

关联并购与业绩承诺可靠性

罗进辉 黄鹂鸣 李雪

摘要：近年来，我国并购重组市场中标的公司业绩承诺频繁落空的现象引发了资本市场各参与方的关注。利用2009~2019年间A股上市公司的并购交易及其业绩承诺协议履行情况数据，本文研究发现：(1)相比非关联并购，与控股股东存在关联的并购交易中，标的公司业绩承诺可靠性更低，即业绩承诺不达标的可能性更大；(2)机构投资者持股比例越高，关联并购与业绩承诺可靠性的负相关关系越弱；(3)相比国有上市公司，关联并购与业绩承诺可靠性的负相关关系在非国有上市公司中表现得更强。进一步地，本文发现关联并购中标的公司倾向于做出更加激进的业绩承诺；相比非关联并购，关联并购活动中并购方控股股东更可能收购盈利能力差的标的资产；并购支付方式中股份支付占比越高，关联并购对标的公司业绩承诺可靠性的负向影响越弱。本文的研究结论为并购重组市场业绩承诺频繁落空的现象提供了一个合理的理论解释，给资本市场各参与方更好地识别和监督关联并购活动中控股股东的机会主义行为提供了有价值的实践启示。

关键词：关联并购；业绩承诺；控股股东；机构持股；产权性质

中图分类号：F272 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2021)02-0028-12

一、引言

近年来，我国蓬勃发展的并购重组市场出现了高估值、高商誉与高业绩承诺的“三高”现象，与之相伴的是业绩承诺到期频频落空。业绩承诺落空会引致大额的并购商誉减值损失，使得并购方股东财富减损，并且会造成并购方股份的下跌甚至股价崩盘，因而引起了资本市场各方的广泛关注。那么，随之而来的一个问题就是，业绩承诺频繁落空问题的深层次原因是什么？根据Wind数据库数据，2012~2017年间我国上市公司并购重组活动中与控股股东

及其控制方进行的关联并购交易占比高达37.62%。由此，本文提出的一个重要疑问是：A股并购市场虚高的业绩承诺是否与关联并购有关？

查阅相关文献，我们发现：一方面，由于上市公司与控股股东之间关联关系的存在，关联并购具有明显的信息传递效应，有助于缓解并购双方的信息不对称，因此可能会提高并购效率，对并购方公司价值产生积极影响(吕长江和韩慧博，2014；刘向强等，2018)；另一方面，上市公司控股股东也有动机和能力利用关联并购掏空上市公司，可能会侵占中小股东利益，损害并购方公司的价值(黄兴

收稿日期：2020-12-10

基金项目：国家自然科学基金重大项目(71790602)

作者简介：罗进辉，厦门大学管理学院教授，博士生导师；

黄鹂鸣，厦门大学管理学院硕士研究生；

李雪，通讯作者，厦门大学管理学院博士生。

李和沈维涛, 2006; 陈骏和徐玉德, 2012; 唐清泉和韩宏稳, 2018; 蒋朏等, 2020)。这意味着, 现有文献针对关联并购的经济后果没有达成一致的观点, 存在着明显的冲突。更为重要的是, 现有文献主要从并购后业绩变化、并购公告市场反应等综合性结果的角度展开相关研究, 而鲜有研究涉及关联并购对并购业绩承诺及其可靠性的潜在重要影响。

鉴于此, 本文利用 2009~2019 年 A 股上市公司的并购交易及其业绩承诺协议履行情况数据, 实证检验发现: (1) 相比非关联并购, 关联并购对业绩承诺可靠性有显著的负向影响; (2) 上市公司中机构投资者持股比例越高, 关联并购与业绩承诺可靠性之间的负向关系越弱; (3) 与国有上市公司相比, 关联并购对业绩承诺可靠性的负向影响关系在非国有上市公司中表现得更强。本文的研究结论在经过一系列稳健性测试后依然成立。进一步地, 本文还发现, 相比非关联并购, 关联并购中标的公司业绩承诺的激进程度显著更高; 相比非关联并购, 关联并购活动中并购方控股股东更可能收购盈利能力差的标的资产; 并购支付方式中股份支付占比越高, 关联并购对标的公司业绩承诺可靠性的负向影响越弱。

本文的主要研究贡献在于: 第一, 拓展了关于并购业绩承诺问题的研究。业绩承诺是现阶段我国资本市场并购活动的热点问题, 相关研究多集中于探讨业绩承诺的潜在经济后果(潘爱玲等, 2017; 刘向强等, 2018; 杨超等, 2018), 而针对业绩承诺影响因素的研究则相对匮乏。本文研究发现关联并购是影响资本市场中并购业绩承诺可靠性的重要因素, 对我国并购市场业绩承诺实践的研究进行了拓展。第二, 丰富了关于关联并购活动经济后果的研究。目前围绕关联并购的研究, 大多从公司价值视角讨论关联并购的影响, 相关研究结论也颇具争议。区别于以上研究, 本文结合中国并购重组市场的现状, 考察关联并购对标的方业绩承诺可靠性的影响, 为研究关联并购的影响提供了一个新的视角。第三, 本文的相关研究结论具有一定的实践启示。本文的研究结论表明, 监管部门和投资者应该加强对关联并购活动的监督, 抑制其中可能出现的机会主义行为。

二、文献回顾与假设提出

(一) 相关文献回顾

1. 业绩承诺相关的文献回顾

作为上市公司并购重组活动的重要制度保障, 业绩承诺逐渐被资本市场所重视, 得到了越来越多的应用。根据 Wind 数据库的统计, 2008~2019 年间上市公司并购重组事件中签订业绩承诺协议的占比, 整体上呈现不断攀升的趋势, 到了 2019 年, 占比接近 80%, 表明签订业绩承诺协议已经成为当前上市公司并购重组活动的重要特征。

