

会计师事务所特征与公司并购绩效反应

——来自中国上市公司的经验证据

李 彬,潘爱玲

(山东大学 管理学院,山东 济南 250100)

[摘 要]通过实证检验事务所多维特征视角下的并购绩效反应,结果发现:选聘匹配的事务所能够起到过滤并购风险以提升并购绩效的战略效能。在选聘标准方面,无论是本地并购还是异地并购,区位优势明显的本地事务所绩效提升效果更加显著;关联事务所尤其是目标企业关联事务所依靠信息距离、关系资源等优势改进服务效率;但事务所声誉并非绝对有效的选聘标准,企业更需关注其质控表现。

[关键词]会计师事务所特征;公司并购;风险过滤;并购绩效;独立审计;事务所规模;事务所声誉;盈余管理

[中图分类号]F239.43 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2016)01-0046-09

一、引言

微观并购作为企业资源整合及战略推进的重要工具,其运作的专业化和高风险需要会计师事务所等中介机构的决策参与,以弥补其结构性缺陷。为此,学界开始关注中介机构在公司并购中的作用机理及实际效能^[1-6],但已有的多数文献均侧重于投资银行角色功能与创新机制的分析,而忽视了会计师事务所的中介职能,现有的少数研究也仅是对事务所功能定位的简单定性分析^[7-8],未能深入探究其现实效果及不同属性特征所诱发的业绩差异性。众所周知,混业经营背景下会计师事务所在公司并购中能够提供从交易目标搜索、财税尽职调查、估值与交易结构设计到并购后整合的全流程咨询服务,特别是随着我国市场化改革进程的不断深入,政府主导“拉郎配”的并购模式逐渐被市场主导型所取代,无论是基于专业素养还是基于制度约束,会计师事务所都能够而且应该在并购交易中发挥重要职能。

为此,作者首先基于中国上市公司并购重组数据库,从整体上描述公司并购中会计师事务所的聘用分布并发现:曾经选聘过事务所的公司在后续并购中基本上依然会聘用;此外,选聘事务所的并购比例呈现出逐年升高趋势,如2007年仅有4.10%的并购聘请事务所,该比例在2013年上升至8.40%,2014年前8个月又进一步升至15.67%。由此可知,会计师事务所在并购中的参与感及影响力逐渐增强,并已被市场与企业所接受,否则上述聘任惯性和比例递升趋势不可能持续存在。因此,如何从绩效反应视角明确公司并购选聘事务所的技术标准,就成为亟须解决的重要命题。特别是近年来,实务界关于并购失败根源的追讨开始扩散至以会计师事务所为代表的中介机构身上,使得业界不得不反思事务所在公司并购中风险防控能力及其选聘原则。

基于此,本文选择公司并购中会计师事务所的匹配性选聘作为研究对象,基于地域特征、关系特征及声誉特征等,实证检验事务所属性与并购绩效间的内在逻辑关联,以明确事务所提升并购绩效的必要条件,结果发现:选聘匹配的会计师事务所能够起到控制并购风险以提升并购绩效的战略效能。

[收稿日期]2015-01-27

[基金项目]国家社会科学基金重大项目(14ZDA051);国家社会科学基金重点项目(14AGL012);国家自然科学基金青年项目(71302091);教育部人文社会科学青年项目(12YJC630083);山东省优秀中青年科学家奖励基金(BS2012SF013)

[作者简介]李彬(1983—),男,山东临沂人,山东大学管理学院讲师,博士,从事公司并购与财务治理研究;潘爱玲(1965—),女,山东莱州人,山东大学管理学院教授,博士生导师,从事文化企业并购与投融资研究。

在选聘标准方面,无论是本地并购还是异地并购,区位优势明显的本地事务所绩效提升效果更加显著;关联事务所尤其是目标企业关联事务所依靠信息距离、关系资源等优势来提升中介服务质量;事务所声誉并非“绝对”的选聘标准,企业更需关注其执业经验、内控水平等质控表现。本文贡献在于:一方面基于公司并购这一特定情境,具体论证事务所属性特征与其中介效果间的关联性,能够从微观层面验证金融中介功能观中的风险过滤与治理职能,丰富并拓展中介机构职能理论,同时鉴于现有关于事务所的文献主要集中于独立审计领域,故本成果能够进一步丰富会计师事务所的混业经营理论;另一方面本文基于地域特征、关系特征和声誉特征等构建与企业并购需求相匹配的事务所选聘标准,能够为公司并购合理选聘事务所、有效利用其咨询服务提供可靠证据,进而有助于提升公司并购的现实效果并发挥其在产业整合中的资源整合功能。

二、理论分析与研究假设

会计师事务所选择已成为并购审慎决策的重要内容。学者多基于事务所规模,从政府干预、代理成本、产权性质等视角分析其选择行为及经济后果^[9-11]。但由于不同事务所具有差异化的专属竞争优势,故规模、排名等外在声誉因素可能并非企业选聘的绝对标准,更为重要的是要确保所选聘事务所专业能力与并购需求的高匹配度^①。因此,以匹配为原则去构建公司并购中会计师事务所的选聘标准,就需要明确其属性特征与并购绩效间的内在关联性。但我们却发现多数学者均是基于研究需要去设定或选择相应的特征维度,而未对其给予完整的界定和描述^[12]。因此,本文鉴于企业与事务所间的合作性态,针对性地选择地域特征、关系特征及声誉特征进行具体解析。

