

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2018.05.007

基于自由现金流的上市公司并购绩效实证研究

曹湘平,刘煜

(湖南工业大学 经济与贸易学院,湖南 株洲 412007)

[摘要]为了避免利润指标可能存在的盈余管理问题,选择构建基于自由现金流的财务指标,以 2014 年沪深 A 股发生并购的 55 家制造业上市公司为研究样本,利用因子分析法,对 2013—2016 年样本公司的并购绩效进行实证检验,分析并购活动是否给企业的经营绩效带来显著影响。研究结果表明,并购活动发生当年企业绩效显著提升,并购后两年呈现下滑趋势,说明并购活动对企业长期绩效的影响不显著。基于并购活动无法产生长期影响的研究结论以及制造业的并购现状,建议企业立足自身发展要求、充分评估并购成本和风险,注重并购后资源整合工作、实现协同效应,完善监督与激励机制、避免委托代理问题。

[关键词]自由现金流;上市公司;并购绩效;因子分析

[中图分类号]F273.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1674-117X(2018)05-0033-07

An Empirical Study on Merger and Acquisition Performance of Listed Companies Based on Free Cash Flow

CAO Xiangping, LIU Yu

(College of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China)

Abstract: In order to avoid possible earnings management problems owing to using profit indicators, this paper chooses to build financial indicators based on free cash flow, selects 55 listed manufacturing companies in Shanghai and Shenzhen Stock Markets of A-Share as research samples and uses factor analysis to make an empirical test on the performance of the merger and acquisition of sample firms from 2013 to 2016, and analyzes whether the merger and acquisition activities have a significant impact on the performance of the company. The results of the study indicate that the performance of companies in the year of merger and acquisition activity has increased significantly and declined in the two years after merger and acquisition activities, indicating that the merger and acquisition activity has no significant effects on the long-term performance of the company. Considering the research conclusions that merger and acquisition activities cannot have a long-term effects on company performance and the status of merger and acquisition in manufacturing, it is suggested that listed manufacturing companies should take their own development requirements into consideration, fully evaluate the cost and risk of the merger and acquisition activities, focus on resource integration after mergers and acquisitions activities, so as to achieve synergistic effect, improve supervision and incentive mechanisms, and avoid principal agent problem.

Key words: free cash flow; listed companies; merger and acquisition performance; factor analysis

收稿日期: 2018-05-17

基金项目: 湖南省社科评审委员会基金资助项目“五大发展理念与企业社会责任关系研究”(XSP18YBC021)

作者简介: 曹湘平(1963-),男,湖南资兴人,湖南工业大学教授,硕士生导师,研究方向为会计理论与实务;

刘煜(1994-),女,江苏常州人,湖南工业大学硕士研究生,研究方向为会计理论与方法。

一 研究背景

近年来,我国并购交易市场日渐火爆,2015年更是实现了爆发式增长。Wind数据显示,2015年,中国并购交易完成数量达6 269起,交易金额达到28 395亿元,创下历史新高。制造业作为我国国民经济的支柱产业,是并购市场的主要参与者。我国虽然是制造大国,但因为缺乏核心技术而一度陷入“低端过剩,高端缺乏”的窘境。2015年,随着《中国制造2025》的出台,建设高端制造业成为我国制造行业的新挑战。并购重组作为企业实施资源整合、实现转型升级的重要手段,受到我国制造业各企业的青睐。

近年来,财务造假事件层出不穷,针对利用权责发生制基础计算得出的利润指标能否切实反映企业经营绩效的质疑也随之而来。自由现金流最早由Jensen提出,他将自由现金流定义为满足净现值为正的所有投资项目的资金需求后所剩余的现金流。^[1]此后,学界普遍认为,自由现金流是企业持续经营的假设前提下,满足日常经营活动需求和再生产投资需求后剩余的现金流量,是企业可以自由支配的现金流。企业可以通过有效利用剩余的自由现金流,寻求新的发展机遇,进入新的发展领域,占领更多的消费市场。同时,自由现金流作为企业价值创造的体现,囊括了企业过去经营管理的成果和未来发展空间的信息,相比存在盈余管理的会计利润信息更具可靠性。因此,本文选择自由现金流指标对企业并购绩效进行评价。