关于业绩承诺的相关研究, 多集中于探讨业绩承诺的经济后果。一部分研究认为业绩承诺能够产生一定的激励效应, 促使标的公司的管理层积极参与公司收购后的整合过程, 提高并购绩效(潘爱玲等, 2017)。杜依倩和费一文(2017)基于定增并购事件的研究发现, 业绩承诺产生的激励效应可以有效缓解控股股东从上市公司获取私利的利益输送问题。窦炜等(2019)则从业绩承诺支付方式的视角进行研究, 认为相对于现金支付, 股权支付方式能够对标的公司股东和管理层形成一种正向激励, 带来更可靠的业绩承诺和更高的并购绩效。还有部分研究从业绩承诺的信息传递效应出发, 认为标的公司做出业绩承诺是向上市公司进行的“增信”行为, 有助于缓解并购双方之间的信息不对称程度(巫岑和唐清泉, 2016; 沈华玉等, 2019)。已有研究大多发现业绩承诺可以向收购方股东传递出标的公司良好发展前景的信息, 有助于降低并购过程中的交易成本, 提高并购效率(许年行等, 2008; 吕长江和韩慧博, 2014; 杨超等, 2018; 沈华玉等, 2019)。

此外, 也有不少学者认为业绩承诺并不能有效缓解并购双方的信息不对称, 反而会加剧并购重组中的交易风险, 给广大投资者造成损失(刘浩等, 2011; Hou 等, 2015; 王竞达和范庆泉, 2017; 刘向强等, 2018; 翟进步等, 2019; Li 等, 2019)。而有效的外部监督机制, 例如会计师事务所、资产评估机构以及独立财务顾问等, 可以在并购活动中发挥重要作用, 提高业绩承诺的可靠性以及并购绩效(马海涛等, 2017; 刘向强和李沁洋, 2019)。

2. 关联并购相关的文献回顾

关联并购广泛存在于我国并购重组市场中(陈信元等, 2003; 李增泉等, 2005; 邓建平等, 2011)。鉴于关联并购的普遍性, 学者们开始重点关注关联并购对企业价值的影响。

一部分学者基于社会网络视角, 认为关联并购可以通过增加信息来源的广度以及信息传递的深度缓解并购双方的信息不对称, 对并购绩效产生正向影响, 从而提升企业

价值(Faccio和Masulis, 2005; Cai和Sevilir, 2012; 陈仕华等, 2013)。然而,另一部分学者则基于代理冲突视角,认为关联并购是控股股东掏空上市公司的一种手段,外部投资者出于缓解自身利益被侵占的担忧,会采用消极的投资策略,从而引发资本市场的消极反应,造成收购方公司市场价值的减损(张祥建和郭岚, 2008; Cheung等, 2009; 宋顺林和翟进步, 2014; 唐清泉和韩宏稳, 2018)。李增泉等(2005)、黄兴李和沈维涛(2006)以及陈骏和徐玉德(2012)等认为,在关联并购活动中,控股股东会依据其控制的上市公司的盈亏状态选择采取支持行为还是掏空行为,但无论是支持还是掏空,关联并购并没有真正提升并购方公司价值。

综合上述文献回顾,本文发现:一方面,关于业绩承诺的研究,多数学者集中探讨了业绩承诺可能引致的相关经济后果,而较少关注业绩承诺的影响因素。另一方面,关于关联并购活动的经济后果,现有研究的结论不尽相同,且大多研究以关联并购对收购方公司价值的影响作为依据,而无论是会计业绩还是市场表现,都难免会受到一些噪音的干扰,例如内幕交易、盈余管理、资本市场的跟风投机行为等(窦炜等, 2019),导致公司业绩和市场表现很难反映出并购本身对企业的影响,而这可能导致研究结论有偏差。鉴于此,本文拟聚焦于资本市场中的业绩承诺实践活动,研究关联并购活动如何影响并购业绩承诺,在探究关联并购活动潜在问题的同时,也对现有关于业绩承诺影响因素的研究进行补充和完善。

(二)研究假设提出

在当前并购重组市场业绩承诺落空现象频发的现实背景下,关联并购是否以及会如何影响标的方公司的业绩承诺呢?本文认为,关联并购会对标的方公司的业绩承诺可靠性产生重要影响。

一方面,关联并购具有信息传递优势,可以有效降低并购双方信息不对称,促使标的方做出更加可靠的业绩承诺。在并购重组活动中,收购方公司需要对标的公司的经营状况、财务信息等方面进行充分了解。但由于标的公司大多是非上市公司,相关信息并没有强制披露要求,导致上市公司的信息获取能力受限,对标的公司的了解有限(沈华玉等, 2019)。而关联并购主要发生在上市公司与其控股股东集团间(邓建平等, 2011; 唐清泉和韩宏稳, 2018),如果并购双方能出于公心进行交易则上市公司能更加快

速、充分地了解和掌握标的公司的相关情况,更加准确地对标的公司进行风险识别与价值判断。此时,标的公司更不可能做出不切实际的业绩承诺导致并购活动失败,业绩承诺的金额会更加符合公司经营的实际情况,业绩承诺也就更加可靠。

另一方面,关联并购也可能加剧控股股东对中小股东的利益侵占,导致虚高的业绩承诺。在关联并购活动中,控股股东具有明显的信息优势和控制权优势(Hertzel和Smith, 1993; 翟进步, 2018),有动机也有能力进行“画大饼”式营销,通过虚高的业绩承诺向市场提供良好的业绩预期来增加标的方的价值,以换取并购交易的高溢价。而且,由于并购活动属于典型的“一次性购买”活动,不会产生重复购买的惩戒效应,因而,控股股东可能通过标的公司出具言过其实的业绩承诺来获取更多收益,因而标的公司做出的业绩承诺不如非关联并购可靠。

