

产业政策能否促进资本“联姻”

——基于上市公司设立并购基金的视角

逯东, 宋昕倍

[摘要] 如何围绕有效需求扩大有效投资、优化供给结构、更好地鼓励和激发社会资本的活力和潜能,是产业政策乃至整个经济建设的关键所在。本文以 2011—2020 年 A 股上市公司为研究对象,从合伙设立并购基金的视角,探究了产业政策能否促进上市公司内外部多方资本的携手合作。研究发现,产业政策支持不仅能够提高外部资本与上市公司的合作意向,即合伙设立并购基金的可能性更高,还能拓展外部资本的合作深度,即外部资本在并购基金中投资比例更高。进一步研究发现,产业政策对资本合作的促进作用在民营企业 and 成长期企业中更为显著;产业政策的支持能够引导多方资本更多围绕公司主营业务进行合作,同时也能提高并购基金设立成功率,而并购基金的实际运行会促进公司的投资;当并购基金中有政府基金参与时,其合伙人多样性和未来实体投资概率会显著提升。这揭示出产业政策能够拉紧社会各方资本的合作纽带,而政府基金是进一步提高投资积极性和投资效率的强劲引擎。本文丰富了产业政策对微观个体战略决策影响的研究,同时也从并购基金视角为如何改善产业政策的实施效果提供了参考。

[关键词] 产业政策; 资本合作; 并购基金; 政府基金

[中图分类号]JF262 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2022)03-0114-19

一、引言

产业政策作为宏观经济调控手段之一,是政府制定的各种指向产业的特定政策,也是国家战略意图的体现,承担着引导资源和要素流向与再配置的重任(宋凌云和王贤彬,2013)。例如,在中国转轨经济背景下,中共中央出台的一系列“中华人民共和国国民经济和社会发展规划纲要”^①中多次提及要引导各类资金投向,尤其是在现代产业体系中,更要发挥社会投资主力军作用,鼓励其参与到各类产业的建设运营中来。2021 年《政府工作报告》指出,要“完善支持社会资本参与政策,进一步拆除妨碍民间投资的各种藩篱,在更多领域让社会资本进得来、能发展、有作为”。那么,产业政策能否有效激发各投资主体活力和潜能,推动社会资本参与实体经济投资,从而发挥投资对稳增

[收稿日期] 2021-11-22

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“终极控制权制衡与国有企业创新效率研究”(批准号 71672149);国家自然科学基金面上项目“高管激励、内部团队培养与企业创新研究”(批准号 71972157)。

[作者简介] 逯东,西南财经大学会计学院教授,博士生导师,管理学博士;宋昕倍,西南财经大学会计学院博士研究生。通讯作者:宋昕倍,电子邮箱:xsong@smail.swufe.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

^① 本文将其简称为“五年规划”,并在特指某一个“规划”时简称为“十二五”规划、“十三五”规划等。

长、调结构的关键作用呢?

现有文献对该问题作出了一定的回应,但普遍存在如下两点局限性:①研究主体“单一式”。例如,在宏观层面,已有研究主要关注地区或行业在产业政策调控下的资源配置与结构优化(Blonigen and Wilson,2010;韩永辉等,2017);在微观层面,主要关注产业政策对公司自身投资决策的影响,如投资规模与机会(叶玲和李心合,2012;陆正飞和韩非池,2013)、投资方向(杨兴全等,2018;蔡庆丰和田霖,2019)、投资效率(黎文靖和李耀淘,2014;何熙琼等,2016;王克敏等,2017)等,这些研究更多考虑了产业政策给单一主体带来的变化。②投资关系“单向式”。例如,已有文献较多研究在产业政策引导下,银行等信贷机构对企业债权融资的配给情况(王克敏等,2017),资本市场投资者对企业股权融资的参与程度(陈冬华等,2010),以及政府直接对企业的补助与税收优惠等(钟凯等,2017;Duchin et al.,2010),这些研究更多体现的是外部投资者对企业的单向投资。因此,鲜有文献探究产业政策实施背景下多方投资主体的共同参与以及公司内部与外部资本的“双向式”合作与互动。同时,针对各类资本的合作意向、合作深度、合作类型、合作成果等探讨也较为欠缺。而这正是全方面检验和认识产业政策的实施效果,以及如何进一步推动宏观层面的产业政策落实到各方微观个体战略决策上不可缺少的重要内容,更具理论与实践的重要性。

对此,近年来中国出现的上市公司与私募等机构合作设立并购基金的独特模式为考察这一问题提供了一个较好的研究机会,相比已有研究场景,这一切入视角的独特优势在于:①并购基金大多采取合伙制,对合伙人的身份并无强制要求,因此,参与者覆盖范围大,投资主体性质多样化。本文的数据显示,已公告设立的并购基金的合伙人中包含了上市公司、政府、私募机构、普通企业、外资公司、自然人等,可以说涵盖了市场上几乎所有性质的资本方,因此,并购基金的设立是多方资本达成合作的一个具体体现,为考察产业政策下的多方资本的具体合作提供了一个契机。②除部分私募机构、上市公司及其关联方等合伙人以普通合伙人(GP)的身份参与并购基金外,大多数合伙人都是以有限合伙人(LP)的身份参与,多数合伙人主要是资金投入,并不参与并购基金的实际运作,财务投资属性明显,这使得本文能够更好地考察产业政策的资金引导作用。③并购基金大多为上市公司主导设立或参与,并通过自身或专业机构等渠道吸引和接纳其他合伙人的加入,因而并购基金是一种内部资本与外部资本“双向式”互动合作的产物,具有鲜明的双向选择性特征,这有利于本文研究产业政策下多方资本的谈判与携手。④产业政策引导多方资本合作还可以通过其他方式体现,但由于证券交易所的规定,上市公司与专业机构合作投资需要详细披露各项信息^①,因此,并购基金数据的可得性为研究的开展提供了可能性。相比已有的研究视角,并购基金的设立特征、运行机制以及信息披露使得其能够更好地直接考察产业政策能否促进资本合作。

另外,相比传统的融资方式,并购基金自身也是探讨产业政策实施效果与改进方向的一个极具理论研究价值的研究对象,原因在于:①并购基金大多是基于上市公司开展兼并重组的目的而设立,而产业政策的主要内容包括帮助受支持的企业做大做强和协助需要改革的产业进行升级与结构优化,其中,并购正是企业实现外延式扩张和跨越式成长的重要途径(蔡庆丰和田霖,2019)。因此,并购基金这类投资工具内嵌于国家产业政策体系中,考察并购基金的设立与运行也更有助于理解和落实产业政策。②并购基金作为金融机构的一种,可以将实体企业的融资需求与外部闲置资金的投资需求进行配对和联结,若运行得当,则其不仅能帮助企业筹集资金、获取资源、促进业务发展,也能引导社会闲置资本向实体经济集聚,并共同分享企业成长带来的收益,从而形成“以产带

^① 例如,深圳证券交易所出台的《主板信息披露业务备忘录第8号——上市公司与专业投资机构合作投资》、上海证券交易所出台的《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引》。

融、以融促产”的良性循环机制。这无疑也为解决当下产融结合对象单一、结合程度较浅、结合效率较低的困境提供新的破题方向,而这也正是现今产业政策想更大、更宽、更深地发挥产融结合的功能性作用以及协同效应的题中之义。

