

并购对企业绩效的影响

——以云南白药为例*¹

聂弯

【摘要】：以 1995-2017 年云南白药发生的并购事件为样本，采用相关系数法和多元回归法对并购行为与企业绩效之间的关系进行实证分析。结果表明：并购行为能增加企业的绩效，并在营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力以及抗风险能力 5 个方面表现显著；企业资源基础理论、协同效应假说都对云南白药并购绩效具有一定的解释能力；并购绩效受到非并购行为因素的影响比较明显。为此，本文围绕着提升企业并购绩效，提出建议：选择容易在经营、管理和财务上产生协同效应的企业进行并购，确保并购后企业绩效比两个公司独立存在时的绩效要高；降低企业的现金持有比率，有助于提高企业的并购绩效；现金支付方式不应该作为并购的主要支付方式。

【关键词】：并购；企业绩效；云南白药

【中图分类号】：F272.3；F224 **【文献标识码】**：A **【文章编号】**：1006-5024(2017)11-0055-007

DOI: 10.13529/j.cnki.enterprise.economy.2017.11.008

一、引言

我国经济发展进入新常态后，随着经济转型的进一步深化和市场竞争的不断加剧，企业发展所面临的形势日益严峻。如何实现企业的可持续发展，是每个企业都关注的重大问题。其中，企业通过并购重组拓宽生产经营渠道，实现快速扩张以谋求长远发展是适应国内外经济形势的有效途径之一^[1]。据清科研究中心统计，仅 2013 年我国上市公司就完成了 1232 起并购，同比增长 24.3%^①。而 Wind 咨询统计数据则显示，2009-2013 年间，我国医药行业并购活动中超过亿元的并购次数累计达到 104 次^[2]。从理论上讲，医药企业通过并购，一方面，可以实现企业内外部资源的优化配置，获得规模经济效益；另一方面，可以提高企业的市场竞争力，以便在日益激烈的市场竞争中占有一定的市场份额。但是，在实际运作中，我国医药企业通过并购是否创造了价值？更进一步地，并购是否显著地提升了医药企业的营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力以及抗风险能力等？这些都是需要深思和探讨的问题。

企业并购不但是企业界关注的重大问题，而且国内外学术界也从理论和实证层面对企业并购行为进行了广泛而深入的研究。需要注意的是，各种研究的结果差异较大。国外微观经济学家研究得出的结论较统一，普遍认为被并购方股东在并购事件中可以获得显著为正的超常收益，而主并方股东并没有获得显著为正的超常收益。Healy 等检验了 1979-1984 年间发生在美国的最大的 50 起并购案，实证研究证明并购具有显著的收益^[3]。然而，国内的研究结论不太一致。李善民等发现，并购能显著地增加主并方股东的财富，但不能显著增加被并方股东财富^[4]；张新的研究则发现，并购为被并公司创造了价值，没有为主并公司创造价值^[5]；冯根福等发现，整体上并购绩效有一个先升后降的过程^[6]；而王玲玲等的研究表明，并购的长期绩效是下降的^[7]。

¹ **基金项目**：云南省国资委 2015 年重大咨询课题“省属重化工产业转型升级战略研究”（项目编号：80026091109）

作者简介：聂弯，中国社会科学院研究生院博士生，研究方向为生态经济学。（北京 102488）

为什么我国企业会出现不一致的并购绩效？国内外学者认为不但与委托代理有关，而且还与我国的市场机制、资本市场发展状况和公司治理结构等与发达国家存在很大差异有关。

基于中外制度背景的差异性，本文选取云南白药自 1995 年-2017 年发生的并购事件为例，探讨并购对企业绩效的影响，进而探究并购对企业营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力以及抗风险能力的影响，试图为该领域的研究从企业层面提供更微观的经验证据，并为我国相关企业的并购行为提供有益的借鉴。

