

贸易保护主义抑制中国企业跨国并购

尉亚宁 鲍晓华 邓建鹏*

摘 要: 关税跨越理论认为,面对关税壁垒的增加,企业会增加对关税发起国的投资以规避关税。本文整合了中国企业的跨国并购和出口数据、2018—2019 年月度产品关税数据,构造了移动-份额工具变量,发现贸易保护主义抑制了中国企业的跨国并购,这与传统的关税跨越理论并不一致。其潜在机制是,特朗普政府关税政策直接降低了企业的经营绩效,美国外资安全审查机制存在示范效应,以及中美贸易摩擦中的不确定性导致中国企业议价能力下降。

关键词: 贸易保护主义;企业跨国并购;关税抑制

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2025.06.08

一、引 言

面对全球资源要素重新配置与海外市场扩张机遇,企业“走出去”应是提升全球竞争力的必然选择。然而,近年来中国对外直接投资(outward foreign direct investment, OFDI),尤其是跨国并购急剧逆转了此前的增长趋势,甚至回落至十年前的水平,远超历史周期性波动的幅度。据 UNCTAD 数据统计,中国的 OFDI 从 21 世纪初开始高速增长,自 2016 年触及峰值后出现系统性下行,绿地投资和跨国并购双双陷入低迷,至 2021 年分别下降 70.6%和 79.3%。^① 这一现象与全球贸易保护主义的抬头趋势相吻合,尤其是近年来世界主要经济体对中国实施的贸易政策显著加剧了国际投资环境的不确定性,严重制约了中国企业通过跨国并购实现全球布局的战略空间。

相比于绿地投资,跨国并购在当前贸易保护主义背景下的重要性与复杂性尤为突出。在中国 OFDI 中,跨国并购长期占据核心地位,2017 年的占比高达 60.9%,远超 49.8%的全球平均水平。然而,在中美贸易紧张局势下,中国对全球各国的跨国并购活动普遍减少,

* 尉亚宁,中南财经政法大学经济贸易学院、工商管理学院,中国(湖北)自由贸易试验区研究院;鲍晓华,上海财经大学商学院、中国式现代化研究院;邓建鹏,上海财经大学商学院。通信作者及地址:鲍晓华,上海市杨浦区武东路 100 号上海财经大学商学院办公楼,200433;电话:021-65907045;E-mail: xhbao369@mail.shufe.edu.cn。本研究得到国家自然科学基金面上项目(72473095)、中央马克思主义理论研究和建设工程重大项目(2024MZD032)、中国博士后基金第 77 批博士后面项目(2025M773698)、2025 年度国家资助博士后研究人员计划(GZC20252442)、教育部人文社科一般项目、对外经济贸易大学全球创新与治理科研实验室培育项目资助。感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵建议,当然文责自负。

① 数据来源于 UNCTAD, <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report>, 访问时间:2025 年 11 月 14 日。

2019年跨国并购的比重骤降至26.8%。^①值得注意的是,近年贸易保护主义抬头期间中国跨国并购的下降与传统关税跨越理论的预期并不一致。该理论认为,面对关税壁垒的增加,企业会增加对关税发起国的投资以规避关税(Brainard, 1997; Markusen, 2002)。然而该理论建立在若干关键假设之上,如投资形式无差异、确定性环境、市场准入无障碍、企业议价能力不变等。但在中美贸易摩擦这一逆全球化和充满不确定性的现实背景下,这些假设难以成立。因此,关税跨越理论在当前是否仍具解释力,亟需经由经验研究加以检验。

在当前背景下,贸易保护主义究竟对中国企业跨国并购产生了怎样的影响,是促使“关税跨越”还是“关税抑制”?为何美国对中国发起的贸易保护措施,会使中国对全球范围内的跨国并购整体下降?其背后的潜在机制又是什么?对这些问题的回答,不仅为理解近年来外部贸易政策冲击对中国经济的负面影响提供了新视角,而且可为政府和企业提供丰富、可落地的政策建议,帮助中国企业更有效地调整投资战略、增强国际竞争力,实现稳健的国际化发展。

回答好上述问题的关键在于选取合适且外生的贸易政策冲击,且实施可信的因果识别策略。既有研究多以反倾销作为贸易政策冲击的识别工具(鲍晓华和陈清萍,2019),但反倾销涉及产品范围窄、易被企业预测,其影响存在明显内生性。相比之下,自2018年3月以来特朗普政府对中国施加的高额惩罚性关税(以下简称“特朗普关税”)在外生性上更有优势,因其施加频率高、变数大,且覆盖了超过80%的中国出口产品(Fajgelbaum et al., 2020; Jiang et al., 2023; Jiao et al., 2022; 张国峰等,2021)。基于此,本文使用了中美贸易摩擦前后企业-年-月维度的微观企业数据,构建移动-份额工具变量(shift-share instrument variable, SSIV),识别特朗普关税对中国企业跨国并购的影响和内在机制。

本文的研究发现如下。第一,特朗普关税的实施显著抑制了中国企业的跨国并购活动。具体来说,企业暴露于特朗普关税的程度每上升1个标准差,其跨国并购将下降8.09%个标准差。这一实证结果有悖于传统的关税跨越理论,且在经过一系列稳健性检验后依旧成立。第二,为何会存在和关税跨越理论相矛盾的实证结果?本文探究了三条潜在的影响机制,一是特朗普关税直接降低了企业的经营绩效,二是美国外资安全审查机制存在示范效应,三是中美贸易摩擦中的不确定性导致中国企业议价能力下降,这些均会引起中国企业对全世界范围内跨国并购的下降。第三,异质性分析发现,在中美贸易摩擦前后,非国有企业、出口明星企业以及高水平ESG企业^②受到的关税抑制效应更小。第四,本文的扩展性分析还对企业跨国并购在东道国和行业层面进行拆解,以刻画

