

产业政策影响了衰退期企业的并购决策吗？

邱金龙^a, 潘爱玲^a, 吴倩^a, 张志平^b

(a. 山东大学 管理学院, 山东 济南 250100; b. 山东大学 商学院, 山东 威海 264200)

[摘要] 产业政策是国家优化社会资源配置、调整产业结构的一种重要调控手段。研究产业政策对衰退期企业战略调整具有重要的现实意义。以2013—2018年A股上市企业的并购事件为研究样本, 实证检验了产业政策对衰退期企业并购决策的影响、作用路径和经济后果。结果显示: 衰退期企业更倾向于并购产业政策支持行业的企业, 当衰退期企业所在行业本身不受产业政策支持时这种现象更加明显; 从作用机制来看, 产业政策具有明显的“资源效应”, 即当衰退期企业的融资约束程度越大时向产业政策支持行业进行并购的可能性更大, 这种偏好在民营企业中更明显; 从作用效果来看, 衰退期企业向产业政策扶持的行业进行并购能够提升并购绩效。

[关键词] 产业政策; 衰退期企业; 企业并购; 资源效应; 产业结构

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2020)06-0095-10

一、引言

衰退期企业普遍增长动力缓慢、产品竞争力下降、享受的政策红利减少, 有些不得不成为“僵尸企业”或走上破产清算之路。如何摆脱发展困境、焕发企业的第二次生命活力成为衰退期企业迫切需要解决的关键问题。兼并重组是企业实现外延式、跨越式成长和扩张的重要途径^[1], 也是衰退期企业实现战略转型的有效选择之一。

根据资源基础理论, 企业是一系列资源的集合^[2], 衰退期企业的转型之路即为资源的获取之路, 通过获取稀缺资源支持企业转型, 获取竞争优势。那么, 兼并重组如何帮助衰退期企业获取稀缺资源呢? 回顾近年来资本市场上发生的并购事件, 可以发现衰退期企业在标的企业选择上表现出明显的政策倾向性。在市场日趋饱和、前景黯淡的压力下, 衰退期企业纷纷通过战略结构调整, 进入国家鼓励发展的新兴行业, 通过收购政策扶持行业的标的公司内部化产业政策提供的资源要素。在我国, 政府处于经济资源分配的主体地位^[3], 通过产业政策的推行影响稀缺资源的配置^[4], 进而将有限的资源分配到具有价值的经济体中, 为具有发展潜力的企业提供资源与保障。受到产业政策支持的行业更能获得国家在政府补贴^[5]、土地划拨^[6]、税收优惠^[7]、银行信贷^[8]等方面的扶持, 由此也就形成了不同行业之间的产业政策支持落差与资源配置的差异性。那么, 产业政策带来的资源配置差异是否会对衰退期企业的并购决策产生影响呢?

基于此, 本文以2013—2018年A股上市公司为样本, 探讨产业政策对衰退期企业并购偏好的影响。研究发现: 衰退期企业在选择标的企业过程中明显受到产业政策的影响, 倾向于选择受产业政策支持行业的企业; 当主并企业本身不受产业政策支持时这种现象更加的明显。从作用机制来看, 产业政策具有“资源效应”, 即衰退期企业的融资约束程度越大, 向产业政策支持行业进行并购的倾向越明显, 同时相对于国有企业, 产业政策带来的增量资源主要影响了民营企业。从作用效果来看, 衰退期企业向受产业政策扶持的行业进行并购能够提升并购绩效。

本文的贡献在于: 第一, 在“宏观环境→微观行为”的研究框架下, 本文将宏观产业政策与微观企业并购行为联系起来, 利用产业政策这一外生变量, 明确地考察了衰退期企业与并购偏好之间的关系, 丰富了产业政策影响企业并购决策的相关研究, 为“宏观政策影响企业微观行为”提供了经验证据; 第二, 本文研究了产业政策对

[收稿日期] 2020-09-23

[基金项目] 国家社科基金重大项目(20ZDA064); 国家社会科学基金重点项目(19AGL010); 国家自然科学基金青年项目(71902099); 教育部人文社科基金青年项目(19YJC630132)

[作者简介] 邱金龙(1989—), 男, 山东莱州人, 山东大学管理学院助理研究员, 博士, 硕士生导师, 从事企业并购研究; 潘爱玲(1965—), 女, 山东莱州人, 通讯作者, 山东大学管理学院教授, 博士生导师, 从事企业并购、集团管控研究, E-mail: pal@sdu.edu.cn; 吴倩(1991—), 女, 山东泰安人, 山东大学管理学院博士研究生, 从事企业并购研究; 张志平(1979—), 女, 山东昌邑人, 山东大学商学院副教授, 硕士生导师, 从事产业政策研究。

衰退期企业并购决策的影响机制,从“资源效应”的角度解释了当前衰退期企业向产业政策支持行业布局的原因。产业政策通过影响信贷资源等的配置,缓解企业融资约束吸引主并企业向受扶持行业并购;第三,本文研究发现衰退期企业向产业政策扶持行业布局能够提高并购绩效,研究结论证实了产业政策的有效性,对于解决产业政策悖论提供了经验证据,此外,在实践中为衰退期企业转型提供了可借鉴的方向。

二、文献回顾

中国是实施产业政策较多的国家^[6],产业政策是国家经济发展中一项重要的政策工具,具有明显的资源配置作用^[9]。微观企业是市场的主体,其经营行为不可避免地受产业政策影响,企业的发展活力和经营效率成为产业政策实施效果在微观领域的指示器。已有研究主要从企业的融资水平^[3, 10]、信贷资源配置^[11-12]、全要素生产率^[13]、技术创新^[14-15]、投资水平^[4, 16]和风险承担水平^[17]等角度出发对产业政策的作用进行了探索。

在产业政策的效果方面,一种观点认为产业政策通过对稀缺资源的有效配置弥补市场机制的不足,提升企业竞争力,推动经济发展。Aghion 等认为产业政策通过鼓励竞争达到提高效率的目标^[9]。宋凌云和王贤彬发现地方政府的重点产业政策总体上显著提高了地方产业的生产率^[18]。吴倩等从风险承担的角度讨论了产业政策的有效性,发现产业政策可以通过政府补助、信贷支持等途径增加企业的可支配资源,进而对企业的风险承担有明显的激励作用^[17]。陈冬华等基于信贷资源配给理论,发现受产业政策支持的行业会产生较高的信用担保预期,其 IPO 融资额、股权再融资机会和银行长期借款均高于未受到产业政策影响的行业^[3]。祝继高等指出产业政策对企业建立银行关联关系产生了重要影响,不受产业政策支持行业的企业更有动机去建立银行关联,间接表明了受产业政策支持的企业更容易获得债务融资支持^[19]。

