

# 业绩承诺增长率、并购溢价与股价崩盘风险

关静怡 刘娥平

(中山大学管理学院, 广东 广州 510275)

**摘要:** 对赌协议是对并购交易标的资产估值调整的契约。现有研究中, 对赌协议的激励效应已在理论层面及实证层面得到初步验证。但过高的对赌目标是否反而会引来风险, 需进一步研究。本文以2012~2017年6月A股上市公司签订了对赌协议的定增并购事件为样本, 对业绩承诺增长率的经济后果进行了实证检验。研究发现, 业绩承诺增长率越高, 并购溢价与发行后的股价崩盘风险也越高。进一步分组检验表明, 在现金支付比例较高时, 业绩承诺增长率对并购溢价的影响更强; 在股价高估时实施定增并购, 较高的业绩承诺增长率更容易引发股价崩盘风险。结果表明, 对赌协议有助于降低收购风险的前提是对赌目标具有合理性, 当上市公司因过高的对赌目标而支付了过高的并购溢价, 反而会加剧股价崩盘风险。建议监管部门加强对高承诺、高估值并购重组的监管, 防止恶意承诺和忽悠式重组。

**关键词:** 业绩承诺增长率; 对赌协议; 并购溢价; 股价崩盘风险; 股价高估

**Abstract:** Value Adjustment Mechanism (VAM) is the contract to adjust the valuation of the target assets in M&A transaction. In the previous literature, the incentive effect of VAM has been preliminarily verified in the theoretical and empirical levels, but whether overly high target cause risk on the contrary is still left to be further analysis. This paper makes an empirical test on the economic consequences of the profit growth rate committed in VAM based on the example of A share listed companies which implemented M&A with Private Placement and signed VAM from 2012 to June 2017. The results show that the profit growth rate committed is positively related to the takeover premium and stock crash risk. In further tests, it is found that profit growth rate committed has a stronger impact on takeover premium when cash payment ratio is higher, and higher profit growth rate committed is more likely to lead to stock crash risk when M&A with Private Placement is issued in situation of stock overvaluation. These results mean the premise of VAM to reduce risk is that the target performance is reasonable. It will aggravate stock crash risk if bid firms pay too high premium in M&A for high target performance. In order to avoid these problems, regulation on M&A with high commitment and high valuation should be strengthened, which helps preventing malicious commitment and deceptive restructuring.

**Key words:** profit growth rate committed, value adjustment mechanism (VAM), takeover premium, stock crash risk, stock overvaluation

**作者简介:** 关静怡, 女, 中山大学管理学院博士生, 研究方向: 公司财务与投资。刘娥平, 女, 管理学博士, 中山大学管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司财务、项目评估和证券投资。

**中图分类号:** F275 **文献标识码:** A

## 引言

在近年来的定增并购事件中, 签订对赌协议已成为交易常态。该协议是标的公司售股股东(承诺方)向收购方作出的承诺, 约定未来一定期限的业绩水平(通常是净利润), 如果在对赌期间无法兑现, 则以现金或者股份的形式

向收购方补偿。之所以签订这一协议, 是由于标的公司的估值问题很大程度上决定了定增并购交易是否能为收购方创造价值, 而标的公司通常是非上市公司, 信息不对称问题较为严重, 或者处于初创阶段, 未来发展前景面临较大不确定性, 因而价值往往难以估量。在这种情况下, 业绩承诺扮演了极为重要的角色: 一方面, 它

有助于修正标的公司的估值，弱化信息不对称问题给收购方带来的不公平性；另一方面，业绩承诺的履约压力有助于激发潜能，促使标的公司努力提高业绩水平。于是，对赌协议被广泛运用于定增并购交易中，并且很大程度上影响了交易的成败。

虽然在已有研究中，对赌协议对企业家努力水平、标的公司业绩的激励效应已经得到了初步验证，但这只是对赌协议经济后果的一个方面。那么，对赌目标过高是否会增加收购方的风险？和讯网<sup>1</sup>2018年1月31日报道了华鹏飞(300350)股价闪崩事件，指出华鹏飞2015年收购的博韩伟业承诺2017年净利润为1.56亿元，但中报实现净利6311万元，尚不足承诺值的一半，不排除是由于博韩伟业业绩未达标引发市场恐慌导致闪崩。尽管签订对赌协议的初衷是为了降低收购风险，可如果承诺方约定的对赌目标过高而无法实现，将对收购方的股价存在传导效应，加剧股价崩盘风险。纵观过往，每次股价崩盘都带来了严重的经济问题和社会问题：一方面，股市的良性发展被打破，公司的正常经营也受到干扰；另一方面，广大投资者财富大幅缩水。因此，进一步讨论对赌协议的经济后果，剖析定增并购后股价崩盘的深层次原因，有利于维护金融市场的稳定、推动资本市场的健康发展，帮助投资者理性地认识对赌协议。

相较于之前的研究，本文创新之处可能在于：(1)对赌协议是并购交易中的重要制度安排，目前对赌协议领域的文献虽然已针对法律效力、会计计量和激励效应等方面进行了初步分析，但实证层面的研究仍然较为匮乏，本文有助于从实证层面上深化对赌协议的研究；(2)已有研究主要从努力水平和业绩的角度讨论对赌协议的激励效应，但关于对赌目标是否会影响上市公司的收购风险尚未得到较为深刻的揭示，本文有助于丰富对赌协议经济后果的研究；(3)已有研究针对并购样本从收购方估值、并购溢价等角度讨论了股价崩盘风险，本文在这些研究的基础上，通过定增并购事件将并购与定向增发有机结合在一起，探讨了定增并购这种三方交易模式下的股价崩盘风险，有助于进一步揭示定增并购的经济后果。

## 理论分析与研究假设

### 一、业绩承诺增长率与并购溢价

广义的对赌协议在国际上主要有两种做法，一种是我国普遍运用的补偿协议，另一种是欧美国家常用的追加协议，也称或有支付计划。前者是指标的公司售股股东对未来一定期间的业绩(如净利润、市场份额、用户数等)作出承诺，如果约定的业绩目标无法实现，则对收购方进行补偿，在这种协议制度下，收购方支付的并购对价、持有标的公司的股份是固定的；后者则是指收购方支付的并购对价或者所持标的公司的股份比例在投资完成后随公司业绩而变化，如果标的公司业绩表现良好，则上升，如果业绩不佳，则下降。总的来说，两种做法都是为了弥合标的公司乐观的业绩预测与收购方保守的业绩预测之间的差距，但产生的经济后果可能存在较大差异。因此，本文主要参考了我国学者关于对赌协议的研究成果。

