

并购业绩承诺的同行效应研究

——来自中国上市公司定向增发并购标的企业的经验证据

刘建勇,袁仔兰

(中国矿业大学 经济管理学院,江苏 徐州 221116)

摘要:近年来,高估值高业绩承诺并购呈现爆发式增长,文章从行业模仿层面分析高估值高业绩承诺并购产生的原因,并以2013—2018年中小板和创业板上市公司发生的定向增发并购事件为样本,检验标的企业做出的业绩承诺是否存在模仿同行业其他被并公司的行为(同行效应)。结果发现,并购标的企业业绩承诺存在竞相模仿的同行效应,且同行效应受到行业环境不确定性的影响,当标的企业所处行业环境的不确定性越强时,同行效应表现越明显,且这种同行效应的主要模仿对象是行业领先者。进一步研究发现,监管政策的趋严会减弱并购业绩承诺的同行效应,同时减弱了环境不确定性和行业领先者对并购业绩承诺同行效应的影响。

关键词:业绩承诺激进度;同行效应;环境不确定性;行业地位

中图分类号:F832.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2022)06-0063-12

一、引言

并购重组是企业进行资本扩张、资源整合、增强竞争力的主要手段。在并购重组事件中,核心问题在于标的企业价值的估量,这在很大程度上决定了并购交易能否为收购方带来价值,但由于并购双方存在着严重的信息不对称问题,加之标的企业的未来发展前景存在着较大不确定性,难以对其价值进行准确估量。业绩补偿承诺是平衡交易双方在标的资产估值问题上产生利益分歧的契约,即并购双方约定在未来一定期间并购标的未完成业绩目标时对收购方的补偿方案。业绩补偿承诺作为缓解信息不对称及估值风险的一种制度安排,被越来越多地应用到并购重组中^[1]。但近年来,随着业绩补偿承诺的滥用,业绩承诺未达标现象普遍,许多承诺方出现了不同程度的“赖账”情形。业绩补偿承诺制度不但没能达到保护投资者利益的目的,反而推高了交易溢价,导致高估值高业绩承诺并购现象呈现出爆发式增长,而这很可能成为企业间进行利益输送、内幕交易、盈余管理等行为的“助推剂”。理论上,标的方不会随意承诺业绩,因为高业绩承诺意味着高损失,但是由于并购的高溢价可以实现对激进的业绩补偿成本的全面覆盖,一些标的企业为了拉抬自身资产估值愿意“铤而走险”,以不切实际的高业绩承诺换取高价出售。收购方基于顺利完成交易或利益输送等动机,乐于接受高业绩承诺,通过高业绩补偿承诺向市场传递良好的业绩预期信息,以提升二级市场股价,进而实现高位套现。当标

收稿日期:2022-06-30; **修回日期:**2022-10-13

基金项目:国家社会科学基金一般项目“并购重组业绩补偿承诺的负面效应与监管策略研究”(18BGL068);教育部人文社会科学基金规划项目“重组盈利承诺的投资者保护效果与监管对策研究”(17YJA790055)

作者简介:刘建勇(1978—),男,河南信阳人,管理学博士,中国矿业大学经济管理学院副教授,研究方向为公司治理与公司财务行为、会计与资本市场实证研究;袁仔兰(1997—),女,江西萍乡人,中国矿业大学经济管理学院硕士研究生,研究方向为会计与资本市场实证研究。

的方在对赌期间业绩承诺无法实现时,并购方可以获得补偿,而收购劣质资产的不利消息传入市场则会造成股价回落,最终损害中小投资者的利益^[2]。支付高溢价、承诺高业绩补偿看似并购双方“一个愿打、一个愿挨”的决定,然而,市场上普遍存在的高估值高业绩承诺现象,是否存在一双“看不见的手”(同行之间的学习模仿行为)在操纵着一切。但是,现有文献极少从同行业模仿层面(同行效应)分析高业绩补偿承诺产生的原因。

“同行效应”又称“同群效应”,是指个体行为会受到周围相似个体即同群者的影响,继而改变自己的行为,跟随群体行为的现象^[3]。已有文献对同行效应的研究,主要集中在社会学领域、经济学领域和公司治理领域三大方面。社会学领域主要研究同行效应在教育学中的应用^[4-5],经济学领域主要研究同行效应在个体购买消费决策中的应用^[6-7],公司治理领域主要研究同行效应在公司经营决策等方面的应用^[8-9]。近年来不少学者将同行效应研究拓展到了财务领域,主要涉及企业破产^[10-11]、并购商誉^[12]、资本结构^[13-14]以及资产评估^[15-16]等方面,但对并购重组中业绩补偿承诺行为的同行效应探究并未涉及。

基于以上分析,本文选取2013—2018年中小板和创业板上市公司发生的定向增发并购事件为研究样本,检验并购标的企业做出的业绩承诺是否存在模仿同行业其他被并公司的行为。研究发现,并购标的企业的业绩承诺行为存在同行效应,且同行效应受到行业环境不确定性的影响,当标的企业所处行业环境不确定性强时,会促进标的企业业绩补偿承诺的同行学习行为,且该同行学习效应的模仿对象主要是行业领先者。

本文的主要贡献在于:从行业模仿层面对高估值高业绩承诺并购的原因进行分析,发现并购标的企业高业绩承诺背后存在着同行之间竞相模仿的非理性因素,即存在互相模仿的同行效应,并揭示了同行效应的影响因素和模仿对象,突破了以往仅从并购交易双方个体层面和中介机构角度揭示高业绩承诺的局限。

