

上市公司业绩承诺对大股东减持的影响研究

杜晶 陈诗琴

(湖南大学, 湖南省长沙市, 410006)

摘要: 大股东利用业绩承诺进行掏空的行为已然引起监管层和投资者的注意, 本文以 2008-2018 年上市公司发起的存在业绩承诺的股权并购为样本, 研究了业绩承诺中高承诺设置与相关并购预案发布后大股东减持行为的关系。研究发现: (1) 业绩承诺的承诺额越高, 大股东越有可能在并购预案发布后发生减持。(2) 与承诺期内长期市场绩效更好的上市公司相比, 承诺期内长期市场绩效越差的上市公司大股东在并购预案公布后的减持行为与高承诺的正向关系越显著。(3) 与承诺期第一年进行向下盈余操纵或不操纵的上市公司相比, 并购预案公布后大股东的减持行为与高承诺的正向关系在承诺期第一年进行向上盈余管理的上市公司中更显著。进一步研究发现利用高承诺进行减持套利的大股东在承诺期第一年的盈余操纵使相应“虚高”业绩承诺更容易实现精准达标。

关键词: 业绩承诺 高承诺 大股东减持 达标率

中图分类号: F275 **文献标识码:** A

一、引言

随着中国资本市场的不断发展, 作为资本市场运行的关键制度, 并购重组在实现企业战略目标和市场资源优化配置中起着越来越重要的作用, 截至 2020 年, 我国并购数量和并购金额都取得了相当大的突破。作为减少并购双方信息不对称和保证并购交易双方的公平交易权益的契约制度, 业绩承诺制度自启用开始便经历了一个不断发展的过程: 2005 年股权分置改革期间, 证监会首次对业绩承诺制定、评判准则以及补偿方式做出相关规定, 2008 年中国证券交易委员会发布的《上市公司重大资产重组管理办法》正式业绩承诺的做法引入到了上市公司的重大资产重组活动当中, 明确要求以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对标的资产进行评估作价的并购均需签订业绩补偿协议, 并明确标的资产实际盈利数不足利润预测数情况时的补偿细则。2014 年 3 月国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》, 明确不再对兼并对象为非关联企业且未导致控制权变更的并购强制要求做出业绩承诺, 是否做出业绩承诺将由企业自行协商决定, 业绩承诺开始走向自发选择的阶段。此外, 国务院和证监会在放宽业绩承诺使用环境的同时, 也加强了对于业绩承诺的相关监管, 2016 年, 证监会要求对超期未履行或违反业绩承诺的责任主体采取责令改正、监管谈话、出示警示函、记入诚信档案等监管措, 2019 年, 证监会要求对所有违反业绩承诺协议的上市公司贴上“不适当”的标签。

尽管监管机构在不断放开业绩承诺的强制使用要求和加强对业绩承诺监管方面做出很大努力, 但业绩承诺的应用并没有因为强制性要求的放开而有所减少, 企业逐渐形成并购使用业绩承诺的惯性, 为了向市场提供稳健的商业并购的信号, 上市公司普遍要求交易方签订业绩承诺补偿协议, “高业绩承诺”、“高溢价”、“高商誉”的现象层出不穷, 已经成为并购常态, 此外, 资本市场上“业绩变脸”、“更改协议”、“补偿不到位”的现象频频发生, 更有甚的, 部分上市公司的大股东和高管利用业绩承诺包装低质量资产, 通过掏空上市公司来侵占中小股东利益: 2013 年, 斯太尔定向发行股票筹资, 在武汉硅谷 2.3 亿元、3.4 亿元和 6.1 亿元的高额承诺下, 高价收购标的资产, 然而, 武汉硅谷的承诺期第一年的

实际业绩表现非但没达到预期,反而自业绩承诺第二年开始迅速变脸,发生巨额亏损,不仅如此,定增股票解禁期一到,通过协议转让、大宗交易等方式的股票减持规模便达到了总股本的7.44%。无独有偶,2015年,龙鳞钛业借壳佰利联,在做下7亿元、9亿元和11亿元的高额承诺后成功上市,然而,业绩承诺期一满,公司业绩便增长不再,限售股一解禁,部分高管和大股东便提出股本比例19.07%的股票减持计划,高达52亿元的减持金额给市场带来的负面影响给中小股东带来了巨大伤害。

业绩承诺制度设计初衷在于防范标的资产估值虚高与交易公平合理以保护重组交易中上市公司及中小投资者利益,但实际使用中状况百出,不得不让人怀疑业绩承诺究竟能不能有效发挥保护中小股东的利益作用,上市公司的重要股东在股价上涨的热潮中所采取的交易行为,也不得不让人反思业绩承诺在并购交易中究竟是为保护中小股东利益而生还是已经沦为大股东掏空套利的手段,已有研究表明,业绩承诺的信号作用,能缓解了并购双方的信息不对称,促进了高溢价并购的达成,那么,这种信号作用会被合理使用起到信号传递作用,从而缓解信息不对称还是会被股东利用以谋求私利进而损害中小股东的利益?这将是本文探讨的主要问题。

为了解决以上问题,本文希望通过讨论在使用业绩承诺的并购事件中上市公司大股东在资本市场的交易行为,探究虚高业绩承诺的成因和作用机制,以更深层次解读业绩承诺机制的成因和经济后果。本文主要有以下几点贡献:

首先,现有学者主要从信息不对称角度研究业绩承诺的使用动因,认为并购中业绩承诺的使用是为了缓解信息不对称和保护中小股东的利益,而少有文献从大股东掏空动机出发探究业绩承诺尤其是高业绩承诺的使用动机,本文基于大股东在并购预案发布后的资本市场行为,探究业绩承诺是否沦为大股东掏空套利的手段,从负面角度解读业绩承诺机制的成因,从实证层面丰富了业绩承诺动因领域的研究。其次,针对内部人减持的研究,现有学者主要内部人对业绩预测报告、分析师报告、媒体披露、盈余管理等手段探究内部人操纵信息进行减持的手段,本文从业绩承诺的高承诺设置出发,探究业绩承诺是否可能成为大股东操纵信息的手段之一,扩展了信息不对称视角下大股东交易行为的动因以及经济后果研究。

二、理论分析与研究假设

对上市公司而言,信息的分布在不同的利益相关者之间存在差异,作为企业的内部人,大股东掌握着企业更多的信息,大小股东之间存在严重的信息不对称(贺建刚,2010)^[2]。除了掌握上市公司更多的内部信息,大股东在对公司的控制权上也比中小股东享有更多优势,与西方成熟资本市场不同,中国上市公司股权集中,有些公司甚至一股独大,即使现代公司制下企业两权分离,我国上市公司的控制权很大程度掌握在大股东手里(李增泉,2005;饶育蕾,2006)^{[2][4]}。信息和控制权的优势使大股东以权谋私,侵害中小股东的“掏空”行为成为可能(La Porta, 1999)^[5],在个人利益的驱使下,大股东可能通过对业绩预告报告(李欢和罗婷,2016)^[6]、媒体披露(易志高,2017)^[7]、盈余管理(武聪等,张俊生2009)^[8]、高送转政策(李心丹等2014;谢德仁等,2016)^{[9][10]}和年报语调(曾庆生,2018)^[11]等信息披露的操纵来影响上市公司的股票,在股价处于高位时减持套现,实现对中小股东的利益侵占。

并购重组是影响企业整合的重要手段,业绩承诺协议的签订及具体条款的设置是包括大股东在内的内部人和标的企业谈判协商的结果,作为并购交易协议制定的重要参与者,具有掏空动机的大股东有意愿,也有能力影响上司公司的并购决策和实施细则。由于存在一定

的实施成本且,实施成本在盈利能力差和盈利能力好的公司之间存在一定差异,业绩承诺能向收购方传递标的资产高质量的积极信号(吕长江,2014)^[1],缓解并购双方的信息不对称,增强并购企业对标的资产质量的信心,使上市公司的股价大幅攀升(翟进步等,2019)^[12],“高承诺”带来“高估值”,“高估值”产生“高溢价”(王竞达,2017,潘妙丽,2019)^[13]^[14],大股东有动机利用“虚高”承诺最大化利好信息的影响,用更高的承诺对股价形成更大程度的刺激,以获得更高的交易回报。对于大股东而言,减持收益的高低取决于减持时点的股票价格,也就是说,具有掏空动机的大股东,利用持股优势干预并购交易中业绩承诺额的制定,刻意粉饰出优质的标的资产,为日后减持股票营造更有利的市场氛围。此外,外部和内部监管机构均未对业绩承诺违约和低效率的并购建立完善的责任追究机制,大股东操纵业绩承诺的成本很低甚至没有,这增强了大股东处于私利利用业绩承诺套利的动机。

综上所述,本文提出假设 H1:

H1: 存在业绩承诺的并购交易中,业绩承诺额越高,大股东越有可能在并购后减持股票。

大股东可能出于自身资金或多样化的投资需求而在上市公司市值表现好(差)的时候减持(增持)股票,因而若假说 H1 成立,不能直接判定其为大股东掏空动机的执行结果。为了进一步研究大股东的减持行为是否有所预谋,本文以上市公司并购后的市场绩效和盈余质量来刻画大股东接受高承诺业绩的动机,以此推断高承诺与高减持的正向关系是否为大股东的一种预谋行为。具体而言,本文将关注上市公司在业绩承诺期内的长期市场绩效和承诺期第一年的盈余表现,之所以选择这样的窗口期,原因在于:针对前者,业绩承诺不是一次性交易,标的资产往往针对承诺期做出 3-5 年的累计承诺,这使得相对于没有业绩承诺的并购,存在业绩承诺的并购更像是区间内的持续交易,并购相关风险的影响周期更长,风险更大(李晓慧和吕广原,2015)^[17],针对后者,被并购企业往往针对并购当年和并购次年做出利润承诺,对上市公司而言,并购方案从发布到实际完成往往有一定时间差,这使得投资者对业绩承诺第一年的达标率给予较大关注,标的资产第一年的业绩表现影响投资者对标的质量的判断。

从上市公司未来的市场绩效出发,如果高业绩承诺与大股东减持的正向关系在承诺期满时市场绩效好的公司显著强于市场绩效差的公司,那么大股东的减持更可能是一种顺水推舟的择时选择,此时高承诺非但不表示虚高,反而体现了标的资产的真实价值;由于信息不对称,相对于中小股东,大股东对并购标的的情况有更多了解,对标的资产的真实盈利水平和未来盈余表现有更加准确的判断,在此情况下,大股东对“虚高”业绩承诺的高容忍与其在并购后的减持行为所形成的巨大反差使我们有理由相信,“虚高”业绩承诺很可能是大股东出于掏空动机的操纵结果,由此提出假设 2:

H2:与承诺期内长期市场绩效更好的上市公司相比,承诺期内长期市场绩效越差的上市公司大股东在并购预案公布后的减持行为与高承诺的正向关系越显著。

业绩承诺具有信号作用,能缓解并购双方的信息不对称而促进并购效率(吕长江,2014)^[1],若从盈余管理的角度刻画大股东的减持行为,当大股东以减少信息不对称和促进并购效率为由接受“虚高”业绩承诺时,大股东不太可能对本就“高质量”的并购标的进行盈余操纵,反之,当大股东以掏空套利为动机接受“虚高”业绩承诺时,承诺越“虚”,标的资产的盈利表现越不好,为了能在减持时营造有利的市场氛围,大股东倾向于对因“虚高”承诺导致的标的进行向上的盈余管理,使投资者对标的资产的未来业绩保有信心,上市公司的市场表现也能更好。由此提出假设 3:

H3:与承诺期第一年进行向下盈余操纵或不操纵的上市公司相比,并购预案公布后大股东的减持行为与高承诺的正向关系在承诺期第一年进行向上盈余管理的上市公司中更显著。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文以 2008~2018 年发生的包含业绩承诺的并购事件为研究对象,以 wind 数据库中上市公司发起的股权并购为基础,手工整理巨潮资讯网、沪深证券交易所中对应的并购预案信息,获得存在业绩承诺的并购样本及业绩承诺协议具体内容的相关数据,并根据研究需要删除了以下观测值:(1) 样本期间内曾被特别处理的 ST 类公司;(2) 剔除银行、保险等金融类公司;(3) 剔除未通过证监会审核或停止实施的并购样本;(4) 考虑并购标的业绩表现对上市公司的影响程度有限,剔除第一年承诺利润小于上市公司净利润 10%的并购事件;(5) 对上市公司在同一会计年度不同时间发起的多个并购,仅保留第一个样本。(6) 对上市公司在同一天发起的多个并购,若标的资产业绩承诺覆盖周期一致,则合并为一个样本;(7) 剔除相关数据无法获取的样本,最终获得 2243 个样本。

(二) 变量设计

1.被解释变量: 大股东减持

参考《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》中对大股东定义的界定方法,本文将大股东定义为年初持股 5%以上股东,参考(鲁桂华, 2017^[16]; 蔡海静, 2017^[17]; 潘红波, 2019^[18])的做法建立大股东减持的代理变量 $Sale_i$ ($Sale_mount_i$), 并采用两种方式进行衡量, $Sale_i$ 为虚拟变量, 表示并购预案发布一年内大股东是否发生减持, 发生减持赋值为 1, 否则为 0; $Sale_mount_i$ 为连续性变量, 衡量大股东的减持规模, 用并购预案发布一年内大股东累计减持数量占总流通股的比值表示。

2.解释变量: 高承诺

$Highpromise$ 为连续性变量, 衡量业绩承诺的虚高程度, 参考以往文献, 本文采用两种方式进行衡量, 第一种从“履约能力”角度出发, 参考(王军辉, 2016; 王竞达, 范庆泉 2017)^{[19] [14]}的做法, 将标的资产承诺期第一年的承诺利润与并购前一年的净利润比值作为业绩承诺是否虚高的代理变量, 第二种参考(翟进步, 2019)^[12]的做法, 从资产评估的角度出发, 将标的资产的资产评估值与其评估当日账面净资产的比值作为业绩承诺是否虚高的代理变量;

(二) 模型的构建

参考(鲁桂华, 2017; 蔡海静, 2017; 潘红波, 2019)^{[16] [17] [18]}的做法, 本文构建本文构建回归模型 (3.11) 和模型 (3.12) 检验假设 1:

$$Sale_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Highpromise + \beta_2 Control + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Sale_mount_i = \beta_0 + \beta_1 Highpromise + \beta_2 Control + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表 1 关键变量定义表

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释	内部人减持	$Sale_{it}$	并购预案发布一年内大股东是否发生减持, 发生为1, 未发生为0

变量	$Sale_{it} - mount$	并购预案发布一年内大股东减持规模， 累计减持股占流通股比值。
解释变量	高承诺	Highpromise1 标的资产承诺期第一年的承诺利润与并购前一年的净利润比值
		Highpromise2 标的资产的资产评估值与其评估当日账面净资产的比值
分组变量	并购 长期绩效	BHAR $BHAR = \prod_{t=a}^b (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=a}^b (1 + R_{market,t})$
	应计 盈余管理	DA $DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \left(a \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + b_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + b_2 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \right)$
	真实 盈余管理	REM $REM_{i,t} = DPROD_{i,t} + (-1)DCFO_t + (-1)DISEXP_{i,t}$
	承诺期第一年 达标率	Completeratel 标的资产承诺期第一年净利润与第一年承诺利润的比值
控制变量	公司规模	Size 上市公司的规模，取总资产的自然对数
	资产负债率	Lev 上市公司的资产负债率， 即总负债与总资产的比值
	总资产报酬率	Roa 上市公司的总资产回报率， 即净利润的两倍与平均总资产的比值
	销售增长率	Growth (营业总收入 - 上一年营业总收入) / 上一年营业总收入
	经营现金流量	Opcash 每股经营活动产生的现金流量净额
	股权集中度	First 第一大股东的持股数/总股本
	公司治理	Outdir 独立董事人数/董事会人数
	公司年龄	Age 标的资产的年龄
	产权性质	SOE 上市公司控股股东的产权性质， 国有企业取1，否则取0
	年份	Year 按年度取虚拟变量
行业	Ind 按上市公司所处行业取虚拟变量	

$Sale_i$ 、 $Sale_mount_i$ 均表示大股东减持，前者为虚拟变量，后者为连续性变量，两者分别从是否减持和减持规模的角度刻画大股东减持行为， $Highpromise$ 衡量业绩承诺的“虚高”程度， $Control$ 是前文所提到的一系列控制变量， ε_{it} 是随机扰动项， β_0 是截距项，若假设1成立，则 β_1 的系数应显著为正。为检验假设2，本文在模型(2)的基础上，以承诺期内上市公司的长期绩效为分组依据进行分组回归，若假设2成立，则 β_1 的系数应在承诺期内上市公司并购的长期绩效更差的样本中显著，而在其他样本内不显著。为检验假设3，在模型(2)的基础上，以上市公司在承诺期第一年的盈余质量为分组依据进行分组回归，

