

堰苗助长还是行稳致远：短视主义视角下 业绩承诺的长短期效应研究^{*}

张 鹏^①

摘要：业绩承诺是上市公司并购重组中常用的估值调整手段，其目的在于促进并购双方协同效应的发挥，促进上市公司核心竞争力的提高。本文使用 2010—2023 年中国 A 股市场开展并购和重大资产重组事件中签订业绩承诺协议的样本数据，详细研究了并购重组交易中签订业绩承诺协议对上市公司短期业绩和长期创新的差异性影响。主要结论如下：（1）业绩承诺导致上市公司短期经营与长期发展行为出现异化，并集中体现为业绩承诺对上市公司短期净利润增长的影响显著为正，而对创新的影响却显著为负；同时，业绩承诺带来承诺期股价普遍上涨，会对市场运行造成干扰。（2）造成这一结果的机制在于现有业绩承诺协议嵌含的“高承诺”“高溢价”等特征信号会诱发上市公司管理层的短视行为，导致短期业绩出现堰苗助长式的强化而长期创新则趋于弱化；而这一异化影响则可通过管理层薪酬激励推动公司治理结构改善在一定程度上被削弱。本文揭示了业绩承诺对上市公司的短期效应与长期效应的差异性影响，丰富了对业绩承诺所导致的市场波动异象机制和渠道的认识，并为进一步完善并购重组相关监管政策措施提供了理论与经验参考。

关键词：业绩承诺；短期业绩；创新研发；短视主义

中图分类号：F830.91

文献标识码：A

DOI:10.13490/j.cnki.frr.2025.01.006

一、引言

上市公司在开展并购中，合理确定并购标的资产价值并甄别其发展潜力，对并购成功与否意义重大，也是上市公司依托并购进行外延式或内涵式创新的关键。为了规范并购市场行为和促进上市公司高质量发展，证监会于2008年发布《上市公司重大资产重组管理办法》，明确提出交易对方可与上市公司签订业绩承诺协议来调整估值分析。该办法在2014年修订后取消了业

^① 张鹏，经济学博士，副研究员、副教授，中国社会科学院经济研究所，中国社会科学院大学经济学院，中国社会科学院上市公司研究中心，联系方式：jjs-zhangpeng@cass.org.cn。

^{*} 本文受到中国社会科学院智库基础项目“人口结构转变背景下建设中国特色现代金融体系研究”（项目编号：ZKJC240609）、国家社会科学基金重大项目“生成式人工智能发展规律和管理机制研究”（项目编号：24ZDA085）、国家社会科学基金一般项目“人口老龄化影响产业结构的机制、效应与对策研究”（项目编号：20BRK026）的资助。

绩承诺协议的硬性规定,仅对交易对方为关联人并购以及导致控制权发生变更的非关联并购明确要求在并购中需要签订业绩承诺协议。显然,政策初衷是通过签订业绩承诺协议能够相对科学、公平地评估标的资产价值,降低上市公司并购中的信息不对称风险,真正达到通过并购实现 $1+1>2$ 的协同效应。但从实践效果看,却不尽如人意(朱冰和杨晓彤,2022;辛清泉和王靖芸,2024):签订业绩承诺协议后仅仅在承诺期保证了上市公司经营绩效的提高,承诺期结束后反而带来上市公司经营绩效下降。这种承诺期内和承诺期外的明显反差值得深思。

探究背后可以发现,很多业绩承诺协议中“高承诺”“高溢价”的短期激励,对资本市场具有明显的积极信号作用(吕长江和韩慧博,2014;潘爱玲等,2017;翟进步等,2019;徐莉萍等,2021;何德旭等,2022),使得上市公司管理层经营投资行为发生异化:即过度关注业绩承诺期间的业绩表现,导致短期业绩得到强化而长期创新却不断弱化。具体来说,第一,很多业绩承诺条款不仅没有“保障”长期价值反而带来上市公司管理层经营短视行为,企业会以业绩承诺期相对平时比较“优异”的业绩对投资者和市场预期做出回应,使得上市公司发展战略从长期偏向短期、从持久走向短暂;同时,事关企业长期发展的创新可能被削减,带来创新弱化、长期增长动力不足的问题(邱金龙等,2023;吴超鹏和蒋骄亮,2023);第二,传统治理痼疾激化了业绩承诺短期激励与企业长期发展的矛盾,短视行为从根本上损害了上市公司价值创造能力,也使投资者利益失去了保障。我国与其他新兴市场国家一样,控股股东即大股东通常拥有对远超与其自身所持股份相匹配的现金流的掌控能力,这导致在现实中业绩承诺协议很可能是大股东博弈的产物(窦炜等,2019;徐亚飞和孟庆玺,2024)。大股东设计较高业绩补偿承诺协议,一方面有利于其通过高价质押从市场获得资金;另一方面,也激励了其干预上市公司,以盈余管理甚至财务造假等方式实现业绩承诺期的业绩提升,以托住股价防止质押股票平仓风险,并会忽略创新,“掏空”上市公司的发展潜力。

基于此,本文以2010—2023年我国A股市场开展并购和重大资产重组事件中签订业绩承诺协议的数据为样本,试图回答以下问题:(1)业绩承诺协议短期中是否会导致短期业绩上升,而研发创新等长期性、战略性投资下降?(2)如果前述问题成立,那么业绩承诺导致上市公司经营投资行为异化的主要机制和渠道是什么?(3)业绩承诺协议会带来什么市场后果,对投资者和资本市场而言又意味着什么?本文认为,在目前一股独大和第二类代理问题突出情况下,治理结构的改善能够消除或部分消除业绩承诺的弊端,并从管理层薪酬激励这一视角讨论了管理层薪酬结构在降低业绩承诺导致企业长短期行为异化中的作用。

本文的主要贡献在于:第一,本文首次将业绩承诺影响企业短期业绩和长期创新进行了“串联”,在突出企业短期业绩变化和长期创新变化的“跷跷板”效应中捕捉业绩承诺制度对企业行为的异化影响,从而更加清晰、全面地阐释了以“高溢价”和“高承诺”为特征的业绩承诺制度在“揠苗助长”式推高承诺期经营业绩的同时,还会对企业长期核心竞争力——创新研发造成伤害,即现有业绩承诺制度对上市公司造成的干扰不但存在于承诺期,还会对上市公司

长期健康发展造成负面影响。第二，为进一步从机制上解释业绩承诺如何带来上市公司的长短期行为异化，本文还从企业决策者的行为即管理层短视行为的视角进行了研究，揭示了正是由于业绩承诺的“双高”特征，一定程度上促使管理层经营视野变窄，导致其在过度追求短期业绩高增长的“幻觉”中忽略长期创新能力建设，致使上市公司核心竞争力下降，并损害了企业价值创造能力。第三，本文关于业绩承诺引发的上市公司短期行为和长期行为异化最终必然带来市场异常波动的研究结论，有助于加深对目前资本市场诸多并购“乱象”的理解，也为决策部门进一步完善并购监管和提高资本市场效率提供了参考。

二、理论分析与研究假说

（一）理论分析

业绩承诺协议原本是在企业股权融资中，用来激励标的方管理层努力经营和保护处于信息劣势方的重要安排。由于未来业绩的不确定性和业绩承诺的“确定性”，其本质上成为并购中估值调整的一种期权形式（王竞达和范庆泉，2017）。在上市公司并购交易中，利益相关方信息掌握程度并不一致，特别是被并购方对并购标的实际情况显然更了解；而业绩承诺由于锁定未来数年增长预期并为标的方管理层提供了激励条款，相当于为被并购标的“质量”提供了一定担保，从而能够降低市场相关各方信息不对称的程度（Patschurack等，2015；沈华玉等，2019；邓茜丹和辛清泉，2021），进而降低并购的风险（Haveman等，2008）。