目前，较少文献直接针对定增并购中的对赌协议与并购溢价进行实证检验，但是可以借鉴一般并购交易中关于对赌协议与并购溢价的研究结果。李玉辰和费一文(2013)<sup>[12]</sup>通过理论分析发现，在信息不对称情况下，只有高盈利能力的企业愿意和投资者签订对赌协议。这一研究结果在理论上与对赌协议影响并购溢价相契合。此后，吕长江和韩慧博(2014)<sup>[17]</sup>、王竞达和范庆泉(2017)<sup>[22]</sup>通过实证研究发现，对赌协议会显著提高并购溢价。于成永和于金金(2017)<sup>[28]</sup>进一步发现，公司治理质量高的公司签订对赌协议，并购溢价更高。江虹和姜文静(2017)<sup>[11]</sup>针对我国影视内容产业的并购案例进行了分析，指出业绩承诺体现了标的公司股东对公司未来发展的信心，并且为收购方提供了一定的权益保障，能提高自身的估值水平。潘妙丽和张玮婷(2017)<sup>[19]</sup>指出了并购重组交易中，业绩承诺影响了正常资产评估，签订了对赌协议的重组项目，并购溢价率更高，而对赌协议中的业绩目标与资产评估预测值高度一致，即便是标的公司在并购前出现了业绩下滑的迹象，资产评估公司也默许了明显不合理的高业绩承诺。这些研究表明对赌协议会影响并购溢价，与业绩承诺增长率影响并购溢价的推测一致。

理论上，业绩承诺增长率对并购溢价的影响可能体现在以下几种路径：(1)根据信号理论，收购方不了解标的公司的实际盈利能力，高盈利能力的公司有动机向收购方显示其盈利能力，承诺高增长率便是显示高盈利能

力的一种信号，但是低盈利能力的公司不敢承诺高增长率，因为他们很清楚自己做不到，承诺高增长率的违约概率很大、成本很高。于是，愿意承诺高增长率的公司便能与低盈利能力的公司区分出来。此时，高承诺增长率被收购方视为标的公司盈利能力较强的信号，使之为此支付更高的并购溢价。(2)从信息不对称角度来看，在定增并购交易之前，收购方和标的公司之间的信息不对称问题较为严重，导致收购方无法对标的公司进行准确估值，从而产生并购溢价。此时，买方处于信息劣势地位，倾向于采用价格保护策略来避免高价买入劣质资产。标的公司作出业绩承诺的意义在于通过主动披露信息，缓解信息不对称问题给收购方带来的不公平性，节约收购方的信息收集成本，帮助收购方对标的公司的盈利能力进行甄别与评定。为此，收购方需要付出一定代价。(3)从收购风险的角度来看，并购交易价格小于标的资产未来给收购方带来的经济利益是并购能创造价值的充分必要条件。在签订了对赌协议后，如果标的公司的业绩不及预期，收购方可以根据协议获取相应的补偿，收购风险相对较小。承诺业绩越高，未来的经济利益也越有保证，因此，收购方愿意接受更高的并购价格。(4)从实物期权的角度来看，标的公司的业绩承诺为收购方设定了损失的下限，在此安排下，收购方需要向标的公司支付价值补偿，即期权费。(5)从机会成本的角度来看，高并购溢价是对标的公司放弃独立上市、放弃被其他公司收购的补偿。优质资产永远是稀缺的、备受追捧的，优质公司的高业绩承诺是劣质公司无法模仿的，如果收购方出价过低，优质的标的公司会认为这笔交易划不来，不如直接谋求上市，或者等待出价更高的买家，所以，收购方必须支付足够高的价格，优质标的公司才愿意放弃独立上市或者被其他公司收购。基于以上理论分析，当定增并购标的公司业绩承诺增长率较高时，上市公司必须支付较高的并购溢价才能使得交易达成。

据此，提出假设：

H1：业绩承诺增长率与并购溢价正相关。

## 二、业绩承诺增长率与股价崩盘风险

目前，关于对业绩承诺经济后果的研究主要从激励的角度展开，多数研究都支持了对赌协议在适度业绩目标下能产生正面的经济后果。杨志强和曹鑫雨(2017)<sup>[27]</sup>

针对发行股份购买资产方式进行的重大重组并购事件进行了实证检验，发现业绩补偿承诺有助于提高混合所有制改革的协同效应。沈华玉和林永坚(2018)<sup>[20]</sup>针对非公开发行股份购买资产的样本，实证研究发现，签订了对赌协议、约定的利润数量越高，上市公司的市场绩效越好。吕长江和韩慧博(2014)<sup>[17]</sup>对业绩补偿承诺与并购协同效应之间的关系进行了实证检验，发现业绩承诺具有信号传递的效应，可以强化收购方的选择能力，提高并购效率；并且，业绩承诺还具有激励机制的作用，标的公司为了完成对赌期间的承诺业绩会继续努力经营好企业，于是，对赌协议使得并购的协同效应变得更强。进一步的研究表明，重复对赌比一次性对赌对投融资双方更有利，因为双方可以根据第一阶段的对赌结果来选择继续博弈或者调整条款，避免一次性对赌中业绩目标过高带来的问题(刘峰涛等，2017)<sup>[14]</sup>，在对赌协议中采用股份回购方案比现金补偿方案更能制约大股东对过高估值或过高盈利预测的非理性偏好，更有助于保护中小股东权益(高闯等，2010)<sup>[6]</sup>。

然而，对赌协议的负面后果也逐渐引起了学者的注意。业绩承诺的公司存在正向盈余管理行为(刘浩等，2011)<sup>[15]</sup>，对赌后期的业绩完成情况普遍差于对赌前期(王竞达和范庆泉，2017)<sup>[22]</sup>，部分标的公司作出业绩承诺只是为了拉抬自身资产评估价值，以不切实际的高业绩承诺换取高价出售，上市公司基于顺利完成交易或利益输送等动机，会乐于接受高业绩承诺，以刺激股价增长(高榴和袁诗淼，2017)<sup>[7]</sup>。但对赌标准设定过高使得管理层经营压力较大，过分重视业绩而轻视业务结构整合，导致管理层短期行为严重，企业潜力过度开发，一旦对赌失败，还面临控制权流失的问题(许竹，2016)<sup>[26]</sup>。项海容等(2009)<sup>[24]</sup>和郭菊娥等(2012)<sup>[10]</sup>通过理论分析发现，不同难度的对赌目标产生的激励效应是不同的，当设置中等难度的目标时，企业家的努力水平较高。潘爱玲等(2017)<sup>[18]</sup>发现，对赌协议对并购后标的公司的业绩的激励效应存在先升后降的趋势。

从理论上分析，业绩承诺增长率影响股价崩盘风险可能基于以下路径：(1)尽管信号理论预示了，劣质的标的公司很难效仿优质标的公司，只能通过低水平的对赌目标对收购方未来业绩作出低水平的保障，但前提是标

