

# 产业政策与企业跨行业并购：市场导向还是政策套利

蔡庆丰，田霖

[摘要] 本文利用 2006—2016 年中国上市公司发起的并购数据和人工搜集整理的同一时期国家产业政策支持信息，在考虑并购双方所受国家产业政策支持情况的基础上，实证研究了国家产业政策支持对企业跨行业并购行为的影响问题。研究发现，国家产业政策实质上是一种政府通过对各行业进行不同程度的政策支持，引导社会资源向受支持行业流动以实现政府主导产业结构转型升级的政策工具。实证结果显示，主并企业更可能对受到产业政策支持的目标企业发起跨行业并购；在此基础上，如果主并企业自身没有受到产业政策支持，上述结论会得到进一步强化；考虑企业所有权性质后发现，国有企业更可能发起与产业政策导向一致的跨行业并购；但是，如果主并企业本身受到产业政策支持，那么国有企业也将比非国有企业更少进行跨行业并购。进一步的分析发现，部分企业跨行业并购后主营收入占比不降反增，其并购后并未将资源转移至新行业，可能仅是一种套取政府补贴的“政策套利”行为；而相对于非国有企业，国有企业出于“政策套利”动机进行跨行业并购的可能性更低。本文丰富了政府宏观政策对企业微观决策的影响研究，并对充实企业并购行为的研究做出了一定贡献。

[关键词] 产业政策；跨行业并购；所有权性质；政策套利

[中图分类号]F420 [文献标识码]A [文章编号]1006-480X(2019)01-0081-19

DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2019.01.005

## 一、问题提出

2016 年张维迎和林毅夫两位学者关于产业政策的争辩引起了社会各界的广泛关注，2018 年以来政府部门对新能源汽车、光伏，以及棚户区改造等一系列产业政策补贴的调整再次使得关于产业政策问题的争论成为热点。中国实施的产业政策是具有排他性的选择性产业政策，各级政府会根据所掌握的信息及对行业未来发展的判断与规划，对符合政策条件的行业企业给予税费减免、政府补贴、土地划拨、甚至资金扶助等政策优惠，引导社会资源流向选定的受支持行业，以达到集中力量发

[收稿日期] 2018-09-29

[基金项目] 国家社会科学基金重大项目“新常态下金融部门与实体经济良性互动的现代经济治理体系问题研究”(批准号 15ZDA028)；国家自然科学基金面上项目“资本市场中的社会关系与政治地理中的资本市场：来自中国的理论与实证”(批准号 71373219)；中央高校基本科研业务费项目“政府干预、产业政策与企业行为”(批准号 20720181109)。

[作者简介] 蔡庆丰，厦门大学经济学院教授，博士生导师，经济学博士；田霖，厦门大学经济学院博士研究生。通信作者：田霖，电子邮箱：Lynntian07@hotmail.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，感谢“第十八届中国经济学年会”与会专家的建议，文责自负。

展重点行业,推进产业转型升级的目的。那么,政府主导的产业政策是否有效呢?有的学者研究认为,产业政策整体而言是无效甚至有害的(Crisuolo et al.,2007;Blonigen,2013;韩乾和洪永淼,2014),也有学者认为产业政策是有效的,其对于产业升级和发展的推动作用值得肯定(Crisuolo et al.,2012;舒锐,2013)。可见,产业政策对经济宏观层面的影响,学术界的观点并不统一。正如饶品贵等(2016)所指出的,当前学术研究的一个重点与难点是从宏观政策出发落脚到微观企业行为,而将宏观经济政策内化到企业微观决策行为中进行研究是更有价值的。那么产业政策对企业微观层面又会产生怎样的影响呢?不同行业间的政策支持差异会造成行业外部发展环境和所能获得资源要素的不平衡,这种不平衡又会反过来影响企业决策。所在行业受到产业政策支持的企业不仅能够“直接”获得土地、资金和税费等各种政策优惠,也会因为符合政府的产业导向而获得市场的乐观预期,从而“间接”获得更多的资源要素,有利于企业发展。既有的研究分别从企业融资(陈冬华,2010)、生产率(宋凌云和王贤彬,2013)、投资效率(黎文靖和李耀淘,2014)以及企业研发创新(黎文靖和郑曼妮,2016)等方面进行了探索和研究,但遗憾的是,目前尚未有关于产业政策影响企业并购行为方面的系统研究。

在中国,政府以各种形式掌握着大量的社会资源,会通过“产业政策”这只“有形之手”影响资源要素的配置。企业并购是企业实现外延式、跨越式成长和扩张的重要途径。上市公司的并购活动往往会面对一些“非市场化”的问题,比如政府补贴、土地划拨、税收优惠,等等,这些政策优惠力度往往又与政府的产业政策密切相关。贾良定等(2005)研究发现,相对于西方企业,中国企业在实施跨行业并购时会更多地考虑制度环境等方面的影响。方军雄(2008,2009)研究了政府干预这一“非市场化因素”对企业并购的影响,并指出企业所有权性质会显著影响企业跨行业并购的可能。然而,跨行业并购并不总是能够帮助企业实现规模经济与范围经济,已有研究也未能对其影响机制进行更深入的解释。此外,跨行业并购却可能对企业经营绩效造成不利影响(李善民和周小春,2007)。既然跨行业并购并不能够改善企业经营绩效,为什么企业还会热衷于跨行业并购呢?Tong et al.(2014)、黎文靖和郑曼妮(2016)等学者的研究发现,企业可能依据政府相关政策主动采取一些“策略性行为”以获取政府支持。邵敏和包群(2012)、黄先海等(2015)的研究也认为,政府可能会诱发企业进行“为补贴而生产”的政策套利行为。那么,当前社会上出现的许多“蹭政策热点”、与政府战略“攀关系”的现象是否正是这一情况的体现?中国的产业政策又会对企业的并购行为产生怎样的影响?中国企业的跨行业并购又究竟是遵循价值规律的“市场导向”行为还是追逐政策优惠和补贴的“政策套利”行为呢?

本文拟对上述问题进行研究,试图厘清产业政策对企业跨行业并购行为的影响,并为政府制定产业政策、引领产业结构转型升级提出合理化建议。本文研究可能在如下三个方面有所贡献:①现有关于产业政策影响企业微观行为的研究集中于产业政策如何影响企业融资、投资与投资效率、创新等方面,尚未有学者对产业政策如何影响企业并购行为进行系统而深入的研究,本文的研究能够丰富宏观政策对企业微观行为影响的研究;②以往关于产业政策影响企业行为的研究均以企业自身是否受到产业政策支持为出发点,并以此为基础研究产业政策对企业投融资等行为的影响,而由于企业并购行为涉及主并企业与目标企业双方这一特殊性,本文将同时对并购双方的产业政策支持情况及产业政策造成的影响进行考察,这种对不同行业间产业政策支持差异的横向对比无疑能够从更全面的视角揭示产业政策对企业行为的影响;③虽然政府干预对于企业并购的研究已受到学者广泛关注,但现有研究基本都是从国有企业行为、政府财政支出等方面展开的,本文从产业政策角度切入进行研究,对于充实企业并购和政府干预方面的研究也将有所裨益。

本文后续结构安排如下：第二节将论述本文的理论框架、构建理论模型并做出相关的研究假设；第三节将对本文研究的数据来源与主要变量构建进行说明，同时根据研究假设设计回归模型；第四节为主要回归结果的实证分析；第五节为进一步的分析与稳健性检验；最后为研究结论与启示。

## 二、理论模型与研究假设

### 1. 理论框架与模型

事实上，已有丰富的文献讨论了并购对于提高企业在资源利用方面的效率（Andrade et al., 2001; Betton et al., 2008）或是改善企业的金融财务状况（Mantecon, 2008; Greene, 2017; Almeida et al., 2011; Erel et al., 2015）方面的积极作用，但关于企业跨行业并购，特别是跨行业并购动机的研究却相对匮乏。在这一方面，贾良定等（2005）的研究发现很有价值，他们发现相对于西方企业，中国企业在实施跨行业并购时会更加在意目标行业的吸引力。具体来讲，对主并企业而言的“吸引力”似乎是目标企业能够带来协同效应的某些特质。Asquith and Rock（2011）发现，海外企业对美国本土企业跨国并购的重要原因之一是通过并购获得权益融资优势。进一步的，Cornaggia and Li（2019）的研究则显示，主并企业可能通过对目标企业进行跨州并购以获取银行融资支持。虽然上述两篇研究针对的是企业跨区域并购的问题，但可以为本文研究企业跨行业并购动机提供很好的思路借鉴。

产业政策本质上是基于“有为政府论”，通过政府主观选择与支持特定行业的方式，实现引领产业转型升级的政策工具。政府不仅可以通过产业政策这只“有形之手”直接影响市场，还可以通过颁布产业政策向市场发送信号，引导企业做出符合政府规划和导向的决策，将资源要素引导至政府期望发展的行业。因此，制度环境因素对于企业并购的影响是不容忽视的（Andrade et al., 2001）。由此，本文推测政府的产业政策干预以及造成的行业间政策支持差异可能正是促使企业做出跨行业并购决策的深层次原因之一。图1展示了本文所研究的产业政策影响企业跨行业并购问题的基本逻辑思路。