基于此,本文创新性地选择上市公司设立并购基金的独特视角,深入探究产业政策能否促进上市公司内外部多方资本的携手合作。区别于已有研究,本文可能的贡献如下:①拓展和丰富了宏观产业政策与微观企业行为互动的研究。宏观产业政策是微观企业行为的制度背景,而微观企业行为是宏观产业政策目标实现的途径和渠道,当前学术研究的难点与重点在于如何将宏观政策内化到微观企业决策行为中(饶品贵等,2016)。对此,已有文献大多关注产业政策下单个主体或单向投资关系,而忽略了产业政策引导下的社会资本与上市公司的互动与合作。本文基于上市公司公告设立并购基金的视角,不仅关注了公司和投资人各自的投资行为变化,还考察了这两者之间的互动与配合,即从合作层面探讨了产业政策下的资本“联姻”。本文的研究为更全面地认识产业政策效果提供新的经验证据,且通过聚焦中国产业资本和金融资本在特定环境下结合而形成的具有中国特色的并购基金模式(庞家任等,2018),有助于提炼出新兴转轨经济国家特殊的制度变迁如何落脚到微观个体战略决策的独特经验。②拓展和丰富了并购基金的影响因素研究。并购基金作为与兼并重组相关的新型投资工具,已受到企业和市场投资者的追捧。根据《中国私募股权投资基金行业发展报告(2020)》,截至2019年末,已备案并购基金数量4874只,管理规模1.71万亿元,呈现出连续三年增长的态势。但学术界在此领域的研究成果却不多,且先前研究囿于获取数据的困难和样本量较小,大多为定性研究(范硕,2014)与案例分析(陆正华和谢敏婷,2018),在实证检验上也主要关注的是短期的市场反应以及公司个体特征的影响(何孝星等,2016;庞家任等,2018)。而本文基于手工收集的大样本数据,结合宏观产业政策背景,更深层次地探讨了制度因素对并购基金设立与运行的影响,并检验了产业政策实施路径所带来的差异,从而进一步扩展了并购基金相关研究领域边界。③研究发现具有一定的实践应用价值。Stiglitz et al.(2013)认为,经济学家不应该仅争论是否需要推行产业政策,而是要探索如何以最优的方式实施产业政策。因此,相比已有研究,本文通过聚焦并购基金这一实践模式,考察了合作意向、合作深度,即产业政策背景下资本是否存在“联姻”,且进一步分析和对比了不同合作类型、合作成果等情况,即产业政策背景下资本究竟是怎样“联姻”、效果如何,以及产业政策的执行方式在其中扮演的角色和发挥的作用。本文不仅考察了产业政策背景下各方经济主体的行为决策,还聚焦了产业政策具体实施工具的有效性,并检验了并购基金这一新型投资工具作为产业政策实践路径的可行性,因而,本文的研究为政策制定者在大力推广和应用有效投资工具、提高社会投资效率,进而改善产业政策实施效果提供一定的参考和经验依据。

二、理论分析与研究假说

1. 理论框架

由于资本“联姻”是一项合作方式的体现,因此,要回答产业政策能否促进资本“联姻”的问题,必须要探讨产业政策分别对合作中的各参与方产生了怎样的影响。事实上,产业政策主要是通过选择性支持等方式直接影响市场或向市场发送信号,从而引导社会资源流向,推动产业转型升级(蔡庆丰和田霖,2019)。因此,本文推测,产业政策会通过政策支持和干预直接影响上市公司的经营决策,以及通过信号传递引导外部资本做出符合政策目的的投资决策。依此思路,在上市公司内外部资本合作的场景中,本文将产业政策的引导作用细分为对上市公司的“引线”作用和对外部资本的“牵线”作用,并围绕这两点展开本文的研究:①在产业政策的“引线”作用下,上市公司为开展并购

活动会更需要投资资源,即想要合作的动机加强。而在产业政策的“牵线”作用下,外部资本为降低投资风险、保障投资收益会选择合作对象,即与受支持企业合作的意愿提高。在这两种作用下,上市公司内外部资本合作的意向和深度产生了不同情形,这也是本文研究的逻辑起点。②针对不同类型的公司,产业政策的“引线”作用和“牵线”作用的强度可能存在不同,那么哪些公司更依赖于政策支持,即在“引线”作用影响下更想要合作,或外部资本在哪些情形下会更容易受“牵线”作用影响而打消合作顾虑提高合作意愿呢?这是本文进一步研究中的重点之一。③在产业政策整个引导作用下,上市公司内外部资本究竟是否真正围绕政策方向而合作,产业政策是否推动了不同类型的资本参与合作,响应产业政策的资本合作的成果又如何,这是本文进一步研究中关注的重点,也是对产业政策“引线”作用与“牵线”作用的延伸和验证。

2. 研究假设

(1)产业政策与资本合作意向:“引线”作用。产业政策的“引线”作用是指产业政策可以点燃或激发企业自身想要合作的欲望,即在投融资决策上会更青睐外部资本,落实到本文研究的合作模式上则表现为企业会更主动地寻找外部资本合伙设立并购基金。

中国的产业组织政策,尤其是针对传统行业,一直以推动产业集中、打造培育大规模企业集团为核心,其目的是实现规模经济、降低生产成本、提高生产效率。一方面,政府希望通过目录指导等政策工具来大力扶持或推动部分行业的发展或升级;另一方面,政府通过强制去产能等干预手段来限制或淘汰落后产业,从而调整产业结构、优化产业布局。无论是帮助企业做大做强还是强制企业去产能优化,兼并重组都是产业政策中多次提及的实施手段。例如,在“十二五”规划中提及“以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土、电子信息、医药等行业为重点,推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组,提高产业集中度”;在“十三五”规划中提到“通过兼并重组、债务重组、破产清算、盘活资产,加快钢铁、煤炭等行业过剩产能退出”。

并购作为企业实现外延式扩张和跨越式成长的重要途径(蔡庆丰和田霖,2019),已成为大多数企业响应产业政策的优先选项。例如,肖庆文和来有为(2012)发现,近年来国内钢铁企业的并购动机很大程度上是为了应对产业政策,以获得“产能指标”。钟宁桦等(2019)认为,在国家产业政策的激励下,中国企业会通过跨境并购来贯彻产业政策,以在短期内实现产业升级或“弯道超车”。蔡庆丰和田霖(2019)发现,受到产业政策支持的企业更可能被作为并购目标,且如果主并企业自身没有受到产业政策支持,这一可能性会更高。因此,以目录指导为实施方式的选择性产业政策,通常会推动企业采用并购成长方式进行大规模兼并重组。

企业独自开展兼并重组面临的困难重重,主要的难题体现在资金来源和投资能力两个方面。具体来说,巨额的资金需求量是阻碍并购活动顺利开展的首要问题。通常企业在筹集并购所需资金时,除内源融资外,大多会通过债务融资、发行股票融资的方式进行外部融资。债务融资虽然可以让企业享受利息抵税的好处,但固定利息支出与定期本金偿还会增加企业的偿债压力和经营风险(翟进步等,2011),且资产负债率的上升也会影响企业再次举债的能力,进而可能恶化其未来的融资环境;而股票融资需要企业满足特定的财务指标要求,且要经过层层审批,耗时较长,从而可能导致企业错过并购时机或优质标的。与外部资本合伙设立并购基金的方式可以有效解决资金需求,因为一般情况下,企业只需要提供少量资金参与设立,其他资金缺口可以通过普通合伙人对外募集,即可以充分发挥资金的杠杆作用,且这类通过增加直接金融比重的融资手段不会带来企业负债率的上升,并且基本不需要签订如股票回购、金钱补偿等对赌协议进而加大公司的经营压力。因而,这类合作模式的成本较小,风险也较低。例如,根据陆正华和谢敏婷(2018)对爱尔眼科案例的估算,假定并

购基金管理费率为2%,该公司每年仅需支付5196万元管理费就能融入52亿元资金,融资成本仅约1%。因此,面临融资约束的企业会更愿意寻求外部资本进行合作。并且在设立程序上,相比发行股票的严格要求,并购基金设立也无需监管部门审批,且基本不需要向金融机构提供资产或偿债能力证明,因此,这类投资工具适用范围广,尤其是对于本身拥有资源较少或获取资源能力较差的公司更具吸引力。同时,大多数企业由于并不主要从事投资活动,在投资方面不具有专业的优势,决策失误的可能性较大。然而,并购基金中合伙人的多样性可以在这一点上为企业开展兼并重组提供有力帮助,例如,私募机构这类合伙人的参与不仅可以利用自己的资金募集优势减轻企业筹资压力,还可以帮助企业挑选、培育项目,从而降低并购失败风险(庞家任等,2018)。并购基金作为上市公司体外独立的法人机构,其自身的实体投资也无需监管部门审批,可以快速锁定并购标的,更好地抓住并购时机。因此,在企业迫切需求并购重组时,设立或参与并购基金是快速实现并购活动、有效降低并购风险的绝佳选择。

综上,本文认为,在产业政策这一股“东风”的号召下,企业会更倾向于采用并购成长方式,但受限于资金压力和投资能力欠缺,此时开展并购活动会更加渴求和需要外部资本的帮助,因此,寻求外部资本合作设立并购基金的动机增强。

(2)产业政策与资本合作意向:“牵线”作用。产业政策的“牵线”作用是指产业政策可以提升外部资本与受支持企业的合作意愿,即引导外部资本向受支持企业集聚,落实到本文研究的合作模式上则表现为外部资本更愿意与受产业政策支持的企业合伙设立并购基金。

