

并购审核隐性管制与并购绩效

——基于自愿性业绩承诺的研究

曾文¹ 阴慧芳¹

(1. 上海财经大学会计学院)

摘要：2014 年，在“放松管制、加强监督”的理念下，证监会修订了《上市公司重大资产重组管理办法》，放松了并购核准范围与强制业绩承诺要求。本文利用了 2014 年后并购核准和自愿性业绩承诺并存的场景，针对我国业绩承诺协议使用率较高这一特殊现象，对业绩承诺是否影响监管过会及其经济后果进行探究。研究发现，一方面，当并购活动需要审核通过时，交易双方签订业绩承诺协议的概率更高；另一方面，自愿性业绩承诺协议将显著提高并购活动通过审核的概率，并缩短审核所需时间。这些结果表明并购审核中可能存在隐性管制。然而，从并购绩效来看，当并购活动需要监管审核通过时，业绩承诺协议签订与并购绩效显著负相关，这一结果在考虑市场博弈的影响后仍然成立，说明对业绩承诺协议的监管偏好存在潜在的负面影响。进一步分析发现，监管核准反馈意见、事中事后持续问询、市场中介监督可以缓解上述负面效应。本文首次识别了监管审核中隐性管制对并购业绩承诺协议的影响，对于在“注册制”下进一步优化监管职能、深化市场改革有重要借鉴意义。

关键词：自愿性业绩承诺；监管变革；隐性管制

中图分类号：F272.3 **文献标识码：**A

一、引言

“放松管制、加强监督”是党的十八大以来我国深化行政体制改革、推动政府职能转变的一项重大举措。我国资本市场监管体制正逐步迈入“放管结合”的新阶段，在监管职能转型过渡期如何处理好政府与市场关系、用政府改革激发市场活力，对优化政府职能、提高资本市场效率具有重要的现实意义。在并购活动的监管中，业绩承诺协议¹是受到监管方重点关注的合约条款之一。2008年推出的《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）中，对绝大部分并购重组进行了强制业绩承诺的要求。而在“放松管制、加强监督”的理念下，2014年修订版《重组办法》放松了以往的强制性业绩承诺的要求，允许在一定条件下，并购双方根据市场化博弈自愿做出业绩承诺。然而，据本文统计，2014年后，超过60%的重大资产重组事件中依然包含了业绩承诺协议，在并购活动需要监管审核通过时占比更高。与之不同的是，在成熟并购市场中，业绩承诺协议的本质是一种并购交易定价事后调整的契约安排，预期可以起到缓解信息不对称、减少估值风险、增加协同效应、激励并购绩效等作用（Datar等，2001；Cain等，2011；Barbopoulos和Sudarsanam，2012；Cadman等，2014），但同时包含合约拟定、诱发管理层盈余管理等成本（Choi，2017），是否在并购合约中包含业绩承诺协议完全是并购双方市场化博弈的产物。国外并购市场数据表明，在并购双方权衡收益与成本后，业绩承诺合约的使用率在4%-18%间不等（Kohers和Ang，2000；Cain等，2011；Bates等，2018），远远低于我国并购市场中的比例。由此可见，在我国并购重组市场中，业绩承诺条款的形成和推广与监管的推动密切相关，由于监管方的加入，并购合约中的业绩承诺协议由并购买方与卖方的双方博弈，变成了并购买方、卖方以及监管方三方博弈的结果，出现了业绩承诺协议使用率较高的情况，却鲜有文献对并购业绩承诺中监管方的角色进行讨论。

早期的政府管制理论认为，为了弥补市场失灵，政府管制可以提高资源配置效率、实现社会福利最大化（Keynes，1936；MacAvoy，1970）。中国的资本市场管制以保护投资者利益和提高资本配置效率为主要目标，可以进一步分为显性管制与隐性管制两类，显性管制体现为法律或行政法规等明文规定的规则，而隐性管制体现为并未由明文规定的政企关系与往常惯例等。与此同时，管制行为一般都具有管制惯性，当政府管制行为发生变化时，无论是放松或是加强管制，都难免会让企业受到隐性管制的影响（沈永建等，2020）。此外，隐性管制下可能产生并不基于明文规定的、基于各方理性默认存在的隐性契约，即预期一致、心照不宣的“无形的握手”（invisible handshake）（陈冬华等，2008）。本文利用我国并购市场中自愿性业绩承诺与核准制监管共存的独特场景，针对业绩承诺协议使用率较高这一特殊现象，对并购监管审核中是否存在隐性管制及其经济后果进行探究。

本文利用2014年《重组办法》修订后的并购市场作为研究场景，具有以下独特之处：第一，本文关注自愿性业绩承诺，2014年前，在强制业绩承诺的背景下，业绩承诺条款是并购合约中的必选项，所有业绩承诺都是显性管制的结果。只有在自愿性业绩承诺的前提下，才能研究相关方的博弈以及潜在的隐性管制对业绩承诺产生的影响。第二，尽管2014年修订的《重组办法》放松了监管审核，在本文的样本区间，仍有相当数量的上市公司重大资产

重组需要经过监管部门审批。以上两点为研究三方博弈下的自愿性业绩承诺提供了机会。如果并购审核中存在隐性管制,那么对于监管方而言,由于业绩承诺协议的存在可以在一定程度上缓解交易双方信息不对称、保障并购后上市公司股东利益,并购重组委员会在核准并购活动方案时,将会对并购合约中是否包含业绩承诺这一条款进行考虑,最终体现在并购核准通过率与通过时间上。而对于并购双方而言,在考虑是否签订业绩承诺协议时,除了并购风险等市场因素,监管方偏好也可能对其决策产生重要影响。上述两条路径共同构成了监管方与并购交易双方之间围绕自愿性业绩承诺的隐性契约。

本文的主要研究发现如下:首先,我国并购活动审核过程中可能存在隐性管制。一方面,当并购活动需要审核通过时,交易双方签订业绩承诺协议的概率更高;另一方面,自愿性业绩承诺协议将显著提高并购活动通过审核的概率,并缩短审核所需时间。上述两条相互关联的路径体现了监管方与交易双方间可能存在以自愿性业绩承诺为表现形式的隐性契约。然而,从并购绩效来看,当并购活动需要监管审核通过时,自愿性业绩承诺与并购绩效显著负相关,这一结果在考虑市场博弈的影响后仍然存在,说明更可能受到隐性管制影响的自愿性业绩承诺实质上并未充分发挥缓解信息不对称、促进并购绩效的作用。进一步分析发现,监管方在核准时提出审核意见、进行事中与事后的持续问询与独立财务顾问等市场中介的监督可以缓解上述负面影响。

相较于已有文献,本文主要有以下贡献:(1)本文丰富了管制行为对市场行为影响的相关文献。已有文献针对市场与监管的平衡展开了丰富的讨论,发现监管一方面可以减少由自然垄断与不完全信息等市场失灵以及法律制度不完备带来的负面影响,增进社会福利(Spierings, 1990);另一方面,监管活动带来了一定的“合规”成本,并且可能阻碍市场竞争、引起寻租腐败(Stigler, 1971; Tollison 和 Wagner, 1991)。针对并购活动的监管,已有文献主要从显性管制的角度进行研究,如 Clougherty and Zhang (2021)发现美国并购监管中的反垄断制度会阻碍国外参与方进行并购活动,进而影响市场进行有效资源配置;李善民等(2022)利用 2014 年《上市公司重大资产重组管理办法》修订,发现监管放松核准范围后,总体并购绩效有所下降。本文以自愿性业绩承诺为切入点,研究中国并购监管审核中是否存在隐性管制及其经济后果,进一步丰富了国内并购监管制度有关研究。(2)本文丰富了有关业绩承诺形成机制与经济后果的相关文献。已有文献发现缓解信息不对称、降低估值风险、减少交易成本等市场化因素是业绩承诺协议形成的重要原因(Koehers 和 Ang, 2000; Datar 等, 2001; Cain 等, 2011; Cadman 等, 2014)。本文从中国特殊的制度背景与监管环境出发,发现监管审核中的隐性管制也是影响业绩承诺协议签订的重要动因。此外,已有研究发现,业绩承诺协议一方面可以发挥缓解信息不对称、减少估值风险、激励并购绩效等正面作用(吕长江和韩慧博, 2014; 潘爱玲等, 2017; 翟进步等, 2019),另一方面也可能诱发盈余管理、股价崩盘风险等负面后果(Hou 等, 2015; 高翀和孔德松, 2020; 李晶晶等, 2020; 柳建华等, 2021)。本文发现当并购活动需要监管方审核通过时,自愿性业绩承诺与并购绩效负相关,表明监管审核中的隐性管制是自愿性业绩承诺失效的可能原因之一,这为学术界对业绩承诺“双刃剑”作用的讨论提供了新的角度与证据。(3)本文研究结论对全面注册制下监管职能转变具有重要启示。第一,本文研究发现,监管方取消对业绩承诺的强制

