

# 开发区层级与域内企业并购

蔡庆丰, 陈熠辉

**[摘要]** 在全球经济和产业格局发生深刻变革的时代背景下,开发区建设能否形成新的集聚效应和增长动力对于引领中国经济高质量发展至关重要。本文利用中国上市公司2007—2018年间发起的并购事件和手工收集整理的数据,实证检验了不同层级开发区设立对企业并购行为的影响。研究发现,不同层级开发区的运行机制及其对域内企业并购行为的影响机理和结果存在明显差异。实证结果显示,国家级开发区设立会抑制企业的并购扩张行为,这一抑制效应在市场化程度较高地区和中央企业中更明显;而省级开发区设立对企业的并购行为起正向促进作用,并且在市场化程度较低地区和地方国有企业中促进效应更显著;进一步地,国家级开发区内企业的并购行为更多是基于内涵式的创新驱动,体现在增加企业的技术并购、高新技术企业并购、被并购方拥有更多专利、行业内横向并购,以及减少无关多元化并购、属地并购和纵向并购,这带来了更好的长期并购绩效;而省级开发区内企业的并购行为更多是基于地区经济竞争的规模扩张和产业链延伸,表现为更多的无关多元化并购、属地并购和纵向并购,而且降低了企业的长期并购绩效。

**[关键词]** 开发区层级; 企业并购; 技术并购; 地区竞争; 并购绩效

**[中图分类号]**F207 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)06-0118-19

## 一、问题提出

20世纪80年代以来,各地各层级开发区在推动中国经济体制改革、改善投资环境和引导产业集聚等方面发挥了不可替代的作用,有力地推动了地区经济增长(Wang,2013;Aghion et al.,2015)。然而,随着中国经济发展进入新旧动能转换的关键时期,开发区主要依靠政策红利、政府主导和要素驱动的弊端逐渐凸显,面临着政策红利减弱、要素成本制约和域内外竞争加剧等困境;同时,部分开发区长期存在的土地资源规划混乱、过度开发和管理权限不明确等一系列问题也制约着开发区的进一步提升和发展。有学者研究指出,开发区的设立虽然带来了地区经济在总量上的增长,但在提质增效、政策套利和集聚效应等方面也存在一些问题,并未发挥出应有作用(郑江淮等,

**[收稿日期]** 2019-11-29

**[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;陈熠辉,厦门大学经济学院博士研究生。通讯作者:蔡庆丰,电子邮箱:qfcai@xmu.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。

2008;王永进和张国锋,2016)。作为带动地区经济发展和实施区域发展战略的重要载体,开发区建设能否适应新的形势和任务,继续发挥“改革试验田”和“开放排头兵”作用,对于推进供给侧结构性改革、培育经济增长新动能至关重要。在此背景下,深入研究中国各层级开发区建设如何影响域内企业决策以及提供进一步的优化对策,成为亟待解决的现实议题。然而,作为地方政府整合地区经济资源的主要平台,开发区设立是否以及如何影响域内企业的并购行为,现有研究鲜有涉及。另外,中国的开发区主要分为国家级和省级开发区,这两类开发区无论在运作机制还是对域内企业的影响机理上都有着明显差异,但现有研究主要聚焦于探讨国家级开发区设立对地方经济和域内企业行为的影响(Schminke and Van Biesebroeck,2013;林毅夫等,2018;李贲和吴利华,2018),而对于省级开发区的经济效应,以及国家级开发区与省级开发区的对比研究基本上还是空白。本文尝试从企业并购视角考察不同层级开发区设立所带来的经济效应,以期优化中国各层级开发区的建设管理、助力地方经济转型升级提出相应的政策建议。

现有研究表明,并购不仅是企业实现外延式、跨越式扩张的有效途径,也是促进经济体系实现资源优化配置的重要方式。随着中国从要素扩张的“增量经济”进入创新驱动的“存量经济”,企业并购活动日趋活跃。据 Wind 数据库统计,2018 年中国并购市场规模已达到 3.4 万亿元。然而,中国企业的并购行为并非完全基于企业自身的成长需求,往往会受到一些外部非市场化因素的干扰,从而表现出有别于成熟市场国家的并购特征。蔡庆丰等(2017)、蔡庆丰和田霖(2019)发现,企业家的“政治关联”、国家级和地方层面的产业政策都是影响中国企业并购行为的因素。潘红波等(2008)指出,地方政府有动机和能力通过影响相关企业的并购活动缓解政策性负担和实现地方经济增长。具体到开发区的设立和建设,当地方政府通过开发区建设促进地区投资和整合区域资源时,对于域内企业所处的营商环境和获取的政策支持都会带来直接而深刻的变化,显然,开发区内企业受到的地方政府干预也会显著高于区外企业。因此,有理由相信,开发区的设立和管理模式对域内企业的并购行为也会产生实质性影响。

在中国,国家级开发区与省级开发区的区别并不仅限于审批机构的不同,在设立目的、政策支持 and 规模效应方面都存在明显差异。国家级开发区的设立大多都是服务于国家层面的区域发展战略,要求在地区经济和产业发展中发挥示范引领作用,在规划建设、经济管理以及政策支持上具有相对独立的权限,域内企业也享有丰厚的税收优惠和政府补贴,且域内较大的市场规模和完善的基础设施更易于形成“集聚效应”和“规模效应”。省级开发区的设立往往基于地方政府的经济发展和土地资源开发利用的目的(李国武和侯佳伟,2011;邓慧慧和赵家羚,2018)。在追求地区经济增长目标和缓解政策性负担的驱动下,地方政府热衷于通过省级开发区建设来展开区域产业和招商竞争,因此,省级开发区在发展过程中往往更容易受到地方政府政策意图的影响。此外,省级开发区内的政策优惠也无法与国家级开发区相媲美,更多体现在地税返还和财政奖励上,且其较小的规模导致域内“集聚效应”较弱,产业链也相对不完善。那么,不同层级的开发区设立是否会对域内企业的并购行为产生差异化影响?其背后分别是基于何种并购动机?这些并购动机又会以什么样的形式体现在企业的并购特征上?进一步地,不同层级开发区设立又会如何影响域内企业的并购绩效?本文将对这些问题做深入分析。

本文可能存在的贡献主要体现在以下三个方面:①现有关于中国开发区对微观企业行为的研究主要集中于开发区设立如何影响域内企业的出口行为、生产率、规模成长、成本加成率等,但是对开发区设立如何影响域内企业的并购行为尚无文献做过系统、深入的研究。本文采用稳健的计量方法,识别了开发区设立与企业并购行为之间的内在关系,更加细致地考察了地区市场化程度和产权

异质性的影响,丰富了这一领域的相关研究。②基于国家级、省级开发区的对比研究,进一步拓展了有关开发区建设这一具有中国经济特色的经济问题研究。以往关于开发区的研究主要集中于国家级开发区,省级开发区鲜有涉及。本文从企业并购视角研究表明,国家级、省级开发区设立对企业行为的影响存在显著区别,国家级开发区设立通过促进企业发展模式的内涵式转变,有助于地区经济的高质量发展,但是省级开发区内企业体现出更多的粗放式并购扩张特征,并不利于地区经济转型升级。同时,系统分析了这一差异化现象背后的深层次原因,对于理解学术界关于开发区功能作用的争论、地方官员通过开发区建设促进地区经济增长、强化开发区的标杆作用等现实问题有所裨益。③现有关于政府干预与企业并购的文献更多是从官员晋升、产权性质和政治关联等视角来探讨,本文则从对地区资源配置和经济发展具有重要推动作用的开发区设立这一视角切入,有助于充实政府干预的经济效应和企业并购的影响因素等相关研究。

## 二、理论分析与假说提出

依据企业成长理论,企业的成长方式可以分为内部的有机成长和外部的并购扩张两种形式(Kim et al.,2011)。前者强调通过企业自身的资本积累、技术进步来实现生产效率的提升;后者则注重通过外部直接收购其他企业或相应的资产来实现规模扩张。相比于缓慢的内部积累形式,外部并购以其快速扩张的特点更容易受到企业的青睐。过去40年间中国经济的跨越式发展、市场规模及产业链条的急剧扩张和延展,给各类企业的发展带来了巨大的成长空间和发展机遇,很多企业也因此热衷于通过外部并购实现企业的快速扩张。然而,中国上市企业的并购扩张动机除了基于内部自身的成长需求之外,还有来自外部的地方政府行为和政策因素(方军雄,2008;潘红波和余明桂,2011)。而以开发区建设为代表的区域政策正是地方政府行为的具体体现,也是中国经济制度的典型代表,因此,企业的并购动机也会受到开发区设立的影响。

### 1. 国家级开发区与企业并购行为分析

与其他层级开发区相比,国家级开区域内相对完善的基础设施和规模优势对吸引企业入驻具有独特的优势,同时国家级开区域内企业也能够获取来自国家层面的财税扶持,这使得区域内能够体现出较为明显的“集聚效应”和“政策效应”。具体地,国家级开发区设立对企业并购行为的影响体现在以下方面:

(1)“集聚效应”。国家级开发区设立通过基础设施建设和政策优惠增强了区域的集聚功能。①经济主体在区域内的集聚加剧企业之间的竞争,在竞争较为激烈的市场环境中,相较于通过并购扩张增加企业资本规模和市场份额所带来的竞争力,内部创新研发和技术积累产生的核心竞争力的提升更为重要。尤其对于企业的长期发展,技术创新因其难以被模仿且受法律保护的特性,是企业保持竞争力的核心要素;而企业规模扩大所带来的内部组织成本上升和协调难度增加的缺点逐步凸显,不利于企业的长期经营。因此,国家级开发区设立所带来的域内企业间竞争加剧,会促使其倾向于采取研发创新为主的内涵式发展,而不是追求外部的规模扩张,进而抑制其并购行为。②相关经济主体在空间上的集聚有利于在国家级开区域内形成较为完整的产业链,即区域内实现上下游企业之间经营业务上的协作,企业不需要为完善上下游产业链而组建业务庞杂的大型企业集团,这也会抑制企业发起纵向一体化的并购扩张行为。③国家级开区域内各种生产要素的集聚有助于企业获取资金和人才等外部资源,这对于激发企业的创新活力尤为重要。当企业能够为创新活动筹集足够的资金和人力资本时,会进一步促使企业在竞争较为激烈的环境中通过集约型创新方式来增强核心竞争力。综上,国家级开发区的“集聚效应”会抑制企业的并购扩张行为。

(2)“政策效应”。国家级开发区对企业并购行为产生的“政策效应”主要体现在两个方面:一是国家级开发区的设立大多遵从国家层面的区域发展战略,在发展过程中会更多立足中央层面的政策导向。20世纪90年代各地区为了促进企业出口,各类开发区“遍地开花”,有效带动了地区经济增长,成为当时推动中国工业化、城镇化快速发展和加快推进对外开放的重要窗口,但是建设初期粗放式的增长模式导致出现了开发区同质化、低水平恶性竞争等乱象。2003—2006年中国实施开发区大整顿工作后,国家级开发区进入相对规范的“二次创业”时期,中央政府多次出台政策引导国家级开发区建设由过去的跨越式、超常规发展逐步转向产业优化、提质增效、创新驱动和稳定发展的新模式:①通过简政放权推进体制机制创新来优化营商环境,注重开发区由“硬环境”建设向“软环境”提升转变,完善创新创业环境;②通过对开发区考评引导,鼓励支持高水平、高质量的创新发展,促使其成为改革开放和创新驱动的示范区。在这些政策引导和支持下,国家级开发区内企业的发展模式由过去追求规模扩张的粗放式发展转向更加注重研发创新的集约型、内涵式增长,在整体上抑制了域内企业纯粹追求规模扩张的并购行为。二是政策扶持方面,国家级开发区通常会以丰厚的税收优惠和政府补贴对域内企业予以激励和扶持;同时,域内企业在项目审批、用工组织、银行贷款以及工业用地方面也处于优先地位,这些政策扶持能够直接或间接地为企业周期长、风险高、投入大的创新活动提供资金和政策上的支持,有力地促进企业的创新行为,促使其在发展模式上更加倾向于选择内涵式增长。因此,国家级开发区的“政策效应”也有助于抑制域内企业的并购行为。据此,本文提出:

假说1:国家级开发区设立能够通过“集聚效应”和“政策效应”促进域内企业的内涵式发展,抑制企业的并购扩张行为,即总体上国家级开发区的设立会降低域内企业的并购概率和并购金额。

## 2. 省级开发区与企业并购行为分析

与国家级开发区相比,省级开发区缺乏国家层面的政策支持和规划建制引导,域内企业所能获取的政策优惠也相差甚远(向宽虎和陆铭,2015);同时,省级开发区的市场体量通常较小,域内的基础设施建设和产业累积循环效应较弱,导致“集聚效应”尚不明显(李贲和吴利华,2018)。因此,省级开发区设立对企业并购行为的影响机制有别于国家级开发区所体现出来的“政策效应”和“集聚效应”。但是,省级开发区也担负着推动地方经济发展、吸引外商投资和发展优势产业的重要使命,对于缓解地方政府的经济发展压力和地方官员的政绩考核压力都有着重要意义。如前所述,省级开发区通常是由地市级、县区级地方政府提出申请,经由省级人民政府批准设立,域内的发展建设更多受到地方政府主导。因此,省级开发区的发展会更容易受地方政府政策意图的影响。

地方政府之所以有动机对省级开发区内企业的并购行为产生影响或引导,原因可以归纳为以下三个方面:①区域经济增长目标。在中国式分权制度下,地方政府及官员有极大的动机去追求短期的经济增长目标,从而在引领区域经济发展过程中会偏好粗放式投资。而掌握了大量资源配置权的地方政府及官员会通过各种方式主导地区经济发展,省级开发区正是地方政府申请批设的产业集聚和招商引资的经济功能区,也是地方政府引领地区经济发展的重要抓手,为了实现地区的经济增长目标,地方政府往往会通过资源配置、项目审批等方式对省级开发区内企业的投资行为进行引导、施加影响,鼓励和推动开发区内企业加大投资。并购作为企业在短期内能够实现规模快速扩张、产能迅速增加的重要方式,自然更容易成为地方政府追求经济目标的最佳选择。②除了地区经济增长的压力外,各级地方政府还承担着企业纾困、促进就业、国有企业发展等社会稳定任务,这些政策性负担也会促使地方政府去影响辖区内企业的并购行为,通过省级开发区这一“有形之手”引导域内企业对于一些缺乏市场竞争力、甚至濒临破产的公司(特别是国有企业)进行并购重组,从而稳定

地区的就业、税收和经济发展等。③受限于总体市场规模,省级开发区内的产业链通常不够完整,相关配套设施的建设和保障也相对欠缺,为了改善开发区内优质企业的未来发展受限问题和优势产业难以形成完整产业链的现实问题,地方政府除了会积极吸引外来企业进驻开发区外,也会支持和鼓励开发区内一些绩优企业加大对外并购的力度,以便更快推动开发区市场总体规模增长和弥补开发区潜在的发展缺陷。因此,地方政府有动机通过省级开发区的经济管理机制对域内企业的并购行为进行鼓励引导、施加影响,从而增加企业的并购扩张行为。据此,本文提出:

假说 2:省级开发区内的企业在地方政府追求区域经济增长、缓解政策性负担和完善产业链等政策意图下会倾向于采取粗放式发展,进行更多的并购扩张行为,即总体上省级开发区的设立会增加域内企业的并购概率和并购金额。

### 三、研究设计

#### 1. 数据来源与主要变量说明

(1)公司层面数据。本文以 2007—2018 年 A 股上市公司为实证样本,检验开发区层级差异对域内企业并购行为的影响差别。2003—2006 年中国进行了大规模的开发区整顿,许多资质欠缺、重复建设的开发区被撤销,省级以下级别的开发区均被撤销或并入临近省级开发区。此后,开发区建设未经历重大变革,长期保持着较为稳定的发展趋势。因此,选择将样本时间设定在 2007—2018 年。微观层面的企业数据来自国泰安数据库和 Wind 数据库。对于原始数据样本做以下处理:①剔除金融类上市公司样本;②剔除在研究期间被 ST、\*ST、PT 或退市的样本;③剔除有重要数据缺失的样本。最终,本文的样本中包含了 27455 家公司—年度观测值。同时,为了避免极端值对实证结果的异常影响,本文对所有连续变量做了上下 1%缩尾处理。

(2)并购数据。本文的并购数据来自清科集团的私募通数据库,并通过国泰安数据库和 Wind 数据库对部分并购事件中的重要信息做了有效补充。参考 Cornaggia and Li (2019)、蔡庆丰和田霖(2019)的做法,本文对原始并购数据进行了以下筛选:①只保留上市公司位于买方地位的样本;②剔除由金融类上市公司发起的并购事件样本;③剔除非境内并购事件的样本;④剔除疑似关联交易的并购样本;⑤剔除借壳上市和纯属财务投资的样本;⑥剔除并购最终失败以及还未完成的事件样本。并购事件发起的具体日期以首次公开宣告日为准,同时,对于并购企业在同一年内对同一个目标企业发起的多次并购行为,本文选择将后续并购事件合并至第一次并购事件中。最终,本文的实证样本中包含了由 2345 家 A 股上市企业发起并完成的 7621 起并购事件。

