

Managers' Over-Confidence, Internal Control and M & A Premium

—On the Spillover Effect of Financial Industry Supervision

Jian Ke^{1,2}, Siqi Song¹

¹Beijing Technology and Business University, Beijing

²Minjiang University, Fuzhou Fujian

Email: kej@btbu.edu.cn

Received: Jul. 1st, 2019; accepted: Jul. 23rd, 2019; published: Jul. 30th, 2019

Abstract

This paper selects the M & A transaction events from 2014 to 2016, studies the current situation of M & A premium due to overconfidence of enterprise managers, and then makes a detailed analysis of the relationship between the two variables. In the aspect of internal control, the adjustment effect is studied by using principal-agent theory as the starting point. The empirical study shows that the overconfidence of managers will make it easier for enterprises to pay a higher premium in M & A decision. The companies with overconfident managers pay a higher premium, in which internal control plays an inhibitory role. The conclusion of this paper is that doing well internal control can effectively reduce the possibility of M & A premium, reduce the extreme risk caused by information asymmetry, reduce the times of agency conflicts, and have certain constraints on management decision-making behavior. Good internal control can effectively inhibit the situation of enterprise premium M & A, which has a significant guidance for optimizing the regulatory mechanism of enterprise valuation and related information disclosure. Moreover, analyzing whether bank shareholding has governance effect on premium M & A is also helpful to deeply understand the spillover effect of bank loan fund supervision and the institutional arrangement of debt-to-equity swap.

Keywords

Over-Confidence, Internal Control, M & A Premium

管理者过度自信、内部控制与并购溢价

——兼论金融行业监管的溢出效应

柯 剑^{1,2}, 宋斯奇¹

¹北京工商大学, 北京

²闽江学院, 福建 福州
Email: kej@btbu.edu.cn

收稿日期: 2019年7月1日; 录用日期: 2019年7月23日; 发布日期: 2019年7月30日

摘要

本文选取了2014年至2016年度企业发生的并购交易事件, 对当前企业管理者因过度自信而发生并购溢价等情况进行了研究, 对两者之间的关系进行了细致分析。在内部控制方面, 则以委托代理理论为切入点, 研究其调节效应。实证研究发现: 管理者的过度自信会令企业在并购决策中更易支付较高溢价; 管理者过度自信的公司支付较高溢价, 内部控制在其中起着抑制作用。本文的研究结论认为, 做好内部控制能够有效地降低并购溢价发生的可能性, 减少由于信息不对称带来的极端风险, 降低代理冲突发生的次数, 并对管理层决策行为具有一定的约束, 良好的内部控制能够有效地抑制企业溢价并购的情况。这对于企业估值和相关信息披露的监管机制优化, 有着重要的指导意义。同时, 分析银行持股对于溢价并购行为是否产生治理效用, 也有利于深入认识对银行借贷资金债转股监管所产生的溢出效应及其债转股的制度安排。

关键词

过度自信, 内部控制, 并购溢价

Copyright © 2019 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着企业对于利益的不断追寻, 经济活动也变得纷繁复杂, 并购已逐渐成为企业谋求战略发展、提升行业竞争优势的重要路径。国内并购交易规模获得了飞速发展, 但大量涌现的并购案件背后隐藏着诸多问题, 高溢价便是其中不可忽视的一点。溢价过高直接影响资本市场中企业的并购效率及并购绩效, 即便如此, 诸多企业管理层仍然对高额并购溢价乐此不疲。通常情况下, 在并购决策中, 企业高管的决策可能直接影响最终的并购方案, 高层管理者要考虑企业的经济利益而做出决定。但不可否认, 主观的非理性偏差也可能影响其做出正确的并购决策。一些管理者对于企业发展情况盲目乐观, 在并购中忽略了风险的发生概率和严重程度, 因此在决策时容易产生偏差。基于此, 从行为金融学角度探索企业管理人员做出的并购溢价决策, 对于企业做出正确的并购决策有着非常重要的意义。随着企业管理能力的不断提升, 内部控制的地位不断加强, 良好内部控制对管理者的过度自信决策有着纠正和防范的作用, 研究企业管理者过度自信、内部控制和并购溢价三者之间的关系, 有助于企业正确把握并购决策的方向, 强化并购估值的监管, 完善绩效评价机制, 提高管理者决策的合理性。