一般来说,外部资本在选择具体合作对象时会评估合作项目的风险与收益。就设立并购基金项目而言,外部资本通常会更青睐投资经验丰富、资金实力雄厚的企业进行合作,以降低风险和确保收益。但通常情况下,大部分企业并不主要从事投资业务,相应的投资能力和经验较为缺乏,尤其是在中国资本市场不太发达的情景下,企业往往面临着较大的融资约束,资金来源匮乏且不稳定。随着国际贸易摩擦不断和“黑天鹅事件”频频发生,企业较差的内在条件与日益严峻的外部环境叠加,都可能使得外部资本对合作项目望而却步。即使是受产业政策支持的企业也不可避免地面临着这些问题,尤其是新兴行业面临的不确定性更大,外部资本与其合作将承担更高的风险,这都会阻碍资本“联姻”的形成。但在信息不对称广泛存在的现实环境中,产业政策的实施也会向市场释放具有一定倾向性的经济信号,即受到支持的企业未来更可能受到政府的大力扶持,而非支持企业未来的发展前景可能不容乐观,且由于产业政策作为国家整体战略意图和未来行动纲领的体现,其建设方向与工作重点基本保持一致,这就为受支持企业未来的前景提供了稳定的、正面的保障。因此,产业政策的支持可以一定程度上打消了外部资本的合作顾虑,进而影响到社会资源的流动和配置(杨兴全等,2018;蔡庆丰和田霖,2019)。

具体地,受到产业政策支持的企业,未来可能获得一系列政府直接或间接的扶持与帮助。直接扶持包括目录指导、项目审批与核准、市场准入等。陈冬华等(2010)研究发现,受到产业政策支持的企业能够获得更多的IPO融资额和股权再融资机会。间接帮助包括引导地方政府给予土地、资金、政策性贷款、采购合同、劳动力等配套优惠措施。例如,产业政策下的信贷干预使得受支持企业更容易获得银行贷款(王克敏等,2017),或是更多的政府补助(钟凯等,2017)和税收优惠(Duchin et al., 2010)等。这些要素资源的倾斜都表明,受产业政策支持的企业未来发展环境较好,经营风险较低(周叔莲等,2008)。相比之下,未受到产业政策支持,甚至受到限制或强制淘汰的企业,则很难获得政府资源的支持,例如,其面临的行业准入门槛更高、投资核准更严(江飞涛和李晓萍,2010),信贷审批程序不仅更多,可贷款额度还会减少,利率也更高(李广子和刘力,2020)。另外,非支持型企业

不仅可能遭遇资源要素投向的差别对待,而且还容易被外界扣上“难成大器”的特殊标签(杨兴全等,2018)。因此,在当下政府依旧掌握着大量且稀缺的资源时,未受到政策支持的企业未来可能将步履维艰,经营风险加大。

当不同类型企业同时发出“想要合作”的信号时,即寻求合伙人共同设立并购基金,外部资本为了减小投资风险会更愿意与受到产业政策支持的公司进行合作。同时,有政府产业政策的“隐性背书”,受到政策支持的企业设立的并购基金在未来也会更容易获取投资机会(叶玲和李心合,2012;陆正飞和韩非池,2013),退出通道也更为顺畅。这类公司收购并购基金投资项目时会更容易获得银行提供的并购贷款(钟宁桦等,2019),有利于二次收购的开展,进一步提高了外部资本投资获利的可能性。因此,在利益的驱动下,外部资本甚至可能会主动寻找受产业政策支持的企业进行合作。

综上,本文认为,在产业政策“扶持认证”效应的引导下,外部资本会更愿意与受产业政策支持的企业携手设立并购基金。基于上述讨论,本文提出:

假说1:产业政策支持能够促进外部资本与上市公司双方的合作意向,即合伙设立并购基金的可能性更高。

(3)产业政策与资本合作深度。当内外部资本达成初步的合作意向后,接下来就是各自投资比例的谈判与协调。内外部资本在并购基金设立中各自持有的投资比重,即合作深度,可能也会随着产业政策支持情况与否而存在差异。

一方面,对于受产业政策支持的企业来说,产业政策的实施意味着未来拥有的投资空间和投资机会增多(陆正飞和韩非池,2013),投资规模也会变大(叶玲和李心合,2012),此时,企业需要持有更多的现金来应对各项投资需求。例如,陆正飞和韩非池(2013)研究发现,当企业受到产业政策的鼓励时,其会利用较多的现金储备来获取相对竞争对手更多的投资机会,从而促进自身产品市场的发展,最终提升企业价值。因此,这类企业在自有资金总量一定的情况下,需要将其分配到更多的投资项目,因而对并购基金设立的意愿或能够投资的金额有限。这可能导致企业无力牵头或承担起相应的出资额度,造成并购基金设立计划搁置甚至失败。但产业政策的支持又可以帮助这类企业在自身投入比例较低的情况下依然获得外部资本的青睐。对于外部资本来说,产业政策作为一种官方的认证和肯定,传递出了该企业经营环境与投资价值的积极信号,这可以有效降低外部投资者的逆向选择风险,愿意投入的资金额度也会相应提高。例如,陈冬华等(2010)认为,产业政策的支持会给企业带来较高的信用担保预期,因而代理成本降低,外部融资增加。同时,如前文所述,受产业政策支持的企业未来更容易筹集到二次收购的资金,外部资本退出通道更加顺畅,投资收益也就有所保障,这也能增强外部资本提高出资比例的意见。但产业政策的支持也可能存在另一种影响,即受支持的企业由于可获得的资金来源较多、数额也较大(陈冬华等,2010;王克敏等,2017),因此,基于自身较强的资金优势反而会提高出资金额,以获取对并购基金的影响力。但“以少撬大”的低成本直接融资模式对融资约束较低的企业也同样具有较大吸引力,并且这类企业可吸引到的外部资本也会更多,即并购基金整体规模可能更大。总体上,在产业政策支持企业设立的并购基金中,内部资本占比可能较低、外部资本占比可能较高。

另一方面,对未受到产业政策支持的企业来说,由于一定时期内金融资源在总量上是既定的,产业政策的资源倾斜对其会存在一定的“挤出效应”。资源受限使得这类企业未来的经营环境可能较差,从而向市场传递出“前景不容乐观”的负面信号。而外部资本在接收到负面信号后,为规避投资风险会采取更加保守的投资策略,即在并购基金中的投资比例会有所降低,甚至初步合作意向都很难达成。那么,为了获得合作机会、提振投资者信心,企业自身可能需要投入更高的比例,这样可

以作为一种信号传递机制,减轻内外部资本的信息不对称导致的逆向选择问题(Leland and Pyle, 1977);同时,并购基金的运作与公司自身收益的联系更为紧密,降低了公司获得资金后不作为或进行高风险投资的道德风险(Jensen and Meckling, 1976)。这“一降一升”可能导致在非产业政策支持型企业设立的并购基金中,内部资本占比较高、外部资本占比较低。基于上述讨论,本文提出:

假说 2:产业政策支持能够扩展外部资本与上市公司的合作深度,即外部资本在并购基金中投资比例更高。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

由于上市公司、私募机构、普通企业、自然人等合作设立并购基金的模式始于 2011 年,因此,本文选取 2011—2020 年中国沪深两市 A 股上市公司体作为研究样本。根据已有研究的做法,本文对样本数据按照以下标准进行处理:①剔除金融行业公司;②剔除数据不全公司;③针对上市公司对同一只基金有多次公告情形,仅使用第一次公告数据。最终本文在公司层面共得到 27535 个观测值,并购基金层面为 2285 个观测值。根据庞家任等(2018)的研究和上市公司披露的公告内容等,本文将并购基金定义为“上市公司明确基于并购目的,联合私募、证券等机构公司,或普通企业、自然人等主体共同设立的有限合伙企业”。基于此,本文先通过 Python 软件爬取巨潮资讯网上的上市公司公告,关键词是“基金”“合伙”等,最大范围搜寻到上市公司设立或参与的所有投资工具公告,然后通过人工阅读判断其目的是否是并购,再提取相应信息,最后通过随机抽取的方式多次查漏补缺,最终获得并购基金数据。同时根据并购基金的定义,本文剔除了以公司、资管计划等形式设立,以及公司集团内部全资设立的并购基金。本文通过手工整理样本期内“十二五”规划(2011—2015 年)和“十三五”规划(2016—2020 年)中关于产业发展规划的论述,提取受到明确鼓励和重点支持的行业目录构建产业政策数据。公司财务数据来自 CSMAR 数据库,市场化指数数据来自《中国分省份市场化指数报告(2018)》。为克服极端值影响,本文对所有连续变量前后各进行了 1%的缩尾处理。