但近年来流行的高溢价收购和高业绩承诺（王竞达和范庆泉，2017；翟进步等，2019；李秉祥等，2019；徐莉萍等，2021），则会向市场和投资者传递“重大”积极信号，对上市公司经营行为也会产生异化。其主要表现有三：第一，在并购重组交易中，将签订业绩承诺视为向市场传递积极信号的工具，而要向市场持续传递符合预期的信号，必须在承诺期内将业绩保持在较高水平。具体而言，就是将净利润增长保持在较高水平，从而会忽略通过业绩承诺降低重组风险来提高企业创新能力的真实初衷，也就使得业绩承诺的工具性特征更加明显。第二，业绩承诺可能带来管理层长期行为短期化。上市公司经营取决于其核心竞争力的提高，其可持续发展能力更加取决于一系列长期、持续的经营投资决策；而业绩承诺在具有了上述“工具”特征情况下，将会使管理层更加着眼于业绩承诺期内经营业绩提升甚至超额提升。由于长期经营投资决策不但不能带来短期内业绩大幅提高，反而可能由于持续和巨额资本支出导致短期业绩下降，因此，管理层在业绩承诺“积极”信号的指引下，在面临经营投资决策短期与长期抉择中，一定程度会将长期决策短期化，将经营投资重点放在短期项目上，同时减少创新等长期行为。最后的结果是，传递给市场的信息一定是短期内财务业绩即净利润的大幅增长。第三，业绩承诺可能更加过度强调“承诺”的高业绩增长内容，而对并购交易实质以及并购后如何更好地融合和协同关注不足。这通常表现为以签订明显高于标的资产基本面的业绩增长承诺作为博取市场关注的筹码，从而向市场传递“积极”信号，其结果必然在并购方期末合并财务报表中

以高额的商誉形式出现。为了化解巨额商誉风险,除了标的公司在业绩承诺期利润增长之外,上市公司还会进一步追逐利润增长,实际中收入确认更加激进。而过度追求短期净利润增长,相应地就会忽略研发创新投入。

从上文分析可以看出,业绩承诺对上市公司短期和长期的异化行为主要体现为将长期行为短期化,以短期决策代替长期决策,过度重视短期业绩提升而忽视创新等长期投入。异化效应一方面使得上市公司短期增长符合甚至超越基本面,契合业绩承诺预期特征,推动上市公司在资本市场获得投资者的青睐;另一方面也可能促使上市公司管理层乐于接受以高估值和高增长为特征的业绩承诺协议,以此为噱头带动股价上涨,进一步将上市公司持续经营捆绑于短期投机行为。上述行为的最终结果一定会掏空上市公司持续经营能力,破坏上市公司价值创造,最终必然肥了管理层而损害了广大中小股东利益(潘红波等,2019;窦超和翟进步,2020;何德旭等,2022;徐亚飞和孟庆玺,2024)。据此,本文提出假设H1:在其他条件不变的情况下,签订业绩承诺协议能够带来短期业绩提高和长期创新能力下降。

(二) 影响机制

从上文可知,业绩承诺可能导致上市公司长期行为短期化,将更多精力置于短期业绩获取上,而忽略公司长期竞争力的培育,特别是在创新投资方面配置较少。不过,在存在业绩承诺协议情况下,是什么原因或机理导致管理层行为异化,进而影响事关上市公司长期竞争力的创新资源配置呢?本文欲从短期主义视角对这一问题进行分析。

业绩承诺诱发企业短期主义行为源自两方面的压力:一是外部资本市场压力。企业在制定经营决策时,需要考虑到不同利益相关者的诉求,特别是在企业公开上市转为公众公司后,就不可避免地会受到资本市场的监督与业绩压力。这种压力迫使企业不得不将股票维持在某一目标价格,以降低敌意收购风险(Fang等,2014)与财务成本上升风险(John等,2008)。在签订业绩承诺协议的情况下,股价也会在未来业绩高预期推动下不断上涨。这种情况会诱发上市公司在资本市场压力下将经营和投资行为更加短期化、功利化,以短期的高增长取代长期的合理增长,以承诺期高收益换取承诺期外的正常收益。这表现在财务报表上便是净利润等短期指标在业绩承诺期内狂飙,而创新等长期投资则会下降。二是治理结构漏洞带来的压力。在委托代理情形下,薄弱的内部治理结构会使企业成为滋生“短期主义”的沃土,上市公司管理层有动机做出对自身最优而对企业次优的经营决策(Healy,1985;Guidry等,1999;Grenadier和Wang,2005),特别是当管理者薪酬或股权激励与短期业绩或者股价挂钩时,更青睐那些短期内可以获得丰厚回报但长期效益较差的项目,因为签订“高承诺”和“高溢价”的业绩承诺并购项目可以在短期内给管理者带来更耀眼的业绩。管理者的短视会导致企业的短期化经营而忽视创新等长期投入(Edmans等,2017;Ladika和Sautner,2020;邱金龙等,2023;吴超鹏和蒋骄亮,2023),从而呈现出业绩承诺期内净利润等短期业绩大幅上升而创新支出却不断下降的特点。据此,本文提出假设H2A:业绩承诺协议会诱发企业经营者的短视行为,导致短期业绩

提升而创新能力弱化。

由于公司具体决策者还集中于管理层或控股股东，因此业绩承诺带来的上市公司长期行为短期化也体现在上市公司管理层和控股股东具体行为上。在我国，由于并购重组属于重大投资运营决策，其产生与发展离不开上市公司大股东和管理层参与，因此在存在第二类代理问题（La Porta等，1999）的情况下，大股东和管理层有动机动用多种工具手段进行利益输送（杜勇等，2017）。解决委托代理问题的关键是设计出能够解决激励监督的契约方案。虽然业绩承诺可以看成是解决委托代理问题的一种形式，但现实中业绩承诺协议反而加剧了委托代理关系。其主要原因在于，业绩承诺协议很多时候仍然在大股东和管理层主导下产生，并购方大股东和管理层合谋设计较高业绩补偿的承诺协议，有利于其获得减持机会和从市场高价质押获得资金（窦超和翟进步，2020；徐莉萍等，2021；朱冰和杨晓彤，2022），使其个人利益最大化；而被并购方也能以超越标的自身基本面的业绩承诺获得高额收购溢价（高闯等，2010；王竞达和范庆泉，2017；刘向强等，2018；翟进步等，2019）。因此，在大股东和管理层主导下的业绩承诺，本质上缺少了委托代理中最关键的委托人——普通投资者。在这种情况下产生的业绩承诺协议显然不能真正反映委托人的真实需求，反而异化了委托人和代理人关系。

正是业绩补偿承诺没有解决委托代理关系，代理人控股股东或管理层就可能利用自身优势控制上市公司经营投资，损害公司的长期竞争力。控股股东或管理层常见的三种干预上市公司正常发展的方式有盈余管理、股权质押和“掏空”等形式。

盈余管理方面，已有研究发现，盈余管理是上市公司管理层短视行为的重要表现形式。虽然盈余管理符合会计计量原则，但通过选择对外报告最好或有利的会计政策或会计估计，无疑会对企业经营投资行为产生影响，也促使上市公司行为短期化。盈余管理方式包括推迟可自由支配的支出、生产过剩产品以降低本期销售成本、放弃正的净现值项目等（Graham等，2005；Marginson等，2010）。由于研发费用资本化条件严格，高额的研发开支大多只能在当期费用化并导致利润降低，因此企业也常常会削减研发支出以避免报告亏损（贺亚楠等，2019）。这是短期化经营损害企业长期利益的主要形式，也是短期主义研究关注的重点。从结果上看，盈余管理促进了短期股价上升，但无法长期维持（Bhojraj等，2009）。本文认为，由于有业绩承诺压力，上市公司作为公众企业在面临来自内外的监督或压力时，其管理层会调整经营决策行为以迎合或满足这些来自内外的各种关注，因而对盈余管理的动机更强、动力更足（柳建华等，2021）。

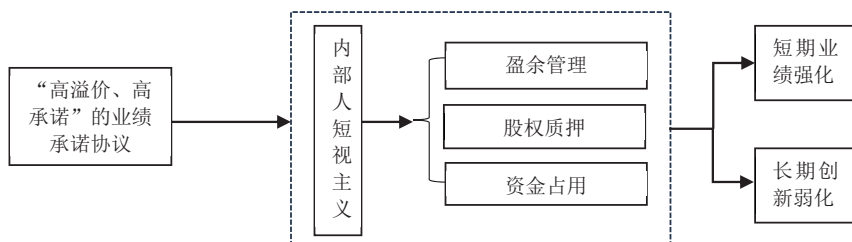
从股权质押方面看，一般而言，大股东进行股权质押，合同中的股票价格是获得质押的主要参考指标。为了托住股价、降低股价下跌带来强制平仓和控制权转移的风险，控股股东通常会用一些手段进行市值管理，以便向市场传递美好的预期（胡珺等，2020），其机理主要在于：第一，大股东质押后会有很强的动机通过干预鼓励分配、选择性信息披露和加强与投资者关系管理等对公司经营施加影响；在业绩承诺的情况下，大股东会充分利用甚至放大业绩承诺协议中“承诺”信息，向市场和投资者释放“正面”信息，并会通过长期行为短期化措施将短

