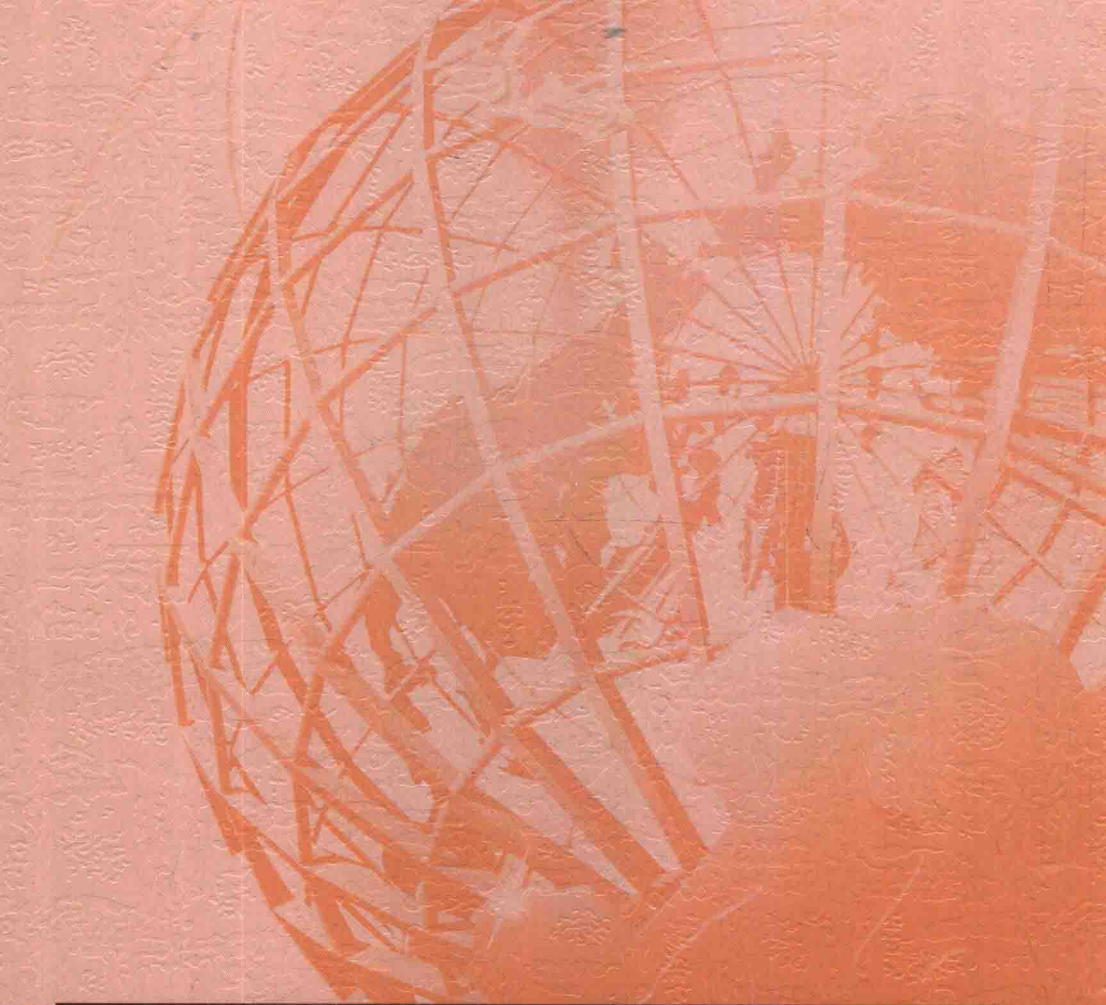




并购中收购方应计与 真实盈余管理的权衡与影响

张自巧 著

中国社会科学出版社



并购中收购方应计与 真实盈余管理的权衡与影响

张自巧 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

并购中收购方应计与真实盈余管理的权衡与影响/张自巧著. —北京: 中国社会科学出版社, 2018. 5

ISBN 978 - 7 - 5203 - 1172 - 4

I. ①并… II. ①张… III. ①企业兼并—企业利润—管理—研究 IV. ①F271.4②F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 250074 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 刘晓红
责任校对 周晓东
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2018 年 5 月第 1 版
印 次 2018 年 5 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 12.75
插 页 2
字 数 201 千字
定 价 58.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

