

并购对价与融资方式决策研究丛书

上市公司并购对价与融资方式选择研究 ——基于嵌套结构的经验证据

Study on the Choice of Payment Methods and Financing Sources in M&A for Listed Companies
—Empirical Evidence Based on Nesting Structure

张广宝 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

上市公司并购对价与融资方式选择研究

——基于嵌套结构的经验证据

Study on the Choice of Payment Methods and Financing Sources in M&A for Listed Companies
—Empirical Evidence Based on Nesting Structure

张广宝 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

上市公司并购对价与融资方式选择研究：基于嵌套结构的经验证据 / 张广宝著. — 大连：东北财经大学出版社，2017.7

(并购对价与融资方式决策研究丛书)

ISBN 978-7-5654-2792-3

I. 上… II. 张… III. 上市公司-企业兼并-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 143394 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

大连图腾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: 202 千字 印张: 14.25 插页: 1

2017 年 7 月第 1 版 2017 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 刘贤恩 责任校对: 石建华 李 丹 周 晗

封面设计: 张智波 版式设计: 钟福建

定价: 38.00 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

本书系国家自然科学基金项目(71172120)、中国博士后科学基金项目(2014M551102)和贺州学院博士科研基金项目(HZUBS201605)的重要成果之一,感谢国家自然科学基金委员会、中国博士后科学基金会和贺州学院科研处的资助!

当今全球并购风起云涌，根据国际金融数据提供商（Dealogic）的统计，2015年，全球并购交易总额达到4.9万亿美元，不仅较2014年猛增37%，而且超过了2007年的4.6万亿美元，创下全球企业并购新的年度纪录。并购作为产业结构战略调整、社会资源优化配置的重要手段，在中国也得到了长足发展。我国上市公司每年都有巨额的资金用于并购交易，完成交易的对价方式也呈现多样化，除了单一的现金对价方式之外，还有一定比例的股票对价和混合对价；而并购资金来源也由内部融资为主逐渐向内部融资和外部融资并行发展。并购实践表明：并购交易所选择的对价方式和融资方式，不仅关系到公司能否顺利完成并购交易，也关系到并购整合成功与否。

众所周知，我国企业并购面临的制度环境以及并购历程与国外经济发达国家存在较大差异。中国企业并购历程是与中国经济体制从计划经济向市场经济逐渐过渡平行发展的，迄今为止，我国仍是一个转轨经济国家，政府干预和市场机制不完善是我国企业并购面临的最基本的制度环境。在这种条件下，西方传统的并购理论并不完全适合用来解释我国企业的并购行为。那么对于我国的上市公司而言，并购交易的对价方式有哪些？并购的资金从哪里来？影响并购对价和融资方式选择的主要因素有哪些？选择何种对价方式和融资

方式更有利于并购价值的提升? 这些问题逐渐成为当前国内并购研究领域新的关注点。

本书以中国上市公司并购对价和融资的相关数据为基础, 采用规范研究与实证研究相结合的方法, 将并购对价与融资方式嵌入同一框架, 着重从宏观环境和微观公司特征两个层面对上市公司并购对价和融资方式的影响因素、二者之间的关系及二者整合绩效的差异进行分析与检验。具体来讲, 本书在以下四个方面进行了积极而有益的探索:

第一, 将并购对价方式和并购融资方式嵌入同一研究框架, 厘清了并购对价与融资方式的内涵和范畴。以往国内外学者在对并购对价和融资方式的研究中, 大多数没有严格区分二者的内涵和关系, 有些学者甚至将这两个概念混用, 从而降低了其研究结论的准确性。而本书认为, 并购对价和并购融资是两个不同的概念。并购对价是主并公司通过一定支付方式获得对目标公司的控制权的行为。并购对价影响并购交易双方的利益, 因此并购对价必须经过交易双方协商并最终确定。而并购融资是主并公司为顺利完成并购对价所实施的融通资金的行为, 并购融资方式的选择要满足交易双方的并购对价需求与偏好。

