

# 并购重组中财务顾问行业专长与并购业绩承诺

黄琮宇<sup>1</sup> 许楚红<sup>1</sup> 林雨晨<sup>2</sup> 谢淳宇<sup>3</sup>

(1.广州大学管理学院, 广东 广州 510006; 2.深圳证券交易所上市公司管理一部, 广东 深圳 518038;  
3.中建四局第五建筑工程有限公司, 广东 广州 511466)

**摘要:** 基于信息不对称理论与金融中介理论, 本文以2008—2019年聘请财务顾问且已完成交易的上市公司并购重组事件为样本, 研究财务顾问行业专长对并购业绩承诺的影响。研究发现, 财务顾问行业专长显著减少了并购业绩承诺的应用, 同时提高了业绩承诺的可靠性。机制检验表明, 财务顾问行业专长通过采取股份补偿的方式, 提升业绩承诺的可靠性。进一步地, 在行业集中度高、信息不对称程度高以及非重大资产重组的场景中, 财务顾问的行业专长更能发挥减少并购业绩承诺应用、提高业绩承诺可靠性的作用。本文丰富了并购业绩承诺影响因素及财务中介服务功能的相关研究, 为监管部门完善并购业绩承诺的相关制度安排、规范并购重组行为提供了依据。

**关键词:** 财务顾问; 行业专长; 并购业绩承诺; 信息不对称

**Abstract:** Based on the theory of information asymmetry and the theory of financial intermediation, the impact of financial advisor industry expertise on M&A performance commitments is studied based on the M&A and restructuring events of listed companies that hired financial advisors and completed transactions from 2008 to 2019. This paper finds that financial advisor industry expertise significantly reduced the application of M&A performance commitments and improved the reliability of performance commitments. The mechanism test found that the financial advisor industry expertise promotes the reliability of performance commitments through share compensation. Further research shows that in the context of high concentration of the industry in which the enterprise is located, the degree of information asymmetry between the M&A parties is high, and in the non-material asset restructuring transaction, the financial adviser is more able to use the industry expertise to reduce the application of M&A performance commitments and promote the reliability of performance commitments. This paper enriches the research on the influencing factors of M&A performance commitments and the functions of financial intermediary services. It also provides insights for regulatory authorities to improve the rules for M&A performance commitments and standardize M&A activities.

**Key words:** financial advisor, industry expertise, M&A performance commitment, information asymmetry

**作者简介:** 黄琮宇, 女, 管理学博士, 广州大学管理学院副教授, 研究方向: 会计信息与公司治理、数字经济创新。许楚红, 女, 广州大学管理学院硕士生, 研究方向: 会计信息与公司治理、数字经济创新。林雨晨(通讯作者), 管理学博士(后), 供职于深圳证券交易所上市公司管理一部, 研究方向: 公司治理、并购重组、国企改革。谢淳宇, 供职于中建四局第五建筑工程有限公司, 研究方向: 会计信息与公司治理。

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A

## 一、引言

并购重组是上市公司做优做强的重要手段, 资本市场的发展离不开并购重组这一重要引擎。但并购重组从方案设计到实施都充满着复杂性和多变性, 需规范并购

交易行为, 降低并购风险。2008年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》), 正式对并购业绩承诺做出相关规定, 并在此后进行了多次修订。并购业绩承诺是一种创新的并购契约形式, 目的是降低并购双方的信息不对称, 减少被并方的道德风险与

逆向选择问题，其作用主要依赖于被并方的信用及所处的契约环境(赵立新和姚又文，2014；Hansen，1987)<sup>[31][5]</sup>。

我国资本市场的契约环境尚不成熟，业绩承诺的实践效果不尽如人意。基于此，研究如何提高并购业绩承诺可靠性，有效规范并购交易行为，具有重要的现实意义。

注册制背景下，市场对财务顾问等中介机构的执业能力提出更高要求，期望借助中介机构的专业知识与行业经验，缓解市场中的信息不对称，因此，专业能力强的中介机构更容易在资本市场中脱颖而出(甘培忠和孔令君，2015)<sup>[10]</sup>。在并购重组活动中，财务顾问的行业专长尤为重要。财务顾问具备行业专长，意味着财务顾问在特定行业中投入了大量的时间和精力，掌握了一定的行业知识以及目标企业的特有信息和人脉关系等，具备更强的专业胜任能力(Graham et al.，2017)<sup>[4]</sup>。为降低信息不对称的风险，并购方通常根据相关专业知识和信息有针对性地选择标的、制定合同与整合管理(孙轶和武常岐，2012)<sup>[21]</sup>，而具备行业专长的财务顾问能够在目标搜索与尽职调查阶段提供并验证相关信息，在交易谈判、合约订立等方面发挥专业作用，减少并购风险。目前，学术界关于财务顾问行业专长在并购重组中具体作用的讨论尚不充分。因此，本文深入研究财务顾问行业专长对并购业绩承诺的影响及其作用机理，以期对规范企业并购行为提供借鉴。

本文的贡献在于：第一，丰富了并购重组中财务中介作用的研究。现有研究主要关注审计师事务所行业专长(魏春燕，2014；王帆和武恒光，2014；王守海等，2020)<sup>[26][23][24]</sup>，关于并购重组中财务顾问的作用也多关注是否聘用财务顾问(窦炜等，2019；宋贺和段军山，2019；李雪维和李远勤，2020；窦炜等，2022)<sup>[8][20][15][9]</sup>，鲜有研究关注财务顾问的行业专长。本文聚焦财务顾问行业专长，实证分析财务顾问行业专长对并购业绩承诺的影响，为财务中介行业专长的作用提供新的经验证据。第二，拓展了并购业绩承诺的研究视角。本文以信息不对称为切入点，研究财务顾问行业专长对并购业绩承诺应用以及业绩承诺可靠性的影响，并从业绩补偿方式的角度分析财务顾问行业专长对并购业绩承诺的影响机制，进一步厘清财务中介对并购行为的影响机理，拓展并购业绩承诺研究框架。第三，丰富关于财务顾问与

