

分类号 F83/636  
UDC 0005823

密级  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 数字普惠金融对中小上市公司并购的影响研究

研究生姓名: 姚正浩

指导教师姓名、职称: 方来 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2024年6月3日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名: 姚正浩 签字日期: 2024年6月3日  
导师签名: 马 签字日期: 2024年6月3日  
导师(校外)签名: \_\_\_\_\_ 签字日期: \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定, 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项:

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘, 允许论文被查阅和借阅, 可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文;

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库, 传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名: 姚正浩 签字日期: 2024年6月3日  
导师签名: 马 签字日期: 2024年6月3日  
导师(校外)签名: \_\_\_\_\_ 签字日期: \_\_\_\_\_



# **Impact of Digital Inclusive Finance on Corporate Mergers and Acquisitions: Evidence from Chinese SMEs Listed Companies**

**Candidate: Yao Zhenghao**

**Supervisor: Fang Lai**



## 摘 要

我国资本市场的日益成熟推动了企业对结构优化、资源整合和战略扩张等方面需求的增长。近年来,随着企业的迅速发展,为了满足其资源和信息需求,企业并购活动频繁,成为优化产业布局和调整市场结构的主要手段。当前,我国正处于产业转型与升级的关键时期,这促使许多企业通过并购来实现产业链上下游的衔接,促进我国并购交易市场的不断扩大。然而,企业并购决策的高风险性直接取决于企业能否获得充足的资金支持以及资金成本的高低,进而直接影响并购交易能否顺利完成,对企业的长短期绩效产生重要影响。数字普惠金融作为我国金融发展的推动力之一,在过去的十余年发展历程中,已经成为中小企业的主要资金来源,是企业成长过程中不可或缺的外部融资渠道。尽管有大量研究探讨了数字普惠金融对企业创新发展的促进作用,但许多学者更关注企业在缓解融资约束后对研发投资决策的影响,却忽略了数字普惠金融对企业并购决策的影响。近年来,数字普惠金融的发展为中小企业带来了稳定的现金流入,增加了企业的可用资金。借款融资也能够促使企业优化内部管理,提高企业的经营质量。此外,数字普惠金融与融资约束之间存在紧密联系,这为研究数字普惠金融对企业并购决策的影响提供了可能性,对数字普惠金融对企业并购影响提供了现实重要意义。然而,当前有关数字普惠金融的研究主要围绕产业转型与经济增长、企业融资约束与发展创新等方面,而鲜有文献对数字普惠金融与企业并购之间的关系进行研究。因此,本研究旨在探讨数字普惠金融对中小上市企业并购的影响。具体而言,研究将关注以下几个问题:数字普惠金融是否能够促进企业进行并购并提升其并购绩效?数字普惠金融对企业并购决策和绩效的影响路径是怎样的?企业技术活跃度、行业竞争程度和产权性质的异质性如何影响数字普惠金融与中小上市企业并购之间的关系?

为了科学且合乎逻辑地展开研究,本文选用了2011年至2021年间在中国沪深A股市场上市的中小板和创业板企业作为研究对象,对市域数字普惠金融发展与企业并购以及并购绩效之间的影响关系进行了实证检验。研究结果表明,数

字普惠金融对企业的并购行为具有显著影响，从而积极推动了企业的并购活动。进一步分析发现，数字普惠金融对企业并购决策及绩效的影响路径主要体现在并购支付方式、企业技术创新以及企业并购溢价的方面。此外，异质性检验结果表明，数字普惠金融对中小型的上市企业的并购决策影响因企业技术活跃度、产权性质以及竞争环境等因素的不同而存在差异。在企业技术活跃度更高、竞争程度高和民营企业中，数字普惠金融对企业并购决策、长短期并购绩效的影响作用更显著。本文运用了工具变量方法来处理内生性问题，并采用了前置一期被解释变量、模型替换、Bootstrap 法以及因果中介模型（medsens）等稳健性检验方法，以进一步支持研究结论的可靠性。根据实证结果，可以得出以下结论启示：对于中小企业而言，应当重视利用数字普惠金融渠道提供的支持。数字普惠金融发展通过科学利用信贷融资对企业并购进行促进，有助于降低并购融资成本。理性评估并购行为的风险和收益，抑制过度投资，助于对并购绩效水平的提升。数字普惠金融需要进一步普及数字金融服务，以扩大中小企业客户规模。持续提供资金支持可以通过促进并购来优化资源分配，减少信息不对称。合理评估企业未来的发展趋势，重点关注并购活动对债务杠杆效应的影响，以确保对不同风险项目的合理投资。政府应当加强金融体系和体制改革，完善资本市场运作机制，改善企业融资环境。此外，政府还应加强企业并购的规范管理，拓展融资渠道，规范信息披露要求，提升企业的信用环境，营造透明的金融交易环境。

本文的贡献主要体现在以下几个方面：首先，深入探讨数字普惠金融这一外部因素与企业并购之间的关系，补充了影响企业并购决策的外部因素文献，为数字普惠金融对企业并购决策及其绩效的影响提供了实证证据。第二，本文对数字普惠金融发展对企业的微观影响进行了深入研究，拓展了对数字普惠金融支持企业经济效果的研究视角。这一研究丰富了对数字普惠金融在企业层面影响的认识，为进一步拓展和实现数字普惠金融发展提供了实证支持。第三，本研究进一步澄清了数字普惠金融在企业并购决策和绩效中的具体作用路径，并对不同情境下的差异效应进行了深入探讨。这为企业实现价值创造型并购提供了新的思路和方法。

**关键词：**数字普惠金融；企业并购；并购绩效；并购支付方式；技术创新

## Abstract

The increasing maturity of China's capital market has driven the demand for enterprise optimization, resource integration, and strategic expansion. In recent years, as enterprises have experienced rapid growth, corporate mergers and acquisitions have become frequent to meet their resource and information needs, serving as a primary means to optimize industrial layout and adjust market structures. China's current stage of industrial transformation and upgrading has prompted many enterprises to pursue mergers and acquisitions to achieve upstream and downstream convergence within the industrial chain, thus contributing to the continuous expansion of China's M&A transaction market. The high risk associated with M&A decision-making hinges directly on whether enterprises can secure sufficient financial support and manage the costs of capital effectively. This factor significantly influences the successful completion of M&A transactions and plays a pivotal role in the long-term and short-term performance of enterprises. Digital inclusive finance, as a driving force in China's financial development, has emerged as a crucial source of funding for SMEs over the past decade, serving as an essential external financing channel for enterprise growth. Although numerous studies have explored the facilitative role of digital inclusive finance in fostering the innovative development of enterprises, scholarly attention has predominantly focused on the impact of enterprises' R&D investment decisions post-alleviation of financing constraints. However, little attention has been paid to the influence of digital inclusive finance on enterprises' M&A decisions. In recent years, the development of digital inclusive finance has provided stable cash inflows to SMEs, increasing the available capital for enterprises. Additionally, borrowing financing can prompt enterprises to optimize internal management and improve

operational quality. Furthermore, the strong correlation between digital inclusive finance and financing constraints presents an opportunity to examine the impact of digital inclusive finance on corporate M&A decisions, thereby holding significant practical and theoretical implications for the intersection of digital financial inclusion and corporate M&A. Despite the extensive focus on industrial transformation, economic growth, corporate financing constraints, and development innovation in existing research on digital financial inclusion, scant literature has explored the relationship between digital financial inclusion and corporate M&A. Therefore, this study aims to address this gap by investigating the impact of digital financial inclusion on M&A activities among small and medium-sized non-financial enterprises. Specifically, the study will address the following questions: does digital financial inclusion facilitate firms in conducting M&A activities and enhance their M&A performance? What is the pathway through which digital financial inclusion influences firms' M&A decisions and performance? How do the heterogeneity of firms' technological activities, the degree of industry competition, and the nature of property rights affect the relationship between digital financial inclusion and M&A among small and medium-sized non-financial firms?

To comprehensively explore the aforementioned topics, this study has chosen small and medium-sized enterprises (SMEs) and Growth Enterprise Market (GEM) listed companies in China's Shanghai and Shenzhen A-share markets from 2011 to 2021 as its research subjects. It empirically investigates the nexus between digital financial inclusion and corporate M&A activities, along with their resultant performance outcomes. The findings reveal that digital financial inclusion significantly influences the frequency of corporate M&A transactions, thereby

stimulating M&A activities among enterprises. Further scrutiny exposes the pathways through which digital financial inclusion impacts corporate M&A decision-making and performance, chiefly manifested in M&A payment modalities, corporate technological innovation, and M&A premiums. Moreover, heterogeneity testing indicates that the impact of digital financial inclusion on M&A decision-making among small and medium-sized non-financial enterprises varies depending on factors such as technological engagement, property rights disposition, and competitive dynamics. Notably, its effects on M&A decisions and performance, both in the short and long term, are more pronounced among firms exhibiting heightened technological activity, facing intense competition, and operating as private entities. Employing the instrumental variable approach to tackle endogeneity issues, this study supplements its findings with robustness tests, including front-period explanatory variables, model substitution, the Bootstrap method, and the causal mediation model (medsens), thus fortifying the reliability of the research outcomes. Based on the empirical evidence, several pertinent conclusions emerge. For SMEs, strategic emphasis should be placed on leveraging the support afforded by digital financial inclusion channels. Within the digital inclusive finance landscape, judicious utilization of credit financing for corporate M&A endeavors can mitigate the costs associated with M&A financing. Concurrently, enterprises must conduct prudent assessments of the risks and rewards inherent in M&A activities, guarding against excessive investment to enhance the efficacy of M&A ventures. Furthermore, the popularization of digital financial services is imperative to expand the clientele base of SMEs. Sustained financial backing not only facilitates M&A transactions but also fosters resource optimization and diminishes information asymmetries. Additionally, there is a pressing

need for enterprises to conduct reasoned evaluations of future economic scenarios, particularly regarding the debt leverage implications arising from M&A pursuits, to ensure judicious investments in high-risk ventures. On the governmental front, efforts should be directed towards bolstering the reform of financial systems and institutions, enhancing the operational mechanisms of capital markets, and refining the financing milieu for enterprises. Additionally, regulatory oversight should be intensified to standardize M&A practices, broaden financing avenues, enforce transparency in information disclosure requirements, fortify the credit environment, and cultivate a transparent financial transaction ecosystem.

The contribution of this paper manifests primarily in several dimensions: Firstly, it conducts a comprehensive exploration of the relationship between digital financial inclusion and corporate mergers and acquisitions (M&A), with digital financial inclusion being treated as an external factor. This represents a valuable addition to the existing literature concerning external determinants impacting corporate M&A decisions and furnishes empirical evidence regarding the influence of digital financial inclusion on such decisions. Secondly, the paper undertakes an in-depth examination of the micro-level effects of digital financial inclusion development on enterprises, thereby broadening the research scope pertaining to the economic ramifications of digital financial inclusion in bolstering corporate operations. This investigation enriches the comprehension of the enterprise-level impact of digital inclusive finance and furnishes empirical validation for further refining the evolution of digital inclusive finance. Lastly, in addition to the holistic analysis of digital inclusive finance and its implications on corporate M&A decision-making, the paper delineates the pathway through which digital inclusive finance influences corporate M&A

decision-making and performance. It also delves into the nuanced effects observed in diverse contexts, thereby presenting novel insights to aid enterprises in achieving value-enhancing M&A transactions.

**Keywords:** Digital Inclusive Finance; M&As; M&A Performance; M&A payment methods; Corporate technological innovation

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	3
1.3 研究内容与研究方法 .....	4
1.3.1 研究内容 .....	4
1.3.2 研究方法 .....	6
1.4 国内外文献综述 .....	8
1.4.1 数字普惠金融的文献综述 .....	8
1.4.2 企业并购的相关研究 .....	11
1.5 创新点及不足 .....	14
<b>2 理论基础及作用机理</b> .....	16
2.1 相关概念 .....	16
2.1.1 数字普惠金融 .....	16
2.1.2 企业并购决策 .....	16
2.1.3 并购绩效 .....	17
2.2 理论基础 .....	18
2.2.1 金融包容理论 .....	18
2.2.2 知识基础理论 .....	18
2.2.3 优序融资理论 .....	20
2.2.4 委托代理理论 .....	20
2.2.5 融资约束理论 .....	21
2.3 数字普惠金融影响企业并购的理论分析与假设提出 .....	21
2.3.1 数字普惠金融直接影响企业并购的理论分析 .....	22
2.3.2 数字普惠金融间接影响企业并购的理论分析 .....	23
<b>3 数字普惠金融与中小上市企业的并购的现状分析</b> .....	27
3.1 数字普惠金融的发展现状 .....	27

3.2 中小上市公司并购的发展现状.....	28
3.2.1 中小上市公司并购的行业分布.....	28
3.2.2 中小上市公司并购的类型分布.....	29
3.2.3 企业并购市场的整体发展现状.....	30
3.3 本章小结.....	31
<b>4 研究设计与数据来源.....</b>	<b>32</b>
4.1 数据来源与处理.....	32
4.2 变量选取与测度.....	32
4.2.1 被解释变量.....	32
4.2.2 解释变量.....	33
4.2.3 中介变量.....	33
4.2.4 控制变量.....	34
4.3 主要变量的描述性统计.....	38
4.4 模型设定.....	39
4.4.1 基准回归模型.....	39
4.4.2 机制回归分析.....	40
<b>5 实证结果与分析.....</b>	<b>42</b>
5.1 基准回归分析.....	42
5.1.1 hausman 检验与多重共线性检验.....	42
5.1.2 基准回归分析.....	43
5.2 机制检验.....	45
5.2.1 基于并购支付方式的机制检验.....	45
5.2.2 基于技术创新的机制检验.....	46
5.2.3 基于企业并购溢价的机制检验.....	47
5.3 稳健性检验.....	48
5.3.1 替换模型.....	48
5.3.2 因变量前置一期.....	49
5.3.4 工具变量法.....	50

5.3.5 Bootstrap 法与因果中介效应检验.....	51
5.4 异质性检验.....	54
5.4.1 基于企业技术活跃性的异质性.....	54
5.4.2 基于企业产权的异质性.....	55
5.4.3 基于企业竞争程度的异质性.....	57
5.5 本章小结.....	58
<b>6 研究结论与政策建议.....</b>	<b>59</b>
6.1 研究结论.....	59
6.2 政策建议.....	61
<b>参考文献.....</b>	<b>63</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>71</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

随着党的二十大报告的提出与中国经济迈入高质量发展阶段,企业高质量发展作为经济高质量发展的重要组成,创新驱动已成为企业发展的重要动力,特别是初创企业和成长阶段企业的重要发展核心竞争力。企业并购作为一种促进企业发展的途径,因其能够在相对较短的时间内实现优化资源配置、完善公司治理、提升企业价值等特点,直接地提升了企业的核心竞争力。2010年,国务院发布了《促进企业兼并重组的指导意见》,2014年又颁布了《进一步优化企业兼并重组市场环境的指导意见》。这些政策文件在调整我国经济结构和产业布局的同时,还强调了优化资源配置、推动产业转型升级的重要性,使得并购成为帮助企业实现外延式成长和扩张的重要手段。因此,企业并购在高质量发展驱动的背景下受到市场越来越多的关注。

在产业转型升级的过程中,我国依然存在产能过剩情况,因此在鼓励企业进行改革创新的同时,完善企业兼并收购市场、健全监管政策有利于推动并购在企业转型升级与企业创新过程中的促进作用。在企业成长过程中,并购是企业为资源获取进行一系列投入的决策过程,具备充足的资金实力与信息获取能力能够帮助企业在并购前对并购双方企业更好的完成信息交流与共享,在并购过程中降低风险与交易成本,提升并购效率,在并购后提升企业的并购整合难度,提升整合效率,从而有助于提升企业的并购绩效。然而,企业在并购过程中并购企业之间依然存在较为严重的信息不对称,并购时滞较长,并购效率低下导致并购风险依然处于较高的水平,从而容易形成资源的浪费;另外,被并企业存在质量与价格不匹配的现象,导致高溢价低质量的现象依然存在,这导致企业在寻找适当的目标企业时存在信息不对称,导致主并企业可能因并购了高溢价低质量的企业而产生绩效的下滑,不利于改善企业的经营质量,而这种现象的出现抑制了企业的并购意愿,过高的并购溢价可能会导致并购的失败。因此如何改善和促进企业并购在产业转型升级与企业战略投资与发展中的积极作用仍然是学界和业界重点关

注的问题。总体来看，境内企业并购市场虽然存在着诸多挑战和问题，但总体发展趋势仍然是良好的。从行业来看，以互联网、智能制造、金融领域为代表的高科技领域和银行、保险、资产管理等金融行业为代表的传统行业将会引领市场发展。从企业规模来看，大型企业和中小型企业并购市场中的地位将会更为明显，集中度和垂直整合程度也将进一步提高。从市场竞争来看，国际化并购仍将保持快速增长，拓展社会多元利益，实现企业战略联盟和行业竞争新格局的创新与动力。

经济的高质量发展离不开金融机构的支持。国有商业银行作为我国金融系统的主体，随着利率市场化的不断推进，我国商业银行正式进入了“自负盈亏”时代，传统金融机构需要兼顾避免较高的金融风险 and 维持在银行业竞争背景下有稳定且低风险的收益，从而更愿意为资金实力雄厚的大型企业提供金融服务，因此对于未来发展不确定性大的企业，传统金融机构对其会存在天然的金融排斥，导致企业获取资金支持的难度较大，而传统金融机构更倾向于向成熟期企业、规模大的企业进行贷款支持，而处于成熟期的企业具备稳定的固定的产品方向，发展空间较小，企业本身也有充足的自有资金，因此金融机构向此类企业的贷款造成金融资源的浪费。而缺乏资金流的企业，特别是对中小企业存在较为严重的融资约束，这造成企业现金流的短缺，不利于企业经营的改善、生产规模的提升以及创新能力的提升，从而不利于企业实现转型升级与高质量发展。

数字普惠金融的出现弥补了传统金融的金融排斥性，在为企业提供融资便利的同时，改善了企业的融资环境与经营质量，有助于产业内企业的转型升级，提高企业的创新动力。数字普惠金融是一个多维的概念。通过大数据、区块链等互联网技术的不断更新发展使得数字技术与金融业有了更好的融合，数字普惠金融一方面能够有效提高信息处理效率，优化资源配置，另一方面，能够很大程度地扩大金融服务的受益对象和群体，降低用户与金融机构之间的资金或业务交易成本。因此，数字普惠金融能够改善企业的经营质量，提高企业的创新能力与创新动力，提升被并企业的整体质量，吸引有并购意愿的企业的关注。数字普惠金融通过缓解企业的融资约束与贷款成本，增加了企业的融资规模与自有资金，有助于提升企业的整体质量，缓解在并购过程中存在的高溢价低质量的并购困境，从

而提高企业并购绩效；与此同时，数字普惠金融能够降低金融机构与企业之间的信息不对称，而通过信息平台，有助于促进企业之间的信息共享与交流，因此有助于降低并购企业双方的信息不对称性，降低企业的并购风险与交易成本。

因此，数字普惠金融的影响是多元化的，不仅能够直接给予企业融资支持，降低企业和金融机构获取信息的成本，利于区块链等互联网科技保证了信息的安全性和有效性，增加了企业的信息透明度，改善了市场的交易环境，从而丰富了企业在竞争环境中的发展方向，提高了企业的市场竞争动力，从内部促进了企业的成长动力，增加了企业自主创新的意愿，还能够为企业并购提供前置条件，是企业实现价值增值、转型升级以及创新提升的另一重要途径。

## 1.2 研究意义

### (1) 理论意义

一是对数字普惠金融与中小企业并购之间的影响关系作出经济学解释。针对目前我国绝大部分企业面临融资约束的问题，诸多企业受益于数字普惠金融发展带来的融资支持。本文主要围绕数字普惠金融对企业并购活动的影响关系，丰富了企业并购的影响因素及机制，拓展了普惠金融对企业支持理论的边际范围。

二是本文从数字普惠金融缓解融资约束的视角出发，讨论并购支付方式、技术创新、并购溢价对企业并购的影响作用，为数字普惠金融影响企业并购提供了传导机制，并将其纳入理论逻辑的一部分，梳理了数字普惠金融对企业并购影响机制的客观性与合理性，数字普惠金融理论与企业并购理论的衔接为实证研究提供了可行的理论依据。

三是丰富了并购支付方式、并购溢价和技术创新影响因素的相关研究。已有文献关于数字普惠金融对企业发展的间接影响主要围绕企业创新展开。而本文研究数字普惠金融通过对并购支付方式和企业并购溢价的影响，这丰富了支付方式、并购溢价的影响因素及其经济后果的相关文献，为支持企业并购发展提供新的理论支撑，丰富了支付方式与并购溢价对企业并购作用路径的理论研究。

### (2) 现实意义

一是数字普惠金融对企业并购的影响研究,验证数字普惠金融对企业并购的作用机理,验证了数字普惠金融在企业成长过程中的必要性。近年来,数字普惠金融对企业的支持作用能够弥补资本市场与传统金融机构对企业融资支持方面存在不足,特别是对中小微企业的“融资难、融资贵”问题起到显著的缓解作用,对企业整体质量与创新水平的提升起到重要促进作用;数字普惠金融发展促进融资环境的改善,激发企业的成长动力,通过降低创业企业的融资成本,改善了企业生产经营现状,给予企业提升空间用以提升创新能力和综合质量。优质企业数量的增加有助于改善并购市场的目标企业供给,进而能够提高企业的并购需求,这对并购市场的发展起到良好的促进作用。

