

资本结构偏离程度、现金持有与并购绩效

花双莲, 韩 群

(山东科技大学 经济管理学院, 山东 青岛 266590)

摘 要:运用沪深 A 股上市公司 2010—2020 年财务数据,以资本结构动态调整为切入点,探讨资本结构偏离程度、现金持有与并购绩效的关系。实证研究发现,现金持有对并购绩效的影响呈现倒 U 型,即当现金持有水平超过极点值时将并购绩效起负向影响;资本结构偏离程度与并购绩效负相关,即资本结构偏离程度越小,企业并购绩效越高,而资本结构偏离程度越大,企业并购绩效越差。此外,进一步研究资本结构偏离程度与并购绩效的作用路径发现,企业现金持有在资本结构偏离程度与并购绩效之间起部分中介作用,企业资本结构偏离程度将会扩大现金持有水平,最终对并购绩效产生负向影响。研究结果旨在根据国家宏观“去杠杆”“稳杠杆”的经济政策丰富资本结构动态调整的经济后果研究,以及依据并购的兴盛拓展并购绩效的影响因素研究。

关键词:资本结构偏离程度;资本结构动态调整;现金持有;并购绩效

中图分类号:F275;F832.51

文献标识码:A

文章编号:1008-7699(2023)04-0085-11

一、引言

供给侧结构性改革进程中,“去杠杆”政策发挥了重要作用,至 2020 年我国“去杠杆”工作已经取得显著成效。2020 年中央经济工作会议明确指出,2021 年将实现宏观杠杆率基本稳定、保持“去杠杆”的显著成果;2021 年中央经济工作会议进一步强调“继续深化供给侧结构性改革”。企业作为最具有活力的市场主体,其杠杆率的合理调整对于宏观杠杆率举足轻重。在我国进入经济新常态的宏观背景下,产能过剩和杠杆过高会影响经济平稳运行,国家要进一步“支持和引导资本规范健康发展、正确认识和把握防范化解重大风险”。现如今中国市场对于满足高端需求、解决过剩产能的需求越来越迫切,并购作为资本市场资源整合的重要方式,能够推动我国产业转型升级。

动态权衡理论将调整成本这一因素纳入企业最优资本结构的决策之中。^[1]该理论认为,公司内部特征以及外部经济环境的动态性会引起资本结构的调整变化,调整收益与调整成本是影响资本结构优化的重要因素。由于调整成本的存在,实际资本结构与目标资本结构往往会有所偏离,导致企业存在不断靠近目标资本结构的调整行为。^[2]由此,公司期末资本结构偏离程度可以准确衡量公司资本结构调整的效果和结果。^[3]¹²⁴

企业资本结构偏离程度与并购具有重要关联。首先,并购作为实现企业价值的重要途径,是企业获取新利润增长点的源泉,并购资金筹措的需求使企业有机会进入资本市场,进而更便捷地改变企业资本结构偏离程度,已有研究证明并购公司存在资本结构调整优化行为^[4]。其次,资本调整成本显著影响企业投资决策,并且影响企业通过增减投资改变自身规模的行为。^[5]企业规模是资本结构优化调整的重要因素,^[6,7]较小的企业规模会对企业资本结构调整产生阻碍,^[8]并购能够迅速实现企业规模扩大,进而有利于优化资本结构,影响资本结构偏离程度。

基于前述分析,既然资本结构动态调整与并购决策密切相关,那么由此带来的资本结构偏离程度最

收稿日期:2022-11-04

作者简介:花双莲(1977—),女,山东潍坊人,山东科技大学经济管理学院学术教授、硕士生导师,博士。

终对并购绩效产生怎样的影响,值得关注。与此同时,企业要想顺利完成并购,实现价值增值,必须付出合适的对价。现金持有作为企业财务能力的重要体现,是影响企业并购是否成功、并购后绩效能否提升的重要因素。并且,企业并购行为作为战略层次的部署,是企业投资、融资、资金运作的结合体,其绩效的衡量涉及并购后的财务表现。因此,资本结构偏离程度、现金持有与并购绩效具有密切联系,需要将这三个因素置于同一研究框架,探讨彼此间的关系,并最终评估并购事件的经济后果。

同时,在并购研究领域,针对静态视角下资本结构与并购绩效的研究数见不鲜,但基于动态权衡理论,探讨资本结构偏离程度对并购绩效影响的研究还比较少。基于以上分析,本文拟以我国沪深A股上市公司2010—2020年并购财务数据为样本,实证检验资本结构偏离程度、现金持有与并购绩效的关系,并进一步探讨资本结构偏离程度影响并购绩效的作用路径,以期为企业进行资本结构动态调整、合理发挥现金持有存量的效率以及提高并购决策的有效性提供参考。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一)资本结构偏离程度与并购绩效

