

特稿

业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配

吕长江¹, 韩慧博²

(1. 复旦大学 管理学院, 上海 200433; 2. 对外经济贸易大学 国际财务与会计研究中心, 北京 100029)

[摘要]使用 2011 年—2013 年间中小企业板和创业板市场的并购事件作为样本, 研究了并购交易中的业绩补偿承诺对并购协同效应的影响, 以及协同效应在并购双方之间的利益分配。文章结果表明, 并购交易中引入业绩补偿承诺, 可以显著提升并购的协同效应水平, 这种协同效应的提升主要来自于业绩补偿承诺的信号作用。进一步研究发现, 业绩补偿承诺在显著提高并购溢价的同时, 也会提高收购方股东的收益。积极有效地运用业绩补偿承诺这一契约工具, 能够有效地提高并购效率, 促进并购交易双方达到“双赢”的效果。

[关键词]业绩补偿承诺; 对赌协议; 并购协同效应; 并购收益分配; 并购效率; 并购契约形式; 上市公司并购交易; 公司重组

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)06-0003-11

一、序言

近年来随着并购市场的日益活跃, 并购的交易形式也在不断创新。业绩补偿承诺^①作为一种创新的并购契约形式, 在越来越多的并购交易中被采用。从早期上市公司资产注入过程中使用业绩承诺和利润补偿的单向对赌协议, 到 2011 年以后以蓝色光标(证券代码:300058)为代表的一系列产业并购中开始使用的双向业绩补偿承诺, 业绩补偿承诺已经成为推动上市公司并购重组交易顺利完成的重要契约安排。理论上, 并购重组交易中引入业绩补偿承诺可以保证并购交易双方的公平交易权益, 尤其是收购方的合法权益^[1]。但是, 业绩补偿承诺如何影响并购交易中的协同效应及双方股东的利益配置, 现有文献尚没有相关研究。本文针对该问题, 分析并购交易中的业绩补偿承诺如何影响并购的协同效应, 以及目标公司和收购方股东的利益分配。

现有并购研究的主要成果表明: 目标公司的股东是并购交易中的最大受益者, 而收购方的股东则并不总那么幸运, 无论是短期还是长期异常收益, 通常收益较低甚至损失。如果将收购公司和目标公司股东收益合并起来考虑, 计算并购的综合收益, 几乎所有的研究都表明并购综合收益为正值^[2-4]。按照协同效应理论的观点, 这种并购的综合收益来自资源配置效率的提升, 通过共谋协同效应、管理协同效应、经营协同效应以及财务协同效应等方面激发出来。但是, 从并购契约中业绩补偿承诺的角度研究并购协同效应的影响因素及作用路径, 现有文献尚缺少相关研究。

本文研究的主要问题是: 当并购交易中存在业绩补偿承诺时, 会对并购交易的协同效应以及双方股东收益产生怎样的影响? 理论上, 业绩补偿承诺可能从两个路径影响并购的协同效应。一是业绩补偿承诺作为一种信号, 能够为收购方提供信号价值。降低并购过程中的交易成本, 同时提高质量优

[收稿日期]2014-06-27

[基金项目]国家自然科学基金项目(71002004)

[作者简介]吕长江(1965—), 男, 山东日照人, 复旦大学管理学院教授, 博士生导师, 从事资本市场财务问题与公司并购研究; 韩慧博(1977—), 男, 吉林四平人, 对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心研究员, 博士, 从事资本市场财务问题与公司并购研究。

^①业绩补偿承诺又称为盈利预测补偿协议, 也称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, 本文统称为业绩补偿承诺。

良的公司被并购的机会,将会产生更高的协同效益。二是业绩补偿承诺产生的激励效应,能够激励目标公司的管理层更加努力地参与公司收购后的磨合过程,降低磨合成本和并购后的代理成本。综合两种作用路径的结果,业绩补偿承诺应该对并购交易中的协同效应具有正向促进作用。接下来的问题是,信号假说和激励效应假说两种作用路径哪种更显著?本文从非相关并购和双向业绩补偿承诺两个角度分别检验了两种假说是否存在。进一步,本文分别从目标公司股东和收购方股东利益的角度,研究了业绩补偿承诺如何影响双方股东的利益分配。

使用2011年—2013年间中小企业板和创业板市场532起并购事件作为样本,本文研究了并购交易中的业绩补偿承诺对协同效应的影响,以及并购协同效应在并购双方股东之间的利益分配。研究结果表明,并购交易中引入业绩补偿承诺,可以显著提升并购的协同效应水平。并购交易中包含业绩补偿承诺的样本组,综合收益平均(中位数)高出19.46%(9.95%)。在信息不对称程度更高的非相关性并购交易中,业绩补偿承诺对协同效应的影响程度显著增强。本文进一步研究还发现,业绩补偿承诺在显著提高并购溢价的同时,也会提高收购方股东的收益。可见,业绩补偿承诺能够有效促进并购交易双方达到“双赢”的效果。

本文对现有文献的贡献主要体现在以下方面。首先,从业绩补偿承诺的角度,研究并购交易中的协同效应以及在并购双方股东之间的利益分配机制,现有文献较少涉及。本文从业绩补偿承诺这一契约特征的角度研究协同效应在收购方和目标公司股东之间的利益配置,从这一角度拓展了协同效应和并购溢价影响因素的研究文献。其次,采用实证数据检验并购交易中业绩补偿承诺的经济后果,在我们搜索的现有相关文献中尚没有涉及。再次,本文理清了业绩补偿承诺对并购收益的作用路径,为进一步研究并购交易中股东利益的影响机制提供了新的思路。

二、文献综述

并购能否给股东带来收益,现有的实证研究还存在较大分歧。Loughran和Vijh认为,成功并购的并购方超常收益通常为负或零,他们认为并购不会为并购方带来协同效应,也不能提升并购方的业绩^[5]。但相反的观点认为,并购能够为企业带来正的超常收益。Jensen和Ruback的研究表明,在成功的并购活动中,并购方公司股东大约有4%的超额收益^[6]。而Alexandridis等通过用全球数据进行研究,发现不同的国家,上市并购过程中,并购方的收益情况受市场竞争程度的影响。市场竞争程度越高,并购方在并购中的收益越少,反之,收益越大^[7]。可见,不同的并购环境和并购条件可能产生不同的并购收益,作为重要的并购条款,业绩补偿承诺可能对并购收益产生重要影响,但目前国外尚没有相关的研究文献。