二是本文丰富了并购支付方式的影响因素及经济后果,能够更好地通过影响企业支付方式来促进企业并购的开展,对企业或产业的转型升级提供参考途径,从而起到优化资源配置的作用,对企业提高并购后经营效率具有重要的现实意义。

三是本文丰富了企业并购溢价的影响因素及经济后果的相关研究。数字普惠金融对企业综合质量的提升对高溢价低质量问题能够起到有效缓解作用,这有助于提升企业并购溢价的真实性,有利于缓解或消除企业并购溢价对企业并购发生概率的抑制作用,双方在并购完成后更好地发挥协同效应与规模效应能够提升企业更好地发展,进而对我国境内并购市场的发展起到推动作用。

综上所述,金融机构在数字技术的加持下能够更好地服务于企业部门。通过数字普惠金融的数字化评估职能对企业自身状况进行针对性的完善。在数字普惠金融的加持下,通过提高企业的综合实力而增加企业并购发生概率与并购绩效,因此能够优化资源配置,对企业提高并购后经营效率以及实现我国经济高质量发展目标具有重要的现实意义。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文主要研究数字普惠金融对中小上市企业并购的影响,主要包括六个章节,内容如下:

第一章为绪论。本章旨在深入探讨本研究的背景与意义，从学术视角对数字普惠金融、企业并购以及两者之间的关系进行综述。通过对相关文献的系统梳理，分析已有学者的研究成果，凸显本文的研究内容和方法，并探讨了可能的创新点与不足之处。

第二章为理论基础及作用机理。通过综合相关文献，本文首先界定了数字普惠金融和企业并购的概念。其次，通过梳理相关理论来提供本文研究的理论支撑。最后，从直接作用和间接作用两个角度分析数字普惠金融对企业并购的影响机理。

第三章为数字普惠金融与中小上市企业并购的现状分析。本章首先分析数字普惠金融的发展现状，总结数字普惠金融在发展过程体现出的特点与优势，并进一步分析总结数字普惠金融对服务企业现状的分析，分析总结现阶段数字普惠金融所存在的优势与不足。其次，分析我国中小上市企业并购发展现状和总体并购的发展现状，从中小上市企业并购的类型与行业分布的角度出发，分析我国现阶段并购的发生情况与并购市场的发展现状，归纳总结其特点和存在的优势与不足。综合上述，分析在不同产权性质、不同企业规模以及不同行业特点的异质性。

第四章为研究设计与数据来源。本章分析了 2011-2021 年我国数字普惠金融的整体情况，从覆盖广度、服务深度以及服务质量三个维度对市域数字普惠金融的发展状况进行了分析。企业并购数据来源于国泰安数据库的企业兼并收购数据库，本文从企业并购行为与企业并购绩效来衡量企业的并购情况。本文选取的控制变量分为两部分，其一是企业内部影响因素的控制变量；其二是企业外部的影响因素。在此基础上，本文进一步分析在不同产权性质、不同技术程度及不同竞争程度的行业情况下，数字普惠金融对企业并购的异质性。

第五章为数字普惠金融发展对企业并购影响的实证分析。首先，本章节采用多维面板固定效应模型与中介效应模型，引入中介变量——技术创新、企业并购溢价以及支付方式，以数字普惠金融指数作为解释变量，企业是否完成并购与企业并购绩效为被解释变量，企业规模、ROA、销售比率、二职合一等为控制变量，研究数字普惠金融发展对企业并购的作用机理，分析其存在的直接效应与间接效应。第二，分析数字普惠金融对企业并购影响的企业技术活跃度异质性、企业产

权的异质性、行业竞争程度的异质性，分析在数字普惠金融对不同技术活跃度企业、国有企业和非国有企业以及不同竞争程度行业中并购作用效果的差异性。

第六章为结论与建议。该部分对本文的理论分析和实证结果进行总结，并针对不同规模企业、国有企业和民营企业以及不同数字属性的行业中数字普惠金融对企业并购的影响情况与各自的发展状况提出相应的建议，以促使数字普惠金融能够更好地服务于推动我国并购市场的发展，多角度地对并购企业双方提供金融服务，使得企业实现创新驱动与产业转型升级的高质量发展。

### 1.3.2 研究方法

本文如图 1.1 所示，主要采用理论分析与实证分析相结合方法，具体方法如下：

文献研究法：在研究过程中，广泛查阅了国内外关于数字普惠金融与企业并购等方面的相关研究资料，系统梳理了当前国内外研究现状，并对文献进行了深入的分析 and 总结。本文探讨了数字普惠金融对中小上市企业并购的影响机理，重点分析了数字普惠金融对企业并购的直接影响以及其间接效应。这些分析为后续对两者关系进行实证研究提供了充分的支撑。

实证研究法：在分析了数字普惠金融与企业并购相关理论的基础上，选取我国 2011—2021 年的数字普惠金融总指数、数字普惠金融覆盖广度、数字普惠金融使用深度、数字普惠金融数字化程度、上市企业是否完成并购（虚拟变量）、上市企业并购绩效、企业技术创新相关数据、企业并购溢价、企业并购支付方式、其他企业财务状况以及地区经济发展等相关数据，建立多维面板固定效应模型来对数字普惠金融对中小上市企业并购的直接效应进行分析，运用中介效应模型全面考察数字普惠金融对中小上市企业并购在两者之间存在的间接效应以及在不同企业技术活跃度、不同产权性质以及不同竞争程度行业中的作用效果。

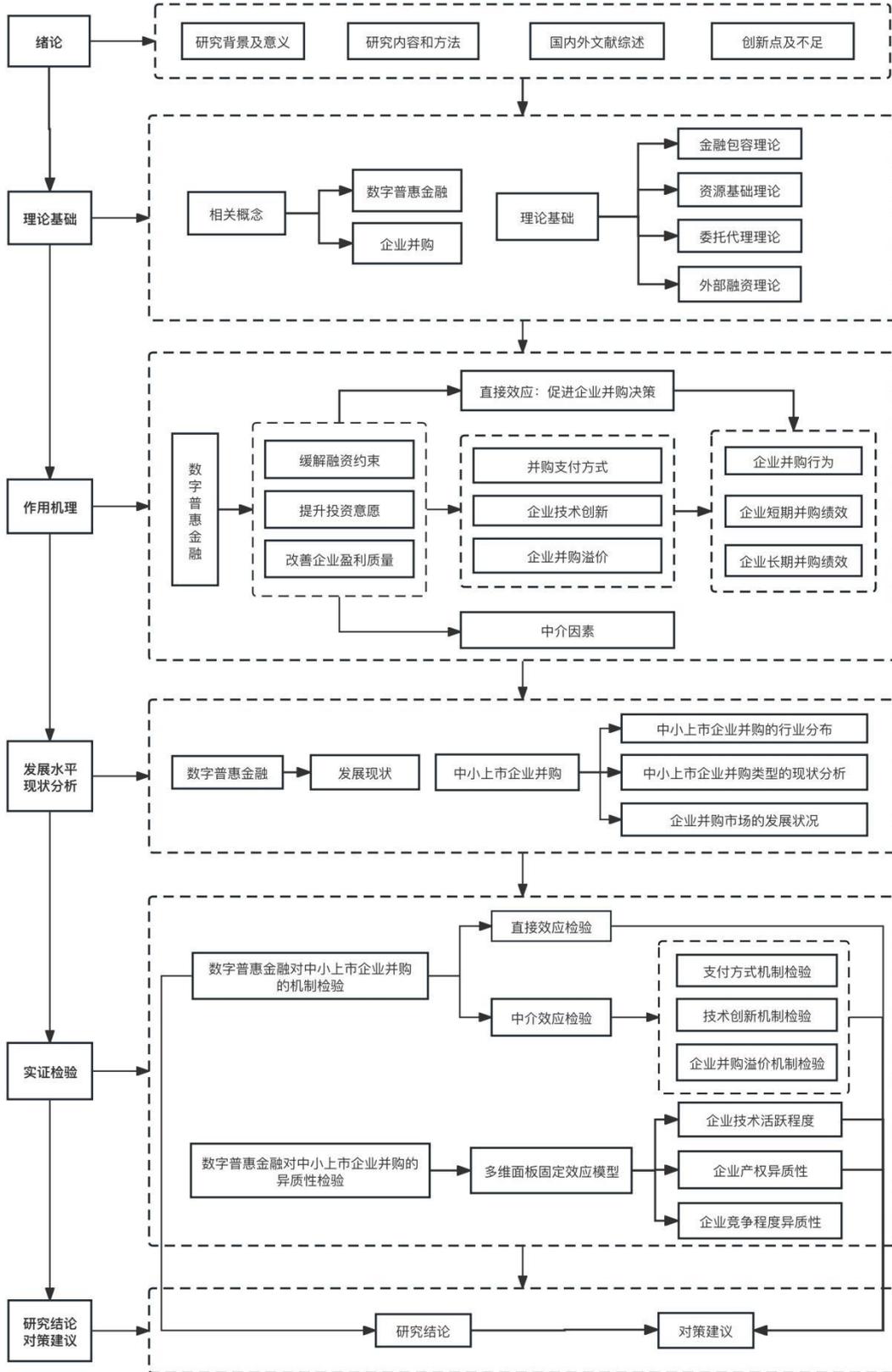


图 1.1 论文框架图

## 1.4 国内外文献综述

### 1.4.1 数字普惠金融的文献综述

数字普惠金融又称为“包容性金融”，是数字技术与普惠金融结合产生的金融服务新业态，是互联网技术蓬勃发展下的传统金融与数字化技术有机结合下的产物。在 2005 年国际小额信贷年首次提到普惠金融（Inclusive Finance）。2013 年在党的十八届三中全会中第一次引入了“普惠金融”这一名词；2015 年 3 月，在《政府工作报告》中指出发展普惠金融的核心要素是扩大金融覆盖面；2016 年 9 月，G20 杭州峰会发布了《G20 数字普惠金融高级原则》，正式确立了“利用数字技术推动普惠金融发展”的第一原则，标志着数字普惠金融的发展迈入了一个新阶段。数字普惠金融作为普惠金融的进一步深化，旨在有效平衡商业和社会双重目标的实现。与传统金融相比，数字普惠金融的发展在覆盖广度、服务深度与服务质量方面为更多难以触及金融服务的群体提供金融服务，优化了金融资源的有效配置，降低了金融机构与客户之间信息成本和交易成本，为经济的高质量发展与发展的不平等性提供了解决途径。因此，在现有文献中，对数字普惠金融的相关研究集中在以下几个方面：

#### （一）数字普惠金融发展水平测度的相关研究

北京大学数字普惠金融研究中心对数字普惠金融发展进行了测度，通过覆盖广度、使用深度与数字化程度在内的 3 个一级维度，共 33 个具体指标进行测度（郭峰等，2020），对进一步测度地方数字普惠金融指数提供可靠思路，业为研究数字普惠金融的影响因素提供了有力参考。冯兴元等（2021）对县域数字普惠金融指数进行构建，通过服务广度、服务深度以及服务质量三方面，共计 25 个指标对中国 2851 个县进行数字普惠金融发展水平的测度，为县级层面数字普惠金融发展的研究提供了可靠依据与参考，得出数字普惠金融的服务广度与服务深度提升较大，但是服务质量相对不足的结论，也为后续进一步协调发展数字普惠金融提供指导。蒋庆正等（2019）对农村地区数字普惠金融的发展水平进行测度，认为非银行机构（如京东金融、阿里金融、微信等）提供的数字普惠金融主要应

用于支付结算方面，能够触及到偏远地区的居民生活，同时考虑到农村的实际情况，选择某国有银行全国县域电子银行发展报告以及地区统计年鉴、经济统计年鉴等，选取东、中、西部 15 个省市样本数据，从电子银行使用广度、电子银行的使用深度以及电子银行使用可持续性三方面对数字普惠金融发展情况进行测度，得出农村地区的数字普惠金融发展水平整体较低，东西部之间发展差异较大等结论（徐敏，2012）。由此可见，数字普惠金融发展水平的测度主要集中在金融服务的覆盖广度、使用深度以及服务质量三个方面开展，也能够体现出数字普惠金融所具备的特点，对传统金融机构形成互补，从而缓解了金融排斥造成的金融支持效率低下、经济金融发展不平衡等问题。

## （二）数字普惠金融在宏观经济层面的相关研究

刘心怡等（2022）研究发现数字普惠金融的覆盖广度与服务深度对共同富裕的促进效果显著，对中西部地区的效果更显著。从总体富裕与共享富裕的视角发现，数字普惠金融对区域经济发展有促进作用，并能够缓解居民所面临的机会不均和收入差距，同时提高人民生活的幸福感与满意度（田瑶等，2022）。基于新结构经济学的视角，研究发现数字鸿沟削弱了数字普惠金融对共同富裕的传导机制，进而得到数字普惠金融与共同富裕呈现正 U 型关系，在经济欠发达与教育薄弱地区效果更显著（尹应凯和陈乃青，2022）。余江龙等（2022）研究认为数字普惠金融通过提升市场化水平来促进经济增长，在二者之间发挥调节作用。而韩亮亮等（2023）认为数字普惠金融能够通过提升创业活跃度来促进共同富裕。

在数字普惠金融促进乡村振兴方面。数字普惠金融能够通过增加农户固定资产投资与农民收入（张兵和李娜，2022）来推动农业机械化，进而实现乡村振兴（孙学涛和于婷，2022）。农民收入的增加促进减贫事业主要受益于数字普惠金融覆盖广度的提升（王凤羽和冉陆荣，2022）。数字普惠金融带来的增收效应推动农村地区家庭金融资产配置比例的提升，有助于推动农村经济的高质量发展（刘颖等，2022）。数字普惠金融对创新活跃度有正向促进作用，进而对乡村振兴产生促进作用（张英杰，2023）。以上分析主要从数字普惠金融对农户收入、固定资产投资、家庭资产配置、区域创新活跃度等方面的促进来对乡村振兴起到正向促进作用，乡村振兴主要通过增加人均 GDP，为企业提供信贷支持来提升

企业生产积极性与创新活力，从家庭层面出发，数字普惠金融优化了家庭资产的配置比例，实现农村经济的高质量发展。

数字普惠金融与经济高质量发展密切相关。徐子尧等（2020）指出，数字普惠金融的支持改善了信贷资源分配和消费刺激，对地区创新能力的提升起到了重要的促进作用。郑雅心（2020）认为，数字普惠金融通过加强基础设施建设、提升教育水平和增加平均工资收入等途径，有助于促进地区创新产出的增长。在产业升级方面，张庆君和黄玲（2021）的研究表明，数字普惠金融推动了地区产业结构的转型升级，引导产业向高级化发展。同时，空间溢出效应也会对周边地区的产业转型升级提供支持（李优树等，2022）。李春发等（2020）从影响机制角度出发，分析了数字普惠金融对产业链组织分工边界的拓展、交易成本的降低、价值分配的转移以及需求的变化等方面产生影响，从而推动了产业结构的升级。此外，贺茂斌和杨晓维（2021）指出，数字普惠金融通过降低金融服务门槛、提高金融服务效率等途径，有助于提升全要素生产率，进而促进了我国经济的高质量发展。

数字普惠金融与城乡收入差距、居民消费。数字普惠金融在减少城乡收入差距方面发挥了至关重要的作用。根据张贺与白钦先（2018）的研究，数字普惠金融具有包容性、减贫性和促进经济增长的效应，为缩小城乡收入差距提供了有效途径。另一方面，邹新月与王旺（2020）指出，数字普惠金融的发展不仅提升了居民的收入水平，还推动了移动支付、消费信贷和保险等措施的普及，从而有效促进了居民消费的增长。宋晓玲（2017）的研究结果也进一步巩固了数字普惠金融在缩小城乡居民收入差距方面的显著效应。由此可以看出，数字普惠金融能够降低城乡之间的收入差距，而在一定的收入水平下促进作用会显著，因此可以得出数字普惠金融在提高居民整体收入的同时能够减小城乡收入差距。

### （三）数字普惠金融对微观层面的相关研究

数字普惠金融与企业创新。谢绚丽等（2018）认为从融资供给的角度能够促进企业创新，尤其对欠发达地区以及原生禀赋不足中小企业的作用更为突出；而其覆盖广度、使用深度和数字支持服务程度均对技术创新具有显著的正向影响（梁榜与张建华，2019）。而进一步研究得出，数字普惠金融与技术创新之间存

在一定的耦合协调关系,二者之间能够有效的衔接和互动(邹新月和王旺,2021),容易促成金融机构和企业双赢的效果。杨亚平和赵昊华(2021)分析了数字普惠金融通过引导企业资金流向,加快企业的数字化转型,这使得企业创新活力得到激发。而孙芳城等(2022)的研究指出,知识产权对数字普惠金融与企业创新的关系具有负向调节作用。

数字普惠金融与企业融资约束。数字普惠金融在覆盖范围和深度上明显缓解了中小企业的融资难题,尤其是在金融水平较低的地区,其作用相较于传统金融模式更为显著。具体而言,数字普惠金融扩大了金融资源获取渠道,为中小企业提供了更多融资途径,尤其是那些缺乏抵押资产的企业,其融资成本和融资难度大大降低,从而缓解了企业的融资约束(梁榜与张建华,2018)。任晓怡(2020)的研究从中小企业和高科技企业的角度出发,发现数字普惠金融能够有效提升企业的现金流规模,通过降低财务费用和杠杆率来减轻企业的融资约束。在数字普惠金融的普及下,信贷融资有效地减轻了企业在信用抵押等融资限制方面的压力,显著降低了企业获取发展资金的难度,提高了企业的融资动力和意愿,进而增强了融资效率和资金可获得性,从根本上减轻了企业的融资约束问题,进一步释放了更多企业的生产力。

数字普惠金融对绿色创新的推动功效显著。据惠献波(2021)的研究显示,数字普惠金融在促进绿色减排方面发挥了重要作用。研究指出,城市的绿色全要素生产率通常受技术创新、产业结构和资源分配等因素影响,而数字普惠金融通过改善这些要素,有效提升了绿色全要素生产率。另一方面,乔彬等(2021)的研究发现,数字普惠金融有助于企业实现绿色创新,降低了企业的杠杆水平,提升了非控股股东的决策积极性,从而推动了企业的绿色转型。值得特别关注的是,在非国有企业、重污染企业和中西部地区,数字普惠金融的促进作用尤为显著。

## 1.4.2 企业并购的相关研究

### (一) 国外对企业并购的相关研究

企业进行并购的动机主要涉及两个层面的研究。首先,从企业内部视角出发,研究人员通过审视并购双方的特征和战略管理来探索并购的动机。这种研究方法

主要关注企业内部的因素，如战略目标、资源优势和管理能力等。例如，Lin 和 Wei (2006) 以及 Stahl 和 Voigt (2008) 的研究从这一角度出发，分析了并购的动机。另外，研究人员也将外部环境对企业并购过程的推动作用纳入考量，将影响并购发生的因素置于更宏观的视角下加以研究。这种研究方法涉及到诸多外部因素，如商业理念的差异、信息不对称、股价高估、公司治理结构等。例如，根据 Ragozzino (2009) 的研究，商业理念的差异通常是导致并购双方产生分歧的主要原因，而这些差异往往根源于文化的差异。另外，Cheng、Li 和 Tong (2008) 从信息不对称的角度出发，对一系列并购交易样本进行了研究，发现信息不对称程度与并购溢价之间存在正相关关系。Shleifer&Vishny (2003) 和 Rhodes-Kropf M, Viswanathan S. (2004) 认为股价高估的公司更可能发起并购。Grossman 等 (2000) 从公司治理角度出发，得出结论称对于股权较为分散的目标公司，收购方的并购意愿会显著降低。而 Andrade (2001) 则认为，企业并购是高管与股东之间博弈的结果，大股东往往具备能力和动机来阻止高管做出不利于企业的并购决策。

企业并购绩效的影响因素主要涉及管理层特征、支付手段以及并购执行能力等方面。Roll (1986) 指出，管理层的自大可能导致企业在收购过程中支付过高的交易价格，从而影响并购后的绩效表现。Brown 和 Sarma (2007) 的实证研究显示，过度自信的管理者更可能导致企业并购后的低绩效。此外，Demerjian 等 (2012) 认为，管理层领导力的强弱与企业并购绩效密切相关，但该关系在企业所有权性质、所处的行业和地区等方面存在较大的异质性。在支付手段方面，Travlos (1987) 认为，支付方式反映了收购公司的实际价值。当市场高估公司价值时，往往选择以股票方式支付；相反，当公司价值被低估时，企业则更倾向于采用现金支付方式。Moeller 等 (2003) 的研究表明，采用现金支付方式的并购往往比采用股票支付方式的并购表现出更好的绩效。总体而言，企业并购绩效受到管理层特征、支付手段选择以及并购执行能力等因素的综合影响，而这些因素之间的关系可能存在较大的复杂性和异质性。

