

跨国并购、人民币汇率波动与企业经营风险

李胜旗, 赵鑫钰

(首都经济贸易大学 金融学院, 北京 100070)

摘要: 本文基于新冠疫情爆发后跨国并购规模不断扩大的背景下, 利用全球并购数据以及国泰安数据库中的上市公司财务数据, 将每家企业的跨国并购事件作为准自然实验, 采用多期双重差分模型研究企业跨国并购对经营风险的影响, 研究发现: 跨国并购显著降低了企业经营风险, 为了解决偏误性问题, 本文还对其进行了双重差分倾向得分匹配检验。进一步影响机制表明, 跨国并购通过“人力资本效应”提高了企业管理效率以及通过“技术进步效应”解决了企业在核心技术方面“卡脖子”的问题, 进而降低经营风险。从异质性上看, 跨国并购对降低技术密集型企业 and 大规模企业的经营风险效果更强。同时, 本文还发现人民币汇率大幅度波动会加大跨国企业经营风险。因此, 研究跨国并购对企业经营风险的影响, 对企业长期高质量发展与提高国际竞争力具有现实意义。

关键词: 跨国并购; 企业经营风险; 人民币汇率波动; 多期双重差分模型

中图分类号: F125 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—980X(2023)4—0147—13

一、引言

党的二十大报告指出要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上, 那么就要坚定不移推进高水平开放, 充分打开我国客观存在的“成长性”的巨大潜力空间, 推进实体经济的升级发展。新冠疫情的冲击对企业造成了不容小觑的影响, 企业通过裁员、降薪等来缓解经营风险, 甚至有的企业未能渡过疫情的“寒冬”, 陷入破产。但是根据标准普尔的报告显示, 疫情之下全球并购规模却达到前所未有的水平, 2021年全球并购交易规模达到4.55万亿美元, 远超2020年的2.98万亿美元, 并购交易数量从2020年的47433笔增至56686笔, 在此背景下, 我国2021年的跨国并购交易量也实现了快速增长。从这些数据可以发现, 当经济受到外力的冲击时, 实体企业生存难度上升, 而在这种情况下, 全球并购交易规模反而比正常经济状态下的规模更大, 这是一个值得深思的问题, 这种现象是否是由于一些比较有能力的大型企业通过跨国并购来寻求出路所导致的呢? 这也将是本文研究的一个重点, 同时伴随着防疫政策的优化与调整, 经济开始复苏, 实体经济发展也必将迎来“暖春”, 那探究助力实体经济健康发展的因素是非常必要的。“十四五”规划也强调要进一步深化贸易开放合作, 鼓励有实力、信誉好的企业走出去, 给予更多的政策支持, 为我国企业“走出去”并购增添动能, 引导企业增强风险防范能力, 培育大型跨国企业, 打造中国投资品牌, 树立中国投资形象, 融入到全球行业整合的趋势中来。因此, 研究跨国并购对企业经营状况的影响是非常具有现实意义的。

近年来, 中国企业对外直接投资大幅度发展, 跨国并购交易量不断上升, 跨国并购成为企业投资的主要方式(王静, 2020)。跨国并购通过要素国际流动, 提高资源配置效率, 调节国内产能过剩(蒋冠宏, 2017)。并且通过参与国际分工, 吸取国外先进技术与管理经验, 利用我国丰富的资源, 降低沉没成本, 促进我国企业的发展, 有利于实现企业升级和可持续发展的目标, 降低经营风险(白俊红和刘宇英, 2018)。Rugman(1976)和Krapf(2015)指出, 跨国公司分散风险主要是基于地理区位等原因导致的不同国家间经济波动的低相关性, 通过跨国经营降低不同分支机构收入的相关性进而降低预期收益的风险。一些实证研究发现, 从事多元化经营的跨国公司往往具有更低的经营风险和股票风险。跨国并购也有助于降低并购企业的违约风险(Koerniadi et al, 2015)。企业的跨国并购活动为企业的进一步发展增添了动力, 提高了企业的竞争力, 以免被激烈的市场竞争所淘汰。本文的边际贡献主要体现在以下四个方面为: 第一, 目前, 有关跨国并购的文

收稿日期: 2022-10-14

基金项目: 新《外商投资法》下北京CBD扩大开放路径与营商环境优化研究(北京市社科基金项目批号: 19JDYJB025); 首都经济贸易大学北京市属高校基本科研业务费专项资金资助(QNTD202206)

作者简介: 李胜旗, 经济学博士, 首都经济贸易大学副教授, 研究方向: 国际金融; 赵鑫钰, 首都经济贸易大学金融学院硕士研究生, 研究方向: 国际金融。

主要基于企业的创新、全要素生产率等方面,鲜有文献研究跨国并购交易对企业整体经营状况的影响,本文首次通过企业整体经营状况视角考察并购行为对经营风险的影响。第二,本文将企业跨国并购交易看作一个准自然实验,采用多期双重差分模型贯彻本文研究,并进行了双重差分倾向匹配得分法分析,在一定程度上解决的内生性和偏误性问题。第三,本文还对影响企业发展的人力资本路径和技术进步路径进行了检验,发现企业在跨国并购之后可以吸收目标企业的优质人才与成熟技术,进而降低经营风险。第四,本文的研究具有重要的现实意义。近日境内外人民币兑美元汇率交易价大幅度波动,人民币出现贬值,本文将人民币汇率波动进行拓展分析,研究企业跨国并购降低企业风险的效果在人民币汇率波动的情况下又会作何反应。

二、文献综述与研究假设

企业跨国并购决策不仅可以助力企业成长发展,还可以缓解企业面临的经营困境等问题,随着经济全球化程度的加深,并购大潮兴起。根据一些文献表明,跨国并购可以为公司创造更多的价值,提高企业的经营效率(邓芷晴,2022)。科技兴国这一道理对企业同样适用,企业通过跨国并购可以促进自身创新,提高公司的研发水平,增强企业整体实力(Stiebale,2013)。肖阳和张晓飞(2021)也表明跨国并购有利于企业创新,主要是对企业的研发预算支出产生了积极影响,推动企业提高内外部的研发水平。虽然企业在进行市场整合时会花费一定的成本,但是从长期来看,跨国并购带来的成效是非常显著,而且,收购相当于一个独特的机会,企业不仅可以获得目标公司的现金流,缓解企业财务困境,还可以引进目标公司的先进技术,对自身产品进行升级(顾露露和Reed,2011),通过分散各类经营商品的风险,降低公司整体风险(Koerniadi et al,2015)。跨国并购可以使企业内部资源进行有效调配,使资源向更有利于生产活动的方向进行转移(Stiebale,2016)。但是跨国并购并不是百利而无一害的,由于跨国并购会使公司投入大量的人力物力,在企业自身经营不善的情况下,生产活动受到限制,使未来的预期收益缩水。并且并购后可以采用被并购公司的先进技术对产品进行改造升级,在一定程度上会降低管理者优化原有产品、开发新产品的积极性等会对公司绩效造成负面影响(周雪峰和韩永飞,2022)。同时,在宏观环境方面,东道国可能存在的政治风险也会影响到跨国公司的绩效水平(杜晓君等,2022)。不过从整体来看,跨国并购对企业的发展还是利大于弊的,并且随着时间发展,负向影响会逐渐减弱直至没有(吴先明和张玉梅,2019)。

企业跨国并购决策是基于扩大市场、弥补自身不足、融合目标公司特定能力的视角,以期达到降低企业经营风险。企业对外直接投资的地理多元化战略有利于帮助企业提高资源配置效率,降低企业经营的不确定性(Jimenez et al,2014)。同时,具备地理多元化投资的企业可以从多样化的投资环境中获得新的竞争优势,获得知识、人才和新增长机会(宋砚秋等,2018),并且从区位优势中获得规模经济与范围经济、技术溢出效应、品牌竞争力等,以提高企业竞争优势,降低企业经营风险。

基于此,本文提出假设 1:

企业进行跨国并购决策后,可以有效利用不同市场的优势以及子公司的资源等降低企业的经营风险(H1)。

本文借鉴 Bond 和 Meghir(1994)的企业净现值模型,在此基础上来说明跨国并购决策对企业经营风险的影响路径。具体模型为,考虑一家跨国公司在无税的情况下,其在 t 期开始时的净现值由式(1)给出:

$$V_t(K_{t-1}) = \max_{L_t, I_t} \{Y(K_t, L_t, I_t) - C(K_t, L_t, I_t) + \beta'_{t+1} E_t[V_{t+1}(K_t)]\} \quad (1)$$

其中: $Y(K_t, L_t, I_t)$ 为跨国企业的收入函数; $C(K_t, L_t, I_t)$ 为跨国企业所发生的并购成本以及运营成本,为了使得结果更加清晰,本文对其进行了简化处理,用 $\Pi(K_t, L_t, I_t)$ 为企业 t 期的净利润函数,即 $\Pi(K_t, L_t, I_t) = Y(K_t, L_t, I_t) - C(K_t, L_t, I_t)$; K_t 为跨国企业的资本存量,根据运动方程 $K_t = (1 - \delta)K_{t-1}$, 其中, δ 为资本折旧率; L_t 为可调整的投入成本; I_t 为发生在 t 期的跨国企业的总投资,并且总投资立即投入到企业生产过程中,但是企业在改变自身资本存量过程中面临严格的凸调整成本;期望函数 $E_t[V_{t+1}(K_t)]$ 以周期 t 开始时可用的信息为条件,并对未来利率、汇率、投入和产出价格以及技术进行期望。本文假设信息对称,公司的目标是使边际股东的财富最大化。将 r_t 定义为 t 和 $t+1$ 之间的公司名义回报率, $\beta'_{t+1} = 1/(1 + r_t)$ 是公司的贴现因子。

λ 为资本影子价值,利用包络定理,为最优投资路径的欧拉方程由式(2)给出。

$$\frac{\partial V(K_{t-1})}{\partial K_{t-1}} = (1-\delta) \frac{\partial \Pi(K_t, L_t, I_t)}{\partial K_t} + (1-\delta) \beta'_{t+1} E_t(\lambda_{t+1}) =$$

$$(1-\delta) \frac{\partial [Y(K_t, L_t, I_t) - C(K_t, L_t, I_t)]}{\partial K_t} + (1-\delta) \beta'_{t+1} E_t(\lambda_{t+1}) \quad (2)$$

由式(2)可知,跨国公司的净现值不仅会受到投入要素、技术等影响,也会受到资本折旧率、汇率等影响,进而企业的最优投资路径也会受到这些因素的影响,跨国并购作为企业对外直接投资的一种方式,其投资收益会直接影响到企业的经营风险,同时,一家企业的净现值也反映了企业的经营状况,研究跨国企业净现值的影响因素有利于更好的选择本文的影响路径,该理论模型成为了本文理论与实证连接的桥梁。

企业研发和创新的能力是延续企业核心竞争力的不竭动力,韩贺洋和周全(2018)的研究表明外部技术获取可以有效提高企业的技术管理能力,因此,跨国并购是企业提高研发水平的有效途径,通过跨国并购可以弥补企业自身知识积累欠缺的短板,促进企业技术转型升级,提高企业竞争力。同时,企业跨国并购之后,不仅吸收了目标公司的成熟技术,还引入了目标公司的技术人员,实现了逆向技术效应,降低企业应用新技术的试错概率,实现效用最大化。人力资本会影响到企业生产决策、管理效率、未来发展方向与模式等,是企业实现可持续发展的重要因素(王麒麟等,2012),跨国企业可以从被并购公司获得了大量的优质员工,减少培养人才与发掘人才的成本,提高企业的管理效率,降低经营风险。

基于此,本文提出假设2:

企业进行跨国并购活动后,不仅可以通过技术进步效应提升企业的创新水平,还可以通过人力资本效应进一步改善企业的经营状况(H2)。

近日,人民币兑美元汇率已经有跌破“7”的趋势,人民币面临贬值风险,那么企业跨国并购之后的经营风险除了自身因素,也会受到国际经济环境的影响。当跨国企业参与国际经济活动,在东道国市场开展业务时,汇率作为国际价格,其波动情况会直接影响企业的经营和投融资活动(陈奉先等,2022)。汇率波动越大,跨国企业面临的汇率风险越高,参与国际经济活动的企业会因收益的不确定性直接选择在目标国家进行并购活动,缓解出口商品的汇率风险。汇率波动在一定程度上也会增加跨国企业的运营成本,交易费用增加,净利润减少,本文对人民币汇率波动对跨国企业的影响进行了拓展研究。

基于此,提出研究假设3:

人民币汇率的波动会影响企业经营状况,企业的生产成本以及并购成本上升,竞争力下降,经营风险增加(H3)。

三、样本选择与数据来源

(一)数据来源

本文在实证研究过程的研究样本涵盖了2000—2020年中国上市公司财务数据。数据来源于全球企业并购交易数据库和国泰安(CSMAR)数据库。Zephyr全球企业并购数据库提供了2000—2020年中国企业并购数据,考虑到一家企业在一年内的并购交易存在多种交易状态,因此,选取交易状态为“completed”的数据作为研究样本,以保障数据的独立性。在得到全部的上市公司跨国并购样本后,与国泰安2000—2020年所有上市公司财务数据进行匹配,并生成是否进行跨国并购变量,得到全部样本。经过数据处理后,一共得到4135家企业,其中375家上市公司进行跨国并购交易。本文参照王喆和蒋殿春(2021)的研究,按照以下原则对数据进行了处理:①对于同一年多次发生跨国并购的企业,保留第一次并购的数据;②剔除财务状况异常的公司样本数据;③剔除金融行业公司;④剔除大量财务数据缺失的样本;⑤为了降低极端值对结果的影响,对公司层面的连续变量在1%水平进行了winsorize(缩尾)处理。

(二)变量构造

被解释变量为企业经营风险(Z)。综合考虑企业的经营状况、财务状况与盈利能力等多方面的影响,本文根据阿特曼计算出来的专门针对上市公司经营困境的 z -score模型,得到 Z 值作为企业经营风险的替代指标。 Z 值越大,说明企业陷入经营困境的可能性低。因此,本文用阿特曼的 z -score模型测算出来的 Z 值作为被解释变量,进行实证分析, Z 值越小表明企业经营风险越大。由于本文选取的数据是A股上市企业的数据,所以采用针对上市公司的经营困境模型:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5 \quad (3)$$

其中: X_1 为净营运资本/总资产; X_2 为留存收益/总资产; X_3 为息税前收益/总资产; X_4 为所有者权益/总资产; X_5 为营业收入/总资产。

解释变量为跨国并购(D)。本文将 Zephyr 全球企业并购数据库与国泰安数据库进行合并,并进行了多期双重差分处理,生成跨国并购变量,将企业跨国并购之后的年份定义为 1,之前为 0。

控制变量。本文参照杜威剑和李梦洁(2017)、季克佳和张明志(2018)的研究,控制变量包括企业规模($size$),企业年龄(age),成长性($grow$),盈利能力(roa),资产负债率(lev)、现金流($cash$)、托宾 q (tbq)、产权比率(cqb)、账面市值比(bm);企业规模为企业固定资产规模,以固定资产对数值来衡量;企业年龄为当前日期减去企业成立日期的对数值;成长性为企业营业利润的对数值;资产回报率为税后净利润比总资产;产权比率为企业负债与所有者权益的比值;现金流为企业流动现金;资产负债率为企业负债比企业总资产;账面市值比为股东权益比公司市值。本文变量的描述性统计见表 1。

