

银行关联对企业并购投资的影响研究

罗付岩

(桂林理工大学现代企业管理研究中心, 广西 桂林 541004)

摘要:从银企关系的视角分析银行关联是否影响企业并购概率及结果, 重点考察银行关联对我国并购及并购绩效影响的作用机制。使用2006-2012年我国上市公司数据, 实证检验结果发现: 银行关联显著增加了企业并购概率, 且董事会银行背景关联和银行股权关联都显著增加了企业并购的概率; 银行关联公司的并购绩效显著低于非银行关联公司, 董事会银行背景关联对企业并购的影响有限, 股权关联显著降低了企业并购的绩效。这说明, 银行关联促进企业并购的发生, 但银行关联特别是股权关联降低了并购绩效。

关键词: 银行关联; 企业并购; 并购绩效

中图分类号: F275.5

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892(2016)12-0056-09

一、引言

并购是企业快速扩张、优化结构和资源整合的重要手段。企业并购需要相应的财务资源。在我国, 银行是企业资金的主要来源。由于存在较严重的信贷歧视, 为了规避制度障碍, 越来越多的企业与银行建立各种关联。银行关联一方面能够缓解银企之间的信息不对称, 降低企业外部融资成本^[1], 增加银行信贷额度, 缓解企业融资约束^{[2][3]}; 另一方面, 容易形成关系贷款, 削弱银行负债监督功能, 为企业资金滥用提供条件。因此, 银行关联的公司拥有强大的潜在债务能力和丰富的财务资源, 这些资源既是并购所需的必要条件, 也是其驱动因素之一。银行关联在并购市场上起着怎样的作用? 银行关联是否促进并购的发生? 银行关联的公司是否倾向于进行价值破坏型并购? 这些问题是我国并购领域亟待研究的新课题。

本文使用2006-2012年我国上市公司银行关联和并购数据, 实证检验了银行关联对企业并购投资的影响。研究结果表明, 银行关联是把双刃剑, 一方面促进了并购的发生, 另一方面降低了并购绩效。

本文可能的贡献在于: 首先, 本文拓展了银行关联方面的研究, 考察了银行关联对企业并购投资的影响; 其次, 从银企关系的视角, 实证检验了银行关联对企业并购发生概率及并购绩效的影响, 丰富和发展了企业并购方面的文献; 最后, 从银企关系视角研究银行关联对并购市场的影响, 为相应政策的制定提供理论和实证证据。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献回顾

银行关联包括董事会银行背景关联和股权关联。董事会银行背景关联指企业聘请曾经或正在银

收稿日期: 2016-01-27

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71562007); 广西高校人文社会科学重点研究基地基金资助项目(15YB004)

作者简介: 罗付岩(1976-), 男, 湖南怀化人, 桂林理工大学现代企业管理研究中心副教授, 桂林理工大学管理学院副教授。

行工作的高管加入企业董事会。董事会银行关联的研究可以追溯到上世纪八十年代。Fama et al. (1983)指出企业的外部董事发挥监督和咨询作用,减轻了企业的委托代理问题,增加了企业的价值^[4]。此后,越来越多的企业聘请银行家加入公司管理层。现有大部分文献主要集中在董事会银行关联对银行负债融资、融资成本及投资现金流敏感性^[5]等方面的影响上。

另一部分文献从银企之间的股权关联来分析其对企业的影响。其一是银行持有工商企业股权(简称银行持股)。如银行持股能够帮助企业获得较多的银行债务,银行能够监督公司,从而提升企业价值^[6]。Luo et al. (2011)使用中国数据研究表明,银行持股提高了企业的负债融资,但降低了企业价值^[7]。其二是企业持有银行股权(简称持股银行)。如 Lu et al. (2012)使用中国数据研究发现持股银行能够缓解信贷歧视,降低企业的利息费用,提升企业的盈利能力^[1]。

国内相关研究也开始关注银行关联对企业的影响,主要集中在企业的负债融资等相关问题。如董事会银行关联与企业债务融资^[3],银行持股与企业债务融资^[8],银行关联与企业^[9]。

