

# 并购业绩承诺与并购溢价

## Performance Commitment and M&A Premium

薛爽<sup>1</sup>, 徐沛勳<sup>1</sup>

(1. 上海财经大学会计学院, 上海 200433)

**摘要:** 并购业绩承诺是我国并购交易的一项特有安排, 其动机和经济后果是理论界和实务界共同关注的热点话题。本文以信息不对称理论为基础, 研究了并购业绩承诺对并购总溢价及其两个组成部分的影响。研究表明, 并购业绩承诺与并购总溢价显著正相关。我们进一步将并购总溢价区分为未确认净资产的价值和已确认净资产的溢价两个部分。并购业绩承诺对两个部分都有正向影响, 且其对被并方未确认净资产价值的影响要大于其对已确认净资产溢价的影响。并购业绩承诺影响并购溢价的机制在于信号效应, 当并购交易的信息不对称程度更大(如: 被并方的盈利能力较差、非关联交易)或承诺的信号作用更强(如: 承诺指标为“扣非净利润”而非“净利润”)时, 并购业绩承诺对并购溢价的影响更大。并购业绩承诺带来的并购溢价与并购后被并资产的业绩实现之间显著正相关, 说明主并方为业绩承诺支付溢价的行为是理性的。

**关键词:** 业绩承诺; 并购溢价; 已确认净资产; 未确认净资产; 业绩实现

**中图分类号:** F832.51 **文献标识码:** A

### 一、引言

并购业绩承诺<sup>1</sup>(简称“业绩承诺”)是指由并购双方在并购交易中签订的、被并公司及其管理层就被并标的未来几年的经营业绩向主并方做出的承诺: 若被并方在承诺期限内的实际盈利达不到承诺的盈利水平, 需给予主并方一定的补偿(潘爱玲等, 2017)。并购业绩承诺是一项具有中国特色的并购交易安排, 内生于我国的制度和市场环境, 受到监管部门的高度重视。业绩承诺在并购交易中被广泛采用, 被市场各方重点关注, 其作用和经济后果也成为当下学术研究中的热点话题。

业绩承诺主要存在于两种情况, 一是股权分置改革中大股东给予小股东的业绩承诺(例如: 许年行等, 2008; 刘浩等, 2011); 二是本文所研究的并购业绩承诺。有关并购业绩承诺的研究主要集中在为什么进行业绩承诺及业绩承诺的负面作用。关于业绩承诺的动因, 一般认为并购业绩承诺是并购过程中的一种“增信”行为, 能够向市场传递被并方未来业绩的积极信号, 降低并购交易中的信息不对称, 提高被并标的的评估价值。业绩承诺还能对被并方产生激励效应、缓解并购中的委托代理问题, 从而提高并购绩效(尹美群和吴博, 2019; 程凤朝和刘家鹏, 2011; 潘爱玲等, 2017; 杨超等, 2018; 翟进步等, 2019; 吕长江和韩慧博, 2014)。吕长江和韩慧博(2014)与王竞达和范庆泉(2017)的研究内容与本文最相关, 他们都发现并购业绩承诺与并购溢价正相关, 但前者认为业绩承诺增加了收购方股东的收益, 提高了并购效率(效率论); 后者认为业绩承诺存在虚高现象, 会给主并方造成不良资产, 加剧并购双方的经营和财务风险(非效率论)。关于并购业绩承诺负面作用的文献还发现业绩承诺会诱发被并方的盈余管理行为(刘向强等, 2018), 增加审计费用(刘向强等, 2018)。

本文以信息不对称理论为基础, 关注并购业绩承诺对并购溢价、特别是溢价中不同组成

部分的影响。并购溢价，即并购总溢价，是指并购交易对价相对于被并标的已确认净资产账面价值的溢出部分。我们进一步将并购总溢价分解为“未确认净资产价值”和“已确认净资产溢价”两部分。对于业绩承诺与并购总溢价和溢价各组成部分的关系、作用机制及引起溢价的业绩承诺的完成情况的研究，是分析我国资本市场中并购风险来源的基础，是正确认识并购价值效应和商誉形成机制、提高公司财务决策科学性的关键，同时也可作为监管部门制定与并购相关的立法与监管实践提供借鉴。

从理论上讲，业绩承诺具有信号传递效应，可以缓解并购双方的信息不对称，提高主并方在并购中愿意支付的对价上限，并加强被并方在并购博弈中的讨价还价能力，提高交易价格。当然，业绩承诺也可能对并购溢价没有显著影响甚至存在负向影响。现有文献发现业绩承诺会诱发被并方的盈余管理行为（刘向强等，2018），增加审计费用（刘向强等，2018），承诺业绩水平虚高给主并方造成不良资产，加剧并购的经营和财务风险（王竞达和范庆泉，2017；张继德等，2019）。实务中，也有很多案例，如雅百特（002323）和佳电股份（000922）等，由于虚高的业绩承诺，之后进行大额的利润操纵，对主并方和整个并购市场造成了非常负面的影响。如果虚高的业绩承诺具有普遍性，主并方也可能不为承诺所动。如果存在逆向选择，即业绩承诺的公司倾向于是风险较高、业绩较差的公司，业绩承诺也可能被视为负面信号，与并购溢价负相关。因此，业绩承诺对并购溢价的影响，是一个需要检验的实证问题。

进一步地，被并方的净资产包括未确认净资产和已确认净资产，两者的公允价值均会受到被并方未来盈利水平的影响。如果业绩承诺会影响并购溢价，那么业绩承诺既可能会影响未确认净资产价值，也可能会影响已确认净资产溢价，但业绩承诺对这两种价值的影响是否会由于未确认净资产和已确认净资产本身特点的不同而存在差异？另外，目前关于业绩承诺经济后果的研究结论尚不一致，业绩承诺到底是提高了并购效率（吕长江和韩慧博，2014）还是定价虚高的信号（王竞达和范庆泉，2017）？

本文的实证结果表明：（1）业绩承诺与总溢价显著正相关，且对未确认净资产价值的影响明显高于对已确认净资产溢价的影响。（2）业绩承诺影响并购溢价的机制在于信号传递效应，并购双方信息不对称程度越高（比如并购前被并方业绩较差或并购双方为非关联方）或者业绩承诺的信号作用越强（比如相对于“未扣非净利润”，承诺的指标为“扣非净利润”），业绩承诺对并购溢价的影响越大。（3）为验证业绩承诺是符合还是损害并购效率，我们检验了业绩承诺带来的溢价与业绩实现之间的关系，结果支持效率论，即因业绩承诺带来的溢价与业绩实现显著正相关。这些研究结果有助于我们对重大资产重组政策实施后果及市场并购定价有效性的理解和认知。

本研究在理论和实务上的贡献主要表现在以下几个方面：第一，发展了有关业绩承诺的研究。目前有关并购业绩承诺对并购总溢价的影响的研究主要见于吕长江和韩慧博（2014）及王竞达和范庆泉（2017）。2008年《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第53号）对重大资产重组有强制性的业绩承诺规定，该强制规定在2014年被取消。吕长江和韩慧博（2014）的样本期间是2011-2013，即重大资产重组业绩承诺的强制性规定期间。这一期间的业绩承诺与资产重组的“是否重大”可能高度耦合。王竞达和范庆泉（2017）则覆盖了强制规定取消前后的样本。这两篇文献关于业绩承诺经济后果的结论完全不同，前者支持效率观，后者支持非效率观。本研究与这两篇文献的差异有三：（1）本文聚焦于2014年取消业绩承诺强制性规定后的“重大资产重组”，优点是并购中是否存在业绩承诺是公司自主选择的结果。（2）将并购溢价按来源分为“已确认净资产溢价”和“未确认净资产价值”，考察取消强制签订业绩承诺的规定后业绩承诺对二者影响的差异；（3）从并购交易特征和承诺特征切入，深入探究了业绩承诺对并购溢价的影响机理，并从“未来业绩实现”角度揭示了重大资产重组中“业绩承诺溢价”的经济后果，完善了因果关系证据链，是对现有文献的补充和延伸。第二，拓宽了有关并购定价组成成分和影响因素的研究边界。目前文献主要关注并

购总溢价的影响因素，但缺乏对并购溢价中不同组成部分的研究。未确认净资产的价值还是非同一控制下企业合并中主并方账面商誉产生的根源，对这两部分溢价的影响因素的研究是治理目前我国市场中并购泡沫、资产定价异象和商誉减值问题的基础。本文首次研究了业绩承诺对并购溢价两个组成部分的影响，并发现业绩承诺对未确认净资产价值的影响显著大于其对已确认净资产溢价的影响，在更大程度上打开了并购定价的“黑箱”，填补了关于并购溢价影响因素的部分认知空白。第三，从信息不对称角度，研究了不同并购特征和类型的业绩承诺对并购溢价影响的差异，增加了我们对业绩承诺影响并购溢价具体路径的理解，揭示了业绩承诺是缓解市场中信息不对称问题的一种契约模式，丰富了信息不对称理论的实证研究。最后，本文结论也具有重要的现实意义。本文从业绩承诺视角揭示了并购溢价的根源和经济后果，有助于监管部门、并购双方、投资者和分析师在内的市场行为主体进一步认清并购溢价产生的路径，为并购制度的完善、并购交易的市场监管、并购质量的提高、金融风险的防范以及商誉会计准则的执行提供参考和借鉴。

