

中文摘要

自党的十八大以来，“经济新常态”成为中国经济工作代表词。面对可持续发展能力降低、市场价值遭遇重创的问题，大量传统企业从追求“数量增长”转变为追求“质量增长”，纷纷开始探寻产业结构转型升级之路。“绿水青山就是金山银山”的科学理念将社会经济增长与环境保护相结合，指出绿色生产生活方式就是高质量的经济发展模式。随着党中央出台一系列绿色发展政策，环保题材的绿色并购逐渐成为资本市场关注的热点，为传统企业转型升级提供了新思路。

资本市场并购活动活动频发，为规避信息不对称带来的风险，业绩承诺协议被广泛运用于并购交易中。业绩承诺协议能显著降低并购双方的信息差异，通过约定业绩表现保障并购方利益，在并购过程中具有提升协同作用。然而，目前关于绿色并购中业绩承诺运用研究的文献较少，本文选取盈峰环境在 2015 年-2018 年的多次绿色并购作为案例研究对象，分析总结业绩承诺给盈峰环境带来的经济效果。

本文以盈峰环境多次绿色并购事件为例，首先介绍了研究背景及意义等，梳理总结绿色并购和业绩承诺的已有研究结论，定义相关概念并阐述相关理论基础。接下来对盈峰环境并购活动案例进行介绍，其中包括公司概况、并购历程以及业绩承诺情况，重点介绍了标的企业业绩承诺的设计及完成情况、补偿协议设计以及盈峰环境采用业绩承诺的动因分析。从签订业绩承诺的动因入手，围绕并购协同、市场价值、资产溢价三方动因对盈峰环境的绩效变化进行分析讨论。在并购协同效应的研究中，本文采用熵权法确定财务、经营、管理协同的评价权重，结合财务指标法对盈峰环境的长期绩效表现进行评估。关于业绩承诺对企业市场价值的影响，本文结合了股价变动和 CAR 进行事件研究法的分析。对于并购估值溢价的分析，本文从商誉和交易溢价率得出结论。

本文对环保领域龙头企业的并购行为进行深入研究，较为系统地分析了业绩承诺协议在并购过程中起到的作用，对业绩承诺提升并购协同，降低信息不对称风险的效果进行了验证。相较于采用单一研究方法，本文对研究方法的运用更为全面，从多重角度对业绩承诺的作用进行分析，一定程度上丰富了该领域的研究。

通过研究得出的结论是：业绩承诺对财务、管理、经营三重协同效应产生了不同程度的激励作用，显著提升了盈峰环境的偿债能力、盈利能力、费用控制能力等。业绩承诺签订和完成可以向资本市场释放积极信号，为投资者获取超额收益率；业绩失诺会负向影响超额收益。值得注意的是，业绩承诺给盈峰环境带来的价值提升作用是短暂的。业绩承诺并未合理调整估值溢价，加剧了盈峰环境的资产减值风险。

最后，本文向参与绿色并购的利益相关者提出如下建议：第一，建立健全信息披露机制，加大风险评估工作力度；第二，综合分析企业需求，选择合适的并购方案；第三，加强并购后资源整合，助力企业快速协同。希望本文研究能为绿色并购活动、业绩承诺机制运用以及传统企业转型升级提供参考。

关键词：业绩承诺；绿色并购；并购动因；绩效评价

Abstract

Since the 18th National Congress of the Communist Party of China, "economic new normal" has become the representative word of China's economic work. Faced with the problem of reduced sustainable development ability and heavy damage to market value, a large number of traditional enterprises have changed from the pursuit of "quantity growth" to the pursuit of "quality growth", and have begun to explore the road of industrial structure transformation and upgrading. The scientific concept of "clear water and green mountains are gold and silver mountains" combines social and economic growth with environmental protection, pointing out that green production and life style is a high-quality economic development model. With the introduction of a series of green development policies by the Party Central Committee, green M&A of environmental protection themes have gradually become a hot topic of attention in the capital market, providing new ideas for the transformation and upgrading of traditional enterprises.