## (二) 国内对企业并购的相关研究

关于企业并购动因的相关研究。安郁强和陈选娟 (2019) 通过对估值套利与企业并购关系的研究，发现上市企业并购非上市企业的概率随着并购双方估值差

距的增大而增大。李善民等 (2020) 研究发现上市公司更愿意在股价低估时发起并购, 股价的低谷使得主并公司的市场表现更好, 企业在低估值时对企业并购有促进作用, 当公司以套利为动机时, 企业发起并购的动机更为强烈。陈仕华与王雅茹 (2022) 认为企业由于成长压力与知识资源获取动力会促使并购的发生。刘波波与高明华 (2021) 研究发现投资者关系管理能够显著提高企业发起并购的可能性与并购规模, 而进一步研究表明企业不信息环境与产权性质会影响投资者管理的效果。巫岑等 (2021) 研究发现地方政府对企业并购具有支持与引导作用, 而财政分权程度能够对政府引导与企业并购之间的关系产生正向关系, 但只存在于地方国企中。林学军和官玉霞 (2020) 指出, 具备较强融资能力的企业更有可能成为并购的潜在收购方。这些企业倾向于收购那些在融资约束程度上与自身存在差异的中等规模企业, 因为这样的并购往往会对非国有企业和成长能力更强的企业在融资约束方面产生更显著的影响。区域金融发展能够促进企业外部环境的改善来缓解融资约束, 这能够促进成长期企业并购的发生 (张小东, 2021)。股票流动性通过提高企业的机构投资者持股比例, 进而能够提升民营企业并购的概率 (孙婧雯等, 2019)。潘星宇与沈艺峰 (2021) 研究发现, 股权激励计划会促使公司高管进行频繁的并购活动操纵当期利润, 股权激励结束后企业高管不再关注并购对当期利润的影响。朱冠平等 (2019) 的研究发现, 股市冲击、货币冲击以及股权制衡度对企业并购产生显著促进作用, 而股权集中度则对企业并购行为具有明显抑制作用。

现有文献就企业并购绩效进行了两方面的研究。一方面, 研究着眼于企业内部特征对并购绩效的影响; 另一方面, 则关注企业并购绩效对外部环境的影响。例如, 冯根福与吴林江 (2001) 在对上市企业并购绩效进行研究时发现, 上市公司的并购绩效总体上呈现先升后降的趋势, 不同类型的并购在不同时期表现出的业绩也不尽相同。处于自身的衰退阶段与行业衰退阶段时, 混合并购后的企业绩效得到改善, 在衰退行业之间的多样化并购绩效显著优于衰退行业内部的横向并购绩效, 对于成长期的并购企业双方也是如此 (刘笑萍等, 2009)。成长期企业实施混合并购不利于提升绩效 (刘焰, 2017)。在影响并购绩效的外部因素中, 政企纽带对成长期企业并购绩效有显著提升作用 (邓可斌与李洁妮, 2018)。企

业数字化对其并购绩效有显著的促进作用（李红与余成越，2022），并且在不同生命周期下，数字化程度对企业并购绩效的影响存在差异。

在研究企业并购中的溢价影响因素时，针对自由现金流量较高但成长性较低的上市公司，研究发现它们的自由现金流量与并购溢价之间存在显著的正相关性。同时，这些公司的并购溢价与并购绩效之间呈现出明显的负相关关系。因此，可以推断支付过高的并购溢价直接导致这些自由现金流量较高但成长性较低的上市公司在并购过程中表现不佳（黄本多和干胜道，2009）。融资约束的收购方更倾向于选择以股份支付的方式，维持自身高流动性以消除投融资的不确定性，而股份支付的方式会产生更高的并购溢价，现金支付会使收购方会支付较少的并购溢价（葛伟杰等，2014）。管理者的过度自信会导致企业在并购过程中支付较高的并购溢价（潘爱玲等，2018）。特别是在民营企业中，这种影响更为显著。此外，债务容量对管理者过度自信与企业并购溢价之间的关系起到了加强作用。而管理层能力可以有效降低企业并购溢价（张先治,杜春明，2022）。从目标公司质量角度出发，目标公司盈利质量对并购溢价存在正向影响，对外部或内部治理情况较好、偏好高科技的目标公司而言更是如此，并购溢价与标的公司盈利质量越匹配、收购方并购绩效越高（蓝发钦和国文婷，2022）。经济政策不确定性也会提高企业的并购溢价，目标企业受到产业政策支持时，主并企业支付的并购溢价会更高（高敬忠等，2021）。

## 1.5 创新点及不足

(1) 首先，多数学者在数字普惠金融支持企业发展的研究主要围绕缓解融资约束、促进创新、促进信贷服务来助推企业的高质量发展。然而，较少有文章将数字普惠金融和企业并购联系在一起，本文聚焦于上市公司的并购事件，将数字普惠金融和企业并购行为与并购绩效联系在一起，研究两者之间的作用关系；

(2) 其次，在数字普惠金融对企业创新发展影响的研究中，一些学者提出数字普惠金融能够有效提升企业的信贷融资来增加企业的研发资金，而站在企业决策的角度，数字普惠金融对企业投资决策也会带来一定程度的影响，但大多数实证研究仅关注于探究数字普惠金融发展与企业研发投入之间的影响关系，从而

得出数字普惠金融促进企业成长与发展的影响机制。而鲜有文献对数字普惠金融与企业并购之间的影响机制进行定性和定量分析,这也为数字普惠金融对企业投资决策影响的相关文献提供了一定的参考价值;

(3) 本文在研究数字普惠对于企业并购影响作用的基础上,引入中介变量在解释数字普惠金融对企业并购的理论机理,分析随着数字普惠金融对融资约束的缓解,企业创新、支付方式、并购溢价对企业并购的影响路径,进一步加强了数字普惠金融对企业并购影响机理的真实性与可信度,为深入探讨数字普惠金融对企业发展的长效影响提供思路,为实现企业成长与战略性目标提出针对性、可行性的建议,弥补现有文献研究范围的不足。

(4) 本研究依然存在的不足如下:首先,本文运用北京大学编撰的数字普惠金融发展指数所在地级市与上市企业注册地所在地级市匹配来实证分析数字普惠金融对企业并购的影响,因此本文在选取样本数据时排除了非上市企业的并购情况,样本的不全面对本研究的分析结果提出了一定程度的质疑;其次,本文通过初步研究证明了数字普惠金融能够对企业并购行为和并购绩效产生影响,但本研究仅以企业特征作为中介变量来研究数字普惠金融与企业并购之间的影响关系,因此在中介因素的分析中存在遗漏,未考虑外部经济环境以及空间效应展开研究;最后,受限于自身学识与能力,文章缺乏足够的研究深度,仍存在诸多可完善之处。

## 2 理论基础及作用机理

本章旨在梳理数字普惠金融和企业并购的相关概念和理论基础,表明数字普惠金融与企业投融资决策在微观层面的联系和作用关系,为探讨数字普惠金融对中小上市企业并购的影响提供理论基础和假设前提。

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 数字普惠金融

“普惠金融”的概念首次是由联合国在 2005 年提出,以推广金融服务,特别是为农村偏远地区的居民、社会中特殊人群以及中小微企业提供全面、便利、公平的金融服务作为发展目标。推动普惠金融的发展,我国主要通过政策要求金融机构逐步实施普惠金融服务,在金融科技的加持和互联网金融的快速发展,普惠金融职能作用的提升体现出对数字化平台发展的需求。2015 年底,国务院发布了《推进普惠金融发展规划(2016—2020 年)》,其中明确定义了普惠金融,并强调了在可负担的成本范围内为社会各阶层和群体提供适当、有效的金融服务。数字普惠金融概念于 2016 年杭州 G20 峰会首次提出,是在普惠金融发展基础上结合数字化技术而提出的,旨在利用数字化技术促进普惠金融。数字普惠金融在确保成本控制和模式可持续的前提下,利用数字化技术为社会各阶层提供平等、有效、全面、便捷的金融服务和产品。与传统金融相比,数字普惠金融更加注重包容性、全面性、便捷性和可持续性。国家强调金融的本质在于为实体经济提供服务。而数字普惠金融的推进旨在应对实体经济面临的金融需求难题,利用大数据、云计算等技术降低融资成本,提高金融服务的可获得性和定价效率,从而缓解实体企业特别是中小企业的融资困境,推动实体经济实现可持续发展。

#### 2.1.2 企业并购决策

企业并购(M&A)是指企业为了实现控制权的转移而进行的兼并和收购活动。企业并购的本质在于将目标公司的部分或全部控制权转移给另一方,其中执

行并购的一方被称为收购方，而失去控制权的一方则被称为目标企业。控制权即决定公司资源管理方式的权利，这些资源包括专利、技术、市场等关键要素 (Fama 和 Jensen, 1983)。并购被视为一种重要的产权安排，其核心目的在于获取目标企业所拥有的各种优势资源，从而促进企业价值的创造和增值。通常情况下，进行并购的公司会在预期到规模经济、资源互补、风险分散等协同效益时做出并购决策 (Wansley 等, 1983)。因此，本文将并购决策定义为企业在确认目标企业的优势资源要素所带来的协同效应后，根据预期的协同效益，做出收购目标公司部分或全部控制权的决策。这一定义突出了企业对协同效应的重视，强调了其在决策过程中的关键作用，同时也凸显了对并购行为经济动机和价值创造的关注。

### 2.1.3 并购绩效

并购协同效应理论，是指在企业合并并购过程中，合并双方所带来的合作协同产生的附加价值。这一理论认为，通过企业之间的合并，可以实现资源整合和优势互补，从而提升整体业绩，即所谓的协同效应。协同效应可能涵盖多个方面，例如生产成本节约、市场份额增长、技术创新、管理经验共享等。通过合并，企业能够充分发挥各自的优势，提升整体竞争力，实现更高水平的发展。而收购方仅在预期到并购能够带来规模经济、资源互补、风险分散等协同收益时才会做出并购决策 (Wansley 等, 1983)。本研究将并购绩效定义为收购方获得目标企业控制权后，目标企业的优势资源对收购方企业价值的提升。考虑到并购整合需要适应期，协同效应不会立即显现，因此我们将并购绩效分为短期和长期两个阶段。短期并购绩效代表了收购方在相对较短时间内实现的并购协同效应，反映了资源配置效率和企业生产效率的潜在变化。由于无法直接测量收购方获得目标企业瞬时价值的变化，本研究以并购公告日企业市值的变化作为衡量短期并购绩效的指标。长期并购绩效则表示了并购协同效应发挥作用后，目标企业的优势资源对收购方企业生产经营效率的长期提升。考虑到无法准确测量并购完成日期，且长期整合时间可能受到其他因素的影响，本研究以并购后首次公告日后 12 个月内持有收购方股票的收益率作为衡量长期并购绩效的指标，以反映并购后企业经营绩效和生产盈利质量的改善情况。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 金融包容理论

最初的金融包容与金融排斥是对立的概念，而根据 Leyshon 和 Thrift (1997) 的观点，它们之间存在交错的关系。金融包容理论的形成源自于个体和家庭因地理位置或金融机构服务门槛而被金融系统排除的过程，也可解读为减少金融排斥的努力。金融包容的内涵包含两个层面的理解，即广义和狭义。在狭义上，它关注的是确保社会中的弱势群体和低收入者在负担得起的情况下能够获得及时充分的金融服务。而在广义上，金融包容意味着每个人都应有权在合理的成本范围内接触金融服务，而不仅限于社会中的弱势群体。然而，中国各地区、城乡之间的金融资源配置存在明显差异，这表明金融包容依然存在着不平衡。这种差异可能会进一步加剧经济发展中的“马太效应”，即财富不均程度逐渐扩大。普惠金融作为促进金融服务包容性的关键因素，受到传统金融供给的限制。在金融科技创新的背景下，数字普惠金融以其覆盖广度、深度和效率的提升，成为扩展金融包容性的重要途径。数字普惠金融的推进促进了金融普惠性的提高，进而推动了金融包容性的发展。

在企业层面，数字普惠金融的金融包容性体现在以信贷模式作为融资机制使得缺乏抵押资产的企业，特别是中小微企业，能够得到信贷融资现金，缓解了长尾企业群体的融资约束。信贷融资模式依托于大数据、云计算等数字技术，扩大了金融服务的可触达性，降低企业融资成本，这增加了企业客户的群体规模，更多企业融资状况的改善，能够有效提升企业的投资意愿。因此，传导到并购市场，在探究数字普惠金融影响企业并购的理论机理时，金融包容理论为其提供了理论基础。

### 2.2.2 知识基础理论

知识基础理论起初运用在认知心理学中，Bartlett (1932) 和 Piaget (1952) 针对个体如何构建和组织知识进行了理论研究。随着科学技术的发展推动了上世

纪全球经济的快速发展,公司金融理论也得到更多学者们的关注,随着研究的深入,学界和业界逐渐意识到企业学习和获取信息知识的能力是企业实现竞争和成长的重要影响因素。知识基础理论认为知识基础是企业提升竞争优势的重要的来源,并决定着企业的绩效(Grant R M, 1996)。知识基础理论作为认知科学的一个重要分支,为企业在不断变化的商业环境中实现持续发展提供了重要的认知基础,因此,在企业成长过程中,知识的获取和运用对于企业竞争发展至关重要。

知识基础理论的基本观点包括模式化、联结主义和建构主义等。Bartlett (1932) 强调了记忆的构造性和重构性,奠定了知识基础理论的心理学基础。Grant (1996) 的知识基础公司理论为我们提供了一个有力的企业发展框架。该理论认为企业可以被视为一种知识系统,而知识的获取、应用和创新将直接影响企业的竞争力。Nonaka 与 Takeuchi (1997) 进一步强调了知识创造与创新之间的紧密联系,将知识视为企业最重要的资产之一。Davenport 与 Prusak (1998) 关于知识管理的思想提供了企业管理者应对日益复杂知识环境的实用指南。他们认为,通过有效地管理内部知识资产,企业可以更好地适应变化、提高决策效率,并最终推动长期发展。Cohen 与 Levinthal (1990) 的吸收能力理论为企业创新提供了理论依据。该理论强调了企业如何通过吸收外部知识来促进学习和创新。企业的吸收能力决定了其在不断变化的市场环境中适应和演进的能力。通过实际案例的深入分析,我们发现知识基础理论在企业中的应用具体而有效。一些企业通过建设学习型组织,促进团队协作和知识分享,取得了显著的创新成果。同时,一些企业通过引入先进的知识管理系统,提高了内部知识的流动性和可利用性。

根据知识基础理论,能够揭示企业如何在所处领域中构建和应用知识。数字普惠金融的核心是在数字化时代为更广泛的人群提供金融服务,这牵涉到对用户需求的深刻理解以及相应的技术创新。知识基础理论为企业在数字普惠金融领域中更好地应对市场需求、优化服务体验提供了理论支持。另一方面,企业内部的知识结构和学习过程对于企业在并购过程中对不同知识体系的整合、不断适应金融环境具有指导意义。此外,并购往往涉及跨行业和跨领域的知识整合,而知识基础理论为企业提供了更系统的思考框架。因此,知识基础理论可以帮助解释数

字普惠金融影响企业并购的逻辑关系,进而为支持数字普惠金融促进企业并购提供必要的理论支持。

### 2.2.3 优序融资理论

优序融资理论是由 Myers 和 Majluf (1984) 提出的,其核心思想是基于信息不对称导致的逆向选择问题。在这一理论框架下,企业的外部利益相关者相对于企业管理层拥有更少的信息。这种不对称信息情况下,企业若选择股权融资,则股票价值往往会被低估,从而增加企业的资金成本可能会损害现有股东的利益。相对而言,内部资金融资或债务融资能够减轻这种问题,降低新旧股东利益的不平衡可能性。因此,企业更倾向于选择这两种融资方式,而不是股权融资。优序融资理论是对资本结构 MM 理论的拓展,它在假设信息不充分的情况下提出了一种新的融资优先级。该理论认为,企业会优先考虑内部融资,即留存收益,后选择低风险债务融资、高风险债务融资,股权融资则为最后考虑。这种次序的制定是基于信息不对称可能增加外部融资成本的考量。这一融资次序的制定有助于最大程度地降低融资成本,同时也有利于维护现有股东的利益。这种顺序考虑的方式使得企业可以在融资过程中最大程度地降低成本和风险。对于企业并购而言,由于需要大量资金,内部资金通常无法满足需求,因此低风险的债务融资成为首要选择。然而,债务融资可能会带来固定的财务费用和限制条款,限制了企业的发展。因此,在选择融资方式时,企业需要权衡债务融资的优势和劣势,并根据自身情况做出最合适的决策。

### 2.2.4 委托代理理论

委托代理理论在现代金融理论与行为金融学领域有着重要影响。委托代理理论作为公司治理领域的支柱之一,通过深入研究组织内部代理关系,为理解企业行为和决策提供了重要的理论框架。Fama 和 Jensen (1983) 探讨了所有权与控制的分离,强调公司治理结构对委托代理问题的影响,股权结构会影响企业的管理层激励,激发企业活力,对企业绩效产生积极作用,投资者信心的提升能够促使管理层做更多为企业有利的决策。自由现金流 (Jensen M C., 1986)、市场估

值(Rhodes - Kropf M, Viswanathan S, 2004)、短期利益与长期增长之间的权衡对于股东与管理者而言,都能通过企业并购来实现,因此,并购作为企业投资决策的一种,委托代理理论能够解读并购决策的触发原因。对于融资约束的企业而言,无法有效无法有效监督管理层导致代理问题的加剧,这使得内部管理进一步失调而可能导致更大程度的融资约束,管理层倾向于追求个人利益的最大化。更重要的是,融资约束会限制公司内部投资、扩张计划,以及缺乏完善的激励机制(Stulz R M., 1990),这些限制会加剧委托代理问题,管理层的短视行为更为普遍,不利于企业的长期增长。因此,融资约束的企业在寻求成长和发展时,会受到委托代理问题的影响,因此为本文研究数字普惠金融对企业并购的影响机理提供了理论基础和研究前提。

### 2.2.5 融资约束理论

融资约束理论是在信息不对称理论与交易成本理论的基础上发展而来,主要强调企业在面对不完备的资本市场和高外部融资成本时,难以以理想成本获取资金进行投资活动,从而导致投资偏离最优水平。这种融资约束限制了企业获得资金以满足其投资需求,是由企业特性、绩效、成长能力、金融环境和政策等因素综合影响的结果(Fazzari等,1988)。在实际市场中,由于资本市场的不完善性,外部投资者往往缺乏全面了解企业情况的信息,处于信息劣势地位。因此,外部投资者通常要求更高的回报以弥补潜在的风险,导致了外部融资成本的上升,形成了融资约束。这种约束限制了企业的投资活动,增加了经营风险。面对并购融资压力时,企业管理层往往持谨慎态度,因为融资约束可能导致企业错失投资机会,从而降低了投资效率。因此,在制定并购决策时,企业需要谨慎权衡融资约束带来的影响,以确保能够最大化地利用有限的资金资源。

## 2.3 数字普惠金融影响企业并购的理论分析与假设提出

依照上述理论基础,从直接效应和间接效应分析数字普惠金融对企业并购进行理论分析并提出研究假设。本研究围绕数字普惠金融对中小企业的支持作用,即缓解融资约束、提升投资意愿和改善企业盈利状况的角度出发,分析数字普惠

金融对企业并购决策与并购绩效的直接影响；同时，基于对企业的三方面支持，本文进一步探究数字普惠金融对企业并购的间接影响关系，即数字普惠金融能否通过影响并购支付方式、企业技术创新以及企业并购溢价来对企业并购和并购绩效产生影响。基于此，数字普惠金融影响中小上市企业并购的机理分析路线如图 2.1 所示。

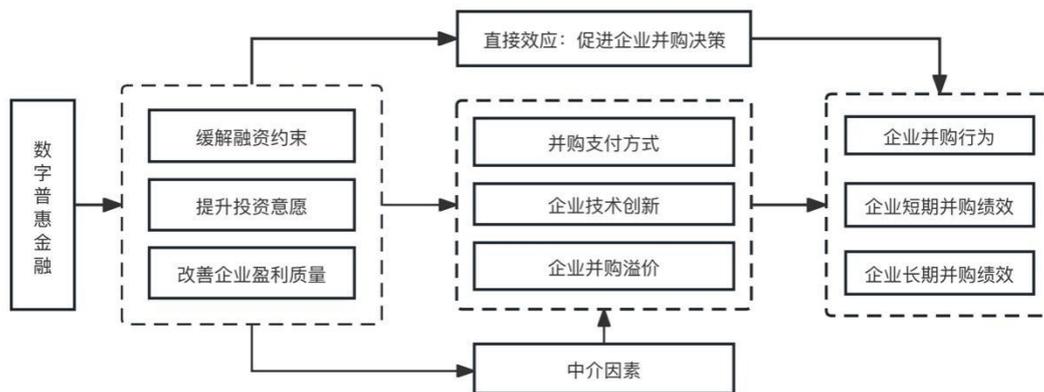


图 2.1 数字普惠金融影响中小上市企业并购的机理路线图

### 2.3.1 数字普惠金融直接影响企业并购的理论分析

企业并购作为企业投资决策的一种，企业特征与外部环境共同决定着企业并购的发生。首先，企业财务状况的改善会直接增加企业风险承担的能力 (Berger P G, Ofek E, Swary I., 1996)，进而能够促进管理者对投资决策的实施，这会增加企业的并购意愿。由于传统金融对企业的融资模式主要是通过抵押贷款来实现，而对于缺乏抵押资产的企业，尤其对于中小企业而言，缺乏抵押物使其无法通过抵押融资获取资金，这导致中小企业具有较程度的融资约束，这限制了企业生产和投资，不利于企业的有效成长。因此，融资约束会对企业的并购意愿产生限制。汪强等 (2008) 研究表明，融资约束高的企业更加敏感于投资与现金流之间的关系。因此，金融发展被认为是减轻融资约束的关键因素。