由于我国法制建设还比较薄弱,外部环境对中小投资者的保护还不够完善,业绩承诺即使未实现,利益相关方的违规成本不高,导致资本市场的关联并购活动中控股股东容易表现出较强的掏空动机(李增泉等, 2005; 高雷和宋顺林, 2007; 宋顺林和翟进步, 2014; Li等, 2019)。鉴于上述背景,本文倾向于认为,关联并购中控股股东更可能实施机会主义行为,导致标的公司做出虚高的业绩承诺,业绩承诺比非关联并购更不可靠。根据以上分析,提出本文第一个研究假设:

假设1:相比非关联并购,关联并购中标的公司做出的业绩承诺可靠性更低。

本文的核心逻辑在于,在内外监督力度和监督手段不足的情况下,关联并购活动中控股股东更可能做出言过其实的业绩承诺,以达到获取私有收益的目的,导致标的公司的业绩承诺可靠性更低。那么,如果存在有效的监督机制能够约束控股股东的机会主义行为,则可以弱化关联并购对业绩承诺可靠性的不利影响。

已有大量研究发现,机构投资者能够发挥有效的公司治理作用,抑制控股股东的掏空行为(Cheng等, 2010; 陆瑶等, 2012)。本文认为,机构投资者是影响关联并购与业绩承诺可靠性之间关系的重要因素。

与中小投资者不同,机构投资者作为资本市场中的专业投资者,一方面,能够以较低的成本从多种渠道获取关于标的公司的相关信息,同时通过专业的判断与深刻的洞

察力对标的公司的经营情况与财务信息进行有效分析,判断业绩承诺是否符合实际经营情况;另一方面,出于维护自身利益的目的,机构投资者有动机和能力对并购重组活动进行监督管理,通过“用手投票”的方式对控股股东的利益攫取行为进行有效制衡(Cheng等,2010)。综上分析,本文认为,机构投资者能够发挥有效的公司治理作用,抑制控股股东的机会主义行为,降低标的公司业绩承诺到期无法实现的可能。据此,提出本文的第二个研究假设:

假设2:机构投资者持股比例越高,关联并购对业绩承诺可靠性的负向影响越弱。

在混合所有制改革和供给侧结构性改革的影响之下,国有企业是当前关联并购活动的主力军。本文认为,关联并购对业绩承诺可靠性的影响会因上市公司产权性质的不同而存在差异。

国有上市公司的经营活动往往被赋予了更多的意义,例如带动社会就业、维护社会稳定等(罗进辉,2012),这些非经营目标可能会使国有控股股东将更多的精力投入到如何更好地实现并购活动中的政治目标和社会责任,而且,国有企业控股股东受到的内外部监督较强,因而国有企业通过关联并购达到利益输送、侵占中小投资者利益的动机相应较弱,业绩承诺相对可靠。而在非国有上市公司中,由于公司经营不需要承担多重政治和社会目标,加之受到的内外部监督比国有企业弱,因此控股股东有更强的动机和能力实施掏空行为(李寿喜,2007),导致关联并购中业绩承诺更不可靠。根据上述分析,提出本文的第三个研究假设:

假设3:相比国有企业,关联并购对业绩承诺可靠性的负向影响在非国有企业中更强。

三、实证研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2009~2016年沪深两市1167个并购事件为初始研究对象,重点考察关联并购与业绩承诺可靠性之间的关系。本文限定样本区间的原因如下:证监会在2008年4月发布了关于《上市公司重大资产重组管理办法》等相关规定,第一次以成文的法规形式明确了业绩承诺,业绩承诺协议自此开始出现,因此,本文将样本研究区间起始年份设定为2009年。由于业绩承诺期限一般为3年,而本文研究的关注点在于业绩承诺的实现情况,因此样本研究区

间的截止年份为2016年,但实际使用的数据信息则截止到2019年。参考以往研究的做法(杨超等,2018;窦炜等,2019),本文按照以下标准对研究样本进行筛选:(1)剔除上市公司处于出售方地位的样本137个;(2)剔除并购重组目的为借壳上市的样本134个;(3)剔除支付对价中含有除股权和现金之外的其他支付方式的样本35个;(4)剔除并购双方中有一方处于金融行业的样本33个;(5)剔除ST或*ST的样本29个;(6)剔除未做出业绩承诺或承诺尚未到期的样本144个;(7)剔除数据缺失的样本79个。最终共得到576个有效观测样本。

上市公司并购数据以及机构投资者持股比例数据来源于Wind数据库,相关公司治理数据和财务数据来源于CSMAR数据库,标的公司业绩承诺实现情况和标的公司相关财务数据根据巨潮资讯网、上海和深圳证券交易所的并购重组交易报告书和业绩承诺实现情况公告进行手工搜集整理获取。

(二)变量定义

1. 因变量——业绩承诺可靠性

本文的因变量为业绩承诺可靠性RELIABLE,借鉴窦炜等(2019)的研究,以标的公司所做出的业绩承诺到期是否兑现作为切入点,若实际业绩达到或超出业绩承诺标准,视为业绩承诺可靠,RELIABLE取值为1;若标的公司实际业绩未达到业绩承诺标准,则视为业绩承诺不可靠,RELIABLE取值为0。

2. 自变量——关联并购

本文参考邓建平等(2011)、唐清泉和韩宏稳(2018)关于关联并购的定义,若并购活动发生在上市公司与其控股股东集团(包括控股股东以及控股股东控制下的其他公司)之间,则视为关联并购,RELATE取值为1,否则取值为0。

3. 调节变量

本文的调节变量分别为机构投资者持股比例INSTITU和企业产权性质SOE。机构投资者持股比例INSTITU为上市公司中机构投资者持股数量与公司总股数的比值。关于企业产权性质SOE,若上市公司的终极控股股东为政府机构或国有法人,取值为1,否则取值为0。

