

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2018.07.006

并购业绩承诺方式的激励效应研究

饶艳超¹, 段良晓², 朱秀丽³

(1. 上海财经大学会计学院, 上海 200433; 2. 中信建投证券公司投行部, 上海 200433;
3. 南京财经大学会计学院, 江苏南京 210023)

摘要: 本文采用2010—2014年间A股中小板和创业板并购境内标的并签订业绩补偿协议的标的公司样本, 研究业绩补偿承诺对标的公司的激励效应。研究表明, 双向业绩承诺比单向业绩承诺的激励效果更为显著; 当业绩承诺未达到预期标准时, 股份补偿方式比现金补偿方式的激励效果更为显著; 相比于没有减值测试补偿条款, 约定减值测试补偿具有更好的激励效应; 并购业绩承诺对管理层薪酬激励效果不明确。本文的研究不仅可以为并购交易的业绩承诺条款签订提供借鉴意义, 也为监管部门对并购交易过程中高估值、高风险的业绩承诺风险监管提供证据支持。

关键词: 并购; 业绩承诺; 激励效应

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2018)07-0073-11

一、引言

并购业绩承诺是对赌协议在并购重组交易中的延伸与应用, 是并购交易双方可以签署盈利预测补偿协议, 针对盈利目标未能实现时的补偿事宜进行约定。业绩承诺作为一种制度安排或者是契约设计, 通过对未来一定期间内的经营目标进行预测并进行补偿承诺, 不仅可以为交易估值提供强有力的支撑, 使并购定价回归正常价值, 而且可以对标的公司管理层加以约束或者设置奖励, 尽可能降低上市公司(标的公司新股东)与标的公司管理层(标的公司原股东)之间的信息不对称和委托代理问题(Kohers和Ang, 2000), 通过激励与约束两个方面的约定促使管理层积极投入并购后的整合, 努力提升标的公司业绩。虽然对赌协议在我国并购中应用的时间较短, 但在信息不对称广泛存在的并购交易, 尤其是非关联方并购交易中, 业绩承诺能够起

收稿日期: 2017-04-18

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71272011); 国家自然科学基金青年项目(71502077); 2017财政部管理会计专项课题(CZBGLKJ201714); 教育部人文社会科学研究一般项目(青年)(14YJC630221); 上海高校本科重点教学改革项目; 江苏高校优势学科建设工程资助项目

作者简介: 饶艳超(1973—), 女, 上海财经大学, 博士, 副教授;
段良晓(1993—), 男, 中信建投证券公司投行部, 硕士;
朱秀丽(1976—), 女, 南京财经大学, 博士, 副教授(通讯作者)。

到正面的信号传递作用,降低交易成本,显著提升并购的协同效应,促进资源更加有效地配置(吕长江等,2014)。如果业绩承诺标的的设置与标的公司的风险及管理层的的能力相匹配,制定适当难度的业绩承诺目标,有利于激发管理层的努力程度,实现效率最大化(项海容等,2009)。

受多种因素影响,并购标的的业绩承诺存在不达标风险,不仅业绩承诺的方式越来越多元化,业绩承诺补偿方式也越来越多元化,那么,何种方式的承诺和补偿方式更能激励管理层完成业绩目标,降低补偿风险?汤谷良和刘辉(2006)发现股权激励措施在对赌协议中兼有约束与奖励效应,有助于降低机构投资者的信息不对称,减少委托代理成本,激励标的公司管理层提升企业业绩。高闯等(2010)也发现股份补偿比现金补偿更显著地改善了上市公司的财务业绩与经营状况,降低大股东关联交易注入资产时的估值泡沫。吕长江和韩慧博(2014)和杨洋(2016)对单向和双向业绩承诺方式的激励效应进行了分析,但由于上述研究都是采用2013年之前的样本,在双向业绩承诺方式样本量不足的情况下,研究均未能发现双向业绩承诺对于标的方显著的激励效应。受样本研究容量的限制,不同补偿方式的激励效应差异目前只在案例研究中得到证实(汤谷良和刘辉,2006;高闯等,2010),未能推广到大样本研究结论中(吕长江和韩慧博,2014;杨洋,2016),且研究问题相对单一,未能全面反应补偿方式对管理层的激励效应。

本文采用2010—2014年间A股中小板和创业板并购境内标的,并签订业绩补偿协议的标的公司样本,研究单双向业绩承诺、股份现金补偿方式和资产减值测试补偿条款对标的公司高管薪酬和企业业绩的影响差异。研究表明,双向业绩承诺比单向业绩承诺的激励效果更为显著;当业绩承诺未达到预期标准时,股份补偿方式比现金补偿方式的激励效果更为显著;相比于没有减值测试补偿条款,约定减值测试补偿具有更好的激励效应。本文可能的研究贡献在于:(1)全面分析了承诺方式对管理层的激励效应,已有研究集中于单双向业绩承诺、股份现金补偿方式的激励效应(吕长江和韩慧博,2014;杨洋,2016),忽视了并购溢价下未来资产减值的影响,本文研究拓展至减值测试补偿方式,拓宽了现有研究思路;(2)采用并购标的管理层薪酬指标,分析承诺方式对管理层直接的激励效果,已有研究多采用并购标的企业业绩作为激励效应的(杨洋,2016),但影响企业业绩的因素较多,很难体现业绩承诺的直接效应。在此基础上,本文增加了并购标的管理层薪酬指标,考察业绩承诺的直接激励效果;(3)扩充了样本容量,增加了研究结论的可靠性,已有研究多采用截止2013年之前的样本(吕长江和韩慧博,2014;杨洋,2016),但高溢价和对赌在被称之为“并购元年”的2013年才开始迅速发展,本文将样本拓展至2014年,增加了研究结论的可靠性。

