摘 要

伴随着中国经济全球化进程的不断推进，目前中国资本市场中的企业间并购重组呈现出一片欣欣向荣的景象。在中国，针对企业并购重组过程中存在的信息不对称和保护投资者利益等问题，企业运用对赌协议进行估值调整的现象越来越普遍。当买卖各方就标的物的价值与价格相互博弈时，对赌协议中所规定的具体条款必然是一个值得考量的问题。本文拟以上市公司在并购项目过程中签署对赌协议对上市公司并购绩效的影响作用为切入点，以不同的对赌条款安排具体展开，探讨不同的对赌条件对于短期并购绩效和长期并购绩效的不同作用。

尽管目前国内外的相关研究已经关注到了对赌协议对于企业并购绩效的影响，但是针对对赌具体条款安排出发，探讨各个条款安排分别对于并购方企业短期并购绩效和长期并购绩效的作用效果差异的研究还不足。本文的特色在于从信息不对称理论、激励理论和委托代理理论出发，将企业并购绩效的关键影响要素聚焦于对赌协议及其具体条款安排。以此角度分析并购对上市公司长期和短期业绩的影响，完善企业并购的研究成果，为对赌协议在并购交易的中发挥其最大效用做出贡献。

本文以 2014-2019 年在沪、深两市 A 股主板、中小板与创业板的上市公司样本为研究对象，从两个方面展开研究：（1）考察对赌协议对上市公司并购绩效的影响，探讨对赌协议对上市公司并购后短期绩效和长期绩效是否起保护作用。（2）在以上研究基础上，从对赌协议的具体条款安排入手，包括业绩承诺水平、补偿方式、补偿方向以及对赌期限等方面，进一步考察对赌合同安排对上市公司并购中的短期和长期业绩的影响。

通过研究，得到以下结论：

（1）在并购项目中引入对赌协议，会短期内显著提高并购绩效，而对长期并购绩效的是起负面作用的。

（2）对赌协议中高业绩承诺水平条款在短期内对并购绩效起负面作用，而对长期绩效影响不显著。

（3）根据对赌协议中补偿方法的研究，现金补偿在短期内会降低并购绩效，股份补偿在短期内会有利于并购绩效的提升。但从长期来看，两种补偿方法对并购绩效都没有重大影响。

（4）根据对赌协议中补偿方向条款的研究，补偿方向对并购绩效的影响不显著。

（5）根据对赌协议中对赌期限条款的研究，短期对赌和长期对赌对并购绩效的影响均不显著。

就本文的研究，我们可以得到一些启示：在并购项目中，签订对赌协议可以短期内发挥一定积极作用，但不利于长期并购绩效。这很有可能存在为了完成对赌而做高短期业绩的现象，如此做法必定会压低后期绩效，不利于企业长期发展。不同的条款组合对上市公司短期和长期并购绩效影响不同，许多条款影响短期绩效，但对长期业绩几乎没有影响。所以上市公司对于对赌协议的作用要保持理性看待，并设置合理的条款。监管层应积极参与改进对赌协议条款设置，一方面要确立对承诺方更具有约束力的业绩对赌条款，另一方面，加大对虚高业绩承诺的惩罚力度。

关键词：对赌协议；并购绩效；信息不对称；业绩承诺

Abstract

Along with the continuous advancement of China's economic globalization, M&A and restructuring among enterprises in China's capital market is now showing a flourishing scene. In China, it is becoming more and more common for companies to use VAM for valuation adjustment in response to the problems of information asymmetry and protection of investors' interests in the process of M&A and restructuring. When buyers and sellers play against each other regarding the value and price of the subject matter, the specific terms stipulated in the betting agreement are certainly an issue worth considering. This paper intends to take the effect of VAM signed by listed companies in the process of M&A projects on the M&A performance of listed companies as the starting point, and to explore the different effects of different betting terms on short-term M&A performance and long-term M&A performance with the specific arrangement of different betting terms.

Although relevant domestic and international studies have focused on the effects of VAM on M&A performance, there is a lack of research that explores the differences in the effects of each betting arrangement on the short-term and long-term M&A performance of M&A firms. The special feature of this paper is to focus on the key influencing factors of corporate M&A performance from information asymmetry theory, incentive theory and principal-agent theory, focus on the betting agreement and its specific clause arrangements, analyze the impact of M&A on the long-term and short-term performance of listed companies, improve the research results of corporate M&A, and contribute to the maximum effectiveness of VAM in M&A transactions.

This paper takes a sample of listed companies in Shanghai and Shenzhen A-share main board, small and medium-sized board and GEM from 2014-2019 as the research object, and conducts research in two aspects: (1) To examine the impact of the betting agreement on the M&A performance of listed companies, and

to explore whether the betting agreement plays a protective role on the short-term performance and long-term performance of listed companies after M&A. (2) On the basis of the previous study, the impact of the betting contract arrangement on the short-term and long-term performance in M&A of listed companies is further examined in terms of the specific terms of the betting agreement arrangement, including the level of performance commitment, compensation method, compensation direction, and betting period.

The following conclusions were obtained from the study.

(1) The introduction of VAM in M&A projects will significantly improve M&A performance in the short term, while it is negative for long-term M&A performance.

(2) The performance commitment level clause in the betting agreement has a negative effect on M&A performance in the short term, while it does not have a significant effect on long-term performance.

(3) According to research on compensation methods in VAM, cash compensation reduces M&A performance in the short term, and share compensation can benefit M&A performance in the short term. However, in the long term, neither compensation method has a significant impact on M&A performance.

(4) Among the compensation direction clauses in the VAM, the impact of compensation direction on M&A performance is not significant.

(5) In the betting term clause in the betting agreement, the effects of both short-term betting and long-term betting on M&A performance are insignificant.

With respect to the study in this paper, we can get some insights that in M&A projects, signing a betting agreement can play a certain positive role in the short term, but not in the long term M&A performance. It is likely that the phenomenon of making high short-term performance in order to complete the betting is bound to depress the later performance, which is detrimental to the long-term development of the company. Different combinations of terms have different effects on the short-term and long-term M&A performance of listed companies, with many terms affecting short-term performance but having little or no effect on long-term performance. Therefore, listed companies should keep a rational view on the role of VAM and set reasonable terms. The regulator should actively

participate in improving the terms of VAM by establishing performance betting terms that are more binding for the promising parties on the one hand, and increasing the penalties for inflated performance promises on the other.

