

并购业绩承诺是一个有效信号吗?

——基于未确认净资产价值和已确认净资产溢价的分析

徐沛勳¹, 薛爽², 李志刚³

(1. 复旦大学管理学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学会计学院, 上海 200433;
3. 上海商学院财务金融学院, 上海 200235)

摘要: 并购业绩承诺是我国并购交易中的一项特有安排, 其在并购定价中的作用是理论界和实务界共同关注的热点话题。文章基于信号理论, 以上市公司重大资产并购重组为样本, 将并购总溢价分为未确认净资产价值和已确认净资产溢价两部分, 研究并购业绩承诺对这两类溢价影响的差异及其作用机理。研究表明, 并购业绩承诺对两个溢价都有正向影响, 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。业绩承诺产生上述影响的原因在于其传递了有关被并方未来业绩的积极信号。当主并方对信号的需求更强(如被并方盈利能力较差或并购为非关联交易)时、或信号本身强度更大(如承诺额为“扣非净利润”而非“净利润”)时, 并购业绩承诺对两类溢价影响的差异更大。进一步研究表明, 主并方为业绩承诺支付溢价的行为是理性的。文章有助于更好地认识并购定价机制和溢价来源, 为实践中通过合理利用业绩承诺提高并购效益提供借鉴。

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: F234.4; F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2023)01-0079-14

一、引言

并购业绩承诺^①(简称为“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作出的承诺: 若被并方在承诺期内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(尹美群和吴博, 2019; 沈华玉等, 2019), 在制度上起源于2008年的《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第53号)。重大资产并购重组中的业绩承诺是否起到了预期效果, 这是监管部门和资本市场高度关注、同时也是充满争议的话题。

一些研究(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; 沈华玉等, 2019)认为, 并购业绩承诺是并购过程中的一

收稿日期: 2022-09-14

基金项目: 国家自然科学基金(72172076, 71872107); 高等学校学科创新引智计划(111基地); 2018财政部会计名家培养工程项目; 教育部人文社科重点研究基地重大项目(18JJD790010)。

作者简介: 徐沛勳(1993—), 男, 江苏常州人, 复旦大学管理学院博士后;

薛爽(1972—), 女, 辽宁铁岭人, 上海财经大学会计学院教授、博士生导师(通讯作者);

李志刚(1973—), 男, 吉林长春人, 上海商学院财务金融学院副教授、硕士生导师。

①目前学术界和实务中对并购中的业绩承诺说法不一, 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。

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,提高被并方的评估总价值和并购总溢价,缓解并购中的委托代理问题,提高并购绩效和效率(效率论)。另一些研究(王竞达和范庆泉,2017)则得出了与“效率论”相反的结果。他们发现并购业绩承诺中存在的虚高承诺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)。此外,还有文献发现,业绩承诺会诱发被并方的盈余管理行为(刘向强等,2018;王仲兵等,2021;柳建华等,2021;),增加审计工作的难度、风险和投入时间(王仲兵等,2021),加大审计费用(刘向强等,2018),增加主并方金融化投资偏好(张鹏,2021)。然而,目前鲜有研究关注业绩承诺对并购溢价中各组成部分的不同影响,业绩承诺与业绩实现之间的关系也尚无定论。将并购溢价区分为未确认净资产价值和已确认净资产溢价两部分,在此基础上研究业绩承诺对并购溢价中各组成部分的影响、作用机制及其与业绩实现之间的关系,是正确理解业绩承诺作用和并购溢价来源、认识并购价值效应和提高公司财务决策科学性的关键,也可为监管部门的监管实践提供借鉴。

本文以信号效应理论为基础,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,着重关注重大资产并购重组中业绩承诺对这两类不同来源并购溢价的影响及差异。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,向主并方传递出被并方未来业绩较佳且有保证的信号,提高主并方在并购中愿意支付的对价上限,增加被并方在并购博弈中的讨价筹码,提高交易价格和并购溢价。当然,实务中也有很多案例,如雅百特、佳电股份等,由于虚高业绩承诺,之后进行大额利润操纵,对主并方和整个并购市场造成负面影响。如果业绩承诺的虚高具有普遍性,业绩承诺就无法得到主并方的认可,不会对并购溢价产生显著影响。更甚之,若存在逆向选择,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。可见,业绩承诺对被并方未确认净资产价值和已确认净资产溢价这两类溢价的影响是具有张力、尚待检验的实证问题。进一步地,未确认净资产价值和已确认净资产溢价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这两类溢价,那么业绩承诺对二者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,目前关于业绩承诺可靠性的研究结论尚不一致,业绩承诺到底是未来业绩和并购效率得以保证的积极信号(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)?