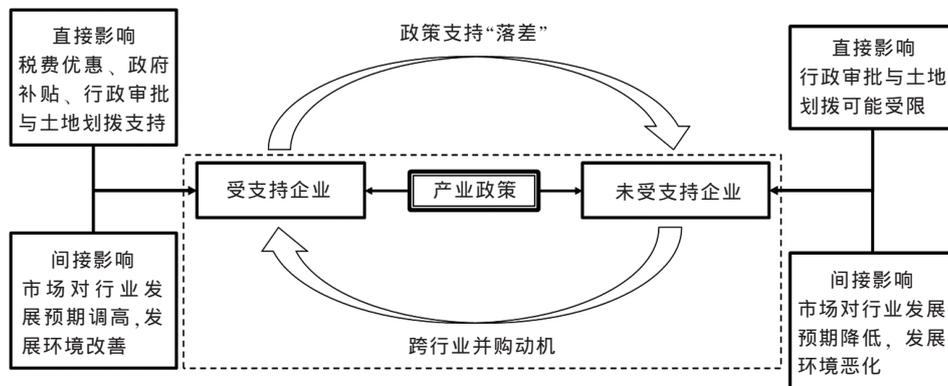


图1 产业政策影响企业跨行业并购的逻辑

依此思路，本文的研究逻辑依次展开：①产业政策在不同行业间支持力度的差异可能导致目标企业因受到政策支持而更有“并购价值”，而受到产业政策支持的主并企业可能因为政策支持而更加具有“扩张性”，但也有可能因为自身已经受到政策支持而减弱通过并购获取政府支持的动力。因此本文认为，产业政策可能影响企业并购的目标选择与并购决策，这也是本文研究的逻辑起

点。②作为产业政策的制定者,政府在产业政策的影响过程中扮演着重要角色,那么具有政府背景的国有企业是否会更加积极地响应国家产业政策以实现政府或官员的政治目标呢?对非国有企业而言,他们是将产业政策视为可争取、可套利的“非市场化”资源而更加积极地去响应产业政策,还是将产业政策视为政府对市场机制的扭曲而消极应对?这是本文研究的第二个核心问题。③产业政策背景下的企业并购是否能够达到政府主导产业转型升级的目的?企业是否会依产业政策引导调配资源,而响应政府产业政策的效果又如何?这也是本文关注的又一重点。

接下来本文将通过建立一个博弈模型说明政府产业政策将引导企业进行并购,且过高的政策支持可能诱导部分企业进行政策套利并购。

(1) 博弈模型的设定。借鉴张国兴等(2013)的模型思想,本文将根据以上分析构建政府补贴与企业并购的不完全信息动态博弈模型。博弈参与者分别为政府和企业,企业的类型由自然(Nature)从类型空间  $\Phi=\{\text{企业 1}, \text{企业 2}\}$  中随机选出,企业 1 表示对产业政策支持行业进行并购后将部分经营资源与重心向并购行业转移的企业,企业 2 表示并购后并不会实质转移经营资源而仅仅为套取政府补贴的企业。假定自然选择企业 1 的概率为  $p$ ,选择企业 2 的概率为  $1-p$ ,企业知道自己所属类型,并从策略空间  $\Theta=\{\text{并购}, \text{不并购}\}$  选择策略。政府不知道企业所属类型,仅知道企业选择的策略,并将根据观察到的企业行动,应用贝叶斯法则计算后验概率并从自己的策略空间  $\Xi=\{\text{补贴}, \text{不补贴}\}$  中选择是否对企业并购行为进行补贴。

进一步地,政府选择对企业进行补贴时企业将获得收益  $S$ ,此处政府补贴  $S$  不仅代表政府给予的直接补助,还可以是政府在土地划拨、行政审批等方面给予企业的优惠。同时企业进行顺应政府产业政策导向的并购将付出一定的成本  $C$ ,对于企业 2 而言,若其选择并购且获得了政府补贴,由于其并购动机仅为获取政府支持而非真心发展目标企业,政府可能在事后对其行为进行处罚  $F$ 。对政府而言,因为企业 1 将在并购后陆续转移部分经营资源,政府产业政策目标能够较好实现,此时政府获得较高的收益  $R_g$ ;相反,若企业 2 选择并购,因其并购后不会实质转移资源与经营重心,从而政府产业政策目标不能有效达成,政府获得较低收益  $R_b$ ,  $R_b < R_g$ 。最后,若政府对于积极响应政府政策号召并真心进行并购的企业不进行补贴,可能造成市场对政府政策支持的不信任,从而使产业政策效果大打折扣,政府损失  $D$ 。为简化分析,假定  $R_g > S > 0$ ,即政府在对企业 1 进行补贴后仍能获得大于 0 的收益。

(2) 博弈分析。图 2 展示了本文模型的关系。端点处括号内的第一组数值为企业所获收益,第二组数值为政府所获收益。若企业选择不并购,则企业与政府的收益均为 0。在企业 1 选择并购的前提下,若政府选择给予补贴,则企业 1 与政府所得分别为  $(S-C, R_g-S)$ ,若政府选择不给予补贴,则企业 1 与政府所得分别为  $(-C, R_g-D)$ ;在企业 2 选择并购的前提下,若政府选择给予补贴,则企业 2 与政府所得分别为  $(S-C-F, R_b-S)$ ,若政府选择不给予补贴,则企业 2 与政府所得分别为  $(-C, R_b)$ 。

(3) 博弈均衡分析。对于动态博弈一般采用逆向归纳法求解。对于风险中性的政府,政府选择对主并企业进行补贴的期望收益为:

$$E_1 = p(R_g - S) + (1-p)(R_b - S) \quad (1)$$

选择不补贴的期望收益为:

$$E_2 = p(R_g - D) + (1-p)R_b \quad (2)$$

对政府而言,其补贴与否的选择取决于其预期市场中企业 1 类型与企业 2 类型的比例,若其预期企业 1 占比  $p$  大于  $p^* = S/D$  且  $D > S$ ,则政府进行补贴的期望收益将大于不补贴的期望收益,政府将

选择对企业进行补贴。这一解释也是符合现实的,政府补贴支出相对于政策效果减弱所带来的一系列政治经济方面的负面影响而言一般较小,因此当政府预期市场中多数企业的并购是有诚意的时候,政府自然会选择补贴。

对于企业 1 而言,只要  $S > C$ ,即企业所获得的政府补贴大于其所付出的成本,那么企业 1 将选择并购。对于企业 2 而言,只有当  $S < C + F$ ,即政府补贴过低或政府处罚足够高的情况下,选择

并购后所获得的政府补贴不能覆盖其并购成本与政府处罚时,企业 2 才一定选择不并购;当  $S > C + F$  且企业 2 预期政府将进行补贴时,企业 2 将选择并购。

政府产业政策补贴与企业并购行为的博弈可能出现如下结果: ①产业政策完全有效的分离均衡。当  $C < S < C + F$  且  $p$  足够大时,政府预期市场中有足够高比例的企业 1,并对所有响应产业政策进行并购的企业给予适当水平的补贴,企业 1 将选择并购,企业 2 将选择不并购。此时产业政策效果最好。②产业政策部分有效的混同均衡。当  $S > C + F$  且  $p$  足够大时,政府仍然预期市场中有足够高比例的企业 1,并对所有顺应产业政策进行并购的企业给予补贴,但由于补贴过高,此时企业 1 与企业 2 将选择并购,此时产业政策有效但效率较低。③产业政策完全无效的混同均衡。当  $S < C$  或  $p$  很小时,政府补贴过低或政府预期市场中多数为套利企业并拒绝对所有企业进行补贴,无论企业 1 或是企业 2 均选择不并购。此时产业政策完全无效。

结合现实背景看,当政府希望推动某产业发展时,政府往往会不遗余力地推出各项优惠措施以实现其政策目标,所以政府补贴较低的情况较为少见;同时,由于政府对于企业信息掌握可能不足,且企业是否是真心响应政府产业政策较难甄别,故政府可能采取事后处罚的期望较低,因此产业政策部分有效的混同均衡情形更可能出现。

