

基于单边引力模型的中资金融机构跨境并购研究

张 晶 岳 爽

(山东财经大学金融学院, 山东 济南 250014)

[摘 要] 华人移民与心理距离是影响中资金融机构跨境并购的重要因素,但一直没有得到足够的重视。利用单边引力模型,以 2000-2016 年间中资金融机构跨境并购案例为样本,将并购目标国与我国匹配后进行的实证检验结果证实,目标国华人移民规模的确是影响中资金融机构跨境并购的重要因素,不过心理距离的影响并不显著。此外,结果还表明目标国经济与预期值差距越大、金融监管体制差距越小越有可能成为中资金融机构的并购目标国。

[关键词] 中资金融机构;跨境并购;单边引力模型;移民;心理距离

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2019.02.009

[中图分类号] F125.4 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2095-3410(2019)02-0103-15

一、引言与文献综述

跨境并购是中资金融机构海外扩张最直接的方式^①。从 Zephyr 提供的中国金融业并购数据上看,2000-2016 年,共发生海外并购案件 67 起,涉及近 600 亿的海外并购资产^②。其中,银行跨境并购达到 25 起,仅工商银行一家就完成 12 起,另外比较多的就是建设银行,实现 3 起海外并购;其他金融机构跨境并购 42 起,包括中信证券、海通证券、安邦保险、汇鑫投资等证券类、保险类公司。这期间,随着中国资本账户开放的推进以及加入世贸组织契机的出现,我国海外并购的活动愈加频繁,尤其是 2013 年之后,我国金融机构跨境并购迎来井喷式发展。从国内外经济环境上看,这种势头一方面是来自于金融全球化推动国际资本融合、给中国金融机构的海外发展带来了新机会,另一方面是因金融市场的完善而促使海外扩张成为我国金融业发展的新动力。近年来,我国国际化步伐逐步加快,人民币国际化、“一带一路”倡议等相继实施,资本输出不断加速,推动了我国金融机构在全球资本市场的大幅扩张。图 1 列示了 2000-2016 年每年的并购价值与并购案例数量。样本期间,我国金融机构的并购案例基本呈

[基金项目] 国家社会科学基金项目“中资银行跨境并购的绩效检验及路径选择研究”(16BGL045)

[作者简介] 张晶(1972-),女,山东济南人,山东财经大学金融学院教授、博士生导师。主要研究方向:货币经济与银行理论。

①罗小军.中资海外并购注重技术和品牌[EB/OL].http://www.sohu.com/a/237184288_115362.

②这些案件中包括可能为并购谣言的案件 18 起以及中国为联合并购者的案件 4 起,数据中包含上述两种情形的案例,也存在一部分案例并购价值不详实。

现出不断上升的趋势,特别是2015年,全年发生并购案例17起,成为单年发生并购案例数量之最;而在并购价值方面,比较突出的是2007年前后,由于当时大型商业银行股改上市成功,刺激了商业银行的海外扩张,并购价值凸显,但之后中资金融机构的并购规模却迅速下滑至较低的水平,且持续到2013年之后才呈现出新的快速上涨趋势。

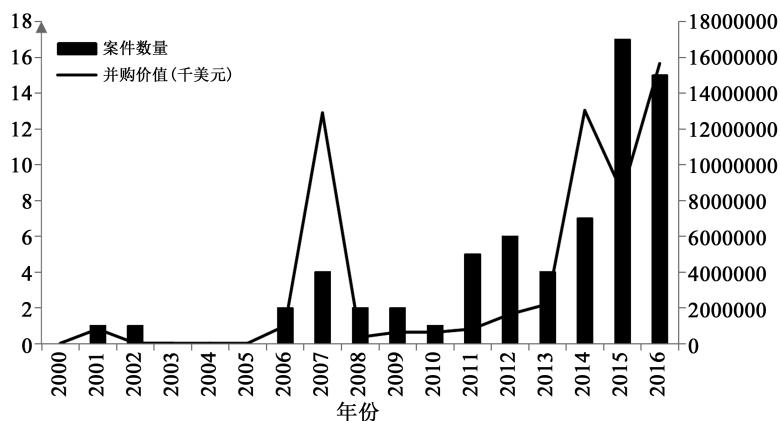


图1 2000-2016年中资金融机构跨境并购案例数与并购价值

针对全球金融机构跨境并购迅猛发展的现象,国内外学者一直聚焦于跨境并购背后的动因研究,从微观到宏观出现了大量的研究成果,并证实金融机构个体的异质性(Focarelli和Pozzolo,2001^[1];Buch和Lipponer,2007^[2])与并购双方国家的市场特征(Curry等,2003^[3];Buch和DeLong,2004^[4])是影响金融机构跨境并购活动的重要因素。而针对中资金融机构跨境并购而言,郭建鸾、胡旭(2013)^[5]认为全球战略、能力获取和资金配置等因素作为重要的异质性因素影响到金融机构跨境并购;田海峰等(2015)^[6]则提出在市场特征层面上,制度环境与制度距离能够影响我国金融机构的准入门槛、并进而影响并购决策;刘瑞波等(2018)^[7]则指出我国金融机构跨境并购的区位战略在动因研究中占据了重要地位。但是,目前学者们过于关注微观角度,特别是都集中于机构层面^①展开研究,而对于两国之间的宏观因素往往只是在计量模型中作为控制变量出现,结果导致国家层面因素对于金融机构跨境并购的影响一直被忽略(Pinheiro等,2016)^[8]。事实上,一国的准入壁垒能够直接影响并购国企业的行为决策,如Tinbergen(1962)^[9]的研究指出并购国的产业结构与市场化程度能够决定跨国并购行为。在近些年相关研究中,已经有不少学者开始注重国家层面的因素对金融机构跨境并购的影响,从而在一定程度上促使学术领域建立起了一个较为完整的关于金融机构跨境并购动因的理论体系。这些宏观层面动因的研究大致可以分为国家特征论与国家双边特征论两个观点,前者强调东道国与目标国的国家特征能够影响企业的跨境并购决策,这些国家特征主要包括东道国的市场规模、经济增长或金融业发展水平、目标国的金融发展水平和经济平稳性等(Buch和DeLong,2004^[4];Focarelli和Pozzolo,2008^[10]);而后者则强调两国之间的双边因素将

^①国内现有研究关于金融机构跨境并购的动因主要包括企业并购产生协同效应、金融机构的全球资源配置、取得目标企业的无形资产、实现企业全球化战略等观点;还有一部分研究认为金融机构克服两国间的并购摩擦成本以及两国之间地理距离的管理成本都将影响企业并购活动。

影响彼此间的跨境并购活动,这部分研究最常见的是将引力模型引入跨境并购的研究中,探究两国之间的贸易与地理距离等因素是否能够影响金融机构的跨境并购决策(Focarelli 和 Pozzolo,2001^[1];Buch 和 Delong,2004^[4];Ellis,2008^[11])。

