

· 公司金融 ·

地方金融监管改革对企业并购的影响研究

——来自地方金融“办升局”的经验证据

王彩萍 丁浩珂 黄志宏*

【摘要】 本文以2013~2022年中国A股上市公司为样本,选取地方金融“办升局”为自然实验,深入分析地方金融监管改革对企业并购的影响。研究发现:第一,地方金融“办升局”显著促进了企业并购决策;第二,地方金融“办升局”主要通过有效抑制影子银行通道和改善企业在地方金融组织的融资环境,发挥“挤出”和“促融”效应,进而推动企业进行更多的并购;第三,地方金融“办升局”对企业并购的促进作用主要体现在政府金融监管支出水平高的地区和并购依赖程度高的企业;第四,经济后果检验表明,地方金融“办升局”在企业本省并购中发挥了更为积极的价值创造效应。本文不仅为中国金融监管体系的完善提供了经验参考,还为充分发挥强大金融监管效能、促进实体经济高质量发展提供了重要的政策启示。

【关键词】 地方金融监管改革 并购 影子银行 融资环境

引 言

党的二十大报告明确提出,“深化金融体制改革”“加强和完善现代金融监管”,并强调“依法将各类金融活动全部纳入监管”。习近平总书记也强调强大的金融监管是金融强国建设应具备的关键核心金融要素之一^①。但在中国

* 王彩萍,中山大学国际金融学院、高级金融研究院教授、博士生导师,广东省习近平新时代中国特色社会主义思想研究中心特约研究员;丁浩珂,中山大学国际金融学院、高级金融研究院博士研究生;黄志宏,华南理工大学工商管理学院副教授。通讯作者及联系方式:黄志宏,广州市天河区五山路381号华南理工大学工商管理学院;E-mail: huangzh@scut.edu.cn。本文得到国家自然科学基金重点项目“国有资本并购重组理论、机制与模式研究”(72132010)、国家自然科学基金青年科学基金项目“资本市场监管创新对企业并购绩效的影响及其作用机制”(72302124)、高校基本科研业务费“重大项目培育和新兴交叉学科培育计划项目”(24wkje12)的资助。感谢匿名审稿人的审稿意见,文责自负。

^① 源自习近平总书记2024年1月在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上发表的重要讲话, https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202401/content_6926302.htm?slh=true。

金融监管体制是由中央和地方双层结构组成的背景下,商业银行、保险公司、证券公司等各类大型持牌类金融机构,其监管职责由中央金融监管部门承担,而小贷公司、融资担保公司、典当行等各类地方金融组织,却因地方金融监管部门存在监管权责边界模糊、执法权限不足等问题,长期处于宽松的监管环境之中。这导致部分企业通过各类地方金融组织进行监管套利,严重影响了金融服务实体经济的能力(张震宇,2015;屈淑娟,2017)。例如,云南昆明泛亚有色金属交易所因地方金融监管不足,以稀有金属交易为名募集的430亿元资金被用于高风险套利活动,最终因流动性断裂导致22万名投资者权益受损。此外,这一模式还被河北滨海大宗商品交易所、贵州中进大宗商品交易中心等多地效仿,累积的区域性金融风险不断显现,进一步加剧了系统性金融风险隐患(刘志伟,2021)。正如古人云“千里之堤,溃于蚁穴”,虽然单个地方金融组织所涉资金规模或风险看似不大,但若监管不到位,长期任其发展,必然会积小患为大患。因此,要充分发挥金融监管的强大效能、助力金融强国建设,强化地方金融监管已然成为一项迫切的任务。

2017年7月,第五次全国金融工作会议首次明确了地方政府在金融监管中的重要角色,指出“地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下,按照中央统一规则,强化属地风险处置责任”。随后,为落实会议精神,2018年底和2019年初我国各省份^①集中将地方金融办公室(以下简称“地方金融办”)改为地方金融监督管理局(以下简称“地方金融监管局”),即“办升局”改革。这一改革旨在完善中央和地方金融监管职责分工,要求地方金融监管局承担起“7+4”类地方金融组织^②的监管职责,进而弥补中央金融监管体系在地方层面存在的不足,进一步促进金融回归服务实体经济本源。那么,地方金融“办升局”的成效究竟如何?能否切实提高金融服务实体经济的能力?

并购作为重要的实体投资活动,是企业优化资源配置及促进地方产业升级的核心工具(Andrade et al., 2001; Golubov et al., 2012)。《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》和《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》也明确指出,并购在推动企业产业链上下游资源整合、

① 指中华人民共和国省级行政区,包括省、自治区、直辖市,不含港、澳、台,下同。

② 指小额贷款公司、融资担保公司、区域性股权市场、典当行、融资租赁公司、商业保理公司、地方资产管理公司7类金融组织,以及农民专业合作社、投资公司、社会众筹机构、地方交易场所4类金融组织。

促进产业升级转型等方面发挥着重要作用。因此，考察地方金融“办升局”对企业并购的影响能较好地检验地方金融监管改革的实体经济效应。

基于此，本文以2013~2022年中国A股上市公司为初始研究样本，运用双重差分法检验以地方金融“办升局”为代表的地方金融监管改革对企业并购的影响。本文的潜在贡献如下。

第一，拓展了地方金融监管改革有效性的相关研究。目前，国内研究主要讨论了中央金融监管改革的有效性（柳光强和王迪，2021；胡悦等，2023；向锐和沈璐，2024），但鲜有研究从企业并购角度剖析地方金融监管改革的有效性。在国际层面，既有文献多聚焦于中央层面的宏观审慎监管（Beck et al.，2010；Borio，2011；Laeven and Levine，2008），对地方性法规变革如何影响企业并购等资源配置行为的探讨也较为缺乏。本文通过研究地方金融“办升局”对企业并购行为的潜在影响，拓展了中国情景下地方金融监管改革的相关研究。

