

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2021.10.006

并购业绩补偿承诺会诱导盈余管理吗?^①

柳建华¹, 徐婷婷^{2,3*}, 陆军¹

(1. 中山大学岭南学院, 广州 510275; 2. 中山大学管理学院, 广州 510275;
3. 珠海华发投资控股集团有限公司, 珠海 519031)

摘要: 在我国并购浪潮中业绩补偿承诺日渐盛行。通过手工匹配 2012 年~2017 年中小企业板和创业板的并购事件与业绩补偿承诺, 实证检验并购中签订业绩补偿承诺是否会诱导上市公司的盈余管理行为。研究发现, 签订了业绩补偿承诺的公司更倾向于提高并购后的盈余管理水平。同时, 公司盈余管理行为与承诺业绩的完成情况有关。具体表现为: 当业绩承诺第一年未完成时, 上市公司在下一年有继续进行向上盈余管理的动机; 当业绩承诺在前两年或前三年均未完成时, 公司则不再提高下一年的盈余管理水平。此外, 业绩承诺第 1 年或业绩承诺第 2 年发生“精准达标”的公司仍然会在下一年提高盈余管理水平。进一步研究发现, 借壳上市的公司、并购后 1 年内进行了股权质押的上市公司和发生关联并购的上市公司在使用业绩补偿承诺后更倾向于提高盈余管理。当业绩承诺到期后, 上市公司发生“业绩变脸”的风险大大增加。将并购业绩补偿承诺作为盈余管理的新动因, 丰富了业绩补偿承诺诱发机会主义行为的研究, 为政策制定者提供了决策参考。

关键词: 并购; 业绩补偿承诺; 盈余管理

中图分类号: G28; G34 文献标识码: A 文章编号: 1007-9807(2021)10-0082-24

0 引言

并购是优化资源配置的重要经济手段, 也是实现转型升级、提升市场竞争力的有效途径。在我国当前加快资本市场建设和改革的背景下, 并购具有重要的战略意义。然而, 并购过程中双方企业存在着较严重的信息不对称, 使估值难度加大, 损害投资者的利益。为规范上市公司重大资产重组行为, 保护上市公司和中小投资者的利益, 证监会于 2008 年发布《上市公司重大资产重组管理办法》, 要求符合一定条件的重大资产重组并购必须强制签订业绩补偿承诺^②。在这一政策之下, 业

绩补偿承诺在并购活动中逐渐盛行, 并成为了市场惯性^[1]。

已有研究表明, 业绩补偿承诺具有信号传递和激励标的企业的积极作用^[2-6], 上市公司在签订业绩补偿承诺后往往具有良好的市场反应, 能够获得超额收益, 并且在长期绩效方面也表现更优^[7]。此外, 业绩补偿承诺还有助于提升投融资双方的运作效用, 尤其是对于成长性较高的企业^[8]。但不可忽视的是, 近年来业绩补偿承诺在实施过程中不断出现问题。上市公司利用并购中标的企业的高业绩承诺来向市场传达正面信号, 达到提振公司股价、推高公司市值的目的^[9], 产

① 收稿日期: 2020-06-02; 修订日期: 2021-03-08。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71972187; 71790603); 高校基本科研业务费青年教师重点培育资助项目(18wkzd07); 中国博士后科学基金资助项目(2021M693690)。

通讯作者: 徐婷婷(1990—), 女, 吉林长春人, 博士后。Email: xutt3@mail2.sysu.edu.cn

② 业绩补偿承诺协议规定, 如果在承诺期内标的企业的实际净利润低于承诺净利润, 标的企业应当以现金或股权的方式对并购企业进行补偿。

生了大量“高承诺、高估值、高股价”现象。虚高的业绩承诺很可能在承诺期内无法兑现,为上市公司带来巨大损失。例如,2013年中小板上市公司宇顺电子以高达564%的并购溢价收购雅视科技,后因雅视科技未能如期完成承诺业绩,宇顺电子计提巨额商誉减值,不仅损害了中小股东的利益,还对公司的声誉产生了严重的负面影响。因此,标的企业为了避免由于无法完成承诺业绩而付出高额补偿,并购企业为了减少公司声誉的损失和可能产生的股价崩盘风险,双方均可能具有强烈的盈余管理动机。事实上,近年来资本市场已不断出现如雅百特、新力金融、游久游戏等为了完成业绩承诺而进行业绩造假的负面典型。此外,业绩补偿承诺“精准达标”^③、“变相达标”^④的现象频频发生^④[9],看似巧合的背后同样可能隐藏着并购企业的盈余管理行为,再加上业绩补偿承诺同时具有违约风险和法律风险^[10],而我国相关的法律法规并不完善,进一步为并购企业进行盈余管理提供了机会。为此,本文拟实证检验:现行资本市场并购中上市公司签订业绩补偿承诺是否会诱发盈余管理?盈余管理行为是否会受到承诺业绩完成情况的影响?在不同并购类型下的表现是否也有所不同?

基于以上问题,参考吕长江和韩慧博^[4]的研究,手工匹配了2012年~2017年的业绩补偿承诺使用事件和并购事件,收集了承诺净利润等数据,通过实证研究发现:签订了业绩补偿承诺的公司更倾向于提高并购后的盈余管理水平,同时,公司盈余管理行为与承诺业绩的完成情况有关。具体表现为:当业绩承诺第1年未完成时,上市公司在下一年有继续进行向上盈余管理的动机;当业绩承诺在前两年或前三年均未完成时,公司则不再提高下一年的盈余管理水平。此外,业绩承诺第1年或业绩承诺第2年发生“精准达标”的公司仍然会在下一年提高盈余管理水平。进一步研究发现,借壳上市的公司、并购后1年内进行了股

权质押的上市公司和发生关联并购的上市公司在使用业绩补偿承诺后更倾向于提高盈余管理。当业绩承诺到期后,上市公司发生“业绩变脸”的风险大大增加。

本文的主要贡献为:第一,以往文献大多集中于探讨业绩补偿承诺的作用机制及其经济效果,鲜有文献探究业绩补偿承诺可能诱发的机会主义行为。通过研究当前资本市场并购活动中业绩补偿承诺与上市公司盈余管理的关系,不仅丰富了股权分置改革之后上市公司进行盈余管理的新动因,也为并购企业与标的企业利用业绩补偿承诺进行合谋提供了新的证据。第二,较为系统地考察了业绩承诺期内每一年的完成情况对上市公司是否继续进行盈余管理的影响,并首次分析了“精准达标”现象可能隐藏的盈余管理行为。通过引入心理学等理论表明,上市公司的盈余管理行为并不是一成不变的,而是会根据业绩承诺的实际情况进行动态调整,这在已有文献中较少涉及。此外,还针对借壳上市、股权质押行为和关联并购等情形对公司签订业绩补偿承诺后的盈余管理行为进行了考察,为有效防范上市公司盈余管理行为提供了丰富的视角。第三,当前我国大力推行资本市场改革,强调要加快推进并购重组进程,提升并购重组效率。证监会推行业绩补偿承诺的初衷是为了促进并购合理估值,保护投资者利益。然而,上市公司的盈余管理行为不仅损害了中小投资者的利益,还阻碍了并购重组高效合理发展。通过考察上市公司承诺期内盈余管理的不同表现及承诺期后“业绩变脸”等现象,有助于政策制定者和监管部门制定更有针对性的措施,能够为实现我国资本市场资源优化配置提供政策建议。

1 文献综述

在有关业绩补偿承诺的文献中,主要围绕着

③ 参考王建伟和钱金晶^[9]的研究,“精准达标”指实际业绩超过承诺业绩的幅度在5%以内。例如,天神娱乐2015年~2017年收购多家企业,其中雷尚科技2015年~2017年业绩承诺完成率为103.88%;妙趣横生2014年~2016年业绩承诺完成率为100.55%;幻想悦游2016年和2017年业绩承诺完成率分别为102.6%和102.04%。在实际应用中,业绩差额幅度在10%左右也被认为是“精准达标”。

④ 例如,2013年*ST远东收购华夏视觉100%股权,华夏视觉承诺2014年至2018年合计扣除非经常性净利润分别不低于1.148亿元、1.632亿元、2.774亿元和3.285亿元,而这4年的承诺业绩完成率分别为101.03%、111.13%、106.34%以及111.31%,均符合“精准达标”。相关分析发现,并购双方有通过调节利润从而达到承诺业绩的行为。

业绩补偿承诺的信号传递^[11,12]和激励作用^[5]、业绩补偿承诺带来的并购绩效^[3,4,7]、审计质量和融资约束对业绩补偿承诺的影响^[13,14]等问题展开。然而,现有文献研究盈余管理动机的虽然已有很多,但将业绩补偿承诺作为盈余管理新动因的则较为鲜见。

刘浩等^[15]开创性地以股权分置改革时期大股东为了获得非流通股的流通权而做出业绩承诺为制度背景,研究发现,做出业绩补偿承诺的公司具有通过非经常性交易调高利润的盈余管理倾向。当承诺业绩未能完成时,民营企业追送的股份越多,盈余管理程度也越高。与之相比,本文研究的尽管同样是业绩承诺与盈余管理的关系,但却存在如下不同。首先,业绩补偿承诺使用的制度背景不同,使用目的也不相同。股权分置改革时期所提出的业绩承诺目的在于保证股改顺利完成,是特定制度背景下所产生的契约机制。现行并购中使用的业绩补偿承诺其目的主要是为了促进并购过程中的合理估值,降低投资者对并购估值的不信任。其次,业绩补偿承诺的主体不同,具有盈余管理动机的主体也不同。股权分置改革时期的业绩承诺主体和进行盈余管理的主体均为非流通大股东,当公司盈利能力较弱时,非流通大股东倾向于通过盈余管理提高利润从而达到承诺业绩。相比之下,本文研究的是当前资本市场并购中的业绩承诺,其承诺方为标的企业,但还认为进行盈余管理的主体既可能是标的企业,也可能是并购企业,即双方之间存在合谋的可能性。最后,盈余管理方法的选择不同。刘浩等^[15]发现股权分置改革时期控制大股东倾向于使用线下项目操作进行盈余管理,而事实上,由于应计会计操作进行盈余管理的方式具有成本低、操作简便等相对优势^[16],因而近年来在上市公司中越来越普遍^[17,18]。Hou等^[19]采用修正的Jones模型刻画盈余管理指标后,证实了股改时期的业绩承诺公司同样有提高应计盈余管理的行为。综上,现行并购活动中的业绩补偿承诺与股权分置改革时期的业绩承诺在应用效果和实施后果方面可能并不完全相同,本文考察不同时期和制度背景下业绩承诺与盈余管理的关系,是对已有文献的进一步丰富和补充。

此外,刘向强等^[20]针对资本市场的并购活

动,实证研究发现签订了业绩补偿承诺的上市公司具有更高审计费用,而其原因在于上市公司进行了更多的操纵性应计项目盈余管理行为。然而,作者只是将盈余管理作为业绩补偿承诺与审计费用的影响中介,并没有提出业绩补偿承诺与盈余管理之间完整的理论分析和机制检验,也未基于业绩完成情况进行更深入的分析。并且,该文中提出的盈余管理主体主要是标的企业,而如上文所述,本文认为并购企业与标的企业具有共同进行盈余管理的合理动机。因此,本文不但是对已有文献的重要补充,还增加了其深度和广度。

在业绩补偿承诺的完成情况方面,奚炜等^[21]通过对2008年~2014年A股上市公司的重大资产重组事件进行研究后发现,与采用现金支付相比,采用股权支付形式可以提高业绩承诺的“可靠性”。并且补偿方式为股份补偿时,利用股权支付作为并购支付方式的概率也会提高。然而,文中对业绩补偿承诺的“可靠性”仅定义为“是否达到承诺业绩”,这一表述较为模糊。由于业绩承诺期一般长达3年~4年,具体是承诺期内每一年均完成业绩才算“可靠”,还是承诺期内只要有一年完成了业绩就算“可靠”?文中并未给予解释。本文在考察业绩补偿承诺对盈余管理影响的基础上,考察了承诺期内每一年的业绩完成情况与对盈余管理行为,为相关文献提供了新的视角。

