

并购交易结构、控制权变更与企业盈余管理

韦海云¹, 胡敏杰^{2*}

¹南宁师范大学新闻与传播学院, 广西 南宁

²广西大学工商管理学院, 广西 南宁

收稿日期: 2026年5月20日; 录用日期: 2026年6月12日; 发布日期: 2026年7月10日

摘要

企业并购过程中普遍存在信息不对称与业绩压力, 易诱发管理层盈余管理行为。本文选取2009~2024年中国A股上市公司并购事件为研究样本, 从交易类型、关联属性、控制权变更和交易规模四个维度, 系统考察并购交易结构异质性对企业应计盈余管理的影响机制与影响效应。实证结果显示, 不同并购方式对企业盈余管理行为的影响存在明显异质性: 其中股权拍卖对盈余管理的正向促进作用最为显著, 协议转让、发行股份购买资产、挂牌转让同样会显著推高企业盈余管理程度。进一步研究发现, 关联并购与控制权变更均会加剧盈余管理行为, 且控制权变更的影响效应更稳健; 并购交易规模与盈余管理水平呈显著正相关关系, 这一作用在发行股份购买资产、挂牌转让两类并购模式中表现得尤为突出。本研究不仅拓展了并购视角下企业盈余管理前置诱因的相关研究, 也为资本市场甄别高风险并购行为、健全信息披露机制、加强关联并购监管力度提供了实证依据与理论借鉴。

关键词

企业并购, 交易结构, 应计盈余管理, 控制权变更

M&A Transaction Structure, Control Right Change and Corporate Earnings Management

Haiyun Wei¹, Minjie Hu^{2*}

¹School of Journalism and Communication, Nanning Normal University, Nanning Guangxi

²School of Business, Guangxi University, Nanning Guangxi

Received: May 20, 2026; accepted: June 12, 2026; published: July 10, 2026

Abstract

Information asymmetry and performance pressure are prevalent in corporate mergers and

*通讯作者。

文章引用: 韦海云, 胡敏杰. 并购交易结构、控制权变更与企业盈余管理[J]. 金融, 2026, 16(4): 481-493.

DOI: 10.12677/fin.2026.164048

acquisitions (M&As), which tend to induce earnings management behaviors among management teams. Using M&A events of Chinese A-share listed firms from 2009 to 2024 as research samples, this paper systematically explores the influence mechanism and effect of heterogeneous M&A transaction structures on accrual-based earnings management from four dimensions: transaction type, related-party attribute, control right change and transaction scale. The empirical results indicate that different M&A methods exert heterogeneous impacts on corporate earnings management. Equity auction presents the strongest positive facilitating effect on earnings management, while agreement transfer, asset acquisition by share issuance and listing transfer also significantly raise the level of corporate earnings management. Further analysis reveals that both related-party M&As and control right changes intensify earnings management, and the impact of control right changes is more robust. Additionally, M&A transaction scale is significantly positively correlated with the degree of earnings management, and such effect is particularly prominent in asset acquisition by share issuance and listing transfer. This study enriches the research on the predisposing factors of earnings management in the context of M&As, and provides empirical evidence and theoretical references for the capital market to identify high-risk M&A activities, improve information disclosure systems and strengthen the supervision of related-party M&As.

Keywords

Corporate Mergers and Acquisition, Transaction Structure, Accrual Earnings Management, Control Right Change

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

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



Open Access

1. 引言

并购是上市公司整合资源、实现规模扩张与外延式发展的重要资本运作方式,在资本市场中的应用日益广泛。并购重组虽能发挥资源协同效应、提升企业经营效率与市场竞争力,但交易过程中存在的信息不对称、业绩压力以及契约条款约束,也容易损害财务信息披露质量。

在市场预期、融资需求与业绩承诺等多重压力驱动下,管理层具有较强的盈余管理动机,可通过调整应计项目、控制收支确认时点等方式操纵利润。并购形成的信息壁垒进一步放大了盈余管理的操作空间,致使并购活动与盈余管理行为高度相关。

现有研究多从并购整体效应、业绩承诺、股权质押及制度环境等外部视角展开,较少从交易结构本身进行细分考察。事实上,并购具有显著异质性,不同交易类型、关联属性、控制权安排及交易规模在定价逻辑、监督强度与利益制衡上存在本质差异,直接影响管理层盈余管理的动机与操作空间。

基于现有研究局限,本文选取A股上市公司并购事件为样本,将交易类型、关联关系、控制权变更与交易规模纳入分析框架,系统考察并购交易结构异质性对应计盈余管理的影响机制。研究从细分交易维度厘清并购与盈余管理的内在关联,丰富了相关研究成果,也为监管部门识别高风险并购、规范关联交易、完善信息披露制度提供了理论依据与实践参考。

2. 文献综述和研究假设

2.1. 文献综述

现有研究普遍认为,并购为企业盈余管理提供了契机。基于信息不对称与委托代理理论,管理层在

业绩压力与市场预期驱动下,存在通过财务报告调节短期业绩的动机;早期研究发现,股票支付并购中,收购方管理层倾向于在公告前提高应计盈余,以优化交易条件[1]。随着研究不断深入,学者进一步细化并购情境,考察不同制度安排的影响。业绩承诺与对赌协议显著强化盈余管理动机:签订业绩补偿承诺的企业,更倾向在并购后提升盈余管理水平;若首年业绩未达标,其盈余管理程度会进一步加深,而连续未达标后,此类动机则有所减弱[2];对赌期间,并购方在承诺约束下(尤其初期或业绩压力较大时),更倾向正向盈余管理[3]。

