

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

张小东

(北京交通大学 经济管理学院,北京 100044)

摘要:成长期企业并购对金融支持的依赖性高。通过建立信息经济学模型,可较好刻画成长期企业在并购过程中因为信息不对称和抵押物不足而面临的融资约束,同时在模型中引入区域金融发展因素,可以较好缓解融资约束,促进成长期企业并购。在理论分析基础上,以2012-2018年的上市公司及其并购数据为对象开展实证分析,实证结果同样显示成长期上市公司并购过程中存在明显的融资约束现象;同时区域金融发展能够缓解融资约束,进而提升成长期上市公司并购概率。理论分析和经验证据相互印证,揭示了区域金融发展通过缓解融资约束以支持成长期企业并购的机理和路径。

关键词:成长期企业;融资约束;区域金融发展;企业并购

中图分类号:F832 **文献标志码:**A **文章编号:**1000-2154(2021)04-0078-10

DOI:10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2021.04.007

Financing Constraints, Regional Financial Development and Mergers and Acquisitions of the Growth-stage Corporate

——Theoretical Analysis and Empirical Evidence

ZHANG Xiaodong

(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

Abstract: M&A in the growth stage is highly dependent on financial support. An information economics model can characterize the financing constraints caused by information asymmetry and insufficient collateral from M&A in the growth stage. And the introduction of regional financial development factors into the model can better alleviate financing constraints and promote M&A. Empirical analysis is carried out based on the listed companies and their M&A data from 2012 to 2018. The results also show that there are financing constraints in the M&A of growth-stage listed companies. Regional financial development can improve the probability of M&A by alleviating financing constraints. Theoretical analysis and empirical evidence confirm each other and reveal the mechanism of regional financial development supporting the growth-stage M&A.

Key words: growth-stage corporate; financing constraints; regional financial development; M&A

一、引言

随着中国现代化经济体系建设推进,无论是在战略性新兴产业还是传统行业,大量拥有新技术、新模式的成长期企业不断涌现。相比过往,新时代的成长期企业具有更加鲜明的特征:一方面是增长速度快,企业能够通过信息网络开展更高效的营销推广,快速占领细分市场,成为“独角兽”;另一方面是发展轨迹

收稿日期:2021-02-10

基金项目:国家自然科学基金面上项目“基于网络协同的并购动机实现程度及影响机理研究”(72072009)

作者简介:张小东,男,博士研究生,主要从事企业并购研究。

新,相比于传统依靠自身技术积累与客户积累的发展方式,成长期企业能够在金融市场的强力支持下,通过并购重组等方式快速实现跨越式发展。

成长期企业并购对金融支持的依赖性高。从需求端来看,并购交易复杂性高、需要资金规模大、交易时效性强,因此仅依靠成长期企业自身往往难以支撑并购交易全过程,能否获取包括融资在内的金融支持,往往成为决定企业并购成功与否的重要因素^[1-2]。从供给端看,受限于金融发展水平,我国企业在并购中的金融需求尚不能够完全得到满足,以融资需求为例,学者的研究显示,成长期企业的融资约束现象广泛存在,并显著影响了企业的并购行为^[3-8]。

随着金融发展水平的提升,金融体系对企业的支持力度显著增强,因此金融发展能够显著促进企业并购^[9-11]。从区域金融发展的视角出发,学者的研究同样发现,在不同金融发展程度的区域,区域内企业并购能够获取的金融支持将有明显差异,进而导致企业并购的特征也有所不同^[12-13]。同时,学者也发现除了区域金融发展影响企业并购之外,企业并购也能够反向影响区域的经济社会发展^[14],这进一步提升了关于区域金融发展与企业并购研究的重要性。

在当前国家推动建设适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系过程中,区域金融发展如何更好地支持实体经济发展是一项重要课题^[15-16],而支持区域内的成长期企业并购即是一条重要路径。因此,有必要进一步剖析区域金融发展支持成长期企业并购的内在机理,进而能够针对性地强化其中的支持链条。在这一研究领域,已有部分学者从生命周期视角出发,研究发现处于不同生命周期企业并购具有明显的不同特征^[17-21],驱动这些特征的背后是包括成长期在内的不同生命周期企业的并购金融需求特征,以及金融发展支持这些需求的内在机理,而这些特征和机理尚待进一步探索。

基于此,本文在企业生命周期与并购的研究基础上,深入研究成长期企业在并购过程中的金融需求,以及区域金融发展能够给成长期企业并购带来的支撑作用,以此对金融发展支持成长期企业并购的机理开展更丰富的探索。

相比于已有的研究成果,本文的主要贡献在于:一是构建了基于成长期企业特征的信息经济学模型,分析了成长期企业在并购过程中因为信息不对称、抵押物不足而形成的融资约束。同时,通过在理论模型中引入区域金融创新机制,从理论上阐述了区域金融创新通过缓解信息不对称,进而支持成长期企业并购的内在机理。二是通过对2012-2018年的成长期上市公司并购数据开展实证研究,回归分析结果证实了本文的理论研究结论:一方面,成长期上市公司并购过程中存在明显的融资约束现象;另一方面,区域金融发展能够通过缓解融资约束,提升成长期上市公司并购概率。

