

中国上市公司内外部融资约束与并购财务风险研究

THE STUDY ON INTERNAL AND EXTERNAL FINANCING CONSTRAINTS AND FINANCIAL RISK OF M&A OF LISTED COMPANIES IN CHINA

池昭梅¹ 张秋生²Zhaomei Chi¹ and Qiusheng Zhang²^{1,2}正大管理学院中国研究生院^{1,2}Chinese Graduate School, Panyapiwat Institute of Management

摘要

本文以中国 2008-2012 年沪深两市主板 732 家上市公司并购事件为样本, 运用回归分析方法, 对并购企业内外部融资约束与财务风险的关系进行研究。实证结果表明, 内部融资约束与外部融资约束对财务风险的影响存在差异。企业的并购财务风险主要来源于内部融资约束, 内部融资约束与长期和短期财务风险正相关。而外部融资约束对企业财务风险大小的影响是不确定的。因此, 要控制企业并购中产生的财务风险, 应着重于改善融资环境, 提供适合经济发展的“资金容量”, 减少企业面临的融资约束; 同时要加强企业经营管理, 增强企业创造现金流的能力。

关键词: 企业并购, 内部融资约束, 外部融资约束, 财务风险

Abstract

With the mergers & acquisitions of 732 listed companies in Shanghai and Shenzhen main board stock market in China from 2008 to 2012 as study examples, the research on relationship between internal and external financing constraints of M&A companies and financial risk will be carried by the regression analysis method. The empirical results indicate that there are differences between the impacts the internal financing and external financing constraints having on financing risk. The financial risks of M&A mainly come from internal financing constraints, and there is a positive relationship between internal financing constraints and both long-term and short-term financial risks. Otherwise, the impact of external financing constraints on companies' financial risks is uncertain. Therefore, the financial risks of M&A are supposed to be controlled by improving the financing environment, providing capital capacity suited to economic development and reducing financial constraints the enterprise being faced with. Meanwhile, operation management and

capability to generating cash flows of enterprises are supposed to be strengthened.

Keywords: M&A, internal financing constraints, external financing constraints, financial risks

引言

融资一直是企业和学界关注的问题, 在没有融资约束的环境中, 企业利用内源融资是最直接和节省融资时间的一种方法。但是, 一些研究已表明, 现实经济生活中企业面临的融资约束无处不在。融资约束会影响企业的财务行为, 但多数学者是从企业面临的总体融资约束水平来讨论, 没有区分来源于企业内部的融资约束, 以及由于宏观环境变化而带来的外部融资约束。在以往的研究中, 融资约束的分组标准有两类, 一是单变量分组标准, 通过单一变量分值的高低来确定企业面临融资约束程度, 如股利支付率、公司规模、终极控股人性质等; 二是多元判别综合指数分组标准, 通过构建融资约束指数模型, 计算融资约束指数来对公司的面临的融资约束水平进行分组, 如KZ指数 (Kaplan & Zingales, 1997)、MDA指数 (Cleary, 1999)、WW指数 (Whited & Wu, 2006) 和SA指数 (Hadlock & Pierce, 2010) 等。这两种分组标准孰优孰劣, 目前尚无权威的定论。

并购是企业扩大规模, 实施战略调整的一种手段。但并购规模的扩张会带来企业并购风险的增加。据Wind数据统计, 2014 年以来中国上市公司作为交易买方, 其未能达成的并购案例就多达 42 起。并购需要巨额现金的即时支付, 有别于日常的资金支出, 因此, 由于并购而产生的财务风险尤其值得关注。目前对并购财务风险的界定尚没有统一的定论, 大多文献停留在笼统的阐述, 没有提出并购财务风险的具体衡量指标。

基于以上分析, 研究融资约束对企业财务行为尤其是财务风险的影响具有理论和现实意义。本文旨在结合收购方面临的内部融资约束和外部融

资约束, 基于狭义的财务风险视角, 把财务风险界定为偿债风险, 从收购方的长期偿债风险和短期偿债风险出发, 考察融资约束对财务风险的影响, 并对收购方降低并购财务风险提出相关建议。

理论分析与研究假设

1. 融资约束的定义和分类

目前对融资约束尚没有形成统一的定义。Fazzari, Hubbard & Petersen (1988) 指出, 公司融资约束是指由于融资市场不完善, 公司内部融资与外部融资之间无法完全替代, 在外部融资存在融资溢价的情况下, 公司投资项目的资金来源只能更多地依赖内部资金。融资约束指企业自有资金无法满足投资项目资金需求时, 转而寻求外部融资时所面临的摩擦 (Kaplan & Zingales, 1997; Whited & Wu, 2006)。王彦超 (2009) 认为, 由于信息不对称和代理成本的存在, 融资约束体现的是融资需求与融资供给之间的矛盾, 这种矛盾进而会影响到企业的投资行为。影响融资需求的因素主要有投资机会、行业背景、风险承受力和融资政策等等。

目前较少文献提到融资约束的分类。张西征 (2010) 认为, 外部融资约束按产生的原因来可分为政府政策型融资约束和市场导向型融资约束, 按融资的类别可以分为股权融资约束和债务融资约束。曾爱民、魏志华 (2013) 认为企业面临的融资约束可分为当前约束和未来约束。但目前大多数的研究对只关注当前融资约束, 对未来融资约束未予以考虑。

由上述分析可知, 目前对融资约束尚无统一的定义, 对融资约束的分类也存在不同的观点。基于

企业并购支付方式的选择与企业面临的融资约束有密切的关系, 本文从融资约束的来源来定义融资约束概念, 认为融资约束是指企业在进行对外投资时, 利用内部资金和外部资金融资时所受到的限制。融资约束按其来源可以分为内部融资约束与外部融资约束。内部融资约束是指企业在进行对外投资时, 寻求企业内部自有资金的融资支持而受到的限制。本文从内部资金规模约束来反映内部融资约束, 以现金持有量表示。外部融资约束是指企业进行对外投资时, 由于自有资金的不足转而寻求外部融资时受到的限制。本文从资金供给的角度出发, 以外部资金供给的两个来源作为着力点, 分别从信贷市场融资规模约束和股权再融资市场融资规模约束来反映外部融资约束, 以信贷规模约束和股权扩容规模约束表示。