^① 跨国并购之所以重要,一是在于其可迅速整合海外资源、技术、品牌与销售渠道(Nocke and Yeaple, 2007; Davies et al., 2018),经典案例如吉利并购沃尔沃(于洋等,2014)、海尔并购斐雪派克(魏涛,2017)等。二是其在地缘政治博弈中更易成为牺牲品,尤以大国竞争为甚,更易受到如美国外国投资委员会等对关键技术并购的严格审查(胡振虎等,2017)。三是与绿地投资相比,跨国并购进入市场更快、周期更短,因而对短期关税变动更为敏感(李辉等,2013)。

^② ESG是环境(environmental)、社会(social)和公司治理(governance)的缩写,用于评估企业可持续发展能力及长期价值。本文使用华证对上市公司的ESG评级数据进行分析。

中美贸易摩擦背景下跨国并购行为的宏观演化趋势。在国家层面,特朗普关税冲击使得企业的跨国并购向劳动力成本更低、距离美国更近的国家或地区进行转移,此外企业在美国关系较差且位于“一带一路”沿线的国家或地区开展跨国并购时,所受到的关税抑制效应相对更小;在行业层面,特朗普关税对企业在制造业、信息业以及水平并购的跨国并购造成的负面影响更大。

本文主要贡献体现在以下三个方面:第一,本文利用企业微观数据,揭示了贸易保护主义如何导致中国跨国并购下滑,对传统关税跨越理论作出重要补充。这一“关税抑制”现象源于当前中美贸易摩擦下关税跨越理论的若干关键假设失效。投资形式差异(Nocke and Yeaple, 2007)、地缘政治风险引发的不确定性环境(Benguria et al., 2022)、外资安全审查产生的市场准入障碍(胡振虎等, 2017)、企业议价能力变弱(Lee, 2018)等因素显著改变了企业跨国投资决策逻辑。第二,本文揭示了特朗普关税导致“关税抑制”的潜在机制。立足中美贸易摩擦的现实背景,结合传统跨国投资理论相关假设与现实情景的冲突,本文从企业经营绩效减少、外资安全审查的示范效应以及企业议价能力下降这三方面进行了系统论证。第三,本文在企业层面构造了一种企业暴露于特朗普关税程度的 SSIV 工具变量,并结合高维、丰富的固定效应控制,外生地识别了贸易保护对企业层面跨国并购的因果效应。这一方法不仅有效解决了传统关税跨越理论研究中的内生性挑战,也可推广至贸易领域的其他外生冲击或者企业决策的相关研究,为相关政策评估提供更加精准的工具。

二、文献综述与研究假说

(一) 文献综述

已有较多文献研究了中美贸易摩擦的负面影响,涵盖进出口(Jiao et al., 2022; 余淼杰等, 2022)、供应链(Handley et al., 2023; Fan et al., 2024; Guo et al., 2024)、不确定性(Benguria et al., 2022)、企业市值(Amiti, 2020)、运营绩效(Fan et al., 2024)等多个方面。因此,中美贸易摩擦中的关税政策已重塑国际市场的企业竞争格局。本文与上述文献的共同点是探讨企业如何在外部冲击下进行战略性调整。不同的是本文聚焦跨国并购,其作为企业全球化战略的重要环节直接影响企业全球竞争力,并涉及复杂的政治风险和市场壁垒突破,是应对中美贸易摩擦等外部冲击的关键战略,本文旨在提供新的理论和实证视角。

现有文献亦关注多种贸易成本因素对跨国并购的影响。关税成本方面,研究结论并不一致(Hijzen et al., 2008; 曹清峰等, 2019; 杨连星, 2021); 非关税成本方面,研究发现配额(Hijzen et al., 2008)、地理距离(Hijzen et al., 2008; Erel et al., 2012)以及旅行成本(Zhang et al., 2021)等均抑制跨国并购。然而,对于近年来的贸易保护主义如何影响中国企业对外直接投资的研究仍较匮乏。少数研究从国家层面探究贸易保护对绿地投资的影响(Blanchard et al., 2021),而对跨国并购的分析则明显不足。

（二）研究假说

1. 关税跨越还是关税抑制？

关税跨越理论认为,若一国企业遭受的关税壁垒增加,它们为了规避高额关税,可能会增加对关税发起国的 OFDI (Brainard, 1997; Markusen, 2002)。这一理论也得到了后续多项实证研究的支持 (Hijzen et al., 2008; 杨连星, 2021)。

但传统关税跨越理论建立在一系列简化的假设上:一是投资形式无差异假设。该理论忽视了绿地投资与跨国并购的显著差异 (Nocke and Yeaple, 2007; Davies et al., 2018),而跨国并购可更快捷获取市场份额与战略资产 (李辉等, 2013)。二是确定性环境假设。关税跨越理论未考虑政策不确定性 (Handley and Limão, 2017; Caldara and Iacoviello, 2022),不确定性提升了企业投资的期权价值并影响其投资时机与策略。三是市场准入无障碍假设。关税跨越理论低估了外资安全审查等非关税壁垒对投资决策的限制,近年来美欧强化监管机制 (胡振虎等, 2017; OECD, 2019),已成为重要干扰因素。四是企业议价能力不变假设。关税跨越理论忽略了贸易政策冲击对企业议价能力的负面影响,这会显著影响并购价格、交易规模与成功率 (Bekaert et al., 2014; Lee, 2018; Ahern, 2012)。

因此,当上述假设不再成立时,原本旨在规避关税的跨国投资行为反而成为高风险和高成本的战略选择,从而使传统的“关税跨越”效应演变为现实中的“关税抑制”效应。

假说 1 中美贸易摩擦对中国企业整体的跨国并购可能产生“关税抑制”效应,而非遵循传统“关税跨越”理论的预测。

2. 特朗普关税降低企业经营绩效

传统关税跨越理论建立在经营环境相对稳定的假设基础上,但中美贸易摩擦改变了这一前提条件。在高度不确定的外部环境下,特朗普关税会从实际利润和股市投资价值两个关键层面对企业经营绩效产生显著消极影响,进而抑制企业的跨国并购。一方面,特朗普关税使企业的出口成本上升 (Fajgelbaum et al., 2020; Jiao et al., 2022),极大压缩了中国企业的出口和利润率;另一方面,特朗普关税存在的不确定性 (Benguria et al., 2022)使市场对企业投资价值形成悲观预期 (Amiti, 2020; Jiang et al., 2023)。这些因素使企业经营绩效受到损害,从而在金额、速度等方面限制了企业的跨国并购。