二、理论模型

企业在其生命周期的演变过程中,普遍会经历金融成长周期,即随着企业发展,企业自身特征将逐步变化,其并购行为以及并购活动中的金融需求也会随之改变。经典的生命周期理论将企业成长过程划分为初创期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段^[22],对其中的成长期企业而言,相比于成熟期和衰退期,企业规模相对较小,抵质押物不充分,并且未来发展有相对更高的不确定性,因此企业在获取融资时面临的信息不对称问题相对明显。特别是对于以风险控制为核心的传统信贷类融资^[23]而言,因为难以准确判断成长期企业风险,因此信贷资源往往向规模更大的成熟期甚至衰退期企业倾斜,产生融资约束现象。

为进一步阐释这些问题,本文从信息经济学基本理论出发,建立成长期企业并购交易模型,分析信息不对称和抵押物不足给成长期企业并购带来的融资约束,以及区域金融发展如何改善融资约束。

(一) 模型基本假设

1. 企业。假定成长期企业在市场中开展并购交易,其面临两种类型的并购项目可供选择($i=1,2$),分别为优质项目和普通项目。两种类型项目在市场的占比分别为 λ 和 $1-\lambda$,期初交易总价格均为 B ,期末随

着并购后的成功整合,项目将会产生收益 X_i ,如果失败则无收益。当成长期企业选择优质并购项目时,项目成功率和期望收益相对更高($P_1 > P_2; P_1 X_1 > P_2 X_2$)。此外,成长期企业能够提供可抵押资产为 W 。

2. 金融机构。金融机构为成长期企业的并购交易设计信贷合约,其中 $R_i = (R_i, C_i)$ 是两类并购项目的利率, C_i 是合约中需要由成长期企业提供的抵押物,如果后续企业融资出现违约,则抵押物由金融机构负责处置,并获取相应的处置收益 $\beta C_i (0 < \beta < 1)$,用于补偿其信贷损失。

3. 项目收益。成长期企业通过实施并购项目,将获得期望收益,收益水平不仅与项目本身的成功率和期望收益相关,同时也与企业选择的信贷合约相关,从业务实践来看,企业并购及后续整合过程相对复杂,有较多特异性。在模型中,考虑到后续求解便利,本文以涵盖上述主要因素的标准化项目收益函数来刻画并购收益:

$$\pi_i = P_i(X_i - BR_i) - (1 - P_i)C_i \quad i = 1, 2$$

金融机构的期望收益为:

$$H_i = P_i BR_i + (1 - P_i)\beta C_i - B \quad i = 1, 2$$

4. 基准状态。在基准状态中,本文假设信贷市场完全竞争,同时信息完全对称,此时金融机构能够区分两种类型的并购项目,并针对性提供不同的信贷合约;同时在这两种合约下金融机构利润为零,且无其他合约能够让金融机构获得正利润,否则将有新的金融机构进入市场。因此,基准状态的均衡应满足条件:

$$\max \pi_i = P_i(X_i - BR_i) - (1 - P_i)C_i \quad i = 1, 2$$

$$\max H_i = P_i BR_i + (1 - P_i)\beta C_i - B = 0 \quad i = 1, 2$$

可解出 $C_i = 0, R_i = 1/P_i (i = 1, 2)$,即在信息完全对称的基准状态中,金融机构分别向两类并购项目提供两种信贷合约,由于优质项目在并购后的项目成功率和期望收益都更高,因此更能得到相对较低利率的信贷资金支持,即 $R_1 < R_2 (P_1 > P_2)$ 。

(二) 信息不对称状态下的融资约束现象

1. 抵押物充足。在信贷市场信息不对称状态下,金融机构无法直接区分两类并购项目,只能通过两组合约的激励相容设计(γ_1, γ_2),引导选择不同并购项目的成长期企业主动选择各自的最优合约,即 $\pi_1(\gamma_1) \geq \pi_1(\gamma_2); \pi_2(\gamma_2) \geq \pi_2(\gamma_1)$ 。此时,市场均衡条件为:

$$\max H_i = P_i BR_i + (1 - P_i)\beta C_i - B = 0 \quad i = 1, 2$$

$$s. t. P_1(X_1 - BR_1) - (1 - P_1)C_1 \geq P_1(X_1 - BR_2) - (1 - P_1)C_2$$

$$s. t. P_2(X_2 - BR_2) - (1 - P_2)C_2 \geq P_2(X_2 - BR_1) - (1 - P_2)C_1$$

上述方程组可解出此时的信贷市场均衡为:

$$R_2 = \frac{1}{P_2}; C_2 = 0; R_1 = \frac{1 - 2P_2 + P_1 P_2}{P_1(1 - P_2) - (1 - P_1)\beta P_2}; C_1 = \frac{P_2 B(R_2 - R_1)}{1 - P_2}$$

