

# 东道国媒体情绪 对中国企业跨境并购的影响研究

晏艳阳 汤会登

**摘要：**本文利用网络爬虫技术与情感分析技术对媒体报道进行文本分析，构建东道国媒体情绪指标，实证研究东道国媒体情绪对中国企业跨境并购的影响。研究表明：东道国媒体情绪对中国企业跨境并购数量、完成率与并购金额均具有显著正向作用；在异质性分析中，东道国媒体情绪效应在非“一带一路”沿线国家、敏感性行业和国有企业中更为强烈；在作用路径上，东道国媒体情绪可以通过影响政府决策和民众情绪这两条路径对中国企业跨境并购产生影响；进一步的情绪极性分析显示，受到负面新闻报道的企业支付了更高的并购溢价，且并购完成率要低40%左右。在此基础上，本文为中国企业在跨境并购过程中如何协调东道国媒体情绪提出了建议。

**关键词：**东道国媒体情绪；跨境并购；中国企业；完成率

[中图分类号] F742 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2023) 1-0158-17

## 一、引言及文献综述

近年来，随着新冠病毒疫情大流行和全球经济增速放缓，国际贸易争端频发，中国企业持续多年的跨境并购热潮遭遇寒冬。《2020年度中国对外直接投资公报》显示，中国企业跨境并购总金额在2016年达到顶峰，为1353.3亿美元，之后逐年下滑，到2020年仅为282亿美元，创下2008年全球金融危机以来的最低水平。但是，从并购申请数来看，中国企业跨境并购的意愿没有大幅消减，造成跨境并购金额骤减的原因是并购完成率持续走低。2016年中国企业跨境并购完成率为67%，而到2020年并购完成率仅为35%。在逆全球化思潮汹涌和贸易保护主义抬头的背景下，如何帮助中国企业“突围”、提高跨境并购完成率，成功地“走出去”是一个重要的研究课题。

综观以往文献，国内外对中国企业跨境并购影响因素的研究主要基于理性选择制度主义与企业对外直接投资（OFDI）区位选择理论。理性选择制度主义强调，

[收稿日期] 2022-09-07

[基金项目] 湖南省金融学会重点课题“公司治理对商业银行风险防控的影响及治理优化研究”（HNFSK202102）

[作者信息] 晏艳阳：湖南大学金融与统计学院教授、博士生导师；汤会登（通讯作者）：湖南大学金融与统计学院博士研究生，电子信箱 tanghui deng@foxmail.com

中国与东道国之间的制度性安排能够降低经贸合作的交易成本，从而助推跨境并购开展（韩永辉等，2021<sup>[1]</sup>；Lim and Lee，2017<sup>[2]</sup>；贾镜渝等，2015<sup>[3]</sup>）。企业 OFDI 区位选择理论强调，东道国经济禀赋、市场禀赋、技术禀赋等是企业 OFDI 的决定性因素（刘青，2017）<sup>[4]</sup>，因此中国企业会趋向于选择在发达地区进行跨境并购。但是本文发现以往研究使用的数据样本大多基于 2016 年之前，无法预计到近几年国际环境的巨大变化以及中国企业跨境并购遭遇到的困境，这对以往研究模型与结论的有效性、普适性提出挑战。近年来，学界开始关注舆论壁垒这种非关税壁垒手段对国际经贸（孟丽君和李钢，2021）<sup>[5]</sup>、外交政策制定（Barentt et al.，2017）<sup>[6]</sup>和消费者决策的影响（Goh et al.，2011）<sup>[7]</sup>，发现东道国民众情绪对外资企业跨境并购的所有权水平呈现正相关（Daphne et al.，2022）<sup>[8]</sup>；东道国负面舆论会抑制企业开展 OFDI（张先锋等，2021）<sup>[9]</sup>。然而，少有研究系统地分析东道国媒体情绪对中国企业跨境并购的影响。

本文通过梳理历年中国企业跨境并购案例，初步发现东道国媒体情绪是影响中国企业跨境并购完成的重要因素之一。例如，在 2008 年华为收购美国 3COM 公司案例中，美国右翼报纸《华盛顿邮报》发表评论，声称 3COM 公司客户中包含多个美国政府机构，最终这笔交易被美国政府以威胁国家安全为由而叫停。又如，2009 年中国铝业向澳大利亚力拓公司发出并购要约，引起了澳大利亚主流媒体《澳大利亚报》和《悉尼晨报》的密切关注，在短时间内密集发表了多期新闻报道，围绕国家安全、利益冲突、环境保护等多方面进行社会大讨论，民间舆论甚嚣尘上。最终，在窗口期内力拓股价涨幅 70%，董事会遂否决收购案。另一个典型案例是 2016 年美的收购德国机器人企业库卡，在收购计划刚提出之际，一度受到德国、欧盟等多方面掣肘，德国财政部长加布里尔通过德国媒体公开呼吁欧洲应针对外商并购设立安全条款，阻止“欧洲核心技术转移”。面对这样的困境，美的积极与德国政府、媒体、民众代表进行沟通斡旋，做出一系列承诺，最终打消各方顾虑，成功完成收购。值得一提的是，同期中国驻德大使史明德在《法兰克福汇报》<sup>①</sup>发表署名文章，批评德国明显上升的保护主义倾向，这为美的收购库卡形成了助推。从这三个案例中，可以发现东道国媒体舆论可能通过影响东道国政府决策与东道国民众情绪，进而影响跨境并购完成。

本文基于全球事件、语言和情绪数据库（GDELT）量化东道国媒体情绪指标，匹配 2004—2020 年间中国企业跨境并购数据，检验在不同东道国媒体情绪水平下，中国企业跨境并购数量、完成率与并购金额的变化趋势。本文研究贡献如下：第一，在研究视角上，首次将东道国媒体情绪与中国企业跨境并购结合起来，使用计量分析的方法研究东道国媒体情绪对跨境并购的直接与间接影响；第二，在研究变量选取上，本文采用目前主流的文本分析方法对媒体报道进行深度挖

<sup>①</sup>参见党媒信息平台，“中企频频受阻，是因为德国出了一位“反全球化”副总理？”，<https://www.hubpd.com/c/2016-11-16/546898.shtml>。

掘，为相关领域提供了新的研究变量；第三，在影响路径上，本文结合传播理论和行为经济学，创新性地提出并证实了东道国媒体情绪影响跨境并购的两条路径；第四，在研究设计上，从宏观与微观的视角、正面情绪与负面情绪的相互比较，解析了东道国媒体情绪效应，丰富了媒体情绪在跨境并购领域的相关研究。