对于并购溢价的研究, 国内外学者主要从外部市场竞争活动及内部企业经营管理活动两方面来进行。从企业外部环境方面进行分析研究企业进行溢价并购的主要因素, 信息不对称对高并购溢价行为的影响显著(江乾坤, 2015) [1]。还有研究认为, 企业的高层管理人员在管理中虽然以增加股东财富为主要操作目标, 但为了实现并购行为, 往往倾向于支付高溢价(Roll, 1986) [2], 过度自信行为更易导致企业并购中

的高额并购溢价行为发生(Hayward, 1997) [3]。与此同时, 关于内部控制的研究则发现, 有效的内部控制对高管过度自信具有监督和纠正作用, 内部控制作为企业治理的主要内容会对管理者的权利进行限制(蔚风英, 2015) [4]。

本文选择管理者过度自信, 内部控制及并购溢价开展研究, 详细探究三者之间的具体关联, 并探索影响企业并购行为及并购溢价发生的因素, 这对于企业估值活动和相关信息披露的监管机制优化有着重要的指导意义。同时, 分析银行持股对于企业管理层过度自信的溢价并购行为是否产生治理效用, 也有利于深入认识银行借贷资金债转股的风险管理。对银行借贷资金债转股的监管要求, 会影响到将债权全转为股权过程中的制度安排, 以及企业的公司治理。这一影响过程, 体现了对银行借贷资金债转股监管所产生的溢出效应。

2. 研究假设与模型设计

2.1. 研究假设

国内外学者普遍认为并购溢价是企业为了获取控制权带来的私有收益及并购后协同效应而愿意支付的高于企业公允价值价格, 并购预期控制权转移所能带来的私有收益越大, 企业也越有意愿支付高昂的溢价。过度自信的管理者做出并购决策, 会对企业的并购前景过度乐观和高估, 不能准确判断目标企业经营发展中的风险, 因此在预估目标企业价值时会产生偏差, 造成不合理的溢价并购, 给主并企业带来损失。通过自我归因理论的分析, 过度自信的管理者往往将决策的成功归因于自己能力出众, 而忽略各种客观因素, 因此管理层在进行并购决策时, 会较多依赖以往的经验, 不能有效而无偏的处理有效信息, 仅依据轻松可得的结果评估当前并购项目的可行性, 从而对并购前景过于乐观, 高估并购后的协同效应, 忽略项目潜在风险因素, 导致对并购标的估值过高, 在并购决策中支付非理性溢价。在此分析的基础之上提出以下假设:

假设 1: 企业管理者过度自信程度越高, 企业支付的并购溢价越高。

根据委托代理理论, 企业经营中所有权和经营权逐渐分离, 于是形成了企业的委托代理关系。当管理层与股东利益出现不一致时, 管理层存在着自利动机。内部控制的意义也在于通过监督来约束管理层权力, 促使管理层更加理性的做出决策。良好的内部控制可为企业提供坚强的制度保障, 有效的降低风险, 有效的约束管理层, 对企业并购行为发生积极的推动作用。可以在目标选择、并购谈判、事后整合等方面发挥重要作用, 良好的内部控制可以有效地推动企业并购达成并有利于提高其并购绩效。基于此提出假设 2。

假设 2: 内部控制对管理者过度自信与并购溢价的正向关系具有抑制作用。

在验证上述假设的过程中, 还可以相应的通过考察银行持股行为, 检验其是否能够产生对企业管理层过度自信的溢价并购的抑制作用。

2.2. 模型设计

本文的被解释变量是并购溢价, 借鉴文献中并购溢价(PRE)即企业支付的并购价格减去标的账面价值之差与标的账面价值的比值(唐宗明、蒋位, 2002) [5]进行测度。本文的解释变量是管理者过度自信, 借鉴文献中使用盈余预告偏差度量管理者过度自信的方法(Lin et al., 2005) [6], 也就是将企业发布的盈利预测和盈利的实际值之间进行对比, 如果预测值误差偏大, 这说明企业管理者存在过度自信现象。我们在此基础之上做出改进, 由于企业盈余预告偏差可能存在偶然偏误, 我们将此种度量方法采用更加严格的控制。若连续两年管理层盈余预测明显高于当年实际盈余时, 可以认为管理层对于当年的经营状况过于自信, 出现管理者过度自信行为。基于此, 本文对上年业绩预告的净利润(LP_NTPRO)和上年实际出现