本文对上述一系列问题进行了实证检验,结果表明:(1)业绩承诺对并购溢价的两个组成部分均会产生正向影响,且其对未确认净资产价值的影响明显大于其对已确认净资产溢价的影响。(2)业绩承诺影响这两类溢价的机制在于信号效应:其向主并方传递了被并方未来业绩较佳的积极信号。当主并方对这种信号的需求较强、或者信号强度较大时,业绩承诺对两类溢价影响的上述差异会更大。(3)业绩承诺带来的溢价与业绩实现显著正相关,主并方为业绩承诺支付溢价的行为是理性的,这支持了业绩承诺的效率论。

本文的主要贡献表现在以下三方面:(1)在研究视角上,目前有关并购业绩承诺的信号效应研究主要围绕业绩承诺对并购总溢价的影响展开,较少关注业绩承诺的信号效应对不同来源并购溢价影响的差异,对业绩承诺传递出的信号可靠性也尚无定论。本文从不同溢价来源的视角揭示了业绩承诺在并购定价中的信号效应是如何展现的,并进一步从并购交易特征和承诺特征入手,揭示了影响业绩承诺在并购定价过程中发挥信号效应的因素,最后从承诺实现角度验证了业绩承诺作为信号的可靠性,完善了业绩承诺符合并购效率论的证据链。(2)在研究内容上,本文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”,从资产类型

维度看,细化了并购定价的颗粒度,揭示未确认净资产和已确认净资产在并购时的定价水平对业绩承诺的依赖程度和差异;从会计信息维度看,有助于更准确地解读主并方合并报表中两类溢价所对应的会计项目。(3)在实践意义上,本文的发现有助于包括监管部门、并购双方、投资者和分析师等在内的市场行为主体深入理解并购溢价中不同组成部分受业绩承诺影响的差异和经济后果,更准确地评估并购定价效率和重大资产重组政策实施效果,为并购效率优化、并购交易制度完善和金融风险防范等提供参考和借鉴。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一)制度背景

并购业绩承诺是我国并购交易中特有的现象,其内生于我国制度环境和市场特征^①。2008年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》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”。该规定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年的修订版本(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作出补偿的强制性规定,业绩承诺的签订模式也从过去的“管制”逐渐转变为“市场化+监管”的模式。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)增加了对被并方未履行承诺的监管处罚措施。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,业绩承诺在大多数重大资产重组中仍被采用。

(二)理论分析和研究假说

在进行理论分析前,需要先明确并购中涉及的几个重要价值(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。其中,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内容除了包括被并方在账面上的“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)和未确认的负债(如未决诉讼等)。对于未确认资产与未确认负债的差,本文称之为“未确认净资产”。对净资产的评估方法一般有三种:收益法、市场法和资产基础法。根据《资产评估执业准则——企业价值》,应当采用两种以上评估方法进行评估。在上市公司重大资产重组中,被并标的一般为非上市资产或股权,评估方法一般涉及收益法和资产基础法。其中,资产基础法类似于成本法,评估对象是已确认的净资产。资产基础法下的评估值与收益法下的评估值相比,最大的差异在于前者一般不包括被并方自创商誉等未确认净资产,因此资产基础法下的评估值大多低于收益法下的评估值。实务中,在绝大多数情况下被并方都符合持续经营假设,这时一般会先将收益法下的评估值作为被并方净资产(包括已确认净资产和未确认净资产)的定价依据和基础,将资产基础法下的评估值作为被并方账面净资产(已确认净资产)的公允价值。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

^①国外并购交易中虽然也存在签订业绩对赌协议的情况,但国外并购中签订的业绩对赌协议(通常被称作“Earnout”)在设定内容上不同于我国市场中的并购业绩承诺。我国市场中的并购业绩承诺内容通常表现为:当被并方在并购后未实现其在并购时所承诺的业绩额时,需要给予主并方一定的补偿。国外并购业绩对赌协议的内容通常表现为:当被并方在并购后实现的业绩额达到其在并购时所承诺的业绩额时,主并方需要给予一定的奖励(Cain等,2011;沈华玉等,2019)。由于这种差异的存在,主并方在并购时对被并方未来价值的预期受这两类协议的影响,其机理也会不同,难以等同。

85.3%。在确定交易价格时,有些直接采用了收益法评估价值,有些则在收益法评估价值的基础上浮动。本文所称的并购总溢价(简称为“并购溢价”)是指交易总价与被并方已确认净资产账面价值的差额(图1中的AC)。根据以上分析,并购总溢价可以被进一步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,并购总溢价减去已确认净资产评估增值的部分即为未确认净资产价值^①。在非同一控制下的企业合并中,该部分价值体现在主并方的账面上即为商誉。

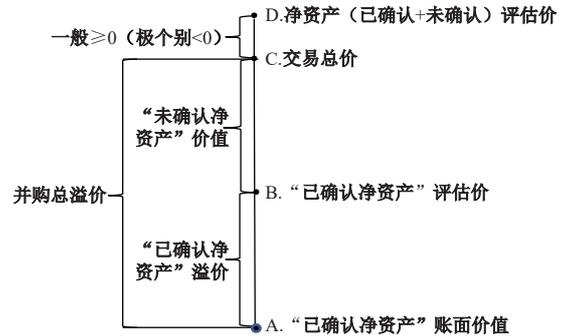


图1 并购交易中的价值（价格）关系示意图

本文要探讨并购业绩承诺对未确认净资产价值和已确认净资产溢价的影响及其差异,首先须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。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,并购溢价也越高。