二、理论分析与研究假设

(一) 并购业绩承诺同行效应的存在性分析

业绩承诺是资产出让方对购买方所作出的一种承诺,以重组完成后的三至五年内标的企业完成既定经营业绩为依据,通过股份支付或现金支付来平衡收购企业与标的企业之间的经济利益而订立的契约^[17]。业绩补偿承诺契约的订立,减弱了信息不对称给收购公司带来的不公平性,也成为标的企业的“紧箍咒”。业绩补偿承诺制度设计的初衷是为了减少标的资产估值风险给并购方带来的不公平性,降低交易双方的信息不对称,然而在实际运用过程中出现的“高估值高业绩承诺”现象带来的低兑现的“事与愿违”现象,使得业绩补偿承诺制度逐步沦为了并购双方进行机会主义套利行为的工具,进一步引发了代理问题变异为“大股东+承诺方”与中小股东的利益问题。对于大部分标的企业而言,普遍存在着应当将承诺业绩定于何种水平的问题,以使其既能获得高估值又能避免对赌期间触发业绩补偿机制,从而最大程度实现并购的双赢。而模仿跟随同行业其他公司的行为成为解决这个问题的捷径,可以帮助其快速作出决策。

首先,从社会心理学的角度来看,社会学家和社会心理学家普遍认为,个体会受到其他个体的影响表现出与他人行为的趋同性^[18]。一方面,当个体由于自身经验不足或认知不足无法独立作出决策时,通常会跟随其他个体的行为以快速作出决策。另一方面,与他人行为相背离会使个体产生较高的心理成本,或者会带来不必要的关注。具体到并购交易,虽然标的企业在并购前通常会利用其与并购方之间的信息不对称优势对自身进行包装以抬高资产估值,但其承诺的业绩是未来期间的净利润,经营业绩的好坏受到诸多因素的影响,存在着较大不确定性。通常来说,标的方给出的承诺业绩的高低在很大程度上直接决定着并购交易的成败。承诺的业绩太低,收购方一般不会给出高的收购价格,标的企业无法实现其获得高估值的目的;大肆抬高承诺业绩,标的企业在获得高收购价的同时,也面临着对赌期间需完成超高业绩的压力,存在对赌失败的风险。观察和了解行业中的其他公司承诺的业绩水平,不仅可以减少企业的信息收集成本和时间成本,帮助企业高效作出决策,同时也减少了企业的心理成本,不必担心企业个体行为与其他公司行为不同而成为众矢之的的风险。当同行业其他公

司业绩承诺水平较高时,标的企业也会保持较高的业绩承诺,认为这种程度的承诺业绩是可以被社会接受的。

其次,从信息获取性模仿角度来看,随着市场经济体制改革的不断深入,市场信息的更新速度不断加快,在瞬息万变的 market 环境下,公司可能无法准确果断地作出决策,往往会模仿相似或相关企业的决策行为来减少信息匮乏带来的劣势^[19]。就并购业绩承诺而言,标的企业对其未来成长潜力、行业环境变化等关键信息掌握的准确程度,在很大程度上决定了其在并购交易中相较于竞争对手能否有先发优势。而当他们难以克服信息获取障碍时,为了减少由于信息缺乏导致的利益损失,管理者的理性决策是更加关注同行业公司作出的业绩承诺。由于同行业公司之间面临着相似的市场环境,具有很强的可比性,彼此之间的经验借鉴对企业的决策举重若轻,因此标的企业在进行并购重组时,可能会从同行业公司处获取信息,使得同行业标的企业业绩承诺的决策行为呈现出同行效应。

最后,从竞争性模仿机制的角度来看,同行效应往往源于同行之间的竞争压力,是企业为了避免处于竞争弱势地位而进行的模仿行为。公司为了减弱同行企业之间的竞争压力,通常会重点关注同行业公司的决策行为,并结合自身的实际情况,出于竞争性目的作出决策反应,有意识地模仿对方的决策行为。在进行并购重组交易时,并购方通常更青睐于承诺高业绩的公司,因而这些公司拥有更大的谈判资本而相对处于竞争优势地位。加之由于决策环境不确定性和信息获取能力的差异,倘若已经处于竞争弱势的公司对此置若罔闻,没有及时“迎头赶上”,则企业面临的不确定性风险和信息的有限程度更高,最终将会逐渐被市场淘汰。当企业面临决策环境不确定性较强且掌握的信息资源有限时,常常会被迫作出决策,通过“探索性学习”模仿同行业公司的行为以试图克服其决策面临的信息不对称等难题^[20]。因此,企业为了改变自身的竞争劣势环境,在承诺业绩时通常会进行有竞争性目的的模仿。

加之我国的业绩承诺制度忽略了标的企业承诺业绩与估值溢价的不对称性以及该制度下承诺业绩未达标的低违约成本,无疑给标的企业和收购方进行机会主义的套利行为提供了“政策助力”。拥有优质资产的标的企业为了标榜自己优质资产的身份,会愿意给出高业绩承诺获取高估值,而本身为劣质资产的标的企业为了隐藏其实质,不向收购方传递坏消息,也会硬着头皮加大业绩承诺,即使承诺的业绩水平远高于其实际能力。标的企业的这种非理性的竞争心理,加大了并购业绩承诺的同行学习行为,助长了标的企业为获取高估值进行非理性的高业绩承诺行为。

综合以上分析,本文提出假说 1。

假说 1:并购业绩承诺存在同行效应。

(二) 并购业绩承诺同行效应的影响因素分析

1. 环境不确定性对业绩承诺同行效应的影响分析

制度理论认为,并购环境的不确定性是导致模仿发生的主要动因^[21],而模仿是最终导致同行效应的个体行为。环境的不确定性使企业的生产经营活动面临着难以预计与管控的风险,主要是缺乏对风险的预测与管理能力。环境不确定性贯穿于企业决策的过程中,表现为作出决策时缺乏环境信息,难以推测决策结果,无法知晓环境对决策的影响^[22]。沈洪涛和苏亮德^[23]利用我国重污染上市公司环境信息披露的数据,研究发现了同行业间相互模仿的个体行为在企业面临合法性和不确定性时更容易产生,并且不确定性程度越强,同行业间模仿行为的趋势越强。