(3)开发区内企业的判断依据。现有文献中,关于如何识别开发区内企业的具体方法,主要包括以下几种:①根据企业的地理信息,如果企业所在的县或区一级内设有开发区,则认定该企业属于开发区内企业(王永进和张国峰,2016);②采用关键词检索法,如果企业的地址中出现有关开发区的字样,则认定为属于开发区内企业(向宽虎和陆铭,2015;李贲和吴利华,2018);③根据原国土资源部、住房和城乡建设部发布的《国家级开发区四至范围公告目录》确定国家级开发区的边界经纬度,然后再结合企业的经纬度信息进行对比确定(Zheng et al.,2017);④依据企业所处地址的邮编信息和开发区的邮编信息进行匹配,由此判断企业是否属于开发区内企业(林毅夫等,2018)。相比之下,前两种识别方法相对粗糙,因为区县内的开发区往往不能覆盖整个地区面积,也有部分企业处在开发区内却并未在地址信息中具体披露;第三种识别方法尽管比较精确,然而只有国家级开发区才发布了四至范围公告,而省级开发区却没有发布相关信息文件,导致无法通过该方法识别企业是否属于省级开发区内;而第四种识别方法,由于国内现行的地区邮政编码体系中并没有单独为开

发区编码,造成开发区的邮政编码通常会和当地区县的邮政编码重合,并且一个开发区内也会出现存在多个邮政编码的现象,导致这一方法也难以有效识别开发区内的企业。

基于现有的识别方法,本文采用手工收集信息的方式,通过以下步骤识别企业是否处在开发区内以及所在开发区的具体信息:①通过对所有企业每年的地址信息进行逐个查阅,将地址信息中明确说明处于开发区、工业园区等字样的样本确定为开发区内企业,同时结合《中国开发区审核目录(2018年版)》进一步确定企业所处开发区的具体信息;②对于企业地址信息难以识别的样本,进一步比较所有开发区和企业的邮编信息,同时以国家级开发区的四至范围公告确定开发区边界信息进行补充对比,识别企业是否属于开发区内企业;③对于剩余样本,通过企业地址信息确定其所在的区县信息,然后利用该区县的开发区网站中的“区内名企”栏目进行企业甄别,考虑到A股上市企业的规模和影响较高,因此,开发区内的上市企业名称通常会出现在这一栏目内。通过上述多个识别方法的有效结合,能够较为准确地识别企业是否属于开发区内,以及所处开发区的具体信息。

## 2. 研究方法

为了研究开发区设立的层级差异对域内企业并购行为的影响。本文建立以下回归模型:

$$M\&A_{it} = \alpha + \beta_0 DZ_{it} + \beta_1 Controls + \varepsilon_i + \gamma_t + \delta_{it} + \eta_{it} \quad (1)$$

其中,因变量  $M\&A$  为衡量企业并购决策的变量,本文分别使用企业是否发起并购的虚拟变量 ( $M\&AD$ ) 和发起并购的交易金额 ( $M\&AA$ ) 来衡量企业的并购决策。模型(1)中的核心解释变量  $DZ$  为企业所在开发区的层级变量,本文分别设计两个虚拟变量,其中,虚拟变量  $NDZ$  表示企业是否位于国家级开区内,虚拟变量  $PDZ$  则表示企业是否位于省级开发区内。控制变量主要为企业层面控制变量,包括公司总资产规模 ( $Size$ )、资产负债率 ( $Lev$ )、现金流比率 ( $Cash$ )、资产收益率 ( $Roa$ )、主营业务增长率 ( $Growth$ )、第一大股东持股比例 ( $Top1$ )、固定资产占比 ( $Fixedasset$ )、企业年龄 ( $Age$ )、产权性质 ( $Soe$ )、董事会规模 ( $Board$ )、高管过度自信 ( $Overef$ )、两职合一 ( $Duality$ )、独立董事占比 ( $Indep$ )、地区市场化指数 ( $Index$ )。另外,  $\varepsilon$ 、 $\gamma$  分别表示企业和年份固定效应,此外,本文也控制省份与年份的交叉固定效应  $\delta$ ,以排除随城市和年份变化的未知因素(如经济发展)的干扰,同时将所有回归均聚类至城市层面,  $\eta$  为残差。本文实证研究中所有变量的定义和计算方法见表1。

表1的后三列报告了本文主要变量的描述性统计分析。由结果可知,42.27%的样本处于开发区内。其中,29.37%的样本处于国家级开发区内;12.90%的样本处于省级开发区内,这说明中国超过四成的上市公司位于开发区内。从并购倾向 ( $M\&AD$ ) 看,18.53%的样本在研究期内发生了并购行为,并购金额 ( $M\&AA$ ) 取对数后的均值为 0.9061。在控制变量方面,依据企业控股股东划分的产权性质表明,国有企业占 39.24%,企业资产规模取对数后的均值为 21.9874,企业年龄均值为 16.4007,资产收益率和资产负债率均值分别为 0.0393 和 0.4310。

## 四、实证结果分析

### 1. 开发区层级与企业并购行为的基准回归结果

表2报告了开发区层级对企业并购行为影响的实证结果,其中,第(1)—(3)列为对因变量  $M\&AD$  的回归结果,第(4)—(6)列为对因变量  $M\&AA$  的回归结果。由第(1)、(2)列和第(4)、(5)列结果显示,核心解释变量  $NDZ$  的系数均在 1%的水平上显著为负,相比之下,核心解释变量  $PDZ$  的系数均在 5%的水平上显著为正。这一结果表明,国家级开发区内上市企业有着更低的并购概率与并购交易金额,省级开发区内上市企业却有着更高的并购概率和并购交易金额。在第(3)列和第(6)列中,本文进一步将解释变量  $NDZ$  与  $PDZ$  同时加入模型(1)中回归,结果基本保持一致。

表 1 主要变量释义及描述性统计

	变量释义	描述性统计		
		Mean	Median	Sd
<i>M&amp;AD</i>	是否并购虚拟变量,若公司当年发生并购则取 1,反之为 0	0.1853	0.0000	0.3885
<i>M&amp;AA</i>	并购金额(单位:百万), $\ln(1+公司当年并购金额)$	0.9061	0.0000	2.0356
<i>NDZ</i>	公司是否处在国家级开发区虚拟变量,若公司当年处在国家级开发区内则取 1,反之为 0	0.2937	0.0000	0.4555
<i>PDZ</i>	公司是否处在省级开发区虚拟变量,若公司当年处在省级开发区内则取 1,反之为 0	0.1290	0.0000	0.3353
<i>Size</i>	公司规模,等于年末总资产取自然对数	21.9874	21.8074	1.2760
<i>Lev</i>	公司财务杠杆,年末资产负债率	0.4310	0.4260	0.2104
<i>Cash</i>	公司现金流,现金及现金等价物与总资产比值	0.1734	0.1305	0.1408
<i>Roa</i>	公司盈利能力,年末资产收益率	0.0393	0.0380	0.0560
<i>Growth</i>	公司成长性,当年主营业务收入增长率	0.4212	0.1223	1.2346
<i>Top1</i>	公司股权集中度,年末第一大股东持股比例	0.3531	0.3344	0.1500
<i>Fixdasset</i>	资产结构,固定资产与总资产比值	0.2227	0.1873	0.1676
<i>Age</i>	公司年龄,等于公司成立年限	16.4007	16.0000	5.4937
<i>Board</i>	董事会规模,等于年末董事会人数加 1 取自然对数	2.2631	2.3026	0.1795
<i>Overconf</i>	高管过度自信,前三管理层薪酬总额/全部管理层薪酬总额	0.3814	0.3663	0.1146
<i>Duality</i>	两职合一,公司董事长和总经理是否兼任虚拟变量	0.2530	0.0000	0.4348
<i>Indep</i>	独立董事占比,独立董事人数/董事会总人数	0.3709	0.3333	0.0539
<i>Index</i>	地区市场化指数,取自王小鲁等(2017)	8.1419	8.3100	1.9116
<i>Soe</i>	产权性质,国有企业取 1,反之为 0	0.3924	0.0000	0.4883

表 2 开发区层级与企业并购

	并购概率( <i>M&amp;AD</i> )			并购金额( <i>M&amp;AA</i> )		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>NDZ</i>	-0.0413*** (0.0136)		-0.0314* (0.0164)	-0.2787*** (0.0739)		-0.1816** (0.0897)
<i>PDZ</i>		0.0436** (0.0175)	0.0210 (0.0210)		0.3363*** (0.0877)	0.2056** (0.1042)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	27356	27356	27356	27356	27356	27356
Pseudo R <sup>2</sup>	0.3245	0.3244	0.3245	0.3299	0.3299	0.3300

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%水平显著,回归均聚类至城市层面。完整回归结果参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)附件。以下各表同。

表 2 的实证结果与本文所提出的假说 1 和假说 2 相一致,表明开发区设立确实会对域内企业的并购行为产生影响,但是不同层级开发区设立带来了完全相反的效应。开发区设立通过基础设施和政策优惠吸引企业进驻,然而不同层级开发区内的建制和政策差异导致域内的集聚效应和政策效应不尽相同。与省级开发区相比,国家级开发区所具备的政策和规模优势更能够吸引企业入驻,