相对于资本结构动态调整影响因素的广泛研究,国内外学者对其经济后果的研究相对不足。且学者们主要关注资本结构动态调整中的效率—资本结构动态调整速度,忽视了对资本结构动态调整的效果—资本结构偏离程度的探讨。自Banerjee等将面板模型引入动态调整模型的检验以来,^[9]学者们从宏观、微观等层面对资本结构动态调整影响因素进行了实证检验。现有研究成果包括市场化进程、经济周期、市场竞争程度、融资融券制度、经济政策不确定性、法律环境等宏观因素,以及管理层特征、经理薪酬激励、企业战略等微观因素对资本结构动态调整速度的影响。相对而言,资本结构动态调整的经济后果研究相对稀缺。郝东洋等在研究内部控制如何影响公司价值时,将资本结构动态调整作为中介变量,实证检验了其正向影响。^[10]郭雪萌等在研究高管薪酬激励如何影响企业绩效时,同样引入资本结构动态调整速度和偏度作为中介变量。^[11]吴侃、冉渝基于资本结构动态权衡理论指出,资本结构动态调整速度越快、偏离程度越低,投资行为越积极。^[12]史燕平、杨文涛从融资角度探讨资本结构动态权衡理论,并在研究中指出资本结构偏离程度越大的公司,越容易选择融资租赁。^[13]资本结构与并购绩效层面,雷卫、何杰在研究中指出杠杆缺口与并购绩效负相关,内部控制在两者关系中起正向调节作用。^[14]张际萍在研究机构持股、资本结构与并购绩效的关系中,同样支持杠杆缺口越大,企业并购绩效越差的结论。^[15]

根据已有的研究与理论,首先,动态权衡理论指出,当企业进行资本结构调整产生的收益超过付出的成本时,企业才有动机调整资本结构,克服调整惰性,进而增加企业价值。企业的资本结构偏离程度越大,意味着资本结构的调整成本越高,这将降低资本配置效率并产生资本错配。企业资本结构偏离程度越小,越有利于实现目标资本结构,发挥目标资本结构的价值,此时加权平均资本成本降低,融资成本显著下降,降低了企业面临的融资约束,这为企业进行后续融资提供了空间与机会。由此,使企业可以在面临并购决策前具有获得雄厚资金的融资机会,增加并购成功的概率;在并购整合过程中,则具有足够的财务实力完成整合,发挥协同作用,提升并购绩效。

其次,基于资本结构控制权理论,企业的资本结构具有治理效应。^[16,17]资本结构是企业治理的突破口,在公司治理中发挥基础性作用。^[18]企业资本结构偏离程度越小,越有利于改善企业不合理的资本结构,发挥债权人、股东的治理效应,使企业的控制权结构得到优化,提高公司的治理水平。资本结构的改善,有利于发挥股东、债权人对于管理层的制衡效应,对企业的并购前决策、并购后整合起到监督作用,制约管理层的盲目并购行为,并最终影响并购绩效。

最后,基于产业组织理论,企业战略选择受到资本结构的影响。并购是企业发展一体化战略的实现措施。范从来、王海龙在研究中指出,公司资本结构与公司投资之间具有密切关系,债务融资有利于降低企业过度投资的概率。^[19]辛清泉、林斌在企业投资和债务杠杆的研究中指出,债务杠杆会反向降低企业

投资支出;^[20]并且,姚明安、孔莹也在研究中指出财务杠杆能够抑制企业投资行为^[21]。而资本结构调整的手段之一为“扩张式调整”,即通过并购扩大企业规模以优化资本结构,缩小资本结构偏离程度。因此,基于实现资本结构调整优化、降低资本结构偏离程度的目的,企业在实施并购战略的过程中会采取审慎态度,严格实施包括并购前的尽职调查、标的公司的选择和估值;并购过程中的支付方式选择、信息披露程度的选择、并购溢价水平的确定等;并购后的整合、组织的架构、管理制度的确定等行为,避免盲目并购,最终对企业并购绩效产生显著影响。基于以上理论分析,本文提出假设。

H1:资本结构偏离程度与并购绩效负相关,资本结构偏离程度越小,企业并购绩效越高。

(二) 现金持有与并购绩效

现金持有与并购绩效关系的相关研究中,已有学者指出,企业高额现金持有会推动多元化并购,并进一步损害股东权益,^[22]这与张芳芳和刘淑莲的研究结论具有相似之处,即超额现金持有的公司更可能发生并购^[23]。徐虹的研究也支持此结论,高现金持有水平促使企业进行并购,并且代理动机中并购绩效更差。^[24]

一方面,在并购前,企业增加现金持有水平有利于在面对并购机会时选择最佳并购标的公司,把握并购时机,在双方谈判中具有更高的话语权,为并购绩效的提升奠定基础;并且在并购完成后,企业具有适量的现金持有水平有利于企业满足预防性动机,为成功完成并购整合提供充足的物资支持,防止并购整合过程中出现资金链断裂、资金不足等财务危机,最终提高并购绩效。然而,另一方面,根据石宗辉、张敦力的研究,企业现金持有存在最佳水平,现金持有量与企业价值呈倒U型关系。^[25]耿成轩、翁旻等也指出,高额现金持有将进一步加剧企业的非效率投资^[26]。并且根据委托代理理论以及自由现金流理论,Stulz指出,基于自利原则,管理层极易滥用企业现金流从而导致投资过度。^[27]基于此,当企业的现金持有水平增加到一定程度,超过极值点时,过高的现金持有会加剧企业管理者与股东的代理问题,使企业出现内部人控制问题。此时,管理层的并购行为更可能是为了攫取私人利益,存在建立管理者“个人商业帝国”的倾向。这将影响并购决策质量,导致企业盲目并购,难以发挥并购协同效应,最终损害并购绩效。因此,本文提出现金持有与并购绩效关系的假设。

