
信息不对称、信息不确定与定向增发中的 利润承诺

沈华玉 吴晓暉*

内容提要 本文从信息不对称与信息不确定的角度出发,解释了有资产交易的定向增发情境下的利润承诺现象。我们利用 2006-2015 年中国证券市场中有资产交易的定向增发数据,探讨了信息不对称、信息不确定与定向增发中利润承诺的关系。结果发现:信息不对称会降低定向增发中利润承诺条款的使用概率,但提高了利润承诺实现的概率;而信息不确定会提高定向增发中利润承诺条款的使用概率,但降低了利润承诺实现的概率。在经过内生性等稳健性检验后,结论依然成立。本文结论对买卖双方、投资者以及监管部门具有理论指导和实践启示。

关键词 信息不对称 信息不确定 利润承诺 定向增发 并购

一 引言

定向增发通常指上市公司为补充流动性、投资新项目、收购资产等目的,通过向指定对象非公开发行股票进行融资的行为。《上市公司证券发行管理办法》于 2006 年 5 月正式实施,首次对上市公司定向增发的概念和条件进行界定。自此,定向增发成为

* 沈华玉:华北电力大学经济与管理学院 北京市昌平区回龙观北农路 2 号 102206 电子信箱: shy1130@126.com; 吴晓暉(通讯作者):厦门大学管理学院 福建省厦门市思明区思明南路 422 号 361005 电子信箱: wuxiaohui@hotmail.com。

作者感谢国家自然科学基金面上项目(71572167)、第 62 批博士后基金面上项目(X09960)以及中央高校基本科研业务费专项资金(2018QN068)的资助。感谢两位匿名审稿人的宝贵建议,当然文责自负。

中国上市公司进行资产收购时常用的手段,特别是当被收购资产是非上市公司时,这种现象更加普遍。在有资产交易的定向增发中,上市公司通常要求卖方承诺标的公司^①未来3-5年的净利润水平,如果达不到利润承诺的目标值,卖方需要通过股份回购或现金的方式对上市公司的股东进行补偿。根据万德(WIND)数据库,定向增发的目的主要包括补充流动性、项目融资、公司间资产置换重组、融资收购其他资产等。其中,补充流动性和项目融资的定向增发并不存在资产交易,因而不存在利润承诺现象,本文主要关注有资产交易的定向增发样本。

近几年,定向增发中利润承诺现象越来越普遍,没有实现利润承诺的现象也时有发生,这些现象引起了实业界、媒体和学者的广泛关注。根据本文统计:2006年1月至2015年3月,通过定向增发进行资产买卖的样本共527个,其中433个样本存在利润承诺(约82.9%)。由于利润承诺协议需要3-5年才能完成,目前利润承诺期限已经结束的样本共178个^②,其中,在承诺期限内没有实现利润承诺的样本达到46个(约25.8%)。吕长江和韩慧博(2014)与高闯等(2010)发现上市公司要求卖方对标的公司未来几年利润进行承诺的方式可以保护上市公司及中小投资者的利益。虽然利润承诺未能实现时,通过利润补偿机制可以避免上市公司利益损失(高闯等,2010),但并不能说明利润承诺能够缓解“逆向选择”^③和“道德风险”问题^④。由于很少有学者关注利润承诺与否及承诺是否实现的关键影响因素,本文将对这两个问题进行探讨。

由于标的公司是非上市公司,与上市公司相比,其信息问题更加严重。因此,标的公司的信息问题可能是影响是否有利润承诺和利润承诺是否实现的重要因素。现实生活中存在两类信息问题:信息不对称和信息不确定。信息不对称问题来自买卖双方对标的公司了解程度存在差异。目前,有两种传统的理论可以解释信息不对称问题对利润承诺的影响:信号理论和激励理论。信号理论认为利润承诺可以作为标的公司质量好坏的信号,能够克服事前买卖双方的信息不对称问题。由于在交易前卖方拥有更多关于标的公司的信息,因此签订利润承诺协议会使盈利能力较差的标的公司主动退出交易市场,避免产生逆向选择问题(Bester和Strausz,2003;Kübler等,2008)。激励

① 本文标的公司全部为非上市公司。

② 剔除数据缺失后样本为134个。

③ 逆向选择问题通常指交易过程中,质量较差的公司将质量较好的公司驱逐出市场,损害买卖双方利益。

④ 道德风险问题通常指并购完成后,被并购公司的股东或高管会从自身利益出发,产生懈怠、不积极等行为,从而导致被并购公司业绩较差。

理论认为利润承诺可以抑制事后信息不对称带来的道德风险。买方希望通过利润承诺机制激励卖方在标的公司被收购后,仍然能够积极地经营标的公司,从而实现约定的利润承诺,避免事后道德风险问题的发生(Brav 和 Gompers 2003)。此外,有资产交易的定向增发涉及买卖双方和中小股东等多方利益,因而利润承诺机制会受到来自中小股东的关注,同时上市公司还会考虑利润承诺可能带来的负面影响,如商誉减值、再融资信誉等。因此,利润承诺并非完全是一种有效的合约机制。基于上述分析,买卖双方之间的信息不对称程度可能是影响利润承诺的重要因素(Karpoff 等 2013),如何影响则需要后续的经验检验。

第二类信息问题是标的公司本身存在的不确定性。Zhang(2006) 认为信息不确定指对影响公司价值的信息认识比较模糊,如企业盈利波动。信息不确定意味着即使能够充分了解标的公司的信息并拥有丰富的专业知识,也没法准确判断公司价值或对公司价值认知模糊。标的公司信息不确定性可能包括未来市场拓展风险、产品研发失败风险及政策环境风险等。因此,买卖双方同时面临标的公司的信息不确定,并且买卖双方均无法准确评估信息不确定性对标的公司未来利润的影响,从而标的公司信息不确定将影响是否有利润承诺和利润承诺是否实现。虽然 Jiang 等(2005) 很早就提出信息不确定与信息不对称是两个独立的概念,但是在资本市场的相关研究中^①,学者们只关注研究信息不对称带来的影响,忽视了信息不确定的影响(Lu 等 2010)。以前的研究,无论是以首次公开发行股票(IPO) 为背景(Brav 和 Gompers 2003),还是以定向增发为背景(Karpoff 等 2013),其研究视角都局限于信息不对称,很少考虑信息不确定因素的影响。实际上,信息不确定对资本市场中很多问题都存在影响。尤其当标的公司是非上市公司时,标的公司的信息不确定性更高,对相关问题的影响更为突出。因此,本文也从信息不确定的视角对相关问题进行探讨,为资本市场的其他研究提供新视角和借鉴。

综上所述,本文以定向增发中利润承诺为研究对象,从理论和实践角度分析了标的公司信息不对称和信息不确定对是否有利润承诺及利润承诺实现情况的影响。并利用 2006 年 1 月-2015 年 3 月中国上市公司中有资产交易的定向增发样本,对上述问题进行检验。结果发现:信息不对称与信息不确定对是否有利润承诺及其实现情况的影响并不相同。信息不对称给上市公司融资信誉和商誉减值带来较大风险,因而降低

^① Brav 和 Gompers(2003) 仅从信号理论和激励理论研究发现,上市公司的信息不对称程度与定向增发中是否进行股份锁定及股份锁定时间的长短显著正相关。

