

管理层过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性

窦 炜¹, Sun Hua², 方 俊¹

(1. 华中农业大学 经济管理学院, 湖北 武汉, 430070; 2. Ivy College of Business at Iowa State University, Iowa, USA, 50011)

[摘 要] 以我国2008—2016年A股上市公司发起的并购重组交易事件为样本,研究了管理层过度自信的上市公司在并购和重大资产重组交易中是否具有更低的目标企业业绩承诺可靠性,以及选聘独立财务顾问是否有助于抑制管理层过度自信对于目标企业业绩承诺可靠性的不利影响。同时,进一步探究了不同特征独立财务顾问的差异及经济后果。研究结论显示:管理层过度自信的上市公司更大可能会对目标企业虚高的业绩承诺水平和盈利能力过于乐观,因而在并购交易完成后更容易面临业绩承诺不可靠的风险;整体而言,上市公司聘请独立财务顾问并没有使目标企业的业绩承诺不可靠问题得到有效缓解,独立财务顾问并没有发挥其应有的风险过滤职能;选聘独立财务顾问确实能显著提高存在管理层过度自信上市公司的业绩承诺可靠性,说明独立财务顾问确实能有效抑制管理层过度自信对目标企业业绩承诺可靠性的不利影响;进一步区分独立财务顾问的特征后发现,选聘目标企业所在地的独立财务顾问能更有效地缓解业绩承诺不可靠问题,但高声誉的独立财务顾问并没有呈现出更大的优势,表明上市公司在选聘独立财务顾问时,更注重地域特征,而非高声誉的独立财务顾问。

[关键词] 管理者过度自信;独立财务顾问;并购重组;业绩承诺可靠性;财务管理;并购风险

[中图分类号] F253.7 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2019)06-0078-12

一、引言

近年来,利用并购和重大资产重组交易实现企业的战略扩张越来越普遍,并购重组不仅有利于迅速扩大企业规模,还是一条建设“商业帝国”、实现多元化经营的重要途径。我国资本市场中并购重组项目数量在不断增加,2016—2018年我国资本市场完成并购交易数量达到了28805起,交易总金额达到了116763.1526亿元^①。资本市场上的并购与重大资产重组交易日趋频繁,但由于收购方与目标企业之间存在的信息不对称,特别是收购方无法完全掌握目标企业的实际价值和经营现状等有效信息,越来越多的并购重组在交易中开始采用“业绩承诺”的方式以降低并购风险,即收购方要求并购标的企业股东向其承诺并购完成后3年至5年内目标企业需要达到的业绩水平,当目标企业无法实现业绩承诺时,目标企业股东需要向收购方按相关业绩承诺补充协议的约定进行补偿。同时,中国证券监督管理委员会等监管机构为使并购重组行为得到有效监管,促进资本市场有序健康发展,也出台了一系列对应管理办法对并购和重大资产重组交易中的业绩承诺问题进行了规范化管理。但即便如此,并购与重大资产重组交易完成之后目标企业未能实现业绩承诺的“业绩变脸”现象仍广泛存在,这些被收购之后“业绩变脸”的目标企业不仅成了上市公司的“烫手山芋”,扰乱了资本市场的正常秩序,也使得资本市场频繁“暴雷”,广大中小投资者血本无归。

上市公司作为收购方,其管理层是企业并购方案的主要决策者和实施者,在企业并购交易中发挥着至关重要的作用,而管理层的非理性行为会深刻地影响企业的投资行为^[1-2],其中过度自信作为一种典型的非理性心理特征,可能会使管理层在并购和重大资产重组交易中表现出盲目乐观,继而使并购绩效不断下降^[3-4]。那么我国资本市场上被广为诟病的业绩承诺“变脸”现象,是否与上市公司管理层在并购和重大资产重组交易中的过度自信和盲目乐观有关?独立财务顾问作为专业化的中介服务机构,是否能够通过尽职调查、财务分析以及并购方

[收稿日期] 2019-07-22

[基金项目] 教育部人文社科基金(17YJA630012);中央高校基本科研业务费专项基金资助项目(2662018PY047);国家自然科学基金项目(71302117)

[作者简介] 窦炜(1979—),湖北武汉人,男,华中农业大学经济管理学院副教授,从事公司财务与资本市场研究,E-mail:dw1997@163.com; Sun Hua(1976—),男,U.S.A IOWA STATE, Ivy College of Business at Iowa State University 副教授,从事公司财务与资本市场研究;方俊(1991—),男,安徽马鞍山人,华中农业大学经济管理学院硕士研究生,从事公司财务与资本市场研究。

^① 数据来自于Wind金融资讯中国并购库2016—2018年并购交易统计。

案的设计及论证等专业手段,全过程参与上市公司的并购和重大资产重组交易,有效地帮助上市公司过滤并购风险,抑制管理层过度自信可能造成的不利影响,提高并购和重大资产重组交易的业绩承诺可靠性?此外,独立财务顾问的专业能力和服务质量不尽相同,在独立财务顾问的选聘标准方面,独立财务顾问特征与目标企业业绩承诺可靠性是否存在内在逻辑关联也是本文所关注的问题^[5-7]。

本文可能的研究贡献和创新主要包括以下三个方面:(1)区别于股权分置改革时期的业绩承诺现象,现阶段我国上市公司重大资产重组与并购交易中出现的目标企业业绩承诺及其可靠性问题是我国资本市场上新的特有的情况,本文对这一新情况开展深入研究,丰富了关于业绩承诺问题的相关文献,同时目标企业业绩承诺的可靠性也可作为体现上市公司并购效率的重要层面,因此本文也为并购效率的研究提供了全新的研究视角;(2)已有的关于金融中介机构在并购重组交易中功能角色的研究文献主要集中于会计师事务所,而针对独立财务顾问以及资产评估机构等中介机构的研究并不多,仅有的关于独立财务顾问的研究主要集中于其作为保荐机构在首次公开发行市场的影响,少有学者对独立财务顾问在并购和重大资产重组交易中的影响进行研究,本文对这一研究领域的文献形成了丰富和补充;(3)随着我国资本市场重大资产重组和并购交易日渐成熟以及《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》等政策法规的陆续出台和施行,独立财务顾问将凭借其专业能力和行业经验更广泛而深入地参与上市公司重大资产重组与并购交易的各个环节,并发挥更加重要的作用,本文的研究为促进独立财务顾问参与上市公司重大资产重组与并购交易提供了经验证据和政策参考。