第二, 本书采用嵌套结构模型检验并购对价和并购融资影响因素的异同及二者之间的关系。该模型通过允许主并公司有条件地基于对价方式的偏好进行融资决策分析, 对于检验二者影响因素的异同及关系意义重大。同时, 也有助于拓宽并购对价和融资的研究路径, 丰富并购对价和融资方式相关理论, 为我国上市公司选择并购对价和融资决策提供参考。

第三, 拓展并购对价和融资方式影响因素研究范畴, 将与并购对价决策和并购融资决策相关的宏观环境因素及微观公司特征因素纳入同一研究框架。在以往的国内外相关研究中, 大多考虑的是微观公司特征层面的因素对并购对价与融资的影响, 很少考虑经济发展、资本市场状况、政策法规制度等宏观层面的因素。本书将与制度环境相关的宏观因素纳入并购对价与融资方式的公司特征微观因素研究框架中, 研究结论有利于更好地揭示我国上市公司并购对价和并购融资选择决策的影响因素。

第四, 拓展并购整合绩效评价方法。关于并购绩效的评价指标, 更多学者利用公司股票累计超额收益率和公司财务指标来度量并购绩效。然

而，并购作为微观经济行为，其成败的关键是并购整合过程中预期协同效应能否实现。本书采用全要素生产率度量并购整合绩效，不仅可以充分考虑规模经济、技术因素、管理水平等多方面可能引起生产效率变动的因素，而且将全要素生产率、并购对价方式和融资方式等变量统一在一个研究框架里，有利于分析和解释并购对价和融资方式对并购整合绩效的影响。

本书的研究拓展了并购对价和融资理论边界和研究范畴，为公司选择并购对价和融资策略提供合理的分析框架和数据支持，也为规范政府行为、加强金融深化和监控并购融资风险提供政策建议。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并购重组问题的学者、政府相关职能部门、风险投资公司及上市公司董事会和高级管理人员都会有较多启发。

刘淑莲

2017年1月

并购作为社会资源优化配置的基本方式，业已成为公司扩大规模、提高核心竞争力的重要途径。单从并购交易这一环节来看，有两项关键活动必须做好：一是并购交易的对价方式，即完成并购交易的支付手段；二是并购交易的融资方式，即并购对价的资金来源。并购实践也推动了并购理论的发展，近年来针对并购的相关研究主要集中在并购动因、并购绩效、并购风险和并购对价等领域，而对并购融资相关问题，特别是综合考虑对价方式和融资方式的研究较少。究其缘由，一方面碍于公司并购融资数据披露得少，另一方面可能在于很多研究并没有严格地区分并购对价方式和并购融资方式。

本书采用规范研究与实证研究相结合的方法。在提出问题之后，首先对并购、并购对价和并购融资等相关概念进行明确界定，而后通过对国内外关于公司并购对价、并购融资及并购绩效等相关文献的回顾与梳理，明确本书的研究方向和重点。在制度背景与现状分析部分，立足于我国上市公司特有的制度环境，对我国公司并购发展历程进行了阶段划分，并从发生时间、行业分布、产权性质、交易特征四个维度分别对我国上市公司并购事件、并购对价及融资现状进行分析。在理论分析部分，主要从宏观环境和微观公司特征两个层面详细地阐述了影响并购对价和并购融资选择的内在机理和主要影响因素，并进

一步阐述了并购对价与并购融资的区别。在实证检验部分,利用2001—2010十年间我国上市公司并购对价与并购融资的基本数据,分别检验并购对价、并购融资选择的影响因素,并进一步借助嵌套结构框架与方法分析二者之间的关系及二者整合绩效的差异。通过理论分析和实证检验,本书的主要发现和核心观点如下:

第一,样本数据显示,我国上市公司并购对价形式单一,现金对价一直是并购交易的主要对价方式,且具有明显的时间、行业与交易特征;相比之下,并购融资来源除主要依赖于内部融资外,负债融资和股权融资也占有一定比例,在时间、行业、产权与交易特征方面也有明显区别。