本文的后续结构安排如下：第二部分介绍相关制度背景并展开理论分析，推演出本文的研究假说；第三部分为研究设计；第四部分是主要实证结果、进一步分析及稳健性检验；最后，在第五部分对全文进行总结。

## 二、制度背景、理论分析与研究假说

### （一）制度背景

与其他国家的并购交易不同，并购交易中的业绩承诺是我国特有的，内生于我国的制度环境和市场特征。近年来，关于业绩承诺在签订和执行等方面的规定历经多次修订。2008年我国《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第53号）将业绩承诺制度正式引入并购交易，明确规定“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”，旨在维护并购交易的公平性、保护主并方及中小股东的利益。此后，证监会对该规定进行了多次修订。2014年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第109号）取消了过去政策中关于并购双方对盈利预测做出补偿的强制性规定，业绩承诺的签订模式从过去的“管制”逐渐转变为“市场化+监管”的创新模式。基于此，2016年的修订（证监会令第127号）增加了关于上市公司不可随意变更业绩补偿方案的内容；2019年的修订（证监会令第159号）在此前规定的基础上进一步提出了对被并方未履行承诺行为的监管处罚措施。虽然政策上取消了对并购交易中签订业绩承诺的强制规定，但在实务中，由于嵌入业绩承诺可以在一定程度上缓解并购双方的信息不对称，向市场传递出积极信号，业绩承诺在很多重大资产重组交易中仍被采用，因而成为我国市场中公司并购的重要特征。

### （二）理论分析和研究假说

在进行理论分析前，需先明确并购中涉及的几个重要的价值（价格）概念：账面价值、评估价值和交易价格。这些价值（价格）之间的关系如图1所示。

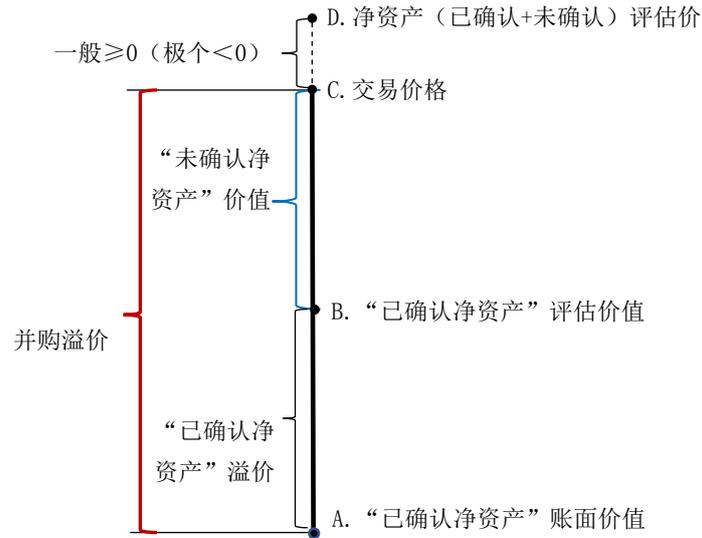


图 1 并购交易中的价值与价格关系

图 1 中，净资产的账面价值最容易确定，为并购基准日被并方总资产减去总负债的账面金额。这里需要注意的是：并购中，主并方购买的除了被并方在账面上“已确认净资产”，通常还包括被并方未体现在账面上的资产，如自创商誉、垄断地位、牌照价值等，当然，被并方也可能存在未确认的负债，如未决诉讼等。未确认资产与未确认负债的差，本文称之为“未确认净资产”。净资产评估一般有三种方法：收益法、市场法和资产基础法。《资产评估执业准则—企业价值》规定：“资产评估专业人员应当采用两种以上评估方法进行评估”。上市公司重大资产重组中，被并购方一般为非上市资产或股权，评估一般采用收益法和资产基础法。实务中，如果被并方符合持续经营假设，一般会将收益法评估值作为确定被并净资产（包括已确认净资产和未确认净资产）交易价格的依据。资产基础法则类似于成本法，评估的对象是已确认的净资产。即资产基础法评估与收益法最大的差异在于前者评估值中一般不包括被并方自创商誉等未确认净资产。所以绝大多数情况下，资产基础法评估值低于收益法的评估值。这就是很多并购中，将收益法评估值作为交易定价基础，而将资产基础法评估值作为不包括自创商誉的账面净资产公允价值的原因。根据李文秀等（2019）的统计，在 2017-2018 年采用两种评估方法的重大资产重组案例中，同时采用收益法和资产基础法进行评估的占到 85.3%。在这些案例中，有些是直接采用了收益法评估值作为交易价格，有些在评估值的基础上向下浮动，极少案例中，交易价格略高于收益法评估值。本文所称并购溢价是指最终的交易价格与相关资产账面价值的差额（图 1 中的 AC）。根据以上讨论，并购总溢价进一步可以划分为已确认净资产溢价（图 1 中的 AB）和未确认净资产价值（图 1 中的 BC）两部分，并购溢价减去已确认净资产评估增值部分即为未确认净资产价值。在非同一控制下的合并中，体现在主并方账面上即为商誉。

本文关注的问题是并购业绩承诺如何影响并购溢价。要探讨这一问题，首先需要厘清并购溢价的生成机理，再结合并购交易环境和业绩承诺的具体特征，剖析业绩承诺对并购溢价的影响机制。在市场化并购中，并购溢价的程度直接取决于主并方对并购收益可实现性的预期（Varaiya, 1987；潘爱玲等，2018）和并购双方讨价还价的能力（Varaiya, 1987）。主并方预期并购收益的可实现性越高、被并方相对于主并方的讨价还价能力越强，并购溢价越高。

并购定价决策中最大的问题是信息不对称。具有信息优势的一方（被并方）比处于信息劣势的一方（主并方）更了解交易标的的内部情况，掌握有关交易标的运营效率、客户质量、

投资机会和内控及治理有效性等信息。所有这些私有信息都对企业未来的盈利水平和未来现金流量有重要影响。信息不对称会引发“逆向选择”，严重时可能导致市场失灵甚至消失（Akerlof, 1970）。以并购为例，如果收购方无法了解被并购公司的资产质量和发展潜力，就无法为被并公司进行有效定价，只能依据市场中被并标的的平均水平出价。结果必然是好的并购标的退出市场，产生劣币驱逐良币的结果。因此，要保持并购市场的有效运行，缓解信息不对称问题非常重要。对主并方来说，可以通过尽职调查等获取被并方信息。对被并方来说，一个选择是主动披露更多信息。但被并方与主并方在定价方面存在天然的利益冲突，被并方显然有动机披露好消息而隐藏坏消息，所以主并方对被并方披露信息的信任度会持有怀疑。要提高披露信息的可信度，有很多机制，比如为资产质量提供担保，建立声誉和发送信号等。声誉机制在重复博弈中才会有好的效果，而并购一般为一次性交易。被并方可以直接发送代表自身质量的有效信号或为出售资产的质量提供担保。

并购业绩承诺是缓解并购交易中信息不对称的重要途径之一。一方面，业绩承诺可以看成是被并方向主并方传递的信号，可以提高主并方对被并方未来收益可实现性的预期。“信号”需要满足两个条件：一是该信号必须有实施成本；二是该成本在好公司和差公司之间存在差异，且差公司的实施成本更高。业绩承诺的成本取决于做出该承诺的被并方在未来无法达到预期业绩的概率和无法达到预期业绩时需向主并方无条件支付的补偿金额。质量差的公司更可能完不成预期业绩目标，支付业绩补偿的概率及金额可能更大，因而承诺的成本也更高。所以差公司不会模仿好公司给出很高的业绩承诺，即业绩承诺与被并方的质量正相关。

另一方面，业绩承诺也可以看成是被并方为其承诺期内预期业绩提供的一份担保。如果业绩没有达到预期，则被并方负责提供差额补偿。这与一般商品交易中的“保修”类似：给定商品，保修程度越高（保修期越长、保修范围越大），交易的价格也会越高。

综上，当主并方将业绩承诺解读为被并方彰显其对资产质量信心的信号时，可以降低主并方感知到的风险；当主并方将业绩承诺解读为被并方对其承诺期内业绩的担保时则可以切实降低主并方的风险。从定价的角度来看，感知到的风险或实际风险的下降，都会使主并方在定价中对未来现金流折现时选择较低的期望回报率，从而提高了主并方可以接受的价格。与此同时，业绩承诺的担保功能也增强了被并方的讨价还价能力，最终使得交易价格被提高。

