

公司竞争战略下的并购与业绩承诺*

——基于文本分析的经验证据

高 翀¹ 石 昕²



(1. 上海对外经贸大学会计学院, 上海 201620;

2. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

内容提要: 如何以顶层战略驱动企业进行有序扩张是理论界和实务界都重点关注的内容。本文通过年报文本分析构建竞争战略指标, 实证检验了上市公司竞争战略与并购决策和并购合约的关系。研究发现, 相对于成本领先战略, 实施差异化战略的企业更可能进行并购扩张, 且并购的频率更高。机制检验表明, 竞争战略影响并购类型进而传导至并购合约, 表现为差异化战略企业更可能进行高溢价并购和异地并购, 并在两类并购中使用业绩承诺控制风险。进一步研究发现, 差异化战略企业处于生命周期的成长期和衰退期时, 并购动机更强且并购频率更高; 在分析师关注度较低和未聘请高水平财务顾问时, 更可能提高并购业绩承诺使用概率; 差异化战略企业使用业绩承诺可以降低后续的股价崩盘风险。本文的结论丰富了企业战略与财务管理的交叉研究, 对于理解企业竞争战略与并购决策和并购合约的关系具有启示意义。

关键词: 竞争战略 并购 业绩承诺 文本分析 股价崩盘风险

中图分类号: F275 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2022)12—0083—20

一、引言

企业战略是指导公司运营的上层方针, 贯穿于企业组织结构、人员配置以及日常管理活动中。清晰的战略定位可以使企业动态地组合与调配资源, 捕捉市场机会, 构建可持续的竞争优势(Teece, 2007)^[1]。并购是企业重要的投资活动, 在企业顶层战略的指导下, 并购是一种更快获取和整合资源的方式, 也是企业最迅速有效的成长战略(Ahuja 和 Katila, 2001)^[2]。战略驱动下的企业并购可以促进企业构建多样化的产品组合, 拓展新兴市场, 提升核心业务能力及长期竞争力。但是, 一些企业为追逐热点而偏离主业盲目扩张, 也造成了业绩承诺失约、标的企业失控、巨额商誉减值等不良后果, 严重损害了投资者的利益。证监会主席易会满强调, 上市公司应夯实主业, 增强竞争能力, 对于片面追求多元化的并购重组行为必须严格监管^①。因此, 研究企业战略与并购行为的

收稿日期: 2022 - 04 - 26

* 基金项目: 国家自然科学基金青年项目“资本市场政府职能转变的经济后果: 基于中国并购监管转型的研究”(72202132)。

作者简介: 高翀, 女, 讲师, 硕士生导师, 研究领域是企业并购与资本市场, 电子邮箱: cgao17@fudan.edu.cn; 石昕, 女, 博士研究生, 研究领域是资本市场监管与会计研究, 电子邮箱: shixins2021@163.com。通讯作者: 石昕。

① 易会满 2022 年 4 月在上市公司协会第三届会员代表大会上的讲话, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c2323558/content.shtml>。

匹配性,通过并购合约促进上市公司以战略为导向的有序扩张,具有重要的现实意义^①。

现有文献对企业战略与财务行为进行了探索研究,包括税收规避(Higgins等,2015)^[3]、信息质量(叶康涛等,2015^[4];Habib和Hasan,2017^[5])以及管理层薪酬(胡楠等,2021)^[6]等方面。但是企业战略是否以及如何影响并购动机及特征,文献仍较为匮乏。已有为数不多的研究发现,战略激进的企业更可能并购,并支付更高的并购溢价(钟海和况学文,2019)^[7]。但在战略驱动的并购中,通过何种治理机制可以抑制并购中的风险(如定价风险),上述文献仍未做出明确回答。

业绩承诺是并购中最重要的合约条款之一,其约束被收购方在未完成业绩目标时给予收购方一定的现金和股份补偿。现有文献发现,并购交易规模、并购类型及标的公司信息问题会影响并购业绩承诺的使用(Kohers和Ang,2000^[8];沈华玉和吴晓晖,2018^[9])。业绩承诺的使用具有情境性,现有文献仍鲜少关注企业战略对并购业绩承诺使用的影响。此外,现有研究对于业绩承诺使用效果存在“治理观”与“代理观”的争论。一部分研究发现,业绩承诺可以降低并购中的信息不对称,促进收购双方达到并购协同(吕长江和韩慧博,2014^[10];潘爱玲等,2017^[11]);另一部分文献指出,并购合约也存在较多不完备性,管理层在业绩承诺履行过程中存在机会主义行为(原红旗等,2021)^[12]。当并购业绩承诺使用不当时,可能造成并购风险积聚并传导至金融市场,引起企业股价暴跌(高翀和孔德松,2021)^[13]。基于竞争战略的企业并购是否可以通过优化并购合约设计,提升存量资源配置效率和防范金融风险,仍有待于进一步实证检验。

本文以2008—2019年非金融A股上市公司为样本,基于Porter(1980)^[14]的竞争战略理论,探讨竞争战略是否以及如何影响企业并购决策及并购合约。研究发现,相对于成本领先战略,实施差异化战略的企业更可能进行并购扩张。在并购类型上,差异化战略导向的企业更可能进行高溢价并购和异地并购,并在两类并购中使用业绩承诺控制交易风险。异质性检验发现,处于生命周期的不同阶段,企业并购的动机有所差异。处于成长期和衰退期时,差异化战略企业的并购动机更强,更可能进行并购扩张。同时,差异化战略企业在分析师关注度较低和未聘请高水平财务顾问时,更可能使用并购业绩承诺。差异化战略企业使用业绩承诺后,可以降低后续的股价崩盘风险。

本文可能的研究贡献在于:首先,本文考察了竞争战略对企业并购决策的影响,丰富了并购动机相关研究。现有文献从追求技术互补、扩大企业规模、实现多元化经营等业务层面对并购动机进行阐释(Jensen,1986^[15];Bena和Li,2014^[16]),而从企业顶层战略角度对并购动机分析的研究仍较为不足。其次,本文系统阐述了竞争战略对并购决策及并购合约(业绩承诺)影响的内在机理。现有文献对业绩承诺存在“治理观”和“代理观”两种观点,对于业绩承诺能否有效降低并购风险和提升并购协同作用存在争议。本文发现与企业竞争战略适配的业绩承诺使用可以显著降低股价崩盘风险,为业绩承诺“治理观”提供了增量证据。本文也结合企业生命周期及资本市场中介分析企业战略对并购决策及合约影响的异质性,对全面理解竞争战略对企业财务行为的影响具有启示意义。再次,本文从机器学习和文本分析的角度,为企业竞争战略的研究提供了新思路。现有文献大多采用传统财务数据度量企业战略,该方法具有结果导向特点,忽略了战略的计划性和前瞻性,具有一定的内生性问题。本文使用文本分析方法度量企业战略,体现了战略过程导向的特征,提升了战略度量指标的可靠性。最后,本文的研究启示上市公司结合自身战略定位进行并购决策,提升发展质

① 相对于企业内部经营活动,并购也可以比较清晰地体现企业的战略意图。例如,雅克科技(证券代码002409)在2016年11月19日收购华飞电子的并购重组报告书中提及,公司初步形成了“瞄准下游新兴市场,打造特定领域新材料综合解决方案”的转型方向,并描述“外延式并购可使公司快速进入半导体封装材料领域,是完成既定战略规划并做强做大各项业务的重要步骤”。

量和长期竞争力。本文的结论也对相关部门引导企业有序扩张、优化并购监管具有重要的政策参考价值。

二、文献回顾与研究假设

1. 文献回顾

(1) 公司战略与企业并购。管理学从不同维度进行战略类型的划分 (Porter, 1980^[14]; Miles 和 Snow, 1978^[17]), 然而不同的分类方法具有共性 (Langfield-Smith, 1997)^[18]。Miles 和 Snow (1978)^[17] 将企业战略分为进攻型、防御型和分析型; Bentley 等 (2013)^[19] 借鉴 Miles 和 Snow (1978)^[17] 的理论, 通过研发支出占销售收入的比重、员工人数占销售收入的比重等六个指标构造战略激进度的得分, 发现公司财务报告违规的概率随着战略激进度的增加而增加。基于该战略指标, 现有的研究发现战略激进程度影响税收规避 (Higgins 等, 2015)^[3]、会计信息质量 (叶康涛等, 2015)^[4]、管理层薪酬 (胡楠等, 2021)^[6] 以及股价崩盘风险 (Habib 和 Hasan, 2017)^[5]。

