

第2卷 第1辑
(总第2辑)
Vol.2 No.1

China Accounting Research & Education

中国会计研究与教育

- 杜兴强等 并购能够改善中国上市公司的财务业绩吗
姜国华 关于会计学学科建设与会计教育的若干思考
耿建新等 企业环境会计信息披露模式及其货币信息研究
李超雄等 作业基础成本制的实施可行性分析
张世兴 论会计职业判断导引体系的建立
崔学刚等 股权分置改革中财务经济学规律探讨
张继袖 股权分置改革：程序公正、参与和回报
王棣华 论企业柔化财务管理
陈志斌等 美国内部控制执行机制研究
刘兴华等 审计意见与会计稳健性
刘秀丽 试论价值链会计师能力框架的构建



中国海洋大学出版社
CHINA OCEAN UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国会计研究与教育. 第2卷第1辑/徐国君,王竹泉主编.
青岛:中国海洋大学出版社,2007.5
ISBN 978-7-81067-562-8

I. 中… II. ①徐… ②王… III. 会计—中国—丛刊
IV. F23-55

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第052427号

中国会计研究与教育(第2卷第1辑)

主编 徐国君 王竹泉

出版发行 中国海洋大学出版社

社 址 青岛市香港东路23号 邮政编码 266071

网 址 <http://www2.ouc.edu.cn/cbs>

电子信箱 cbsebs@ouc.edu.cn

订购电话 0532-82032573(传真)

责任编辑 纪丽真 电 话 0532-85902342

印 制 日照报业印刷有限公司

版 次 2007年5月第1版

印 次 2007年5月第1次印刷

开 本 787 mm×1 092 mm 1/16

印 张 9.75

字 数 200千字

定 价 25.00元

版权所有

侵权必究

《中国会计研究与教育》投稿指南

《中国会计研究与教育》杂志以推动中国会计研究与教育发展为办刊宗旨,侧重发表关于中国会计发展前沿问题及中国会计教育改革重大问题的原创性学术成果和具有重要推广价值的应用性研究成果。投稿要求如下:

1. 论文研究领域应符合本刊的定位,对符合国际规范的实证研究和符合国情的规范性研究兼容并蓄,特别欢迎文献综述性文章、书评和典型案例分析。

2. 来稿需用单独一页(作者信息页)提供下列信息:篇名、作者姓名、工作单位、通讯地址、电话、电子信箱等,以便匿名审稿。

3. 来稿请按如下顺序书写(作者信息页除外):

(1)篇名:不超过20字,小2号加粗宋体。(2)作者姓名:5号楷体。(3)作者单位:单位全称,5号楷体。(4)摘要:摘要两个字为小5号加粗黑体;摘要不超过300字,小5号楷体。(5)关键词:关键词三个字为小5号加粗黑体;关键词不超过3—8个,小5号楷体。(6)正文:5号宋体,二级标题为小4号加粗楷体并居中。(7)参考文献:参考文献四个字为小4号加粗楷体居中,中文文献为小5号宋体,英文文献用小5号Times New Roman体。(8)英文篇名:小4号加粗Times New Roman体。(9)作者姓名的英文或拼音:小4号Times New Roman体。(10)英文作者单位:5号Times New Roman斜体。(11)英文摘要:小5号Times New Roman体,摘要标题加粗。(12)英文关键词:小5号Times New Roman体,关键词标题加粗。

4. 获得科研基金资助的文章请在标题处用脚注的形式,注明基金项目名称,并在圆括号号内注明项目编号。脚注用小5号宋体。

5. 注释使用需规范。注释是对论著正文中某一特定内容的进一步解释或补充说明,脚注在全文范围内顺序编号,序号用①②等格式、小5号宋体在页面底端标示。

6. 图表一律用阿拉伯数字连续编号,如图1、图2,表1、表2。图和表应有简短确切的题名,图序图题应置于图下,表序表题应置于表上。图表应居中,内部的文字用小5号宋体,图序图题和表序表题用小5号加粗黑体并居中。

7. 凡引文出处一律列入“参考文献”。参考文献采用顺序编码制,以“[1]、[2]、[3]”形式列于正文末,并在文中引用处用方括号“[]”标注。同一条文献的重复引用只使用同一序号。所引著作中的页码一律写在文中引文序号后面,用小圆括号标示,如“[3](P562)”等。参考文献的类型以单字母方式标识:M为专著,C为论文集,N为报纸文章,J为期刊文章,D为学位论文,R为研究报告,S为标准,P为专利;对于不属于上述的文献类型,采用字母“Z”标识。先中文后外文。其格式为:

(1)专著、论文集、学位论文、报告:[序号]主要责任者.文献题名[文献类型标识].出版地:出版社,出版年.起止页码。

(2)期刊文章:[序号]主要责任者.文献题名[J].刊名,年,(卷或期):起止页码。

(3)论文集中的析出文献:[序号]析出文献主要责任者.析出文献题名[A].原文献主要责任者(任选).原文献题名[C].出版地:出版者,出版年.析出文献起止页码。

(4)报纸文章:[序号]主要责任者、文献题名[N]、报纸名、出版日期(版次)。

(5)国际标准、国家标准:[序号]标准编号,标准名称[S]。

(6)电子文献:[序号]主要责任者.电子文献题名[电子文献及载体类型标识].电子文献的出处或可获得地址,发表或更新日期/引用日期(任选)。

(7)各种未定类型的文献:[序号]主要责任者.文献题名[Z].出版地:出版者,出版年。

8. 来稿字数以10000字左右为宜,稿件要严格遵守规定的格式要求,投稿请采用电子附件形式,投稿专用邮箱为:careouc@yahoo.com.cn.

中国海洋大学工商管理一级学科简介

中国海洋大学于1988年开始设置工商管理学科,经过近20年的积淀和发展,已经发展成为学科专业和培养规格齐全、学科层次和发展水平较高、学科特色和专业优势较为突出的强势学科。目前,该学科设有会计学博士点,工商管理一级学科硕士点,会计学、企业管理、技术经济及管理、旅游管理四个硕士点及工商管理硕士(MBA)和会计硕士(MPAcc)两个专业学位点,还设有工商管理、会计学、市场营销、旅游管理、电子商务和财务管理六个本科专业。企业管理是山东省重点学科,会计学专业是山东省首批品牌专业。山东省哲学社会科学重点研究基地(企业管理重点研究基地)、《中国会计研究与教育》编辑部也都设置在该学科内。在教育部组织的2006年工商管理一级学科评估中,中国海洋大学工商管理一级学科名列第26位(前25位均为已具有工商管理一级学科博士学位授予权的单位)。

目前,中国海洋大学工商管理学科拥有教师87人,其中,教授21人(含博士生导师8人),副教授26人,具有博士学位的教师32人,同时,还有21位教师正在攻读博士学位。教师中有2人入选教育部新世纪优秀人才支持计划,12位教师担任国家级学会理事以上职务,8位教师受聘为国家自然科学基金、国家社科基金等的通讯评审专家,9位教师担任国内外重要学术期刊的编委和特约审稿人。

近三年,该学科共招收培养全日制研究生(含MBA专业学位、高校教师及中职教师在岗攻读硕士学位研究生)567人。研究生在中文核心期刊发表论文612篇,在全国性学术会议上交流论文117篇,获得校、省级优秀硕士学位论文12篇,在“挑战杯中国大学生创业计划竞赛”中获得金奖1项、银奖2项、铜奖3项。所培养研究生的综合素质和能力深受社会好评,在政府机关、高等学校、金融机构、大型中介机构和企业等组织中发挥着重要作用。

中国海洋大学工商管理学科注重研究方向的凝练和整合,经过长期研究和积累,逐渐形成了企业战略管理、企业组织结构与人力资源管理、公司财务管理、营销管理、利益相关者会计与企业价值管理、人本会计与行为价值管理、品牌经营与管理、区域旅游开发与管理等具有较强特色的研究方向,并通过人才引进与培养相结合的方式,着力加强研究团队的建设,使主要研究方向的学术梯队结构合理、战斗力强。近三年,共获得国家 and 省部级以上科研项目资助42项,获得山东省教育厅、青岛市人民政府及横向课题资助50多项,累计科研经费达到876万元。近三年,共发表学术论文696篇,其中,在中文核心期刊发表论文468篇;出版学术专著16部;研究成果获省部级以上优秀成果奖21项;获得山东省高等学校优秀科研成果和国家级学会优秀科研成果二等奖以上奖励30多项。

中国会计研究与教育

China Accounting Research and Education

特邀顾问

郭道扬(中南财经政法大学) 孙 铮(上海财经大学)
陈小悦(北京国家会计学院) 陈毓圭(中国注册会计师协会)
周守华(中国会计学会) 张晓岚(西安交通大学)
王 华(暨南大学) 王建忠(天津财经大学)

编委会

主任委员

曲晓辉(厦门大学)

副主任委员

陈信元(上海财经大学) 戴德明(中国人民大学)

罗 飞(中南财经政法大学) 陆正飞(北京大学)

夏冬林(清华大学) 刘 峰(中山大学)

杨雄胜(南京大学)

委员(以姓氏笔画为序)

王善平(湖南大学) 王永海(武汉大学) 王竹泉(中国海洋大学)

刘 星(重庆大学) 刘永泽(东北财经大学) 刘志远(南开大学)

李若山(复旦大学) 张天西(上海交通大学) 孟 焰(中央财经大学)

徐国君(中国海洋大学) 储一昀(上海财经大学) 彭韶兵(西南财经大学)