## 2. 研究假设

(1)受产业政策支持企业的“吸引力”与“扩张性”。一般认为,主并企业在并购中扮演主导角色,它们所具备的某些优势能够通过并购创造协同效应。然而事实上目标企业对于并购所可能带来的协同效应同样至关重要。Asquith and Rock(2011)的研究就发现,被并购企业的某些特质也可能带来协同效应:海外企业对美国本土企业进行并购的重要原因之一就是美国本土企业有更便利获得权益融资的比较优势。进一步的,Cornaggia and Li(2019)的研究也显示,获得银行融资支持的企业更可能成为被并购目标,因为对这类企业进行并购将能够帮助主并企业降低融资成本并提高可能获得的信贷供给,而这对于有着良好发展机会或是难以获取银行贷款的主并企业而言更为重要。同理,结合上文的分析结论,企业进行并购目标选择时,在其他条件相同的前提下,对受到产业政策支持的目标企业进行并购可能带来政府补贴与政治收益,这对于主并企业而言无疑具有吸引力。一方面,主并企业通过跨行业并购可以将部分资源转移至受政府支持的行业,这预期能够为企业带来更大的利益,同时分担部分行业系统性风险;另一方面,对受支持企业的并购不仅可以获取政府补贴、税费减免、土地划拨等政府支持,甚至可能帮助企业建立或强化政治关联(蔡庆丰等,2017)。因此受产业政策支持的企业更可能成为其他企业的跨行业并购目标。由此,本文提出:

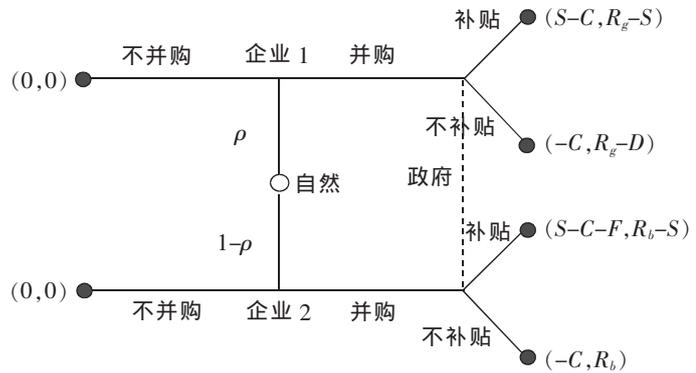


图 2 政府补贴与企业并购博弈

H1:若目标企业受到产业政策支持,则企业对其进行跨行业并购的可能性更高。

在 H1 的基础上,本文将把主并企业自身所处行业是否受到产业政策支持的因素考虑在内。类似 Cornaggia and Li(2019)的研究逻辑,已经具备银行支持的企业更少进行并购的原因正是其没有通过并购获取融资协同效应的动力。同样,本文认为,倘若主并企业所在行业受到政府产业政策支持,那么企业完全可以利用其所在行业的政策支持优势专注于行业内发展,而不必承担风险以涉足其他行业;相反,若企业自身所在行业未受到政府政策支持,那么不论是出于获取政策优惠或建立政治关联的目的,还是出于改善如上文所述的各种不利环境(如行政审批受限、市场预期不佳等)的目的,企业都有更加强烈的动机对受产业政策支持的企业进行跨行业并购。由此,本文提出:

H2:若主并企业所在行业未受到产业政策支持,则其更可能对所在行业受到产业政策支持的企业进行跨行业并购。

(2)产业政策引导下的国有企业并购行为。由于在中国的经济体系中国有企业占据了半壁江山,国有企业的一举一动都会对市场产生深远影响。因此,在对产业政策如何影响企业并购的问题进行研究时,国有企业在其中所发挥的影响是不容忽视的。同时,国有企业高管往往由政府官员担任,或至少有相应的政治级别。除了单纯考虑国有企业本身的经营绩效外,由于晋升激励的作用,国有企业高管还需要考虑企业行为的政治影响。所以说,国有企业并不仅仅扮演着市场中经济个体的角色。正如曾庆生和陈信元(2006)的研究所指出的,国有企业比非国有企业承担了更多的政策性负担。由于政策性负担的存在,国有企业的经营决策往往需要配合政府行为。例如,陈信元和黄俊(2007)就发现,为了帮助一些企业摆脱困境,政府往往利用其所控制的国有上市公司通过跨行业并购等方式帮助困难企业进行融资。

综上所述,本文推测作为政府意志执行者的国有企业会更加积极地配合政府产业政策导向:若国有企业所在行业未受到政府产业政策支持,那么国有企业会将资源向其他行业转移;若某行业受到政府产业政策支持,那么国有企业会将资源转移至该受支持行业。此外,若企业自身所在行业受到国家产业政策支持,那么企业完全可以利用现有的各种政策支持进一步进行扩张。而对国有企业而言,除非政府有意引导国有企业将资源转移至其他受支持行业,否则坚持主营业务更是国有企业所肩负的政策性负担所要求的。在此基础上,倘若国有企业所在行业也受到国家产业政策的支持,那么国有企业无论从经济角度还是政治角度考虑,将资源用于其本行业的发展无疑是最优抉择,进行跨行业并购并将资源转移至其他行业的可能性也将随之降低。总而言之,相较于非国有企业,国有企业的跨行业并购决策将与政府政策导向更为一致。由此,本文提出:

H3:若企业自身所在行业未受到国家产业政策支持,那么国有企业更可能对受到国家产业政策支持的企业发起跨行业并购;若企业自身所在行业受到国家产业政策支持,那么国有企业也将更少进行跨行业并购。

(3)跨行业并购与“政策套利”。王红建等(2016)发现,实体企业可能为获取更多的利益而进入某些高收益行业以进行跨行业套利。进一步的,正如 Tong et al.(2014)、黎文靖和郑曼妮(2016)等学者所发现的,某些企业依据政府政策所进行的创新可能仅仅是为获取政府支持而采取的“策略性”行动。蔡庆丰等(2017)也提出,政府干预可能引起企业“政策套利”,当前社会上出现的许多“蹭政策热点”、与政府战略“攀关系”的现象正是这一情况的体现。此外,由博弈模型可知,对于并购活动与其最优战略规划不一致的部分企业而言,顺应产业政策进行并购本不是其最优决策。但如果这种并购所带来的收益能够覆盖掉其成本,那么这类企业也将采取并购行为以获取额外收益。由此,本文提出:

H4:产业政策可能引起部分企业进行“政策套利”并购,仅为获取政府支持而非实质转移经营资源与重心。

### 三、数据来源与模型构建

#### 1. 数据来源与主要变量说明

(1)并购数据。由于本文主要研究中国上市公司的跨行业并购问题,而中国上市公司的并购信息披露自2004年才开始完善且初期并购市场样本极少,故本文将研究样本区间设定为2006—2016年。本文所涉及的并购事件数据来源于清科集团数据库,为保证数据的完备性和可靠性,本文还将其与国泰安数据中心及Wind资讯金融终端得到的并购数据进行验证补充。并购日期以并购公告日期为准。参考Erel et al.(2015)和Cornaggia and Li(2019)的做法,本文对于并购数据进行如下处理:仅保留主并企业为中国A股上市公司的样本;剔除金融与公共事业企业样本;剔除并购终止或失败的样本;剔除主并企业为ST、\*ST的样本;剔除目标企业为海外企业的样本;剔除关联交易样本;在剩余的样本中,无论主并企业所进行的并购为100%股权收购还是仅控制权比例上升的并购均视作一次并购事件。通过筛选最终得到由1559家上市公司作为主并企业发起的5126起并购事件样本。

(2)产业政策数据。作为本文研究的基础,产业政策数据的选取构建尤为重要。近年来关于产业政策问题的研究逐渐受到学者们的关注,产业政策数据的构建方法也不尽相同。根据本文的文献梳理结果,目前比较有代表性的产业政策数据构建方法主要有如下几种:①利用中华人民共和国国家发展和改革委员会网站公布的产业政策文件,通过“发展”、“鼓励”等关键词确定产业政策支持范围(黎文靖和李耀淘,2014;黎文靖和郑曼妮,2016);②将政府五年规划纲要中工业发展规划章节提到的行业作为受支持行业(宋凌云和王贤彬,2013;张莉等,2017);③整理政府五年规划纲要文件,仔细阅读文本内容并根据具体内容确定产业政策支持行业(陈冬华,2010)。

从产业政策数据来源方面看,国民经济和社会发展规划纲要文件<sup>①</sup>似乎比中华人民共和国国家发展和改革委员会网站公布的专项产业政策文件更适合作为政府通过产业政策影响企业行为的数据来源:正如吴意云和朱希伟(2015)所指出的,五年规划纲要是政府通过“有形之手”进行资源配置、影响产业发展的重要手段。在数据处理方面,以上三种方法也是各有利弊:前两种方法效率较高,但可能存在结果不够准确的问题,单纯通过“鼓励”、“推动”、“重点支持”等关键词对支持行业进行确定显然不够合理。比如,在“十二五”期间,钢铁、水泥等行业的产能过剩问题日益凸显,淘汰落后产能、转变产业发展方式已经成为中央和各级地方政府对于钢铁、水泥等行业发展规划的工作重点;但另一方面,钢铁、水泥等企业又往往能够为当地带来可观的经济效益并解决大量就业问题,其大多是当地的重要支柱产业。因此在五年规划纲要中,虽然提出要重点支持这类企业发展,但实际上其支持重点往往落脚在推动企业转型等“调整性”工作上,对于其本身的行业扩张发展并未有实质意义上的支持。在这种情况下,仅仅通过“鼓励”、“推动”、“重点支持”等关键词就将其划为重点发展行业显然是不合适的。相比之下,第三种产业政策确定方法虽然工作量较大,但却能够相对准确地确定哪些行业受到政府支持,故本文也通过通篇阅读国家五年规划纲要文件的方法获取政府产业政策支持信息。