(一) 会计师事务所地域特征:本地事务所与异地事务所的比较与选择

在我国,产生于政府挂靠体制下的会计师事务所地域特征明显,本地事务所具有知识、距离、信息搜集以及成本控制等先天优势^[13-14]。但即使在这种先天不利的环境中仍有事务所能够凭借其差异化经营特色、高质量服务水平、具有竞争力的价格标准或出色的公关能力等在异地市场赢得竞争优势^[12]。

具体到并购市场,鉴于本地并购与异地并购的现实存在,需要分别探究事务所差异化的地域关联及经济后果。一般而言,在本地并购中,由于本地事务所的先天优势,使得无论是从经济效益角度还是从地方政治角度考虑,选聘本地事务所都成为一种客观必然,这也从2007—2014年交易数据中得到验证:79.53%的本地并购选聘了本地所。但在跨区域并购中,本文发现主并企业选聘事务所并未呈现出明显的一致性偏好,57.33%选择目标企业本地所,29.21%选择主并企业本地所,其余13.46%选择了第三方异地所。进一步探究异地并购中主并企业更倾向于目标企业所在地事务所的内在原因发现:并购尤其是国企并购往往会显著影响当地的投资、税收、就业、GDP等关键政绩考核指标,因此地方政府有足够动机来干预交易结构与进展,故基于干预成本及难易程度,目标企业所在地政府会更倾向于本地事务所,这也体现出本地事务所在承揽外来业务时所享受的地方保护^[15],因此也就会自然地促使异地并购更多地选聘目标企业本地所。在此背景下,一方面选聘目标企业本地所能够适度缩短空间距离,有利于进行尽职调查和并购审计,从而降低信息不对称程度以提升并购绩效;另一方面,目标企业本地所能够较准确地权衡并购双方与当地政府间的博弈关系以防范因税收、环保、土地等地方政策所带来的管制风险,进而有助于控制并购中的政策不确定性。由此,本文提出假设1。

假设1:其他条件不变时,本地并购中选聘本地事务所的绩效提升效果更加显著,异地并购中选聘目标企业所在地事务所的效果更好。

(二) 会计师事务所关系特征:关联事务所与非关联事务所的比较与选择

关系营销理论指出,建立和发展良好的利益相关者关系是企业营销的核心。因此,自事务所脱离政府

^①正如财政部出台的《关于引导企业科学规范选择会计师事务所的指导意见(2011)》所指出的:企业应当选择与自身规模、行业地位和社会影响相适应的事务所提供相关服务。

体制并开始市场化运营以来,积极构建和培育多类型的组织间关系、摒除关系脆弱性、提升在关系格局中的话语权进而获取可持续的关系资源就成为其保持竞争优势的关键,如稳定关系的存在能够保证事务所在竞标新增业务时享有一定的信息优势和情感认可,2007—2014年交易数据也显示74.51%的公司并购均选聘关联事务所。因为相较于非关联事务所,关联事务所在沟通效率、内部信息占有等方面享有先天优势,能够有效缓解信息沟通不畅、并购整合不力等难题,进而提升服务质量。其优势主要体现在以下三个方面:第一,基于事务所任期角度的分析发现,关联事务所往往任期较长,学习曲线关系下事务所任期的延长和业务类型的增多能够提高对特定客户的认知程度,有利于提升服务质量;第二,基于专业化程度的分析发现,关联事务所针对特定客户的专业化程度更高,可以积累更多的行业知识和技能,更深入地了解客户的生产经营特点和内部控制系统等有效信息,进而有助于发挥其中介效能^[16-17];第三,从组织心理的角度分析发现,基于既有关联所产生的认同心理效应能够显著影响企业对特定事件的态度和行为,进而能够促使企业人性地选聘关联事务所并展开高质量的合作,尤其是在我国“人情社会”的文化背景下,这种影响更加明显。

进一步分析发现,由并购双方所带来的“关系双边性”必然会成为选聘事务所的重要考量。具体而言,主并企业关联事务所往往会因为与主并公司间长期的业务往来所建立的信任感、责任感以及后续业务合作的需要而尽可能地提升服务效率,进而有利于并购绩效提升,但其劣势在于对目标企业的认知程度不高,难以进行有效的并购风险过滤。因此,主并公司可能会倾向于选聘更具信息优势的目标企业关联事务所,但该类型事务所客观上存在与目标企业合谋的动机,尤其是当其面临巨大的利益承诺时,目标企业关联事务所可能会沦为隐藏决策有用信息甚至是财务造假的帮凶,从而损害并购绩效。需要指出的是,随着我国市场环境与法律制度的不断成熟,虽然在买方市场下事务所在与客户的关系博弈中依然处于相对弱势地位,但其职业操守及质量控制却在不断提升,对寻租等机会主义行为的规避意愿及能力也在不断增强,这就自然压缩了事务所徇私舞弊甚至是合谋的空间。由此可知,虽然目标企业关联事务所可能会产生种种弊端,但只要主并企业保证有效的激励额度以及适度的监管压力,能够在理性上破除其合谋动机,进而充分利用其明显的信息优势。由此,本文提出假设2。

