

目标方盈余质量与并购决策关系分析

赵璐¹(博士), 于长春²(教授)

【摘要】以国内沪深上市公司收购事件为样本,通过对不确定性拆分,深入分析目标方盈余质量对收购方主要决策行为的影响。研究发现,我国资本市场中收购双方之间的非对称不确定性对收购决策的影响大于对称不确定性。与同行业收购相比,跨行业收购中收购方对非对称信息的关注度更高,收购溢价也有较大差异。

【关键词】 盈余质量; 不确定性; 收购方式; 收购溢价

【中图分类号】 F271; F275 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)17-0015-8

一、引言

在多次并购浪潮的影响下,企业战略思想已经逐步从生产经营过渡为资本经营。收购作为资本经营的主要方式被广泛运用于当下,与收购相关的决策也就成为关乎企业命运的重大战略选择。在收购目标方之前,收购方要面对若干关键性抉择,最终的选择都与收购方可获得的目标方信息相关。近年来关于会计信息质量如何影响收购决策成为新的研究热点,但我国相关的实证证据并不充分。本文将对这一问题加以阐述,以检验收购中最重要的信息源之一的目标方盈余质量如何影响收购方决策。

就一般意义而言,会计信息质量会影响企业决策这一观点已达成共识,但收购提供了一个更具意义的研究背景,在该情境中可直观地分析财务报告作为给定条件下的信息子集如何影响管理层决策制定。尽管财务报告不是影响收购决策的唯一信息源,但其作为非常重要信息源的地位不可否认。早在2005年Koller等^[1]就发现并购方对收购后协同效应及相关潜在效益的判断上,都要依据目标方披露的财务报告。当目标方既不愿意也不主动向外界发布可靠的内部信息时,财务报告的作用就显得更为重要。因此,本文将视角聚焦于目标方财务报告的信

息,利用Dechow、Dichev^[2]以及McNichols^[3]提出的测量方法,来分析目标方盈余质量与收购方式以及收购溢价的关系。

本文参考Rogo^[4]的研究成果,将由目标方盈余质量差异导致收购方面临的不确定性再拆分为两个方面:①非对称引发的不确定性,它反映的是相对于包括收购方在内的全部相关利益群体而言,目标方高管所具有的信息优势;②对称引发的不确定性,它表示包括目标方高管在内的收购中主要相关利益群体面对的不确定性。非对称不确定性可以通过目标方和收购方之间的协商沟通得以降低,并且这种类型的不确定性对本文研究的收购决策影响更大。

考虑到非公开渠道的协商可降低收购方和目标方之间的信息不对称,从而降低收购方面临的信息风险,所以可以假定在其他条件相同的情况下,若收购方因目标方低质量财务报告而面对较大的非对称不确定性,则收购方更加倾向于协议收购。从另一个角度来讲,对于信息质量较低的目标方而言,协商中释放的额外信息更可能带来较高的收购溢价。其原因在于对财务报告质量较低的目标方来说,协商沟通会揭示更多内部信息,特别是当这些信息被认为是“好消息”时,收购成功的可能性更大。因此,本文预期收购方决策和目标方盈余质量属性中的对称不

【基金项目】 吉林省教育厅“十三五”社会科学项目(项目编号:JJKH20190748SK)

确定性之间存在比较模糊或弱化的内在关系。

本文的贡献主要体现在以下两点:第一,通过对目标方不确定性的二次拆分,可更为深入地理解目标方信息影响收购方决策的具体过程和作用机理。第二,虽然实践人士认为尽职调查过程是非公开协议收购中最重要的部分之一,并且花费大量精力与资源来分析目标方财务信息,但没有足够的证据证明收购方决策受此活动影响。本文的研究结果说明,对盈余质量较低的目标方而言,收购方会通过非公开的协商沟通获取更多与目标方相关的内部信息,因此在这类公司中非公开协商具有更重要的意义。

二、文献综述与研究假设

(一)非对称不确定性、对称不确定性和财务报告质量

由于受到噪音干扰和资本市场所处发展阶段的限制,我国上市公司在交易过程中收购方必然面对很大程度的不确定性和潜在风险。源自目标方管理层信息优势的非对称不确定性是相对于收购方而言的,这种不确定性可以通过收购双方之间的非公开沟通得以部分解决。非对称不确定性的存在源于三个主要原因:①财务报告系统披露公司潜在商业基本面时的有限性;②管理层披露财务信息时权衡的主观心态;③因表外交易和盈余管理导致的信息模糊性。尽管目标方管理层能够控制非对称不确定性中的某些因素,但就其他因素来说,管理层无法控制,如由会计准则限定导致的不对称问题。相比之下,对称不确定性对于商业活动而言更为复杂,也不太可能通过双方之间的沟通来解决。对称不确定性主要包括宏观经济运行和政府管制的不确定性,以及研究开发中存在潜在失败的可能,通常情况下这些不确定性与目标方管理者的战略选择无关。