期业绩冲高,以不断强化业绩承诺对投资者的“正面”作用,为其继续进行高额股权质押融资创造有利条件(廖珂等,2018;钱爱民和张晨宇,2018);马连福和张晓庆,2020;胡海峰等,2023)。第二,充分利用和配合业绩承诺协议中“补偿”内容,在业绩承诺期内将长期经营投资决策短期化,导致大股东或管理层机会主义盛行,甚至可能在业绩承诺期间通过一些脱离企业正常发展和可持续发展的手段,达到和远远超过业绩承诺的要求。

从“掏空”形式看^①,虽然大股东“掏空”的手段多样,但大股东和管理层“掏空”的目的无非都是将个人利益置于企业公共利益之上。业绩承诺所具有的高溢价和高增长特征,通常能够带来股价和短期利润的上升,为大股东和管理层采取关联交易、占用上市公司资金进行利润转移和财产转移提供了便利,从而“掏空”上市公司发展之基。特别是在上市公司发展遭遇瓶颈时,大股东和管理层更具备通过开展并购并以业绩承诺为幌子,将短期高增长“承诺”转化为高溢价收购和高股价减持以及转移资产的工具。这时,大股东和管理层的投机行为甚或违法行为,必然会对上市公司长期可持续发展造成更大的破坏。

综上,本文提出H2B:在委托代理关系影响下,业绩承诺会诱发管理层盈余管理、股权质押、“掏空”等短视行为,造成对上市公司短期业绩和长期创新的差异性影响。

图1:业绩承诺影响企业短期业绩和长期创新的逻辑关系



三、研究设计

（一）数据来源与处理

本文选用2010—2023年我国A股市场开展并购和重大资产重组事件中签订业绩承诺协议的样本数据来研究业绩承诺的短期、长期效应及其内在机制。在初始样本基础上,本文对样本进行了如下筛选:(1)剔除银行业、非银金融业上市公司样本;(2)剔除主要变量数据缺失的样本;(3)为避免出现极端值,对连续变量进行了1%的缩尾处理。本文处理数据使用的软件为EXCEL VBA与Stata17。本文业绩承诺数据来源于Wind金融资讯终端并购重组数据库中对赌协议子库,提取了2010年1月1日至2023年12月31日签订的对赌协议的样本,并以此数据库为基础,通过手工查阅公司相关公告,对其中部分数据进行了补充与完善。

^① “掏空”(Tunneling)是La Porta等(1999)提出的一个概念,指公司大股东和管理层为了满足自身私利,将公司的财产和利润转移出去的行为,并形象地定义为“掏空”。

（二）变量选择与定义

1. 被解释变量

本文被解释变量主要用来衡量上市公司的短期业绩与长期创新能力。本文选用企业净利润增长率 (*Profit*) 反映短期业绩, 原因在于, 净利润增长既代表了公司给定会计年度的经营成果也是业绩承诺协议经常要求的短期经营绩效指标。对于长期创新能力, 基于企业长期经营绩效主要由其核心竞争力决定, 而核心竞争力主要取决于公司创新能力, 本文选用企业当年的专利申请数量 (*Apply*) 来衡量长期创新能力。之所以未选择专利授予而选择专利申请, 是因为专利授予通常存在一定的滞后性, 相较之下, 专利申请能够更准确地刻画企业创新产出的时间。不过, 相对于专利申请, 专利授予得到了国家专利局的认证, 其数量能够更准确地反映企业的有效创新产出。因此, 综合企业创新投入到产出的一般规律, 本文在稳健性分析中也采用了研发支出 (*R&D*) 和专利授权量 (*Grant*) 两个变量进行验证, 以较为全面地考察企业创新的全部行为。具体定义如下: $Apply = \ln(1 + \text{专利申请量})$ 、 $Grant = \ln(1 + \text{专利授权量})$ 、 $R\&D = \text{研发支出} / \text{总资产}$ (权小锋和尹洪英, 2017; 孔东民等, 2017; 孟庆斌等, 2019)。

2. 核心解释变量

本文分别用是否存在业绩承诺 (*Vam_logit*) 和业绩承诺数量 (*Vam_numbers*) 作为模型的核心解释变量。*Vam_logit* 的衡量方式如下: 若上市公司在某一年度并购中签署了业绩承诺协议, 则取值为1, 否则取值为0。*Vam_numbers* 是衡量上市公司某一年度所签署的业绩承诺次数。由于很多上市公司可能在同一年度开展多次并购, 与多个标的资产签署多项业绩承诺协议, 这显然会带来其更高的承诺净利润和更高的收购溢价率。而从上文理论分析可知, 签订多项业绩承诺协议会进一步加剧上市公司经营在短期和长期的异化作用, 缩窄其经营视野, 导致其将精力更加集中于短期净利润而忽视长期创新投入。

3. 核心机制变量

短视作为一个相对主观的概念, 构成了实证研究的一个难点。一些研究采用短期投资占比或者股票换手率作为管理层短视的衡量指标 (方红星和金玉娜, 2017; 陈收和刘瑞, 2006), 但这些衡量方式比较单一, 对上文提及到的管理者短视所涉及的个体行为和组织行为、主观行为和客观行为等的刻画都不够充分。因此, 本文采用相对更加综合和全面的对年报进行文本分析的考察方法。具体方法如下: 首先从巨潮网下载2010—2023年A股上市公司年报, 并借助Python工具包将年报PDF文件转化为TXT文件; 然后对财务年报中的MD&A进行文本分析, 再利用胡楠等 (2021) 框定的短视视域的关键词集进行词频分析建立短视分析指标。为了更突出管理层个人短视行为特征, 从而丰富对上市公司短视行为的认识, 本文还设置了三个中间变量: 盈余管理 (*DA*)、股权质押 (*Pledge*)、资金占用 (*Tunneling*)。盈余管理根据Jones (1999) 的修正模型计算而得, 股权质押设为大股东质押股份占其持有上市公司股份的比例, 资金占用按照Jiang等 (2010) 的做法定义为其其他应收款与总资产之比。

4.控制变量

参考已有文献（孟庆斌等，2019；徐莉萍等，2021；邱金龙等，2023；吴超鹏和蒋骄亮，2023），选用企业年龄（*Age*）、净资产收益率（*Roe*）、企业规模（*Size*）、资产负债率（*Debt*）、资本支出（*Capital*）、托宾Q值（*TobinQ*）、账面市值比（*BM*）、机构持股比例（*Institution*）、管理层持股比例（*ManageH*）、经营活动现金流（*Cash*）作为控制变量。考虑到治理层是签订业绩补偿承诺的决策者，而管理层履行企业的日常经营职责，二者都可以影响企业短期和长期业绩表现，为减小遗漏相关变量对模型解释能力的影响，本文还选用董事会规模（*Board*）、两职（董事长、总经理）分离（*Dual*）作为补充，共计12个控制变量。另外对样本时间跨度2010—2023年设置虚拟变量*Year*表示时间效应，根据申万行业分类标准设置虚拟变量*Industry*表示行业效应。

表 1：变量定义

类别	变量名	变量符号	变量定义
被解释变量	净利润增长率	<i>Profit</i>	(本年净利润 - 上年净利润) / 上年净利润
	营业收入增长率	<i>Income</i>	(本年营业收入 - 上年营业收入) / 上年营业收入
	企业创新	<i>Apply</i>	Ln(1+ 专利申请量)
		<i>Grant</i>	Ln(1+ 专利授权量)
解释变量	业绩补偿承诺	<i>R&D</i>	(当期研发经费 / 总资产) × 100%
		<i>Vam_logit</i>	上市公司在报表年度签有业绩补偿承诺协议时取 1，否则取 0
机制变量	短视行为	<i>Vam_numbers</i>	上市公司在报表年度签有业绩补偿承诺协议的数量
	盈余管理	<i>Myopia</i>	胡楠等（2021）的计算方法
	大股东股权质押	<i>DA</i>	根据修正琼斯模型计算
	大股东掏空	<i>Pledge</i>	大股东质押股份占其持有上市公司股份比例
控制变量	企业年龄	<i>Tunneling</i>	其他应收款 / 总资产
	净资产收益率	<i>Age</i>	Ln(报表年份 - 公司成立年份)
	企业规模	<i>Roe</i>	净利润 / 净资产
	资产负债率	<i>Size</i>	Ln (1+ 总资产)
	经营活动现金流	<i>Debt</i>	负债 / 总资产
	资本支出	<i>Cash</i>	经营活动现金流量净额 / 总资产
	机构持股比例	<i>Capital</i>	购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 / 营业收入
	管理层持股比例	<i>Institution</i>	机构持股数量 / 企业总股本
	董事会规模	<i>ManageH</i>	管理层持股数量 / 企业总股本
	董事长、总经理两职分离	<i>Board</i>	Ln(董事会成员人数)
	托宾 Q 值	<i>Dual</i>	董事长总经理两职兼任时取 1，否则为 0
	账面市值比	<i>TobinQ</i>	股票市值 / 净资产
固定效应	时间效应	<i>BM</i>	总资产 / 总市值
	行业效应	<i>Year</i>	根据 2010-2023 年设置年份虚拟变量
		<i>Industry</i>	根据申万行业分类标准设置虚拟变量

