
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

曾亚敏 张俊生*

内容提要 本文检验了自由现金流假说和内部资本市场假说对中国上市公司收购动因的解释能力。分析结果显示：收购发起公司在收购后的会计业绩和市场业绩变动均与收购前所持有的自由现金流显著负相关，而与公司的融资约束程度无关，结论支持了自由现金流假说。这意味着，目前中国上市公司实施的股权收购更多的是投资过度的表现。

关键词 公司控制权 内部资本市场 自由现金流 融资约束

一 引言

自1993年9月宝延风波拉开中国公司控制权市场序幕以来，中国上市企业的并购活动，已经成为企业主要的投资方式之一。但是，国内的研究大多集中在对并购活动的财富效应讨论（如洪锡熙和沈艺峰，2001；李善民和陈玉罡，2002），而对上市企业的并购动因却研究甚少，尤其是缺乏经验证据。

理论上，对企业并购动因存在着诸多解释，如为了资源整合、实现规模经济及获取税收上的好处等。在现代金融学中，得到最为广泛认同的则主要是内部资本市场假说（internal capital market hypothesis）与自由现金流假说（free cash flow hypothesis）。内部资本市场假说认为，在一国外部资本市场不甚发达的情况下，企业收购的主要目的之一是为了形成内部资本市场，解决信息不对称情况下企业的融资约束与投资不足问题。而自由现金流理论则认为，企业实施的并购本质上大多是代理问题的体现，是管理者为了自身利益滥用自由现金流而从事的过度投资。由此可以看出，两种假说对企业并购动因的看法是截然相反的，一种是为了缓解融资约束带来的投资不足，而另一种则认为是投资过度的显现。

在中国资本市场尚不发达、投资者保护相对较弱的情况下，内部资本市场假说与自由现金流假说都可能有适用的场所。一方面，企业实施并购可能是为了形成内部资本市场，缓解投资不足对企业发展的制约；另一方面，也可能是管理者或者大股东不愿意将现金返还给股东，而从事的过度投资。为此，本文

* 曾亚敏：厦门大学管理学院 361005 电子邮箱：nmoz@126.com；张俊生：厦门大学管理学院财务研究与发展中心 361005 电子邮箱：junya@126.com。

作者对两位匿名审稿人给予的建设性意见表示感谢。

以中国 1998至 2000年进行股权收购的上市公司为样本,基于内部资本市场假说与自由现金流假说,分析中国上市公司股权收购的动因。本文的结构如下:第二部分对内部资本市场假说与自由现金流假说分别作概述并提出各自的经验证据;第三部分是样本选取与对并购情况的基本描述;第四部分是对两种理论进行经验检验;最后一部分是本文的结论与建议。

二 内部资本市场假说与自由现金流假说概述

(一)内部资本市场假说

Williamson (1970)提出:内部资本市场在资本配置上可能更具效率。这是由于企业的管理者要比外部市场具有信息与监督的优势,使得企业拥有数量更多、成本更低的信息,从而将资源分配到价值更高的投资项目。Williamson的观点在 20世纪 90年代又由 Gertner等 (1994)和 Stein (1997)进一步阐述与发展。Gertner等 (1994)认为,内部资本市场与外部资本市场之所以不同,在于内部资本市场向高层管理者提供了对企业资产的剩余控制权,剩余控制权反过来会激励管理者对资金的分配实施更有效的监督。Stein (1997)则从信息优势的角度对内部资本市场的潜在优势作了说明,即当外部投资者与管理者之间信息不对称问题较为严重时,信息性相对好的内部资本市场能进行“择优劣汰”,提高资源分配与投资效率,从而缓解融资约束,为企业创造价值。

Hubbard和 Palia (1999)通过对 20世纪 60年代美国第三次购并浪潮的研究证实,当时大多企业实施的收购是为了构建内部资本市场,缓解由于资本市场尚未充分发达、外部资本市场难以获取企业内部信息而导致的融资约束问题,从而有助于解决存在融资约束企业的投资不足问题。