第二，揭示了地方金融“办升局”对企业并购行为影响的作用机制。现有关于讨论地方金融“办升局”有效性的实证研究，主要认为改革通过抑制影子银行投资渠道推动实体企业“脱虚”后“向实”，但鲜有文献从融资环境的视角来直接检验地方金融“办升局”所发挥的中介效应（李明蕊等，2025；王蕾等，2024）。本文实证结果证明，地方金融“办升局”通过降低企业在地方金融组织的融资成本、提高融资可得性，推动企业发起更多的并购活动。这一发现表明企业融资能力的差异将显著影响其对外部投资机会的把握，与企业融资约束理论相呼应（Fazzari et al.，1988；Kaplan and Zingales，1997）。本文的机制识别验证了上述理论在我国地方金融制度变迁下的适用性，为理解地方金融监管通过影响融资环境改变企业并购行为提供了依据。

第三，从地方金融监管改革的视角拓展了企业并购的相关研究。目前，学者主要关注资本市场条件、产业政策和企业特性等因素对并购产生的影响（蔡庆丰和田霖，2019；李善民等，2020；Andrade et al.，2001；Kumar et al.，2023）。然而，作为影响企业资本流动和融资环境的重要因素，学界对地方金融监管对并购的作用却鲜有探讨。并购作为重要的企业实体投资活动，与金融市场融资环境紧密相关。而地方金融监管改革在抑制影子银行投资渠道的同时，还改善了企业在地方金融组织的融资环境，因此企业并购行为势必会受到

地方金融监管改革的影响。本文通过深入研究地方金融“办升局”对企业并购的影响,为金融助力并购市场健康发展提供了重要参考。

一 制度背景、理论分析与研究假设

(一) 制度背景

随着市场化进程的推进,地方经济的快速发展对金融服务的需求不断增加,中央政府开始逐步下放部分金融管理权限,允许地方政府参与区域金融资源的调配。但在这一过程中,非法集资、影子银行等地方金融市场乱象出现。为弥补地方金融监管短板,2002年上海成立首个金融办,地方金融办的设立标志着地方金融监管逐步走向制度化。

然而,地方金融办在运行过程中存在一些问题。一是监管职能矛盾。地方金融办既需承担推动地方金融创新发展的“运动员”职能,又负有防控区域性金融风险的“裁判员”责任(王蕾等,2024)。二是监管边界模糊。地方金融组织涵盖小额贷款、融资租赁、商业保理等多类业态,而地方金融办因缺乏统一的归口管理,无法对跨部门、跨业态的金融风险进行有效识别与处置(李明蕊等,2025)。三是权力配置缺陷。即便地方金融办重视风险管理,但其作为政府直属办事机构,既无独立行政执法权,又受限于地方财政预算,使其对地方金融组织的治理流于形式。

针对上述问题,2019年各省份将原地方金融办升级为地方金融监管局,从而实现如下两个方面的关键转变。一是明确监管定位和边界。地方金融“办升局”将“7+4”类地方金融组织统一纳入地方金融监管局的监管范围。二是增强金融治理能力。地方金融监管局被赋予了更独立的行政执法权和更充足的金融资源支配权,使其不仅能够依法对违规行为采取强制性措施,摆脱过去“以劝代管”的被动局面,还能够有效引导地方金融组织规范运营,进一步促进金融资源合理配置,助力当地实体经济健康发展。

(二) 理论分析与研究假设

1. 地方金融“办升局”对企业并购活动的“挤出”效应

根据监管套利理论(Kane, 1981),地方金融办“重发展、轻监管”的倾向,使企业能够在改革前通过地方金融组织通道,将资金配置到高风险的影子

银行业务。而地方金融“办升局”能从以下几个方面压缩地区层面的影子银行活动。其一，调整监管定位，强化属地监管责任。各地方政府陆续出台的地方金融监督管理条例，明确了地方金融监管局在地方金融治理体系中的核心地位，压实了其对地方金融组织的日常监管和风险防范处置责任。其二，明确监管边界，统一归口监管。地方金融“办升局”把“7+4”类地方金融组织统一纳入地方金融监管局监管范围后，各地政府加快补齐了各类地方金融组织分类监管的规范性文件，显著压缩了地方金融组织开展影子银行业务的空间。其三，赋予独立行政执法权，加强监管威慑力。地方金融“办升局”赋予地方金融监管局明确的独立行政执法权，各省份普遍制定了配套的行政处罚裁量基准，为依法查处地方金融组织的违法违规行为提供了制度依据。

进一步地，当地方影子银行渠道被有效压缩后，企业通过非正规渠道获取的投机性收益显著降低，这迫使企业重新聚焦主营业务的发展（李明蕊等，2025；王蕾等，2024）。此时，企业要想保持竞争优势，就要更依赖其在实体经济经营中的价值创造能力。根据投资替代理论、效率理论（Tirole, 2006；Jensen and Ruback, 1983），企业可以通过并购实现规模经济、范围经济和获取创新技术，进而实现价值创造。因此，本文认为，随着地方金融“办升局”将原本投资于地区影子银行业务的资金挤出，那些依赖并购进行价值创造的公司会将投资重点聚焦到并购活动上。据此，本文提出如下假设。