## 二、理论模型与研究假说

### (一) 理论模型

东道国媒体情绪是否会对企业跨境并购产生影响？本文借鉴 Bond 和 Meghir (1994)<sup>[10]</sup>的基本模型，考察在东道国媒体情绪的冲击下，企业跨境并购规模会如何变化。在不考虑税收的条件下，企业  $i$  的价值最大化函数可以表达为：

$$V_{it}(K_{i,t-1}) = \max_{L_{it}, I_{it}} \left\{ \Pi(K_{it}, L_{it}, I_{it}) + \beta'_{i,t+1} E_t [V_{i,t+1}(K_{it})] \right\} \quad (1)$$

其中， $\Pi(\cdot)$  为企业  $i$  的净利润函数， $K_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  期的资本存量， $L_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  期的劳动力投入水平， $I_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  期的并购规模。 $K_{it} = (1-\delta) K_{i,t-1} + I_{it}$ ， $\delta$  表示资本折旧率。 $\beta'_{i,t+1}$  表示贴现因子， $r_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  期的无风险债券利率， $\beta'_{i,t+1} = 1/(1+r_{it})$ 。 $E_t[\cdot]$  表示根据当期可获得的信息、投入产出价格、利率水平等条件， $t+1$  期企业的价值期望函数。利用包络定理，求解出方程 (1) 的最优并购状态：

$$\lambda_{it} = (1-\delta) \left( \frac{\partial \Pi}{\partial K_{it}} \right) + (1-\delta) \beta'_{i,t+1} E_t [\lambda_{i,t+1}] \quad (2)$$

其中， $\lambda_{it} = \partial V_{it} / \partial K_{i,t-1}$ 。将方程 (2) 代入关于并购规模  $I_{it}$  的一阶条件，可得：

$$(1-\delta) \left( \frac{\partial \Pi}{\partial I_{it}} \right) + \lambda_{it} = 0 \quad (3)$$

结合方程 (2)、(3)，消去  $\lambda_{it}$ ，可以得到企业关于并购规模  $I_{it}$  的欧拉方程：

$$(1-\delta) \beta'_{i,t+1} E_t \left[ \left( \frac{\partial \Pi}{\partial I_{i,t+1}} \right) \right] = \left( \frac{\partial \Pi}{\partial I_{it}} \right) + \left( \frac{\partial \Pi}{\partial K_{it}} \right) \quad (4)$$

上述四个方程为 Bond 和 Meghir 定义的基础模型，揭示了企业  $i$  未来期望价值与当期投资规模  $I_{it}$  的关系。本文考虑企业跨境并购过程中可能存在的不确定风险，对基础模型进行两方面的修正：一是东道国媒体情绪可能会对企业利润函数造成影响；二是东道国媒体情绪可能会增加跨境并购的成本。因此，假设在东道国媒体情绪的冲击下，企业  $i$  的净利润函数  $T(\cdot)$  定义为：

$$T(K_{it}, L_{it}, I_{it}) = (1-m)R(K_{it}, L_{it}) - [a + (1+m)c(I_{it})] \quad (5)$$

其中， $R(\cdot)$  表示不考虑东道国媒体情绪条件下企业  $i$  的利润函数； $m$  为东道国情绪的代理变量，且有  $0 < m < 1$ ； $a$  为进行跨境并购的固定成本； $c(\cdot)$  表示跨境并购的可变成本函数，函数形式为投资规模  $I_{it}$  的连续凸函数，且有  $c(0) =$

0。可变成成本函数可以表示为： $c(I_{it}) = \frac{1}{2}\gamma I_{it}^2$ 。

对方程（5）分别求  $K_{it}$  与  $I_{it}$  的一阶导数，可得：

$$\left(\frac{\partial T}{\partial K}\right)_{it} = (1-m) \left(\frac{\partial R}{\partial K}\right)_{it} \quad (6)$$

$$\left(\frac{\partial T}{\partial I}\right)_{it} = (1-m) \left(\frac{\partial R}{\partial I}\right)_{it} - (1+m)\gamma I_{it} \quad (7)$$

由于  $T(\cdot)$  同样满足方程（4），将方程（6）与方程（7）代入整理可得关于东道国媒体情绪  $m$  与并购规模  $I_{it}$  的函数：

$$I_{it} = \frac{2(1-m)}{(1+m)\gamma} \left(\frac{\partial R}{\partial K}\right)_{it} - \frac{1-\delta}{(1+m)\gamma} \beta'_{t+1} E_t \left[ \left(\frac{\partial T}{\partial I}\right)_{i,t+1} \right] \quad (8)$$

从方程（8）可知，在东道国媒体情绪的冲击下，企业会基于远期价值最大化的考量，调整企业并购决策。该理论模型一定程度上说明了东道国媒体情绪会对企业跨境并购产生影响。基于上述分析，本文提出以下理论假说。

假说1：东道国媒体情绪会影响中国企业跨境并购。

（二）东道国媒体情绪影响企业跨境并购的路径

东道国媒体情绪是如何影响企业跨境并购的？本文借鉴孟丽君和李钢（2021）提出的媒介舆论影响国际贸易的观点，将其拓展到企业跨境并购实践中，尝试构建东道国媒体情绪影响中国企业跨境并购的两条路径。

第一条路径，东道国媒体情绪—政府决策—跨境并购。Elkon（2007）<sup>[11]</sup>通过研究1992—1995年波黑危机时期美国舆论和对外政策之间的联系，发现媒体舆论能显著影响政府的对外政策制定。McCombs和Show（1972）<sup>[12]</sup>的“媒介议程设置功能”理论强调媒介议程对政策议程的因果逻辑；在之后的理论发展中，Funkhouser（1973）<sup>[13]</sup>对“媒介报道在先，政策议程在后”这一命题的因果顺序，做了更具说服力的时间序列分析。可以推论，东道国媒体情绪能够一定程度上影响东道国政府决策。另外，已有文献从双边外交政策、双边贸易政策等制度因素论述其对于中国企业跨境并购的影响。就外交政策而言，良好的双边外交关系能够显著弱化制度风险，增强市场信心，从而增加中国企业跨境并购的意愿，提高跨境并购完成率（张先锋等，2021）。就经贸政策而言，周晶晶和赵增耀（2019）<sup>[14]</sup>证实了经济政策不确定性对并购活动的负面影响。曹清峰等（2019）<sup>[15]</sup>研究发现，关税壁垒的提高会导致中国企业海外并购成功率下降。据此，本文提出以下假说。

