

目标资本结构与公司并购的相互影响研究

王志强, 刘钊, 苏冰柏

(厦门大学管理学院, 厦门 361005)

5 **摘要:** 基于上市公司 2002-2011 年的并购数据, 我们发现公司杠杆赤字对并购行为及市场反应有显著的影响, 该影响效果对不同所有权安排下的公司是不一致的。具体而言, 国有公司的杠杆赤字对并购行为及市场反应没有影响, 而民营公司的杠杆赤字与并购行为负相关, 与市场反应正相关, 这说明民营公司并购是从公司价值进行考虑, 国有公司并购更多是行政干预下的非市场化行为。而且从并购的角度证明目标资本结构是公司调整杠杆的主要影响因素, 并购完成后所有公司平均杠杆赤字减小了, 说明公司确实在并购中向目标资本结构调整杠杆。本文的研究有助于理解融资政策与投资政策之间的影响关系, 以及公司是如何调整资本结构的。

10 **关键词:** 财务学; 目标资本结构; 杠杆赤字; 并购; 市场反应

15 **中图分类号:** F830

Study of the Mutual Impact between Target Capital Structure and Corporate Merger and Acquisition

Wang Zhiqiang, Liu Zhao, Su Bingbai

20 (School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005)

Abstract: Based on the data of Mergers and Acquisitions of listed companies during 2002-2011, we found the leverage deficit of a company has strong influence on its merger and acquisition behavior and market reaction. The effect of influence is inconsistent of different ownership of corporates. Specifically, the leverage deficit of state-owned companies has no effect on their M&A (Merger and Acquisition) behavior and market reaction. On the contrary, the leverage deficit of private-owned companies is negatively related to their M&A behavior, and positively related to the market reaction, which illustrates that private-owned companies do M&A concerning the value of company other than state-owned companies carry out M&A with the administrative intervention. It shows that target capital structure is the main factor when companies adjusting their leverage in the view of M&A. The leverage deficit generally lowered after M&A activities, which proves companies do adjust their leverage towards target capital structure. This paper contributes to the understanding of the relation between financing policy and investment policy, and how company adjust the capital structure.

30 **Key words:** Corporate Finance; Target Capital Structure; Leverage Deficit; Merger and Acquisition; Market Reaction

0 引言

Jensen 早在 1986 年就认识到负债在提升公司投资效率上的作用, 当公司有过多自由现金流时, 管理层会随意支配这些资金, 导致低效的投资效率。高负债能够降低公司的自由现金流, 债权人为了自身的利益会对管理层进行监督和约束, 因此高负债能够有效抑制公司的过度投资, 提升了公司的投资效率^[1]。众多学者的研究也支持 Jensen 的结论, 负债对公司投资效率有正面影响, 但都没有考虑到公司目标资本结构对公司并购行为的影响, 没有研究当偏离了目标资本结构时, 公司的杠杆赤字对并购行为会产生怎么的影响。另一方面, 资本结构理论一直是学者争论的焦点, 尽管众多文献证明目标资本结构可以解释公司调整杠杆的动

基金项目: 教育部博士点基金资助项目: (项目编号:)

作者简介: 王志强 (1967-), 男, 教授, 博导, 主要研究方向: 公司财务. E-mail: zhqwang@xmu.edu.cn

机, 然而优序融资理论 (pecking order) 和择时理论 (market timing) 同样也得到实证数据的支持。

基于中国上市公司 2002-2011 年的并购数据, 我们发现在国内上市公司并购中, 公司的杠杆赤字对并购行为及市场反应产生显著的影响, 在并购后杠杆赤字变小了, 说明公司在并购时借机调整杠杆, 仍会考虑目标资本结构的影响, 而且不同所有权安排下杠杆赤字对公司并购产生的影响不一致。具体而言, 国有公司的杠杆赤字对并购行为及市场反应没有显著的影响, 这再次说明了国有公司的并购更多是一种非市场化行为导致, 但民营企业则有显著的影响, 表现在杠杆赤字高的民营企业并购的可能性较低, 同时并购的市场反应也较好。在并购完成后, 收购方的杠杆赤字变小了, 说明并购时公司仍会考虑目标资本结构的影响, 并借机调整资本结构, 说明权衡理论相比于其他资本结构理论更能解释公司调整资本结构的动机。

本文补充和完善了相关的研究领域, 贡献在于: 一, 实证结果表明融资政策与投资政策是相互影响的。杠杆赤字会影响公司并购行为, 过度负债的公司举债能力受到限制, 因此有更多的融资约束, 导致其并购的可能性也更低, 反过来并购也会影响公司资本结构的调整, 公司通过并购的机会能以较低的调整成本调整资本结构, 减少了杠杆赤字。二, 从并购的视角发现目标资本结构解释了公司调整杠杆的动机, 调整成本是影响资本结构调整的重要因素。只有当调整收益大于调整成本时公司才会调整资本结构, 我们的研究从侧面证明了调整成本对公司资本结构调整的影响。借助于并购的机会, 公司能以较低的成本调整资本结构向目标资本结构靠拢, 通过分析, 并购完成后公司杠杆赤字都显著的降低了, 这说明目标资本结构是公司调整杠杆的方向。三, 证明了负债在减少公司代理成本以及提升公司效率上的作用。实证结果发现杠杆赤字与收购方的市场反应正相关, 表明杠杆赤字高的收购方市场反应好, 进一步证明了负债在降低代理成本所起的作用, 能够监督和约束管理者。债务对管理者的约束和监管, 公司过度投资行为将会减少, 提升投资的效率, 公司会更加谨慎选择目标公司, 因此更有可能是创造价值的并购。