二、理论分析和假设形成

已有研究表明并购业绩承诺能够对被并购方管理层产生激励效应(杨洋,2016)。在实务中,业绩承诺的形式分单向业绩承诺和双向业绩承诺,单向业绩承诺只能起到约束的作用,对于标的公司管理层而言,原有的交易对价(基于标的公司原股东角色享有的)和薪酬待遇(作为标的公司管理层享有的)只能起到保障其完成业绩承诺免于被惩罚的作用;双向业绩承诺引入奖励机制激励管理层,超出业绩承诺的部分,管理层可以获得相应比例的奖金,或者增加标的资产的对价。双向业绩承诺基于被并购方股东的角度可以理解为估值调整协议,基于被并购方管理层的角度可以理解为对标的公司管理层的薪酬契约。因此,对于标的方管理层而言,仅有惩罚效应的单向业绩承诺合约中,完成或超额完成业绩承诺并不能获得奖励,但在双向业绩承诺合约中,超额完成业绩承诺即可获得相应的奖励,管理层完成业绩承诺的动机越强。综上所述,我们认为双向业绩承诺的契约设计优于单向业绩承诺,能够促使标的公司管理层更加努力提升标的公司业绩,激励效果更强,据此提出本文的假设1:

假设1:附业绩承诺的并购交易中,双向业绩承诺比单向业绩承诺对标的公司管理层的激励效应更强。

关于业绩承诺的补偿方式主要有三种,一是按照发行股份并支付现金购买资产时支付的股权对价与现金对价的比例进行补偿,这种情形下,由于发行股份的对价通常远高于现金支付的对价,现金支付作为辅助的支付方式出现;二是现金补偿为主,股份补偿为辅的补偿形式,这种情形下,现金补偿通常可以覆盖未完成的业绩承诺差额,无需动用股份进行补偿;三是股份补偿为主,股份不足时以现金进行补偿,这种情形下,股份通常可以覆盖未完成的业绩承诺差额,无需动用现金进行补偿。上述第一和第三种情况属于股份补偿方式,第二种情况属于现金补偿方式。现金补偿条款可以理解为对标的资产交易对价的调整,被并购方用现金补偿未完成的业绩承诺,相当于降低了交易对价;股份补偿条款,未完成业绩承诺时,被并购方需要补偿的金额除以股份发行价计算需要补偿的股份数,在这种情况下,由于并购交易时的发行价通常低于业绩补偿承诺时的市场价,股份补偿带来应补偿股份变现价差的损失,此外,股份补偿会损失应补偿股份所对应的未来收益权,甚至可能导致被并购方丧失上市公司的股东地位。因此,股份补偿对管理层的约束程度高于现金补偿,可能给被并购方带来更大的激励,促使其努力完成业绩承诺,减少股份补偿带来的损失,据此提出本文的假设2:

假设2:附业绩承诺的并购交易中,股份补偿方式比现金补偿方式对标的公司管理层的激励效应更强。

上市公司并购交易补偿期限届满时,需对标的资产进行减值测试,在未约定减值补偿测试条款而标的资产发生减值时,标的公司需根据持有的上市公司股份比例承担减值损失;约定减值补偿测试条款的情况下,被并购方管理层需要对标的资产发生的减值金额全额承担损失。未约定减值补偿测试条款的情况下,标的公司管理层会在承担的减值损失与努力经营标的公司付出的成本之间进行权衡,当后者大于前者时,管理层没有动力去提升标的公司的业绩,激励效应较低;约定减值补偿测试条款的情况下,由于标的资产在并购估值时溢价率通常较高,若发生减值,其损失远大于管理层努力经营付出的成本。因此,在约定减值补偿测试条款的情况下,上市公司(标的公司新股东,委托人)与被并购方管理层(标的公司原股东,代理人)之间的目标函数更加趋同,降低了代理成本,被并购方管理层更加努力地投入到并购后的整合中去,积极提升标的公司的经营业绩,产生更强的激励效应。据此提出本文的假设3:

假设3:附业绩承诺的并购交易中,有减值补偿承诺比无减值补偿承诺对标的公司管理层的激励效应更强。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取2010年至2014年中小板和创业板发生的附业绩承诺的并购交易作为研究样本,研究对象为被并购标的公司。由于创业板设立于2009年底,且在此之前业绩承诺样本极少,因而研究样本的起始时间为2010年。考虑到主板的并购重组多为借壳、大股东资产注入、整体上市等,涉及关联交易较多,大股东对于并购交易及标的资产后续经营具有较强的操控能力,容易产生盈余管理行为,歪曲被并购公司真实的财务状况。而中小板、创业板的并购交易中非关联交易占比相对较大,且多为产业并购,财务状况的变化能够在一定程度上反映业绩承诺给被并购方带来的激励效应。