(二) 研究假设

银行信息中介理论认为银行作为中介机构,不仅具有信息收集和监督功能,还具有信息传递功能。银行在放贷过程中,不仅收集了外部投资者无法收集到的信息,还传递这些私有信息给潜在的收购者。Ivashina et al. (2009)发现关系银行借贷密度和银行客户网络对借贷客户成为并购目标具有显著正的影响^[10]。银行还可以通过并购把目标公司的银行债务(不良债务)转移到新的公司,降低银行风险。因此,根据银行的信息中介理论,银行关联加快了并购信息流动,促进了并购的发生。

企业资源论与并购资源条件。作为企业资源理论开创者的 Penrose (1959)从企业资源的视角构建了“企业资源→企业能力→企业成长”理论分析框架,认为企业所拥有的资源决定企业能力。企业的并购是以企业所拥有的资源为条件的,企业拥有的资源越丰富,其选择范围就越大。行为组织理论认为企业拥有的剩余资源使其具有较强的能力去承担风险,这样的企业愿意尝试对外投资。银行关联的企业拥有较多的财务资源,具备并购所需的资金条件,具有较强的并购能力。总之,银行关联的公司有动机和相应的财务资源去实施并购,银行关联增加了企业并购的可能性。

融资约束与企业并购资源条件。银行关联有助于企业与银行建立关系网络,从而影响银行信贷发放。银行关联缓解了企业的融资约束。已有研究表明,与银行关联的企业容易获得优惠待遇,如获得银行贷款和以较低的成本得到外部资金等^[2]。Burak Güner et al. (2008)研究发现商业银行高管加入公司的董事会能够降低公司的投资现金流敏感性^[5]。王善平等(2011)发现银行持股公司获得更多的债务融资^[8],金融关联能够有效缓解我国民营企业的融资约束^[3]。Huang et al. (2014)研究发现企业董事会中的投资银行家与并购发生概率显著正相关^[11]。总之,与银行关联的公司,其融资约束程度较小,可以利用其财务优势和信息优势来实施大规模的扩张并购,银行关联增加了企业并购的可能性。

产融结合理论与企业并购的资源条件。银企之间的股权关联促使这两类企业互相融合,形成产融结合。产融结合有利于减轻工商企业和金融企业之间的信息不对称,降低交易成本,为企业融资提供方便,不管是直接融资还是间接融资。另外,产融结合中的金融企业具有雄厚的资金实力,银企之间的股权关联既是一种声誉机制,也是一种隐含的担保机制,企业的主银行能够起到对外的担保效应。银行股权关联还是一种沟通机制。银企之间的关联有助于企业与外界的联系,使银行能够了解企业真实的经营情况和资金使用情况,有利于在银行贷款时减少对于企业会计信息的依赖^[12]。总之,产融结合能够为企业对外投资提供财务资源和信息资源等条件。

综合银行信息传递理论、资源基础理论、融资约束资源论和产融结合理论等,我们认为相对于非银行关联的公司,银行关联公司具有丰富的财务资源、巨大的潜在负债能力,更有机会和资源去实施并购。表1总结了各相关理论对并购发生的预期影响。由此,我们得到如下假设:

表 1 相关理论对企业并购发生的预期影响

相关理论	银行关联对企业并购发生的预期影响
信息传递理论	正向影响
资源基础理论	正向影响
融资约束理论	正向影响
产融结合理论	正向影响

H1：相对于非银行关联的公司，银行关联公司发生并购的可能性更大。

银行的鉴证效应(Certification effect)与利益冲突假设。(1)鉴证效应源自信息经济学，当银行使用在银行关联过程中获取的公司私有信息时，银行关联能够缓解公司投资过程中产生的信息不对称，降低并购的交易成本，合并后期银行予以监督，从而提升了企业并购的价值。(2)利益冲突假设，即银行的利益可能与股东的利益不一致。银行可能关注更多的是公司的偿债能力，借款本金能否到期收回，以及借款利息能否有保障。因此，银行可能会促进那些投资回报率较低，但是能带来稳定现金流的并购。Higgins(2013)发现银行在控制权市场中充当利益冲突的角色^[13]。

