

“高溢价”还是“高质量”？*

——我国上市公司并购重组业绩承诺可靠性研究

窦 炜¹ Sun Hua² 郝 颖³

(1. 华中农业大学经济管理学院, 湖北武汉, 430070;

2. 爱荷华州立大学商学院, 美国, 爱荷华州;

3. 北京师范大学经济与工商管理学院, 北京, 100875)

内容提要: 本文以 2008—2014 年我国 A 股市场上市公司并购和重大资产重组事件为样本, 实证检验了并购重组交易中业绩承诺的可靠性, 以及不同交易对价支付方式对业绩承诺可靠性的影响。结果发现: 相比于现金支付方式, 以股权形式支付交易对价的上市公司不仅获得了更多市场支持、更高的会计利润和经营业绩, 而且业绩承诺可靠性也更高。机构投资者持股比例的增加会进一步加强业绩承诺的可靠性, 但实证结果并不支持上市公司控股股东持股比例的变化具有相同作用。此外, 本文还发现, 采用股份补偿作为业绩承诺补偿方式的上市公司, 同样更愿意通过股票的方式支付并购重组交易对价, 且业绩承诺也更可靠。

关键词: 业绩承诺可靠性 业绩承诺补偿 并购重组 支付方式

中图分类号: F275.1 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2019)02—0156—16

一、引言

为规范上市公司重大资产重组行为, 保护上市公司和投资者的合法权益, 促进上市公司质量不断提高, 维护证券市场秩序和社会公共利益, 原中国证监会于 2008 年发布《上市公司重大资产重组管理办法》明确要求“上市公司购买资产的, 应该提供拟购买资产的盈利预测报告”, “上市公司应当在重大资产重组实施完毕后 3 年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异”, “交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议”。该规定被废止后, 2014 年 10 月原中国证监会第 109 号令重新制定了新的《上市公司重大资产重组管理办法》(下称《管理办法》), 并于 2016 年 9 月对其进行了修订。现行新的《管理办法》中不再强制要求所有的重大资产重组交易都进行业绩承诺, 而改为“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的, 上市公司与交易对方可以根据市场化原则, 自主协商是否采用业绩补偿和每股收益填补措施”, 但对“交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人”的情况, 仍然要求强制

收稿日期: 2018-08-01

* 基金项目: 教育部人文社会科学研究项目“混合所有制改革背景下的企业集团控制权和投资结构异化问题研究”(17YJA630012); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“我国上市公司并购和重大资产重组交易中的业绩承诺问题研究”(2662018PY047); 国家自然科学基金项目“高管成长经历、职业路径与公司财务行为: 基于改革开放场景的研究”(71872017)。

作者简介: 窦炜, 男, 副教授, 研究领域是公司财务与资本市场, 电子邮箱: dw1997@163.com; Sun Hua, 男, 副教授, 研究领域是公司财务与资本市场, 电子信箱: hsun@iastate.edu; 郝颖, 男, 教授, 研究领域是公司财务与资本市场, 电子信箱: cqhaoying@163.com。通讯作者: 窦炜。

性进行业绩承诺。从本质上说,业绩承诺制度是为了能够合理、准确地评估标的资产价值,从而在保证标的资产交易价格公允性的同时,通过一定期限内的绩效承诺降低收购方所可能承担的巨大投资风险。这一制度的核心是通过原股东做出的业绩承诺,来公平、合理地预测和评估交易对价。然而,我国投资者在交易中往往更关注并购交易本身的交易信息,如交易对价支付方式和资金来源等对公司的影响,而对并购的内在投资价值或公司未来经营、成长等信息持“慎重”或“怀疑”态度(Martynova 和 Renneboog,2011^[1];谢纪刚和张秋生,2013^[2])。现有研究分别从风险转移和分担(Nikolaos 等,2014^[3];葛结根,2015^[4])、股票期权激励(Giuli,2013)^[5]、控制权转移与接管威胁(Kobeissi 等,2010)^[6]、自由现金流与代理理论(Harford 等,2012)^[7],以及信号传递效应(Li 等,2011)^[8]等方面,研究了支付方式对并购绩效的影响。但这些经验研究对并购绩效的衡量都是站在收购方的视角,选取并购后企业的整体会计利润或市场表现等指标来度量并购绩效。这可能导致研究结论存在偏差。因为,不论是短期会计绩效,还是长期(如研究中常见的并购后3~5年)利润,都可能受到除并购行为本身以外的诸多噪声干扰,并不能被单一地理解为并购行为本身的成败。而我国资本市场还存在较严重的盈余管理行为(Cai 等,2016)^[9],加之大量投机、跟风炒作,甚至内幕交易等行为,导致我国股票价格变化很难真实反映并购行为本身对企业的影响。这使得利用股票价格在并购事件窗口期前后变化来量化短期并购市场反应可能同样也缺乏解释力度。而现行《管理办法》中业绩承诺的相关规定,为从标的方视角研究上市公司并购重组行为打开了一扇窗口。通过直接获取并购重组交易中企业的“承诺绩效”及其可靠性,有助于减少众多噪音对收购方整体业绩变化的影响,也可以回避股票价格非正常波动的干扰,从而更加直观、准确地观测到并购交易成效,并展开研究。

基于此,本文以我国资本市场2008—2014年间并购和重大资产重组交易为样本,试图回答以下问题:(1)并购重组交易中的业绩承诺可靠吗?它与并购溢价是什么关系?(2)并购重组交易支付方式是否影响业绩承诺的可靠性和并购溢价?如果是,影响的机制和渠道是什么?(3)业绩承诺补偿能否有效提高业绩承诺的可靠性?不同承诺补偿方式对业绩承诺可靠性的影响是否存在显著差异?通过对这些问题的研究,将有助于学术界更好地理解、阐释我国上市公司并购和重大资产重组行为的真实动因和经济后果。同时,对健全我国资本市场监管以及中、小投资者保护等也具有一定现实意义。

本研究的主要贡献在于:一是与大多数现有研究不同,本文聚焦于并购重组交易标的企业的实际绩效和原股东业绩承诺可靠性,为学术界充分理解我国上市公司并购重组交易提供更具解释力的经验证据;二是与Li 等(2011)^[8]、吕长江等(2014)^[10]等现有研究不同,本文聚焦于股权分置改革之后,市场导向下并购重组交易中企业的原股东业绩承诺及其可靠性,形成了对现有文献的补充和丰富;三是本文并非仅关注业绩承诺可靠性及其补偿问题,而是将并购支付方式选择与并购溢价、业绩承诺可靠性以及业绩承诺补偿等放到一个统一的框架里进行系统考察,有助于加深对资本市场诸多并购“乱象”的理解。

二、业绩承诺可靠性与股权分置改革

国内关于公司并购和重大资产重组行为中的业绩承诺研究始于2005年的股权分置改革。彼时,监管部门鼓励具备条件的集团公司,通过并购和重大资产重组交易向所属上市公司注入优质资产,解决上市公司盈利能力不强的顽疾以及饱受诟病的“非流通股股权结构”问题,增强股票市场的流动性。同时,为了保证中小流通股股东利益,监管机构还分别于2005年和2008年颁布了《股权分置改革承诺事项管理指引》《上市公司重大资产重组管理办法》等规定,要求“股权分置改革与上市公司资产重组结合,承诺人通过注入优质资产、承担债务等方式,以实现上市公司盈利能力或者财务状况改善作为对价安排的,承诺人应当对上市公司或置入资产未来三年的经营目标作出明确的承诺并予以披露”,同时,“承诺人应对上述预期经营目标无法达到时给予流通股股东相应地补偿作出安排”,“如追送一定比例的股份或现金等”。这种业绩承诺制度,在股权分置改革时期,确