在均衡时,金融机构分别提供两种合约,一种是低利率 + 高抵押物合约,另一种是高利率 + 低抵押物合约。选择不同并购项目的成长期企业分别选择两种合约,市场出现分离均衡。值得注意的是,分离均衡存在的必要条件是成长期企业能够提供均衡时合约要求的抵押物水平(即 $W \geq C_1$),即要求成长企业具备足够的融资能力。这一均衡结论显示,随着成长期企业融资能力的提升(在模型中体现为能够提供的抵押物提升),金融机构在信息不对称的情况下依然能够提供两种合约,为不同种类的并购项目提供金融支持。但是在现实中,成长期企业自身的融资能力往往不足,无法提供足额抵押物,该分离均衡较难实现。

2. 抵押物不足。当成长期企业抵押物不足(即 $W < C_1$)时,金融机构设计的合约条件无法被企业满足,因此不能通过分离均衡来区分两类项目。此时,选择普通项目的企业有动力通过模仿选择优质项目的企业,以套取低利率资金,市场可能出现信贷配给现象。^①因为信息不对称,金融机构只能选择以高贷款利率合约向两类并购项目同时提供贷款,此时两类并购项目的期望收益分别为:

^①此时,在满足一定参数条件下,模型中可能出现混同均衡,即金融机构提供一个贷款合约向两类企业同时提供贷款。因为本文重点考察信贷配给现象,因此不把混同均衡的出现条件作为讨论重点。

$$\begin{aligned}\pi_1 &= P_1(X_1 - B/P_2) = P_1X_1 - BP_1/P_2 \\ \pi_2 &= P_2(X_2 - B/P_2) = P_2X_2 - B\end{aligned}$$

在高利率条件下,当 $X_1P_2 < B$ 时,优质并购项目的收益 π_1 为负,此时优质的并购项目无法获得融资,成长期企业只有选择风险更高、期望收益更低的普通项目,产生融资约束现象。这一现象在现实中广泛存在,由于以商业银行为代表的信贷提供方难以提供金融支持,成长期企业只能通过其他融资渠道,甚至是 P2P 等非正规渠道获取资金支持,导致融资成本提升,被动推升了企业选择项目的风险偏好。

(三) 区域金融发展对成长期企业并购的支持作用

为进一步研究区域金融发展对成长期企业的支持机理,本文在模型中引入金融创新机制,分析金融创新对成长期企业并购的支持机理。

假设市场中由金融发展而带动产生新的金融服务机制,该机制下金融机构能够在信贷融资基础上,对成长期企业的并购项目进行一次评估,并选择其认为的优质项目进行深度合作。本文以参与并购交易的股权投资来刻画金融机构与企业的深度合作形式。^①金融发展程度决定了新金融服务机制下金融机构对企业做出准确判断的概率。另外,在创新机制之下,金融机构继续向选择的优质项目提供利率为 R^* 贷款,而未被选中的项目则无法获得融资。本文假设金融机构评估需要付出固定费用 T ,刻画金融发展程度(对企业做出准确判断的概率)的参数为 θ ,金融机构参与项目的股权投资比例为 ω ,资金成本为 \bar{R} 。

新金融服务机制的期望收益为:

$$\pi^s = \omega P_1 \left(X_1 - (1 - \omega) BR^* \right) \lambda \theta + \omega P_2 \left(X_2 - (1 - \omega) BR^* \right) (1 - \lambda) (1 - \theta) - \omega \bar{R} - T \quad (1)$$

传统信贷融资的期望收益为:

$$H = \lambda \theta \left(P_1 BR^* - (1 - \omega) B + (1 - \lambda) B \right) + (1 - \lambda) (1 - \theta) \left(P_2 BR^* - (1 - \omega) B \right)$$

要使得此种业务模式形成均衡,信贷融资应满足零利润条件,由此可解出:

$$R^* = \frac{[\lambda \theta + (1 - \lambda) (1 - \theta)] (1 - \omega)}{\lambda \theta P_1 + (1 - \lambda) (1 - \theta) P_2}$$

对 R^* 求导可知 $\partial R^*/\partial \theta < 0$,即随着金融机构对项目判断的准确率提高,均衡利率将会下降。这是因为如果金融机构能够对项目质量做出精确判断,信贷融资安全边际就会提高,因此所要求的融资利率也会随之下降。

同时,新的金融服务机制需要正收益以保证均衡存在,这要求:

$$\pi^s = \omega P_1 \left(X_1 - (1 - \omega) BR^* \right) \lambda \theta + \omega P_2 \left(X_2 - (1 - \omega) BR^* \right) (1 - \lambda) (1 - \theta) - \omega \bar{R} - T \geq 0 \quad (2)$$

(2)式对均衡的存在条件,也即金融发展对成长期企业并购提供支持的必要条件作出了要求。接下来本文对模型进行数值计算,从而更加直观地讨论区域金融发展对企业并购的支持条件。