Keywords: VAM; M&A performance; information asymmetry; performance commitment

目 录

1 绪论 1

1.1 研究背景和研究意义 1

1.1.1 研究背景 1

1.1.2 研究意义 2

1.2 研究思路与内容 3

1.3 研究方法 5

1.4 本文创新点 6

2 文献综述 7

2.1 关于对赌协议的动因研究 7

2.2 关于对赌协议与并购绩效文献研究 8

2.3 并购项目中对赌协议存在的风险 10

2.4 文献评述 11

3 理论分析与研究假设 12

3.1 相关定义 12

3.1.1 并购绩效 12

3.1.2 对赌协议 12

3.2 理论基础 13

3.2.1 信息不对称理论 13

3.2.2 委托代理理论 14

3.2.3 激励理论 15

3.3 理论分析与研究假设 16

3.3.1 对赌协议对公司并购绩效的影响 16

3.3.2 协议中相关条款对其并购绩效的影响 17
4 实证分析 21
4.1 数据来源与样本筛选 21
4.2 变量选择与模型构建 22
4.2.1 变量选择 22
4.2.2 模型构建 25
4.3 实证结果分析 26
4.3.1 对赌协议对企业并购绩效的影响 26
4.3.2 协议中相关条款对其并购绩效的影响 33
4.4 稳定性检验 38
4.4.1 增加控制变量 38
4.4.2 替换变量 40
5 结论与展望 42
5.1 结论 42
5.2 相关建议 44
5.2.1 公司在并购项目中使用对赌协议的建议 44
5.2.2 监管建议 46
5.3 研究不足与展望 46
参考文献 48
致 谢 53

1 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

随着市场经济不断地发展和变化，并购已经成为公司扩大经营规模、优化资源配置、实现战略发展目标的重要方式之一。公司可以通过并购快速有效地获取所需资源，确保产品竞争力，扩大版图，增加盈利，实现企业价值提升。

并购的核心在于对并购标的进行合理估值，但由于在公司并购过程中，普遍存在信息不对称问题。作为在信息资源中处于劣势的一方，并购方掌握的信息可能是被并购方为了促成并购而美化、造假或删减的信息，由此导致并购方做出的估值不合理。如果估值过高，将会对中小股东造成伤害；估值过低，也可能会造成并购效率低下或延期。尽管有前期和第三方调查，也会出现信息不对称的情况，最终导致并购完成后达不到预期效果甚至并购失败。为了解决这一困境，对赌协议在企业并购中得以广泛应用，降低了双方的信息不对称性，对被并购方管理层有很好的激励作用从而增加了并购的成功率。可以将其看作是一种估值调整机制，利用相关协议，在被并购方违约时得到一定的补偿，投资方能够根据协议规定保护自身权益，降低风险。此外，对赌协议也可以为标的公司管理层提供激励，以实现其对赌目标。同时也更有效的进行经营管理，为公司创造更多价值，促进其业务发展，并购双方达到共赢局面。由于其具有较强的抗风险能力，因此，其在我国的证券市场中得到了较多的运用。对赌协议被认为是被并购方违反合同时可以根据合同条款获得补偿的保护机制，对赌协议能够有效地保护投资方的权益。此外，对赌协议还能够激发标的公司管理层为达到对赌目标，更用心地实施经营管理，

创造价值，促进业绩增长，让收购双方收购达到共赢局面。由于其具有较强的估值调整能力和抗风险作用，因此，对赌协议在我国的资本市场中得到了较多的运用。

我国 2008 年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》首次规定交易双方以收益法估值时需签订业绩对赌，2011 年《资产重组管理办法》中再次明确上市公司进行非关联交易时，需要签订对赌协议（郑忱阳等，2019）。但在采用对赌协议进行并购时，尽管能够在一定程度上改善信息不对称问题，但会带来一些新的问题，比如公司为了提升市值故意作出更高的承诺，从而导致公司无法达到预期的业绩承诺。因此在《资产重组管理办法》出台之后，逐步放宽了对对赌协议的要求，并在 2014 年明确了非关联企业可以自由决定是否签订对赌协议。在 2016 年度，将取消对赌协议在重大资产重组中强制使用的规定；随着并购活动在资本市场日渐活跃，对赌协议的使用也越发普遍，今后关于在并购中使用对赌协议的相关制度还会有更多的改进。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

本文运用了信息不对称理论、委托代理理论和激励理论。在并购交易中，存在着诸多的信息障碍，而对赌协议可以有效地降低企业之间的信息不对称，从而削弱被并购方在对赌并购中的相对优势。并购交易发生后，并购方与被并购的标的企业管理层形成了一种委托代理的关系。因此标的企业管理层在对企业未来经营发展做出承诺时会形成一种约束，这种约束可以防止管理层谋求个人利益而偏离并购方的意图，使双方利益趋同。根据激励理论，标的企业管理层会对宏观环境、行业发展、市场风险、竞争对手和客户需求进行密切关注，根据内外部情况做出客观理智的经营方针和生产运营计划，提高公司经营规模和利润。因此，基于这些理论，对赌协议的签订与否会影响到上市公司主并方的经营业绩，各种不同的条款会对并购绩效产生不同作用。本文正是通过实证分析，验证上述理论，本文对丰富现有相关的学术研究具有一定意义。

（2）现实意义

并购顺利完成并非最终目的，实现目的的关键在于能否在并购后整合双方资源。有效使用整合后的资源，为公司带来更多的价值，提高长期经营绩效。本文基于并购方视角，从理论和实证两方面考察了对赌安排的存在及不同对赌安排导致的并购结果的差异。本文除了分析对赌协议对并购方短期并购绩效的影响外，还研究了对长期并购绩效的影响。从研究结果来看，对赌协议及其条款即使在短期内起到积极作用，但是对长期并购绩效没有良好成效。这样的结论在以往研究中比较少见，可以丰富研究内容。本文还将有助于并购方更好地把握对赌协议在并购项目中的作用，拉动并购方企业的长期并购绩效表现。随着文献越来越丰富，有关监管部门也可以在适当合理地运用部分研究结论，进一步健全与对赌协议相关的法律法规和制度，进而对并购双方的行为进行监督，保护上市公司及中小股东的利益。同时也能给广大的投资者提供参考，促进其更加合理地进行投资，从而推进我国的资本市场蓬勃发展。