二、研究方法与研究假设

（一）研究方法

国内外学术界对于并购行为及其绩效的研究方法主要有两种：一种是基于财务绩效的会计研究法。该方法一般采用单一财务指标或者建立财务指标体系（多指标的构成选择在文献中并不统一）来评价企业绩效，并通过比较并购前后企业绩效的变化来剖析其原因。另一种是基于证券市场反映的事件研究法。该方法基于效率证券市场理论的假设，通过计算并购公告发布前后某个时间段内，公司获得的累积超常收益来考察并购行为绩效的短期效应。从本质上来说，这两种研究方法都是通过比较企业并购前后特定的绩效评价指标，来衡量并购行为是否提升了企业绩效。其中，对于长期绩效的评价，会计研究法更有说服力，而事件研究法对于评价企业短期绩效更常用。此外，如果样本量不是充分大，一般不宜采用事件研究法。而且，事件研究法还有一个前提，即证券市场有效。因此，在当前我国证券市场还不规范的情况下，事件研究法存在较大争议，国内学者多采用传统的财务会计指标法进行研究。本文以云南白药自 1993 年上市至 2017 年发生的并购事件为研究对象，属于小样本长期绩效评价，因此，采用基于财务指标的会计研究法，对云南白药的主并公司并购行为及绩效进行研究。

（二）研究假设

从本质上来讲，企业并购行为对其绩效的影响来源于资源优化整合。但是，在资源基础理论上发展起来的相关并购理论或假说各有侧重。因此，需要区分这些理论或假说在侧重点上的差异，以便选择合理的资源基础变量进行实证检验。本文在对相关的并购理论进行简要回顾的基础上，提出研究假设。

1. 资源基础理论。资源基础理论假设企业是各种有形资源（厂房、设备、内部的资金等）和无形资源（专利、知识、信誉、市场、关系网络等）的集合体，这些资源具有独特的能力，而且在企业间是不可随意流动且难以复制的，更是企业保持持久性竞争优势的源泉。该理论认为，企业利润主要来源于企业所拥有的资源和能力，而企业所拥有的不可随意流动且难以复制的资源和能力会影响其战略选择，进而影响企业并购的绩效。

2. 协同效应假说。在资源基础理论上发展起来的协同效应假说，是指并购通过经营协同、管理协同以及财务协同提高企业的竞争力，并购后的企业绩效比两个公司独立存在时的预期绩效要高。并购所产生的经营协同效应是通过提高主并企业和被并企业的经营活动效率（如规模经济）实现的。在评价企业的经营协同效应时，选取的主要指标包括两个方面：一是盈利能力指标。按照国资委《中央企业综合绩效评价实施细则》的标准，包括 ROA（资产收益率）、ROE（净资产收益率）、主营业务利润率、盈余现金保障倍数、成本费用利润率和资本收益率。二是企业成长能力指标，主要包括主营业务收入增长率、主营业务利润增长率、净资产增长率等。并购所带来的管理上协同，是通过降低管理成本（如管理人员的削减）和提高管理效率（如办公机构的精简）来实现的，在评价企业的管理协同效应时，选取的主要指标包括营运能力指标，即国资委《中央企业综合绩效评价实施细则》中提出的总资产周转率、流动资产周转率和固定资产周转率。并购财务协同效应是通过财务方面的增效来实现的，而且是纯金钱上的增效（通过税法、会计处理惯例以及证券交易等规定性作用产生的）。在评价企业的财务协同效应时，选取的主要指标是偿债能力指标（如资产负债率、流动比率、速动比率等）和抗风险能力指标（如 Z 值分数）。