二、理论分析与研究假设

(一)管理层过度自信对业绩承诺可靠性的影响

认知心理学的逐渐兴起与发展为决策科学的进步奠定了基础,行为决策理论自20世纪50年代开始得到了一些学者的重视。个人有限的认知能力将影响决策,且个体与个体之间的非理性程度和特征也存在一定差异。因此,在相同的外部环境中,不同个体所做出的决策也可能存在差异,但这些决策几乎都具有非理性特征,且这种心理特征会带来诸多的消极影响。过度自信作为有限理性心理特征的重要方面,表现为一种认知偏差,是人类行为决策中普遍存在的心理状态。过度自信者会过于信任自身判断能力,他们往往依据自己的经验或固有认识对不确定事件提出狭隘的确定性观点,高估决策成功的概率,并对此充满自信。他们将成功的决策后果归因于自身的实力,树立自己的形象,并高估自己的价值,而不会将这些积极的经济后果归因于良好的外部条件,并形成了一种超越他人的盲目自信。心理学家通过观察研究将过度自信划分为三种不同的类:第一种是相对于他人而言,过度自信者会高估自己的能力,他们可能会认为自己比他人具备更高的素质;第二种是过度自信者会高估自己的实际能力,过度自信的人倾向于认为自己在多方面具有较高的综合素质;第三种过度自信者会对自身决策的科学性和准确性具有过高的评价和肯定,他们会认为自身所掌握的与决策有关的信息是全面和准确的。这三种类型均为公司治理领域中对管理者过度自信的研究提供了重要的理论依据和参考。

尽管现有大多数研究都是从公司治理和管理层机会主义行为这一视角对公司财务决策行为的经济后果进行解释,但近年来,越来越多的行为金融理论研究表明,管理层的自利行为不仅仅是由代理问题引起的,也在很大程度上受到管理层过度自信的心理特征影响^[8]。如果上市公司管理层的心理特征对于企业的投资决策与并购交易存在重大影响,而上市公司的管理层在决策时并不总是理性的,那么企业管理层这种可能存在的认知偏差和非理性心理,将会严重影响公司管理和决策行为的经济后果,特别是在我国领导拥有绝对权威和“一票否决”权的现实文化特征中^[9]。过度自信的企业管理层在进行公司的重大经营决策时,不仅会高估自己的水平,也会高估项目的盈利前景,因而可能会导致低效率投资甚至无效投资的问题,给股东带来巨大的损失。具体到并购重组行为中,当管理层盲目过度自信时,他们就会对并购标的公司的前景保持一种盲目乐观的态度,而无法对并购标的企业的真实价值进行客观评估,可能会忽视甚至无视并购重组交易事件中的风险,这将会给资本市场的投资者,特别是给广大中小投资者带来无法承受的损失。Hirshleifer等^[10]和徐雨婧和胡珺^[11]的研究都发现过度自信的管理者较其他理性的管理者更有可能通过让上市公司选择无效投资来改善短期业绩,以快速建立企业和个人声誉以吸引投资者关注。更为重要的是,这些研究还发现,受到我国儒家文化熏陶和“君臣”思想的影响,我国企业或某一组织中领导的绝对权威和“一言堂”等文化特征,会极大地强化管理层过度自信的不利经济后

果。在并购交易中,这种过度自信的管理层极有可能导致评估失误问题,从而造成决策失误,支付远超过目标企业实际价值的收购价格,也有可能他们的认知偏差会影响公司对于并购标的的选择以及具体并购政策的制定^[12],以及过度自信的管理层可能会更大概率基于乐观的心理预期和认知,而频繁地开展资产重组和并购活动,从而使得上市公司面临更大的风险^[13],这些可能都只是源于他们认为自己的决策总能成功。另外,过度自信的管理层对于自己的判断往往坚信不疑,这也进一步限制了上市公司独立董事和战略决策委员会的监督和咨询功能,以及其他公司治理和制衡机制作用的发挥^[14]。因此,当上市公司管理层的过度自信影响了他们对目标企业风险的识别和价值的判断,那么认可标的企业所做出的可能不切实际的业绩承诺也就不难理解了。由此,本文提出假设1。

假设1:上市公司管理层过度自信与并购和重大资产重组业绩承诺可靠性负相关。

(二) 独立财务顾问的中介职能

从并购交易本身来看,专业性是上市公司并购和资产重组交易的显著特征,并购重组交易会对交易双方甚至多方利益产生不同程度的影响且是涉及多项法律法规和政策等多种外部条件的复杂交易活动。在开展并购交易的过程中,需要利用相关专业知识有针对性地选择目标企业并对其进行尽职调查,确定交易价格,设计并购方案,谈判协商,执行协议并匹配相应的融资规划,从而使并购计划得到有效开展。这些都需要作为独立第三方的专业财务顾问进行协助,帮助并购重组交易顺利完成。对于上市公司而言,为了提升并购绩效,尽可能降低并购的运营成本,使并购交易结果为企业和社会创造更多的财富,需要上市公司充分获取并正确理解目标企业的相关内部信息,但由于并购交易双方存在距离、知识和信息的差距,使得目标企业隐藏其负面信息所导致的并购风险增加^[15-16]。同时,在并购市场上,目标企业的规模和经营能力与上市公司相比存在劣势,市场上关于目标企业的公开信息往往比较匮乏,意味着并购方在评估目标企业价值时面临着很大的信息不对称,从而导致资产估值很难反映公司的实际价值。如果再加上作为主并企业的上市公司管理层过度自信,那么并购重组走向失败,也就是不可避免的了。

理论上,专业的独立财务顾问参与到企业的并购重组交易之中,可以利用其专业手段和工具对并购交易的合规性和风险进行有效分析,形成相关意见报告,供企业管理层和决策者参考。这可以在一定程度上抑制管理层过度自信对企业并购和重大资产重组的不利影响,对盲目自信管理层的重大决策形成一定程度上的制约和监督^[17]。特别是在并购重组业务中,独立财务顾问所承担的关键业务之一即是帮助并购交易双方设计并购条件和并购交易价格以及交易对价支付方式等,这就需要独立财务顾问对目标企业的财务状况、经营成果以及公司成长性等各方面都进行详细合理的尽职调查分析。当这些专业分析结论与过度自信管理层的评估结果差距巨大时,可以很好地对企业进行警示其可能存在的巨大并购风险。而且,当独立财务顾问参与并购活动并出具可行性意见报告时,上市公司的广大中小投资者和股东也可以充分地了解并购重组交易对手双方的真实经营状况,并通过股东大会表达自己的意见或“用脚投票”导致股价下跌,从而对过度自信或盲目自信的管理层形成监督和压力^[18]。从分析目标企业的财务情况到并购后企业集团的财务整合以及并购风险的有效防范,独立财务顾问的业务活动贯穿了并购交易的全过程,独立财务顾问利用其自身的专业能力不仅能够有效的降低和防范过度自信管理层和决策者所导致的巨大并购交易风险,还能够提升上市公司在并购后的资源整合能力,更好地发挥并购协同作用。因此,随着并购和资产重组交易不断走向成熟和日益市场化,独立财务顾问也凸显出更加重要的作用。由此,本文提出假设2。

