

并购对价与融资方式决策研究丛书

公司并购、融资政策选择 与资本结构动态调整研究

Corporate Mergers and Acquisitions, Choice of Financial Policy
and Dynamic Adjustment of Capital Structure

李井林 著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



并购对价与融资方式决策研究丛书

公司并购、融资政策选择 与资本结构动态调整研究

Corporate Mergers and Acquisitions, Choice of Financial Policy
and Dynamic Adjustment of Capital Structure

李井林 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购、融资政策选择与资本结构动态调整研究 / 李井林
著. —大连: 东北财经大学出版社, 2017.1
(并购对价与融资方式决策研究丛书)
ISBN 978-7-5654-2788-6

I. 公… II. 李… III. ①上市公司-企业兼并-研究-中国 ②上市公司-企业融资-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 142269 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连天骄彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 228 千字 印张: 15.75 插页: 1

2017 年 1 月第 1 版

2017 年 1 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 魏 巍 田玉海

责任校对: 思 齐

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

定价: 48.00 元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711

作者简介

李井林，东北财经大学财务管理学博士，中国社会科学院工业经济研究所工商管理学博士后。致力于公司理财、并购重组与公司治理等方面的研究，在《金融评论》、《金融学季刊》、《投资研究》及Global Review of Accounting and Finance等国内外期刊发表论文多篇，主持国家社会科学基金、中国博士后科学基金、湖北省科技计划软科学研究项目等多项省部级以上课题。

本书系国家自然科学基金面上项目——上市公司如何选择并购对价与融资方式——基于嵌套结构的经验研究(71172120)、国家社会科学基金青年项目——并购视角下企业杠杆率动态调整的理论及实证研究(17CGL013)、中国博士后科学基金面上资助项目——中国上市公司股权结构动态调整的理论及实证研究(2017M611105)的重要成果之一。感谢国家自然科学基金委员会、全国哲学社会科学规划办公室、中国博士后科学基金会的资助!

公司如何选择资本结构？公司如何为其投资项目融资？融资与投资又如何相互影响？融资决策会影响公司价值吗？理论与经验文献关于公司财务中的这些关键问题仍然存在争议。据统计，2009—2011年，在财务学三大国际顶尖学术期刊（*Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*）上公开发表的文章中，有129篇（大约10%）在一定程度上与资本结构问题相关。资本结构理论研究的核心内容主要回答两个相关问题：第一，负债比率的变化是否影响公司价值？第二，如果负债比率的变化影响公司价值，那么最优（目标）负债水平是多少？1958年提出的MM理论，不仅是现代公司资本结构理论的基石，而且是后续资本结构理论研究的逻辑起点。关于MM理论的争论导致了静态权衡理论的产生。其中，财务危机权衡理论认为，公司会依据债务的税盾效应和破产成本设置目标资本结构，并逐渐靠近最优（目标）资本结构；代理成本权衡理论认为，不同的融资契约与不同的代理成本相联系，最优资本结构就是债务代理成本和股权代理成本之和最小时的负债结构。目前，资本结构理论的研究已由静态观（考察资本结构的影响因素）发展到动态观（考察资本结构的动态调整），并出现了动态权衡理论与市场择时理论的争论以及动态权衡理论与有序融资理论的争论。与市场择时理论、

优序融资理论均认为公司不存在最优（目标）资本结构不同，动态权衡理论认为公司不仅存在目标资本结构，而且当目标资本结构发生变化或某些因素导致实际资本结构偏离目标水平时，公司就会采取措施逆转偏差，调整资本结构至目标水平。然而，由于阻碍作用的存在，公司仅对资本结构进行了局部（部分）调整。资本结构动态调整是资本结构理论研究的前沿课题之一，它引起了国内外诸多学者的广泛关注，对它的研究如今已经取得了丰富的成果。