第二,公司并购对价决策影响并购融资决策,并购融资决策要满足交易双方的并购对价需求与偏好。从并购对价与并购融资的内涵角度分析,并购对价是主并公司通过一定支付方式获得对目标公司的控制权的行为。并购对价决策影响并购交易双方的利益,因此并购对价决策必须经过交易双方协商并最终确定;并购融资是主并公司为顺利完成并购对价融通资金的行为。并购对价是并购融资的目的,不同的对价方式要求以不同的融资方式来实现,但是具体融资方式和融资数量要满足交易双方并购对价的需要与偏好。从并购对价和并购融资决策实务角度分析,主并方提出的对价要求,要考虑到目标方是否接受,并购融资方案要依据并购对价初步方案来调整 and 确定。主并公司只有按并购对价要求完成融资以后,交易双方最终才能以确定的某一对价方式实现并购交易。

第三,理论分析和经验证据表明,影响并购对价与并购融资决策的宏观环境因素大致相同,但是影响对价与融资决策的公司特征因素差异较大。

从宏观环境层面看,各宏观环境因素对并购对价和并购融资决策基本都会产生影响,但影响程度和影响内容却有区别。经济发展水平、股票市场状况、股权分置改革和政策法规环境对并购对价决策产生了显著影响,而信贷市场对并购对价的影响却不显著。以上五方面的宏观环境因素对并购融资决策都产生了影响。经济发展水平和股票市场状况对主并公司的内外部融资环境都产生了显著的影响,而信贷市场利率、股权

分置改革和政策法规环境对主并公司外部融资环境的改善程度更大。

从公司特征层面看,在经济动机因素中,影响并购对价的主要因素有现金持有量、交易相对规模、并购标的、内部资金充裕度和资产负债率,这些因素大多是关乎并购交易双方风险与收益均衡的因素;影响并购融资的主要因素有现金持有量、交易相对规模、内部资金充裕度、有形资产比率和融资约束,这些因素大多是涉及并购融资成本和融资约束的因素。在管理动机因素中,影响并购对价的主要因素是控制权威胁和关联交易并购;影响并购融资的主要因素是股权代理成本、债权代理成本和关联交易并购。而管理层过度自信因素对并购对价和并购融资都产生了显著影响。

综合来看,宏观环境因素对并购对价和并购融资决策基本都会产生影响。在微观公司层面的因素中,并购对价选择决策主要受风险分担、控制权威胁、关联交易并购、管理层过度自信等因素影响;并购融资选择决策主要受资本成本、融资约束、代理成本、管理层过度自信及对价方式的影响。

第四,本书采用以索罗残差法计算出的全要素生产率(TFP)来度量并购整合绩效,检验了并购对价和并购融资的长期绩效。研究发现:在我国当前的制度环境下,采用股票对价更利于公司的全要素生产率的提升。从并购融资来看,股票融资比内部融资和负债融资对全要素生产率的正向影响更大。三种融资方式中,负债融资更不利于提升公司的全要素生产率。换言之,当公司面临较大的财务压力时,会阻碍公司全要素生产率的持续提升。

限于本人学术水平,书中难免有纰漏和不当之处,敬请理论与实务界的读者给予批评指正。

作 者

2017年2月

第1章 绪 论/1

- 1.1 选题背景与研究意义/1
- 1.2 相关概念的界定/3
- 1.3 研究目标和研究内容/13
- 1.4 技术路线和研究方法/16
- 1.5 本书的主要创新/19

第2章 文献回顾与述评/21

- 2.1 并购对价方式的影响因素/21
- 2.2 并购融资方式的影响因素/29
- 2.3 并购对价与并购融资的关系/34
- 2.4 并购对价方式与并购融资方式的
绩效/35
- 2.5 文献述评/36

第3章 制度背景与现状分析/41

- 3.1 我国公司并购发展阶段及其特点/41
- 3.2 并购事件、对价与融资的现状
特征分析/47
- 3.3 本章小结/73

第4章 理论分析/75

- 4.1 并购对价与并购融资选择决策：
一个理论分析框架/75
- 4.2 宏观环境影响并购对价和融资
选择决策的机理分析/78
- 4.3 公司特征影响并购对价和融资选
择决策的机理分析/83
- 4.4 并购对价影响并购融资的机理