内容简介

本书以收购公司为研究对象，利用A股深、沪上市公司2006—2014年间相关的并购及财务数据，综合运用制度经济学、博弈论和实证会计等理论，采用规范研究与实证研究相结合的方法，构建层次结构分析框架，诠释了企业并购中收购公司盈余管理的必然性和可能性。理论分析并实证检验了收购公司对应计与真实两种不同的盈余管理方式的权衡以及对并购绩效的影响。研究表明，盈余管理只是短期的财务决策行为，在并购战略的指导下，并购能力才是决定并购能否成功的关键。

本书获洛阳理工学院学术著作出版基金资助

摘 要

并购是资本市场永恒的主题。股权分置改革后，在一系列鼓励兼并重组的政策推动下，并购在实现我国企业跨越式发展、淘汰落后产能、优化经济布局及经济结构中发挥着越来越重要的作用。目前，我国经济发展已迈进了并购重组的新阶段，并购中的财务会计问题不断涌现，已成为新形势下理论界和实务界研究的新热点，尤其是在并购效果并不尽如人意的现实情况下。毋庸置疑，会计信息质量影响并购投资效果，盈余管理是衡量会计信息质量的一个重要维度。学者们对我国企业并购中的盈余管理问题进行了一些有益的探讨，但由于实务中并购审计的重点是目标公司，相关既有文献多以目标公司为研究对象。而并购是涉及控制权转移的双边交易，收购公司往往是并购交易的主导方，其是否会进行盈余管理？如果是，如何在应计与真实两种盈余管理方式之间权衡值得深思。鉴于此，本书以收购公司为研究对象，利用 A 股深、沪上市公司 2006—2014 年相关的并购及财务数据，理论分析并实证检验了收购公司盈余管理的原因、表现形式、怎样权衡及产生的影响。

第一，关于收购公司盈余管理的原因，本书以博弈论为指导，采用箭头法对并购交易双方盈余管理决策博弈矩阵的理论分析表明，作为主要参与者，在对目标方是否采取盈余管理策略不确定的情况下，实施盈余管理策略是收购公司的理性选择。结合实证会计三大假说，从会计基础理论层面分析了收购公司盈余管理的主要诱因。此外，我国控制权市场及经理人市场欠发达、特殊的产权制度、信息披露及评价体系不完善、监管规定及执法力度不严等，为收购公司在并购中实施盈余管理提供了现实可能。

第二,关于收购公司盈余管理的行为,本书理论研究表明,收购公司因采取的支付工具不同,盈余管理动机及表现形式存在显著差异。采取股份支付方式,收购公司存在显著方向向上的盈余管理,目的是降低收购成本,减少原有股东的控制权、投票权以及收益权稀释的程度;而采用现金支付方式,收购公司则表现为显著方向向下的盈余管理,但这只是一种表象,实质则是现金流量管理,目的是向外界传递会计信息质量高的信息,增强市场信心,提高并购成功概率,并为公司未来发展储备利润空间。实证检验结果及案例分析也表明,我国资本市场上,收购公司在并购活动中确实存在盈余管理行为,且在实施过程中将应计和真实盈余管理方式配合起来构成相应的策略组合。