就并购业绩承诺而言,宏观经济环境的不确定性增加了并购方愿意支付更高溢价的可能性^[24]。并购方为购买优质资产,相较于花费大量人力和时间成本获取标的方的真实盈利信息,其更倾向于通过标的企业给出的业绩承诺判断资产的优劣。优质的标的企业未来盈利能力强,敢于向并购方承诺高业绩,而真实盈利能力欠佳的标的企业为获取高估值,乐意承诺高业绩来给自己贴上优质资产的标签。一方面,标的企业给出的并购业绩承诺水平的适当性是基于其对企业未来盈利能力的预测,随着行业环境不确定程度的增强,行业未来发展态势扑朔迷离,对企业未来盈利能力预测的准确性也会降低,企业间的竞争压力也会随之增大。因此,并购标的为了找到一个好的买家,会更有动机去模仿同

行业其他公司的行为。另一方面,公司面临着外部市场环境复杂性和多样性的同时,环境不确定性加剧了公司内外部信息的不对称性,增加了代理成本,也加大了公司管理层的决策难度,会给企业带来难以预测的经营风险。公司为规避这种风险,降低决策失误率,会倾向与同行业中其他公司采取一致的行动。

基于以上分析,本文提出假说2。

假说2:标的企业所处的环境不确定性会增强业绩承诺的同行效应。

2. 行业地位对业绩承诺同行效应的影响分析

现有研究普遍认为多数个体的模仿行为是同行效应产生的主要原因,而被模仿的对象主要集中在同行业中规模较大、声望较高且经营较成功的企业。Leary and Roberts^[13]研究发现小规模、相对不成功的企业更容易受到大规模、相对更成功的同行业企业的影响。根据Tarde^[25]的研究,模仿行为遵从三条模仿定律,分别为下降律、几何级数律和先内后外律。其中下降律是指下位者更容易模仿上位者的行为。规模大的企业通常在市场占有绝对优势地位,其掌握的市场资源、市场地位和支配能力是其他企业无法企及的,因而通常被视为上位者;而市场中的中小企业掌握的资源比较少,市场影响也比较微弱,因而更容易成为下位者,在进行重大决策时更容易产生模仿的行为。在定向增发并购交易中,当行业领先者提高业绩承诺时,会给其他企业传递一种良好市场预期信息,其他企业也会跟随“上位者”的节奏,提高其业绩承诺水平。但是,倘若处于行业领先地位的企业不断提高其承诺业绩水平,也可能对标的企业业绩承诺的同行效应产生相反的作用。Kaustia and Knüpfer^[26]研究发现,同伴的投资业绩对投资者股票市场参与度的影响具有不对称性,当同伴的股票收益下降到0以后,个体参与股市的可能性不会随之下降。沈洪涛和苏亮德^[23]的研究发现,企业的模仿行为是对其他企业平均水平的模仿,而不是对领先者的模仿。具体到标的企业的业绩承诺,“上位者”由于掌握较多的资源,其提高业绩承诺所需付出的代价相比于“下位者”提高同等程度业绩承诺所需付出的代价更小。这意味着,当行业领先者不断提高其业绩承诺水平,“下位者”必须在同伴压力和对赌失败风险中进行衡量,其模仿领先者的行为会受到自身能力的限制,且随着领先者业绩承诺水平的提高,这种模仿行为会减弱。

同理,当行业落后者提高其承诺业绩水平,其他公司源于同伴的压力,担心“后来者居上”,因而不得不提高其承诺业绩。但也有研究指出,处于较低竞争地位的企业由于不具备良好的外部信息获取能力,对外部信息的依赖程度降低,导致其跟随和模仿的搭便车行为减少^[27]。因此,当行业落后者不断提高其业绩承诺水平时,可能短时间内会给其他公司产生一定的压力,但由于其掌握的市场资源极少,对行业内其他公司产生的竞争压力有限,一旦其承诺的业绩达到所能承受的最大限度,继续抬高承诺业绩不会对同行公司产生根本性的影响,其对同行企业产生的同伴压力减少,同行公司继续抬高承诺业绩的可能性不会随之增加,进而减弱了标的企业业绩承诺的同行效应。

基于以上分析,本文提出假说3。

假说3a:并购业绩承诺的同行效应会受到行业领先者的影响。

假说3b:并购业绩承诺的同行效应会受到行业落后者的影响。

三、研究设计

(一) 研究样本和数据来源

选取2013—2018年中小板和创业板上市公司发生的定向增发并购事件为样本,研究对象为被并购标的企业。选择定向增发并购事件为研究样本,源于定向增发并购事件对于信息披露的要求更为严格,公告中披露的标的企业财务报表更为详尽,数据具有可获得性。选择中小板和创业板的并购事件为研究样本,源于主板并购较多地涉及借壳上市及资产置换等,标的企业经营状况会受到众多因素的干扰,难以剥离其对并购业绩承诺水平的影响,同时从签订对赌协议的数量及承诺业绩激进度方面看,中小板和创业板上市公司是在并购事件中引入业绩承诺协议及进行高业绩承诺的深水区,能够更加清晰地研究标的企业业绩承诺的同行效应。

数据来源以Wind数据库中中小板与创业板上市公司的定向增发并购事件数据和对赌协议数据

为基础,利用巨潮资讯网从上市公司公告中手工摘取有关标的企业财务数据和定向增发并购交易数据。具体筛选标准如下:(1)收购方为中小板和创业板上市公司,收购标的为标的企业股权;(2)被并购方协议股权转让的比例不低于30%;(3)交易已经完成,相关资产权属已完成过户;(4)剔除并购方或被并购方属于金融行业的样本;(5)剔除数据缺失的样本;(6)剔除并购事件首次公告日期不详或无法确定的样本,因为已有文献研究业绩补偿承诺对并购绩效的影响及产生的激励效应均以并购事件首次公告日作为时间节点进行研究^[28-30],本文也以并购事件首次公告日为节点定义同行变量;(7)为了更好地反映同行群体之间的学习行为及数据的代表性,剔除年度行业数据少于10个观测值的样本。经过手工筛选和整理,最终得到487个观测值。为使研究结果不受某些极端值的影响,对连续变量进行了1%分位的缩尾处理。

