

财务顾问与企业并购绩效

宋 贺, 段军山

[摘要] 作为资本市场的广泛参与者,财务顾问能否有效提升企业并购绩效?回答这一问题对于推进供给侧改革、实现产业结构优化升级、提高公司治理绩效具有重要意义。本文基于创业板这一自然实验平台,考察了财务顾问及其异质性特征对企业并购绩效的影响效应。研究结果表明:财务顾问与并购方之间存在利益冲突,聘请财务顾问将降低并购方并购绩效。得益于关系型财务顾问的“关系租金”和高声誉财务顾问的“声誉鉴证”功能,该类型财务顾问可以缓解其与并购方的利益冲突,发挥专业服务功能,进而提升并购绩效。本文进一步检验了财务顾问影响公司并购绩效的作用机制:聘请财务顾问的公司在并购后的内部控制有效性较差,这反映了并购后的资源整合效果较差,导致更低的并购绩效。关系型财务顾问的“关系租金”和高声誉财务顾问的“声誉鉴证”功能可以降低并购溢价、缩短并购持续时间、加快并购进度,最终提升并购绩效。本文的研究拓展了公司社会资本的相关研究,丰富了关于金融中介服务功能的研究,还为监管部门如何更合理地引导上市公司的并购重组行为提供了政策启示。

[关键词] 财务顾问; 利益冲突; 关系租金; 声誉

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)05-0155-19

一、问题提出

并购被认为是公司寻求发展壮大的重要方式之一。党的十九大报告指出,应当深化供给侧结构性改革,以实现提高社会生产力水平、落实好以人民为中心这一根本性目的。为了深化供给侧结构性改革,推行“三去一降一补”政策是当务之急。中央经济工作会议更是把“去产能”列为五大结构性改革的任务之首,并明确了“多兼并重组,少破产清算”这一核心思路。在相关政策支持下,中国上市公司发起的并购事件呈逐年增长趋势。据 Wind 数据统计显示,2017年由上市公司发起的并购事件达 1829 例,总金额高达 9406.42 亿元,其中 21%是由创业板上市公司发起的并购事件,并购额占 10.13%。财务顾问是专业化的并购中介,中国证券监督管理委员会审议通过的《上市公司收购管理

[收稿日期] 2018-12-13

[基金项目] 国家社会科学基金后期资助项目“金融机构承担社会责任对公司价值影响研究”(批准号 17FJY010);广东省自然科学基金项目“广东省科技金融发展模式、产品创新与风险管理研究”(批准号 2014A030313607);上海市哲学社会科学青年基金项目“国企混改背景下风险投资参与我国上市公司并购的机制创新研究”(批准号 2018EJB008)。

[作者简介] 宋贺,上海对外经贸大学金融管理学院讲师,经济学博士;段军山,广东财经大学金融学院教授,经济学博士。通讯作者:段军山,电子邮箱:sheyuedongting@126.com。感谢匿名审稿专家和编辑部的建设性意见,当然文责自负。

办法》^①规定,当并购标的为上市公司时,并购方应当聘请专业的财务顾问。监管层的初衷是希望财务顾问这一中介机构能够帮助上市公司通过并购实现资源配置、提升公司并购绩效,但在现实案例中,财务顾问经常与资本市场的内幕交易联系在一起。《证券时报》统计数据 displays,2012年10月至2014年9月,在并购重组的审核过程中因涉嫌内幕交易而被稽查并暂停的项目多达40起,占了同期申报审核项目的15%。曾经轰动一时的“岳远斌案”是财务顾问面临内幕交易丑闻的典型案件代表。上海华谊集团在并购上海三爱富新材料股份有限公司时聘请了中国国际金融股份有限公司作为其财务顾问,而中国国际金融股份有限公司的并购项目负责人马某将并购消息提前泄露给岳远斌,促使岳远斌在上海三爱富新材料股份有限公司停牌前大量买入其股票,利用内幕交易获取利益,严重违反了资本市场的“三公”原则,极大地损害了其他投资者的利益。在此背景下,本文试图探讨财务顾问对企业并购绩效的影响及作用机理。

财务顾问的专业化服务假说认为,财务顾问能够向并购方提供专业化服务,例如,帮助并购方完成对目标方的尽职调查、并购方案设计、磋商谈判、策划并购融资方案、督促股权交割等,最终协助并购方完成并购交易,降低并购方在并购中所面临的风险,进而提升并购绩效(Weber and Willenborg,2003)。利益冲突假说则认为,财务顾问具有通过成功的并购事件获取高额佣金的动机,这与并购方通过并购获得业绩增值存在利益冲突。为了获得高额佣金,财务顾问有动机推进价值减损的并购项目。利益冲突的存在将降低并购方并购绩效(Bodnaruk et al.,2009)。那么,财务顾问究竟会对公司并购绩效产生何种影响呢?

作为资本市场的广泛参与者,财务顾问不仅是中介机构,也是公司重要的社会资本(Shipilov,2006;Arikan and Capron,2010)。在IPO阶段,公司聘请证券公司进行为期1年及以上的上市辅导,并与证券公司形成了合作关系。基于这种合作关系,在IPO后的资本市场业务中,上市公司也会与财务顾问保持业务往来,如后续的增资发行、资产管理等,其中并购属于“证券公司—上市公司”的重要合作业务之一。据本文数据统计显示,截至2015年,在创业板上市公司发起的560起并购事件中,有财务顾问参与的并购事件占样本总量的23%,其中有12%的公司聘请其IPO时的证券公司作为财务顾问。财务顾问与上市公司建立的这种合作关系所带来的收益也被形象地称之为关系租金。那么,财务顾问与上市公司之间的关系租金会对公司并购绩效产生何种影响?进一步地,其作用机制又是什么?

本文认为中国的创业板为研究财务顾问及其异质性特征对企业并购绩效的影响提供了理想的实验场所:^①中国证券监督管理委员会发布的《上市公司收购管理办法》仅要求并购标的为上市公司需要聘请财务顾问,对于并购非上市公司是否需要聘请财务顾问未做出强制性规定。Wind 统计数据显示,截至2015年12月31日,创业板上市公司的并购标的高达95%以上均为非上市的中小公司^②,这使得创业板上市公司在聘请财务顾问时完全出于自愿原则,从而为本文提供了一个“自然实验”的市场平台,来观察是否聘请财务顾问对公司并购绩效的影响。^②创业板上市公司属于高成长性、高科技含量、新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式的“两高六新”类公司,具

^① 中国证券监督管理委员会2006年5月17日所审议通过的《上市公司收购管理办法》第一章总则第九条规定“收购人进行上市公司的收购,应当聘请在中国注册的具有从事财务顾问业务资格的专业机构担任财务顾问。收购人未按照本办法规定聘请财务顾问的,不得收购上市公司。”之后,《上市公司收购管理办法》分别在2008年8月27日、2012年2月14日和2014年10月23日进行了三次修订,但该条款未发生变化。

^② 实际上,在本文的研究样本中仅有不足3例的创业板上市公司收购的标的为上市公司,且在后续的样本筛选过程中被删掉,因此,本文研究的对象均属于创业板上市公司收购非上市公司的案例。

有和主板上市公司不同的鲜明性。目前关注创业板上市公司并购事件的研究较为鲜见,这使得对创业板上市公司的并购绩效进行研究具有一定的意义。

通过手工整理中国创业板上市公司在2010—2015年完成的并购事件,本文着重考察了财务顾问及其特征对中国上市公司并购绩效的影响。研究发现,财务顾问在并购过程中与并购方之间存在利益冲突,显著降低了并购方并购绩效。关系型财务顾问的“关系租金”和高声誉财务顾问的“声誉鉴证”功能可以缓解财务顾问与并购方之间的利益冲突,发挥财务顾问的专业化服务功能,具体表现为降低并购方的并购成本、缩短并购持续时间。因此,相较于聘请非IPO时的证券公司作为财务顾问(非关系型财务顾问)或低声誉财务顾问,聘请IPO时的证券公司作为财务顾问(关系型财务顾问)或高声誉财务顾问会显著提高并购绩效。