本文以Wind数据库中小板与创业板的并购事件数据为基础,通过查阅上市公司并购重组预案、草案、独立财务顾问报告、年度报告获取附业绩承诺的并购交易样本。具体筛选标准如下:

- (1)中小板和创业板上市公司作为收购方,收购标的公司的股权;
- (2)被并购方协议转让的股权比例不低于30%;
- (3)交易已经完成,相关资产权属已经完成过户;
- (4)剔除主并方或者被并购方为金融行业的样本;
- (5)剔除并购目的为买壳上市、整体上市、私有化的样本;
- (6)剔除相关数据缺失的样本。

经过手工筛选和整理,共获得270个研究样本。样本的年度分布如表1所示:

表1 样本年度分布

年 度	2010	2011	2012	2013	2014	合 计
样本数	9	16	23	85	137	270
占总样本比例	3.33%	5.93%	8.52%	31.48%	50.74%	100.00%

(二)变量定义

1.因变量:业绩承诺的激励效应

本文的因变量分别为业绩指标激励效应(*IE*)和薪酬指标激励效应(*PAY*)。

参考杨洋(2016),业绩指标激励效应(*IE*)为选取被并购方并购后一年和并购交易当年的总资产收益率差值进行度量。由于研究的对象为被并购标的公司,绝大部分为非上市公司,股票价格及收益率等指标无法获得,故用其财务状况的改善对激励效应进行度量。具体计算方法为^①:

(1)如果并购交易发生时披露的最近一期财务报告早于6月30日,则使用并购发生前一年的总资产收益率作为并购前的总资产收益率。例如,某并购交易发生在2014年3月10日,最近一期的财务状况截止到2014年2月28日,此时使用2013年全年的总资产收益率作为并购前的财务状况度量。

(2)如果并购交易发生时披露的最近一期财务报告晚于6月30日,则使用并购当年最近一期的财务数据计算总资产收益率并年化,得到并购前的总资产收益率。例如,某并购交易发生在2014年11月15日,最近一期的财务状况截止到2014年10月31日,此时计算出2014年1到10月的总资产收益率并除以10乘以12进行年化作为并购前的财务状况度量。

(3)使用并购交易发生日后一年的总资产收益率度量并购后的财务状况。例如,某并购交易发生在2014年9月30日,使用2015年全年的总资产收益率度量并购后的财务状况。

薪酬指标的激励效应(*PAY*),选取被并购方并购后一年和并购交易当年的高管货币薪酬差异,采用对数进行标准化。

2.自变量:业绩承诺补偿方式,根据并购双方签订的《盈利预测补偿协议》约定的补偿方式,具体分为3种情况:

(1)是否双向业绩承诺(*D_VAM*)。如果《盈利预测补偿协议》中约定相应的奖励对价,则为双向业绩承诺,*D_VAM*取值为1,否则为0。

(2)是否股份补偿(*P_VAM*)。如果《盈利预测补偿协议》中约定未完成业绩承诺时被并购方以股份进行补偿,则*P_VAM*取值为1,否则为0。

(3)有无减值测试条款(*L_VAM*)。如果《盈利预测补偿协议》约定有相应的标的资产减值

^①由于公告的交易日期具有一定滞后性。在公告前,被并购方管理层可能已经知悉并购的事宜,有动机在知悉收购意向后到财务状况截止日期进行一定的盈余管理,做高利润,使得交易估值更高,年初几个月的财务状况不能真实反映标的公司真实的水准,年化之后异常值偏多,使用上一年全年的总资产收益率进行度量较为合理。财务截止日在下半年,大半年的财务状况已经能对全年的真实情况进行相对准确的刻画,年化之后不会导致大量异常值出现。

测试条款,则*L_VAM*取值为1,否则为0。

3.控制变量

在控制变量的选取上,借鉴了吕长江(2013)的研究设计,选择标的公司是否关联交易(*RT*)、资产规模(*SIZE*)、财务杠杆(*LEV*)、股权收购比例(*RATIO*)和并购年份(*YEAR*),其中,是否关联交易(*RT*),并购交易为同一控制下企业合并(关联交易)时取值为0,非关联交易时取值为1;资产规模(*SIZE*)以被并购公司的平均总资产取对数进行衡量;财务杠杆(*LEV*)为被并购公司的平均资产负债率^①;股权收购比例(*RATIO*)为收购股权的比例,100%收购时取值为1,其他取0;年份(*YEAR*)为并购交易发生的年份设为1,其他设为0。表2列示了主要变量的相关定义:

表2 主要变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>IE</i>	业绩激励效应	被并购方总资产净利率的变化量
<i>PAY</i>	货币薪酬激励效应	被并购方高管薪酬的变化量
<i>D_VAM</i>	双向承诺	双向业绩承诺为1,单向业绩承诺为0
<i>P_VAM</i>	股权补偿承诺	股权补偿方式为1,现金补偿方式为0
<i>L_VAM</i>	减值补偿承诺	有减值补偿承诺为1,无资产减值补偿承诺为0
<i>SIZE</i>	规模	并购标的总资产的对数
<i>LEV</i>	财务杠杆	并购标的平均资产负债率
<i>RATIO</i>	收购比例	收购标的公司的股权比例
<i>RT</i>	关联交易	并购为非关联交易设为1,关联交易为0
<i>YEAR</i>	交易年度	并购发生的年份设为1,其他设为0