1.2 研究思路与内容

本文在理论分析和文献研究的基础上，拟搭建多元线性回归模型，将对赌协议对长短期并购绩效的影响和对赌协议各项条款对长短期并购绩效的影响进行实证分析。

本文由绪论、文献综述、理论分析和研究假设、实证分析、结论和展望等五章组成，具体如下：

第一章为绪论。在关于研究背景和意义的部分介绍了对赌协议及其在并购中的作用。同时介绍了在并购交易中利用对赌协议的背景和发展过程。在现有研究成果的基础上，提出了目前对赌协议使用的主要作用。对赌类型不一，本文着重研究的是利润承诺类型的对赌协议对并购绩效的影响，然后此基础上进一步研究对赌协议中条款设置（包括业绩承诺水平、补偿方向、补偿内容和对赌期数）对并购绩效的影响。为了更好的展示并购项目中对赌安排的绩效影响，还将设置一组未签订对赌的样本作为对照组，对比分析对赌协议的效果差异。

第二章为文献综述。分别收集和梳理国内外相关研究，发现关于对赌协议条款中业绩承诺水平对并购绩效的影响比较多，但是对于其他条款的研究较少。同时发现研究对赌与短期绩效的关系的文献较多，而进一步研究其与长期绩效关系的文献较少。我国对赌式并购的相关研究主要集中在法律风险和会计处理上，研究文献往往以案例的形式呈现。

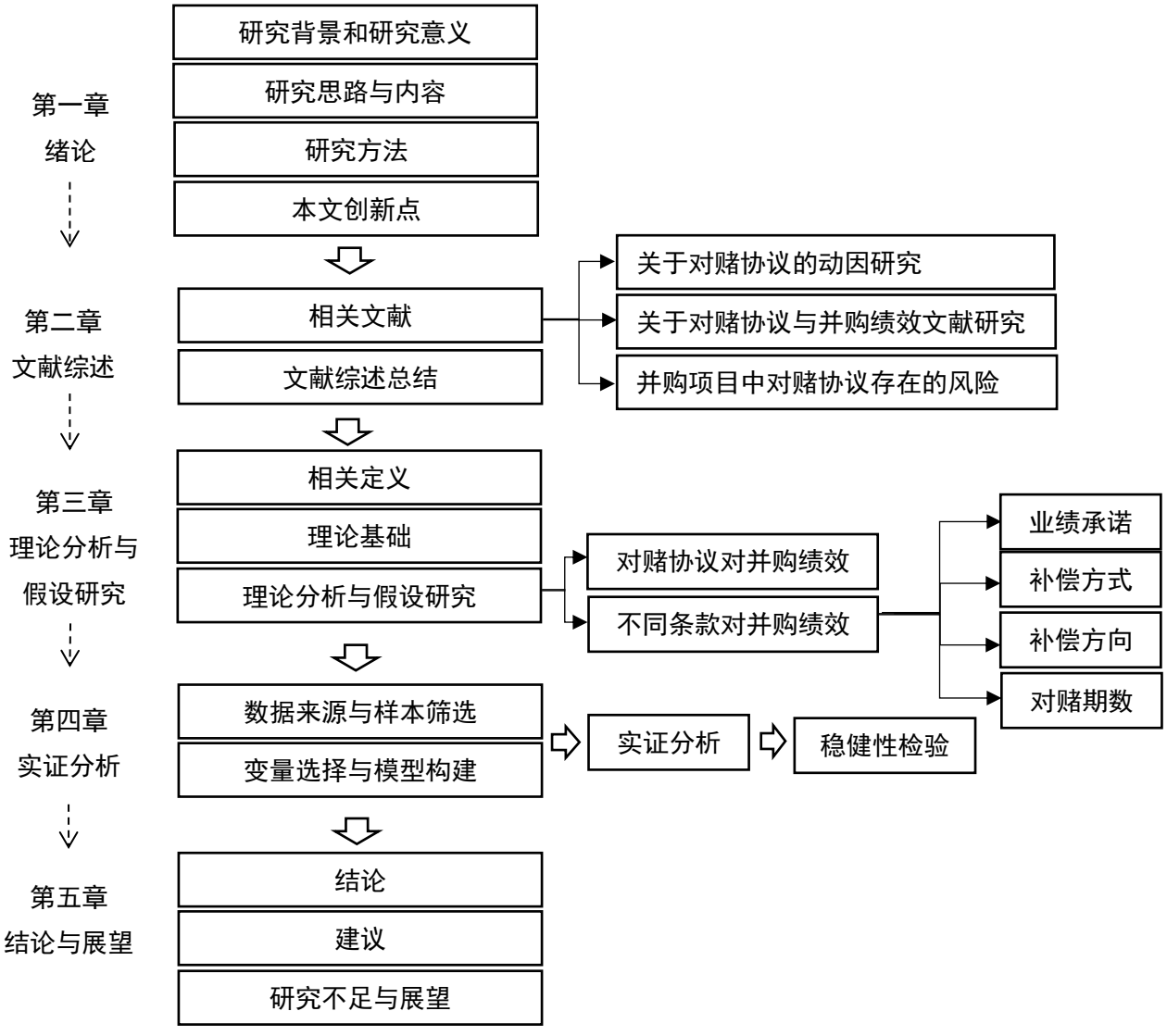
第三章是理论分析和研究假设，总结了公司并购和对赌协议涉及的主要理论基础。随后文章从并购方并购行为入手，首先分析了公司并购项目中签订对赌可以缓解企业并购中存在的信息不对称问题，能够降低并购成本与风险。另外本文还研究了对赌协议的具体条款对并购长短期业绩的作用，以及标的公司可能存在的短视行为对并购后公司业绩的影响。在对文献和理论进行分析后，本文提出了五个假设。

第四章是实证分析，为了研究提出的假设，本文进行严谨的样本筛选、变量选择、模型搭建，然后进行实证分析证明假设，最后对实证结果进行稳定性检验。

第五章是结论和展望，总结了论文理论分析和实证验证的主要结论，解释了不足之处，并提出未来研究的方向。

本文的研究框架如图 1-1 所示。

图 1-1 研究框架图



1.3 研究方法

在相关理论的基础上，本文从并购方的角度出发，通过以下几种方法研究并购项目中对赌安排的绩效影响：

（1）规范研究法。本论文的理论基础、文献综述和研究假设均采用了规范研究法。按照一定的层次，对国内外相关文献展开了梳理，发现文献缺口和尚待探究的领域，进而提出了本文的研究问题。并且通过对相关理论的

分析，提出了研究假设。

（2）实证研究法。本文在国泰安数据库中选取 2014—2019 年间在沪、深两市 A 股的主板、中小板与创业板的上市公司并购事件作为研究对象，建立了样本的筛选标准。并通过建立了多元线性回归模型来检验所提假设，从而得到了本论文的结论。在此基础上，采用独立样本 t 检验、描述性统计和相关性分析以及稳定性检验，以确保数据的可信度。