性要求后,管制要求具有一定的惯性,监管力量仍然可以通过隐性管制的方式影响市场行为。因此,在资本市场制度变革的过程中,不仅需要考虑监管行为变化引起的显性的、直接的影响,也应当充分考虑其隐性的、间接的作用。第二,根据本文的研究发现,在并购市场中,监管方从事前管制转向事中、事后监督,以及充分发挥市场各方的监督作用可以起到提高并购合约有效性的作用,验证了我国在“转型经济期”平衡监管与市场力量、实现“放管结合”的必要性与重要性。

本文的后续安排如下,第二部分介绍相关制度背景,进行理论分析并提出研究假说,第三部分为研究设计,第四部分对我国并购监管中是否存在围绕自愿性业绩承诺的隐性管制进行研究,在此基础上,第五部分对隐性管制影响下的自愿性业绩承诺与并购绩效的关系进行研究,并进一步分析了监管职能优化与市场监管的作用,最后,第六部分总结了本文的主要结论。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一) 制度背景

2008 年《重组办法》的出台标志着监管机构对中国上市公司并购重组活动的监管迈入新的阶段,《重组办法》明确指出了重大资产重组的划分标准,并规定上市公司购买资产的交易,应当提供拟购买资产的盈利预测报告,并在并购完成后相关年度披露实际盈利与预测盈利的差异情况。资产评估机构若采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据,除单独披露实际盈利与预测利润的差异情况外,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。因重大资产重组交易普遍使用收益法进行估值,在此背景下,几乎所有的重大资产重组交易都需要进行强制性业绩承诺。另外,《重组办法》规定,所有重大资产重组均需证监会并购重组委审核通过。

2014 年 3 月,国务院颁布《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》,强调了企业兼并重组活动的重要性,但指出并购活动仍然面临审批多、融资难、负担重、服务体系不健全、体制机制不完善、跨地区跨所有制兼并重组困难等问题,需要充分发挥企业在兼并重组中的主体作用。2014 年 5 月国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》再次强调鼓励市场化并购重组,充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用,尊重企业自主决策。2014 年 10 月,为进一步推动上市公司并购重组市场化进程,证监会对《重组办法》进行修订,以“放松管制、加强监管”为理念,做出了一系列简化行政审批、强化信息披露、加强事中事后监管、保护投资者权益的配套安排。针对业绩承诺与监管审核,主要变化有以下两方面:一是放松对业绩承诺的强制性要求,上市公司向控股股东、实际控制人或关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权变更的,由交易双方根据市场化原则自主协商决定是否签订业绩承诺补偿协议,尊重市场化博弈;二是取消对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为的审批,仅发行股份购买资产与借壳上市需要提交并购重组委进行审核通过。表 1 中列示了 2014 年《重组办法》修订的前后变化。

虽然 2014 年监管放松了强制业绩承诺的规定,但实务中大部分重大资产重组交易双方

仍然自愿签订了相应的业绩承诺与补偿协议，且部分并购活动仍需要监管方审核通过，为本文研究监管审核中隐性管制的存在提供了研究场景。

表 1 《上市公司重大资产重组管理办法》（2014）修订前后变化

	2008 年-2014 年	2014 年后
1.强制性业绩承诺	采用收益法估值时强制要求业绩承诺	放宽对业绩承诺的强制性要求
2.并购重组委审核	所有重大资产重组	仅发行股份购买资产与借壳上市

(二) 隐性管制与自愿性业绩承诺

政府管制行为可以分为显性管制与隐性管制两种类型，与法律法规等明文规定下的显性管制不同，隐性管制一般指不基于明文规定的、由往常惯例形成的管制行为。并且，管制行为一般具有管制惯性这一特殊属性，在政府调整其管制行为时，无论是放松还是加强管制力度，企业都难免受到管制惯性或隐性管制的影响（沈永建等，2020）。同时，政府管制行为不仅可以通过显性或者隐性管制直接约束企业行为，也通常会产生政策制定时并未考虑的间接影响（unintended consequence），关注政府管制的间接影响对全面评估政府管制政策具有重要的意义。

以 IPO 市场为例，中国新股发行存在限制新股发行市盈率（P/E）的“窗口指导”（window guidance）这一隐性管制²。张劲帆等（2020）指出，IPO 隐性管制下的限价发行使得新股发行价与市场均衡价格间存在较大偏离，从而造成新股在二级市场上的“价格泡沫”，将不利于投资者获取长期投资收益。此外，在非“窗口指导”期间，由于无需满足证监会限价发行市盈率限制，IPO 发行价集聚行为与成熟市场更加趋近（Hu 等，2019）。在此类隐性管制下，各类市场参与方可能与监管方达成隐性契约。陈冬华等（2008）发现监管机构对 IPO 公司的遴选机制中存在隐性管制，并因此产生了隐性契约。证监会在不同地区间分配 IPO 资源时，会对各地区上市公司丑闻发生的概率与严重程度进行考量。鉴于上市公司数量是地方政府政绩的重要组成部分，这种遴选机制将迫使地方政府承担起降低丑闻发生概率、减少丑闻损失的责任。基于此，投资者可以对地方政府作为进行观测与预期，反映在股票定价中，上述过程形成了监管方-地方政府与投资者间预期一致的隐性契约完整闭环。另外，由于存在市场准入管制，在 IPO 审核中，企业有动机通过聘用拥有发审委社会资本的中介机构或引入风险投资进行寻租，提高自己的审核通过率、缩短过会时间（李敏才和刘峰，2012；曾庆生等，2016），上述行为同样可以视为市场参与方与 IPO 审核方的隐性契约。

本文预期，在并购重组市场上，也存在一定的隐性管制，表现为监管方对自愿性业绩承诺的偏好。

一方面，鉴于监管审核是影响交易效率的关键因素，对于并购交易双方而言，在考虑是否签订业绩承诺协议时，除了并购风险等市场因素，监管方偏好也可能对业绩承诺协议的签订产生影响。另一方面，从监管方角度出发，由于业绩承诺协议的存在可以在一定程度上缓解交易双方信息不对称、保障并购后上市公司股东利益（Reuer 等，2004；Cain 等，2011；Cadman 等，2014），在 2014 年放松强制性要求后，由于监管惯性的存在，并购重组委员会在核准并购活动方案时，仍会对并购合约中是否包含业绩承诺这一条款进行考虑，最终体现

在更高的并购核准通过率与更短的通过时间上。因此，如果隐性管制存在，监管方与并购交易双方针对业绩承诺协议形成非明文规定、但预期一致的“无形的握手”，我们将观测到如下的经济后果，即本文的研究假说 1-1 与假说 1-2：

假说 1-1：在其他因素相同的条件下，与不需要通过监管审核的并购活动相比，需要通过监管审核时并购合约中包含业绩承诺协议的概率更高。

假说 1-2：在其他因素相同的条件下，包含业绩承诺协议的并购活动通过监管审核的概率更高，通过监管审核的时间更短。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

证监会在 2014 年《上市公司重大资产重组管理办法》修订中放松了对业绩承诺的强制性要求，但在非强制要求进行业绩承诺的并购活动中，仍有大量并购合约中包含自愿性业绩承诺协议。本文的研究样本为 2014-2021 年收购方为上市公司的、非强制要求进行业绩承诺的重大资产重组事件样本。本文所使用的重大资产重组事件数据与并购监管审批数据来自万得数据库(Wind)，主并方上市公司基本信息、财务信息等数据来自国泰安数据库(CSMAR)。本文删除了主并方为金融行业的并购活动。为避免异常值影响，本文对主要连续变量进行了上下 1%的缩尾处理。

表 2 样本选择过程

初始样本（2014-2021 年所有收购方为上市公司的重大资产重组事件）	1695
减：需要进行强制性业绩承诺的样本	506
减：主要变量与控制变量缺失的样本	348
最终回归样本	841

(二) 回归模型与变量定义

首先，本文构建模型（1）对假说 1-1 进行检验，即与不需要通过监管审核的并购活动相比，需要通过监管审核的并购活动在并购合约中包含业绩承诺协议的概率更高：

$$\text{Logit}(\text{Commit} = 1) = \beta_0 + \beta_1 \text{Regulation} + \beta_2 \text{Controls} + \text{YearFE} + \text{IndFE} + \varepsilon \quad (1)$$