融资约束理论下的投资不足假设。融资约束假设是在资源稀缺的假设条件下，认为企业资源的稀缺性将会迫使企业经理人不间断挖掘新资源，改进资源配置。融资压力会影响公司的资金成本和公司治理。当有并购融资压力时，经理层会谨慎选择并购目标，努力经营，保证资产增值，因而市场反应较高。银行关联作为一种有价值的财务资源，关联公司将会获得稀缺的财务资源，从而为企业资金的滥用提供资源基础。同时，银行关联形成了较稳定的银企关系，减弱了银行负债的监督效应，降低了公司的治理水平，为企业高管滥用资金、谋求自身的利益创造了条件。杨棉之(2007)指出公司治理水平会随着内部资本市场的建立而减弱^[14]。银行关联的存在给公司资金运用提供了相应的平台，便于管理层构建“商业帝国”，为管理层、股东和债权人的利益冲突提供了机会。因此，他们之间的利益冲突会损害企业的价值。企业的债务能力也会影响并购绩效。Harford et al.(2014)研究企业债务市场的筹款能力对企业并购的影响，发现相比于非信用评级公司来说，信用评级公司更容易去并购其它公司，信用评级公司支付更高的并购对价，具有更低的并购市场反应^[15]。

自由现金流导致的过度投资假设。Jensen(1986)认为当企业自由现金流较多时，并购是管理层追求自身利益的方法之一^[16]。自由现金流理论实际上隐含着公司的管理层使用没有动用的借款能力和自由现金流进行低效甚至价值破坏型并购。自由现金流与并购宣告效应之间，国内外的理论和实证证据都支持自由现金流的存在会带来并购绩效的下降。曾亚敏等(2005)研究表明自由现金流的滥用在中国上市公司投融资中广泛存在^[17]。

表 2 总结了各相关理论对银行关联与并购绩效之间关系的预期。

表 2 相关理论对并购绩效的预期影响

相关理论	银行关联对并购绩效的预期影响
利益冲突	负向影响
鉴证效应	正向影响
融资约束理论	负向影响
自由现金流假设	负向影响

总之，根据鉴证效应、利益冲突假说、融资约束理论和自由现金流假设等，我们得出如下对立假设：

H2-1：银行关联公司的并购绩效显著低于非银行关联公司；

H2-2：银行关联公司的并购绩效显著高于非银行关联公司。

三、数据与研究设计

(一) 数据来源

本文的样本来自 2006–2012 年沪深 A 股非金融类上市公司。以企业并购事件为基础, 进行如下筛选: (1) 删除数据有缺失的样本; (2) 同一公司在一年内有多次并购公告的, 取第一次公告时间, 且同一公司下一次并购至少间隔一年以上。本文使用的数据主要包括银行关联数据、公司财务数据、并购事件数据。其中, 公司财务数据、并购数据来自国泰安数据库, 银行关联数据来自国泰安和 Wind 数据库。所有连续变量进行了 1% 和 99% 的双尾 Winsorize 处理。

(二) 主要研究变量

1. 银行关联。银行关联分为董事会银行背景关联和股权关联。董事会银行背景关联数据是通过国泰安数据库中的高管信息提取得到。银行持股数据通过国泰安十大股东数据库提取银行股东信息和合并 Wind 数据库中的银行持股数据得到。持股银行数据是通过整理 Wind 数据中的参股金融企业的非上市公司和上市公司的证券投资数据得到^①。

2. 并购绩效。在本文研究中主要采用事件研究法来计算累计超额报酬率 CAR 来衡量并购绩效。使用市场模型法来计算样本公司的累计超额收益率, 即 $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$, 其中, $R_{i,t}$ 为公司 i 在 t 时期的股票投资报酬率, $R_{m,t}$ 为整个股票市场在 t 时期的平均报酬率, 模型中两个参数估计的时间窗口设定为并购宣告前 150 个交易日到宣告前 30 个交易日。

(三) 研究设计

为了检验研究假设 H1, 我们设定如下的 logistic 回归方程:

$$\text{logit}(MA) = \alpha + \beta_1 * Bank + \beta_2 * Size + \beta_3 * Lev + \beta_4 * SaleGr + \beta_5 * ROA + \beta_6 * Market + \beta_7 * Cash + \beta_8 * ContrS + \beta_9 * ORisk + \beta_{10} * Equity + \beta_{11} * Dual + \beta_{12} * SOE + industry, year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, MA 是被解释变量, 表示企业并购哑变量, 当有并购事件发生时, 取 1, 否则取 0; Bank 为银行关联类哑变量, 分为银行关联哑变量 BC、董事会银行背景关联 DBC、银行持股 BCC 和持股银行 CBC。 β_1 反映各种银行关联和并购发生概率间的关系。