（3）比较研究法。在进行独立样本 t 检验时将并购样本划分为签订对赌协议组和未签订对赌协议组，通过两个不同样本组对比研究两组并购绩效是否存在差异，以期进一步验证假说。

1.4 本文创新点

本文的创新之处在于两方面，一丰富对赌协议条款的实证研究；二拓展了对赌协议对企业长期并购业绩的作用机制和影响。

第一，以往文献研究主题聚焦于对赌协议的业绩承诺是否合理，对于其他条款研究的比较少，如补偿方式、补偿方向和对赌期数等。本文将关注其他条款的影响，并对其进行实证分析，丰富对赌协议条款的实证研究。

第二，在研究内容方面，以往的学者大部分仅针对并购后一年的短期并购绩效变化量进行了研究，而本文在实证中增加了并购后第二年对赌协议对并购绩效影响的研究。研究发现签订对赌协议在企业并购第二年中显现出并购绩效激励作用不足，可能是由于标的公司管理层为促进并购交易，签下与实际经营情况不相符的业绩对赌。并购后短期内追逐过高的业绩目标而透支了企业的未来发展力，对长期经营造成负面影响。

2 文献综述

2.1 关于对赌协议的动因研究

Barbopoulos 等人（2013）从信息不对称理论研究了英国并购案例，认为可以通过精心设计对赌协议的方式，来降低由于信息不对称而导致的逆向选择和道德风险等问题。由此督促承诺方更努力的完成对赌目标，改善企业经营，提升企业价值。Dionne（2015）也从信息不对称理论角度出发，通过研究在美国 1000 多例的并购事件进行实证分析，发现双方存在信息壁垒。并购方对标的企业的信息掌握不够完全会在并购中产生明显影响，这会影响并购价格，同时也增大并购方的风险。对赌协议作为有效的估值调整工具能够有效地降低信息不对称带来的并购溢价和并购风险。Richard（2008）等学者对对赌式并购所带来的协同效应方面的影响进行了实证。他们对样本进行了抽样，结果显示大多数企业都通过并购显著地提高了企业整体的业绩绩效，从而证明了对赌式并购对企业起到了积极的影响。刘华（2015）将信息不对称理论和激励理论相融合，研究发现在股权投资过程中，对赌可以提供多种约束条件来保护投资人的权益。另外，对赌还能用于对企业的经营管理并能对职工进行有效激励，达到了双赢的效果。Cadman 等（2014）认为对赌协议虽然存在一定风险，但是能对并购进行估值调整。合理有效的协议条款可以激励标的企业管理层和员工更加努力的工作。刘子亚、张建平和裘丽（2015）通过对具有创投基金的创业板上市公司进行研究发现，在创投基金中，对赌是一种能够尽量保证估值合理的估值调整工具。它既能够给创投基金提供快速的融资，又能够对创投基金的权益提供更好的保护。

2.2 关于对赌协议与并购绩效文献研究

在企业并购的发展进程中容易出现许多问题，比如并购前的信息不对称容易造成估值过高，并购成本过大。也有承诺方在对赌履行过程中欺瞒造假行为，还有并购完成后并购双方的资源整合存在问题等等。正确地设计并合理运用对赌协议，可以有效地减少双方摩擦，从而降低并购风险。此外，还可以运用对赌协议的激励理论和委托代理理论，来提高被并企业管理者的积极性。并购双方形成一致目标，从而提高企业价值。

Kohers 等人（2000）首先从信息不对称理论入手，对比研究了签订对赌和不签订对赌的企业并购绩效，分析了 1984-1996 年美国 938 宗签订对赌协议的企业并购绩效。结果表明采用对赌协议后，可以有效打破信息壁垒，纠正估值风险，并购方在并购后三年内都获得超额利润收益。米咏梅（2009）认为对赌协议本质上具有选择期权属性，它是一种金融衍生品，能够让公司受到来自外界的无形的压力，激励标的公司管理者产生更好的经营业绩。除了激励外，也有打破信息壁垒的作用，让并购双方的权益都得到一定的保护。Elmer（2012）提出，对赌协议的内容组成比较复杂，业绩承诺目标、对赌期限、补偿方式等因素都会极大地影响对赌协议的履行。董晴等（2014)通过对濮耐股份与四川双马两家公司之间的对赌并购进行建模分析。结果表明，在两种补偿方式下，股份补偿与现金补偿所能获得的并购绩效是不同的。在股份补偿下，中小股东能够最大限度地发挥自己的股权价值，从而获得更大的利益。荣麟和朱启贵（2018）从信息不对称和委托代理理论的角度，对采用对赌协议是否能有效降低信息不对称带来的委托代理成本，显著提高并购方的并购绩效进行了研究。实证研究证实了这样的观点：在涉及 A 股的并购交易中，并购对赌安排明显改善了短期股价的表现，而涉及非关联方的并购交易也明显改善了公司业绩，对赌协议的积极影响也得到了证实。关静怡和刘娥平（2020）以信息不对称理论和激励理论为基础，通过对赌协议与管理层交易行为之间的联系角度证实对赌协议在调整估值、减少并购成本、降低并购风险方面的积极作用。但同时也发现签订对赌产生的激励效应是有限的。

郑忱阳等（2019）以中国证券监督管理委员会关于并购重组中对赌协议

的相关政策为切入点，运用 PSM-DID 法对 2011-2016 年市场数据进行研究。通过观察政策变动前后上市公司经营绩效与股票价格的变化，他发现企业采取对赌式并购具有更好的并购协同效应。同年，柴芳芳（2019）指出，在并购活动中，并购方和被并购方通常会签署对赌协议，以减少双方所面临的信息不对称的风险。她积极探讨了对赌对并购各方的正面作用，即并购方可以减少并购成本，扩大经营范围，提高公司绩效。被并购公司也因得到了资金支持而提高生产规模，实现销售增长，这是一种双赢的局面。陈贻磊（2021）同样基于激励理论，运用回归分析发现在并购过程中引入对赌协议能够明显改善企业的经营业绩。且在业绩承诺到期后，企业的盈利水平会明显高于并购前。张继德等（2021）利用 2014-2019 年创业板和中小板的上市企业数据，基于对赌协议与公司绩效之间的关系，构建了一个模型。该模型通过实证检验，发现对赌协议对并购绩效有促进作用。