假说2：东道国媒体情绪通过影响东道国政府决策，进而影响中国企业跨境并购，即政府决策是东道国媒体情绪影响中国企业跨境并购的传导路径之一。

第二条路径，东道国媒体情绪—民众情绪—跨境并购。传播学家李普曼（2018）<sup>[16]</sup>曾指出，塑造大众头脑中的图景，媒体舆论的影响比认知客观现实更为重要。主流媒体通过有倾向性的传播叙事，引导公众舆论的发展方向，普通民众追随并推波助澜，使得各种观念、情绪感染呈现病毒式发展（希勒，2020<sup>[17]</sup>；

勒庞, 1895<sup>[18]</sup>)。根据沉默的螺旋理论, 东道国媒体的持续性报道会加速螺旋的形成, 使得相对客观的国别感知被覆盖, 东道国民众会因为媒体长期宣传而产生认知失调和印象重组 (游家兴等, 2018)<sup>[19]</sup>。可以推论, 东道国媒体情绪能够影响东道国民众情绪。另一方面, 东道国民众情绪可能通过以下三种方式影响中国企业跨境并购: 第一, 东道国民众情绪会影响当地投资审批官员的行政行为, 消极的民众情绪可能会使官员执行更为严格的行政审批规则或降低行政审批效率, 增加跨境并购的审批成本; 第二, 东道国民众情绪可以影响上下游企业管理人员、当地员工以及周边社区居民等的工作情绪和价值取向, 积极的民众情绪会对跨境并购形成助推; 第三, 根据消费态度理论, 认知和情感体验是构成消费态度的重要因素, 消极的民众情绪会引致东道国消费者对中国企业的产品产生抵触情绪, 降低消费意愿, 导致跨境并购投资收益低于正常商业预期, 从而抑制中国企业跨境并购。

值得注意的是, Daphne 等 (2022) 的研究与本文在出发点上较为接近, 他们使用中国网民博客文本数据作为东道国民众情绪的代理变量, 发现民众情绪对外资企业进入中国市场跨境并购的所有权水平呈现正相关关系。与他们研究不同的是, 本文研究对象为中国企业跨境并购, 所选东道国媒体情绪为外国媒体而非中国媒体。据此, 本文提出以下假说。

假说 3: 东道国媒体情绪通过影响东道国民众情绪, 进而影响中国企业跨境并购, 即民众情绪是东道国媒体情绪影响中国企业跨境并购的传导路径之一。

### 三、样本、变量与描述性统计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文使用的中国企业跨境并购交易数据来源于汤姆森并购交易数据库 (Thomson One)。相比其他并购数据库, 其优点是历史数据相对较全, 变量信息较为丰富。样本期间为 2004 年 1 月 1 日—2020 年 12 月 30 日, 通过搜索主并购方企业所属国别为中国, 获取并购交易样本, 总计 17 934 笔; 其中拥有并购交易状态为完成和撤回的交易有 4 690 笔, 计算合并后宏观层面东道国数据有 1 156 组。

#### (二) 变量定义与指标构建

##### 1. 解释变量

本文解释变量为东道国媒体情绪 ( $Media_{it}$ ), 数据来源于 GDELT 数据库。该数据库最大的优点在于其使用自然语言识别技术 (NLP) 给每一篇新闻计算一个“语气 (Tone)”, 即新闻情绪指数。常见指数范围从 -10 (极其消极) 到 +10 (极其积极)。本文参考孟丽君和李钢 (2021) 构建东道国媒体情绪指数的方法, 并对其进行部分修改, 具体步骤如下: 首先, 从数据库中检索样本内的东道国涉华媒体情绪, 检索关键词为 “China”; 其次, 采用加权平均法将以天为单位的媒体情绪换算成以年为单位的媒体情绪; 最后, 由数据值域特征发现, 历年来各国

涉华媒体情绪值在-3到+7范围内波动，本文对其进行 min-max 归一化，统一为值域 (0, 1) 的情绪值。 $Media_{it}$  值越趋近于 1，表明东道国媒体情绪越积极。

需要说明的是，部分文献在讨论情绪极性时，将  $Tone$  值为正数视为正面情绪，为负数视为负面情绪。这样处理的问题在于，当  $Tone$  值较小，趋近于 0 时，现实中媒体情绪已经恶化，但模型仍识别为正面情绪，这可能造成对情绪极性判断的偏误。在本文中，通过对情绪值的标准化能够很好地规避这个问题。从本质上而言，本文构造的  $Media_{it}$  指标反映的是一种积极媒体情绪。其中， $Media_{it}$  为  $i$  东道国  $t$  年度积极媒体情绪， $amount_{id}$  为  $i$  东道国  $d$  天涉华新闻总篇数， $Total\_amount_t$  为  $i$  东道国  $t$  年度涉华新闻总篇数，计算方法如下：

$$Media_{it} = \left[ \frac{\sum_{day}^{365} Tone_{id} \times amount_{id}}{Total\_amount_t} + 3 \right] \times 10\% \quad (9)$$

## 2. 被解释变量

本文从并购数量、并购完成率和并购金额三个维度考察中国企业跨境并购。其中， $Completion1$  为宏观层面的东道国并购完成率； $Completion2$  为微观企业层面的并购完成率。参照既有文献的做法，本文加入了东道国特征相关的一系列控制变量。表 1 报告了各变量定义和数据来源。

表 1 变量定义、计算方法与数据来源

变量名	变量定义与计算方法	数据来源
东道国媒体情绪 ( $Media$ )	东道国媒体涉华情绪指数 (年度平均值)	GDELT 数据库
并购申请数 ( $Number1$ )	中国企业某年对某国进行申请的跨境并购总数	Thomson One 数据库
并购完成数 ( $Number2$ )	中国企业某年对某国完成跨境并购总数	Thomson One 数据库
并购完成率 ( $Completion1$ )	并购完成数 ( $Number2$ ) 除以并购申请数 ( $Number1$ )	Thomson One 数据库
并购完成情况 ( $Completion2$ )	企业跨境并购是否完成，是取 1，否则取 0	Thomson One 数据库
并购金额 ( $Value$ )	中国企业某年对某国跨境并购总金额	手工整理
东道国人口规模 ( $Population$ )	东道国人口自然增长率	世界银行 WDI 数据库
双边税率 ( $Tax$ )	中国与东道国的双边税率	世界银行 WDI 数据库
东道国 GDP 增长率 ( $GDP\_FN$ )	东道国 GDP 增长速度	世界银行 WDI 数据库
制度距离 ( $ID$ )	中国与东道国之间正式制度距离	Hofsted 网站
地理距离 ( $GD$ )	中国与东道国的地理距离	CEPII 数据库
发达国家 ( $OECD$ )	东道国是否属于 OECD 国家，是取 1，否则取 0	手工整理
双边贸易协定 ( $BIT$ )	东道国是否与中国签订贸易协定，是取 1，否则取 0	UNCTAD 数据库