(三)研究设计

根据上文分析,本文采用如下模型分析业绩承诺对标的公司管理层的激励效应:

针对双向业绩承诺和单向业绩承诺对标的公司管理层激励效应的研究假设1,采用模型1检验:

$$IE/PAY = \alpha_0 + \alpha_1 D_VAM + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 RATIO + \alpha_5 RT + \varepsilon \quad (1)$$

针对股份补偿承诺和现金补偿承诺对标的公司管理层激励效应的研究假设2,采用模型2检验:

$$IE/PAY = \alpha_0 + \alpha_1 P_VAM + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 RATIO + \alpha_5 RT + \varepsilon \quad (2)$$

针对附减值补偿承诺对标的公司管理层激励效应的研究假设3,采用模型3检验:

$$IE/PAY = \alpha_0 + \alpha_1 L_VAM + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 RATIO + \alpha_5 RT + \varepsilon \quad (3)$$

(四)描述性统计

表3列示了主要变量的描述性统计结果,显示有业绩承诺的标的公司总资产净利率增长值均值和中位数分别为0.035和0.016,最大值和最小值分别为0.636和-0.416;有业绩承诺的标的公司管理层薪酬增长均值和中位数分别为0.120和0.075,最大值和最小值分别为1.378和-0.498,数据离散程度较大。这与并购标的企业生命周期有一定关系。通常而言,并购标的多为初创期或者成长期的公司,经营状况不稳定,有些公司成长迅速,业绩爆发能力强,*IE*值较大,有些公司业绩大起大落,*IE*值较小甚至为负。解释变量中,是否双向承诺、是否股份补偿、是否有减值补偿的均值和中位数均不超过0.5,表明以上三种承诺方式尚未占据主导地位。

控制变量中,是否关联交易(*RT*)的均值为0.748,中位数为1,表明中小板、创业板附业绩承诺的并购多为非关联交易,产业并购居多,盈余管理的影响相对较低;财务杠杆(*LEV*),平均资

^①*SIZE*与*LEV*的对应期间与并购前ROA的计算期间保持一致,采用期初期末值取平均进行计算。

表3 主要变量描述性统计

变量符号	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>IE</i>	270	0.035	0.163	0.016	-0.416	0.636
<i>PAY</i>	251	0.120	0.253	0.07	-0.498	1.378
<i>D_VAM</i>	270	0.385	0.488	0.000	0.000	1.000
<i>P_VAM</i>	270	0.474	0.500	0.000	0.000	1.000
<i>L_VAM</i>	270	0.459	0.499	0.000	0.000	1.000
<i>RT</i>	270	0.748	0.435	1.000	0.000	1.000
<i>LEV</i>	270	0.523	0.275	0.504	0.005	1.776
<i>RATIO</i>	270	0.794	0.219	0.872	0.350	1.000
<i>SIZE</i>	270	18.644	1.261	18.669	15.632	21.152

产负债率均值为0.504,最大值和最小值分别为0.005和1.776,浮动范围较大,表明并购标的公司融资能力和财务风险存在较大差异,可能是由于标的公司中很多为非上市公司,外部融资渠道相对较少;股权收购比例(*RATIO*),由于筛选条件中只保留了股权收购比例超过30%的样本,其均值和中位数分别为0.794和0.872,最大值和最小值分别为0.35和1,这是由于样本中100%收购的样本较多导致均值和中位数偏右;公司规模(*SIZE*)方面,均值和中位数分别为18.644和18.669,最大值和最小值分别为15.632和21.152。

四、实证结果

(一)单、双向业绩承诺的激励效应

表4列示了并购交易中双向业绩承诺的激励效应,结果显示双向业绩承诺对总资产收益率变化值的影响系数为0.041,在5%水平上显著,说明附双向业绩承诺并购协议资产收益率增长水平,显著高于附单向业绩承诺并购协议的并购标的,表明双向业绩承诺比单向业绩承诺对被并购方激励效应更大;双向业绩承诺对高管薪酬变化值的影响系数为-0.093,在5%水平上显著,说明附双向业绩承诺并购协议高管薪酬增长水平,显著低于附单向业绩承诺并购协议的并购标的,单向业绩承诺比双向业绩承诺对被并购方管理层薪酬激励效应更大。上述结论表明,双向业绩承诺对管理层经营有更为显著的激励作用,验证了假设1,但薪酬的结果显示,单向业绩承诺的激励效应更为显著,可能的原因在于双向业绩承诺是对完成

表4 单、双向业绩承诺的激励效应

变量符号	变量定义	IE	PAY
<i>D_VAM</i>	双向承诺	0.041** (0.020)	-0.093** (-2.59)
<i>RT</i>	关联交易	-0.012** (-0.018)	-0.007 (-0.17)
<i>LEV</i>	财务杠杆	0.103** (0.047)	-0.091* (-1.80)
<i>RATIO</i>	收购比例	0.107* (0.051)	-0.001 (-0.91)
<i>SIZE</i>	规模	-0.024*** (-0.010)	0.007 (0.46)
<i>YEAR</i> <i>_cons</i>	年份	YES 0.323 (0.188)	YES 0.157 (0.40)
<i>R</i> ²		0.103	0.034
F		3.907	1.831
N		270	215