首先按照模型假设对模型的基本参数进行赋值,具体条件包括: $P_1 > P_2$; $P_1X_1 > P_2X_2$ 以及信贷配给均衡条件 $X_1P_2 < B$ 。数值模拟中,本文假设模型的主要参数^② $P_1 = 0.9$; $P_2 = 0.6$; $X_1 = 3$; $X_2 = 4$; $B = 1.2$,即优质项目成功率为0.9,项目收益为3个单位;普通项目成功率为0.6,项目收益为4个单位;两类并购项目的期初投入金额均为1.2个单位。同时,本文假设在新的金融服务机制下,金融机构对单个项目的股权投资比例为25%,即 $\omega = 0.25$;另外项目评估费用 $T = 0.02$ 。

对基本参数赋值之后,本文首先考察两个关键参数,即成长期企业面临的优质项目比例 λ ,以及新金融服务机制下金融机构对项目判断准确率(金融发展程度) θ 的变化情况如何影响(2)式中 π^s 变化,进而影响均衡存在性,数值计算结果如图1。

^①在实践中,该合作形式已被金融机构通过投贷联动、债转股等业务形式进行广泛探索。

^②事实上,只要参数取值满足模型的基本假设条件和均衡成立条件,数值模拟结果均稳健。

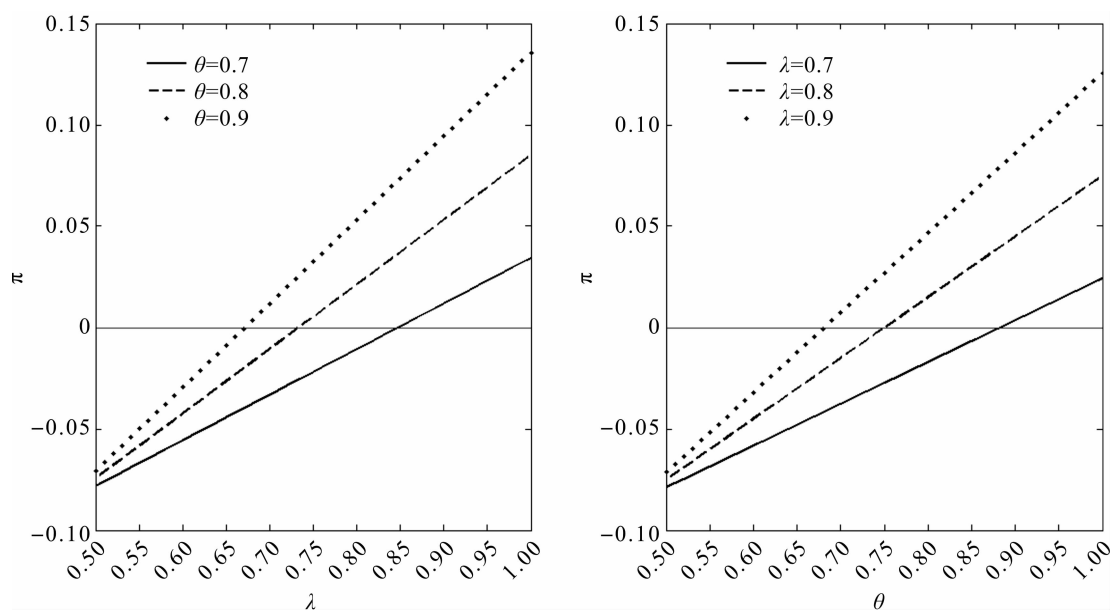


图1 均衡存在的条件分析

由(2)式可知,新的金融服务机制实现正收益(π^* 大于等于零)时,金融发展对成长期企业并购的支持条件才能满足,在图1中体现为0刻线以上部分,从数值计算结果来看,在给定金融发展指标 θ 的情况下,随着优质项目比例 λ 提升,金融支持机制越容易实现,同时区域金融发展水平越高,则均衡条件对优质成长期企业比例的容忍度也越高;反之亦然,即给定优质项目比例 λ 的情况下,随着区域金融发展指标 θ 的提升,金融支持机制越容易实现,并且优质项目的比例越高,均衡条件对金融发展指标的容忍度越高。

通过建立金融支持成长期企业并购的信息经济学模型,本文揭示了信息不对称和抵押物不充足给成长期企业并购带来的融资约束问题,同时也发现金融发展能够通过缓解信息不对称给成长期企业并购融资提供支持,并且这一支持作用随着金融发展程度提升而更加显著。基于理论分析结论,提出实证研究的研究假设:

研究假设1:成长期企业并购的融资约束明显,随着企业自身融资能力的提升(即融资约束的下降,在本文的模型中体现为企业能够提供的抵押物增多),企业并购概率将显著提升。

研究假设2:区域金融发展能够缓解成长期企业的融资约束,进而提升成长期企业的并购概率。

三、实证研究设计

在理论分析基础上,本文以上市公司并购数据为基础开展实证分析,进一步研究区域金融发展对成长期企业并购的支持。

(一) 数据来源

本文选择2009-2018年我国A股全部上市公司作为基础数据,公司主要财务数据来源于Wind上市公司数据库;公司并购数据来源于Wind上市公司重大重组事件数据库,本文从中剔除财务投资、买壳上市、资产调整型并购数据,在识别生命周期之后,最终获取2012-2018年(识别生命周期过程中会损失前3年的数据)上市公司并购数据1132个。