H1a：地方金融“办升局”通过发挥“挤出”效应，有效抑制影子银行通道，促进企业进行更多的并购。

2. 地方金融“办升局”对企业并购活动的“促融”效应

金融抑制理论（McKinnon, 1973）认为，地方金融办存在的权责模糊等问题，本质上属于一种制度缺陷，这制约了地方金融组织支持实体经济的积极作用。而地方金融“办升局”通过以下路径有效改善了企业在地方金融组织的融资环境。一方面，部门监管权力强化使地方金融组织的可贷款资金增加。地方金融监管部门升级为“局”增强了其金融监管权行使的合法性与权威性，这拓宽了地方金融组织的融资渠道，提升了融资倍数，并提高了对同一借款人的贷款余额上限，进而增加了地方金融组织的可贷资金（陈宇峰和叶志鹏，2014）。另一方面，部门监管权力强化降低了地方金融组织的融资成本。地方金融监管局成立后，职能更加完善。许多地方政府设立专项基金、提供风险补偿资金或给予税收减免，用于扶持地方金融组织的运行。

进一步地,根据融资约束理论(Kaplan and Zingales, 1997),企业往往因资金短缺而无法及时、有效地把握有利可图的并购投资项目。而地方金融“办升局”缓解了企业的资金压力,帮助企业在支付巨额的并购对价后仍有充足的金融资源进行并购整合,从而提高了企业发起并购交易的能力。据此,本文提出如下假设。

H1b: 地方金融“办升局”通过发挥“促融”效应,有效改善企业在地方金融组织的融资环境,促进企业进行更多的并购。

3. “挤出”效应与“促融”效应的协同作用

在上述分析中,“挤出”效应与“促融”效应虽表面上属于两种机制的并列关系,但在金融制度变迁的背景下,二者之间往往存在深层次的互动与联动关系,其综合作用共同强化了企业并购行为的资源配置倾向。

从制度经济学视角来看,“挤出”效应强调的是通过强制性制度安排抑制非正规金融行为;而“促融”效应则强调在地方制度完善的背景下优化金融资源供给(North, 1990)。二者在机制上存在协同逻辑,即“挤出”效应使企业将资源从影子银行撤出,并重新配置到并购投资领域,释放了潜在的并购资金需求;“促融”效应则通过改善地方金融组织的融资服务能力,提供匹配且低成本的并购融资供给。这种“需求端释放”与“供给端增强”的同步发生所产生的协同效应,相较于单一效应独立发挥作用,更能激发企业的并购意愿并提升其并购能力。据此,本文进一步提出如下假设。

H1c: 地方金融“办升局”通过“挤出”与“促融”效应的正向协同,促进企业进行更多的并购。

二 研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2013~2022年中国A股上市公司作为初始研究样本,剔除了ST、*ST公司,从事金融业和房地产业的公司,以及所需变量数据缺失的样本。此外,本文剔除了重组类型为资产剥离、债务重组、股份回购、股权转让的并购事件,仅保留上市公司交易地位为“买方”且最终完成交易的并购样本。若上市公司在同一天发生多次并购事件,则仅按一次并购事件进行统计。为避

免极端值对研究结果产生影响，本文对所有连续变量在上下1%的分位数水平上进行了缩尾处理。本文的地方金融监管数据来自30个省份^①的地方金融监管局官方网站，地方金融组织的借贷数据来自RESSET数据库，并购及其他财务数据均源于CSMAR数据库。

（二）模型构建与变量定义

参考Nunn和Qian（2011）以及王蕾等（2024）的回归模型，本文建立广义双重差分模型以考察地方金融“办升局”对企业并购决策的影响：

$$MADecision = \delta_0 + \delta_1 PreSup \times After + \delta_2 PreSup + \delta_3 Controls + FE + \varepsilon \quad (1)$$

其中，被解释变量 $MADecision$ 为企业并购决策的代理变量，包含 $MADummy$ 和 $MACount$ 两个维度，前者衡量公司当年是否发起并购，后者衡量企业的并购频率。若上市公司当年成功发起并购， $MADummy$ 取值为1，否则取值为0； $MACount$ 为上市公司发生并购事件的数量。 $PreSup$ 表示改革冲击前的地方金融监管强度。由于地方金融“办升局”主要将“7+4”类地方金融组织纳入统一的监管范畴，在研究时间段内不存在完全不受该政策影响的上市公司，因此借鉴王蕾等（2024）的做法，本文从地方金融监管强度维度出发，使用2013~2022年各省份发布的地方金融组织监管的规范性文件数量加1后取自然对数再取倒数，作为地方金融监管强度 $PreSup$ 的代理变量。 $After$ 为时间虚拟变量，由于绝大部分省份集中在2019年初完成改革，因此对于2019年之前的样本， $After$ 取值为0，2019年及之后的样本取值为1。模型同时控制了年份固定效应和行业固定效应，用 FE 表示。由于变量 $After$ 已被年份固定效应吸收，因此不再将其单独纳入回归模型。本文主要关注交互项 $PreSup \times After$ 的回归系数 δ_1 ，若回归系数 δ_1 显著为正，则说明地方金融监管改革能够显著促进实体进行更多的并购。

向量 $Controls$ 代表所有控制变量，包含规模（ $Size$ ）、成长性（ $Growth$ ）、第一大股东持股（ $Sh1$ ）、机构持股（ $Inshare$ ）、负债率（ $Leverage$ ）、现金流量（ CFO ）和企业年龄（ Age ）。本文主要变量定义如表1所示。此外，本文对回归系数的标准误在企业层面上进行了聚类处理（Petersen, 2009）。

^① 由于西藏自治区尚未建立金融监督管理局官方网站，因此从样本中剔除。

表 1 主要变量定义

变量名	变量含义	变量说明
<i>MADecision</i>	并购决策	<i>MADummy</i> 为发起并购的哑变量, 若上市公司当年成功发起并购取值为 1, 否则取值为 0
		<i>MACount</i> 为上市公司发生并购事件的数量
<i>PreSup</i>	地方金融监管强度	地方金融组织监管的规范性文件数量加 1 后取自然对数再取倒数
<i>After</i>	时间虚拟变量	样本观测期在 2019 年之前取值为 0, 在 2019 年及之后取值为 1
<i>Size</i>	规模	期末总资产的自然对数
<i>Growth</i>	成长性	公司本期营业收入较上期营业收入的增长率
<i>Sh1</i>	第一大股东持股	企业第一大股东持股数量与总股数之比
<i>Inshare</i>	机构持股	机构投资者持股数量与总股数之比
<i>Leverage</i>	负债率	总负债与总资产之比
<i>CFO</i>	现金流量	经营活动的现金净流量与期末总资产之比
<i>Age</i>	企业年龄	上市公司自上市起的年份数