注:括号中为*p*值;***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

业绩的管理层的额外奖励,而目前市场上并购业绩承诺不达标现象比较普遍,导致管理层更倾向完成并购业绩承诺,而非超额完成并购业绩承诺。

控制变量的结果显示,关联交易总资产收益率变化值的影响系数为-0.012,在5%水平上显著,财务杠杆对总资产收益率变化值的影响系数为0.103,在5%水平上显著;收购比例对总资产收益率变化值的影响系数为0.107,在10%水平上显著;公司规模对总资产收益率变化值的影响系数为-0.024,在1%水平上显著。关联交易对管理层薪酬变化值的影响系数为-0.007;

财务杠杆对管理层薪酬变化值的影响系数为-0.091,在10%水平上显著;收购比例对管理层薪酬变化值的影响系数为-0.001;公司规模对管理层薪酬变化值的影响系数为0.07。控制变量结果说明关联交易显著降低了双向业绩承诺的公司业绩激励效应,财务杠杆和收购比例显著提高了双向业绩承诺的公司业绩激励效应,而公司规模显著降低了双向业绩承诺的公司业绩激励效应;财务杠杆显著降低了双向业绩承诺企业高管薪酬激励效应,关联交易、收购比例和公司规模对双向业绩承诺企业和单向业绩承诺企业管理层的薪酬激励效应差异不显著。

本文的研究与吕长江和韩慧博(2014)的结论略有差异,吕长江和韩慧博(2014)的研究使用2011—2013年中小板与创业板的附业绩承诺的并购样本进行研究,未能发现双向业绩承诺对并购产生明显的协同效应。据本文的不完全统计,2010—2013年间,双向业绩承诺的样本仅有34个,占并购交易的样本量比例较少,可能是上述研究不显著的原因。而2014年以来,双向业绩承诺得到了更为广泛的应用,相关契约设计也在实践中不断得到成熟和完善,双向业绩承诺应用范围扩大导致激励效应的提升也符合本文的预期假设1。

(二)股份补偿和现金补偿承诺的激励效应

表5列示了并购交易中股份补偿承诺的激励效应,结果显示,股份补偿承诺对总资产收益率变化值的影响系数为0.052,在5%水平上显著,说明附补偿方式业绩承诺的并购交易中,相比于现金补偿方式,股份补偿方式对被并购方具有更显著的激励效应;股份补偿承诺对管理层薪酬变化值的影响系数为0.038,不显著,但同样说明股份补偿方式比现金补偿方式更具有激励效应与假设2预期一致。股份补偿承诺的并购交易对管理层薪酬变化值的影响系数为0.08,不显著,说明股份补偿承诺的并购交易与现金补偿的并购交易对管理层薪酬的影响没有显著差异,原因可能在于与单向或双向业绩承诺相比,股份补偿和现金补偿两种方式没有与管理层签订直接的薪酬契约,无法对管理层薪酬起到直接的激励约束作用。

变量符号	变量定义	IE	PAY
<i>P_VAM</i>	股份补偿承诺	0.052** (0.019)	0.038 (1.03)
<i>RT</i>	关联交易	-0.008** (-0.018)	0.004 (0.09)
<i>LEV</i>	财务杠杆	0.111** (0.046)	-0.094* (-1.83)
<i>RATIO</i>	收购比例	0.093* (0.053)	-0.001 (-1.25)
<i>SIZE</i>	规模	-0.028*** (-0.01)	0.010 (0.61)
<i>YEAR_cons</i>	年份	YES 0.387 (0.186)	YES 0.119 (0.30)
<i>R</i> ²		0.111	0.007
<i>F</i>		4.194	1.176
<i>N</i>		270	215

注:括号中为*p*值;***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

控制变量的结果与表4保持一致,说明关联交易对股份补偿业绩承诺的公司业绩激励效应影响不显著,财务杠杆和收购比例显著提高了股份补偿业绩承诺的公司业绩激励效应,而公司规模显著降低了股份补偿业绩承诺的公司业绩激励效应。财务杠杆显著降低了双向业绩承诺企业高管薪酬激励效应,关联交易、收购比例和公司规模对双向业绩承诺企业和单向业绩承诺企业管理层的薪酬激励效应差异不显著。

(三)是否设定减值补偿承诺的激励效应

表6列示了并购交易中减值补偿承诺的激励效应,结果显示,附减值补偿承诺的并购交易对总资产收益率变化值的影响系数为0.047,在5%水平上显著,附减值补偿承诺的并购交易对标的公司的激励效应,显著高于不附补偿承诺的并购交易,说明相比不附减值承诺的并购交易,附减值承诺的并购交易具有更显著的激励效应。附减值补偿承诺的并购交易对管理层薪酬变化值的影响系数为0.001,不显著,但同样说明附减值承诺比不附减值承诺的并购交易对管