(二) 变量选择与模型设计

1. 关键变量的衡量方法

(1) 业绩承诺激进程度

借鉴王竞达和范庆泉^[2]的方法,采用标的企业承诺期间的年均承诺业绩与标的企业并购前两年的年均实际业绩的比值来衡量业绩承诺激进程度。

(2) 环境不确定性

借鉴申慧慧等^[31]的方法,以企业非正常销售收入的波动衡量环境不确定性。首先,利用每个企业在观测当期过去两年的数据,对销售收入和年份进行最小二乘回归得到残差项,以此代表该企业的当年非正常收入。再用过去两年非正常收入的标准差除以过去两年销售收入的平均值,得到该企业未经行业调整的环境不确定性。最后再除以行业的环境不确定性中位数,得到经行业调整的环境不确定性。

(3) 行业领先者和行业落后者

参照傅超等^[12]的方法,将资产规模排名前1%的标的企业业绩承诺激进程度的平均值定义为行业领先者,将资产规模排名后1%的标的企业业绩承诺激进程度的平均值定义为行业落后者。

2. 模型设计

借鉴 Leary and Roberts^[13]的研究,采用回归模型(1)检验假说1。

$$ALPC_{ijt} = \beta_1 + \beta_2 \times ALPC_{-ijt} + \beta_3 \times Control_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

为了检验假说2,在模型(1)中加入行业环境不确定性(EU)和环境不确定性与同行业其他标的企业业绩承诺激进程度的交乘项($EU \times ALPC_{-ijt}$),具体见模型(2):

$$ALPC_{ijt} = \beta_1 + \beta_2 \times ALPC_{-ijt} + \beta_3 \times EU \times ALPC_{-ijt} + \beta_4 \times EU + \beta_5 \times Control_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

为了检验假说3a,在模型(1)中加入行业领先者($ALPC_TOP1$)和行业领先者与同行业其他标的企业业绩承诺激进程度的交乘项($ALPC_TOP1 \times ALPC_{-ijt}$),具体见模型(3):

$$ALPC_{ijt} = \beta_1 + \beta_2 \times ALPC_{-ijt} + \beta_3 \times ALPC_TOP1 \times ALPC_{-ijt} + \beta_4 \times ALPC_TOP1 + \beta_5 \times Control_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

为了检验假说3b,在模型(1)中加入行业落后者($ALPC_BM1$)和行业落后者与同行业其他标的企业业绩承诺激进程度的交乘项($ALPC_BM1 \times ALPC_{-ijt}$),具体见模型(4):

$$ALPC_{ijt} = \beta_1 + \beta_2 \times ALPC_{-ijt} + \beta_3 \times ALPC_BM1 \times ALPC_{-ijt} + \beta_4 \times ALPC_BM1 + \beta_5 \times Control_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

其中,模型中的下标*i*、*j*、*t*分别表示公司、行业、年份。被解释变量 $ALPC_{ijt}$ 度量标的企业*i*的业绩承诺激进程度,解释变量 $ALPC_{-ijt}$ 为除标的企业*i*以外的同行业其他公司的平均业绩承诺激进程度, $Control_{ijt}$ 表示同行平均和标的企业*i*自身的财务特征变量, ε_{ijt} 代表公司-年份的特定残差。另外参照杜兴强和谭雪^[32]的研究,设置了以下控制变量:标的企业资产规模、标的企业财务杠杆、标的企业盈利能力、标的企业成长性、行业平均资产规模、行业平均财务杠杆、行业平均盈利能力、行业平均成长性。具体的变量定义参见表1。

表1 主要变量定义表

变量名称	变量符号	变量描述
业绩承诺激进程度	$ALPC_{ijt}$	承诺期间的年均承诺业绩/并购前两年的年均实际业绩
行业平均水平	$ALPC_{-ijt}$	除标的企业 <i>i</i> 外行业中其他公司第 <i>t</i> 年的业绩承诺激进程度的平均值
环境不确定性	EU	以公司非正常销售收入的波动来衡量环境不确定性
行业领先者	$ALPC_TOP1$	按照资产规模排名前1%的企业的业绩承诺激进程度均值
行业落后者	$ALPC_BM1$	按照资产规模排名后1%的企业的业绩承诺激进程度均值
标的企业资产规模	$Size$	标的企业并购总资产的自然对数
标的企业财务杠杆	Lev	标的企业负债总额/资产总额
标的企业盈利能力	Roa	净利润/年末净资产
标的企业成长性	$Growth$	(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
行业平均资产规模	$Size_ind$	标的企业 <i>i</i> 所处行业的平均资产规模
行业平均财务杠杆	Lev_ind	标的企业 <i>i</i> 所处行业的平均财务杠杆
行业平均盈利能力	Roa_ind	标的企业 <i>i</i> 所处行业的平均盈利能力
行业平均成长性	$Growth_ind$	标的企业 <i>i</i> 所处行业的平均成长性
行业	ind	行业虚拟变量
年份	$year$	年度虚拟变量

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果,从中可以看出,标的企业业绩承诺激进程度($ALPC_{-ijt}$)的均值为4.761,最小值为0.577,最大值达到76.511,表明标的企业业绩承诺激进程度普遍较高,并且内部差异较大。同行业其他公司业绩承诺激进程度($ALPC_{-ijt}$)的均值和中位数分别为4.761和4.064,最小值和最大值分别为1.188和21.289,数据离散程度较大。从环境不确定性

(EU)来看,其均值和标准差分别为1.363和1.318,最小值和最大值分别为0.002和9.044,说明大部分标的企业所处环境不确定性程度高,各个行业之间的差异也较大。从行业领先者和行业落后者指标看,其均值都与同行业平均业绩承诺激进程度相近,说明行业领先者及行业落后者均可能对同行效应产生影响。其他变量的分布情况详见表2。

(二) 回归结果与分析

表3中的列(1)报告了并购业绩补偿承诺同行效应的回归结果。结果显示, $ALPC_{-ijt}$ 的回归系数为0.130,在5%的水平上显著,说明并购业绩补偿承诺存在显著的同行效应,且当同行业其他公司提高业绩补偿承诺时,标的企业*i*也会提高其业绩补偿承诺水平,由此验证了研究假说1。而标的企业的资产规模和盈利能力均显著为负,说明标的企业在并购前的资产规模越大、盈利能力越强,其业绩补偿承诺越保守,会减弱对同行业其他公司的学习行为。成长性($Growth$)的回归系数为1.684,在1%的水平上显著,说明标的企业的成长性越强,其业绩补偿承诺越激进,更倾向于模仿同行业其他公司的行为。

