

引文格式: 王文华, 丁佳琰. 风险承担视角下业绩补偿承诺的企业价值创造效应机制研究 [J]. 常州大学学报(社会科学版), 2022, 23 (3): 47-57.

风险承担视角下业绩补偿承诺的企业价值创造效应机制研究

王文华, 丁佳琰

摘要: 以风险承担为切入点研究企业并购重组中业绩补偿承诺的签订对企业价值创造的影响。研究表明: 并购实践背景下, 业绩补偿承诺可有效提高企业风险承担水平, 有助于企业整体价值创造; 风险承担在业绩补偿承诺与企业价值关系中存在部分中介作用。调节作用检验结果发现, 环境不确定性和财务柔性能强化业绩补偿承诺的价值创造效应。研究不仅为业绩补偿承诺提升企业价值提供了更为严谨的证据, 而且从全新的视角揭示了业绩补偿承诺对企业价值的作用路径。

关键词: 业绩补偿承诺; 风险承担; 企业价值创造; 环境不确定性; 财务柔性

作者简介: 王文华, 管理学博士, 常州大学商学院教授、博士研究生导师; 丁佳琰, 常州大学商学院硕士研究生。

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“我国就业量质协调发展的动态监测与保障体系研究”(20&ZD128); 江苏省研究生科研与实践创新计划“基于风险承担的业绩承诺对企业创新绩效影响研究”(KYCX21_2769)。

中图分类号: F275 **文献标志码:** A **Doi:** 10.3969/j.issn.2095-042X.2022.03.005

在“十四五”时期深化供给侧结构性改革政策背景下, 并购成为企业改善资源配置、优化经济结构、提升可持续发展能力的重要抓手。作为并购重组的“标配”, 业绩补偿承诺这一并购交易定价调整机制旨在防控交易风险, 但近年来因业绩补偿承诺产生的企业业绩“变脸”、“商誉爆雷”和股价暴跌等问题将其实施效果推上了争议的高峰^[1-6]。那么, 在中国资本市场情境下, 业绩补偿承诺究竟会对并购企业价值创造产生何种影响, 是促进还是抑制? 其又是通过何种机制产生作用的?

目前, 学术界对于业绩补偿承诺的价值创造效应研究尚未形成统一结论, 且缺乏对业绩补偿承诺与企业价值二者关系内在作用机制的深入探究, 这就为本文进一步检验业绩补偿承诺对企业价值的影响机制提供了研究空间。高收益的风险投资也许会成为企业缓解业绩补偿承诺压力、实现企业价值最大化的有效途径, 而管理层是否会进行风险决策行为则取决于其自身的风险偏好以及对投资活动中不确定性的接受程度。风险承担能力越强的管理者, 越偏好风险大、收益高的投资项目, 以最大限度地提升企业价值^[7]。那么, 业绩补偿承诺是否会增强管理层承担不确定性风险的意愿, 进而影响企业的风险资产配置方式, 最终影响并购业绩呢? 这成为一个亟待解决的现实问题。

鉴于此, 基于风险承担的中介视角探索业绩补偿承诺的签订对并购企业价值创造的影响机

制。实证检验发现：业绩补偿承诺主要通过有效降低管理层的风险规避倾向，推动企业整体价值提升；企业风险承担在业绩补偿承诺与企业价值之间起部分中介作用。调节效应检验结果显示，环境不确定性、财务柔性对业绩补偿承诺与企业价值间的正向关系具有强化效应。

本文研究贡献主要体现在：首先，研究结论回应了学者对业绩补偿承诺有效性的争议。其次，从风险承担视角对并购重组企业签订业绩补偿承诺影响企业价值的路径进行理论分析和数据验证，弥补了现有文献从管理层风险偏好角度研究业绩补偿承诺经济后果的空白，丰富了企业风险承担领域的研究成果。最后，通过考察环境不确定性和财务柔性的调节作用，拓宽了业绩补偿承诺价值创造效应的研究边界。研究结论为通过签订业绩补偿承诺促进并购企业持续健康发展和资本市场稳定有序发展提供了更为严谨的经验证据，同时对供给侧结构性改革背景下有效发挥并购的资源配置作用具有一定启示意义。

一、理论分析与研究假设

(一) 业绩补偿承诺对企业价值的影响

并购重组企业签订业绩补偿承诺可能有益于企业价值的提升。基于信号传递理论，业绩补偿承诺协议的签订传递出标的方预计企业未来发展良好的信号。就并购方而言，该信号可显著弱化并购交易双方之间的信息不对称，减少并购交易成本和代理成本，提升整合阶段资源配置效率，有利于优化并购环境^[3]。就外部投资主体而言，企业发展前景良好可能意味着投资者将获得高额投资回报。因此，在更为充分地了解信息的基础上，市场投资者倾向于投资签订业绩补偿承诺的企业，以达到为企业价值增值创造条件的目的^[8]。