业绩承诺关系的研究。目前关于财务顾问与业绩承诺关系的研究尚未达成共识，本文从财务顾问行业专长的角度为该问题提供新的经验证据，丰富了财务顾问与业绩承诺的研究成果。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)财务顾问行业专长与并购业绩承诺应用

声誉激励效应认为，好的组织比差的组织更愿意维护声誉(Tadelis,1999)<sup>[7]</sup>。良好的声誉是财务顾问赖以生存的重要资产，一旦受损，不仅客户资源流失，还将对职业生涯产生毁灭性的影响。根据《重组办法》，当目标公司实际业绩低于承诺业绩80%时，收购方与财务顾问等中介机构必须公开道歉并说明原因；当业绩承诺严重不达标时，监管机构将做出相应处罚。因此，签订并购业绩承诺会增加财务顾问受罚风险，一旦不达标，财务顾问声誉也将受损。出于对良好声誉的构建与维护，具备行业专长的财务顾问倾向于在并购前期充分利用信息资源与经验优势，降低并购过程中的信息不对称，减少并购业绩承诺的应用概率。

金融中介理论认为，财务顾问等专业的中介机构在并购交易过程中起到获取信息的媒介作用(Leland and Pyle，1977)<sup>[6]</sup>，能够有效缓解并购交易双方的信息不对称问题，从而对业绩承诺具有一定的替代效应。一方面，具备行业专长的财务顾问早期与不同公司建立社会关系，构建社会网络关系“结构洞”(David and Burt，1995)<sup>[3]</sup>，为并购方提供了先验信息资源，使其在交易前更早获取相关标的信息；另一方面，具备行业专长的财务顾问与企业董监高之间的私人关系也有助于推动私有信息在并购交易中的传递与共享(Chang et al.，2016)<sup>[2]</sup>，缓解信息不对称问题。在并购前期，具备行业专长的财务顾问通过客户网络和专业圈子获取目标企业的详尽资料，寻找合适的并购目标，并结合专业知识与行业经验核查目标企业信息的真实性(Chahine and Ismail，2009)<sup>[1]</sup>，发挥财务顾问鉴证功能，有效提高并购方评估标的企业价值与发展潜力的准确度，协助上市公司甄选出优质标的企业。可见，具备行业专长的财务顾问在目标搜索与尽职调查阶段能够提供并验证信息，很大程度上替代了并购业绩承诺缓解信息不对称的功能。此外，签订并购业绩

承诺可能推高并购风险，造成资本市场估值紊乱，且执行成本较高(沈华玉等，2019)<sup>[19]</sup>。因此，在具备行业专长的财务顾问参与的并购交易中，并购方将减少并购业绩承诺的应用。基于此，本文提出如下假设：

**H1：**财务顾问行业专长能够降低并购业绩承诺的应用概率。

### (二)财务顾问行业专长与并购业绩承诺可靠性

合理的业绩承诺是保证并购业绩承诺有效实施的前提(关静怡和刘娥平，2019)<sup>[13]</sup>。在并购过程中，财务顾问在设计方案、持续督导等方面发挥行业专长，确保并购业绩承诺有可实现的基础，从而提高并购业绩承诺的可靠性。一方面，在制定业绩承诺环节，具备行业专长的财务顾问能够发挥在财务工具、资本市场等方面积累的专业优势，协助并购方设计科学的并购方式和交易结构；并基于理性动因，谨慎预测标的企业的经营业绩，制定合理的业绩承诺目标以及承诺履行保障措施等，形成高效可行的并购方案与承诺补偿契约，提高被并购方违约成本，调动标的企业高管团队的主观能动性和积极性(潘爱玲等，2017)<sup>[18]</sup>，促进业绩承诺可靠性。另一方面，在业绩承诺的后续履行环节，具备行业专长的财务顾问对被并购方承诺履行情况有更强的督导意识，加大了业绩承诺履行的监管力度，减少被并购企业的机会主义行为，避免通过生产操纵、费用操控等方式虚增利润完成业绩承诺的行为(谢德仁等，2018)<sup>[28]</sup>；并通过持续督导并购企业的治理结构与营运情况，提高上市公司并购整合实施效率，最大化并购协同效应，进而加大并购业绩承诺完成率，提高业绩承诺可靠性。综上所述，在并购交易中财务顾问行业专长能够促进并购业绩承诺的可靠性。基于此，本文提出如下假设：

**H2：**财务顾问行业专长能够提高并购业绩承诺的可靠性。

### (三)财务顾问行业专长影响业绩承诺可靠性的机制

补偿方式的选择是影响并购业绩承诺可靠性的重要因素。并购重组中的业绩补偿方式主要包括现金补偿和股份补偿。相比于现金补偿，股份补偿能够削弱标的企业控制权，影响其股东身份(于迪等，2019)<sup>[30]</sup>，有利于提高企业经营业绩(高闯等，2010)<sup>[11]</sup>。作为并购交易中的“设计师”，具备行业专长的财务顾问能够结

合标的企业所处行业特征，充分运用丰富的并购经验优化并购决策，合理安排业绩承诺契约，降低并购风险。由于股份补偿给标的企业带来的损失更大、激励作用更强，具备行业专长的财务顾问更倾向于选择股份补偿方式，最大程度减少事后因信息不对称带来的道德风险，充分发挥股份补偿对标的企业的激励作用，调动被并方管理层的积极性，促使高管团队按照上市公司股东价值最大化的方向行动，努力完成承诺业绩(赵立新和姚又文，2014；汤谷良和刘辉，2006；关静怡和刘娥平，2020)<sup>[31][22][12]</sup>。因此，具备行业专长的财务顾问更可能选择股份补偿方式，从而促进业绩承诺可靠性。基于此，本文提出如下假设：