近年来,随着并购市场规模的不断扩大,并购重组对企业绩效的影响成为学术界的研究热点。关于并购对企业绩效的影响,国内外学者进行了大量研究,由于研究方法、研究对象、研究区间存在差异,得出的结论不尽相同。

事件研究法以超常收益来衡量在设定的事件窗口期内并购活动对股价的影响。Bruner^[2]认为,并购能够使目标企业股东获得20%~30%的短期超额收益,而主并企业却无法从中获得价值为正的超额收益。Madden等人^[3-4]研究发现,当事件窗口为短期时,并购对绩效的影响是显著的;而事件窗口为长期时,并购收益则会降低。张文璋等人^[5]采用事件研究法,选取1996—2000年沪深两市999起并购事件作为研究样本,研究发现,有60.08%的上市公司通过并购活动使经营绩效得到改善,而另

外39.92%的公司的经营绩效却出现了恶化。黄中文等人^[6]研究了2009—2010年53家并购公司的股东收益率,结果表明,在并购前后91天的时间内,并购方股东获得了超过14%的超额收益率。曹湘平等^[7]从盈余稳健性角度出发,对家族企业中医药制造业的并购绩效进行研究,发现盈余稳健性与并购后企业的短期绩效呈正相关关系,对长期并购绩效影响不显著。

会计研究法通过比较相关财务指标在并购发生前后的变化情况说明并购活动对企业绩效的影响。Meeks^[8]以1964—1971年164起并购事件为样本,通过比较利润加权平均值,发现并购没有改善经营绩效,反而使目标公司的盈利能力恶化。Hearly等人^[9]以美国1979—1984年并购规模最大的50家公司为样本,基于经营现金流的变化,发现并购显著改善了目标公司的现金流收益。李善民等人^[10]以1999—2001年发生并购的84家A股上市公司为样本,分析了经营现金流总资产收益率的均值、中位数、经年度和行业调整的均值和中位数的数据变化,发现并购活动使企业在并购当年的绩效出现较大提升,在并购后三年却表现出不同程度的滑落。刘毅等人^[11]以2000—2001年我国信息产业公司发生的22起并购事件为样本,运用会计研究法,对比各企业1997—2004年的经营绩效,发现并购并没有改变公司的经营业绩。葛结根^[12]选取2006—2011年发生并购的上市公司为样本,构建财务指标综合评价模型对其经营绩效进行检验,发现并购当年企业经营绩效不佳,并购后三年企业经营绩效有一定程度的回升,但并不显著。

还有一些学者通过建立数据包络分析(data envelopment analysis, DEA)或者经济增加值(economic value added, EVA)模型对企业的并购绩效进行研究。李心丹等人^[13]筛选出于1998年在沪深两市发生并购的103家样本公司,利用DEA方法计算得到绩效稳定性指标,证实研究发现,并购活动总体上提高了企业经营效率,且企业经营效率在并购后三年保持稳定提升。李善民等人^[14]利用DEA-SFA(随机前沿方法, stochastic frontier approach)二次相对效应模型,对上市公司的关联并购绩效进行了实证研究,研究表明,关联并购能够显著提升企业绩效,不存在长期短期的差别。肖翔等人^[15]分析了2002年发生并购的40家A股上市公司的EVA值和EVA率,结果表明,并购后,75%的上市公司的短期财富创造能力得到改善,但EVA率的统计结果显

示,企业长期绩效改善并不显著。陆桂贤^[16]选取2005年沪深两市发生的37起并购案例,分析了这些并购企业2004—2009年间EVA值的变化情况,发现多数企业并购后两年股东利益受损,并购后三年经营绩效才得到改善。

自由现金流作为一种价值指标,被众多学者用于衡量企业价值。随着“现金为王”理念的提出,加之盈利指标可操作性造成的财务造假事件的影响,自由现金流逐渐成为评价企业绩效的财务指标。