根据以上理论，本文提出如下假设（见下图）：

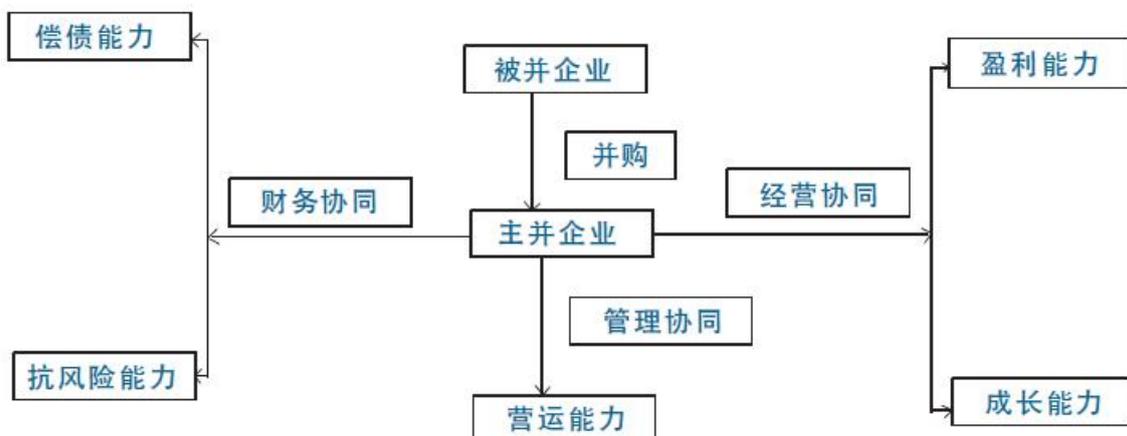


图 并购对主并购企业绩效影响的作用机理图

H1：并购通过主企业对被企业的管理和经营模式的渗透，从而提高主企业的总资产周转率，并购行为与主企业营运能力的提升正相关。

H2：并购通过主企业和被企业的经营活动协同，从而提高主企业的资产收益率，并购行为与主企业盈利能力的提升正相关。

H3： 并购通过主企业和被企业的财务协同，从而提高主企业的资产负债率，并购行为与主企业偿债能力的提升正相关。

H4： 并购通过主企业和被企业管理上的协同，从而提高主企业的营业利润增长率，并购行为与主企业成长能力的提升正相关。

H5： 并购通过扩大企业的规模从而增强了主企业抵抗财务风险的能力， 并购行为与主企业抗风险能力的提升正相关。

三、模型构建、变量说明及数据来源

（一）模型构建

当被解释变量有多个（多于 1 个）时，一般采用多元线性回归模型。本文采用了 5 个被解释变量（即营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力以及抗风险能力），1 个自变量，9 个控制变量。为了验证假设，建立以下计量模型：

$$y_i = \beta_0^i + \beta_1^i x_1 + \beta_2^i x_2 + \dots + \beta_{10}^i x_{10} + \varepsilon \quad (i=1, 2, 3, 4, 5)$$

式中， y_i ($i=1, 2, 3, 4, 5$) 表示的是 5 个因变量， x_i ($i=1, 2, \dots, 10$) 表示的是 10 个解释变量， β_0^i 表示第 i 个

回归方程的常数，为随机扰动项。

（二）变量说明

1. 因变量。借鉴李善民等^[8]以及席鑫等^[9]的研究，将企业绩效分为5个方面，即营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力以及抗风险能力。每个绩效值均参考国资委《中央企业综合绩效评价实施细则》中的考核标准，借鉴相关文献^[10-11]的研究，并根据数据的可获得性原则，采取建立财务指标体系来衡量。用总资产周转率来衡量营运能力；Meeks G and Meeks JG 认为，ROA（资产收益率）估计的偏差最小，因此本文用 ROA 来衡量盈利能力^[12-13]；用资产负债率来衡量偿债能力，用营业利润增长率来衡量成长能力，用 Z 值分数表示公司抵抗财务风险的能力。Z 值小于 1.81，表示公司目前财务状况堪忧；Z 值介于 1.81 和 2.675 之间，表示公司目前财务状况不稳定；Z 值大于 2.675，则表示公司目前财务状况良好。

2. 自变量。借鉴杨军敏等^[14]及余屈^[15]的研究，将是否发生并购定义为一个二分变量，且用累加法计量发生的并购。如，1995 年四个季度内都未发生并购，各季度这一变量值都记为 0，直到 1996 年第四季度发生一起并购事件，此时记为 1，到 1997 年第三季度发生第二起并购，记为 2，以此类推。