表 1 各主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
D	41498	0.0364	0.187	0	1
roa	41848	0.0406	0.0646	-0.246	0.212
cqb	41852	1.115	1.174	0.0490	7.079
$grow$	39082	0.182	0.437	-0.620	2.780
lev	41852	0.434	0.204	0.0530	0.895
age	41852	2.671	0.474	1.099	3.466
bm	41852	0.541	0.262	0.0922	1.162
tbq	41852	2.535	1.788	0.861	10.85
$cash$	41852	0.0469	0.0729	-0.184	0.248
$size$	41852	21.91	1.270	19.61	25.93

四、实证结果与分析

(一) 实证分析

1. 基准回归结果

本文研究跨国并购对企业经营风险的影响。因此,本文参照常青青(2021)的研究,将跨国并购交易看作是一项“准自然实验”,通过构建“反事实对照组”,将进行了跨国并购决策的上市公司作为实验组,未进行跨国并购决策的上市公司作为处理组,进而研究企业跨国并购行为对企业经营决策的影响。由于每家上市公司进行跨国并购的时间是不同的,是公司根据自身发展需要选择的,不是在同一个时间点发生的,即实验组受到的冲击时间点是不同的,因此,本文采用多期双重差分模型解决政策冲击时点不一致的情况。模型如式(4)所示:

$$Z_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_i X_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

其中: i 和 t 分别为第 i 个企业和第 t 个时期;被解释变量为 z ,为企业经营风险; $D_{i,t}$ 为处于实验组的不同个体的虚拟变量,上市公司进行了跨国并购之后的年份为 1,否则为 0; β_0 为常数项;系数 β_1 为跨国并购对企业经营风险的影响, β_1 大于 0 为跨国并购决策会降低企业经营风险,反之 β_1 小于 0 代表跨国并购决策会增加企业经营风险; X 为企业层面的控制变量,企业层面的控制变量包括企业规模($size$)、成长性($grow$)、企业年龄(age)、盈利能力(roa)、资产负债率(lev)、现金流($cash$)、托宾 q (tbq)、产权比率(bqb)、账面市值比(bm)等; $\mu_{i,t}$ 为不可观测值(随机扰动项)。因此,若式(4)中 $D_{i,t}$ 是显著为正,则证实企业跨国并购决策会影响企业经营风险,基准回归结果见表 2。

表 2 的列(1)为在企业跨国并购与企业经营风险的基础上只加入企业特征层面的控制变量,列(2)为在列(1)基础上加入了时间固定效应和行业固定效应,从列(1)、列(2)的结果可以看出,企业跨国并购决策交互项的系数均在 1% 水平上显著为正,表明企业进行跨国并购交易可以降低企业的经营风险。表 2 的列(3)为在企业跨国并购与企业经营风险的基础上不仅加入企业特征层面的控制变量还加入了企业财务方面的控制变量,并且列(4)在列(3)的基础上还加入了时间固定效应和行业固定效应,列(3)、列(4)结果表明企业跨国并购决策交互项的系数仍在 1% 水平上显著为正,企业进行跨国并购之后,可以结合子公司的优势,降低了企业的经营风险。因而实证结果证实了假设 1,跨国并购决策会降低企业经营风险。

根据表 2 的列(4),发现在企业层面控制变量中,企业规模($size$)、企业年龄(age)、产权比率(cqb)、账面市值比(bm)、托宾 q 均在百分之 1% 的水平上显著为正,表明这些变量值越大,企业经营风险越低。企业规模、年龄越大,表明企业发展越成熟,在经济波动时期企业对抗风险的能力就越强。产权比率越高,表明企业的国有化程度越高,那么相比于非国有企业,企业的债务融资约束减弱,现金流充裕。并且账面市值比和托宾

Q 越大,都表明企业经营状况良好,出现不良资产甚至经营风险的可能性降低。而成长性在 1% 的水平上显著为负,表明新兴企业在进行跨国并购之后,企业经营风险降低,这可能是因为新兴企业是成长性比较低的企业,自身的企业文化不太成熟,更容易与跨国并购之后的公司融合,促进双方的发展,抵御经营风险的能力增强;而成长性比较高的企业进行跨国并购之后,与其融合需要一定的时间,存在滞后性,这一过程反而会加大企业的经营风险。同时,资产负债率在 1% 的水平上显著为负,由于资产负债率的定义是负债比资产,因此,资产负债率越高,表明企业承担的债务越多,那么债务违约的可能性加大,资产负债率与企业经营风险之间负相关,即资产负债率越高,企业越容易出现经营风险。因此,在研究企业跨国并购决策对于企业经营风险的影响时,要尽可能的控制影响该结果的变量,才能更好的体现出企业跨国并购交易与企业经营风险的相关关系。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Z	Z	Z	Z		Z	Z	Z	Z
D	1.424*** (0.391)	1.332*** (0.378)	1.001*** (0.357)	1.108*** (0.351)	tbq			3.164*** (0.304)	3.184*** (0.300)
$grow$	0.0547 (0.183)	0.0386 (0.201)	-0.385** (0.150)	-0.380** (0.155)	$cash$			-2.065 (1.837)	-2.321 (2.106)
age	0.978*** (0.206)	0.557*** (0.173)	1.190*** (0.188)	1.281*** (0.193)	Constant	33.96*** (4.952)	36.65*** (5.328)	-5.661*** (2.130)	-8.657*** (2.339)
$size$	-1.395*** (0.229)	-1.478*** (0.244)	0.176** (0.0804)	0.320*** (0.0894)	Observations	38743	38743	38740	38740
cqb	-1.471*** (0.0802)	-1.408*** (0.0789)	1.793*** (0.107)	1.728*** (0.104)	R^2	0.0475	0.0567	0.1786	0.1840
roa			-0.186 (2.870)	-1.365 (2.886)	Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
lev			-23.95*** (1.600)	-24.23*** (1.574)	Ind FE	No	Yes	No	Yes
bm			7.864*** (1.277)	7.088*** (1.141)	Year FE	No	Yes	No	Yes

注:括号内为稳健标准误;*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 置信区间上显著。

2. 平行趋势检验

针对基准回归的多期 DID 模型的结果,本文进行以下平行趋势检验,以保证多期 DID 的结果更加真实有效,满足平行趋势检验是使用多期双重差模型的基本前提,因此,本文参考任胜钢等(2019)的研究,采用事件分析法进行平行趋势检验。结果如图 1 所示。事件年(current)为每家企业进行跨国并购交易的年份,pre5、pre4、pre3、pre2 为企业进行跨国并购之前的年份,同理 post1、post2、post3、post4、post5、post6、post7 为企业进行跨国并购的年份,从图 1 可以发现,在事件年之前,回归系数均在 0 轴附近波动且为负,表明企业存在经营风险,而在事件年之后,回归系数开始持续偏离 0 轴且为正,这正好与多期 DID 的实证结果相符合,跨国并购交互项系数在 1% 的水平上显著为正,表明跨国并购交易会降低企业的经营风险。由于跨国并购过程存在滞后效应,因此在跨国并购交易发生之后的第二期作用最强,因为企业此时在弥补了跨国并购消耗的成本的基础上,创造了更多的企业价值,企业竞争力增强,并购后的经营活动已步入正轨,经营风险降低。该平行趋势检验的成立为本文的多期双重差分模型满足平行趋势假设。