**H3：**股份补偿方式在财务顾问行业专长与业绩承诺可靠性之间具有中介作用。

## 三、研究设计

### (一)样本选取与数据来源

根据《重组办法》对并购业绩承诺信息披露的相关规定，并考虑业绩承诺的时间跨度，本文选取2008—2019年以并购方为A股上市公司且聘请了独立财务顾问的已完成并购重组事件为样本，得到初始样本量993个。此外，本文对样本做了以下筛选：(1)剔除财务顾问为海外机构或非券商机构的样本；(2)剔除并购业绩承诺数据缺失样本；(3)剔除金融类、ST、\*ST类上市公司及其他变量缺失样本；(4)剔除借壳上市样本；(5)剔除强制签订并购业绩承诺的样本，最终得到样本量498个。本文使用Stata 15.0进行统计分析，对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。财务顾问行业专长相关数据来自Wind数据库并经手工整理得到，并购交易相关数据来自CSMAR数据库以及上市公司公告中关于我国A股上市公司并购和重大资产重组事件的补充，其余数据均来自于CSMAR数据库。

### (二)变量定义

#### 1.被解释变量

并购业绩承诺应用概率( $Vam$ )。参考武恒光等(2020)<sup>[27]</sup>的研究，本文以并购重组交易中是否签订业绩承诺协议设定虚拟变量。若并购双方签订并购业绩承诺协议则取值为1，否则为0。

业绩承诺可靠性( $Rvam$ )。参考于迪等(2019)<sup>[30]</sup>的研究,采用承诺期内标的企业实现的业绩总额占总业绩承诺额的比率衡量业绩承诺可靠性。

## 2.解释变量

财务顾问行业专长( $Fcs$ )。参照现有大多数文献对审计师行业专长的度量方法,即行业市场份额法(魏春燕,2014;王守海等,2020)<sup>[26][24]</sup>,本文通过对证券公司行业市场份额取虚拟变量得到财务顾问行业专长的替代变量。具体计算方式如下:

$$\text{财务顾问行业专长}_{ik} = \frac{i\text{券商每年作为财务顾问参与的}k\text{行业并购交易总额}}{\text{当年}k\text{行业总交易额}} \quad (1)$$

首先,运用式(1)计算出*i*券商在*k*行业的财务顾问行业专长,并求取*k*行业的平均财务顾问行业专长;其次,将*i*券商在*k*行业的财务顾问行业专长与*k*行业的平均财务顾问行业专长进行比较,若*i*券商的财务顾问行业专长大于平均财务顾问行业专长,财务顾问行业专长( $Fcs$ )取值为1,否则为0。

## 3.中介变量

股份补偿方式( $Type$ )。参考刘向强和李沁洋(2019)<sup>[16]</sup>的研究,本文根据业绩补偿协议中是否约定采用股份补偿方式设定虚拟变量。当并购双方约定采用股份补偿时为1,否则为0。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
并购业绩承诺应用概率	$Vam$	并购双方签订并购业绩承诺协议时为1,否则为0
业绩承诺可靠性	$Rvam$	并购项目实际业绩与承诺业绩的比率
财务顾问行业专长	$Fcs$	财务顾问行业并购交易总额与当年该行业总交易额的比值大于二者比值的均值时为1,否则为0
股份补偿方式	$Type$	并购双方选择股份补偿时为1,否则为0
资产负债率	$Lev$	并购前一年公司负债总额/资产总额
经营活动现金流净额比率	$Noc$	并购前一年经营活动现金流净额/总资产
独立董事占比	$Gov$	并购前一年独立董事人数/董事会成员总数
总资产收益率	$Roa$	并购前一年净利润/总资产
事务所规模	$Big10$	前十大审计师事务所审计为1,否则为0
资产评估机构	$Jg$	前五大资产评估机构评估为1,否则为0
相对规模	$Rs$	并购支付金额与并购公司市场价值之比
企业成长性	$Growth$	并购方营业收入的增长率
评估增值率	$Eva$	(标的资产评估价格-账面价格)/账面价格
盈利能力	$Income$	并购方营业收入取对数
财务顾问注册地	$Region$	财务顾问注册地在北京、上海、广东为1,否则为0
行业	$Ind$	行业虚拟变量,根据证监会2012版行业分类
年度	$Year$	年度虚拟变量

## 4.控制变量

借鉴武恒光等(2020)<sup>[27]</sup>、宋贺和段军山(2019)<sup>[20]</sup>的研究,本文控制了可能影响并购业绩承诺的其他因素,包括:资产负债率( $Lev$ )、经营活动现金流净额比率( $Noc$ )、独立董事占比( $Gov$ )、总资产收益率( $Roa$ )、事务所规模( $Big10$ )和资产评估机构( $Jg$ )。此外,控制了行业固定效应( $Ind$ )和年度固定效应( $Year$ )。具体变量定义见表1。

## (三)模型设计

本文采用多元回归模型研究财务顾问行业专长对并购业绩承诺的影响,模型设定如下:

$$Vam_{it}(Rvam_{it}) = \beta_0 + \beta_1 Fcs_{it} + \sum Ctrls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

为验证股份补偿方式的中介效应(假设H3),本文构造模型如下:

$$Rvam_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fcs_{it} + \sum Ctrls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Type_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fcs_{it} + \sum Ctrls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Rvam_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fcs_{it} + \beta_2 Type_{it} + \sum Ctrls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, $Vam$ 、 $Rvam$ 分别表示并购业绩承诺应用概率与业绩承诺可靠性, $Fcs$ 为财务顾问行业专长, $Ctrls$ 为控制变量,用于控制其他可能影响企业并购业绩承诺的因素。

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。 $Vam$ 均值为0.857,说明样本中有85.7%的并购交易签订了并购业绩承诺协议; $Rvam$ 均值为0.955,说明并购业绩承诺达成率仍有改进空间; $Fcs$ 的均值是0.179,说明17.9%的财务顾