在将政府五年规划纲要中的产业政策支持信息转化为数据的过程中,如何对行业进行分类是一个值得探讨的问题。现有的做法大多是按照国民经济行业代码对产业支持信息进行分类匹配。虽

① 下文将其简称为“十一五”规划、“十三五”规划等;相应的五年规划期称为“十一五”期间、“十三五”期间等。

然按照国民经济行业代码对产业政策支持行业进行分类较为便利,但也存在不够严谨的问题。例如,在国民经济行业代码中,汽车制造与飞机制造均被列入“交通运输设备制造业”这一分类当中。但实际情况是,现实中存在大量汽车制造企业,其运营方式、财务结构等均与其他交通运输设备(如飞机、船舶、火车等)制造业企业差别很大,且享受的产业政策也往往与那些交通运输设备制造企业不尽相同(在五年规划纲要中,关于汽车与其他运输装备的论述也往往是分开进行的),若将这些行业均归入同一类别,显然会带来偏误。而证监会行业分类则相对合理,其将汽车制造业与其他交通运输设备制造业分离开来。因此,本文将国家和各地区五年规划纲要中受到产业政策支持的行业信息与中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》(2012年修订)进行匹配。

与并购数据相对应,本文搜集了“十一五”(2006—2010年)至“十三五”(2016—2020年)三个五年规划期间的三个国家五年规划纲要文件,若国家五年规划纲要中明确提及支持某一行业发展,则该行业取值为1,未受到产业政策支持的行业取值为0。由于制造业企业较多且五年规划纲要中对于制造业的支持目标较为具体,对于制造业行业的分类具体至行业大类(即行业门类代码C加上二位数行业大类编码,C13—C42),其他非制造业行业分类具体至行业门类代码(A、B、D—S)。

本文所涉及的其他企业财务数据均来源于Wind资讯金融终端。为避免极端值对实证结果的影响,本文对所有连续变量进行1%和99%分位的Winsorize处理。

## 2. 实证模型

为验证H1,本文将建立模型(3)并进行Probit回归。被解释变量CROSS为二元选择变量,若主并企业与目标企业分属不同行业则取值为1,否则为0。TIP为并购目标所在行业是否受国家产业政策支持虚拟变量,若受到国家产业政策支持则取值为1,否则为0。Control为控制变量向量,参考赵勇和朱武祥(2000)、潘红波等(2008)、方军雄(2008、2009)等学者的研究,包含反映企业经营状况基本面信息的主营业务收入增长率GROWTH、净资产收益率ROE、应收账款周转率RTR、经营净现金流量CFO、托宾Q值、资产负债率LEV、企业规模SIZE等变量;同时包含企业所有权性质SOE与第一大股东持股比例SHRCR等有关公司属性与公司治理的变量;本文还加入赫芬达尔—赫希曼指数HHI反映行业竞争水平,并加入主并企业所在行业平均水平的净资产收益率IndROE、主营收入增长率IndGrowth与托宾Q值IndTQ,以更加全面地控制行业层面的信息<sup>①</sup>;最后,Year、Industry以及Province分别为年度、行业与地区虚拟变量。根据H1,本文预期TIP项的系数β显著为正,即目标企业所在行业受到产业政策支持将提高跨行业并购的可能性。

$$CROSS_i = \alpha + \beta TIP_i + \gamma Control_i + Year_i + Industry_i + Province_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

在H1的基础上,本文接下来将主并企业所在行业是否受到国家产业政策支持纳入考虑范围,IP为主并企业所在行业是否受国家产业政策支持虚拟变量,通过加入主并企业和目标企业所在行业是否受到国家产业政策支持虚拟变量的交叉项TIP×IP对H2进行验证。

$$CROSS_i = \alpha + \beta_1 TIP_i + \beta_2 IP_i \times TIP_i + \gamma Control_i + Year_i + Industry_i + Province_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

进而,考虑到国有企业在中国经济体系中庞大的体量和重要的影响力,并且国有企业往往肩负政策性负担,根据H3,将目标企业所在行业是否受到国家产业政策支持虚拟变量与国有企业虚拟变量的交叉项TIP×SOE以及并购双方企业是否受到国家产业政策支持虚拟变量的交叉项TIP×IP×SOE纳入模型(5)进行研究。

$$CROSS_i = \alpha + \beta_1 TIP_i + \beta_2 TIP_i \times SOE_i + \beta_3 TIP_i \times IP_i \times SOE_i +$$

<sup>①</sup> 感谢匿名审稿人提出的建议。

$$\gamma Control_i + Year_i + Industry_i + Province_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

表 1 列示了本文实证分析所用到的主要变量含义及计算方法。

表 1 主要变量含义及计算方法

变量	含义	变量	含义
<i>CROSS</i>	企业跨行业并购虚拟变量。若为跨行业并购则取值为 1, 否则为 0	<i>TIP</i>	目标企业所在行业受国家产业政策支持虚拟变量。若目标企业所在行业受到国家产业政策支持则取值为 1, 否则为 0
<i>IP</i>	主并企业所在行业受国家产业政策支持虚拟变量。若主并企业所在行业受到国家产业政策支持则取值为 1, 否则为 0	<i>CFO</i>	经营净现金流。主并企业年末经营活动产生的净现金流除以年末资产总额
<i>LEV</i>	主并企业年末资产负债率	<i>TQ</i>	主并企业年末托宾 Q 值
<i>SOE</i>	主并企业所有权性质虚拟变量。若是国有企业则取值为 1, 否则为 0	<i>SIZE</i>	主并企业年末资产总额
<i>GROWTH</i>	主并企业年末主营业务收入增长率	<i>INCOME</i>	主并企业年末主营业务收入除以年末资产总额
<i>SHRCR</i>	股权集中度。主并企业年末第一大股东持股比例	<i>IndTQ</i>	主并企业所在行业当年平均托宾 Q 值
<i>ROE</i>	主并企业年末净资产收益率	<i>IndGROWTH</i>	主并企业所在行业当年平均主营业务增长率
<i>RTR</i>	主并企业年末应收账款周转率	<i>IndROE</i>	主并企业所在行业当年平均净资产收益率
<i>PE</i>	主并企业年末市净率	<i>IndINCOME</i>	主并企业所在行业当年平均主营业务收入除以年末资产总额
<i>HHI</i>	赫芬达尔—赫希曼指数, 行业所有企业当年主营收入占比的平方和	<i>SUBSIDY</i>	主并企业当年所获政府补贴
<i>MBI</i>	主并企业滞后一期的主营业务收入占比变化量		

#### 四、实证结果分析

表 2 为本文主要变量的描述性统计结果。如表 2 所示, 跨行业并购虚拟变量 *CROSS* 的均值为 0.6092, 上市公司发起的并购中有六成以上是跨行业并购, 大比例跨行业并购的现实情况与通过行业内并购实现规模效应等传统并购理论出现了巨大分歧, 这也再次证明了对企业跨行业并购行为进行研究的现实意义。同时, 目标企业与主并企业受国家产业政策支持虚拟变量 *TIP* 与 *IP* 均值分别为 0.5131 和 0.5728, 说明并购参与双方均有 1/2 以上的企业受到了国家产业政策支持的影响。考虑到并购参与方多为受产业政策支持的企业, 而超过六成的并购案又是跨行业并购这一客观事实, 那么产业政策支持会推动企业跨行业并购则顺理成章地成为一种可能的解释。此外, *SOE* 项均值为 0.2833, 有近三成并购事件的主并企业为国有企业。研究一般认为国有企业肩负更多的政策性负担, 倘若产业政策确实是推动企业跨行业并购的重要原因, 那么国有企业在这一过程中又扮演着何种角色? 本文接下来将从上述问题入手研究产业政策对企业跨行业并购的影响。