实对上市公司的股改进程和防止股改过程中的广大中小投资者利益被侵占,实现资本市场“全流通”等目标起到了积极的作用。业绩承诺不仅可以转移或降低流通股股东所承担的并购风险(Haveman等, 2008)^[11],而且可以减小非流通股股东所支付的股改对价成本(Li等, 2011)^[8],因而更容易获得市场的积极回应(许年行等, 2008)^[12],以及更高的并购效率和更大协同效应(吕长江等, 2014)^[10]。桂荷发等(2011)^[13]的研究也发现,股权分置改革方案中的业绩承诺具有明显信号效应,且附加业绩承诺的轻重与股价超额累计收益显著正相关。尽管上述研究都肯定了股权分置改革中业绩承诺的积极作用,但业绩承诺发挥转移和分担风险的作用显著依赖于承诺方的信誉和其所处的契约环境(Hansen, 1987^[14]; Fishman, 1989^[15])。因为,承诺人的信誉会严重影响到承诺的可靠性,否则,无论多么吸引人的承诺计划也不会被理性流通股股东接受。刘浩等(2011)^[16]的研究就发现,在股权分置改革中进行业绩承诺的公司,存在显著的通过采用“非经常性”交易调高利润的行为,而且业绩承诺补偿中大股东对小股东补偿的股份越多,这种盈余管理行为越严重。这一研究结论表明,在充分肯定业绩承诺制度在股权分置改革进程中作用的同时,也要警惕业绩承诺制度可能带来的负面影响。

尽管上述为数不多的几篇文献对股权分置改革时期的业绩承诺问题进行了研究,但随着我国资本市场改革进程的推进,现行资本市场上的并购重组行为及其业绩承诺与股权分置改革时期已有明显区别。首先,并购重组的性质不同。在股权分置改革时期,并购与重大资产重组都是在同一控制人的控制下的关联交易,是上市公司实际控制人将其控制的非上市资产注入上市公司,从而实现公司整体上市的一种关联交易行为,更多体现的是实际控制人的意志或政府行政指令,而非市场资源自由配置的结果。与之不同,现行资本市场上的并购重组行为,则更多体现了资本或市场的意志,是上市公司对非关联方,甚至从未涉足的行业或产业进行的并购。这与股权分置改革时期有着明显区别。其次,业绩承诺的对象不同。在股权分置改革时代,业绩承诺的实质是非流通大股东(即控股大股东)对中小流通股股东的承诺。而现在市场主导下的上市公司并购重组行为,是由并购重组标的公司原股东对上市公司进行的业绩承诺。与股权分置改革不同,由于并购标的并不是由上市公司实际控制人控制下的其他非上市资产,上市公司并不十分清楚标的企业的经营和业绩情况。因此,要求并购标的公司股东对上市公司做出业绩承诺。这些差别使得基于股权分置改革数据的经验研究,是否适用现行市场规则下的业绩承诺现象,值得怀疑。此外,还有两篇案例研究(高闯等, 2010^[17]; 刘建勇等, 2014^[18])围绕业绩承诺补偿是否能够有效保护中小投资者权益问题展开讨论,且都发现业绩补偿承诺对中小投资者权益保护作用显著依赖于业绩补偿方式的差异。相比于现金补偿,股份回购对大股东的成本更高,因而更能制约大股东对标的公司过高盈利预测的“冲动”。而且,如果采用现金补偿,公司甚至有可能在实际利润远低于承诺业绩的情况下实施高额派现,以满足大股东支付业绩承诺补偿款的需要(刘建勇等, 2014)^[18]。

基于上述分析不难发现,现有文献针对业绩承诺现象的研究主要是基于股权分置改革环境下的解释。尽管在股权分置改革时期,业绩承诺制度为提高我国上市公司质量和盈利水平起到了一定的积极作用,但现在不同支付方式下的业绩承诺可能正在成为重组双方进行合谋的工具。一方面,受益于并购交易高估值导致的二级市场股价高企,上市公司大股东可以通过减持或质押等方式,以较低的股份比例套取大量资金;而另一方面,标的公司股东可以获得远高于出售资产真实价值的价格。在此背景下,交易对价极易扭曲,即使并购重组标的后续业绩承诺不达标,在业绩承诺补偿采用现金支付时,其所需要的现金成本支出相对于高估值下获取的对价可能是九牛一毛。

三、理论分析与研究假说:支付方式与业绩承诺可靠性

上市公司并购重组的支付方式主要包括股票支付方式和现金支付方式。前者是指主并公司将本公司股票支付给并购标的公司股东,按一定比例换取标的公司股票,从而实现对并购标的公司的

控制。而后者则是指收购公司通过支付一定数量的现金,以取得目标公司的所有权。与股票支付相比,现金支付最鲜明的特征是:一旦被收购企业的原股东接受现金交易对价,就会失去对标的公司的权益要求权。理论上,收购完成后公司的经营和盈利情况等都已与原股东没有关系了。而采用股票支付方式时,在收购完成后原标的公司的股东将大量持有收购公司的股票。这就使得并购完成后,标的公司原股东的利益依然与主并公司的利益牢牢绑定在一起。因此,在正常市场环境下,标的公司价值和盈利的不确定性导致其原股东更倾向于接受现金作为并购支付方式,以保证现金收益“落袋为安”,但主并公司在并不充分了解标的公司的情况下,出于风险转移和共担的考虑,则更愿意使用股票支付方式,要求标的公司原股东共同承担市场价值重估的风险。这将有利于激励标的公司原股东在并购完成后依然努力经营公司,继续获得良好的业绩。Nikolaos等(2014)^[3]和 Giuli(2013)^[5]发现,2005年以来,在美国、欧洲等世界主要资本市场上,现金收购比例不断下降,而认股权证等创新股权支付工具所占的比例则不断上升,即使是在现金流充裕的情况下亦是如此。显然,主并公司在现金流充裕的情况下依然愿意选择股票支付方式的原因已不再是单纯受到融资约束或支付能力的限制,而是希望通过股票支付交易对价,来彻底绑定并购标的公司的原股东,使其与自己风险共担、利益共享,从而最大可能地分散和减小并购风险和业绩不确定性。Bruslerie等(2012)^[19]的研究也发现,当并购双方都面临巨大的并购业绩和整合风险时,股票支付或混合支付是交易支付方式的最佳选择。不仅如此,根据原中国证监会《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,“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”,这就更加使得当采用股票支付方式时,目标公司原股东的利益在短期内与主并企业不可分割。更为重要的是,股票支付交易对价而产生的交易锁定期,还会给目标公司原股东带来强烈的股票期权激励效应(Giuli,2013)^[5]。由于需要执行股票交易锁定限制,标的公司原股东不能在短期内变现并购交易所得到的股票。在锁定到期后,这些股票的实际价值将取决于并购重组后主并公司的实际盈利水平和经营业绩。这会极大地激励目标公司原股东更加努力地完成,甚至超额完成业绩承诺。这些都是现金支付方式所不具备的。

控制权理论与接管威胁假说也从股权激励效应视角阐释了支付方式对并购标的业绩承诺可靠性的影响。就现金支付方式而言,由于合并后目标企业原股东失去对企业的控制,而且标的公司高管团队非常规更换可能性增大,这会导致并购后标的公司经营不稳定,加剧并购后标的公司的经营风险,可能导致其资产收益率显著下降(Kobeissi等,2010^[6];陈仕华等,2013^[20])。甚至一些研究还发现,在现金支付交易对价的并购重组交易中,由于不受因未来业绩反转而导致收购方股价下跌的不利影响,目标企业股东甚至可能会在交易进行前主动向上盈余管理以抬高收购价格,并购之后的“业绩变脸”问题也就在所难免(刘浩等,2011^[16];Hou等,2015^[21])。然而,在股票支付方式下,标的公司原有股东(高管团队)会持有并购后主并公司的部分股权,从而对标的公司完成并购时的业绩承诺水平形成正向激励(Basu等,2016)^[22]。另一方面,从公司治理角度出发,当主并方通过股票形式支付交易对价时,会导致主并公司股权结构变化甚至稀释控股股东的控制权。对于以高度集中的所有权和控制权为特征的我国上市公司而言(窦炜等,2016)^[23],控制权被稀释所带来的股权制衡效应,也有利于并购后公司治理的改善,从而更好地完成并购时的业绩承诺(Kobeissi等,2010)^[6]。反之,那些在实施控制权更替和接管威胁时更愿意用现金支付方式的主并公司,则更可能考虑的是控制权私利,而非公司的整体利益(Harford等,2012)^[7]。