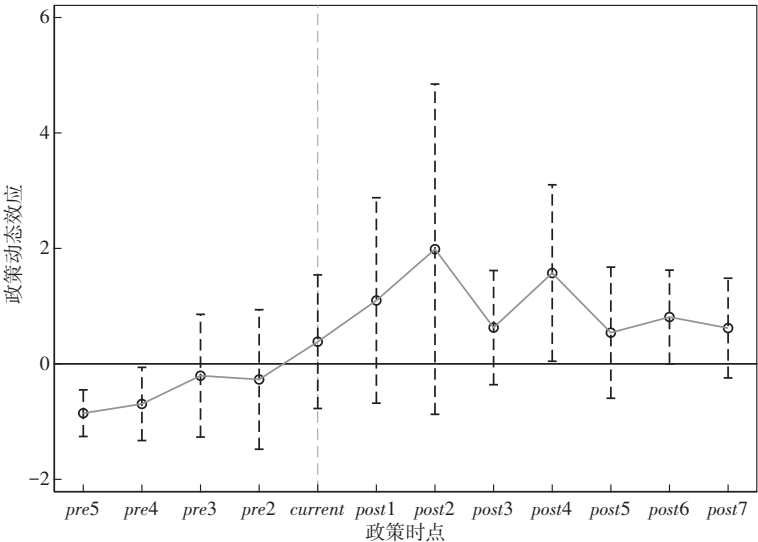


图 1 平行趋势检验

(二) 机制分析

根据已有的相关文献发现,企业的技术进步以及人力资本会在一定程度上影响跨国企业的经营风险。

企业跨国并购之后,可以吸收目标公司的技术水平与优质的人力资本,提高企业的创新能力与经营水平,增强企业整体实力,经营风险下降。因此,为了检验技术进步与人力资本的中介效应,本文构建中介效应模型来测度技术进步效应与人力资本效应是否会作用企业跨国并购决策对企业经营风险的影响。

$$Z_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_i X_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (5)$$

$$M_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 D_{i,t} + \delta_i X_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (6)$$

$$Z_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 D_{i,t} + \partial_2 M + \partial_i X_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (7)$$

其中: M 为中介变量,即为技术进步(rd)与人力资本($degree$); β 、 δ 、 ∂ 为回归系数。参考温忠麟和叶宝娟(2014)的中介效应检验思路如下:首先估计式(5)(与基准回归一致)系数 β_1 ,在显著的基础上进一步估计式(6)和式(7),若式(6)中的系数 δ_1 和式(7)中的系数 ∂_2 均显著,说明跨国并购通过中介变量作用于企业经营风险。在此基础上,若式(4)中的 ∂_1 不显著,则说明中介变量发挥了完全中介效应。若式(7)中的 ∂_1 依然显著,比较 $\delta_1 \times \partial_2$ 与 ∂_1 的符号,同号属于部分中介效应。最后,如果式(6)中的系数 δ_1 和式(7)中的系数 ∂_2 至少有一个不显著,则需要用Sobel Test检验中介效应的存在。

1. 技术进步效应

科技兴国对企业同样适用,一个企业的创新能力也会影响到企业自身的发展。如今的经济已经从高速度发展转向高质量发展,企业发展同样如此。核心技术一直是我国在开拓海外市场时的一个短板,近年来,国家对于高新技术企业给予了一些优惠政策,根本目的是为了促进我国科技的发展。企业创新能力提高有利于企业自身核心技术的发展,为企业增加竞争优势。而且,根据冼国明和明南秀(2018)的研究可以发现,创新是企业进行跨国并购的发展引擎。企业跨国并购之后,可以有效结合东道国市场的特征以及被并购公司的技术水平,有利于资源的合理配置,加大企业研发力度。同时,借鉴海外子公司的经验有利于母公司跨越在研发过程的技术鸿沟,进一步提升母公司的创新能力。对企业核心技术的研究投入更多的资源,实现在国内市场的技术赶超,提高自身的核心竞争力,而且,企业自身竞争优势的增加也有利于企业开拓国外市场,形成一定的国际影响力。企业通过跨国并购整合资源来促进创新,进而逐步达到影响市场的程度,在此过程中,企业的风险防控机制必然也得到了升级,并且为了市场的健康发展,拥有核心技术的企业也会受到一定的保护,这都会降低企业的经营风险,促进企业健康可持续发展。本文依据周晶晶等(2019)的方式,以研发投入占营业收入的比例用来衡量企业的技术进步水平。采用中介效应进行检验技术进步在企业跨国并购与经营风险种的影响程度,回归结果见表3的列(2)、列(3),列(2)被解释变量为技术进步,结果表明,跨国并购对技术进步在1%的显著性水平下为正,即中介效应第二步成立。接着检验中介效应第三步即考察技术进步与跨国并购同时对企业经营风险的影响,首先技术进步对企业经营风险的影响显著,说明中介效应成立。其次在加入技术进步这一中介变量后,跨国并购对企业经营风险的影响也显著,说明技术进步在跨国并购对企业经营风险的影响中发挥的是部分中介效应。

2. 人力资本效应

在知识经济时代,知识和技术不断内化于人,人力资本与技术进步具有同等重要的地位。人力资本的积累与利用对推动企业健康发展起到了至关重要的作用(周一帆,2021),人才是重要的人力资本,直接关系到企业经营的质量,优质的人力资源可以提高企业的经营管理效率。人力资本是创新产出的核心要素,国家或地区之间的经济发展水平会因人力资本积累程度不同而存在显著差异。Ottaviano等(2018)研究表明,企业跨国并购之后,人力资本流入可以推动企业创新,提高企业竞争力,降低经营风险。同时,当一个国家或地区吸收了大量的人力资本时,也会提高该国家或地区的创新水平。而且相比于企业直接开拓东道国市场,跨国并购企业经营风险更低,因为企业跨国并购之后,人力资本流入,不仅可以减少在东道国市场搜寻信息的成本,降低信息不对称性,还可以减弱企业的外来者劣势,降低企业进入东道国市场的壁垒(Bettin et al, 2019)。人力资本在企业进行整合的过程中也在不断地与新企业的优质人员进行交流与学习,使得自身能力得到充分提升,进而提高了整体人力资本水平,再次作用于企业未来发展,人力资本与企业经营之间形成了良性循环。本文借鉴王烨等(2018)的做法以企业员工中本科以上学历人数占员工总数的比重作为人力资本的测量指标,采用中介效应进行检验人力资本在企业跨国并购与经营风险种的影响程度,回归结果见表3的列(4)、列(5),列(4)被解释变量为人力资本,结果表明,跨国并购对人力资本在10%的显著性水平下为正,即中介效应第二步成立。接着检验中介效应第三步即考察人力资本与跨国并购同时对企业经营风险的影响,首先

表3 机制分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Z</i>	<i>RD</i>	<i>Z</i>	<i>degree</i>	<i>Z</i>
<i>D</i>	1.424*** (0.391)	0.622*** (0.0936)	1.270*** (0.369)	0.0111* (0.00571)	3.113** (1.551)
<i>rd</i>			0.0871** (0.0438)		
<i>degree</i>					-1.517*** (0.568)
<i>roa</i>	-1.365 (2.886)	-14.44*** (2.523)	0.758 (2.497)	0.104** (0.0491)	-2.532 (3.760)
<i>cqb</i>	1.728*** (0.104)	0.337*** (0.0704)	1.929*** (0.202)	-0.00245 (0.00312)	1.792*** (0.219)
<i>grow</i>	-0.380** (0.155)	-0.291 (0.348)	-0.954*** (0.169)	0.00796 (0.00571)	-0.553* (0.318)
<i>lev</i>	-24.23*** (1.574)	-7.778*** (0.665)	-24.77*** (2.253)	0.0428* (0.0260)	-25.74*** (2.713)
<i>age</i>	1.281*** (0.193)	-1.006*** (0.0906)	1.450*** (0.234)	0.00626 (0.00901)	1.134** (0.573)
<i>bm</i>	7.088*** (1.141)	-3.337*** (0.330)	7.394*** (0.815)	-0.0156 (0.0298)	8.103*** (2.122)
<i>tbq</i>	3.184*** (0.300)	0.401*** (0.0788)	3.185*** (0.152)	0.0135* (0.00744)	3.862*** (0.616)
<i>cash</i>	-2.321 (2.106)	-2.531** (1.061)	1.357 (1.948)	-0.117* (0.0680)	-2.573 (3.412)
<i>size</i>	0.320*** (0.0894)	0.463*** (0.0538)	0.449*** (0.131)	0.0127*** (0.00309)	0.679*** (0.244)
<i>Constant</i>	-8.657*** (2.339)	1.937 (1.344)	-12.61*** (3.434)	-0.0740 (0.112)	-20.03*** (6.017)
<i>Observations</i>	38740	21207	21207	4905	4905
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注：括号内为稳健标准误；*、**、***分别表示在10%、5%、1%置信区间上显著。