另一种观点认为政府干预市场会导致较为严重的寻租问题,降低经济效率,产业政策的实施效果并不理想^[6, 20],甚至导致了产能过剩的现象^[21]。从现实来看,在产业政策的刺激下,我国的光伏行业、家电行业等都出现了生产过剩的现象。黎文靖和郑曼妮区分了企业不同动机的创新行为,认为选择性产业政策只激励了企业的“策略性创新”,为“寻扶持”而增加创新“数量”而非“质量”^[16]。孟庆玺等发现产业政策通过资源重新配置的“资源效应”而非诱发市场主体充分竞争的“竞争效应”影响企业的创新投入,产业政策作为大规模企业“锦上添花”的福利降低了创新效率^[22]。王克敏等进一步支持了产业政策的资源效应的观点,认为产业政策通过增加政府补助、税收优惠等手段支持企业的发展,但是高水平的投资带来了低水平的投资效率^[4]。

上述研究从企业的融资、投资、创新、风险承担等角度讨论了产业政策对企业行为的影响,为“宏观环境→微观行为”的研究框架提供了丰硕的资料。需要指出的是,产业政策的作用在于对有限资源的协调配置,但是,对于改善企业资源配置有突出作用的并购行为,现有文献却鲜有关注产业政策的影响。仅有钟宁桦等认为产业政策激励企业跨境并购以完成“政策性任务”,致使企业在跨境并购中支付的溢价更高、完成率更低^[23]。该研究虽考察了产业政策影响下的企业并购特征,却忽视了产业政策产生的行业资源差异对企业并购行业偏好的影响。蔡庆丰和田霖基于博弈均衡分析,认为受产业政策支持的标的企业具有并购价值,进而影响主并企业对其进行跨行业并购^[1]。该研究虽关注了产业政策对企业跨行业并购的影响,却没有探讨该行为实施的效果,也没有结合企业不同生命周期阶段的资源需求差异深入考察其并购偏好。基于此,本文着重讨论产业政策对衰退期企业并购决策的影响,以期丰富产业政策影响企业并购行为的研究,同时检验产业政策的有效性问题的。

三、理论分析与研究假设

(一) 产业政策对衰退期企业并购决策的影响

衰退期企业迫切需要获取新的资源提升竞争力、实现产业转型。资源基础理论认为资源对于企业获利以及维持可持续竞争能力具有重要意义^[24],企业在持续的生产经营活动中整合并利用资源来创造价值。但是,企业资源所孕育出的竞争优势会随着时间的推移而变化^[25]。Dickinson 认为企业生命周期综合反映了企业资源能力和成长需求等内部成长特征,进而影响了企业的经营决策^[26]。当企业进入衰退期,成长速度变缓甚至停滞,销售和盈利能力下降,投资机会和创新能力不足,对资源提出了新的要求^[27],迫切需要从外部获取稀缺资源以摆脱生存危机^[28]。

产业政策具有调整资源配置的作用,衰退期企业响应产业政策的要求能够获得支持其转型的新资源。产业政策作为国家调控经济发展的重要途径,调整着资源配置方式,改变了企业所处的宏观经济环境,从而对微观企业的投资行为、利润决策产生了重大影响^[9]。在中国,政府在经济发展中发挥了极大作用,学术界普遍认为中国的经济模式更像是一种“政府推动型”或“政府主导型”经济,“有效市场”与“有为政府”相结合,在促进经济健康发展的过程中各自扮演着重要的角色^[29]。Rodrik 等的研究表明,发展中国家普遍存在市场失灵现象,社会资源存在着错配问题^[30]。政府通过产业政策的干预引导资源流向特定行业来支持并鼓励相关产业的发展,由此导致资源在产业扶持行业和非扶持行业的分配中出现明显差异^[31]。产业政策对不同行业的扶持“偏好”造成了行业间资源要素的不平衡。衰退期企业充分认识到产业政策的资源配置作用,有意愿落实产业政策,进而获得支撑其转型的资源。

兼并重组是衰退期企业落实产业政策的工具。衰退期企业响应产业政策的手段有很多,例如通过开展产业政策扶持的业务、兼并重组等。Arikan 和 Stulz 发现随着生命周期的演进,企业的并购频率成 U 型变化,即当企业处在衰退期时,并购频率显著增加^[32]。刘文楷等也发现衰退期企业具有多元化并购倾向^[28]。同时,有限注意力偏差理论认为人的注意力属于稀缺资源,只能将注意力选择性地集中在突出的事件之上。而资本市场上的兼并重组活动本身具有“眼球效应”^[33],加之新闻媒体的渲染,很容易吸引投资者、政府等利益相关者的注意力,使其迅速地感知到衰退期企业正在积极响应国家的产业政策,强化了企业落实产业政策的形象,进而帮助衰退期企业获得战略转型需要的资源。

衰退期企业通过并购的方式获取资源,重新实现企业的再次发展,而产业政策是影响我国资源配置的重要手段。因此,衰退期企业为了获取支持企业发展的资源,倾向于选择受到产业政策支持的标的企业。基于此本文提出假设 1。

H1: 衰退期企业倾向于并购受产业政策支持行业的企业。

在假设 1 的基础上,本文区分主并企业自身所在行业是否受到产业政策支持,进一步验证产业政策对企业并购决策的影响。

前文指出,受政策红利的影响,衰退期企业为获取资源在并购时会更加关注产业政策因素,从而调整自身的业务结构进入政策扶持的行业。然而,当主并企业所在行业已受到政策扶持时,其并购选择可能不会受到影响。受产业政策支持的企业在资源获取方面具有优势,通过收购产业政策扶持行业的标的企业获取更多资源的边际效用递减。同时,从交易成本的角度分析,知识匮乏、管理经验欠缺会增加企业涉足其他行业的经营风险,增加企业的运作成本,降低企业的效率。因此,如果衰退期企业自身所在行业的政策支持足以维持企业竞争力,企业就不会主动承担风险进入其他行业来获取增量政策红利。相反,若衰退期企业所在行业没有受到产业政策支持,那么企业迫于生存压力以及强烈的获取外部资源的动机,更容易受到政策优惠的吸引。蔡庆丰和田霖的实证结果显示,不受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^[1];袁博和李永兵也通过研究表明,产业政策会引导企业通过跨界经营进入政策支持行业^[34]。因此,在并购的过程中,不受产业政策支持的主并企业倾向于收购受到产业政策支持的标的企业。此外,Allen 等发现,当企业面临不利的制度环境时,会选择替代机制克服不利环境的负面影响^[35],并购是不受产业政策支持的衰退期企业用于改善不利制度环境的有效手段和避害趋利的表现方式。据此,本文提出假设 2。