基于以上差异,本文预计收购方决策会受到来自目标方财务报告质量的影响,并且这种影响会因非对称不确定性和对称不确定性的存在而有所不同。本文以收购方式、并购溢价为切入点对上述影响的具体差异进行深入分析。

(二)非对称不确定性与收购决策

1. 收购方式:协议收购与非协议收购。对于计划收购的公司而言,进行敌意收购还是非敌意收购是一个战略选择。收购方能通过与目标方董事会和管理层进行初始友好协商,或者直接向目标方股东发出具有敌意的要约收购来对目标方施加控制。本

文将前一种收购方法定义为协议收购,后一种视为非协议收购。作为协商中的一部分,目标方管理层很可能允许收购方接触包含管理性账目在内的潜在会计账目以及其他内部信息,从而披露内部信息并减少非对称不确定性。本文认为,当财务报告质量中非对称性因素较多时,收购方更倾向于协议收购,因为此时通过与目标方管理层协商所带来的利益很可能大于协商的潜在成本。

研究显示,低质量的财务报告会增加估值偏差的可能性。考虑到目标方管理层可能拒绝低估值的收购,在本文的研究情景中估值偏差就意味着过度支付的风险更高。对低质量财务报告的目标方估值困难,也会造成由具有竞争关系的收购方之间引起的投标范围扩大,进一步导致成功收购一方损失扩大。为了缓解过度支付的损失并增加成功收购的可能,通过收集信息来减少非对称不确定性的收购方,更愿意与财务报告质量不佳的目标方进行协商。

协议收购具有优势的另一个原因与内部信息的潜在泄露有关,在公开的要约收购中具有敌意的收购方、竞争者和资本市场参与者可能得到内部信息。当目标方财务报告质量较差时,这种内部信息走漏的风险更加明显,在这种情形下选择协议收购更具吸引力。由于存在信息溢出风险,因此不论投标初始的发起者是目标方还是收购方,当财务报告导致更大的非对称不确定性时,双方都倾向于协议收购^[4]。相反,当目标方财务报告质量较好时,通过协商获得的利益变少,增加了直接向股东发起要约收购的可能性。由此,得到第一个假设:

H1:目标方财务报告质量中非对称不确定性越少,非协议收购的可能性就越小。

2. 收购溢价。正如上文讨论,收购方通过与目标方的协商,可以缓解低质量财务报告中非对称不确定性的噪音。一旦收购方公开宣告收购,对收购方而言信息披露很可能带来价值增加。这是因为如果目标方管理层掌握的内部信息是“坏消息”,那么发生协议收购的可能性就不大,在此种情形下不是目标方管理层不愿进行协商和信息共享,就是收购方在未做出正式投标前就终止了协商。当非对称不确定性较高时,假定内部信息披露的潜在可能性更大,则来自非公开协商的信息具有更多的价值提升作用。因此,公司控制权市场中的竞争和有利于决策的讨论,共同导致非对称不确定性更高的目标方在协议收购中溢价更多。这个推断引发了一种尖锐的可

能性:在其他条件相同的情况下,那些财务报告中非对称不确定性更多的目标方得到的溢价更多。由此带来的问题就是:价值创造的源泉是什么?价值创造的源泉之一是以信息为基础的资产得到有效使用,这种信息资产的使用不仅可以使得目标方财务报告不易被识破,而且增加了非对称不确定性程度。由于隐性信息传输确有难度,收购可以促使双方从此类资产中挖掘全部协同效应。价值创造的另一个源泉是在价值评估时,尽可能消除目标方因财务报告质量低而发生的定价偏低。研究表明,对投资者来说,这些估值变化被视为与信息风险和这类公司代理成本相关的一种补偿。通过减少对财务报告的依赖,收购方特别是当其面对一个代理问题不突出的目标方时,可以避免财务报告中具有较高非对称不确定性导致的目标方潜在估值偏低动机。

相比上述关于协议收购的讨论,本文预计由于不确定性和信息风险无法消除,非协议收购中目标方财务报告导致的非对称不确定性与收购溢价无关。收购方仍要面对与其他资本市场参与者相同的风险,该风险既不是额外的估值折扣,也不是溢价(理由是目标方的股价已经反映了与目标方财务报告质量相关的潜在风险)。由此,得到第二个假设:

H2: 协议收购中的收购溢价与目标方财务报告质量内含的非对称不确定性正相关。

(三) 对称不确定性和收购决策

与非对称不确定性相比,对称不确定性对收购决策的影响不仅不显著而且较为弱化。对称不确定性无法通过与目标方管理层的协商得到解决,因此当收购方面临较高对称不确定性风险时,他们选择协议收购的积极性不大。此时,收购方仍然从事协议收购的动因是防止信息溢出。因此,本文推断收购方法和由目标方财务报告引发的对称不确定性负相关,但该负相关关系弱于非对称不确定性下的情况。

关于收购溢价,一种观点认为,为了降低来自赢者诅咒的潜在损失,收购方可能向对称不确定性较大的目标方报出较低的收购价格。Epstein、Schneider^[5]也指出,资产报告基础的不稳定,使得谨慎型投资者会降低对低质量信息股票的价格预期,同时也可推断对称不确定性和收购溢价之间的负相关关系。与此同时,还存在另外一种观点。Pastor、Veronesi^[6]证明了在低风险规避前提下,公司价值增加与其未来获利能力正相关。本文认为,尤其是对收购后协同效应的不确定程度来说,该模型意味着要向对称不确

定性更大的目标方支付更多溢价。总之,依赖于收购方对风险的偏好程度,理论上对称不确定性和收购溢价之间的关系既可能呈正相关也可能呈负相关。

由于协商无法消除对称不确定性,因此对称不确定性对收购溢价和支付方式的影响不太可能因协议收购或非协议收购而改变。基于上述讨论,本文将对称不确定性对收购决策的影响表述如下:

H1A: 非协议收购可能性的减少与目标方财务报告质量中的对称不确定性无关。

H2A: 在协议收购和非协议收购中,收购溢价与财务报告中对称不确定性的关系均表现模糊。

三、研究设计

(一) 盈余质量测度

参考已有研究,本文使用应计现金流量的匹配程度来测度盈余质量水平,即匹配程度越低,盈余中体现的信息质量越差。虽然有学者选择从会计稳健性等其他视角来分析财务报告质量,但正如Francis等^[7]评论的那样,盈余质量在反映信息整体质量方面更具综合性。具体模型如下:

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t} + \alpha_2 CFO_{i,t-1} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{i,t} + \alpha_5 GPPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

上式中, $ACC_{i,t}$ 代表公司*i*在*t*年时净利润与经营现金流量的匹配程度, $CFO_{i,t}$ 是公司*i*在*t*年的经营现金流量, $\Delta REV_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*年相对市场价值的波动率; $GPPE_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*年包括生物性资产、厂房及设备在内的公司总资产。效仿McNichols^[3]的研究过程,在总收入中包含 $\Delta REV_{i,t}$ 的变动,并将总资产以及厂房和设备作为控制变量。所有变量均按平均总资产进行标准化处理,并用Winsorize对变量进行1%分位及99%分位的缩尾处理。公式(1)横截面估值表示样本公司年残差。公司*i*在*t*年的盈余质量(EQ)是通过计算*t*-5~*t*-1年之间残差的标准差得到,计算数值越高意味着盈余质量越低。在本文的实证检验中,年度*t*指收购公告结束前至少三个月的会计年度。考虑到公式(1)中涵盖前一年的现金流量,所以相对于*t*年,在计算残差的标准差时将时间滞后一年。这种测度盈余质量的方法可能对规模较大又成功的目标方来说存在弊端。虽然我们的结果对观测值的数量不敏感,但为了最小化该缺陷,仍要求公司至少有三个观测值来计算残差的标准偏差。此外,本文对残差的标准差取负值并以此作为盈余质量的估计值。

（二）财务报告中非对称不确定性和对称不确定性的测度

从概念上看，财务报告内含的非对称不确定性和对称不确定性之间的关键性区别在于，目标方管理层掌握着能够影响财务报告质量的内部信息。

1. 行业内收购和跨行业收购。依据收购方和目标方是否在同行业内，将总体样本划分为行业内收购和跨行业收购。通常来说，同一行业内的公司之间会通过行业会议、高管论坛以及电视电话会议、CEO座谈等形式实现信息互通，因此很可能对该行业内每个公司的经济事项了解程度较深。进一步而言，通过自身的经济活动、保密性行业报告、密切关注竞争变化，行业内的公司常常对自身的主要风险、绩效水平、同业竞争者的经济驱动力均有清晰的认识。相反，非行业内的公司则没有什么机会接触到这些行业内的具体信息。正是基于上述观察，本文认为行业内的收购方对目标方财务报告质量中潜在的不确定性有更好的理解，故而与跨行业的收购方相比，同一行业内的收购方很可能面对较少的非对称不确定性。然而由定义可知，对称不确定性在相当大的程度上不影响公司之间的信息共享，所以对称不确定性同时存在于行业内收购和跨行业收购活动中。