据此，本文提出如下假说：

假说 1：在其他条件不变的情况下，业绩承诺会增加并购溢价；业绩承诺程度与并购溢价正相关。

并购溢价由被并方于并购时的未确认净资产价值和已确认净资产评估价值相对于账面价值的溢价两部分组成（如图 1 所示）。被并方未来的盈利水平既受已确认资产质量的影响，也受未确认资产质量的影响。未确认净资产包括被并方的自创商誉和牌照价值等。与已确认净资产相比，未确认净资产因其看不见、摸不到及不可辨认的特点，价值的不确定性显然更大。未确认资产价值实际上不能直接确认，需要通过净资产公允价值减去已确认净资产公允价值的差额来间接地进行确认。被并方未确认净资产价值越高，并购双方在未确认净资产内容和价值方面的信息不对称越严重。在对未确认净资产进行定价时更需要业绩承诺作为信号来提高主并方对其价值的预期，或者为被并资产未来业绩提供担保。因此，我们预期业绩承诺对未确认净资产价值的影响力更大：

假说 2：业绩承诺对并购溢价中的未确认净资产价值和已确认净资产的溢价均会产生正向影响，且其对未确认净资产价值的影响要大于其对已确认净资产溢价的影响。

如上所述，业绩承诺对并购溢价的影响源于业绩承诺可以缓解交易双方的信息不对称。一方面，交易双方的信息不对称越严重，对业绩承诺的需求越高，业绩承诺对并购溢价的影

响也越大。比如，当被并方并购之前的盈利能力较弱时，由于业绩的持续性，在并购后被并标的具有较佳业绩的不确定性更大；再如，如果并购为非关联交易，则主并方获得被并方信息的途径要明显少于被并方为其关联方时所能获得信息的途径。在这两种情形下，主并方对业绩承诺的依赖程度会更高。另一方面，被并方签订业绩承诺时可以对承诺的内容进行不同的设定。承诺内容的不同会使业绩承诺具有不同的实现难度和可操控性，业绩承诺作为信号的强度也随之存在差异。譬如，业绩承诺一般针对的是利润指标，具体包括扣除非经常性损益后的净利润（简称“扣非净利润”）和包括了非经常性损益的净利润（简称“净利润”）两种。相较于净利润，扣非净利润显然更加严格，更能体现出被并方对其所出售资产持续盈利能力的信心。给定交易双方的信息不对称，较严格业绩承诺的信号作用会更强。据此，本文提出如下假说：

假说 3：在并购交易中，并购双方的信息不对称程度越大，或业绩承诺的信号作用越强，并购溢价幅度越大。

### 三、研究设计

#### （一）样本选择和数据来源

上市公司并购重组业绩承诺协议虽自 2008 年《上市公司重大资产重组管理办法》颁布之后就开始出现，但于 2012 年 11 月最高人民法院对“海富投资案”终审判决之后才开始在并购交易中逐渐增多（杨超等，2018），并在 2014 年重大资产重组管理办法重新修订后才在并购交易中被频繁使用（尹美群和吴博，2019）。另外，就重大并购来看，2014 年重新修订的重大资产重组管理办法中关于取消强制签订业绩承诺的新制度使得业绩承诺协议在签订规定上发生了实质性变化，2014 年前后重大并购中的业绩承诺在性质和作用上缺乏可比性，且比起旧制度模式下的业绩承诺，我们更关心当前新制度模式下业绩承诺带来的影响。因此，本文选择 2014-2018 年主并方为非金融类上市公司的重大资产重组<sup>2</sup>的并购事件为研究对象，在此基础上剔除数据缺失样本，最终得到的样本总数为 306。与并购溢价、业绩承诺、并购交易特征、被并方公司相关的数据通过手工搜集完成，其余数据来自国泰安数据库（CSMAR）。

#### （二）变量定义

##### 1. 被解释变量

被解释变量为并购溢价，包括总溢价程度（*PremiumRatio*）及其两个组成部分：未确认净资产的价值（*URNAPremiumRatio*）和已确认净资产的溢价（*RNAPremiumRatio*），总溢价 = (并购交易价格 - 被并方于并购时的净资产账面价值 × 收购的被并方股权比例) ÷ (被并方于并购时的净资产账面价值 × 收购的被并方股权比例)。被并方于并购时的净资产账面价值采用并购评估基准日的净资产账面价值。其中，已确认净资产的溢价（*RNAPremiumRatio*） = (被并方于并购时的已确认净资产评估价值 - 被并方于并购时的净资产账面价值) ÷ 被并方于并购时的净资产账面价值，未确认净资产的价值（*URNAPremiumRatio*） = (总溢价 - 已确认净资产的溢价) ÷ (被并方于并购时的净资产账面价值 × 收购的被并方股权比例)。

##### 2. 解释变量

解释变量为是否签订业绩承诺（*CommitDum*）和业绩承诺程度（*CommitRatio*）。*CommitDum* 为哑变量，签订业绩承诺为 1，否则为 0；*CommitRatio* = 业绩承诺总额 ÷ 被并方于并购时的净资产账面价值。

##### 3. 控制变量

参考现有研究（谢纪刚和张秋生，2013；Malmendier and Tate，2008；陈仕华和卢昌崇，2013；陈仕华和李维安，2016；李丹蒙等，2018；潘爱玲等，2018），我们控制了交易层面和公司层面的变量。交易层面的控制变量包括收购股权比例（*MergeRatio*）、并购交易对价支付方式（*PayMethod*）、是否为关联交易（*Relationship*）、并购相关性（*MergeRelate*）。公司层面的控制变量包括被并方盈利效率（*SonROA*）、被并方总资产规模（*SonSIZE*）、主并方第一大股东持股比例（*MumSH1*）、主并方高管过度自信程度（*MumOverConfidence*）、主并方规模（*MumSize*）、主并方成长性（*MumGrow*）、主并方财务杠杆（*MumLEV*）、主并方盈利能力（*MumROA*）、主并方股权性质（*MumSOE*）。此外，还控制了年度（*Year*）和行业（*Ind*）。所有变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	定义方法	
被解释变量	并购总溢价	<i>PremiumRatio<sub>t</sub></i>	(并购交易价格-被并方于并购时的净资产账面价值×收购的被并方股权比例)÷(被并方于并购时的净资产账面价值×收购的被并方股权比例)，被并方于并购时的净资产账面价值采用并购评估基准日的净资产账面价值	
	已确认净资产的溢价	<i>RNAPremiumRatio</i>	(被并方于并购时的已确认净资产评估价值-被并方于并购时的净资产账面价值)÷被并方于并购时的净资产账面价值	
	未确认净资产的价值	<i>URNAPremiumRatio</i>	(并购总溢价-已确认净资产的溢价)÷(被并方于并购时的净资产账面价值×收购的被并方股权比例)	
解释变量	是否签订业绩承诺	<i>CommitDum<sub>t</sub></i>	若在并购交易中签订业绩承诺则取值为 1、否则为 0	
	业绩承诺程度	<i>CommitRatio<sub>t</sub></i>	被并方承诺的业绩总额÷被并方于并购时的净资产账面价值	
控制变量	并购交易特征	收购股权比例	<i>MergeRatio<sub>t</sub></i>	本次并购收购的被并方股权比例
		并购交易对价支付方式	<i>PayMethod<sub>t</sub></i>	并购的支付方式为现金支付则取值为 1、否则为 0
		是否为关联交易	<i>Relationship<sub>t</sub></i>	若并购双方为关联方则取值为 1、否则取值为 0
		并购相关性	<i>MergeRelate<sub>t</sub></i>	若为相关并购（横向并购或纵向并购）则取值为 1、否则取值为 0
	被并方公司特征	被并方盈利效率	<i>SonROA<sub>t</sub></i>	被并方 t-1 年净利润÷t 年年初总资产
		被并方总资产规模	<i>SonSIZE<sub>t</sub></i>	ln(被并方 t 年年初总资产×本次收购被并方股权比例+1)

主并方公司特征	主并方第一大股东持股比例	$MumSH1_t$	主并方于 t 年年初的第一大股东持股比例
	主并方高管过度自信程度	$MumOverConfidence_t$	主并方高管于 t 年的持股数量若有增加则取值为 1、否则取值为 0
	主并方规模	$MumSize_t$	$\ln(\text{主并方 } t \text{ 年年初总资产}+1)$
	主并方成长性	$MumGrow_t$	$(\text{主并方 } t-1 \text{ 年营业收入}-t-2 \text{ 年营业收入}) \div t-2 \text{ 年营业收入}$
	主并方财务杠杆	$MumLEV_t$	主并方 t 年年初总负债 $\div$ t 年年初总资产
	主并方盈利能力	$MumROA_t$	主并方 t-1 年净利润 $\div$ t 年年初总资产
	主并方股权性质	$MumSOE_t$	国有企业则取值为 1、否则取值为 0