In order to avoid the risks caused by information asymmetry, performance commitment agreements are widely used in M&A transactions. Performance commitment agreement can significantly reduce the information difference between the two parties, guarantee the interests of the acquirer by agreeing on performance, and enhance synergy in the process of M&A. However, there are few literatures on the application of performance commitment in green M&A. This paper selects multiple green M&A of Yingfeng Environment from 2015 to 2018 as the case study object to analyze and summarize the economic effects of performance commitment to Yingfeng Environment.

This paper takes several green M&A events of Yingfeng Environment as an example, firstly introduces the research background and significance, summarizes the existing research conclusions on green M&A and performance commitment, defines the relevant concepts and elaborates the relevant theoretical basis. Next, it introduces the M&A activities of Yingfeng Environment, including company profile,

M&A process and performance commitment, focusing on the design and completion of the performance commitment of the target enterprise, the design of compensation agreement and the motivation analysis of the adoption of performance commitment by Yingfeng Environment. Starting from the motivation of signing performance commitment, this paper analyzes and discusses the performance change of profit peak environment by focusing on the three motivations of merger synergy, market value and asset premium. In the study of merger synergy, this paper uses entropy weight method to determine the evaluation weight of finance, operation and management synergy, and evaluates the long-term performance of Yingfeng environment combined with financial index method. As for the impact of performance commitment on the market value of enterprises, this paper combines the analysis of stock price changes with the event study method of CAR. For the analysis of M&A valuation premium, this paper draws conclusions from goodwill and transaction premium rate.

This paper conducts an in-depth study on the M&A behavior of leading enterprises in the field of environmental protection, systematically analyzes the role of performance commitment agreement in the M&A process, and verifies the effect of performance commitment on enhancing M&A synergy and reducing the risk of information asymmetry. Compared with a single research method, this paper applies the research method more comprehensively, analyzes the role of performance commitment from multiple perspectives, and enriches the research in this field to a certain extent.

The conclusion is that performance commitment has different degrees of incentive effect on the triple synergies of finance, management and operation, and significantly improves the solvency, profitability and cost control ability of Yingfeng environment. The signing and completion of performance commitments can release positive signals to the capital market and obtain excess returns for investors; Performance failure will negatively affect excess returns. It is worth noting that the value enhancement effect of performance commitment to the Yingfeng environment is short-lived. Performance commitment does not reasonably adjust the valuation premium, which intensifies the asset impairment risk of Yingfeng environment.

Finally, this paper puts forward the following suggestions to the stakeholders involved in green M&A: First, establish and improve the information disclosure

mechanism, and strengthen the risk assessment; Second, the comprehensive analysis of enterprise needs, choose the appropriate merger and acquisition plan; Third, strengthen the integration of resources after mergers and acquisitions to help enterprises quickly collaborate. It is hoped that this study can provide reference for green M&A activities, the application of performance commitment mechanism and the transformation and upgrading of traditional enterprises.

Key words: Green M&A; Performance commitment agreement; M&A motivation; M&A performance

目录

中文摘要.....	1
Abstract	3
1.绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	4
1.2.1 理论意义.....	5
1.2.2 现实意义.....	5
1.3 研究内容和方法.....	6
1.3.1 研究内容.....	6
1.3.2 研究方法.....	7
1.4 主要创新点.....	8
2.文献综述.....	10
2.1 绿色并购的相关研究.....	10
2.1.1 关于绿色并购动因的研究.....	10
2.1.2 关于绿色并购绩效的研究.....	11
2.2 业绩承诺的相关研究.....	12
2.2.1 关于业绩承诺签订动因的研究.....	12
2.2.2 关于业绩承诺签订效果的研究.....	13
2.3 业绩承诺被引入绿色并购行为的影响研究.....	14
2.4 文献评述.....	15
3.相关概念及理论基础.....	17
3.1 相关概念界定.....	17
3.1.1 绿色并购的概念.....	17
3.1.2 业绩承诺的概念.....	17
3.2 相关理论基础.....	18
3.2.1 绿色并购相关理论基础.....	18
3.2.2 业绩承诺相关理论基础.....	20

