

深市公司重组业绩承诺履行情况及监管建议

罗振吉

(深圳证券交易所上市公司管理二部, 广东 深圳 518038)

摘要: 以2016—2018年深市实施的重大资产重组案例为研究样本, 本文分析了深市公司重组业绩承诺履行情况。研究发现, 深市公司重组业绩承诺存在自愿性业绩承诺占比高、业绩承诺未完成率逐期上升、“精准达标”占比较高、承诺期满业绩大幅下滑等特点, 同时, 承诺履行亦存在交易各方就业绩补偿存在分歧、标的失控致使无法履约、标的财务造假逃避补偿义务等问题。本文建议, 一是完善规则, 加强重组标的资产的信息披露要求; 二是重点关注业绩补偿条款的设置情况, 督促交易各方履约尽责; 三是引导公司设置多元对赌机制。

关键词: 并购重组; 业绩承诺; 承诺履行; 业绩补偿

Abstract: Taking the case of major asset restructurations implemented in Shenzhen stock market from 2016 to 2018 as a research sample, this article analyzes the performance of Shenzhen stock market restructuring performance commitments. The study found that Shenzhen's restructuring performance commitments have characteristics such as a high proportion of voluntary performance commitments, an increase in the unfulfilled rate of performance commitments, a relatively high proportion of "accurate compliance", and a significant decline in performance at the end of the commitment period. At the same time, there are also transactions in the fulfillment of commitments. There are problems about the fulfillment of commitments: the parties have disagreements on performance compensation, the out-of-control of the target makes it impossible to perform the contract, and the financial fraud of the target evades the compensation obligation. Recommendations: First, improve the rules and strengthen the information disclosure requirements of the restructuring assets; second, focus on the setting of performance compensation clauses, and urge all parties to the transaction to perform due diligence; third, guide the company to set up a diversified gambling mechanism.

Key words: mergers and acquisitions, performance commitment, commitment fulfillment, performance compensation

作者简介: 罗振吉, 任职于深圳证券交易所上市公司管理二部, 研究方向: 公司监管。

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A

业绩承诺, 一般指上市公司进行重大资产重组或发行股份购买资产, 当交易标的未来一定期限内的实际盈利数不足预测盈利数时, 业绩承诺方应对上市公司予以补偿的协议安排。业绩承诺在缓解信息不对称、减少利益输送、保障上市公司和股东利益等方面发挥重要作用。¹随着上市公司并购重组日趋频繁, 交易对方未按期履行业绩承诺的行为时有发生, 承诺履行存在诸多争议。本文选取2016—2018年²深市实施的重大资产重组案例为研究样本, 分析深市重组业绩承诺履行情况及问题, 并提出相关建议。

一、深市重组业绩承诺情况及特点

近年来, 深市公司重组业绩承诺呈现如下特点:

(一) 自愿性业绩承诺占比较高

《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组管理办法》)第三十五条规定, 采用基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估的, 且交易对象为上市公司控股股东、实际控制人或其控制的关联人的, 交易对方应与上市公司签订业绩补偿协议。换言之, 非关联第三方并购交易, 或采用资产基础法等非基于未来收益预

期方法进行评估的，不强制盈利预测补偿要求。

在具体实践中，为防止标的资产估值较高、维护交易公平、保护上市公司和中小股东利益，无论交易对手方是否系上市公司控股股东，大多都与上市公司签订业绩补偿协议。2016—2018年，深市实施的重组方案中，签订业绩补偿承诺的方案占当期重组方案的比例分别为87.25%、87.21%和86.49%。³其中，自愿性承诺方案占披露承诺方案的比例分别为74.62%、74.14%和78.13%，自愿性承诺占比较高。

(二)业绩承诺未完成率逐期上升

近年来，业绩承诺未完成率逐期上升。从业绩承诺各期看，时间越长，履约越难。以2016年实施的重组方案为例，实施当年(2016年，T期)未完成率为8.46%，次年(2017年，T+1期)未完成率达19.23%，业绩承诺最后一年(2018年，T+2期)未完成率为35.38%，呈逐期上升趋势(如表1所示)。2017、2018年实施的重组亦存在类似情况。