(二)自由现金流假说

“自由现金流假说”是现代公司控制权市场理论的核心概念之一,它建立在代理成本理论基础之上,由 Jensen (1986)提出。按照 Jensen的定义,所谓自由现金流 (free cash flow, FCF)是指“企业支付完所有按相关资本成本进行折现 $NPV > 0$ 的项目的现金流后所剩下的现金流量”。自由现金流的代理问题就是“如何让管理者交出这部分现金而不是将其投资于收益低于资本成本的项目或组织之上”(Jensen, 1986)。从股东的角度来看,把现金返还给股东可以减少管理层手中控制的资源,同时迫使管理者接受资本市场的监督,以防管理者为了自身私利,不愿意返还现金,而利用现金进行过度扩张。

Jensen对自己提出的自由现金流理论的证实是以 20世纪 70年代美国石油行业的并购活动为例。Jensen (1986)指出,“购并是管理者花掉现金的一种主要方式。自由现金流理论意味着,拥有大量自由现金流的公司倾向于进行低效率或降低价值的收购活动”。Jensen (1988)等许多后续文章也是对自由现金流理论的重复阐述。自由现金流理论成为金融学分析企业并购行为的一把利器,如 Lang等 (1991)、Sicheman (1991)、Hanson (1992)和 Harford (1999)等对企业并购的研究都支持了自由现金流假说。

三 样本选取及对收购的基本情况描述

中国证券市场的信息不对称与代理问题是困扰资本市场发展的重要问题。根据上文对自由现金流假说与内部资本市场假说的概述,我们可以看出,这两种假说对企业并购动因都具有潜在的解释能力。为此,本文通过经验研究来探讨这两种假说在目前中国证券市场中的适用性。

(一)样本选取

本文数据取自香港理工大学和深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的CSMAR数据库中的收购兼并子数据库。根据数据库提供的信息,上海、深圳两个证券市场的上市公司在1998~2000年3年间共发生296起收购事例,其中股权收购193起,资产收购103起。根据定义,股权收购是指直接或间接购买目标公司部分或全部的股权,使目标公司成为收购者的转投资事业,收购者需承受目标公司一切的权利与义务、资产与负债的收购行为;资产收购则是指收购者只依其需要而购买目标公司部分或全部的资产,属于一般资产的买卖行为,不需承受目标公司的负债收购行为。可以看出,股权收购是传统意义上的收购,而资产收购只是一般的资产买卖行为,为此本文以股权收购为研究对象。在193起上市公司的股权收购事件中,有27家公司进行了两次或者两次以上的多起收购,使得这3年实施股权收购的公司数实际上为165家。本文只以上市公司各年的第一次收购为研究样本(这种方法也被Freund等,2003采用)。

(二)对收购情况的基本描述

表1是对165起并购事件的收购方式与收购方向的描述性统计。从该表可以看出,1998~2000年这165家上市公司对目标公司的股权收购主要是通过现金收购方式实现的,占样本总数的大约94%。

表1 对165起并购事件的收购方式与收购方向的统计

		方式			方向		
		现金	抵消债权或 应收账款	横向收购	纵向收购	混合收购	其他
1998	数目	35	0	15	0	19	1
	占比(%)	100	0	42.86	0	54.29	2.86
1999	数目	59	4	30	1	29	3
	占比(%)	93.65	6.35	47.62	1.59	46.03	4.76
2000	数目	61	6	28	0	37	2
	占比(%)	91.04	8.96	41.79	0	55.22	2.99
总样本	数目	165	10	72	1	85	7
	占比(%)	93.94	6.06	43.64	0.61	51.52	4.24

收购方向主要包括横向购并、纵向购并与混合购并。横向购并是指两个或两个以上生产或销售相同、相似产品的企业间的购并;纵向购并则指与企业的供应厂商或客户的合并,实质上是处于生产同一产品、不同生产阶段的企业间的兼并,兼并双方往往是原材料供应者和产品购买者;混合购并是指既非竞争对手又非现实中的客户或供应商企业间的购并。从表1的统计结果来看,这165起并购以横向购并与混合购并为主,分别占到样本总数的43.64%和