（三）基础模型设定

根据上文理论分析思路，为检验业绩承诺协议对上市公司经营的短期和长期效应差异的影响，本文构建了如下计量基准回归模型：

$$Profit_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Vam_{i,t} + \beta_1^T X_{i,t}^T + \beta_2 Year_t + \beta_3 Industry_i + \epsilon_{i,t} \tag{1}$$

$$Apply_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Vam_{i,t} + \beta_1^T X_{i,t}^T + \beta_2 Year_t + \beta_3 Industry_i + \epsilon_{i,t} \tag{2}$$

式中, $Profit$ 为净利润增长率, $Apply$ 为专利申请, β_1^T 为控制变量系数向量, X_{it}^T 为控制变量向量, $Year$ 为年份固定效应, $Industry$ 为行业固定效应, ϵ 为随机误差项。本文重点关注业绩承诺变量 Vam , 即 Vam_logit 和 $Vam_numbers$ 的回归系数 β_1 , 在模型 (1) 中若它们回归系数显著大于 0, 说明业绩承诺将会带来上市公司净利润增长, 在模型 (2) 中若它们的回归系数显著小于 0, 表示业绩承诺将会使得上市公司专利申请量出现下降, 长期而言必然造成上市公司长期竞争力下降。换言之, 通过观察 β_1 在模型 (1) 和 (2) 的变化, 可以看出上市公司短期行为与长期行为在业绩承诺牵引下出现的异化, 假设 1 也就随之成立了。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

表 2：业绩承诺的长短期效应

变量	(1) <i>Profit</i>	(2) <i>Profit</i>	(3) <i>Apply</i>	(4) <i>Apply</i>
<i>Vam_logit</i>	0.0427* (0.022)		-0.0424* (0.024)	
<i>Vam_numbers</i>		0.0306** (0.013)		-0.0237* (0.014)
<i>Age</i>	0.0982** (0.038)	0.0990** (0.038)	-0.1154*** (0.040)	-0.1185*** (0.040)
<i>Roe</i>	9.9646*** (0.103)	9.9641*** (0.103)	0.2423** (0.123)	0.2441** (0.123)
<i>Size</i>	-0.1759*** (0.015)	-0.1772*** (0.015)	0.1506*** (0.017)	0.1504*** (0.017)
<i>Debt</i>	0.2822*** (0.062)	0.2808*** (0.062)	-0.3760*** (0.075)	-0.3739*** (0.075)
<i>Cash</i>	0.0919 (0.080)	0.0926 (0.080)	-0.2516*** (0.097)	-0.2530*** (0.097)
<i>Capital</i>	-0.1806* (0.099)	-0.1782* (0.099)	0.3855*** (0.120)	0.3858*** (0.120)
<i>TobinQ</i>	0.0146 (0.024)	0.0152 (0.024)	-0.0464 (0.029)	-0.0468 (0.029)
<i>BM</i>	0.5370*** (0.111)	0.5414*** (0.111)	-0.5014*** (0.131)	-0.5009*** (0.131)
<i>Institution</i>	-0.0822 (0.055)	-0.0808 (0.055)	0.1444** (0.067)	0.1442** (0.067)
<i>ManageH</i>	-0.0036*** (0.001)	-0.0036*** (0.001)	0.0002 (0.001)	0.0002 (0.001)
<i>Board</i>	-0.1006* (0.060)	-0.0988* (0.060)	0.0690 (0.073)	0.0688 (0.073)
<i>Dual</i>	0.0198 (0.020)	0.0207 (0.020)	-0.0038 (0.024)	-0.0040 (0.024)
<i>_cons</i>	2.7231*** (0.341)	2.7423*** (0.341)	-2.0924*** (0.377)	-2.0811*** (0.376)
<i>Year</i>	是	是	是	是
<i>Industry</i>	是	是	是	是
<i>N</i>	13299	13299	13299	13299
<i>F</i>	807.0345	807.2996	12.3401	12.3130
调整后 R^2	0.4558	0.4559	0.0421	0.0421

注：括号内为稳健标准误，***、**、* 分别表示统计检验在 1%、5% 和 10% 水平上显著，下同。

表2报告了业绩承诺对短期业绩和长期创新影响的基准回归结果,各列都同时控制了行业固定效应和时间固定效应。列(1)和列(2)为业绩承诺对短期净利润增长的影响。从回归结果看,业绩承诺回归系数都显著为正,说明签订业绩承诺协议将会带来上市公司净利润增长。列(3)和列(4)报告了业绩承诺对上市公司长期创新影响的回归结果。从回归结果看,无论是业绩承诺二值变量还是业绩承诺数量,基本都会带来上市公司专利申请量的显著下降,以 Vam_logit 为例,其每变动1%将会使得上市公司专利申请量下降0.042个百分点。综合表1估计结果可以发现,上市公司签订业绩承诺协议对短期业绩有提振作用,但却降低了企业的创新水平。而业绩承诺带来的上市公司短期行为与长期行为异化必然会影响企业的长期竞争力,据此,假设H1得到证明。

(二) 稳健性检验

本文对于上述基准回归结果,进一步从以下几个方面进行稳健性分析:一是通过更替被解释变量,从更多维度衡量上市公司短期业绩与长期成长,以验证基准回归结果的稳健性;二是将样本分为2010—2014年和2015—2023年两组,分别进行回归,以考察《上市公司重大资产重组管理办法》在2014年作出重大修订后^①,是否带来了差异性影响;三是考虑到遗漏变量以及其他因素造成的内生性问题影响,使用工具变量法(IV)、倾向得分匹配(PSM)、平行趋势检验、安慰剂检验等分析是否存在内生性对模型估计偏误的影响。

1. 更换被解释变量

在考察业绩补偿承诺短期效应模型的基础上,本文用当期营业收入($Income$)作为被解释变量替代净利润增长率($Profit$)。如果说净利润增长是站在企业所有方即股东角度考虑衡量短期业绩的最佳指标之一,那么企业的其他利益相关方如债权人、员工、商业伙伴若考察上市公司短期业绩则会从企业营业收入入手。营业收入是反映特定会计期间内短期业绩的重要指标,包括股东在内所有利益相关方都会将营业收入增长作为短期业绩的重要基础。因此,与净利润增长率($Profit$)不同,选用当期营业收入增长率($Income$)作为被解释变量,增加了从上市公司各类利益相关方来评估和理解企业短期经营绩效的能力。从长期效应看,企业创新必须有投入才会有产出,研发投资是企业创新行为的起点;当创新投入成功转化为研发成果后,企业申请专利;而最终获得专利授权,才能将创新能力转化为产品竞争力并获得收益。这其中,专利申请只是其中的一环,据此,本文使用研发投入和创新最终产出(专利授权)替换专利申请。

从更换被解释变量的估计结果看,短期中,无论是是否签订业绩承诺二值变量还是签订业绩承诺数量都会使得上市公司营业收入出现增长,但会导致上市公司研发投入和专利授权量下降,对其长期经营能力造成负面影响。此外,与表2相比可以发现,更换被解释变量回归结果的显著性得到提升,这表明,在更换被解释变量从更多维度衡量上市公司短期业绩和长期业绩后,本文的研究结论依然稳健。

^① 2014年修订后仅对重大资产重组中基于未来收益进行估值的关联并购以及导致控制权发生变更的非关联并购要求签订业绩承诺协议,与2008年政策出台时将签订业绩承诺协议作为必选项形成鲜明对比。

