

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2022.02.007

企业并购与资本结构动态调整:研究述评与展望

李井林,张金莲

(湖北经济学院/湖北会计发展研究中心,武汉 430205)

摘要:并购作为企业的重大投融资活动,是调整优化企业资本结构水平的重要财务管理工具。学者们围绕企业并购与资本结构动态调整关系展开了大量的理论与实证研究,取得了丰硕的研究成果,但两者之间的相互影响机理还有待进一步挖掘。本文从债务融资能力增强假说、共同保险假说和资本结构动态调整假说等方面在理论层面梳理了企业并购与资本结构动态调整之间的逻辑关联,从经验证据层面梳理了企业并购与资本结构动态调整之间的相互影响效应,并在此基础上结合现实制度背景提出了未来研究方向,以期扩宽企业并购与资本结构动态调整之间关系的研究思路。

关键词:企业并购;资本结构;动态调整

中图分类号:F271.4

文献标志码:A

文章编号:1672-626X(2022)02-0072-10

一、引言

近年来,我国企业资产负债率不断攀升,个别企业杠杆率甚至超过了预警线,导致企业债务违约事件层见叠出,对实体经济造成了巨大的影响。对微观企业个体而言,债务融资既能为企业带来杠杆效应,也可能产生财务困境风险。因此,企业在发展过程中需要不断调整其资本结构至最优水平。在此背景下,我国相继出台了聚焦于降低企业杠杆率的政策,如《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发〔2016〕54号)、《2019年降低企业杠杆率工作要点》(发改财金〔2019〕1276号)等去杠杆政策文件均将企业兼并重组作为企业去杠杆的重要举措。除此之外,国企混改、债转股、资管新规、房地产调控等政策陆续出台,“去杠杆”逐渐延伸到政府、实体、金融等多个领域。这些陆续发布的政策文件表明高杠杆率仍是当前我国经济运行中的重要风险点,“去杠杆”是当前我国经济工作的重要方面,对推动经济健康发展具有显著意义,对企业持续经营而言更是刻不容缓,同时也表明我国正将并购重组作为企业“去杠杆”的重要手段。由此可见,如何有效利用并购重组调整优化企业的资本结构、降低企业杠杆水平是一个当前非常值得研究的重要话题。

并购作为企业的重大投资活动之一,是调整资本结构的重要手段。然而,由于企业通常需要大量资金才能顺利完成并购交易,因此,企业可以通过在并购过程中选择合适的融资方式和支付方式,调节优化自身

收稿日期:2021-10-06

基金项目:国家社会科学基金青年项目(17CGL013);湖北经济学院2020年大学生科研项目“资本结构对企业并购的影响研究”

作者简介:李井林(1985-),男,湖南永州人,湖北经济学院会计学院/湖北会计发展研究中心副教授,管理学博士,研究方向为公司理财、并购重组与企业社会责任;张金莲(1999-),女,湖北咸宁人,湖北经济学院会计学院硕士研究生,研究方向为公司理财与并购重组。

资本结构水平,防范债务风险与创造并购价值。为了推动企业顺利完成并购重组交易,我国也陆续出台了创新和丰富并购支付与融资方式的相关政策,在《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14号)、《关于人民法院为企业兼并重组提供司法保障的指导意见》(法发〔2014〕7号)中均提出部分企业可通过发行优先股、发行可转换债券作为兼并重组支付方式。在《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》(证监发〔2015〕61号)中鼓励为企业提供融资支持,在《关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发〔2020〕14号)中提出支持企业开展长期债务融资、权益类基金融资等方式。上述并购融资政策促进了企业并购融资方式和支付方式的创新与多元化,不仅有助于企业通过设计合理的并购交易结构创造并购价值,同时也有利于国家通过资本市场的并购重组推动国有资本和国有企业的发展。

目前,学者们对资本结构和企业并购之间的关系进行了大量的研究,已有部分学者研究表明企业并购与资本结构之间是存在一定关联的,如通过并购事件验证了企业目标资本结构的存在性^[1-3]。此外,企业会利用并购交易活动来调整自身资本结构至目标水平,并基于其现有资本结构水平选择合适的目标企业、并购支付方式和并购融资方式实现对自身资本结构的动态调整^[4-6],主要表现为过度杠杆企业会驱动企业选择股权融资方式进行并购,而杠杆不足企业则会驱动企业选择债务融资方式进行并购^[7-8]。最后,杠杆偏离也会显著影响企业并购绩效,存在着债务治理效应和融资效应^[9]。但是纵观整个研究领域,大多数学者仅基于单方视角研究资本结构与企业并购过程中支付方式选择或融资方式选择等某一方面的影响路径,未能充分揭示并购与资本结构之间的相互影响机制。基于此,本文希望通过对相关文献进行系统梳理和总结,以期打开资本结构与企业并购之间关系的“黑箱”。