(三) 描述性统计：典型特征事实分析

表2列示了2004—2020年间中国企业跨境并购前十大东道国的相关统计数据。从并购申请数来看，中国企业大多选择发达国家进行跨境并购，即属于“上行并购”。本文统计在不同东道国媒体情绪水平下，每组平均并购完成率。可以发现，当媒体情绪处于高水平（*Large-Media*）时，并购完成率高于平均值；当媒体情绪处于低水平（*Low-Media*）时，并购完成率低于平均值。

进一步，本文将各东道国媒体情绪值加权平均，得到全球涉华媒体情绪指标。从图1可以发现，东道国媒体情绪与并购完成率之间可能存在正相关关系。随着中国经济实力不断增强，涉华报道数量大幅增加。与此同时，全球涉华媒体情绪变化呈现“阶梯式”下降态势。在2012年之前，媒体情绪值维持在一个较高水平，但2012年之后媒体情绪开始不断恶化。出现这种现象的可能原因是：随着中国综合国力提升，在全球治理中扮演了更为重要的角色，这加深了与部分西方国家的摩擦强度，因此遭受到更多舆论围攻。

表2 2004—2020年中国企业跨境并购前十大东道国分布

东道国	Number1	Number2	Completion1	Average Completion1 (in percent)				
				Low-Media	Media-2	Media-3	Media-4	Large-Media
美国	857	571	0.66	0.39	0.54	0.66	0.67	0.71
澳大利亚	507	280	0.55	0.41	0.52	0.69	0.63	0.74
德国	267	178	0.67	0.51	0.65	0.74	0.65	0.85
新加坡	256	162	0.63	0.46	0.58	0.67	0.64	0.73
加拿大	242	146	0.60	0.33	0.45	0.64	0.62	0.76
英国	233	146	0.63	0.23	0.26	0.64	0.83	0.68
日本	175	105	0.60	0.33	0.65	0.63	0.78	0.85
法国	158	113	0.72	0.53	0.62	0.71	0.81	0.65
意大利	133	91	0.68	0.49	0.68	0.67	0.75	0.87
韩国	126	73	0.58	0.43	0.46	0.62	0.66	0.75

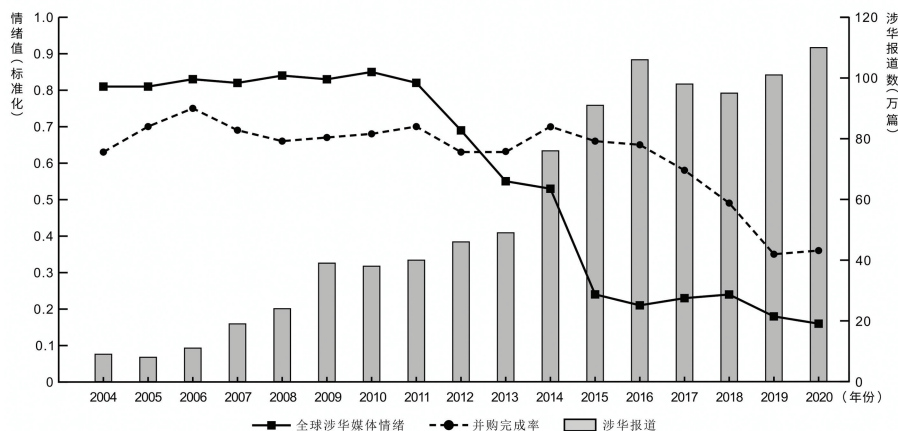


图1 东道国媒体情绪变化趋势

数据来源：本文根据 Thomson One 数据库和 GDELT 数据库整理计算所得。

## 四、研究设计与实证分析

## (一) 研究设计

为检验东道国媒体情绪是否会影响中国企业跨境并购, 本文构建如下实证模型:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Media_{i,t-1} + \beta_2 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

在检验并购数量时,  $Y_{it}$  代表  $Number1_{it}$  与  $Number2_{it}$ ; 在检验并购完成情况时,  $Y_{it}$  代表  $Completion1_{it}$ ; 在检验并购金额时,  $Y_{it}$  代表  $Value_{it}$ 。  $Media_{i,t-1}$  是在  $t-1$  年  $i$  东道国的媒体情绪。  $X_{it}$  是控制变量;  $\eta_i$  是国别固定效应,  $\mu_t$  是时间固定效应,  $\varepsilon_{it}$  为误差扰动项。本文根据数据特征对解释变量和控制变量中的非虚拟变量进行了对数化处理, 以减少异方差对结果的影响。本文采用虚拟变量最小二乘法 (LSDV) 估计东道国媒体情绪对中国企业跨境并购宏观层面的影响。

## (二) 基准回归结果

基准回归结果如表 3 所示。可以发现,  $Media_{i,t-1}$  的系数在模型 (1) 到模型 (4) 中均显著为正, 说明东道国媒体情绪对中国企业跨境并购数量、完成率和并购金额均呈显著正向作用。以列 (1) 为例,  $Media_{i,t-1}$  系数为 0.035, 在统计

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Number1</i>	<i>Number2</i>	<i>Completion1</i>	<i>Value</i>
<i>Media<sub>i,t-1</sub></i>	0.035 *** (2.813)	0.033 *** (3.172)	0.443 *** (14.450)	0.306 *** (4.661)
<i>Population</i>	0.006 (0.942)	0.008 (1.505)	0.022 (0.654)	0.054 (1.617)
<i>Tax</i>	-0.005 (-0.755)	-0.013 ** (-2.499)	0.004 (0.110)	-0.013 (-0.471)
<i>GDP_FN</i>	0.229 (0.162)	-0.348 (1.208)	0.296 (4.669)	-0.092 *** (-2.876)
<i>ID</i>	0.003 (0.494)	0.001 (0.243)	0.145 (4.487)	0.039 (0.143)
<i>GD</i>	-0.001 (-0.211)	-0.002 (0.483)	-0.149 (-1.617)	-0.042 (-1.418)
<i>OECD</i>	-0.036 *** (-9.172)	-0.029 * (-8.785)	0.084 ** (4.926)	0.012 (0.564)
<i>BIT</i>	-0.004 (-1.253)	-0.005 * (-1.348)	-0.020 (-1.049)	-0.028 (-1.479)
常数项	0.099 *** (7.189)	0.080 *** (1.675)	-0.052 (0.898)	-1.673 ** (2.306)
固定效应	YES	YES	YES	YES
N	1 156	1 156	1 156	1 156
R <sup>2</sup>	0.250	0.217	0.195	0.061