但业绩补偿承诺的签订也可能不利于企业价值创造。根据不完备契约理论，现实中的契约并不能明确缔约方的责任归属并强制其执行^[9-10]。业绩补偿承诺协议便属于不完备并购契约，只是对何种条件下触发补偿条款及具体补偿方式给予明确规定，但仍无法对并购整合复杂过程中的每一个环节均作出约束^[11]。因此，业绩补偿承诺并购契约的不完备性，给企业管理层提供了以牺牲企业长期价值为代价提高短期利润的可能性。正如 Cadman 等^[12]研究发现，业绩补偿承诺协议标的方管理层仅以业绩补偿承诺目标为经营导向，形成“短视主义”。Cai 等^[13]、Martin 等^[14]的实证结果表明，签订业绩补偿承诺企业的管理层会通过减少高风险创新投入等损害企业长期利益的方式来达成短期业绩目标，从而对企业价值创造产生负面影响。基于此，提出以下假设：

H1a：业绩补偿承诺会提高企业价值。

H1b：业绩补偿承诺会降低企业价值。

(二) 企业风险承担的中介效应

业绩补偿承诺的签订可能提高企业风险承担水平。一方面，业绩补偿承诺带来的正面的市场反应增加了企业的信用等级，可在一定程度上提高企业债务融资能力^[15]；另一方面，业绩补偿承诺协议所传递的积极信号使业绩补偿承诺协议为企业盈利能力和发展潜力“背书”，致使企业股权价值被推高^[3]。根据资源依赖理论，风险承担具有很强的资源依赖性^[16]。债务和股权融资能力的提升可为企业投资高风险项目提供充裕资金，故而强化了企业的风险偏好。

业绩补偿承诺的签订也可能抑制企业风险承担水平。基于委托代理理论，李晶晶等^[5]认为，业绩补偿承诺将并购重组中的第二类代理问题变异为并购交易双方与上市公司中小股东的利益冲突。部分劣质资产出让方有动机和能力故意隐瞒真实财务状况，以虚高业绩补偿承诺换取高并购

溢价, 并购方出于提升股价和利益输送等目的也欣然接受此协议^[5]。标的方与上市公司大股东合谋短期套利, 以牺牲中小股东利益为代价放弃不确定性大、复杂性高但富有长期价值的风险投资项目, 转而选择对自身最有利的风险承担水平。

企业的风险承担水平会正向提高企业价值。John 等^[17]研究发现, 被市场视为积极举动的风险承担行为是提高企业绩效和促进企业可持续发展的动力源泉。Fracassi^[18]认为, 高风险承担中蕴含的风险溢价可为企业带来更丰厚的投资回报, 提升企业未来财务绩效, 增强企业核心竞争力。余明桂等^[19]研究发现, 企业的风险承担水平对企业价值的提升具有正向作用。一方面, 风险承担水平高的企业热衷于投资净现值为正但风险相对较高的项目, 而高风险投资项目往往能为企业带来高额回报, 促进企业价值的提升; 另一方面, 风险承担水平高也意味着企业具有强劲的创新动力, 更愿意将资本合理配置到创新型项目等专业化投资领域, 推动企业的技术进步, 提升企业自身的核心竞争力, 最终增加企业整体价值。因此, 企业风险承担水平越高, 高风险、高收益项目占总投资的比重越大, 对企业价值创造越有利。

综上, 企业风险承担在业绩补偿承诺转化为企业价值过程中发挥了关键的传递作用。企业的价值创造一部分由风险投资收益转化而来, 而风险投资收益高低与企业决策中管理层的风险偏好程度息息相关。换言之, 业绩补偿承诺对企业价值的影响要通过管理层在风险决策时对待风险的态度或行为来实现, 而风险承担体现了管理层承担风险的态度或行为^[7]。因此, 风险承担在业绩补偿承诺与企业价值之间发挥了中介作用, 企业并购重组时签订业绩补偿承诺会影响企业风险承担水平, 风险承担水平的差异会导致企业风险资产配置方向与结构的不同, 并最终体现在企业价值上。基于此, 提出以下假设:

H2: 风险承担在业绩补偿承诺与企业价值的关系中起中介作用。

二、研究设计

(一) 模型设定与变量定义

为检验 H1a 和 H1b, 即检验业绩补偿承诺对企业价值的影响, 构建以下模型:

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PCC + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 INDEPEN + \beta_5 HOLD + \beta_6 CBD + \beta_7 SGR + \beta_8 \sum IND + \beta_9 \sum YEAR + \epsilon \quad (1)$$

为检验 H2, 即检验风险承担是否为业绩补偿承诺对企业价值影响的中介变量, 构建以下模型:

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 PCC + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 INDEPEN + \beta_5 HOLD + \beta_6 CBD + \beta_7 SGR + \beta_8 \sum IND + \beta_9 \sum YEAR + \epsilon \quad (2)$$

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 RISK + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 INDEPEN + \beta_5 HOLD + \beta_6 CBD + \beta_7 SGR + \beta_8 \sum IND + \beta_9 \sum YEAR + \epsilon \quad (3)$$

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PCC + \beta_2 RISK + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 INDEPEN + \beta_6 HOLD + \beta_7 CBD + \beta_8 SGR + \beta_9 \sum IND + \beta_{10} \sum YEAR + \epsilon \quad (4)$$

