

# 我国企业跨国并购融资偏好动因分析

刘 锴<sup>1</sup>(博士), 王红婕<sup>2</sup>

(1.中国石油大学(华东)经济管理学院, 青岛 266580; 2.天津中聚新能源科技有限公司, 天津 300480)

**【摘要】**本文选取了2010~2013年上市公司跨国并购样本数据,运用Logit回归分析法对跨国并购融资偏好动因进行分析,研究了上市公司跨国并购融资偏好的影响因素。研究表明:股权性质和企业所处发展阶段是影响跨国并购融资决策的主要动因,国有上市公司和成长性高的上市公司在跨国并购中更加偏好采用债务融资方式。本研究为政府制定相关融资政策、企业合理设计融资方案和进行融资创新提供了理论和实证依据。

**【关键词】**跨国并购; 融资偏好; 股权性质; 成长性

## 一、引言

近年来,我国政府出台了一系列法规政策鼓励国内企业实施跨国并购战略,并且通过下放企业对外投资的审批权限和简化对外投资的审批手续,为国内企业“走出去”创造了更为宽松的政策环境。2014年国内企业的跨国并购交易数量创下历史新高,交易金额高达560亿美元,平均单笔交易金额大约是国内并购单笔交易金额的10倍,其并购后整合的难度更是加剧了国内企业跨国并购的风险。企业在跨国并购过程中需要投入大量的资金,既要保证迅速有效的筹集并购所需资金来达成并购交易,

又要满足并购后整合和维持企业现有业务活动的资金需求。因此,企业跨国并购融资方式的选择是跨国并购交易设计环节中的重要内容,优化跨国并购融资策略是推动并购交易顺利达成和降低交易风险的重要手段。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一)文献回顾与评述

以MM理论、融资啄序理论、信息不对称理论和权衡理论为代表的经典融资理论形成了西方融资理论体系。并购融资理论正是以此为理论基础从控制权、信息不对称和公司治理等角度发展起来的,并开展了大量实证研

重述显著负相关,即企业内部控制有效性对财务重述起着显著的抑制作用,内部控制有效性越高,越不容易发生财务重述行为。②进一步检验发现,金字塔链条数在内部控制影响财务重述中存在正向调节效应的作用,即金字塔链条数有利于内部控制抑制财务重述行为的发生,而金字塔层级在内部控制影响财务重述关系中不具有调节效应的作用。

### 2. 研究启示。

第一,对企业而言,应加强内部控制建设,提高内部控制水平,良好的内部控制显著地抑制财务重述行为的发生。股权结构作为公司治理的产权基础,在内部控制抑制财务重述行为中起着一定的调节作用,因此,企业应该结合实际情况,优化股权结构,加强股东的监督责任,通过内部控制制度的有效执行,提高会计信息质量,防止财务重述的发生。

第二,对监管部门而言,一方面应加强对企业内部控制的监管,提高上市公司会计信息质量;另一方面由于我国股权结构不同于西方金字塔股权结构,我国金字塔股权结构的层级不高,链条不多,股权控制人常常拥有

匹配的现金流权,因此,针对金字塔股权结构的上市公司,不可盲目限制金字塔链条数,应结合我国国情,增加金字塔链条的宽度,并适当控制其长度,通过外部治理,优化内部控制环境,最终提高财务报告信息质量。

### 主要参考文献

冯倩如,陈梦和.基于上市公司财务重述经济后果的制度完善策略研究[J].特区经济,2013(4).

王玉珍.美国上市公司财务重述动因及经济后果研究[J].中国外资,2011(20).

胡南薇,曹强.上市公司财务重述与审计服务定价——兼评新审计准则的颁布效果[J].经济经纬,2011(1).

孟南,苏宁.财务重述影响因素的中外研究比较[J].财会月刊,2012(21).

刘启亮,李敏,陈汉文.内部控制、政府控制与财务报表重述[J].财会通讯,2012(18).

袁敏.财务报表重述与财务报告内部控制评价——基于戴尔公司案例的分析[J].会计研究,2012(4).