Porter (1980)^[14] 将战略分类为成本领先、差异化和集中化战略。由于集中化战略可以与差异化和成本领先战略进行组合, 该战略划分可以概括为差异化和成本领先两个维度。迄今为止, Porter (1980)^[14] 低成本和差异化的竞争战略理论依然在学界和业界广泛使用 (刘睿智和胥朝阳, 2008^[20]; 马宁和王雷, 2018^[21])。基于 Porter (1980)^[14] 的竞争战略定位理论, 现有研究发现实施差异化战略的公司会采用更激进的高管薪酬激励机制 (柴才等, 2017)^[22], 具有更高的风险承担水平 (马宁和王雷, 2018)^[21], 更强的盈余持续性和波动性 (Banker 等, 2014^[23]; 胡楠等, 2020^[24])。在并购方面, 文献发现战略激进的企业相对于战略保守的企业更可能并购, 且在并购中支付更高的溢价 (钟海和况学文, 2019)^[7]。

在战略指标的度量上, 财务和会计领域对战略的研究大多采用财务数据。基于财务数据衡量企业战略具有较强的结果导向特点, 财务指标无法很好地度量战略的前瞻属性。通过调查问卷进行的企业战略研究, 也会受到管理层主观认知、问卷设计水平不佳等因素的影响。与上述衡量方式相比, 使用年报文本度量企业竞争战略具有更高的效度, 也能从战略规划视角更全面地刻画企业的战略定位 (胡楠等, 2020)^[24]。

(2) 并购业绩承诺。并购业绩承诺是一种风险控制的并购条款, 在被收购公司业绩 (或其他非业绩指标) 未达到预期时, 给予收购方现金或股份补偿。国外的研究发现, 交易规模大 (Barbopoulos 和 Sudarsanam, 2012)^[25]、收购高科技公司和非公众公司 (Kohers 和 Ang, 2000)^[8] 以及跨行业和海外收购 (Datar 等, 2001)^[26] 时, 收购方更倾向于使用获利对价条款^①。国内的学者发现, 信息不确定性会增加并购中业绩承诺的使用概率 (沈华玉和吴晓晖, 2018)^[9]。通过文献梳理可以发现, 现有文献偏重于从并购类型及标的公司特征分析业绩承诺的影响因素, 而收购方角度的业绩承诺研究尚显匮乏。收购方企业战略是否及如何影响业绩承诺使用, 有待进一步深入研究。

业绩承诺的使用效果存在“治理观”和“代理观”两种观点。基于“治理观”的文献认为, 并购业绩承诺可以提高并购协同效应 (吕长江和韩慧博, 2014)^[10], 促进并购标的业绩提升 (潘爱玲等, 2017)^[11]。而基于“代理观”的文献提出, 业绩承诺的使用存在管理层股价管理的机会主义动机, 可能造成后续的商誉减值和股价崩盘风险 (原红旗等, 2021^[12]; 高狷和孔德松, 2020^[13])。战略作为企业的顶层设计, 不仅会影响投资决策, 也会影响并购条款的设计。战略导向下的业绩承诺使用是否对企业并购产生治理效果, 有待于进一步实证检验。

^① 国外并购中使用的获利对价条款 (earnouts) 与业绩承诺有相似之处, 均通过并购合约调整交易估值。获利对价条款由交易的转让方先支付一部分收购价款, 在达到特设的业绩后再继续支付剩余交易款项。

2. 研究假设

(1) 竞争战略与企业并购。竞争战略是影响企业和市场边界最重要的变量之一(Langlois 和 Robertson, 1995)^[27]。资源基础观认为,企业是资源或能力的集合体,企业战略决策的关键是在内部资源和外部资源获取间做出有效的选择(王世权和王丽敏, 2006)^[28]。与企业依靠内部资源进行“内生型”增长相对,企业并购是利用外部市场和资源进行扩张的“外生型”发展方式。在传统资源基础观的基础上, Teece 等(1997)^[29]提出动态能力理论,并将动态能力定义为“企业整合、构建以及重新配置内外部资源以应对动态变化的市场环境的能力”。动态能力是区别于一般能力的高阶能力,从战略执行的角度,动态能力包括产品开发能力、联盟能力和战略决策能力(Eisenhardt 和 Martin, 2000^[30];张璐等, 2021^[31])。从广义的角度看,企业并购是一种完全市场化的联盟,也是企业发展动态能力、整合内外部资源的重要手段。通过并购获取企业外部的异质性能力及资源,对企业适应环境变化、重新配置资源及提升整体竞争力具有重要意义(吴先明和苏志文, 2014)^[32]。相对于成本领先战略,差异化战略需要满足购买者对于产品的多样化需求,必须进行较快的技术迭代和产品创新,以提高购买者的兴趣(Porter, 1980)^[14]。因此,实施差异化战略的企业可能通过并购去跨界寻找新的资源,弥补现有产品和市场的空白,在资源基础的重构中巩固动态能力。

此外,相对于成本领先战略,差异化战略更加激进,该战略导向的企业具有更高的风险承担水平(马宁和王雷, 2018)^[21]。根据柴才等(2017)^[22]的研究,差异化战略的企业实施了更高强度的管理层薪酬激励机制,管理层具有更强的动机开展更高风险的投资项目。并购是一种风险相对较高的投资活动,存在估值风险、融资风险、并购后经营及整合等风险。并购中存在着较高的信息不对称,文献普遍发现收购方的股东在并购中没有真正获得收益(Moeller 等, 2004^[33]; Malmendier 等, 2018^[34])。实施差异化战略的企业具有更高的风险承受水平,对于并购在资源重置中的各类风险具有更高的接受程度。与此相对,实施成本领先战略的企业侧重于压缩成本,提升资源利用效率,巩固和保护已有的产品和市场基础。并购机会的识别、聘请财务顾问进行尽职调查、并购谈判、监管审批,都需要耗费较多的时间和成本。而企业在并购后能否发挥预期的协同作用,也具有较大的不确定性。出于成本和风险的考虑,实施成本领先战略的企业在并购决策时更加谨慎,进行并购扩张的可能性更低^①。因此,本文提出如下假设:

H₁: 相对于实施成本领先战略的企业,实施差异化竞争战略的企业更可能进行并购扩张。

(2) 竞争战略与并购业绩承诺。实施成本领先战略的企业,更多利用现有产品和服务进行市场渗透,通过提升资产利用效率及扩大产销量,摊薄单位产品的成本。较低的成本意味着企业有更多利润压缩的空间,即使在经济不景气时,成本领先战略的企业也可以通过降低价格维持市场地位。因此,实施成本领先战略的企业经营风格更加稳健,在战略中处于防御地位(柴才等, 2017)^[22]。实施差异化战略的企业,其目标是提供具有特色的产品和服务,需要实施更多创新活动维持产品竞争力,其经营风格较为激进,经营风险也更高(Banker 等, 2014^[23]; 胡楠等, 2021^[6])。本文预期,差异化战略的企业具有更高风险偏好的并购风格。而并购业绩承诺可以降低并购风险,缓解收购方与被收购方的信息不对称程度(Kohers 和 Ang, 2000^[8]; 原红旗等, 2021^[12])。因此,实施差异化战略的企业,更可能在并购中使用业绩承诺,以控制并购风险。具体而言:

实施差异化战略的企业,更可能在并购中支付较高的并购溢价。实施成本领先战略的企业,

^① 低成本战略企业也可能通过横向并购获取规模效应,以降低产品成本。但相对于完全外部市场化的并购,低成本战略的企业更可能采用联盟等松散的契约方式,或者通过产品服务部分生产环节外包达到市场化的效果。

对成本的把控较为严格,会尽量减少非关键活动的成本投入。与之相对,实施差异化战略的企业为了推出新产品或打入新市场,在资源投入上的风险容忍度更高。为了获取优质的并购标的,相比于并购支付的成本,实施差异化战略的企业更看重并购带来的远期收益。并购是高风险的投资活动,如果企业在并购中支付较高的溢价,会进一步增加企业的财务风险。如果被收购企业的预期价值与实现价值产生严重偏离,甚至会导致企业陷入财务困境。现有文献也发现,并购中存在“赢者诅咒”,在并购中支付较高价格而胜出的收购方通常高估了被收购企业的价值,造成负面的并购业绩影响(Malmendier 等,2018)^[34]。如果并购未达预期的协同效应,也会影响上市公司股价,对企业高管造成压力。因此,实施差异化战略的企业在支付较高的并购溢价时,需要采用其他估值调整机制,使得被收购企业在无法达到预期利润时给予上市公司一定的补偿。出于减少定价风险对企业经营的负面影响的目的,实施差异化战略的企业更可能在并购中使用业绩承诺。