假设2:其他条件不变时,与非关联事务所相比,关联事务所对并购绩效的提升效果更好。其中,目标企业关联事务所在解决信息不对称等方面更具优势,也更有利于提升并购绩效。

(三) 会计师事务所声誉特征:高声誉事务所与低声誉事务所的比较与选择

从本质上看,事务所执业质量才是企业选聘的核心标准,但外部企业很难掌握足够的有效信息以对其进行准确评估,因而只能借助某些外部指标,此时“声誉”就成为一种可行选择。因为声誉作为当事人为获取长远利益而自觉遵守合约的承诺,能够促使声誉主体提供的产品或服务符合或高于使用者预期,同时还能约束机会主义行为以降低风险。在事务所选聘方面,声誉作为一种信号显示机制,能够起到降低信息不对称程度的功能^[18],如诸多文献均发现,声誉机制能够驱动事务所提高其审计质量^[19-20]。同样,在并购咨询市场中,声誉特征是企业选聘事务所的重要标准。

深入剖析后发现,首先,虽然理论上高声誉事务所的执业质量能够得到一定程度的保证,但与审计服务公共品性质不同的是,并购咨询服务具有较强的针对性,其产品标准、服务流程以及事务所内在动机并不为外界所能直接观察,更缺少科学统一的评价体系,这就为事务所可能的不尽责任行为甚至是机会主义行为提供空间;其次,企业在与高声誉事务所谈判时往往处于相对弱势地位,对高声誉事务所的执业行为也难以保持足够的监管话语权,或者会对高声誉事务所的执业行为及相关结论持有盲目信任的态度而忽视自身的专业判断,进而可能导致并购决策质量的下降;最后选聘高声誉事务所的费用较高,会间接增加企业财务负担。与此相对应的是,低声誉事务所虽然可能在执业能力与业务经验方面存在不足,但在市场竞争日趋激烈、声誉投资备受重视的环境下,其具备天生的强化其声誉质量以期突破高声誉事务所信誉壁垒的动机。特别是近年来,在并购市场的不断推动以及事务所的持续投入下,低声誉事务所凭借其务实的职业能力和工作责任心,不断提升并购咨询质量,使其逐渐

成为并购市场的可靠选择。另外,声誉的脆弱性也促使低声誉事务所在运营过程中必须保持足够稳健,以预防声誉丧失风险。由此可知,高声誉可能并非是企业选聘的绝对条件,究其原因在于声誉内涵的广延性,无论是二分法还是三分法的研究范式均是以“绝对或相对规模以及排名”作为界定事务所声誉高低的主要标准,这就无形中人为简化了企业选聘的行为标准,往往被“四大”等外在因素左右,而忽视空间区域、业务熟悉度、文化距离等匹配条件。由此,本文提出假设3。

假设3:其他条件不变时,事务所声誉与并购绩效并不一定呈现出显著的正相关关系。

三、样本选择与研究设计

(一) 样本选择与数据来源

鉴于《上市公司收购管理办法》等制度规定对公司并购选聘事务所的推动效应以及新会计准则对所需财务数据的内在影响,本文选择我国A股市场2007—2012年上市公司并购作为样本,在剔除金融类、交易数据以及事务所相关信息无法获取或异常的样本以及在事件期内被ST或ST*的公司之后,最终得到21457个有效观测样本,其中1177个符合实证要求的已聘任事务所的并购样本,并从20280个未聘任样本中根据交易时间、交易规模、行业分布、产权属性等维度选取特征相仿的配对样本1257个。并购交易与风险测评数据来自国泰安数据库、巨潮咨询网以及公司年报等;会计师事务所特征数据主要是作者根据中国注册会计师协会、会计师事务所等官方网站以及公开披露信息手工整理。样本分布见表1。

(二) 研究变量设计

第一,对于并购绩效(MAP)的衡量,学界主要采用事件研究法和会计指标法。但鉴于事务所在并购中的作用区间往往开始于目标企业搜寻、终止于并购后整合机制的梳理与搭建,因此基于短期时间窗口的事件研究法可能会因为信息披露不充分、市场对事务所职能定位不清等原因而无法准确呈现其职能效果,故本文选择会计指标法描述并购绩效。同时考虑到我国资本市场上“报表性重组”现象较为普遍,企业并购中的盈余管理多针对近期报表的改善^[21],因此,若以并购宣告期或名义完成期为起点计量并购绩效,难以摆脱盈余管理的自然干扰,故本文选用“净资产收益率”在并购前后一年的变动值作为MAP的度量指标。