2. 不同样本区间

证监会于2008年发布《上市公司重大资产重组管理办法》，首次提出将业绩承诺作为估值调整机制，并规定上市公司重大资产重组中采取未来收益法对拟购买资产进行评估并作为定价依据的，应该签订业绩承诺。而2014年修订的《上市公司重大资产重组管理办法》则仅对重大资产重组中基于未来收益进行估值的关联并购以及导致控制权发生变更的非关联并购要求在并购中签订业绩承诺。两者之间的区别主要体现在，前者将签订业绩承诺协议作为未来收益法重大资产重组中的必选项，而后者则明显缩小了业绩承诺的签订范围，允许非关联并购可以基于自愿并根据并购实际情况来签订业绩承诺协议。由于上述办法中，监管机构对业绩承诺期限和具体承诺利润、补偿金额没有进行详细确定，因此现实中业绩承诺的期限和具体承诺利润、补偿金额常常是通过上市公司与并购标的的博弈产生（徐莉萍等，2021）。这意味着，在业绩承诺协议成为自愿情况下更能反映并购双方的真实意愿，同时没有“高承诺”和“高溢价”的限制将会使并购双方更加基于标的实际确定交易价格而非双方博弈。而在2014年前，由于在重大资产重组中必须签订业绩承诺协议则可能加剧“高承诺”“高溢价”情况下大股东和管理层的投机行为，使业绩承诺作为估值调整的工具弱化。为了考察2014年修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》这一新的监管政策对并购市场的差异化影响，本文将样本拆分为2010—2014年和2015—2023年两组。从实证结果看，业绩承诺加剧上市公司短期行为主要发生于修订《上市公司重大资产重组管理办法》前；而在修订后，由于采用自愿性质使得并购双方都会充分考虑标的质地，从而减少了投机行为，使业绩承诺逐渐回归其估值调整的工具属性。

3. 内生性问题

（1）工具变量法

本文的核心解释变量业绩承诺可能存在内生性问题。虽然根据我们的理论分析业绩承诺能够对上市公司短期行为和长期行为造成异化，造成企业发展过度重视短期发展而忽略长期战略，导致企业发展脱离可持续发展轨道；但是上市公司过度重视短期利益而忽视长期发展，也可能会导致上市公司更愿意签订业绩承诺协议，以使用高溢价并购为手段获得短期性成长。为了排除此类可能存在的逆向因果关系所致的内生性问题，本文采取工具变量法对此进行两阶段最小二乘检验。参考冯科等（2023）的做法，本文选用北京大学数字普惠金融指数作为业绩承诺的工具变量。由于地区数字普惠金融发展水平能够影响企业的风险承担能力，且数字普惠金融发展有利于降低并购双方的信息不对称水平，所以在数字普惠金融发展较高的地区，企业会减少使用以规避并购风险为目的的业绩承诺协议，从而可满足工具变量的相关性条件；另一方面，地区数字普惠金融发展转型作为外生事件独立于具体企业的经营投资决策，包括并购重组决策，因此可满足工具变量的外生性条件。第一阶段回归结果的F统计值远高于10，故不存在弱工具变量问题。表3第（1）和（2）列第二阶段中 Vam_logit 和 $Vam_numbers$ 回归系数均在1%水平上显著为正，第（4）列的业绩承诺对创新产出影响显著为负。这表明，在使用工具变量2SLS后，继续支持了业绩补偿承诺导致上市公司短期行为和长期行为异化的研究结论，排除了逆向因果关系。

表 3：工具变量法：业绩承诺的长短期效应

变量	(1) <i>Profit</i>	(2) <i>Profit</i>	(3) <i>Apply</i>	(4) <i>Apply</i>
<i>Vam_logit</i>	0.1396*** (0.046)		-0.0435 (0.045)	
<i>Vam_numbers</i>		0.0840*** (0.030)		-0.0604** (0.029)
控制变量	是	是	是	是
<i>_cons</i>	1.2447*** (0.343)	1.2448*** (0.345)	-1.9708*** (0.335)	-2.1100*** (0.337)
<i>Year</i>	是	是	是	是
<i>N</i>	11474	11474	11474	11474
<i>F</i>	720.8726	720.8523	12.3030	12.5462
调整后 <i>R</i> ²	0.4490	0.4490	0.0127	0.0111

(2) 倾向得分匹配 (PSM)

本文实证部分使用的数据均为观测数据，在数据处理过程中，很多公司由于年度数据残缺而被剔除，无法保证不同样本观测点的签订业绩补偿承诺前状态相同，也无法保证样本来自于随机选择。针对原模型中可能存在的样本选择偏误问题，本文使用倾向得分匹配法 (PSM) 进行了检验。第一步，以原模型中12个控制变量及时间虚拟变量 (*year*) 和行业虚拟变量 (*Industry*) 作为协变量，建立Logit回归模型，计算出各样本的倾向得分。第二步，按照卡尺内最邻近匹配法 (卡尺半径0.01) 匹配样本。匹配结果显示，几乎所有样本都落入共同取值范围内，同时匹配后的各协变量处理组均值与控制组均值接近，标准化偏差均小于10%，表明匹配质量较高。第三步，使用匹配后的样本重新估计模型 (1) 和模型 (2)，结果显示，在短期中，*Vam_logit* 和 *Vam_numbers* 系数都显著为正，业绩补偿承诺对短期经营水平的正向促进效应继续保持；在长期中，*Vam_logit* 的回归系数显著为负，即业绩补偿承诺对企业长期经营能力的负向作用依旧存在。这一结果表明，前文的结论依旧稳健。

(3) 动态效应检验

为了验证平行趋势假设，更加深入地理解业绩承诺与企业短期业绩和长期创新之间的因果关系，本文参照Bertrand和Mullainathan (2003) 的做法，设定如下计量模型：

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_{-3}Vam_{i,t-3} + \beta_{-2}Vam_{i,t-2} + \beta_{-1}Vam_{i,t-1} + \beta_1Vam_{i,t} + \beta_{+1}Vam_{i,t+1} + \beta_{+2}Vam_{i,t+2} + \beta_{+3}Vam_{i,t+3} + \beta_1^T X_{i,t}^T + \beta_2 Year_i + \beta_3 Industry_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

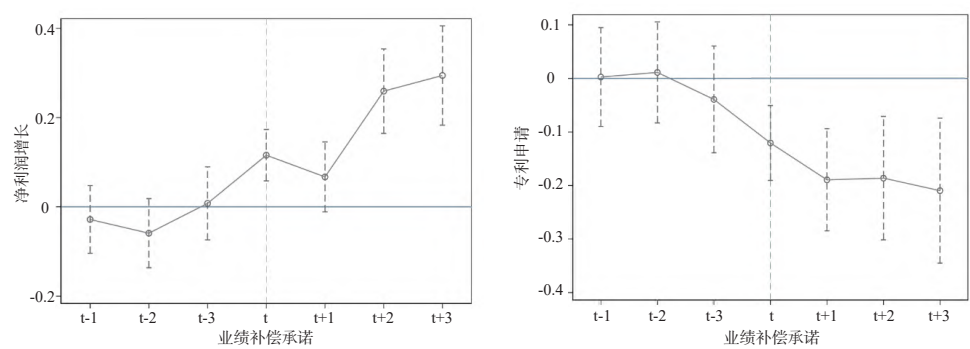
模型 (3) 将上文模型中的 *Vam_logit* 替换成了7个虚拟变量。式中，*Vam_{i,t}* 与上文 *Vam_logit_{i,t}* 的定义一致；*Vam_{i,t-1}* 表示上市公司 *i* 签订业绩承诺协议的前一年，*Vam_{i,t-2}* 和 *Vam_{i,t-3}* 则相应表示签订业绩承诺协议前第二年和第三年；*Vam_{i,t+1}* 表示上市公司 *i* 签订业绩承诺协议的后一年，同理 *Vam_{i,t+2}* 和 *Vam_{i,t+3}* 分别表示签订业绩承诺协议后的第二年和第三年；*Y* 为被解释变量，分别为净利润增长率、专利申请量。模型中其他变量与上文模型 (1) 和模型 (2) 解释相同。回归结果如表4所示。可以发现，业绩承诺 *Vam* 对净利润增长、专利申请量的影响主要集中在签订业绩承诺协议的当年及未来三年，而签订业绩承诺前三年回归系数普遍不

显著。图2为根据表4的估计结果绘制的动态效应检验结果。从图表的结果可以发现，签订业绩承诺协议对上市公司短期业绩提升和长期创新抑制具有一定的持续性。

表 4：动态效应检验

变量	(1) <i>Profit</i>	(2) <i>Apply</i>
Vam_{t-3}	-0.0283 (-0.732)	0.0026 (0.056)
Vam_{t-2}	-0.0591 (-1.494)	0.0112 (0.234)
Vam_{t-1}	0.0078 (0.186)	-0.0392 (-0.771)
Vam_t	0.1158*** (3.947)	-0.1205*** (-3.374)
Vam_{t+1}	0.0671* (1.680)	-0.1894*** (-3.895)
Vam_{t+2}	0.2592*** (5.368)	-0.1862*** (-3.167)
Vam_{t+3}	0.2943*** (5.188)	-0.2096*** (-3.035)
控制变量	是	是
_cons	1.8089*** (5.622)	-2.6060*** (-6.653)
Year	是	是
Industry	是	是
<i>N</i>	13299	13299
<i>F</i>	568.1747	9.9470
调整后 R^2	0.4487	0.0437