(二) 企业生命周期识别

现有文献中,学者识别企业生命周期的方法主要有两种:一是单一指标识别,主要关注销售收入增长率、留存收益率、企业年龄等单一关键指标,以销售收入增长率为例,初创期、成长期企业销售收入增长率高,而成熟期、衰退期企业销售收入增长率则会降低;二是综合指标评分,综合考虑股利支付率、销售收入

增长率、资本支出率、留存收益率、企业年龄等指标进行综合评定后确定企业生命周期。

单一指标识别方法操作上相对简单易行,然而这一方法需要对销售收入增长曲线的形状进行判断,带有较强主观性;而综合指标评分方法操作上虽然相对复杂,却可对企业发展过程中的若干重要指标进行综合判断,相对更加稳健。因此,本文参照现有学者研究的识别方法^[24-25],采用综合指标评分法对样本企业所处生命周期进行识别。考虑到我国上市公司股利支付政策变化较快,企业股利支付率、留存收益率指标较难体现企业实际运营状况,本文选择销售收入增长率、资本支出率、企业规模增长率、企业年龄四个指标,并根据指标综合评分确定企业所处生命周期。由于上市公司均已度过了初创阶段,本文把上市公司生命周期划分为成长期、成熟期、衰退期,不同生命周期的具体识别规则为:

(1)剔除基础数据中金融类上市公司、带有 st 或 * st 标识的经营异常类公司以及存在数据缺失值或异常值公司,形成基础数据表;

(2)根据基础数据表,分别计算每家企业在2010-2018年的销售收入增长率、资本支出率、企业规模增长率、企业年龄四项指标数值;取企业前3年指标平均数作为排序指标,最终有效样本区间在2012-2018年;

(3)按每一年度,分别对所有样本企业销售收入增长率、资本支出率、企业规模增长率、企业年龄四项指标进行排序,排名前三分之一的企业记3分,中间三分之一的企业记2分,后三分之一的企业记1分;

(4)按每一年度,分别对所有样本企业销售收入增长率、资本支出率、企业规模增长率、企业年龄四项指标排序得分进行加总,得分最高的前三分之一识别为成长期企业;得分最低的后三分之一为衰退期企业;居中的为成熟期企业。

通过以上识别过程,最终获取在2012-2018年的成长期上市公司样本4257条。从样本特征来看,与基础数据表中其他企业相比,被识别为成长期上市公司的企业销售收入增长率、资本支出率、企业规模增长率、企业年龄四个指标均表现出显著的成长期特征(见表1)。从样本分布来看:在被识别为成长期公司的样本中,有57.4%的比例在下一年仍然会被识别为成长期企业;被跳跃识别(即在不连续的年份中分别被识别)为成长期的公司仅占7.6%。因此,本文的成长期企业识别方法具备较强稳健性。

表1 成长期企业特征均值 T 检验表

指标	(1)成长期企业 样本均值	(2)其他企业样本均值 样本均值	(1) - (2) T-test for difference
企业销售收入增长率	0.322	0.085	0.237***
资本支出率	0.215	0.085	0.130***
企业规模增长率	0.381	0.141	0.240***
企业年龄	13.121	17.444	-4.324***

(三) 衡量融资约束

现有文献中关于融资约束的衡量有单变量指标、现金流敏感系数和多变量指标三种方式。其中,单变量指标方法的全面性不足;现金流敏感性系数模型需要构建回归方程予以测度,容易受到较多因素干扰,并且在回归过程中容易因内生性问题而影响测度准确性,受到部分学者质疑^[26];多变量指标对融资约束的衡量较为全面。因此,本文采取多变量指标方法,借鉴学者过往的研究结论^[27],选择资产负债率、流动比率、企业规模和市净率四个变量作为衡量企业融资约束的变量组合;不同于现有研究将这四个指标加权形成新的单一指标,本文将这四个指标都放入回归分析中进行检验,这一方面是考虑到合成新的指标需要对加权系数进行统计学处理,可能影响该指标构造的稳定性;另一方面考虑到上述4项指标在现有研究中已经广泛被采纳作为衡量企业融资约束的重要变量,因此直接将其放入回归中能够更清晰地刻画出融资约束的影响。

(四) 模型设计与变量定义

在上市公司数据和企业并购数据的基础上,基于现有研究方法和本文研究思路,本文建立了以下 Probit

回归模型:

$$M\&A_{it} = \alpha_0 + \beta_1 * Lev_{i,t-1} + \beta_2 * Liq_{i,t-1} + \beta_3 * Size_{i,t-1} + \beta_4 * PB_{i,t-1} + \beta_5 * Finance_{i,t-1} + \gamma * X_{i,t-1} * \gamma * X_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $M\&A_{it}$ 是上市公司在样本区间内是否完成并购的虚拟变量, 如果企业在当年公告完成并购, 则赋值为1, 否则赋值为0; $Lev_{i,t-1}$; $iq_{i,t-1}$; $ize_{i,t-1}$; $B_{i,t-1}$ 分别指上市公司在前一年度的资产负债率、流动比率、企业规模和市净率, 作为衡量企业融资约束的指标; $Finance_{i,t-1}$ 衡量上市公司所处省份区域金融发展水平的指标, 具体为企业所在省份当年贷款余额与 GDP 之比; 其他为控制变量, 具体说明详见表2。回归模型的各项解释变量和控制变量前置一年, 这是因为在并购发生的当年, 主要影响企业并购概率的指标都在前一年确定, 这与多数已有研究的处理方法一致^[28-29]。