1 文献回顾

国外学者从不同角度证明了融资政策与投资政策之间存在着相互影响。Harford 等 (2009) 研究了在偏离目标资本结构的情况下, 公司是如何选择融资方式和在并购完成后如何调整资本结构的^[2]。他发现并购公司是否支付现金与并购前的杠杆赤字负相关, 即负债越高, 越不可能完全采用现金支付的方式。因此, 并购方如果处于过度负债的情况下, 更可能采用负债融资的方式而较少会为并购支付大额的现金。对于选择支付现金的收购方 (完全现金交易或部分采用现金交易), 并购完成后收购方一般会过度负债, 但是在接下来的五年内, 这个正的杠杆赤字会逐步减小。这说明公司在并购时也会考虑目标资本结构, 在并购中通过融资方式与支付方式调整资本结构。Uysal (2011) 的结论表明公司的融资政策与投资政策是相互影响的, 他发现过度负债的公司进行并购的可能性较其他公司更低, 并购的金额也更小, 管理者在并购时会考虑到资本结构的影响^[3]。过度负债的公司在进行并购时会借机调整资本结构, 减少对目标资本结构的偏离值。并且过度负债的公司会更加谨慎的选择并购对象, 因此更有可能是创造价值的并购。Elsas 等 (2012) 通过大额的投资来分析公司对资本结构的态度, 以及是如何选择融资方式的。他们发现公司存在着杠杆动态调整, 公司选择何种融资方式取决于实际杠杆对目标杠杆的偏离, 过度负债的公司更多是通过权益融资而较少适用负债融资筹资资金进行投资, 反之则相反, 说明公司会考虑目标资本结构的影响。实证结果

也支持了择机理论,但不支持优序融资理论。上述文献对我们理解融资政策与投资政策之间的影响关系极具启发意义。

国内学者更多是研究负债对投资的影响,童盼等(2005)发现杠杆与投资水平存在负相关关系,杠杆对投资有抑制作用,这种抑制程度会受到投资风险的影响^[4];姚明安等(2008)结合股权结构证实了负债对公司投资规模的抑制^[5];李胜楠等(2005)研究则发现,对于是否国有控制,高负债根本没有发挥约束过度投资的治理功能,但对于国有股比例小的上市公司,高负债却抑制了高增长性公司的资本支出^[6]。潘红波等(2008)发现“掠夺之手”和“支持之手”可以解释地方国有企业的并购,他们发现地方政府干预对盈利样本公司的并购绩效有负面影响,而对亏损样本公司的并购绩效有正面影响,证明地方企业的并购受到政府较多的行政干预,而政治关联可以作为法律保护的替代机制来保护企业产权免受政府损害^[7]。唐建新等(2010)发现并购双方地区投资者保护程度差异与并购协同效应之间的关系在民企和国企实施的并购中并不一致。地区投资者保护带来的并购协同效应仅存在于民营上市公司作为收购方的并购活动中,在地方国企和央企实施的并购中则不存在^[8]。

国内学者的研究揭示了负债对于投资的影响,以及国有公司和民营公司并购行为的差异性,对本文的研究具有借鉴意义。总结国内文献,不难发现这些研究更多集中在负债对投资的影响,而没有考虑偏离资本结构,杠杆赤字对公司投资行为和市场反应的影响,以及投资行为对公司资本结构调整的影响。

2 理论部分

理论上只要有 NPV 大于 0 的投资项目,公司都能为该项目进行融资,但实际由于存在各种成本,当过度负债时,公司继续借债会导致违约风险以及破产风险都会进一步加大,同时借债成本也急剧上升,因此过度负债的公司融资的能力会受到较大的限制。一方面采用负债融资时,银行会担心公司的债务风险,公司难以获得银行的贷款,同时借债成本也会上升,减少了潜在并购可以获得的收益;另一方面发行股票也会受到证监会的监管和审批,发行困难,发行周期较长。无论是借债或发行股票都较为困难,导致过多负债的公司没有充足的资金进行并购,融资约束也使得并购金额较小,因此公司在并购时会考虑杠杆赤字的影响,杠杆赤字高则公司较少进行并购。基于以上分析,过度负债公司并购时会谨慎的选择目标公司,防止一次失败的并购导致公司财务恶化,如果并购不能带来收益则选择放弃,因此过度负债公司的并购行为会得到投资者的认可,并购市场反应相比于其他公司会更好。综上所述,我们提出以下假设:

H1: 杠杆赤字对公司并购行为有影响,表现为杠杆赤字与并购可能性、并购金额负相关,同时和收购方的市场反应正相关。

融资约束以及公司并购动机对不同所有权安排下的公司是不一致的,制度背景导致了国有公司和民营公司并购行为的差异。我国建立股票市场的初衷是为了解决国有公司资金短缺和经营效率低下的问题,因此早期上市的绝大多数都是国有企业通过股份制改造而来,到目前为止,国有公司在上市公司中仍占大部分。从原来国有企业中拆分上市的公司的经理和董事会仍有原国有企业的领导担任或政府任命,并且大股东仍为政府部门,因此在国有公司的并购中政府的行政干预占了主导地位^[9](李善民等,2002)。政府官员出于政绩或发展经济的考虑,要求国有公司收购绩效不好的公司,或是进行多元化收购,做大公司的规模,同时要求银行给公司提供贷款,往往导致国有公司的并购很多时候是损害价值的并购。民营公司则受到较多的歧视,政府支持不够,资本市场的资源优先提供给国有公司,相比于国有公司,

125 民营公司难以从银行得到贷款^[10]（肖泽忠等，2008）。那么民营公司在并购中受到自身杠杆赤字的约束更为明显，负债过高使得民营公司更难进行并购。

由于地方政府承担了较多的政策性负担，以及地方政府官员的政治晋升目标，地方政府有动机和能力通过并购活动来掠夺或支持其控制的公司（潘红波等，2008）^[7]。我们认为不同所有权安排下公司的杠杆赤字对并购的影响存在差异，国有公司并购行为更多是非市场化行为，而民营公司的并购是以公司价值最大化为目标。我们推测杠杆赤字对国有公司的并购行为没有影响，对民营公司则有显著的影响。杠杆赤字对民营公司并购行为的影响与假设 1 一致，随着民营公司杠杆赤字的提高，融资方式以及支付方式都受到更多的限制，并购的可能性降低且金额减小，同时管理者也会更谨慎进行并购，选择更能创造价值的目标公司，并购行为更能获得投资者的认可，因此市场反应更好。基于以上分析，提出以下假设：

135 H2：不同所有权安排下的公司，杠杆赤字对并购行为的影响存在差异。具体而言，国有公司的杠杆赤字对并购行为无影响；而民营公司的杠杆赤字与并购可能性、并购金额负相关，同时和收购方的市场反应正相关。

由于存在调整成本，公司并不会经常性的调整资本结构，而是在经营活动下进行调整，比如在投资活动中通过不同融资方式和支付方式进行调整，因此并购给我们提供了一个很好的视角来研究公司对杠杆变化的态度。尽管资本结构理论没有定论，但众多学者研究表明公司存在目标资本结构（Hovakimian，2004）^[11]（王志强等，2009）^[12]。按照权衡理论，公司在并购前如果杠杆偏离目标值，公司会在意资本结构的偏离，通过并购调整杠杆，以较低的成本使杠杆向目标值靠拢，实现公司价值最大化。研究发现调整成本是导致公司资本结构偏离目标值的主要原因，只有当调整收益大于调整成本时，公司才会调整资本结构。因此公司往往通过投资行为借机调整资本结构，比如在并购中通过融资方式与支付方式的选择，公司可以以“便宜”的方式调整资本结构，减少调整成本。分析并购前后杠杆的变化可以知道公司是否考虑目标资本结构，如果并购后杠杆赤字变小，说明公司确实考虑了目标资本结构，反之则没有。因此我们提出假设，公司通过并购把资本结构向目标值调整，杠杆赤字会减小。

145 H3：公司通过并购借机调整资本结构，在并购完成后杠杆赤字会减小，实际资本结构与目标资本结构的偏离值减少。

3 研究设计

3.1 样本选择

上市公司财务数据来源于 WIND 数据库，选择 2002-2011 年的数据，考虑到滞后项，则只能估计 2003-2011 年的目标资本结构。剔除了：（1）金融类公司；（2）数据缺失和因分母为 0 导致数据异常；（3）在 2002-2011 年是 ST 和 PT 类的公司数据；（4）净资产为负和主营业务收入为负的数据。

160 并购数据来源于 CSMAR 数据库中 2002-2011 年的数据，选择了要约收购、协议资产转让和协议股权转让。借鉴了 Conn 等（2004）的做法，只保留公司在当年所完成得第一起并购，另外同一天有多次并购公告的，则合为一次并购。剔除了：（1）并购金额缺失的，并购金额小于一千万的和并购金额占前一年总资产比重小于 5%的数据；（2）并购没有完成的，没有首次公告日的数据；（3）金融类公司；（4）在 2002-2011 年是 ST 和 PT 类的公司数据。

估计目标资本结构和研究杠杆赤字对并购的影响都需要用到滞后项，所以数据之间的年

份不连续的删除掉, 比如某公司 2004-2006 年的数据中缺失 2005 年的数据, 因为该数据不连续则不能使用。估计的目标资本结构数据共有 5922 个观测值, 匹配后并购数据剩下 1106 个观测值。本文所有数据来源于 CSMAR 和 WIND 数据库。为了控制极端值, 本文对连续变量 1%以下和 99%以上的分位数进行了缩尾处理。