4.盈峰环境并购重组活动案例介绍.....	23
4.1 盈峰环境公司概况.....	23
4.2 盈峰环境并购历程.....	23
4.2.1 盈峰环境并购过程回顾.....	23
4.2.2 盈峰环境并购对象简介.....	24
4.2.3 盈峰环境股权沿革.....	26
4.2.4 盈峰环境并购前后经营情况.....	28
4.3 并购案例中业绩承诺情况.....	31
4.3.1 业绩承诺的设计及完成情况.....	31
4.3.2 业绩承诺的补偿协议.....	32
4.3.2 关于业绩承诺的动因分析.....	33
5.并购中业绩承诺的经济效果分析.....	35
5.1 基于并购协同效应分析.....	35
5.1.1 评价指标构建.....	35
5.1.2 利用熵权法确定指标权重.....	37
5.1.3 盈峰环境协同效应评价分析.....	38
5.2 基于市场价值表现分析.....	45
5.2.1 股价变动情况.....	45
5.2.2 基于累计超额收益率 CAR 分析.....	47
5.2.3 盈峰环境市场价值表现分析.....	48
5.3 基于资产溢价情况分析.....	53
5.4 盈峰环境并购中业绩承诺对企业绩效影响的总体分析.....	54
5.4.1 业绩承诺激励三重协同效应显著提升.....	54
5.4.2 业绩承诺向市场传递积极信号，但提升作用并不长久.....	55
5.4.3 业绩承诺并未合理调整估值溢价，加剧企业财务风险.....	55
6.结论与建议.....	56
6.1 研究结论.....	56
6.2 研究建议.....	56
6.3 研究不足.....	58

1.绪论

1.1 研究背景

自党的十八大以来，中国将“经济新常态”作为经济工作发展的重心，将推动产业转型升级作为当前和今后高质量发展的根本目标，促使传统企业从追求“数量增长”转变为追求“质量增长”，导致国内大量的传统企业开始探寻转型之路，寻找新的盈利方向。在中共中央十九届五中全会公报和《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中，有提出“绿色发展”理念坚决打破以牺牲生态环境为代价发展经济的困境，解决了资源环境的错配问题，提高了资源环境等要素的配置效率和利用效率，点明了绿色生产生活方式就是高质量的经济发展模式。生态文明建设是我们党和国家全面建成小康社会的三大攻坚战之一，贯彻落实绿色发展理念，坚定不移走绿色发展道路，深入推进产业结构绿色转型，是关系着人民福祉、关乎于民族未来的千年大计，这对建设美丽中国战略目标以及推进中国经济高质量发展具有重要意义。2015年，史上最严的《环保法》开始实施，后续又陆续颁布了专项污染防治法来针对水、大气、土壤、固体废物等环节进行管理整治，环保行业的经济政策体系逐步完善。绿色发展作为近十年来我国经济发展的新重点，相关理念的提出是践行我国可持续发展道路的基础，基于让社会经济增长与资源环境保护相协调来打造更为高质量的经济发展思路。

为响应“绿水青山就是金山银山”的科学理念，我国出台了各项绿色发展政策，引导传统企业杜绝破坏环境的污染性发展，转入保护自然、遵循自然的可持续发展。政府环境规制的增强再加上非营利组织的干预、居民环保意识的苏醒以及生态环境的日益恶化使得传统企业尤其是重污染企业正面临可持

续发展能力逐渐降低、社会地位遭遇重创的问题。在外部环境不断改变的境遇之下，企业想要快速夺得市场竞争力，并购无疑是最好的手段。传统企业通过绿色并购获取环保产业合法性地位，承担起社会责任，追求经营业务的高质量发展和可持续增长，实现传统企业向新型产业的转型创新。潘爱玲等(2019)提出了对绿色并购的广义定义，他们指出绿色并购是指将绿色理念引入公司并购决策，以实现企业可持续发展和环境保护为目的的并购，作为一种新兴的并购战略，积极贯彻了国家和全社会对绿色环保、低碳节能的追求。传统企业并购拥有环保管理能力、低碳生产技术的绿色企业，掌握清洁生产行为和绿色供应链管理，从而扩大社会层面的市场规模和竞争力，丰富完善产业链条。对于极大破坏生态环境的重污染企业，向环保节能企业发起的并购行为，是实现绿色转型的重要方式，也是实现“双碳”目标的重要微观机制。近年来，越来越多的企业通过绿色并购活动实现转型发展或者向市场传递环保的良好信号，环保题材的绿色并购逐渐成为资本市场关注的热点。绿色并购与环保目的的内部投资相比，具有显著的速度优势以快速获得标的企业的清洁能源和节能技术，同时还可以向外界传递积极承担社会责任的信号，彰显保护环境和绿色转型的决心。