跨境并购不同于国内并购,国家特征与两国的关联程度在其中会显得尤为重要,特别是并购双方的国家特征还存在非对称性,且这种非对称性还极易受到两国关联程度以及世界经济环境的影响,因此国家双边特征论在研究金融机构跨境并购时更贴近现实。有学者开始从人口迁徙或移民网络造成的全球文化融合角度,来分析影响一国对外投资的因素(梁育填等,2018)^[12],并证实移民因素与两国间的心理壁垒关系到一国企业在国外市场上的潜在商机。但这些研究针对的基本都是工商企业,且分别只在独立的研究框架中进行,鲜有将移民和心理因素同时作为跨境并购动因而展开研究的。我们认为这两方面关系密切,一同考量会更有利于全面分析。本文将基于单边引力模型来研究非金融企业跨境并购的视角,转移到金融机构的跨境并购动因剖析上,从理论与实证的角度验证东道国与目标国之间,移民因素和心理距离两个因素是否对中资金融机构跨境并购产生重要作用。

二、理论分析与研究假设

随着数字技术发展给全球信息沟通带来的便利性以及全球人口流动带来的潜在商业机会等外部环境的变化,以往剖析的宏观或微观层面的因素已经不能完全解释当今中资金融机构开展跨境并购的缘由,为此学术界致力于寻找新的动因以适应当前的跨境并购案例。一些学者从人口经济学的角度注意到两个方面的问题:第一,随着我国经济的不断增长与人民对生活的进一步追求,我国向国外的人口迁徙不断增加,进而引起我国对华人迁徙国的海外投资和贸易也在不断增加(Poston 等,1994^[13];Luo 等,1997^[14];Buckley 等,2011^[15];杨亚平、高玥,2017^[16]);第二,随着全球文化融合的大趋势,两国之间民众的心理距离或心理差距正在显著影响我国的对外投资与对外贸易(Sachdev 和 Bello,2014^[17];逯建等,2018^[18])。既然华人移民以及心理距离能够对我国的对外投资产生明显影响,而跨境并购又是一种最直接的对外投资手段,那么检验这两个因素对中资金融机构跨境并购是否也会带来影响符合研究逻辑。具体而言,金融业作为一个信息密集型行业,需要面对全面、及时、准确的信息,而我国与目标国的心理差异距离恰是集成两国之间文化差异、信仰差异、语言差异等多方面因素形成的信息流通壁垒,使得跨境并购活动很难在心理差距较大的国家开展(Dow 和 Karunaratna,2006)^[19];而我国对于目标国的人口迁徙能够促进中资金融机构借助于当地华人的渠道来实现更好的信息互换,从而可以减少信息摩擦、降低交流成本,最终促进并购活动的顺利推进(许祥云,2007)^[20]。结合过往学者对华人移民与两国间心理距离对进出口贸易活动的相关研究成果(Bello 和 Gilliland,1997)^[21],本文对这两个因素所引发的中资金融机构的跨境并购活动展开以下理论分析,并以此为基础提出研究假设。

(一)移民

国际人口迁徙是经济全球化进程下最重要的产物和外在表象之一。我国是传统的移民大国,目前正经历第三次大规模移民浪潮。到2016年,移居海外的华人人数约为4462万人,成为全球排名第四的移民输出国。《中国国际移民报告2018》报告中指出,“一带一路”沿线地区成为

中国移民的重要流向地区。由于大量移民的存在,以及他们往往与家乡保持着积极的联系,因此增强了我国与目标国之间的信息传递,进而能够消除两国之间的信息壁垒,同时也能对目标国企业起到一定的监督作用,还较为明显地增强了对于本国金融机构的业务需求(许祥云,2007)^[20]。我国大量海外移民对于金融业务的需求产生了推动中资金融机构跨境并购活动的原动力。这种影响主要是通过克服信息障碍、减少机会主义与克服本土偏见等三个渠道发挥作用。

1.克服信息障碍。相对于国内经济活动,信息缺乏会在更大程度上影响跨境交易。因而由于信息障碍,使得我国金融机构无法完全获得目标国企业的经营现状、负债情况、资产质量等关键信息,如果两国间距离较远,那么获得这些特定且隐晦信息的成本是巨大的(Buch和DeLong,2004)^[4]。同理,与国内并购相比,信息缺失往往是导致跨境并购机会缺失的重要影响因素(Portes和Rey,1999)^[22]。金融业是一个信息密集型行业,由于信息不对称,并购金融机会的缺失将被放大化。然而,两国移民间搭建的移民网络能够在一定程度上有效解决这种信息不对称的问题,因为华人移民不仅能够将国内金融机构的信息带到国外,同时也将国外企业的信息向国内反馈。可见,移民与移民网络的存在,能够显著的增加信息来源的多样性与可能性,进而减少并购企业的甄选成本(许祥云,2007)^[20]。

2.克服本土偏见。一国的消费者或投资者一般都存在“本土偏见”行为(Combes等,2005)^[23],即他们的消费与投资行为会偏向于本土企业,这种偏好使得本土企业相对于外企会出现价值高估现象,从而造成并购成本增加,不利于跨境并购活动。而大量移民的出现不仅本身还保持着对于家乡企业的偏好,还将增加与本国贸易的进口,在一定程度上影响甚至是改变当地人的消费偏好,尤其是华人移民与当地入融合的程度越高,则会越能有效缓解本土企业可能存在的价值高估问题。

3.减少机会主义。Gould(1994)^[24],Rauch和Trindade(2002)^[25]认为国外华人组织在形成社会文化群体方面起到重要作用,这种文化群体不仅有助于商业信任,还能够通过群体制裁的威慑方式防止目标国企业在并购谈判过程中可能出现的机会主义。还有一些学者进一步补充了上述观点,如Gao(2004)^[26]证实由华侨协会安排的贸易展览和投资洽谈会,会进一步加强当地和华侨的情感等交流,还起到了商业信任的执行力量的作用,能够帮助企业克服非正式贸易壁垒。

鉴于上述分析,本文做出假设1:

H1:我国华人移民在目标国的数量越多,中资金融机构展开并购的可能性越大。

(二)心理距离

心理距离是指两国之间由于历史、文化、习俗、民族、宗教、社会意识形态的不同而形成的综合差别,属于存在于一国人民头脑中的“深层知识”,这种“深层知识”能够反映出国家之间经济意识与交流深度,是投资主体进行海外市场选择时必须要考虑的因素(Johanson和Vahlne,1977)^[27]。在跨境并购中,心理距离可以评估东道国与目标国市场之间的相似性与相异性,心理距离小,则两国市场相似度较高,较可能产生并购活动,反之,跨境并购活动在心理距离较远的国家则不容易发生(Jain,1989^[28]),并且心理距离对于企业跨境并购的影响主要是通过信息流动与主观感知这两个方面发挥作用的(易江玲、陈传明,2014)^[29]。表1列出了较