若假设 3 成立, 则 β_1 的系数应在承诺期第一年进行向上盈余管理的样本中更显著, 而在其他样本中不显著。

四、实证结果与分析

(一) 描述性检验

表 2 列示了被解释变量 $Sale_i$ 及 $Sale_mount_i$ 解释变量 $Highpromise$ 以及控制变量的描述性统计结果。其中, $Highpromise1$ 的均值为 7.6, 最大值为 8.119, 最小值为 1.219, 25 分位数为 2.476, 这表明存在业绩承诺的并购中, 标的资产的履约能力存在较大波动, 标的往往做出高出历史业绩几倍的承诺; $Sale_i$ 和 $Sale_mount_i$ 的均值分别为 0.693 和 0.023, 表明并购预案发布后一年内 69% 的从并购标的未来业绩表现看, 从规模上看, 业绩承诺在并购预案发布一年后的减持规模占流通股的平均比为 2.23%。 $Completerate1$ 的平均值为 1.099, 并购标的在承诺期第一年的平均代表率为 109.9%, 高于 100%, 可见, 存在业绩承诺的并购中, 标的资产第一年普遍能取得较好的业绩表现, 此外, $Completerate1$ 的 25 分位数和中位数分别为 1.008 和 1.048, 25 分位数和中位数在大于 100% 的基础上与 100% 只有不到 5% 的差距, 如此精准的达标表现值得引起关注。关注剩余控制变量, 企业规模 ($Highpromise1$)、第一大股东持股数 ($First$)、独立董事比例 ($Outdir$)、总资产报酬率 (ROA) 的均值和中位数比较接近, 基本符合正态分布。产权性质 (SOE) 的均值为 0.207, 75 分位数为 0 表明使用业绩承诺进行并购的上市公司以非国有企业为主。

表 2 描述性统计分析结果

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
Highpromise1	1932	7.606	8.119	1.219	2.476	4.595	8.809	34.02
sale	2243	0.693	0.461	0	0	1	1	1
sale_rate	2243	0.0230	0.0370	0	0	0.00100	0.0300	0.130
completerate1	1450	1.099	1.095	-4.039	1.008	1.048	1.145	33.63
Size	2243	21.86	1.095	19.24	21.11	21.78	22.52	25.05
Lev	2243	0.413	0.206	0.0540	0.253	0.400	0.555	0.979
ROA	2243	0.0410	0.0640	-0.260	0.0170	0.0410	0.0700	0.231
SOE	2243	0.207	0.405	0	0	0	0	1
Growth	2243	0.407	1.072	-0.620	0.0170	0.179	0.428	8.059
Opcash	2243	2.600e+08	7.600e+08	-1.100e+09	-870000	7.800e+07	2.500e+08	5.200e+09
outdir	2241	0.376	0.0530	0.333	0.333	0.333	0.429	0.571
First	2243	31.79	13.89	7.710	20.97	29.48	41.25	69.31
Z	2243	6.710	9.952	1	1.698	3.236	7.074	63.82
Age	2243	16.36	5.510	5	12	16	20	30

(二) 相关性分析

如表 3 所示, 本文将所有相关变量汇总进行相关性检验。检验结果显示, 大股东减持变量 $Sale$ 与 $Sale_rate$ 均与高承诺代理变量 $Highpromise$ 在 1% 的水平下显著负相关, 说

明业绩承诺的高承诺可能导致并购后大股东减持的,为假设 1 提供了初步证据,此外, *Highpromise* 与 *Completerate1* 在 10%水平上负相关,表明越是高承诺,标的资产在承诺期第一年的达标情况越不理想,如果考虑全样本,可能无法从盈余管理的角度对大股东的减持动因做出直接解释,因此考虑在后续研究中针对 *Completerate1* 对样本进行分组,考察大股东减持和高承诺关系最显著的分组。此外,检验结果显示个解释变量之间的相关性较强,表明多元回归模型可能存在一定的共线性问题,在后续研究中将做进一步处理。

表 3 Pearson 相关系数矩阵

	Sale	Sale_rate	highpromise	completerate1	Size	Lev	ROA	SOE	Growth	Opcash	outdir	First	Z
Sale	1												
Sale_rate	0.41***	1											
highpromise	0.10***	0.10***	1										
Completerate1	-0.07***	-0.07***	-0.04*	1									
Size	-0.10***	-0.14***	-0.04*	0.07***	1								
Lev	-0.17***	-0.16***	-0.09***	0.06**	0.38***	1							
ROA	0.09***	0.06***	0.06***	0.0400	0.04**	-0.32***	1						
SOE	-0.27***	-0.21***	-0.20***	0.12***	0.24***	0.24***	-0.08***	1					
Growth	-0.0200	-0.0100	0.0100	0.05*	0.07***	0	0.19***	-0.03	1				
Opcash	-0.11***	-0.09***	-0.06***	0.10***	0.49***	0.17***	0.13***	0.18***	0.04**	1			
outdir	-0.02	0	0.04*	-0.06**	-0.0300	0	-0.0300	-0.07***	0.04**	-0.03	1		
First	-0.12***	-0.04**	-0.05**	0.05*	0.13***	0.04*	0.11***	0.20***	0.04*	0.16***	0.03	1	
Z	-0.18***	-0.13***	-0.05**	0.07***	0.09***	0.15***	-0.08***	0.26***	-0.04**	0.05**	0.04**	0.50***	1
Age	-0.16***	-0.16***	0	0.0300	0.17***	0.23***	-0.13***	0.18***	0.02	0.10***	0.02	-0.04*	0.07***1