2 理论分析与研究假设

2.1 是否签订并购业绩补偿承诺与盈余管理

近年来,伴随着并购业绩补偿承诺不断出现“高溢价”、“高股价”和“高承诺”现象,业绩补偿承诺成为了上市公司进行盈余管理的新动因。本文认为,并购企业与标的企业具有共同进行盈余管理从而达到承诺业绩的合谋行为。主要原因如下。

从并购业绩承诺方也即标的企业的角度看,为了达到承诺业绩具有增加盈余管理的倾向。具体而言,按照并购双方签订的业绩补偿承诺协议,如果业绩补偿的承诺方无法按时完成承诺业绩,需要向并购企业支付较高的股份或现金赔偿。标的企业对自身资产的未来盈利能力更加了解,在

是否能够达到承诺业绩方面更具有信息优势。因而,一般而言,标的企业应该合理估值,并做出理性的业绩承诺。但是,标的企业作为卖方,总是希望在被并购中自身的估值更高,以获得更大的收益。进一步,由于我国相关的法律法规对于标的企业未完成承诺业绩且不履行承诺义务的情形并没有明确的惩罚规定,业绩补偿并不具备强制执行效力。因此,频频出现高估值进而导致高业绩承诺的现象。当标的企业实际盈利能力较弱时,通过盈余管理提高利润从而达到承诺业绩是最为直接的方法。尤其是,标的企业掌握着会计信息的生产过程,可以决定财务报表的最终数据,从而使盈余管理更加容易^[21]。

另一方面,从并购企业的角度看,并购企业为了通过提高股价谋取利益、做大市值获得融资以及避免商誉减值进而导致股价崩盘等目的,也具有做大盈余的动机。具体而言:第一是进行市值管理的需要。在股权分置改革结束之后,上市公司的市值表现与大股东的利益有着更加密切的联系,上市公司更加注重市值管理^[22]。并购是快速做大企业市值的重要途径。尤其当被并购的标的企业盈利能力很强或成长空间巨大的时候,并购企业的股价可能会大幅上涨。对资本市场上多数投资者而言,标的企业的盈利能力或成长性很多时候体现在并购业绩承诺中。当被并购的标的企业难以实现承诺的业绩时,并购企业有必要计提大额商誉减值,这将提高股价崩盘风险^[23]。因此,出于市值管理的需要,并购公司有动机通过盈余管理的手段来避免因业绩未完成导致市值降低。第二是利益合谋的需要。我国资本市场存在较严重的第二类代理问题,上市公司大股东普遍拥有信息优势,倾向于利用知情交易损害获取信息有限的中小股东的利益。并购业绩补偿承诺制度设计的初衷原本为了降低并购双方的信息不对称、促进合理估值和减少道德风险。然而,在实际

应用过程中,标的企业原股东和上市公司大股东可能利用对标的企业的信息优势,合谋高估标的资产价值,推高公司股价,形成“高承诺-高估值-高股价”的利益链条^[24],再通过减持股票套现或进行股权质押等行为来获取私利^⑤。因此,并购公司大股东为了提升和维持股价从而谋取私利,具有帮助标的企业提高盈余管理的动机。第三是维护公司和高管声誉的需要。当标的企业无法履行补偿义务时,上市公司及其管理人员也会受到公开谴责或通报批评^⑥,从而使公司面临声誉受损的风险,对经营产生不利影响。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 1 与未签订业绩补偿承诺相比,上市公司并购时签订业绩补偿承诺提高了并购后的盈余管理水平。

2.2 是否完成业绩补偿承诺与盈余管理

业绩补偿承诺是有期限承诺,平均为 3 年~4 年。在每一个承诺年度,并购双方都会根据标的公司的预测盈利水平设定双方认可的承诺标准,多数情形下为公司扣除非经常性损益后的净利润。承诺的净利润越高,越不容易完成承诺业绩^⑦。由于在承诺期内的每一年都有相应的承诺额,因此上市公司每一年都会面临业绩是否完成的问题。刘浩等^[15]收集了股权分置改革时期业绩承诺未完成时大股东所需追送的股份数据,研究发现,民营企业追送的股份越多,盈余管理水平也越高。然而,该文并没有提及未完成承诺业绩的具体年份,因而也就无法具体分辨每一承诺年度业绩完成情况对盈余管理的影响是否相同。

事实上,上市公司在业绩承诺期内的盈余管理行为很可能与上一年的业绩完成情况有着重要的联系。当标的企业第 1 年未能完成承诺业绩时,不但标的企业将支付一定的股份或现金赔偿,并购公司的声誉和信用也会受到影响。由于上市公司会受到问责或通报批评,媒体的负面报道将

⑤ 例如 2012 年山东地矿的前身 ST 泰复分别收购了鲁地资产、淮北徐楼矿业和山西娄烦矿业 100%、49% 和 40% 的股权。业绩承诺期间,标的公司大股东与山东地矿大股东在锁定期结束后、承诺期结束前的监管“空窗期”均进行了减持套现和质押行为,最终标的企业未能兑现承诺,以致中小股东遭受巨大损失。

⑥ 例如 2015 年华丽家族收购北京墨烯控股集团股份有限公司(后称“墨烯控股”)100% 股权,墨烯控股承诺 2015 年~2017 年的累计净利润不低于 7 411 万元,但实际净利润为 -9 565.18 万元,未完成承诺业绩。为此,墨烯控股对华丽家族进行了补偿,上交所还以“关联交易标的资产预测性信息披露不谨慎,风险提示不充分”的理由向华丽家族及其董事长、董事长秘书做出了通报批评的处分。

⑦ 经本文整理,未完成业绩的上市公司具有统计上显著更高的承诺净利润额。

给上市公司股价造成下降压力^[25],公司可能出于让短期股价上涨的动机而利用财务操纵手段向市场释放正面盈余信息。应千伟等^[26]通过实证发现,媒体关注度会通过提升个人投资者的关注度对上市公司形成“市场压力效应”,从而促进应计项目的盈余管理。因此可以预期,上市公司在标的企业第1年没有完成承诺业绩时,为了挽回声誉与负面信息传递造成的股价下跌风险,可能具有提高盈余管理水平的强烈动机。

然而,根据心理学的“破窗效应”和基于此发展的“破罐子破摔”^⑧理论,一旦标的企业未能完成承诺业绩,上市公司可能具有放弃挽救已经被破坏的声誉的想法,甚至可能借此进行“洗大澡”等行为,从而不再进行盈余管理。本文认为,上市公司并不是在第1年未完成承诺业绩的情况下可能发生以上行为,而是可能发生在连续第2年或第3年仍然无法完成承诺业绩的情形下。具体原因:第一,连续业绩不达标所引起的媒体关注度更高,而上市公司为了弥补更加严重的声誉损失所需要付出的成本也更高。酷卫华和李培功^[27]发现,媒体往往会选择性质比较严重和涉案金额大的问题公司或现象进行负面报道。相比于第1年没有完成承诺业绩,当标的企业在第2年甚至是第3年仍然无法达到业绩时,表明公司的经营状况可能已经严重下降且难以维持,因此更容易引起媒体的深度和广泛报道。由于进行应计项目的盈余管理操作必然会引起日后的业绩反转^[28-29],即便是公司为了挽回声誉损失而进行连续的盈余管理,当整个业绩承诺到期后,仍然可能会发生业绩变脸的风险,从而使前期的盈余管理效果丧失,反而增加了不必要的冗余成本。因此,从成本和效益的权衡来看,上市公司在标的企业连续两年或三年均未达到承诺业绩时,很可能会选择放弃继续进行盈余管理。第二,连续业绩不达标可能会引起更多投资者及监管部门的关注,使上市公司管理者不敢继续进行盈余操纵。大量

文献表明,媒体对公司的影响除了具有前文提到的“市场压力效应”外,还存在“监督效应”^[30-32]。李培功和沈艺峰^[33]发现媒体可以通过引起上级行政机构介入从而发挥公司治理作用。媒体的报道会对经理人和董事会的声誉造成影响,使之暴露在投资者眼中,而声誉又决定了管理者的薪酬和晋升机会,因此,当连续业绩不达标成为“众矢之的”时,管理层可能会不敢再进行违规操作行为而放弃盈余管理。综上所述,提出如下假设:

假设 2a 业绩补偿承诺第1年未完成承诺业绩的上市公司更可能提高下一年的盈余管理水平,而业绩承诺第2年或第3年均未完成承诺业绩的上市公司不会继续提高下一年的盈余管理水平。

在现实中还存在一种特殊情况,即标的企业在承诺额上下浮动很小的范围内达到实际业绩,这一现象也被称为“精准达标”。并购双方进行盈余管理时所操纵的实际利润不会比承诺利润额高出太多,一是由于过多的利润调节更容易被审计和其他监管者发现^[15];二是公司会因此而付出更高的成本^[16]。近年来,“精准达标”现象屡屡出现,其业绩的真实性令人质疑,看似巧合的背后可能隐藏着并购企业与标的企业的会计利润调节行为^[9]。在诸多报道中,“精准达标”企业往往出现业绩反转的现象^⑨,业绩下滑导致上市公司发生大量商誉减值,公司资产急剧缩水^[34]。同时,商誉减值的增加会给上市公司带来负面评价,从而引起股价崩盘风险^[22-23],以至于交易所将并购业绩“精准达标”作为主要风险点,在年报披露前去函提醒会计师重点关注,勤勉尽责履行审计程序。由此看来,业绩“达标”却仍然经营不力,这表明标的企业的盈利能力可能并不具有持续性。因此,前一年“精准达标”上市公司很可能会在下一年继续通过盈余管理完成业绩。基于以上分析,提出如下假设:

假设 2b 业绩承诺第1年或业绩承诺第2

⑧ “破窗效应”是犯罪心理学中的理论之一,由 Wilson J Q 和 Kelling G L 于 1982 年提出。该理论认为环境中的不良现象如果被放任存在,就会诱使人们仿效,甚至变本加厉。“破罐子破摔”理论由“破窗效应”发展而来,比喻有了缺点、错误或受到挫折以后,任其自流,不加改正,或反而有意朝更坏的方向发展。

⑨ 例如 2015 年九芝堂收购友搏药业并签订业绩补偿承诺,最终友搏药业 2015 年~2017 年实现净利润 4.63 亿元、5.18 亿元、5.88 亿元,业绩承诺完成率分别为 101.29%、100.69%、101.66%,连续 3 年均均为“精准达标”。然而 3 年承诺期满首年,九芝堂营收、净利润就双双出现大幅下滑,出现“业绩变脸”。

年发生“精准达标”的上市公司仍然会提高下一年的盈余管理水平。

3 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

参考参考文献 [4], 选取中小板和创业板上市公司的并购事件作为研究对象, 同时以签订了业绩补偿承诺的并购公司作为实证研究样本。在 Wind 数据库公布的数据中, 2012 年之前使用业绩补偿承诺并购事件极少, 因此, 选取的样本期间为 2012 年 ~ 2017 年。由于 Wind 数据库只公布了签订业绩补偿承诺的最新公告日而没有公布首次公告日, 因此, 通过查找上市公司公告, 手工匹配了业绩补偿承诺使用事件与全部并购事件的首次公告日为同一天的样本, 并且收集了承诺净利润额以及承诺年数等业绩承诺数据。除此之外, 本文还依据以下标准对原始数据进行了筛选, 剔除: 1) 股权收购比例为 30% 以下的并购样本; 2) 交易未完成的样本; 3) 并购交易目的为借壳上市、吸收合并的样本; 4) 金融类企业样本; 5) 同一家公司同一个月内发生多次并购事件的样本; 6) 财务数据缺失的样本。最终得到 1 337 个并购事件样本, 其中使用了业绩补偿承诺的事件样本为 529 个, 占比 39.57%。为了避免极端值的影响, 对连续变量均进行了 1% 水平上的缩尾处理。其他变量数据来自于 Wind 数据库与国泰安数据库。