在同一时期，证监会针对业绩补偿这一并购活动中的约束条件和激励机制进行了一系列的规定和修改。随着我国经济持续发展，上市公司并购重组活动在资本市场频繁发生。根据 Wind 数据库中并购事件的数据显示，2013 年全年我国共披露了 2577 起并购事件，而在十年后的 2023 年共披露了 9760 起并购事件，市场上并购重组活动活跃度大幅增长。我国全年披露并购事件数量在 2018 年更是达到了 12566 起，是近十年里当年披露并购事件数量最多的年度。并购重组活动作为企业吸收资源技术的快捷途径的同时也与高风险并存，信息的不对称性使众多企业在并购后遭遇多重风险。

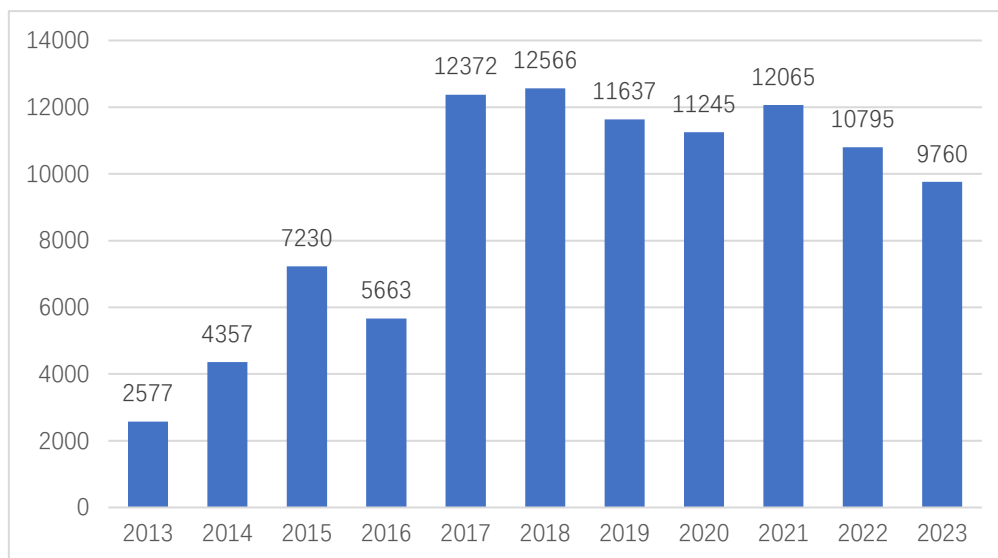


图 1-1 2013 年-2023 年当年披露并购事件数量

资料来源：Wind 数据库

为更好地完成交易同时规避风险，并购交易通常附加业绩承诺这一要素。2008 年，证监会发布了《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组管理办法》”）其中明确要求，“上市公司应当在重大资产重组实施完毕后 3 年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异”，“交易双方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议”。在 2014 年相关部门就《重组管理办法》进行了修订调整，取消了上市公司向非关联方购买资产强制补偿和强制预测的规定，更加尊重交易双方在市场化条件下的商业合意。根据现行有效的《重组管理办法》，上市公司向关联方购买资产，或向非关联方购买资产导致控制权变更，业绩对赌为强制性要求。上市公司向不具有关联关系的第三方购买资产，则可自主协商是否采取业绩补偿措施。根据统计数据，沪深交易所 2020 年完成重大资产重组 148 单，其中有 68 单未设置对赌条款；2021 年完成重大资产重组 124 单，其中有 50 单未设置业绩对赌条款；2022 年完成重大资产重组 153 单，其中有 63 单未设置对赌条款。除了受《重组管理办法》强制规定形成的市场惯性以外，资本市场中仍有大部分并购重组事件设置业绩补偿条款，这得益于该制度的实施给市场带来的利好作用。业绩承诺制度在防范高估值风险、促进并购交易顺利完成等方面都可以发挥一定的积极作用，同时

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/318057045040007011>