有代表性的相关文献对于心理距离的定义。

表 1 心理距离的代表性定义

研究视角	作者	定义
信息流动论	Johanson and Wiedersheim-Paul(1975)	防止或阻碍公司与市场之间信息流动的因素。
	Klein and Roth(1990)	阻碍市场中信息流动的总和。
	Bello and Gilliland(1997)	两个国家之间存在的文化差异。
	Stöttinger and Schlegelmitch(1998)	可感知的国际市场的异质性。
	Dow and Karunaratna(2006)	在宏观层面的因素影响下形成的可感知的心理距离。
	Yamin and Sinkovics(2006)	理解和学习海外市场的障碍所造成的不确定性程度。
	Blomkvist and Drogendijk(2013)	阻碍公司熟悉目标市场的因素而引起的不确定性程度。
主观感知论	Evans et al.(2000)	制造商在外国市场开展业务并被当地市场接受的难易程度。
	Evans and Mavondo(2002)	包括可感知的心理距离与引起这种感知的构成因素。
	Sousa and Bradley(2005)	两国之间可感知的文化与商业差异间的距离。
	Chelariu et al.(2006)	个人可感知的本国与其他国家的不同。
	Prime,Obadia and Vida(2009)	贸易伙伴之间在认知理念上的不一致性。
	Håkanson(2013)	可感知的心理距离是由公司可感知的文化、商业环境和商业惯例的差异所造成。
	Sachdev and Bello(2014)	个人对某一国家的主观感知距离,反映了对该国家的熟悉程度。

1.信息流动视角。在国家层面上讲,两国之间的心理距离决定了两国的思想阵营是否统一,心理距离越大,两国间的信息交流越少,克服思想差异的信息传递成本也越高。这种影响具体到企业层面,就会降低并购双方在传递信息时的及时性与理解信息时的充分性。可见,两国心理距离越大,两国间的信息壁垒越高,并购国企业对目标国企业信息搜寻的难度越大,越不利于跨境并购活动;相反,心理距离较小的两国企业在搜寻信息时往往更加容易,信息不对称的程度较低。因此,并购活动更容易在心理距离较低的两国间展开。

2.主观感知视角。除了通过交流或信息交流等学习行为来帮助微观主体做出决策之外,主观感知作为另外一个重要的影响微观主体行为的因素由 Evans 等人在 2000 年时最早用于研究中。个体的主观感知被认为是一种“非理性”评价,具有盲目的特性,并对感知的其他个体产生“好感”进而影响个体行为。心理距离所刻画的文化背景、国家习俗与传统、信仰将影响两国间个体的思维方式。心理距离越大则两国个体的思维方式差异越大,认同感越低,主观感受越差,将产生“负面评价”,并且这种评价具有较长的时间延续性。因此外境投资者将不愿意投资于与自身差异大的国家,并且这种关系容易呈现出不良的循环的状态(Håkanson 和 Ambos,2010)^[30]。由于心理距离产生了的主动感知将影响目标国对我国金融机构的知悉程度和认可度,进而影响我国企业在目标国并购后续的发展。因此当这些国家的心理距离越近则更容易相互学习和理解,金融机构进入海外市场的不确定性因素就大为减少,技能转移也就更加容易;反之,当目标国与并购国企业管理者的心理差异越大,并购发生的可能性将越小。从逻辑上看,心理距离作用下的信息流动的客观障碍和主观感知困难(薛君、周鸿,2018^[31]),都不促使我国金融机构考虑并购心理距离较远国家的企业。

于是,本文做出假设 2:

H2:我国与目标国的心理距离越远,中资金融机构展开并购的可能性越小。

三、模型与数据

(一)模型设定

引力模型在分析宏观变量对金融机构跨境并购活动的影响方面已经成为主流方法之一,传统引力模型适用于解释双边并购活动,而我们的研究并不涉及中国作为东道国情形,即只解释中国作为母国的单边情况。借鉴祁春凌、邹超(2013)^[32]的方法,将引力模型中两国的双边变量替换为单边变量,即采取单边引力模型,并在控制住一些其他影响金融机构跨境并购的主要因素变量以及部分国家层面的经济变量的基础上,来凸显移民与心理距离这两个因素的作用。基础计量模型为:

$$M \& A_{ci,t} = \alpha + \theta \text{Country}_{ci,t} + \beta \text{Trade}_{ci,t} + \delta \text{Migrant}_{ci,t} + \gamma \text{Distance}_{ci,t} + u_i \quad (1)$$

$M \& A_{ci,t}$ 表示t年我国金融机构C对目标国i的企业进行并购的虚拟变量。 $\text{Country}_{ci,t}$ 表示t年我国与目标国的一系列经济指标,包括t年我国GDP、M2、金融业竞争程度指标HHI,与目标国i国之间的金融差距,目标国GDP增长率与GDP波动,这些指标主要是作为控制变量出现在模型中。 $\text{Trade}_{ci,t}$ 表示t年我国与目标国的双边贸易。剩余的两个变量是本文的核心解释变量,其中 $\text{Migrant}_{ci,t}$ 反映t年目标国中我国移民人数的等级变量; $\text{Distance}_{ci,t}$ 表示我国与目标国之间的距离指标,包含地理距离与心理距离两个方面。具体指标见后面的变量说明。

(二)样本数据

本文的并购数据来源于Zephyr全球并购交易数据库,通过寻找中资金融机构并购有关的国家确定了目标国范围。本文的样本区间确定为2000-2016年。按照单边引力模型的设定要求,我们统计了样本期间中资金融机构跨境并购中,中国作为并购国而其他国家为目标国的所有案例,从中去掉了大陆与港澳台地区之间的、极端小国与超级大国隶属的小国或岛屿的并购案例,还删除了并购交易发生在离岸市场国家(如百慕大、开曼群岛、毛里求斯)的案例,最终确定了66个目标国。在采集中国作为东道国的跨境并购案例中,本文包括了全额收购、二次增资、部分收购与联合收购,共67起案例。

(三)变量说明

1.被解释变量。本文的被解释变量为dum_MA,表示是否发生并购(虚拟变量),当年发生并购为1,未发生为0。

2.解释变量。一是MIGRANTS。将我国与目标国之间的移民变量共分为4个等级,分别为0-3^①。二是PSYCHIC。该指标来自于Dow(2006)^[33]提出的心理差异指标,通过从教育、宗教、语言、政治体系与工业发展等多个层次上来衡量国家之间的心理差异,本文主要考察中国与目标国之间的心理因素差异是否导致并购行为决策不同。