表2 收购规模以及收购双方基本情况描述

	均值	中值	最小值	最大值	标准差
收购前持股比例(%)	4.97	0	0	75	14.97
收购后持股比例(%)	62.71	60	1.58	100	30.22
收购方总资产(亿元)	13.20	9.61	1.52	106.95	13.20
收购方净资产(亿元)	5.92	4.12	0.04	51.51	6.68
收购方净利润(亿元)	0.60	0.41	-1.69	7.94	0.99
是否成为第一大股东	0.85	1	0	1	0.36
双方是否同属管辖	0.61	1	0	1	0.49
收购总价(亿元)	1.00	0.68	0.05	20	0.88

说明:是否成为第一大股东一项指的是,此次并购活动是否使得收购方成为被收购方的第一大股东,如果是取值等于1,否则取值为0;双方是否同属管辖是指,并购双方是否属同一地方政府管辖,如果是取值等于1,否则取值为0。收方净利润为负值的家数合计为10家。

51.52%。

这 165 起并购平均规模为 1 亿元人民币,最大值高达 20 亿元。成交后,85% 的收购方成为被收购方的第一大股东,对被收购方的持股比例亦从平均 4.97% 增加到 62.71%,大多取得绝对控股地位。从地域来看,有 61% 的并购双方隶属同一个地方政府管辖。对收购规模以及收购双方基本情况的描述性统计见表 2。

(三) 实施收购公司在收购前后业绩比较

接下来,本文研究收购前后收购方企业的会计业绩和市场业绩的变化。考察范围覆盖收购前一年到收购后两年,即 (-1,2) 年,共计 4 年时间。在测度收购方会计业绩变化的时候,本文选用净资产回报率 ROE 作为度量指标;在测度收购方企业市场业绩变化的时候,本文选用超常年收益率 AR 作为度量指标,计算公式如下:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

其中, R_{it} 表示第 i 家公司股票在第 t 年的实际收益率, $E(R_{it})$ 表示第 i 家公司股票在第 t 年的预期收益率, R_{mt} 表示市场在第 t 年的实际收益率,第 i 家公司的系数估计值 α_i 和 β_i 是通过 $t-1$ 年所有交易日的日收益与市场日收益回归估计而得。

在表 3 中,本文对实施股权收购活动企业的 ROE 以及 AR 变动情况做了描述性统计,并使用 t 检验对不同时间段的均值变化作显著性检验,而对中值变化的显著性检验使用的是 Wilcoxon 符号秩检验。从统计结果看,上市公司在实施收购后的会计业绩和市场业绩从收购当年到收购后两年都显著下降。这表明,上市公司实施的股权收购不仅未能改善会计业绩与市场收益,可能还对原有的业绩有所侵蚀。

表 3 收购公司在并购前后会计业绩和市场业绩的变化

时间段	(-1, 0)	(-1, 1)	(-1, 2)	(0, 1)	(0, 2)
会计业绩					
均值 (%)	-5.376	4.128	-4.955	-7.082**	-0.161**
中值 (%)	-0.702***	-1.795***	-3.570***	-1.288***	-2.564***
市场业绩					
均值 (%)	0.099	-0.228***	-0.288***	-0.287***	-0.363***
中值 (%)	0.070**	-0.136***	-0.190***	-0.206***	-0.260***

说明:***表示 1% 水平显著,**表示 5% 水平显著。

四 理论检验与讨论

(一) 对内部资本市场假说的检验与讨论

Hubbard 和 Palia (1999) 提出,“那些信息成本很高的企业通过收购来建立一个有效的内部资本市场,从而提高企业价值”。可以看出,要检验企业收购的目的是否是为了构建内部资本市场,需要对收购目标公司与收购发起公司的融资约束情况进行划分。为此,本文根据 Hubbard 和 Palia (1999) 的研究与中国的情况,提出如下假设:如果上市公司实施股权收购的目的是为了构建内部资本市场,那么融资约束程度对收购后的业绩变动有显著的解释能力,融资约束程度较轻的上市公司实施收购后的收益应该较大。