假设2:选聘独立财务顾问能够有效提升并购和重大资产重组中标的企业业绩承诺的可靠性。

尽管现有研究大多肯定了独立财务顾问报告本身向二级市场传递了有效信息以及对管理层过度自信不利经济后果的抑制作用,但由于作为独立财务顾问的证券公司在声誉等特征上的差异,不同特征的独立财务顾问的作用效果是否也存在着差异?比如,当上市公司选聘声誉更高的独立财务顾问时,是否能够获得投资者更大程度的认可,对管理层过度自信的监督和约束作用也更强?独立财务顾问的选择是并购审慎决策的关键内容。许多学者已经就独立财务顾问声誉特征与并购绩效、并购宣告的市场反应等问题进行了分析^[19]。但由于不同财务顾问的服务质量和费用等要素存在差异,因而独立财务顾问的市场份额、排名等声誉因素可能不是收购方选聘独立财务顾问的唯一标准,确保独立财务顾问的业务素养与并购需求高度匹配才是并购顺利进行的关键。

因此,以匹配为原则去构建上市公司并购交易中独立财务顾问的选聘就需要明确独立财务顾问特征与并购绩效之间的关系。本文借鉴上市公司与独立财务顾问的合作性态,从独立财务顾问的声誉特征和地域特征两方面对这一问题开展深入研究。独立财务顾问的服务质量是收购方选聘独立财务顾问的关键标准,但收购方往往因很难获得独立财务顾问的详细信息而无法对其专业能力和服务质量进行准确评价。因而只能参考一些外部的评价标准,而独立财务顾问“声誉”则是一项重要的外部指标。中介机构声誉是其为了维护与上市公司的长远业务关系而较好地与客户签订的合同,向客户提供满足或超过其预期的咨询服务而逐渐积累起来的,能够在一定程度上约束中介机构的行为,使其更好地为收购方服务。大量的实证研究结果均表明:财务顾问的声誉与客户公司的价值收益之间存在着正相关关系^[20-21];收购方的累计超额收益率与其独立财务顾问的声誉之间存在正相关关系^[22];收购方的并购收益随着财务顾问相对声誉的增加而上升^[23-24]。因而,高声誉便成为体现独立财务顾问较强业务能力和服务质量,以及对管理层过度自信更强约束的重要信号。由此,本文提出假设3。

假设3:其他条件不变时,选聘高声誉的独立财务顾问更有利于提升业绩承诺可靠性。

在我国,上市证券公司具有较强的地方财政国资背景,从而导致其地域特征较为明显。由本地券商担任的独立财务顾问在距离、信息网络、费用管理等方面都具有一定的优势。但面对具有本地优势的证券公司,仍有部分外地券商可以依据其高水平的专业能力、高质量的并购咨询服务以及具有竞争力的顾问费用而取得在异地市场中的优势地位。在并购交易中,既有收购方与目标企业同一地区的本地并购,也有了两者在不同地区的异地并购,这就需要分别探究具有不同地域关联的独立财务顾问的经济后果。在本地并购中,选聘本地独立财务顾问无论是从经济效益角度还是对地方政策而言都具有一定的优势。而在异地并购中,特别是国有企业的并购和重大资产重组交易通常会对地方经济和就业情况带来一定的影响,地方政府往往会从自身利益的角度考虑对并购交易进行干预,地方政府为了降低干预的成本以及便于干预,会要求选择目标企业所在地的独立财务顾问。一是目标企业所在地的独立财务顾问在地理位置上更接近目标企业,有利于独立财务顾问开展尽职调查,充分了解目标企业的全部关键信息,从而降低并购交易双方的信息不对称以发挥更强的并购协同效应,其出具的专业意见也更可信,对管理层盲目自信的约束力也更强;二是目标企业所在地的独立财务顾问熟知当地的土地、环保、税收、经济等地方政策,可以较为巧妙地平衡地方政府与并购双方之间的博弈关系,有效减少并购交易中的政策不确定性,确保并购交易顺利完成。由此,本文提出假设4。

假设4:其他条件不变时,在并购和重大资产重组交易中选聘目标企业所在地的独立财务顾问更有利于提升业绩承诺可靠性。

三、研究设计与数据来源

(一) 变量定义与说明

本文在相关文献综述以及制度背景分析后,主要探讨管理层过度自信对目标企业业绩承诺可靠性是否有影响以及独立财务顾问的中介治理效应,因而本文的被解释变量(R)为目标企业业绩承诺可靠性。本文将业绩承诺可靠性定义为目标企业在并购完成后3年至5年的业绩承诺期限内,目标企业取得的实际利润是否达到其承诺的盈利水平,即在承诺期内当目标企业出现实际净利润低于承诺净利润的情况时,则为目标企业业绩承诺不可靠,取值为0,当目标企业在业绩承诺期内每一会计年度的利润指标均达到了当年的承诺盈利数额即为业绩承诺可靠,取值为1。

本文的解释变量包括管理层过度自信以及是否选聘独立财务顾问。本文设置虚拟变量 $Hiring$,若聘任证券公司作为独立财务顾问取值为1,而将没有选聘独立财务顾问的样本取值为0。解释变量 OC 表示管理层过度自信的替代变量,国内外学者在管理层过度自信方面已经进行了较为充分的研究,并形成了许多用于度量管理层过度自信的指标,如高管人员持股数量变化情况^[25]、消费者情绪指数^[26]、高管薪酬的相对比例^[9]、主流媒体对于管理层的评价^[27]、企业景气指数以及业绩预告准确性^[28]等。根据已有文献的研究经验,并结合本文的研究内容,本文借鉴了余明桂等^[28]对于管理层过度自信的定义,采用上市公司年度业绩预告的准确性作为衡量管理层过度自信的指标,具体而言,将公布了预增、略增、扭亏、续盈等四种具有乐观倾向的业绩预告,而年报公布时的实际利润低于业绩预告的上市公司管理层定义为过度自信。同时,为了使本文的研究结论更加可靠,本文借鉴姜

付秀等^[9]的方法,用高管薪酬的相对比例作为第二种衡量管理层过度自信的方法。已有研究表明,高管的薪酬往往与其在上市公司中的地位及其控制力存在关联,薪酬较高的高管过度自信的倾向也可能更加强烈。本文采用“薪酬总额排名前三的高管薪酬之和与所有高管薪酬之和的比值”来表示。这一数值越大则表示管理层过度自信的水平越高。