鉴于跨行业收购受非对称不确定性和对称不确定性的双重影响，行业内收购则主要受对称不确定性影响，倘若本文认为收购方的收购决策是由财务报告不确定性中的非对称部分导致的，则在跨行业收购样本中就应该能观察到证据。换言之，假如财务报告中两种不确定性具有同样的作用，那么在行业内收购和跨行业收购样本中应该得到相似的结果。

2. 盈余质量构成部分的预测。使用行业内和跨行业分析非对称不确定性和对称不确定性的确存在局限，因此本文采用回归方法来确定两种有差异的不确定性。在此，本文遵循已有研究成果，将对盈余质量的回归作为非对称不确定性和对称不确定性的代理变量，用每次回归的预测值来评估盈余质量的两种不确定性对收购方收购决策的影响。在第一个回归模型中，信息不对称的代理变量是买卖差价，其可以反映资本市场中知情和不知情的交易者之间存在的信息不对称。尽管本文的研究焦点是收购方和目标方管理层之间的信息不对称，但买卖差价在很大程度上与目标方管理层的信息优势相关，在一定范围内这些信息优势将致使资本市场中的参与者将目标方管理层视为潜在的知情交易者，所以回归拟

合值是盈余质量中非对称不确定性的代理变量。在第二个回归模型中，使用分析师预测偏离程度来测度对称不确定性，回归拟合值是盈余质量中对称不确定性的代理变量。

（三）收购溢价的测度

已有研究使用收购数据库中的投标价值(SDC)或目标方股票收益率来测量溢价程度。考虑到目标方盈余质量对市场本身原因导致的宽幅震溢价无影响，本文在对上述两种方法的市场回报调整后进行分析。测量收购溢价的第一种方法即 SDC 溢价指标法，以收购宣告日为零时点，计算宣告日前 60 天内的累计异常收益率。该方法不仅可测度宣告日的收购溢价，还能反映因可能的内部交易或收购信息泄露所致收购前股票波动给收购方带来的额外成本。Officer^[8]指出，在涉及非现金报价的收购中，SDC 溢价指标法使用的数据与用于预测投标价值的方法和假设关系密切。因此，遵循 Schwert^[9]的研究，本文同时采用第二种收购溢价的测度方法，该方法的构建基础是目标方收购宣告日前后一定时间内的异常收益率（即收购宣告前 60 日至其后 120 日），计算收购后一定时间内的收益率可以反映目标方股东对股价变动的的影响。本文样本中的一些公司出现了投标价值的大规模负向表现，与 Officer^[8]描述的一样，对这一表现尚未有确切的解释，因此本文沿用他的方法并将溢价超过 200% 和少于 0% 的观测值删除。在表外统计分析中发现，在含有全部正向溢价观测值的基础上，加入负向溢价结果仍保持稳健性。

四、样本选取与描述性统计

以 2007~2017 年沪深上市公司收购事件为初始样本，按照以下标准对初始样本进行筛选：剔除交易未成功完成的收购事件；剔除面临破产的样本；剔除公司性质模糊和数据缺失的样本。本文企业收购数据和财务数据主要来自国泰安数据库和《中国企业并购年鉴》(2007~2017)，个别数据通过手动查找获得。经上述条件筛选后，最终样本观测值为 436，其中跨行业收购比例为 76.1%。

本文对所研究的变量进行了统计描述（限于篇幅，表格略），并将样本按产业匹配度（行业内或跨行业）或收购方式（协议收购或非协议收购）分类。参考证监会行业分类标准，若收购方和目标方皆属于该分类标准下的同一个行业，则这两者之间的收购可视为行业内收购；否则为跨行业收购。倘若数据库显

示某次收购为恶意或不请自来的收购,那么将这种情况归为非协议收购处理。

本文样本中的要约收购主要为协议收购,非协议收购的比例仅为10.7%。要约收购中以现金支付的比例为44.5%,而选择仅以股票支付的比例为12.7%。最后需要注意的是,全部样本中SDC溢价数值为52.9%,平均Schwert溢价数值为48%,跨行业收购表现出的平均收购溢价水平明显高于行业内收购水平,但该差异在协议收购和非协议收购之间不明显。就目标方特征来看,平均股票收益率为负,每年销售额增长幅度为9.5%,财务杠杆比率为61.1%。样本公司平均盈余水平是-0.056,整体来看该值接近全部公司的平均水平。本文主要关注不同子样本组之间的显著性差异。

