

# 股票支付与并购业绩承诺：协同还是合谋？\*

朱冰<sup>1</sup> 杨晓彤<sup>2</sup>



(1. 中央财经大学会计学院, 北京 100081;

2. 中南财经政法大学会计学院, 湖北 武汉 430073)

**内容提要:**近年来并购业绩承诺制度引发的并购乱象凸显,尤其在承诺期满后,商誉减值和业绩“变脸”的现象频现,引起了学术界和实务界的广泛关注。业绩承诺需要并购双方的紧密配合,相对于现金支付,股票支付将并购双方的利益紧密联系在一起。本文将研究区间拓展到承诺期以外,以2008—2018年由非金融上市公司发起且业绩承诺期届满的并购事件为研究样本,探讨股票支付对业绩承诺兑现效果的影响。研究发现:相较现金支付,当并购交易中含有股票支付时,更有可能兑现业绩承诺,但一旦过了业绩承诺期,尤其是承诺期满后的第一年,其更可能发生商誉减值与公司业绩的大幅下滑。此外,本文发现这一现象更多发生在标的公司精准达标的并购交易中以及两权分离的上市公司中。拓展性研究发现,采用股票支付的上市公司更有可能在承诺期内进行盈余管理,并且其大股东在业绩承诺期和承诺期完成后的一年内,更有可能减持股票。由此可知,股票支付未能发挥正向的绑定作用,反而促使并购双方合谋进行市值管理。本文的研究结论在丰富并购支付和业绩承诺相关文献的同时,对于监管者、公司及投资者也具有一定的启示意义。

**关键词:**股票支付 支付方式 并购重组 业绩承诺 承诺期后

**中图分类号:**F832.51 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)10—0151—20

## 一、引言

并购重组是资本市场支持实体经济发展的主要方式,其市场秩序的有效规范是攸关金融体系整体发展、风险防范以及实体经济转型升级的重要问题,也是近年来监管部门重点关注的核心议题。自2008年以来,证监会就要求上市公司在并购重组时和交易方签订业绩承诺补偿协议,其政策初衷在于通过这一事后调整的契约安排,约束目标方基于其信息优势的机会主义行为,保护并购相关方的利益,促进并购重组市场的健康发展。然而从现实情况来看,业绩承诺制度反而助推了企业的高承诺、高估值和高商誉的“三高”风险,业绩承诺不达标的案例比比皆是,并且承诺期满后并购方商誉大幅减值、业绩迅速变脸的现象也频频出现,严重侵害了中小投资者的合法权益,扰乱了资本市场的秩序。伴随着2020年新《证券法》的实施和“十四五”规划的提出,防范金融风险、维护国家经济安全、保护投资者合法权益势在必行。在此背景下,开展对现有并购业绩承诺制度的研究,探索其可能的影响因素,无论从理论上还是实践上都具有重要意义。

收稿日期:2022-05-06

\* 基金项目:国家自然科学基金青年项目“独立财务顾问和公司并购——基于中介和监督双重作用的研究”(71802207);教育部人文社科青年基金项目“多个大股东的合作效应——基于公司并购视角的研究”(18YJC630271)。

作者简介:朱冰,女,副教授,博士,研究领域是公司治理、公司投资、资本市场,电子邮箱:zhubing@cufe.edu.cn;杨晓彤,女,讲师,博士,研究领域是资本市场财务与会计、公司治理、并购与重组,电子邮箱:2016101032@ruc.edu.cn。通讯作者:杨晓彤。

业绩承诺制度在并购交易中究竟发挥了何种作用,近年来广受学术界的关注,但是其结论仍存在争议。一方面,业绩承诺制度可以降低并购双方的契约摩擦,提高协同效应(潘爱玲等,2017)<sup>[1]</sup>,也可以传递积极的信号(吕长江和韩慧博,2014)<sup>[2]</sup>,提升并购效率,保障并购相关方利益;另一方面,业绩承诺制度也为信息优势方提供了投机的空间,在我国资本市场对业绩承诺非理性追捧以及第二类代理问题突出的背景下,业绩承诺可能沦为并购方大股东和标的公司合谋推高股价,侵害中小股东利益的工具(王竞达和范庆泉,2017<sup>[3]</sup>;李晶晶等,2020<sup>[4]</sup>;徐莉萍等,2021<sup>[5]</sup>)。而不论业绩承诺在并购交易中扮演哪种角色,都离不开目标方和并购方的密切配合。上市公司在进行并购重组时,一般会采用股票或现金作为对价支付方式。相对于现金支付,股票支付使得目标方成为并购方的股东,并购双方的利益被牢牢地绑定在一起。因此,本文预期并购支付方式将会影响业绩承诺作用的发挥。

股票支付所发挥的利益绑定作用对业绩承诺的完成效果可能会产生两方面的影响。一方面,股票支付促使并购双方利益绑定。具体而言,股票支付通过降低并购双方在业绩承诺事前谈判和事后经营中可能出现的代理成本,为业绩承诺增加了一道保障,进一步缓解双方的信息不对称,有效避免并购风险,提高并购的协同效应,进而促进业绩承诺高质量地履行,即“协同”假说。另一方面,股票支付导致双方合谋利用业绩承诺操纵股价。具体而言,相对于现金支付,当并购交易中含有股票支付时,标的公司更愿意积极“配合”并购方,通过盈余操纵等手段完成业绩承诺,来持续推高股价,以便大股东伺机减持股票进行套利。由于承诺期间上市公司积压了大量的商誉泡沫,在承诺期满后,其更可能进行商誉减值,随之,上市公司的绩效也将会大幅下滑,即出现“业绩变脸”。此时,股票支付反而成为并购方和标的公司进行合谋的“帮凶”,致使并购业绩承诺更可能“完成”,但是完成效果却较差,即“合谋”假说。因此,并购交易中含有股票支付会对业绩承诺作用的发挥产生何种影响是一个有待实证检验的问题。

本文以2008—2018年由非金融上市公司发起且业绩承诺期届满的并购事件为研究样本,首先探讨含有股票支付的并购对业绩承诺兑现情况的影响,然后检验其对承诺期满后商誉减值和“业绩变脸”的影响,以此来验证股票支付究竟发挥了“协同”效应还是“合谋”效应。并进一步检验,这种效应在承诺期内精准达标的并购交易以及两权分离的上市公司中是否存在着差异。在拓展性研究部分,探讨含有股票支付的并购对承诺期内盈余管理以及对承诺期内和承诺期满后股票减持影响。最后,还将通过PSM、工具变量法和安慰剂检验的方法,来缓解股票支付方式和并购经济后果之间可能的内生性问题。

本文的创新点主要体现在如下几个方面:首先,本文丰富了并购支付方式的相关文献。支付方式选择是公司并购中的一项重要战略决策,受到了学者们的高度关注(Golubov等,2016)<sup>[6]</sup>。现有文献针对支付方式选择的动机和经济后果提出了信息不对称假说(Travlos,1987)<sup>[7]</sup>、投资机会假说(Faccio和Masulis,2005)<sup>[8]</sup>、风险分担假说(Huang等,2016)<sup>[9]</sup>和控制权假说(Stulz,1988)<sup>[10]</sup>等。本文基于业绩承诺这一情境,从代理理论角度,提出了合谋假说即股票支付导致并购双方合谋利用业绩承诺操纵股价,侵害中小投资者权益的行为。这一发现是对现有文献的重要补充,有助于进一步认识并购支付方式选择背后的策略动机与经济后果。其次,本文也为业绩承诺的相关研究提供了新的解读视角。已有研究从并购双方特征(Kohers和Ang,2000<sup>[11]</sup>;Bates等,2018<sup>[12]</sup>)、交易特征(Tao等,2022)<sup>[13]</sup>以及外部特征(窦炜等,2019<sup>[14]</sup>;Ewelt-Knauer等,2021<sup>[15]</sup>)等角度探讨其对业绩承诺的影响。其中,支付方式作为影响并购双方利益关系的重要交易特征对业绩承诺产生的影响已经受到了学者们的关注,例如,窦炜和方俊(2018)<sup>[16]</sup>、Tao等(2022)<sup>[13]</sup>采用承诺期间的数据,发现采用股票支付的并购更有可能兑现业绩承诺,从而推导出股票支付在业绩承诺中发挥了正面的协同效应。与此不同,本文进一步将研究区间从承诺期内拓展到承诺期以后,发现尽管采用股

票支付的并购交易更有可能兑现业绩承诺,但是一旦承诺期满,更有可能给主并公司带来商誉减值和业绩大幅下滑的风险,揭示了股票支付在业绩承诺中所导致的合谋效应,深化和补充了业绩承诺相关影响因素的研究。最后,从实践意义来看,本文揭示了股票支付可能强化并购双方的合谋动机,导致业绩承诺沦为并购双方操纵股价,进行市值管理以及投机套利的工具。本文的研究有助于加深理解中国并购重组市场中的业绩承诺乱象,对相关部门进一步完善业绩承诺制度安排以及监管具有重要的实践指导意义,对于投资者全面、理性地认识公司并购支付方式和并购业绩承诺安排也具有重要的参考价值。

## 二、文献回顾

### 1. 并购支付方式的文献回顾

企业通过并购来获得控制权需要支付相应的对价,而并购支付方式的选择作为企业实现并购战略目标的手段之一,也受到了学者们的重点关注。关于企业并购重组支付方式的动机和经济后果,存在如下几种主要的假说。