为了验证本文的假设3和假设4,本文分别设置了声誉特征和地域特征变量。本文选择以下两种标准界定独立财务顾问的声誉特征:一种是以中国证券监督管理委员会依据《证券公司分类监管规定》对证券公司进行的评级结果作为一种分类方法;另一种是,采用证券公司并购重组财务顾问业务净收入占整个并购重组财务顾问业务的市场份额排名,前五位证券公司为高声誉。针对地域特征,本文在全部并购事件样本中设置虚拟变量 $Local$,当独立财务顾问处于收购方或者目标企业所在地时取值为1,否则取值为0。随后本文进行分组检验,将全部样本分为本地并购和异地并购两组,当收购方与上市公司位于同一地区(省或直辖市)时为本地并购,否则即为异地并购。在本地并购样本中,设计虚拟变量 $Local_1$,若聘用本地独立财务顾问取值为1,否则为0;在异地并购样本中,设计虚拟变量 $Local_2$,若选聘目标企业所在地独立财务顾问时取值为1,否则为0。

借鉴李彬和潘爱玲^[29]、吴超鹏等^[30]等的关于金融中介治理效应以及并购绩效的相关研究,本文还控制了以下因素:(1)是否为本地并购($SameL$);(2)其他中介机构的聘任数量(NoI);(3)关联并购($Relate$);(4)并购交易规模($TSize$),并购交易的规模越大往往能更有利于发挥并购的协同效应和规模效应,为上市公司带来越多的价值提升,也越有利于

稳定目标企业在并购之后的经营业绩;(5)并购目的($PoMA$);(6)公司规模($Size$);(7)资产负债率(Lev);(8)产权性质($Ownership$);(9)治理水平(Gov)。为了控制样本在行业以及年份之间的差异对于本文实证结果的影响,本文在实证模型中加入

表1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	R	业绩承诺可靠性	业绩承诺可靠性,业绩承诺期内,每一会计年度的实际利润均不低于承诺利润时为1,否则为0
解释变量	OC_1	管理层过度自信	上市公司年度业绩预告的准确性,公布了预增、略增、扭亏、续盈等四种业绩预告,而年报公布时实际利润低于业绩预告取值为1,否则为0
	OC_2	管理层过度自信	高管薪酬的相对比例,薪酬总额排名前三的高管薪酬之和与所有高管薪酬之和的比值
控制变量	$Hiring$	是否聘用独立财务顾问	聘用了证券公司作为独立财务顾问时取值为1,否则为0
	$SameL$	是否本地并购	当收购方与目标企业注册地为同一省份(直辖市)时取值为1,否则为0
	NoI	中介机构数量	并购和重大资产交易中,聘请独立财务顾问、资产评估机构、会计师事务所、律师事务所的等中介机构的聘任数量
	$Relate$	是否关联并购	并购交易为关联交易时为1,否则为0
	$TSize$	并购规模	交易金额的自然对数与收购方t-1年度资产总额自然对数的比值
	$PoMA$	并购目的	并购目的为多元化战略时为0,否则为1
	$Size$	公司规模	收购方t-1年度资产总额的自然对数
	Lev	资产负债率	收购方t-1年度总负债与总资产的比值
	$Ownership$	实际控制人性质	收购方实际控制人性质为国有时定义为1,否则为0
	Gov	治理水平	收购方t-1年度独立董事人数占董事会人数比例
	Ind	行业	行业哑变量
	$Year$	年份	年度哑变量

行业以及年份变量。各变量的具体定义和计算如表1所示。

(二) 模型设计

本文在控制并购交易特征和收购方公司特征的基础上,检验管理层过度自信是否会对目标企业的业绩承诺可靠性产生显著影响,且聘请独立财务顾问能否在企业并购中发挥其中介治理效应。本文分别采用模型(1)和模型(2)来检验假设1和假设2,模型(3)和模型(4)则用来检验假设3和假设4。

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 OC + \alpha_2 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 OC + \alpha_2 Hiring + \alpha_3 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 OC + \alpha_2 Local + \alpha_3 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 OC + \alpha_2 Requeation + \alpha_3 Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

其中, R 为本文被解释变量目标企业业绩承诺可靠性, OC 为管理层过度自信变量, $Hiring$ 为是否聘请独立财务顾问, $Local$ 为独立财务顾问地域特征变量, $Requeation$ 为独立财务顾问的声誉特征变量, $Control$ 为一组控制变量, Ind 、 $Year$ 为行业和年份控制变量。

(三) 样本选择与数据来源

鉴于中国证监会对于并购重组业绩承诺信息披露的相关规定始于2008年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》,且考虑到目标企业业绩承诺的时间跨度,故本文选取2008—2016年已完成交易的以沪、深两市上市公司为收购方的并购和重大资产重组事件为样本,并对上述样本进行了以下筛选:(1)删除金融类、ST、*ST的上市公司;(2)借壳上市与上市公司正常的并购重组交易存在显著差异,因而本文在筛选并购重组交易样本时删除了借壳上市的样本;(3)依据中国证监会的有关规定,证券公司、证券投资咨询机构和其他具备独立财务顾问业务资格的机构均可被选聘为并购重组独立财务顾问,但从我国资本市场并购实践来看,绝大部分上市公司在并购重组交易中均选择证券公司作为独立财务顾问,因而本文仅考虑独立财务顾问为证券公司的情形,删除非证券类金融机构作为独立财务顾问的样本;(4)删除了并购交易信息不全的样本。

以上述样本为基础,为了降低极端值对实证结果的影响,本文对所有变量均按照1%水平对数据两端进行了缩尾处理,最终获得652条研究样本。并购交易相关研究数据来自对Wind金融资讯中国并购库以及上市公司公告中关于我国A股市场上市公司并购和重大资产重组事件的手工收集与整理,上市公司财务和报表数据来自CSMAR经济金融数据库,统计分析采用软件Stata14.0完成。