2. 实证模型

为检验假说 1,本文参考黎文靖和郑曼妮(2016)、钱雪松等(2018)的研究,构建以下模型:

$$BF_dummy_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 IP_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

其中, BF_dummy 为外部资本与上市公司的合作意向指标,即公司设立并购基金可能性的虚拟变量,其定义为当公司年度内公告设立并购基金时取 1,否则取 0。 IP 为公司是否受产业政策支持的虚拟变量,参考杨兴全等(2018)、蔡庆丰和田霖(2019)的研究,本文基于样本期间内“五年规划”中关于产业发展的相关论述,当公司所在行业年度属于“五年规划”激励范围时取 1,否则取 0。 $Controls$ 为一系列控制变量,根据已有研究(黎文靖和郑曼妮,2016;庞家任等,2018),本文控制了公司年龄(Age)、公司规模($Size$)、偿债能力(Lev)、盈利能力(ROA)、股权集中度($Top10$)、资本支出($Capex$)、现金持有($Cash$)、是否有风投股东(VC)、是否属于集团类公司($Group$)以及市场化指数($Marketindex$)。此外,为避免宏观因素的可能影响,本文还控制了年份($Year$)和行业($Industry$)的虚拟变量。由于被解释变量为二元选择变量,本文主要采取 Logit 回归方法,并在公司层面进行聚类分析以及稳健的标准误差调整。

为检验假说 2,本文构建了以下模型:

$$Outside_{i,j,t} = \alpha_0 + \beta_1 IP_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + \beta_3 GP_{i,j,t} + \beta_4 Fundsize_{i,j,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

其中, $Outside$ 为外部资本与上市公司的合作深度指标,即上市公司设立各只并购基金中外

部合伙人投资比例,其定义为外部合伙人的投资金额占基金总规模的比例。本文的外部合伙人是指除上市公司及其关联方外的所有合伙人。另外,在控制变量选择上,本文在模型(1)的基础上进一步控制了基金层面的上市公司及其关联方是否担任普通合伙人(GP)以及并购基金规模(Fundsize)。针对该模型,本文采用的是并购基金层面的样本,即1226家上市公司设立的2285只并购基金。针对模型(2)的回归,本文依旧在公司层面进行了聚类分析以及稳健的标准误差调整。主要变量及控制变量定义见表1。

3. 描述性统计与单变量检验^①

描述性统计结果显示,变量BF_dummy的均值为0.07,表明样本期间内平均约有7%的公司公告设立并购基金;IP的均值为0.56,表明样本中有56%的观测值受到了产业政策的鼓励与支持;Outside的均值为0.65,表明在并购基金样本中,外部合伙人投资比例平均约为65%。单变量检验结果显示,受到产业政策支持的公司,其设立并购基金的可能性、并购基金中外部合伙人的投资比例的均值和中位数均显著高于没有受到产业政策支持公司,初步支持了本文的假说1和假说2。

表1 变量定义和描述性统计

变量符号	变量定义	N	Mean	Sd
BF_dummy	当公司年度内公告设立并购基金时取1,否则取0	27535	0.0683	0.2522
IP	当公司所在行业年度属于“五年规划”激励范围时取1,否则取0	27535	0.5563	0.4968
Age	公司自成立年份起的年数	27535	16.6538	5.7381
Size	公司资产总额的自然对数	27535	22.0566	1.3068
Lev	负债总额/资产总额	27535	0.4308	0.2169
ROA	净利润/总资产余额	27535	0.0362	0.0695
Top10	前十大股东持股比例	27535	0.5873	0.1551
Capex	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/资产总额	27535	0.0500	0.0479
Cash	货币资金/资产总额	27535	0.1901	0.1448
VC	当公司十大股东中有风险投资公司时取1,否则取0	27535	0.2540	0.4353
Group	当公司属于集团类公司时取1,否则取0	27535	0.9647	0.1845
Marketindex	公司办公地址所在省份的市场化指数	27535	8.0805	1.7225
Outside	外部合伙人的投资金额占并购基金总规模的比例	2285	0.6548	0.2838
GP	上市公司及其关联方是否在并购基金中担任普通合伙人,是取1,否则取0	2285	0.3221	0.4674
Fundsize	并购基金规模的自然对数值	2285	10.6739	1.3042

四、实证结果与分析

1. 基准回归

表2列示了模型(1)的回归结果,第1列是Logit回归结果,第2列汇报了各变量的平均边际效

① 完整的描述性统计结果和单变量检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

应,第3列汇报了各变量在样本均值处的边际效应。从统计显著性结果看,产业政策支持变量(*IP*)的回归系数为0.23,并且在1%的水平上显著为正,说明相比未受到产业政策支持的公司,受支持公司与外部资本联手设立并购基金的可能性更高。从经济意义看,在给定其他变量的情况下,受产业政策支持的公司设立并购基金的可能性是未受产业政策支持公司的1.26($e^{0.23}$)倍。因此,产业政策支持能够显著促进外部资本与上市公司的合作意向,本文的假说1得到验证。

表2 产业政策与资本“联姻”:合作意向

	<i>BF_dummy</i>		
	(1)	(2)	(3)
	Logit	概率变化(%)	概率变化(%)
<i>IP</i>	0.2322*** (2.8238)	1.3871	0.7918
<i>Controls/Year/Industry</i>	是		
Obs.	27535		
Pseudo R ²	0.1217		

注:括号内为经过 Robust Standard Error 和公司层面聚类(cluster)修正后的 z 值或 t 值;***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平;省略了控制变量及常数项的回归结果,详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。以下各表同。

表3列示了模型(2)的回归结果。结果显示,产业政策支持变量(*IP*)的回归系数分别在5%和1%的水平上显著为正,说明产业政策的支持会显著提高并购基金中外部合伙人的投资比例。以第(2)列为例,在给定其他自变量的情形下,相比不受产业政策支持的公司,受支持公司设立的并购基金中外部合伙人的投资比例平均会高出5%左右。因此,产业政策支持能够扩展外部资本与上市公司的合作深度,本文的假说2得到验证。

表3 产业政策与资本“联姻”:合作深度

	<i>Outside</i>	
	(1)	(2)
<i>IP</i>	0.0460** (2.2518)	0.0500*** (2.6812)
<i>Controls</i>	否	是
<i>Year/Industry</i>	是	是
Obs.	2285	2285
R ²	0.0554	0.2136

2. 稳健性检验

为了进一步验证相关结论,本文进行了以下稳健性检验^①:

(1)变更回归方法和更换变量衡量方式。针对假说1,本文采用 Probit 回归方法、使用滞后一期的产业政策支持情况来重复模型(1),以及以公司当年公告设立并购基金的数量作为被解释变量,

^① 完整的稳健性检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

使用泊松回归方法,重新检验假说1,结果依旧保持不变。针对假说2,本文根据上市公司首次公告中已明确披露具体名称的合伙人的投资金额占比作为外部合伙人投资比例,以及使用滞后一期的产业政策支持情况,重复模型(2),结果稳健。另外,本文还使用行业维度聚类标准误差的方法重新回归模型(1)和模型(2),结论不变。

(2)倾向得分匹配的双重差分法(PSM-DID)估计。本文借鉴钱雪松等(2018)、杨兴全等(2018)的做法,利用“十三五”规划的出台作为“准自然实验”场景构建双重差分设计,并基于PSM配对后的样本回归,发现相较于一直未受到产业政策支持的公司,实验组公司在受到产业政策支持后更可能设立并购基金,再次验证了假说1。而在并购基金样本中用同样的方法进行PSM匹配,并根据匹配后的样本重复模型(2),结论不变。

(3)Heckman两阶段模型。针对假说1可能存在的自选择偏差,本文利用公司年龄、公司规模、资产负债率、总资产收益率等公司特征变量,地区市场化程度和年份变量,以及选择行业竞争程度、行业净资产收益率作为排除性约束变量,与公司是否受产业政策支持进行一阶段回归,然后将计算得到的IMR作为控制变量,重复模型(1)。针对假说2的样本选择偏差,本文首先基于全样本,沿用模型(1)作为一阶段回归,并加入公司所在省份私募基金管理人的个数作为排除性约束变量,然后将计算所得的IMR代入模型(2)。结果显示,IMR的系数均不显著,且主要解释变量依旧显著为正,即本文的主要研究结论未发生改变。