假说 2 企业经营绩效的下降是中美贸易摩擦后中国企业跨国并购下降的重要机制。

3. 美国外资安全审查制度产生示范效应

传统关税跨越理论的另一重要假设是市场准入障碍有限且可预期,而中美贸易摩擦打破了这一基础性假设。特朗普关税不仅是单纯的贸易政策工具,还形成了一种全球性的“示范效应”,系统性提高了中国企业对非美国地区跨国并购的市场进入壁垒。中美贸易摩擦期间,美国借助《外国投资风险审查现代化法案》(Foreign Investment Risk Review Modernization Act, FIRRMA)等制度安排,强化了对中国企业跨国并购的外资安全审查力度,尤其是关税针对的重点行业 (Kwan, 2020)。鉴于美国外资安全审查机制

在全球的标杆地位,其他发达国家和地区纷纷效仿这种审查方式,显著提高了中国企业进入全球市场的政治风险和合规成本(胡振虎等,2017;OECD, 2019)。

假说 3 美国外资安全审查的“示范效应”是导致中美贸易摩擦后中国企业跨国并购下降的另一重要机制。

4. 特朗普关税削弱企业议价能力

传统关税跨越理论隐含的假设是企业在并购过程中的议价能力相对稳定,但中美贸易摩擦的现实情境使这一假设难以维持。中美贸易摩擦中高频、大幅的关税波动显著提升了企业面临的风险(Benguria et al., 2022)。根据净现值规则,不确定性将降低跨国并购的预期现金流,从而削弱买方议价能力(Lee, 2018; Bekaert et al., 2014)。议价能力下降使企业在谈判中处于不利地位,既降低了并购动力,也削弱了在与其他收购者竞争中的胜算(Ahern, 2012),最终导致跨国并购的交易规模的缩减。

假说 4 议价能力的下降是导致中美贸易摩擦后中国企业跨国并购下降的重要机制。

三、数据和实证方法

(一) 数据来源

特朗普政府于 2018 年 3 月首次开始对来自中国进口的铁、铝产品分别征税 25% 和 10%,并在当年完成三轮对华加征关税,2019 年双方继续对既有关税进行了调整。特朗普关税在 2018 年 3 月至 10 月间频繁调整,且加征幅度持续上升,影响的中国出口产品比例持续扩大(详细的背景和趋势分析见附录 I^①)。基于此,本文采用企业-年-月维度数据构建 SSIV,弥补了以往年度或季度数据在捕捉关税高频变动方面的不足。本文的实证分析使用了以下三个数据库,最终获得 2018 年 1 月至 2019 年 12 月 214 家中国企业的跨国并购数据,具体如下:

1. 企业层面跨国并购数据

企业跨国并购数据来自沃顿研究数据中心(Wharton Research Data Services, WRDS)发布的 Thomson Financial SDC Platinum 数据库,涵盖了买方企业来源地、卖方企业所在地、目标企业主营 NAICS 6 位行业、并购金额等数据。Thomson Financial SDC Platinum 数据库是全球最权威和使用最广泛的并购数据(刘青等,2017),亦被 UNCTAD 用于统计全球跨国并购。本文将其与《2021 年度中国对外直接投资统计公报》的中国跨国并购宏观总量数据进行对比,发现样本期间涵盖了至少 63.6% 的官方统计跨国并购(详细信息见附录 II)。

2. 产品层面关税数据

2018 年 1 月至 2019 年 12 月 HS6 位产品层面的月度特朗普关税数据来源于 Bown (2021)以及 Benguria et al.(2022)。其中,Bown(2021)提供了特朗普加征的法定附加关

① 限于篇幅,附录未在正文列示,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网(<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>)下载。

税, Benguria et al.(2022)则提供了从价适用关税。

3. 企业层面进出口数据

2013—2016年上述中国跨国并购企业的HS6位产品层面的进出口数据来源于RESSET海关进出口统计数据库。该数据库提供了中国企业-产品-目的国维度的进出口全样本数据,且是可获取的、最新的具有详细企业名称的海关数据,这允许本文可以获取到这些跨国并购企业的基期出口信息(详细信息见附录Ⅲ)。

(二) SSIV 变量构建

本文的SSIV反映的是企业*i*在时间*t*上遭受的关税冲击程度,具体构造如下:

$$z_{iym} = \sum_k [s_{ik0} \Delta T_{kym}],$$

其中, s_{ik0} 是企业*i*在基期对美国出口的*k*产品金额占该企业对美国总出口的比例^①(即“份额”Share), ΔT_{kym} 衡量的是美国对中国出口的*k*产品在*y*年*m*月实施的关税水平相对于样本初期的增加额(即“移动”Shift),在*k*层面对Share和Shift的乘积进行加总即可得到企业-时间维度的SSIV。最新的SSIV相关文献指出,SSIV的有效性可以依赖Share的外生性,或者是Shift的外生性。^②本文SSIV的构造依赖于Shift的外生性,即产品层面特朗普关税冲击的外生性。自美国对中国发起贸易战以来,多项研究已提供相关证据,特别是在关税实施的时机和产品选择的外生性上(Fajgelbaum et al., 2020; Benguria et al., 2022; Jiang et al., 2023; Jiao et al., 2022)。

(三) 回归设定

基于上述变量构造,本文的基准回归设定为:

$$\ln MA_{iym} = \beta z_{iym} + \delta_{iy} + \gamma_{ym} + \eta_{im} + \epsilon_{iym}, \quad (1)$$