4. 控制变量

借鉴现有关于企业并购业绩承诺可靠性的研究文献(潘红波和余明桂,2014;沈华玉等,2019;窦炜等,2019;刘向强和李沁洋,2019),本文从标的公司特征、上

市公司特征以及业绩承诺协议特征三方面控制可能会对业绩承诺可靠性产生的影响。其中，标的公司特征变量主要包括标的公司资产规模SIZE_aim和标的公司盈利能力ROA_aim，上市公司特征变量主要包括公司资产规模SIZE、负债水平LEV、盈利能力ROA、成长性GROWTH、市账比MTB、产权性质SOE、第一大股东持股比例TOP1、机构投资者持股比例INSTITU、会计师事务所声誉CPA5，业绩承诺协议特征变量包括支付方式PAY、补偿内容CONTENT以及是否签订双向业绩承诺INCENTIVE。

具体的变量定义和度量方法见表1。

(三)回归模型设计

为了检验上述假设，本文设计了如下三个计量回归模型分别进行多元回归分析：

$$RELIABLE = \alpha_0 + \alpha_1 REULATE + \sum CONTROL + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

$$RELIABLE = \beta_0 + \beta_1 REULATE + \beta_2 REULATE \times INSTITU + \sum CONTROL + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

$$RELIABLE = \gamma_0 + \gamma_1 REULATE + \gamma_2 REULATE \times SOE + \sum CONTROL + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (3)$$

其中，RELIABLE表示业绩承诺可靠性，REULATE表示是否为关联并购，CONTROL表示控制变量，INDUSTRY和YEAR分别表示行业固定效应和年度固定效应。鉴于本文的因变量为哑变量，因此采用Logit回归模型，同时采用稳健性标准误对回归结果进行调整以消除异方差带来的影响。为了缓解因变量与自变量之间互为因果的内生性问题，本文对所有自变量取值进行了滞后一期处理。另外，本文还对所有连续型变量进行了上下1%的Winsorize缩尾处理以控制异常数据对回归结果的不利影响。

表1 变量定义与度量

变量名称	变量符号	变量定义
业绩承诺可靠性	RELIABLE	哑变量，若标的公司实际业绩达到或超过业绩承诺标准，则视为业绩承诺可靠，RELIABLE取值为1，否则为0
关联并购	REULATE	哑变量，若并购活动发生在上市公司与其控股股东集团之间，则为关联并购，REULATE取值为1，否则为0
机构投资者持股比例	INSTITU	上市公司机构投资者持股数量与公司总股数的比值
产权性质	SOE	哑变量，若上市公司的终极控股股东为政府机构或国有法人，取值为1，否则为0
标的公司资产规模	SIZE_aim	标的公司总资产的自然对数
标的公司盈利能力	ROA_aim	标的公司净利润与平均总资产的比值
公司资产规模	SIZE	上市公司总资产的自然对数
负债水平	LEV	上市公司总负债与总资产的比值
盈利能力	ROA	上市公司净利润与平均总资产的比值
成长性	GROWTH	上市公司营业收入相比于上一年的增长率
市账比	MTB	上市公司权益总市值与负债账面价值之和与总资产账面价值的比值
第一大股东持股比例	TOP1	上市公司第一大股东持股数与公司总股数的比值
会计师事务所声誉	CPA5	哑变量，若参与并购活动的会计师事务所在中注协年度公布的会计师事务所综合评价榜单上排名前五，取值为1，否则为0
支付方式	PAY	股份支付占支付对价的比例
补偿内容	CONTENT	哑变量，根据补偿内容，若为“补对价”，则取值为1，若为“补利润”，则取值为0
双向业绩承诺	INCENTIVE	哑变量，若业绩承诺协议中设有激励条款，取值为1，否则为0
年度	YEAR	年度虚拟变量
行业	INDUSTRY	行业虚拟变量，根据中国证监会2012年关于上市公司的行业分类标准，构建相应哑变量分别代表各个行业(除金融业)，其中制造业根据二级代码划分

四、实证分析结果与讨论

(一)主要变量的描述性统计分析结果

表2是本文主要变量的描述性统计分析结果。从结果可以看出：业绩承诺可靠性变量RELIABLE的均值为0.707,说明业绩承诺不可靠样本占比为29.3%(1-70.7%),接近总样本的三分之一；关联并购变量RELATE的均值为0.326,表明关联并购在并购重组样本中占比为32.6%,关联并购问题值得重点关注；产权性质变量SOE的均值为0.247,表明不到25%的样本公司为国有企业；支付方式变量PAY的均值为0.749,意味着并购重组交易中股份支付占比较高；补偿内容变量CONTENT的均值为0.856,表明85.6%的并购业绩承诺协议采用了“补对价”的补偿方式；双向业绩承诺变量INCENTIVE的均值为0.389,意味着双向业绩承诺作为对标的公司股东和管理层的激励机制已逐渐被资本市场所采用。此外,其他控制变量的分布均在合理范围内。

(二)主要变量的Pearson相关系数分析结果

表3列示了本文主要变量的Pearson相关系数分析结果,由结果可知:(1)业绩承诺可靠性RELIABLE与关联

并购RELATE之间未达到统计显著性水平,由于相关性分析主要考察两个变量之间是否具有相关性,并没有考虑其他因素可能产生的影响,因而两者间的关系有待后文进一步的检验;(2)关联并购RELATE与SIZE_aim之间显著正相关,与ROA_aim之间显著负相关,意味着关联并购中更可能选择规模较大但盈利不好的公司作为并购标的;(3)关联并购RELATE与INCENTIVE之间显著负相关,说明关联并购活动中更不可能签订双向业绩承诺条款。此外,其他控制变量两两之间的相关系数绝对值均不超过0.5,表明变量间多重共线性问题较弱。