表2 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义或计算方法
企业并购决策	M&A	企业是否选择并购(0/1变量)
资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
流动比率	Liq	(流动资产 - 存货)/流动负债
企业规模	Size	总资产自然对数
市净率	PB	总市值/净资产
净资产收益率	ROE	净利润/净资产
自由现金流	FCF	(经营净现金流 - 资本性支出)/总资产
销售收入增长率	Revenue	营业收入增长速度
区域金融发展	Finance	所在省份贷款余额/GDP

四、实证研究结果

(一) 描述性统计

本研究将成长期企业观测值与并购数据进行匹配, 即在全部并购数据中筛选出并购交易首次公告时, 收购方上市公司恰为成长期企业的并购样本, 最终获取2012-2018年成长期企业并购数据416条。

表3 成长期企业与并购观测值

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	合计
成长期企业总数	460	559	597	604	623	675	739	4257
公告并购成长期企业	5	5	19	36	84	137	95	381
百分比	1.09%	0.89%	3.18%	5.96%	13.48%	20.30%	12.86%	8.95%

如表3所示, 在样本区间2012-2018年中, 共识别成长期企业观测数据4257条, 成长期企业并购数据416条。同时本文注意到, 在样本区间内, 成长期企业并购交易活跃度有显著提升。在2012-2018年中, 每年只有不到5%的企业公告并购交易; 而在2017年, 有20.3%的成长期企业公告了并购交易, 即每5家成长期企业中就有1家企业选择对外并购; 这一比例在2018年有所下降, 但仍然维持在12.86%的水平。

(二) 回归结果

根据回归方程(1)(2)(3)分别进行 Probit 回归, 结果如表4所示。

1. 如表4(1)列所示,对于成长期上市公司,其实施并购的概率与公司自身的融资能力指标(资产负债率、流动比率、企业规模、市净率)都呈现显著的相关关系,其中资产负债率指标的相关系数最大,相关性也最高。这一结果印证了本文的研究假设1,即成长期企业在并购过程中面临较强的融资约束,因此自身融资能力越强的企业,越能够克服融资约束,获取金融支持,实现并购交易。

2. 如表4(2)列所示,在加入区域金融发展指标后,回归结果显示区域金融发展水平与成长期上市公司并购呈显著的正相关关系,这印证了本文的研究假设2,即区域金融发展能够显著促进成长期上市公司的并购。

3. 为进一步探究区域金融发展和企业并购的关系,本文加入了区域金融发展指标与反映企业融资约束指标(资产负债率)的交叉项。从表4(3)列所示回归结果来看,区域金融发展对成长期上市公司融资约束有明显的缓解作用,这显示了区域金融发展支持企业并购的一个重要渠道,即通过提升区域内金融机构整体融资能力,缓解企业并购融资约束,进而促进并购交易。

表4 回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	M&A	M&A	M&A
Lev	-0.884*** (0.221)	-0.830*** (0.224)	-0.675*** (0.218)
Liq	0.0510*** (0.0137)	0.0569*** (0.0140)	0.0390*** (0.0140)
Size	0.0709** (0.0348)	0.0830** (0.0351)	0.0750* (0.0421)
PB	0.00256** (0.00120)	0.00218* (0.00126)	0.00233* (0.00126)
Finance		0.350*** (0.0523)	0.483*** (0.0528)
Finance * Lev			0.142** (0.0560)
ROE	-2.177*** (0.320)	-2.219*** (0.322)	-2.267*** (0.323)
FCF	-0.350 (0.411)	-0.431 (0.413)	-0.397 (0.426)
Revenue	0.0386 (0.0412)	0.0301 (0.0416)	0.0279 (0.0334)
Constant	-0.512*** (0.135)	-0.975*** (0.153)	-1.014*** (0.121)
Observations	4,257	4,257	4,257
Pseudo R ²	0.358	0.529	0.252

注:***, **, *分别表示在1%, 5%, 10%的显著性水平下显著;括号内为标准差

五、稳健性检验

(一) 解释变量前置两期

在本文的回归分析中,为了刻画企业并购前的融资约束情况和区域金融发展情况,各项解释变量均选择了并购交易达成前一期(t-1期)的数据。为进一步验证回归结果的稳健性,同时排除企业可能因为并购决策而提前调整自身财务结构,本文重新选择前置2期(t-2期)的各项上市公司财务数据作为解释变量重新进行回归分析,结果如表5所示。