三 实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

表 2 报告了关键变量的描述性统计。*MADummy* 的均值为 0.267, 表明有 26.7% 的样本曾发起过并购。*MACount* 的最大值为 4, 表明研究样本中, 有公司曾在单一年度内发起过 4 次符合条件的并购。*After* 的均值为 0.495, 表明地方金融监管局设立后的样本占比接近 50%, 分布较为均衡。

表 2 关键变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	
核心变量	<i>MADummy</i>	29848	0.267	0.443	0	1
	<i>MACount</i>	29848	0.319	0.579	0	4
	<i>PreSup</i>	29848	0.434	0.201	0.263	1.443
	<i>After</i>	29848	0.495	0.500	0	1

续表

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	
控制变量	<i>Size</i>	29848	22.218	1.300	19.035	27.139
	<i>Growth</i>	29848	0.160	0.426	-0.646	2.809
	<i>Sh1</i>	29848	0.334	0.147	0.082	0.738
	<i>Inshare</i>	29848	0.426	0.247	0.004	0.929
	<i>Leverage</i>	29848	0.420	0.205	0.053	0.959
	<i>CFO</i>	29848	0.048	0.069	-0.184	0.255
	<i>Age</i>	29848	11.630	7.784	1	33

(二) 地方金融“办升局”对企业并购决策的影响

表3列示了地方金融“办升局”影响企业并购决策的回归结果。结果表明, $PreSup \times After$ 的系数均在1%的水平上显著为正, 这意味着地方金融监管改革能够提高企业的并购概率和频率。在经济意义上, $MADummy$ 和 $MACount$ 的系数值分别为0.0854和0.100, 说明相比于对照组, 地方金融“办升局”实验组发起并购的概率和频率分别提高了31.99% ($8.54\% \div 26.7\%$) 和31.35% ($10.0\% \div 31.9\%$), 经济意义非常显著。

表3 地方金融“办升局”影响企业并购决策的回归结果

变量	(1)	(2)
	$MADummy$	$MACount$
$PreSup \times After$	0.0854*** (3.119)	0.100*** (2.805)
$PreSup$	-0.0506** (-2.469)	-0.0693** (-2.427)
控制变量	是	是
年份和行业固定效应	是	是
观察值	29848	29848
调整后的 R^2	0.0443	0.0486

注：括号内是经公司层面聚类调整的t值；***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著，下同。

(三) 稳健性检验

1. 平行趋势检验

广义双重差分模型的一个关键假设是平行趋势假设。参考以往学者的做法 (Bertrand and Mullainathan, 2003; Chen, 2017), 本文将模型 (1) 的时间虚拟变量进行拆分, 分为 $Post_{\leq t-5}$ 、 $Post_{t-4}$ 、 $Post_{t-3}$ 、 $Post_{t-2}$ 、 $Post_{t-1}$ 、 $Post_t$ 、 $Post_{t+1}$ 、 $Post_{t+2}$ 、 $Post_{t+3}$, 并将这些变量分别与 $Treat$ 进行交乘, 重新代入模型 (1) 进行检验。本文以政策实施前五年为基期。图 1 的结果表明, 地方金融“办升局”前两类企业的并购行为波动并无明显区别, 平行趋势假设得到满足。

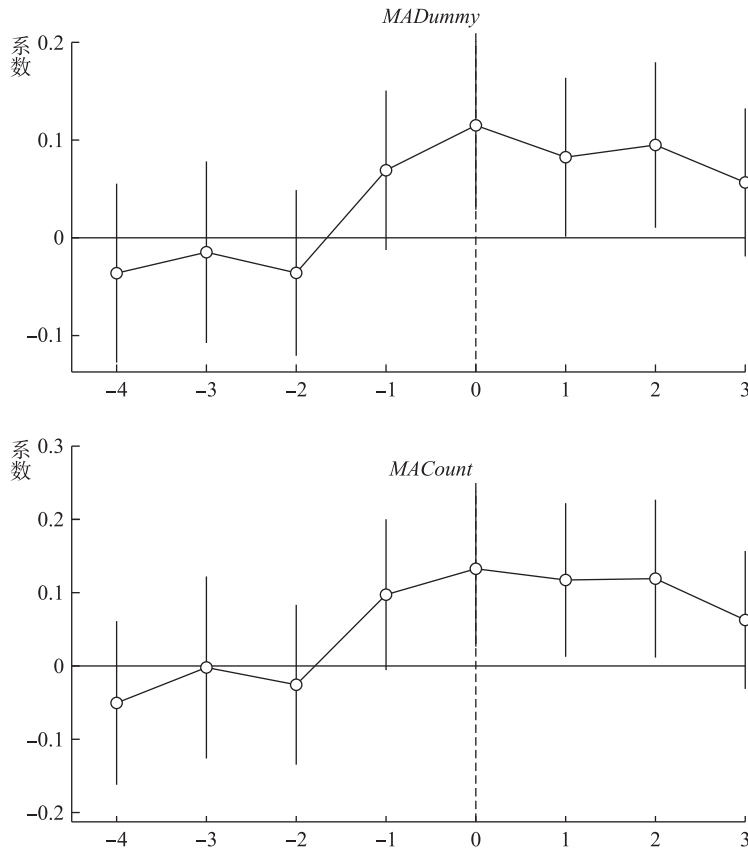


图 1 被解释变量分别为 $MADummy$ 和 $MACount$ 的平行趋势假设检验

2. 安慰剂检验

为了检验本文的实证发现是源于政策干预而非其他外生因素, 本文借鉴 Cornaggia 和 Li (2019) 的做法, 在样本数据中随机生成地方金融“办升局”

