

融资约束对文化企业并购绩效的影响

——基于支付方式的中介作用

邵春燕 冯晨星 李洪霞

(山东财经大学会计学院,山东 济南 250014)

[摘要] 选取 A 股上市文化企业 2011-2015 年的并购交易事项为样本,根据“融资约束-支付方式-并购绩效”的思路,分别进行 logistic 和线性回归,通过实证分析发现:文化企业面临的融资约束正向影响企业的并购绩效;融资约束有利于文化企业在并购过程中选择股票支付;文化企业在并购过程中选择股票支付对并购绩效呈正向影响;支付方式在融资约束对文化企业并购绩效的影响过程中起到中介作用。最后在前述分析的基础上提出针对性政策建议。

[关键词] 文化企业;融资约束;支付方式;并购绩效

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2019.03.005

[中图分类号]F276.6 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2019)03-0061-10

一、引言

文化企业是指生产、经营和销售文化产品和服务的企业。文化企业不仅可以传递我国的传统文化,满足人们的精神需求,而且在国民经济中处于越来越重要的地位。但是文化企业由于具有轻资产等特性,相比其他行业来说存在更为严重的融资约束问题。为了促进文化企业的发展,在国务院颁布了《文化产业振兴规划》以后,国家相继也出台了关于促进文化企业融资的文件,这将文化企业推向一个新的发展高潮。在利好政策的背景下,文化企业通过各种方式增强自身优势,壮大发展规模,其中一个重要的途径就是并购(王乾厚,2009)^[1]。近年来,文化产业领域的并购重组风起云涌,并购事件和并购额屡创新高。2013 年文化传媒板块发生并购案例 50 余起,涉及资金近 400 亿元;到 2014 年并购事件达到 159 起,并购金额达到 1000 亿元。在深交所和上交所上市的文化企业中,2015 年并购案例再创新高达到 354 起,涉及金额高达 2140 亿元人民币(潘爱玲、邱金龙,2016)^[2]。但是一些文化企业在并购过程中,因为无法获得足够的资金支持而导致并购的失败。因此对于很多文化企业来说,很多时候即使有一些可以让企业扩大市场、吸引消费者的良好创意,但是只靠自身积累的资金往往无法实现(卜凡婕、夏爽,2010)^[3]。信贷双方信息不对称、贷款过程中客观存在的不确定性以及超过

[基金项目] 国家社会科学基金项目“制度环境下终极控股股东对文化企业并购绩效影响研究”(15BGL065)

[作者简介] 邵春燕(1977-),女,山东成人,山东财经大学会计学院副教授,博士。主要研究方向:公司治理与公司财务。

企业承受能力的高交易费用是形成融资约束的关键(甘宇,2017)^[4]。也就是说,在国家扶持文化企业发展的利好政策下,企业发展的关键是资本,而文化企业因为自身特点,融资渠道受限,企业发展受到了严重的融资约束阻碍(陈波、王凡,2011)^[5]。自股权分置改革以来,我国的资本市场正不断完善,企业并购支付方式逐渐从单一趋向多元化。关于支付方式与并购绩效之间关系的研究,加深了对资本市场上并购绩效存在显著差异现象的理解,但大量的实证研究得出了不同的结论(窦炜、方俊,2018)^[6]。文化企业并购浪潮来袭,融资约束对文化企业并购绩效有什么影响?有利还是不利?融资约束是否会影响支付方式的选择,而这将如何影响文化企业的并购绩效呢?本文拟在前人研究的基础上,选取上市文化企业并购数据为研究对象,进一步探讨融资约束对文化企业并购绩效的影响。

二、理论分析与研究假设

(一)融资约束与并购绩效

在现有文献中,融资约束对并购绩效的影响方向并不统一,而且大多数研究都是从支付方式这个角度进行的,有关融资约束直接影响并购绩效实证研究并不多。Khatami(2011)^[7]利用1985-2007年间美国企业的2810个收购案样本研究融资约束对并购绩效的影响发现,融资约束对于并购绩效存在正向影响。杨志海等(2012)^[8]预期公司长期并购绩效与融资约束程度相关,融资约束公司发动的并购更多是为了增加公司价值,而无融资约束公司容易存在“过度自信行为”,发动的并购容易损害股东价值。而Pardoel(2011)^[9]运用2005-2010年间英国上市公司的417起并购交易进行实证研究发现,融资约束对接管后的企业绩效没有影响。