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)更了解交易标的内部情况,掌握有关交易标的运营效率、客户质量和投资机会等重要信息。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具有重要影响。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)。在并购交易中,如果主并方无法了解被并方的资产质量和发展潜力,就无法对被并方进行有效定价,只能依据市场中被并方之平均水平出价,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天然地存在着利益冲突,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。为提高主并方对被并方的信任度,被并方可以直接向主并方发送彰显其自身质量的有效信号。

并购业绩承诺就是被并方向主并方发出的信号。“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。业绩承诺规定,如果业绩没有达到预期,则被并方需要提供差额补偿。业绩承诺的成本取决于作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更高,金额更大,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。因此,较高的业绩承诺一方面反映了被并方未来业绩水平较佳的预期,另一方面又表明了该预期是有补偿协议作为担保的,可信度较高。

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被并方未来业绩不及预期的风险;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信号时,则可以切实降低主并方在被并方未来业绩不佳时遭受损失的风险。从定价的

^①这里需要说明的是,本文所说的被并方净资产(未确认净资产和已确认净资产),特指本次并购交易中主并方所购股权对应的被并方净资产(未确认净资产和已确认净资产)。

角度来看,感知到的并购资产在全生命周期内发生业绩恶化风险或承诺期内实际遭受损失风险的下降,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,从而提高主并方愿意接受的价格,同时也增加了被并方在并购交易中的话语权,最终使得交易价格被提高,并购总溢价由此增加。

并购总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的评估价值相对于其账面价值的溢价这两个部分组成(见图1)。被并方未来盈利水平是未确认净资产和已确认净资产综合运作的结果,既反映了已确认净资产的质量,也反映了未确认净资产的质量。因此反映被并方未来盈利水平的业绩承诺既会影响到未确认净资产的价值,也会影响到已确认净资产的价值。不过,与已确认净资产相比,未确认净资产包括被并方的自创商誉、市场地位和牌照价值等,这些未确认净资产具有看不见、摸不到和不可辨认的特点,其价值的不确定性显然更大,更需要业绩承诺作为信号来提高主并方对其价值的预期。据此,提出如下假说:

假说1:并购业绩承诺对并购溢价中未确认净资产价值和已确认净资产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。

并购业绩承诺对未确认净资产价值和已确认净资产溢价的影响源于其信号作用,即业绩承诺向主并方传递了有关被并方未来业绩的积极信号。在并购交易中,业绩承诺究竟能在多大程度上发挥这种信号作用进而实现其对两类净资产溢价的影响,这主要取决于两方面:一是主并方对信号的需求程度,二是业绩承诺的信号强度。从信息需求端来看,当交易双方的信息不对称越严重,被并方未来业绩越不明朗,主并方越需要关于被并方未来业绩情况的信号,对业绩承诺的需求更强,业绩承诺对并购溢价的影响也越大。根据上文的分析,相较于已确认净资产,未确认净资产看不见、摸不着,在对其定价时的信息不对称问题更大,不确定因素更多,更需要业绩承诺作为信号来帮助评估其价值。因此,业绩承诺对并购溢价中未确认净资产价值的正向影响会更加大于其对已确认净资产溢价的正向影响。从信息供给端来看,当业绩承诺传递出的信号强度更大时,业绩承诺对并购溢价的影响也会更大。具体到并购溢价的两个组成部分,由于未确认净资产价值难以识别和验证,其在定价时比已确认净资产更依赖业绩承诺的信号作用,故在业绩承诺传递出强信号的情况下,业绩承诺对未确认净资产价值的正向影响程度要更加大于其对已确认净资产溢价的正向影响程度。据此,提出如下假说:

假说2:当主并方对业绩信号需求较大或业绩承诺传递的信号较强时,业绩承诺对未确认净资产价值的正向影响更加大于其对已确认净资产溢价的正向影响。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

并购业绩承诺虽自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。因此,本文以2014—2018年主并方为非金融上市公司的重大资产并购重组^①事件为研究对象(本文在后续检验中还涉及并购溢价在并购完成后未来三年内的减值情况,故实际使用数据年份至2021年)。在此基础上剔除数据缺失样

^①关于是否属于重大资产重组的判断参照《上市公司重大资产重组管理办法》的规定。

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、被并方相关的数据根据巨潮资讯网披露的重大资产重组相关信息手工搜集整理,其余数据来自国泰安数据库(CSMAR)。