**【基金项目】**湖北省教育厅人文社会科学研究项目(项目编号:13g267)

究。研究表明,不同融资方式的成本差异、企业投融资过程中存在的信息不对称和委托代理关系、并购支付方式以及国内资本市场的发育程度都会影响跨国并购融资方式的选择(Martynova & Renneboog, 2009)。西方理论界和实务界为解决由跨国并购金额过高所产生的融资约束和融资风险问题,一直致力于改善并购融资环境和进行并购融资方式创新的理论研究和实践探索。

我国并购融资的研究基本是以西方并购融资理论为基础,从宏观的角度对企业并购融资规模、融资方式和成本进行融资现状的分析,指出我国企业并购普遍存在融资约束的问题,并从构建内部资本市场(江乾坤, 2014)、境外上市和联合PE收购(杨丹辉、渠慎宁, 2008)等拓宽融资渠道和融资工具创新的角度提出解决并购融资缺口的途径。在并购融资方式的选择上,司云波(2007)构建了以信息不对称理论为基础的并购融资方式选择模型,孙凤玲、肖振红(2012)则进一步采用模糊综合评价的方法,构建并购融资风险评价指标体系,为合理制定并购融资方案提供理论依据。近年来,伴随国内企业“走出去”步伐日益加快,并购融资难问题成为制约企业国际化进程的瓶颈,张荣刚等(2012)通过分析吉利收购沃尔沃案例的融资策略,指出企业并购融资战略要和成长战略相匹配,从而产生协同效应;江乾坤(2014)则以近年来跨国并购的民营企业为研究对象,从融资工具、融资渠道和融资模式创新多个角度构建跨国并购融资创新模式。

从上述文献不难发现,目前针对并购融资尤其是跨国并购融资问题的研究还比较少,缺乏从收购企业特征的角度出发研究跨国并购融资偏好的动因。本文试图选择企业规模、企业成长性、盈利能力、股权结构、所得税税率、并购前负债水平等反映收购企业特征的因素,研究其对跨国并购融资决策产生的影响,进而揭示企业跨国并购融资决策的“黑箱”。

## (二)研究假设

1. 企业规模对跨国并购融资偏好的影响。国内外学者有关企业规模对资本结构影响的研究结论主要有两类。一类是依据代理理论,大企业由于具有较低的监督成本和较高的贷款能力,与小企业相比,更受到银行的青睐,具备贷款优势,因此,较大规模的企业更加偏好债务融资(Frank and Goyal, 2009)。另一类是依据信息不对称理论,大企业由于其较强的资本实力和受到更多的外部监督,与小企业相比其与投资者之间的信息不对称程度更小,更容易吸引潜在投资者投资,因此,较大规模的企业更加偏好权益融资(Rajan and Zingales, 1995)。企业在进行跨国并购融资决策时,由于跨国并购活动本身具有较高的投资风险,企业往往会倾向于采用权益融资方式来降低财务风险,而大企业实施的跨国并购活动更容易受到市场的关注和监督,会大大降低投资者与企业之间

的信息不对称程度,投资者更愿意投入资金到大规模的企业中支持其实施跨国并购战略。规模越大的收购企业在跨国并购的融资方式选择上更加偏好权益融资方式。基于此,本文提出研究假设H1:收购企业规模与跨国并购债务融资偏好负相关。

2. 企业成长性对跨国并购融资偏好的影响。收购企业所处的发展阶段也就是该企业的成长性是企业决策者在进行跨国并购融资决策过程中需要重点考虑的因素之一。处于高成长阶段的企业往往面临比较多的投资机会,一方面会大大降低向股东派发现金股利的积极性,另一方面会由于跨国并购的高风险特征使得权益融资方式的成本较高,同时高成长性企业的控股股东不希望股权被稀释,因此,高成长性企业在进行跨国并购融资决策时往往偏好债务融资方式。基于此,本文提出研究假设H2:收购企业的成长性与跨国并购债务融资偏好正相关。

3. 企业盈利能力对跨国并购融资偏好的影响。国内外文献表明,盈利能力会影响企业融资决策,就二者之间的关系而言主要有两种观点:一种观点是企业盈利能力与债务融资偏好负相关,依据融资啄序理论,盈利能力较强的企业往往内部留存收益水平较高,在进行融资决策时会优先考虑内源融资;另一种观点是企业盈利能力与债务融资偏好正相关,从企业经营风险角度,盈利能力较强的企业经营风险水平比较低,可以适当提高债务资金水平,并利用其杠杆效应为股东创造价值。企业进行的跨国并购活动具有投资金额高和投资风险大等特点,盈利能力较强的企业除了依赖内源融资之外,会更加偏好于债务资金融资方式。基于此,本文提出研究假设H3:收购企业盈利能力与跨国并购债务融资偏好正相关。