本文的主要贡献在于:首先,在研究内容上,文章通过构建企业并购与资本结构动态调整之间关系的分析框架,丰富了企业并购与资本结构动态调整行为之间的研究。目前多数学者研究发现产业政策^[10]、控股股东股权质押^[11]、管理自主权^[12]等影响了企业资本结构动态调整行为,但鲜有学者研究企业并购与资本结构动态调整之间的相互影响机制。因此,本文通过对相关经典文献进行梳理、总结、述评、展望,以期能够促进企业并购与资本结构动态调整研究的维度和深度。其次,在研究思路,文章针对以往文献存在的不足,指出了企业并购与资本结构动态调整的未来研究方向。通过梳理现有文献可以发现,已有理论研究主要基于动态权衡理论得出了目标资本结构会影响企业并购决策、支付与融资方式、并购绩效的经验证据。但大多数研究主要侧重于分析资本结构动态调整对企业并购行为的影响,忽视了对两者之间的相互影响机理及其效应研究。本文针对这一问题提出了具体的解决方法,即通过构建企业并购与资本结构动态调整相结合的综合分析框架,构建结构方程模型分析企业并购与资本结构动态调整的相互影响关系。最后,在政策层面上,当前我国经济已转向高质量发展阶段,国家出台的多个政策文件提出要将并购重组继续作为实现国有资本布局结构优化、国有企业体制机制创新、国有经济高质量发展以及“去杠杆”控风险的重要手段。因此,研究如何通过并购重组调整优化企业杠杆率具有一定的现实意义和政策意义,能够为政府部门以及企业实体提供理论借鉴。

二、企业并购与资本结构动态调整之间关系的理论假说

(一)债务融资能力增强假说

债务融资能力增强假说认为,企业可能会基于增强债务融资能力的目的而进行并购,这种并购带来的结果可能是为企业创造价值,但同时也可能会增加企业财务杠杆水平。企业可以通过并购的方式使自身债务处于相对安全的阈值,从而为企业创造一定价值。已有研究发现融资是企业开展并购活动的重要驱动力^[13],企业可以通过并购重组构建内部资本市场有效配置存量资金,进而缓解企业融资约束^[14]。Galai 和 Masulis

(1976)研究发现并购后的企业普遍能够降低自身风险,而这种风险降低主要表现为并购会增加企业现有债务的价值,从而增强融资能力。但是,又由于共同保险效应的作用,并购后企业的总价值基本不会发生明显变化,因此,企业并购在增加债务价值的同时,也有可能降低权益的价值^[15]。Ghosh和Jain(2000)则实证研究发现企业在并购后的财务杠杆水平会显著增加,同时,与并购双方并购前的债务能力相比,企业债务能力有所增强,因此,他们认为企业财务杠杆的增加有一部分来源于并购导致的企业债务能力的增强^[16]。Harford等(2009)发现就现金并购交易而言,杠杆偏离的变动与净债务发行密切相关,企业杠杆率偏差增加的大部分原因是新发行的债务,而在通过债务融资并购之后的年份中,杠杆偏差的下降在一定程度上是由于企业在此期间清偿的债务超过了发行的债务^[17]。Ang等(2019)发现并购溢价不仅取决于收购者过度杠杆的程度,而且还取决于并购交易如何影响目标企业的资本结构和债务融资能力,而过度杠杆收购者为了增强并购后的债务融资能力通常支付了更高的溢价,债务融资能力的增强会提高收购方的企业价值^[9]。

(二)共同保险假说

共同保险假说,是指由于资本规模、主营业务、行业环境等差异而导致不同的企业所面临的经营风险有着明显的区别,如果企业在开展并购活动前,选择与自身经营风险不同并且无关联关系的目标企业进行并购,那么,并购则有可能会使得企业所面临的经营风险显著降低。因为并购后两家企业的现金流能够共同为其提供债务担保,从而降低企业陷入财务困境导致破产的可能性, Kim和McConnell(1977)将其称之为共同保险效应^[18]。此外,企业通过并购活动组成联合体,联合后企业价值的波动性比合并前各自独立时稳定,而并购后企业价值波动性的减小会进一步减少企业发生债务违约的可能性,同时也会降低企业的债务融资成本^[4]。Agyei-Boapeah等(2018)认为,由于不同(相同)行业的企业之间的现金流量正相关性较小(较大),因此向不同(相同)行业多元化投资的企业共同保险收益应该较大(较小),并且由于共同保险效应而增强的现金流量稳定性可能会转化为融资优势,即企业融资能力的提高^[19]。Erel等(2015)则认为在并购之后,原先陷入财务困境的企业会倾向于减少自身所持有的现金,用于扩大投资^[13]。Ahmed和Elshandidy(2018)通过研究发现,根据共同保险理论,企业参与海外收购是实现全球多元化的一种手段,即目标杠杆偏离的企业很有可能通过海外并购的方式来缓解融资约束和减少债务违约风险^[6]。