2、财务风险的界定及影响因素研究

(1) 财务风险的界定

目前文献把财务风险、财务危机、财务失败和财务困境等同, 对它们没有进行严格的区分。Beaver (1966) 的研究表明, 无法偿还到期债务表明企业发生了财务失败。而破产、债券违约、透支银、减少股利发放则说明企业已经失败。

国内的研究多以上市公司被ST或PT作为公司是否陷入财务困境的依据, 如吴世农、卢贤义 (2001) 等。宋淑琴、刘淑莲 (2014) 对光明集团并购英国维他麦案例进行分析, 认为海外并购依赖全杠杆融资的金融环境改善, 全杠杆融资能够带来不可忽视的财务风险。

从财务风险涵盖的范围来看, 财务风险有广义和狭义之分, 广义的财务风险, 是指企业在筹资、投资、经营和股利分配等财务活动中, 由于面临各种不确定性因素, 从而使得企业的财务目标发生偏离, 发生经济损失的可能性。而狭义的财务风险主要是指企业的偿债风险, 是企业在筹资过程中,

由于未来收益存在不确定性而导致到期不能偿付的风险。由于并购需要巨额的资金保证, 由此会对收购方的偿债能力产生影响。因此, 本文所指的并购财务风险, 主要是基于狭义的财务风险定义, 着重分析并购事件发生后, 收购方未能达到预期的财务目标而产生的偿债风险。

(2) 财务风险的微观影响因素

于富生等 (2008) 从董事会特征、高管特征、股权结构三个方面, 实证检验表明中国上市公司治理结构对企业财务风险有一定的影响。钱忠华 (2009) 认为股权集中度、国有股权与财务困境概率负相关, 说明大股东与国有股份所有者具有阻止财务困境的激励。

(3) 财务风险的宏观影响因素

王克敏、姬美光和赵沫 (2006) 的研究表明, 企业对实际利率变化越敏感, 越易受到外部事件冲击, 从而陷入财务困境。吕峻和李梓房 (2008) 证明, 真实利率水平与公司陷入财务危机概率成正比, 信贷增长率与公司陷入财务危机的概率成反比。肖贤辉、谢赤 (2012) 认为上市公司财务困境风险与广义货币供应量 (M2) 负相关, 与实际利率水平正相关。李秉成和祝正芳 (2013) 认为, 中央银行货币政策通过影响商业银行信贷量, 进而作用于企业财务困境风险, 企业财务困境风险与货币供应量负相关。季伟伟 (2014) 研究发现企业财务风险会随着货币政策紧缩程度的变化而变化, 宽松 (紧缩) 的货币政策会降低 (提升) 企业财务风险。

3. 融资约束与财务风险研究

目前融资约束与财务风险的关系研究, 主要结论有两种: 一是融资约束加大财务风险。吴贾、徐舒、申宇 (2012) 的研究表明, 企业较高的融资约束使股票具有较高的风险, 从而给企业带来较大的风险, 同时融资约束有一个正且显著的风险价格。二是融资约束降低财务风险。Clementi &

Hopenhayn (2006) 进行了“信息不对称条件下”的跨期借贷关系模型研究, 结果表明融资限制会降低远期现金流增加给借款公司带来的风险。

以上分析表明, 对融资约束和财务风险的研究已有很丰富的文献资料, 但是把内部融资约束和外部融资约束与财务风险置于同一分析框架进行研究, 尚缺乏系统的梳理。由于在企业并购过程中, 内部融资约束可能会使企业内源资金的筹集出现困难, 从而转向外源融资。而外部融资约束主要体现在资金容量受限, 可能会导致市场上“无资可融”或者“资金难融”。这些因素都可能会对公司的财务风险产生影响。前人的研究成果对财务风险的分析主要是基于广义的财务风险定义, 尚未关注对在并购过程中由于内部融资约束和外部融资约束而产生的对收购方长期和短期偿债风险。因此, 基于以上的分析, 本文提出以下假设:

H 1: 内部融资约束越大, 收购方的财务风险越大。

H 2: 股权扩容规模约束越大, 收购方的财务风险越大。

H 3: 信贷规模约束越大, 收购方的财务风险越大。

研究设计

1. 样本选择与数据来源

考虑到 2005 年中国股权分置改革对公司并购事件产生重要影响, 并且有相当一部分公司在 2005 年后若干年才陆续完成股权分置改革, 因此, 为保证数据的连续性与科学性, 本文以沪深主板上市公司在 2008 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日 5 年间发起的并购交易为研究样本, 并购及相关财务数据均来自 Wind 数据库。

对数据的筛选原则如下:

(1) 并购类型的选择: 由于 2008—2012 年 5 年间并购的交易方式主要是协议收购、发行股份

购买资产和增资, 因此本研究把并购限定为这三种, 不包括资产剥离、债务重组、资产置换与股份回购等其他形式的并购重组活动。

(2) 支付方式类型选择: 基于中国上市公司并购支付方式多以现金支付与股票支付为主, 其他支付方式样本较少, 为保证有足够多的研究样本, 以反映事件的一般规律, 本研究选取完全以现金或完全以股票作为并购支付方式的样本, 其他支付方式不予考虑。