五、实证结果

(一)目标方盈余质量对非协议收购影响的可能性

利用Probit回归以检验盈余质量与非协议收购之间的关系,如公式(2)所示:

$$\text{NON_NEGO}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{EQ}_{i,t} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{SGROW}_{i,t} + \beta_4 \text{LIQ}_{i,t} + \beta_5 \text{DERATIO}_{i,t} + \beta_6 \text{MBRATIO}_{i,t} + \beta_7 \text{PERATIO}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (2)$$

NON_NEGO_{i,t+1}为哑变量,当为协议收购时取1,否则为0。EQ_{i,t}表示目标方i在t时期财务报告的盈余质量,具体是t-5~t-1年间应计质量标准的残差并取其负值,t指收购宣告当年。参考Schwert^[9]的模型,将净资产收益率(ROE)、销售额增长率(SGROW)、资产流动性(LIQ)、负债权益比率(DERATIO)、市账率(MBRATIO)、市盈率(PERATIO)、公司规模(SIZE)作为控制变量。公司规模(SIZE)为交易宣告前一年年末目标方总市值的自然对数;销售额增长率(SGROW)为交易宣告前一年年末目标方主营业务收入增长率;净资产收益率(ROE)是交易宣告前一年年末目标方的净资产收益率;资产流动性(LIQ)为交易宣告前一年年末目标方流动资产占总资产百分比;负债权益比率(DERATIO)、市账率(MBRATIO)、市盈率(PERATIO)为收购宣告前一年年末目标方的对应指标。同时,包含年份虚拟变量以控制非协议收购频率中的时间变动,修正公司内标准误差和异质性。

利用公式(2)对全样本进行检验的结果通过表1中Panel A列示。可见,在盈余质量(EQ)为唯一解

释变量以及含有控制变量时,其系数都为正并具有统计上的显著性。表1中的数据显示了盈余质量的重大经济意义:目标方盈余质量从低到高增长带来非协议收购的可能性提高了4.43%,即从6.82%升至11.25%;唯一显示出较高边际效益的变量就是公司规模,非协议收购中样本公司规模扩张了7.89%,即从6.17%扩大到14.06%。

表1中的Panel B表示用公式(2)分别检验行业内收购和跨行业收购的样本,以便观测盈余质量中非对称不确定性和对称不确定性之间的相对重要程度。盈余质量(EQ)对跨行业收购的影响程度大于行业内收购,这也用来解释该变量在经济意义方面的差异。目标方在盈余质量水平提高的同时也增加了非协议收购的可能性,跨行业收购上升了5.5%,行业内收购则仅提高了0.37%。这一观察结果与之前提出的观点一致:在是否进行非协议收购的决策中,非对称不确定性起到了更为重要的作用。总之,检验结果说明,当目标方的盈余质量导致更大非对称不确定性时,协议收购发生的可能性也更大。

(二)目标方盈余质量对收购溢价的影响

利用公式(3)通过回归投标溢价对盈余质量的影响,检验两者之间的关系。

$$\begin{aligned} \text{PREM}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1^{\text{neg}}(1 - \text{NON_NEGO}_{i,t+1}) \times \\ & \text{EQ}_{i,t} + \alpha_2^{\text{non-neg}}(\text{NON_NEGO}_{i,t+1}) \times \text{EQ}_{i,t} + \\ & \alpha_3 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_4 \text{SGROW}_{i,t} + \alpha_5 \text{LIQ}_{i,t} + \alpha_6 \text{DERATIO}_{i,t} + \\ & \alpha_7 \text{MBRATIO}_{i,t} + \alpha_8 \text{PERATIO}_{i,t} + \alpha_9 \text{SIZE}_{i,t} + \\ & \alpha_{10} \text{NON_NEGO}_{i,t+1} + \alpha_{11} \text{PILL}_{i,t+1} + \\ & \alpha_{12} \text{AUCTION}_{i,t+1} + \alpha_{13} \text{CASH}_{i,t+1} + \\ & \alpha_{14} \text{TENDER}_{i,t+1} + \alpha_{15} \text{PUBLIC}_{i,t+1} + v_{i,t+1} \quad (3) \end{aligned}$$

公式(3)中的PREM_{i,t}指本文第三部分中提到的SDC溢价指标及Schwert溢价值。SDC premium定义为根据市场模型计算得到的异常累计收益率,时间跨度为收购宣告日之前63天之内,其中宣告日当天的收益率是宣告日前一天股票卖价和收盘价之差。Schwert premium定义为以交易宣告日前63天至后126天为时间窗口期,利用市场模型计算得到的加权平均异常累计收益率。当收购方为多家时AUCTION取1,否则为0。当交易属于投标发行时TENDER为1,否则为0。当交易全部以现金支付时CASH为1,否则为0。当收购方为国有性质时PUBLIC取1,否则为0。若目标方采用了“毒丸计划”,则PILL为1,否则为0。为了检验协议收购和非协议收购中的不同之处,可适度扩展盈余质量系数在协议