(1)信息不对称假说认为,公司内部和外部投资者之间存在着信息不对称,支付方式的选择实际上传递了公司的内部消息(Travlos,1987)<sup>[7]</sup>,当作为并购方的上市公司的股价被低估时,倾向于采用现金支付的方式;而当股价被高估时,则倾向于采用股票支付的方式,故采用股票支付方式的并购表现比较差。然而,进一步研究则发现股票支付的并购不仅反映股价被高估的代理问题,还反映公司的次优投资问题,因此,股票支付的并购绩效之所以相对较差,并不是由于并购项目本身的协同效应较差导致的,而是由于股权融资的信息传递效应所产生的(Bhagat等,2005<sup>[17]</sup>; Sudarsanam和Mahate,2003<sup>[18]</sup>)。还有研究发现,当排除融资效应之后,支付方式对于并购绩效并没有解释力(Golubov等,2016)<sup>[6]</sup>。

(2)投资机会假说认为,公司支付并购所用的现金往往通过债务获得,并购方在选择支付方式时,实际上面临着债务和股权融资的选择(Faccio和Masulis,2005)<sup>[8]</sup>。当公司的价值更依赖于未来的投资机会时,其倾向于进行股票融资;相反,当公司的价值更多依赖于现有资产时,其更愿意进行债务融资(Myers,1977)<sup>[19]</sup>。后续的研究进一步发现,融资约束的公司在面临好的并购机会时,更倾向于采用股票支付的方式,并且并购的表现更好(Karampatsas等,2014<sup>[20]</sup>;陈佳琦等,2020<sup>[21]</sup>)。

(3)风险分担假说认为,并购方和目标方之间存在着信息不对称,当目标方拥有更多的私有信息(Hansen,1987)<sup>[22]</sup>,目标方的风险比较高(Martin,1996)<sup>[23]</sup>。目标方为境外公司时(Huang等,2016)<sup>[9]</sup>,并购方面临的风险比较大,倾向于采用股票支付的方式以迫使目标方一起承担估值过高或超额支付的风险,从而提高并购收益(陈涛和李善民,2011<sup>[24]</sup>;肖万等,2021<sup>[25]</sup>)。

(4)控制权假说认为,为了避免控制权的稀释或丧失,并购方的管理层倾向于采用现金支付的方式(Stulz,1988<sup>[10]</sup>;Harris和Raviv,1988<sup>[26]</sup>)。进一步研究发现,管理层持股比例和现金支付存在着非线性关系,当管理层持股非常低或非常高时,管理层并不在意控制权的问题,倾向于采用股票支付的方式;而当管理层的持股处于中间水平时,对控制权比较敏感,则倾向于采取现金支付的方式(Martin,1996)<sup>[23]</sup>。除此之外,还有文献关注了标的方持股比例的影响,研究发现,当标的方的管理层由于接受股票支付而在完成并购后的公司中有比较大的话语权时,他们更有动机努力工作,从而提高了并购后的公司绩效(Ghosh和Ruland,1998)<sup>[27]</sup>。

### 2. 并购重组业绩承诺影响因素的文献回顾

业绩承诺最开始应用在私募股权融资中,后来逐渐应用到并购重组中。并购双方签订业绩承诺的初衷在于通过对并购交易定价的契约安排,缓解双方的信息不对称和逆向选择问题,保证标的

资产价格的公允性,从而保护相关方的利益,提高并购绩效(Kohers和Ang,2000)<sup>[11]</sup>。然而,从已有的文献来看,业绩承诺设置的动机以及能否发挥预期的作用受到了并购双方和交易特征以及外部特征等多方面因素的影响。

关于并购双方和交易特征:(1)从目标方的公司特征来看,已有研究发现,当目标方为非上市公司、处于高科技和服务行业、相对规模较大(Kohers和Ang,2000)<sup>[11]</sup>、成立时间较短(Ragozzino和Reuer,2009)<sup>[28]</sup>、研发投入较高(Datar等,2001)<sup>[29]</sup>时,与并购方之间的信息不对称程度越高,更有可能在并购中使用业绩承诺。(2)从并购方特征来看,已有学者探讨了并购方的公司特征所产生的影响,发现当并购方利润较低、成立年限较短、规模较小、产权性质为非国有(Tao等,2022)<sup>[12]</sup>以及面临着融资约束(Bates等,2018)<sup>[12]</sup>时,其信息风险较大,更倾向于在并购交易中设置业绩承诺条款。还有研究从代理冲突的角度进行分析,发现并购双方在资本市场的激励下设置业绩承诺,并将其作为攫取私有收益的工具(Song等,2019<sup>[30]</sup>;窦超和翟进步,2020<sup>[31]</sup>;徐莉萍等,2021<sup>[5]</sup>)。还有文献分析了管理者过度自信(窦炜等,2019)<sup>[14]</sup>、管理层的并购经验(Datar等,2001<sup>[29]</sup>;Reuer等,2004<sup>[33]</sup>)等个人特征的影响。(3)就并购交易特征而言,已有研究发现在跨行业、交易金额较大以及本土的并购交易中更有可能设置业绩承诺(Tao等,2022)<sup>[13]</sup>。还有文献基于业绩承诺期间的数据,发现采用股票支付方式的并购,更有可能设置业绩承诺条款,并且完成业绩承诺的可能性更大(窦炜和方俊,2018<sup>[16]</sup>;Tao等,2022<sup>[13]</sup>)。

从外部特征来看:(1)独立财务顾问在业绩承诺中的作用方面,研究表明,从整体来看,我国上市公司聘请的独立财务顾问并没有缓解目标方业绩承诺不可靠的问题(窦炜等,2019)<sup>[14]</sup>。(2)会计师在业绩承诺中的作用方面,研究发现,并购方聘用的审计师质量越高,与会计绩效挂钩的业绩承诺越容易被采用(Allee和Wangerin,2018)<sup>[34]</sup>。并购双方共用同一家会计师事务所可以有效缓解并购中的信息不对称,降低业绩承诺的应用概率,增强业绩承诺可靠性(武恒光等,2020)<sup>[35]</sup>。(3)法律制度的影响方面,已有研究发现,如果缺乏有效的法律保护,并购双方引入业绩承诺的意愿将会大幅下降,业绩承诺往往会沦为空谈(Viarengo等,2018)<sup>[32]</sup>。此外,还有文献探讨了国家文化(Ewelt-Knauer等,2021)<sup>[15]</sup>、宗教(Elnahas等,2017)<sup>[36]</sup>等非正式制度对并购重组业绩承诺决策的影响。

### 三、理论分析与研究假设

在并购市场上,企业间进行并购交易必须支付相应的对价。就上市公司而言,其可以选择现金、股票或“现金+股票”作为并购交易对价。现金支付是指并购方通过向目标方支付一定数量的现金来获取标的公司的股权或资产。股票支付是指并购方通过向目标方支付本公司的股票换取标的公司的股权或资产。现金支付的并购交易完成之后,目标方退出,和并购后的公司不再关联,不利于形成后续的利益共享和风险分担机制。而采用股票支付时,目标方获得并购方的股份,成为并购方的股东,二者的利益被牢牢地绑定在一起。就业绩承诺而言,其完成离不开并购双方的配合,因此,本文认为,股票支付会对业绩承诺作用的发挥产生影响。

一方面,对于我国上市公司的并购而言,交易标的多为非上市公司,并购双方存在着信息不对称。相对于并购方,目标方拥有更多交易标的信息。由于业绩承诺可以推高标的资产估值,目标方往往有动机在业绩承诺中虚增业绩目标来提升自身资产估值,以获得高于目标方真实价值的收入提前锁定收益。此时,并购方对目标公司进行价值评判和业绩承诺风险判断的成本较高。根据风险分担假说,当并购交易中含有股票支付时,并购双方的利益相互关联,这在一定程度上缓解了双方的信息不对称和逆向选择风险,从而降低并购双方在业绩承诺的事前谈判成本,有利于制定更合理的业绩承诺,以便后续业绩承诺更高质量完成(Hansen,1987<sup>[22]</sup>;Chang,1998<sup>[37]</sup>)。此外,股票支

付的方式将使目标方持有并购方的股份,甚至在并购方公司担任高管,其财力资本和人力资本的投入将对目标方企业形成一种正向的激励(Ghosh和Ruland,1998<sup>[27]</sup>;Da Silva Rosa等,2004<sup>[38]</sup>),使其有足够的动机和能力在并购完成后依然好好经营标的公司,获得良好的公司绩效,以促进业绩承诺兑现。相对而言,当公司仅采用现金支付时,由于缺乏事后利益共享的机制,目标方企业寻求并购双方协同效应,提高公司绩效,促进业绩承诺兑现的动机相对较弱。

由此可知,股票支付为设置业绩承诺的并购交易增加了一道保障,发挥了“定心丸”的作用,通过绑定并购双方的利益,分摊并购风险,进一步缓解了并购双方在事前谈判和事后经营方面的代理问题,有效降低并购的风险,提高并购的协同效应,进而促进业绩承诺的兑现。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:相对于仅采用现金支付,含有股票支付的并购交易不仅更有可能兑现业绩承诺,并且完成效果更好,即“协同”假说。

但是另一方面,业绩承诺可以向市场传达良好预期,能够提升二级市场的股价。在我国第二类代理冲突比较典型的背景下,并购方大股东有动机利用业绩承诺进行市值管理,即在业绩承诺中虚增业绩目标,推高并购方的股价,以便后续伺机掏空套利(李晶晶等,2020<sup>[4]</sup>;徐莉萍等,2021<sup>[5]</sup>;窦超和翟进步,2020<sup>[31]</sup>)。由于我国新兴的资本市场有效性相对较低,并且投资者的结构主要由散户投资者构成,其信息搜集能力以及专业分析能力有限,无法有效识别出业绩承诺质量,导致业绩承诺被市场非理性追捧(李晶晶等,2020)<sup>[4]</sup>。因此,业绩承诺往往沦为其进行资本运作和掏空的重要手段,成为上市公司代理问题的外在显现(李晶晶等,2020<sup>[4]</sup>;徐莉萍等,2021<sup>[5]</sup>)。而上述并购方大股东利用业绩承诺操纵股价,进行的市值管理行为是否能够顺利实施,离不开目标方的积极配合。