人力资本对企业经营风险的影响显著,说明中介效应成立。其次在加入人力资本这一中介变量后,跨国并购对企业经营风险的影响也显著,说明跨国并购后人力资本增加,降低企业经营风险。

五、进一步分析

(一) 异质性检验

1. 企业规模异质性

跨国并购对企业经营风险的影响会因企业规模不同而有所差异。本文将企业规模以其均值为分界线分为大规模企业小规模企业,分别进行分组回归。表4的列(1)、列(2)为基于企业规模异质性进行的回归结果。列(1)为大规模企业,此时跨国并购在1%的水平上显著,表明企业跨国并购活动可以降低企业的经营风险;列(2)为小规模企业,跨国并购在10%的水平上显著,表明企业进行跨国并购之后,虽然企业经营风险得到缓解,但缓解程度不如大规模企业的效果,仍然存在经营风险。由于系数均在不同显著性水平下显著,本文进行了组间差异性检验,避免系数和显著性的差异是由于样本差异造成的,企业规模组的经验 P 值在10%的水平上显著,说明大规模和小规模企业之间确实存在着显著差异,企业跨国并购决策对大规模和小规模企业的经营风险均会产生影响,但是影响程度是不同的。同时结合基准回归结果进行分析,企业规模与企业经营风险之间负相关的,即企业规模越大,企业出现经营风险的可能性越低。大规模企业为处于发展成熟期,资本雄厚,当企业进入东道国市场时,有能力去支付融入该市场所需要支出的成本,而小规模企业意味各种制度、机制都不够健全,不仅抵御风险能力低,而且公司资本有限,那么该企业在跨国并购前面临着高昂的市场调研成本,跨国并购后面临着高额的市场开拓成本,这都会对企业的生产经营活动进行冲击,在经营过程中很有可能会面临资金匮乏的风险,即出现经营风险。

2. 行业异质性

考虑到跨国并购降低企业经营风险的效果在不同行业之间存在着差异以及我国的部分产业存在着“卡脖子”的技术问题,特别是一些技术密集型企业,关键技术依赖于国外市场,在疫情的冲击下,技术密集型企业的经营风险上升。核心产品和技术密集型企业市场中的竞争优势,企业要想保持持久的竞争力,必须将核心技术掌握在自己手里,生产一些难以替代的产品,因此,技术密集型企业的跨国并购动机也就越强。本文参照杜晓荣等(2021)的研究,以证监会行业分类为基础,将医药制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业、其他制造业、电信、广播电视和卫星传输服务业、互联网和相关服务业、软件和信息技术服务业等作为技术密集型行业,处于这些行业中的企业则为技术密集型企业,记为1,否则为0。表4列(3)、列(4)为基于行业异质性进行的回归结果。列(3)为技术密集型企业,跨国并购在1%的水平上显著,表明技术密集型企业在跨国并购之后可

表 4 异质性分析

变量	(1) 大规模	(2) 小规模	(3) 技术	(4) 非技术	变量	(1) 大规模	(2) 小规模	(3) 技术	(4) 非技术
	Z	Z	Z	Z		Z	Z	Z	Z
<i>D</i>	0.461*** (0.0798)	3.002* (1.546)	2.757*** (0.889)	0.204 (0.133)	<i>cash</i>	0.0788 (0.404)	-3.140 (3.207)	0.125 (2.558)	-2.883 (2.373)
<i>roa</i>	6.597*** (0.559)	-5.229 (4.500)	3.731** (1.711)	-5.333 (4.727)	<i>size</i>	0.133*** (0.0326)	0.572** (0.261)	0.367*** (0.126)	0.397** (0.170)
<i>cqb</i>	0.912*** (0.0784)	2.080*** (0.197)	2.862*** (0.263)	1.326*** (0.125)	<i>Constant</i>	-2.036*** (0.788)	-14.70** (5.718)	-17.67*** (2.627)	-9.802** (4.886)
<i>grow</i>	-0.407*** (0.0755)	-0.406 (0.248)	-0.966*** (0.200)	-0.201 (0.175)	<i>Observations</i>	17700	21040	11487	27253
<i>lev</i>	-13.18*** (0.960)	-29.95*** (2.308)	-30.54*** (2.117)	-21.95*** (1.728)	<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>age</i>	0.636*** (0.100)	1.653*** (0.346)	1.778*** (0.346)	1.001*** (0.203)	<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>bm</i>	2.627*** (0.324)	10.38*** (2.116)	8.970*** (1.233)	6.449*** (1.656)	<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>tbq</i>	2.116*** (0.112)	3.623*** (0.417)	3.283*** (0.201)	3.139*** (0.507)	<i>经验 P 值</i>	0.060*		—	

注:括号内为稳健标准误;*、**、***分别表示在 10%、5%、1%置信区间上显著。

以提高自身的技术创新水平,加大企业产出,增加利润,企业经营风险下降;列(4)为非技术密集型企业,跨国并购系数并不显著,这也表明非技术密集型企业日常经营中受限比较小,跨国并购对其效果影响比较弱。技术密集型企业可以通过跨国并购获得目标公司的先进技术,与目标公司进行优势互补,最后形成 1+1>2 的效果,而非技术密集型企业对核心技术的依赖程度并不是很高,跨国并购所带来的优势远不足技术密集型企业。

(二) 稳健性检验

为了检验企业跨国并购行为对企业经营风险影响的稳健性。本文采取了以下 5 种方法进行稳健性检验:安慰剂检验、PSM-DID 分位数回归、改变样本容量、替换被解释变量。

1. 安慰剂检验

考虑到本文研究的经济结果可能是因为其他不可观测的因素导致,而非关注的政策产生的,为了排除不可观测因素影响,本文进行了安慰剂检验,先生成一个跨国并购的虚拟变量,将跨国并购哑变量对随机挑选的企业进行冲击,重复该随机冲击过程 500 次并将其 500 次结果带入基准回归模型中检验,最后将 500 次的回归结果生成的系数与 *P* 值进行绘图,如图 2 所示。结果表明,*P* 值集中在 0 的附近,并且企业真实的系数在 1.1 附近,而 *P* 值的区间是 -0.5~0.4,显著异于 *P* 值分布区间,这说明回归结果是稳健的。

2. PSM-DID

基于 PSM-DID 方法的估计。由于每家上市公司进行跨国并购的时间是不同的,是公司根据自身发展需要选择的,不是在同一点发生的,即实验组受到的冲击时间点是不同的,进而可能导致基准回归结果产生偏误。因此,为了能够更好地解决内生性和偏误性问题,本文使用 PSM-DID 方法对模型进行估计。本文以经营风险作为结果变量,以跨国并购作为处理变量,以基准模型中的控制变量作为协变量,本文使用了近邻匹配、核匹配和局部线性匹配进一步估计跨国并购对企业经营风险的平均处理效应,尽管不同匹配方法得出的平均处理效应在量上有所差异,但相差不大。近邻匹配寻找倾向得分最近的 *k* 个不同组个体,其中 *k*=1 则为一对一匹配。结果见表 5, *ATT* 为平均处理效应,三种匹配方式下 *ATT* 均在 10% 的显著性水平下为正,表明企业的跨国并购活动可以降低企业经营风险。从图 3 也可以看出协变量匹配后的偏差减少,匹配效果较好 (Rosenbaum and Rubin, 1985)。本文基于匹配后的样本,重新检验跨国并购对企业经营风险的影响,估计结果见表 6 列 5。可以发现,跨国并购交互项的估计系数在 1% 的水平线显著为正,且控制变量与基准回归相似,再次证实本文的基准回归结果是稳健的。