(三)资本结构动态调整假说

资本结构动态权衡理论认为企业不仅存在目标资本结构,而且当企业实际杠杆率偏离其目标水平时,会采取相应的融资政策将资本结构调整至目标水平^[17,20-21]。而并购作为企业资本结构实现动态调整的重要手段之一,一方面,企业可以通过并购交易及其并购融资政策的选择来调整自身资本结构至最优水平^[22]。当并购企业的资产负债率高于其目标水平时,并购企业更倾向于选择股权融资并购而非债务融资并购^[17]。Tao等(2017)以中国上市公司并购交易作为研究对象,通过使用Tobit回归模型预测最优杠杆比率,对目标杠杆比率偏差进行估计,跟踪实际杠杆比率偏离最优杠杆比率的程度,其实证结果表明,并购方的资本结构在交易前偏离了最优水平,而收购方通过并购交易有效减少了杠杆偏离,并且还发现企业的实际杠杆比率在收购之后的长期一段时间内收敛到了最佳水平^[23]。另一方面,企业资本结构动态调整行为会影响企业并购决策、并购融资政策选择以及并购绩效。首先,资本结构动态调整需求会影响到企业并购决策。存在杠杆偏离的企业对自身资本结构进行动态调整的需求相对更为明显,过度杠杆或杠杆不足的企业很有可能基于资本结构动态调整的动机而选择进行并购交易,通过并购活动扭转杠杆偏离^[1]。其次,资本结构动态调整也会影响企业的并购融资政策的选择。因为不同的并购融资方式对企业资本结构的调整速度和方向的影响效应有着明显的差异,为了能够更快地调整企业现有资本结构水平,企业在并购过程中会基于自身的调整需求而选择不同的融资方式。当并购企业实际的杠杆水平相对较高时,由此产生的债务融资约束会导致企

业在并购交易中选择债务融资方式的可能性较小,而选择股票融资方式的可能性相对较大^[24]。最后,由于资本结构动态调整行为还会产生治理效应和融资效应,因此还会影响企业并购绩效^[9]。

债务融资能力增强假说认为企业通过并购构建内部资本市场有效配置资金能够有效缓解企业融资约束程度,降低企业财务风险,因此,企业很有可能会为了增强债务融资能力而进行并购,即融资驱动并购。然而,虽然企业通过并购所增强的债务融资能力导致了企业资本结构的变化,为资本结构动态调整行为提供了条件,但该假说并未进一步指出目标资本结构的存在是否在企业资本结构变化中发挥着重要作用,即该假说并未说明企业并购后债务融资能力增强所导致的资本结构变化是资本结构动态调整优化行为,还是随机游走行为。企业并购所带来的共同保险效应导致企业经营风险与财务风险的降低,有助于降低企业融资约束程度和债务违约风险,是对债务融资能力增强假说的进一步解释。但是,共同保险假说同样未能进一步揭示企业并购与资本结构动态调整之间的关系,而资本结构动态调整假说则直接明确指出企业并购行为具有资本结构动态调整行为动机,并购企业会基于其资本结构水平选择相应的并购支付方式与并购融资方式进行资本结构动态调整,同时该假说也得到了大量经验证据的支持。因此,后文主要基于该假说对企业资本结构动态调整与并购决策、并购支付方式与融资方式、并购绩效之间的关系的研究进行系统梳理与评论,并总结出该领域研究当前存在的不足之处,最后在此基础之上指出未来的研究方向以及改进措施。

三、目标资本结构影响企业并购的经验证据

(一)目标资本结构对并购决策的影响

学者们主要基于资本结构动态权衡理论考察了目标杠杆偏离对并购决策、并购成功可能性以及并购类型的具体影响。首先,目标杠杆偏离可能会直接限制企业的并购决策。具体表现为:过度杠杆(实际杠杆高于目标杠杆)会导致企业面临较高财务困境风险和财务约束^[25],从而负向影响企业发起并购的可能性与并购交易规模,而且目标杠杆偏离对并购决策的影响效应呈现非对称性,即过度杠杆对企业并购决策存在显著负向影响,而杠杆不足对并购决策存在不显著影响效应^[1],过度杠杆企业由于存在融资约束可能会直接导致企业丧失并购竞价机会^[26]。其次,目标杠杆偏离会降低企业并购成功的可能性。主要表现为:过度杠杆企业通常面临发行新债券的高财务困境成本,从而直接制约企业赢得收购竞标的可能性^[26],并且,由于在发行债务方面存在约束,过度杠杆可能不仅影响企业并购的可能性和完成程度,而且还会降低收购要约中的现金部分和百分比^[7]。最后,目标杠杆偏离会影响企业并购类型。刘钊等(2014)通过研究发现过度负债的国有企业会较少进行并购,即使进行并购也会选择更能创造价值的目标企业^[27]。Hu和Yang(2016)通过对企业杠杆水平与跨国并购交易行为展开研究,发现杠杆较高的企业并购外国目标企业的可能性相对较小^[7]。而存在杠杆偏差的企业会更倾向于实行多元化收购^[19],因为海外多元化并购有利于降低企业财务困境风险和融资约束,从而为其股东创造价值^[6]。