3.2 研究模型

3.2.1 估计目标杠杆

公司目标资本结构一般是不可观测的, 国内外学者研究发现资本结构能够由公司特征等因素决定, 因此可以通过构建回归模型估计公司的目标资本结构。

$$Lev_{i,t}^* = a_{10} + a_{11}X_{i,t-1} + v_{1i} \quad (1)$$

其中, $Lev_{i,t}^*$ 表示公司 t 年的目标资本结构, $X_{i,t-1}$ 为决定资本结构的变量, 本文选取了以下几个指标: 盈利能力、收益的波动性、资产规模、固定资产规模、公司所有权、成长能力、行业均值。

公司实际的资本结构(Leverage)本文定义为: 长期负债与总资产的账面价值之比。Fama and French(2002)使用该指标来计算公司的杠杆, 本文对杠杆的定义与 Fama and French(2002)一致^[13]。

盈利能力(Profit): 本文采用的盈利能力衡量指标为 Profit, 即总资产的收益率。国内学者研究发现盈利能力与财务杠杆为负相关关系, 这主要是因为中国盈利的公司具有更强烈的股权融资偏好, 能更容易地通过发行股票筹集资金(肖泽忠等, 2008)^[10]。

收益的波动性(Std): Std 等于公司 2002-2011 年的息税前利润/总资产的标准差。学者研究发现收益波动性与公司负债率负相关, 当收益波动性增大时, 负债率会降低, 反之则相反。

资产规模(Size): Size 等于公司总资产的对数。公司规模越大, 越容易得到贷款, 相对于小规模公司而言, 规模较大的公司融资能力越强, 因此负债率更高。

有形资产规模(Tang): Tang=(固定资产+存货)/总资产。更多的实物资产的公司有能力为债务融资提供更多的担保。因此有形资产比例更大的公司, 则负债率更高。

公司所有权(GYG): GYG=国有持股数/公司总股数。方军雄(2007)等研究发现国有公司比民营公司更容易获得银行的贷款, 因此我们预期该比例越大的公司, 负债率也越高^[14]。

成长能力(MB): MB=(权益市场总市值+总负债)/资产账面价值。成长能力越高, 则意味着公司面临的经营风险越大, 所以使用负债也越少。因此成长能力与负债率是负相关关系。

行业均值(Mean): 我们以证监会行业代码作为分类, 按年度计算出各行业该年的杠杆均值。公司的发展与行业密切相关, 行业的特征会影响公司的负债率选择, 因此我们以行业均值作为自变量来控制住行业特征的影响。

3.2.2 对并购影响的模型建立

根据本文的假设, 我们认为杠杆赤字(Leverage Deficit)会影响公司并购的可能性以及并购的金额大小, 因此本文建立了以下两个模型。

$$P_{i,t} = a_{20} + a_{21}LeverageDeficit_{i,t-1} + a_{22}X_{i,t-1} + v_{2i} \quad (2)$$

$$Proportion_{i,t} = a_{30} + a_{31}LeverageDeficit_{i,t-1} + a_{32}X_{i,t-1} + v_{3i} \quad (3)$$

(2) 为 probit 模型, 检验杠杆赤字对并购可能性影响, $P_{i,t}$ 为哑变量, 若公司有并购则

取 1，没有取 0。（3）为 tobit 模型，检验杠杆赤字对并购金额的影响， $Proportion_{i,t}$ 表示公司并购的金额占前一年总资产的比例，没有并购则该指标为 0。主要的解释变量为杠杆赤字（Leverage Deficit），杠杆赤字我们定义为 $LeverageDeficit_{i,t} = Leverage_{i,t} - Lev_{i,t}^*$ ，即

205 杠杆赤字等于当年实际资本结构减去当年目标资本结构，杠杆赤字反映了公司资本结构对目标值的偏离程度。若杠杆赤字为正值，表示公司负债过多，实际值大于目标值；反之杠杆赤字为负值，则表示公司负债较少，实际值小于目标值。

控制变量我们选取了以下指标：第一大股东的持股比例（First）、盈利能力（Profit）、公司规模(Size)、成长能力（MB）、公司年度股票收益率(Yearyield)、经营活动产生的现金流量净额（OCF）以及行业哑变量（IND,以证监会行业分类标准进行划分，其中制造业按二级子行业划分）。

210

3.2.3 研究并购的市场反应

本文采用事件研究法（Event Study）来考察并购期间的短期市场反应。具体而言：（1）事件日的选择为并购首次公告日，选取（-5，+5）作为事件窗口；（2）现有文献在以日报酬率建立估计模型时，估计期间通常选择 100 天至 300 天左右，本文选取（-125，-6）一共

215 120 个交易日作为估计窗口。我们选择市场模型作为股票正常收益率的预测模型，日个股收益率是考虑了现金分红因素后的收益率，市场指数收益率是采用等权平均法计算的现金红利再投资的 A 股综合日市场回报率。根据上述标准，我们计算了每个样本公司在（-5，+5）

220 时窗内的日超常收益率（AR）和累计超常收益率（CAR）。

本文建立并购方的市场反应模型如下：

$$car_i = a_{40} + a_{41}LeverageDeficit_{i,t-1} + a_{42}X_{i,t-1} + v_{4i} \quad (4)$$