对自由现金流的研究,国外文献大多从代理理论角度出发,认为自由现金流是导致诸多代理问题的原因之一。国内关于自由现金流的研究更多着眼于采用自由现金流进行企业价值评估或融资结构分析、自由现金流与过度投资的关系、自由现金流与在职消费的关系以及自由现金流的财务预警分析等。国内基于自由现金流对企业并购绩效进行评价的研究还不多,更多的是关于自由现金流对企业绩效的影响研究。黄本多等人^[17]从企业成长性角度出发,通过分析2001—2003年436次并购事件,发现高自由现金流、低成长性的上市公司并购绩效总体为负,没有产生显著影响。马海峰^[18]从色诺芬资产交易数据库筛选出于2003—2005年发生并购交易的190家主并企业与202家目标企业进行对比分析,通过构建现金流视角的价值评估模型,发现主并企业并购后整体绩效水平显著下降,目标企业财务绩效在并购前后均无显著变化。王宋涛等人^[19]采用会计指标和价值指标对企业并购进行分析,发现从自由现金流和EVA指标可以得出并购能够给企业带来价值提升,且相较盈利指标,其在评价企业并购短期绩效方面更合适。

总而言之,对企业并购绩效的研究,无论是采用事件研究法还是会计研究法、DEA模型或EVA模型,众多学者对并购能否为企业带来绩效提升并未形成一致观点;同时,由于以上研究方法在应用时存在缺陷或限制条件,也使得研究结论存在差异。自由现金流的研究集中在企业价值评估和企业投融资问题上,用于并购绩效的研究较少,且自由现金流自身存在不受操控的优势,因此利用自由现金流进行并购绩效评价更具参考意义。

二 研究设计

(一)数据来源及样本选取

本文以2012年证监会发布的《上市公司行业

分类指引》为基准,选取2014年沪深A股发生并购事件的制造业上市公司为样本,以2013—2016年为研究区间,对并购前一年、并购当年、并购后两年的企业绩效进行对比分析。在样本选择时,本研究剔除了在2014年发生并购但并未完成并购的公司,剔除了金融和保险业公司,也剔除了在样本期间出现特别处理(special treatment, ST)、特别转让(particular transfer, PT)、退市以及数据缺失的公司。基于以上选择标准,共筛选出55家制造业上市公司。本文选择的并购样本及财务数据来源于国泰安CSMAR经济金融研究数据库及巨潮资讯网,数据处理、分析采用Excel 2010和Spss 21.0统计分析软件。

(二)自由现金流指标设计

以往对上市公司并购绩效的研究普遍从企业的利润出发,在权责发生制原则下,盈余管理的存在使得会计利润的真实性有待考量,因此利用盈利指标进行研究得出的结论在一定程度上无法确保其可靠性。而自由现金流作为收付实现制的产物,不受人为操纵的影响,且综合反映了企业经营效率和未来的发展能力,能更真实地反映企业的价值。本文以传统财务指标为基础,借助自由现金流的理念,参照谢德仁提出的自由现金流定义,其计算公式为自由现金流=经营现金流-利息支出-折旧与摊销,^[20]计算得到样本公司各年的自由现金流,构建以自由现金流为核心的财务指标体系。

1. 盈利能力指标

盈利是企业发展的基本目标,也是企业内外利益各方都关心的中心问题。盈利能力的大小对企业实现持续发展的战略目标、保障相关利益各方的权益有着至关重要的作用。传统衡量盈利能力大小的财务指标普遍从利润出发,一般有总资产收益率(return on assets, ROA)、净资产收益率(rate of return on common stockholders' equity, ROE)、每股收益(earnings per share, EPS)等,但是会计利润容易受到人为操作的影响,某种程度上无法客观评价一个企业真正的盈利能力。而自由现金流核算的是一定会计期间企业真正实现的留存自由现金流量,因此,本文从利润质量角度构造企业盈利能力指标,选取的指标有净利润自由现金流比率和营业利润自由现金流比率,以此来衡量企业利润表中实现的净利润能够转化为企业自由现金流以维持企业持续经营所需资金支出的能力,以及衡量企业

通过经营活动实现的营业利润能够实现现金收入的能力。

2. 营运能力指标

营运能力是衡量企业利用所持有的资产进行经营管理进而获利的能力,营运能力的大小关系企业盈利的大小。传统营运能力指标一般通过衡量各项资产的运转速度来评价企业的营运效率。企业的运转离不开现金流的支持,企业自由现金流越多,说明企业通过自身经营活动产生现金流的能力越强,也说明企业依靠自身创造财富的能力越强。基于此,本文通过总资产自由现金流回收率、流动资产自由现金流回收率和股东权益自由现金流回收率三个指标来反映企业的经营管理能力。