综上所述,可以发现企业极端偏离最佳杠杆比率(即杠杆偏差)是一种低效的管理行为,会阻碍其并购计划的启动和成功实施。因为过度杠杆企业通常面临更高的财务困境风险和更大的财务约束,会对企业再融资造成不利影响,企业基于规避风险的考量会慎重选择是否进行并购交易。但是,企业也可以通过提升自身能力来缓解由于杠杆偏离所带来的不利影响。Agyei-Boapeah等(2018)发现杠杆偏离对于收购产生的负面影响会被企业的现有能力所缓和^[19]。Teece等(1997)认为杠杆偏离对于并购成功率的影响程度主要取决于企业自身的内部能力,如管理技能、组织文化、技术诀窍和创新,这些企业特质不仅是竞争优势的来源,也是使并购成为真正的增值战略的关键因素^[28]。并且,过度杠杆企业还可以通过缩减债务和发行股票调整其实际杠杆至目标水平,从而减弱过度杠杆的负向影响效应。

(二) 目标资本结构对并购支付方式选择的影响

根据资本结构动态权衡理论,目标资本结构的存在会驱动企业对其实际杠杆水平进行调整。然而,作为企业重大投资行为的并购交易由于对价金额巨大,其对价支付所引起的融资行为必然会对企业资本结构产生重要影响。因此,企业可能会借助并购交易契机通过在并购过程中根据其资本结构水平选择相应的并购支付方式促进资本结构的调整优化和并购价值创造。

目前,企业并购支付方式选择行为的资本结构动态调整动机得到了大量经验证据的支持。目标资本结构对企业并购支付方式选择存在重要的影响效应^[1],Harford等(2009)发现企业杠杆率偏差与并购对价中现金支付的比例显著负相关^[17]。与此类似,Alexandridis等(2020)认为目标资本结构不仅对并购决策存在影响效应,而且也会对并购支付方式选择产生影响效应,即过度杠杆不仅降低了企业并购的可能性,也降低了并购对价中现金支付的可能性^[25]。另外,Huang等(2012)^[29]以及Vermaelen和Xu(2014)^[5]也得到了一致的研究结论。目标资本结构偏离对现金支付方式产生显著负向影响的研究结论也得到了基于中国资本市场并购交易数据的经验证据支持。国内学者基于中国上市公司并购交易数据研究发现并购支付方式选择也受到目标资本结构的重要影响,其行为符合资本结构动态权衡理论^[30]。赵息和孙世攀(2015)^[31]以及刘俊毅和白彦(2018)^[32]研究发现我国资本市场企业目标杠杆偏离对并购支付方式的选择行为发挥着重要作用,当企业杠杆赤字越高,采用现金对价并购的可能性越小,如果采用现金支付方式进行并购则会加剧企业杠杆偏离程度^[33]。

并购方在交易过程中可以选择采用现金、股票、混合等支付方式^[34],而现金支付因其方便快捷、交易成本低、受客观因素制约少的特点更受主并方青睐。但是,以往研究发现现金对价并购中的现金通常来自债务融资,从而导致企业杠杆率上升和杠杆率偏离显著增大^[17]。因此,对于过度杠杆企业而言,基于资本结构动态调整的需求其选择现金支付并购对价的可能性较小。其原因在于并购企业实际资本结构越高于其目标水平,面临的融资压力和财务风险会越大,进而会限制并购企业债务融资行为,降低企业通过债务融资筹集现金来支付并购对价的可能性^[35]。过度杠杆企业通常承受着更高的财务约束和破产风险,从而导致其面临更紧迫的资本结构调整需求,进而需要企业谨慎选择并购支付方式。

(三) 目标资本结构对并购融资方式选择的影响

从资本结构的构成因素来看,企业发生的融资行为一般会显著影响企业的股权负债结构,而并购作为企业的一项重大战略投资活动,其为了促进交易达成所需的巨额资金需要量而产生的融资行为对资本结构的影响程度相对更大。然而,融资难融资贵是当前我国企业面临的主要问题之一,较为繁琐的融资手续不仅严重影响了企业资本结构调整速度,同时也增加了调整成本^[10]。当前,我国大多数企业采取的主要并购融资方式为借债或发股。目标资本结构偏离是影响企业选择债务融资还是股权融资的一个极其重要的因素,其主要原因在于过度杠杆企业很有可能会以相对较高的资本成本为其投资提供所需资金。从而,很有可能会导致企业面临严重的外部融资约束,而这反过来又可能会限制企业的投资行为^[19]。因此,大多数理性企业会根据自身资本结构水平而选择相应的融资方式来调整优化企业杠杆水平。

就资本结构对于并购融资方式选择的影响效应而言,以往的研究文献在考察资本结构对并购融资政策的影响时通常会将并购支付方式视同为并购融资方式,从而导致得出的研究结论普遍忽视了对于并购融资方式的关注。然而,事实上企业并购对价支付通常需要通过不同的融资方式来实现。正因如此,Martynova和Renneboog(2008)在考察并购融资政策的影响因素时,较早构建了嵌套Logit模型以有效检验并购支付方式对并购融资方式选择的影响^[24]。在此之后,学者们在考察并购支付方式与并购融资方式的影响因素与经济后果时逐渐开始对两者进行有效区分。目前,已有大量研究普遍认为当企业实际资本结构与其目标资本结构存在偏离时,过度杠杆并购方倾向选择股权融资方式,杠杆不足并购方倾向选择债务融资方式对自身