表1 实证样本分布情况

未聘 请配 对样 本	已聘请事务所样本(1177)															
	地域特征				关系特征					声誉特征						
	本地并购 (786)		异地并购 (391)		关联来源 (877)		关联类型 (877)		非关联 事务所	四大标准	市场标准	综合标准				
	本 地 所	异 地 所	本 地 所	异 地 所	目 标 企 业 关 联	主 并 企 业 关 联	双 方 同 时 关 联	鉴 证 关 联	咨 询 关 联		高 声 誉	低 声 誉	高 声 誉	低 声 誉	高 声 誉	低 声 誉
1257	441	345	210	181	391	163	323	853	24	300	29	1148	363	814	352	825

第二,为从整体上验证事务所能否有效过滤并购风险以提升并购绩效,本文将“是否选聘事务所(Engaging)”设为虚拟变量来进行全样本检验。同时为检验其中介性质的风险过滤效果,选择“并购时间跨度”、“并购相对规模”以及“是否跨区域/跨行业”等二级指标并将其标准化后的汇总分值作为并购风险(Risk)的度量结果。

第三,设置特征变量。(1)针对地域特征(Local):首先在全样本中设置虚拟变量,当事务所属于主并或目标企业本地所时取值为1,否则取值为0;然后在本地并购和异地并购的分样本检验中,同样设计虚拟变量,本地并购若聘用本地事务所Local取值为1,否则为0;在异地并购中,若聘用目标企业本地事务所时取值为1,其余为0。在具体界定上,参照曹强等人的做法^[12],将与企业位于同一行政区域(省或直辖市)

或在当地设有分所的事务所确定为本地所,其余均为异地所。(2) 针对关系特征(*Relational*):首先基于全样本将其设为虚拟变量,关联事务所取值为1,否则为0。然后基于关联样本继续进行细节检验,一方面设置虚拟变量 *Source-R* 来描述关联渠道的不同,若为目标企业关联则取值为1,若为主并企业关联则取值为0,另一方面继续引入“关联强度(*Intensity-R*)”和“关联类型(*Type-R*)”,其中,关联强度是影响企业与事务所关系稳健性的重要因素,关联强度越高,信息掌握的越充分,越有助于提升绩效反应,将其设为虚拟变量,当事务所与并购双方均关联时取值为1,只与其中一方关联时为0;关联类型包括鉴证关联和咨询关联,其中鉴证关联的客户认知水平较高,绩效提升效果也就较显著,同样将其设置为虚拟变量,鉴证关联取值为1,咨询关联时为0。(3) 针对声誉特征(*Reputation*):国内外研究一般以事务所规模及排名为基础,采用两分法或三分法衡量。其中,两分法是将四大作为高声誉事务所^[19,22],三分法认为国际大所具有高声誉,国内其他所具有低声誉或无声誉,国内大所的声誉则介乎两者之间^[23];当然也有学者通过构建指标体系来衡量事务所声誉^[24]。基于此,为防止因声誉界定不清而影响实证结果,本文选择以下三种标准界定虚拟性质的声誉变量,首先以“四大”来衡量高声誉事务所,其次采用事务所审计上市公司的收入排名指标,前十位事务所为高声誉事务所,最后以中注协基于《会计师事务所综合评价方法(试行)》所发布的公开排名作为另一种分类方法,其中前十位为高声誉事务所。

第四,为控制权变因素的介入性影响,设置以下控制变量。(1) 其他中介机构的聘任数量(*Others*):资产评估机构、财务顾问以及律师事务所的聘请同样会以特定渠道和方式作用于公司并购,为避免交叉影响,将其他中介机构的聘任数量设为控制变量;(2) 事务所组织结构^[25](*Organization*):合伙制或特殊普通合伙制的事务所,其内部治理水平及职业素养较之有限责任制事务所往往更高,从而有利于提升其中介效能,当事务所为合伙制时取值为1,否则为0;(3) 并购经验(*Experience*):并购经验是影响并购绩效的重要因素,本文选择并购次数进行衡量;(4) 是否为关联并购(*Related*):关联并购取值为1,否则为0;(5) 治理水平(*Gov*):采用独立董事占比来描述公司治理机制对并购绩效的影响;(6) 资本结构(*Capital Structure*):自由现金流理论强调资本结构对企业投融资决策的影响,采用资产负债率进行计量;(7) 公司规模(*Size*):采用样本公司的总资产自然对数表示;(8) 并购规模(*Scale*):采用买方支付价值的自然对数进行衡量;(9) 产权属性(*State*):国有控股取值为1,其余取值为0。为消除年度和行业间差异的影响,本文在模型中加入年度和行业变量。

(三) 实证模型构建

本文采用多元回归模型具体探讨会计师事务所参与公司并购的绩效反应及其选聘标准。针对上述假设分别设计实证模型如下。

$$\text{整体模型: } MAP = \alpha_0 + \alpha_i(Engaging, Risk, Engaging \times Risk) + \sum \beta_i Control_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{特征模型: } MAP = \alpha_0 + \alpha_i(Local, Relational, Reputation) + \sum \beta_i Control_i + \varepsilon \quad (2)$$