在本文的研究样本中,中国上市公司进行股权收购的对象皆为非上市公司。与上市企业能够利用证券市场融资且信息披露更完善相比,非上市公司的融资约束问题可能要严重一些。因此,本文假设被并购企业都存在融资约束问题。不同的是收购方企业的融资约束问题存在差异,即把收购方上市公司按照存在融资约束与否划分为两类。在划分上,本文遵循 Fazzari等(1988)以及 Hoshi等(1991)两篇经典文章的划分方法,即分别按照,第一,收购方公司在收购前两年内是否发放股利;第二,收购方公司在收购当年是否发放股利;第三,收购方公司是否有持股比例达 50%且为集团的控股股东等三种标准划分融资约束问题。当这 3个哑变量取 1时,说明企业不存在融资约束,或面临的融资约束程度较轻。

表 4 融资约束与否对收购方会计业绩和市场业绩变化的影响

	前两年内是否发放股利		当年是否发放股利		是否来自企业集团	
	(0, 1)	(0, 2)	(0, 1)	(0, 2)	(0, 1)	(0, 2)
因变量为会计业绩变动						
截距	1.681*** (0.009)	-0.985 (0.057)*	1.735*** (0.008)	-0.972* (0.062)	1.584** (0.016)	-1.000* (0.052)
融资约束与否	0.052 (0.288)	-0.022 (0.582)	0.055 (0.264)	-0.005 (0.910)	-0.035 (0.563)	0.011 (0.808)
收购方向	-0.021 (0.660)	-0.019 (0.622)	-0.023 (0.638)	-0.020 (0.608)	-0.017 (0.736)	-0.011 (0.786)
规模	-0.085*** (0.007)	0.046* (0.072)	-0.088*** (0.006)	0.045* (0.081)	-0.079** (0.015)	0.046* (0.069)
调整后的 R ²	0.035	0.004	0.036	0.002	0.030	0.005
因变量为市场业绩变动						
截距	-3.584** (0.015)	-4.831*** (0.000)	-4.220*** (0.004)	-5.090*** (0.000)	-3.676** (0.012)	-4.483*** (0.001)
融资约束与否	0.037 (0.741)	0.056 (0.572)	-0.270 (0.017)	-0.088 (0.382)	0.162 (0.231)	0.217 (0.174)
收购方向	0.126 (0.259)	0.111 (0.262)	0.150 (0.172)	0.121 (0.222)	0.138 (0.217)	0.088 (0.380)
规模	0.159** (0.028)	0.216*** (0.001)	0.196*** (0.007)	0.231*** (0.000)	0.161** (0.025)	0.198*** (0.002)
调整后的 R ²	0.027	0.074	0.065	0.077	0.047	0.088

说明:括号中为显著性 p 值,***表示 1%水平显著,*表示 5%水平显著,*表示 10%水平显著。

下面,本文通过回归分析研究收购方的融资约束与否对企业后续经营业绩及市场表现的作用。由于已经有相关文献表明,从事相关并购企业的业绩好于从事非相关并购企业的业绩。为此,本文在分析中控制了上市公司进行股权收购的方向,用哑变量表示:当上市公司进行横向收购或纵向收购时,取 1,表示相关收购;当上市公司进行混合收购时,取 0,表示非相关收购。最后,为了控制规模效应,本文用公司总资产的自然对数表示规模。

表 4列出了融资约束与否对收购方会计业绩变化和市场业绩变化的影响。从回归结果来看,无论对收购方企业融资约束与否按照何种标准划分,总体而言融资约束并不能对收购后的会计业绩与市场表现