实施差异化战略的企业,更可能跨地区获取资源。差异化战略企业可以通过异地并购获取异质性资源,并迅速进入当地市场,实现产品和市场的差异化。由于中国不同地区具有一定的市场分割,地方保护主义增加了跨地区投资的交易成本(杨继彬等,2021)^[35]。同时,异地并购具有更高的信息不对称程度,收购方更难充分了解标的公司的实际经营情况。实施跨地区并购时,收购方需要花费更多时间和精力调研外省市的市场规模、资源条件及劳动力成本等。在并购完成后,跨地区对标的企业进行日常经营管理和并购整合也具有更高的难度。出于成本和风险的考虑,实施低成本战略的企业更不可能进行异地并购。实施差异化战略的企业在进行风险较高的异地并购时,更有必要采用业绩承诺条款,以降低并购双方的信息不对称程度。使用业绩承诺也可以激励标的企业提升并购业绩,减少并购整合的困难。

因此,本文提出如下假设:

H₂: 实施差异化竞争战略的企业更可能在并购中使用业绩承诺。

H_{2a}: 实施差异化竞争战略的企业支付了更高的并购溢价,进而提高业绩承诺的使用概率。

H_{2b}: 实施差异化竞争战略的企业更可能进行异地并购,进而提高业绩承诺的使用概率。

三、样本选择及研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选择 2008 - 2019 年沪深 A 股上市公司为初始研究样本,并对数据进行了以下处理:(1)剔除金融行业上市公司;(2)剔除资不抵债的异常样本;(3)剔除相关变量存在缺失值的样本;(4)剔除资产购买及借壳上市的并购样本。最终得到 26643 个公司—年度观测以及 8256 个并购—年度观测。为消除极端值的影响,本文对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行缩尾处理。本文竞争战略文本数据来自 WinGo 财经文本数据平台,公司并购数据来自 CSMAR 和 WIND 数据库,公司财务数据来自 CSMAR 数据库。

2. 研究设计及变量定义

本文假设 H₁ 的检验采用模型(1),假设 H₂ 的有关检验采用模型(2)。当被解释变量为哑变量时,模型采用线性概率模型(LPM)回归^①;当被解释变量为连续变量时,模型采用 OLS 回归。为减少残差的序列相关性对结果的影响,对模型进行了公司层面的聚类(cluster)处理。

$$MA_{i,t}(INTENSITY_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 DIFF_{i,t} + \alpha_2 COST_{i,t} + \alpha_3 CONTROLS_{i,t} + IND + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

① 使用 Logit 或 Probit 模型回归,本文的结果依然保持稳健。

$$CMT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIFF_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + IND + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)的被解释变量包括:并购发生的哑变量 MA ,若公司一年度发生并购,则取1,否则取0;并购次数 $INTENSITY$,为公司一年度发生并购的总次数。

模型(1)在公司一年度样本中进行检验。解释变量为差异化战略变量 $DIFF$ 和成本领先战略变量 $COST$ 。参考胡楠等(2020)^[24]的研究,采用词频度量竞争战略。 $DIFF$ 为年报差异化战略词频/100, $COST$ 为年报成本领先战略词频/100。词频数越高,表示公司更可能采用差异化或成本领先战略。关键词的定义过程为:根据 Porter(1980)^[14]对成本领先和差异化战略的描述确定36个种子词集,并使用 Word2Vec 机器学习技术进行相似词扩充,最终确定290个代表竞争战略的词集,包括差异化战略词汇165个和成本领先战略词汇125个(胡楠等,2020)^[24]。参考现有文献(马宁和王雷,2018^[21];胡楠等,2020^[24]),模型(1)的控制变量 $CONTROLS$ 包括公司的盈利能力(ROA)、财务杠杆(LEV)、公司规模($SIZE$)、营业收入增长率($GROWTH$)、经营风险($RISK$)、四大审计($BIG4$)、第一大股东持股比例($FIRSTHOLD$)、管理层持股比例($MSHARE$)、机构持股比例($INST$)。具体变量定义详见表1。此外,模型(1)加入行业(IND)和年度($YEAR$)固定效应。

模型(2)在发生并购的子样本中进行检验。由于公司年度可能发生多起并购,为识别不同并购的特质,以并购交易事件作为研究对象,在并购一年度样本中分析竞争战略与并购业绩承诺的关系。模型(2)的被解释变量为业绩承诺哑变量 CMT ,若该并购使用业绩承诺条款,则取1,否则取0。机制检验中介变量为并购溢价 ΔGW ,为(年末商誉余额 - 上年末商誉余额)/年初总资产;异地并购哑变量 $CROSS$,若并购为跨省并购,则取1,否则取0。模型(2)的解释变量是差异化竞争战略 $DIFF$,为年报差异化战略关键词词频/100。 $CONTROLS$ 表示并购特征和公司特征的一系列控制变量。参考已有的研究(Gu 和 Lev,2011^[36];Chemmanur 等,2019^[37];Renneboog 和 Vansteenkiste,2019^[38]),并购特征包括:股份并购(STK),若并购为股份并购,则取1,否则取0;关联方并购($RELATED$),若并购为关联方并购,则取1,否则取0;多元化并购($DIVERSITY$),若并购为多元化并购则取1,否则取0;财务顾问($ADVISOR$),若并购聘请独立财务顾问,则取1,否则取0。公司特征包括:盈利能力(ROA)、财务杠杆(LEV)、公司规模($SIZE$)、账面市值比(BTM)、四大审计($BIG4$)、第一大股东持股比例($FIRSTHOLD$)、管理层持股比例($MSHARE$)、机构持股比例($INST$),具体变量定义如表1所示。此外,模型(2)同样加入行业(IND)和年度($YEAR$)固定效应。

表1 变量定义

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义	
被解释变量	并购	MA	哑变量,若公司一年度发生并购,则取1,否则取0	
	并购次数	$INTENSITY$	公司一年度发生并购的总次数	
	业绩承诺	CMT	哑变量,若并购使用业绩承诺,则取1,否则取0	
解释变量	差异化战略	$DIFF$	年报差异化战略关键词词频/100	
	成本领先战略	$COST$	年报成本领先战略关键词词频/100	
控制变量	公司特征	盈利能力	ROA	本年度净利润/期末总资产
		财务杠杆	LEV	年末负债/年末资产
		公司规模	$SIZE$	年末总资产的自然对数
		营业收入增长率	$GROWTH$	(本年度营业收入 - 上年度营业收入)/上年度营业收入
		账面市值比	BTM	年末股权账面价值/市场价格
		经营风险	$RISK$	公司本年度及前两年度经营利润的标准差
		四大审计	$BIG4$	哑变量,若由四大审计,则取1,否则取0

续表 1

变量类别	变量名称	变量标识	变量定义
控制变量	公司特征		
	第一大股东持股比例	<i>FIRSTHOLD</i>	第一大股东持股比例
	管理层持股比例	<i>MSHARE</i>	管理层持股比例
	机构持股比例	<i>INST</i>	机构投资者持股比例
	并购特征		
	股份并购	<i>STK</i>	哑变量,若并购使用股份支付,则取 1,否则取 0
	关联方并购	<i>RELATED</i>	哑变量,若并购为关联方并购,则取 1,否则取 0
	多元化并购	<i>DIVERSITY</i>	哑变量,若并购为多元化并购,则取 1,否则取 0
	财务顾问	<i>ADVISOR</i>	哑变量,若并购聘请财务顾问,则取 1,否则取 0

四、实证结果分析

1. 描述性统计

表 2 为公司一年度的样本分布情况。样本中发生并购的观测占比 23.72%,未发生并购的观测占比 76.28%。2008—2015 年并购的比例总体处于上升的趋势,该趋势自 2016 年起开始放缓。在不含年度间重复计算的公司并购频数上,有近 80% 的公司从未发生过并购,17.36% 的公司发生过一次并购,3.44% 的公司发生过两次并购,1.27% 的公司发生过三次及以上并购(表格未在文中列示,备索)。