(3) 由于金融和保险类公司采取有别于一般上市公司的会计准则, 其财务指标也有其特殊性, 将其剔除。

(4) 由于收集非上市公司的财务数据存在较大困难, 剔除收购方不是上市公司本身的并购事件。

(5) 如果同一上市公司在一年内有两笔或两笔以上的并购交易, 本文只选择其在该年内交易总额最大的并购交易。

(6) 近年来并购交易数量不断攀升, 并购金额越来越大, 根据重要性原则, 为保证收购方并购交易在整个样本中的重要性, 本文剔除了交易金额低于人民币 1000 万元的样本。

(7) 由于非交易成功的并购原因复杂, 因此, 本文剔除了非交易成功的并购样本。

经过上述数据筛选之后, 共获得 732 家样本公司。对数据的处理采用 Eviews 7.2。

2. 研究模型与变量定义

(1) 内外部融资约束代理指标的选择

根据并购资金的来源, 收购方的融资约束分为内部融资约束和外部融资约束。内部融资约束产生于收购方内部现金持有量的大小, 一般而言, 公司内部现金持有量越多, 其在并购中采用现金支付的可能性越大 (谢纪刚、赵立彬, 2014)。为了对比现金持有水平与并购交易之间的关系, 本文在主体部分采用现金充裕度即并购前一年末现金及

现金等价物与并购交易金额的比率来反映现金持有量。同时,在稳健性分析中采用(并购前一年的货币资金+交易性金融资产)/并购交易金额来衡量现金持有量。外部融资约束主要是基于信贷市场和股票市场的变化而产生,本文用信贷规模和股权扩容规模来衡量。一般来说,信贷规模越大,表明收购方面临的外部融资约束越小,收购方越容易筹集到信贷资金;股权扩容规模越大,表明收购方增资发行股票的障碍越小,收购方选择股票支付方式的可能性就越大。不管是信贷规模约束还是股权扩容规模约束,其都能通过商业银行信贷量或股票市场容量作用于企业的财务风险。

(2) 内外部融资约束水平的衡量标准 (FC)

目前文献对融资约束的衡量标准,主要有两种,一是单变量分组衡量标准,二是多元综合指数分组标准。融资约束的这两种衡量标准,孰优孰劣,目前并没有统一的定论。本文以单变量指标来衡量企业面临的内外部融资约束。在衡量内部融资

约束水平时,选取现金充裕度的均值作为划分融资约束组和非融资约束组,现金充裕度大于均值的定义为非融资约束组,FC=0,现金充裕度小于均值的定义为融资约束组,FC=1;在衡量外部融资约束时,选取信贷规模和股权扩容规模的均值作为划分融资约束组和非融资约束组,信贷规模和股权扩容规模大于均值的定义为非融资约束组,FC=0,信贷规模和股权扩容规模小于均值的定义为融资约束组,FC=1。

(3) 并购财务风险的度量

为了度量不同的并购支付方式和融资约束水平对收购方财务风险的影响,本文把财务风险定义为偿债风险,按照其影响时间的长短,分为长期财务风险和短期财务风险,长期财务风险用资产负债率来衡量;短期财务风险用速动比率来衡量。

根据前面假设的理论分析,由于企业面临的融资约束程度不同,所带来的风险也存在差别。为此,本文设立以下回归模型:

模型 (1) 和 (2): 检验内部融资约束对长期财务风险和短期财务风险的影响:

$$\text{Level} = \alpha + \beta_1 \text{FC} - \text{cashval} + \beta_2 \text{Tobin}' Q + \beta_3 \text{Hh} + \beta_4 \text{Deal} + \beta_5 \text{Size} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Qr} = \alpha + \beta_1 \text{FC} - \text{cashval} + \beta_2 \text{Tobin}' Q + \beta_3 \text{Hh} + \beta_4 \text{Deal} + \beta_5 \text{Size} + \varepsilon \quad (2)$$

模型 (3) 和 (4): 检验信贷规模约束对长期财务风险与短期财务风险的影响:

$$\text{Level} = \alpha + \beta_1 \text{FC} - \text{cred} + \beta_2 \text{Tobin}' Q + \beta_3 \text{Hh} + \beta_4 \text{Deal} + \beta_5 \text{Size} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{Qr} = \alpha + \beta_1 \text{FC} - \text{cred} + \beta_2 \text{Tobin}' Q + \beta_3 \text{Hh} + \beta_4 \text{Deal} + \beta_5 \text{Size} + \varepsilon \quad (4)$$

模型 (5) 和 (6): 检验股权扩容规模约束对长期财务风险与短期财务风险的影响:

$$\text{Level} = \alpha + \beta_1 \text{FC} - \text{equi} + \beta_2 \text{Tobin}' Q + \beta_3 \text{Hh} + \beta_4 \text{Deal} + \beta_5 \text{Size} + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{Qr} = \alpha + \beta_1 \text{FC} - \text{equi} + \beta_2 \text{Tobin}' Q + \beta_3 \text{Hh} + \beta_4 \text{Deal} + \beta_5 \text{Size} + \varepsilon \quad (6)$$

此外,我们还设置了以下控制变量:(1) 企业成长性 (Tobin'q): 收购方市场价值与账面价值之比。Tobin'q值越大,意味着企业未来成长性越好,企业出现财务风险的可能性就越小(彭程,杨红,黄荣,2012);(2) 股权集中度 (Hh): 前五大股东持股比例平方和。企业的股权集中度越高,说明企业

的终极控制能力越强,发生财务风险的可能性越小(黄曼行,任家华,2014);(3) 交易规模 (Deal): 并购交易金额与收购方并购前一年末总资产账面价值的比率。并购的规模越大,企业的融资需求越大,财务风险也就越大。(4) 公司规模 (size): 收购方并购前一年年末总资产的自然对数。一般来说,

公司规模越大, 外部投资者的关注程度越高, 因此由于信息不对称而产生的问题越少, 它们的破产风险相对较低 (Rajan & Zingales, 1995)。(5) 资产