了利润承诺的使用概率,但是提高了利润承诺实现的概率。而信息不确定导致买卖双方过度自信,提高了利润承诺使用的概率,但是降低了利润承诺实现的概率。

本研究的边际贡献主要有:第一,拓展了信息问题的研究视角。本文利用有资产交易的定向增发为样本,发现信息不确定与信息不对称对利润承诺条款的使用及利润承诺实现情况的影响存在差异。这一结论表明对资本市场相关问题进行理论分析与经验研究时,忽视信息不确定和信息不对称两个概念的差异,很可能导致结果偏差。如在区分这两个不同概念基础上重新检验一些经验结果,例如 Karpoff 等(2013)的研究,可能会有新发现。第二,本文发现在有资产交易的定向增发情境下,信息不对称对利润承诺的影响并不遵循传统的信号理论或激励理论,对此本文给出了新解释。第三,本文首次探讨了定向增发中是否有利润承诺及利润承诺实现情况的影响因素。目前,国内外相关研究主要集中于定向增发中的股票锁定问题(Field 和 Hanka, 2001; Bradley 等, 2001; Brav 和 Gompers, 2003),对定向增发中利润承诺问题的研究较少。本文丰富了利润承诺的研究成果和研究视角,为后续相关研究提供了借鉴。

本文余下部分安排为:第二部分是定向增发中利润承诺的制度背景、理论基础和研究假说;第三部分是数据来源和模型选择;第四部分是经验分析;第五部分是稳健性检验;最后是本文结论。

二 制度背景、理论基础与研究假说

(一) 定向增发中利润承诺的制度背景

中国增发新股的政策起步较晚,证券监督管理委员会(下文简称证监会)2002年发布的第55号文件《关于上市公司增发新股有关条件的通知》首次界定了上市公司增发新股的条件:满足IPO的条件,同时还必须保证过去3年的净资产回报率不低于某一数值,对增发数量、募集资金额度等也有严格的限制。通过提高增发门槛来抑制上市公司恶意“圈钱”行为,保护中小投资者的利益。但上述政策主要指公开增发,而不是定向增发。直到2006年《上市公司证券发行管理办法》颁布,首次对定向增发中发行对象、认购条件、发行价格、股份锁定、上市公司财务等进行界定。2007年证监会颁布了《上市公司非公开发行股票实施细则》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第25号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书》。在实施细则中,首次对定价基准日、董事会、股东大会决议、核准和发行过程等进行界定。25号文件对定向增发预案及发行情况报告书应该包括哪些内容进行了界定,为上市公司

提交非公开发行股票预案及发行情况报告书等书面材料提供了法律依据。

(二) 理论基础与研究假说

目前,关于定向增发中利润承诺的研究还比较欠缺,Wan-Hussin 和 Ripain(2003)以马来西亚 1998-1999 年上市公司为样本研究认为,IPO 中业绩承诺不会导致上市公司采取利润平滑行为。而刘浩等(2011)通过中国股权分置改革的样本研究发现,有利润承诺的公司会通过盈余管理行为提高公司利润,以实现利润承诺。吕长江和韩慧博(2014)以 2011-2013 年深圳交易所上市公司为样本,发现利润承诺能够显著提高上市公司股东收益。吴超鹏等(2006)发现股改方案中有利润承诺的公司,会有较低的对价送达率和对价送出率。以上研究主要从上市公司或股权分置改革角度出发,没有从非上市公司的角度对利润承诺的相关问题进行研究。

1. 信息不对称与定向增发中的利润承诺

在有资产交易的定向增发中,信息不对称一般指买卖双方对标的非上市公司私有信息的了解程度存在差异(Lu 等 2010)。依据资产交易前后的时间节点,信息不对称可分为事前与事后信息不对称两种。第一,事前信息不对称发生在资产交易之前,信号理论认为卖方对标的公司了解更充分,通过主动释放信号能够减少买方的信息搜集和交易成本(Bester 和 Strausz 2003)。由于资产交易过程中“噪音”的存在,优质标的公司为将自己与劣质公司区分开来,可能会主动做出某种利润承诺。由于劣质公司兑现承诺的成本较高,不敢做出类似的承诺,从而避免逆向选择问题(Kübler 等 2008),例如在 IPO 或增发(SEO)过程中,上市公司会通过股份锁定承诺释放公司质量较好的信号(Karpoff 等 2013)。第二,事后信息不对称发生在交易完成后的日常管理中,激励理论认为标的公司管理层对本公司拥有更多的私有信息,其努力程度不能完全被观察,他们可能按照自身利益最大化而不是上市公司的利益最大化进行管理,产生事后道德风险问题(Brav 和 Gompers 2003)。采取适当的激励手段,可以让管理层按照上市公司的利益最大化进行决策和管理。例如 IPO 或 SEO 过程中管理层的股份锁定承诺,可以保证他们在锁定期内按照股东利益最大化进行管理(Karpoff 等 2013)。因此,利润承诺可以激励卖方在被收购之后仍然能够积极工作。

但上述两种传统理论未必适用于定向增发中利润承诺的情景,因为有资产交易的定向增发至少涉及卖方(非上市公司)、买方(上市公司)和中小股东 3 个不同的利益相关者。他们对标的公司信息的了解程度依次递减。二级市场的中小股东会对交易过程中的相关条款产生不同的反应,而买卖双方,特别是作为上市公司的买方会关注中小股东的反应(Karpoff 等 2013)。由于利润承诺条款会以公告的形式出现在《非公

开发行股份购买资产暨关联交易报告》中,中小股东会对此做出积极或消极反应(Kim和Verrecchia,1991;Brau等2005),这一结果买卖双方都可以提前预期。首先,卖方的利润承诺能够向买方和中小股东传递标的公司优质的信号,为谈判时提高标的公司的交易价格提供帮助。但利润承诺不能实现时,卖方需要进行补偿,而且二级市场的股票价格会下跌,导致卖方持股市值损失,两方面的不利影响可能会让卖方损失惨重(Palmrose等2004)。其次,对买方而言,利润承诺可以向中小股东传达积极信号,能够提高定向增发发行的成功率。当利润承诺不能实现时,买方能够获得卖方相应的补偿。但利润承诺不能实现会造成上市公司商誉减值,严重影响上市公司净利润,从而导致二级市场股价下跌,市值损失严重(Cline等2015)。最后,还会影响上市公司的公众形象和再融资信誉,使上市公司未来融资成功的概率降低,不利于上市公司长远发展。因此,是否在有资产交易的定向增发中引入利润承诺条款对买卖双方都是一个两难选择,且这种两难决策会随信息不对称程度的变化而变化。

基于以上分析,本文认为当买卖双方的信息不对称程度较高时,买方在签订利润承诺时更加谨慎和保守,因为此时利润承诺给上市公司带来的不利影响远远超过其带来的好处,上市公司更倾向于不采用利润承诺。即使采用利润承诺,其数额也相对保守,以保证利润承诺能顺利完成,即利润承诺实现的可能性更高。同时卖方为了避免利润承诺没有实现时需要补偿以及持有股票市值下跌带来损失,也会采取谨慎和保守的策略,选择不进行利润承诺或承诺数额较保守,因而利润承诺实现的概率更高。相反,当买卖双方的信息不对称程度越低时,买方在选择采取利润承诺时更加积极和自信,此时利润承诺给买方带来的好处远大于不利影响,因而越倾向于采用利润承诺,利润承诺数额也相对较高,从而导致利润承诺实现的概率降低;同时卖方为迎合买方和中小股东,也会相对积极和自信,此时采取利润承诺的收益大于风险,因而越倾向于采用利润承诺,其数额也相对较高,从而导致利润承诺实现的概率降低。综上所述,本文提出以下假说。

假说1:买方与卖方关于标的公司的信息不对称性越高,越不可能采取利润承诺。

假说2:买方与卖方关于标的公司的信息不对称性越高,利润承诺实现的可能性越大。

2. 信息不确定与定向增发中的利润承诺

由于标的公司是非上市公司,与买方上市公司相比,其信息不确定的问题更加严重。信息不确定指买方与卖方都没法对标的公司的真实价值进行准确判断或判断模糊(Lu等2010),它主要来自公司基本面波动或者信息有限(Zhang,2006;周宏等,

2014) 与公司所处商业与运营环境等密切相关(Jiang 等 2005)。Zhang(2006) 研究认为信息不确定导致分析师过度自信,因而预测修正发生的概率更高。于李胜和王艳艳(2006) 研究发现信息不确定与未预期盈余和超常收益显著正相关。相较而言,信息不确定与利润承诺的相关研究比较欠缺。在有资产交易的定向增发中,标的公司是非上市公司且多数为年轻公司,因而在资源、环境以及经营战略等方面都具有较高的不确定性,信息不确定导致公司未来的现金流波动性较大(刘博研和韩立岩 2010)。那么有资产交易的定向增发中,信息不确定如何影响卖方是否做出利润承诺以及实现情况?