进而通过“集聚效应”完善产业链关联和加剧域内企业间的竞争程度,推动企业在成长模式选择上更加偏向于研发创新的内涵式发展,降低外延式的并购扩张行为。这一结果也与现有关于国家级开发区设立能够显著促进企业生产率的研究相吻合(王永进和张国锋,2016;林毅夫等,2018)。而省级开发区受限于整体的发展规模和政策扶持力度,域内的“集聚效应”尚不明显,开发区的建设和管理也更容易受到地方政府追求短期内GDP产出和经济增长的影响。地方政府有动机和能力通过引导域内企业对外并购以在短期内迅速增加经济产出,或者承担对地区资源进行整合以缓解企业纾困、促进就业、国有企业发展等政策性负担;此外,省级开发区在“集聚效应”方面的不足也会导致域内企业出于完善产业链的目的进行更多的上下游并购。

## 2. 基准回归结果的稳健性检验

(1)内生性问题。开发区设立的层级差异对域内企业并购行为的影响可能存在着潜在的内生性问题。国家级和省级开发区的主要区别在于设立目标不同,这可能导致企业的经营行为在入驻不同层级开发区之前就已经存在差异化现象。国家级开发区更加注重企业的创新能力,由此,原本就偏好内涵式发展、更少选择对外并购的企业会更倾向于进驻国家级开发区内;而省级开发区由于更容易受到地方政府干预,会更注重短期内的经济产出,因此,会引入更多原本就偏好粗放式增长模式、更愿意选择对外并购的企业进驻。也就是说,入驻的企业有可能是依据其并购行为被有选择性的挑选入驻不同层级开发区内,即存在“选择偏差”。此外,可能存在的遗漏变量等问题也会对这一结论产生影响。基于此,运用安慰剂检验(Placebo Test)与倾向匹配得分法(PSM)予以检验。

安慰剂检验(Placebo Test)。为了解决可能存在的“选择偏差”问题,首先借鉴Alder et al.(2016)的做法,做虚假变量设置检验。具体而言,分别针对位于国家级开发区和省级开发区内的企业构建三个时间虚拟变量:企业进入开发区前一年、企业进入开发区当年以及企业进入开发区一年之后的年份。如果一开始入驻国家级开发区和省级开发区内的企业在并购行为上就存在显著区别,那么以这三个时间虚拟变量对企业并购的变量回归时应该观察到:对于国家级开发区而言,企业进入开发区前一年的虚拟变量显著为负;而对于省级开发区而言,企业进入开发区前一年的变量则显著为正。反之,如果入驻不同层级开发区内的企业并不是一开始就在并购行为上存在本质的区别,而是不同层级的开发区使得企业的并购行为发生变化,那么应该观察到对于国家级开发区,虚拟变量企业进入国家级开发区一年之后的年份显著为负,而其他两个虚拟变量并不显著;同理,对于省级开发区,虚拟变量企业进入省级开发区一年之后的年份变量显著为正,其他两个虚拟变量不显著。此外,参考林毅夫等(2018)的做法,剔除了在样本期间一直位于国家级或者省级开发区内的样本。

表3报告了这一检验的结果。由第(1)、(4)列中对企业是否位于国家级开发区内的检验可知,企业进入国家级开发区前一年变量( $NDZ(-1)$ )和企业进入国家级开发区当年变量( $NDZ(0)$ )均不显著,表明国家级开发区在招商引资过程中并没有依据企业的并购行为将其选择性地挑选入驻开发区内。同时,企业入驻国家级开发区一年之后的年份变量( $NDZ(1)$ )显著为负,说明国家级开发区设立确实对企业的并购行为起到负向的抑制作用。由第(2)、(5)列中对处于省级开发区内企业的回归结果可以看到,企业进入省级开发区前一年变量( $PDZ(-1)$ )和是否为企业进入省级开发区当年变量( $PDZ(0)$ )均不显著,且企业进入省级开发区一年之后的年份变量( $PDZ(1)$ )显著为正,这也表明对于省级开发区而言,并没有主动选择原本就更倾向于并购的企业入驻开发区,证实了省级开发区对域内企业并购行为的正向促进作用。第(3)、(6)列中进一步将国家级和省级开发区虚拟变量一同放入回归,结果并没有发生变化。因此,不同层级开发区设立与企业并购行为之间的关系并没有受到样本“选择偏差”这一潜在因素的影响。



表 3 安慰剂检验:考察企业进入开发区之前的并购特征差异

	并购概率(M&AD)			并购金额(M&AA)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
NDZ(-1)	-0.0066 (0.0303)		-0.0088 (0.0307)	-0.0060 (0.1623)		-0.0224 (0.1644)
NDZ(0)	0.0081 (0.0360)		0.0050 (0.0360)	0.1439 (0.1950)		0.1174 (0.1948)
NDZ(1)	-0.0325** (0.0153)		-0.0315** (0.0154)	-0.1619* (0.0871)		-0.1527* (0.0874)
PDZ(-1)		0.0026 (0.0567)	0.0050 (0.0563)		-0.1033 (0.2386)	-0.0906 (0.2362)
PDZ(0)		0.0153 (0.0427)	0.0168 (0.0426)		0.0380 (0.2269)	0.0449 (0.2271)
PDZ(1)		0.0404* (0.0243)	0.0382 (0.0246)		0.3316** (0.1313)	0.3182** (0.1325)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	17123	17123	17123	17123	17123	17123
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1044	0.1042	0.1046	0.1092	0.1094	0.1097

倾向得分匹配法(PSM)。上面的安慰剂检验已经较好地解决了样本“选择偏差”可能产生的内生性问题。为了保证结论的稳健性,以及解决可能存在的诸如遗漏变量等所导致的内生性问题,这里进一步采用倾向得分匹配法(PSM)对基准回归予以验证。①依据企业是否处在国家级或省级开发区内将实证样本分为两组,以位于开发区内的企业作为实验组,未处在开发区内的企业作为对照组的匹配样本;②采用 Logit 模型估计企业处于开发区内的概率,并计算倾向得分,其中,用于预测的变量为模型(1)中的控制变量,并控制了年份、行业和省份固定效应;③对样本做一对一邻近匹配。匹配后的结果显示,变量的标准化偏差均大幅缩小,所有变量偏差绝对值均小于 3%;且所有变量的 t 检验结果也不拒绝处理组与控制组无系统差异的原假设,表明本文的匹配效果良好。

表 4 报告了 PSM 匹配之后的样本回归结果,由第(1)、(2)列和第(4)、(5)列变量 NDZ 和 PDZ 的系数表明,无论对于企业是否发生并购还是对于企业的并购金额,国家级开发区设立依然显著抑制了企业的并购行为,而省级开发区设立却对企业的并购行为起到了正向作用。第(3)、(6)列中将变量 NDZ 和 PDZ 一同放入模型回归,结果依然与前文一致。因此,总体上,在采用 PSM 法对样本进行匹配回归之后,进一步证实了表 2 的结论在排除可能存在的内生性问题后依然稳健。

(2)开发区升级的检验。自 2003—2006 年中国开发区大整顿工作之后,基本在全国范围内停止了国家级开发区的申报工作,但 2008 年 11 月国务院启动了省级开发区升级为国家级开发区的工作,大量的省级开发区通过这一方式成为国家级开发区,而这也为本文验证国家级开发区和省级开发区对企业并购行为之间的影响差异提供了良好的样本检验。本文以一开始位于省级开发区内的企业为样本,验证省级开发区升级到国家级开发区之后是否会对企业的并购行为产生显著影响。如果位于国家级开发区内的企业和位于省级开发区内的企业在并购行为上确实存在表 2 中的差异,那么应该观察到:在省级开发区升级为国家级开发区后,域内企业的并购概率和并购金额都会呈现出显著的下降趋势。基于此,本文采用多时点的 DID 模型做实证检验,回归模型如下:

表 4 主实证 PSM 匹配样本回归结果

	并购概率(M&AD)			并购金额(M&AA)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
NDZ	-0.0280*** (0.0072)		-0.0296*** (0.0071)	-0.1481*** (0.0371)		-0.1631*** (0.0359)
PDZ		0.0429*** (0.0084)	0.0369*** (0.0083)		0.3069*** (0.0452)	0.2682*** (0.0428)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	14286	9633	17685	14286	9633	17685
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1056	0.1107	0.1092	0.1090	0.1157	0.1144

$$M\&A_{it} = \alpha + \beta_0 Upgrade_{it} + \beta_1 Controls + \varepsilon_i + \gamma_t + \delta_{it} + \eta_{it} \quad (2)$$