五、异质性分析

正如理论分析部分所述,一方面,为响应产业政策的号召,受产业政策支持的公司会积极寻求外部资本来合作设立并购基金,从而以低成本、低风险的方式来满足做大做强或业务升级的并购需求;另一方面,产业政策又可以通过资源引导方式,提高外部合伙人与上市公司联手合作的意向和深度,从而促使合作共赢局面的产生。然而,产业政策这种“引线”和“牵线”的作用可能对于那些本身拥有资源较少或获取资源能力较差的公司更有效果。基于此,本文进一步分样本进行考察。

1. 产权性质

在中国转型经济背景下,政府依旧掌握大量稀缺的资源。在这些资源的分配上,一方面,政府基于所有权关系,对国有企业存在着预算软约束的“父爱主义”式效应(林毅夫和李志赞,2004);另一方面,由于地方国有企业的经营与绩效能够在一定程度上满足当地政府官员的政绩诉求,政府也会对国有企业提供“政治庇护”式帮助(杨治等,2007),政府的“支持之手”会更多地将资源优先分配给国有企业(Allen et al.,2005)。因此,无论国有企业是否受到产业政策的支持,其都能基于天然的身份优势获得所需资源(黎文靖和李耀淘,2014),这可能会弱化本文研究的产业政策对资本合作的促进作用。相比之下,由于政府对国有企业的政策性倾斜,民营企业在这种不平等下,面临着较大的资源获取困境,如民营企业遭遇的信贷歧视更高,融资约束更强(李广子和刘力,2009)。《2020中国民营企业500强调研分析报告》中指出,融资成本依然是民营企业500强最主要的成本负担之一,融资难、融资贵问题尚未有效缓解,直接融资占比依然偏低。因此,民营企业相比国有企业来说,不仅其自身拥有的存量资源较少,同时获取增量资源的能力也较差。在产业政策支持背景下,前者使得民营企业在并购重组时会更加依赖外部资源的加入,因此,在做大做强或业务升级的号召下寻求合作的意向更高;而后者在产业政策的引导与支持下能得到有效的缓解(陈冬华等,2010;何熙琼等,2016;王克敏等,2017),即产业政策支持可以提升外部资本与民营企业的合作意向与深度。

基于上述分析,本文认为,产业政策促进资本“联姻”的作用将在民营企业中更为显著。因此,本

文根据公司的产权性质将样本分为国有和民营两组,并分别进行模型(1)和模型(2)的回归,结果见表4。结果显示,只有在民营企业的分组中,产业政策支持(*IP*)与并购基金设立可能性(*BF_dummy*)、外部合伙人投资比例(*Outside*)才存在显著正相关关系。组间系数差异结果显示,第(1)、(2)列中,产业政策支持(*IP*)系数差异在5%的水平上显著,而第(3)、(4)列中的系数虽然未通过组间差异检验,但系数值与显著性都在民营企业组中更大,基本符合本文的逻辑。结果表明,对于本身拥有较多资源的国有企业而言,产业政策的资源引导效应相对较小;而对处于资源困境的民营企业来说,中国政府推行的产业政策在帮助其获取外部资源上发挥了显著的资源引导效应,即产业政策的实施有利于促进各方资本与民营企业进行合作。

表 4 产权性质分组回归

	<i>BF_dummy</i>		<i>Outside</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有	民营	国有	民营
<i>IP</i>	0.0670 (0.3775)	0.2987*** (3.2378)	0.0212 (0.5161)	0.0598*** (2.9551)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是
Obs.	11549	15986	513	1772
Pseudo R ² /R ²	0.1174	0.1254	0.2106	0.2384
组间差异	p value=0.0480		p value=0.1560	

注:组间差异指主要解释变量组间系数差异检验的显著性。下表同。

2. 企业生命周期

企业生命周期理论认为,企业是具有生命状态的组织,在各个阶段会呈现出截然不同的特征,其面临的关键约束也有所不同(Mueller, 1972)。相比经过多年发展和积累的非成长期企业来说,一方面,年轻的成长期企业的首要目的是在市场中生存下来,此时抢占市场份额和扩大自身规模是主要的发展路径,由此带来的投资需求较为旺盛。然而,此时的成长期企业还未形成稳定的盈利模式,内源融资较少,面临的资金缺口较大,因而对外部资金有着强烈的渴求(黄宏斌等, 2016),这类企业寻求外部资本合作的动机也更为强烈。另一方面,成长期企业往往会带着新的技术、产品或生产方法进入市场,但由于对消费者和市场不熟悉,技术、劳动力等信息也不够健全(Mueller, 1972),因而创新失败的可能性更高(刘诗源等, 2020)。这种经营不确定性使得外部投资者更偏向于谨慎态度,由此造成了成长期企业融资约束矛盾突出(黄宏斌等, 2016)。因此,相比于非成长期企业,成长期企业也属于自身存量资源较少、获取增量资源能力较差的类型。但在产业政策的支持下,直接的政策干预使得银行等机构会提高与成长期企业的合作意愿(何熙琼等, 2016);同时,受产业政策鼓励的行业,往往具有较好的发展前景,这种“认证”信号的释放也会降低外部投资者对成长期企业未来风险的担忧,因此,产业政策的引导可以提升外部资本与成长期企业的合作意向与深度。

基于上述分析,本文认为,产业政策促进资本“联姻”的作用将在成长期企业中更为显著。因此,本文参照黄宏斌等(2016)的做法,根据公司的现金流特征将样本分为成长期和非成长期(包括成熟期和衰退期)两组,并分别利用模型(1)和模型(2)进行回归,结果见表5。结果显示,只有在成长期企业的分组中,产业政策支持(*IP*)与并购基金设立可能性(*BF_dummy*)、外部合伙人投资比例(*Outside*)才存在显著正相关关系。组间系数差异结果显示,第(1)、(2)列中,产业政策支持(*IP*)系数

差异在5%的水平上显著,而第(3)、(4)列中的系数虽然未通过组间差异检验,但系数值与显著性都在成长期企业组中更大,这基本符合本文的逻辑。结果表明,产业政策的推行能够显著发挥资源引导效应,促进外部资本与处于资源劣势的成长期企业进行合作。

表5 企业生命周期分组回归

	<i>BF_dummy</i>		<i>Outside</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	成长期	非成长期	成长期	非成长期
<i>IP</i>	0.3506*** (3.1996)	0.0564 (0.5118)	0.0484** (2.0272)	0.0357 (1.2759)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是
Obs.	12958	14577	1319	966
Pseudo R ² /R ²	0.1467	0.1007	0.2181	0.2442
组间差异	p value=0.0220		p value=0.3480	

六、进一步分析

1. 资本“联姻”的合作类型

前文已论证,产业政策支持能够提高外部资本与上市公司的合作意向与合作深度,那么内外部资本在合作的基础上又形成了怎样的合作局面呢?基于此,本文进一步从合作层面探究产业政策实施背景下的资本合作类型。

(1)相关型合作。中国的产业政策多数属于选择性产业政策,即对鼓励或支持范围内的企业给予大量的资源与优惠,而这类经济“信号”的释放又会吸引社会资源集聚到指定的行业中,从而达到集中力量发展重点行业的目的(蔡庆丰和田霖,2019)。因此,本文推测,在产业政策的支持引导下,上市公司与外部资本也将更多集中在政策支持的范围进行合作,而这类合作类型在并购基金的投资方向上更多是围绕上市公司的主营业务范畴。对此,本文参考何孝星等(2016)的研究,通过阅读上市公司披露的并购基金设立公告,若并购基金投资方向主要是围绕公司现有业务进行产业链上下游整合或同行业的兼并收购,则属于相关型,此时 *Relate* 变量取 1;若并购基金投资方向主要是依托现有业务,进入全新行业或新兴产业,则属于多元化型,此时 *Relate* 变量取 0。然后,本文基于基金层面样本,以 *Relate* 作为被解释变量重复回归模型(2),结果见表 6 第(1)列。结果显示,产业政策支持(*IP*)与并购基金类型(*Relate*)存在显著正相关关系,这表明,外部资本与上市公司确实更多在受产业政策支持的业务范围内进行合作,这契合了产业政策支持被鼓励企业做大做强和引导社会资本参与其中的战略意图,与本文的逻辑也是相一致的。

