

政府引导、财政分权与企业并购^{*}

巫 岑¹ 罗 婷² 饶品贵¹

(1. 暨南大学管理学院 广东广州 510632)

(2. 清华大学经济管理学院 北京 100084)

摘 要: 地方政府对企业并购发挥着支持与引导作用, 而财政分权不仅赋予了地方政府引导企业并购的能力, 而且会对其引导动机产生影响。基于此, 本文研究省级层面财政分权对当地上市公司并购数量及并购绩效的影响。以2004—2018年我国A股上市公司为样本, 本文发现当地财政分权程度与企业并购数量正相关, 且该影响只存在于国企特别是地方国企之中。同时, 本文发现财政分权有助于并购绩效的提高, 这意味着地方政府的引导作用对企业并购产生了积极的影响。本文的结论说明财政分权有利于地方政府引导与支持企业并购, 从而能够更好地承担在国家治理体系中的职责。

关键词: 政府引导 财政分权 并购 地方国企

中图分类号: F272.3 **JEL 分类号:** D21 E62 G34 H77

一、引 言

并购是企业的重大投资决策, 不仅有助于企业的自身发展, 还能够通过盘活存量资产、集中优质资产协同进行技术创新, 促进经济发展方式转变和经济结构调整, 是构建国内大循环为主体、国际国内双循环相互促进的必要手段。作为国家治理体系中的重要力量, 地方政府具有“承上启下”贯彻和落实国家战略、促进产业转型升级、优化营商环境的职责。正因如此, 为了充分发挥并购的重要作用, 地方政府应当履行好并购支持者与引导者的作用。《国务院关于促进企业兼并重组的意见》(国发〔2010〕27号)就要求政府引导和激励企业自愿、自主参与兼并重组, 《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》(工信部联产业〔2013〕16号)也要求各地区在财政、金融服务、债权债务、职工安置、土地、矿产资源配置等具体方面制定促进企业并购的政策措施, 支持企业开展并购。

那么地方政府为何能引导企业并购? 对这一问题的回答关系到政府引导作用的实现, 进而决定了并购政策能否落地。结合现有研究, 我们认为, 一个重要原因在于财政分权, 这一体制赋予了地方政府引导企业并购的动机与能力。一般认为, 以财政分权为核心的

^{*} 本文为国家自然科学基金面上项目“宏观学习效应与企业行为: 作用机制与经济后果”(项目编号: 71872071)、国家自然科学基金青年项目“声誉机制与独立财务顾问制度的有效性: 来自重大资产重组的证据”(项目编号: 71802095)和暨南领航计划(中央高校基本科研业务费专项资金资助)“高管宏观认知与企业行为”(项目编号: 19JNLH08)的阶段性成果。作者感谢第八届“宏观经济政策与微观企业行为交叉研究”学术研讨会、张俊生(论文评论人)、宋顺林(论文评论人)以及东北财经大学会计学院会计与财务论坛、华中科技大学研究论坛参与者的意见与建议, 特别感谢谭有超提供财政补贴的数据。文责自负。

经济分权是理解转型期中国的基本制度背景（Qian 和 Xu, 1993; Qian 和 Roland, 1998; Jin 等, 2005; Xu, 2011）。财政分权为地方政府发展经济和推动改革提供了激励（傅勇和张晏, 2007），也促进了地区之间的相互竞争（范子英和张军, 2009），是造就中国经济过去几十年快速增长的关键因素之一。

具体到财政分权与地方政府引导并购之间的关系，首先，财政分权从经济上保障了地方政府引导企业并购的能力。在分权体制下，地方政府及其官员掌握着重要的经济资源，拥有相对自主的经济决策权，比如财政补贴、项目审批、地方性产业政策等（吴延兵, 2017），这意味着地方政府有能力去推动企业并购。例如，《国务院关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号）就提出，鼓励地方人民政府通过财政贴息、信贷奖励补助等方式，激励商业银行加大对企业兼并重组的信贷支持力度，以及有条件的地方可设立企业兼并重组专项资金。另外，一些地方性政策，比如《浙江省人民政府办公厅关于支持和引导上市公司开展并购重组的若干意见》（浙政办发〔2010〕139号），也直接提出了各级政府建立并购贷款风险补偿机制、设立专项资金等要求。这些引导手段的实现，都离不开财政分权赋予地方政府的资源配置权力。

其次，财政分权加强了地方政府引导企业并购的动机。一方面，企业可以通过并购快速扩张规模，形成产业集群或集团公司（潘红波等, 2008），并通过管理、经营、财务等各个方面的协同效应提高企业绩效、改善资源配置效率（方军雄, 2008），有助于地方政府扩大财政收入来源，符合分权激励下地方政府增加收入的动机（曹春方等, 2014）。另一方面，如果某些企业因为经营不善成为地方政府的政策性负担，地方政府通常需要对这些企业进行补贴，以维持就业率、维护社会稳定。地方政府可以通过要求当地盈利企业并购这些“僵尸企业”，来实现降低财政支出压力、维持地方经济增长的目标（陈信元和黄俊, 2007; 潘红波等, 2008）。因此，财政分权会激励地方政府去鼓励当地企业进行并购以进行资源重组提升配置效率。

延续上述逻辑，国企特别是地方国企应当是财政分权的主要影响对象，首要原因在于国企具有经济“稳定器”的重要作用，地方政府在给予各类政策支持时更加倾向于国企（李艳和杨汝岱, 2018; 贾俊雪和应世为, 2016），因此国企会在更大程度上受益于财政分权赋予地方政府的资源配置权力。另外，地方政府的国资委是地方国企的实际控制人，地方国企的高级管理人员（比如董事长）又通常由地方政府直接任命，这就为地方政府引导地方国企的经济活动提供了直接的渠道。

以 2004—2018 年我国 A 股非金融业上市公司为样本，本文发现省级层面的财政分权程度越高，则当地上市公司在下一年的并购越多，并且这一影响只存在于国企和地方国企之中，而对非国企和央企样本没有显著影响，这支持了财政分权有助于地方政府引导企业并购的假说。我们也通过一系列检验，试图从多个角度为政府引导在企业并购中的作用提供证据。第一，本文发现，相比未发生并购的国企，财政分权使得并购国企得到了更多的财政补助，这些企业进而进行了更多的并购，这就验证了财政分权赋予地方政府通过经济资源支持并购的能力；第二，财政分权越高的地区，越可能设立政府产业基金，当地国企的并购数量进而也越多，体现了地方政府通过设立政府产业基金引导企业并购的能力；第三，工信部等十三个部门联合发布的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》（工信部联产业〔2013〕16号）提出要在医药等九大重点行业中充分发挥政府引导作用推进企业兼并重组，结果显示在该政策颁布之后，财政分权对这九大

行业中的国企并购数量有更强的影响，也支持了地方政府引导作用的存在。上述结果均主要体现在地方国企之中，在央企中未发现显著的结果。

在分权体制下，地方政府对于当地企业并购的影响也可能用干预行为来解释，即地方政府出于短视的目标，干预企业的并购使其偏离市场化决策，从而对并购绩效产生负面影响（陈抗等，2002；吴延兵，2017）。然而，本文发现，无论是以会计业绩还是股票业绩衡量并购绩效，财政分权均有助于提高国企特别是地方国企的并购绩效，这意味着总体上财政分权有利于地方政府引导与支持企业并购，而不会加强地方政府的干预动机。