3.控制变量。本文使用ln_gdp表示我国市场经济规模,M2增长率衡量我国金融发展水平,并通过金融业上市公司的数据构建能够反映金融业竞争程度的指标——我国金融业t年

^①在2000-2016年间,海外华人总数从3500万左右增长至4400万,排名前20位的国家也几乎没有变化,且在200万、50万与10万之间存在天然断层。因此,本文利用该断层,将海外移民数据分为4个层次:200万以上的华人移民大国赋值为3,移民50万以上至200万为2,移民10万以上至50万位1,而10万以下则为0。

的赫芬达尔指数 HHI_t 。其计算过程借鉴了 Berry (1971) 与 Mcvey (1972) 的方法,由整个市场中所有上市的 82 家金融公司的资产占总资产的比重的平方和计算而得,具体见公式(2)。

$$HHI_t = \sum \left(\frac{Asset_{j,t}}{Total_t} \right)^2 \quad (2)$$

$Asset_{j,t}$ 代表中资上市金融公司 j 的资产, $Total_t$ 表示整个上市金融公司的资产总和。

同时,选择了两国官方信贷占 GDP 的比例差作为衡量两国之间金融发展差距的指标。指标符号和具体计算方式如下:

$UNEXPLORED = \text{中国官方信贷占 GDP 的比重} - \text{目标国官方信贷占 GDP 的比重}$

目标国方面,使用 GDP 增长率以及 GDP 波动来代表其市场状况。后者用 $\ln_RESIDUAL$ 表示,代表目标国经济与预期值之间的产出缺口。这是目标国市场被高估或被低估的代理变量,计算方法如下:先通过公式(3)的线性回归得到目标国 GDP 的预测值,即估计出真实 GDP 的拟合值,再使用 i 国 t 年的实际 GDP 减去该拟合值,得到目标国经济与预期值之间的产出缺口,即公式(4)。

$$GDP_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta} \text{ year} + \varepsilon \quad (3)$$

$$GDP_t = GDP_{i,t} - GDP_{i,t} \quad (4)$$

贸易变量来自于中国对目标国经常账户下的贸易量。

地理距离则选择了两个国家之间首都的距离。

考虑到金融机构的海外并购必然会受到目标国政府的监管影响,所以还增加了反映海外并购监管的代理变量 $Regulatory$,相关数据来自世界银行。

后面在进行稳健性检验时还考虑了三个控制变量,即目标国金融开放程度、经济自由度与国际竞争力,分别为 $Openness$ 、 $Freedom$ 、 $Competitiveness$ 。

所有变量及其数据的描述性统计参见表 2。

所有变量之间的相关性检验结果参见表 3。

四、回归结果

为了避免最小二乘法回归系数大于 1 的问题,本文使用 Logit 二值模型来对被解释变量为虚拟变量的模型进行回归。同时,采用了稳健标准误来消除可能出现的残差异方差的情况,并在回归的过程中,控制了时间趋势项。

(一)验证假说

表 4 为回归结果。由于 \ln_gdp 、 $M2$ 、 HHI 变量相关性较强(表 3 的备注里已经说明),因此在回归时将三个变量依次分别放入模型中进行检验,原本在回归结果的表格中,应该分别列出,但由于在变换 \ln_gdp 、 $M2$ 、 HHI 变量后,其他变量的显著性与估计值并没有受到任何影响,于是为了节约篇幅,就将其放入一列进行显示,即表 4 中的每一列回归结果实际上都是三个回归模型的统一结果。表格共 6 列,被解释变量均为“是否发生并购”。第 1 列为加入两国市场特征的传统引力模型回归,第 2 列单独验证了移民变量对于跨境并购活动的影响,第 3 列将移民变量放入引力模型中,本文称为综合模型。第 4 至 6 列则是在综合模型的基础上,分别加入了监管质量、地理距离与时间的交乘项、心理距离与时间的交乘项以后的回归结果。

表 2 变量描述性统计

变量	变量描述	均值	方差	最小值	最大值	观察值	来源
dum_MA	中资金融机构是否并购	0.567	0.231	0	1	1181	Zephyr 全球并购交易数据库
MIGRANTS	华人移民数量等级	0.51	0.9	0	3	1181	中国台湾侨务委员会
PSYCHIC	两国之间的心理距离	4.9	1.52	1.79	7.3	994	Douglas Dow (2006)
ln_gdp	代理中国市场规模	19.82	0.78	18.61	20.83	1181	worldbank
M2	中国金融市场深度的代理变量	0.16	0.042	0.11	0.28	1181	worldbank
HHI	以上市公司数据计算的中国金融业的赫芬达尔指数	0.17	0.06	0.08	0.28	1181	上市公司数据来源 CSMAR, 手工计算
UNEXPLORED	UNEXPLORED = 中国官方信贷占 GDP 的比重 - 被并购国官方信贷占 GDP 的比重	45.98	67.02	-182.4	191.8	1062	worldbank
gdp growth	目标国经济发展的指标	3.26	3.75	-14.8	26.17	1093	worldbank
ln_RESIDUAL	衡量目标国经济运行平稳性的指标	13.97	2.56	3.25	18.47	1093	手工计算
ln_TRADE	中国对目标国的出口贸易总额 (进出口总额)	11.20	3.91	-6.90	16.59	1117	IMF 数据库
ln_GEOGRAPHIC	中国与目标国之间的地理距离 (首都到首都)	8.93	0.5	6.86239	9.86	1181	CEPII 网站
Regulatory	一国政府对于海外并购监管的代理变量	69.63	24.4	2.87	100	1126	worldbank
Openness	一国金融市场开放程度	1.11	1.48	-1.9	2.37	1045	Chinn-Ito index 网站
Freedom	一国经济自由程度	66.11	9.4	35.9	89.4	1063	The Heritage Foundation 网站
Competitiveness	一国竞争力变量	4.83	1.01	2.47	6.7	637	世界经济论坛