本文预期,相对于仅采用现金支付,当含有股票支付时,目标方积极配合并购方利用业绩承诺操纵股价,进行市值管理的意愿更强,使得并购交易中的代理冲突由大股东与中小股东的代理冲突演变为“大股东+承诺方”与中小股东之间的异化代理冲突(李晶晶等,2020)<sup>[4]</sup>。股票支付使得目标方获取并购方的股票,双方的利益绑定在一起,并且由于目标方所持有的股票不能在短期内变现<sup>①</sup>,这将促使其与并购方合谋兑现业绩承诺,持续推高股价,以便后续伺机减持股票进行套利。这是因为,如果业绩承诺能够如约兑现,可以提升上市公司的经营业绩,向市场传递积极信号,从而增加大股东的收益(王竞达和范庆泉,2017)<sup>[3]</sup>。相反,一旦承诺无法兑现,并购时确认的商誉将变成“不良资产”,导致商誉的减值和利润的下降,这不仅会带来投资者信心的丧失,还会引起监管部门的关注,造成股价的大幅下跌,使得并购方大股东之前所做的提振股价的努力“前功尽弃”(王竞达和范庆泉,2017<sup>[3]</sup>;徐莉萍等,2021<sup>[5]</sup>)。因此,并购方大股东不乏通过粉饰报表等方式来实现业绩承诺(原红旗等,2021)<sup>[39]</sup>。而在业绩承诺到期之后,并购双方利用业绩承诺操纵股价、进行市值管理的动机降低。由于股票支付加剧了并购内部人(“大股东+承诺方”)在承诺期内的操纵行为,使得并购方积压了大量的商誉泡沫,在承诺到期以后,含有股票支付的上市公司可能会进行商誉减值,随之公司的绩效也将会大幅下滑,即出现了业绩承诺兑现以后的“业绩变脸”。

但是,对于仅仅采用现金支付的并购而言,交易一旦完成以后,目标方已经获得了现金收入,并没有和并购方的利益分享机制。尽管目标方不能兑现业绩承诺可能面临一定的补偿,但是高溢价所带来的收益可能远远高于补偿金额,因此,目标方配合兑现业绩承诺的动机相对较弱。因此,本文提出如下假设:

① 证监会发布的《上市公司重大资产重组管理办法》规定,“特定对象以资产认购而取得的上市公司股份,自股份发行结束之日起12个月内不得转让”。

$H_2$ :尽管相对于仅采用现金支付,含有股票支付的并购交易更有可能兑现业绩承诺,但是业绩承诺兑现后会带来商誉减值、业绩变脸等不良影响,即“合谋”假说。

## 四、研究设计

### 1. 样本选取与数据来源

本文以2008—2018年由非金融上市公司发起且业绩承诺期届满的并购事件为研究样本。本文中所用的业绩承诺、商誉减值、并购交易和并购双方公司财务特征的数据均来源于CSMAR数据库。对于商誉减值的数据,本文采用人工匹配的方法识别每一次并购所对应的商誉减值情况。考虑到业绩承诺期持续时间较长,本文保留并购完成后至少一年的经营和市场表现数据。

本文所用到的样本具体筛选过程如下:剔除并购方为金融企业的样本;剔除ST、PT或\*ST的样本;剔除并购方的 $Debt$ (资产负债率)超过100%, $Tang$ (有形资产占比)超过100%以及被并购方的 $Target\_Debt$ (资产负债率)超过100%等存在异常值的样本;剔除相关数据缺失的样本;为消除极端值对回归结果的影响,本文对所有并购方和被并购方特征的连续变量在1%和99%分位上进行缩尾(Winsorize)处理。最后本文共得到843个观测值。

### 2. 模型及变量

借鉴Caplan等(2017)<sup>[40]</sup>、李晶晶等(2020)<sup>[4]</sup>、徐莉萍等(2021)<sup>[5]</sup>等研究,本文构建了以下模型检验本文提出的假说:

$$PC = \alpha + \beta Dum\_Stock + \gamma Control + \varepsilon \quad (1)$$

其中,本文的核心因变量为 $PC$ ,其表示并购业绩承诺的兑现效果,包括业绩承诺的兑现情况以及业绩承诺到期后的表现。其中,业绩承诺兑现情况分别从并购标的是否兑现业绩承诺( $Mis\_Comple$ )和并购标的业绩承诺兑现的年数占承诺总年数的比例( $P\_Comple$ )两个方面来衡量;业绩承诺到期后的表现分别从承诺期前后商誉减值情况(是否发生商誉减持 $Dum\_Syjz$ )以及承诺期前后公司绩效的变化( $DROA$ 、 $DEBIT$ )两个方面来衡量。本文的核心解释变量为并购是否采用股票支付( $Dum\_Stock$ )。由于主要关注的是并购交易中引入股票支付将并购双方的利益紧密联系在一起而产生的协同或合谋的作用,本文中界定的股票支付包括仅采用股票支付和混合支付(现金支付+股票支付)两类。

本文控制了并购方公司的特征,包括公司规模( $Size$ )、资产负债率( $Debt$ )、利润率( $ROA$ )、市账比( $MB$ )、成长性( $Growth$ )、有形资产率( $Tang$ )、市场收益率( $Return\_Year$ )、董事会人数( $Board$ )、独立董事占比( $Indep$ )、第一大股东持股比例( $Top1$ )、产权性质( $SOE$ )。本文也控制了目标方公司的特征,包括负债率( $Target\_Debt$ )、规模( $Target\_Size$ )和利润率( $Target\_ROA$ )。本文还控制了并购交易的特征,包括是否为关联并购( $Rpt$ )、溢价率( $PE\_MA$ )以及并购方和目标方是否处于相同行业( $Dum\_Sameind$ )。此外,本文也对收购方和目标方行业固定效应( $Industry-A$ 和 $Industry-T$ )和年度固定效应( $Year$ )进行了控制。上述所有控制变量用 $Control$ 表示。最后,为保证研究结论的稳健性,本文对标准误进行了公司层面的聚类调整。

本文主要变量的定义如表1所示。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
自变量	$Dum\_Stock$	并购是否为股票支付的哑变量	并购交易采用股票支付取值为1,否则为0。其中,股票支付包括纯股票支付和混合支付(现金支付+股票支付)两类

续表 1

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
因变量	<i>Mis_Comple</i>	并购目标方是否兑现业绩承诺的哑变量	并购目标方兑现业绩承诺取值为 1, 否则为 0
	<i>P_Comple</i>	并购目标方业绩承诺兑现率	并购目标方承诺兑现年份占承诺总年份的比例
	<i>Dum_Sygz</i>	并购方是否进行商誉减值的哑变量	并购方在整个研究区间内进行商誉减值取值为 1, 否则为 0
	<i>Dum_Sygz_Before</i>	并购方是否在业绩承诺期内进行商誉减值的哑变量	并购方在业绩承诺期内进行商誉减值取值为 1, 否则为 0
	<i>Dum_Sygz_After</i>	并购方是否在业绩承诺期结束后进行商誉减值的哑变量	并购方在业绩承诺期结束后进行商誉减值取值为 1, 否则为 0
	<i>DROA_Before</i>	并购方业绩承诺期间相较业绩承诺前财务绩效 ROA 的变化	并购方业绩承诺期间平均绩效相较业绩承诺开始前一年财务绩效 ROA 的变化
	<i>DEBIT_Before</i>	并购方业绩承诺期间相较业绩承诺前财务绩效 EBIT 的变化	并购方业绩承诺期间平均绩效相较业绩承诺开始前一年财务绩效 EBIT 的变化
	<i>DROA_After</i>	并购方业绩承诺完成后和业绩承诺期间财务绩效 ROA 变化	并购方业绩承诺完成后第一年财务绩效相较业绩承诺期间平均财务绩效 ROA 变化
	<i>DEBIT_After</i>	并购方业绩承诺完成后和业绩承诺期间财务绩效 EBIT 变化	并购方业绩承诺完成后第一年财务绩效相较业绩承诺期间平均财务绩效 EBIT 变化
控制变量	<i>Size</i>	并购方公司规模	并购方的公司规模的自然对数, 即 $\ln(\text{公司资产})$
	<i>Debt</i>	并购方的资产负债率	并购方的负债总额/并购方的资产总额
	<i>ROA</i>	并购方的利润率	并购方的净利润/并购方的总资产
	<i>MB</i>	并购方的市账比	并购方的权益市场价值/并购方的所有者权益
	<i>Growth</i>	并购方的成长性	并购方的销售收入的增长率
	<i>Tang</i>	并购方有形资产率	并购方固定资产/公司的总资产
	<i>Return_Year</i>	并购方的市场收益率	并购方考虑现金红利再投资的年个股回报率
	<i>Board</i>	并购方的董事会人数	并购方的董事会人数即 $\log(1 + \text{董事会人数})$
	<i>Indep</i>	并购方的独立董事占比	并购方独立董事人数/并购方董事会人数
	<i>Top1</i>	并购方第一大股东持股比例	并购方第一大股东的持股比例
	<i>SOE</i>	并购方的产权性质	并购方为国有企业取值为 1, 否则为 0
	<i>Dum_Sameind</i>	并购方和目标方是否处于相同行业	并购方和目标方处于相同行业取值为 1, 否则为 0
	<i>Rpt</i>	并购是否为关联并购	并购属于关联并购取值为 1, 否则为 0
	<i>PE_MA</i>	并购溢价率	并购交易价值/目标方的账面价值
	<i>Target_Debt</i>	目标方负债率	并购标的的负债总额/并购标的的资产总额
<i>Target_Size</i>	目标方的规模	并购标的的资产的自然对数, 即 $\ln(\text{目标方的资产规模})$	
<i>Target_ROA</i>	目标方的利润率	并购标的的净利润/并购目标总资产	
拓展性检验	<i>EM1991</i>	基于琼斯模型 (Jones, 1991) <sup>[41]</sup> 计算的并购方的盈余管理程度	使用分年度分行业横截面回归的琼斯模型 (Jones, 1991) <sup>[41]</sup> 计算的并购方的操纵性应计利润