其中,核心解释变量 *Upgrade* 为开发区升级的虚拟变量,当企业所处省级开发区升级为国家级开发区之后赋值为 1,而对于一直处在省级开发区和升级为国家级开发区之前的样本赋值为 0。模型(2)中其他变量定义与模型(1)保持一致,控制了年份和企业的双向固定效应,同时控制了省份和年份的交叉固定效应。此外,开发区升级与企业并购行为之间可能存在内生性问题,因为有可能对于域内企业更倾向于采取集约型发展,并购行为较低的省级开区更可能升级为国家级开发区。为了进一步保证结论的稳健性,也采用 PSM—DID 检验。具体而言,将所有子样本依据企业所处的省级开发区是否发生了升级分为两组,其中,发生了开发区升级的样本为实验组,未发生升级一直处于省级开发区的样本为对照组;然后采用 Logit 模型估计企业处于升级中的省级开发区内的概率,并计算倾向得分,其中,用于预测的变量为模型(2)中的控制变量,同时也控制了年份、行业和省份固定效应;最后对样本做一对一邻近匹配。匹配结果表明,协变量的标准化偏差大幅缩小,偏差绝对值均不大于 8.6%,变量的 t 检验也表明匹配结果良好。

表 5 报告了基于开发区升级子样本以及 PSM 匹配之后做 DID 分析的实证结果。由表 5 中第(1)、(2)列结果可知,当省级开发区升级为国家级开发区之后,无论域内企业的并购概率还是并购交易金额都出现显著下降。第(3)、(4)列中对于 PSM 匹配之后的样本做 DID 检验,也得出相对一致的结论,虽然对于企业的并购概率并没有在 10%的水平下显著,但是对企业并购金额回归时,变量 *Upgrade* 的系数依旧在 5%的水平上显著为负,且系数绝对值均有所增加,这也表明,在排除了可能存在的内生性问题之后,开发区升级之后对企业并购行为的影响依然存在。总体而言,表 5 中的这一结果也进一步验证了国家级开发区和省级开发区对域内企业并购行为存在差异化影响的结论。

### 3. 异质性分析

(1)地区市场化程度差异。中国各地区经济社会发展水平差异较大,不同地区之间的市场化程度也存在较大的差异,地方政府干预经济的深度和广度也存在差异。地区市场化程度会从以下几方面影响开发区内企业的并购行为:①地区市场化程度较高的地区,意味着政府“有形之手”对经济干预的力度相对较弱,资源的配置更多依靠市场这一“无形之手”起作用,从而降低对域内资源要素配置的扭曲,因此,在地区市场化程度较低的地区,开发区的建设和域内企业行为会更容易受到地方政府的影响。②在市场化程度越高的地区,更为完善的法制环境和产权保护力度能够有效地提高产权激励的强度,促使当地企业更倾向于采取内涵式的创新驱动发展模式,而非外延式的并购扩张。

表 5 开发区升级的样本检验

	全样本		PSM 样本	
	(1)并购概率	(2)并购金额	(3)并购概率	(4)并购金额
<i>Upgrade</i>	-0.0571** (0.0224)	-0.4820*** (0.1075)	-0.0838 (0.0686)	-0.7607** (0.3665)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
N	4133	4133	1328	1328
Pseudo R <sup>2</sup>	0.3875	0.4092	0.4706	0.4996

③在市场化程度越低的地区,意味着企业寻租空间越大,当地企业为了维持良好的政企关系以获取更多政策优惠和审批便利,也会更加主动迎合地方政府的投资偏好和政绩要求。基于此,本文以地区市场化指数作为中介变量,检验地区市场化程度差异如何影响开发区设立的层级差异与企业并购行为之间的作用关系。

表 6 报告了在模型(1)中加入地区市场化程度(*Index*)作为调节变量的回归结果。结果显示,无论是对因变量 *M&AD* 还是因变量 *M&AA* 回归,核心解释变量 *NDZ* 与 *PDZ* 的回归结果均与表 2 中保持一致。并且,国家级开发区设立对域内企业并购行为的抑制效应在市场化程度较高的地区更为明显,体现在交乘项 *NDZ×Index* 的系数显著为负;而省级开发区设立对域内企业并购行为的促进作用在市场化程度较低的地区更为明显,体现在交乘项 *PDZ×Index* 的系数同样显著为负。考虑到国家级开发区在规划建设、经济管理以及政策支持上具有相对独立的权限,会更少受到地方政府的影响,市场机制在国家级开发区内的作用能够得到更有效的发挥。市场化提升所带来的资源优化配置也会激励企业采取内涵式的发展方式,进行更多的创新投资,而不是外延式扩张的并购投资。相比之下,省级开发区内的产业规划和招商引资更多的是由当地政府主导,特别是在市场化程度较低的地区

表 6 开发区层级、市场化程度与企业并购行为

	并购概率( <i>M&amp;AD</i> )			并购金额( <i>M&amp;AA</i> )		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>NDZ</i>	-0.0484*** (0.0131)		-0.0358** (0.0157)	-0.3280*** (0.0706)		-0.2043** (0.0831)
<i>PDZ</i>		0.0407** (0.0175)	0.0158 (0.0206)		0.3079*** (0.0882)	0.1658 (0.1008)
<i>NDZ×Index</i>	-0.0211*** (0.0053)		-0.0253*** (0.0053)	-0.1269*** (0.0274)		-0.1637*** (0.0268)
<i>PDZ×Index</i>		-0.0062 (0.0067)	-0.0167** (0.0068)		-0.0789** (0.0345)	-0.1480*** (0.0344)
<i>Index</i>	0.0523*** (0.0082)	0.0521*** (0.0085)	0.0523*** (0.0081)	0.3363*** (0.0395)	0.3353*** (0.0413)	0.3364*** (0.0393)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	27356	27356	27356	27356	27356	27356
Pseudo R <sup>2</sup>	0.3251	0.3245	0.3253	0.3291	0.3285	0.3298

地区,省级开发区内地方政府政策的干预力度和影响程度必然会更大,要求省级开发区内企业承担更多的政绩目标和政策性负担,对资源市场化配置的扭曲也会更为严重,导致域内企业进行更多的对外并购。而在市场化程度较高的地区,市场机制的存在会在一定程度上降低这一效应。

(2)产权性质差异。一般认为,国有企业的投资与并购行为往往更容易受到各级地方政府政策意图的影响,特别是地方国有企业。因此,与其他所有制企业相比,国家级开发区内的国有企业会更加自觉地遵循国务院关于国家级开发区的发展定位和政策导向,更可能采取内涵式的发展模式,从而抑制并购扩张行为;而省级开发区内的国有企业则更容易受到地方政府的影响而开展更多的并购行为。

表7中第(1)—(3)列和第(5)—(7)列呈现了产权性质对开发区层级与企业并购行为之间的调节效应回归结果。由表7结果可知,国家级开发区变量与国有企业虚拟变量的交乘项  $NDZ \times Soe$  的系数虽然为负,但大多数不显著,即总体上位于国家级开发区内的国有企业并没有显著的差异化并购行为;而由省级开发区设立虚拟变量与国有企业虚拟变量的交乘项  $PDZ \times Soe$  系数在5%的水平以上显著为正,说明位于省级开发区内的国有企业并购概率会进一步增加,这也与地方政府往往通过当地国有企业来实现政绩意图和缓解政策负担的现实情况相符。进一步地,第(4)、(8)列中将国有企业分为中央企业( $Csoe$ )和地方国有企业( $Lsoe$ ),可以发现更为细致的影响结果:国家级开发区设立与地方国有企业的交乘项  $NDZ \times Lsoe$  不显著,而国家级开发区设立与中央企业的交乘项  $NDZ \times Csoe$  却在5%的水平以上显著为负,表明国家级开发区设立对企业并购行为的抑制作用仅在中央企业中更为明显,而地方国有企业并没有这一效应,这一结果也符合中央企业在企业经营决策过程中会更加有力地去遵循和贯彻国家政策导向;而省级开发区设立与地方国有企业交乘项  $PDZ \times Lsoe$  在

表7 开发区层级、产权性质与企业并购行为

	并购概率(M&AD)				并购金额(M&AA)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>NDZ</i>	-0.0377*** (0.0142)		-0.0259 (0.0169)	-0.0248 (0.0161)	-0.2706*** (0.0784)		-0.1598* (0.0943)	-0.1529* (0.0869)
<i>PDZ</i>		0.0444** (0.0181)	0.0248 (0.0217)	0.0244 (0.0218)		0.3490*** (0.0912)	0.2330** (0.1080)	0.2319** (0.1074)
<i>NDZ × Soe</i>	-0.0519** (0.0251)		-0.0171 (0.0308)		-0.2139 (0.1364)		-0.0141 (0.1598)	
<i>PDZ × Soe</i>		0.1021*** (0.0313)	0.0876** (0.0393)			0.5351*** (0.1634)	0.5021** (0.1973)	
<i>NDZ × Csoe</i>				-0.1063** (0.0439)				-0.5507** (0.2261)
<i>NDZ × Lsoe</i>				0.0274 (0.0332)				0.2589 (0.1782)
<i>PDZ × Csoe</i>				0.0052 (0.0491)				0.0191 (0.2555)
<i>PDZ × Lsoe</i>				0.1231*** (0.0445)				0.7183*** (0.2289)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	27356	27356	27356	27356	27356	27356	27356	27356
Pseudo R <sup>2</sup>	0.3246	0.3248	0.3249	0.3252	0.3284	0.3287	0.3288	0.3292

