

学校编码：10384

分类号__密级__

学号：32120121150568

DC__

廈門大學

硕士学位论文

债券融资与上市公司并购行为

Public Bond Market Financing and Acquisitions

杨茜玲

指导教师姓名：吴育辉 副教授

专业名称：财 务 学 系

论文提交日期：

论文答辩时间：

学位授予日期：

答辩委员会主席：__

评阅人：__2015年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

近年来,我国公开债券市场的快速发展改善了公司融资环境,债券融资工具的丰富有利于公司优化自身债务期限结构,减轻对银行借款、权益等再融资工具的依赖,并能提高公司资金流动性、缓解融资约束和降低融资风险。相较于权益再融资,公开发行债券具有发行周期短、程序简便的特点,是一种更加灵活的再融资工具。公开发行债券对上市公司的盈利能力和信用质量等方面有较高要求,未满足要求的公司则无法通过这种融资渠道进行融资,或者需要支付更高的利息成本。因此,公开债券市场的发展会导致不同公司之间债务结构、资本结构的差异,进而对公司的投资决策及效率产生影响。关于融资约束对公司投资行为的影响的研究表明,不同程度的融资约束下,公司投资行为及绩效具有显著差异,关于融资约束缓解后企业投资行为如何变化存在两种观点:次优融资约束和最优融资约束。次优融资约束观点认为,缓解融资约束有助于提高公司投资能力,使其满足所有 NPV 为正的投资项目,从而促进企业价值的提升;最优融资约束观点则认为,缓解融资约束可能导致公司的过度投资行为,从而损害公司的价值,因此融资约束则有助于抑制过度投资行为。

在此背景下,本文通过构建配对样本,对发行债券的公司与未发行债券公司之间并购行为的差异进行研究。本文的研究主要包括两个部分:第一部分主要研究发行债券对上市公司并购行为的影响;第二部分对发行债券和未发行债券的公司并购后的短期和长期绩效进行研究。本文研究主要得出以下结论:并购行为方面,相较于未公开发行债券的公司,(1)发行债券的公司发起并购的可能性更高;(2)发行债券的公司发起并购的规模更大;(3)发行债券的公司更倾向于使用现金支付对价;并购后绩效方面;(4)未公开发行债券的公司与公开发行债券的公司短期绩效并无显著差异;(5)以长期买入持有超额收益率(BHAR)衡量并购后长期绩效,未公开发行债券的公司并购后长期绩效显著高于公开发行债券的公司。这表明,对我国上市公司而言,融资约束得到缓解后能够提高公司的并购投资能力,但是从长远来看,并购行为并未提升公司的价值。

关键词:债券融资;并购行为;融资约束

Abstract

In recent years, under the rapid development of public bond market, the financing environment has been improved for public companies. The alternative access to public capital may release the reliance on bank loans or seasoned equity offerings which is more expensive, and thus, diversify financing risks and ease the financial constraints. Compared with equity refinancing, public bond is more flexible in issuing program and lower in capital cost. But according to the qualifications of access to public bond market, an investment rating is needed accompanied with other requirements in profitability and operation conditions. Therefore, the development of public bond markets may lead to differences in debt structure and capital structure among different companies, and thus affect the investment decisions for companies.

Existing studies on investment and financial constraints provide two points of views for us to capture the effect of financing conditions on investment decisions. The first one is optimal financial constraints, which means that financial constraints may reduce overinvestment for financing frictions may limit managers' self-interested behaviors. The other one is sub-optimal constraints which mean that managers cannot finance all positive NPV investment projects if he cannot switch swiftly between alternative ways if financing. This paper is constructed under this context, by building paired samples, we conduct a research to investigate the difference in mergers and acquisitions behaviors between public bond issuer(issue acquirer) and the companies did not issue public bonds (non-issue acquirer).

The empirical results of our first part is as following, compared with the companies did not issue bonds, the companies issued bonds have a higher possibility of launching M&As, the relative size of M&A is larger, and more cash payments.