的时间点并进行回归，重复回归 500 次，记录交互项 $PreSup \times After$ 的 t 值分布。如图 2 所示，在 500 次的随机抽样中，伪政策 t 值分布的均值接近 0，且该分布与标准正态分布高度拟合。而基于真实数据得到的回归 t 值分别为 3.119 和 2.805（见表 3），均远离随机分布范围。这表明，企业并购概率和频率的上升的确是地方金融“办升局”的结果，而非其他未被控制的因素导致的。

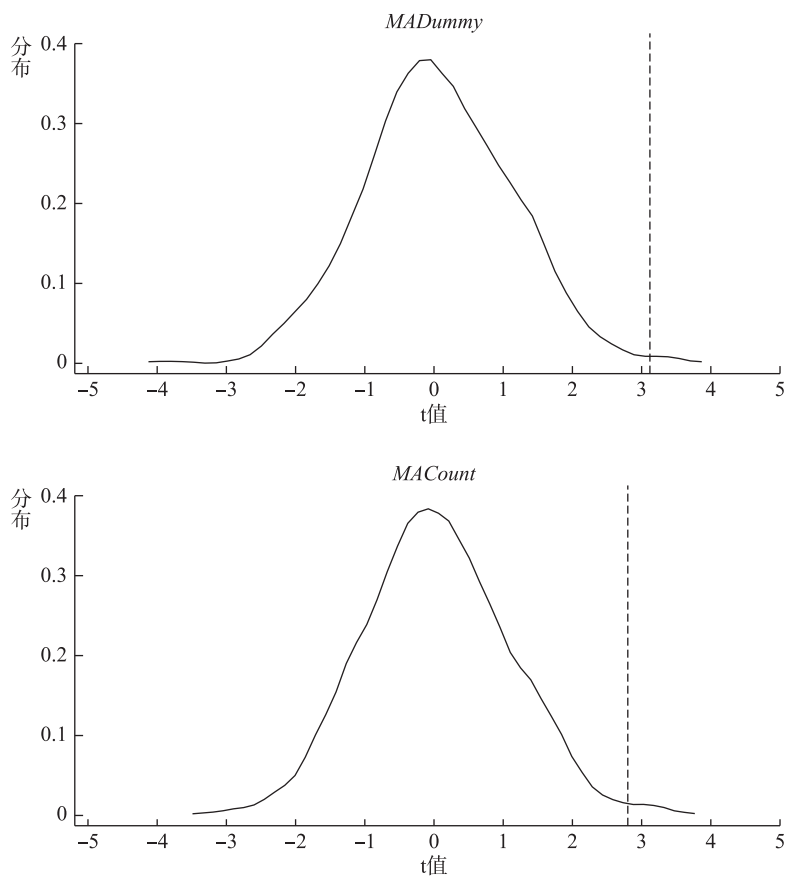


图 2 安慰剂检验

3. 其他稳健性检验

为验证基准回归结果的稳健性，本文分别采用添加固定效应（加入省份固定效应）、加入因变量的滞后项、更换因变量的衡量周期（使用并购决策的后 2 年作为因变量再次进行回归）等方法进行稳健性检验。回归结果均与基准结果保持一致，验证了本文结论的稳健性。

四 进一步分析与讨论

(一) 地方金融“办升局”影响企业并购的机制分析

1. 地方金融“办升局”的“挤出”效应

本文的理论分析表明,地方金融“办升局”通过发挥“挤出”效应,有效抑制影子银行通道,促进企业进行更多的并购。因此,本文通过观测地方金融“办升局”对企业影子银行业务投资规模的影响,直接检验这一机制。本文借鉴李建军和韩珣(2019)的做法,采用委托贷款、民间借贷、委托理财与购买各类金融产品四者之和的自然对数衡量影子银行业务投资规模(*Sh-Bank*)。表4的列(1)结果显示,*PreSup×After*的回归系数在5%的水平上显著为负。上述结果支持本文的假设H1a。

2. 地方金融“办升局”的“促融”效应

本文的理论分析同时表明,地方金融“办升局”通过发挥“促融”效应,有效改善企业在地方金融组织的融资环境,促进企业进行更多的并购。因此,本文通过观测地方金融“办升局”对企业在地方金融组织融资成本和融资可得性的影响,直接检验这一机制。由于难以获取完整的地方金融组织融资成本和融资可得性数据,本文采用RESSET数据库的公司借贷明细数据,手工筛选出借出方为地方金融组织的借贷金额和利率作为地方金融组织融资成本和融资可得性的代理变量,并对借贷金额除以总资产进行标准化处理。表4的列(2)和列(3)结果显示,*PreSup×After*的回归系数分别显著为正和显著为负。上述结果支持本文的假设H1b。

表 4 作用机制检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>ShBank</i>	<i>InforLoan</i>	<i>InforRate</i>
<i>PreSup×After</i>	-0.375** (-2.387)	0.00463*** (2.804)	-0.0186** (-2.034)
控制变量	是	是	是
年份和行业固定效应	是	是	是
观察值	17274	29848	409
调整后的 R ²	0.229	0.0248	0.223

