

多维异质性视角下自由贸易协定对中国企业海外并购的影响探讨

程子健 李天泽

摘要: 结合宏观和微观数据,分析自由贸易协定(FTA)对中国企业海外并购的影响后发现,FTA对中国企业海外并购具有促进决策和扩大规模的双重作用。异质性分析显示:企业维度上,FTA对并购规模的积极影响在科技属性强的企业中受到抑制,对国际化水平较低企业的促进作用更加明显;在国有企业样本中FTA的双重促进作用进一步增强,但主要体现在2018年之前;东道国(地区)维度上,FTA对海外并购规模的促进作用在普通法系国家(地区)与高贸易壁垒的国家(地区)中更为突出,东道国(地区)的外资利好政策进一步放大了FTA的双重促进作用;条款维度上,具有投资深度特征和关键性条款的FTA对海外并购有更加显著的双重助推作用。以上研究结论为差异化利用FTA促进企业海外并购提供了理论依据,也为后续升级现有FTA、构建更高标准FTA网络提供了借鉴。

关键词: 自由贸易协定; 海外并购; FTA网络; 贸易壁垒; 条款深度

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2025.04.009

一、引言

海外并购是企业拓展国际市场、优化产业布局的关键路径,也是提升国家(地区)在全球产业链与价值链中地位的核心手段。截至2025年2月,我国已签署23个自由贸易协定(FTA),涉及30个国家和地区^①。FTA通过提供优惠的贸易与投资条件,正在加速改变中国企业对外投资并购的格局。然而,伴随全球贸易摩擦加剧和逆全球化浪潮兴起,外部经济环境的复杂性与不确定性显著提升,中国企业海外并购面临更为严峻的挑战。《中国对外直接投资统计公报》数据显示,2023年中国企业的海外并购金额较2016年已下降84.80%^②,其中国有企业、高科技企业的海外并购受到的冲击尤为严重。这种情况不仅制约了中国企业的海外拓展,也对国内产业转型升级形成显著阻碍。2025年4月2日以来,特朗普政府宣布对中国征收34%的所谓“对等关税”后又持续加码,美国关税政策的不确定性增加。这一政策预期将对中国贸易出口产生深远负面影响。虽然2025年5月12日,中美两国发布日内瓦经贸会谈联合声明,达成多项共识,并于6月5日就落实两国元首通话共识及日内瓦会谈共识达成框架。但是对于美国政府,我们还是要听其言、观其行。企业海外并购通过生产与运营的海外化布

基金项目: 国家社科基金重大项目“RCEP对亚太区域价值链重构的影响机制及应对策略”(22&ZD177);国家自然科学基金青年项目“注册制改革背景下的中国企业反向并购——动因异化、经济后果与治理对策”(72102124);山东省社科规划一般项目“对外投资视角下RCEP对中日韩价值链重构影响及山东应对策略研究”(23CJJ22);山东大学商学院研究生科学研究基金重点项目(SXYZD2025002)。

作者简介: 程子健,山东大学商学院副教授,博士生导师(威海 264209; chengzijian@sdu.edu.cn);李天泽,山东大学商学院博士研究生(威海 264209; tianzeli@mail.sdu.edu.cn)。

① 资料来源:中华人民共和国商务部 WTO/FTA 咨询网, <http://chinawto.mofcom.gov.cn/article/c/r/202501/20250103560933.shtml>, 访问日期:2025年4月12日。

② 《中国对外投资统计公报》, https://www.mofcom.gov.cn/tjsj/gwjhzjtj/art/2024/art_5ffd498d65d14383a8806b5c4346d613.html, 访问日期:2025年4月12日。

局,成为规避贸易壁垒、应对“关税大棒”的重要策略。当前正值区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)全面生效、中国FTA网络不断完善的时代机遇,分析FTA对中国企业海外并购活动的影响,对于破局海外并购遇冷困境和缓冲贸易保护主义风险、应对特朗普政府当前贸易政策,具有独特的现实意义。

已有研究虽关注了FTA对中国企业海外并购的促进作用^①,但主要是基于国家层面的宏观数据,难以厘清该作用在企业层面、东道国(地区)层面与条款层面的非对称性影响。结合使用宏微观数据,构建了“上市公司—东道国(地区)—年度”的三维数据,对FTA影响企业海外并购的多维异质性进行了深入分析。主要贡献体现在以下三个方面:首先,聚焦于海外并购的企业主体,弥补了已有文献中微观视角缺失的不足,使研究结论更具指导意义和实践价值。其次,对FTA影响海外并购的多维异质性进行了深入探讨,并总结了宏微观因素异质性影响的三重逻辑。最后,构建了独特的FTA投资条款深度度量指标,分析了条款深度和关键条款对海外并购的影响。研究结论对FTA的签署与升级、利用FTA开展海外并购和消解当前美国关税政策对中国经济的负面影响提供了理论启示和经验证据。

二、文献回顾与假设提出

(一)海外并购的影响因素分析

已有文献指出,海外并购受到主并企业、东道国(地区)特征与国际经贸投资规则三方面的影响^②。首先,企业资源禀赋是影响并购投资的重要因素。生产率高、规模较大以及资本更加密集的企业更倾向于发起海外投资与并购^③。国有身份为主并企业提供了“所有权优势”,是促进企业海外并购的重要因素^{④⑤}。与之相对,也有研究提出国有企业的特殊属性会引致更多的制度障碍,在海外并购过程中起到阻碍作用^⑥。其次,市场规模、地理距离和制度体系方面的特征会影响海外并购。目标国家(地区)的市场规模较大时,主并企业可根据自身需求进行遴选,提升并购的概率与质量^⑦;地理距离越远,信息不对称程度与子公司失控风险越高,企业进行海外投资并购的可能性越小^{⑧⑨};政治经济制度与保障体系越完善、市场运作制度越透明、贪污腐败程度越低的东道国(地区),越有助于吸引海外并购^{⑩⑪}。最后,国际合作关系越紧密、投资规则越完善,企业发起海外并购的概率与规模也会越高。例如,双边投资协议、“一带一路”倡议对企业海外投资并购具有积极影响^{⑫⑬}。此外,自由贸易区

① 杨连星、铁瑛:《区域贸易协定、投资条款差异性深化与跨国并购意愿》,《管理世界》2023年第9期。

② Erel I., Liao R. C., Weisbach M. S., “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions”, *The Journal of Finance*, 2012, 67(3), pp. 1045-1082.