的公司真心地想要履约。假如盈利能力不足的公司通过承诺高增长率把自己伪装成优质资产，在信息不对称情况下上市公司也很难识别出标的公司的真实盈利能力，尤其是在资产评估公司有意迎合标的公司的情况下。于是，标的公司真实盈利能力与承诺增长率的差距越大，上市公司的风险就越大。在定增并购交易后，随着时间推移，收购方掌握的信息越来越多，标的公司的真实盈利能力越来越难以隐瞒，当负面消息暴露出来时，就会导致收购方股价大幅波动，引发股价崩盘。因此，当标的公司通过高业绩增长率蒙骗了上市公司，将加剧上市公司的股价崩盘风险。(2)激励理论指出，简单易于实现的目标激励效果较好，如果制定过于困难的目标，激励效果反而较小，因此，低水平的对赌目标更有助于降低收购方的股价崩盘风险。这是由于，即便是低水平的对赌目标通常也高于历史业绩水平，当标的公司基于对自身经营状况的了解制定了合适的业绩增长率，可以有效发挥激励作用，管理层为了避免业绩补偿而努力工作，提高标的公司的经营业绩，即“跳一跳摘到桃”。此时，上市公司既没有支付过高的并购溢价，也不容易受到标的公司业绩拖累，股价崩盘风险也就相对较小。但是，如果出于利益输送或者恶意承诺等动机，设定了远超过同行业实际水平的对赌目标，此时，受资源约束、市场份额所限，标的公司的实际盈利能力并不足以支撑这样高的业绩承诺，管理层再努力也“摘不到桃”，可能会自暴自弃、放弃目标，最终无法达标，标的公司成为收购方的不良资产，拖累上市公司的业绩，引起投资者恐慌，加剧股价崩盘风险。因此，低水平的对赌目标激励效果较好，有助于降低上市公司的股价崩盘风险，而过高的对赌目标则加剧了股价崩盘风险。(3)从行为金融理论角度来看，当管理层认可标的公司作出的过高承诺增长率，可能意味着管理层本身是过度自信或自大的，高估了定增并购未来给上市公司带来的收益，无法充分认识标的公司实现高增长的困难有多大，而这笔交易换作是没有过度自信的管理层可能根本就不敢实施，因为他们对标的公司实现高增长的可能性有着清醒的认识，对对赌失败之后一系列扯皮、纠纷、诉讼所带来的损失等有着充分的估计。于是，过度自信的管理层对定增并购后标的公司发展中面临的负面因素不够重视，以

致坏消息逐步积累。而随着时间的推移，投资者会逐渐意识到，对赌协议中的承诺增长率过高是由于管理层在过度自信的情绪下盲目相信标的公司“画饼”而进行的过度投资，不是真的收购了优质资产。最终，收购方的股价崩盘风险上升。(4)从委托代理理论的角度来看，管理层与股东之间存在委托代理问题，管理层以对赌目标为经营导向不一定会提升股东财富，如果对赌目标设定过高，管理层在巨大经营压力之下会变得非常短视，无暇顾及自身内功修炼，可能会减少研发投入，走上非理性扩张之路，即便对赌目标实现了，也会透支长期成长能力、损害股东的根本利益。

进一步考虑一种极端情况，假设标的公司把对赌目标定得非常高：例如，并购前还处于亏损状态，对赌期间却敢于承诺令人咋舌的高业绩；或者明明是一家初创企业，市场份额还很小，承诺的业绩却远超过同行业的优秀标杆公司，这显然是非常不合理的，除非是标的公司非常迫切地想要尽快寻找“接盘侠”，或者根本就是恶意承诺，希望通过高业绩承诺蒙骗收购方，先“放卫星”卖个好价，将来业绩无法实现的时候再变更对赌条款(包括改变补偿方式、把逐年对赌变为累计对赌等)或通过其他手段逃避责任。例如，2014年粤传媒作价4.5亿元收购香榭丽传媒100%股权，彼时香榭丽的股东叶玫等承诺，2014~2016年香榭丽的扣非净利润分别不低于5683万元、6870万元和8156万元，然而，2014年对赌第一年业绩仅完成目标的89.3%，2015年竟然巨亏3.74亿元，导致粤传媒在法院诉讼和证监会调查询问中疲于奔命，股价在很长时间内都未能恢复至鼎盛时期水平。可见，当标的公司试图以超乎自身盈利能力的高业绩承诺来吸引投资者，会加剧上市公司的股价崩盘风险。

据此，提出假设：

H2：业绩承诺增长率与股价崩盘风险正相关。

## 研究设计

### 一、关键变量的衡量方法

#### 1. 股价崩盘风险

参考Chen等(2001)<sup>[1]</sup>、辛宇等(2015)<sup>[25]</sup>、王文姣等(2017)<sup>[23]</sup>的做法，采用负收益偏态系数NSCKEW和股票回报的涨跌波动率DUVOL作为衡量公司股价崩盘风险的

指标。具体地，先把股票*i*的收益率 $r_{it}$ 和市场指数的周收益率按式(1)进行回归得出残差，即股票收益率偏离市场收益率的程度：

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_1 r_{mt-2} + \beta_2 r_{mt-1} + \beta_3 r_{mt} + \beta_4 r_{mt+1} + \beta_5 r_{mt+2} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $r_{it}$ 是指股票*i*某一年在第*t*周的收益率， $r_{mt}$ 是同一周股票所在板块的指数收益率。接着计算股票*i*在第*t*周的股票周特有收益率 $W_{it}$ ：

$$W_{it} = \ln(1 + \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

然后，计算负收益偏态系数(NSCKEW)和股票回报的涨跌波动率(DUVOL)：

$$NSCKEW_{it} = \frac{-n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{it}^3}{(n-1)(n-2)(\sum W_{it}^2)^{\frac{3}{2}}} \quad (3)$$

$$DUVOL_{it} = \log \left[ \frac{(n_u - 1) \sum_{DOWN} W_{it}^2}{(n_d - 1) \sum_{UP} W_{it}^2} \right] \quad (4)$$

其中， $n$ 是指股票*i*第*t*年内的交易周数， $n_u$ 、 $n_d$ 分别代表第*t*年内股票*i*的周特有收益率高于或低于年平均收益率的周数。NSCKEW、DUVOL越大表示股价崩盘风险越大。

## 2. 业绩承诺增长率

参考潘爱玲等(2017)<sup>[18]</sup>，本文采用对赌协议中各年度承诺净利润的同比增长率的平均值来衡量。具体计算公式：

$$commit = \frac{1}{T-1} \sum_{t=2}^T \frac{ni_t - ni_{t-1}}{ni_{t-1}} \quad (5)$$