4. 企业股权结构对跨国并购融资偏好的影响。中国上市公司在特殊的制度背景下,其股权结构存在明显的国有和非国有股权性质差异及大股东控制的特征,本文将考察股权性质和大股东持股比例对并购融资偏好的影响。在我国,企业股权性质会对融资决策产生重要的影响,主要表现为银行在选择贷款对象时存在“所有权歧视”的现象,拥有国有身份的企业更容易获得银行提供的长期贷款(余明桂和潘红波, 2008),尤其是在投资者保护程度较差的环境中更是如此(Faccio, 2010)。中国企业投资发展轨迹正逐渐从“引进来”吸收外资向“走出去”海外投资转化,国有企业的跨国并购活动在国家出台的优惠金融政策下得到积极的推进,尤其是在2008年底银监会颁布《商业银行并购贷款风险管理指引》后,为国有企业利用银行贷款进行跨国并购提供了一条便利的融资渠道。因此,国有企业更加倾向于采用债务融资方式进行跨国并购。基于此,本文提出研究假设H4:收购企业的国有股权性质与跨国并购债务融资偏好正相关。

5. 企业所得税对跨国并购融资偏好的影响。债务融

资方式具有税收挡板的作用,有利于降低企业综合资本成本,在不完全有效的资本市场中,改变资本结构会对企业价值产生影响,财务杠杆是降低税后综合资本成本的利器。权衡理论通过研究债务性融资带来的税盾利益、破产成本的风险以及代理成本之间的关系,得出当节约税收的边际利益与财务困境的成本以及代理成本相等时,便是企业最优资本结构的结论。实证研究结果也表明,企业债务资金水平与其所得税税率呈正向变动关系(吴联生、岳衡,2006;王跃堂等2010)。根据债务性融资方式的税盾效应,收购企业所得税税率越高,在进行跨国并购融资决策时更偏好于债务融资方式。基于此,提出研究假设H5:收购企业所得税与跨国并购债务融资偏好正相关。

6. 企业并购前负债水平对跨国并购融资偏好的影响。收购企业并购前的负债水平和偿债能力反映了其财务风险,若其负债水平较高,一方面,企业在进行跨国并购融资决策时如果选择债务融资方式,会导致企业的财务风险在较高的经营风险下迅速上升,容易使其陷入资金链断裂的财务困境中;另一方面,银行或其他债权人也不愿意冒着较高的风险将资金贷给这类企业。因此,就并购前负债水平较高的企业而言,尽管通过权益资金方式获取资金的成本较高,企业为及时筹集并购资金和降低总体投资风险会更加偏好于权益资金筹集方式。基于此,本文提出研究假设H6:收购企业并购前负债水平与跨国并购债务融资偏好负相关。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择和数据来源

本文选择2010年1月1日至2013年12月31日完成跨国并购的中国上市公司作为研究的样本。跨国并购企业的样本来自于清科数据库,其他财务数据来源于CSMAR数据库。样本选取标准如下:①样本公司是A股上市公司,剔除属于银行类及风险投资公司类和ST上市公司;②剔除并购当年上市和并购前涉及信用类问题的公司;③同一样本公司在同一年度内发生多次跨国并购交易的,保留金额较大交易的样本;④剔除数据缺失和数据极端的样本。最终样本包括139个并购事件样本,其中权益融资方式的并购样本113个,债务融资方式的并购样本26个。

#### (二)变量选取

1. 被解释变量。本文以收购企业跨国并购所采用的融资方式作为被解释变量,凡是并购公告中明确指出此次跨国并购项目的资金来源属于债务融资方式的样本,取值为1;资金来源属于权益融资方式的样本,取值为0。

2. 解释变量。为了更好地研究收购企业特征对跨国并购融资偏好产生的影响,本文设置企业规模、成长性、盈利能力、控股股东持股比例、股权性质、所得税税率和财务杠杆7个解释变量,以上解释变量的取值均是样本公司并购公告前一年的年报数据,这样更有利于验证公司