四、实证分析结果

(一) 描述性统计分析

表2报告了本文652个样本观测值的描述性统计结果,目标企业业绩承诺可靠性的均值为0.7321,即表明有26.79%的目标企业在承诺期内存在没有完成业绩承诺的情况,即有超过四分之一的目标企业在并购交易完成后的业绩承诺期内都出现了业绩不及预期的情况,目标企业业绩承诺可靠性问题显然已经成为我国上市公司并购重组过程中面临的亟须解决的现实问题。按照上市公司年度业绩预告准确性衡量管理层过度自信水平时,41.87%的上市公司管理层过度自信,以高管薪酬的相对比例衡量的管理者过度自信水平平均值为0.4472,即上市公司薪酬总额排名前三的高管薪酬之和占有所有高管薪酬之和的比例为44.72%,表明上市公司管理层确实存在一定程度的过度自信问题。*Hiring*的均值为0.7791,即有77.91%的上市公司在并购重组交易中聘用了独立财务顾问,结合*NoI*的均值为3.5438,表明在我国上市公司并购重组交易中,会计师事务所、独立财务顾问、资产评估机构、律师事务所等机构的中介职能已经得到了较为充分的利用。

表2 描述性统计结果

变量	N	最小值	最大值	均值	中位数	标准差
<i>R</i>	652	0	1	0.7321	1	0.4417
<i>OC₁</i>	652	0	1	0.4187	0	0.4937
<i>OC₂</i>	652	0.1440	0.8223	0.4472	0.4376	0.1153
<i>Hiring</i>	652	0	1	0.7791	1	0.4160
<i>SameL</i>	652	0	1	0.3563	0	0.4793
<i>NoI</i>	652	0	7	3.5438	4	1.2568
<i>Relate</i>	652	0	1	0.5122	1	0.5002
<i>TSize</i>	652	0.2948	0.7818	0.5993	0.5830	0.0713
<i>PoMA</i>	652	0	1	0.7659	1	0.4238
<i>Size</i>	652	7.5449	11.0685	9.5798	9.5775	0.4965
<i>Lev</i>	652	0.0244	0.9621	0.3719	0.3419	0.2039
<i>Ownership</i>	652	0	1	0.2995	0	0.4584
<i>Gov</i>	652	0.3333	0.75	0.3742	0.3333	0.0527

表3则进一步列示了已聘请独立财务顾问的地域特征和声誉特征描述性统计分布结果。从表中可知,在已聘请独立财务顾问的上市公司中,不论是本地并购还是异地

表3 实证样本分布情况表

未聘请独立财务顾问样本	已聘请独立财务顾问样本(508)							
	地域特征				声誉特征			
	本地并购(188)		异地并购(320)		市场标准		综合标准	
144	本地证券公司	异地证券公司	本地证券公司	异地证券公司	高声誉	低声誉	高声誉	低声誉
	106	82	187	133	274	234	291	217

并购,聘请目标企业所在地的独立财务顾问数量都要高于聘请异地独立财务顾问。同时,更多的上市公司倾向于选择具备高声誉的独立财务顾问。

(二) 分组样本T检验与Mann—Whitney U检验

表4列示了以目标企业业绩承诺可靠性分组的管理层过度自信、是否聘请独立财务顾问的T检验和Mann—Whitney U检验结果。对于目标企业业绩承诺可靠的样本,其管理层过度自信变量的均值分别为0.3026、0.3930,两者均显著低于业绩承诺不可靠样本的0.7727和0.5993,且该差异在统计学意义上显著。在目标企业业绩承诺可靠的样本中聘用独立财务顾问的比例为80.56%,显著高于业绩承诺不可靠样本的聘用比例70.13%。这一结果表明,管理层过度自信水平和是否聘用独立财务顾问在业绩承诺可靠和不可靠两组样本中均呈现显著差异,

对于业绩承诺不可靠的样本组而言,其管理层过度自信的可能性越高,聘用独立财务顾问的比例也越低,但这一关系需要在回归分析中做进一步验证。

(三) 回归结果分析

(1) 管理层过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性

表4 两样本T检验和Mann—Whitney U检验

变量	业绩承诺可靠		业绩承诺不可靠		T检验(T值)	Mann—Whitney U检验(IZ值)
	均值	均值	均值	均值	H0: Mean(可靠)=Mean(不可靠)	H0: Mean(可靠)=Mean(不可靠)
OC_1	0.3026	0.7727	0.7727	0.7727	7.2723***	6.961***
OC_2	0.3930	0.5993	0.5993	0.5993	5.2126***	5.098***
Hiring	0.8056	0.7013	0.7013	0.7013	-2.6823***	-2.668***

注:*,**,***分别表示在10%,5%及1%的水平上显著

根据表5的回归结果可知,在控制了相关变量的情况下,在管理层过度自信与目标企业业绩承诺可靠性方面,上市公司年度业绩预告的准确性(OC_1)、高管薪酬的相对比例(OC_2)分别与目标企业业绩承诺可靠性(R)在1%和5%水平上显著,且系数为负,说明管理层过度自信会对目标企业的业绩承诺可靠性带来不利影响,过度自信的管理层可能会忽视目标企业未来可能面临的经营风险,过高地估计目标企业的盈利能力,接受承诺利润数额虚高的并购项目,从而导致承诺期内目标企业业绩承诺不可靠的可能性增加,假设1得到验证。

就全样本而言,聘用独立财务顾问并没有如预期那样显著增强目标企业业绩承诺的可靠性,其可能的原因在于我国资本市场并不完善,独立财务顾问与上市公司之间可能存在关联并希望维持与上市公司的业务联系,这在一定程度上会影响独立财务顾问的独立性;另外,独立财务顾问的顾问费用与其交易金额挂钩,在这种情况下,独立财务顾问在为上市公司选择目标企业时,可能存在过高估计目标企业价值而忽略某些风险因素的动机,独立财务顾问在并购交易中也可能并不“独立”。

(2) 进一步研究:独立财务顾问特征

回归结果如表6所示。由于在本部分的实证分析中,主要考察不同地域和声誉特征的独立财务顾问对业绩承诺可靠性的影响,故仅选取 OC_1 作为管理层过度自信的计量变量。在地域特征方面,针对全样本的实证检验结果显示,选聘本地独立财务顾问在1%水平上与目标企业业绩承诺可靠性正相关,即选聘本地独立财务顾问将更有利于过滤并购风险,使得目标企业的业绩承诺可靠性更高。进一步地,在本地并购样本与异地并购样本中,这一关系仍然成立,独立财务顾问的地域特征均与业绩承诺可靠性在1%水平上显著正相关,即在本地并购中选择本地独立财务顾问与在异地并购中选择目标企业所在地独立财务顾问均能较好地降低交易双方的信息不对称,提升目标企业的业绩承诺可靠性,假设1得到验证。在声誉特征方面,以市场标准以及综合标准衡量下的独立财务顾问声誉均未通过显著性检验,假设2不成立,即高声誉的独立财务顾问并不意味着能够更好地发挥中介职能,出现该结果的原因,一方面可能是由于目前对于独立财务顾问声誉的衡量仍不能真实反映独立财务顾问的业务能力,另一方面可能在于高声誉独立财务顾问本身所具有的不足,并购顾问业务目前的发展并不成熟,业务流程和细节不为外界熟知,且缺少对于该业务的权威评价体系,因而为独立财务顾问可能的不尽责行为提供了监管漏洞,上市公司作为信息劣势方在与高声誉独立财务顾问合作时,可能会盲目信任独立财务顾问所提供的顾问报告而缺少自身的独立判断,更不易发现独立财务顾问在尽职调查时的不尽责行为。此外,高声誉独立财务顾问的需要支付更加高额的顾问费用,也对上市公司造成了一定的财务负担。而对于低声誉独立财