控制变量根据已有的文献确定^[10], 主要包括公司规模(Size), 以公司资产的自然对数表示, 反映企业规模对并购的影响; 公司的负债率(Lev), 以公司总负责与总资产的比值表示; 公司成长性(SaleGr), 以公司营业收入增长率表示; ROA 表示企业的盈利能力, 以资产利润率表示; 公司所在地的市场化水平(Market), 数据来自樊纲等(2011)编制的中国各地区市场化指数得分, 并外推到 2012 年^②; 现金比率(Cash), 为公司货币资金和短期投资之和与总资产的比率, 用来衡量主并公司的现金闲置状况; 第一大股东持股比例(ContrS), 衡量控制权之争的影响; 公司经营风险(ORisk), 为公司前三年的资产利润率的标准差; 股权价值(Equity), 以公司股权价值的自然对数表示; 公司的两职合一指标(Dual)为哑变量, 如 CEO 兼任公司总经理, 取值为 1, 否则取 0; SOE 为产权属性哑变量, 如为国有企业, SOE 取 1, 否则取 0; 其它年度、行业控制变量。

为了检验银行关联对企业并购绩效影响的假设 H2, 我们使用以下回归方程:

$$CAR = \alpha + \beta_1 * Bank + \beta_2 * Size + \beta_3 * Lev + \beta_4 * FCF + \beta_5 * Age + \beta_6 * SOE + \beta_7 * MB + \beta_8 * Outin + \beta_9 * Dual + industry, year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, 被解释变量 CAR, 为主并公司的并购绩效, 代表并购前后若干交易日收购公司的累计

① 对于持有上市公司股权的样本, 要求其持股比例在 5% 以上。

② 由于樊纲(2011)编制的市场化指数时间截至 2009 年, 之后的市场化指数假定与 2009 年保持不变。

超额收益率, 设定两个时间窗口(-5, 5)和(-10, 10)。解释变量 Bank 和控制变量中 Size、Lev、Dual、SOE 与前述定义一致; 其它控制变量, FCF 为企业的自由现金流情况, 以企业每股自由现金流来表示; Age 为公司上市年龄的自然对数; MB 为账面市值比, 企业的账面价值与市场价值的比值; Outin 为独立董事比例, 以独立董事占董事会人数的比例表示。 β_1 反映的是各种银行关联和并购绩效之间的关系。另外, 在上述方程回归时, 对其标准差在公司层面进行聚类调整。

四、实证分析

(一)描述性统计

表 3 提供了主要研究变量的描述性统计分析结果。首先对总样本进行了描述性分析, 然后把总样本分为银行关联和非银行关联样本进行比较分析。可以看出, 总样本中, 并购事件公司占总样本比例为(均值)17.8%, 其中银行关联组中发生并购的比例为 20.3%, 非银行关联组发生并购的比例为 16.2%, 银行关联组的并购发生比率明显高于非银行关联组。两组差异的 t 检验结果表明这两组之间在 1% 的水平下存在差异(t 为 6.257)。对并购发生比例的中位数进行检验的结果表明这两者之间仍然存在显著差异(Z 值为 6.249)。这些结果显示银行关联企业的并购发生比率明显高于非银行关联企业, 银行关联是企业并购的一个重要因素, 初步验证了假设 1。其它变量的分组检验结果表明, 除 SaleGr 之外, 两组之间均存在显著差异。