跨国并购融资偏好的影响因素,每个解释变量的具体定义和度量标准详见表1。

表1 研究变量的定义和度量

变量类型	变量符号	变量定义	度量标准
被解释变量			
融资方式	FM	融资方式	当样本公司选择债务融资方式时,取值1,选择权益融资方式时,取值0
解释变量			
企业规模	LnTA	总资产对数	取总资产的自然对数
	LnSR	主营业务收入对数	取主营业务收入的自然对数
成长性	Growth	营业收入增长率	营业收入增长率=(第t年营业收入-第t-1年营业收入)/第t-1年营业收入
盈利能力	ROA	总资产收益率	总资产收益率=净利润/总资产
	ROE	净资产收益率	总资产收益率=净利润/净资产
控股股东持股比例	Top1sh	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例=第一大股东持股数/总股本
股权性质	SOE	股权性质	当股权性质为国有时,取值1,否则为0
财务杠杆	Lev	资产负债率	资产负债率=总负债/总资产
所得税	Taxes	实际所得税税率	实际所得税税率=应交所得税/税前利润总额

### (三)模型设定

本文的解释变量是一个二分虚拟变量,因此通过建立二元Logit回归模型来检验上市公司跨国并购融资偏好的影响因素。

$$\text{Log} [ P ( FM_{t+1}=1 ) / P ( FM_{t+1}=0 ) ] = \alpha + \beta_1 \text{LnTA} ( \text{LnSR} ) + \beta_2 \text{Growth} + \beta_3 \text{ROA} ( \text{ROE} ) + \beta_4 \text{Top1sh} + \beta_5 \text{SOE} + \beta_6 \text{Lev} + \beta_7 \text{Taxes} + \varepsilon_i$$

### 四、实证结果与分析

#### (一)描述性统计分析

表2是全样本各变量描述性统计分析结果,表中结果显示,FM的均值为0.20,即中国上市公司跨国并购选择债务资金方式的样本公司占全样本的20%,可以看出,目前权益融资方式是我国上市公司跨国并购普遍采用的融资手段。

表2 全样本描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
FM	139	0.20	0.40	0.00	1.00	0.00
LnTA	139	22.18	1.79	21.75	30.37	19.80
LnSR	139	3.10	0.08	3.08	3.41	2.99
Growth	139	0.33	1.38	0.13	16.19	-0.35
ROA	139	0.09	0.06	0.08	0.36	-0.05
ROE	139	0.13	0.09	0.11	0.56	-0.09
Top1sh	139	0.35	0.15	0.32	0.74	0.09
SOE	139	0.29	0.45	0.00	1.00	0.00
Lev	139	0.37	0.25	0.33	0.94	0.01
Taxes	139	0.18	0.10	0.16	0.87	-0.09

(二)相关性分析

本文采用 Pearson 双侧相关分析方法,运用 SPSS 软件对样本数据进行 Pearson 相关分析,分析结果如表 3 所示,初步验证研究假设。通过对自变量的相关性进行检验,可以看出检验结果所显示的所有相关系数都低于 0.5,同时所有模型的方差膨胀因子值(VIF)都小于 2,没有出现严重的多重共线性问题。

表 3 Pearson 相关分析(双侧)

	FM	LnSR	Growth	Top1sh	SOE	Taxes	Lev	ROE
FM	1							
LnSR	0.189** (0.023)	1						
Growth	0.102 (0.224)	0.122 (0.146)	1					
Top1sh	0.093 (0.268)	0.238*** (0.004)	- 0.002 (0.98)	1				
SOE	0.238*** (0.004)	0.514*** (0.003)	- 0.028 (0.437)	0.204** (0.014)	1			
Taxes	0.165** (0.052)	0.055 (0.521)	- 0.037 (0.662)	0.023 (0.784)	0.025 (0.77)	1		
Lev	- 0.146* (0.081)	0.586*** (0.002)	0.122 (0.147)	0.173** (0.039)	0.498*** (0.003)	0.103 (0.23)	1	
ROE	0.005 (0.457)	0.481*** (0.004)	0.063 (0.458)	0.115 (0.172)	0.027 (0.448)	- 0.144* (0.091)	0.258*** (0.002)	1