2

并购是能够显著改变公司资本结构的重大事件之一，公司会利用并购的机会优化资本结构。在并购交易中，支付方式和融资方式的选择与并购公司的资本结构相互联系、相互影响。一般来说，公司选择的支付方式将影响并购后公司的资本结构，或许还会触发证券发行，而融资政策也会影响资本结构。并购支付方式的选择对并购公司资本结构的变化会产生重大影响，因为现金对价并购会提高并购公司的负债权益比率，股票对价并购则会降低并购公司的负债权益比率。并购需要公司进行外部资金的筹措，因此公司拥有了进入资本市场的机会，而拥有进入资本市场机会的公司能够以较低的调整成本和较快的调整速度调整其资本结构。并购将投资与资本结构决策联系起来，提供了一个观察公司向其目标资本结构进行动态调整的机会。也就是说，如果没有并购等投资机会，杠杆不足的公司只能通过举债来回购股票，以向其目标杠杆水平调整。由于证券交易规则的限制，通过在公开市场上回购股票的方式调整资本结构，不仅需要花费较长的时间，而且可能需要支付较高的溢价，特别是当公司股票价格被市场严重高估时。在这种情况下，公司可能会通过并购等投资机会向其目标资本结构进行动态调整。或者说，并购可以作为公司调整其资本结构的机会窗口。如果公司对不同并购融资政策的选择使得资本结构向其目标水平进行动态调整，就可以验证公司资本结构存在目标调整行为。当然，并购对资本结构的调整效应，既可能是一种主动的目标调整，也可能是并购行为本身引起的间接效应。那么，检验公司并购对资本结构动态调整的影响便成为本书研究的出发点。

本书在中国特殊的制度背景下，围绕着公司并购决策、融资政策选择与资本结构动态调整三个方面，考察了以下问题：公司在进行并购决策

时，是否会考虑目标资本结构水平的影响？实际资本结构水平与其目标资本结构水平的偏差如何影响公司并购融资政策的选择？在并购交易发生前后，公司的融资政策是否存在动态调整行为？如果存在，公司将采取何种方式进行动态调整？公司并购与资本结构动态调整的相互影响机理是什么？本书的研究结论不仅解决了动态权衡理论、优序融资理论与市场择时理论关于资本结构是否存在对其目标水平进行动态调整这一问题，为资本结构理论研究提供了新的研究思路和视角，而且有助于引导公司从并购价值创造的角度，制定科学合理的目标资本结构，构建资本结构动态优化机制，使公司能够主动适应内、外部环境的变化，充分利用财务杠杆效应获得收益，提高资金的使用效率，从而优化资源配置，提高经济效益与社会效益。

本书可以作为财经类院校高年级本科生、学术型和专业学位研究生以及博士生的课外阅读材料使用；同时，相信本书对致力于中国公司财务与并购重组问题研究的学者、政府相关职能部门、上市公司董事和高级管理人员都会有较多启发。

刘淑莲

2017年1月

并购不仅是我国资本市场上重要的社会资源重新配置的手段之一（刘淑莲，2010），也是公司扩大规模、实现战略转型和产能结构调整的重要手段。目前，并购重组已经提到了国家战略的高度，国家希望通过并购重组实现经济转型、产业升级与结构优化，消化过剩产能；企业希望通过并购重组实现快速成长、竞争力提升。与西方发达国家相比，我国公司并购的发展起步较晚，并且有着特殊的经济背景、政治制度背景和社会背景。刘淑莲（2010）将中国上市公司并购重组实践划分为以下三个阶段：起步阶段（1993—1996年）、快速发展阶段（1997—2005年）、规范与发展并举阶段（2006年至今）。中国企业兼并重组研究中心发布的《2014年中国并购市场报告》的统计数据显示：2006—2014年，中国上市公司发生并购案例的交易金额和交易数量均呈现上升趋势。2015年，中国并购市场再次呈现爆发性增长。清科研究中心发布的数据显示：2015年，中国并购市场共完成交易2 692起；披露金额的并购案例总计2 317起，涉及交易金额共1.04万亿元。2016年，随着经济转型和供给侧改革的推进，存量资产将出现大量并购重组需求，改革红利的释放将推动并购市场迎来黄金发展期。

2015年中国并购市场交易活跃度的走高，得益于改革的红利和兼并重组政策的支撑。2月10日，银监会印发了《商业银行

并购贷款风险管理指引》，将并购贷款期限提升至7年，并购贷款在并购交易总金额中的占比上限提高至60%。8月31日，证监会等四部委联合发布了《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，提出在并购重组监管中将进一步简政放权，扩大并购重组，取消行政审批范围，简化审批程序；鼓励支付工具和融资方式创新，引入定向可转债作为并购支付工具；鼓励国有控股上市公司依托资本市场加强资源整合，调整优化产业布局；鼓励通过并购贷款、境内外银团贷款等方式支持上市公司实行跨国并购。9月24日，国务院发布了《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，进一步加速了国有企业的改革，为并购创造了更多的动力。

