念板块则定义为 1,否则为 0.*Nodecity* 和 *Keyind* 分别表示上市公司是否属于《愿景与行动》中确定的节点城市和重点合作产业.

第四,排除替代性解释.考虑到北部湾城市群建设的实施时间与“一带一路”倡议实施时间较为相近,因此,控制了这一政策实施对本文基本研究发现的可靠性和稳健性.

4 结束语

作为中国政府推动的一项长期国家战略,“一带一路”倡议是中国旨在加强国内市场与全球市场之间经济联系的新经济战略.然而,学术界对于“一带一路”倡议产生真实效应的理解还只是刚刚开始,对于其对地区比较优势形成以及微观主体行为决策还缺乏深入的研究和全面的认识.“一带一路”重点省份对倡议的实施负有更大的责任和义务,同时也享有更多的政策优惠和资源倾斜,进而使不同省份之间形成比较优势的外生差异,这为本文考察目标方的政策支持比较优势可以创造协同效应提供了理想的研究情境.

使用 2011 年—2018 年跨省并购的收购方省份—目标方省份—年度观测值,构建双重差分模型考察“一带一路”倡议提出对企业跨区域并购

^⑤ 限于篇幅,本文未给出这部分测试的表格,如有需要可向作者索取.

决策的影响. 研究结果表明当目标方所在省份为“一带一路”倡议重点省份, 而收购方所在省份为非重点省份时, 公司对该省份公司的并购数量(金额)为 0.004 0(0.006 5). 相对于其样本均值, 其增加了 19.90%(21.45%). 本文进一步考察了这一结果是由收购方的推动效应还是由目标方的拉动效应所驱动. 研究结果表明目标方所在省份的政策比较优势可以显著吸引收购方的并购活动, 拉动效应占据主导.

下面考察“一带一路”倡议产生的比较优势促进跨区域并购的具体作用机制. 研究结果表明“一带一路”倡议显著提高了重点省份公司的融资能力和对外直接投资水平, 当地具有这些比较优势的公司被其他省份公司并购的可能性显著提高, 并且并购后公司的融资和“走出去”能力显著提升. 然后, 利用收购方的融资约束和全要素生产率在横截面上的差异来进一步证实目标方的融资和“走出去”优势是并购流向“一带一路”倡议重点省份的关键驱动力. 研究结果表明目标方所在省份由“一带一路”倡议重点省份带来的融资和对外直接投资优势对融资约束程度较高以及全要素生产率较低的收购方具有更显著的吸引力. 同时, 本文还考察了目标方相对于收购方的比较优

势对收购公司在并购公告日累计超额回报率(CAR)的影响. 研究结果表明对于收购方, 当其并购目标方所在省份为“一带一路”倡议重点省份时, 市场参与者的市场反应更积极.

最后, 本文进行了一系列稳健性检验来加强基本研究发现的可靠性. 第一, 使用中国古代“丝绸之路”线路作为“一带一路”重点省份的工具变量来缓解处理组选择可能受到的内生性偏误的干扰. 第二, 执行了相应的测试来检验平行趋势假定. 第三, 为了排除省份之间差异以及潜在的替代性解释对基本研究发现的干扰, 使用随机的收购方和目标方进行安慰剂对照测试. 以上研究结果进一步加强了本文基本研究结果的稳健性和可靠性.

通过考察目标方的比较优势创造的并购协同效应, 从政策实施效果的区域差异视角为公司跨区域并购研究打开了一个新颖且重要的研究维度. 研究结果为拓展企业边界来获取政策优惠和资源支持的公司决策提供了新的理解, 有助于政策制定者和利益相关者更好地理解类似的公司并购行为, 如反向并购和税负倒置的动机和后果. 同时, 本文研究结果也从区域竞争环境差异视角为“一带一路”倡议的实施效果提供了一定的参考意义.

参 考 文 献:

- [1] 方 慧, 赵 甜. 中国企业对“一带一路”国家国际化经营方式研究——基于国家距离视角的考察[J]. 管理世界, 2017, (7): 17-23.
Fang Hui, Zhao Tian. A study on the internationalization of Chinese enterprises' business practices in "Belt and Road" countries: Evidence from the perspective of national distance[J]. Management World, 2017, (7): 17-23. (in Chinese)
- [2] 吕 越, 陆 毅, 吴嵩博, 等. “一带一路”倡议的对外投资促进效应——基于 2005-2016 年中国企业绿地投资的双重差分检验[J]. 经济研究, 2019, 54(9): 187-202.
Lü Yue, Lu Yi, Wu Songbo, et al. The effect of the Belt and Road initiative on firms' OFDI: Evidence from China's greenfield investment[J]. Economic Research Journal, 2019, 54(9): 187-202. (in Chinese)
- [3] Andrade G, Mitchell M, Stafford E. New evidence and perspectives on mergers[J]. Journal of Economic Perspectives, 2001, 15(2): 103-120.
- [4] Betton S, Eckbo B E, Thorburn K S. Corporate takeovers[J]. In Handbook of Empirical Corporate Finance, 2008, (2): 291-429.
- [5] Cornaggia J, Li J Y. The value of access to finance: Evidence from M&As[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 131