### (三) 研究模型

假说 1 关注是否有业绩承诺及承诺程度对并购总溢价的影响。为检验假说 1，构建模型 (1)。其中，CVs 为表 1 中列示的全部控制变量。根据假说 1，我们预期  $\beta_1$  显著为正。

$$PremiumRatio = \beta_0 + \beta_1 CommitDum/CommitRatio + \beta_2 CVs + \varepsilon \quad (1)$$

假说 2 预期业绩承诺会同时影响未确认净资产价值和已确认净资产溢价，且与已确认净资产的溢价相比，业绩承诺对未确认净资产的价值影响更大。为检验假说 2，将模型 (1) 的被解释变量分别替换成  $URNAPremiumRatio$  和  $RNAPremiumRatio$  进行检验。

假说 3 预期在并购交易中，并购双方信息不对称程度越大，或业绩承诺的信号作用越强，并购溢价幅度越大。为检验假说 3，将样本分别根据并购交易的信息不对称程度以及承诺传递出的信号强度进行分组检验。其中，并购交易的信息不对称程度分别用被并方并购前的盈利能力和并购双方是否为关联方来反映。当被并方的盈利能力较差时，被并方的未来经营状况有更大的不确定性，此时被并方更需要通过业绩承诺来向主并方传递其未来业绩的信心以赢得主并方的认可，同时也可以双方在博弈的过程中获得更大的讨价还价能力，使主并方愿意支付更高的对价。另外，当并购双方为非关联方时，主并方对被并方的了解程度更低、信息不对称性更大，此时更需要通过业绩承诺来传递积极信号。业绩承诺的信号强度通过承诺选择的指标来划分：重大并购中的业绩承诺有“扣非净利润”和“净利润”两类，与“净利润”相比，“扣非净利润”更能体现出公司核心业务的盈利能力、盈余的可持续性和公司的价值 (Fairfield et al., 1996; 刘宝华等, 2016)。我们认为与“净利润”相比，“扣非净利润”更加严格，更能反映购买资产持续的盈利能力，因而信号功能也更强。

## 四、实证结果

### (一) 描述性统计和相关系数分析

表 2 是相关变量的描述性统计结果。并购总溢价  $PremiumRatio$  的中位数和均值分别为 4.478 和 7.721，未确认净资产价值  $URNAPremiumRatio$  的中位数和均值分别为 3.718 和 6.746、已确认净资产溢价  $RNAPremiumRatio$  的均值和中位数则分别为 0.548 和 0.702。并购溢价中，未确认净资产的价值高于可辨认资产的溢价，这与样本期间并购溢价较高、产生很多天价商誉的情况相符。业绩承诺哑变量  $CommitDum$  的中位数和均值分别为 1 和 0.784，这表明近 78% 的重大并购中都会签订业绩承诺协议，业绩承诺在我国并购交易中扮演着重要角色。业

绩承诺的连续变量 *CommitRatio* 的中位数和均值分别为 1.412 和 2.690、这表明不同并购交易中的业绩承诺程度具有较大差异。控制变量的描述性统计结果与现有文献的结果基本一致。

表 3 是主要变量的相关系数表。由表 3 可见，两个自变量 (*CommitDum* 和 *CommitRatio*) 和三个因变量 (*PremiumRatio*, *RNAPremiumRatio* 和 *URNAPremiumRatio*) 之间，除了是否签订并购业绩承诺 (*CommitDum*) 和已确认净资产溢价 (*RNAPremiumRatio*) 之间的相关性在 Pearson 检验下不显著外，其他均显著正相关，与假说预期一致。此外，未报告的控制变量间相关性检验结果显示，自变量和控制变量及控制变量与控制变量之间的相关性都不是很高，相关系数绝对值大多低于 0.3，最大为 0.59，不存在严重的多重共线性问题。

表 2 变量描述性统计

变量	N	Min	Median	Mean	Max	SD
<i>PremiumRatio</i>	306	-0.500	4.478	7.721	89.120	12.191
<i>URNAPremiumRatio</i>	306	0.000	3.718	6.746	72.924	10.140
<i>RNAPremiumRatio</i>	306	-14.846	0.548	0.702	16.196	3.683
<i>CommitDum</i>	306	0.000	1.000	0.784	1.000	0.412
<i>CommitRatio</i>	306	0.000	1.412	2.690	37.144	5.026
<i>MergeRatio</i>	306	0.272	1.000	0.883	1.000	0.198
<i>PayMethod</i>	306	0.000	0.000	0.281	1.000	0.450
<i>Relationship</i>	306	0.000	1.000	0.650	1.000	0.478
<i>MergeRelate</i>	306	0.000	0.000	0.431	1.000	0.496
<i>SonROA</i>	306	-0.411	0.098	0.120	0.545	0.140
<i>SonSIZE</i>	306	16.722	19.555	19.761	23.632	1.435
<i>MumSH1</i>	306	0.095	0.272	0.285	0.587	0.118
<i>MumOverConfidence</i>	306	0.000	1.000	0.605	1.000	0.490
<i>MumSize</i>	306	20.118	22.214	22.347	25.202	0.971
<i>MumGrow</i>	306	-0.355	0.476	1.237	23.998	3.224
<i>MumLEV</i>	306	0.081	0.404	0.422	0.884	0.189
<i>MumROA</i>	306	-0.072	0.034	0.037	0.123	0.033
<i>MumSOE</i>	306	0.000	0.000	0.186	1.000	0.390

表 3 相关系数

变量	<i>PremiumRatio</i>	<i>URNAPremiumRatio</i>	<i>RNAPremiumRatio</i>	<i>CommitDum</i>	<i>CommitRatio</i>
<i>PremiumRatio</i>	1	0.82***	0.51***	0.35***	0.74***

<i>URNAPremiumRatio</i>	0.83***	1	0.11*	0.41***	0.75***
<i>RNAPremiumRatio</i>	0.49***	0.07	1	0.14**	0.31***
<i>CommitDum</i>	0.12**	0.19***	0.03	1	0.69***
<i>CommitRatio</i>	0.76***	0.81***	0.28***	0.28***	1

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。表中下三角部分为 Pearson 相关系数，上三角部分为 Spearman 相关系数。简洁起见，未列出控制变量间的相关系数，备存待索。

## (二) 回归结果

### 1. 业绩承诺对并购总溢价的影响（假说 1）

表 4 报告了业绩承诺对并购总溢价的影响的回归结果。表 4 中的列（1）仅加入 *CommitDum*，列（2）进一步控制行业和年度固定效应，列（3）进一步加入其他控制变量。结果显示 *CommitDum* 的回归系数分别在 5%、1%和 5%的水平上显著为正，说明签订业绩承诺会增加并购的总溢价。表 4 中的列（4）-（6）与列（1）-（3）相似，用 *CommitRatio* 代替了 *CommitDum*。结果显示 *CommitRatio* 的回归系数均在 1%的水平上显著为正，这表明随着业绩承诺程度的提高，并购总溢价也随之增加。综上，假说 1 得到支持。

此外，从列（1）和列（4）的 Adj. R<sup>2</sup> 的数值差异可以看出，*CommitRatio* 对 *PremiumRatio* 的解释程度（57.8%）要明显高于 *CommitDum* 对 *PremiumRatio* 的解释程度（1.2%），这说明主并方在判断并购价值并进行并购定价时，不仅仅关注被并方是否给予了业绩承诺；比起是否给予业绩承诺，主并方更注重承诺的程度。从列（4）的 Adj. R<sup>2</sup> 还可以看出，*CommitRatio* 对 *PremiumRatio* 的单独解释程度高达 57.8%，这说明业绩承诺程度确实是决定并购溢价程度的关键因素，是并购溢价的主要来源之一。

表 4 并购业绩承诺对并购溢价的影响（H1）

变量	<i>PremiumRatio</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CommitDum</i>	3.690** (2.18)	4.244*** (4.23)	2.340** (2.10)			
<i>CommitRatio</i>				1.845*** (5.42)	1.869*** (4.94)	1.805*** (4.66)
<i>MergeRatio</i>			-1.044 (-0.33)			-1.088 (-0.76)
<i>PayMethod</i>			0.450 (0.30)			-0.226 (-0.25)
<i>Relationship</i>			-4.039** (-2.17)			-1.921** (-2.01)
<i>MergeRelate</i>			-2.119			-0.874

							(-1.23)	(-1.22)
							18.925**	8.078**
							(2.42)	(2.24)
							-1.397*	0.001
							(-1.84)	(0.00)
							-5.596	1.006
							(-0.84)	(0.43)
							1.025	-0.277
							(0.73)	(-0.36)
							1.571**	-0.240
							(2.14)	(-0.27)
							0.048	-0.049
							(0.28)	(-0.79)
							-2.799	1.534
							(-0.99)	(0.94)
							1.727	0.841
							(0.07)	(0.08)
							-2.832	-0.404
							(-1.39)	(-0.49)
<i>Year / Ind</i>	未控制	控制	控制	未控制	控制	控制		
Constant	4.827***	-3.766*	-3.620	2.757***	-0.026	6.556		
	(3.22)	(-1.67)	(-0.26)	(3.45)	(-0.04)	(0.63)		
N	306	306	306	306	306	306		
Adj. R <sup>2</sup>	0.012	0.096	0.190	0.578	0.669	0.668		