表 3 主要变量的描述性统计结果

变量	全部样本		银行关联组		非银行关联组		T 检验	Wilcoxon 秩 检验(Z 值)
	均值	中位数	均值	中值	均值	中值		
MA	0.178	0.000	0.203	0.000	0.162	0.000	6.257 ***	6.249 ***
Size	21.565	21.433	21.736	21.608	21.438	21.313	13.951 ***	13.651 ***
Lev	0.504	0.498	0.507	0.513	0.501	0.487	1.293	3.471 ***
SaleGr	0.183	0.132	0.180	0.127	0.185	0.137	-0.711	-1.328
ROA	0.040	0.038	0.038	0.037	0.041	0.040	-3.514 ***	-4.090 ***
Market	8.960	9.020	9.023	9.170	8.913	9.020	3.037 **	3.326 ***
Cash	0.205	0.155	0.191	0.148	0.215	0.160	-8.345 ***	-6.275 ***
ContrS	36.315	34.390	34.788	32.070	37.461	36.090	-9.041 ***	-8.914 ***
ORisk	0.040	0.017	0.040	0.016	0.041	0.018	-0.833	-3.383 ***
Equity	22.064	21.931	22.199	22.063	21.970	21.837	12.007 ***	12.052 ***
Dual	0.204	0.000	0.192	0.000	0.213	0.000	-3.050 **	-3.049 **
SOE	0.490	0.000	0.511	1.000	0.475	0.000	4.128 ***	4.125 ***

注:“*”、“**”和“***”分别表示在10%、5%和1%水平下显著。为了节省篇幅,省略相关性分析结果,可向作者索取。

(二)银行关联与并购发生概率的 logistic 回归检验结果

表 4 报告了银行关联对企业并购发生概率影响的检验结果。第(1)列结果显示, 银行关联的系数显著为正, 表明相对于非银行关联企业来说, 银行关联的企业发生并购的可能性更高。进一步把银行关联分为董事会银行背景关联和股权关联(银行持股和持股银行), 第(2)列结果显示, 董事会银行背景关联与企业并购发生概率显著正相关。第(3) - (4)列结果显示, 相对于非银行股权关联公司来说, 银行股权关联公司发生并购的可能性更高。总之, 银行关联提高了企业发生并购的可能性, 这些结论与描述性统计结果一致, 支持研究假设 H1。

控制变量中资产利润率 ROA 的系数显著为负, 表明企业的获利能力越强, 越不可能发生并购; 公司的经营风险 ORisk 系数显著为正, 表明并购前的经营风险越大, 越大可能发生并购。产权属性 SOE 系数显著, 表明产权属性对企业的并购存在显著差异。

表 4 银行关联与并购发生概率(N = 9431)

变量	(1) 银行关联	(2) 董事会关联	(3) 持股银行	(4) 银行持股
BC_{t-1}	0.152 *** (2.723)			
DBC_{t-1}		0.239 *** (3.484)		
CBC_{t-1}			0.360 *** (5.510)	
BCC_{t-1}				1.737 *** (14.371)
$Size_{t-1}$	0.059 (0.802)	0.067 (0.917)	0.069 (0.907)	0.093 (1.218)
Lev_{t-1}	-0.051 (-0.320)	-0.036 (-0.229)	0.049 (0.299)	0.029 (0.179)
$SaleGr_{t-1}$	-0.030 (-0.394)	-0.038 (-0.493)	-0.036 (-0.469)	-0.024 (-0.315)
ROA_{t-1}	-1.491 *** (-2.896)	-1.439 *** (-2.791)	-1.154 ** (-2.369)	-1.089 ** (-2.213)
$Market_{t-1}$	0.028 ** (2.030)	0.031 ** (2.200)	0.017 (1.209)	0.019 (1.367)
$Cash_{t-1}$	0.112 (0.519)	0.106 (0.490)	-0.165 (-0.753)	-0.090 (-0.409)
$ContrS_{t-1}$	-0.005 ** (-2.490)	-0.006 *** (-2.660)	-0.007 *** (-3.361)	-0.007 *** (-3.122)
$ORisk_{t-1}$	2.768 *** (5.420)	2.694 *** (5.263)	2.735 *** (5.101)	2.447 *** (4.428)
$Equity_{t-1}$	-0.003 (-0.043)	-0.007 (-0.091)	-0.013 (-0.152)	-0.030 (-0.357)
$Dual_{t-1}$	0.001 (0.018)	-0.000 (-0.002)	0.068 (0.928)	0.071 (0.952)
SOE_{t-1}	-0.357 *** (-5.499)	-0.342 *** (-5.281)	-0.354 *** (-5.418)	-0.376 *** (-5.650)
Cons	-1.784 ** (-2.387)	-1.877 ** (-2.520)	-1.263 * (-1.695)	-1.468 * (-1.883)
行业年	控制	控制	控制	控制
P - R ²	0.055	0.056	0.074	0.101