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

表 4 为假设 1 的回归结果:(1)、(2)列对应模型 1,即以 *Sale* 为被解释变量,采用 logit 模型回归的结果,结果表明无论是否加入控制变量, *Highpromise* 的系数分别在 1%和 5%水平上显著为正,证明了研究假设 1 的成立。(3)、(4)、(5)、(6)均为模型 2 的回归结果,即以 *Sale_rate* 为被解释变量,采用 OLS 模型回归的结果,其中,(3)、(5)未加入控制变量,(3)、(4)未控制行业和年度的虚拟变量,除(6)中 *Highpromise* 的系数在 5%水平上显著为正以外,其余均在 1%水平上显著为正。结果表明,标的资产承诺业绩越高,大股东越有可能在之后发生减持,换句话说,大股东接受超高承诺的标的并不意味其对标的资产的真实认同,很可能是处于套利动机利用业绩承诺为之后的减持行为创造有利的市场氛围,因此假设 H1 成立。

表 4 业绩承诺与大股东减持的回归结果

	Sale				Sale_mount	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Highpromise	0.038***	0.021**	0.001***	0.000***	0.001***	0.000**
	(0.009)	(0.009)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Size		0.022		-0.002**		-0.001
		(0.061)		(0.001)		(0.001)

Lev		-0.649*		-0.010**		-0.010**
		(0.343)		(0.005)		(0.005)
ROA		0.758		-0.005		-0.013
		(1.004)		(0.014)		(0.015)
SOE		-0.902**		-0.011**		-0.012***
		*		*		
		(0.140)		(0.002)		(0.002)
Growth		-0.036		0.000		0.000
		(0.061)		(0.001)		(0.001)
outdir		-1.716		0.010		0.005
		(1.059)		(0.015)		(0.015)
First		-0.006		0.000		0.000
		(0.005)		(0.000)		(0.000)
Z		-0.018**		-0.000**		-0.000***
		(0.007)		(0.000)		(0.000)
Age		-0.046**		-0.001**		-0.000***
		*		*		
		(0.011)		(0.000)		(0.000)
Constant	0.632***	2.455*	0.017***	0.070***	0.029*	0.064**
	(0.078)	(1.362)	(0.001)	(0.019)	(0.016)	(0.026)
Id/Year&Ind	YES	YES	NO	NO	YES	YES
N	1,913	1,911	1,913	1,911	1,913	1,911
R-squared			0.015	0.066	0.080	0.115

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%的水平上显著。

表 5 为假设 2 的实证结果，按照并购预案披露后三年内的 *BHAR* 是否高于当年同行业中位数将样本公司分为 *BHAR* 高组和 *BHAR* 低组进行分组回归。*BHAR* 低组中，高承诺与大股东减持规模在 5% 水平上显著负相关，而在 *BHAR* 高组中不显著。这表明当公司股票在并购预案发布后至承诺期期满这段时间内的长期绩效越不好，大股东越有可能接受高承诺的业绩承诺。

表 5 假说 2 的检验（承诺期内上市公司的长期绩效表现分组）

	Sale_rate	
	BHAR1 (1)	BHAR2 (2)
highpromise_1	0.000** (0.000)	0.000 (0.000)
Size	0.000 (0.002)	-0.002 (0.002)
Lev	-0.011** (0.007)	-0.008 (0.008)
ROA	0.018** (0.042)	0.017 (0.047)

ROE	-0.013 (0.021)	-0.009 (0.021)
TobinQ	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
SOE	-0.014*** (0.003)	-0.014*** (0.004)
Growth	0.001 (0.001)	-0.002 (0.001)
outdir	0.018** (0.022)	-0.006 (0.023)
First	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Z	-0.000** (0.000)	-0.000** (0.000)
Age	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)
Constant	0.003 (0.042)	0.075* (0.043)
N	951	970
Year&Ind	YES	YES
R-squared	0.175	0.161

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%的水平上显著。

表 6 为假说 3 的实证结果，本文以并购年报发布后，承诺期第一年上市公司可操控性应计利润 *DA* 为分组依据，将样本按 *DA* 大小均分为为 3 组，其中，*DA* 最高的一组表示上市公司在承诺期的第一年进行了正向的盈余管理，*DA* 最低的一组表示上市公司在承诺期的第一年进行了负向的盈余管理，*DA* 位于中间的组则为正常组，它表示上市公司在承诺期的第一年没有进行盈余管理。表 4.5 中（1）、（2）、（3）列示了该分组回归结果。结果表明，在正向盈余管理组中，减持规模 *Sale_rate* 与 *Highpromise* 在 5% 水平上显著负相关，而在正常组和负向盈余管理组中则关系不显著。同理，从真实盈余管理角度出发，以承诺期的第一年上市公司 *REM* 为分组依据，发现减持规模 *Sale_rate* 与 *Highpromise* 在真实盈余管理的分组下有同样的结果，在正向盈余管理组中，减持规模 *Sale_rate* 与 *Highpromise* 在 10% 水平上显著负相关，而在正常组和负向盈余管理组中则关系不显著。由以上结论可知，大股东在接受“虚高”业绩承诺的标的之后，为了营造更加的减持氛围，倾向于在业绩承诺承诺期第一年使用盈余管理，在应计盈余管理和真实盈余管理中，大股东更倾向于使用应计操纵，因此假说 3 得到验证。