从年度看，2018—2020年，标的资产未完成业绩承诺的比例逐年上升，分别为28.75%、30.41%和37.40%，受疫情影响明显。

(三)“精准达标”占比较高

标的资产业绩“精准达标”现象显著，即标的资产业绩完成率在[100%，110%]区间内。在完成业绩承诺的重组方案中，超过一半的标的资产业绩精准达标。以2017年实施的重组方案为例，2017年、2018年和2019年标的资产业绩精准达标占当期已完成业绩承诺的比例分别为53.85%、51.56%和62.75%(如表2所示)。

表3列示了不同业绩完成率的分布情况。2018—2020年，标的资产精准达标的比例分别为44.39%、35.68%和25.19%。

表1 重组业绩承诺未完成比例

重组实施年份	T期	T+1期	T+2期
2016年	8.46%	19.23%	35.38%
2017年	12.93%	34.48%	46.55%
2018年	17.19%	29.69%	48.44%

表2 业绩精准达标占比

重组实施年份	T期	T+1期	T+2期
2016年	52.17%	53.47%	56.10%
2017年	53.85%	51.56%	62.75%
2018年	63.27%	65.00%	53.57%

表3 业绩完成情况分布

业绩完成率	2018年	2019年	2020年
[0-90%)	15.00%	19.88%	29.58%
[90%-100%)	13.75%	10.53%	7.04%
[100%-103%)	19.38%	14.04%	11.27%
[103%-106%)	13.13%	14.04%	8.45%
[106%-110%)	11.88%	7.60%	5.63%
[110%-120%)	13.13%	12.28%	14.08%
[120%-150%)	9.38%	14.04%	14.79%
[150%—+∞)	4.38%	7.60%	9.15%

(四)承诺期满业绩大幅下滑

业绩承诺仅对标的资产一定期限内的盈利能力提出要求，且判断指标大多为扣非后净利润。为避免业绩补偿，标的公司存在利用财务技巧腾挪利润使得业绩精准达标的动力，而承诺期满后，业绩大幅下滑。这种“业绩精准达标，期满大幅下滑”的现象增加了资本市场“后承诺期”的监管压力。

2016年实施的重组方案中，承诺期满后净利润平均下滑59.42%，50余单下滑幅度在30%以上；在完成业绩承诺的标的资产中，净利润下滑的公司占比达61.84%。

2017年实施的重组方案中，承诺期满后净利润平均下滑28.53%，50余单下滑幅度在30%以上；在完成业绩承诺的标的资产中，净利润下滑的公司占比达69.39%。

例如，某影视公司收购同行业公司，承诺期内业绩完成率分别为102.43%、104.07%和100.05%，期满后净利润下滑130.93%，原因系影视行业下滑，电视剧发行难度增大等；某信息技术公司收购终端设备公司，三年业绩累计完成率为107.27%，期满后一年净利润由0.68亿元下降至-1.99亿元，下滑幅度达394.15%。

(五)标的资产分布于计算机等行业

表4列示了重组标的的行业分布。2016年，存在业绩承诺的标的资产主要集中在计算机(占比17.69%)、传媒(13.85%)、机械设备(10.77%)、化工(6.15%)、通信(6.15%)等行业；2017年，标的资产集中于计算机(12.07%)、机械设备(12.07%)、公用事业(12.07%)、电子(9.48%)、传媒(8.62%)等行业；2018年标的资产集中于计算机(15.63%)、电子(10.94%)、汽车(9.38%)、传媒(7.81%)、机械设备(7.81%)、通信(7.81%)、医药生物(7.81%)等行业。

(六)重组业绩承诺的变更

《监管规则适用指引——上市类第1号》(以下简称

表4 重组标的行业分布占比

申万行业分类	2016年	2017年	2018年
计算机	17.69%	12.07%	15.63%
传媒	13.85%	8.62%	7.81%
机械设备	10.77%	12.07%	7.81%
化工	6.15%	6.03%	3.13%
通信	6.15%	7.76%	7.81%
电子	5.38%	9.48%	10.94%
医药生物	5.38%	3.45%	7.81%
电气设备	4.62%	5.17%	3.13%
交通运输	3.85%	2.59%	3.13%
汽车	3.85%	5.17%	9.38%
公用事业	2.31%	12.07%	3.13%
国防军工	2.31%	5.17%	1.56%
轻工制造	2.31%	0.86%	6.25%
综合	3.85%	2.59%	4.69%

《上市类1号》)规定,重组业绩补偿承诺是重组方案的重要组成部分,重组方应当严格履行补偿承诺。除证监会明确的情形外,重组方不得变更业绩补偿承诺,即重组承诺不可变更。