The second part of research aimed at investigating the short term and long term value creation from the trades. Firstly, we calculated three kinds of CARs with different event windows. The first one is the CARs on the day of M&A announcement. The results showed that abnormal accumulated returns are positive for both issue

acquirers and the non-issue acquirers, as it sustained for the CARs on five-day event windows and the CARs on eleven-day event windows, we conclude that short term CARs may not capture the difference in value creation between the two kinds of firms for the adequacy of market reactions on value generating of an event should depend on the efficiency of capital market. As a necessary component, we step further in studying the long-term buy and hold returns (BHAR) in one year, two years and three years after M&A announcement. Empirical results showed significant difference in BHARs between the two groups firms, BHARs for non-issue acquirers exceeds issue acquirers to a significant extent. The empirical results showed that ease of financial constraints may result in overinvestment for our sample companies.

Key words: public bond financing; mergers and acquisitions; financial constraints

目 录

第一章 序言	1
一、研究背景	1
二、研究内容、意义及创新之处	2
(一) 研究内容	2
(二) 研究意义及创新之处	3
三、研究框架	3
第二章 研究综述	5
一、融资约束企业投资	5
二、债务结构与企业投资	8
三、国内相关研究	10
四、文献评述及假设提出	11
第三章 制度背景	14
一、我国上市公司主要融资来源	14
二、 公开债券市场及债券融资工具	15
(一) 发行模式和管理机构	15
(二) 交易场所、交易机制及投资者	16
(三) 发行具体要求对比	17
三、上市公司外部融资约束分析	18
第四章 研究设计	21
一、样本及数据来源	21
(一) 研究样本及配对样本选取	21
(二) 并购样本筛选	23
(三) 数据来源	24
二、 变量定义	24
(一) 被解释变量	24
(二) 主要解释变量	25
(三) 控制变量	25

三、 研究模型.....	27
第五章 实证研究	31
一、 债券发行对公司并购行为的影响.....	31
(一) 变量描述性统计	31
(二) 单变量相关性分析	33
(三) 债券融资对公司并购行为影响	35
二、 并购后绩效检验.....	39
(一) 发起并购后短期市场超额收益率	39
(二) 并购后长期绩效	42
三、 稳健性检验.....	46
(一) 重新构建配对样本公司	46
(二) 首次发行债券前后纵向对比检验	48
第六章 结论及启示	50
一、 研究结论.....	50
二、 讨论与启示.....	51
三、 研究中存在的不足.....	52
参考文献	54
致 谢.....	59

Contents

1. Introduction	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research and Contribution	2
1.2.1 Research Contents	2
1.2.2 Significance and Contribution	3
1.3 Frame of the Research	3
2. Theory Reviews	5
2.1 Financial Constraints and Investment	5
2.2 Debt Structure and Investment	9
2.3 Domestic Studies	10
2.4 Hypothesis	11
3. Institution Background	14
3.1 Financial Resources	14
3.3 An Introduction of Public Bond Market	15
3.3.1 Regulations	15
3.3.2 Exchanging Mechanisms.....	16
3.3.3 Requirements and Qualifications of Bond Issuance.....	17
3.4 An Analysis of Financial Constraints of Our Country	18
4. Research Design	21
4.1 Sample and Data	21
4.1.1 Sample Construction.....	21
4.1.2 M&A Sample Selection.....	23
4.1.3 Data.....	24
4.2 Variables	24
4.2.1 Explained Variable.....	24
4.2.2 Explanatory Variables.....	25
4.2.3 Control Variables	25
4.3 Models	27
5. Empirical Tests	31
5.1 The Effect of Bond Issuing on M&A Behavior	31

5.1.1 Description Statistics	31
5.1.2 Univariate Analysis	33
5.1.3 Regression Results.....	35
5.2 Value Creation after M&A	39
5.2.1 Accumulated Abnormal Return	39
5.2.2 Long term Buy and Hold Accumulated Return	42
5.3 Robustness	46
5.3.1 Sample Re-construction.....	46
5.3.2 Comparative Test Before and After Initial Financing	48
6. Conclusions and Implications	50
6.1 Conclusions	50
6.2 Implications.....	51
6.3 Shortcomings of the Study.....	52
Reference.....	54

