



Thèse professionnelle

2023

Open Access

This version of the publication is provided by the author(s) and made available in accordance with the copyright holder(s).

Capital Market Opening and Corporate Merger and Acquisition Activities

Tan, Yunniu

How to cite

TAN, Yunniu. Capital Market Opening and Corporate Merger and Acquisition Activities. Doctoral thesis of advanced professional studies (DAPS), 2023.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:178418>



UNIVERSITÉ
DE GENÈVE

GENEVA FINANCE
RESEARCH INSTITUTE

资本市场开放 与企业并购活动

论文提交至

日内瓦大学

用于满足部分要求

专业学位申请

应用金融学博士学位

(财富管理方向)

谭运牛

(学号 N° 68419)

教导： Inès Chaieb 教授
瑞士日内瓦大学

2023年8月

摘要

近年来，在人民币国际化的要求和资本流动管制的现实背景下，我国政府对于不断推动资本市场开放有着迫切要求。我国近年来实行的最重要的资本市场开放就是 2014 年开通“沪港通”和 2016 年开通“深港通”。“沪深港通”交易制度的实施，标志着中国资本市场对外开放进入新阶段。那么这种资本市场的开放会对企业行为和决策造成何种影响。并购作为一种企业的大额投资行为，对于企业长期发展和资源优化配置起着重要作用，也是近几年高水平文献的研究热点之一。那么资本市场开放背景下，沪港通和深港通的开放会对我国企业的并购造成何种影响？基于此，本文采用中国 A 股上市公司数据样本，分析资本市场开放对企业并购的影响。

关键词：资本市场开放、并购、人民币国际化、“深港通”、“沪深港通”

目录

声明	II
摘要	III
第一章 研究目的与意义.....	1
1.1. 研究目的.....	1
1.2. 研究意义.....	1
1.2.1. 理论意义.....	1
1.2.2. 现实意义.....	2
1.3. 研究的主要问题.....	2
1.4. 国内外研究现状.....	2
第二章 数据.....	5
2.1. 数据来源.....	5
2.2. 变量选取.....	5
第三章 研究方法.....	9
3.1. 模型构建.....	9
3.1.1. 资本市场开放对企业并购的直接影响.....	9
3.1.2. 资本市场开放对企业并购影响的作用机制.....	10
3.1.3. 资本市场开放影响企业并购的对策分析.....	11
3.2. 研究的关键问题及研究假设.....	12
3.3. 预期结果.....	13
第四章 结果分析.....	14
4.1. 资本市场开放与企业并购间的因果关系分析.....	14
4.1.1. 基准回归结果分析.....	14
4.1.2. 内生性和稳健性检验.....	15
4.1.3. 异质性分析.....	19
4.2. 资本市场开放对企业并购影响的作用机制分析.....	22
4.2.1. 外部治理效应.....	22
4.2.2. 融资约束效应.....	24
4.2.3. 企业投资结构.....	27
4.2.4. 内生性和稳健型检验.....	29
4.3. 资本市场开放对企业并购影响的对策分析.....	39
4.3.1. 基于政府层面的对策分析.....	39
4.3.2. 基于社会层面的对策分析.....	40
4.3.3. 基于企业层面的对策分.....	41
4.3.4. 内生性和稳健型检验.....	44
第五章 结论.....	52
第六章 参考文献.....	55

第一章 研究目的与意义

1.1. 研究目的

中共十九大报告强调，要“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。资本市场开放是一国金融体系改革与资本市场健康发展的重要推动力(钟凯等, 2018)，亦是经济持续发展的内生动力(Bekaert 等, 2001)。沪港通交易机制实施后，众多投资经验丰富的境外投资者及其他相关主体如审计师、分析师、媒体、监管机构和管理者的行为将会改变，从而对企业并购产生影响；进一步地，公司治理作为保护投资者利益的机制之一，可以缓解管理者与股东之间的代理问题，约束管理层的机会主义行为，也会对企业并购产生影响。基于此，本文考察了资本市场开放对上市公司并购的影响，并在此基础上，进一步分析在公司外部治理、融资约束、企业投资方式影响下，资本市场开放与企业并购的关系。

1.2. 研究意义

从宏观层面来讲，资本市场对外开放是一国经济贸易发展的必然趋势，对推动经济发展，提升国际竞争地位具有重要作用；从微观层面来讲，企业作为市场主体，是推动资本市场发展的主要动力，资本市场开放对推动企业创新发展、提升绩效水平、优化治理结构、提高投资效率具有积极作用。企业并购能够充分发挥协同效应，进而使得被并购资产得到更加有效使用，对企业发展和社会经济均表现出积极效应，不仅能够促进微观企业生产率进步，还有助于改善整体经济效率(蒋冠宏, 2022)。并购能够帮助企业盘活存量资产、扩大企业规模，是推动企业做大做强的重要动力。企业参与并购过程中通过整合国内外优质资源，是提升整体经济发展水平，对国家和地区获得稳定发展具有重要意义。

本研究揭示了资本市场对外开放与企业并购活动之间的关系。本文通过梳理相关理论，深入探析了资本市场开放与企业并购活动之间的内在机理。集中于企业并购行为、企业并购溢价和企业并购模式，分析资本市场开放的特征事实对企业并购这一具体投资事件的影响。此外，通过深入分析资本市场开放对企业并购的作用机制，探究资本市场开放对企业并购的作用路径，研究资本市场开放是否能够通过融资约束、外部治理和企业投资方式三条路径对企业并购活动产生影响，本文能够为验证公司代理问题、溢价并购等问题提供更加科学的解释。

1.2.1. 理论意义

本研究揭示了资本市场开放与企业并购活动之间的关系。本文通过梳理相关理论，深入探讨资本市场开放与企业并购活动之间的内部机制。集中研究企业并购行为、并购溢价和并购模式，分析资本市场开放的特征事实对这一具体投资事件——企业并购的影响。此外，本文通过对资本市场开放对企业并购的机制进行深入分析，探讨资本市场开放对企业并购的路径，并研究资本市场开放是否能够通过融资约束、外部治理和企业投资模式对企业并购产生影响。本研究可以为验证公司代理问题、溢价并购等问题提供更加科学的解释。

1.2.2. 现实意义

该研究为中国资本市场开放提供了科学参考，对未来政策制定具有基础意义。中国资本市场在推进产业转型、促进高质量经济发展背景下呈现稳定状态，市场活力突出，产业结构调整 and 并购交易方式、融资模式、管理体系逐渐完善，呈现成熟稳定趋势。资本市场环境改善使得越来越多企业选择并购以增强经济实力。因此，本研究分析符合实体经济需求，对企业和投资者具有实际意义。

该研究为企业发展提供参考。随着国际贸易活动增加，企业并购成为重要战略选择。资本市场开放对上市企业的并购产生重要影响。上市企业管理层可获得更多信息，有助于决策并购，避免过度投资行为。投资者可借此为分析和评估上市公司并购成果提供新依据。若股市开放能改善企业治理、遏制过度投资行为、提升并购效果，则需持续推进中国资本市场开放、加强投资者保护和信息披露政策。并购不仅促进实体经济稳定发展，还提升企业技术水平和创新能力，实现可持续健康发展。资本市场开放将加强对企业监管，采取严格法规和监管措施，提高并购效率。因此，资本市场开放有效保护投资者权益，通过并购优化资源配置和产业结构调整。

1.3. 研究的主要问题

我国上市公司海外并购作为重要发展战略，随着沪港通交易机制的实施对企业并购会产生怎样的影响？同时，我国上市公司的外部治理、融资约束等，是否会对沪港通交易机制的实施与企业并购的关系产生影响？是本文研究的主要问题。本文在已有研究的基础上，开创性地将资本市场开放与企业并购结合，研究两者之间的关系，并进行深入拓展，进一步分析资本账户开放对企业并购动因、并购溢价、并购模式和并购效率的影响，在此基础上进一步考察外部治理、融资约束等在两者之间的作用机制。

1.4. 国内外研究现状

Bekaert 等（2005）认为对外开放不仅是一国金融体系改革和资本市场健康发展的重要推动力，还是经济持续发展的内生动力。Quinn 和 Toyoda（2008）认为资本市场开放通过吸引境外资金增加了企业投资规模，Gupta 和 Yuan（2009）认为资本市场开放进而推动了一国经济增长；通过引入发达国家或地区的境外机构投资者，提高了公司治理水平（Ferreira 和 Matos，2008），提升了信息披露质量（Gul 等，2010； Fang 等，2015），促进了资本市场稳定发展（Li 等，2011），提高了上市公司股票的定价效率（Bae 等，2012）。沪深港通交易制度的实施增强了股价对标的企业投资的引导作用（连立帅等，2019a）；推动了企业的国内外投资行为（连立帅等，2019b）；提高了企业的投资效率（陈运森、黄健峤和韩慧云，2019）；提升了上市公司的现金股利支付率（陈运森和黄健峤，2019）。此外，Wen 等（2018）认为因为发达国家或地区的境外机构投资者较为注重企业的长期绩效和发展潜力，进而促使国内企业加大研发投入，从而提高技术创新水平。Quinn 等（2008）、Gupta 等（2009）研究认为，资本市场开放通过吸引境外优质资金方式提升了企业的投资规模，从而促进了一国经济增长；Ferreira 和 Matos（2008）、Gul 等（2010）研究表明，通过引入发达国家或地区的境外机构投资者，提升了企业信息披露质量，进而提高了公司治理水平（Fang 等，2015）。此

外，资本市场开放还提高了上市公司的股票定价效率，从而促进了资本市场的稳定（Li 等，2011；Bae 等，2012）。然而，Stiglitz（2000）和 Prabha et al.（2010）研究亦表明，资本市场对外开放在使一国获得融资便利的同时，“风险传染效应”也加剧了国内资本市场的波动风险；Choe 等（2005）与 Chan et al.（2008）也发现，尽管来自发达国家或地区的境外投资者具有较强的信息分析处理能力，但同时也会因为缺乏对本地信息的了解，致使其存在较强的短期行为动机，反而降低了国内股票的定价效率。Kaya 等（2012）发现，对于一些发展中国家，资本市场开放具有“门槛效应”，即金融发展水平、投资者保护质量和政府对经济的干预程度决定了资本市场开放能否发挥正向作用。甚至在信息不对称程度较高的市场中，资本市场自由化反而会增加市场波动，加剧金融系统的脆弱性（Stiglitz，2000）。

资本市场开放能够通过缓解融资约束,对中国企业出口边际产生影响。阳佳余（2012）使用综合的融资约束指标的研究表明，企业融资状况的改善不仅能够提高企业出口的扩展边际，还能显著地影响其出口集约边际；张杰等（2013）使用现金流和流动性指标测度企业融资约束的研究表明，融资约束不但抑制了中国企业出口的扩展边际，并且在剔除加工贸易企业后，也抑制了其集约边际。此外，孙灵燕等（2012）使用世界银行投资环境调查数据的研究认为，外源性融资约束是限制中国企业出口扩展边际的一个重要因素；文东伟等（2014）采用 2008 年经济普查数据研究认为，企业的融资能力越强，越会提高其出口扩展边际，且有效地促进其出口集约边际扩展。上述研究虽然使用了不同的微观企业数据，但结论基本一致，即融资约束的改善有助于促进企业的出口边际。一方面，资本市场开放的流动性效应会降低企业融资约束。“陆港通”的开通直接驱动了资本跨境流动，为上市公司提供了新的融资来源，有助于提高资本市场流动性，降低企业权益资本成本，缓解其融资难和融资贵的问题。另一方面，境外投资者的信息优势能够修正企业价值低估进而缓解融资约束。由于信息不对称是企业资本成本增加、融资金额受限的关键原因，在来自中国香港等发达市场的境外投资者中机构投资者占据主要地位，他们拥有更丰富的投资经验、强大的投资团队和专业化的投资能力，在信息搜集、处理和分析等方面具备资金、经验、技术和人力资源等优势（钟覃琳和陆正飞，2018；张广婷和郑文锋，2020），能够向境内投资者传达企业的价值信息，从而缩小企业和投资者之间的信息不对称，有助于降低企业外部融资成本。

多数学者研究表明跨国并购是企业实现战略目标的手段，具体的战略目标则包括打破海外市场进入壁垒、增加企业市场力量、实现多元化、提高对市场的反应速度和降低产品创新成本或生产周期。1996 年，Boter&Holmquist 提出母国行业竞争强度会影响企业的国际化行为。Dawar & Frost（1999）的研究发现在本国市场中，激烈的行业内部竞争会促使企业寻求国际市场。UNCTAD 将“跨国并购”（Cross-border Merger and Acquisition）界定为：“一国企业与东道国企业合并；或者收购另一国企业的股份超过 10%，使东道国企业的资产和经营的控制权转移到外国企业”。学界一般采用此定义。随着中国企业跨国并购的规模迅速扩大，学者对跨国并购进行了十分广泛的研究。研究的重点聚焦于跨国并购动因、区位选择、跨国并购整合、跨国并购绩效及其影响因素、跨国并购风险等方面。

在关于跨国并购绩效的研究领域，还有一类文献从公司治理的角度进行了分析，Bris 和 Cabolis（2008）的研究发现：并购公司所在国家的投资者保护水平和会计标准越高，则市场对其发起的跨国并购绩效评价越高，这很可能是通过跨国并购，好的公司治理实践可以成功输入目标公司。在此基础上，Martynova 和 Renneboog（2008b）提出假说认为：如果并购公司所在国家的公司治理水平低于目标公司所在国，则并购公司本身也可能自愿向目标公司看齐，努力提高其治理水平，市场对这类跨国并购绩效也将给予积极的评价，他们的研究也支持了这一假说。阎大颖（2009）比较了中国上市公司完成跨国并购前后 3 年的财务指标的变化，结果发现跨国并购对企业的盈利水平有显著的正面影响，但是多数指标在并购后 1~3 年内的增长幅度呈现出持续回落的趋势，并且中国企业的综合国际经验和海外并购经验

越丰富，与东道国文化距离越小，并购后财务绩效越好。但郭妍（2010）对中国银行业发起的 18 次跨国并购的中长期财务绩效研究表明：大部分并购银行绩效有所提高，并呈现一定的递增趋势。顾露露和 Reed（2011）主要研究了中国公司海外并购（含香港目标公司）的长期绩效评价问题，结果发现以 Fama—French 三因子模型衡量的并购后 3 年期绩效总体上显著为正，并且海外并购受益于人民币升值，国企并购绩效明显差于民营企业，中国海外上市公司的绩效优于内地上市的公司。

在系统梳理国内外学者对资本市场开放、企业并购的相关文献之后，做出如下简要述评：第一，关于资本市场开放，现有文献主要从市场运行效率、实体经济、市场反应、审计监管等角度研究资本市场开放的经济后果。现有研究发现，基于公司层面，资本市场开放能降低代理成本，提升企业价值，同时也能提高审计质量；基于市场层面，有关研究发现资本市场开放能提高资本配置效率，改善信息环境，还能分散市场风险；基于宏观经济发展层面，许多学者研究发现，资本市场开放能吸引外资，增加国内市场投资，引进国外先进科技，改进国内企业技术，从而提升企业绩效水平。第二，关于企业并购，目前对跨国并购的研究还是以西方学者为主，研究对象还大多是西方发达国家。对中国企业跨国并购的研究在数量上还是很少，研究的理论体系以西方发达国家的理论体系为主。当前对中国企业跨国并购的研究还主要集中在动因、区位选择和绩效方面。

第二章 数据

2.1. 数据来源

目前，已有数据沪港通、深港通持股明细及各股纳入时间等等数据。已有汤森路透旗下的 SDC platinum 并购数据库，这也是国际期刊中所使用的最权威并购数据库，并已经人工和上市公司数据库进行了匹配。本文计量分析所使用的数据均来自 CSMAR 上市公司数据库，样本期为 2007—2019 年。本文之所以选取样本起始年份为 2007 年，是为了避免新旧会计准则的衔接误差对估计结果的影响，因为 2007 年 1 月 1 日起新会计准则在上市公司正式实施。此外，与现有文献类似，计量分析前对原始数据进行如下处理：（1）删除金融上市公司样本；（2）删除 ST 和 *ST 上市公司样本；（3）删除财务指标缺失的样本；（4）对连续变量进行了前后 1% 的缩尾（winsorize）处理。

2.2. 变量选取

1、解释变量

资本市场开放 HKC，借鉴张昭等（2020）的研究，将首批被纳入沪股通试点范围的企业作为实验组，Treat 取值为 1，其他企业定义为 0。由于沪港通政策于 2014 年 11 月 17 日正式启动实施，因此，我们将 2014 年之后的年份定义为沪港通政策实施年份，即 Post 为 1，其他年份定义为 0。

2、被解释变量

关于企业并购的评估方法，已有研究主要包含财务指标和非财务指标两种，财务指标分析法能够准确反映企业实施并购活动之后的资金状况，是多数学者研究时的选择。但是财务指标评价反映的是企业实施并购活动之后的表现。本文认为企业并购是一项较为复杂的活动，涉及到并购前的投资决策，并购过程中的成本问题，以及并购后的绩效水平。因此，除了财务指标，还需要对非财务指标进行测度分析，非财务指标主要是通过对企业经营情况进行衡量，主要表现在企业经营管理、业务创新和人力资本等方面对企业产生的作用效果，这些指标很难用财务指标进行衡量，因此，本文从企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效对企业并购进行测度分析。

企业并购次数（MA），借鉴潘星宇和沈艺峰（2021）的做法，将企业在观测年份发生并购事件的次数。以企业完成并购事件的总次数作为企业并购数量的测度指标，企业在研究年限内完成一次或一次以上并购交易事件次数，将企业并购次数加 1 取对数作为指标变量。