(2)资本多样化合作。在产业政策的支持与引导下,上市公司与外部资本达成了一致的合作意向与合作深度,这是第一层面上的内外部资本双方合作的结果。但接下来是第二层面上各类型资本的多方合作与博弈。产业政策的支持可能促进了外部资本的引入,但具体引入了哪些资本以及引入了多少种类,即合作对象单一化还是多样化?对此,本文进一步考察了产业政策是否促进了资本多样化合作类型的产生,即其是否提高了并购基金中合伙人的多样性。马连福等(2015)认为,微观个体层面上的混合所有的股权结构是不同资本进行博弈而形成的权力配置,可以有效体现混合主体的多样性。因此,本文借鉴马连福等(2015)的做法,将上市公司首次公告设立并购基金中披露的合

伙人依据其性质区分为以下六类:上市公司及其关联方合伙人、国有合伙人、外资合伙人、民营合伙人、机构合伙人和自然人合伙人。针对每类合伙人的划分,本文主要通过阅读上市公司公告中关于合伙人信息的披露以及辅以网站搜索等方式进行股权性质判断。在明晰各合伙人种类的基础上,本文构建了以下两个指标来衡量并购基金合伙人的多样性:①*Mixnum*,代表并购基金合伙人所涉及的不同股权性质的种类,当仅有一种股权性质的合伙人时取1,两种时取2,以此类推,最大值为6;②*HHI*,计算方法为 $HHI=1-\sum P_i^2$,其中, P_i 表示第*i*类股权性质合伙人的投资金额占已公告合伙人投资总额的比例。这两个变量的值越大,表示参与并购基金的合伙人越多样化,即合作类型更倾向于资本多样化。本文分别以*Mixnum*和*HHI*作为被解释变量,重复回归模型(2),结果见表6的第(2)、(4)列。结果显示,产业政策支持变量(*IP*)的系数虽然为正,但并不显著,这表明单纯的、号召式的产业政策只能促使外部资本与上市公司合作,但无法调动多方各类型资本的积极性。

产业政策落实到实际层面的执行方式能否带来不同的结果呢?对此,本文进一步考虑了产业政策执行方式对并购基金合伙人多样性的影响。本文需要明确政府在并购基金层面上是如何落实产业政策的。通过阅读“五年规划”以及公司公告内容发现,在基金层面,产业政策的执行方式不同于以往大家较为熟悉的政府补助、税收优惠等,而是政府直接以产业投资基金或政府投资平台等主体直接入伙并购基金。例如,“十二五”规划中提到“设立战略性新兴产业发展专项资金和产业投资基金,扩大政府新兴产业创业投资规模,发挥多层次资本市场融资功能,带动社会资金投向处于创业早中期阶段的创新型企业”;“十三五”规划中也提到“更好发挥社会投资主力军作用,营造宽松公平的投资经营环境,鼓励民间资本和企业投资,激发民间资本活力和潜能。充分发挥政府投资的杠杆撬动作用”。因此,政府指导政策性基金等主体以合伙人的身份加入并购基金的组建,属于当前产业政策在推进社会投资活动层面中较为独特的政策工具之一。基于此,本文在回归中加入产业政策支持(*IP*)与是否有政府基金参与的虚拟变量(*Goverfund*)的交乘项($IP \times Goverfund$),以此考察产业政策执行方式的实际效果。其中,政府基金包含政府设立的各类产业基金、引导基金以及政府投融资平台^①。在本文的并购基金样本中,政府基金参与的比例约为21%。表6中第(3)、(5)列的结果显示, $IP \times Goverfund$ 的系数显著为正,表明当并购基金中有政府基金参与时,合伙人的多样性会有显著提升。对此,可能的解释在于,产业政策的出台向市场传递了哪些行业会受到国家鼓励发展的信号,但文件式的产业政策只带来了受支持企业未来可能会获得政府资源倾斜的预期,也可能会引导各类资本齐聚这一领域,但更多可能处于观望状态。而政府基金的加入是产业政策在并购基金上的“靴子落地”,这进一步打消了各类资本对与上市公司合作的不确定性,从而更好地撬动和激发各类型社会资本一起参与的积极性。结论表明,政府基金领头的号召效应相比文件式的产业政策更具资源引导效果。

2. 资本“联姻”的合作成果

前文研究发现,产业政策能够促进资本“联姻”,但这种资本合作“开花”后能否“结果”才是产业政策是否真正落实的考察标准。基于此,本文进一步从并购基金设立成功率、未来实体投资情况以及对公司投资的影响考察产业政策实施背景下的资本合作成果。

(1) 并购基金设立成果。根据证券交易所的规定,上市公司需要公告与专业投资机构合作的相关信息,但大多公司第一次公告时,双方还处于合作意向达成阶段,因而基于公告数据,前文发现产

① 本文将政府投融资平台纳入政府基金范畴的主要原因为:一是中国地方政府投融资平台虽然具有独立的法人地位,但其不以盈利为目的,且主要任务包括执行政府宏观经济政策;二是在本文数据收集过程中,发现部分公司在公告中明确提及,这类公司的入伙实质上是代替产业基金出资。

表 6 资本“联姻”的合作类型：相关型合作与资本多样化合作

	<i>Relate</i>	<i>Mixnum</i>		<i>HHI</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>IP</i>	0.9319*** (5.2783)	0.0662 (1.0231)	-0.0133 (-0.2128)	0.0186 (1.0423)	-0.0033 (-0.1886)
<i>Goverfund</i>			0.8957*** (11.9383)		0.2343*** (12.8321)
<i>IP×Goverfund</i>			0.1681* (1.8540)		0.0485** (2.2724)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是	是
Obs.	2276	2285	2285	2285	2285
R ²	0.0678	0.0804	0.2549	0.0525	0.2406

业政策能够影响上市公司内外部资本牵手合作的意向与类型。但产业政策能否促进合作最终的达成,即并购基金最终是否注册设立?正如理论部分所述,在产业政策做大做强号召下,企业会更需要外部资本来助力自身并购重组活动的开展,而外部资本则基于企业未来经营环境状况的优劣会更青睐与受支持企业合作,因此,受支持企业与外部资本双方的合作意向更高,最终合作成功的可能性也更高。另外,受产业政策支持的企业在项目申请上也会享受审批手续更少、审批时间更短、通过率更高的政策倾斜(黎文靖和李耀淘,2014),这一系列行政核准“绿色通道”的开放也会促进并购基金的最终设立。因此,本文推测,产业政策的支持不仅可以增进资本合作的意向,还能促使资本合作最终的形成。对此,本文进一步检验了产业政策支持与并购基金设立成功率的关系。首先,本文只采用已公告设立并购基金的公司样本,并将公司层面的并购基金设立成功率(*Success*)作为被解释变量,用模型(1)进行回归分析。针对设立成功率(*Success*),本文将其定义为已设立成功的并购基金个数除以当年公告设立的总个数。其中,并购基金是否设立成功数据来自天眼查。另外,由于并购基金设立成功率数据在相当多的观测点上取值为0或1,为此,本文采用归并回归(Tobit),并设置左归并点为0,右归并点为1。同时,为了控制公司设立并购基金个数的影响,本文在模型(1)的基础上进一步控制了当年公司公告设立并购基金的个数(*BF_count*),结果见表7的第(1)列。结果显示,产业政策的支持能够显著提高公司层面并购基金设立的成功率,这表明,产业政策不仅促使外部资本与上市公司双方各有意愿进行合作,同时也提高了各方资本最终真正实现合作的几率。

(2)并购基金实体投资成果。已有研究发现,上市公司公告设立并购基金会获得正向的市场反应(何孝星等,2016;庞家任等,2018)。若设立并购基金只是上市公司提升股价的工具,或只是为了吸引政府基金的加入,并以此作为一种新的构建政企关系的手段,或资金引入后并未进行实体投资,甚至将其投入资本市场,即“脱实向虚”等,这些情况都意味着产业政策均未实现其制定目的,政策效果大打折扣。因此,基于并购基金层面,对其设立后是否进行了实体投资的考察是研究产业政策实施背景下资本“联姻”的合作成果中必不可少的一环。对此,庞家任等(2018)研究认为,中国上市公司联手私募投资机构成立的并购基金中绝大部分并没有后续投资,而是沦为了“僵尸基金”。但此研究的并购基金投资数据仅来自上市公司公告,事实上,相比并购基金设立情况的披露,上市公司还未被强制要求披露并购基金所有的后续投资情况^①。因此,只根据公告数据考察并购基金的实