并购重组不仅是国有企业混合所有制改革的重要方式，而且与产业结构的调整以及产业升级方式的转变密不可分。在国有企业混合所有制改革与供给侧改革的双轮驱动下，央企、地方国企的并购重组将加速，将刺激更大范围的企业重组和资源整合。此外，目前上市公司热衷于通过并购重组进行市值管理，利用一二级市场联动进行资本运作。2014年5月8日，国务院下发的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中明确提出，鼓励上市公司建立市值管理制度。那么，国有企业在进行混合所有制改革时，应如何安排其所有权结构呢？国有企业混合所有制改革可以是绝对控股，可以是相对控股，也可以是参股，究竟哪种股权结构最有效率呢？国有企业的股权结构是目标调整行为，还是路径依赖行为呢？股票市场是实现国有企业混合所有制改革的有效方式，那么，在国有企业混合所有制改革的过程中，股权结构作为资本结构的重要方面，其调整行为是否存在择时动机，以进行市值管理，实现国有资产的保值增值呢？然而，不管国有企业是进行混合所有制改革，还是进行市值管理，并购重组都是一个重要的实现手段。本书希望通过探讨上市公司的资本结构动态调整行为与择时行为，对我国国有企业的混合所有制改革和市值管理提供借鉴与参考。具体而言：（1）增强目标资本结构意识，建立资本结构动态优化机制，由于公司的资本结构会受到宏观经济环境、金融市场、法律制度以及公司行业特征的影响，因此公司必须对资本结构进行动态调整，根据实际资本结构与目标水平的偏离情况，合理选择融资方式，以实现资本结构的优化；（2）树立市值管理观念，建立市值管理制度，将公司发展与资本市

场价格变化相结合,合理利用市场错误定价进行投融资决策,以实现公司的发展战略;(3)充分利用资本市场实现国有企业混合所有制改革中的所有制结构的动态调整与优化,在并购交易活动中确保国有股权的保值与增值。

全书共分为8章。第1章主要对本书的内容进行简要介绍,具体包括问题的提出、研究思路、研究内容以及研究创新;第2章对并购决策影响因素、并购融资政策选择影响因素以及资本结构动态调整等方面的研究文献进行综述;第3章介绍了并购决策、并购融资政策选择以及资本结构动态调整的理论基础与制度背景;第4章至第7章分别对公司并购决策的影响因素、公司并购对价决策、公司并购融资决策以及并购公司资本结构的动态调整进行了实证研究;第8章对公司并购、融资政策选择与资本结构动态调整研究进行了展望。

本书在以下几个方面存在创新:(1)将并购视为公司资本结构动态调整的机会窗口,研究并购公司资本结构的演变规律及其动态调整过程,实现了公司控制权市场理论与资本结构理论的有效结合,在一定程度上解释了公司并购的动因或结果,在一定程度上拓宽了资本结构的研究视角;(2)有效区分了并购支付方式与融资方式的内涵,对并购支付方式与融资方式选择的影响因素进行了理论分析和经验检验,考察了并购支付方式及融资方式选择与资本结构动态调整的相互影响机理;(3)构建了统一的研究框架,对资本结构的权衡理论、优序融资理论与市场择时理论同时进行检验,对于解决资本结构的动态权衡理论与市场择时理论的争议具有一定的贡献。