式中: $TobinQ$ 为企业价值, 参考邵帅等^[20]、赵忠涛等^[21]的研究, 采用企业的市场价值与总资产的比值来衡量。PCC 为业绩补偿承诺, 借鉴汤新华等^[22]、徐莉萍等^[23]的做法, 采用哑变量和连续变量两种不同形式度量业绩补偿承诺。其中, PCC1 为哑变量, 若并购交易双方签订了业绩补偿承诺协议, 则取值 1, 否则取值 0; PCC2 为连续变量, 用上市公司当年签订的业绩补偿承诺

总额除以企业总资产来衡量。*RISK* 为企业风险，采用两种方法度量。其中，*RISK1* 参考何瑛等^[24]的处理方式，选择观测时段内的 *Roa* 波动程度来度量企业风险承担水平；*RISK2* 参照刘志远等^[25]的计算方法，采用经年度行业调整后的 *Adj_Roa* 的三期滚动极差来度量企业风险承担水平。*SIZE*、*LEV*、*INDEPEN*、*HOLD*、*CBD*、*SGR*、*IND*、*YEAR* 为控制变量，分别代表企业规模、财务杠杆、独立董事比例、管理层持股比例、董事长与 *CEO* 是否两职合一、可持续增长率、行业和年份。

（二）样本选取与数据来源

选择 2011—2018 年我国 A 股上市公司并购数据作为初始样本，共获得 1995 个包含业绩补偿承诺的并购重组交易样本，数据来源于 Wind 和 CSMAR 数据库。由于企业风险承担变量的衡量需要前后 3 年数据，而目前可获取的数据为 2011—2020 年，故将观测年份定为 2011—2018 年。同时，为消除极端值的影响，对存在异常值的连续变量在 1%和 99%水平上进行 Winsorize 处理。

三、实证结果分析

（一）描述性统计

表 1 报告了变量的描述性统计结果。观测样本中，上市公司的企业价值存在较大差距，并购重组中运用业绩补偿承诺协议的上市公司达到了 30%，业绩补偿承诺占总资产比值差距较大，企业整体风险承担处于较低水平且不同企业之间差异较大。

表 1 描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>TobinQ</i>	3.00	2.22	0.79	2.27	21.48
<i>PCC1</i>	0.30	0.46	0	0	1.00
<i>PCC2</i>	0.14	0.15	0	0.10	1.06
<i>RISK1</i>	7.02	15.09	0.14	2.74	223.98
<i>RISK2</i>	12.76	27.89	0.27	4.92	391.69
<i>SIZE</i>	22.25	0.88	20.26	22.19	25.08
<i>LEV</i>	0.38	0.17	0.05	0.37	0.86
<i>SGR</i>	0.36	0.29	−0.86	0.32	0.98
<i>CBD</i>	0.27	0.45	0	0	1.00
<i>HOLD</i>	0.38	0.21	0	0.35	0.97
<i>INDEPEN</i>	0.37	0.05	0.33	0.33	0.57

（二）基本回归结果分析

1. 业绩补偿承诺对企业价值的影响

表 2 中模型（1）和模型（2）报告了业绩补偿承诺对上市公司企业价值影响的回归结果。业绩补偿承诺连续变量 *PCC2* 的估计系数为 4.9269，哑变量 *PCC1* 的估计系数为 8.0884，且二者均在 1%水平上显著，表明业绩补偿承诺的签订会对企业价值产生正向影响，这说明大部分企业签订业绩补偿承诺协议的最终目的还是提升公司价值，并非短期套利。通过签订业绩补偿承诺协议产生激励效应，降低并购双方信息不对称程度，传递企业经营良好的信号，使得市场的正向反应更为强烈，从而支持了 H1a。

2. 企业风险承担在业绩补偿承诺与企业价值关系中的中介作用

表 2 中模型 (3) 和模型 (4) 报告了业绩补偿承诺与企业风险承担的回归结果。 $PCC2$ 的估计系数为 12.3335，在 5% 的水平上显著为正， $PCC1$ 的估计系数为 2.4542，在 1% 水平上显著为正，说明签订业绩补偿承诺可以显著提升企业管理层的风险承担水平，使管理层在企业后续经营决策中更偏好高风险的投资项目。表 2 中模型 (5) 和模型 (6) 报告了风险承担对企业价值的影响。风险承担 $RISK1$ 与企业价值 $TobinQ$ 在 1% 水平显著正相关，表明风险承担水平越高的企业在投资决策中越倾向于高风险高收益项目，越有利于实现企业价值最大化。表 2 中模型 (7) 和模型 (8) 报告了业绩补偿承诺、风险承担与企业价值的回归结果。风险承担 $RISK1$ 的估计系数在 1% 水平上显著为正， $PCC1$ 和 $PCC2$ 的估计系数均在 1% 水平上显著为正，但与模型 (1) 和模型 (2) 系数相比均出现了不同程度的下降，说明业绩补偿承诺的签订能够通过提升并购重组企业风险承担水平来增加企业价值。

