

共享审计可以提高并购绩效吗?

——来自中国 A 股上市公司的经验证据

姚海鑫,李璐

(辽宁大学 商学院,辽宁 沈阳 110036)

[摘要]以 2004—2016 年我国 A 股上市公司的并购事件为样本,研究并购双方共享审计师对并购绩效的影响,并考察了信息不对称程度对两者之间关系的调节作用。结果表明并购双方共享审计师能显著提高并购方及目标方的并购绩效;对于信息不对称程度更大的跨行业、跨地域并购事件,共享审计对并购绩效的正向影响更为显著。进一步检验发现共享审计可以显著降低并购双方之间的信息不对称程度,进而导致较低的并购溢价。

[关键词]共享审计;信息媒介;信息不对称;并购绩效;审计意见;审计费用

[中图分类号]F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2018)03-0029-11

一、引言

并购是企业资源配置的重要手段和快速成长的重要途径。近三年,我国并购市场屡创新高,交易数量和交易规模双双突破历史纪录,2016 年中国并购市场累计完成并购案例 4010 起,涉及交易金额 16968.42 亿元,平均并购金额 4.23 亿元。然而在并购市场如此火热的背后,并购交易却不一定能带来积极的经济后果^[1-2],这很有可能与并购双方之间的信息不对称有关^[3-4]。信息的获取对于企业的并购交易起到至关重要的作用,信息不仅可以影响并购公司对潜在目标公司的搜索识别以及价值评估,同时也关乎企业并购后的整合成败。基于此,增加并购双方之间的信息传递被视为提升并购绩效的重要机制^[5]。根据我国《公司法》规定,公司的财务会计报告应依法经会计师事务所审计。由于会计师事务所向一系列上市公司提供审计服务,若并购公司与目标公司由同一家事务所审计,即共享审计^①,那么此会计师事务所即有可能成为共享信息的平台以及传递信息的通道,可以缓解并购方与目标方之间的信息不对称,进而影响并购绩效。鉴于此,本文试图回答并购双方之间共享审计是否有助于提高并购绩效?本文基于我国沪深两市 A 股上市公司 2004—2016 年并购双方均为上市公司的 477 个并购事件,系统考察了共享审计对并购绩效的影响。

与已有相关研究相比,本文可能的创新体现在:第一,从共享审计这一新视角,探讨了其在并购交易中降低信息不对称、提高并购绩效方面的作用,并考虑共享审计关系发挥作用受信息不对称程度的影响,从而为并购绩效影响因素的研究提供了新的解释和经验证据,可能有利于补充国内文献关于探究共享审计师在兼并收购中发挥积极作用的研究空缺;第二,已有关于并购绩效的研究主要关注并购能否带来积极的市场反应,且大多只关注并购公司,本文从企业的兼并收购能否带来并购经营绩效提升这一角度进行探讨,不但关注共享审计对并购公司绩效的影响,同时也探讨了其对目标公司的影

[收稿日期]2017-09-18

[基金项目]辽宁省社会科学规划基金一般项目(L17BGL006)

[作者简介]姚海鑫(1962—),男,辽宁锦州人,辽宁大学商学院教授,博士生导师,从事公司治理及企业并购研究;李璐(1987—),女,辽宁沈阳人,辽宁大学商学院博士研究生,从事审计师行为研究。

①本文共享审计是指并购公司与目标公司在并购发生当年及前一年由同一家会计师事务所提供年报审计服务。

响,使论证更为系统和完整;第三,丰富了社会网络理论领域的文献,基于社会网络关系视角研究公司财务行为是新兴领域,现有文献主要关注高管及股东联结形成的社会网络,却忽视了有“上市公司监察员”之称的会计师事务所形成的社会网络通道,本文从共享审计出发,探讨了其在企业并购行为过程中发挥的信息获取及信息传递作用。

二、文献回顾

并购是企业战略推进和重塑边界的重要工具,现有关于并购绩效影响因素的研究已从企业特征、并购交易特征及管理特征等维度推进到社会网络关系维度^[6-8]。社会网络有助于企业间的信息共享及传递,不仅能够帮助企业搜寻到合适的并购标的,也能够降低并购风险。Cai 和 Sevilir 研究发现,董事联结能够显著影响并购绩效,并购双方拥有共同董事的一阶联结关系有助于降低并购溢价,并购双方董事均在第三方任职的二阶联结关系有助于提高并购绩效^[3]。陈仕华等发现并购双方存在董事联结关系的并购事件,虽短期绩效无显著增长,但长期绩效会相对较好^[9]。而与上述结论相反,Chikh 等的研究表明 CEO 或董事的社会网络关系越强,并购绩效越差^[10]。田高良和韩洁等发现,并购双方的连锁董事关系会降低并购公司、标的公司以及并购后整体的并购绩效^[11]。Ishii 等认为并购双方之间的社会联结关系提高了并购的可能性,但并未带来企业价值的提升^[4]。

上述文献主要从董事形成的社会网络角度探究其对并购行为的影响。实际上,除了董事联结形成的社会网络外,由共享会计师事务所形成的社会网络也会影响企业的经济行为和后果。杨清香等研究发现,与主要客户共享审计师能够显著降低公司财务重述的可能性,提高审计质量^[12]。曾姝和李青原认为,与税收激进企业拥有共同审计师的客户同样会表现出税收激进行为^[13]。Cai 等发现并购方与目标方共享审计师使并购交易产生了积极的市场反应^[14]。Dhaliwal 和 Lamoreaux 进一步扩展了研究,发现并购双方共享审计师提高了并购发生的可能性,且共享审计关系更有利于并购方,使得并购方出价更少,议价能力更强^[15]。Chircop 等以跨国并购为样本,证实并购双方共享审计师可以降低不确定性,提高并购效率,而且并购溢价也较低^[16]。