(三)多元回归分析结果

表4列出了关联并购对业绩承诺可靠性影响的回归分析结果,以及机构投资者持股比例和公司产权性质可能产生的调节效应。从表中结果可知:列(1)中关联并购哑变量RELATE的系数在1%统计水平上显著为负(系数=-0.766,T值=-2.738),说明关联并购下,标的公司业绩承诺可靠性更低,支持了本文的假设1。列(2)中关联并购与机构投资者持股比例的交乘项RELATE×INSTITU的系数在1%统计水平上显著为正(系数=3.107,T值=2.837),表明机构投资者能够有效抑制关联并购对业绩承诺可靠

表2 主要变量的描述性统计分析结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
RELIABLE	576	0.707	0.456	0	0	1	1	1
RELATE	576	0.326	0.469	0	0	0	1	1
SIZE_aim	576	10.414	1.528	6.823	9.446	10.301	11.364	14.350
ROA_aim	576	0.167	0.193	-0.341	0.055	0.110	0.226	0.887
SIZE	576	21.330	0.936	19.081	20.673	21.190	21.873	23.664
LEV	576	0.388	0.188	0.068	0.237	0.365	0.518	0.866
ROA	576	0.047	0.053	-0.144	0.017	0.044	0.074	0.204
GROWTH	576	0.265	0.788	-0.543	-0.015	0.137	0.352	6.817
MTB	576	3.720	3.184	0.994	1.933	2.773	4.287	21.717
SOE	576	0.247	0.431	0	0	0	0	1
TOP1	576	0.343	0.135	0.085	0.228	0.333	0.438	0.660
INSTITU	576	0.342	0.224	0	0.140	0.340	0.506	0.845
CPA5	576	0.309	0.462	0	0	0	1	1
PAY	576	0.749	0.303	0	0.633	0.840	1	1
CONTENT	576	0.856	0.351	0	1	1	1	1
INCENTIVE	576	0.389	0.488	0	0	0	1	1

表3 主要变量的Pearson相关系数分析结果

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 RELIABLE	1															
2 RELATE	-0.039	1														
3 SIZE_aim	-0.051	0.383 ^{***}	1													
4 ROA_aim	0.021	-0.256 ^{***}	-0.408 ^{***}	1												
5 SIZE	0.007	0.297 ^{***}	0.420 ^{***}	-0.114 ^{***}	1											
6 LEV	-0.051	0.207 ^{***}	0.431 ^{***}	-0.197 ^{***}	0.432 ^{***}	1										
7 ROA	0.057	-0.025	-0.099 ^{**}	0.142 ^{**}	0.057	-0.199 ^{**}	1									
8 GROWTH	-0.031	-0.010	0.002	-0.003	0.128 ^{***}	0.056	0.341 ^{***}	1								
9 MTB	-0.030	-0.145 ^{***}	-0.168 ^{***}	0.129 ^{***}	-0.447 ^{***}	-0.186 ^{***}	0.300 ^{***}	0.001	1							
10 SOE	0.085 ^{**}	0.401 ^{***}	0.386 ^{***}	-0.178 ^{***}	0.407 ^{***}	0.253 ^{***}	-0.070 [*]	-0.125 ^{***}	-0.181 ^{***}	1						
11 TOP1	0.055	0.203 ^{***}	0.194 ^{***}	-0.075 [*]	0.152 ^{**}	-0.005	0.076 [*]	0.081 [*]	-0.114 ^{***}	0.169 ^{***}	1					
12 INSTITU	0.063	0.226 ^{***}	0.186 ^{***}	-0.017	0.318 ^{***}	0.086 [*]	0.187 ^{***}	0.076 [*]	0.024	0.308 ^{***}	0.281 ^{***}	1				
13 CPAS	-0.023	0.007	-0.015	0.005	0.049	-0.111 ^{***}	0.075 ^{**}	-0.059	0.012	0.088 ^{**}	0.075 ^{**}	0.062	1			
14 PAY	0.129 ^{***}	0.275 ^{***}	0.224 ^{***}	-0.095 ^{***}	0.085 ^{***}	-0.076 [*]	-0.096 [*]	0.010	-0.135 ^{***}	0.246 ^{***}	0.160 ^{***}	0.114 ^{***}	0.004	1		
15 CONTENT	0.137 ^{***}	-0.031	-0.234 ^{***}	0.169 ^{***}	-0.043	-0.193 ^{***}	0.040	0.024	0.000	-0.144 ^{***}	-0.045 ^{**}	-0.006	0.165 ^{***}	0.165 ^{***}	1	
16 INCENTIVE	-0.080 [*]	-0.419 ^{***}	-0.308 ^{***}	0.194 ^{***}	-0.201 ^{***}	-0.150 ^{***}	-0.017	-0.052	0.112 ^{**}	-0.316 ^{***}	-0.089 ^{**}	-0.128 ^{***}	-0.203 ^{***}	-0.203 ^{***}	0.135 ^{***}	1

注：***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%

性的不利影响，支持了本文的假设2。列(3)中关联并购与产权性质的交乘项 RELATE × SOE 的系数在5%统计水平上显著为正(系数=1.132, T值=2.002),说明关联并购与业绩承诺可靠性之间的负向关系在非国有企业中表现得更强,意味着在非国有企业中,关联并购的业绩承诺更不可靠,本文的假设3得到了经验证据的支持。

(四) 稳健性测试

1. 安慰剂检验

为了避免相关研究结论是由于其他不可观测因素导致的,本文进行了安慰剂检验。具体地,本文随机分配样本公司中关联并购的样本,并保持随机分配的关联并购样本占比与主检验一致,然后使用随机分配得到的关联并购模拟解释变量重新进行回归分析,如果业绩承诺可靠性的差异确实是关联并购造成的,那么主检验得到的结果应该要比随机分配得到回归分析结果更强。表5列示了在重复进行1000次随机分配关联并购样本的回归分析后得到的关于关联并购变量RELATE的回归系数分布情况。表4回归分析得到的回归系数-0.766小于安慰剂检验得到的系数分布的最小值-0.719,说明本文的研究结论稳健可靠,并不是由不可观测因素导致的。