业绩补偿承诺的本质是一种对赌协议,所谓对赌协议,是指交易双方在达成融资或者并购协议时对于未来的不确定性达成的一种合约。在合约条款中,如果约定条件出现,那么投资方则可以行使对赌协议的权利;如果约定条件最终没有出现,那么融资方就可以行使对赌协议的另一种权利。在并购交易中,并购双方约定的条件主要表现为并购后目标公司未来的业绩,如果达不到约定的业绩条件,出让方给予收购方一定的现金或股份补偿,即业绩补偿承诺。

目前国内对于对赌协议问题的研究主要从法律角度和管理学角度进行,从法律的角度,主要关注对赌协议在中国资本市场的合法性问题以及投融资双方在签订对赌协议时所面临的法律风险^[8-9]。从管理学的角度,主要关注对赌协议的运行机制以及管理激励功能。项海容、李建军和刘星从管理学的角度出发,认为不同的业绩目标对企业家产生的激励效果是截然不同的。企业绩效的提高能够促进企业家的积极性,从这一点来说对赌协议作为一种良好的激励及约束措施,对企业未来的发展起到了非常积极的正面作用^[10]。张波、费一文和黄培清用理论模型证明了现实中的“对赌协议”在一定条件下,对管理层来说是激励强度最大化,对投资者来说是风险控制最优,对经济效率来讲是帕累托最优的一种经济机制^[11]。

目前关于业绩对赌问题的研究主要集中于上市前阶段与私募股权投资或风险投资入股时对赌协议安排问题,而对上市公司的并购交易中涉及的业绩补偿承诺问题提及较少。针对并购交易中的业绩承诺问题,单翔使用案例分析的方法研究了并购交易中盈利预测补偿协议的合理性和合法性,并对现有法律环境下签订对赌协议的注意事项提出了建议^[12]。赵立新、姚又文结合我国资本市场并购重组的现状,分析了重组盈利预测补偿制度的主要特征、补偿形式的影响因素及发展趋势。他们认为结合市场发展特点,改进重组盈利预测补偿制度不仅直接满足上市公司并购的现实需要,也有助于进一步推动并购市场发展^[13]。

理论上,并购重组交易中引入对赌协议可以保证并购重组双方的公平交易权益,尤其是购买方的合法权益^[1]。但是,对赌协议的引入对并购双方利益的影响尚缺少实证研究的经验证据,本文针对该问题,实证检验业绩补偿承诺能否提高并购协同效应,以及如何影响并购双方股东的利益。

三、理论分析与研究假设

(一) 业绩补偿承诺对并购协同效应的影响

业绩补偿承诺对并购协同效应的影响机制可能存在以下两种路径。

一是业绩补偿承诺的信号作用。通过业绩补偿承诺,出让方可以向收购方传递出公司未来经营良好预期的信息,从而降低质量好的公司并购交易过程中的谈判成本,同时可以提高收购方对目标公司的选择能力和风险判断能力,提升并购效率。并购的协同效应通过并购效率的提升得到增加。通常,一种财务行为具有信号作用需要具备两个条件:第一该行为必须有实施成本;第二该成本在好公司和差公司之间存在差异,且差公司承担的成本更高。业绩补偿承诺之所以可以成为一种信号,是因为一方面,业绩补偿承诺有对出让方而言存在实施成本,即未来可能补偿金额的现值。另一方面,对质量差的公司而言,业绩补偿承诺成本会更高。因此,作为一种信号,业绩补偿承诺能够为收购方提供信号价值,通过降低并购交易成本,从而提高质量优良公司被并购的机会,提升并购的协同效应。

二是业绩补偿承诺的激励效应。并购整合(Post-merger integration)是决定公司并购的价值创造成功与否的最重要的决定因素,它保证了并购双方战略性资源和能力的转移与利用,是价值创造的来源和并购成功的重要保证^[14]。目标公司在并购时如果对未来业绩做出承诺并承担补偿责任,那么该承诺就会构成一种压力,从而激励目标公司的管理层更加努力地参与公司收购后的整合过程,降低并购的磨合成本和并购后的代理成本。这种激励效应会提升并购交易的价值,有利于提高并购双方股东的收益。

可见,业绩补偿承诺对协同效应的影响,一方面来自于业绩补偿承诺提高了并购决策过程的信息效率,增加了优良公司的并购成功可能性;另一方面来自于对目标公司管理层的激励作用,降低了并购磨合成本和代理成本。综合这两种角度来看,并购交易中包含业绩补偿承诺时,协同效应程度会更高。因此本文提出如下假设。

假设1:存在业绩补偿承诺的并购交易中,并购协同效应更高。

如果业绩补偿承诺的信号作用存在,那么可以预计,在信息不对称程度更高的并购交易中,业绩补偿承诺的作用会更显著。为此,我们按照并购双方所处行业之间的关系将并购分为相关并购和非相关并购两类。虽然相关并购和非相关并购之间的协同效应孰高孰低,现有实证研究还没有一致的结论^[15-16]。但是一致的观点是,在非相关性并购中,并购双方的信息不对称程度更高^[17]。从业绩补偿承诺的角度看,如果信号作用存在,那么在非相关性并购交易中,业绩补偿承诺的作用会更加显著。因为面对非相关业务,收购方承担的信息风险更高,如果出让方接受业绩补偿承诺,那么这种信号作用可以更大程度地降低双方信息不对称所产生的交易成本,更好地帮助收购方筛选管理层对未来经营预期更看好的目标公司,从而提升并购效率。因此,如果业绩补偿承诺的信号假说成立,可以预计如下假设。