理层薪酬有直接的激励效应,验证了假设3。

控制变量的结果与表4和表5基本保持一致,说明关联交易对附减值承诺并购交易的业绩激励效应影响不显著,财务杠杆和收购比例显著提高了附减值承诺并购交易的业绩激励效应,而公司规模显著降低了附减值承诺并购交易的业绩激励效应;财务杠杆显著降低了附减值承诺并购交易企业的高管薪酬激励效应,关联交易、收购比例和公司规模对双向业绩承诺企业和单向业绩承诺企业管理层的薪酬激励效应差异不显著。

上述结论的原因在于,减值测试是在业绩承诺期限届满时进行,而业绩承诺期间通常为3年甚至更长的时间。这就要求被并购方从长远出发,对企业的经营不懈努力和投入,才能使得标的资产长期保持盈利能力,避免减值补偿。

表6 是否设定减值补偿承诺的激励效应

变量符号	变量定义	IE	PAY
<i>L_VAM</i>	减值补偿承诺	0.047** (0.021)	0.001 (0.02)
<i>RT</i>	关联交易	-0.003** (-0.019)	0.002 (0.04)
<i>LEV</i>	财务杠杆	0.115** (0.048)	-0.095* (-1.85)
<i>RATIO</i>	收购比例	0.068* (0.051)	-0.001 (-1.12)
<i>SIZE</i>	规模	-0.029*** (-0.010)	0.012 (0.72)
<i>YEAR</i>	年份	YES	YES
<i>_cons</i>		0.417 (0.193)	0.083 (0.21)
<i>R²</i>		0.101	0.002
<i>adj. R²</i>		0.080	
<i>F</i>		3.752	1.052
<i>N</i>		270	215

注:括号中为*p*值;***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

五、稳健性检验

由于附业绩承诺的并购交易对并购标的的激励不仅仅表现在业绩增长,同时也促进最基本的契约条款的完成,本部分对业绩承诺是否完成和业绩增长分别进行稳健性检验:

(一)业绩承诺是否完成

在制定业绩承诺时,被并购方通常不会随意制定一个较低的业绩水平作为经营目标。虽然较低的业绩承诺更容易兑现,但会降低标的资产估值和收购对价,因此,标的公司会在现时对价与避免承诺补偿之间进行权衡,选择完成承诺目标有一定难度,但通过管理层的努力是可以达成的业绩承诺,不仅能够激励管理层努力完成业绩承诺目标,而且可以获得更高的收购对价。本部分采用是否完成业绩承诺(*PM*)衡量激励效应,将并购后完成业绩承诺的样本定义为1,未完成业绩承诺的样本公司定义为0,对模型(1)~(3)分别采用Logit回归进行稳健性检验,检验结果如表7所示。

表7 业绩承诺替代变量

变量符号	变量定义	业绩承诺的替代变量-PM			激励效应的替代变量-ROE		
		(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>D_VAM</i>	双向承诺	0.090** (0.039)			0.090** (0.039)		
<i>P_VAM</i>	股份补偿承诺		0.086** (0.037)			0.086** (0.037)	
<i>L_VAM</i>	减值补偿承诺			0.103** (0.042)			0.103** (0.042)
<i>RT</i>	关联交易	-0.033** (-0.047)	-0.025** (-0.048)	-0.011** (-0.046)	-0.033** (-0.047)	-0.025** (-0.048)	-0.011** (-0.046)
<i>LEV</i>	财务杠杆	-0.183 (-0.106)	-0.179 (-0.109)	-0.161 (-0.110)	-0.183 (-0.106)	-0.179 (-0.109)	-0.161 (-0.110)
<i>RATIO</i>	收购比例	0.277 (-0.101)	0.261 (0.106)	0.842 (0.784)	0.277 (-0.101)	0.261 (0.106)	0.842 (0.784)

表7 (续)

变量符号	变量定义	业绩承诺的替代变量-PM			激励效应的替代变量-ROE		
		(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>SIZE</i>	规模	-0.012** (-0.021)	-0.019** (-0.022)	-0.022** (-0.022)	-0.012** (-0.021)	-0.019** (-0.022)	-0.022** (-0.022)
<i>YEAR</i>	年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>_cons</i>		0.060 (0.367)	0.179 (0.380)	0.258 (0.394)	0.060 (0.367)	0.179 (0.380)	0.258 (0.394)
<i>Adj. R²</i>		0.110	0.108	0.108	0.110	0.108	0.108
<i>N</i>		252	252	252	252	252	252

注:括号中为*p*值;***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

表7结果显示,附双向业绩承诺、股份补偿承诺和减值补偿承诺的并购交易,并购后完成业绩承诺的比例显著高于附单向业绩承诺、现金补偿承诺和无减值补偿承诺的并购交易,与前文的结论保持一致。

(二)激励效应的替代变量

本部分采用权益净利率(*ROE*)作为总资产净利率的替代指标,衡量并购企业的激励效应(*IE*),对模型(1)—(3)重新进行回归,表7结果显示,附双向业绩承诺、股份补偿承诺和减值补偿承诺的并购交易,并购后的激励效应显著高于附单向业绩承诺、现金补偿承诺和无减值补偿承诺的并购交易,与前文的结论保持一致。

