

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2017.01.013

家族企业盈余稳健性与并购绩效的关系探究

——以医药制造业为例

曹湘平,陈黄慧

(湖南工业大学 经济与贸易学院,湖南 株洲 412007)

[摘要]选取2011-2013年上市家族企业中的医药制造业的并购事件为研究样本,运用事件研究法以及KW模型分别对企业盈余稳健性与并购绩效进行计量,从融资约束与代理问题两个方面,分析盈余稳健性对家族企业并购绩效的影响。结果证明:家族企业存在的盈余稳健性较弱,而盈余稳健性对并购后的企业短期绩效起到正相关影响,而对长期并购绩效影响不显著。

[关键词]家族企业;盈余稳健性;并购绩效

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1674-117X(2017)01-0057-07

Research on the Relationship between Family Enterprise's Earnings Conservatism and Its M&A Performance: Pharmaceutical Manufacturing Industry as an Example

CAO Xiangping, CHEN Huanghui

(School of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou, Hunan, 412007, China)

Abstract: Statistic samples of this paper are M&A transactions of listed family enterprises of pharmaceutical manufacturing industry from 2011 to 2013. Earnings conservatism and M&A performance of the enterprise are respectively measured by event study method and KW model. It is analyzed that earnings conservatism has effects on M&A performance of family enterprise through financing constraint and agency problem. The study shows that earnings conservatism of family enterprise is rather weak, and there is a positive correlation between earnings conservatism and the short-term M&A performance, but no significant relationship between earnings conservatism and the long-term M&A performance.

Key words: family enterprise; earnings conservatism; mergers and acquisitions performance

会计稳健性是一项关键的会计信息质量特征,由性质不同可分为非盈余稳健性与盈余稳健性,前者表现为初始计量谨慎,依据资产使用前的已知信息,例如加速折旧法、无形资产开发阶段成本费用化;后者则是后续计量谨慎,运用资产未来价值信息,例如成本与市价孰低原则以及资产减值准

备。^[1]Ball 和 Shivakumar 首次提出盈余稳健性具有提升投资效率的治理作用,以往学界认为会计稳健性对投资仅具有抑制作用,是由于未区分盈余稳健性和非盈余稳健性。^[2]非盈余稳健性低估了企业净资产,降低投资效率;盈余稳健性既缓解了融资约束企业的投资不足,也抑制了代理问题严重企业的

收稿日期: 2016-06-24
基金项目: 湖南省社科基金项目“基于企业价值最大化视角的财务披露管理研究”(14YBA143)
作者简介: 曹湘平(1963-),男,湖南资兴人,湖南工业大学教授,硕士生导师,研究方向为会计理论与实务的教学与研究;陈黄慧(1992-),女,湖南株洲人,湖南工业大学硕士研究生,研究方向为财务会计理论与方法。

过度投资,从而提高了企业投资效率,降低了信息披露带来的代理成本,及时反映了投资决策的“坏消息”。^[3]选取1975-2006年美国上市公司投资数据,研究发现盈余稳健性对企业投资效率产生显著影响。^[4]

我国民营经济已超过半壁江山,而家族企业占民营企业80%以上。^[5]对外部投资者角度而言,家族企业因控制权与管理层集中,易引发人情管理、滥用权力、缺乏激励等治理弊端,管理者很可能存在着损害中小股东的利润侵占行为(壕沟防御效应),然而随着学界对家族企业的研究不断深入,多数学者认为家族控制下的上市公司因终极股东控制权比重大,反映出更多的是利益协同效应,并购决策更加谨慎,家族控制与并购绩效呈正相关影响,^[6]家族控股上市与非家族控股上市相比,前者通过并购上市后的企业绩更好。^[7]家族企业与盈余稳健性的直接研究成果极少,现有研究仅表明:家族企业管理层具有公共部门工作经历,其盈余稳健性水平更高。^[8]

Francis and Martin^[9]从并购角度发现并购事件的市场反应是判断是否为管理者机会行为的信号,并购引起的企业绩效变化可有效度量项目的事后盈利性,盈余稳健性较好的企业更能获得满意的并购绩效;国内学者虽然对非盈余稳健性的经济后果有不同看法,^[10]但对盈余稳健性的治理作用都表示支持;对两者关系做直接研究的仅有李维安、陈钢,^[11]他们提出会计稳健性提高对长期并购绩效具有正向作用。