其中,下标*i*为企业,*y*为年份,*m*为月份,且构建了企业在2018年1月至2019年12月的平衡面板数据。 $\ln MA_{iym}$ 为企业跨国并购存量(以2018年1月为基期累积)的对数^③, z_{iym} 为本文构造的SSIV。 δ_{iy} 为企业-年份固定效应, γ_{ym} 为年-月固定效应, η_{im} 为企业-月份固定效应。 β 为本文核心解释变量的估计系数,反映了特朗普关税对企业跨国并购的影响。考虑到企业的跨国并购行为通常呈现非连续性与集中式特征,即企业多数时期处于非投资状态而仅在特定月份集中发生投资行为(Chen et al., 2022),此类投资模式导致残差项在企业-月度层面可能存在独特相关性。类似地,企业的出口在不同年份具有十分明显的月度特征,企业月度层面的出口在不同年份之间可能存在序列相关。因此,在控制了相关固定效应后,本文采用企业-月份聚类以更准确地捕捉这种投资行为的波动特

① 本文参考了Benguria et al.(2022)的设定,即 $s_{ik0} = \frac{X_{ik0}}{X_{i0}}$, X_{ik0} 为*i*企业*k*产品在2013—2016年间对美国的平均出口额, X_{i0} 则表示*i*企业加总的所有产品在2013—2016年间对美国的平均出口额。

② Shift或Share的外生性讨论见附录Ⅳ。

③ 本文选用跨国并购存量数据,因特朗普关税为短期月度变化,而跨国并购属中长期行为,难以即时响应。存量数据能反映对企业跨国并购的累积影响。

征。 ϵ_{iym} 为企业-年-月维度的随机扰动项(回归中涉及的变量描述性统计详见附录V)^①。

为了进一步验证特朗普关税的外生性和其对企业跨国并购的动态影响,本文还参考 Jiao et al.(2022)将识别更换为渐进双重差分(Staggered Difference-in-Difference)的识别。详见附录VI。

(四) 识别策略与假设

1. 识别策略

为了识别出特朗普关税对中国企业跨国并购的影响,本文采用如下识别策略。一是使用特朗普关税的外生冲击结合企业所涉产品的暴露程度,构建企业层面的 SSIV;二是引入企业-年份、企业-月份以及年-月固定效应,以控制企业层面潜在的未观测异质性和随时间变化的混淆因素,为特朗普关税的外生性提供支撑作用。

这一策略通过一组固定效应排除了遗漏变量可能带来的估计偏误。首先,可能存在一些随时间变化的因素同时影响企业出口和跨国并购,如中国影响企业“走出去”的相关政策以及全球层面的贸易保护程度等,因此需要使用年-月固定效应进行控制。一方面,SSIV 和企业跨国并购存量在样本期间都是随时间增加的变量,不控制年-月固定效应会机械地得到正相关关系;另一方面,年-月固定效应可以控制随时间变化并且对所有企业都产生影响的因素,而这些遗漏的因素不仅可能对企业跨国并购产生影响,而且与企业受到特朗普关税冲击的暴露程度相关。例如中国 2017 年出台的一系列对海外投资加强监管的措施会从供给侧减少企业的跨国并购,而全球层面的需求冲击(如贸易保护程度)则会从需求侧减少中国企业的出口,其使得实际估计出的系数混杂了国内政策收紧和全球贸易保护程度上升的影响,从而产生偏误。

其次,可能存在一些企业随年份变化的因素同时影响企业出口和跨国并购,如美国市场对企业出口的相对重要程度、企业生产率以及企业层面研发活动等,因此需要控制企业-年份固定效应。具体来说,SSIV 中的 Share 只包含了企业对美国的出口,这使得有些企业虽然出口到美国时被加征了高额的关税,但可能只占其总出口的小部分,因此遗漏美国市场对企业出口的相对重要程度可能会高估特朗普关税的影响;生产率更高的企业在出口和对外直接投资中更具有优势(Helpman et al., 2004),其可能同时促进企业向美国出口以及企业走出去;而企业的研发创新能力越强,不仅会使其生产的产品在出口市场上更具竞争力,也可能会减少企业的技术获取型的跨国并购行为。

最后,可能存在一些企业每年特定月份的趋势特征同时影响企业出口和跨国并购,如企业在每年春节等节假日受到的影响,以及每年同一月份的订单节奏、生产计划等,因此需要控制企业-月份固定效应^②。比如中国的春节期间,企业供给由于员工假期产生下

① 直接对 SSIV 进行回归而不是使用基于工具变量的两阶段最小二乘回归的原因和理论基础详见附录IV。

② 需要注意的是,企业-月份固定效应与企业-年份固定效应并不是包含关系,而是并列设定。只有把企业-年份、企业-月份以及年-月固定效应全部控制,我们才能观测到企业内部随年-月时间变化的趋势(即 variation within firm and over time)。

降,特别是那些异地工作人员较多的企业,这一方面会减慢企业的生产进度从而影响企业出口,另一方面会一定程度上延缓或加速企业跨国并购的决策,从而对本文的估计结果产生干扰。

2. 识别假设

本文所依赖的关键识别假设是:控制住年-月、企业-年份以及企业-月份固定效应的条件下,残差项与 SSIV 不相关,即可能影响企业跨国并购的其他因素与企业遭受的特朗普关税冲击程度不相关。在此条件下,本质上我们识别的是企业内部在不同年-月(within-firm and over time)、因所涉产品关税变动而引致的冲击差异,而非不同企业之间(across firm)的冲击差异。换言之,在不同时间节点上企业出口产品遭受不同程度特朗普关税的冲击,成为本文识别因果关系的关键。

为了使上述识别假设尽可能地在实证层面被验证,本文利用 Borusyak et al.(2021)提出的 SSIV 研究框架,将上述识别假设等价地转换成以下两个假设:一是特朗普关税冲击是随机分配(as-good-as-randomly assigned)的,即出口产品被加征特朗普关税是随机的,不能受到与出口、跨国并购相关的混杂因素或冲击的影响;二是受到特朗普关税冲击的产品要足够分散以至于特朗普关税的冲击不能集中在少数产品上^①。因此,后文会根据 Borusyak et al.(2021)的方法提供支持这两个假设的相关证据。

四、回归结果分析

(一) 基准回归结果

基准回归结果如表1所示。在列(1)中不控制任何固定效应,从列(2)到列(4)逐步加入各类固定效应。列(4)保持和式(1)一致的模型设定,作为本文的基准回归结果。标准误差聚类到企业-月份层面。