H2: 当主并企业不受产业政策支持时,衰退期企业向受产业政策支持的行业进行并购的可能性更大。

(二) 产业政策影响衰退期企业并购决策的机制:资源效应

资源基础理论认为企业是一系列资源的集合,通过获取资源能够帮助企业提升竞争力^[2]。而衰退期企业的市场份额萎缩,盈利能力下降,外部融资条件变差,与成长期的企业相比,衰退期企业面临更严重的融资约束问题^[36]。张俊端等也发现衰退期企业现金不足的问题最为严重^[37]。金融资源的匮乏造成了衰退期企业的发展迟滞。为了实现战略转型,衰退期企业迫切需要资金支持,通过增加创新投入,提高企业的市场竞争力,实现二次成长。产业政策具有明显的资源效应,能够配置金融资源,契合了衰退期企业发展的需要。现有研究表明产业政策的支持可以缓解企业的融资约束问题,在资本市场融资方面,陈冬华等发现产业政策具有主导作用,受产业政策支持的企业股权再融资规模明显高于其他行业^[3];在信贷资源配置方面,由于银行的信贷配给会受到政府较强的干预,因此,产业政策能够调整信贷资源配置,连立帅等认为受到产业政策支持的高成长企业能够获得

更多的信贷资源,进而提高信贷资源的使用效率^[12];在政府补贴方面,王克敏等指出产业政策具有鲜明的“扶持之手”作用,受到产业政策支持的企业能够获得更多的政府补助^[4]。另外,产业政策支持为企业发展提供了隐性背书^[17],能够吸引政府以外的其他利益相关者的资源投入,增强衰退期企业的资源控制能力,缓解衰退期企业的融资约束问题。所以,当衰退期企业收购受产业政策扶持的标的公司时,企业向政府、投资者等利益相关者传递出了响应国家产业政策的积极信号,进而吸引金融资本流入企业,缓解衰退期企业的融资约束问题。基于此,本文提出假设3。

H3:融资约束问题越严重的衰退期企业越有动力并购产业政策支持的标的企业。

四、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以 Wind 数据库收录的 2013—2018 年 A 股上市公司股权收购事件为初始样本。2008 年发生金融危机以后,我国实施了四万亿刺激计划,为了消除四万亿计划对企业发展的影响,本文将样本期间确定为 2013—2018 年。在样本筛选方面:(1)剔除公司业务资料披露不全的样本;(2)剔除并购金额小于 100 万的样本;(3)剔除控制权未发生转移的样本;(4)剔除交易失败的样本;(5)剔除同时收购多家公司的样本。最后本文筛选得到 6121 个并购样本。本文财务数据来自于国泰安数据库。为控制极端值的影响,本文对所有连续变量上下 1% 进行了 Winsorize 处理。

(二)变量定义

1. 被解释变量

产业政策扶持(*ip*):本文参考陈冬华等^[3]的研究,首先对《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年(2011—2015 年)规划纲要》和《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年(2016—2020 年)规划纲要》进行文本分析,将文件中出现的行业与《证监会行业分类标准》的两位代码进行匹配。若行业前出现“发展”“大力发展”“鼓励发展”“积极发展”等字眼的论述,视为受产业政策支持的行业,取值为 1,否则取值为 0。标的企业所在行业的产业政策扶持(*tar_ip*),哑变量,如果受到产业政策扶持取 1,否则取 0。主并企业所在行业的产业政策扶持(*ac_ip*),哑变量,如果受到产业政策扶持取 1,否则取 0。

2. 解释变量

衰退期(*recession*):关于生命周期模型中不同阶段的划分也存在多种方法。Miller 和 Friesen 总结了以往的研究,将生命周期划分为五个关键的阶段:诞生期、成长期、成熟期、复兴期和衰退期^[38]。我国法律规定的上市条件较为严苛,对于上市公司的营业记录、资本数额、资本结构、财务状况等都有具体的规定,由于本文选取的并购样本来自 A 股上市公司,基本已跨过初创期,因此,本文借鉴 Dickinson^[26]、刘文楷等^[28]、谢佩洪和汪春霞^[39]的研究,根据企业的经营活动现金流量、投资活动现金流量和筹资活动现金流量的符号将导入期和成长期划归为成长期,将动荡期中企业特征与成熟期接近的样本划归为成熟期,其余为衰退期。具体划分见表 1。本文将处于衰退期的企业赋值为 1,其余为 0。

表 1 企业生命周期现金流量法划分

现金流类型	生命周期阶段							
	成长期		成熟期			衰退期		
	导入	成长	成熟	动荡	动荡	动荡	衰退	衰退
经营活动现金流	-	+	+	-	+	+	-	-
投资活动现金流	-	-	-	-	+	+	+	+
融资活动现金流	+	+	-	-	+	-	+	-

3. 控制变量(*control*)

本文借鉴了陈冬华等^[3]、袁博和芮明杰^[40]的研究,选取以下控制变量:公司规模(*size*)、并购对价(*price*)、产权性质(*soe*)、多元化并购(*horo*)、收购比例(*ratio*)、业绩承诺(*vam*)、资产负债率(*lev*)、总资产收益率(*roa*)、营业收入增长率(*growth*)、独立董事占比(*indep*)、管理层持股比(*mshare*)、两职合一(*dual*)、管理层前三薪酬占比(*pay*)、第一大股东持股比例(*top1*)。具体的变量定义如表 2 所示。

(三)模型设计

为了探讨产业政策对企业并购决策的影响,检验前文提出的假设,本文构建如下回归模型:

$$tar_ip_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times recession_{i,t-1} + \sum control + \varepsilon_{i,t}$$

五、实证分析结果

(一) 描述性统计分析

表 3 报告了主要变量的描述性统计结果。从中可以看出 recession 的均值为 0.103, 发生并购重组行为的企业处于衰退期的比重为 10.3%, 说明上市公司大部分处于成长期和成熟期。企业是否受到产业政策支持 ac_ip 和 tar_ip 的均值分别为 0.559 和 0.670, 说明在样本期间, 样本公司中有 55.9% 和 67.0% 的公司处于产业政策支持的行业中, 说明产业政策的覆盖面较广, 是政府调控经济的重要手段。其他变量的均值和中位数相差不大, 说明这些控制变量的分布比较均匀。