编辑部

主 编 徐国君 王竹泉

副 主 编 罗福凯 张世兴 樊培银

主 任 李 雪

通讯地址 青岛市香港东路 23 号 中国海洋大学管理学院会计学系

邮政编码 266071

电子信箱 careouc@yahoo.com.cn

联系电话 0532-85901890

目 录

并购能够改善中国上市公司的财务业绩吗

——基于因子分析法的跨时序经验研究

..... 杜兴强 聂志萍(1)

关于会计学学科建设与会计教育的若干思考

姜国华(18)

企业环境会计信息披露模式及其货币信息研究

——来自于日本企业环境报告书的启示

..... 耿建新 夏文成 尚会君(28)

作业基础成本制的实施可行性分析

——某单车零件制造商个案研究

..... 李超雄 黄劭彦 林琦珍 王润昌(39)

论会计职业判断导引体系的建立

张世兴(65)

股权分置改革中财务经济学规律探讨

——基于不同对价方式市场反应的经验证据

..... 崔学刚 刘婷(73)

股权分置改革:程序公正、参与和回报

张继袖(88)

论企业柔性财务管理

王棣华(102)

美国内部控制执行机制研究

陈志斌 何忠莲(114)

审计意见与会计稳健性

——来自管理舞弊(风险)样本的实证检验

..... 刘学华 杨舒先(129)

试论价值链会计师能力框架的构建

刘秀丽(141)

Contents

Could M&A Improve Chinese-listed Companies' Financial Performance	
..... DU XingQiang & NIE ZhiPing(1)	
On the Construction and Education in Accounting	JIANG GuoHua(18)
Research on The Patterns of Corporate Environmental Disclosure and Its Monetary Information	GENG JianXin XIA WenCheng & SHANG HuiJun(28)
A Feasibility Analysis on Activity-Based Costing System Implementaion	
..... LI ChaoXiong HUANG ShaoYan LIN QiZhen & WANG RunChang(39)	
On the Construction of Accounting Professional Judgment Derivation System ...	
..... ZHANG ShiXing(65)	
The Rules of Financial Economics in Nontradable Shares Reform	
..... CUI XueGang & LIU Ting(73)	
Nontradable Shares Reform: Procedural Justice, Participation and Returns ...	
..... ZHANG JiXiu(88)	
Discussion on Corporate Flexible Financial Management ...	WANG LiHua(102)
The Research on the Operation Mechanism of Internal Control in U. S. A	
..... CHEN ZhiBin & HE ZhongLian(114)	
Audit Opinions and Accounting Conservatism	
..... LIU XueHua & YANG ShuXian(129)	
The Construction of Value Chain Accountants' Capability	LIU XiuLi(141)

并购能够改善中国上市公司的财务业绩吗

——基于因子分析法的跨时序经验研究^{*}

杜兴强^① 聂志萍^②

(厦门大学管理学院会计系)

摘 要 本文采用因子分析法对我国 172 家在 1998~2001 年间发生重大并购交易的上市公司进行分析,综合评价样本公司在发生重大并购交易前后 3 年的业绩变化。研究发现,在总样本和子样本中都存在“并购后第三年”现象,表明大多数公司在并购后第三年业绩滑坡,业绩改善难以为继。此外,按照交易相对规模细分样本的研究,发现交易的相对规模可能预示着并购活动的成败。

关键词 上市公司并购 因子分析法 “并购后第三年”现象 交易相对规模

引言

并购作为资源重新配置的重要形式,历来是公司热衷但又颇遭人质疑的领域。对于并购活动能否真正改善公司长期经营业绩,国外的研究并未得到一致的结论,而我国在此问题上的研究也存在较大的差异,所得的结论多为公司业绩短期会明显改善,但长期业绩变动的方向不明。并购活动的成败体现在公司的日常经营中,而日常经营并非完全受到并购活动的影响。为此,在利用实证方法研究并购活动对上市公司长期业绩的影响时,样本的选取要能够确保并购交易的影响力以及长期业绩变化的持续性。我国上市公司现有十多年的发展历史,筛选足够的样本进行检验、分析并购公司较为长期的业绩变化已初具条件,本文的研究在此基础上得以开展。