第一,标的公司信息不确定性越高时,由于过度自信,买卖双方对未来利润估计越乐观,因而越可能进行利润承诺,利润承诺实现的可能性会降低。Jiang 等(2005) 认为信息不确定性越高时,买卖双方自身经验和知识带来的私有信息越不准确,信息中噪音也越多(Bikchandani 等,1992),买卖双方过分自信的倾向越严重。在有资产交易的定向增发中,过度自信会影响买卖双方对标的公司未来发展潜力的评估(Daniel 等, 2001)。第二,标的公司信息不确定性越高时,买卖双方对标的公司价值的预期偏差会越大(Griffin 和 Tversky,1992; Ritter 2003)。一方面,买卖双方对标的公司预期价值的差异较大;另一方面,买方对标的公司的预估价值与实际价值差异较大。价值预期偏差越大,买方在交易价格谈判中越谨慎,甚至需要卖方做出更多的保证和承诺,如利润承诺。因此,当标的公司信息不确定性越高时,双方越有可能进行利润承诺,利润承诺实现的可能性越低。综上所述,本文提出如下假说。

假说 3: 买卖双方对标的公司的信息不确定性越高,越可能采取利润承诺。

假说 4: 买卖双方对标的公司的信息不确定性越高,利润承诺实现的可能性越小。

三 数据与方法

(一) 数据来源与样本选择

本文数据主要来自 WIND 和国泰安(CSMAR) 数据库,结合上海证券交易所、深圳证券交易所官方网站、巨潮网中上市公司《非公开发行股份购买资产暨关联交易报告书》(以下简称资产交易报告书)公告全文,通过人工方式收集标的公司基本资料、财务信息、利润承诺等相关数据。样本选择过程如下:首先,从 WIND 数据库提取 2006 年 1 月-2015 年 3 月定向增发的样本,共 1768 个;其次,剔除没有资产交易的定向增发样本(包括补充现金和项目融资),剔除重复样本,剩余 729 个样本;再次,分别从上海证券交易、深圳证券交易所官方网站和巨潮网下载《非公开发行股份购买资产暨关联

交易报告书》《股份变动说明书》《实施情况说明书》和《持续督导报告》等文本,通过CSMAR 并购数据库进行匹配,剩余 527 个样本;最后,删除数据缺失样本,剩余 417 个有效样本。其中,没有利润承诺的样本 44 个,有利润承诺的样本 373 个。在有利润承诺的样本中,利润承诺实施完毕的样本 134 个(已经剔除数据缺失样本)^①。为了消除极端值对经验结果的影响,本文对连续变量在 1% 和 99% 水平上进行缩尾处理。

(二) 变量定义与模型设定

1. 是否有利润承诺与利润承诺实现情况

主模型中因变量主要包括是否有利润承诺(PG)与利润承诺实现比例(PPG)。是否有利润承诺是 0-1 哑变量,利润承诺实现比例是大于 0 的连续变量。是否有利润承诺主要根据该公司资产交易报告中关于“盈利预测补偿安排”的描述来定义,当描述中有利润承诺相关信息时,赋值为 1,否则赋值为 0。利润承诺实现比例等于利润承诺实现总额除以利润承诺总额。其中利润承诺总额来自该公司资产交易报告中关于盈利预测补偿安排的说明,而利润承诺实现总额根据《持续督导报告》中每年实现的利润加总得到^②。在稳健性检验中,我们采用利润承诺超额实现比例(CPG)和利润承诺是否实现(SPG)分别代替利润承诺实现比例(PPG)作为因变量。

2. 信息不对称与信息不确定

本文的自变量主要包括信息不对称和信息不确定。关于信息不对称的衡量,Leftwich (1983) 认为中介机构(包括资产评估师、承销商、会计师事务所)声誉越高,对公司资产评估质量或信息审计质量越高,公司披露的信息质量也越高(Lu 等 2010),因此公司的信息不对称程度越低(Dierkens, 1991; Fitza 和 Dean, 2009; Dunn 等, 2009)。O' Neill 和 Swisher (2003) 研究发现机构投资者持股比例越高,对上市公司监督作用越强,由此降低了上市公司与外部投资者的信息不对称程度。Barry 等(2004) 研究发现,风险投资等机构投资者能够起到外部监督作用,从而让公司能够及时准确地披露相关信息。除此之外,Barth 等(2001) 与 Karpoff 等(2013) 认为有形资产是看得见和易衡量的资产,有形资产比例越高,公司的信息透明度越高,信息不对称程度越低。由于标的公司是非上市公司,结合以上文献和数据的可得性,本文采用是否有机构投资者(BII)作为信息不对称的衡量指标,并在稳健

^① 实施完成的样本指 2015 年之前已经完成承诺期限的样本,如 000418(小天鹅 A) 2010 年定向增发,标的公司承诺未来 3 年的利润,在 2013 年已经完成,而 002225(濮耐股份) 2013 年定向增发时,标的公司承诺未来 4 年的利润,截至 2015 年利润承诺还在实施过程中,不计入利润承诺实施完成的样本。

^② 资产交易中参与的券商每年对上市公司及标的公司进行督导,并发布《持续督导报告》,内容包含关于利润承诺实现情况的督导说明。

性检验中采用资产评估机构声誉(*ASSET*)作为信息不对称的替代变量。

关于信息不确定的衡量,通常认为与企业独有的非系统性风险密切相关。首先,从标准差角度来衡量。Berk等(1999)从统计学角度出发,采用变量的标准差衡量信息不确定。随后Hong和Lensin(2005)与刘博研和韩立岩(2010)采用股票月度收盘价格标准差、员工数量标准差、净利润标准差等方法衡量公司的信息不确定。其次,从会计信息质量角度来衡量。于李胜和王艳艳(2006)与Khan和Watts(2009)认为公司信息不确定主要来自会计信息质量的高低,可以用修正Jones模型计算的可操控应计盈余水平来衡量。周宏等(2014)利用公司应计会计信息质量和公司年龄来衡量公司的信息不确定。此外,含公司年龄在内的其他衡量信息不确定的指标包括:采用公司年龄、收益标准差、每日周转率均值、未来现金流持久性(Jiang等2005);利用前1年分析师跟踪数量、公司年龄等变量(Chen和Zhao2012);采用公司年龄、分析师预测偏差、分析师跟踪数量、股票波动性、现金流波动性(Zhang2006)。综上所述,由于本文标的公司是非上市公司,不存在股票波动性和分析师跟踪等指标,而公司资产交易报告书中关于标的公司的信息公布也很有限,不能获得公司会计信息质量。因此,本文采用标的公司年龄(*AGE*)和净利润波动作为公司信息不确定的衡量指标。当公司年龄越小时,市场获取公司的历史信息越少,公司信息不确定程度越高;公司净利润波动越大,公司的信息不确定程度越高(Jiang等2005;Zhang2006)。