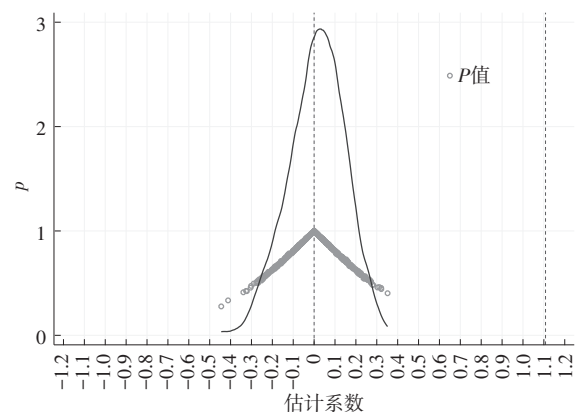


图 2 安慰剂检验

表5 倾向得分匹配估计结果

分组	匹配方式	控制组	实验组	ATT	t
全样本	近邻匹配(k=1)	4.2980	5.1122	0.4607*	1.77
	核匹配	4.3218	5.1122	0.7905*	1.89
	局部线性匹配	4.3272	5.1122	0.7850*	1.88

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 置信区间上显著。

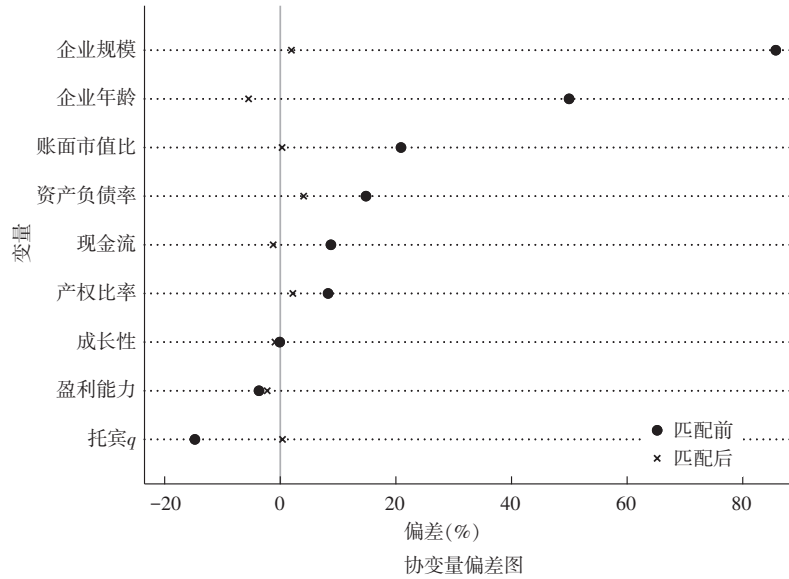


图3 PSM-DID

3. 分位数回归

本文基准回归采用普通最小二乘法回归。为了排除异方差问题。和线性回归相比,分位数回归对异常值更加稳健,而且分位数回归还可以给出被解释变量的各个分位数的预测,能提供更多的信息。因此,本文采用分位数回归对基准模型重进行稳健型检验,回归结果见表6,与基准回归结果一致,跨国并购可以降低企业经营风险,控制变量的显著性与方向均与表2相似,基准回归结果是稳健的。

表6 分位数回归以及PSM-DID

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) PSM-DID
	Z	Z	Z	Z	Z
D	0.323*** (0.0642)	0.229*** (0.0607)	0.142** (0.0559)	0.109** (0.0547)	1.442*** (0.521)
grow	0.253*** (0.0280)	0.255*** (0.0265)	-0.167*** (0.0255)	-0.128*** (0.0248)	0.816 (4.477)
age	0.625*** (0.0280)	0.0267 (0.0353)	0.522*** (0.0245)	0.352*** (0.0319)	2.428*** (0.297)
size	-0.366*** (0.0107)	-0.431*** (0.0109)	0.0700*** (0.0114)	0.105*** (0.0129)	-1.298** (0.591)
cqb	-0.900*** (0.0109)	-0.839*** (0.0109)	0.632*** (0.0163)	0.581*** (0.0160)	-29.22*** (2.500)
roa			7.001*** (0.206)	6.485*** (0.204)	3.743*** (1.127)
lev			-9.780*** (0.102)	-9.736*** (0.102)	12.44*** (4.409)
bm			0.895*** (0.0743)	0.989*** (0.0805)	4.941*** (1.127)
tbq			1.303*** (0.0103)	1.323*** (0.0102)	-12.82* (7.378)
cash			0.281* (0.157)	0.745*** (0.157)	0.219* (0.120)
Constant	10.31*** (0.224)	12.98*** (0.277)	0.594*** (0.224)	-0.662* (0.295)	-17.22** (7.083)
Observations	38743	38743	38740	38740	2992
R ²	0.1178	0.1613	0.3884	0.4032	21
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind FE	No	Yes	No	Yes	Yes
Year FE	No	Yes	No	Yes	Yes

注：括号内为稳健标准误；*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 置信区间上显著。

4. 改变样本容量

本文选取的样本是2000—2020年我国A股上市公司的数据,考虑到2008年受美国次贷经济危机影响所爆发的金融危机,比较稳定的全球经济环境受到破坏,2008—2009年中国的跨国并购活动也不可避免地受

表 7 改变样本容量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Z	Z	Z	Z		Z	Z	Z	Z
<i>D</i>	1.473*** (0.403)	1.392*** (0.388)	1.042*** (0.361)	1.128*** (0.353)	<i>tbq</i>			3.171*** (0.318)	3.188*** (0.315)
<i>grow</i>	-0.00793 (0.192)	-0.0234 (0.212)	-0.422*** (0.159)	-0.425*** (0.164)	<i>cash</i>			-2.419 (1.993)	-2.667 (2.297)
<i>age</i>	1.087*** (0.210)	0.620*** (0.183)	1.250*** (0.193)	1.334*** (0.203)	<i>Constant</i>	34.87*** (5.266)	37.93*** (5.635)	-6.083** (2.406)	-8.836*** (2.537)
<i>size</i>	-1.446*** (0.243)	-1.534*** (0.259)	0.197** (0.0917)	0.339*** (0.0979)	<i>R</i> ²	0.0471	0.0559	0.1748	0.1800
<i>cqb</i>	-1.481*** (0.0844)	-1.421*** (0.0833)	1.804*** (0.112)	1.739*** (0.108)	<i>Observations</i>	36050	36050	36047	36047
<i>roa</i>			-0.907 (3.103)	-2.040 (3.093)	<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>lev</i>			-24.41*** (1.674)	-24.66*** (1.633)	Ind FE	No	Yes	No	Yes
<i>bm</i>			7.855*** (1.349)	7.016*** (1.202)	Year FE	No	Yes	No	Yes

注:括号内为稳健标准误;*、**、***分别表示在 10%、5%、1%置信区间上显著。

到了影响,并且在此期间企业出现经营风险的可能性比经济稳定时期更大。为了减少特殊情况的影响,本文剔除了 2008—2009 年的数据,改变样本容量后重新进行回归,见表 7 的列(4),*D* 仍然在 1% 的水平上显著为正,与基准回归结果一致,而且,控制变量的报告结果仍然与表 2 类似,说明排除异常情况后,货币政策不确定性对企业破产风险的影响仍然稳健。

5. 替换被解释变量

本文的选取的经营风险是用阿特曼计算的 *Z* 值模型衡量的,而 *Z* 值又是根据 5 个基本的财务指标计算得到的,因此,参考刘艳霞等(2021)的研究,本文以 *z-score* 的 5 个基础指标作为经营风险的代理变量进行稳健性检验,分别检验企业跨国并购对企业经营风险的影响,结果见表 8,企业跨国并购的交互项与 5 个财务指标中的 *X*₁、*X*₃、*X*₄、*X*₅ 都在 1% 的水平下显著为正,也证实了企业跨国并购交易后,经营风险下降。