^{*} 教育部霍英东青年教师基金(101087)及教育部首届新世纪优秀人才计划(NCET-04-0596)阶段性成果。

① 杜兴强:男,厦门大学会计系教授,博士生导师,主要从事会计理论与方法的研究。

② 聂志萍:女,厦门大学博士研究生。

一、文献回顾

本部分的文献回顾包括两个部分。第一部分是关于国内外相关文献对并购长期绩效研究结果的汇报;第二部分则侧重于关于研究并购的长期绩效所采纳的研究方法的综评。

(一)国内外关于并购长期绩效的文献检索^①

国外早期的研究如 Ravenscraft 和 Scherer(1987)以及 Herman 和 Lowenstein(1988)主要采用比较合并前后会计盈余的变化,来考察合并的长期绩效,他们的结论是合并后的业绩并未增长^②。Healy、Palepu 和 Ruback(1992)选择了 1979 年 1 月至 1984 年 6 月之间美国发生的金额最大的 50 桩并购交易,发现行业调整后的经营性现金流报酬率呈递增趋势,由于样本公司没有削弱资本性支出或减少研发活动经费,说明并购后公司在提高资产利用效率方面卓有成效。此外,还发现并购宣告时并购公司和目标公司的综合股价报酬显著为正,与并购后的经营业绩改善显著相关,说明市场预期到并购后公司的未来业绩会有所提升。Aloke Ghosh(2001)用经配对公司合并后经营性现金流回报率和合并前经营性现金流回报率之差来衡量业绩变化,发现合并后企业经营业绩没有改进,这与 Healy 等人(1992)的研究结果不同。Bruner(2003)列表小结了 15 篇关于并购财务业绩的研究,其中 2 篇报告的并购后业绩显著为负,4 篇显著为正,其他则没有明确结论,可见在并购后长期的财务业绩变化方面尚无一致结论。

国内的文献方面,檀向球等(1999)研究 1998 年发生资产重组的 338 家上市公司,以 1997~1998 年公司业绩排名的转变作为业绩改善与否的衡量标准,发现 194 家业绩明显改善。冯根福、吴林江(2001)以 1995~1998 年发生的 201 起并购事件作为样本,发现从整体上看并购当年和并购后第一年上市公司的业绩得到了一定程度提高,但在接下来的年份里,其业绩又普遍下滑。范从来、袁静(2002)利用中国上市公司 1995~1999 年 336 次并购事件进行实证分析,发现处于成长性行业的公司进行横向并购绩效相对最好,处于成熟性行业的公司进行纵向并购绩效相对最好,处于衰退性行业的公司进行横向并购的绩效最差,说明公司所处产业的性质(成长性、成熟性、衰退性)在很大程度上影响着不同类型并购的绩效。李善民、李珩(2003)使用 2000 年发生资产重组的上市公司作为样本,将样本公司重组前 1 年和并购后 2 年的绩效指标进行主成分分析,用得到的综合评分

^① 部分国外文献涉及研究方法问题,则归类于下一部分进行文献检索。

^② 参考了 Healy、Palepu 和 Ruback(1992)以及 Bruner(2003)。

指标检验并评价这些公司绩效的变化,发现除了收缩类公司的绩效在重组第二年发生了显著改善之外,其他类型的资产重组并没有使得上市公司绩效发生显著变化。南京大学管理科学与工程研究院课题组(2003)以1998年发生并购活动的103家上市公司为样本,研究它们并购交易前后3年内平均业绩的变化。他们综合对比并购前后的平均业绩,得出的长期业绩改善的结论,这与诸多国内文献颇不一致,可能是研究方法和选样的差异所致。益智(2005)发现被动式并购的上市公司在资产重组后第二年,财务指标就开始恶化,第三年更是有加剧的态势。

(二)会计研究法与财务指标的选择

在研究企业并购绩效时,学术界的主流做法是寻找业绩参照、建立基准投资报酬率来检验股票报酬是否超出基准投资报酬率,投资者的财富增长是否高于基准投资报酬率。这种做法控制了并购之外的行业甚至整个经济对股价产生影响的因素,逻辑上更为严谨,但结果的准确性很大程度上取决于基准投资报酬率的合理选择。这类检验中常用的方法包括事件研究法、会计研究法、管理者问卷法和案例研究法(Bruner,2003)。并购活动中的会计研究法是指研究并购企业财务业绩在并购活动前后的变化,或者根据行业以及样本公司规模找到未发生并购活动的配对公司,对比样本公司与配对公司的财务业绩差异。这种方法的关键在于找到合适的业绩参照标准,如前所述,一般思路是寻找历史业绩和同类企业业绩指标作为参照。但是,财务指标以及非财务指标众多,如何选出具有代表性的指标并非易事,除了参考以往研究和惯例外,还需借用一些统计、计量上的工具来进行筛选。

国外实证研究中,常用的财务业绩衡量指标有很多,这在 Bruner(2003)中已经作了颇为全面的小结:Meeks(1977),Salter 和 Weinhold(1979),Muller(1980),Ravenscraft 和 Scherer(1987),Ravenscraft 和 Scherer(1987),Herman 和 Lowenstein(1988),Dickerson、Gibson 和 Tsakalotos(1997)使用了资产报酬率(ROA)、权益报酬率(ROE)、销售利润率(ROS)、资本回报率(ROC)等报酬率衡量指标;Mueller(1985)采用市场份额指标;Seth(1990)运用预期现金流和要求的投资回报率构建了一种权益价值作为衡量指标;Healy、Palepu 和 Ruback(1992,1997)以及 Parrino 和 Harris(1999,2001)使用了资产周转率和(行业调整后的)经营性现金流回报率等指标;Sharma 和 Ho(2002)还使用了毛利、每股收益等财务指标。