在我国金融发展的过程中，传统金融虽然在网点的分布上为企业和居民提供了金融服务，但是仍然无法触及到更多长尾客户中，这导致金融供给依然缺乏，进而形成较低的金融包容性。普惠金融提升了金融包容性 (何德旭和苗文龙, 2015)，但也受到传统金融服务在空间和服务质量的限制，融资规模的提升存在

局限性，因此依然无法促进金融供给的上升。在我国互联网科技快速发展的大环境下，利用大数据、云计算、人工智能等数字技术，数字普惠金融的兴起代表着一项金融科技创新，其目标是为长尾企业客户提供更广泛、更平等的金融服务，为此普惠金融的发展突破了空间上的限制，大大提升了普惠金融服务的可触达性，这提升了金融服务规模、降低了企业的融资成本，拓宽了融资渠道，绕开了传统金融抵押贷款的方式，缓解更多中小企业的融资约束，进而为企业扩大产能，提升经营质量，增加研发投入提供资金支持。由此可见，数字普惠金融的发展能够直接促进企业的生产经营，有助于提升企业的综合质量，传导到并购市场，为市场新增更多优质潜力企业，目标企业数量的提升，能够增加企业并购的意愿，促进并购的发生。进一步看，企业并购对主并企业而言，需要消耗较多资金成本，这对企业财务会造成短期的负面影响，因此可能会造成企业股价的波动，这种并购不确定性会导致企业短期并购绩效的下降，而随着时间的推移，企业质量水平在数字普惠金融的支持下提升，能够帮助企业在并购后更好地发挥协同效应，进而对企业长期并购绩效起到促进作用。基于上述分析，本文提出假设 1。

H1：数字普惠金融能够促进企业并购的发生和长期并购绩效的提升，但会抑制短期并购绩效。

### 2.3.2 数字普惠金融间接影响企业并购的理论分析

#### （一）基于企业支付方式的机理分析

上市企业在选择并购支付方式时，一般选择现金支付和“股权+现金支付”作为并购交易对价。融资约束企业会更倾向于选择股权支付的方式进行并购交易（李井林等，2014）。Alshwer 和 Sibilkov（2011）从现金机会成本的角度探讨了融资约束对主并企业支付方式的影响。他们认为，融资约束提高了企业的现金机会成本，导致主并企业更倾向于节省内部资金以应对未来投资项目的融资不确定性，因此更倾向于采用股票支付。数字普惠金融作为一种债务融资工具，能够缓解企业的融资约束，降低其现金使用成本。这一过程会导致企业增加对现金支付方式的偏好，从而提高了其现金支付的频率。对于被并企业而言，现金支付能够为企业提供高流动性，现金使用的灵活度能够更容易满足被并企业的交易条件；

其次，现金支付的方式能够降低企业的财务风险，股权支付的变现成本更高，因此不容易被更多企业所青睐，现金支付的方式能够更容易促成并购交易。因此，数字普惠金融能够促进并购双方达成现金支付的并购交易对价，来提高企业并购的意愿。基于此，本文提出假设 2-1。

H2-1: 数字普惠金融能够通过增加现金支付的方式来促进企业并购行为。

### (二) 基于企业技术创新的机理分析

技术创新是企业实现的技术进步和竞争力提升的有效方式。内部的研发投入往往需要消耗巨大的现金规模，这会导致企业因研发导致流动性短缺，造成偿债风险的提升，研发项目本身存在不确定性和高风险的特征，因此技术创新活动需要企业具备较强的风险承担能力。同时，研发信息属于商业机密，通常不对外公布因此很难以此作为企业释放的积极信号来提升市场的关注度，这也导致企业容易出现资金的短缺，因此缓解融资约束能够帮助企业解决技术创新的资金问题（万佳或，2020）。数字普惠金融弥补了过去传统金融无法满足缺乏抵押资产企业的融资需求的问题，中小企业规模小、不透明等因素，导致传统金融机构难以全面了解企业的真实状况，高昂的贷款利率导致中小企业的创新能力难以得到释放。数字普惠金融为企业 provide 低成本、稳定的信贷融资，能够持续为企业技术创新提供资金支持，促进企业技术创新。作为企业投资决策的一部分，目标企业的数量和创新能力的增加，有助于促进企业并购后发挥出更高的协同效应，这能够提升企业的并购意愿，促进企业并购交易的成功。然而，对于主并企业而言，创新是企业开展并购的主要因素，但是由于业绩补偿对管理者行为的约束（吕长江、韩慧博，2014），而在并购后管理者往往会以提升企业并购绩效作为首要目标来提升企业的协同效应，在提升企业并购绩效提升的背后，会提升企业研发成本，不利于企业开展创新活动。因此，数字普惠金融能够通过挤出技术创新来促进企业的长期并购绩效。基于此，本文提出假设 2-2。

H2-2: 数字普惠金融能够通过挤出企业技术创新来提升企业长期并购绩效。

### (三) 基于企业并购溢价的机理分析

企业并购溢价是指买方支付的价格相对于被并购公司市场价值的额外溢价，是并购双方因信息不对称所造成的原因。在企业并购过程中，收购方往往处于信

息劣势地位，难以准确评估目标公司的内在价值。为了确保以更合理的价格收购目标公司，收购方通常会委托资产评估机构对目标公司的价值进行评估，并基于该评估价与目标公司股东进行博弈（蓝发钦、国文婷，2021），以期达成双方都能接受的交易价格。研究表明，目标企业的盈利质量与其市场价值之间存在着密切的关系。首先，当目标公司的盈利质量提升时，它所产生的盈利更加稳定和积极，这意味着未来可以期待更可靠的盈利现金流。按照现金流折现法等价值评估理论，这种稳定的盈利现金流将直接提高目标公司的估值水平。其次，目标公司的估值水平直接决定了并购定价的过程，估值越高，收购方愿意支付的并购溢价也就相应增加。因此，我们可以得出结论：目标公司的盈利质量通过影响并购估值机制，对并购溢价产生着积极的影响。数字普惠金融能够通过缓解目标企业的融资约束来帮助企业扩大产能，提升生产经营水平，在一定程度上促进了企业的盈利质量，能够形成良好的市场未来预期，进一步会改善企业的盈利水平，这会促使主并企业支付更好的价格，进而带来较高的并购溢价。与此同时，企业实力的提升能够增加目标企业的议价能力。目标企业为实现股东利益最大化，可能会提高交易价格，要求主并方支付更高的并购溢价。

较高的并购溢价意味着主并企业对目标企业有着较高的估值，即使目标企业的市场价值被高估，主并企业接受高并购溢价的这一信号，也会为目标企业赋予较高的收益预期，这也利于企业并购绩效的提升，有助于协同效应的发挥。数字普惠金融支持下对融资约束的缓解有助于企业实现盈利、治理以及决策质量的提升，进而会促进企业市场价值的上升。对于并购双方而言，并购溢价不会因为企业真实价值的上升而得到缓解，是因为企业高管会凭借自身价值的提升而获得更多议价的权力，因此会向主并方索要更高的并购价格。由此看来，高并购溢价并不会降低企业的并购意愿，而目标企业实际质量的提升会促进企业更容易接受较高的并购溢价。在并购机制中，目标企业的实际质量决定着企业的并购绩效，因此可以看出，数字普惠金融能够通过提升企业并购溢价，来促进企业的并购意愿和并购绩效。但是，短期绩效可能会与当期主并企业的财务状况有关，因此，在短期内，并购绩效存在一定的时滞；且在支付巨额并购交易费用后流动性短缺，

合并后企业内部的整合效果存在不确定性,因此,本文在判断并购绩效时,更加注重于长期并购绩效的表现。基于上述,本文提出假设 2-3。

H2-3: 数字普惠金融能够通过提升企业并购溢价来促进企业并购行为及长期并购绩效的提升。

### 3 数字普惠金融与中小上市企业的并购的现状分析

前文中概括描述了数字普惠金融和企业并购的相关概念,并在上述的理论分析中初步认为数字普惠金融能够促进企业并购以及并购绩效的观点假设。为进一步分析数字普惠金融与企业并购之间的关联性,本章对数字普惠金融和中小上市企业并购的发展历程和现状进行分析。在剔除金融行业和房地产行业的研究样本后,根据企业并购类型和行业分布来探究中小企业并购在发展趋势上的差异性,为后续实证研究提供先验条件。

#### 3.1 数字普惠金融的发展现状

我国数字普惠金融的整体趋势呈现出增长状态。如图 3-1 所示,以我国 31 个省级数字普惠金融发展指数为例,在 2011 年至 2020 年,总指数的均值和中位数一直保持增加状态,总指数的均值由 2011 年的 40.00 增加为 2021 年的 372.72;覆盖广度由 2011 年的 34.28 增长至 2021 年的 362.41;服务深度由 2011 年的 46.93 增长至 2021 年的 373.93;数字化程度由 2011 年的 46.32 增长至 2021 年的 407.88。这表明多年来我国数字普惠金融发展一直处于增长状态,数字化程度的增长指数明显高于其他两个维度。这是由于随着数字普惠金融这种新兴金融模式的出现,弥补了传统金融在覆盖广度和服务深度上的缺失,通过数字技术和数字平台增加了数字普惠金融在空间溢出程度,服务和参与实体经济的频率和规模的到了扩大;但由图中所示,数字普惠金融的发展趋于平缓,主要原因可能在于数字普惠金融在内的金融科技创新存在一定的瓶颈,创新随着金融机构的竞争会提高,而金融绩效伴随着经济增速的放缓,也是影响数字普惠金融发展的重要因素。

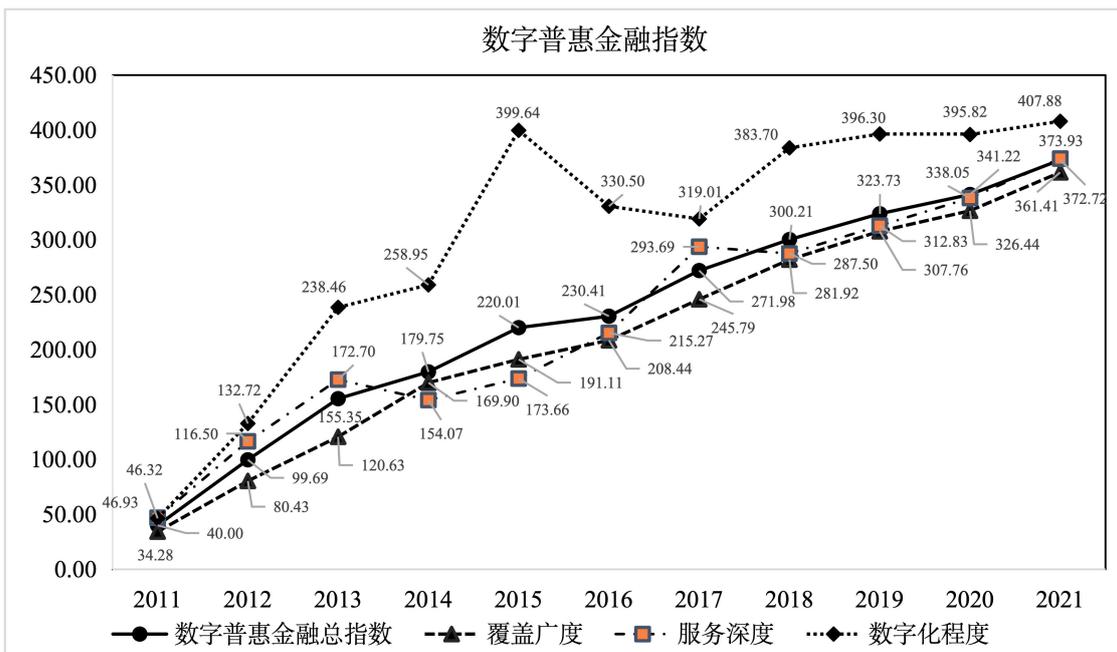


图 3.1 数字普惠金融指数均值趋势图

### 3.2 中小上市企业并购的发展现状

#### 3.2.1 中小上市企业并购的行业分布

为探讨数字普惠金融在近年以来的快速增长的背景下对中小企业并购的影响关系，本文选择在 A 股创业板和中小板的上市企业作为研究样本进行研究，因此，对于并购现状的分析，也主要围绕中小企业展开。如图 3.2 可见，在近年来制造业中并购事件的发生数量为 9019 件，计算机、信息技术类行业中并购的发生数为 1146 件，其他行业中并购事件发生频率相对较少。中小企业并购主要分布在制造业和信息技术业中，其中在制造业中的占比最大。这是由于，制造业企业的盈利水平相较于其他行业，拥有更较高且稳定的现金流入；制造业企业拥有较低比例的虚拟资产，因此在经济波动中该行业企业资产价值的波动较小，这促使企业拥有较强的风险承受能力，这能够吸引主并企业的收购意愿，因此，中小企业制造业领域是并购目标企业的主力军，其质量的改善与企业并购意愿的提升存在较为紧密的联系。与此同时，信息技术类行业以高科技公司为主要组成，对技术研发与创新有着较高的需求，因此以创新驱动为目的的并购意愿在该行业中较为普遍，这意味着行业的创新水平可能也与企业并购有着正相关关系。

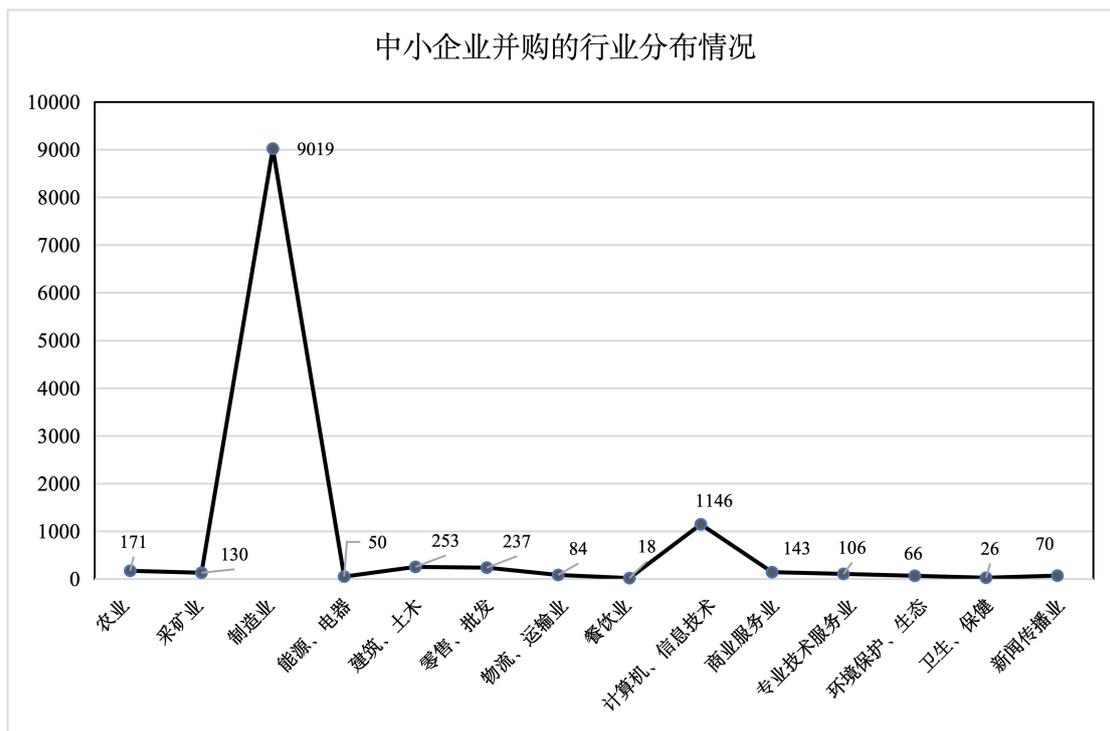


图 3.2 并购事件行业分布图

### 3.2.2 中小上市企业并购的类型分布

如图 3.3 所示，分并购类型来看，我国中小上市企业的横向并购占比最小，2011 年时企业横向并购的数量只有 353 件，但整体的发展趋势处于上升状态，截止 2021 年，企业横向并购的总数为 2171，可以看出企业横向并购的成长趋势逐年递增。纵向并购在过去的 11 年间经历了小幅地上涨，而在 2019 年以后并购数量发生下跌，截止 2021 年，纵向并购的总数为 776 件，为近十年最低。混合并购和关联并购的数量在 2011 年至 2021 年间的发展趋势较为平稳，其发生数量在所有类型并购中处在较高水平。综合来看，我国中小上市企业并购类型中，混合并购和横向并购越来越受到市场和资本的青睐，原因可能在于，一是混合并购能够促进企业经营业务的多元化，在多个领域中进行投资和生产，能够在一定程度上降低企业由于单一市场所带来的风险，有助于扩大企业的生产经营，提升知识和创新知识的多渠道摄入；二是横向并购对于企业实现竞争力的提升有积极作用，随着经济增速的放缓，企业经营成本的上升和盈利水平的下降导致企业竞争难度变大，横向并购能够在提升主并企业核心竞争力的同时，并购同行业的其他

企业，能够一定程度地降低竞争对手的数量，因此随着行业竞争程度的提升，横向并购受到更多行业或企业的使用。

### 3.2.3 企业并购市场的整体发展现状

如图 3.4 所示，从企业总体的并购数量增长趋势中可以看出，2011 年至 2021 年间，企业并购事件的发生总数从 2011 年的 4521 件增长到 2021 年 8996 件，而在创业板和中小板的上市企业中，2011 年的并购事件数为 263 件，增长到 2021 年，并购数为 1027 件，可以看出，企业并购总体规模有着明显的增长趋势。具体来看，企业并购在 2011 年至 2015 年，其数量增长率较快，而自 2015 年我国资本市场发生股灾后并购数量有明显的下跌趋势，但总体上发展持平稳态势，同时，中小企业中，进行并购的企业数增长持稳定发展的趋势。因此，这为本文的研究提供了有利的先验条件。

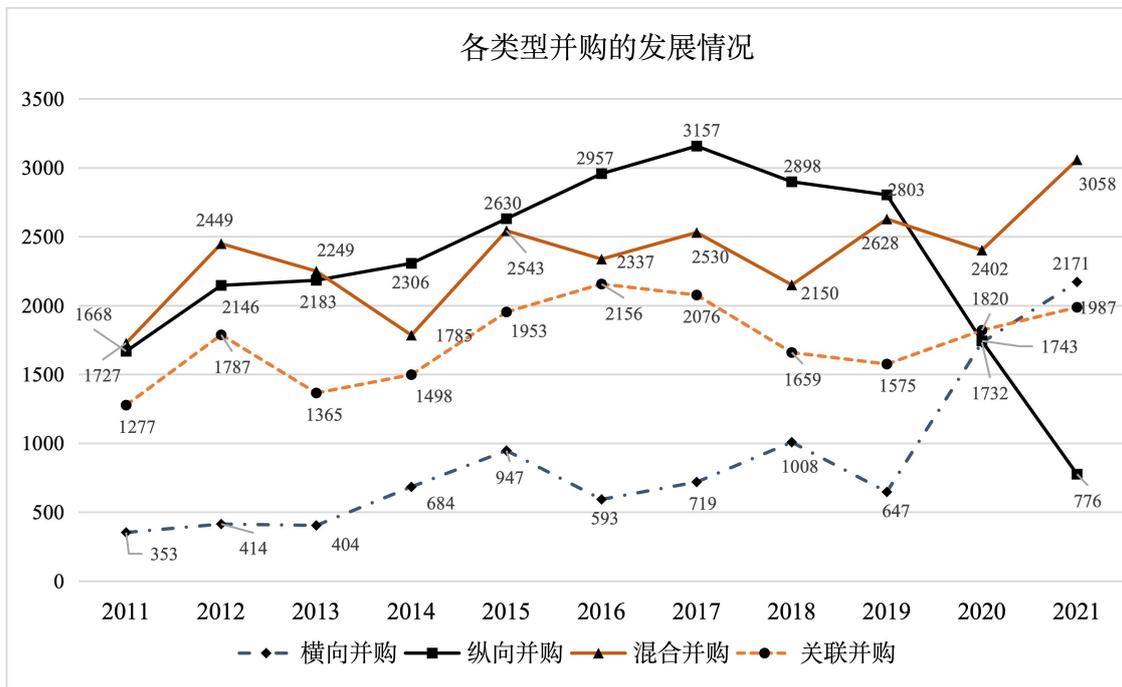


图 3.3 各类型并购事件发展趋势图

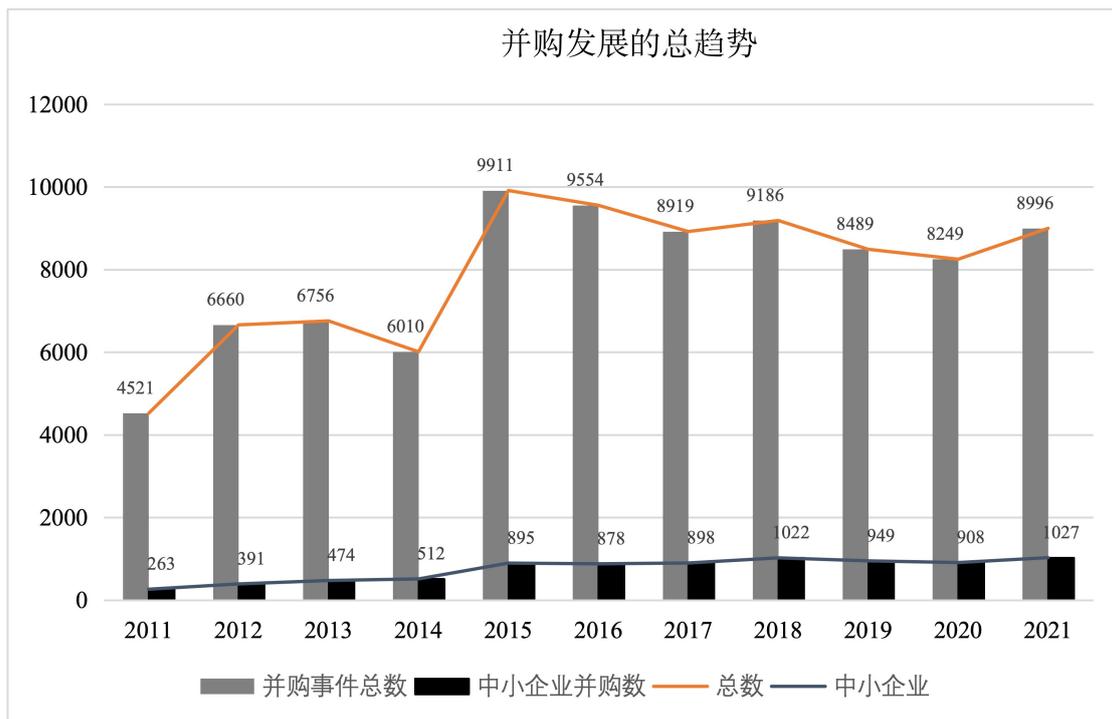


图 3.4 并购事件总数及趋势

### 3.3 本章小结

前文对数字普惠金融与企业并购相关概念和研究文献进行了介绍和总结，发现数字普惠金融通过改善和提升企业的发展现状，能够促进企业并购决策的发生。数字普惠金融支持企业发展的长效作用，作为新型融资渠道，数字普惠金融和企业并购在当今经济环境中展现出紧密的关联性，揭示金融体系和实体经济的互促发展。综合而言，数字普惠金融为企业并购提供了更为灵活和高效的金融支持，降低了中小企业参与并购的门槛，并通过数据驱动提供了更为准确的信息支持，为企业在并购领域创造了更为有利的条件。为通过实证研究分析数字普惠金融与中小上市企业之间的影响关系提供了理论支持和现实意义。