2014 年《重组办法》修订后，发行股份购买资产类重大资产重组仍需证监会并购重组委审核通过。本文首先构建变量 *Regulation*，当并购活动需要监管方审核通过时，*Regulation* 取值为 1，否则为 0。模型（1）中，解释变量为并购活动是否需要通过监管审核（*Regulation*），被解释变量为并购合约中是否包含业绩承诺协议（*Commit*），当并购合约中包含业绩承诺协议时，*Commit* 取 1，否则取 0。本文假说 1-1 预期在其他条件相同的情况下，并购活动需要监管审核通过时，签订业绩承诺协议的概率更高，即 β_1 系数显著为正。

其次，本文构建模型（2）-（3）对假说 1-2 进行检验，即自愿性业绩承诺协议是否会对监管方决策行为产生影响：

$$\text{Logit}(\text{Pass} = 1) = \beta_0 + \beta_1 \text{Commit} + \beta_2 \text{Controls} + \text{YearFE} + \text{IndFE} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{RegTime} = \beta_0 + \beta_1 \text{Commit} + \beta_2 \text{Controls} + \text{YearFE} + \text{IndFE} + \varepsilon \quad (3)$$

在并购活动需要监管方审核通过时，根据万得数据库（Wind）并购重组委员会监管审核

数据，本文构造了两个指标考察自愿性业绩承诺对监管行为的影响。其中，*Pass* 代表重大资产重组最终是否通过了监管审核，通过时取 1，否则取 0。*RegTime* 代表并购监管审核所耗费的时间，等于（并购重组委审核结束日-受理开始日）除以 30。模型（2）和模型（3）中，被解释变量分别为是否通过监管审核（*Pass*）和过会时间（*RegTime*），解释变量为并购合约中是否包含业绩承诺（*Commit*）。同时，模型对年度与行业固定效应进行控制。本文假说 1-2 认为，在其他因素相同的条件下，包含业绩承诺协议的并购活动通过监管审核的概率更高，通过监管审核的时间更短，即模型（2）中 *Commit* 的系数 β_1 显著为正，模型（3）中 *Commit* 的系数 β_1 显著为负。

有关控制变量，参照以往文献（李晶晶等，2020；李善民等，2022），本文纳入了公司层面、并购层面的控制变量。公司层面的控制变量包含公司规模（*Size*）、资产负债率（*Lev*）、第一大股东持股比例（*LargestHolder*）、净资产回报率（*ROE*）、产权性质（*SOE*）、每股盈余（*EPS*）、上市板块（*Board*）、两职合一（*Dual*）。并购层面的控制变量包含并购交易股份比例（*Share*）、并购评估增值率（*EvaRatio*）、并购交易规模（*MergerSize*）、是否关联并购（*RS*）、是否借壳上市（*BackDoor*）、支付方式（*PayShare*）以及标的方是否为非上市公司（*TargetNo*）。主要变量定义详见表 3。

表 3 变量定义

	变量名称	变量定义
解释变量	<i>Commit</i>	重大资产重组事件并购合约中包含业绩承诺协议则取 1，否则取 0
	<i>Regulation</i>	重大资产重组事件需要并购重组委员会监管审核通过则取 1，否则取 0
被解释变量	<i>Pass</i>	重大资产重组事件是否通过并购重组委员会监管审核，通过取 1，否则取 0
	<i>RegTime</i>	重大资产重组事件通过监管审核耗费的时长，等于（审核结束日-受理开始日）除以 30
控制变量	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	公司资产负债率
	<i>LargestHolder</i>	公司第一大股东持股比例
	<i>ROE</i>	公司净资产回报率
	<i>SOE</i>	公司产权性质，国有企业取 1，否则取 0
	<i>EPS</i>	公司每股盈余
	<i>Board</i>	公司上市板块，创业板取 1，否则取 0
	<i>Dual</i>	公司总经理与董事长是否两职合一，两职合一取 1，否则取 0
	<i>Share</i>	重大资产重组交易股份比例
	<i>EvaRatio</i>	重大资产重组估值增值率，等于（交易标的评估价值-交易标的账面价值）/交易标的账面价值
	<i>MergerSize</i>	重大资产重组交易规模，等于交易总价值/主并方总资产
	<i>RS</i>	重大资产重组是否为关联方并购，关联方并购取 1，否则取 0

	<i>BackDoor</i>	重大资产重组是否为借壳上市，借壳上市取 1，否则取 0
	<i>PayShare</i>	重大资产重组支付方式若为股权支付则取 1，否则取 0
	<i>TargetNo</i>	重大资产重组标的方若为非上市公司，取 1，否则取 0

四、隐性管制与自愿性业绩承诺

(一) 描述性统计

本文的样本分布情况与主要变量的描述性统计分析见表 4。由表 4 Panel A 可知，研究样本中，需要监管审核通过的并购活动约占 68%。表 4 Panel B 显示，*Pass* 平均值为 0.887，并购活动通过监管审核的概率为 88.7%。*RegTime* 平均值为 4.291，即监管审核的平均时间为 4.3 个月。然而，样本内公司通过监管审核的时间最短为 0.4 个月，最长为 17.8 个月，存在显著差异，由此可见，在我国并购市场中，监管对并购效率产生重要影响。*Commit* (*Regulation=1*) 平均值为 0.772，当需要监管审核通过时，77.2%的并购活动在合约中包含了业绩承诺协议。总样本中 *Commit* 平均值为 0.668，即 67%的并购活动签订了业绩承诺协议，均远高于国外成熟市场比例。其他各变量均分布在合理范围内。

表 4 样本分布与描述性统计

Panel A 样本分布

	<i>Commit=0</i>	<i>Commit=1</i>	
<i>Regulation=0</i>	156	117	273
<i>Regulation=1</i>	123	445	568
	279	562	841

Panel B 主要变量描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Pass</i> (<i>Regulation=1</i>)	435	0.887	0.317	1.000	0.000	1.000
<i>RegTime</i> (<i>Regulation=1</i>)	435	4.291	2.295	3.767	0.433	17.87
<i>Commit</i> (<i>Regulation=1</i>)	435	0.772	0.420	1.000	0.000	1.000
<i>Commit</i>	841	0.668	0.471	1.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	841	21.951	1.257	21.782	18.972	25.863
<i>Lev</i>	841	0.454	0.213	0.444	0.067	0.985
<i>Top1</i>	841	32.483	14.252	30.080	9.970	72.150
<i>ROE</i>	841	0.039	0.171	0.053	-1.132	0.474
<i>SOE</i>	841	0.271	0.445	0.000	0.000	1.000
<i>EPS</i>	841	0.279	0.476	0.209	-1.604	2.784
<i>Board</i>	841	0.251	0.434	0.000	0.000	1.000
<i>Dual</i>	841	0.325	0.469	0.000	0.000	1.000
<i>Share</i>	841	90.576	19.512	100.000	13.540	100.000
<i>EvaRatio</i>	841	5.121	7.657	2.348	0.000	48.696
<i>MergerSize</i>	841	0.307	0.736	0.090	0.002	5.377
<i>RS</i>	841	0.307	0.461	0.000	0.000	1.000
<i>BackDoor</i>	841	0.055	0.228	0.000	0.000	1.000
<i>PayShare</i>	841	0.228	0.420	0.000	0.000	1.000

TargetNo	841	0.935	0.247	1.000	0.000	1.000
----------	-----	-------	-------	-------	-------	-------

(二) 基准回归结果

1. 假说 1-1

本文认为,我国并购交易中的业绩承诺协议是并购买方、卖方与监管方三方博弈的结果,如果监管审核中存在针对自愿性业绩承诺协议的隐性管制,监管方与并购交易双方将形成预期一致与“无形的握手”,我们将观测到,在其他因素相同的条件下,与不需要通过监管审核的并购活动相比,需要通过监管审核时并购合约中包含业绩承诺协议的概率更高,即本文假说 1-1。本文首先对相关变量进行单变量检验,结果如表 5 Panel A 所示,当并购活动需要通过监管审核时 ($Regulation=1$), $Commit$ 平均值比无需监管时 ($Regulation=0$) 显著更高,可以初步验证本文假说 1-1。表 5 Panel B 第 (1) 列汇报了模型 (1) 的检验结果, $Regulation$ 系数为 2.014, 在 1%水平上显著为正,说明当并购活动需要监管审核通过时,签订业绩承诺的概率相对更高,从经济意义上看,其他条件相同时,需要监管方审核通过的并购活动签订业绩承诺的几率 (odds) 约为无需监管审核的 7.5 ($e^{2.014}$) 倍,证明了本文的假说 1-1。