表3中列(2)考察了环境不确定性对标的企业并购业绩补偿承诺同行效应的影响。结果显示交互项($ALPC_{-ijt} \times EU$)的回归系数为0.141,在1%的水平上显著,说明标的企业所处行业环境不确定性程度会对并购业绩承诺的同行效应产生影响,具体表现为标的企业所处环境不确定性程度越强,并购业绩补偿承诺的同行学习行为也更强烈。对此的解释是,环境不确定性增加了企业未来经营业绩的不确定性,进一步加深了企业内外部的信息不对称程度,增加了其代理成本和信息调查等成本,而学

习同行公司的行为可以帮助公司快速且节约成本地作出决策。因而标的企业所处环境的不确定性越强,其学习同行行为的趋势也会增强。由此验证了研究假说2。

表3中的列(3)至列(4)报告了行业地位对并购业绩补偿承诺同行效应的影响。从列(3)数据可以看出,交乘项 $ALPC_{-ijt} \times ALPC_TOP1$ 的回归系数为0.028,显著性水平为5%,说明业绩补偿承诺的同行效应会受到行业领先者的影响,具体表现为增强同行效应,即标的企业会模仿行业领先者的业绩承诺水平,支持研究假说3a。列(4)呈现了行业落后者对并购业绩补偿承诺同行效应的影响,结果显示交乘项 $ALPC_{-ijt} \times BM1$ 的回归系数为负,但不显著,说明标的企业业绩补偿承诺激进程度不受行业落后者的影响,不支持研究假说3b。只单纯看行业领先者和落后者的回归系数,其系数均为正数,说明在其他条件一定的情况下,行业领先者和行业落后者对业绩承诺的同行效应具有促进作用,但在考虑了同行业其他公司平均业绩承诺之后,大多数企业会选择以行业领先者为标杆进行模仿学习。

(三) 稳健性检验

为验证上述实证结果的稳健性,采用以下方法进行检验。

1. 重新度量解释变量

考虑到主要解释变量 $ALPC_{-ijt}$ 是由除标的企业*i*外*j*行业在第*t*年的同行业其他公司的平均业绩补偿承诺激进程度来表示,然而同行之间的学习模仿只能从已经发生过的事实行为中获取信息,即只能参考之前同行业其他公司作出的业绩补偿承诺程度。因此本文利用标的企业*i*所在行业并购当年及之前年度的业绩补偿承诺激进程度的平均值($ALPC_{-ijt-m}$)重新进行检验,结果如表4所示。模型(1)中 $ALPC_{-ijt-m}$ 在5%的水平上显著为正,验证了标的企业并购业绩承诺存在同行效应;交乘项 $ALPC_{-ijt-m} \times EU$ 的系数在5%水平上显著为正,说明行业环境不确定性增强了标的企业业绩承诺的同行学习行为,与前文结论保持一致。模型(3)和模型(4)中的交乘项($ALPC_{-ijt-m} \times ALPC_TOP1$ 和 $ALPC_{-ijt-m} \times ALPC_BM1$)回归结果显示,并购业绩承诺的模仿对象是行业领先者,与前文结论一致。

2. 重新度量环境不确定性

借鉴李小荣等^[15]的方法,使用产品竞争指数(*HHI*)来重新衡量环境不确定性程度,即用市场上所有企业的市场份额的平方和来表示。表5中的列(2)显示了重新度量环境不确定性后的回归结果,结

表3 并购业绩补偿承诺同行效应的多元回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
$ALPC_{-ijt}$	0.130** (2.19)	-0.117* (-1.86)	-1.536*** (-5.69)	-0.484** (-2.44)
$ALPC_{-ijt} \times EU$		0.141*** (3.06)		
<i>EU</i>		-0.567*** (-2.70)		
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_TOP1$			0.028** (2.53)	
$ALPC_TOP1$			0.953*** (5.60)	
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_BM1$				-0.014 (-1.45)
$ALPC_BM1$				0.883*** (6.89)
<i>Size</i>	-1.294*** (-7.74)	-1.334*** (-7.77)	-1.112*** (-7.22)	-1.259*** (-7.51)
<i>Lev</i>	0.340 (0.44)	0.843 (1.08)	0.480 (0.71)	0.924 (1.25)
<i>Roa</i>	-14.690*** (-8.67)	-15.461*** (-8.87)	-12.480*** (-8.24)	-13.587*** (-8.28)
<i>Growth</i>	1.684*** (8.87)	1.538*** (3.86)	1.231*** (7.19)	1.430*** (8.11)
<i>Size_ind</i>	-0.827 (-1.32)	-1.703** (-2.21)	-3.111*** (-3.22)	-2.365** (-2.42)
<i>Lev_ind</i>	0.402 (0.19)	3.409 (1.08)	-2.075 (-0.87)	6.380** (2.19)
<i>Roa_ind</i>	4.751 (1.01)	-4.697 (-0.76)	-19.969*** (-2.70)	-2.973 (-0.42)
<i>Growth_ind</i>	-0.568 (-1.25)	-0.390 (-0.78)	-0.004 (-0.01)	-0.206 (-0.42)
年份/行业	控制	控制	控制	控制
样本量	487	487	487	487
调整 R ²	0.367	0.406	0.520	0.456

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

果显示 $ALPC_{-ijt} \times HHI$ 在 10% 的水平上显著为正,说明环境不确定性程度越高,并购业绩承诺的同行效应越显著,支持前述结论。

3. 重新度量行业领先者和行业落后者

参照傅超等^[12]的方法,将资产规模排名前 10% 的标的企业业绩承诺激进程度的平均值定义为行业领先者,将资产规模排名后 10% 的标的企业业绩承诺激进程度的平均值定义为行业落后者。表 5 中的列(3)至列(4)报告了重新度量行业领先者和行业落后者的回归结果,结果显示交乘项 $ALPC_{-ijt} \times ALPC_TOP10$ 在 5% 的水平下显著为正,说明行业领先者会影响并购业绩承诺的同行效应,即并购业绩承诺同行效应的模仿对象为行业领先者,与前文结论一致。