分析/91

4.5 本章小结/93

第5章 研究设计与基本统计分析/95

5.1 样本数据的来源与筛选/95

5.2 模型设计与变量定义/100

5.3 描述性统计/109

5.4 相关性分析/116

5.5 单变量分析/116

5.6 本章小结/122

第6章 并购对价方式选择影响因素实证分析/123

6.1 研究假设/123

6.2 实证结果分析/131

6.3 稳健性检验/134

6.4 本章小结/139

第7章 并购融资方式选择影响因素实证分析/140

7.1 研究假设/140

7.2 实证结果分析/149

7.3 稳健性检验/155

7.4 本章小结/160

第8章 并购对价与融资方式嵌套实证分析/161

8.1 先验假设对比分析/161

8.2 嵌套分析理论架构/164

8.3 实证检验结果分析/165

8.4 稳健性检验/173

8.5 本章小结/176

目 录

第9章 并购对价与融资方式绩效实证分析/177

9.1 并购整合绩效指标选取依据/177

9.2 研究设计/178

9.3 实证结果分析/181

9.4 本章小结/185

第10章 研究结论与政策建议/187

10.1 研究结论/187

10.2 政策建议/190

10.3 局限与展望/194

主要参考文献/196

索 引/208

— 3 —

后 记/211

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

并购作为社会资源优化配置的基本方式，已成为公司扩大规模、提高核心竞争力的重要途径。事实上，任何一项并购交易的完成都需要解决两个问题：一是并购交易的*对价方式 (methods of payment)*，二是并购交易的*融资方式 (sources of financing)*。全世界每年都有巨额的资金用于并购交易，完成交易的*对价方式*也呈现多样化，除了单一的*现金对价方式*之外，也有一定比例的*股票对价*和*混合对价*；而并购资金来源也由内部融资为主逐渐向内部融资和外部融资（*负债融资或股权融资*）并行发展。并购实践表明：并购交易所选择的*对价方式*和*融资方式*，不仅关系到公司能否顺利完成并购交易，也关系到并购整合成功与否。并购实践也推动了并购理论的发展，近年来针对并购的相关研究主要集中在并购动因、并购绩效和并购风险等领域，而对并购融资相关问题，特别是综合考虑对价方式和融资方式的研究较少。我国上市公司并购对价和并购融资的现状怎样？二者关系怎样？影响并购对价选择决策和并购融资选择决策的主要因素有哪

些?影响因素有何异同?这些问题逐渐成为当前国内并购理论与经验研究新的关注点。结合我国的宏观制度环境和上市公司并购实践对上述问题展开研究,正是本书拟要解决的主要问题。

1.1.2 研究意义

本书期望继承、融合并购对价与融资方式的经典理论,界定并购对价和融资方式的内涵与相互关系,研究并购对价和融资方式选择的影响因素,拓展公司并购对价和融资选择决策的研究框架。本书的主要理论意义在于:将并购对价与融资方式嵌套在同一框架内进行经验研究,在我国制度环境下对我国上市公司并购对价和融资方式影响因素的异同及二者之间的关系进行分析与检验,在丰富并购对价和融资方式理论体系的同时,为并购对价和融资等相关理论问题的研究提供经验数据的支撑。

2

中国企业并购历程是与中国经济体制从计划经济向市场经济逐渐过渡相平行发展的。迄今为止,我国仍是一个转轨经济国家,政府干预和市场机制不完善是我国上市公司并购面临的最基本的制度环境(潘红波等,2008;方军雄,2008;刘峰等,2009)。在这种条件下,西方传统的并购理论并不完全适合用来解释我国上市公司的并购行为。本书的主要现实价值在于:以中国上市公司并购对价和融资的相关数据为基础,将经济发展水平、资本市场状况、政策法规变迁等相关的宏观因素纳入并购对价和融资方式的微观研究框架中(李瑞海、陈宏民等,2006;陈玉罡、李善民,2007;刘淑莲等,2012),以期正确解释我国上市公司并购对价和融资方式的影响因素,为其更好地选择并购对价和融资策略提供合理的分析框架,也为规范政府行为、加强金融深化和监控并购融资风险等提供政策建议和经验支持,进而有助于推进中国上市公司并购的市场化进程。