并购溢价（Prem），吕长江和赵娇（2007）认为，在中国上市公司并购溢价的计算中，一般是以公司的净资产作为公司的市场价值，并购溢价= $(\text{投标方出价}-\text{目标公司标的净资产})\div\text{目标公司标的净资产}$ 作为并购溢价的测度方式。

并购绩效（ROE），已有学者采用的绩效评估方法主要包括财务指标分析法和非财务指标分析法。财务指标分析法能够科学反映企业并购绩效，主要是对企业偿债能力、企业盈利能力和企业营运能力进行综合评价，通过对企业并购前后各个阶段的各项财务指标进行综合分析，探究企业并购前后各项指标的变化情况，分析企业并购绩效及并购前后产生的变化趋势。国内外多数学者研究表明，企业并购活动很大程度上受到企业偿债能力、盈利能力和营运能力的影响，并发现企业进行并购后这些能力会显著提升，长期来看，对企业获得可持续

发展具有积极影响,有助于提升企业整体发展实力。借鉴刘刚等(2020)的研究,本文用净资产收益率(ROE)作为并购绩效的衡量指标,采用滞后三期的ROE减去2014年当年的ROE。企业并购数据来源于Wind数据库。

3、中介变量

上市公司融资约束SA。借鉴Hadlock和Pierce(2010)研究办法,使用SA指数(Size - Age index)作为上市公司融资约束的衡量指标,即: $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$ 。SA指数的绝对值越大,则融资约束越严重。资本市场开放能够有效缓解融资约束,促进企业并购

外部治理(EG),分析师关注Analyst、地区市场化进程Market以及行业竞争程度Hhi,分析师充当着资本市场中信息使用者和信息提供者的双重角色,主要通过信息渠道与治理渠道(张纯和吕伟,2009; Yu, 2008)影响企业并购。

企业投资结构(EIM),对于企业来讲,企业投资活动是为了获得利益,根据企业投资结构不同,可以分为金融资产投资和实体经济投资。因此,现有学者根据企业投资项目的流动性特征,将投资结构划分为金融资产和固定资产,金融资产主要表现为高流动性投资项目,固定资产主要表现为低流动性投资项目(舒鑫和于博,2022)。由于企业资金有限,若企业存在逐利动机就会造成企业金融化,使企业实体投资被“挤出”,金融资产占实体经济投资比不断提高。企业往往为了获得高额短期利益会选择金融化投资,而金融化投资会导致资本投资结构配置失衡,对企业长期经济发展,甚至全社会经济发展产生不良效应。因此企业资本企业投资结构差异会直接影响企业未来发展,对于企业并购来讲,企业选择并购的目的本身是为了帮助企业获得快速发展,而选择并购金融化不利于企业长期并购绩效提升。已有学者针对企业金融化产生的经济后果展开了较为丰富的研究,关于企业投资结构的测度,根据企业投资项目的结构性特征,采用企业金融化投资和实体投资的比值来表示。学者们对实体企业金融化度量、经济后果和前置原因展开了大量的深入研究,将企业金融化程度,目前文献中使用较为广泛的金融化程度衡量指标为企业总资产中交易性金融资产、衍生金融资产短期投资净额、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额以及投资性房地产净额的比例(常筠依等,2022)。因此,本文将实体经济投资与企业金融资产投资的比重作为衡量企业投资结构,该值越小,表示企业投资结构更加偏向于金融化投资。

4、调节变量

(1)政府层面,采用营商环境(Epu)作为政府层面的测度指标,“十三五”规划中将营商环境建设分为市场环境、政务环境、法律政策环境和人文环境四个方面,通过构建三级评价指标体系得到不同地区的营商环境评价指数。世界银行对各城市的营商环境具有较为权威的考核标准,为了准确衡量中国不同地区营商环境水平,本文参考李志军等(2019)、杜运周等(2020)等对中国各城市营商环境测度的指标体系,从政府、人力、金融、市场、创新等多个维度全面、客观地对企业所在城市营商环境进行测度评价(范合君等,2022,杜运周等,2020,李志军等,2019,李志军,2022)。

(2)社会层面,采用媒体关注度(Attention)作为社会层面的测度指标,随着互联网产业的发展,企业在发展过程中很大程度上受到来自社会群体的关注,而社交网络平台是社会公众对获取企业信息以及对企业作出评价的重要工具,企业的媒体关注度与企业信息透明度具有直接关联,媒体关注度会影响企业治理和企业管理决策,同时媒体关注度也可以作为一种压力作用于企业(李江涛和陶思源,2022,李文贵和路军,2022)。本文采用利用机器学习Bert模型对报刊纸媒中涉及上市公司的新闻文本进行情感分析,利用报刊报道和网络报道数量的总数作为衡量媒体关注度的指标(易志高等,2019,蒙立元和邱斯琪,2020)。

(3)企业层面,分别选取企业资本结构(LEV),CEO短视主义(CEO)和企业风险承担能力(Risk)作为企业层面的测度指标。企业资本结构,多数学者采用资产负债率作为企业

资本结构的衡量指标，能够准确反映企业资产状况，因此，本文选择资产负债率作为企业资本结构的替代变量。CEO 短视主义是反映企业管理层的重要个人特征，本文借鉴胡楠等（2021）的做法，将企业年报 MD&A 中披露的“短期视域”语言作为反映 CEO 短视注意特质的重要分析基础，通过阅读 MD&A 语料获取其中的文本信息的特点，搜集与“短视主义”相关的文本，利用机器学习 Bert 模型对搜集的词汇进行分析，将获得的“短视主义”相关的文本进行汇总，最后，计算“短期视域”词汇总词频占 MD&A 总词频的比例，乘以 100 后得到 CEO 短视主义指标。企业风险承担是企业面对不确定性环境影响时的表现，企业风险承担水平越高意味着企业具有较强的稳定性，治理水平和资源条件都处于较高水平，已有学者认为盈余波动性、资产负债率、股票互爆率波动性能够反应企业风险承担水平，根据本文的主要研究内容，本文参考何瑛等（2019）的做法，选取企业资产收益率的波动程度来度量企业风险承担水平。

5、控制变量

借已有学者关系企业并购的相关研究（李善民等，2020），选取能够衡量企业特征的相关指标作为控制变量。企业资本密集度（lnKML），用固定资产净值与员工人数比值并取自然对数表示。资本密集度越高，意味着固定资产投资越高，从而提升上市公司生产率水平，促进其出口边际，对企业并购有利；企业规模（lnSize），用上市公司总资产的自然对数表示。上市公司规模越大，越容易实现规模经济效应，从而降低生产成本，获取更多利润，使得上市公司拥有较高的内源流动性以克服出口所需的固定成本，促进上市企业并购；企业年龄（lnAge），用当年与成立年份之差再加 1，然后取自然对数表示。上市公司存活时间越长，规避风险并获取利润的经验越丰富，越有助于推动企业并购；企业资产收益率（lnROA），上市公司资产收益率等于企业净利润与总资产比值，取自然对数纳入公式。资产收益率越高的上市公司，越具有充足的资金支付固定成本，从而促进其并购。自由现金流（FCF）。并购方并购前一年企业自由现金流与总资产的比值。

表 2-1 变量定义

变量	变量选取	变量说明	变量符号
解释变量	资本市场开放	借鉴张昭等（2020）的研究，将首批被纳入沪股通试点范围的企业作为实验组，Treat 取值为 1，其他企业定义为 0。由于沪港通政策于 2014 年 11 月 17 日正式启动实施，因此，我们将 2014 年之后的年份定义为沪港通政策实施年份，即 Post 为 1，其他年份定义为 0。	HKC
被解释变量	企业并购	企业并购次数加 1 取对数	MA
	并购溢价	并购溢价 = (投标方出价 - 目标公司标的物净资产) ÷ 目标公司标的物净资产	Prem
	并购绩效	净资产收益率在并购完成前后一年的变动值	ROE

	融资约束	借鉴 Hadlock et al. (2010) 研究办法, 使用 SA 指数 (Size - Age index) 作为上市公司融资约束的衡量指标, 即: $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$ 。SA 指数的绝对值越大, 则融资约束越严重。	SA
	外部治理水平	分析师关注 Analyst、地区市场化进程 Market 以及行业竞争程度 Hhi, 分析师充当着资本市场中信息使用者和信息提供者的双重角色, 主要通过信息渠道与治理渠道 (张纯和吕伟, 2009; Yu, 2008) 影响企业并购	EG
	企业投资结构	实体经济投资/金融性资产投资	EIM
	营商环境	地区营商环境指数	Epu
	媒体关注度	利用机器学习 Bert 模型对报刊纸媒中涉及上市公司的新闻文本进行情感分析, 利用报刊报道和网络报道数量的总数作为衡量媒体关注度的指标	Attention
	企业资本结构	资产负债率	Lev
	CEO 短视主义	利用机器学习 Bert 模型对企业年报 MD&A 中披露的“短期视域”语言搜集的词汇进行分析	Myopia
	企业风险承担能力	企业资产收益率的波动程度	Risk
控制变量	企业规模	企业资产总额	lnSize
	企业年龄	当年与成立年份之差再加 1, 取自然对数	lnAge
	企业资本密集度	用固定资产净值与员工人数比值并取自然对数表示	lnKL
	企业资产收益率	企业资产收益率等于企业净利润与总资产比值	lnROA
	自由现金流	并购方并购前一年企业自由现金流与总资产的比值	FCF

第三章 研究方法

3.1. 模型构建

3.1.1. 资本市场开放对企业并购的直接影响

资本市场开放对企业来讲属于外部冲击事件，并购是企业的内部决策，因此在构建模型时需要解决可能存在的内生性问题，本文参考已有学者对存在外部冲击变量的相关研究方法，采用双重差分模型(DID)进行验证分析，并进一步采用双重差分倾向得分匹配(PSM-DID)来缓解因选择性偏差和可能存在的遗漏变量产生的内生性问题，能够有效解决选择性偏误问题(Lin 等, 2022)。Heckman 等提出的双重差分倾向得分匹配法是在倾向得分匹配的基础上，运用双重差分法(Heckman 等, 1997)。

1、双重差分模型 (DID)

本文的研究对象为中国 A 股上市公司整体，主要考察上市公司是否为沪港通标的企业并购情况，沪港通制度对选择的企业提出一定的要求。为验证资本市场开放对企业并购事件产生的影响，将沪港通作为资本市场开放的代表，需要考虑沪港通标的企业可能存在的双向因果关系以及样本选择偏误问题，以检验沪港通标的企业和其他企业的并购事件存在怎样的差异。分别构建实验组和对照组是学术界广泛使用的方法，对两组的处理效应进行分析，能够准确识别因果关系。因此，本文参考学术界普遍使用的方法，利用双重差分法，根据沪港通制度的约束条件，将上市企业样本分为实验组和对照组，分别为沪港通标的企业和未纳入沪港通标的企业(张肖飞 和崔艳怡, 2022, 权焯 和王满, 2022, 杜心宇等, 2022, 王勇 和芦雪瑶, 2022, 连立帅等, 2019a)。具体模型设定如下：

(1) 资本市场开放对企业并购次数的影响

$$MA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HKC_i \times After_t + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-1)$$

(2) 资本市场开放对企业并购溢价的影响

$$Prem_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HKC_i \times After_t + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-2)$$

(3) 资本市场开放对企业并购绩效的影响

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HKC_i \times After_t + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-3)$$

上述模型中，模型 (5-1) - (5-3) 分别为采用双重差分法资本市场开放对企业并购次数的影响、资本市场开放对企业并购溢价的影响、资本市场开放对企业并购绩效的影响模型。其中 MA_{it} 表示上市公司 i 在 t 年的并购次数， $Prem_{it}$ 表示上市公司 i 在 t 年并购溢价水平， ROE_{it} 表示上市公司 i 在 t 年的并购绩效，为虚拟变量，表示是否属于沪港通指标的上市公司，若属于沪港通标的公司取值为 1，否则为 0；表示沪港通交易制度实施时间的虚拟变量，由于沪港通交易制度实施时间为 2014 年，因此在 2014 年之后的年份取值为 1, 2014 年及之前的年度取值为 0；表示 DID 交互项，该项系数是本文的考查重点；表示控制变量在本文中为企业资本密集度、企业规模、企业年龄、权益收益、企业性质和自由现金流，分别代表个体和时间的固定效应，表示随机扰动项。考虑到系数会被个体和时间固定效应所吸收，所以本文主要考察系数。

2、PSM-DID 模型

考虑到公司是否被选入沪港通并不是随机、外生的，还会受到其他因素的影响，倾向得分匹配(PSM)可以有效减少样本选择偏差问题，在双重差分法(DID)的基础上，结合倾向得分匹配(PSM)构建上 PSM-DID 模型，因此，需要解决加入沪港通公司和没有加入沪港通公司之间存在的系统性差异，此外，本文进一步采用 PSM+DID 模型也能够有效缓解这一问题。DID 模型能够得到资本市场开放对企业并购的处理效应。实验组的处理效应表现为沪港通标的企业并购次数、并购溢价和并购绩效的变化情况，对照组效应是未纳入沪港通标的上市企业并购次数、并购溢价和并购绩效的变化情况，通过数据无法准确观测到这种“反事实”的处理效果。如果分别测度实验组和对照组的处理效应，再对两组数据样本的梳理结果进行对比，通过计算两组效应的差值能够清晰地看出沪港通标的企业和其他企业之间的差异，进而准确识别沪港通政策实施对企业并购的效应。具体做法：在进行双重差分法(DID)之前，进一步得到“反事实”的处理效果需要进行倾向得分匹配(PSM)，倾向得分匹配(PSM)可以有效减少样本选择偏差问题。在双重差分法(DID)的基础上，结合倾向得分匹配(PSM)构建上 PSM-DID 模型，选取起始年份 2007 年，将沪港通企业定义为处理组，其它组别为对照组，进行 1:1 可重复匹配，匹配半径是 0.03，保留匹配成功的组别并逐年合并即为样本。进而对资本市场开放与企业并购之间的因果关系进行研究，能够有效减少企业的样本选择偏差和内生性问题，能够更为准确地衡量资本市场开放带来实质性影响。具体模型设定如下：

(1) 资本市场开放对企业并购次数的影响

$$MA_{it} = \beta_0 + \beta_1 HKC_i + \beta_2 After_t + \beta_3 HKC_i \times After_t + \beta_4 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-4)$$

(2) 资本市场开放对企业并购溢价的影响

$$Prem_{it} = \beta_0 + \beta_1 HKC_i + \beta_2 After_t + \beta_3 HKC_i \times After_t + \beta_4 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-5)$$

(3) 资本市场开放对企业并购绩效的影响

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 HKC_i + \beta_2 After_t + \beta_3 HKC_i \times After_t + \beta_4 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-6)$$

上述模型中，模型(5-4)-(5-6)分别为采用双重差分倾向得分匹配法，资本市场开放对企业并购次数的影响、资本市场开放对企业并购溢价的影响、资本市场开放对企业并购绩效的影响模型。变量含义与前文保持一致。表示 DID 交互项，该项系数为本文的考察重点，估计资本市场开放对企业创新产生的因果效应，>0 表示实验组沪深港通标的企业，并购次数、并购溢价和并购绩效的变化强度高于对照组，说明资本市场开放对企业并购表现出显著处理效应；否则，表示资本市场开放对企业并购不会产生影响。

3.1.2. 资本市场开放对企业并购影响的作用机制

根据前文的 DID 模型，构建中介效应模型，检验资本市场开放是否会通过外部治理水平、融资约束和企业投资方式影响企业并购，分析资本市场开放与企业并购之间的作用机制，中介效应分析包括两步，第一步，检验解释变量对中介变量的影响；第二步，检验解释变量和中介变量对被解释变量的影响。两个阶段中解释变量和中介变量的系数是本文关注的重点。具体模型设定如下：

1、基于外部治理效应的中介效应模型：

$$EG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 After_t \times HKC_i + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-7)$$

$$MA_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 EG_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-8)$$

$$Prem_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 EG_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-9)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 EG_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-10)$$

上式中, EG_{it} 表示企业 i 在 t 时期的外部治理水平, 其他变量与前文保持一致, 式(3-7) 为第一步外部治理作为被解释变量的回归模型, 式 (3-8) - (3-10) 为第二步外部治理作为解释变量的回归模型。

2、基于融资约束的中介效应模型：

$$SA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 After_t \times HKC_i + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-11)$$

$$MA_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 SA_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-12)$$

$$Prem_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 SA_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-13)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 SA_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-14)$$

上式中, SA_{it} 表示企业 i 在 t 时期的融资约束水平, 其他变量与前文保持一致, 式(3-11) 为第一步融资约束作为被解释变量的回归模型, 式 (3-12) - (3-14) 为第二步融资约束作为解释变量的回归模型。

3、基于企业投资模式的中介效应模型：

$$EIM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 After_t \times HKC_i + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-15)$$

$$MA_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 EIM_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-16)$$

$$Prem_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 EIM_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-17)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 After_t \times HKC_i + \beta_2 EIM_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-18)$$

上式中, EIM_{it} 表示企业 i 在 t 时期的企业投资模式, 其他变量与前文保持一致, 式(3-15) 为第一步企业投资模式作为被解释变量的回归模型, 式 (3-16) - (3-18) 为第二步企业投资模式作为解释变量的回归模型。

3.1.3. 资本市场开放影响企业并购的对策分析

分析在政府、社会和企业不同条件的作用下, 资本市场开放对企业并购影响存在的差异性。因此, 在第五章基准模型的基础上, 构建调节效应模型, 将从政府、社会和企业三个层面选取的相应指标作为调节变量, 分析其在资本市场开放与企业并购之间发挥的调节作用。调节效应模型中主要关注调节变量与解释变量的交互项对被解释变量产生的影响, 本章选取的政府、社会和企业层面的调节变量和资本市场开放的交互项系数是考察的重点, 具体模型设定如下：

1、基于政府层面的对策分析模型：

$$MA_{it} = \delta_0 + \delta_1 After_t \times HKC_i + \delta_2 Epu_{it} + \delta_3 After_t \times HKC_i \times C_{it} + \delta_4 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-19)$$

2、基于社会层面的对策分析模型:

$$MA_{it} = \delta_0 + \delta_1 After_t \times HKC_i + \delta_2 Attention_{it} + \delta_3 After_t \times HKC_i \times C_{it} + \delta_4 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-20)$$

3、基于企业层面的对策分析模型:

$$MA_{it} = \delta_0 + \delta_1 After_t \times HKC_i + \delta_2 C_{it} + \delta_3 After_t \times HKC_i \times C_{it} + \delta_4 Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3-21)$$

上述模型中, (3-19)- (3-21)分别表基于政府层面、社会层面和企业层面的调节效应模型, 其中, 表示政府层面的调节变量营商环境, 表示社会层面的衡量指标媒体关注度,表示企业层面的调节变量, 分别 CEO 短视主义 (Myopia)、企业资本结构 (LEV)、企业风险承担水平 (Risk), 其他变量与前文一致。

3.2. 研究的关键问题及研究假设

本文期望理清资本市场开放与企业并购之间的关系, 深入认识两者之间的作用机制, 分析资本市场开放对企业并购不同方面的作用特征, 并找出两个会之间的作用路径。再进一步分析中, 针对不同企业类型, 资本市场开放对企业并购的影响是否会存在差异性? 即哪些企业应该最先纳入资本市场开放, 哪些企业应该暂缓? 资本市场开放对企业并购产生影响的同时是否会受到其他因素的干预?