H2:企业现金持有与并购绩效呈倒U型非线性关系。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文以我国2010—2020年沪深A股上市公司并购数据作为研究样本进行实证检验。并对样本进行如下筛选:剔除ST公司、金融类上市公司并购事件;选择上市公司为买方的并购事件;剔除金额少于500万元的并购事件,对于同一年发生的多起并购事件保留规模最大的并购事件;剔除样本数据缺失值,最终筛选出6720个观测值。

本文数据均来源于国泰安数据库。文章对主要变量进行了上下1%缩尾处理,并对数据剔除异常离群值,减少实证结果的偏误。

(二) 主要变量定义

1. 并购绩效。借鉴柳建华等的研究,^[28]本文选择并购后两年的净资产收益率均值与并购前两年净资产收益率均值的差额(ΔROE_2)衡量并购绩效,并选择并购首次公告日前后一年净资产收益率的差额(ΔROE_1)作为稳健性检验替代变量。

2. 资本结构偏离程度。姜付秀等认为,公司期末资本结构偏离程度可以衡量资本结构调整的效果和结果,^{[3]126}因此借鉴其研究做法,本文取企业实际资本结构与目标资本结构之间差值的绝对值为资本结构偏离程度(dis),由模型(1)(2)回归计算得出。

3. 现金持有。本文以现金及现金等价物持有量/总资产代表现金持有(cash),并以经营活动产生的现

金流净额/总资产作为替代变量(*Cash flow*)纳入回归,保证结果的可靠性。

4. 其他控制变量。根据已有文献,本文控制了影响并购绩效的企业自身特征和年度、行业因素等。包括企业规模(*Size*)、盈利能力(*Profit*)、成长能力(*Growth*)、有形资产比例(*Tangible*)、非债务税盾(*Dep*)、抵押能力(*Fa*)、资本结构行业年度中位数(*Lev_Med*)、股权制衡度(*Balance*)、成长机会(*Tobin's Q*)、独立董事比例(*Indep*)、行业虚拟变量(*Ind*)、年度虚拟变量(*Date*)。变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	ΔROE_2	并购绩效	$\Delta ROE_2 = (ROE_{1+2} - ROE_{-1-2}) / 2$
解释变量	<i>cash</i>	现金持有	现金及现金等价物持有量/总资产
	<i>dis</i>	资本结构偏离程度	通过模型(1)(2)拟合
控制变量	<i>lev</i>	资本结构	资产负债率
	<i>levh</i>	目标资本结构	模型(1)拟合
	<i>Size</i>	企业规模	公司总资产取自然对数
	<i>Profit</i>	盈利能力	息税前净利润/资产总额
	<i>Growth</i>	成长能力	营业收入增长率
	<i>Tangible</i>	有形资产比例	(固定资产+存货)/总资产
	<i>Dep</i>	非债务税盾	固定资产折旧/资产总额
	<i>Fa</i>	抵押能力	固定资产/总资产
	<i>Lev_Med</i>	资本结构行业年度中位数	公司某年同一行业所有公司资本结构的中位数
	<i>Balance</i>	股权制衡度	第 2—5 位大股东持股比例/第一大股东持股比例
	<i>Tobin's Q</i>	成长机会	(流通股市值+非流通股股份数×每股净资产+负债账面价值)/总资产
	<i>Indep</i>	独立董事比例	独立董事/董事人数
	<i>Ind</i>	行业虚拟变量	行业虚拟变量
<i>Date</i>	年度虚拟变量	年度虚拟变量	

(三)模型设定

1. 目标资本结构

企业的资本结构受到公司财务特征、经营特征、治理特征、时间等因素的影响,本文借鉴王朝阳等的做法,^[30]用模型(1)对企业的目标资本结构进行估计:

$$lev_{i,t}^* = \partial_0 + \partial_1 \times x_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中, $lev_{i,t}^*$ 表示企业 t 年的目标资本结构, $x_{i,t}$ 表示影响资本结构的企业特征。为减少遗漏变量造成的内生性影响,本文在借鉴姜付秀等对控制变量研究的基础上,纳入企业的治理特征。

2. 资本结构偏离程度

企业的实际资本结构偏离目标资本结构越大,无论是正向偏离还是负向偏离,此时的调整收益显著大于调整成本,企业越有动机进行资本结构动态调整,以使企业实际资本结构靠近目标资本结构。为验证资本结构调整对偏离程度的影响,采用模型(2)计算资本结构偏离程度:

$$dis = |lev_{i,t} - lev_{i,t}^*| \quad (2)$$

模型(2)中 dis 为企业实际资本结构减去目标资本结构后的绝对值。偏离程度越小代表企业资本结构越接近目标资本结构,企业越能利用目标资本结构的优势,降低资本成本,提升公司绩效。