文化企业在并购之前因为可抵押资产有限、信用低等问题,在融资方面会受到约束。文化企业在完成并购的过程中,一般会发展新的金融工具拓宽融资渠道进而获得并购资金,从而在某种程度上提高企业自身的资金利用率,同时也会传递企业发展良好的信息。文化企业融资约束程度越高,投资决策往往越谨慎,而在融资约束程度低的企业,高管人员一般会认为企业可以随时筹集到所需要的资金,因此容易产生过度自信,基于以上分析,我们提出以下假设:

H1:文化企业的融资约束会直接影响企业的并购绩效,而且融资约束程度越高,文化企业并购绩效越高。

(二)融资约束与支付方式

目前有些学者在研究企业并购过程中支付方式选择的影响因素时,是在企业没有融资约束这一隐含假设中进行的(王燕,2003^[10];徐波等,2005^[11]),然而我国的资本市场并没有达到如此完美的程度,大部分企业在融资方面都受融资约束的制约,因此应该将融资约束作为企业并购支付方式选择的一个影响因素进行研究。也有学者认为融资约束型主并方企业更易于采用股票支付,而不同的支付方式将会影响企业并购后的绩效(Alshwer等,2011^[12];Faccio等,2005^[13])。还有学者发现公司面临融资约束时,管理层不会坐视不管,而是积极地在经营过程中储备资金,以应对未来之需,因此,当并购机会来临时,他们会选择现金支付(罗琦等,2007^[14];连玉君等,2010^[15];杨志海等,2012^[8])。罗付岩(2016)^[16]指出企业内外部融资成本存在差异,并通过实证研究发现,存在银行关联的企业,融资约束较低,在并购过程中更倾向于选择股票支付。葛结根(2017)^[17]认为中国上市公司实现并购战略目标的途径之一就是化解

目标公司投资需求与资金供给的矛盾。从融资成本看,债务融资面临硬约束和交易成本高的压力,而股权融资是一种可行选择。

文化企业由于自身的特性,如产品难以物化、有形可抵押的资产有限等,受到债务融资方面的融资约束较为严重。在文化企业并购过程中,由于融资约束的存在使得企业需要更多的融资成本获得资金。因此,文化企业在有融资约束的情况下,一般不选择现金支付,因为选择现金支付意味着需要付出更高的融资成本,因此这部分企业更愿意选择股票支付方式。相反,在融资约束相对不强的情况下,文化企业在选择支付方式的时候,考虑到较低的债务融资成本以及财务杠杆带来的效益,更多地会选择现金支付。据此,我们提出以下假设:

H2:文化企业在并购过程中面临融资约束会促使企业选择股票支付方式。

(三)融资约束、支付方式与并购绩效

很多学者研究了企业并购方式对并购绩效的影响,发现不同支付方式给并购绩效带来的影响也不相同(Martynova等,2009^[18];王萌,2010^[19]等)。学者们从不同角度验证了支付方式对并购绩效的影响:宋希亮(2014)^[20]研究发现,支付方式选择会形成相应的交易结构和资产结构,资产结构的调整会带来公司规模扩大或者经营业务的变化,从而影响公司的获利能力或者并购绩效;也有学者认为不同的支付方式会带给投资者不同的企业信息,进而影响投资者的选择,进一步影响到股价的变化和企业的并购绩效,同时支付方式不同引起的财务杠杆效力也会对企业的并购绩效产生影响(刘灿灿等,2010)^[21];Travlos(2012)^[22]等则在信号传递理论和风险导向理论的基础上分析了支付方式对并购绩效的影响,融资约束会影响公司对并购支付方式的选择,而不同的支付方式付出的成本会有所不同,公司面对的并购风险也就不同,且不同的支付方式会直接影响到并购后企业的资本结构,这些会给资本市场上的投资者传递着不同的信号,并影响到并购宣告时的股价反应以及并购后的企业绩效。

在文化企业并购过程中,考虑到选择股票支付方式对企业财务杠杆效应的影响,股票支付方式可以带给投资者企业资本结构等方面的信息,通过这种支付方式可以向外界传递企业发展良好的信息,同时这也往往会提高文化企业并购后的股东财富,提高企业并购绩效。基于假设1和假设2的分析,支付方式在文化企业融资约束对并购绩效的影响中存在一定作用。据此,我们提出以下假设:

H3a:文化企业在并购过程中选择股票支付更有利于提高并购绩效。

H3b:文化企业在并购中的支付方式在其融资约束和并购绩效中起中介作用。

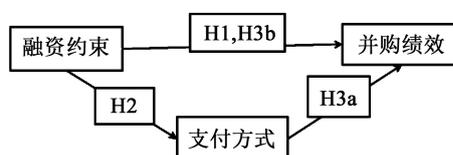


图1 理论模型图

基于以上理论分析和研究假设,本文构建理论模型图,如图1所示:

三、研究设计

(一)样本筛选

按照文化企业定义,本文选择A股上市的文化企业为研究对象,选择2011年到2015年的文化企业并购事件作为研究样本。

本文按照如下原则进行样本筛选:(1)选取并购方为文化企业且已经完成交易的并购事件;(2)剔除交易金额等交易信息不明确的记录;(3)剔除不能得到明确财务指标的交易记录;(4)考虑到样本数量,将同一企业同一年内发生的多次交易事件作为单独并购事件考虑;(5)因为资产支付、混合支付等并购支付方式非常少,本文剔除并购支付方式为资产支付、混合支付等的形式,只保留现金支付和股票支付。

通过以上筛选,共得到 220 条并购事件作为本文的样本。

(二)数据来源

本研究采用的财务数据主要来自国泰安公司联合香港大学研发的中国股票市场交易数据库(CSMAR)。本文运用 spss22.0 和 stata 对数据进行处理,其中,spss22.0 分析工具主要用于因子分析,stata 分析工具主要执行数据样本的描述性统计、相关性分析和回归检验。

(三)实证研究模型与变量界定

通过分析我们发现融资约束影响文化企业并购绩效,并且文化企业在并购中的支付方式在文化企业融资约束和并购绩效中起中介作用。因此,本文建立如下回归模型,通过对回归模型中的各变量进行考察和统计检验,验证融资约束对文化企业并购绩效的影响。

$$\text{MAR_MAR}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{LFC} + \beta_2 \text{LEV} + \beta_3 \text{Soe} + \beta_4 \text{Tq} + \beta_5 \text{Rs} + \beta_6 \text{IA} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Logit}(\text{Payment}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LFC} + \alpha_2 \text{LEV} + \alpha_3 \text{Soe} + \alpha_4 \text{Tq} + \alpha_5 \text{Rs} + \alpha_6 \text{Top} + \alpha_7 \text{IA} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{MAR_MAR}_t = \beta'_0 + \beta'_1 \text{LFC} + \beta'_2 \text{Payment} + \beta'_3 \text{LEV} + \beta'_4 \text{Soe} + \beta'_5 \text{Tq} + \beta'_6 \text{Rs} + \beta'_7 \text{IA} + \varepsilon \quad (3)$$

模型(1)用于研究融资约束对并购绩效的直接影响;模型(2)用于研究文化企业在并购过程中面临的融资约束对支付方式的影响;模型(3)用于分析支付方式在融资约束和并购绩效之间的中介作用,即融资约束对并购绩效的间接影响。

上述模型中各变量含义如表 1 所示。

四、实证分析

(一)因子分析

我们选择并购前一年、并购当年、并购后一年以及并购后两年共四年作为窗口期来观察并购绩效的变化。考虑到样本数量的有限性,本文对四年绩效数据整体通过 spss22.0 软件进行因子分析,为了准确判断计算并购绩效的指标是否满足做因子分析的条件,本文采用的方法是 KMO 和 Bartlett 的球形度检验。表 2 结果表明,KMO 检验下的统计量的值是 0.719(>0.6),Bartlett 的球形度检验下的显著性水平为 Sig=0.000,所选变量之间存在显著相关性,适合做因子分析。同理,并购前一年、并购后的第一年、并购后的第二年在 KMO 检验下统计量的值分别为 0.676、0.629、0.693,均大于 0.6,而且 Bartlett 的球形度检验下的显著性水平均为 Sig=0.000,这说明这三个时间段的财务指标也都适合做因子分析。

在表 3 中发现提取的五个因子累积解释方差达到 79.453%,说明能够代表原始数据的绝大部分信息,信息缺漏较少,再一次说明所选指标适合进行因子分析。并购前一年、并购后的第一年、并购后的第二年五个因子累积解释方差分别为 76.116%、77.092%、76.601%。因篇幅有限仅列示并购当年绩效的计算公式,将解释方差比率作为权重:

表 1 变量及其含义

变量类型	变量名称	变量描述	含义及计算公式
被解释变量	MAR	并购绩效	从企业的偿债能力、营运能力、盈利能力等方面综合考虑文化企业的并购绩效,选取权益净利率、销售利润率、总资产周转率、存货周转率、资产现金回收率、资产负债率、速动比率、现金比率、流动比率、净利润增长率、总资产增长率、每股收益、Ln 无形资产净额等 13 个具有代表性的指标进行因子分析,最终得到综合得分来衡量文化企业的并购绩效。 MAR、MAR0、MAR1、MAR2 分别表示文化企业并购前一年、并购当年、并购后第一年以及并购后第二年的绩效。 MAR_MAR0 表示文化企业自并购前一年到并购当年的绩效变化, MAR_MAR1 表示文化企业自并购前一年到并购后一年的绩效变化, MAR_MAR2 表示文化企业自并购前一年到并购后两年的绩效变化。
解释变量	LFC	融资约束	借鉴 Hadlock 等(2010) ^[23] 对融资约束的度量,即选择 SA 指数的绝对值作为融资约束程度的替代变量,考虑到此数值较大,本文最终采用 SA 指数绝对值的自然对数来衡量文化企业融资约束。值越大,融资约束程度越高。 SA 指数 = $-0.737 \times \text{Size} + 0.043 \times \text{Size}^2 - 0.040 \times \text{Age}^2$
	Payment	支付方式	支付方式为股票支付时赋值为 1, 现金支付时赋值为 0
控制变量	LEV	资产负债率	并购前一年年末总负债除以总资产
	Soe	企业性质	虚拟变量,若为国有企业,赋值为 0, 否则为 1。
	Tq	托宾 Q	市值 A / (资产总计 - 无形资产净额 - 商誉净额)
	Rs	相对交易规模	交易额与并购方交易前一年年末总资产的比值
	Top	第一大股东持股比例	反映企业的股权集中程度,用国泰安数据衡量
	IA	无形资产	并购前一年无形资产年末值的自然对数

表 2 KMO 和 Bartlett 的检验

取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量		.719
Bartlett 的球形度检验	近似卡方	2534.157
	df	78
	Sig.	.000

表 3 解释的总方差

成分	提取平方和载入	旋转平方和载入		
	累积 %	合计	方差的 %	累积 %
1	29.234	3.543	27.252	27.252
2	52.405	2.416	18.582	45.834
	63.698	1.936	14.892	60.726
	71.669	1.341	10.319	71.045
	79.453	1.093	8.408	79.453

提取方法:主成分分析

$$\text{MAR0} = (27.252 \times \text{FAC1} + 18.582 \times \text{FAC2} + 14.892 \times \text{FAC3} + 10.319 \times \text{FAC4} + 8.408 \times \text{FAC5}) / 79.453$$

(二)描述性统计

1.主要变量的描述性统计

从表 4 我们可以看出,企业并购当年、并购后一年的绩效较并购前一年没有明显提高,而且标准差在 1.5 左右,说明企业并购事件之间的绩效波动很大,但是绩效在并购后第二年有大幅上升。因为支付方式和融资约束均取的是二值虚拟变量,根据之前变量定义,此处支付方式均值小于 0.5,说明在并购事件中以现金支付方式为主;而融资约束均值为 0.55,说明有超过一半的文化企业并购事件中存在融资约束问题。企业的 Tq 标准差为 3.84,说明文化企业之间的投资机会差距较大,根据文化企业发展现状也可以得知,文化企业之间发展规模差距较大,发展机会也存在较大差异。另外,反应并购双方信息对称性的相对交易规模和反应企业股权集中程度的第一大股东持股比例的最大值和最小值之间存在较大差异,但是相对交易规模的标准差小于 1,说明各项交易事项之间信息对称性波动性很小。代表企业偿债能力的资产负债率的标准差较小,这说明并购事件对应的企业偿债能力差异并不大。

表4 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	p25	p50	p75
MAR_MAR0	220	-1.31	1.45	-12.51	2.03	-1.35	-1.00	-0.71
MAR_MAR1	220	0.02	1.70	-9.43	7.18	-0.50	-0.02	0.43
MAR_MAR2	220	2.31	2.00	-10.67	9.50	1.88	2.41	2.83
LFC	220	0.55	0.50	0.00	1.00	0.00	1.00	1.00
Payment	220	0.15	0.35	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
Tq	220	3.73	3.84	0.35	27.75	1.43	2.49	4.83
Rs	220	0.16	0.93	0.00	11.95	0.01	0.02	0.08
Top	220	0.35	0.19	0.07	0.76	0.16	0.36	0.50
LEV	220	0.34	0.21	0.01	1.70	0.18	0.32	0.45
Soe	220	0.55	0.50	0.00	1.00	0.00	1.00	1.00
IA	220	18.06	1.75	11.05	22.27	17.43	18.04	19.17