假设2:在非相关性并购交易中,业绩补偿承诺对协同效应的影响程度更高。

按照业绩承诺的后果承担主体是一方还是双方,可以将业绩补偿承诺分为单向补偿协议和双向补偿协议。在并购交易中,单向补偿协议是目标公司对并购后公司未来一定期间的业绩做出承诺,如果未来没有达到业绩承诺,收购方有权要求出让方予以补偿。单向补偿将一部分并购风险转移给出让方,有利于保护收购方的利益。因此,收购方也会愿意支付更高的收购溢价。双向补偿协议是指目标公司对并购后公司未来一定期间的业绩做出承诺,如果未来没有达到业绩承诺,出让方做出利润补偿;如果未来业绩超过业绩承诺,收购方还会给出让方一定的激励补偿。以蓝色光标(证券代码:300058)并购博杰广告为例,双方以并购后以未来的税后净利润作为业务承诺指标。如果没有达到业绩承诺,出让方以现金或股份方式(视实际业绩与承诺业绩的差额而定)补偿,相反,如果博杰广告未来三年实际利润合计超过承诺业绩,则按照超过业绩的程度相应调增交易价格,以激励目标公司在并购后努力提高业绩。显然,相对于单向业绩补偿而言,双向业绩补偿更有利于激励目标公司的管理层在并购后努力地提升公司业绩,降低并购后的磨合成本和代理成本,提升并购收益。因此,如果激励假说成立,我们可以做出如下预计。

假设3:存在双向业绩补偿承诺的并购交易中,并购的协同效应会更高。

(二) 业绩补偿承诺对目标公司股东利益的影响

业绩补偿承诺对目标公司股东利益的影响主要体现在并购溢价上,并购溢价是收购方支付给目标公司股东的转让价格超过其股权价值的溢价部分。在并购交易中,并购溢价程度直接决定了并购双方的利益分配格局。

采用业绩补偿承诺对并购溢价的影响可能存在以下三种作用路径。第一,根据信号理论,转让方拥有更多关于目标公司未来经营状况的信息。因此转让方接受业绩补偿承诺,意味着对公司未来的经营业绩有充分信心,从而向收购方释放对未来良好预期的信号,同时,接受业绩补偿承诺也要承担一定成本,即未来达不到业绩承诺需要给予收购方利润补偿的预期现值。因此,从信号理论的角度,收购方因为对方释放良好预期的信号从而可以接受更高的并购溢价。第二,从收购方的并购风险角度,并购后的整合风险是收购方承担的最重要的并购风险。业绩补偿承诺可以在一定程度上降低整合失败所导致的业绩下滑的风险,如果并购后目标公司业绩下滑,收购方还可以获取相应的利润补偿,从而将一部分整合风险转移给出让方。因此,从风险承担的角度,业绩补偿承诺可以有效降低收购方的并购风险,从而可以接受更高的并购溢价。第三,从实物期权的角度,业绩补偿承诺是并购双方基于未来某个事件的不确定性所分别拥有的对应的权利和义务,从本质上来讲,业绩补偿承诺就是期权的一种特殊形式,相当于业绩补偿承诺赋予收购方一项看跌期权,因此,并购交易价值相应也会更高。由此本文提出如下假设。

假设4:当并购交易中存在业绩补偿承诺时,目标公司的溢价率会更高。

(三) 业绩补偿承诺对收购方股东利益的影响

从收购方股东的角度,并购净现值 = 并购协同效应 - 并购溢价。业绩补偿承诺是否会提高收购方股东价值,取决于其对并购协同效应与并购溢价影响的相对差额。

根据上文的分析,业绩补偿承诺会同时影响这两个因素。一方面,业绩补偿承诺有利于提高并购的协同效应,通过激励效应和信号效应,业绩补偿承诺可以降低并购的磨合成本,提高并购效率并降低并购后的代理成本,从而提高收购方的股东财富。但是另一方面,业绩补偿承诺也可能会提高对目标公司股东的溢价,从而降低收购方股东从并购协同效应中获取的价值份额。因此,对收购方股东利益而言,业绩补偿承诺存在完全相反的两种作用,更高的协同效应与更高的并购溢价相互抵消,最终影响结果取决于协同效应和并购溢价影响的净差额。可见,业绩补偿承诺对收购方股东利益的影响方向是一个实证问题。

四、研究设计

(一) 样本选择

本文选择 2011 年—2013 年间中小企业板和创业板市场的并购事件作为初始样本。之所以选择中小企业板和创业板上市公司,是因为考虑到中小企业的并购交易更多地体现为产业并购,而非大股东资产置入或借壳上市,因而更能体现业绩补偿承诺在公司产业并购中的作用。

使用 WIND 数据库中的并购交易数据,并购样本的筛选标准如下。

- (1) 中小企业板和创业板的上市公司(或其控股子公司)作为主并方,目标公司为非上市公司;
- (2) 采用股权收购方式,且股权收购比例超过 40%;
- (3) 剔除交易双方中包含金融行业上市公司的并购交易;
- (4) 剔除未通过证监会审核或者停止实施的样本;
- (5) 剔除并购宣告前后停牌时间超过 3 个月的样本;
- (6) 剔除同一天同时宣告多起并购交易的事件;
- (7) 剔除相关并购数据无法获取的样本。

经过以上筛选,共取得并购样本 532 个,针对这些并购交易样本,我们手工收集每起并购的公告文件,根据并购交易方案中的业绩承诺与利润补偿条款部分的披露内容,收集业绩补偿承诺的数据,共取得 166 起包含业绩补偿承诺的并购交易。同时,根据并购公告文件本文手工收集了目标公司交易价值和账面价值数据。本文的其他数据来自国泰安研究服务中心的 CSMAR 数据库。

表 1 样本年度分布与并购规模

年度	样本	收购方市值 (亿元)	收购方净资产 账面价值(亿元)	目标公司净资产 账面价值(亿元)	规模比例目标公司 净资产/收购方净资产
		Mean (median)	Mean (median)	Mean (median)	Mean (median)
2011	192	64.86 (40.94)	14.86 (11.94)	0.53 (0.26)	0.05 (0.03)
2012	147	33.60 (23.12)	12.47 (10.02)	0.65 (0.27)	0.06 (0.03)
2013	193	40.32 (30.51)	13.62 (11.54)	1.39 (0.31)	0.07 (0.03)
合计	532	47.32 (31.23)	13.75 (11.21)	0.88 (0.28)	0.06 (0.03)