(二) 变量定义

本文的被解释变量为并购溢价,包括未确认净资产的价值程度($URNAPremiumRatio$)和已确认净资产的溢价程度($RNAPremiumRatio$)。其中,并购时主并方所购股权对应的被并方已确认净资产账面价值采用并购评估基准日所购股权对应的被并方账面净资产价值。解释变量为是否签订业绩承诺($CommitDum$)和业绩承诺程度($CommitRatio$)。此外,参考现有研究(Malmendier和Tate, 2008; 陈仕华和李维安, 2016; 潘爱玲等, 2018),对并购交易和并购双方特征进行控制,并控制了年度($Year$)和行业(Ind)。本文的变量定义如表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	未确认净资产的价值程度	$URNAPremiumRatio$	(并购交易价格-并购时所购股权对应的被并方已确认净资产评估价值) \div 并购时所购股权对应的被并方已确认净资产账面价值	
	已确认净资产的溢价程度	$RNAPremiumRatio$	(并购时所购股权对应的被并方已确认净资产评估价值-并购时所购股权对应的被并方已确认净资产账面价值) \div 并购时所购股权对应的被并方已确认净资产账面价值	
解释变量	是否签订业绩承诺	$CommitDum$	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	$CommitRatio$	被并方承诺的业绩总额 \div 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	$MergeRatio$	本次并购收购的被并方股权比例
		并购交易对价支付方式	$PayMethod$	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	$Relationship$	若并购双方为关联方则取值为1、否则取值为0
	被并方特征	并购相关性	$MergeRelate$	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
		被并方盈利效率	$SonROA$	被并方t-1年净利润 \div t年年初总资产
		被并方总资产规模	$SonSIZE$	\ln (被并方t年年初总资产 \times 本次收购被并方股权比例+1)
		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
	主并方特征	主并方高管过度自信程度	$MumOverConfidence$	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	$MumSize$	\ln (主并方t年年初总资产+1)
		主并方成长性	$MumGrow$	(主并方t-1年营业收入-t-2年营业收入) \div t-2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预期业绩承诺会同时影响未确认净资产价值($URNAPremiumRatio$)和已确认净资产溢价($RNAPremiumRatio$),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1,首先构建模型(1),分别检验当被解释变量为 $URNAPremiumRatio$ 和 $RNAPremiumRatio$ 时,解释变量 $CommitDum$ 和 $CommitRatio$ 对被解释变量的影响。其中CVs为表1中列示的全部控制变量。进一步地,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,为使两次回归系数可比,将这两个被解释变量进行标准化(将变量观测值减去该变量的平均值,然后除以该变量的标准差),得到标准化后的未确认净资产价值变量($StdURNAPremiumRatio$)和已确认净资产溢价变量($StdRNAPremiumRatio$),以此为被解释变量再进行回归比较。

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

假说2预期对业绩承诺所发出信号的需求越大或业绩承诺发出的信号越强时,业绩承诺对未确认净资产价值和已确认净资产溢价的正向影响程度差异会更大。从主并方对信号的需求度来看,一方面,当被并方盈利能力较弱时,更难以确定未确认净资产价值的存在性和稳定性;另一方面,与关联方相比,当并购发生在非关联方之间时,主并方获取被并方信息的渠道更少,难度更大。因此,当被并方盈利能力较弱或并购双方为非关联方时,信息不对称程度更大,主并方对信号的需求也更强。从信号强度来看,业绩承诺传递的信号强弱取决于其与未来现金流获取能力的关系,关系越紧密,信号强度越大。承诺的业绩有“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价值(Fairfield等, 1996; 刘宝华等, 2016)。故当承诺的业绩额采用“扣非净利润”时,业绩承诺与未来现金流的获取能力更相关,其信号强度更大。据此,为检验假说2,将样本分别根据并购前被并方盈利能力(被并方并购前一年的ROA是否高于全样本中位数)、被并方是否为关联方和承诺额是否为扣非净利润进行分组检验,比较在每两组间业绩承诺程度(CommitRatio)对标准化后的被解释变量StdURNAPremiumRatio和StdRNAPremiumRatio的影响系数差额之变化。

四、实证结果

(一)描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。未确认净资产价值程度变量URNAPremiumRatio的中位数和均值分别为3.718和6.746,已确认净资产溢价程度变量RNAPremiumRatio的均值和中位数则分别为0.548和0.702。从市场平均水平来看,在重大资产并购重组中,未确认净资产的价值要远高于可辨认资产的溢价,占据并购总溢价中的绝大部分,这与样本期间并购溢价较高进而产生很多天价商誉的市场实际情况相符。反映是否签订业绩承诺的哑变量CommitDum之中位数和均值分别为1和0.784,表明近78%的重大资产并购重组都会签订业绩承诺,业绩承诺在我国重大资产并购重组中扮演着重要角色。业绩承诺程度变量CommitRatio的中位数和均值分别为1.412和2.690,表明不同重大资产并购重组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2 变量描述性统计

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

(二) 回归结果

1. 业绩承诺对并购溢价不同组成部分的影响(假说1)

首先,分别按照未确认净资产价值程度和已确认净资产溢价程度的中位数将样本分成高低两组,考察在不同组别中业绩承诺的差异,结果如表3所示。表3的Panel A是按照未确认净资产价值程度高低分组的结果。在未确认净资产价值程度较高和较低组别中,分别有92.2%和64.7%的样本签订了业绩承诺,前者显著大于后者。业绩承诺程度 $CommitRatio$ 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3的Panel B是按照已确认净资产溢价程度高低分组的结果,两组间的差异与Panel A类似。另外,无论是 $CommitDum$ 还是 $CommitRatio$ 的均值和中位数,在按未确认净资产价值程度分组时的组间差异均大于在按已确认净资产溢价程度分组时的组间差异。表3结果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要大于其对已确认净资产溢价的影响,与假说1相符。

表3 并购业绩承诺与未确认净资产价值和已确认净资产溢价:分组检验(H1)