本文基于财务顾问的专业服务功能和代理冲突理论,以创业板上市公司完成的并购事件为研究对象,探究财务顾问及其异质性特征对公司并购的影响效用和作用机理,为深入认识公司社会资本对并购行为的影响带来了新见解。与国内外现有研究成果相比,本文主要的边际贡献如下:①从财务顾问的研究看,本文从财务顾问的专业服务功能和利益冲突视角丰富了财务顾问的相关研究。已有文献认为证券公司的声誉、资源等对新股发行核准通过(Dewenter and Field, 2001; Su and Brookfield, 2013)以及公司IPO定价率(张学勇等, 2014; 吴超和薛有志, 2016)具有重要影响,但鲜见文献关注证券公司在上市公司并购事件中的作用。本文发现,相比于财务顾问的专业化服务,其与并购方之间的利益冲突将对并购绩效产生显著影响,提供了财务顾问对上市企业发挥作用的新证据。②从并购绩效的研究看,本文在财务顾问对企业并购绩效的影响方面进行了较为深入的理论和实证分析,对影响公司并购绩效的文献进行了补充和完善。社会资本是影响公司并购的一个重要因素。已有学者发现上市公司之间的股东联结、董事联结、高管与政府之间的政治联结(陈仕华等, 2013; 李善民等, 2015; 晏国苑和谢光华, 2017)是影响并购绩效的因素。然而,鲜有学者关注金融中介与公司之间的关系如何影响并购绩效。突破现有研究聚焦于并购方、目标方异质性和关联性等角度的局限,本文从公司并购的中介机构财务顾问的角度出发研究第三方中介机构这一社会资本对公司并购绩效的影响效果和作用机理,既有助于深入理解并购如何创造价值这一命题,又丰富了有关公司社会资本的研究。③从研究对象看,尽管少数学者关注了财务顾问对公司并购绩效的影响(Golubov et al., 2012; Graham et al., 2017),但他们均立足于西方发达的资本市场。中国证券监督管理委员会先后三次修订了《上市公司收购管理办法》,三次修订均未改变对公司聘请财务顾问资质的要求,即当公司并购标的为上市公司,需要聘请财务顾问;当公司并购标的为非上市公司,是否聘请财务顾问由并购方自主选择。本文基于中国创业板这一“自然实验”的市场平台,能够更加准确地捕捉到财务顾问与并购方之间的代理冲突、关系化租金等对公司并购绩效的作用,验证了财务顾问及其异质性特征在中国上市公司并购中发挥的作用,提供了来自于新兴市场的经验证据。

二、理论分析和研究假说

1. 财务顾问对公司并购绩效的影响

作为上市公司并购重组活动中的主要参与者,财务顾问对并购活动的最终成败起着重要作用。财务顾问对企业并购绩效的影响存在两种可能情形:

(1)财务顾问在财务工具、资本市场和交易结构等方面具备一定的专业优势,能够在并购中提供专业化服务进而提升并购绩效。在并购前期的准备工作环节,财务顾问作为专业化的中介机构,对并购方和目标方的商务环境、管理模式、商业理念、财会制度等具有更为熟悉的了解,可以帮助并

购方分析并购实现的可行性,策划并购方的经营战略与发展规划(Graham et al.,2017)。在并购过程中,财务顾问能够帮助并购方设计并购方式和交易结构,协助并购方与目标方进行交易谈判,在适宜的时候帮助并购方策划并购融资方案,协调并购方与律师事务所、会计师事务所等中介机构之间的关系,同时向中国证券监督管理委员会进行并购的信息披露和材料申报工作,以推进并购顺利实施(Golubov et al.,2012)。在并购交易完成后,财务顾问还将对并购方的企业整组、一体化、经营发展等相关问题提供咨询服务(孙淑伟等,2017)。总之,由财务顾问所实施的财务操作是公司并购中的一条主线,它贯穿于并购活动的整个过程中。财务顾问所提供的专业化服务能够帮助并购方系统性地分析目标公司的财务状况、准确评估并购成本、科学策划和协调公司的并购活动,并对公司并购之后的潜在收益进行全面的预算和评估。

(2)财务顾问和并购方之间存在利益冲突,利益冲突的存在亦可能降低并购绩效。代理理论认为,由于公司所有权和经营权的分离,所有者和经营者之间存在代理冲突(Jensen,1986)。作为公司的经营者,管理层有动机通过并购来扩大公司规模,从而扩大管理者所掌控的资源,在权利分配的过程中获得寻租空间。在并购过程中,代理冲突不仅体现在公司的经营者和所有者之间,也体现在财务顾问和经营者之间:①在并购交易中,证券公司充当财务顾问是以盈利为目的,处于受托人地位,财务顾问的根本诉求是促进并购完成并获取高额佣金。委托方的根本诉求是通过并购实现价值增值(Chuang,2017)。委托方希望财务顾问在并购活动中尽职尽责,财务顾问则存在偷懒、不作为动机。Rau(2000)和 Schiereck et al.(2009)发现,财务顾问在并购中可能仅仅是完成并购交易,对并购绩效并不能做出显著贡献。在西方国家,海外财务顾问的并购佣金多采取固定费用和基于交易价格的变动费用相结合的模式进行确认。此外,基于莱曼公式的累退比例佣金模式^①和累进比例佣金模式^②在西方也较为流行。西方国家的并购佣金收取模式存在一定的激励机制,可以充分激发财务顾问的工作创新能力,较好地缓解财务顾问和委托方之间的代理冲突。与西方国家不同,中国并购市场成熟度相对较低,财务顾问的佣金构成与西方国家存在较大差异。在中国,财务顾问的收费一般采用一口价和分期收款的方式,即财务顾问和委托方进行谈判后,提前签订合同确定“一口价”的并购佣金。常见的分期收款方式为4步:财务顾问和委托方签订财务顾问协议时,财务顾问收取10%—20%的首期款;并购协议签订后,财务顾问收取30%—40%的佣金款;并购交易审批通过后,财务顾问收取30%—40%的佣金款;股权交割后,财务顾问收取剩余10%的佣金款。中国财务顾问的佣金收取比重较为前移,一般在股权交割前已经收取90%左右的佣金,且与并购交易价格不存在相关性。因此,与海外相比,中国财务顾问的并购佣金不存在明显的激励机制,委托方对财务顾问的依赖程度较高,两者之间的代理冲突不能得到较好缓解。与未聘请财务顾问的公司相比,聘请财务顾问既面临着委托方与财务顾问的利益冲突,又将支付高昂的并购佣金,降低了委托方的可利用资源,对并购后的资源整合存在一定的负面影响。②在现实案例中,财务顾问和并购方之间的利益冲突也体现在资本市场的内幕交易上。内幕交易不仅会对并购重组产生严重的负面影响,也将向资本

① 累退比例佣金是指财务顾问的佣金随着并购交易金额的上升而呈比例下降。根据莱曼公式,假设并购交易金额为500万美元,第1个100万美元佣金比率为5%,第2个100万美元佣金比率为4%,第3个100万美元佣金比率为3%,第4个100万美元佣金比率为2%,第5个100万美元佣金比率为1%,则按照莱曼公式计算的并购佣金应当为 $100 \times 5\% + 100 \times 4\% + 100 \times 3\% + 100 \times 2\% + 100 \times 1\%$ 。

② 累进比例佣金是指财务顾问和客户事先对并购交易所需金额进行事前评估,并按照事先评估的并购交易金额收取固定比例的佣金。当实际并购交易金额低于事前估计的交易额时,则给予累进比例佣金作为鼓励;当实际并购交易金额高于事前估计的交易金额时,则扣减累进比例佣金作为惩罚。

市场投资者传递出消极信号,进而加重投资者与并购方之间的信息不对称和不信任,阻碍并购的有效实施(张新一,2012)。因此,尽管财务顾问会提供专业化服务,然而财务顾问与并购方之间的利益冲突会促使聘请财务顾问的公司并购绩效弱于没有聘请财务顾问的公司。综上,本文提出财务顾问的专业服务假说和利益冲突假说:

假说 1a:财务顾问的专业化服务能够提升并购方并购绩效。

假说 1b:财务顾问与并购方之间存在利益冲突会降低并购方并购绩效。

2. 关系型财务顾问对公司并购绩效的影响

本文将财务顾问的类型进行区分,在并购时,若聘请的财务顾问为公司IPO时的证券公司,则称之为关系型财务顾问;若聘请的财务顾问不是公司IPO时的证券公司,则称之为非关系型财务顾问。关系型财务顾问对企业并购绩效的影响存在两种可能情形。