表 1 盈余质量与非协议收购可能性

变量	回归系数	边际效应 (10%~90%的变化水平)	回归系数	边际效应 (10%~90%的变化水平)
Panel A:全部目标方				
Constant	-0.665*** (0.235)		-1.143*** (0.257)	
EQ	3.819*** (0.798)	0.655 [6.83]	2.534*** (0.781)	0.420 [4.43]
ROE			0.080*** (0.031)	0.015 [0.94]
SGROW			-0.072 (0.076)	-0.014 [-0.70]
LIQ			0.246*** (0.105)	0.041 [2.54]
DERATIO			0.031* (0.016)	0.003 [0.81]
MBRATIO			-0.045*** (0.013)	-0.006 [-2.81]
PERATIO			0.001 (0.001)	0.000 [0.42]
SIZE			0.091*** (0.012)	0.013 [7.89]
Pseudo R squared	0.0467		0.0629	
observations	436		436	
Panel B:跨行业与行业内收购				
	跨行业收购		行业内收购	
Constant	-1.030*** (0.261)		-7.264*** (0.571)	
EQ	3.387*** (0.867)	0.554 [5.50]	0.335 (1.570)	0.029 [0.37]
ROE	0.067** (0.034)	0.011 [0.79]	0.191** (0.080)	0.017 [1.35]
SGROW	-0.061 (0.092)	-0.001 [-0.55]	-0.126 (0.149)	-0.010 [-0.75]
LIQ	0.219* (0.117)	0.033 [2.11]	0.485* (0.259)	0.042 [2.83]
DERATIO	0.024 (0.017)	0.002 [0.69]	0.072 (0.043)	0.006 [0.95]
MBRATIO	-0.057*** (0.015)	-0.010 [-3.21]	-0.030 (0.027)	-0.003 [-1.41]
PERATIO	0.001 (0.001)	0.000 [0.62]	-0.001 (0.002)	0.000 [-0.76]
SIZE	0.085*** (0.013)	0.012 [7.42]	0.124*** (0.041)	0.011 [5.61]
Pseudo R squared	0.0673		0.1253	
样本数量	332		104	

注:***、**、*分别表示统计显著性水平1%、5%和10%;边际效应列报告以解释变量样本平均值计算的估计概率的边际效应,其中[]表示当解释变量从第10个百分点的对应值变为第90个百分点的对应值时,以百分比表示的非协议收购可能性变化情况,回归系数列()内数值为经过异方差调整后的标准误差。下同。

收购和非协议收购之间的变化。根据本文预期,盈余质量(EQ)的系数仅在协议收购时为负值。遵从研究方法一致性,该回归也包含年份虚拟变量以控制收购溢价中出现的任何时间波动,并修正公司内的非独立性和异质性。

表2展示了全样本回归结果。总体来看,不论采用何种溢价定义指标,都可观察到盈余质量与收购溢价负相关。列2中-0.688的系数表明当目标方盈余质量的标准差低于EQ平均值一个单位时,收购溢价上升3.65%(0.076×0.48)。收购溢价和盈余质量之间的负相关关系由协议收购驱动,但对于非协议收购盈余质量的该变化系数不明显。因此,当源自目标方信息优势的不确定性可以通过协商加以缓解时,收购方愿意为此支付更多溢价。协议收购与非协议收购之间的差异,与投标溢价驱动因素之一的盈余质量内含非对称不确定性一样。控制变量的系数变化基本上与前文研究相同。收购溢价较高的交易往往表现出目标方规模较小、有多个投标人、要约收购以及收购方为非私人公司等特征。

通过用公式(3)单独对行业内和跨行业收购分别进行检验,可更加直观地探究导致这一结果的不确定性源头。表3中的结果说明,在跨行业收购中EQ的影响程度(-0.853)是行业内收购(-0.076)的10倍以上,具有统计上和经济上的双重显著性。从经济角度来说,盈余质量的标准差超过其均值,意味着与行业内收购溢价上升0.43%相比,跨行业收购溢价上升了3.98%。跨行业收购中收购溢价和盈余质量之间的负向关系来自协议收购;而对非协议收购而言该系数为正,尽管微不足道但它与协议收购中-0.940的值仍具有统计性差异。尽管非对称不确定性可导致更高的收购溢价,但非对称不确定性仍在很大程度上悬而未决,所以非协议收购中的目标方难以获得该溢价收益。对行业内收购来说,无论收购形式为协议或非协议收购,盈余质量的影响系数都不具有统计上的显著性,这也说明财务报告内含的对称不确定性与收购溢