表5 过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性Logit回归结果

变量	模型1		模型2	
	过度自信与业绩承诺可靠性	独立财务顾问与业绩承诺可靠性	过度自信与业绩承诺可靠性	独立财务顾问与业绩承诺可靠性
OC_1	-1.205*** (-4.16)		-1.194*** (-4.10)	
OC_2		-0.707** (-2.47)		-0.729** (-2.53)
Hiring			-1.218* (-1.84)	-1.322** (-2.03)
SameL	0.1276 (0.44)	0.1009 (0.35)	0.1629 (0.57)	0.1357 (0.46)
NoI	-0.1855 (-1.51)	-0.2002 (-1.64)	0.0312 (0.15)	-0.0636 (-0.28)
Relate	0.3859 (1.26)	0.4017 (1.32)	0.4531 (1.49)	0.4268 (1.39)
TSize	-0.4489 (-1.19)	-0.5214 (-1.38)	-0.5505 (-1.47)	-0.4426 (-1.16)
PoMA	-0.038 (-0.16)	-0.0260 (-0.09)	-0.0361 (-0.12)	-0.0635 (-0.21)
Size	4.8571*** (9.75)	4.9183*** (9.88)	5.1546*** (10.11)	5.0437*** (9.63)
Lev	-3.1596*** (-3.95)	-3.1082*** (-3.94)	-3.2114*** (-4.03)	-3.2395*** (-3.93)
Ownership	0.5426 (1.49)	0.6406* (1.75)	0.6083* (1.68)	0.4584 (1.26)
Gov	-3.6410 (-1.47)	-4.1987* (-1.72)	-4.2672* (-1.75)	-3.6465 (-1.47)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制

注:*,**,***分别表示在10%,5%及1%的水平上显著。

务顾问来说,虽然其业务能力和项目经验方面存在劣势,但在目前并购重组顾问业务市场竞争日益激烈的情况下,低声誉独立财务顾问具有提高服务质量、增强业务能力和声誉质量的强烈动机,低声誉的独立财务顾问并不意味着低质量的并购重组顾问服务。因而,声誉标准并不是上市公司在并购交易中选聘独立财务顾问的绝对有效标准。

通过对独立财务顾问声誉特征回归结果的分析可以发现,声誉特征并没有在独立财务顾问的选聘方面起到应有的标记识别功能,声誉机制失效可能与中国证监会在并购重组市场中对独立财务顾问参与的过度管制有关,在这种情况下证券公司就有可能凭借行政管制带来的准入壁垒,增加顾问费用并放弃提高顾问咨询服务质量和声誉的努力,因而中国证监会也应考虑适当放松对于证券公司参与并购重组交易的行政管制,用有效的监督来代替缺乏灵活性的管制,以更好地激发并购重组市场中独立财务顾问的竞争活力,让声誉机制在独立财务顾问选聘方面发挥更大的作用。

(四) 稳健性检验

1. 敏感性测试

本文在界定目标企业的业绩承诺是否可靠时,将目标企业在业绩承诺期内每一会计年度实际净利润低于相应的承诺利润定义为业绩承诺不可靠。但从我国资本市场业绩承诺补偿补充协议的实际履行来看,实际净利润低于承诺利润的95%或90%时才触发业绩承诺补偿的案例较多,为了使研究结论更加符合我国并购重组交易市场的实际状况,本文重新定义了业绩承诺可靠性,当目标企业在业绩承诺期内每一会计年度实际净利润低于相应的承诺利润的90%时定义为业绩承诺不可靠,重新定义业绩承诺可靠性之后,业绩承诺不可靠的样本减少为109个。同时,本文前述的实证检验结果均是使用Logit模型得到的,Logit模型的因变量的累积分布函数为“逻辑分布”,与标准正态分布相比,逻辑分布具有厚尾特征(fat tails),使得残差分布存在非正态性,为使回归结果在残差正态分布时更加稳健,本文使用Probit方法对计量模型重新估计以检验本文结论稳健性,稳健性检验的结果与本文上述结论一致,限于篇幅,控制变量的回归结果留存备索,主要变量的回归结果如表7和表8所示。

表6 独立财务顾问特征与业绩承诺可靠性Logit回归结果

变量	地域特征			声誉特征	
	全样本	本地并购样本	异地并购样本	市场标准	综合标准
OC_1	-1.1132*** (-5.52)	-1.3232** (-3.36)	-1.6062*** (-4.38)	-1.7468*** (-7.01)	-1.8157*** (-7.01)
$Local$	2.8038*** (5.59)	3.9350*** (3.13)	2.6865*** (4.67)		
$Reputation$				-0.0219 (-0.07)	0.2280 (0.72)
$SameL$	0.3305 (0.91)			0.2690 (0.82)	0.2851 (0.87)
Nol	-0.0577 (-0.19)	0.0351 (0.07)	-0.0198 (-0.05)	-0.0764 (-0.27)	-0.0762 (-0.27)
$Relate$	0.2651 (0.74)	0.5589 (0.73)	0.1447 (0.34)	0.4431 (1.35)	0.4554 (1.38)
$TSize$	-0.4484 (-0.88)	-0.5381 (-0.51)	-0.3888 (-0.65)	-0.7482 (-1.61)	-0.7547 (-1.62)
$PoMA$	0.0182 (0.05)	0.0243 (0.03)	-0.0238 (-0.05)	0.0301 (0.09)	0.0497 (0.14)
$Size$	3.5450*** (6.23)	5.1240*** (3.59)	3.1651*** (4.98)	4.4587*** (1.64)	4.4475*** (8.10)
Lev	-2.0505** (-2.12)	-1.0939 (-0.50)	-2.0396* (-1.76)	-2.6039*** (-2.87)	-2.5425*** (-2.81)
$Ownership$	0.6575 (1.31)	1.3779 (1.50)	0.2189 (0.34)	0.9294** (2.04)	0.9204** (2.03)
Gov	-3.1557 (-0.94)	-12.1061 (-1.64)	-0.5907 (-0.14)	-2.6277 (-0.92)	-2.6169 (-0.91)
Ind	控制	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	控制	控制	控制	控制