纵观近年来的文献,可以发现:(1)学者们已经从社会网络关系的视角对并购行为做出了一定解释,但主要集中在连锁董事关系,对于共享审计关系的研究才刚刚起步,且主要针对发达国家市场,针对我国市场的研究非常少;(2)现有文献仅考察了并购双方共享审计对并购方市场绩效的影响,但对于共享审计关系是否可以提高并购方以及目标方的并购经营绩效,究竟是否可以使并购真正创造价值,国内外文献几乎没有探讨过。因此,本文试图从共享审计出发,探讨并购双方通过共享审计师所带来的信息优势及成本优势对于并购双方短期及长期并购绩效的积极影响,并进一步考虑了信息不对称程度差异带来的影响,为共享审计与并购绩效的关系研究提供一定的补充。

三、理论分析与研究假说

社会关系网络理论认为,任何组织或个人都处在一个错综复杂、交叉重叠的社会关系网络之中,某一个体的行为并非仅取决于个体本身,同时也会受到社会网络关系中所接触的其他个体的影响,从而改变其自身偏好和决策^[17]。中国作为一个典型的“关系型社会”,企业嵌入在特定的社会关系中,社会关系构成了企业之间利益连接的纽带。资本市场中交错复杂的社会关系网络是信息聚集和扩散的渠道,能够促进成员之间的信息交流。根据相关法律规定,上市公司的财务报表需依法经会计师事务所审计。会计师事务所作为企业最重要的中介服务机构之一,在其对企业进行审计、执行审计程序的过程中,积累了关于企业的大量信息,由其搭建起的社会网络通道可以作为非正式的信息传递渠道。已有文献表明,当交易双方的审计师为同一审计师时,审计师存在信息中介作用^[14-15]。那么,当会计师事务所同时审计并购公司与目标公司时,这种关联会促使并购双方向事务所打探信息,使其成为非正式的信息传递通道,缓解并购双方之间的信息不对称,使并购交易更加合理高效的执行并促进

并购双方绩效的提升。具体而言,本文主要从以下三个方面阐述并购双方共享审计关系与并购绩效之间的内在作用机理。

第一,兼并收购是公司最重要的决策之一,涉及一个完整而动态的过程,从识别目标公司、尽职调查到最终的价值评估和交易谈判,往往需要耗费大量的人力及财力。在并购过程中,主并公司在搜索标的公司时所耗费的成本大小以及获取信息的多少直接关系到并购绩效的高低,因此以尽可能低的成本获取尽可能多的信息尤为重要^[18]。并购公司出于对时间和成本的考虑,往往倾向于利用社会关系网络获取相关信息,当并购双方存在共享审计关系时,共享审计师可以在并购方与目标方之间传递真实有效的信息,有助于双方更深入地了解彼此,从而节约并购方的高额信息搜索成本和目标方的选择成本。在选定目标公司后,通过共同审计师作为“媒人”,可以增进并购双方之间的信任程度,减轻信息被恶意隐瞒和扭曲的程度,双方也无需再为挖掘并购中的正确信息支付过多的费用,可以节省聘请高水平中介机构的咨询成本,同时也可以减少由于双方对交易价格看法不一致所引起的谈判分歧,进而降低双方的谈判成本^[19]。共享审计关系的存在一方面有助于并购方及时获取信息,进而筛选出合适的并购标的;另一方面也有助于目标方选择能为自身带来更大发展空间的并购公司,降低收购或被收购时发生的交易成本,从而使双方的并购绩效得以提升。

第二,在信息不对称的市场环境中,由于信息披露意愿的有限性以及信息披露的成本,目标公司通常会将信息加工后再予以披露,掩饰或隐匿某些“坏消息”,从而获得高于自身实际价值的支付^[20]。因此,若并购方在不了解目标方真实情况时就贸然收购,极易造成双方的价值损失。根据《审计准则》规定,审计人员应当了解被审计单位及其环境,包括但不限于所有权和治理结构、正在实施及计划实施的投资计划(包括对特殊目的实体的投资)、经营及日常业务范围、行业现状、财务管理体制及业务管理流程等。由此可见,在审计过程中,审计师不仅需要掌握公司的产品市场前景及市场供求状况等外在信息,同时也需要对公司的财务状况、经营管理、资源渠道及核心技术等内在信息有所了解^[21]。加之在获取审计证据过程中,审计师通常需要直接与公司的管理层沟通,便于了解管理层有关并购的真实想法,获悉公司价值方面的可靠信息。因此,并购双方共享审计可以使并购方获得其他渠道难以获取的“隐性”信息,更准确地估计目标方的价值,避免过度支付风险,同时也可以使目标方掌握并购方更多的私有信息,做出是否接受要约的准确判断,进而有利于并购后双方绩效的提高。

第三,并购的价值创造大部分产生于并购后的整合,很多实践表明,并购失败主要源于整合成本太高^[5]。在并购成功后,双方可能面临战略业务转型、组织文化冲突、信息系统难以融合等一系列问题。此时,若并购方与目标方共享审计,双方可以将共同的审计师作为信息以及资源的共享渠道。进一步地,由于共同的审计师对双方的公司架构以及信息系统等都比较了解,可以帮助并购双方完成交易后的会计信息系统及内部控制系统等的融合,减少并购方与目标方之间的系统性差异;同时也可以帮助双方有效地整合资源、市场和技术等,降低整合难度,充分发挥并购带来的协同效应^[14]。