注：括号内为使用稳健标准误后的 t 值，\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著，*YEAR/IND* 指的是年度和行业的固定效应，以下各表同。

## 2. 业绩承诺对并购溢价不同组成部分的影响（假说 2）

表 5 中，我们分别按照未确认净资产价值和已确认净资产溢价的中值将样本分成高低两组，考察在不同组别中业绩承诺的差异。表 5 的 PanelA 是按照未确认净资产价值高低分组的结果。在未确认净资产价值较高和较低组别中，分别有 92.2% 和 64.7% 的样本有业绩承诺，前者显著高于后者。*CommitRatio* 在两组中的均值分别为 4.395 和 0.985，也是前者显著大于后者。表 5 的 PanelB 是按照已确认净资产溢价高低分组的结果，两组间的差异与 PanelA 类

似。另外，无论是 *CommitDum* 还是 *CommitRatio* 的均值和中位数在未确认净资产价值不同的情况下的差异程度均大于其在已确认净资产溢价程度不同的情况下的差异程度，这表明在未控制其他因素的情况下，业绩承诺对未确认净资产价值的影响大于其对已确认净资产溢价的影响。

表 6 报告了业绩承诺对并购总溢价两个组成成分的影响的回归结果。表 6 的 PanelA 是以 *URNAPremiumRatio* 为被解释变量，列 (1) - (3) 的自变量为 *CommitDum*，列 (1) 仅加入 *CommitDum*，列 (2) 进一步控制行业和年度固定效应，列 (3) 加入所有其他控制变量。结果显示 *CommitDum* 的回归系数分别在 1%、1% 和 5% 的水平上显著为正，这表明签订业绩承诺会增加并购中被并方未确认净资产的价值。列 (4) - (6) 是以 *CommitRatio* 为解释变量，结果显示 *CommitRatio* 的回归系数在未控制其他变量、控制行业和年度固定效应以及再加入其他控制变量的情况下均在 1% 的水平上显著为正，这表明业绩承诺程度的增加会显著提高并购中被并方未确认净资产的价值。表 6 的 PanelB 是以 *RNAPremiumRatio* 为被解释变量，结果显示 *CommitDum* 的回归系数均不显著，*CommitRatio* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正，这表明单纯地签订业绩承诺并不会显著增加被并方已确认净资产的溢价，但业绩承诺程度的增加会显著提高并购中被并方已确认净资产的溢价。进一步地，表 6 的 PanelA 各回归的  $Adj. R^2$  和 PanelB 中对应回归的  $Adj. R^2$  显示，*CommitDum* 对 *URNAPremiumRatio* 的解释程度(3.5%)要明显高于其对 *RNAPremiumRatio* 的解释程度(0%)，*CommitRatio* 对 *URNAPremiumRatio* 的解释程度(66.2%)要明显高于其对 *RNAPremiumRatio* 的解释程度(7.6%)，这说明业绩承诺对未确认净资产定价的影响力要远大于其对已确认净资产溢价的影响力，且与是否签订业绩承诺 (*CommitDum*) 相比，业绩承诺的程度 (*CommitRatio*) 对未确认净资产价值和已确认净资产溢价的影响力更大。另外，由于 *URNAPremiumRatio* 和 *RNAPremiumRatio* 的大小和取值范围存在较大差异，系数大小不能直接相比，故需要进行标准化后再进行比较。为此，对 *URNAPremiumRatio* 和 *RNAPremiumRatio* 进行标准化(生成新的被解释变量 *StdURNAPremiumRatio* 和 *StdRNAPremiumRatio*)，然后重新进行回归，结果如表 6 的 PanelC 所示，回归系数值大小表明业绩承诺对未确认净资产价值的影响确实大于其对已确认净资产溢价的影响，例如：*CommitRatio* 对 *StdURNAPremiumRatio* 和 *StdRNAPremiumRatio* 的回归系数分别显著为 0.154 和 0.064，这说明 *CommitRatio* 每增加 1 个单位，会使 *URNAPremiumRatio* 和 *RNAPremiumRatio* 分别增加 0.154 个标准差和 0.064 个标准差，*CommitRatio* 对 *URNAPremiumRatio* 的影响更大。综上，假说 2 得到验证。

此外，从商誉确认和计量的视角看，*CommitRatio* 对 *URNAPremiumRatio* 的上述影响还表明，业绩承诺程度是主并方商誉规模的重要决定因素。从会计的角度，*CommitRatio* 对 *RNAPremiumRatio* 的上述影响还给我们如下启示：业绩承诺程度会增加主并方个表报表中的资本公积、同一控制下主并方合并报表中的资本公积、以及非同一控制下被并方在主并方合并报表中的账面价值<sup>3</sup>。目前对于非同一控制企业合并的后续会计计量，主并方在被并方业绩承诺未实现时通常仅对商誉计提减值。这样的会计处理可能是不全面的。按照商誉减值的逻辑，是否也应根据并购时业绩承诺影响被并方已确认净资产溢价的程度，考虑对被并方在主并方合并报表中的账面价值计提合理的减值？另外，对于同一控制企业合并的后续会计计量，是否需要根据业绩承诺增加并购溢价的程度及被并方业绩承诺的完成情况调整主并方报表中相应的资本公积？这是会计理论与实务中值得思考和研究的问题。

表 5 并购业绩承诺与并购溢价各组成部分：分组检验 (H2)

Panel A: 按未确认净资产价值分组				
变量	差额类	未确认净资产价值较高	未确认净资产价值较低	差额

	型	(N=153)	(N=153)	
<i>CommitDum</i>	均值	0.922	0.647	0.275***
	中位数	1.000	1.000	0.000
<i>CommitRatio</i>	均值	4.395	0.985	3.410***
	中位数	2.944	0.532	2.412***

Panel B: 按已确认净资产溢价分组

变量	差额类型	已确认净资产溢价较高 (N=153)	已确认净资产溢价较低 (N=153)	差额
<i>CommitDum</i>	均值	0.830	0.739	0.092***
	中位数	1.000	1.000	0.000
<i>CommitRatio</i>	均值	3.893	1.487	2.407***
	中位数	2.160	0.896	1.264***

注：均值差异检验采用的是 T 检验，中位数差异检验采用的是 Wilcoxon 检验。

表 6 业绩承诺对各溢价成分的影响检验 (H2)

Panel A: 业绩承诺对未确认净资产公允价值的影响检验

变量	<i>URNAPremiumRatio</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CommitDum</i>	4.782***	3.464***	1.968**			
	(4.57)	(3.01)	(1.98)			
<i>CommitRatio</i>				1.642***	1.615***	1.559***
				(5.43)	(4.80)	(4.59)
<i>MergeRatio</i>			-3.978			-4.039*
			(-1.31)			(-1.91)
<i>PayMethod</i>			0.698			0.112
			(0.50)			(0.14)
<i>Relationship</i>			-3.424*			-1.600
			(-1.95)			(-1.64)
<i>MergeRelate</i>			-2.121			-1.049
			(-1.36)			(-1.36)
<i>SonROA</i>			18.284**			8.903**

			(2.53)			(2.21)
<i>SonSIZE</i>			-1.028			0.179
			(-1.37)			(0.31)
<i>MumSHI</i>			-2.988			2.729
			(-0.45)			(0.76)
<i>MumOverConfidence</i>			1.242			0.118
			(0.96)			(0.15)
<i>MumSize</i>			1.655**			0.094
			(2.32)			(0.11)
<i>MumGrow</i>			-0.049			-0.132*
			(-0.30)			(-1.87)
<i>MumLEV</i>			-0.501			3.245
			(-0.16)			(1.44)
<i>MumROA</i>			-4.971			-5.701
			(-0.20)			(-0.46)
<i>MumSOE</i>			-4.550**			-2.445**
			(-2.45)			(-2.49)
<i>Year / Ind</i>	未控制	控制	控制	未控制	控制	控制
Constant	2.995***	-3.502	-11.557	2.328***	-0.353	-2.837
	(3.81)	(-1.63)	(-0.83)	(3.61)	(-0.33)	(-0.26)
N	306	306	306	306	306	306
Adj. R <sup>2</sup>	0.035	0.034	0.155	0.662	0.655	0.670

Panel B: 业绩承诺对已确认净资产溢价的影响检验

变量	<i>RNAPremiumRatio</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CommitDum</i>	0.289	0.814	0.524			
	(0.40)	(1.09)	(0.67)			
<i>CommitRatio</i>				0.206***	0.223***	0.236***
				(3.08)	(3.58)	(3.00)
<i>MergeRatio</i>			2.559			2.648