其中， $commit$ 是业绩承诺增长率， $ni$ 是标的公司的净利润， $T$ 是对赌期间的年数，当 $t=2$ 时， $ni_t$ 是指对赌第二年的净利润， $ni_{t-1}$ 是指对赌第一年的净利润；以此类推。考虑到算术平均值容易受到极端值的影响，即在对赌期间业绩增长不均匀的情况下，算术平均值对对赌期间内业绩增长情况的刻画容易失真，于是，在稳健性检验中还采取业绩承诺增长率的几何平均 $commit2$ 进行回归：

$$commit2 = \frac{T-1}{\sqrt{T-1}} \frac{ni_T}{ni_1} - 1 \quad (6)$$

## 3. 信息不透明度

借鉴王文姣等(2017)<sup>[23]</sup>、辛宇等(2015)<sup>[25]</sup>，采用经修正的Jones模型估计的应计盈余表示信息不透明度。具体地，先计算总体应计利润TA。

$$TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (7)$$

其中，TA为总体应计利润，NI为净利润，CFO为经营性净现金流，下标*i*和*t*分别表示第*i*家公司和第*t*年。为了消除规模效应，将各变量除以第*t*-1年的总资产。

然后，计算非可操纵性利润NDA。

$$NDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \quad (8)$$

其中，NDA为非可操纵性应计利润；A为总资产； $\Delta REV$ 为营业收入增加额； $\Delta REC$ 为应收账款增加额；PPE为固定资产；ROA为总资产报酬率。为了消除公司规模的影响，将各变量除以第*t*-1年的总资产。公式中的参数 $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 和 $\beta_4$ 使用A股上市公司的数据通过以下公式估计：

$$TA_{i,t} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

最后，用总体应计利润减去非可操纵性应计利润，得到可操纵性应计利润DA，以此衡量盈余管理的程度：

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (10)$$

## 4. 股价高估

参考Rhodes-Kropf等(2005)<sup>[4]</sup>和Hertzel和Li(2010)<sup>[3]</sup>，公司的对数市账比可以分解为两部分：

$$\ln\left(\frac{M}{B}\right) = \ln\left(\frac{M}{V}\right) + \ln\left(\frac{V}{B}\right) \quad (11)$$

其中，M、B、V分别是股权的市场价值、账面价值和内在价值。Rhodes-Kropf等(2005)<sup>[4]</sup>假设公司的内在价值是股权账面价值、净利润和杠杆率的线性函数，通过以下方法来衡量V：

$$\ln(M_{i,t}) = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} \ln(B_{i,t}) + \alpha_{2jt} \ln(|NI_{i,t}|) + \alpha_{3jt} \Gamma \ln(|NI_{i,t}|) + \alpha_{4jt} (\text{Lev})_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (12)$$

该线性函数的系数会随着时间和行业而变化，以反映投资机会随着时间和行业的变化，也反映了不同公司折现率的差异。其中， $|NI|$ 是净利润的绝对值， $\Gamma$ 是虚拟变量(净利润为负时取值1，否则取值0)，Lev是杠杆率(1-权益账面价值/总资产)， $\alpha_0$ 为常数项， $\alpha_1 \sim \alpha_4$ 为各变量对应的回归系数，下标*i*代表公司，*j*代表行业，*t*代表时间，残差项 $\mu$ 代表股权的内在价值相对于市场价值的偏差，即错误定价的代理变量。本文参考Fu等(2013)<sup>[2]</sup>和袁柱等(2014)<sup>[29]</sup>的研究，通过 $\alpha_{jt}$ 的估计值的时间序列平均来计算式(12)中各变量对应的参数 $\bar{\alpha}_{0j} \sim \bar{\alpha}_{4j}$ ，然后代入式(12)，得到：

$$\ln(V_{i,t}) = \bar{\alpha}_{0j} + \bar{\alpha}_{1j} \ln(B_{i,t}) + \bar{\alpha}_{2j} \ln(|NI_{i,t}|) + \bar{\alpha}_{3j} \Gamma \ln(|NI_{i,t}|) + \bar{\alpha}_{4j} \ln(\text{Lev})_{i,t} \quad (13)$$

最终股价高估的衡量方法为：

$$\ln\left(\frac{M}{V}\right)_{i,t} = \ln(M_{i,t}) - \ln(V_{i,t}) \quad (14)$$

本文按此方法采用定增并购前季度财报数据计算票

错误定价，用overp来表示。当overp大于零时，表示股价高估；当overp小于零时，表示股价低估。

## 二、回归模型

为验证假设一，本文采用以下模型进行检验：

$$premium = \alpha + \beta \times commit + \gamma \times control + \varepsilon \quad (15)$$

其中，被解释变量是并购溢价premium，采用并购交易金额相对标的资产账面价值的偏离来衡量；解释变量是对赌协议中的业绩承诺增长率commit；控制变量参考陈仕华和卢昌崇(2013)<sup>[5]</sup>、吕长江和韩慧博(2014)<sup>[17]</sup>，选取了股权收购比例buy、现金支付比例macash、并购交易规模msize、是否跨行业收购multiind、大股东认购比例major、总资产净利率profit、资产规模asset以及行业和年度的虚拟变量。

为验证假设二，本文采用以下模型进行检验：

$$fl\_nckew = \alpha + \beta \times commit + \gamma \times control + \varepsilon \quad (16)$$

$$fl\_duvol = \alpha + \beta \times commit + \gamma \times control + \varepsilon \quad (17)$$

其中，被解释变量是股价崩盘风险，采用上市公司定增并购后第一年的负收益偏态系数fl\_nckew以及股票

回报的涨跌波动率fl\_duvol来衡量；解释变量是对赌协议中的业绩承诺增长率commit；控制变量参考罗进辉和杜兴强(2014)<sup>[16]</sup>、王化成等(2015)<sup>[21]</sup>和顾小龙等(2015)<sup>[9]</sup>的研究，选取了定增并购当年的负收益偏态系数nckew(股票回报的涨跌波动率duvol)、超额换手率oturnover、股票周特有收益率均值rw、股票周特有收益率标准差sigw、信息不透明度da、公司规模lnta、总资产收益率roa以及行业和年度的虚拟变量。

以上模型中涉及的变量定义如表1所示。

## 三、样本选择与数据来源

本文以A股2012~2017年6月实施了定增并购且签订了对赌协议的上市公司为研究样本，选择该区间的理由是，募集资金用于股权收购的定增事件主要从2012年开始兴起，2012年之前此类样本极少。本文业绩承诺、并购交易数据和标的资产财务数据等从上市公司公告中手工摘取，其他数据来自Wind资讯金融终端。在剔除了对赌期间累计承诺业绩的观测值以及数据缺失的观测值后，最终得到882个并购溢价观测值、794个股价崩盘风险观测值。为使研究结果不受某些极端观测值的影响，对连续变量进行了上下1%分位的缩尾处理。采用Stata 14.0软件进行数据处理。