综上所述,共享审计作为并购方与目标方之间传递信息的重要通道,可以降低目标公司选择、价值评估和并购整合三个方面的风险和不确定性,提高并购效率,降低并购失败的风险。并购方与目标方共享审计的最大优势在于促成并购双方的信息共享,降低并购过程中的信息不对称,使并购方和目标方更好的匹配和整合,进而提升双方的并购绩效。据此,本文提出如下假说1。

假说1:在其他条件不变的情况下,并购双方共享审计可以提高并购公司以及目标公司的并购绩效。

根据前文的分析,由于共享审计起到的媒介作用能够降低并购双方信息不对称,减轻并购后的整合难度,推进发挥协同效应,进而提高并购绩效。根据上述影响机制,在并购双方信息不对称程度越严重的情况下,共享审计对并购绩效的正面效应理应越明显。鉴于此,本文从行业属性和地域属性两

个维度考量并购双方的信息不对称程度,探讨共享审计对并购绩效的影响机制。

企业的资源禀赋不仅取决于自身经营能力,同时还受到行业特征的影响。在相同行业中,企业面临的市场环境、技术资源、人力资本具有同质性,这种同质性使同业企业处于同一社会网络,这意味着企业间沟通更顺畅,信息不对称程度更低,更可能提升整合效应^[22]。Chatterjee 等发现行业属性对并购绩效具有显著影响,相关行业的并购绩效显著优于非相关行业^[23]。李善民等发现非相关行业并购使得企业股东财富平均减少 7%^[7]。同行业企业之间的竞争合作关系加快了信息的流转和传递,上下游企业和竞争企业在交易过程中可以为同行业企业带来信息资源,同时行业协会等公共服务平台也能为同业企业提供技术信息、渠道信息和其他相关信息。这意味着,当并购双方处于相关行业时,基于相关行业中生产要素的流动,企业之间的信息传递更便捷,并购公司更可能获得关于目标公司的异质信息,可以深入了解目标公司的真实经营状况以及拥有的资源禀赋,进而做出双方是否匹配的正确判断。相反,如若并购公司与目标公司处于非相关行业,并购公司缺乏目标公司所在行业的相关知识,很难准确判断目标公司拥有的资源价值,极有可能导致其无法准确预估并购目标的真实价值,增大逆向选择风险。因而,相对于相关行业并购,在非相关行业并购中,由于行业距离造成的信息不对称会进一步加剧,而此时若并购方和目标方共享审计,共同的审计师作为“桥梁”可以连接起不同行业之间的信息通道,从而便于信息传递,降低信息不对称。因此,行业的相关性关乎共享审计在并购过程中发挥作用的强弱,当并购双方属于非相关行业时,共享审计更能发挥作用。由此,本文提出如下假说 2。

假说 2:与相关行业并购相比,在非相关行业并购中,共享审计对并购公司及目标公司并购绩效的正向影响均更强。

并购过程中,并购公司需要了解目标公司的相关信息,包括行业地位、掌握的核心资源与核心技术,这些信息可以帮助并购公司识别出合适的并购目标以及准确评估目标公司价值。并购过程中获取的信息主要分为公开信息和私有信息,并购公司可以通过年度财务报告等正式渠道获取目标公司的公开信息,也可以通过私人关系等非正式渠道获取目标公司的私有信息,通常非正式渠道获取的私有信息价值更高、更加可靠。当地理距离接近时,企业之间有更多的信息流动,相互之间更加熟悉,沟通成本更低,更容易从非正式渠道获取信息。但当并购公司和目标公司处于非同一地域时,由于我国各省份地区制度环境存在较大差距,且地方保护主义盛行,地区之间信息流通较差,并购公司很难掌握目标公司所在地的政治经济潜规则,也难以获得目标公司经营现状及未来前景的准确信息。地理距离加剧了双方之间的信息不对称程度,使得交易成本增加,并购公司在并购地的信息劣势很可能导致其选择低质量的目标公司,逆向选择的风险升高^[24]。当地理距离增加时,若并购双方共享审计,会计师事务所所在并购地的软信息优势能够帮助主并方甄别并购目标的质量高低,从而有效地提高并购成功的概率^[25]。会计师事务所作为中介人,可以利用其社会关系网络把并购双方融入一个“圈子”,并将它自己作为传递信息的媒介,使双方共享信息,降低信息不对称,弥补由于地理距离增加所带来的交易成本的上升,进而提高并购绩效。因此,当并购双方处于非同一地域时,共享审计的信息传递优势更为明显,据此,本文提出如下假说 3。

假说 3:与同一地域并购相比,在非同一地域并购中,共享审计对并购公司及目标公司并购绩效的正向影响均更强。

四、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文选取 2004—2016 年 A 股上市公司的并购事件为研究样本,对样本按照如下标准筛选:(1)剔除按照《上市公司行业分类指引》分类为金融业的并购方企业;(2)剔除失败的并购事件;(3)剔除并购双方中至少一方不是上市公司的并购交易事件;(4)对于同一公司在同一年份完成的多

起并购,仅保留第一起并购;(5)剔除数据缺失的上市公司。最终得到 477 个并购事件,其中,共享审计并购事件 96 个。本文的数据处理、回归过程使用 SPSS 19 及 STATA 13 软件,并对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。本文使用的共享审计、并购绩效以及其他变量的数据均来自 CSMAR 数据库,并通过手工整理、计算获得。