为回答以上问题, 本文提出以下研究假设:

H1: 有效市场假说认为企业投资者具有足够的理性, 能够迅速掌握市场信息并作出准确反应, 而资本市场开放程度提升能够提供更多的信息, 投资者能够掌握更多的信息, 满足跨国并购获得超额利润的目的, 因此, 资本市场开放有助于推动企业完成并购交易;

H2: 委托代理理论解释了信息不对称产生的经济影响, 在开放的资本市场环境中, 并购双方之间很大程度上存在信息不对称现象, 进而会提升并购价格, 因此, 资本市场开放会提升并购溢价水平;

H3: 跨国并购能够帮助企业快速扩大市场份额, 并拥有各种资源条件, 资本市场开放能够为企业带来更多的资源和技术, 企业并购方式的选择也会增多。因此, 资本市场开放影响企业并购模式选择;

H4: 新新贸易理论通过异质企业贸易模型的建立, 阐明了现实中只有部分企业选择出口和对外直接投资的原因, 企业并购能够实现资源有效配置, 因此, 资本市场开放有助于提升企业短期并购绩效;

H5: 本文认为“沪港通”政策的实施能够为企业带来更多的自由现金流量, 能够通过缓解融资约束, 进一步推动企业并购;

H6: 资本市场开放引入境外投资者是否能够改善外部治理环境, 因此资本市场开放能够通过强化外部治理, 进一步推动企业并购;

H7: 资本市场开放能够给企业投资带来更多的可能性, 能够通过促进企业投资方式多元化, 进一步推动企业并购。

3.3. 预期结果

沪港通交易机制实施之后，地区之间的交流更加密切，企业获得的信息披露质量提升，改善信息环境，能够为投资者提供投基础，推动企业并购；资本市场开放能够为企业提供更加多样化的融资渠道，解决企业融资困境，企业能够获得更多的并购模式选择，但可能会带来更高的溢价；通过引入发达国家或地区的境外机构投资者，将更加先进的技术水平、管理理念等引入本企业，有利于公司治理水平，优化企业治理模式；沪深港通交易制度的实施增强了股价对标的企业投资的引导作用，推动了企业的国内外投资行为，企业能够获得更加多元化的投资方式，提高了企业的投资效率，进而推动企业并购。

基于以上分析，本文预期结论如下：

- 1、资本市场开放有利于促进企业并购，企业并购交易数量提升；
- 2、资本市场开放会产生并购溢价，提升并购溢价水平；
- 3、资本市场开放会帮助企业进行更符合企业发展的并购模式；
- 4、资本市场开放有助于提升企业并购绩效；
- 5、资本市场开放能够通过缓解融资约束促进企业并购；
- 6、资本市场开放能够通过强化外部治理促进企业并购；
- 7、资本市场开放能够通过提升企业投资多元化水平促进企业并购。

第四章 结果分析

4.1. 资本市场开放与企业并购间的因果关系分析

4.1.1. 基准回归结果分析

根据上文构建的双重差分模型，检验沪港通制度实施后，表 5-3 显示了资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响。结果显示，资本市场开放对企业并购数量的影响系数均在 1%水平下显著为正，第(1)列中的影响系数为 0.025，说明资本市场开放能够显著提升企业并购次数，相比于其他企业，沪港通标的企业并购次数会提升 2.5%。研究结果验证了研究假设 1，资本市场开放有助于推动企业并购，提升企业并购数量。

资本市场开放对企业并购溢价的影响系数均在 1%水平下显著为正，第(2)列中的影响系数为 0.101，说明资本市场开放能够显著提升企业并购溢价水平，相比于其他企业，沪港通标的企业并购溢价水平会提升 10.1%。资本市场开放会产生并购溢价，提升并购溢价水平。“沪港通”政策的实施，导致大量境外资金流入，对企业并购行为产生影响，开放的资本市场环境中存在的信息不对称现象会使得并购方的代理成本上升，以及可能存在国际投资者产生投资行为导致支付环节的并购溢价提高。

资本市场开放对企业并购绩效的影响系数均在 1%水平下显著为正，第(3)列中的影响系数为 0.014，说明资本市场开放能够显著提升企业并购溢价水平，相比于其他企业，沪港通标的企业并购绩效水平会提升 1.4%。资本市场开放有助于提升企业并购绩效，沪港通制度开通后构成了更加多元化的投资市场，资本市场中的竞争程度不断加深，面对更加复杂的资本市场环境对企业并购行为产生影响，最终成为提升企业并购绩效的有效动力。

表 4-1 资本市场开放对企业并购数量的影响分析

	(1) MA	(2) Prem	(3) ROE
DID	0.025*** (0.007)	0.101*** (0.011)	0.014*** (0.002)
<i>lnSize</i>	0.001 (0.007)	-0.063 (0.042)	-0.011*** (0.001)
<i>lnKL</i>	-0.005 (0.005)	-0.003 (0.023)	0.003*** (0.001)
<i>lnAge</i>	0.039 (0.052)	0.103 (0.231)	-0.022** (0.009)
<i>ROA</i>	0.072* (0.040)	0.301 (0.302)	-0.066*** (0.009)
<i>FCF</i>	-0.077*** (0.009)	-0.071 (0.043)	-0.000 (0.001)
常数项	-0.068 (0.219)	0.814 (1.162)	0.274*** (0.037)

个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	22256	1602	14476
adj. <i>R</i> ²	0.150	0.132	0.196

注：采用 stata 16.对本文构建的实证分析模型（DID 模型）的验证结果，**、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.1.2. 内生性和稳健性检验

1、平行趋势检验

为验证模型的稳健性，需要对双重差分模型进行平行趋势检验，主要为了验证沪港通政策实施前后，实验组和对照组企业并购是否存在显著差异，只有与实验组具有相似特征才能作为控制组。本文主要通过构建两期差分模型来检验事前平行趋势，本文分别对沪港通政策实施前后几期的数据进行实证分析，构建平行趋势检验模型：

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k \geq -7}^4 \beta_k D_{it}^k + \sum_j \beta_j X_{ijt} + u_i + \alpha_t + \lambda_{ind} + \varepsilon_{it} \quad (4-1)$$

D_{it}^k 表示沪港通试点设立这一政策事件，其赋值规则如下，用 s_i 表示沪港通试点城市设立的具体年份，如果 $(t - s_i) = k$ ，则定义 $D_{it}^k = 1$ ，否则 $D_{it}^k = 0$ ，文章将沪港通试点设立年份的上一期作为基准年份。

表 4-2 分别报告了沪港通政策实施前后几期企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响情况，d1、d2、d3、d4 分别表示沪港通政策实施后，d_2、d_3、d_4、d_5、d_6、d_7 表示沪港通政策实施前。其中发现在沪港通政策实施前，对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响不显著，在沪港通政策实施后，企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效分别在不同水平下表现出显著性，说明在沪港通政策实施前企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响符合平行趋势，验证了模型的平稳性。

表 4-2 平行趋势检验

	(1)	(2)	(3)
	MA	ROE	Prem
d4	0.013*** (0.004)	0.000 (0.000)	0.054 (0.123)
d3	0.003*** (0.001)	0.000 (.)	0.002 (0.112)
d2	0.015*** (0.005)	0.006** (0.003)	0.146*** (0.011)
d1	0.030** (0.015)	0.015*** (0.003)	0.146*** (0.016)

current	0.000 (0.029)	0.003 (0.003)	0.068 (0.105)
d_2	0.033 (0.030)	0.001 (0.003)	0.050 (0.121)
d_3	0.070 (0.132)	0.000 (0.004)	0.065 (0.134)
d_4	0.034 (0.032)	0.001 (0.004)	0.165 (0.143)
d_5	0.022 (0.033)	-0.000 (0.004)	0.083 (0.176)
d_6	0.002 (0.034)	-0.000 (0.004)	0.117 (0.171)
d_7	-0.014 (0.034)	-0.002 (0.004)	0.056 (0.182)
lnSize	0.001 (0.008)	-0.011*** (0.001)	-0.055 (0.042)
lnKL	-0.005 (0.005)	0.003*** (0.001)	-0.007 (0.023)
lnAge	0.035 (0.052)	-0.023*** (0.009)	0.091 (0.238)
ROA	0.069* (0.040)	-0.066*** (0.009)	0.218 (0.309)
FCF	-0.077*** (0.009)	-0.000 (0.001)	-0.063 (0.044)
常数项	-0.040 (0.222)	0.277*** (0.038)	0.777 (1.200)
个体固定效应	No	Yes	Yes
时间固定效应	No	Yes	Yes
行业固定效应	No	Yes	Yes
<i>N</i>	22256	14476	1602
adj. <i>R</i> ²	0.128	0.151	0.112

注：采用 stata 16.对本文构建的实证分析模型（DID 模型）的平行趋势检验结果，***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

2、内生性检验

该部分采用 PSM-DID 模型检验资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响，该模型能够有效解决内生性问题，首先需要对数据样本进行匹配，有效减少样本选择偏差问题，其次，通过上文构建的进行实证分析。

（1）倾向得分匹配 PSM

图 4-1 和图 4-2 分别显示了采用倾向得分匹配法得到的实验组和控制组样本匹配前后的概率密度分布图，本文以 2007 年为基准年，将纳入沪港通政策的企业定义为实验组，其他企业为控制组，进行 1: 15 的近邻核匹配，匹配半径 0.03，保留匹配成功的组。

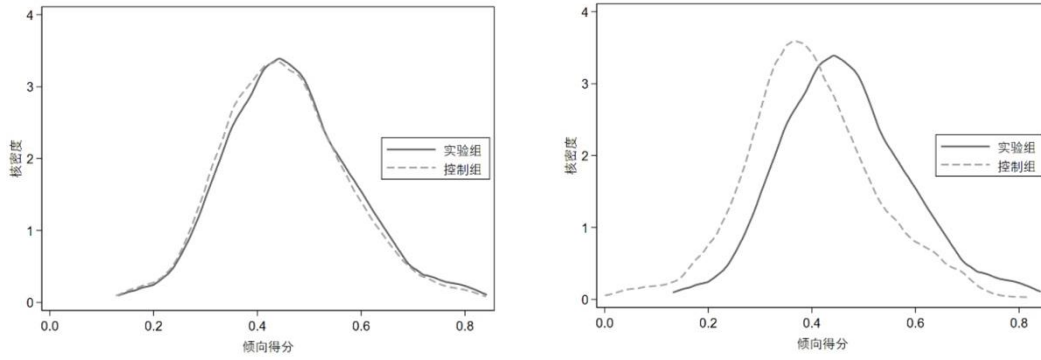


图 4-1 PSM 概率核密度分布（资本市场开放对企业并购绩效的影响）

注：采用 stata 16.对本文构建的实证分析模型（DID 模型）的核密度检验结果。左边为匹配前，右边为匹配后。

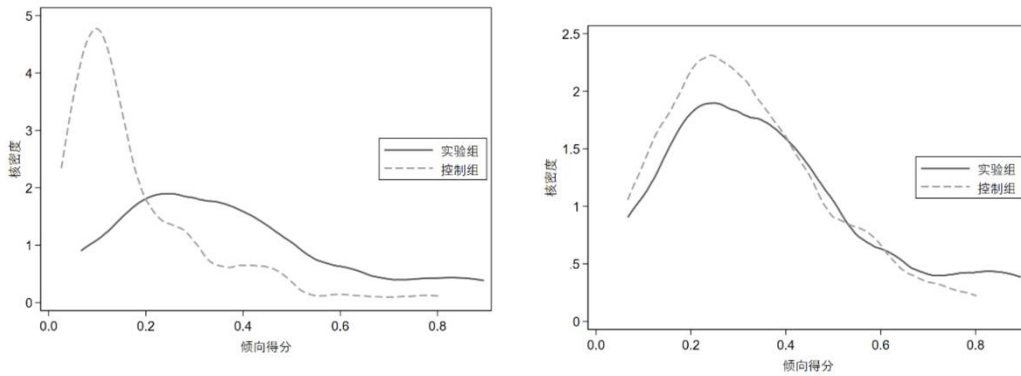


图 4-2 PSM 概率核密度分布（资本市场开放对企业并购溢价的影响）

注：采用 stata 16.对本文构建的实证分析模型（DID 模型）的核密度检验结果。左边为匹配前，右边为匹配后

（2）PSM-DID 模型检验结果分析

表 4-3 报告了 PSM-DID 模型进行内生性检验的回归结果，资本市场开放对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价的影响系数均为正，在 1%的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-3 资本市场开放对企业并购的影响-PSM-DID 模型

	(1) MA	(2) ROE	(3) Prem
DID	0.008*** (0.002)	0.011*** (0.001)	0.114*** (0.029)
lnSize	0.009 (0.013)	-0.004*** (0.001)	-0.093** (0.045)
lnKL	-0.017** (0.008)	0.000 (0.000)	0.008 (0.023)

lnAge	-0.217** (0.110)	0.010 (0.006)	0.109 (0.242)
ROA	0.013 (0.071)	-0.046*** (0.005)	0.116 (0.329)
FCF	-0.051*** (0.015)	-0.007*** (0.001)	-0.063 (0.042)
常数项	0.408 (0.399)	0.054** (0.022)	1.391 (1.165)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8119	6053	1320
adj. <i>R</i> ²	0.106	0.128	0.125

注：采用 stata 16.对本文构建的实证分析模型（PSM-DID 模型）的检验结果。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

3、安慰剂检验

安慰剂检验为检验双重差分结果是否受到其他政策或者随机性因素的影响，本节对 DID 模型进行了安慰剂检验。为尽可能消除因部分不可观测的相关因素对沪港通政策实施效应造成的影响，本文借鉴白俊红等（2022）对多期 DID 模型的安慰剂检验方法，考察政策发生基础回归中时间虚拟变量与处理组交互项系数的显著性，随机抽取 183 个为沪港通企业，而后从 2007-2018 年任意抽取 616 个为沪港通企业，随机抽取处理组 500 次，然后构造伪政策冲击实验组虚拟变量与伪政策冲击时间变量，分析 DID 处理效应。图 4-3、4-4、4-5 分别显示了针对双重差分模型资本市场开放对企业并购溢价、企业并购数量和企业并购绩效影响的安慰剂检验的结果，可以发现，伪沪港通政策在系数估计上普遍在 0 附近，并且本文估计系数显著远离 0 线。验证了结论的稳健性。