行业可能是影响收购后收益变化的因素之一,为此,本文也把行业作为控制变量进行研究。中国上市公司分为 6 大类,除去少数金融类企业外剩下 5 类,如果加入行业 0.1 哑变量,共 4 个哑变量。但回归结果均不显著,对其他变量也几乎没有影响,这表明行业因素对本文结果没有影响。本文中“收购方向”控制变量已经部分反映了行业因素的作用。同时受篇幅的限制,在本研究最终完稿时未把行业作为控制变量。

起到显著的解释作用。这与 Hubbard和 Palia(1999)针对美国 20世纪 60年代并购的研究结果截然不同。本文对中国样本的研究结果意味着,这些公司实施收购的动因可能并不是为了缓解融资约束而构建内部资本市场,结论基本上否定了内部资本市场假说对中国上市公司进行股权收购动因的解释。

(二)对自由现金流假说的检验与讨论

Lang等(1991)从收购方的收购收益对自由现金流假说进行检验,其研究发现,收购方公司的收益与其收购前的自由现金流显著负相关,结论支持了 Jensen的自由现金流假说。本文借鉴 Lang等(1991)的方法提出假设:如果中国上市公司股权收购的动因是滥用自由现金流,那么收购方公司的收益与其收购前的自由现金流显著负相关。

检验自由现金流假说需要计算公司进行股权收购前一年的 FCF。根据 Jensen(1986)自由现金流假说的定义——“企业支付完所有按相关资本成本进行折现 NPV > 0 的项目后所剩下的现金流量”来准确度量自有现金流实属困难。这是因为 NPV > 0 后的项目所需的现金流量并不能为外界所知。为此,国外的相关研究大多借用会计意义上的自由现金流来间接测度(Freund et al, 2003; McLaughlin et al, 1996),即“折旧前经营收入减去税减去债务利息减去优先股股利减去普通股股利”。本文也参考使用该方法,并除以总资产进行标准化处理。

对自由现金流的分析应当同时配合使用其他指标,如投资机会或成长性。测度成长性或者投资机会最为常用的是托宾 Q 值。根据理论上的定义,托宾 Q 值等于公司的市场价值与资产重置成本的比值。由于中国特殊的股权结构,很大一部分股份的不流通造成对这部分股权的价值很难度量,因此计算真正意义上的托宾 Q 值在中国也比较困难。为此,中国部分学者(例如孙永祥, 2001)通过企业权益的市场价值与负债的账面价值之和除以总资产来近似估计托宾 Q 值,其中权益的市场价值等于流通股股数乘以年末股价加上非流通股股数乘以每股净资产。

根据自由现金流假说,如果企业收购的动因是滥用自由现金流,是代理问题的体现,那么该代理问题对增长缓慢的公司尤为严重,即如果自由现金流假说成立,则那些持有自由现金流量多同时成长性差的企业后续业绩要明显低于自由现金流量低同时成长性相对较好的企业。为此,本文接下来对自由现金流假说依次做单变量检验与多元回归检验。

1. 单变量检验。本文用 Q 和 FCF 对样本进行交叉分组: Q 低于中位值, FCF 高于中位值的公司为低 Q 高 FCF 组; Q 高于中位值, FCF 低于中位值的公司为高 Q 低 FCF 组。表 5 列出了两组样本在收购前后会计业绩和市场业绩变动情况。从表 5 可以看出,收购后两组公司的会计业绩和市场业绩

表 5 低 Q 高 FCF 组公司与高 Q 低 FCF 组在收购后业绩变动的均值比较

	(-1, 0)	(-1, 1)	(-1, 2)	(0, 1)	(0, 2)
会计业绩					
低 Q 高 FCF 组	-0.738	-3.448	-6.193	-2.710	-5.456
高 Q 低 FCF 组	3.528	3.004	-3.432	-0.525	-6.961
t 检验	-2.638	-3.354	-1.790	-1.666	0.400
市场业绩					
低 Q 高 FCF 组	0.204	-0.181	-0.232	-0.277	-0.304
高 Q 低 FCF 组	-0.232	-0.494	-0.426	-0.158	-0.122
t 检验	2.142	2.686	1.074	1.986	0.880