续表 1

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
拓展性 检验	<i>EM1995</i>	基于修正的琼斯模型(Dechow等,1995) <sup>[42]</sup> 计算的并购方的盈余管理程度	使用分年度分行业横截面回归修正的琼斯模型(Dechow等,1995) <sup>[42]</sup> 计算得到的并购方的操纵性应计利润
	<i>Dum_Reduce</i>	并购方股东是否进行股票减持的哑变量	并购方股东在整个研究区间内进行股票减持取值为1,否则为0
	<i>Dum_Reduce_Before</i>	并购方股东是否在业绩承诺期内进行股票减持的哑变量	并购方股东在业绩承诺期内进行股票减持取值为1,否则为0
	<i>Dum_Reduce_After</i>	并购方股东是否在业绩承诺期结束后进行股票减持的哑变量	并购方股东在业绩承诺期结束后进行股票减持取值为1,否则为0
异质性 检验	<i>JZ1</i>	业绩承诺是否精准达标(100%~100.5%)	业绩承诺的平均完成率在100%~100.5%取值为1,否则为0
	<i>JZ2</i>	业绩承诺是否精准达标(100%~102%)	业绩承诺的平均完成率在100%~102%取值为1,否则为0
	<i>Dum_sep</i>	并购方的两权分离度的哑变量	并购方公司的控制权大于现金流权取值为1,否则为0

### 3. 描述性统计

表2列示了本文主要研究变量的描述统计结果。结果显示,股票支付(*Dum\_Stock*)的平均值为0.795,说明样本中约79.5%的并购活动采用股票支付方式<sup>①</sup>。就业绩承诺兑现情况而言,*Mis\_Comple*的均值为0.563,表明约56.3%的公司兑现了业绩承诺,*P\_Comple*的均值为0.767,表明平均而言,样本公司业绩承诺兑现年份占总年份的76.7%。*Dum\_SyJz*的均值为0.535,表明53.5%的样本在研究区间进行了商誉减值;*Dum\_SyJz\_Before*的均值为0.21,表明约21%的样本在业绩承诺期满前进行了商誉减值。*Dum\_SyJz\_After*的均值为0.318,表明约31.8%的样本在业绩承诺期结束后进行商誉减值。*Dum\_Reduce*的均值为0.371,表明近37.1%的样本公司大股东在研究区间进行了股票减持。*Dum\_Reduce\_Before*的均值为0.212,表明21.2%的样本公司股东在业绩承诺期满前进行了减持。*Dum\_Reduce\_After*的均值为0.427,说明近42.7%的样本在业绩承诺期满后发生了大股东减持。其他变量的取值与已有研究一致,这里不再赘述。

表2 描述性统计

变量	观测值	均值	方差	均差	中位数	最大值
<i>Dum_Stock</i>	843	0.795	0.404	0.000	1.000	1.000
<i>Mis_Comple</i>	843	0.563	0.496	0.000	1.000	1.000
<i>P_Comple</i>	843	0.767	0.312	0.000	1.000	1.000
<i>Dum_SyJz</i>	843	0.535	0.499	0.000	1.000	1.000
<i>Dum_SyJz_Before</i>	843	0.210	0.408	0.000	0.000	1.000
<i>Dum_SyJz_After</i>	843	0.318	0.466	0.000	0.000	1.000
<i>DROA_Before</i>	616	0.002	0.048	-0.171	0.003	0.191
<i>DEBIT_Before</i>	616	0.002	0.055	-0.200	0.002	0.216

① 其中,仅采用股票支付占比27.4%,混合支付占比51.4%。



续表 2

变量	观测值	均值	方差	均差	中位数	最大值
<i>DROA_After</i>	616	0.002	0.059	-0.233	0.004	0.171
<i>DEBIT_After</i>	616	0.002	0.064	-0.234	0.005	0.189
<i>Dum_Reduce</i>	843	0.371	0.483	0.000	0.000	1.000
<i>Dum_Reduce_Before</i>	843	0.212	0.409	0.000	0.000	1.000
<i>Dum_Reduce_After</i>	843	0.427	0.495	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	843	21.484	0.936	19.462	21.325	24.605
<i>Debt</i>	843	0.344	0.190	0.053	0.309	0.828
<i>ROA</i>	843	0.043	0.048	-0.306	0.040	0.162
<i>MB</i>	843	2.834	1.937	0.239	2.302	9.410
<i>Growth</i>	843	0.249	0.403	-0.518	0.178	2.505
<i>Tang</i>	843	0.372	0.179	0.028	0.346	0.900
<i>Return_Year</i>	843	0.465	0.696	-0.570	0.307	2.920
<i>Board</i>	843	2.110	0.187	1.609	2.197	2.639
<i>Indep</i>	843	0.376	0.054	0.250	0.364	0.714
<i>Top1</i>	843	0.316	0.135	0.084	0.287	0.715
<i>SOE</i>	843	0.197	0.398	0.000	0.000	1.000
<i>Dum_Sameind</i>	843	0.278	0.448	0.000	0.000	1.000
<i>Rpt</i>	843	0.391	0.488	0.000	0.000	1.000
<i>PE_MA</i>	843	8.477	10.489	0.993	5.087	68.866
<i>Target_Debt</i>	843	0.480	0.211	0.050	0.463	0.938
<i>Target_Size</i>	843	18.128	3.360	8.054	18.981	23.728
<i>Target_ROA</i>	843	0.156	0.147	-0.210	0.128	0.682

### 五、主检验结果与分析

本部分检验了股票支付对业绩承诺兑现效果的影响。具体而言,本文首先检验并购采用股票支付对业绩承诺兑现情况的影响,并进一步检验业绩承诺兑现后是否存在商誉减值和绩效“变脸”,来检验业绩承诺的兑现效果,以识别业绩承诺究竟发挥“协同”效应还是“合谋”效应。

#### 1. 股票支付和业绩承诺兑现情况

本文首先检验股票支付(*Dum\_Stock*)对业绩承诺兑现情况的影响。本文分别采用并购标的是否兑现业绩承诺(*Mis\_Comple*)和业绩承诺兑现的年数占承诺总年数的比例(*P\_Comple*)来衡量业绩承诺的兑现情况。本文还控制了并购方公司规模(*Size*)、资产负债率(*Debt*)、利润率(*ROA*)、市账比(*MB*)、成长性(*Growth*)、有形资产率(*Tang*)、市场收益率(*Return\_Year*)、董事会人数(*Board*)、独立董事占比(*Indep*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、产权性质(*SOE*)等特征数据,还控制并购交易特征,包括:并购双方是否处于同一行业(*Dum\_Sameind*),是否为关联并购(*Rpt*),并购的溢价率(*PE\_MA*)等,还进一步控制了标的方负债率(*Target\_Debt*)、规模(*Target\_Size*)和利润率(*Target\_ROA*)等指标,实证结果如表 3 所示。表 3 中列(1)采用 Probit 模型进行回归,*Dum\_Stock* 的系数在 1% 的水平上显著为正;列(2)采用 Tobit 模型进行回归,*Dum\_Stock* 的系数也在 1% 的水平上显著为正。由此可以说明,并购交易采用股票支付能够提高目标方兑现业绩承诺的可能性,并且有利于提升业绩承诺的兑现比例。

表3 股票支付对业绩承诺兑现情况的影响

变量	(1) <i>Mis_Comple</i>	(2) <i>P_Comple</i>
<i>Dum_Stock</i>	0.399*** (2.69)	0.390*** (5.53)
<i>Size</i>	0.188* (1.84)	0.064 (1.20)
<i>Growth</i>	0.570*** (3.33)	0.234*** (2.87)
<i>Tang</i>	0.853* (1.86)	0.373* (1.65)
<i>Debt</i>	0.510 (1.15)	0.362 (1.63)
<i>ROA</i>	1.067 (0.65)	0.755 (1.00)
<i>MB</i>	0.077 (1.43)	0.017 (0.69)
<i>Top1</i>	1.236** (2.33)	0.483** (2.14)
<i>Return_Year</i>	-0.081 (-0.61)	-0.002 (-0.02)
<i>SOE</i>	0.292* (1.71)	0.178** (1.99)
<i>Board</i>	-0.585 (-1.38)	-0.120 (-0.62)
<i>Indep</i>	0.605 (0.45)	0.578 (0.88)
<i>PE_MA</i>	-0.001 (-0.13)	0.003 (1.14)
<i>Dum_Sameind</i>	-0.014 (-0.07)	-0.017 (-0.18)
<i>Rpt</i>	0.088 (0.70)	0.028 (0.45)
<i>Target_ROA</i>	-0.634 (-1.41)	-0.550** (-2.49)
<i>Target_Debt</i>	-0.447 (-1.51)	-0.221 (-1.39)
<i>Target_Size</i>	-0.026 (-1.37)	-0.010 (-1.08)
常数项	2.111 (0.86)	2.560 (0.01)
年度固定效应	是	是
收购方行业固定效应	是	是
标的方行业固定效应	是	是
观测值	834	843
调整 R <sup>2</sup>	0.137	0.110