③ Helpman E., Melitz M. J., Yeaple S. R., “Export versus FDI with Heterogeneous Firms”, *American Economic Review*, 2004, 94(1), pp. 300-316.

④ 周黎安:《晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因》,《经济研究》2004年第6期。

⑤ 潘红波、余明桂:《政治关系、控股股东利益输送与民营企业绩效》,《南开管理评论》2010年第4期。

⑥ Antkiewicz A., Whalley J., “Recent Chinese Buyout Activity and the Implications for Wider Global Investment Rules”, *Canadian Public Policy*, 2007, 33(2), pp. 207-226.

⑦ 刘青、陶攀、洪俊杰:《中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角》,《经济研究》2017年第1期。

⑧ Blonigen B. A., “A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants”, *Atlantic Economic Journal*, 2005, 33, pp. 383-403.

⑨ 张亚斌:《“一带一路”投资便利化与中国对外直接投资选择——基于跨国面板数据及投资引力模型的实证研究》,《国际贸易问题》2016年第9期。

⑩ Blonigen B. A., “A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants”, *Atlantic Economic Journal*, 2005, 33, pp. 383-403.

⑪ Globerman S., Shapiro D., “Global Foreign Direct Investment Flows: The Role of Governance Infrastructure”, *World Development*, 2002, 30(11), pp. 1899-1919.

⑫ 韦东明、顾乃华、徐扬:《“一带一路”倡议与中国企业海外并购:来自准自然实验的证据》,《世界经济研究》2021年第12期。

⑬ 丁杰:《“一带一路”倡议下对外直接投资效应分析》,《西安财经大学学报》2022年第6期。

对海外并购也发挥了重要的促进作用^{①②}。

已有文献在海外并购的影响因素方面作出了一定贡献,但是在探讨企业海外并购行为时存在三方面的不足:第一,现有研究大多未将宏观与微观数据进行有效结合,难以区分企业与东道国(地区)特征层面的差异化作用;第二,已有研究受限于数据时效性,大多基于2017年之前的数据进行分析,对中国企业在新形势下的指导意义有所下降;第三,基于FTA条款,探究其对企业海外并购影响的研究有待补充、深化。

(二)理论推导与假设提出

结合FTA规则与国际投资理论,FTA的贸易便利政策对并购具有“引致效应”(通过改善贸易环境吸引并购),投资便利政策对并购具有直接“促进效应”(通过放宽投资限制等措施推动并购),从而影响中国企业海外并购的决策与规模。

第一,FTA通过减免关税、扩大商品贸易,从而吸引中国企业进行海外投资并购。投资并购建立在贸易发展的基础上,是企业经营国际化的深层次表现^③。FTA促进了国家(地区)间的商品贸易,降低了企业对该国(地区)信息不对称与风险的感知水平^④,进而提高了企业并购的意愿。同时,企业会为降低在东道国(地区)的销售和服务成本,获取资源、经验和技术加大投资并购力度^⑤;此外,随着FTA网络的建立和发展,企业可能为符合原产地累积规则,利用东道国(地区)与其他国家(地区)签订的FTA而发起海外并购^⑥。

第二,FTA的投资条款为企业海外并购行为提供了支持。整体来看,FTA针对投资的规定主要围绕投资准入、待遇问题、投资保护和争端解决展开。投资准入规则明确了投资的定义与适用范围,规定了外资准入领域与条件;投资待遇规则要求为投资者及其投资提供国民待遇;投资保护条款对征收、损失补偿和投资自由转移等方面作出详细规定;争端解决条款为投资者提供更稳定和有保障的投资环境,在出现投资纠纷时予以协调仲裁,保护投资成果。随着FTA的发展,与投资相关的条款为海外并购提供了保护与支持。

第三,FTA中的金融服务条款能有效缓解企业海外并购中的融资压力。企业海外并购需要大量资金支持,融资约束是阻碍企业“走出去”的主要因素^⑦,金融服务开放水平可以显著促进企业海外投资^{⑧⑨⑩}。部分FTA针对金融服务提供了优惠政策,降低了企业在东道国(地区)进行融资的成本,提高了金融服务的质量,从而促进企业海外并购。

第四,FTA在自然人移动方面的便利化政策对并购产生了积极影响。FTA授予商务访问者更长的临时入境时间和临时居留许可,促进了商务人员的流动停留。商务人员流动的便利化能有效降低并购前的信息不对称水平,促进并购后集团内的信息与资源共享,从降低事前交易难度和提高事后协

① 姜付秀、申艳艳、夏晓雪:《国际贸易与海外并购》,《会计研究》2022年第12期。

② 谢建国、周雨婷:《区域贸易自由化与中国企业的跨国并购——基于企业微观并购数据的研究》,《经济评论》2019年第5期。

③ Johanson J., Vahlne J. E., “The Internationalization Process of the Firm-A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments”, *Journal of International Business Studies*, 1977, 8, pp. 23-32.