本文的贡献是对于盈余稳健性与并购绩效的关系探讨,家族企业的对象设定丰富了该领域的研究成果,为家族企业提高盈余稳健性的必要性提供了理论支撑,对于医药制造业的稳健性情况也有较客观的反映。

一 研究假设与检验模型

并购融资是决定并购活动成败的关键。债务融资不改变企业控制权,不会产生权益融资的股份稀释现象,企业利用财务杠杆提高效益;家族企业因持续经营而更为关注长期目标,关注企业长远利益,家族控制使得企业加强与银行的合作,树立信誉良好的形象。^[12]因此家族企业更多地选择外部债务融资。然而与国有企业相比,家族企业缺乏融

资优势,限制条件较多,难以降低融资成本,进而产生对盈余稳健性的需求。债权人需要债务人提供审慎经营的证据,由此在会计信息质量要求中出现了稳健性原则。^[13]盈余稳健性体现的后续计量谨慎恰好能及时反映项目决策的损失,延迟确认资产增值和收益,降低了企业契约违约的可能性。家族企业为解决“融资难”问题,在其会计确认、会计计量上保持谨慎,因而存在较高的盈余稳健性。

管理者与股东之间的契约关系构成第一类代理问题,两者间信息不对称产生代理成本。学术界关注的“并购悖论”认为管理层很可能出于私人收益,利用并购做出不利于公司长期绩效的决策,产生逆向选择风险,侵害股东利益。而盈余稳健性降低了管理层操纵利润、高估盈余的可能性,抑制了管理者机会主义行为,降低了代理成本^[14]形成对管理层的监督机制,减少了委托代理关系可能产生的诉讼费用。尽管有研究表明终极控制权的增强会产生对盈余稳健性的弱需求,^[15]但与国有企业非效率投资相比,家族企业投资风险大,在会计处理时采用高盈余稳健性确认原则,对盈余稳健性存在需求。

从上述对融资约束与代理问题这两层需求动因进行分析,本文作出如下假设:

H1:家族企业具有较高的盈余稳健性水平;

现阶段,家族企业处于并购重组热潮。并购活动作为家族企业战略重组的重要实现方式,利于提高企业的盈利能力和成长性,保障企业的持续发展,优化企业资源配置,获得更高的收益。然而,“成功悖论”说明并购活动不一定能创造出并购绩效,高风险的并购行为甚至存在毁损股东财富的可能。^[16]家族企业需要关注并购各个阶段,在目标企业的选择与定价、并购过程的风险把控以及并购整合问题上做出合理决策,才能使企业价值得到提升。盈余稳健性是家族企业对外融资、对内管理的一大必要手段。家族企业提高盈余稳健性,向外界传达出谨慎决策的积极信号,家族企业内部公司治理机制因盈余稳健性日趋完善,也利于目标企业增加对主并家族企业的信任,在增大并购成功率的同时,也为并购后双方资源的整合创造了良好环境,增加并购绩效。

另一方面,大部分家族企业持股人兼任公司管理职务,家族企业大股东因股权集中,重视企业自

身的名声与长期效益,选择与中小股东利益趋同的决策方向,在并购实施前不会为私人牟利而倾向于净现值为负的决策,家族持股的实际控制方会用谨慎态度支持利于长远发展的投资决策,避开短期自利行为,更为积极地参与企业管理中,因此家族控制使得利益协同效应发挥主要作用。^{[12][17]}企业为获得中小投资者的认可,树立对外部利益相关者的负责形象,更加注重对会计信息披露的加强,不能随意提前确认收益,也不能推迟确认成本与费用。在利益趋同效应下,企业的管理效率、治理结构得到改善,利于企业在并购过程中发挥协同效应优势,并购绩效随之提高。

综合以上对医药制造业家族企业的盈余稳健性、并购绩效的分析,本文提出假设:

H2:家族企业盈余稳健性水平越高,短期并购绩效越好。

H3:家族企业盈余稳健性水平越高,长期并购绩效越好。

二 样本选取与描述性统计

本文以2011-2013年我国沪深两市A股医药制造业家族上市公司及其并购事件为研究对象,数据来源于国泰安CSMAR数据库,以巨潮资讯网数据作为补充。家族企业的界定标准参考苏启林等学者的研究论述,^[18]确定为:(1)最终控制人追溯到自然人或家族;(2)最终控制人在其直接或间接持有股份的公司是第一大股东。本文数据按照以下原则对样本筛选:(1)按照2012年证监会行业分类标准,剔除医药制造业以外的行业;(2)剔除实际控制人非自然人或家族的公司;(3)考虑到借助国有控股公司买壳上市的影响,剔除上市前后民营性质改变的公司;(4)考虑到亏损情况影响到盈余稳健性的“洗大澡”作用,剔除ST上市公司;(5)医药制造业家族上市公司,同一年度中同一公司发生多起并购,则取其最大交易金额的并购事件;(6)剔除了财务数据缺失的上市公司样本。本文主要研究企业并购绩效,选取资产收购、要约收购的并购类型,综合以上方法得到来自20家上市公司的39个并购事件样本。39个并购事件样本均为资产收购,其中现金支付37起,股票支付2起;关联交易13起,非关联交易26起。所有研究数据的整理、分析与回归过程使用Excel2010、SPSS19.0。

为检验假设1,本文选取了度量效果较好的

KW模型,^[19]该模型适合研究特定公司、特定年度数据,是在广泛运用的basu模型基础上作出改进,增加公司规模(Size)、市净率(MTB)、资产负债率(Lev)作为公司投资机会的影响因素,投资项目的“好消息”(G-Score)、“坏消息”(C-Score)分别表示为(2)、(3):

$$EPS_t/P_{t-1} = \beta_1 + \beta_2 DR_t + \beta_3 R_t + \beta_4 R_t DR_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$G - Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size + \mu_3 MTB + \mu_4 Lev \quad (2)$$

$$C - Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size + \lambda_3 MTB + \lambda_4 Lev \quad (3)$$

其中,(1)式Basu模型用 EPS_t 表示当期每股收益, P_{t-1} 为前一期期末股票收盘价, R_t 是当期考虑红利的个股回报率, DR_t 作为虚拟变量,在 R_t 为负值时取值为1,否则为0。同时参考李维安、周晓苏等学者所采用研究变量,^[20] R_t 为当期5月1日至下一期4月未经总市值加权平均法下市场回报率调整后的个股回报率, P_{t-1} 则为前一期4月末收盘价。将(2)(3)式代入Basu模型(1)中可得:

$$EPS_t/P_{t-1} = \beta_1 + \beta_2 DR_t + (\mu_1 + \mu_2 Size + \mu_3 MTB + \mu_4 Lev) R_t + (\lambda_1 + \lambda_2 Size + \lambda_3 MTB + \lambda_4 Lev) R_t * DR_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

通过回归运算可得出、和的具体数值,将其代入(3)式就可推算出企业的稳健性程度,也就是对企业“坏消息”会计确认的及时性(C-Score)。C-Score的数值越大,盈余稳健性水平越高。

为研究假设2与假设3,本文分别运用两种方法对短期并购绩效、长期并购绩效进行计量。短期并购绩效采用事件研究法中的累积超额收益(CAR)指标。该方法借助个股股价、报酬率等数据,通过计算累积超额收益来判断并购活动是否使企业财富在短期内增加。本文选取并购首次公告日前60天至并购后10天作为窗口期,把首次公告日定义为第0天,将 $[-60, -15]$ 作为清洁期, $[0, +10]$ 为受污染期;用市场模型法对清洁期每日个股收益率 R_{it} 、每日市场收益率 R_{mt} 代入CAMP模型(5)式,

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

利用回归分析求得该股对市场的敏感程度以及与市场波动无关的平均收益,分别记为 α_i 、 β_i ,再将其代入(6)式得出预期收益率 $E(R_{it})$;用个股当天实际收益率减去预期收益率得出超额收益率,最后受