Sobel 检验结果表明，因变量 $PCC1$ 和 $PCC2$ 的 Sobel Z 值分别为 1.9440 和 2.0700，在 10% 和 5% 水平显著为正，表明企业风险承担在业绩补偿承诺与企业价值关系中存在正向中介作用。出于稳健性考虑，还运用 Bootstrap 方法对样本进行 1000 次重复取样，结果显示，误差修正的 95% 的置信区间不包含 0，中介效应得以验证，实证结果支持 H2。

表 2 业绩补偿承诺、风险承担与企业价值

变量	<i>TobinQ</i>		<i>RISK1</i>		<i>TobinQ</i>			
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)	模型 (7)	模型 (8)
<i>PCC1</i>		8.0884 *** (3.6085)		2.4542 *** (3.3984)				7.9480 *** (3.5530)
<i>PCC2</i>	4.9269 *** (3.5856)		12.3335 ** (2.3499)				4.7419 *** (9.4977)	
<i>RISK1</i>					0.0202 *** (4.2158)	0.1956 *** (2.9248)	0.0159 *** (3.5836)	0.1904 *** (2.8566)
<i>SIZE</i>	-0.5787 *** (-6.3567)	-22.6794 *** (-15.2567)	0.4894 (0.5025)	-1.5718 *** (-5.3781)	-0.7666 *** (-7.7305)	-20.4722 *** (-14.9175)	-0.5623 *** (-5.9681)	-22.5228 *** (-15.1747)
<i>LEV</i>	-1.0998 * (-1.8554)	19.8414 *** (3.9279)	1.8619 (0.3710)	15.4301 *** (9.9702)	-1.6960 *** (-3.2604)	17.5913 *** (3.4513)	-1.1393 ** (-2.3507)	18.0248 *** (3.5481)
<i>SGR</i>	0.3895 * (1.8531)	-0.6218 (-0.7514)	-0.9930 (-0.3928)	-1.5487 *** (-3.9976)	0.2485 (0.9772)	-0.4893 (-0.5891)	0.3929 * (1.6669)	-0.4564 (-0.5515)
<i>CBD</i>	0.3280 * (1.7951)	0.9971 (0.4704)	-1.0372 (-0.6605)	0.2905 (0.4377)	0.3457 ** (2.0879)	1.1810 (0.5564)	0.3501 ** (2.2862)	1.0630 (0.5026)
<i>HOLD</i>	0.8456 *** (2.6901)	-7.0077 ** (-1.9616)	-2.6816 (-0.7926)	-0.7814 (-0.6034)	1.1121 *** (3.1472)	-6.6827 * (-1.8665)	0.8289 ** (2.5259)	-6.5875 * (-1.8465)
<i>INDEPEN</i>	-2.7618 * (-1.9081)	-13.0066 (-0.6453)	0.7682 (0.0528)	2.2182 (0.3756)	-1.6683 (-1.1119)	-12.2036 (-0.6045)	-3.3510 ** (-2.3952)	-11.8161 (-0.5874)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
-cons	15.4308 *** (6.5472)	485.9108 *** (15.0442)	-22.9946 (-0.7668)	33.1423 *** (4.9843)	20.1620 *** (8.3584)	437.7636 *** (14.6074)	15.3519 *** (6.7102)	481.2231 *** (14.9129)
<i>N</i>	557	1995	557	1995	557	1995	557	1995
<i>R²</i>	0.5644	0.1417	0.0717	0.0909	0.4586	0.1393	0.5378	0.1460

注：* 表示 $p < 10\%$ ，** 表示 $p < 5\%$ ，*** 表示 $p < 1\%$ ；括号内为 t 值；表 3~6 同。

(三) 稳健性检验

1. 替换风险承担变量的度量方式

采用 *RISK2* 作为企业风险承担替代变量, 表 3 中模型 (1)、模型 (2)、模型 (3) 的回归结果均与表 2 一致。进一步进行 Sobel 检验, *Sobel Z* 值为 1.83, 表明中介效应成立, 因此, 采用三期滚动极差作为企业风险承担的替代变量不改变本文结论, 本文结论具有稳健性。

2. 替换企业价值变量的度量方式

参考王竹泉等^[26]对企业价值的衡量方法, 选用总资产回报率 (*ROA*) 作为度量企业价值的替代指标, 采用固定效应回归方法以避免可能存在不随时间变化因素的遗漏问题。表 3 中模型 (3) 至模型 (8) 的稳健性检验回归结果表明, 企业风险承担 *RISK1* 和 *RISK2* 在业绩补偿承诺与企业价值关系中起正向传导作用, 检验结果与前文一致。