此外,股权质押、融资约束与市场化改革等因素均影响并购中的盈余管理策略。控股股东股权质押时,企业更易签订高额长期业绩承诺,推高并购溢价、稳定股价[4]。监管型小股东行权能有效抑制并购后的盈余管理行为[5]。现金并购中,高杠杆收购方会提前操纵盈余以获取有利融资条件[6]。并购市场化改革研究表明,并购威胁降低股权分散企业会计信息质量,助长管理层短视;改革同时加剧企业正向盈余管理行为、降低会计师事务所更换频率、提升违规行为查处概率[7]。上述研究从激励机制与制度环境层面厘清了并购与盈余管理的内在关联。

相关研究亦区分了收购方与目标企业的盈余管理差异:收购方盈余管理主要服务于融资、估值与支付安排,目标企业则侧重调整交易对价与溢价。收购方普遍存在盈余管理,这类企业在签订业绩承诺后的三年内,会通过调整收支虚增利润。配股并购中更为明显,承诺期满后业绩反转,属于短期逐利行为[8]。跨行业并购发生前,目标企业往往上调盈余、抬高账面资产价值,以此谋求更高并购溢价;而同业并购中,这类财务操纵行为更容易被市场识别[9];杠杆收购中,管理层收购大幅压低盈余,机构收购则小幅调低利润[3]。研究还表明,收购方更倾向使用应计盈余管理,较少采用真实盈余管理[10]。

综上,现有文献从并购整体效应、交易双方差异及制度环境等方面提供了充分证据,但对不同并购类型、关联属性及交易规模的系统性对比仍较为有限。在中国资本市场情境下,不同交易方式在信息透明度、控制权安排与利益关联上存在显著差异,可能进一步影响盈余管理强度。据此,本文从交易结构视角出发,考察并购类型、关联属性与交易规模对应计盈余管理的影响。

2.2. 研究假设

不同并购交易模式在定价机制、信息披露透明度、交易协商范式及内外部监督约束维度存在系统性差异,该异质性特征直接决定管理层盈余管理的动机强弱与行为操作空间。依托委托代理理论与信息不对称理论可知,并购重组环节的标的估值博弈、并购业绩履约压力、交易契约条款设计等核心要素,会倒逼并购企业通过调节应计盈余实施策略性会计操纵[1]。

既有早期研究多立足于并购支付融资视角开展实证探究,相关结论表明,股票对价并购场景下,收购主体普遍于并购公告窗口期上调应计盈余水平,借此抬高企业估值、优化并购交易议价条件,直接验证并购支付方式对企业盈余操纵行为具备显著影响效应[1]。国内资本市场研究亦佐证该理论逻辑:上市公司开展股权类融资行为前,普遍存在针对性盈余管理行为,核心动因在于契合监管准入标准、降低外源融资成本。与此同时,配股、定向增发等差异化股权融资模式,会诱发管理层异质性盈余管理决策[11]-[13];延伸研究进一步证实,可转债发行前期及发行当期,上市公司存在显著正向应计盈余管理行为,通过粉饰经营绩效、抬升资产定价助力融资落地,最终导致企业发行后经营业绩持续下滑[14][15]。

后续研究转向并购业务类型维度,解构企业会计选择与盈余信息质量的差异化规律:相较于多元化并购,同业相关并购能够有效提升企业盈余信息披露质量,且媒体外部监督对二者作用关系具备显著调节效应[10]。立足商誉减值事后风险视角研判,多元化并购布局、收益法为主估值模式、股债混合支付结构,会显著放大并购后商誉减值风险,侧面印证不同并购交易结构赋予管理层差异化盈余管理操作空间[16]。

结合中国制度背景与资本市场并购场景,并购行为的盈余管理效应应具备本土情境下的异质性特征。

其中, 股权拍卖属于市场化竞争程度最高、控制权博弈对抗性最强的控制权转移模式, 交易双方定价博弈强度更高、标的信息不对称程度更为突出, 管理层盈余管理的内生动机被进一步强化。基于上述理论推演与文献结论, 本文提出研究假设:

H1: 并购交易类型异质性的企业盈余管理水平存在显著差异化影响; 相较于其他并购类型, 股权拍卖模式对企业盈余管理行为具备更强的正向驱动效应。

控制权变更会触发公司内部治理架构重构、高管团队更迭以及经营业绩考核机制重塑, 进而催生管理层持续性盈余管理动机。产权性质变迁视角下, 企业实际控制人由国有属性变更为非国有属性后, 管理层盈余管理程度呈现显著攀升特征, 印证国有产权属性能够发挥治理制衡作用, 有效约束企业会计盈余操纵行为、优化财务信息披露质量[17]。从控制权转让议价逻辑来看, 控制权转移前期, 企业往往实施负向应计盈余管理行为, 且负向调节幅度越大, 控制权转让定价越低; 相较于民营主体间控制权流转, 国有企业民营化前的向下盈余管理行为更为突出, 管理层依托压低企业账面业绩的方式, 换取控制权变更后的职位留任与薪酬待遇提升[18]。动态研究进一步厘清二者时序关系: 国有转民营、民营企业间控制权转移当期及后一期, 企业盈余管理水平与经营业绩呈显著负相关关系, 该关系在转移后第三年转为正向相关; 而国有控股企业之间的控制权流转, 并未改变企业盈余管理行为。究其机制, 管理层能够通过负向盈余管理压低控制权交易溢价, 提升自身控制权变更后的留任概率, 而非控股股东外部治理能够有效制衡管理层此类机会主义行为[19]。综合既有研究结论可知, 控制权变更对企业盈余管理行为具备稳定且长效的驱动作用。