3. 控制变量

本文控制变量主要包括标的公司以下指标:标的公司数量、子公司的数量、资产负债率、市盈率与行业市盈率的比值、资产回报率、利润承诺比例(Huang等2014;许年行和吴世农2007)。此外,上市公司董事长和总经理是否两职合一、产权性质等也可能影响利润承诺决策(Goergen等2006),最后,本文还控制了行业和年度虚拟变量。具体说明见表1。

为验证本文的4个假说,我们采用如下模型:

$$PROFITG = \alpha + \beta_1 ASY + \beta_2 UNCER + \lambda Control + YEAR + IND + \varepsilon \quad (1)$$

其中,因变量为利润承诺相关指标(*PROFITG*),包括是否有利润承诺(*PG*)、利润承诺实现比例(*PPG*)、利润承诺超额实现比例(*CPG*)及利润承诺是否实现(*SPG*)。*ASY*指信息不对称性,用标的公司是否有机构投资者(*BII*)或标的公司资产评估机构声誉(*ASSET*)衡量。*UNCER*指信息不确定,用标的公司年龄(*AGE*)和净利润的波动(*STDPR*或*ABSPR*)衡量。因为是否有利润承诺是虚拟变量,我们对假说1和3采用Logit回归。利润承诺实现比例属于连续变量,对假说2和4采用普通最小二乘(OLS)

回归。由于是否有机构投资者是选择性变量,并不一定外生,可能产生内生性问题(Shaver,1998)。为缓解该问题,本文采用工具变量两阶段回归对模型重新进行检验。

表1 主要变量说明

属性	名称	定义	数据来源及处理
因变量	<i>PG</i>	是否有利润承诺,有为1,没有为0	《非公开发行股份购买资产暨关联交易报告书》《持续督导报告》、手工
	<i>PPG</i>	利润承诺实现比例 = 承诺实现总额 / 承诺总额	
	<i>CPG</i>	利润承诺超额实现比例 = 承诺实现总额 / 承诺总额 - 1	
	<i>SPG</i>	利润承诺是否实现,是为1,否为0	
自变量	<i>BII</i>	标的公司是否有机构投资者,有为1,没有为0	《非公开发行股份购买资产暨关联交易报告书》、手工
	<i>ASSET</i>	资产评估机构声誉,综合排名前10为1,其他为0	
	<i>AGE</i>	标的公司年龄	
	<i>STDPR</i>	标的公司近3期净利润的标准差	
	<i>ABSPR</i>	标的公司近3期净利润的最大值减最小值后取对数	
控制变量	<i>NUM</i>	标的公司数量(本次报告中披露交易的标的公司数量)	同上
	<i>ZNUM</i>	标的公司子公司总数	同上
	<i>IND</i>	标的公司与上市公司是否同行业,是为0,否为1	同上
	<i>DEBT</i>	标的公司近1期的资产负债率	同上
	<i>ROA</i>	标的公司近1期的资产回报率 = 净利润 / 总资产	同上
	<i>PE</i>	市盈率比值 = 标的公司市盈率 / 行业市盈率	同上
	<i>PGQ</i>	利润承诺比例 = 利润承诺总额 / 标的公司总资产	同上
	<i>DUAL</i>	上市公司是否两职合一,是为1,不是为0	CSMAR
	<i>STATE</i>	上市公司产权性质,国有企业为1,非国有企业为0	CSMAR
	<i>YDUM</i>	金融危机哑变量,2008年及之前为0,之后为1	CSMAR

四 经验分析

(一) 统计分析

本部分内容包括描述性统计分析、变量 Pearson 和 Spearman 相关关系分析和按照是否有利润承诺分组后的均值和中位数差异分析。

1. 描述性统计分析

表2是本文主要变量的描述性统计分析结果,是否有利润承诺的均值为0.894,

表明约 11% 的样本没有利润承诺,与我们观察到的现象吻合。利润承诺是否实现的样本只有 178 个(没有剔除数据缺失之前的样本),利润承诺实现比例和承诺超额实现比例的均值分别为 1.124 和 0.124,说明大部分利润承诺样本都能够超额实现承诺目标,标准差为 0.414,说明利润承诺实现比例的差异不大;最小值为 0.131,表明仍然有少数样本离利润承诺目标相差较远,主要原因可能是产品销售未达到预期或行业竞争加剧导致亏损严重。利润承诺是否实现的均值为 0.742,即只有不到 75% 的样本实现了利润承诺,与媒体和实业界长期关注的利润承诺实现情况基本吻合。标的公司中是否有机构投资者的均值为 0.388,说明大约 39% 的标的公司有机构投资者参与。资产评估机构声誉的均值为 0.516,即样本中有超过半数的标的公司选择声誉较好的中介机构。标的公司年龄的均值为 2.894,说明标的公司大部分属于年轻公司,成立时间不长,因而不确定性较高。标的公司数量和子公司数量的标准差分别为 3.251 和 15.590,表明在实际资产交易过程中,参与交易的标的公司及子公司数量差异较大,有些交易只有一家标的公司,且没有子公司,而有些交易可能有 5 家标的公司,且每家标的公司有 3-6 家子公司。其他变量的极值、均值和标准差等分布较为合理。

表 2 主要变量的描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	25 分位	中位数	75 分位	最大值
<i>PG</i>	417	0.894	0.308	0	1	1	1	1
<i>PPG</i>	178	1.124	0.414	0.131	1.011	1.067	1.212	2.606
<i>CPG</i>	178	0.124	0.414	-0.869	0.011	0.067	0.212	1.606
<i>SPG</i>	178	0.742	0.439	0	0	1	1	1
<i>BII</i>	417	0.388	0.488	0	0	0	1	1
<i>ASSET</i>	417	0.516	0.500	0	0	1	1	1
<i>AGE</i>	417	2.894	0.927	1	2.303	2.773	3.332	6
<i>STDPR</i>	415	7.932	1.426	3.800	6.934	7.894	8.906	11.70
<i>ABSPR</i>	417	8.543	1.447	4.146	7.524	8.492	9.526	12.18
<i>NUM</i>	417	2.357	3.251	1	1	1	2	11
<i>ZNUM</i>	417	5.276	15.590	0	0	2	6	36
<i>IND</i>	417	0.520	0.500	0	0	1	1	1
<i>DEBT</i>	417	0.521	0.219	0.054	0.369	0.520	0.677	1.239
<i>ROA</i>	417	0.090	0.119	-0.048	0.025	0.052	0.105	0.667
<i>PE</i>	417	0.616	1.073	0.073	0.243	0.384	0.568	8.100
<i>DUAL</i>	417	0.204	0.403	0	0	0	0	1

2. 主要变量的 Pearson 和 Spearman 相关关系

表3 是主要变量的相关关系结果。变量的 Pearson 相关系数及显著性水平见左下三角部分 变量的 Spearman 相关系数及显著性水平见右上三角部分。结果显示,在不考虑其他因素的影响下 *PG* 和 *AGE* 在 1% 水平上显著负相关,与 *BII* 在 5% 水平上显著正相关,验证前文假说 1 和 3; *PPG*、*CPG* 与 *AGE* 在 1% 或 5% 水平上显著正相关,与 *BII* 在 1% 或 5% 水平上显著负相关,同本文假说 2 和 4 一致,其他变量与因变量均在一定水平上显著相关。