(二) 并购绩效的衡量

本文借鉴前人研究^[7,9,26],使用财务指标法衡量并购绩效。由于本文试图探讨的是共享审计作为信息媒介在并购过程中发挥的中介效应,进而使并购过程中的信息不对称程度降低,提高并购方和目标方的并购绩效,因此更看重并购主体的经营绩效,故采用财务指标法衡量。为了更全面地反映并购绩效,本文从偿债能力、盈利能力、经营能力、发展能力和现金流量能力五个方面选取指标。

本文利用 SPSS19 软件进行主成分分析,对并购双方的财务指标变量进行 KMO 和巴特利特球形检验,结果显示,KMO 均值最小的为 0.705,巴特利特球形检验对应的相伴概率也均小于 0.05,表明适合做因子分析。

本文对选取的财务指标按照并购前一年、并购当年和并购后一年分别进行主成分分析,选取特征值大于 1 的因子,最终得到五个主成分因子,分别用 $F1$ 、 $F2$ 、 $F3$ 、 $F4$ 、 $F5$ 来表示,其累计方差贡献率均超过 75%,说明上述五个主成分因子反映了原指标的大部分信息。然后,根据每个因子的得分系数矩阵计算出主成分因子在各样本上的得分,并根据每个因子的方差贡献率所占比值计算权重,将得分与权重两者相乘得出综合得分函数,由此得出并购公司并购前后的综合得分函数为:

$$AMP_{-1} = 0.3529F1 + 0.2367F2 + 0.1796F3 + 0.1208F4 + 0.1100F5$$

$$AMP_0 = 0.3487F1 + 0.2152F2 + 0.1762F3 + 0.1378F4 + 0.1219F5$$

$$AMP_{+1} = 0.3883F1 + 0.2140F2 + 0.1426F3 + 0.1369F4 + 0.1182F5$$

目标公司并购前后的综合得分函数为:

$$TMP_{-1} = 0.4201F1 + 0.1979F2 + 0.1631F3 + 0.1123F4 + 0.1066F5$$

$$TMP_0 = 0.4320F1 + 0.1733F2 + 0.1551F3 + 0.1428F4 + 0.1241F5$$

$$TMP_{+1} = 0.4281F1 + 0.1980F2 + 0.1522F3 + 0.1281F4 + 0.0941F5$$

(三) 模型设定

本文采用如下回归模型检验研究假说,公式(1)的被解释变量为并购绩效,分别使用 $\Delta AMP_{(-1,0)}$ 、 $\Delta AMP_{(-1,1)}$ 衡量并购公司的短期及长期并购绩效, $\Delta TMP_{(-1,0)}$ 、 $\Delta TMP_{(-1,1)}$ 衡量目标公司的短期及长期并购绩效。 $SHAU$ 为主要解释变量——共享审计,测量并购方与目标方并购当年及前一年是否由同一家会计师事务所执行年度财务报告审计,是则取值为 1,否则取值为 0。

$$\Delta Merger Performance = \beta_0 + \beta_1 SHAU + \beta_2 Size + \beta_3 Top1 + \beta_4 BM + \beta_5 DS + \beta_6 Method + \beta_7 State + \beta_8 Relationship + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

以往研究表明,并购方规模、股权集中度、账面市值比、并购交易规模、支付方式、所有权性质、关联交易等都会影响并购绩效^[9-12]。借鉴上述文献,本文在回归分析中对上述影响因素进行了控制。同时,为了减缓内生性问题,本文在回归分析中对于并购方和目标方随时间变化的公司特征变量均取滞后一期值。本文对应并购公司及目标公司并购绩效的检验,控制变量分别选用并购公司和目标公司的数据。本文实证检验涉及的主要变量定义参见表 1。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计和相关性分析

表 2 给出主要变量的描述性统计结果,从表 2 中看出,并购双方共享审计的样本占样本总量的 20.1%,

这说明并购双方共享审计的现象较为普遍。并购方短期并购绩效($\Delta AMP_{(-1,0)}$)和长期并购绩效($\Delta AMP_{(-1,1)}$)的均值分别为-0.12和-0.124,标准差分别为0.463和0.55,说明并购公司的并购绩效普遍较差,且差异较大。目标方短期并购绩效($\Delta TMP_{(-1,0)}$)和长期并购绩效($\Delta TMP_{(-1,1)}$)的均值分别为0.053和0.007,标准差分别为0.506和0.582。上述结果意味着平均而言,并购交易并没有给并购公司带来正的财富效应,但对目标公司而言,并购的财富效应为正,这与田高良以及Ishii的研究结论相符^[11,4]。

本文通过计算模型(1)主要变量之间的相关系数发现,在未控制其他变量的影响下,共享审计($SHAU$)与并购方短期并购绩效($\Delta AMP_{(-1,0)}$)和长期并购绩效($\Delta AMP_{(-1,1)}$)的相关度均在1%的水平上显著为正,共享审计($SHAU$)与目标方短期并购绩效($\Delta TMP_{(-1,0)}$)和长期并购绩效($\Delta TMP_{(-1,1)}$)的相关度分别在5%及1%水平上显著为正。这说明不考虑其他因素影响时,并购双方共享审计可以提高并购公司及目标公司的并购绩效,假说1初步得到印证。其他控制变量之间相关性较小,相关系数最大值为0.465,说明模型设定不存在严重的多重共线性问题。