污染期每天的超额收益率之和即为累计超额收益(CAR_{it})。

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \tag{6}$$

$$CAR_i = \sum_{t=0}^T [R_{it} - E(R_{it})] \tag{7}$$

衡量企业价值的财务指标判断并购长期绩效是否提升,采用并购事件首次公告日后一年、两年的托宾 Q 值。本文分别以累计超额收益(CAR)、并购后一年及两年的托宾 Q 值作为被解释变量,该比率为企业市场价值与重置成本之比,数值越大说明企业价值提升越多,企业会增加投资力度。

模型以公司规模(SIZE)、市净率(MTB)、资产负债率(LEV)以及公司成长性(GROWTH)作为控制变量,最终得到以下分析盈余稳健性对企业并购绩效的关系模型:

$$TobinQ_t = \alpha_1 + \alpha_2 C - Score_t + \alpha_3 Size_t + \alpha_4 MTB_t + \alpha_5 Lev_t + \alpha_6 Growth_t + \varepsilon_t$$

($t = 1$ 时为模型一, $t = 2$ 时为模型二)

$$CAR = \alpha_1 + \alpha_2 C - Score_t + \alpha_3 Size_t + \alpha_4 MTB_t + \alpha_5 Lev_t + \alpha_6 Growth_t + \varepsilon_t$$

(模型三)

主要变量的含义解释及其计算方法参照下表:

表 1 主要变量及其定义

| 变量符号 | 变量名称 | 变量定义 |
|-----------|--------|------------------|
| TobinQ | 托宾 Q 值 | 企业市场价值与重置成本之比 |
| CAR | 累积超额收益 | 按函数(7)计算求得 |
| C - Score | 盈余稳健性 | 按函数(3)计算求得 |
| Size | 公司规模 | 期末总资产的自然对数 |
| MTB | 市净率 | 每股市价与每股净资产账面价值之比 |
| Lev | 财务风险 | 资产负债率 |
| Growth | 公司成长性 | 营业收入增长率 |

表 2 中盈余稳健性 C - SCORE 标准差较小,数据分布相对较为集中。C - SCORE 数值均为正,均值 0.1533 大于中位数 0.1463,盈余稳健性数据整体往正值方向右偏,说明整体稳健性程度并非前文分析的高稳健性水平,该行业中极值差距较小,与罗斌元、李维安所计量的全行业盈余稳健性水平相比,样本企业盈余稳健性水平处于中下段。

累计超额收益 CAR 数值普遍较小,均值大于中位数 0.0022,极大值仅为 0.1126,说明并购后行业差距较小,企业短期并购绩效不太理想。并购后

第一年的托宾 Q 值均值为 2.5384,中位数接近于均值,极大值与极小值差距较大,而并购后第二年的托宾 Q 值趋势相同,说明企业市场价值普遍大于重置成本,反映 2011 - 2013 年间样本企业并购后一年的企业价值普遍得到提升,并购绩效较好,但也有部分企业未实现应有的并购目标,没有取得较好的业绩,体现了医药制造业高风险高利润的特点,也反映出不同企业并购后整合效果不同,长期并购绩效存在较大差异。

控制变量中的公司规模(SIZE)标准差为 0.4654,说明医药制造业家族企业总资产规模差距不大,市净率(MTB)均值为 4.3218,小于极大值 9.1354,极小值为 1.2935,企业每股市价是每股净资产的 1 - 9 倍,说明医药制造业企业市场价值都大于企业本身的账面价值,存在较大的投资机会与较好的发展前景,公司成长性(GROWTH)标准差为 1.2518,极值差异较大,说明部分企业经营业务多元化,市场需求大,业务扩张能力强,而部分企业业务单一,市场拓展空间较小。总之,上市医药制造类家族企业在盈余稳健性水平、短期并购绩效、资产规模、财务风险几个方面差距较小,而在长期并购绩效以及公司成长性等长期性指标的表现上却参差不齐。