(1)关系型财务顾问和并购方之间存在关系租金,能够缓解双方之间的利益冲突,充分发挥财务顾问的专业化服务功能。公司在上市之前经过了证券公司1年以上的辅导期,期间会与证券公司进行多次磋商与信息沟通。在这些交流中,证券公司能够掌握公司大量的公开信息和私有信息,积累充分的信任和了解,进而形成关系租金(Fischer and Pollock,2004)。关系型财务顾问将在并购前帮助并购方选择更具有吸引力的并购标的、对并购可行性方案进行分析、对目标方进行尽职调查。在并购过程中,关系租金的存在有利于并购双方缩短信息的沟通时间、加快并购过程中的磋商与谈判、提高并购效率,使得并购更为有效。关系型财务顾问亦会利用其社会资源,确保并购所需的资金、帮助并购方建立一个稳定的投资者基础。在并购完成后,关系型财务顾问将更尽职地向并购方提供并购后的财务、人力资源、资产和企业文化整合等相关咨询服务。因此,由于关系租金的存在,选择关系型财务顾问有助于提升并购方的并购绩效。

(2)关系型财务顾问与并购方在多次重复的交流和合作中产生的私有信息更有利于关系型财务顾问的寻租行为,强化关系型财务顾问的自利动机,表现为更为严重的利益冲突。当财务顾问为并购方IPO时的证券公司时,财务顾问掌握了有关并购方的私人信息,与管理层保持了亲密关系,从而更加熟悉并购方的偏好(Beckman and Haunschild,2002)。作为上市公司,并购方具备充足的资金通过并购来扩大公司规模、实现自身的野心。此时,掌握并购方私人信息的关系型财务顾问有可能利用并购方的扩张野心,为了促使并购的顺利完成以获取高额佣金,利用自身所具备的信息优势和职务便利,向并购方掩饰有关并购标的重要信息,游说和促使并购方完成一些不能带来价值增值的并购事件。综上,本文提出关系型财务顾问的关系租金假说和利益冲突假说:

假说 2a:关系型财务顾问的关系租金有利于发挥财务顾问的专业服务功能,进而提升并购方并购绩效。

假说 2b:关系型财务顾问加剧了其并购方的利益冲突,进而降低并购方并购绩效。

3. 财务顾问声誉对公司并购绩效的影响

在中国,财务顾问的声誉是一项宝贵的无形资产,高声誉的财务顾问也往往具备更高的能力和专业化程度(徐浩萍和罗炜,2007;Bao and Edmans,2011)。财务顾问声誉的建立和发挥是一个长期过程,需要财务顾问向市场投资者提供长期客观和公正的服务。因此,高声誉财务顾问有动机对自身在投资者心目中的声誉进行维护,相对于短期利益,高声誉财务顾问更加追求长期利益的实现,谨慎行为(潘越等,2011)。这意味着相较于低声誉财务顾问,高声誉财务顾问通过并购寻求自利的动机较低,将向并购方提供更为专业化和客观的并购服务。此外,高声誉财务顾问能够在并购中发挥更好的鉴证功能,缓解在并购过程中并购方与目标方之间的信息不对称,缩短并购双方之间的沟

通交流成本(Chahine and Ismail,2009)。具体而言,在并购前,高声誉财务顾问将帮助并购方寻找更为合适的并购标的、提供更为专业的尽职调查服务、全面评估并购方的财务和经营状况;在并购过程中,高声誉财务顾问将发挥更专业的谈判功能、协助并购方签订并购合同、持续督导并购双方履行并购相关承诺或约定;在并购完成后,高声誉财务顾问会向并购方提供更为专业的资源整合服务。综上,本文提出高声誉财务顾问的声誉鉴证假说:

假说3:高声誉财务顾问的声誉鉴证功能有利于发挥财务顾问的专业服务功能,进而提升并购绩效。

三、研究设计

1. 样本选取

本文选取首次并购宣告日在2010—2015年的创业板上市公司作为并购方完成的560起并购事件作为初始样本,并按照以下原则对初始样本进一步筛选:①为了降低同一家公司的不同并购事件对并购绩效的累积影响,对于同一家公司在同一年份完成的多起并购事件,只保留第一次并购事件作为样本观测值;对于同一家公司在不同年份完成的并购事件,均保留为不同的样本观测值。②删除信息不全的并购事件^①。参照以上筛选规则,本文最终得到了326个样本观测值。其中有关并购事件的信息来自于Wind数据库,并购方的财务等信息来自于国泰安CSMAR数据库,目标方的财务信息则通过下载并购方在深圳证券交易所公布的并购可行性报告手动整理获得。

2. 变量的选择和说明

(1)被解释变量。本文的被解释变量是并购绩效,可以从短期和长期两个维度进行刻画。本文使用并购方在并购宣告日前后一天的累计超额回报($CAR(-1,1)$)来度量短期并购绩效。为了计算并购方的超额回报(AR),文章依据市场模型法,即 $R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$, R_i 代表并购方*i*的股票日收益率, R_m 代表创业板指数的日收益率。在定义估计窗口期时,参考王艳和李善民(2017)、肖土盛等(2018)的做法,使用并购方公司在并购宣告日前150个交易日至并购宣告日前30个交易日作为估计窗口期。使用窗口期数据对市场模型进行估计得到“ α ”和“ β ”,使用“ α ”和“ β ”计算并购宣告日前后一个交易日的日超额回报(即实际值与预测值之间的差额)并累计相加,得到短期并购绩效 $CAR(-1,1)$ 的度量。此外,本文使用 $CAR(-5,5)$ 和 $CAR(-10,10)$ 作为短期并购绩效的稳健性检验指标。本文以并购宣告日后一年的总资产收益率与宣告日前一年的总资产收益率的差值($\Delta ROA_{t-1,t+1}$)来表示总资产收益率的变化,以此来衡量长期的并购绩效,并以并购宣告日前后两年的总资产收益率的平均差值($\Delta ROA_{t-2,t+2}$)作为长期并购绩效的稳健性检验变量。

(2)解释变量:①是否聘请财务顾问 $Advisor$ 。 $Advisor$ 表示并购方在进行并购活动时是否聘请财务顾问,是为1,否为0。②是否为关系型财务顾问 $Advisor-relation$ 。 $Advisor-relation$ 表示并购方在进行并购活动时所聘请的财务顾问是否与并购方在上市时的证券公司为同一家,是为1,否为0。③财务顾问声誉 $Advisor-rep$ 。 $Advisor-rep$ 表示财务顾问的声誉高低。参考前人文献(潘越等,2011;许荣等,2013),本文使用在并购发生前一年证券公司完成的并购交易金额排名来对财务顾问声誉进行

① 在对样本进行选取时,有188件并购事件属于同一家公司在同一年份完成的多起并购事件,为了降低同一家公司的不同并购事件对并购绩效的累积影响,对该类并购事件予以删除。在使用事件研究法计算并购绩效时,窗口期的选择为并购事件发生日前150天至前30天,而创业板市场指数的创立日为2010年5月31日,为保证指数有120个可供观察日,删除了宣告日在2011年1月11日之前的并购事件,即信息不全的并购事件。按照这种删除规则,删掉的样本观测值为46家。最终得到了326个样本观测值。