3.2 回归模型与变量的度量

3.2.1 变量及其度量

盈余管理作为被解释变量, 采用两种指标 DA 与 EM 进行衡量, 其定义见表 1。用下标 $j(j=1, 2, 3)$, 即 DA_j 与 EM_j , 分别对应并购后第 1 年、第 2 年和第 3 年的盈余管理。

1) 第一种指标 DA 采用修正的 Jones 模型进行刻画

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t}} = \beta_0 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中 TA 为当年的总应计利润, 等于营业利润减去经营活动产生的现金净流量; $Asset$ 为总资产,

ΔREV 为营业收入的增长, ΔREC 为应收账款的增长, PPE 为固定资产。对式 (1) 回归得到的残差绝对值即为盈余管理 DA 。

2) 第二种指标 EM 采用经过修正的 McNicols 模型进行刻画

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t}} = \beta_0 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{CFO_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{CFO_{i,t+1}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中 CFO 为经营活动产生的现金流净额。对式 (2) 回归得到的残差绝对值即为盈余管理 EM 。

主要解释变量有: VAM , 并购公司使用了业绩补偿承诺, 等于 1, 否则为 0; VAM_N , 业绩承诺第 1 年也即并购当年未完成承诺业绩的并购事件, 等于 1, 未使用业绩补偿承诺的并购事件, 等于 0; VAM_NN , 业绩承诺前两年均未完成业绩的并购事件, 等于 1, 未使用业绩补偿承诺的并购事件, 等于 0; VAM_NNN , 业绩承诺前三年均未完成业绩的并购事件, 等于 1, 未使用业绩补偿承诺的并购事件, 等于 0; VAM_JZ1 , 业绩补偿承诺第 1 年“精准达标”的并购事件, 等于 1, 未使用业绩补偿承诺的并购事件, 等于 0; VAM_JZ2 , 业绩补偿承诺第 2 年“精准达标”的并购事件, 等于 1, 未使用业绩补偿承诺的并购事件, 等于 0。

在控制变量方面, 参照相关研究, 控制了公司特征变量, 如总资产收益率 (ROA)、公司规模 ($Size$)、资产负债率 ($Leverage$)、经营活动产生的现金流 ($Cash_holdings$)、第一大股东持股比例 ($TOP1$)、第二至第五大股东持股比例 ($TOP2_5$)、产权性质 (SOE) 和企业营业周期 ($Cycle$)。同时还考虑了公司治理因素, 加入了董事会人数的对数 ($Boardsize$)、独立董事人数的对数 ($Independent$) 和前三高管薪酬总额的自然对数 ($Salary$) 3 个变量。此外, 考虑到外部审计是公司财务报告质量的重要监督机制, 高质量的外部审计有助于监督和约束公司的盈余管理行为, 因此还加入了公司聘请的会计事务所是否为国际“四大” ($BIG4$) 这一虚拟变量。同时, 参考陈小悦等^[35]、陆正飞和魏涛^[17]的研究, 增发和配股也是上市公司进行盈余管理的重要动机, 因此还加入了是否增发配股的虚

拟变量(*ZFPG*)即上市公司并购当年发生增发或配股时取值为1,否则为0.最终,各变量的具体含义如表1所示.为了尽可能地减少内生性的影响,所有连续的控制变量均采用滞后1期的数据.

表1 变量的定义

Table 1 Definition of variables

变量类型	变量名	变量符号	变量定义
被解释变量	盈余管理	<i>DA</i>	采用修正的 Jones 模型回归后,取残差绝对值
		<i>EM</i>	采用修正的 McNichols 模型回归后,取残差绝对值
主要解释变量	业绩补偿承诺	<i>VAM</i>	等于1时表示并购公司使用了业绩补偿承诺,否则为0
	未完成承诺业绩	<i>VAM_N</i>	等于1时对应业绩承诺第一年未完成承诺业绩的并购事件,等于0时对应未使用业绩补偿承诺的并购事件
		<i>VAM_NN</i>	等于1时对应业绩承诺前两年均未完成承诺业绩的并购事件,等于0时对应未使用业绩补偿承诺的并购事件
		<i>VAM_NNN</i>	等于1时对应业绩承诺前3年均未完成承诺业绩的并购事件,等于0时对应未使用业绩补偿承诺的并购事件
	“精准达标”	<i>VAM_JZ1</i>	等于1时对应业绩承诺第1年“精准达标”的并购事件,等于0时对应未使用业绩补偿承诺的并购事件
		<i>VAM_JZ2</i>	等于1时对应业绩承诺第2年“精准达标”的并购事件,等于0时对应未使用业绩补偿承诺的并购事件
控制变量	总资产收益率	<i>ROA</i>	并购前一年总资产收益率
	公司规模	<i>Size</i>	并购前一年总资产的对数
	资产负债率	<i>Leverage</i>	并购前一年的资产负债率
	现金净流量	<i>Cash_holdings</i>	并购前一年经营活动产生的现金流量净值/年初总资产
	第一大股东持股比例	<i>TOP1</i>	并购前一年第一大股东持股比例
	第一大股东持股比例的平方	<i>TOP1 - TOP1</i>	并购前一年第一大股东持股比例的平方
	第二至第五大股东持股比例	<i>TOP2 - 5</i>	并购前一年第二大股东至第五大股东持股比例之和
	产权性质	<i>SOE</i>	上市公司属于国有企业时取值为1,否则为0
	董事会人数	<i>Boardsize</i>	上市公司董事会人数,取其自然对数
	独立董事人数	<i>Independent</i>	上市公司独立董事人数,取其自然对数
	会计师事务所	<i>BIG4</i>	当公司聘请的会计师事务所为国际“四大”时取值为1,否则为0
	前三高管薪酬总额	<i>Salary</i>	薪酬最高前三名总额,取其自然对数
	增发配股	<i>ZFPG</i>	并购当年存在增发或配股时取值为1,否则为0
	企业营业周期	<i>Cycle</i>	存货周转天数加应收账款周转天数,取其自然对数
	年份	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量	

3.2.2 是否使用业绩补偿承诺与盈余管理 诺与否对并购后盈余管理水平的影响,具体采用如下模型进行回归

$$DA_j(EM_j) = \alpha_0 + \alpha_1 VAM + \alpha_2 ROA + \alpha_3 Size + \alpha_4 Leverage + \alpha_5 Cash_holdings + \alpha_6 TOP1 + \alpha_7 TOP1_TOP1 + \alpha_8 TOP2_5 + \alpha_9 SOE + \alpha_{10} Boardsize + \alpha_{11} Independent + \alpha_{12} BIG4 + \alpha_{13} Salary + \alpha_{14} ZFPG + \alpha_{15} Cycle + \alpha_{16} \sum Industry + \alpha_{17} \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

3.2.3 是否完成业绩承诺与盈余管理 司盈余管理的影响,具体采用如下模型进行回归

$$DA_j(EM_j) = \alpha_0 + \alpha_1 VAM_N((VAM_NN ,VAM_NNN) + \alpha_2 ROA + \alpha_3 Size + \alpha_4 Leverage + \alpha_5 Cash_holdings + \alpha_6 TOP1 + \alpha_7 TOP1_TOP1 + \alpha_8 TOP2_5 + \alpha_9 SOE + \alpha_{10} Boardsize + \alpha_{11} Independent + \alpha_{12} BIG4 + \alpha_{13} Salary + \alpha_{14} ZFPG + \alpha_{15} Cycle + \alpha_{16} \sum Industry + \alpha_{17} \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$DA_j(EM_j) = \alpha_0 + \alpha_1 VAM_JZ1(VAM_JZ2) + \alpha_2 ROA + \alpha_3 Size + \alpha_4 Leverage + \alpha_5 Cash_holdings + \alpha_6 TOP1 + \alpha_7 TOP1_TOP1 + \alpha_8 TOP2_5 + \alpha_9 SOE + \alpha_{10} Boardsize + \alpha_{11} Independent + \alpha_{12} BIG4 + \alpha_{13} Salary + \alpha_{14} ZFPG + \alpha_{15} Cycle + \alpha_{16} \sum Industry + \alpha_{17} \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

模型(4)考察了业绩承诺第1年、前两年以及前三年未完成承诺业绩时,分别对下一年盈余管理的影响。主要解释变量有3个,考虑到基础模型(3)研究的是上市公司在并购中是否使用业绩补偿承诺对盈余管理有无影响,而此处只是在基础模型上探究不同期间业绩完成情况对上市公司后续盈余管理的影响,因此仍然将是否使用业绩补偿承诺的并购事件进行对比。被解释变量分别为对应下一年的盈余管理水平。

模型(5)考察了业绩承诺第1年或第2年发生“精准达标”时,分别对下一年盈余管理的影响,主要解释变量有两个。参考秦炜等^[21]及王建伟和钱金晶^[9]的研究,将“精准达标”定义为实际净利润高于承诺净利润的90%但低于承诺净利润的110%,即实际净利润在承诺净利润的上下10%水平内。被解释变量分别为对应下一年的盈余管理水平。

4 实证分析结果

4.1 描述性统计

表2列示了使用业绩补偿承诺事件的时间分布情况与相关的业绩承诺信息。由表可见,签订了业绩补偿承诺的并购样本占总并购事件样本的比例从2012年的13.43%上升为2017年的49.26%,增速明显。同时,全部并购事件和使用了业绩补偿承诺的并购在数量上均逐年增加,并于2015年达到小高峰。此后虽然并购数量略有下降,但使用业绩补偿承诺的事件比例始终在上升,这说明中国上市公司并购使用业绩补偿承诺的现象十分普遍。从样本业绩补偿承诺的平均承诺年数,可以看到业绩补偿承诺的平均承诺年数有逐年下降的趋势,并且总样本的承诺年数平均为3年左右。

表2 业绩补偿承诺的时间分布

Table 2 Time distribution of performance compensation commitment

年份	并购总数	业绩补偿承诺数	业绩补偿承诺比例(%)	平均承诺时间/年
2012	67	9	13.43	3.43
2013	165	32	19.39	3.52
2014	260	102	39.23	3.16
2015	369	157	42.55	3.08
2016	273	129	47.25	3.12
2017	203	100	49.26	3.14
总计/均值	1 337	529	39.57	3.21

表3为业绩承诺完成情况统计结果。可以看到,未完成承诺利润的事件数量占比达到20%以上,比例较高。

表3 业绩承诺完成情况统计

Table 3 Completion of performance compensation commitment

年份	未完成事件数	完成事件数	未完成占比(%)
2012	2	6	25.00
2013	11	34	24.44
2014	43	92	31.85
2015	60	187	24.29
2016	75	194	27.88
2017	71	171	29.34

表4的面板A为主要变量的全样本描述性统计结果;面板B为按照是否使用业绩补偿承诺进行分组后的主要变量描述性统计结果。其中, DA_1 、 DA_2 和 DA_3 分别为采用修正的Jones模型回归后得到的并购后第1年至第3年的盈余管理指标; EM_1 、 EM_2 和 EM_3 分别为采用修正的McNicol模型回归后得到的并购后第1年至第3年的盈余管理指标。可以看到,使用了业绩补偿承诺的样本在并购后第1年至第3年的盈余管理水平均显著更高。在其他控制变量中,公司规模(*Size*)、资产负债率(*Leverage*)、第一大股东持股比例(*TOP1*)和是否增发配股(*ZFPG*)在是否使用业绩补偿承诺两组样本中有显著差异。考虑到控制变量差异对模型的影响,采用倾向得分匹配法(PSM)根据上市公司特征变量对实验组和对照组进行匹配。