注:按照引力模型的格式,本文将 GDP、RESIDUAL 与 GEOGRAPHIC 进行了对数处理。

表 3 各变量相关系数矩阵

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 dum_MA	1														
2 ln_gdp	0.148	1													
3 M2	-0.145	-0.700	1												
4 HHI	-0.117	-0.899	0.613	1											
5 UNEXPLORED	-0.033	0.241	-0.203	-0.172	1										
6 gdp growth	-0.038	-0.154	-0.145	0.168	0.295	1									
7 ln_RESIDUAL	0.211	0.023	-0.018	-0.032	-0.270	-0.199	1								
8 MIGRANTS	0.224	-0.027	0.019	0.028	-0.253	0.033	0.261	1							
9 ln_TRADE	0.202	0.189	-0.133	-0.177	-0.217	-0.111	70.569	0.576	1						
10 ln_GEOGRAPHIC	0.025	-0.009	0.006	0.008	0.080	-0.069	-0.010	-0.279	-0.294	1					
11 PSYCHIC	0.066	-0.025	0.01	0.026	-0.645	-0.362	0.247	-0.081	0.064	0.097	1				
12 Regulatory	0.018	-0.026	0.018	0.023	-0.572	-0.175	0.080	0.061	0.057	0.089	0.659	1			
13 Openness	-0.085	-0.043	0.031	0.035	-0.299	-0.103	0.011	-0.143	-0.092	0.201	0.442	0.687	1		
14 Freedom	-0.004	-0.010	0.023	0.005	-0.457	-0.061	-0.050	0.151	0.023	0.076	0.426	0.862	0.583	1	
15 Competitiveness	0.036	0.085	-0.035	-0.077	-0.530	-0.180	0.084	0.133	0.169	-0.133	0.472	0.705	0.495	0.659	1

注:本文相关系数矩阵中包含的变量的编号为 1 至 15,分别是:是否发生并购事件、对数处理的中国 GDP、中国 M2 年增长率、金融业市场集中度、并购两国之间的金融市场差距、目标国 GDP 增长率、目标国 GDP 与估计值的残差、移民变量、中国与目标国之间的海关贸易额(进出口)、对数处理的地理距离、心理距离、目标国政府监管质量、金融开放度、经济自由度与全球竞争力指数。表格第一行为各变量相应代号。由于第 2、3、4 变量的相关性较强,因此本文在回归中将轮流放入,以避免多重共线性的情况。同理在稳健性检验中,也会轮流放入第 13、14、15 变量。其余变量之间的相关性较正常,不再赘述。

表 4 回归结果

	引力模型	移民模型	综合模型	综合模型加入各变量		
	dum_MA(1)	dum_MA(2)	dum_MA(3)	dum_MA(4)	dum_MA(5)	dum_MA(6)
In_gdp	6.103 (0.15)	-2.856 (-0.07)	-8.456 (-0.20)	-0.322 (-0.01)	-55.19 (-0.68)	-37.23 (-0.81)
M2	-3.447 (-0.15)	1.613 (0.07)	4.776 (0.20)	0.182 (0.01)	31.17 (0.68)	21.03 (0.81)
HHI	-7.508 (-0.15)	3.513 (0.07)	10.40 (0.20)	0.397 (0.01)	67.89 (0.68)	45.80 (0.81)
UNEXPLORED	0.0001 (0.04)	0.0004 (0.21)	0.003 (1.00)	0.0006 (0.20)	0.003 (0.98)	0.003 (1.01)
gdp growth	-0.031 (-0.76)	-0.061 (-1.39)	-0.042 (-0.95)	-0.0169 (-0.42)	-0.039 (-0.89)	-0.056 (-1.26)
In_RESIDUAL	0.077 (0.71)	0.322*** (3.05)	0.311** (2.20)	0.261* (1.82)	0.316** (2.19)	0.337** (2.46)
In_TRADE	0.609*** (3.24)		-0.111 (-0.51)	-0.076 (-0.35)	-0.115 (-0.53)	-0.124 (-0.59)
In_GEOGRAPHIC	0.654** (2.00)		0.453 (0.97)	0.488 (1.11)	-117.7 (-0.70)	0.489 (1.02)
PSYCHIC	0.051 (0.35)		0.210 (1.29)	0.312* (1.81)	0.214 (1.32)	-122.2** (-2.41)
MIGRANTS		0.690** (5.06)	0.930*** (3.91)	0.908*** (3.89)	0.934*** (3.91)	0.946*** (3.98)
Regulatory				-0.017** (-2.07)		
Geotre					0.058 (0.70)	
psytre						0.060** (2.42)
Year control	Y	Y	Y	Y	Y	Y
_cons	-144.5 (-0.18)	52.90 (0.06)	165.7 (0.19)	-2.861 (-0.00)	1137.5 (0.67)	763.5 (0.79)
N	704	752	704	704	704	704
R ²	0.2184	0.2426	0.2477	0.2555	0.2490	0.2611

注:Logit 回归 Z 统计量显示在括号中,显著性水平分别在 10%、5%、1%水平上显示*、**与***。由于 In_gdp、M2、HHI 变量相关性较强,在回归时依次分别放入模型中。然而在最后结果中由于其他系数并不受这些变量影响,故放在一起显示,因此每一列回归结果均来自 3 个回归模型。回归结果前三列分别代表传统引力模型,移民模型,与综合模型,后三列则是在综合模型的基础上分别加入了监管质量、地理距离与时间的交乘项、心理距离与时间的交乘项。

在引力模型中,In_TRADE 与 In_GEOGRAPHIC 正向显著,说明中国与目标国之间的贸易量越大,我国金融机构越可能产生跨境并购行为。而地理距离的正向显著与传统引力模型相反,似乎很难解释,但从并购案例来看,样本期间我国金融机构的跨境并购集中分布于欧美等地,而距离我国相对较近的亚洲地区则较少,故会产生这样的结果;但同时,我们发现由于地理距离在其他的模型中均不显著,因此仅仅一个模型中显著的结果并不具有说服力。

在移民模型中,移民变量正向显著。说明海外华人居住越多的国家,越有可能发生并购活动。目标国 GDP 残差项 In_RESIDUAL 正向显著,说明目标国真实经济规模偏离预期值越多,并购发生的可能性越高。我国金融机构跨境并购的案件多发生在 2007 年之后,这种情况与全球背景下的金融危机不无关系,而欧美国家的经济动荡成为我国金融机构进入目标国市场的重要时机,按照我国入市承诺,全面开放人民币业务也是中资金融机构“走出去”的一个重要原因。

在综合模型中,将所有主要解释变量放在同一个模型中,回归发现,ln_RESIDUAL 与 MIGRANTS 依然显著,支持上述分析的结果。

在综合模型中分别加入了监管质量(Regulatory,第4列),地理距离与时间的交乘项(Geotre,第5列),心理距离与时间的交乘项(psytre,第6列)三个变量予以进一步检验。在第4列中,ln_RESIDUAL 与 MIGRANTS 依然显著为正,但估计参数稍有减小(ln_RESIDUAL 第4列参数为0.261,其余各列均在0.3以上;MIGRANTS 第4列参数为0.908,其余各列均在0.93以上),但总体与之前的结果保持一致,最后的Regulatory变量负向显著,说明目标国监管越严格,将会导致我国金融机构在该国企业的并购发生可能性越低。我们认为,由于我国特殊金融体系的监管法律与机制相较于西方国家的监管体制存在一定的差异,在跨境并购的过程中,必然要面对市场准入、并购法案等监管条例的不同,并将直接影响并购活动的交易成本,显然与我国相比监管制度差异越大、越严格的国家往往对于中资金融机构的跨境并购的限制越多,造成准入门槛越高、并购审核程序越复杂,进而增加了我国跨境并购难度。在第5列与第6列中,分别加入了地理距离与时间、心理距离与时间的交互项,以分析距离变量的时间趋势对于并购发生的影响。在第5列中,加入Geotre后其余变量与之前回归结果保持一致,但Geotre本身并不显著,说明在样本区间内,随着时间推移,地理距离对于我国金融机构并购并未产生影响,的确随着信息技术日新月异的发展,地理距离对于两国之间并购活动的影响将越来越弱(Pinheiro等,2016^[8])。第6列中,加入psytre后,PSYCHIC负向显著,psytre正向显著,说明心理距离越远并购发生的可能性越低,支持本文之前的假设,但随着时间推移这种负向效应被显著削弱(psytre正向显著)。但需要注意的是,从所有模型的检验结果来看,心理距离对于中资金融机构跨境并购发生的可能性影响并不显著。