因变量 CAR 值为事件窗口（-5，+5）的累计超常收益率，解释变量为杠杆赤字（Leverage Deficit），选择了以下的控制变量：机构投资者持股比例（Instiporportion）、第一大股东的持股比例（First）、盈利能力（Profit）、公司规模(Size)、成长能力（MB）、公司年度股票收益率(Yearyield)、经营活动产生的现金流量净额（OCF）以及行业哑变量（IND,以证监会行业分类标准进行划分，其中制造业按二级子行业划分）。

225

3.2.4 并购后的资本结构调整

学者研究发现公司杠杆偏离目标值的主要原因是调整成本，只有当调整收益大于调整成本才会调整杠杆。通过并购行为，公司可以借机迅速向目标资本结构调整，减少调整的成本，

230 因此我们预期并购完成后公司杠杆向目标值进一步靠拢，偏离值减少。我们通过以下的公式检验假设。

$$Difference = LeverageDeficit_t - LeverageDeficit_{t-1} \quad (5)$$

$$LeverageDeficit_t = Leverage_t - Lev_t^*, \quad LeverageDeficit_{t-1} = Leverage_{t-1} - Lev_{t-1}^*。$$

我们把大于或等于 0 的定义为杠杆过度组，小于 0 的定义为杠杆不足组。如果公司确实

235 通过并购把杠杆往目标值调整，则并购完成当年的杠杆过度组的 Difference 小于 0，杠杆不足组的 Difference 则会大于 0。

3.3 变量的定义与计算

表 1 所有变量定义

Tab. 1 The Definition of All The Variables

变量名称	计算公式	变量名称	计算公式
资本结构 (Leverage)	长期负债/总资产账面价值	行业均值 (Mean)	每年各行业资本结构的均值
Leverage Deficit	实际资本结构-目标资本结构	超常累计收益率 (CAR)	(-5, +5) 超常累计收益率
盈利能力 (Profit)	营业利润/总资产	公司实际控制人 (TYPE)	公司实际控制人性质, 国有取 1, 民营取 0
收益波动性 (Std)	资产回报率的标准差	第一大股东持股比例 (First)	第一大股东股数/总股数
资产规模 (Size)	总资产账面价值的对数	机构投资者持股比例 (Instiproportion)	机构投资者持股数/总股数
有形资产规模 (Tang)	(存货+固定资产)/总资产 账面价值	股票年收益率 (Yearyield)	公司股票年度收益率
公司所有权 (GYG)	国有持股比例/公司总股数	经营现金流量净额 (OCF)	每年经营活动产生的现金流量 净额/总资产账面价值
成长能力 (MB)	(权益市场总市值+总负 债)/总资产账面价值	行业 (IND)	行业哑变量

240

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

从表 2 可以看到, 并购在各行业并不是平均分布, 其中信息技术业、批发零售贸易、房地
245 地产业、综合类、化工、金属非金属以及机械的并购较其他行业更多。在剔除了金融类, 总
共得到 1108 次并购。

表 3 为总体样本的描述性统计, 总体上杠杆赤字 (Leverage Deficit) 约等于 0, 这表明
杠杆不足的公司和杠杆过度的公司比例差不多一致, 其他均为控制变量。

当分为杠杆不足组和杠杆过度组时, 我们分别计算这两个组的并购概率, 可以看到杠杆
250 过度组的并购概率小于杠杆不足组, 初步说明过度负债的公司较少发生并购行为。杠杆不足
组的杠杆赤字平均为-10.77%, 杠杆过度组的杠杆赤字平均为 13.44%, 杠杆过度组对目标资
本结构的偏离程度大于杠杆不足组。

表 2 并购事件行业分布

Tab. 2 The Distribution of Industries in M&A Events

代码	行业名称	并购事件数	代码	行业名称	并购事件数
A	农林牧渔业	26	C0	食品、饮料	41
B	采掘业	25	C1	纺织、服装、皮毛	48
D	电煤水生成供应	29	C2	木材、家具	6
E	建筑业	30	C3	造纸、印刷	20
F	交通运输仓储业	14	C4	石化、塑胶、塑料	114
G	信息技术业	79	C5	电子	43
H	批发零售贸易	73	C6	金属、非金属	77
J	房地产业	82	C7	机械、设备、仪表	210
K	社会服务业	26	C8	医药、生物制品	70
L	传播与文化	6	C9	其他制造业	7

255

M	综合类	80	合计	1108
---	-----	----	----	------

注：金融业已剔除，所以 I 没有数据。

表 3 模型变量描述

Tab. 3 The Description of The Model Variables

总体样本				
变量	平均值	变量	平均值	变量
Leverage Deficit	0.0064	Leverage Deficit	0.0064	Leverage Deficit
Profit	0.0220	Profit	0.0220	Profit
Std	0.0254	Std	0.0254	Std
Size	21.7983	Size	21.7983	Size
Tang	0.1786	Tang	0.1786	Tang
GYG	0.1766	GYG	0.1766	GYG
Instiproportion	0.3093	0.2724	0.6912	0
First	0.3842	0.3670	0.8523	0.0502
YEARYIELD	0.4320	0.0402	9.9123	-0.8661
OCF	0.0454	0.0422	0.6454	-1.3127