结构 (Am): 固定资产与资产总额之比。由于固定资产流动性比较差, 一般而言, 企业的固定资产规模越大, 企业的偿债风险就越大 (杨棉之, 2010)。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称		变量符号	变量描述
被解释变量	财务风险	长期财务风险	Level	并购当年的资产负债率 (Level) = 负债总额/资产总额 × 100%
		短期财务风险	Qr	并购当年的速动比率 (Qr) = (流动资产-存货净额) / 流动负债
解释变量	融资约束	内部融资约束	FC-cashval	现金充裕度 (Cashval) = 并购前一年末现金及现金等价物与并购交易金额的比率。以现金充裕度均值划分融资约束, 小于均值为融资约束组, FC-cashval= 1, 否则为 0。
		外部融资约束	FC-cred	信贷规模 (Cred) = 各项贷款余额/GDP。以信贷规模均值划分融资约束, 小于均值为融资约束组, FC-cred= 1, 否则为 0。
			FC-equi	股权扩容规模 (Equi) = 股票筹资总额/ GDP。以股权扩容规模均值划分融资约束, 小于均值为融资约束组, FC-equi= 1, 否则为 0。
控制变量	公司规模		Size	收购方并购前一年年末总资产的自然对数
	交易规模		Deal	并购交易金额与收购方并购前一年末总资产账面价值的比率
	股权集中度		Hh	前十大股东持股比例平方和
	资产结构		Am	固定资产/资产总额
	成长性		Tobin'q	收购方市场价值与账面价值之比, 其中, 收购方的市场价值=年平均股价*总股数+年末公司负债; 收购方的账面价值=年末公司总资产。

3. 描述性统计

表 2 报告了内部融资约束、股权扩容规模约束与信贷规模约束与财务风险各变量的描述性统计结果。其中, 内部融资约束、股权扩容规模约束和信贷规模约束的均值分别为 0.7391、0.5492 和 0.6325, 表明了在内外部融资约束中, 内部融资约束的程度最高, 其次分别是信贷规模约束和股权

扩容规模约束。而相关控制变量中, 前十大股东股权集中度均值为 37.26%, 最大值为 87.44%, 最小值为 1.54%。同时, 并购的交易规模也存在差异, 均值为 1.84, 最大值达到 613.08。从企业的成长性来看, 均值为 2.72, 最大值为 29.72, 最小值为 2.13。公司规模的均值为 12.55, 最大值为 17.26, 最小值为 6.17。

表 2 内部融资约束、外部融资约束与财务风险的描述性统计结果 (N=732)

	Level	Qr	FC-cashval	FC-equi	FC-cred	Hh	Deal	Tobin'q	Am	Size
Mean	52.24334	1.642280	0.739071	0.549180	0.632514	0.374818	1.835999	2.686910	0.231735	12.55445
Median	49.73255	0.941600	1.000000	1.000000	1.000000	0.360540	0.040950	2.118821	0.191038	12.41880
Maximum	1008.223	30.83180	1.000000	1.000000	1.000000	0.874412	613.0820	29.71946	0.869258	17.25520
Minimum	2.239300	0.009300	0.000000	0.000000	0.000000	0.015384	0.000100	0.067529	0.000000	6.166000
Std. Dev.	54.65507	2.762786	0.439442	0.497916	0.482450	0.190085	24.11260	2.192063	0.178938	1.419853
Skewness	11.95100	6.351224	- 1.088812	- 0.197680	- 0.549712	0.298288	23.03406	5.258890	0.825345	0.252420
Kurtosis	182.3685	55.02354	2.185511	1.039077	1.302183	2.295042	571.0495	50.78368	2.992313	4.772534
Jarque-Bera	998703.2	87467.92	164.8658	122.0466	124.7851	26.01253	9906478.	73014.06	83.10753	103.6006
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000002	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	38242.13	1202.149	541.0000	402.0000	463.0000	274.3668	1343.952	1966.818	169.6299	9189.858
Sum Sq. Dev.	2183626.	5579.714	141.1626	181.2295	170.1462	26.41274	425016.3	3512.559	23.40579	1473.683

4. 相关性分析

表 3、表 4 和表 5 分别报告了内部融资约束、股权扩容规模约束和信贷规模约束与财务风险各变量之间的相关关系。从表 3 可以看到, 内部融资约束与长期财务风险在 10%显著性水平显著为正, 与短期财务风险在 1%的显著性水平显著为负; 股权扩容规模约束与长期财务风险没有通过相关

性检验, 与短期财务风险在 1%的显著性水平显著为负; 信贷规模约束与长期财务风险在 5%的显著性水平显著为负, 与短期财务风险的关系没有通过相关性检验。此外, 股权集中度、并购规模和企业成长性均与财务风险显著相关。其中, 股权集中度与财务风险显著负相关, 而并购规模、企业成长性与财务风险显著正相关。

表 3 内部融资约束与财务风险各变量的相关性分析

Correlation								
Probability	Level	Qr	FC-cashval	Hh	Deal	Tobin'q	Am	Size
Level	1.000000							

Qr	-0.219857	1.000000						
	0.0000	-----						
FC-cashval	0.061797	-0.134536	1.000000					
	0.0948	0.0003	-----					
Hh	-0.120303	0.118881	-0.062680	1.000000				
	0.0011	0.0013	0.0901	-----				
Deal	0.100262	0.006820	0.044983	-0.012844	1.000000			
	0.0066	0.8538	0.2241	0.7287	-----			
Tobin'q	0.106870	0.161166	0.093028	-0.025561	0.009772	1.000000		
	0.0038	0.0000	0.0118	0.4899	0.7918	-----		
Am	-0.017615	-0.178215	0.131094	0.090723	-0.064434	-0.104631	1.000000	
	0.6342	0.0000	0.0004	0.0141	0.0815	0.0046	-----	
Size	-0.027141	-0.166134	-0.224467	0.206808	-0.260274	-0.402983	0.223846	1.000000
	0.4634	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-----