衡量。若在并购发生前一年,证券公司完成的并购交易金额占据前10名,则认为属于高声誉财务顾问, *Advisor-rep* 取值为1,否则取值为0。

(3)其他控制变量。借鉴相关研究成果(Fuller et al.,2002;Giovanni,2005;王凤荣和高飞,2012;王艳和阙钰,2014;葛结根,2015;赖黎等,2017;蔡庆丰等,2017),本文选取如下控制变量:①并购相对规模 *RS*。使用并购交易金额与并购方在并购前一年总资产的比值衡量。并购相对规模越高,通常能够向市场传递出并购方并购能力较强的信号,并购绩效越好。②并购是否属于同一行业 *SI*。按照Wind一级行业分类标准,对并购方与目标方是否属于同一行业进行判断,若两者属于同一行业,赋值为1,否则为0。同行业并购能够有效降低并购方与目标方之间的信息不对称,有助于合理定价和降低并购后整合失败的风险,带来更高的并购绩效(Meggison et al.,2004)。③并购支付方式 *Cashpay*。若并购采取现金支付,赋值为1,否则为0。并购支付方式包括现金支付、股票支付、现金与股票支付相结合、以及其他支付方式。现金支付会引发公司支付大量现金,影响公司后续经营。相比之下,其他支付方式则可以节约现金流出。根据信号理论,现金支付向市场传递了消极信号,降低了并购绩效(杨道广等,2014)。④并购方规模 *Size*。使用并购方在并购前一年总资产的自然对数衡量。并购方资源整合过程涉及并购双方之间的人事整合、业务整合、技术整合等,并购方规模越大,资源整合耗费的时间越长。并购方规模与并购绩效负相关。⑤并购方成长性 *Growth*。使用并购方在并购前一年营业收入增长率衡量。成长性企业处于企业生命周期的成长期,公司规模较小、尚未达到规模经济,通过并购更加容易实现管理资源的聚集,从而提升并购绩效。⑥并购方盈利能力 *Roa*。使用并购方在并购前一年净利润与期末总资产的比值度量。并购前一年公司盈利能力越强,表明并购方经营质量越好,越能够通过并购达到经营协同效应,并购绩效越好。⑦并购方负债结构 *Leverage*。使用并购方在并购前一年期末总负债与期末总资产的比值衡量。根据自由现金流理论,公司进行负债融资可以在一定程度上抑制公司的并购行为。因此,并购方的负债结构会对公司并购业绩产生负面影响。⑧并购方公司治理 *Block*。使用并购方在并购当年第一大股东持股比例衡量。根据所有权和控制权相分离的观点,控股股东拥有对剩余收益的索取权,因而具有强烈的动机和能力对公司进行监督。伴随着第一大股东持股比例的增加,大股东的利益与公司未来发展联系更为紧密。股权集中度的提升意味着大股东对公司的并购决策更为谨慎,对并购过程的监督更为全面,对公司并购绩效有正向作用。⑨并购方的内部控制有效性 *Control*。将公司并购事件发生当年的内部控制缺陷分为一般缺陷、重要缺陷和重大缺陷^①,并分别赋值为1、2和3,将不同种类的内部控制缺陷数目与缺陷的计分值相乘并求和,得出并购方该年的内部控制有效性程度,分值越高,有效性越低。并购方内部控制有效性越强,并购方的资源整合能力越强,有助于公司完成并购后资源整合,带来较好的并购绩效(Reuer et al.,2012)。⑩目标方盈利能力 *Roa_target*。使用目标方在并购前一年净利润与年末总资产的比值衡量。并购盈利能力越强的目标方能够向市场投资者传递出并购决策较为合理的信号,增强投资者对并购方未来发展前景良好的信心,从而提升并购绩效。⑪目标方的负债结构 *Leverage_target*。使用目标方在并购前一年负债与资产的比值衡量。收购一个负债比率较高的标的,并购方遭遇财务

① 根据2010年4月15日中华人民共和国财政部、中国证券监督管理委员会、中华人民共和国审计署和中国银行业监督管理委员会联合发布的《企业内部控制评价指引》第四章“内部控制缺陷的认定”第十七条,“重大缺陷是指,一个或多个控制缺陷的组合,可能导致企业严重偏离控制目标。重要缺陷是指,一个或多个控制缺陷的组合,其严重程度和经济后果低于重大缺陷,但仍有可能导致企业偏离控制目标。一般缺陷是指,除重大缺陷、重要缺陷之外的其他缺陷。”有关企业内部控制缺陷的数据来自国泰安数据库根据企业年报披露数据的统计。

危机的概率也将提升,这将向投资者传递出消极信号,降低并购绩效。^⑫行业虚拟变量 *Industry*。引入行业虚拟变量以控制行业因素对并购绩效的影响,其中行业划分按照 Wind 一级行业分类标准。^⑬年度虚拟变量 *Year*。引入年度虚拟变量以控制年度因素对并购绩效的影响。

3. 实证模型

本文探讨财务顾问对企业并购绩效的影响,在核心解释变量和控制变量的选取上,综合考虑现有研究(王艳和李善民,2017;李曜和宋贺,2017),提出了三个基本的计量经济模型,用于检验前文的三个假说:

$$Performance = \alpha + \beta_1 Advisor + \beta_2 X + \varepsilon \quad (1)$$

$$Performance = \alpha + \beta_1 Advisor - relation \times Advisor + \beta_2 X + \varepsilon \quad (2)$$

$$Performance = \alpha + \beta_1 Advisor - rep \times Advisor + \beta_2 X + \varepsilon \quad (3)$$

其中,*Performance* 分别由 $CAR(-1,1)$ 和 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$ 来度量。*Advisor*、*Advisor-relation*、*Advisor-rep* 分别表示企业是否聘请财务顾问、是否聘请关系型财务顾问、财务顾问声誉高低的虚拟变量。*X* 代表相应的控制变量,用于控制其他可能影响企业并购绩效的因素。

四、实证结果

1. 描述性统计特征

(1)主要变量的统计描述。表1给出了主要变量的统计描述结果。可以看出:①对于并购的短期市场绩效而言,并购宣告日前后一天的累计超额回报率的均值为0.0316,这表明并购宣告日前后一天平均累计市场超额回报率为正。②对于并购的长期会计绩效而言,并购宣告日前后一年的总资产收益率差值的均值为-0.1223,这表明平均来说,并购后并购方的财务绩效有所下降。③并购方有22.70%的概率选择聘请财务顾问进行并购活动 ($Advisor=0.2270$);其中聘请了财务顾问的公司有54.05%的概率选择关系型财务顾问 ($=0.1227/0.2270$)。④并购的交易价值大约为并购方并购前一年总资产价值的18.97%,与此同时,创业板上市公司的并购标的多数与并购方属于同一行业,属于横向并购的交易约占71.17%,交易支付对价约78.22%采取了现金支付。⑤观察目标方的盈利能力和负债结构可以发现,目标方在并购基准日的资产收益率最小值为-0.7743,这表明标的公司在并购评估基准日的净利润有可能为负值,并不总是为正。

(2)主要变量的相关系数。相关性检验的结果显示^①,并购宣告日前后一天的累计超额回报与聘请财务顾问之间呈现显著的负相关性($p < 0.05$),与聘请关系型财务顾问之间则呈现显著的正相关性($p < 0.05$)。这说明,聘请财务顾问会降低并购方在并购宣告日前后一天的累计超额回报,而聘请关系型财务顾问则可以提升并购方在并购宣告日前后一天的累计超额回报。并购宣告日前后一年的总资产收益率的变化与聘请财务顾问之间呈现显著的负相关性($p < 0.05$),与聘请关系型财务顾问之间则呈现显著的正相关性($p < 0.05$)。这说明,聘请财务顾问同样会降低并购的长期财务绩效,而聘请关系型财务顾问则可以提升并购的长期财务绩效。

2. 财务顾问对企业并购绩效影响的检验

表2验证财务顾问对企业并购绩效的影响。第(1)列和第(4)列的回归结果显示,聘请财务顾问 (*Advisor*) 的系数为负且在统计意义上显著。上述结果验证了本文的假说1b,即在并购过程中,财务顾问将会显著降低并购绩效。与西方国家不同,中国财务顾问采取的“一口价”式并购佣金收费方式

^① 相关性检验的结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

表 1 主要变量的统计描述

	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>CAR</i> (-1, 1)	0.0316	0.0245	-1.0825	0.9280	0.2435
$\Delta ROA_{t-1,t+1}$	-0.1223	-0.1084	-0.4441	0.0188	0.0806
<i>Advisor</i>	0.2270	0.0000	0.0000	1.0000	0.4195
<i>Advisor-relation</i>	0.1227	0.0000	0.0000	1.0000	0.3286
<i>Advisor-rep</i>	0.0920	0.0000	0.0000	1.0000	0.2895
<i>RS</i>	0.1897	0.0569	0.0000	3.0477	0.3533
<i>SI</i>	0.7117	1.0000	0.0000	1.0000	0.4537
<i>Cashpay</i>	0.7822	1.0000	0.0000	1.0000	0.4134
<i>Size</i>	20.6633	20.6375	18.6792	22.5660	0.6489
<i>Growth</i>	0.1187	0.1344	-0.9179	0.9272	0.2955
<i>Roa</i>	0.0690	0.0642	-0.1257	0.3603	0.0500
<i>Leverage</i>	0.2036	0.1733	0.0097	0.6607	0.1380
<i>Block</i> (%)	35.2200	33.3563	8.8867	77.5741	13.6221
<i>Control</i>	0.0583	0.0000	0.0000	7.0000	0.4896
<i>Roa_target</i>	0.0687	0.0519	-0.7743	1.9959	0.2383
<i>Leverage_target</i>	0.5533	0.4968	0.0000	7.5955	0.6162