Panel A: 按未确认净资产价值分组				
变量	差额类型	未确认净资产价值较高(N=153)	未确认净资产价值较低(N=153)	差额
$CommitDum$	均值	0.922	0.647	0.275***
	中位数	1.000	1.000	0.000
$CommitRatio$	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
$CommitDum$	均值	0.830	0.739	0.092***
	中位数	1.000	1.000	0.000
$CommitRatio$	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4报告了业绩承诺影响两类溢价的回归结果。其中,表4中Panel A的列(1)和列(2)是以 $URNAPremiumRatio$ 为被解释变量、并分别以 $CommitDum$ 和 $CommitRatio$ 为解释变量的回归结果。结果显示, $CommitDum$ 和 $CommitRatio$ 的回归系数分别在5%和1%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,且业绩承诺程度越高,未确认净资产价值也越大。表4中Panel A的列(3)和列(4)是以 $RNAPremiumRatio$ 为被解释变量、并分别以 $CommitDum$ 和 $CommitRatio$ 为解释变量的回归结果。结果显示, $CommitDum$ 的回归系数不显著, $CommitRatio$ 的回归系数在1%的水平上显著为正,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溢价,但业绩承诺程度的增加会显著提高被并方已确认净资产溢价。综上,业绩承诺对两类溢价均会产生正向影响。

下面进一步考察业绩承诺对两类溢价影响程度的差异。由表2可知, $URNAPremiumRatio$ 和 $RNAPremiumRatio$ 的大小和取值范围存在较大差异,表4中的系数大小不能直接比较,故进行标准化,生成新的被解释变量 $StdURNAPremiumRatio$ 和 $StdRNAPremiumRatio$,然后重新进行回归,结果如表4的Panel B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显著大于其对已确认净资产溢价的影响,例如: $CommitRatio$ 对 $StdURNAPremiumRatio$ 和 $StdRNAPremiumRatio$ 的回归系数分别为0.154和0.064,表明 $CommitRatio$ 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,显然 $CommitRatio$ 对 $URNAPremiumRatio$ 的影响相对更大。综上,假说1得到验证。

表 4 业绩承诺对未确认净资产价值和已确认净资产溢价的影响及差异 (H1)

Panel A: 业绩承诺对未确认净资产价值和已确认净资产溢价的影响				
变量	URNAPremiumRatio		RNAPremiumRatio	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CommitDum</i>	1.968 ^{**} (1.98)		0.524(0.67)	
<i>CommitRatio</i>		1.559 ^{***} (4.59)		0.236 ^{***} (3.00)
<i>MergeRatio</i>	-3.978(-1.31)	-4.039 [*] (-1.91)	2.559(1.44)	2.648(1.57)
<i>PayMethod</i>	0.698(0.50)	0.112(0.14)	-0.010(-0.02)	-0.086(-0.17)
<i>Relationship</i>	-3.424 [*] (-1.95)	-1.600(-1.64)	-0.420(-0.78)	-0.119(-0.20)
<i>MergeRelate</i>	-2.121(-1.36)	-1.049(-1.36)	0.165(0.31)	0.340(0.63)
<i>SonROA</i>	18.284 ^{**} (2.53)	8.903 ^{**} (2.21)	2.106(0.78)	0.750(0.27)
<i>SonSIZE</i>	-1.028(-1.37)	0.179(0.31)	0.072(0.28)	0.255(0.90)
<i>MumSHI</i>	-2.988(-0.45)	2.729(0.76)	-1.182(-0.59)	-0.384(-0.18)
<i>MumOverConfidence</i>	1.242(0.96)	0.118(0.15)	-0.030(-0.06)	-0.203(-0.42)
<i>MumSize</i>	1.655 ^{**} (2.32)	0.094(0.11)	-0.179(-0.55)	-0.428(-1.17)
<i>MumGrow</i>	-0.049(-0.30)	-0.132 [*] (-1.87)	0.058(1.05)	0.043(0.84)
<i>MumLEV</i>	-0.501(-0.16)	3.245(1.44)	-1.888(-1.27)	-1.344(-0.88)
<i>MumROA</i>	-4.971(-0.20)	-5.701(-0.46)	3.067(0.38)	2.803(0.38)
<i>MumSOE</i>	-4.550 ^{**} (-2.45)	-2.445 ^{**} (-2.49)	1.429 [*] (1.92)	1.709 ^{***} (2.60)
<i>Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制
Constant	-11.557(-0.83)	-2.837(-0.26)	0.830(0.13)	2.441(0.36)
N	306	306	306	306
Adj. R ²	0.155	0.670	0.124	0.212
Panel B: 对两类溢价变量进行标准化后的检验结果				
变量	StdURNAPremiumRatio		StdRNAPremiumRatio	
	(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(-0.20)	-0.562(-0.46)	0.833(0.38)	0.761(0.38)
<i>MumSOE</i>	-0.449 ^{**} (-2.45)	-0.241 ^{**} (-2.49)	0.388 [*] (1.92)	0.464 ^{***} (2.60)
<i>Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制
Constant	-1.805(-1.32)	-0.945(-0.88)	0.035(0.02)	0.472(0.26)
N	306	306	306	306
Adj. R ²	0.155	0.670	0.124	0.212