在金融学文献中,对企业成长性的度量除了用 Q 值外,销售增长率也是常用的指标之一,例如,Lehn 和 Poulsen(1989)以及 McConnell 和 Servaes(1995)等等。不过这些研究大多用 3~5 年的销售率平均值作为企业成长性的表示量,以此来尽量剔除突发性因素对企业销售增长率的影响。但是在本文的样本中,有 62 家公司上市不足 3 年,占 38%,34 家上市不足 2 年,占 21%,如果仍用销售增长率作为成长性表示量就会造成研究样本的大量缺失,为此,本文未把销售增长率作为企业成长性的表示量。

都出现下降,对低 Q 高 FCF 组公司的公司而言,这种下降的幅度总体上要大于高 Q 低 FCF 组公司。非参数检验的结果表明:增长机会较低、FCF 较多的公司进行收购后收益的增加幅度小于(或下降幅度大于)增长机会较高、FCF 较少的公司,这支持了自由现金流假说。

2 多元回归分析。本文通过多元回归分析 FCF 对后续会计业绩和市场业绩变化的影响。与前文一样加入企业规模与收购方向作为控制变量,并按照 Q 值的高低把样本分为两组,即低于中值的归为低 Q 样本组,高于中值的归为高 Q 样本组。

首先来看以会计业绩变化作为因变量的回归结果。从表 6 的上半部分显示的结果来看,企业在收购前拥有自由现金流的多寡对企业的会计业绩具有显著的负向解释作用。这意味着,理论上持有自由现金流量多的企业,代理成本问题会更严重,从而降低企业后续业绩的假说得到证实。按照 Q 值高低划分的两个样本同样证实了自由现金流假说。无论在高、低 Q 的企业中,企业在收购前持有的自由现金流量都显著与后续的会计业绩反向相关,同时在低 Q 样本中更为明显。

表 6 自由现金流与收购方公司会计业绩和市场业绩变化之间的关系

	所有样本		高 Q 样本组		低 Q 样本组	
	(0, 1)	(0, 2)	(0, 1)	(0, 2)	(0, 1)	(0, 2)
因变量为会计业绩变动						
截距	0.077 (0.570)	-0.323* (0.071)	-0.252 (0.289)	-0.266 (0.645)	0.008 (0.971)	-0.049 (0.871)
FCF	-0.172* (0.068)	-0.286** (0.021)	-0.352** (0.069)	-0.238 (0.250)	-0.305*** (0.001)	-0.349 (0.205)
收购方向	-0.007 (0.514)	-0.005 (0.706)	0.016 (0.291)	-0.038 (0.303)	0.011 (0.397)	0.008 (0.656)
规模	-0.004 (0.551)	0.015* (0.085)	0.012 (0.307)	0.010 (0.718)	-0.000 (0.967)	0.001 (0.930)
调整后的 R ²	0.012	0.040	0.117	-0.007	0.008	-0.017
因变量为市场业绩变动						
截距	-3.721*** (0.010)	-5.046*** (0.000)	-3.086 (0.179)	-6.222*** (0.003)	-4.652* (0.060)	-6.420*** (0.003)
FCF	-1.803* (0.070)	-1.465 (0.181)	-1.309** (0.018)	-0.251 (0.885)	-1.111* (0.086)	-2.099 (0.273)
收购方向	0.092 (0.411)	0.057 (0.556)	0.316** (0.044)	0.063 (0.646)	-0.184 (0.249)	0.018 (0.894)
规模	0.162** (0.022)	0.221*** (0.000)	0.131 (0.233)	0.279*** (0.005)	0.211* (0.090)	0.293*** (0.006)
调整后的 R ²	0.049	0.141	0.064	0.076	0.117	0.248