(二) 单变量结果分析

表 4 单变量分析结果显示, 衰退期企业与非衰退期企业向产业政策支持行业转型的均值分别为 0.710 和 0.665, 均值差异为 0.045, t 值为 2.3025, 在 5% 水平上显著, 说明衰退期企业向产业政策支持行业转型的可能性显著高于非衰退期企业。

(三) 实证结果分析

表 5 报告产业政策对衰退期企业并购偏好的影响。第(1)列报告了控制变量的影响, 第(2)列结果显示, 变量 recession 的系数是 0.218, 在 5% 水平上显著, 表明衰退期企业确实更倾向于并购处于产业政策支持行业的企业, 支持了 H1。处于衰退期的企业为了避免当前市场饱和、发展动力不足等问题迫切需要转型, 而产业政策具有资源配置功能, 能够帮助衰退期企业获得二次发展的生产要素, 在产业政策资源效应的影响下, 衰退期企业有动力向产业政策支持的行业进行并购。

根据主并企业所在行业是否受到产业政策支持将全样本分成了两组, 表 6(1)列、(2)列为分组后得到的回归结果。结果显示, 当主并企业不受产业政策扶持时, recession 的回归系数为 0.317, 在 5% 水平上显著; 当主并企业受产业政策扶持时, recession 的回归系数为 0.157, 不再显著。实证结果显示衰退期企业未受到产业政策支持时, 更可能对受到产业政策支持的标的企业发起并购, 以并购为手段进入产业政策扶持的行业, 缓解衰退期企业面临的资源困境; 但若衰退期企业已经处于产业政策支持的行业中, 再次收购产业政策扶持的企业带来的资源增量较弱, 实证结果支持了 H2。

融资约束成为制约企业发展的重要原因^[41], 本文选取 KZ 指数作为企业融资约束的代理变量, KZ 指数越大, 表示融资约束程度越大。Kaplan 和 Zingales 通过经营活动现金净流量、现金持有量水平、股利派现水平、资产负债

表 2 变量定义和说明

变量名称	符号	变量说明
产业政策	tar_ip	若标的企业所在行业受到产业政策支持取值为 1, 否则为 0
	ac_ip	若主并企业所在行业受到产业政策支持取值为 1, 否则为 0
衰退期	recession	主并企业处于衰退期时取值为 1, 否则为 0
多元化	horo	若并购决策为专业化取值为 1, 多元化取值为 0
公司规模	size	主并企业上一年末年末总资产的自然对数
并购对价	price	并购对价的自然对数
主并企业产权性质	ac_soe	若主并企业为民营企业取值为 1, 否则 0
标的企业产权性质	tar_soe	若标的企业为民营企业取值为 1, 否则 0
收购比例	ratio	收购标的企业的股权比例
业绩承诺	vam	若企业并购时签订业绩承诺取值为 1, 否则为 0
资产负债率	lev	主并企业上一年末年末总资产/总负债
总资产收益率	roa	主并企业上一年末年末净利润/总资产
营业收入增长率	growth	主并企业(当年营业收入 - 上年营业收入)/当年营业收入
独立董事占比	indep	主并企业上一年末独立董事在董事会中的比重
管理层持股比	mshare	主并企业上一年年末管理层持有公司股权的比重
两职合一	dual	上一年末主并企业董事长与总经理为同一人取值为 1, 否则为 0
管理层前三薪酬占比	pay	上一年末主并企业管理层人员薪酬前三名占董事、监事及高管年薪总额的比重
第一大股东持股比例	top1	主并企业上一年末第一大股东持股比例

表 3 描述性统计

变量	观测值	平均数	最小值	中位数	最大值	标准差
recession	6121	0.103	0	0	1	0.304
ac_ip	6121	0.559	0	1	1	0.497
tar_ip	6121	0.670	0	1	1	0.470
horo	6121	0.666	0	1	1	0.472
ac_soe	6121	0.754	0	1	1	0.430
tar_soe	6121	0.869	0	1	1	0.337
ratio	6121	0.769	0.200	0.800	1	0.229
size	6121	22.15	19.62	21.93	25.94	1.360
lev	6121	0.427	0.055	0.413	0.878	0.213
roa	6121	0.045	-0.113	0.041	0.185	0.044
growth	6121	0.524	-0.669	0.183	9.083	1.265
lnprice	6121	18.71	14.51	18.75	22.87	1.835
vam	6121	0.373	0	0	1	0.484
indep	6121	0.376	0.200	0.333	0.714	0.055
mshare	6121	0.166	0	0.027	0.892	0.213
dual	6121	0.317	0	0	1	0.465
pay	6121	0.439	0.142	0.425	0.987	0.124
top1	6121	0.347	0.022	0.328	0.894	0.149

债率以及成长性五个因素进行大样本回归构建了衡量企业融资约束水平的综合指数(KZ指数)^[42]。在此基础上,魏志华等利用国内上市公司样本进行回归对该指数进行改进,得到更加符合我国上市公司的KZ指数^[43]。本文利用改进后的KZ指数表示企业融资约束程度,进一步检验产业政策对企业并购偏好的作用路径。

表5 产业政策对衰退期企业并购偏好的影响

	(1)		(2)	
	回归系数	t 值	回归系数	t 值
<i>recession</i>			0.218 **	2.190
<i>horo</i>	-0.402 ***	-6.186	-0.396 ***	-6.094
<i>ac_soe</i>	0.047	0.503	0.055	0.588
<i>tar_soe</i>	0.214 **	1.977	0.220 **	2.029
<i>ratio</i>	-0.502 ***	-3.836	-0.499 ***	-3.814
<i>lnsize</i>	-0.066 **	-2.077	-0.059 *	-1.877
<i>lev</i>	0.197	0.973	0.211	1.040
<i>roa</i>	-0.231	-0.302	-0.197	-0.257
<i>growth</i>	0.010	0.399	0.007	0.301
<i>lnprice</i>	0.010	0.608	0.010	0.568
<i>vam</i>	0.371 ***	5.285	0.369 ***	5.264
<i>indep</i>	0.962 *	1.796	0.955 *	1.782
<i>mshare</i>	-0.150	-0.906	-0.116	-0.701
<i>dual</i>	0.058	0.891	0.061	0.930
<i>pay</i>	-0.158	-0.632	-0.168	-0.673
<i>top1</i>	-0.413 **	-2.005	-0.414 **	-2.009
<i>cons</i>	1.770 **	2.238	1.621 **	2.042
行业/年度	Yes		Yes	
N	6118		6118	
Pseudo R ²	0.081		0.081	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著,由于部分样本存在完美拟合的情况导致观测值减少。