图表目录

图 1-1 研究结构图	4
图 5-1 未发债公司与发债公司并购后 3 年内 BHAR 中位数	44
图 5-2 未发债公司与发债公司并购后 3 年内 BHAR 均值	44
表 3-1 银行贷款和证券公司规模对比（单位：亿元）	14
表 3-2 主要融资市场规模（单位：亿元）	15
表 3-3 我国主要公司债券融资工具对比	17
表 3-4 上市公司公开发行债券情况统计	19
表 3-5 公司债券发行主体评级及发行规模分布（单位：亿元）	20
表 4-1 研究样本公司及配对样本公司行业分布	22
表 4-2 研究样本公司及配对样本公司配对期初特征对比	23
表 4-3 研究样本公司与配对样本公司并购行为对比	24
表 4-4 变量说明	27
表 5-1 主要变量描述性统计	32
表 5-2 变量相关系数	34
表 5-3 债券发行对公司发起并购可能性的回归结果	35
表 5-4 债券发行对公司发起并购规模的回归结果	37
表 5-5 债券发行对公司并购支付方式的回归结果	38
表 5-6 发起并购公告后短期市场超额收益率	41
表 5-7 发债公司与未发债公司并购后长期买入持有超额收益率对比	44
表 5-8 长期买入持有超额收益率回归结果	45
表 5-9 研究样本公司及配对样本公司配对期初特征对比	46
表 5-10 债券发行对公司发起并购可能性及并购规模的回归结果	48
表 5-11 债券发行前后发起并购的可能性对比	49

第一章 序言

一、研究背景

近年来，我国公开债券市场进入快速发展的阶段。2005年5月23日，中国人民银行发布《短期融资券管理办法》，允许我国境内符合条件的非金融企业在银行间债券市场发行和交易期限最长不超过365天的还本付息的有价证券，即“短期融资券”；2007年8月14日，中国证监会颁布并实施了《公司债券发行试点办法》，标志着我国开始发行“真正意义上的公司债券”¹，允许任何符合《公司法》要求的股份有限公司或有限责任公司都有资格申请发行公司债，并且对筹集资金的用途、信用担保方面均未做出政策性规定；随后，于2008年4月16日，中国人民银行发布《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》，除发行期限外其余要求均与短期融资券一致。公开债券市场的发展有助于改善企业融资环境，优化自身债务期限结构，并减轻对银行借款、权益再融资工具等的依赖，从而提高公司资金流动性、缓解融资约束和融资风险。

相较于权益再融资和银行贷款，公开发行债券具有融资规模大、发行周期短、程序简便的特点，是一种更加灵活的再融资方式。但是，截止到2013年12月31日，公开发行债券的上市公司数累计617家，相较于全部A股上市公司占比不到四分之一。公开发行债券对上市公司的盈利能力、资本结构和信用质量等方面有较高要求，未满足要求的公司则无法通过公开发行债券进行融资，或者需要支付更高的融资成本，从这个意义上讲，公开债券市场的发展可能导致公司之间债务结构、资本结构产生差异，而资本结构的差异同时影响到公司的投资效率和投资收益（徐玉德、周玮，2009）。因此，公开债券市场这一新增的融资渠道必然对公司的投资决策及效率产生影响。

¹引述至高强，邹恒甫.企业债券与公司债券信息有效性实证研究[J]金融研究,2010,7:99-117.始于1987年3月27日的企业债券制度下，发债主体基本都是规模巨大的国有企业，其发行申请均需经由行政部门（发改委），并投资于政府制定项目，因此，王国刚（2007）认为“我国企业债券并非真正意义上的公司债券，实质上是政府债券”，2007年8月14日颁布《公司债券发行试点办法》后，则称之为“真正意义上的公司债券”。

有关融资对公司投资决策影响的研究表明，理想状态下，公司可以随时筹集资金满足自身投资需求，公司的投资完全取决于成长机会，与融资来源无关。但在现实中，政策制度、资本市场发达程度，以及非对称信息导致投资者信贷配给等因素均导致公司面临不同程度的融资约束。有关融资约束对公司投资行为的影响的研究表明，不同程度的融资约束下，公司投资行为特征及投资绩效存在显著差异，关于融资约束缓解后企业投资行为如何变化存在两种观点：次优融资约束和最优融资约束。次优融资约束观点认为，缓解融资约束有助于提高公司投资能力，使其满足所有 NPV 为正的投资项目，从而促进企业价值的提升；最优融资约束观点与自由现金流假说的内容一致，认为缓解融资约束后，公司可及时获得资金补充内部现金流，可能加剧公司内部现金流的代理问题，即导致公司进行过度投资，从而损害公司的价值，因此一定程度的融资约束有助于抑制过度投资行为。