很多学者认为对赌协议对并购有积极影响，但并购后企业价值变化不大或受到负面影响的研究也不少。Cadman（2014）表示，对赌协议可以带来激励，但目标企业管理者只关注短期利益，而忽视长期发展的不良影响。通过对新三板公司的实证研究，刘慧杰（2016）从期权属性和委托代理理论视角出发，通过回归分析得到与之前许多学者不一样的结论：即对赌协议对并购绩效没有直接影响。回归结果并不显著，回归系数为负，这就表明了对赌协议会并非一定能提高并购绩效。邓秋玲（2016）利用案例研究提出，在当下国内并购业绩的短期提高并不能代表公司未来的发展，告诫投资者在投资时应该理性对待。张宁宁（2019）以建装业与九鼎投资为案例，研究了对赌式并购可以在某种程度上缓解民营企业的融资困难，通过签约对赌协议可以获得足够的资本进行经营发展。同时运用常规的财务指标以及市场占有率、社会评价等非财务指标，研究对赌协议对该企业的业绩造成的不利影响。随后进行了详细的分析，给出了相应的建议。Piosik（2021）指出，在对赌期间，部分标的企业为了实现对赌承诺，将对收益进行盈余管理，美化或造假财务数据等。这时并购方要提高警惕，注意防范，一定要对并购标的进行仔细考量。

2.3 并购项目中对赌协议存在的风险

并购风险是指并购后实际收益与预期收益值之间的偏差。据 Healy（1992）称，由于各种不确定因素导致的并购失败和并购合并过程中的不当处理方式，导致企业价值下降即为并购风险。肖静（2011）从激励理论的角度来看，并购对赌风险来源于对赌协议中设立的财务目标。如果设定了合理的财务目标，激励效应会使各方的管理都更加勤勉，而不合理的财务目标则会造成各方将目标设定得过高或者过低，这将直接加速并购交易的失败。周利芬和李秀莲等人（2021）运用期权理论分析了并购交易中的各种风险，过高的对赌业绩目标、相关性甚少的跨行并购等等都会造成并购失败的风险，甚至可能造成公司的破产。该研究建议企业在并购时根据实际情况选择合适的并购标的，灵活设置合理的对赌条款，以降低对赌并购失败的风险。岳晓利（2017）也从信息不对称的角度出发，对企业并购失败的原因进行了分析。他指出，在对赌中未来的宏观因素以及企业的运营模式都是有防线的，并购有失败的可能性。如果并购方在前期以现金支付方式支付交易对价，向被并购方提供了资金，那么并购方的现金流被占用，降低了公司的支付能力和流动运营能力，也影响了并购方的经营。此外，对赌失败还会对并购方上市公司的股价产生不利影响。裘丽（2015）还从信息不对称的角度，讨论了如何防范对赌式并购所带来的风险。她提出，在制定对赌指标、权利与义务等相关条款时，应当综合考量，并进行合理的设定。刘浩等人（2011）发现，业绩对赌会促使被并购公司产生盈余管理行为，而在未达到业绩目标的情况下，被并购方迫于对赌压力，更易产生业绩操纵行为。陈小芳（2018）将并购中的对赌风险分为两类，一是业绩对赌无法完成的风险，二是业绩不达标后造成的业绩补偿风险。对象方履行业绩承诺时，可以利用盈余管理等手段操纵业绩，避免因未完成的对赌而需要支付的业绩补偿，从而增加企业的风险负担。另外，公司在完成对业绩的对赌后，公司的盈利能力不足，可能会有公司业绩下降的危险。高烨和孔德松（2020）使用与陈小芳相同的分类方法，对在 2008-2016 年期间签署对赌协议的 A 股份上市公司进行了实证分析，结果显示，未能履行业绩承诺的股价崩溃的风险很高。

2.4 文献评述

综合上述并购与对赌协议的研究，可以发现对赌协议在国外应用的更早，国外对它的研究更充分，一些结论往往是国外先提出的。国内外学者对对赌协议设立动因，对企业绩效的作用以及风险都有一定成果，但结论不一。从已有的研究中可以看出相关文献主要从信息不对称理论、委托代理理论和激励理论来研究在并购项目中使用对赌协议会对并购绩效的作用及带来的经济后果等方面进行研究。大部分研究体现出对赌协议在降低信息不对称方面的肯定，但随着应用普遍，各种乱象都产生，造成了不同结论。有的学者从对赌协议降低信息不对称、具有激励作用和委托代理角度，研究发现对赌协议能够提高并购方的盈利能力和绩效。有的学者发现经理人在对赌协议期间秉持短视心理，做出破坏公司长期发展价值的行为。从研究结论来看，大多数学者肯定了对赌协议在弥补信息缺失、发挥激励效应的作用，同时也有不少学者指出，对赌协议只是起到了短暂的刺激作用，引入对赌协议存在一定的风险，当业绩承诺过高时反而会增加并购风险带给并购方负面影响。

文献不足之处在于，首先，许多文献是运用财务指标分析以及事件研究法来探讨对赌协议是否提高了并购绩效，得出结论不够具有普遍性。即使是实证分析也较多集中在单一市场和较短年份，样本范围不够全面。另外，很多文献研究主题聚焦于对赌协议的利润承诺是否合理，对于其他条款研究的比较少，如补偿方式、补偿方向和对赌期数等。此外，以往的学者大多只研究了并购后一年的短期绩效影响，没有研究对赌协议对企业长期并购绩效的影响，本文将考虑这些问题。

3 理论分析与研究假设

3.1 相关定义

3.1.1 并购绩效

企业并购绩效的含义，就是在公司完成了并购重组以后，公司能否达到其并购重组的目的，或者公司的并购重组活动能否给公司带来的真正价值。并购成功还是失败，要看并购目的是否达到；并购产生的预期协同效应是否得到充分发挥；并购对企业未来的发展能否起到推进的效果；并购资源的分配是否妥当的。这些问题都与并购业绩的评价有着紧密的联系。

彭志刚等人(1999)在《上市公司资产重组的动因、模式与绩效》文章中指出，上市公司并购成果的定义可以从微观、中观和宏观三个层面展开。微观层面是对上市公司资产结构调整的造成的公司层面的变化研究，这些变化包括上市公司的经营情况、内部治理结构、公司发展规划等方面的改变等。中观层次针对上市公司资产重组与金融市场相互造成的影响进行研究。宏观层面是上市公司资产重组对国有库存资产激活及宏观产业结构调整和升级推进的影响研究。本文的并购绩效研究是从微观层面进行的。

3.1.2 对赌协议

对赌协议的英语原称为“Valuation Adjustment Mechanism(VAM)”，中文为译为估值调整协议。在我国的实际运用中，通常被称为“对赌协议”、“业绩承诺”或“业绩对赌”。由于我国暂时没有对 Valuation Adjustment Mechanism 的标准定义，因此本文中暂时选择了“对赌协议”作为中文翻译。对赌协议的存在旨在降低因信息不对称引起的风险，调整估值。在英美等发达国家，签