3. “挤出”效应与“促融”效应的协同作用分析

前文分别从“挤出”效应与“促融”效应两个机制维度，探讨了地方金融监管改革如何影响企业并购行为。然而，这两种机制并非彼此独立。本文的理论分析指出，“挤出”效应与“促融”效应之间存在正向协同作用。为验证该假设，本文构建了如下的交互项回归模型：

$$MADecision = \alpha\gamma_0 + \alpha_1 PreSup \times After + \alpha_2 PreSup + \alpha_3 ShBank + \alpha_4 InforLoan + \alpha_5 ShBank \times InforLoan + \alpha_6 Controls + FE + \varepsilon \quad (2)$$

$$MADecision = \sigma_0 + \sigma_1 PreSup \times After + \sigma_2 PreSup + \sigma_3 ShBank + \sigma_4 InforRate + \sigma_5 ShBank \times InforRate + \sigma_6 Controls + FE + \varepsilon \quad (3)$$

表5展示了“挤出”效应与“促融”效应的协同作用。结果显示，交互项系数在两个模型中均显著为正，表明当影子银行通道受限越强时，地方融资环境改善对企业并购的促进作用更显著。这一发现验证了理论分析部分提出的假设 H1c。

表5 “挤出”效应与“促融”效应的协同作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>MADummy</i>	<i>MACount</i>	<i>MADummy</i>	<i>MACount</i>
<i>ShBank</i> × <i>InforLoan</i>	0.175* (1.858)	0.170* (1.721)		
<i>ShBank</i> × <i>InforRate</i>			2.095** (2.413)	3.163*** (2.656)
控制变量	是	是	是	是
年份和行业固定效应	是	是	是	是
观察值	17268	17268	174	174
调整后的 R ²	0.0523	0.0561	0.371	0.355

(二) 地方金融“办升局”影响企业并购的异质性分析

1. 地区特征的影响

地方政府的金融监管支出水平是影响地方金融“办升局”成效的关键因素。根据资源依赖理论，组织的行为和决策受外部资源获取能力的影响，资

源短缺会限制组织的执行能力和战略选择 (Nienhuser, 2008)。地方政府金融监管支出水平低可能导致地方金融监管改革资源投入不足, 进而使监管执行力弱化。因此, 本文推测, 相较于地方政府金融监管支出水平低的地区, 改革的成效在地方政府金融监管支出水平高的地区更显著。参考王辉和朱家云 (2022) 的做法, 本文选用各省份政府金融监管等事务支出占比作为地方金融监管支出的代理变量, 并根据中位数分组进行回归。表 6 的 Panel A 结果, 支持了上述推测。

2. 企业并购意愿的影响

理论分析指出, 地方金融“办升局”能为企业实体经济活动提供资金支持。而并购作为企业重要的实体投资活动, 能发挥实体资源再配置功能, 帮助企业实现价值创造 (Andrade et al., 2001; Golubov et al., 2012)。因此, 本文推测, 当企业将并购作为自身发展战略中重要的组成部分时, 公司更有动机在地方金融“办升局”后进行并购。本文借鉴 Gokkaya 等 (2023) 的做法, 通过计算企业在政策发生前的并购总支出与投资总支出的比例来衡量并购依赖程度, 并以该指数的行业中位数为临界值将样本划分为并购依赖程度高和并购依赖程度低两组。表 6 的 Panel B 结果表明, $PreSup \times After$ 变量的回归系数仅在并购依赖程度高的组显著为正, 在并购依赖程度低的组不显著, 且基本通过了组间系数差异性检验, 这一结果支持了上述推测。

表 6 异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>MADummy</i>		<i>MACount</i>	
	Panel A: 金融监管支出			
	高	低	高	低
$PreSup \times After$	0.119*** (3.246)	0.0331 (0.693)	0.150*** (3.346)	0.0128 (0.198)
控制变量	是	是	是	是
年份和行业固定效应	是	是	是	是
观察值	11903	17083	11903	17083
调整后的 R^2	0.0440	0.0513	0.0491	0.0557
系数差异性检验	$p=0.0580^*$		$p=0.0220^{**}$	

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>MADummy</i>		<i>MACount</i>	
	Panel B: 并购依赖程度			
	高	低	高	低
<i>PreSup×After</i>	0.122** (2.275)	0.0377 (0.628)	0.141** (2.072)	0.0283 (0.337)
控制变量	是	是	是	是
年份和行业固定效应	是	是	是	是
观察值	8034	8165	8034	8165
调整后的 R ²	0.0988	0.0809	0.0992	0.0787
系数差异性检验	$p=0.122$		$p=0.088^*$	

(三) 地方金融“办升局”与企业并购区域选择

结合我国地方金融监管改革的背景来看，地方金融“办升局”对不同区域并购活动的影响可能存在差异。根据制度经济学理论（North, 1990），制度环境的差异是阻碍企业跨区域活动的重要来源。地方政府为了保持对关键技术产业的控制权和保护当地经济发展，更倾向于支持本省并购活动。反之，对于跨省并购来说，被并方政府更倾向于通过拖延审批进程、增加并购交易的法律风险、限制并购方获取真实信息等方式，干预并购活动的顺利进行（方军雄，2008）。因此，地方金融“办升局”对企业本省并购活动产生的效果更为显著。

为了验证上述推断，本文分别对不同区域的并购活动进行回归分析，结果如表7所示。其中，*MADummy*表示公司是否发起本省并购或跨省并购，是则为1，否则为0；*MACount*表示公司进行本省并购或跨省并购的总次数。从表7可以看出，地方金融“办升局”对企业并购的影响主要集中在本省，验证了前文的推断。

表7 地方金融“办升局”与企业异地并购决策

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	本省并购		跨省并购	
	<i>MADummy</i>	<i>MACount</i>	<i>MADummy</i>	<i>MACount</i>
<i>PreSup×After</i>	0.0572*** (2.658)	0.0591*** (2.645)	0.0216 (1.214)	0.0207 (1.116)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	本省并购		跨省并购	
	<i>MADummy</i>	<i>MACount</i>	<i>MADummy</i>	<i>MACount</i>
控制变量	是	是	是	是
年份和行业固定效应	是	是	是	是
观察值	29848	29848	29848	29848
调整后的 R ²	0.0178	0.0174	0.0322	0.0315