表 4 股权扩容规模融资约束与财务风险各变量的相关性分析

Correlation								
Probability	Level	Qr	FC-equi	Hh	Deal	Tobin'q	Am	Size
Level	1.000000							

Qr	-0.219857	1.000000						
	0.0000	-----						
FC-equi	-0.044999	-0.107969	1.000000					
	0.2240	0.0034	-----					
Hh	-0.120303	0.118881	0.036579	1.000000				
	0.0011	0.0013	0.3230	-----				
Deal	0.100262	0.006820	-0.025963	-0.012844	1.000000			
	0.0066	0.8538	0.4831	0.7287	-----			
Tobin'q	0.106870	0.161166	-0.092863	-0.025561	0.009772	1.000000		
	0.0038	0.0000	0.0120	0.4899	0.7918	-----		
Am	-0.017615	-0.178215	0.061540	0.090723	-0.064434	-0.104631	1.000000	
	0.6342	0.0000	0.0962	0.0141	0.0815	0.0046	-----	
Size	-0.027141	-0.166134	-0.119668	0.206808	-0.260274	-0.402983	0.223846	1.000000
	0.4634	0.0000	0.0012	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-----

表 5 信贷规模融资约束与财务风险各变量的相关性分析

Correlation								
Probability	Level	Qr	FC-cred	Hh	Deal	Tobin'q	Am	Size
Level	1.000000							

Qr	-0.219857	1.000000						
	0.0000	-----						
FC-cred	-0.072858	0.024159	1.000000					
	0.0488	0.5140	-----					
Hh	-0.120303	0.118881	0.064480	1.000000				
	0.0011	0.0013	0.0813	-----				
Deal	0.100262	0.006820	-0.039249	-0.012844	1.000000			
	0.0066	0.8538	0.2889	0.7287	-----			
Tobin'q	0.106870	0.161166	-0.093859	-0.025561	0.009772	1.000000		
	0.0038	0.0000	0.0111	0.4899	0.7918	-----		
Am	-0.017615	-0.178215	0.015050	0.090723	-0.064434	-0.104631	1.000000	
	0.6342	0.0000	0.6844	0.0141	0.0815	0.0046	-----	
Size	-0.027141	-0.166134	-0.036946	0.206808	-0.260274	-0.402983	0.223846	1.000000
	0.4634	0.0000	0.3182	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-----

实证结果分析

与前面的分析类似, 本节分别从长期财务风险与短期财务风险来阐述内部融资约束、信贷规模约束与股权扩容规模约束与财务风险的关系。

1. 内部融资约束与财务风险

表 6、表 7 报告了内部融资约束与长期财务风险与短期财务风险的关系。

从内部融资约束程度与长期财务风险的关系来看, 两者在 10% 的显著性水平通过显著性检验, 表明内部融资约束越大, 收购方的长期财务风险越大。内部融资约束程度与短期财务风险在 5% 显著性水平显著为负, 由于短期财务风险是以速动比率表示, 其指标内涵与反映长期财务风险的资产负债率刚好相反。因此, 该结果表明, 内部融资约束程度越大, 收购方的短期财务风险越大。由此可见, 内部现金流是企业未来偿债能力的保障, 当

企业产生的现金流不足以支付并购的交易金额时, 企业则面临较大的内部融资约束, 当企业因此而转向外部融资约束时, 企业则会产生较大的财务风险。该结论表明假设 1 通过检验。

股权集中度与长期财务风险在 1% 的显著性水平显著为负, 与短期财务风险在 5% 的显著性水平显著为正, 表明股权结构会影响上市公司的财务风险, 股权集中度越高, 则企业面临的财务风险越小。这与杨锦之 (2010) 的实证分析一致。

并购交易规模与长期财务风险在 1% 的显著性水平显著为正, 表明并购交易规模越大, 给企业带来的长期财务风险越大。而并购交易规模与企业的短期财务风险的关系没有通过显著性检验, 可能的原因是, 在并购交易中, 由于收购方所需资金量很大, 不管是内部融资还是外部融资, 抑或是债务融资或股票融资, 从融资的期限来看, 一般都是长期融资, 因此, 并购交易规模主要是对企业长期

财务风险产生影响。

从企业成长性与长期财务风险的关系来看, 两者在 1% 的显著性水平显著为正, 表明企业成长性越高, 其面临的长期财务风险越大; 而企业成长性与短期财务风险则在 1% 的显著性水平显著为正, 表明企业成长性越好, 短期财务风险越小。这种结果表明了企业成长性对收购方的长期和短期财务风险的影响是不同的。企业成长性是企业的价值与资产价值之比, 其只反映企业未来的发展前景, 对于收购方在短期内产生的作用是明显的, 可以使企业更易于筹资来偿还流动负债, 但是从长远来看, 企业产生内部现金流的能力才是其长期偿债能力的根本保证。

从资产结构与长期财务风险的关系来看, 两者

没有通过显著性检验; 而资产结构与短期财务风险在 1% 的显著性水平显著负相关, 表明了固定资产所占的比例越大, 企业的短期财务风险越大。由于固定资产的流动性较弱, 如果企业总资产占比过大, 势必会影响企业的短期偿债能力。

从公司规模与长期财务风险的关系来看, 两者在 1% 的显著性水平上显著为正, 表明公司规模越大, 收购方的长期财务风险越大, 可能的原因是企业并购后, 规模越大的公司, 往往在经营战略实施受阻等情况下出现“船大难掉头”的情况, 从而引发财务风险; 而从公司规模与短期财务风险来看, 两者在 1% 的显著性水平显著为正, 表明了公司规模越大, 收购方的短期财务风险越小。

表 6 内部融资约束对长期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cashval	7.690310	4.430357	1.735822	0.0830
Hh	-37.83640	10.71636	-3.530712	0.0004
Deal	0.275372	0.082648	3.331883	0.0009
Tobin'q	3.458771	0.875446	3.950867	0.0001
Am	-4.619398	11.52737	-0.400733	0.6887
Size	4.141642	0.478056	8.663506	0.0000