订对赌协议是非常普遍的交易方式，因为并购双方都不能能百分百的确定一家公司的未来。因此，对赌协议作为估值调整工具起到保障双方利益的作用，也是投资项目中越来越不可或缺的一部分。但是目前国内对赌协议的运用还不完善。对赌协议在我国使用时反映着并购双方激烈的博弈和谈判，这是原本对公司未来价值不确定性的承诺，但是国内的运用并没有充分体现其估值调整的特征。

3.2 理论基础

3.2.1 信息不对称理论

Akerlof、Spence 以及 Stiglitz 三位美国经济学家提出信息不对称理论，并因此获得诺贝尔经济学奖。信息不对称理论主要是指在经济交易过程中，由于买卖双方掌握到的彼此信息有差异，这些差异可能是获取信息的渠道、获取信息的时间及质量造成的。因此双方接收到的信息深度和广度千差万别，掌握信息更快、更多、更准的一方，容易在交易中占优势地位。

在并购重组中，大多数标的方对于企业自身的情况更为了解。因此，相较于并购方具有信息优势。多数资金充足的并购方是上市公司，信息公开披露。而被并购方中许多是非上市公司，信息不公开，了解途径有限，两方的信息不对称尤其明显。而这种信息不对称存在于并购各个环节，如果不能有效打破信息壁垒，将会极大地影响企业并购价值。由此导致企业在并购过程中存在着一系列问题。比如并购前尽职调查不充分，并购标的不合适，并购中估值不准确，条款和权利义务安排不合理，并购后资源整合效果不佳等情况。

陈仕华等人（2013）指出影响公司并购绩效的主要原因是并购方与被并购方面临的信息不对称问题。Fuller（2002）指出并购信息不对称受到损害最大的是并购方。并购方为了降低风险、减少损失会研究各种条款设置来保障自身权益。比如在股份支付方式下，标的方股东需承担部分并购方股价下跌的损失，可以降低并购整合阶段标的方道德风险。常启军等人（2015）同样认为并购双方信息不对称程度越高，并购方越倾向采用股份支付绑定双方利

益，降低并购风险。中介机构在并购中也起到重要作用，当并购方认为信息不对称程度较高时，更倾向聘用第三方中介机构进行尽职调查（孙轶和武常岐，2012）。因为第三方中介能够在目标搜索、尽职调查、协议谈判以及并购整合等诸多阶段发挥专业优势、获取更多更有效的信息来打破信息壁垒（Angwin，2001）。

3.2.2 委托代理理论

Jensen 等（1976）对委托代理关系进行了定义，他们将其定义为：委托人（股东或业主）授予代理人一定的权限，在权限范围内代理人进行特定活动以实现股东利益需求，而股东要对代理人的服务支付酬劳。但是由于委托人和代理人都更关注自身利益，从而会形成一种利益矛盾。当两者之间存在信息壁垒时，委托人不清楚代理人的信息，无法设置合适的管控方法。那么代理人的行为容易脱离委托人的意图，会更加谋求个人利益。而当委托人清楚代理人的情况，可以对代理人设置合理的奖惩措施，激励代理人与委托人目标一致，利益一致。

为了让双方目标一致，委托人可以根据具体的可观测的、可定量的因素判断出委托方的工作能力与付出程度，并在一定程度上对其进行约束与奖励。委托人可以监督代理人的日常行为，及时发现并制止其错误行径，也可以采取提高报酬的方式获得代理人的承诺。但是，无论是监督还是提高报酬，都无法彻底解决双方的利益矛盾，仍会造成利益受损。此时监督成本、承诺成本和亏损成本三者合在一起，就构成了企业的委托代理成本。委托代理的核心思想就是了解双方的利益倾向，设计合理的合约条款，将双方利益协调至一致，从而达到减少委托代理成本的目的。

当企业并购完成后，被并购的企业管理层一般会被保留下来继续参与被并购企业的经营管理。基于上述理论，此刻并购方与被并购方管理层就形成了委托人和代理人的关系。并购方拥有了被并购方的股份，成为了被并购方的新股东，目标是提高被并购的企业经营管理。而相比于企业的经营，被并购方的管理层更希望能提高自身的薪酬待遇，这就形成了典型的委托代理冲突。并购方对于标的企业的了解存在信息壁垒，被并购方管理层在长期工作

管理中对标的企业存在明显的信息优势，因此并购方的委托代理成本过高。

Harris（2010）从委托代理角度研究基金管理问题时发现，委托人与代理人签订协议，明确代理人的权利与义务，能够降低委托代理成本与风险。当做为代理人的基金管理者不能履行协定时，委托人可以通过协议约定的措施约束和限制基金管理者不正当的行为。顾洁（2014）基于委托代理理论，研究发现在并购交易中对赌协议不但能激励标的方，还能扮演监督者监督标的方的行为。标的企业受到激励与约束，使得并购方并购绩效得到有效提高。因此，在委托代理关系中，对赌协议的作用越来越明显，既能保护并购方利益，同时能约束标的企业管理层偏离并购方利益的行为。

3.2.3 激励理论

激励理论是指通过特殊的方法和管理体系，最大限度地提高员工对公司及业务的承诺的过程。该理论认为员工的工作态度与工作效率存在着密切联系，而员工的需求满意度和员工的动机是影响员工工作态度的主要原因。激励能够引导员工激发正确的行为动机，调动员工的主观能动性，最大程度发挥员工的智力和行动力，做好本职工作，提升公司价值。

在并购过程中，并购方和被并购方一般会把对赌协议作为补充协议签署。该补充协议是标的企业对未来业绩的保证，也是上市公司并购方降低交易风险的保证。根据激励理论，想要提升标的的公司管理层工作积极性，就要设法对他们给予一些激励。这样能够激发他们工作动力，更好的服务于公司，努力经营企业发展。完成业绩承诺，即可给于奖励，鼓励其更加长久的提升企业业绩。而在没有完成对赌业绩目标时，需要他们履行的业绩补偿，作为一种外部约束，敦促着管理层和员工努力完成目标。

Cadman（2014）研究表明，对赌协议一方面具有某种程度上的风险性。被并购企业管理层会因为要实现对赌目标，而忽视公司的长期发展，从而导致他们会做出不合理的短视行为。另一方面，对赌协议也会给标的公司的管理人员带来一些激励效应。刘华（2015）认为对赌协议在融资中可以通过不同种类的限制条款保障投资方的利益。另一方面，对赌协议也可以用来激励管理层或员工。以摩根士丹利与蒙牛和华联综超的股权分置改革为例，对赌