自由现金流和代理理论则从公司治理视角对支付方式如何影响并购绩效和业绩承诺可靠性展开分析。该理论认为,企业在并购中采用现金支付,表明企业内部拥有大量自由现金流,而当管理层拥有较多可控制资源时,容易引发较为严重的代理问题。因而,现金充裕的公司往往比其他公司更可能尝试发起并购交易,且更有可能进行多元化并购(Harford等,2012^[7];Draper等,2010^[24])。此外,使用现金支付可能会对并购后企业的资源整合造成较大资金压力。虽然并购之后,短期内目标企业获得了主并方提供的

雄厚发展基础,但从长期来看,资源整合的资金压力和代理问题最终将对目标企业的经营产生不利影响(Alshwer等,2009)^[25]。在针对我国资本市场的研究中,陶军(2008)^[26]发现,较多自由现金流、较大企业规模和国有股权性质是在并购中容易引发严重代理问题的企业所具备的显著特征。这些研究结论都表明,相比于股票支付方式,采用现金支付的并购交易,其并购绩效可能并不十分理想。

此外,信号理论也包含支付方式对并购交易中的业绩承诺行为影响的解释。当主并企业或目标企业的信息为私有信息时,支付方式的选择会向市场传递不同的并购交易估值信号(Hansen,1987^[14];Fishman,1989^[15])。在大多数情况下,现金支付不仅可以向市场传递主并公司经营良好,现金流较为充裕的信号,还可以向市场表明其拥有接管并购标的的能力,以及对并购标的完成业绩承诺的信心,并不需要使用股票支付方式来要求目标公司原股东一起承担收购后的公司价值重估风险。同时,现金支付还可能向市场传递公司股票价值被低估的信号,使市场产生并购后公司股价将趋于上升的预期(Martynova和Renneboog,2011)^[1]。这些因素都可能使现金收购在短期市场反应上获得超额累计收益。但与风险分担和激励等理论不同,信号理论可能并不适用于解释并购后企业的长期绩效差异和价值波动,因为在更长期限内这些短期超额累计收益都是不可持续的。基于以上分析,本文提出如下假设:

H₁:在公司并购和重大资产重组交易中,采用股票支付方式的并购标的绩效更好,业绩承诺也更可靠。

H_{1a}:当采用单一支付方式时,相比于现金支付,采用股票支付交易对价的并购和重大资产重组标的绩效更好,业绩承诺更可靠。

H_{1b}:当采用现金和股票混合支付方式时,股票支付方式的比重越高,并购和重大资产重组标的绩效越好,业绩承诺越可靠。

如前所述,基于对风险转移和共担、公司治理以及代理问题的考虑,现有研究大多认为,相比于现金支付方式,采用股票支付方式的并购交易,并购完成后的绩效更高,也更容易得到市场投资者的支持和更好的市场反应。为了进一步验证不同支付方式下并购绩效的短期和长期差异,以及市场反应差异,本文提出如下假设:

H₂:与现金支付相比,采用股票支付方式的并购的短期市场反应和会计利润更好。

H₃:与现金支付相比,采用股票支付方式的并购的长期市场反应和会计利润更高。

业绩承诺本质上是在信息不对称情况下,由并购标的原股东对主并公司做出的一种未来绩效承诺。通过业绩承诺制度可以降低并购交易风险,提高标的公司估值,增加卖方收益;同时,还可以通过并购标的公司未来业绩的确定性,增厚主并公司并购后的绩效,推高公司股价,增进公司全体股东的利益,实现双赢。然而,并购和重大资产重组交易的高估值和高溢价,既有可能如政策制定者所预期的那样,源于业绩承诺制度提高了并购交易标的资产的质量和盈利能力;但亦有可能,业绩承诺制度成为上市公司和标的公司股东之间进行合谋,共同推高交易溢价的工具。这二者之间关键的区别在于,并购标的是否能够顺利完成业绩承诺。因此,本文提出如下假设。

H₄:上市公司并购和重大资产重组交易溢价与业绩承诺可靠性显著相关。

H_{4a}:上市公司并购和重大资产重组交易溢价与业绩承诺可靠性显著正相关。

H_{4b}:上市公司并购和重大资产重组交易溢价与业绩承诺可靠性显著负相关。

大量已有研究都表明,稳定的机构投资者能够通过改善公司治理、缓解信息不对称、提供专业监管和财务技能等途径提升企业并购和重大资产重组后的绩效(Fich等,2015^[27];魏明海等,2013^[28])。与众多中小投资者不同,机构投资者作为市场上掌握大额资金的专业投资者,既有能力通过专业判断和深刻的行业、市场洞察力帮助上市公司对并购重组交易中所涉及的众多资产、利润、现金流、税务等财务问题进行有效分析,也有足够的意愿和动力在并购重组进程中展开尽职调

查,“用手投票”,更多参与到并购决策和监管治理中(Cheng 等,2010)^[29]。同时,还有研究发现,机构投资者,特别是 VC 等机构持股,能够向市场和并购标的传递一个良好的信号,降低主并公司可能出现的代理成本和谈判成本(吴超鹏等,2012)^[30],以及减小并购和整合失败的财务风险(Panousi 等,2012)^[31]。更为重要的是,当上市公司采取股票支付方式时,通常是与增发等股票再融资行为联系在一起^①。在这一过程中,不仅可以让机构投资者更好地参与到并购重组交易之中,而且还可以进一步加大机构投资者的持股比例,在优化和改善公司治理效率的同时,帮助上市公司更好地完成并购重组后的整合、治理工作(Gompers,2009)^[32]。

大多数现有研究认为,与机构投资者不同,大股东的存在虽然可以部分缓解股东与管理层之间的委托代理冲突,但也容易引发控股股东与中小投资者之间的“第二类代理问题”,从而导致公司价值损失(La Porta 等,2002)^[33]。股权制衡作为一种特殊的产权结构安排,理论上被认为是能够有效解决这一问题的治理机制(窦炜等,2016)^[23]。因为只有基于不同目标利益函数的多个股东同时参与公司的决策,而不是“一股独大”时,才有可能建立激励约束相容的控制权共享收益机制,从根本上抑制大股东对控制权私利的追逐“冲动”。Claessens 等(2013)^[34]的研究就发现,大股东持股比例下降有助于提高主并公司并购后的业绩,特别是在那些发生控制权转移的并购样本中。因为受到控制权被接管的威胁,而大股东和管理层都面临被替换的风险而不得不努力工作。显然,相比于以现金作为支付方式,上市公司通过发行股票来支付并购重组交易对价,既可以引入其他战略股东发挥对公司的积极影响,还可以稀释控股股东的持股比例,有利于主并公司形成更有效率的多元股权制衡结构,从而提升公司绩效。因此,本文提出如下假设:

H₅:相比于现金支付,机构投资者持股比例增加可以加强股票支付方式对业绩承诺可靠性的影响。

H₆:相比于现金支付,控股股东持股比例下降可以增强股票支付方式对业绩承诺可靠性的影响。

四、研究设计和数据来源

1. 样本选取与数据来源

鉴于《上市公司重大资产重组管理办法》等相关规定自 2008 年才颁布实施,本文选择 2008—2016 年作为初始观测期。考虑到大多数业绩承诺期需要持续三年以上,且本文需要考察完成并购后至少一年以上的经营情况和市场表现,因此,剔除 2015 年和 2016 年样本。同时,剔除金融行业、ST、PT、*ST、“借壳上市”以及数据缺失的样本后,最终获得 2008—2014 年间共 709 个有效观测样本。本文的财务数据来自于 CSMAR 数据库,股价和交易数据来自于 WIND 数据库,业绩承诺及其相关数据来自于对上市公司公告的手工收集和整理。本文所有的统计分析都基于 Stata12.0 完成。本文所有回归结果中的 T 值都经过 White 修正,回归标准误经过公司层面的 Cluster 调整。

2. 研究设计

为了检验假设 H₁ ~ 假设 H₄,本文分别设置下列模型:

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 P_e + \alpha_2 Pr + \alpha_3 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$\Delta Price1(\Delta Price2, \Delta Price3) = \alpha_0 + \alpha_1 P_e + \alpha_2 Pr + \alpha_3 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$\Delta Roa1(\Delta Roa2, \Delta Roa3) = \alpha_0 + \alpha_1 P_e + \alpha_2 Pr + \alpha_3 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