注: 括号内为 t 值对应的稳健标准误; \*, \*\* 和 \*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。



学意义上表现为显著；其经济学的解释为，东道国媒体情绪每增加一个单位，中国企业在海外并购申请数将提高 0.035 个标准差单位。由此，证明假说 1 成立。

为保证回归结果的可靠性，本文从多个方面进行了稳健性检验。主要包括更换回归模型、增加控制变量、分时间样本回归和使用工具变量进行内生性问题的讨论。分析结果表明之前的基准实证结果稳健<sup>①</sup>。

### （三）异质性分析

结合现有文献，本文从东道国是否为“一带一路”沿线国家、并购行业是否为敏感性行业以及主并购企业是否为国有企业三个方面来进行异质性检验。限于篇幅，仅报告并购完成率（*Completion1* 与 *Completion2*）作为因变量的回归结果。

首先，“一带一路”倡议是影响中国企业对外投资的重要因素之一（Mohsin, 2021）<sup>[20]</sup>。本文将东道国划分为“一带一路”沿线国家与非“一带一路”沿线国家，并在控制变量中剔除 *OECD* 变量。回归结果如表 4 列（1）、列（2）所示，东道国媒体情绪对非“一带一路”沿线国家具有显著正向影响。

表 4 异质性检验

变量	<i>Completion1</i> (LSDV 模型)		<i>Completion2</i> (Logit 模型)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	“一带一路” 沿线国家	非“一带一路” 沿线国家	敏感性行业	非敏感性行业	国有企业	非国有企业
<i>Media<sub>i,t-1</sub></i>	0.402*** (10.267)	0.465*** (11.066)				
<i>Media<sub>im</sub></i>			0.254*** (7.847)	0.198*** (3.146)	0.265*** (8.190)	0.194*** (5.814)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	385	771	2 387	2 303	2 401	2 289
R <sup>2</sup> /Pseudo R <sup>2</sup>	0.205	0.188	0.172	0.158	0.167	0.165

注：括号内为 t 值对应的稳健标准误；\*\*\* 代表在 1% 的水平下显著。

其次，考虑到东道国媒体情绪可能对不同行业性质的目标企业存在异质性影响，本文参照李诗和吴超鹏（2016）<sup>[21]</sup>的方法构建敏感性行业指标。为匹配微观企

<sup>①</sup>限于篇幅，分析结果未列出，可登陆对外经济贸易大学学术刊物部网站“刊文补充数据查询”栏目查阅、下载。

业层面跨境并购完成率 (*Completion2*), 本文构造了中国企业发起跨境并购所在月份的东道国媒体情绪  $Media_{i,t}$ , 并采用 Logit 模型检验。在这部分检验中, 剔除控制变量中的 *Hightech* 变量。表 4 列 (3)、列 (4) 结果显示, 东道国媒体情绪对敏感性行业跨境并购的影响更为强烈, 这意味着, 当中国企业跨境并购涉及敏感性行业的企业时, 更需要东道国媒体舆论的助力。

最后, 已有文献表明, 由于政治、文化与意识形态各方面的差异, 国有企业跨境并购更容易受到东道国的阻挠 (杨波等, 2016)<sup>[22]</sup>。如表 4 列 (5)、列 (6) 所示, 相比非国有企业, 东道国媒体情绪效应对国有企业跨境并购的作用更为强烈。

## 五、影响路径分析

基于前文理论假说, 本部分对东道国媒体情绪—政府决策—跨境并购、东道国媒体情绪—民众情绪—跨境并购两条传导路径进行检验。在具体方法上, 本文借鉴 Baron 和 Kenny (1986)<sup>[23]</sup> 检验中介效应的方法, 在模型 (10) 的基础上构建模型 (11)、(12)、(13)。另外, 考虑到传统 Sobel 检验要求变量服从正态分布, 具有一定局限性, 而非参检验中的 Bootstrap 检验方法没有这一限制。因此, 本文采用 Bootstrap 检验 (2000 次) 判断中介效应是否存在。

首先, 为了考察东道国媒体情绪是否会影响中介因子, 本文构建以下回归模型:

$$Intermediate_{it} = \alpha_2 + \gamma_1 Media_{i,t-1} + \gamma_2 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

其中,  $Intermediate_{it}$  是指中介因子, 本文分别使用东道国政府决策 ( $GDM_{it}$ ) 和东道国民众情绪 ( $People_{it}$ ) 作为中介因子来检验影响路径是否成立。

其次, 针对目前学术界对于三步法验证中介效应的诸多讨论, 笔者借鉴江艇 (2022)<sup>[24]</sup> 的做法, 着重考察中介因子  $Intermediate_{it}$  是否对被解释变量  $Y_{it}$  具有直接影响, 以使传导路径的因果链更具解释力。由此本文构建以下模型:

$$Y_{it} = \alpha_3 + \lambda_1 Intermediate_{it} + \lambda_2 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

最后, 本文将  $Media_{i,t-1}$  与  $Intermediate_{it}$  同时作为解释变量参与回归, 若随着中介变量的引入,  $Media_{i,t-1}$  的系数显著降低, 那么东道国媒体情绪对中国企业跨境并购的部分影响就是通过上述两条路径的中介作用产生的。模型如下:

$$Y_{it} = \alpha_4 + \zeta_1 Intermediate_{it} + \zeta_2 Media_{i,t-1} + \zeta_3 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

### (一) 东道国媒体情绪—政府决策—跨境并购路径检验

在传播学领域, 媒体舆论能够影响一国的大政外交、政府决策等宏观层面已经成为学术共识。如何捕捉东道国对中国的政府决策变化, 本文采用东道国与中国在

联合国大会投票理想点距离作为衡量东道国政府对华决策 ( $GDM_{it}$ ) 的指标。联合国大会投票数据涵盖议题广泛, 能够较好地刻画东道国政府决策的制度场景。在指标构建上, 本文参考韩永辉等 (2021) 的思路: 首先, 构建联合国大会投票数据理想点集, 数据来源于联合国投票数据库 (CnOpenData); 其次, 计算东道国与中国在联合国投票理想点的绝对距离; 最后, 将投票理想点绝对距离乘以  $-1$ , 从而形成  $GDM_{it}$  指标。该指标越大, 说明东道国政府对华决策越友好积极。