表5 支付方式、融资约束的交互描述性统计

	股票支付(比例)	现金支付(比例)	合计
高融资约束组	26(21.311%)	96(78.689%)	122
低融资约束组	6(6.122%)	92(93.878%)	98
合计	32(14.545%)	188(85.455%)	220

2. 融资方式、支付方式的交互统计

根据之前对融资约束变量的定义,选择使用SA指数的绝对值的自然对数度量融资约束,将每一事件的融资约束值与所有融资约束值的均值进行比较,大于均值归为高融资约束组,小于均值归为低融资约束组。从表5中可以发现,在85.455%的文化企业并购事件中选择了现金支付方式,可见现金支付成为文化企业并购过程中主要的支付方式。这可能是因为文化企业在上市过程中存在体制难以统一、产品难以物化等问题,使文化企业上市艰难,融资过程中很少使用股票融资,一般多采用自有资金或者信贷资金满足企业资金需求,因此在并购过程中多采用现金进行支付。基于风险管理的考虑,提供贷款的机构一般要求有形资产的抵押,而文化企业多数是靠自有资金起步的,缺少适合抵押的有形资产,因此55.455%的并购事件处在高融资约束组。另外,统计结果表明,高融资约束组的并购事件中选择现金支付的比例要比低融资约束组选择现金支付比例低。

表6 变量的相关性分析

	MAR_MAR0	MAR_MAR1	MAR_MAR2	LFC	Payment	LEV	Soe	Tq	Rs	Top	IA
MAR_MAR0	1.0000	0.5498 ***	0.3805 ***	0.1606 **	0.2823 ***	0.3865 ***	0.1710 **	-0.1501 **	0.1446 **	0.1637 **	0.0581
MAR_MAR1	0.6466 ***	1.0000	0.8116 ***	0.3581 ***	0.1921 ***	0.4835 ***	0.4091 ***	-0.1609 **	0.0698	0.0362	0.1154 *
MAR_MAR2	0.6451 ***	0.9114 ***	1.0000	0.3852 ***	0.2222 ***	0.4394 ***	0.4418 ***	-0.1305 *	0.0269	-0.0051	0.2301 ***
LFC	0.2055 ***	0.2968 ***	0.3218 ***	1.0000	0.2141 ***	0.3810 ***	0.5594 ***	-0.3925 ***	0.0251	-0.4104 ***	0.0480
Payment	0.1894 ***	0.1967 ***	0.1818 ***	0.2141 ***	1.0000	0.0366	0.1954 ***	0.0981	0.3776 ***	0.0349	-0.0104
LEV	0.3032 ***	0.3494 ***	0.3417 ***	0.3639 ***	0.0948	1.0000	0.3387 ***	-0.3007 ***	0.1651 **	0.0349	0.2385 ***
Soe	0.2052 ***	0.3610 ***	0.3485 ***	0.5594 ***	0.1954 ***	0.3007 ***	1.0000	-0.4253 ***	-0.0475	0.0035	0.3892 ***
Tq	-0.2672 ***	-0.2323 ***	-0.2203 ***	-0.2090 ***	0.0420	-0.4276 ***	-0.4644 ***	1.0000	0.3986 ***	0.1804 ***	-0.0928
Rs	0.1518 **	0.0932	0.0383	0.1079	0.2552 ***	-0.2432 ***	-0.2204 ***	0.3874 ***	1.0000	-0.0179	-0.3103 ***
Top	0.0046	0.0012	-0.0294	-0.4251 ***	0.0046	-0.0078	-0.0114	0.0169	-0.0387	1.0000	0.0762
IA	0.0217	0.0162	0.1086	0.0154	-0.0144	0.1300 *	0.3809 ***	-0.1776 ***	-0.2675 ***	0.0738	1.0000

注:本文相关性采用Spearman和Pearson检验,*、**、***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。