四、实证结果与分析

(一) 描述性结果分析

根据表2的描述性统计结果可知:从整体上看,未选聘样本组的绩效均值为-0.029,显著低于选聘组-0.007的均值表现,由此简单比较可知聘请事务所能够提升并购绩效。*Engaging*的均值仅为0.055,表明目前我国公司并购中事务所的聘任比例仍较低,未充分利用事务所的中介职能,这一点从*Others*均值仅为2.108亦可得到验证。在特征变量方面,地域关联和业务关联是企业选聘的重要考量,其中74.90%的公司并购选择地理位置更接近的本地所,且无论是本地并购还是异地并购,超过50%的企业更倾向于选择目标企业本地事务所;74.60%的公司选择关联事务所,其中企业更愿意选聘目标企业关联事务所(*Source-R*均值为0.806),且关联类型以鉴证关联为主(*Type-R*均值高达0.973);

另外在声誉特征方面,公司并购并未明显青睐高声誉事务所,且97.50%的企业选择国内事务所进行并购咨询,这表明企业并购咨询更倾向于选聘更具信息与政策优势、沟通协调能力更强的国内所。

(二) 回归检验与结果分析

1. 事务所选聘、并购风险与并购绩效

根据表3实证结果发现,Engaging与Risk在1%水平上显著负相关、与MAP显著正相关,由此表明会计师事务所能够有效降低并购风险并提升并购绩效;进一步检验后发现Risk与MAP在5%水平上显著负相关,

即其确实属于并购绩效的损害变量,与此同时还发现Engaging × Risk与MAP在5%水平上显著正相关,这说明随着事务所在公司并购中的适度参与,能够针对性地解决决策体系中的结构性缺陷,间接提升企业并购能力,进而有效抑制并购风险对并购绩效的消极作用,由此即可证明会计师事务所在公司并购中确能通过过滤并购风险而提升并购绩效。此外,控制变量Others的回归结果同样验证了中介机构职能观以及公司并购选聘中介机构的必要性。

2. 事务所特征与并购绩效——基于地域特征、关系特征与声誉特征的检验

回归结果如表4。首先在地域特征方面,基于全样本检验结果发现,选聘并购方本地事务所的绩效反应要优于第三方属地事务所(10%水平上显著正相关,系数为0.036),由此验证了区位优势在事务所承揽业务方面的积极效应。进一步分样本检验后发现,无论本地并购还是异地并购,Local均在1%水平上与MAP显著正相关,即本地事务所能够显著提升本地并购绩效水平,而在异地并购中目标企业本地所的绩效提升效果同样显著,由此验证假设1,同时也证明空间距离较近、信息不对称程度较低、政府关系更密切的本地所是并购选聘的优先选择。其次在关系特征方面,全样本实证结果表明,事务所关联属性确能有效提升

表2 描述性统计结果

变量	N	最小值	最大值	均值	中位数	标准差	
MAP	聘任样本组	1177	-6.063	11.413	-0.007	-0.007	0.685
	配对样本组	1257	-6.792	15.963	-0.029	-0.037	0.995
Engaging		21457	0	1	0.055	0	7.669
	Risk	1177	0.027	3.796	2.157	2.169	0.772
Local	Local	1177	0	1	0.749	1	0.434
	Local - 1	786	0	1	0.561	1	0.497
	Local - 2	391	0	1	0.537	1	0.499
Relational	Relational	1177	0	1	0.746	1	0.437
	Source - R	877	0	1	0.806	1	0.396
	Intensity - R	877	0	1	0.380	0	0.486
	Type - R	877	0	1	0.973	1	0.163
Reputation	Reputation - 1	1177	0	1	0.025	0	0.155
	Reputation - 2	1177	0	1	0.315	0	0.465
	Reputation - 3	1177	0	1	0.304	0	0.460
	Others	1177	1	4	2.108	2	0.967
	Organization	1177	0	1	0.144	0	0.351
	Experience	1177	0	41	2.794	1	4.227
	Related	1177	0	1	0.417	0	0.493
	Gov	1177	0.182	0.667	0.377	0.333	0.055
	Capital	1177	0.012	1.940	0.585	0.536	0.774
	Size	1177	13.763	27.488	21.721	21.975	1.328
	Scale	1177	0	23.066	7.616	7.770	5.560
	State	1177	0	1	0.532	1	0.499

表3 事务所聘任、并购风险与并购绩效的回归结果

变量	Risk	MAP
Engaging	-0.103 *** (-3.357)	0.793 *** (3.711)
Risk		-0.162 ** (-2.205)
Engaging × Risk		0.113 ** (2.307)
Others	-0.552 *** (-3.917)	0.133 ** (2.057)
Organization	0.107 ** (2.317)	0.119 (0.917)
Experience	0.203 (1.329)	0.136 (1.310)
Related	-0.079 ** (-2.121)	0.062 ** (2.099)
Gov	0.026 (0.752)	0.081 (0.714)
Capital	0.017 (1.195)	-0.071 (-1.243)
Size	0.011 (1.506)	-0.095 (-1.371)
Scale		0.062 ** (2.371)
State	0.022 (1.427)	-0.091 (-1.511)
常数项	0.116 (0.302)	0.139 (0.320)
行业/年份	控制	控制
N	2434	2434
Ad - R ²	0.167	0.157
F值	10.382	10.336
Sig.	0.000	0.000