表 2 公司一年度并购分布

年份	未并购	并购	总计
2008	1160	184	1344
2009	1155	287	1442
2010	1186	317	1503
2011	1362	301	1663
2012	1670	360	2030
2013	1790	485	2275
2014	1768	634	2402
2015	1592	857	2449
2016	1783	779	2562
2017	1999	733	2732
2018	2230	771	3001
2019	2627	613	3240
总计	20322	6321	26643

表 3 展示了发生并购的子样本中,并购一年度的描述性统计结果。有 21.4% 的并购使用了业绩承诺,新增商誉占年初资产余额的均值为 4.9%,跨省并购的平均占比为 31.9%。平均意义上,有 19.6% 的并购为股份并购,35.7% 的并购为关联并购,34.2% 的并购为多元化并购,20.8% 的并购聘请财务顾问。差异化和成本领先竞争战略的词频平均约为 220 和 231^①。

① 公司一年度样本中,差异化和成本领先竞争战略的词频平均约为 202 和 226,与并购子样本中的词频分布基本一致。

表 3 并购一年度样本描述性统计结果

变量名称	观测数	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
<i>CMT</i>	8256	0.214	0.410	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
ΔGW	8253	0.049	0.153	-0.061	0.000	0.000	0.014	1.032
<i>CROSS</i>	8256	0.319	0.466	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>DIFF</i>	8256	2.199	1.341	0.226	1.199	1.952	2.917	6.564
<i>COST</i>	8256	2.306	0.921	0.793	1.646	2.152	2.780	5.626
<i>STK</i>	8256	0.196	0.397	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>INTENSITY</i>	8256	1.659	1.032	1.000	1.000	1.000	2.000	6.000
<i>RELATED</i>	8256	0.357	0.479	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>DIVERSITY</i>	8256	0.342	0.475	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>ADVISOR</i>	8256	0.208	0.406	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>ROA</i>	8256	0.038	0.055	-0.243	0.015	0.036	0.063	0.191
<i>LEV</i>	8256	0.456	0.198	0.068	0.304	0.454	0.605	0.888
<i>SIZE</i>	8256	22.248	1.219	19.741	21.410	22.103	22.928	25.928
<i>BTM</i>	8256	0.592	0.243	0.113	0.409	0.586	0.774	1.121
<i>BIG4</i>	8256	0.046	0.210	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>FIRSTHOLD</i>	8256	0.341	0.147	0.087	0.221	0.322	0.443	0.730
<i>MSHARE</i>	8256	0.065	0.128	0.000	0.000	0.001	0.056	0.574
<i>INST</i>	8256	0.074	0.077	0.000	0.015	0.050	0.110	0.355

2. 竞争战略与企业并购回归结果及分析

表 4 列示了竞争战略与企业并购的回归结果。列(1)和列(3)为未加入控制变量的回归结果, *DIFF* 的系数分别为 0.020 和 0.032, 均在 1% 的水平上显著。*COST* 的系数为 -0.003 和 -0.007, 在统计上不显著。列(2)和列(4)列示了加入控制变量后的回归结果。在列(2)中 *DIFF* 的系数为 0.014, 在 1% 的水平上显著。*COST* 的系数为 -0.003, 在统计上不显著。*DIFF* 和 *COST* 差异值为 0.017, 在 5% 的水平上显著($p=0.013$)。结果表明, 相对于成本领先战略, 差异化战略有更高的概率进行并购扩张。列(4)中 *DIFF* 的系数为 0.023, 在 1% 的水平上显著, *COST* 的系数为 -0.009, 并不显著。*DIFF* 和 *COST* 系数差异为 0.032, 在 1% 的水平上显著($p=0.002$), 说明相对于成本领先战略, 企业实施差异化战略并购的频率更高。表 4 的检验结果支持假设 H_1 。在控制变量中, 经营风险(*RISK*)、四大审计(*BIG4*)与并购概率及频率负相关, 公司的成长性(*GROWTH*)、管理层持股比例(*MSHARE*)以及机构持股比例(*INST*)与并购概率及频率正相关。

表 4 竞争战略与企业并购回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>MA</i>	<i>MA</i>	<i>INTENSITY</i>	<i>INTENSITY</i>
<i>DIFF</i>	0.020 *** (5.869)	0.014 *** (3.963)	0.032 *** (6.178)	0.023 *** (4.334)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>MA</i>	<i>MA</i>	<i>INTENSITY</i>	<i>INTENSITY</i>
<i>COST</i>	-0.003 (-0.713)	-0.003 (-0.770)	-0.007 (-0.995)	-0.009 (-1.454)
<i>ROA</i>		0.100** (2.194)		0.155** (2.415)
<i>LEV</i>		0.021 (1.226)		0.075*** (3.032)
<i>SIZE</i>		0.004 (1.294)		0.010* (1.958)
<i>GROWTH</i>		0.031*** (6.651)		0.047*** (6.879)
<i>RISK</i>		-0.262*** (-3.874)		-0.360*** (-3.921)
<i>BIG4</i>		-0.055*** (-3.790)		-0.080*** (-3.939)
<i>FIRSTHOLD</i>		-0.013 (-0.570)		-0.017 (-0.520)
<i>MSHARE</i>		0.146*** (5.015)		0.227*** (5.253)
<i>INST</i>		0.249*** (5.489)		0.429*** (6.300)
常数项	0.098*** (3.667)	0.003 (0.046)	0.119*** (3.234)	-0.111 (-1.116)
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	26643	26643	26643	26643
调整 R ²	0.024	0.031	0.026	0.035

注:括号内为根据公司个体进行聚类调整后的 *t* 值;*** 表示在 1% 的水平上显著,** 表示在 5% 的水平上显著,* 表示在 10% 的水平上显著,下同

3. 公司竞争战略与并购业绩承诺回归结果及分析

表 5 列示了实施差异化竞争战略与业绩承诺使用的回归结果。列(1)中 *DIFF* 的系数为 0.017,在 1% 的水平上显著,表明实行差异化战略的公司更可能在并购中使用业绩承诺,验证了假设 H₂。列(2)~列(5)列示了不同并购类型下,企业竞争战略对并购业绩承诺影响的传导机制。列(2)中 *DIFF* 对 ΔGW 的系数为 0.010,在 1% 的水平上显著,表示差异化竞争战略提高了并购溢价。列(3)中 ΔGW 的系数为 0.494,*DIFF* 的系数为 0.012,均在 1% 的水平上显著为正。中介效应的 Sobel Z 统计量为 6.640,在 1% 的水平上显著。这说明,实施差异化竞争战略的企业累积了更多

并购商誉,从而增加了使用业绩承诺控制风险的可能性^①。列(4)中 *CROSS* 的系数为 0.009,在 10%的水平上显著,表示差异化竞争战略的公司更可能跨地区获取资源;列(5)中 *CROSS* 在 5%的水平上显著为正,*DIFF* 的系数为 0.017,在 1%的水平上显著为正,中介效应的 Sobel *Z* 统计量为 2.286($p=0.022$)。该结果说明,实施差异化竞争战略的企业更可能异地并购,并进一步提升业绩承诺的使用概率。并购溢价和异地并购均发挥了部分中介的作用,检验结果支持假设 H_{2a} 和假设 H_{2b} 。

表 5 差异化战略与并购业绩承诺回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>CMT</i>	ΔGW	<i>CMT</i>	<i>CROSS</i>	<i>CMT</i>
<i>DIFF</i>	0.017 *** (3.831)	0.010 *** (4.527)	0.012 *** (2.830)	0.009 * (1.812)	0.017 *** (3.794)
ΔGW			0.494 *** (13.278)		
<i>CROSS</i>					0.024 ** (2.470)
<i>STK</i>	0.074 *** (3.220)	-0.008 (-0.826)	0.078 *** (3.518)	0.119 *** (4.740)	0.071 *** (3.087)
<i>INTENSITY</i>	0.000 (0.080)	0.012 *** (4.700)	-0.006 (-1.402)	0.009 * (1.757)	0.000 (0.028)
<i>RELATED</i>	-0.029 *** (-3.460)	-0.009 ** (-2.469)	-0.025 *** (-2.974)	-0.062 *** (-5.470)	-0.028 *** (-3.291)
<i>DIVERSITY</i>	-0.015 * (-1.759)	0.003 (0.695)	-0.017 * (-1.953)	-0.011 (-0.980)	-0.015 * (-1.731)
<i>ADVISOR</i>	0.357 *** (15.473)	0.075 *** (7.776)	0.320 *** (14.171)	0.077 *** (3.151)	0.355 *** (15.393)
<i>ROA</i>	0.235 ** (2.559)	0.051 * (1.675)	0.213 ** (2.319)	-0.121 (-1.143)	0.238 *** (2.595)
<i>LEV</i>	-0.012 (-0.405)	-0.069 *** (-4.457)	0.022 (0.762)	-0.003 (-0.098)	-0.012 (-0.403)
<i>SIZE</i>	-0.030 *** (-4.935)	-0.003 (-1.087)	-0.029 *** (-4.850)	0.010 (1.486)	-0.030 *** (-4.979)
<i>BTM</i>	0.045 (1.617)	0.060 *** (4.993)	0.015 (0.568)	-0.109 *** (-3.256)	0.048 * (1.709)
<i>BIG4</i>	-0.007 (-0.372)	-0.007 (-1.130)	-0.004 (-0.198)	0.067 ** (2.567)	-0.009 (-0.457)
<i>FIRSTHOLD</i>	-0.044 (-1.367)	-0.055 *** (-4.260)	-0.017 (-0.533)	-0.116 *** (-3.088)	-0.042 (-1.279)