国内实证研究中,采用单一指标衡量并购业绩并不常见。舒强兴、郭海芳(2003),王延召(2003)以及王晓芳、王刚、李建(2004)均采用经济附加值(EVA)作为并购业绩评价的指标;戴榕、干春晖(2002)使用 Tobin's Q 衡量不同并购模式下企业长期并购绩效;陈建梁和袁宏泉(2005)计算全要素生产率指标来考察并购效率。由于单一指标难以概括国内企业复杂的业绩状况,

不少学者会选择多个有代表性的财务指标直接进行分析,如益智(2005)选取净收益、每股收益、净资产收益率和总资产收益率四项指标衡量并购企业的财务绩效;檀向球等(1999)选取了主营业务利润率、总资产利润率、每股收益和净资产收益率作为综评指标,并从偿债能力、资产管理能力、股本扩张能力、成长性、主营业务鲜明状况五方面选择了11项财务比率作为重组是否具有实质性特征的鉴别指标;冯根福、吴林江(2001)选取了经行业调整后的主营业务收入/总资产、净利润/总资产、每股收益和净资产收益率四个指标。单个指标的逐一比较有时难以得到一致的结论,更为综合的方法是选取多项指标建立财务指标体系,经过某种计量方法或者惯有的权重分配方式加工输出单个指标值进行企业间或不同历史时期的比较。范从来和袁静(2002)采用因子分析法,对每股收益、净资产收益率、主营业务利润率以及总资产报酬率四项指标提取公共因子,求得度量并购绩效的单一指标;李善民、李珩(2003)选取了总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率、净资产收益率、每股经营性现金流量作为适用于总样本的财务指标,又另外选取了9类分别适用于各个子样本的财务指标,利用主成分分析法加以评价;南京大学管理科学与工程研究院课题组(2003)采用了数据包络法(DEA法),以主营业务收入、利润总额为输入指标,以主营业务成本、主营业务税金及附加、各项费用和总资产作为输出指标,得到综合评分。当然,多种方法应当殊途同归,对同一现象的分析不能矛盾甚至相反,否则,可能存在分析方法不恰当或者分析思路偏差等问题。

二、样本的选取、财务指标的设定与研究方法

(一)样本的选取

本文以深圳市国泰安信息技术有限公司开发的CSMAR兼并收购数据库中1998~2001年^①间发生的重大并购事件为样本,利用CSMAR财务年报数据库中的财务数据计算本文所需并购前后三年以及并购当年的财务指标。

为确保并购事件的确会与企业多年的经营业绩有较大关联,我们选择的是1998~2001年间重大的并购重组事件,样本具体筛选过程列示如表1。

^① CSMAR兼并收购数据库中统计的并购事件截至2004年,由于本文需要计算并购事件发生前后三年的财务指标,因此,最多只能研究到2001年的并购事件。

表 1 样本选择过程表

1998~2001 年间的并购事件	3083
剔除:	
未披露交易金额的事件	411
合并同一公司同一年度发生的同样类型的事件	617
非单一事件或者非规模占优事件 ^①	1377
非重大事件 ^②	324
数据库内的重复数据,有误	2
缺乏并购前后共 7 年财务数据或者所计算得到的财务数据为缺省值的事件 ^③	180
样本公司数	172 ^④

一般而言,研究并购长期业绩的文献都会对样本进行筛选,有的对交易金额进行限定,有的直接选取交易规模最大的几十家公司或上百家,有的则像本文这样,选取交易规模绝对额和相对额都重大的公司作为样本。无论哪种方法,目的都是为了确保并购交易本身对公司经营以及财务状况的影响力。从选样的过程来看,本文所选择的并购事件均为交易规模绝对重大和相对重大的事件,这有点类似于短期事件研究中要保证一个清洁的“事件期”那样,突出所研究的对象。

① 单一事件指的是同一公司在 1995~2000 年间只在某一年度发生了一种类型的事件。本文界定的规模概念是从交易金额和交易金额占公司年初资产总额比重两方面来说,规模占优事件指的是当同一公司在 1995~2000 年间在多个年度发生多种类型的事件,或者在某一年度发生多种类型的事件,或者在多个年度发生一种类型的事件时,只选择其中规模最大的事件,而且该事件相对其他事件,规模至少为两倍以上。之所以排除非单一事件和非规模占优事件,目的是为了防止所研究的公司绩效是受多个性质不同的事件交互影响,以便捕捉到单项并购事件确切的影响方向和影响程度,并可以对样本细分后研究并购的某些特征和公司绩效之间的关系。

② 非重大事件指的是交易总额低于 1000 万或者交易总额占年初资产总额比重小于 10% 的事件。排除非重大事件是为了确保公司绩效的变动主要是受到并购事件的影响,而非其他无关事件。检查数据发现交易总额占年初资产总额比重大于或者等于 10% 的事件基本上都是交易总额超过 1000 万的事件,仅有一个事件的交易总额低于 1000 万,故实际筛选时应用的标准是交易总额占年初资产总额比重大于或者等于 10%。