注:***、**、* 分别表示在0.01、0.05以及0.10水平上显著;下同。

并购绩效(1%水平上显著正相关,系数为0.110)。继续聚焦关联属性后发现,与主并企业关联相比,目标企业关联所能够凭借其明显的信息优势而更显著地提升并购绩效(*Source-R*与*MAP*显著正相关,系数为0.018);与此同时,通过*Intensity-R*和*Type-R*的回归结果还发现,关联强度越高、关联关系越密切,其绩效反应越好,由此也证明关联事务所之所以能够提升并购绩效并受到公司并购的青睐,原因在于其任期较长所带来的学习曲线效应、关联关系所带来的较高的专业化程度以及组织情感的客观存在。最后在声誉特征方面,二分法下的*Reputation*均未通过显著性检验,假设3成立,即声誉特征并非并购选聘的绝对有效标准,究其原因可能在于声誉评价机制的简单化。此外还需强调的是,*Reputation*在“四大”标准体系下回归结果虽不显著但其系数为负,这可能意味着“四大”等高声誉特征并非是并购绩效提升的绝对保证。进一步追溯声誉的创建和维护可以发现,以职业素养和责任保障为代表的事务所质量控制体系在其中起到非常重要的保障功能:有效的质量控制机制既是生成与维护事务所声誉的重要基础,同时也是保证事务所遵守职业道德、提升执业质量的关键保证,由此可知企业选聘事务所不仅要关注外部的声誉反应,更要重点考虑其质量控制水平。

表4 事务所特征与并购绩效的回归结果

变量	地域特征			关系特征			声誉特征			
	全样本	本地并购样本	异地并购样本	全样本	关联样本			四大标准	市场标准	综合标准
					目标关联与主并关联对比	一方关联与两方关联对比	鉴证关联与咨询关联对比			
<i>Local</i>	0.036 * (1.792)	0.051 *** (7.397)	0.050 *** (6.966)							
<i>Relational</i>				0.110 *** (5.351)						
<i>Source-R</i>					0.018 *** (7.786)					
<i>Intensity-R</i>						0.041 ** (2.116)				
<i>Type-R</i>							0.025 *** (4.746)			
<i>Reputation</i>								-0.011 (-0.378)	0.023 (0.757)	0.017 (0.536)
<i>Others</i>	0.034 * (1.775)	0.027 ** (2.398)	0.018 *** (6.145)	0.030 ** (1.997)	0.021 ** (2.350)	0.026 * (1.712)	0.024 ** (2.166)	0.031 *** (3.570)	0.028 ** (2.019)	0.032 ** (2.031)
<i>Organization</i>	0.010 (1.349)	0.024 (1.253)	0.129 *** (3.477)	0.012 * (1.797)	0.031 ** (2.195)	0.034 ** (2.277)	0.031 ** (2.191)	0.012 (1.394)	0.007 (1.233)	0.016 (1.521)
<i>Experience</i>	-0.010 (-1.332)	-0.013 (-1.351)	0.008 * (1.749)	-0.010 (1.323)	-0.021 (-1.597)	-0.022 (-1.323)	-0.020 (-1.583)	-0.009 (-1.319)	-0.007 (-1.225)	-0.011 (-1.356)
<i>Related</i>	0.018 ** (2.159)	0.023 ** (2.007)	-0.078 ** (-2.443)	0.016 * (1.822)	0.065 * (1.745)	0.032 * (1.690)	0.061 *** (3.706)	0.016 ** (2.238)	0.017 * (1.749)	0.016 * (1.725)
<i>Gov</i>	0.008 (0.981)	0.003 (0.996)	0.013 (0.957)	0.009 (0.988)	0.002 (0.951)	0.001 (0.931)	0.003 (0.977)	0.008 (0.875)	0.008 (0.977)	0.008 (0.975)
<i>Capital</i>	-0.008 (-1.258)	-0.025 (-1.668)	-0.010 (-1.175)	-0.007 (-1.231)	-0.016 (-1.443)	-0.013 (-1.379)	-0.015 (-1.423)	-0.007 (-1.240)	-0.008 (-1.258)	-0.019 (-1.247)
<i>Size</i>	-0.027 (-0.831)	-0.046 * (-1.708)	-0.035 (-0.585)	-0.024 * (-1.756)	-0.035 * (-1.848)	-0.038 * (-1.731)	-0.034 * (-1.775)	-0.023 ** (-2.091)	-0.026 ** (-2.181)	-0.023 ** (-2.224)
<i>Scale</i>	0.049 ** (2.253)	0.019 (0.517)	0.118 *** (4.272)	0.050 * (1.666)	0.013 * (1.763)	0.011 * (1.707)	0.010 * (1.784)	0.050 * (1.660)	0.050 * (1.670)	0.057 * (1.661)
<i>State</i>	-0.008 (-1.272)	0.006 (1.168)	0.010 (1.179)	-0.005 (-1.172)	-0.019 (-1.522)	-0.015 (-1.415)	-0.018 (-1.485)	-0.006 (-1.206)	-0.006 (-1.191)	-0.017 (-1.209)
常数项	0.068 (0.777)	0.368 (0.861)	0.119 (0.720)	0.073 (0.790)	0.316 (0.789)	0.322 (0.807)	0.185 (0.733)	0.068 (0.774)	0.099 (0.758)	0.081 (0.711)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1177	786	391	1177	877	877	877	1177	1177	1177
Ad-R ²	0.071	0.075	0.177	0.054	0.077	0.083	0.081	0.066	0.070	0.065
F值	11.719	12.757	11.442	11.588	12.724	12.770	11.753	11.590	11.633	10.605
Sig.	0.007	0.002	0.000	0.000	0.000	0.006	0.006	0.003	0.006	0.001