① 由于 ΔGW 存在 3 个缺失值,表 5 的第(2)和(3)列回归的观测值为 8253。

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>CMT</i>	ΔGW	<i>CMT</i>	<i>CROSS</i>	<i>CMT</i>
<i>MSHARE</i>	0.108 ** (2.476)	0.064 *** (3.144)	0.076 * (1.837)	-0.036 (-0.832)	0.109 ** (2.498)
<i>INST</i>	0.114 * (1.846)	0.083 *** (2.966)	0.072 (1.197)	-0.143 * (-1.911)	0.118 * (1.903)
常数项	0.570 *** (4.919)	0.020 (0.466)	0.562 *** (4.972)	0.069 (0.496)	0.568 *** (4.921)
年度/行业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	8256	8253	8253	8256	8256
调整 R ²	0.251	0.139	0.280	0.037	0.252

4. 稳健性检验

(1) 更换竞争战略的度量。为避免竞争战略度量产生的偏误影响论文结果, 本文使用差异化战略词频的相对比例 *DIFFCOST*, 即差异化战略词频与成本领先战略词频的比值重新进行检验。表 6 列(1) 和列(2) 中 *DIFFCOST* 的系数分别为 0.023 和 0.039, 在 1% 的水平上显著, 表示相对于成本领先战略, 实施差异化竞争战略的企业更可能进行并购, 且并购的频率更高。列(3) 中 *DIFFCOST* 对 *CMT* 的回归系数为 0.043, 在 1% 的水平上显著为正, 表示差异化战略企业相对于成本领先战略企业更可能在并购中使用业绩承诺。

参考胡楠等(2020)^[24], 在表 6 的后三列中使用战略类型 *STRATEGY* 哑变量进行检验, 若差异化与成本领先战略词频之比大于年度中位数, 则以差异化战略为主导战略, *STRATEGY* 取 1, 否则取 0。在列(4) 和列(5) 中 *STRATEGY* 的系数为 0.021 和 0.031, 均在 1% 的水平上显著, 表示差异化战略企业并购的概率及频率更高。列(6) 中 *STRATEGY* 的系数也显著为正, 说明差异化战略企业更可能使用并购业绩承诺。以上结果表明, 更换解释变量度量方式后本文的结果依然稳健。

表 6 词频度量的竞争战略与企业并购回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>MA</i>	<i>INTENSITY</i>	<i>CMT</i>	<i>MA</i>	<i>INTENSITY</i>	<i>CMT</i>
<i>DIFFCOST</i>	0.023 *** (3.049)	0.039 *** (3.462)	0.043 *** (3.629)			
<i>STRATEGY</i>				0.021 *** (3.086)	0.031 *** (3.192)	0.038 *** (3.656)
常数项	-0.018 (-0.269)	-0.144 (-1.442)	0.544 *** (4.697)	-0.016 (-0.229)	-0.141 (-1.414)	0.557 *** (4.795)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	26643	26643	8256	26643	26643	8256
调整 R ²	0.031	0.034	0.251	0.031	0.034	0.251

(2)内生性检验。企业竞争战略与并购决策的检验可能存在内生性,因为既有可能是差异化战略公司进行更多并购,也可能是较多的并购交易改变了企业的战略风格。参考王化成等(2018)^[39],本文选取经济版图(MARKET)作为竞争战略的工具变量。当公司处于西部大开发地区、东北振兴地区、中部崛起地区和东部率先地区时,MARKET分别取值1、2、3和4。表7列示了两阶段模型(2SLS)的回归结果。列(1)中MARKET与DIFF在1%的水平上正相关。工具变量的Cragg-Donald Wald F统计量为81.996,远超10%的临界值,表明不存在弱工具变量问题。列(2)和列(3)中第二阶段的回归DIFF对MA和INTENSITY的系数分别为0.131和0.208,均在5%的水平上显著,与主回归结果一致。缓解内生性问题后,本文的结论保持稳健^①。

表7 工具变量法(2SLS)内生性检验结果

变量	第一阶段	第二阶段	
	(1)	(2)	(3)
	DIFF	MA	INTENSITY
MARKET	0.048*** (0.013)		
DIFF		0.131** (0.062)	0.208** (0.093)
常数项	-2.282*** (0.315)	0.110 (0.092)	0.076 (0.142)
控制变量	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是
观测值	25656	25656	25656
调整R ²	0.397	0.195	0.331

差异化战略与成本领先战略的企业特征可能存在较大差异,本文使用倾向得分匹配(PSM)对差异化战略和成本领先战略的两组样本的特征进行平衡。匹配的分类变量为前文所述差异化战略的哑变量STRATEGY,协变量选择模型(2)的控制变量。使用逐年1:1最近邻有放回匹配后重新进行回归,结果如表8的列(1)所示,DIFF的系数在5%的水平上显著为正,支持前文的结论。

表8 竞争战略与公司并购的PSM检验和样本选择模型检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	CMT	MA	CMT
DIFF	0.013** (2.482)	0.051*** (7.326)	0.011** (2.469)
常数项	0.596*** (3.824)	-1.545*** (-8.854)	0.730*** (5.451)
控制变量	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是
观测值	3728	26643	6321
调整R ²	0.266	—	—

① 本文也进行了公司年度固定效应模型检验,回归结果未在文中列示,备索。

在假设 H_1 的检验中,本文发现实施差异化竞争战略的公司更可能进行并购。为缓解样本选择偏差对结果产生影响,本文使用样本选择模型进行重新检验。表 8 列(2)列示了样本选择的第一阶段基准回归结果, $DIFF$ 对 MA 具有显著为正的影响。列(3)为采用最大似然估计(MLE)方法的样本选择模型回归结果。 $DIFF$ 的系数为 0.011,在 5% 的水平显著,说明本文的结论具有稳健性。

(3)其他稳健性检验。为排除同年度多起并购以及业绩承诺期重叠对本文回归结果的影响,在表 9 中分别进行了如下检验:(1)剔除同一年多次并购的样本进行回归,如列(1)所示, $DIFF$ 的系数为 0.015,并在 1% 的水平上显著。(2)仅保留公司年度第一起并购,并剔除出现承诺期交叉的观测进行再次回归,结果如列(2)所示, $DIFF$ 的系数为 0.013,在 1% 的水平上显著,与主检验的结果保持一致性。

表 9 其他稳健性检验结果

变量	剔除同年多次并购	剔除承诺期交叉
	(1)	(2)
	<i>CMT</i>	<i>CMT</i>
<i>DIFF</i>	0.015 *** (3.071)	0.013 *** (3.046)
常数项	0.520 *** (3.783)	0.447 *** (4.093)
控制变量	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是
观测值	4938	6452
调整 R^2	0.278	0.266