3. 控制变量。战略意义上的并购可以提升企业的绩效，非战略意义上的并购对企业的绩效提升影响甚微。本文将是否是战略并购作为一个控制变量。关联并购往往以消耗企业内部资源和财力而致使企业绩效下降而结尾，非关联并购则往往会增强企业的资源获取能力和财力而使得企业绩效增加。本文将是否是关联并购纳入控制变量。企业规模影响主并企业对外部资源的吸收整合能力，影响规模经济的实现与否。本文将企业规模设定为并购前各季度末总资产的自然对数。在一定的股权集中下，监督管理层行为的大股东能够抑制管理层的私利行为，降低代理成本，提高并购绩效。为此，借鉴谢玲红等^[16]的研究，用并购事件发生前处于前十大股东所持股的比例来反映股权集中度。相关文献研究表明，公司经营年限越长，与当地政府进行协调的能力就越强，能获得更低的收购价格、更便捷的收购过程以及更多的优惠政策。借鉴邓新明等^[17]的研究，将公司自成立至并购事件发生前一年的时间定义为公司年龄。在中国目前的制度环境下，管理层持股能够缓解高管以谋取私有收益为目的而发动并购行为并损毁股东价值的问题，即高管持股水平会影响企业的并购绩效。为此，本文将高管持股比例作为一个控制变量。以往研究表明，独立董事比例与企业并购绩效正相关，董事会中独立董事比例越高，董事会就越能发挥对管理层的监督和控制作用。以谢玲红等为代表的学者研究指出，董事长与总经理兼任会使得主并企业并购绩效下降^[16]。Ismail 等的研究指出，并购短期绩效与主并公司经营性现金流量及并购支付方式呈显著负相关关系^[18]。并购股份的大小反映主并公司对被并公司的控制能力，并购的股份越多，主并公司对被并公司的经营、管理、文化等的控制和输入能力就越强，就越容易实现较高的并购绩效。

（三）样本和数据来源

目前，国内外对并购概念的界定并不清晰，国外学者研究的并购是一个狭义的概念，指的是上市公司控制权转移的活动。而国内学者所说的并购是一个广义的概念，包含了收购、兼并、托管、股权转让、资产置换、债务重组、买壳、借壳等活动。本文将并购界定为收购和股权转让的资产重组活动。

云南白药前身为成立于 1971 年 6 月的云南白药厂，并于 1993 年在深圳证券交易所上市，是一家研制、生产及销售化学药制剂、中成药、中药材、生物制品、保健食品、化妆品及饮料，批发、零售、代购代销糖、茶、建筑材料、装饰材料、医疗器械和日化用品的大型医药企业。自上市以来，云南白药发生过多起成功的并购活动，为集团在激烈的市场竞争中稳步前进作出了突出贡献。公司自上市后最早的一起并购案发生在 1996 年 11 月。因此，本文将研究时间段界定为 1995 年年初至 2017 年第一季度。

本文所采用的数据来源于 Wind 中国金融数据库以及云南白药官网。总资产周转率、ROA、资产负债率、营业利润增长率以及 Z 值分数等数据，根据并购事件前一年各个季度公告的数据进行确定，即从 1995 年的第一季度，一直到 2017 年的第一季度。

这样取值的目的是为了满足不同样本量的要求，使得数据统计分析结果更具有说服力。自变量和控制变量均来源于云南白药并购公告，个别缺失的数据通过 Wind 数据库进行补充，时间维度与因变量一致，也是根据并购前一年各个季度的数据进行测算。

四、实证结果与分析

（一）并购与企业绩效的相关性结果与分析

利用 SPSS19.0 软件对自变量与因变量进行相关性分析，结果显示，营运能力与并购之间的相关系数为 0.028，概率 P 值为 0.036；盈利能力与并购之间的相关系数为 0.281，概率 P 值为 0.053；偿债能力与并购之间的相关系数为 0.648，概率 P 值为 0.080；成长能力与并购之间的相关系数为 1.474，概率 P 值为 0.017；抗风险能力与并购之间的相关系数为 0.068，概率 P 值为 0.448。因此，当显著性水平 α 为 0.1、0.05 或 0.01 时，营运能力、盈利能力、偿债能力和成长能力模型都应拒绝相关系数检验的零假设，两总体存在线性关系；而抗风险能力模型不能拒绝相关系数检验的零假设，两总体之间的线性关系有待进一步检验。