④ 李江、卫平、石大千等:《制度差异风险与中国对外直接投资——双边投资协定与贸易依存度的调节效应研究》,《工业技术经济》2017年第7期。

⑤ Dunning J. H., Kim C. S., Lin J. D., “Incorporating Trade into the Investment Development Path: A Case Study of Korea and Taiwan”, *Oxford development studies*, 2001, 29(2), pp. 145-154.

⑥ 高歌:《巧用中国—东盟自由贸易区原产地规则扩大中国与东盟的投资合作》,《东南亚纵横》2011年第11期。

⑦ 慕绣如、李荣林:《融资异质性与企业国际化选择——来自微观企业的证据》,《当代财经》2016年第1期。

⑧ Poelhekke S., “Do Global Banks Facilitate Foreign Direct Investment?”, *European Economic Review*, 2015, 76, pp. 25-46.

⑨ 吕越、邓利静:《金融如何更好地服务实体经济对外直接投资?——基于中资银行“走出去”的影响与机制分析》,《国际金融研究》2019年第10期。

⑩ 危平、毛晓丹:《高管网络能否缓解企业跨国并购面临的融资约束——来自中国的经验证据》,《国际贸易问题》2017年第6期。

同效应两个方面促进跨国并购。

基于已有文献和上述理论推导,提出研究假设H1a与H1b:

假设H1a: FTA能促进中国企业作出对东道国(地区)企业开展并购的决策。

假设H1b: FTA能提高中国企业在东道国(地区)开展海外并购的规模。

三、研究设计

(一)样本选择及数据来源

考虑到中国于2002年签署第一份FTA(中国-东盟FTA),本文以2002年至2021年^①中国A股上市公司发起的海外并购事件为初始样本。海外并购数据来自国泰安金融数据库(CSMAR),并按照以下标准筛选数据:(1)剔除未完成的海外并购交易;(2)剔除发生在避税地的海外并购交易;(3)剔除金融类上市公司海外并购交易;(4)剔除涉及关联交易的并购。最终获取海外并购交易数为1094笔。

借鉴Holburn等人^②的方法,构建了企业-东道国(地区)-年度的三维数据集。企业2002年后的海外并购区位选择集由所有样本企业当年及以前年份发生并购交易的东道国(地区)组成。随着企业的海外并购活动在更多国家(地区)进行,企业区位选择集合逐年递增。最终样本中累计包括73个海外并购区位选择集合,共20479条企业-东道国(地区)-年份观测值。样本中企业财务数据来自CSMAR数据库;FTA签约情况来自中国自由贸易区服务网,FTA指标变量由作者基于Design of Trade Agreements (DESTA)数据库的原始数据进一步清洗获得;国家层面控制变量来自世界银行数据库(World Bank Open Data),地理距离变量来自Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII);“一带一路”变量数据来自“中国一带一路网”;反倾销相关数据来自Global Trade Alert (GTA)数据库。

(二)模型设计与变量选取

为检验FTA对企业海外并购的影响,建立以下计量模型。

$$MAD_{(i,j,t)} = \alpha_0 + \alpha_1 FTA_{(j,t-1)} + \sum_{i=2}^n \alpha_2 Controls_{(t-1)} + \theta_1 + \theta_2 + \theta_3 + \varepsilon_{(i,t,j)} \quad (1)$$

$$MAS_{(i,j,t)} = \beta_0 + \beta_1 FTA_{(j,t-1)} + \sum_{i=2}^n \beta_2 Controls_{(t-1)} + \theta_1 + \theta_2 + \theta_3 + \varepsilon_{(i,t,j)} \quad (2)$$

模型(1)与模型(2)分别关注FTA对中国企业海外并购决策与并购规模的影响。下标*i*、*j*、*t*分别代表企业、国家(地区)和年份。被解释变量*MAD*为虚拟变量,如果*i*企业第*t*年在*j*国家(地区)实施了一次及以上的海外并购交易,则*MAD*取值为1,否则为0;被解释变量*MAS*为*i*企业第*t*年在*j*国家(地区)的海外并购规模的对数转换。

将解释变量与控制变量滞后一期。解释变量*FTA_(j,t-1)*为虚拟变量,如果在第*t*-1年以前中国与*j*国(地区)签订了自由贸易协定则取值为1,否则为0。本文还加入了可能影响海外并购决策的贸易特征、企业特征和东道国(地区)特征控制变量集合(*Controls*)^③。为减轻行业特征、宏观经济周期和地区差异的潜在影响和遗漏变量偏误,控制了行业固定效应、时间固定效应和地区固定效应,即模型中的*θ₁*、*θ₂*和*θ₃*。模型(1)和模型(2)分别使用Logit模型和OLS模型进行回归。本文删除了变量缺失

① 截至2024年底,仍有部分东道国(地区)2022年至2023年的关键宏观数据未披露。考虑到不对相关变量进行控制将引起实证结论有偏,本文选择以2021年作为研究时间节点。CSMAR数据库的统计结果显示,2022年至2023年由A股上市公司发起并完成的非金融类海外并购交易共35笔,相较本文纳入回归的1094笔海外并购比重较小(约为3.2%),不会对本文结论产生重要影响。

② Holburn G. L., Zelner B. A., “Political Capabilities, Policy Risk, and International Investment Strategy: Evidence from the Global Electric Power Generation Industry”, *Strategic Management Journal*, 2010, 31(12), pp. 1290-1315.