图 2：业绩承诺对上市公司净利润增长（左图）和创新（右图）的动态影响



（4）安慰剂检验

为了减小遗漏变量或模型设定偏误可能给本文结论带来的内生性干扰，本文还分别对模型进行了500次的安慰剂检验，分别得到了500个回归系数统计量及其核密度分布图。从结果看，随机模拟的解释变量回归系数估计值的中心接近于0，即业绩承诺对短期利润和长期创新都没有显著的影响。该结果说明，随机指定的业绩承诺事件不会对上市公司短期业绩和长期创新的敏感性产生显著影响，即本文的回归结果并不是由不可观测因素导致的，表明主要研究结论具有较好的稳健性。

五、机制检验及进一步的分析

（一）机制检验

通过前文的实证分析，我们对业绩补偿承诺导致企业短期和长期经营异化现象已形成比较明晰的结论，接下来，本文将基于管理层短视行为这一视角探讨其内在机制。为此，设置如下计量模型：

$$Myopia_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Vam_{i,t} + \gamma_2 Year_t + \gamma_3 Industry_i + \gamma_1^T X_{i,t+1} + \epsilon_{i,t} \tag{4}$$

$$Y_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Vam_{i,t} + \gamma_2 Myopia_{i,t} + \gamma_3 Year_t + \gamma_4 Industry_i + \gamma_1^T X_{i,t} + \epsilon_{i,t} \tag{5}$$

上述模型中， Y 代表短期效应净利润增长（*Profit*）或长期效应专利申请量（*Apply*），*Myopia*为机制变量管理层短视效应，其他变量与模型（1）和模型（2）相同。以短期净利润增长为例，预期模型（4）中，如果*Vam_logit*和*Vam_numbers*的回归系数大于0，业绩承诺会导致上市公司短视行为出现概率上升。模型（5）中，当机制变量*Myopia*与业绩承诺变量（*Vam_logit*或*Vam_numbers*）回归系数都大于0时，说明上市公司短视行为构成绩绩承诺导致上市公司净利润增长的部分中介效应；而当*Myopia*回归系数显著大于0而业绩承诺变量（*Vam_logit*或*Vam_numbers*）回归系数不显著时，说明上市公司短视行为构成绩绩承诺带来上市公司净利润增长的完全中介效应。

表5为短视效应路径检验结果：*Vam_numbers*对短视行为（*Myopia*）产生正向激励，且系数高度显著。这意味着签订业绩承诺协议的上市公司往往存在管理层短视行为迹象。从净利润短期激励效应看，表5中第（2）和（6）列表明，短视效应并不构成净利润增长的中间渠道，这意味着应从更广的视角理解短视行为的含义，以使业绩承诺带来短期净利润激增的影响机制更加明晰。从创新的长期效应看，表5中第（3）和（7）列的结果表明，短视效应构成绩绩承诺影响专利申请的完全中介效应。因此，签订“高溢价”“高承诺”业绩承诺协议会阻碍上市公司长期创新能力的提高，不利于上市公司持续、健康地为股东和投资者创造价值。

表 5：短视行为的路径检验 I

变量	(1) Myopia	(2) Profit	(3) Apply	(5) Myopia	(6) Profit	(7) Apply
<i>Vam_logit</i>	-0.0151 (0.016)	0.0297 (0.025)	-0.0261 (0.030)			
<i>Vam_numbers</i>				0.0216** (0.009)	0.0238* (0.013)	-0.0094 (0.020)
<i>Myopia</i>		0.0189 (0.015)	-0.0632*** (0.018)		0.0193 (0.015)	-0.0631*** (0.018)
控制变量	是	是	是	是	是	是
<i>_cons</i>	0.3916* (0.237)	2.9883*** (0.368)	-1.4764*** (0.458)	0.3752 (0.238)	3.0032*** (0.369)	-1.4791*** (0.458)
<i>Year</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Industry</i>	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	13299	13299	13299	13299	13299	13299
<i>F</i>	16.0550	270.0586	10.8954	16.4562	269.9297	10.8552
调整后 <i>R</i> ²	0.0511	0.4525	0.0466	0.0515	0.4525	0.0466

由于短视效应 *Myopia* 主要来自于上市公司财务报告中管理层讨论与分析 (MD&A) 部分, 而这部分内容一般都会涉及公司长期战略, 特别是未来前瞻业务布局以及发展前景, 因此成为投资者了解上市公司转型和创新的重要窗口。但仅仅基于管理层讨论与分析的文本是不能充分汲取上市公司管理层短视行为的, 特别是推动净利润在短期内快速增长, 更是无法从长期战略转型中获得。基于此, 下文将立足于大股东和管理层行为视角, 从行为的“短期化”“激进化”“狭隘化”等方面考察业绩承诺是否会通过这些机制成为大股东和管理层“谋利”的工具, 进而对上市公司的长期竞争力造成了损害。具体主要从盈余管理、大股东股权质押和大股东资金占用三个方面对此机制机理进行研究。

表 6: 短视行为的路径检验 II

盈余管理路径	(1) <i>M</i>	(2) <i>Profit</i>	(3) <i>Apply</i>	(5) <i>M</i>	(6) <i>Profit</i>	(7) <i>Apply</i>
<i>Vam_logit</i>	0.0086*** (0.002)	0.0119 (0.024)	-0.0548* (0.029)			
<i>Vam_numbers</i>				0.0044*** (0.001)	0.0134 (0.012)	-0.0282 (0.018)
<i>DA</i>		0.6253*** (0.114)	-0.2385** (0.110)		0.6250*** (0.113)	-0.2438** (0.110)
股权质押路径						
<i>Vam_logit</i>	0.0126*** (0.003)	0.0208 (0.027)	-0.0501 (0.033)			
<i>Vam_numbers</i>				0.0264*** (0.002)	0.0161 (0.013)	-0.0185 (0.020)
<i>Pledge</i>		0.3929*** (0.102)	-0.3928*** (0.127)		0.3893*** (0.102)	-0.3933*** (0.127)
大股东资金占用路径						
<i>Vam_logit</i>	0.0014** (0.001)	0.0415* (0.023)	-0.0443 (0.028)			
<i>Vam_numbers</i>				0.0015*** (0.000)	0.0296** (0.012)	-0.0220 (0.018)
<i>Tunneling</i>		0.8162** (0.401)	-1.0782*** (0.201)		0.8083** (0.400)	-1.0756*** (0.201)

注: M 代表三个中介变量, 分别是 DA, Pledge 和 Tunneling。

表6是盈余管理、股权质押和大股东资金占用路径的回归结果。从股权质押路径来看, 表6的第(1)和(5)列的回归结果表明, 签订业绩补偿承诺 (*Vam_logit*、*Vam_numbers*) 对大股东股权质押 (*Pledge*) 有显著的促进作用, 即在签订业绩承诺的情况下, 大股东有更强的意愿通过质押其股票获得融资。表6的第(2)和(6)列为同时加入业绩承诺变量与大股东质押比例的回归结果。从中可以发现。业绩承诺回归系数已不显著, 而大股东质押比例回归系数依然显著, 表明完全中介效应成立。因此, 签订“高溢价”“高承诺”业绩补偿承诺方便了大股东通过股权质押融资, 但所质押的股票只有在所获取的资金能推动业绩短期激进式增长而忽略长期创新后才能避免发生爆仓风险, 上市公司短期行为与长期行为由此异化。据此可以确定, 业

绩补偿承诺的签订会促使收购方管理层积极寻求短期投机行为。这通常体现为短期内业绩的不断上升，而对事关企业长期竞争力提高的创新投入却会“事不关己高高挂起”，从而带来短期行为和长期行为的高度异化。据此，假设H2B得到验证。

（二）管理层薪酬的调节作用

显然，在一股独大和第二类代理问题突出的情况下，公司治理中多元化治理机制的缺失无疑造成了大股东对公司正常经营的干预，使得签订业绩承诺协议更多是基于大股东个人利益而不是公司的长远发展利益。这无疑会损害企业发展之基，掏空企业成长之本。而要降低一股独大和第二类代理问题，必须植入多元化治理结构，如市场化选聘职业经理人，以市场化薪酬激励等手段将公司高管主要精力集中于上市公司的长期发展目标。鉴此，本文从管理层薪酬激励这一视角进一步讨论管理层薪酬在降低业绩承诺导致企业长短期行为异化中的调节作用。具体做法是，选取样本公司前三名高管薪酬对数（*MSalary*）作为调节变量进行回归，回归结果如表7所示：业绩承诺前三名高管薪酬对数在短期业绩中显著为负，在长期创新中显著为正。换言之，在业绩承诺带来净利润显著增长和导致创新能力下降的基础上，加入高管薪酬能够降低净利润增长率和提高专利申请量，即高管薪酬在一定程度上可“纠正”业绩承诺期间上市公司长短期行为的背离现象，促进上市公司短期业绩增长与长期创新能力提高更加协调。