遗漏变量会导致估计结果出现很大偏误,且 SSIV 的 Shift 和企业跨国并购均为存量(即为非递减的),直接回归可能得到机械的正相关关系。列(1)的回归结果在统计上显著且为正,初步证实了上述猜想。在列(2)至列(4)依次加入了年-月、企业-月份、企业-年份固定效应后,核心解释变量的系数从显著为正转换成显著为负,且没有出现太大的波动。列(4)的结果说明企业暴露于特朗普关税的程度每上升1个标准差,企业跨国并购将下降8.09%个标准差^②。

上述实证结果初步验证了假说1,即特朗普政府实施的贸易保护措施所引发的“关税抑制”效应对中国企业的整体跨国并购产生了显著的负面影响,且下降幅度不可忽视。这一定程度上体现了构建更加稳定和开放的国际经贸环境对国家的战略迫切性。

① 根据 Borusyak et al.(2021)的放松假设,冲击若在组内满足上述假设也可以。

② x 每提升1个标准差, y 下降 $|\beta| \times \sigma(z) / \sigma(\ln MA) \times 100\%$ 个标准差,代入系数 ($|\beta|=2.6628$) 与变量的标准差 ($\sigma(z)=0.0786$, $\sigma(\ln MA)=2.5871$),计算得 y 将下降约 8.09%。

表 1 基准回归结果

被解释变量:lnMA	(1)	(2)	(3)	(4)
α	2.8045*** (0.4300)	-2.0233*** (0.4777)	-2.2048*** (0.6156)	-2.6628*** (0.9419)
年-月固定		是	是	是
企业-月份固定			是	是
企业-年份固定				是
Observations	5 136	5 136	5 136	5 136
Adj. R ²	0.0071	0.2132	0.5311	0.6918

注：括号中为聚类到企业-月份层面的标准误；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著，下同。

（二）SSIV 有效性检验

本文的识别假设要求，在控制住一系列固定效应后，可能影响企业跨国并购的其他因素与企业遭受的特朗普关税冲击程度不相关。参考 Borusyak et al.(2021)，检验 SSIV 有效性等价于验证特朗普关税冲击的分散性和随机性。

1. 特朗普关税冲击的分散性

特朗普关税的分散性是指关税冲击需要分散地作用在许多而不是集中在少数产品上，即“有效样本量(产品出口份额 HHI 的倒数)”需要足够大，以及中国不同产品对美国的出口份额不能差异过大。本小节通过对 ΔT_{kym} 的分布和 s_{ik0} 进行描述性统计，结果如表 2 所示。有效样本量较大，且大部分产品都受到了特朗普关税冲击，此外关税冲击 ΔT_{kym} 的分布较为分散，以及最大 s_{ik0} 所占权重也较小，因此分散性的条件得到满足。详细的表格结果分析见附录Ⅶ。

表 2 特朗普关税冲击的描述性统计

	(1)	(2)
平均值	0.100	0.187
标准差	0.107	0.072
四分位距	0.250	0.150
是否排除关税变化为 0 的产品		是
有效样本量 ($1/HHI = 1/\sum (s_{ik0})^2$)		
HS6-年-月维度	645.958	310.638
HS4 维度	20.087	14.424
最大 s_{ik0} 所占权重		
HS6-年-月维度	0.005	0.009
HS4 维度	0.140	0.163
观测值		
HS6-年-月维度的冲击数量	28 800	26 976
HS6 产品的数量	1 200	1 124
HS4 行业的数量	473	450

2. 特朗普关税冲击的随机性

随机性要求特朗普关税冲击需尽可能随机分配到出口产品上,不能受到与出口、跨国并购相关的混杂因素或冲击的影响。因此,本文选取一些混杂因素的代理变量对特朗普关税冲击进行回归,需要得到不显著的结果。表3报告了HS6产品和企业视角的平衡性(安慰剂)检验,结果未能拒绝14个潜在干扰因素中的11个变量的不平衡性(Borusyak et al.(2021)中的比例为12:10),因此随机性条件总体成立。详细的分析结果见附录Ⅶ。对于部分显著的变量,可以在后续回归中被直接控制或被固定效应吸收。

表3 平衡性检验

平衡变量	系数	标准误
Panel A: HS6 产品视角		
中国进口关税	-0.009	(0.007)
美国对中国发起的反倾销数量(2013—2017 年总数量)	0.032	(0.019)
美国对中国发起的反倾销数量(当年数量)	-0.000	(0.000)
年-月固定效应	是	
HS6 -年-月维度观测值	14 326	
Panel B: 企业视角		
对美国出口占总出口的比例(2013—2016 年)	-0.085	(0.072)
行业 1 出口占比(机器、机械器具、电气设备及其零件;录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件)	0.523***	(0.120)
行业 2 出口占比(杂项制品)	-0.091	(0.069)
行业 3 出口占比(纺织原料及纺织制品)	-0.091***	(0.027)
行业 4 出口占比(贱金属及其制品)	-0.019	(0.012)
行业 5 出口占比(塑料及其制品、橡胶及其制品)	-0.090	(0.091)
行业 6 出口占比(鞋、帽、伞、杖、鞭及其零件;已加工的羽毛及其制品;人造花;人发制品)	-0.004***	(0.001)
行业 7 出口占比(车辆、航空器、船舶及有关运输设备)	-0.127	(0.109)
行业 8 出口占比(化学工业及其相关工业的产品)	-0.027	(0.018)
2013—2017 年跨国并购均值	-93.574	(74.953)
2013—2017 年跨国并购总额	-18.715	(14.991)
年-月固定效应	是	
企业-年-月维度观测值	1 800	

注:括号内为聚类到HS4位层面的标准误,选择该聚类的详细原因见附录Ⅶ。

因篇幅限制,更换样本、更换变量测度、进一步解决遗漏变量等一系列稳健性检验的详细结果见附录Ⅷ。

五、机制检验

为何中美贸易摩擦对中国企业跨国并购的抑制与传统的关税跨越理论相悖?以及为何美国对中国加征的关税,导致中国企业对所有国家的整体跨国并购下降?结合文献

综述与研究假设部分的分析,本文认为特朗普关税对企业跨国并购的影响主要存在以下三条机制:

（一）经营绩效

根据假说 2,本小节对经营绩效机制进行检验。在基准回归的基础上,我们匹配上市公司子样本^①,并使用如下的回归模型对经营绩效机制进行检验^②:

$$\ln MA_{iym} = \beta_1 \ln z_{iym} \times M_{iy} + \beta_2 \ln z_{iym} + \delta_{iy} + \gamma_{ym} + \eta_{im} + \epsilon_{iym}, \tag{2}$$

其中, M_{iy} 为年度层面的机制变量,其他设定和基准回归式(1)保持一致。参考李林木等(2020)、刘晓光和刘元春(2019),本文使用企业营业利润率、总资产净利润率以及净资产收益率作为企业利润率的代理变量;参考 Fama and French(1993)使用账面市值比作为企业投资价值的代理变量。

结果如表 4 所示,列(1)至列(4)显示受到特朗普关税影响更大的上市公司,若其利润率和投资价值越低,即企业经营绩效越差,其跨国并购受到的负面影响越大。企业经营绩效在应对贸易保护主义冲击中起关键作用,政策层面应聚焦提升企业财务健康和风险抵御能力,以促进中国企业全球化的可持续发展和高质量对外开放。

表 4 机制分析结果:经营绩效

被解释变量:lnMA	企业利润			投资价值
	(1)	(2)	(3)	(4)
z	-2.2412** (1.0580)	-2.0831** (1.0426)	-2.0458* (1.0435)	-11.6557*** (3.9805)
$z \times$ 营业利润率	9.0225*** (2.9148)			
$z \times$ 总资产净利润率		10.3687* (6.2372)		
$z \times$ 净资产收益率			7.0644** (3.3685)	
$z \times$ 账面市值比				12.9115** (5.5183)
年-月固定	是	是	是	是
企业-年份固定	是	是	是	是
企业-月份固定	是	是	是	是
Observations	2 256	2 256	2 256	2 136
Adj. R ²	0.6768	0.6750	0.6756	0.6716

① 上市公司样本具有样本代表性,对本文机制分析的结果影响不大。关于机制样本缺失原因、样本代表性以及可能产生的偏误分析,详见附录 IX。

② 受限于本文企业-年-月层面的数据结构,难以寻找到类似结构的机制变量替换被解释变量进行机制分析,因此本文主要采用交互项的形式进行实证检验。

(二) 示范效应

根据假说3,本小节对外资安全审查的示范效应进行检验。参考 Sandkamp(2020),本文使用如下的回归模型进行分析^①:

$$\ln y_{iym} = \beta_1 z_{iym} \times Security_i + \beta_2 z_{iym} + \delta_{iy} + \gamma_{ym} + \eta_{im} + \varepsilon_{iym},$$

其中 y_{iym} 在实证中分别为企业总跨国并购存量、对美国的跨国并购存量以及对非美国地区的跨国并购存量, $Security_i$ 为企业进行跨国并购的行业是否在美国2017年外资安全审查目录中,如果是则为1,否则为0。美国外资安全审查机制主要由美国外国投资委员会(Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS)执行,并于每年发布《CFIUS年度报告》(*CFIUS Annual Report*)介绍安全审查结果(胡振虎等,2017)。本文从其2017年的报告中提取出中美贸易摩擦前遭受美国安全审查的NAICS 4位行业。其他设定同样和基准回归保持一致。

结果如表5所示,列(1)的核心解释变量显著为负,说明处于外资安全审查行业的跨国并购受到了更大的负面影响。将被解释变量更换为对美国的跨国并购($\ln MA_US$),列(2)的交互项不显著;更换为对非美国地区的跨国并购($\ln MA_non_US$),列(3)的交互项显著为负。说明列(1)的结果主要是由对非美国地区跨国并购的负向影响驱动的,这体现了“示范效应”的存在。这也提示我国企业在制定国际投资战略时,应更加关注外资安全审查政策的国际联动性和溢出效应。

为何外资安全审查效应源自美国,但对企业在美国的跨国并购影响却不显著?本文从时间动态的维度发现,这一现象由企业的“预期效应”主导。美国外资安全审查政策虽为源头,但因实施时滞明显,企业可提前预期并调整对美并购行为,导致对美影响不显著(OECD, 2019)。相比之下,欧盟、日本、澳大利亚等国响应迅速,政策实施时滞较短,企业预期不足,跨国并购负面影响得以显现。详细的分析见附录X。

表5 机制分析结果:示范效应

	$\ln MA$	$\ln MA_US$	$\ln MA_non_US$
	(1)	(2)	(3)
z	2.3472 (2.0558)	0.4147 (0.7985)	1.3625 (2.0042)
$z \times Security$	-6.5087*** (2.2932)	-0.4944 (0.8934)	-5.6830** (2.2395)
年-月固定	是	是	是
企业-年份固定	是	是	是
企业-月份固定	是	是	是
Observations	5 136	5 136	5 136
Adj. R ²	0.6928	0.4611	0.7142

① 尽管机制分析在具体实证形式上略有差异,但在识别逻辑上均属于交互项框架下的“调节效应”分析,核心在于考察不同机制变量对关税冲击影响的异质性调节作用。

(三) 议价能力

根据假说 4,本小节对议价能力机制进行检验。此处回归模型和式(2)类似,仅机制变量不同。现有文献发现,企业面临的不确定性越小、客户集中度越低以及融资约束越小,说明企业议价能力越高。本文参考 Benguria et al.(2022)构建企业贸易政策不确定性(trade policy uncertainty, TPU)词频统计数目,参考谷成和王巍(2021)、Ahern(2012)计算企业的客户集中度(前五大客户销售收入占总收入比例的 HHI 指数以及前五大客户销售占比),以及参考朱光顺和魏宁(2023)计算企业融资约束(KZ 指数),将这些指标作为企业议价能力的代理变量。