关联并购依托交易双方信息互通优势与内部利益协同机制, 面临外部监督与合规约束力度更弱, 理论层面会放大管理层盈余管理操作空间。但关联并购对盈余管理的影响效应, 极易受到并购交易模式、产权控制权特征、交易规模及外部监管规制等多重边界条件干扰, 其影响强度弱于控制权变更所引发的盈余管理效应。基于此, 本文提出以下研究假设:

H2: 并购交易项下控制权变更、关联并购两类特征均会显著正向影响企业盈余管理水平, 相较于关联并购, 控制权变更对盈余管理的影响效应更具稳健性。

并购交易规模直接影响企业并购全流程所承受的估值压力、融资约束与资本市场舆论关注度。大规模并购往往伴随更高的交易溢价、严苛的融资条件以及更强的外部市场监督, 管理层为保障并购交易顺利落地推进, 具备更强动机通过调整应计项目美化当期财务报表[1]。从融资渠道视角来看, 定向增发融资规模能够显著作用于企业盈余管理决策[13]; 可转债相关实证研究进一步表明, 可转债发行规模与发行前正向盈余管理水平呈现显著正相关关系[15]。依托市场化改革开展的准自然实验研究进一步证实, 并购市场竞争与交易压力会推升企业向上盈余管理行为, 佐证了交易规模压力与盈余操纵行为之间存在正向关联[7]。

从异质性交互视角而言, 不同并购交易方式对交易规模的敏感程度存在显著差异。发行股份并购、挂牌转让这类交易高度依托市场估值定价与资本市场情绪反馈, 交易规模扩张会进一步强化企业盈余管理动机; 而股权拍卖、协议转让等并购模式下, 企业盈余管理行为更多源于控制权争夺与固有定价机制, 交易规模难以发挥明显调节作用。基于此, 本文提出以下研究假设:

H3: 并购交易规模对企业应计盈余管理水平存在显著正向驱动作用。同时, 并购交易规模在并购类型与盈余管理的关系中存在显著调节作用。

3. 研究设计

3.1. 样本与数据

本文选取 2009~2024 年沪深 A 股上市公司为研究样本, 并购数据和财务数据均来自中国研究数据服

务平台(CNRDS)。样本处理过程如下: 首先, 剔除北京证券交易所上市公司样本, 保证制度环境一致性。其次, 对并购数据进行专项筛选处理, 仅统计已顺利完成的并购事件, 以并购事件完成所在年度作为观测时点; 剔除并购金额小于 5000 万元的样本; 针对同一年度企业发生多起并购事件的情况, 若多起并购类型相同则合并统计; 若类型不同, 仅保留并购金额最大的单起并购事件。对控制变量进行缺失值处理, 连续变量依次采用前后期插值法、年度均值法补齐数据。最后, 对主要连续变量进行 1% 水平缩尾处理以降低极端值影响。本文样本筛选标准具体为: (1) 剔除金融保险行业样本; (2) 剔除 ST 风险警示企业样本; (3) 剔除核心财务数据及并购关键数据缺失的样本。

同时, 本文结合研究需求对并购类型进行重新归类与细化划分: (1) 发行可转债购买在交易实质与会计处理上与发行股份购买高度相似, 将其并入发行股份购买类型。(2) 对资产置换、司法裁定、要约收购、行政划拨、约定式回购、继承与赠与等并购方式, 这类样本量数量少, 且动机模式不统一, 故统一归入其他类型。(3) 协议转让、股权拍卖、增资、挂牌转让、对外投资五类并购方式样本充足、交易特征差异显著, 予以单独保留。经以上处理, 最终构建七类并购虚拟变量, 分别为协议转让、股权拍卖、增资、发行股份购买、挂牌转让、对外投资、其他类型。

3.2. 变量定义

参考已有文献, 被解释变量设为企业的应计盈余管理水平 AbsDA, 即对应计利润 DA 取绝对值。选绝对值指标可抵消正向、负向盈余管理的相互干扰, 更真实地反映企业整体盈余管理强度。参考 Kothari 等(2005)方法[20], DA 具体的估计过程如下:

总应计利润(Total Accruals, TA)的计算:

$$TA_{i,t} = \frac{NI_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (1)$$

非可操控性应计利润(Non-discretionary Accruals, NDA)计算:

$$DNA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \quad (2)$$

其中, 模型中变量下标 i 和 t 分别代表第 i 个公司和第 t 年; $TA_{i,t}$ 表示总应计利润; $NI_{i,t}$ 表示净利润; $CFO_{i,t}$ 表示经营活动产生的现金净流量。 $DNA_{i,t}$ 表示非可操控性应计利润; $\Delta REV_{i,t}$ 表示营业收入增加额; $\Delta REC_{i,t}$ 表示应收账款增加额; $PPE_{i,t}$ 表示年末的固定资产; $ROA_{i,t}$ 表示总资产报酬率; $A_{i,t-1}$ 表示公司的总资产。公式(2)中参数 β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 及 β_4 由行业截面数据通过公式 3 估计得到:

$$TA_{i,t} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_3 \frac{\Delta PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

可操控性应计利润(Discretionary Accruals, DA)计算:

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - DNA_{i,t} \quad (4)$$

本文的解释变量包括三类。第一类是并购交易类型虚拟变量, 具体包括协议转让(*Agreement*)、股权拍卖(*Auction*)、增资(*Capital*)、发行股份购买(*SharePurch*)、挂牌转让(*ListedTrans*)、对外投资(*Invest*)以及其他类型(*Other*)等。第二类是交易关系与控制权属性变量, 包括关联关系(*NoRel*)和控制权变更(*Ctrl*)。第三类是并购交易规模变量(*DealSize*), 对于大型企业而言, 相同的交易金额未必意味着相同的压力; 而中小企业开展同等金额的并购, 将面临更强的融资与估值压力。因此本文采用并购交易金额与企业总资产之比构造规模指标。

参考相关文献，本文从公司治理、成长性、资本结构、信息环境和市场估值等方面选择控制变量，具体见表 1。

Table 1. Variable definitions
表 1. 变量定义

类型	变量名称	变量符号	含义
被解释变量	应计盈余管理水平	<i>AbsDA</i>	当年应计盈余管理水平 <i>DA</i> 的绝对值
解释变量	协议转让	<i>Agreement</i>	若并购交易方式为协议转让取 1，否则取 0
	股权拍卖	<i>Auction</i>	若并购交易方式为股权拍卖取 1，否则取 0
	增资	<i>Capital</i>	若并购交易方式为增资取 1，否则取 0
	发行股份购买	<i>SharePurch</i>	若并购交易方式为发行股份购买取 1，否则取 0
	挂牌转让	<i>ListedTrans</i>	若并购交易方式为挂牌转让取 1，否则取 0
	对外投资	<i>Invest</i>	若并购交易方式为对外投资取 1，否则取 0
	其他类型	<i>Other</i>	若并购交易方式为其他类型取 1，否则取 0
	关联关系	<i>NoRel</i>	若并购交易双方不存在关联关系取 1，否则取 0
	控制权变更	<i>Ctrl</i>	若并购交易涉及控制权变更取 1，否则取 0
	交易规模	<i>DealSize</i>	$100 \times \text{Ln}(\text{并购金额/总资产})$
控制变量	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	企业第一大股东持股数占总股本的比例
	机构持股比例	<i>Org</i>	机构投资者持股数占总股本的比例
	董事会人数	<i>DirecNum</i>	企业董事会成员的总人数
	独立董事比例	<i>IndepenRate</i>	独立董事人数占董事会总人数的比例
	分析师覆盖	<i>Anal</i>	$\text{Ln}(1 + \text{分析师关注人数})$
	ESG 得分	<i>EsgScore</i>	ESG 综合评分
	盈利能力	<i>ROE</i>	净利润与平均净资产之比
	营收增长率	<i>Grow</i>	当年营业收入相较于上年的增长率
	杠杆水平	<i>Lev</i>	企业总负债与总资产之比
	市盈率	<i>PE</i>	每股市价与每股收益之比
	市净率	<i>PB</i>	每股市价与每股净资产之比
	公司规模	<i>Size</i>	$\text{Ln}(\text{年末总资产})$
	所有权属性	<i>Own</i>	国有、地方国有、外商及民营类型

3.3. 模型设定

本文构建如下回归模型：

$$AbsDA_i = \alpha + \sum \beta_k Type_i + \gamma_1 NoRel_i + \gamma_2 Ctrl_i + \delta DealSize_i + \sum \lambda_k Type_i \times DealSize_i + \sum \theta_k Controls_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

其中，*AbsDA* 为应计盈余管理水平；*Type* 表示不同类型的并购交易虚拟变量；*NoRel* 和 *Ctrl* 分别表示交易关系属性与控制权变更属性；*DealSize* 表示并购交易规模；*Controls* 为控制变量集合； ε 为随机扰动项。在实证处理中，以并购交易类型为核心解释维度，将不同类型的交易特征同时纳入回归，以识别各类并购方式对企业盈余管理的差异化影响。