进一步的,为了对市场动因与监管动因进行区分,首先,在第 (2) 列中,我们加入了从不同角度衡量并购风险的变量,由表可知, $EvaRatio$ 、 $Method$ 、 $CrossProv$ 回归系数均为正,与以往文献一致,并购双方信息不对称程度越高、并购风险越大,业绩承诺中更可能使用业绩承诺协议。在考虑市场博弈因素影响之后, $Regulation$ 回归系数为 2.294, 仍然在 1%水平上显著为正,进一步支持本文假说 1-1。另外,我们在回归模型中加入了 $EvaRatio$ 、 $Method$ 、 $CrossProv$ 与 $Regulation$ 交乘项。表 5 Panel B 第 (3) 列结果显示,在加入交乘项后, $EvaRatio$ 、 $Method$ 、 $CrossProv$ 与 $Regulation$ 的回归系数均显著为正,但交乘项 $EvaRatio \times Regulation$ 、 $CrossProv \times Regulation$ 回归系数均在 1%水平上显著为负。上述结果说明,监管动因并非与市场动因完全等同,监管动因对业绩承诺的签订存在增量影响,并对市场动因产生了替代作用。

表 5 监管审核与自愿性业绩承诺

Panel A 单变量检验

	$Regulation=1$		$Regulation=0$		MeanDiff
$Commit$	568	0.783	273	0.429	0.355***

Panel B 监管动因与市场动因的互动

	(1)	(2)	(3)
	$Commit$	$Commit$	$Commit$
$Regulation$	2.014*** (11.146)	2.294*** (6.455)	2.899*** (8.816)
$EvaRatio$		0.051 (1.584)	0.079*** (3.173)
$Method$		2.557*** (6.705)	2.556*** (9.598)
$CrossProv$		0.162 (1.092)	1.191*** (3.368)
$EvaRatio \times Regulation$			-0.055** (-2.396)
$Method \times Regulation$			0.328

			(0.453)
<i>CrossProv</i> × <i>Regulation</i>			-1.661***
			(-3.865)
控制变量	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
样本量	841	841	841
Pseudo <i>R</i> ²	0.284	0.388	0.402

2. 假说 1-2

如果并购审核中存在针对自愿性业绩承诺的隐性管制，我们也将观测到，在其他因素相同的条件下，包含业绩承诺协议的并购活动通过监管审核的概率更高，通过监管审核的时间更短，即本文假说 1-2。

表 6 第（1）-（2）列汇报了模型（2）与模型（3）的回归结果，被解释变量为是否通过监管审核（*Pass*）与通过监管审核的时间（*RegTime*），解释变量为并购合约中是否包含自愿性业绩承诺（*Commit*）。第（1）列 *Commit* 回归系数为 0.732，在 1%水平上显著为正，第（2）列回归系数为-0.355，在 10%水平上显著为负，说明自愿性业绩承诺可以提高监管审核通过概率、缩短监管审核时间。从经济意义上看，平均而言，包含自愿性业绩承诺的并购活动通过审核的几率（odds）是不含自愿性业绩承诺的 2.08（ $e^{0.732}$ ）倍。包含自愿性业绩承诺的并购活动通过审核所需的时间与不含自愿性业绩承诺的相比，减少了 35.5%，鉴于样本内通过监管核准的平均时间为 4.3 个月，回归结果表明包含自愿性业绩承诺使得审核时间平均缩短了 1.5 个月，本文假说 1-2 得证。

前文发现业绩承诺协议可以提高监管审核通过概率与缩短审核时间，在一定程度上为监管审核中存在隐性管制提供了证据。但是上述结果也可能是由于市场化博弈下产生的业绩承诺已经有效缓解了信息不对称，因此业绩承诺下更高的过会率体现了监管对高质量并购的偏好。为了尽可能排除由不可观测因素共同影响业绩承诺签订与监管行为的内生性问题，本文在不需监管通过的样本，使用并购层面的控制变量与代表业绩承诺市场动因的一系列变量对并购活动是否签订业绩承诺（*Commit*）进行回归³，然后将各变量回归系数代入需要监管审核通过的样本中，得到市场化动因下业绩承诺签订可能性的预测值，再根据真实的 *Commit* 变量取值减去预测值计算出残差 *Commit_Resid*，最后将模型（1）与模型（2）中的 *Commit* 替换为 *Commit_Resid* 重新进行检验。回归结果如表 6 第（3）-（4）所示，*Commit_Resid* 回归系数在第（1）列显著为正，第（2）列中为负且接近显著。由此可知，在考虑市场化博弈对业绩承诺签订的影响后，监管方仍然对业绩承诺协议存在偏好，从而排除了监管偏好完全体现了市场偏好的替代性解释。

综合上述回归结果可知，一方面，与不需要通过监管审核相比，需要通过监管审核的并购活动中签订业绩承诺的概率更高；另一方面，签订自愿性业绩承诺的并购活动通过监管审核的概率更高、时间更短。上述两条路径形成了监管方、并购交易双方针对自愿性业绩承诺达成隐性契约的完整闭环，说明在并购审核过程中，虽然监管方取消了对业绩承诺的强制性要求（显性管制），但还是存在一定程度上的隐性管制。

表 6 自愿性业绩承诺与监管审核效率

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Pass</i>	<i>RegTime</i>	<i>Pass</i>	<i>RegTime</i>
<i>Commit</i>	0.732*** (2.748)	-0.355* (-1.908)		
<i>Commit_Resid</i>			0.783* (1.758)	-0.312 (-1.737)
<i>Size</i>	0.622*** (4.437)	-0.184** (-2.408)	0.564*** (4.137)	-0.157** (-2.187)
<i>Lev</i>	-2.950*** (-3.813)	0.633 (0.893)	-2.905*** (-3.491)	0.607 (0.810)
<i>Top1</i>	-0.016 (-1.505)	-0.008 (-1.292)	-0.016 (-1.581)	-0.008 (-1.236)
<i>ROE</i>	-2.957*** (-3.008)	0.168 (0.488)	-3.030*** (-2.788)	0.211 (0.629)
<i>SOE</i>	0.426 (1.464)	0.019 (0.049)	0.315 (1.034)	0.066 (0.171)
<i>EPS</i>	1.131*** (6.724)	-0.251 (-1.032)	1.154*** (6.895)	-0.267 (-1.123)
<i>Board</i>	0.515* (1.673)	-0.359*** (-3.224)	0.519* (1.710)	-0.359*** (-3.335)
<i>Dual</i>	0.072 (0.179)	-0.043 (-0.373)	0.084 (0.197)	-0.043 (-0.373)
<i>Share</i>	0.018*** (5.825)	-0.007 (-0.844)	0.016*** (5.216)	-0.007 (-0.815)
<i>EvaRatio</i>	-0.022*** (-3.962)	0.001 (0.193)	-0.017** (-2.297)	-0.001 (-0.222)
<i>MergerSize</i>	0.364* (1.705)	0.025 (0.191)	0.400* (1.733)	0.012 (0.093)
<i>RS</i>	-0.180 (-0.552)	0.582*** (4.120)	-0.031 (-0.109)	0.528*** (3.570)
<i>BackDoor</i>	0.131 (0.179)	0.849 (1.521)	0.190 (0.268)	0.839 (1.512)
<i>PayShare</i>	0.009 (0.027)	0.473** (2.564)	-0.149 (-0.407)	0.543** (2.757)
<i>TargetNo</i>	-0.487 (-0.594)	0.019 (0.053)	-0.560 (-0.703)	0.041 (0.118)
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	435	435	435	435
Pseudo/Adj. R^2	0.121	0.170	0.122	0.169