			(1.44)			(1.57)
<i>PayMethod</i>			-0.010			-0.086
			(-0.02)			(-0.17)
<i>Relationship</i>			-0.420			-0.119
			(-0.78)			(-0.20)
<i>MergeRelate</i>			0.165			0.340
			(0.31)			(0.63)
<i>SonROA</i>			2.106			0.750
			(0.78)			(0.27)
<i>SonSIZE</i>			0.072			0.255
			(0.28)			(0.90)
<i>MumSHI</i>			-1.182			-0.384
			(-0.59)			(-0.18)
<i>MumOverConfidence</i>			-0.030			-0.203
			(-0.06)			(-0.42)
<i>MumSize</i>			-0.179			-0.428
			(-0.55)			(-1.17)
<i>MumGrow</i>			0.058			0.043
			(1.05)			(0.84)
<i>MumLEV</i>			-1.888			-1.344
			(-1.27)			(-0.88)
<i>MumROA</i>			3.067			2.803
			(0.38)			(0.38)
<i>MumSOE</i>			1.429*			1.709***
			(1.92)			(2.60)
<i>Year / Ind</i>	未控制	控制	控制	未控制	控制	控制
Constant	0.475	-0.319	0.830	0.147	0.254	2.441
	(0.67)	(-0.43)	(0.13)	(0.59)	(0.36)	(0.36)
N	306	306	306	306	306	306
Adj. R <sup>2</sup>	0.000	0.117	0.124	0.076	0.202	0.212

Panel C: 对被解释变量进行标准化后的检验结果

变量	<i>StdURNAPremiumRatio</i>		<i>StdRNAPremiumRatio</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CommitDum</i>	0.194** (1.98)		0.142 (0.67)	
<i>CommitRatio</i>		0.154*** (4.59)		0.064*** (3.00)
<i>MergeRatio</i>	-0.392 (-1.31)	-0.398* (-1.91)	0.695 (1.44)	0.719 (1.57)
<i>PayMethod</i>	0.069 (0.50)	0.011 (0.14)	-0.003 (-0.02)	-0.023 (-0.17)
<i>Relationship</i>	-0.338* (-1.95)	-0.158 (-1.64)	-0.114 (-0.78)	-0.032 (-0.20)
<i>MergeRelate</i>	-0.209 (-1.36)	-0.103 (-1.36)	0.045 (0.31)	0.092 (0.63)
<i>SonROA</i>	1.803** (2.53)	0.878** (2.21)	0.572 (0.78)	0.204 (0.27)
<i>SonSIZE</i>	-0.101 (-1.37)	0.018 (0.31)	0.019 (0.28)	0.069 (0.90)
<i>MumSHI</i>	-0.295 (-0.45)	0.269 (0.76)	-0.321 (-0.59)	-0.104 (-0.18)
<i>MumOverConfidence</i>	0.122 (0.96)	0.012 (0.15)	-0.008 (-0.06)	-0.055 (-0.42)
<i>MumSize</i>	0.163** (2.32)	0.009 (0.11)	-0.049 (-0.55)	-0.116 (-1.17)
<i>MumGrow</i>	-0.005 (-0.30)	-0.013* (-1.87)	0.016 (1.05)	0.012 (0.84)
<i>MumLEV</i>	-0.049 (-0.16)	0.320 (1.44)	-0.513 (-1.27)	-0.365 (-0.88)
<i>MumROA</i>	-0.490	-0.562	0.833	0.761

	(-0.20)	(-0.46)	(0.38)	(0.38)
<i>MumSOE</i>	-0.449**	-0.241**	0.388*	0.464***
	(-2.45)	(-2.49)	(1.92)	(2.60)
<i>Year / Ind</i>	未控制	控制	控制	未控制
	-1.805	-0.945	0.035	0.472
Constant	(-1.32)	(-0.88)	(0.02)	(0.26)
N	306	306	306	306
Adj. R <sup>2</sup>	0.155	0.670	0.124	0.212

### 3. 业绩承诺对并购溢价的影响机制：信号传递效应（假说3）

根据假说3，信息不对称程度越大（被并方盈利能力较弱或并购双方为非关联方），或业绩承诺的信号作用更强（承诺额采用“扣非净利润”）时，对并购溢价的影响越大。我们分别按照上述三个指标（被并方盈利能力、并购双方关系和承诺额类型）对样本进行分组（其中，对于被并方盈利能力强弱的判断，以其并购前一年总资产净利率的中位数为标准），再按照模型（1）分别进行回归。结果如表7所示。按照被并方盈利能力强弱分组的结果报告在列（1）-（2）中。*CommitRatio*在列（1）和（2）中的系数分别为1.557和2.329，均在1%的水平上显著，且组间差异检验显著，列（2）的系数在10%的水平上显著大于列（1）。按照并购是否属于关联交易进行分组，结果列示于列（3）-（4）。结果发现，*CommitRatio*在非关联交易组中的系数显著高于关联交易并购组。最后，按照承诺所采用的是否为“扣非净利润”这一硬指标进行分组检验的结果报告于列（5）-（6）中。*CommitRatio*的系数在“扣非”组显著为正，在未“扣非”组不显著，且组间差异检验显著。综上，假说3得到支持。上述结果也恰恰表明，并购业绩承诺影响并购溢价的机制是信号传递效应。

表7 信息不对称、并购业绩承诺与并购溢价（H3）

变量	<i>PremiumRatio</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	盈利能力较强	盈利能力较弱	关联交易	非关联交易	采用“扣非净利润”	未采用“扣非净利润”
<i>CommitRatio</i>	1.557***	2.329***	1.234*	2.269***	2.304***	-0.206
	(3.35)	(14.70)	(1.84)	(38.80)	(32.22)	(-1.42)
<i>MergeRatio</i>	-0.773	-0.354	-0.340	-1.819	-3.120*	5.295**
	(-0.24)	(-0.21)	(-0.17)	(-0.70)	(-1.84)	(2.00)
<i>PayMethod</i>	0.885	-0.873	-0.953	-0.320	-1.891**	1.935
	(0.54)	(-0.70)	(-0.79)	(-0.24)	(-2.11)	(1.12)
<i>Relationship</i>	-4.084**	-1.345			-1.275	2.178
	(-1.98)	(-1.34)			(-1.41)	(1.61)

<i>MergeRelate</i>	-1.837 (-1.47)	-0.507 (-0.55)	-0.593 (-0.57)	-0.672 (-0.63)	-0.740 (-0.94)	-0.981 (-0.85)
<i>SonROA</i>	29.480** (2.40)	2.332 (0.71)	7.978** (2.02)	6.104** (2.00)	2.288 (0.96)	10.040*** (2.75)
<i>SonSIZE</i>	1.294 (1.06)	-0.795* (-1.77)	-0.096 (-0.13)	-0.133 (-0.27)	-0.313 (-0.90)	-1.118* (-1.88)
<i>MumSHI</i>	0.317 (0.06)	-0.578 (-0.20)	-4.865 (-1.58)	4.322 (0.97)	-0.758 (-0.34)	-3.921 (-0.88)
<i>MumOverConfidence</i>	-0.316 (-0.26)	0.045 (0.05)	0.685 (0.61)	-2.168 (-1.36)	-0.659 (-1.06)	-0.044 (-0.03)
<i>MumSize</i>	-1.218 (-0.65)	0.397 (0.65)	-0.418 (-0.46)	1.030 (0.75)	-0.269 (-0.51)	0.964 (1.10)
<i>MumGrow</i>	0.027 (0.12)	0.009 (0.13)	-0.090 (-1.05)	-0.080 (-0.59)	-0.045 (-0.61)	-0.017 (-0.10)
<i>MumLEV</i>	3.481 (0.93)	2.015 (0.84)	2.277 (0.90)	0.006 (0.00)	0.393 (0.22)	-0.928 (-0.23)
<i>MumROA</i>	10.264 (0.53)	6.989 (0.66)	-4.738 (-0.44)	9.432 (0.56)	-4.286 (-0.46)	32.838 (1.22)
<i>MumSOE</i>	-1.939 (-1.41)	0.294 (0.37)	-1.332 (-0.97)	-2.225 (-1.20)	-0.644 (-1.02)	-0.869 (-0.53)
<i>Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-4.046 (-0.18)	9.565 (0.92)	10.404 (1.10)	-1.521 (-0.06)	18.481** (2.11)	-8.915 (-0.64)
N	153	153	199	107	207	99
Adj. R <sup>2</sup>	0.674	0.663	0.476	0.905	0.917	0.297
组间差异P值	Chi2=3.05*		Chi2=2.82*		Chi2=340.74***	
(Suest检验)	(P=0.081)		(P=0.093)		(P=0.000)	