表 4 变量的描述性统计

Table 4 Descriptive statistics of the variables

面板 A: 主要变量全样本描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
DA_1	917	0.079	0.079	0.000	0.430
DA_2	573	0.072	0.066	0.000	0.432
DA_3	285	0.073	0.083	0.001	0.461
EM_1	919	0.047	0.040	0.000	0.216
EM_2	577	0.046	0.041	0.000	0.180
EM_3	288	0.047	0.038	0.000	0.164
ROA	1 337	0.057	0.037	0.003	0.131
Size	1 337	21.47	0.782	19.80	23.49
Leverage	1 337	0.334	0.165	0.085	0.645
Cash_holdings	1 337	0.038	0.053	-0.066	0.142
TOP1	1 337	32.96	13.04	9.420	66.39
TOP2_5	1 337	21.51	10.19	2.560	49.10
SOE	1 337	0.068	0.252	0	1
Boardsize	1 337	2.088	0.177	1.609	2.565
Independent	1 337	1.102	0.133	0.693	1.609
BIG4	1 337	0.004	0.069	0	1
Salary	1 337	4.869	0.574	3.411	6.490
ZFPG	1 337	0.352	0.478	0	1
Cycle	1 337	5.465	0.647	1.338	7.999

面板 B: 分样本主要变量描述性统计: 是否使用业绩补偿承诺

变量	1) 使用业绩补偿承诺		2) 未使用业绩补偿承诺		差异 [=1) -2)]	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	T 值
DA_1	0.083	0.080	0.077	0.078	0.005**	-2.178
DA_2	0.060	0.049	0.076	0.072	-0.016***	-2.815
DA_3	0.060	0.049	0.076	0.089	-0.016**	-2.470
EM_1	0.051	0.039	0.045	0.002	0.006**	-2.492
EM_2	0.046	0.042	0.047	0.040	-0.001**	-2.369
EM_3	0.052	0.044	0.045	0.036	0.007**	-2.502
ROA	0.055	0.036	0.058	0.037	-0.003	1.104
Size	21.36	0.739	21.54	0.802	-0.180***	4.049
Leverage	0.320	0.159	0.342	0.169	-0.022**	2.362
Cash_holdings	0.041	0.052	0.037	0.053	0.004	-1.381
TOP1	31.72	12.34	33.76	13.43	-2.040***	2.807
TOP2_5	21.84	10.39	21.29	10.05	0.550	-0.958
SOE	0.057	0.232	0.075	0.264	-0.018	1.334
Boardsize	2.090	0.179	2.087	0.176	0.003	-0.267
Independent	1.103	0.136	1.100	0.132	0.003	-0.443
BIG4	0.004	0.061	0.005	0.070	-0.001	0.313
Salary	4.851	0.567	4.881	0.580	-0.030	0.923
ZFPG	0.478	0.500	0.270	0.444	0.208***	-7.981
Cycle	5.476	0.664	5.459	0.635	0.017	-0.469

4.2 并购业绩补偿承诺与盈余管理的实证检验

4.2.1 是否签订业绩补偿承诺与盈余管理的检验

表 5 考察了签订业绩补偿承诺的并购公司是

否显著地提高了盈余管理水平。回归结果显示： VAM 的系数对 DA_1 、 DA_2 和 DA_3 (EM_1 、 EM_2 和 EM_3) 均在 5% 的水平上正显著，并且影响系数数

值逐年增加. 这表明相比于未签订业绩补偿承诺的上市公司, 签订了业绩补偿承诺的并购公司显著增加了并购后第 1 年至第 3 年的盈余管理水
平. 假说 1 得到验证.

表 5 签订业绩补偿承诺对盈余管理的影响

Table 5 Effects of signing performance compensation commitment on earnings management

变量	盈余管理					
	DA_1	DA_2	DA_3	EM_1	EM_2	EM_3
VAM	0.011 ** (0.007)	0.021 ** (0.008)	0.024 ** (0.011)	0.007 ** (0.004)	0.011 ** (0.006)	0.024 ** (0.010)
ROA	0.361 *** (0.104)	0.499 *** (0.127)	0.271 * (0.154)	0.523 *** (0.062)	0.460 *** (0.090)	-0.004 (0.139)
Size	0.023 *** (0.006)	0.011 (0.007)	0.012 (0.009)	-0.001 (0.003)	-0.005 (0.005)	-0.011 (0.008)
Leverage	0.016 (0.025)	0.048 (0.030)	0.028 (0.034)	0.002 (0.015)	0.007 (0.021)	0.017 (0.030)
Cash_holdings	-0.024 (0.069)	0.062 (0.081)	0.046 (0.099)	-0.094 ** (0.041)	0.013 (0.057)	0.087 (0.089)
TOP1	0.002 (0.001)	-0.003 ** (0.001)	0.000 (0.002)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
TOP1_TOP1	0.000 (0.000)	0.000 ** (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
TOP2_5	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
SOE	0.010 (0.013)	-0.004 (0.014)	-0.008 (0.017)	-0.010 (0.008)	-0.016 (0.010)	-0.001 (0.016)
Boardsize	0.037 (0.025)	0.020 (0.029)	0.115 *** (0.034)	0.032 ** (0.015)	0.046 ** (0.021)	0.049 (0.031)
Independent	-0.007 (0.033)	0.009 (0.038)	-0.029 (0.042)	-0.012 (0.020)	-0.003 (0.027)	-0.009 (0.038)
BIG4	-0.103 * (0.054)	-0.049 (0.049)	-0.011 (0.042)	-0.038 (0.032)	-0.023 (0.035)	-0.038 (0.038)
Salary	0.007 (0.007)	0.007 (0.008)	0.011 (0.009)	-0.002 (0.004)	-0.003 (0.005)	0.011 (0.008)
ZFPG	0.024 *** (0.007)	0.009 (0.009)	-0.018 (0.012)	0.016 *** (0.004)	0.009 (0.006)	-0.006 (0.011)
Cycle	0.011 * (0.006)	0.003 (0.007)	0.015 * (0.009)	0.007 * (0.004)	0.004 (0.005)	-0.011 (0.008)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	917	573	285	919	577	288
调整 R ²	0.335	0.308	0.381	0.185	0.090	0.061

注: *、** 和 *** 分别代表显著性水平为 10%、5% 和 1%; 括号内数值为 t 统计量.

4.2.2 业绩承诺完成情况与盈余管理的实证检验

并购业绩承诺期内不同年份承诺业绩完成与

否可能会影响上市公司并购之后的盈余管理水平. 表 6 考察了业绩承诺第 1 年、业绩承诺前两年以及业绩承诺前三年未完成承诺业绩时, 分别

对上市公司下一年盈余管理水平的影响。结果显示, VAM_N 的系数均为正显著, 表明当业绩承诺第1年没有完成承诺业绩时, 上市公司有动机提高下一年的盈余管理从而达到业绩。 VAM_NN 和

VAM_NNN 的系数均不显著, 表明当业绩承诺在前两年和前三年均未达到时, 公司具有“破罐子破摔”的倾向, 不会再提高下一年的盈余管理平。以上结果使得假说 2a 得到验证。

表6 业绩补偿承诺完成情况对盈余管理的影响

Table 6 Effects of performance compensation commitment completion on earnings management

变量	盈余管理					
	第一年		前两年		前三年	
	DA_1	EM_1	DA_2	EM_2	DA_3	EM_3
VAM_N	0.023** (0.011)	0.014** (0.008)				
VAM_NN			-0.008 (0.021)	-0.007 (0.017)		
VAM_NNN					0.056 (0.037)	0.063 (0.031)
ROA	0.434*** (0.101)	0.538*** (0.076)	0.379*** (0.136)	0.298*** (0.110)	0.205 (0.193)	-0.103 (0.160)
$Size$	0.019*** (0.006)	-0.002 (0.004)	0.010 (0.007)	0.002 (0.006)	0.023** (0.010)	-0.010 (0.008)
$Leverage$	0.017 (0.024)	-0.001 (0.018)	0.021 (0.032)	-0.031 (0.026)	-0.030 (0.042)	-0.021 (0.035)
$Cash_holdings$	-0.021 (0.064)	-0.051 (0.048)	0.139 (0.085)	0.113* (0.068)	-0.007 (0.121)	0.106 (0.101)
$TOP1$	0.002 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.002 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.002)	0.000 (0.001)
$TOP1_TOP1$	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
$TOP2_5$	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001* (0.000)	0.000 (0.000)
SOE	0.011 (0.012)	-0.002 (0.009)	-0.003 (0.015)	-0.010 (0.012)	-0.014 (0.022)	-0.002 (0.018)
$Boardsize$	0.031 (0.024)	0.029 (0.018)	0.055* (0.031)	0.074*** (0.025)	0.106*** (0.040)	0.042 (0.033)
$Independent$	-0.005 (0.033)	-0.011 (0.025)	-0.025 (0.042)	-0.033 (0.034)	-0.005 (0.053)	-0.013 (0.044)
$BIG4$	-0.102* (0.054)	-0.023 (0.041)	-0.039 (0.056)	-0.023 (0.046)	-0.057 (0.058)	-0.017 (0.048)
$Salary$	0.003 (0.006)	-0.002 (0.005)	0.011 (0.008)	-0.002 (0.007)	0.014 (0.011)	0.012 (0.009)
$ZFPG$	0.018** (0.007)	0.013** (0.005)	0.020** (0.010)	0.014* (0.008)	-0.012 (0.016)	0.003 (0.013)
$Cycle$	0.010* (0.006)	0.006 (0.004)	-0.013* (0.008)	-0.002 (0.006)	0.011 (0.010)	-0.013 (0.009)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	662	664	420	424	232	235
调整 R^2	0.329	0.188	0.351	0.089	0.429	0.064

注: *、**和*** 分别代表显著性水平为 10%、5%和 1%; 括号内数值为 t 统计量。

表7 考察了业绩承诺第1年和第2年分别发生“精准达标”时对下一年盈余管理水平的影响。结果显示, 在两个盈余管理指标下, VAM_JZ1 的系数均为正显著, 说明业绩承诺第1年发生“精

准达标”的并购公司很可能是通过会计操作等行为有意将业绩提高到承诺的标准, 因此增加了下一年继续进行盈余管理的可能。同时, VAM_JZ2 的系数也在 10%的水平上正显著, 表明当业绩承

诺第 2 年为“精准达标”时,公司仍然会提高下一 理使实际业绩“精准达标”的行为具有一定的连
年的盈余管理. 由此可见,上市公司通过盈余管 续性. 以上结果使得假说 2b 得到验证.