3. 偿债能力指标

偿债能力衡量的是企业能否及时偿还各项债务的能力。仅仅依靠自身经营所得,企业无法完全保证其持续经营及战略扩张等实现战略目标所需的资金,因此不可避免地需要进行外源融资。企业拥有充足的资金偿还借款在一定程度上反映了企业营运能力和盈利能力的大小。传统短期偿债能力指标基于流动资产的可变现程度,能够较大程度

地表现出企业的短期偿债能力;而长期偿债能力却是基于对于企业整体资产和利润进行的保守估计,不能真正计量和评估企业的偿债能力。本文以自由现金流为视角,以企业真正实现的自由现金流来衡量未来企业偿还债务的能力,更具有可信度。因此,本文以自由现金流流动负债比率和自由现金流全部债务比率作为偿债能力指标。

4. 发展能力指标

基业常青是企业的基本目标,开疆扩土则是企业不断奋斗的宏图伟略。传统上衡量企业发展实力的发展能力指标主要有收入、利润或资产的增长率等。从自由现金流角度,自由现金流是企业依靠经营活动在满足生产经营和再投资之后剩余的现金流,是企业真正可以依靠并以此来满足未来生产经营所需的保障,其同时也反映了企业未来保障投资的能力。因此,本文选取自由现金流适合比率、自由现金流再投资比率、自由现金流与投资比率和自由现金流满足投资比率作为衡量企业发展能力的指标。

本研究所选取的自由现金流财务指标如表1所示。

表1 自由现金流财务指标

指 标	财 务 指 标	变量符号	计 算 公 式
盈利能力	净利润自由现金流比率	YL_1	自由现金流/净利润
	营业利润自由现金流比率	YL_2	自由现金流/营业利润
营运能力	总资产自由现金流回收率	YY_1	自由现金流量/资产总额
	流动资产自由现金流回收率	YY_2	自由现金流量/流动资产总额
	股东权益自由现金流回收率	YY_3	自由现金流量/股东权益总额
偿债能力	流动负债自由现金流比率	CZ_1	自由现金流量/流动负债总额
	全部债务自由现金流比率	CZ_2	自由现金流量/负债总额
发展能力	自由现金流适合比率	FZ_1	自由现金流/(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+分配股利、利润或偿付利息支付的现金+存货净额本期变动额)
	自由现金流再投资比率	FZ_2	自由现金流/(固定资产净额+持有至到期投资净额+长期债权投资净额+长期股权投资净额+流动资产合计-流动负债合计)
	自由现金流与投资比率	FZ_3	自由现金流/投资活动现金流出
	自由现金流满足投资比率	FZ_4	自由现金流近3年之和/(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+分配股利、利润或偿付利息支付的现金+存货净额本期变动额)近3年之和

三 实证分析

由于选取的指标较多,且指标之间可能存在的相关性会造成信息重叠,增加了问题分析的复杂性,因此本研究利用因子分析的降维技术,旨在将

较多的变量用较少的变量代替,并尽可能解释大部分的信息。本文利用因子分析方法,对2013—2016年样本制造业上市公司的财务指标进行数据处理,考察样本期间的并购绩效得分。下文以2013年为例,构建并购绩效的综合得分模型。

(一)因子可行性检验

首先对因子进行 KMO (Kaiser - Meyer - Olkin) 检验和 Bartlett 球形度检验,检验选择的指标是否符合进行因子分析的条件。检验结果为:取样足够度的 KMO 度量为 0.816; Bartlett 球形度检验的近似卡方值为 588.569,df 值为 55,Sig. 为 0.000。

KMO 和 Bartlett 检验的取值为 0~1。KMO 值越接近 0,表明原始相关变量相关性越弱;反之,KMO 值越接近 1,表明原始相关变量相关性越强。进行因子分析的一个潜在前提就是要求原始变量之间具有较强的相关性。从 KMO 检验和 Bartlett

球形度检验结果可知:KMO 检验值为 0.816,符合进行因子分析的度量标准,且 Bartlett 球形度检验的 p 值小于 0.05 的显著性水平,验证了原始变量之间具有较强的相关性,因此可以进行因子分析。