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,下同。

此外,从会计确认和计量的视角看, *CommitRatio*对*URNAPremiumRatio*的影响表明,业绩承诺程度是商誉的重要决定因素。*CommitRatio*对*RNAPremiumRatio*的影响还给予了如下启示:业绩承诺程度会增加主并方个别报表中的资本公积、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^①。目前对于非同一控制下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。根据表4的结果,这样的会计处理可能是不全面的。按照商誉减值的逻辑,也应考虑是否需要根据并购时业绩承诺对被并方已确认净资产溢价的影响程度,对被并方已确认资产在主并方合并报表中的账面价值计提合理的减值。另外,对于同一控制下企业合并的后续会计计量,也应考虑是否要根据业绩承诺增加并购溢价的程度以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。现行会计准则在这些方面都没有给出相关的规定和指引,这些问题值得会计理论界和会计准则制定机构进行深入研究。

2. 业绩承诺作为信号的重要性及强度对并购溢价各组成部分的影响(假说2)

根据假说2,当被并方盈利能力较弱或并购双方为非关联方时,业绩承诺作为信号的重要性更大;当业绩承诺采用“扣非净利润”时,业绩承诺作为信号的强度更大。在业绩承诺的信号作用越重要或信号强度越大时,其影响未确认净资产价值和已确认净资产溢价的程度差异也应该越大。本文分别按照被并方盈利能力、是否为关联交易、承诺额是否为“扣非净利润”对样本进行分组检验,结果如表5所示。表5中Panel A的结果显示,当被并方盈利能力较弱时,*CommitRatio*每增加1个单位,会使*URNAPremiumRatio*比*RNAPremiumRatio*多增加0.124(0.210减0.086)个标准差;而被并方盈利能力较强时,*CommitRatio*每增加1个单位,只会使*URNAPremiumRatio*比*RNAPremiumRatio*多增加0.046(0.120减0.074)个标准差。以上结果说明相对于被并方盈利能力较强的情形,当被并方盈利能力较弱时,业绩承诺增加未确认净资产价值的程度要更大于其增加已确认净资产溢价的程度。表5的Panel B和Panel C是按交易双方是否为关联方或承诺额是否为“扣非净利润”分组的结果,结果显示,当并购是非关联方并购或业绩承诺额为扣非净利润时,业绩承诺增加两类溢价的上述程度差异也更大。综上,表5的结果均与预期一致,假说2得到验证。

(三)进一步分析:并购业绩承诺带来的并购溢价是否“价有所值”

上文表明,业绩承诺有助于提高并购溢价,且主要体现在对并购溢价中未确认净资产价值的提升上。那么,业绩承诺是否提高了主并方的并购效率?如果主并方通过支付更多对价“购买”的业绩在未来无法兑现,则表明该溢价“价不符实”,主并方在并购时很可能因不切实际的业绩承诺而支付了过高的对价,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”,本文进一步检验业绩承诺在未来的兑现情况。该检验限于有业绩承诺的样本。首先,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)”为被解释变量,以*CommitRatio*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其他因素: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

^①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。

表5 业绩承诺作为信号的重要性及强度不同时对两类溢价影响的差异比较(H2)

Panel A: 按被并方并购前一年的ROA中位数分组				
变量	<i>StdURNAPremiumRatio</i>	<i>StdRNAPremiumRatio</i>	<i>StdURNAPremiumRatio</i>	<i>StdRNAPremiumRatio</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
盈利能力较弱		盈利能力较强		
<i>CommitRatio</i>	0.210*** (13.95)	0.086** (2.25)	0.120*** (3.02)	0.074*** (3.22)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制
Constant	-1.861(-1.33)	2.779(0.99)	-1.781(-0.94)	1.668(0.60)
N	153	153	153	153
Adj. R ²	0.783	0.229	0.664	0.214
Panel B: 按并购是否为关联交易分组				
变量	<i>StdURNAPremiumRatio</i>	<i>StdRNAPremiumRatio</i>	<i>StdURNAPremiumRatio</i>	<i>StdRNAPremiumRatio</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
非关联交易		关联交易		
<i>CommitRatio</i>	0.184*** (22.66)	0.086*** (4.05)	0.115** (1.99)	0.042(1.22)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制
Constant	-1.513(-0.83)	1.838(0.65)	-0.752(-0.58)	-0.116(-0.05)
N	107	107	199	199
Adj. R ²	0.895	0.342	0.461	0.209
Panel C: 按承诺额是否为“扣非净利润”分组				
变量	<i>StdURNAPremiumRatio</i>	<i>StdRNAPremiumRatio</i>	<i>StdURNAPremiumRatio</i>	<i>StdRNAPremiumRatio</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
采用“扣非净利润”		未采用“扣非净利润”		
<i>CommitRatio</i>	0.201*** (30.40)	0.066*** (2.92)	-0.020(-1.17)	0.035(1.03)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year / Ind</i>	控制	控制	控制	控制
Constant	0.846(1.00)	0.479(0.34)	-2.383(-1.35)	-1.248(-0.32)
N	207	207	99	99
Adj. R ²	0.901	0.257	0.116	0.098