表1 变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量说明
被解释变量	$\Delta AMP_{(-1,0)}$	并购公司并购首次公告日前一年与当年综合得分的差值
	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	并购公司并购首次公告日前后一年综合得分的差值
	$\Delta TMP_{(-1,0)}$	目标公司并购首次公告日前一年与当年综合得分的差值
	$\Delta TMP_{(-1,1)}$	目标公司并购首次公告日前后一年综合得分的差值
解释变量	$SHAU$	并购双方是否为同一会计师事务所审计,是为1,否为0
	$Size$	并购方总资产的自然对数值
	$Top1$	并购方第一大股东持股比例
控制变量	BM	并购方总资产/总市值
	DS	并购交易金额/并购方总资产
	$Method$	并购交易是否采用现金支付,是为1,否为0
	$State$	公司是否为国有控股,是为1,否为0
	$Relationship$	并购交易是否为关联交易,是为1,否为0
	$Year/ Industry$	年度控制变量/行业控制变量

表2 主要变量描述性统计

变量	样本	均值	标准差	最小值	最大值	25%	50%	75%
$\Delta AMP_{(-1,0)}$	477	-0.120	0.463	-2.070	1.542	-0.288	-0.063	0.093
$\Delta AMP_{(-1,1)}$	477	-0.124	0.550	-2.173	1.522	-0.334	-0.066	0.148
$\Delta TMP_{(-1,0)}$	477	0.053	0.506	-1.169	1.993	-0.191	-0.028	0.189
$\Delta TMP_{(-1,1)}$	477	0.007	0.582	-1.486	1.798	-0.276	-0.051	0.164
$SHAU$	477	0.201	0.401	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
DS	477	0.095	0.329	0.000	2.369	0.002	0.013	0.051
$Method$	477	0.868	0.339	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
$Relationship$	477	0.352	0.478	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
并购公司特征								
$Size$	477	9.838	0.709	8.753	12.160	9.361	9.680	10.211
$Top1$	477	0.355	0.159	0.084	0.758	0.216	0.328	0.475
BM	477	1.133	0.993	0.114	5.331	0.461	0.834	1.408
$State$	477	0.514	0.500	0.000	1.000	0.000	1.000	1.000
目标公司特征								
$Size$	477	9.756	0.798	8.333	13.061	9.251	9.608	10.064
$Top1$	477	0.335	0.147	0.071	0.743	0.227	0.315	0.426
BM	477	1.545	2.366	0.121	16.631	0.458	0.902	1.717
$State$	477	0.209	0.407	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000

另外,本文进一步根据并购双方是否共享审计来对样本进行划分,从按照共享审计进行分组的均值差异检验中可以看出,无论是并购公司还是目标公司,存在共享审计关系的并购事件和不存在共享审计关系的并购事件相比而言,前者的并购绩效均显著更高,前者和后者短期并购绩效的均值差异分别为0.151和0.114,分别在1%和5%水平上显著;长期并购绩效的均值差异分别为0.219和0.195,均在1%水平上显著。

(二) 共享审计对并购绩效的影响

假说1的检验结果如表3所示。表3第1列和第2列显示,并购双方共享审计对并购公司短期并购绩效($\Delta AMP_{(-1,0)}$)的回归系数为0.135,且在5%水平上显著,对长期并购绩效($\Delta AMP_{(-1,1)}$)的回归系数为0.156,且在1%水平上显著。表3第3列和第4列显示,共享审计对目标公司短期并购绩效($\Delta TMP_{(-1,0)}$)的回归系数为0.139,在5%水平上显著,对长期并购绩效($\Delta TMP_{(-1,1)}$)的回归系数为0.194,在1%水平上显著。这表明并购双方共享审计致使事务所成为信息传递中介,进而打破并购双方之间的信息壁垒,提高了并购方和目标方的并购绩效。且从表3可以看出,对于并购双方,共享审计对长期并购绩效的提升作用要显著高于短期,这表明共享审计发挥的信息通道作用可以促进并购双方持续的良好发展。由此,假说1得到验证。

(三) 共享审计与并购绩效的子样本检验

通过上述检验可以看出并购双方共享审计可以显著提高并购方和目标方的并购绩效,本文从并购事件的行业属性和地域属性两个维度,检验在不同信息不对称程度下共享审计对并购方及目标方并购绩效的影响。因此,本文按照目标公司是否与并购公司行业相关以及注册地是否在同一省份进行分组,检验结果分别列示在表4及表5。

从表4的检验结果可以看出,对于非相关行业并购,共享审计能够显著提高并购双方的短期及长期并购绩效,共享审计的回归系数至少在5%的水平上显著。但对于相关行业并购,共享审计虽也能提高并购绩效,但对双方短期并购绩效的回归系数并不显著,对双方长期绩效的回归系数仅在10%水平上显著。这说明并购双方信息不对称程度越大,越有利于共享审计发挥对并购绩效的正向作用。

表5列示了按照地域差异分组后,共享审计对并购绩效的回归结果。从表5可以看出,对于并购标的与并购公司处于不同省份的并购事件,共享审计对并购双方短期及长期并购绩效的正向影响均更为明显,共享审计的回归系数至少在5%水平上显著。然而对于并购双方处于同一省份的并购事件,共享审计的回归系数均不显著。由此说明相比于相关行业并购及同一地域并购,共享审计在非相