表 7 承诺业绩“精准达标”对盈余管理的影响

Table 7 Effects of performance compensation commitment precision compliance on earnings management

变量	盈余管理			
	DA_1	EM_1	DA_2	EM_2
<i>VAM_JZ1</i>	0.054** (0.030)	0.022** (0.016)		
<i>VAM_JZ2</i>			0.057* (0.033)	0.038* (0.021)
<i>ROA</i>	0.524*** (0.132)	0.533*** (0.072)	0.460*** (0.164)	0.246** (0.104)
<i>Size</i>	0.031*** (0.007)	0.000 (0.004)	0.021** (0.009)	0.002 (0.006)
<i>Leverage</i>	0.008 (0.032)	-0.009 (0.017)	0.020 (0.039)	-0.047* (0.025)
<i>Cash_holdings</i>	0.001 (0.084)	-0.043 (0.045)	0.152 (0.100)	0.093 (0.063)
<i>TOP1</i>	0.002 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.002 (0.002)	0.000 (0.001)
<i>TOP1_TOP1</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>TOP2_5</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
<i>SOE</i>	0.016 (0.016)	-0.011 (0.009)	0.001 (0.018)	-0.010 (0.011)
<i>Boardsize</i>	0.032 (0.032)	0.025 (0.017)	0.035 (0.038)	0.067*** (0.024)
<i>Independent</i>	-0.010 (0.043)	-0.017 (0.023)	-0.027 (0.051)	-0.037 (0.032)
<i>BICA</i>	-0.134** (0.068)	-0.018 (0.037)	-0.058 (0.067)	-0.021 (0.043)
<i>Salary</i>	0.002 (0.008)	-0.004 (0.005)	0.004 (0.010)	0.001 (0.006)
<i>ZFPG</i>	0.026*** (0.010)	0.012** (0.005)	0.030** (0.012)	0.015* (0.008)
<i>Cycle</i>	0.014* (0.008)	0.008* (0.004)	-0.015 (0.009)	-0.001 (0.006)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	603	605	413	417
调整 R^2	0.332	0.227	0.342	0.099

注: *、**和*** 分别代表显著性水平为 10%、5%和 1%; 括号内数值为 t 统计量.

4.3 进一步分析

4.3.1 业绩补偿承诺、借壳上市与盈余管理

借壳上市是独特却常见的并购类型。当非上市公司“借壳”上市公司并签订业绩补偿承诺时，业绩承诺方既有动机也更有可能进行盈余管理。表8考察了在签订业绩补偿承诺的并购样本中，以借壳上市为目的的并购与非借壳上市并购相比对并购后盈余管理的影响。由于原样本剔除了借

壳上市的事件，因此此处依据 Wind 数据库补充了2012年~2017年以借壳上市为目的进行并购的98个有效样本。被解释变量为用两种指标衡量的并购后第1年至第3年的盈余管理，主要解释变量 $JKSS_VAM$ 等于1时表示上市公司并购目的为借壳上市，否则等于0。结果显示， $JKSS_VAM$ 的系数均显著为正，这表明以借壳上市为目的的并购公司更倾向于在并购后提高盈余管理水平。

表8 业绩补偿承诺、借壳上市与盈余管理

Table 8 Performance compensation commitment, backdoor listing and earnings management

变量	盈余管理					
	DA_1	DA_2	DA_3	EM_1	EM_2	EM_3
$JKSS_VAM$	0.027** (0.020)	0.099*** (0.019)	0.076*** (0.018)	0.028*** (0.008)	0.043*** (0.009)	0.035** (0.013)
ROA	0.373*** (0.109)	0.109 (0.109)	0.115 (0.102)	0.106** (0.044)	-0.042 (0.050)	0.060 (0.075)
$Size$	-0.052*** (0.008)	-0.038*** (0.008)	-0.006 (0.008)	-0.005 (0.003)	-0.008** (0.004)	-0.004 (0.006)
$Leverage$	-0.007 (0.031)	0.085*** (0.032)	-0.077** (0.030)	0.026** (0.012)	0.025* (0.014)	0.016 (0.021)
$Cash_holdings$	-0.412*** (0.105)	-0.123 (0.105)	-0.112 (0.105)	-0.171*** (0.036)	-0.009 (0.040)	0.013 (0.063)
$TOP1$	0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	0.000 (0.002)	0.000 (0.001)	0.001* (0.001)	0.003* (0.001)
$TOP1_TOP1$	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	-0.000** (0.000)
$TOP2_5$	0.001 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
SOE	0.010 (0.019)	-0.013 (0.018)	-0.018 (0.016)	0.004 (0.008)	0.006 (0.009)	0.002 (0.012)
$Boardsize$	-0.001 (0.050)	-0.014 (0.050)	0.034 (0.049)	0.011 (0.018)	0.009 (0.022)	0.009 (0.035)
$Independent$	-0.021 (0.038)	-0.015 (0.040)	-0.034 (0.042)	-0.005 (0.015)	-0.005 (0.018)	-0.010 (0.030)
$BIG4$	-0.032 (0.066)	-0.093 (0.077)	0.020 (0.070)	0.000 (0.027)	-0.034 (0.036)	-0.028 (0.053)
$Salary$	-0.012 (0.009)	0.004 (0.009)	0.010 (0.008)	-0.001 (0.004)	0.004 (0.004)	0.007 (0.006)
$ZFPG$	0.028*** (0.010)	-0.026** (0.010)	0.012 (0.010)	0.013*** (0.004)	-0.006 (0.005)	0.000 (0.008)
$Cycle$	0.002 (0.008)	0.001 (0.008)	0.004 (0.008)	-0.003 (0.003)	-0.007* (0.004)	0.003 (0.006)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	417	233	85	417	233	85
调整 R^2	0.350	0.237	0.370	0.289	0.049	0.188

注：*、**和***分别代表显著性水平为10%、5%和1%；括号内数值为t统计量。

4.3.2 业绩补偿承诺、股权质押与盈余管理

已有研究表明，并购公司使用业绩补偿承诺可以增加短期并购绩效，因此公司有动机利

用提升的股价进行股权质押从而获得更多融资。然而，当股价触碰平仓警戒线而被质方抛售时，上市公司将面临较大的股价崩盘风险^[36]，

因此并购后进行了股权质押的上市公司更可能利用盈余管理手段稳定股价。表 9 考察了在签订业绩补偿承诺的并购样本中,在并购后 1 年内进行了股权质押与没有进行股权质押的上市公司相比是否提高了并购后的盈余管理水平。被解释变量为两种指标衡量的并购后第 1 年至第 3 年的盈余管理,主要解释变量 $GQZY_VAM$ 等于 1 表示并购公司在内进行了股权质押,否则为 0。结果显示,并购后第 1 年的 $GQZY_VAM$ 的系数均显著为正,而其他 $GQZY_VAM$ 的系数

不再显著,这表明并购后 1 年内进行了股权质押的上市公司会显著提高并购后第 1 年的盈余管理水平,但是对并购后第 2 年和第 3 年的盈余管理没有影响。通过对 Wind 数据库中的股权质押数据统计后发现,上市公司主要在并购后第 1 季度内进行大量股权质押行为,同时表 9 样本下股权质押的质押期平均为 1.08 年。当质押期过后,上市公司不再有动力通过盈余管理稳定股价。因此,股权质押行为仅对并购后第 1 年的盈余管理有显著影响。

表 9 业绩补偿承诺、股权质押与盈余管理

Table 9 Performance compensation commitment, share pledge and earnings management

变量	盈余管理					
	DA_1	DA_2	DA_3	EM_1	EM_2	EM_3
$GQZY_VAM$	0.042*** (0.013)	-0.020 (0.014)	0.034 (0.030)	0.018** (0.008)	-0.003 (0.011)	0.057 (0.047)
ROA	-0.028 (0.190)	0.640*** (0.214)	-0.658 (0.418)	0.400*** (0.120)	0.884*** (0.167)	-0.334 (0.673)
$Size$	0.013 (0.011)	-0.013 (0.013)	0.049 (0.029)	-0.003 (0.007)	-0.027*** (0.010)	0.041 (0.047)
$Leverage$	0.025 (0.049)	0.075 (0.054)	0.069 (0.080)	-0.021 (0.031)	0.107** (0.042)	-0.027 (0.129)
$Cash_holdings$	-0.019 (0.142)	-0.341** (0.161)	-0.537* (0.272)	-0.193** (0.089)	-0.351*** (0.126)	-0.675 (0.420)
$TOP1$	0.002 (0.002)	-0.005* (0.003)	0.002 (0.006)	0.000 (0.000)	-0.003 (0.002)	0.007 (0.009)
$TOP1_TOP1$	-0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)
$TOP2_5$	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.003 (0.001)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 (0.002)
SOE	0.001 (0.026)	-0.007 (0.025)	0.039 (0.033)	-0.002 (0.016)	-0.006 (0.019)	-0.014 (0.053)
$Boardsize$	0.056 (0.047)	-0.043 (0.050)	-0.086 (0.116)	0.041 (0.030)	-0.018 (0.040)	0.041 (0.170)
$Independent$	-0.045 (0.058)	0.069 (0.059)	0.176* (0.092)	-0.058 (0.039)	0.020 (0.051)	0.101 (0.158)
$BIG4$	-0.104 (0.106)	0.008 (0.082)	-0.016 (0.084)	-0.090 (0.067)	0.044 (0.064)	-0.006 (0.133)
$Salary$	0.021* (0.013)	-0.006 (0.013)	0.010 (0.019)	0.003 (0.008)	-0.011 (0.010)	0.028 (0.029)
$ZFPG$	0.013 (0.013)	-0.006 (0.013)	-0.060** (0.024)	0.015* (0.008)	0.002 (0.010)	-0.039 (0.038)
$Cycle$	-0.005 (0.012)	0.003 (0.014)	-0.032 (0.028)	-0.008 (0.008)	-0.004 (0.011)	-0.071 (0.044)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	301	155	47	301	155	47
调整 R^2	0.367	0.199	0.411	0.132	0.209	0.171

注: *、** 和 *** 分别代表显著性水平为 10%、5% 和 1%; 括号内数值为 t 统计量。

4.3.3 业绩补偿承诺、关联交易与盈余管理

已有文献表明,企业关联并购相比于非关联并购存在着更严重的代理问题,能够损害公司价值^[37],并且关联交易的盈余管理程度与关联方利益转移正相关^[38]。窦炜等^[21]也发现关联并购的业绩承诺完成率更高。那么存在这种可能,即关联并购更容易引发并购双方企业的合谋,例如通

过盈余管理实现承诺业绩。为了证实以上猜想,在表5的基础模型上加入了是否为关联并购的虚拟变量(RT)及其与 VAM 的交乘项,结果显示在表10中。由表10可以看到, VAM 与 RT 的交乘项对第一年、第三年盈余管理显著为正,这表明签订了业绩补偿承诺的上市公司在发生关联并购时,相比于非关联并购具有更高的盈余管理水平。

表10 业绩补偿承诺、关联交易与盈余管理

Table 10 Performance compensation commitment, related party transaction and earnings management

变量	盈余管理					
	DA_1	DA_2	DA_3	EM_1	EM_2	EM_3
VAM	0.003 [*] (0.009)	0.012 ^{**} (0.010)	0.021 [*] (0.013)	0.005 [*] (0.005)	0.010 [*] (0.007)	0.015 [*] (0.014)
RT	-0.018 (0.012)	0.015 (0.012)	-0.016 (0.014)	-0.007 (0.007)	-0.007 (0.009)	-0.022 (0.014)
$VAM \times RT$	0.029 ^{**} (0.016)	0.010 ^{**} (0.019)	0.063 ^{**} (0.025)	0.011 [*] (0.010)	0.004 ^{**} (0.014)	0.038 [*] (0.026)
ROA	0.334 ^{***} (0.112)	0.592 ^{***} (0.132)	0.209 (0.168)	0.514 ^{***} (0.066)	0.514 ^{***} (0.098)	0.008 (0.177)
$Size$	0.024 ^{***} (0.006)	0.004 (0.007)	0.007 (0.009)	-0.002 (0.004)	-0.009 (0.005)	-0.008 (0.009)
$Leverage$	0.007 (0.027)	0.052 (0.032)	0.027 (0.037)	-0.001 (0.016)	0.031 (0.024)	-0.006 (0.039)
$Cash_holdings$	-0.030 (0.074)	0.073 (0.085)	-0.050 (0.112)	-0.092 ^{**} (0.044)	-0.012 (0.063)	0.029 (0.119)
$TOP1$	0.002 (0.001)	-0.003 ^{**} (0.001)	-0.002 (0.002)	-0.000 (0.001)	-0.002 (0.001)	0.001 (0.002)
$TOP1_TOP1$	-0.000 (0.000)	0.000 ^{**} (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 [*] (0.000)	0.000 (0.000)
$TOP2_5$	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)
SOE	0.010 (0.014)	-0.008 (0.015)	-0.007 (0.019)	-0.010 (0.009)	-0.010 (0.011)	-0.014 (0.021)
$Boardsize$	0.044 (0.027)	0.011 (0.031)	0.103 ^{***} (0.036)	0.027 [*] (0.016)	0.030 (0.023)	0.058 (0.038)
$Independent$	-0.003 (0.036)	0.018 (0.040)	-0.020 (0.046)	-0.003 (0.022)	0.018 (0.030)	-0.003 (0.048)
$BIG4$	-0.108 [*] (0.056)	-0.045 (0.048)	-0.002 (0.038)	-0.039 (0.033)	-0.023 (0.036)	-0.053 (0.040)
$Salary$	0.009 (0.007)	0.012 (0.008)	0.021 ^{**} (0.010)	-0.002 (0.004)	-0.004 (0.006)	0.017 (0.011)
$ZFPG$	0.025 ^{***} (0.008)	0.010 (0.009)	-0.031 ^{**} (0.013)	0.017 ^{***} (0.005)	0.008 (0.007)	0.000 (0.014)
$Cycle$	0.012 [*] (0.007)	0.009 (0.008)	-0.007 (0.010)	0.006 (0.004)	0.004 (0.006)	-0.016 (0.010)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	831	487	199	833	491	202
调整 R^2	0.341	0.275	0.419	0.184	0.087	0.037