3. 资本结构偏离程度与并购绩效

基于前述理论分析,构建资本结构偏离程度与并购绩效的回归模型,以进一步检验二者的关系:

$$\Delta ROE_2 = \partial_0 + \partial_1 \times dis + \partial_2 \times \sum Controls + \epsilon_{i,t}, \quad (3)$$

其中, ΔROE_2 为公司并购绩效的衡量指标, dis 为模型(2)计算的资本结构偏离程度, $Controls$ 表示一系列控制变量与时间、行业变量。

4. 现金持有与并购绩效

基于前述理论分析,关注企业现金持有最终是否会影响企业并购绩效,并且是否是非线性的倒 U 型关系。根据已有研究,构建如下模型:

$$\Delta ROE_2 = \partial_0 + \partial_1 \times cash + \partial_2 \times cash^2 + \partial_3 \times \sum Controls + \epsilon_{i,t}, \quad (4)$$

其中, ΔROE_2 为公司并购绩效的衡量指标, $cash$ 为公司的现金持有水平, $cash^2$ 为公司现金持有水平的平方项。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

首先对 2010—2020 年研究样本的主要变量进行描述性统计分析,对样本具体情况进行展示说明,具体结果如表 2 所示。

表 2 主要变量描述性统计

变量	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ΔROE_2	6 720	-0.023	0.077	-0.367	0.210
<i>lev</i>	6 720	0.437	0.209	0.070	0.849
<i>cash</i>	6 720	0.156	0.114	0.021	0.539
<i>dis</i>	6 720	0.129	0.090	0.004	0.377
<i>levch</i>	6 720	0.443	0.125	0.038	0.930
<i>Size</i>	6 720	22.337	1.259	20.239	25.675
<i>Growth</i>	6 720	0.186	0.306	-0.365	1.315
<i>Indep</i>	6 720	0.374	0.053	0.333	0.545
<i>Tobin's Q</i>	6 720	1.955	1.051	0.913	5.747
<i>Balance</i>	6 720	0.683	0.580	0.040	2.450
<i>Fa</i>	6 720	0.205	0.156	0.004	0.631
<i>Tangible</i>	6 720	0.917	0.092	0.586	1.000
<i>Dep</i>	6 720	0.022	0.014	0.001	0.062
<i>Profit</i>	6 720	0.058	0.044	-0.067	0.181

根据描述性统计的结果,并购绩效 ΔROE_2 平均值为 -0.023,最大值为 0.21,表明总体上而言,企业并购后两年的财务绩效相较于并购前两年并没有显著提高,企业并购后整合还有待进一步加强,以促进协同效应的发挥。资本结构均值为 0.437,说明平均而言并购企业发挥了债务的杠杆作用,总体而言企业的偿债能力较强。现金持有均值 0.156,最大值为 0.539,并且企业之间的现金持有水平差距较大。资本结构偏离程度的均值为 0.129,显示平均而言企业实际资本结构与目标资本结构之间还存在一定差距,且偏离程度最大值达到 37.7%,需要关注企业资本结构偏离问题,这也进一步证明了文章的研究价值。

(二)回归分析

本文将资本结构偏离程度、现金持有与并购绩效三因素置于同一研究框架,检验了资本结构偏离程度、现金持有对并购绩效的影响。

1. 资本结构偏离程度与并购绩效

通过对模型(3)的回归,验证资本结构偏离程度与并购绩效之间的关系,表3报告了相关的回归结果。根据回归结果,资本结构偏离程度与并购绩效的回归系数为-0.053且在5%水平上显著小于0,根据MM理论、动态权衡理论、产业组织理论、控制权理论等,这说明企业实际资本结构偏离目标资本结构的程度越大,企业的并购绩效越差。企业资本结构偏离程度越大,面临的融资约束越强、信息不对称程度越高、治理水平的提高越容易受到制约,最终将导致企业并购绩效下降,由此H1得到验证。

控制变量的结果显著性较好,其中企业规模、盈利能力在1%水平上显著负向影响并购绩效;公司成长性、独立董事比例、成长机会、有形资产比例、非债务税盾等显著正向影响并购绩效。控制变量系数符号符合经济意义,相关的理论分析不再赘述。

2. 现金持有与并购绩效

基于前述理论的分析,文章对模型(4)进行了实证检验。根据表4回归结果,现金持有(*cash*)一次项系数为正,且在5%的水平上显著;现金持有二次项(*cash*²)系数为负,在10%水平上显著,这意味着现金持有对于并购绩效的影响并非单纯的线性影响,而是呈现倒U型的非线性影响。为进一步确定倒U型关系的存在性,验证并报告现金持有的极值点,实证检验结果证实现金持有的极值点为0.319,即当现金持有水平超过0.319的时候,现金持有水平开始负向影响企业并购绩效,此时现金持有水平越高,企业并购绩效越差。而当现金持有水平低于0.319时,随着现金持有水平的提高,企业并购绩效逐渐提升。由此H2得到验证。