表 5 的结果表明, 由 Bootstrap 检验 (2000 次) 发现 [BootLLCI, BootULCI] 置信区间不包含 0, 意味着东道国政府决策在路径中的中介效应显著; 由列 (2)、列 (4)、列 (6) 结果可知,  $GDM_{it}$  能够对中国企业跨境并购产生正向影响。当引入东道国政府决策中介变量后, 与基准回归结果相比,  $Media_{i,t-1}$  对  $Number2_{it}$ 、 $Completion1_{it}$  与  $Value_{it}$  的回归系数均有明显下降, 说明  $GDM_{it}$  确为重要中介变量。当东道国媒体情绪积极向好时, 会促使东道国政府对华决策友好积极, 进而提高中国企业跨境并购的完成效率, 假说 2 得到证明。

表 5 东道国政府决策路径检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	$GDM$	$Number2$	$Number2$	$Completion1$	$Completion1$	$Value$	$Value$
$Media_{i,t-1}$	0.163** (2.591)		0.057*** (6.353)		0.435*** (7.825)		0.259*** (4.572)
$GDM$		0.027** (4.890)	0.022*** (4.110)	0.118*** (3.744)	0.114*** (3.510)	0.164*** (5.152)	0.153*** (4.855)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1 156	1 156	1 156	1 156	1 156	1 156	1 156
R <sup>2</sup>	0.126	0.156	0.157	0.262	0.205	0.061	0.079
Bootstrap 统计量			2.376**		1.720*		4.750***

注: 括号内为 t 值对应的稳健标准误; \*\*、\*\*\* 分别代表在 5%、1% 的水平下显著。

## (二) 东道国媒体情绪—民众情绪—跨境并购路径检验

本文运用马歇尔·麦克卢汉的媒介理论与诺依曼沉默的螺旋理论来诠释东道国媒体情绪对东道国民众情绪的影响。东道国媒体在舆论传播的过程中扮演着意见领袖的角色, 其作为“媒介本身也是信息”<sup>①</sup>; 在沉默的螺旋机制下, “优势意见”即媒体声量不断增强, 而“劣势意见”不断沉默, 这样使得媒体传播通过营造

<sup>①</sup>参见马歇尔·麦克卢汉著作《理解媒介: 论人的延伸》, 何道宽译, 译林出版社 2019 年版, 第 34 页: “媒介的塑造力正是媒介自身……一切媒介均是感官的延伸, 其形成了每个人的知觉和经验”。

“意见环境”来影响和制约民众舆论。本文采用皮尤研究中心（Pew Research Center）的全球态度调查项目中的数据构建东道国民众情绪指标。PRC 是一所独立、非营利性的美国民意调查型智库，通过在世界范围开展民意调查、编写研究报告等方式对国际舆论产生了巨大影响。其中， $PosAtt_{it}$  代表  $t$  年  $i$  东道国民众对华正面评价得分， $NegAtt_{it}$  代表  $t$  年  $i$  东道国民众对华负面评价得分。 $People_{it}$  值越趋近于 1，表明东道国民众对华评价越积极。计算方法如下：

$$People_{it} = \frac{PosAtt_{it}}{PosAtt_{it} + NegAtt_{it}} \quad (14)$$

表 6 列 (1) 的结果显示，东道国媒体情绪能够显著正向影响民众情绪，存在媒体情绪传染效应；由列 (2)、列 (4)、列 (6) 可知，东道国民众情绪对中国企业跨境并购具有显著影响。当引入中介因子后，东道国媒体情绪和中介因子的回归系数均显著为正，说明东道国民众情绪在媒体情绪传染过程中扮演了传导路径的角色，假说 3 得到证明。当东道国媒体情绪发出积极信号时，东道国民众能够感知并追随这种情绪，从而对中国企业跨境并购产生积极的推动效果；反之，当东道国媒体情绪处于消极状态时，使得负面情绪在东道国民众间不断传染和积累，进而对中国企业跨境并购形成阻碍。

表 6 东道国民众情绪路径检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>People</i>	<i>Number2</i>	<i>Number2</i>	<i>Completion1</i>	<i>Completion1</i>	<i>Value</i>	<i>Value</i>
$Media_{i,t-1}$	0.151 *** (5.469)		0.032 *** (2.610)		0.438 *** (14.505)		0.289 ** (4.785)
<i>People</i>		0.019 *** (3.542)	0.018 *** (3.430)	0.185 *** (5.034)	0.104 *** (3.043)	0.184 *** (5.516)	0.177 *** (5.361)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1156	1156	1156	1156	1156	1156	1156
R <sup>2</sup>	0.133	0.221	0.226	0.046	0.202	0.066	0.086
Bootstrap 统计量			2.376 **		1.720 *		4.750 ***

注：括号内为 t 值对应的稳健标准误；\*\*、\*\*\* 分别代表在 5%、1% 的水平下显著。

## 六、进一步拓展：情绪极性分析

本文考虑到东道国媒体情绪 ( $Media_{it}$ ) 指标刻画的是东道国媒体对中国的整体感观，而中国企业跨境并购是微观的企业行为，该行为既会受到东道国涉华媒体情绪的整体影响，也会受到东道国媒体针对并购行为的新闻报道的影响。因此，本

文通过 Python 爬虫获取当期东道国媒体针对并购事件的新闻报道，构建不同极性的东道国新闻报道情绪指标 (*NewsPos* 和 *NewsNeg*)。具体如下：首先，以并购方名称、被并购方名称与并购时间为关键词，运用爬虫程序在谷歌新闻中遍历检索 4 690 笔中国企业跨境并购样本组，批量抓取新闻文本；其次，整理和翻译新闻文本数据，通过二次检索，剔除无效文本、图片以及重复新闻，通过谷歌翻译将非英语的新闻报道批量翻译成英文格式，最终获得有效新闻样本 5 345 篇，匹配 1 507 笔中国企业跨境并购样本；最后，本文采用 Loughran 等 (2011)<sup>[25]</sup>、汪昌云和武佳薇 (2015)<sup>[26]</sup> 的方法，以东道国新闻报道中的正、负面词汇占总词汇的比例来衡量不同极性的东道国新闻报道情绪，计算方法如下：

$$NewsPos = \frac{\text{新闻报道正面词汇总数}}{\text{新闻报道总词汇数}} \times 100\% \quad (15)$$

$$NewsNeg = \frac{\text{新闻报道负面词汇总数}}{\text{新闻报道总词汇数}} \times 100\% \quad (16)$$

表 7 对比了正面情绪与负面情绪对并购完成率的影响。本文按照 *NewsPos* 与 *NewsNeg* 数值五等分，分别统计各种情况下的平均并购完成率。从上往下表示新闻报道中正面情绪增大，从左往右表示新闻报道中负面情绪增大。可以发现，在不同 *NewsPos* 水平下，*NewsNeg* 对并购完成率的影响都很显著，表现为 *NewsNeg* 增大，并购完成率减小；但是在不同 *NewsNeg* 水平下，*NewsPos* 对并购完成率的影响并不明显，即在 *Large-NewsNeg* 水平下，无论 *NewsPos* 值大小与否，并购完成率均没有显著变化。这印证了龚为纲等 (2017)<sup>[27]</sup> 的结论，相比正面情绪，负面情绪的传播效力和社会塑造能力更为强大，对跨境并购的破坏性更强。