(三) 变量的相关性分析

在表6的结果中,我们发现融资约束和企业并购绩效变化显著正相关,这与我们预期的一致,初步对假设1进行了验证。同时也发现,企业的融资约束和支付方式之间存在正相关,且在1%的水平上显著,因此假设2得到初步验证。在控制变量中,所有权属性、资产负债率和并

购绩效之间显著正相关,即公司产权性质、资产负债率均对并购绩效产生有利影响。另外发现公司产权性质与企业的融资约束显著正相关,国有企业相比非国有企业面临的融资约束程度低,这可能是由于国有企业虽然承受着政策带来的负担,但是国家对其进行的政府补贴会降低其融资约束。

(四) 实证回归结果

模型(1)的回归结果说明了融资约束对于文化企业并购绩效的直接影响,结果如表7前三列所示。融资约束对并购当年和并购后的第一年绩效影响正相关但不显著,在并购后的第二年融资约束与绩效在5%的水平上正相关。另外在控制变量中发现,资产负债率在并购后第一年、第二年与绩效也是显著正相关,即偿债能力越差,并购绩效越好。相对交易规模在并购当年与绩效也是显著正相关关系,这可能是由于当相对交易规模越大时,主并方往往对信息了解程度较高,因此更能衡量并购的利弊,从而其并购绩效越好。

表7 融资约束对支付方式的回归结果

	MAR_MAR0	MAR_MAR1	MAR_MAR2	Payment	MAR_MAR0	MAR_MAR1	MAR_MAR2
LFC	0.1678 (0.93)	0.0926 (0.45)	0.4835 ** (2.08)	0.9974 ** (1.97)	0.1275 (0.69)	0.0518 (0.24)	0.4365 * (1.84)
Payment					0.5231 *** (2.99)	0.5291 * (1.69)	0.6088 ** (1.99)
LEV	1.0421 (1.37)	1.9126 ** (2.53)	2.1240 ** (2.53)	-1.09 (-0.74)	1.0634 (1.38)	1.9342 ** (2.56)	2.1488 ** (2.56)
Soe	0.0278 (0.12)	0.9943 *** (3.3)	0.7720 ** (2.47)	1.2524 * (1.89)	-0.0357 (-0.16)	0.9301 *** (3.28)	0.6981 ** (2.3)
Tq	-0.1119 ** (-2.03)	-0.0347 (-0.82)	-0.0283 (-0.49)	0.035 (0.69)	-0.1137 ** (-2.08)	-0.0365 (-0.87)	-0.0303 (-0.53)
Rs	0.3706 * (1.87)	0.1150 (0.73)	0.0412 (0.27)	2.3102 * (1.90)	0.3232 (1.57)	0.0671 (0.40)	-0.0140 (-0.09)
Top				1.1311 (0.90)			
IA	0.0074 (0.18)	-0.1195 (-1.38)	0.0003 (0)	0.0140 (0.11)	0.0082 (0.21)	-0.1187 (-1.44)	0.0013 (0.02)
_cons	-1.5507 * (-1.73)	1.0416 (0.65)	0.9903 (0.69)	-3.9739 * (-1.76)	-1.5776 * (-1.79)	1.0144 (0.66)	0.9591 (0.71)
obs	220	220	220	220	220	220	220
R-squared	0.1749	0.2172	0.1939	0.6278	0.1893	0.2279	0.2041

注:t statistics in parentheses; * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01。

模型(2)的回归结果验证了融资约束对并购支付方式的影响,结果如表7第四列所示。融资约束和支付方式之间存在正相关,z值为1.97,说明在5%的水平上是显著的。这可能是因为文化企业大多是轻资产,它的主要生产要素为内容和资本,资本对于文化企业来说是经营中不可缺少的要素,融资难的问题一直是文化产业的一大难题,而股票支付方式首先可以避免大量现金流的流失,新股东的加入有助于改善公司现有的股权结构,反映出主并购方对未来提高公司盈利能力、经营能力、发展能力的信心,而使用现金支付会占用并购企业的大量资金,造成的损失可能不能通过并购的协同效应来弥补,从而使得并购绩效下降。另外发现,在控制变量中,企业产权性质、相对交易规模与支付方式在10%的水平上显著正相关,说明相对于国有企业来说,非国有企业面临的融资约束程度更高,促使其在并购时选择股票支付方式。基于上述分析,假设2成立,即文化企业在并购过程中面临的融资约束,促进企业选择使用股票支付