表 3 风险承担和企业价值替代变量回归结果

变量	<i>RISK2</i>		<i>TobinQ</i>		<i>ROA</i>			
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)	模型 (7)	模型 (8)
<i>PCC2</i>	20.8325** (2.1484)		4.7633*** (9.5298)	0.2010*** (3.0605)			0.1518** (2.4846)	0.1897*** (2.8799)
<i>RISK1</i>					0.0070*** (8.3558)		0.0068*** (8.1234)	
<i>RISK2</i>		0.0102*** (3.9279)	0.0080*** (3.3248)			0.0011* (1.9471)		0.0009* (1.6576)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>-cons</i>	-31.9197 (-0.5761)	20.0654*** (8.3008)	15.2539*** (6.6582)	-4.3379*** (-6.7242)	-2.4371*** (-6.6668)	-2.7450*** (-6.9860)	-3.6344*** (-6.0231)	-4.2326*** (-6.5439)
<i>N</i>	557	557	557	673	673	673	673	673
<i>R²</i>	0.0722	0.4563	0.5362	0.5576	0.6159	0.5514	0.6219	0.5607

3. 工具变量法

选择同年份公司所处行业内其他上市公司并购重组时签订业绩补偿承诺的比例 (*VAM*) 作为工具变量, 采用两阶段最小二乘法 (2SLS) 进行稳健性检验。表 4 中模型 (1)、模型 (2) 报告了 2SLS 的估计结果。模型 (1) 中工具变量 *VAM* 的估计系数为 0.1637, 在 5% 的水平上显著为正, 表明同年份公司所处行业内其他上市公司并购重组时签订业绩补偿承诺的比例对本公司签订业绩补偿承诺具有显著的正向影响。模型 (2) 中第二阶段以 *TobinQ* 为被解释变量, *PCC1* 的估计系数为 130.3624, 在 10% 的水平上显著。因此, 考虑内生性问题后, 并购重组企业签订业绩补偿承诺仍然能够显著提升企业价值, 支持本文的研究结论。

4. 倾向得分匹配-双重差分法 (*PSM-DID*)

参照杨志强等^[27]的方法, 采用双重差分法检验业绩补偿承诺的签订对企业风险承担和企业价值的影响以及企业风险承担的中介效应。将需要研究的样本分为两组: 处理组是并购中签订业绩补偿承诺协议的企业, *Treated* 取值 1; 控制组为并购中没有签订业绩补偿承诺协议的企业, *Treated* 取值 0。在此基础上进行时间差分, 签订业绩补偿承诺前的样本 *Time* 取值 0, 签订业绩补偿承诺后的样本 *Time* 取值 1, 建立如下模型:

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 DID + \beta_2 Treated + \beta_3 Time + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 INDEPEN + \beta_7 HOLD + \beta_8 CBD + \beta_9 SGR + \beta_{\lambda} \sum IND + \beta_{\gamma} \sum YEAR + \epsilon \quad (5)$$

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 DID + \beta_2 Treated + \beta_3 Time + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 INDEPEN + \beta_7 HOLD + \beta_8 CBD + \beta_9 SGR + \beta_{\lambda} \sum IND + \beta_{\gamma} \sum YEAR + \epsilon \quad (6)$$

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 DID + \beta_2 Treated + \beta_3 Time + \beta_4 RISK + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 INDEPEN + \beta_8 HOLD + \beta_9 CBD + \beta_{10} SGR + \beta_{\lambda} \sum IND + \beta_{\gamma} \sum YEAR + \epsilon \quad (7)$$

式中: DID 是双重差分变量, $DID = Treated \cdot Time$ 。本部分采用倾向得分匹配法对样本进行匹配筛选, 以 $Treated$ 为被解释变量, 采取卡尺最近邻匹配方法, 在两组之间进行 1:1 有放回匹配。

表 4 报告了倾向得分匹配-双重差分法的回归结果。其中, 模型 (3) 检验了业绩补偿承诺的签订对企业价值的影响, 双重差分项 DID 的估计系数为 0.7010, 在 1% 水平上显著为正, 表明并购重组企业签订业绩补偿承诺可以显著增加企业价值。模型 (4) 和模型 (5) 表明了业绩补偿承诺与企业风险承担在 10% 水平显著正相关。模型 (6) 和模型 (7) 中双重差分项 DID 的回归系数分别为 0.6745 和 0.6624, 风险承担 $RISK1$ 和 $RISK2$ 的回归系数分别为 0.0173 和 0.0090, 均在 1% 水平上显著为正, 结论与前文一致。因此, 倾向得分匹配-双重差分模型的回归结果仍然支持并购重组企业签订业绩补偿承诺可提升企业风险承担水平, 进而有利于企业价值创造这一假设。

表 4 工具变量法和倾向得分匹配-双重差分法回归结果

变量	PCC1	TobinQ		RISK1	RISK2	TobinQ	
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)	模型 (7)
VAM	0.1637 ** (2.2215)						
PCC1		130.3624 * (1.9059)					
DID			0.7010 *** (5.3008)	1.5361 (1.1420)	4.2990 * (1.6613)	0.6745 *** (5.1387)	0.6624 *** (5.0387)
RISK1					0.0173 *** (5.2476)		
RISK2							0.0090 *** (5.0601)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
PSM			是	是	是	是	是
-cons	-5.4482 *** (-16.3947)	1200 *** (3.0621)	21.9820 *** (18.9656)	19.1530 (1.2725)	40.7620 (1.4491)	21.6515 *** (18.8066)	21.6159 *** (18.7556)
N	1995	1995	1626	1626	1626	1626	1626
R ²	0.5629		0.4068	0.0595	0.0661	0.4168	0.4161