表2 变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$Vam$	498	0.857	0.350	0	1	1
$Rvam$	427	0.955	0.415	-1.258	1.021	1.899
$Fcs$	498	0.179	0.383	0	0	1
$Type$	498	0.807	0.395	0	1	1
$Lev$	498	0.333	0.178	0.035	0.317	0.821
$Noc$	498	0.033	0.057	-0.109	0.034	0.187
$Gov$	498	0.379	0.055	0.333	0.364	0.571
$Roa$	498	0.054	0.044	-0.087	0.051	0.192
$Big10$	498	0.319	0.467	0	0	1
$Jg$	498	0.382	0.486	0	0	1
$Rs$	498	0.108	0.126	0.001	0.067	0.728
$Growth$	498	0.896	1.076	-0.139	0.541	6.609
$Eva$	498	6.717	7.735	0	4.239	42.265

表 3 相关性分析结果

变量	Vam	Rvam	Fcs	Lev	Noc	Gov	Roa	Big10	Jg	Rs	Growth
Fcs	-0.125***	0.114**	1.000								
Lev	-0.109**	-0.044	0.107**	1.000							
Noc	-0.074	-0.086*	0.046	-0.140***	1.000						
Gov	-0.100**	0.021	-0.003	-0.141***	0.084*	1.000					
Roa	-0.001	-0.150***	0.028	-0.257***	0.362***	0.032	1.000				
Big10	0.058	-0.009	-0.072	0.004	0.008	-0.018	-0.111*	1.000			
Jg	0.107**	0.081*	0.011	-0.092**	-0.084*	-0.109**	-0.042	0.136***	1.000		
Rs	0.132***	0.031	-0.036	-0.095**	-0.028	0.012	-0.152*	0.114**	0.053	1.000	
Growth	0.190***	-0.013	-0.014	0.004	-0.033	0.057	-0.073	0.068	-0.045	0.548***	1.000
Eva	0.222***	0.021	0.009	-0.076*	0.054	-0.020	-0.029	0.123***	0.044	0.016	0.183***

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。下表同。

问具备行业专长；其他变量与现有大多数文献的结果基本一致(武恒光等, 2020; 宋贺和段军山, 2019)<sup>[27][20]</sup>。

### (二)相关性分析

表3列出了主要变量之间的Pearson相关系数。其中, 财务顾问行业专长(Fcs)与并购业绩承诺应用概率(Vam)在1%水平下显著负相关, 与业绩承诺可靠性(Rvam)在5%水平下显著正相关, 初步印证了财务顾问行业专长在并购重组中减少并购业绩承诺应用以及提高业绩承诺可靠性的作用。在控制变量方面, 并购业绩承诺应用概率(Vam)与资产负债率(Lev)、独立董事占比(Gov)显著负相关, 与资产评估机构(Jg)、相对规模(Rs)、企业成长性(Growth)、评估增值率(Eva)显著正相关; 业绩承诺可靠性(Rvam)与总资产收益率(Roa)显著负相关, 与资产评估机构(Jg)显著正相关。

### (三)基本回归分析

#### 1.财务顾问行业专长与并购业绩承诺应用及业绩承诺可靠性

表4为财务顾问行业专长对并购业绩承诺行为的影响结果。列(1)(3)只控制了年度和行业效应; 列(2)(4)进一步控制了公司层面变量。由列(1)(2)可见, Fcs的系数分别在5%和1%水平下显著为负, 表明并购重组中财务顾问行业专长显著降低了并购业绩承诺的应用概率; 由列(3)(4)可见, Fcs的系数均在5%水平下显著为正, 表明并购重组中财务顾问行业专长显著提高了业绩承诺的可靠性。总体看, 假设H1、H2得到验证。

#### 2.股份补偿方式的中介效应

表5报告了财务顾问行业专长与业绩承诺可靠性之间

表 4 财务顾问行业专长与并购业绩承诺应用及业绩承诺可靠性

变量	Vam		Rvam	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Fcs	-0.123** (0.049)	-0.122*** (0.047)	0.116** (0.049)	0.120** (0.050)
Lev		-0.112 (0.102)		-0.152 (0.161)
Noc		-0.353 (0.299)		-0.318 (0.375)
Gov		-0.554* (0.294)		0.598 (0.451)
Roa		0.150 (0.455)		-2.089** (0.832)
Big10		0.021 (0.034)		0.033 (0.047)
Jg		0.045 (0.030)		0.037 (0.039)
Rs		0.162 (0.159)		-0.058 (0.228)
Growth		0.037** (0.015)		-0.013 (0.024)
Eva		0.009*** (0.002)		0.002 (0.002)
年度 / 行业	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.023 (0.266)	0.423 (0.346)	0.628 (0.861)	0.551 (0.837)
样本量	498	498	427	427
R <sup>2</sup>	0.139	0.221	0.104	0.152

注：括号内为稳健标准误。下表同。

的路径检验结果。由列(2)可知, Fcs的系数为0.073, 在1%水平下显著为正, 表明企业并购重组中财务顾问行业专长越强的公司选择股份补偿方式的概率越高。由列(3)可知, Type的系数为0.191, 在10%水平下显著为正, 表明股份补偿方式显著提升了业绩承诺可靠性; Fcs的系数为0.106, 在5%水平下显著为正, 表明企业并购重组中具备行业专长的财务顾问通过运用股份补偿方式显著提高了业绩承诺可靠性, 假设H3得到验证。