注: *、**和***分别代表显著性水平为10%、5%和1%;括号内数值为t统计量。

4.3.4 业绩补偿承诺与承诺到期后的“业绩变脸”
前文表明,并购签订业绩补偿承诺会诱发上

市公司利用应计项目进行盈余管理。然而,通过应计项目进行盈余管理只是人为地改变企业盈余

在不同会计期间的分布,并不能增加实际盈余。当业绩承诺到期后,一旦上市公司不继续提高盈余管理,应计项目的转回会使上市公司出现经营业绩下滑的风险^[25 26],也即发生“业绩变脸”。表 11 考察了上市公司签订与未签订业绩补偿承诺在业绩承诺到期后发生“业绩变脸”情况的比较。由于前文中表 2 显示业绩补偿承诺的承诺期平均在 3.22 年,因此对于未使用业绩补偿承诺的样本组,采用并购后第 3 年的相同财务指标衡量“业绩变脸”。具体地,被解释变量为“业绩变脸”,用 $j=1, 2, 3, 4$ 分别对应 4 个衡量指标。由于学术界对于“业绩变脸”并没有明确的定义,借鉴证监会的处罚规定和已有文献^[26]对“业绩变脸”的研究,采用如下方法对“业绩变脸”进行定义:令 $\Delta Growth1$ 为业绩承诺期结束当年的净利润增长

率与上一年的净利润增长率之差,即: $\Delta Growth1 =$ 本期净利润增长率 - 上期净利润增长率; 令 $\Delta Growth2$ 等于业绩补偿承诺到期年份与下一年净利润增长率的平均值减去业绩补偿承诺到期年份前两年的净利润增长率平均值之差。 $\Delta Growth3$ 和 $\Delta Growth4$ 的衡量方式与 $\Delta Growth1$ 和 $\Delta Growth2$ 相同,只是衡量时把净利润增长率变换成营业收入增长率。最终,将 4 个衡量指标为负的情况视为“业绩变脸”,因此 VAM 的系数为负表示增加了“业绩变脸”风险。考虑到财务数据的可获得性,只保留了业绩补偿承诺在 2016 年及之前到期的上市公司并购事件。表 11 的结果显示, VAM 的系数对 4 个“业绩变脸”指标均为负显著,说明使用业绩补偿承诺会增加上市公司承诺期结束时发生“业绩变脸”的风险。

表 11 业绩补偿承诺与“业绩变脸”

Table 11 Performance compensation commitment and “performance change”

变量	业绩变脸			
	$\Delta Growth1$	$\Delta Growth2$	$\Delta Growth3$	$\Delta Growth4$
<i>VAM</i>	-2.528** (1.030)	-1.642** (0.786)	-0.193** (0.094)	-0.123* (0.085)
<i>ROA</i>	38.34*** (14.51)	20.418* (11.23)	3.107** (1.334)	0.869 (1.205)
<i>Size</i>	-1.102 (0.776)	-1.346** (0.588)	-0.032 (0.069)	-0.117* (0.062)
<i>Leverage</i>	-2.205 (3.448)	-4.469* (2.699)	0.215 (0.303)	0.341 (0.273)
<i>Cash_holdings</i>	-12.47 (9.480)	-3.998 (7.139)	-0.334 (0.863)	1.147 (0.779)
<i>TOP1</i>	-0.127 (0.158)	0.005 (0.118)	-0.014 (0.015)	-0.005 (0.013)
<i>TOP1_TOP1</i>	0.001 (0.002)	-0.000 (0.002)	0.000 (0.015)	0.000 (0.000)
<i>TOP2_5</i>	-0.083* (0.047)	-0.060* (0.036)	-0.016*** (0.004)	-0.008** (0.004)
<i>SOE</i>	1.486 (1.716)	0.189 (1.317)	0.213 (0.157)	0.116 (0.142)
<i>Boardsize</i>	-1.261 (3.468)	-4.576* (2.636)	0.011 (0.312)	-0.488* (0.282)
<i>Independent</i>	0.979 (4.336)	5.389* (3.255)	-0.239 (0.394)	0.520 (0.356)
<i>BIG4</i>	1.014 (3.606)	1.511 (2.645)	0.112 (0.348)	0.192 (0.314)
<i>Salary</i>	0.251 (0.887)	-0.609 (0.678)	-0.147* (0.082)	-0.241*** (0.074)
<i>ZFPG</i>	0.736 (0.896)	-0.119 (0.680)	0.169** (0.082)	0.052 (0.074)
<i>Cycle</i>	-0.852 (0.795)	-0.195 (0.601)	-0.093 (0.073)	0.005 (0.066)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	463	436	512	512
调整 R^2	0.031	0.017	0.030	0.019

注: *、**和*** 分别代表显著性水平为 10%、5%和 1%; 括号内数值为 t 统计量。

4.4 稳健性和内生性检验

4.4.1 稳健性检验

1) 替换盈余管理的衡量指标

为了保证研究结论的可靠性,首先对盈余管理的衡量指标进行替换,参考 Wang^[39],采用修正的 DD 模型进行刻画

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 CF_t + \alpha_2 CF_{t-1} + \alpha_3 CF_{t+1} +$$

$$\alpha_4 DCF_t + \alpha_5 DCF_t \times CF_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

式中 DCF 为虚拟变量,当本期的 CF 与上一期 CF 之差小于 0 时,令其等于 1,否则为 0. 对于表 5 的基础模型,替换盈余管理指标后的结果如表 12 所示. 可见, VAM 的系数仍然正显著,基本结论与前文一致. 此外,将表 6 ~ 表 9 的被解释变量均进行替换后,对应结果均未改变.

表 12 因变量替代模型的回归结果

Table 12 Regression results of dependent variable substitution model

变量	盈余管理		
	DD_1	DD_2	DD_3
<i>VAM</i>	0.005 ** (0.004)	0.010 ** (0.005)	0.024 ** (0.010)
<i>ROA</i>	0.526 *** (0.057)	0.468 *** (0.083)	-0.006 (0.138)
<i>Size</i>	-0.002 (0.003)	-0.005 (0.004)	-0.011 (0.007)
<i>Leverage</i>	0.000 (0.014)	0.008 (0.019)	0.016 (0.030)
<i>Cash_holdings</i>	-0.105 *** (0.038)	0.015 (0.053)	0.089 (0.090)
<i>TOP1</i>	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
<i>TOP1_TOP1</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
<i>TOP2_5</i>	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>SOE</i>	-0.004 (0.007)	-0.014 (0.009)	-0.002 (0.015)
<i>Boardsize</i>	0.031 ** (0.014)	0.052 *** (0.019)	0.048 (0.031)
<i>Independent</i>	-0.011 (0.018)	-0.018 (0.025)	-0.009 (0.038)
<i>BIGA</i>	-0.025 (0.030)	-0.043 (0.033)	-0.034 (0.039)
<i>Salary</i>	-0.002 (0.004)	-0.002 (0.005)	0.011 (0.008)
<i>ZFPG</i>	0.019 *** (0.004)	0.008 (0.006)	-0.006 (0.011)
<i>Cycle</i>	0.007 ** (0.003)	0.002 (0.005)	-0.011 (0.008)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制
观测数	919	577	288
调整 R^2	0.216	0.131	0.062

注: *、** 和 *** 分别代表显著性水平为 10%、5% 和 1%; 括号内数值为 t 统计量.

2) 替换主要解释变量

表 5 的结果表明,并购公司签订业绩补偿承诺相比于没有签订业绩补偿承诺明显提高了盈余管理行为. 那么上市公司在使用业绩补偿承诺并

购前后是否也存在显著的盈余管理变化? 为此,参考刘向强等^[20]的做法,仅保留使用业绩补偿承诺的样本,并以虚拟变量 $Post$ 替代之前的 VAM 作为主要解释变量,分别考察 $(-1, 1)$ 、 $(-2, 2)$ 和

(-3, 3) 期间内 $Post$ 与盈余管理的关系。具体地, (-1, 1) 表示从并购前一年到并购后一年的时间区间, 即对应的 $Post$ 在并购后第 1 年等于 1, 在并购当年和并购前一年内等于 0; 同理, (-2, 2) 期间内 $Post$ 在并购后第 1 年和第 2 年等于 1, 在并购当年和并购前两年内等于 0; (-3, 3) 期间内 $Post$ 在并购后第 1 年至第 3 年等于 1, 在并购当年和并购前三年内等于 0。被解释变量为以 EM 和 DA 衡量的盈余管理水平。为了使回归结

果更加准确, 当 1 家公司在多年发生并购事件时, 只保留其第 1 次并购事件, 具体结果如表 13 所示。由表可见, $Post$ 的系数全部为正显著。这说明, 不论是并购前后一年内、两年内还是三年内, 上市公司在并购后的盈余管理水平均比并购之前的盈余管理水平更高, 与刘向强等^[20] 中的结果一致。此外, 当把盈余管理替换为表 12 的指标时, 以上结论不变; 当对不同年度发生多次并购的样本进行更细致的剔除后^⑩, 以上结论不变。

表 13 自变量替代模型的回归结果

Table 13 Regression results of independent variable substitution model

变量	DA			EM		
	(-1, 1)	(-2, 2)	(-3, 3)	(-1, 1)	(-2, 2)	(-3, 3)
$Post$	0.021** (0.009)	0.016** (0.007)	0.016** (0.006)	0.014*** (0.005)	0.011*** (0.004)	0.012*** (0.004)
ROA	0.222*** (0.084)	0.191*** (0.064)	0.247*** (0.052)	0.575*** (0.051)	0.578*** (0.041)	0.580*** (0.036)
$Size$	0.021*** (0.007)	0.022*** (0.005)	0.018*** (0.004)	0.000 (0.004)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)
$Leverage$	0.010 (0.027)	0.004 (0.021)	-0.001 (0.018)	-0.007 (0.015)	-0.013 (0.013)	-0.006 (0.011)
$Cash_holdings$	-0.317*** (0.078)	-0.258*** (0.056)	-0.265*** (0.044)	-0.835*** (0.049)	-0.803*** (0.036)	-0.778*** (0.031)
$TOP1$	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
$TOP1_TOP1$	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
$TOP2_5$	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
SOE	-0.016 (0.014)	-0.017 (0.011)	-0.018** (0.008)	-0.019** (0.008)	-0.016** (0.006)	-0.017*** (0.005)
$Boardsize$	0.048 (0.040)	0.044 (0.030)	0.025 (0.024)	-0.027 (0.023)	0.006 (0.017)	0.001 (0.015)
$Independent$	0.029 (0.031)	0.031 (0.023)	0.038** (0.019)	0.055*** (0.017)	0.027** (0.013)	0.032*** (0.012)
$BIGA$	-0.031 (0.045)	-0.028 (0.036)	-0.007 (0.027)	-0.015 (0.025)	0.007 (0.021)	0.011 (0.017)
$Salary$	0.000 (0.008)	0.003 (0.006)	0.001 (0.005)	0.002 (0.004)	0.003 (0.003)	0.003 (0.003)
$ZFPG$	0.006 (0.008)	0.009 (0.006)	0.010** (0.005)	0.002 (0.004)	0.000 (0.004)	0.001 (0.003)
$Cycle$	-0.008 (0.007)	-0.005 (0.005)	-0.003 (0.004)	-0.015*** (0.004)	-0.012*** (0.003)	-0.011*** (0.003)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	583	863	1 043	584	864	1 044
调整 R^2	0.465	0.468	0.448	0.494	0.506	0.514