模型(1)用于验证假设 H₁ 和假设 H₄,模型(2)和模型(3)则用于检验假设 H₂ 和假设 H₃。模型中,被解释变量 R 为业绩承诺可靠性。若标的公司实际绩效低于业绩承诺时,R=0;否则,R=1。

^① 当上市公司通过增发股票进行并购时,通常除了会发行股票给标的公司股东进行换股以外,还会向一部分机构投资者或战略投资者发行股份。

考虑到实践中,公司常常在实际绩效低于承诺业绩 90% 或 95% 时才认定为业绩承诺不达标,为了保证研究结论的稳健性,当样本实际利润低于业绩承诺 5% 以内时,同样认定其业绩承诺达标。解释变量 P_e 为支付方式,用现金支付占交易对价总金额的比例表示。特别地,当上市公司全部采用现金支付方式时, $P_e = 1$; 反之, $P_e = 0$ 。

并购重组交易溢价 Pr 是指在上市公司所支付的超过并购重组标的企业或资产评估公允价值的部分。 $\Delta Price1$ 、 $\Delta Price2$ 、 $\Delta Price3$ 分别是上市公司完成并购重组交易一个季度、半年和一年后的股票价格变化。参考桂荷发等(2011)^[13]的研究,本文用上市公司正式公告前 10 个交易日的收盘均价作为基期价格进行计算。同理,本文用 $\Delta Roa1$ 、 $\Delta Roa2$ 、 $\Delta Roa3$ 三个变量分别对应上市公司完成并购重组交易一个季度、半年和一年后的会计利润变化。

为了进一步验证假设 H_5 和假设 H_6 , 本文分别在模型(4)、模型(5)中设置了并购重组交易完成一个季度、半年和一年后第一大股东持股比例变化($\Delta LSH1$ 、 $\Delta LSH2$ 、 $\Delta LSH3$)、机构投资者持股比例变化($\Delta PIS1$ 、 $\Delta PIS2$ 、 $\Delta PIS3$),以及它们与 P_e 的交互项。交互项的引入是为了考察在不同第一大股东持股比例变化或机构投资者持股比例变化的条件下,支付方式对标的企业业绩承诺可靠性的影响是否会存在差异。为了更加明确地检验交互项中介效应,在模型(4)、模型(5)的分析中,本文设定只考虑现金支付或股权支付的单一支付方式样本。

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 P_e + \alpha_2 \Delta LSH + \alpha_3 P_e \times \Delta LSH + \alpha_4 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 P_e + \alpha_2 \Delta PIS + \alpha_3 P_e \times \Delta PIS + \alpha_4 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

以上各模型中的 $Control$ 是一组控制变量。参考桂荷发等(2011)^[13]、陈仕华等(2013)^[20]的研究,设定这些控制变量包括:公司规模 $Size$,等于总资产的自然对数;并购交易规模 $Tsize$,等于并购交易金额除以期初总资产;股权集中度 HH ,取前五大股东持股比例的平方和; $Tobin'Q$,等于公司市场价值与账面价值之比;产权性质 $Ownership$,若属国有企业取值为 1,否则为 0;盈利能力 $Profit$,等于资产收益率;成长性 $Grow$,等于主营业务收入增长率;财务杠杆 Lev ,等于资产负债率。 Ind 和 $Year$ 分别是行业虚拟变量和年度虚拟变量。

五、描述性统计和实证结果分析

1. 描述性统计

由表 1 可以看出,业绩承诺不可靠的样本占比 22.14%,接近总样本的四分之一,表明我国 A 股市场上的并购重组业绩承诺不可靠或“业绩变脸”确实广泛存在,是亟需解决的问题。在采用股票支付的并购交易中,业绩承诺达标的企业占比 80.6%,高于在现金支付样本组。这与本文假设 H_1 的结论一致,初步说明股票支付对于提升业绩承诺可靠性可能具有更加积极的作用。同时,混合支付样本中,当股票支付比例超过 50% 时,业绩承诺可靠样本的占比也高于现金支付比例超过 50% 的混合支付样本。这进一步证实了本文假设 H_1 的猜想。

表 1 业绩承诺可靠性与支付方式的分布情况

项目	总样本 (占比%)	现金支付 (占比%)	股票支付 (占比%)	混合支付(占比%)		
				合计	$P_e \geq 0.5$	$P_e < 0.5$
业绩承诺可靠	552 (77.86)	137 (74.86)	108 (80.60)	307 (78.32)	31 (72.09)	276 (79.08)
业绩承诺不可靠	157 (22.14)	46 (25.14)	26 (19.40)	85 (21.68)	12 (27.91)	73 (20.92)
合计	709	183	134	392	43	349

资料来源:本文整理

表 2 列示了业绩承诺可靠性与并购溢价之间的描述性统计以及 T 检验和 Mann-Whitney U 检验结果。表 2 显示,业绩承诺未达标企业样本并购溢价均值、最小值和最大值均高于业绩承诺达标的样本组,而 T 检验和 Mann-Whitney U 检验结果也同样在 5% 显著性水平下拒绝了零假设。这表明,并购重组交易溢价在业绩承诺可靠和不可靠两组样本中确实存在显著差异,且业绩承诺不可靠样本所支付的交易溢价更高。尽管这一结论与常理相悖(上市公司为盈利弱的低质量资产支付了更高收购对价),但也可能正如本文前述所分析的那样,当业绩承诺已经成为部分上市公司重组合谋的工具时,交易对价的扭曲也就不难理解了。

表 2 业绩承诺可靠性与并购溢价

项目	并购溢价			T 检验 (T 值)	Mann-Whitney U 检验 (Z 值)
	均值	最小值	最大值	$H_0: Mean(\text{可靠}) = Mean(\text{不可靠})$	$H_0: Mean(\text{可靠}) = Mean(\text{不可靠})$
业绩承诺可靠	0.9997	0.7254	1.8208	$T = 2.4772^{**}$	$Z = 2.2663^{**}$
业绩承诺不可靠	1.0222	0.8323	2.5000	$P > t = 0.014$	$P > Z = 0.021$

注: *, **, *** 分别表示在 10%, 5% 及 1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

表 3 进一步列示了不同支付方式下,并购后上市公司的市场反应和会计利润变化,以及大股东和机构投资者持股比例变化。从表 3 可知,在并购完成后的一个季度、半年和一年三个时间里,股票支付方式下的股价涨幅均为正,且随着时间延长,股价平均涨幅升高,并远高于现金支付样本组相同时间的股价涨幅。这表明,不论是短期还是长期,股票支付样本公司的市场反应,都显著优于现金支付样本。在混合支付样本组中也可以得到同样结论。值得注意的是,在现金支付比例高于 50% 的混合支付样本组中,股票持有一年后的价格涨幅均值甚至为负,表明长期持股给投资者带来了亏损。由此,假设 H_2 初步得到验证。

与市场反应不同,现金支付下样本公司的当期会计利润要显著好于股票支付样本公司,但仅限于当期,在交易完成后的半年和一年,股票支付样本公司的会计利润都要高于现金支付样本组。机构投资者持股比例的变化则显示,在并购完成后机构投资者的持股比例都在不断增加,尤其是股票支付方式下机构投资者持股比例的增加值要显著高于现金支付样本组。这表明,机构投资者更愿意投资于采用股票支付的样本公司,并且随着时间延长,其持股比例进一步加大。这符合本文假设 H_3 的结论。