资本结构进行调整。即目标资本结构会对并购融资方式选择产生重要影响,并购企业通常会根据其实际的资本结构水平利用并购机会选择相应的融资政策进行资本结构动态调整^[17]。目标资本结构对企业并购融资方式选择行为存在显著的影响效应,过度杠杆企业更倾向于选择股票融资方式^[2,8,36]。

(四)目标资本结构对并购绩效的影响

大多数企业进行并购可能会以改善经营绩效为目的,而并购绩效会受到企业规模、公司治理、战略协调、外部环境等多方面的影响^[34],目标资本结构同样也会对其产生影响,目标资本结构偏离不仅影响企业并购能力,而且也会影响企业并购质量,进而影响并购绩效。选择最优资本结构有利于企业提高运用效率从而降低资本成本和治理成本,提升企业并购绩效。相反,如果存在杠杆缺口则会对并购绩效产生负影响^[37]。企业为了趋近于目标杠杆会谨慎做出并购决策,对选择目标企业的衡量标准也会发生相应改变,可能由所产生并购绩效的多少为导向转变为以调整企业杠杆率的幅度为导向。

目前已有文献研究发现过度杠杆企业发起了价值创造的并购交易^[1]。一方面,从代理成本观来看,根据自由现金流假说,拥有大量自由现金流的公司更有可能进行低收益甚至价值毁损的并购交易,虽然较高的杠杆水平在一定程度上限制了企业的增长机会和融资能力,但也降低了自由现金流的代理成本,而债务作为一种有效的外部治理工具,又会对企业的投资活动发挥一定的监督作用,从而促使融资受限的过度杠杆企业的管理者更加专注于最有价值的投资机会,因而在选择并购目标时更加谨慎^[25]。另一方面,从债务融资能力观来看,根据共同保险理论,过度杠杆企业通过并购交易不仅缓解了融资约束程度,也降低了财务困境风险,因而增强了自身的债务融资能力^[6]。Ghosh和Jain(2000)^[16]以及Ang等(2019)^[9]将过度杠杆企业的并购价值创造归因于企业通过并购交易增强了其债务融资能力,而增强的债务融资能力反过来又能为企业未来有价值的投资机会筹集必要资金。另外,不同的并购支付方式也会对并购绩效产生相应影响,在有偿并购中采用现金进行并购的企业绩效较为稳定,而以资产进行并购所产生的绩效则呈现出高开低走的趋势^[38]。

四、企业并购影响资本结构的经验证据

(一)并购决策与资本结构动态调整

企业资本结构是否存在动态调整行为?作为企业重大投资行为的并购将企业的融资与投资行为有效地结合在一起,因而为检验资本结构动态权衡理论提供了一个良好的实验场景。目前已有研究普遍认为大多数企业会基于资本结构动态调整的需求而进行并购决策,并根据其当前的资本结构水平选择合适的目标企业、并购支付方式与并购融资方式,从而达到调整其资本结构至目标水平的目的,即企业并购行为通常具有资本结构动态调整行为动机。

虽然已有研究表明目标杠杆偏离可能会直接限制企业并购决策与并购规模,因为过度杠杆不仅会限制企业的债务融资能力,并且很有可能会使得企业面临较高的财务困境风险和融资约束。然而,一方面,企业通过并购构建内部资本市场和扩展社会关系网络所产生的资源效应和信息效应缓解企业的融资约束^[39],从而增强并购企业融资能力^[13-14];另一方面,为了缓解过度杠杆对并购决策的负向影响效应,过度杠杆企业会在并购前通过股权融资的方式降低其杠杆赤字以调整资本结构至目标水平^[1]。王逸等(2015)研究发现并购是企业缩小现有资本结构与其目标水平差距的有效手段,同时也是调整优化资本结构的重要契机,并且这种效应对于过度杠杆企业而言更为明显^[22]。Tao等(2017)研究发现并购企业不仅存在目标资本结构,并且大多数企业会利用并购来减少交易前实际资本结构与目标资本结构之间存在的偏离^[23]。Khoo等(2017)的研究也发现并购企业不仅存在目标杠杆,而且当并购企业过度杠杆或杠杆不足时,会以更快的速度对其资本结构进行调整以趋近于目标水平^[3]。进一步地,Hu和Yang(2016)研究发现企业普遍存在通过并购交易进行

资本结构动态调整的行为,主要表现为:过度杠杆企业会在并购后通过股权融资的方式来进行资本结构动态调整,而杠杆不足企业则会在并购后通过债务融资的方式来进行资本结构动态调整^[7]。