1.2 相关概念的界定

1.2.1 并购

兼并与收购在国际上通常被称为“mergers & acquisitions”，简称“M&A”。这一术语中包含两个概念：一是“merger”，即兼并或合并；二是“acquisition”，即收购或买收。

1) 兼并

兼并泛指两家或两家以上公司的合并，原公司的权利与义务由存续（或新设）公司承担。兼并主要有两种形式：吸收合并和新设合并。吸收合并是指一家公司和另一家公司合并，其中一家公司从此消失，另一家公司则为存续公司，这种情况可以用公式“ $A+B=A(B)$ ”来表示。新设合并是指两家或两家以上公司合并，另外成立一家新公司，成为新的法人实体，原有两家公司都不再继续保留其法人地位，这种情况可以用公式“ $A+B=C$ ”来表示。

2) 收购

收购是指一家公司购买另一家公司的资产或股票，从而居于控制地位的交易行为。收购可以进一步分为资产收购和股权收购。资产收购是指主并公司购买目标公司的部分或全部资产以达到控制该公司的目的；股权收购是指主并公司直接或间接购买目标公司的部分或全部股票以达到控制该公司的目的，并根据持股比例与其他股东共同承担目标公司的所有权利与义务。

兼并和收购往往交织在一起，很难严格区分开，例如换股收购等。因此学术界和实务界都习惯于将二者合在一起使用，简称并购。除非特别说明，本书对二者不加区分。此外，本书根据研究需要，将并购的定义和内涵限定在股权收购、资产收购和吸收合并等控制权转移特征明显且交易有偿的三种并购活动。

并购具有以下三方面的基本内涵特征：第一，并购是一种交易活动。

交易属于市场经济活动。作为一项交易,至少需要有买方、卖方、标的及其价格四个基本要素。并购符合交易基本要素的规定。第二,并购是一种复杂交易活动,且交易对象独特。并购作为一项交易有别于其他交易活动。其他交易活动的标的是单一资源,例如产品(劳务)、人力资源、技术、资本等,其他交易活动的场所为产品市场或者要素市场。但是并购交易对象则为商务控制权。商务控制权是对要素资源集合的控制权,所以并购的交易场所是以股票市场等产权交易市场为主的公司控制权市场。第三,并购活动是公司外部发展方式之一,是新建投资、联盟等战略活动的替代(张秋生,2010)。在以上并购的内涵特征中,最重要的就是并购是以商务控制权为标的的交易,这也是并购与其他重大资产购买活动的最主要区别。

1.2.2 并购对价

4 并购对价(也称并购支付),是指主并公司(并购公司)通过一定的支付方式或手段获得对目标公司的控制权的一种行为。可用于公司并购的对价方式多种多样,本书在此主要介绍在我国并购实务中最经常使用的两种方式^①:现金对价和股票对价。

1) 现金对价

现金对价是一种单纯的并购支付行为,它是由主并公司支付给目标公司或目标公司股东一定数额的现金,借此取得目标公司的资产或所有权。一般而言,凡不涉及发行股票的并购都可以视为现金并购,即使是并购公司通过直接发行某种形式的票据而完成的并购,也是现金对价。对主并公司而言,并购是公司的一项投资活动,而现金对价是公司资产形态的转化,即公司将持有的现金转化为一项投资资产。

在公司间的并购交易中,现金对价被采用的比率是最高的。Netter等(2010)通过对1992—2008年10个国家跨国并购案例研究发现,现金对价仍然是这些国家采取的主要并购对价方式,其中现金对价比重大于70%的国家分别为瑞士(78%)、荷兰(78%)、德国(77%)、法国(76%)、意大

^① 在我国上市公司的并购对价方式中以现金对价、股票对价等多种形式组合在一起的混合对价方式很少,所以本书在此并没有对混合对价方式进行详细的介绍和说明。