③ 因篇幅原因,变量设置不在文中展示,留存备案。

值,对连续变量进行前后1%的缩尾处理,并将标准误聚类到公司层面。

四、基准检验结果与分析

(一)描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计结果。变量 $MAS_{(i,j,t)}$ 的最大值为18.46,说明数据中海外并购最大规模约为1.04亿元人民币^①。变量 $FTA_{(i,t-1)}$ 的均值为0.25,说明在样本中,有25%的国家(地区)与中国签订了自由贸易协定。其他控制变量的均值与其相应中位数较为接近,说明本文数据样本受极端值的影响较小。

表1 描述性统计

变量名称	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$MAD_{(i,j,t)}$	20479	0.03	0	0.17	0	1
$MAS_{(i,j,t)}$	20479	0.49	0	2.92	0	18.46
$FTA_{(i,t-1)}$	20479	0.25	0	0.44	0	1
$Age_{(i,t-1)}$	20479	15.64	16	5.42	5	31
$Size_{(i,t-1)}$	20479	22.35	22.14	1.32	20.18	25.94
$Soe_{(i,t-1)}$	20479	0.19	0	0.39	0	1
$Lev_{(i,t-1)}$	20479	0.41	0.41	0.20	0.05	0.83
$Roa_{(i,t-1)}$	20479	0.06	0.05	0.05	-0.14	0.24
$FC_{(i,t-1)}$	20479	1.31	1.31	0.07	1.13	1.48
$Growth_{(i,t-1)}$	20479	0.23	0.16	0.39	-0.37	2.43
$Dsub_{(i,t-1)}$	20479	0.57	1	0.49	0	1
$PTgap_{(j,t-1)}$	20479	0.07	0.01	0.30	-0.16	2.46
$Inflation_{(j,t-1)}$	20479	2.69	1.95	2.95	-0.9	19.25
$GDP/Distance_{(j,t-1)}$	20479	18.39	5.80	35.65	0.08	191.6
$WGI_{(j,t-1)}$	20479	0.78	0.92	0.81	-1.06	1.86
$Resource_{(j,t-1)}$	20479	20.43	10.61	20.84	0.32	86.52
$Firmnumber_{(j,t-1)}$	20479	0.18	0.07	0.22	0	1.04
$Population_{(j,t-1)}$	20479	3.33	3.57	1.66	0	7.23
$B\&R_{(j,t-1)}$	20479	0.24	0	0.43	0	1
$Disclosure_{(j,t-1)}$	20479	6.92	7.40	2.43	0	10
$Patent_{(j,t-1)}$	20479	7.71	8.26	2.54	0	12.73
$INVST\%_{(j,t-1)}$	20479	6.03	2.44	18.80	-117.40	234.20

(二)基准回归分析

表2汇报了本文的基准回归结果。列(1)和列(2)仅控制了企业变量,列(3)和列(4)进一步控制

① $e^{18.46}=104010248$,此处为经过前后1%缩尾的结果。变量 MAS 的均值较低,原因在于数据中存在未在 j 国(地区)发生并购的样本($MAD=0$),摊薄了平均并购金额。

了东道国(地区)变量、贸易控制变量和时间、行业及地区的固定效应。列(3)和列(4)结果表明,在其他变量保持不变的情况下,中国企业在FTA东道国(地区)进行海外并购的概率比在其他国家(地区)约高45.06%($1 - e^{0.372} = 0.4506$),并且平均而言并购规模扩大了30.5%。上述回归结果从并购决策与并购规模两方面验证了FTA对海外并购的促进效果,支持了假设H1a与H1b。

表2 基准回归结果

变量	(1) 并购决策	(2) 并购规模	(3) 并购决策	(4) 并购规模
$FTA_{(i,t-1)}$	0.409*** (4.61)	0.209*** (4.47)	0.372* (1.78)	0.305*** (2.89)
$Age_{(i,t-1)}$	-0.025 (-1.43)	-0.011 (-1.25)	-0.006 (-0.55)	-0.003 (-0.53)
$Size_{(i,t-1)}$	-0.028 (-0.65)	-0.004 (-0.21)	0.014 (0.49)	0.020 (1.48)
$Soe_{(i,t-1)}$	0.186 (1.57)	0.088 (1.48)	-0.021 (-0.29)	-0.014 (-0.38)
$Lev_{(i,t-1)}$	0.285 (0.98)	0.130 (0.92)	0.053 (0.31)	0.005 (0.06)
$Roa_{(i,t-1)}$	0.738 (0.84)	0.260 (0.61)	-0.106 (-0.20)	-0.124 (-0.53)
$FC_{(i,t-1)}$	0.109 (0.08)	-0.042 (-0.06)	0.142 (0.18)	0.131 (0.33)
$Growth_{(i,t-1)}$	0.004 (0.03)	0.009 (0.16)	0.021 (0.36)	0.013 (0.45)
$Dsub_{(i,t-1)}$	-0.028 (-0.32)	-0.013 (-0.32)	-0.032 (-0.60)	-0.017 (-0.69)
$PTgap_{(j,t-1)}$			0.783*** (4.63)	1.576*** (7.84)
$Inflation_{(j,t-1)}$			0.008 (0.22)	0.007 (1.06)
$GDP/Distance_{(j,t-1)}$			-0.004 (-1.37)	0.009*** (3.38)
$WGI_{(j,t-1)}$			0.331 (1.32)	0.124** (2.23)
$Resource_{(j,t-1)}$			-0.005 (-1.40)	-0.002 (-1.50)
$Firmnumber_{(j,t-1)}$			-2.825*** (-3.98)	-0.894*** (-6.85)
$Population_{(j,t-1)}$			0.332** (2.50)	0.081*** (2.86)
$B\&R_{(j,t-1)}$			0.120 (0.40)	0.054 (0.89)
$Disclosure_{(j,t-1)}$			-0.037 (-1.39)	-0.020** (-2.12)
$Patent_{(j,t-1)}$			0.333*** (4.78)	0.101*** (5.50)