表 2 相关变量的描述性统计

| 变量 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 极小值 | 极大值 |
|---------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| TobinQ ₁ | 2.538 4 | 2.267 0 | 1.280 2 | 0.737 4 | 6.536 6 |
| TobinQ ₂ | 2.601 4 | 2.085 4 | 1.336 1 | 0.711 0 | 5.927 0 |
| CAR _{it} | 0.008 1 | 0.002 2 | 0.042 2 | -0.074 9 | 0.112 6 |
| C - Score | 0.153 3 | 0.146 3 | 0.016 5 | 0.084 3 | 0.481 5 |
| Size | 9.626 8 | 9.614 1 | 0.465 4 | 8.297 2 | 10.477 9 |
| MTB | 4.321 8 | 3.739 0 | 1.998 6 | 1.293 5 | 9.135 4 |
| Lev | 0.394 2 | 0.414 4 | 0.164 9 | 0.089 5 | 0.694 5 |
| Growth | 0.455 1 | 0.183 5 | 1.251 8 | -0.256 4 | 7.536 1 |

从表 3 的 Pearson 相关性分析可看出,模型一与模型二均用托宾 Q 值作被解释变量,并购后一年绩效并不显著相关,而两年后并购绩效在 0.1 的水平下正相关,同样在模型三中累计超额收益在 0.1 的水平下正相关,因此后续研究仅对模型二、模型三进行回归分析。表 3 结果表明控制变量的选取具有一定的合理性,市净率(MTB)在 0.01 的水平上与长短期并购绩效均呈显著正相关,说明市净率越大,公司账面净资产被低估,投资者也越看好公司发展前景,并购绩效越好。由模型一、模型二可

看出公司规模 (SIZE)、财务风险 (LEV) 与公司长期并购绩效 (TOBINQ) 呈显著负相关,这是由于公司规模越大,所受融资约束越大,面临财务风险较大,并购整合难度越大,从而导致长期并购绩效表现一般;反之,资产规模小的公司财务风险小,通过并购的资源整合弥补了并购前存在的不足,使公司并购后期发展得到较大幅度提升,长期并购绩效表现突出。公司成长性 (GROWTH) 与短期并购绩效 (CAR) 在 0.05 的水平上呈显著负相关,这是因为

并购事件宣告前期,企业进行的调研、估值以及尽职调查等准备工作影响市场股价波动,成长性越好的企业短期并购绩效反而越差。值得关注的还有盈余稳健性水平 (CSCORE) 与公司规模呈显著负相关,而与成长性在 0.01 的水平上正相关,这表明资产规模越大,会计处理时越倾向于“粉饰”投资项目成果,越存在不谨慎确认的可能;而公司成长性越好,经营发展能力越强,会计处理时对盈余稳健性的落实越到位。

表 3 Pearson 相关性分析结果

| 模型一 | TOBINQ ₁ | C - SCORE | SIZE | MTB | LEV | GROWTH |
|---------------------|---------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|
| TOBINQ ₁ | 1 | 0.018 | -0.433 *** | 0.766 *** | -0.468 *** | -0.025 |
| C - SCORE | 0.018 | 1 | -0.495 *** | 0.071 | 0.030 | 0.847 *** |
| SIZE | -0.433 *** | -0.495 *** | 1 | -0.313 ** | 0.310 ** | -0.196 |
| MTB | 0.766 *** | 0.071 | -0.313 ** | 1 | 0.130 | -0.080 |
| LEV | -0.468 *** | 0.030 | 0.310 ** | 0.130 | 1 | -0.097 |
| GROWTH | -0.025 | 0.847 *** | -0.196 | -0.196 | -0.097 | 1 |
| 模型二 | TOBINQ ₂ | C - SCORE | SIZE | MTB | LEV | GROWTH |
| TOBINQ ₂ | 1 | 0.100 * | -0.496 *** | 0.684 *** | -0.349 ** | 0.020 |
| C - SCORE | 0.100 * | 1 | -0.495 *** | 0.071 | 0.030 | 0.847 *** |
| SIZE | -0.496 *** | -0.495 *** | 1 | -0.313 ** | 0.310 ** | -0.196 |
| MTB | 0.684 *** | 0.071 | -0.313 ** | 1 | 0.130 | -0.080 |
| LEV | -0.349 ** | 0.030 | 0.310 ** | -0.130 | 1 | -0.097 |
| GROWTH | 0.020 | 0.847 *** | -0.196 | -0.080 | -0.097 | 1 |
| 模型三 | CAR | C - SCORE | SIZE | MTB | LEV | GROWTH |
| CAR | 1 | -0.098 * | -0.059 | 0.405 *** | 0.039 | -0.304 *** |
| C - SCORE | 0.098 * | 1 | -0.495 *** | 0.071 | 0.030 | 0.847 *** |
| SIZE | -0.059 | -0.495 *** | 1 | -0.313 ** | 0.310 ** | -0.196 |
| MTB | 0.405 *** | 0.071 | -0.313 ** | 1 | 0.130 | -0.080 |
| LEV | 0.039 | 0.030 | 0.310 ** | 0.130 | 1 | -0.097 |
| GROWTH | -0.304 ** | 0.847 *** | -0.196 | -0.080 | -0.097 | 1 |