表 7 内部融资约束对短期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cashval	-0.548181	0.220692	-2.483917	0.0132
Hh	2.261495	0.533821	4.236429	0.0000
Deal	0.001541	0.004117	0.374241	0.7083
Tobin'q	0.245230	0.043609	5.623357	0.0000
Am	-2.282696	0.574220	-3.975296	0.0001
Size	0.081394	0.023814	3.417965	0.0007

2. 外部融资约束与财务风险

(1) 股权扩容规模约束对财务风险的影响

表 8 和表 9 报告了股权扩容规模约束对收购方长期和短期财务风险的关系。

从股权扩容规模约束与收购方长期财务风险的关系来看, 两者未通过显著性检验。可能的原因是股权扩容规模增加, 为企业并购提供了股票融

资的容量规模。收购方的长期财务风险考察的是企业债务的偿还能力。股权扩容规模约束的升高或降低, 并不必然导致企业长期偿债能力的降低。而股权扩容规模约束与收购方的短期财务风险在 10% 的显著性水平显著为负, 表明了股权扩容规模约束越大, 收购方的短期财务风险越大。

表 8 股权扩容规模约束对长期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-equi	-0.634519	3.923194	-0.161735	0.8716
Hh	-38.37675	10.75284	-3.568988	0.0004
Deal	0.288440	0.082480	3.497086	0.0005
Tobin'q	3.774489	0.857973	4.399311	0.0000
Am	-1.232632	11.42160	-0.107921	0.9141
Size	4.496775	0.458997	9.796953	0.0000

表 9 股权扩容规模约束对短期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-equi	-0.368445	0.195377	-1.885818	0.0597
Hh	2.370823	0.535496	4.427338	0.0000
Deal	0.000670	0.004108	0.163161	0.8704
Tobin'q	0.221792	0.042727	5.190854	0.0000
Am	-2.444064	0.568801	-4.296872	0.0000
Size	0.070313	0.022858	3.076055	0.0022

(2) 信贷规模约束对财务风险的影响

表 10 和表 11 报告了信贷规模约束和财务风险的关系。如表所示, 信贷规模约束与收购方的长期财务风险和短期财务风险都没有通过显著性检

验。原因可能在于, 随着信贷规模不断扩大, 企业面临的信贷规模约束越来越小, 但是, 企业是否真正取得信贷资金受很多因素的影响, 而企业能否偿还债务, 根本在于企业产生现金流的能力。

表 10 信贷规模约束对长期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cred	4.739851	3.961610	1.196446	0.2319
Hh	-38.80522	10.72481	-3.618267	0.0003
Deal	0.283401	0.082502	3.435081	0.0006
Tobin'q	3.713125	0.858704	4.324106	0.0000
Am	-0.885476	11.39210	-0.077727	0.9381
Size	4.306753	0.460268	9.357061	0.0000

表 11 信贷规模约束对短期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cred	-0.006123	0.197964	-0.030928	0.9753
Hh	2.308168	0.535924	4.306891	0.0000
Deal	0.000622	0.004123	0.150944	0.8801
Tobin'q	0.222704	0.042910	5.190038	0.0000
Am	-2.515966	0.569269	-4.419641	0.0000
Size	0.057853	0.023000	2.515381	0.0121

综合上述对股权扩容规模约束和信贷规模约束与财务风险的关系检验结果, 可以看到, 总体上外部融资约束与财务风险之间不存在显著性相关性, 即股权扩容规模的扩大或缩小, 信贷规模的增加或减少, 对企业的财务风险都没有显著影响。引起企业财务风险的因素主要来自企业内部, 其中内部现金持有量是很重要的一个方面。

稳健性检验

1. 内部融资约束对财务风险的影响

为保证上述研究结果不受内部融资约束代理

变量选择的影响, 本文采用更换解释变量的方法进行稳健性检验, 以 (货币资金+交易性金融资产) 与并购交易金额之比的均值来表示内部融资约束水平, 以此来考察内部融资约束与财务风险的关系。从表 12、表 13 可以看到, 内部融资约束与长期财务风险在 10% 的显著性水平显著为正, 说明内部融资约束越大, 收购方面临的长期财务风险越大; 而内部融资约束与短期财务风险在 5% 的显著性水平显著为负, 说明内部融资约束越大, 收购方面临的短期财务风险也越大。该结论与前述一致, 说明本文的研究结果是稳健的。

表 12 内部融资约束对长期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cashval	7.606724	4.398463	1.729405	0.0842
Hh	-37.86977	10.71592	-3.533974	0.0004
Deal	0.275543	0.082642	3.334154	0.0009
Tobin'q	3.453175	0.876284	3.940702	0.0001
Am	-4.332529	11.50269	-0.376654	0.7065
Size	4.146048	0.477328	8.685954	0.0000

表 13 内部融资约束对短期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cashval	-0.536904	0.219125	-2.450219	0.0145
Hh	2.264304	0.533851	4.241451	0.0000
Deal	0.001520	0.004117	0.369099	0.7122
Tobin'q	0.245403	0.043655	5.621396	0.0000
Am	-2.305226	0.573047	-4.022751	0.0001
Size	0.080850	0.023780	3.399963	0.0007

2. 外部融资约束对财务风险的影响

(1) 股权扩容规模约束对财务风险的影响

为避免由于代理解释变量的选择而造成对研究结果的影响, 本文采用更换解释变量的方法进行稳健性检验, 以中国境内首发、增发和配股与 GDP 之比的均值来表示股权扩容规模约束水平, 以此来考察股权扩容规模约束与财务风险的关系。从