这两种观点并不相悖，不同市场环境和公司特征下，融资约束对投资行为的影响并不相同。公开债券市场的发展能够缓解满足发债资格的公司面临的融资约束程度，而对于未满足资格的公司而言，可能对其融资约束程度并无缓解作用。这两类公司投资行为的差异则能体现外部市场环境变化后，融资约束对公司投资行为的影响的差异。

本文的研究即在此市场背景和理论背景下展开，以并购行为——公司用以实现扩张的主要方式为投资的代理变量，研究公司公开债券市场这一新增融资渠道对上市公司投资行为的影响。

二、研究内容、意义及创新之处

（一）研究内容

我国公开债券市场的发展拓宽了我国公司的融资渠道，有助于缓解公司面临的融资约束。已有的对融资约束与公司投资行为之间关系的研究表明，外部融资约束的缓解能够提高公司的投资支出，但是对投资效率的检验存在两种不同的观点和结论：第一，融资约束缓解后，有助于公司满足所有 NPV 为正的项目投资需求，从而增加企业的价值；第二，融资约束缓解后，更容易地获取融资会增加管理层过度投资行为，从而损害公司价值。本文的研究即在此理论背景下展开，对已经通过公开债券市场融资的公司与未通过公开债券市场融资的

公司为研究对象，对比分析其并购行为和并购绩效的差异。

本文的主要研究问题主要包括两个部分：第一部分主要研究发行债券对上市公司并购行为的影响。这部分对比研究发债公司与未发债公司两者并购行为三个方面存在的差异：发起并购的概率、发起并购的规模和支付方式；第二部分对发行债券和未发行债券的公司并购后的短期和长期绩效进行对比研究，据此判别两类公司的投资绩效，从而得出本文的结论。

（二）研究意义及创新之处

在我国企业债券市场迅速发展的背景下，越来越多的学者开展了债券市场发展对公司的财务行为的研究。已有的研究主要包括以下几个方面内容：（1）对比研究发行债券与未发行债券的公司之间的差异，从公司内部特征着手实证检验影响我国上市公司发行短期融资券的主要因素（吴育辉，魏志华和吴世农，2009）；（2）利用短期融资券的推出作为自然实验研究金融创新引起的公司融资约束变化对公司经营业绩的影响（李科和徐龙炳，2011）；（3）实证检验债券市场发展与公司融资成本之间的关系（金鹏辉，2010）；（4）债券市场信息披露及信息有效性（王芳，2012；高强和邹恒甫，2010）。但是从缓解融资约束对公司具体投资行为及价值的角度开展的研究则相对较少。

本文即从融资约束缓解对公司投资行为的影响进行研究，对我国债券市场发展过程中对企业投资行为和价值的影响提供一定的经验证据。

三、研究框架

本文研究主要包括以下几个部分：引言、文献综述、制度背景、研究设计、实证结果及结论六个部分构成。每个部分的主要内容及逻辑关系如下：

第一部分为引言。对本文的研究背景进行简介，结合研究背景提出文本的研究问题，然后对文章的主要架构进行梳理和展示；

第二部分为文献综述。主要对融资约束与企业投资行为关系相关的理论及实证研究成果进行梳理，构建对本文研究的理论支撑，并据此提出文章所要验证的假设。

第三部分为制度背景。对我国企业目前所处的投、融资体制环境及变迁进行介绍；对公司主要融资来源及融资工具进行简介；最后对企业所面临的融资约束环境进行分析。

第四部分为研究设计。主要对本文用以验证假设的实证模型、变量选择及样本构建进行介绍。

第五部分为实证研究。本部分主要包括两个部分：第一部分为上市公司债券发行对企业发起并购的概率、并购规模、并购目的和支付方式进行实证检验；第二部分则对公司并购后短期市场绩效和长期绩效进行衡量。