说明:括号中为显著性 p 值,***表示 1%水平显著,*表示 5%水平显著,*表示 10%水平显著。

再看以市场业绩变动作为因变量的回归结果。从表 6 下半部分列示出的估计值来看,从收购当年至收购后一年的市场业绩变化与企业在收购前持有的现金流量仍呈现出统计上显著的反向关系,这进一步验证了自由现金流假说。虽然自由现金流在统计上不能对 (0, 2) 年的市场业绩变化给予显著的解释,但反向关系依然存在,自由现金流假说整体上得到证实。

(三)进一步讨论

从上述的分析来看,中国上市企业股权收购的动因并不能解释内部资本市场假说,而更多地符合自由现金流假说,表明这些上市公司实施的股权收购是过度投资的体现。这在理论上与 Jensen (1986) 相

符。事实上,1998~2000年间实施过股权并购的企业,其中有62%在当年有过配股行为(历年统计数据参见表7)。配股行为本身并没有错,关键是企业在从证券市场上融进大量的资金后,如何有效使用资金。证券市场的功能之一就是为了资源的有效配置,但是从我们的分析来看,企业从证券市场获得的资金并没有得到有效的使用,反而促成了企业投资过度。这与Harford(1999)对美国的研究类似,即现金储备富余的企业会倾向于实施购并,同时购并也侵蚀企业原有的价值。

现代财务学理论认为,作为代理人的管理者其自身有自由处置权,在公司财务决策上表现在资本结构的选择(Stulz, 1990),资本预算过程(Harris and Raviv, 1996, 1998)以及管理者薪酬制定(Finkelstein and Boyd, 1998)等等。沈洪涛等(2003)在对中国上市公司新股增发的研究中也发现自由现金流假说对增发后公司的市场表现有显著解释作用。本文对中国上市公司股权收购动因的研究再次证实管理者对企业自由现金流的自由处置权的广泛存在是企业投资行为低效的原因之一。这意味着,自由现金流滥用的现象在中国上市公司的融投资行为中广泛存在。这与中国的上市企业处于转型经济及新兴市场双重背景下,公司治理尚未健全、管理者约束不强有关。

表7 实施收购的公司当年配股情况统计

	收购公司数	配股公司数	占比(%)
1998	35	30	85.71
1999	63	39	61.90
2000	67	34	50.75
总样本	165	103	62.42

五 结论与建议

本文以中国1998~2000年进行股权收购的上市公司为样本,对收购动因的两种假说:自由现金流假说和内部资本市场假说进行检验。自由现金流假说认为,拥有大量自由现金流的公司进行收购是管理者不愿意将现金返还给股东而进行低效益投资的行为之一,是代理成本的表现。而内部资本市场理论认为,企业可以通过收购形成内部资本市场缓解信息不对称导致的融资约束与投资不足问题;内部资本市场的好处对外部资本市场尚不发达的国家尤为重要。本文的经验分析结果显示:上市公司收购前后的会计业绩变动和市场业绩变动都与公司收购前的自由现金流显著负相关,而与公司的融资约束程度基本上无关,这支持了自由现金流假说,同时否定了内部资本市场假说。

股权收购是企业投资的一种重要方式,但是本文的研究结果意味着,目前中国上市公司实施的股权收购大多属于浪费型的低效率收购。经验证据表明,此类收购非但不能提高企业的业绩,为股东创造财富,反而会对已有的业绩造成侵蚀。事实上,大多数上市公司目前实施的股权收购可以看做是投资过度的一种体现。如果能有效地实施收购,会对企业实现资源整合及利用规模经济都有积极意义。尤其是在中国企业融资渠道尚不发达、企业与外部资本市场之间信息不对称仍较严重的情况下,收购后建立起的内部资本市场对缓解企业潜在的与现实的融资约束都有意义。但值得注意的是,内部资本市场自身有其积极的一面,也有其消极的一面,只有在“企业与投资者之间的代理问题较小时,内部资本市场才更具价值”(Inderst and Muller, 2003),控制代理成本对增进企业投资效率十分重要。