### (三) 进一步分析：并购业绩承诺的经济后果

上述研究表明，业绩承诺有助于提高并购溢价。那么，业绩承诺是否提高了主并方的并购效率？现有研究认为，被并方承诺的业绩相对其当前业绩越高，业绩承诺被虚高的可能性就越大，承诺被实现的可能性就越低（王竞达和范庆泉，2017），从而增加主并方在并购后

的经营风险和财务风险（张继德等，2019）。如果主并方通过支付更多对价“购买”的业绩在未来并未兑现，则表明该溢价是“价不符实”的，主并方在并购时很可能因不切实际的业绩承诺而支付了高价，使得并购溢价和合并商誉中产生泡沫，对主并方的未来业绩产生不利影响。反之，则表明该溢价“价有所值”，业绩承诺传递出的信号具有较好的可信度。

为判断业绩承诺带来的并购溢价是否“价有所值”，本文进一步检验因为业绩承诺带来的溢价是否有助于预期业绩目标的达成。该检验限于有业绩承诺的样本。首先，衡量出业绩承诺带来的溢价（*PremiumByCommit*）：用模型（1）估计出 *CommitRatio* 的回归系数，并将该系数值与样本中的 *CommitRatio* 值相乘，二者的乘积即是因业绩承诺带来的并购溢价。其次，衡量业绩达成情况：分别以“业绩承诺完成率（*Achieve*，等于到并购后某一时点累计已完成的业绩额度与承诺到该时点累计应该完成的业绩额度的比值）”和“是否完成业绩承诺（*AchieveDum*，*Achieve* 大于或等于 1 则取值为 1、否则取值为 0）”来衡量。最后，以业绩完成度（*Achieve* 和 *AchieveDum*）为因变量，以 *PremiumByCommit* 为解释变量，同时控制可能影响被并方业绩承诺完成情况的因素：并购交易对价支付方式（*PayMethod*）、并购双方是否为关联方（*Relationship*）、承诺额类型（*Type*，若采用“扣非净利润”则取值为 1、否则取值为 0）、补偿方式（*CompensateMethod*，若未完成承诺时采用现金补偿则取值为 1、否则取值为 0）、被并方盈利规模（*SonProfit*，等于被并方并购前一年净利润加 1 后的自然对数值）、被并方公司规模（*SonSize*）、被并方盈利能力（*SonROA*）、被并方财务杠杆（*SonLEV*，等于被并方于并购当年年初负债总额占总资产的比例）、年度和行业，然后进行回归。

回归结果如表 8 所示：在由较高业绩承诺带来更高溢价的并购交易中，被并方在未来实现业绩承诺的可能性更大。这表明，从市场整体情况来看，被并方做出的业绩承诺程度是比较切合实际的，较高的业绩承诺具有更高的质量和可靠性，主并方因业绩承诺而支付较高对价的行为是理性的，业绩承诺增加的并购溢价是“价有所值”的。从政策的角度看，上述结果还表明，业绩承诺在市场中的实施结果符合我国政策上推行并购业绩承诺的初衷，即：业绩承诺实现了并购双方的双赢，有助于提高并购质量。我们的研究结果与吕长江和韩慧博（2014）的发现比较一致。

表 8 并购业绩承诺与业绩实现

变量	<i>Achieve</i>	<i>AchieveDum</i>
	(1)	(2)
<i>PremiumByCommit</i>	0.013** (2.47)	0.003* (1.80)
<i>PayMethod</i>	0.004 (0.04)	-0.057 (-1.00)
<i>Relationship</i>	0.071 (0.47)	0.024 (0.44)
<i>CompensateMethod</i>	-0.848*** (-4.62)	-0.082 (-1.08)
<i>SonSIZE</i>	-0.044 (-0.87)	-0.062*** (-2.90)

	-0.215	-0.146
<i>SonROA</i>	(-0.49)	(-0.89)
	-0.106	-0.016
<i>SonLEV</i>	(-0.39)	(-0.17)
<i>Year / Ind</i>	控制	控制
	-0.830	1.084**
<i>Constant</i>	(-0.71)	(2.11)
N	240	240
Adj. R <sup>2</sup>	0.361	0.077

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 内生性问题的处理

考虑到可能存在由于是否签订业绩承诺而造成的样本自选择问题，本文采用 Heckman 两阶段法来加以解决。第一阶段中构建影响是否签订并购业绩承诺的 Probit 模型，以“是否签订业绩承诺 (*CommitDum*，若签订则取值为 1、否则取值为 0)”为被解释变量，并参考现有研究（杨超等，2018；尹美群等，2019），以可能影响业绩承诺协议签订的因素为解释变量：收购股权比例 (*MergeRatio*)、并购交易对价支付方式 (*PayMethod*)、是否为关联交易 (*Relationship*)、并购相关性 (*MergeRelate*)、并购规模 (*MergeScale*，等于交易价值与被并方并购当年年初资产总额的比例)、被并方公司规模 (*SonSIZE*)、被并方财务杠杆 (*SonLEV*)、被并方盈利能力 (*SonROA*)、主并方现金水平 (*MumCash*，等于主并方并购当年年初的现金持有量占总资产的比例)、主并方第一大股东持股比例 (*MumSHI*)、主并方公司规模 (*MumSize*)、主并方财务杠杆 (*MumLEV*)、主并方盈利能力 (*MumROA*)、主并方市值账面比 (*MumMTB*，等于主并方并购当年年初的市场价值与账面价值的比例)、主并方股权性质 (*SOE*)，并控制年度和行业，进行 Probit 回归，得到逆米尔斯比率 (*IMR*)。第二阶段，将第一阶段计算出的 *IMR* 加入至主检验模型中的解释变量中，然后进行第二阶段回归，结果如表 9 所示，结论保持不变。从表 9 的结果也可以看出，*IMR* 并不显著，这说明本文的实证结果并不存在严重的因是否签订业绩承诺协议而导致的自选择问题。

另外，为进一步排除可能由于是否签订业绩承诺而产生的样本自选择问题，本文还进一步剔除未签订业绩承诺协议的样本，然后根据主回归模型对有业绩承诺的子样本进行重新检验，结果如表 10 所示，结论依然保持不变。

##### 2. 其他稳健性检验

替换解释变量和被解释变量：用“承诺总额加 1 后的自然对数 (*CommitSize*)”替换主检验中的解释变量“*CommitRatio*”，用“溢价总额加 1 后的自然对数 (*PremiumSize*)”替换主检验中的被解释变量“*PremiumRatio*”，用“被并方未确认净资产价值总额加 1 后的自然对数 (*URNAPremiumSize*)”替换主检验中的被解释变量“*URNAPremiumRatio*”，用“被并方已确认净资产公允价值高于账面价值的数额加 1 后的自然对数（若公允价值低于账面价值，则低于的数额减 1 后的绝对值取对数后再乘以-1）(*RNAPremiumSize*)”替换主检验中的被解释变量“*RNAPremiumRatio*”，然后重新检验业绩承诺对并购溢价的影响，结论保持不变。此部分结果未报告，备存待索。

表 9

## Heckman 检验

Panel A: 针对假说1和假说2的Heckman检验						
变量	<i>PremiumRatio</i>		<i>URNAPremiumRatio</i>		<i>RNAPremiumRatio</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	全样本	全样本	全样本	全样本	全样本
<i>CommitDum</i>	2.166*		1.849*		0.510	
	(1.74)		(1.79)		(0.66)	
<i>CommitRatio</i>		1.806***		1.560***		0.235***
		(4.64)		(4.58)		(2.97)
<i>IMR</i>	-0.400	0.153	-0.274	0.213	-0.032	-0.056
	(-0.24)	(0.18)	(-0.16)	(0.19)	(-0.03)	(-0.06)
<i>Control / Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-3.705	6.677	-11.615	-2.668	0.823	2.397
	(-0.26)	(0.65)	(-0.84)	(-0.26)	(0.13)	(0.37)
N	306	306	306	306	306	306
Adj. R <sup>2</sup>	0.187	0.667	0.152	0.669	0.121	0.209

Panel B: 针对假说3的Heckman检验						
变量	<i>PremiumRatio</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	盈利能力较强	盈利能力较弱	关联交易	非关联交易	采用“扣非净利润”	未采用“扣非净利润”
<i>CommitRatio</i>	1.546***	2.339***	1.240*	2.264***	2.300***	-0.209
	(3.28)	(14.61)	(1.84)	(38.14)	(31.56)	(-1.42)
<i>IMR</i>	-3.403	0.891	1.399	-1.537	-2.675**	-0.339
	(-0.98)	(0.99)	(1.13)	(-1.40)	(-2.12)	(-0.30)
<i>Control / Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-3.935	10.196	12.756	-1.272	16.049*	-8.824
	(-0.18)	(1.02)	(1.41)	(-0.05)	(1.88)	(-0.63)
N	153	153	199	107	207	99
Adj. R <sup>2</sup>	0.674	0.662	0.475	0.905	0.918	0.287