表 2 主要变量的描述性统计

	Mean	Min	Median	Max	Sd	N
<i>CROSS</i>	0.6092	0.0000	1.0000	1.0000	0.4880	5126
<i>TIP</i>	0.5131	0.0000	1.0000	1.0000	0.4999	5126
<i>IP</i>	0.5728	0.0000	1.0000	1.0000	0.4947	5126
<i>SOE</i>	0.2833	0.0000	0.0000	1.0000	0.4506	5126
<i>TQ</i>	2.6643	0.1224	1.9860	12.3915	2.3094	5126
<i>LEV (%)</i>	42.7208	5.6757	41.4281	88.5872	20.7821	5126
<i>SIZE(亿元)</i>	128.8068	4.4006	36.0559	3024.3140	350.3405	5126
<i>GROWTH</i>	0.2755	-0.5321	0.1653	3.9169	0.5485	5126
<i>SHRCR (%)</i>	34.4661	2.1970	33.1200	89.9900	14.8837	5126
<i>ROE (%)</i>	9.3269	-23.8800	9.0500	36.4113	8.6144	5126
<i>RTR</i>	30.7427	0.9570	5.2636	945.9836	116.5833	5126
<i>CFO</i>	0.0365	-0.1932	0.0374	0.2235	0.0680	5126
<i>MBI (%)</i>	-11.7088	-100.0000	-0.5000	93.5200	33.2066	5126
<i>INCOME</i>	0.5749	0.0509	0.4697	2.3726	0.4103	5126
<i>PE</i>	0.6303	-5.3754	0.4554	7.4718	1.3370	5126
<i>IndTQ</i>	3.4459	0.8454	2.6481	30.9392	3.6121	5126
<i>IndGROWTH</i>	0.7244	-0.0165	0.2239	15.8102	2.2071	5126
<i>IndROE (%)</i>	10.8666	-2.8015	11.2183	24.2450	4.5640	5126
<i>IndINCOME</i>	0.7051	0.1881	0.6635	1.4564	0.2458	5126
<i>HHI</i>	0.0628	0.0164	0.0508	0.5176	0.0482	5126

### 1. 产业政策支持对企业跨行业并购的影响

由于中国的产业政策是具有排他性的选择性产业政策而非功能性产业政策,对于不同行业的支持情况存在差异,因此各行业是否受到政府产业政策支持存在差异。更进一步,若主并企业与目标企业分属不同行业,企业受到产业政策支持情况的差异极有可能影响企业的跨行业并购行为。本文将从并购目标是否受到产业政策支持的角度切入研究产业政策对企业跨行业并购的影响问题。根据 H1,若目标企业受到政府产业政策支持,那么主并企业对其进行跨行业并购的可能性将更高。

表 3 第(1)、(2)列为模型(3)的回归结果。总体上看,*TIP*的系数均在 1%水平显著为正,说明若目标企业受到产业政策支持,则主并企业对其进行跨行业并购的可能性更高。这一结果与本文所提出的 H1 一致,对此可以从两个方面进行解读。一方面,从主并企业并购后的直接收益角度看,若企业选择的并购目标受到政府产业政策支持,那么并购后主并企业可能得到政府的各项补贴与税费减免,从而直接提高企业收益;另一方面,在政府强干预的经济背景下,政府意志往往能够得到很好的贯彻落实,受到政府产业政策支持的行业往往发展更为迅速,因此选择对受到政府产业政策支持的企业进行并购,也可以理解为企业基于对该行业未来发展预期的良好判断所做出的最优反应。

表 3 第(1)、(2)列的结果显示,主并企业更可能对受到产业政策支持的目标企业发起跨行业并购。对于这一结果,本文将之解释为主并企业对产业政策支持补贴的追求或是对产业政策支持行业良好发展前景的判断。根据 H2,若主并企业所在行业未受到政府产业政策的支持,而目标企业受到产业政策支持,那么这种政策支持“落差”应当会进一步提高主并企业对目标企业发起跨行业并购的可能性。

表 3 产业政策支持差异对企业跨行业并购的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
					<i>IP=0</i>	<i>IP=1</i>
<i>TIP</i>	0.3815*** (0.0374)	0.4281*** (0.0496)	1.2203*** (0.0678)	1.2896*** (0.0799)	1.4198*** (0.0886)	-0.0716 (0.0642)
<i>SOE</i>	-0.1410*** (0.0456)	0.0183 (0.0568)	-0.0942** (0.0466)	0.0037 (0.0576)	0.0927 (0.0980)	-0.1032 (0.0765)
<i>TIP×IP</i>			-1.2946*** (0.0837)	-1.3153*** (0.0990)		
<i>IP</i>			0.3948*** (0.0540)	0.7409*** (0.0998)		
<i>Constant</i>	0.5366*** (0.1011)	1.6271* (0.9764)	0.3421*** (0.1055)	0.5203 (0.9411)	0.2635 (0.5310)	1.5759 (1.0519)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
<i>Province</i>	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5126	4645	5126	4645	1932	2680
<i>pseudo R<sup>2</sup></i>	0.0703	0.2123	0.1091	0.2396	0.3932	0.1647

注:括号内数值为 White 的异方差稳健标准误;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%水平显著。篇幅所限,控制变量的回归结果暂未列出,有需要可向作者索取。下同。

接下来,本文通过引入主并企业与目标企业所在行业是否受到产业政策支持交叉项对 H2 进行验证,表 3 第(3)、(4)列显示,*TIP*与*IP*项系数显著为正,但交叉项*TIP×IP*系数显著为负,且*IP*取值为 1 时的各项系数之和远小于*IP*取值为 0 时。这说明主并企业受到产业政策支持将削弱目标企业政策支持对跨行业并购的促进作用,而未受到产业政策支持的主并企业进行跨行业并购的概率更高。为保证结论的稳健性,本文还通过分组回归的方法对该问题进行再次验证。

表 3 第(5)、(6)列为根据主并企业所在行业是否受产业政策支持进行分组后得到的回归结果。结果显示,当*IP=0*时,*TIP*项系数在 1%水平显著为正;当*IP=1*时,*TIP*项系数则不再显著。该结果表明,未受到产业政策支持的主并企业更可能对受到产业政策支持的目标企业发起跨行业并购;但若主并企业已受到产业政策支持,那么即便目标企业受到了产业政策支持也不会提高主并企业的跨行业并购概率。这一结果支持了 H2 的相关论断,同时再一次验证了 H1 的结论。

## 2. 所有权性质差异、产业政策支持对企业并购的影响

上文的結果实质上反映的是当前中国经济体系中政府政策引导对于企业资源调配的影响。既然这种政策导向的影响确实存在,那么作为政府意志执行者的国有企业在这一过程中扮演了什么样的角色?根据 H3,国有企业相较于非国有企业而言会更加积极主动地配合政府政策导向。因此,本文将把企业所有权性质与产业政策支持交叉项纳入模型进行进一步的研究。表 4 的第(1)、(2)列为相关回归结果。

表 4 第(1)、(2)列的*TIP×IP×SOE*三项交叉项显著为负,同时*TIP×SOE*项以及*TIP*项系数显著为正,表明国有企业更可能对受到国家产业政策支持的目标企业发起跨行业并购,但若国有企业本身已经受到产业政策支持,则其进行跨行业并购的可能性将降低。这一结果与 H3 的推测是一致的。

考虑到三项虚拟变量交叉项在解释方面较为复杂,本文还通过分组回归的方式对这一问题进行再次验证。

表 4 企业所有权性质与产业政策支持差异对企业跨行业并购的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
			<i>IP</i> =0	<i>IP</i> =1	
<i>TIP</i> × <i>IP</i> × <i>SOE</i>	-0.6075** (0.2395)	-0.4795* (0.2760)			
<i>TIP</i> × <i>IP</i>	-1.2413*** (0.0950)	-1.2751*** (0.1132)			
<i>TIP</i> × <i>SOE</i>	0.6255*** (0.2144)	0.5359** (0.2487)	0.6896*** (0.2427)	0.0986 (0.1234)	
<i>TIP</i>	1.1537*** (0.0738)	1.2230*** (0.0892)	1.3265*** (0.0969)	-0.1024 (0.0755)	
<i>IP</i> × <i>SOE</i>	-0.2199* (0.1137)	-0.2722** (0.1353)			-0.2226** (0.1045)
<i>IP</i>	0.4640*** (0.0645)	0.7931*** (0.1085)			0.1932** (0.0883)
<i>SOE</i>	-0.0056 (0.0812)	0.1270 (0.0953)	-0.0178 (0.1081)	-0.1579 (0.1089)	0.1399* (0.0840)
<i>Constant</i>	0.3176*** (0.1074)	0.5966 (0.9977)	0.2907 (0.5356)	1.6350 (1.0522)	1.3402 (0.8841)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	No	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	No	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Province</i>	No	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5126	4645	1932	2680	4645
pseudo R <sup>2</sup>	0.1123	0.2417	0.3960	0.1649	0.2007

表 4 的第(3)、(4)列为根据主并企业所在行业是否受到国家产业政策支持进行分组后得到的回归结果,回归结果很直观地再次验证了 H3 的推断。具体而言,当 *IP* 分组取值为 0 时,*TIP* 与 *SOE* 交叉项系数显著为正;而当 *IP* 分组取值为 1 时,*TIP* 与 *SOE* 交叉项的系数不再显著异于零。即在主并企业自身未受到产业政策支持的情况下,若目标企业所在行业受到国家产业政策支持,则国有企业更可能进行跨行业并购。这一现象可以解释为国有企业更加积极地响应国家政策号召,将资源从未受政策支持的行业向受到政策支持的行业转移,体现了国有企业对政府意志的贯彻执行。