表 1 列示了样本的年度分布情况,2011 年至 2013 年三年间,中小板和创业板公司的并购交易共 532 起,其中 2013 年达到最高为 193 起。从并购规模看,目标公司的平均净资产规模为 0.88 亿元,且三年间目标公司规模逐年扩大,但是收购方的规模仍远大于目标公司,目标公司占收购方的规模比平均(中位数)为 6%(3%),大公司收购小公司仍是并购交易的主要形式。

(二) 变量设计

1. 并购协同效应的计量(SYN)

我们借鉴 Bradley 等和 Wang 等的方法计量协同效应^[18-19]。对每笔并购交易构造由收购方和目标公司构成的投资组合,组合的权重使用双方净资产的市场价值作为权重,以该投资组合的收益率计量该笔并购的协同效应程度。由于本文的目标公司均为非上市公司,没有公开交易的市场价值,因此本文采用并购双方的净资产账面价值作为权重,以收购方股东收益(ACAR)和目标公司并购溢价(PREM)作为并购双方的收益率,计算并购双方构成的投资组合的收益率(SYN),作为并购交易协同效应程度的计量指标。

2. 目标公司股东收益的计量(PREM)

对于目标公司股东收益的计量方法,通常使用并购溢价率指标,并购溢价率反映并购交易价格超过目标公司并购时的市场价值的溢价程度。国外学者使用的计算公式为:(收购方支付的价格-目标公司在公告日前被收购部分市场价值)/目标公司在公告日前被收购部分市场价值^[19-21]。但是由于我国并购市场的制度环境,绝大多数的目标公司均为非上市公司,使得依靠股票市值确定目标公司价值并不适当,考虑到我国并购交易中主要以净资产作为定价谈判的基准,因此我们借鉴唐宗明、蒋位和陈仕华、卢昌崇的方法,用目标公司的净资产作为测量基准^[22-23]。本文将并购溢价(PREM)定义为:(交易总价-目标公司的净资产)/目标公司的净资产¹。

3. 收购方股东收益的计量(ACAR)

为计量收购方股东的收益,本文使用Wang和Xie的方法,用并购交易首次宣告日前后的股票累计超额收益率计量^[19]。如果并购交易的首次宣告日处于停牌期,我们则以停牌后交易日的首日作为事件日,以(-210,-11)作为估计窗口,采用市场模型估计预期收益,计算并购宣告日前后5天(-5,+5)共11天的累计超额收益率,以此作为收购方股东收益的计量指标(ACAR)。

4. 业绩补偿承诺

本文使用虚拟变量度量业绩补偿承诺行为。根据收购方案的公告文件,如果收购方案中存在业绩承诺以及补偿安排,变量取值为1,否则为0。如果收购方案仅有业绩承诺但是没有相应的补偿安排,则不视为业绩补偿承诺。

对于双向业绩补偿行为,我们使用D_Vam虚拟变量度量。如果并购交易中使用了双向对赌协议,则D_Vam变量取值为1,否则为0(具体变量列表见表2)。

表2 变量列表

类型	符号	变量名称	变量定义
协同效应	SYN	综合协同效益	$TCAR \times \text{收购方净资产} / (\text{收购方净资产} + \text{目标公司净资产}) + PRE \times \text{目标公司净资产} / (\text{收购方净资产} + \text{目标公司净资产})$
出让方收益	PRE	并购溢价	$(\text{交易总价} - \text{目标公司的净资产}) / \text{目标公司的净资产}^1$
收购方股东收益	TCAR	累积超额收益	收购方案宣告首日前后5日的基于市场模型的累积超额收益率
业绩补偿承诺	VAM	业绩补偿承诺	哑变量,如果并购交易方案中存在业绩补偿承诺,则取值为1,否则为0
	D_Vam	双向业绩对赌	哑变量,如果并购交易方案中存在双向业绩对赌,取值为1,否则为0
并购交易特征	NR	非相关并购	哑变量,如果目标公司与收购方不属于同行业或上下游行业,取值为1,否则为0
	RT	关联交易	哑变量,若交易双方为同一控制人,则取值为1,否则记为0
	RATIO	股份转让比例	目标公司股权转让比例
	FCF	超额现金持有	货币资金占总资产的比例减行业平均值
	SIZE_T	相对规模	目标公司净资产/收购方净资产
	Pr	民营企业	主并方为民营企业取值为1,否则为0
	LEV	负债率	主并方负债/总资产
	ROA	资产报酬率	主并方净利润/总资产
	SHR1	第一大股东持股比例	主并方第一大股东持股比例

(三) 描述性统计分析

下页表3中列示了主要变量的描述性统计。从表中可以看出,SYN平均值为11.89%,在1%的水平显著大于零。这表明总体而言,并购交易能够对并购双方带来正向的协同效应。目标公司股东收益(PREM)和收购方股东收益(ACAR)的平均值(中位数)分别为318.20%(96.79%)和3.72%(2.07%),均在1%的水平显著为正。这表明平均而言,我国上市公司并购交易中的目标公司股东和收购方股东均获得显著为正的收益水平。并购双方的收益水平差距较大,目标公司股东获取的收益率显著高于(T检验值为10.26)收购方股东,这与现有文献的研究结果是一致的^[19,24]。

VAM 和 D_VAM 变量的均值分别为 0.31 和 0.06,表明 31% 的并购样本存在业绩补偿承诺。6% 的并购交易存在双向业绩对赌承诺。在并购特征变量中,非相关并购变量(NR)的均值为 0.25,说明相关并购仍然占并购交易的主要部分。

在表 4 中,按照是否存在业绩补偿承诺分为两个样本组,比较两个样本组并购收益的差异。从表中可以看出,业绩补偿承诺的样本组在综合协同效益、并购溢价以及收购方股东的短期收益三个方面均显著高于无业绩补偿承诺的样本组。当并购交易中存在业绩补偿承诺时,并购的综合协同效益平均高于对照