组间差异P值	Chi2=3.16*	Chi2=2.77*	Chi2=334.51***
(Suest检验)	(P=0.075)	(P=0.096)	(P=0.000)

表 10 仅保留有业绩承诺样本的检验

Panel A: 针对假说1和假说2的检验

变量	<i>PremiumRatio</i>		
	(1)	(2)	(3)
	有承诺的样本	有承诺的样本	有承诺的样本
<i>CommitRatio</i>	1.866*** (5.03)	1.645*** (5.08)	0.208*** (2.62)
<i>Control / Year / Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	29.164* (1.91)	23.949* (1.66)	4.043 (0.68)
N	240	240	240
Adj. R <sup>2</sup>	0.737	0.716	0.203

Panel B: 针对假说3的检验

变量	<i>PremiumRatio</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	有承诺且盈利能力较强	有承诺且盈利能力较弱	有承诺且关联交易	有承诺且非关联交易	有承诺且采用“扣非净利润”	有承诺且未采用“扣非净利润”
<i>CommitRatio</i>	1.628*** (3.55)	2.409*** (14.23)	1.261** (2.05)	2.298*** (35.61)	2.304*** (32.22)	0.004 (0.01)
<i>Control / Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	25.638 (1.10)	29.330** (2.07)	31.967** (2.14)	35.498** (2.15)	18.481** (2.11)	94.113 (1.15)
N	136	104	155	85	207	33
Adj. R <sup>2</sup>	0.706	0.857	0.528	0.944	0.917	-0.479

组间差异P值	Chi2=3.25*	Chi2=3.48*	Chi2=60.05***
(Suest检验)	(P=0.072)	(P=0.062)	(P=0.000)

## 五、研究结论与启示

业绩承诺是我国市场中上市公司并购的特有特征，有助于缓解并购双方间的信息不对称，在并购中发挥着重要的信号功能。本文以 2014-2018 年主并方为 A 股非金融类上市公司的重大并购交易为样本，研究了业绩承诺对并购溢价及其不同组成部分的影响。研究表明，

(1) 业绩承诺是缓解主并方与被并方信息不对称的有效信号。被并方对未来业绩进行承诺，或承诺的幅度越大，并购溢价越高。(2) 按照并购的净资产是否体现在被并方账面上，将所购买的资产分为已确认净资产和未确认净资产。实证结果发现，业绩承诺对未确认净资产价值和已确认净资产溢价均有正向影响，且其对未确认净资产价值的影响力要远大于其对已确认净资产的影响力。(3) 当并购交易信息不对称性更大（如被并方的盈利能力较差或并购双方为非关联方）或承诺的信号作用更强（如承诺额为“扣非净利润”而非“净利润”）时，业绩承诺对并购溢价的上述影响更强。(4) 进一步研究还发现，业绩承诺“价有所值”，承诺带来的溢价程度与未来被并方预期业绩的实现显著正相关，说明根据业绩承诺增加并购溢价的行为是理性的。

本文创新性地将溢价划分为已确认净资产溢价和未确认净资产价值两个组成部分，首次研究了并购业绩承诺对并购总溢价中各组成部分的影响。另外，我们考虑了并购中的信息不对称程度和业绩承诺本身的特征，在多个横截面上检验了业绩承诺对并购溢价的影响，进一步验证了信息不对称理论。本研究对并购交易的市场监管和并购双方都有重要的参考价值。具体地，对被并方来说，在其他条件不变的情况下，可以通过优化业绩承诺，如对具体承诺指标的选择，来提高并购交易价格，从而在并购博弈中尽可能地为自己创造更多的并购收益。对主并方来说，可以利用业绩承诺的信号作用来降低自身在并购交易所处的信息劣势，以降低并购溢价泡沫和未来可能面临的商誉减值等并购风险，并在会计后续计量过程中根据并购类型和业绩承诺影响溢价的程度，确定其应根据业绩承诺完成情况计提商誉减值的合理程度。对于监管方来说，在业绩承诺的签订方面运用市场机制的同时，应加强对并购溢价和业绩承诺履约情况的监管，为并购交易营造良好的监管环境。

## 注释

1 目前学术界和实务中对业绩承诺的叫法不一，业绩承诺又被称为业绩补偿承诺、盈利预测补偿协议、业绩承诺与对价调整协议、利润补偿协议、业绩承诺与利润补偿等，本文统称为业绩承诺。

2 重大资产重组指的是被并公司的资产总额、营业收入或资产净额相对较大的收购，详见《上市公司重大资产重组管理办法》。

3 我国企业会计准则规定，在非同一控制下企业合并中，购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方已确认净资产公允价值份额的差额，应在购买方个别报表中确认为资本公积，在购买方合并报表中确认为商誉；购买方对合并中取得的被购买方已确认净资产公允价值份额大于其账面价值份额的差额，应在购买方合并报表中计入被并方资产的账面价值。在同一控制下企业合并中，合并方对合并成本大于合并中取得的被合并方已确认净资产相对于最终控制方而言的账面价值份额的差额，应在合并方个别报表和合并报表中计入资本公积。

## 主要参考文献

- [1] 陈仕华, 李维安. 2016. 并购溢价决策中的锚定效应研究. 经济研究, 6: 114-127
- [2] 陈仕华, 卢昌崇. 2013. 企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究. 管理世界, 5: 144-156

- [3] 程凤朝, 刘家鹏. 2011. 上市公司并购重组定价问题研究. 会计研究, 11: 40~46
- [4] 刘向强, 孙健, 袁蓉丽. 2018. 并购业绩补偿承诺与审计收费. 会计研究, 12: 70~76
- [5] 刘宝华, 罗宏, 周微. 2016. 股权激励行权限制与盈余管理优序选择. 管理世界, 11: 141~155
- [6] 刘浩, 杨尔稼, 麻樟城. 2011. 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. 财经研究, 10: 58~69
- [7] 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, 6: 3~13
- [8] 李丹蒙, 叶建芳, 卢思绮, 曾森. 2018. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉. 会计研究, 10: 50~57
- [9] 李文秀, 郑晓媛, 王军辉. 2019. 2018年度上市公司重大资产重组资产评估分析报告. 中国资产评估, 8: 30~37
- [10] 潘爱玲, 刘文楷, 王雪. 2018. 管理者过度自信、债务容量与并购溢价. 南开管理评论, 3: 35~45
- [11] 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, 3: 46~52
- [12] 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
- [13] 谢纪刚, 张秋生. 2013. 股份支付、交易制度与商誉高估——基于中小板公司并购的数据分析. 会计研究, 12: 47~52
- [14] 许年行, 张华, 吴世农. 2008. 附加承诺具有信号传递效应吗?. 管理世界, 3: 142~151
- [15] 杨超, 谢志华, 宋迪. 2018. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效. 南开管理评论, 6: 198~209
- [16] 尹美群, 吴博. 2019. 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. 中央财经大学学报, 10: 53~67
- [17] 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, 6: 35~42
- [18] 张继德, 詹鑫, 康佳婧, 刘信. 2019. 实体企业业绩承诺与金融风险的机制与防控研究——以天神娱乐为例. 会计研究, 8: 40~46
- [19] Akerlof, G. A.. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, 84(3): 488~500
- [20] Fairfield, P. M., R. J. Sweeney, T. L. Yohn. 1996. Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings. The Accounting Review, 71(3): 337~355
- [21] Malmendier, U., G. Tate. 2008. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. Journal of Finance Economics, 89(1): 20~43
- [22] Varaiya, N. P.. 1987. Determinants of Premiums in Acquisition Transactions. Managerial & Decision Economics, 8(3): 175~184

## Performance Commitment and M&A Premium

XUE Shuang<sup>1</sup>, XU Pei-ji<sup>1</sup>

(1.School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract** : Performance commitment is a unique arrangement of M&A transactions in China, and its motivation and economic consequences are hot topics in both academic and practice. From the perspective of information asymmetry, this paper studies the impact of performance commitment on the M&A total premium and its two components. The empirical results show that there is a significant positive correlation between performance commitment and M&A total premium. The total premium of M&A can be divided into two parts: the value of unrecognized net assets and the premium of recognized net assets. Performance commitment has a positive impact on both parts, and its impact on the value of unrecognized net assets is greater than its impact on the premium of recognized net assets. When there is larger information asymmetry in M&A (such as when the profitability of the target firm is poor or when M&A occurs between non-related parties) or when the signal of commitment is stronger (such as the profitability is committed by “net profit after non-recurring profit and loss” rather than “net profit”), the performance commitment has a greater impact on M&A premium. Last but not least, there is a significant positive correlation between the M&A premium induced by performance commitment and the achievement of performance after M&A, which shows that it is rational for the bidder to pay a premium for performance commitment.

**Key Words** : Performance Commitment; M&A Premium; Recognized Net Assets; Unrecognized Net Assets; Achievement of Performance