表5 财务顾问行业专长、股份补偿方式与业绩承诺可靠性

变量	(1) <i>Rvam</i>		(2) <i>Type</i>		(3) <i>Rvam</i>	
<i>Fcs</i>	0.120**	(0.050)	0.073***	(0.027)	0.106**	(0.051)
<i>Type</i>					0.191*	(0.108)
<i>Lev</i>	-0.152	(0.161)	0.075	(0.106)	-0.167	(0.154)
<i>Noc</i>	-0.318	(0.375)	-0.557*	(0.311)	-0.211	(0.364)
<i>Gov</i>	0.598	(0.451)	0.559**	(0.268)	0.491	(0.444)
<i>Tophold</i>	-2.089**	(0.832)	-0.373	(0.434)	-2.018**	(0.833)
<i>Roa</i>	0.033	(0.047)	0.008	(0.035)	0.031	(0.047)
<i>Big10</i>	0.037	(0.039)	0.003	(0.030)	0.037	(0.039)
<i>Jg</i>	-0.058	(0.228)	-0.241	(0.152)	-0.011	(0.217)
<i>Rs</i>	-0.013	(0.024)	0.005	(0.015)	-0.014	(0.024)
<i>Growth</i>	0.002	(0.002)	0.001	(0.001)	0.001	(0.002)
<i>Eva</i>	-0.152	(0.161)	0.075	(0.106)	-0.167	(0.154)
年度/行业	控制		控制		控制	
截距项	0.551	(0.837)	0.437	(0.384)	0.468	(0.770)
样本量	427		427		427	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.152		0.133		0.169	

#### (四)进一步研究

##### 1.行业集中度的调节效应

公司经营管理的各项活动必然会受外部市场环境的影响。行业集中度作为企业重要的外部控制机制，对公司经营决策产生直接或间接影响(姜付秀等，2009)<sup>[14]</sup>。行业集中度高的企业，由于缺少同质竞争的“标杆”效应，并购交易中信息不对称问题更加严重(伊志宏等，2010)<sup>[29]</sup>，更加需要财务顾问充分应用其行业专长，通过尽职调查寻找优质目标企业，参与商务谈判与方案设计，克服信息不对称难题。相反，企业行业集中度低时，出于行业市场竞争的约束作用与信息效应，并购双方信息披露更加充分，信息透明度更高，财务顾问行业专长的作用不突出。因此，财务顾问在行业集中度高的企业并购交易中更能发挥行业专长，减少并购业绩承诺应用概率，提高业绩承诺可靠性。

本文根据并购方所在行业前八大公司的主营业务收入占全行业主营业务收入的比例来计算行业集中度，取中位数后将样本划分为高集中和低集中两组，并分别对模型(2)进行回归，结果如表6所示。列(1)(3)显示，并购业绩承诺应用概率(*Vam*)对财务顾问行业专长(*Fcs*)的回归系数在10%水平下显著为负，业绩承诺可靠性(*Rvam*)对财务顾问行业专长(*Fcs*)的回归系数在5%水平下显著为正；列(2)(4)显示，财务顾问行业专长(*Fcs*)的系数均不显著。

表6 行业集中度对财务顾问行业专长与并购业绩承诺的调节作用

变量	<i>Vam</i>		<i>Rvam</i>	
	(1) 高集中	(2) 低集中	(3) 高集中	(4) 低集中
<i>Fcs</i>	-0.115*	-0.045	0.165**	0.023
	(0.062)	(0.073)	(0.070)	(0.061)
<i>Lev</i>	-0.050	-0.195	-0.006	-0.164
	(0.153)	(0.133)	(0.289)	(0.138)
<i>Noc</i>	-0.000	-0.638	-0.376	-0.389
	(0.423)	(0.437)	(0.697)	(0.462)
<i>Gov</i>	-0.657	-0.559	2.293**	-0.361
	(0.530)	(0.370)	(0.926)	(0.417)
<i>Roa</i>	1.158*	-1.074	-3.487**	0.160
	(0.605)	(0.699)	(1.513)	(0.630)
<i>Big10</i>	0.011	0.023	0.156*	-0.057
	(0.049)	(0.046)	(0.082)	(0.051)
<i>Jg</i>	-0.019	0.104**	0.048	0.040
	(0.049)	(0.044)	(0.069)	(0.042)
<i>Rs</i>	0.401**	-0.072	-0.023	-0.102
	(0.193)	(0.217)	(0.320)	(0.279)
<i>Growth</i>	0.013	0.069**	0.012	-0.065
	(0.016)	(0.028)	(0.031)	(0.052)
<i>Eva</i>	0.011***	0.006*	0.001	-0.000
	(0.002)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
年度/行业	控制		控制	
截距项	0.236	0.114	-0.084	1.778***
	(0.450)	(0.155)	(0.794)	(0.356)
样本量	249		211	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.353		0.113	

以上结果表明，无论是并购业绩承诺应用概率还是业绩承诺可靠性，财务顾问行业专长在行业集中度高的企业并购交易中更能发挥作用，有效减少了企业并购业绩承诺的应用，提高了业绩承诺可靠性。

##### 2.信息不对称的调节效应

财务顾问是信息挖掘、整合与传递的重要媒介，通过尽职调查减轻并购方的信息劣势，准确评估标的资产价值，从而减少并购业绩承诺的应用，提高业绩承诺可靠性。因此，在信息不对称程度高的场景中，财务顾问更能发挥行业专长，降低并购业绩承诺应用概率和提高业绩承诺可靠性的作用更突出。

参考王艳和阚钰(2014)<sup>[25]</sup>、武恒光等(2020)<sup>[27]</sup>的研究，本文将区域属性和并购规模作为并购交易中信息不对称程度的代理变量，非同一地区以及并购规模大意味着信息不对称程度高，其中并购规模依据中位数进行分组。回归结果如表7所示，列(1)~(4)为并购业绩承诺应用概率(*Vam*)的回归结果，列(1)(3)分别为非同一地区以及并购规模大的并购重组交易，*Fcs*的系数至少在5%水平下显著为负；列(2)(4)分别是同一地区、并购规模小的并购重组交易，*Fcs*的系数均不显著，表明在高信息不对称场