注: *、** 和 *** 分别代表显著性水平为 10%、5% 和 1%; 括号内数值为 t 统计量。

⑩ 筛选方式参考刘向强等^[20] 具体如下: 当研究时点为(-1, 1) 时, 剔除自第 1 次并购开始, 在第 2 年又发生了并购的样本; 当研究时点为(-2, 2) 时, 剔除自第 1 次并购开始, 在第 2 年或第 3 年又发生了并购的样本; 当研究时点为(-3, 3) 时, 剔除自第 1 次并购开始, 在第 2 年、第 3 年或第 4 年又发生了并购的样本。

表 14 分样本回归结果
Table 14 Results of sub-sample regression

变量	样本 1			样本 2		
	DA_1	DA_2	DA_3	DA_1	DA_2	DA_3
<i>VAM</i>	0.012* (0.007)	0.016** (0.011)	0.020** (0.032)	0.014** (0.009)	0.032** (0.014)	0.047*** (0.017)
<i>ROA</i>	0.377*** (0.090)	0.402*** (0.149)	-0.136 (0.411)	0.361*** (0.097)	0.459*** (0.159)	-0.085 (0.154)
<i>Size</i>	0.017*** (0.005)	0.015* (0.008)	0.007 (0.022)	0.020*** (0.005)	0.019** (0.009)	-0.012 (0.008)
<i>Leverage</i>	0.019 (0.021)	0.028 (0.035)	-0.078 (0.090)	0.010 (0.023)	0.021 (0.037)	0.001 (0.034)
<i>Cash_holdings</i>	-0.022 (0.058)	0.066 (0.093)	-0.111 (0.263)	0.019 (0.062)	0.081 (0.098)	0.141 (0.098)
<i>TOP1</i>	0.002* (0.001)	-0.002 (0.002)	0.004 (0.004)	0.002 (0.001)	-0.001 (0.002)	0.000 (0.001)
<i>TOP1_ TOP1</i>	-0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
<i>TOP2_5</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.002* (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>SOE</i>	0.004 (0.011)	-0.009 (0.017)	0.010 (0.045)	0.004 (0.012)	-0.007 (0.018)	0.003 (0.018)
<i>Boardsize</i>	0.027 (0.022)	0.012 (0.035)	0.104 (0.090)	0.031 (0.024)	0.021 (0.037)	0.045 (0.033)
<i>Independent</i>	0.002 (0.028)	0.023 (0.045)	-0.132 (0.112)	0.001 (0.031)	0.017 (0.049)	-0.012 (0.042)
<i>BIG4</i>	-0.090** (0.043)	-0.061 (0.054)	0.013 (0.107)	-0.106** (0.053)	-0.089 (0.070)	-0.013 (0.048)
<i>Salary</i>	0.005 (0.006)	0.010 (0.009)	0.032 (0.023)	0.002 (0.006)	0.008 (0.010)	0.012 (0.009)
<i>ZFPG</i>	0.020*** (0.006)	0.012 (0.010)	-0.001 (0.033)	0.023*** (0.007)	0.017 (0.012)	-0.005 (0.013)
<i>Cycle</i>	0.009* (0.005)	0.003 (0.008)	0.022 (0.022)	0.013** (0.006)	-0.006 (0.009)	-0.011 (0.008)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	781	511	265	692	469	248
调整 R^2	0.338	0.292	0.034	0.340	0.298	0.084

注: *、**和***分别代表显著性水平为10%、5%和1%;括号内数值为*t*统计量。

4.4.2 内生性检验

为了进一步消除样本自选择带来的内生性问题,采用带有工具变量的 Heckman 两阶段模型进行回归检验。2014年10月23日,证监会在2008年版本的基础上修改了《上市公司重大资产重组管理办法》,要求“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的,……自主协商是否

采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排”,也即对关联交易之外的重大重组并购事件不再强制要求签订业绩补偿承诺。由于该政策可能会影响上市公司是否签订业绩补偿承诺的选择,但不会直接影响公司的盈利管理水平,因此构造外生事件的虚拟变量(*IV*)作为工具变量,当年份在2014年之后取值为1,在2014年^⑫及之前时取值为0。

^⑫ 由于该政策在2014年10月23日发布,于2014年11月23日才正式实施,考虑到该时间近似为2014年年底,且短期内上市公司的并购决策不会发生特别大的变化,因此本文令*IV*在2014年取值为0。

在第一阶段的逻辑回归中,将 *VAM* 作为被解释变量,对工具变量和基础模型中的控制变量进行回归并计算逆米尔斯比率(*Lambda*),再将其作为新的解释变量加入基本回归方程,从而进行第二阶段回归。表 15 为 Heckman 两阶段检验的回归结果,其中,第 1 列为第一阶段的逻辑回归结果,可见 *IV* 的系数在 1% 的水平上显著为正,表明 2014 年的政策确实会对上

市公司是否签订业绩补偿承诺产生显著影响。第 2 列 ~ 第 7 列为 *VAM* 对并购后第 1 年 ~ 第 3 年两个盈余管理指标的回归结果。结果显示,除了第 6 列中的 *Lambda* 在 10% 的水平上正显著外,其余各列的 *Lambda* 均不显著,说明该模型并不存在明显的自选择问题。此外,*VAM* 的系数仍然均为正显著,基本结果也未发生明显改变。

表 15 Heckman 两阶段检验结果

Table 15 Heckman two-stage regression test results

变量	第一阶段	第二阶段					
	<i>VAM</i>	<i>DA</i>			<i>EM</i>		
	1	2	3	4	5	6	7
<i>VAM</i>		0.011 ** (0.007)	0.021 ** (0.008)	0.024 ** (0.011)	0.007* (0.004)	0.011 ** (0.006)	0.024 ** (0.010)
<i>IV</i>	1.226 *** (0.231)						
<i>ROA</i>	-2.850 ** (1.285)	0.351* (0.184)	0.662 *** (0.232)	0.321 (0.354)	0.436 *** (0.110)	0.706 *** (0.164)	0.014 (0.320)
<i>Size</i>	-0.162 ** (0.067)	0.022 ** (0.011)	0.021 (0.014)	0.014 (0.022)	-0.007 (0.007)	0.012 (0.010)	-0.008 (0.019)
<i>Leverage</i>	-0.683 ** (0.308)	0.014 (0.046)	0.087 (0.058)	0.040 (0.086)	-0.018 (0.027)	0.066 (0.041)	0.022 (0.077)
<i>Cash_holdings</i>	1.574* (0.873)	-0.020 (0.113)	-0.008 (0.138)	0.027 (0.209)	-0.037 (0.067)	-0.148 (0.098)	0.060 (0.188)
<i>TOP1</i>	0.014 (0.015)	0.002 (0.000)	-0.003* (0.001)	-0.000 (0.002)	0.001 (0.008)	-0.002** (0.001)	0.000 (0.002)
<i>TOP1_TOP1</i>	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000** (0.000)	-0.000 (0.000)
<i>TOP2_5</i>	0.000 (0.004)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>SOE</i>	-0.013 (0.169)	0.010 (0.013)	-0.005 (0.014)	-0.008 (0.017)	-0.010 (0.008)	-0.017 (0.010)	-0.002 (0.015)
<i>Boardsize</i>	0.124 (0.299)	0.037 (0.026)	0.011 (0.031)	0.108 *** (0.039)	0.036** (0.016)	0.034 (0.022)	0.052 (0.035)
<i>Independent</i>	0.078 (0.407)	-0.004 (0.034)	0.005 (0.038)	-0.022 (0.043)	-0.008 (0.020)	-0.009 (0.027)	-0.010 (0.039)
<i>BIG4</i>	0.635 (0.607)	-0.100 (0.067)	-0.086 (0.069)	-0.020 (0.087)	-0.016 (0.040)	-0.085* (0.049)	-0.046 (0.078)
<i>Salary</i>	-0.035 (0.078)	0.007 (0.007)	0.008 (0.008)	0.011 (0.010)	-0.003 (0.004)	0.001 (0.006)	0.011 (0.009)
<i>ZFPG</i>	0.525 *** (0.085)	0.026 (0.031)	-0.019 (0.039)	-0.026 (0.061)	0.034* (0.018)	-0.041 (0.027)	-0.011 (0.055)
<i>Cycle</i>	-0.043 (0.077)	0.010 (0.007)	0.006 (0.008)	0.017 (0.010)	0.005 (0.004)	0.009 (0.006)	-0.011 (0.009)
<i>Lambda</i>		0.005 (0.005)	-0.078 (0.104)	-0.020 (0.156)	0.049 (0.050)	-0.134* (0.074)	-0.015 (0.140)
年份/行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	1 325	908	565	1 279	908	566	280
调整/伪 R^2	0.135	0.332	0.304	0.385	0.179	0.095	0.061

注: *、**和*** 分别代表显著性水平为 10%、5%和 1%;括号内数值为 *t* 统计量。

5 结束语

5.1 主要结论

本文通过手工匹配2012年~2017年中小企业板和创业板的业绩补偿承诺与并购事件,实证检验发现:签订了业绩补偿承诺的公司更倾向于提高并购后的盈余管理水平。同时,公司盈余管理行为与承诺业绩的完成情况有关。具体表现为:当业绩承诺第1年未完成时,上市公司在下一年有继续进行向上盈余管理的动机;当业绩承诺在前两年或前三年均未完成时,公司则不再提高下一年的盈余管理水平。此外,业绩承诺第1年或业绩承诺第2年发生“精准达标”的公司仍然会在下一年提高盈余管理水平。进一步研究发现,借壳上市的公司、并购后一年内进行了股权质押的上市公司和发生关联并购的上市公司在使用业绩补偿承诺后更倾向于提高盈余管理。当业绩承诺到期

后,上市公司发生“业绩变脸”的风险大大增加。

5.2 研究启示

研究启示主要有:第一,在我国当前大力推行通过并购重组提高资本市场配置效率的改革环境下,监管层应该更加重视上市公司签订业绩补偿承诺可能诱发的机会主义行为,加强对上市公司进行盈余管理时点的识别。尤其是,对于业绩承诺第1年没有达到承诺业绩的企业和承诺期间发生“精准达标”的企业要进行特别关注;对于借壳上市、并购后进行股权质押以及发生关联并购的上市公司要进行有效监督。一旦上市公司发生盈余管理行为,要积极采取有效处罚措施,防范由此带来的不利影响并对其他企业形成警示。第二,投资者应该理性看待并购企业签订业绩补偿承诺的行为,对于并购溢价和业绩承诺过高的上市公司要谨慎投资。第三,相关承诺协议的设计者要根据实际情况改进业绩补偿承诺的设置内容,降低发生盈余管理行为的可能性。

参考文献:

- [1]王竞达,范庆泉. 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究[J]. 会计研究, 2017, 38(10): 71-77+97.
Wang Jingda, Fan Qingquan. A study on performance commitment in M&A and policy influence[J]. Accounting Research, 2017, 38(10): 71-77+97. (in Chinese)
- [2]Kohers N, Ang J. Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay[J]. The Journal of Business, 2000, 73(3): 445-476.
- [3]Barbopoulos L, Sudarsanam S. Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidder's value gains[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(3): 678-694.
- [4]吕长江,韩慧博. 业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(6): 3-13.
Lü Changjiang, Han Huiibo. VAM, synergy and distribution of gains from M&A[J]. Audit and Economic Research, 2014, 29(6): 3-13. (in Chinese)
- [5]潘爱玲,邱金龙,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[J]. 会计研究, 2017, (3): 46-52+95.
Pan Ailing, Qiu Jinlong, Yang Yang. Research on the incentive effect of valuation adjustment mechanism in M&As: Evidence from listed companies on SEM and GEM board in China[J]. Accounting Research, 2017, (3): 46-52+95. (in Chinese)
- [6]沈华玉,王行,吴晓晖. 标的公司的信息不对称会影响业绩承诺吗? [J]. 管理科学学报, 2019, 22(10): 82-100.
Shen Huayu, Wang Hang, Wu Xiaohui. Dose the target information asymmetry affect performance guarantee in mergers and acquisitions in China? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2019, 22(10): 82-100. (in Chinese)
- [7]杨超,谢志华,宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2018, 21(6): 198-209.
Yang Chao, Xie Zhihua, Song Di. Performance commitment provisions, private equity and M&A performance[J]. Nankai Business Review, 2018, 21(6): 198-209. (in Chinese)

- [8]邓杰,于辉. 对赌协议该签吗? 企业股权融资的运营分析[J]. 管理科学学报,2020,23(10):60-81.
Deng Jie, Yu Hui. Sign valuation adjustment mechanism or not? Operational analysis of enterprise's equity financing[J]. Journal of Management Sciences in China,2020,23(10):60-81. (in Chinese)
- [9]王建伟,钱金晶. 并购重组市场化改革问题及监管对策研究——基于深市并购重组交易的经验数据[J]. 证券市场导报,2018,(10):44-51.
Wang Jianwei, Qian Jinjing. Research on market reform of M&A and restructuring and supervision countermeasures[J]. Securities Market Herald,2018,(10):44-51. (in Chinese)
- [10]Battaui A, Gatti S, Prencipe A, et al. Earnouts: The real value of disagreement in mergers and acquisitions[J]. European Financial Management,2021,https://doi.org/10.1111/eufm.12304.
- [11]Cain M D, Denis D J, Denis D K. Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements[J]. Journal of Accounting & Economics,2011,51(1):151-170.
- [12]Datar S, Frankel R, Wolfson M. Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques[J]. Journal of Law Economics and Organization,2001,17(1):201-238.
- [13]Allee K D, Wangerin D D. Auditor monitoring and verification in financial contracts: Evidence from earnouts and SFAS 141 (R)[J]. Review of Accounting Studies,2018,23:1629-1664.
- [14]Bates T W, Neyland J B, Wang Y Y. Financing acquisitions with earnouts[J]. Journal of Accounting and Economics,2018,66(2/3):374-395.
- [15]刘浩,杨尔稼,麻樟城. 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[J]. 财经研究,2011,37(10):58-69.
Liu Hao, Yang Erjia, Ma Zhangcheng. Performance commitments and earnings management of listed companies: Taking supervision in the split-share reform for example[J]. Financial Research,2011,37(10):58-69. (in Chinese)
- [16]龚启辉,吴联生,王亚平. 两类盈余管理之间的部分替代[J]. 经济研究,2015,50(6):175-188+192.
Gong Qihui, Wu Liansheng, Wang Yaping. The partial substitution effect of the two types of earnings management[J]. Economic Research Journal,2015,50(6):175-188+192. (in Chinese)
- [17]陆正飞,魏涛. 配股后业绩下降: 盈余管理后果与真实业绩滑坡[J]. 会计研究,2006,27(8):52-59+97.
Lu Zhengfei, Wei Tao. Underperformance of rights issues: The consequence of earnings management or the deterioration of real performance[J]. Accounting Research,2006,27(8):52-59+97. (in Chinese)
- [18]王珏玮,唐建新,孔墨奇. 公司并购、盈余管理与高管薪酬变动[J],会计研究,2016,(5):56-62+96.
Wang Juewei, Tang Jianxin, Kong Moqi. Corporate M&A, earnings management and changes of executive compensation[J]. Accounting Research,2016,(5):56-62+96. (in Chinese)
- [19]Hou Q, Jin Q, Yang R, et al. Performance commitments of controlling shareholders and earnings management[J]. Contemporary Accounting Research,2015,32(3):1099-1127.
- [20]刘向强,孙健,袁蓉丽. 并购业绩补偿承诺与审计收费[J]. 会计研究,2018,39(12):70-76.
Liu Xiangqiang, Sun Jian, Yuan Rongli. M&A compensation commitment and auditing fees[J]. Accounting Research,2018,39(12):70-76. (in Chinese)
- [21]窦炜, Sun Hua, 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[J]. 经济管理,2019,41(2):156-171.
Dou Wei, Sun Hua, Hao Ying. High “premium” or “quality”? based on reliability of performance commitment[J]. Economic Management,2019,41(2):156-171. (in Chinese)
- [22]张济建,苗晴. 中国上市公司市值管理研究[J]. 会计研究,2010,31(4):82-88+96.
Zhang Jijian, Miao Qing. Research on market value management of Chinese listed companies[J]. Accounting Research,2010,31(4):82-88+96. (in Chinese)
- [23]韩宏稳,唐清泉,黎文飞. 并购商誉减值、信息不对称与股价崩盘风险[J]. 证券市场导报,2019,(3):59-70.
Han Hongwen, Tang Qingquan, Li Wenfei. Goodwill impairment losses, information asymmetry and stock price crash risk[J]. Securities Market Herald,2019,(3):59-70. (in Chinese)

- [24]李晶晶,郭颖文,魏明海. 事与愿违: 并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险? [J]. 会计研究, 2020, 41(4): 37-44.
Li Jingjing, Guo Yingwen, Wei Minghai. Performance commitment in M&As and stock price crash risk [J]. Accounting Research, 2020, 41(4): 70-76. (in Chinese)
- [25]Tetlock P C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market [J]. Journal of Finance, 2007, 62(3): 1139-1168.
- [26]应千伟, 芮昊婧, 邓可斌. 媒体关注的市场压力效应及其传导机制 [J]. 管理科学学报, 2017, 20(4): 32-49.
Ying Qianwei, Guo Haojing, Deng Kebin. Effect of market pressure of media coverage and its transmission mechanisms [J]. Journal of Management Sciences in China, 2017, 20(4): 32-49. (in Chinese)
- [27]醋卫华, 李培功. 媒体监督公司治理的实证研究 [J]. 南开管理评论, 2012, 15(1): 33-42.
Cu Weihua, Li Peigong. Empirical study on media as watchdog in corporate governance [J]. Nankai Business Review, 2012, 15(1): 33-42. (in Chinese)
- [28]Teoh S H, Welch I, Wong T J. Earnings management and the post-issue underperformance in seasoned equity offerings [J]. Social Science Electronic Publishing, 1995, 50(1): 63-99.
- [29]逯东, 万丽梅, 杨丹. 创业板公司上市后为何业绩变脸 [J]. 经济研究, 2015, 50(2): 132-144.
Lu Dong, Wan Limei, Yang Dan. Why do the performance of listed enterprises in GEM change after IPO? [J]. Economic Research Journal, 2015, 50(2): 132-144. (in Chinese)
- [30]Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia [J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1093-1135.
- [31]Joe J R, Louis H, Robinson D. Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(3): 579-605.
- [32]戴亦一, 潘越, 刘思超. 媒体监督、政府干预与公司治理: 来自中国上市公司财务重述视角的证据 [J]. 世界经济, 2011, (11): 121-144.
Dai Yiyi, Pan Yue, Liu Sichao. Media supervision, government intervention and corporate governance: Evidence from the perspective of financial restatement of Chinese listed companies [J]. Journal of World Economy, 2011, (11): 121-144. (in Chinese)
- [33]李培功, 沈艺峰. 媒体的公司治理作用: 中国的经验证据 [J]. 经济研究, 2010, 45(4): 14-27.
Li Peigong, Shen Yifeng. The corporate governance role of media: Empirical evidence from China [J]. Economic Research Journal, 2010, 45(4): 14-27. (in Chinese)
- [34]杜兴强, 杜颖洁, 周泽将. 商誉的内涵及其确认问题探讨 [J]. 会计研究, 2011, 32(1): 11-16+95.
Du Xingqiang, Du Yingjie, Zhou Zejiang. Study on the connotation and recognition of goodwill [J]. Accounting Research, 2011, 32(1): 11-16+95. (in Chinese)
- [35]陈小悦, 肖星, 过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵 [J]. 经济研究, 2000, 35(1): 30-36.
Chen Xiaoyue, Xiao Xing, Guo Xiaoyan. Allotment rights and profit manipulation of listed companies [J]. Economic Research Journal, 2000, 35(1): 30-36. (in Chinese)
- [36]谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究 [J]. 管理世界, 2016, 32(5): 128-140+188.
Xie Deren, Zheng Dengjin, Cui Chenyu. Is controlling shareholder's share pledge a potential "mine"? [J]. Management World, 2016, 32(5): 128-140+188. (in Chinese)
- [37]唐清泉, 韩宏稳. 关联并购与公司价值: 会计稳健性的治理作用 [J]. 南开管理评论, 2018, 21(3): 23-34.
Tang Qingquan, Han Hongwen. Related party M&As and firm value: The governance effect of accounting conservatism [J]. Nankai Business Review, 2018, 21(3): 23-34. (in Chinese)
- [38]孟焰, 张秀梅. 上市公司关联方交易盈余管理与关联方利益转移关系研究 [J]. 会计研究, 2006, 27(4): 37-43+94.
Meng Yan, Zhang Xiumei. Research on the relationship between earning management by related party transactions and listed

company's profit being transferred by related parties [J]. *Accounting Research*, 2006, 27(4): 37 - 43 + 94. (in Chinese)

[39] Wang D. Founding family ownership and earnings quality [J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(3): 619 - 656.

Does performance compensation commitment in M&A induce earnings management?

*LIU Jian-hua*¹, *XU Ting-ting*^{2,3*}, *LU Jun*¹

1. Lingnan (University) College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

3. Zhuhai Huafa Investment Holding Group Co. LTD, Zhuhai 519031, China

Abstract: By manually matching the performance compensation commitments and M&A events from 2012 to 2017, this paper finds that companies that use performance compensation commitments are more inclined to improve earnings management after M&A. At the same time, the company's earnings management behavior is related to the completion of the promised performance: when the performance commitment fails to meet the promised performance in the first year, the listed company has the motive to continue earnings management in the next year; when the performance commitment fails to meet the promised performance in the first two years or the three years of performance commitment, the listed company no longer raises the level of earnings management for the next year. In addition, the company that has achieved "precision compliance" in the first or second year of performance commitment will still carry out upward earnings management in the next year. Through further research, this paper finds that companies which have acquired M&A for the purpose of back-door listing, companies that have pledged their shares within one year after M&A and related party M&As are more inclined to use performance compensation commitments to improve earnings management. Finally, when the performance commitment expires, the risk of "performance change" in listed companies is greatly increased. The research in this paper regards the performance compensation promise as the new motivation of earnings management, which not only enriches the literature on the opportunistic behavior of performance compensation commitment, but also provides relevant reference for relevant policy makers.

Key words: M&A; performance compensation commitment; earnings management