结果如表 6 所示。列(1)的结果显示交互项显著为负,说明贸易不确定性更强的企业在中美贸易摩擦中受到了更大的负向影响。列(2)和列(3)的交互项同样显著为负,说明客户集中度越高的企业,在中美贸易摩擦中跨国并购的下降越多。列(4)的核心解释变量显著为负,说明融资约束更大的企业会受到更强的负面作用。这些结果综合体现了买方议价能力的降低是本文的重要机制。这提示政策层面应通过维护企业国际投资稳定、支持企业供应链多元化及融资渠道拓展,在复杂环境下保障企业跨国并购稳步发展。

表 6 机制分析结果:议价能力

被解释变量:lnMA	贸易政策不确定性	客户集中度		融资约束
	(1)	(2)	(3)	(4)
z	1.3286 (2.3300)	1.7346 (1.5792)	7.5586*** (2.0781)	-4.7134*** (1.1322)
$z \times \ln TPU$	-2.5125** (1.1754)			
$z \times$ 前五大客户销售收入 HHI		-42.6307*** (5.8605)		
$z \times$ 前五大客户销售占比			-24.3844*** (3.4471)	
$z \times KZ$ 指数				-0.9008* (0.5109)
年-月固定	是	是	是	是
企业-年份固定	是	是	是	是
企业-月份固定	是	是	是	是
Observations	2 088	1 488	1 488	1 704
Adj. R ²	0.6648	0.6855	0.6869	0.6990

本文还从企业所有制、规模以及国际形象等方面探究企业层面的异质性。扩展性分析还从国家和行业两个层面对中国企业跨国并购的流向进行细化的分解,以刻画中美贸易摩擦背景下跨国并购行为的宏观演化趋势。因篇幅限制,详细结果分别见附录XI和附录XII。

六、政策启示和未来研究方向

(一) 政策启示

首先,针对企业经营绩效的下降,建议国家在现有基础上进一步完善面向出口企业的融资支持机制和出口退税制度,特别是加强对受关税冲击较大的制造业和信息技术行业的金融保障与政策倾斜,增强企业在外外部不确定性下的现金流稳定性和财务韧性。其次,围绕企业面临的外资安全审查的示范效应,建议国家和地方政府加强对全球外资审查政策变化的系统研究和动态监测,建立行业层面的投资预警机制。特别是对国有企业,应强化其治理结构和激励机制,提升应对制度突变与政策壁垒的快速反应能力。最后,就企业议价能力不足的问题,建议地方政府与行业协会共同推动产业链协同和供应链多元化战略,鼓励龙头企业与中小企业共同拓展海外市场、优化客户结构,同时推动建立多元化的跨境融资渠道,切实增强企业在国际谈判中的主动性。

(二) 未来研究方向

一方面,本文在机制分析中虽构建了三条与理论假设对应的路径,但受限于识别策略与数据结构,未能刻画机制间的动态联动过程。未来可结合更统一的理论模型,深入探索机制间的传导逻辑。另一方面,随着特朗普政府关税政策的延续,若能获取更细化的企业层面海关和跨国并购数据,将有助于识别特朗普关税对企业跨国并购的持续冲击,并对比不同阶段特朗普关税政策产生的差异和来源,从而提升本研究的时效性与解释力。

参考文献

- [1] Ahern, K. R., “Bargaining Power and Industry Dependence in Mergers”, *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(3), 530-550.
- [2] Amiti, M., “The Effect of the U.S.-China Trade War on U.S. Investment”, *NBER Working Paper*, 2020, 46.
- [3] 鲍晓华、陈清萍,“反倾销如何影响了下游企业出口?——基于中国企业微观数据的实证研究”,《经济学》(季刊),2019年第2期,第749—770页。
- [4] Bekaert, G., C. R. Harvey, C. T. Lundblad, and S. Siegel, “Political Risk Spreads”, *Journal of International Business Studies*, 2014, 45(4), 471-493.
- [5] Benguria, F., J. Choi, D. L. Swenson, and M. J. Xu, “Anxiety or Pain? The Impact of Tariffs and Uncertainty on Chinese Firms in the Trade War”, *Journal of International Economics*, 2022, 103608.
- [6] Blanchard, E. J., A. U. Santos Paulino, C. Trentini, and E. Milet, “Implications of Rising Trade Tensions for FDI Projects”, *SSRN Working Paper*, 2021.