注：“*”、“**”和“***”分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。括号中为T统计量，标准误为公司层面聚类调整后的结果。下同。

(三) 银行关联与企业并购绩效的检验

1. 单变量检验结果分析

表5报告了银行关联公司与非银行关联公司并购绩效的差异比较结果，其中左、右侧分别为企业并购宣告前后5天、10天的累计超额报酬率 $CAR_{(-5,5)}$ 、 $CAR_{(-10,10)}$ 。从左边部分可以看出，银行关联公司的并购绩效 $CAR_{(-5,5)}$ 为3.0%，非银行关联公司的平均并购绩效为4.2%，无论是t检验还是Wilcoxon秩检验都表明两组之间存在显著差异，银行关联公司的并购绩效显著低于非银行关联公司的并购绩效，此结论初步支持本文的假设H2-1。进一步的研究表明董事会银行背景关联公司的并购绩效 $CAR_{(-5,5)}$ 高于非董事会银行关联相应的结果，但两者差异性检验显示不显著。银行股权关联(银行持股和持股银行)的结果显示，银行持股和持股银行都显著降低了企业并购绩效。右边部分的统计结果也显示类似的结论。这些单变量检验结果表明，银行关联降低了企业并购的累计超额报酬率CAR，但是这种降低是通过股权关联的方式实现的，初步验证本文的假设H2-1。

这些结果与 Harford et al. (2014)^[16]的研究也基本一致。

表 5 银行关联与并购绩效(两组并购绩效差异检验)

CAR _(-5,5)				CAR _(-10,10)			
非银行关联	银行关联	T 值	Wilcoxon 秩检验	非银行关联	银行关联	T 值	Wilcoxon 秩检验
0.042	0.030	1.715 *	1.822 *	0.041	0.032	2.078 **	1.893 *
非董事关联	董事关联			非董事关联	董事关联		
0.034	0.040	-1.243	-0.715	0.035	0.040	-1.402	-1.582
非银行持股	银行持股			非银行持股	银行持股		
0.038	0.026	1.869 *	1.795 *	0.040	0.021	2.329 **	6.141 **
非持股银行	持股银行			非持股银行	持股银行		
0.041	0.018	2.691 ***	2.654 ***	0.042	0.020	3.697 ***	2.081 **

2. 多变量回归结果分析

表 6 给出了银行关联与企业并购绩效的回归结果。从第 1 列可以看出, 银行关联与并购累计超额报酬率 $CAR_{(-5,5)}$ 在 5% 水平下显著负相关, 说明银行关联降低了企业并购财富。把银行关联进一步分为董事会银行背景关联和股权关联, 结果表明, 董事会银行背景关联对并购绩效的影响不显著(第 2 列), 而银行股权关联(银行持股和持股银行)显著降低了并购绩效(第 3-4 列)。为了检验结果的稳定性, 我们把时间窗口改为并购前后 10 天, 相应的检验结果(5-8 列)与 1-4 列的结果基本一致。总之, 这些结果表明, 银行关联降低了企业并购的绩效, 这种降低是通过股权关联来实现的。结果与单变量检验结果一致, 支持假设 H2-1。