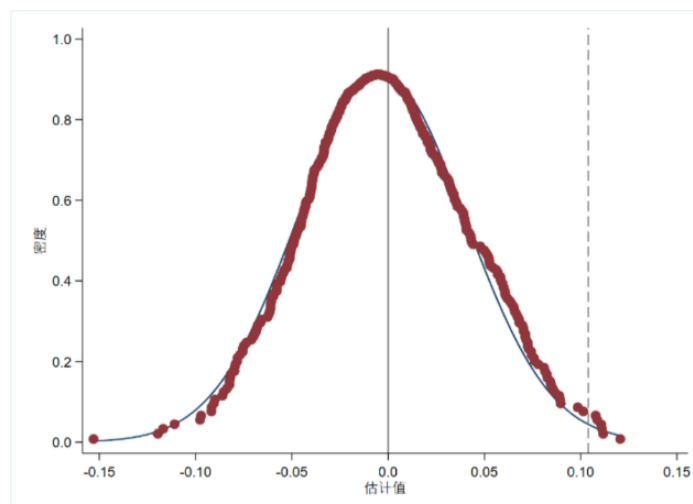


图 4-3 对企业并购溢价的安慰剂检验

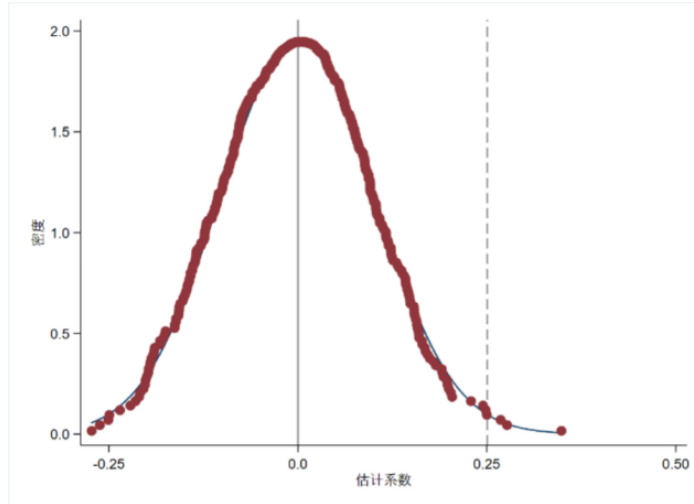


图 4-4 对企业并购数量的安慰剂检验

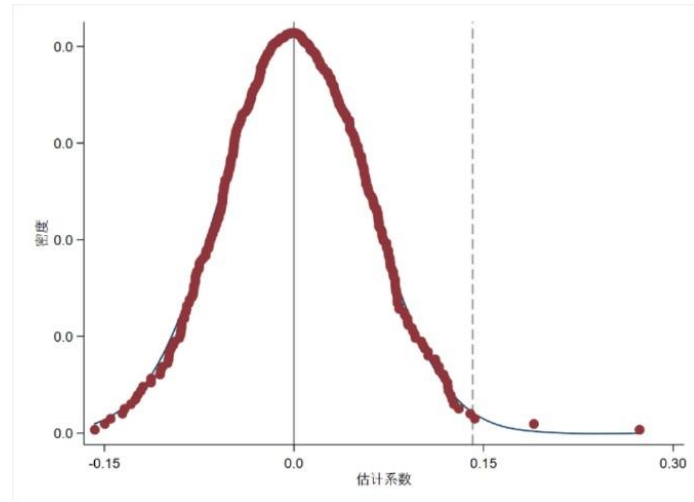


图 4-5 对企业并购绩效的安慰剂检验

注：采用 stata 16.对本文构建的实证分析模型（DID 模型）的安慰剂检验结果。

4.1.3. 异质性分析

1、企业股权异质性分析

中国企业存在明显的股权性质差异，股权性质主要表现在股权结构方面，包括国家发挥主导作用的国有企业和私人发挥主导作用的民营企业，国有企业相对集中的股东结构限制了员工的积极性和主动创造力，因此在没有其他大股东监督的情况下，企业管理层主要寻求在任期内提高绩效，所有权的性质是一个不容忽视的因素。针对国有企业和非国有企业，资本市场开放对企业并购的影响是否存在差异性，作用效果如何仍需进一步探索。表 5-8 报告了基于企业股权性质异质性分析，分别将样本数据分为民企和国企，检验资本市场开放对企业创新的影响结果。表 4-4 显示了资本市场开放对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价的实证分析结果，从结果中可以看出，资本市场开放在民营企业和国有企业中对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价均具有显著正效应，在 1%的显著性水平下通过检验，从系数大小来看，资本市场开放的正效应在国有企业中作用程度更强。

表 4-4 基于股权异质性的回归结果

	MA 国企	MA 非国企	ROE 国企	ROE 非国企	Prem 国企	Prem 非国企
DID	0.015** *	0.004**	0.020** *	0.001** *	0.174** *	0.062** *
	(0.003)	(0.002)	(0.005)	(0.000)	(0.022)	(0.018)
lnSize	-0.022*	0.020**	-0.003* **	-0.020* **	-0.031	-0.051
	(0.013)	(0.010)	(0.001)	(0.003)	(0.114)	(0.047)
lnKL	-0.015*	-0.002	0.001**	0.005** *	-0.003	0.021
	(0.008)	(0.007)	(0.000)	(0.002)	(0.055)	(0.026)
lnAge	0.051	0.007	0.001	-0.013	-0.232	0.244
	(0.090)	(0.068)	(0.006)	(0.017)	(0.677)	(0.250)
ROA	0.220**	0.008	-0.072* **	-0.056* **	0.383	0.223
	(0.086)	(0.047)	(0.006)	(0.015)	(0.668)	(0.345)
FCF	-0.066* **	-0.082* **	-0.002*	-0.000	-0.076	-0.080* **
	(0.016)	(0.011)	(0.001)	(0.003)	(0.118)	(0.047)
常数项	0.360	-0.322	0.057**	0.380** *	0.961	-0.041
	(0.377)	(0.324)	(0.023)	(0.078)	(2.763)	(1.154)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10017	12239	7258	7218	520	1082
adj. <i>R</i> ²	0.115	0.154	0.106	0.192	0.127	0.122

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，，括号内为异方差稳健标准误。

2、企业规模异质性分析

企业规模大小意味着企业生产结构和管理方式的差异，大型企业往往具有更加完善的管理机制和技术水平，整体发展状况较为稳定。为分析企业规模异质性作用下资本市场开放对企业并购的影响。本文采用中位数法对企业规模进行划分，表 5-9 报告了基于企业规模异质性的回归结果，结果显示，资本市场开放对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价均表现出显著正效应。资本市场开放对大规模企业的并购数量、并购绩效和并购溢价的影响系数更大。

表 4-5 基于企业规模异质性的回归结果

	MA 大规模	MA 小规模	ROE 大规模	ROE 小规模	Prem 大规模	Prem 小规模
DID	0.019*** (0.021)	0.014*** (0.027)	0.103** (0.002)	0.013** (0.006)	0.132*** (0.012)	0.049*** (0.011)
lnSize	-0.040** (0.017)	0.015 (0.013)	-0.007*** (0.002)	-0.024*** (0.003)	0.025 (0.087)	-0.058 (0.075)
lnKL	-0.007 (0.009)	-0.008 (0.007)	0.000 (0.001)	0.003** (0.001)	-0.066 (0.044)	0.019 (0.039)
lnAge	-0.023 (0.100)	0.047 (0.069)	-0.003 (0.008)	-0.032** (0.013)	0.064 (0.508)	0.436 (0.355)
ROA	0.488*** (0.108)	0.027 (0.039)	-0.074*** (0.010)	-0.064*** (0.011)	0.562 (0.493)	-0.460 (0.504)
FCF	-0.113*** (0.018)	-0.055*** (0.010)	-0.004*** (0.001)	-0.006*** (0.002)	-0.085 (0.073)	-0.012 (0.072)
常数项	0.832* (0.488)	-0.240 (0.314)	0.181*** (0.041)	0.559*** (0.065)	-0.095 (2.187)	-0.359 (1.697)
个体固定 效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定 效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定 效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11128	11128	6554	7922	801	801
adj. R ²	0.171	0.214	0.213	0.230	0.151	0.162

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

3、企业风险承担水平异质性分析

根据上市企业观察时段内经行业调整的资产收益率的标准差作为企业风险承担水平的基准，划分为高风险承担水平、低风险承担水平企业。表 4-6 报告了基于企业风险承担异质性的回归结果，结果显示，资本市场开放对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价均表现出显著正效应。资本市场开放对高风险承担水平企业的并购数量、并购绩效和并购溢价的影响系数更大。

表 4-6 基于企业风险承担水平的异质性分析

	MA 高风险承 担水平	MA 低风险承 担水平	ROE 高风险承 担水平	roe 低风险承 担水平	Prem 高风险承 担水平	Prem 低风险承 担水平
DID	0.033*** (0.011)	0.008*** (0.002)	0.007*** (0.002)	0.003** (0.002)	0.079*** (0.007)	0.018*** (0.003)
ln_size	-0.000 (0.010)	-0.023 (0.015)	-0.003*** (0.001)	-0.006*** (0.001)	-0.125** (0.061)	-0.001 (0.080)
ln_kl	-0.000 (0.007)	-0.007 (0.010)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.021 (0.038)	0.007 (0.039)

ln_age	-0.030 (0.077)	0.132 (0.087)	-0.000 (0.007)	-0.010 (0.008)	0.376 (0.415)	0.411 (0.449)
ROA	0.087** (0.042)	-0.004 (0.255)	-0.045*** (0.005)	-0.048** (0.021)	0.495 (0.361)	-1.544 (1.362)
FCF	-0.035*** (0.010)	-0.200*** (0.021)	-0.002*** (0.001)	0.004** (0.002)	-0.180*** (0.067)	-0.009 (0.077)
常数项	0.133 (0.298)	-0.047 (0.416)	0.054** (0.026)	0.159*** (0.037)	1.404 (1.573)	-1.538 (1.990)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11128	11128	7076	7400	801	801
adj. <i>R</i> ²	0.273	0.257	0.358	0.371	0.126	0.173

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.2. 资本市场开放对企业并购影响的作用机制分析

4.2.1. 外部治理效应

根据上文构建的基于外部治理效应的中介效应模型，表 4-7、4-8、4-9 分别报告了基于外部治理效应资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响。表 4-7 中，从实证结果中可以看出，外部治理对企业并购数量的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业并购数量的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对外部治理的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够提升外部治理水平显著推动企业参与并购事件。

表 4-8 中，从实证结果中可以看出，外部治理对企业并购溢价的影响系数为负，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业并购溢价的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对外部治理的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够提升外部治理水平，显著抑制由于“沪港通”交易制度引起的代理冲突，缓解企业并购溢价。

表 4-9 中，从实证结果中可以看出，外部治理对企业并购绩效的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业并购绩效的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对外部治理的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够通过强化企业外部治理水平，显著提升企业并购绩效。

资本市场开放后，沪港通制度等政策的实施会吸引大批来自成熟资本市场的境外投资者，他们往往拥有较为成熟的投资观念与较强的保护意识，所以在购入政策标的股票后为避免自身利益受到侵占，他们会积极地行使股东权利，对标的公司起到外部治理的作用，因此资本市场开放有利于缓解标的公司的代理问题，提高其公司治理水平，有效推动企业参与并购，并抑制并购活动中产生的溢价问题，进而提升企业并购绩效。

表 4-7 基于外部治理效应资本市场开放对企业并购数量的影响

	(1)	(2)	(3)
	MA	MA	Hhi
DID	0.030*** (0.009)	0.025*** (0.008)	0.003*** (0.001)
Hhi	0.011*** (0.003)	0.014*** (0.003)	
lnSize		0.001 (0.007)	-0.006*** (0.001)
lnKL		-0.005 (0.005)	0.003*** (0.000)
lnAge		0.039 (0.052)	-0.027*** (0.004)
ROA		0.072* (0.040)	0.015*** (0.003)
FCF		-0.077*** (0.009)	0.001 (0.001)
常数项	-0.000 (0.101)	-0.071 (0.220)	0.247*** (0.018)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	22256	22256	22256
adj. <i>R</i> ²	0.129	0.134	0.111

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

表 4-8 基于外部治理作用下资本市场开放对企业并购溢价的影响

	(1)	(2)	(3)
	Prem	Prem	Hhi
DID	0.097*** (0.024)	0.103*** (0.021)	0.012*** (0.003)
Hhi	-0.177*** (-0.045)	-0.183*** (-0.051)	
lnSize		-0.061 (0.042)	-0.009* (0.005)
lnKL		-0.002 (0.023)	-0.005* (0.003)
lnAge		0.107 (0.231)	-0.025 (0.028)
ROA		0.284 (0.304)	0.096*** (0.037)
FCF		-0.069 (0.044)	-0.008 (0.005)

常数项	-0.411 (0.540)	0.729 (1.174)	0.465*** (0.141)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1602	1602	1602
adj. <i>R</i> ²	0.123	0.132	0.147

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

表 4-9 基于外部治理资本市场开放对企业并购绩效的影响

	(1) ROE	(2) ROE	(3) Hhi
DID	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.003*** (0.001)
Hhi	0.037*** (0.009)	0.034*** (0.009)	
lnSize		-0.004*** (0.001)	-0.006*** (0.001)
lnKL		-0.000 (0.000)	0.003*** (0.000)
lnAge		-0.004 (0.005)	-0.027*** (0.004)
ROA		-0.046*** (0.005)	0.015*** (0.003)
FCF		-0.000 (0.001)	0.001 (0.001)
常数项	-0.004 (0.007)	0.087*** (0.020)	0.247*** (0.018)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14476	14476	22256
adj. <i>R</i> ²	0.145	0.172	0.111

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.2.2. 融资约束效应

根据上文构建的基于融资约束效应的中介效应模型，表 4-10、4-11、4-12 分别报告了基于融资约束效应资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响。表 4-10 中，从实证结果中可以看出，融资约束对企业并购数量的影响系数为负，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业并购数量的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对融资约束的影响系数为负，在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够降低企业面临的融资约束，推动企业参与并购事件。

表 4-11 中, 从实证结果中可以看出, 融资约束对企业并购溢价的影响系数为负, 在 1% 的显著性水平下通过检验, 资本市场开放对企业并购溢价的影响系数为正, 在 1% 的显著性水平下通过检验, 资本市场开放对融资约束的影响系数为负, 在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够在一定程度上能缓解企业的融资约束, 通过拓展融资范围为企业提供更多的资金, 为吸引更多的境外投资者参与, 管理层会迫于业绩压力以及对并购风险的把控, 更愿意将资金进行分散投资, 以降低并购失败风险给自己工作业绩带来的损失, 由此也会减少并购产生的溢价。

表 4-12 中, 从实证结果中可以看出, 融资约束对企业并购绩效的影响系数为负, 在 1% 的显著性水平下通过检验, 资本市场开放对企业并购绩效的影响系数为正, 在 1% 的显著性水平下通过检验, 资本市场开放对融资约束的影响系数为负, 在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够有效缓解融资约束, 显著提升企业并购绩效。企业通过并购活动能够提高资本存量, 扩大资本规模, 完善资本配置, 对提升企业并购绩效具有积极影响。

表 4-10 基于融资约束效应资本市场开放对企业并购数量的影响

	(1)	(2)	(3)
	MA	MA	SA
DID	0.030*** (0.004)	0.022*** (0.004)	-0.046*** (0.002)
SA	-0.015** (0.006)	-0.017*** (0.005)	
lnSize		0.068 (0.065)	1.172*** (0.001)
lnKL		-0.005 (0.005)	0.002*** (0.001)
lnAge		0.033 (0.052)	-0.098*** (0.007)
ROA		0.071* (0.040)	-0.026*** (0.005)
FCF		-0.076*** (0.009)	0.020*** (0.001)
常数项	-0.063 (0.103)	-1.259 (1.178)	-21.026*** (0.029)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	22256	22256	22256
adj. R ²	0.113	0.129	0.993

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著, 括号内为异方差稳健标准误。

表 4-11 基于融资约束效应资本市场开放对企业并购溢价的影响

	(1)	(2)	(3)
	Prem	Prem	SA
DID	0.148*** (0.015)	0.128*** (0.011)	-0.047*** (0.008)
SA	-0.029*** (0.009)	-0.027*** (0.008)	
lnSize		-0.745** (0.335)	1.162*** (0.006)
lnKL		-0.007 (0.023)	0.007** (0.003)
lnAge		0.234 (0.239)	-0.224*** (0.034)
ROA		0.306 (0.301)	-0.008 (0.045)
FCF		-0.082* (0.044)	0.020*** (0.006)
常数项	-0.248 (0.554)	12.917** (6.015)	-20.608*** (0.173)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1602	1602	1602
adj. <i>R</i> ²	0.129	0.183	0.990

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

表 4-12 基于融资约束效应资本市场开放对企业并购绩效的影响

	(1)	(2)	(3)
	ROE	ROE	SA
DID	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	-0.046*** (0.002)
SA	-0.003*** (0.001)	-0.013** (0.005)	
lnSize		-0.019*** (0.006)	1.172*** (0.001)
lnKL		-0.000 (0.000)	0.002*** (0.001)
lnAge		-0.003 (0.005)	-0.098*** (0.007)
ROA		-0.045*** (0.005)	-0.026*** (0.005)
FCF		-0.000 (0.001)	0.020*** (0.001)

常数项	0.014*	0.364***	-21.026***
	(0.008)	(0.110)	(0.029)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14476	14476	22256
adj. <i>R</i> ²	0.153	0.172	0.993

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.2.3.企业投资结构

根据上文构建的基于企业投资结构效应的中介效应模型，表 4-13、4-14、4-15 分别报告了基于企业投资结构效应资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响。表 4-13 中，从实证结果中可以看出，企业投资结构对企业并购数量的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业并购数量的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对融资约束的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够引导企业投资向实体经济方向转变，对企业开展有助于实体经济发展的并购事件具有推动作用。

表 4-14 中，从实证结果中可以看出，企业投资结构对企业并购溢价的影响系数为负，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业并购溢价的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业投资结构的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够推动企业并购向实体产业发展，管理层会更加关注企业长期利益，缓解并购溢价。

表 4-15 中，从实证结果中可以看出，企业投资结构对企业并购绩效的影响系数为负，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业并购绩效的影响系数为正，在 1% 的显著性水平下通过检验，资本市场开放对企业投资结构的影响系数为负，在 1% 的显著性水平下通过检验。说明资本市场开放能够引导企业开展有助于企业向实体经济发展的并购方向转变，提升实体投资力度，对企业并购绩效具有积极作用。“沪港通”交易制度的实施有助于提升实体投资水平，引导企业投资结构从金融资产投资向实体投资方向转移，推动企业选择实体投资并购事件，提升企业并购绩效。主要原因在于，资本市场开放减少了金融并购投资和实体投资之间的收益差距，降低了企业选择实体投资并购的成本，有效解决了企业投资结构“脱实向虚”的状态，以引导经济“脱虚入实”进而提升企业并购绩效。因此，资本市场开放能够通过优化企业投资结构促进企业并购。