注：括号内为 z 值或 t 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著，下同。

接下来，本文对假说 1-2 的实证检验结果进行一系列其他稳健性检验。

首先，从监管方角度出发，如果希望通过业绩承诺协议进行隐性管制，以提高并购市场

效率、保护投资者权益，那么监管方对业绩承诺的大小与类型也将存在特定偏好，因此，本文进一步考察了业绩承诺协议合约特征与监管行为的关系。首先，本文关注了业绩承诺金额的高低。我国并购市场中普遍存在“高业绩承诺”现象，承诺业绩因过高而无法达标时将成为上市公司的“不良资产”，造成中小投资者损失的同时严重打击了市场投资信心（王竞达和范庆泉，2017）。其次，在业绩承诺类型上，已有研究发现双向业绩承诺比单向业绩承诺的激励效果更加显著（饶艳超等，2018）。本文预期，为了充分发挥业绩承诺协议的积极作用，监管方将更加偏好承诺业绩金额适当的业绩承诺或双向业绩承诺。因此，本文构建了业绩承诺相对大小变量（*CommitRelSize*），等于承诺业绩总金额/交易总价值；以及业绩承诺类型变量，单向业绩承诺时 *CommitDire_1* 取 1，双向业绩承诺时 *CommitDire_2* 取 1。表 7 Panel A 汇报了回归结果，其中，由（1）-（2）可知，*CommitRelSize* 回归系数在第（1）列显著为负，第（2）列显著为正，结合 *Commit* 系数可知，虽然监管方对自愿性业绩承诺具有审核偏好，但对高业绩承诺持审慎的态度。由（3）-（4）列可知，*CommitDire_1* 与 *CommitDire_2* 系数均显著为正或显著为负，单向业绩承诺与双向业绩承诺对监管行为均会产生影响，但从经济意义上看，监管方对双向业绩承诺更加偏好，包含双向业绩承诺协议的并购活动通过审核的几率是包含单向业绩承诺协议的 2.2 倍，且监管时间平均缩短 1.09 个月。综上所述，监管方对高质量的业绩承诺协议具有更强的审核偏好，再次证明了监管方试图通过进行隐性管制来提高并购市场效率与保护投资者权益的目的。

其次，上述检验结果存在一定的自选择问题，不同并购活动的内在特征对其是否选择使用业绩承诺协议可能存在影响。为了同时控制处理组与对照组样本协变量多维平衡性，本文使用 Hainmueller（2012）构建的“熵平衡方法”（Entropy Balancing），利用前文中并购层面的控制变量对使用与未使用业绩承诺协议的公司进行配对，构造匹配样本对模型（1）与模型（2）重新回归，回归结果如表 7 Panel B 所示，*Commit* 回归系数在第（1）列中符号为正，但在统计意义上不显著；第（2）列中在 1%水平上显著为负，与主结果基本一致，证明了本文研究结论的稳健性。

最后，本文使用 Oster（2019）提出的解决遗漏变量偏差的方法进行稳健性检验。当模型可能存在不可观测的遗漏变量时，可采用估计量 $\beta^* = \beta^*(R_{max}, \delta)$ 获得真实系数的一致估计⁴。借鉴 Oster（2019），本文将采取以下两种方法对模型（2）实证结果进行稳健性检验：

（1） δ 取 1， R_{max} 取 1.3 倍或 2.2 倍当前回归拟合优度，如果 $\beta^* = \beta^*(R_{max}, \delta)$ 落在了估计参数的 99%置信区间内，则结果通过稳健性检验；（2） R_{max} 取 1 倍当前回归拟合优度，计算使 $\beta = 0$ 的 δ 的取值，若 δ 取值大于 1 或小于 0，则结果通过稳健性检验。本文的系数稳定性分析结果见表 7 Panel C，第（1）-（2）列展示了使用第一种方法进行检验的结果，所得估计量 $\beta^* = \beta^*(R_{max}, \delta)$ 真实系数的区间均落于 99%置信区间[-0.0904, 0.1935]内，这个结果说明与已经观测到的变量（包括固定效应）同等重要的未观测到的变量能够使得 β 失效等于 0 或令其逆转为正的可能性极低。第（3）列展示了使用第二种方法进行检验的结果， δ 值为-4.0549，小于 0，也就是说，对未观测到的变量进行偏差调整后的系数应大于之前回归得到的系数，证明了结果的稳健性。

表 7 稳健性检验

Panel A 业绩承诺特征与监管审核

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Pass</i>	<i>RegTime</i>	<i>Pass</i>	<i>RegTime</i>
<i>CommitRelSize</i>	-1.751*** (-2.636)	1.190** (2.438)		
<i>Commit</i>	1.388*** (3.134)	-0.777*** (-3.633)		
<i>CommitDire_1</i>			0.656** (2.393)	-0.327* (-1.799)
<i>CommitDire_2</i>			1.451*** (3.871)	-0.582* (-1.920)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	435	435	435	435
Pseudo/Adj. R^2	0.128	0.173	0.128	0.169

Panel B 熵平衡匹配法

	(1)	(2)
	<i>Pass</i>	<i>RegTime</i>
<i>Commit</i>	0.773 (1.390)	-0.838*** (-2.838)
控制变量	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes
样本量	435	435

Panel C 系数稳定性分析 (Oster Test)

	(1)	(2)	(3)
参数假设	1.3R; $\delta = 1$	2.2R; $\delta = 1$	R; $\beta = 0$
检验结果	(1) "True" β Bound [-0.4195, -0.3554]	(2) "True" β Bound [-0.8236, -0.3554]	(3) δ -4.0549

五、隐性管制、自愿性业绩承诺与并购绩效

(一) 基准回归结果

已有文献表明,经过充分博弈产生的业绩承诺协议可以降低估值风险、减少信息不对称、提供增量信息,并且能够对被并方产生一定的激励效果(吕长江和韩慧博,2014;潘爱玲等,2017;饶艳超等,2018)。但是,前文研究发现,中国并购审核中存在隐性管制,业绩承诺协议的达成并非仅仅由市场化博弈产生,也可能受到交易买卖双方与监管方达成的隐性契约影响,导致我国并购市场中业绩承诺协议使用率存在“虚高”。Choi(2017)通过建立理论模型对并购买卖双方在不同信息环境下的最优行为进行分析,发现业绩承诺并不总是具备传统的“信号传递”功能。低质量标的可以通过进行和高质量标的完全相同的业绩承诺来模仿高质量标的,因此主并方很难通过业绩承诺协议对并购标的的质量进行甄别,从而有更大可

能性接受与低质量标的达成交易,使市场达到一个交易数量过多、质量鱼龙混杂的混同均衡,最终造成市场总福利的损失。因此,在中国市场中,业绩承诺协议能否起到与以往文献发现结论一致的充分缓解逆向选择风险、促进并购绩效的作用仍待检验。

为了考察在并购活动需要监管审核通过时,更可能受到隐性管制影响的自愿性业绩承诺是否能够充分缓解逆向选择风险、改善并购绩效,本文构建如下模型:

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 Commit + \beta_2 Regulation + \beta_3 Commit \times Regulation + \beta_4 Controls_t + YearFE + IndFE + \varepsilon \quad (4)$$

模型(4)中,被解释变量为并购活动完成下一年主并方企业价值(*TobinQ*)。解释变量为是否包含业绩承诺(*Commit*)与是否需要监管审核(*Regulation*),及其交乘项 *Commit* × *Regulation*, 交乘项取值为1时表示由于需要监管方审核通过而更可能受到隐性管制影响的自愿性业绩承诺协议。本文主要关注交乘项 *Commit* × *Regulation* 的系数 β_3 , 如果 β_3 显著为正,代表当并购活动需要监管方审核通过时,自愿性业绩承诺协议对并购完成后主并方价值有显著正向影响;反之,若 β_3 显著为负,则代表当并购活动需要监管方审核通过时,自愿性业绩承诺协议未能对并购绩效产生促进作用。

表8第(1)-(3)列汇报了对模型(4)进行检验的结果。第(1)列全样本回归结果显示, *Commit* × *Regulation* 回归系数在10%水平上显著为负,说明平均而言,当并购活动需要监管审核通过时,并购合约中的自愿性业绩承诺未能起到改善并购绩效的作用。同时,值得注意的是, *Regulation* 的回归系数并不显著,说明并购活动需要监管审核并不一定意味着并购风险更高、并购绩效更差。第(2)-(3)列为按照并购活动是否需要通过监管审核(*Regulation*)分组的回归结果, *Commit* 回归系数在第(2)列中符号为负但在统计意义上不显著,第(3)列中在1%水平上显著为负,且组间系数差异显著,进一步证明了当并购活动需要监管审核通过时,自愿性业绩承诺与并购绩效显著负相关。以上结果表明了业绩承诺的隐性管制可能会带来潜在的负面后果。