(三) 稳健性检验

第一,首先选择 ΔROA 对并购绩效进行重新计量,实证检验后发现研究结论未变(在 5% 水平上通过显著性检验,系数为 1.033),再次证明事务所参与有助于提升绩效反应。另外根据前述分析可知,事务所参与程度越高,越有利于提升并购绩效,故本部分理应继续检验事务所参与程度的现实效果,但囿于该指标在公开信息中难以获取,故本文选择“中介咨询费用”作为替代变量。一般而言,中介咨询费用与事务所参与程度及工作量显著正相关,进而可推知:中介咨询费用越高,越有助于提升并购绩效。但由于目前我国尚未对该费用的公开披露进行强制性规定,作者仅是通过媒体等公开资料以及对部分上市公司直接访谈等方式获得 127 家样本数据,实证后发现:两者显著正相关(相关性水平为 1%,系数为 1.711),由此即可进一步证明事务所在公司并购中的业绩提升功能,同时也能破除“聘请中介机构会因支付额外成本而成为并购的财务累赘”这一观点。第二,进一步补充检验异地并购中“事务所与主并公司间地域关系”对并购绩效的影响。将其设为虚拟变量,事务所属于主并企业本地所时取值为 1,否则取值为 0;实证结果发现,两者并未呈现出显著的相关性(p 值为 0.377,系数为 0.219)。结合前述结论可知:虽然较近的地域关系是公司并购选聘事务所的重要标准,但企业更应该倾向于选聘距并购目标更近的目标企业本地事务所,由此才能充分发挥其中介职能。第三,虽然前述实证检验已得到“关联事务所在并购中的有效性”以及“不同关联来源、关联强度及关联类型的差异性影响”等有关结论,但为进一步论证其内在影响机理,本部分选择“关联时间”进行稳健性检验,具体选用“关联事务所任期($Time$)”进行分析。一般认为,关联时间跨度越长,事务所认知程度越高,越有助于中介效能的发挥。结果发现: $Time$ 与 MAP 在 5% 水平上显著正相关,系数为 1.576,再次验证事务所关联属性在提升并购绩效方面的正向功能。

五、研究结论与启示

在我国,中介机构在公司并购中的治理效应尚未被充分重视和挖掘,究其原因,可能在于未能理清中介机构改善并购决策的现实机理,更重要的可能是未能明确中介机构选聘的技术标准。基于此,本文聚焦于公司并购中会计师事务所的匹配性选聘,实证检验事务所属性特征与并购绩效的内在相关性。研究发现:从整体上看,会计师事务所能够有效过滤并购风险以提升并购绩效。在选聘标准方面,首先,无论是本地并购还是异地并购,区位优势相对明显的本地事务所的绩效提升效果更加显著;其次,关联事务所更能够有效改善并购绩效,尤其是目标企业关联事务所往往能够依靠关系资源、情感认同等优势而提升中介服务质量;最后,事务所声誉与并购绩效并未呈现出显著的正相关性,即高声誉事务所并非是并购选聘的绝对有效标准,企业更应该关注事务所的执业经验、内控水平等质控表现。另外,一方面本文所构建的选聘标准仅是基于事务所特征视角,尚未覆盖制度环境因素和企业禀赋特征;另一方面本文仅是基于事务所风险过滤的角度选择代表性指标对并购风险进行测评,尚未在基于事务所特征的基础上探寻与之相匹配的风险类型,因而暂未对事务所特征所能起到的差异化风险过滤效果进行针对性检验,这也是后续研究的重点。

此外,虽然某些并购中会计师事务所的低效或无效,使实务界产生“公司并购要减少对会计师事务所的过度依赖”的论断,但本文结论却指出:事务所属性特征与并购行为的匹配性才是其绩效提升的前提保障。因此,事务所选聘要重点关注公司并购需求以及事务所多维特征,同时也要在外包模式中提高企业参与度,通过适当的契约安排来保证事务所恪守职业道德与执业准则。当然,事务所也应不断提升其执业能力以满足并购多样化、高标准的服务需求,使业界充分了解并信任其在并购中的智库与参谋功能;且在提供并购咨询时,建立完善的防火墙体系,以预防其职业道德和执业效果受到损害。