样本组 19.46%,并购溢价平均高 237.88%,收购方的股东收益平均高 3.28%,可见,业绩补偿承诺在提高并购协同效应的同时,对收购方和目标公司股东双方均有所裨益。

图 1 列示了并购宣告日前后的收购方股东累积超额收益率变化情况。从图中可见,包含业绩补偿承诺的并购交易在宣告日后累积超额收益迅速提升,显著高于不包含业绩补偿承诺的样本组。当并购交易中存在业绩补偿承诺时,宣告日前后 5 日的累积超额收益率为 5.98%,而不包含业绩补偿承诺的并购交易累积超额收益率为 2.70%,对比两组的累积超额收益,差异平均值为 3.28%,在 1% 的水平显著。包含业绩补偿承诺的并购交易股东收益显著更高,表明业绩补偿承诺在提高并购溢价的同时,收购方股东的利益并没有受到损害,反而相应提高。造成这种现象的原因在于业绩补偿承诺能够提高并购协同效应的整体价值,提升了并购的双赢空间。

表 5 列示了变量的相关系数表。从表中的相关系数可见,解释变量之间并不存在明显的多重共线性问题。

五、实证结果

(一) 业绩补偿承诺对协同效应的影响

下页表 6 列示了协同效应与业绩补偿承诺之间的回归结果。回归(1)检验在没有控制其他因素的情况下,业绩补偿承诺对并购协同效应的影响。回归结果显示,VAM 的系数在 1% 的水平显著为正(0.195),表明存在业绩补偿承诺的并购交易协同效应收益更高。回归(2)中加入了体现并购交易特征的控制变量,业绩补偿承诺变量 VAM 的

表 3 描述性统计分析

	平均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
Panel A: 并购收益					
SYN(%)	11.89***	29.35	-0.64	5.35***	14.51
PREM(%)	318.20***	706.13	11.28	96.79***	338.28
ACAR(%)	3.72***	12.16	-3.38	2.07***	9.14
Panel B: 业绩补偿承诺					
VAM	0.31	0.46	0	0	1.00
D_VAM	0.06	0.23	0	0	0
Panel C: 并购特征变量					
NR	0.25	0.44	0.00	0.00	1.00
RT	0.09	0.29	0.00	0.00	0.00
RATIO	0.77	0.22	0.52	0.79	1.00
FCF	0.20	0.20	0.04	0.20	0.35
SIZE_T	0.06	0.10	0.01	0.03	0.06
Pr	0.55	0.50	0.00	1.00	1.00
LEV	0.27	0.18	0.13	0.22	0.38
ROA	0.06	0.03	0.05	0.06	0.08
SHR1	0.34	0.14	0.24	0.33	0.44

表 4 业绩补偿承诺与并购收益

		业绩补偿承诺 (N = 166)	无业绩补偿 承诺(N = 366)	差额
SYN(%)	均值	25.27	5.81	19.46***
	(中位数)	(13.24)	(3.29)	(9.95)***
PREM(%)	均值	481.84	243.96	237.88***
	(中位数)	(301.72)	(0.53)	(301.19)***
ACAR(%)	均值	5.98	2.70	3.28***
	(中位数)	(4.14)	(1.19)	(2.95)***