同样,上述结果可能存在一定的内生性问题,受到隐性管制影响更大进而签订业绩承诺协议的并购活动可能本身的并购风险就相对更高,导致我们发现了并购绩效相对更差的结果。为了缓解上述研究结果中可能存在的内生性问题,与前文假说1中使用的方法一致,本文将模型(4)中的 *Commit* 变量替换为 *Commit_Resid*, 然后重新进行检验。*Commit_Resid* 代表无法用并购风险等市场因素解释的业绩承诺签订的部分,本文将其看作受到监管隐性管制程度的代理变量。回归结果如表8第(4)-(6)列所示,第(4)列全样本检验中, *Commit_Resid* × *Regulation* 系数在5%水平上显著为负,与基准回归检验结果一致。在第(5)-(6)列的分组检验中, *Commit_Resid* × *Regulation* 系数在 *Regulation*=1 时显著为负,在 *Regulation*=0 时统计意义上不显著,且组间系数差异显著。综上所述,在考虑市场博弈的情况下,当并购活动需要监管审核通过时,自愿性业绩承诺仍然与并购绩效显著负相关。

本文认为,监管审核中的隐性管制是造成我国并购市场中自愿性业绩承诺与并购绩效负相关的原因之一。一方面,隐性管制行为造成交易方在并购合约中对业绩承诺协议的过度使用,使得并购市场标的质量甄别的难度增加,出现低质量并购交易的概率增加(Akerlof, 1970),低质量标的无法实现承诺业绩时将成为变上市公司的"不良资产"(王竞达和范庆泉,

2017)，导致并购活动的净收益受到损害。另一方面，当并购双方估值差异较小或能够通过事前的调查与沟通达成一致，信息不对称能够得到有效缓解时，市场化博弈的最优均衡为不签订业绩承诺协议（Datar 等，2001；Choi，2017）。而受到监管方隐性管制影响，我国业绩承诺使用率“虚高”，收购方更可能过度依赖业绩承诺中的业绩补偿条款而怠于进行事前尽职调查，或降低其对并购潜在风险的感知程度，从而损害并购后主并方企业价值。综上所述，尽管监管方有意通过业绩承诺协议缓解信息不对称、保护上市公司股东，但并购审核中隐性管制的存在可能使并购合约中的自愿性业绩承诺失效，无法发挥缓解信息不对称、减少并购风险的作用，最终损害企业价值与投资者利益，与监管方提高并购交易质量、保护投资者利益的初衷相悖。

表 8 隐性管制、自愿性业绩承诺与并购绩效

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本 <i>TobinQ</i>	<i>Regulation</i> =0 <i>TobinQ</i>	<i>Regulation</i> =1 <i>TobinQ</i>	全样本 <i>TobinQ</i>	<i>Regulation</i> =0 <i>TobinQ</i>	<i>Regulation</i> =1 <i>TobinQ</i>
<i>Commit</i> × <i>Regulation</i>	-0.464* (-1.766)					
<i>Commit</i>	-0.468* (-1.818)	-0.282 (-1.718)	-0.991*** (-3.822)			
<i>Commit_Resid</i> × <i>Regulation</i>				-0.793** (-2.768)		
<i>Commit_Resid</i>				-0.096 (-0.581)	-0.038 (-0.244)	-0.809*** (-4.205)
<i>Regulation</i>	0.183 (0.697)			-0.117 (-0.870)		
组间系数差异检验p值		0.015			0.006	
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	841	273	568	841	273	568
Adj. R ²	0.321	0.405	0.320	0.318	0.401	0.313

为了增加研究结论的稳健性与可靠性，本文将被解释变量 *TobinQ* 替换为并购活动完成后第一年的主并方的财务困境风险（*ZScore*）⁵重新进行检验，回归结果如表 9 所示，与上文结论一致。

表 9 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本 <i>ZScore</i>	<i>Regulation</i> =0 <i>ZScore</i>	<i>Regulation</i> =1 <i>ZScore</i>	全样本 <i>ZScore</i>	<i>Regulation</i> =0 <i>ZScore</i>	<i>Regulation</i> =1 <i>ZScore</i>
<i>Commit</i> × <i>Regulation</i>	-1.495** (-2.299)					
<i>Commit</i>	-0.411 (-0.806)	0.167 (0.542)	-2.217*** (-5.288)			
<i>Commit_Resid</i> × <i>Regulation</i>				-2.066***		

					(-3.674)	
<i>Commit_Resid</i>					-0.042	0.169
					(-0.265)	(0.557)
<i>Regulation</i>	0.067				-0.721*	
	(0.104)				(-2.088)	
组间系数差异检验p值			0.000			0.000
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	726	224	502	726	224	502
Adj. R ²	0.304	0.476	0.276	0.306	0.475	0.276

(二) 监管转型与市场监管的作用

前文研究结果证明了在我国并购监管核准过程中,存在针对自愿性业绩承诺的隐性管制。然而,从并购绩效来看,并购活动需要监管审核通过时,自愿性业绩承诺与并购后主并方企业价值呈负相关关系。由此可知,监管方对自愿性业绩承诺的事前偏好与隐性管制,可能导致并购合约中自愿性业绩承诺失效,不足以完全解决我国并购市场中的信息不对称问题,甚至对并购市场效率产生了负面的影响。接下来,本文将从监管与市场两个角度出发,研究监管转型与市场监管是否能够帮助自愿性业绩承诺发挥预期中的正面作用,缓解前文中发现的并购审核隐性管制所带来的负面效应。

1. 监管转型

在“放松管制、加强监管”的大背景下,充分发挥交易所一线问询职能是监管转型的重要一环。在并购活动进行中,交易所将对并购交易就信息披露中可能存在的缺陷进行一线监管问询,并要求上市在规定时间内进行回复,对交易信息补充披露。由此可以看出,并购监管职能由交易事前监管的“审批”模式,转变为并购核准与事中及事后监督相结合的“披露”模式,有利于优化监管职能、充分发挥市场作用。

已有研究发现,证监会深度审核与交易所问询均能对并购绩效改善发挥正面作用(孙亮和刘春, 2022; 李晓溪等, 2019), 本文认为, 监管审核深度与问询函持续关注能对标的方利用自愿性业绩承诺传递有关自身质量的虚假信号, 或并购交易双方试图利用自愿性业绩承诺迎合监管方的行为进行有效的监督与威慑, 从而有助于自愿性业绩承诺发挥缓解信息不对称的积极作用。因此, 本文将主要从监管核准时的审核深度与并购过程中的交易所问询两个方面, 对表8的结果进行异质性分析。

首先, 在需要通过监管审核的并购活动中, 证监会在审核期间可以对相关上市公司提出反馈意见, 并要求上市公司做出书面解释说明。本文以并购重组活动是否在通过监管审核时收到反馈意见衡量监管审核深度。具体而言, 我们构建了证监会是否提出反馈意见的虚拟变量*Note*, 证监会提出反馈意见时取1, 否则取0。此外, 在并购进行过程中, 交易所可以对并购交易信息披露中可能存在的缺陷以及并购活动进行时的问题进行问询, 并要求上市公司在规定时间内进行回复。本文以交易所是否在并购首次公告当年及之后对上市公司进行持续关注衡量交易所对并购活动的监督, 如果交易所对主并方上市公司进行了持续问询关注, 则*Inquiry*取1, 否则取0。本文分别生成了*Commit*×*Regulation*×*Note*与*Commit*×*Regulation*×

*Inquiry*的三项交乘项，将它们与其他的相关的两项交乘项加入模型（4）中进行回归分析，结果如表10所示。第（1）列为加入 $Commit \times Regulation \times Note$ 的回归结果，第（2）列为加入 $Commit \times Regulation \times Inquiry$ 的回归结果。（1）-（2）列中 $Commit \times Regulation$ 回归系数均显著为负，与基准回归结果一致，但三项交乘 $Commit \times Regulation \times Note/Inquiry$ 回归系数均至少在5%水平上显著为正。上述结果说明，尽管当并购活动需要监管审核通过时，自愿性业绩承诺与并购绩效显著负相关，但是并购重组委在审批时进行深度审核与交易所对并购活动进行持续问询可以发挥正面的监督作用，帮助受到隐性管制影响的自愿性业绩承诺更好发挥其缓解逆向选择风险、促进并购绩效等正面作用，说明了我国并购监管向加强事中、事后监督转型的重要性与有效性。

表 10 监管转型、自愿性业绩承诺与并购绩效

	(1) 监管审核深度 <i>TobinQ</i>	(2) 交易所持续问询 <i>TobinQ</i>
$Commit \times Regulation \times Note/Inquiry$	0.516*** (3.559)	0.859** (2.425)
$Commit \times Regulation$	-0.597** (-2.158)	-0.624** (-2.247)
$Commit \times Inquiry^6$		-0.004 (-0.011)
$Regulation \times Note/Inquiry$	-0.742*** (-3.348)	-1.319** (-2.832)
$Commit$	-0.472* (-1.785)	-0.496* (-1.894)
$Regulation$	0.418 (1.490)	0.508 (1.713)
$Note/Inquiry$	-0.179 (-0.849)	0.366 (1.098)
控制变量	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes
样本量	841	841
Adj. R ²	0.328	0.324