综合表4中1-6列的回归结果来看,MTGRANTS在所有回归中都正向显著且影响系数都较大,这证实假设H1是成立的;但PSYCHIC的系数比较复杂,在前五个回归结果中,心理距离的估计参数均为正,其中除了在第4列中正向显著之外,其他均通不过检验,所以就整体检验结果来看,心理距离并不是能够影响我国金融机构跨境并购的主要动因,特别是在全球金融一体化进程越来越快的背景下,心理距离的作用正在减弱。这也可以表现在第6列的结果中,在加入了心理距离与时间的交乘项后,心理距离的作用在随着时间的推移而削弱,这个结果能够在一定程度上支撑Nordstrom和Vahlne(1994)^[34]的观点。不过,显然实证结果不能支持本文的假设H2。另外,从实际并购案例的分布情况来看,在目标国的选择上我国也的确并未出现明显的心理偏好,因为我们将dum_MA为1的国家挑选出来,计算出平均心理距离为5.2,而其余国家的心理距离为4.9,两类国家的心理距离差别并不显著。ln_RESIDUAL的正向显著表示在我国的金融业跨境并购中,目标国的经济与预期值的缺口对于跨境并购非常重要。目标国经济产出缺口增大意味着该国经济处于过热或萧条的不稳定环境之中,这样的经济环境下目标国企业的价值高估与低估都会增加我国跨境并购的成功率。而代表我国国家特征的变量ln_gdp、M2、HHI在所有回归中均不显著,说明我国市场规模,金融市场发展情况与市场竞争程度并不是决定我国金融机构进行跨境并购的国家特征之一。

(二)稳健性检验

在稳健性检验中,我们做了两方面的工作:一是由于谣言案例的真实性有待验证,为避免争议,在样本中剔除了谣言案例与联合并购等特殊案例后再次进行检验;二是我们在综合模型中加入全球层面的因素。这既符合经济全球化的趋势,也是对于国家层面因素的进一步向外延伸,具体做法就是加入了影响我国金融机构跨境并购行为的目标国特征变量,来验证实证结果是否仍然成立。稳健性检验的结果参见表 5。

表 5 稳健性检验

	无谣言	无谣言 & 联合	加入控制变量		
	dum_MA(1)	dum_(2)	dum_MA(3)	dum_MA(4)	dum_MA(5)
dum_MA					
In_gdp	-61.33 (-1.22)	-55.55 (-1.07)	-0.657 (-0.02)	-0.718 (-0.02)	1.456 ** (2.26)
M2	34.64 (1.22)	31.37 (1.07)	0.371 (0.02)	0.406 (0.02)	-18.93 ** (-2.26)
HHI	75.45 (1.22)	68.33 (1.07)	0.808 (0.02)	0.884 (0.02)	-10.47 ** (-2.26)
UNEXPLORED	-0.0005 (-0.15)	-0.000 (-0.00)	0.0007 (0.26)	-0.000 (-0.02)	0.002 (0.59)
gdp growth	-0.021 (-0.43)	-0.029 (-0.57)	-0.015 (-0.34)	-0.003 (-0.08)	-0.017 (-0.41)
In_RESIDUAL	0.485 *** (3.06)	0.591 *** (3.38)	0.314 ** (2.13)	0.231 (1.59)	0.205 (1.56)
In_TRADE	-0.295 * (-1.83)	-0.376 *** (-2.61)	-0.078 (-0.36)	-0.074 (-0.31)	0.208 (1.13)
IIn_GEOGRAPHIC	1.379 *** (2.65)	1.402 ** (2.42)	0.496 (1.30)	0.573 (1.22)	0.588 (1.51)
PSYCHIC	-0.058 (-0.33)	-0.129 (-0.67)	0.378 ** (2.18)	0.288 * (1.79)	0.235 (1.51)
MIGRANTS	1.220 *** (5.30)	1.304 *** (5.90)	0.832 *** (3.42)	0.979 *** (3.94)	0.664 *** (3.37)
Openness			-0.425 *** (-3.07)		
Freedom				-0.047 ** (-2.38)	
Competitiveness					-0.165 (-0.76)
Year control	Y	Y	Y	Y	Y
_cons	-22.56 *** (-3.73)	-22.79 *** (-3.48)	-11.53 ** (-2.43)	-7.969 (-1.49)	-11.19 *** (-2.68)
N	687	683	692	701	604
R ²	0.2844	0.2992	0.2700	0.2599	0.2494

注:Logit 回归 Z 统计量显示在括号中,显著性水平分别在 10%、5%、1%水平上显示为*、**与***。由于 In_gdp、M2、HHI 变量相关性较强,因此在回归时依次分别放入模型中。然而在最后结果中由于其他系数并不受这些变量影响,故放在一起显示,继而每一列回归结果均来自 3 个回归模型。回归结果前两列分别在综合模型中去掉了并购消息是谣言的样本以及谣言 & 联合并购样本后的回归结果,后三列则在综合模型的基础上分别加入了金融开放度、经济自由度以及全球竞争力的控制变量,由于三者存在较强相关性,因此本文在回归中分别将其加入模型。

1.剔除争议样本。表 5 中,先将数据中显示为谣言的案例剔除,然后再将谣言案例与联合并购案例一并剔除。回归结果分别显示在前两列。由于 In_gdp、M2、HHI 的强相关性,依然采取分别回归的方法,由于其余数据估计系数与统计量几乎没有变化,故仍放在一列显示。

表 5 的前两列回归结果与表 4 显示的情况几乎没有变化。MIGRANTS 与 In_RESIDUAL 仍然正向显著。另外在剔除有争议的样本之后,In_GEOGRAPHIC 正向显著,与引力模型的回