注: *, **, *** 分别代表 10%, 5%, 1% 的显著性水平, 以下各表同。

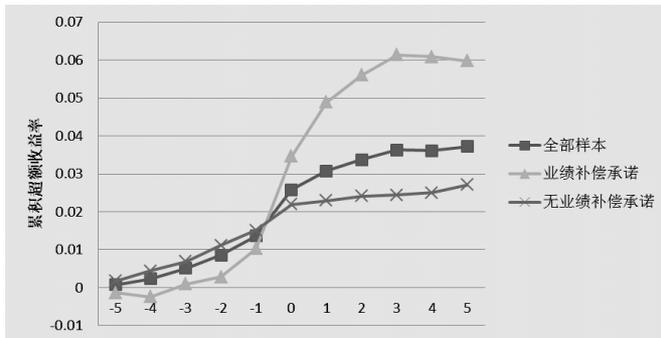


图 1 收购方股东的累积超额收益率

系数仍在1%的水平显著为正(0.152),表明控制了交易特征之后,业绩补偿承诺对协同效应仍具有显著的正向影响,这与假设1的预期是一致的。

表5 变量相关系数表

	SYN	PRE	TCAR	VAM	D_Vam	NR	RT	RATIO	FCF	SIZE_T	Pr	Lev	Roa	Shr1
SYN	1.00	0.06	0.55	0.31	0.09	0.14	0.10	0.06	-0.06	0.42	-0.01	0.03	-0.01	-0.04
		(0.20)	(0.00)	(0.00)	(0.05)	(0.00)	(0.03)	(0.15)	(0.14)	(0.00)	(0.81)	(0.43)	(0.74)	(0.40)
PRE	0.06	1.00	-0.06	0.16	-0.02	0.20	-0.03	-0.01	0.07	-0.14	-0.01	-0.04	-0.01	-0.01
	(0.20)		(0.14)	(0.00)	(0.66)	(0.00)	(0.43)	(0.84)	(0.09)	(0.00)	(0.77)	(0.32)	(0.74)	(0.75)
TCAR	0.55	-0.06	1.00	0.12	0.05	0.05	0.03	0.09	-0.06	0.17	-0.01	0.05	-0.08	0.00
	(0.00)	(0.14)		(0.00)	(0.23)	(0.24)	(0.47)	(0.05)	(0.17)	(0.00)	(0.80)	(0.25)	(0.06)	(0.98)
VAM	0.31	0.16	0.12	1.00	0.37	0.16	-0.02	-0.12	0.03	0.15	-0.04	-0.05	-0.06	-0.07
	(0.00)	(0.00)	(0.00)		(0.00)	(0.00)	(0.61)	(0.00)	(0.47)	(0.00)	(0.41)	(0.21)	(0.18)	(0.09)
D_Vam	0.09	-0.02	0.05	0.37	1.00	0.06	-0.05	-0.06	0.06	0.08	0.05	-0.11	-0.01	-0.06
	(0.05)	(0.66)	(0.23)	(0.00)		(0.18)	(0.23)	(0.18)	(0.19)	(0.07)	(0.28)	(0.02)	(0.77)	(0.16)
NR	0.14	0.20	0.05	0.16	0.06	1.00	-0.05	-0.04	0.20	-0.02	0.15	-0.15	0.00	-0.02
	(0.00)	(0.00)	(0.24)	(0.00)	(0.18)		(0.21)	(0.39)	(0.00)	(0.68)	(0.00)	(0.00)	(0.95)	(0.65)
RT	0.10	-0.03	0.03	-0.02	-0.05	-0.05	1.00	0.07	-0.05	0.16	-0.03	0.06	-0.05	0.15
	(0.03)	(0.43)	(0.47)	(0.61)	(0.23)	(0.21)		(0.10)	(0.28)	(0.00)	(0.45)	(0.20)	(0.29)	(0.00)
RATIO	0.06	-0.01	0.09	-0.12	-0.06	-0.04	0.07	1.00	0.01	0.05	0.07	-0.03	-0.01	0.12
	(0.15)	(0.84)	(0.05)	(0.00)	(0.18)	(0.39)	(0.10)		(0.76)	(0.24)	(0.09)	(0.54)	(0.81)	(0.00)
FCF	-0.06	0.07	-0.06	0.03	0.06	0.20	-0.05	0.01	1.00	-0.26	0.26	-0.64	0.26	-0.07
	(0.14)	(0.09)	(0.17)	(0.47)	(0.19)	(0.00)	(0.28)	(0.76)		(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.09)
SIZE_T	0.42	-0.14	0.17	0.15	0.08	-0.02	0.16	0.05	-0.26	1.00	-0.07	0.18	-0.14	0.06
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.07)	(0.68)	(0.00)	(0.24)	(0.00)		(0.09)	(0.00)	(0.00)	(0.15)
Pr	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	0.05	0.15	-0.03	0.07	0.26	-0.07	1.00	-0.22	-0.09	0.08
	(0.81)	(0.77)	(0.80)	(0.41)	(0.28)	(0.00)	(0.45)	(0.09)	(0.00)	(0.09)		(0.00)	(0.03)	(0.05)
Lev	0.03	-0.04	0.05	-0.05	-0.11	-0.15	0.06	-0.03	-0.64	0.18	-0.22	1.00	-0.27	0.06
	(0.43)	(0.32)	(0.25)	(0.21)	(0.02)	(0.00)	(0.20)	(0.54)	(0.00)	(0.00)	(0.00)		(0.00)	(0.15)
Roa	-0.01	-0.01	-0.08	-0.06	-0.01	0.00	-0.05	-0.01	0.26	-0.14	-0.09	-0.27	1.00	0.04
	(0.74)	(0.74)	(0.06)	(0.18)	(0.77)	(0.95)	(0.29)	(0.81)	(0.00)	(0.00)	(0.03)	(0.00)		(0.39)
Shr1	-0.04	-0.01	0.00	-0.07	-0.06	-0.02	0.15	0.12	-0.07	0.06	0.08	0.06	0.04	1.00
	(0.40)	(0.75)	(0.98)	(0.09)	(0.16)	(0.65)	(0.00)	(0.00)	(0.09)	(0.15)	(0.05)	(0.15)	(0.39)	

注:括号内为p值

回归(3)和回归(4)分别检验业绩补偿承诺的信号作用和激励效应两种路径是否存在。回归(3)检验在非相关性并购交易中,业绩补偿承诺的作用,非相关性并购变量(NR)的系数表示没有业绩补偿承诺时,非相关并购交易对协同效应收益的影响,回归系数为0.013,但并不显著,表明非相关性并购交易并没有产生显著的协同效应。交乘项(NR × VAM)的系数为0.170,且在1%的水平显著为正,表明在非相关性并购交易中,对赌协议的引入可以显著提高并购的协同效应收益。这意味着在信息不对称程度更高的并购交易中,业绩补偿承诺对协同效应提升效果更强,支持了信号假说的存在。回归(4)中引入了双向业绩补偿承诺(D_Vam),如果业绩补偿承诺的激励假说存在,那么可以预期,双向业绩补偿承诺的并购收益会更高。回归结果表明,D_Vam的回归系数为-0.063,但并不显著。这表明双向业绩补偿承诺对并购的协同效应没有产生显著影响,业绩补偿承诺的激励效应表现得并不显著。

综合回归(3)和回归(4)的结果,业绩补偿承诺对并购协同效应的提高具有显著正向影响,这种影响主要来自于业绩补偿承诺向收购方传递目标公司未来良好预期的信号,而不是通过其激励效应发挥作用。

表6 业绩补偿承诺与协同效应的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYN	SYN	SYN	SYN
VAM	0.195*** (7.44)	0.152*** (5.68)	0.106*** (3.50)	0.163*** (5.78)
NR × VAM			0.170***	(3.19)
D_Vam				-0.063 (-1.25)
NR		0.079*** (2.95)	0.013 (0.38)	0.079*** (2.94)
RT		0.047 (1.20)	0.043 (1.12)	0.045 (1.14)
RATIO		0.077 (1.49)	0.077 (1.49)	0.076 (1.46)
FCF		0.035 (0.42)	0.030 (0.36)	0.035 (0.42)
SIZE_T		1.013*** (8.54)	1.020*** (8.68)	1.020*** (8.60)
Pr		0.007 (0.27)	0.014 (0.55)	0.008 (0.33)
LEV		0.062 (0.72)	0.046 (0.53)	0.054 (0.62)
ROA		0.530 (1.47)	0.567 (1.59)	0.521 (1.45)
SHR1		-0.147* (-1.71)	-0.124 (-1.45)	-0.150* (-1.75)
_cons	0.058*** (3.98)	-0.087 (-0.88)	-0.078 (-0.79)	-0.085 (-0.86)
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
Prob > F	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Adj R ²	0.09	0.28	0.29	0.28
N	532	532	532	532