根据企业融资约束程度的不同,本文将总样本分为两组:融资约束组和非融资约束组,处于中位数之上的为融资约束组,其余为非融资约束组。通过比较两个组别的显著性差异,研究产业政策的资源效应对衰退期企业的影响。表7显示,在融资约束组,*recession*的回归系数是0.270,在10%水平上显著正相关,说明对于融资约束较大的衰退期企业而言,向产业政策扶持的行业进行布局,通过获取信贷资源、拓展融资渠道能够改善企业面临的融资约束困境;而在非融资约束样本组中,*recession*的回归系数是0.084,不显著,说明对于融资约束程度较弱的衰退期企业而言,产业政策的吸引力较弱。产业政策具有明显的资源效应,对融资约束组的衰退期企业并购偏好影响效果显著,非融资约束组没有通过显著性检验。实证结果支持H3,证实了产业政策的资源效应,即产业政策对衰退期融资约束明显的企业战略方向的调整具有更大的影响力。

本文进一步考虑了产权性质的差异的影响。国有企业和民营企业对产业政策的敏感性不同^[11]。由于国有企业和民营企业承担的社会责任存在差异,因此并购中对产业政策支持标的的选择方面也明显不同。国有企业是国民经济发展的中流砥柱,是国家支柱产业的重要支撑,承担着经济发展和保障民生的重任,由于预算软约束的存在,即使企业处于衰退期也能从政府获得大量政策补助和其他资源支持来维持企业生存发展^[44],而且国有企业跨行业并购也存在削弱主业、转移资源的风险,不符合政策导向。由此可知,衰退期国有企业通过并购产业政策支持行业的标的获得资源的动机和可能性较弱。相对于国有企业,民营企业承担的落实国家发展规划和任务的责任明显较弱,因此在发展过程中自负盈亏,面临更严重的融资约束问题,这种现象在衰退期企业中表现得更加明显。民营企业为了获得产业政策的支持,缓解衰退期面临的诸多困境,会倾向以并购为手段向产业政策支持的行业进行谋篇布局,拓宽融资渠道,获得更多的资源以支持其发展。综上,本文认为国有企业的融资约束较弱,向产业政策支持的行业进行布局带来的增量资源较少;而民营企业通过并购进入到产业政策支持的行业能够实现“身份转换”,带来更多的增量资源。

表4 单变量分析

	衰退期 企业均值	非衰退期 企业均值	差值	t 值
向产业政策支持行业转型	0.710	0.665	0.045	2.3025 **

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著。

表6 衰退期主并企业的产业政策支持特征对并购偏好的影响

	(1)		(2)	
	主并企业受产业政策扶持		主并企业不受产业政策扶持	
	回归系数	t 值	回归系数	t 值
<i>recession</i>	0.157	1.001	0.317 **	2.305
<i>horo</i>	-0.106	-1.089	-0.710 ***	-7.861
<i>ac_soe</i>	0.139	0.961	-0.030	-0.223
<i>tar_soe</i>	0.060	0.370	0.486 ***	2.998
<i>ratio</i>	-0.629 ***	-3.240	-0.401 **	-2.103
<i>lnsize</i>	-0.012	-0.252	-0.193 ***	-4.134
<i>lev</i>	0.245	0.837	0.256	0.854
<i>roa</i>	0.212	0.191	-0.543	-0.479
<i>growth</i>	0.016	0.405	-0.001	-0.020
<i>lnprice</i>	-0.017	-0.667	0.031	1.209
<i>vam</i>	0.396 ***	3.787	0.325 ***	3.287
<i>indep</i>	1.128	1.412	0.962	1.234
<i>mshare</i>	-0.067	-0.277	-0.223	-0.922
<i>dual</i>	0.010	0.109	0.0450	0.466
<i>pay</i>	-0.557	-1.531	0.331	0.886
<i>top1</i>	-0.163	-0.535	-0.753 **	-2.491
<i>cons</i>	1.068	0.912	3.948 ***	2.735
行业/年度	Yes		Yes	
N	3420		2698	
Pseudo R ²	0.085		0.105	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著。

为了检验产权性质的影响,本文根据主并企业产权性质将全样本分为两组:国有组和民营组。本文通过比较两个分样本组的系数差异,研究产业政策的产权效应。根据表8的回归结果显示,在国有样本组中,*recession*的回归系数是0.183,不显著,衰退期的国有企业向产业政策支持行业进行布局获得的增量资源较少,国有企业缺乏动力根据产业政策的影响调整企业的战略布局;相反,在民营样本组中,*recession*的回归系数是0.238,在10%水平上显著,表明衰退期企的民营业向产业政策支持的行业进行布局能够给企业带来更多的资源,为企业的发展增添动力。实证结果证实了产业政策的产权效应,即产业政策对衰退期的民营企业战略方向的调整具有更大的影响力。

表7 产业政策的资源效应检验

	(1)		(2)	
	非融资约束组		融资约束组	
	回归系数	t 值	回归系数	t 值
<i>recession</i>	0.084	0.515	0.270 **	2.093
<i>horo</i>	-0.285 ***	-2.788	-0.493 ***	-5.709
<i>ac_soe</i>	0.037	0.251	0.056	0.445
<i>tar_soe</i>	0.251	1.505	0.199	1.354
<i>ratio</i>	-0.466 **	-2.326	-0.526 ***	-2.961
<i>lnsize</i>	0.002	0.041	-0.096 **	-2.269
<i>lev</i>	-0.068	-0.186	0.330	1.212
<i>roa</i>	-1.063	-0.831	0.593	0.588
<i>growth</i>	-0.056	-1.512	0.060 *	1.743
<i>lnprice</i>	0.003	0.102	0.007	0.287
<i>vam</i>	0.364 ***	3.235	0.370 ***	4.040
<i>indep</i>	0.451	0.523	1.300 *	1.856
<i>mshare</i>	0.113	0.443	-0.290	-1.270
<i>dual</i>	0.147	1.394	-0.013	-0.153
<i>pay</i>	0.035	0.087	-0.431	-1.275
<i>top1</i>	-0.154	-0.476	-0.649 **	-2.338
<i>cons</i>	0.214	0.162	2.893 ***	2.675
行业/年度	Yes		Yes	
N	2594		3507	
Pseudo R ²	0.096		0.086	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著。