既然国有企业更可能响应国家产业政策号召,将资源由未受政府政策支持的行业转移至受到政府政策支持的行业。那么若是国有企业自身所在行业受到了政府支持,国有企业又是否同样会遵从政府意志,将资源用于行业内发展,从而更少进行跨行业并购呢?表 4 的最后一列给出了相关回归结果。回归结果显示,交叉项 *IP*×*SOE* 系数显著为负,即受到国家产业政策支持的国有企业会更少进行跨行业并购。这反映出国有企业不仅仅是经济个体,还同时肩负着政策性负担,因此,国有企业行为还要考虑许多政策性因素,并不会像非国有企业一样单纯利益导向;国有企业一味地进行利益驱动的行为是不被政府允许的,故国有企业一般会更多坚持其主营业务,当其所在行业受到国家政策支持时更是如此。

## 五、进一步的研究

### 1. 产业政策与“政策套利”

根据上文的分析可知,国家产业政策支持会对企业跨行业并购行为产生影响,企业可能会依据国家产业政策进行并购。正如前文所述,政府产业政策对企业行为的影响十分深远,既能利用各种手段或直接或间接地干预企业行为,也能通过向市场发送政策信号引导企业决策。同时,根据H4,在政府颁布各项支持政策后,企业可能出于获得政府资源支持或建立政治关联的目的主动迎合政府政策。由此,一个重要的现实问题是,通过产业政策驱动的企业跨行业并购究竟能否达到政府引导企业行为从而推动产业结构转型升级的目的呢?企业跨行业并购后是否真的将部分资源转移至新的行业?抑或是仅仅做出迎合政府产业政策的姿态以套取政府补贴?本部分将对该问题进行分析。

上文通过对H1的检验发现,若目标企业所在行业受到产业政策支持,企业更可能对其进行跨行业并购。那么目标企业所在行业受到产业政策支持又是否能够促使主并企业转移部分经营重心与资源至新行业呢?本文将模型(6)作为基础模型对该问题进行研究。

$$MBI_i = \alpha + \beta TIP_i + \gamma Control_i + Year_i + Industry_i + Province_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

在王红建等(2016)的研究基础上,本文以滞后一期的主营业务收入占比变化量  $MBI$  作为企业经营资源与重心转移的代理变量<sup>①</sup>,  $Control$  为控制变量向量,与模型(3)的区别在于加入了市净率  $PE$ 、主营业务收入  $INCOME$  以及主并企业所在行业平均主营业务收入  $IndINCOME$ ,同时删去了主并企业所在行业平均净资产收益率  $IndROE$ 、平均主营收入增长率  $IndGROWTH$  与平均托宾  $Q$  值  $IndTQ$  三个变量。 $Year$ 、 $Industry$  以及  $Province$  同样分别为年度、行业与地区控制变量。

表5第(1)列展示了利用模型(6)对企业跨行业并购子样本进行回归的各项结果。可以看出,  $TIP$  项的系数显著为负,表明对所在行业受国家产业政策支持的企业进行跨行业并购会降低主并企业的主营业务收入占比。总体而言,国家产业政策驱动的企业跨行业并购似乎是有效的,企业总体上会根据产业政策的指引将部分经营活动重心向受支持行业倾斜,从而主营业务收入占比降低。

虽然表5的结果似乎意味着国家产业政策对企业资源调配引导的成功,但若将更多的因素考虑进来,上述结论还能否成立呢?最直接的问题是,国家产业政策支持不仅仅会对目标企业产生影响,同样会对主并企业产生影响,使主并企业进行跨行业并购的机会成本提高。显然,相较于通过跨行业并购的方式涉足受到国家产业政策支持的陌生行业,在同样受到政策支持的本行业内扩张发展对于企业而言似乎是更加明智的选择:本行业与目标行业均受到政府支持,并不存在显著的政策支持差异,意味着并购可能带来的经营环境改善或政治关联强化并不明显;而与此同时,涉足陌生行业的风险更高,开展新业务的难度也更大。因此,本文认为主并企业所在行业国家产业政策支持与否会对企业跨行业并购后主营业务收入占比变化产生不同的影响。

具体的,表5第(2)、(3)列关于主并企业是否受到国家产业政策进行分组的回归结果显示,当

<sup>①</sup> 主营业务收入占比的变化更多地体现出企业跨行业并购后经营重心的重新分配。本文在回归时通过控制行业主营业务收入等多种因素以尽可能全面地剔除了行业整体景气等对企业主营业务收入占比变化的影响,故本文的回归结果至少可以说明这种跨行业并购是否使企业进行资源实质性转移,以及产业政策变量对主营业务收入占比变化的影响是否显著异于0。在总体结果看,若产业政策支持变量的系数并不显著,部分企业进行“政策套利”并购的可能性是存在的,而且这种解释也是合理的。本文承认该代理变量并非完美,但结合各种数据可得性和研究可行性,并考虑到有关“政策套利”问题的研究匮乏,该变量仍不失为一个可行的代理变量。我们将在今后的研究中,尝试通过更加直接的途径对企业并购动机进行深入剖析。

表 5 并购双方产业政策支持对主并企业主营业务收入占比变化的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		<i>IP</i> =0	<i>IP</i> =1	<i>TIP</i> =0	<i>TIP</i> =1	<i>TIP</i> =0	<i>TIP</i> =1
<i>TIP</i>	-3.6692*** (1.0067)	-4.8647*** (1.6345)	-1.4707 (1.2605)				
<i>IP</i>				-0.5418 (3.5673)	6.4871*** (2.2635)	0.0024 (0.0351)	0.0537** (0.0226)
<i>SOE</i>	7.3994*** (1.4407)	11.5049*** (2.4377)	4.5515** (1.7995)	6.5378*** (2.3456)	7.0306*** (1.9018)	0.0963*** (0.0211)	0.0533*** (0.0176)
<i>Constant</i>	-30.9141 (18.9729)	23.0986 (25.6144)	-65.5347*** (23.3899)	-48.0064 (30.6445)	-29.7719*** (11.0972)	-0.4606* (0.2553)	-0.4052*** (0.1012)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Province</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3123	1320	1803	1312	1811	1312	1811
adj. R <sup>2</sup>	0.5304	0.6001	0.4489	0.4174	0.6219	0.4424	0.6594

*IP*=0 时, *TIP* 的系数显著为负, 而当 *IP*=1 时, *TIP* 的系数则不再显著。这表明若主并企业所在行业未受到国家产业政策支持, 那么对受到国家产业政策支持的目标企业进行跨行业并购会导致主并企业主营业务收入占比降低; 但若主并企业所在行业受到了国家产业政策支持, 则对受国家产业政策支持的目标企业进行跨行业并购并不会对主并企业本身的主营业务收入造成显著影响。此外, 从表 5 第(4)、(5)列根据目标企业是否受到国家产业政策进行分组的回归结果中也可以看出, 当 *TIP*=0 时, *IP* 系数不显著; 当 *TIP*=1 时, *IP* 项系数显著为正。这说明受到本行业产业政策支持的企业跨行业并购并未有效引导资源转移至并购目标行业。为保证结论的稳健可靠, 表 5 第(6)、(7)列展示了将原被解释变量由滞后一期的主营业务收入占比变化替代为滞后两期的主营收入变化后得到的结果<sup>①</sup>。可以看出除系数大小不同外, 变量符号和显著性并无明显差异。

根据上述结果可知, 未受到国家产业政策支持的企业跨行业并购更加“真心实意”, 并购后会转移部分经营重心与资源; 而自身受到国家产业政策支持的企业所进行的跨行业并购则显得“醉翁之意不在酒”, 其并未将更多资源转移至目标行业。因此, 从政府能否成功调配资源的角度看, 产业政策引导在主并企业自身受到政策支持时是低效甚至无效的。

## 2. 企业并购与所获政府补贴

上述实证结果显示, 部分企业进行与产业政策导向一致的跨行业并购可能仅仅是一种为获取政府或直接或间接支持而采取的政策套利行为。政府支持的形式多种多样, 而政府直接补贴则是最为常用且影响最为直接的支持形式。故接下来本文将根据企业所获政府补贴的情况对企业跨行业并购动机进行讨论。模型(7)为该部分的基础模型, 具体形式如下:

$$SUBSIDY_i = \alpha + \beta TIP_i + \gamma Control_i + Year_i + Industry_i + Province_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

其中, *SUBSIDY* 为主并企业所获政府补贴<sup>②</sup>, *Control* 为控制变量向量, 主要控制反映企业经营

① 感谢匿名审稿人提出的建议。

② 需要说明的是, 本文采用政府补贴的绝对值作为被解释变量, 并通过控制变量加入企业规模以剔除企业规模对政府补贴的影响, 主要考虑到政府补贴的规模更多取决于企业满足政府支持条件的程度, 而不是取决于企业自身规模的大小。即便是中小企业, 只要其达到政府补贴标准, 政府同样可以给予其大量补助。