表3 资本结构偏离程度与并购绩效的回归结果

变量	(1) ΔROE ₂	变量	(1) ΔROE ₂
<i>dis</i>	-0.053** (-2.34)	<i>Tangible</i>	0.091*** (3.33)
<i>Size</i>	-0.009*** (-2.68)	<i>Profit</i>	-0.240*** (-5.40)
<i>Growth</i>	0.044*** (10.14)	<i>Dep</i>	0.800*** (2.82)
<i>Indep</i>	0.075** (1.98)	<i>_cons</i>	0.027 (0.31)
<i>Tobin's Q</i>	0.010*** (6.06)	<i>Ind</i>	YES
<i>Balance</i>	-0.003 (-0.59)	<i>Date</i>	YES
<i>Fa</i>	0.040 (1.56)	N	6720
		adj. R ²	0.059

表4 现金持有与并购绩效的回归结果

变量	(1) ΔROE ₂	变量	(1) ΔROE ₂
<i>cash</i>	0.088** (2.05)	<i>Fa</i>	0.061** (2.38)
<i>cash</i> ²	-0.138* (-1.81)	<i>Tangible</i>	0.075** (2.50)
<i>Size</i>	-0.043*** (-8.07)	<i>Profit</i>	0.321 (1.13)
<i>Growth</i>	0.049*** (11.40)	<i>Dep</i>	-0.175*** (-3.83)
<i>Indep</i>	0.057 (1.52)	<i>_cons</i>	0.783*** (6.10)
<i>Tobin's Q</i>	0.003 (1.25)	<i>Ind</i>	YES
<i>Balance</i>	-0.005 (-1.05)	<i>Date</i>	YES
		N	6720
		adj. R ²	0.096

注:* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$,括号内为T值,下同。

(三)内生性检验

1. 资本结构偏离程度与并购绩效的内生性检验

企业资本结构调整方式包括扩张式调整,即进行多元化并购。由此而言,并购可能引起资本结构调整,降低资本结构偏离程度,导致资本结构偏离程度与并购存在因果关系不明的内生性问题,但本研究探讨的是资本结构偏离程度与并购绩效的关系,二者的内生性问题本身就被进一步削弱。为了保证结果的

可靠性, 仍需谨慎对待资本结构偏离程度与并购绩效的内生性问题。借鉴姜付秀的相关研究,^{[3]131} 本文在模型(1)的基础上将全部控制变量滞后一期, 采用固定效用拟合目标资本结构, 并求出资本结构偏离程度。将重新计算出的资本结构偏离程度与并购绩效 ΔROE_2 进行回归, 结果显示资本结构偏离程度的系数为-0.039, 并且在 10% 水平上显著。结论与前文一致, 表明模型设定较好, 回归结果如表 5 所示。

2. 现金持有与并购绩效的内生性检验

并购绩效可能显著影响企业的现金持有水平, 因而由于双向因果关系造成内生性问题。为了验证企业并购绩效与现金持有水平是否存在双向因果关系, 借鉴熊凌云、蒋尧明的研究做法,^[31] 把企业现金持有 (*cash*) 作为被解释变量, 把并购绩效 (ΔROE_2) 作为解释变量, 进行回归, 检验结果如表 6 所示。如果二者存在互为因果关系, 那么从线性影响的角度而言, 并购绩效 (ΔROE_2) 的系数应该显著为正, 但检验结果显示, ΔROE_2 的回归系数为正却不显著。为了控制非线性 U 型关系的影响, 将并购绩效的二次项系数 ΔROE_2 纳入与 *cash* 的回归, 并购绩效的一次项系数、二次项系数结果均不显著。从上述结果可知, 并购绩效并不能通过反向因果关系显著影响企业现金持有水平, 内生性问题得到控制。

表 5 资本结构偏离程度与并购绩效内生性检验

变量	(1) ΔROE_2	变量	(1) ΔROE_2
<i>dis</i>	-0.039* (-1.71)	<i>Tangible</i>	0.079*** (2.80)
<i>Size</i>	-0.008** (-2.51)	<i>Dep</i>	0.874*** (2.96)
<i>Growth</i>	0.045*** (10.05)	<i>Profit</i>	-0.262*** (-5.63)
<i>Indep</i>	0.086** (2.20)	<i>_cons</i>	0.027 (0.30)
<i>Tobin's Q</i>	0.010*** (5.48)	<i>Ind</i>	YES
<i>Balance</i>	-0.001 (-0.23)	<i>Date</i>	YES
<i>Fa</i>	0.037 (1.39)	N	6 461
		adj. R ²	0.058