(二) 业绩补偿承诺对目标公司股东利益的影响

表7列示了业绩补偿承诺对目标公司股东利益(并购溢价)的影响。回归(5)分析不加入控制变量,只考虑业绩补偿承诺对并购溢价的影响,回归系数为2.379,在1%的水平显著为正,表明在并购交易中如果包含业绩补偿承诺,并购溢价水平会显著提高。回归(6)加入并购交易特征的控制变量,业绩补偿承诺变量(VAM)的系数为2.320,在1%的水平显著为正,表明在控制了并购交易特征变量之后,业绩补偿承诺对提高并购溢价具有显著的正向影响。

回归(7)检验了业绩补偿承诺在不同并购类型下的影响差异。非相关并购变量(NR)的系数为1.594,且在10%的水平显著为正,表明在没有业绩补偿承诺的情况下,非相关性并购的溢价水平显著高于相关并购。非相关并购与业绩补偿承诺的交乘项(NR×VAM)的系数为2.268,且在10%的水平显著为正,说明当非相关性并购中使用业绩补偿承诺时,目标企业的溢价程度会显著提高。

回归(8)检验了不同类型业绩补偿承诺对并购溢价的影响。双向业绩补偿承诺(D_Vam)的系数在10%的水平显著为负(-2.356),表明双向业绩补偿承诺相对于单向业绩补偿承诺而言,并购溢价水平显著更低。其原因可能在于,相对于单项业绩补偿承诺,双向业绩补偿承诺会提高收购方收购成本的预期现值,因此会降低其支付溢价的意愿。同时对于出让方而言,采用双向业绩补偿承诺可以通过并购后公司业绩的提高,获得更高的潜在收益,因此出让方可以接受更低的转让价格。

(三) 业绩补偿承诺对收购方股东利益的影响

表8列示了业绩补偿承诺对收购方股东收益(ACAR)的回归结果。模型(9)检验了在不控制其他变量的条件下,业绩补偿承诺对收购方在并购宣告日前后5日累积超额收益率(ACAR)的影响,回归系数在1%的水平显著为正(0.033),表明存在业绩补偿承诺的并购交易中,收购方股东的超额收益显著更高。模型(10)加入并购交易特征的控制变量,业绩补偿承诺变量(VAM)的系数为0.023,在10%的水平显著为正,这意味着业绩补偿承诺可以显著提高收购方股东的收益。回归(11)检验在非相关并购交易中,业绩补偿承诺的影响是否具有显著差异。交乘项(NR×VAM)的系数为0.041,在10%的水平显著为正,表明在非相关性并购交易中,加入业绩补偿承诺可以显著提高收购方股东的收益。回归(12)检验了双向业绩补偿承诺(D_Vam)的影响,回归结果表明,双向业绩补偿承诺变量(D_Vam)的系数

表7 业绩补偿承诺对并购溢价的回归结果

	(5)	(6)	(7)	(8)
	PRE	PRE	PRE	PRE
VAM	2.379 *** (3.64)	2.320 *** (3.21)	1.705 ** (2.07)	2.735 *** (3.60)
NR × VAM			2.268 *	(1.86)
D_Vam				-2.356 * (-1.72)
NR		2.480 *** (3.42)	1.594 * (1.73)	2.469 *** (3.41)
RT		-0.089 (-0.08)	-0.138 (-0.13)	-0.169 (-0.16)
RATIO		0.597 (0.43)	0.590 (0.42)	0.546 (0.39)
FCF		1.839 (0.82)	1.776 (0.79)	1.851 (0.82)S
SIZE_T		-10.832 *** (-3.39)	-10.740 *** (-3.36)	-10.572 *** (-3.31)
Pr		-0.772 (-1.12)	-0.676 (-0.97)	-0.715 (-1.03)
LEV		1.652 (0.71)	1.432 (0.61)	1.355 (0.58)
ROA		-5.648 (-0.58)	-5.144 (-0.53)	-5.964 (-0.61)
SHR1		-0.538 (-0.23)	-0.231 (-0.10)	-0.658 (-0.29)
_cons	2.440 *** (6.69)	-0.751 (-0.28)	-0.628 (-0.23)	-0.693 (-0.26)
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
Prob > F	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Adj R ²	0.02	0.09	0.10	0.10
N	532	532	532	532

表8 业绩补偿承诺对收购方股东利益的回归结果

	(9)	(10)	(11)	(12)
	ACAR	ACAR	ACAR	ACAR
VAM	0.033 *** (2.90)	0.023 * (1.76)	0.011 (0.78)	0.021 * (1.69)
NR × VAM			0.041 *	(1.71)
D_Vam				0.006 (0.25)
NR		0.016 (1.27)	0.000 (0.01)	0.016 (1.27)
RT		0.003 (0.16)	0.002 (0.11)	0.003 (0.17)
RATIO		0.047 * (1.88)	0.046 * (1.88)	0.047 * (1.88)
FCF		0.005 (0.13)	0.004 (0.10)	0.005 (0.13)
SIZE_T		0.155 *** (2.74)	0.156 *** (2.77)	0.154 *** (2.72)
Pr		-0.006 (-0.48)	-0.004 (-0.33)	-0.006 (-0.49)
LEV		0.012 (0.30)	0.008 (0.20)	0.013 (0.32)
ROA		-0.194 (-1.13)	-0.185 (-1.08)	-0.194 (-1.12)
SHR1		-0.017 (-0.42)	-0.011 (-0.28)	-0.017 (-0.41)
_cons	0.027 *** (4.28)	0.013 (0.28)	0.016 (0.33)	0.013 (0.28)
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
Prob > F	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Adj R ²	0.01	0.04	0.04	0.04
N	532	532	532	532

并不显著,可见,单向业绩补偿和双向业绩补偿承诺对收购方股东的短期收益而言,并没有显著差异。

(四) 稳健性检验

1. 综合协同效益权重的调整

前文中计量综合协同效益的方法,使用了收购方和目标公司的净资产账面价值作为权重。考虑到收购方是上市公司,股东权益具有市场价值,可以按照市场价值构造投资组合,因此本文调整综合协同效益的计算方法,对收购方使用市场价值作为权重,重新计量综合协同效益进行回归分析。回归分析的结论与前文一致,业绩补偿承诺能够显著提高并购的协同效应收益。