260

表 4 杠杆不足组和杠杆过度组的并购概率

Tab. 4 The Probabilities of M&A in Underleverage and Overleverage Groups

Underleverage				
	平均值	中位数	最大值	最小值
Leverage Deficit	-0.1077	-0.0814	-0.0110	-0.5398
并购的概率		0.196		
Overleverage				
	平均值	中位数	最大值	最小值
Leverage Deficit	0.1344	0.1029	0.5667	0
并购的概率		0.176		

4.2 目标资本结构的预测

265

我们采用固定效应的面板回归，从表 3 可以看到，除了收益波动性（STD）外，模型的估计结果十分显著，拟合度很好，且变量的影响因素的影响方向与资本结构理论预测一致，说明模型能较好的估计目标资本结构。

表 5 目标资本结构回归结果

Tab. 5 The Regression Result of Target Capital Structure

变量	参数估计	变量	参数估计
CONSTANT	-1.2852 (0.000)***	Tang	-0.1122 (0.000)***
Profit	-0.2169 (0.000)***	GYG	-0.0131 (0.068)*
STD	5.0266 (0.160)	MB	-0.0046 (0.000)***
Size	0.0605	Mean	0.2899

(0.000) *** (0.000) ***

270 注：括号内为 P 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。下同。

4.3 Probit 和 Tobit 回归结果

本文采用 Probit 模型和 Tobit 模型来估计杠杆赤字对并购的影响，Probit 模型用来估计公司并购的可能，而 Tobit 模型则用来估计杠杆赤字对影响公司并购金额的大小。

275 首先我们对总样本进行了回归，从表 6 可以看到，在控制相关影响公司并购的变量后，Probit 模型和 Tobit 模型的解释变量都在 5% 水平下显著，且杠杆赤字都与因变量表现为负相关关系，说明公司杠杆赤字过高，确实会影响到公司的并购行为。实证结果与我们的假设 1 一致，即杠杆赤字越高的公司相对于其他公司并购的可能性越低，并且并购金额也会越小。这说明过度负债会影响到公司的投资行为，过度的负债使得公司更难从银行获取贷款，缺乏并购的资金，如果发生并购，也会选择并购金额较小的目标公司。具体而言，Probit 模型显示当公司杠杆偏离目标值增加 1%，则公司并购的可能性就会降低 0.3020% 的可能性，Tobit 模型显示当公司杠杆偏离目标值增加 1% 时，公司并购金额会降低 2.0137%。

280 控制变量中：第一大股东持股的比例（First）越高，并购的可能性与金额显著降低。姚明安（2008）发现控股股东的持股比例越高，则公司过度扩张公司规模激励就越小^[5]。这解释了第一大股东持股比例（First）与并购可能性、金额的负相关性。而盈利能力（Profit）只在 Tobit 模型中显著，反映公司盈利能力越强更有可能支付越高的并购金额，但盈利能力（Profit）没有影响公司并购的可能性。国外学者发现公司规模越大并购可能性增强，然而本文研究发现公司规模（Size）越大，经营性现金流（OCF）越高，反而并购的可能性与金额都越小。罗琦等（2007）发现我国中小型过度和非国有公司普遍存在过度投资的问题，这说明规模较大的公司更谨慎选择并购行为，导致规模与并购可能性、并购金额存在负相关关系^[15]。公司成长性（MB）与股票年度收益率（YearYield）都反应了公司的市场走势，这两个指标越高，并购的可能性越高以及金额越大。

表 6 总样本 Probit 模型和 Tobit 模型
Tab. 6 Probit and Tobit Model of the Total Sample

变量	Probit 模型	Tobit 模型
	因变量：0 或 1	因变量：Proportion
LeverageDeficit	-0.3020 (0.025) **	-2.0137 (0.022) **
First	-0.4936 (0.000) ***	-1.8780 (0.032) **
Profit	0.6274 (0.385)	11.558 (0.012) **
Size	-0.1706 (0.000) ***	-0.8940 (0.000) ***
MB	0.0377 (0.022) **	0.1038 (0.344)
YearYield	0.0566 (0.012) **	0.3844 (0.008) ***
OCF	-1.0235 (0.000) ***	-5.9087 (0.002) ***
CONSTANT	2.9736	12.7762

	(0.000) ***	(0.000) ***
IND	已控制	已控制

注：自变量都采用滞后一期。

295 总样本回归实证结果证明杠杆赤字会对公司并购行为产生影响。接下来我们想知道股权性质不同的公司中杠杆赤字的影响是否一致，因此我们把总样本按照控股股东性质的不同，分为国有控制公司和民营控制公司，研究不同所有权安排下杠杆赤字对公司并购的影响。