表 3 并购后市场反应、业绩变化以及大股东和机构投资者持股变化

变量	总样本		现金支付		股票支付		混合支付			
	均值	方差	均值	方差	均值	方差	$P_e \geq 0.5$		$P_e < 0.5$	
							均值	方差	均值	方差
$\Delta Price1$	0.193	0.749	0.062	0.520	0.263	0.984	0.044	0.336	0.259	0.778
$\Delta Price2$	0.227	0.591	0.144	0.542	0.294	0.672	0.074	0.366	0.270	0.599
$\Delta Price3$	0.242	0.708	0.144	0.654	0.381	0.839	-0.024	0.423	0.278	0.698
$\Delta Roa1$	0.045	6.019	0.766	5.655	0.549	8.159	-1.531	6.194	-0.389	5.182
$\Delta Roa2$	0.745	5.382	0.991	5.340	1.251	6.400	-0.460	5.345	0.506	5.022
$\Delta Roa3$	0.468	5.107	0.484	5.073	1.007	5.381	-1.481	6.565	0.492	4.920
$\Delta PIS1$	0.048	0.182	0.054	0.135	0.077	0.232	0.035	0.188	0.0489	0.174
$\Delta PIS2$	0.047	0.279	0.068	0.162	0.085	0.182	0.021	0.361	0.038	0.170
$\Delta PIS3$	0.080	0.220	0.082	0.188	0.140	0.218	0.057	0.235	0.050	0.209
$\Delta LSH1$	-2.889	7.029	-1.028	3.794	-1.745	11.128	-1.447	7.069	-4.507	5.975
$\Delta LSH2$	-3.185	6.952	-1.317	3.904	-2.279	10.258	-1.498	7.068	-4.720	6.356
$\Delta LSH3$	-3.961	7.437	-2.124	4.889	-2.810	10.441	-1.990	6.940	-5.614	6.926

资料来源: 本文整理

与机构投资者持股比例增加不同,在完成并购重组交易后,大股东持股比例在所有样本组均有下降。本文能够理解在股票支付条件下,上市公司由于增发股票而稀释了大股东的股份,有利于公司进一步优化和完善治理结构,发挥股权制衡优势,提升公司价值。但令人困惑的是,为何在现金支付条件下,大股东的持股比例也会下降?与张冀(2017)^[35]发布的一份调查报告结论一致,本文猜测,这可能是由于大股东通过并购重组交易,在推高二级市场股价后,进行了减持套现。因为他们非常清楚,如果并购重组标的后续不能完成业绩承诺,甚至亏损,那么,没有业绩支撑的股价是无法长期维持高位的。这也从反面说明,相比于现金支付交易对价的方式,使用股票支付方式的重组标的业绩承诺可能更可靠。

2. 回归分析

表4列示了支付方式与业绩承诺可靠性、并购重组完成后市场反应、会计利润的检验结果。表4显示,支付方式 P_e 与业绩承诺可靠性显著负相关,说明股票支付比例越高、现金支付比例越低,业绩承诺可靠性越强。在市场反应和会计利润方面,除 $\Delta Price2$ 外, P_e 与 $\Delta Price$ 和 ΔRoa 在5%显著性水平下通过了检验。这表明,支付方式还显著影响了上市公司并购重组完成后的短期和长期股价,以及会计利润。进一步,现金支付比例与股价涨幅显著负相关,说明股票支付方式更能够得到市场的支持。会计利润的回归也显示了与市场反应相类似的结果。值得一提的是,随着时间延长,支付方式对公司会计利润的影响程度逐渐减小,但这一趋势在股价反应中并不存在。由此,假设 H_1 、假设 H_2 和假设 H_3 成立。

表4 不同支付方式下的业绩承诺可靠性回归结果

变量	业绩承诺 可靠性	市场反应			会计利润		
		$\Delta Price1$	$\Delta Price2$	$\Delta Price3$	$\Delta Roa1$	$\Delta Roa2$	$\Delta Roa3$
P_e	-0.4763* (-1.85)	-0.2334*** (-2.92)	-0.0851 (-1.40)	-0.1743** (-2.44)	-1.3806** (-2.14)	-1.2639** (-2.20)	-0.8025** (-1.72)
Pr	-1.5882* (-1.91)	-1.7818** (-2.00)	-1.9839** (-2.39)	-0.3353 (-1.33)	-0.8346 (-0.37)	-1.4559 (-0.72)	-0.8806 (-0.54)
$Tsize$	2.5110** (2.23)	-2.3239** (-2.16)	-2.0483** (-2.10)	-2.8612** (-2.45)	15.7595*** (5.93)	21.5263*** (7.51)	12.4461*** (4.21)
$Grow$	1.2254 (1.23)	0.1113* (1.75)	0.0189 (0.39)	0.0902 (1.59)	0.6562 (1.28)	0.1516 (0.33)	0.03292 (0.89)
$Ownership$	1.7045** (2.33)	1.0206** (2.27)	1.0327** (2.31)	1.1229** (2.77)	1.5992 (0.96)	1.5095 (0.92)	1.6071*** (3.55)
$Tobin'Q$	-0.0402 (-1.39)	0.0096 (1.26)	0.0281*** (4.86)	0.0391*** (5.73)	0.0981 (1.59)	0.0954* (1.74)	0.2268*** (5.10)
$Profit$	2.0617** (2.20)	2.0016** (2.21)	4.0329*** (5.55)	3.0327*** (4.67)	2.1547** (2.44)	2.1317** (2.34)	5.7143*** (15.63)
$Size$	0.6442** (2.23)	-0.2461*** (-3.01)	-0.3667*** (-5.92)	-0.5217*** (-7.15)	-0.9069 (-1.37)	-1.0912* (-1.86)	-2.1075*** (-4.42)
HH	-3.0016*** (-6.50)	0.0087 (0.81)	0.0154 (1.26)	0.0199** (2.55)	-0.0656 (-0.30)	-1.8896 (-0.96)	-3.3674* (-1.80)
Lev	-0.0112* (-1.87)	-0.0025** (-2.42)	-0.0027** (-1.99)	-0.0049*** (-3.09)	-0.0206 (-1.42)	-0.0018 (-0.14)	-0.0098 (-0.93)
$Industry$	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
$Year$	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes

注:*, **, *** 分别表示在 10%, 5% 及 1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

与本文表 2 的描述性统计分析一致,并购溢价与业绩承诺可靠性在 10% 水平上显著负相关,表明伴随着并购交易估值和溢价上升,业绩承诺可靠性下降。而且,从并购重组完成后的短期市场反应来看,公司股价在并购完成后一个季度和半年内都呈现出显著下降趋势,进一步反映了市场和投资者对上市公司高额并购溢价并不乐观的预期。这只能说明,高水平业绩承诺既不能、也不应该成为推高二级市场股价的唯一考虑因素,还必须考虑到业绩承诺能否实现,以及业绩承诺补偿等其他因素。否则,一旦标的公司“业绩变脸”,最后受伤的就只能是广大中小投资者。同时,本文并没有发现并购重组交易溢价与会计利润在短期或长期内的显著相关关系。由此,假设 H_{4b} 得到验证。

需要特别说明的是,上市公司股权集中度与业绩承诺可靠性在 1% 显著性水平上负相关。这部分说明,充分的股权制衡而非大股东的“一言堂”,可能更有利于提高业绩承诺可靠性。

表 5 是模型(4)和模型(5)的实证回归结果。从表 5 的 Panel A 可以得知,机构投资者持股比例的变化及其交互项,都在 5% 水平下通过了显著性检验。这表明,机构投资者持股比例增加可以强化支付方式对业绩承诺可靠性的影响,假设 H_5 成立。