(二)提取公共因子

采用 Spss 因子分析,对原始变量进行标准化处理,选择主成分法提取公共因子,并用最大方差法进行因子旋转,使每个变量仅在一个公共因子上有较大的载荷。

因子提取过程中,选择特征根大于 1 的因子作为公共因子,结果如表 2 所示,旋转成分矩阵如表 3 所示。

表 2 解释的总方差

成份	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差/%	累积/%	合计	方差/%	累积/%	合计	方差/%	累积/%
1	5.472	49.743	49.743	5.472	49.743	49.743	5.227	47.519	47.519
2	1.280	11.640	61.382	1.280	11.640	61.382	1.421	12.921	60.440
3	1.110	10.095	71.477	1.110	10.095	71.477	1.214	11.037	71.477
4	0.914	8.311	79.788						
5	0.838	7.618	87.405						
6	0.689	6.264	93.669						
7	0.452	4.113	97.782						
8	0.127	1.154	98.936						
9	0.078	0.713	99.649						
10	0.021	0.188	99.837						
11	0.018	0.163	100.000						

表 3 旋转成分矩阵

指 标	成分 1	成分 2	成分 3
净利润自由现金流比率	0.322	0.583	-0.103
营业利润自由现金流比率	0.023	0.799	0.045
总资产自由现金流回收率	0.974	0.163	0.009
流动资产自由现金流回收率	0.932	0.166	-0.002
股东权益自由现金流回收率	0.923	0.034	-0.039
流动负债自由现金流比率	0.898	0.204	0.063
自由现金流全部债务比率	0.880	0.199	0.046
自由现金流适合比率	0.175	0.185	0.731
自由现金流再投资比率	0.297	0.011	0.006
自由现金流与投资比率	0.169	0.137	0.760
自由现金流满足投资比率	0.106	0.303	0.284

初始特征值大于 1 的有 3 个主成分,3 个主成分的累计方差贡献率达 71.477%,说明提取的 3 个公共因子保留了原始变量的大部分信息。如表 3 所示,第一个公共因子在总资产自由现金流回收

率、流动资产自由现金流回收率、股东权益自由现金流回收率、流动负债自由现金流比率和全部债务自由现金流比率的载荷较大,说明这 5 个变量能够较大程度地解释第一个公共因子。总资产自由现金流回收率、流动资产自由现金流回收率、股东权益自由现金流回收率代表了营运能力,流动负债自由现金流比率和全部债务自由现金流比率代表了偿债能力,因此将第一个公共因子命名为营运和偿债因子;同理,第二个公共因子在净利润自由现金流比率和营业利润自由现金流比率上的载荷较大,将第二个因子命名为盈利因子;第三个公共因子在自由现金流适合比率和自由现金流与投资比率上的载荷较大,将第三个因子命名为发展因子。

(三)计算因子综合得分

运用 Spss 回归方法,并根据表 4 所示的成分得分系数矩阵,依次得到各个公共因子的综合得分函数。通过计算,2013 年 3 个公共因子的综合得分函

数分别如下:

$$\begin{aligned} F_1 &= -0.019YL_1 + 0.128YL_2 + 0.190YY_1 + \\ &\quad 0.180YY_2 + 0.198YY_3 + 0.167CZ_1 + \\ &\quad 0.163CZ_2 + 0.011FZ_1 + 0.196FZ_2 + \\ &\quad 0.015FZ_3 - 0.054FZ_4; \\ F_2 &= 0.432YL_1 + 0.657YL_2 - 0.018YY_1 - \\ &\quad 0.008YY_2 - 0.112YY_3 + 0.025CZ_1 + \\ &\quad 0.024CZ_2 + 0.080FZ_1 - 0.129FZ_2 + \\ &\quad 0.131FZ_3 + 0.377FZ_4; \\ F_3 &= -0.119YL_1 + 0.085YL_2 + 0.001YY_1 - \\ &\quad 0.010YY_2 - 0.032YY_3 + 0.041CZ_1 + \\ &\quad 0.027CZ_2 + 0.595FZ_1 - 0.004FZ_2 - \\ &\quad 0.638FZ_3 + 0.205FZ_4。 \end{aligned}$$