五、进一步分析

1. 异质性分析

(1)企业生命周期。在企业生命周期演进的不同阶段,战略对企业经营、财务和投融资影响呈现不同的特点(阎达五和陆正飞,2000)^[40],使企业在不同发展阶段并购决策有所差异(Owen 和 Yawson,2010)^[41]。根据 Dickinson(2011)^[42]的现金流组合法,企业生命周期可以划分为成长期、成熟期和衰退期。在成长期,企业亟需发展核心能力,扩大规模和开拓新市场资源。在此阶段,企业在财务战略上通常也表现得较为激进(黄国良等,2004)^[43]。实施差异化战略的企业本身开拓新产品和新市场的需求较大,财务风险偏好也更强,更可能在成长阶段发起更多的并购。在企业进入成熟期后,经营业务和盈利水平趋于稳定,对外扩张的动力减弱,更倾向于采取内部的整合、调整,保有现存竞争优势,减少对外并购扩张。而在企业进入衰退期后,既可能采取防御性的策略缩减业务,体现为减少并购;也可能通过跨界收购寻求转型和优化资源配置(杨威等,2019)^[44],或通过发起并购博取更多市场关注,体现为增加并购。相对于成本领先战略,实施差异化战略的企业具有更多寻求新市场的内生动力,在衰退期更有可能提高并购频率。

不同生命周期下竞争战略对企业并购的影响如表 10 所示。表 10 的列(1)和列(4)中, $DIFF$ 对 MA 和 $INTENSITY$ 的系数均在 1% 的水平上显著为正,说明实施差异化战略的企业在成长期更可能实施并购。列(2)和列(5)中 $DIFF$ 的系数均在统计上不显著,说明在企业发展的成熟期,差异

化战略企业的并购意愿减弱。而列(3)和列(6)中 *DIFF* 的系数则又在 1% 的水平上显著为正,说明差异化战略的企业在衰退期对并购也较为青睐,采取并购寻求业务和产品的新增长点^①。*COST* 的系数在列(1)和列(4)中显著为负,在其他列中并不显著,与表 4 的结果基本一致,表示成本领先战略相对于差异化战略的企业并购频率更低。

表 10 不同生命周期下竞争战略对企业并购影响的回归结果

变量	成长期	成熟期	衰退期	成长期	成熟期	衰退期
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>MA</i>	<i>MA</i>	<i>MA</i>	<i>INTENSITY</i>	<i>INTENSITY</i>	<i>INTENSITY</i>
<i>DIFF</i>	0.021 *** (3.926)	-0.004 (-0.868)	0.022 *** (3.216)	0.036 *** (4.063)	-0.005 (-0.675)	0.030 *** (3.405)
<i>COST</i>	-0.018 *** (-2.803)	0.008 (1.232)	-0.004 (-0.440)	-0.032 *** (-3.188)	0.007 (0.813)	-0.008 (-0.640)
常数项	0.227 ** (2.125)	-0.102 (-0.986)	0.139 (1.120)	0.079 (0.488)	-0.173 (-1.226)	0.184 (1.060)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	11549	9371	5402	11549	9371	5402
调整 R ²	0.037	0.014	0.028	0.045	0.012	0.025

(2) 资本市场中介。本部分探讨在资本市场中介(分析师与并购财务顾问)参与企业外部治理时,战略导向的企业并购中业绩承诺的使用是否会发生变化。分析师通过收集和解读信息,可以降低管理层和投资者的信息不对称程度,提高公司信息披露的透明度,改善公司的信息环境。分析师跟踪也会对企业经营发挥监督作用,抑制管理层的机会主义行为(李春涛等,2016)^[45]。当分析师关注度较低时,企业的信息环境相对更差,战略导向的企业并购更可能使用业绩承诺减少并购中的信息不对称问题。聘请高水平的财务顾问可以筛选优质并购项目,协调并购定价,弥补 CEO 并购经验的不足(Chemmanur 等,2019)^[37]。在中国资本市场,财务顾问是企业与监管部门沟通的渠道,也是审批通过的重要条件^②。但是,财务顾问收取高额的佣金,将增加并购资金成本。当企业权衡成本收益后,若不聘请高水平财务顾问,则更加需要其他并购合约设计控制并购风险和提升并购效果。

表 11 列(1)和列(2)为不同分析师关注度下企业战略与并购业绩承诺的回归结果。采用行业年度分析师关注度均值划分样本,在分析师关注度较高时,*DIFF* 系数为 0.009,在 10% 的水平上显著;当分析师关注较低时,*DIFF* 的系数为 0.026,在 1% 的水平上显著(*DIFF* 组间差异 p 值 = 0.040)。结果表明,当外部信息环境较差时,差异化竞争战略的企业更可能在并购中使用业绩承诺合约。业绩承诺可以向外界投资者传递并购良好业绩前景的信号,增强投资者对公司并购的信心。表 11 列(3)和列(4)检验了聘请不同水平的财务顾问时企业战略对并购业绩承诺使用的影响。参考张琴和陈小林(2019)^[46]的研究,若证券业协会对上市公司并购重组财务顾问业务执业能力专业评价等级为 A,则分类为高水平财务顾问组。由于 2013 年前没有评级数据,2008—2012 年使用并购财务顾问业务净收入排名,若排名位于前 10,则分类为高水平财务顾问组。当企业聘用

① *DIFF* 对 *MA* 和 *INTENSITY* 在成长期和成熟期,以及在成熟期与衰退期,系数组间差异均在 5% 或 1% 水平显著。

② 根据《上市公司重大资产重组管理办法》,聘请评级为 A 的财务顾问,是并购进入快速或豁免审核通道的必要条件之一。

高水平财务顾问时, *DIFF* 的系数为 0.005, 在统计上并不显著; 当企业未聘用高水平财务顾问时, *DIFF* 的系数为 0.016, 在 1% 的水平上显著为正(系数组间差异 p 值 = 0.077)。该结果表明, 差异化战略企业在未聘请高水平财务顾问时更可能使用并购业绩承诺, 以发挥业绩承诺对并购交易的治理作用。

表 11 竞争战略与业绩承诺的截面差异检验结果

变量	高分析师关注	低分析师关注	高水平财务顾问	非高水平财务顾问
	<i>CMT</i>	<i>CMT</i>	<i>CMT</i>	<i>CMT</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DIFF</i>	0.009* (1.693)	0.026*** (4.577)	0.005 (0.373)	0.016*** (4.254)
常数项	0.882*** (5.486)	0.402** (2.416)	0.721 (1.115)	0.640*** (5.816)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	3844	4412	1034	7222
调整 R ²	0.271	0.238	0.083	0.138
系数差异	$p = 0.040^{**}$		$p = 0.077^*$	

2. 竞争战略下并购业绩承诺与股价崩盘风险

已有文献研究发现, 相对于防御型的战略, 进攻型的战略具有更高的股价崩盘风险(孙健等, 2016)^[47]。相对于低成本战略, 实施差异化战略的企业出于开发新产品及拓展新市场的需求, 具有更高的资金需求和融资约束, 因而更有动机隐瞒企业的负面信息。同时, 差异化战略涉及较多产品线, 其内部组织架构更加不稳定, 企业协调机制更为复杂, 内部监督和控制机制相对较弱。企业在并购扩张时更加剧了投资者与企业内部的信息不对称, 在投资者缺乏对并购价值和风险的判断能力情况下, 管理层更有契机掩饰负面信息。负面消息累积到一定程度时集中释放, 造成股价崩盘(Hutton 等, 2009)^[48]。在前文的分析中, 可知差异化战略的企业也会通过合约手段——业绩承诺条款控制扩张风险。如果该并购合约使用与企业战略具有适配性, 那么实施差异化战略进行扩张的企业在使用并购业绩承诺时, 其股价崩盘风险会相应降低^①。

参考孙健等(2016)^[47]的研究, 使用股票负收益偏态系数($NCSKEW_{t+1}$)和股票收益率上下波动比例($DUVOL_{t+1}$)度量次年的股价崩盘风险。在公司特征层面控制了总资产收益率(*ROA*)、资产负债率(*LEV*)、公司规模(*SIZE*)、账面市值比(*BTM*)、信息不透明度(*DA*)、四大审计(*BIG4*)、第一大股东持股比例(*FIRSTHOLD*)、管理层持股比例(*MSHARE*)、机构持股比例(*INST*)。在并购特征层面控制了并购频率(*INTENSITY*)和股份并购(*STK*)。在市场指标上, 控制股票年度回报率(*RET*); 股票换手率(*DTURN*), 即股票年度月均换手率与上年度月均换手率的差值; 股票波动性(*SIGMA*), 即股票经市场调整后周回报率的标准差。此外, 模型中控制了本年度的股价崩盘风险($CRASHRISK_t$)。