使得财务顾问在并购过程中不存在佣金激励,作为委托方的并购方对财务顾问依赖程度偏高。然而在并购过程中,财务顾问作为受托人与并购方之间存在代理冲突,在不存在佣金激励的情况下,财务顾问更加具备偷懒和不作为动机。这导致在并购前期财务顾问无法发挥专业的服务功能,不能对并购标的进行尽职调查。在并购过程中,财务顾问亦无法帮助并购方准确评估并购成本,协助并购方与目标方进行交易谈判。在“一口价”式的佣金支付方式下,股权交割前期财务顾问已经获取 90% 以上的佣金,不利于财务顾问在并购完成后提供优良的企业整合、一体化等相关咨询服务。整体而言,现有的佣金支付方式不具备激励机制,无法缓解财务顾问和并购方之间的代理冲突,亦不能充分激发财务顾问的工作创新能力。

第(2)列和第(5)列的回归结果显示,关系型财务顾问将显著提升短期并购绩效和长期并购绩效,且分别在 1% 和 10% 的水平上显著。上述结果验证了本文的假说 2a。作为企业 IPO 时的证券公司,关系型财务顾问与并购方在并购前期形成了稳定的关系租金。关系租金的存在使得关系型财务顾问与并购方之间的代理冲突得到一定程度的缓解,双方之间的相互了解既能够缓解彼此的信息不对称和代理冲突,也能够减少不必要的信息沟通成本,加快并购进程。并购过程不仅涉及并购标的调查、并购谈判与股权交割等过程,并购方还将面临并购资金需求。关系型财务顾问能够帮助并购方设计良好的并购融资方案,确保并购的顺利实施。基于后续业务合作的需求,关系型财务顾问具备更强的动机帮助并购方在并购后期提供人力资源整合、资产整合、文化整合等相关咨询服务,充分发挥财务顾问在资本市场、交易结构等方面的专业化优势。

第(3)列和第(6)列的回归结果显示,高声誉财务顾问将显著提升短期并购绩效和长期并购绩效,且分别在 10% 和 1% 的水平上显著。上述结果验证了本文的假说 3。财务顾问声誉是财务顾问资

源、能力、经验等多维度的综合衡量。高声誉财务顾问具备更为专业化的中介服务功能。这意味着,在并购前期,高声誉财务顾问能够帮助并购方识别更具备协同效应的并购标的,提供更为专业的尽职调查服务。在并购中期,高声誉财务顾问将协助并购方与目标方进行价格磋商,协调并购方与目标方、律师事务所等中介机构之间的关系。在并购后期,高声誉财务顾问的专业化服务将帮助并购方度过资源的整合期,实现更好的并购协同效应。除了更为专业化的并购服务,出于对自身声誉的考虑,成功的并购案例将有助于财务顾问声誉的累积和市场地位的提升,高声誉财务顾问将更加注重对长期利益与声誉的追求,其与并购方之间的利益冲突将得到缓解。声誉所带来的鉴证功能也能够并在并购不同阶段缓解并购方与目标方的信息不对称,推进并购的有效实施。

表 2 财务顾问对企业并购绩效影响的估计结果

变量	短期并购绩效 $CAR(-1,1)$			长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Advisor</i>	-0.1322* (-1.6828)			-0.1304*** (-5.5966)		
<i>Advisor-relation</i> × <i>Advisor</i>		0.1726*** (2.6260)			0.0353* (1.6567)	
<i>Advisor-rep</i> × <i>Advisor</i>			0.1063* (1.7825)			0.2243*** (12.6997)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	326	326	326	326	326	326
Adj. R ²	0.1001	0.1397	0.2607	0.7876	0.3720	0.2393

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平下显著,括号内数值为对应系数的 t 统计量。以下各表同。

五、进一步检验:财务顾问影响公司并购绩效的作用机制

前文的实证研究表明,在并购活动中,由于财务顾问和并购方之间存在利益冲突,使得聘请财务顾问的公司并购绩效显著低于不聘请财务顾问的公司;关系型财务顾问和并购方之间的关系租金、高声誉财务顾问具备的鉴证功能可以缓解这种利益冲突,更有利于财务顾问发挥专业化服务功能,使得聘请关系型财务顾问或高声誉财务顾问的公司并购绩效显著高于聘请非关系型财务顾问或低声誉财务顾问的公司。为了证明上述结论,本文对产生上述结论的机制进行了研究。本文从公司的并购溢价和并购持续时间两个维度来考虑影响并购绩效的传导渠道。

并购溢价是指,并购方所支付的并购价格高于目标方当前市场价格的部分。并购溢价是公司并购成本的一个直观反映(万良勇和胡璟,2014)。通常来说,并购溢价的存在在于协同效应,即通过并购,新公司将会产生比并购方和目标方独立存在时预期或所能达到的水平更高的业绩。并购方支付的并购溢价越高,代表并购方为了购买目标方的股权所支付的成本越高,也代表着并购方为自己设定了一个较难以完成或企及的业绩改进目标。并购溢价越高,为了弥补并购支付的高昂成本,公司将来所需花费的努力就越多,对并购绩效带来的反向作用也越强烈。此外,并购溢价还具有一定的

信号传递效应。并购溢价在一定程度上反映了并购方对目标方的价值判断,具有一定的信号显示效应。当并购溢价越高,表明并购方在并购中并未获得较好的谈判地位,为了获得并购标的所付出的代价越大。因此,倘若财务顾问及其异质性特征能够对公司的并购溢价产生影响,将进而对公司并购后的绩效改进带来影响,即对并购绩效产生影响。

并购持续时间反映了并购完成进度的快慢。一个较快的并购持续时间意味着并购方案设计、商业磋商、股权交割等过程进行得较为顺利,是反映并购双方沟通效率的一个直观指标。并购方在对目标方进行并购时,通常要进行一段时间的尽职调查,用以收集关于目标方的相关信息。在完成尽职调查之后,将会对如何并购目标公司进行方案设计,例如目标方的价值估值方式、并购支付手段、并购资金来源等等。商业磋商阶段将涉及并购方和目标方就设计的并购方案细节的交流与商讨,最终实现股权的交割。并购持续时间越长,不仅反映了并购双方沟通效率的低下,也反映了并购交易的复杂性。因此,一个较短的并购时间通常可能代表着并购双方能够进行积极有效的沟通。持续有效的沟通不仅缩短了并购时间,降低了并购双方因为并购事件所带来的机会成本,也能够从一定程度上传递出积极信号,提升并购绩效。因此,本文也试图从并购溢价和并购持续时间两个维度来考察财务顾问及其特征对公司并购绩效的作用机制。

1. 财务顾问与公司并购溢价

前文指出,在公司并购过程中,财务顾问和并购方之间通常存在一定的利益冲突,因此,相比于聘请财务顾问的公司,没有聘请财务顾问的公司并购绩效表现更高。财务顾问和并购方之间的利益冲突最直观的一个反映就是财务顾问可能在并购过程中没有提供更加专业化的服务,从而使得公司支付了较高的并购成本,最终导致并购绩效偏低。

关系型财务顾问和并购方之间存在“关系租金”,这种关系租金能够缓解并购方和财务顾问之间的利益冲突,有利于财务顾问发挥专业服务功能。关系型财务顾问更加理解并购方的偏好和并购意图。在IPO尽职调查阶段,关系型财务顾问和并购方形成了相互了解与信任,能够降低并购过程中的搜寻成本、信息交流成本等成本,从而降低并购方的并购成本,提升并购绩效。

声誉作为财务顾问的一项无形资源,能够在提供金融服务时起到鉴证功能,基于维持和积累声誉的考虑,高声誉的财务顾问往往能够提供更为专业化的并购服务。高声誉的财务顾问能够在并购过程中帮助并购方设计更为完备的并购方案,帮助公司与目标方进行磋商谈判,降低并购方为了购买标的所支付的成本,从而为并购方争取更大的利益,表现为更高的并购绩效。