从表5的结果来看,在将上市公司财务数据前置两期之后,本文的主要结论仍然成立,即成长期企业在并购过程中的融资约束依然显著存在,并且区域金融发展水平的提高仍能够通过缓解企业融资约束,为成长期上市公司并购提供显著的金融支持。

(二) 其他生命周期的情况

为进一步验证本文的研究结论对成长期企业的独特性,本文在同一种企业周期识别方法下,将成熟期、衰退期上市公司样本的并购决策纳入回归分析。

如表6所示,成熟期和衰退期上市公司的回归结果和成长期有显著区别。成熟期上市公司自身融资

表5 前置两期的稳健性检验

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	M&A	M&A	M&A
Lev	-0.427*** (0.152)	-0.371** (0.151)	-0.512*** (0.189)
Liq	0.0981** (0.0437)	0.0673** (0.0294)	0.0459** (0.0210)
Size	0.0771** (0.0364)	0.0633** (0.0315)	0.0850** (0.0402)
PB	0.00106** (0.000472)	0.00118** (0.000533)	0.00063* (0.000351)
Finance		0.370*** (0.0582)	0.394*** (0.0633)
Finance * Lev			0.227*** (0.0210)
ROE	-1.875*** (0.509)	-1.596*** (0.422)	-1.967*** (0.539)
FCF	-0.260 (0.511)	-0.541 (1.974)	-0.401 (0.642)
Revenue	0.0478 (0.0509)	0.0441 (0.0396)	0.0279 (0.0930)
Constant	-1.682*** (0.201)	-1.744*** (0.337)	-0.814*** (0.231)
Observations	4,257	4,257	4,257
Pseudo R ²	0.301	0.287	0.242

注:***, **, *分别表示在1%, 5%, 10%的显著性水平下显著;括号内为标准差

能力指标(资产负债率、流动比率、企业规模、市净率)与公司并购的相关性显著降低,绝大部分指标在统计意义上并无显著的相关关系;同时对成熟期上市公司而言,区域金融发展指标与企业并购概率同样并未呈现显著的相关性。

衰退期上市公司自身融资能力指标(资产负债率、流动比率、企业规模、市净率)对公司并购的相关性同样较低;但是区域金融发展指标则与公司并购概率有非常显著的正相关关系,即随着区域金融发展水平提升,衰退期上市公司的并购概率将显著上升,这说明区域金融发展支持衰退期企业并购可能有缓解融资约束以外的其他渠道。

另外,为验证本文选取 Probit 模型的稳健性,本文还同时采用了 Logit 模型、OLS 模型进行了回归分析,主要结论均保持了较高的一致性。

表6 纳入成熟期、衰退期上市公司的稳健性检验

VARIABLES	成熟期		衰退期	
	M&A	M&A	M&A	M&A
Lev	-0.430*	0.264	-0.325	-0.332*
	(0.244)	(0.256)	(0.288)	(0.186)
Liq	0.0268	0.0357	0.0448	0.0361
	(0.0240)	(0.0440)	(0.0390)	(0.0541)
Size	0.0770	0.0650	0.0801	0.0740
	(0.0851)	(0.0590)	(0.0711)	(0.0722)
PB	0.00338	0.00216	0.00347	0.00311
	(0.00326)	(0.00226)	(0.00429)	(0.00334)
Finance	0.260*	0.376	0.430***	0.399***
	(0.142)	(0.228)	(0.102)	(0.078)
Finance * Lev		-0.235		-0.315
		(0.380)		(0.527)
ROE	1.515***	1.254***	2.632*	2.204
	(0.322)	(0.323)	(1.522)	(1.924)
FCF	-0.481	-0.671	1.622***	1.415***
	(0.513)	(0.815)	(0.418)	(0.530)
Revenue	0.0312	0.0361	0.0129	0.0257
	(0.0314)	(0.0421)	(0.0522)	(0.0440)
Constant	-0.934***	-1.190***	-0.927***	-1.285***
	(0.153)	(0.156)	(0.153)	(0.156)
Observations	4,258	4,258	4,257	4,257
Pseudo R ²	0.212	0.215	0.219	0.230

注:***, **, *分别表示在1%, 5%, 10%的显著性水平下显著;括号内为标准差

六、结论与建议

通过建立成长期企业并购的信息经济学模型,本文从理论上揭示了由于成长期企业在并购过程中的信息不对称和融资能力不足(抵押物不足)形成的融资约束。同时,通过在理论模型中引入区域金融创新机制,从理论上阐述了区域金融创新通过缓解信息不对称问题,进而支持成长期企业并购的内在机理。

通过对2012-2018年成长期上市公司并购数据的实证研究,证实了本文的理论研究结论:成长期企业并购过程中存在明显的融资约束现象;同时区域金融发展能够通过缓解融资约束,对成长期企业并购形成明显的支持。