归结果一致。但本文仍然不认为我国金融机构的跨境并购活动与地理距离成正比,特别是从目前的并购案例来看,我国存在大量美洲地区的并购案例,相对于亚欧,这些地区位置自然较远;纪轲(2011)^[35]认为我国金融机构跨境并购案例集中于美国,也可成为本文地理距离正向显著的佐证。而且,在前文的大部分实证检验结果中,地理距离都不显著,不能因为个别模型的结果来判断某因素的作用,再加之随着互联网技术的普及与发展,地理距离的作用正在逐步被削弱,同时华人迁徙也能够一定程度上抵消地理距离的作用。 \ln_TRADE 显著为负说明在去掉谣言以及联合并购的样本后,双边贸易并未实际增加我国跨境并购的概率,反而出现一个负向作用,但由于之前和之后的检验结果都没有出现这种情况,所以不足以说明什么。

2.加入控制变量。第二部分的稳健性检验加入了可能影响跨境并购交易的目标国特征变量,分别是目标国金融开放程度、经济自由度与国际竞争力变量($Openness$ 、 $Freedom$ 、 $Competitiveness$)。则回归模型变为:

$$M \& A_{ci,t} = \alpha + \theta Contry_{ci,t} + \beta Trade_{ci,t} + \delta Migrant_{ci,t} + \gamma Distance_{ci} + \sigma Control_{i,t} + u_i \quad (5)$$

这三个控制变量是根据以往学者对于跨境并购研究挑选(Okawa和Wincoop, 2012)^[36],但却都是对中资金融机构跨境并购具有重大潜在影响的因素。大量研究国外并购的文献证明一国的资本开放程度能够影响本国的跨境并购,而金融开放度最初是通过Chinn和Ito(2006)^[37]的研究被作为衡量国家资本开放程度的指标,经济自由度则是衡量目标国家与我国在经营自由、经济开放程度、监管效率和法治方面的差异,各国的国际竞争力差异是金融机构跨境并购需要考虑的重要因素。

由于三组控制变量之间的相关性较强,因此在上述模型中依次加入以避免不必要的共线性问题。回归结果展示在表5第3-5列。加入控制变量后,原先显著的MIGRANTS依然显著,进一步验证了华人移民对我国金融机构跨境并购的重要影响作用。在第3列与第4列中加入 $Openness$ 金融开放性变量、 $Freedom$ 经济自由度变量后, $\ln_RESIDUAL$ 依然正向显著,但 $Openness$ 、 $Freedom$ 负向显著,表明金融开放度越高、经济自由度越高的地区将降低我国金融机构并购的可能性,可能的原因在于这些目标国的开放度与自由度很难与我国经济环境进行匹配,我国金融企业并购产生的摩擦(主要表现在不得不适应目标国经济环境的成本)将降低并购发生的可能。此外,这两列中PSYCHIC正向显著,不过我们认为此结果不具有稳健性,心理距离对于跨境并购的影响在很大程度上依赖于时间趋势与国家开放性,因为心理距离是两国之间的无形障碍,它容易受到两国开放性和自由贸易的影响,同时随着时间推移,还会产生不一样的变化。第5列加入了Competitiveness指数,但该变量不显著,说明目标国的国际竞争力并不能影响中资金融机构的跨境并购发生与否,这主要是因为目标国国际竞争力并不能直接影响到中资金融机构的并购成本。比较特殊的是,第5列中 $\ln_RESIDUAL$ 不再显著,反而是我国的经济规模、金融市场发展速度与金融业竞争程度(即 \ln_gdp 、 $M2$ 、 HHI)等在以前的一系列研究中并不显著的变量却显著了,但同样是仅在这一次回归中显著并不具有说服力。

五、结论

随着全球科技的突飞猛进与互联网技术在金融领域的广泛运用,以及由此引发的金融科技革命的深入影响,金融机构跨境并购过程呈现出与以往完全不同的姿态,有关影响金融机构

跨境并购的动机研究亟须在理论上进行更深入更广泛的探讨。通过使用引入华人移民与两国之间心理距离的单边引力模型来探究我国金融业并购的国家特征动因,是一次有意义的尝试。运用 Logit 模型、考虑不同种情况的多个模型回归后,发现华人移民变量已经成为我国金融业开展跨境并购活动的重要动因,移民越多的国家,越有可能成为我国金融机构跨境并购的目标国。这不仅是由于海外华人对于母国企业的认同感与业务需求所导致的,也是因为在深厚的文化背景下的信息非对称问题明显减弱,从而使得在华人移民较多的国家,我国金融机构的海外扩张会拥有更大的市场。但心理距离的作用在我们的研究中并未得到验证,可能的原因在于世界正在逐渐同质化(Nordstrom 和 Vahlne, 1994)^[34],金融机构越来越活跃于国际市场,心理距离对市场选择决策的影响逐渐减少(Benito 和 Griosrud, 1992)^[38]。此外,我们还发现目标国经济的平稳性能影响中资金融机构跨境并购,即目标国实际经济状况偏离人们的预期越多,中资金融机构就越有可能展开并购。原因在于经济波动期的国家,其企业价值往往被低估,此时的并购能够减少成本,并可以利用这些金融企业的无形价值而达成协同效应。我国金融机构跨境并购不太可能发生在政府监管体系差异较大且较为严格的国家,因为繁杂且不同的审查程序与较高的审核要求将增加我国跨境并购难度。

对于其余国家特征变量对跨境并购的作用,本文并未得以验证,而事实上学者们对于我国包含工商企业和金融机构的跨境并购的丰富研究成果中,国家特征因素的作用也尚未形成统一观点。我国经济经历了 40 年的改革发展,虽然已经形成了庞大的规模体系,但整体质量不够、结构矛盾突出,尤其是近些年来金融领域“脱实向虚”问题显著,实体经济增长动力明显不足,从而导致我国宏观经济层面因素对于金融机构跨境并购的影响并不显著。此外,对于传统引力模型中的经典变量(贸易变量与距离变量),本文的结果与国外研究也不一致,主要的原因可能是本文选取的并购案例样本中,并购目标国分散,且针对欧美国家的并购案例比例要明显高于对亚洲国家金融机构的并购。

总之,我国金融业跨境并购的动因还是体现出了一定的独特性,尤其是当前人民币国际化进程不断得以深化,海外移民规模逐年增大,无论是国家层面还是金融机构自身,都要重视在国际市场上拓展业务、谋求发展的过程中,如何利用好移民优势推动中资金融机构实现海外扩张,进而通过金融机构的跨境并购来进一步推动实体企业的全球发展。

参考文献:

- [1] Focarelli D, Pozzolo A F. The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2001, 25(12): 2305-2337.
- [2] Buch C M, Lipponer A. FDI versus exports: Evidence from German banks [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31(3): 805-826.
- [3] Curry E, Fung J, Harper I R. Multinational banking: Historical, empirical and case perspectives [M]. Edward Elgar, UK and USA: *Handbook of International Banking*, 2003: 27-59.
- [4] Buch C M, Delong G. Cross-border bank mergers: What lures the rare animal? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28(9): 2077-2102.
- [5] 郭建鸾, 胡旭. 中资银行海外并购的现实动因及目标选择策略 [J]. *中央财经大学学报*, 2013, (03): 17-22.