为了检验上述机制,即并购溢价是财务顾问影响企业并购绩效的机制,本文按照并购溢价是否大于年度中位数进行子样本的划分。其中,关于并购溢价的度量,国外学者(Reuer et al., 2012)多数采用并购的交易对价与目标方在并购前市场价值的偏离程度来衡量,即 $\text{并购溢价} = (\text{每股收购价格} - \text{目标方的每股市值}) / \text{目标方的每股市值}$ 。然而,由于本文样本中的目标方均为未上市公司,无法获得每股市场价值。在中国并购实践中,对于未上市公司的收购,大多数采用目标方在并购基准日的净资产账面价值作为基准。因此,本文参考陈仕华和卢昌崇(2013)的做法界定并购溢价: $\text{并购溢价} = (\text{交易总价值} - \text{目标方的净资产} \times \text{转让比例}) / (\text{目标方的净资产} \times \text{转让比例})$ 。表3的回归结果表明,当并购溢价较低时,聘请关系型财务顾问和高声誉财务顾问与企业并购绩效之间的正相关性更为显著。

2. 财务顾问与公司并购持续时间

并购持续时间是反映并购经济后果的一个直观因素。财务顾问对并购过程的推进程度将直观反映在并购持续时间上。当财务顾问与并购方之间存在利益冲突时,财务顾问不能较快地推进并购的顺利实施和快速完成。当公司聘请关系型财务顾问时,“关系租金”的存在会导致关系型财务顾问

表 3 财务顾问影响企业并购绩效机制之并购溢价

Panel A: 是否聘请财务顾问				
变量	短期并购绩效 $CAR(-1,1)$		长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$	
	(1)高并购溢价	(2)低并购溢价	(1)高并购溢价	(2)低并购溢价
<i>Advisor</i>	-0.0585 (-0.4860)	-0.1426** (-2.0709)	0.0408 (0.6474)	0.0289 (0.4926)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	150	155	150	155
Adj. R ²	0.1617	0.1824	0.1444	0.1645
Panel B: 是否聘请关系型财务顾问				
变量	短期并购绩效 $CAR(-1,1)$		长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$	
	(1)高并购溢价	(2)低并购溢价	(1)高并购溢价	(2)低并购溢价
<i>Advisor-relation</i> × <i>Advisor</i>	0.0245 (0.5773)	0.0692* (1.7250)	-0.0013 (-0.0361)	0.0819*** (2.6127)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	150	155	150	155
Adj. R ²	0.1376	0.1683	0.1374	0.8867
Panel C: 财务顾问声誉				
变量	短期并购绩效 $CAR(-1,1)$		长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$	
	(1)高并购溢价	(2)低并购溢价	(1)高并购溢价	(2)低并购溢价
<i>Advisor-rep</i> × <i>Advisor</i>	0.0190 (0.2133)	0.1529* (1.6925)	0.0232 (0.5883)	0.1214** (2.3555)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	150	155	150	155
Adj. R ²	0.2724	0.1808	0.1432	0.5977

和并购方之间存在较少的信息不对称,加快并购双方之间的沟通和谈判进程。此外,关系租金也会缓解财务顾问和并购方之间的利益冲突,使得两者之间的目标更为一致,有利于财务顾问发挥专业服务功能。可以预见,聘请关系型财务顾问的公司并购持续时间应当较短。高声誉财务顾问具备一定的鉴证功能,为了积累和维系自身声誉,高声誉的财务顾问也通常会在并购中积极帮助并购方设计并购方案、推进并购的顺利实施。较高的声誉本身就是财务顾问服务功能的一种体现,也反映了更为专业化的服务质量。因此,聘请高声誉财务顾问的公司应当表现为更短的并购持续时间。

表 4 财务顾问影响企业并购绩效机制之并购持续时间

Panel A: 是否聘请财务顾问				
变量	短期并购绩效 $CAR(-1, 1)$		长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$	
	(1)长并购时间	(2)短并购时间	(1)长并购时间	(2)短并购时间
<i>Advisor</i>	-0.1658 (-1.4734)	-0.0338 (-0.3441)	0.0019 (0.0524)	0.0460 (0.7042)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	155	157	155	157
Adj. R ²	0.1079	0.0014	0.1106	0.1177
Panel B: 是否聘请关系型财务顾问				
变量	短期并购绩效 $CAR(-1, 1)$		长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$	
	(1)长并购时间	(2)短并购时间	(1)长并购时间	(2)短并购时间
<i>Advisor-relation</i> × <i>Advisor</i>	0.0466 (0.5957)	0.1713** (2.4713)	-0.0044 (-0.1145)	0.1509*** (2.8462)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	155	157	155	157
Adj. R ²	0.0087	0.2967	0.0916	0.9527
Panel C: 财务顾问声誉				
变量	短期并购绩效 $CAR(-1, 1)$		长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$	
	(1)长并购时间	(2)短并购时间	(1)长并购时间	(2)短并购时间
<i>Advisor-rep</i> × <i>Advisor</i>	0.0219 (0.1901)	0.0920** (2.0258)	0.0392 (1.0260)	0.0868** (2.2065)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	155	157	155	157
Adj. R ²	0.1666	0.1359	0.3874	0.4029

为了检验上述机制,即并购持续时间是财务顾问影响企业并购绩效的机制,本文按照并购持续时间是否大于年度中位数进行子样本的划分。本文使用从并购首次宣告日到并购方宣布并购标的完成过户或并购完成日的间隔天数来度量并购持续时间。表 4 的回归结果表明,当并购持续时间较短时,聘请关系型财务顾问和高声誉财务顾问与企业并购绩效之间的正相关性更为显著。

3. 财务顾问与并购方内部控制有效性

上述分析结果显示,财务顾问对公司的并购成本和并购持续时间并没有显著影响,那么,缘何

聘请财务顾问的公司并购绩效表现却低于未聘请财务顾问的公司呢?本文尝试从其他维度来考虑影响并购绩效的传导渠道。

本文认为,企业并购后的资源整合效果是影响最终并购绩效的另一条渠道。内部控制有效性的优劣能够反映公司在并购过程中的资源整合能力,也会对公司的并购绩效产生影响。在建立了有效内部控制系统的公司中,相互制衡的决策机制、严格的控制与监督活动、畅通的信息与沟通渠道能有效抑制管理者的机会主义行为(杨德明等,2009)以及减少决策偏误。而合理的管理者授权和职责分工使各级管理者及员工明确自己的职责以及在并购整合过程中的作用,因而能减少职能重叠,提高决策的执行效率。

当财务顾问与并购方之间存在利益冲突时,财务顾问不能有效地帮助企业完成并购后的资源整合,表现为更差的内部控制有效性。为了检验上述机制,本文构建了如式(4)所示的模型:

$$Performance = \alpha + \beta_1 Advisor \times Control + \beta_2 Advisor + \beta_3 X + \varepsilon \quad (4)$$

其中,*Control*为公司并购后的内部控制有效性,分值越高,有效性越低。其余变量的定义与上文相同。

表5的结论显示,内部控制有效性每变差一个单位,聘请财务顾问对并购绩效的负向作用将得到显著提升。公司由于内部控制有效性低,从而反映了整体人员的思想和业务素质不高(Doyle et al.,2007),因而理解并执行战略整合目标的能力有限。内部控制有效性越低的公司,往往代表着较差的整体凝聚力和大局意识,使得不同的利益和意见难以协调。因此,在内部控制有效性越低的公司,并购后的资源整合效果越差,这可能是导致本文发现聘请财务顾问的公司表现出更低并购绩效的原因。

表5 财务顾问影响企业并购绩效机制之内部控制有效性

变量	短期并购绩效 $CAR(-1,1)$	长期并购绩效 $\Delta ROA_{t-1,t+1}$
	(1)	(2)
<i>Advisor</i> × <i>Control</i>	-0.0479*** (-2.8326)	-0.0230** (-2.0956)
<i>Advisor</i>	-0.0302 (-0.3566)	0.0416 (1.5433)
控制变量	控制	控制
年度效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
N	326	326
Adj. R ²	0.0869	0.6500

六、内生性和稳健性检验

1. 财务顾问与并购方之间内生性的检验

是否选择聘请财务顾问和并购方之间可能存在内生关系,财务顾问与并购方之间存在着一个

选择过程。为了消除财务顾问和并购方之间存在的内生性问题,本文采用倾向得分匹配技术来控制内生性对实证结论产生的影响。

(1)使用倾向得分匹配方法为目标公司寻找匹配公司。按照以下式(5)计算不同公司的倾向性匹配得分:

$$P(Target=1)_i = \alpha + \beta_1 Size_i + \beta_2 Growth_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