表2 盈余质量与收购溢价:全样本

变量	SDC premium	Schwert premium	SDC premium	Schwert premium
Constant	0.411*** (0.121)	0.529*** (0.031)	0.411*** (0.111)	0.529*** (0.031)
EQ	-0.421*** (0.167)	-0.688*** (0.162)		
(1-NONMEGO) ×EQ			-0.412*** (0.173)	-0.731***,§ (0.164)
NONNEGO ×EQ			-0.561 (0.459)	-0.071 (0.357)
ROE	-0.024 (0.016)	-0.052*** (0.016)	-0.022 (0.018)	-0.052*** (0.016)
SGROW	-0.075*** (0.027)	-0.022 (0.026)	-0.075*** (0.027)	-0.022 (0.026)
LIQ	-0.022 (0.036)	-0.041 (0.037)	-0.022 (0.036)	-0.041 (0.037)
DERATIO	-0.002 (0.005)	-0.006 (0.006)	-0.002 (0.005)	-0.006 (0.006)
MBRATIO	-0.002 (0.004)	-0.003 (0.003)	-0.002 (0.004)	-0.003 (0.003)
PERATIO	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)
SIZE	-0.032*** (0.004)	-0.031*** (0.002)	-0.032*** (0.004)	-0.0031*** (0.004)
NONNEGO	0.003 (0.022)	0.023 (0.021)	-0.005 (0.031)	0.051** (0.025)
PILL	0.002 (0.040)	-0.024 (0.036)	0.004 (0.040)	-0.031 (0.036)
AUCTION	0.097*** (0.023)	0.043* (0.024)	0.093*** (0.023)	0.045** (0.026)
CASH	-0.036** (0.017)	-0.043*** (0.015)	-0.035** (0.017)	-0.041*** (0.013)
TENDER	0.077*** (0.016)	0.053*** (0.013)	0.075*** (0.018)	0.051*** (0.015)
PUBLIC	0.050*** (0.018)	0.011 (0.012)	0.050*** (0.016)	0.013 (0.012)
Adjusted R ²	0.0953	0.1083	0.0953	0.1081
样本数量	189	247	189	247

注:§§、§表明系数不同的协议和非协议收购在5%、10%的水平上显著,下同。

价无关。

总体而言,对协议收购和非协议收购以及行业内收购和跨行业收购之间的对比都得到了一致结论,即盈余质量内的非对称不确定性是引发收购溢价的主要因素。

(三)稳健性检验

为检验上述结果的稳健性,用以下方法进行检验:一是对EQ的测量采用Dechow、Dichev^[2]的模

表3 盈余质量与收购溢价:跨行业与行业内收购

变量	跨行业收购		行业内收购	
	SDC premium	Schwert premium	SDC premium	Schwert premium
Constant	0.510*** (0.032)	0.486*** (0.042)	0.461*** (0.182)	0.462*** (0.183)
EQ	-0.853*** (0.192)		-0.076 (0.310)	
(1-NONNEGO) ×EQ		-0.940***,§§ (0.195)		-0.050 (0.342)
NONNEGO ×EQ		0.432 (0.556)		-0.112 (0.482)
ROE	-0.051*** (0.016)	-0.053*** (0.016)	-0.057* (0.031)	-0.057* (0.031)
SGROW	0.003 (0.032)	0.003 (0.034)	-0.124** (0.050)	-0.124** (0.050)
LIQ	-0.057 (0.039)	-0.056 (0.037)	0.005 (0.068)	0.005 (0.068)
DERATIO	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.006)	-0.032* (0.018)	-0.032* (0.019)
MBRATIO	-0.007* (0.004)	-0.007* (0.004)	0.007 (0.005)	0.007 (0.005)
PERATIO	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)
SIZE	-0.030*** (0.005)	-0.031*** (0.003)	-0.043*** (0.011)	-0.043*** (0.011)
NONNEGO	0.004 (0.022)	0.051* (0.031)	0.201*** (0.052)	0.196*** (0.066)
PILL	-0.021 (0.042)	-0.035 (0.041)	-0.112 (0.082)	-0.111 (0.082)
AUCTION	0.066** (0.030)	0.066** (0.025)	-0.086* (0.045)	-0.087* (0.045)
CASH	-0.022 (0.014)	-0.024 (0.014)	-0.120*** (0.036)	-0.120*** (0.036)
TENDER	0.054*** (0.014)	0.053*** (0.014)	0.066* (0.040)	0.066* (0.040)
PUBLIC	0.007 (0.013)	0.007 (0.013)	0.231 (0.162)	0.231 (0.162)
Adjusted R ²	0.1124	0.1132	0.1682	0.1682
样本数量	332	332	104	104