表 7 东道国新闻报道情绪与跨境并购完成率

Average Completion (in percent)						
变量	ALL	<i>Small-NewsNeg</i>	<i>NewsNeg-2</i>	<i>NewsNeg-3</i>	<i>NewsNeg-4</i>	<i>Large-NewsNeg</i>
ALL	0.58	0.73	0.64	0.51	0.42	0.39
<i>Small-NewsPos</i>	0.48	0.55	0.59	0.44	0.36	0.31
<i>NewsPos-2</i>	0.53	0.64	0.67	0.54	0.29	0.27
<i>NewsPos-3</i>	0.59	0.62	0.62	0.44	0.41	0.34
<i>NewsPos-4</i>	0.58	0.75	0.67	0.60	0.45	0.36
<i>Large-NewsPos</i>	0.65	0.94	0.68	0.54	0.49	0.39

为了实证检验不同极性的东道国新闻报道情绪对并购完成率与溢价率的影响，本文在基准回归模型的基础上，构建以下模型：

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 NewsPos + \beta_2 X_{ii} + \eta_i + \mu_i + \varepsilon_{ii} \quad (17)$$

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 NewsNeg + \beta_2 X_{it} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

由于这里考察的是微观企业每一笔跨境并购交易情况,属于截面数据,因此在检验对并购溢价率的影响时,使用OLS回归。*Completion2*是一个二元变量,因此在检验时使用Logit回归模型。参考孙翔宇等(2019)<sup>[28]</sup>的方法计算并购溢价率(*Premium*),为并购出价除以交易宣告前一周的被并购方收盘价。在计算并购溢价率时,只有被并购方为上市公司时样本才有收盘价信息,因此其样本数仅为957。

实证结果如表8所示,可以发现无论是正面情绪还是负面情绪均会对中国企业跨境并购产生影响,且负面情绪的影响更为显著和强烈。就并购完成率而言,*NewsNeg*每增加1个单位,会使中国企业跨境并购完成的可能性下降40.2%;就并购溢价率而言,受到东道国媒体“攻击批评”的企业平均会多支付19%左右的并购溢价。因此,当中国企业进行跨境并购时,需要特别注意规避东道国媒体负面报道的频率与强度,才有可能顺利完成跨境并购。

表8 情绪极性分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Completion2</i>	<i>Premium</i>	<i>Completion2</i>	<i>Premium</i>
<i>NewsPos</i>	0.198 ** (2.341)	-7.667 (-1.620)		
<i>NewsNeg</i>			-0.402 *** (-3.162)	19.603 *** (2.622)
控制变量	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES
N	1 507	957	1 507	957
R <sup>2</sup>	0.148	0.097	0.331	0.129

注:括号内为t值对应的稳健标准误;\*\*、\*\*\*分别代表5%、1%的水平下显著。

## 七、结论与建议

在逆全球化背景下,中国企业跨境并购屡遭挫折,出现并购意愿强烈但完成率低的现象。针对此困境,本文从媒体舆论的视角,实证检验了东道国媒体情绪对中国企业跨境并购的影响。基于经典传播学理论与行为经济学,从东道国政府决策和东道国民众情绪角度进行理论推演,构建了东道国媒体情绪效应的传导路径。研究表明:其一,东道国媒体情绪对中国企业跨境并购数量、完成率和并购金额均有显著正向影响;其二,异质性分析显示,对于非“一带一路”沿线国家、敏感性行业与国有企业的跨境并购,东道国媒体情绪的正向影响更为强烈;其三,影响路径分析显示,东道国媒体情绪通过政府决策与民众情绪对中国企业跨境并购产生

影响；其四，情绪极性分析显示，负面新闻报道对跨境并购的抑制作用显著而强烈。基于上述结论，本文针对中国企业跨境并购提出以下建议。

第一，跨境并购，沟通先行。首先，中国企业在跨境并购时，应重视媒体情绪的影响，密切关注东道国媒体舆论动向，量化研判东道国媒体情绪，做好舆情监控；其次，加强与媒体的沟通，积极宣传跨境并购能够促进当地经济发展、增加当地税收等经济社会效益，缓解东道国各方对跨境并购的抵触情绪，以增加东道国媒体对并购事件的正面报道；尤其要做好应急处理预案，面对负面报道，要快速反应、及时发声、澄清事实，避免负面舆论进一步发酵而对并购产生重大冲击；最后，在新媒体迅猛发展的当下，要学会利用社交媒体等新手段，加强自我宣传力度，讲好具有亲和力的企业故事，团结更多友善力量，从而营造积极的舆论氛围。

第二，消弥隔阂，增强互信。一方面，中国企业“走出去”应秉持人类命运共同体理念，将企业利益建立在共同利益之上，积极回应东道国关于国家安全、核心技术、战略资源等敏感问题，充分阐明我方并购意图，从而实现双赢乃至多赢。另一方面，将跨境并购视为双边经济、文化交流的契机，加强企业与东道国民众之间的友好交流，入乡随俗，尊重当地传统文化与习俗，积极宣传跨境并购能为东道国民众创造新的就业岗位、提供更好的社区服务等效益，让东道国民众切身体会到发展红利；尝试与东道国高校合作搭建国际研究机构，拓宽双边民间交往渠道，推动文明交流互鉴。

第三，合理布局，优化选择。国务院办公厅于2017年8月出台了《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》，明确指出，要重点推进有利于“一带一路”沿线国家建设的境外投资。过去，中国企业跨境并购区位分布极不平衡，主要集中在发达国家，对“一带一路”沿线的发展中国家关注不够，而这些发展中国家对中国的认知比欧美国家更为积极。未来，应积极在“一带一路”沿线国家开展国际经贸活动，这样既可以减少对欧美市场的依赖，也有利于企业长远发展。中国企业应积极响应国家号召，在努力谋求自身发展的同时，更要考虑历史进程与时代使命。