2. 变量度量方法的稳健性测试

在前述分析中,本文主要根据标的公司实际业绩是否达到或超过承诺业绩作为业绩承诺可靠与否的判断标准。为了避免变量度量方法的选择对本文研究结论可能产生的不利影响,本文还尝试根据标的公司是否触发了业绩承诺补偿条款,重新构建标的公司业绩承诺可靠性变量RELIABLE2,若标的公司未触发业绩承诺补偿条款,则表明业绩承诺

表4 多元回归分析结果

	因变量：RELIABLE		
	(1)	(2)	(3)
RELATE	-0.766*** (-2.738)	-1.834*** (-4.009)	-1.047*** (-3.411)
RELATE × INSTITU		3.107*** (2.837)	
RELATE × SOE			1.132** (2.002)
SIZE_aim	-0.221** (-2.441)	-0.222** (-2.382)	-0.225** (-2.479)
ROA_aim	-0.217 (-0.331)	-0.178 (-0.272)	-0.267 (-0.404)
SIZE	-0.074 (-0.412)	-0.128 (-0.689)	-0.101 (-0.554)
LEV	0.001 (0.001)	0.031 (0.042)	0.031 (0.043)
ROA	5.233** (1.974)	4.522* (1.683)	4.793* (1.820)
MTB	-0.058 (-1.332)	-0.057 (-1.286)	-0.060 (-1.377)
GROWTH	0.013 (0.096)	-0.015 (-0.113)	0.029 (0.207)
SOE	0.502 (1.509)	0.354 (1.050)	-0.101 (-0.229)
TOP1	0.872 (1.015)	0.766 (0.876)	0.712 (0.833)
INSTITU	0.686 (1.239)	-0.253 (-0.388)	0.714 (1.291)
CPA5	-0.139 (-0.618)	-0.142 (-0.627)	-0.101 (-0.444)
PAY	0.689* (1.795)	0.695* (1.792)	0.724* (1.836)
CONTENT	0.961*** (3.088)	0.949*** (2.978)	0.994*** (3.181)
INCENTIVE	-0.656** (-2.512)	-0.655** (-2.512)	-0.673*** (-2.601)
截距项	3.235 (0.883)	4.804 (1.238)	3.984 (1.071)
行业固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
样本量	548	548	548
Chi ² 值	70.267	79.501	74.324
Log likelihood	-299.648	-295.244	-297.637

注：(1) ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%；(2) 括号内为经异方差调整后的T值

表5 随机分配关联并购样本的安慰剂检验结果

RELATE 系数	因变量：RELIABLE
表4的估计系数	-0.766
均值	0.011
标准差	0.222
最小值	-0.719
P1	-0.488
P5	-0.359
最大值	0.781
估计系数所在百分位	<0.01
估计次数	1 000
平均样本量	548
年度	2009~2016
Chi ² 值均值	64.436
Log likelihood均值	-302.986
行业固定效应	控制
年度固定效应	控制

表6 改变业绩承诺可靠性度量方法的稳健性测试

	因变量：RELIABLE2		
	(1)	(2)	(3)
RELATE	-0.453 (-1.517)	-1.317*** (-2.703)	-0.835** (-2.573)
RELATE × INSTITU		2.540** (2.182)	
RELATE × SOE			1.557*** (2.650)
控制变量	控制	控制	控制
截距项	3.394 (0.895)	4.622 (1.172)	4.335 (1.124)
行业固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
样本量	545	545	545
Chi ² 值	66.767	73.567	73.160
Log likelihood	-284.200	-281.479	-280.706

注：(1) ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%；(2) 括号内为经异方差调整后的T值

可靠，RELIABLE2取值为1，否则取值为0。表6给出了改变业绩承诺可靠性度量方法后的稳健性测试结果，列(1)中关联并购变量RELATE系数为负但不显著，列(2)中交

表7 公司和年度层面双重聚类的回归分析结果

	因变量：RELIABLE		
	(1)	(2)	(3)
RELATE	-0.766*** (-4.697)	-1.834*** (-8.634)	-1.047*** (-6.300)
RELATE × INSTITU		3.107*** (3.546)	
RELATE × SOE			1.132*** (3.328)
控制变量	控制	控制	控制
截距项	3.235 (1.171)	4.804* (1.844)	3.984 (1.498)
行业固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
样本量	548	548	548
Log likelihood	-299.648	-295.244	-297.637

注：(1)***、**、*分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%；(2)括号内为经公司层面和年度层面双重聚类调整后的T值

表8 关联并购与业绩承诺激进度的回归分析结果

	因变量：PCA	
	系数	T值
RELATE	0.069***	(2.993)
截距项	-0.138	(-0.393)
控制变量	控制	
行业固定效应	控制	
年度固定效应	控制	
样本量	576	
F值	4.212	
调整R ²	0.183	

注：(1)***、**、*分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%；(2)括号内为经异方差调整后的T值

乘项RELATE × INSTITU系数在5%统计水平上显著为正，列(3)中交乘项RELATE × SOE系数在1%统计水平上显著为正，这些结果基本支持了本文的假设。

3. 计量估计方法的稳健性测试

由于本文分析所使用的数据是典型的面板结构数

表9 关联并购与标的资产盈利能力的回归分析结果

	INFERIOR1	INFERIOR2
	(1)	(2)
RELATE	0.511 (1.410)	1.129*** (2.944)
控制变量	控制	控制
截距项	5.695 (0.957)	-10.284* (-1.760)
行业固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
样本量	469	465
Chi ² 值	84.3776	85.5226
Log likelihood	-172.629	-163.781

注：(1)***、**、*分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%；(2)括号内为经异方差调整后的T值