型;二是将EQ界定为有助于预测未来现金流量的一种盈利能力。无论测度盈余质量时选取具体何种模型,都发现盈余质量影响着收购决策,且这种影响在盈余质量的非对称不确定性方面表现最为强势。然而,尽管Francis等^[7]已经指出盈余质量不失为财务报告综合水平的恰当代表,但与财务报告整体质量相比,还是会对单以盈余为焦点存有潜在性的怀疑。为了印证本文结论在更加宽泛的盈余质量定义

中的稳健性,本文构建了一个集合各种财务报告质量属性的指数:①基于Francis等^[10]的应计质量;②Watts、Khan^[11]关于利得确认及时性的测度;③损失确认的及时性;④现金流量波动情况;⑤公司股价波动幅度;⑥净收入波动幅度;⑦销售额波动。当对财务报告质量水平以更宽泛的替代变量来检验时,研究结果未发生变化。

最后一个关注点在于,本文结果是否过于简单地反映了目标方的公司治理结构和管理层股权结构。已有文献指出财务报告质量与公司治理特征之间存在关联,也发现了收购溢价与管理层股权结构之间的微妙关系。为检测结果的稳健性,在回归变量中加入公司治理和管理层股权结构。使用与公司治理有关的两种测度方法:①Gompers等^[12]使用的公司治理指标;②Bange、Mazzeo^[13]使用的董事会特征。将管理层股权结构界定为公司所有高管持有的普通股和优先股之和占公司全部股份的比例。回归结果均说明,在对公司治理和管理层股权结构进行控制后,盈余质量与收购方决策之间的关系仍保持稳定。

六、结论

本文在将并购交易中不确定性具体拆分为非对称不确定性和对称不确定性的基础上,利用我国沪深上市公司并购交易相关数据,考察了目标方盈余信息质量如何影响收购方收购决策。研究发现,当非对称不确定性成为潜在的重要关注目标时,收购方更可能发动协议收购;在协议收购中,盈余质量的非对称部分与收购溢价负相关。上述结果说明,收购方在制定战略性投资决策时,会对目标方盈余质量进行分析考虑。在更广义的范围内,盈余质量对证券价格的影响作用已经得到普遍证实。在此基础上,本文对盈余质量如何影响收购决策提供了更具体的实证证据。本文的研究也证明了通过将盈余质量拆分为对称不确定性和非对称不确定性两部分,可以更为深入地理解盈余质量对管理层决策的影响途径。因此,随着我国收购交易日趋频繁,监管部门应进一步通过监管消除财务报告质量中的非对称不确定性,从而提升资本配置效率。

主要参考文献:

[1] Koller T., Goedhart M., Wessels D.. Valuation: Measuring and managing the value of companies (4th

- ed.) [M]. Hoboken, NJ: Wiley, 2005: 25.
- [2] Dechow P., Dichev I.. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors [J]. The Accounting Review, 2002(77): 35~59.
- [3] McNichols M.. Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors [J]. The Accounting Review, 2002(77): 61~69.
- [4] Rogo R.. The effect of valuation uncertainty in the choice of selling mechanism [R]. Vancouver: University of British Columbia, 2009.
- [5] Epstein L., Schneider M.. Ambiguity, information quality and asset prices [J]. Journal of Finance, 2008(1): 197~228.
- [6] Pastor L., Veronesi P.. Was there a Nasdaq bubble in the late 1990s [J]. Journal of Financial Economics, 2006(1): 61~100.
- [7] Francis J. R., Nanda D. J., Olsson P.. Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital [J]. Journal of Accounting Research, 2008(1): 53~99.
- [8] Officer M. S.. Termination fees in mergers and acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2003(3): 431~467.
- [9] Schwert G. W.. Markup pricing in mergers and acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 1996(2): 153~192.
- [10] Francis J. R., LaFond R., Olsson P., Schipper K.. The market pricing of earnings quality [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(2): 295~327.
- [11] Watts R. L., Khan M.. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009(2-3): 132~150.
- [12] Gompers P., Ishii J. L., Metrick A.. Corporate governance and equity prices [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2003(1): 107~155.
- [13] Bange M. M., Mazzeo M. A.. Board composition, board effectiveness and the observed form of takeover bids [J]. Review of Financial Studies, 2004(4): 1185~1215.

作者单位: 1.吉林财经大学外语部, 长春 130117; 2.北京国家会计学院, 北京 130012