（二）并购对企业绩效的影响

为了进一步分析云南白药并购行为与其营运、盈利、偿债、成长，特别是抗风险能力之间的相关关系，对自变量、控制变量与因变量进行了多元线性回归分析，结果见下表。

表 多元线性回归分析结果

		营运能力		盈利能力		偿债能力		成长能力		抗风险能力	
白 变 量	常量	0.589	-0.217	8.339	8.358	32.701	59.857	15.527	-31.119	9.313	124.530
		7.831	-0.157	10.213	10.116	15.651	1.690	4.505	-0.529	18.201	3.133
		0.000***	0.876	0.000***	0.000***	0.000***	0.095	0.000***	0.599	0.000***	0.002 ^a
	是否并购	0.028	0.041	0.281	0.321	0.648	1.178	1.474	1.584	0.068	1.981
		2.124	2.054	1.965	2.226	1.772	2.320	2.444	1.876	0.762	5.655
		0.036**	0.043**	0.053*	0.029**	0.080*	0.023**	0.017**	0.064*	0.448	0.000 ¹⁰
	并购动机		-0.652		-6.357		-15.702		40.333		5.765
			-1.356		-1.378		-0.969		1.498		1.705
			0.179		0.172		0.335		0.138		0.092*
	并购性质		0.483		5.620		11.487		-22.441		-5.223
			1.055		1.159		0.795		-0.934		-1.752
			0.294		0.250		0.429		0.353		0.084*
企业规模										-5.972	
										-2.963	
										0.004***	
控 制	股权集中度		0.012				-0.252		0.855		-0.025
			0.624				-0.501		1.022		-0.237

变量			0.534				0.618		0.310		0.814	
	独立董事的比例										-7.302	
												-1.822
												0.072*
	兼任情况		-0.003					-5.484		-10.921		2.503
			-0.022					-1.867		-2.237		3.737
			0.982					0.066.		0.028**		0.000***
	现金比率		-0.116					-11.091		-11.969		-0.399
			-0.908					-3.384		-2.196		-0.532
			0.367					0.001***		0.031**		0.596
	支付方式		0.125					4.369		-33.439		-4.917
			0.571					0.378		-1.743		-1.995
			0.570					0.706		0.085*		0.050**
	持股比例							0.863		46.513		8.787
								0.046		1.495		2.219
							0.963		0.139		0.029 神	
R ²	0.038	0.010	0.031	0.043	0.024	0.152	0.053	0.165	-0.005	0.392		
F 值	4.513	1.122	3.860	2.307	3.141	2.970	5.971	3.174	0.580	5.719		

注：回归分析中首先将自变量引入回归模型，对回归方程进行各种检验，之后在控制变量中寻找与被解释变量偏相关系数最高并通过检验的变量进入回归方程，并对新建立的回归方程进行各种检验，这个过程一直重复，直到再也没有可进入方程的变量为止。抗风险能力模型是由此得到的方程中含有最多解释变量并且同时满足整体回归 F 检验显著的方程；成长能力模型是由此得到的方程中调整的 R 方值最大的回归方程。*、**、*** 分别表示双侧检验在 0.1、0.05、0.01 水平下显著。

回归分析结果显示，营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力以及抗风险能力 5 个模型中调整的 R² 值都较未调整前增加了，说明随着变量的加入，模型的解释能力逐渐增强。

在营运能力模型中，最终进入方程的控制变量是并购动机、并购性质、股权集中度、兼任情况、现金比率以及支付方式，它们和自变量一起与被解释变量之间线性关系显著，此时并购增加一个单位，会使营运能力平均增加 0.041 个单位。这说明，并购行为与主并企业营运能力的提升存在正相关关系，且在 0.05 的统计水平上显著。所以，实证分析结果验证了假设 1。与 Healy[3]的研究结论一致，即并购提升了主并企业的营运能力。这是因为，并购之后主并公司对被并公司的管理和经营模式的渗透较完全。

