

并购重组中业绩补偿承诺对长期并购绩效影响的实证研究

王秋菲,刘源

(沈阳建筑大学管理学院,辽宁沈阳110168)

摘要:并购重组是上市公司增强竞争力和可持续发展能力的重要途径。由于交易双方间严重的信息不对称,并购方不能完全获得真实有效的信息,进而对绩效造成损害。针对2015—2017年的并购重组事件,从是否签订业绩承诺、承诺补偿的方式及方向3个维度对上市公司长期并购绩效进行了研究分析,发现业绩补偿承诺协议的签订在并购重组交易中发挥了积极作用,“现金+股份”的补偿方式相较于其他方式对绩效提升的作用更显著,但其补偿方向与绩效间并不存在明显的相关关系,并结合研究结论为企业在并购重组交易中合理选择业绩承诺协议提出了建议。

关键词:并购重组;业绩补偿承诺;并购绩效;长期绩效

中图分类号:F272.3

文献标志码:A

2008年,中国证券监督管理委员会发布的《上市公司重大资产重组管理办法》首次提到上市公司购买资产时应提供拟购买资产的盈利预测报告,在重组实施完毕后3年内披露相关信息,并且交易双方应就实际情况和预测情况的差异签订明确可行的补偿协议,而这样规定的目的就是为了保障企业能够公平、有效、合理地进行并购重组业务。业绩补偿承诺的签订,一方面体现了交易标的对其业务发展存在的信心,能够为上市公司、二级市场提供良好预期;另一方面,能够在技术上回答估值的合理性。交易对方对上市公司做出业绩承诺的同时,会约定业绩补偿安排,以保护上市公司中小股东的利益。根据WIND数据统计,2014—2016年,60%以上的公司进行了业绩对赌,2016年,约80%的

公司完成了业绩承诺,涉及77%上市公司,表明业绩补偿承诺协议在国内并购重组活动中得到了广泛应用,且使用比例持续上涨。

虽然业绩补偿可相应控制信息不对称所引发的并购风险,但是其产生的激励效应也可能导致标的企业做出次优的经营及投资决策。肖菁^[1]研究表明,对赌协议实质上是一种高收益高风险并存的激励手段,通过激发企业凝聚力使标的企业仅专注于短期财务绩效,而容易忽略其长期并购整合及治理结构等问题,导致长期发展受限。同时,业绩补偿协议的条款设置也影响着其长期并购绩效,不同的补偿条款有着不同的效应,对于标的方的激励效应和约束程度也不尽相同。

基于以上论述,笔者在对相关文献进行研究的基础上,选取研究标的为并购首次宣

告日时间起止点为2015—2017年的并购重组事件,按照交易过程中是否签订业绩补偿承诺协议对样本进行分类,分别研究其对长期并购绩效的影响;并结合业绩补偿方式及方向等变量对长期并购绩效的影响作用进行了分析,而后在研究结论的基础上提出相关的建议。

一、相关文献回顾与相应研究假设

1. 签订业绩补偿承诺协议对并购方长期并购绩效的影响

在并购方进行并购重组交易过程中,交易双方之间存在严重的信息不对称,且并购方常常处于信息劣势,不能完整获得真实有效的信息,导致重组时并购方很容易选到标的质量差的企业,导致重组失败,从而影响绩效。而在并购重组中签订承诺条款可以缓解双方信息不对称的状况,有助于提高并购绩效。

根据信号传递理论,业绩补偿承诺协议的签订对上市公司并购绩效的提升能产生正向效应。并购方在进行并购交易时若能获得被并购方的补偿承诺,则会向广大投资者传递出标的企业对未来前景充满信心的信号,一定程度上能降低并购双方的谈判成本,提高并购效率;而如果业绩目标无法实现,被并购方也需要对并购方进行业绩补偿,投资者的利益一定程度上得到了保护。高闯等^[2]从长期视角进行研究表明,在并购重组活动中,如双方签署了业绩承诺协议,则收购方的绩效可在承诺期间内得到显著提升,且并购协同一体化效应得到充分发挥,从而取得高业绩回报。杨超等^[3]通过研究发现,与未签订业绩承诺协议的并购活动相比,签订协议的上市公司并购绩效表现更好。