最后，分组检验显示，在经济发展压力或者财政压力较大的地区，或者对于增值税税负较大的行业，财政分权对企业并购的影响较强；财政分权的影响主要体现在本地并购之中，主要原因在于本地并购完成后形成的集团公司所产生的税收收入仍然归属于当地，满足了分权下地方政府增加财政收入的需求。上述三项结果都说明经济因素能够解释财政分权下地方政府的引导动机，验证了我们对于财政分权影响机制的讨论。

本文在引导机制和后果两个维度，构建了一个较为完整的框架来研究财政分权如何影响地方政府引导下的企业并购行为。本文具有如下潜在贡献：

第一，本文从财政分权的角度解释了地方政府为何能引导企业并购。根据一系列相关政策的要求，地方政府应当积极引导和支持企业开展并购活动。本文基于财政分权作为我国基本经济制度的背景，分析了地方政府为何能对企业并购发挥引导作用：财政分权赋予了地方政府以财政等手段支持企业并购的能力，同时也激发了地方政府通过企业并购来发展地区经济的积极性。本文也提供了相应的实证证据，证明财政分权提高了当地国企特别是地方国企的并购数量，最终对并购绩效产生积极影响。本文因此在制度层面解释了地方政府发挥并购引导作用的依据，有助于我们深入理解地方政府引导企业并购的作用机制，进而为地方政府如何履行好国家治理体系中的职能提供来自微观企业行为的证据。

第二，尽管文献一般认为财政分权为地方政府发展经济和推动改革提供了激励（傅勇和张晏，2007），但也有文献指出财政分权可能具有潜在的负面影响，比如地区竞争过度或者增加经济的波动性等（周业安和章泉，2008；吴延兵，2017）。考虑到宏观经济的成就最终应落脚在微观企业的发展，我们迫切需要寻找更多的财政分权影响企业行为的研究证据，以便更深入、全面地理解分权改革的经济后果。以往文献比如吴延兵（2017）在企业投资偏好等角度研究了财政分权对微观企业的影响，本文则提供了来自企业并购的证据，为评价财政分权体制提供了新角度的微观理论基础与实证证据，也具有针对如何建立支撑国家治理体系和治理能力的现代化财政制度的政策含义。

第三，以往文献大多从政府干预的角度分析地方政府在企业并购活动中的角色（方军雄，2008；潘红波和余明桂，2011；潘红波等，2008），很少有研究考察地方政府可能的积极作用。本文认为，地方政府是国家政策的执行者，其行为又受到中央政府的监督和约束，那么在相应政策的鼓励之下^①，地方政府理应发挥支持企业开展并购的职责。

① 包括前文所列的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》（工信部联产业〔2013〕16号）、《国务院关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号），行业政策如《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》（国发〔2020〕8号），以及地区政策如《浙江省人民政府办公厅关于支持和引导上市公司开展并购重组的若干意见》（浙政办发〔2010〕139号）等，都明确指出了政府应当在市场化原则指导下引导并支持企业并购。

本文的实证结果较好地支持了上述推论：第一，财政分权对并购数量的影响仅存在于国企特别是地方国企样本之中，在非国企和央企样本之中并不显著；第二，本文发现财政分权与国企并购绩效正相关，说明政府干预至少不是地方政府影响企业并购的主要原因；第三，基于政府补助、政府产业基金、并购政策的检验均支持地方政府的引导作用。上述结果在各个角度支持了财政分权赋予地方政府引导者的角色，本文因此在企业并购的角度对“有为政府”和“有效市场”的边界问题进行了探索，从而能够给相关政策的制定和实施提供有价值的参考，也具有帮助企业更好地梳理平衡各方面制约因素、提高并购绩效的意义。

本文的结构安排如下：第二部分进行文献综述并提出本文的研究假设，第三部分是研究设计，第四部分进行实证结果的列示与讨论，第五部分是本文的研究结论。

二、文献综述与研究假设

（一）文献综述

1. 企业并购

并购具有优化资源配置、提高企业价值的功能，然而在并购决策和实施过程中，也存在各方的利益冲突和代理问题，进而影响并购绩效。学术界围绕着并购动机和绩效展开了一系列的研究。比如，Masulis 等（2007）考察了公司治理机制和并购间的关系，发现产品市场竞争和 CEO、董事长两职分离有利于提高并购效率，而反并购条款由于提高了代理成本，导致了并购绩效的下降；El-Khatib 等（2015）从 CEO 网络中心度出发，发现 CEO 所处的社会层级越高，其所在的企业会进行越多的并购，然而这些并购却降低了企业价值。国内也有很多学者对企业并购行为和影响因素进行了深入的研究，这些文献从产业政策（蔡庆丰和田霖，2019）、独立董事的咨询功能（刘春等，2015）、卖空压力（陈胜蓝和马慧，2017）等角度研究了我国企业并购的影响机制。

与本文最为相关的研究讨论了地方政府如何影响上市公司的并购行为。首先，一系列文献讨论了政府行为对并购概率和并购类型的影响。肖土盛等（2018）提出，民营企业在进行并购时，会考虑自身风格与地方政府环境的匹配度，比如“关系导向型”的民企更倾向到“清廉度低”的政府环境中实施并购；潘红波和余明桂（2011）发现地方国企异地并购的概率显著低于民企，原因在于地方国企异地并购后获得的政府支持有所减少，消极的市场反应、更高的税负和更高的银行贷款成本支持了这一假说；方军雄（2008）发现地方政府直接控制的企业更倾向于进行本地并购和无关多元化并购，而中央政府控制的企业则有更大的概率实施跨地区并购，并以地区分割解释上述发现。此外，政府也可以通过产业政策引导企业的并购决策，比如蔡庆丰和田霖（2019）发现并购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，在并购企业是国企的情况下，产业政策的上述影响更加显著。上述文献揭示了我国企业并购，特别是地方国企的并购行为易于受到地方政府的影响。

其次，也有文献检验了政府行为影响下的并购绩效。比如，肖土盛等（2018）发现民企如果到与其风格相匹配的政府环境中实施异地并购，则并购绩效较好；潘红波等（2008）认为出于自身的政策性负担或政治晋升目标，地方政府会选择性地损害或支持当地国有上市公司，体现为地方政府干预对盈利企业的并购绩效有负面影响，而对亏损企业的并购绩效有正面影响。

现有文献大多从政府干预的角度出发,发现地方政府的过度介入会导致企业更多地实施无效的并购,然而如果仅以企业产权性质识别政府干预程度,并不能回答政府介入企业并购决策的根本原因,很可能忽略了政企关系积极的一面。本文认为,在一系列政策要求地方政府遵循市场化原则引导与支持企业并购的前提下,地方政府对企业并购的影响亟须进一步研究。财政分权作为经济分权的核心因素,不仅激发了地方政府增加财政收入、拉动地区 GDP 增长的积极性,还会因为赋予地方政府大量的行政和经济资源,增加其支持企业的能力,本文因此从财政分权这一全新的角度补充了地方政府影响企业并购的相关文献。