表 6 假设 3 的检验（按承诺期第一年上市公司的盈余管理分组）

Sale_rate						
DA1	DA2	DA3	REM1	REM2	REM3	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	

Highpromise	0.000	0.000	0.001**	0.000	0.000	0.001*
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Size	-0.004	-0.003	-0.002	-0.004	-0.002	-0.004
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
Lev	-0.026*	-0.008	0.007	-0.002	-0.012	-0.008
	(0.015)	(0.014)	(0.014)	(0.015)	(0.014)	(0.014)
ROA	0.025	0.000	-0.078*	0.037	-0.066	-0.043*
	(0.035)	(0.046)	(0.042)	(0.036)	(0.049)	(0.049)
SOE	-0.017**	0.004	-0.019***	-0.012	-0.013*	-0.010
	(0.008)	(0.008)	(0.007)	(0.008)	(0.007)	(0.008)
Growth	0.002	-0.003	0.000	-0.003	-0.003	0.002
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
Opcash	0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
outdir	-0.068	0.015	0.074*	0.029	-0.008	0.013
	(0.046)	(0.039)	(0.040)	(0.046)	(0.039)	(0.044)
First	0.000	0.000**	0.000	-0.000	0.000	0.001**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Z	-0.001***	-0.001***	-0.000**	-0.001*	-0.001**	-0.001**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Age	-0.000	-0.000	-0.000	-0.001	-0.000	-0.001
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Constant	0.117	0.038	0.048	0.093	0.151*	0.111
	(0.080)	(0.078)	(0.069)	(0.085)	(0.080)	(0.072)
Year&Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	357	405	415	380	404	379
R-squared	0.295	0.218	0.239	0.268	0.233	0.197

注：括号内为经过异方差稳健性调整后的 t 值；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

（三）进一步分析

1、信息披露质量

内部人交易取得的超额收益来自于公司内部人与外部投资者之间的信息不对称（王雷，2016）^{错误！未找到引用源。}，为了获得上市公司更多的信息，外部投资者会对上市公司的信息披露予以很大关注，公司信息的披露越及时、越准确、越完整，内部人与外部投资者的信息不对称越小，因此，信息不对称对内部人套利行为有一定约束作用（Frankel 和 Li，2014）^{错误！未找到引用源。}，信息透明度越高，内部人减持套利的回报就越低（曾庆生，2014）^{错误！未找到引用源。}，并购双方与中小股东的信息不对称是大股东实施掏空的重要条件，信息透明度低的公司，内部人越容易实施信息操纵，大股东通过高承诺业绩的并购引导也更容易实施。基于上述分析，本文以深交所和上交所发布的信息披露考评结果为基础按照信息披露的质量高低，将样本分位两组，并分别分组回归，结果如表7所示，表中（1）、（2）列分别代表信息质量相

对较差和信息质量更好的一组，由回归结果可知，在信息披露质量较差的上市公司，大股东减持规模 *Sale_rate* 与高承诺 *Highpromise* 在1%水平上显著正相关，而在信息质量较好的企业并不显著，由此可见，信息披露制度可以一定程度上制约大股东利用业绩承诺进行掏空套利的行为，信息披露越差的上市公司，大股东利用信息不对称炒高额业绩承诺进行减持套利的动机越强。

表 7 信息披露质量的影响

	Sale_rate	
	(1)	(2)
	R=0	R=1
highpromise_1	0.000***	0.000
	(0.000)	(0.000)
Size	-0.000	-0.003
	(0.001)	(0.002)
Lev	-0.009	-0.030**
	(0.006)	(0.015)
ROA	-0.010	-0.064
	(0.017)	(0.052)
SOE	-0.013***	-0.006
	(0.003)	(0.005)
Growth	-0.000	0.007***
	(0.001)	(0.003)
outdir	0.010	0.016
	(0.018)	(0.034)
First	0.000	-0.000
	(0.000)	(0.000)
Z	-0.000***	-0.001*
	(0.000)	(0.000)
Age	-0.000**	-0.000
	(0.000)	(0.000)
Year	YES	YES
Observations	1,429	267
R-squared	0.076	0.214

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

2、产权性质

国有企业具有“公共性”和“企业性”双重性质（金碚和刘戒骄，2009）^{错误！未找到引用源。}，企业的经营决策很大程度上与国家意志和政策导向相关联，由于所有者缺位，国有企业的实际控制人多为各级国有资产管理机构或人民政府，企业的重要决策和日常运行往往受到较大的行政干预，相对于国有企业，非国有企业的经营决策基本在大股东和高管在内的内部人手里，能对企业并购尤其是业绩承诺的条款指定享有更大的干预，此外，相对非国有企业的内部人，国有企业的内部人承担更多的政治风险（朱宏志，2016）^{错误！未找到引用源。}，违规操作将承担更多的成本，由此可见非国有企业的大股东有能力和动机操纵业绩承诺的条款设置实现掏空获

利。基于上述分析，本文以产权性质为基础对样本进行划分，并对其进行分组回归，表 8 中（1）、（2）列分别代表国有企业样本和非国有企业样本的回归结果，在非国有企业中，大股东减持规模 *Sale_rate* 与高承诺 *Highpromise* 在 5% 水平上显著正相关，而在国有企业中不显著，由此可见，民营企业大股东因为更高的决策控制权和更低的违规风险，更有动机利用高承诺实施减持套利。