4. 实证结果和分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。从描述性统计结果来看，样本期内企业应计盈余管理水平 (AbsDA) 的均值和中位数显示，样本企业整体上存在一定程度的盈余管理，但并未呈现出普遍且极端的盈余操纵特征，企业间的盈余管理强度仍具有较明显的异质性。并且应计盈余管理水平的均值略高于中位数，说明样本内少数企业盈余管理程度偏高，拉高了整体均值水平。这意味着并购情境下的盈余管理并不是均匀分布的，而是更可能集中出现在某些特定交易或特定企业中。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>AbsDA</i>	43,269	0.054	0.0381	0.0527	0.0007	0.269
<i>Anal</i>	43,269	0.199	0	0.489	0	2.303
<i>EsgScore</i>	43,269	27.41	24.98	11.13	7.910	59.93
<i>ROE</i>	43,269	3.061	5.980	21.16	-135.5	45.50
<i>Top1</i>	43,269	33.07	30.73	14.78	8.020	73.90
<i>Org</i>	43,269	5.670	2.060	8.274	0	40.93
<i>Lev</i>	43,269	2.249	1.763	1.648	1.033	12.56
<i>PE</i>	43,269	101.6	41.86	186.7	4.968	1318
<i>PB</i>	43,269	3.776	2.591	4.317	0.512	32.37
<i>Size</i>	43,269	22.87	22.68	1.128	20.92	26.47
<i>DirecNum</i>	43,269	8.452	9	1.653	5	14
<i>IndepenRate</i>	43,269	0.378	0.364	0.0539	0.333	0.571
<i>Grow</i>	43,269	0.371	0.116	1.077	-0.781	7.791
<i>Other</i>	43,269	0.0075	0	0.0865	0	1
<i>Agreement</i>	43,269	0.201	0	0.401	0	1
<i>Invest</i>	43,269	0.0880	0	0.283	0	1
<i>Capital</i>	43,269	0.0610	0	0.239	0	1
<i>SharePurch</i>	43,269	0.0241	0	0.153	0	1
<i>ListedTrans</i>	43,269	0.0255	0	0.158	0	1
<i>Auction</i>	43,269	0.0155	0	0.123	0	1
<i>NoRel</i>	43,269	0.115	0	0.319	0	1
<i>Ctrl</i>	43,269	0.0133	0	0.115	0	1
<i>DealSize</i>	43,269	0.220	0	0.530	0	3.28

4.1. 基准回归结果

表 3 汇报了基准回归结果。本文在实证检验过程中，充分控制企业财务状况、经营成长性、内部治理结构、外部市场关注以及社会责任发展水平等多维度企业异质性特征，具体见表 1 的控制变量。为突出核心研究结论，文中实证表格未逐一列示各类控制变量回归结果，仅汇报核心解释变量估计系数。

Table 3. Regression results of the benchmark model for the impact of M&As on accrual earnings management of Chinese listed companies**表 3.** 中国上市公司并购对应计盈余管理影响的基准回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
<i>Agreement</i>	0.0066*** (10.11)	0.0024*** (3.21)	0.0035*** (4.09)	-0.0011 (-1.14)	0.0002 (0.16)
<i>Auction</i>	0.0283*** (13.76)	0.0238*** (11.30)	0.0265*** (9.43)	0.0214*** (7.44)	0.0122*** (3.40)
<i>Capital</i>	-0.0009 (-0.81)	-0.0037*** (-3.33)	0.0014 (1.04)	-0.0012 (-0.88)	0.0024 (1.53)
<i>SharePurch</i>	0.0179*** (10.81)	0.0073*** (3.90)	0.0144*** (6.87)	0.0050** (2.13)	-0.0075** (-2.14)
<i>ListedTrans</i>	0.0058*** (3.61)	0.0030* (1.81)	0.0066*** (3.27)	0.0035* (1.69)	0.0014 (0.62)
<i>Other</i>	0.0168*** (5.74)	0.0088*** (2.97)	0.0176*** (4.76)	0.0099*** (2.64)	0.0081 (1.64)
<i>Invest</i>	-0.0005 (-0.52)	-0.0037*** (-3.83)	0.0006 (0.56)	-0.0025** (-2.03)	0.0013 (0.99)
<i>NoRel</i>		-0.0017* (-1.89)		-0.0030*** (-2.60)	0.0003 (0.30)
<i>Ctrl</i>		0.0078*** (3.37)		0.0119*** (3.88)	0.0075** (2.51)
<i>DealSize</i>		0.6695*** (11.21)		0.6093*** (8.01)	0.1525 (1.01)
<i>Constant</i>	0.0517*** (155.53)	0.0517*** (155.84)	0.0751*** (36.93)	0.0759*** (37.38)	0.0930*** (12.01)
<i>Agreement * DealSize</i>					0.2834 (1.52)
<i>Auction * DealSize</i>					0.7411 (1.54)
<i>Capital * DealSize</i>					-0.0825 (-0.29)
<i>SharePurch * DealSize</i>					1.3235*** (5.38)
<i>ListedTrans * DealSize</i>					1.2638*** (3.13)
<i>Other * DealSize</i>					0.3618 (0.98)

续表

<i>Invest * DealSize</i>				0.0012
				(0.78)
<i>Controls</i>		Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>		Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	43269	43269	43269	43269
<i>R²_a</i>	0.015	0.0165	0.0919	0.0942
<i>F</i>	59.02	59.14	57.62	55.69
				50.51

注: t statistics in parentheses, *p < 0.1, **p < 0.05, ***p < 0.01。

模型(1)与模型(2)结果显示, 协议转让、股权拍卖、发行股份购买、挂牌转让及其他类型并购系数显著为正, 均显著提升应计盈余管理水平。其中股权拍卖系数最大、正向作用最强, 基准回归结果支持假设 H1。原因在于: 股权拍卖市场化竞争程度最高, 定价压力与信息不对称更强, 管理层为达成交易预期, 盈余管理动机更为强烈。增资、对外投资两类并购方式的回归系数未呈现稳定正向影响, 说明不同并购模式在定价逻辑、信息透明度与利益安排上存在本质差异, 盈余管理驱动因素各不相同。股权拍卖、发行股份购买估值压力更大、流程更复杂, 管理层更倾向通过会计调整适配交易需求; 协议转让、挂牌转让虽正向显著, 但影响力度相对较弱。