表3 共享审计与并购绩效的回归结果

	并购公司		目标公司	
	$\Delta AMP_{(-1,0)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$\Delta TMP_{(-1,0)}$	$\Delta TMP_{(-1,1)}$
SHAU	0.135 ** (2.49)	0.156 *** (2.72)	0.139 ** (2.14)	0.194 *** (3.16)
Size	0.125 *** (3.11)	0.167 *** (4.37)	-0.162 *** (-3.49)	-0.159 *** (-3.37)
Top1	-0.100 (-0.70)	-0.0532 (-0.33)	0.238 (1.31)	0.381 ** (2.27)
BM	0.0276 (1.06)	0.0229 * (1.76)	0.00695 (0.46)	0.0319 (1.04)
DS	0.121 * (1.76)	0.335 (1.08)	-0.706 ** (-1.97)	-0.317 *** (-3.96)
Method	0.00427 (0.06)	0.192 *** (2.67)	0.252 *** (3.28)	0.0340 (0.42)
State	0.0808 * (1.75)	0.137 ** (2.52)	0.0913 (1.42)	0.106 * (1.96)
Relationship	0.00239 (0.89)	0.0589 (1.28)	0.0395 (0.73)	0.0185 (0.36)
Constant	1.258 *** (3.45)	1.503 *** (3.97)	1.277 *** (2.92)	1.439 *** (3.37)
INS/YEAR	控制	控制	控制	控制
N	477	477	477	477
Adjusted R ²	0.088	0.092	0.087	0.090

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为t值,下同。

关行业并购及非同一地域并购模式下,对并购绩效的提升作用更明显,这在很大程度上是由于在非相关行业并购和非同一地域并购这种信息不对称程度较高的情况下,共享审计发挥的信息传递作用更明显,从而能够显著提高并购绩效。由此,假说2及假说3得到验证。

表4 共享审计与并购绩效子样本检验:行业属性

变量	相关并购				非相关并购			
	$\Delta AMP_{(-1,0)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$\Delta TMP_{(-1,0)}$	$\Delta TMP_{(-1,1)}$	$\Delta AMP_{(-1,0)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$\Delta TMP_{(-1,0)}$	$\Delta TMP_{(-1,1)}$
<i>SHAU</i>	0.160 (1.38)	0.164* (1.83)	0.104 (1.40)	0.169* (1.81)	0.252** (2.49)	0.216** (2.21)	0.245*** (2.79)	0.253*** (2.87)
<i>Size</i>	0.157* (3.11)	0.0923 (1.20)	-0.0619 (-1.02)	-0.162*** (-2.78)	0.248*** (3.80)	0.225*** (3.34)	-0.270*** (-4.83)	-0.113 (-1.52)
<i>Top1</i>	-0.659** (-0.70)	-0.168 (-0.72)	0.444** (-2.01)	0.295 (1.17)	-0.0378 (-0.19)	-0.712*** (-2.76)	0.297 (1.22)	0.126 (0.47)
<i>BM</i>	0.0540 (1.06)	0.00321 (0.08)	-0.00563 (-0.19)	0.0260 (1.49)	-0.0166 (-0.41)	-0.0459 (-1.04)	0.0433** (2.59)	-0.114*** (-3.21)
<i>DS</i>	0.186 (1.76)	0.324*** (2.57)	-0.828* (-1.88)	0.462 (0.93)	0.133 (1.36)	0.378*** (3.14)	0.0213 (0.04)	-2.332*** (-4.46)
<i>Method</i>	0.429*** (0.06)	0.115 (0.01)	0.238** (2.32)	0.263*** (2.67)	-0.0851 (-0.79)	0.115 (0.97)	0.158 (1.61)	0.248** (1.98)
<i>State</i>	-0.154 (1.75)	-0.0014 (-0.06)	0.134* (1.77)	0.0224 (0.25)	0.289** (2.57)	0.176 (1.48)	0.139 (1.62)	0.220** (2.39)
<i>Relationship</i>	0.0697 (0.89)	0.103 (1.28)	0.0813 (1.26)	0.115 (1.45)	0.0520 (0.84)	-0.0779 (-0.92)	0.0126 (0.17)	-0.0165 (-0.21)
<i>Constant</i>	1.657*** (3.05)	1.458*** (3.15)	1.357*** (2.97)	1.347** (2.45)	2.685*** (4.37)	2.036*** (3.46)	2.487*** (4.67)	1.563*** (3.77)
<i>INS/YEAR</i>	√	√	√	√	√	√	√	√
<i>N</i>	234	234	234	234	243	243	243	243
<i>Adjusted R²</i>	0.0658	0.074	0.087	0.123	0.121	0.104	0.179	0.171

表5 共享审计与并购绩效子样本检验:地域属性

变量	同一地域并购				非同一地域并购			
	$\Delta AMP_{(-1,0)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$\Delta TMP_{(-1,0)}$	$\Delta TMP_{(-1,1)}$	$\Delta AMP_{(-1,0)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$\Delta TMP_{(-1,0)}$	$\Delta TMP_{(-1,1)}$
<i>SHAU</i>	0.135 (1.61)	0.118 (1.10)	0.103 (1.20)	0.161 (1.60)	0.277** (2.59)	0.152** (2.19)	0.242*** (2.80)	0.265*** (2.86)
<i>N</i>	306	306	306	306	171	171	171	171
<i>Adjusted R²</i>	0.091	0.071	0.107	0.179	0.232	0.182	0.117	0.092

(四) 进一步分析

1. 共享审计对并购溢价的影响

本文上述假说的推导路径是并购双方共享审计可以降低并购双方的信息不对称程度,从而提高并购绩效。若并购方与目标方之间的信息不对称程度较低,则并购方为标的物支付的价格应与标的物内在价值相差无几,也就是说,并购价格与内在价值的差额即并购溢价能在一定程度上反映并购双方的信息不对称程度。鉴于此,本文检验了共享审计对并购溢价的影响。*Premium*表示并购溢价,计算方法为(并购价格-目标公司净资产)/目标公司净资产。我们以并购溢价作为被解释变量,共享审计作为解释变量进行回归,结果参见表6。从表6第1列可以看出*SHAU*的系数显著为负,说明并购双方共享审计显著降低了并购方与目标方之间的信息不对称,上述假说再一次得到验证。