表 5 业绩承诺可靠性、支付方式与机构投资者持股比例(第一大股东持股比例)回归结果

Panel A: 业绩承诺可靠性与支付方式、机构投资者持股比例				Panel B: 业绩承诺可靠性与支付方式、第一大股东持股比例			
变量	模型(4)	模型(4)	(模型 4)	变量	模型(5)	(模型 5)	模型(5)
P_e	-0.4408*	-0.5367*	-0.5327*	P_e	-0.4669*	-0.4832*	-0.4731*
	(-1.88)	(-1.94)	(-1.92)		(-1.80)	(-1.82)	(-1.81)
$\Delta PIS1$	2.6536**			$\Delta LSH1$	-0.0263		
	(2.15)				(-1.25)		
$\Delta PIS1 \times P_e$	-2.8794**			$\Delta LSH1 \times P_e$	0.0146		
	(-2.49)				(0.24)		
$\Delta PIS2$		2.8941**		$\Delta LSH2$		-0.0325	
		(2.36)				(-1.36)	
$\Delta PIS2 \times P_e$		-3.0129**		$\Delta LSH2 \times P_e$		0.0292	
		(-2.52)				(0.50)	
$\Delta PIS3$			3.0165**	$\Delta LSH3$			-0.0258
			(1.98)				(-1.10)
$\Delta PIS3 \times P_e$			-2.9115**	$\Delta LSH3 \times P_e$			0.98
			(-2.51)				(0.07)
Pr	-1.9986*	-1.9252*	-2.0388**	Pr	-1.9239*	-1.9376*	-2.0102*
	(-1.93)	(-1.88)	(-1.99)		(-1.84)	(-1.86)	(-1.91)
$Tsize$	2.3530	2.2663	1.2306				
	(0.78)	(0.72)	(0.37)				
$Tsize$	3.1064	3.0417	2.8462				
	(1.04)	(1.02)	(0.96)				
$Grow$	0.4368**	0.4226*	0.4048*	$Grow$	0.4264*	0.4308*	0.4275*
	(1.92)	(1.89)	(1.90)		(1.88)	(1.89)	(1.87)
$Ownership$	1.4039**	1.3909**	1.4028***	$Ownership$	1.4060***	1.4092***	1.3910***
	(2.43)	(2.49)	(2.57)		(2.59)	(2.61)	(2.57)
$Tobin'Q$	-0.0041	-0.0011	-0.0014	$Tobin'Q$	-0.0014	-0.0009	-0.0002
	(-0.03)	(-0.01)	(-0.01)		(-0.03)	(-0.02)	(-0.01)
$Profit$	3.8083*	3.9966*	5.0544**	$Profit$	4.1421*	4.1362*	3.9999*
	(1.68)	(1.69)	(1.95)		(1.85)	(1.85)	(1.81)

续表 5

Panel A: 业绩承诺可靠性与支付方式、机构投资者持股比例				Panel B: 业绩承诺可靠性与支付方式、第一大股东持股比例			
变量	模型(4)	模型(4)	(模型4)	变量	模型(5)	(模型5)	模型(5)
<i>Size</i>	0.7311** (1.99)	0.8000** (2.01)	0.8847** (2.03)	<i>Size</i>	0.8601* (1.73)	0.8771* (1.76)	0.9035* (1.83)
<i>HH</i>	-5.3656*** (-3.41)	-5.2555** (-3.29)	-5.5207*** (-3.62)	<i>HH</i>	-5.7098*** (-3.57)	-5.7416*** (-3.59)	-5.3812*** (-3.25)
<i>Lev</i>	-0.0966 (-0.13)	-0.0742 (-0.10)	-0.0474 (-0.06)	<i>Lev</i>	0.0296 (0.04)	0.0262 (0.04)	-0.0539 (-0.07)
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	<i>Industry</i>	yes	yes	yes
<i>Year</i>	yes	yes	yes	<i>Year</i>	yes	yes	yes

注: *, **, *** 分别表示在 10%, 5% 及 1% 的水平上显著
资料来源: 本文整理

与模型 4 的回归结果不一样, 表 5 中的 Panel B 显示, 第一大股东持股比例的变化及其交互项都没有通过显著性检验, 假设 H_0 不成立。导致这一结果的可能原因有两个方面: 一是与机构投资者发挥治理作用不一样, 控股股东持股比例的变化如果需要达到影响公司治理和并购绩效的条件, 必须满足某一门槛阈值。试想, 控股股东在持股比例远超 50% 的条件下, 即使控制权比例因为增发股票而受到一定程度的稀释, 也很难从本质上改变公司的治理模式。同理, 在股权分散的公司中亦是如此。而本文表 3 的描述性统计分析结果显示, 所有样本组第一大股东持股比例的变化均值为 2% ~ 5%, 这并不足以对公司治理产生实质影响。二是如前所述, 不论现金支付, 还是股票支付, 在并购重组交易完成后, 控股股东的持股比例数值都有所下降。因此, 如果仅从统计数值上看, 并无区别。这也就不难理解, 在实证回归分析中, 第一大股东持股比例的变化及其交互项为何没有通过统计检验。

六、稳健性检验

1. 敏感性测试

为了保证研究结论的稳健性, 进行了以下敏感性测试: 一是在 Logit 回归模型中, 因变量的累积分布函数被假定为“逻辑分布”, 其概率密度函数具有典型厚尾特征。这可能使残差分布存在非正态性。本文使用了 Probit 方法对相关模型进行重新估计, 结果与前文一致。二是考虑我国资本市场的实际, 部分上市公司对业绩承诺不可靠的认定是基于实际净利润低于承诺业绩的 90% 才会触发利润补偿。因此, 本文将标的企业实际利润在承诺业绩 10% 范围内浮动的样本全部予以剔除, 进行重新估计, 结果仍然与前文一致。这说明本文的研究结论是可靠的。相关敏感性测试的回归结果如表 6 所示^①。

表 6 业绩承诺可靠性敏感性测试的回归结果

变量	Panel A: 使用 Probit 方法			Panel B: 重新定义业绩承诺可靠性样本		
	模型(1)	模型(4)	模型(5)	模型(1)	模型(4)	模型(5)
P_e	-0.3057** (-2.08)	-0.3002** (-2.04)	-0.2900** (-1.97)	-0.5236** (-2.15)	-0.5178** (-2.12)	-0.4952** (-2.03)
ΔPIS		1.6973*** (2.60)			3.1429*** (2.57)	

① 限于篇幅限制, 控制变量的回归结果留存备案。

续表 6

变量	Panel A: 使用 Probit 方法			Panel B: 重新定义业绩承诺可靠性样本		
	模型(1)	模型(4)	模型(5)	模型(1)	模型(4)	模型(5)
$\Delta PIS \times P_e$		-1.7597* (-1.79)			-2.3036* (-1.93)	
ΔLSH			-0.011 (-1.18)			-0.0201 (-1.20)
$\Delta LSH \times P_e$			0.0106 (0.44)			0.0188 (0.45)

注: *, **, *** 分别表示在 10% ,5% 及 1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

2. 内生性检验

支付方式与业绩承诺可靠性之间的关系还可能受不可观测或遗漏变量以及互为因果关系等的影响,而产生内生性问题。为了消除这一影响,本文采用工具变量法进行处理。在工具变量的选择上,本文同时采用外生冲击事件和同期同行业上市公司并购重组交易的平均现金支付率作为工具变量。(1)以 2010 年作为时间节点^①,设置虚拟工具变量 IV_1 ,当并购交易年份 ≥ 2010 年时,取值为 1;否则,为 0。(2)选取工具变量 IV_2 ,是考虑到同期同行业其他上市公司并购重组支付方式选择可能会对样本企业的选择产生显著影响,但不会对样本并购标的的财务绩效和业绩承诺可靠性产生直接影响。

使用工具变量法进行回归分析的结果如表 7 所示^②。从表 7 中 Panel A 的结果可知,在第一阶段回归中,两工具变量分别在 1% 和 5% 显著性水平下通过了检验,表明这两个工具变量均满足相关性要求。同时,第一阶段回归方程的 F 统计量为 20.39,同样通过了显著性测试,基本可以拒绝弱工具变量假设。表 7 中的 Panel B 报告了第二阶段的模型回归结果。结果显示,现金支付比例与业绩承诺可靠性在三个模型中均呈现出显著负相关关系。这与本文表 4 和表 5 的结论一致,表明采用股票支付方式进行并购重组交易的上市公司,业绩承诺可靠性更高。机构投资者持股比例的变化及其交互项,与控股股东持股比例的变化及其交互项的检验结果也同样与前文结论相同。这表明,本文研究结论通过了内生性检验。

表 7 业绩承诺可靠性敏感性测试的回归结果

变量	Panel A: 工具变量法第一阶段回归	Panel B: 工具变量法第二阶段回归		
	支付方式 P_e	业绩承诺可靠性		
		模型(1)	模型(4)	模型(5)
IV_1	-0.2761*** (-7.94)			
IV_2	1.1037** (2.49)			
$P_e(Predict)$		-0.2998** (-2.12)	-0.2812* (-1.80)	-0.3361** (-2.18)
Pr		-1.2630* (-1.67)		
ΔPIS			1.1677*** (2.62)	