业绩补偿承诺协议的签订对上市公司并购绩效的提升产生正向效应的同时,也带来了负面效应。Faccio等^[4]认为业绩承诺中双方信息不对称极大地影响了并购交易的进行,甚至导致企业并购绩效的降低。饶茜等^[5]通过实证研究分析发现,承诺到期后并

购方的业绩呈现下滑趋势。基于此,笔者认为在并购重组活动中,签订业绩补偿承诺协议所带来的正面效应远大于其负面效应。

假设一:在并购重组活动中,业绩补偿承诺协议的签订更有利于企业长期并购绩效的提升。

2. 业绩承诺的补偿方式对并购方长期并购绩效的影响

业绩承诺的补偿方式是补偿承诺协议的重要组成部分,承诺期满后,若被并购企业的业绩不达标,标的企业要以现金或股份补偿等方式对并购方进行补偿。通常将业绩补偿划分为现金、股份及“现金+股份”3种方式。“现金+股份”补偿方式通常可细化为3类:一是现金优先补偿,不足部分由股份补偿;二是股份优先补偿,通过现金补充缺少的部分;三是现金和股份同时需要补偿。故笔者将股份有限补偿和股份优先补偿视为“现金+股份”补偿进行分析。

从收购方长期绩效角度来看,如果将现金方式用于业绩补偿,则表明在未达到目标值时差额仅以现金方式支付,对并购方来说,该方式只是现时利益单纯受损;而选用股份方式,则侧面反映出未达到承诺值时,被并购方持有的部分股权将会受到损失,导致其损失潜在投资价值,特别是在股份不足以补偿的情况下,会彻底失去股权,通过上述分析可以发现,相较于纯现金补偿,“现金+股份”补偿方式对并购方绩效的提升作用更显著。

潘爱玲等^[6]发现,当并购交易双方约定使用股票方式进行补偿时,业绩承诺对标的企业的激励效应会更加显著。Yixin Wang^[7]研究表明:与现金补偿方式相比,股权补偿对业绩的激励效用更明显,业绩承诺的达成率更高。基于此,笔者认为在并购重组活动中,相较于纯现金补偿方式,“现金+股份”补偿方式对并购方绩效的提升作用更显著。

假设二:在并购重组活动中,“现金+股份”的补偿方式更有利于提升并购方重组业绩。

3. 业绩补偿承诺的方向对并购方长期并购绩效的影响

并购重组交易过程中,按照其承担责任的对象可划分为两类:单向补偿和双向补偿。在单向业绩补偿协议中,到期后可能的赔偿风险对被并购方可形成目标约束激励作用。而在双向业绩补偿协议中,当被并购方业绩承诺的目标值超额完成时,标的企业不仅不会因需要补偿而遭受损失,甚至还可获取额外的奖励。段良晓等^[8]通过对并购业绩承诺方式的激励效应研究,发现双向业绩承诺对业绩的激励效应比单向业绩承诺的激励效果更加明显;吴微^[9]以奥飞娱乐为例进行研究,发现双向业绩承诺的激励效果比单向业绩承诺好。但是有部分学者持有不同意见,潘爱玲等^[6]通过实证分析发现单向双向承诺对并购绩效的影响并无明显区别;杨洋^[10]通过实证研究分析发现业绩补偿承诺协议中的双向奖励安排并没有对被并购方产生更强的激励效应。基于上述分析,笔者认为相较于单向业绩承诺补偿,双向业绩承

诺补偿可更好地激励承诺方公司管理决策者,从而使其更加重视并购的协同效应,提升企业绩效,使得并购重组的整合作用得到更好的发挥;同时,双向业绩承诺也增强了并购双方的共同利益,大大提升了并购方长期绩效。

假设三:在并购重组活动中,双向业绩补偿对并购方长期绩效提升的作用更加显著。

二、回归模型的建立

1. 样本选择及数据来源

考虑业绩承诺对长期并购绩效的影响,笔者选取并购首次宣告日前后两年的数据作为绩效研究时间,为此选择了时间起止点为2015—2017年的并购重组事件作为研究标的,有效研究样本共331个,其中,签订业绩承诺协议的样本223个,未签订协议的样本108个,并利用SPSS软件进行了分析,研究数据均来源于国泰安数据库。