③ 缺乏足够的数据,原因有的在于公司本身历史不长,有的是数据库缺失,或者计算得到的财务指标因分母为零出现缺省值。

④ 由于最后留下的样本中没有金融类的企业,也就不必像其他文献那样删除金融这一特殊类型的样本。此外,初始数据一般都要考虑删除极端值的问题,但我们没有进行类似的筛选。这是因为本文的初始数据为多项财务数据,如果将各类财务数据的极端值都删除,将无法得到具有并购前后 3 年完整数据的足够样本,并不可行。而且,在总体样本中为极端值的,在细分样本中未必是极端值。

表 2 样本公司的年度分布情况

年度	1998	1999	2000	2001	合计
样本公司数	3	22	60	87	172

从样本公司年度分布来看,随着年份的推移,样本公司数呈现逐年上升的态势。1998 年仅有 3 家公司在前后数年间发生重大的并购事件(即交易规模绝对额和相对额都重大),而到了 2001 年,样本公司数已达到 87 家。这当然和上市公司数量增加有关,同时也反映出并购市场的扩张。

(二)财务指标的设定

冯根福、王会芳(2001)对上市公司业绩进行多角度综合评价,实证分析发现不同利益相关者对同一上市公司绩效评价结果并不相同,所关注的绩效评价指标也不一样。本文拟从资本市场投资者的角度出发,选取他们最为关注的若干财务指标,以分析发生并购交易的上市公司业绩是否改善,对于投资者而言,是否具有长期的投资价值。综合以往研究,我们从企业的盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力和主业利润贡献能力五个方面选取指标。具体选取的指标和计算公式见表 3。

表 3 财务指标评价体系

指标类型	指标名称	计算公式	指标选取原因
盈利能力	营业毛利率	主营业务利润/主营业务收入	反映主营业务的盈利能力
	总资产利润率	净利润/[(资产期末余额 + 资产期初余额) / 2]	反映资产的总体获利能力
	净资产收益率	净利润/[(股东权益期末余额 + 股东权益期初余额) / 2]	管理层监管和企业融资时关注的盈利指标
	每股收益	净利润/期末总股数	反映投资者获利能力
偿债能力	资产负债率	期末负债总额/期末总资产	反映一般的长期偿债能力
	流动比率	期末流动资产/期末流动负债	反映一般的短期偿债能力
营运能力	总资产周转率	主营业务收入/[(资产期末余额 + 资产期初余额) / 2]	反映资产总体的管理效率
	存货周转率	主营业务成本/[(存货期末余额 + 存货期初余额) / 2]	反映重点资产的运用水平
	应收账款周转率	主营业务收入/[(应收账款期末余额 + 应收账款期初余额) / 2]	反映重点资产的运用水平

(续表)

指标类型	指标名称	计算公式	指标选取原因
成长能力	净资产增长率	(期末股东权益 - 期初股东权益) / 期初股东权益	反映企业股本的扩张水平
	净利润增长率	(本年净利润 - 上年净利润) / 上年净利润	反映企业盈利能力的发展水平
主业突出状况	综合杠杆	主营业务利润 / 利润总额	反映主营业务对企业总体利润的贡献程度

为计算出准确、可比的财务指标,本文在选取数据时作了以下调整:

(1)考虑到宏观因素和行业特征的影响,本文在计算财务指标时都在公司财务指标的基础上剔除了行业财务指标的平均数。^①

(2)1998年财务制度发生变化,1998年前主营业务利润等于“主营业务收入”减“主营业务成本”、“主营业务税金及附加”、“销售费用”、“管理费用”、“财务费用”、“汇兑损失”、“进货费用”之差额,1998年起变为“主营业务收入”减“主营业务成本”、“主营业务税金及附加”之差额。我们调整了1998年以前主营业务利润的数字,使得1998年前后期间的主营业务利润的数据具有可比性。

(3)涉及存货项目时,本文选取的是存货总额数据。但1994年、1995年部分企业只披露存货净额,且存货净额数据为零。经检查,这些企业对应的存货跌价准备项目均为0,故将这些样本的存货总额数据调整为存货净额。

(三)研究方法

在我国,使用单一指标来研究并购活动是否改善业绩的文献较少,更多的是选取若干财务指标构建综合指标体系,以期能全面地进行业绩评价。构建指标体系的研究步骤和方法如下:

(1)选取公司并购前后三年年度财务报表中的若干财务数据,根据表3财务指标的计算公式计算财务比率,得到初始的财务指标体系。

(2)为考虑宏观因素和行业特征的影响(industry effect),将所构建的财务指标体系中的各项指标分别减去该公司所处行业当年该指标的平均数,从而得到经行业调整后新的财务指标体系。