表 12 为差异化战略企业使用业绩承诺对股价崩盘风险的影响。*DIFF* 的系数在列(2)中为

① 现有研究也佐证了企业战略与合约需要具有适配性(Chen 和 Jermias, 2014^[49]; 胡楠等, 2021^[6])。例如 Chen 和 Jermias (2014)^[49] 研究发现, 差异化竞争战略的企业更可能选择基于业绩的薪酬契约, 当合约与竞争战略不匹配时将导致企业价值的减损。

0.017,在5%的水平上显著,表示未使用业绩承诺时,差异化竞争战略具有较高的股价崩盘风险。 $DIFF \times CMT$ 的系数在两列中分别为-0.031和-0.026,分别在10%和5%的水平上显著。结果说明,实施差异化战略的企业使用业绩承诺,可以显著降低并购扩张的股价崩盘风险。

表 12 竞争战略、业绩承诺与股价崩盘风险回归结果

变量	(1)	(2)
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
$DIFF$	0.017 (1.482)	0.017** (2.033)
$DIFF \times CMT$	-0.031* (-1.833)	-0.026** (-2.195)
CMT	0.120** (2.280)	0.089** (2.375)
ROA	-0.194 (-0.728)	-0.137 (-0.751)
LEV	-0.046 (-0.583)	-0.065 (-1.165)
$SIZE$	-0.038** (-2.300)	-0.034*** (-2.878)
BTM	-0.089 (-1.207)	-0.029 (-0.552)
DA	-0.060 (-1.128)	-0.035 (-0.941)
$BIG4$	0.018 (0.243)	-0.027 (-0.501)
$FIRSTHOLD$	0.285*** (3.453)	0.151** (2.486)
$MSHARE$	1.158*** (7.430)	0.821*** (7.525)
$INST$	-0.006 (-0.392)	-0.004 (-0.292)
$INTENSITY$	-0.020 (-0.663)	-0.012 (-0.583)
STK	0.277 (0.340)	-0.215 (-0.366)

续表 12

变量	(1)	(2)
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
<i>RET</i>	-0.044 (-1.448)	-0.013 (-0.573)
<i>DTURN</i>	0.005 (0.034)	-0.053 (-0.543)
<i>SIGMA</i>	0.061 ** (2.446)	0.048 ** (2.576)
$CRASHRISK_t$	0.034 ** (2.017)	0.034 ** (2.064)
常数项	0.334 (1.017)	0.484 ** (2.022)
年度/行业固定效应	是	是
观测值	6107	6107
调整 R ²	0.084	0.087

六、研究结论与启示

本文以 2008—2019 年 A 股上市公司为样本,研究公司竞争战略对企业并购决策及并购业绩承诺的影响。研究发现,相对于成本领先战略,实施差异化战略的企业更可能进行并购扩张,且并购的频率更高。竞争战略特征会影响并购类型,并传导至并购合约上,体现在:实施差异化战略的企业更可能进行高溢价并购和异地并购,并在两类并购中使用业绩承诺控制风险。异质性检验发现,处于生命周期的不同阶段,企业并购的动机有所差异。处于成长期和衰退期时,差异化战略企业的并购动机更强,更可能进行并购扩张。同时,差异化战略企业在分析师关注度较低和未聘请高水平财务顾问时,更可能使用并购业绩承诺。差异化战略企业使用业绩承诺后,可以降低后续的股价崩盘风险。综合以上结论,本文发现企业战略与行为具有匹配性,差异化战略企业更可能进行并购扩张,但是可以通过设置并购合约(业绩承诺)防范并购风险。本文的研究提供了业绩承诺在战略导向情境下提升并购治理效果的增量证据,对引导企业有序扩张和促进企业高质量发展具有现实意义。

本文的研究结论具有重要的管理实践意义和政策启示。首先,企业应结合自身战略定位,通过并购优化资源配置,提升企业发展质量。企业在寻找并购标的时也要仔细筛选和甄别,注意所选并购标的是否能促进企业巩固长期战略优势。本文研究结论也表明,战略导向下的企业并购与企业所处生命周期具有密切关系。企业需要考虑不同发展阶段所面临的资源约束与发展机遇,权衡内部发展和外部扩张的风险与收益,选择最优的发展路径。企业在并购方案设计时,需要结合并购风险特征优化并购交易合约设计。尤其是在企业无法通过资本市场中介(如分析师和并购财务顾问)把控并购质量时,可以通过业绩承诺条款控制并购风险,提升并购协同效应。

其次,监管部门需要引导企业在顶层战略的指导下进行理智的并购决策。本文研究发现,不同的企业战略导向具有差异的风险特征,企业的并购行为与其战略定位具有适配性。有鉴于此,监管

部门应鼓励企业围绕主业进行有序扩张,寻求整合内外部资源、提升产业竞争力的并购方式。本文研究也发现,业绩承诺对战略导向下的企业并购具有治理作用。对此,监管部门可以通过加强监管问询等方式,促进企业完善并购合约设计,充分发挥并购合约的风险治理效果。监管部门也应加强投资者教育,增强投资者对于企业战略与并购行为关联性的理解。

最后,政府部门需要积极推进并购市场化改革,激发并购市场活力。企业能在顶层战略的指导下进行并购扩张,其前提是并购不存在体制机制障碍,企业可以利用并购市场优化存量资源配置。本文的研究表明,企业战略、企业并购合约均对并购产生治理效果,资本市场也会对适配的企业战略和并购合约做出反应。据此,政府应继续发挥市场在资源配置中的决定作用,通过投资者和市场中中介增进企业并购效率和治理水平,促进并购重组市场的健康发展。

本文也存在一定的不足,有待于后续研究进一步推进。在战略分类上,本文使用 Porter (1980)^[14]的分类方式,而现实中企业战略的分类繁杂,部分企业可能采用混合战略,成本领先与差异化战略的特征体现不明显。在未来的研究中,可以采用其他战略分类方式进行深入研究。此外,虽然本文采用多种稳健性检验方法保障研究的可靠性,但仍不可避免受到遗漏变量等内生性问题影响。后续的研究可以寻找合适的外生冲击,进行更好的因果识别检验。

参考文献

- [1] Teece, D. J. Explicating Dynamic Capabilities: The Nature and Microfoundations of (sustainable) Enterprise Performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28, (13): 1319 - 1350.
- [2] Ahuja, G., and R. Katila. Technological Acquisitions and the Innovation Performance of Acquiring Firms: A Longitudinal Study[J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22, (3): 197 - 220.
- [3] Higgins, D., T. C. Omer, and J. D. Phillips. The Influence of a Firm's Business Strategy on Its Tax Aggressiveness[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32, (2): 674 - 702.
- [4] 叶康涛,董雪雁,崔荷菁. 企业战略定位与会计盈余管理行为选择[J]. *北京:会计研究*, 2015, (10): 23 - 29.
- [5] Habib, A., and M. M. Hasan. Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk[J]. *Research in International Business and Finance*, 2017, (39): 389 - 405.
- [6] 胡楠,王昊楠,邱芳娟. CEO超额薪酬与竞争战略的匹配研究[J]. *北京:经济管理*, 2021, (10): 62 - 82.
- [7] 钟海,祝学文. 公司战略与公司并购、并购溢价[J]. *武汉:财会月刊*, 2019, (20): 29 - 36.
- [8] Kohers, N., and J. Ang. Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Dtay[J]. *The Journal of Business*, 2000, 73, (3): 445 - 476.
- [9] 沈华玉,吴晓晖. 信息不对称、信息不确定与定向增发中的利润承诺[J]. *北京:世界经济*, 2018, (3): 170 - 192.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] 原红旗,高翀,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.
- [13] 高翀,孔德松. 并购中的业绩承诺条款与股价崩盘风险[J]. *北京:经济与管理研究*, 2020, (7): 77 - 93.
- [14] Porter, M. E. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*[M]. New York: Free Press, 1980.
- [15] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76, (2): 323 - 329.
- [16] Bena, J., and K. Li. Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69, (5): 1923 - 1960.
- [17] Miles, R. E., and C. C. Snow. *Organizational Strategy, Structure, and Process*[M]. New York: McGraw-Hill Book Company, 1978.
- [18] Langfield-Smith, K. Management Control Systems and Strategy: A Critical Review[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 1997, 22, (2): 207 - 232.
- [19] Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30, (2): 780 - 817.
- [20] 刘睿智,胥朝阳. 竞争战略、企业绩效与持续竞争优势——来自中国上市公司的经验证据[J]. *北京:科研管理*, 2008, (6): 36 - 43.