2. 变量定义

笔者对相关变量进行定义,如表1所示。

表1 主要变量定义

类型	名称	符号	变量定义
被解释变量	长期并购绩效	ΔROA	首次并购宣告日(t)前两年和后两年的总资产净利润率均值的差值
	是否签订业绩补偿承诺协议	VAM	签订业绩补偿承诺协议为1,不签订为0
解释变量	“现金+股份”补偿	CS_VAM	选择股份或混合补偿为1,其他为0
	双向补偿	D_VAM	双向补偿为1,单向补偿为0
	关联交易	RER	关联交易为1,其他为0
控制变量	资产负债率	LEV	首次宣告日当年的资产负债率
	资产规模	$SIZE$	首次宣告日当年期末总资产的自然对数
	总资产周转率	$TURNOVER$	首次宣告日当年的总资产周转率

(1)被解释变量

对重组前后的财务绩效指标总资产净利润率(ROA)进行计算, $\Delta ROA = \frac{ROA_{t+2} + ROA_{t+1}}{2} - \frac{ROA_{t-2} + ROA_{t-1}}{2}$,将 ΔROA 作为被解释变量,衡量企业长期并购绩效。

(2)解释变量

选择是否签订业绩补偿承诺协议 VAM 、业绩补偿承诺方式 CS_VAM 及补偿方向 D_VAM 作为解释变量。

(3)控制变量

为控制其他因素对并购绩效的影响,在借鉴前人研究的基础上,选取关联交易(RER)、资产负债率(LEV)、资产规模($SIZE$)、总资产周转率($TURNOVER$)作为研究中的控制变量。

3. 模型的构建

为检验并购重组事件 VAM 、 CS_VAM 及 D_VAM 对 ΔROA 的影响,构建以下3个模型。

模型一:

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 VAM + \beta_2 RER +$$

$$\beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 TURNOVER + \varepsilon$$

模型二:

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 CS_VAM + \beta_2 RER + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 TURNOVER + \varepsilon$$

模型三:

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 D_VAM + \beta_2 RER + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 TURNOVER + \varepsilon$$

构建的 3 个模型中, $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_5$ 为估计参数; ε 为误差项的随机变量,反映了除主要变量间的线性关系之外的随机因素对 ΔROA 的影响。

三、实证分析

1. 描述统计分析

对各主要变量进行描述性统计分析(见表 2),并根据分析得出相应结论。

表 2 各变量的描述统计分析

变量	样本量	最小值	最大值	均值	标准偏差
VAM	331	0.000	1.000	0.673	0.469
CS_VAM	331	0.000	1.000	0.537	0.499
D_VAM	331	0.000	1.000	0.250	0.434
RER	331	0.000	1.000	0.628	0.484
LEV	331	0.019	1.548	0.428	0.219
SIZE	331	15.979	27.376	22.138	1.187
TURNOVER	331	0.001	7.231	0.610	0.603
ΔROA	331	-0.434	0.470	0.012	0.075

表 3 各变量间相关性分析

变量	ΔROA	VAM	CS_VAM	D_VAM	RER	LEV	SIZE	TURNOVER
ΔROA	1.000							
VAM	0.117 *	1.000						
CS_VAM	0.140 *	0.751 **	1.000					
D_VAM	0.001	0.403 **	0.369 **	1.000				
RER	0.149 **	-0.068	-0.023	-0.233 **	1.000			
LEV	-0.005	-0.179 **	-0.194 **	-0.147 **	0.038	1.000		
SIZE	-0.111 *	-0.293 **	-0.260 **	-0.213 **	0.090	0.403 **	1.000	
TURNOVER	0.118 *	0.032	0.061	0.060	0.125 *	0.155 **	0.029	1.000

注: * 在 0.05 级别(双尾),相关性显著; ** 在 0.01 级别(双尾),相关性显著。

(1) ΔROA 与 VAM 及 CS_VAM 的相关系数都是正数,分别为 0.117,0.140,且其显著性水平为 5%,说明在并购交易中签订业绩补偿承诺协议及利用“现金 + 股份”补偿方式进行补偿与企业长期并购绩效呈正相关关系。表明签订了业绩补偿承诺协议可以提高企业的长期并购绩效;且在签订业绩补偿承诺的企业中,“现金 + 股份”补偿方式更有利于提高企业并购绩效。因此,假设一和假