表 6 现金持有与并购绩效的内生性检验

变量	(1) <i>cash</i>	(2) <i>cash</i>	变量	(1) <i>cash</i>	(2) <i>cash</i>
ΔROE_2	0.019 (1.19)	0.009 (0.45)	<i>Fa</i>	-0.242*** (-9.15)	-0.242*** (-9.19)
ΔROE_2^2		-0.091 (-1.05)	<i>Tangible</i>	0.389*** (11.74)	0.388*** (11.67)
<i>Size</i>	-0.012** (-2.17)	-0.012** (-2.19)	<i>Dep</i>	-0.624** (-2.21)	-0.613** (-2.17)
<i>Growth</i>	-0.006 (-1.39)	-0.006 (-1.34)	<i>Profit</i>	0.196*** (4.27)	0.196*** (4.28)
<i>Indep</i>	-0.068* (-1.84)	-0.068* (-1.85)	<i>_cons</i>	0.161 (1.22)	0.166 (1.25)
<i>Tobin's Q</i>	-0.0108*** (-4.25)	-0.010*** (-4.25)	<i>Ind</i>	YES	YES
<i>Balance</i>	0.0198*** (3.55)	0.019*** (3.56)	<i>Date</i>	YES	YES
			N	6 720	6 720
			adj. R ²	0.205	0.205

(四) 稳健性检验

为了使本文结论更加可靠, 采用替换变量的方法对相关回归进行稳健性检验, 具体包括资本结构偏离程度对并购绩效的回归稳健性检验、现金持有对并购绩效的回归稳健性检验, 回归结果如表 7 所示。

1. 资本结构偏离程度与并购绩效的稳健性检验

为保证资本结构偏离程度与并购绩效的稳健性, 替换并购绩效为 ΔROE_1 , 即并购前后一年的净资产收益率差值。回归结果与前文结果一致, 资本结构偏离程度在 5% 水平上显著负向影响 ΔROE_1 。在变量替换以后, 结果显示 H1 依然成立, 结论具有较强稳健性。

表7 资本结构偏离程度、现金持有与并购绩效的稳健性检验

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
	ΔROE_1	ΔROE_2		ΔROE_1	ΔROE_2
<i>dis</i>	-0.031** (-2.04)		<i>Fa</i>	0.011 (0.63)	-0.009 (-0.84)
<i>cash flow</i>		0.144*** (5.86)	<i>Tangible</i>	0.007 (0.41)	0.097*** (7.09)
<i>cash flow</i> ²		-0.457** (-2.46)	<i>Dep</i>	0.527*** (2.77)	0.451*** (3.90)
<i>Size</i>	-0.0071*** (-3.41)	-0.001 (-1.42)	<i>Profit</i>	-0.217*** (-7.38)	-0.088*** (-3.08)
<i>Growth</i>	0.040*** (12.80)	0.040*** (10.90)	<i>_cons</i>	0.132** (2.32)	-0.111*** (-3.89)
<i>Indep</i>	0.019 (0.74)	0.000 (0.01)	<i>Ind</i>	YES	YES
<i>Tobin's Q</i>	0.003*** (2.79)	0.005*** (4.35)	<i>Date</i>	YES	YES
<i>Balance</i>	-0.003 (-1.04)	-0.003* (-1.93)	N	6 720	6 720
			adj. R ²	0.055	0.056

2. 现金持有与并购绩效的稳健性检验

将现金持有的指标替换为经营活动产生的现金流量与总资产的比值(*Cash flow*),同样将其二次项纳入与并购绩效的回归。根据回归结果,*Cash flow* 一次性与二次项系数与前文 *cash* 的回归结果一致,一次性系数显著正向影响并购绩效,二次项系数显著负向影响企业并购绩效。因此,结论依然为现金持有与并购绩效存在倒 U 型关系,回归结果显示模型稳健性较好。

(五)进一步研究:基于现金持有的中介效应分析

前述分析已经证明企业的资本结构偏离程度、现金持有对并购绩效的影响,且现金持有与并购绩效存在倒 U 型非线性关系,为进一步研究现金持有在资本结构偏离程度与并购绩效之间的作用提供了思路。企业的资本结构偏离程度是否会影响现金持有水平,进而影响并购绩效,值得进一步关注。

根据 MM 理论、动态权衡理论,目标资本结构下企业加权平均资本成本最低、资产能够保持适宜的流动性。而企业的资本结构偏离程度越大,表明企业的融资约束越大,企业面临较高的融资成本,制约企业通过外部融资获取发展所需的资金。因此,企业在资本结构偏离程度较大时,会储存较多的现金来满足预防性动机,以期借充足的现金来防范潜在的风险,保证企业经营的稳健性;并且在出现并购机会时,充足的现金能够轻易满足企业的交易性动机,极易造成非效率并购。故而在资本结构偏离程度较大时,企业对于现金持有的预防性动机、交易性动机会更有更程度的满足,极易导致现金持有水平超过极值点,使现金持有量对并购绩效的负向影响加剧。因此,企业的现金持有水平可能在资本结构偏离程度与并购绩效之间发挥中介作用。

根据温忠麟等的三步法中介效用检验方法,^[32]在模型(3)的基础上构建模型(5)和模型(6),以进行现金持有的中介效用检验。

$$cash = \partial_0 + \partial_1 \times dis + \partial_2 \times \sum Controls + \epsilon_{i,t}, \tag{5}$$

$$\Delta ROE_2 = \partial_0 + \partial_1 \times dis + \partial_2 \times cash + \partial_3 cash^2 + \partial_4 \times \sum Controls + \epsilon_{i,t}。 \tag{6}$$