## 4 研究设计与数据来源

经过关于数字普惠金融影响中小企业并购的理论分析后,本部分将会对其进行实证分析,通过构建相应的回归模型,设置合适的变量,对提出的研究假设进行实证检验。由于主板的上市企业相较于非主板中小企业有着更高的市场关注度和更丰富的资金来源,融资约束问题相对更小,因此受到数字普惠金融的影响可能更弱,造成本研究结果可靠性的减弱。因此,在进行实证分析时,为更好地验证数字普惠金融对中小企业并购的影响作用,本文剔除了A股主板市场的中小企业,换以中小板和创业板企业作为研究对象,以便更好地解释数字普惠金融影响中小企业并购的影响关系。

### 4.1 数据来源与处理

本文选取2011-2021年A股中小板和创业板企业作为研究对象,以该类上市企业中的并购事件和相关企业的财务信息构建本研究的被解释变量,即企业并购行为与并购绩效;使用2011-2021年市域的北京大学数字普惠金融指数来衡量中小企业所在城市的数字普惠金融的发展情况。企业并购与财务数据均来自于国泰安数据库(CSMAR)。为避免极端数据与缺失数据对实证结果的干扰,本文对使用数据进行如下处理:(1)剔除金融行业和房地产行业企业;(2)剔除财务数据缺失较多的企业,个别存在缺失值的变量通过线性插值法进行了的补充。与此同时,对连续性、数值区间较大的变量进行双侧1%的缩尾处理,最终共得到3115家企业的3115个观测数据。

### 4.2 变量选取与测度

#### 4.2.1 被解释变量

本文分别从企业并购是否发生的虚拟变量、短期市场绩效和长期市场绩效分别来衡量企业并购行为和企业并购后的绩效表现,分为短期绩效和长期绩效。首先,选取是否完成并购(Y1)作为企业并购行为的虚拟变量,取0或1,1表示

企业并购行为已完全发生，0 表示企业并购失败和无并购发生。其次，在本研究中采用了短期并购绩效的度量方法，即首次公告日前后 5 个交易日内持有并购方股票的累积超额收益率（CAR）。CAR 是根据市场模型计算得出的，该模型考虑了个股收益率与市场收益率之间的关系。具体而言，我们使用了市场模型表示为  $R_{it} = (\alpha_i + \beta_i \times R_{mt})$ ，其中  $R_{it}$  和  $R_{mt}$  分别代表了在 t 日的个股收益率与市场收益率。而计算  $\alpha_i$  和  $\beta_i$  参数的范围为并购事件首次公告日前的 150 个交易日至前 30 个交易日。另外，我们还采用了长期并购绩效的度量方法，使用了 BHAR 指标。BHAR 指标是根据并购后首次公告日后 12 个月内持有并购方股票的持有期收益率来衡量的。具体计算公式为  $BHAR_{it} = \prod (1 + R_{it}) - \prod (1 + R_{bt})$ ，其中  $R_{it}$  表示并购企业 i 在 t 月的收益率，而  $R_{bt}$  则表示对应投资组合的月收益率。持有并购方股票的组合月收益率通过交叉分组方法计算，首先将上市公司根据流通市值规模和权益账面/市值比分成 25 组，然后计算每组的等权月收益率，以此确定并购企业对应的组合及其月收益率。

#### 4.2.2 解释变量

本文选择《北京大学数字普惠金融指数（2011-2021）》作为审视和衡量中国数字普惠金融发展的指标。系统地分析了中国 31 个省份和 337 个地级市的数字普惠金融情况，记作：lnx。其评估范围涵盖数字普惠金融的数字化程度、深度以及覆盖广度等多个方面。通过这一评估框架，研究人员能够深入了解各地区数字普惠金融发展的特点和差异。这种系统的评估方法不仅为学术界提供了深入研究的基础，也为政策制定者提供了重要的参考，有助于优化数字普惠金融政策，推动金融服务的普及和可及性。

#### 4.2.3 中介变量

##### 1. 支付方式 (M1)

支付方式影响企业并购交易的重要因素。本研究借鉴已有文献的做法（肖万等，2021；刘俊毅、白彦，2018），衡量支付方式的指标为是否使用现金支付的虚拟变量，如果企业并购过程中使用现金支付方式，则取 1，否则取 0。若更多企业选择现金支付方式进行并购交易，则能够说明主并企业在实现并购更容易受到目标企业的青睐。

## 2.企业技术创新 (M2)

本文选择研发产出作为评价中小型企业创新水平的主要指标。通常用于衡量研发产出的指标包括：（1）各项专利和发明申请的总数；（2）企业无形资产增量与期末总资产之比；（3）企业年度新产品开发产值与营业收入之比等。本研究参考了万佳彧等（2020）的方法，在此基础上，我们采用当年独立申请的发明数量、实用新型数量和外观设计数量之和，再加 1 并取自然对数的方式来衡量创新产出，将其记作  $\ln innov$ 。在实证分析中，我们简记为 M2。其计算方式为：

$$\ln innov = \ln(1 + \text{当年独立申请的发明数量} + \text{当年独立申请的实用新型数量} + \text{当年独立申请的外观设计数量})$$

## 3.并购溢价 (M3)

并购溢价。国外常见的并购溢价度量方法是以每股交易价格超出目标方股票基准价格的部分为基础。一般来说，首次公告日前 8 周目标方的股价被选取作为基准价格（参见 Eckbo 和 Langohr，1989）。然而，在我国并购企业中，由于非上市企业的数据获取较为困难，因此这种方式并不适用于国内并购溢价的计算和衡量。黄本多和干胜道（2009）提出了以交易价格超出目标方净资产账面价值的部分来度量并购溢价的方法，本文在此基础上参考了冯科等（2023）的方法，并购溢价 = (并购支付价格 - 标的公司账面价值) / 标的公司账面价值，其中标的公司账面价值 = 每股净资产 × 转让股数，记作  $\ln premium$ ，在实证分析中记作 M3。

### 4.2.4 控制变量

1.企业规模 ( $\ln size$ )。企业的规模在其创新活动中扮演着关键角色。通常情况下，规模较大的企业具备更为丰富的资源和多元化的融资渠道，因此更有可能展现出更强的研发创新和长期投资意愿与能力。为了控制规模因素对研究结果的

影响，我们选择将企业期末总资产的自然对数作为衡量指标，本文中用  $\ln size$  来表示。

2.资产报酬率 (ROA)。作为企业盈利能力的关键指标之一，资产报酬率 (ROA) 在评估企业创新活力时扮演着重要角色。提高资产报酬率不仅反映了企业盈利水平的提升，同时也可能表明企业面临的融资限制有所减少。这种盈利水平的改善下，投资者对企业技术创新项目成功的预期能够直接影响他们的投资意愿，从而促使企业推动创新活动的进行。因此，我们在本研究中将资产报酬率作为控制变量之一。具体来说，我们使用企业当年净利润与总资产的比值来衡量资产报酬率。

3.资产负债率 (lev)。资产负债率是企业财务结构的重要组成部分，对企业的融资和经营活动具有重要影响。适度的资产负债率可以为企业提供更多的融资渠道，促进企业的创新活动。然而，如果资产负债率过高，可能会增加企业的财务风险，限制企业的发展和创新能力。因此，为了探究资产负债率对企业创新的影响，本研究将其作为一个关键的控制变量进行考虑。资产负债率的计算方式是以企业期末总负债与期末总资产之比来度量，简称为 Lev。这一变量的引入有助于更全面地理解企业创新活动与财务结构之间的关系。

4.政府补助 (lngs)。政府通过向企业提供补助资金来激励其在科技创新和技术研发方面的投入。这些补助资金不仅有助于降低企业的创新成本，还能够增强企业的创新动力，并提升其创新水平。此外，政府补助也向企业投资者传递了积极的信号，鼓励更多外部资金的投入，进一步推动了企业的创新活动。综上所述，政府补助在推动企业科技创新和技术研发方面发挥着重要作用，为企业提供了财务支持，促进了创新活动的开展，进而推动了经济的持续增长和发展。本研究以企业获得的年度政府补贴金额加 1 的自然对数作为衡量政府补助水平的指标，简称为 lngs。

5.最大股东持股比例 (lnfirsh)。最大股东持股比例能够影响企业发展的可持续性，这与股东对长期投资与短期投机的偏好有关；同时，最大股东持股比例能够影响企业对融资渠道的选择 (Shleifer A, Vishny R W., 1997)。本文采用最大股东持股比例的对数形式来构建该变量，记作  $\ln firsh$ 。

6.行业财务杠杆 (DFL) 。当行业整体财务杠杆水平较高时, 企业可能更容易获得融资, 从而增加债务资本的使用。相反, 如果行业财务杠杆水平较低, 企业可能更依赖于自有资本。同时也可能影响企业的投资决策。高财务杠杆的行业中, 企业可能更愿意进行大规模投资, 因为借款成本相对较低。基于此, 本文在研究数字普惠金融对中小企业投融资决策的影响时, 不能够忽略行业因素对研究结果的干扰, 记作 DFL。

7.流动资产收入比 (Inliquid) 。流动资产收入比能够反映企业的短期偿债能力和资金运营效率和质量, 因此有效反映企业短期流动性和运营水平, 高流动资产收入比意味着企业具有更大的偿付短期债务的灵活性, 流动性的提升可能会增加企业并购过程中的风险承担能力。变量在本文中记作 Inliquid。

8.固定资产收入比 (Infixed) 。固定资产与收入之比通常用于衡量企业的资产利用效率, 用来衡量企业固定资产规模, 固定资产收入比越高, 企业能够用来进行抵押融资的资产越多, 融资能力就越强; 此外, 固定资产收入比能够反映企业技术水平与创新。记作: Infixed。

9.独董比例 (IndeRa) 。独董比例越高, 有助于缓解企业代理问题, 有助于保护小股东权益, 能够使企业投融资决策质量得到优化, 进而提升企业治理质量和治理结构, 有助于提升企业的综合质量。

10.机构持股比例 (Ininst) 。机构持股比例的增加有助于提升企业的业绩水平, 并能够增强企业决策的透明度和可靠性, 抵御敌意收购的发生。机构投资者可能在公司战略制定中发挥积极作用。他们通常期望公司采取能够提高长期股东价值的战略, 这可能影响公司的业务发展方向和资本支出决策。该变量在本文中记作: Ininst。

11.总资产增长率 (totaseet) 。该变量用来衡量企业的成长能力和盈利能力, 总资产增长率的上升意味着企业融资能力的增强, 总资产增长通常意味着企业有更多的资产可供抵押或质押, 从而提高了融资的能力。这有助于企业进行更多的投资和扩张, 有助于促进企业的并购意愿。

12.企业年龄 (Inage) 。随着企业存续时间的增加, 所积累的信誉和经验能够帮助企业作出更为稳妥的决策, 年龄越大的企业有机会积累各种资源, 包括资

金、人才、技术和客户关系，这能够推动企业之间的资源整合；年轻的企业往往有着较强的学习能力，具有灵活性和创新性，亦能够受到主并企业的关注，促进并购的发生。

13.董事会规模 (lnscale)。董事会规模的大小可能会影响企业并购的决策效率，在较大规模的董事会中，包含多元化的董事背景，能够帮助企业更全面、更具创新性的决策；较小的董事会则更容易形成更紧密的信息分享网络。董事会规模的适度能够对企业并购进行有效的监督和跟进，在并购后更好地发挥协同效应。

14.无形资产比率 (lnintang)。高无形资产比率中的一部分可能是商誉，即企业在收购中支付的溢价。商誉可能对企业的资产负债表和净资产产生影响，需要谨慎管理。因此在分析由数字普惠金融对企业并购溢价的影响时需要剔除商誉在内的无形资产对并购溢价的影响。本研究所涉及变量的使用符号和变量定义见表 4.1 所示。

表 4.1 变量定义

变量类别	变量名称	符号	变量定义
被解释变量	并购行为	Y1	虚拟变量，取 0 或 1。1 表示并购完成，0 为并购失败和无并购发生
	短期并购绩效 CAR	Y2	累计超额收益率
	长期并购绩效 BHAR	Y3	并购发生后一年的持有期收益率
解释变量	数字普惠金融	X	北京大学数字普惠金融发展指数
中介变量	企业技术创新	M1	$\ln(1+\text{当年企业专利申请总数})$
	并购支付方式	M2	虚拟变量，取 0 或 1。1 表示企业使用现金支付进行并购，0 为其他支付方式
	企业并购溢价	M3	$\ln(1+(\text{并购支付价格}-\text{标的企业账面价值})/\text{标的企业账面价值})$
控制变量	资产收益率	ROA	净利润 / 总资产余额
	企业规模	lnsize	$\ln(\text{企业资产规模})$
	资产负债率	lev	负债合计 / 资产总计
	最大股东持股率	lnfirsh	$\ln(\text{第一大股东持股比率})$
	行业财务杠杆	DFL	$(\text{净利润}+\text{所得税费用}+\text{财务费用})/(\text{净利润}+\text{所得税费用})$
	独董比例	indeRa	独董人数/董事会总人数
	机构持股比例	lninst	机构投资者持有股份总数量占上市公司总股份比例
	固定资产收入比	lnfixed	$\ln(1+\text{固定资产} / \text{营业收入})$

续表 4.1 变量定义

变量类别	变量名称	符号	变量定义
控制变量	总资产增长率	totasset	(资产总计本期期末值-资产总计本期期初值)/资产总计本期期初值
	流动资产收入比	lnliquid	$\ln(1+\text{流动资产} / \text{营业收入})$
	企业年龄	lnage	$\ln(1+(\text{并购当年}-\text{企业初创日期年份}))$
	政府补贴	lngs	$\ln(1+\text{对企业的政府补贴})$
	董事会规模	lnscale	$\ln(1+\text{企业董事人数})$
	无形资产比率	intang	$\ln(1+\text{无形资产净额} / \text{资产总计})$

### 4.3 主要变量的描述性统计

表 2 显示了样本数据的描述性统计结果。可以看到：(1) 企业并购行为(Y1)。企业并购行为取值为 0 或 1，而在表 2 中可以发现，其均值为 0.941，说明企业并购行为中，大部分企业都完成了并购，而少部分企业则并购失败，因此能够说明中小企业的并购完成度在总体上都趋于成功，这有利于继续分析企业并购绩效表现的情况。(2) 企业短期并购绩效(Y2)。以累计超额收益率为衡量短期并购绩效的指标，最小值为-59.8%，最大值为 108.7%，这说明企业并购后的短期绩效波动较大，对于部分企业来说，企业并购并不是利好，而是利空信号。(3) 企业长期并购绩效(Y3)。以并购完成一年后的持有期收益率为衡量指标，其最大值为 336.1%，最小值为-73.9%，这可以看出，企业长期并购绩效的上升程度远大于短期绩效，说明企业并购后协同效应的发挥存在一定的时滞。(4) 数字普惠金融(lnX)。从最大值与最小值之间的差距可以看出，数字普惠金融的发展在空间上存在较为明显的差距，均值为 238.6，这意味着数字普惠金融在总体水发展水平处在较高的水平。(5) 并购支付方式(M1)。取值为 1 或 0，1 表示并购以现金支付方式进行，其均值为 0.898，这意味着大多数企业倾向于接受现金支付的方式完成并购。(6) 企业创新产出(M2)。以企业技术创新产出的对数加 1 的形式表示，最小值为 0，说明部分企业创新产出为 0。(7) 企业并购溢价(M3)。其最大值为 4.405，最小值为-4.572，说明企业并购溢价之间存在较大的差异，这意味着企业进行并购交易时的成交价和市场价值之间存在较大差异，这可能是导致短期并购绩效差异的原因之一。其他变量的统计结果见表 4.2。

表 4.2 描述性统计

Variable	N	Mean	SD	Min	Max
Y1	2482	0.941	0.236	0	1
Y2	3115	0.137	0.363	-0.598	1.087
Y3	3115	0.263	0.798	-0.739	3.361
lnX	3115	238.0	68.06	31.84	359.7
X1	3115	238.6	67.91	10.21	371.8
X2	3115	232.1	70.04	38.35	354.3
X3	3115	246.8	76.98	15.27	581.2
M1	3115	0.898	0.302	0	1
M2	3115	2.213	1.525	0	7.038
M3	1052	-1.533	2.065	-4.572	4.405
ROA	3115	0.0190	0.114	-2.720	4.707
lnsize	3115	21.44	0.956	18.20	25.25
lev	3115	0.321	0.221	0	6.365
lnfirsh	3115	3.269	0.467	1.054	4.488
DFL	3115	1.240	0.660	-0.861	4.484
indeRa	3115	0.384	0.0670	0.200	1
lninsti	3115	3.053	1.053	0	4.615
lnfixed	3115	0.549	0.504	0.00500	2.685
totasset	3107	0.163	0.550	-6.175	11.31
lnliqud	3115	1.498	0.932	0.315	5.776
lnage	3115	2.690	0.374	1.099	3.584
lngs	3115	0.0750	0.192	-2.535	3.033
lnscale	3115	2.168	0.246	0.693	3.045
intang	3115	0.0310	0.0350	0	0.355

## 4.4 模型设定

### 4.4.1 基准回归模型

为验证上述理论分析中的一系列假设, 本文设计如下模型来对上述假设进行验证。首先, 验证假设 1, 本研究设计模型 (1) 如下:

$$Y1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \alpha_2 \sum controls_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Y2_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \alpha_2 \sum controls_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Y3_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \alpha_2 \sum controls_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

模型 (1) 中,  $Y1_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  年的并购决策;  $X_{it}$  为企业  $i$  的所在地在  $t$  年的数字普惠金融发展情况;  $\sum controls_{it}$  是  $i$  企业及其所在地在  $t$  年里与数字普惠金融发展和企业并购密切联系的一系列控制变量,  $\delta_t$  和  $\gamma_i$  分别为时间固定效应和省域固定效应,  $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项,  $\alpha_0$  为常数项,  $\alpha_1$  和  $\alpha_2$  分别为数字普惠金融 ( $X_{it}$ ) 和控制变量的回归系数。模型 (2) 中,  $Y2_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  年的短期并购绩效,  $X_{it}$ 、 $\sum controls_{it}$ 、 $\delta_t$ 、 $\gamma_i$  以及  $\varepsilon_{it}$  均与模型 (1) 中含义相同。模型 (3) 中,  $Y3_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  年的长期并购绩效, 即 BHAR, 其余变量含义与模型 (1) 一致。

#### 4.4.2 机制回归分析

首先, 为进一步探讨企业并购支付方式(M1)在数字普惠金融与企业并购之间的影响关系, 即检验假设 2-1 是否存在, 本研究设计模型 (4) 和模型 (5) 进行检验:

$$M1_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \sum controls_{it} + \gamma_i + \eta_j + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Y1_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 X_{it} + \lambda_2 M1_{it} + \lambda_3 \sum controls_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中,  $M1_{it}$  为企业  $i$  在  $t$  年中的并购支付方式;  $X_{it}$  为企业  $i$  所在地级市在  $t$  年的数字普惠金融指数;  $\sum controls_{it}$  为控制变量。  $\beta_0$  为常数项、 $\beta_1$  和  $\beta_2$  为参与变量的回归系数。  $\delta_t$  和  $\eta_j$  分别为时间固定效应和行业固定效应,  $j$  表示行业;  $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项。