#### [参考文献]

- [1] 韩永辉, 张帆, 王贤彬. 双边政治关系与中国企业海外并购 [J]. 经济科学, 2021 (5): 37-51.
- [2] LIM M, LEE J. National Economic Disparity and Cross-border Acquisition Resolution [J]. International Business Review, 2017, 26 (2): 354-364.
- [3] 贾镜渝, 李文, 郭斌. 经验是如何影响中国企业跨国并购成败的——基于地理距离与政府角色的视角 [J]. 国际贸易问题, 2015 (10): 87-97.
- [4] 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 [J]. 经济研究, 2017 (1): 28-43.
- [5] 孟丽君, 李钢. 逆全球化背景下媒介舆论对中国出口贸易的影响研究 [J]. 财贸经济, 2021 (11): 146-160.
- [6] BARNETT G A, XU W W, CHU J. Measuring International Relations in Social Media Conversations [J]. Government Information Quarterly, 2017, 34 (1): 37-44.

- [7] GOH K Y, HUI K L, PNG P. L. Newspaper Reports and Consumer Choice: Evidence from the Do Not Call Registry [J]. *Management Science*, 2011, 57 (9): 1640-1654.
- [8] DAPHNE W, YI U, WILLIAM P, et al. Public Sentiment is Everything: Host-country Public Sentiment Toward Home Country and Acquisition Ownership During Institutional Transition [J]. *Journal of International Business Studies*, 2021, 53 (6): 1202-1227.
- [9] 张先锋, 郭伟, 蒋慕超. 东道国负面舆论偏向与企业 OFDI——基于东道国主流新闻媒体的情感量化分析 [J]. *产业经济研究*, 2021 (5): 69-82.
- [10] BOND S, MEGHIR C. Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy [J]. *The Review of Economic Studies*, 1994, 61 (2): 197-222.
- [11] BLOCH ELKON. Studying the Media, Public Opinion and Foreign Policy in International Crises: The United States and the Bosnian Crisis, 1992-1995 [J]. *Public Opinion Quarterly*, 2007, 75 (2): 366-392.
- [12] MAXWELL E. MCCOMB S, DONALD L. The Agenda-setting Function of Mass Media [J]. *Public Opinion Quarterly*, 1972.
- [13] FUNKHOUSER C R. The Issues of the Sixties: An Exploratory Study of the Dynamics of Public Opinion [J]. *Public Opinion Quarterly*, 1973.
- [14] 周晶晶, 赵增耀. 东道国经济政策不确定性对中国企业跨国并购的影响——基于二元边际的视角 [J]. *国际贸易问题*, 2019 (9): 147-160.
- [15] 曹清峰, 董鹏飞, 李宏. 关税壁垒的“筛选效应”与企业海外并购成功率 [J]. *国际贸易问题*, 2019 (10): 163-174.
- [16] 沃尔特·李普曼著, 常江、肖寒译. 舆论 (Public Opinion) [M]. 北京: 北京大学出版社, 2018: 279-284.
- [17] 罗伯特·J·希勒著, 陆殷莉译. 叙事经济学 (NARRATIVE ECONOMICS) [M]. 北京: 中信出版集团, 2020: 60-62.
- [18] 古斯塔夫·勒庞著, 亦言译. 乌合之众——群体心理研究 (Psychologie des Foules) [M]. 北京: 中国友谊出版公司, 2019: 128.
- [19] 游家兴, 陈志锋, 肖曾昱. 财经媒体地域偏见实证研究 [J]. *财经研究*, 2018, 53 (4): 167-181.
- [20] MOHSIN A K M. Cultural and Institutional Distance of China's Outward Foreign Direct Investment Toward The "Belt and Road" Countries [J]. *The Chinese Economy*, 2021, 54 (3): 176-194.
- [21] 李诗, 吴超鹏. 中国企业跨国并购成败影响因素实证研究——基于政治和文化视角 [J]. *南开管理评论*, 2016 (3): 18-30.
- [22] 杨波, 张佳琦, 吴晨. 企业所有制是否影响中国企业海外并购的成败 [J]. *国际贸易问题*, 2016 (7): 97-107.
- [23] BARON, KENNY. The Moderator-mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic and Statistical Considerations [J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1986, 51 (6): 1-21.
- [24] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应 [J]. *中国工业经济*, 2022 (5): 100-120.
- [25] LOUGHRAN, TIM, BILL MCDONALD. When is a Liability not a Liability? Textual Analysis Dictionaries and 10Ks [J]. *Journal of Finance*, 2011, 66 (1): 35-65.
- [26] 汪昌云, 武佳薇. 媒体语气、投资者情绪与 IPO 定价 [J]. *金融研究*, 2015 (9): 174-188.
- [27] 龚为纲, 朱萌, 张赛. 媒介霸权、文化圈群与东方主义话语的全球传播——以舆情大数据 GDELT 中的涉华舆情为例 [J]. *社会学研究*, 2019, 34 (5): 138-164.
- [28] 孙翔宇, 孙谦, 胡双凯. 中国企业海外并购溢价的影响因素 [J]. *国际贸易问题*, 2019 (6): 145-159.



## The Impact of Host Country's Media Sentiment on Chinese Firms' Cross-border Mergers and Acquisitions

YAN Yanyang TANG Huideng

**Abstract:** In this paper, web crawler and sentiment analysis are applied to a textual analysis of media coverage, and host-country media sentiment indexes are established. On this basis, we empirically investigated the influence of host-country media sentiment on the cross-border M&A of Chinese enterprises. According to the results, host-country media sentiment exerts a significantly positive influence on the completion cases, rate, and amount of money on cross-border M&A of Chinese enterprises. Heterogeneity analysis shows that host-country media sentiment takes a greater influence on the countries not along “the Belt and Road”, sensitive industries, and state-owned enterprises. Host-country media sentiment take effects to Chinese firms' cross-border M&A via two paths: government decision making and public sentiment. An analysis of sentiment polarity reveals that companies with negative media sentiment pays a higher M&A premium, and also suffers an approximately 40% decrease in the M&A completion rate. Based on the results, several suggestions are presented on how to reconcile host-country media sentiment in the cross-border M&A.

**Keywords:** Host-Country's Media Sentiment; Cross-border M&A; Chinese Firms; Completion Rate

(责任编辑 王 瀛)