2. 研究窗口的调整

在前文中,使用(-5,+5)作为衡量收购方股东收益的研究窗口,本文进一步延长时间窗口至(-10,+10),重新计算ACAR和SYN两个变量并比较组间差异(见表9),差额仍显著为正。进行回归分析的结果显示,仍支持前文结论,即存在业绩补偿承诺的并购交易中,并购协同效应更高。

表9 业绩补偿承诺与并购收益

		业绩补偿承诺 (N=166)	无业绩补偿 承诺(N=366)	差额
SYN(%)	均值	25.67	5.89	19.78***
	(中位数)	(13.36)	(3.32)	(10.04)***
ACAR(%)	均值	7.31	3.61	3.70***
	(中位数)	(6.02)	(2.82)	(3.20)***

六、主要结论

使用2011年—2013年间中小企业板和创业板市场532起并购事件作为样本,本文发现,并购交易中引入业绩补偿承诺,可以显著提升并购的协同效应水平。本文进一步研究还发现,业绩补偿承诺在显著提高并购溢价的同时,也会提高收购方股东的收益。可见,业绩补偿承诺能够有效促进并购交易的双方达到“双赢”的效果。但是,对收购方股东而言,业绩补偿承诺带来的收益只是短期的,这主要来自于业绩承诺释放的信号作用,随着时间的延长,并购后的长期收益并无法支持业绩补偿承诺的信号价值。

随着我国并购市场的日益发展,并购成为支持企业快速成长的重要战略措施之一。积极运用业绩补偿承诺这一创新的契约工具,有助于提高并购效率,降低并购交易成本,同时,也利于保护并购双方投资者的利益。目前,在《上市公司收购管理办法》和《上市公司重大资产重组管理办法》中,对并购中的业绩补偿承诺尚没有明确规定。在制度设计层面鼓励并购交易中的业绩补偿措施,可以提高该条款的保障力度。这对完善未来上市公司的并购交易结构设计,提高交易双方的契约责任意识,促进并购交易规则逐步与国际惯例衔接必将起到重要作用。

参考文献:

- [1]程凤朝,刘家鹏.上市公司并购重组定价问题研究[J].会计研究,2011(11):40-46.
- [2]Becher D, Mulherin J, Walkling A. Sources of gains in corporate mergers: refined tests from a neglected industry[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2012, 47(1):57-89.
- [3]Bruner F. Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker[J]. Journal of Applied Finance, 2003, 12(1):48-68.
- [4]周春生. 融资、并购与公司控制[M]. 北京:北京大学出版社,2007.
- [5]Loughran T, Vijh M. Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? [J]. Journal of Finance, 1997, 52(5):1765-1790.
- [6]Jensen M, Ruback R. The market for company control: the scientific evidence [J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1):5-50.
- [7]Alexandridis G, Petmezas D, Travlos G. Gains from mergers and acquisitions around the world: new evidence[J]. Financial Management Journal, 2010, 39(4):1671-1695.
- [8]苗伟峰. 对赌协议之法律探究[D]. 兰州大学,2010.
- [9]陈武清. 对赌协议的事件运用与法律风险研究[D]. 华东政法大学,2008.
- [10]项海容,李建军,刘星. 基于激励视角对赌合约研究[J]. 上海经济研究,2009(3):92-98.

- [11]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.
- [12]单翔. 我国收购兼并中“对赌协议”的案例分析[J],财务与会计,2012(9):45-46.
- [13]赵立新,姚又文. 对重组盈利预测补偿制度的运行分析及完善建议[J]. 证券市场导报,2014(4):4-15.
- [14]Haspeslag C, Jemison B. Managing an equisition,creating value through corporate renewal[M]. New york:TheFree Press,1991.
- [15]李青原,王永海. 西方公司并购协同效应的理论与实证回顾[J]. 财会通讯,2005(1):3-9.
- [16]张金鑫,刘岩. 并购相关性假说研究综述[J]. 北京交通大学学报(社会科学版),2010(1):52-58.
- [17]Markides C, Williamson J. Corporate diversification and organizational structure: a resource-based view [J]. Academy of Management Journal,1996,39(2):340-367.
- [18]Bradley M, Desai A, Kim H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms[J]. Journal of Financial Economics,1988,21(1):3-40.
- [19]Wang C,Xie F. Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions[J]. The Review of Financial Studies, 2009,22(2):829-858.
- [20]Haunsehild R, Miner S. Modes of interorganizational imitations: the effects of outcome salience and uncertainty[J]. Administrative Science Quarterly,1997,42(3):472-500.
- [21]Kim J,Haleblian J,Finkelstein S. When firm are desperate to grow via acquisition[J]. Administrative Science Quarterly,2011,56(2):26-60.
- [22]唐宗明,蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究,2002(4):44-50.
- [23]陈仕华,卢昌崇. 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[J],管理世界,2013(5):144-156.
- [24]Hartzell C, Ofek E, Yermack D. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired[J]. Review of Financial Studies,2004,17(1):37-61.

[责任编辑:高 婷]

VAM, Synergy and Distribution of Gains from M&A

LU Changjiang¹, HAN Huibo²

(1. School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China;

2. Center for International Finance and Accounting, University of Foreign Economy and Trade, Beijing 100029, China)

Abstract: By using the event of M&A among medium and small sized board and growth enterprise market during the period from 2011 to 2013, we make a study of the effect of performance compensation commitment on the M&A synergy in the M&A transaction and how such effect influences the distribution of gains between both parties. The result demonstrates that the introduction of performance compensation commitment remarkably raises the level of M&A synergy effect and such advancement mainly comes from the signal function of such commitment. Further, we still find that on the one hand, such commitment pushes the M&A overage, on the other hand, it also increases the shareholders' profits. So we believe the wise use of VAM on M&A will Improve the efficiency of M&A.

Key Words: performance compensation commitment; VAM; acquisition; synergy; M&A profits distribution; M&A efficiency; M&A contract form; listed company's acquisition transaction; corporate regrouping