本书关于公司并购、融资政策选择与资本结构动态调整的研究是一种探索性质的研究,因此难免存在一些不足之处,恳请各位专家、学者和读者朋友批评指正。

作者

2017年1月

第1章 导 论/1

- 1.1 问题的提出/1
- 1.2 研究思路与研究内容/3
- 1.3 研究创新/5

第2章 文献综述/7

- 2.1 并购决策影响因素研究文献综述/7
- 2.2 并购融资政策选择影响因素研究文献综述/12
- 2.3 资本结构动态调整研究文献综述/21

第3章 理论基础与制度背景/25

- 3.1 并购决策的理论基础与制度背景/25
- 3.2 并购融资政策选择与资本结构动态调整的理论基础与制度背景/47

第4章 公司并购决策的影响因素研究/86

- 4.1 宏观经济环境与并购浪潮/86
- 4.2 所有权结构、家族控制与并购决策及并购绩效/98

第5章 公司并购对价决策实证研究/111

- 5.1 市场错误定价、投资机会与并购对价/111
- 5.2 家族控制、并购支付方式与并购绩效/131

第6章 公司并购融资决策实证研究/145

- 6.1 目标资本结构、市场错误定价与并购融资方式选择/145
- 6.2 公司并购的IPO融资决策/165

第7章 并购公司资本结构动态调整研究/177

- 7.1 引言/177
- 7.2 理论分析与研究假设/179
- 7.3 研究设计/184
- 7.4 假设检验与结果分析/193
- 7.5 研究结论/210

第8章 研究展望/212

- 8.1 行为财务学视角研究/212
- 8.2 融资政策动态调整研究/213
- 8.3 经济后果研究/215

主要参考文献/217

索引/235

后记/237

1.1 问题的提出

美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒在其论文《通向垄断和寡占之路——兼并》的开篇就说：“一个企业通过兼并其竞争对手成为巨型企业是现代经济史上一个突出的现象……没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”在国家经济转型升级的背景下，银监会印发了《商业银行并购贷款风险管理指引》，证监会、财政部、国资委、银监会四部委联合发布了《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，进一步优化了并购市场环境。此后，国务院发布了《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，国有企业的改革进一步深化，为并购创造了更多的动力。中国企业兼并重组步伐的不断加快，有利于实现优化资源配置、扩大企业规模、促进战略转型及产业结构调整等目的。得益于改革的红利和兼并重组政策的支撑，中国并购市场 2015 年再次呈现爆发性增长，交易数量与金额双双突破历史记录。国内创业及股权投资领域权威研究机构——清科研究中心在 2016 年年初发布的统计数据 displays：2015 年，中国并购市场共完成交易 2 692 起，较 2014 年增长

39.6%；披露金额的并购案例总计 2 317 起，涉及交易金额共 1.04 万亿元，平均并购金额为 4.50 亿元。同时，“一带一路”战略进一步助推了中国企业走出去，跨国并购案例数量持续增长。总之，随着经济的转型升级和供给侧改革的推进，存量资产将出现大量并购重组需求，改革红利的释放将推动并购市场迎来黄金发展期，通过资本市场进行并购重组将成为优化社会资源配置、提高社会经济运行效率以及企业加强市值管理的有效手段，并购重组将成为我国资本市场上最大的投资主题之一。

并购是能够显著改变公司资本结构的重大事件之一，而且公司可以利用并购的机会优化资本结构（Harford et al., 2009；Uysal, 2011；Vermaelen and Xu, 2014；王逸、张金鑫、于江，2015）。并购需要公司进行外部资金的筹措，因此公司拥有了进入资本市场的机会，而拥有进入资本市场机会的公司能够以较低的调整成本和较快的调整速度调整其融资政策。并购将投资与融资决策联系起来，提供了一个观察公司向其目标资本结构水平进行动态调整的机会，或者说，并购可以作为公司调整其资本结构的机会窗口。如果公司通过对不同并购融资政策的选择引起了资本结构向其目标水平进行动态调整，就可以验证公司的资本结构存在目标调整行为。当然，并购对资本结构的调整效应可能是一种主动的目标调整，也可能是并购行为本身引起的间接效应。那么，检验公司并购对资本结构动态调整的影响便成为本书研究的出发点。

在中国特殊的制度背景下，公司并购对融资政策将产生何种影响？公司在进行并购决策时，是否会考虑目标资本结构水平的影响？实际资本结构水平与目标资本结构水平的偏差如何影响公司并购融资政策的选择？在并购交易发生前后，公司的融资政策是否存在动态调整行为？如果存在，公司将采取何种方式进行动态调整？公司并购与融资政策动态调整的相互影响机理是什么？针对这些问题，本书在借鉴国内外文献的基础上，结合我国上市公司的实际，运用公司并购与融资政策的相关理论，利用上市公司并购的历史数据，对以下几个方面进行了阐述：第一，宏观经济环境对并购浪潮的影响，以及所有权结构和上市决策对公司并购决策的影响；第二，我国上市公司并购融资政策选择的影响因素；第三，公司资本结构动态调整行为是否存在以及存在方式。