方式。

通过前两个模型的回归结果我们发现,融资约束与并购绩效、融资约束与支付方式之间存在显著相关性,因此在模型(1)的基础上加入支付方式作为自变量,研究支付方式对并购绩效的影响以及支付方式在融资约束和并购绩效之间的中介作用,回归结果如表7后三列所示。我们发现支付方式对并购绩效产生的是正向影响,而且并购当年在1%的水平上显著,并购后第一年在10%的水平上显著,并购后第二年在5%的水平上显著。也就是说当企业选择股票支付时,能促进企业的并购绩效。考虑到文化企业的特性,股票支付方式首先可以避免大量现金流的流失,新股东的加入有助于改善公司现有的股权结构,反映出主并购方对未来提高公司盈利能力、经营能力、发展能力的信心。基于以上分析,假设3a成立。通过对模型(1)的回归结果和模型(3)的回归结果分析可得,融资约束对并购后第二年绩效的影响系数从0.4835降到0.4365,t值也从2.08降到1.84,说明了支付方式在融资约束和并购绩效中产生了部分中介作用,从而减弱了融资约束对并购绩效的直接影响。因此,融资约束对并购绩效的影响一部分来自自身的直接影响,一部分通过企业并购支付方式进行影响。假设3b成立。

五、稳健性检验

为使结果更可靠,我们选择ROA作为并购绩效的替代变量进行稳健性检验,ROA₀表示文化企业自并购前一年到并购当年的绩效变化,ROA₁表示文化企业自并购前一年到并购后一年的绩效变化,ROA₂表示文化企业自并购前一年到并购后两年的绩效变化。结果发现,融资约束与并购当年绩效显著正相关,即融资约束越大,企业并购绩效越好,证明了融资约束促进了企业并购绩效;融资约束与支付方式之间显著正相关,说明企业面临的融资约束越大,企业倾向于选择股票支付;模型(3)中代表融资约束对并购绩效的影响系数在并购当年从0.0136变到0.0123,t值也从1.66降到1.47,进一步验证了支付方式在融资约束和并购绩效中的中介作用。

六、结论与政策建议

(一)研究结论

本文通过对2011年到2015年上市文化企业并购数据进行实证研究,发现了文化企业并购支付方式对融资约束和并购绩效的中介作用。本文针对文化企业的主要研究结论如下:

1.文化企业在并购过程中面临的融资约束促进了企业的并购绩效

一般说来当企业面临融资约束时,使得企业不容易通过外部融资方式进行融资,企业高管会对此做出相应决策,从而使企业遇到并购机会时,完成并购。传递出企业决策战略适合自身发展的良好信息,从而利于企业的盈利,促进并购绩效。

2.文化企业在并购过程中面临的融资约束促进了文化企业选择股票支付方式

这主要是因为文化企业在有融资约束的情况下,选择现金支付意味着需要付出更高的融资成本,因此这部分企业更愿意选择股票支付方式。

3.文化企业并购过程中,并购支付方式在融资约束和并购绩效中起到部分中介作用

企业的融资约束既显著影响并购绩效,又显著影响支付方式。面临融资约束的企业完成并购传递了企业高管融资能力高的信息,以及高管对企业并购活动认真负责的态度,他们可以通过自身决策缓解企业投融资问题,因此传递给投资者积极的信号,而这些信息一般通过支付

方式来传递,因而在考虑融资约束、并购方式对绩效的影响时,融资约束对并购绩效的影响有一部分被支付方式中介。

(二)政策建议

基于上述实证结论,现提出如下三方面政策建议。

1.企业在并购前应合理估计自身融资约束程度

在并购过程中,融资约束正向影响文化企业的并购绩效,给文化企业提高并购绩效提供了理论支持。因此文化企业在面临并购机会时,应该考虑自身的融资约束程度,将其作为预测并购绩效的重要方面之一,从而做出是否应该进行并购的合理决策。

2.政府应设立专门为文化企业提供担保的机构,拓宽文化企业融资渠道

通过数据统计发现超过一半的企业受到融资约束,尽管政府已经出台了有利于文化企业融资的利好政策(税收优惠和低息贷款),但是因为文化企业可抵押资产有限的特性,利好政策并不能从根本上解决文化企业的融资问题,因此需要更多的担保机构,来缓解文化企业面临的融资约束,从而使得文化企业得到更进一步的发展。

3.文化企业并购过程中要合理选择并购支付方式

通过本文研究,我们发现支付方式在融资约束和并购绩效之间有部分中介作用,因此在文化企业并购过程中,可以通过支付方式的选择合理的调整融资约束对并购绩效的影响,从而实现并购企业股东财富最大化。