4. 内生性检验

为解决同行效应可能产生的内生性问题,本文主要采用工具变量法。在工具变量的选择上,为了避免同行业其他公司个别极端值对行业平均水平的影响,采用同行业公司平均业绩承诺激进程度的中位数 ($ALPC_{-ijt_MEDIAN}$) 为同行业其他公司业绩承诺激进程度平均值的工具变量,运用两阶段最小二乘法进行回归分析。选用这一工具变量的理由在于,标的企业做出高业绩承诺通常与其行业特性及自身经营状况相关,且该变量并不会直接导致标的企业的高业绩行为,因此满足相关性和外生性的要求。具体检验结果如表 6 所示,从模型(1)第一段回归结果可以看到, $ALPC_{-ijt_MEDIAN}$ 在 1% 的水平下显著为正,说明该工具变量的选取是恰当的,第二阶段回归结果验证了并购业绩承诺同行效应的存在性。模型(2)至模型(4)的结果表明,环境不确定性会强化标的企业业绩承诺的同行学习行为,且主要模仿对象是行业领先者。

五、进一步研究——监管政策变化的影响

2008 年 5 月实施的《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》),要求在标的资产以基于未来收益预期的估值方法评估并作价的情况下,交易对方应与上市公司签订业绩补偿协议,即

表 4 并购业绩补偿承诺同行效应的稳健性检验——替换解释变量

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
$ALPC_{-ijt-m}$	0.149** (2.27)	-0.057 (-0.56)	-0.977*** (-3.49)	-1.020** (-2.18)
$ALPC_{-ijt-m} \times EU$		0.134** (2.04)		
EU		-0.513** (-2.22)		
$ALPC_{-ijt-m} \times ALPC_TOP1$			0.037*** (3.56)	
$ALPC_TOP1$			0.289* (1.71)	
$ALPC_{-ijt-m} \times ALPC_BMI$				-0.025 (-0.36)
$ALPC_BMI$				0.864** (2.20)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制
样本量	487	487	487	487
调整 R ²	0.384	0.401	0.435	0.435

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

表 5 并购业绩补偿承诺同行效应的稳健性检验——替换调节变量

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
$ALPC_{-ijt}$	0.130** (2.19)	-0.178 (-1.43)	-1.607*** (-5.67)	-0.476** (-2.38)
$ALPC_{-ijt} \times HHI$		0.928* (1.69)		
HHI		-5.544 (-1.60)		
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_TOP10$			0.028** (2.55)	
$ALPC_TOP10$			1.010*** (5.42)	
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_BM10$				-0.016 (-1.55)
$ALPC_BM10$				0.903*** (6.88)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制
样本量	487	487	487	487
调整 R ²	0.367	0.396	0.528	0.458

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

实施的是强制性业绩补偿承诺制度。这种强制性业绩补偿协议安排早期在维护交易公平及保护中小投资者等方面发挥了重要作用,但影响了市场交易价格的形成机制以及相关利益者的行为,2016年证监会修订的《重组办法》取消了上市公司重大资产重组强制盈利预测的规定,不再强制要求所有的重大资产重组交易都进行业绩承诺,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,仍要求强

表6 最小二乘回归结果

变量	模型(1)		模型(2)	模型(3)	模型(4)
	第一阶段	第二阶段			
$ALPC_{-ijt} - MEDIAN$	0.975*** (13.92)				
$ALPC_{-ijt}$		0.296*** (3.12)	0.065 (0.92)	-0.986*** (-5.93)	0.807** (2.35)
$ALPC_{-ijt} \times EU$			0.153*** (5.77)		
EU			-0.570*** (-3.14)		
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_TOP1$				0.056*** (264)	
$ALPC_TOP1$				0.267*** (4.31)	
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_BM1$					-0.031 (-1.28)
$ALPC_BM1$					0.094 (0.26)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	487	487	487	487	487
调整 R ²	0.323	0.363	0.434	0.239	0.246

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

制性进行业绩承诺。已有学者研究发现,在个体受到社会或者群体规范带来的压力时会更倾向于选择一种安全保险的方式,那就是跟随大部分人的选择,且这种行为在明显外在规范压力的情况下,表现更为强烈^[33]。从这个角度看,面对监管部门越加重视业绩补偿承诺协议在并购重组中运用的压力,标的企业更有可能产生从众行为,即监管政策的趋严会增强并购业绩承诺的同行学习行为。但另一方面,随着监管越来越严格,标的方可能越“不敢越雷池一步”,谁也不愿成为“倒霉的赢家”,因而被并购方不会向并购方承诺过高的业绩从而选择较稳健的业绩承诺水平,即监管政策的趋严也可能会减弱并购业绩承诺的同行学习行为。为了检验监管政策变化对并购业绩承诺同行效应的影响,以2016年《重组办法》的修订为分界点,使用分组检验对并购业绩承诺的同行效应重新进行检验,回归结果见表7。

表7 并购业绩补偿承诺的同行效应——监管政策变化的影响

变量	监管政策变化前				监管政策变化后			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
$ALPC_{-ijt}$	0.140** (2.22)	-0.051 (-0.73)	-1.708*** (-5.49)	-0.091 (-0.41)	-1.019*** (-3.92)	-0.957*** (-3.53)	-1.023*** (-3.02)	-0.259 (-0.78)
$ALPC_{-ijt} \times EU$		0.180*** (3.77)				-0.055 (-0.59)		
EU		-0.428* (-1.81)				0.268 (0.35)		
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_TOP1$			0.020* (1.95)				-0.023 (-1.01)	
$ALPC_TOP1$			1.294*** (4.97)				0.611*** (3.72)	
$ALPC_{-ijt} \times ALPC_BM1$				-0.034*** (-3.34)				-0.327*** (-3.14)
$ALPC_BM1$				0.958*** (7.92)				2.561*** (3.54)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	304	304	304	304	183	183	183	183
调整 R ²	0.388	0.417	0.565	0.461	0.467	0.467	0.496	0.528