2. 会计师事务所声誉的影响

虽然审计准则规定审计师需对客户涉密信息保密,但为了维持与客户的良好关系,审计师仍然有泄露信息的动机^[27]。对于已经形成良好声誉的会计师事务所,他们通常会自觉遵守职业道德的相关规定,放弃不合规行为带来的短期利益。鉴于此,本文验证了当共享审计师为国际“四大”时,共享审计对并购绩效的影响。*SHAU_BIG* 测量并购双方是否存在由国际“四大”形成的共享审计关系,是为1,否为0。从表6第2列看出,虽然 *SHAU_BIG* 的系数为正,但并不显著,即当共享审计关系由国际“四大”搭建时,“四大”具有更强的声誉保护动机,可以抑制相关信息在并购双方之间的传递,无法充当信息媒介的角色,进而难以显著提升并购绩效。

表6 进一步分析及稳健性检验的回归结果

变量	<i>Premium</i>	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$ACAR_{(-1,1)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$	$\Delta AMP_{(-1,1)}$
<i>SHAU</i>	-0.0168 ** (-2.02)		0.225 *** (3.19)	0.116 *** (2.75)	0.313 *** (3.04)	0.226 ** (2.31)
<i>Diverse</i>					0.0647 (0.96)	
<i>SHAU</i> × <i>Diverse</i>					0.258 ** (2.14)	
<i>Offsite</i>						0.0975 (1.64)
<i>SHAU</i> × <i>Offsite</i>						0.283 ** (2.32)
<i>SHAU_BIG</i>		0.081 (0.73)				
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	477	477	477	477	477	477
<i>Adjusted R</i> ²	0.176	0.068	0.239	0.157	0.281	0.244

六、稳健性检验

为了检验本文实证结果的稳健性,本文进一步从如下方面进行检验。

1. 为了解决共享审计并购事件和非共享审计并购事件之间存在的系统性差别,本文采用倾向得分配对法(PSM)来缓解这一问题。本文运用初始混合样本,以是否发生共享审计的0-1哑变量作为因变量,选择审计师行业市场份额(*Spec*)、审计费用(*Fee*)、公司规模(*MKT*)、盈利水平(*ROA*)、企业性质(*SOE*)作为计算倾向得分的特征变量,构建模型(2),计算*PS*值。然后按照同行业、同年度、*PS*值最接近的标准,为每一共享审计公司进行1:1配对,最后对匹配后的192个样本重新进行回归,分别以并购方和目标方的并购绩效为被解释变量,以共享审计为解释变量,本文的回归结果不变。回归结果列示在表6,由于篇幅所限,仅列示并购方长期并购绩效的回归结果。表6第3列显示,共享审计对并购公司长期并购绩效的回归系数为0.225,在1%水平上显著正相关。

$$\text{Logit}(SHAU) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Spec} + \alpha_2 \text{Fee} + \alpha_3 \text{MKT} + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{SOE} + \varepsilon \quad (2)$$

2. 替换并购绩效的衡量方式。为了避免单一指标的测量偏误,本文采用累积超额收益率(*CAR*)衡量并购绩效,累积超额收益率根据市场模型法计算。模型估计期选择并购首次公告日前150个交易日至前30个交易日,事件期选择[-1,1],进而计算出并购公司以及目标公司的累积异常收益率

(CAR)。替换上述变量后,本文对模型重新回归,结论一致,回归结果如表6第4列所示,共享审计的回归系数在1%水平上与并购方的并购绩效显著正相关。

3. 为了排除遗漏变量以及公司特质性的影响,本文对共享审计与并购绩效之间关系进行检验时进一步控制了公司固定效应,回归结果与现有的检验结果一致。

4. 为了进一步测试假说2及假说3实证结果的稳定性,本文在分别在模型(1)中加入 $SHAU \times Diverse$ 、 $SHAU \times Offsite$ 交互项进行回归。并购交易为非相关行业并购, $Diverse$ 取1,否则取0;并购交易为非同一地域并购, $Offsite$ 取1,否则取0。结果显示, $SHAU \times Diverse$ 系数为0.258, $SHAU \times Offsite$ 系数为0.283,均在5%水平上显著。

5. 随机删除10%样本,对剩余样本再次进行回归检验,回归结果依然稳健,本文研究结论保持一致。

七、研究结论与启示

本文从共享审计的视角探索并购绩效问题,检验了并购双方之间存在的共享审计关系对并购绩效的影响。本文发现,相比于不存在共享审计关系的并购事件,存在共享审计关系的并购事件,无论是并购公司还是目标公司,并购绩效均显著较好。进一步地,与相关行业并购、同一地域并购事件相比,在非相关行业并购、非同一地域并购事件中,并购方与目标方之间的信息不对称程度更强,共享审计更能够发挥信息媒介的作用,对并购绩效的正面影响更强。本文的研究结果意味着,并购双方之间通过共享审计建立的社会网络,可以带来信息优势,缓解信息不对称,从而提高并购绩效。

本文的研究具有如下实践启示:第一,公司在并购交易过程中,要重视和挖掘会计师事务所发挥的积极作用,充分利用事务所的社会关系网络搜寻并了解并购标的,降低并购交易的不确定性;第二,会计师事务所也需不断提升自身咨询服务的执业能力,并有效构建关系网络,努力扮演好其在并购交易中的智囊团角色,同时加强审计人员的职业道德培训,预防合谋行为的发生。