表3 主要变量之间的 Pearson 和 Spearman 相关关系

	<i>PG</i>	<i>PPG</i>	<i>CPG</i>	<i>BII</i>	<i>AGE</i>	<i>NUM</i>
<i>PG</i>	1	0.503 ^{***}	-0.177 ^{***}	0.160 ^{**}	-0.197 ^{***}	-0.150 ^{**}
<i>PPG</i>	0.391 ^{***}	1	0.604 ^{***}	-0.129 ^{**}	0.133 ^{**}	0.099 [*]
<i>CPG</i>	-0.190 ^{***}	0.725 ^{***}	1	-0.207 ^{***}	0.260 ^{***}	0.228 ^{***}
<i>BII</i>	0.160 ^{**}	-0.156 ^{**}	-0.201 ^{***}	1	-0.055	-0.141 ^{**}
<i>AGE</i>	-0.233 ^{***}	0.133 ^{**}	0.253 ^{***}	-0.083	1	0.034
<i>NUM</i>	-0.063	0.144 ^{**}	0.168 ^{***}	-0.026	0.010 [*]	1
<i>ZNUM</i>	-0.061	0.063	0.115 [*]	0.106 [*]	0.050	0.107 [*]
<i>IND</i>	-0.126 [*]	0.093	0.178 ^{***}	-0.049	0.177 ^{***}	0.048
<i>DEBT</i>	-0.066	0.029	0.041	0.021	0.022	-0.076
<i>ROA</i>	-0.014	0.029	0.024	-0.031	0.042	0.096
<i>PE</i>	0.018	0.117 [*]	0.113 [*]	0.063	0.008	0.023
<i>DUAL</i>	0.078	-0.137 ^{**}	-0.186 ^{***}	0.003	-0.066	-0.141 ^{**}
	<i>ZNUM</i>	<i>IND</i>	<i>DEBT</i>	<i>ROA</i>	<i>PE</i>	<i>DUAL</i>
<i>PG</i>	0.015	-0.139 ^{**}	-0.066	0.000	0.128 ^{**}	0.078
<i>PPG</i>	0.003	0.063	0.031	0.030	-0.115 [*]	-0.113 [*]
<i>CPG</i>	0.047	0.164 ^{***}	0.045	0.017	-0.241 ^{***}	-0.198 ^{***}
<i>BII</i>	0.216 ^{***}	-0.057	0.021	0.018	0.043	0.003
<i>AGE</i>	0.101 [*]	0.182 ^{***}	0.015	0.072	-0.222 ^{***}	-0.065
<i>NUM</i>	0.065	0.010 [*]	-0.111 [*]	0.034	-0.140 ^{**}	-0.132 ^{**}
<i>ZNUM</i>	1	0.096	-0.001	-0.024	-0.036	-0.018
<i>IND</i>	0.039	1	0.037	0.077	-0.424 ^{***}	-0.105 [*]
<i>DEBT</i>	0.009	0.020	1	-0.013	0.018	-0.036
<i>ROA</i>	-0.035	0.021	0.015	1	-0.106 [*]	0.028
<i>PE</i>	0.068	-0.007	-0.051	-0.005	1	0.087
<i>DUAL</i>	-0.069	-0.106 [*]	-0.036	0.012	-0.024	1

说明: *、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平,下表同。

3. 是否有利润承诺分组检验

表 4 为按照是否有利润承诺分组检验的结果。表 4A 部分表明 标的公司是否有机构投资者在有利利润承诺样本中的均值(0. 400) 比无利润承诺样本中的均值(0. 160) 高 ,且在 1% 水平上显著 ,中位数也在 1% 水平上显著有差异。资产评估机构声誉在有利利润承诺样本中均值(0. 542) 比无利润承诺样本中的均值(0. 295) 高 ,且在 1% 水平上显著; 有利润承诺的样本中标的公司年龄均值(12. 260) 和中位数(12) 均比无利润承诺样本中的均值(13. 870) 和中位数(13) 低 ,且在 5% 水平上显著。有利利润承诺样本中标的公司净利润标准差和极值差的均值(8. 461、9. 234) 和中位数(7. 754、8. 391) 均比无利润承诺的样本中该变量的均值(8. 619、12. 170) 和中位数(8. 700、9. 304) 低 ,且在 1% 水平上显著。以上结果表明: 在不考虑其他因素的影响下 ,是否有利润承诺与标的公司年龄(*AGE*) 显著负相关 ,即与信息不确定显著正相关; 与标的公司是否有机构投资者(*BII*) 显著正相关 ,即与信息不对称程度显著负相关 ,验证本文假说 1 和 3。

表 4 主要变量均值、中位数差异性分析结果(按是否有利润承诺分组)

变量	无利润承诺		有利润承诺		差异(T 检验或 Z 检验)	
	均值 1	中位数 1	均值 2	中位数 2	均值差异	中位数差异
A 自变量						
<i>BII</i>	0. 160	0	0. 400	0	-0. 240***	19. 380***
<i>ASSET</i>	0. 295	0	0. 542	1	-0. 246***	-
<i>AGE</i>	13. 870	13	12. 260	12	1. 614**	5. 423**
<i>STDPR</i>	8. 619	8. 700	8. 461	7. 754	0. 769***	14. 773***
<i>ABSPR</i>	12. 170	9. 304	9. 234	8. 391	0. 773***	10. 277***
B 控制变量						
<i>NUM</i>	3. 426	2	2. 236	1	1. 190***	21. 843***
<i>ZNUM</i>	4. 947	0	4. 866	2	0. 081	6. 495**
<i>IND</i>	0. 553	1	0. 499	1	0. 054	-
<i>DEBT</i>	0. 602	0. 617	0. 519	0. 526	0. 083***	8. 000***
<i>PE</i>	0. 657	0. 402	0. 612	0. 379	0. 045	0. 108
<i>ROA</i>	0. 044	0. 027	0. 523	0. 053	-0. 479	16. 451***
<i>DUAL</i>	0. 096	0	0. 210	0	-0. 114**	6. 576**

表 4B 部分显示 ,有利利润承诺的样本中标的公司数量、资产负债率两个变量的均值和中位数均比无利润承诺的样本中该变量的均值和中位数低 ,且在 1% 水平上显著。有利利润承诺的样本中上市公司是否两职合一的均值比无利润承诺的样本中该变量的均值高 ,中位数均为 0 ,且在 5% 水平上显著。而标的公司包含的子公司数量、资

产回报率的均值在两组样本中没有显著性差异,中位数在两组样本中存在显著性差异。标的公司与上市公司是否同行业、标的公司市盈率与行业市盈率的比值的均值和中位数在两组样本中均不存在显著性差异。

(二) 信息不对称、信息不确定与利润承诺的回归结果

表5 各变量的方差膨胀因子(Variance Inflation Factor, VIF)值和VIF平均值均小于2^①,说明模型并不存在多重共线性问题。表5第(1)列结果显示,是否有机构投资者的系数在1%水平上显著为正,说明当标的公司有机构投资者时,即信息不对称程度越低时,越可能采取利润承诺,验证假说1。第(2)列标的公司年龄的系数在1%水平上显著为负,表明当标的公司年龄越大时,即信息不确定性越低时,越不可能采取利润承诺,支持假说3。第(3)列将信息不对称和信息不确定同时加入模型,结论与第(1)和(2)列保持一致,假说1和3成立。

表5第(4)列标的公司是否有机构投资者的系数在0.1%水平上显著为负,说明利润承诺实现比例与信息不对称显著正相关,验证假说2。第(5)列标的公司年龄系数在0.1%水平上显著为正,表明利润承诺实现比例与信息不确定显著负相关,验证假说4。第(6)列将信息不对称和信息不确定同时加入模型,结论与第(4)和(5)列保持一致,支持假说2和4。在控制变量中,标的公司资产回报率系数在利润承诺实现比例方程中显著为正,与吴超鹏等(2006)研究股改方案中得出的利润承诺结果一致。