表 7 分为国有控制和民营控制的回归结果
Tab. 7 The Results between State-owned and Private-owned

变量	国有组		民营组	
	Probit 模型	Tobit 模型	Probit 模型	Tobit 模型
	因变量：0 或 1	因变量：Proportion	因变量：0 或 1	因变量：Proportion
LeverageDeficit	-0.2444 (0.134)	-2.1869 (0.126)	-0.4905 (0.055) *	-0.0130 (0.934)
First	-0.4366 (0.010)***	2.2575 (0.133)	-0.4399 (0.060) *	-0.2485 (0.103)
Profit	-0.1284 (0.889)	14.7804 (0.066)*	1.4247 (0.228)	0.9440 (0.191)
Size	-0.1559 (0.000)***	-1.1330 (0.000)***	-0.2036 (0.000)***	-0.1316 (0.000)***
MB	0.0525 (0.032)**	0.2747 (0.199)	0.0055 (0.812)	-0.0070 (0.646)
YearYield	0.0598 (0.042)**	0.5470 (0.031)**	0.0506 (0.159)	0.0639 (0.004)***
OCF	-0.4666 (0.209)	-5.3584 (0.108)	-1.7349 (0.000)***	-0.3210 (0.275)
CONSTANT	2.4600 (0.000)***	14.4131 (0.013)**	3.9580 (0.000)***	2.3765 (0.000)***
IND	已控制	已控制	已控制	已控制

300 实证结果表明，国有公司的杠杆赤字对公司的并购行为没有产生显著的影响，而民营公司的杠杆赤字对公司的并购可能性有显著影响，但对并购金额大小没有影响，证明假设 2 是正确的。国有组的结果说明国有公司受到的政府干预较多（李善民等，2002）^[9]，不能根据公司价值最大化选择投资行为，政府为了经济 GDP 考虑或一味的做大做强，实施“拉郎配”并购重组，导致国有公司不能按照市场规律经营，负债过高的国有公司也更容易取得银行的贷款（肖泽忠等，2008）^[10]。这些原因使得国有公司的并购更多是非市场化行为，在并购中杠杆赤字的影响有限。而民营公司相比于国有公司受到更多的融资约束，过度负债对民营公司的投资行为影响更大，在并购时更多考虑公司的发展和价值最大化，因此杠杆赤字对公司并购行为有显著影响。

310 第一大股东持股比例、公司规模、经营性现金流对国有公司和民营公司的影响都是一样的，比例越高并购可能性都越低。值得注意的是，股票年度收益率对国有公司并购行为有显著的影响，而对民营公司则不显著。这符合我们的判断，当股票行情较好时，上市公司会存在择机行为，再融资或并购的可能性较股票市场低迷时更高，由于国有公司在资本市场上获取了更多的资源，政府对国有公司的并购支持更多，并购也更容易通过证监会的审批，因此择机行为对国有公司影响更大。

315 此择机行为对国有公司影响更大。

4.4 杠杆赤字对公司并购市场反应的影响

表 8 杠杆赤字对公司并购市场反应的影响

Tab. 8 The Effect of Leverage Deficit to the Market Performance of Corporate M&A

	Car		
	总体	国有组	民营组
LeverageDeficit	0.0457 (0.081)*	0.0046 (0.882)	0.0870 (0.066) *
Instiproportion	-0.0190 (0.453)	0.0108 (0.682)	-0.0507 (0.240)
OCF	0.1190 (0.034)**	0.1165 (0.103)	-0.0190 (0.831)
yearyield	-0.0077 (0.080)*	-0.0076 (0.211)	-0.0096 (0.153)
MB	-0.0060 (0.068)*	-0.0013 (0.755)	-0.0116 (0.033) **
Size	0.0075 (0.185)	-0.0024 (0.701)	0.0164 (0.105)
Profit	0.4235 (0.006)***	-0.0731 (0.656)	1.0581 (0.000) ***
CONSTANT	-0.1323 (0.278)	0.0607 (0.669)	-0.2956 (0.171)
IND	已控制	已控制	已控制

注：car 值为并购首次公告日（-5，+5）的超常累计收益率。

从表 8 可以看到，总体样本回归我们发现杠杆赤字与累计超常收益（CAR 值）为显著的正相关关系。杠杆赤字越高，并购市场反应越好，这说明过度负债的收购方会越谨慎的选择目标公司，选择最能创造价值的目标，并购行为在股市上更易得到投资者的青睐。

分为国有组和民营组来看，只有民营组的杠杆赤字对市场反应有显著的正相关影响。潘红波等（2008）发现，对于盈利的地方国有上市公司，地方政府干预对公司并购绩效有负的影响；而对于亏损的地方国有上市公司，地方政府干预对公司并购绩效有正的影响^[7]。李善民等（2002）发现因为政府的干预，使得国有公司缺少并购竞争对手以及收购目标公司的成本大大降低，结果国有公司收购获得了正的超常收益^[9]。总的来说，由于政府对国有公司并购的干预，并购是一种非市场行为，导致国有公司的杠杆赤字对并购绩效的影响不显著。最典型的是 ST 公司的并购重组，虽然这些公司大部分资不抵债，但由于有壳资源的价值以及为了地方员工就业等考虑，政府总会想尽各种办法把优质资源注入这些公司，避免 ST 公司的退市，在资本市场上公告并购重组时，公司股价会大幅上涨。而民营公司并购更多是从自身角度出发，当公司处于较高的负债时，为了防止公司财务的进一步恶化，公司会谨慎的选择并购对象，尽可能选择创造价值的目标公司，因此这些公司的并购在市场上能够得到投资者的青睐。