5. Heckman 两阶段模型

采用 Heckman 两阶段法对样本进行检验。借鉴张国珍等^[28]的做法, 在 Heckman 第一阶段构建的 Probit 回归模型中, 以业绩补偿承诺签订与否 ($PCC1$) 作为被解释变量, 将可能影响此

事项的变量作为解释变量，同时在第一阶段模型中加入滞后一期 $PCC1$ 作为外生工具变量 (IV)。表 5 中模型 (1) 报告了第一阶段的回归结果，工具变量 IV 与 $PCC1$ 在 1% 水平上显著正相关。计算逆米尔斯比率 (IMR)，并将计算得到的逆米尔斯比率 (IMR) 作为控制变量加入第二阶段模型进行回归。模型 (2) 和模型 (3) 检验业绩补偿承诺对风险承担的影响，模型 (4) 检验业绩补偿承诺对企业价值的影响，模型 (5) 检验业绩补偿承诺和企业风险承担水平同时对企业价值的作用。模型 (2) 中 IMR 回归系数在 10% 水平上显著为正，但控制了 IMR 之后， $PCC1$ 的回归系数仍然在 1% 的水平上显著为正。模型 (3)、模型 (4)、模型 (5) 中 IMR 的系数不显著，且业绩补偿承诺 $PCC1$ 和企业风险承担 $RISK1$ 的回归系数依旧在 1% 的水平上显著为正，说明本文所得出的结论基本稳健。

表 5 Heckman 两阶段回归结果

变量	$PCC1$	$RISK1$	$RISK2$	$TobinQ$	
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)
$PCC1$		3.2983 *** (2.8311)	5.5571 *** (2.6115)	11.6060 *** (3.3612)	10.9789 *** (3.1877)
$RISK1$					0.2910 *** (3.0556)
IV	4.7123 *** (7.1776)				
IMR		0.4993 * (1.7218)	0.5647 (1.0663)	0.6738 (0.7693)	0.4900 (0.5606)
$Controls$	控制	控制	控制	控制	控制
$YEAR$	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制
$_cons$	-15.7674 *** (-7.1828)	13.1276 (1.4855)		715.3101 *** (13.2871)	711.4261 *** (13.2685)
N	1324	1324	1324	1324	1324
R^2		0.0441	0.0417	0.1885	0.1964

(四) 进一步研究

1. 环境不确定性的调节作用检验

并购重组企业一旦做出业绩补偿承诺即负有达到承诺业绩水平的责任，但制度变革、客户更替、偏好更新、技术转型等外部环境变化会对企业日常经营活动造成冲击，市场竞争由此加剧，企业面临市场份额骤减的风险，无法完成承诺业绩目标的可能性也随之增加。前景理论认为，损失前景下的企业具有更强的风险偏好^[29]。因此，身处逆境的危机感会倒逼管理层主观能动地承担风险，调整企业风险资产配置，同时优化或改变经营战略和发展路径，最终有效增强企业的行业竞争优势，对企业价值产生积极影响。本部分使用环境不确定性 BQD 作为调节变量，建立模型 (8) 进行检验。

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PCC2 + \beta_2 BQD + \beta_3 PCC2 \times BQD + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 INDEPEN + \beta_7 HOLD + \beta_8 CBD + \beta_9 SGR + \beta_{10} \sum IND + \beta_{11} \sum YEAR + \epsilon \tag{8}$$

借鉴申慧慧等^[30]的做法，用模型 (9) 的残差估计每个企业过去 5 年的非正常销售收入。

$$Sale = \beta_0 + \beta_1 YEAR + \epsilon \tag{9}$$

式中， $Sale$ 表示企业销售收入。用企业过去 5 年非正常销售收入的标准差除以过去 5 年销售收入的平均值得到未经行业调整的环境不确定性，再用该数据除以同年度同行业所有企业未经行业调整的环境不确定性的中位数，所得结果为环境不确定性 (BQD)。回归结果见表 6。模型 (1) 环境不确定性的估计系数为 0.2434，在 1% 水平上显著为正，说明环境不确定性正向影响企业价值。模型 (2) 在模型 (1) 的基础上增加了业绩补偿承诺与环境不确定性的交乘项 $PCC2 \cdot BQD$ ，

$PCC2 \cdot BQD$ 的估计系数在 1%水平上显著为正, 说明环境不确定性对业绩补偿承诺与企业价值之间的关系产生正向的调节作用, 即环境不确定性促使并购重组企业管理层勇于承担风险, 提升了企业价值, 与预期一致。

2. 财务柔性的调节作用检验

一方面, 财务柔性储备提高了企业的风险投资能力^[31]; 另一方面, 财务柔性降低了企业在风险投资过程中的交易协调成本, 很大程度上提升了资金结构的调整效率, 可见财务柔性能够在并购企业投资过程中发挥巨大效能, 对企业价值起到强有力的推动作用^[32]。选用财务柔性 FF 作为调节变量, 建立模型 (10) 进行检验。财务柔性=现金柔性+负债融资柔性, 其中现金柔性=企业现金比率-行业现金比率, 负债融资柔性=Max (0, 行业平均负债比率-企业负债比率)。