注:*,**,***分别表示在10%,5%及1%的水平上显著。

表7 过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性Probit回归结果

变量	模型1	模型2	模型3
	过度自信与业绩承诺可靠性	独立财务顾问与业绩承诺可靠性	过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性
OC_1	-0.3676** (-2.41)		-0.7922*** (-2.70)
OC_2		-0.2635* (-1.76)	-1.2117*** (-3.80)
$Hiring$		-0.2251 (-0.64)	-0.3537 (-0.91)
$OC_1 \times Hiring$			0.5909* (1.74)
$OC_2 \times Hiring$			1.2638*** (3.49)

注:*,**,***分别表示在10%,5%及1%的水平上显著。

表8 独立财务顾问特征与业绩承诺可靠性Probit回归结果

变量	地域特征			声誉特征	
	全样本	本地并购样本	异地并购样本	市场标准	综合标准
OC_1	-1.5083*** (-9.23)	-1.6806*** (-9.31)	-1.2829*** (-9.42)	-1.9873*** (-8.96)	-1.8762*** (-8.03)
$Local$	1.4203*** (5.53)	1.5780** (2.54)	1.4256*** (4.82)		
$Reputation$				0.0507 (0.27)	0.0362 (0.20)

注:*,**,***分别表示在10%,5%及1%的水平上显著。

2. 内生性检验

内生性问题(Endogeneity)是指模型中的一个或多个解释变量与模型的随机扰动项相关。这会导致模型检验结果的不可靠,因而常常成为困扰相关研究的障碍。同样,本文中影响上市公司并购与重大资产重组标的业绩承诺不可靠的主要解释变量可能并不是管理层过度自信和是否聘请高质量的独立财务顾问,而是并购重组交易本身,或者它们之间可能存在的反向因果关系都可能导致以上研究存在严重的内生性问题。为了解决本文研究中可能存在的内生性问题,我们分别采用工具变量法(IV)和Heckman二阶段模型进行内生性测试。(1)工具变量法要求找到一个或多个与内生变量相关,但与残差项无关的工具变量,然后利用两阶段最小二乘回归(2SLS)进行处理。具体而言,本文先通过工具变量和其他外生变量构成第一阶段回归,得到内生变量的估计值,再放回原来的回归模型中进行检验。考虑到我国资本市场上的存在明显的“榜样”和“效仿”行为,即我国上市公司在实施并购和重大资产重组行为时,一般会参考同一时期同一行业其他企业的做法,所以,同时期同行业其他上市公司管理层的情况以及是否聘请独立财务顾问等特征很大可能会对样本企业的行为产生显著影响,但却不会对样本企业并购标的的财务绩效和业绩承诺可靠性产生直接相关影响。因此,我们选取同一年度同行业发生并购重组交易的其他上市公司高管薪酬相对比例的均值以及是否聘请独立财务顾问的均值,分别作为管理层过度自信和是否聘请独立财务顾问的工具变量,进行两阶段最小二乘回归。(2)Heckman二阶段模型解决内生性问题的思路是,通过在第一阶段回归方程中分离出一个误差调整项,也被称为虚拟工具变量,来对方程中没有被很好解释的那一部分因变量进行衡量。同时,本文将这一估计出来的误差调整项放入第二阶段回归中,用来解决随机扰动项的自相关问题,即内生性问题。该方法可以被用来解决由于样本自选择、模型设定偏误,以及遗漏变量等所导致的模型内生性问题。本文在同时采用上述两种方法进行内生性检验后,发现与本文前述研究结论是一致的。

五、研究结论与启示

本文以中国2008—2016年沪、深两市A股上市公司并购和重大资产重组交易事件为样本,研究了管理层过度自信、是否选聘独立财务顾问与目标企业业绩承诺可靠性之间的关系以及不同的独立财务顾问特征对于业绩承诺可靠性的影响是否存在差异。结果显示:整体而言,上市公司管理层过度自信将会使其在并购和重大资产重组交易中过于乐观的估计目标企业的盈利能力,而忽视未来经营中可能存在的风险和目标企业股东业绩承诺水平虚高的问题,最后导致目标企业的业绩承诺不可靠。在本文所研究的652个并购样本中,虽然有77.91%的上市公司均聘请了证券公司作为独立财务顾问,但总体上,实证结果并不支持独立财务顾问在过滤目标企业未来“业绩变脸”风险的职能。这表明我国的独立财务顾问可能并不“独立”,独立财务顾问制度仍需要进一步完善。进一步区分上市公司管理层过度自信之后,与总体样本回归结果不同的是,在管理层过度自信的情况下,选聘独立财务顾问将使目标企业的业绩承诺更加可靠,独立财务顾问能够抑制管理层过度自信所产生的消极影响,让上市公司管理层更加理智地考虑目标企业的盈利能力和业绩承诺是否可靠的问题。与此同时,我们还发现不同特征的独立财务顾问对于业绩承诺可靠性的影响存在差异。在本地并购中选聘本地独立财务顾问以及在异地并购中选聘目标企业所在地独立财务顾问将更有利于提升目标企业业绩承诺可靠性,但在声誉特征方面,高声誉的独立财务顾问并没有表现出在识别目标企业业绩承诺不可靠风险方面的优势。这表明高声誉的独立财务顾问在并购和重大资产重组交易中的作用可能并没有得到有效地发挥。

上述研究结论说明,整体而言,独立财务顾问并没有在并购重组交易中发挥应有的风险过滤职能,《独立财务顾问报告》成为上市公司并购重组交易的“橡皮图章”。因而,通过积极、合理的政策引导和规范独立财务顾问的行为也是必要的。特别是,证券监管部门应加强对于独立财务顾问的政策引导,强化独立财务顾问在上市公司并购重组交易中的中介职能。另外,上市公司管理层的过度自信心理特征作为影响目标企业业绩承诺可靠性的关键内生因素,需要企业在开展并购和重大资产重组交易之前,对管理层的并购素养,尤其是管理层的心理状态进行有效评估,防止因管理层过度自信的冲动心理而忽视目标企业业绩承诺不可靠所带来的并购风险。当上市公司准备发起并购交易时,如果存在管理层过度自信的问题,应选聘合适的独立财务顾问以充分发挥其风险过滤功能,管理层实际情况、并购需求与独立财务顾问的合理匹配能够有效地提升并购交易中目标企业业绩承