2. 财政分权制度

关于分权制度的核心问题在于公共物品的供给效率是否因为分权而得到提升。Hayek (1945) 和 Tiebout (1956) 均对分权持肯定态度,前者讨论了地方政府在获取地方信息时具有的优势,后者证明了“用脚投票”机制能够保证公共物品的分配效率。之后的一系列研究,比如 Besley 和 Coate (2003),也讨论了分权对公共物品供给的积极作用。但近年来也有一些研究讨论了分权可能的负面后果,比如 Blanchard 和 Shleifer (2001) 针对俄罗斯的研究发现,由于中央政府的相对弱势,地方政府推动经济发展的动力不足,Cai 和 Treisman (2005) 讨论了地区之间初始禀赋差异过大的情况,认为这使得相对落后地区放弃努力,分权带来的地方政府竞争因此加剧了地区分化。

关于中国分权制度的研究也未得到收敛的结论。比如,Qian 和 Xu (1993)、Qian 和 Roland (1998) 认为以经济分权为特征的“中国特色的联邦主义”是解释中国经济高速发展的关键因素;在此基础上 Xu (2011)、傅勇和张晏 (2007) 等学者将经济分权与政治集权的制度背景相结合,提出“中国式分权”概念,认为地方政府虽然在分权制度下得到了很大的发展经济的激励,但也可能造成他们过度关心自己任期内的短期经济绩效,从而忽视长期利益,追求以削减公共支出和创新投入为代价的重复建设和短期经济增长。早期的文献主要讨论财政分权对经济增长和增长效率的影响(张晏与龚六堂,2005;赵文哲,2008;范子英与张军,2009;陈志勇和陈思霞,2014),之后很多文献研究了政府支出结构、支出效率、地方保护等方面的后果(龚锋和雷欣,2010;陈志勇和陈思霞,2014;吴延兵,2017)。

从微观视角研究财政分权影响的文献目前还较少。贾俊雪和应世为(2016)发现收入分权和支出分权对政府税收策略存在不同的影响,进而带来不同的企业税收激励;在企业投资的角度,吴延兵(2017)认为财政分权导致了地方官员“重生产、轻创新”的投资偏好,然后直接借由政策手段左右企业的投资方向。

从目前的研究情况来看,财政分权与宏观经济增长关系没有取得一致的研究结论,其原因可能在于对财政分权的微观作用机制我们仍然缺乏全面的认识,因此有必要进一步探讨。

(二) 假设推导

企业的行为同时受到内部因素如治理结构、财务状况、人员配置,和外部环境如法律制度、宏观经济、供需关系等的制约,而政府尤其是拥有管辖权的地方政府,是企业外部环境的重要构成。现有研究发现,地方政府既可以利用对国企,特别是地方国企的控制权来直接影响企业决策(潘红波和余明桂,2011;方军雄,2008),也可以通过行政或者经济手段改变当地企业的营商环境,引导企业进行符合政策目标的投资或者经营活

动（吴延兵，2017）。区别于以往文献大多通过产权性质、政治关联或市场化指数等指标来研究政府干预下的企业行为，本文聚焦于地方政府对当地企业发展起到的积极作用，重点讨论财政分权这一基本制度背景如何影响地方政府的行为动机，进而对当地企业的并购行为产生影响。

具体地，一方面，财政分权赋予了地方政府经济自主权，保证了地方政府具备引导企业并购的能力。地方政府及其官员掌握着重要的经济资源，可以采用财政补贴、金融管制、项目审批、地方性产业政策等手段来影响资源配置（吴延兵，2017）。潘红波和余明桂（2011）发现地方国企异地并购的概率显著低于民企，正是因为地方国企异地并购后获得的政府支持有所减少，这说明地方政府的资源倾斜是决定企业并购决策的重要因素。《国务院关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号）就强调了要鼓励地方政府通过财政贴息、信贷奖励补助等方式，激励商业银行加大对企业兼并重组的信贷支持力度，以及有条件的地方可设立企业兼并重组专项资金。地方性并购政策，如《浙江省人民政府办公厅关于支持和引导上市公司开展并购重组的若干意见》（浙政办发〔2010〕139号），也提出了各级政府建立并购贷款风险补偿机制、设立专项资金等要求。这些政策意味着地方政府会借助财政手段来引导企业并购，而财政分权制度也为这些手段的运用提供了保障。

另一方面，企业并购符合财政分权制度下地方政府发展经济和增加财政收入的经济动机（傅勇和张晏，2007；王文剑和覃成林，2008），因此财政分权也能够解释地方政府为何有动机引导企业并购。并购可以促进企业规模的增加，实现更高的产出和更高的产品市场势力（Boone等，2004），直接增加企业缴纳的增值税或营业税规模。同时，并购本质上是存量资产在不同企业之间的流动与重新组合，具有改善资源配置效率的作用（方军雄，2008）。因此，如果并购之后企业和标的之间产生协同效应（方军雄，2008），或者产生了规模经济而降低成本（Bauer和Matzler，2014），那么企业绩效得以提升，也增加了企业缴纳所得税的规模，而且随着协同效应的逐步释放，并购的影响应当是持续且深远的。^①如果当地某些企业因为经营不善成为地方政府的政策性负担，地方政府可以通过要求当地盈利企业通过并购来“激活”这些“僵尸企业”，实现降低财政支出压力、促进地方经济增长的目标（陈信元和黄俊，2007；潘红波等，2008）。此外，并购不仅影响相关并购企业和目标企业，还能够对地方经济发展产生一定的溢出效应。通过推动上市公司兼并重组、做大做强上市公司、形成龙头企业，可以带动当地其他相关企业（比如供应链）的发展，从而对所辖地区的产业和经济发展发挥带动作用。^②因此，企业并购满足地方政府在财政分权制度下对经济利益的追求，财政分权程度越高，则地方政府引导企业并购的动机应当越强。

综上，我们认为分权制度赋予了地方政府更高的能力和更强的动机去引导企业并购，能在更大程度上推动辖区内的并购活动，由此提出假说1：

H1：财政分权程度与当地上市公司的并购数量呈正相关关系。

① 当然，并购不能立即对企业纳税规模产生影响，至少需要等到整合完成，且并购要实现一定程度的协同效应，并要满足企业避税努力程度不变等前提，但地方政府仍可能对此税收效应产生预期。

② 比如，《浙江省人民政府关于印发浙江省推进企业上市和并购重组“凤凰行动”计划的通知》（浙政发〔2017〕40号）指出，“发挥上市公司‘以大带小’作用，推动传统产业集聚提升，实现打造一个大企业、带动一个产业链、形成一个产业集群的目标”。

按照研究假设 1 的理论逻辑,相比非国有企业,对于国有企业的并购活动,财政分权的影响应当更大。首要原因在于,国企肩负经济“稳定器”的重要作用,把国有企业做实做强做优是中国特色社会主义制度优越性得以充分发挥的重要保障,因此,地方政府在给予税收、信贷、产业扶持等政策支持时也更加倾向于国企(李艳和杨汝岱,2018;贾俊雪和应世为,2016)。相应地,在引导企业并购时,通过并购来进一步激发国企活力、优化国企的资源配置也应当是政策中的重点。例如,《国务院关于促进企业兼并重组的意见》(国发〔2010〕27号)就指出,要通过促进企业兼并重组加快国有经济布局 and 结构的战略性调整;《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14号)也提出,要合理安排国有资本经营预算资金,引导国有企业实施兼并重组、做优做强。

此外,地方政府的国资委是地方国企的实际控制人,地方国企的高级管理人员(比如董事长)又通常由地方政府直接任命,这就为地方政府影响地方国企的经济活动提供了直接的渠道。且考虑到央企由于中央政府背景所赋予的权威,不太可能受到地方政府的直接影响(方军雄,2008),在国企中,地方国企应当受到地方政府更强的引导作用。现实中,我们观察到的确很多省市出台了地方国企改革方案,把并购重组作为优化资产结构的重要手段^①,这为地方政府引导地方国企并购提供了直接的证据。