注:\*\*\*、\*\*、\*分别为在1%、5%、10%的水平下显著;括号内为T值,经过公司层面聚类调整,下同

## 2. 股票支付和商誉减值

本文还检验了股票支付对商誉减值的影响。本文首先检验股票支付(*Dum\_Stock*)对整个研究区间商誉减值(*Dum\_Syjs*)的影响。然后,本文将研究区间分为承诺期内和承诺期结束后两个时间段,分别检验股票支付对承诺期内商誉减值(*Dum\_Syjs\_Before*)和承诺期结束后商誉减值(*Dum\_Syjs\_After*)的影响。最后,本文又进一步将承诺结束后的时间段分为承诺完成一年(*Dum\_Syjs\_After1*)、两年(*Dum\_Syjs\_After2*)以及三年及以上(*Dum\_Syjs\_After*≥3),分别检验股票支付所产生的影响,实证结果如表4所示。

由表4第(1)列的结果可知,*Dum\_Stock*的系数并不显著,这说明,总体来看,采用股票支付的并购和采用现金支付的并购在未来商誉减值上并没有显著的差异。而列(2)中*Dum\_Stock*的系数显著为负,这说明,相对于现金支付的并购,股票支付的并购更不容易在承诺期内发生商誉减值。列(3)中*Dum\_Stock*的系数显著为正,这说明,相对于现金支付的并购,股票支付的并购更容易在承诺期结束以后发生商誉减值。并且进一步的结果显示,列(4)中*Dum\_Stock*的系数显著为正,而列(5)和列(6)的结果并不显著,这意味着,股票支付的并购更有可能在承诺期结束后的第一年发生商誉减值<sup>①</sup>。

① 由于本文分别考察业绩承诺完成后1年、2年、3年及以上商誉减值的变化,从而导致样本的观测值逐渐减少。

表 4 股票支付对商誉减值的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Dum_Syzz</i>	<i>Dum_Syzz_Before</i>	<i>Dum_Syzz_After</i>	<i>Dum_Syzz_After1</i>	<i>Dum_Syzz_After2</i>	<i>Dum_Syzz_After</i> ≥3
<i>Dum_Stock</i>	0.194 (1.28)	-0.288* (-1.65)	0.511*** (2.88)	0.488** (2.42)	0.133 (0.59)	0.216 (0.59)
常数项	8.409*** (2.87)	-2.608 (-0.95)	2.474 (0.87)	-2.730 (-1.01)	1.932 (0.42)	-7.822 (-1.22)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
收购方行业 固定效应	是	是	是	是	是	是
标的方行业 固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	811	792	793	756	563	506
调整 R <sup>2</sup>	0.209	0.129	0.217	0.191	0.254	0.456

### 3. 股票支付和承诺期前后续效变化

本文又进一步检验了股票支付对承诺期前后上市公司财务绩效变化的影响。本文采用 ROA 和 EBIT 来衡量公司的财务绩效,为了排除行业因素的影响,分别对其进行行业调整。本文首先检验了股票支付对上市公司承诺期间相较于承诺前财务绩效变化的影响 (*DROA\_Before*、*DEBIT\_Before*),然后又进一步检验了对上市公司承诺期结束后相较承诺期间财务绩效变化的影响 (*DROA\_After* 和 *DEBIT\_After*),实证结果如表 5 所示。

表 5 股票支付对承诺期前后续效变化的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	承诺期间绩效 - 承诺前绩效		承诺期结束后绩效 - 承诺期间绩效	
	<i>DROA_Before</i>	<i>DEBIT_Before</i>	<i>DROA_After</i>	<i>DEBIT_After</i>
<i>Dum_Stock</i>	0.001 (0.20)	0.001 (0.19)	-0.018** (-2.04)	-0.018** (-2.00)
常数项	0.273*** (3.10)	0.332*** (3.71)	0.223** (2.32)	0.266*** (2.75)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是
收购方行业 固定效应	是	是	是	是
标的方行业 固定效应	是	是	是	是
观测值	616	616	616	616
调整 R <sup>2</sup>	0.098	0.120	0.095	0.095

由表 5 列(1)和列(2)的结果可知,*Dum\_Stock* 的系数并不显著,这说明,相对于现金支付,当并购交易采用股票支付时,上市公司业绩承诺期间相较业绩承诺之前的财务绩效并没有显著的差异;而列(3)和列(4)的结果显示,*Dum\_Stock* 的系数是显著为负的,这意味着相对于现金支付,当并购交易采用股票支付时,上市公司的财务绩效在承诺期结束以后开始明显下滑,即发生了业绩“变脸”。

综上,本文发现,相对于现金支付,采用股票支付的并购更有可能兑现业绩承诺,但进一步研究发现,采用股票支付的并购在业绩承诺兑现后尤其是完成后的第一年更容易发生商誉减值,并且公司绩效在业绩承诺兑现后更有可能“变脸”。以上结果支持了本文的假设 H<sub>2</sub>,即“合谋”假说。

#### 4. 异质性分析

(1)精准达标的影响。本文首先构建精准达标的指标,如果业绩承诺的平均兑现比率在 100% ~ 100.5% 之间,  $JZ1$  取值为 1, 否则为 0; 如果业绩承诺的平均兑现比率在 100% ~ 102% 之间,  $JZ2$  的取值为 1, 否则为 0, 以此来检验精准达标对股票支付和商誉减值、承诺期前后公司绩效变化的影响, 实证结果如表 6 所示。

表 6 精准达标对承诺期后上市公司商誉减值和业绩变化的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Dum\_Syjz\_After$	$Dum\_Syjz\_After$	$DROA\_After$	$DROA\_After$
$Dum\_Stock \times JZ1$	4.709*** (6.53)		-0.012** (-2.20)	
$Dum\_Stock \times JZ2$		4.986*** (10.69)		-0.010** (-1.97)
$JZ1$	-4.652*** (-10.42)		0.011*** (3.01)	
$JZ2$		-4.494*** (-10.50)		0.005 (1.32)
$Dum\_Stock$	0.460** (2.21)	0.372* (1.76)	-0.004 (-1.41)	-0.003 (-1.16)
常数项	-2.770 (-0.88)	-2.764 (-0.87)	0.029 (0.89)	0.030 (0.91)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是
收购方行业固定效应	是	是	是	是
标的方行业固定效应	是	是	是	是
观测值	663	663	683	683
调整 $R^2$	0.182	0.193	0.042	0.048

由表 6 中列(1)和列(2)的结果可知,  $Dum\_Stock \times JZ1$  和  $Dum\_Stock \times JZ2$  的系数均显著为正, 由此可以说明, 股票支付的并购在业绩承诺兑现后发生商誉减值更多体现在精准达标的并购交易中。列(3)和列(4)的结果均显著为负, 说明股票支付的并购在业绩承诺到期以后发生“变脸”更多体现在精准达标的并购交易中。

(2)两权分离度的影响。本文检验了上市公司两权分离度对业绩承诺期结束后商誉减值和公司业绩变脸情况所产生的影响, 实证结果如表 7 所示, 上市公司两权分离度 ( $Dum\_Sep$ ) 和股票支付 ( $Dum\_Stock$ ) 的交乘项  $Dum\_Sep \times Dum\_Stock$  的系数在第(1)列的系数显著为正, 在第(2)列系数显著为负。以上结果表明, 当上市公司(并购方)两权分离时, 并购方大股东攫取私利动机越强, 业绩承诺兑现后上市公司商誉减值和公司业绩变脸的情况越突出, 为本文的“合谋”假说提供了进一步的证据支持。

表 7 两权分离度对业绩承诺完成后上市公司商誉减值和公司绩效的影响

变量	(1)	(2)
	$Dum\_Syjz\_After$	$DROA\_After$
$Dum\_sep \times Dum\_Stock$	0.785** (1.96)	-0.013* (-1.70)
$Dum\_sep$	-0.545 (-1.51)	0.011* (1.69)
$Dum\_Stock$	0.117 (0.48)	-0.004 (-0.76)
常数项	-2.250 (-0.69)	0.150** (2.08)
控制变量	控制	控制
年度固定效应	是	是
收购方行业固定效应	是	是
标的方行业固定效应	是	是
观测值	663	616
调整 $R^2$	0.188	0.142

### 5. 内生性检验

(1)倾向匹配得分法。本文运用倾向值得分法对实验组进行样本匹配。具体来说,本文根据并购交易是否使用股票支付设置了实验组哑变量  $Dum\_Stock$ ,当并购交易采用股票支付时, $Dum\_Stock$  取值为 1,否则为 0。在此基础上,利用前文对应模型中所有的控制变量,以及并购双方所在行业和年份的哑变量,采用半径为 0.006 的最近邻匹配且无放回抽样的方法对实验组公司进行一一匹配。本文还分别检验了配对后实验组和控制组在公司特征上的差异,发现两组样本均不存在显著差异,并且所有的匹配变量的偏差都小于 Rosenbaum 和 Rubin(1985)<sup>[43]</sup> 提出的偏差比例不超过 20% 的匹配效果较好的判断标准。由此可知,本文的匹配满足平衡性假设,并且本文还对比了匹配前后的核密度,满足共同支撑假设。

基于 PSM 匹配样本,本文分别检验股票支付对是否兑现业绩承诺 ( $Mis\_Comple$ )、业绩承诺兑现比例 ( $P\_Comple$ ) 以及业绩承诺期满后是否进行商誉减值 ( $Dum\_Syjz\_After$ )、是否发生业绩变脸 ( $DROA\_After$ 、 $DEBIT\_After$ ) 等方面的差异,结果如表 8 所示。基于 PSM 方法的估计结果与前文发现一致,均符合本文的预期,从而进一步验证了本文结论的稳健性。