六、研究结论和启示

(一)研究结论和局限

1.研究结论

本文采用2010—2014年间A股中小板和创业板并购境内标的并签订业绩补偿协议的标的公司样本,研究业绩补偿承诺对标的公司的激励效应。研究表明:(1)并购业绩承诺能够有效激励并购企业完成承诺业绩,其中,双向业绩承诺比单向业绩承诺的激励效果更为显著;股份补偿方式比现金补偿方式的激励效果更为显著;相比于没有减值测试补偿条款,约定减值测试补偿具有更好的激励效应。上述结论说明,业绩承诺能够有效约束上市公司规范并购,激励管理层完成基本并购绩效。(2)并购业绩承诺对管理层薪酬激励效果不明确,其中,单向业绩承诺比双向业绩承诺的激励效果更为显著;股份补偿和现金补偿方式,是否约定减值测试补偿条款对管理层薪酬激励没有显著差异。上述结论一方面可能原因在于上市公司高管的薪酬刚性,另一方面也说明超出承诺的业绩增长对管理层薪酬并未形成有效激励。

2.研究局限

本文研究表明,随着业绩承诺被越来越广泛地应用到上市公司,并购业绩承诺对标的公司的激励效应不仅取决于承诺条款的签订,还取决于业绩补偿的方式,并且业绩补偿的方式需要与管理层的经营业绩和薪酬激励直接挂钩,否则业绩承诺很可能沦为欺骗投资者的“虚假承诺”。本文的研究不仅可以为并购交易的业绩承诺条款签订提供借鉴意义,也为监管部门对并购交易过程中高估值、高风险的业绩承诺风险监管提供证据支持。但本文仍存在如下局限:首先,并购时机并非集中在年初或年末,需要将业绩指标进行年化处理。由于标的公司的利润并不随时间均匀分布,可能导致年化不够准确,造成研究结果出现偏差;其次,本文只分析了业绩承诺对标的公司管理层的激励效应,没有扩展到对主并方管理层的激励效应,上述局限需要进一步地探讨和分析。

(二)政策建议

1.完善监管和信息披露政策

近年来,随着我国资本市场不断发展,并购重组交易规模和交易数量持续攀升,对应的业绩承诺事件也日益增多。一方面,业绩承诺在调整交易价格,降低信息不对称、提高资源配置效率方面发挥了重要作用;另一方面,也应当正视业绩承诺中的乱象,例如并购时过高的溢价导致业绩承诺无法达标,业绩承诺无法达标导致的不兑现现象等,严重损害了上市公司中小股东的利益。在监管层面,虽然《上市公司重大资产重组管理办法》(2008)对关联方重大资产重组强制要求其承诺业绩,但并未对未完成业绩承诺提出惩罚措施。因此,从监管角度,需要从并购业绩承诺事前和事后进行有效预防和监管:一是完善事前信息披露制度。除重大资产重组外,涉及业绩承诺的并购重组,都应披露每年的盈利预测数与实现情况,并就差异作出说明,提示投资者相应的风险;二是加强事后监管,加大对市场不诚信行为的处罚力度。对于大股东注入不良资产掏空上市公司以及借壳交易的业绩承诺审核采取高压态势。控股股东或者实际控制人藉由并购重组炒作概念拉高上市公司股价,二级市场减持套现损害中小股东的利益时,应从严从重处罚。

2.丰富完善业绩形式

目前,已有的业绩承诺补偿协议内容与条款较为单一。承诺内容多以财务目标为主,且集中于净利润或者扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润,其他指标较少涉及。在设计业绩承诺相关条款时,可以参照股权投资中的对赌协议,关注销售收入、经营活动现金流量等财务指标以及销售数量、产品结构、市场占有率等非财务指标;在业绩承诺未能完成时,可以不局限于对经营目标预测数与实现数的差额进行补偿,按照未实现部分与业绩承诺期间累计承诺数的比值,对原交易对价进行调整。

(三)研究展望与启示

近年来国内资本市场发展迅速。2013年被称为并购元年,并购重组交易无论是数量还是规模相较于以前都是突飞猛进,越来越多大规模的并购、重大资产重组方案公布并付诸实施。交易中的契约设计在降低交易成本、提高资源配置效率方面扮演着重要角色,而业绩承诺又是契约设计中的重要内容,因而是一个相当有意义的研究课题。未来随着样本的增加以及会计信息披露质量的提高,有很多可以研究的新方向。比如,业绩承诺对于被并购方长期的激励效果如何,能否跨越整个业绩承诺期间对其实施效果进行评价?被并购方为完成业绩承诺是否存在盈余管理行为?主并方的产权性质是否会影响业绩承诺的制定与实施?相信在不远的未来,这些问题都会进行探讨与分析。

主要参考文献

- [1]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.
- [2]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):3-13.
- [3]汤谷良,刘辉.机构投资者“对赌协议”的治理效应与财务启示[J].财务与会计,2006,(20):33-36.
- [4]项海容,李建军,刘星.基于激励视角的对赌合约研究[J].上海经济研究,2009,(3):92-98.
- [5]杨洋.并购业绩补偿承诺的激励效应研究[D].济南:山东大学,2016.
- [6]张波,费一文,黄培清.“对赌协议”的经济学研究[J].上海管理科学,2009,(1):6-10.
- [7]Hall B J, Liebman J B. Are CEOs really paid like bureaucrats[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(3): 653-691.
- [8]Kohers N, Ang J. Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay[J]. The Journal of Business, 2000, 73(3):