本文的不足及进一步研究方向:第一,共享审计作为社会关系网络的一种形式,本文仅探讨了是否存在共享审计关系对并购绩效的影响,未来的研究可以采用事务所的网络位置及结构洞位置进一步研究事务所联结对企业并购行为的影响;第二,事务所联结关系能够影响企业并购的全过程,本文仅研究了其对并购绩效的影响,进一步的研究可以关注共享审计关系对目标公司选择、并购风险及并购战略的影响机制;第三,鉴于《中国注册会计师执业准则》禁止审计人员未经客户同意向第三方披露其所获知的涉密信息,虽然本文在样本选择时剔除了并购失败的样本,可以认为无论是并购方还是目标方,均有意愿促成并购交易的成功,也就是说,在双方有意愿促成交易的情况下,共同的审计师在双方的允许下是可以传递信息的。但尽管如此,依然可能有利益冲突的存在,未来的研究可以进一步关注当面临并购双方存在利益冲突时,共享的审计师会如何选择,是否会更倾向于并购方以及是否会损害目标公司利益。

参考文献:

- [1]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): 20-29.
- [2]Jensen M C, Ruback R S. The market for corporate control: the scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics,1983,11(1): 5-50.
- [3]Cai Y, Sevilir M. Board connections and M&A transactions[J]. Journal of Financial Economics,2012, 103(2):327-349.
- [4]Ishii J, Xuan Y. Acquirer-target social ties and merger outcomes[J]. Journal of Financial Economics,2014,112(3): 344-363.
- [5]黎文飞,郭惠武,唐清泉. 产业集群、信息传递与并购价值创造[J]. 财经研究,2016(1):123-133.
- [6]Moeller S B, Schlingemann F P, Stulz R M. Firm size and the gains from acquisitions[J]. Journal of Financial Economics,2004,73(2): 201-228.
- [7]李善民,朱滔. 多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的影响因素[J]. 管理世界,2006(3):129

- 137.

- [8] 史永东, 朱广印. 管理者过度自信与企业并购行为的实证研究[J]. 金融评论, 2010(2): 73-82.
- [9] 陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013(12): 117-132.
- [10] Chikh S, Filbien J Y. Acquisitions and CEO power: Evidence from French network[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(5): 1221-1236.
- [11] 田高良, 韩洁, 李留闯. 连锁董事与并购绩效——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013(6): 112-122.
- [12] 杨清香, 姚静怡, 张晋. 与客户共享审计师能降低公司的财务重述吗? ——来自中国市场的经验证据[J]. 会计研究, 2015(6): 72-79.
- [13] 曾姝, 李青原. 税收激进行为的外溢效应——来自共同审计师的证据[J]. 会计研究, 2016(6): 70-76.
- [14] Cai Y, Kim Y, Park J C. Common auditors in M&A transactions[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(1): 77-99.
- [15] Dhaliwal D S, Lamoreaux P T, Litov L P. Shared auditors in mergers and acquisitions[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(1): 49-76.
- [16] Chircop J, Johan S, Tarsalewska M. Common auditors and cross-country M&A transactions[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2017, 4(1): 1-16.
- [17] Granovetter M. Economic action and social structure: The problem of embeddedness[J]. American Journal of Sociology, 1985, 91(3): 481-510.
- [18] 韩洁, 田高良, 杨宁. 连锁董事与并购目标选择: 基于信息传递视角[J]. 管理科学, 2014(2): 15-25.
- [19] 李彬, 潘爱玲. 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[J]. 审计与经济研究, 2016(1): 46-54.
- [20] 何毓海, 赵泽斌, 安实. 基于信息披露的目标公司价值估计策略[J]. 财经科学, 2007(9): 97-108.
- [21] 耿慧敏, 武杏杏. 上市公司变更会计师事务所对会计稳健性的影响研究[J]. 南京审计大学学报, 2016(6): 90-97.
- [22] Betton S, Thorburn K S, Eckbo B E. Merger negotiations and the toehold puzzle[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 91(2): 158-178.
- [23] Chatterjee S, Lubatkin M H, Schweiger D M, et al. Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital[J]. Strategic Management Journal, 1992, 13(5): 319-334.
- [24] 刘春, 李善民, 孙亮. 独董具有咨询功能吗? ——异地独董在异地并购中的经验证据[J]. 管理世界, 2015(3): 124-136.
- [25] 阚京华, 王辉. 会计师事务所地缘关系对审计质量的影响研究[J]. 南京审计大学学报, 2016(2): 74-84.
- [26] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J]. 会计研究, 2015(9): 74-80.
- [27] 刘文军, 谢帮生. 分析师预测信息来源的新发现: 会计师事务所[J]. 财经研究, 2017(5): 76-88.

[责任编辑: 刘 茜]

Can Shared Auditors Improve M&A Performance? Evidence from Chinese A Share Listed Companies

YAO Haixin, LI Lu

(School of Business, Liaoning University, Shenyang 110036, China)

Abstract: Shared auditors as a network of social relationships can facilitate the transmission and sharing of information between enterprises within the network. Using a sample of domestic mergers that acquirers and targets are all A share listed firms from 2004 to 2016, this paper analyzes whether shared auditors between the acquirer firm and the target firm can affect M&A performance, in addition, we also make a study on whether the information asymmetry can moderate the relationship. Our findings are that: shared auditors between acquirer and target has a significant positive effect on M&A performance of acquirer firms and target firms; Furthermore, the positive impact of shared auditors on M&A performance is more pronounced for cross-industry and cross-regional M&A events where information asymmetry is greater.

Key Words: shared auditor; information media; information asymmetry; M&A performance; audit opinion; audit fees