纳入交易特征变量的模型(4)有效检验假设 H2: 控制权变更(*Ctrl*)系数在多模型中持续显著为正, 表明控制权转移显著增强盈余管理动机, 影响稳定可靠。关联关系(*NoRel*)系数显著为负, 证实非关联并购盈余管理程度更低, 关联并购更易诱发盈余管理, 符合理论预期。结果同时表明二者存在差异: 关联并购受多重因素干扰, 显著性存在波动、稳健性较弱; 而控制权变更的驱动作用更为稳定, 完全契合 H2 假设。对外投资的系数由不显著转为显著为负, 体现其影响存在情境依赖性; 在未剥离控制权变更、关联交易等干扰因素时, 其治理效应无法体现。剔除干扰后, 非关联、市场化对外投资会抑制盈余管理, 进一步说明控制权变更与关联交易是并购诱发盈余管理的重要前提。

多重共线性检验结果显示, 所有解释变量的方差膨胀因子(*VIF*)均远小于 10, 表明模型不存在严重多重共线性问题, 回归结果具备稳健性。逐步纳入交易特征与企业控制变量后, 模型拟合度显著提升。

引入交互项的拓展回归结果进一步验证研究假设 H3, 发行股份购买、挂牌转让与交易规模的交互项系数在 1%水平下显著为正, 说明两类并购活动中交易规模越大, 企业盈余管理行为越强烈。交易规模扩张会进一步加大企业估值压力、融资压力与市场舆论压力, 倒逼管理层进行盈余调整, 证实交易规模具备显著正向调节效应。而协议转让、股权拍卖、增资及对外投资并购的规模交互项均未通过显著性检验, 说明交易规模无法对此类并购形成稳定的盈余管理放大效应, 调节作用存在鲜明的并购类型异质性。发行股份购买与挂牌转让高度依赖市场估值与市场评价, 规模扩张会进一步放大盈余操纵动机; 其余并购方式盈余管理行为主要由交易自身属性决定, 受交易规模变动影响较小。整体来看, 并购交易规模对盈余管理的调节作用并不具备普遍性, 仅在特定并购模式下得以体现。

4.2. 稳健性检验

考虑到并购交易与盈余管理之间可能存在双向因果关系, 即管理层既可能为匹配并购定价与业绩承诺而主动粉饰利润, 也可能出于前期盈余操纵动机反向筛选并购标的。同时, 为缓解样本自选择偏误的干扰, 本文进一步将核心解释变量滞后一期, 以此剥离当期内生性干扰, 识别并购行为对盈余管理的单向作用。表 4 详细列示了滞后一期的回归结果, 表中模型(6)至模型(9)分别是对表 3 中模型(1)至模型(4)的滞后回归。

Table 4. Regression results of lagged terms**表 4.** 滞后项回归结果

变量	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)
<i>L.Agreement</i>	0.0024*** (3.20)	0.0073*** (3.46)	-0.0007 (-0.75)	-0.0065** (-2.38)
<i>L.Auction</i>	0.0204*** (8.93)	0.0255*** (8.30)	0.0156*** (5.13)	0.0095** (2.37)
<i>L.Capital</i>	-0.0031*** (-2.64)	0.0019 (0.83)	-0.0005 (-0.37)	-0.0064** (-2.15)
<i>L.SharePurch</i>	0.0003 (0.20)	0.0064** (2.16)	-0.0004 (-0.18)	-0.0075** (-1.99)
<i>L.ListedTrans</i>	0.0011 (0.64)	0.0060** (2.29)	0.0029 (1.43)	-0.0028 (-0.85)
<i>L.Other</i>	0.0113*** (3.64)	0.0168*** (4.40)	0.0090** (2.36)	0.0025 (0.52)
<i>L.Invest</i>	-0.0018* (-1.80)	0.0031 (1.41)	0.0009 (0.78)	-0.0048* (-1.70)
<i>L.NoRel</i>		-0.0040*** (-4.22)		0.0005 (0.44)
<i>L.Ctrl</i>		0.0101*** (4.18)		0.0099*** (3.12)
<i>L.DealSize</i>		-0.0005** (-2.48)		0.0006** (2.26)
<i>Controls</i>			Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.0525*** (147.79)	0.0525*** (147.80)	0.0999*** (12.02)	0.1039*** (12.22)
<i>Year</i>			Yes	Yes
<i>Observations</i>	38,399	38,399	38,399	38,399
<i>R²_a</i>	0.011	0.013	0.0973	0.0975
<i>F</i>	21.88	20.31	53.52	52.52