表10 并购支付方式对关联并购与业绩承诺可靠性间关系的影响分析

	因变量：RELIABLE	
	(1) LPAY	(2) HPAY
RELATE	-1.664*** (-3.406)	-0.582 (-1.364)
控制变量	控制	控制
截距项	2.416 (0.423)	13.069* (1.872)
行业固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
样本量	278	249
Chi ² 值	42.2552	60.5190
Log likelihood	-157.089	-109.721

注：(1)***、**、*分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%；(2)括号内为经异方差调整后的T值

据，可能存在公司之间的截面相关问题以及时间序列上的自相关问题，因此，本文对回归得到的标准误进行公司层面和年度层面的双重聚类调整。表7呈现了双重聚类调整的回归分析结果，列(1)中关联并购变量RELATE得到了显著为负的回归系数，列(2)和列(3)中交乘项

RELATE × INSTITU 以及 RELATE × SOE 也均得到了显著为正的回归系数, 这些结果与表 4 的结果一致, 本文研究结论依然成立。

五、进一步分析

(一) 关联并购与业绩承诺激进度

根据前文分析, 在关联并购中, 控股股东可能以虚高的业绩承诺作为蒙蔽外界的手段, 从上市公司中获取私人收益, 也即, 关联并购中标的公司业绩承诺到期难以兑现的原因可能在于标的公司的业绩承诺过于激进, 而过于激进的业绩承诺本身就难以如期实现。因此, 本文预期, 业绩承诺激进度是影响关联并购中业绩承诺可靠性的重要因素。具体地, 以标的公司年均业绩承诺金额与业绩承诺前三年经营业绩均值的比值度量业绩承诺激进度 (PCA), PCA 值越大表明标的公司的业绩承诺相较于以前年度经营业绩偏离越大, 业绩承诺越激进。表 8 报告了关联并购与业绩承诺激进度的回归分析结果, 由相关结果可知: 关联并购变量 RELATE 的回归系数为正, 且在 1% 统计水平上显著, 表明在控股股东主导的关联并购活动中, 标的公司更容易做出激进的业绩承诺, 所以承诺期满时承诺的业绩无法兑现。

(二) 关联并购与标的资产盈利能力

业绩承诺是否可靠不仅与承诺激进度有关, 也与标的资产的质量有关。因此, 本文根据标的公司在收购前一年净利润是否出现下降 (INFERIOR1) 以及收购前两年净利润是否至少有一年为负 (INFERIOR2) 构建收购标的资产盈利能力的指标, 并进行回归分析。表 9 列示了相关回归分析结果, 列 (2) 中关联并购代理变量 RELATE 的系数在 1% 统计水平上显著为正 (系数 = 1.129, T 值 = 2.944), 列 (1) 中 RELATE 的系数为正但不显著 (系数 = 0.511, T 值 = 1.410), 表明相比非关联并购, 关联并购活动中并购方控股股东更可能收购盈利能力差的标的资产。

(三) 并购支付方式的影响分析

上市公司并购重组的支付方式主要包括股份支付 (或股份支付为主) 和现金支付 (或现金支付为主)。股份支付会将并购公司股东与标的公司股东进行绑定, 股份支付占比越高, 利益共享的程度就越高, 因此, 在较高股份支付比例的情况之下, 控股股东获取私利的动机会有所减弱。为了验证上述假设, 本文根据支付方式 PAY 的中位数将样

本划分为低股份支付比例组 (LPAY) 和高股份支付比例组 (HPAY) 两组分别进行回归分析, 回归结果如表 10 所示。根据结果可知, 关联并购与业绩承诺可靠性的负相关关系仅存在于低股份支付比例组, 该结果意味着股份支付占比越高, 越能有效抑制控股股东的掏空动机, 提高关联并购中业绩承诺的可靠性。

六、研究结论与启示

近年来我国并购重组市场中业绩承诺落空现象频发, 给投资者造成了损失。本文以 2009~2016 年中国 A 股市场中签订业绩承诺协议的上市公司并购重组事件为研究样本, 检验了业绩承诺落空的影响因素, 研究发现: 相比非关联并购, 关联并购中标的公司业绩承诺的可靠性更低; 机构投资者持股比例的增加会弱化关联并购对业绩承诺可靠性的不利影响; 相比国有上市公司, 关联并购对业绩承诺可靠性的负向影响在非国有上市公司中表现得更强。进一步地, 本文发现关联并购活动中标的公司更倾向于做出更加激进的业绩承诺; 关联并购中更可能收购盈利能力较差的标的资产; 并购支付方式中股份支付占比越高, 关联并购对业绩承诺可靠性的负向影响越弱。

根据本文的研究结论可以得到以下启示: 首先, 业绩承诺产生的初衷在于缓解并购双方之间的信息不对称, 提升并购效率, 然而业绩承诺也可能成为控股股东蒙蔽外界获取私利的一种手段。监管部门应该制定相应的政策措施严格监管标的公司业绩承诺履约情况, 尤其应重点对关联并购进行监督和管理, 约束控股股东出于掏空动机进行的关联并购, 确保关联并购活动能够有效发挥优化资源配置的作用。第二, 机构投资者是公司治理的积极参与者, 加强培育较大规模的机构投资者, 有助于约束控股股东的机会主义行为, 在一定程度上起到保护中小投资者利益的积极作用。第三, 本文的研究表明, 在缓解关联并购活动中控股股东的掏空行为上, 国有产权性质更具有优势。因而, 无论对于投资者还是监管机构而言, 都应该特别关注和重点监督非国有企业的关联并购活动, 提升非国有企业关联并购的质量。

主要参考文献:

- [1] 陈骏, 徐玉德. 并购重组是掏空还是支持——基于资产评估视角的经验研究 [J]. 财贸经济, 2012, (9): 76-84.