诺的可靠性,但在选聘独立财务顾问时,声誉标准并不是一项有效的绝对标准。随着并购重组交易市场的快速发展,独立财务顾问业务日益走向规范,上市公司在选聘独立财务顾问时会越来越注重证券公司声誉,作为独立财务顾问的证券公司应重视自身建设,强化服务意识,提升顾问咨询服务质量,注重提高自身的专业能力和声誉。

除了独立财务顾问的地域和声誉特征可能会影响到其作为独立第三方专业性作用的发挥以外,投行的政治关联、经营规模、行业专长等其他特征也都有可能对其作用的发挥产生重要的影响。限于篇幅因素,本文没有对独立财务顾问可能产生影响这些因素进行逐一筛选和深入分析,这是本文的不足之处,也是未来值得进一步深入研究的方向。

参考文献:

- [1] 李善民,黄灿,史欣向. 信息优势对企业并购的影响——基于社会网络视角[J]. 中国工业经济,2015(11):141-155.
- [2] 李永壮. 管理者非理性行为对企业投资影响研究[J]. 南开学报:哲学社会科学版,2014(4).
- [3] 潘爱玲,刘文楷和王雪. 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):35-45.
- [4] 陈建勋,耿伟芝,赵正一. 跨国并购中CEO的过度自信:理性还是非理性?[J]. 财经研究,2017(3):107-120.
- [5] Haveman H, Wang Y. Going More Public: Ownership reform in China listed firms[R]. Working paper, 2008.
- [6] Li K, Wang T, Cheung Y L. Privatization and risk sharing: Evidence from the split share structure reform in China[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(7):2499-2525.
- [7] 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.
- [8] 李丹蒙,叶建芳,卢思绮,曾森. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J]. 会计研究,2018(10):50-57.
- [9] 姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究,2009(1):131-143.
- [10] Hirshleifer D A, Teoh S H, Low A. Are overconfident CEOs better innovators?[J]. Journal of Finance, 2012,67(4):1457-1498.
- [11] 徐雨婧,胡珺. 货币政策、管理者过度自信与并购绩效[J]. 当代财经,2019(7):85-95.
- [12] Malmendier U, Tate G. Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence[J]. Journal of Economic Perspectives, 2015,29(4):37-60.
- [13] Gennaioli N, Ma Y, Shleifer A. Expectations and investment[C]. NBER Macroeconomics Annual, 2016.
- [14] 李善民,陈文婷. 企业并购决策中管理者过度自信的实证研究[J]. 中山大学学报:社会科学版,2010(5):192-201.
- [15] Basu N, Chevrier M. Distance, information asymmetry, and mergers: Evidence from Canadian firms[J]. Managerial Finance, 2011, 37(1):21-33.
- [16] 窦炜,Sun Hua,郝颖. “高溢价”还是“高质量”?——我国上市公司并购重组业绩可靠性研究[J]. 经济管理,2019(2):156-171.
- [17] 张翼,乔元波,何小锋. 上市公司重大资产并购重组成败影响因素分析[J]. 财经问题研究,2016(11):39-44.
- [18] 潘红波,余明桂. 目标公司会计信息质量、产权性质与并购绩效[J]. 金融研究,2014(7):140-153.
- [19] 王鹏,周黎安. 中国上市公司外部审计的选择及其治理效应[J]. 中国会计评论,2006(2):321-344.
- [20] Liu X, Ritter J R. Local underwriter oligopolies and IPO underpricing[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 102(3):579-601.
- [21] Chemmanur T J, Krishnan K. Heterogeneous beliefs, IPO valuation, and the economic role of the underwriter in IPOs[J]. Financial Management, 2012, 41(4):769-811.
- [22] Golubov A, Petmezias D, Travlos N G. When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As[J]. The Journal of Finance, 2012, 67(1):271-312.
- [23] 李沁洋,刘向强,杨华领. 有“关系”的财务顾问能提高并购效率吗?[J]. 财贸经济,2017(11):99-114.
- [24] Kale J R, Ryan K H E Financial advisors and shareholder wealth gains in corporate takeovers[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(3):475-501.
- [25] 郝颖,刘星,林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究[J]. 中国管理科学,2005,13(5):142-148.
- [26] Oliver B R. The Impact of management confidence on capital structure[J]. Social Science Electronic Publishing, 2005.
- [27] Malmendier U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1):20-43.
- [28] 余明桂,夏新平,邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为[J]. 管理世界,2006(8):104-112.
- [29] 李彬,潘爱玲. 会计师事务所特征与公司并购绩效反应——来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究,2016(1):46-54.
- [30] 吴超鹏,吴世农,郑方镛. 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究[J]. 管理世界,2008(7):126-133+188.

[31] 唐清泉,韩宏稳. 关联并购与公司价值:会计稳健性的治理作用[J]. 南开管理评论,2018(3):23-34.

[责任编辑:杨志辉]

Management Overconfidence, Independent Financial Adviser and Reliability of Performance Commitment

DOU Wei¹, SUN Hua², FANG Jun¹

(1.School of Economics and Management, Huazhong University of Agriculture, Wuhan 430070, China;2. Ivy College of Business at Iowa State University, Iowa, USA, 50011)

Abstract: This paper takes the M&A restructuring events initiated by A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets in China from 2008 to 2016 as a sample to study the impact of management overconfidence and the selection of independent financial advisers on the reliability of target enterprises' performance commitments, and whether independent financial advisers can restrain the negative effects of management overconfidence on the reliability of performance commitments, and finally, the differences and economic consequences of independent financial advisers with different characteristics will be explored. The results show that: (1) Listed companies with overconfident management may be overly optimistic about the high level of performance commitment and profitability of the target company shareholders. After the completion of the M&A transaction, it is easier to face the risk of unreliable performance commitment of the target enterprise; (2) On the whole, the independent financial advisers selected by listed companies in M&A restructuring transactions did not play their due role of M&A risk filtering, and hiring independent financial advisers did not effectively alleviate the unreliable performance commitment of the target enterprises; (3) Under the condition of management overconfidence in listed companies, the selection of independent financial advisers will better restrain the adverse effects of management overconfidence and improve the reliability of performance commitments of target enterprises; (4) After further distinguishing the characteristics of independent financial advisers, it is found that the selection of independent financial advisers will effectively alleviate the unreliable performance commitments of the target enterprises after the completion of M&A and reorganization transactions; (5) Compared with the low-reputation independent financial advisers, highly reputable independent financial advisers do not show a greater advantage in helping listed companies avoid the unreliability of target corporate performance commitments, that is, when selecting independent financial advisers, Reputation standards are not an absolute standard of validity.

Keywords: overconfidence of management; independent financial adviser; merger and acquisition; reliability of performance commitments; financial management; M&A risks