(四) 企业并购绩效分析

上述实证结果表明,地方金融“办升局”增强了金融服务实体经济的能力,推动企业开展更多本省并购活动。那么,地方金融“办升局”所驱动的企业并购经济后果究竟如何?本文通过将并购分为本省并购与跨省并购,考察地方金融“办升局”对不同区域并购绩效的影响,来回答这一问题。借鉴现有文献做法,本文分别从短期并购绩效和长期并购绩效两个方面来衡量企业并购绩效(Bradley et al., 1988; Healy et al., 1992; Golubov et al., 2015; 王艳和李善民, 2017; 孙亮和刘春, 2022)。其中,本文以 $[-3, +3]$ 、 $[-5, +5]$ 两个窗口期计算并购事件的累积超额收益率(CAR)来衡量企业短期并购绩效。此外,本文利用并购后24个月和36个月的股票收益率减去市场组合收益率(BHAR),以及主并公司并购前后2年和3年的总资产收益率变化(ΔROA)来衡量长期并购绩效。表8和表9的回归结果显示,地方金融“办升局”对企业本省并购绩效的影响显著为正,但对跨省并购绩效的影响不显著。这表明,地方金融“办升局”仅在企业本省并购中发挥积极的价值创造作用。

表 8 地方金融“办升局”对企业本省并购绩效的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CAR</i> $[-3, 3]$	<i>CAR</i> $[-5, 5]$	<i>BHAR</i> 24	<i>BHAR</i> 36	$\Delta ROA_{t-2,t+2}$	$\Delta ROA_{t-3,t+3}$
<i>PreSup</i> × <i>After</i>	0.0268* (1.704)	0.0379** (2.025)	0.225* (1.815)	0.359* (1.932)	0.0247** (2.114)	0.0274** (2.067)
控制变量	是	是	是	是	是	是

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR [-3, 3]	CAR [-5, 5]	BHAR24	BHAR36	$\Delta ROA_{t-2,t+2}$	$\Delta ROA_{t-3,t+3}$
年份和行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观察值	2528	2528	2056	1740	1920	1286
调整后的 R ²	0.158	0.153	0.116	0.136	0.107	0.164

表9 地方金融“办升局”对企业跨省并购绩效的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR [-3, 3]	CAR [-5, 5]	BHAR24	BHAR36	$\Delta ROA_{t-2,t+2}$	$\Delta ROA_{t-3,t+3}$
<i>PreSup</i> × <i>After</i>	-0.0156 (-0.558)	-0.00462 (-0.137)	0.136 (0.631)	-0.160 (-0.498)	0.0107 (0.585)	-0.0185 (-0.698)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份和行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观察值	1895	1895	1589	1385	1503	1003
调整后的 R ²	0.223	0.232	0.109	0.107	0.136	0.162

五 结论与启示

健全的金融监管体系是政府推动经济高质量发展的关键路径之一。本文以2013~2022年中国A股上市公司为样本,研究发现:第一,地方金融“办升局”显著提高了企业发起并购的概率和频率,这一结果在经过一系列稳健性检验后依然成立;第二,地方金融“办升局”通过“挤出”效应和“促融”效应,促进了企业进行更多的并购;第三,对于政府金融监管支出水平高的地区和并购依赖程度高的企业,改革的效果更为明显;第四,经济后果检验表明,地方金融“办升局”仅在本省并购中显著提高了企业并购绩效。

基于上述结论,本文的政策启示如下。第一,持续深化地方金融监管体制改革。建议出台更具针对性的地方金融组织监管规范性文件,明确监管细则,涵盖影子银行通道业务的认定标准、业务边界以及违规惩处措施等,让监管工作有章可循。第二,强化“疏堵协同”政策工具。一方面,应升级影子银行监测体

系,运用穿透式监管手段,对违规机构实施严格处罚,提高其套利成本;另一方面,应推动地方金融组织向“并购服务枢纽”转型,如设立省级并购引导基金等。第三,实施差异化区域金融政策。对于监管资源相对薄弱的地区,可通过中央财政转移支付或政策指导,弥补地方金融基础设施短板,确保改革红利均衡分配。

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] 陈宇峰,叶志鹏.金融体制改革的理论进展与实践经验——首届“温州金融改革与发展研讨会”综述[J].经济研究,2014(5):188-192.
- [3] 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+148+188.
- [4] 胡悦,吴文锋,杜林琳.资管新规的防风险和促实体效应:风险分担视角[J].经济研究,2023(11):117-132.
- [5] 李建军,韩珣.非金融企业影子银行化与经营风险[J].经济研究,2019(8):21-35.
- [6] 李明蕊,陈昱燃,何尧,等.“新瓶装旧酒”还是“旧貌换新颜”:地方金融监管与企业金融化[J].证券市场导报,2025(1):38-52.
- [7] 李善民,黄志宏,郭菁晶.资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2020(7):41-57.
- [8] 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(3):124-136+188.
- [9] 刘志伟.地方政府参与金融监管的程序性机制优化[J].地方立法研究,2021(4):44-56.
- [10] 柳光强,王迪.政府会计监督如何影响盈余管理——基于财政部会计信息质量随机检查的准自然实验[J].管理世界,2021(5):157-169+12.
- [11] 潘红波,杨海霞.竞争者融资约束对企业并购行为的影响研究[J].中国工业经济,2022(7):159-177.
- [12] 屈淑娟.地方政府参与金融监管的制度逻辑及构建路径[J].中国管理科学,2017(7):18-27.
- [13] 孙亮,刘春.监管科技化如何影响企业并购绩效?——基于证监会建立券商工作底稿科技管理系统的准自然实验[J].管理世界,2022(9):176-196.
- [14] 汤晟,饶品贵,李晓溪.金融强监管与企业集团内部资本市场资源配置——来自资管