① 2005 年股权分置改革以前,由于难以对非流通股份进行准确定价,加之增发股票审核存在的巨大制度性障碍,彼时,资本市场并购重组基本是以现金支付交易对价为主(赵立新等,2012)^[36]。2010 年,国务院办公厅印发了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》,鼓励上市公司以股权及其他金融创新方式作为兼并重组的支付手段。此后,股票支付形式被广泛采用。

② 限于篇幅,控制变量的回归结果留存备案。

续表 7

变量	Panel A: 工具变量法第一阶段回归	Panel B: 工具变量法第二阶段回归		
	支付方式 P_e	业绩承诺可靠性		
		模型(1)	模型(4)	模型(5)
$\Delta PIS \times P_e(Predict)$			-1.1020** (-1.97)	
ΔLSH				-0.0186 (-1.53)
$\Delta LSH \times P_e(Predict)$				0.0394 (0.93)

注: *, **, *** 分别表示在 10%, 5% 及 1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

七、进一步分析

1. 业绩承诺补偿

在我国资本市场实践中, 业绩承诺补偿的主要形式包括估值补偿、股份补偿和净利润差额三种。其中, 估值补偿和股份补偿通常被称之为补对价, 指以重组标的估值金额为基准, 乘以业绩未达标的比例, 计算应补偿的金额或股份数量, 补偿形式通常为股份回购或等值现金。而净利润差额补偿, 指仅以业绩承诺的净利润为标准, 对未达标部分予以现金补偿。由于乘数效应, 对标的资产的原股东来说, 采用股份补偿方式所需承担的补偿义务要远高于净利润差额的现金补偿。表 8 中的 Panel A 进一步报告了业绩承诺补偿方式与承诺可靠性之间的回归结果^①。其中, *compensation* 为业绩承诺补偿方式, 当采用现金补偿时, 等于 0; 否则, 为 1。表 8 显示, 补偿方式与承诺可靠性显著正相关, 与现金支付比例显著负相关。这说明, 采用股份补偿作为业绩承诺补偿方式的并购交易, 交易双方同样更愿意通过股票方式支付交易对价, 且业绩承诺可靠性也更高。

表 8 业绩承诺补偿方式、业绩承诺期后“业绩变脸”及并购类型回归结果

Panel A: 业绩承诺补偿方式与可靠性和支付方式			Panel B: 业绩承诺期后“业绩变脸”与支付方式	
变量	业绩承诺可靠性	支付方式	变量	业绩承诺期后是否“变脸”: <i>After_Roa</i>
<i>compensation</i>	1.8758* (1.82)	-0.2805*** (-7.59)	P_e	-1.5138** (-2.29)
Panel C: 业绩承诺可靠性与关联并购			Panel D: 业绩承诺可靠性与纵向并购或多元化并购	
变量	业绩承诺可靠性		变量	业绩承诺可靠性
P_e	-0.4731** (-1.99)		P_e	-0.5563** (-2.07)
Id_1	2.0420** (2.03)		Id_2	0.9608 (1.29)
$Id_1 \times P_e$	-2.1774** (-2.34)		$Id_1 \times P_e$	-1.3890 (-1.56)

注: *, **, *** 分别表示在 10%, 5% 及 1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

2. 业绩承诺期后的“业绩变脸”

本文进一步考察业绩承诺期以后, 并购交易支付方式对并购绩效的影响。回归模型以业绩承诺期后第一年上市公司的财务绩效是否显著下降作为被解释变量 *After_Roa*, 若“业绩变脸”, 取值

^① 限于篇幅, 控制变量的回归结果留存备案。

为 0;否则,为 1。出于稳健性考虑,本文定义“业绩变脸”为业绩承诺期后的公司资产收益率低于业绩承诺期内最后一个会计年度的 20% 以上^①。具体回归结果如表 8 中的 Panel B 所示。从表 8 中 Panel B 可知,支付方式与业绩承诺期后公司绩效显著负相关,说明采用现金支付方式完成交易的上市公司,更容易发生“业绩变脸”。

3. 不同并购类型标的企业的业绩承诺可靠性

本文分别按照交易是否属于关联并购^②,以及纵向并购或多元化并购^③,设置了虚拟变量 Id_1 和 Id_2 ,以及它们与 P_e 的交互项。若为关联并购, Id_1 取值为 1;反之,为 0。同理,若并购类型属于纵向并购,则 Id_2 取值为 1;否则,为 0。具体回归结果如表 8 中的 Panel C 和 Panel D 所示。从表 8 中 Panel C 可知, Id_1 与业绩承诺可靠性显著正相关,表明关联并购的业绩承诺可靠性更高。因为,在关联并购中,主并公司对标的企业更加了解,因而所设置的业绩承诺目标更符合其经营和盈利现实。 Id_1 与 P_e 交互项的回归系数符号与 P_e 相同,且同样与业绩承诺可靠性显著负相关,说明关联方关系可以进一步强化支付方式对业绩承诺可靠性的影响。但表 8 中 Panel D 的结果显示,没有明确的证据支持纵向并购或多元化并购会对业绩承诺可靠性产生影响。

八、研究结论与讨论

本文以 2008—2014 年我国 A 股市场上上市公司并购重组事件为样本,实证检验了并购重组交易中业绩承诺的可靠性,以及不同交易对价支付方式对业绩承诺可靠性的影响。结果发现:相比于现金支付交易对价的样本,以股权形式支付交易对价的上市公司不仅获得了更多的市场支持、更高的会计利润和经营业绩,业绩承诺也更可靠。机构投资者持股比例增加会进一步增强业绩承诺的可靠性,但实证结果并不支持上市公司控股股东持股比例变化具有相同作用。此外,本研究还发现,采用股份补偿作为业绩承诺补偿方式的上市公司,同样更愿意通过股票方式支付并购重组交易对价,且业绩承诺的可靠性也更高。

本文的研究结论具有以下政策含义:一是应强化以风险揭示为导向的并购重组交易信息披露。监管部门应当督促上市公司对业绩承诺条款单独进行信息披露和风险揭示,其内容包括但不限于交易对价详细估算方式、商誉确认对公司未来业绩的重大影响、业绩承诺补偿的履约保障措施等,甚至可以考虑要求交易对方提供必要的资产抵押,以保证投资者的权益。二是对业绩承诺不达标的企业,应该优先提倡股份回购等股权补偿方式,特别警惕现金形式的业绩承诺补偿,防止在二级市场溢价远高于现金补偿金额的状况下,侵害中小投资者的利益。三是应该进一步强化金融中介机构在并购重组交易中的监督责任,加强对会计师事务所、资产评估机构、券商等机构的问责,推动金融中介在并购重组进程中更好地发挥专业优势,特别是要加强金融中介在并购重组交易完成后的持续督导作用,警惕部分中介机构重业务承揽,轻后续督导的情况。四是应该进一步加大对内幕交易、股价操纵等金融犯罪行为的查处和打击力度,在做好投资者教育工作的同时,建立违法内幕交易罚没制度,将违法者的非法收益和罚款归入投资者保护基金,更好地服务于资本市场。

参考文献

- [1] Martynova M., and Renneboog L. The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from The Fifth Takeover Wave[J]. European Financial Management, 2011, 17, (2): 208 - 259.
- [2] 谢纪刚,张秋生. 股份支付、交易制度与商誉高估[J]. 北京:会计研究,2013, (12): 47 - 52.
- [3] Nikolaos Karampatsas, Dimitris Petmezas, and Nickolaos G. Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and