- [7] Borusyak, K., P. Hull, and X. Jaravel, “Quasi-Experimental Shift-Share Research Designs”, *The Review of Economic Studies*, 2021, 33.
- [8] Bown, C. P., “The U.S.-China Trade War and Phase One Agreement”, *Journal of Policy Modeling*, 2021, 43(4), 805-843.
- [9] Brainard, S. L., “An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-Off Between Multinational Sales and Trade”, *The American Economic Review*, 1997, 87(4), 520-544.
- [10] 曹清峰、董朋飞、李宏, “关税壁垒的‘筛选效应’与企业海外并购成功率”, 《国际贸易问题》, 2019 年第 10 期, 第 163—174 页。
- [11] Chen, Z., X. Jiang, Z. Liu, J. C. S. Serrato, and D. Y. Xu, “Tax Policy and Lumpy Investment Behavior: Evidence from China’s VAT Reform”, *The Review of Economic Studies*, 2022, 90(2), 634-674.
- [12] Caldara, D., and M. Iacoviello, “Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, 2022, 112(4), 1194-1225.
- [13] Davies, R. B., R. Desbordes, and A. Ray, “Greenfield versus Merger and Acquisition FDI: Same Wine, Different Bottles?”, *Canadian Journal of Economics*, 2018, 51(4), 1151-1190.
- [14] Erel, I., R. C. Liao, and M. S. Weisbach, “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions”, *The Journal of Finance*, 2012, 67(3), 1045-1082.
- [15] Fajgelbaum, P. D., P. K. Goldberg, P. J. Kennedy, and A. K. Khandelwal, “The Return to Protectionism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 2020, 135(1), 1-55.
- [16] Fama, E. F., and K. R. French, “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, 1993, 33(1), 3-56.
- [17] Fan, D., P. Ma, L. Cui, and D. W. Yiu, “Locking in Overseas Buyers amid Geopolitical Conflicts”, *Journal of Operations Management*, 2024, 70(5), 756-792.
- [18] 谷成、王巍, “增值税减税、企业议价能力与创新投入”, 《财贸经济》, 2021 年第 9 期, 第 35—49 页。
- [19] Guo, G., D. Hu, H. Wang, and Z. Zhang, “Adapting to Trade Friction: The Supply Chain Dynamics of Chinese Suppliers”, *China Economic Review*, 2024, 87, 102230.
- [20] Handley, K., F. Kamal, and R. Monarch, “Supply Chain Adjustments to Tariff Shocks: Evidence from Firm Trade Linkages in the 2018-2019 U.S. Trade War”, *NBER Working Paper*, 2023.
- [21] Handley, K., and N. Limão, “Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States”, *The American Economic Review*, 2017, 107(9), 64.
- [22] Helpman, E., M. J. Melitz, and S. R. Yeaple, “Export versus FDI with Heterogeneous Firms”, *American Economic Review*, 2004, 94(1), 300-316.
- [23] Hijzen, A., H. Görg, and M. Manchin, “Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Role of Trade Costs”, *European Economic Review*, 2008, 52(5), 849-866.
- [24] 胡振虎、贾英姿、于晓, “美国外资国家安全审查机制对中国影响及应对策略分析”, 《财政研究》, 2017 年第 5 期, 第 89—99 页。
- [25] Jiang, L., Y. Lu, H. Song, and G. Zhang, “Responses of Exporters to Trade Protectionism: Inferences from the U.S.-China Trade War”, *Journal of International Economics*, 2023, 103687.
- [26] Jiao, Y., Z. Liu, Z. Tian, and X. Wang, “The Impacts of the U.S. Trade War on Chinese Exporters”, *The Review of Economics and Statistics*, 2022, 1-34.
- [27] Kwan, C. H., “The China-US Trade War: Deep-Rooted Causes, Shifting Focus and Uncertain Prospects”, *Asian Economic Policy Review*, 2020, 15(1), 55-72.
- [28] Lee, K. H., “Cross-Border Mergers and Acquisitions Amid Political Uncertainty: A Bargaining Perspective”, *Strategic Management Journal*, 2018, 39(11), 2992-3005.
- [29] 李辉、姚丹、郭丽, 《国际直接投资与跨国公司》。北京: 电子工业出版社, 2013 年。

- [30] 李林木、于海峰、汪冲、付宇,“赏罚机制、税收遵从与企业绩效——基于纳税信用管理制度的研究”,《经济研究》,2020年第6期,第89—104页。
- [31] 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,第28—43页。
- [32] 刘晓光、刘元春,“杠杆率、短债长用与企业表现”,《经济研究》,2019年第7期,第127—141页。
- [33] Markusen, J. R., *Multinational Firms and the Theory of International Trade*. MIT press, 2002.
- [34] Nocke, V., and S. Yeaple, “Cross-Border Mergers and Acquisitions vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role of Firm Heterogeneity”, *Journal of International Economics*, 2007, 72(2), 336-365.
- [35] OECD, “Acquisition and Ownership Related Policies to Safeguard Essential Security Interests”, *OECD Working Paper*, 2019.
- [36] Sandkamp, A., “The Trade Effects of Antidumping Duties: Evidence from the 2004 EU Enlargement”, *Journal of International Economics*, 2020, 123, 103307.
- [37] Serdar Dinc, I., and I. Erel, “Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions”, *The Journal of Finance*, 2013, 68(6), 2471-2514.
- [38] 魏涛,“中国企业海外并购促进无形资源优化升级问题研究——以海尔集团海外并购的实践为例”,《宏观经济研究》,2017年第5期,第158—166+175页。
- [39] 杨连星,“反倾销如何影响了跨国并购”,《金融研究》,2021年第8期,第61—79页。
- [40] 余森杰、田巍、郑纯如,“中美贸易摩擦的中方反制关税作用研究”,《经济学》(季刊),2022年第6期,第2041—2062页。
- [41] 于洋、李壮壮、杨雯月、潘鹤、薛丹,“并购沃尔沃对吉利竞争力的影响分析”,《山西财经大学学报》,2014年第1期,第45—47页。
- [42] Zhang, C., I. T. Kandilov, and M. D. Walker, “Direct Flights and Cross-Border Mergers & Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, 2021, 70(10), 102063.
- [43] 张国峰、陆毅、蒋灵多,“关税冲击与中国进口行为”,《金融研究》,2021年第10期,第40—58页。
- [44] 朱光顺、魏宁,“负责任的银行贷款与上市公司 ESG 表现”,《数量经济技术经济研究》,2023年第12期,第133—151页。

Trade Protectionism Suppresses Chinese Firms' Cross-Border M&A

WEI Yaning

(Zhongnan University of Economics and Law)

BAO Xiaohua* DENG Jianpeng

(Shanghai University of Finance and Economics)

Abstract: The tariff-jumping theory posits that, when confronted with rising tariff barriers, firms increase their investment in the tariff-imposing country in order to circumvent the tariffs. We integrate data on Chinese firms' cross-border mergers and acquisitions (M&A), export, and monthly product-level tariff data from 2018 to 2019. By constructing a shift-share instrumental variable (SSIV), we find that trade protectionism suppresses Chinese firms' cross-border M&A—a finding that contradicts the traditional tariff-jumping hypothesis. This research identifies three potential mechanisms: (1) the Trump tariffs directly reduce firms' operational performance; (2) the U.S. foreign investment security review process generates a demonstration effect; and (3) uncertainty arising from U.S.-China trade tensions weakens the bargaining power of Chinese firms.

Keywords: trade protection; corporate cross-border mergers and acquisitions; tariff suppression

JEL Classification: F13, F21, D22

* Corresponding Author; BAO Xiaohua, the College of Business Building, College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, No. 100 Wudong Road, Yangpu District, Shanghai 200433, China; Tel: 86-21-65907045; E-mail: xhbao369@mail.shufe.edu.cn.