表 8 内生性检验——基于 PSM 方法的估计结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$Mis\_Comple$	$P\_Comple$	$Dum\_Syjz\_After$	$DROA\_After$	$DEBIT\_After$
$Dum\_Stock$	0.497*** (2.76)	0.486*** (4.25)	0.800*** (3.68)	-0.019** (-2.08)	-0.023** (-2.32)
常数项	-5.806 (-1.30)	-2.632 (-0.96)	0.714 (0.14)	0.026 (0.18)	0.149 (0.87)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是	是
收购方行业固定效应	是	是	是	是	是
标的方行业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	278	263	500	210	210
调整 R <sup>2</sup>	0.161	0.230	0.1386	0.112	0.105

(2)工具变量法。借鉴窦炜等(2019)<sup>[14]</sup>的思路,以同时期同行业(并购方和标的方所在行业)其他上市公司并购重组支付方式作为工具变量  $IV$ 。选择这一工具变量的背后逻辑是公司在并购重组选择支付方式时会受到同行业其他上市公司在选择相同行业的标的方时所采用的并购重组支付方式的影响,但是同行业的其他公司不会对样本标的业绩承诺、商誉减值和财务绩效产生直接影响。由表 9 中列(1)、(3)、(5)、(7)和(9)的结果可知,工具变量均在 1% 的显著性水平下通过检验,说明该工具变量满足相关性要求。同时,第一阶段回归方程中的 F 统计量均大于 10,基本上拒绝了弱工具变量假设。由表 9 中列(2)、(4)、(6)、(8)和(10)的结果可知, $Dum\_Stock$  的结果均在 1% 或 10% 的水平上显著,与主检验的结果一致。这在一定程度上缓解了本文的内生性问题。

表 9 内生性检验——工具变量法

Panel A: 股票支付和业绩承诺、商誉减值 - 工具变量法						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	$Dum\_Stock$	$Mis\_Comple$	$Dum\_Stock$	$P\_Comple$	$Dum\_Stock$	$Dum\_Syjz\_After$
$IV$	0.723*** (14.46)		0.724*** (14.62)		0.728*** (14.61)	

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	<i>Dum_Stock</i>	<i>Mis_Comple</i>	<i>Dum_Stock</i>	<i>P_Comple</i>	<i>Dum_Stock</i>	<i>Dum_Syjs_After</i>
<i>Dum_Stock</i>		0.716*** (3.40)		0.577*** (4.81)		0.900*** (3.42)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
收购方行业固定效应	是	是	是	是	是	是
标的方行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	834	834	843	843	793	793
F 检验值	12.22		12.17		12.64	

Panel B: 股票支付和公司绩效变化 - 工具变量法

变量	(7)	(8)	(9)	(10)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	<i>Dum_Stock</i>	<i>DROA_After</i>	<i>Dum_Stock</i>	<i>DEBIT_After</i>
<i>IV</i>	0.970*** (20.79)		0.970*** (20.79)	
<i>Dum_Stock</i>		-0.013* (-1.65)		-0.014* (-1.77)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是
收购方行业固定效应	是	是	是	是
标的方行业固定效应	是	是	是	是
观测值	616	616	616	616
F 检验值	10.84		10.80	

(3) 安慰剂检验。本文还进行了安慰剂检验, 借鉴 Hu (2021)<sup>[44]</sup>、任胜钢等 (2019)<sup>[45]</sup> 的思路, 通过随机分配试点样本进行安慰剂检验。总样本中现金支付的样本占 21%, 本文从总样本中随机选取 21% 的样本作为处理组, 假设这些并购为现金支付, *False\_Dum\_Stock* 取值为 0; 其他并购样本作为控制组, 假设这些样本为股票支付, *False\_Dum\_Stock* 的取值为 1。本文利用随机抽样后的样本, 检验构建的股票支付变量 (*False\_Dum\_Stock*) 对业绩承诺兑现情况、商誉减值和绩效变化的影响。为了避免小概率事件的影响, 本文进行了 500 次随机抽样进行回归。

由于这一处理过程是随机分配的, 那么 *False\_Dum\_Stock* 所产生的影响应当接近于 0。图 1 ~ 图 5 分别显示了 *False\_Dum\_Stock* 对业绩承诺是否兑现 (*Mis\_Comple*)、业绩承诺完成比例 (*P\_Comple*)、承诺期后是否进行商誉减值 (*Dum\_Syjs\_After*), 以及承诺期后公司绩效 (*ROA*) 的变化 (*DROA\_After*)、承诺期后公司绩效 (*EBIT*) 的变化 (*DEBIT\_After*) 的影响, 其回归的系数均集中在 0 附近, 并且绝大多数的 *p* 值大于 0.1。表 3 中列 (1) 和列 (2) 中 *Dum\_Stock* 对 *Mis\_Comple* 和 *P\_Comple* 回归的基准系数分别为 0.399 (对应图 1 中的竖线) 和 0.390 (对应图 2 中的竖线), 表 4 列 (3) 中 *Dum\_Stock* 对 *Dum\_Syjs\_After* 的回归基准系数为 0.511 (对应图 3 中的竖线), 表 5 列 (3) 和列 (4) 中 *Dum\_Stock* 对 *DROA\_After* 和 *DEBIT\_After* 回归基准系数都为 -0.018 (对应图 4、图 5 中的竖线)。如图 1 ~ 5 所示, 这些真实的基准回归系数均落在随机生成分布的极端值位置。以上结果进一步排除了存在不可观测的变量驱动本文的实证结果的可能性, 从而再次验证研究结论的稳健性和可靠性。

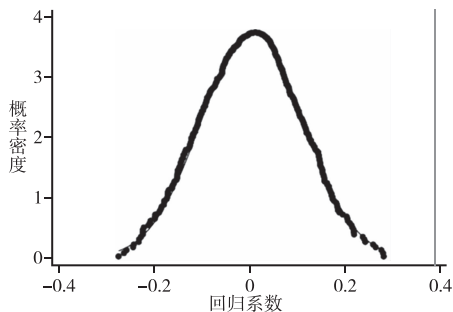


图1 随机股票支付对是否业完成业绩承诺影响

系数核密度图

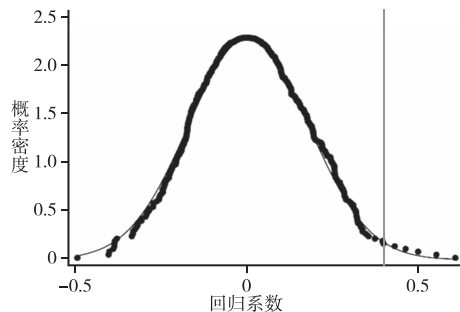


图2 随机股票支付对业绩承诺完成比例影响

系数核密度图

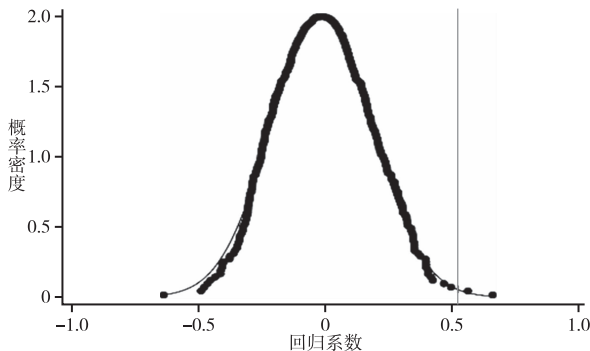


图3 随机股票支付对是否商誉减值影响系数核密度图

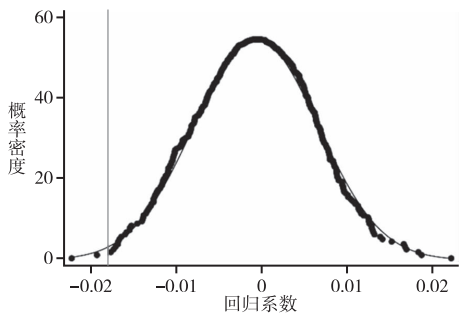


图4 随机股票支付对业绩(ROA)变化影响系数

核密度图

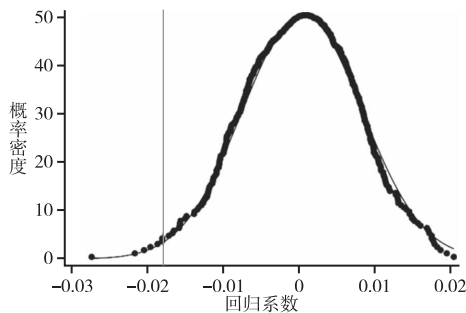


图5 随机股票支付对业绩(EBIT)变化影响系数

核密度图

## 六、拓展性分析

前文发现,当并购交易采用股票支付时,业绩承诺更有可能完成,然而一旦过了承诺期,上市公司更容易出现商誉减值并且业绩开始“变脸”。本文认为其原因在于,并购交易采用股票支付方式时,由于目标方持有并购方公司的股票,并购方和目标方的利益进行绑定,二者更有可能在业绩承诺期内通过盈余操纵的方式来兑现业绩承诺,制造繁荣假象,以持续推高股价,伺机进行套利。而在承诺期之后,公司利用业绩承诺操纵股价的动机随之降低,加之在承诺期间内积累了大量的坏消息,上市公司将会进行商誉减值,随之公司绩效出现下滑。因此,本文首先检验股票支付对承诺期内盈余操纵行为的影响,以识别并购双方“合谋”的实现手段。然后,又检验了股票支付对大股东减持行为的影响,以进一步验证并购双方“合谋”的利益获取途径。