注:“***”、“**”、“*”分别表示在 0.01、0.05、0.1 水平上显著相关。

三 回归结果与结论分析

如表 4 所示,模型二中并购后两年绩效与盈余稳健性程度的回归系数结果 (-3.928) 显示为负,但并不显著,表明盈余稳健性与企业长期并购绩效不存在显著的线性关系,这与正相关的假设 3 相悖。可能的原因有以下几点:(1) 实施医药行业间的并购活动整合需要投入资金量较大,企业将盈余稳健性水平放低,原本具有较强稳健性的企业可能受到融资约束,从而在并购后的两年绩效表现并不突出,使投资效率受到影响。(2) 医药制造业属于

高风险的民生产业,受到行业规范以及政策实施的影响较大,其产品定价、販售渠道都有较为严格的限制条件,并购实施环境不如其他行业宽松,且 2015 年医疗体制改革前的医药行业市场波动大。

模型三以累计超额收益计量短期并购绩效,与模型二回归结果不同,短期并购绩效与盈余稳健性水平回归系数为 0.686,两者在 5% 的水平上存在显著的正向线性关系,表明主并企业盈余稳健性水平提高 1%,其短期并购绩效随之增长 0.686%,该结果与假设 2 一致,验证了家族企业盈余稳健性水平越高则短期并购绩效越好。

表 4 盈余稳健性与并购绩效回归结果

| 模型三 | 盈余稳健性与长期并 购绩效(TOBINQ ₂)模型二 | | 盈余稳健性与短 期并购绩效(CAR) | |
|----------------------|---|--------|-----------------------|--------|
| | 回归系数 | T 值 | 回归系数 | T 值 |
| C - SCORE | -3.928 | -0.640 | 0.686 * * | 2.469 |
| SIZE | -0.684 | -1.439 | 0.041 * | 1.917 |
| MTB | 0.453 * * * | 6.310 | 0.009 * * * | 2.787 |
| LEV | -2.785 * * * | -2.725 | -0.074 | -1.606 |
| GROWTH | 0.157 | 0.605 | -0.036 * * | -3.027 |
| R ² | 0.687 | 0.599 | | |
| Adj - R ² | 0.639 | 0.358 | | |
| F | 14.476 | 3.687 | | |
| Durbin - Waston | 2.015 | 1.903 | | |
| N | 39 | | | |

注：“* * * *”、“* * *”和“* *”分别表示在 0.01、0.05、0.1 水平上显著相关。

模型二与模型三显示的调整 R 方较好,长期并购绩效与盈余稳健性的研究部分调整 R 方为 0.639,Durbin - Waston 值为 2.015,说明前文中方程拟合程度较好;短期并购绩效与盈余稳健性研究的调整 R 方为 0.358,F 检验值为 3.687,模型拟合程度一般,但从整体上通过了一般水平的显著性检验,结果肯定了上市医药制造业家族企业盈余稳健性与短期并购绩效存在正相关线性关系,由此支持了本文的研究假设。