- (1): 232 - 250.
- [6] 陈胜蓝, 刘晓玲. 最低工资与跨区域并购: 基于劳动力成本比较优势的视角[J]. 世界经济, 2020, 43(9): 49 - 72.
Chen Shenglan, Liu Xiaoling. Minimum wage and cross-regional mergers and acquisitions: Drawing on the perspective of labour cost comparative advantage[J]. The Journal of World Economy, 2020, 43(9): 49 - 72. (in Chinese)
- [7] Erel I, Jang Y, Weisbach M S. Do acquisitions relieve target firms' financial constraints? [J]. Journal of Finance, 2015, 70(1): 289 - 328.
- [8] Liao R C. What drives corporate minority acquisitions around the world?: The case for financial constraints[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, (26): 78 - 95.
- [9] 徐 思, 何晓怡, 钟 凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束[J]. 中国工业经济, 2019, (7): 155 - 173.
Xu Si, He Xiaoyi, Zhong Kai. The Belt and Road initiative and Chinese firms' financial constraints[J]. China Industrial Economics, 2019, (7): 155 - 173. (in Chinese)
- [10] 李建军, 李俊成. “一带一路”倡议、企业信贷融资增进效应与异质性[J]. 世界经济, 2020, 43(2): 3 - 24.
Li Jianjun, Li Juncheng. The Belt and Road initiative, corporate credit finance enhancement effects and heterogeneities [J]. The Journal of World Economy, 2020, 43(2): 3 - 24. (in Chinese)
- [11] 方 慧, 宋玉洁, 王 彬. 最低工资标准、“一带一路”倡议与中国对外直接投资[J]. 投资研究, 2020, 39(4): 127 - 141.
Fang Hui, Song Yujie, Wang Bin. Minimum wage standards, the Belt and Road Initiative and China's outward foreign direct investment[J]. Review of Investment Studies, 2020, 39(4): 127 - 141. (in Chinese)
- [12] Devos E, Kadapakkam P R, Krishnamurthy S. How do mergers create value?: A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(3): 1179 - 1211.
- [13] Roberts M, Whited T M. Endogeneity in empirical corporate finance[J]. Handbook of the Economics of Finance, Elsevier B. V., Amsterdam, 2013, (2): 493 - 572.
- [14] 葛淳棉, 王 琪, 姜军辉, 等. “一带一路”倡议与相关国家人员流动性[J]. 管理科学学报, 2020, 23(6): 110 - 126.
Ge Chunmian, Wang Qi, Jiang Junhui, et al. “The Belt and Road” Initiative and employee mobility in relevant countries [J]. Journal of Management Sciences in China, 2020, 23(6): 110 - 126. (in Chinese)
- [15] 宋 弘, 罗长远, 栗雅欣. 对外开放新局面下的中国国家形象构建——来自“一带一路”倡议的经验研究[J]. 经济学(季刊), 2021, 21(1): 241 - 262.
Song Hong, Luo Changyuan, Li Yaxin. The construction of country image in the new framework of China's openness: Empirical evidence from the Belt and Road Initiative[J]. China Economic Quarterly, 2021, 21(1): 241 - 262. (in Chinese)
- [16] 戴 翔, 宋 婕. “一带一路”倡议的全球价值链优化效应——基于沿线参与国全球价值链分工地位提升的视角[J]. 中国工业经济, 2021, (6): 99 - 117.
Dai Xiang, Song Jie. Global value chain optimization effect of the Belt and Road initiative: Based on the perspective of improving the GVC position of participating countries along the Belt and Road[J]. China Industrial Economics, 2021, (6): 99 - 117. (in Chinese)
- [17] 陈胜蓝, 刘晓玲. 公司投资如何响应“一带一路”倡议? ——基于准自然实验的经验研究[J]. 财经研究, 2018, 44(4): 20 - 33.
Chen Shenglan, Liu Xiaoling. How does corporate investment respond to the Belt and Road Initiative?: Evidence from a quasi-natural experiment[J]. Journal of Finance and Economics, 2018, 44(4): 20 - 33. (in Chinese)
- [18] 王桂军, 卢潇潇. “一带一路”倡议与中国企业升级[J]. 中国工业经济, 2019, (3): 43 - 61.
Wang Guijun, Lu Xiaoxiao. The Belt and Road Initiative and the upgrading of China's enterprises[J]. China Industrial