综上提出假说 2:

H2: 财政分权程度对当地上市国企特别是上市地方国企并购数量的影响更为显著。

三、研究设计

(一) 样本

本文以 2004—2018 年我国 A 股非金融业上市公司为样本。在 CSMAR 数据库提供的 2004—2018 年 A 股上市公司样本基础之上,我们删去了金融业企业样本和资不抵债企业的样本,然后删去主要变量(检验 H1 时涉及的变量)缺失的样本。除非特别说明,本文所用到的企业层面变量取自 CSMAR 数据库,地区层面变量取自 Wind 数据库。

(二) 主要变量

1. 财政分权

以往文献基于不同的研究需要采用了不同的分权指标,常用的指标包括收入指标、支出指标以及财政自主度指标(陈硕和高琳,2012)。收入分权是地方财力的体现,但是由于财政收入在中央和地方政府之间分配的复杂性以及财政收入实际获取权力的频繁变动,使不同级政府真正拥有的财政资源显得较为模糊(王文剑和覃成林,2008)。此外,收入分权与地方政府发展经济动机之间的关系并不直接,且忽略了转移支付的作用(周业安和章泉,2008)。以地方政府自有收入与其财政支出的占比(即财政自主度)来测量的方法有更为严重的问题:它不仅无法体现出中央—地方关系,而且和支出分权负相关,这一点目前还没有合适的解释。上述原因可以解释为何目前国内学者主要以支出指标来衡量财政分权(吴延兵,2017;傅勇和张晏,2007;张晏和龚六堂,2005)。

正如陈硕和高琳(2012)指出的,不同财政分权指标背后的逻辑并不同,在解释结

^① 资料来源:新浪财经,《地方国企改革进政策落地期 不少省明确行业和时间表》,2017 年 3 月 24 日, <https://finance.sina.com.cn/roll/2017-03-24/doc-ifycsukm3382501.shtml>。

果时，不仅需要遵从“分权逻辑”，而且需要给出指标发挥作用的具体机制，即“指标逻辑”。本文在讨论财政分权对企业并购的影响时，提出了发展经济增加财政收入、并购“僵尸企业”减轻财政负担等机制，不仅与政府增收节支的动机相关，也与政府通过掌握的经济资源引导企业并购决策相联系。支出指标不仅体现出政府掌握和分配资源的能力，即事实上权力的分配程度（傅勇和张晏，2007；张晏和龚六堂，2005），也能够一定程度上反映政府增加财政收入以覆盖财政支出的努力程度，与本文的逻辑相符。出于上述原因，且便于和大多数文献相互印证，本文以财政支出的分权程度衡量地方财政分权。

本文首先参考贾俊雪和应世为（2016）、周业安和章泉（2008）、赵文哲（2008）等文献的做法^①，计算省人均财政支出与中央人均财政支出及省人均财政支出之和的比值。以人口规模标准化财政支出，可以消除当地人口规模对财政支出水平的影响（周业安和章泉，2008）。然后，本文根据龚锋和雷欣（2010）的做法，再乘以一个经济规模的缩减因子，以消除当地经济发展水平对财政收支的影响。如下为本文计算省级层面财政分权的公式。

$$FD = \frac{\text{省一般预算支出} / \text{省人口}}{\text{中央一般预算支出} / \text{全国人口} + \text{省一般预算支出} / \text{省人口}} \times \left(1 - \frac{\text{省 GDP}}{\text{全国 GDP}}\right)$$

2. 并购

在 CSMAR 并购重组数据库提供的原始并购样本的基础之上，我们保留了上市公司作为买方的并购事件，剔除了债务重组、股权转让等不符合一般并购定义的事件。由于关联并购一般是企业集团内部的资源整合过程（刘春等，2015；肖土盛等，2018），我们仅保留非关联并购样本。我们也参考了陈胜蓝和马慧（2017）、潘红波和余明桂（2011）等文献的做法，剔除了标的控制权未转移的并购和交易对价小于 100 万元人民币的并购，因为这类并购不太可能对上市公司产生实质性的影响。

（三）模型设定

我们设定如下模型（1）用于检验财政分权和并购数量之间的关系（H1 和 H2）。

$$MA_n_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times FD_{p,t-1} + \theta \times X_{i(p),t-1} + \delta_t + \gamma_i + \xi_{i,t} \quad (1)$$

其中，下标 i 代表企业， t 代表年度， p 代表省份，因变量 $MA_n_{i,t}$ 为并购数量的自然对数，解释变量 $FD_{p,t-1}$ 指 $t-1$ 期省级层面财政分权水平， $X_{i(p),t-1}$ 为控制变量，包括 $t-1$ 期的总资产自然对数、资产负债率、经营活动现金净流量与总资产比值、盈利能力、销售收入增长率、大股东持股比例、企业年龄、是否地方国企、该省 GDP 增长率、官员任期。^② 模型（1）也控制了年度和公司固定效应。所有企业层面连续变量在上下 1% 水平上进行缩尾处理。

四、实证结果与讨论

（一）财政分权与并购数量的检验结果

表 1 为针对并购数量的检验结果，以并购数量的自然对数（ MA_n ）为因变量。第

① 其中贾俊雪和应世为（2016）计算的是省以下地方政府财政支出分权指标，但是逻辑类似。

② 因篇幅所限，本文省略了变量的详细说明、描述性统计、基准结果中控制变量的回归系数、对内生性问题的解决，以及一系列的稳健性检验，感兴趣的读者可在《经济科学》官网论文页面“附录与扩展”栏目下载。

(1) 列为全样本的结果，财政分权 (*FD*) 的系数为正，但是不显著，这可能是因为国企和非国企受到了财政分权不同的影响，甚至可能在一定程度上相互抵消。我们将样本按照企业实际控制人分组，第 (2) 列和第 (3) 列分别为国企样本和非国企样本的结果。第 (2) 列显示，在国企样本之中，*FD* 与并购数量显著正相关，说明地方财政分权每上升一个标准差 (0.074)，则国企并购数量上升 1.37% (0.185×0.074)。第 (3) 列显示，在非国企样本之中，*FD* 的系数为负且不显著，即没有证据显示财政分权会使得非国企实施更多的并购。第 (2) 列、第 (3) 列针对 *FD* 的组间系数检验在 1% 水平上显著 (Permutation 检验^① *p* 值为 0.00)，表明财政分权的影响主要体现在国企之中。

第 (4) 列和第 (5) 列分别为针对地方国企样本和央企样本的回归结果。第 (4) 列针对地方国企的结果显示，*FD* 的系数显著为正 (0.239，在 5% 水平上显著)，第 (5) 列针对央企的结果显示，*FD* 的系数为负，且不显著，两列的组间系数检验在 5% 水平上显著 (Permutation 检验 *p* 值为 0.04)。第 (4) 列、第 (5) 列的结果说明，相比央企，财政分权的影响主要体现在地方国企之中。控制变量的回归结果显示，并购的发生与企业业绩水平、成长率、股权集中度、是否地方国企正相关，而与杠杆率和企业年龄负相关。

表 1 的结果整体上支持了财政分权下地方政府会加强对企业并购的引导、促进辖区内企业并购这一观点。由于表 1 的结果显示财政分权的影响主要体现在国企之中，后续检验主要基于国企样本。