续表 2

变量	(1) 并购决策	(2) 并购规模	(3) 并购决策	(4) 并购规模
$INVST_{(j,t-1)}$			0.002 (0.65)	-0.000 (-0.59)
常数项	-2.943 (-1.51)	0.685 (0.71)	-7.552*** (-5.65)	-2.664*** (-3.56)
时间、行业、地区固定效应			控制	控制
样本数	20479	20479	20318	20479
调整 R ²		0.001		0.044
伪 R ²	0.006		0.150	

注:括号内为回归的z值和t值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著,下同。

(三)内生性控制与稳健性检验

本文采取了一系列内生性与稳健性检验策略,包括:(1)进一步数据缩尾;(2)更高维度的固定效应模型;(3)调整滞后期数;(4)广义矩估计(GMM)和工具变量 Probit(IV-Probit)模型;(5)将标准误聚类到国家(地区)层面。在以上检验中 FTA 对海外并购的双重促进效果依旧稳健^①。

五、多维异质性分析

(一)企业特征维度异质性分析

1. 所有权性质的影响。引入 FTA 与股权性质(*Soe*)的交乘项,并且以 2018 年为界,分时段探索所有权性质的异质性影响。表 3 第(1)和(3)列显示, $FTA*Soe$ 的回归系数分别为 0.642 与 0.371,且都至少在 10% 水平上统计显著。这表明企业国有性质放大了 FTA 对海外并购的促进作用。在第(2)和(4)列的回归结果中, $FTA*Soe$ 的系数虽然为正但不再显著,说明 2018 年后受国际局势动荡的影响,国有产权性质所带来的正向调节作用被削弱,西方国家的保护主义政策对国有企业并购行为产生了冲击。

表 3 企业维度异质性分析——国有属性

变量	并购决策		并购规模	
	(1) 2018 年前	(2) 2018 年后	(3) 2018 年前	(4) 2018 年后
$FTA_{(j,t-1)}$	0.555** (2.07)	1.864*** (2.81)	0.550*** (4.23)	0.491** (2.20)
$FTA*Soe$	0.642** (2.06)	0.456 (0.62)	0.371* (1.81)	0.278 (0.99)
常数项	-9.313* (-4.94)	-4.786*** (-0.83)	-2.268** (-2.19)	0.556 (0.36)
控制变量	控制			
时间、行业、地区固定效应	控制			

① 因篇幅原因,内生性与稳健性检验结果不在文中展示,留存备索。

续表 3

变量	并购决策		并购规模	
	(1) 2018年前	(2) 2018年后	(3) 2018年前	(4) 2018年后
样本数	13246	3946	13497	4,066
调整 R ²			0.044	0.020
伪 R ²	0.155	0.171		

2. 企业科技属性的影响。进一步引入了虚拟变量 $Hi-tech$ ^①, 并构建交互项 $FTA*Hi-tech$ 加入回归。表 4 的第(1)和(2)列显示: 当因变量是并购决策时, $FTA*Hi-tech$ 的系数为负但不显著; 当因变量是并购规模时, 交乘项的系数为 -0.583 , 且在 5% 的水平上显著为负。上述结果表明, 当主并企业具有技术密集型特征时, FTA 对企业并购规模的促进作用被削减, 体现了东道国(地区)为保持技术优势而干预较大规模的技术性并购的策略。

3. 国际化经营程度的影响。引入主并企业海外营业收入占营业收入的比重($Portion$)作为国际经营水平的代理变量, 并构造交乘项 $FTA*Portion$ 进行回归。表 4 第(4)列的回归结果显示, 当因变量是并购规模时, 交乘项的系数在 10% 水平上显著为负, 说明 FTA 对国际化水平较低企业的海外并购规模的影响更加显著, 体现出了 FTA 对主营业务在国内的企业“走出去”的贡献。

表 4 企业维度异质性分析——企业科技属性与国际经营水平

变量	企业科技属性		国际经营水平	
	(1) 并购决策	(2) 并购规模	(3) 并购决策	(4) 并购规模
$FTA_{(j,t-1)}$	0.987*** (4.24)	0.618*** (5.78)	1.092*** (4.45)	0.684*** (5.62)
$FTA*Hi-tech$	-1.075 (-1.58)	-0.583** (-2.29)		
$Hi-tech_{(i,t-1)}$	-0.172 (-0.32)	0.123 (1.40)		
$FTA*Portion$			-0.007 (-1.57)	-0.004* (-1.79)
$Portion_{(i,t-1)}$			0.002 (1.03)	0.000 (0.62)
常数项	-9.405*** (-6.32)	-2.122*** (-2.86)	-9.284*** (-6.26)	-2.071*** (-2.79)
控制变量	控制			
时间、行业、地区固定效应	控制			
样本数	20318	20479	20318	20479
调整 R ²		0.039		0.039
伪 R ²	0.149		0.149	

① 本文根据《国民经济行业分类(GB/T 4754—2017)》将技术密集型行业的 $Hi-tech$ 赋值为 1, 否则为 0。技术密集型行业包括: 化学原料和化学制品制造业(C26), 医药制造业(C27), 通用设备制造业(C34), 专用设备制造业(C35), 汽车制造业(C36), 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(C37), 电气机械和器材制造业(C38), 计算机、通信和其他电子设备制造业(C39), 仪器仪表制造业(C40)。