根据表 8 回归结果,列(1)显示资本结构偏离程度显著正向增加企业现金持有水平,并且列(2)显示现金持有与 ΔROE_2 同样显著相关,部分中介效应成立。即企业的资本结构偏离程度会扩大企业的现金持有水平,极易使现金持有水平超过倒 U 型极值点,产生负向影响,进而降低企业并购绩效。由此而言,企业进行资本结构调整,缩小资本结构偏离程度,有利于控制现金持有水平,降低委托代理问题,使现金

持有水平控制在倒 U 型极值点之前, 减少非效率并购, 并提升并购绩效。

表 8 现金持有的中介效用

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
	<i>cash</i>	ΔROE_2		<i>cash</i>	ΔROE_2
<i>dis</i>	0.036** (2.40)	-0.035** (-2.06)	<i>Fa</i>	-0.234*** (-18.72)	0.060*** (2.76)
<i>cash</i>		0.084** (2.10)	<i>Tangible</i>	0.200*** (14.70)	0.078*** (3.69)
<i>cash</i> ²		-0.128* (-1.73)	<i>Dep</i>	-0.096 (-0.73)	0.319 (1.45)
<i>Size</i>	-0.015*** (-12.27)	-0.043*** (-11.79)	<i>Profit</i>	0.340*** (9.32)	-0.179*** (-4.89)
<i>Growth</i>	-0.005 (-1.21)	0.049*** (13.23)	<i>Ind</i>	YES	YES
<i>Indep</i>	0.020 (0.87)	0.058* (1.70)	<i>Date</i>	YES	YES
<i>Tobin's Q</i>	0.005*** (2.79)	0.003 (1.42)	<i>_cons</i>	0.324*** (9.61)	0.792*** (8.82)
			N	6720	6720
			adj. R ²	0.237	0.099

五、研究结论与政策建议

动态权衡理论作为对 MM 理论的发展, 将调整成本与调整收益纳入资本结构决策过程, 资本结构的动态调整影响因素受到了财务理论界的广泛关注, 然而对于其经济后果的研究关注度却不够。伴随着并购浪潮的兴起, 学界对并购绩效影响因素的关注经久不衰, 然而尚未有研究将资本结构动态调整应用于中国并购市场。伴随供给侧结构性改革工作的推进, “去杠杆”政策取得了显著成效, 企业作为最具有活力的市场主体, 其杠杆率的合理性对于宏观杠杆率举足轻重。因此, 企业资本结构的调整与稳定及其经济后果研究仍有较大的空间。

本文运用我国沪深 A 股 2010—2020 年财务数据, 实证分析了资本结构偏离程度、现金持有与并购绩效的关系。研究显示: (1) 不同于并购领域已有的研究, 现金持有与并购绩效呈现倒 U 型非线性关系。即存在持有最大值 0.319, 使超过现金持有量极值点的企业出现并购绩效下降的情况。(2) 资本结构偏离程度对并购绩效具有负向影响。即企业并购绩效随着资本结构偏离程度的增大而降低。(3) 中介效用分析结果证明, 现金持有在资本结构偏离程度与并购绩效之间起部分中介作用, 企业可以通过调整资本结构偏离程度影响现金持有水平, 最终作用于并购绩效。上述结论对于采取发展扩张战略、多元化战略的企业具有一定理论价值。根据以上研究结果, 提出以下建议。

1. 并购前的决策过程、并购中的实施程序、并购后的企业整合都可能对并购绩效产生显著影响, 企业在进行并购时, 应当重视资本结构优化, 充分关注资本结构偏离程度对并购绩效的作用, 同时结合自身特征, 充分搭配企业筹资组合、改善资本构成, 发挥企业资本结构的价值, 防范财务风险。

2. 我国上市公司在进行并购时应当重视现金持有的存量问题, 保持合理的现金持有水平, 健全现金管理机制, 通过有效的现金管控, 提高资金使用效率, 减轻委托代理问题, 发挥现金持有在并购绩效中的积极作用。企业在日常经营中应重视资本结构动态调整, 积极响应国家“去杠杆”以及“稳杠杆”的政策号召, 并关注其对自身现金持有的影响。

参考文献:

- [1] FISCHER E O, HEINKEL R, ZECHNER J. Dynamic capital structure choice: Theory and tests[J]. Journal of finance, 1989