第六部分为结论。基于第二部分的理论、第三部分制度背景和第五部分实证研究结果得出本文的经验结论，并对研究存在的不足进行总结。

本文的研究架构如图 1-1 所示：

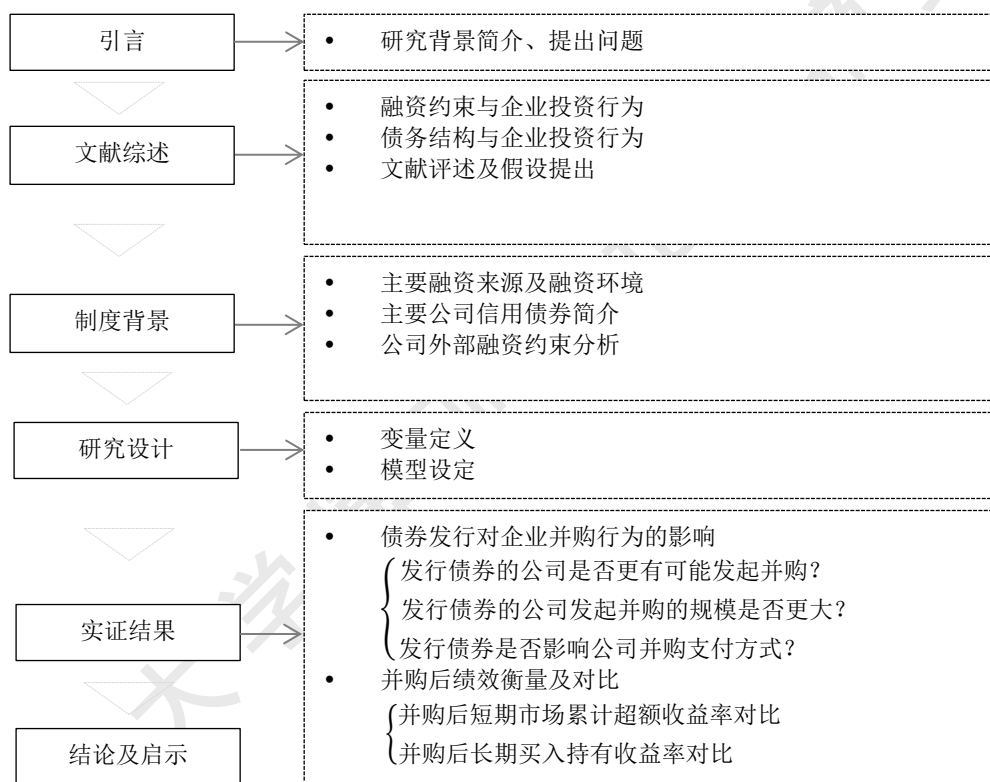


图 1-1：研究架构图

第二章 研究综述

一、融资约束企业投资

融资约束被定义为企业内外部融资成本的差异（Fazzari, Hubbard and Petersen, 1988; Kaplan and Zingales, 1997）。从信息不对称角度来看，借贷双方关于风险收益信息的不完全是导致企业内外部融资成本差异的主要原因，即债权人往往要求债务人可能的“逆向选择”和“道德风险”支付溢价，从而导致内外部融资成本的差异，这是广义上的融资约束定义。从这个意义上讲，大部分公司均面临融资约束。

狭义层面上的融资约束是指公司投资时需要外部融资，而由于外部融资成本较高难以获得融资或者由于信贷配给根本无法融到资金的时面临的约束。信贷配给是指给定融资成本的基础上，公司难以向投资者筹集所需数量资金的情形（Stiglitz and Weiss, 1981）。Faulkender（2006）从信贷配给的角度研究了有债券评级和无债券评级公司资本结构的差异，认为资本结构不仅仅取决于公司自身的特征和需求，往往还受到资本供给方的影响，在控制公司一系列影响资本结构的因素后，有评级的公司资产负债率仍然比无评级的公司高出 50%，从而认为资本市场中信贷配给是造成公司融资约束的重要因素，导致了公司资本结构的显著差异。

有关融资约束与企业投资行为的早期研究中，Fazzari, Hubbard and Petersen（FHP, 1988）率先研究融资约束与企业投资现金流敏感性之间的关系。他们认为，由于外部融资成本较高，股利支付率低意味着公司的投资对内部现金流具有较高的依赖性，也就是说，低股利支付率的公司投资支出可能受到较严重的融资约束。

度量融资约束程度的研究除使用除公司内部财务指标作为划分标准之外，也会使用外生特征变量作为划分标准。比如，Hoshi, Kashyap and Sharfstein（1991）和 Schiantarelli and Sembenelli（2000）以是否是集团公司作为划分融资约束程度的标准，因为集团成员公司通过与主银行保持合作和信息共享，降低信息不对称带来代理问题，有助于集团成员公司能够更容易地获得投资所需资金，因此，相较于非集团成员公司，集团成员公司面临的融资约束程度较轻，表现出较低

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