1.2 研究思路与研究内容

1) 研究思路

首先,本书在对国内外公司并购、融资政策选择与资本结构动态调整研究文献进行梳理的基础上,以公司并购与资本结构相关理论作为理论基础,回顾并分析了中国公司并购决策的制度背景与融资环境及其对并购行为的影响;其次,从宏观经济环境与企业微观特征两个方面分析了并购活动的影响因素,并从企业微观特征方面分析了并购对价与融资政策的影响因素;再次,以公司并购作为一个事件窗口,考察了并购公司资本结构的动态调整行为;最后,对公司并购、融资政策选择与资本结构动态调整研究进行展望。

2) 研究内容

本书共分为8章,各章的主要内容如下:

第1章为导论。该章主要对全书内容进行简要介绍,具体包括问题的提出、研究思路、研究内容以及研究创新。

第2章为文献综述。该章的内容包括并购决策影响因素研究文献综述、并购融资政策选择影响因素研究文献综述以及资本结构动态调整研究文献综述。并购决策影响因素研究文献综述主要从宏观影响因素和微观影响因素两个方面展开,其中,宏观影响因素主要包括经济发展水平和资本市场,微观影响因素主要包括协同效应、代理问题和管理者自负。并购融资政策选择影响因素研究文献综述主要从并购支付方式选择影响因素和并购融资方式选择影响因素两个方面展开,其中,并购支付方式选择的影响因素包括市场错误定价、投资机会和控制权,并购融资方式选择的影响因素包括目标资本结构、市场择时和控制权。资本结构动态调整研究文献综述主要从资本结构调整速度估计、负债与权益的选择以及并购融资政策与资本结构动态调整三个方面展开。

第3章为理论基础与制度背景。该章的内容包括并购决策、并购融资政策选择以及资本结构动态调整的理论基础与制度背景。并购决策的理论

基础主要包括并购浪潮的新古典主义理论与行为假说理论,以及公司并购决策的效率理论、信息理论、代理理论和交易成本理论;并购融资政策选择的理论基础主要包括并购支付方式选择的控制权理论、信息不对称理论与行为金融理论,以及并购融资方式选择的优序融资理论、委托代理理论、信息不对称理论、市场择时理论与融资约束理论;资本结构动态调整的理论基础主要为资本结构的动态权衡理论。制度背景部分主要从政府与市场两个维度分析了中国公司的并购决策,从债务与股权融资环境方面分析了并购融资政策的选择与资本结构的动态调整。

第4章为公司并购决策的影响因素研究。该章实证分析了我国的宏观经济环境与并购浪潮的关系,以及所有权结构、家族控制与并购决策的关系。首先,从经济发展水平、市场利率水平与股票市场状况三个方面分析了宏观经济环境对我国企业并购活动的影响;其次,从企业微观视角分析了所有权结构与家族控制对企业并购决策的影响。

第5章为公司并购对价决策实证研究。该章主要从市场错误定价、投资机会与家族控制等方面实证分析了企业微观特征对并购对价决策的影响。

第6章为公司并购融资决策实证研究。该章首先实证分析了目标资本结构与市场错误定价对公司并购融资决策的影响;然后考察了公司并购的IPO融资决策问题。

第7章为并购公司资本结构动态调整研究。该章首先构建了资本结构均值回归模型,考察了并购公司资本结构均值回归现象;然后构建了局部调整模型,检验了并购公司资本结构动态调整行为的存在性;最后构建了并购融资政策选择模型,考察了并购公司资本结构动态调整的方式。

第8章为研究展望。首先,建议从行为财务学的视角研究管理者非理性与投资者非理性对公司并购决策、融资政策选择与资本结构动态调整的影响;其次,建议在公司并购决策、融资政策选择与资本结构动态调整研究中应考察行业异质性问题,在研究模型中充分考虑目标公司特征的影响,同时还要加强对跨国并购事件的研究;最后,建议加强对公司并购决策、融资政策选择与资本结构动态调整的经济后果的研究。