(3)将新指标按照并购前后7年分别作因子分析,构造一个综合得分模型,计算出各公司并购前后不同年度的业绩综合得分。

(4)检验并购公司各年度综合得分是否存在差异,评价并购活动对公司财

^① 行业财务指标的平均数是根据数据库中所有上市公司的年度财务数据计算出的财务指标求平均值得到的,如果某些公司计算出的财务指标为缺省值,则在求行业均值时剔除。

务业绩的影响。

由于财务指标体系包含诸多指标,如果进行单一比较显然无法得到一致的结论,因而需要从财务指标体系推导出一个综合得分模型,将多个指标值浓缩成一个综合得分,以便进行样本间的比较。构建综合得分模型的关键在于为各项财务指标或者经转换后的财务指标赋予合理的权重。经验做法是按照以往惯例直接给各项指标赋予权重,加总计算求得综合得分,而利用统计方法进行指标的变换、压缩则会更为科学,因子分析法则是目前较为理想的一种综合评价方法。因子分析法的主要步骤实施如下:

(1) 建立财务指标体系的矩阵

将经过行业调整后的财务指标原始变量 $X_1, X_2, \dots, X_n$ 表示成向量的形式,那么整个财务指标体系则可以表示成矩阵 X , 即

$$X = (X_1, X_2, \dots, X_n)$$

(2) 消除量纲, 得到标准化后的矩阵 X^*

$$X^* = (X_1^*, X_2^*, \dots, X_n^*), X_i^* = \frac{X_i - E(X_i)}{\sqrt{\text{VAR}(X_i)}} \quad (i=1, 2, \dots, n)$$

标准化的处理可以使主成分分析能够均等地对待每一个原始的财务指标,防止因量纲的差异带来不合理的影响。

(3) 运用主成分分析法, 提取公共因子

① 首先, 计算矩阵 X^* 的特征值 $\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_n (\lambda_1 \geq \lambda_2 \geq \dots \geq \lambda_n)$, 以及对应的特征向量 $e_1, e_2, \dots, e_n$, 得矩阵 X^* 的第 i 个主成分 Y_i 。

$$Y_i = e_i X^* \quad (i=1, 2, \dots, n)$$

相应的 λ_i 即为 Y_i 的方差。

② 然后, 计算第 i 个主成分 Y_i 的方差占总方差的比重 W_i , 它代表了第 i 个主成分 Y_i 对原始数据的综合能力, 也被称为主成分 Y_i 的贡献率。

$$W_i = \frac{\lambda_i}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_n} \quad (i=1, 2, \dots, n)$$

③ 再次, 确定公共因子的提取数目。一般的原则是, 提取 m 个公共因子 $Y_1, Y_2, \dots, Y_m$, 使得这 m 个因子的累计贡献率 (即 $W_1 + W_2 + \dots + W_m$) 在 80% ~ 90% 之间。

④ 最后, 采用方差最大正交旋转法, 对因子载荷矩阵进行旋转, 使得每个因子都具有高载荷, 简化对因子的解释。根据旋转后得到的相应的因子得分系数矩阵 C 。

$$C = A^T \times R^{-1}$$

其中, A 为旋转后的因子载荷矩阵, R^{-1} 为原始变量 $X_1, X_2, \dots, X_n$ 的相关系数矩阵的逆矩阵。根据因子得分系数和原始变量的观测值, 可以计算出各个观测量的因子得分。

$$Y = C \times X = A^T \times R^{-1} \times X = (Y_1, Y_2, \dots, Y_m)$$

(4) 计算综合得分

根据各因子得分和方差贡献率,得出 7 个综合得分函数,计算各样本公司并购前后 3 年以及并购当年的业绩综合得分 S_t 。

$$S_t = \sum_{j=1}^m W_j Y_{jt} \quad (t \text{ 为并购前后的年份}, t = -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3)$$

三、实证结果及其分析

(一) 综合得分函数的建立

本文以累计贡献率大于 80% 为提取公共因子的标准,从并购前第 3 年、前第 2 年、后第 2 年的原始财务比率中提取了 6 个因子,从其他年份的数据中提取了 7 个因子,构建并购公司业绩的综合得分函数如下:

$$\text{并购前第三年: } S_{-3} = 0.32565 Y_1 + 0.14737 Y_2 + 0.10675 Y_3 + 0.08737 Y_4 \\ + 0.08347 Y_5 + 0.07970 Y_6$$

$$\text{并购前第二年: } S_{-2} = 0.37057 Y_1 + 0.13782 Y_2 + 0.10732 Y_3 + 0.10040 Y_4 \\ + 0.07803 Y_5 + 0.05862 Y_6$$

$$\text{并购前第一年: } S_{-1} = 0.28304 Y_1 + 0.11505 Y_2 + 0.10822 Y_3 + 0.08878 Y_4 \\ + 0.08353 Y_5 + 0.08280 Y_6 + 0.06736 Y_7$$