(三) 内生性及工具变量

为消除模型中遗漏变量、反向因果等内生性问题,本文采用工具变量对模型进行两阶段回归。标的公司年龄只与成立时间相关,因而是外生变量,不存在内生性问题。是否有机构投资者可能会受到公司负债率和资产回报率等其他控制变量的影响,同时模型中可能遗漏某些影响利润承诺的相关变量,因而信息不对称可能存在内生性问题。Ivashina和Scharfstein(2010)认为2008年金融危机冲击会影响买卖双方的融资渠道和投资决策。Lemmon和Lins(2003)认为金融危机会影响企业股权结构、治理水平和公司业绩等。Ang和Cheng(2006)则发现金融危机影响企业并购行为和并购对象的特征。因此金融危机会影响机构投资者的投资行为和标的公司的治理水平,进而影响标的公司的信息不对称程度。本文采用2008年金融危机冲击(*YDUM*)作为工具变量对模型进行重新检验,其满足工具变量的相关性和外生性原则。

^① VIF值主要用于检验各变量之间是否存在多重共线性。当单个VIF值不超过10,VIF平均值不超过5时,可认为模型中各变量不存在多重共线性。

信息不对称、信息不确定与定向增发中的利润承诺

表 5 信息不对称、信息不确定与利润承诺的回归结果

	是否有利润承诺(<i>PG</i>) : Logit			利润承诺实现比例(<i>PPG</i>) : OLS		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>BII</i>	1. 250 ^{***} (2. 807)		1. 179 ^{***} (2. 622)	-0. 218 ^{****} (-4. 343)		-0. 217 ^{****} (-4. 404)
<i>AGE</i>		-0. 081 ^{***} (-3. 286)	-0. 076 ^{***} (-3. 039)		0. 016 ^{****} (3. 544)	0. 016 ^{****} (3. 620)
<i>NUM</i>	-0. 015 (-0. 306)	-0. 011 (-0. 256)	-0. 012 (-0. 258)	0. 014 [*] (1. 862)	0. 014 [*] (1. 852)	0. 013 [*] (1. 825)
<i>ZNUM</i>	-0. 011 (-1. 515)	-0. 007 (-0. 940)	-0. 010 (-1. 367)	0. 004 ^{**} (2. 236)	0. 002 (1. 549)	0. 003 ^{**} (2. 162)
<i>IND</i>	-0. 392 (-1. 146)	-0. 400 (-1. 154)	-0. 434 (-1. 236)	0. 063 (1. 309)	0. 047 (0. 963)	0. 064 (1. 346)
<i>DEBT</i>	-1. 476 [*] (-1. 756)	-1. 294 (-1. 552)	-1. 287 (-1. 521)	0. 215 [*] (1. 857)	0. 193 (1. 644)	0. 175 (1. 526)
<i>ROA</i>	1. 608 (0. 682)	1. 213 (0. 519)	1. 455 (0. 604)	0. 007 ^{***} (2. 705)	0. 006 ^{**} (2. 385)	0. 006 ^{***} (2. 707)
<i>PE</i>	0. 010 (0. 066)	0. 037 (0. 247)	0. 026 (0. 176)	0. 007 (0. 331)	0. 004 (0. 183)	0. 004 (0. 190)
<i>DUAL</i>	0. 328 (0. 632)	0. 207 (0. 396)	0. 239 (0. 453)	-0. 149 ^{**} (-2. 448)	-0. 142 ^{**} (-2. 300)	-0. 146 ^{**} (-2. 438)
<i>STATE</i>	-0. 979 ^{***} (-2. 751)	-1. 025 ^{***} (-2. 847)	-0. 908 ^{**} (-2. 496)	0. 195 ^{****} (3. 539)	0. 200 ^{****} (3. 599)	0. 174 ^{***} (3. 199)
<i>PGQ</i>				-0. 016 ^{**} (-2. 043)	-0. 011 (-1. 361)	-0. 011 (-1. 464)
常数项	3. 203 ^{****} (4. 647)	4. 608 ^{****} (6. 028)	4. 192 ^{****} (5. 392)	0. 577 ^{****} (7. 113)	0. 316 ^{****} (3. 421)	0. 408 ^{****} (4. 428)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	417	417	417	134	134	134
伪 R ²	0. 120	0. 127	0. 157			
调整后的 R ²				0. 210	0. 196	0. 241

说明: ****表示 0. 1% 的显著性水平 括号内值为稳健标准误。下表同。

表6第(1)-(3)列是以2008年全球金融危机冲击作为工具变量的两阶段回归结果。第(1)列中YDUM对标的公司是否有机构投资者的影响在0.1%水平上显著为正，

表6 金融危机冲击与定向增发中的利润承诺

	第一阶段		第二阶段	
	(1)	(2)	(3)	
	<i>BII</i>	<i>PG</i>	<i>PPG</i>	
<i>BII</i>		2.154 ^{****}	-1.527 ^{***}	
		(22.240)	(-2.681)	
<i>YDUM</i>	0.245 ^{****}			
	(4.632)			
<i>NUM</i>	0.005	-0.001	0.011	
	(0.601)	(-0.067)	(0.789)	
<i>ZNUM</i>	0.003 ^{**}	-0.009 ^{***}	0.010 ^{**}	
	(2.264)	(-3.035)	(2.094)	
<i>IND</i>	0.038	-0.170	0.157 [*]	
	(0.803)	(-1.398)	(1.664)	
<i>DEBT</i>	0.022	-0.258	0.197	
	(0.197)	(-0.916)	(0.966)	
<i>ROA</i>	0.313	0.050	0.742	
	(1.524)	(0.078)	(1.310)	
<i>PE</i>	-0.006	0.021	0.005	
	(-0.278)	(0.406)	(0.111)	
<i>DUAL</i>	-0.031	0.116	-0.188 [*]	
	(-0.512)	(0.755)	(-1.802)	
<i>STATE</i>	-0.108 ^{**}	0.020	0.044	
	(-2.088)	(0.129)	(0.380)	
<i>PGQ</i>			-0.035 ^{**}	
			(-2.132)	
常数项	0.102	-0.044	1.044 ^{****}	
	(1.136)	(-0.166)	(4.420)	
年度	控制	控制	控制	
行业	控制	控制	控制	
F值	78.820	31.580	19.060	
样本量	417	417	134	
调整后的(伪)R ²	0.201	0.185	0.156	
识别不足检验		0.016		
弱工具变量检验		78.820 > 16.380		

与相关性原则一致。第二阶段回归的第(2)列结果显示,标的公司是否有机构投资者对是否有利润承诺的影响在0.1%水平上显著为正,即信息不对称与是否有利润承诺显著负相关,验证假说1。第(3)列中机构投资者对利润承诺实现比例的影响在1%水平上显著为负,即信息不对称与利润承诺实现比例显著正相关,支持假说2。综上所述,采用2008年全球金融危机作为工具变量后,两阶段回归结果仍然支持假说1和2。识别不足检验(Anderson)的P值为0.016,说明不存在识别不足的问题;弱工具变量检验(CD-W)的F值大于关键判别值16.380,说明不存在弱工具变量问题;过度识别检验(Sargan)表明不存在过度识别问题,因此本文选取的工具变量较为合理。

此外,本文还借鉴El Ghoul等(2011)与沈华玉等(2017)的研究,采用同年度同行业或同年度同一个省份其他标的公司年龄的均值,是否有机构投资者的均值作为本公司年龄和是否有机构投资者的工具变量,对模型再次进行两阶段回归,结果仍然支持本文假说^①。