## 实证结果与分析

### 一、描述性统计

表2报告了样本的描述性统计结果。并购溢价premium的平均值为7倍，最高达到48倍，可见在有对赌协议的定增并购中，并购溢价较高；与高并购溢价相吻合，样本的承诺增长率commit普遍较高，平均值就已达到26%，最高达到170%，但也不乏部分比较“保守”的公司，承诺业绩的增长率为负；定增并购后第一年股价崩盘风险fl\_nckew、fl\_duvol的平均值大于定增并购当年，意味着尽管签订了对赌协议，但上市公司的收购风险仍然是增加了；现金支付比例macash的平均值为23%，说明定增并购中更倾向于使用股权支付，这与2012年以前90%并购交易采用现金支付(葛伟杰等，2014)<sup>[8]</sup>的情况形成鲜明对比，但更符合定增并购本身的“内涵”，假如交易双方倾向于使用现金结算，也许通过银行借款等方式自筹现金进行交易比发行股份走一系列流程更为方便、

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	premium	并购溢价	并购交易金额 / 标的资产账面价值 - 1
	fl_nckew	负收益偏态系数	定增并购后第一年 nckew，计算方法如前文所述
	fl_duvol	股票回报的涨跌波动率	定增并购后第一年 duvol，计算方法如前文所述
解释变量	commit	业绩承诺增长率	对赌期间净利润同比增长率的平均值
假设一控制变量	buy	股权收购比例	收购标的公司的股权比例
	macash	现金支付比例	现金支付金额 / 并购交易金额
	msize	并购交易规模	并购交易金额的自然对数
	multiind	是否跨行业收购	标的公司与收购方是否处于同一行业，按证监会行业分类(制造业二级分类，其他行业一级分类)
	major	大股东认购比例	定增中大股东的认购比例
	profit	总资产净利率	定增并购前一年标的公司净利润 / 总资产
	asset	资产规模	定增并购前一年标的公司总资产的自然对数
假设二控制变量	overp	股价高估	采用定增并购发行日前最近一季度财报数据计算的股价高估，计算方法如前文所述
	nckew	负收益偏态系数	定增并购当年的 nckew，计算方法如前文所述
	duvol	股票回报的涨跌波动率	定增并购当年的 duvol，计算方法如前文所述
	oturnover	超额换手率	定增并购当年的日均换手率 - 定增并购前一年的日平均换手率
	rw	股票周特有收益率均值	定增并购当年收购方股票周特有收益率的算术平均值
	sigw	股票周特有收益率标准差	定增并购当年收购方股票周特有收益率的标准差
	da	信息不透明度	定增并购当年收购方盈余管理水平，利用考虑业绩的修正 Jones 模型估计得到的可操纵应计利润来衡量
	lnta	公司规模	定增并购当年收购方总资产的自然对数
	roa	总资产收益率	定增并购当年收购方净利润 / 总资产

表2 描述性统计结果

	变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
假设一	premium	882	7.275	9.135	-0.002	48.585
	commit	882	0.262	0.215	-0.035	1.700
	buy	882	0.912	0.184	0.250	1.000
	macash	882	0.225	0.258	0.000	1.000
	msize	882	20.323	1.130	17.517	23.288
	multiind	882	0.372	0.484	0.000	1.000
	major	882	0.114	0.269	0.000	1.000
	profit	882	0.137	0.142	-0.186	0.682
	asset	882	19.506	1.561	15.988	23.671
假设二	f1_ncskew	794	-0.194	0.780	-3.270	3.800
	f1_duvol	794	-0.242	0.756	-2.524	2.491
	overp	794	0.259	0.541	-0.977	1.827
	ncskew	794	-0.230	0.676	-2.263	1.381
	duvol	794	-0.301	0.717	-1.978	1.450
	oturnover	794	0.119	2.592	-6.424	7.744
	rw	794	-0.003	0.002	-0.016	0.000
	sigw	794	0.071	0.029	0.020	0.177
	da	794	0.010	0.056	-0.133	0.198
	lnta	794	22.126	0.853	20.588	24.566
	roa	794	0.063	0.049	-0.046	0.243

说明：假设二的观测值小于假设一，主要是由于尚未取得2017年实施定增并购的上市公司在2018年的股价崩盘风险。

直接；股价高估overp的平均值为0.26，说明定增并购实施前，上市公司总体上处于股价高估的状态，这符合市场时机理论下上市公司在股价高估时期对股权融资的偏好；股权收购比例buy的平均值为0.9，说明大多数定增并购都取得了标的公司的控制权；大股东认购定增的比例major平均为11%，说明大股东参与定增的热情不太高；profit的平均值为13.7%，roa的平均值为6.3%，说明标的公司的盈利能力整体上优于样本中的上市公司，即多数上市公司通过定增并购注入了更优质的资产。

## 二、回归结果及分析

表3报告了业绩承诺增长率与并购溢价的回归结果。

(1)列承诺增长率commit的系数在1%水平上显著为正，说明承诺增长率越高，并购溢价就越高。控制变量macash的系数为正意味着现金支付比例越高、并购溢价率越高，与葛伟杰等(2014)<sup>[8]</sup>针对2008~2011年并购事件发现股份支付相对于现金支付会有更高的并购溢价不符。为此，(2)-(3)列进一步按照现金支付比例的中位数把样本分为现金支付比例较高和股份支付比例较高两组，发现现金支付比例较高时，承诺增长率commit的系数更大。

表3 业绩承诺增长率与并购溢价

	全样本	现金支付比例较高	股份支付比例较高
	(1)	(2)	(3)
	premium	premium	premium
commit	3.064*** (2.600)	6.199** (2.585)	2.957** (2.496)
buy	-7.221*** (-4.774)	-9.791*** (-3.485)	-5.193*** (-3.191)
macash	2.669*** (2.664)	3.677** (2.194)	-1.665 (-0.256)
msize	4.879*** (13.507)	6.101*** (10.801)	3.366*** (7.651)
multiind	0.388 (0.729)	0.783 (0.965)	0.217 (0.339)
major	0.048 (0.050)	-3.761 (-1.189)	-0.129 (-0.144)
profit	-0.693 (-0.345)	-3.349 (-1.210)	3.230 (1.158)
asset	-4.548*** (-17.194)	-5.326*** (-13.500)	-3.366*** (-9.738)
_cons	2.208 (0.389)	-7.284 (-0.802)	7.485 (1.324)
行业	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制
N	882	465	417
Adj_R <sup>2</sup>	0.401	0.418	0.375
F	18.368	11.751	8.562