$$\text{并购当年: } S_0 = 0.23890 Y_1 + 0.15289 Y_2 + 0.11945 Y_3 + 0.09447 Y_4 \\ + 0.08113 Y_5 + 0.07797 Y_6 + 0.06772 Y_7$$

$$\text{并购后第一年: } S_1 = 0.23347 Y_1 + 0.13705 Y_2 + 0.10344 Y_3 + 0.09367 Y_4 \\ + 0.08411 Y_5 + 0.08132 Y_6 + 0.07553 Y_7$$

$$\text{并购后第二年: } S_2 = 0.30240 Y_1 + 0.15577 Y_2 + 0.11418 Y_3 + 0.09968 Y_4 \\ + 0.07432 Y_5 + 0.06521 Y_6$$

$$\text{并购后第三年: } S_3 = 0.23211 Y_1 + 0.12645 Y_2 + 0.10358 Y_3 + 0.09961 Y_4 \\ + 0.08802 Y_5 + 0.08540 Y_6 + 0.07688 Y_7$$

(二) 总样本的检验结果

从表 4 可以看出,各年度间的综合得分差值的均值极小,几乎都为 0,而中位数也较小,与零十分接近,且大部分为负值。正值百分比指标基本上都在 40%~55% 之间变动,正值比重略少。为确定总体的分布是否为正态分布,我们利用 SAS 软件的单变量进行了正态性检验,表 4 中所报告的 P 值^①均表明总

^① 文中报告的 P 值为 Kolmogorov-Smirnov 检验,其他检验方式的 P 值更低,更明显表明总体的分布并非正态。

体的分布并非正态,故下文的检验中没有报出参数 t 检验的结果^①。

表 4 总样本各年间业绩变化的描述性统计结果

综合得分差值	均值	标准差	中位数	方差	正态检验的 P 值	样本数	正值百分比
$S_{-2}-S_{-3}$	-5.46236E-17	0.3650	-0.0158	0.1332	0.0100	172	45.35%
$S_{-1}-S_{-3}$	-5.80931E-17	0.4171	0.0041	0.1740	0.0100	172	50.58%
S_0-S_{-3}	-4.51835E-17	0.4987	-0.0375	0.2487	0.0100	172	45.35%
S_1-S_{-3}	-3.48558E-17	0.5013	-0.0548	0.2513	0.0100	172	43.02%
S_2-S_{-3}	1.80734E-17	0.5237	-0.0284	0.2742	0.0100	172	46.51%
S_3-S_{-3}	-2.13008E-17	0.5096	-0.0293	0.2597	0.0100	172	48.26%
$S_{-1}-S_{-2}$	1.03277E-17	0.3352	-0.0198	0.1124	0.0100	172	47.09%
S_0-S_{-2}	4.26016E-17	0.5177	-0.0579	0.2680	0.0100	172	44.19%
S_1-S_{-2}	0	0.5371	-0.0317	0.2884	0.0100	172	43.60%
S_2-S_{-2}	1.06504E-16	0.5679	-0.0476	0.3225	0.0100	172	44.77%
S_3-S_{-2}	4.4538E-17	0.5251	-0.0308	0.2758	0.0100	172	44.77%
S_0-S_{-1}	-8.71396E-18	0.4082	0.0253	0.1666	0.0100	172	53.49%
S_1-S_{-1}	-3.22739E-17	0.4940	-0.0213	0.2441	0.0100	172	48.84%
S_2-S_{-1}	3.45331E-17	0.5173	-0.0318	0.2676	0.0100	172	47.09%
S_3-S_{-1}	3.51786E-17	0.4919	-0.0205	0.2420	0.0100	172	45.35%
S_1-S_0	-1.65404E-18	0.3790	-0.0123	0.1437	0.0100	172	47.67%
S_2-S_0	6.51933E-17	0.4597	0.0037	0.2113	0.0100	172	50.00%
S_3-S_0	1.93644E-17	0.4744	0.0346	0.2251	0.0100	172	52.91%
S_2-S_1	6.58388E-17	0.4002	0.0031	0.1602	0.0100	172	50.58%
S_3-S_1	2.54964E-17	0.4696	-0.0076	0.2205	0.0100	172	47.67%
S_3-S_2	-3.92128E-17	0.5209	-0.0511	0.2713	0.0100	172	40.70%

从表 5 明显看出,对于绝大多数年度间的综合得分差值而言,符号检验的统计量和符号秩检验的统计量都不具有显著性。仅仅并购后第三年和并购后第二年之间的综合得分差值在检验时,符号检验和符号秩检验的统计量才一致,表明在 5% 的水平上显著,且为负值,说明并购活动总体上并未改变公司的业绩,甚至在并购后第三年出现业绩下滑的公司较多。

① t 检验的结果和非参数检验的结果类似,但参考意义不大,故未在文中进行报告。