资本市场的发展应当促进资源的更优配置,但资本市场资源配置功能的实现依赖于公司良好的治理机制,即企业的投资行为应当是以企业价值最大化为目的。为实现这一目的,进而使企业投资更有效率,约束管理者或者大股东对企业资金的自由处置权,完善中国上市企业的公司治理是一条必经之路。

参考文献:

- 洪锡熙、沈艺峰 (2001):《公司收购与目标企业股东收益的经验分析》,《金融研究》第 10 期。
- 李善民、陈玉罡 (2002):《上市公司兼并与收购的财富效应》,《经济研究》第 11 期。
- 沈洪涛、沈艺峰、杨熠 (2003):《新股增发:自由现金流假说还是优序融资假说》,《世界经济》第 8 期。
- 孙永祥 (2001):《所有权、融资结构与公司治理机制》,《经济研究》第 1 期。
- Fazzari, S. M.; Hubbard, R. G. and Petersen, B. C. "Financing Constraints and Corporate Investment" *Brookings Papers on Economic Activity* 19, 1988, pp. 141 - 206.
- Freund, S.; Prezas, A. and Vasudevan, G. "Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers" *Financial Management* 32, 2003, pp. 87 - 106.
- Finkelstein, S. and Boyd, B. "How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation" *Academy of Management Journal* 41, 1998, pp. 179 - 199.
- Gertner, R. H.; Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. "Internal versus External Capital Markets" *Quarterly Journal of Economics* 109, 1994, pp. 1211 - 1230.
- Hanson, R. "Tender Offers and Free Cash Flow: An Empirical Analysis" *Financial Review* 27, 1992, pp. 185 - 209.
- Harford, J. "Corporate Cash Reserves and Acquisitions" *Journal of Finance* 54, 1999, pp. 1969 - 1997.
- Harris, M. and Raviv, A. "The Capital Budgeting Process: Incentives and Information" *Journal of Finance* 51, 1996.
- . "Capital Budgeting and Delegation" *Journal of Financial Economics* 50, 1998, pp. 259 - 289.
- Hoshi, T.; Kashyap, A. and Scharfstein, D. "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan" *Journal of Financial Economics* 27, 1999, pp. 67 - 88.
- Hubbard, R. G. and Palia, D. "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View" *Journal of Finance* 54, 1999, pp. 1131 - 1152.
- Inderst, R. and Muller, H. "Internal versus External Financing: An Optimal Contracting Approach" *Journal of Finance* 58, 2003.
- Jensen, M. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover" *American Economic Review* 76, 1986.
- . "Takeovers: Their Causes and Consequences" *Journal of Economic Perspectives* 2, 1988, pp. 21 - 48.
- Jensen, M. and Ruback, R. "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence" *Journal of Financial Economics* 11, 1983.
- Lang, L.; Stulz, R. M. and Walking, R. A. "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Return" *Journal of Financial Economics* 29, 1991, pp. 315 - 335.
- Lehn, K. and Poulsen, A. "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions" *Journal of Finance* 44, 1989, pp. 771 - 788.
- McConnell, J. and Servaes, J. "Equity Ownership and the Two Faces of Debt" *Journal of Financial Economics* 39, 1995, pp. 131 - 157.
- McLaughlin, R.; Saffedine, A. and Vasudevan, G. "The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-Issue Performance" *Financial Management* 25, 1996, pp. 41 - 53.
- Sicheman, N. "The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues" *Journal of Business* 64, 1991.
- Stein, J. C. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources" *Journal of Finance* 52, 1997, pp. 111 - 133.
- Stulz, R. "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies" *Journal of Financial Economics* 26, 1990, pp. 3 - 27.
- Williamson, O. *Corporate Control and Business Behavior*. Prentice - Hall, New Jersey, 1970.

(截稿:2004年9月 责任编辑:李元玉)