的净利润情况(LNTPRO)进行了对比分析, 得到上年管理层盈余预测的误差(LERR = (LP_NTPRO-LNTPRO)/LNTPRO); 同理, 对本年业绩预告的净利润(P_NTPRO)和本年实际出现的净利润情况(NTPRO)进行了对比分析, 得到本年管理层盈余预测的误差(ERR = (P_NTPRO-NTPRO)/NTPRO)。结合 2007 年证监会发布《年度报告的内容与格式》中对于管理层盈余预测偏差的相关政策规定, 即“管理层盈余预测偏差超过 20%则应当详细查明造成这种问题的原因”。基于此, 当连续两年, 即上年偏差率及本年偏差率均高于 20%时, 认为出现管理者过度自信, 此时 OVERCONF 取值为 1, 否则为 0。

本文将企业的内部控制作为调节变量来开展研究, 本文对于内部控制变量的选取采用 DIB 迪博数据库的内部控制指数来衡量, 该数据库将内部控制分解为战略层级、经营层级、报告可靠、合法合规和资产安全等五大分项指数, 本文将采用这五大分项指数, 分别反映上述内部控制目标的控制效果。银行持股(BANK)采用前十大股东中是否有商业银行持股, 是取值为 1, 否则为 0。另外, 还进一步选取主并企业的企业绩效(ROA)、主并企业的成长性(TOBIQ), 主并企业的规模(SIZE), 主并企业的资产负债率(LEV), 主并企业的高管薪酬(SALARY)、主并企业的股权集中度(TOP 1)及会计信息质量(DISCACC)作为控制变量, 其中, 会计信息质量采用测度盈余信息质量的琼斯模型作为代理变量(Johns, 1991) [7]。

本文通过收集国泰安并购重组数据库和企业年报数据库, 得到 2014~2016 年发生并购重组事件全部 A 股上市企业样本以及当年的相关财务数据, 在对样本数据进行筛选时遵循以下原则: 对于金融保险业的上市企业样本进行剔除, 对于并购不成功的样本进行剔除, 对于一些财务指标不完善的上市企业进行筛选或剔除, 对于 ST 类上市企业样本进行剔除, 从而得出最终的样本企业数据。

通过上述理论研究假设的具体分析, 可以得出在企业中管理者过度自信将对企业的并购决策产生直接影响, 所以本文有目的性的设计模型(1)来验证假设 1。

$$PRE = a_0 + a_1OVERCONF + a_2CONTROL + \varepsilon \quad (1)$$

同时通过分析, 在企业中强化内部控制能够有效地约束管理者过度自信行为, 内部控制的质量进而影响到企业在并购中的支付溢价, 所以本文设计模型(2)来验证假设 2。

$$PRE = a_0 + a_1OVERCONF + a_2FLOV + a_3OVERCONF \times FLOV + a_4CONTROL + \varepsilon \quad (2)$$

3. 实证结果

3.1. 描述性统计

随着信息技术和知识经济的发展, 越来越多的产业逐渐向现代服务业转型, 新业态和新服务方式不断变革, 引导消费。因此本文的分析将从行业转型的视角展开。另外, IT 行业是一种高投入的行业, 溢价并购可能会带来巨大的财务风险, 所以对于信息技术行业管理者过度自信和并购溢价之间的关系及相互影响情况进行分析, 也具有重要的现实意义。本文所涉及的 IT 行业包括信息传输、软件和信息技术服务业一类。