除此之外,模型二控制变量公司规模(SIZE)、财务风险(LEV)与长期并购绩效(TOBINQ)为显著负相关,市净率(MTB)与长期并购绩效(TOBINQ)为显著正相关,表示公司规模的扩张、财务风险的增大可能带来并购后企业价值的减少,托宾 Q 值与市净率都反映着股票流通市场上个股投资价值,具有方向上的趋同。然而成长性表现与企业长期并购绩效不成线性关系,与以往的研究结论相悖,是由于医药行业因政策约束所具有的特殊性。模型三控制变量不同的是,公司规模与短期并购绩效回归系数为 0.041,在 1%的水平上显著,这是由于累计超额收益在来源上与上市公司个股股价走势有关,公司规模越大,越容易引起并购宣告日后的股价波动。

通过对医药制造业中的上市家族企业盈余稳健性进行度量分析,本文研究发现医药制造业家族企业存在盈余稳健性,但与相关研究数据比照^[11],总体盈余稳健性水平不高。就研究样本检验结果来看,盈余稳健性仅与短期并购绩效存在显著的正

相关关系,家族企业并购整合效果在短期内具有一定的正向影响,但与长期并购绩效不存在显著线性关系,两者的关系反映并不明确。

基于实证结果提出以下相关建议:

第一,盈余稳健性既是融资约束企业顺利对外借债的支撑,也能减少委托代理关系间的信息不对称,降低代理成本,更能避免代理问题衍生出潜在的法律诉讼。而家族企业所反映的盈余稳健性水平较弱,控制人影响内部治理意志强烈,家族企业需要加强信息披露,提高盈余稳健性,不仅利于企业内部治理机制的完善,也能获得更多的资本市场投资者的信任,利于实际控制家族的长远发展;医药制造业是国家规范管制的民生产业,涉及到消费者生命健康、生态环境等问题,作为利润率较高的必需品,该行业业绩、发展前景一直优于其他行业,且医药制造业一直以来在信息披露、内部控制均被论证有存在缺陷、流于形式的弊端,^[21]从会计管制这一需求动因出发,该行业信息披露、盈余稳健性增强对广义利益相关者有重大意义;

第二,从两类并购绩效结果可看出,短期并购绩效表现较差,说明企业不能忽视并购活动的前期决策,客观分析并购实施时企业的大量资本投入,避免短期行为。家族企业需要加大并购后的对内投资力度,尤其是对于老字号传承的医药制造业家族企业,在加强对已有专利保护的同时,更要紧跟“创新驱动”的行业发展趋势,拓宽产品专利技术研发的其他相关领域;

第三,盈余稳健性与短期并购绩效正相关,而与长期并购绩效关系不显著,反映并购前的盈余稳健性水平难以影响并购事件发生后的公司治理。长期并购绩效与短期并购绩效相比表现较好,但不具有普遍性,企业之间的并购效果相差较大,企业并购长期目标的实现需重视后期整合。并购整合是主并公司收购目标公司后开展的关键环节。并购整合效果决定了主并公司是否能够通过并购活动获得资产、技乃至企业文化的公司资源,真正达到双方的协同效应。并购整合的资源不仅涉及资金物资、生产技术等硬件层面,还包括组织结构、企业文化、核心人才等软件配备,而人员、文化的整合利于双方达成共同战略目标,优势互补,促进长期并购绩效的提升;

第四,本文所选的医药制造企业在医保控费、药品定价等体制改革环境下,缺乏国有控股公司所

具备的政治支持,融资渠道、优惠政策对于国有控股公司有一定的倾斜;相比民营企业为社会创造的价值,其获得的外部金融资源存在明显不匹配的现象。因此,政府具有“大股东”与“社会事务管理者”的双重身份,应当规范自身在参与并购的干预行为,健全并购管理制度,创造良好的政策法律环境,构建良好的并购支撑体系,对现有的产权交易市场给予一定的政策支持,为家族企业并购提供有利环境;

第五,实证结果还发现,家族企业的财务风险(资产负债率)、公司成长性(营业收入增长率)以及市净率对并购绩效有显著影响。这提示着作为主并方的家族企业,在并购实施之前要对自身所具有的偿债能力、盈利能力、发展能力等财务状况进行深入分析,不可盲目跟风并购热潮。综合考虑宏观因素对并购成本,并购后整合,并购后市场新定位等各方面的影响,确定符合企业自身状况的所处环境状况的并购发展战略。