根据表 2,以提取到的各个公共因子的方差贡献率与累积方差贡献率的比值为权重,确定综合绩效的得分函数。2013 年并购的综合绩效得分函数为

$$G_{2013} = \frac{47.519}{71.477}F_1 + \frac{12.921}{71.477}F_2 + \frac{11.037}{71.477}F_3。$$

重复以上步骤,发现通过因子分析,各年提取的公共因子与 2013 年一致,并得到并购当年即 2014 年、并购后第一年即 2015 年和并购后第二年即 2016 年的并购绩效得分函数,依次为:

$$\begin{aligned} G_{2014} &= \frac{49.702}{79.531}F_1 + \frac{15.882}{79.531}F_2 + \frac{13.947}{79.531}F_3, \\ G_{2015} &= \frac{49.069}{79.179}F_1 + \frac{18.328}{79.179}F_2 + \frac{11.782}{79.179}F_3, \\ G_{2016} &= \frac{38.810}{81.950}F_1 + \frac{22.024}{81.950}F_2 + \frac{21.117}{81.950}F_3。 \end{aligned}$$

表 4 成分得分系数矩阵

指 标	成分 1	成分 2	成分 3
净利润自由现金流比率	-0.019	0.432	-0.119
营业利润自由现金流比率	0.128	0.657	0.085
总资产自由现金流回收率	0.190	-0.018	0.001
流动资产自由现金流回收率	0.180	-0.008	-0.010
股东权益自由现金流回收率	0.198	-0.112	-0.032
流动负债自由现金流比率	0.167	0.025	0.041
自由现金流全部债务比率	0.163	0.024	0.027
自由现金流适合比率	0.011	0.080	0.595
自由现金流再投资比率	0.196	-0.129	-0.004
自由现金流与投资比率	0.015	0.131	-0.638
自由现金流满足投资比率	-0.054	0.377	0.205

根据 Spss 运算得到的各年综合绩效得分函数,求得并购前后各年的综合绩效得分,并进行描述性

统计,统计结果见表 5。同时,根据表 5 计算得到的各年综合绩效得分,绘制综合绩效得分变动趋势图,见图 1;并根据前文计算得到的各年自由现金流,绘制自由现金流变动趋势图,见图 2。

表 5 描述性统计结果

绩效得分	N	极小值	极大值	均值	标准差
并购前一年 G_{2013}	55	-1.40	1.87	-1.8E-08	0.706 05
并购当年 G_{2014}	55	-2.02	1.40	1.82E-08	0.679 10
并购后第一年 G_{2015}	55	-2.07	1.64	-1.2E-17	0.678 07
并购后第二年 G_{2016}	55	-2.04	2.81	-1.1E-08	0.602 42
有效的 N (列表状态)	55				

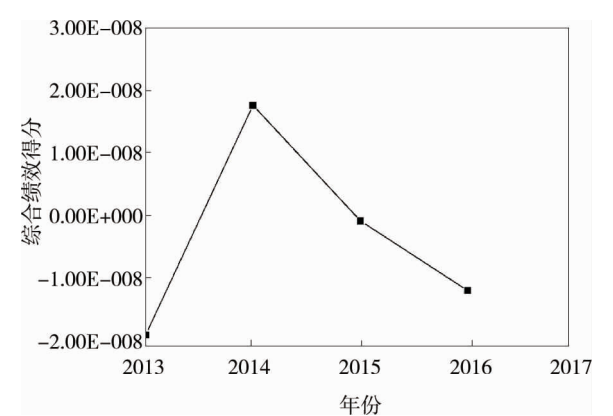


图 1 综合绩效得分变动趋势

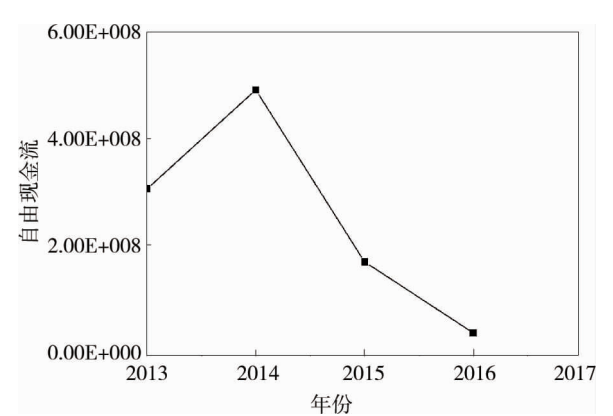


图 2 自由现金流变动趋势

由图 1 综合绩效得分变动趋势可以看出,企业并购当年综合绩效得分明显提高,而并购之后两年的综合绩效得分呈现下滑趋势。图 2 自由现金流变动趋势表现出相似的变化趋势,企业并购当年的自由现金流明显增加,并购后两年的自由现金流显著下滑,且下滑程度已超过并购前一年的自由现金流。企业并购的综合绩效得分和自由现金流呈现出基本一致的变动趋势,均表明企业通过并购活动在短期内提高的经营业绩无法实现持续性的增长。

