

浅谈大股东业绩承诺陷阱

徐宗宇 文晓云 刘耀淞

并购是企业经营发展的重要战略决策之一，然而实务中存在大量未达预期目标或购买方股东价值折损的并购行为。在同一控制下的并购交易中，如果实际控制人将低质量资产注入上市公司，试图通过控制权优势掏空上市公司、侵占中小股东利益，业绩承诺能否发挥积极作用，以及其是否会沦为大股东侵占中小股东利益的陷阱，值得研究和思考。

（一）谁在为业绩承诺买单？

同一控制下的关联并购中，交易双方实际控制人相同，业绩承诺的出发点可能不再是降低并购交易双方之间的信息不对称，而更多表现为大股东向中小股东作出承诺，以证明标的资产估值溢价的“合理性”，同时也是为了满足监管要求，并向市场传递出积极信号以提升股价。

在将资产注入上市公司的并购交易中，上市公司全体股东承担购买资产的全部成本，大股东则获得溢价出售标的资产的全部收益，此时交易价格越高，大股东能够获得的收益越大，提高评估价格的动机越强烈。以轻资产型企业为例，从已发生并购交易的上市公司披露的《资产评估报告》中选择的评估方法来看，拥有大量无形资产或轻资产的经济实体不适用以账面价格为基础的资产基础法，评估该类企业通常采用的方法是收益法和市场法。在收益法中，被评估资产未来现金流折现是影响评估价格

的重要因素，然而未来盈利预测数一般由被评估单位的管理层提供，此时便产生了大股东暗箱操作的可能，形成“虚高未来盈利预测值→虚高资产评估价格→虚高业绩承诺金额”的路径，向市场传递了与标的资产真实盈利能力不匹配的信息。

此外，监管要求当评估增值率大于100%时必须采用股份补偿的方式，而股份补偿绑定了双方的利益（窦炜等，2019），若未达成业绩承诺，可能使大股东丧失上市公司控制权，成本更高；同时，大股东失诺会向市场释放出消极信号，对上市公司股票价格及集团市值产生不利影响，由此业绩承诺方（即大股东）有强烈的盈余管理动机。我国对上市公司信息披露要求较高，加上有外部第三方（如会计师事务所等）的监督，若采用应计性盈余管理较容易被识别，而利用关联交易进行真实活动盈余管理辨识难度较大，大股东有动机推动更多的关联交易，造成业绩承诺可以激励标的公司提高盈利能力的假象。已有大量实证研究证明业绩承诺对标的企业业绩提升具有激励效应，但存在承诺期后标的资产及上市公司业绩“变脸”导致前期利润“一扫而光”的实务案例。因而即使在承诺期间标的资产达到了目标利润，可能也只是短暂地保护了上市公司，实质上最终仍是中小股东为虚有其表的业绩承诺买单。

（二）完善建议

1. 基于交易类型调整评估结果。在对标的资产价值进行评估时，除考虑被评估企业实体类型外，还需考虑并购交易的类型，如同一控制下的并购交易可设定与账面价值相挂钩的合理评估价格范围，对基本评估方法的结果进行多维度论证并调整，从源头上提高业绩承诺的可靠性。

2. 加强业绩承诺前后对上市公司关联交易的监督。关联交易构造账面利润的操作性强，建议监管部门在审核并购交易时严查前三年关联交易的合理性与公允性，提高对关联交易的披露要求并加大披露交易发生的时间范围；在业绩承诺期间着重关注利润是否有匹配的现金回流作为支撑，审慎核查盈利的真实性而非账面数额。同时中小股东应理性考量并购交易中的盈利预测补偿协议究竟是保护机制还是大股东的投机手段，警惕上市公司频繁的资产运作，甄别承诺期间已实现利润的可靠性，避免跳入“华而不实”的大股东业绩承诺陷阱。

3. 加大上市公司业绩变脸时对承诺方的惩罚力度。关注承诺期结束后上市公司业绩是否出现断崖式大幅跳水，为抑制大股东的掏空动机，建议加大承诺期后公司业绩变脸时对承诺方的惩罚力度，维护市场稳定。

（作者单位：上海大学管理学院）

责任编辑 张璐怡