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

表7结果显示,模型(1)中解释变量 $ALPC_{-ijt}$ 在监管政策变化前后的回归系数分别为 0.140 和 -1.019,在 5% 和 1% 的水平下显著,说明标的企业业绩承诺确实存在同行之间竞相模仿的行为,且这种模仿行为在证监会对重组办法进行修订之后得到了一定程度的缓解,即标的方减弱了同行之间的学习行为。对此的解释是,一方面,修订后的《重组办法》并未要求全部重大资产重组均需要订立业绩补偿承诺协议,部分标的企业由于没有提供业绩补偿承诺,也就无法通过承诺过高的业绩来换取并购方高溢价购买高估值资产,这在一定程度上减弱了上市公司过分依赖资产估值,倾向于高收购价格收购高估值资产现象的发生,降低了盲目并购的风险。另一方面,面对资本市场的“双高”现象,监管部门越发重视业绩承诺在并购重组交易中的运用,限制了交易双方利用业绩承诺进行资本运作的机会主义行为和短视行为,表明逐步趋严的监管政策在一定程度上对高业绩承诺具有抑制作用。

模型(2)表示加入了环境不确定性后的回归结果,从中可以看出,交乘项 $ALPC_{-ijt} \times EU$ 的系数在监管政策变化前后分别在 1% 的水平下显著为正和不显著,说明环境不确定性程度会增强并购业绩补偿承诺的同行效应,但在监管政策变化后其促进作用不明显。

模型(3)和模型(4)表示加入了行业领先者和行业落后者的回归结果,从中可以看出,交乘项 $ALPC_{-ijt} \times ALPC_TOP1$ 在监管政策变化后结果不显著,且 $ALPC_{-ijt} \times ALPC_BM1$ 的回归系数在政策变化前后都为负值,但全样本结果不显著,说明在监管政策变化前后标的企业并购业绩承诺同行效应的模仿对象主要是行业领先者。

此外,本文进一步采用双重差分法考察监管政策变化对并购业绩承诺同行效应的影响。以 2016 年证监会修订《重组办法》为分界点,以目标方是否签订自愿性业绩承诺设立实验组和对照组,设置 $treat$ 和 $period$ 两个虚拟变量,若样本企业在监管政策改变前签订自愿性业绩承诺,则 $treat = 1$;若样本企业在监管政策改变前签订强制性业绩承诺,则 $treat = 0$;以 2016 年为分界线,2016 年前后分别记 $period$ 的值为 0 和 1。表 8 呈现了双重差分检验的结果,交乘项 $period \times treat$ 的回归系数为 -1.192,在 5% 的水平上为负,说明监管政策的改变对标的企业业绩承诺同行效应具有抑制作用,即监管政策的改变在一定程度上减少了高业绩承诺的机会主义行为。

六、研究结论与启示

文章从同行效应角度分析了并购中标的企业的高业绩承诺行为,并利用 2013 至 2018 年中小板和创业板上市公司发生的定向增发并购事件为样本,实证检验并购标的企业做出的业绩承诺是否存在模仿同行业其他被并购公司的行为。研究发现:(1)标的企业并购业绩承诺存在同行效应;(2)该同行效应会受到外部环境因素的影响,标的企业所处环境不确定性越强,业绩承诺的同行效应将会增强;(3)业绩承诺同行效应的模仿对象是行业领先者。进一步探索研究发现,逐步趋严的监管政策对标的企业高业绩承诺的同行学习行为有抑制作用,减弱了环境不确定性和行业领先者对并购业绩承诺同行效应的影响。

上述结论具有很强的现实启示:(1)对于收购方上市公司而言,需要重视标的企业业绩承诺的同行效应,进行高承诺高溢价的收购,或许能获得短期利益,但无异于“寅吃卯粮”,一旦标的企业发生业绩“变脸”,收购方可能面临巨额商誉减值及股价崩盘风险。因此,收购方需要放眼企业长远利益进行高质量并购,而不是一味迎合市场盲目追随,需理性对待业绩补偿承诺协议,提高对标的企业盈利水平的鉴别能力,避免过度乐观接受不切实际的业绩承诺。(2)对于标的企业而言,在并购交易中,承诺高业绩无疑是提高标的资产估值最有效快捷的方式,但高承诺意味着高补偿,目标方应当充分了解企业所处的行业状况和市场环境,在对行业市场环境和自身实际经营状况作出合理判断的基础上,确定合理的业绩承诺,切忌盲目跟风,一味追求高估值而承诺过高的业绩,将业绩承诺作为抬高并购交易

表 8 监管政策改变对并购业绩补偿承诺的影响

变量	ALPC	t 值
<i>period</i>	0.338	(0.38)
<i>treat</i>	0.461	1.01
<i>period</i> × <i>treat</i>	-1.192**	-2.09
控制变量	控制	控制
年份/行业	控制	控制
样本量	487	487
调整 R ²	0.398	0.398

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

价格的工具。(3)对于证券监管部门,要进一步完善业绩补偿承诺的相关制度,减少企业承诺业绩与估值溢价的不对称性,加强对高估值高业绩承诺并购重组和承诺履行的监管,进一步提高并购后对赌期间标的企业财务状况披露的透明度,规范上市公司的并购行为,不给利用业绩承诺进行资本运作的机会主义者可乘之机,同时提高标的企业承诺业绩未达标后的违约成本,遏制“高承诺低兑现”的发生,维护资本市场的稳定发展。

参考文献:

- [1] 赵立新,姚又文.对重组盈利预测补偿制度的运行分析及完善建议[J].证券市场导报,2014(4):4-8+15.
- [2] 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+97.
- [3] BECHER D A, MULHERIN J H, WALKLING R A. Sources of gains in corporate mergers: refined tests from a neglected industry[J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2012, 47(1): 57-89.
- [4] SACERDOTE B, GLAESER E L. Education and religion[R]. National Bureau of Economic Research, 2001.
- [5] GAVIRIA A, RAPHAEL S. School-based peer effects and juvenile behavior[J]. Review of economics and statistics, 2001, 83(2): 257-268.
- [6] MORETTI E. Social learning and peer effects in consumption: evidence from movie sales [J]. Review of economic studies, 2011, 78(1): 356-393.
- [7] GRINBLATT M, KELOHARJU M, HEIMO. Social influence and consumption: evidence from the automobile purchases of neighbors[J]. The review of economics and statistics, 2008, 90(4): 735-753.
- [8] ADHIKARI B K. Do peer firms affect corporate dividend policies[J]. Journal of financial economics, 2013, 96(2): 257-270.
- [9] GRENNAN J. Dividend payments as a response to peer influence[J]. Journal of financial economics, 2018, 131(3): 549-570.
- [10] LANG L H P, STULZ R M. Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: an empirical analysis[J]. Journal of financial economics, 1992, 32(1): 45-60.
- [11] HERTZEL M G, LI Z, OFFICER M S, et al. Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain[J]. Journal of financial economics, 2008, 87(2): 374-387.
- [12] 傅超,杨曾,傅代国.“同伴效应”影响了企业的并购商誉吗?——基于我国创业板高溢价并购的经验证据[J].中国软科学,2015(11):96-108.
- [13] LEARY M T, ROBERTS M R. Do peer firms affect corporate financial policy[J]. Journal of finance, 2014, 69(1): 139-178.
- [14] 陆蓉,王策,邓鸣茂.我国上市公司资本结构“同群效应”研究[J].经济管理,2017(1):181-194.
- [15] 李小荣,王田力,马海涛.并购重组中资产评估机构选择存在同行效应吗?[J].中国软科学,2019(4):109-124.
- [16] 李小荣,王田力,田粟源.资产评估机构行为的同行效应研究[J].当代经济科学,2018(1):62-73+126.
- [17] 李旒,文晓云,郑国坚,等.并购交易中的信息传递机制研究——基于业绩承诺的视角[J].南方经济,2019(6):29-47.
- [18] CIALDINI R B, RENO R R, KALLGREN C A. A focus theory of normative conduct: recycling the concept of norms to reduce littering in public places[J]. Journal of personality and social psychology, 1990, 58(6): 1015-1026.
- [19] HAUNSCHILD P R. How much is that company worth? Interorganizational relationships, uncertainty, and acquisition premiums[J]. Administrative science quarterly, 1994, 39(3): 391-411.
- [20] SHAVER J M, MITCHELL W, YEUNG B. The effect of own-firm and other-firm experience on foreign direct investment survival in the United States, 1987-92[J]. Strategic management journal, 1997, 18(10): 811-824.
- [21] LIEBERMAN M B, ASABA S. Why do firms imitate each other? [J]. Academy of management review, 2006, 31(2): 366-385.

- [22] JDUCAN R B. Characteristics of organizational environments and perceived environmental uncertainty [J]. *Administrative science quarterly*, 1972, 17(3): 313 - 327.
- [23] 沈洪涛, 苏亮德. 企业信息披露中的模仿行为研究——基于制度理论的分析[J]. *南开管理评论*, 2012(3): 82 - 90 + 100.
- [24] 边志强, 唐松林, 郭剑锋. 经营环境不确定性与企业创新——基于宏观经济和地方政策双重不确定性视角[J]. *产业经济研究*, 2021(4): 85 - 98.
- [25] TARDE G. *The laws of imitation* [M]. New York: Henry Holt and Company, 1903.
- [26] KAUSTIA M, KNÜPFER S. Peer performance and stock market entry [J]. *Journal of financial economics*, 2012, 104(2): 321 - 338.
- [27] 俞静, 王运栋. 市场竞争地位视角下高管学术背景与创新投资——来自资源型上市企业的经验证据[J]. *南京财经大学学报*, 2021(6): 56 - 65.
- [28] 谢海东, 谭琦颖. A股借壳上市公司的业绩承诺、盈余管理与公司绩效[J]. *河南社会科学*, 2018(9): 34 - 39.
- [29] 荣麟, 朱启贵. 业绩补偿承诺对收购方短期股价绩效影响的实证检验[J]. *统计与决策*, 2018(13): 163 - 167.
- [30] 尹美群, 吴博. 业绩补偿承诺对信息不对称的缓解效应——来自中小板与创业板的经验研究[J]. *中央财经大学学报*, 2019(10): 53 - 67.
- [31] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. *经济研究*, 2012(7): 113 - 126.
- [32] 杜兴强, 谭雪. 董事会国际化与审计师选择: 来自中国资本市场的经验证据[J]. *审计研究*, 2016(3): 98 - 104.
- [33] LATANE B. The psychology of social impact [J]. *American psychologist*, 1981, 36(4): 343 - 356.

(责任编辑:刘淑浩;英文校对:葛秋颖)

Peer Effect of M&A Performance Commitment: Empirical Evidence from China's Listed Companies' Private Placement and Acquisition of Target Enterprises

LIU Jianyong, YUAN Zilan

(School of Economics and Management, China University of Mining and Technology, Xuzhou 221116, China)

Abstract: In recent years, mergers and acquisitions (M&A) with high valuation and high performance commitment have shown explosive growth. This paper analyzes causes of M&A with high valuation and high performance commitment from the perspective of industry imitation. Taking private placement mergers and acquisitions events of listed companies in SME Board and GEM from 2013 to 2018, the paper examines whether the performance commitment made by the target company has imitated the behavior of other acquired companies in the same industry (peer effect). The results show that the performance commitment of M&A target enterprises has the peer effect of competing imitation, and the peer effect is affected by the uncertainty of the industry environment. When the uncertainty of the industry environment of the target enterprise is stronger, the peer effect is more obvious, and the main imitation object of this peer effect is the industry leader. Further research has found that tightening of regulatory policies will weaken the peer effect of M&A performance commitment, and weaken the impact of environmental uncertainty and industry leader status on the peer effect of M&A performance commitment.

Key words: performance commitment radical degree; peer effect; environmental uncertainty; industry status