其中, $Target$ 表示是否为目标公司 ($Target=1$ 表示该公司为聘请财务顾问进行并购的公司; $Target=0$ 表示该公司为未聘请财务顾问进行并购的公司)。 $Size_i$ 代表公司 i 在并购前一年的公司规模,即总资产的自然对数。 $Growth_i$ 代表公司 i 在并购前一年的营业收入增长率。对式(5)进行 Logit 回归可以得到概率预测值 \hat{p} , 本文采用最近邻匹配原则为目标组公司寻找相应的匹配公司。为了方便,分别用 \hat{p}_i 和 \hat{p}_j 表示目标组和配对组的概率预测值(即倾向性得分),最近邻匹配的原则可表示为:

$$\Theta(i) = \min_j \| \hat{p}_i - \hat{p}_j \|, j \in (target=0) \quad (6)$$

其中, $\Theta(i)$ 表示与目标组公司相对应的来自于配对公司的匹配集合,并且对于每一个目标组公司 i ,有且仅有一个匹配组公司 j 落入集合 $\Theta(i)$ 。

(2)检验倾向得分匹配的效果。根据倾向性得分的匹配结果,对倾向得分匹配前后的样本差异进行检验,检验结果如表 6 所示。由表 6 可以发现,在匹配之前,配对组和目标组的成长性在 5% 的显著性水平下存在最大差异,而在匹配之后,配对组和目标组之间的规模和成长性均不存在显著差异。由此可见,使用近邻匹配原则匹配的结果成功缩小了匹配组与目标组之间的差异。这表明采用最近邻匹配原则得到的匹配结果是适宜的。

表 6 倾向得分匹配前后样本差异对照一览

指标	对照	目标公司	配对公司	差异 t 值
样本 N	倾向得分匹配前	74	252	
	倾向得分匹配后	74	74	
$Size$	倾向得分匹配前	20.6465	20.7268	-0.0803 (-1.0575)
	倾向得分匹配后	20.6635	20.7362	-0.0727 (-0.8812)
$Growth$	倾向得分匹配前	0.0566	0.1231	-0.0665** (-1.9880)
	倾向得分匹配后	0.0307	0.0732	-0.0425 (-1.0241)

(3)使用倾向得分匹配得到的目标组和匹配组对式(1)—(3)进行回归,结果发现使用倾向得分匹配技术控制财务顾问和并购方之间的内生性之后,实证结果与原结论保持一致。

2. 稳健性检验

为了验证上文结果的稳健性,本文还对并购绩效、并购溢价及一些控制变量进行了指标替代的稳健性检验:①本文使用并购方在并购宣告日前后五天的累计超额收益率 $CAR(-5,5)$ 和并购方在

并购宣告日前后十天的累计超额收益率 $CAR(-10,10)$ 来度量并购的短期市场绩效。^②本文使用并购方在并购宣告前后两年的总资产净收益率的平均变动 $\Delta ROA_{t-2,t+2}$ 来衡量长期会计绩效(陈仕华和卢昌崇,2013;王艳和阚铄,2014)。^③本文使用并购溢价=(交易总价值-目标方的净资产)/目标方的净资产的方式来度量并购溢价(陈骏和徐玉德,2012;陈仕华和李维安,2016),并按照并购溢价是否大于年度中位数进行子样本的划分,检验财务顾问影响并购绩效的作用机制。^④本文分别使用董事会人数($BoardSize$)、独立董事占比($Dudongratio$)和 CEO 是否两职兼任($Dual$)来衡量公司治理特征(杨威等,2018),替换上文的第一大股东持股比例变量。上述检验结果显示与上文估计结果类似,说明本文的检验结果是稳健的^①。

七、结论与启示

1. 研究结论

本文提出,财务顾问作为公司社会资本的重要组成部分,不仅在 IPO 阶段发挥认证作用,在并购中也对并购绩效产生重要影响。作为新股 IPO 时的承销商,证券公司与上市公司的关联关系会得到继续发展,即在公司上市后的并购业务中担任财务顾问。因此,研究财务顾问这种公司的社会资本对公司并购的影响,拥有深厚的现实基础。

本文基于创业板这一自然实验平台,以创业板上市公司在并购事件宣告日前后的短期市场反应以及长期财务绩效变化作为分析指标,研究了财务顾问及其特征对上市公司并购绩效的影响。研究表明,相比于财务顾问的专业服务功能,财务顾问与并购方之间的利益冲突在并购中表现更为突出,聘请财务顾问降低了并购方并购绩效。本文对此的解释是财务顾问未能较好地发挥专业服务功能,其与并购方的利益冲突导致聘请财务顾问的公司在并购后的内部控制有效性较差,反映了并购后的资源整合效果较差,导致了较低的并购绩效。在对比不同类型的财务顾问在并购中发挥的作用时,实证结果表明关系型财务顾问和高声誉财务顾问能够更好地发挥财务顾问的专业服务功能,进而提升并购绩效。具体来看,关系型财务顾问与并购方之间的长期合作可以形成关系租金,高声誉财务顾问则具备一定的声誉鉴证功能,两者可以缓解财务顾问与并购方之间的利益冲突,帮助并购方降低并购成本、加快并购进程,获得更好的并购绩效。

2. 启示与政策建议

在中国,并购是公司进行规模扩张的主要方式之一。近年来,伴随着并购规模和数量的逐年递增,并购受到了来自监管者、资本市场参与者等多方面的持续关注。并购的参与者不仅包括了并购方和目标方,还包括作为中介机构的财务顾问。作为资本市场中的重大事件,并购的各方参与者应当以并购创造价值为出发点,多方面、多角度地积极参与并购。并购方与财务顾问应当维系能够带来价值增值的合作关系。财务顾问应当注重自身声誉的实现和累积。同时,监管部门应当加强对上市公司并购的过程监督,从而使得并购事件被正确认知,引导和规范并购从真正意义上成为公司实现资源优化配置的途径之一。

(1)上市公司应当与投资银行建立长期稳定的合作关系。投资银行是活跃在金融市场上的中介机构,不仅参与了公司的 IPO 活动,还将在公司后续的融资活动、并购扩张等事件中发挥着重要作用。从上市公司的角度出发,公司应当在保荐期间与投资银行建立良好的关系,积极配合投资银行的业务需求,主动与投资银行进行信息交换,充分降低双方之间的信息不对称,以减少后续合作中的沟通、交流等成本,构建信任稳定的合作基础。从投资银行的角度出发,作为业务的委托人,应当

^① 内生性检验和稳健性检验的结果见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

摆脱传统的买方与卖方的交易理念和态度,真正从客户的立场出发,为客户提供专业、优质的服务,取得客户信任。

(2)投资银行应当重视自身声誉的积累。在服务对象的选择上,投资银行应当在事前认真谨慎挑选服务对象。基于投资银行声誉的鉴证功能,高质量的公司为了避免逆向选择问题的发生,将其与低质量的公司区别开来,也会倾向于选择与高声誉的投资银行进行合作。故而,投资银行应当减少与问题客户的合作,切忌为了一时盈利而牺牲远期声誉。在具体服务过程中,投资银行应当切实履行交易中的应尽职责,以客户利益为出发点,向客户提供在线咨询、专家研讨、共同调研等灵活多样的服务方式,并由专业团队为客户量身定制一、二级市场一揽子专项服务。在交易完成后,投资银行应当重视后续售后服务,将售后服务作为投资银行业务的一个重要环节,对既往客户进行定期跟踪,以战略的眼光看待售后服务。

(3)加强对投资银行参与公司并购的监督和引导。财务顾问和并购方之间存在利益冲突,出于自利,财务顾问有动机做出不利于公司并购决策的行为。为了尽可能规避财务顾问的自利动机,政府应当出台更为详细的方案来规范和引导财务顾问参与公司并购的相关细则和条款,包括对财务顾问佣金的披露和核查、完善对并购事件的流程监督和后续追责、明确财务顾问在并购中的责权利等。此外,投资银行还应当加强对从业人员的诚信教育,防微杜渐,建立监督和自律机制,提高从业者的职业道德意识。

[参考文献]