状况基本面信息的主营业务收入增长率  $GROWTH$ 、净资产收益率  $ROE$ 、应收账款周转率  $RTR$ 、经营净现金流量  $CFO$ 、托宾  $Q$  值、资产负债率  $LEV$ 、企业规模  $SIZE$  等变量,以及企业所有权性质  $SOE$  与第一大股东持股比例  $SHRCR$  等有关公司属性与公司治理的变量。 $Year$ 、 $Industry$  及  $Province$  同样分别为年度、行业与地区控制变量。

表 6 第(1)列为模型(7)的回归结果。在控制了企业规模等各种影响因素后, $TIP$  项系数仍显著为正,说明并购目标受到产业政策支持会提高主并企业所获得的政府补贴。进一步分析,正如前文研究所发现的,国有企业出于政策性负担等因素的考虑,其并购行为更可能受到政府产业政策“有形之手”的引导,而非国有企业则更可能采取符合市场价值导向的决策。那么依此逻辑,国有企业的并购行为会更加“政策导向”,所进行的并购行为相对于非国有企业而言可能也并不会为其带来明显的经济利益。

在表 6 第(1)列结果的基础上,将企业并购是否为跨行业并购考虑在内,加入跨行业并购虚拟变量与其他变量的交叉项以进一步研究企业跨行业并购可能的动机,并由此得到表 6 第(2)—(4)列的回归结果。其中列(2)的三项交叉项  $SOE \times CROSS \times TIP$  系数显著为负,而  $TIP$  项系数显著为正,二项交叉项  $CROSS \times TIP$  系数为负,各项系数的净效应为负。这说明虽然总体上对受产业政策支持的企业进行并购会提升企业所获政府补贴,但若该并购为跨行业并购,则主并企业所获补贴可能会减少,而国有企业相对于非国有企业而言,其所获得的政府补贴将进一步降低<sup>①</sup>。基于这一结果,可以说相对于非国有企业而言,国有企业的跨行业并购行为更不可能是一种为获取政府补贴而采取的“政策套利”行为。鉴于三项交叉项在解释方面的复杂性,本文还通过表 6 第(3)、(4)列的分组回归验证上述结论。可以看出,当  $TIP$  为 1 时,国有企业进行跨行业并购所获得的政府补贴是显著为负的,显然国有企业的跨行业并购并不是一种“政策套利”驱动的行为。该结果与表 6 第(2)列的结论一致。

### 3. 稳健性检验

为保证实证结果的稳健性,本文尝试进行多种稳健性检验。在样本层面,考虑到金融行业与公共事业行业在经营、财务、风险控制等方面均与其他行业存在较大差异,因此参考已有的研究,本文在数据处理时剔除了金融行业及公共事业行业的相关数据,以消除这类行业并购样本可能给最终回归结果带来的偏差。此外,由于国家产业政策每五年发布一次,并且政策发布后可能存在积累效应(彭纪生等,2008),因此本文在回归时还控制了时间趋势。至于行业和地区层面的系统性差异也通过加入行业和地区虚拟变量加以控制。通过结果对比可以看出,控制时间、行业与地区因素后实证结果并无显著差异。

最后,由于主并企业在规模、财务状况等方面存在较大差异,回归结果可能存在样本选择偏误的问题。为此本文还将通过倾向评分匹配与偏差校正匹配的方法对产业政策影响企业跨行业并购的问题进行再检验。在倾向评分匹配方面,韩超等(2016)认为,即便不能排除政策制定过程中具体企业对于政策制定存在影响的可能,但在大样本层面看,政策制定层次与具体企业间的相关性也极弱。因此本文首先通过核密度估计的非参数方法对数据样本进行倾向评分匹配,从表 7 的 Panel A 可以看出倾向评分匹配前国家产业政策的平均处理效应  $ATT$  为 0.16,且在 1%水平显著,匹配后的平均处理效应为 0.10,仍然在 1%水平显著为正,说明国家产业政策支持确实对企业跨行业并购有

<sup>①</sup> 至于国有企业在跨行业并购后所获政府补贴的降低,本文推测可能与其跨行业并购后所获得的本行业相关补贴减少有关。考虑到这并非本文重点探讨的问题,具体的实证分析有赖于新的文章进行研究。

表 6 产业政策支持、所有权性质对跨行业并购企业所获政府补贴的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
			TIP=0	TIP=1
TIP	0.1724*** (0.0494)	0.2785** (0.1108)		
SOE	0.1191* (0.0634)	0.0249 (0.1314)	0.1674*** (0.0439)	0.6583*** (0.2283)
CROSS		0.1510* (0.0830)	0.0277 (0.0384)	-0.2144 (0.1452)
SOE×CROSS		-0.3295* (0.1698)	0.0716 (0.0665)	-0.9285*** (0.2698)
SOE×CROSS×TIP		-2.2410*** (0.3685)		
SOE×TIP		2.3267*** (0.3549)		
CROSS×TIP		-0.3313** (0.1289)		
Constant	-0.8686 (0.6156)	-1.0642* (0.5998)	-0.0243 (0.1805)	-1.1375 (0.9812)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Province	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4979	4979	2397	2582
pseudo R <sup>2</sup>	0.1530	0.1608	0.1891	0.2681

表 7 稳健性检验

Panel A 通过 PSM 计算的平均处理效应						
Variable	Sample	Treated	Controls	Difference	S.E.	t-stat
CROSS	Unmatched	0.6886	0.5256	0.1630***	0.0134	12.12
	ATT	0.6886	0.5919	0.0967***	0.0143	6.75
Panel B 偏差校正匹配的平均处理效应						
	Num. of Matches	Coef.	S.E.	z-stat	Prob> z	
SATT	4	0.0672***	0.0140	4.80	0.0000	
PATT	4	0.0672***	0.0159	4.22	0.0000	

正向影响<sup>①</sup>。

虽然倾向评分匹配的结果与上文实证结果一致,但该方法的准确应用十分依赖于第一阶段对于政策选择概率的估计。为保证结果的稳健可靠,本文还将应用偏差校正匹配的方法进行检验。在

① 匹配本身的共同支撑条件,5126 个样本中只有 15 个样本未在共同支撑范围内;平衡假设检验情况方面,经过匹配后变量的标准化偏差总体小于 10%,匹配后几乎所有变量的标准偏差均有所下降,匹配效果较好。具体相关结果限于篇幅未能列出。

匹配时,本文采用马氏距离(Mahalanobis Distance)<sup>①</sup>作为匹配标准,因变量仍为企业是否跨行业并购虚拟变量 *CROSS*,处理变量为目标企业受国家产业政策支持虚拟变量 *TIP*,控制变量同本文模型(1)中 *Control* 所包含的各项企业及行业层面的变量。本文参照 Abadie and Imbens(2011)的做法,采用一对四匹配,并通过回归估计偏差,得到偏差校正匹配的估计结果,具体匹配结果见表7的 Panel B。结果显示,样本平均处理效应 *SATT* 与总体平均处理效应 *PATT* 均显著为正,与上文的回归结果一致,结果是稳健的。

## 六、研究结论与启示

在中国,政府部门以各种形式掌握和支配着大量经济资源。这也意味着:在中国影响资源配置的不仅有市场这只“无形之手”,还有政府和官员这只“有形之手”,甚至在很多地区和领域,后者会更“强壮有力”,当它伸向市场,往往会撑出一些政策套利的空间,影响企业的投资决策。那么,中国的企业家在并购决策时,是遵循市场这只“无形之手”还是会迎合政府这只“有形之手”呢?本文利用2006—2016年上市公司发起并购的数据和手工搜集整理的国家产业政策支持信息,实证研究了国家产业政策支持对于企业跨行业并购行为的影响。实证结果显示:①主并企业更可能对受到国家产业政策支持的目标企业发起跨行业并购;主并企业自身所在行业如果没有得到国家产业政策支持将强化上述结果。②相较于非国有企业,国有企业更可能对受到国家产业政策支持的目标企业发起跨行业并购;相应地,如果主并企业自身所在行业受到国家产业政策支持,那么国有企业也将比非国有企业更少发起跨行业并购。③在对受国家产业政策支持的目标企业发起跨行业并购后,主并企业的主营业务收入占比总体上会降低。但是进一步研究却发现,只有那些未受到国家产业政策支持的主并企业才会在跨行业并购后显著降低主营业务收入占比——这部分企业通过并购符合产业政策的目标企业,实现了多元化经营。④相对于非国有企业,国有企业对受产业政策支持的目标企业发起的跨行业并购更有可能是一种“政策导向”的行为,而非为获取政府补贴的“政策套利”行为。