- Economics, 2019, (3): 43–61. (in Chinese)
- [19]郝颖, 刘星. 政府干预、资本投向与结构效率[J]. 管理科学学报, 2011, 14(4): 52–73.
Hao Ying, Liu Xing. Government intervention, capital allocation and structure efficiency[J]. Journal of Management Sciences in China, 2011, 14(4): 52–73. (in Chinese)
- [20]方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界, 2008, (9): 118–123.
Fang Junxiong. The government intervention, the nature of ownership and enterprises' mergers & acquisitions[J]. Management World, 2008, (9): 118–123. (in Chinese)
- [21]蔡庆丰, 田霖. 产业政策与企业跨行业并购: 市场导向还是政策套利[J]. 中国工业经济, 2019, (1): 81–99.
Cai Qingfeng, Tian Lin. Industrial policy and cross-industrial M&As: Market orientation or policy arbitrage[J]. China Industrial Economics, 2019, (1): 81–99. (in Chinese)
- [22]李力行, 申广军. 经济开发区、地区比较优势与产业结构调整[J]. 经济学(季刊), 2015, 14(3): 885–910.
Li Lixing, Shen Guangjun. Special economic zones, comparative advantage, and industrial structural transformation[J]. China Economic Quarterly, 2015, 14(3): 885–910. (in Chinese)
- [23]周茂, 陆毅, 杜艳, 等. 开发区设立与地区制造业升级[J]. 中国工业经济, 2018, (3): 62–79.
Zhou Mao, Lu Yi, Du Yan, et al. Special economic zones and region manufacturing upgrading[J]. China Industrial Economics, 2018, (3): 62–79. (in Chinese)
- [24]李贲, 吴利华. 开发区设立与企业成长: 异质性与机制研究[J]. 中国工业经济, 2018, (4): 79–97.
Li Ben, Wu Lihua. Development zone and firms' growth: Research on heterogeneity and mechanism[J]. China Industrial Economics, 2018, (4): 79–97. (in Chinese)
- [25]林毅夫, 向为, 余淼杰. 区域型产业政策与企业生产率[J]. 经济学(季刊), 2018, 17(2): 781–800.
Lin Yifu, Xiang Wei, Yu Miaojie. Place-based industrial policy and firm productivity[J]. China Economic Quarterly, 2018, 17(2): 781–800. (in Chinese)
- [26]Lu Y, Wang J, Zhu L. Place-based policies, creation, and agglomeration economies: Evidence from China's economic zone program[J]. American Economic Journal: Economic Policy, 2019, 11(3): 325–360.
- [27]蔡庆丰, 陈熠辉. 开发区层级与域内企业并购[J]. 中国工业经济, 2020, (6): 118–136.
Cai Qingfeng, Chen Yihui. Development zone level and enterprise M&A[J]. China Industrial Economics, 2020, (6): 118–136. (in Chinese)
- [28]Asquith P, Rock K F. A Test of IPO Theories Using Reverse Mergers[R]. SSRN Working Paper, 2011. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1737742>.
- [29]Kim E H, Singal V. Mergers and market power: Evidence from the airline industry[J]. American Economic Review, 1993, 83(3): 549–569.
- [30]Rhodes-Kropf M, Robinson D T. The market for mergers and the boundaries of the firm[J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1169–1211.
- [31]Hoberg G, Phillips G. Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(10): 3773–3811.
- [32]Tian X, Wang W. Hard marriage with heavy burdens: Organized labor as takeover deterrents[J]. The Review of Corporate Finance Studies, 2021, 10(2): 306–346.
- [33]John K, Knyazeva A, Knyazeva D. Employee rights and acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118(1): 49–69.
- [34]Dessaint O, Golubov A, Volpin P. Employment protection and takeovers[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 125(2): 369–388.