- [1]蔡庆丰,田霖,郭俊峰. 民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现[J]. 中国工业经济, 2017,(3):156-173.
- [2]陈骏,徐玉德. 并购重组是掏空还是支持——基于资产评估视角的经验研究[J]. 财贸经济, 2012,(9):76-84.
- [3]陈仕华,李维安. 并购溢价决策中的锚定效应研究[J]. 经济研究, 2016,(6):114-127.
- [4]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,(5):144-156.
- [5]陈仕华,姜广省,卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013,(12):117-132.
- [6]葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J]. 会计研究, 2015,(9):74-80.
- [7]赖黎,巩亚林,夏晓兰,马永强. 管理者从军经历与企业并购[J]. 世界经济, 2017,(12):141-164.
- [8]李曜,宋贺. 风险投资支持的上市公司并购绩效及其影响机制研究[J]. 会计研究, 2017,(6):60-66.
- [9]李善民,黄灿,史欣向. 信息优势对企业并购的影响——基于社会网络的视角[J]. 中国工业经济, 2015,(11):141-155.
- [10]潘越,戴亦一,刘思超. 我国承销商利用分析师报告托市了吗[J]. 经济研究, 2011,(3):131-144.
- [11]孙淑伟,何贤杰,赵瑞光,牛建军. 中国企业海外并购溢价研究[J]. 南开管理评论, 2017,(3):77-89.
- [12]万良勇,胡璟. 网络位置、独立董事治理与公司并购——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014,(2):64-73.
- [13]王艳,李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效[J]. 管理世界, 2017,(12):125-140.
- [14]王艳,阚铎. 企业文化与并购绩效[J]. 管理世界, 2014,(11):146-157.
- [15]王凤荣,高飞. 政府干预、企业生命周期与并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验数据[J]. 金融研究, 2012,(12):137-150.
- [16]吴超,薛有志. 媒体报道、承销商声誉与IPO首日换手率[J]. 系统工程理论与实践, 2016,(1):15-26.
- [17]肖土盛,李丹,袁淳. 企业风格与政府环境匹配:基于异地并购的证据[J]. 管理世界, 2018,(3):124-138.

- [18]许荣,蒋庆欣,李星汉. 信息不对称程度增加是否有助于投行声誉功能发挥?——基于中国创业板制度实施的证据[J]. 金融研究, 2013,(7):166-179.
- [19]徐浩萍,罗炜. 投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究[J]. 经济研究, 2007,(2):124-136.
- [20]杨道广,张传财,陈汉文. 内部控制、并购整合能力与并购业绩——来自我国上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2014,(3):43-50.
- [21]杨德明,林斌,王彦超. 内部控制、审计质量与代理成本[J]. 财经研究, 2009,(12):40-49.
- [22]杨威,宋敏,冯科. 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘[J]. 中国工业经济, 2018,(6):156-173.
- [23]晏国菀,谢光华. 董事联结、董事会职能与并购绩效[J]. 科研管理, 2017,(9):106-115.
- [24]张新一. 浅谈财务顾问与内幕交易——基于岳远斌案的思考[J]. 财会通讯, 2012,(20):124-125.
- [25]张学勇,廖理,罗远航. 券商背景风险投资与公司 IPO 抑价——基于信息不对称的视角[J]. 中国工业经济, 2014,(11):90-101.
- [26]Arikan, A. M., and L. Capron. Do Newly Public Acquirers Benefit or Suffer from Their Pre-IPO Affiliations with Underwriters and VCs[J]. Strategic Management Journal, 2010,31(12):1257-1289.
- [27]Bao, J., and A. Edmans. Do Investment Banks Matter for M&A Returns[J]. Review of Financial Studies, 2011,24(7):2286-2315.
- [28]Beckman, C. M., and P. R. Haunschild. Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions[J]. Administrative Science Quarterly, 2002,47(1):92-124.
- [29]Bodnaruk, A., M. Massa, and A. Simonov. Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control [J]. The Review of Financial Studies, 2009,22(12):4989-5026.
- [30]Chahine, S., and A. Ismail. Premium, Merger Fees and the Choice of Investment Banks:A Simultaneous Analysis[J]. Quarterly Review of Economics & Finance, 2009,49(2):159-177.
- [31]Chuang, K. S. The Role of Investment Banks on the Impact of Firm Performance in Mergers and Acquisitions: Evidence from the Asia-Pacific Market[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2017,48(3):677-699.
- [32]Dewenter, K. L., and L. C. Field. Investment Bank Reputation and Relaxed Listing Requirements: Evidence from Infrastructure Firm IPOs in Hong Kong[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2001,9(2):101-117.
- [33]Doyle, J. T., W. Ge, and S. Mevay. Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting[J]. Accounting Review, 2007,82(5):1141-1170.
- [34]Fischer, H. M., and T. G. Pollock. Effects of Social Capital and Power on Surviving Transformational Change: The Case of Initial Public Offerings[J]. Academy of Management Journal, 2004,47(4):463-481.
- [35]Fuller, K., J. Netter, and M. Stegemoller. What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions[J]. The Journal of Finance, 2002,57(4):1763-1793.
- [36]Giovanni, J. D. What Drives Capital Flows? The Case of Cross-border M&A Activity and Financial Deepening[J]. Journal of International Economics, 2005,65(1):127-149.
- [37]Golubov, A., D. Petmezias, and N. G. Travlos. When It Pays to Pay Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&As[J]. Journal of Finance, 2012,67(1):271-311.
- [38]Graham, M., T. S. Walter, A. Yawson, and H. Z. Zhang. The Value-added Role of Industry Specialist Advisors in M&As[J]. Journal of Banking & Finance, 2017,81(8):81-104.
- [39]Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986,76(2):323-329.
- [40]Megginson, W. L., A. Morgan, and L. Nail. The Determinants of Positive Long-term Performance in Strategic Mergers:Corporate Focus and Cash[J]. Journal of Banking And Finance, 2004,28(3):523-552.
- [41]Rau, P. R. Investment Bank Market Share, Contingent Fee Payments, and the Performance of Acquiring Firms[J].

- Journal of Financial Economics, 2000,56(2):293-324.
- [42]Reuer, J. J., T. W. Tong, and C. W. Wu. A Signaling Theory of Acquisition Premiums: Evidence from IPO Targets[J]. Academy of Management Journal, 2012,55(3):667-683.
- [43]Schiereck, D., C. Sigl-Grub, and J. Unverhau. Investment Bank Reputation and Shareholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions[J]. Research in International Business and Finance, 2009,23(3):257-273.
- [44]Shipilov, A. V. Network Strategies and Performance of Canadian Investment Banks[J]. Academy of Management Journal, 2006,49(3):590-604.
- [45]Su, C., and D. Brookfield. An Evaluation of the Impact of Stock Market Reforms on IPO Under-pricing in China:The Certification Role of Underwriters[J]. International Review of Financial Analysis, 2013,28(6):20-33.
- [46]Weber, J., and M. Willenborg. Do Expert Informational Intermediaries Add Value? Evidence from Auditors in Microcap IPOs[J]. Journal of Accounting Research, 2003,41(4):681-720.

Financial Advisor and M&A Performance

SONG He¹, DUAN Jun-shan²

(1. School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;

2. School of Finance, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou 510320, China)

Abstract: As broad participants in the capital market, whether financial advisors and their heterogeneous characteristics can effectively improve the performance of M&A, this issue is of great significance for promoting supply-side reform, realizing industrial structure optimization and upgrading, and improving corporate governance performance. Based on the natural experimental platform of GEM, this paper considers the impact of financial advisors and their heterogeneity on corporate M&A performance. The results show that there is a conflict of interest between the financial advisor and the acquirer, so that the M&A performance of the companies who employ financial advisors are significantly lower than those who do not employ financial advisors. Benefiting from the “relationship rent” brought by the relational financial advisors and the “reputation certification function” of the high reputation financial advisors, relational financial advisors or high reputation financial advisors are able to alleviate conflicts of interest and provide professional services to acquirers, and improve M&A performance. This paper also explains the effect mechanism of the financial advisors on the M&A performance. The company employing financial advisor has worse internal control effectiveness after M&A, which reflects the poorer effect of resource integration after M&A, and leads to the lower M&A performance. The “relationship rent” of the relational financial advisor and the “reputation certification function” of the high reputation financial advisor can reduce the M&A premium, shorten the duration of M&A, improve the progress of M&A, and improve the performance of M&A. This study expands the related research on the social capital of the enterprises, enriches the research on the services function of the financial intermediaries, and provides some policy implications for the regulatory departments to guide the M&A of the listed companies more reasonably.

Key Words: financial advisor; conflict of interest; relational rent; reputation

JEL Classification: G10 G24 G34

[责任编辑:覃毅]