1%水平下显著为正,与中央企业交乘项  $PDZ \times Csoe$  并不显著,这也说明省级开发区设立对企业并购行为的促进作用也只在地方国有企业中更为明显。

表7的这一实证结果也契合中国的现实:中央企业具有较高的行政级别,即便是子公司在并购决策时也会相对独立,受地方政府政策导向和政绩意图的影响会相对较少。而地方国有企业的高管一般都由地方政府直接任命,其经营决策也更容易受到地方政府的影响。具体到各级开发区,国家级开发区设立往往遵从国家层面的区域经济发展和改革开放战略,在经济向创新驱动转变的政策要求时代背景下,国家级开发区内的中央企业也更倾向于减少并购扩张支出,进行更多的创新研发;而省级开发区的设立更多的是基于地方政府的政策意图,因此地方国有企业更可能迎合地方政府的政策要求,通过并购扩张以期在短期内实现产值规模和经济体量的快速增长。

## 五、进一步研究:并购动机和并购绩效的分析

### 1. 开发区层级与企业并购动机分析

如前所述,国家级开发区遵从批设时所要求的“对标国际通行规则”“发挥引领示范作用”,成为创新驱动发展战略的重要载体,通过增强区域的产业集聚和竞争效应,引导域内企业更多选择以研发创新为主的内涵式发展模式,进而降低域内企业的粗放式并购扩张行为。而省级开发区的发展模式更容易受到地方政府的影响,促使域内企业通过并购这一方式来实现地方政府的政绩意图和缓解政策性负担。因此,如果开发区设立的层级差异对企业并购行为的影响是基于以上的动机,这些并购动机又会如何体现在企业的并购特征上呢?近年来,大量的文献研究表明,获得对方的创新能力逐渐成为内涵式发展型企业并购的重要动机之一,越来越多的创新型企业发起的并购涉及被并购方的专利和技术(Bena and Li, 2014),对于采取创新驱动的内涵式发展企业,其并购特征也会表现出更多的技术并购;同时,现有研究也表明横向并购不仅有助于企业降低成本,也是企业在竞争较为激烈的环境中获取以研发投入为主的专用性资产和保持核心竞争力的重要方式(徐虹等, 2015)。此外,组建大型企业也符合地方政府官员的经济发展目标,企业的多元化并购有助于企业在短期内扩大规模,尤其是在地方保护主义严重、市场分割严重的情况下,多元化并购是企业实现多个领域经营、扩大市场规模、组建大型企业集团的有效手段。同时,地方政府在主导整合地区资源和缓解政策性负担的过程中,也会更倾向于引导企业的属地并购而不是异地并购(方军雄, 2008),原因如下:①基于地方保护主义,地方政府倾向于域内的企业并购本地的“优质资产”,同时,为了辖区维稳、稳定就业以及企业纾困等政策性负担,地方政府也会希望辖区内的企业去并购本地的“劣质资产”。②异地并购难以在短期内贡献经济产出,也会导致企业业务脱离地方政府的监控管辖,容易受到地方政府的抑制。因此,如果企业的并购行为更多地受到地方政府的影响,应该会表现出更多的多元化并购和属地并购特征。基于此,本文合理推测:国家级开发区内企业的并购特征体现出更多的技术并购和横向并购特征,以及更少的多元化并购和属地并购;而省级开发区内企业受到地方政府政策意图的影响,更偏好外延式的发展模式,其并购特征表现为更多的多元化并购与属地并购。此外,在国家级开发区内形成的产业集聚也会导致企业的并购特征表现出更少的纵向并购,而省级开发区内产业链相对不完整,也会促使企业更多开展基于完善上下游产业链的纵向并购。接下来对这些推测予以验证。

(1)技术并购。对于不同层级开发区设立对企业技术并购的检验,建立以下回归模型:

$$Target\_invention_{it} = \alpha + \beta_0 DZ_{it} + \beta_i Controls + \varepsilon_i + \gamma_t + \delta_{jt} + \eta_{it} \quad (3)$$

其中,因变量  $Target\_invention$  为衡量并购是否为技术并购的代理变量。参考 Ahuja and Katila

(2001)等的方法,选择使用三个指标度量:①依据并购公告,手动筛选出并购事件目的是获取对方技术、专利等,以及并购标的资产列示中出现专利或者技术的事件样本,将这些并购事件视为技术并购,通过设置虚拟变量 *Tec\_M&A* 表示并购事件是否属于技术并购,若是则该变量赋值为 1,否则取 0。②以并购事件中的目标企业在被并购当年是否被评定为高新技术企业来度量,中国高新技术企业评定标准是在国家重点支持的高新技术领域内,持续进行研究开发与技术成果转化,形成企业核心自主知识产权,因此,被评定为高新技术企业能够代表其具有较高的创新意愿和创新水平,本文设置虚拟变量 *High\_tec* 表示并购事件中目标企业是否为高新技术企业,若是则该变量赋值为 1,否则取 0。③采用 Python 网络爬虫技术,从国家知识产权局网站获取目标方在并购当年所拥有的专利数量,设置变量 *Target\_patent* 表示并购事件中目标企业的专利数量。模型(3)中其他变量的定义同模型(1)中保持一致,同时为了进一步控制企业自身在技术并购动机中的前提变量,在控制变量中加入企业前一年末所拥有的专利数(*Patent*(-1))。

表 8 报告了开发区设立的层级差异对企业选择技术并购的回归结果。由结果可知,在对因变量 *Tec\_M&A* 和 *High\_tec* 的回归结果中,核心解释变量 *NDZ* 的系数均在 5%的水平下显著为正,表明国家级开发区内企业在并购决策中显著更多地选择技术并购;而核心解释变量 *PDZ* 的系数在对因变量 *Tec\_M&A* 的回归结果中却并没有呈现出一致的显著性。进一步地,以并购事件中目标企业的专利数量作为被解释变量的回归结果显示,无论是对专利总数(*Target\_patent*)还是发明专利总数(*Target\_ipatent*),核心解释变量 *NDZ* 的系数在回归中均在 1%的显著水平下保持为正,而解释变量 *PDZ* 的系数均不显著。这说明国家级开发区内企业在并购决策中偏好选择拥有更多专利总数和发明专利数量的企业作为目标企业。相比之下,省级开发区内企业在并购决策中并不存在这一明显偏好。这也从另一个角度验证了国家级和省级开发区内企业发展模式选择和并购投资行为的差异。

(2)多元化并购、属地并购、横向并购和纵向并购。对于检验不同层级开发区内上市公司是否会进行更多的多元化并购、属地并购、横向并购和纵向并购,本文采用如下模型进行实证检验:

表 8 开发区层级与企业技术并购

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	是否为技术性并购( <i>Tec_M&amp;A</i> )			被并购方是否为高新技术企业( <i>High_tec</i> )		
<i>NDZ</i>	0.8298*** (0.0660)		0.7975*** (0.0831)	0.1957** (0.0888)		0.1866** (0.0875)
<i>PDZ</i>		-0.4646*** (0.1282)	-0.1272 (0.1545)		-0.1046 (0.1019)	-0.0335 (0.1008)
N	6401	6401	6401	6858	6858	6858
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1353	0.1209	0.1355	0.1241	0.1234	0.1241
	被并购方专利总数( <i>Target_patent</i> )			被并购方发明专利总数( <i>Target_ipatent</i> )		
<i>NDZ</i>	0.2078*** (0.0515)		0.2284*** (0.0504)	0.1562*** (0.0460)		0.1729*** (0.0461)
<i>PDZ</i>		-0.0058 (0.0586)	0.0775 (0.0560)		-0.0003 (0.0489)	0.0627 (0.0480)
N	7566	7566	7566	7566	7566	7566
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0544	0.0535	0.0545	0.0527	0.0518	0.0527
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

$$Trait\_M\&A_{it} = \alpha + \beta_0 DZ_{it} + \beta_1 Controls + \varepsilon_i + \gamma_t + \delta_{it} + \eta_{it} \quad (4)$$