- [35] Lee K H, Mauer D C, Xu E Q. Human capital relatedness and mergers and acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 129(1): 111–135.
- [36] Chen D, Gao H, Ma Y. Humancapital-driven acquisition: Evidence from the inevitable disclosure doctrine[J]. *Management Science*, 2021, 67(8): 4643–4664.
- [37] Lewellen W G. Apure financial rationale for the conglomerate merger[J]. *Journal of Finance*, 1971, 26(2): 521–537.
- [38] Greene D. Valuations incorporate takeovers and financial constraints on private targets[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52(4): 1343–1373.
- [39] Almeida H, Campello M, Hackbarth D. Liquidity mergers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(3): 526–558.
- [40] Beck T. Financial dependence and international trade[J]. *Review of International Economics*, 2003, (11): 296–316.
- [41] Manova K. Credit constraints, heterogeneous firms, and international trade[J]. *Review of Economic Studies*, 2013, 80(2): 711–744.
- [42] Levchenko A A. Institutional quality and international trade[J]. *The Review of Economic Studies*, 2007, 74(3): 791–819.
- [43] Nunn N. Relationship-specificity, incomplete contracts, and the pattern of trade[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2007, 122(2): 569–600.
- [44] Costinot A. On the origins of comparative advantage[J]. *Journal of International Economics*, 2009, 77(2): 255–264.
- [45] Cunat A, Melitz M J. Volatility, labor market flexibility, and the pattern of comparative advantage[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2012, 10(2): 225–254.
- [46] Hanson G H, Lind N, Muendler M A. The Dynamics of Comparative Advantage[R]. Cambridge, NBER Working Paper, 2015.
- [47] Neary J P. Cross-border mergers as instruments of comparative advantage[J]. *The Review of Economic Studies*, 2007, 74(4): 1229–1257.
- [48] Luo C, Chai Q, Chen H. “Going global” and FDI inflows in China: “One Belt & One Road” Initiative as a quasi-natural experiment[J]. *The World Economy*, 2019, 42(6): 1654–1672.
- [49] Becker B, Ivashina V. Cyclicalities of credit supply: Firm level evidence[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2014, (62): 76–93.
- [50] Bai J, Carvalho D, Phillips G M. The impact of bank credit on labor reallocation and aggregate industry productivity[J]. *The Journal of Finance*, 2018, 73(6): 2787–2836.
- [51] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. *金融研究*, 2009, (12): 137–150.
Li Guangzi, Liu Li. Debt financing cost and private credit discrimination[J]. *Journal of Financial Research*, 2009, (12): 137–150. (in Chinese)
- [52] Brown S J, Warner J B. Using daily stock returns: The case of event studies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1): 3–31.
- [53] Ferrando A, Blank S, Neugebauer K, et al. Assessing the Financial and Financing Conditions of Firms in Europe: The Financial Module in CompNet[R]. SSRN Working Paper, 2015. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2641070>.
- [54] Melitz M J. The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity[J]. *Econometrica*, 2003, 71(6): 1695–1725.
- [55] Schoar A. Effects of corporate diversification on productivity[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2379–2403.
- [56] Giannetti M, Liao G, Yu X. The brain gain of corporate boards: Evidence from China[J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1629–1682.

- [57] Bakke T E, Mahmudi H, Fernando C S, et al. The causal effect of option pay on corporate risk management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 120(3): 623 – 643.
- [58] Jiang F, Qian Y, Yonker S E. Hometown biased acquisitions[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, 54(5): 2017 – 2051.
- [59] Gao H, Li K, Ma Y. Stakeholder orientation and the cost of debt: Evidence from state-level adoption of constituency statutes[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2021, 56(6): 1908 – 1944.

The “Belt and Road” Initiative and cross-regional mergers and acquisitions

WU Yu-hui, LIU Xiao-ling, WU Shi-nong

School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China

Abstract: The 19th National Congress of the Communist Party of China included the promotion of the “Belt and Road” Initiative into the party constitution, which fully reflects the importance to the construction of the “Belt and Road”. Due to the different functions and roles, the key provinces of the “Belt and Road” have greater responsibilities and obligations for the implementation of the initiative, and also enjoy more policy and resource preferences, forming exogenous differences in the comparative advantages of different provinces. Taking corporate M&A decisions as a tool to obtain comparative advantages, this paper examines the impact of the “Belt and Road” Initiative on corporate cross-regional M&A decisions. The study finds that the comparative advantages brought about by the implementation of the “Belt and Road” Initiative have increased the attractiveness of companies in key provinces as M&A targets. The mechanism test shows that the “Belt and Road” Initiative significantly improves the corporate financing ability and outward foreign direct investment in key provinces: local firms with these comparative advantages are more likely to be acquired by firms in other provinces, and the financing and “going out” ability of acquirers are significantly improved after the mergers and acquisitions. Further research finds that the target’s comparative advantage is more attractive to the acquirer with a higher degree of financing constraints and lower total factor productivity. The research results provide a new understanding of mergers and acquisitions decision by expanding company boundaries to obtain policy preferences and resource support, and have certain enlightening significance for evaluating the implementation effects of the “Belt and Road” Initiative and its subsequent reforms.

Key words: “Belt and Road” Initiative; comparative advantage; financing; outward foreign direct investment; cross-regional mergers and acquisitions