表7 信息不对称对财务顾问行业专长与并购业绩承诺的调节作用

变量	Vam				Rvam			
	(1) 非同 一地区	(2) 同 一地区	(3) 并购 规模大	(4) 并购 规模小	(5) 非同 一地区	(6) 同 一地区	(7) 并购 规模大	(8) 并购 规模小
Fcs	-0.142** (0.057)	-0.001 (0.079)	-0.185*** (0.053)	-0.020 (0.116)	0.123** (0.058)	0.178 (0.114)	0.121** (0.057)	0.040 (0.109)
Lev	-0.103 (0.123)	-0.200 (0.214)	0.080 (0.108)	-0.451* (0.269)	-0.111 (0.177)	-0.201 (0.384)	-0.262 (0.182)	0.040 (0.262)
Noc	-0.548* (0.327)	0.255 (0.670)	-0.255 (0.352)	-0.752 (0.553)	-0.239 (0.401)	-0.704 (0.907)	-0.146 (0.498)	-0.324 (0.662)
Gov	-0.616* (0.361)	-0.473 (0.595)	-0.274 (0.287)	-1.548* (0.881)	1.027* (0.595)	0.521 (0.689)	0.740 (0.496)	-0.289 (0.912)
Roa	0.145 (0.532)	-0.085 (0.934)	0.087 (0.485)	-0.578 (1.240)	-1.640* (0.897)	-2.538* (1.487)	-2.480*** (0.934)	0.720 (1.415)
Big10	0.022 (0.042)	0.004 (0.062)	0.023 (0.037)	-0.062 (0.073)	0.062 (0.058)	-0.061 (0.078)	0.006 (0.054)	0.079 (0.070)
Jg	0.031 (0.036)	0.111** (0.049)	0.014 (0.032)	-0.000 (0.076)	0.043 (0.047)	0.030 (0.065)	0.021 (0.046)	0.124 (0.086)
Rs	0.083 (0.207)	0.280 (0.218)	0.287** (0.122)	-0.706 (0.454)	-0.228 (0.282)	0.340 (0.443)	-0.011 (0.235)	1.386** (0.688)
Growth	0.042** (0.019)	0.032 (0.025)	0.015 (0.012)	0.075* (0.041)	-0.013 (0.031)	-0.020 (0.048)	-0.024 (0.026)	0.004 (0.056)
Eva	0.009*** (0.002)	0.006** (0.003)	0.006*** (0.002)	0.015** (0.006)	0.003 (0.002)	-0.001 (0.005)	0.003 (0.002)	-0.009 (0.005)
年度/ 行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.507 (0.382)	0.142 (0.372)	-0.122 (0.283)	1.318** (0.574)	-0.735 (0.792)	1.948*** (0.407)	-0.078 (0.846)	-0.591* (0.297)
样本量	360	138	354	144	305	122	315	112
R <sup>2</sup>	0.239	0.405	0.242	0.459	0.178	0.320	0.200	0.556

景中，财务顾问行业专长更能降低并购业绩承诺应用概率。列(5)~(8)为业绩承诺可靠性(Rvam)的回归结果，列(5)(7)分别为非同一地区、并购规模大的并购重组交易，Fcs的系数均在5%水平下显著为正；列(6)(8)分别是同一地区、并购规模小的并购重组交易，Fcs的系数均不显著。以上结果表明，并购双方信息不对称程度越高，财务顾问越能发挥行业专长，提高业绩承诺可靠性。

### 3. 重大资产重组交易的调节效应

并购重组还会受到外部监管环境的影响。重大资产重组属于企业经营活动的重大变化，在标的选择、信息披露、业绩补偿等方面受到监管部门严格审核与重点监管，影响并购交易双方以及中介机构行为。在审查重大资产重组交易时，监管部门对并购业绩承诺中可能存在的风险进行重点关注，减少人为操纵业绩承诺的空间，财务顾问行业专长对并购业绩承诺的影响不突出。因此，相比于重大资产重组交易，非重大资产重组交易中，财务顾问更能发挥行业专长，减少并购业绩承诺的应用概率，提高业绩承诺可靠性。

本文根据并购重组交易是否属于重大资产重组，将样本划分为重大资产重组和非重大资产重组两组，并分

表8 重大资产重组对财务顾问行业专长与并购业绩承诺的调节作用

变量	Vam		Rvam	
	(1) 重大	(2) 非重大	(3) 重大	(4) 非重大
Fcs	-0.087 (0.058)	-0.165* (0.088)	0.071 (0.072)	0.155* (0.091)
Lev	-0.192 (0.133)	-0.104 (0.197)	-0.140 (0.179)	-0.143 (0.316)
Noc	-0.766** (0.327)	0.055 (0.621)	-0.168 (0.398)	-0.390 (0.781)
Gov	-0.774** (0.344)	-0.299 (0.592)	-0.039 (0.548)	0.117 (0.620)
Roa	0.722 (0.577)	-0.717 (0.855)	-2.450** (0.956)	-1.837 (1.563)
Big10	-0.017 (0.040)	0.081 (0.063)	-0.064 (0.062)	0.131* (0.068)
Jg	-0.016 (0.038)	0.141** (0.060)	0.003 (0.058)	0.096 (0.065)
Rs	0.190 (0.195)	0.972 (0.712)	-0.185 (0.256)	-0.091 (0.687)
Growth	0.026 (0.017)	0.088** (0.040)	-0.027 (0.026)	-0.005 (0.055)
Eva	0.010*** (0.002)	0.006 (0.004)	0.001 (0.002)	0.001 (0.004)
年度/行业	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.054 (0.284)	0.711 (0.541)	-1.285*** (0.167)	1.964*** (0.533)
样本量	294	204	259	168
R <sup>2</sup>	0.316	0.305	0.245	0.262

别对模型(2)进行回归，回归结果如表8所示。列(2)(4)显示，并购业绩承诺应用概率(Vam)对财务顾问行业专长(Fcs)的回归系数在10%水平下显著为负，业绩承诺可靠性(Rvam)对财务顾问行业专长(Fcs)的回归系数在10%水平下显著为正；列(1)(3)显示，财务顾问行业专长(Fcs)的系数均不显著。以上结果表明，财务顾问行业专长在非重大资产重组交易中更能发挥替代效应，可减少并购业绩承诺的应用，并有效提高业绩承诺可靠性。