协议发挥了激励效应，实现共赢。同时，对赌协议目标的设定也要把握好。如果设定的对赌目标高或低，对管理层的激励可能无法实现。顾继贤（2018）提出要辩证看待对赌协议。它既能促进企业发展，也能加速企业衰败，是一把双刃剑，关键在于运用是否合理。只要合理运用可以充分发挥积极作用，扩大激励机制，并购就能获得巨大收益。总之，在并购中使用对赌协议要符合实际情况，提前了解标的方信息，理性看对赌的作用与风险，设定贴合标的企业实际的业绩目标，达到最大限度的激励。

3.3 理论分析与研究假设

本文的目的在于以企业并购时签订对赌协议的现实为基础，来分析对赌协议及其条款内容，是否会对并购方的并购绩效产生的影响，并带来一定的激励效应。基于国内外文献和有关理论基础的支撑，本节提出了以下假说，并采用实证分析进行验证。

3.3.1 对赌协议对公司并购绩效的影响

在并购的进程中，并购方难以全面、细致地认识标的企业。即使并购前，做了详细的尽职调查，也有可能会遇到部分不熟悉但有隐患的信息。而渴求获取大额融资的标的公司很有可能会对标的企业因夸大、隐瞒经营业绩、甚至操纵财务而得到更高的评价。那么，不管并购的长期经营成果和并购市场的发展，都会出现逆向选择和道德风险问题都会产生严重负面影响。

签署对赌协议能够有效降低买卖双方之间的信息差，更有效地帮助并购方掌握对目标公司未来经营情况和风险，提升估值精确性。一般情况下，在对赌中，并购方会对标的公司的未来业绩或利润等有关指标作出相应的约定。达成一致的约定为并购当事人的评价判断提供参考。因为标的公司的管理者对公司本身情况更加了解，对行业发展、市场容量、竞争对手等更了解。因此，标的企业在预测未来经营发展时可以提供更准确的数据和更有经验的判断。对赌协议可以让标的公司提供更多有用信息，双方基于这些信息确定合理的估值，并购成功率提升。另外，由于对赌协议约定中存在事后补偿机制，

该机制可以有效保护并购者的利益，防止并购成本虚高。同时，在交易过程中，被并购者往往还会在交易失败时，向并购方进行相应的赔偿，以减少交易中的不确定因素，提高并购者的交易效率。

从委托代理的视角来观察，如果标的公司的董事和高管们对公司将来利润做出了的保证，并且在公司没有达成约定目标的时候他们会积极地进行补偿，那么这个承诺就会给他们带来一种无形的压力。在承诺期间，业绩指标可以约束股东和管理者基于个人利益而不利于公司经营的行为。同时减少委托代理人带来的风险和费用，还可以解决并购方与标的公司管理者间的代理问题，进而在保障了被并购企业的盈利能力。

因此，基于信息不对称理论、委托代理理论和激励理论三者分析，本文提出了第一个假设，即对赌协议的签订对并购方的并购绩效具有正向影响。

假设 1：引入对赌协议后，公司并购绩效将得到提升。

3.3.2 协议中相关条款对其并购绩效的影响

从已有的文献来看，目前的研究大多集中于是否签订对赌对上市公司的并购业绩产生何种影响。而针对对赌协议的具体条款（如业绩承诺水平、补偿方式、补偿方向和对赌期数等）还需完善。以上市公司的对赌安排为切入点，系统地探讨其对并购绩效的影响机理的文献也不多。不同的对赌条款安排会对企业的短期绩效和长期绩效分别产生不同的影响。当前，对赌协议在条款的设置内容上主要包含了业绩承诺水平、业绩补偿方式及补偿方向和对赌期限等四个方面，本文将对这四个方面进行实证研究。

（1）业绩承诺水平对并购绩效的影响

在对赌协议中，最重要的条款是业绩承诺。一般而言，业绩承诺是并购方和标的公司，对标的企业的经营情况、发展潜力、竞争对手、所在行业的发展情况及相关政策进行了分析和协商后达成一致。

美国心理学者弗鲁姆认为工作对人的激励力是效价与期望值相乘的结果。其中效价表示工作满足个人需求的价值。这个公式说明当工作或者目标的效价很高时，且员工认为自己能够完成目标任务的概率也很大时，目标对员工产生的激励力是非常大的。通过一些案例分析可以看出，在对赌协议中承诺

了更高业绩的公司，并购定价往往会有更高的溢价。此时对于标的公司管理层来说，效价就是并购溢价。并购溢价越大，并且管理层可得性很强时，他们的工作积极性就更高。管理层会更多在意企业经营发展、更用心的管理企业，公司未来的财务业绩也会更好。因此，通过对赌协议合理地设定业绩承诺水平指标，可以有效地提高标的公司的业绩，进而并购方的并购绩效也会提高。

然而，对业绩承诺不能盲目的追求，也要考虑标的企业的运营能力、团队管理、未来发展等因素，不能与企业的实际情况相分离。在现有文献中，对于何种难度水平的任务才能在不超出个体真实能力的情况下发挥最大的动机，目前还没有定论。但是，大多数学者都认为，如果指派的工作过于困难，则会增加管理者的心理负担，负面效应多于正面效应。因此，如果标的公司在对赌协议中设定的业绩承诺水平过高，并且超过了行业的正常增长能力，那么标的企业的管理层通过努力达到承诺业绩的概率很小，这个目标就难以获得良好的激励效果。如果标的企业管理层对公司的经营发展及宏观判断出错，那么过高的业绩承诺不但无法对公司的经营绩效产生激励效果，反而会加速对赌失败，拉低并购绩效。

因此，本文提出了第二个假设，高业绩承诺水平对企业并购绩效有负向作用。

假设 2-1：高业绩承诺水平不利于并购绩效的提升。

（2）业绩承诺补偿方式对并购绩效的影响

对赌协议签署后，就表明标的企业在对赌期内的实际经营绩效不达标时，将按照相关协议约定对上市企业进行一定比例补偿（王妍，2019）。所谓业绩补偿，就是在对赌期间内如果标的公司的真实业绩低于期望。那么，在该公司的股东就必须对不足部分按照按某种方式向并购方进行补偿。其补偿方法通常有三种：现金补偿、股份补偿、现金股份混合补偿。股份补偿的选择往往与其并购支付的方式有关。当并购方选择股份支付并购对价时，标的企业即可获得并购方的股份，成为其股东。如果实际业绩不如预期时，标的企业可以通过并购获得的股份进行补偿。