表8 产业政策的产权效应检验

	(1)		(2)	
	民营企业		国有企业	
	回归系数	t 值	回归系数	t 值
<i>recession</i>	0.238 *	1.924	0.183	1.039
<i>horo</i>	-0.402 ***	-5.379	-0.341 **	-2.450
<i>tar_soe</i>	0.028	0.092	0.292 **	2.360
<i>ratio</i>	-0.679 ***	-4.394	-0.023	-0.090
<i>lnsize</i>	-0.062	-1.587	-0.072	-1.181
<i>lev</i>	0.072	0.304	0.667	1.522
<i>roa</i>	0.048	0.055	-0.962	-0.539
<i>growth</i>	0.013	0.425	-0.001	-0.034
<i>lnprice</i>	0.019	0.921	-0.019	-0.546
<i>vam</i>	0.376 ***	4.746	0.385 **	2.373
<i>indep</i>	0.908	1.424	1.177	1.112
<i>mshare</i>	-0.207	-1.182	0.499	0.639
<i>dual</i>	0.079	1.111	0.031	0.169
<i>pay</i>	-0.453	-1.576	0.319	0.579
<i>top1</i>	-0.421 *	-1.741	-0.253	-0.584
<i>cons</i>	2.077 **	1.999	1.560	1.107
行业/年度	Yes		Yes	
N	4615		1495	
Pseudo R ²	0.084		0.108	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著,括号内为 t 值。

进一步地,本文同时考虑了产业政策的资源效应和企业的产权性质,根据衰退期企业的融资约束程度和产权性质的不同,将全样本分为四组:非融资约束与民营样本组、非融资约束与国有样本组、融资约束与民营样本组、融资约束与国有样本组。表9报告了分组回归的结果,结果显示,在融资约束与民营样本组中,*recession*的回归系数是0.373,在5%水平上显著,而在其他分样本组中,*recession*的回归系数均不显著。回归结果表明,当处于衰退期的民营企业面临融资约束难题时,倾向于以并购为手段入驻受产业政策支持的行业,以改善企业在发展过程中面临的窘境。

(四) 稳健性检验

为了保证研究结论的稳健性,本文进行了如下的稳健性检验:第一,前文的描述性统计结果显示,在6121个并购事件样本中,衰退期企业的并购样本占总样本的比重为10.3%,可能存在样本选择偏误问题。为消除由样本容量的系统性差异对分组检验的影响,本文采用倾向得分匹配(PSM)的方法进行稳健性检验。本文以是否受到产业政策支持设置实验组和对照组,基于企业产权性质、企业规模、资产负债率、资产收益率、成长性、并购对价等特征变量对实验组和对照组进行1:4最近邻匹配。匹配结果显示大多数变量在匹配以后与匹配之前没有显

表9 产业政策的资源效应与产权效应

	(1)	(2)	(3)	(4)
	非融资约束 * 民营	非融资约束 * 国有	融资约束 * 民营	融资约束 * 国有
<i>recession</i>	0.053 (0.261)	0.170 (0.556)	0.373 ** (2.296)	-0.034 (-0.142)
<i>cons</i>	-1.125 (-0.632)	5.062 ** (2.152)	3.904 *** (2.778)	0.121 (0.060)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1891	680	2702	793
Pseudo R ²	0.108	0.129	0.088	0.140

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著,括号内为 t 值,限于篇幅原因,控制变量的结果不再列出。

著性差异,表 10 显示了 PSM 的结果,在匹配之后,衰退期企业的回归系数是 0.295,仍然在 1% 水平上显著,在控制了其他因素的差异以后,原假设仍然成立。第二,使用 Heckman 两阶段方法进行稳健性检验。第一阶段,以企业是否处在衰退期为被解释变量进行 probit 回归,估计出逆米尔斯指数(imr);第二阶段,将逆米尔斯指数代入原回归模型进行回归,回归结果如表 10 所示, recession 的系数为 1.858,在 5% 水平上依然显著。第三,对于可能存在的异方差问题,本文进行了 White 检验,得到的结论与前文保持一致。第四,按照主并企业的证券代码进行聚类调整,结果的结论与前文保持一致。

六、衰退期企业布局产业政策支持行业的效果

为了摆脱衰退期带来的消费市场萎缩、企业增长动力迟滞等问题,获取政策红利,企业以并购为手段向受产业政策扶持的行业布局。产业政策具有调整社会资源配置的作用,根据资源基础理论,企业是一系列资源的集合,通过获取支撑企业发展的资源增强其核心竞争力,即在产业政策的“资源效应”影响下,处于衰退期的企业为了获取资源倾向于向产业政策支持的行业布局。因此,衰退期企业向产业政策扶持的行业进行并购,能够获得支持其发展的资源,提升企业的长期并购绩效。王凤荣和高飞研究发现在政府干预下,衰退期企业的并购绩效更好^[45]。

借鉴李彬和潘爱玲^[46]等的研究,本文使用净资产收益率 ROE 的变化量作为企业并购绩效的替代变量,即并购绩效(*map*) = 并购后一年的 ROE - 并购前一年的 ROE。设定的模型如下所示,其中 *control* 为控制变量,各个变量的定义参见表 2。

$$map_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times recession_{i,t} + \alpha_2 \times tar_{ip_{i,t}} + \alpha_3 \times recession_{i,t} \times tar_{ip_{i,t}} + \sum control + \varepsilon_{i,t}$$

表 11 报告了衰退期企业布局产业政策支持行业的绩效结果。(1)列的结果显示,交互项 *tar_ip* × *recession* 的回归系数是 0.107,在 5% 水平上显著,说明衰退期企业向产业政策支持的行业进行并购能够提高并购绩效,进一步地,本文根据标的企业是否受产业政策支持将样本分为两组,表 11 的(2)列结果显示 *recession* 的回归系数是 0.083,在 10% 水平上显著,(3)列的结果显示 *recession* 的回归系数是 0.051,不显著,进一步证实了衰退期企业向产业政策扶持行业进行并购能够提高并购绩效。产业政策的资源效应为衰退期企业配置了更多的资源,有利于缓解其当前面临的困境,助力企业实现二次发展。此外,根据主并企业产权性质的差异,本文分样本检验了民营企业 and 国有企业在衰退期向产业政策支持行业布局带来的结果。表 11 的(4)列显示交互项 *tar_ip* × *recession* 的回归系数是 0.125,在 10% 水平上显著,而第(5)列显示交互项的回归系数为 0.048,不显著,说明当民营企业处在衰退期时,向受产业政策扶持的行业进行并购能够提升并购绩效,进一步支持了产业政策的产权效应。