(二)东道国(地区)异质性分析

1. 东道国(地区)法律体系的影响。东道国(地区)的法律监管体系^①与金融监管及审查密切相关,直接影响海外并购。从法系差异来看,大陆法系国家(地区)更加强调法律条文的重要性,伴随法律体系的健全,能显著提升纠纷解决速度,降低诉讼成本^②;而普通法系国家(地区)则具备相对更健全的金融体系,政府干预程度较低^③。本文引入虚拟变量 $laworigin_{(j,t-1)}$,该变量在东道国(地区)法律体系为普通法系时,该变量取值为1,否则为0。本文构建了交乘项 $FTA*laworigin$ 参与回归。表5第(2)列结果显示, $FTA*laworigin$ 系数在5%的水平上显著为正,说明普通法系更加宽松的市场准入条件与完善的金融配套服务,显著正向调节了FTA对中国企业并购规模的促进作用。

2. 贸易壁垒的影响。本文通过GTA数据库收集了样本国家(地区)对中国企业开展的反倾销调查数量作为贸易壁垒的代理变量($AntiD_{(j,t-1)}$),并将其与FTA变量的交乘项 $FTA*AntiD$ 引入回归^④。表5第(3)和(4)列显示,当因变量是并购决策时,交乘项的系数不显著;当因变量是并购规模时,交乘项 $FTA*AntiD$ 系数在10%的水平上显著为正,说明贸易壁垒放大了FTA对并购规模的促进作用,企业更倾向于利用FTA扩大并购规模,绕开贸易壁垒^{⑤⑥⑦}。此外,企业往往会为规避法务风险而开展大量的咨询、调查业务;此类业务费用计入并购成本,最终提高并购金额。

3. 东道国(地区)外资政策的影响。本文收集了东道国(地区)外资净流入额占东道国(地区)GDP的百分比($INVST\%$)作为外资政策的代理变量,并构造其与FTA的交乘项 $FTA*INVST\%$ 参与回归。表5第(5)和(6)列交乘项系数显示,东道国(地区)的外资利好政策显著放大了FTA对并购决策和并购规模的双重促进作用。

表5 东道国(地区)维度异质性分析——法律体系、贸易壁垒与外资政策

变量	法律体系		贸易壁垒		外资政策	
	(1) 并购决策	(2) 并购规模	(3) 并购决策	(4) 并购规模	(5) 并购决策	(6) 并购规模
$FTA_{(j,t-1)}$	0.824*** (3.57)	0.588*** (5.73)	0.933*** (3.91)	0.166*** (3.05)	0.696*** (2.76)	0.222* (1.96)
$FTA*laworigin$	0.508 (1.23)	0.345** (2.10)				
$FTA*AntiD$			-0.016 (-0.15)	0.118* (1.77)		
$FTA*INVST\%$					0.020** (2.55)	0.044*** (6.32)
$Laworigin_{(j,t-1)}$	-0.398 (-1.26)	0.054 (0.61)				

① 窦钱斌、夏众明、周宇:《金融开放与经济增长的非线性关系研究——基于海洋、大陆法系的比较视角》,《当代经济管理》2021年第2期。

② 黄宪、刘岩、童韵洁:《金融发展对经济增长的促进作用及其持续性研究——基于英美、德国、法国法系的比较视角》,《金融研究》2019年第12期。

③ 缪因知:《法律如何影响金融:自法系渊源的视角》,《华东政法大学学报》2015年第1期。

④ 该部分回归使用了两个数据库时间跨度的交集,即2009—2021年的数据。

⑤ Mundell R. A., "International Trade and Factor Mobility", *American Economic Review*, 1957, 47(3), pp. 321-335.

⑥ Belderbos R. A., "Antidumping and Tariff Jumping: Japanese Firms' DFI in the European Union and the United States", *Review of World Economics*, 1997, 133(3), pp. 419-457.

⑦ Head K., Ries J., "Exporting and FDI as Alternative Strategies", *Oxford Review of Economic Policy*, 2004, 20, pp. 409-423.

续表 5

变量	法律体系		贸易壁垒		外资政策	
	(1) 并购决策	(2) 并购规模	(3) 并购决策	(4) 并购规模	(5) 并购决策	(6) 并购规模
$AntiD_{(j,t-1)}$			-0.009 (-0.27)	-0.037*** (-4.31)		
$INVST\%_{(j,t-1)}$					0.033** (2.44)	0.002 (0.41)
常数项	-9.421*** (-6.03)	-1.978*** (-2.67)	-9.249*** (-6.15)	-2.146*** (-3.03)	-8.593*** (-5.70)	-1.633** (-2.20)
控制变量	控制		控制		控制	
时间、行业、地区固定效应	控制		控制		控制	
样本数	20318	20479	20318	20479	20318	20479
调整 R ²		0.039		0.033		0.043
伪 R ²	0.149		0.148		0.150	

(三) FTA 条款的异质性分析

1. FTA 条款深度的影响。随着全球 FTA 网络的不断建立,其规则内容也在不断改良和深化。条款深度越深的 FTA 在促进东道国(地区)间贸易往来、投资设厂、人员流动、成果保护和金融服务等方面往往具有越细致、深入的规定,FTA 对中国企业海外并购行为的影响也会随 FTA 条款深度与关键条款的完备度而变化。

目前有关 FTA 条款深度的主流研究方法是以条款计分量化为主体的赋分法^{①②③}。考虑到现有数据库存在对 FTA 深度指标识别不清晰、数据指标滞后等问题^④,本文对现有数据库进行了筛选和清洗,以保证指标赋值的合理性和时效性。具体而言,从 DESTA 数据库的统计结果出发,重点关注其中涉及海外投资并购领域的相关条文,在此基础上对 FTA 条款深度进行判断,去除数据中所有国家(地区) FTA 得分均为 1 和均为 0 的项目,最终确定了 52 条 FTA 投资条款深度指标,涵盖投资章节的主要内容,兼顾跨境商务、数据流通、知识产权和数字经济等各方面^⑤。在此基础上,将符合定义的指标进行加总求和作为指标深度绝对值($Depth_Abs_{(j,t-1)}$)。此外,还使用签约国(地区)的得分绝对值除以样本数据中得分最高的国家(地区)作为投资条款深度的相对值($Depth_Rel_{(j,t-1)}$)。深度绝对值和相对值的计算过程如式(3)和式(4)所示^⑥。

① Kohl T., Brakman S., Garretsen H., “Do Trade Agreements Stimulate International Trade Differently? Evidence from 296 Trade Agreements”, *The World Economy*, 2016, 39(1), pp. 97-131.