在经过数据处理, 剔除不可用及存在数据缺失样本, 剔除金融行业数据及 ST、ST*数据之后, 本文共得到 2014~2016 年可用于本文研究数据共 947 条。通过表 1 全样本描述性统计不难发现, 并购溢价率(PRE)对应的平均数值约为 1.74, 并购溢价率最大值为 428.51, 最小值为-26.23, 标准差达到了 21.59, 说明发现各个公司之间并购溢价率的差距明显, 溢价并购企业的溢价率呈现较大的离散程度。表 2 进一步报告了进行行业划分后的描述性统计, 现代服务业并购溢价率的平均值为 2.22, 高于非现代服务业并购溢价率均值 1.50, IT 行业并购溢价率的平均值为 3.32, 同样高于非 IT 行业并购溢价率均值 1.46, 说明现代服务业及 IT 行业在并购中往往表现出愿意支付更高的溢价, 这种现象在 IT 行业中表现的尤为明显。值得注意的是, 在 IT 行业中过度自信水平(OVERCONF)的均值为 0.24, 低于非 IT 行业平均

水平 0.45, 虽然在 IT 行业中溢价并购现象较为突出, 但这种溢价并购可能更多的来自于管理者战略投资决策的预期。

Table 1. Full sample descriptive statistics

表 1. 全样本描述性统计

样本	项目	PRE	OVERCONF	FLOV	ROA	TOBINQ	SIZE	LEV	SALARY	TOP1	DISCACC
全 样 本	样本量	947	947	947	947	947	947	947	947	947	947
	均值	1.738762	0.4405696	629.6475	0.363869	2.857869	22.42717	0.4578177	0.4205386	32.25948	0.7185933
	标准差	21.58932	0.4945343	152.9803	0.0776544	2.903288	1.00956	0.2161891	0.1218341	13.65829	6.146302
	最小值	-26.23459	0	0	-0.682897	0.006954	19.22589	-0.194698	0.1860618	6.66	0.0007602
	最大值	428.513	1	885.81	0.296405	25.3275	2737651	0.9842371	0.9179393	79.4	157.7872

Table 2. Descriptive statistics by industry

表 2. 分行业描述性统计

变量	现代服务业			非现代服务业			IT 行业			非 IT 行业		
	样本数量	均值	标准差	样本数量	均值	标准差	样本数量	均值	标准差	样本数量	均值	标准差
PRE	243	2.219105	2.184514	704	1.504154	20.11881	116	3.319738	30.78778	831	1.457513	18.62647
OVERCONF	243	0.315508	0.465965	704	0.46	0.498897	116	0.235955	0.427	831	0.448161	0.497722
FLOV	243	646.0839	144.3144	704	623.5003	155.7918	116	640.4501	134.162	831	628.0398	155.6236
ROA	243	0.04313	0.042409	704	0.033865	0.087156	116	0.0435445	0.04151	831	0.035322	0.081648
TOBINQ	243	2.332806	1.592463	704	3.054243	3.240472	116	2.566376	1.74111	831	2.901252	3.034333
SIZE	243	22.58049	10.18067	704	22.36983	10.0136	116	22.50571	0.888273	831	22.41549	10.26544
LEV	243	0.50187	0.19871	704	0.441342	0.220307	116	0.456899	0.189791	831	0.457954	0.21991
SALARY	243	0.419188	0.129983	704	0.421044	0.118775	116	0.397446	0.138597	831	0.423975	0.118885
TOP1	243	34.60299	14.3048	704	31.383	13.31752	116	36.98955	13.41637	831	3.15555	1.356448
DISCACC	243	1.51907	11.67035	704	0.419215	0.914984	116	0.383578	0.409527	831	0.7684534	6.588198

从全样本看, 内部控制指数(FLOV)的均值为 629.65, 最小值为 0, 最大值为 885.81, 极差较大, 说明不同企业的内部控制水平有一定差距, 内部控制质量的差异可能对企业溢价的合理估值带来相关影响。因此, 本文在实证分析中, 将进一步检验内部控制相关要素是否对管理层过度自信进行溢价并购具有一定的调节效应。