补偿方式的不同对标企业可能带来的损失也不相同，股份补偿会使标的企业持有上市公司的股份减少，这种损失是不可逆的。即使后续实现了业绩

承诺，减少的股份不会返还，其对应享有的上市公司利润分红也会失去。因此股份补偿对标的企业的损失更严重、更长远。标的企业为了减少这些损失，会尽最大可能降低企业不确定风险，提高经营管理，减少业绩不达标带来的补偿损失。此时的标的企业会对并购方提供更加真实可靠的信息，减少了并购方信息不对称带来的风险。双方都希望标的企业经营更好，所以也有利于提高上市公司的并购绩效。采用现金补偿方法时，如果标的企业没有实现业绩承诺，则只需以现金来补偿真实业绩与预期业绩之间的差额。因此从损失的严重性来看，股份补偿比现金补偿的影响更大，更能约束标的企业管理层的行为且激励其更加努力的提高企业经营。综上分析，股份补偿对具有更好的约束力和更好的激励度。对此本文提出：

假设 2-2：股权补偿对并购绩效的影响效果更好。

（3）业绩补偿方向对并购绩效的影响

按照对赌协议中业绩承诺的约定，业绩补偿的方向可以将其分为单项补偿与双向补偿。双因素理论提出，当员工的需求得到一定程度的满足时，员工的工作心态会更加积极，在工作中主动提高自我要求，提高工作效率，工作结果也会更好。双向补偿时，标的企业如果完成了业绩目标，除了不需要补偿外，还会获得并购方设置的奖励。这样可以调动标的企业管理层的工作热情，提高经营管理积极性，激励效果得到更加充分的发挥。单向补偿时，并购方只需单方面获得标的方未达成目标业绩提供的补偿来降低损失，标的方只承受业绩补偿压力。因此，按照激励理论，双向补偿可以更好地激励被并购方提升公司经营利润，而并购方的并购绩效也会得到提高。由此提出以下假设：

假设 2-3：双向补偿对并购绩效的影响效果更好。

（4）对赌期数对并购绩效的影响

在上市公司进行并购项目时，通过判断对标的企业的信息情况，来决定对赌期数。当上市公司对标的企业掌握的信息越少，存在信息壁垒时，上市公司不确定企业的经营能达到预期。对未来的风险分析不足，并购风险越大，因此对赌期数会设置的更长。在并购重组中，大部分对赌期数采用三年期，某些情况下也会选择较长的年限。延长对赌期限主要是考虑到标的企业所处行业的特点、标的公司估值高于行业水平以及标的方核心资产的未来盈利能

力存在较高不确定性等。在短期不确定性较高时延长对赌期限可以保护并购方利益，降低并购风险。

目前，标的企业为了完成对赌业绩而暗箱操纵业绩、数据造假等行为时有发生，他们利用会计手段对业绩进行调整，以应对并购方。这些手段对标的企业的绩效只能在短期起到一定的作用，并不能给公司的长期经营能力带来实质性提升。为此，本文提出假设：

假设 2-4：对赌期限越长，对并购绩效效果可能出现下滑。

4 实证分析

4.1 数据来源与样本筛选

《上市公司重大资产重组管理办法》在 2014 年规定非关联交易公司可自主选择是否签订业绩对赌。这标志着对赌协议在并购交易中的新阶段，因此本文并购事件从 2014 年开始。因为并购绩效涉及到并购后两年的财务数据，而部分 2022 年度年报未出，完整的财务数据停留在 2021 年，所以本文并购事件截止到 2019 年。本文选择 2014 年到 2019 年我国沪、深两市 A 股的主板、中小板与创业板中上市公司为买方发生并购事件为研究对象。从国泰安 CSMAR 数据库获取原始数据，统计出在我国深沪 A 股主板、中小板以及创业板 2014 年至 2019 年间并购事件作用样本，合计 1509 起，其中签订对赌协议的有 849 起。

剔除不符合条件的并购样本数据，其筛选标准如下：

（1）2014 年至 2019 年间在沪、深两市 A 股的主板、中小板与创业板中上市公司为买方发生并购事件；

（2）删除期间内退市、ST 和 B 股企业，同时剔除金融业相关上市公司发起的并购事件；

（3）仅保留已完成的并购事件；

（4）剔除借壳上市和吸收合并的并购事项；

（5）去除同一天内公布多个并购事件的样本，并购事件在一年内发生多起时，仅保留一个；

（6）去除并购重组业绩承诺协议中途取消的样本；

（7）剔除并购比例低于 40%的并购事项；

（8）剔除业绩承诺不是以净利润的对赌事件；

（9）剔除并购数据无法获取从而导致数据不完整的并购事项。

4.2 变量选择与模型构建

4.2.1 变量选择

在实证研究中本文选取的变量有三类，一是被解释变量，它是上市公司并购绩效的变化量；二是解释变量，在模型中可以检验各个解释变量分别对被解释变量的影响大小和影响方向；三是控制变量，控制变量是除了解释变量以外其他可能影响到企业绩效水平的变量。

（1）被解释变量

本文的被解释变量为上市公司并购绩效（Y）。衡量企业绩效最常见的指标主要有总资产收益率 ROA 和净资产收益率 ROE。由于 ROE 作为重要的监管指标，往往容易受到公司经理层盈余管理的影响。相对于 ROE 来说，ROA 可操纵性更低。陆宇建（2002）通过对 1993 年至 2000 年期间 A 股上市公司公开的 ROE 和 ROA 值深层次研究发现，ROE 和 ROA 分布存在系统性差异。进一步研究发现上市公司为了粉饰业绩，获得配股权，不止会操纵净利润，对净资产也会进行“调整”。总资产收益率指标可操纵性低，且能更全面地反映对资产的综合利用效果，体现总资产的盈利能力。因此，选取总资产收益率的变化值作为并购绩效的衡量标准更合理。再结合周绍妮等（2017）研究认为选择并购公告日前后一年总资产收益率的差额作为衡量指标，能够一定程度上缓解内生性问题。于是本文以并购前后一年总资产收益率差异 Y_1（ROA_{t+1}-ROA_{t-1}）作为短期并购绩效。以并购后第二年与并购后第一年的总资产收益率差异 Y_2（ROA_{t+2}-ROA_{t+1}）作为长期并购绩效。Y_1 和 Y_2 作为并购绩效的替代变量。

（2）解释变量

①对赌协议（Vam），虚拟变量，当并购双方签订对赌协议时取 1，否则取 0。

②业绩承诺水平（V_level）：用每万元标的股权估值所对应的业绩承诺金额来衡量，即 V_level=标的公司承诺利润值/标的股权估值（单位为万元）。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/058100114003006032