这说明企业在并购过程中存在一定问题,使其无法发挥并购重组的优势,因而也无法持续保持短期实现的绩效增长趋势;也从侧面反映出,并购作为企业规模扩张、占领市场的一种手段,虽然是现今资本市场广受追捧的手段,却不代表是一种行之即有效的手段。

四 结论与建议

对我国制造业并购现状的研究发现,2015年《中国制造2025》出台以来,制造业企业在并购交易数量上表现出爆发式增长的趋势,但是从交易金额总量上却呈现出与交易规模不一致的状况。尽管制造业并购活动频发且保持不断增长的态势,但是并购整体表现出的现实情况却是:绝大部分为实现转型升级而发起的并购交易并没有实现提高企业绩效的预期。其中存在的主要问题为:企业进行的并购活动并非内涵性的并购重组,更多的是“报表重组”,因此企业在并购过程中缺乏生产流程再造、空间布局优化、企业内部资源配置再优化等实质性的提升企业发展能力的举措,也就无法实现并购重组的真正作用。

针对上述实证结果及我国制造业上市公司并购现状,提出如下几点建议:

第一,企业需结合自身实际做好充分准备,以规避风险。并购活动并非简单的资产重组,其受到企业内外部环境的共同影响。当下正是政府引导、鼓励制造业企业转型升级的重要转折点,企业应当充分了解和利用政府制定的相关法律法规和扶持政策,充分利用良好的外部环境,为企业并购创造条件。同时,企业应立足自身发展要求,充分了解目标企业的相关信息,充分评估并购成本和风险,作出理性判断,选择合适的目标企业、并购方式、交易成本以及支付方式。

第二,注重并购后资源整合工作,实现协同效应。众多失败的并购案例表明,企业无法利用并购实现长期的绩效增长,追根究底是资源整合的问题。由于资源整合需要耗费大量的时间和金钱,因此“报表重组”现象屡见不鲜。然而,企业只有倾注大量心血完成组织结构整合、人力资源整合、企业文化整合等各项资源的整合工作,吐故纳新,不断进行升级改造,才能与时俱进,真正实现并购的协同效应和规模效应。

第三,完善监督与激励机制,避免委托代理问

题。现代企业大多实行所有权与控制权分离的经营模式,因此掌管经营权的代理人极易因自身利益驱动作出假公济私、有损股东利益的决策。由前文可知,并购能够使企业短期内提高经营绩效,这使得并购难免成为代理人追求自身利益却损害股东利益的手段。为避免这些问题,企业应制定相应的监督与激励机制,鼓励代理人作出符合股东利益的经营决策。

本文基于自由现金流的财务指标,对制造业上市公司的并购绩效进行了一些分析,但总的看来,研究还存在一些不足和局限:首先,在选取的样本容量方面,从沪深A股选择55家制造业上市公司作为样本,筛选的样本量有限,无法全面反映整个制造业的并购活动对于绩效的影响程度;其次,在样本期间的选择上,以并购前一年至并购后第二年作为研究区间,在样本期间内反映了并购对企业绩效的影响,但无法说明在并购后更长时间内并购对绩效的影响是否发生变化;第三,作为评价依据的自由现金流的计算方法在理论界并没有一个统一的公式,本文参照谢德仁提出的自由现金流公式计算自由现金流指标并对并购绩效进行评价,不同的计算方法产生的误差会在一定程度上影响实证结果。

参考文献:

- [1] JENSEN M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323 - 329.
- [2] BRUNER R F. Does M & A Pay? A Survey of Evidence of the Decision - Maker [J]. Journal of Applied Finance, 2002, 12(1): 48 - 68.
- [3] MADDEN G P. Potential Corporate Takeovers and Market Efficiency: A Note [J]. Journal of Finance, 2012, 36(5): 1191 - 1197.
- [4] LODERER C, MARTIN K. Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of A Comprehensive Sample [J]. Financial Manangement, 1990, 19(4): 17 - 33.
- [5] 张文璋, 顾慧慧. 我国上市公司并购绩效的实证研究 [J]. 证券市场导报, 2002(9): 21 - 26.
- [6] 黄中文, 李建良, 曹丽. 中国并购市场并购方公司价值效应分析 [J]. 技术经济与管理研究, 2013(6): 58 - 62.
- [7] 曹湘平, 陈黄慧. 家族企业盈余稳健性与并购绩效的关系探究: 以医药制造业为例 [J]. 湖南工业大学学报 (社会科学版), 2017, 22(1): 57 - 63.

(下转第128页)

潭:湖南科技大学,2015.

[4] 刘亚猛. 追求象征的力量[M]. 北京:生活·读书·新知三联书店,2004.

[5] HERRICK James A. The History and Theory of Rhetoric: An Introduction[M]. Boston:Allyn and Bacon,2001:84.

[6] 王 妞,袁 影. 亚里士多德“人品诉诸”的当代阐释[J]. 外国语言文学,2014,31(4):217.

[7] Aristotle. On Rhetoric:A Theory of Civic Discourse[M]. KENNEDY George A, Translated. New York: Oxford University Press,1991:38.

[8] ISAKSSON Maria. Ethos and Pathos Representations in Mission Statements:Identifying Virtues and Emotions in an Emerging Business Genre [M]. Shanghai: Shanghai Foreign Languages Education Press,2014:116.

[9] FOSS S K, FOSS K A, TRAPP R. Contemporary Perspectives on Rhetoric [M]. Prospect Heights, IL: Waveland Press,Inc. ,1991:174.

[10] 孙雪瑛,冯庆华. 目的论视域中的企业外宣翻译[J]. 外语学刊,2014(4):99.

[11] 李 静,钱晗颖. 实用商务英语翻译[M]. 南京:东南大学出版社,2014:88.

[12] 陈莉红. 基于伯克认同理论的品牌研究[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版),2016,21(6):102.

责任编辑:徐海燕

(上接第39页)

[8] MEEKS G. Disappointing Marriage:A Study of the Gains from Merger[M]. New York:Cambridge University Press, 1977:36-50.

[9] HEARLY P M, PALEPU K G, RUBACK R S. Does Corporate Performance Improve After Mergers? [J]. Journal of Financial Economics,1992,31(2):135-175.

[10] 李善民,曾昭灶,王彩萍,等. 上市公司并购绩效及其影响因素研究[J]. 世界经济,2004(9):60-67.

[11] 刘 毅,许华丽,刑 英. 信息产业上市公司并购市场效应的实证分析[J]. 统计与决策,2007(8):106-109.

[12] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究:以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J]. 会计研究,2015(9):74-80,97.

[13] 李心丹,朱洪亮,张 兵,等. 基于DEA的上市公司并购效率研究[J]. 经济研究,2003(10):15-24,90.

[14] 李善民,史欣向,万自强. 关联并购是否会损害企业绩效?:基于DEA-SFA二次相对效益模型的研究[J]. 金融经济学研究,2013,28(3):55-67.

[15] 肖 翔,王 娟. 我国上市公司基于EVA的并购绩效研究[J]. 统计研究,2009,26(1):108-110.

[16] 陆桂贤. 我国上市公司并购绩效的实证研究:基于EVA模型[J]. 审计与经济研究,2012,27(2):104-109.

[17] 黄本多,干胜道. 自由现金流量与我国上市公司并购绩效关系的实证研究[J]. 经济经纬,2008(5):64-67.

[18] 马海峰. 现金流视角下上市公司并购绩效评价及其影响机制研究[D]. 徐州:中国矿业大学,2009.

[19] 王宋涛,涂 斌. 中国上市公司并购绩效实证研究:基于会计指标和价值指标的比较分析[J]. 广东商学院学报,2012,27(3):66-74.

[20] 谢德仁. 企业分红能力之理论研究[J]. 会计研究,2013(2):22-32,94.

责任编辑:徐海燕