其中,因变量  $Trait\_M\&A$  为企业发起的并购事件特征变量。如果并购企业和被并购企业属于不同的行业,则定义该并购事件为多元化并购。本文设置虚拟变量  $Cross\_M\&A$  表示并购为多元化并购时赋值为 1,否则赋值为 0。属地并购则是并购企业和被并购企业属于同一省份内,本文设置虚拟变量  $Local\_M\&A$  表示并购为属地并购时赋值为 1,否则赋值为 0。横向并购( $H\_M\&A$ )的选取参照徐虹等(2015)的做法,将企业的并购类型划分为相关并购和无关多元化,将前者中的横向整合定义为横向并购;纵向并购( $V\_M\&A$ )的定义参照 Fan and Lang(2000)的做法,依据国家统计局 2017 年全国投入产出表构建了各行业之间的纵向相关系数,然后将并购方和被并购方属于不同行业且二者所属行业之间的纵向相关系数大于 0.1 的样本定义为纵向并购。其他变量定义同模型(1)中保持一致,同时在控制变量中加入企业所在行业的赫芬达尔—赫希曼指数( $HHI$ ),以行业内所有企业主营业务收入占比的平方和表示。

表 9 上半部分报告了不同层级开发区设立对企业多元化并购和属地并购特征影响的实证结果。由第(1)—(3)可知,在控制住各种因素之后,国家级开发区变量( $NDZ$ )部分显著为负,而省级开发区变量( $PDZ$ )显著为正。这表明国家级开发区内的企业会降低无关多元化并购;而省级开发区内的企业却实施了更多的多元化并购。这也验证了不同层级开发区发展模式的差异:国家级开发区内企业会更多地采取内涵式发展模式,减少规模扩张的无关多元化并购;而省级开发区内的企业则更多地采取外延式发展模式,进行更多的多元化并购。第(4)—(6)列进一步报告了开发区层级与企业属地并购的回归结果,可知国家级开发区设立对域内企业的属地并购行为具有抑制作用,而省级开发区设立却显著增加了域内企业的属地并购概率。因此,这一实证结果也支持省级开发区内企业的并购行为会更多受到地方政府政绩政策意图的影响,表现出更多的多元化并购和属地并购;而国家级开发区内企业的并购行为却并没有这一特征。表 9 下半部分报告了开发区层级对企业横向并购和纵向并购特征影响的回归结果。由第(1)—(3)列关于横向并购的回归可知,变量  $NDZ$  在 5%的水平上显著为正,变量  $PDZ$  却在 1%的水平上显著为负,这表明国家级开发区设立显著促进了域内企业的横向并购行为,而省级开发区设立却抑制了企业的横向并购行为。与此相反,在第(4)—(6)列关于纵向并购的回归结果中由变量  $NDZ$  和  $PDZ$  的系数可知,国家级开发区设立显著降低了企业的纵向并购,省级开发区设立却促进了域内企业的纵向并购行为,这一结果与前文的理论相符。

## 2. 开发区层级与企业并购绩效分析

下面进一步分析:不同层级开发区内企业的并购行为差异会不会带来并购绩效的差异呢?通常创新能力能够使企业在激烈的竞争环境中保持竞争优势,提升公司业绩,因此,技术性并购在一般情况下会带来更好的并购绩效;而地方政府影响下的企业并购行为往往会与企业的经济效益最大化目标有所背离,可能不利于企业绩效的改善,也无助于企业在长期内获取竞争优势,反而有损企业的并购绩效(潘红波等,2008)。本文从短期的市场绩效和长期的会计绩效两个维度探讨不同层级开发区设立对企业并购绩效的影响。

(1)短期并购绩效。本文以并购首次公告前后的股票累计超额收益率( $CAR$ )度量。在具体计算中,选取首次并购公告日前 250 个交易日至前 30 个交易日作为估计窗口期,采用市场模型(Market Model)计算并购首次公告日前后共 3 天和共 10 天的累计超额收益率( $CAR3$ 、 $CAR10$ )。在计算  $CAR$  之前,对并购样本做如下处理:①同一家公司两次并购时间间隔小于 6 天(20 天)的,删去后者;②如果并购宣告时间不在交易日,将并购宣告日往后推迟到最近的交易日;③剔除并购宣告时间向前的有效交易日少于 250 天的样本。最后本文计算出有效的  $CAR3$  的事件样本 4185 个,计算出有效的

表9 开发区层级与企业跨行业和属地并购行为

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	是否为多元化并购(Cross_M&A)			是否为属地并购(Local_M&A)		
NDZ	-0.2290** (0.0899)		-0.0856 (0.0967)	-0.2821*** (0.0863)		-0.1259 (0.0959)
PDZ		0.6017*** (0.0936)	0.5700*** (0.0946)		0.6215*** (0.1165)	0.5746*** (0.1283)
N	7008	7008	7008	7209	7209	7209
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1488	0.1531	0.1533	0.0781	0.0832	0.0836
	是否为横向并购(H_M&A)			是否为纵向并购(V_M&A)		
NDZ	0.3721*** (0.1108)		0.2514** (0.1216)	-0.3236*** (0.0811)		-0.2080** (0.0840)
PDZ		-0.5753*** (0.0874)	-0.4798*** (0.0917)		0.5052*** (0.0812)	0.4284*** (0.0795)
N	6969	6969	6969	7134	7134	7134
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1325	0.1343	0.1356	0.1092	0.1111	0.1121
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

CAR10 的事件样本 4121 个。实证结果显示,无论是以 CAR3 还是 CAR10 作为因变量来回归,核心解释变量 NDZ 和 PDZ 的系数结果均不显著<sup>①</sup>。这说明不同层级开发区设立对域内企业并购的短期市场绩效并没有产生显著的差异影响。

(2)长期并购绩效。本文采用净资产收益率 ROE 的变化来度量。具体而言,计算并购发生前一年的 ROE 差值(ΔROE1)、并购发生后两年的 ROE 均值与前一年的差值(ΔROE2)以及并购发生后三年的 ROE 均值与前一年的差值(ΔROE3),最终分别得到 6512 个 ΔROE1 有效样本、5457 个 ΔROE2 有效样本以及 4314 个 ΔROE3 有效样本。

表 10 报告了分别使用变量 ΔROE1、ΔROE2 和 ΔROE3 作为因变量进行回归的结果。结果显示,核心解释变量 NDZ 的系数在对三个因变量的回归结果中均保持显著为正,表明国家级开发区内企业具有显著为正的长期会计并购绩效,并且这一正向效应在并购完成后一年、两年甚至三年依然显著,这也与国家级开发区内企业进行更多技术型并购的结论相一致。同时,解释变量 PDZ 的系数在对因变量 ΔROE1 的回归结果中显著为负,而对因变量 ΔROE2 和 ΔROE3 的回归结果中尽管符号为负,但系数的显著性消失,这表明省级开发区内企业的并购具有显著为负的长期会计绩效,这一负面影响在并购完成后一年内表现尤为明显。综合看,本文这一部分的结果与现有大多数关于技术并购和政府干预下企业并购绩效研究的结果一致:国家级开发区设立通过增加企业的技术并购和横向并购能够促使企业在长期保持核心竞争力,提升其经营绩效;而省级开发区内的企业,更容易受到地方政府政绩意图和政策性负担的影响,其并购行为往往会偏离企业最优的经营目标,扭曲企业的并购决策。此外,省级开发区内企业的并购往往追逐粗放式的规模扩张,建立业务庞杂的商业集团,这也会导致企业规模扩张引发内部组织成本的上升和协调难度的增加,损害其经营绩效。

## 六、研究结论与启示

当前中国经济发展进入新常态,面对国内外经贸、产业和科技发展的新形势、新格局,开发区建

① 详细回归结果参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)附件。



表 10 开发区层级与企业会计并购绩效

	并购后一年绩效 ( $\Delta ROE1$ )			并购后两年绩效 ( $\Delta ROE2$ )			并购后三年绩效 ( $\Delta ROE3$ )		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
NDZ	0.0983*** (0.0061)		0.0573*** (0.0062)	0.0140*** (0.0051)		0.0151*** (0.0055)	0.0192*** (0.0062)		0.0199*** (0.0068)
PDZ		-0.1734*** (0.0096)	-0.1524*** (0.0105)		-0.0017 (0.0060)	0.0040 (0.0065)		-0.0049 (0.0068)	0.0024 (0.0073)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs.	6389	6389	6389	5353	5353	5353	4226	4226	4226
R-squared	0.1207	0.1752	0.1882	0.0982	0.0958	0.0984	0.1148	0.1110	0.1148