第二, 为验证企业技术创新(M2)在数字普惠金融与企业并购之间的影响关系, 本文设计模型 (6) 至 (8) 来检验假设 2-2, 模型如下:

$$M2_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \sum controls_{it} + \gamma_i + \eta_j + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Y2_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 X_{it} + \lambda_2 M2_{it} + \lambda_3 \sum controls_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$Y3_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 X_{it} + \lambda_2 M2_{it} + \lambda_3 \sum controls_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中,  $M2_{it}$ 表示企业  $i$  在  $t$  年间的技术创新产出, 即企业在当年独立申请的专利总数的对数;  $Y2_{it}$ 为企业  $i$  在  $t$  年并购前后[-5,+5]天的累积超额收益率, 即短期并购绩效;  $Y3_{it}$ 为企业  $i$  在  $t$  年并购后的长期并购绩效。  $\lambda_0$ 、 $\lambda_1$ 、 $\lambda_2$ 、 $\lambda_3$  分别是常数项、数字普惠金融、企业技术创新以及控制变量的回归系数,  $\delta_t$ 、 $\eta_j$ 、 $\gamma_i$ 分别为时间固定效应、行业固定效应以及地区固定效应。  $\varepsilon_{it}$ 为随机扰动项。

第三, 为验证企业并购溢价(M3)在数字普惠金融与企业并购之间的影响关系, 本文设计模型 (9) 至模型 (11) 来检验假设 2-3, 模型如下:

$$M3_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \sum controls_{it} + \gamma_i + \eta_j + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$Y1_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 X_{it} + \lambda_2 M3_{it} + \lambda_3 \sum controls_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

$$Y3_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 X_{it} + \lambda_2 M3_{it} + \lambda_3 \sum controls_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

其中,  $M3_{it}$ 表示企业  $i$  在  $t$  年发生并购时的并购溢价;  $Y1_{it}$ 与 $Y3_{it}$ 与上述模型中的含义一致;  $\lambda_0$ 、 $\lambda_1$ 、 $\lambda_2$ 、 $\lambda_3$ 分别是常数项、数字普惠金融、企业技术创新以及控制变量的回归系数,  $\delta_t$ 、 $\eta_j$ 、 $\gamma_i$ 分别为时间固定效应、行业固定效应以及地区固定效应。  $\varepsilon_{it}$ 为随机扰动项。

## 5 实证结果与分析

根据上一章的模型设计,本章通过运用多维面板固定效应模型对数字普惠金融与中小上市企业并购之间的因果关系进行回归分析,并用中介效应模型对数字普惠金融影响中小上市企业并购的路径进行回归分析。为验证其回归结果的稳健性,本文通过替换模型、前置一期因变量、工具变量法、Bootstrap法和因果中介效应进行稳健性检验,从而得到较高可信度的结论,证实前文假设的可靠性。在本章的最后一并分析了在不同技术活跃度下、产权性质以及行业不同产权性质下数字普惠金融对中小上市企业并购的异质性影响。

### 5.1 基准回归分析

#### 5.1.1 hausman 检验与多重共线性检验

运用 hausman 检验对多元线性回归的固定效应和随机效应进行对比,结果显示:对衡量并购情况的变量 Y1、Y2、Y3 的统计量分别为 2474 和 3107, Y1 的 P 值为 0.0348; Y2 与 Y3 的 P 值为 0.000, 因此拒绝原假设:使用随机效应模型,故选用固定效应模型成立。为保证能够完全排除多重共线性的影响,本文对此又进行了 VIF 检验,具体结果如表 5.1 所示。

表 5.1 多重共线性 VIF 检验

变量	Y1-VIF	1/VIF	Y2-VIF	1/VIF	Y3-VIF	1/VIF
lnfixed	1.37	0.730	1.39	0.719	1.39	0.719
lnliquid	1.36	0.735	1.37	0.730	1.37	0.730
lnscale	1.15	0.870	1.14	0.877	1.14	0.877
indeRatio	1.14	0.877	1.14	0.877	1.14	0.877
lnsize	1.14	0.877	1.13	0.885	1.13	0.885
lev	1.1	0.909	1.15	0.870	1.15	0.870
lnx	1.1	0.909	1.09	0.917	1.09	0.917
lnage	1.08	0.926	1.08	0.926	1.08	0.926
lngs	1.07	0.935	1.07	0.935	1.07	0.935
lninstitute	1.05	0.952	1.06	0.943	1.06	0.943
lnfirstshare	1.05	0.952	1.04	0.962	1.04	0.962

续表 5.1 多重共线性 VIF 检验

变量	Y1-VIF	1/VIF	Y2-VIF	1/VIF	Y3-VIF	1/VIF
ROA	1.04	0.962	1.09	0.917	1.09	0.917
DFL	1.02	0.98	1.02	0.98	1.02	0.98
intanfgiblera	1.02	0.98	1.02	0.98	1.02	0.98
totalasset	1.01	0.99	1.01	0.99	1.01	0.99
mean VIF	1.11		1.12		1.12	

从表 5.1 可以发现, 所有变量的 VIF 值均远小于 10, 因此变量间不存在多重共线性的问题。

### 5.1.2 基准回归分析

基本模型的回归结果如表 5.2 所示。从第 (1)、(2) 列可以看出, 数字普惠金融指数 (lnx) 与企业并购行为 (Y1) 呈正相关关系。具体来说, 数字普惠金融指数 (lnx) 的系数分别为 0.133 和 0.143, 在 5% 的显著水平下为正。这意味着, 数字普惠金融指数每增加 1 个单位, 企业完成并购的决策增加约 0.133 至 0.143 个单位。接着, 从第 (3)、(4) 列的回归结果可以看出, 数字普惠金融对短期并购绩效 (Y2) 的影响呈负相关。具体来说, 在 5% 和 1% 的显著水平下, 数字普惠金融 (lnx) 的系数为负, 表明数字普惠金融并未对促进企业的短期并购绩效产生显著影响。最后, 从第 (5)、(6) 列的回归结果可以观察到, 数字普惠金融与企业长期并购绩效 (Y3) 呈正相关关系。数字普惠金融的回归系数在 5% 的显著水平下为正, 表明数字普惠金融对企业长期并购绩效有显著的促进作用。由此可见, 数字普惠金融的发展对中小上市企业的并购发生起到正向的促进作用, 但是不能够通过短期并购绩效来得以体现, 而是通过长期并购绩效来体现数字普惠金融对企业并购绩效的促进作用。因此, 数字普惠金融发展程度的提高能够提升中小企业并购的发生, 从而验证了假设 1。

表 5.2 基准回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	Y1	Y1	Y2	Y2	Y3	Y3
lnx	0.133**	0.143**	-0.206**	-0.260***	0.310**	0.266**
	(2.12)	(2.25)	(-2.33)	(-2.91)	(2.30)	(1.99)
ROA		-0.017		0.073		0.244*

续表 5.2 基准回归分析

变量	(1) Y1	(2) Y1	(3) Y2	(4) Y2	(5) Y3	(6) Y3
Insize		(-0.42) 0.006		(1.15) 0.012		(1.84) 0.038**
lev		(1.31) -0.079**		(1.59) -0.087***		(2.13) -0.376***
lnfirsh		(-2.57) -0.007		(-2.68) -0.026*		(-5.22) 0.009
DFL		(-0.64) 0.009		(-1.73) -0.001		(-0.27) -0.003
indeRa		-1.08 -0.07		(-0.12) 0.217**		(-0.11) 0.385
lninst		(-0.86) 0.008		-2.05 0.008		-1.45 -0.008
lnfixed		-1.64 0.004		-1.19 -0.035**		(-0.53) -0.003
totasset		-0.36 -0.006		(-2.29) -0.009		(-0.10) -0.012
lnliqu		(-0.48) -0.012*		(-0.67) 0.029***		(-0.45) -0.004
lnage		(-1.85) -0.008		-3.44 0.024		(-0.23) 0.033
lngs		(-0.56) 0.001		-1.31 0.148***		-0.92 0.287***
lnscale		-0.02 0.007		-3.88 -0.017		-3.4 0.149**
intang		-0.31 0.064		(-0.59) 0.055		-2.37 -0.222
Constant	0.218 -0.64	0.093 -0.25	1.252*** -2.62	1.234** -2.4	-1.415* (-1.95)	-2.438*** (-3.03)
N	2,482	2,474	3,115	3,107	3,115	3,107
R-squared	0.021	0.029	0.07	0.088	0.003	0.022
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province	YES	YES	YES	YES	NO	NO

注：括号内为 t 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year 与 Province 行中的“YES”表示控制了年份固定效应和省份固定效应；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10% 的显著性水平。

## 5.2 机制检验

为进一步检验数字普惠金融对企业并购的影响关系,本研究从并购支付方式、企业技术创新以及企业并购溢价三个方面进行实证分析。

### 5.2.1 基于并购支付方式的机制检验

首先,本研究采用逐步回归法(参考温忠麟和叶宝娟,2014年)对数字普惠金融在企业并购中的中介效应进行了初步检验。表5.3展示了回归分析结果。按照中介效应检验程序,首先检验了数字普惠金融对企业并购行为的影响。第(1)列的回归结果显示,数字普惠金融的发展能够促进中小企业的并购活动。具体来说,数字普惠金融总指数(lnx)的系数为0.143,在5%的显著水平下呈正相关。第(2)列展示了数字普惠金融的发展如何促进中小企业在并购中采用现金支付方式(M1)。结果显示,数字普惠金融的系数为0.057,在1%的显著水平下呈正相关。第(3)列的回归结果表明,数字普惠金融的发展对中小企业并购行为存在直接影响。具体来说,数字普惠金融(lnx)的系数为0.119,在1%的显著水平下呈正相关;同时也证明了并购支付方式存在中介效应,即数字普惠金融通过提升企业现金支付的方式促进了中小企业并购的发生,支付方式(M1)的系数为0.258且在1%的水平下显著。因此,假设2-1得到实证结果的支持,并购支付方式发挥了中介作用,数字普惠金融发展通过增加企业并购现金支付方式的使用促进了中小企业并购的发生。

表 5.3 基于支付方式的机制分析

变量	(1) Y1	(2) M1	(3) Y1
lnx	0.143** (2.25)	0.057*** (3.47)	0.119** (2.07)
M1			0.258*** (9.77)
Constant	0.093 (0.25)	0.423** (2.33)	0.039 (0.11)
N	2,474	3,107	2,474

续表 5.3 基于支付方式的机制分析

变量	(1) Y1	(2) M1	(3) Y1
R-squared	0.029	0.037	0.142
Controls	YES	YES	YES
Year	YES	NO	YES
Province	YES	YES	YES
Industry	NO	YES	NO

注：括号内为 t 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province、Industry 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定效应和行业固定效应；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

## 5.2.2 基于技术创新的机制检验

其次，本文通过回归分析结果表 5.4 检验了企业技术创新在数字普惠金融与企业并购之间的中介效应。第 (1)、(2) 列的回归结果显示，数字普惠金融发展有利于降低中小企业短期并购绩效 (Y2)，而对企业长期并购绩效 (Y3) 有显著的提升作用。具体来说，数字普惠金融指数 (lnx) 对 Y2 和 Y3 的系数分别为 -0.260 和 0.266，在 1% 和 5% 的显著水平下。在第 (3) 列中，数字普惠金融发展能够显著促进中小企业技术创新 (M2) 的提升，其回归系数在 1% 的显著水平下为 0.596。第 (4) 与第 (5) 列的回归结果表明，数字普惠金融发展对中小企业并购发生具有直接效应，数字普惠金融 (lnx) 的系数为 0.300，在 1% 的显著水平下。同时，M2 的回归系数均在 5% 的水平下显著，分别为 -0.009 和 -0.023，这说明企业技术创新存在中介效应，即数字普惠金融以降低企业技术创新来降低中小企业短期并购绩效。因此，假设 2-2 得到实证结果的支持，即数字普惠金融发展通过提升企业技术创新对中小企业并购短期绩效有所降低，对于企业并购后长期绩效的提升起到显著促进作用。假设 2-2 的成立说明企业在数字普惠金融的支持下，能够促进企业技术创新的提升，而对于并购决策而言，企业创新水平在并购后短期绩效中不能体现，而对长期并购绩效的提升起到显著的提升作用。

表 5.4 基于技术创新的机制分析

变量	(1) Y2	(2) Y3	(3) M2	(4) Y2	(5) Y3
lnx	-0.260***	0.266**	0.596***	-0.247***	0.300*

续表 5.4 基于技术创新的机制分析

变量	(1) Y2	(2) Y3	(3) M2	(4) Y2	(5) Y3
	(-2.91)	(1.99)	(7.83)	(-2.75)	(1.67)
M2				-0.009** (-2.16)	-0.023** (-2.33)
Constant	1.234** (2.40)	-2.438*** (-3.03)	-4.645*** (-5.57)	1.159** (2.24)	-2.595** (-2.49)
N	3,107	3,107	3,107	3,107	3,107
R-squared	0.088	0.022	0.206	0.089	0.059
Controls	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	NO	YES	YES
Province	YES	NO	YES	YES	YES
Industry	NO	NO	YES	NO	NO

注：括号内为 t 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province、Industry 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定效应和行业固定效应；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

### 5.2.3 基于企业并购溢价的机制检验

再者，本文对企业并购溢价在数字普惠金融与企业并购之间的中介效应进行检验，其回归分析结果如表 5.5 所示。第 (1)、(2) 列的回归结果表明数字普惠金融发展能够促进中小企业并购 (Y1) 的发生，并且对企业长期并购绩效 (Y3) 有显著的提升作用。具体来说，数字普惠金融指数 (lnx) 对 Y1 和 Y3 的系数分别为 0.143 和 0.266，在 1%和 5%的显著水平下。在第 (3) 列中，数字普惠金融发展能够促进中小企业并购溢价 (M3) 的提升，其回归系数在 1%的显著水平下为 0.994。第 (4) 列和第 (5) 列的回归结果显示，数字普惠金融发展对中小企业并购发生存在直接效应，数字普惠金融 (lnx) 的系数分别为 0.284 和 1.090，在 10%和 1%的显著水平下均显著；同时，M3 的回归系数均在 1%的显著水平下，分别为 0.030 和 0.036。这表明企业并购溢价存在中介效应，即数字普惠金融通过提升企业并购溢价来促进中小企业并购的发生和长期并购绩效的提升。因此，假设 2-3 得以验证，即数字普惠金融发展通过提升企业并购溢价对中小企业并购发生起到促进作用，并提升了长期并购绩效。

表 5.5 基于并购溢价的机制检验

变量	(1) Y1	(2) Y3	(3) M3	(4) Y1	(5) Y3
lnx	0.143** (2.25)	0.266** (1.99)	0.994*** (4.81)	0.284* (1.82)	1.090*** (3.10)
M3				0.030*** (6.09)	0.036*** (2.73)
Constant	0.093 (0.25)	-2.438*** (-3.03)	-9.600*** (-4.26)	-0.831 (-0.94)	-6.554*** (-3.39)
Observations	2,474	3,107	1,044	768	1,048
R-squared	0.029	0.022	0.158	0.109	0.110
Controls	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	NO	YES	YES
Province	YES	NO	YES	YES	YES
Industry	NO	NO	YES	NO	NO

注：括号内为 t 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province、Industry 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定和行业固定；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

## 5.3 稳健性检验

### 5.3.1 替换模型

为验证基准回归结果的稳健性，本研究在多维面板固定效应模型的基础上采用了 Tobit 模型进行验证，验证结果如表 5.6 所示。在第（1）列中，数字普惠金融（lnx）对中小企业并购行为的回归分析显示，lnx 的系数为 0.144，在 5%的显著水平下呈正相关。这表明数字普惠金融能够促进企业的并购决策。在第（2）列中，数字普惠金融与中小企业短期并购绩效的回归分析显示，lnx 的系数为 -0.247，在 1%的显著水平下呈负相关。这与基准回归结果一致，表明数字普惠金融对企业的短期并购绩效具有一定的抑制作用。在第（3）列中，数字普惠金融对中小企业长期并购绩效的回归分析显示，lnx 的系数在 5%的显著水平下为 0.297。这说明数字普惠金融对企业的长期并购绩效具有促进作用。综上所述，以上结果验证了基准回归结果的稳健性。

表 5.6 Tobit 模型回归结果

Tobit	(1)	(2)	(3)
	Y1	Y2	Y3
lnx	0.144** (0.064)	-0.247*** (0.089)	0.297** (0.135)
_cons	0.284 (0.302)	0.892** (0.424)	-2.264*** (0.680)
N	2466	3098	3098
Controls	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
Province	YES	YES	NO

注：括号内为 t 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

### 5.3.2 因变量前置一期

考虑到数字普惠金融对企业并购的影响作用存在时间上的滞后，也避免变量之间存在因果倒置的内生性问题，需要采取解释变量滞后一期或被解释变量前置一期进行回归，因此，本文使用因变量前置一期的方式进行回归，即，数字普惠金融（lnx）对前置一期的企业并购变量（F.Y1，F.Y2，F.Y3）进行回归验证实证结果的稳健性，其实证结果如表 5.7 所示。第（1）列中，数字普惠金融与前置一期的中小企业并购（F.Y1）进行回归，lnx 的系数为 0.148，在 5%的显著水平下为正，说明在考虑时滞后，数字普惠金融对中小企业并购存在显著的促进作用；第（2）列中，数字普惠金融对前置一期的短期并购绩效进行回归，lnx 的系数在 5%的显著水平下为负，其数值为-0.269，与基准回归结果一致；第（3）列表示数字普惠金融与前置一期的企业长期并购绩效回归结果，lnx 的回归系数在 5%的显著水平下为正，数值为 0.413，说明在时间滞后的情况下，数字普惠金融对中小企业长期并购绩效的提升起到显著促进作用。由此可见，回归结果与基准回归结果一致，证明本研究结果的稳健性。

表 5.7 因变量前置一期回归结果

	(1)	(2)	(3)
变量	F.Y1	F.Y2	F.Y3
lnx	0.148**	-0.269**	0.413**

续表 5.7 因变量前置一期回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	F.Y1	F.Y2	F.Y3
	(2.07)	(-2.44)	(2.46)
Constant	-0.218 (-0.51)	1.217* (1.90)	-3.025*** (-3.03)
Observations	1,685	2,103	2,103
R-squared	0.043	0.096	0.027
Controls	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	NO

注：括号内为 t 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Industry 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定和行业固定；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

### 5.3.4 工具变量法

为进一步检验是否存在由不可观测等因素造成遗漏变量和反向因果关系，都会导致回归分析结果的偏误，因此本文参考张勋等(2020)和张彤进、蔡宽宁(2021)的文章，采用企业所在城市与杭州的球面距离作为数字普惠金融的工具变量，对基准回归进行内生性处理。表 5.8 报告了基准模型的内生性处理结果。识别不足检验 p 值为 0，拒绝原假设，说明工具变量与解释变量相关。Cragg-Donald Wald F 值为 197.369，远远大于 10%偏误下的临界值 16.38，表明工具变量不存在弱工具变量问题。从第 (1)、(3)、(5) 列可以看出，各地级市与杭州市的球面距离 ( $\ln spere$ ) 的回归系数为 -0.022 且在 1%的水平下显著，满足工具变量相关性要求。从第 (2) 列可以看出， $\ln x$  对 Y1 的回归系数为 0.781，在 1%的水平下显著为正，说明企业并购数字普惠金融发展对中小企业并购行为的影响作用依然显著；第 (4) 列中， $\ln x$  的系数为 -0.894 且在 1%水平下显著，数字普惠金融发展促进并购的发生，但是对短期并购绩效存在显著的负面影响，与基准回归结果一致；第 (6) 列中， $\ln x$  的系数为 1.607 且在 1%的水平下显著，意味着数字普惠金融对企业长期并购绩效有显著的促进作用，与上述结果一致。因此，使用工具变量法后检验结果依然显著，进而增强了实证结果的稳健性。

表 5.8 工具变量法 2sls 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	first	two	first	two	first	two
	lnx	Y1	lnx	Y2	lnx	Y3
Inspere	-0.022*** (-25.11)		-0.022*** (-28.49)		-0.022*** (-32.76)	
lnx		0.781*** (2.71)		-0.894*** (-2.65)		1.607*** (2.75)
Constant	4.571*** (94.94)	-2.538** (-1.98)	4.567*** (2.48)	3.756** (2.48)	4.478*** (89.37)	-7.999*** (-3.09)
Observations	2,466	2,466	3,098	3,098	3,098	3,098
R-squared	-0.007	-0.007	0.069	0.069	-0.003	-0.003
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province	YES	YES	YES	YES	NO	NO

注：括号内为 z 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

### 5.3.5 Bootstrap 法与因果中介效应检验

为进一步检验上述机制分析的结果是否稳健，本研究采取中介效应检验中的 Bootstrap 法（温忠麟等，2014）对并购支付方式（M1）、企业技术创新（M2）以及企业并购溢价（M3）在数字普惠金融对中小企业并购的影响中的作用关系进行验证，以增强基准回归结果的可信度和稳健性，置信区间为 95%。如表 5.9 所示，企业并购支付方式（M1）的间接效应的 95%置信区间和直接效应的 95%置信区间均不包含 0，表明企业并购支付方式（M1）在数字普惠金融与企业并购之间存在中介效应。企业技术创新（M2）对于企业短期并购绩效（Y2）和长期并购绩效（Y3）间接效应 95%置信区间均不包含 0，能够得到企业技术创新在数字普惠金融与技术创新之间发挥中介效应。企业并购溢价（M3）对企业并购行为（Y1）和长期并购绩效（Y3）的间接效应的 95%置信区间和直接效应的 95%置信区间均不包含 0，表明企业并购溢价（M3）在数字普惠金融与企业并购之间存在中介效应。以上均与表 5.2、表 5.3、表 5.4 和表 5.5 的检验结果一致，说明本文的机制回归结果是稳健的。