① 根据深圳证券交易所和上海证券交易所的现行规定,在并购基金后续投资信息披露方面,只要求披露投资基金进行对上市公司具有重大影响的投资或资产收购事项。

体投资未免失之偏颇。为减少测量误差,本文利用 CVSource 数据库并辅以天眼查搜索,建立了更为全面的并购基金投资数据。同时,为检验产业政策是否促进了并购基金在未来进行实体投资,本文构建了以下模型:

$$BF_invest_{i,j,t} = \alpha_0 + \beta_1 IP_{i,t} + \beta_2 Age_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 Dual_{i,t-1} + \beta_7 PB_{i,t-1} + \beta_8 Income_{i,t-1} + \beta_9 GP_{i,j,t} + \beta_{10} Fundsiz_{e_{i,j,t}} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

其中, BF_invest 表示并购基金未来是否进行实体投资的虚拟变量,考虑到并购基金投资期限较长,本文考虑了未来三年的投资情况,即若并购基金在设立后的未来三年内有投资到实体企业,则 BF_invest 取 1,否则为 0。控制变量中, $Dual$ 表示上市公司的董事长与总经理是否为同一人, PB 表示上市公司的市盈率, $Income$ 表示上市公司营业收入与资产总额的比值,其他控制变量定义同前文。表 7 的第(2)、(3)列汇报了模型(3)的回归结果。结果显示,单独看产业政策并未显著提升并购基金的实体投资概率。本文进一步考察了产业政策实际执行方式的影响,即在模型(3)中加入产业政策支持(IP)与是否有政府基金参与与虚拟变量($Goverfund$)的交乘项($IP \times Goverfund$)。结果发现,产业政策支持与政府基金参与的交乘项($IP \times Goverfund$)显著为正,表明当合伙人中有政府基金的身影时,并购基金未来实体投资的概率会有显著提升。这一发现可能的解释在于,其他 LP 资本方入伙并购基金的主要目的是追求财务回报,对于资金具体流向可能并不关心;而代表财政资金出资的政府基金,其用途有严格的限制和要求,可能不仅要求参与设立的并购基金符合其支持的产业方向,同时也要求并购基金能有项目落地且实际运作规范,从而才能发挥政府基金的资产配置作用和社会化属性,并在一定程度上保障财政资金的投资收益。例如,部分并购基金在关于投资范围的介绍中明确指出,一定比例的资金需要配置在政府引导基金所属地区上,甚至对投资行业也有具体的指定。因此,相比不用偿还的政府补贴等,政府基金的实际投资对于被投企业会有更强的约束,从而规范并购基金将筹集的资金最终真正投资到实体经济中。

表 7 资本“联姻”的合作成果:并购基金设立成果与实体投资成果

	Success		BF_invest	
	(1)	(2)	(2)	(3)
IP	0.2138** (2.1999)	0.0637 (0.3970)	-0.0666 (-0.3863)	
Goverfund			0.7332*** (3.3440)	
IP×Goverfund			0.4327* (1.6670)	
Controls/Year/Industry	是	是	是	
Obs.	1880	1905	1905	
Pseudo R ²	0.0398	0.0619	0.0886	

(3)公司投资成果。并购基金作为资本“联姻”成功的载体,除了自身未来是否进行实体投资外,其实际运行是否也会给上市公司带来更多的投资机会或并购机会呢?对此,本文进一步从公司层面考察资本“联姻”的合作成果。正如前文所述,上市公司积极寻求外部资本合伙设立并购基金,是为了解决或缓解在资金来源和投资能力上存在的难题。一方面,上市公司通过并购基金这一投资工具,只需要投入少量自有资金,支付较低比例的管理费用,就可以吸引和撬动巨额的外部资本,融资成本大大降低(陆正华和谢敏婷,2018),进而不仅为并购重组等大型投资活动提供了充足的资金保

障,也大大减轻了公司其他经营或投资活动的资金压力。另一方面,并购基金的普通合伙人或是管理人通常都是由专业的投资机构担任。这些机构成员一般由拥有法律、财务、金融等各方面背景的人才或专家组成,因此,他们具备较强的专业能力和丰富的投资经验。上市公司通过并购基金这一桥梁,可以接触和学习专业投资机构的资本运作方式与技巧,同时也可以利用投资机构的资源优势扩大投资项目搜寻范围,进而放大自身投资能力。因此,本文推测,并购基金的运行可能会提高公司的投资支出或带来更多的并购机会。对此,本文借鉴 Bertrand and Mullainathan(2003)的研究,通过控制年份和公司固定效应来进行双重差分(DID)设计,具体回归模型如下:

$$Inv(MA)_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 BF_run_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

其中, *Inv* 表示投资支出,等于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占年初总资产的比值。该指标值越大,表明公司投资支出越高。*MA* 表示公司发起并购的频率,即公司当年公告发起并购重组的次数。*BF_run* 表示并购基金运行情况,若公司在当年至少有一个参与设立的并购基金已注册并正常运营则取 1,否则取 0。*Controls* 表示控制变量,与模型(1)相同。另外,针对模型(4),本文在个体时点双固定效应的基础上按照 Driscoll and Kraay(1998)的方法对标准误差进行了相应修正。表 8 汇报了模型(4)的回归结果。结果显示,并购基金的运行会显著提高公司的投资支出和并购频率。这表明,资本“联姻”的合作成果在公司层面上展现出了并购基金对公司投资的促进作用。

表 8 资本“联姻”的合作成果:公司投资成果

	(1)	(2)
	<i>Inv</i>	<i>MA</i>
<i>BF_run</i>	0.0067*** (4.0549)	0.0687** (2.7366)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是
Obs.	24031	24069
Within R ²	0.1086	0.0308

注:括号内为经过 Driscoll-Kraay 方法修正后的 t 值,同时考虑了异方差、截面相关和序列相关。

七、结论与启示

如何鼓励和激发社会资本的活力和潜能,并引导其以投资的方式带动供给结构优化、产业结构升级、实体经济发展是构成产业政策的主要内容之一,也是新常态下中国经济建设的关键所在。那么,产业政策的推出与施行是否真正促进了资本的实体投资,尤其是其能否作为引导各层次、多类型的社会资本的合作纽带呢?对此,本文基于 2011—2020 年 A 股上市公司的研究样本,以合伙设立并购基金的视角,探究了产业政策对多方资本合作的影响。结果发现,相比未受产业政策支持的企业,受支持企业与外部资本合伙设立并购基金的可能性更高,且外部资本在并购基金中投资比例也更高,表明产业政策支持不仅能够提高外部资本与上市公司的合作意向,还能扩展外部资本的合作深度。产业政策引导资本合作的促进作用在民营企业 and 成长期企业更为显著。同时,产业政策支持不仅引导多方资本更多围绕公司主营业务进行合作,也能进一步提高并购基金设立成功率,而且并购基金的实际运行会促进公司投资。但是只有当并购基金中有政府基金参与时,其合伙人多样性和未来实体投资概率才会有显著提升。本文的研究结论具有以下启示:

(1) 产业政策的目的是引导社会资源和要素流向,即将资金配置到边际效率更高的产业中,以

调整产业结构、优化产业布局。本文的研究发现,在产业政策这一宏观经济调控手段的引导下,受支持企业与外部社会资本的合作可能性确实有所提高,合作深度也得到了进一步扩展,且这是双方基于利益和效率自主选择的结果。这意味着,在政府“看得见的手”和市场“看不见的手”的双重机制下,国家宏观政策的施行可以引导市场主体在战略产业上的资本集聚,并有效推动新型投资工具“从1到N”的实践应用。因此,受政策支持的企业在落实产业政策时,可以充分发挥和应用产业政策的资源引导效应,积极寻找和携手外部资本,从而让更多的社会力量参与到重要产业的建设与发展之中。但这一发现同时也传递出一个不容忽视的警示信号,即政府在推行产业政策时也不能忽略那些非支持型企业,即如何借助社会资本帮助其业务升级、结构优化也是目前中国经济发展中亟需解决的重要问题。