表 1 财政分权与并购数量的回归结果

	全样本	国企样本	非国企样本	地方国企样本	央企样本
	<i>MA_n</i>	<i>MA_n</i>	<i>MA_n</i>	<i>MA_n</i>	<i>MA_n</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FD</i>	0.112 (1.26)	0.185** (1.97)	-0.366 (-1.34)	0.239** (2.00)	-0.002 (-0.01)
Permutation test (<i>p</i> value)		(0.00)***		(0.04)**	
<i>Constant</i>	0.067 (0.66)	-0.046 (-0.41)		0.413 (1.54)	
控制变量与固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	27 997	17 211	10 786	12 163	5 048
Adj. <i>R</i> ²	0.138	0.113	0.131	0.107	0.126

注：括号内为 *t* 值，基于稳健标准误；* 表示 $p < 0.1$ ，** 表示 $p < 0.05$ ，*** 表示 $p < 0.01$ ；后同。

(二) 地方政府引导作用的证据

财政分权对并购所起的作用是否真的来自政府引导呢？我们从如下多个角度进行检验。^②

1. 政府补助

首先，我们通过政府补助为地方政府引导能力的存在提供证据。上文指出，地方政

① 另一个常用于组间系数检验的方法是基于似不相关回归 (SUR) 的检验。相比 SUR，Permutation (组合) 检验的假设条件最为宽松，而且可以方便地运用于面板数据。

② 此部分的回归结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”。

府能够通过配置经济资源去引导企业的并购决策,《国务院关于促进企业兼并重组的意见》等政策文件也指出了财政贴息、信贷奖励补助等具体的引导方式。本文选取政府补助这一角度,以如下中介效应模型(2)——(4)来检验上述机制。

$$MA_n_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times FD_{p,t-1} + \theta \times X_{i(p),t-1} + \delta_t + \mu_j + \theta_p + \xi_{i,t} \quad (2)$$

$$Subsidy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times FD_{p,t-1} + \theta \times X_{i(p),t-1} + \delta_t + \mu_j + \theta_p + \xi_{i,t} \quad (3)$$

$$MA_n_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \times FD_{p,t-1} + \gamma_2 \times Subsidy_{i,t} + \theta \times X_{i(p),t-1} + \delta_t + \mu_j + \theta_p + \xi_{i,t} \quad (4)$$

其中, $Subsidy_{i,t}$ 等于企业当年收到的政府补助与销售收入之比^①, 其他变量的定义同上。对中介效应的检验分三步: 第一步, 检验财政分权对并购数量的总效应(模型(2)), 类似于基准模型(1); 第二步, 检验财政分权对政府补助的影响(模型(3)); 第三步, 检验控制了政府补助之后, 财政分权对并购数量的影响(模型(4))。检验中介效应最核心的一步是对 $\beta_1 \times \gamma_2 = 0$ 进行检验, Sobel 检验是比较常用的方法, 近年来也有研究用 Bootstrap 法进行检验(温忠麟和叶宝娟, 2014)。为提高结果的稳健性, 本文同时汇报了 Sobel 法和 Bootstrap 法的检验结果。

未列示的结果显示, 在国企样本与地方国企样本中, 财政补助的中介效应得到验证, 而在央企样本之中, 没有发现显著的中介效应, 说明政府补助是地方政府发挥引导作用的一个机制。

2. 政府产业基金

政府出资产业投资基金简称政府产业基金, 其中政府出资资金来源包括财政预算内投资、中央和地方各类专项建设基金及其他财政性投资。按照《政府出资产业投资基金管理暂行办法》的要求, 政府产业基金的投资方向应符合区域规划、区域政策、产业政策、投资政策及其他国家宏观管理政策, 能够充分发挥政府资金在特定领域的引导作用和放大效应, 可见政府产业基金的设立是地方政府发挥引导作用的一个重要手段, 有研究也发现这些基金确实投资于政策目标领域(施国平等, 2016)。

由于政府产业基金主要投资于非公开交易企业股权, 在本文的上市公司并购样本之中, 与并购双方股东的匹配度不高, 因此, 我们将政府产业基金的设立与否作为当地政府引导能力强弱的依据, 财政分权应当会提高当地政府设立产业基金的概率, 而按照假说1的逻辑, 政府产业基金体现的政府引导最终会带来国企并购数量的增加。我们设置了与模型(2)——(4)类似的中介效应模型来检验上述逻辑, 区别在于中介变量替换为 $Funds_{p,t-1}$, 这是衡量当地是否设立政府产业基金的虚拟变量^②, 一旦该省设立了政府产业基金, 该年及之后年度 $Funds_{p,t-1}$ 取1, 否则为0。未列示的结果显示, 在国企样本与地方国企样本中, 政府产业基金的中介效应得到验证, 而在央企样本之中, 没有发现显著的中介效应, 说明设立政府产业基金是地方政府发挥引导作用的一个体现。

3. 2013 年并购政策

地方政府的引导作用根本上是“承上启下”贯彻和落实国家战略的体现, 因此其引导作用也应当重点针对中央政策的标的企业。我们通过一项2013年发布的政策为上述推

① 由于政府补助信息的披露从2007年开始采用统一的标准, 在2017年财政部又对政府补助准则进行了较大的修改, 涉及补助来源界定、入账金额确定、列报时点等, 本文仅采用2007—2016年的政府补助数据, 以保证数据口径的一致。

② 数据来源为国家发改委于2017年披露的政府产业基金信用信息登记情况: http://www.hbcredit.gov.cn/xyjs/tzgg/201709/t20170922_16687.shtml。

论提供证据。

2013年1月22日工业和信息化部联合12个部委下发了《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》(工信部联产业〔2013〕16号),该政策提出要以汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药等行业以及农业产业化龙头企业为重点,充分发挥政府引导作用推进企业兼并重组,以实现提高产业集中度和资源配置效率、加快经济结构调整和发展方式转变等目标,并提出了科学制订方案、落实政策措施、营造良好环境等具体引导方式。因此,如果财政分权通过地方政府引导行为而对国企并购数量产生作用,该政策颁布之后,对于该九大行业中的企业,财政分权的作用应该更强。本文设计如下模型来检验上述推论。

$$MA_n_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Policy_t \times FD_{p,t-1} + \beta_2 \times FD_{p,t-1} + \theta \times X_{i(p),t-1} + \delta_i \times \mu_j + \gamma_i + \xi_{i,t} \quad (5)$$

其中,如果某企业属于政策中的九大行业,且观测值处在2013年当年及之后年度,变量 $Policy_t$ 取1,否则为0。除了上述政策,还存在其他并购政策可能针对其他行业或者上述九大行业中的一个或多个,例如2017年发布的《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》,因此除了公司固定效应,模型(7)中也包含年度 \times 行业固定效应($\delta_i \times \mu_j$),以控制各个行业在不同年度受到的其他政策的影响。其余变量定义同模型(1)。交乘项的系数 β_1 体现了财政分权对企业并购的作用是否受到2013年并购政策的影响。

未列示的结果显示,在国企和地方国企样本中,交乘项的系数显著为正,在央企之中,交乘项的系数不显著,说明2013年政策对政府引导并购的要求强化了财政分权对企业并购的影响,同样支持了地方政府引导企业并购这一作用的存在。