参考文献:

- [1]王乾厚.文化产业规模经济与文化产业重组并购行为[J].河南大学学报(社会科学版),2009,(11):78-85.
- [2]潘爱玲,邱金龙.我国文化产业并购热的解析与反思[J].华中师范大学学报(人文社会科学版),2016,(05):75-86.
- [3]卜凡婕,夏爽.中国文化企业上市融资分析及模式比较[J].管理世界,2010,(11):180-181.
- [4]甘宇.中国农户融资能力的影响因素:融资渠道的差异[J].经济与管理评论,2017,(02):12-18.
- [5]陈波,王凡.当前我国文化企业融资趋势、问题与成因分析[J].艺术百家,2011,(05):90-103.
- [6]窦炜,方俊.我国上市公司并购支付方式与业绩承诺——基于2008-2014年沪深上市公司并购重组事件的分析[J].商业研究,2018,(09):84-90.
- [7]Khatami H. Returns from M&As and acquisition premiums: The case of financial constraints[D]. Manchester: Manchester Business School, 2011.
- [8]杨志海,赵立彬.融资约束、支付方式与并购绩效的关系研究[J].证券市场导报,2012,(05):36-40.
- [9]Pardoel M. Financing constraints in mergers and acquisitions: Method of payment, leverage change and firm performance[R]. SSRN, 2011.
- [10]王燕.企业并购交易中支付方式的研究综述[J].经济师,2003,(04):32-33.
- [11]徐波,姜秀珍,吴清.中国企业跨国并购的支付方式及其影响[J].经济问题探索,2005,(06):41-43.
- [12]Alshwer A A, Sibilkov V, Zaiats N S. Financial constraints and the method of payment in mergers and acquisitions[R]. SSRN, 2011.
- [13]Faccio M, Masulis R W. The choice of payment method in European mergers and acquisitions[J]. Journal

of Finance, 2005, 60(3):1345-1388.

[14] 罗琦, 肖文, 夏新平. 融资约束抑或过度投资——中国上市企业投资-现金流敏感度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2007, (09):103-110.

[15] 连玉君, 彭方平, 苏治. 融资约束与流动性管理行为[J]. 金融研究, 2010, (10):158-171.

[16] 罗付岩. 银企关联对并购支付方式的影响[J]. 金融论坛, 2016, (09):33-44.

[17] 葛结根. 并购对目标上市公司融资约束的缓解效应[J]. 会计研究, 2017, (08):68-73, 95.

[18] Martynova M, Renneboog L. What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment[J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15(03):290-315.

[19] 王萌. 上市公司不同支付方式并购绩效分析[J]. 财会通讯, 2011, (02):9-10.

[20] 宋希亮. 支付方式影响并购绩效的机理分析[J]. 经济与管理评论, 2014, (03):77-81.

[21] 刘灿灿, 于成永, 岳修奎, 等. 融资约束、相对规模与并购绩效——基于制造业上市公司实证研究[J]. 中国资产评估, 2015, (08):32-41.

[22] Travlos N G. Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firms' stock returns[J]. Journal of Finance, 1987, 42(4):943-963.

[23] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5):1909-1940.

[24] 杨丽, 王晓晓. “一带一路”背景下我国与中东欧国家文化产业国际竞争力比较分析[J]. 经济与管理评论, 2018, (04):149-161.

(责任编辑:杨磊)

Influence of Financing Constraints on M&A Performance of Cultural Enterprises

——Based on Intermediary Role of Payment Mode

SHAO Chunyan, FENG Chenxing, LI Hongxia

(School of Accountancy, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: Selecting the M&A transactions from 2011-2015 of A-share listed cultural enterprises as samples, the paper makes logistic and linear regression according to the idea of "financing constraints - Payment - M&A performance". The empirical analysis finds that: financing constraints of cultural enterprises impose positively influence on the performance of mergers and acquisitions; financing constraints are conducive for cultural enterprises to choose stock payment in the process of M&A; cultural enterprises' choosing stock payment in the process of M&A has a positive impact on M&A performance; payment plays an intermediary role in the process of financing constraints influencing cultural enterprises' M&A performance. Finally, on the basis of the foregoing analysis, suggestions are put forward to enhance the cultural enterprises' M&A performance.

Key Words: Cultural enterprises; Financing constraints; Payment mode; Merger and Acquisition (M&A) performance