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, 进行回归。特别地, 前文的实证检验表明未确认净资产价值既是并购溢价的主要来源(如表2所示), 也是受业绩承诺影响最大的溢价部分(如表4所示), 因此本文还根据并购时未确认净资产价值程度的中位数进行分组检验。上述回归结果如表6所示。表6中的列(1)显示, 从市场整体情况来看, 并购时的

表6 并购业绩承诺程度、并购溢价与业绩实现

变量	<i>Achieve</i>		
	(1)	(2)	(3)
	全样本	未确认净资产价值较高	未确认净资产价值较低
<i>CommitRatio</i>	0.023** (2.47)	0.027** (2.32)	-0.009 (-0.80)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Year / Ind</i>	控制	控制	控制
Constant	-0.830 (-0.71)	1.958 (1.26)	-0.565 (-0.28)
N	240	120	120
Adj. R ²	0.361	0.286	0.431
组间差异P值 (Suest检验)	-	Chi2=5.88** (P=0.0153)	

业绩承诺程度越大,该承诺在未来的完成率越高。按照未确认净资产价值程度分组检验的结果列示在表6的列(2)和列(3)中。结果显示,与未确认净资产价值程度较低时相比,当未确认净资产价值程度较高时,业绩承诺程度与该承诺完成率间的正向关系更大,且组间系数差异检验结果显著。这些结果表明,从市场整体情况来看,被并方作出的较高业绩承诺与其未来的实际业绩水平较为切合,平均而言,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。以上结果也证明了业绩承诺的效果符合监管部门推行并购业绩承诺制度的初衷,即:平均而言,业绩承诺的信号作用有助于提高并购质量,实现了主并方和被并方的双赢。该结论与吕长江和韩慧博(2014)的并购效率论一致。

(四) 稳健性检验^①

1. 内生性问题的处理。(1)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”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签订的因素为解释变量:收购股权比例、并购交易对价支付方式、是否为关联交易、并购相关性、并购规模、被并方公司规模、被并方财务杠杆、被并方盈利能力、主并方现金水平、主并方第一大股东持股比例、主并方公司规模、主并方财务杠杆、主并方盈利能力、主并方市值账面比、主并方股权性质,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加入至主检验模型的解释变量中,然后对全样本进行回归,结论保持不变。(2)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,本文还剔除未签订业绩承诺的样本,然后根据主回归模型对有业绩承诺的子样本重新进行检验,结论保持不变。(3)业绩承诺增加并购溢价的检验结果也可能是因为被并方为获取高并购溢价而蓄意虚高业绩承诺,为排除这一替代性解释,需要进一步分析和检验。表6的结果表明,从市场整体情况来看,高业绩承诺在未来得以实现的可能性更大,较高的业绩承诺更为可靠,且当并购溢价较高时,业绩承诺程度与承诺实现程度之间的正相关性更强,即整体上看,本文的检验中未发现伴随虚高业绩承诺的高溢价并购。此外,采用事后之明的方法,如果被并方虚高业绩承诺以实现更高溢价具有普遍性,那么虚高业绩承诺带来的高额溢价中必定存在更多的泡沫,在未来更可能发生减值。按此逻辑,本文进一步考察了业绩承诺带来的并购溢价在未来发生减值的情况。相关结果表明,与业绩承诺相关的并购溢价在未来并没有面临更高的减值,上述替代性解释得到进一步排除。

2. 替换解释变量和被解释变量。分别用“被并方未确认净资产价值总额加1后的自然对数”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)”替换主检验中的被解释变量“RNAPremiumRatio”,然后重新检验,结论保持不变。

五、结论与启示

业绩承诺是我国并购交易中的特有现象,有助于缓解并购双方的信息不对称,在并购中发挥重要的信号功能。本文基于信号理论,以2014—2018年主并方为A股非金融类上市公司的重大资产并购重组交易为样本,将并购溢价按照其来源是否体现在被并方账面上,分为未确认净资产价值和已确认净资产溢价两个部分,研究了业绩承诺对这两类并购溢价组成部分影响的差异。研究表明,业绩承诺是缓解主并方与被并方信息不对称的有效信号,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要远大于其对已确

^①因篇幅限制,稳健性检验的结果未列示,留存备案。

认净资产溢价的影响。当主并方对信号的需求更强或信号本身强度更大时,并购业绩承诺影响这两类溢价的上述差异更大。进一步研究还发现,业绩承诺是“价有所值”的,承诺程度与未来被并方预期业绩的实现显著正相关,且在较高溢价的并购中,业绩承诺与承诺实现间的上述正向关系更强,说明业绩承诺可以被视为一个有效的信号。

本文创新性地 将并购总溢价划分为未确认净资产价值和已确认净资产溢价,研究了并购业绩承诺对这两类不同来源并购溢价影响的差异。在此基础上,考虑了并购中业绩信号的重要性和信号强度,在多个横截面上检验了业绩承诺对并购溢价中两个组成部分影响的差异,进一步验证了信号理论。本研究对并购双方和并购交易的市场监管都具有重要参考价值。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,如对具体承诺类型的选择,来提高并购交易价格,以在并购博弈中尽可能地获得较高并购收益。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,并在会计后续计量中,分别根据业绩承诺与未确认净资产价值和已确认净资产溢价之间的关系,在业绩承诺未完成时合理计提相应的资产减值。对于监管方来说,在业绩承诺的签订方面采用市场机制的同时,也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。