表 6 银行关联与并购绩效的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	CAR _(-5,5)				CAR _(-10,10)			
BC_{t-1}	-0.021 ** (-2.191)				-0.018 *** (-2.757)			
DBC_{t-1}		0.002 (0.180)				0.006 (0.765)		
BCC_{t-1}			-0.017 *** (-2.702)				-0.023 *** (-4.969)	
CBC_{t-1}				-0.034 *** (-4.484)				-0.030 *** (-5.669)
$Size_{t-1}$	-0.004 (-1.554)	-0.006 ** (-2.186)	-0.006 ** (-2.316)	-0.003 (-1.183)	-0.007 *** (-3.344)	-0.008 *** (-4.307)	-0.008 *** (-4.535)	-0.006 *** (-3.046)
Lev_{t-1}	0.033 ** (2.401)	0.032 ** (2.257)	0.032 ** (2.412)	0.030 ** (2.322)	0.037 *** (3.754)	0.036 *** (3.527)	0.037 *** (3.800)	0.035 *** (3.675)
FCF_{t-1}	-0.010 *** (-4.335)	-0.010 *** (-4.250)	-0.010 *** (-4.327)	-0.010 *** (-4.284)	-0.009 *** (-5.844)	-0.009 *** (-5.704)	-0.009 *** (-5.848)	-0.009 *** (-5.772)
Age_{t-1}	0.004 *** (5.944)	0.003 *** (5.207)	0.003 *** (5.508)	0.004 *** (5.602)	0.003 *** (7.704)	0.003 *** (6.839)	0.003 *** (7.302)	0.004 *** (7.290)
SOE_{t-1}	-0.063 *** (-5.530)	-0.062 *** (-5.526)	-0.062 *** (-5.554)	-0.063 *** (-5.536)	-0.059 *** (-7.302)	-0.058 *** (-7.282)	-0.058 *** (-7.326)	-0.059 *** (-7.314)
MB_{t-1}	0.098 *** (5.558)	0.098 *** (5.544)	0.098 *** (5.566)	0.101 *** (5.556)	0.088 *** (7.152)	0.089 *** (7.146)	0.088 *** (7.140)	0.091 *** (7.152)
$Outin_{t-1}$	-0.142 *** (-2.764)	-0.139 ** (-2.575)	-0.142 *** (-2.793)	-0.133 *** (-2.654)	-0.138 *** (-3.765)	-0.133 *** (-3.469)	-0.138 *** (-3.829)	-0.129 *** (-3.626)
$Dual_{t-1}$	0.012 (1.290)	0.012 (1.212)	0.012 (1.234)	0.012 (1.268)	0.008 (1.217)	0.008 (1.112)	0.008 (1.149)	0.008 (1.196)
Cons	0.273 ** (2.530)	0.290 *** (2.851)	0.295 *** (2.851)	0.236 ** (2.357)	0.359 *** (4.678)	0.371 *** (5.134)	0.380 *** (5.131)	0.326 *** (4.544)
行业年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2232	2232	2232	2232	2221	2221	2221	2221
R ²	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.019	0.020	0.020

其它控制变量方面,公司规模 Size 系数为负,表明公司规模越大,并购协同效应越差;企业的财务杠杆与并购业绩显著正相关,体现了一定的债务治理效应;企业自由现金流的系数与并购绩效显著负相关,支持自由现金流假设;产权属性哑变量 SOE 的系数显著为负,表明国有企业的并购绩效显著低于非国有企业的并购绩效;账面市值比 MB 与并购业绩显著正相关,表明账面市值比高的企业为价值型企业,账面市值比低高的企业为成长性企业,价值型企业(账面市值比 MB 高)的并购往往实现更多的超额收益。

对于稳健性检验,首先通过使用不同的时间窗口来检验持银行关联对并购绩效的影响,如在前述的实证检验中,时间窗口设为(-5, 5)和(-10, 10)。其次,本文使用倾向得分匹配方法来解决样本选择偏差和内生性问题。本文把各种银行关联的上市公司作为处理组,非银行关联的公司作为控制组,在倾向得分匹配中使用的控制变量为前述回归模型中相应的控制变量。使用 1:1 最近邻匹配的方法进行匹配,并计算了相应的平均处理效应。研究结论与前述结果一致(为节省篇幅,稳健性结果作者备索)。

五、结 论

本文分析在经济转型背景下,银行关联如何影响我国企业并购战略的选择行为,并检验其对我国企业并购绩效的影响。在吸收和借鉴国内外相关研究成果的基础上,联系我国经济转型的特殊制度背景和条件,探究银行关联对公司并购影响行为的微观机制。使用 2006-2012 年数据,实证检验了上述关系。检验结果发现:不管是董事会银行背景关联还是股权关联都显著地提高了公司并购发生的可能性。对于企业并购绩效的检验,本文使用事件研究法计算累计超额收益率 CAR,并变换不同的时间窗口来检验银行关联对并购绩效的影响。实证结果发现:银行关联显著降低了并购绩效,把银行关联进一步分为董事会银行背景关联和股权关联,发现董事会银行背景关联对并购绩效的影响不显著,而股权关联的公司,其并购绩效更低。