3.2. 管理者过度自信、内部控制与并购溢价的实证结果

通过对企业内部控制五大基本目标的分解, 分别将合法合规、资产安全、财务报告可靠、经营和战略等各个目标变量分别作为内部控制变量, 并将其与管理者过度自信变量的交乘项分别带入模型 2 进行回归检验, 最终处理得到表 3。从表 3 中可以发现, 分解内部控制目标后, 各目标视角下, 管理者过度自信对并购溢价均有显著的影响。但是, 与此同时, 基于相关目标导向的内部控制活动也对于抑制并购溢价具有一定的调节效应。

Table 3. Empirical analysis results
表 3. 实证分析结果

变量	合法合规目标	资产安全目标	财务报告目标	经营目标	战略目标	银行持股
OVERCONF	2.72149*	6.9873***	4.5873*	3.88734*	3.74832**	2.91236**
FLOV	-1.39421*	0.0487*	-7.9824**	2.18743**	-4.9843*	
OVERCONF*FLOV	-4.93214**	29.83749*	-5.94834*	3.764931*	-20.87293**	
BANK						0.09183
ROA	11.5699*	6.8829*	10.98443**	13.9832**	10.9834**	3.9982*
TOBINQ	-0.0411*	-0.32018*	-0.038432*	-0.06983*	-0.06904*	0.31011*
SIZE	0.0346*	0.73292**	0.030298*	0.0743*	0.28743*	-0.05414**
LEV	6.9388**	1.6392*	7.98434**	7.8032**	6.94732**	3.8735*
SALARY	12.3548**	14.43726***	11.68322**	12.88739**	12.77463***	14.3728***
TOP1	-0.0749**	-0.063943**	-0.87343**	-0.06936**	-0.078934**	-0.04082**
DISCACC	-0.04233*	-0.0917*	-0.03932*	-0.03244*	-0.0362*	-0.03590*

备注：*表示通过 10%的显著性检验；**表示通过 5%的显著性检验；***表示通过 1%的显著性检验。

从表 3 中结果可知，内部控制活动中，战略目标导向对于管理者过度自信造成的溢价并购具有较为显著的抑制作用，战略目标调节变量系数为-20.87，在 5%的水平上显著。促进企业实现发展战略目标是内部控制的最高目标，也是企业内部控制活动的最终目标。在目标体系中，相应的资产安全、经营、合法合规和财务报告等相关目标，必须是契合并服务于企业的战略目标，从而指导企业根据相关具体目标采取决策及控制行动，保障战略目标的达成。

从实证检验结果上来看，合法合规目标调节变量系数为-4.93，在 5%的水平上显著。说明在企业的内部控制中，合法合规目标管理能有效抑制管理者过度自信所造成的溢价并购。由于企业外部不利因素造成的信息不对称可能会导致企业决策出现偏误，在内部控制中，合法合规目标要求企业把握合规性、效益性、合法性、真实性。当企业内部控体系健全时，由于企业对于决策过程的有效把握，可及时建立投资风险防范和应对措施，保障企业不会因为管理者个人决策问题对企业造成重大损失。同时还可以发现，财务报告目标对于管理者过度自信造成的溢价并购也有一定的抑制作用。可以发现，对外公开披露的财务会计信息，是投资人和债权人等企业利益相关者对于企业的投资活动等重大决策事项的经济后果进行分析和评价的重要信息基础。基于财务报告目标的内部控制活动，在一定程度上促进了管理层决策过程中做出理性判断。

为了进一步检验银行持股是否具有治理效应，本文还进行了关于银行持股的实证检验。从样本整体来看，本次检验 947 个样本中，前十大股东存在银行持股的样本为 196 个，且从这 196 个样本中随机抽取样本发现，银行持股数量并不多，属于前三大股东的银行更是少数。考虑到银行持股中存在企业债转股行为的因素，银行被动持股对企业的经营活动的治理作用有限，难以体现出对于企业溢价并购行为的抑制效应。金融行业监管的一项重要内容就是借贷资金的安全问题，因此，对于资金压力严重的企业，商业银行对于这类企业的银行债权，面临着债转股的选择。对于这部分转为股权的债权资金的风险管理，以及相关资金投资收益的管理，成为金融行业借贷资金监管的溢出效应的一部分。从表 3 的实证证据中，难以发现银行作为大股东持股所体现出的治理效应，难以对企业的重要经营决策行为实施影响。因此，银行的债权资金在转换为对象企业的股权时，应该通过金融资产管理公司来具体实施，这样能够更有效的体现借贷资金监管的内在要求。从 2016 年 10 月国务院下发的《关于市场化银行债权转股权的指导意