表 4-13 基于企业投资结构效应资本市场开放对企业并购数量的影响

	(1)	(2)	(3)
	MA	MA	EIM
DID	0.003***	0.007***	0.496***
	(0.001)	(0.001)	(0.112)
EIM	0.005**	0.005**	
	(0.002)	(0.002)	

lnSize		-0.006	-0.072
		(0.026)	(0.182)
lnKL		-0.022	-0.120
		(0.015)	(0.104)
lnAge		0.143	0.685
		(0.152)	(1.070)
ROA		0.127	-0.075
		(0.131)	(0.928)
FCF		-0.066***	-0.154
		(0.024)	(0.173)
常数项	0.218	0.279	2.221
	(0.648)	(0.927)	(6.542)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4655	4655	4655
adj. <i>R</i> ²	0.320	0.337	0.386

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

表 4-14 基于企业投资结构效应资本市场开放对企业并购溢价的影响

	(1)	(2)	(3)
	Prem	Prem	EIM
DID	0.003***	0.093***	2.748***
	(0.001)	(0.004)	(0.101)
EIM	-0.010***	-0.009***	
	(0.001)	(0.001)	
lnSize		0.069	1.831
		(0.130)	(1.909)
lnKL		-0.076	-0.086
		(0.073)	(1.080)
lnAge		0.675	-5.418
		(0.544)	(8.024)
ROA		0.883	0.992
		(0.537)	(7.948)
FCF		0.043	-1.547
		(0.132)	(1.939)
常数项	-0.160	-2.376	-27.308
	(0.281)	(3.134)	(46.247)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	316	316	316
adj. <i>R</i> ²	0.173	0.197	0.143

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

表 4-15 基于企业投资结构效应资本市场开放对企业并购绩效的影响

	(1)	(2)	(3)
	ROE	ROE	EIM
DID	0.007*** (0.002)	0.006*** (0.002)	0.496*** (0.112)
EIM	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	
lnSize		-0.003** (0.001)	-0.072 (0.182)
lnKL		-0.001** (0.001)	-0.120 (0.104)
lnAge		-0.006 (0.008)	0.685 (1.070)
ROA		-0.043*** (0.009)	-0.075 (0.928)
FCF		-0.001 (0.001)	-0.154 (0.173)
常数项	-0.008 (0.022)	0.091** (0.041)	2.221 (6.542)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	3064	3064	4655
adj. <i>R</i> ²	0.430	0.441	0.386

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.2.4. 内生性和稳健型检验

1、平行趋势检验

为验证模型的稳健型，需要对双重差分模型进行平行趋势检验，主要为了验证子啊沪港通政策实施前后，实验组和对照组企业并购是否存在显著差异，只有与实验组具有相似特征才能作为控制组。本文主要通过构建两期差分模型来检验事前平行趋势，本文分别对沪港通政策实施前后几期的数据进行实证分析，构建平行趋势检验模型：

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k \geq -7}^4 \beta_k D_{it}^k + \sum_j \beta_j X_{ijt} + u_i + \alpha_t + \lambda_{ind} + \varepsilon_{it} \quad (4-1)$$

D_{it}^k 表示沪港通试点设立这一政策事件，其赋值规则如下，用 s_i 表示沪港通试点城市设立的具体年份，如果 $(t - s_i) = k$ ，则定义 $D_{it}^k = 1$ ，否则 $D_{it}^k = 0$ ，文章将沪港通试点设立年份的上一期作为基准年份。

表 4-16 分别报告了沪港通政策实施前后几期资本市场开放对融资约束、外部治理和企业投资结构中中介效应影响的平行趋势检验结果，d1、d2、d3、d4 分别表示沪港通政策实施后，d_2、d_3、d_4、d_5、d_6、d_7 表示沪港通政策实施前。其中发现在沪港通政策实施前，资本市场开放对融资约束、外部治理和企业投资结构的影响不显著，在沪港通政策实施后，融资约束、外部治理和企业投资结构的系数分别在不同水平下表现出显著性，说明在沪港通政策实施前融资约束、外部治理和企业投资结构的影响符合平行趋势，验证了模型的平稳性。

表 4-16 中介效应的平行趋势检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SA	SA	Hhi	Hhi	EIM	EIM
d4	-0.054*** (0.004)	-0.066*** (0.018)	0.006** (0.002)	0.027* (0.015)	0.181 (0.506)	4.123 (3.988)
d3	-0.044*** (0.004)	-0.046*** (0.016)	0.004* (0.002)	0.025* (0.014)	0.273*** (0.013)	2.901*** (0.586)
d2	-0.034*** (0.004)	-0.026*** (0.006)	0.004* (0.002)	0.037*** (0.013)	0.771*** (0.107)	9.308*** (3.427)
d1	-0.022*** (0.004)	0.008 (0.014)	0.005* (0.002)	0.023** (0.012)	0.164*** (0.018)	4.344 (3.084)
current	-0.008** (0.004)	-0.007 (0.015)	0.001 (0.002)	0.013 (0.013)	0.434*** (0.103)	2.989 (2.915)
d_2	-0.005 (0.004)	-0.019 (0.017)	0.002 (0.002)	0.036 (0.215)	0.265 (0.510)	4.728 (4.199)
d_3	-0.010** (0.004)	-0.016 (0.019)	0.002 (0.003)	0.227 (0.216)	0.374 (0.538)	3.658 (4.135)
d_4	-0.019 (0.014)	-0.057 (0.121)	0.004 (0.003)	0.019 (0.017)	0.112 (0.549)	6.496 (6.417)
d_5	-0.022 (0.024)	-0.078 (0.125)	0.001 (0.003)	-0.021 (0.021)	0.086 (0.555)	3.341 (10.149)
d_6	-0.022 (0.024)	-0.091 (0.125)	0.004 (0.003)	0.026 (0.021)	0.162 (0.589)	5.589 (10.129)
d_7	-0.019 (0.024)	-0.068 (0.126)	0.003 (0.003)	0.032 (0.022)	0.087 (0.625)	9.110 (9.117)
lnSize	1.171*** (0.001)	1.162*** (0.006)	-0.006*** (0.001)	-0.008 (0.005)	-0.083 (0.185)	2.050 (2.086)
lnKL	0.003*** (0.001)	0.006* (0.003)	0.003*** (0.000)	-0.005* (0.003)	-0.118 (0.105)	-0.190 (1.253)
lnAge	-0.096*** (0.007)	-0.205*** (0.034)	-0.027*** (0.004)	-0.037 (0.029)	0.673 (1.075)	-0.863 (9.187)
ROA	-0.028*** (0.005)	-0.036 (0.045)	0.015*** (0.003)	0.098*** (0.037)	-0.112 (0.931)	-0.363 (8.806)
FCF	0.019*** (0.001)	0.020*** (0.006)	0.001 (0.001)	-0.009* (0.005)	-0.156 (0.174)	-1.572 (2.229)

常数项	-21.010*** (0.029)	-20.624*** (0.173)	0.244*** (0.018)	0.471*** (0.145)	2.393 (6.612)	-37.429 (50.706)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	22256	1602	22256	1602	4655	316
adj. <i>R</i> ²	0.993	0.990	0.111	0.134	0.388	0.366

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

2、安慰剂检验

安慰剂检验为检验双重差分结果是否受到其他政策或者随机性因素的影响，本节对 DID 模型进行了安慰剂检验。为尽可能消除因部分不可观测的相关因素对沪港通政策实施效应造成的影响，本文借鉴白俊红等（2022）对多期 DID 模型的安慰剂检验方法，考察政策发生基础回归中时间虚拟变量与处理组交互项系数的显著性，随机抽取 183 个为沪港通企业，而后从 2007-2018 年任意抽取 616 个为沪港通企业，随机抽取处理组 500 次，然后构造伪政策冲击实验组虚拟变量与伪政策冲击时间变量，分析 DID 处理效应。图 4-1、4-2、4-3 分别显示了针对双重差分模型资本市场开放对企业并购溢价、企业并购数量和企业并购绩效影响的安慰剂检验的结果，可以发现，伪沪港通政策在系数估计上普遍在 0 附近，并且本文估计系数显著远离 0 线。验证了结论的稳健性。

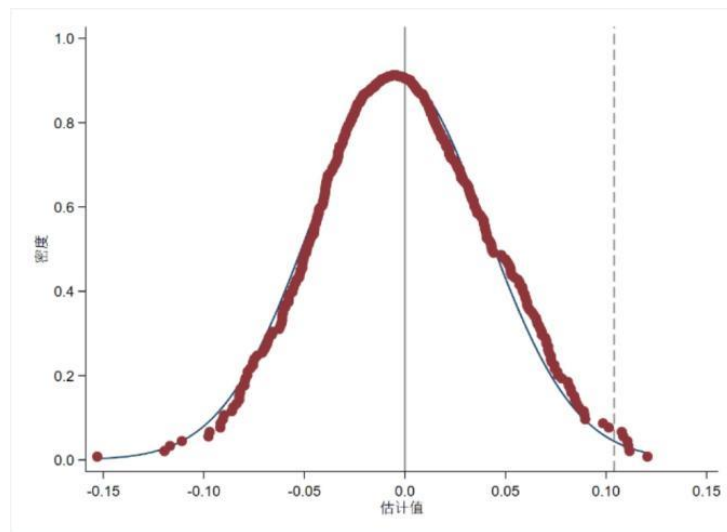


图 4-6 资本市场开放对企业并购溢价影响的安慰剂检验

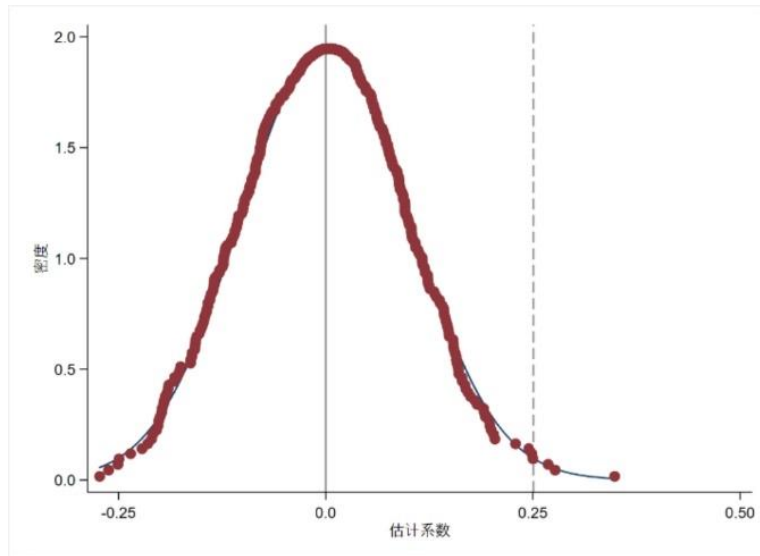


图 4-7 资本市场开放对企业并购数量影响的安慰剂检验

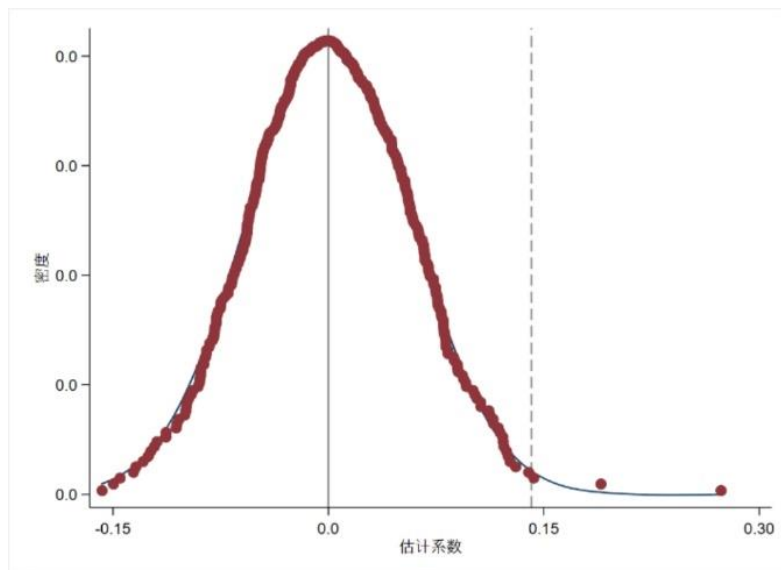


图 4-8 资本市场开放对企业并购绩效影响的安慰剂检验

3、内生性检验

该部分采用 PSM-DID 模型检验资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响，该模型能够有效解决内生性问题，首先需要对数据样本进行匹配，有效减少样本选择偏差问题，其次，通过上文构建的进行实证分析。

(1) 外部治理在企业并购数量中的中介效应

表 4-17 报告了资本市场开放通过外部治理对企业并购数量影响的回归结果。外部治理对企业并购数量的影响系数为正，资本市场开放对企业并购数量的影响系数为正，资本市场开放对外部治理的影响系数为正，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-17 外部治理在企业并购数量中的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	MA	Hhi
DID	0.010*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.002)
Hhi	0.037*** (0.011)	0.036*** (0.010)	
lnSize		0.009 (0.013)	-0.003*** (0.001)
lnKL		-0.017** (0.008)	0.002*** (0.001)
lnAge		-0.219** (0.110)	-0.044*** (0.008)
ROA		0.013 (0.071)	0.005 (0.005)
FCF		-0.051*** (0.015)	0.000 (0.001)
常数项	-0.126 (0.138)	0.416 (0.401)	0.212*** (0.030)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	8119	8119	8119
adj. R ²	0.129	0.186	0.134

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(2) 外部治理在企业并购溢价中的中介效应

表 4-18 报告了资本市场开放通过外部治理对企业并购溢价影响的回归结果。外部治理对企业并购溢价的影响系数为负，资本市场开放对企业并购溢价的影响系数为正，资本市场开放对外部治理的影响系数为正，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-18 外部治理在企业并购溢价中的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	Prem	Prem	Hhi
DID	0.098*** (0.021)	0.115*** (0.011)	0.006*** (0.002)
Hhi	-0.225*** (-0.017)	-0.102*** (-0.027)	
lnSize		-0.092** (0.045)	-0.015** (0.006)
lnKL		0.009 (0.023)	-0.008*** (0.003)
lnAge		0.110 (0.242)	-0.005 (0.032)

ROA		0.113	0.033
		(0.330)	(0.043)
FCF		-0.061	-0.013**
		(0.043)	(0.006)
常数项	-0.341	1.332	0.580***
	(0.441)	(1.187)	(0.152)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1320	1320	1320
adj. <i>R</i> ²	0.102	0.122	0.149

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(3) 外部治理在企业并购绩效中的中介效应

表 4-19 报告了资本市场开放通过外部治理对企业并购绩效影响的回归结果。外部治理对企业并购绩效的影响系数为正，资本市场开放对企业并购绩效的影响系数为正，资本市场开放对外部治理的影响系数为正，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-19 外部治理在企业并购绩效中的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	ROE	ROE	Hhi
DID	0.011***	0.009***	0.008***
	(0.001)	(0.001)	(0.002)
Hhi	0.013***	0.012***	
	(0.002)	(0.002)	
lnSize		-0.004***	-0.003***
		(0.001)	(0.001)
lnKL		0.000	0.002***
		(0.000)	(0.001)
lnAge		0.010*	-0.044***
		(0.006)	(0.008)
ROA		-0.046***	0.005
		(0.005)	(0.005)
FCF		-0.007***	0.000
		(0.001)	(0.001)
常数项	-0.002	0.052**	0.212***
	(0.007)	(0.022)	(0.030)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6053	6053	8119
adj. <i>R</i> ²	0.110	0.178	0.134

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4、融资约束的中介效应

(1) 融资约束在企业并购数量中的中介效应

表 4-20 报告了资本市场开放通过融资约束对企业并购数量影响的回归结果。融资约束对企业并购数量的影响系数为负，资本市场开放对企业并购数量的影响系数为正，资本市场开放对融资约束的影响系数为负，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-20 融资约束在企业并购数量中的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	MA	SA
DID	0.013*** (0.002)	0.008*** (0.001)	-0.017*** (0.003)
SA	-0.011*** (0.001)	-0.006*** (0.002)	
lnSize		0.002 (0.105)	1.198*** (0.002)
lnKL		-0.017** (0.008)	-0.002** (0.001)
lnAge		-0.217** (0.110)	-0.094*** (0.015)
ROA		0.013 (0.071)	-0.058*** (0.009)
FCF		-0.051*** (0.015)	0.019*** (0.002)
常数项	-0.183 (0.146)	0.532 (1.915)	-21.545*** (0.054)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8119	8119	8119
adj. <i>R</i> ²	0.129	0.186	0.994

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(2) 融资约束在企业并购溢价中的中介效应

表 4-21 报告了资本市场开放通过融资约束对企业并购溢价影响的回归结果。融资约束对企业并购溢价的影响系数为负，资本市场开放对企业并购溢价的影响系数为正，资本市场开放对融资约束的影响系数为负，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-21 融资约束在企业并购溢价中的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	Prem	Prem	SA
DID	0.112*** (0.007)	0.115*** (0.021)	-0.056*** (0.010)
SA	-0.059*** (0.011)	-0.012*** (0.002)	
lnSize		-0.107 (0.341)	1.148*** (0.008)
lnKL		0.008 (0.024)	0.012*** (0.004)
lnAge		0.113 (0.254)	-0.255*** (0.042)
ROA		0.116 (0.329)	0.008 (0.057)
FCF		-0.063 (0.043)	0.020*** (0.007)
常数项	-0.075 (0.458)	1.637 (6.090)	-20.320*** (0.200)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1320	1320	1320
adj. <i>R</i> ²	0.103	0.122	0.988