(二)并购融资政策对资本结构动态调整的影响

并购将会引起企业实际资本结构水平、目标资本结构水平以及两者的偏离程度的变化,同时企业并购决策也通常包含资本结构动态调整动机^[17],并购企业将根据其自身资本结构水平选择相应的并购支付与融资方式来调整资本结构至目标水平。与此同时,并购支付方式的选择也将直接影响到并购融资方式的选择,而并购融资方式则会直接影响并购企业资本结构产生变化。Murphy和Nathan(1989)研究发现并购支付方式选择会对资本结构与其目标水平的偏离产生重要影响,并购企业如果采用现金支付并购对价会提高企业的资产负债率,相反,如果采用股票支付并购对价则会导致该比率下降^[4]。Harford等(2009)研究发现现金对价并购交易通常由债务融资筹集资金而导致其过度杠杆,然而由于存在破产风险,并购企业会在并购后显著降低其债务水平,他们研究发现现金对价(债务融资)并购企业管理者通常会采取措施积极调整其资本结构至目标水平,在并购后5年内调整了超过75%的由并购交易所引致的目标杠杆偏离^[17]。赵息和吴小贞(2013)研究发现企业存在目标资本结构,大多数企业会通过并购与并购支付方式调整资本结构至目标水平,而且无论企业是采用现金对价并购还是股票对价并购,企业并购后的资本结构与其目标水平的偏离程度均得到减少^[40]。Vermaelen和Xu(2014)指出说服目标企业股东接受股票对价并购的一个基本经济理由在于,并购企业之所以选择股票支付方式是因为其资本结构动态调整的需要,而非利用股价高估进行市场择时^[5]。Khoo等(2017)研究发现并购会导致企业偏离其目标资本结构,目标资本结构的偏离幅度越大,企业资本结构动态调整速度也会越快。并且还发现杠杆比率增加(降低)的并购交易企业会调低(增加)其杠杆比率,现金对价并购(债务融资)与股票对价并购(权益融资)企业会在并购当年通过调整目标杠杆偏差的22%~62%的幅度来重新平衡其杠杆水平^[3]。

五、文献评论与研究展望

(一)文献评论

资本结构与并购重组作为企业理财两大重要的经典话题,学术界对资本结构与企业并购之间的关系进行了深入细致的研究和分析,逐渐形成了以债务融资能力增强假说、共同保险假说、资本结构动态调整假说为代表的理论假说,并且学者们也分别从不同的研究视角对两者之间的内在关系进行了理论阐释。在此基础上,学者们对于资本结构与企业并购之间存在的相互影响效应也展开了充分的研究,并得到了大量的经验证据和研究成果。综合来看,企业并购与资本结构动态调整之间存在相互影响效应,两者内生交融在一起,即企业并购对资本结构动态调整存在着显著的促进效应,并购企业通过并购融资政策选择促进了企业将资本结构调整至目标水平,而目标资本结构偏离也对并购决策、并购融资政策以及并购绩效存在显著的影响效应。

第一,企业并购为检验资本结构理论提供了天然的检验场景。企业并购将企业投资行为与融资行为有效地融合在一起,为学者们基于企业并购活动的支付与融资方式选择行为实证检验资本结构理论提供了天然的场景。通过对目标杠杆偏离企业在并购活动中采用的并购支付与融资方式进行研究,发现过度杠杆企业倾向于选择股权支付与融资方式进行并购,而杠杆不足企业倾向于选择现金支付与债务融资方式进行并购,即目标资本结构在企业并购支付与融资方式选择行为中发挥着极其重要的作用,企业根据其资本结构水平选择并购支付与融资方式将资本结构调整至目标水平,从而达到消除目标杠杆率偏差的目的。并购融资政策选择的资本结构调整行为验证了企业存在目标资本结构,企业会调整其资本结构至目标水平,支持

了资本结构动态权衡理论。此外,学者们还根据并购融资政策数据构建了同时检验资本结构动态权衡理论、优序融资理论以及市场择时理论的实证模型,并发现动态权衡理论对企业并购融资行为的理论解释力比其他资本结构理论更强。

第二,企业并购与资本结构动态调整相互影响。就目标资本结构偏离对企业并购的影响效应而言,企业实际资本结构相较于目标资本结构的偏离程度决定着企业当前所面临的财务困境风险和融资约束程度,进而会影响企业对并购决策、并购支付与并购融资方式的选择做出的慎重决策,从而影响企业发起是否具有价值创造作用的并购交易,权衡最优。一方面,过度杠杆不仅会抑制企业并购决策,同时也会降低并购成功的可能性,以及促进企业发起多元化并购,但由于过度杠杆存在治理效应与融资效应,会促使企业发起价值创造的并购交易。另一方面,并购企业会根据其资本结构与目标水平的偏离程度选择相应的并购融资政策调整资本结构至目标水平,如杠杆不足企业倾向于选择现金支付方式和债务融资方式,而过度杠杆企业则相反。就企业并购对资本结构动态调整的影响效应而言,一方面,在理论上已有研究发现企业并购存在资本结构动态调整动机,并且企业并购行为引起了自身实际资本结构、目标资本结构以及两者之间偏离程度的变化,企业在并购后随着融资能力的增强会逐渐调整并缩小自身实际资本结构与其目标水平之间的偏差,企业通过并购交易加速了资本结构动态调整速度。另一方面,在政策实践上我国陆续出台的“去杠杆”等相关政策也提出将企业并购重组作为去杠杆、防风险的重要手段之一,换言之,企业对资本结构调整的需求会驱动企业进行并购交易。