表 7：管理层薪酬的调节作用

变量	(1) <i>Profit</i>	(2) <i>Profit</i>	(3) <i>Apply</i>	(4) <i>Apply</i>
<i>Vam_logit</i>	1.8440*** (0.366)		-1.7409*** (0.423)	
<i>Vam_logit</i> × <i>MSalary</i>	-0.1247*** (0.025)		0.1169*** (0.030)	
<i>Vam_numbers</i>		1.2902*** (0.242)		-0.9645*** (0.284)
<i>Vam_numbers</i> × <i>MSalary</i>		-0.0872*** (0.017)		0.0649*** (0.020)
控制变量	是	是	是	是
<i>_cons</i>	2.5197*** (0.343)	2.5958*** (0.340)	-1.6623*** (0.432)	-1.7858*** (0.432)
<i>Year</i>	是	是	是	是
<i>Industry</i>	是	是	是	是
<i>N</i>	13299	13299	13299	13299
<i>F</i>	317.6824	317.0223	12.2445	11.6073
调整后 <i>R</i> ²	0.4579	0.4580	0.0475	0.0469

（三）业绩承诺对市场预期的影响

上文已经检验了业绩承诺的长短期效应，并从多个渠道验证了业绩承诺协议导致上市公司短期行为和长期行为异化的原因。但从投资者的角度看，业绩承诺的“高溢价”和“高承诺”信号是否会推动市场持续走高，是本文所揭示的业绩承诺导致上市公司长短期行为异化的关

键。显然，如果没有市场预期和投资者行为的改变，业绩承诺的信号作用将荡然无存。鉴此，本文进一步分析业绩承诺对市场趋势的影响，以判断签订业绩承诺协议是否会带动股价上升，推动投资者预期的改善。

为了考察业绩承诺对市场预期的影响，本文选取了样本企业历年考虑现金股利再投资的年个股回报率和不考虑现金股利再投资的年个股回报率两个指标用以衡量企业股价的变化，以综合表征投资者持有个股的回报率。结果显示，无论签订业绩承诺的二值变量以及签订业绩承诺协议的次数，都会显著带来个股回报率的提高。这也就意味着，签订业绩承诺的年份能够显著带来股价不断上升，推动投资者回报提高。因此，在业绩承诺协议信号作用的强烈带动下，签订业绩承诺协议能够带来股价的不断上升，推动市场预期的不断改善。

（四）业绩承诺不同条款设计对上市公司长短期行为的影响

需要注意的是，业绩承诺协议具体条款的不同，也会对上市公司长短期行为造成差异性影响。例如，承诺金额越大，企业短期行为和长期行为的背离越严重。同样，业绩承诺协议期限的不同也会产生类似的影响。我国签订业绩承诺协议的期限通常为1~5年。根据不同的交易类型和具体情况，业绩承诺协议的期限会有所不同。在股权交易、企业并购等交易中，业绩承诺的时间周期通常为1~3年；而在一些大型的企业重组和资产重组过程中，业绩承诺的期限可能会延长至3~5年。从本文样本看，签订业绩承诺协议的平均期限为1.8年。为考察不同协议年限对上市公司长短期行为的差异性影响，本文使用签订业绩承诺协议的年限（*period*）对上市公司净利润增长率和专利申请进行了回归，结果如表8所示：随着业绩承诺期限的增加，会带来企业净利润的不断增长和专利申请量的不断下降。这就意味着，随着承诺期限的延长，对上市公司的异化影响会不断累积，长期看，必然会对上市公司的核心竞争力造成负面影响。

表 8：业绩承诺期限对上市公司长短期行为异化的影响

变量	(1) <i>Profit</i>	(2) <i>Apply</i>
<i>period</i>	0.0334*** (0.006)	-0.0190*** (0.007)
控制变量	是	是
<i>_cons</i>	2.7434*** (0.331)	-2.0680*** (0.422)
<i>Year</i>	是	是
<i>Industry</i>	是	是
<i>N</i>	13299	13299
<i>F</i>	343.2952	11.8648
调整后 <i>R</i> ²	0.4572	0.0467

再回过头来分析业绩承诺金额（*pprofit*）不同对上市公司长短期行为的差异化影响。显然，随着业绩承诺金额的增大，特别是明显脱离标的公司基本面的承诺净利润，无疑会对上市公司正常经营造成更加负面的干扰。从表9的回归结果看，业绩承诺金额的增长将会显著带来上市

公司创新能力的下降，虽然也会带来净利润的增长，但其系数不显著。造成这一结果的可能解释是，现实中很多超越基本面的业绩承诺协议在承诺期限前几年可以带来净利润等短期指标的改善，但由于前期净利润的“超额”表现会透支上市公司业绩的可持续增长能力，因而会导致承诺后期净利润增长乏力甚至下降，以致净利润系数不显著；但对上市公司创新能力的影响则一定是持续负向的。

表 9：业绩承诺金额对上市公司长短期行为异化的影响

变量	(1) <i>Profit</i>	(2) <i>Apply</i>
<i>pprofit</i>	0.0126 (0.012)	-0.0643*** (0.015)
控制变量	是	是
<i>_cons</i>	2.4113*** (0.573)	-1.7223** (0.723)
<i>Year</i>	是	是
<i>Industry</i>	是	是
<i>N</i>	13299	13299
<i>F</i>	123.9485	5.5238
调整后 <i>R</i> ²	0.4725	0.0569

六、结论与政策建议

业绩承诺是上市公司并购重组中常用的估值调整手段，其目的在于促进并购双方协同效应的发挥，促进上市公司核心竞争力的提高和获得跨越式增长。但从实践看，由于业绩承诺嵌含有“高溢价”“高承诺”等特征信号，会诱使上市公司短期经营与长期经营行为出现异化，并集中体现为长期理性转换为短期理性、长期利益屈服于短期利益，因此，这种揠苗助长式的短期业绩提升反而会导致长期竞争力的下降。本文使用2010—2023 年我国A股市场开展并购和重大资产重组事件的上市公司样本数据，详细研究了并购重组交易中业绩承诺的短期效应和长期效应。主要结论如下：第一，业绩承诺会导致上市公司短期经营与长期发展行为出现异化，集中体现为业绩承诺对上市公司短期净利润增长的影响显著为正，而对创新的影响则显著为负；同时，承诺期股价的普遍上涨，还会对市场运行造成干扰。第二，造成这一结果的机制在于现有业绩承诺协议嵌含的“高承诺”“高溢价”等特征信号会诱发上市公司管理层的短视行为，导致短期业绩出现揠苗助长式的强化而长期创新则趋于弱化，从而使上市公司脱离长期稳健发展的轨道而进入短期激进模式。而通过管理层薪酬激励等举措推动公司治理结构改善，则可在一定程度上降低这一异化影响。

基于上述结论，本文提出如下建议：

第一，完善对业绩补偿承诺制度的事前、事中和事后监管。从监管对象看，业绩补偿承诺的目标方与收购方均是同等重要的监管对象，应及时将目标方公司相关财务和与并购相关的非财务信息公之于众。从监管内容看，不仅要关注业绩补偿承诺条款本身，更要注重对并购交易

实质的审核，对于明显脱离实际的高溢价和高承诺业绩承诺，要及时对隐含的风险进行问询和披露。从监管周期看，目前监管主要集中并购前的合规审核而忽视并购后的监督，因此要加强业绩承诺期上市公司业绩真实性的审核，对明显脱离常态化发展的超常业绩要及时跟进，并加强对业绩承诺期后监管，同时对业绩下滑甚至“变脸”的上市公司要加大惩戒力度。从监管框架看，应考虑将非上市公司同时整合到对上市公司整体合规性的监管中，特别是关联交易方、交叉持股和利益相关方。最后，还要加强第三方评估机构的独立性与专业性建设，完善中小投资者的利益诉求渠道。

第二，不断完善现代公司治理体系，形成相互制衡的股权结构，减少大股东过度干预上市公司正常经营的可能。业绩补偿承诺的估值调整功能丧失，也源于上市公司内部监管的缺位，上市公司治理结构亟待完善。大股东过度干预上市公司，一方面导致上市公司主体性缺失，广大中小股东的利益无法得到体现，上市公司利益过度与大股东个人利益绑定；另一方面，股权过度集中还会导致公司的内部控制流于形式，使事关公司长期发展的投融资决策更多取决于大股东的意志和意愿。以业绩补偿承诺为例，若有广大股东参与，必然会减少并购双方大股东合谋的可能，收购中也必然更加关注交易实质，业绩承诺设计条款也会因此更加符合交易实质，现有的“高溢价”与“高承诺”等明显不符合实际条款，自然也就不复存在。