② 铁瑛、黄建忠、徐美娜:《第三方效应、区域贸易协定深化与中国策略:基于协定条款异质性的量化研究》,《经济研究》2021 年第 1 期。

③ 彭羽、郑枫:《“一带一路”沿线 FTA 与出口二元边际:基于网络分析视角》,《世界经济研究》2022 年第 4 期。

④ 关于指标识别不清晰的问题。以 Desta 数据库为例,该数据库在对条款深度进行分析时,某 FTA 满足投资领域正面清单准入时,指标 $inv_list_positive$ 取值为 1,当 FTA 满足投资领域负面清单准入时, $inv_list_negative$ 取值为 1,仅从得分多少来看两个 FTA 具有一致的指标深度,但是在实践中采取负面清单的 FTA 有更高程度的对外开放,同样的情况亦见诸对投资的定义基于公司或资产等重要指标;关于时效性的问题,世界贸易组织发布的深层协定数据库只包含 2015 年前生效并报备 WTO 的自由贸易协定。考虑到时效性,本文以 Desta 数据作为基准数据,并进行手工处理。

⑤ 篇幅所限,正文未报告特征指标体系以及基于该体系的各 FTA 的赋分情况,相关内容留存备索。

⑥ 篇幅所限,正文中未报告 FTA 深度指标的定义与测算,相关内容留存备索。

$$Depth_Abs_{(j,t-1)} = \sum Keyprovisions_{(j,t-1)} \tag{3}$$

$$Depth_Rel_{(j,t-1)} = \frac{\sum keyprovisions_{(j,t)}}{Depth_Abs_{(highest)}} \tag{4}$$

本文将 $Depth_Abs_{(j,t-1)}$ 与 $Depth_Rel_{(j,t-1)}$ 在控制是否签订 FTA 的虚拟变量和其他变量的基础上,分别进行 Logit 和 OLS 回归,相关结果汇报在表 6 中。表 6 第(1)到(4)列结果显示,深度指标绝对值与相对值的系数均在 1% 的水平上显著为正,说明中国与东道国(地区)签订 FTA 的条款深度越深,其对企业海外并购决策和规模的促进作用越显著。

表 6 FTA 条款特征异质性分析——条款深度

变量	(1) 并购决策	(2) 并购规模	(3) 并购决策	(4) 并购规模
$Depth_Abs_{(j,t-1)}$	0.024*** (3.60)	0.015*** (5.02)		
$Depth_Rel_{(j,t-1)}$			0.975*** (3.60)	0.581*** (5.02)
常数项	-9.352*** (-6.28)	-1.999*** (-2.71)	-9.352*** (-6.28)	-1.999*** (-2.71)
控制变量	控制		控制	
时间、行业、地区固定效应	控制		控制	
样本数	20318	20479	20318	20479
调整 R ²		0.038		0.038
伪 R ²	0.147		0.147	

2. FTA 关键条款的影响。FTA 中投资准入、投资非歧视性原则、争端解决机制以及跨境金融服务四大类条款,是促进中国企业海外并购的关键条款。其中前两类条款关注并购前促进公平进入的边境间规则,后两类规定了并购后东道国(地区)对并购的监管与便利化政策。本文根据 FTA 是否具有上述四大关键条款设立了 8 个虚拟变量参与回归。以设立前非歧视原则为例,若签订 FTA 且包括设立前非歧视原则,则 $FTA_Disc_{(j,t-1)}$ 取 1;若签订 FTA 但不包括设立前非歧视原则,则 $FTA_Ndisc_{(j,t-1)}$ 取 1,基准组为未签订 FTA 的情况。表 7 的回归系数与系数差异检验结果显示,具备投资准入负面清单、包含非歧视性原则与争端解决机制、提供更为完善的跨境金融服务的 FTA,对企业海外并购决策与规模的促进作用更加显著。

表 7 FTA 条款特征异质性分析——关键条款完善度

		(1)并购决策(MAD)			(2)并购规模(MAS)		
变量类别	变量名称	回归系数	Z 值	系数差异检验	回归系数	T 值	系数差异检验
投资准入形式	$FTA_Pos_{(j,t-1)}$	0.612**	(2.40)	p=0.08	0.179	(1.51)	p=0.00
	$FTA_Neg_{(j,t-1)}$	1.289***	(3.56)		1.017***	(6.58)	
非歧视性原则	$FTA_Ndisc_{(j,t-1)}$	0.393	(1.31)	p=0.00	0.202***	(1.70)	p=0.00
	$FTA_Disc_{(j,t-1)}$	1.716***	(5.36)		1.374***	(8.13)	
争端解决机制	$FTA_Ndisp_{(j,t-1)}$	0.549***	(2.46)	p=0.00	0.268***	(2.58)	p=0.00
	$FTA_Disp_{(j,t-1)}$	2.744***	(7.42)		2.232***	(10.25)	

续表 7

		(1)并购决策(MAD)			(2)并购规模(MAS)		
变量类别	变量名称	回归系数	Z 值	系数差异检验	回归系数	T 值	系数差异检验
跨境金融服务	$FTA_Nfin_{(j,t-1)}$	-0.425	(-0.78)	p=0.00	-0.042***	(-0.31)	p=0.00
	$FTA_Fin_{(j,t-1)}$	1.019***	(4.79)		0.818***	(6.87)	
控制变量		控制			控制		
时间、行业、地区固定效应		控制			控制		