2. 市场监督

近年来，为了完善要素资源市场化配置体制机制、推进全面股票发行注册制，监管方重点强调了各种市场力量依法对上市公司进行监督的作用。在并购市场中，以独立财务顾问为例，《重组办法》明确要求上市公司应当聘请独立财务顾问对就重大资产重组发表明确的结论性意见，对重大资产重组的实施过程、资产过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，配合上市公司完成对证监会、交易所各类意见反馈、问询函的回复等。此外，独立财务顾问应当按照中国证监会的相关规定，对实施重大资产重组的上市公司履行持续督导职

责。由此可见，独立财务顾问作为并购活动中重要的市场力量，对上市公司并购活动将进行深入的、持续的督导，独立财务顾问声誉越高，其在并购活动中发挥监督作用的质量越高（张琴和陈小林，2019）。除此之外，分析师与研究报告等外部关注力量也可以对上市公司起到一定的监督作用（张宗新和杨万成，2016；刘维奇和武翰章，2021）。本文预期，独立财务顾问声誉越高、分析师与研报关注度越高，市场力量对并购活动的监督越强，同样可以帮助自愿性业绩承诺发挥对并购绩效的正面作用。

因此，本文分别构建了代表三种市场力量的变量，如果独立财务顾问为国内前十大券商，则 *AdvRep* 取 1，否则取 0；如果跟踪主并方上市公司的分析师数量在样本中位数以上，则 *Ana* 取 1，否则取 0；同理，如果有关主并方上市公司的研报数量在样本中位数以上，则 *Report* 取 1，否则取 0。然后，本文将上述三个变量与 *Commit*×*Regulation* 进行交乘，检验市场关注与监督对自愿性业绩承诺与并购绩效间关系的影响，回归结果见表 11。在第（1）-（3）列中，*Commit*×*Regulation* 回归系数均显著为负，而 *Commit*×*Regulation*×*AdvRep/Ana/Report* 三项交乘项系数均显著为正，说明独立财务顾问、分析师关注与研报关注均能对并购活动发挥一定的监督作用，有利于帮助受到隐性管制影响的自愿性业绩承诺充分发挥缓解信息不对称、增加主并方企业价值的作用，缓解隐性管制的潜在负面效应。

表 11 市场监督、自愿性业绩承诺与并购绩效

	(1) 独立财务顾问声誉 <i>TobinQ</i>	(2) 分析师关注 <i>TobinQ</i>	(3) 研报关注 <i>TobinQ</i>
<i>Commit</i> × <i>Regulation</i> × <i>AdvRep/Ana/Report</i>	1.370* (1.768)	0.861* (1.758)	0.808* (1.894)
<i>Commit</i> × <i>Regulation</i>	-0.970* (-2.090)	-0.861* (-1.797)	-0.849* (-1.957)
<i>Commit</i> × <i>AdvRep/Ana/Report</i>	-0.930 (-1.622)	-0.366 (-0.965)	-0.287 (-0.752)
<i>Regulation</i> × <i>AdvRep/Ana/Report</i>	-0.542 (-0.995)	-0.417 (-0.983)	-0.482 (-1.490)
<i>Commit</i>	-0.160 (-1.015)	-0.289 (-0.704)	-0.320 (-0.845)
<i>Regulation</i>	0.418 (0.933)	0.375 (0.913)	0.416 (1.141)
<i>AdvisorRep/Ana/Report</i>	0.486 (1.315)	0.076 (0.233)	0.116 (0.370)
控制变量	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
样本量	841	841	841
Adj. <i>R</i> ²	0.325	0.320	0.320

六、结论

在并购交易市场中，业绩承诺协议是一种并购交易定价事后调整的合约安排机制，预期可以起到缓解信息不对称、减少并购估值风险的作用。然而，在我国特殊的制度背景环境下，业绩承诺协议并非完全由并购双方市场化博弈产生，而是并购交易买方、卖方与监管方三方共同影响下的结果，业绩承诺使用率远高于西方市场。本文利用 2014 年《重组办法》修订后放松对业绩承诺协议的强制性要求、部分并购活动仍需通过监管审核的研究场景，考察我国并购市场中是否存在针对自愿性业绩承诺协议的隐性管制及其经济后果，主要发现如下：首先，一方面，当并购活动需要审核通过时，交易双方签订业绩承诺协议的概率更高；另一方面，自愿性业绩承诺协议将显著提高并购活动通过审核的概率，并缩短审核所需时间。以上结果表明了并购审核中可能存在隐性管制。然而，从并购绩效来看，当并购活动需要监管方审核通过时，自愿性业绩承诺与主并方并购后企业价值显著负相关，本文认为监管审核中的隐性管制可能是自愿性业绩承诺失效的原因之一。进一步分析发现，监管方在核准时提出审核意见、进行事中与事后的持续问询与独立财务顾问等市场中介的监督可以帮助自愿性业绩承诺发挥正面效果。

本文的研究结论对在“注册制”下进一步优化监管职能、深化市场改革有借鉴意义。第一，本文研究发现，监管方放松对业绩承诺的强制性要求后，管制要求具有一定的惯性，监管方与市场参与方间可能达成隐性契约，监管力量仍然可以通过隐性管制影响市场行为。然而，在隐性管制影响下，并购活动对业绩承诺协议的过度使用阻碍了业绩承诺发挥真实有效的“信号传递”作用，对并购绩效产生了负面影响，违背了监管方尊重市场规律与保护投资者的初衷。因此，在资本市场制度变革的过程中，不仅需要考虑监管行为变化引起的显性的、直接的影响，也应当充分考虑其隐性的、间接的作用。第二，根据本文的研究发现，在并购市场中，监管方从事前管制转向事中、事后监督，以及充分发挥市场各方的监督作用可以起到提高并购合约有效性的作用，验证了我国在“转型经济期”平衡监管与市场力量、实现“放管结合”的必要性与重要性。一方面，资本市场的制度变革要更多地把选择权交给市场，强化市场约束和法治约束，让市场力量充分博弈推进资本市场效率提升，同时更好的保护投资者利益。另一方面，监管职能优化需要在“放”的同时加大“管”的力度，加强事前事中事后全过程监督，督促各市场主体归位尽责，营造良好市场生态。此外，并购活动的参与方也需要更加重视并购交易前的信息收集与交流沟通，最大程度地缩小信息不对称、减少估值不确定性，以审慎的态度看待业绩承诺协议，避免过度依赖业绩承诺协议而忽视相关并购风险、带来效益损失。

主要参考文献

- [1] 曾庆生, 陈信元, 洪亮. 2016. 风险投资入股、首次过会概率与 IPO 耗时——来自我国中小板和创业板的经验证据. 管理科学学报, 09: 18~33
- [2] 陈冬华, 章铁生, 李翔. 2008. 法律环境、政府管制与隐性契约. 经济研究, 03: 60~72
- [3] 翟进步, 李嘉辉, 顾桢. 2019. 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗. 会计研究, 06: 35~42
- [4] 高翀, 孔德松. 2020. 并购中的业绩承诺条款与股价崩盘风险. 经济与管理研究, 07: 77~93
- [5] 李晶晶, 郭颖文, 魏明海. 2020. 事与愿违: 并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险? 会计研究, 04: 37~44
- [6] 李敏才, 刘峰. 2012. 社会资本、产权性质与上市资格——来自中小板 IPO 的实证证据. 管理世界,