本文研究结论的政策含义在于:银行关联是把双刃剑,一方面促进了企业并购发生,加速了企业资源的整合,对经济结构调整具有重要的战略意义,另一方面,银行关联特别是银行股权关联降低了股东的并购财富。这一定程度上说明银行关联可能会出现关联贷款问题,降低银行负债的监督效应,企业经理人有可能进行价值破坏型并购。总之,银行、企业和政府监管部门需要相互共同努力,规范银行关联关系,充分发挥银行关联这把双刃剑的有利一面,抑制它的不利因素。对银行来说,要根据市场需要来配置信贷,创新金融产品和服务,充分发挥银行负债的监督作用;对企业来说,需要不断完善公司治理制度、经理人的激励和惩罚措施;对政府监管部门,需要加强对关联贷款的监督管理,完善相关法律法规,加强信用建设。这些研究结果为银行关联对我国上市公司的并购选择和并购绩效的影响提供理论依据和实证支持。

参考文献:

- [1] Lu Z., Zhu J., Zhang W. Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences: Evidence from China [J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(2): 341-354.
- [2] Espenlaub S., Khurshed A., Sitthipongpanich T. Bank connections, corporate investment and crisis [J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(5): 1336-1353.
- [3] 邓建平, 曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束 [J]. 金融研究, 2011, (8): 78-92.
- [4] Fama E. F., Jensen M. C. Separation of ownership and control [J]. Journal of law and economics, 1983: 301-325.
- [5] Burak Güner A., Malmendier U., Tate G. Financial expertise of directors [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2): 323-354.
- [6] Agarwal R., Ann Elston J. Bank-firm relationships, financing and firm performance in Germany [J]. Economics Letters, 2001, 72

- (2): 225 – 232.
- [7] Luo W. , Zhang Y. , Zhu N. Bank ownership and executive perquisites: New evidence from an emerging market [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(2): 352 – 370.
- [8] 王善平, 李志军. 银行持股、投资效率与公司债务融资 [J]. 金融研究, 2011, (5): 184 – 193.
- [9] 翟胜宝, 张胜, 谢露, 郑洁. 银行关联与企业风险——基于我国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2014, (4): 53 – 59.
- [10] Ivashina V. , Nair V. B. , Saunders A, et al. Bank debt and corporate governance [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(1): 41 – 77.
- [11] Huang Q. , Jiang F. , Lie E. , et al. The role of investment banker directors in M&A [J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(2): 269 – 286.
- [12] 邓建平. 银行关联、会计信息与债务融资——基于我国民营企业的实证研究 [J]. 会计与经济研究, 2014, (1): 3 – 14.
- [13] Higgins H. N. Conflicts of interest between banks and firms: Evidence from Japanese mergers [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2013.
- [14] 杨棉之. 多元化公司内部资本市场配置效率——国外相关研究述评与启示 [J]. 会计研究, 2007, (11): 44 – 49.
- [15] Harford J. , Uysal V. B. Bond market access and investment [J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(2): 147 – 163.
- [16] Jensen M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323 – 329.
- [17] 曾亚敏, 张俊生. 中国上市公司股权收购动因研究: 构建内部资本市场抑或滥用自由现金流 [J]. 世界经济, 2005, (2): 60 – 68.

An Empirical Study of the Relationship between Bank Connection and M&As

LUO Fu-yan

(Modern Enterprise Management Research Center, Guilin University of Technology, Guilin 541004, China)

Abstract: Using 2006 – 2012 data of listed company in china, this paper empirically tests whether bank connection affects the probability and performance effect of mergers and acquisitions. The results are as follows: (1) Bank connection, whether it is related to directors' bank background or bank equity associated, can significantly increase the probability of M&A; (2) The M&A performance of banks-associated companies is significantly lower than those companies that have no connection with banks, while the relationship between directors' bank background and the performance of M&A is insignificant. These results indicate that on one hand, bank connection increases the probability of M&A, on the other hand, bank connection, especially bank equity connection reduces the performance of M&A. The results enrich and develop the literature about the relationship between bank connection and M&A.

Key words: bank connection; mergers and acquisitions; the performance of M&A

(责任编辑: 原 蕴)