表 8 进一步分析结果（按产权性质分组）

	Sale_rate	
	(1) SOE=1	(2) SOE=0
highpromise_1	0.000 (0.000)	0.000** (0.000)
Size	0.000 (0.002)	0.000 (0.001)
Lev	-0.005 (0.008)	-0.011* (0.006)
ROA	0.005 (0.027)	-0.010 (0.017)
Growth	0.002 (0.001)	0.000 (0.001)
Opcash	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
outdir	0.007 (0.025)	0.003 (0.018)
First	-0.000** (0.000)	0.000* (0.000)
Z	-0.000 (0.000)	-0.000** (0.000)
Age	-0.001*** (0.000)	-0.000* (0.000)
Constant	0.035 (0.034)	0.030 (0.040)
Observations	362	1,549
R-squared	0.312	0.088

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

3、高承诺标的承诺期的达标表现

为了获得配股权，上市公司通过盈余管理将 ROE 水平维持在略高于 10% 的水平（陆宇建，2002）^{错误！未找到引用源。}，作为与盈利直接挂钩的违约触发机制，业绩承诺对标的资产承诺

期的盈利规定似乎和 ROE 中 10% 的标准扮演者类似的角色，王军辉（2016）发现并购相关方为“拼凑”当年经营业绩或“预留”以后年度经营业绩所进行的财务粉饰使得多数标的资产的达标率精准落 100%-120% 区间^{错误！未找到引用源。}。通过上文的描述性统计，我们发现 *Completerate1* 的 25 分位数和中位数在大于 100% 的基础上与 100% 只有不到 5% 的差距，是比“神预计”更为精准的达标区间，从上文研究结果看，业绩承诺额越高，上市公司越有可能在承诺期第一年进行向上的盈余管理，具有掏空动机的大股东很有可能接受“虚高”承诺，并在承诺期第一年进行向上的盈余管理，为减持套利营造有利的市场氛围，那么大股东进行盈余管理后，标的资产的承诺利润最有可能落在哪个区间呢？换一句话说，哪个区间的达标率最有可能是盈余操纵下的精准达标？为此，我们以并购标的承诺期第一年达标率为分组依据，考察标的资产承诺期第一年达标率对高承诺与大股东减持行为的关系产生影响。按照标的资产承诺期第一年达标率 *Completerate1* 由小到大的关系将样本分为四组，达标率处于样本四分位数以下的为第一组，达标率处于样本四分位到中位数的为第二组，达标率处于样本中位数到 75 分位数的为第三组，剩余的样本即达标率最高的组为第四组，分组之后进行分组回归。结果如表 9 所示，当标的资产第一年的达标率处于四分位到中位数之间时，减持规模 *Sale_rate Highpromise* 在 5% 水平上显著正相关，而当达标率处于其他组时则关系不显著，结合描述性统计分析的结果可知，利用业绩承诺进行掏空的大股东会以其接受的“虚高”承诺为目标，在承诺期第一年进行盈余操纵，其结果是相应“虚高”业绩承诺能实现与目标承诺 5% 差异内的精准达标。

表 9 进一步分析结果（按承诺期第一年业绩承诺达标率分组）

	Sale_rate			
	Rate_p25 (1)	Rate_p50 (2)	Rate_p75 (3)	Rate_p100 (4)
Highpromise	0.000 (0.000)	0.001** (0.000)	0.001 (0.000)	0.000 (0.000)
Size	-0.008* (0.004)	0.000* (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.004 (0.004)
Lev	0.005 (0.023)	0.018 (0.021)	-0.018 (0.020)	0.001 (0.022)
ROA	0.019 (0.071)	0.054* (0.065)	-0.179*** (0.064)	0.021 (0.059)
SOE	-0.004 (0.010)	-0.013 (0.011)	-0.018* (0.010)	-0.011 (0.010)
Growth	0.004 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.000 (0.004)	-0.004 (0.003)
outdir	-0.110* (0.064)	0.001* (0.062)	0.034 (0.062)	0.127* (0.067)
First	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Z	-0.000 (0.001)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.000 (0.000)

Constant	0.148 (0.105)	-0.007 (0.105)	0.078 (0.098)	0.070 (0.093)
Observations	208	229	212	204
R-squared	0.368	0.346	0.358	0.312
Year&Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	357	405	415	380
R-squared	0.295	0.218	0.239	0.268

注：括号内为经过异方差稳健性调整后的t值；*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

（四）稳健性检验

为了解决内生性问题，本文将 Highpromise 转化为虚拟变量，利用 PSM 的方法对假设 1、假设 2 和假设 3 进行再次回归，结果依然稳健，此外本文还通过主解释变量、缩小研究样本的方法控制可能产生的内生问题。

五、研究结论

本文以 2008-2018 年上市公司发起的存在业绩承诺的股权并购为样本，研究了业绩承诺中高承诺设置与相关并购预案发布后大股东减持行为的关系。研究发现：业绩承诺的承诺额越高，大股东越有可能在并购预案发布后发生减持。利用承诺期上市公司的长期绩效和承诺期第一年的上市公司的盈余质量刻画大股东的减持动机，研究发现与承诺期内长期市场绩效更好的上市公司相比，承诺期内长期市场绩效越差的上市公司大股东在并购预案公布后的减持行为与高承诺的正向关系越显著；与承诺期第一年进行向下盈余操纵或不操纵的上市公司相比，并购预案公布后大股东的减持行为与高承诺的正向关系在承诺期第一年进行向上盈余管理的上市公司中更显著。进一步探究了利用高承诺进行减持套利的大股东在承诺期第一年的盈余操纵结果，发现大股东盈余操纵使得相应“虚高”业绩承诺能实现与目标承诺 5% 差异内的精准达标。本文的研究结果为中国资本市场上“高溢价”并购的成交没有提高上市公司并购绩效反而伴随内部人资本市场的减持行为提供了一个解释视角。为了更加规范并购重组中对业绩承诺的使用，市场监管部门应该并购全过程做出更全面的监督和管控，对“高承诺”并购事件予以重点关注，利用监管问询确保标的资产的履约能力，利用不定期核查、问责机制等防止内部人市场炒作高业绩承诺概念、侵害中小股东利益的行为发生。