Research on the Incentive Effect of Mergers and Acquisitions Performance Commitment Ways

Rao Yanchao¹, Duan Liangxiao², Zhu Xiuli³

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

2. *Department of Investment Banking, China Securities, Shanghai 200433, China;*

3. *School of Accountancy, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, China*)

Summary: Affected by various factors, target companies may embrace the risk of not meeting the performance committed, which leads to multiple forms of performance commitment and performance commitment compensation. Limited by the sample size, different incentive effects of compensation forms are only proved in case studies (Tang and Liu, 2006; Gao, 2010), and the results are not promoted to large sample studies (Lu, et al., 2014; Yang, 2016).

Using data of mergers and acquisitions on Chinese A-share SME Board and GEM during 2010–2014, this paper investigates the incentive effect of performance commitment forms, including the effects of the one-way value adjustment mechanism and the two-way value adjustment mechanism, stock compensation and cash compensation, asset impairment test compensation clause on executive compensation and firm performance. We find the evidence that performance commitment helps target companies to meet committed performance: the two-way value adjustment mechanism is more effective than that of one-way; the stock compensation is more effective than the cash compensation; the agreed impairment test compensation clause is more effective than the non-impairment test compensation clause. The incentive effect of performance commitment on executive compensation is mixed: the two-way value adjustment mechanism is more effective than that of one-way; there is no significant difference not only between the roles of stock compensation and cash compensation, but also between the agreed impairment test compensation clause and the non-impairment test compensation clause.

The contributions of this paper include: First, we analyze the incentive effect of various commitment forms on managers comprehensively. Previous research focuses on the incentive effects of the one-way value adjustment mechanism and the two-way value adjustment mechanism, stock compensation and cash compensation (Lu, et al., 2014; Yang, 2016), but ignores the effect of asset impairment due to merger premium. This paper conducts the test of asset impairment and broadens the existing research thoughts. Furtherly, we adopt managerial compensation variables to analyze the direct incentive effect of commitment forms. Existing research usually adopt firm performance of target companies to measure the incentive effect (Yang, 2016), but there are various factors affecting firm performance, and it is difficult to reflect the direct effect of performance commitment. Based on previous literature, we add managerial compensation variables to conduct further research. Moreover,

(下转第98页)

“mainstream” model of corporate governance. A dual-class firm may best be viewed as an intermediate organizational form which fits somewhere between the polar cases of the dispersed-ownership public corporation and the closely-held firm. (2) The dual-class structure is a “double-edged sword”. On the one hand, the dual-class structure limits shareholder rights, weakens the functions of traditional governance and supervisory structures, and may result in management yielding control premiums at the expense of minority shareholders’ interests, thereby harming the value of the company. On the other hand, under certain conditions, the dual-class structure can ease management’s myopic behavior which stemmed from the short-term market performance pressure, provide high-powered incentives for long-term projects such as firm-specific human capital and innovation, which in turn may increase the long-term value of the company and realize its growth potential. (3) A contingency perspective is beneficial to clarify the boundary of the institutional effects of the dual-class structure. Contingencies such as managerial personal characteristics, enterprise characteristics, industry attributes and state institutions play a vital role in moderating the aforementioned institutional effects of the dual-class structure. (4) Although associated with a natural agency conflicts, the dual-class structure may be a kind of rational and efficient corporate governance mechanism for firms with a focus on the long-term corporate value, the high growth perspective, and the low internal agency costs.

As the Chinese idiom says, oranges change with their environment. The institutional effects of the dual-class structure are complicated. We cannot think of the dual-class as a “good” or “bad” governance structure in a one-size-fits-all manner. We need to understand this unique corporate governance structure from a contingency perspective.

These findings contribute to the extant literature in three ways. First, this article provides a thorough literature review of the foreign dual-class structure research, which is conducive to the promotion of deep understanding of the dual-class structure. Second, from a contingency perspective, we analyze the institutional effects of the dual-class structure, and identify the boundary conditions of these effects, which not only coordinate inconsistent and even contradictory research conclusions and remark about the dual-class structure in the literature, but also provide companies which intend to apply this governance mechanism with more specific and concrete border frameworks for implementing the dual-class structure in practice. Third, we propose the possible future research directions of the dual-class structure in terms of pre-factors, mechanisms and boundary conditions, and empirical research methods.

Key words: corporate governance; dual-class structure; institution effects; contingency perspective

(责任编辑: 子 文)

(上接第83页)

we enlarge the sample size to improve the robustness of the results. Previous research uses the data before 2013 (Lu, et al.; Yang, 2016), which ignores that high value premium and the earn-out structure are generally applied after 2013. Mergers and acquisitions have been conducted rapidly since the year 2013, which is called “the first year of mergers and acquisitions”, so we expand the sample to the year 2014, which adds reliability of our conclusions.

Key words: mergers and acquisitions; performance commitment; the incentive effect

(责任编辑: 子 文)