4.5 并购公司资本结构的调整

最后我们还做了一个差值显著性分析，我们根据杠杆赤字是否大于 0 分为了杠杆不足组和杠杆过度组，通过并购后杠杆赤字变化后的差值（Difference）检验公司是否调整了杠杆。

表 9 并购后资本结构的调整

340

Tab. 9 The Adjustment of Capital Structure after M&A

杠杆不足组	调整均值	杠杆过度组	调整均值
Difference	0.0316	Difference	-0.0261
	(0.000) ***		(0.000) ***

注：调整均值为每组差值(difference)的均值。

345

从表 9 我们可以看到，杠杆不足组的差值的均值为 0.0316，杠杆过度组的差值的均值为 -0.0261，两组的调整均值在是否异于 0 的 T 检验都在 1%水平显著，说明收购方通过并购把杠杆向目标值靠近，结果与 Harford 等（2009）的发现一致^[2]。国内公司在并购时确实考虑了目标资本结构的影响，而且通过并购调整杠杆的成本较低，公司会利用这个机会较大幅度的调整杠杆向目标值靠近。证明假设 3 是正确的，公司通过并购借机调整资本结构，在并购完成后杠杆赤字减小了，实际资本结构与目标资本结构的偏离值减少。我们还发现无论是国有公司还是民营公司都会通过并购调整杠杆，限于篇幅没有报告。

350

4.6 稳健性检验

为了确保结论的可靠性，我们重新选择了 CAR 值的时间窗口期进行计算，分别选择了 (-3, +3) 以及 (-1, +1) 进行回归，结论都没有变化。

5 结论

355

从公司并购视角我们研究了融资政策与投资政策之间的相互关系，通过实证分析，我们发现公司的杠杆赤字确实对公司的并购行为产生影响，在并购中杠杆的调整主要受目标资本结构的影响。具体如下：第一，当公司杠杆赤字越高时，公司并购的可能性越低，并且并购的金额也越小。这个影响效应是不一致的，对于国有公司而言，杠杆赤字对并购的可能性和金额都没有影响，但是杠杆赤字对民营公司并购可能性产生显著影响，而对并购金额没有影响。第二，总体而言，样本内公司的杠杆赤字越高，则收购方的市场反应越好，这是因为负债过多的公司会更谨慎的选择目标公司的结果。然而不同所有权安排下杠杆赤字对市场反应影响不一致。国有杠杆赤字对公司并购的市场反应没有影响；而民营公司的杠杆赤字与市场反应有显著的负相关关系，这是因为负债过高的民营公司会更谨慎的考察并购对象，选择最能创造价值的目标公司。综上两点结论证明了国有公司并购更多受行政干预，而民营公司并购是市场化行为。第三，我们发现并购确实给公司提供了“便宜”的方式调整资本结构，在并购完成后的当年，无论是杠杆不足组还是杠杆过度组，并购公司的杠杆都向目标值进行了调整，说明目标资本结构是影响公司调整杠杆的最主要因素。

360

365

我们的研究有助于理解融资政策与投资政策是如何相互影响的，以及不同所有权安排下的公司怎样选择并购行为，并且从并购的视角证明了公司存在目标资本结构。

[参考文献] (References)

370

- [1] JENSEN, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 1986(76):323-329.
- [2] HARFORD J., KLASA S., WALCOTT N.. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2009(93):1-14.
- [3] UYSAL, VAHAP B. Deviation from the target capital structure and acquisition choices [J]. Journal of Financial Economics, 2011(102):602-620.
- [4] 童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为[J].经济研究,2005,(8):75-84.
- [5] 姚明安,孔莹.财务杠杆对企业投资的影响[J].会计研究,2008,(4):33- 40.
- [6] 李胜楠,牛建波.上市公司负债水平与投资支出关系的实证研究[J].证券市场导报,2005,(3):44-48.
- [7] 潘红波,夏新平,余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J].经济研究,2008,(4):41-52.

375

- 380 [8] 唐建新,陈冬.地区投资者保护、企业性质与异地并购的协同效应[J].管理世界, 2010, (8):102-116.
[9] 李善民,陈玉罡.上市公司兼并与收购的财富效应[J].经济研究, 2002,(11):27-35.
[10] 肖泽忠,邹宏.中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J].经济研究,2008,(6):119-134.
[11] HOVAKIMIAN A.. The role of target leverage in security issues and repurchases [J]. Journal of Business,2004(77): 1041-1072.
- 385 [12] 王志强,洪艺珣.中国上市公司资本结构的长期动态调整[J].会计研究,2009(6):50-58.
[13] FAMA E.F., FRENCH, K.R.. Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt [J]. Review of Financial Studies, 2002(15):1-33.
[14] 方军雄. 所有者、制度环境与信贷资金配置[J].经济研究, 2007, (12):82-92
- 390 [15] 罗琦等.融资约束抑或过度投资-中国上市企业投资-现金流敏感度的经验证据[J].中国工业经济,2007,(9):103-110.