设能否形成新的集聚效应和增长动能,引领区域经济结构优化调整和发展模式转变,这对于中国经济高质量发展至关重要。本文从企业并购角度,对比研究了国家级和省级开发区设立在促进企业内涵式、高质量发展上的差异;采用 2007—2018 年中国非金融上市公司发起的并购数据和手工收集整理的数据区内企业信息,实证检验了不同层级开发区设立对企业并购行为的影响。研究发现:①国家级开发区设立会显著抑制企业的并购行为;而省级开发区设立却对企业的并购行为起到正向促进作用。②基于异质性分析表明,国家级开发区设立对企业并购行为的抑制作用在市场化程度较高地区和中央企业中更为明显;而省级开发区设立对企业并购行为的促进作用却在市场化程度较高地区能够得到一定的缓解,但是在国有企业尤其地方国有企业中,这种促进效应会更加显著。③在此基础上,关于不同层级开发区设立对企业并购动机探讨的分析表明,国家级开发区内企业的并购行为更多是基于获取并购对方的创新能力和在激烈的竞争环境中保持竞争力,体现为更多的技术并购、高新技术企业并购、被并购方拥有更多的专利以及更多的横向并购,对于国家级开发区内企业并购行为的降低主要是体现在无关多元化并购、属地并购和基于上下游产业链的纵向并购减少;而省级开发区内企业的并购行为却更多的基于地区经济竞争进行的粗放式扩张和完善产业链的动机,体现为进行更多的无关多元化并购、属地并购和基于上下游的纵向并购。④对于并购绩效的分析也发现,虽然不同层级开发区设立对企业的短期市场并购绩效不存在显著影响,但国家级开发区内企业发起的并购会有更好的长期会计并购绩效,这一效应在并购后三年依然显著存在;而省级开发区内企业发起的并购却表现出更差的长期会计并购绩效,尤其在并购后一年较为明显。

为了更好地提升优化各地各层级开发区建设和管理,使其对地区经济高质量发展起到引领作用,基于本文的研究结论,对新时代开发区改革和创新发展提出以下几点启示和政策建议:①优化现有开发区的升级和转型,加强开发区之间的整合。本文的实证研究表明,相比于省级开发区,国家级开发区更能够通过“集聚效应”和“政策效应”促进企业的内涵式发展,更加契合当下经济转型升级和高质量发展的要求。因此,各地区的开发区建设应该注重现有开发区的升级改造:一方面,进一步完善省级开发区升级的相关制度安排,推进部分产业基础较好、管理水平较高的省级开发区升级为国家级开发区;另一方面,也要避免各区域各层次开发区陷入同质化和低水平的恶性竞争,鼓励以国家级开发区和发展水平较高的省级开发区为主体,合并临近地区规模较小、发展水平较低的开发区,完善各地区开发区的空间布局 and 数量规模,形成布局合理、错位发展、功能协调的发展格局。同时,对于整合之后的开发区发展要更加注重完善产业链条和政策支持模式,以优势产业为主体,形成上下游通畅完整的产业链条,从而强化域内企业依靠“集聚效应”,形成创新驱动的内涵式发展

模式,实现在政策红利减弱背景下的转型升级。<sup>②</sup>减少地方政府对开发区内企业经营的直接干预,提升市场这一“无形之手”对资源的配置效率。基于异质性检验结果也表明,无论是对于国家级开发区还是省级开发区,地区市场化程度的提升都有助于降低开发区内企业的粗放式并购扩张。因此,开发区建设可以通过深化体制机制改革打破行政化管理机制,激活市场化运营潜能。而要实现开发区的市场化改革,一方面要理顺开发区的管理权限,按照坚持“市场主导、政府引导”的原则,研究制定开发区的管理条例,另一方面各类开发区要积极推行政企分开、政资分开,最大限度减少政府“有形之手”对市场资源的直接配置,充分发挥市场这一“无形之手”在资源配置中的决定性作用。此外,地方政府和地方官员也要加快建立与高质量发展要求相适应、体现创新发展理念的监督考评体系,减少地方政府和官员基于政绩意图直接干预域内微观企业运行的冲动,而更多采取普惠性、功能型的政策引导支持域内企业和产业的发展。<sup>③</sup>积极引导开发区内企业的创新发展,降低以往追求规模扩张的粗放式发展动机。本文的研究表明,并购不仅有助于国家级开发区内企业实现创新驱动发展和资源的优化配置,也容易成为省级开发区内企业进行粗放式规模扩张的重要方式。在当前经济高质量发展的背景下,地方政府通过省级开发区建设引导地区经济发展的过程中应该摒弃以往通过粗放式并购等方式追求经济在“量”上增长的做法,着重完善创新激励的相关制度安排。地方政府可以通过政策倾斜来引导开发区内企业的并购扩张行为向创新驱动转变;同时,也要注重通过培育开发区的“集聚效应”来激发企业的创新活力,使企业的并购行为真正服务于经济体系的资源优化配置和创新发展,起到助力经济在“质”上提升的作用。总之,通过对优化开发区管理、约束地方政府行为、激励域内企业创新,将中国各层级各类型开发区建设成为大众创业万众创新的集聚区和高水平营商环境的示范区,从而为推进供给侧结构性改革、形成经济增长新动能提供支撑。

#### [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]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.
- [3]邓慧慧,赵家羚. 地方政府经济决策中的同群效应[J]. 中国工业经济, 2018,(4):59-78.
- [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]林毅夫,向为,余森杰. 区域型产业政策与企业生产率[J]. 经济学(季刊), 2018,(1):781-799.
- [6]李贲,吴利华. 开发区设立与企业成长:异质性与机制研究[J]. 中国工业经济, 2018,(4):79-97.
- [7]李国武,候佳伟. 锦标赛体制与中国省级开发区增长:基于省级经验的研究[J]. 社会, 2011,(2):42-72.
- [8]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,(9):108-120.
- [9]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.
- [10]王小鲁,樊纲,余文静. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2017.
- [11]王永进,张国锋. 开发区生产率优势的来源:集聚效应还是选择效应[J]. 经济研究, 2016,(7):58-71.
- [12]向宽虎,陆铭. 发展速度与质量的冲突——为什么开发区政策的区域分散倾向是不可持续的[J]. 财经研究, 2015,(4):4-17.
- [13]徐虹,林钟高,芮晨. 产品市场竞争、资产专用性与上市公司横向并购[J]. 南开管理评论, 2015,(3):48-59.
- [14]郑江淮,高彦彦,胡小文. 企业“扎堆”、技术升级与经济绩效——开发区集聚效应的实证分析[J]. 经济研究, 2008,(5):33-46.
- [15]Ahuja, G., and R. Katila. Technological Acquisitions and the Innovation Performance of Acquiring Firms: a Longitudinal Study[J]. Strategic Management Journal, 2001,(22):197-220.
- [16]Aghion, P., J. Cai, and M. Dewatripont. Industry and Competition [J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2015,7(4):1-32.

- [17]Alder, S. L., Shao, and F. Zilibotti. Economic Reforms and Industrial Policy in a Panel of Chinese Cities[J]. *Journal of Economic Growth*, 2016,4(21):305–349.
- [18]Bena, J., and K. Li. Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions[J]. *Journal of Finance*, 2014,69(5): 1923–1960.
- [19]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.
- [20]Fan, P. H. J., and H. P. Lang. The Measurement of Relatedness: An Application to Corporate Diversification[J]. *Journal of Business*, 2000,73(4):629–660.
- [21]Kim, J., J. Haleblan, and S. Finkelstein. When Firms Are Desperate to Grow via Acquisition [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2011,56(3):26–60.
- [22]Schminke, A., and J. Van. Biesebroeck. Using Export Market Performance to Evaluate Regional Preferential Policies in China[J]. *Review of World Economics*, 2013,149(2):343–367.
- [23]Wang, J. The Economic Impact of Special Economic Zones: Evidence from Chinese Municipalities [J]. *Journal of Development Economics*, 2013,101(4):133–147.
- [24]Zheng, S. Q., W. Z. Sun., J. F. Wu, and M. E. Kahn. The Birth of Edge Cities in China: Measuring the Effects of Industrial Parks Policy[J]. *Journal of Urban Economics*, 2017,(100):80–103.

## Development Zone Level and Enterprise M&A

CAI Qing-feng, CHEN Yi-hui

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

**Abstract:** The global economic and industrial structure is undergoing profound changes, whether the development zones can form new agglomeration effects and growth momentum is essential for leading the high-quality development of China's economy. Using the M&A events initiated by China's listed companies in 2007 to 2018, and the information of the enterprises in the development zone, empirically test the impact of different levels of development zones on enterprise M&A. We find that there are significant operation mechanism and impact on enterprise M&A differences in the state-level development zones and provincial development zones. The empirical results show that the establishment of national development zones will inhibit the M&A of enterprises. The effect is more obvious in regions with higher marketization and central state-owned enterprises; while the establishment of provincial development zones has a positive effect on the enterprises M&A, and the promotion effect is more significant in regions with low marketization and local state-owned enterprises. Further, the M&A activities of enterprises in national development zones are more based on innovation-driven, reflected in the increase of technology M&A, high-tech enterprise M&A, the merged party has more patents, horizontal mergers and acquisitions inter the industry, and the reduction of cross-industry M&A, territorial M&A and vertical M&A, which brings better long-term M&A performance; while the M&A activities of enterprises in provincial development zones are more based on the regional economic competition and the extension of the industrial chain, which are manifested in more cross-industry M&A, territorial M&A and vertical M&A, which reduce the long-term M&A performance.

**Key Words:** development zone level; enterprise M&A; technical M&A; regional competition; M&A performance

**JEL Classification:** L52 G34 G38

[责任编辑:覃毅]