(四)对多维异质性研究的进一步讨论

上述实证结果表明,宏微观因素对于 FTA 促进海外并购的异质性影响遵循三重逻辑:首先,作为海外投资的制度载体,东道国(地区)的宏观制度与市场潜力直接塑造企业并购的区位选择,并在一定程度上作用于并购规模;其次,主并企业的资源禀赋特征通过与 FTA 规则的协同适配,对并购规模的影响强度显著大于对并购决策的影响;最后,FTA 投资条款的规则深度通过构建可预期的制度框架,在投资准入便利化、权益保护机制化及争端解决法治化等维度,同步提升企业并购意愿与交易规模,形成决策激励、规模扩张的双重效应。

六、研究结论与启示

本文基于中国上市公司 2002—2021 年的海外并购数据,实证检验了 FTA 对企业海外并购决策和规模的双重促进作用。多维异质性研究发现:企业异质性方面,FTA 促进国有企业出海的政策效应在 2018 年后显著衰减,主并企业的技术密集度与国际化水平负向调节其对并购规模的边际影响;东道国(地区)异质性方面,FTA 的促进作用在普通法系国家(地区)及对华高贸易壁垒地区更为显著,且东道国(地区)外资开放政策具有协同放大效应;条款异质性方面,具备高条款深度和关键条款完善度的 FTA 具备更显著的效果。

基于研究结果,本文提出如下三点对策建议:

首先,企业应充分利用 FTA 网络开展海外并购,消除关税壁垒带来的消极影响。在特朗普政府关税政策的背景下,FTA 具有重要战略意义。企业应充分关注 FTA 东道国(地区)市场,结合自身特征,用足用好各 FTA 政策规则,结合东道国(地区)法律体系与贸易政策等特征,合理选择并购标的,以“资本出海”支撑“产品出海”,消解关税影响,促进价值升级。

其次,应围绕影响企业出海的关键条款,对现有 FTA 进行查缺补漏、补充升级。全面提升规则深度,完善网络框架;重点强化投资准入、投资者保护、争端解决机制等核心条款深度,结合中国与东道国(地区)不同的产业发展水平,采取渐进式或一步到位式的深化路径;同时应注重“一带一路”倡议与 FTA 的协同效应,拓宽 FTA 的涵盖范围与合作力度,构建制度型开放新优势,加强多边合作,分散关税风险。

最后,应积极参与、主导更高级别的 FTA,深度推进自贸区战略,提高中国在全球贸易格局中的话语权。尤其应重视依托 RCEP 对 15 个签约国全面生效的历史性机遇,推动 RCEP 协议条款中更高水平开放措施的落实,在贸易和投资两方面加速转向负面开放清单机制,不断提高自身对外开放水平,通过融入全球经济一体化对冲单边主义风险,应对极端贸易保护主义行径。

Exploring the Effects of Free Trade Agreements on Chinese Enterprises' Overseas Mergers and Acquisitions: A Multidimensional Heterogeneity Approach

Cheng Zijian Li Tianze

(Business school, Shandong University, Weihai 264209, P.R.China)

Abstract: The Free Trade Agreement (hereafter, FTA) scaffolds a multifaceted cooperation framework that bridges trade and investment activities, providing convenience and protection for cross-border investments and mergers and acquisition (hereafter, M&A). By analyzing both macro and micro data, this paper studies the promotional effect of FTAs on Chinese overseas M&A and explores the heterogeneous effects at the enterprise, country (region), and treaty levels.

The results indicate that FTAs can significantly facilitate overseas M&A decisions and expand the scale of M&A activities. The multidimensional heterogeneity reveals that, at the enterprise level, the positive impact of FTAs on M&A scale is suppressed in firms with strong technology attributes, while the promotion effect is more prominent in firms with lower levels of internationalization. Although the promotion effect of FTAs is augmented in the sample of state-owned enterprises (SOEs), it is significant before 2018. At the country (region) level, the promotion effect of FTAs on the scale of overseas M&A is more prominent in countries (regions) that adhere to the common law system and in those with high trade barriers. Furthermore, favorable foreign investment policies in the host countries (regions) amplify the dual facilitating effect of FTAs. Regarding the treaty level, FTAs with investment depth characteristics and key clauses exhibit a more significant dual facilitating effect on overseas M&A.

Based on the above findings, this paper proposes three policy recommendations. Firstly, enterprises should leverage the FTA network to conduct overseas M&A, continuously expanding into new international markets. They should align expansion strategies with their property rights and innovation attributes to fully utilize FTA policies, and rationally select M&A targets by considering legal systems and trade barriers of host countries (regions). This approach will help mitigate tariff impacts and promote industrial integration and upgrading.

Secondly, China should prioritize updating key clauses that affect enterprises' overseas expansion and promote the alignment of the Belt and Road Initiative with FTA strategies. FTA negotiations should consider the needs of "go global" among Chinese enterprises and the economic development levels of host countries (regions), aiming to expand cooperation, enhance multilateral collaboration through a closer FTA network, and diversify tariff risks.

Finally, China should actively participate in and lead higher-level FTAs, deepening its FTA strategy to enhance its influence in the global trade network. In particular, it should leverage the historic opportunity presented by the full implementation of the RCEP among its 15 signatory countries to advance higher-level opening-up. This includes accelerating the transition to negative list mechanisms in both trade and investment, continuously expanding opening up, and countering unilateralism and extreme trade protectionism through greater integration into the global economy.

Keywords: FTA; Overseas M&As; FTA network; Trade barriers; Depth of FTA

[责任编辑:郝云飞]