注: t statistics in parentheses, *p < 0.1, **p < 0.05, ***p < 0.01。

回归结果显示, 股权拍卖与控制权变更变量仍然显著为正, 表明这两类交易特征对未来一期盈余管理具有持续的正向影响。相比之下, 协议转让、增资、发行股份购买等变量在滞后一期后转为显著负向, 对外投资保持负向显著, 这一结构性变化说明, 多数并购类型在滞后一期后并未延续当期的正向推动效应, 而是表现出不同方向的方向反转。结合模型(4)来看, 这些出现系数反转的变量在完整模型中本身已趋于不显著或系数收窄, 滞后检验的结果与这一趋势具有一致性。

在滞后规模变量的检验中, 交易规模(*DealSize*)在加入控制变量后仍保持显著正向, 表明交易规模的盈余管理效应具有跨期持续性, 并未因时间推移而衰减。交易规模的影响存在时序波动, 当期的正向相

关关系在滞后一期后稳健性有所下降。大规模交易对盈余管理的正向推动作用在滞后一期依然稳健。尽管不同规模下部分变量的显著性有所变化，但股权拍卖和控制权变更变量在多个模型中表现为较为稳定的正向显著，且股权拍卖变量的系数依然在所有交易方式变量的系数中最大，表明本文关于并购结构影响盈余管理的核心结论并非完全由短期反向因果或样本偶然性所驱动；而关联关系变量在当期表现为显著负推动，但滞后一期后系数转为正向且不再显著，说明关联并购的正向盈余管理效应并不持久，也不如控制权变更变量稳健。总体来看，滞后一期检验符合了上市公司跨周期盈余管理的逻辑，往期落地的并购决策，难以被当期盈余管理行为反向干扰。

4.3. 异质性分析

为考察不同产权性质下并购类型对企业盈余管理行为的影响差异，本文将央企与地方国企样本合并为“国有组”，其余企业归为“民营组”，并以应计盈余管理水平的绝对值为被解释变量进行分组回归，结果如表5所示。

基准回归结果显示，在未引入控制变量的模型中，协议转让、增资、挂牌转让、对外投资四种并购方式，对国有与民营企业的盈余管理水平均表现出显著的抑制作用，且该效应在国有企业中更为突出；而股权拍卖方式仅在民营企业样本中显著推高了盈余管理水平，控制权变更则同样仅对民营企业盈余管理具有显著正向影响，在国有企业中未表现出统计显著性。此外，交易规模对两类企业的盈余管理均存在显著的正向影响，且该效应在国有企业中更强。

在引入控制变量并加入并购方式与交易规模的交互项后，进一步检验了交易规模的调节效应。结果表明，交易规模显著放大了国有企业中股权拍卖与发行股份购买方式对盈余管理的正向影响；在民营企业样本中，交易规模则显著强化了股权拍卖的正向影响，并对发行股份购买方式的抑制效应起到了反向调节作用，使其随规模扩大而减弱，甚至转为正向影响。同时，其他类型并购方式在民营企业中，其对盈余管理的抑制效应随交易规模扩大而显著增强。

整体来看，并购方式对盈余管理的影响存在显著的产权异质性：国有企业的多数并购方式对盈余管理的约束效应更强，而民营企业在股权拍卖、控制权变更等场景下的盈余管理动机更易被激发；交易规模作为关键调节变量，对不同产权性质企业的并购与盈余管理的关系产生了差异化影响。

Table 5. Heterogeneity analysis by ownership type

表 5. 产权异质性分析

	国有	民营	国有	民营
<i>Agreement</i>	-0.0093*** (-2.61)	-0.0056** (-2.27)	-0.0035 (-0.77)	-0.0033 (-1.02)
<i>Auction</i>	0.0029 (0.56)	0.0083** (2.49)	-0.0478** (-2.51)	-0.0206 (-1.50)
<i>Capital</i>	-0.0136*** (-3.18)	-0.0100*** (-3.83)	0.0077 (0.56)	-0.0065 (-1.03)
<i>SharePurch</i>	-0.0003 (-0.06)	0.0018 (0.53)	-0.0621** (-2.36)	-0.1072*** (-5.85)
<i>ListedTrans</i>	-0.0078** (-1.98)	-0.0065* (-1.87)	-0.0240*** (-2.72)	-0.0326** (-2.36)
<i>Other</i>	-0.0004	0.0006	-0.0068	0.0467**

续表

	(-0.06)	(0.13)	(-0.26)	(2.29)
<i>Invest</i>	-0.0140***	-0.0088***	-0.0116	-0.0049
	(-3.48)	(-3.55)	(-1.27)	(-1.06)
<i>NoRel</i>	-0.0003	-0.0007	0.0002	-0.0005
	(-0.18)	(-0.64)	(0.09)	(-0.45)
<i>Ctrl</i>	-0.0035	0.0146***	-0.0033	0.0133***
	(-0.88)	(5.51)	(-0.82)	(4.99)
<i>DealSize</i>	0.0016***	0.0011***	0.0013	0.0006
	(4.45)	(4.23)	(1.47)	(1.25)
<i>Agreement * DealSize</i>			-0.0004	0.0002
			(-0.38)	(0.32)
<i>Auction * DealSize</i>			0.0052**	0.0034**
			(2.55)	(2.31)
<i>Capital * DealSize</i>			-0.0019	0.0001
			(-1.17)	(0.07)
<i>SharePurch * DealSize</i>			0.0053**	0.0099***
			(2.30)	(5.98)
<i>ListedTrans * DealSize</i>			0.0019	0.0032**
			(1.53)	(2.12)
<i>Other * DealSize</i>			0.0008	-0.0039**
			(0.33)	(-2.00)
<i>Constant</i>	0.1435***	0.0674***	0.1445***	0.0695***
	(14.20)	(7.92)	(14.30)	(8.17)
<i>Controls</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	13,602	29,667	13,602	29,667
<i>R²_a</i>	0.0687	0.0819	0.0697	0.0833
<i>F</i>	46.60	121.2	37.41	97.22