- [6] 田海峰, 黄祎, 孙广生. 影响企业跨国并购绩效的制度因素分析——基于2000~2012年中国上市企业数据的研究[J]. 世界经济研究, 2015, (06): 111-118.
- [7] 刘瑞波, 潘光杰, 许佑民. 中资银行跨国并购的多元动机及其博弈决策分析[J]. 山东财经大学学报, 2018, (03): 51-60.
- [8] Pinheiro C M, Gulamhussen M A, Hennart J F. What drives cross-border M&A in commercial banking? [J]. Journal of Banking & Finance, 2016, 72(12): S6-S18.
- [9] Tinbergen J. Shaping the world economy[M]. New York: The Twentieth Century Fund, 1962.
- [10] Focarelli D, Pozzolo A F. Cross-border M&A in the financial sector: Is banking different from insurance? [J]. Journal of Banking and Finance, 2008, 32(1): 15-29.
- [11] Ellis P D. Does psychic distance moderate the market size-entry sequence relationship? [J]. Journal of International Business Studies, 2008, 39(3): 351-369.
- [12] 梁育填, 周政可, 刘逸. 东南亚华人华侨网络与中国企业海外投资的区位选择关系研究[J]. 地理学报, 2018, (08): 1449-1461.
- [13] Poston D L, Mao M X. The global distribution of the overseas Chinese around 1990[J]. Population & Development Review, 1994, 20(3): 631-645.
- [14] Luo Y, Guanxi. Principles, philosophies, and implications [J]. Human Systems Management, 1997, 16(1): 43-51.
- [15] Buckley P J, Clegg L J, Cross A R, et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment [M]. Edward Elgar, 2011.
- [16] 杨亚平, 高玥. “一带一路”沿线国家的投资选址——制度距离与海外华人网络的视角[J]. 经济学动态, 2017, (04): 41-52.
- [17] Sachdev H J, Bello D C. The effect of transaction cost antecedents on control mechanisms: Exporters' psychic distance and economic knowledge as moderators[J]. International Business Review, 2014, 23(2): 440-454.
- [18] 逯建, 许可, 吴钢. 心理距离的网络效应与中国对外直接投资[J]. 投资研究, 2018, (02): 43-60.
- [19] Dow D, Karunaratna A. Developing a multidimensional instrument to measure psychic distance stimuli[J]. Journal of International Business Studies, 2006, 37(5): 578-602.
- [20] 许祥云. 移民对国际贸易影响的国外文献综述[J]. 广东商学院学报, 2007, (06): 57-64.
- [21] Bello D C, Gilliland D I. The effect of output controls, process controls, and flexibility on export channel performance[J]. Journal of Marketing, 1997, 61(1): 22-38.
- [22] Portes R, Rey H. The determinants of cross-border equity flows[J]. Cepr Discussion Papers, 1999, 65(2): 269-296.
- [23] Combes P P, Lafourcade M, Mayer T. The trade-creating effects of business and social networks: Evidence from France[J]. Journal of International Economics, 2005, 66(1): 1-29.
- [24] Gould D M. Immigrant Links to the home country: Empirical implications for U.S. bilateral trade flows[J]. Review of Economics & Statistics, 1994, 76(2): 302-316.
- [25] Rauch J E, Trindade V. Ethnic Chinese networks in international trade[Z]. Nber Working Papers, 2002, 84(1): 116-130.
- [26] Gao T. Ethnic Chinese networks and international investment: Evidence from inward FDI in China[J]. Journal of Asian Economics, 2004, 14(4): 611-629.

- [27] Johanson J, Vahlne J E. The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitments[J]. *Journal of International Business Studies*, 1977, 8(1):23-32.
- [28] Jain S C. Standardization of international marketing strategy: Some research hypotheses[J]. *Journal of Marketing*, 1989, 53(1):70-79.
- [29] 易江玲,陈传明.心理距离测量和中国的国际直接投资——基于缘分视角的分析[J]. *国际贸易问题*, 2014, (07):123-132.
- [30] Håkanson L, Ambos B. The antecedents of psychic distance[J]. *Journal of International Management*, 2010, (3):195-210.
- [31] 薛君,周鸿.心理距离与中国企业海外并购股权选择研究——基于2004年-2014年样本[J]. *财经理论研究*, 2018, (04):90-102.
- [32] 祁春凌,邹超.制度质量、制度距离与中国的对外直接投资区位[J]. *当代财经*, 2013, (07):100-110.
- [33] Dow D, Karunaratna A. Developing a multidimensional instrument to measure psychic distance stimuli[J]. *Journal of International Business Studies*, 2006, 37(5):578-602.
- [34] Nordstrom K, Vahlne J E. Is the globe shrinking? Psychic distance and the establishment of swedish sales subsidiaries during the last 100 years, in M.Landeck (Ed.), *international trade: Regional and global issues* [M]. US: St. Martin's Press, 1994.
- [35] 纪轲. 基于引力模型的中国企业海外并购流向分析[D]. 杭州:浙江工业大学, 2012.
- [36] Okawa Y, Wincoop E V. Gravity in international finance [J]. *Journal of International Economics*, 2012, 87(2):205-215.
- [37] Chinn M D, Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions [J]. *Journal of Development Economics*, 2006, 81(1):163-192.
- [38] Benito G R G, Gripsrud G. The expansion of foreign direct investments: Discrete rational location choices or a cultural learning process? [J]. *Journal of International Business Studies*, 1992, 23(3):461-476.

(责任编辑:路春城)

Research on the Cross-border M&A of Chinese Financial Institutions Based on Unilateral Gravity Model

ZHANG Jing, YUE Shuang

(School of Finance, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: Chinese immigrants and psychological distance are important affecting factors in cross-border mergers and acquisitions of Chinese financial institutions, but they have not been given enough attention. Using unilateral gravity model, based on the sample of the cross-border M&A cases of Chinese financial institutions from 2000 to 2016, the empirical tests matching the target countries with China confirm that the size of Chinese immigrants in the target countries has become an important factor affecting cross-border mergers and acquisitions of Chinese financial institutions, but the impact of psychological distance is not significant. In addition, we find that a country with the greater gap between real and expected economy and with the narrower gap between target country and China in government supervision more likely becomes a target country of M&A for Chinese financial institutions.

Key Words: Chinese financial institutions; Cross border mergers and acquisitions; Unilateral gravity model; Migration; Psychological distance