注：括号里是t值，\*、\*\*、\*\*\*分别代表10%、5%、1%显著性水平，下同。

这些研究结果与已有研究存在差异的原因可能在于，2012年后逐渐兴起的定增并购事件与以往一般意义上的并购事件具有本质的区别，上市公司采用的支付方式发生了较大的变化，以往较多采用现金支付，而随着时间的推移股份支付越来越受到青睐，从本文的描述性统计也可以看出，现金支付比例的均值只有23%。因此，支付方式影响并购溢价的成因除了已有研究讨论过的内幕消息泄露导致收购方股价提前上涨而含有较大水分、股份锁定期导致可交易性损失等，还可能由于近年兴起的定增并购模式帮助上市公司快速注入优质资产实现跨越式增长，使得预案公告后股价快速上涨。这样的例子并不鲜见，例如华谊兄弟公告定增并购银汉科技后，股价立马迎来三个涨停，刘娥平和关静怡(2018)<sup>[13]</sup>的研究也表明，当定增募投项目为股权收购时，上市公司短期市场绩效和长期市场绩效都优于项目投资。于是，标的公司售股股东从坐享交易后股价大幅增值中尝到甜头，越来越倾向于接收股份而非现金，上市公司在现金支付时必须给予较高的溢价，才不会使享受不到未来股价上涨的交易对方觉得“错过了几个亿”。因此，在现金支付比例较高时，并购溢价较高，

承诺增长率对并购溢价的影响也更强。

表4报告了业绩承诺增长率与股价崩盘风险的回归结果。(1)-(2)列承诺增长率commit的系数在5%水平上显著为正,说明随着承诺增长率的上升,股价崩盘风险越来越高。考虑到上市公司在股权融资时存在择时行为,即偏好于选择股价高估的市场时机实施定增并购,以便发行较少的股份完成并购交易,而股价高估本身意味着股价崩盘风险的集聚(辛宇等(2015)<sup>[25]</sup>、张肖飞(2018)<sup>[30]</sup>),那么,上市公司对发行时机的选择可能会影响业绩承诺增长率与股价崩盘风险的关系。对此,(3)-(6)列进一步考虑了定增并购的发行时机后,发现股价高估时,承诺增长率与发行后股价崩盘风险的正相关关系变得更强,而在股价低估时,承诺增长率与发行后股价崩盘风险变为负相关。这可能是由于,高承诺增长率对股价崩盘风险的影响存在一正一负两种机制,一是高增长率难以实现,标的公司业绩不达标,传导至上市公司引起股价崩盘风险,这与现实中高承诺、高估值并购频繁“爆雷”的现象相吻合;二是高增长率对上市公司的业绩提供了保障,削弱了股价崩盘风险,这与已有研究中关于对赌

表4 业绩承诺增长率与股价崩盘风险

	全样本		股价高估		股价低估	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	f1_ncskew	f1_duval	f1_ncskew	f1_duval	f1_ncskew	f1_duval
commit	0.304** (2.437)	0.267** (2.202)	0.516*** (3.585)	0.468*** (3.350)	-0.518* (-1.968)	-0.542** (-2.069)
ncskew	0.086** (2.059)		0.070 (1.331)		0.137* (1.886)	
duval		0.076** (1.977)		0.050 (1.051)		0.115* (1.688)
oturnover	-0.014 (-1.090)	-0.010 (-0.809)	-0.019 (-1.236)	-0.018 (-1.236)	-0.002 (-0.095)	0.011 (0.497)
rw	67.395 (1.283)	75.162 (1.465)	99.505 (1.559)	113.972* (1.837)	-43.321 (-0.420)	-29.728 (-0.287)
sigw	7.085 (1.511)	7.197 (1.575)	8.165 (1.384)	9.163 (1.599)	1.683 (0.199)	1.307 (0.155)
da	0.610 (1.262)	0.727 (1.545)	0.542 (0.907)	0.435 (0.749)	0.757 (0.893)	1.271 (1.512)
lnta	-0.075** (-2.076)	-0.075** (-2.156)	-0.079* (-1.724)	-0.088** (-1.969)	-0.032 (-0.537)	-0.034 (-0.568)
roa	1.561*** (2.726)	1.347*** (2.416)	2.239*** (3.396)	1.844*** (2.882)	-0.432 (-0.347)	-0.108 (-0.087)
_cons	0.107 (0.121)	0.243 (0.281)	0.091 (0.078)	0.407 (0.362)	-0.790 (-0.530)	-0.533 (-0.360)
行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	794	794	548	548	246	246
Adj_R <sup>2</sup>	0.104	0.095	0.161	0.143	0.121	0.117
F	3.779	3.513	4.178	3.756	2.127	2.085

协议的激励效应和正面价值相印证。两种机制孰强孰弱,取决于定增并购前的股价崩盘风险是否过于集聚:假如有些投资者从定增并购预案中较高的承诺增长率中闻到了风险的味道,尤其是上市公司还为此次交易支付了较高的并购溢价,会主动调低对上市公司股价的判断,使高承诺增长率带来的股价崩盘风险提前得到了释放,即通过定增并购前股价低估的“小震”避免发行后遭遇“大震”,因此在股价低估时实施的定增并购中,对赌协议对收购方的风险规避作用更为凸显,从而降低了股价崩盘风险。而假如投资者未能识别出风险,仍然维持较高的估值,则收购方管理层容易受到投资者普遍乐观情绪的影响,高估自身对定增并购后业务整合、人事调配问题的掌控能力,并且标的公司承诺增长率越高,越容易使管理层相信自己“捡了漏”,而忽视标的公司经营中的问题与隐患,导致股价进一步偏离合理价值、风险进一步集聚,因此,在股价高估时实施的定增并购中,高业绩承诺增长率更容易引发股价崩盘风险。

### 三、稳健性检验

为确保假设一的研究结果可靠,本文进行了以下稳

表5 业绩承诺增长率与并购溢价的稳健性检验

	替换被解释变量			替换解释变量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	premium2	premium2	premium2	premium	premium	premium
commit	2.902** (2.424)	7.613*** (3.152)	1.552 (1.362)			
commit2				5.091*** (3.151)	8.050*** (2.692)	5.343*** (3.138)
buy	-7.375*** (-4.867)	-11.786*** (-4.173)	-3.540** (-2.308)	-7.322*** (-4.856)	-10.066*** (-3.580)	-5.201*** (-3.214)
macash	2.903*** (2.897)	3.806** (2.238)	-4.166 (-0.660)	2.712*** (2.711)	3.745** (2.234)	-1.197 (-0.185)
msize	4.732*** (12.985)	6.281*** (10.814)	2.963*** (7.131)	4.830*** (13.364)	6.048*** (10.687)	3.288*** (7.488)
multiind	0.749 (1.378)	0.843 (1.005)	0.868 (1.420)	0.354 (0.666)	0.764 (0.942)	0.182 (0.286)
major	-0.264 (-0.274)	-4.106 (-1.302)	-0.592 (-0.712)	-0.010 (-0.010)	-3.547 (-1.131)	-0.181 (-0.204)
profit	-0.757 (-0.377)	-4.005 (-1.438)	5.307** (2.008)	-0.332 (-0.164)	-3.152 (-1.136)	3.836 (1.373)
asset	-4.490*** (-16.886)	-5.380*** (-13.430)	-3.195*** (-9.809)	-4.501*** (-16.960)	-5.276*** (-13.280)	-3.303*** (-9.560)
_cons	4.480 (0.782)	-8.732 (-0.937)	10.880** (2.032)	0.177 (0.031)	-10.173 (-1.103)	5.468 (0.972)
行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	834	439	395	882	465	417
Adj_R <sup>2</sup>	0.423	0.441	0.414	0.404	0.419	0.381
F	18.978	12.158	9.426	18.529	11.784	8.750