表 14 和表 15 可以看出, 股权扩容规模约束与收购方的长期财务风险没有通过显著性检验, 与收购方短期财务风险在 10% 的显著性水平显著为负, 表明股权扩容规模约束越大, 企业的短期财务风险越大。这与文中主体部分的研究结论一致。

表 14 股权扩容规模约束对长期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-equi	4.088767	6.991745	0.584799	0.5590
Hh	-58.38047	18.31804	-3.187047	0.0016
Deal	0.272395	0.111402	2.445153	0.0149
Tobin'q	5.781032	1.545287	3.741074	0.0002
Am	-28.77848	24.11088	-1.193589	0.2334
Size	4.622802	0.808685	5.716444	0.0000

表 15 股权扩容规模约束对短期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-equi	-0.530403	0.270942	-1.957626	0.0510
Hh	4.145054	0.709855	5.839296	0.0000
Deal	0.000921	0.004317	0.213343	0.8312
Tobin'q	0.197561	0.059882	3.299142	0.0011
Am	-2.063212	0.934337	-2.208208	0.0278
Size	0.040180	0.031338	1.282154	0.2005

(2) 信贷规模约束对财务风险的影响

同样, 为避免由于代理解释变量的选择造成对研究结论的影响, 在稳健性检验中, 本文采取变更解释变量的方法进行, 以货币供应量增长率的均

值作为信贷规模约束的代理变量。从表 16 和表 17 可以看到, 信贷规模约束与长期财务风险与短期财务风险的关系均没有通过显著性检验, 与本文主体部分的研究结论一致。

表 16 信贷规模约束对长期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cred	-4.150815	4.063836	-1.021403	0.3074
Hh	-37.65103	10.75540	-3.500662	0.0005
Deal	0.288139	0.082421	3.495955	0.0005
Tobin'q	3.764131	0.857405	4.390146	0.0000
Am	-1.297322	11.38851	-0.113915	0.9093
Size	4.657224	0.473325	9.839384	0.0000

表 17 信贷规模约束对短期财务风险的影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FC-cred	0.290026	0.202732	1.430586	0.1530
Hh	2.249458	0.536554	4.192413	0.0000
Deal	0.000630	0.004112	0.153323	0.8782
Tobin'q	0.223447	0.042773	5.223970	0.0000
Am	-2.519418	0.568138	-4.434517	0.0000
Size	0.044900	0.023613	1.901503	0.0576

研究结论及政策建议

本文深入研究了企业内外部融资约束与财务风险之间的关系, 研究结果表明:

1. 从内部融资约束程度与长期财务风险的关系来看, 两者在 10% 的显著性水平通过显著性检验, 表明内部融资约束越大, 收购方的长期财务风险越大。内部融资约束程度与短期财务风险在 5% 显著性水平显著为负, 由于短期财务风险是以速动比率表示, 其指标内涵与反映长期财务风险的资产负债率刚好相反。因此, 该结果表明, 内部融资约束程度越大, 收购方的短期财务风险越大。由此可见, 内部现金流是企业未来偿债能力的保障, 当企业产生的现金流不足以支付并购的交易金额时, 企业则面临较大的内部融资约束, 当企业因此而转向外部融资约束时, 企业则会产生较大的财务风险。该结论表明假设 1 通过检验。

2. 从股权扩容规模约束与收购方长期财务风险的关系来看, 两者未通过显著性检验。可能的原因是股权扩容规模增加, 为企业并购提供了股票融资的容量规模。收购方的长期财务风险考察的是企业债务的偿还能力。股权扩容规模约束的升高或降低, 并不必然导致企业长期偿债能力的降低。而股权扩容规模约束与收购方的短期财务风险在 10% 的显著性显著为负, 表明了股权扩容规模约束越大, 收购方的短期财务风险越大。

3. 信贷规模约束与收购方的长期财务风险和短期财务风险都没有通过显著性检验。原因可能

在于, 随着信贷规模不断扩大, 企业面临的信贷规模约束越来越小, 但是, 企业是否真正取得信贷资金受很多因素的影响, 而企业能否偿还债务, 根本在于企业产生现金流的能力。

综上所述, 内部融资约束与外部融资约束对财务风险的影响程度是不同的, 企业的财务风险主要来源于内部融资约束, 不管是长期财务风险, 还是短期财务风险, 内部融资约束均与其通过了显著性检验, 表明了内部融资约束越大, 给企业带来的财务风险越大。而外部融资约束对企业财务风险大小的影响是不确定的。从股权扩容规模约束对财务风险的影响来看, 股权扩容规模约束仅与短期财务风险通过显著性检验, 表明股权扩容规模约束越大, 企业的短期财务风险也越大; 股权扩容规模约束与长期财务风险的关系并没有通过显著性检验。而信贷规模约束与财务风险的关系, 不管是从长期财务风险, 还是从短期财务风险的角度来看, 都没有通过显著性检验。以上的分析表明, 企业要避免并购财务风险, 应着重从降低内部融资约束入手, 从本文对财务风险的定义来看, 则主要是提高企业内部现金持有量, 提高企业的偿债能力。从宏观层面来看, 国家应着力提供适合经济发展的“资金容量”, 解决“容量受限”问题, 不管是对信贷资金, 抑或是股票资金, 要引导资金流向业绩好的上市公司, 这样才能实现资金的良性循环, 降低并购企业的财务风险。

References

- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.
- Cleary, S. (1999). The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *The Journal of Finance*, 54(2), 673-692.
- Clementi, G. L. & Hopenhayn, H. A. (2006). A Theory of Financing Constraints and Firm Dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, 121, 229-265.