(三) 财政分权与并购绩效

在分权体制下,地方政府引导与支持企业并购的成效最终应体现在并购绩效之上。按照相关政策的要求,地方政府支持企业并购的目标在于提高产业集中度和资源配置效率、加快经济结构调整和发展方式转变。在微观层面,这一目标应当体现为较好的并购绩效,即企业的并购应当能实现“1+1>2”的协同效应,并购后会计业绩与企业价值得到提升。从这个角度来说,财政分权应当最终有利于企业的并购绩效。

但是,也有一部分文献揭示了相反的可能性,比如王文剑和覃成林(2008)认为面对支出压力,地方政府有动机把对地区经济从“援助之手”转变为“攫取之手”,这种行为激励将会随着财政分权程度的提高而不断深化;吴延兵(2017)发现财政分权抑制了地方政府的创新偏好。具体到企业并购,潘红波等(2008)认为出于自身的政策性负担或政治晋升目标,地方政府会选择性地损害或支持当地国有上市公司,体现为地方政府干预对盈利企业的并购绩效有负面影响。这些文献意味着地方政府的行为可能仍带有干预的色彩,从而使得地方政府的引导作用超越了“有为政府”的边界。

我们分别以并购前后三年经行业均值调整的资产利润率(ROA)的变化值(ΔROA)和36个月的BHAR^①(购买并持有超额收益)来衡量并购绩效。Zhang(2016)等认为,短期窗口无法全面地反映并购的价值,因此本文参考Zhang(2016)的做法,以BHAR衡量股票市场体现的并购绩效。

① BHAR指从并购首次公告日开始,持有企业股票直至考察期(36个月)结束,企业股票收益率超过对应组合收益率的金额。具体计算方法参考陈仕华等(2015)。

当以 ΔROA 为因变量时，采用如下模型（6）：

$$\Delta ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times FD_{p,t-1} \times MA_dum_{i,t} + \beta_2 \times FD_{p,t-1} + \theta \times X_{i(p),t-1} + \delta_t + \gamma_i + \xi_{i,t} \quad (6)$$

我们主要关注财政分权指标与当年是否发生并购虚拟变量的交乘项（ $FD_{p,t-1} \times MA_dum_{i,t}$ ）的系数 β_1 ，以衡量财政分权是否使得发生了并购的国企获得更好的会计业绩。样本为全部的国企样本（由于部分观测值 ΔROA 缺失导致样本量下降）。

当以 $BHAR$ 为因变量时，采用如下模型（7）：

$$BHAR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \times FD_{p,t-1} + \theta \times X_{i(p),t-1} + \delta_t + \gamma_i + \xi_{i,t} \quad (7)$$

我们主要关注财政分权指标（ $FD_{p,t-1}$ ）的系数。在确定计算 $BHAR$ 的起点时，考虑到相距较近事件之间的叠加所可能产生的噪音，对于同一年度内存在多起本地并购事件的，我们只保留支付对价最高的一起成功并购，以此并购首次宣告日的下月为 $BHAR$ 计算的起点。样本为当年发生了并购的国企样本。

表 2 列示了针对国企样本并购绩效的检验结果。第（1）列的结果显示，当以 ΔROA 为因变量时，交乘项的系数显著为正（系数为 0.113，在 5% 水平上显著），第（2）列、第（3）列的结果显示，财政分权对并购绩效的影响仅在地方国企样本中显著，而在央企中不显著，与前文的结果保持一致，进一步验证了地方政府对当地企业并购的引导与支持作用。第（4）列至第（6）列改为以 $BHAR$ 为因变量，结果与前三列类似。表 2 的结果说明，财政分权有助于地方政府引导作用的发挥，从而对企业并购绩效产生积极影响。

表 2 财政分权与并购绩效

	国企样本 ΔROA (1)	地方国企样本 ΔROA (2)	央企样本 ΔROA (3)	国企样本 $BHAR$ (4)	地方国企样本 $BHAR$ (5)	央企样本 $BHAR$ (6)
$FD \times MA_dum$	0.113 ** (2.09)	0.118 * (1.91)	0.094 (0.81)			
FD	-0.002 (0.15)	-0.004 (-0.20)	0.003 (-0.37)	2.541 ** (0.18)	3.060 ** (2.01)	0.377 (2.29)
MA_dum	-0.087 ** (-2.05)	-0.092 * (-1.91)	-0.070 (-0.76)			
$Constant$	0.003 (0.28)	0.002 (0.19)	0.006 (0.32)	0.117 (0.13)	-0.086 (-0.09)	0.914 (0.49)
控制变量与固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	9875	7003	2872	994	741	253
Adj. R^2	0.128	0.135	0.135	0.147	0.170	0.202

注：在以 ΔROA 为因变量时，与前文一致，控制年度与公司固定效应；在以 $BHAR$ 为因变量时，因为样本只包含当年发生了本地并购的观测值，如果控制公司固定效应，会自动删除在样本期间至发生一次本地并购的样本，因此改为控制年度、行业与省份固定效应。

（四）进一步检验：引导动机^①

1. 横截面检验：经济发展压力与财政压力

根据前文的分析，财政分权之所以使得地方政府有动机引导企业并购，根本原因在

^① 此部分的回归结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”。

于财政分权增加了地方政府发展地方经济、增加财政收入的激励。有不少文献都指出了财政分权的这一作用，例如 Oates（1985）提出财政分权鼓励地方政府加大对基础设施的投入从而促进了经济增长。关于国内财政分权对经济发展的作用，也有很多研究发现财政分权能够促进经济增长（范子英和张军，2009）。财政分权使得各地支出与当地经济状况相挂钩，引发了地区间以吸引税收为主要目标的竞争，并通过赋予地方政府更多的自主权而带来更多的当地经济发展的压力和激励，这构成了创造“中国奇迹”的重要力量（Qian 和 Xu，1993；Qian 和 Roland，1998）。

沿着上述逻辑，一个很自然的推导在于，当地发展经济的需要或者压力越大，则财政分权激励经济发展的作用应当越强。我们进行了如下的检验：第一，针对当地经济发展压力进行分组检验。本文参考曹春方等（2014）的做法，计算 $t-1$ 期地方官员任期内移动平均 GDP 增长率（ GDP_movavg ）， GDP_movavg 增幅越小，则当地经济发展压力越大。按照年度中位数将 GDP_movavg 分为了高低两组，未列示的结果显示，仅在高经济发展压力组中， FD 的系数显著为正，且组间系数检验在 1% 水平上显著，说明地方政府的经济发展动机能够解释财政分权对企业并购行为的影响。

第二，针对地方政府财政压力进行分组检验。本文用地方一般预算收入与地方一般预算支出之差与地方一般预算收入之比（ $Fis_surplus$ ）衡量地方财政盈余，如果相比 $t-2$ 期， $t-1$ 期财政盈余有所下降，意味着当地财政压力较大，反之，则较小。未列示的结果显示，财政分权对并购数量的影响仅在高财政压力组中显著为正，且组间系数检验在 10% 水平上显著，证明地方政府的财政压力也能够解释为何财政分权会影响企业并购。

2. 横截面检验：行业增值税税负

增值税是各地财政收入的主要构成，在财政分权或者财政压力的激励下，大力发展工业从而提高增值税收入水平，是地方政府的一个优先选择。简单来说，企业缴纳的增值税等于销项税额与进项税额之差，企业的产出规模越大（进项与销项同比例增加）或者产出相比购进增值越多（销项增加的比例大于进项），则缴纳的增值税越多。成功的并购具有扩大产出规模、提升生产效率与产品质量等作用，从而具有增加增值税的效应。当然，上述逻辑在不同企业中体现的程度不同，对于那些缴纳增值税税负较高行业中的企业，并购增加增值税的效应应当更强。因此，如果地方政府确实出于财政分权激励经济发展的原因而具有引导企业并购的动机，那么，我们应该观察到地方政府更倾向于引导增值税税负较高行业中的企业进行并购。