(1)VAM 的均值为 0.673,即容量为 331 件的样本中,超过一半签订了业绩补偿承诺协议,表明在并购重组过程中,超过一半重组伴有承诺补偿协议;同时,也说明业绩补偿承诺协议是并购重组事件中普遍使用的一种契约安排。

(2)CS_VAM 的均值为 0.537,说明签订补偿承诺协议的 223 件样本中,“现金 + 股份”补偿方式相较于现金补偿比例更大,因而是主要的补偿方式。

(3)D_VAM 的均值为 0.250,说明在 223 件标的中,仅有 83 件并购重组事件签订了双向业绩承诺。可以看出:在企业进行并购重组交易的过程中,双向业绩承诺运用得并不广泛。

(4)结果显示:-0.434 是 ΔROA 的最小值,0.470 是其最大值,0.012 是其均值,说明长期并购绩效平均在 0.012 的水平,通过其标准偏差 0.075 也可说明各并购企业的长期并购存在差异。从长期来看,样本企业并购重组带动了并购方长期业绩的增加。

2. 相关性分析

笔者利用 SPSS 软件进行相关性分析(见表 3),得出如下结论。

设二均得到了部分验证。

(2) ΔROA 与 D_VAM 的相关系数为 0.001,但并不显著,说明双向补偿与长期并购绩效间关系不大。仅从相关系数的结果来看,并购重组中若存在业绩承诺,双向补偿对并购方绩效提升的作用并不显著,这一结果与假设三相违背。

3. 线性回归分析

通过对 VAM 与 ΔROA 进行 t 检验分析

(见表4),得出相应结论。

表4 VAM与ΔROA的t检验分析结果				
类别	样本量	平均值	t值	p值
未签订业绩补偿协议	108	-0.000 39	-2.142	0.033*
签订业绩补偿协议	223	0.018 22		

将331个总样本按照在并购重组交易过程中并购双方是否签订业绩补偿承诺协议划分为两组,未签订与签订业绩补偿协议的分析项之间的ΔROA差值约为-0.018 61,t值为-2.142,p值为0.033,且均在5%的水平

上显著。由此可知,在并购重组过程中签订业绩补偿协议的分析项对业绩的提升作用显著高于未签订协议的。

通过表3相关性分析结果可得:ΔROA与VAM、CS_VAM及D_VAM间的相关系数均小于0.200,表明变量间的多重共线性表现不明显,因此,可进行多元回归分析。

4. 多元回归分析

利用SPSS软件进行多元回归分析(见表5),可得出相应结论。

表5 多元回归分析结果													
模型	常数	VAM	CS_VAM	D_VAM	RER	SIZE	TURNOVER	样本量	R ²	调整R ²	F值	p值	D-W值
一	-0.017	0.020*			0.024**	-0.007	0.011	331	0.039	0.033	F(5,325)=3.981	0.002	1.995
二	0.134		0.017*		0.023**	-0.007	0.011	331	0.061	0.047	F(5,325)=4.255	0.001	2.013
三	0.178			0.001	0.023**	0.009*	0.012	331	0.049	0.034	F(5,325)=3.349	0.006	1.971

注: *p<0.05; **p<0.01。

(1)模型一的F值为3.981,p值为0.002,在1%的水平上显著,说明该模型的回归效果显著。且其回归系数为0.020,呈正相关关系,说明业绩补偿协议具有激励效应,表明在并购重组活动中,签订业绩补偿承诺协议的并购方企业长期绩效相较于未签订协议的更好,因此假设一得到验证。

(2)模型二的F值为4.255,p值为0.001,在1%的水平上显著,其回归系数为0.017,为正数,说明“现金+股份”的业绩补偿方式相较于其他补偿方式对企业长期并购绩效的提升作用更显著,假设二得到验证。