在盈利能力模型中，最终进入方程的控制变量是并购动机和并购性质，它们和自变量一起与被解释变量之间线性关系显著，此时并购增加一个单位，会使盈利能力平均增加 0.321 个单位。这说明，并购行为与主并企业盈利能力的提升存在显著正相关关系，且在 0.05 的统计水平上显著。所以，实证分析结果验证了假设 2。如前文所述，原因主要是并购行为实现了规模经济，提升了主并企业和被并企业的经营活动效率。

在偿债能力模型中，最终进入方程的控制变量是并购动机、并购性质、股权集中度、兼任情况、现金比率、支付方式以及持股比例，它们和自变量一起与被解释变量之间线性关系显著，此时并购行为增加一个单位，会使偿债能力平均增加 1.178 个

单位。这说明， 并购行为与主并企业偿债能力的提升存在显著正相关关系，且在 0.05 的统计水平上显著。所以，实证结论支持假设 3。这种财务上的增效可能是由并购后合并会计报表、统一会计处理惯例带来的。

在成长能力模型中， 最终进入方程的控制变量是并购动机、并购性质、股权集中度、兼任情况、现金比率、支付方式以及持股比例，它们和自变量一起与被解释变量之间线性关系显著， 此时并购行为增加一个单位，会使成长能力平均增加 1.584 个单位。这说明， 并购行为与主并企业偿债能力的提升存在显著正相关关系，且在 0.05 的统计水平上显著。所以，实证分析结果验证了假设 4。与席鑫等^[1]的研究结论一致， 处于成长期的企业能更有效地抓住并购机会，采取有效的并购方式和手段，提高企业绩效。

在抗风险能力模型中， 最终进入方程的控制变量是并购动机、并购性质、企业规模、股权集中度、独立董事的比例、兼任情况、现金比率、支付方式以及持股比例， 它们和自变量一起与被解释变量之间线性关系显著，此时并购行为增加一个单位，会使企业抗风险能力平均增加 1.981 个单位。这说明，并购行为与主并企业盈利能力的提升存在显著正相关关系，且在 0.01 的统计水平上显著。所以，实证分析结果验证了假设 5。如前所述， 并购扩大了企业的规模，成功的并购又增加了企业的经验，增强了管理者的信心。与高管自负假说不一致的是，对于一家高速成长的国有医药企业来说，规模、经验、自信都有助于并购财务协同效应的实现。

五、结论与对策建议

（一）结论

本文以 1995-2017 年云南白药发生的并购事件为研究样本，从并购行为的角度对云南白药的企业成功进行实证研究，并且以资源基础理论和协同效应假说为理论支撑，将并购行为对主并企业绩效的影响按照国资委《中央企业综合绩效评价实施细则》的考核标准，从营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力和抗风险能力 5 个方面进行考证，得出如下结论：

1. 并购行为增加了企业的绩效，并且在营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力以及抗风险能力 5 个方面表现显著。企业资源基础理论、协同效应假说都对云南白药并购绩效具有一定的解释能力。与此同时， 并购绩效受到非并购行为因素的影响也比较明显。

2. 本文的研究既存在一定的局限性，也为未来的研究带来有益的启示。本文针对云南白药并购事件进行实证研究， 为云南白药的高速成长提供了并购视角的证据。但是，样本容量较小，实证结果只能提供有限的证据。影响企业并购绩效的因素很多，本文仅仅考虑并购行为对企业绩效的影响可能存在一定的局限。

（二）对策建议

基于以上研究结论，围绕着提升企业并购绩效，本文提出以下几点建议：

1. 选择容易在经营、管理和财务上产生协同效应的企业进行并购， 才能确保并购后的企业绩效比两个公司独立存在时的绩效要高。实证结果表明，并购通过主并企业对被并企业的管理和经营模式的渗透，从而提高主并企业的营运能力；通过主并企业和被并企业的经营活动协同， 从而提高主并企业的盈利能力；通过主并企业和被并企业的财务协同，从而提高主并企业的偿债能力； 通过主并企业和被并企业管理上的协同，从而提高主并企业的成长能力；通过扩大企业的规模， 从而增强主并企业抵抗财务风险的能力。因此，选择容易在经营、管理和财务上产生协同效应的企业进行并购， 才能确保并购后的企业绩效比两个公司独立存在时的绩效要高。