- 新规的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2024 (1): 131-149.
- [15] 让·梯若尔. 公司金融理论 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2007.
- [16] 王辉, 朱家雲. 金融监管视角下银行稳健性与流动性资产配置 [J]. 经济研究, 2022 (12): 104-123.
- [17] 王蕾, 陈靖, 何婧. 地方金融监管改革与实体经济回归本源——基于地方金融“办升局”的准自然实验 [J]. 财经研究, 2024 (1): 19-33.
- [18] 王艳, 李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效? [J]. 管理世界, 2017 (12): 125-140.
- [19] 向锐, 沈璐. 联合授信制度与企业会计信息质量——基于准自然实验的经验证据 [J]. 会计研究, 2024 (8): 19-31.
- [20] 张震宇. 地方金融监管的实践 [J]. 中国金融, 2015 (7): 76-77.
- [21] ANDRADE G, MITCHELL M, STAFFORD E. New evidence and perspectives on mergers [J]. Journal of Economic Perspectives, 2001, 15 (2): 103-120.
- [22] BECK T, DEMIRGÜÇ-KUNT A, LEVINE R. Financial institutions and markets across countries and over time: The updated financial development and structure database [J]. World Bank Economic Review, 2010, 24 (1): 77-92.
- [23] BERTRAND M, MULLAINATHAN S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences [J]. Journal of Political Economy, 2003, 111 (5): 1043-1075.
- [24] BORIO C. Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism [J]. Capitalism and Society, 2011, 6 (1): 1-23.
- [25] BRADLEY M, DESAI A, KIM E H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 21 (1): 3-40.
- [26] CHEN S X. The effect of a fiscal squeeze on tax enforcement: Evidence from a natural experiment in China [J]. Journal of Public Economics, 2017, 147: 62-76.
- [27] CORNAGGIA J, LI J Y. The value of access to finance: Evidence from M&As [J]. Journal of Financial Economics, 2019, 131 (1): 232-250.
- [28] DENG P. Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion? [J]. Journal of World Business, 2009, 44 (1): 74-84.
- [29] FAZZARI S M, HUBBARD R G, PETERSEN B C, et al. Financing constraints and corporate investment [J]. Brookings Papers On Economic Activity, 1988, (1): 141-206.
- [30] GOKKAYA S, LIU X, STULZ R M. Do firms with specialized M&A staff make better acquisitions? [J]. Journal of Financial Economics, 2023, 147 (1): 75-105.
- [31] GOLUBOV A, PETMEZAS D, TRAVLOS N G. When it pays to pay your investment banker:

- New evidence on the role of financial advisors in M&As [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67 (1): 271–311.
- [32] GOLUBOV A, YAWSON A, ZHANG H. Extraordinary acquirers [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 116 (2): 314–330.
- [33] HEALY P M, PALEPU K G, RUBACK R S. Does corporate performance improve after mergers? [J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 31 (2): 135–175.
- [34] JENSEN M C, RUBACK R S. The market for corporate control: The scientific evidence [J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11 (1–4): 5–50.
- [35] KANE E. J. Accelerating inflation, technological innovation, and the decreasing effectiveness of banking regulation [J]. *Journal of Finance*, 1981, 36 (2): 355–367.
- [36] KAPLAN S N, ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112 (1): 169–215.
- [37] KUMAR D, SENGUPTA K, BHATTACHARYA M. Macroeconomic influences on M&A deal outcomes: An analysis of domestic and cross-border M&As in developed and emerging economies [J]. *Journal of Business Research*, 2023, 161.
- [38] LAEVEN L, LEVINE R. Complex ownership structures and corporate valuations [J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21 (2): 579–604.
- [39] MCKINNON R I. Money and capital in economic development [J]. *International Journal*, 1973, 29 (4): 649–651.
- [40] NIENHUSER W. Resource dependence theory—How well does it explain behavior of organizations? [J]. *Management Revue*, 2008, 19 (1–2): 9–32.
- [41] NORTH D C. *Institutions, institutional change, and economic performance* [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [42] NUNN N, QIAN N. The potato's contribution to population and urbanization: Evidence from a historical experiment [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2011, 126 (2): 593–650.
- [43] PETERSEN M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22 (1): 435–480.
- [44] TIROLE J. *The theory of corporate finance* [M]. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2006.
- [45] WILLIAMSON O E. *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting* [M]. New York: Free Press, 1987.

Research on the Impact of Local Financial Supervision Reform on Corporate Merger and Acquisitions

—Empirical Evidence from the Local Financial “Office-Promoted-to-Bureau” Reform

Wang Caiping, Ding Haoke, Huang Zhihong

Abstract This paper investigates the impact of local financial supervision reform on corporate mergers and acquisitions (M&As) by using A-share listed companies in China from 2013 to 2022 as the research sample, and taking the local financial “Office-Promoted-to-Bureau” reform as a quasi-natural experiment. The study finds that the reform significantly promotes firms’ M&As activities. Further analysis reveals that the reform mainly operates through two channels: by effectively suppressing shadow banking activities and improving firms’ access to financing through local financial institutions, thereby encouraging more M&As decisions. Moreover, the effect of the reform is more pronounced in regions with higher government financial supervision spending, and among firms with a greater reliance on M&As. An analysis of the economic consequences suggests that the reform creates positive value in intra-provincial M&As activities. This study not only provides empirical evidence for the improvement of China’s financial supervision system, but also offers important policy implications for enhancing supervisory effectiveness to support the high-quality development of the real economy.

Keywords Local Financial Supervision Reform Mergers and Acquisitions Shadow Banking Financing Environment