第三,关于收购公司如何对应计和真实盈余管理方式进行权衡,理论分析表明,依据成本效益原则,收购公司通过比较相关的内外部因素(公司治理、并购特征、公司基本面等)对不同盈余管理方式监督成本和相对收益的影响,做出理性判断和选择。当监督成本提高,采取应计盈余管理方式所获的相对收益降低时,倾向于真实盈余管理;反之亦然。本书在纠正并购样本及盈余管理嫌疑样本潜在选择偏误的基础上,设计了收购公司对盈余管理方式权衡的 Heckman 两阶段拓展模型。实证研究表明,机构投资者持股比例与真实盈余管理显著负相关;而聘请审计质量较高的事务所及处于投资者法律保护程度较高地区的收购公司并未对真实盈余管理方式表现出明显的倾向性。大股东持股比例越高,越关注公司的长期价值,倾向于相对收益较高的应计盈余管理方式;披露内控缺陷信息的收购公司一定程度表明内控制度不健全或者执行力较差,应计盈余管理程度相对较高。由于我国管理层持股比例普遍较低,独立董事话语权不高,管理层持股、董事会独立性并未对盈余管理方式倾向性产生显著影响。相对于非关联交易,关联交易并购中,收购公司更倾向于监督成本较低的真实盈余管理方式,而并购支付方式及交易规模并未对其产生影响。收购公司的市场势力与真实盈余管理显著正相关,而收购公司财务健康状况、边际税率、经营周期与真实盈余管理显著负相关,表明市场竞争力低、

财务状况好、税收成本高、会计灵活度高的公司偏好相对收益较高的应计盈余管理方式。此外，收购公司对应计和真实盈余管理方式二者孰先孰后的安排并不存在固定的优先次序。

第四，关于收购公司应计和真实盈余管理方式对并购绩效的影响，本书理论分析表明，在并购战略的指导下，贯穿并购始终的重要因素——并购能力是决定并购能否成功的关键，尤其是并购后的整合能力是影响并购绩效的根本要素；而盈余管理只是一种短期财务策略，其能否对并购绩效产生实质性影响取决于并购能力的高低。实证结果表明，应计和真实盈余管理方式均对并购绩效产生负面影响，但二者的影响程度存在显著差异，后者比前者对并购绩效的负面影响持续时间更长、影响程度更大。并购整合能力能有效抑制盈余管理的负面影响，特别是在并购后的较长时期。具体而言，对于并购整合能力较高的收购方，随着交易完成后整合程度的加深，并购前盈余管理对并购后业绩下滑的“贡献”受到了明显抑制，尤其是对于真实盈余管理方式。

关键词：收购公司；应计盈余管理方式；真实盈余管理方式；并购绩效

ABSTRACT

M&A is the eternal theme in the capital market. Driven by a series of policies of mergers and reorganization after the Split – share reform, M&A plays a more and more important role in achieving span type development of China's enterprises, eliminating backward production capacity, optimizing economic layout and economic structure. At present, the Chinese economy has entered the new stage of merger and reorganization. It has become a hot spot that financial accounting problems are constantly emerging in M&A theory and practice research fields under the new situation, especially in the reality of unsatisfactory effects of M&A. There is no doubt that accounting information quality affects the effect of M&A and earnings management is an important dimension to measure the quality of accounting information. Although scholars have made some beneficial discussions on earnings management problem of M&A in China, Most of the literature regard the target company as research object because the focus of M&A audit practice is the acquired company. However, the merger is bilateral transactions to transfer control and acquiring company is often the dominant party in the M&A transactions. Will acquiring firms manipulate earnings? If they do manipulate earnings, it is worth studying how they make choices between accrual – based and real earnings management strategies? Based on public corporates' date from 2006 to 2014, this book examines how Chinese acquiring companies tend off and conduct accrual – based & real activities manipulation strategies as well as their effect on post – M&A operation performance.

Firstly, under the guidance of game theory and institutional economics,

we investigate the reasons why does the acquiring company carry on the earnings management. Theory analysis demonstrates that both of acquired and acquiring firms conduct earnings management is “the Nash equilibrium solution” of the game of M&A transactions. As the main participant, the rational choice of acquiring firms is to carry on earnings management strategy if they can't fully know whether or not acquired firms take the earnings manipulation strategy at the same time. Meanwhile, underdeveloped control market and manager market, special property right system and arrangement, information disclosure and evaluation system, imperfect regulation and less stringent law enforcement, etc., provides the possibility and feasibility for acquiring companies to manipulate earnings in M&A.