参考文献:

- [1]Porrini P. Are investment bankers good for acquisition premiums? [J]. Journal of Business Research,2006,59(1):90-99.
- [2]Hayward M. Professional influence: the effects of investment banks on client' acquisition financing and performance[J]. Strategic Manage-

- ment Journal, 2003, 24(9): 783 - 801.
- [3] Chang X, Shekhar C, Tam L, et al. Prior relationship, industry expertise and choice of M&A advisor[J]. Working Paper, 2008.
- [4] 孙轶, 武常岐. 企业并购中的风险控制: 专业咨询机构的作用[J]. 南开管理评论, 2012(4): 4 - 14.
- [5] 常京萍, 侯晓红. 重大资产重组、审计师行业专长与审计师变更[J]. 审计与经济研究, 2014(4): 30 - 39.
- [6] 李彬. 公司并购中的中介治理效应: 基于风险过滤视角的实证分析[J]. 兰州学刊, 2015(8): 174 - 186.
- [7] 莫冬艳. 会计师事务所惠普并购 Autonomy 中发挥作用了吗[J]. 财会月刊, 2013(9): 50 - 53.
- [8] 韩倩倩, 李彬. 会计师事务所选聘与并购风险过滤: 基于信息、政策与治理的分析[J]. 理论学刊, 2015(8): 64 - 70.
- [9] Defond M. The association between changes in client firm agency costs and auditor switching[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 1992, 11(1): 16 - 31.
- [10] Beasley M S, Petroni K R. Board independence and audit-firm type[J]. Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2001, 20(1): 97 - 114.
- [11] 曹国华, 骆连虎. 内部控制、会计师事务所选择与真实盈余管理——基于深市 A 股上市公司的经验证据[J]. 南京审计学院学报, 2015(3): 45 - 52.
- [12] 曹强, 陈汉文, 胡南薇. 事务所特征、行为与审计生产效率[J]. 南开管理评论, 2008(2): 84 - 91.
- [13] 吕兆德, 朱星文, 宗文龙. 民间审计地域特征研究——来自中国 A 股市场的证据[J]. 统计研究, 2007(1): 40 - 46.
- [14] 李奇凤, 宋琰纹. 事务所地域与其对盈余管理的抑制能力[J]. 中国会计评论, 2007(1): 83 - 94.
- [15] 耿建新, 杨鹤. 我国上市公司变更会计师事务所情况的分析[J]. 会计研究, 2001(4): 57 - 62.
- [16] Smielianskas W, 蒋益俊, 陈伟. 论审计证据与审计风险[J]. 南京审计学院学报, 2013(3): 82 - 88.
- [17] Gramling A A, Stone D N. Audit firm industry expertise: a review and synthesis of the archival literature[J]. Journal of Accounting Literature, 2001, 20(2): 1 - 27.
- [18] Copley P A, Douthett E B. The association between auditor choice, ownership retained and earnings disclosure by firm making initial public offerings[J]. Contemporary Accounting Research, 2002, 19(1): 49 - 75.
- [19] Becker C L, DeFond M L, Jambalvo J, et al. The effect of audit quality on earnings management[J]. Contemporary Accounting Research, 1998, 15(1): 1 - 24.
- [20] Gaver J J, Paterson J S. The association between external monitoring and earning management in the property-casualty insurance industry [J]. Journal of Accounting Research, 2001, 39(2): 269 - 282.
- [21] 高良谋. 购并后整合管理研究[J]. 管理世界, 2003(12): 107 - 114.
- [22] Lennox C S, Pittman J. Auditing the auditors: evidence on the recent reform to the external monitoring of auditing firms[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 49(1): 84 - 103.
- [23] Ilias G. Basioudis, Francis J R. Big 4 audit fee premiums for national and office-level industry leadership in the United Kingdom[J]. Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2007, 26(2): 143 - 166.
- [24] 李海燕等. 我国会计师事务所声誉指标体系构建新探[J]. 财会月刊, 2011(12): 65 - 69.
- [25] 逯颖. 会计师事务所组织形式对审计质量的影响[J]. 审计与经济研究, 2008(6): 47 - 50.

[责任编辑: 刘 茜]

How to Recruit the Matching Accounting Firm in the Merger & Acquisition: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies

LI Bin, PAN Ailing

(School of Management, Shandong University, Jinan 250100, China)

Abstract: Through the paper, we find that from an over perspective, hiring the matching accounting firm can control the M&A risk and improve the M&A performance effectively. And to be specific, firstly whether the local M&A or cross-regional M&A, the local accounting firms can improve the performance more significantly depended on their obvious location advantage. Secondly, with the potential advantages such as information distance, relationship resources and affective commitment etc, the related accounting firms can provide higher quality services, especially related firms of the target enterprise. Finally, the accounting firm's reputation is not the absolutely effective hiring criteria, and the company need to pay more attention to the accounting firm's practice experience and internal control validity.

Key Words: accounting firm features; merger and acquisition; risk filtration; M&A performance; independent audit; firm size; firm reputation; earnings management