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(3) 融资约束在企业并购绩效中的中介效应

表 4-22 报告了资本市场开放通过融资约束对企业并购绩效影响的回归结果。融资约束对企业并购绩效的影响系数为负，资本市场开放对企业并购绩效的影响系数为正，资本市场开放对融资约束的影响系数为负，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-22 融资约束在企业并购绩效中的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	ROE	ROE	SA
DID	0.012*** (0.001)	0.008*** (0.001)	-0.017*** (0.003)
SA	-0.004*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	
lnSize		-0.007 (0.006)	1.198*** (0.002)
lnKL		0.000 (0.000)	-0.002** (0.001)

lnAge		0.010 (0.006)	-0.094*** (0.015)
ROA		-0.046*** (0.005)	-0.058*** (0.009)
FCF		-0.007*** (0.001)	0.019*** (0.002)
常数项	0.008 (0.007)	0.122 (0.114)	-21.545*** (0.054)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6053	6053	8119
adj. <i>R</i> ²	0.109	0.179	0.994

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

5、投资结构的中介效应

(1) 投资结构在企业并购数量中的中介效应

表 4-23 报告了资本市场开放通过投资结构对企业并购数量影响的回归结果。投资结构对企业并购数量的影响系数为正，资本市场开放对企业并购数量的影响系数为正，资本市场开放对投资结构的影响系数为正，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-23 投资结构在企业并购数量中的中介效应

	(1) MA	(2) MA	(3) EIM
DID	0.049*** (0.002)	0.064*** (0.003)	0.156*** (0.051)
EIM	0.007** (0.003)	0.007** (0.003)	
lnSize		-0.036 (0.044)	0.176 (0.313)
lnKL		-0.034* (0.020)	-0.196 (0.144)
lnAge		-0.336 (0.329)	0.900 (2.356)
ROA		0.300 (0.294)	-1.230 (2.104)
FCF		-0.042 (0.046)	-0.340 (0.331)
常数项	0.365 (0.658)	2.428* (1.421)	-2.402 (10.179)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes

<i>N</i>	2125	2125	2125
adj. <i>R</i> ²	0.195	0.194	0.288

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(2) 投资结构在企业并购绩效中的中介效应

表 4-24 报告了资本市场开放通过投资结构对企业并购绩效影响的回归结果。投资结构对企业并购绩效的影响系数为正，资本市场开放对企业并购绩效的影响系数为正，资本市场开放对投资结构的影响系数为正，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-24 投资结构在企业并购绩效中的中介效应

	(1) ROE	(2) ROE	(3) EIM
DID	0.003*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.156*** (0.051)
EIM	0.003*** (0.001)	0.004*** (0.001)	
lnSize		-0.007*** (0.002)	0.176 (0.313)
lnKL		0.001 (0.001)	-0.196 (0.144)
lnAge		0.010 (0.017)	0.900 (2.356)
ROA		-0.043*** (0.015)	-1.230 (2.104)
FCF		-0.000 (0.002)	-0.340 (0.331)
常数项	-0.000 (0.025)	0.118* (0.068)	-2.402 (10.179)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1573	1573	2125
adj. <i>R</i> ²	0.344	0.364	0.288

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(3) 投资结构在企业并购溢价中的中介效应

表 4-25 报告了资本市场开放通过投资结构对企业并购溢价影响的回归结果。投资结构对企业并购溢价的影响系数为负，资本市场开放对企业并购溢价的影响系数为正，资本市场开放对投资结构的影响系数为正，均在 1% 的显著性水平下通过检验，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-25 投资结构在企业并购溢价中的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	Prem	Prem	EIM
DID	0.008*** (0.002)	0.075*** (0.002)	4.993*** (1747)
EIM	-0.009*** (0.001)	-0.007*** (0.001)	
lnSize		-0.020 (0.144)	0.409 (2.510)
lnKL		-0.203** (0.090)	-0.373 (1.579)
lnAge		0.734 (0.818)	-17.536 (14.011)
ROA		1.391 (0.825)	2.130 (14.423)
FCF		-0.045 (0.151)	-1.861 (2.624)
常数项	-0.273 (0.283)	0.736 (4.090)	33.087 (71.278)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	258	258	258
adj. <i>R</i> ²	0.173	0.263	0.186

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.3. 资本市场开放对企业并购影响的对策分析

4.3.1. 基于政府层面的对策分析

表 4-26 报告了营商环境作为政府层面替代变量，在营商环境调节作用下，资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的回归结果。第（1）列显示了资本市场开放与营商环境交互项对企业并购数量的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，营商环境的影响系数显著为正，资本市场开放与营商环境交互项的影响系数显著为正，并分别在 1%和 5%的显著性水平下通过检验。第（2）列显示了资本市场开放与营商环境交互项对企业并购溢价的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，营商环境的影响系数显著为正，资本市场开放与营商环境交互项的影响系数显著为正，并分别在 1%显著性水平下通过检验。第（3）列显示了资本市场开放与营商环境交互项对企业并购绩效的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，营商环境的影响系数显著为正，资本市场开放与营商环境交互项的影响系数显著为正，并分别在 1%显著性水平下通过检验。说明营商环境在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效中发挥显著正向调节作用，企业所在地营商环境指数越高，资本市场开放对企业并购的积极效应更强。

表 4-26 政府层面对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
DID	0.090*** (0.003)	0.101*** (0.016)	0.008*** (0.002)
Market_Index	0.002** (0.001)	0.019*** (0.002)	0.003*** (0.001)
c.DID#c.Market_Index	0.008*** (0.002)	0.003*** (0.025)	0.003*** (0.001)
lnSize	0.001 (0.007)	-0.065 (0.042)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.005 (0.005)	-0.003 (0.023)	-0.000 (0.000)
lnAge	0.040 (0.052)	0.102 (0.232)	-0.004 (0.005)
ROA	0.072* (0.040)	0.301 (0.302)	-0.046*** (0.005)
FCF	-0.077*** (0.009)	-0.070 (0.044)	-0.000 (0.001)
常数项	-0.081 (0.230)	0.693 (1.187)	0.101*** (0.020)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	22256	1602	14476
adj. R ²	0.129	0.137	0.173

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.3.2. 基于社会层面的对策分析

表 4-27 报告了媒体关注度作为社会层面替代变量，在媒体关注度调节作用下，资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的回归结果。第（1）列显示了资本市场开放与媒体关注度交互项对企业并购数量的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，媒体关注度的影响系数显著为正，资本市场开放与媒体关注度交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 的显著性水平下通过检验。第（2）列显示了资本市场开放与媒体关注度交互项对企业并购溢价的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，媒体关注度的影响系数显著为正，资本市场开放与媒体关注度交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。第（3）列显示了资本市场开放与媒体关注度交互项对企业并购绩效的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，媒体关注度的影响系数显著为正，资本市场开放与媒体关注度交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。说明媒体关注度在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效中发挥显著正向调节作用，企业受到媒体关注度越高，资本市场开放对企业并购的积极效应更强。

表 4-27 社会层面对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
DID	0.028*** (0.006)	0.146*** (0.021)	0.005** (0.002)
Attention	0.001*** (0.000)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.000)
c.DID#c.Attention	0.003*** (0.001)	0.002** (0.001)	0.001*** (0.000)
lnSize	-0.019 (0.012)	-0.052 (0.049)	-0.005*** (0.001)
lnKL	-0.000 (0.007)	0.008 (0.026)	-0.001 (0.001)
lnAge	0.080 (0.068)	-0.116 (0.267)	-0.006 (0.005)
ROA	0.258*** (0.082)	0.377 (0.404)	-0.079*** (0.007)
FCF	-0.132*** (0.014)	-0.069 (0.049)	0.001 (0.001)
常数项	0.138 (0.321)	1.131 (1.215)	0.143*** (0.025)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	16611	1376	11062
adj. R ²	0.166	0.138	0.220

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.3.3. 基于企业层面的对策分

1、企业资本结构

表 4-28 报告了企业资本结构作为企业层面替代变量，在企业资本结构调节作用下，资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的回归结果。第（1）列显示了资本市场开放与企业资本结构交互项对企业并购数量的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，企业资本结构的影响系数显著为负，资本市场开放与企业资本结构交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 的显著性水平下通过检验。第（2）列显示了资本市场开放与企业资本结构交互项对企业并购溢价的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，企业资本结构的影响系数显著为负，资本市场开放与企业资本结构交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。第（3）列显示了资本市场开放与企业资本结构交互项对企业并购绩效的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，企业资本结构的影响系数显著为负，资本市场开放与企业资本结构交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。说明企业资本结构在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效中发挥显著负向调节作用，企业资本结构越高，即资产负债率水平水平越高，会减弱资本市场开放对企业并购的推动作用。

表 4-28 企业资产结构对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
DID	0.007*** (0.002)	0.206*** (0.040)	0.002** (0.001)
Structure	-0.070** (0.031)	-0.200*** (0.027)	-0.002** (0.001)
c.DID#c.Structure	0.033*** (0.011)	0.213*** (0.018)	0.005*** (0.001)
lnSize	-0.002 (0.008)	-0.069 (0.042)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.005 (0.005)	-0.005 (0.023)	-0.000 (0.000)
lnAge	0.028 (0.052)	0.109 (0.231)	-0.004 (0.005)
ROA	0.104** (0.042)	0.381 (0.306)	-0.047*** (0.005)
FCF	-0.075*** (0.009)	-0.062 (0.044)	-0.000 (0.001)
常数项	-0.001 (0.221)	0.886 (1.164)	0.091*** (0.020)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	22256	1602	14476
adj. R ²	0.128	0.191	0.173

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

2、管理层短视主义

表 4-29 报告了管理层短视主义作为企业层面替代变量，在管理层短视主义调节作用下，资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的回归结果。第（1）列显示了资本市场开放与管理层短视主义交互项对企业并购数量的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，管理层短视主义的影响系数显著为负，资本市场开放与管理层短视主义交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 的显著性水平下通过检验。第（2）列显示了资本市场开放与管理层短视主义交互项对企业并购溢价的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，管理层短视主义的影响系数显著为负，资本市场开放与管理层短视主义交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。第（3）列显示了资本市场开放与管理层短视主义交互项对企业并购绩效的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，管理层短视主义的影响系数显著为负，资本市场开放与管理层短视主义交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。说明管理层短视主义在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效中发挥显著负向调节作用，管理层短视主义水平越高，管理层更加关注短期利益而进行短期投资活动，会减弱资本市场开放对企业并购的推动作用。

表 4-29 管理层短视主义对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
DID	0.005*** (0.001)	0.084*** (0.022)	0.006*** (0.002)
Myopia	-0.014*** (0.002)	-0.151*** (0.025)	-0.004*** (0.001)
c.DID#c.Myopia	0.195*** (0.031)	0.148*** (0.018)	0.007*** (0.002)
lnSize	0.001 (0.007)	-0.061 (0.042)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.005 (0.005)	-0.002 (0.023)	-0.000 (0.000)
lnAge	0.038 (0.052)	0.114 (0.231)	-0.005 (0.005)
ROA	0.072* (0.040)	0.277 (0.303)	-0.046*** (0.005)
FCF	-0.077*** (0.009)	-0.066 (0.044)	-0.000 (0.001)
常数项	-0.062 (0.219)	0.762 (1.164)	0.093*** (0.020)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	22256	1602	14476
adj. R ²	0.129	0.103	0.173

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

8、 企业风险承担能力

表 4-30 报告了企业风险承担能力作为企业层面替代变量，在企业风险承担能力调节作用下，资本市场开放对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的回归结果。第（1）列显示了资本市场开放与企业风险承担能力交互项对企业并购数量的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，企业风险承担能力的影响系数显著为正，资本市场开放与企业风险承担能力交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 的显著性水平下通过检验。第（2）列显示了资本市场开放与企业风险承担能力交互项对企业并购溢价的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，企业风险承担能力的影响系数显著为正，资本市场开放与企业风险承担能力交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。第（3）列显示了资本市场开放与企业风险承担能力交互项对企业并购绩效的回归结果，资本市场开放的影响系数显著为正，企业风险承担能力的影响系数显著为正，资本市场开放与企业风险承担能力交互项的影响系数显著为正，并分别在 1% 显著性水平下通过检验。说明企业风险承担能力在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效中发挥显著正向调节作用，企业风险承担能力越高，抵抗外界风险和不确定性的能力越强，能够进一步推动资本市场开放对企业并购的积极作用。

表 4-30 企业风险承担能力对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
DID	0.013*** (0.002)	0.146** (0.072)	0.003*** (0.001)
Risk1	0.127*** (0.023)	1.011*** (0.032)	0.015*** (0.001)
c.DID#c.Risk1	0.492*** (0.126)	2.128*** (0.467)	0.093*** (0.021)
lnSize	0.002 (0.008)	-0.073* (0.042)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.005 (0.005)	-0.007 (0.023)	-0.000 (0.000)
lnAge	0.036 (0.052)	0.094 (0.231)	-0.004 (0.005)
ROA	0.086** (0.043)	0.197 (0.308)	-0.046*** (0.005)
FCF	-0.077*** (0.009)	-0.075* (0.044)	-0.000 (0.001)
常数项	-0.076 (0.221)	1.183 (1.184)	0.093*** (0.020)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	22256	1602	14476
adj. R ²	0.129	0.194	0.173

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

4.3.4. 内生性和稳健型检验

1、平行趋势检验

为验证模型的稳健型，需要对双重差分模型进行平行趋势检验，主要为了验证子啊沪港通政策实施前后，实验组和对照组企业并购是否存在显著差异，只有与实验组具有相似特征才能作为控制组。本文主要通过构建两期差分模型来检验事前平行趋势，本文分别对沪港通政策实施前后几期的数据进行实证分析，构建平行趋势检验模型：

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k \geq -7}^4 \beta_k D_{it}^k + \sum_j \beta_j X_{ijt} + u_i + \alpha_t + \lambda_{ind} + \varepsilon_{it} \quad (4-2)$$

D_{it}^k 表示沪港通试点设立这一政策事件，其赋值规则如下，用 s_i 表示沪港通试点城市设立的具体年份，如果 $(t - s_i) = k$ ，则定义 $D_{it}^k = 1$ ，否则 $D_{it}^k = 0$ ，文章将沪港通试点设立年份的上一期作为基准年份。

表 4-31 分别报告了沪港通政策实施前后几期企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响情况，将本章选取的政府层面、社会层面和企业层面的调节变量引入作为协变量，d1、d2、d3、d4 分别表示沪港通政策实施后，d_2、d_3、d_4、d_5、d_6、d_7 表示沪港通政策实施前。其中发现在沪港通政策实施前，对企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响不显著，在沪港通政策实施后，企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效分别在不同水平下表现出显著性，说明在沪港通政策实施前企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效的影响符合平行趋势，验证了模型的平稳性。

表 4-31 平行趋势检验

	(1) MA	(2) ROE	(3) Prem
d4	0.024*** (0.008)	0.000 (.)	0.043*** (0.011)
d3	0.005*** (0.001)	0.000 (.)	0.021*** (0.003)
d2	0.007 (0.036)	0.003*** (0.001)	0.152*** (0.023)
d1	0.025 (0.036)	0.006*** (0.002)	0.164*** (0.003)
current	0.020 (0.036)	0.001 (0.002)	0.044 (0.121)
d_2	0.052 (0.037)	-0.001 (0.002)	-0.062 (0.135)
d_3	0.085 (0.099)	-0.001 (0.002)	0.069 (0.151)
d_4	0.044 (0.040)	0.001 (0.002)	0.145 (0.166)
d_5	0.046 (0.041)	0.002 (0.002)	0.177 (0.220)
d_6	0.013 (0.044)	0.001 (0.002)	0.080 (0.205)
d_7	0.001 (0.048)	-0.001 (0.003)	-0.170 (0.223)
Market_Index	0.001 (0.011)	-0.001 (0.001)	0.008 (0.041)
Attention	0.001*** (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)
Structure	0.115*** (0.044)	-0.003 (0.003)	0.306** (0.156)
Myopia	-0.009 (0.054)	-0.000 (0.003)	-0.144 (0.203)
Risk1	0.115 (0.181)	-0.021 (0.013)	-0.943 (0.729)

lnSize	-0.025** (0.012)	-0.005*** (0.001)	-0.062 (0.051)
lnKL	-0.000 (0.007)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.027)
lnAge	0.060 (0.068)	-0.006 (0.005)	-0.120 (0.277)
ROA	0.335*** (0.089)	-0.081*** (0.007)	0.290 (0.418)
FCF	-0.128*** (0.014)	0.001 (0.001)	-0.047 (0.051)
_cons	0.263 (0.342)	0.148*** (0.026)	1.342 (1.318)
Year(dummy)	Yes	Yes	Yes
Ind(dummy)	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	16611	11062	1376
adj. <i>R</i> ²	0.166	0.220	0.139