11: 110~123

- [7] 李善民, 杨若明, 杨楠. 2022. 重大资产重组核准制效果研究. 金融研究, 07: 190~206
- [8] 李晓溪, 杨国超, 饶品贵. 2019. 交易所问询函有监管作用吗?——基于并购重组报告书的文本分析. 经济研究 05: 181~198.
- [9] 刘维奇, 武翰章. 2021. 分析师改善了市场信息环境吗?——来自公司特质风险的证据. 中央财经大学学报, 01: 43~53
- [10] 柳建华, 徐婷婷, 陆军. 2021. 并购业绩补偿承诺会诱导盈余管理吗? 管理科学学报, 10: 82~105
- [11] 吕长江, 韩慧博. 2014. 业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配. 审计与经济研究, 06: 3~13
- [12] 潘爱玲, 邱金龙, 杨洋. 2017. 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. 会计研究, 03: 46~52
- [13] 饶艳超, 段良晓, 朱秀丽. 2018. 并购业绩承诺方式的激励效应研究. 外国经济与管理, 07: 73~83
- [14] 沈永建, 尤梦颖, 梁方志. 2020. 政府管制与企业行为: 述评与展望. 会计与经济研究, 03: 81~95
- [15] 孙亮, 刘春. 2022. 监管科技化如何影响企业并购绩效? ——基于证监会建立券商工作底稿科技管理系统的准自然实验. 管理世界, 09: 176~196
- [16] 王竞达, 范庆泉. 2017. 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究. 会计研究, 10: 71~77
- [17] 张劲帆, 李丹丹, 杜渙程. 2020. IPO限价发行与新股二级市场价格泡沫——论股票市场“弹簧效应”. 金融研究, 01: 190~206
- [18] 张琴, 陈小林. 2019. 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. 山西财经大学学报, 11: 98~111
- [19] 张宗新, 杨万成. 2016. 声誉模式抑或信息模式: 中国证券分析师如何影响市场? 经济研究, 09: 104~117
- [20] Akerlof, G. A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, 84(3): 488~500
- [21] Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. The Journal of Finance, 23(4): 589~609
- [22] Barbopoulos, L., S. Sudarsanam. 2012. Determinants of Earnout as Acquisition Payment Currency and Bidder's Value Gains. Journal of Banking & Finance, 36(3): 678~694
- [23] Bates, T. W., J. B. Neyland, Y. Y. Wang. 2018. Financing Acquisitions with Earnouts. Journal of Accounting and Economics, 66(2-3): 374~395
- [24] Cadman, B., R. Carrizosa, L. Faurel. 2014. Economic Determinants and Information Environment Effects of Earnouts: New Insights From Sfas 141(R). Journal of Accounting Research, 52(1): 37~74
- [25] Cain, M. D., D. J. Denis, D. K. Denis. 2011. Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements. Journal of Accounting and Economics, 51(1-2): 151~170
- [26] Call, A. C., G. S. Martin, N. Y. Sharp, J. H. Wilde. 2018. Whistleblowers and Outcomes of Financial Misrepresentation Enforcement Actions. Journal of Accounting Research, 56(1): 123~171
- [27] Choi, A. H. 2017. Facilitating Mergers and Acquisitions with Earnouts and Purchase Price Adjustments. Journal of Law, Finance and Accounting, 2(1): 1~47
- [28] Clougherty, J. A., N. Zhang. 2021. Foreign Investor Reactions to Risk and Uncertainty in Antitrust: U.S. Merger Policy Investigations and the Deterrence of Foreign Acquirer Presence. Journal of International Business Studies, 52(3): 454~478
- [29] Cohen, L., C. Malloy, Q. Nguyen. 2020. Lazy Prices. The Journal of Finance, 75(3): 1371~1415
- [30] Datar, S., R. Frankel, M. Wolfson. 2001. Earnouts: The Effects of Adverse Selection and Agency

- Costs On Acquisition Techniques. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 17(1): 201–238
- [31] Green, T. C., R. Jame, B. Lock. 2019. Executive Extraversion: Career and Firm Outcomes. *The Accounting Review*, 94(3): 177–204
- [32] Hainmueller, J. 2012. Entropy Balancing for Causal Effects: A Multivariate Reweighting Method to Produce Balanced Samples in Observational Studies. *Political Analysis*, 20(1): 25–46
- [33] Hou, Q., Q. Jin, R. Yang, H. Yuan, G. Zhang. 2015. Performance Commitments of Controlling Shareholders and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 32(3): 1099–1127
- [34] Hu, B., C. Jiang, T. Mcinish, Y. Ning. 2019. Price Clustering of Chinese Ipos: The Impact of Regulation, Cultural Factors, and Negotiation. *Applied Economics*, 51(36): 3995–4007
- [35] Keynes, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Cham: Springer International Publishing
- [36] Kohers, N., J. Ang. 2000. Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay. *The Journal of Business*, 73(3): 445–476
- [37] Macavoy, P. W. 1970. The Effectiveness of the Federal Power Commission. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1(2): 271–303
- [38] Oster, E. 2019. Unobservable Selection and Coefficient Stability: Theory and Evidence. *Journal of Business & Economic Statistics*, 37(2): 187–204
- [39] Spierings, R. 1990. Reflections On the Regulation of Financial Intermediaries. *Kyklos*, 43(1): 91–109
- [40] Stigler, G. 1971. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics*, 2(1): 3–21
- [41] Tollison, R. D., R. E. Wagner. 1991. Romance, Realism, and Economic Reform. *Kyklos*, 44(1): 57–70

Implicit Regulation in M&A: Evidence from Voluntary Performance Commitment

Abstract: The CSRC amended the M&A regulation in 2014, which deregulates mandatory performance commitment but still retains approval system. Leveraging on this setting, we explore whether regulators implement implicit regulation by having preference on voluntary performance commitment and its economic consequences. Our results show that performance commitment is more likely to be included in a M&A contract when the deal needs approval from the CSRC. Besides, M&A deals with performance commitment are more likely to obtain regulatory approval and in a shorter period of time. Both evidences suggest the existence of implicit regulation. In addition, we find that the performance of M&As subjected to regulatory approval deteriorates, where the performance commitment is more likely to be implicit regulation induced. Further analyses indicate that regulatory feedback, comment letters from regulators before and after M&A and market-based mechanisms could alleviate the negative impact of implicit regulation induced performance commitment. Our findings shed light to regulators on the direction of regulatory reform in M&A market under the regime of registration system.

Key Words: Voluntary Performance Commitment; Regulatory Reform; Implicit Regulation

¹ 中国并购市场中的业绩承诺协议一般指在并购合约中，标的方就并购后数年内（一般为 1-3 年）的经营绩效做出承诺，并针对未来实际业绩未达标的情况签订明确可行的补偿协议。

² 2009 年前，为防止发行价格过高，中国证监会针对新股发行市盈率（P/E）进行不超过 30 倍的限制，

即 隐性“窗口指导”，导致了 IPO 市场普遍出现抑价情况。2009 年 6 月，证监会取消了此项“窗口指导”，此后企业上市主要按照市场定价的方式确定发行价格，发行市盈率不断走高，市场中严重抑价的情况转变为过度溢价，理性与非理性定价共存使得市场波动增大。2014 年 6 月，IPO 监管再次发生变化，加强了股票发行价格的监管，绝大多数企业 IPO 市盈率保持在 23 倍，同样遵循“窗口指导”的隐性管制。

³ 预测模型中使用的变量包括控制变量 *Share*、*MergerSize*、*RS*、*BackDoor*、*PayShare*、*TargetNo* 与并购风险变量 *EvaRatio*、*Method*、*CrossProv*。借鉴已有文献（Kohers 和 Ang, 2000; Datar 等, 2001; Cain 等, 2011; Bates 等, 2018; 孙亮和刘春, 2022），本文使用并购估值增值率

（*EvaRatio*）、收益法估值（并购活动使用收益法估值时 *Method* 取 1，否则取 0）、跨省并购（并购活动为跨省并购时 *CrossProv* 取 1，否则取 0）衡量并购风险。并购活动估值增值率越高、采用收益法估值、为跨省并购时，并购风险较大。

⁴ 该估计量需要设定两个参数： R_{max} 与 δ 。其中， δ 为选择比例（selection proportionality），它衡量可观测变量与关注变量的相关关系相较于不可观测遗漏变量与关注变量的相关关系的强弱。 R_{max} 的含义是，若不可观测的遗漏变量能够被观测，回归方程的最大拟合优度。近年来，此方法在金融与会计的国际论文中被广泛使用（Call 等, 2018; Green 等, 2019; Cohen 等, 2020）。

⁵ 根据 Altman（1968）提出的 Z-Score 模型， $ZScore = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 0.999X5$ ，其中， $X1$ 为营运资本/总资产， $X2$ 为留存收益/总资产， $X3$ 为息税前利润/总资产， $X4$ 为所有者权益市值/总负债， $X5$ 为营业收入/总资产。ZScore 越小，企业陷入财务困境的风险越大。

⁶本文在表 10 第（1）列的回归模型并未加入 *Commit*×*Note* 这一两项交乘项，原因如下：只有当并购活动需要监管方审核通过时（*Regulation*=1），并购重组委员会才可能对并购活动提出审核意见

（*Note*=1）。因此，*Commit*×*Note* 与 *Commit*×*Regulation*×*Note* 取值完全一致，同时放入回归时 *Commit*×*Note* 交乘项估计系数被自动吸收并省略。