表 5.9 Bootstrap 检验结果

中介变量	因变量	效应	系数值	标准误	置信区间		Bootstrap 类型
					下限	上限	
M1	Y1	间接效应	0.0249	0.0051	0.0159	0.0355	P
					0.0164	0.0363	BC
		直接效应	-0.0291	0.1112	-0.0505	-0.0080	P
					-0.0490	-0.0069	BC
M2	Y2	间接效应	-0.0059	0.0025	-0.0110	-0.0008	P
					-0.0114	-0.0011	BC
		直接效应	-0.0151	0.0188	-0.0529	-0.0240	P
					-0.0584	-0.0208	BC
M3	Y3	间接效应	-0.0124	0.0057	-0.0240	-0.0019	P
					-0.0249	-0.0027	BC
		直接效应	0.0511	0.0410	-0.0264	0.1375	P
					-0.0316	0.1350	BC
M3	Y1	间接效应	0.0308	0.0097	0.0147	0.0532	P
					0.0151	0.0551	BC
		直接效应	-0.0498	0.0332	-0.1174	0.0117	P
					-0.1168	0.0129	BC
M3	Y3	间接效应	0.0267	0.0146	0.0018	0.0583	P
					0.0008	0.0576	BC
		直接效应	0.1704	0.0736	0.0240	0.3115	P
					0.0280	0.3123	BC

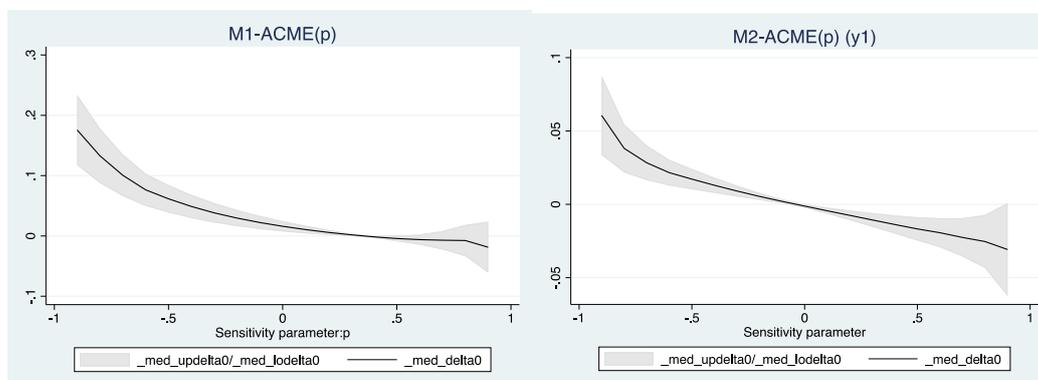
为进一步分析中介效应的稳健性和可信度，江艇（2022）的研究认为在经济研究中，对于三步法、Sobel 及 Bootstrap 的中介效应检验存在局限性，无法准确验证中介效应的存在的真实性。因此，本文通过因果中介效应模型进行检验和加强上述中介变量在数字普惠金融和企业并购之间的作用关系。回归结果和因果中介模型结果如表 5.10 所示，第（1）、（2）、（3）列为数字普惠金融（lnx）对中介变量，即并购支付方式（M1）、企业技术创新（M2）以及企业并购溢价（M3）的回归分析，其 lnx 的系数分别为 0.057、0.596、0.994，均在 1% 的水平下显著；在第（4）至第（8）列中，在上述中介变量的参与下，使用数字普惠金融（lnx）对企业并购（Y1）、短期并购绩效（Y2）和长期并购绩效（Y3）进行回归，lnx 的系数均显著，且与上述结果一致，说明数字普惠金融对企业并购存在直接影响；M1、M2、M3 的系数均显著，说明并购支付方式、企业技术创新以及企业并购溢

价在数字普惠金融与企业并购之间存在中介效应。据此，本文进一步检验了中介效应的敏感性结果，如图 5.1 所示，中介效应结果稳健。

表 5.10 因果中介效应分析

变量	(1) M1	(2) M2	(3) M3	(4) Y1	(5) Y2	(6) Y3	(7) Y1	(8) Y3
lnx	0.057*** (3.47)	0.596*** (7.83)	0.994*** (4.81)	0.119* (1.88)	-0.247*** (-2.75)	0.300* (1.67)	0.284* (1.82)	1.090*** (3.10)
M1				0.258*** (17.85)				
M2					-0.009** (-2.16)	-0.023** (-2.33)		
M3							0.030*** (6.09)	0.036*** (2.73)
Constant	0.423** (2.33)	-4.645*** (-5.57)	-9.600*** (-4.26)	0.039 (0.10)	1.159** (2.24)	-2.595** (-2.49)	-0.831 (-0.94)	-6.554*** (-3.39)
N	3,107	3,107	1,044	2,474	3,107	3,107	768	1,048
R <sup>2</sup>	0.037	0.206	0.158	0.142	0.089	0.059	0.109	0.110
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province	YES	YES	YES	YES	YES	YES	NO	YES
ACME				0.010	-0.014	-0.033	0.039	0.023
直接效应				0.028	-0.246	0.303	0.040	0.970
总效应				0.038	-0.259	0.270	0.079	0.993
解释比例				0.143	0.052	-0.108	0.233	0.023

注：括号内为 t 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。



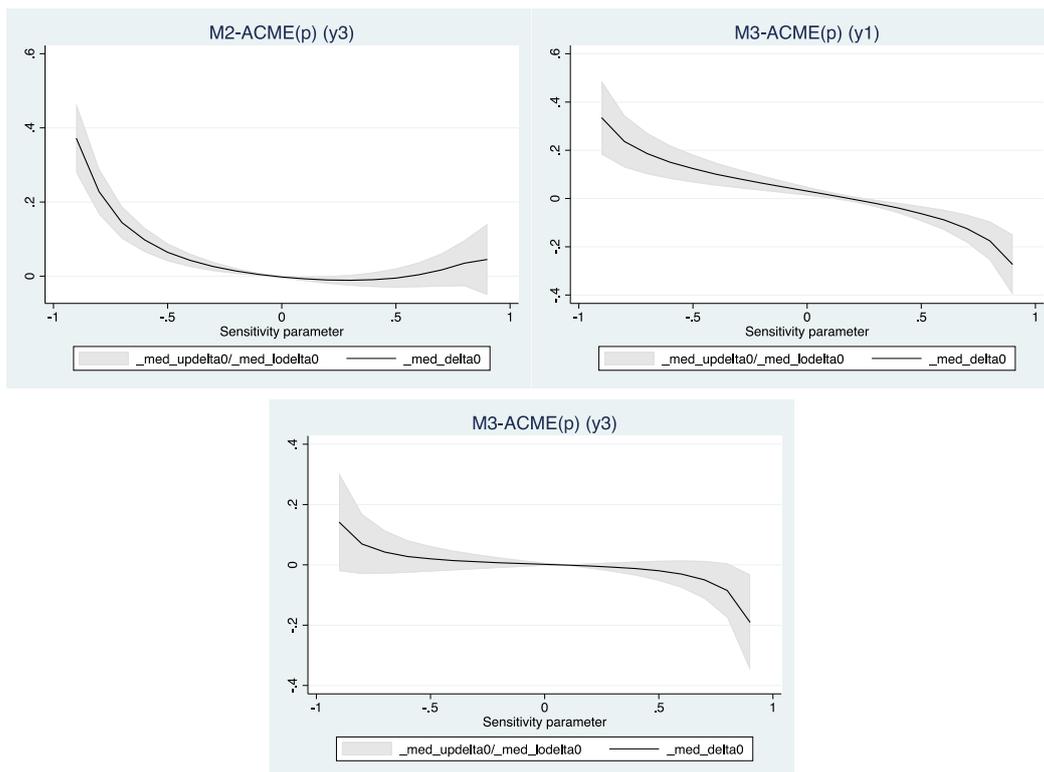


图 5.1 因果中介效应的敏感性分析

## 5.4 异质性检验

### 5.4.1 基于企业技术活跃性的异质性

数字普惠金融与企业并购之间的关系可能会受到所属行业技术活跃性的影响。相对于低技术行业，高技术行业的技术研发投入和风险更高，因此对外部融资的需求更为迫切。高技术行业通常是知识与技术密集型的，其创新频率和产出明显高于低技术的传统行业。由于高技术行业对资金的需求更大，数字普惠金融作为缓解中小企业融资约束的一种方式，可能对企业的作用效果更为显著，从而更容易促进企业的并购行为发生。高技术行业中发生并购需要消耗企业大量资金和成本，因此在高技术行业的企业发生并购后可能导致短期并购绩效的下降；与此同时，并购整合过程存在一定的时滞，整合效果和协同效应的发挥无法在短期内得以体现，则并购后的协同效应更多会体现长期并购绩效中。

为验证行业技术活跃性所带来的异质性，本研究借鉴了陶峰等 (2023) 以及黎文靖和郑曼妮 (2016) 的方法，构建了高技术行业的虚拟变量进行异质性检验。具体的检验结果如表 5.11 所示，第 (1) 列中，数字普惠金融 ( $\ln x$ ) 的回归系数

分别为 0.190，在 10%水平下显著，第 (2) 列中， $\ln x$  的系数则不显著，表明数字普惠金融对高技术行业企业并购的促进作用更为显著；由第 (3) 和第 (4) 列可见，高技术行业的  $\ln x$  回归系数在 1%的水平下显著，低技术行业  $\ln x$  的回归系数不显著，说明相较于低技术行业，数字普惠金融对高技术行业短期并购绩效的影响更显著；由第 (5) 列和第 (6) 列可得，高技术行业  $\ln x$  的回归系数在 1%的水平下均显著为正，在低技术行业中则不显著，说明相较于低技术行业，高技术行业中数字普惠金融对企业长期并购绩效的作用更为显著。

表 5.11 技术活跃性的异质性检验

变量	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)	
	Y1		Y2		Y3							
	高技术	低技术	高技术	低技术	高技术	低技术	高技术	低技术	高技术	低技术	高技术	低技术
$\ln x$	0.190*	0.122	-0.575***	-0.044	0.498***	0.136						
	(1.76)	(1.48)	(-4.59)	(-0.33)	(2.88)	(0.69)						
Constant	-0.122	0.177	3.307***	-0.340	-2.008*	-2.904**						
	(-0.19)	(0.38)	(4.62)	(-0.45)	(-1.93)	(-2.43)						
N	1,094	1,380	1,335	1,772	1,335	1,772						
R-squared	0.047	0.047	0.110	0.150	0.018	0.038						
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES						
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES						
Province	YES	YES	YES	YES	NO	NO						

注：括号内为 z 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

## 5.4.2 基于企业产权的异质性

数字普惠金融对不同所有制企业的并购影响可能存在着显著差异。一方面，民营企业通常以追求利润最大化为经营目标，其治理结构和管理体系相对更为完善，但其在获取银行贷款和政策优惠方面面临着较大的困难 (Allen 等, 2005)。而国有企业享有预算软约束优势，更容易获得政策支持，根据林毅夫等 (2004) 的观点，国有企业则同时涉及经济、社会和政治等多重目标来作出生产和发展决策。因此能够推断，民营企业更有动力利用数字普惠金融促进并购活动，以实现

利润和效益的最大化。但民营企业相较于国有企业，则面临更大的市场压力，这导致更加需要依靠数字技术创新来开发市场潜力。为了探究数字普惠金融对企业并购行为的影响，本文使用 CSMAR 数据库中的企业所有权数据，将研究样本分为国有和民营企业，并对其进行了异质性检验。

检验结果见表 5.12，第 (1) 列和第 (2) 列中，民营企业  $\ln x$  的回归系数为 0.173 在 1% 的显著水平下，国有企业  $\ln x$  的回归系数不显著，说明相较于国有企业，数字普惠金融对民营企业并购的作用更显著；由第 (3)、(4) 列可见，民营企业  $\ln x$  的回归系数均显著，国有企业则不显著，这表明数字普惠金融对企业短期并购绩效的影响作用更为明显；第 (5) 列和第 (6) 列中，国有企业  $\ln x$  的回归系数为 0.805，在 1% 的水平下显著，而民营企业  $\ln x$  的系数不显著，这说明中小民营企业的长期并购绩效由于其规模产生的限制造成协同效应的发挥存在一定的阻碍，相反中小国有企业凭借其良好的信用背书和对并购目标的严格把控，这可能是促成企业长期并购绩效显著的重要原因。

表 5.12 企业产权性质的异质性检验

变量	Y1		Y2		Y3	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
$\ln x$	-0.004 (-0.02)	0.173*** (2.61)	-0.017 (-0.08)	-0.259*** (-2.58)	0.805*** (3.59)	0.190 (1.18)
Constant	0.273 (0.17)	-0.062 (-0.16)	-0.571 (-0.43)	1.253** (2.17)	-4.487*** (-3.32)	-2.168** (-2.30)
N	256	2,209	350	2,747	351	2,747
R-squared	0.160	0.030	0.253	0.100	0.128	0.021
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province	YES	YES	YES	YES	NO	NO

注：括号内为  $z$  统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

### 5.4.3 基于企业竞争程度的异质性

企业并购的发生和并购绩效可能会因为企业所面临的竞争环境不同而存在差异。竞争程度强的环境下，企业为提高企业的核心竞争力，希望获得更多的外部资源与信息，对企业并购有更强的需求，因此对外部融资的需求更强，相比于在低竞争环境中更高。在充满激烈竞争的行业环境中，企业为增加市场份额通常会着眼于提升短期竞争力。这种竞争压力驱使管理者积极推动并购行为(黄昌富、李桑迪, 2017)。因此，可以合理推断，相对于低竞争性行业，数字普惠金融对于高竞争性行业的企业并购有着更为显著的促进效果。此外，高竞争性行业倾向于通过提升企业技术创新水平来提升自身的核心竞争力，从而在众多企业中脱颖而出。自身研发创新水平的加强促使企业在发生并购后更好地发挥协同效应，因此可能能够促进高竞争性行业的并购绩效的提升。考虑到数字普惠金融作为提供资金支持的渠道，其对于高竞争性行业企业并购的影响可能更为显著。因此，本研究引入了行业竞争程度的虚拟变量进行分析。我们采用了陶锋等人(2023)的方法，使用了证监会行业分类标准下二级行业内样本行业主营业务利润率的标准差的倒数来评估行业的竞争程度(参考自Nickell, 1996)。具体而言，我们将竞争程度高于行业中位数的行业定义为高竞争性行业，而竞争程度低于行业中位数的行业则被归类为低竞争性行业。

检验结果见表 5.13，第 (1) 和 (2) 列中，高竞争性行业的  $\ln x$  回归系数为 0.152，在 5% 的水平下显著，在低竞争性行业中， $\ln x$  的系数不显著，这表明较之于低竞争性行业，数字普惠金融对高竞争性行业的企业并购行为的促进作用更显著。第 (3) 列和第 (4) 列中，数字普惠金融 ( $\ln x$ ) 回归系数在高竞争行业中 1% 水平下显著，在低竞争性行业中不显著，说明较之于低竞争性行业，数字普惠金融对企业短期并购绩效的促进作用在高竞争性行业中更显著。第 (5) 和第 (6) 列中，高竞争性行业的  $\ln x$  为 0.247，在 10% 的水平下显著，说明数字普惠金融对高竞争行业长期并购绩效的促进作用更显著。

表 5.13 行业竞争程度的异质性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Y1		Y2		Y3	
变量	高竞争	低竞争	高竞争	低竞争	高竞争	低竞争

续表 5.13 行业竞争程度的异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Y1		Y2		Y3	
	高竞争	低竞争	高竞争	低竞争	高竞争	低竞争
lnx	0.152** (2.36)	0.303 (1.06)	-0.298*** (-3.14)	-0.479 (-1.39)	0.247* (1.89)	-0.262 (-0.48)
Constant	0.127 (0.34)	-1.087 (-0.70)	1.677*** (3.07)	1.766 (0.90)	-1.620** (-2.03)	-1.500 (-0.51)
N	2,048	425	2,548	559	2,548	559
R-squared	0.029	0.117	0.108	0.255	0.015	0.221
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province	YES	YES	YES	YES	NO	NO

注：括号内为 z 统计量；模型标准误是以省份为聚类的稳健标准误；Year、Province 行中的“YES”表示控制了年份固定效应、省份固定效应；\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10% 的显著性水平。

## 5.5 本章小结

本章以 2011 年至 2021 年中国沪深 A 股市场中小板和创业板上市企业为样本，研究发现，数字普惠金融的引入会显著增加企业的并购频率，激励更多企业参与并购活动；在机制分析中，数字普惠金融通过影响并购支付方式、企业技术创新以及企业并购溢价来促进企业的并购决策及绩效。通过异质性分析，发现数字普惠金融对中小上市企业并购决策的影响因企业技术活跃度、产权性质和竞争环境而存在差异。具体而言，在企业技术活跃度更高、竞争程度较高以及民营企业中，数字普惠金融对企业并购决策和长短期并购绩效的影响更为显著。为确保实证结果的稳健性，本研究采用工具变量来处理内生性问题，并运用前置一期被解释变量、模型替换、Bootstrap 法以及因果中介模型 (medsens) 的方法进行了详实的稳健性测试，这进一步支持了我们的研究结论。因此，从多个角度的验证结果看，数字普惠金融对企业并购决策及绩效产生积极影响。

## 6 研究结论与政策建议

### 6.1 研究结论

本文基于数字普惠金融快速发展的时代背景,围绕企业并购决策和并购绩效在数字普惠金融的资金支持作用下,对数字普惠金融与中小企业并购的影响关系进行研究。本研究选取了2011年至2021年间在中小板和创业板上市的中小企业为研究样本,经过筛选排除了金融类企业,以确保研究对象的纯粹性和针对性。本研究采用实证研究方法,深入探讨了数字普惠金融对中小企业融资约束与发展问题的影响。研究从多个维度展开,包括并购支付方式、企业技术创新以及企业并购溢价三个方面,分析数字普惠金融发展对中小企业并购行为、并购绩效的具体影响及其作用机制。通过实证分析,本研究旨在为中小企业在数字普惠金融背景下更好地进行融资与发展提供理论支持和实践指导。以下是主要的研究结论:

(1) 数字普惠金融的发展对中小企业并购起到明显的促进作用。根据表5.2的回归结果,数字普惠金融发展对中小企业并购行为有显著的促进作用,能够通过增加企业并购发生数量来体现。进一步发现,数字普惠金融对企业短期并购绩效存在显著的抑制作用,这说明企业并购后的协同效应不能够体现在短期并购绩效中,而数字普惠金融能够促进中小企业长期的并购绩效。

数字普惠金融作为金融科技创新中重要的分支,结合大数据、云计算等数字技术为中小企业提升便利性、低成本的融资渠道,数字化的服务模式降低了企业获取资金支持的难度,信贷融资的模式避免了中小企业抵押品的不足,以及抵押资产价格波动带来融资规模和融资成本的不稳定性,数字普惠金融缓解了此类问题的客观存在,在丰富了企业流动性的同时,增加企业投资意愿,因此并购作为投资决策和成长方式,在数字普惠金融的支持下能够对企业的持续发展和经营业绩提供更大效益。

(2) 数字普惠金融能够间接影响中小企业并购和并购绩效。首先,根据表5.3的机制分析,研究发现数字普惠金融能够促进企业在并购中对现金支付方式的使用来提升并购意愿,促进中小企业并购的发生。现金支付方式相较于股份支付方式,能够为企业提供流动性需求,数字普惠金融对股份支付方式的使用有所

抑制，因此也降低了并购后业绩承诺的可靠性（窦炜等，2019），也可能是导致并购绩效降低的重要因素。其次，根据表 5.4 分析，数字普惠金融能够通过提升企业技术创新水平，来提升并购长期并购绩效。数字普惠金融对企业技术创新的提升作用能够促进企业在并购后长期绩效的提升，原因在于并购后研发技术、管理层等信息资源的整合需要一定的时间成本，因此协同效应的发挥在短期并购绩效中无法体现，而能够反映在长期并购绩效中。再者，数字普惠金融对企业整体质量的提升起到重要的融资支持作用，因此在本文表 5.5 的分析中发现，数字普惠金融能够通过提升企业并购溢价来促进企业并购的发生，同时，伴随着并购溢价的提升，能够对企业长期并购绩效的提升起到积极作用。

从数字普惠金融的融资支持效果来看，金融服务的普惠性的广泛覆盖降低了信息搜寻和处理成本，有效提升了中小企业的融资意愿、融资金额，能够直接影响企业的投资意愿，因此在讨论数字普惠金融对企业并购的支持作用时，能够改善企业内部经营质量和创新水平，这些企业成长中客观问题的解决和改善均能够反应在并购后协同效应的提升中。因此，数字普惠金融对中小企业技术创新的提升能够提升企业的长期并购绩效，能够为企业高质量发展、推进并购市场完善和发展提供内在动力和基础。

(3) 从行业技术活跃性来看，数字普惠金融对高技术行业的并购作用更为显著，而数字普惠金融对低技术行业的中小企业并购发生影响不显著。原因可能在于，高技术活跃度的行业对企业创新的重视程度更高，创新需求相较于低技术活跃度行业来说更强，因此高技术活跃度的企业自身具备较高的创新能力和盈利质量，由此可推断出主并企业在寻找目标企业进行并购使，可能更倾向于选择高技术活跃度的企业，能够在企业并购后更好地发挥协同效应；此外，技术研发需要大量的资金需求，因此数字普惠金融作为融资渠道对高技术行业的融资支持效果更为显著。