国家产业政策实质上是政府通过一系列的财税、土地、资金和行政等支持手段引导经济个体将资源向政府规划和期望的行业进行转移,以达到通过政府规划实现产业结构转型升级的目的。在这一过程中,企业(特别是国有企业)确实会受到产业政策的影响,特别是在并购目标的选择上跟随国家政策导向进行并购。但本文也注意到,产业政策的出台也营造出一些非市场化的政策套利空间,不同行业所能获得的优惠政策差异可能会引发企业采取一些“策略性”的套利式并购以获取政府的政策优惠。这种政策套利行为可能在短期是“有利可图”的,会给主并企业带来暂时性的财政补贴、税费优惠、土地划拨,甚至资金支持,由此也可能诱发企业非理性的并购和过度投资行为,甚至导致长期的投资低效和产能过剩。因此,在通过产业政策引导产业升级的同时要注意抑制企业套取“政策优惠”的“短视”行为,引导企业在产业政策框架下遵循市场规律,进行市场导向的投资和并购,减少因为政策导致的套利空间过多地扭曲市场机制。此外,与非国有企业相比,国有企业是国家产业政策更为坚定的奉行者和执行者,这也符合本文的预期。如果能够通过一些更为市场化的机制设计,激发非国有企业响应政府关于产业转型升级的“引导”和规划,无疑会提升政府经济战略和产业政策的效果。与西方成熟市场国家不同,中国在宏观经济调控上,政府“有形之手”与市场“无形之手”并存:国有企业可能会积极地迎合政府“有形之手”,而非国有企业则往往更加愿意遵循市场的“无形之手”。如何优化这两只“手”的调控机制,实现互补,减少“有形之手”对“无形之手”的扭曲是政策制定者不容忽视的问题。

① 马氏距离定义为:  $d(i,j)=(x_i-x_j)' \sum_X^{-1} (x_i-x_j)$ , 其中二次型矩阵  $\sum_X^{-1}$  为  $x$  的样本协方差矩阵的逆矩阵。

[参考文献]

- [1]蔡庆丰,田霖,郭俊峰. 民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现[J]. 中国工业经济, 2017,(3):156-173.
- [2]陈冬华. 产业政策与公司融资——来自中国的经验证据[A]. 上海财经大学会计与财务研究院、上海财经大学会计学院、香港理工大学会计及金融学院. 2010 中国会计与财务研究国际研讨会论文集[C]. 上海:2010.
- [3]陈信元,黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. 管理世界, 2007,(1):92-97.
- [4]方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界, 2008,(9):118-123.
- [5]方军雄. 市场分割与资源配置效率的损害——来自企业并购的证据[J]. 财经研究, 2009,(9):36-47.
- [6]韩超,孙晓琳,肖兴志. 产业政策实施下的补贴与投资行为:不同类型政策是否存在影响差异[J]. 经济科学, 2016,(4):30-42.
- [7]韩乾,洪永淼. 国家产业政策、资产价格与投资者行为[J]. 经济研究, 2014,(12):143-158.
- [8]黄先海,宋学印,诸竹君. 中国产业政策的最优实施空间界定——补贴效应、竞争兼容与过剩破解[J]. 中国工业经济, 2015,(4):57-69.
- [9]贾良定,张君君,钱海燕,崔荣军,陈永霞. 企业多元化的动机、时机和产业选择——西方理论和中国企业认识的异同研究[J]. 管理世界, 2005,(8):94-104.
- [10]李善民,周小春. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J]. 管理世界, 2007,(3):130-137.
- [11]黎文靖,李耀淘. 产业政策激励了公司投资吗[J]. 中国工业经济, 2014,(5):122-134.
- [12]黎文靖,郑曼妮. 实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响[J]. 经济研究, 2016,(4):60-73.
- [13]潘红波,夏新平,余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 经济研究, 2008,(4):41-52.
- [14]彭纪生,仲为国,孙文祥. 政策测量、政策协同演变与经济绩效:基于创新政策的实证研究[J]. 管理世界, 2008,(9):25-36.
- [15]饶品贵,陈冬华,姜国华,陆正飞. 深化宏观经济政策与微观企业行为的互动关系研究——“第四届宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会”综述[J]. 经济研究, 2016,(2):186-190.
- [16]邵敏,包群. 政府补贴与企业生产率——基于我国工业企业的经验分析[J]. 中国工业经济, 2012,(7):70-82.
- [17]舒锐. 产业政策一定有效吗?——基于工业数据的实证分析[J]. 产业经济研究, 2013,(3):45-54.
- [18]宋凌云,王贤彬. 重点产业政策、资源重置与产业生产率[J]. 管理世界, 2013,(12):63-77.
- [19]王红建,李茫茫,汤泰劫. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J]. 中国工业经济, 2016,(11):73-89.
- [20]吴意云,朱希伟. 中国为何过早进入再分散:产业政策与经济地理[J]. 世界经济, 2015,(2):140-166.
- [21]曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. 经济研究, 2006,(5):74-86.
- [22]赵勇,朱武祥. 上市公司兼并收购可预测性[J]. 经济研究, 2000,(4):19-25.
- [23]张国兴,张绪涛,程素杰,柴国荣,王龙龙. 节能减排补贴政策下的企业与政府信号博弈模型[J]. 中国管理科学, 2013,(4):129-136.
- [24]张莉,朱光顺,李夏洋,王贤彬. 重点产业政策与地方政府的资源配置[J]. 中国工业经济, 2017,(8):63-80.
- [25]Abadie, A., and G. W. Imbens. Bias-Corrected Matching Estimators for Average Treatment Effects [J]. Journal of Business & Economic Statistics, 2011,29(1):1-11.
- [26]Almeida, H., M. Campello, and D. Hackbarth. Liquidity Mergers [J]. Journal of Financial Economics, 2011,(102):526-558.
- [27]Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford. New Evidence and Perspectives On Mergers [J]. Journal of Economic Perspectives, 2001,15(2):103-120.
- [28]Asquith, P., and K. Rock. A Test of IPO Theories Using Reverse Mergers[R]. Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology, Working Paper, 2011.

- [29]Betton, S., B. E. Eckbo, and K. Thorburn. Corporate Takeovers [A]. Eckbo, B. E. (Ed.). Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance[C]. Amsterdam: Elsevier/North-Holland, 2008.
- [30]Blonigen, B. Industrial Policy and Downstream Export Performance[R]. NBER Working Paper, 2013.
- [31]Cornaggia, J., and J. Li. The Value of Access to Finance: Evidence from M&As [J]. Journal of Financial Economics, 2019,131(1):232–250.
- [32]Crisuolo, C., R. Martin, H. Overman, and J. V. Reenen. The Effect of Industrial Policy on Corporate Performance: Evidence from Panel Data [R]. Center for Economic Performance, London School of Economics, 2007.
- [33]Crisuolo, C., R. Martin, H. Overman, and J. V. Reenen. The Causal Effects of an Industrial Policy[R]. NBER Working Paper, 2012.
- [34]Erel, I., Y. Jang, and M. S. Weisbach. Do Acquisitions Relieve Target Firms' Financial Constraints [J]. Journal of Finance, 2015,(70):289–328.
- [35]Greene, D. Valuations in Corporate Takeovers and Financial Constraints on Private Targets [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2017,(52):1343–1373.
- [36]Mantecon, T. An Analysis of the Implications of Uncertainty and Agency Problems on the Wealth Effects of Acquirers of Private Firms[J]. Journal of Banking and Finance, 2008,(32):892–905.
- [37]Tong, T., W. He, Z. He, and J. Lu. Patent Regime Shift and Firm Innovation: Evidence from the Second Amendment to China's Patent Law[J]. Academy of Management Proceedings, 2014,(1):14174–14174.

## Industrial Policy and Cross-industrial M&As: Market Orientation or Policy Arbitrage

CAI Qing-feng, TIAN Lin

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** Using the M&As data of Chinese listed companies from 2006 to 2016 and the information of national industrial policy support, we empirically studies the impact of industrial policy support on cross-industrial M&As based on the consideration of M&As involving the support of the national industrial policies of both sides. We found that the national industrial policy is essentially a policy tool for the government to guide the flow of social resources to the supported industries by implementing different levels of policy support for various industries to achieve the transformation and upgrading of the government-led industrial structure. The empirical results show that firms are more likely to acquire the targets which are supported by the industrial policy across the industry. Further, the possibility of the cross-industrial M&As is higher if the target is supported by industrial policy while the acquirer is not. After Considering the nature of business ownership, state-owned enterprises (SOEs) are more likely to launch the national industrial policy oriented cross-industry M&As. Correspondingly, SOEs will also adhere to the main business more than non-SOEs if the acquirers are supported by the industrial policy. Further analysis shows that, the proportion of main business income of some enterprises after M&As increased, it means that some firms did not transfer resources and business focus to the new industry substantially and their cross-industrial M&As may be just policy arbitrage. Meanwhile, the M&A behavior of SOEs relative to non-SOEs is less likelial to be policy arbitrage motivation. This paper enriches the research on the influence of government macro-policies on corporate decisions, and makes a certain contribution to the research on corporate M&As.

**Key Words:** industrial policy; cross-industrial M&As; ownership; policy arbitrage

**JEL Classification:** L52 G34 G38

〔责任编辑:王燕梅〕