## 五、稳健性检验

### (一) 内生性检验

考虑到企业可能更加偏好具备行业专长的财务顾问，导致样本选择偏误影响研究结论，本文选择Heckman两阶段缓解此内生性问题。参考马海涛等(2017)<sup>[17]</sup>的研究，本文加入财务顾问注册地(Region)与盈利能力(Income)。若财务顾问注册地为北上广，则财务顾问行业专长可能更高，由于这个变量不太可能直接影响并购业绩承诺行为，因而可以作为外生变量。通过第一阶段回归得到的逆米尔斯比(IMR)，加入第二阶段回归中以修正样本选择偏误。表9结果说明，在加入IMR控制企业样本

表9 Heckman 两阶段检验

变量	(1)		(2)	
	Fcs	Vam	Fcs	Rvam
Fcs		-0.878*** (0.217)		0.567** (0.248)
Region	0.301* (0.157)		0.397** (0.176)	
Income	0.311*** (0.087)		0.156 (0.113)	
Lev	-0.200 (0.540)	0.076 (0.117)	0.319 (0.637)	-0.011 (0.181)
Noc	0.392 (1.294)	-0.103 (0.307)	-0.181 (1.420)	-0.367 (0.384)
Gov	0.420 (1.297)	-0.512* (0.288)	0.177 (1.465)	0.602 (0.443)
Roa	0.220 (1.698)	0.384 (0.441)	1.093 (1.998)	-1.892** (0.815)
Big10	-0.256 (0.157)	-0.033 (0.036)	-0.359** (0.173)	-0.027 (0.055)
Jg	0.143 (0.145)	0.071** (0.030)	0.084 (0.158)	0.051 (0.040)
Rs	-0.067 (0.688)	0.155 (0.153)	0.328 (0.743)	-0.015 (0.219)
Growth	0.016 (0.081)	0.035** (0.014)	0.000 (0.085)	-0.012 (0.024)
Eva	0.006 (0.009)	0.010*** (0.002)	0.013 (0.009)	0.004 (0.002)
IMR		0.448*** (0.127)		0.239* (0.128)
年度/行业	控制	控制	控制	控制
截距项	-7.888*** (1.808)	0.580 (0.366)	-4.856** (2.357)	0.062 (0.843)
样本量	498	498	427	427
R <sup>2</sup> /伪R <sup>2</sup>	0.068	0.252	0.049	0.165

选择偏误后，财务顾问行业专长的系数依然显著，回归结果与已有结论保持一致，说明财务顾问行业专长降低并购业绩承诺应用概率以及提高业绩承诺可靠性的结论具有稳健性。

### (二)重新衡量财务顾问行业专长

将财务顾问行业并购交易总额除以当年该行业总交易额，比值大于二者比值的中位数时财务顾问行业专长取值为1，否则为0。根据重新衡量的财务顾问行业专长Fcs1，进行假设H1和假设H2检验，结果如表10所示，与前文结论基本保持一致。

### (三)调整样本年度

由于2014年修订的《重组办法》规定上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且控制权未变更的，交易双方可依据市场化原则，自行决议是否应用业绩补偿和每股收益填补措施。据此本文调整样本年度，研究2014—2019年度财务顾问行业专长

表10 重新衡量财务顾问行业专长

变量	(1)Vam		(2)Rvam	
	Fcs1	-0.097**	(0.046)	0.079*
Lev	-0.132	(0.103)	-0.139	(0.160)
Noc	-0.330	(0.302)	-0.363	(0.385)
Gov	-0.587**	(0.295)	0.630	(0.455)
Roa	0.117	(0.461)	-2.072**	(0.805)
Big10	0.021	(0.034)	0.032	(0.047)
Jg	0.048	(0.029)	0.035	(0.040)
Rs	0.150	(0.159)	-0.048	(0.229)
Growth	0.037**	(0.015)	-0.012	(0.024)
Eva	0.009***	(0.002)	0.002	(0.002)
年度/行业	控制		控制	
截距项	0.426	(0.357)	0.536	(0.831)
样本量	498		427	
R <sup>2</sup>	0.215		0.151	

表11 调整样本年度

变量	(1)Vam		(2)Rvam	
	Fcs	-0.133***	(0.049)	0.136**
Lev	-0.091	(0.104)	-0.171	(0.189)
Noc	-0.436	(0.299)	-0.685	(0.623)
Gov	-0.587*	(0.304)	0.426	(0.572)
Roa	0.287	(0.471)	-1.964**	(0.813)
Big10	0.023	(0.034)	0.051	(0.053)
Jg	0.049*	(0.029)	0.059	(0.050)
Rs	0.285**	(0.135)	-0.307	(0.378)
Growth	0.010	(0.009)	0.009	(0.017)
Eva	-0.133***	(0.049)	0.136**	(0.068)
年度/行业	控制		控制	
截距项	1.044***	(0.310)	-0.317	(0.914)
样本量	462		399	
R <sup>2</sup>	0.202		0.133	

与并购业绩承诺的关系，结果如表11所示。调整样本年度后，财务顾问行业专长与并购业绩承诺的关系与前文结论保持一致，验证了本文结论的稳健性。

## 六、结论与启示

在并购重组市场化改革背景下，财务顾问通过行业经验与专业知识协助企业完成并购活动，对于规范并购交易行为、提高并购业绩承诺可靠性具有重要意义。本文以2008—2019年A股上市公司并购重组事件为样本，从并购业绩承诺应用以及业绩承诺可靠性两个维度，实证分析了财务顾问行业专长对并购业绩承诺行为的影响。