2. 降低企业的现金比率，有助于提高企业的并购绩效。实证结果已经表明，企业的现金比率与并购绩效呈显著的负相关关系，并且在偿债能力和成长能力模型中的表现均非常显著，在偿债能力模型中甚至达到 0.01 的显著性水平。在所有权和经营权分离的现代公司制度下，股东与管理层的目标并不完全一致，现金比率高往往意味着企业管理层更有可能进行不利于企业价值最大化的并购活动。

3. 现金支付方式不应该作为并购的主要支付方式。实证结果已经表明，现金支付方式与企业并购绩效呈显著的负相关关系，并且在成长能力和抗风险能力模型中均表现显著。现金支付方式往往要求主并企业在确定的日期支付相当大数量的货币，而这将受到主并企业本身现金结余的制约，一方面会增加主并企业的现金负担，另一方面必然限制交易规模。

注：

①具体数据可参见清科研究中心相关并购报告（www.zdbchina.com）。

参考文献：

- [1]唐兵, 田留文, 曹锦周. 企业并购如何创造价值——基于东航和上航并购重组案例研究[J]. 管理世界, 2012, (11).
- [2]胡雪峰, 吴晓明. 医药企业并购战略对企业绩效的影响——基于我国上市企业数据的实证分析[J]. 世界经济与政治论坛, 2015, (2).
- [3]P. Healy, T. Lys. Auditor changes following big eight mergers with non-big eight audit firms[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 1985, 5(4): 251-265.
- [4]李善民, 朱滔. 管理者动机与并购绩效关系研究[J]. 经济管理, 2005, (4).
- [5]张新. 并购重组是否创造价值? ——中国证券市场的理论与实证研究[J]. 经济研究, 2003, (6).
- [6]冯根福, 孙辰健. 我国上市公司“壳”资源利用绩效的实证研究[J]. 财贸经济, 2001, (6).
- [7]王玲玲, 王志仁. 基于 DEA 的主并购上市公司并购绩效研究[J]. 中国管理信息化, 2009, (19).
- [8]李善民, 毛雅娟, 赵晶晶. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J]. 管理科学, 2009, (3).
- [9]席鑫, 堪昕. 上市公司并购绩效的影响因素的实证研究[J]. 工业技术经济, 2010, (9).
- [10]张慧琳, 张蓉, 崔凯. 企业家精神与企业财务绩效关系的实证研究[J]. 华东经济管理, 2015, (2).
- [11]黄燕辉, 高智明, 陈学识. 公司财务对股票价格影响的实证研究——基于沪市 718 家上市公司的面板数据模型分析[J]. 云南财经大学学报, 2016, (2).
- [12]G. Meeks, J. G. Meeks. Profitability Measures as Indicators of Post-Merger Efficiency [J]. Journal of Industrial Economics, 1981, 29(4): 335-344.

[13] 聂弯, 谢彦明, 于法稳. 国际化程度与企业绩效关系研究——基于中国上市重工业企业的实证研究[J]. 企业经济, 2016, (12).

[14] 杨军敏, 徐波. 不同文化模式对跨国并购知识转移的影响作用研究[J]. 上海对外经贸大学学报, 2014, (1).

[15] 余屈. 国有上市公司并购中的高管代理问题[J]. 技术经济与管理研究, 2012, (6).

[16] 谢玲红, 刘善存, 邱菀华. 学习型管理者的过度自信行为对连续并购绩效的影响[J]. 管理评论, 2011, (7).

[17] 邓新明, 熊会兵, 李剑锋, 侯俊东, 吴锦峰. 政治关联、国际化战略与企业价值——来自中国民营上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论, 2014, (17).

[18] Ahmad Ismail. Will multiple acquirers ever learn? The US evidence from single versus multiple acquires [R]. Working Paper, 2006.