表 8 替换被解释变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>X</i> ₁	<i>X</i> ₂	<i>X</i> ₃	<i>X</i> ₄	<i>X</i> ₅
<i>D</i>	2.984*** (0.779)				
<i>D</i>		-0.0599 (1.772)			
<i>D</i>			47.52** (20.40)		
<i>D</i>				0.938*** (0.0323)	
<i>D</i>					1.767*** (0.665)
<i>roa</i>	-3.533 (3.306)	-1.595 (1.704)	-51.63** (23.76)	6.460*** (2.107)	-3.450 (3.458)
<i>cqb</i>	1.640*** (0.107)	1.730*** (0.104)	1.752*** (0.107)	-0.290*** (0.0751)	1.774*** (0.107)
<i>grow</i>	-0.381** (0.154)	-0.387** (0.184)	-0.282* (0.155)	0.101 (0.0705)	-0.496*** (0.159)
<i>lev</i>	-21.69*** (1.392)	-24.35*** (1.938)	-25.88*** (2.008)	3.480*** (0.462)	-25.36*** (1.793)
<i>age</i>	1.418*** (0.202)	1.298*** (0.202)	1.173*** (0.199)	0.0581 (0.0700)	1.265*** (0.195)
<i>bm</i>	7.198*** (1.157)	7.078*** (1.156)	6.866*** (1.084)	3.603*** (0.697)	7.178*** (1.151)
<i>tbq</i>	3.197*** (0.294)	3.198*** (0.267)	3.226*** (0.304)	0.226 (0.179)	3.216*** (0.298)
<i>cash</i>	-0.906 (1.860)	-2.318 (1.961)	-3.615 (2.584)	-3.016 (2.097)	-3.542 (2.453)
<i>size</i>	0.379*** (0.0937)	0.366*** (0.113)	0.419*** (0.108)	0.0282 (0.0589)	0.356*** (0.0987)
<i>Constant</i>	-11.76*** (2.687)	-9.704*** (2.632)	-10.26*** (2.585)	-4.383*** (1.616)	-9.695*** (2.430)
<i>R</i> ²	0.1864	0.1852	0.1873	0.3131	0.1878
<i>Observations</i>	39077	39077	39077	39077	39077
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注:括号内为稳健标准误;*、**、***分别表示在 10%、5%、1%置信区间上显著。

六、实证拓展研究——人民币汇率波动

由于本文研究企业的跨国活动,人民币汇率的波动必然会影响企业的跨国并购交易,也会影响到企业的

经营活动。根据上文实证结果可知,跨国并购可以降低企业的经营风险,因此,为了检验人民币汇率波动在该过程的调节作用,本文在基准回归的基础上引入汇率波动变量以及其与跨国并购交互项的交互项。

$$Z_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 dxch_{i,t} + \beta_3 sdexch_{i,t} + \beta_4 X_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (8)$$

其中: $sdexch$ 为汇率波动变量,借鉴景光正和盛斌(2021)的研究,汇率波动采用月度实际有效汇率差分之后,再求出年度标准差得到,数据来源于国泰安数据库。“汇率波动”指标数值越大,表明汇率波动程度越大。

$dxch$ 为汇率波动与跨国并购交互项的交互项,研究人民币汇率波动在跨国并购决策对企业经营风险的影响过程中的作用。

回归结果见表9。表9的列(1)、列(2)为未控制时间和行业固定效应的结果,列(3)、列(4)则为控制时间和行业固定效应的结果。从表8的列(3)、列(4)可以看出,汇率波动变量的系数显著为负,表明人民币汇率的波动会加大企业的经营风险。这可能是因为相比于没有跨国交易的企业,人民币汇率的波动会影响跨国企业的交易活动,企业现金流不稳定,在一定程度上减弱企业在市场中的竞争力,而没有跨国交易的企业受汇率波动的影响较小,进而企业的经营风险也较低。同时,汇率波动与跨国并购交互项的系数也在10%的水平下显著为负,说明企业进行跨国并购之后,人民币汇率的波动会加大企业的经营风险,可能因为汇率的波动导致跨国并购活动成本上升,企业的未来收益出现不确定性,融入东道国市场也需要更多的人力、物力等,企业很难一边维持本国母公司的经营运转,一边管理新并购的东道国企业,自然企业的经营风险就会上升,削弱了跨国并购给企业带来的优势。由于汇率波动是时间序列变量,当定性变量含有 m 个类别时,最多只能引入 $m-1$ 个虚拟变量,否则当模型中存在截距项时就会产生完全多重共线性;或者如果保留 m 个虚拟变量,则回归过程不包括常数项,因此,控制时间固定效应时,避免多重共线性,结果无常数项。

表9 实证拓展研究

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Z	Z	Z	Z
D	1.011*** (0.352)	2.915** (1.185)	1.108*** (0.351)	2.861** (1.151)
$dxch$		-0.0106* (0.00600)		-0.00987* (0.00561)
$sdexch$	-0.296 (0.349)	-0.253 (0.348)	-6.331*** (1.711)	-6.328*** (1.710)
roa	-0.252 (2.893)	-0.327 (2.910)	-1.365 (2.886)	-1.371 (2.886)
cqb	1.792*** (0.108)	1.789*** (0.108)	1.728*** (0.104)	1.727*** (0.104)
$grow$	-0.392*** (0.151)	-0.392*** (0.151)	-0.380** (0.155)	-0.380** (0.155)
lev	-23.97*** (1.593)	-23.99*** (1.594)	-24.23*** (1.574)	-24.24*** (1.574)
age	1.228*** (0.181)	1.246*** (0.178)	1.281*** (0.193)	1.281*** (0.193)
bm	7.834*** (1.268)	7.829*** (1.261)	7.088*** (1.141)	7.091*** (1.139)
tbq	3.165*** (0.304)	3.168*** (0.305)	3.184*** (0.300)	3.184*** (0.300)
$cash$	-2.043 (1.811)	-2.035 (1.812)	-2.321 (2.106)	-2.320 (2.106)
$size$	0.185** (0.0827)	0.190** (0.0841)	0.320*** (0.0894)	0.319*** (0.0895)
$Constant$	-5.523*** (2.099)	-5.735*** (2.145)		
$Observations$	38740	38740	38740	38740
$Controls$	Yes	Yes	Yes	Yes
$Ind\ FE$	No	No	Yes	Yes
$Year\ FE$	No	No	Yes	Yes

注:括号内为稳健标准误;*,**、***分别表示在10%、5%、1%置信区间上显著。

七、结论与建议

本文选取2000—2020年中国A股上市公司为研究样本,采用双重差分模型检验了企业跨国并购决策对企业经营风险的影响,并对不同行业 and 不同规模的企业进行了异质性检验。研究表明,跨国并购对企业经营风险有显著影响,企业跨国并购可以缓解企业的经营风险。具体为:①跨国并购会通过技术进步效应以及人力资本效应影响企业经营风险;②从企业规模上看,跨国并购可以降低企业经营风险,但是对大规模企业的作用效果更好;③从企业所处行业来看,技术密集型企业跨国并购可以降低经营风险;④为了解决偏误性问题,本文还进行了PSM-DID检验,基于匹配后的样本,重新进行回归,研究发现跨国并购决策确实可以降低企业经营风险。

基于上述结论,本文提出如下政策建议:第一,企业应抓住“一带一路”政策和贸易开放所带来的机遇,积极参与到国际活动中来,根据自身情况制定长远的发展战略,通过跨国并购交易整合全球资源,提高企业价值,降低经营风险(夏芸等,2020)。第二,企业跨国并购之后,企业所拥有的技术水平与资源增加,企业要重视对研发水平的投入,提高创新能力,拥有核心技术则会为企业的经营保驾护航。第三,企业跨国经营后,要合理利用人力资本,促进母公司与子公司的文化融合,增强员工的集体感,充分发挥并购后多元化人力资本优势,减少外来者劣势。第四,企业要增加自己的现金流储备,综合考虑长远效益,着眼于企业未来发展,以

应对各种金融摩擦问题,合理分配资金。第五,虽然跨国并购可以降低企业的经营风险,但企业也不能忽视跨国并购的弊端,谨慎进行跨国并购,避免过度多元化导致的管理能力缺乏、特色丧失和经营不善。