### 1. “合谋”的实现手段:股票支付和承诺期内的盈余管理

本文实证检验了股票支付对上市公司承诺期内盈余管理的影响。具体来说,本文借鉴已有文献,

分别采用琼斯模型(Jones, 1991)<sup>[41]</sup>以及经过修正的琼斯模型(Dechow等, 1995)<sup>[42]</sup>来度量公司的盈余管理水平,其实证结果如表10所示。由表10的结果可知,无论采用琼斯模型计算的盈余管理指标(EM1991)还是用修正的琼斯模型计算的盈余管理指标(EM1995),*Dum\_Stock*的系数都是显著为正,由此可以说明,相对于现金支付,采用股票支付的上市公司在承诺期内更有可能进行盈余管理。

表10 股票支付对承诺期内盈余管理的影响

变量	(1)	(2)
	EM1991	EM1995
<i>Dum_Stock</i>	0.024* (1.96)	0.028** (2.26)
常数项	-0.264 (-1.24)	-0.192 (-0.85)
控制变量	控制	控制
年度固定效应	是	是
收购方行业固定效应	是	是
标的方行业固定效应	是	是
观测值	838	838
调整 R <sup>2</sup>	0.290	0.262

## 2. “合谋”利益获取途径:股票支付和大股东减持

本部分检验了股票支付对上市公司大股东减持的影响。本文首先检验了在承诺期和承诺期后的1年内,采用股票支付的上市公司是否更有可能发生大股东减持,然后又分别检验了其对承诺期内、承诺后一年内以及承诺期之后的第二年及以后大股东减持行为的影响。其实证结果如表11所示。

表11 股票支付对大股东减持的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Dum_Reduce</i>	<i>Dum_Reduce_Before</i>	<i>Dum_Reduce_After1</i>	<i>Dum_Reduce_After ≥ 2</i>
<i>Dum_Stock</i>	0.601*** (3.24)	0.391** (2.17)	0.388** (2.02)	-0.115 (-0.54)
常数项	-0.953 (-0.28)	-0.089 (-0.03)	-2.303 (-0.70)	-2.783 (-0.72)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是
收购方行业固定效应	是	是	是	是
标的方行业固定效应	是	是	是	是
观测值	702	623	699	518
调整 R <sup>2</sup>	0.273	0.243	0.141	0.178

由表11的第(1)列的结果可知,*Dum\_stock*的系数显著为正,这说明整体来看,采用股票支付的上市公司更有可能发生大股东的减持行为。进一步地,由列(2)和列(3)的结果可知,*Dum\_stock*的系数均显著为正,这意味着,无论在承诺期以内还是在承诺期后的一年内,采用股票支付的上市公司大股东更有可能进行减持。列(4)中*Dum\_stock*的系数不显著,这说明,在承诺期后的第二年以及以后,采用股票支付和现金支付的上市公司大股东在减持行为方面并不存在显著的差异。

本文主检验的结果显示,股票支付的上市公司在承诺期内以及承诺期后的第一年内开始发生商誉减值,本文的结果显示,采用股票支付的上市公司的大股东在商誉减值和业绩“变脸”之前,更有可能减持套现,从而再次印证了本文的“合谋”假设。进一步地,本文通过对大股东减持的数据进行梳理后发现,这些减持的大股东既包括并购方原来的大股东,也包括并购方在并购时通过股票支付方式引入的目标方股东,从而进一步揭示了并购双方合谋操纵股价以获取利益的行为。

本部分的实证结果表明,采用股票支付的上市公司在承诺期内更有可能进行盈余管理,从而揭



示了盈余管理是并购双方操纵业绩承诺以谋取私利的重要手段。同时还发现,在业绩承诺期和承诺期后的一年内,采用股票支付的上市公司的大股东更有可能进行减持。由于减持的大股东既包括并购方原有的大股东,也包括引入的目标方,再次印证减持套利,谋取资本市场收益是双方“合谋”利益获取途径。

## 七、结论与启示

### 1. 研究结论

本文将研究样本由承诺期间拓展到承诺期以后,探究了股票支付方式这一基本交易特征对并购业绩承诺兑现效果的影响,研究发现:股票支付主要发挥了“合谋”效应,即股票支付促使利益绑定的并购双方“合谋”兑现业绩承诺,但是在承诺期过后,尤其是承诺期满的第一年,并购方进行商誉减值以及业绩出现大幅下滑的可能性更大。并且这一“合谋”效应在业绩承诺“精准”达标以及两权分离的上市公司中更为显著。本文还发现,当并购交易中采用股票支付时,公司更有可能在承诺期内进行盈余管理,并且在承诺期满后,大股东更有可能进行减持,从而为“合谋”效应提供了进一步的证据支持。

### 2. 政策启示

本文的研究结论在丰富并购支付和业绩承诺相关文献的同时,对于监管部门、公司以及资本市场参与者都具有一定的启示意义。

(1)对于监管者而言,应当加强对并购交易业绩承诺的监管,进一步完善业绩承诺相关制度安排。具体而言:1)资本市场中由业绩承诺引发的并购暴雷的情形层出不穷,除了业绩承诺不达标的并购交易之外,达成业绩承诺但在承诺期满后大幅商誉减值、业绩突然“变脸”的现象也频频出现,因此,监管部门应当适当延长监管期限,加大对业绩承诺履约情况的监管,提高并购双方的违约成本。2)股票支付将并购双方利益进行绑定,但是并没有发挥“协同”效应,反而成为双方“合谋”利用业绩承诺推高股价,伺机减持套利,获取私有收益的工具,并且在二者的相互配合下,其机会主义行为往往更为隐蔽,其风险暴露往往在兑现业绩承诺后,周期较长。因此,监管部门需要关注在业绩承诺中采用股票支付方式的并购交易,对业绩承诺的兑现效果持续进行跟进监督,防范其侵害中小投资者利益的行为,尤其加大对业绩承诺“精准达标”和两权分离的上市公司中并购交易的监管。3)进一步压实中介机构责任,强化独立财务顾问、审计师等专业机构的资本市场“把关人”角色,从而更好地保护投资者利益,保障并购市场的健康发展。4)除了进一步优化监管机制,监管者也需要加强并购重组监管力度,建立权威性和可操作性并重的法律责任制度,不断落实法律责任,加大违规处罚力度,以震慑业绩承诺中存在的机会主义行为。5)充分利用交易所的监管问询函制度,加强对业绩承诺签订和履约前后过程的监督。6)充分发挥中证中小投资者服务中心来提高中小股东对公司并购重组业绩承诺的监督和维权作用。

(2)对于公司而言,应当进一步建立健全公司内外治理机制,防范在股票支付的并购交易中内部人利用业绩承诺和标的方合谋侵害中小股东利益的行为。1)并购双方应当保持业绩承诺的初衷,通过股票支付的方式,降低并购双方的契约摩擦,缓解并购双方的信息不对称,发挥“协同”作用,实现“共赢”,防范股票支付可能引发的并购双方“合谋”行为。2)应进一步完善公司治理机制,约束大股东的机会主义行为。本文发现业绩承诺中股票支付的方式使得并购交易中的代理冲突由大股东与中小股东的代理冲突演变为“大股东+承诺目标方”与中小股东之间的异化代理冲突。上市公司应当完善内部治理结构,比如充分发挥内部独立董事,以及外部中介机构在业绩承诺签订和执行过程中的监督和咨询作用,以约束大股东和承诺方的“合谋”行为,防范并购中业绩承诺尤其是采用股票支付方式时的风险,保障中小股东权益。

(3)对于资本市场参与者,应结合并购支付方式,更加理性评估并购业绩承诺的作用。在我国资本市场,中小投资者等市场参与者将并购重组中的业绩承诺作为良好预期的信号,往往盲目追涨。而并购方的大股东正是利用了投资者的这种非理性心理,通过股票支付的方式将目标方的利益和其进行绑定,合谋操纵股价,进行市值管理。这一行为虽然在短期内助推了股票价格,但在长期却给投资者利益带来较大的损失。这启示投资者应将并购双方交易方式作为重点考察因素,更加细致地思考和甄别业绩承诺的作用,更加理性地评估业绩承诺具体条款,正确地看待已经兑现业绩承诺的并购交易,避免盲目跟风或过度反应,谨慎投资,以更好地保护自身利益。

### 3. 研究局限与展望

首先,受限于研究样本,本文聚焦于并购重组中存在业绩承诺的样本,并且针对每一笔并购,还需要承诺期间和承诺期以后的数据,从而导致研究样本相对较少。未来,可以利用更大样本的数据,尤其是利用注册制改革以后的数据,对比股票支付对于业绩承诺效果的影响在前后的差异,从而提高结论的普适性。其次,本文提出股票支付会导致并购方和目标方的“合谋”效应,更多是基于一些实证检验进行事后的验证,未来研究可以考虑借助典型案例分析方法,进一步剖析并购中业绩承诺背后的驱动机制。最后,目前我国上市公司并购绝大多数采用现金或股票支付的方式,近年来逐渐开始有公司在并购时选择定向可转债的方式,未来可以通过实证检验或案例分析的方法,探讨定向可转债方式对业绩承诺效应的影响,从而丰富该领域的相关研究。