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%水平(双侧)上显著相关。

(三)Logit 多元回归分析

表 4 Logit 回归模型结果表

Logit 回归模型: 因变量为 FM				
变量	model1	model2	model3	model4
LnTA	- 0.049 (0.762)	- 0.088 (0.621)		
LnSR			- 0.667 (0.867)	- 1.460 (0.739)
Growth	0.238* (0.098)	0.242* (0.097)	0.239* (0.098)	0.243* (0.096)
ROA	4.102 (0.336)		4.012 (0.349)	
ROE		2.663 (0.395)		2.456 (0.440)
Top1sh	0.005 (0.745)	0.004 (0.786)	0.005 (0.774)	0.005 (0.779)
SOE	2.129*** (0.000)	2.200*** (0.000)	2.118*** (0.000)	2.182*** (0.000)
Lev	- 0.222 (0.875)	- 0.579 (0.668)	- 0.323 (0.822)	- 0.679 (0.617)
Taxes	2.219 (0.326)	2.373 (0.298)	2.213 (0.329)	2.335 (0.307)
C	- 2.200 (0.511)	- 1.200 (0.735)	- 1.179 (0.921)	1.444 (0.912)

注: 括号内的值是参数检验显著性 P 值, \*、\*\*、\*\*\*分别代表显著性水平为 10%、5%和 1%。

表 4 结果显示, 成长性(Growth)在 10%的显著性水平上与上市公司跨国并购债务融资偏好正相关, 支持假设 H2, 说明高成长性的收购企业越偏好采用债务资金方式进行跨国并购。股权性质(SOE)在 1%的显著性水平上与上市公司跨国并购债务融资偏好正相关, 支持假设 H4, 说明国有上市公司更加偏好采用债务资金方式进行跨国并购。企业规模、盈利能力、第一大股东持股比例、并购前负债水平和实际所得税税率与上市公司跨国并购融资偏好不存在显著的相关性。

五. 研究结论与政策建议

本文实证检验了中国上市公司跨国并购融资偏好的影响因素, 具体研究结果表明: ①处于高成长阶段的上市公司在进行跨国并购时, 更加偏好采用债务资金方式; ②国有上市公司在进行跨国并购时, 更加偏好采用债务资金方式。可见, 在我国当前经济结构和政策制度环境下, 公司股权性质和成长性是影响其跨国并购融资偏好的主要因素。

根据上述实证研究结果, 本文从政府、市场和企业三个层面提出以下政策与建议: 首先, 国有企业由于其政府背景往往在获得并购贷款方面具有优先权, 针对目前民营企业跨国并购数量越来越多的发展趋势, 亟须解决民营企业跨国并购融资难的问题, 因此, 国家应制定相关政策与法规引导并购贷款逐渐向民营企业倾斜, 优化民营企业的跨国并购融资结构。其次, 针对目前企业跨国并购融资方式较单一的情况, 应建立多层次资本市场, 拓宽融资渠道, 大力发展并购基金, 并积极吸引私募股权基金及财务投资者积极参与到跨国并购活动中。最后, 企业应重视跨国并购融资决策, 从协同效应实现的角度合理设计融资方案, 降低融资风险, 最终提高企业跨国并购的成功率, 为股东创造价值。

主要参考文献

Martynova, M., L. Renneboog. What Determines the Financing Decision in Corporate Take-overs: Cost of Capital, Agency Problems, or the Means of Payment? [J]. Journal of Corporate Finance, 2009(15).

江乾坤. 基于“I-A-I”模式的中国民营企业海外并购融资创新研究[J]. 经济社会体制比较, 2014(2).

杨丹辉, 梁慎宁. 私募基金参与跨国并购: 核心动机、待优势及其影响[J]. 中国工业经济, 2009(3).

肖振红, 孙凤玲. 关于我国上市公司并购融资前期规划阶段的风险评价——基于 AHP-GEM 模糊综合分析[J]. 经济问题, 2012(1).

【基金项目】山东东营市社科规划项目(项目批号: DYSK2013 第 14 号); 中国石油大学(华东)中央高校基本科研业务费专项资金项目(项目批号: 14CX04032B)