健性检验：(1)把并购溢价的计算方法替换为标的资产评估价值相对账面价值的偏离premium2，重新回归，结果如表5(1)–(3)列；(2)为避免承诺增长率的计算方法造成偏差，采用业绩承诺增长率的几何平均commit2重新回归，结果如(4)–(6)列。从表5中承诺增长率的系数来看，尽管替换被解释变量后在股份支付比例较高时commit的系数变得不显著，但两组解释变量的系数仍然具有差异，假设一的研究结果基本稳健。

为确保假设二的研究结果可靠，本文进行了以下稳健性检验：(1)为控制内生性问题，本文采用股价崩盘风险的一阶差分(定增并购后第一年与发行当年的股价崩盘风险之差)作为被解释变量进行回归，结果如表6(1)–(6)列；(2)与假设一的稳健性检验类似，采用业绩承诺增长率的几何平均commit2进行回归，结果如(7)–(12)列。从表6的回归结果来看，尽管(11)列股价低估时业绩承诺增长率commit2的系数变得不显著，但股价高估与股价低估时业绩承诺增长率的显著性仍然具有差异，因此并不影响研究结论，假设二的研究结果基本稳健。

## 研究结论与建议

近年来的定增并购事件中，对赌协议已经成为并购交易定价机制中的重要组成部分。目前，已有研究从理论层面及实证层面验证了对赌协议的激励效应，发现对赌协议有助于提升管理层的努力水平、提高业绩水平。但是，如果标的公司售股股东过度自信异想天开，设定一个遥不可及的目标，甚至为了吸引投资者、提高被收购的机会，不惜恶意承诺，是否反而会给收购方带来风险呢？为此，本文选取了A股上市公司2012~2017年6月实施的含有对赌协议的定增并购事件作为样本，手工收集上市公司公告获取对赌协议和定增并购交易等数据，通过负收益偏态系数(ncskew)和股票回报的涨跌波动率(duvol)两个指标衡量股价崩盘风险，探讨业绩承诺增长率对并购溢价以及股价崩盘风险的影响。研究结果表明，业绩承诺增长率与并购溢价和股价崩盘风险正相关，意味着承诺增长率越高，并购溢价和股价崩盘风险就越高。进一步的分组回归结果表明，在现金支付比例

较高时，业绩承诺增长率对并购溢价的影响更强；在股价高估时实施定增并购，高对赌目标更容易引发股价崩盘风险。本文的研究结果表明，对赌协议存在有限激励效应，超出正常范围的对赌目标反而增加了上市公司的股价崩盘风险。

根据本文的研究结果，合理地运用对赌协议这一契约工具，有助于降低上市公司的收购风险，保护交易参与者的利益。本文建议证券监管部门进一步完善对赌协议的相关制度安排，加强对高承诺、高估值并购重组的监管，对于承诺业绩和并购溢价远超同行业合理范围的并购交易加以限制，防止恶意承诺和忽悠式重组；同时加大对并购后履约情况的监

表6 业绩承诺增长率与股价崩盘风险的稳健性检验

	差分回归控制内生性问题						替换自变量					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	$\Delta$ ncskew	$\Delta$ duvol	$\Delta$ ncskew	$\Delta$ duvol	$\Delta$ ncskew	$\Delta$ duvol	f1_ncskew	f1_duvol	f1_ncskew	f1_duvol	f1_ncskew	f1_duvol
commit	0.207* (1.738)	0.235** (1.973)	0.406*** (2.963)	0.434*** (3.165)	-0.538** (-2.120)	-0.567** (-2.229)						
commit2							0.433*** (2.583)	0.371** (2.272)	0.707*** (3.612)	0.623*** (3.275)	-0.503 (-1.495)	-0.555* (-1.659)
ncskew	-0.903*** (-22.675)		-0.919*** (-18.404)		-0.854*** (-12.198)		0.085** (2.046)		0.070 (1.338)		0.134* (1.845)	
duvol		-0.912*** (-24.296)		-0.936*** (-19.994)		-0.877*** (-13.224)		0.075** (1.967)		0.051 (1.063)		0.115* (1.678)
oturnover	-0.013 (-1.042)	-0.007 (-0.608)	-0.018 (-1.229)	-0.015 (-1.046)	-0.001 (-0.041)	0.013 (0.623)	-0.013 (-1.028)	-0.009 (-0.755)	-0.017 (-1.114)	-0.017 (-1.127)	-0.003 (-0.136)	0.010 (0.457)
nw	80.982 (1.611)	79.436 (1.581)	123.204** (2.028)	119.154* (1.959)	-48.542 (-0.488)	-24.060 (-0.239)	65.315 (1.244)	73.438 (1.432)	94.382 (1.480)	109.271* (1.761)	-45.134 (-0.436)	-31.313 (-0.302)
sigw	8.221* (1.832)	7.358 (1.643)	10.392* (1.850)	9.439* (1.680)	1.047 (0.128)	1.494 (0.182)	6.870 (1.465)	7.017 (1.535)	7.672 (1.301)	8.713 (1.520)	1.792 (0.211)	1.449 (0.171)
da	0.643 (1.390)	0.693 (1.503)	0.596 (1.047)	0.385 (0.676)	0.792 (0.968)	1.266 (1.549)	0.622 (1.288)	0.738 (1.567)	0.569 (0.952)	0.459 (0.791)	0.791 (0.927)	1.293 (1.528)
lnta	-0.066* (-1.928)	-0.073** (-2.124)	-0.065 (-1.482)	-0.083* (-1.911)	-0.033 (-0.561)	-0.034 (-0.587)	-0.071** (-1.973)	-0.072** (-2.067)	-0.070 (-1.523)	-0.080* (-1.789)	-0.031 (-0.512)	-0.033 (-0.543)
roa	1.391** (2.538)	1.332** (2.438)	2.029*** (3.233)	1.824*** (2.908)	-0.529 (-0.440)	-0.151 (-0.125)	1.538*** (2.689)	1.327** (2.381)	2.166*** (3.288)	1.777*** (2.778)	-0.372 (-0.298)	-0.053 (-0.042)
_cons	-0.069 (-0.081)	0.201 (0.238)	-0.235 (-0.213)	0.323 (0.293)	-0.727 (-0.505)	-0.507 (-0.352)	-0.141 (-0.158)	0.031 (0.036)	-0.390 (-0.333)	-0.011 (-0.010)	-0.633 (-0.419)	-0.355 (-0.237)
行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	794	794	548	548	246	246	794	794	548	548	246	246
Adj_R <sup>2</sup>	0.432	0.461	0.451	0.478	0.491	0.507	0.104	0.095	0.161	0.142	0.115	0.111
F	19.247	21.521	14.603	16.181	8.872	9.387	3.804	3.524	4.186	3.738	2.058	2.021