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

2、安慰剂检验

安慰剂检验为检验双重差分结果是否受到其他政策或者随机性因素的影响，本节对 DID 模型进行了安慰剂检验。为尽可能消除因部分不可观测的相关因素对沪港通政策实施效应造成的影响，本文借鉴白俊红等（2022）对多期 DID 模型的安慰剂检验方法，考察政策发生基础回归中时间虚拟变量与处理组交互项系数的显著性，随机抽取 183 个为沪港通企业，而后从 2007-2018 年任意抽取 616 个为沪港通企业，随机抽取处理组 500 次，然后构造伪政策冲击实验组虚拟变量与伪政策冲击时间变量，分析 DID 处理效应。图 7-1、7-2、7-3 分别显示了针对双重差分模型资本市场开放对企业并购溢价、企业并购数量和企业并购绩效影响的安慰剂检验的结果，可以发现，伪沪港通政策在系数估计上普遍在 0 附近，并且本文估计系数显著远离 0 线。验证了结论的稳健性。

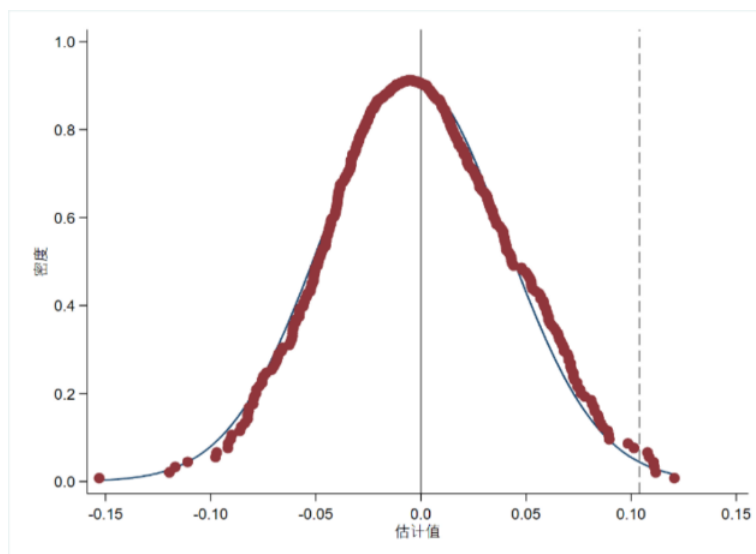


图 4-9 资本市场开放对企业并购溢价影响的安慰剂检验

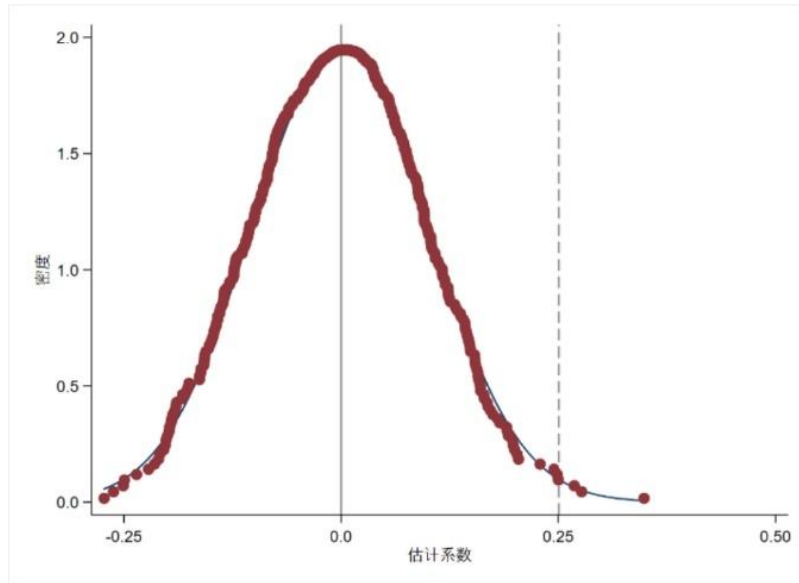


图 4-10 资本市场开放对企业并购数量影响的安慰剂检验

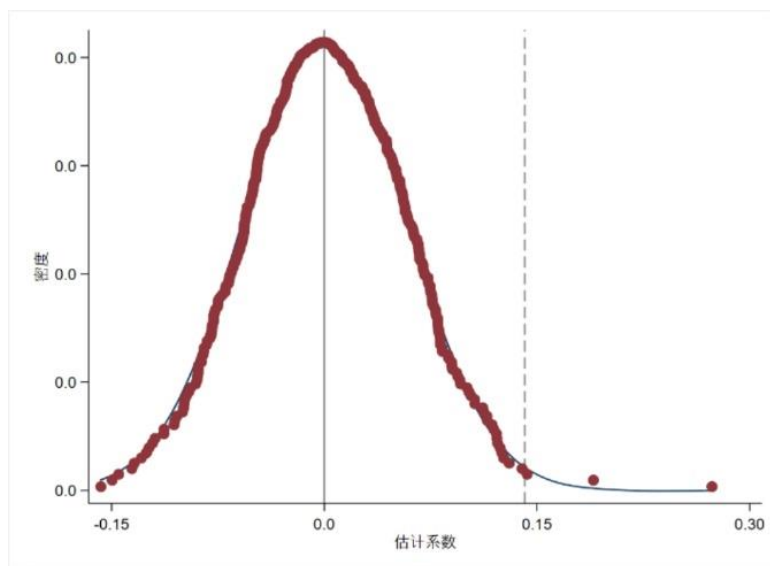


图 4-11 资本市场开放对企业并购绩效影响的安慰剂检验

3、内生性检验

(1) 政府层面

表 4-32 报告了政府层面，营商环境在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效间产生的调节作用。资本市场开放的影响系数显著为正，营商环境的影响系数显著为正，资本市场开放与营商环境交互项的影响系数显著为正，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-32 营商环境对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
Did	0.036*** (0.006)	0.175*** (0.013)	0.016*** (0.004)
Market_Index	0.014*** (0.002)	0.083** (0.040)	0.001*** (0.000)
c.DID#c.Market_Index	0.004*** (0.001)	0.035*** (0.007)	0.002*** (0.000)
lnSize	0.008 (0.013)	-0.094** (0.045)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.017** (0.008)	0.009 (0.023)	0.000 (0.000)
lnAge	-0.215* (0.110)	0.094 (0.242)	0.009 (0.006)
ROA	0.014 (0.071)	0.175 (0.329)	-0.046*** (0.005)
FCF	-0.050*** (0.015)	-0.060 (0.042)	-0.007*** (0.001)
常数项	0.284 (0.411)	0.639 (1.217)	0.065*** (0.023)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	8119	1320	6053
adj. R ²	0.186	0.171	0.175

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(2) 社会层面

表 4-33 报告了社会层面，媒体关注度在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效间产生的调节作用。资本市场开放的影响系数显著为正，媒体关注度的影响系数显著为正，资本市场开放与媒体关注度交互项的影响系数显著为正，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-33 媒体关注度对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
DID	0.008*** (0.002)	0.159*** (0.021)	0.002** (0.001)
Attention	0.002*** (0.001)	0.002** (0.001)	0.003*** (0.001)
c.DID#c.Attention	0.001*** (0.000)	0.003*** (0.001)	0.002** (0.001)

lnSize	-0.007 (0.019)	-0.103** (0.051)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.018 (0.011)	0.019 (0.026)	0.000 (0.000)
lnAge	-0.273* (0.146)	-0.127 (0.275)	0.006 (0.007)
ROA	0.291* (0.157)	0.282 (0.397)	-0.068*** (0.007)
FCF	-0.097*** (0.023)	-0.090* (0.047)	0.000 (0.001)
常数项	0.813 (0.570)	2.197* (1.201)	0.071*** (0.026)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6275	1129	4777
adj. <i>R</i> ²	0.112	0.127	0.194

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

(3) 企业层面

表 4-34 报告了社会层面，企业资本结构在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效间产生的调节作用。资本市场开放的影响系数显著为正，企业资本结构的影响系数显著为负，资本市场开放与企业资本结构交互项的影响系数显著为正，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-34 企业资产结构对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1) MA	(2) Prem	(3) ROE
DID	0.003*** (0.001)	0.214*** (0.046)	0.008*** (0.003)
Structure	-0.017*** (0.055)	-0.240*** (0.038)	-0.009*** (0.003)
c.DID#c.Structure	0.022*** (0.004)	0.203*** (0.044)	0.019*** (0.004)
lnSize	0.010 (0.013)	-0.100** (0.045)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.017** (0.008)	0.007 (0.023)	0.000 (0.000)
lnAge	-0.218** (0.110)	0.137 (0.241)	0.010* (0.006)
ROA	0.004 (0.074)	0.179 (0.331)	-0.041*** (0.005)
FCF	-0.051*** (0.015)	-0.050 (0.043)	-0.007*** (0.001)

常数项	0.386 (0.402)	1.421 (1.165)	0.070*** (0.023)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8119	1320	6053
adj. <i>R</i> ²	0.186	0.174	0.172

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

表 4-35 报告了社会层面，管理层短视在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效间产生的调节作用。资本市场开放的影响系数显著为正，管理层短视主义的影响系数显著为负，资本市场开放与管理层短视主义交互项的影响系数显著为正，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-35 管理层短视对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1) MA	(2) Prem	(3) ROE
DID	0.014*** (0.002)	0.049*** (0.003)	0.004*** (0.001)
Myopia	-0.114*** (0.020)	-0.011*** (0.002)	-0.002** (0.001)
c.DID#c.Myopia	0.215*** (0.011)	0.586*** (0.032)	0.008*** (0.002)
lnSize	0.008 (0.013)	-0.091** (0.045)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.017** (0.008)	0.009 (0.023)	0.000 (0.000)
lnAge	-0.228** (0.110)	0.116 (0.242)	0.010 (0.006)
ROA	0.019 (0.071)	0.110 (0.330)	-0.046*** (0.005)
FCF	-0.051*** (0.015)	-0.060 (0.043)	-0.007*** (0.001)
常数项	0.441 (0.400)	1.296 (1.170)	0.053** (0.022)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8119	1320	6053
adj. <i>R</i> ²	0.186	0.121	0.179

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

表 4-36 报告了社会层面，企业风险承担能力在资本市场开放与企业并购数量、企业并购溢价和企业并购绩效间产生的调节作用。资本市场开放的影响系数显著为正，企业风险承担能力的影响系数显著为正，资本市场开放与企业风险承担能力交互项的影响系数显著为正，与上文基准回归模型回归结果保持一致，说明变量选取不存在内生性问题。

表 4-36 企业风险承担能力对资本市场开放与企业并购的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	MA	Prem	ROE
DID	0.006*** (0.002)	0.166** (0.072)	0.002** (0.001)
Risk1	0.354*** (0.022)	0.924*** (0.063)	0.008*** (0.001)
c.DID#c.Risk1	0.566*** (0.013)	3.072*** (0.819)	0.022*** (0.004)
lnSize	0.011 (0.013)	-0.100** (0.045)	-0.004*** (0.001)
lnKL	-0.018** (0.008)	0.005 (0.023)	0.000 (0.000)
lnAge	-0.219** (0.110)	0.110 (0.242)	0.010 (0.006)
ROA	0.027 (0.072)	0.077 (0.330)	-0.046*** (0.005)
FCF	-0.050*** (0.015)	-0.067 (0.042)	-0.007*** (0.001)
常数项	0.374 (0.404)	1.649 (1.183)	0.054** (0.023)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
N	8119	1320	6053
adj. R ²	0.186	0.189	0.179

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为异方差稳健标准误。

第五章 结论

本文主要研究了资本市场开放与企业并购之间的关系，首先验证了资本市场开放对企业并购产生的影响，其次深入分析了资本市场开放对企业并购影响的内在机制，最后从不同角度进行对策分析。构建理论分析框架，发现资本市场开放作为经济体建设的重要组成部分，而企业并购作为微观经济体的投资方向，深化资本市场开放是提升资本市场活跃度的有效方式，能够为企业并购提供资金支持，资本市场开放能够作为企业并购的有效推动力。资本市场开放能够通过多条路径对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价产生影响。实证分析方面，在理论分析的基础上，本文通过构建双重差分模型和双重差分倾向得分匹配模型，检验资本市场开放能否作为外生冲击对企业并购产生影响？以及分别对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价产生怎样的影响？在验证资本市场开放与企业并购之间关系的基础上，进一步构建中介效应模型，检验资本市场开放如何对企业并购产生影响？最后，通过构建调节效应模型进行对策分析，检验在不同条件下，资本市场开放对企业并购影响的差异性，如何提升资本市场开放对企业并购的积极效应？本文研究结论验证了沪港通制度在微观经济体中发挥重要作用。主要研究结论如下：

第一，资本市场开放能够有效推动企业参与并购事件，显著提升企业并购绩效。同时，资本市场开放也是企业并购溢价水平提升的重要原因。说明资本市场开放对企业并购活动具有积极影响，能够作为企业并购活动的推动因素，是提升微观经济提发展水平的有效支撑。

第二，资本市场开放能够通过公司治理、融资约束和企业投资结构对企业并购产生影响。公司治理方面，资本市场开放引入具有管理经验的外部投资者对企业发挥监督作用，沪港通标的企业获得来自资本市场更加成熟的境外投资者的有效监管和治理，境外投资者在参与投资过程中能够积极参与公司治理，作为外部推动力倒逼企业提升治理水平，进而更加谨慎作出并购投资决策，对过度投资行为具有抑制作用，能够优化资源配置，在缓解并购溢价的同时提升企业并购绩效。融资约束方面，并购对企业提出较高的资金要求，融资约束是阻碍企业并购的主要原因，而资本市场开放进一步加深了两岸交流，双方之间能够实现互通互联，吸引更多的投资者参与，有效解决的企业面临的融资约束问题，推动企业参与并购。企业投资结构方面，资本市场开放提升了市场竞争力，无论是投资者还是微观企业主体，都面临更加强烈的市场竞争，想要获得持续性发展必须作出科学的投资决策，金融性资产投资无法适应长期的经济市场，因此，资本市场开放有助于减少企业开展金融性资产投资，推动企业参与实体经济投资并购活动，对提升企业并购绩效具有积极影响。

第三，政府、社会和企业作为外部环境分别对企业并购产生重要影响，在资本市场开放和企业并购之间发挥显著调节作用。企业所在地区营商环境更好，资本市场开放对企业并购的推动作用更强，对企业并购绩效的提升作用更显著。企业受到的媒体关注度越高，企业并购绩效水平越高，资本市场对企业并购绩效的积极效应更强。企业资本结构和风险承担能力在资本市场开放和企业并购之间发挥显著正向调节作用，CEO短视主义在资本市场开放和企业并购之间发挥显著负向调节作用。

根据以上研究结论本文提出如下政策建议：

1、深化资本市场开放进程，加强制度保障体系建设。第一，在有效监管和法律制度范围内，进一步扩大股票市场的开放，以推动企业并购和促进资本市场发展。第二，中国资本市场的发展仍不完善，需要不断完善和创新，提高投资者保护力度。第三，通过完善金融基础设施和放宽限制，逐步扩大沪港通和沪伦通的影响，加强监管和改善公司治理。第四，保持资本市场持续开放，吸引不同类型的投资者，优化投资者结构。坚持资本市场逐步开放原则，降低风险，评估经济后果，并促进民营企业并购活力。第五，全面推进资本市场法制建

设，建立支持性的法律体系，确保沪港通资本市场开放的顺利进行。利用市场经济体制，加强对企业的监督和引导，提高资金使用效率。

2、加强外部治理水平，缓解代理冲突。本文研究发现资本市场开放可以通过外部治理机制提升企业并购绩效，沪港通政策支持下的上市公司可以吸引境外机构投资者并改善公司治理。为了提升公司内部治理水平，上市公司可以完善公司制度、加强内部控制，并建立长期激励和约束机制。监管部门应加强信息披露要求，使企业管理层接受市场监督。同时，在并购过程中需注意尽职调查，做出理智决策，避免高估值和高溢价并购。聘用专业并购顾问和建立竞争机制可以降低并购溢价风险。对于高科技企业的并购，第三方并购顾问的专业知识和评估技能尤为重要，企业应充分利用。

3、强调企业家注意力配置，缓解管理层短视主义。本文验证了资本市场开放对上市公司管理层的短视主义具有缓解作用，并有效监督机会主义管理层。因此，对上市企业来说，在沪港通交易制度实施下，我国应持续吸引境外投资者参与股权，并提升信息披露质量、优化股权结构等方式，吸引境外投资者参与。同时，为境外投资者提供有吸引力的投资渠道和条件，发挥外部监督作用，改善公司信息环境、资源配置和治理水平，缓解管理层短视主义，推动有助于企业持续健康发展的并购活动。中国上市公司还需建立健全的激励合同和监管机制，以解决管理层与股东的利益冲突，并通过内部监督限制管理层的机会主义行为。此外，根据个人特点改进管理结构，年龄较大员工保守思维有助于年轻员工在并购决策中做出理性投资决策，避免超额支付高溢价并购带来的损失。建议限制管理层任期，并采取职务轮换等措施，减少管理层过度自信的动机。“沪港通”制度为企业投资提供充足资金，缓解资金限制。但若缺乏健全的管理层投资决策评估体系，管理层可能滥用投资决策来自由支配现金流。因此，企业应建立全面的投资决策评估体系，从净现值、投资动机等多个角度分析投资决策的可行性，以改善中介问题导致的管理层低效投资情况。