本文存在的局限性为:(1)选取2011-2013年特定行业的上市家族企业并购事件,市场处于并购多发前阶段,筛选出并购样本数量较少,难以反映家族企业中盈余稳健性治理问题的普遍性,同时这也在一定程度上影响着实证检验结果,误差因素较多;(2)影响家族企业并购绩效、企业价值的其他治理因素很多,诸如两职兼任、持股方式、家族政治支持,均会导致企业并购绩效与盈余稳健性的相关性受到噪音干扰。(3)长期并购绩效的计量采用托宾Q值,该比值依赖于资本市场对企业的估价,资产的重置成本存在较高调整成本,且我国现实经济情况对数值的估计具有时滞性,长期并购绩效的计量产生误差。

参考文献:

- [1] 陈旭东,黄登仕.公司治理与会计稳健性:基于上市公司的实证研究[J].证券市场导报,2007(3):10-17.
- [2] BALL R,SHIVAKUMAR L. Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness[J]. Journal of Accounting and Economic, 2005(1):83-128.
- [3] 罗斌元. 非条件稳健性、条件稳健性与企业投资效率[J]. 中南财经政法大学学报,2014(2):119-127.
- [4] LARA JM, OSMA BG,PENALVA F. Conditional conservatism and cost of capital[J]. Review of Accounting Studies,2010(2):247-271.
- [5] 中国新闻网.《中国国家家族企业传承报告》在北京发布[EB/OL]. [2015-11-10] <http://www.chinanews.com/life/2015/11-10/7615706.shtml>.
- [6] 李善民,朱滔.中国上市公司并购的长期绩效:基于证券市场研究[J].中山大学学报:社会科学版,2005(5):80-86.
- [7] 林泓.家族公司与非家族公司并购绩效分析[J].现代经济信息,2010(15):92-92.
- [8] 翁霄晖,许静静.家族企业创始人的职业经历与会计稳健性[J].中南财经政法大学学报,2015(3):71-78.
- [9] FRANCIS JR, Martin X. Acquisition Profitability and Timely Lossrecognition[J]. Journal of Accounting and Economics,2010(49):161-178.
- [10] 于江.会计稳健性对投资效率的作用机理研究:基于企业并购的研究视角[J].财经理论与实践,2015(37):86-93.
- [11] 李维安,陈钢.会计稳健性、信息不对称与并购绩效:来自沪深A股上市公司的经验证据[J].经济管理,2015(2):96-106.
- [12] 陈建林.家族控制与民营企业债务融资:促进效应还是阻碍效应?[J].财经研究,2013(7):27-36.
- [13] 雷光勇.企业会计契约:动态过程与效率[J].经济研究,2004(5):98-106.
- [14] WATTS RL. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications [J]. Accounting Horizons,2003(3):207-221.
- [15] 董红星.大股东控制与会计稳健性:来自中国A股上市公司的实证数据[J].山西财经大学学报,2009(1):117-121.
- [16] CORING M,CHRISTAMAMN P,BOURGEOIS LJ. A Focus on Resources in M&A success: A Literature Review and Research Agenda to Resolve Two Paradoxes[J]. Academy of Management,2002(8):9-14.
- [17] 陈莉妍.家族企业的“二元忠诚”探析[J].湖南工业大学学报(社科版),2015(5):34.
- [18] 苏启林,万俊毅,欧晓明.家族控制权与家族企业治理的国际比较[J].外国经济与管理,2003(5):2-8.
- [19] KHAN M,WATTS R. Estimation and Empirical Properties of a Firm-year Measure of Accounting Conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics,2009(48):132-150.
- [20] 周晓苏,吴锡皓.会计稳健性、内部控制与投资效率:来自我国A股市场的经验数据[J].山西财经大学学报,2015(11):106.
- [21] 周小燕,罗绍德.上市公司内部控制信息披露:现状与改进:来自沪深2008年、2009年医药制造业上市公司的证据[J].会计之友,2011(8):114.