### 参考文献

- [1]潘爱玲,邱金龙,杨洋.业绩补偿承诺对标的企业的激励效应研究——来自中小板和创业板上市公司的实证检验[J].北京:会计研究,2017,(3):46-52.
- [2]吕长江,韩慧博.业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配[J].南京:审计与经济研究,2014,(6):3-13.
- [3]王竞达,范庆泉.上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究[J].北京:会计研究,2017,(10):71-77.
- [4]李晶晶,郭颖文,魏明海.事与愿违:并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险?[J].北京:会计研究,2020,(4):37-44.
- [5]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].北京:中国工业经济,2021,(1):136-154.
- [6]Golubov, A., D. Petmezas, and N. G. Travlos. Do Stock-Financed Acquisitions Destroy Value? New Methods and Evidence [J]. Review of Finance, 2016, 20, (1): 161-200.
- [7]Travlos, N. G. Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns [J]. The Journal of Finance, 1987, 42, (4): 943-963.
- [8]Faccio, M., and R. W. Masulis. The Choice of Payment Method In European Mergers and Acquisitions [J]. The Journal of Finance, 2005, 60, (3): 1345-1388.
- [9]Huang, P., M. S. Officer, and R. Powell. Method of Payment And Risk Mitigation in Cross-Border Mergers and Acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2016, (40): 216-234.
- [10]Stulz, R. Managerial Control of Voting Rights; Financing Policies and the Market for Corporate Control [J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20): 25-54.
- [11]Kohers, N., and J. Ang. Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay [J]. The Journal of Business, 2000, 73, (3): 445-476.
- [12]Bates, T. W., J. B. Neyland, and Y. Y. Wang. Financing Acquisitions with Earnouts [J]. Journal of Accounting and Economics, 2018, 66, (2-3): 374-395.
- [13]Tao, Q., M. Liu, S. Hu, and Y. Zhang. Is A Promise A Promise? Analyzing Performance Commitment in Acquisitions and Target Firm Performance [J]. The European Journal of Finance, 2022, 28, (4-5): 487-513.
- [14]窦炜, Hua Sun, 方俊. 管理层过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性 [J]. 南京: 审计与经济研究, 2019, (6): 78-88.
- [15]Ewelt-Knauer, C., J. Gefken, T. Knauer, and D. Wiedemann. Acquirers' Cultural Background and the Use of Earnouts [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2021, 36, (1): 30-55.
- [16]窦炜, 方俊. 我国上市公司并购支付方式与业绩承诺——基于 2008—2014 年沪深上市公司并购重组事件的分析 [J]. 哈

尔滨:商业研究,2018,(9):84-90.

[17] Bhagat, S., M. Dong, D. Hirshleifer, and R. Noah. Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 76, (1): 3-60.

[18] Sudarsanam, S., and A. A. Mahate. Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2003, 30, (1/2): 299-341.

[19] Myers, S. C. Determinants of Corporate Borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5, (2): 147-175.

[20] Karampatsas, N., D. Petmezas, and N. G. Travlos. Credit Ratings and The Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, (25): 474-493.

[21] 陈佳琦, 赵息, 牛箫童. 融资约束视角下支付方式对并购绩效的影响研究[J]. 北京: 宏观经济研究, 2020, (4): 16-27.

[22] Hansen, R. G. A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions[J]. *The Journal of Business*, 1987, 60, (1): 75-95.

[23] Martin, K. J. The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership[J]. *The Journal of Finance*, 1996, 51, (4): 1227-1246.

[24] 陈涛, 李善民. 支付方式与收购公司财富效应[J]. 广州: 证券市场导报, 2011, (2): 49-53.

[25] 肖万, 林冰儿, 张玉琨, 等. 并购支付方式、融资方式与信号效应[J]. 北京: 投资研究, 2021, (8): 130-140.

[26] Harris, M., and A. Raviv. Corporate Control Contests and Capital Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 55-86.

[27] Ghosh, A., and W. Ruland. Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53, (2): 785-798.

[28] Ragozzino, R., and J. J. Reuer. Contingent Earnouts in Acquisitions of Privately Held Targets[J]. *Journal of Management*, 2009, 35, (4): 857-879.

[29] Datar, S., R. Frankel, and M. Wolfson. Earnouts: The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques[J]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2001, 17, (1): 201-238.

[30] Song, D., J. Su, C. Yang, and N. Shen. Performance Commitment in Acquisitions, Regulatory Change and Market Crash Risk - Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 57: 101052.

[31] 窦超, 翟进步. 业绩承诺背后的财富转移效应研究[J]. 北京: 金融研究, 2020, (12): 189-206.

[32] Viarengo, L., S. Gatti, and A. Prencipe. Enforcement Quality and the Use of Earnouts in M&A Transactions: International Evidence[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2018, 45, (3-4): 437-481.

[33] Reuer, J. J., O. Shenkar, and R. Ragozzino. Mitigating Risk in International Mergers and Acquisitions: The Role of Contingent Payouts[J]. *Journal of International Business Studies*, 2004, 35, (1): 19-32.

[34] Allee, K. D., and D. D. Wangerin. Auditor Monitoring and Verification in Financial Contracts: Evidence from Earnouts and SFAS 141(R)[J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 23, (4): 1629-1664.

[35] 武恒光, 马丽伟, 李济博. 企业并购重组中共有审计师与并购业绩承诺[J]. 北京: 审计研究, 2020, (3): 95-104.

[36] Elnahas, A. M., M. K. Hassan, and G. M. Ismail. Religion and Mergers and Acquisitions Contracting: The Case of Earnout Agreements[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42: 221-246.

[37] Chang, S. Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53, (2): 773-784.

[38] Da Silva Rosa R, Limmack R, Supriadi et al. The Equity Wealth Effects of Method of Payment in Takeover Bids for Privately Held Firms[J]. *Australian Journal of Management*, 2004, 29, (1): 93-110.

[39] 原红旗, 高骞, 施海娜. 企业并购中的业绩承诺和商誉减值[J]. 北京: 会计研究, 2021, (4): 60-77.

[40] Caplan, D. H., S. K. Dutta, and A. Z. Liu. Are Material Weaknesses in Internal Controls Associated with Poor M&A Decisions? Evidence from Goodwill Impairment[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2017, 37, (4): 49-74.

[41] Jones, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations[J]. *Journal of Accounting Research*, 1991, 29, (2): 193-228.

[42] Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Detecting Earnings Management[J]. *The Accounting Review*, 1995, 70, (2): 193-225.

[43] Rosenbaum, P. R., and D. B. Rubin. Constructing A Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods That Incorporate The Propensity Score[J]. *The American Statistician*, 1985, 39, (1): 33-38.

[44] Hu, J. Do Facilitation Payments Affect Earnings Management? Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 68: 101936.

[45] 任胜钢, 郑晶晶, 刘东华, 陈晓红. 排污权交易机制是否提高了企业全要素生产率——来自中国上市公司的证据[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (5): 5-23.

# Stock Payment and Performance Commitments in M&A Transactions: Coordination or Collusion?

ZHU Bing<sup>1</sup>, YANG Xiao-tong<sup>2</sup>

(1. School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China;

2. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan, Hubei, 430073, China)

**Abstract:** M&A transactions serve as an important way for the capital market to support the development of the real economy. The effective regulation of its market order is also an important issue for the overall development of the financial system, risk prevention, as well as the transformation and upgrading of the real economy. Since 2008, the CSRC has required listed companies to negotiate performance commitments with their target companies in M&A transactions, with the original policy intent of restraining the target company's opportunistic behavior due to its information advantage through this contractual arrangement, which could help protect the interests of M&A-related parties and promoting the healthy and sustainable development of the M&A activities. However, in M&A market, the performance commitment has contributed to the high commitment, high M&A premium and high goodwill. A serious concern was the high incidence of non-compliance with performance commitments, and the phenomenon of severe impairment of goodwill and changes in performance of the M&A parties after the expiration of the commitment period, which seriously infringe on the rights and interests of minority shareholders. In such a context, performance commitments in M&A transactions have attracted widespread attention from both scholars and practitioners.

Performance commitment requires close cooperation between the targets and bidders of M&A transactions. Compared to cash payment, stock payment ties the interests of both parties in M&A transactions together more closely. Unlike the existing literature that focuses on the performance commitment period, this paper innovatively extends the sample period to beyond the commitment period to further explore the role of the stock payment in influencing the performance commitments in M&A transactions. Specifically, we use the M&A transactions initiated by non-financial listed companies with performance commitments whose commitment period has expired from 2008 – 2018 as our research sample. Based on this, we find that, compared with M&A transactions that involve only cash payments, firms are more likely to complete M&A performance commitments when they use stock-based payments. However, we find that once the performance commitment period has expired, especially in the first year after the expiration of the commitment period, they are more likely to bring about goodwill impairment. The goodwill impairment is more likely to occur once the commitment period has expired, especially in the first year after the expiration of the commitment period, and leads to a significant decline in the listed company's performance. In addition, this paper finds that this phenomenon occurs more often in M&A transactions in which the target firm meets its profit targets precisely and in listed companies with a high degree of separation of cash flow rights and control rights. Further analysis shows that listed companies using stock-based payments are more likely to engage in earning management during the commitment period, and their large shareholders are more likely to sell their stocks during the performance commitment period and within one year after the completion of the commitment period. Overall, our results suggest that stock-based payments do not play a positive binding role, but rather become an accomplice in the collusion of M&A parties in market value management and planting a time bomb for M&A performance.

Our study enriches the literature on M&A payments by adopting agency theory to providing a new perspective to analyze the strategic motives and economic consequences behind the choice of M&A payment method. Our paper also further expands the sample period from the commitment period to beyond the commitment period, thus extending the studies on the influencing factors of M&A performance commitment. Moreover, our findings help to deepen our understanding of the performance commitment chaos in China's M&A market, and has important guidance for the authorities to further improve the institutional arrangement and supervision of M&A performance commitment. We also provide important implications for investors to comprehensively and rationally understand the relation between M&A payment methods and M&A performance commitment arrangements.

**Key Words:** payment methods; stock payment; mergers and acquisitions (M&A); performance commitments; post-commitment period

**JEL Classification:** G34, M40, G10

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.10.009

(责任编辑: 闫梅)