4、缓解融资约束，提升企业信息披露质量。资本市场开放能缓解融资约束并推动企业并购。建立长期激励和约束机制是关键。激励机制调动管理层追求企业价值最大化，约束机制通过合同限制管理层行为。两者相互补充，调整利益，缓解代理冲突。上市公司应建立有效的激励和约束机制，发挥沪港通对融资约束的作用。融资约束问题主要源于信息透明度。境外投资者在投资选择时更谨慎，对企业并购后带来的收益更关注。提升上市公司信息披露质量是缓解管理层短视主义的关键。建议加快构建完善的信息披露制度，改善虚假定量和定性信息不完整的问题。在信息披露内容上，优化会计政策选择、提高会计计量识别水平是关键。完善公司盈余结构信息，提供适当的定量信息，改进财务报表附注中的定性信息披露，包括消费明细、行业趋势、商业模式、客户关系等。在披露监督方面，建立独立的内部审计制度，使内部审计部门独立于财务部门，拥有高专业资格的员工担任审计师职位，加强对信息披露的内部监督。在信息披露评估方面，建立财务披露评级制度，任命独立的高级财务分析师进行评估，建立可靠的披露监控机制，提高披露水平。

5、完善资本市场开放发展路径，构建企业并购机制。研究结果显示，政府层面、社会层面和企业层面的相关变量对资本市场开放与企业并购之间的关系具有重要的调节效应。因此，应稳步推动资本市场的开放，引进外资支持中国实体经济发展，并改善资本市场的信息环境。同时，为了应对经济不稳定性，需要建立和完善信息披露标准、监管制度和投资者保护措施，以确保企业在资本市场开放过程中稳步发展并保护投资者权益。在政府层面，可以扩大“沪港通”标的股票范围，放宽外资准入、投资额度和持股比例限制，优化投资者结构。同时，通过股价信息反馈机制来影响国有企业投资决策，完善国有企业资本投资规则体系。此外，应完善投资者保护制度，加强对违规行为的监督，建立风险预警系统，营造健康的投资环境。在社会层面，需要加强投资者的定位、培训和信息中介的培养。提高资本市场的信息化和定价效率，可通过引进具有信息优势的外国投资者并加强投资者教育引导来实现。媒

体关注度对企业并购绩效产生影响，资本市场开放加深了投资者和企业的竞争程度。因此，应充分利用媒体关注度的激励作用，改善公司的媒体信息环境，通过准确评估企业信息来约束企业行为。在企业层面，需要有效防范与资本市场开放相关的风险。资本市场开放对风险承担水平较高的上市企业的并购绩效有更强的经济效应。然而，也需要加强对外国投资者的监管，以预防和降低与资本市场相关的风险。此外，交易所之间应加强沟通，明确监管责任，监控和制裁外国投资者的异常交易，提高应对国际投机活动的的能力，促进互联互通机制的健康发展。

关于资本市场开放对微观经济体产生的影响，主要作用于企业财务问题，具有较为广泛的研究。本文将沪港通交易制度作为资本市场开放的政策背景，系统阐释了资本市场开放与企业并购之间的关系，在进行内在机理分析后进行验证，希望通过实证分析达到更加科学严谨的效果。但是，收到诸多现实条件和技术条件的约束，同时作者的知识水平、技术能力和时间精力有限，本研究仍存在以下不足：

首先，在研究内容上，本文将企业并购作为企业投资的重要选择，检验资本市场开放对企业并购数量、企业并购绩效和企业并购溢价的有效性，分别从公司治理、融资约束和投资结构三个角度分析了资本市场开放对企业并购的作用机制。但是，企业在经济活动中，企业并购是一项具有高度复杂性、综合性强和周期长的投资活动，不仅包含本文研究的内容，未来仍可以拓展研究视角。针对资本市场开放与企业并购之间的作用机理，本文选择的三个方面主要为了阐释资本市场开放对企业并购的作用渠道，此外还可能存在其他路径为能够得到充分验证，今后还需要更加深入地进行讨论。

在研究方法上，本文利用已有的理论基础，对资本市场开放影响企业并购的内在机理进行定性分析和推理，但是缺乏数理层面的分析，可能导致理论结论缺乏科学性，一定程度上受到主观因素的制约，存在未考虑的其他影响因素的干预。关于外生冲击变量的选取，本文将沪港通交易机制实施作为资本市场开放的变量指标，具有单一性，只能从单方面说明资本市场开放程度对企业并购的影响，可能无法推广到其他方面。中国沪港通交易机制试点仅选取部分上市公司作为研究对象，这种政策层面的选取可能存在样本偏误而影响研究结果。本文通过构建双重差分模型和双重差分倾向得分匹配模型验证资本市场开放与企业并购之间存在的因果关系，并采用平行趋势检验和内生性检验等方法缓解内生性问题，保证模型的稳健型，但是，政策作为外生冲击，可能存在溢出效应和沪港通标的企业选择的非随机性问题是本文无法避免的问题，因此本文的实证分析部分仍需要进一步完善。

第六章 参考文献

- Bae, K., Ozoguz, A., Tan, H., & Wirjanto, T. S. Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets? [J] *Journal of Financial Economics*, 201, 105(1): 209-227.
- 白雅洁, 张铁刚. 资本市场开放与大股东掏空抑制——掏空动机及约束的调节效应[J]. *宏观经济研究*, 2021(10): 36-49.
- Baldwin, R. E. C. Diversification Strategy and Choice of Country: Diversifying Acquisitions Abroad by U.S. Multinationals, 1978-1980 [J]. *Journal of International Business Studies*, 1985(6): 45-55.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. T. Does Financial Liberalization Spur Growth? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(1): 3-55.
- Boter, H. & C. Holmquist. Industry Characteristics and Internationalisation Processes in Small Firms [J]. *Journal of Business Venturing*, 1996(11): 471-87.
- Bris, A., & Cabolis, C. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers [J]. *The Review of Financial Studies*, 2008,21(2): 605-648.
- Caiazza, R., & Volpe, T. M&A Process: A Literature Review and Research Agenda [J]. *Business Process Management Journal*, 2015, 21(1): 205-220.
- Chan, C. M., Isobe, T., & Makino, S. Which country matters? Institutional development and foreign affiliate performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2008,29(11), 1179-1205.
- 常筠依, 周媛媛, 朱喜安. 实体企业 CEO 金融背景与资产金融化关系的实证检验[J]. *统计与决策*, 2022(6): 164-168.
- 陈运森, 黄健峤, 韩慧云. 股票市场开放提高现金股利水平了吗? ——基于“沪港通”的准自然实验[J]. *会计研究*, 2019,(3): 55-62.
- 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. *金融研究*, 2019(8): 151-170.
- Child, J., Faulkner, D., Tallman, S. *Cooperative Strategy: Managing Alliances, Network and Joint Ventures* [M]. Oxford University Press, 2014.
- Choe, H., Kho, B.-C., Stulz, R.M. Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea [J]. *Review of Financial Studies*, 2005,18(3): 795-829.
- Czinkota, M. R., Ronkainen, I. A., & Moffett, M. H. *International Business* [M]. Dryden Press, 1999:135-158.
- 戴鹏毅, 杨胜刚, 袁礼. 资本市场开放与企业全要素生产率[J]. *世界经济*, 2021,44(08): 154-178.
- Dawar, N., & Frost, T. 1999. Competing With Giants: Survival Strategies for Local Companies in Emerging Markets [J]. *Harvard Business Review*, March-April: 119-129.
- 杜心宇, 姚海鑫, 张晓旭. 资本市场开放改善了企业的并购环境吗? ——基于“陆港通”的实证研究[J]. *云南财经大学学报* 2022(11): 42-58.
- 杜运周, 刘秋辰, 程建青. 什么样的营商环境生态产生城市高创业活跃度? ——基于制度组态的分析[J]. *管理世界*, 2020, 36(9): 141-155.

- 范合君、吴婷、何思锦.“互联网+政务服务”平台如何优化城市营商环境? ——基于互动治理的视角[J]. 管理世界, 2022, 38(10): 126-143.
- Fang, V. W., Maffett, M., & Zhang, B. Foreign Institutional Ownership and the Global Convergence of Financial Reporting Practices [J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(3): 593-631.
- 方意, 邵稚权, 黄昌利. 资本市场开放与跨境风险传染防控——基于沪港通的经验证据[J]. *国际金融研究*, 2021(09): 65-75.
- 房媛媛. 我国资本市场开放的政策效应研究——现金股利视角的准自然实验[J]. *金融发展研究*, 2021,(03): 76-84.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3): 499-533.
- 顾露露, Reed, R.. 中国企业海外并购失败了吗? [J]. *经济研究*, 2011(7): 116-129.
- 关爽. 对外部关税约束条件下绿色补贴策略实施效果的研究[D]. 东华大学, 2021.
- 郭妍. 我国银行业海外并购绩效及其影响因素的实证分析 [J]. *财贸经济*, 2010, 31(11): 27-33.
- Gupta, N., & Yuan, K. On the Growth Effect of Stock Market Liberalizations [J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(11): 4715-4752.
- Gul, F. A., Kim, J. B., & Qiu, A. A. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China. [J] *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 425-442.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index [J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- 何瑛、于文蕾、杨棉之: CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. *中国工业经济*, 2019(9): 155—173.
- Heckman, J. J., Ichimura, H., Todd, P. Matching as an Econometric Evaluation Estimator [J]. *Review of Economic Studies*, 1997(65): 261-294.
- Hitt, M. A, Ireland, R. D., Camp, S. M., & Sexton, D. L. Strategic Entrepreneurship: Entrepreneurial Strategies for Wealth Creation [J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22(6-7): 479-491.
- 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? ——基于文本分析和机器学习[J]. *管理世界*, 2021, 37(05): 139-156.
- 贾丽桓, 肖翔. 资本市场开放与企业高质量发展——基于代理成本与创新激励视角[J]. *现代经济探讨*, 2021,(12): 105-115+132.
- 蒋冠宏. 企业并购如何影响绩效——基于中国工业企业并购视角 [J]. *管理世界*, 2022(7): 196-212.
- Kaya, L., Lyubimov, K., & Miletkov, M. To Liberalize or Not to Liberalize: Political and Economic Determinants of Financial Liberalization [J]. *Emerging Markets Review*, 2012, 13(1): 78-99.
- Lecraw, D. J. Bargaining Power, Ownership and Profitability of Transnational Corporations in Developing Countries. [J] *Journal of International Business Studies*, 1984, 15(1): 27-43.
- Li, D., Nguyen, Q. N., Pham, P. K., & Wei, S. X. Large Foreign Ownership and Firm-Level Stock Return Volatility in Emerging Markets [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(4): 1127-1155.

- 李江涛,陶思源. 碳排放权交易机制、媒体压力与企业绿色技术创新——基于 湖北省 碳交易市场的研[J]. 财会通讯,2022(19):69-74.
- 李善民,黄志宏,郭菁晶.资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2020(7).
- 李小林,徐庆美,司登奎,吕学梁. 资本市场开放与企业投资结构偏向——来自“沪深港通”的经验证据[J]. 财经研究,2021,47(12): 108-121.
- 李文贵,路军. 网络平台互动与股价崩盘风险:“沟通易”还是“操纵易”[J]. 中国工业经济,2022(7) :178-196.
- 李志军 张世国 高太山 单珊 周平录 陈晓易 王静等. 我国城市营商环境及其评价[J]. 发展研究, 2019(3).
- 李志军. 我国城市营商环境的评价指标体系构建及其南北差异分析[J].改革,2022(2).
- 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用: 基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019a, (3): 100—118.
- 连立帅,朱松,陈关亭. 资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 管理世界, 2019b,(8): 136—154.
- Lin, G., Takahashi, Y., Nomura, H., & Yabe, M. Policy Incentives, Ownership Effects, and Firm Productivity——Evidence from China’s Agricultural Leading Firms Program [J]. *Economic Analysis and Policy*, 2022,73(C): 845-859.
- 吕长江,赵驷. 管理者留任影响控制权变更吗?[J]. 管理世界,2007(5):155-124.
- Luo, Y., & Tung, R.L. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective [J]. *Journal of International Business Studies*, 2007,38(4): 481-498.
- Luong, H., Moshirian, F., Nguyen, L., Tian, X., & Zhang, B. How Do Foreign Institutional Investors Enhance Firm Innovation? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017,52(4): 1449-1490.
- 马亚明,马金娅,胡春阳. 资本市场开放可以提高上市公司治理质量吗——基于沪港通的渐进双重差分模型检验[J]. 广东财经大学学报,2021,36(04): 81-95.
- 马永强,张志远. 资本市场开放与过度负债企业去杠杆: 来自“沪深港通”的经验证据[J]. 世界经济研究,2021,(10):55-68+135.
- 蒙立元,邱斯琪. 盈余管理、媒体关注与股价同步性[J]. 财会通讯,2020(20):65-68
- 欧阳艳艳,施养劲. 内外部经济政策不确定性与企业对外直接投资: 风险规避还是出口抑制? [J].上海对外经贸大学学报,2021,28(06):71-86.
- 潘星宇,沈艺峰. 股权激励、企业并购与利润管理 [J]. 经济 管理,2021,43(10):99-11
- Prabha R. M. et.al. Service Quality in the Public Service [J]. *International Journal of Management and Marketing Research*, 2010,3(1): 37-50.
- 钱金娥,俞毛毛. 资本市场开放对企业债务违约风险的影响研究——基于“陆港通”样本的双重差分分析[J]. 工业技术经济,2022,41(01): 113-123.
- 邱永辉. 中国企业跨国并购—策略选择与并购绩效[D].中国社会科学院研究生院, 2018.
- 权烨,王满.资本市场开放对高管超额薪酬的影响——基于陆港通的经验证据[J]. 财经问题研究.2022,(6).
- Quinn, D. P., Toyoda, A. M. Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2008,21(3): 1403-1449.

- 阮琪, 张云箫, 党丹丹. 资本市场开放对企业融资约束影响机制研究——基于沪港通的经验证据[J]. 浙江金融, 2021, (02):31-43.
- 邵新建, 巫和懋, 肖立晟, 杨骏, 薛熠. 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, 2012, 35 (05):81-105.
- 舒鑫, 于博. 融资约束、不确定性与企业投资结构——基于面板门槛回归模型的实证检验[J]. 金融经济研究, 2022(4):80-95.
- Stiglitz, J. E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability [J]. World Development, 2000,28(6): 1075-1086.
- 苏志文, 吴先明. 基于并购的动态能力对企业技术创新的作用机制——多案例研究[J]. 技术经济, 2014, 33 (01):33-38+74.
- 孙灵燕, 李荣林. 融资约束限制中国企业出口参与吗?[J]. 经济学, 2012,(22):231-252.
- Tolmunen, P., & Torstila, S. Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence [J]. Financial Management, 2005,34(1): 123-142.
- 王勇, 芦雪瑶. 资本市场开放对企业避税的治理效应: 基于“陆港通”开通的准自然实验证据[J]. 世界经济研究, 2022, (01):75-89+135-136.
- 文东伟, 冼国明. 企业异质性、融资约束与中国制造业企业的出口[J]. 金融研究, 2014(4): 98-113.
- Wen, J., Feng, G. F., Chang, C. P., & Feng, Z. Z. Stock Liquidity and Enterprise Innovation: New Evidence from China [J]. The European Journal of Finance, 2018,24(9): 683-713.
- 谢建国.外部关税约束、自由贸易区规模与世界自由贸易[J]. 经济学 (季刊), 2004, (02):587-604.
- 阎大颖.国际经验、文化距离与中国企业海外并购的经营绩效[J].经济评论.2009(1).
- 阳佳余. 融资约束与企业出口行为: 基于工业企业数据的经验研究[J]. 经济学, 2012(4):1503-1524.
- 杨晓亮, 李冬, 王维红. 资本市场开放如何影响中国企业对外直接投资[J]. 云南财经大学学报, 2020,36(07): 81-97.
- 杨晓亮, 耿伟, 李冬. 资本市场开放与中国上市公司出口边际——基于沪深港通交易制度实施的准自然实验[J]. 财贸研究, 2021, 32(03): 14-27.
- 叶建木. 跨国并购的理论与方法研究[D].武汉理工大学, 2003.
- 易志高, 李心丹, 潘子成, 等. 公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究[J]. 经济研究, 2019, 54(11):54-70.
- Yiu, D., & Makino, S. 2002. The Choice Between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary: An Institutional Perspective [J]. Organization Science,2002,13(6): 667-683.
- Yu, F. F. Analyst Coverage and Earnings Management [J]. Journal of Financial Economics, 2008,88(2): 245-271.
- 张纯, 吕伟.信息披露、信息中介与企业过度投资[J].会计研究, 2009(01): 60-65+97.
- 张广婷,郑文锋 .资本市场开 放下外 资持 股公 司有 更 好的 市场表 现吗?:基于"沪 深港 通"的经验证据[J].世界经济研究. 2020(12):19-30
- 张杰、郑文平、束兰根. 融资约束如何影响中国企业出口的二元边际?[J]. 世界经济文汇, 2013(4): 59-80.
- 张明志, 岳帅. 外部关税变动对中国区域劳动力就业的影响[J]. 中国工业经济,2022,(01): 113-131.
- 张昭, 马草原, 王爱萍.资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响——基于“沪港通”的准自然实验 [J]. 经济管理,2020,42(6).

- 张肖飞,崔艳怡. 资本市场开放与企业并购绩效——基于“沪港通”的准自然实验研究[J]. 重庆理工大学学报(社会科学),2022,36(04): 104-117.
- 钟凯,孙昌玲,王永妍,王化成. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据 [J]. 金融研究,2018,(7): 174—192.
- 钟覃琳,陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验 [J]. 管理世界,2018,(1): 169—179.
- 周率,王子博,夏睿瞳. 资本市场开放对企业融资效率的影响研究——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 海南大学学报(人文社会科学版), 2021, 39(05): 91-100.