(二)研究展望

本文通过对企业并购与资本结构动态调整之间关系的相关文献进行了系统梳理,也总结得出了相关研究结论。在此基础上,未来可能还需要在以下几方面展开进一步研究。

第一,构建企业并购与资本结构动态调整相结合的综合分析框架。以往文献主要研究企业并购某一方面对目标资本结构偏离的影响效应或者目标资本结构偏离对企业并购某一方面的影响效应,未来关于企业并购与资本结构动态调整之间关系的研究需要构建综合分析框架,以深入系统挖掘两者之间的相互影响机理及其效应。比如利用企业并购数据构建同时涵盖动态权衡、优序融资和市场择时等资本结构主流理论替代变量的修正的资本结构局部调整模型,或者通过构建类似于“债务-权益选择模型”的并购支付与融资方式选择模型,利用企业并购数据,对资本结构主流理论同时进行系统检验,以厘清资本结构各主流理论之间存在的争议。通过构建企业并购影响资本结构动态调整的效应、机制与路径研究的综合分析框架,深入地分析企业并购行为对资本结构动态调整速度的影响效应、具体影响机制以及传导路径,扩展企业并购行为对资本结构影响的研究深度。通过构建目标资本结构偏离对并购决策、并购融资政策选择以及并购绩效影响效应的具体研究框架,系统分析目标资本结构偏离对企业并购的影响效应,以考察企业并购交易的各个阶段是否均存在资本结构动态调整动机,以及在不同的目标资本结构偏离程度下对企业并购行为产生的影响。

第二,构建结构方程模型分析企业并购与资本结构动态调整的相互影响关系。虽然已有文献关注到企业并购对资本结构动态调整的影响效应,但较少文献关注企业并购对资本结构动态调整的影响机理,同时在考察企业并购与资本结构动态调整之间关系时均嵌入了并购支付与融资方式选择这一视角。然而不仅资本结构动态调整会对企业并购决策与并购融资政策产生重要影响,企业并购决策与并购融资政策也会反过来影响资本结构动态调整。因此,在未来的研究过程中,应当聚焦于企业并购与资本结构动态调整之间的双向影响效应,并在此基础上扩展企业并购与资本结构动态相互影响的研究维度和深度,可以尝试通过构建结构方程模型等方法深入系统研究企业并购与资本结构动态调整之间的相互影响效应,并以此来控制由于两者之间相互作用而可能产生的内生性问题,增强研究结论的稳健性。

第三,基于中国情境利用并购交易活动对资本结构相关理论进行检验。目前国外文献对于企业并购与资本结构动态调整之间关系的相关研究已经取得了丰富的研究成果,基于国外企业的并购数据结合国外资本市场等制度环境对于资本结构的动态权衡、优序融资以及市场择时等主流理论均进行了极其充分的实证检验和分析,相较于国内而言,目前其研究体系日益规范,实证方法日渐成熟。然而,目前基于我国企业并购数据检验资本结构相关理论的文献还相对较少,同时,由于我国与其他国家在经济发展阶段、市场化程度、监管体制以及资本市场发展程度等方面存在着显著差异,基于国外资本市场的企业并购数据对资本结构相关理论进行检验所得出的研究结论对于我国企业并购数据而言不一定也能够得到支持。因此,未来的研究应当重视基于中国情境,利用资本市场企业并购交易数据对资本结构相关理论进行进一步地检验,以增强资本结构相关理论在阐释和指导我国企业并购交易活动时的适用性。

参考文献:

- [1] Uysal V B. Deviation from the Target Capital Structure and Acquisition Choices[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(3): 602-620.
- [2] 李井林,刘淑莲,汪玉兰. 公司存在目标资本结构吗?——来自并购的经验证据[J]. *投资研究*, 2015, (10): 53-75.
- [3] Khoo J, Durand R B, Rath S. Leverage Adjustment after Mergers and Acquisitions[J]. *Accounting and Finance*, 2017, 57(1): 185-210.
- [4] Murphy A, Nathan K. An Analysis of Merger Financing[J]. *Financial Review*, 1989, 24(4): 551-566.
- [5] Vermaelen T, Xu M. Acquisition Finance and Market Timing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, (25): 73-91.
- [6] Ahmed Y, Elshandidy T. Why Do Over-deviated Firms from Target Leverage Undertake Foreign Acquisitions?[J]. *International Business Review*, 2018, 27(2): 309-327.
- [7] Hu M, Yang J J. The Role of Leverage in Cross-border Mergers and Acquisitions[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2016, (43): 170-199.
- [8] 赵息,陈佳琦. 目标资本结构对并购融资方式选择的影响研究[J]. *经济体制改革*, 2018, (5): 126-132.
- [9] Ang J S, Daher M M, A K Ismail. How Do Firms Value Debt Capacity? Evidence from Mergers and Acquisitions[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2019, (98): 95-107.
- [10] 巫岑,黎文飞,唐清泉. 产业政策与企业资本结构调整速度[J]. *金融研究*, 2019, (4): 92-110.
- [11] 侯丽,姜力文,侯德帅,周雪峰. 控股股东股权质押与资本结构动态调整[J]. *预测*, 2021, 40(3): 47-54.
- [12] 陈志红,李宏伟. 管理自主权的“掠夺”和“扶持”与资本结构动态调整[J]. *会计研究*, 2019, (10): 57-63.
- [13] Erel I, Jang Y, Weisbach M S. Do Acquisitions Relieve Target Firms' Financial Constraints?[J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(1): 289-328.
- [14] 葛结根. 并购对目标上市公司融资约束的缓解效应[J]. *会计研究*, 2017, (8): 68-73.
- [15] D Galai, R W Masulis. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(1-2): 53-81.
- [16] Ghosh A, Jain P C. Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2000, 6(4): 377-402.
- [17] Harford J, S Klasa, N Walcott. Do Firms have Leverage Targets? Evidence from Acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(1): 1-14.
- [18] Kim E H, McConnell J J. Corporate Mergers and the Co-insurance of Corporate Debt[J]. *The Journal of Finance*, 1977, (32): 349-363.
- [19] H Agyei-Boapeah, D Osei, M Franco. Leverage Deviations and Acquisition Probability in the UK: The Moderating Effect of Firms' Internal Capabilities and Deal Diversification Potential[J]. *European Management Review*, 2018, 16(4): 1059-1077.
- [20] Flannery M J, Rangan K P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structures[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(3): 469-506.
- [21] Rongbing Huang, Jay R. Ritter. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment[J]. *Journal of Finan-*

- cial and Quantitative Analysis, 2009, 44(2): 237-271.
- [22] 王逸,张金鑫,于江.并购能否带来资本结构的优化?——来自中国上市公司的经验证据[J].证券市场导报,2015,(4):18-25.
- [23] Qizhi Tao, Wenjia Sun, Yingjun Zhu, Ting Zhang. Do Firms have Leverage Targets? New Evidence from Mergers and Acquisitions in China[J]. North American Journal of Economics and Finance, 2017, (40):41-45.
- [24] Marina Martynova, Luc Renneboog. What Determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or the Means of Payment?[J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 15(3):290-315.
- [25] Alexandridis G, N Antypas, A Gulnur, I Visvikis. Corporate Financial Leverage and M&As Choices: Evidence from the Shipping Industry[J]. Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review, 2020, (133):101828.
- [26] Morellec E, Zhdanov A. Financing and Takeovers[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(3):556-581.
- [27] 刘钊,王志强,肖明芳.产权性质、资本结构与企业并购——基于中国制度背景的研究[J].经济与管理研究,2014,(2):32-40.
- [28] Teece D J, G Pisano, A Shuen. Dynamic Capabilities and Strategic Management[J]. Strategic Management Journal, 1997, 18(7): 509-533.
- [29] Huang J, Pierce J R, Tsyplov S. Post-Merger Integration Duration and Leverage Dynamics of Mergers: Theory and Evidence[R]. SSRN Working Paper, 2012.
- [30] 李井林,易俊伶,刘淑莲.并购支付方式选择:动态权衡理论抑或市场择时理论[J].金融评论,2017,(2):53-68+125.
- [31] 赵息,孙世攀.资本结构对并购支付方式的影响研究——基于我国资本市场背景的分析[J].管理评论,2015,(8):33-46.
- [32] 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(7):75-81.
- [33] 程新生,修浩鑫.科技型企业并购影响资本结构吗?[J].山西大学学报(哲学社会科学版),2021,44(1):124-137.
- [34] 谢洪明,张倩倩,邵乐乐,吴华飞.跨国并购的效应:研究述评及展望[J].外国经济与管理,2016,38(8):59-80+112.
- [35] 赵子坤.资本结构对并购支付方式的影响——基于上市公司产权属性的研究[J].东岳论丛,2017,(2):170-179.
- [36] 李井林.目标资本结构、市场错误定价与并购融资方式选择[J].山西财经大学学报,2017,(4):114-124.
- [37] 雷卫,何杰.资本结构选择、内部控制与企业并购绩效——基于A股上市公司的经验研究[J].经济经纬,2018,35(1):108-114.
- [38] 葛结根.并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J].会计研究,2015(9):74-80+97.
- [39] 郑文凤,王凤荣.存量改革视域下的企业并购与资本配置效率——基于目标公司融资约束缓解的实证研究[J].山东大学学报(哲学社会科学版),2018,(2):118-132.
- [40] 赵息,吴小贞.企业并购支付方式对企业资本结构的影响[J].武汉理工大学学报(信息与管理工程版),2013,(6):917-920.

(责任编辑:卢 君)