理论和实证研究结论相互印证,进一步厘清了金融发展支持成长期企业并购的内在机理,也可为实践中区域金融发展提供重要的路径参考。本研究建议:一是在区域金融发展的实践中,可重点关注对成长期企业及其并购的支持作用,提升金融机构识别和服务优质成长期企业的能,降低市场的信息不对称性,提升金融资源的配置效率。二是在本文的理论分析过程中,提出了通过参与并购项目的股权投资,进而与企业开展深度合作的金融创新服务机制,在金融机构的业务实践中,这一模式已经以投贷联动、债转股等多种形式得到了初步探索,区域内金融机构可加大类似业务的创新力度,探索更多有益的服务模式。

在此研究成果的基础上,后续可进一步拓展研究内容,例如可考察不同行业周期、不同宏观周期下的企业并购和金融支持,进而针对这一问题形成更丰富的研究结论,更清晰地探究金融支持在企业并购过程中的作用机理;又如在本文的理论模型中,为提升模型求解的便利性,对企业并购的收益函数进行了标准化处理,后续可进一步根据并购交易的具体特征设计更契合的收益函数,进而获得更多有意义的研究结论。

参考文献:

- [1]方明月. 资产专用性、融资能力与企业并购——来自中国A股工业上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(5): 156-170.
- [2]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(3): 51-60.
- [3]秦萍, 王霞, 林雁雪. 成长期高新技术企业融资渠道的探析[J]. 财会研究, 2012(2): 53-55.
- [4]黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. 金融研究, 2016(7): 96-112.
- [5]张鹏程. 融资约束与中小企业成长性关系探析[J]. 财会研究, 2017(4): 51-54.
- [6]杨怀东, 孙婧. 地方政府债务、融资约束与企业成长——基于制造业上市企业的实证研究[J]. 工业技术经济, 2020(12): 121-128.
- [7]祝佳, 郑文华, 吴非. 利率市场化、生命周期与企业融资约束[J]. 商业经济与管理, 2020(3): 50-62.
- [8]罗薇薇, 曾五一. 金融集聚能缓解中小企业融资约束吗? ——基于非线性 and 区域异质性的视角[J]. 商业经济与管理, 2020(6): 78-88.
- [9]ACEMOGLU D, JOHNSON S, MITTON T. Determinants of vertical integration; financial development and contracting costs[J]. The Journal of Finance, 2009, 64(3): 1251-1290.
- [10]沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J]. 中国工业经济, 2010(6): 55-64.
- [11]周守华, 吴春雷, 赵立彬. 金融发展、外部融资依赖性与企业并购[J]. 经济经纬, 2016(2): 90-95.
- [12]梁莹莹, 李梦雨. 金融发展、竞争优势与物流企业国际并购绩效——基于金融发展的门槛效应分析[J]. 企业经济, 2017(12): 109-116.
- [13]蔡庆丰, 陈诣之. 金融资源与企业并购——从地区不平衡到企业再平衡的解释[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2019(4): 29-40.
- [14]王霞, 夏梦楚. 政府干预、企业并购与区域经济社会发展[J]. 系统管理学报, 2016(2): 227-234.
- [15]千慧雄. 区域金融能力对技术创新的影响机制研究[J]. 商业经济与管理, 2019(4): 86-96.
- [16]陈利锋. 信贷歧视、产能过剩与中国经济波动: 基于金融冲击的视角[J]. 浙江工商大学学报, 2020(1): 103-117.
- [17]OWEN S, YAWSON A. Corporate life cycle and M&A activity[J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34(2): 427-440.
- [18]王凤荣, 高飞. 政府干预、企业生命周期与并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验数据[J]. 金融研究, 2012(12): 137-150.
- [19]杨艳, 邓乐, 陈收. 企业生命周期、政治关联与并购策略[J]. 管理评论, 2014(10): 152-159.
- [20]何邓娇. 企业生命周期、并购类型与并购绩效[J]. 财会月刊(下), 2016(6): 41-46.
- [21]刘焰. 行业生命周期、企业生命周期与混并购绩效的实证研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2017(4): 46-57, 159.
- [22]李业. 企业生命周期的修正模型及思考[J]. 南方经济, 2000(2): 47-50.
- [23]初立苹, 粟芳. 商业银行流动性结构对其主被动融资行为的影响研究[J]. 商业经济与管理, 2019(3): 74-88.
- [24]ANTHONY J H, RAMESH K. Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life cycle hypothesis[J]. Journal of Accounting & Economics, 1992, 15(2/3): 203-227.
- [25]李云鹤, 李湛, 唐松莲. 企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率[J]. 南开管理评论, 2011(3): 110-121.
- [26]ZINGALES K L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1): 169-215.
- [27]况学文, 施臻懿, 何恩良. 中国上市公司融资约束指数设计与评价[J]. 山西财经大学学报, 2010(5): 110-117.
- [28]杨艳, 邓乐, 陈收. 企业生命周期、政治关联与并购策略[J]. 管理评论, 2014(10): 152-159.
- [29]刘文楷, 潘爱玲, 邱金龙. 企业生命周期、企业家社会资本与多元化并购[J]. 经济经纬, 2017(6): 111-116.



(责任编辑 郭宝才 王权)