- [21] 马宁,王雷. 企业生命周期、竞争战略与风险承担[J]. 南昌:当代财经,2018,(5):70-80.
- [22] 柴才,黄世忠,叶钦华. 竞争战略、高管薪酬激励与公司业绩——基于三种薪酬激励视角下的经验研究[J]. 北京:会计研究,2017,(6):45-52.
- [23] Banker, R. D., R. Mashruwala, and A. Tripathy. Does a Differentiation Strategy Lead to More Sustainable Financial Performance Than a Cost Leadership Strategy? [J]. *Management Decision*, 2014, 52, (5): 872-896.
- [24] 胡楠,邱芳娟,梁鹏. 竞争战略与盈余质量——基于文本分析的实证研究[J]. 南昌:当代财经,2020,(9):138-148.
- [25] Barboopoulos, L., and S. Sudarsanam. Determinants of Earnout as Acquisition Payment Currency and Bidder's Value Gains[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36, (3): 678-694.
- [26] 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.
- [27] Langlois, R. N., and P. L. Robertson. *Firms, Markets and Economic Change: A Dynamic Theory of Business Institutions* [M]. New York: Routledge, 1995.
- [28] 王世权,王丽敏. 竞争战略、企业边界与竞争优势——基于资源基础论的分析[J]. 武汉:科技进步与对策,2006,(8):86-89.
- [29] Teece, D. J., G. Pisano, and A. Shuen. Dynamic Capabilities and Strategic Management [J]. *Strategic Management Journal*, 1997, 18, (7): 509-533.
- [30] Eisenhardt, K. M., and J. A. Martin. Dynamic Capabilities: What are They? [J]. *Strategic Management Journal*, 2000, 21, (10-11): 1105-1121.
- [31] 张璐,王岩,苏敬勤,长青,张强. 资源基础理论:发展脉络、知识框架与展望[J]. 天津:南开管理评论,2021,(11):1-22.
- [32] 吴先明,苏志文. 将跨国并购作为技术追赶的杠杆:动态能力视角[J]. 北京:管理世界,2014,(4):146-164.
- [33] Moeller, S. B., F. P. Schlingemann, and R. M. Stulz. Firm Size and the Gains from Acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73, (2): 201-228.
- [34] Malmendier, U., E. Moretti, and F. S. Peters. Winning by Losing: Evidence on the Long-run Effects of Mergers [J]. *The Review of Financial Studies*, 2018, 31, (8): 3212-3264.
- [35] 杨继彬,李善民,杨国超,吴文锋. 省际双边信任与资本跨区域流动——基于企业异地并购的视角[J]. 北京:经济研究,2021,(4):41-59.
- [36] Gu, F., and B. Lev. Overpriced Shares, Ill-advised Acquisitions, and Goodwill Impairment [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86, (6): 1995-2022.
- [37] Chemmanur, T. J., M. Ertugrul, and K. Krishnan. Is It the Investment Bank or the Investment Banker? A Study of the Role of Investment Banker Human Capital in Acquisitions [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, 54, (2): 587-627.
- [38] Renneboog, L., and C. Vansteenkiste. Failure and Success in Mergers and Acquisitions [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58: 650-699.
- [39] 王化成,李昕宇,孟庆斌. 公司战略、诉讼风险与市场反应 [J]. 北京:中国会计评论,2018,(3):311-350.
- [40] 阎达五,陆正飞. 论财务战略的相对独立性——兼论财务战略及财务战略管理的基本特征 [J]. 北京:会计研究,2000,(9):2-6.
- [41] Owen S., and A. Yawson. Corporate Life Cycle and M&A Activity [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34, (2): 427-440.
- [42] Dickinson V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86, (6): 1969-1994.
- [43] 黄国良,潘华,钟晓东. 基于企业核心能力培育的财务战略研究 [J]. 南昌:当代财经,2004,(5):116-118.
- [44] 杨威,赵仲匡,宋敏. 多元化并购溢价与企业转型 [J]. 北京:金融研究,2019,(5):115-131.
- [45] 李春涛,赵一,徐欣,李青原. 按下葫芦浮起瓢:分析师跟踪与盈余管理途径选择 [J]. 北京:金融研究,2016,(4):144-157.
- [46] 张琴,陈小林. 自愿性业绩承诺风险、独立财务顾问声誉与收购方股权结构 [J]. 太原:山西财经大学学报,2019,(11):98-111.
- [47] 孙健,王百强,曹丰. 公司战略影响股价崩盘风险吗? [J]. 北京:经济管理,2016,(12):47-61.
- [48] Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94, (1): 67-86.
- [49] Chen, Y., and J. Jermias. Business Strategy, Executive Compensation and Firm Performance [J]. *Accounting & Finance*, 2014, 54, (1): 113-134.

Competitive Strategy, M&A Decision and Performance Commitments: An Empirical Evidence Based on Textual Analysis

GAO Chong¹, SHI Xin²

(1. School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai, 201620, China;

2. School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: Corporate strategy is the top-level planning of the enterprise and runs through all operations in the enterprise. How to make a rapid while stable development using mergers and acquisitions under the guidance of corporate strategy, is of great theoretical and practical significance. Using the sample of Chinese A-share listed firms from 2008 to 2019, this paper investigates whether and how the company's competitive strategy affects the probability and characteristics of corporate mergers and acquisitions. The study finds that compared with the cost leadership strategy, enterprises implementing the differentiation strategy are more likely to expand through M&As, and the intensity is also higher. Notably, differentiation-oriented firms are more likely to conduct acquisitions at the life stage of growth and decline. Further, companies using differentiated competition strategies are more engaged in high-premium mergers and acquisitions, and more likely to use performance commitments in these two types M&As. In a heterogeneity analysis, we provide evidence that firms implementing a differentiation strategy are more likely to use M&A performance commitments when analyst attention is low and when high-level financial advisors are not employed. Further research finds that using performance commitments in M&As by companies implementing differentiation strategies can reduce future crash risk.

The possible contributions of this paper are as follows: First, this paper examines the impact of competitive strategy on corporate M&A decisions and enriches the research on acquisition motivation. Extant literature has explored the motivation of M&As from technique overlap, expanding firm size and achieving diversified operations, but is still insufficient on the dimension of firm strategy. Secondly, this paper analyzes the heterogeneity of the impact of corporate strategy on M&A decisions based on firm life cycle theory. The conclusion potentially benefits both practitioners and regulators in understanding how the competitive strategy affects corporate financial behaviors. Furthermore, this paper systematically illustrates the channel by which competitive strategy is conveyed to the underlying acquisition contract (performance commitments). There are two views on performance commitments in past research, the "efficiency view" and the "agency view". Still, there is controversy about whether performance commitment can effectively reduce risks and enhance the synergy of M&As. This paper finds that the use of performance commitments that are compatible with corporate strategy can significantly reduce the stock price crash risk, providing incremental evidence for the "efficiency view" of performance commitments. Finally, from the perspective of machine learning and textual analysis, this paper offers insights into the research of enterprise competitive strategy. Most of the existing literature adopts the traditional financial data measurement strategy, which is result-driven, ignores the planning and forward-looking nature of firm strategy, and to some extent has endogenous problems. This study uses textual data to measure corporate strategy, and this method can cover the characteristics of strategic process orientation and improve the objectivity and reliability of the strategy metrics.

The research in this paper has important implications for listed companies, regulators and investors. For listed companies, it is necessary to make rational M&A decisions under the guidance of strategies and use appropriate M&A contracts to control potential risks and promote the high-quality development of enterprises. As for the supervisor, they can forecast the enterprise behavior through the strategy position, and carry on the regulations with emphasis. As for investors, recognizing the correlation between corporate strategy and M&A behavior can make more accurate judgments on corporate value and risks.

This paper still has some limitations and leaves unfixed problems for further research to investigate. First, in the aspect of classifying strategies, this study adopts Porter's (1980) classification. While in reality, the category of corporate strategy is complicated. Some companies have various mixed strategies, so the nature and features of cost leadership and differentiation strategies are not always definite and distinguished. Future studies can exploit alternative strategic classifications and measurements to best fit firm practice. Second, although this paper tries to ensure robustness, the endogeneity problem caused by omitted variables is still inevitable. Follow-up studies can look for suitable exogenous shocks for causal identification.

Key Words: competitive strategy; M&As; performance commitments; textual analysis; stock price crash risk

JEL Classification: D22, G34, L10

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.12.005

(责任编辑: 闫梅)