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PCC2 + \beta_2 FF + \beta_3 PCC2 \times FF + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 INDEPEN + \beta_7 HOLD + \beta_8 CBD + \beta_9 SGR + \beta_{\lambda} \sum IND + \beta_{\gamma} \sum YEAR + \epsilon \quad (10)$$

表 6 中模型 (3) 财务柔性的估计系数为 1.0374, 说明财务柔性正向影响企业价值; 模型 (4) 在模型 (3) 的基础上增加了业绩补偿承诺与财务柔性的交乘项 $PCC2 \cdot FF$, $PCC2 \cdot FF$ 的估计系数在 1%水平上显著为正, 表明财务柔性正向调节了业绩补偿承诺与企业价值之间的关系。

表 6 环境不确定性和财务柔性调节作用回归结果

变量	TobinQ			
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)
$PCC2$	4.7124*** (3.8242)	3.0381*** (6.2301)	4.8237*** (9.5244)	4.6360*** (9.3854)
BQD	0.2434*** (3.1391)	0.3044*** (2.8756)		
FF			1.0374(1.4238)	1.0710(1.5107)
$PCC2 \cdot BQD$		5.8027*** (10.0193)		
$PCC2 \cdot FF$				27.3830*** (5.5335)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
$YEAR$	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制
$_cons$	16.1560*** (7.3763)	17.8961*** (8.4814)	15.2558*** (6.5964)	15.6260*** (6.9407)
N	557	557	557	557
R^2	0.5365	0.6147	0.5283	0.5543

四、结论与启示

以 2011—2018 年我国上市公司的并购样本作为研究对象, 考察了业绩补偿承诺的企业价值创造效应机制。实证结果表明: 第一, 并购重组企业签订业绩补偿承诺对企业价值具有显著正向影响。第二, 机制检验结果表明, 风险承担是业绩补偿承诺正向影响企业价值的中介机制之一, 即并购重组企业签订业绩补偿承诺通过提高管理层的风险承担水平进而对企业价值产生积极影响。第三, 环境不确定性和财务柔性在业绩补偿承诺与企业价值二者关系中均起到了正向调节的作用。经过一系列稳健性检验后, 结论依然成立。

研究结论提供了如下参考建议: 第一, 收购方企业应基于长期导向, 在并购中积极引入业绩补偿承诺协议这一契约工具向外界传递积极信息, 以达到改变企业风险偏好和风险资产配置, 使管理层在投资决策中倾向高风险高收益项目, 最大化提升企业价值的目的, 但同时要理性看待业

绩补偿承诺,重视对承诺业绩目标合理性的事前监督把控。第二,签订业绩补偿承诺的并购企业要时刻关注外部环境不确定性带来的技术转型冲击和市场需求改变,及时培育技术优势,采取富有竞争性的策略;同时维持稳定的财务柔性水平,保持动荡环境下的高效投资,刺激企业创造更多价值。第三,标的方应审慎选择并购交易方,并尽可能采用更富有弹性的承诺协议条款以降低自身风险。第四,中小股东应根据并购交易双方签订的业绩补偿承诺协议,对标的资产估值和质量予以足够关注和科学判断,认清交易实质后理性投资。第五,监管部门一方面要完善标的资产事前信息披露的相关规章制度来更好保护上市公司中小投资者利益;另一方面要加强对并购交易双方业绩补偿承诺协议签订履行情况的监督审核。对于控股股东或终极控制人注入劣质资产炒作业绩补偿承诺概念以抬高上市公司股价套利的情况,应加大处罚力度。

参考文献:

- [1] CRAIG B, SMITH A. The art of earnouts [J]. Strategic finance, 2003 (84): 44-47.
- [2] DIONNE G, LA HAYE M, BERGERÈS A S. Does asymmetric information affect the premium in mergers and acquisitions? [J]. Canadian journal of economics, 2015, 48 (3): 819-852.
- [3] 翟进步, 李嘉辉, 顾桢. 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗 [J]. 会计研究, 2019 (6): 35-42.
- [4] 尹美群, 吴博. 业绩补偿承诺对信息不对称的缓解效应: 来自中小板与创业板的经验研究 [J]. 中央财经大学学报, 2019 (10): 53-67.
- [5] 李晶晶, 郭颖文, 魏明海. 事与愿违: 并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险? [J]. 会计研究, 2020 (4): 37-44.
- [6] 李晶晶, 关月琴, 魏明海, 等. 商誉、准则与制度: 万亿商誉资产之谜 [J]. 经济管理, 2020, 42 (12): 151-167.
- [7] 高磊, 晓芳, 王彦东. 多个大股东、风险承担与企业价值 [J]. 南开管理评论, 2020, 23 (5): 124-133.
- [8] 杨超, 谢志华, 宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效 [J]. 南开管理评论, 2018, 21 (6): 198-209.
- [9] GROSSMAN S J, HART O D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration [J]. Journal of political economy, 1986, 94 (4): 691-719.
- [10] HART O, MOORE J. Property rights and the nature of the firm [J]. Journal of political economy, 1990, 98 (6): 1119-1158.
- [11] 高翀, 石昕. 并购业绩承诺兑现会影响审计意见吗? [J]. 审计与经济研究, 2021, 36 (1): 48-57.
- [12] CADMAN B, CARRIZOSA R, FAUREL L. Economic determinants and information environment effects of earnouts: new insights from SFAS 141 (R) [J]. Journal of accounting research, 2014, 52 (1): 37-74.
- [13] CAI Y, SEVILIR M. Board connections and M&A transactions [J]. Journal of financial economics, 2012, 103 (2): 327-349.
- [14] MARTIN G, GÖZÜBÜYÜK R, BECERRA M. Interlocks and firm performance: the role of uncertainty in the directorate interlock-performance relationship [J]. Strategic management journal, 2015, 36 (2): 235-253.
- [15] 徐婷婷, 柳建华, 陆军. 业绩补偿承诺与融资约束: 基于中国并购的实证研究 [J]. 金融学季刊, 2019, 13 (3): 1-22.
- [16] 张敏, 童丽静, 许浩然. 社会网络与企业风险承担: 基于我国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2015 (11): 161-175.
- [17] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking [J]. The journal of finance, 2008, 63 (4): 1679-1728.
- [18] FRACASSI C. Corporate finance policies and social networks [J]. Management science, 2016, 63 (8): 2420-2438.
- [19] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担 [J]. 金融研究, 2013 (1): 149-163.
- [20] 邵帅, 吕长江. 实际控制人直接持股可以提升公司价值吗?: 来自中国民营上市公司的证据 [J]. 管理世界, 2015 (5): 134-146.
- [21] 赵忠涛, 李长英. 专利质量如何影响了企业价值? [J]. 经济管理, 2020, 42 (12): 59-75.
- [22] 汤新华, 郑煜琦. 业绩承诺负担、现金持有与研发投入 [J]. 中国注册会计师, 2021 (1): 51-55.
- [23] 徐莉萍, 关月琴, 辛宇. 控股股东股权质押与并购业绩承诺: 基于市值管理视角的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2021

- (1): 136-154.
- [24] 何瑛, 于文蕾, 杨棉之. CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值 [J]. 中国工业经济, 2019 (9): 155-173.
- [25] 刘志远, 王存峰, 彭涛, 等. 政策不确定性与企业风险承担: 机遇预期效应还是损失规避效应 [J]. 南开经济评论, 2017, 20 (6): 15-27.
- [26] 王竹泉, 段丙蕾, 王苑琢, 等. 资本错配、资产专用性与公司价值: 基于营业活动重新分类的视角 [J]. 中国工业经济, 2017 (3): 120-138.
- [27] 杨志强, 曹鑫雨, 胡小路. 大股东的业绩补偿承诺抑制上市公司研发创新吗?: 基于重大重组并购的经验证据 [J]. 北京理工大学学报 (社会科学版), 2019, 21 (3): 116-125.
- [28] 张国珍, 潘爱玲, 邱金龙. 期望理论解构下的并购业绩承诺与标的方盈余管理 [J]. 商业研究, 2020 (9): 121-131.
- [29] 何晴晴, 杨柳, 潘镇. 创新还是寻租? 业绩期望落差对企业风险承担行为的影响 [J]. 商业经济与管理, 2020 (7): 71-85.
- [30] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率 [J]. 经济研究, 2012, 47 (7): 113-126.
- [31] DENIS D J, SIBILKOV V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings [J]. The review of financial studies, 2009, 23 (1): 247-269.
- [32] 王文华, 陆芊芊, 陆华良. 创新价值链视角下财务柔性与社会资本的交互效应研究 [J]. 常州大学学报 (社会科学版), 2020, 21 (5): 45-53.

On the Mechanism of Enterprise Value Creation Effect of Performance Compensation Commitment from the Perspective of Risk-taking

Wang Wenhua, Ding Jiayan

Abstract: This paper takes risk-taking as the starting point to study the impact of the signing of performance compensation commitment on enterprise value creation in merger, acquisition and reorganization. The results show that under the background of merger, acquisition and reorganization, performance compensation commitment can effectively improve the risk-taking level of enterprises and contribute to the overall enterprise value creation; risk-taking has a partial mediating effect on the relationship between performance compensation commitment and enterprise value. The test result of regulating effect shows that environmental uncertainty and financial flexibility can strengthen the value creation effect of performance compensation commitment. This study not only provides more rigorous evidence of the promotion effect of performance compensation commitment on enterprise value, but also reveals an acting path of performance compensation commitment on enterprise value from a new perspective.

Keywords: performance compensation commitment; risk-taking; enterprise value creation; environmental uncertainty; financial flexibility

(收稿日期: 2021-09-27; 责任编辑: 沈秀)