表 10 稳健性检验结果

	PSM		Heckman 第一阶段		Heckman 第二阶段	
	tar_ip		recession		tar_ip	
	回归系数	t 值	回归系数	t 值	回归系数	t 值
<i>recession</i>	0.295***	2.662			1.858**	2.318
<i>imr</i>					-0.866**	-2.067
<i>ac_soe</i>	0.020	0.140	-0.214***	-2.984	0.124	1.257
<i>tar_soe</i>	0.371**	2.333	-0.092	-1.123	0.253**	2.301
<i>ratio</i>	-0.907***	-4.163	-0.115	-1.097	-0.475***	-3.618
<i>lnsize</i>	-0.05	-1.020	-0.147***	-5.845	-0.013	-0.340
<i>lev</i>	0.029	0.095	-0.330**	-2.162	0.282	1.358
<i>roa</i>	-0.105	-0.094	-0.366	-0.645	-0.082	-0.106
<i>growth</i>	0.001	0.018	0.047***	2.923	-0.011	-0.429
<i>lnprice</i>	0.008	0.280	0.022	1.594	0.003	0.173
<i>tam</i>	0.411***	3.605	0.072	1.327	0.347***	4.912
<i>indep</i>	-0.462	-0.556	0.625	1.518	0.773	1.432
<i>mshare</i>	-0.650**	-2.138	-0.951***	-6.625	0.109	0.541
<i>dual</i>	-0.027	-0.243	-0.066	-1.231	0.084	1.264
<i>pay</i>	0.176	0.441	0.360*	1.829	-0.283	-1.109
<i>top1</i>	0.032	0.096	0.084	0.516	-0.423**	-2.054
<i>horo</i>	-0.408***	-3.903	-0.132***	-2.631	-0.362***	-5.321
<i>constant</i>	2.113*	1.654	1.378**	2.170	0.607	0.649
行业/年度	Yes		Yes		Yes	
N	2361		6098		6098	
Pseudo R ²	0.100		0.093		0.082	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著。

表 11 衰退期企业布局产业政策支持行业的绩效检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	产业政策支持	产业政策不支持	民营企业	国有企业
<i>recession</i>	0.033 (0.447)	0.083* (1.687)	0.051 (0.641)	-0.015 (-0.148)	0.113 (1.645)
<i>tar_ip</i>	0.015 (0.522)			0.001 (0.025)	0.047 (1.476)
<i>tar_ip</i> × <i>recession</i>	0.107** (2.068)			0.125* (1.841)	0.048 (0.874)
<i>ac_soe</i>	0.0450 (1.139)	0.012 (0.260)	0.104 (1.432)		
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5206	3529	1677	3944	1262
Adj-R ²	0.023	0.020	0.029	0.015	0.163

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著,括号内为 t 值,限于篇幅原因,控制变量的结果不再列出。

七、结论与启示

本文以2013—2018年间发生的A股上市公司并购事件为样本,以衰退期企业为研究切入点,研究了产业政策对衰退期企业并购决策的影响。研究发现,产业政策能够引导资源流向,在资金、财税、土地、信贷等多方面提供优惠政策,可以有效缓解受扶持企业面临的融资约束。面对产业政策在不同行业间的政策支持落差,衰退期企业为获得政策便利倾向于并购政策扶持行业的企业。并且,当衰退期企业本身所在的行业不受产业政策支持时,向产业政策支持的行业进行并购能够获得较多的增量资源,对于改善主并企业当前的状况具有更大的作用。向受产业政策支持行业进行并购对于本身不受产业政策支持的衰退期企业具有更明显的吸引力。从作用机制来看,产业政策具有“资源效应”,即当衰退期企业的融资约束程度越大向受产业政策支持行业进行并购的偏好越明显,同时相对于国有企业,产业政策带来的增量资源主要影响了民营企业。因此,从作用效果的角度分析,衰退期企业向产业政策扶持的行业进行并购能够提升并购绩效。

本文的结论拓展了产业政策和企业并购相关的研究,对促进衰退期企业有效转型、政府优化产业政策也具有重要借鉴意义。在企业层面,衰退期企业的管理层在并购决策时应对企业自身发展需求和资源基础进行剖析,资源约束严重以及政策扶持较弱的企业应充分考虑宏观产业政策带来的发展机遇,灵活运用并购重组这一外延式发展方式,抓住政策红利,获取发展所需资源,促进企业实现有效转型,获取新的盈利增长点。

在政府层面,产业政策对于切断僵尸企业来源、促进衰退期企业二次发展具有重要意义。因此,在制定产业政策时,政府部门需要广泛调研,为解决企业在发展过程中遇到的难题提供智力支持。同时,对于衰退期企业不能一刀切式地破产清算。有的衰退期企业是由于行业特性导致的,即夕阳行业导致了企业没落,这样的衰退期企业完全可以借助政策红利,以并购为媒介实现战略转型;有的是因体制机制僵化或管理落后致“衰”的企业,政府要积极运用产业政策工具引导社会资源流向,鼓励企业通过兼并重组转换运营理念和方式、重新整合企业资源,发挥并购的协同效应、治理效应,推动衰退期企业变革,并结合政府补助、信贷资源配给、税收优惠等激励措施帮助企业提质增效,让优质却被行业大环境淹没的企业化解生存危机,实现跨越式成长,真正推进传统产业的转型升级与结构调整,为实现衰退期企业的再次发展提供充足的动力与资源支持,进而切断僵尸企业的来源。此外,部分衰退期企业由于经营时间长、企业规模大、在职员工数量多,还承担诸如维护社会稳定的作用,采用出清式的市场淘汰机制可能诱发大量员工失业等问题,容易激化社会矛盾,因此,在产业政策的红利扶持下,兼并重组为衰退期企业的二次成长提供了很好的机会,同时有利于其继续发挥承担社会责任的作用。

参考文献:

- [1] 蔡庆丰,田霖. 产业政策与企业跨行业并购:市场导向还是政策套利[J]. 中国工业经济,2019(1):81-99.
- [2] Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage[J]. Journal of Management,1991,17(1):99-120.
- [3] 陈冬华. 产业政策与公司融资——来自中国的经验证据[C]. 上海:上海财经大学会计与财务研究院,2010:80.
- [4] 王克敏,刘静,李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. 管理世界,2017(3):113-145.
- [5] Neary J P, Leahy D. Strategic trade and industrial policy towards dynamic oligopolies[J]. The Economic Journal,2000,110(463):484-508.
- [6] 江飞涛,李晓萍. 直接干预市场与限制竞争:中国产业政策的取向与根本缺陷[J]. 中国工业经济,2010(9):26-36.
- [7] Musacchio A, Lazzarini S G, Aguilera R V. New varieties of state capitalism: Strategic and governance implications[J]. Academy of Management Perspectives,2015,29(1):115-131.
- [8] 张纯,潘亮. 转型经济中产业政策的有效性研究——基于我国各级政府利益博弈视角[J]. 财经研究,2012(12):85-94.
- [9] Aghion P, Cai J, Dewatripont M, et al. Industrial policy and competition[J]. American Economic Journal: Macroeconomics,2015,7(4):1-32.
- [10] Aharony J, Wong C W. Financial packaging of IPO firms in China[J]. Journal of Accounting Research,2000,38(1):103-126.
- [11] Bernanke B S, Gertler M. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission[J]. Journal of Economic perspectives,1995,9(4):27-48.
- [12] 连立帅,陈超,白俊. 产业政策与信贷资源配置[J]. 经济管理,2015(12):1-11.
- [13] 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.
- [14] 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.
- [15] 余明桂,范蕊,钟慧洁. 中国产业政策与企业技术创新[J]. 中国工业经济,2016(12):5-22.
- [16] 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.
- [17] 吴倩,潘爱玲,刘昕. 产业政策支持、企业生命周期与风险承担[J]. 商业经济与管理,2019(1):74-87.

- [18] 宋凌云,王贤彬. 产业政策的增长效应:存在性与异质性[J]. 南开经济研究,2016(6):78-93.
- [19] 祝继高,韩非池,陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于A股上市公司的实证研究[J]. 金融研究,2015(3):176-191.
- [20] 江小涓. 产业政策实际效果的初步评价[J]. 社会科学辑刊,1996(1):53-57.
- [21] 张杰. 基于产业政策视角的中国产能过剩形成与化解研究[J]. 经济问题探索,2015(2):10-14.
- [22] 孟庆玺,尹兴强,白俊. 产业政策扶持激励了企业创新吗?——基于“五年规划”变更的自然实验[J]. 南方经济,2016(12):1-25.
- [23] 钟宁桦,温日光,刘学悦. “五年规划”与中国企业跨境并购[J]. 经济研究,2019(4):149-164.
- [24] Wernerfelt B. A. Resource-based view of the firm[J]. Strategic Management Journal,1984,5(2):171-180.
- [25] Adner R, Helfat C E. Corporate effects and dynamic managerial capabilities[J]. Strategic management journal,2003,24(10):1011-1025.
- [26] Dickinson V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle[J]. The Accounting Review,2011,86(6):1969-1994.
- [27] 李云鹤,李湛,唐松莲. 企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率[J]. 南开管理评论,2011(3):110-121.
- [28] 刘文楷,潘爱玲,邱金龙. 企业生命周期、企业家社会资本与多元化并购[J]. 经济经纬,2017(6):111-116.
- [29] 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.
- [30] Rodrik D. Coordination failures and government policy: A model with applications to East Asia and Eastern Europe[J]. Journal of international economics, 1996,40(1-2):1-22.
- [31] 杨兴全,尹兴强,孟庆玺. 谁更趋多元化经营:产业政策扶持企业抑或非扶持企业? [J]. 经济研究,2018(9):133-150.
- [32] Arikian A M, Stulz R M. Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle[J]. The Journal of Finance . 2016,71(1):139-194.
- [33] 潘爱玲,刘昕,邱金龙,申宇. 媒体压力下的绿色并购能否促使重污染企业实现实质性转型[J]. 中国工业经济,2019(2):174-192.
- [34] 袁博,李永兵. 产业政策对企业跨界经营行为的影响[J]. 技术经济,2017,36(2):22-28.
- [35] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics,2005,77(1):57-116.
- [36] 董竹,张欣. 生命周期视角下股利政策与投资-现金流敏感性关系重构[J]. 当代经济管理,2020(4):1-12.
- [37] 张俊端,张健光,王丽娜. 企业生命周期与现金持有关系的实证研究[J]. 管理评论,2009(11):101-112.
- [38] Miller D, Friesen P H. A longitudinal study of the corporate life cycle[J]. Management science,1984,30(10):1161-1183.
- [39] 谢佩洪,汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论,2017(1):57-66.
- [40] 袁博,芮明杰. 产业政策对企业非相关多元化经营行为的影响研究[J]. 当代财经,2017(1):88-99.
- [41] 姜付秀,石贝贝,马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究,2016(6):83-97.
- [42] Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The quarterly journal of economics, 1997,112(1):169-215.
- [43] 魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2014(5):73-80+95.
- [44] 孔东民,刘莎莎,王亚男. 市场竞争、产权与政府补贴[J]. 经济研究,2013(2):55-67.
- [45] 王凤荣,高飞. 政府干预、企业生命周期与并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验数据[J]. 金融研究,2012(12):137-150.
- [46] 李彬,潘爱玲. 税收诱导、战略异质性与公司并购[J]. 南开管理评论,2015(6):125-135.

[责任编辑:杨志辉]

Does Industry Policy Affect M&A Decisions of Enterprises in Recession?

QIU Jinlong^a, PAN Ailing^a, WU Qian^a, ZHANG Zhiping^b

(a. School of Management, Shandong University, Jinan 250100, China; b. School of Business, Shandong University, Weihai 264200, China)

Abstract: Industry policy is an important means for the state to optimize the allocation of resources and adjust the industrial structure. It is of great practical significance to research industry policy on strategic adjustment of enterprises in recession. Using the M&A events of A-share listed companies from 2013 to 2018 as samples, this paper empirically examines the impact, mechanism and economic consequences of industry policies on M&A decisions of enterprises in recession. The empirical results show that: Firstly, the enterprises in recession are more inclined to merge the enterprises that are supported by industry policies; this phenomenon is more obvious when the industry itself is not supported by industry policies. Secondly, from the perspective of mechanism, industry policy has “resource effect”, that is, when the degree of financial constraint of enterprises in recession is greater, the preference of M&A to industries supported by industry policy is more obvious. At the same time, compared with state-owned enterprises, the incremental resources brought by industry policy mainly affect private enterprises. Thirdly, M&A by enterprises in recession to industries supported by industry policies can improve its performance.

Key Words: industry policy; enterprises in recession; M&A; resources effect; industrial structure