① 这样认定是出于稳健性考虑,防止可能出现的正常经营波动。

② 参考唐清泉等(2018)^[37]的研究,定义关联方关系为控股股东集团。

③ 参考方军雄(2008)^[38]的研究,定义多元化并购为交易双方属于不同行业;否则,为纵向并购。

- Acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25, (1):474 – 493.
- [4] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究[J]. 北京: 会计研究, 2015, (9):74 – 80.
- [5] Giuli A D. The Effect of Stock Misvaluation and Investment Opportunities on the Method of Payment in Mergers[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 21, (1):196 – 215.
- [6] Kobeissi N., Sun Xian, and Wang Haizhi. Managerial Labor-Market Discipline and the Characteristics of Merger and Acquisition Transactions[J]. *Journal of Business Research*, 2010, 63, (7):721 – 728.
- [7] Harford J, Humphery-Jenner M, and Powell R. The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 106, (2):247 – 261.
- [8] Li K, Wang T, and Cheung Y L. Privatization and Risk Sharing: Evidence from the Split Share Structure Reform in China[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24, (7):2499 – 2525.
- [9] Cai Y, Kim Y, C. Park J, and White H. D. Common Auditors in M&A Transactions[J]. *Journal Accounting and Economics*, 2016, 61, (1):77 – 99.
- [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] Haveman H, and Wang Y. Going More Public: Ownership Reform in China Listed Firms[R]. Working paper, 2008.
- [12] 许年行, 张华, 吴世农. 附加承诺具有信号传递效应吗? [J]. 北京: 管理世界, 2008, (3):142 – 151.
- [13] 桂荷发, 蔡明超, 石劲, 汪勇祥. 契约、承诺与制度: 来自中国股改的证据[J]. 北京: 经济研究, 2011, (11):103 – 115.
- [14] Hansen R G. A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions[J]. *Journal of Business*, 1987, 60, (1):75 – 95.
- [15] Fishman M J. Preemptive Bidding and the Role of Medium of Exchange in Acquisitions[J]. *Journal of Finance*, 1989, 44, (1):41 – 57.
- [16] 刘浩, 杨尔稼, 麻樟城. 业绩承诺与上市公司盈余管理[J]. 上海: 财经研究, 2011, (10):58 – 69.
- [17] 高闯, 孙宏英, 胡可果. 并购重组中大股东补偿承诺与中小股东权益保护[J]. 北京: 经济管理, 2010, (11):55 – 63.
- [18] 刘建勇, 董晴. 资产重组中大股东承诺、现金补偿与中小股东利益保护[J]. 蚌埠: 财贸研究, 2014, (1):136 – 142.
- [19] Bruslerie H D L, and Latrous I. Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-Off Hypothesis on French Firms [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2012, 22, (4):111 – 130.
- [20] 陈仕华, 卢昌崇. 企业间高管联结与并购溢价决策[J]. 北京: 管理世界, 2013, (5):144 – 156.
- [21] Hou K, Xue C, and Zhang L. Digesting Anomalies: An Investment Approach[J]. *Review of Financial Studies*, 2015, 28, (4):650 – 705.
- [22] Basu S, Phelps C, and Kotha S. Search and Integration in External Venturing: An Inductive Examination of Corporate Venture Capital Units[J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2016, 4, (2):129 – 152.
- [23] 窦炜, 马莉莉, 刘星. 控制权配置、权利制衡与公司非效率投资行为[J]. 北京: 管理评论, 2016, (12):101 – 115.
- [24] Draper P, and Paudyal K. Acquisitions: Private Versus Public[J]. *European Financial Management*, 2010, 12, (1):57 – 80.
- [25] Alshwer A A, Sibilkov V, and Zaiats N S. Financial Constraints and the Method of Payment in Mergers and Acquisitions[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2009, (3):1 – 40.
- [26] 陶军. 收购方经理人代理问题的企业特征分析[J]. 天津: 南开经济研究, 2008, (5):111 – 123.
- [27] Fich E M, Harford J, and Tran A L. Motivated Monitors: The Importance of Institutional Investors? Portfolio Weights [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118, (1):21 – 48.
- [28] 魏明海, 黄琮宇, 程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色[J]. 北京: 管理世界, 2013, (3):133 – 147.
- [29] Cheng C S A, Huang H H, and Li Y. Institutional Monitoring Through Shareholder Litigation [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2010, 95, (3):356 – 383.
- [30] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2012, (1):105 – 119.
- [31] Panousi V, and Papanikolaou D. Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership[J]. *Journal of Finance*, 2012, 67, (3):1113 – 1148.
- [32] Gompers P, Kovner A, and Lerner J. Specialization and Success: Evidence from Venture Capital [J]. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2009, 18, (3):817 – 844.
- [33] Porta R L, Shleifer A, and Vishny R. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2002, 57, (3):1147 – 1170.
- [34] Claessens S, Yurtoglu B B. Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2013, 15, (8):1 – 33.
- [35] 张冀. 深市重大资产重组业绩承诺及商誉情况分析[J]. 深圳: 证券市场导报, 2017, (11):28 – 40.
- [36] 赵立新, 蔡曼莉, 陈晓洁. 上市公司并购重组支付方式体系存在的问题及对策[J]. 深圳: 证券市场导报, 2012, (8):4 – 9.
- [37] 唐清泉, 韩宏稳. 关联并购与公司价值[J]. 天津: 南开管理评论, 2018, (3):23 – 34.
- [38] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 北京: 管理世界, 2008, (9):118 – 123.

High “premium” or “quality”? Based on Reliability of Performance Commitment

DOU Wei¹, SUN Hua², HAO Ying³

(1. College of Economics and Management, Huazhong Agricultural University, Wuhan, Hubei, 430070, China;

2. Ivy College of Business at Iowa State University, Iowa, USA;

3. Business School, Beijing Normal University, Beijing, 100875, China)

Abstract: With increasing M&A activities in the A stock market in China, failing to meet performance commitment by acquired firms occurs more frequently, which speaks of an urgent practical problem to be solved in China's capital market. Using the sample of M&A in China's A-share market from 2008 to 2014, this paper examines the interactions between the reliability of performance commitment in M&A and the underlying payment methods. We find that compared with the firms using cash payment to close transactions, the listed companies that adopt equity payment not only receive stronger market support, but also exhibit better accounting profits and operating performance. Meanwhile, the performance commitments by firms using equity payment are also more reliable after the completion of M&A. Further, we find that after the completion of transactions, the increasing presence of institutional investors can further enhance the reliability of performance commitments. In contrast, we find no evidence supporting the same effect with increasing actual controller's shareholding ratio. Hence our findings suggest that the underlying mechanism that governs the interplay of payment method and shareholding ratio is different between institutional investors and the controlling shareholders. Finally, we find that listed companies that use stock compensation to guarantee performance are also more willing to pay for M&A transactions through equity payment, and the reliability of their performance commitment is also higher. Through the study of these issues, it will help the academic community to correctly understand and explain the real motivation and economic consequences of M&A and major asset restructuring behaviors of listed companies in China. At the same time, It is also of practical significance to improve the supervision of China's capital market and the protection of investors.

Although the original intention of policy-makers is that the performance commitment system can effectively supervise and suppress the frequent chaos of mergers and acquisitions in China's capital market. However, the role of this system is still dependent on a series of key factors and conditions, such as payment method of transaction, performance commitment compensation, institutional investor participation, and optimization of listed company governance structure. First, in the disclosure of mergers and acquisitions restructuring transactions, information disclosure should be strengthened. The regulatory authorities shall urge listed companies to separately disclose information and risks on the performance commitment disclosure, which may include detailed estimation of transaction, significant impact of business reputation on the company's future performance, and performance commitment compensation, it may even be considered to require the counterparty to provide the necessary asset pledge to guarantee the rights and interests of investors. Secondly, enterprises that fail to meet their performance commitments should give priority to the shareholding compensation methods, such as share repurchase, and be especially wary of compensation in the form of cash commitments to prevent damage to the market in the event that the secondary market premium is much higher than the cash compensation amount. The interests of small investors. Thirdly, it is necessary to further strengthen the supervisory responsibilities of financial intermediaries such as brokers in M&A, strengthen accountability for accounting firms, asset appraisal institutions, brokerages and promote financial intermediaries to better play their roles in the process of M&A, especially in strengthening the role of financial intermediaries in the continuous supervision after the completion of mergers and acquisitions transactions, and warned that some intermediaries will focus on business and light follow-up supervision. Finally, the China Securities Regulatory Commission, the Exchange should further increase the investigation and crackdown on financial crimes such as insider trading and stock price manipulation, and do a good job in investor education, and establish a system of illegal insider trading. The illegal income and fines are classified into the investor protection fund to better serve the capital market.

Key Words: reliability of performance commitment; compensation of performance commitment; mergers and acquisitions; payment methods

JEL Classification: D22, G34, M41

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.02.010

(责任编辑:弘毅)