管,提高标的公司违约成本,防止并购后随意变更对赌条款;此外,还应强化信息披露制度,要求上市公司在对赌期间持续披露标的资产业绩实现情况,随时披露可能影响履约情况的情况,使得风险在突发事件出现时得以及时释放,避免风险积累到无以复加的地步突然大规模爆发。上市公司和市场广大投资者也应提高风险防范意识,加强对标的公司盈利水平的甄别能力,理性对待对赌协议,避免过度乐观地相信不切实际的对赌目标,警惕高业绩对赌背后隐藏的股价崩盘风险。

本文可能在以下几方面存在不足:(1)某些明显不合理、存在较大利益输送嫌疑、受到媒体质疑的定增并购

预案可能在发审委审查阶段就被否决,无法观察到执行此类定增并购可能带来的经济后果,因此本文可能存在一定的样本选择问题;(2)本文只考虑了定增并购后一年的股价崩盘风险,但实际上,随着时间的推移,承诺业绩的实现难度会越来越大,在对赌后期上市公司面临的股价崩盘风险相对更大,而囿于样本所限,本文未能考虑整个对赌周期内股价崩盘风险的变化。这些问题都可能在今后的研究中进一步解决。 ■

[基金项目:国家自然科学基金项目“定增并购中的价格偏离及其经济后果研究——基于股票错误定价与对赌协议的视角”(71672202);广东省自然科学基金项目“风险投资对企业非效率投资的双向治理及其溢出效应研究”(2016A030313304)]

## 注释

1. 完整报道详见“重组标的承诺兑现风险 华鹏飞业绩预报前股价跌停”<http://stock.hexun.com/2018-01-31/192359191.html>

## 参考文献:

- [1] Chen J, Hong H, Stein J C. Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 61(3): 345-381.
- [2] Fu F, Lin L, Officer M S. Acquisitions driven by stock overvaluation: Are they good deals?[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(1): 24-39.
- [3] Hertzzel M G, Li Z. Behavioral and Rational Explanations of Stock Price Performance around SEOs: Evidence from a Decomposition of Market-to-Book Ratios[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, 45(4): 935-958.
- [4] Rhodes-Kropf M, Robinson D T, Viswanathan S. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3): 561-603.
- [5] 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, (05): 144-156.
- [6] 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.
- [7] 高榴, 袁诗森. 上市公司并购重组商誉及其减值问题探析[J]. 证券市场导报, 2017, (12): 58-64.
- [8] 葛伟杰, 张秋生, 张自巧. 支付方式、融资约束与并购溢价研究[J]. 证券市场导报, 2014, (01): 40-47.
- [9] 顾小龙, 李天钰, 辛宇. 现金股利、控制权结构与股价崩盘风险[J]. 金融研究, 2015, (07): 152-169.
- [10] 郭菊娥. 风险投资估值调整协议价值及最优业绩目标[C]. 社会发展转型与系统工程——中国系统工程学会第17届学术年会论文集. 中国系统工程学会, 2012: 8.
- [11] 江虹, 姜文静. 2010~2016年我国影视内容产业并购估值方式研究[J]. 现代传播(中国传媒大学学报), 2017, (06): 130-135.
- [12] 李玉辰, 费一文. 对赌协议的信号与反信号均衡[J]. 统计与决策, 2013, (14): 50-55.
- [13] 刘斌平, 关静怡. 外延式扩张比内涵式增长更好吗?——基于定向增发募集资金投向的视角[J]. 证券市场导报, 2018, (03): 14-22.
- [14] 刘峰涛, 赵袁军, 刘玮. 重复对赌协议机制下企业两阶段融资博弈[J]. 系统管理学报, 2017, 26(3): 528-536.
- [15] 刘浩, 杨尔稼, 麻樟城. 业绩承诺与上市公司盈余管理——以股权分置改革中的管制为例[J]. 财经研究, 2011, 37(10): 58-69.
- [16] 罗进辉, 杜兴强. 媒体报道、制度环境与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2014, (09): 53-59.
- [17] 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, 29(6): 3-13.
- [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, (03): 46-52.
- [19] 潘妙丽, 张玮婷. 上市公司并购重组资产评估相关问题研究[J]. 证券市场导报, 2017, (09): 12-18.
- [20] 沈华玉, 林永坚. 定向增发中利润承诺的市场反应及长期绩效研究[J]. 证券市场导报, 2018, (01): 64-71.
- [21] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015, (02): 45-57.
- [22] 王竞达, 范庆泉. 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究[J]. 会计研究, 2017, (10): 71-77.
- [23] 王文蛟, 傅超, 傅代国. 并购商誉是否为股价崩盘的事前信号?——基于会计功能和金融安全视角[J]. 财经研究, 2017, 43(9): 76-87.
- [24] 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, (03): 92-98.
- [25] 辛宇, 李天钰, 吴雯敏. 上市公司的并购、估值与股价崩盘风险研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2015, 55(3): 200-212.
- [26] 许竹. 对赌协议在企业融资中的作用及对策研究[J]. 金融经济, 2016, (20): 160-161.
- [27] 杨志强, 曹鑫雨. 业绩补偿承诺提高混合所有制改革的协同效应吗?——基于国有上市公司重大并购重组的经验证据[J]. 华东经济管理, 2017, 31(11): 166-176.
- [28] 于成永, 于金金. 上市公司业绩承诺、公司治理质量与并购溢价[J]. 中国资产评估, 2017, (01): 39-44.
- [29] 袁知柱, 宝乌云塔娜, 王书光. 股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择[J]. 南开管理评论, 2014, 17(5): 136-150.
- [30] 张肖飞. 资产误定价、机构投资者与股价崩盘风险[J]. 经济经纬, 2018, 35(2): 143-150.