见》当中, 可以发现, 该项指导意见明确要求银行不得直接将债权转为对象企业的股权, 应该通过向实施机构转让相关的债权, 再由实施机构将该债权转换为股权的方式完成。简言之, 开展市场化的债转股, 才更有利于满足相关监管的要求, 也才能使得金融监管溢出效应推动上市公司的良性治理。

4. 结论及建议

本文研究的对象为管理者过度自信对并购溢价的影响, 以及内部控制对管理者过度自信造成并购溢价产生的调节效果, 同时还讨论了银行持股的治理效应问题。本文经理论分析提出两个基本假设, 借助实证研究对假设的合理程度进行检验, 得到下面这些结论及建议:

管理者过度自信与并购溢价之间存在正向相关关系, 即管理者过度自信的程度越高, 并购溢价的程度也会相应增加。对于企业而言, 高层管理人员属于决策的制定者, 可能因为信息不对称等问题, 导致管理人员在实施并购决策的过程中过于依赖个人经验以及职业判断, 对存在的风险严重低估, 导致企业在并购中支付过高的溢价。

对于管理者过度自信产生的并购溢价情况, 通过内部控制活动可以起到相应的抑制作用。内部控制活动如果能够契合企业的战略目标并且体现合法合规性导向的要求, 能够促进管理层对并购目标可进行优化选择, 避免代理问题产生的冲突, 对管理者起到良好的监督以及防范风险的作用, 这样就可以对高溢价并购决策产生抑制效果。

内部控制正在成为企业经营过程中关键的控制系统。规范和完善企业内部控制制度, 有助于做出更加合理的决策。具有针对性的目标体系, 有利于内部控制的落实, 从而提升公司治理机制的有效性, 规范管理层的投资决策行为。

在完善企业内部控制制度的同时, 还要完善财务部门和风险管理部的组织学习和监督制度。职能部门需要为决策过程提供更多的信息支持, 从而更有效地协助管理者进行科学的决策, 促进企业战略的最终实现。职能部门的专业人员在了解企业战略目标的基础上, 为企业的合理评价提供了依据, 这将有助于管理层做出合理的决策, 从而促进企业战略的最终实现。

银行持股发挥公司治理作用有限, 对于银行借贷资金债转股的监管所产生的溢出效应, 要求对于相关债转股业务的制度安排应该更为市场化, 进而促进上市公司的良性治理。

基金项目

本文受到北京市哲学社会科学规划项目“北京金融产业监管中会计信息不对称问题研究”(13JGC081)和北京市教委社科计划面上项目“金融工具准则修订对北京金融业会计监管的影响研究”(SM201410011004)资助。

参考文献

- [1] 江乾坤, 杨琛如. 中国企业海外并购溢价决策影响因素实证分析[J]. 技术经济, 2015, 34(5): 104-111.
- [2] Roll, R. (1986) The Hubris Hypothesis of Corporate Takeover. *Journal of Business*, **59**, 197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>
- [3] Hayward, M L.A. and Hambrick, D.C. (1997) Explaining the Premiums Paid for Large Acquisition: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, **42**, 103-127. <https://doi.org/10.2307/2393810>
- [4] 蔚凤英, 林爱梅. 内部控制有效性影响因素研究[J]. 财会通讯, 2015(18): 87-90.
- [5] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究, 2002(4): 44-50+94.
- [6] Lin, Y., Hu, S. and Chen, M. (2005) Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, **13**, 523-546. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.12.003>
- [7] Jones, J.J. (1991) Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, **29**, 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>

知网检索的两种方式：

1. 打开知网页面 <http://kns.cnki.net/kns/brief/result.aspx?dbPrefix=WWJD>

下拉列表框选择：[ISSN]，输入期刊 ISSN：2331-0189，即可查询

2. 打开知网首页 <http://cnki.net/>

左侧“国际文献总库”进入，输入文章标题，即可查询

投稿请点击：<http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱：bglo@hanspub.org