参考文献

- [1] 白俊红,刘宇英,2018.对外直接投资能否改善中国的资源错配[J].中国工业经济,(1): 60-78.
- [2] 常青青,2021.跨国并购对中国企业研发能力的影响研究——基于PSM和DID方法的实证检验[J].技术经济与管理研究,(7): 46-50.
- [3] 陈奉先,王晨,赵颖岚,2022.汇率变动如何影响企业全要素生产率?:基于市场竞争、企业创新与中间品进口渠道的实证考察[J].世界经济研究,(1): 14-29, 134.
- [4] 邓芷晴,2022.智力资本对我国企业逆向跨国并购创新绩效的影响研究[D].云南:云南财经大学.
- [5] 杜威剑,李梦洁,2017.环境规制与多产品企业出口行为[J].国际贸易问题,(11): 82-92.
- [6] 杜晓君,石茹鑫,冯飞,等,2022.东道国政治风险对企业对外直接投资绩效的影响——基于企业风险管理能力与东道国自由裁量权的联合调节效应[J].技术经济,41(3): 101-114.
- [7] 杜晓荣,赵嘉雯,新夫,2021.技术密集型企业跨国并购对创新绩效的影响——基于中国A股上市公司的经验研究[J].科技管理研究,41(7): 148-154.
- [8] 冯晓晴,文雯,2020.多个大股东与企业风险承担[J].中南财经政法大学学报,(2): 25-36.
- [9] 顾露露, REED R, 2011.中国企业海外并购失败了吗?[J].经济研究,46(7): 116-129.
- [10] 韩贺洋,周全,2018.科技企业并购方式、创新路径与并购后整合研究[J].科学管理研究,36(1): 65-68.
- [11] 季克佳,张明志,2018.人民币汇率变动对企业出口产品决策的影响——基于垂直专业化的分析视角[J].国际经贸探索,34(5): 68-90.
- [12] 蒋冠宏,2017.我国企业跨国并购真的失败了吗?——基于企业效率的再讨论[J].金融研究,(4): 46-60.
- [13] 景光正,盛斌,2021.跨国并购、汇率变动与全球价值链地位[J].国际金融研究,(3): 37-46.
- [14] 刘艳霞,祁怀锦,曹修琴,2021.控股股东股权质押与公司财务状况:“掠夺之手”抑或“扶持之手”[J].经济与管理,35(4): 56-63.
- [15] 任胜钢,郑晶晶,刘东华,等,2019.排污权交易机制是否提高了企业全要素生产率——来自中国上市公司的证据[J].中国工业经济,(5): 5-23.
- [16] 邵新建,巫和懋,肖立晟,等,2012.中国企业跨国并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价[J].世界经济,35(5): 81-105.
- [17] 宋砚秋,张玉洁,王瑶琪,2018.中国企业风险投资多元化投资策略的绩效——基于资源禀赋调节效应的实证研究[J].技术经济,37(10): 45-54.
- [18] 王静,2020.我国企业跨国并购的现状、问题及对策建议[J].技术经济,39(2): 73-78.
- [19] 王麒麟,严荣,黄颖婕,等,2012.企业后备人才管理现状与“DCP”模式的构建[J].科技管理研究,32(3): 89-92.
- [20] 王烨,孙慧倩,吴婷,等,2018.人力资本禀赋、市场化程度与员工持股计划选择[J].华东经济管理,32(12): 133-142.
- [21] 王喆,蒋殿春,2021.跨国并购是否提高了企业风险:来自中国上市公司的证据[J].世界经济研究,(3): 107-120, 136.
- [22] 温忠麟,叶宝娟,2014.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,22(5): 731-745.
- [23] 吴先明,张玉梅,2019.国有企业的海外并购是否创造了价值:基于PSM和DID方法的实证检验[J].世界经济研究,(5): 80-91, 106, 135-136.
- [24] 洗国明,明秀南,2018.海外并购与企业创新[J].金融研究,(8): 155-171.
- [25] 夏芸,叶秋彤,王珊珊,2020.创业板上市公司海外技术并购的创新效应——基于PSM-DID模型的实证分析[J].技术经济,39(8): 10-20.
- [26] 肖阳,张晓飞,2021.技术并购对制造业企业创新持续性影响:基于吸收能力和利用能力的中介作用[J].技术经济,40(11): 1-12.
- [27] 周晶晶,蒋薇薇,赵增耀,2019.中国企业跨国并购提升了其研发能力吗?——来自“一带一路”沿线国家的证据[J].科研管理,40(10): 37-47.
- [28] 周雪峰,韩永飞,2022.跨国并购对企业创新投入的影响:基于异质性组织冗余的遮掩与中介效应视角[J].世界经济研究,(1): 104-118, 136.
- [29] 周一帆,2021.中国人力资本的全球流动对跨国并购企业创新绩效的影响研究[D].北京:北京林业大学.
- [30] BETTIN G, BIANCHI P, NICOLLI F, et al, 2019. Migration, ethnic concentration and firm entry: Evidence from Italian regions[J]. Regional Studies, 53(1): 55-66.
- [31] BOND S, MEGHIR C, 1994. Dynamic investment models and the firm's financial policy[J]. The Review of Economic Studies, 61(2): 197-222.
- [32] JIMÉNEZ A, LUIS-RICO I, BENITO-OSORIO D, 2014. The influence of political risk on the scope of internationalization of

- regulated companies: Insights from a Spanish sample[J]. *Journal of World Business*, 49(3): 301-311.
- [33] KOERNIADI H, KRISHNAMURTI C, TOURANI-RAD A, 2015. Cross-border mergers and acquisitions and default risk [J]. *International Review of Financial Analysis*, 42: 336-348.
- [34] KRAPL A A, 2015. Corporate international diversification and risk [J]. *International Review of Financial Analysis*, 37: 1-13.
- [35] OTTAVIANO G I P, PERI G, WRIGHT G C, 2018. Immigration, trade and productivity in services: Evidence from UK firms[J]. *Journal of International Economics*, 112: 88-108.
- [36] ROSENBAUM P R, RUBIN D B, 1985. Constructing a control group using multivariate matched sampling methods that incorporate the propensity score[J]. *The American Statistician*, 39(1): 33-38.
- [37] RUGMAN A M, 1976. Risk reduction by international diversification[J]. *Journal of International Business Studies*, 7(2): 75-80.
- [38] STIEBALE J, 2013. The impact of cross-border mergers and acquisitions on the acquirers' R&D-firm-level evidence[J]. *International Journal of Industrial Organization*, 31(4): 307-321.
- [39] STIEBALE J. Cross-border M&As and innovative activity of acquiring and target firms [J]. *Journal of International Economics*, 2016, 99: 1-15.

Cross-border Mergers and Acquisitions, RMB Exchange Rate Fluctuations and Business Risk

Li Shengqi, Zhao Xinyu

(School of Finance, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Abstract: Based on the expanding scale of cross-border mergers and acquisitions after the outbreak of the novel coronavirus, the global mergers and acquisitions data and the financial data of listed companies in the CSMAR were used as a quasi-natural experiment to study the impact of cross-border mergers and acquisitions on business risk by using a multi-period differential model. The findings are as follows. Transnational mergers and acquisitions significantly reduce business risks, in order to solve the problem of bias, differentially inclined score matching test was conducted. The further influence mechanism shows that cross-border merger and acquisition improves the management efficiency of enterprises through the “human capital effect” and solves the problem of “bottleneck” in core technology through the “technological progress effect”, thus reducing the operational risk. From the perspective of heterogeneity, cross-border mergers and acquisitions are more effective in reducing the operational risks of technology-intensive enterprises and large-scale enterprises. At the same time, the RMB exchange rate fluctuations will increase the risk of multinational enterprises. Therefore, it is of practical significance to study the impact of cross-border mergers and acquisitions on business risks for enterprises' long-term high-quality development and improvement of international competitiveness.

Keywords: cross-border merger and acquisition; enterprise operation risk; RMB exchange rate fluctuations; multiphase difference-difference model