- (1):19-40.
- [2] 罗琦,胡亦秋.公司自由现金流与资本结构动态调整[J].财贸研究,2016,27(3):117-125.
- [3] 姜付秀,黄继承.市场化进程与资本结构动态调整[J].管理世界,2011(3).
- [4] 李井林,张金莲.企业并购与资本结构动态调整:研究述评与展望[J].湖北经济学院学报,2022,20(2):72-81+128.
- [5] 刘盛宇,尹恒.资本调整成本及其对资本错配的影响:基于生产率波动的分析[J].中国工业经济,2018(3):24-43.
- [6] 赵瑜.企业资本结构优化策略[J].合作经济与科技,2021(1):114-115.
- [7] 潘爱玲,凌润泽,李彬.供应链金融如何服务实体经济——基于资本结构调整的微观证据[J].经济管理,2021,43(8):41-55.
- [8] 王丽娟,冒云霞.资本结构动态变化及其目标调整研究——来自江苏省上市公司的经验证据[J].财会月刊,2015(11):52-57.
- [9] BANERJEE S, HESHMATI A, WIHLBORG C. The dynamics of capital structure [M]//BAGELLA M. Monetary integration, markets and regulations. Amsterdam: JAI Press, 2004.
- [10] 郝东洋,王静,张天西.内部控制效率、资本结构动态调整与公司价值[J].山西财经大学学报,2015(12):38-50.
- [11] 郭雪萌,梁彭,解子睿.高管薪酬激励、资本结构动态调整与企业绩效[J].山西财经大学学报,2019(4):78-91.
- [12] 吴侃,冉渝.信贷供给、资本结构动态调整与企业投资[J].财会通讯,2020(21):99-103.
- [13] 史燕平,杨文涛.资本结构偏离与融资租赁决策——基于资本结构动态权衡理论[J].经济与管理评论,2022,38(1):78-91.
- [14] 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.
- [15] 张际萍.机构持股、杠杆缺口与企业并购绩效[J].会计之友,2018(16):66-72.
- [16] 惠丽丽,谢获宝.金融资产配置有助于实现杠杆治理效应吗? [J]会计与经济研究,2021,35(3):89-108.
- [17] 熊鹏,王飞.资本结构、股权结构与公司控制权市场[J].山东科技大学学报(社会科学版),2004(4):84-87.
- [18] 郝晓雁,王慧娟.国有企业再造资本结构的公司治理效应研究[J].统计与决策,2017(1):181-185.
- [19] 范从来,王海龙.上市公司资本结构与公司投资行为之间关系的实证研究[J].当代财经,2006(11):43-47.
- [20] 辛清泉,林斌.债务杠杆与企业投资:双重预算软约束视角[J].财经研究,2006(7):73-83.
- [21] 姚明安,孔莹.财务杠杆对企业投资的影响——股权集中背景下的经验研究[J].会计研究,2008(4):33-40+93.
- [22] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American economic review, 1986(2):323-329.
- [23] 张芳芳,刘淑莲.现金持有、并购决策与并购绩效[J].山西财经大学学报,2015,37(4):103-114.
- [24] 徐虹,林钟高,陈洁,等.现金持有水平、内部控制与企业并购决策[J].经济与管理研究,2017,38(4):133-144.
- [25] 石宗辉,张敦力.机构治理与现金持有价值[J].湖北社会科学,2014(3):72-77.
- [26] 耿成轩,翁旻,曾刚.环境不确定性、超额现金持有及企业的非效率投资——基于我国上市公司的经验证据[J].山东社会科学,2020(4):138-143.
- [27] STULZ R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of financial economics, 1990(1):3-27.
- [28] 柳建华,徐婷婷,杨颖奕.管理层能力、长期激励与商誉减值[J].会计研究,2021(5):41-54.
- [29] 卢盛峰,陈思霞.政府偏袒缓解了企业融资约束吗? ——来自中国的准自然实验[J].管理世界,2017(5):51-65+187-188.
- [30] 王朝阳,张雪兰,包慧娜.经济政策不确定性与企业资本结构动态调整及稳杠杆[J].中国工业经济,2018(12):134-151.
- [31] 熊凌云,蒋尧明,连立帅,等.控股股东杠杆增持与企业现金持有[J].中国工业经济,2020(8):137-155.
- [32] 温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014,22(5):731-745.

Capital Structure Deviation Degree, Cash Holding and M&A Performance

HUA Shuanglian, HAN Qun

(College of Economics and Management, Shandong University of Science and Technology, Qingdao, Shandong 266590, China)

Abstract: Based on the financial data of listed companies in Shanghai and Shenzhen A-share markets from 2010 to 2020, this paper explores the relationship among capital structure deviation degree, cash holding and M&A performance from the perspective of dynamic adjustment of capital structure. The empirical results show that there is an inverted U-shaped non-linear relationship between cash holding and M&A performance, that is, when the cash holding level exceeds the extreme value, it will have a negative impact on M&A performance. Capital structure deviation degree is negatively correlated with M&A performance, that is, M&A performance increases as capital structure deviation degree decreases and vice versa. Further research on the role path of capital structure deviation degree and M&A performance shows that cash holding plays a partial mediating role between capital structure deviation degree and M&A performance, and capital structure deviation degree will expand the level of cash holding and eventually have a negative impact on M&A performance. The results aim to enrich the research on the economic consequences of the dynamic adjustment of capital structure after the implementation of the national macro-economic policies of “deleveraging” and “stabilizing leverage”, and expand the research on the influencing factors of M&A performance under the background of M&A wave.

Key words: capital structure deviation degree; dynamic adjustment of capital structure; cash holding; mergers and acquisitions performance (M&A performance)

(责任编辑:魏 霄)