第三，推动信息披露制度建设，及时将信息公之于众。信息是资本市场的重要因素，承载着资本市场的内涵。从监管方看，要将签订业绩补偿承诺作为上市公司并购重组的重大信息，进行及时披露或者单独披露，以引起投资者对该并购交易的关注。从信息提供主体看，要督促上市公司主动披露相关信息，及时回应投资者及各类媒体的关切，及时与投资者就相关话题进行互动，以消除市场疑虑。从投资者看，要理性对待业绩承诺中的各类消息，特别对不符合并购双方实际的业绩承诺，要特别加以关注。综合而言，应尝试构建集合监管机构、企业主体与投资者的一体化信息披露平台，打通三者之间的信息盲区，以最短的时间将信息消化于市场趋势中。

参考文献

1. 窦超和翟进步，业绩承诺背后的财富转移效应研究，金融研究，2020年第12期，189-206。
2. 窦炜、Sun Hua 和郝颖，“高溢价”还是“高质量”——我国上市公司并购重组业绩承诺可靠性研究，经济管理，2019年第2期，156-171。
3. 杜勇、张欢和陈建英，金融化对实体企业未来主业发展的影响：促进还是抑制，中国工业经济，2017年第12期，113-131。
4. 冯科、邢晓旭和何理，业绩对赌协议对并购溢价和市场反应的影响，金融研究，2023年第1期，188-206。
5. 高闯、孙宏英和胡可果，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，2010年第11期，55-63。
6. 胡珺、彭远怀、宋献中和周林子，控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角，

中国工业经济, 2020 年第 2 期, 174-198。

7. 胡楠、薛付婧和王昊楠, 管理者短视主义影响企业长期投资吗——基于文本分析和机器学习, 管理世界, 2021 年第 5 期, 139-156+11+19-21。

8. 李秉祥、简冠群和李浩, 业绩补偿承诺、定增并购双价格偏离与整合效应, 管理评论, 2019 年第 4 期, 19-33。

9. 梁上坤和陈冬华, 大股东会侵犯管理层利益吗——来自资金占用与管理层人员变更的经验证据, 金融研究, 2015 年第 3 期, 192-206。

10. 廖珂、崔宸瑜和谢德仁, 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择, 金融研究, 2018 年第 4 期, 172-189。

11. 刘向强、孙健和袁蓉丽, 并购业绩补偿承诺与审计收费, 会计研究, 2018 年第 12 期, 70-76。

12. 吕长江和韩慧博, 业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配, 审计与经济研究, 2014 年第 6 期, 3-13。

13. 马连福和张晓庆, 控股股东股权质押与投资者关系管理, 中国工业经济, 2020 年第 11 期, 156-173。

14. 孟庆斌、李昕宇和张鹏, 员工持股计划能够促进企业创新吗——基于企业员工视角的经验证据, 管理世界, 2019 年第 11 期, 209-228。

15. 潘爱玲、邱金龙和杨洋, 业绩补偿承诺对标的企业的激励效应研究——来自中小板和创业板上市公司的实证检验, 会计研究, 2017 年第 3 期, 46-52+95。

16. 潘红波、饶晓琼和张哲, 并购套利观: 来自内部人减持的经验证据, 经济管理, 2019 年第 3 期, 107-123。

17. 沈华玉、王行和吴晓晖, 标的公司的信息不对称会影响业绩承诺吗? 管理科学学报, 2019 年第 10 期, 82-100。

18. 王竞达和范庆泉, 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究, 会计研究, 2017 年第 10 期, 71-77+97。

19. 徐莉萍、关月琴和辛宇, 控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据, 中国工业经济, 2021 年第 1 期, 136-154。

20. 杨威、宋敏和冯科, 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘, 中国工业经济, 2018 年第 6 期, 156-173。

21. 翟进步、李嘉辉和顾桢, 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗, 会计研究, 2019 年第 6 期, 35-42。

22. 周勤业、卢宗辉和金琰, 上市公司信息披露与投资者信息获取的成本效益问卷调查分析, 会计研究, 2003 年第 5 期, 3-10、65。

23. 朱冰和杨晓彤, 股票支付与并购业绩承诺: 协同还是合谋? 经济管理, 2022 年第 10 期, 151-170。

24. Allee K D and Wangerin D D, Auditor monitoring and verification in financial contracts: evidence from earnouts and SFAS 141 (R), Review of Accounting Studies, 2018, Vol.23(4), 1629-1664.

25. Barbopoulos L, and Sudarsanam S, Determinants Of Earnout as Acquisition Payment Currency and Bidder' S Value Gains, Journal of Banking & Finance, 2012, Vol.36(3), 678-694.

26. Bhojraj S, Hribar P, Picconi M and Mcinnis J, Making Sense Of Cents: An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts, The Journal of Finance, 2009, Vol.64(5), 2361-2388.

27. Edmans A, Fang V W and Lewellen K A, Equity Vesting and Investment, The Review of Financial Studies, 2017, Vol.30(7), 2229-2271.

28. Fang V W, Huang A H and Karpoff J M, Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment, The Journal of Finance, 2016, Vol.71(3), 1251-1294.

29. Graham J R, Harvey C R and Rajgopal S, The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, Journal of Accounting and Economics, 2005, Vol. 40(1-3), 3-73.

30. Grenadier S R, and Wang N, Investment Timing, Agency, and Information, Journal of Financial

Economics, 2005, Vol.75(3), 493-533.

31.Guidry F, Leone A J and Rock S, Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management by Business-Unit Managers, Journal of Accounting and Economics, 1999, Vol.26(1-3), 113-142.

32.Healy P M, The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, Journal of Accounting and Economics, 1985, Vol7(1-3), 85-107.

33.Jiang G, Charles M L, and Heng Y, Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience, Journal of Financial Economics, 2010, Vol.98 (1),1-20.

34.John K, Litov L and Yeung B, Corporate Governance and Risk - Taking, The Journal of Finance, 2008,Vol.63(4), 1679-1728.

35.Ladika T and Sautner Z, Managerial Short-Termism and Investment: Evidence from Accelerated Option Vesting, Review of Finance,2020, Vol.24(2), 305-344.

36.La Porta R, Lopez - De - Silanes F, and Shleifer A, Corporate Ownership Around the World, The Journal of Finance, 1999,Vol.54(2), 471-517.

37.Laverty K J, Managerial Myopia or Systemic Short-Termism? The Importance of Managerial Systems in Valuing the Long Term, Management Decision,2004, Vol. 42(8), 949-962.

38.Levitt T, Marketing Myopia, Business Review,1960, Vol.38,24-47.

Abstract: Valuation Adjustment Mechanism (VAM) is a common valuation adjustment method in the merger and reorganization of listed companies. Its purpose is to promote the synergy between the two parties and improve the core competitiveness of listed companies. This paper uses sample data of Valuation Adjustment Mechanism (VAM) agreements signed in mergers and acquisitions and major asset reorganization events in the Chinese A-share market from 2010 to 2023 to study in detail the differential impact of performance commitment agreements signed in merger and reorganization transactions on the short-term performance and long-term innovation of listed companies. The main conclusions are: (1) Valuation Adjustment Mechanism (VAM) leads to the alienation of short-term operation and long-term development behavior of listed companies. The alienation is mainly manifested in that performance commitment has a significant positive impact on the short-term net profit growth of listed companies, but a significant negative impact on innovation. At the same time, Valuation Adjustment Mechanism(VAM) leads to a general increase in stock prices during the commitment period, which interferes with market operations; (2) The mechanism that causes this result is that the characteristic signals such as "high commitment" and "high premium" embedded in the existing Valuation Adjustment Mechanism(VAM) agreement will induce short-sighted behavior of listed company management, resulting in the strengthening of short-term performance and the weakening of long-term innovation. However, promoting the improvement of corporate governance structure through measures such as management salary incentives can reduce the alienation effect to a certain extent. This paper reveals the differential impact of Valuation Adjustment Mechanism (VAM) on the short-term and long-term effects of listed companies, enriches the understanding of the mechanisms and channels of market volatility anomalies caused by Valuation Adjustment Mechanism (VAM), and provides theoretical and empirical references for further improving relevant regulatory policies and measures on mergers and acquisitions and restructuring.

Key Words: Valuation Adjustment Mechanism (VAM); Short-Term Performance; Innovation and R&D; Myopia

(编辑: 柳霞; 校对: 关天颖)