- [2] 陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013, (12): 117-132.
- [3] 陈信元, 叶鹏飞, 陈冬华. 机会主义资产重组与刚性管制[J]. 经济研究, 2003, (5): 13-22.
- [4] 邓建平, 曾勇, 何佳. 关联并购重组: 根源与后果[J]. 管理学报, 2011, (8): 1238-1246.
- [5] 窦炜, Sun Hua, 郝颖. “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[J]. 经济管理, 2019, (2): 156-171.
- [6] 杜依倩, 费一文. 业绩承诺制度能否解决大股东利益输送问题?——基于2008-2015年定增并购事件的实证研究[J]. 投资研究, 2017, (7): 79-90.
- [7] 高雷, 宋顺林. 掏空、财富效应与投资者保护——基于上市公司关联担保的经验证据[J]. 中国会计评论, 2007, (1): 21-42.
- [8] 黄兴李, 沈维涛. 掏空或支持——来自我国上市公司关联并购的实证分析[J]. 经济管理, 2006, (12): 57-64.
- [9] 蒋融, 毛晓怡, 易阳. 控股股东股权质押与高溢价并购[J]. 财务研究, 2020, (1): 91-102.
- [10] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. 经济研究, 2007, (1): 102-113.
- [11] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持和并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (1): 95-105.
- [12] 刘浩, 杨尔稼, 麻樟城. 业绩承诺与上市公司盈余管理: 以股权分置改革中的管制为例[J]. 财经研究, 2011, (10): 58-68.
- [13] 刘向强, 李沁洋. 会计师事务所声誉与并购业绩补偿承诺[J]. 审计研究, 2019, (6): 79-86.
- [14] 刘向强, 孙健, 袁蓉丽. 并购业绩补偿承诺与审计收费[J]. 会计研究, 2018, (12): 70-76.
- [15] 陆瑶, 朱玉杰, 胡晓元. 机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012, (1): 13-23.
- [16] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究, 2012, (10): 153-166.
- [17] 吕长江, 韩慧博. 业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配[J]. 审计与经济研究, 2014, (6): 3-13.
- [18] 马海涛, 李小荣, 张帆. 资产评估机构声誉与公司并购重组定价[J]. 中国软科学, 2017, (5): 101-118.
- [19] 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]. 会计研究, 2017, (3): 46-52.
- [20] 潘红波, 余明桂. 目标公司会计信息质量、产权性质与并购绩效[J]. 金融研究, 2014, (7): 140-153.
- [21] 沈华玉, 王行, 吴晓晖. 标的公司的信息不对称会影响业绩承诺吗?[J]. 管理科学学报, 2019, (10): 82-100.
- [22] 宋顺林, 翟进步. 大股东操纵资产评估价格了吗?——来自股改后资产注入的经验证据[J]. 经济管理, 2014, (9): 145-155.
- [23] 唐清泉, 韩宏稳. 关联并购与公司价值: 会计稳健性的治理作用[J]. 南开管理评论, 2018, (3): 23-34.
- [24] 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]. 会计研究, 2017, (10): 71-77.
- [25] 许年行, 张华, 吴世农. 附加承诺具有信号传递效应吗?[J]. 管理世界, 2008, (3): 142-151.
- [26] 杨超, 谢志华, 宋迪. 业绩承诺协议设置: 私募股权与上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2018, (6): 198-209.
- [27] 翟进步. 并购双重定价安排、声誉约束与利益输送[J]. 管理评论, 2018, (6): 212-226.
- [28] 翟进步, 李嘉辉, 顾桢. 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗[J]. 会计研究, 2019, (6): 35-42.
- [29] 张祥建, 郭岚. 资产注入、大股东寻租行为与资本配置效率[J]. 金融研究, 2008, (2): 98-112.
- [30] Cai, Y., Sevilir, M. Board connections and M&A transactions[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(2): 327-349.
- [31] Cheng, C. S. A., Huang, H. H., Li, Y., Lobo, G. Institutional monitoring through shareholder litigation[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(3): 356-383.
- [32] Cheung, Y. L., Qi, Y., Rau, P. R., Stouraitis, A. Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(5): 914-924.
- [33] Faccio, M., Masulis, R. W. The choice of payment method in European mergers and acquisitions[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(3): 1345-1388.
- [34] Hertzfel, M., Smith, R. L. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately[J]. The Journal of Finance, 1993, 48(2): 459-485.
- [35] Hou, Q., Jin, Q., Yang, R., Zhang, G. Performance commitments of controlling shareholders and earnings management[J]. Contemporary Accounting Research, 2015, 32(3): 1099-1127.
- [36] Li, J., Guo, Y., Wei, M. Performance commitment in M&As and stock price crash risk[J]. China Journal of Accounting Studies, 2019, 7(3): 317-344.

Related-Party M&As and the Reliability of Performance Commitments

LUO Jin-hui, HUANG Li-ming, LI Xue

Abstract: In recent years, the outbreak of the default of performance commitments in China's M&A market has aroused the attention of investors and regulators in the capital market. Using the samples of M&A events with performance commitments in China's capital market from 2009 to 2019, this paper finds that: (1) compared with non-related-party M&As, the reliability of the performance commitments is lower in related-party M&As; (2) higher institutional ownership can weaken the negative relationship between related-party M&As and the reliability of performance commitments; (3) compared with SOEs, the negative relationship between related-party M&As and the reliability of performance commitments is more pronounced in non-SOEs. Further analysis shows that the target firms in related-party M&As are likely to issue more aggressive performance commitments. The controlling shareholders are more inclined to acquire target firms with poor profitability. The higher equity payment can significantly weaken the negative impact of related-party M&As on the reliability of performance commitments. These findings offer a reasonable explanation for the outbreak of the default of performance commitments, and are helpful for regulators and investors to better identify the motivation of controlling shareholders and monitor their behavior in related-party M&As.

Key words: related-party M&As; performance commitments; controlling shareholders; institutional ownership; nature of property rights

(责任编辑 杨亚彬)