(4) 从企业的产权性质来看，数字普惠金融对中小民营企业的并购行为和短期并购绩效的影响效果更为显著，而对国有企业的长期并购绩效的促进作用则更为显著。直观来看，民营企业相较于国有企业而言融资约束程度更高，因此在数字普惠金融的支持下，中小民营企业对其并购的影响作用更加显著，对并购后

短期绩效的影响也更为明显,而由于并购需要耗费大量资金成本,在完成并购后往往会出现资金短缺的问题,特别是企业在使用现金支付的方式完成并购交易后,无法在短期内实现收益的回报,因此数字普惠金融对中小民营企业并购的短期绩效存在一定的抑制作用。对于中小国有企业而言,由于财富管理目标不是单一的利润最大化,其信用背书和资质特征相对于民营企业而言更优质,并且对于并购目标的选取上有着较为严格的把控,因此,数字普惠金融对中小国有企业的长期并购绩效起到显著的促进作用,有助于缩减民营企业与国有企业之间的发展差距,推动实体经济的高质量发展。

(5) 从行业的竞争程度来看,数字普惠金融发展对高竞争行业的中小企业并购具有更强的促进作用。数字普惠金融能够促进高竞争性行业并购的发生,同时对企业短期并购绩效和长期并购绩效的影响更显著,对低竞争性行业而言,促进作用则不显著。原因可能在于,一是高竞争性行业对外部融资的需求更高,以满足其投资需求,并购作为企业的投资决策之一,高竞争性行业的企业更有动力和意愿来发起和参与并购,提升其竞争力,以应对在竞争市场中的生存和发展;二是,高竞争性行业对创新资源的需求相较于低竞争性行业更强,因此通过并购来获取外部知识资源的方式在高竞争性行业中更为受用,在并购后并购绩效相较于低竞争程度行业能够得到更全尽地发挥,有助于提升中小企业在并购后的生产经营和创新发展。

## 6.2 政策建议

结合上述分析和研究结果,本文提出以下几点建议。

首先,继续推进发展数字普惠金融促进中小企业实施投资决策的总体趋势。这一趋势不仅彰显金融供给侧改革的紧迫性,也能够突显优化金融服务对中小企业发展的重要性。在当前市场环境下,市场“长尾特征”日益显著,即大量中小企业构成了市场的长尾部分。然而,由于金融基础设施的不足,金融服务与中小企业的实际需求之间存在显著的不匹配,这直接导致了中小企业融资困难、成本高昂等一系列问题。这些问题进而抑制了企业的创新活力和并购行为,制约了中小企业的健康发展。为了缓解这一问题,加速数字普惠金融的发展显得尤为重要。

通过扩大金融服务的多样化渠道,可以为中小企业提供更加便捷、高效的融资服务。特别是传统金融机构,应积极拥抱数字化转型,开发互联网金融产品,拓展线上业务,以满足中小企业日益增长的融资需求。这不仅有助于缓解中小企业的融资困境,促进并购活动的顺利进行,还能为中小企业的创新发展提供有力支持,推动金融供给侧改革的深入进行。同时,需要重视提升数字化支持水平,为企业提供更加灵活和高效的金融服务。这些举措不仅有助于提升企业的流动性,优化其生产经营和战略投资决策,还能够扩大并购市场规模,提升并购活动的质量和效率。因此,促进数字普惠金融的发展,构建更加完善的金融生态系统,对于中小企业的创新和发展具有重要的意义。

第二,在推动数字普惠金融发展的同时,应加强对金融监管的重视,以防范新型金融风险,促进数字普惠金融在创新中稳健发展。数字普惠金融作为科技与金融融合的新趋势,可能带来更为复杂和隐蔽的风险。部分数字普惠金融服务平台在信息获取、风险控制和投融资等方面具有共性,这些共同风险敞口可能引发系统性金融风险,对国民经济构成威胁。因此,监管部门需深化对金融科技的认知,采取创新监管手段,确保金融市场稳定健康发展。审慎扩大监管范围,打击金融违法行为,特别是潜在威胁金融系统稳定性的行为。同时,灵活调整政策,规范行业准入,防止市场垄断和不正当竞争,为数字普惠金融营造良好市场环境。这些举措有助于确保数字普惠金融的普惠性和包容性,为中小企业提供便捷融资支持,促进其创新与发展。

第三,在促进并购市场发展的同时,继续优化配置数字普惠金融资源,助力推动企业和行业之间的协同发展。有研究表明,数字普惠金融在非国有中小企业、高竞争行业和高科技领域的并购中具有显著促进作用。为解决“所有权歧视”、“产业不均衡竞争”、“金融资源失衡”等问题,需进一步完善数字普惠金融服务的覆盖面和质量。具体而言,应激励金融机构加强对中小企业的金融服务,定制符合不同企业或行业特点的特色金融产品,用以提高融资的便捷性和可获得性,从而真正实现我国金融发展中的“普惠”价值。

## 参考文献

- [1] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(1), 57-116.
- [2] Alshwer A A, Sibilkov V, Zaiats N S. Financial constraints and the method of payment in mergers and acquisitions[J]. Available at SSRN 1364455, 2011.
- [3] Anand J, Singh H. Asset redeployment, acquisitions and corporate strategy in declining industries[J]. *Strategic Management Journal*, 1997, 18(S1): 99-118.
- [4] Bartlett F C. *Remembering: A study in experimental and social psychology*[M]. Cambridge university press, 1995.
- [5] Berger P G, Ofek E, Swary I. Investor valuation of the abandonment option[J]. *Journal of financial economics*, 1996, 42(2): 259-287.
- [6] Brown R, Sarma N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[J]. *Journal of Economics and business*, 2007, 59(5): 358-379.
- [7] Cheng P, Li J, Tong W. *Information asymmetry in the takeover market*[J]. Hong Kong Polytechnic University, 2008: 1-36.
- [8] Cohen W M, Levinthal D A. Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation[J]. *Administrative science quarterly*, 1990: 128-152.
- [9] Davenport T H, Prusak L. *Working knowledge: How organizations manage what they know*[M]. Harvard Business Press, 1998.
- [10] Demerjian P, Lev B, McVay S. Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests[J]. *Management science*, 2012, 58(7): 1229-1248.
- [11] Eckbo B E, Langohr H. Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 24(2): 363-403.
- [12] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *The journal of law and Economics*, 1983, 26(2): 301-325.
- [13] Fazzari S, Hubbard R G, Petersen B C. Financing constraints and corporate

- investment[J]. 1987.
- [14] Grant R M. Prospering in dynamically-competitive environments: Organizational capability as knowledge integration[J]. *Organization science*, 1996, 7(4): 375-387.
- [15] Grossman S J, Hart O D. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration[J]. *Journal of political economy*, 1986, 94(4): 691-719.
- [16] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American economic review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [17] Leyshon A, Thrift N. Geographies of financial exclusion: financial abandonment in Britain and the United States[J]. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 1995: 312-341.
- [18] Lin C Y Y, Wei Y C. The role of business ethics in merger and acquisition success: An empirical study[J]. *Journal of Business Ethics*, 2006, 69: 95-109.
- [19] Moeller S B, Schlingemann F P, Stulz R M. Firm size and the gains from acquisitions[J]. *Journal of financial economics*, 2004, 73(2): 201-228.
- [20] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of financial economics*, 1984, 13(2): 187-221.
- [21] Nickell S J. Competition and corporate performance[J]. *Journal of political economy*, 1996, 104(4): 724-746.
- [22] Nonaka I, Takeuchi H. *The knowledge-creating company: How Japanese companies create the dynamics of innovation*[M]. New York: Oxford university press, 2009.
- [23] Piaget J, Cook M. *The origins of intelligence in children*[M]. New York: International Universities Press, 1952.
- [24] Ragozzino R. The effects of geographic distance on the foreign acquisition activity of US firms[J]. *Management International Review*, 2009, 49: 509-535.

- [25] Rhodes-Kropf M, Viswanathan S. Market valuation and merger waves[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(6): 2685-2718.
- [26] Rhodes-Kropf M, Viswanathan S. Market valuation and merger waves[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(6): 2685-2718.
- [27] Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers[J]. Journal of business, 1986: 197-216.
- [28] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [29] Shleifer A, Vishny R W. Stock market driven acquisitions[J]. Journal of financial Economics, 2003, 70(3): 295-311.
- [30] Stahl G K, Voigt A. Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination[J]. Organization science, 2008, 19(1): 160-176.
- [31] Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of financial Economics, 1990, 26(1): 3-27.
- [32] Travlos N G. Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns[J]. The journal of finance, 1987, 42(4): 943-963.
- [33] Wansley J W, Lane W R, Yang H C. Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment[J]. Financial management, 1983: 16-22.
- [34] 安郁强,陈选娟.估值套利与公司并购——来自中国企业并购的新证据[J].经济管理,2019, 41(03): 73-89.
- [35] 陈仕华,姜广省,卢昌崇.董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J].管理世界,2013(12):117-132+187-188.
- [36] 陈仕华,王雅茹.企业并购依赖的缘由和后果: 基于知识基础理论和成长压力理论的研究[J].管理世界,2022,38(05): 156-175.
- [37] 邓可斌,李洁妮.政企纽带与并购绩效:生命周期视角的重新审视[J].证券市场导报, 2018(05): 41-51.
- [38] 冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(01):

54-61+68.

- [39] 冯科,邢晓旭,何理.业绩对赌协议对并购溢价和市场反应的影响[J].金融研究,2023(01):188-206.
- [40] 冯兴元,孙同全,董翀等.中国县域数字普惠金融发展:内涵、指数构建与测度结果分析[J].中国农村经济,2021(10):84-105.
- [41] 高敬忠,赵思懿,王英允.经济政策不确定性、产业政策与并购溢价[J].产业经济研究,2021(02):42-55.
- [42] 葛伟杰,张秋生,张自巧.支付方式、融资约束与并购溢价研究[J].证券市场导报,2014(01):40-47.
- [43] 郭峰,王靖一,王芳等.测度中国数字普惠金融发展:指数编制与空间特征[J].经济学(季刊),2020,19(04):1401-1418.
- [44] 韩亮亮,彭伊,孟庆娜.数字普惠金融、创业活跃度与共同富裕——基于我国省际面板数据的经验研究[J].软科学,2023,37(03):18-24.
- [45] 何德旭,苗文龙.金融排斥、金融包容与中国普惠金融制度的构建[J].财贸经济,2015(03):5-16.
- [46] 贺茂斌,杨晓维.数字普惠金融、碳排放与全要素生产率[J].金融论坛,2021,26(02):18-25.
- [47] 黄本多,干胜道.自由现金流量、并购溢价与我国上市公司并购绩效的实证研究[J].华东经济管理,2009,23(04):139-143.
- [48] 黄昌富,李桑迪.期望绩效反馈、行业竞争压力与企业并购——基于沪深A股上市公司的实证研究[J].商业研究,2017(10):31-38.
- [49] 惠献波.数字普惠金融与城市绿色全要素生产率:内在机制与经验证据[J].南方金融,2021(05):20-31.
- [50] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022(05):100-120.
- [51] 蒋庆正,李红,刘香甜.农村数字普惠金融发展水平测度及影响因素研究[J].金融经济研究,2019,34(04):123-133.
- [52] 蓝发钦,国文婷.目标公司盈利质量对并购溢价的影响研究[J].软科学,

- 2021,35(03): 42-48.
- [53] 蓝发钦,国文婷.企业并购中的匹配效应——并购溢价和标的公司盈利质量对并购绩效的影响研究[J].经济理论与经济管理,2022,42(05): 50-64.
- [54] 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,2016,51(04):60-73.
- [55] 李春发,李冬冬,周驰.数字经济驱动制造业转型升级的作用机理——基于产业链视角的分析[J].商业研究,2020(02): 73-82.
- [56] 李红,余成越.数字化程度与流通企业并购绩效——基于企业生命周期视角[J].商业经济研究,2022(05): 130-133.
- [57] 李井林,刘淑莲,韩雪.融资约束、支付方式与并购绩效[J].山西财经大学学报,2014,36(08):114-124.
- [58] 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,2020,55(07): 41-57.
- [59] 李善民,朱滔.多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J].管理世界,2006(03):129-137.
- [60] 李维安,陈钢.高管持股、会计稳健性与并购绩效——来自沪深A股上市公司的经验证据[J].审计与经济研究,2015,30(04):3-12.
- [61] 李优树,李福平,李欣.环境规制、数字普惠金融与城市产业升级——基于空间溢出效应与调节效应的分析[J].经济问题探索,2022(01): 50-66.
- [62] 梁榜,张建华.数字普惠金融发展能激励创新吗?——来自中国城市和中小企业的证据[J].当代经济科学,2019,41(05):74-86.
- [63] 林季红,刘莹.中国企业海外并购绩效研究——以并购整合为视角[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2013(06):115-124.
- [64] 林学军,官玉霞.融资约束与企业并购——来自中国上市公司的经验证据[J].南京审计大学学报,2020,17(03): 51-60.
- [65] 林毅夫,李志赞.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究,2004(02):17-27.
- [66] 刘波波,高明华.投资者关系管理对企业并购行为的影响研究[J].经济管

- 理,2021,43(10): 154-172.
- [67] 刘俊毅,白彦.资本结构对并购支付方式的影响研究——基于公司负债比率的视角[J].江西社会科学,2018,38(07):75-81.
- [68] 刘笑萍,黄晓薇,郭红玉.产业周期、并购类型与并购绩效的实证研究[J].金融研究, 2009(03): 135-153.
- [69] 刘心怡,黄颖,黄思睿等.数字普惠金融与共同富裕: 理论机制与经验事实[J].金融经济研究,2022,37(01): 135-149.
- [70] 刘焰.行业生命周期、企业生命周期与混合并购绩效的实证研究[J].中南财经政法大学学报,2017(04): 46-57+159.
- [71] 刘颖,张高明,孙婉若.数字普惠金融对家庭风险金融资产配置影响的差异性——基于地区与城乡视角[J].武汉金融,2022(01): 33-41.
- [72] 吕长江,韩慧博.业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配[J].审计与经济研究,2014,29(06):3-13.
- [73] 潘爱玲,刘文楷,王雪.管理者过度自信、债务容量与并购溢价[J].南开管理评论,2018, 21(03): 35-45.
- [74] 潘星宇,沈艺峰.股权激励、企业并购与利润管理[J].经济管理,2021,43(10): 99-118.
- [75] 乔彬,赵广庭,沈烁华.数字普惠金融能促进企业绿色创新吗?[J].南方金融, 2022(03):14-27.
- [76] 任晓怡.数字普惠金融发展能否缓解企业融资约束[J].现代经济探讨, 2020(10):65-75.
- [77] 宋晓玲,王婉濛,王光远.数字普惠金融能否为中小企业创新提供动能——来自新三板挂牌企业的经验证据[J].投资研究,2023,42(01): 120-137.
- [78] 孙芳城,伍桂林,蒋水全.数字普惠金融、知识产权保护与企业创新[J].技术经济,2022,41(12): 38-49.
- [79] 孙婧雯,张晓岚,张超.股票流动性、机构投资者与企业并购[J].当代经济科学,2019,41(02): 108-121.
- [80] 孙学涛,于婷,于法稳.数字普惠金融对农业机械化的影响——来自中国 1869

- 个县域的证据[J].中国农村经济,2022(02): 76-93.
- [81] 陶锋,朱盼,邱楚芝等.数字技术创新对企业市场价值的影响研究[J].数量经济技术经济研究,2023,40(05):68-91.
- [82] 田瑶,赵青,郭立宏.数字普惠金融与共同富裕的实现——基于总体富裕与共享富裕的视角[J].山西财经大学学报,2022,44(09): 1-17.
- [83] 万佳彧,周勤,肖义.数字金融、融资约束与企业创新[J].经济评论,2020(01): 71-83.
- [84] 王凤羽,冉陆荣.数字普惠金融对缓解我国农村相对贫困的影响[J].中国流通经济,2022,36(03): 105-114.
- [85] 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, 22(05): 731-745.
- [86] 巫岑,罗婷,饶品贵.政府引导、财政分权与企业并购[J].经济科学,2021(05): 20-36.
- [87] 肖万,林冰儿,张玉琨等.并购支付方式、融资方式与信号效应[J].投资研究,2021,40(08):130-140.
- [88] 谢绚丽,沈艳,张皓星等.数字金融能促进创业吗?——来自中国的证据[J].经济学(季刊), 2018,17(04): 1557-1580.
- [89] 徐敏.农村金融普惠的水平测度及影响因素分析——以新疆为例[J].开发研究,2012(05):104-107.
- [90] 徐子尧,张莉沙,刘益志.数字普惠金融提升了区域创新能力吗[J].财经科学, 2020(11):17-28.
- [91] 杨亚平,赵昊华.金融投资行为、数字普惠金融与企业创新[J].南方金融, 2021(12): 18-33.
- [92] 杨玉文,张云霞.数字普惠金融赋能共同富裕的机制与路径研究[J].云南民族大学学报(哲学社会科学版),2023,40(01): 123-133.
- [93] 叶文辉,龚灵枝.数字普惠金融与包容性增长: 理论分析与展望[J].经济问题,2023(12):49-57.
- [94] 尹应凯,陈乃青.数字普惠金融、数字鸿沟与共同富裕——基于新结构经济学

- 的视角[J].上海大学学报(社会科学版),2022,39(06): 13-31.
- [95] 余江龙,周建,崔敏.数字普惠金融与地区间共同富裕——理论逻辑和经验证据[J].山西财经大学学报,2022,44(10): 1-15.
- [96] 张兵,李娜.数字普惠金融对农村劳动力非农转移的影响研究——基于 Mlogit 和门槛模型的实证分析[J].世界农业,2022(09): 65-75.
- [97] 张贺,白钦先.数字普惠金融减小了城乡收入差距吗?——基于中国省级数据的面板门槛回归分析[J].经济问题探索,2018(10): 122-129.
- [98] 张庆君,黄玲.数字普惠金融、产业结构与经济高质量发展[J].江汉论坛,2021(10): 41-51.
- [99] 张彤进,蔡宽宁.数字普惠金融缩小城乡居民消费差距了吗? ——基于中国省级面板数据的经验检验[J].经济问题,2021(09):31-39.
- [100]张先治,杜春明.管理层能力与并购过程价值创造[J].财经问题研究,2020(12):78-88.
- [101]张小东.融资约束、区域金融发展与成长期企业并购——理论分析与经验证据[J].商业经济与管理,2021(04): 78-87.
- [102]张勋,杨桐,汪晨等.数字金融发展与居民消费增长: 理论与中国实践[J].管理世界,2020,36(11): 48-63.
- [103]张英杰.数字普惠金融、创新活跃度与乡村振兴[J].技术经济与管理研究,2023(01): 78-84.
- [104]郑雅心.数字普惠金融是否可以提高区域创新产出?——基于我国省际面板数据的实证研究[J].经济问题,2020(10):53-61.
- [105]朱冠平,扈文秀,章伟果等.金融冲击、股权结构与企业并购行为——基于 GARCH 模型视域[J].统计与信息论坛,2019,34(05): 34-40.
- [106]邹新月,王旺.数字普惠金融对居民消费的影响研究——基于空间计量模型的实证分析[J].金融经济研究,2020,35(04): 133-145.

## 致 谢

如何能用短短几句话描述过往二十余载的求学之路。过往的我是幸运的，坎坷不平，仔细回想算不上坎坷，但好像也不易。小学二年级从张掖的小县城到兰州来上学，却减少了有父亲陪伴的时间，这个人曾经给我很多能量，给了我改变命运和看见更大世界的机会，但却没能告诉我该如何走好人生之路，这也许是我习惯于自我探索的原因之一，我依然爱并想念我的父亲，也依然热爱生活。过去对自己的能力和未来抱有太多期待，充满理想却又一次次因为失败被打回现实。人生第一个二十年的主题是无知和理想。

过去三年是充满实践的三年，是认识自己的三年。从本科开始选择金融专业，到初次考研失败，再次失败，到如今即将硕士毕业，我对这门学科和专业依然充满热爱与激情，我开始理解金融经济学理论，并使之指导着我如何生活，影响着我看待世界的方式。我是如此幸运，能够在读硕期间确定人生理想和奋斗方向，开始感受生命的意义。太多的感情想要表达，这些感慨与感激的文字却是苍白且存在偏差的，但我依然试图记录这份情感，记录这份“答卷”背后给我能量与支持的人。谢谢我的导师这三年来对我的指导与鼓励，感谢老师对我的信任与包容，您是我精神的加油站，更是我一生的恩师。感谢外语学院老师在我参赛时对我的鼓励与帮助，从偶然相识，到指导鼓励我参加“外研社·国才杯英语演讲比赛”，并取得优异名次，感激这份相识与这段难忘经历，让我更加相信努力与专注的力量，也让我的硕士生涯更为丰富和饱满。

人生的意义无外乎是给予这每一段故事一份意义，谢谢有家人和朋友的陪伴，你们的存在就是我坚持奋斗的无限动力。而沿途的风景只有自己知道究竟有多美，所经历的每一次失败都是在告诉自己，这不是真正的结果。谢谢自己的所有选择与无畏付出！并告诉自己，要继续奋斗。

2024年5月25日 星期六 午