研究发现,财务顾问行业专长显著降低了并购业绩承诺的应用概率,提高了业绩承诺可靠性。机制检验发现,股份补偿方式在财务顾问行业专长影响并购业绩承诺可靠性中发挥了中介作用。进一步考察财务顾问行业专长在不同情境中的作用,发现在行业集中度高、信息不对称程度高以及非重大资产重组的场景中,财务顾问行业专长有效减少了并购业绩承诺的应用,提高了业绩承诺可靠性。

本文的实证结果具有如下启示:第一,基于财务顾问行业专长对业绩承诺契约应用与执行效果的作用机理,财务顾问行业专长能在一定程度上弥补公司内部制度和市场交易机制的不足,因此,企业并购重组应注重

选聘资质高且行业经验丰富的财务顾问,从而完善交易方案设计、提升交易成功率;第二,投资者可以将企业聘用的财务顾问的声誉、资质能力、行业经验等作为并购交易质量的重要考察因素,为科学的投资决策提供有力支持;第三,监管部门应充分关注财务顾问执业质量,建立财务顾问发挥“看门人”职责的长效化机制,进而引导并购重组发挥优化资源配置、提升上市公司质量的作用。 ■

[基金项目:国家社会科学基金项目“R&D核算理论、方法与实务衔接的体系化研究”(19BTJ001)、广东省自然科学基金面上项目“粤港澳大湾区家族企业传承与创新研究”(2020A1515010231)、广东省哲学社会科学一般项目“数字经济创新促进企业高质量发展的路径及效果研究”(GD22CGL42)]

### 参考文献:

- [1] Chahine S, Ismail A. Premium, merger fees and the choice of investment banks: a simultaneous analysis[J]. Quarterly Review of Economics & Finance, 2009, 49(2): 159-177.
- [2] Chang X, Shekhar C, Tam L H, Yao J. The information role of advisors in mergers and acquisitions: evidence from acquirers hiring targets' ex-advisors[J]. Journal of Banking and Finance, 2016, (70): 247-264.
- [3] David K, Burt R S. Structural holes: the social structure of competition[J]. Administrative Science Quarterly, 1995, 40(2): 350.
- [4] Graham M, Walter T S, Yawson A, Zhang H. The value-added role of industry specialist advisors in M&As[J]. Journal of Banking & Finance, 2017, 81(1): 81-104.
- [5] Hansen R G. A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions[J]. Journal of Business, 1987, 60(1): 75-95.
- [6] Leland H, Pyle D. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation[J]. Journal of Finance, 1977, 32(2): 371-387.
- [7] Tadelis S. What's in a name? reputation as a tradeable asset[J]. American Economic Review, 1999, 89(3): 548-563.
- [8] 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承诺可靠性研究[J]. 经济管理, 2019, 41(2): 156-171.
- [9] 窦炜, 郑欣仪, 张书敏. “橡皮图章”还是“独立监督”: 独立财务顾问对并购重组标的企业业绩承诺可靠性影响研究[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2022, 42(3): 33-47.
- [10] 甘培忠, 孔令君. 论IPO注册制改革背景下中介机构作用之强化[J]. 法律适用, 2015, (8): 17-24.
- [11] 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, 32(11): 55-63.
- [12] 关静怡, 刘城平. 对赌协议影响高管减持吗——基于A股上市公司定增并购事件的实证研究[J]. 广东财经大学学报, 2020, 35(2): 68-81.
- [13] 关静怡, 刘城平. 业绩承诺增长率、并购溢价与股价崩盘风险[J]. 证券市场导报, 2019, (2): 35-44.
- [14] 姜付秀, 黄磊, 张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. 世界经济, 2009, 32(10): 46-59.
- [15] 李雪维, 李远勤. 业绩补偿承诺中聘用财务顾问的价值研究[J]. 财会通讯, 2020, (16): 79-82.
- [16] 刘向强, 李沁洋. 会计师事务所声誉与并购业绩补偿承诺[J]. 审计研究, 2019, (6): 79-86.
- [17] 马海涛, 李小荣, 张帆. 资产评估机构声誉与公司并购重组定价[J]. 中国软科学, 2017, (5): 101-118.
- [18] 潘爱玲, 邱金龙, 杨洋. 业绩补偿承诺对标的企业的激励效应研究——来自中小板和创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究, 2017, (3): 46-52+95.
- [19] 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, 22(10): 82-100.
- [20] 宋贺, 段军山. 财务顾问与企业并购绩效[J]. 中国工业经济, 2019, (5): 155-173.
- [21] 孙轶, 武常岐. 企业并购中的风险控制: 专业咨询机构的作用[J]. 南开管理评论, 2012, 15(4): 4-14+65.
- [22] 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.
- [23] 王帆, 武恒光. 盈余管理和审计师行业专长[J]. 广东财经大学学报, 2014, 29(5): 78-88.
- [24] 王守海, 李淑慧, 徐晓彤. 公允价值计量层次、审计师行业专长与盈余管理[J]. 审计研究, 2020, (5): 86-95.
- [25] 王艳, 阚钰. 企业文化与并购绩效[J]. 管理世界, 2014, (11): 146-157+163.
- [26] 魏春燕. 审计师行业专长与客户的避税程度[J]. 审计研究, 2014, (2): 74-83.
- [27] 武恒光, 马丽伟, 李济博. 企业并购重组中共有审计师与并购业绩承诺[J]. 审计研究, 2020, (3): 95-104.
- [28] 谢德仁, 崔宸瑜, 汤晓燕. 业绩型股权激励下的业绩达标动机和真实盈余管理[J]. 南开管理评论, 2018, (1): 159-171.
- [29] 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. 管理世界, 2010, (1): 133-141+161+188.
- [30] 于迪, 宋力, 侯巧铭. 管理者认知能力与并购业绩承诺的实现——基于业绩补偿方式中介效应和股权激励调节效应[J]. 财经问题研究, 2019, (12): 137-143.
- [31] 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): 4-8+15.

(责任编辑: 吴金宴)