我国统计年鉴中没有披露所有行业完整的增值税缴纳情况，因此我们将增值税税负在行业层面取均值，来代表相应行业的增值税税负。^① 我国上市公司并未直接披露缴纳的增值税数额，但可以通过如下方式倒推：

$$\text{增值税税负} = [(\text{城建税}/\text{城建税税率}) - \text{营业税} - \text{消费税}] / \text{当期销售收入}$$

上述公式能够成立，是因为税法规定我国企业缴纳的城建税（城市维护建设税）数额等于流转税（增值税、营业税与消费税之和）数额乘以相应税率，根据企业所处地区的不同（市区、县城等），城建税的税率也不同。在上市公司的财务报表附注中披露了实际的城建税税率。增值税数额通过销售收入进行标准化，意味着一单位销售收入产生

① 我们的样本为上市公司，是各个行业较有代表性的企业，因此，通过均值计算出的各行业增值税税负能够较好地代表各个行业的真实情况。

的增值税衡量了增值税的税负大小。

通过上述公式计算出各个企业在各年实际承担的增值税税负后，我们计算省一年一行业层面所有企业样本在 $t-1$ 期的增值税税负均值，如果该均值小于等于省一年一行业均值的中位数，该行业即被标识为增值税税负较小的行业，反之，则被标识为增值税税负较大的行业。未列示的结果显示，仅在增值税税负较大的行业中，财政分权与并购数量显著正相关，组间系数检验在 1% 水平上显著。财政分权下地方政府的引导动机同样得到了验证。

3. 并购地域性

上述三个检验分别在地区和行业层面进行，如下我们将根据并购的地域性进一步为地方政府的引导动机提供证据。

上市公司在选择并购标的时，可以选择本省标的，即本地并购，也可以选择其他省份的标的，即异地并购，这两类并购背后存在着地方政府的不同引导动机。本文认为，相比异地并购，财政分权赋予地方政府更强烈的动机引导与支持本地并购，其原因在于：第一，当位于其他省份的标的成为上市公司的子公司之后，上市公司所在地政府很有可能无法获得子公司的税收收入，还可能出现上市公司利用子公司所在地税收优惠转移收入，导致上市公司所在地税收收入流失的后果（黄蓉等，2013）。相反地，本地并购不会导致地方政府财政收入的损失，因此更能够满足分权制下地方政府增加财政收入的需求。第二，对于低效率的异地企业，地方政府不愿意本地的优质企业去并购这些劣质企业；反之，如果上市公司并购的是本地的低效率企业，得益于并购的协同效应，标的企业可能得以“解困”，则有助于提高地方的经济发展水平和增加来自企业的税收收入，同时，也可以起到促进就业和维持地方稳定的作用（陈信元和黄俊，2007；潘红波等，2008）。同理，对于高效率的优质本地企业，地方政府不愿意其被异地企业并购，更愿意由直接控制的本地企业去并购（方军雄，2008）。可见本地并购更加符合财政分权引发的地方政府发展本地经济、扩大财政收入的动机。《浙江省人民政府办公厅关于支持和引导上市公司开展并购重组的若干意见》（浙政办发〔2010〕139号）就明确指出要鼓励上市公司并购当地其他企业，为上述推论提供了政策依据。

我们分别检验了财政分权对本地并购和异地并购的影响，这部分检验的模型同模型（1），区别在于改为以本地并购数量和异地并购数量的自然对数为因变量。未列示的结果显示，在国企与地方国企样本之中，财政分权与本地并购数量显著正相关，在央企样本中，财政分权不具有显著影响，而不论是在国企、地方国企还是央企之中，均没有支持财政分权促进当地企业进行异地并购的证据，这些结果支持了本地并购更符合财政分权下地方政府的引导动机这一观点。

五、研究结论与政策启示

本文以 2004—2018 年我国 A 股非金融业上市公司为样本，实证检验了省级层面财政分权对当地上市公司并购数量与并购绩效的影响。主要结果包括：

第一，财政分权程度越高，当地上市公司在下一年的并购数量越多，但该影响只存在于国企和地方国企之中，在非国企和央企样本之中没有发现显著的结果。

第二，政府补助与政府产业基金均是财政分权影响国企并购的渠道，另外，2013 年并购政策标的行业中的国企在更大程度上受到财政分权的影响，这些结果在三个不同的角度支持了地方政府引导作用的存在，说明财政分权有助于地方政府发挥引导作用，进

而对当地国企特别是地方国企的并购产生影响。

第三，财政分权与国企特别是地方国企的并购绩效显著正相关，说明平均意义上地方政府的引导作用对并购绩效产生了积极影响，而没有证据支持财政分权会激发地方政府对企业并购的干预。

第四，在经济发展压力或政府财政压力较大的地区，财政分权对企业并购的影响更强，且财政分权的影响主要体现在增值税税负较大的行业以及本地并购之中，说明政府引导动机能够解释财政分权对企业并购的影响。

基于多项国家政策要求地方政府引导企业并购这一背景，本文从财政分权的角度，为地方政府的引导作用提供了制度层面的解释，并提供了财政分权新的微观作用机制证据，为“有为政府”与“有效市场”的结合问题提供了理论分析与实证证据。特别是，本文发现财政分权的影响主要体现在国企和地方国企之中，说明财政分权有助于实现国企做实做强做优的目标，发挥国企经济“稳定器”的重要作用。

市场机制是企业成长壮大的正道，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用也是政府行为的前提，因此，本文可能具有以下政策含义：第一，应当进一步完善制度建设，明确地方政府的引导边界，加强对公权力的监督制约，发挥市场在资源配置中的决定性作用，同时也要加强地方政府在建立公平透明市场环境中的作用。党的十九届五中全会提出了“十四五”时期经济社会发展主要目标，包括国家治理效能得到新提升、政府作用更好发挥。为了这一目标的实现，应进一步理顺地方政府国家治理中的角色，特别是要对“有为政府”和“有效市场”的边界进行清晰界定，处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。具体到地方政府对企业并购行为的影响，应明确前者引导调控的边界，尊重企业个体的差异，充分调研企业的适应能力，因地制宜地做好政策的制定与落地，提高政策水平。

第二，应当进一步理顺中央和地方政府的关系、平衡地方政府的财权和事权，以充分调动地方政府发展经济的积极性，弱化财政分权可能的负面效应。财政制度建设对于推进国家治理体系和治理能力现代化具有重要作用，能够为经济社会转型、国家治理体系和治理能力现代化提供强大动力，然而作为财政制度的一个重要体现，以往研究发现财政分权可能具有一定的负面效应，比如导致地方保护主义、市场分割和区域经济发展不平衡等。本文的结果说明在支持企业并购的角度，财政分权总体上起到了积极作用，也说明我国有序推进中央与地方财政事权和支出责任划分的改革具有良好的效果。在此改革方向下，未来应进一步遵循市场规律、合理配置财政资源，以实现建立现代财税体制的目标。