五 稳健性检验

(一) 利润承诺是否实现、超额实现比例代替利润承诺实现比例的检验

为防止由于因变量衡量偏误对研究结果的影响,本文利用利润承诺是否实现、利润承诺超额实现比例代替利润承诺实现的比例,对模型进行重新检验。

表7第(1)-(3)列是因变量为利润承诺是否实现的回归结果。第(1)列标的公司是否有机构投资者的系数在1%水平上显著为负,即信息不对称与利润承诺是否实现显著正相关,验证假设2。第(2)列标的公司年龄的系数在1%水平上显著为正,即信息不确定与利润承诺是否实现显著负相关,验证假设4。第(3)列将信息不对称和不确定同时加入模型后结果显示,标的公司是否有机构投资者的系数在1%水平上显著为负,标的公司年龄的系数在1%水平上显著为正,结论与第(1)和(2)列一致。表7第(4)-(6)列是因变量为利润承诺超额实现比例的回归结果。第(4)列标的公司是否有机构投资者的系数在1%水平上显著为负,即信息不对称与利润承诺超额实现比例显著正相关,验证假设2。第(5)列标的公司年龄的系数在1%水平上显著为正,即信息不确定与利润承诺超额实现比例显著负相关,验证假设4。第(6)列将信息不对称和不确定同时加入模型后结果显示,标的公司是否有机构投资者的系数在1%水平上显著为负,标的公司年龄的系数在1%水平上显著为正,结论与第(4)和(5)列一致。

^① 限于篇幅,未报告具体回归结果,备索。

表 7 利润承诺是否实现和实现超额比例的回归结果

	利润承诺是否实现			利润承诺超额实现比例		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>BII</i>	-1.546*** (-5.154)		-1.557*** (-5.025)	-0.218*** (-4.579)		-0.217*** (-4.616)
<i>AGE</i>		0.078*** (3.136)	0.080*** (3.074)		0.016*** (3.345)	0.016*** (3.385)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	134	134	134	134	134	134
伪 R ²	0.227	0.187	0.248			
调整后的 R ²				0.0741	0.112	0.142

(二) 资产评估机构声誉代替标的公司是否有机构投资者的检验

资产评估机构声誉在资产交易过程中具有重要作用(王帆和张龙平 2012)。Kelly 和 Ljungqvist(2012) 研究发现资产评估机构声誉能够降低公司的信息不对称程度。表 8 是用资产评估机构声誉代替标的公司是否有机构投资者的回归结果。第(1)列资产评估机构声誉的系数在 5% 水平上显著为正,即信息不对称程度越高,越不可能

表 8 资产评估机构声誉与利润承诺的回归结果

	是否利润承诺			利润承诺实现比例		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ASSET</i>	0.885** (2.432)		0.803** (2.158)	-1.079** (-2.067)		-1.027* (-1.813)
<i>AGE</i>		-0.081*** (-2.995)	-0.077*** (-2.729)		0.105** (2.305)	0.099** (2.230)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	417	417	417	134	134	134
伪 R ²	0.108	0.127	0.145			
调整后的 R ²				0.060	0.082	0.096

采用利润承诺,验证假说1。第(2)列标的公司年龄系数在1%水平上显著为负,说明信息不确定越高,越可能采用利润承诺,验证假说3。第(3)列是同时加入资产评估机构声誉与标的公司年龄,结果与第(1)和(2)类似。而在第(4)列中资产评估机构声誉的系数在5%水平上显著为负,即信息不对称程度越高,利润承诺实现比例越高,验证假说2。第(5)列标的公司年龄系数在5%水平上显著为正,表明信息不确定性越高,利润承诺实现比例越低,验证假说4。第(6)列同时加入资产评估机构声誉与标的公司年龄后的估计结果与第(4)和(5)列基本一致,假说2和4依然成立。

(三) 标的公司净利润波动代替标的公司年龄的检验

Jiang等(2005)认为公司收益的标准差可以作为公司信息不确定的代理变量。Hong和Lensin(2005)认为员工数量的标准差和净利润的标准差也可以作为公司信息不确定的衡量指标。为消除自变量衡量偏差对研究结果的影响,本文采用标的公司净利润波动代替公司年龄衡量信息不确定。

表9 标的公司净利润波动与利润承诺的回归结果

	是否有利润承诺				利润承诺实现比例			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>BII</i>		1.278*** (2.802)		1.280*** (2.807)		-0.224*** (-4.618)		-0.224*** (-4.629)
<i>STDPR</i>	-0.296** (-2.050)	-0.301** (-2.223)			0.064*** (3.096)	0.070*** (3.494)		
<i>ABSPR</i>			-0.286** (-1.984)	-0.293** (-2.160)			0.063*** (3.159)	0.069*** (3.569)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	415	415	415	415	134	134	134	134
伪R ²	0.105	0.141	0.104	0.140				
调整后的R ²					0.180	0.227	0.165	0.201

表9第(1)列中标的公司净利润标准差(*STDPR*)的系数在5%水平上显著为负,即信息不确定程度越高,越可能采用利润承诺,支持假说3。第(2)列标的公司是否有机构投资者系数在1%水平上显著为正,净利润标准差系数在5%水平上显著为负,表明信息不对称程度越高,越不可能采用利润承诺;信息不确定程度越高,越可能采用利

润承诺,验证本文假说1和3。第(3)列标的公司净利润极差对数(*ABS_{PR}*)的系数在5%水平上显著为负,即信息不确定程度越高,越可能采用利润承诺,支持假说3。第(4)列标的公司是否有机构投资者系数在1%水平上显著为正,净利润极差对数的系数在5%水平上显著为负,与第(2)列结论一致,假说1和3依然成立。

在利润承诺实现比例的再检验中,表9第(5)列标的公司净利润标准差的系数在1%水平上显著为正,即信息不确定程度越高,利润承诺实现比例越低,假说4成立。第(6)列标的公司是否有机构投资者的系数在0.1%水平上显著为负,净利润标准差系数在0.1%水平上显著为正,说明信息不对称程度越高,利润承诺实现比例越高;信息不确定越高,利润承诺实现比例越低,假说2和4成立。第(7)和(8)列用净利润极差对数代替净利润标准差后进行回归,结论与第(5)和(6)列保持一致,假说2和4仍然成立。

六 结论

本文以定向增发中利润承诺为研究对象,分析和检验了信息不对称和不确定对是否有利润承诺和实现情况的影响。研究结果表明:信息不对称降低了定向增发中利润承诺的使用概率,但提高了利润承诺实现的概率;而信息不确定提高了定向增发中利润承诺的使用概率,但降低了利润承诺实现的概率。本文研究结论具有较强的理论意义和实践价值。理论上,信息不对称和不确定对资产交易中各种决策行为的影响存在差异,而以前的研究忽略了这种差异,可能导致已有研究结论不准确;在比较复杂的情境中,如有资产交易的定向增发中,传统的信号理论或激励理论无法对相关结果进行合理解释,此时将信息不对称和不确定同时纳入模型会更加合理。在实践中,很多上市公司认为在定向增发中的利润承诺是一种有效的激励手段,本文的研究结论不支持以上观点。在信息不确定环境下,买卖双方对于不确定认知的偏差会导致利润承诺,而现实生活中的激励合约可能是一种对未来的对赌行为。

参考文献:

高闯、孙宏英、胡可(2010):《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》,《经济管理》第11期。

刘博研、韩立岩(2010):《公司治理、不确定性与流动性管理》,《世界经济》第2期。

刘浩、杨尔稼、麻樟城(2011):《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》,《财经研究》第10期。

吕长江、韩慧博(2014):《业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配》,《审计与经济研究》第6期。

沈华玉、吴晓晖、吴世农(2017):《控股股东控制权与股价崩盘风险“利益协同”还是“隧道”效应》,《经济管理》第4期。

王帆、张龙平(2012):《审计师声誉研究:述评与展望》,《会计研究》第11期。

吴超鹏、郑方镛、林周勇、李文强、吴世农(2006):《对价支付影响因素的理论和实证分析》,《经济研究》第8期。

许年行、吴世农(2007):《我国上市公司股权分置改革中的锚定效应研究》,《经济研究》第1期。

于李胜、王艳艳(2006):《信息不确定性与盈余公告后漂移现象(PEAD)——来自中国上市公司的经验证据》,《管理世界》第3期。

周宏、林晚发、李国平(2014):《信息不确定、信息不对称与债券信用利差》,《统计研究》第5期。

Ang, J. S. and Cheng, Y. “Direct Evidence on the Market-Driven Acquisition Theory.” *Journal of Financial Research*, 2006 29(2) pp. 199–216.