- Fazzari, S., Hubbard, G. & Petersen, B. (1988). Financial Constrains and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- Firth, M., Lin, C. & Wong, S. M. L. (2008). Leverage and Investment under a State-owned Bank Lending Environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 642-653.
- Gu, N. K. & Sun, J. J. (2009). Financial Constraints, Cash Flow Volatility and Corporate Precautionary Cash Holdings. *Journal of Business Economics*, 4, 73-81. [in Chinese]
- Hadlock C. & J. Pierce. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, 5, 529-544.
- Huang, M. X. & Ren, J. H. (2014). Institution Environment, Ownership Structures, and Financial Risks—Evidence from Private Listed Companies. *Journal of Yunnan University of Finance and Economics*, 1, 131-137. [in Chinese]
- Ji, W. W., Chen, Z. B. & Zhao, Y. (2014). Monetary Policy, Corporate Investment, Debt Financing and Financial risks. *Economics Research of ShangHai*, 5, 27-37. [in Chinese]
- Kaplan, S. & Zingales, L. (1997). Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-216.
- Li, B. C. & Zhu. Z. F. (2013). The Study on Impact between Chinese monetary policy and the financial risk. *Journal of ZhongNan University of Economics and Law*, 5, 95-101. [in Chinese]
- Liu, S. L., Zhang, F. F. & Zhang. W. K. (2014). The Study between Financial Constraints, Fluctuation of Cash Flow and method of payment. *Securities Market Herald*, 5, 40-51. [in Chinese]
- Luo, D. L. & Zhen. L. M. (2008). Private control, political relation and corporate financing constraints—based on empirical evidence of listed Chinese private enterprises. *Journal of Financial Research*, 12, 164-177. [in Chinese]
- Lv, J. & Li, Z. F. (2008). Empirical Analysis of the Effect of Macro Economic Factors to Corporate Financial Crisis. *Journal of ShanXi Finance and Economics University*, 11, 94-100. [in Chinese]
- Peng, C., Yang, H. & Huang, R. (2012). The Dynamic Relationships between Investment Decision and Financial Risks of Enterprises—Empirical Study Based on Foreign Trade Listed Companies. *Journal of Yunnan University of Finance and Economics*, 4, 114-121. [in Chinese]
- Qian, Z. H. (2009). The empirical analysis of corporate governance and financial risk from the perspective of shareholding structure. *Research on Economics and Management*, 5, 80-86. [in Chinese]
- Qu, W., Xie, Y. L. & Gao, J. X. (2011). The Empirical Research for the Relationship between Ownership Structure and Liquidity under the Influence of the Information Asymmetry. *Nankai Business Review*, 1, 44-53. [in Chinese]
- Rajan, R. G. & Zingales. L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

- Rao, H. H. (2009). China's financial development and the relief of financing constraints--based on the dynamic panel data analysis of system GMM. *Journal of Financial Research*, 9, 156-164. [in Chinese]
- Shi, X. J. & Zhang, S. M. (2010). Behavior of substitution between trade credit and bank borrowing through economic cycles: Evidence from China. *Journal of Management Sciences in China*, 12, 10-22. [in Chinese]
- Song, Sh. Q. & Liu, S. L. (2014). Financial Constraints, Debt Financing and Performance of Overseas Mergers and Acquisitions. *Journal of Liaoning University*, 2, 36-43. [in Chinese]
- Wang, K. M., Ji, M. G. & Zhao, M. (2006). The Study on Macroeconomic environment, corporate governance and financial risk. *Research on Economics and Management*, 9, 14-23. [in Chinese]
- Wang, Y. C. (2009). Financial Constraints, Cash holdings and over-investment. *Journal of Financial Research*, 7, 121-132. [in Chinese]
- Whited, T. M. & Wu, G. J. (2006). Financial Constraints Risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.
- Wu, J., Xu, S. & Shen, Y. (2014). The Empirical Study of the Impact of Financial Constraint on the Risk of Firms and the Prices of Stock. *Nankai Economic Studies*, 5, 54-71. [in Chinese]
- Wu, S. N. & Lu, X. Y. (2001). A Study of Models for Predicting Financial Distress in China's Listed Company. *Economic Research Journal*, 6, 46-55. [in Chinese]
- Xiao, X. H., & Xie, C. (2012). Study on the Impact of Macroeconomic Variables on Financial Distress Risk of Enterprise. *Journal of XiangTan University*, 4, 88-93. [in Chinese]
- Xie, J. G. & Zhao, L. B. (2014). Financing Constraints, Cash Holdings and M&A Payment Patterns--Evidence from Chinese Capital Market. *Journal of Beijing Jiaotong University*, 3, 78-83. [in Chinese]
- Yang, M. Z. (2010). Ownership Structure Financial Risk and Cost of Debt Capital. *On Economic Problems*, 9, 104-108. [in Chinese]
- Yu, F. S., Zhang, M., Jian, F. X. & Ren, M. J. (2008). Does Corporate Governance Influence Firm's Financial Risk. *Accounting Research*, 10, 52-59. [in Chinese]
- Zeng, A. M. & Wei, Z. H. (2013). Financial Constraints, Financial Flexibility and Investment-cash Flow Sensitivity: Theoretical Analysis and Empirical Evidence from Listed companies in China. *Journal of Finance and Economics*, 11, 48-58. [in Chinese]
- Zhang, X. Z. (2010). *Monetary Policy, Financing Constraints and Corporate Investment Decision*. Doctoral dissertation, NanKai University. [in Chinese]



Name and Surname: Zhaomei Chi

Highest Education: Ph.D. Candidate, Panyapiwat Institute of Management

University or Agency: Panyapiwat Institute of Management

Field of Expertise: M&A

Address: 85/1 Moo 2, Chaengwattana Rd., Pakkred, Nonthaburi 11120



Name and Surname: Qiusheng Zhang

Highest Education: Doctor of Economics, BeiJing JiaoTong University, China

University or Agency: Panyapiwat Institute of Management

Field of Expertise: M&A

Address: 85/1 Moo 2, Chaengwattana Rd., Pakkred, Nonthaburi 11120

PANYAPIWAT
INSTITUTE OF MANAGEMENT

สถาบันการจัดการปัญญาภิวัตน์