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年第1期，第85—103页。
2. 曹春方、马连福、沈小秀：《财政压力、晋升压力、官员任期与地方国企过度投资》[J]，《经济学》（季刊）2014年第4期，第1415—1436页。
3. 陈胜蓝、马慧：《卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据》[J]，《管理世界》2017年第7期，第142—156页。
4. 陈仕华、卢昌崇、姜广省、王雅茹：《国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究》[J]，《管理世界》2015年第9期，第125—136页。
5. 陈抗、Hillman A. L.，顾清扬：《财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手》[J]，

- 《经济学》(季刊)2002年第4期,第111—130页。
6. 陈硕、高琳:《央地关系:财政分权度量及作用机制再评估》[J],《管理世界》2012年第6期,第43—59页。
 7. 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年第1期,第92—97页。
 8. 陈志勇、陈思霞:《制度环境、地方政府投资冲动与财政预算软约束》[J],《经济研究》第2014年第3期,第76—87页。
 9. 范子英、张军:《财政分权与中国经济增长的效率——基于非期望产出模型的分析》[J],《管理世界》2009年第7期,第15—25页。
 10. 方军雄:《政府干预、所有权性质与企业并购》[J],《管理世界》2008年第9期,第118—123页。
 11. 傅勇、张晏:《中国式分权与财政支出结构偏向:为增长而竞争的代价》[J],《管理世界》2007年第3期,第4—12页。
 12. 龚锋、雷欣:《中国式财政分权的数量测度》[J],《统计研究》2010年第10期,第47—55页。
 13. 黄蓉、易阳、宋顺林:《税率差异、关联交易与企业价值》[J],《会计研究》2013年第8期,第47—53页。
 14. 贾俊雪、应世为:《财政分权与企业税收激励——基于地方政府竞争视角的分析》[J],《中国工业经济》2016年第10期,第23—39页。
 15. 李艳、杨汝岱:《地方国企依赖、资源配置效率改善与供给侧改革》[J],《经济研究》2018年第2期,第80—94页。
 16. 刘春、李善民、孙亮:《独立董事具有咨询功能吗?——异地独董在异地并购中功能的经验研究》[J],《管理世界》2015年第3期,第124—136页。
 17. 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年第4期,第41—52页。
 18. 潘红波、余明桂:《支持之手、掠夺之手与异地并购》[J],《经济研究》2011年第9期,第108—120页。
 19. 施国平、党兴华、董建卫:《引导基金能引导创投机构投向早期和高科技企业吗?基于双重差分模型的实证评估》[J],《科学学研究》2016年第6期,第822—832页。
 20. 王文剑、覃成林:《地方政府行为与财政分权增长效应的地区性差异——基于经验分析的判断、假说及检验》[J],《管理世界》2008年第1期,第9—21页。
 21. 温忠麟、叶宝娟:《中介效应分析:方法和模型发展》[J],《心理科学进展》2014年第5期,第731—745页。
 22. 吴延兵:《中国式分权下的偏向性投资》[J],《经济研究》2017年第6期,第137—152页。
 23. 肖土盛、李丹、袁淳:《企业风格与政府环境匹配:基于异地并购的证据》[J],《管理世界》2018年第3期,第124—138页。
 24. 张晏、龚六堂:《分税制改革、财政分权与中国经济增长》[J],《经济学》(季刊)2005年第4期,第75—108页。
 25. 赵文哲:《财政分权与前沿技术进步、技术效率关系研究》[J],《管理世界》2008年第7期,第34—44页。
 26. 周业安、章泉:《财政分权、经济增长和波动》[J],《管理世界》2008年第3期,第6—15页。
 27. Bauer, F., Matzler, K., 2014, “Antecedents of M&A Success: The Role of Strategic Complementarity, Cultural Fit, and Degree and Speed of Integration” [J], *Strategic Management Journal*, Vol. 35, No. 2: 269-291.
 28. Besley, T., Coate, S., 2003, “Centralized Versus Decentralized Provision of Local Public Goods: A Political Economy Approach” [J], *Journal of Public Economics*, Vol. 87, No. 12: 2611-2637.
 29. Blanchard, O., Shleifer, A., 2001, “Federalism with and without Political Centralization: China Versus Russia” [J], *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No. 1: 171-179.
 30. Boone, C., Carroll, G. R., van Witteloostuijn, A., 2004, “Size, Differentiation and the Performance of

- Dutch Daily Newspapers” [J], *Industrial and Corporate Change*, Vol. 13, No. 1: 117-148.
31. Cai, H. , Treisman, D. , 2005, “Does Competition for Capital Discipline Governments? Decentralization, Globalization, and Public Policy” [J], *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3: 817-830.
 32. El-Khatib, R. , Fogel, K. , Jandik, T. , 2015, “CEO Network Centrality and Merger Performance” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, No. 2: 349-382.
 33. Hayek, F. A. , 1945, “The Use of Knowledge in Society” [J], *American Economic Review*, Vol. 35, No. 4: 519-530.
 34. Jin, H. , Qian, Y. , Weingast, B. R. , 2005, “Regional Decentralization and Fiscal Incentives: Federalism, Chinese Style” [J], *Journal of Public Economics*, Vol. 89, No. 9-10: 1719-1742.
 35. Masulis, R. W. , Wang, C. , Xie, F. , 2007, “Corporate Governance and Acquirer Returns” [J], *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4: 1851-1889.
 36. Oates, W. E. , 1985, “Searching for Leviathan: An Empirical Study” [J], *American Economic Review*, Vol. 75, No. 4: 748-757.
 37. Qian, Y. , Roland, G. , 1998, “Federalism and the Soft Budget Constraint” [J], *American Economic Review*, Vol. 88, No. 5: 1143-1162.
 38. Qian, Y. , Xu, C. , 1993, “The M-form Hierarchy and China’s Economic Reform” [J], *European Economic Review*, Vol. 37, No. 2-3: 541-548.
 39. Tiebout, C. M. , 1956, “A Pure Theory of Local Expenditures” [J], *Journal of Political Economy*, Vol. 64, No. 5: 416-424.
 40. Xu, C. , 2011, “The Fundamental Institutions of China’s Reforms and Development” [J], *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 4: 1076-1151.
 41. Zhang, N. , 2016, “The Effects of Anticipated Future Investments on Firm Value: Evidence from Mergers and Acquisitions” [J], *Review of Accounting Studies*, Vol. 21, No. 2: 516-558.

Government Guidance, Fiscal Decentralization, and M&As

Wu Cen¹, Luo Ting², Rao Pingui¹

(1. School of Management, Jinan University)

(2. School of Economics and Management, Tsinghua University)

Abstract: Local governments play an important role in supporting and guiding M&As (namely, mergers and acquisitions), and fiscal decentralization can affect their guiding power and motivation. Therefore, we investigate the impact of provincial fiscal decentralization on the number and performance of M&As initiated by listed firms. Taking A-share non-financial listed firms in the 2004-2018 period as sample, we find that the degree of provincial fiscal decentralization is positively associated with the number of M&As initiated by local listed firms. In addition, this effect only exists in SOEs, especially local SOEs. Meanwhile, we find that provincial fiscal decentralization can improve M&A performance, showing the positive effect of local governments’ guidance on M&As. The results indicate that fiscal decentralization is beneficial for local governments to guide and support M&As, so as to better assume their responsibilities in the national governance system.

Keywords: government guidance; fiscal decentralization; M&As; local SOEs

JEL Classification: D21; E62; G34; H77