注：t statistics in parentheses, *p < 0.1, **p < 0.05, ***p < 0.01。

5. 结论与启示

本文选取 2009~2024 年 A 股上市公司并购事件为样本，系统考察并购交易结构异质性对对应计盈余管理的影响。研究发现：第一，不同并购类型对盈余管理的影响存在显著差异，股权拍卖的正向推动效应最强，协议转让、发行股份购买、挂牌转让亦显著提升盈余管理水平。第二，控制权变更与关联并购均加剧盈余管理，且控制权变更的影响更为稳健。第三，并购交易规模正向提升盈余管理水平，并对发行股份购买、挂牌转让具有显著正向调节效应，调节作用存在类型异质性。第四，产权异质性分析表明，民营企业在股权拍卖、发生控制权变更的并购场景中，盈余管理动机更强；而国有企业的多数并购行为，

对盈余管理的约束效果更为明显。

基于研究结论, 结合中国资本市场制度背景, 提出以下政策建议: 监管部门应加强并购交易的信息披露管理, 重点监控股权拍卖、控制权变更等高风险并购场景, 严格规范关联并购行为; 企业应健全内部治理机制, 约束管理层的机会主义盈余管理行为; 投资者需重点关注并购交易结构特征, 理性甄别盈余管理风险, 维护自身合法权益。

参考文献

- [1] Louis, H. (2004) Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, **74**, 121-148. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- [2] 柳建华, 徐婷婷, 陆军. 并购业绩补偿承诺会诱导盈余管理吗? [J]. 管理科学学报, 2021, 24(10): 82-105.
- [3] 杨圣之, 陈钦源, 王皓. 并购对赌协议与并购方预期管理行为[J]. 管理评论, 2024, 36(11): 206-217.
- [4] 徐莉萍, 关月琴, 辛宇. 控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J]. 中国工业经济, 2021(1): 136-154.
- [5] 刘春丽, 郜攀峰, 林斌. 监管型小股东“头雁”效应与企业并购——基于投服中心行权的经验证据[J]. 上海金融, 2024(1): 56-69.
- [6] Malikov, K.T. and Zalata, A.M. (2024) Earnings Management by Acquiring Firms in Cash Mergers. *Accounting and Business Research*, **55**, 39-68. <https://doi.org/10.1080/00014788.2023.2288567>
- [7] 吴昊旻, 张静辉, 张华玉. 并购重组市场化改革与会计信息质量[J]. 南开管理评论, 2025, 28(6): 124-135.
- [8] He, X., Li, H. and Li, Y. (2024) Time Will Tell the Truth: Performance Commitments and Earnings Management in M&A. *Finance Research Letters*, **70**, Article ID: 106331. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106331>
- [9] Perafán-Peña, H.F., Gill-de-Albornoz, B. and Giner, B. (2022) Earnings Management of Target Firms and Deal Premiums: The Role of Industry Relatedness. *The British Accounting Review*, **54**, Article ID: 101038. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.101038>
- [10] Perafán-Peña, H.F., Gill-de-Albornoz Noguera, B. and Giner, B. (2024) Targets' Earnings Management and Ownership Decisions in M&A: Can Less Be More? *Finance Research Letters*, **62**, Article ID: 105133. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105133>
- [11] 陈小悦, 肖星, 过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵[J]. 经济研究, 2000(1): 30-36
- [12] 陆正飞, 魏涛. 配股后业绩下滑: 盈余管理后果与真实业绩滑坡[J]. 会计研究, 2006(8): 52-59, 97.
- [13] 章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理世界, 2010(1): 54-63, 73.
- [14] 刘娥平, 刘春. 盈余管理、公司治理与可转债绩效滑坡[J]. 管理科学, 2011, 24(5): 78-88.
- [15] 于瑾, 王梦然. 可转债融资对上市公司市场价值的长期影响及原因分析[J]. 国际金融研究, 2011(5): 74-80.
- [16] 张春美, 刘妍妍, 周慧琴, 等. 并购特征对商誉减值的影响——基于创业板及中小板上市公司的并购数据[J]. 企业经济, 2023, 42(8): 72-82.
- [17] 王克敏, 刘博. 公司控制权转移与盈余管理研究[J]. 管理世界, 2014(7): 144-156.
- [18] 刘博, 干胜道, 王宏昌. 控制权转移、盈余管理与业绩变化——基于股东特质的视角[J]. 山西财经大学学报, 2013, 35(7): 102-113.
- [19] 王艳, 何竺虔, 徐淑芳, 等. 控制权转移与“卖方”老股东治理: 谁阻碍了管理层留任[J]. 南开管理评论, 2021, 24(5): 161-174.
- [20] Kothari, S.P., Leone, A.J. and Wasley, C.E. (2005) Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics*, **39**, 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>