Barry, C. B.; Muscarella, C. J.; Iii, J. W. P. and Vetsuypens, M. R. “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process.” *Journal of Financial Economics*, 2004 27(2) pp. 447–471.

Barth, M. E.; Kasznik, R. and McNichols, M. F. “Analyst Coverage and Intangible Assets.” *Journal of Accounting Research*, 2001 39(1) pp. 1–34.

Berk, J. B.; Green, R. C. and Naik, V. “Optimal Investment, Growth Options, and Security Returns.” *Journal of Finance*, 1999 54(5) pp. 1553–1607.

Bester, H. and Strausz, R. “Contracting with Imperfect Commitment and Noisy Communication.” *Journal of Economic Theory*, 2003 136(1) pp. 236–259.

Bikhchandani, S. “A Bargaining Model with Incomplete Information.” *Review of Economic Studies*, 1992 59(1), pp. 187–203.

Bradley, D. J.; Jordan, B. D.; Yi, H. C. and Roten, I. C. “Venture Capital and Ipo Lockup Expiration: An Empirical Analysis.” *Journal of Financial Research*, 2001 24(4) pp. 465–493.

Brau, J. C.; Lambson, V. E. and Mequeen, G. “Lockups Revisited.” *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 2005 40(3) pp. 519–530.

Brav, A. and Gompers, P. A. “The Role of Lockups in Initial Public Offerings.” *Review of Financial Studies*, 2003, 16(1) pp. 1–29.

Chen, Y. and Zhao, H. “Informed Trading, Information Uncertainty, and Price Momentum.” *Journal of Banking & Finance*, 2012 36(7) pp. 2095–2109.

Cline, B. N.; Fu, X. and Tang, T. “Do Investors Value Seo Lockup Agreements?” *Journal of Business Research*, 2015 68(2) pp. 314–321.

Daniel, K. D.; Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. “Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing.” *Journal of Finance*, 2001 56(3) pp. 921–965.

Dierkens, N. “Information Asymmetry and Equity Issues.” *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 1991 26(2) pp. 181–199.

Dunn, K. A.; Skantz, T. and Almutairi, A. R. "Auditor Tenure, Auditor Specialization, and Information Asymmetry." *Social Science Electronic Publishing*, 2009 24 pp. 600–623.

El Ghoul, S.; Guedhami, O. and Pittman, J. "The Role of Irs Monitoring in Equity Pricing in Public Firms." *Contemporary Accounting Research*, 2011 28(2) pp. 643–674.

Field, L. C. and Hanka, G. "The Expiration of IPO Share Lockups." *Journal of Finance*, 2001 56(2) pp. 471–500.

Fitza, M. A. and Dean, T. J. "The Relative Importance of VC Certification in the Mitigation of Information Asymmetry at IPOs." *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 2009 2009(1) pp. 1–6.

Goergen, M.; Renneboog, L. and Khurshed, A. "Explaining the Diversity in Shareholder Lockup Agreements." *Journal of Financial Intermediation*, 2006 15(2) pp. 254–280.

Griffin, D. and Tversky, A. "The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence." *Cognitive Psychology*, 1992 24(3) pp. 411–435.

Hong, B. and Lensin, R. "Is the Investment-Uncertainty Relationship Nonlinear? An Empirical Analysis for the Netherlands." *Soft Science*, 2005 72(286) pp. 307–331.

Huang, C. W.; Ho, P. H.; Lin, C. Y. and Yen, J. F. "Firm Age, Idiosyncratic Risk, and Long-Run Seo Underperformance." *International Review of Economics & Finance*, 2014 34 pp. 246–266.

Ivashina, V. and Scharfstein, D. "Bank Lending During the Financial Crisis of 2008." *Journal of Financial Economics*, 2010 97(3) pp. 319–338.

Jiang, G.; Lee, C. M. C. and Zhang, Y. "Information Uncertainty and Expected Returns." *Review of Accounting Studies*, 2005 10(2–3) pp. 185–221.

Kübler, D.; Müller, W. and Normann, H. T. "Job-Market Signaling and Screening: An Experimental Comparison." *Games & Economic Behavior*, 2008 64(1) pp. 219–236.

Karpoff, J. M.; Lee, G. and Masulis, R. W. "Contracting under Asymmetric Information: Evidence from Lockup Agreements in Seasoned Equity Offerings." *Journal of Financial Economics*, 2013 110(3) pp. 607–626.

Kelly, B. and Ljungqvist, A. "Testing Asymmetric-Information Asset Pricing Models." *Review of Financial Studies*, 2012 25(5) pp. 1366–1413.

Khan, M. and Watts, R. L. "Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism." *Journal of Accounting & Economics*, 2009 48(2–3) pp. 132–150.

Kim, O. and Verrecchia, R. E. "Market Reaction to Anticipated Announcements." *Journal of Financial Economics*, 1991 30(2) pp. 273–309.

Leftwich R. "Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements." *Accounting Review*, 1983 58(1) pp. 23–42.

Lemmon, M. L. and Lins, K. V. "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis." *Journal of Finance*, 2003 58(4) pp. 1445–1468.

Lu, C. W.; Chen, T. K. and Liao, H. H. "Information Uncertainty, Information Asymmetry and Corporate Bond Yield Spreads." *Journal of Banking & Finance*, 2010 34(9) pp. 2265–2279.

- O' Neill , M. and Swisher , J. "Institutional Investors and Information Asymmetry: An Event Study of Self-Tender Offers." *Financial Review* , 2003 38(2) pp. 197-211.
- Odean , T. "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance* , 1998 53(5) pp. 1775-1798.
- Palmrose , Z. V. ; Richardson , V. J. and Scholz , S. "Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements." *Journal of Accounting & Economics* , 2004 37(1) pp. 59-89.
- Ritter , J. R. "Behavioral Finance." *Pacific-Basin Finance Journal* , 2003 11(4) pp. 429-437.
- Shaver , J. M. "Accounting for Endogeneity When Assessing Strategy Performance: Does Entry Mode Choice Affect FDI Survival?" *Management Science* , 1998 44(4) pp. 571-585.
- Wanhussin , W. N. and Ripain , N. "IPO Profit Guarantees and Income Smoothing." *International Journal of Management Studies* , 2003 10(2) , pp. 119-137.
- Zhang , X. F. "Information Uncertainty and Stock Returns." *Journal of Finance* , 2006 61(1) , pp. 105-137.

Information Asymmetry , Information Uncertainty and Profit Commitment in Private Placement

Shen Huayu; Wu Xiaohui

Abstract: From the perspective of information asymmetry and information uncertainty , this paper proposes new explanation for the phenomenon of profit guarantee in private placement. Based on the data of private placement in China's stock market from 2006 to 2015 , we discuss the relationship between information asymmetry , information uncertainties and profit guarantee in private placement. The results show that information asymmetry will reduce the probability of profit guarantee , but it will increase the probability of that the actual profit reach its target; otherwise , information uncertainty will increase the probability of profit guarantee , but it will reduce the probability of that the actual profit reach its target. After a series of robustness tests , such as endogeneity test , the results of this paper are still robust. We hope that the conclusions can bring theoretical guidance and practical enlightenment to buyers , sellers , investors and regulators.

Key words: information asymmetry , information uncertainty , profit guarantee , private placement , merge and acquisition

JEL code: G32 , G34 , G38

(截稿: 2017 年 12 月 责任编辑: 吴海英)