(3)模型三的F值为3.349,p值为0.006,在1%的水平上并不显著,各自变量不能很好地解释因变量。此外,其回归系数仅为0.001,且D_VAM与ΔROA间并未呈现出明显的相关关系,并不显著。因此,对于签订协议的企业,双向补偿并未提升其长期并购绩效,与假设三不一致。而造成不一致的原因如下:从整理的样本数据来看,签订业绩承诺协议的仅有37%选择双向承诺,数量较少;研究的时间跨度较短,而双向承诺在2016年的重组办法中首次给予明确规定,相关制度和借鉴经验不足,导致企业即便实现了承诺值,也并未获得相应奖励。

四、结 语

在国内并购重组活动中,业绩补偿承诺协议得到了广泛应用,在对长期并购绩效产生显著影响的同时,其大量签订也带来了相应的管理需求。笔者根据研究结论提出以下建议:积极鼓励上市公司在并购重组时合理地运用业绩补偿承诺协议;企业在签订协议时,可较多考虑使用“现金+股份”的补偿方式或股份补偿方式;虽然双向业绩补偿在国内出现得相对较晚,且国内相关制度不完善,但业绩承诺作为重要条款已在并购交易中广泛使用,从而给并购双方的业绩带来了一定的影响,因此,相关部门应当完善关于双向业绩承诺的相关规章制度,以保证其规范实施。

本研究的局限性与不足之处在于:笔者在对并购绩效进行衡量时,仅使用单一财务指标,只能反映企业盈利能力方面绩效的提升情况,不能全面体现综合绩效;由于数据搜集时间跨度限制,样本量规模较小,扩大样本量可能会获得不同的实证检验结果,后续将会继续深入挖掘,以求得到更加严谨的研究结果。

参考文献:

[1] 肖菁. 对赌协议与企业财务绩效的关系分析

[J]. 财会研究,2011(1):42-43.

[2] 高闯,孙宏英,胡可果. 并购重组中大股东补偿承诺与中小股东权益保护:基于苏宁环球与世荣兆业的比较案例研究[J]. 经济管理,2010(11):55-63.

[3] 杨超,谢志华,宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J]. 公司治理,2018,21(6):198-209.

[4] FACCIO M, MASULIS R W. The choice of payment method in European mergers and acquisitions[J]. Journal of finance, 2005, 60(3):1345-1388.

[5] 饶茜,侯席培. 并购重组业绩承诺与上市公司经营业绩:基于业绩承诺到期视角的分析[J]. 商业研究,2017(4):89-96.

[6] 潘爱玲,邱金龙,杨洋. 业绩补偿承诺对标的企业的激励效应研究:来自中小板和创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究,2017(3):46-52.

[7] WANG Y X. The incentive effect of valuation adjustment mechanism agreement on firms' ability to meet performance commitments[D]. Phoenix: Arizona State University, 2018.

[8] 饶艳超,段良晓,朱秀丽. 并购业绩承诺方式的激励效应研究[J]. 外国经济与管理,2018(7):73-83.

[9] 吴微. 双向业绩承诺在并购重组中的激励效应研究[J]. 中外企业家,2020(9):116.

[10] 杨洋. 并购业绩补偿承诺的激励效应研究:来自我国中小板和创业板的实证检验[D]. 济南:山东大学,2016.

An Empirical Study on the Effect of Performance Compensation Commitment in M & A on Long - Term M & A Performance

WANG Qiufei, LIU Yuan

(School of Management, Shenyang Jianzhu University, Shenyang 110168, China)

Abstract: Mergers and acquisitions are an important way for listed companies to enhance their competitiveness and sustainable development capabilities. Due to the serious information asymmetry between the two parties to the transaction, the acquirer cannot obtain complete and effective information, which will damage performance. In response to the M & A and restructuring events from 2015 to 2017, the long - term M & A performance of listed companies is studied and analyzed from the three dimensions of whether to sign performance commitments, the way and direction of commitment compensation. It is found that the signing of performance compensation commitment agreements has played a positive role in mergers and acquisitions and restructuring transactions in comparison with other methods. However, there is no obvious correlation between the compensation direction and performance. And combining with the research conclusions, the author provides some suggestions for companies to reasonably choose performance commitment agreements in mergers and acquisitions.

Key words: mergers and acquisitions; performance compensation commitment; M & A performance; long - term performance

(责任编辑:郝 雪 英文审校:林 昊)