主要参考文献:

- [1] 陈仕华,李维安. 并购溢价决策中的锚定效应研究[J]. 经济研究,2016,(6).
- [2] 李文秀,郑晓媛,王军辉. 2018年度上市公司重大资产重组资产评估分析报告[J]. 中国资产评估,2019,(8).
- [3] 刘宝华,罗宏,周微. 股权激励行权限制与盈余管理优序选择[J]. 管理世界,2016,(11).
- [4] 柳建华,徐婷婷,陆军. 并购业绩补偿承诺会诱导盈余管理吗?[J]. 管理科学学报,2021,(10).
- [5] 刘向强,孙健,袁蓉丽. 并购业绩补偿承诺与审计收费[J]. 会计研究,2018,(12).
- [6] 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,(6).
- [7] 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).
- [8] 潘爱玲,刘文楷,王雪. 管理者过度自信、债务容量与并购溢价[J]. 南开管理评论,2018,(3).
- [9] 沈华玉,王行,吴晓晖. 标的公司的信息不对称会影响业绩承诺吗?[J]. 管理科学学报,2019,(10).
- [10] 王竞达,范庆泉. 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究[J]. 会计研究,2017,(10).
- [11] 王仲兵,张月,王攀娜. 企业业绩补偿承诺与审计投入[J]. 审计研究,2021,(1).
- [12] 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]. 南开管理评论,2018,(6).
- [13] 尹美群,吴博. 业绩补偿承诺对信息不对称的缓解效应——来自中小板与创业板的经验研究[J]. 中央财经大学学报,2019,(10).
- [14] 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).
- [15] 张鹏. 业绩承诺、机会主义与企业金融化[J]. 经济学动态,2021,(12).
- [16] Akerlof G A. The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84(3): 488–500.
- [17] Cain M D, Denis D J, Denis D K. 2011. Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51(1–2): 151–170.
- [18] Fairfield P M, Sweeney R J, Yohn T L. Accounting classification and the predictive content of earnings[J]. *The Accounting Review*, 1996, 71(3): 337–355.
- [19] Malmendier U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the Market’s reaction[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1): 20–43.
- [20] Varaiya N P. Determinants of premiums in acquisition transactions[J]. *Managerial and Decision Economics*, 1987, 8(3): 175–184.

Is M&A Performance Commitment an Effective Signal? An Analysis Based on Unrecognized Net Asset Value and Recognized Net Asset Premium

Xu Peiji¹, Xue Shuang², Li Zhigang³

(1. School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China; 2. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 3. Faculty of Professional Finance and Accountancy, Shanghai Business School, Shanghai 200235, China)

Summary: M&A performance commitment is a unique arrangement in China's M&A transactions, which is endogenous to China's institutional environment and market characteristics. Its role in M&A pricing is a hot topic of common concern in both theoretical and practical fields. Although the existing research has explored the relationship between performance commitment and the total M&A premium, little has explored the differences in the impact of performance commitment on M&A premium from different sources and their causes, which to some extent restricts the understanding of various stakeholders in the capital market on the source and mechanism of M&A premium, and then on the rationality of subsequent accounting treatment of different types of assets incorporated by the main merging party. Based on the signaling theory, taking the major asset restructuring of listed companies as a sample, this paper divides the total M&A premium into two parts: unrecognized net asset value and recognized net asset premium, and studies for the first time the difference and mechanism of the impact of M&A performance commitment on these two types of premium. The research shows that M&A performance commitment has a positive impact on both types of premium, and its impact on the unrecognized net asset value of the merged party is greater than its impact on the recognized net asset premium. The reason why performance commitment has the above impact is that it effectively transmits positive signals about the future performance of the merged party to the merging party. When the main merging party has a stronger demand for such signals (such as the merged party's poor profitability or non-related party transactions), or the signal itself has a greater strength (such as the commitment amount is "net profit deducted" rather than "net profit"), the difference between the impact of M&A performance commitment on the above two types of premium is greater. Further tests also show that there is a significant positive correlation between the degree of M&A performance commitment and the achievement rate of the merged asset performance after M&A, and when M&A premium is high, the positive relationship is stronger, indicating that the main merging party's behavior of paying premium for performance commitment is rational. This paper enriches the research on performance commitment and M&A pricing, which helps stakeholders better understand the path and reason of the impact of M&A performance commitment on M&A premium, and provides important inspiration for the main merging party to carry out subsequent evaluation and measurement of assets corresponding to different source premium after M&A. At the same time, it also provides a clear and feasible idea for both sides of M&A to reasonably use performance commitment to improve the efficiency of M&A in practice, for information users to better evaluate the source and rationality of M&A premium, for accounting-standard setting institutions to improve relevant accounting standards, and for the main merging party to achieve a reasonable follow-up measurement of merged assets.

Key words: performance commitment; M&A premium; recognized net assets; unrecognized net assets; achievement of performance

(责任编辑: 王西民)