参考文献

- [1] 吕长江, 韩慧博. 业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(6): 3-13.
- [2] 贺建刚, 孙铮, 李增泉. 难以抑制的控股股东行为: 理论解释与案例分析[J]. 会计研究, 2010, 000(003): 20-27.
- [3] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(1): 95-105.
- [4] 饶育蕾, 汪玉英. 中国上市公司大股东对投资影响的实证研究[J]. 南开管理评论, 2006(05): 69-75.
- [5] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58.
- [6] 李欢, 罗婷. 管理层业绩预测的机会主义行为——来自高管股票交易的证据[J]. 南开管理评论(4期): 63-74.
- [7] 易志高, 潘子成, 茅宁, 等. 策略性媒体披露与财富转移——来自公司高管减持期间的证据[J]. 经济研究, 2017, 04(v. 52; No. 596): 168-182.

- [8]武聪,张俊生. 内部人交易与企业盈余管理行为[J]. 经济管理, 2009, 031(008):113-118.
- [9]李心丹,俞红海,陆蓉,等. 中国股票市场"高送转"现象研究[J]. 管理世界, 2014, 000(011):133-145.
- [10]谢德仁,崔宸瑜,廖珂. 上市公司"高送转"与内部人股票减持:"谋定后动"还是"顺水推舟"?[J]. 金融研究, 2016(11).
- [11]曾庆生,周波,张程. 年报语调与公司内部人交易:"表里如一"还是"口是心非"? . 中国会计评论理事会, 2016.
- [12]翟进步,李嘉辉,顾桢. 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗[J]. 会计研究, 2019(6).
- [13]潘爱玲,邱金龙,杨洋. 业绩补偿承诺对标的企业的激励效应研究——来自中小板和创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究, 2017, 000(003):46-52.
- [14]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,
- [15]李晓慧,吕广原. 签有盈利补偿协议企业重组的风险识别与应对——以福建金森重组失败为例[J]. 会计之友, 2015, 000(022):62-67.
- [16]鲁桂华,张静,刘保良. 中国上市公司自愿性积极业绩预告:利公还是利私——基于大股东减持的经验证据[J]. 南开管理评论, 2017, 20(002):133-143.
- [17]蔡海静,汪祥耀,谭超. 高送转、财务业绩与大股东减持规模[J]. 会计研究, 2017, 000(012):45-51
- [18]潘红波,饶晓琼,张哲. 并购套利观:来自内部人减持的经验证据[J]. 经济管理, 2019, 41(03):107-123.
- [19]王军辉,贾进,张晓婉. 并购重组"双高"高温不退评估机构做优做强提供优质服务. 中国资产评估,
- [20]王雷,顾晓敏,高攀. 公司治理环境对高管减持获利性的制约作用研究——基于中国创业板的实证研究. 经济经纬, 2014, (06):101-107
- [21]曾庆生. 高管及其亲属买卖公司股票时"浑水摸鱼"了?——基于信息透明度对内部人交易信息含量的影响研究[J]. 财经研究, 2014, 040(012):15-26, 88.
- [22]Richard Frankel, Xu Li. Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. Journal of Accounting and Economics, 2003, 37(2).
- [23]金磅,刘戒骄. 西方国家应对金融危机的国有化措施分析. 经济研究, 2009(11):40-48+56.
- 朱宏志,汪娜,朱宏泉. A股上市公司内部人股票买卖行为及获利能力分析. 数学的实践与认识, 2016.

Research on the Impact of Valuation Adjustment Mechanism of Listed Companies on the Reduction of Major Shareholders

Du Jing Chen Shiqin

(Hunan University, Changsha City, Hunan Province, 410006)

Abstract: The behavior of major shareholders' using of Valuation Adjustment Mechanism with aim of infringing on the interests of small and medium shareholders has already attracted the attention of regulators and investors. This article uses equity mergers and acquisitions initiated by listed companies in 2008-2018 with Valuation Adjustment Mechanism as a sample to study and the relationship between major shareholders' reduction of holdings after the announcement of the merger plan and the setting of high Valuation Adjustment Mechanism. The research found that: (1) The higher the Valuation Adjustment Mechanism is set, the more likely the major shareholders will reduce their holdings after the M&A plan releasing day. (2) Compared with listed companies with better long-term market performance during the commitment period, the major shareholders of listed companies with worse long-term market performance during the commitment period have a more significant positive relationship with high commitments after the announcement of the merger plan. (3) Compared with the listed companies that conducted downward earnings manipulation or non-manipulation in the first year of the commitment period, after the announcement of the M&A plan, the positive relationship between the major shareholders' holdings reduction behavior and high commitments is to conduct upward earnings management in the first year of the commitment period. It is more significant among listed companies. Further research finds that the major shareholders who use high commitments to reduce their holdings and arbitrage profit manipulation in the first year of the commitment period make it easier for the corresponding "false high" performance commitments to achieve precise compliance.

Keywords: Valuation Adjustment Mechanism; High setting of Valuation Adjustment Mechanism; Major Shareholders' Reduction; Compliance Rate

作者简介: 作者简介: 杜晶, 女, 1974年6月生, 会计学博士, 湖南大学工商管理学院副教授, 硕士研究生导师, 研究方向: 财务战略与财务决策、公司治理与绩效评价。陈诗琴, 女, 1994年11月生, 湖南大学工商管理学院会计学研究生, 研究方向: 资本市场并购与公司财务。