Secondly, we find that acquiring firms engage in both accrual - based and real activities manipulation in the period prior to the merger agreement. In order to reduce the cost of buying the target, minimize the likelihood of earnings dilution and vote power and control power dilution of existing shareholders, acquiring firms attempt to manage earnings upward. However, acquiring firms attempt to manage earnings downward in order to increase market confidence. The empirical evidence suggests that acquiring firms conduct earnings management through accrual - based and real activities manipulation strategies in Chinese capital market.

Thirdly, the book has explained the problems how acquiring firms trade off between accrual - based and real activities manipulation strategies. First of all, we analyze the factors that influence acquiring firms' decisions to manage earnings from four dimensions (namely, internal corporate governance, external corporate governance, Characteristics of M&A, features of corporate fundamentals), Therefore we design a two - stage expanded Heckman model for acquiring firms to manage earnings following Cohen and Zarowin (2010) and Zang (2012), based on correction of potentially self - selection bias of M&A samples and earnings management samples. The empirical evidences show that the share - proportion of institutional investors is negatively corre-

lated with the real earnings management. Meanwhile the acquiring firms have higher auditor or lies in the higher legal protection regions did not show a significant tendency to use real earnings management. Shareholder's ownership proportion and imperfect internal control mechanism are positively correct with accrual earnings management method. Management ownership and board independence do not show significant evidence for tendency of acquiring firms to use real activity manipulation method. The acquiring companies which transact with related parties are more inclined to engage in real earnings management than non - related transactions. Market leading acquiring firms have higher level of real earnings management, while companies with good financial health, longer business cycle, higher marginal tax rate and accounting flexibility prefer to accrual earnings management. Furthermore, the priority of accrual - based and real earnings management strategies is not fixed.

Fourthly, this book empirically investigates differential effects of two earnings management strategies on the issue of underperformance in post - M&As. We find that in general, earnings management is negatively related with the outcome of post - M&A. We also find that the negative impact of real activity earnings management is greater than that of accrual - based earnings management. Furthermore, the capability of M&A has played a positive role in diminishing the detrimental impact of earnings management on the long - term performance of M&A. It is concluded that whether earnings management can cause substantial damages to long - term post - performance depends on the M&A capacity of acquiring firms, especially the integration ability after the deal is done. Therefore, not only should investors pay close attention to temporary earnings management of acquiring firms prior to M&A announcement, but also they should evaluate the M&A capability of those firms when appraising the overall outcome of M&As.

Key Words: Acquiring Firms; Accrual - based Earnings Management; Real Activities Earnings Management; Performance of M&A



张自巧，河南洛阳人，博士，洛阳理工学院会计学院“双师双能型”教师、副教授。主要研究方向为企业兼并与重组、企业投融资等。近年来，在专业领域公开发表学术论文十余篇。主持并参与完成省部级课题多项，其中两项获河南省科技厅科技成果二等奖。

责任编辑：刘晓红

封面设计： 大鵬設計
010-81574849

目 录

第一章 引言	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究意义	3
一 理论意义	3
二 现实意义	4
第三节 相关概念的界定	5
一 收购方	5
二 盈余管理	5
三 盈余管理方式	5
第四节 研究框架、主要内容及技术路线	6
第五节 研究方法	10
第六节 创新之处	11
第二章 文献综述	13
第一节 盈余管理的相关研究	13
一 股票首发及再发行中的盈余管理	14
二 应计与真实盈余管理方式的相关研究	17
三 盈余管理对未来经营业绩的影响	22
第二节 企业并购与盈余管理的相关研究	25
一 管理层收购与盈余管理	25
二 换股并购与盈余管理	27
三 反向收购与盈余管理	28