(2)本文的异质性分析结果显示,产业政策对资本合作的促进作用对本身拥有资源较少或获取资源能力较差的公司,如在民营企业和成长期企业中更有效果。这一结论的现实意义在于,一方面,民营企业作为推动中国经济发展中不可忽视的中坚力量之一,但融资难、融资贵的问题却一直阻碍着民营企业的发展,而本文的研究发现,产业政策可以促进外部资本与民营企业合作,这一结论对如何解决当前民营企业打破资源束缚困境的难题有一定的启示意义;另一方面,产业政策的资源引导效应也能有效帮助市场上新出现的成长期企业携手外部资本,这意味着,针对如何培育和扶持如新一代信息技术、新能源、新材料等战略性新兴产业,宏观层面的产业政策能够通过产业布局和规划引导来鼓励社会资本的投入,帮助新兴产业发展与壮大。并且,并购基金这类融资模式,实质上属于股权投资,相比借贷等方式,这种通过增加直接金融比重的融资手段,能够在促进行业发展的同时,有效降低企业的杠杆率,从而防范金融风险的发生。

(3)本文的研究发现,有政府基金的参与能显著提高并购基金合伙人的多样性与实体投资概率。这一结果的启示是,在现阶段,为更好地实现产业政策的制定目的,即不仅要引导各方资本合作,更要让资本合作后能够真正促进实体经济发展,需要充分运用政府基金这一主体:一是让其作为“领头羊”,发挥政府资本的引导和杠杆作用,从而充分激发各层次、多类型的社会资本活力;二是让其作为“看守人”,发挥政府资本的监督作用,从而保障资金使用的贯彻落实。因此,建议政策制定者可大力探索和发展形成“政府基金引导+其他资本跟投+公司产业跟进”等新型政府扶持模式,从而不仅能够以市场化方式提高财政资金的使用效率,也能更好地在微观层面有效落实宏观产业政策,进而改善产业政策的实施效果。

本文存在的局限与未来可能的研究在于:①仅从并购基金是否设立的角度考察宏观产业政策对微观个体进行资本合作的影响,这更多只是展现了市场主体是否合作的表面现象,尽管本文也基于投资比例、投资方向、投资情况探讨了合作深度、类型与成果,但针对产业政策引导下,各方资本究竟如何进行合作,如决策权、管理权、收益权的分配,这些更深层次的问题值得未来进一步的研究和探索。②初步发现了上市公司与外部资本在产业政策背景下会携手设立并购基金,那么并购基金设立后是如何运行的?并购基金的运行在促进公司投资的同时,其对上市公司的投资效率、并购效率,甚至对整个行业的结构调整与业务优化是否也有正向的促进作用?在这过程中,各方资本又扮演了怎样的角色?对此,目前关于中国特有的上市公司并购基金模式的经济后果探讨还可以进一步研究和拓展。

[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]陈冬华,李真,新夫. 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] 范硕. 产融合作式参股型并购基金: 发展动因, 模式与争议[J]. 浙江金融, 2014, (4): 66-70.
- [4] 韩永辉, 黄亮雄, 王贤彬. 产业政策推动地方产业结构升级了吗? ——基于发展型地方政府的理论解释与实证检验[J]. 经济研究, 2017, (8): 33-48.
- [5] 何熙琼, 尹长萍, 毛洪涛. 产业政策对企业投资效率的影响及其作用机制研究——基于银行信贷的中介作用与市场竞争的调节作用[J]. 南开管理评论, 2016, (5): 161-170.
- [6] 何孝星, 叶展, 陈颖, 林建山. 并购基金是否创造价值? ——来自上市公司设立并购基金的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2016, (5): 50-60.
- [7] 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期, 融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. 金融研究, 2016, (7): 96-112.
- [8] 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.
- [9] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009, (12): 137-150.
- [10] 李广子, 刘力. 产业政策与信贷资金配置效率[J]. 金融研究, 2020, (5): 114-131.
- [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] 林毅夫, 李志赟. 政策性负担, 道德风险与预算软约束[J]. 经济研究, 2004, (2): 17-27.
- [14] 刘诗源, 林志帆, 冷志鹏. 税收激励提高企业创新水平了吗? ——基于企业生命周期理论的检验[J]. 经济研究, 2020, (6): 105-121.
- [15] 陆正飞, 韩非池. 宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应? ——基于产品市场和资本市场两重角度的研究[J]. 管理世界, 2013, (6): 43-60.
- [16] 陆正华, 谢敏婷. “上市公司+PE”型并购基金如何创造价值——基于爱尔眼科的案例[J]. 财会月刊, 2018, (17): 101-108.
- [17] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑[J]. 中国工业经济, 2015, (7): 5-20.
- [18] 庞家任, 周桦, 王玮. 上市公司成立并购基金的影响因素及财富效应研究[J]. 金融研究, 2018, (2): 153-171.
- [19] 钱雪松, 康瑾, 唐英伦, 曹夏平. 产业政策、资本配置效率与企业全要素生产率——基于中国 2009 年十大产业振兴规划自然实验的经验研究[J]. 中国工业经济, 2018, (8): 42-59.
- [20] 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.
- [21] 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.
- [22] 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): 113-124.
- [23] 肖庆文, 来有为. 钢铁企业并购重组动机及其实质性转型[J]. 改革, 2012, (8): 42-46.
- [24] 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.
- [25] 杨治, 路江涌, 陶志刚. 政治庇护与改制: 中国集体企业改制研究[J]. 经济研究, 2007, (5): 104-114.
- [26] 叶玲, 李心合. 管理者投资羊群行为、产业政策与企业价值——基于我国 A 股上市公司的实证检验[J]. 江西财经大学学报, 2012, (5): 24-32.
- [27] 翟进步, 王玉涛, 李丹. 上市公司并购融资方式选择与并购绩效: “功能锁定”视角 [J]. 中国工业经济, 2011, (12): 100-110.
- [28] 钟凯, 程小可, 肖翔, 郑立东. 宏观经济政策影响企业创新投资吗——基于融资约束与融资来源视角的分析[J]. 南开管理评论, 2017, (6): 4-14.
- [29] 钟宇桦, 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.
- [30] 周叔莲, 吕铁, 贺俊. 新时期我国高增长行业的产业政策分析[J]. 中国工业经济, 2008, (9): 46-57.

- [31]Allen, F., J. Qian, and M. J. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(1):57–116.
- [32]Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003,111(5):1043–1075.
- [33]Blonigen, B. A., and W. W. Wilson. Foreign Subsidization and Excess Capacity [J]. *Journal of International Economics*, 2010,80(2):200–211.
- [34]Driscoll, J. C., and A. C. Kraay. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data[J]. *Review of Economics and Statistics*, 1998,80(4):549–560.
- [35]Duchin, R., O. Ozbas, and B. A. Sensoy. Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010,97(3):418–435.
- [36]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976,3(4):305–360.
- [37]Leland, H. E., and D. H. Pyle. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation[J]. *Journal of Finance*, 1977,32(2):371–387.
- [38]Mueller, D. C. A Life Cycle Theory of the Firm[J]. *Journal of Industrial Economics*, 1972,20(3):199–219.
- [39]Stiglitz, J. E., J. Y. Lin, and E. Patel. *The Industrial Policy Revolution II: Africa in the Twenty-First Century*[M]. New York: Palgrave Macmillan, 2013.

Can Industrial Policy Promote Capital “Marriage”——Based on the Perspective of Listed Companies Establishing Buyout Funds

LU Dong, SONG Xin-bei

(School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

Abstract: How to expand effective investment around effective demand, optimize the supply structure, and better encourage and stimulate the vitality and potential of social capital are the key components of industrial policy and even the entire economic construction. Using the sample of A-share listed companies from 2011 to 2020, this paper takes the perspective of the establishment of buyout funds to explore whether industrial policy can promote the cooperation of internal and external capital of listed companies. It is found that industrial policy support can not only increase the cooperation intention of external capital and listed companies, that is, they are more likely to cooperate to establish buyout funds, but also expand the cooperation depth of external capital, that is, the proportion of external capital invested in buyout funds is higher. Further analysis shows that the promotion effect of industrial policy on capital cooperation is more significant in private enterprises and growing enterprises. The support of industrial policy guides capital to cooperate more around the company’s main business and increases the success rate of buyout fund establishment, and the operation of buyout fund can promote the company’s investment. Only when government funds participate in the buyout fund, the diversity of partners and the probability of future entity investment will be significantly improved. These results reveal that industrial policy can tighten the cooperation bond of social capital, and government funds are a powerful engine to further improve investment enthusiasm and efficiency. This paper enriches the research on the impact of industrial policy on micro individual strategic decision-making, and provides some reference for how to improve the implementation effects of industrial policy from the perspective of buyout funds.

Key Words: industrial policy; capital cooperation; buyout funds; government funds

JEL Classification: L52 G32 G23

[责任编辑:崔志新]