第三节	收购公司及目标公司盈余管理的相关研究	29
一	目标公司盈余管理的研究	29
二	收购公司盈余管理的研究	31
第四节	文献述评	35
第三章	收购公司盈余管理的理论基础和现实基础	38
第一节	收购公司盈余管理的理论基础	38
一	博弈论视角下收购公司盈余管理的机理	38
二	基于实证会计三大假说的盈余管理诱因	44
第二节	收购公司盈余管理的现实基础	46
一	控制权市场及经理人市场效率较低	47
二	特殊的产权制度安排	49
三	并购重组的法律法规的执行力不足	50
四	内部公司治理机制约束力有限	53
第四章	收购公司存在应计与真实盈余管理方式吗?	55
第一节	理论分析与研究假设	55
一	股份支付并购中的应计与真实盈余管理	56
二	现金支付并购中的应计与真实盈余管理	58
第二节	研究样本及计量模型的构建	60
一	样本数据的选取	60
二	盈余管理的计量模型	61
第三节	盈余管理的检验结果与分析	63
一	盈余管理的基本统计分析	63
二	盈余管理的多变量回归分析	65
第四节	收购公司盈余管理案例分析	66
一	并购案例选取依据	66
二	股份支付并购案例	67
三	现金支付并购案例	78
第五节	主要研究结论	88

第五章 收购公司盈余管理方式的决策分析	89
第一节 收购公司盈余管理方式权衡的机理	90
第二节 理论分析及研究假设	91
一 收购公司盈余管理方式权衡影响因素的分析	91
二 收购公司盈余管理方式实施顺序的分析	103
第三节 研究设计	104
一 样本来源及选择	104
二 盈余管理方式倾向性权衡的计量模型	105
三 盈余管理方式实施顺序权衡的研究设计	109
第四节 实证检验结果及分析	110
一 变量的描述性统计及相关性分析	110
二 盈余管理方式倾向性权衡的实证结果及分析	113
三 盈余管理方式实施顺序权衡的实证结果及分析	118
第五节 拓展性检验	121
第六节 主要研究结论	122
第六章 盈余管理方式对并购绩效的影响	123
第一节 为何研究并购绩效不能忽略并购能力?	124
一 何谓并购能力?	124
二 并购能力在并购过程中的重要作用	126
第二节 理论分析与研究假设	128
一 盈余管理与并购绩效	128
二 盈余管理、并购能力与并购绩效	130
第三节 研究设计	131
一 主要变量的计量	131
二 回归模型的构建	134
三 样本来源及选择	136
第四节 实证结果及分析	136
一 描述性统计及相关性分析	136

二	不同盈余管理方式与并购绩效的回归结果	138
三	并购能力、不同盈余管理方式与并购绩效	141
第五节	稳健性检验	147
第六节	主要研究结论	152
第七章	研究结论、研究启示及研究不足	153
第一节	研究结论	153
第二节	研究启示及建议	154
第三节	研究不足及进一步研究方向	156
参考文献		158
致 谢		188

第一章 引言

第一节 问题的提出

上市公司财务报告设计的初衷是为了降低利益相关者之间的信息不对称及代理成本。在企业对外财务报告所提供的庞杂信息中，会计盈余是反映企业经营业绩最直观和最核心的指标，具有很强的信息含量（Ball and Brown, 1968；赵宇龙，1998；陈晓，1999），对投融资决策、有效契约的签订、履约责任的监管等意义重大。会计盈余指标的重要性诱使上市公司为达到特有目的，存在有意调整盈余数字的行为。盈余管理（Earnings Management）现象的普遍存在使财务报告的可靠性受到了严峻挑战（Levitt, 1998）。长期以来，盈余管理不仅是公司金融领域理论研究的热点问题，也日益引起监管者、会计准则及相关法律法规制定者、实务工作者的广泛关注。越来越多的研究表明，企业不仅仅在日常经营活动中存在为避免亏损、避免利润下降、避税、降低政治成本、避免债务违约等目的进行盈余管理，资本市场上发生的许多重大事件，如股票首发上市、再融资、并购（IPO、SEO、M&A），也为盈余管理提供了“契机”。

自1993年“宝延风波”拉开我国上市公司并购的序幕，并购作为企业进行外部战略性扩张的一种主要方式，在我国新兴转型的资本市场中表现日益活跃。近年来，为充分发挥并购重组在淘汰落后产能、提高行业集中度、加快国有经济布局和经济结构调整等方面的重