受疫情影响,部分重组标的业绩承诺难以完成。据此,2020年5月15日,证监会发布《就上市公司并购重组标的资产受疫情影响相关问题答记者问》,允许确受疫情影响的重组项目延长业绩承诺期或调整承诺。

表5列示了2021年上半年承诺变更情况。自2021年初至6月20日,深市共披露变更重组业绩承诺21单。从变更方式看,17单将2020年的业绩承诺递延至2021年,3单在原有承诺期内调整业绩承诺金额,1单调整金额同时延长承诺期。

从业绩完成情况看,大部分标的历史年度业绩精准达标。以2019年为例,处于业绩承诺期的重组18单,其中11单精准达标,2单业绩完成率超过110%,5单完成率不足90%。横向上看,精准达标现象亦较为明显。如启

表5 承诺变更方式

变更方式	数量	案例
延长业绩承诺期	17	中欣氟材将标的资产高宝矿业2020年的业绩承诺金额8,400万元递延至2021年
调整承诺金额	3	金杯电工标的资产武汉二线原业绩承诺为2020—2022年的净利润不低于8600万元、8900万元、9300万元,武汉二线2020年实现净利润7131万元,其业绩承诺变更为2020—2022年的净利润不低于7130万元、9770万元、9900万元,承诺总金额不变
同时调整承诺期及金额	1	爱迪尔标的资产千年珠宝原业绩承诺为2017—2020年净利润不低于2.97亿元,截至2020年底千年珠宝实现净利润2.64亿元,其将业绩承诺期延长一年,并承诺2020年与2021年净利润为0.54亿元、0.874亿元

迪设计、爱迪尔重组标的2017—2019年业绩均精准达标。变更后业绩承诺实现情况值得关注。

二、重组业绩承诺履行存在的问题

业绩承诺补偿是上市公司与交易对方就标的资产业绩不达标时如何补偿所达成的协议,从法律上看属于民事合同。但在具体执行中,存在如下问题:

(一)交易各方就业绩补偿存在分歧

一般而言,交易双方约定在报告期末由会计师对标的资产进行审计并就业绩是否达标发表明确意见。但由于约定不明晰,且相关会计处理较为复杂,使得交易各方就标的资产业绩完成情况存在分歧。

1.不同会计师就业绩完成情况意见相悖

上市公司在不同年度聘请的会计师不同,导致不同会计师就同一标的资产业绩完成情况出具矛盾的意见。例如,某信息技术公司收购集成电路制造企业,交易对方就标的资产2017—2019年净利润作出承诺。2020年4月,前任会计师事务所出具核查意见认为标的资产的业绩完成率为101.43%。2021年4月,后任会计师事务所对公司出具保留意见的审计报告,原因系标的资产部分收入不满足确认条件,其业绩完成率仅为84.90%,未完成业绩承诺。前后任会计师对同一标的资产业绩完成情况意见相悖。

2.交易对方不认可会计师的会计处理

交易对方就会会计师的会计处理存在异议,特别是关于收入确认、成本结转等方面,导致其无法按期履约。如某游戏公司收购同行业公司股权,会计师事务所出具的专项审核报告认为,标的资产2017年扣非后净利润2,697.46万元,低于承诺数7,452.54万元。扣除公司尚未支付给标的资产原股东的股权转让款7,000万元后,交易对方尚需补偿3.80亿元。交易对方认为部分收入应当确认合同收入,不认可会计师意见,未履行补偿义务。

3.非标审计报告财务数据能否援引

会计师的审计报告是判断标的资产业绩是否完成的基础,若标的资产被出具非标意见的审计报告,则交易对方可能以非标意见下的财务数据不可信为由拒绝履行承诺。例如,某通信工程及服务公司收购医疗设备公司100%股权,会计师事务所对上市公司2018年财务报告出具无法表示意见的审计报告,同时业绩完成情况审核报

告中认为标的资产未完成承诺。交易对方以不应引用未确认的财务数据作为业绩补偿依据为由拒绝履行承诺。

(二)业绩补偿能否抵消未支付股权款

在现金收购中，交易双方一般约定根据标的资产业绩完成情况分期支付股权款。在标的业绩未达标时，交易对方需履行补偿义务，而收购方有部分股权款尚未支付，这两笔款项能否抵消，存在分歧。例如，某软件公司以7.3亿元收购游戏公司，并根据业绩承诺完成情况分期支付股权转让款。因标的资产未完成业绩承诺，上市公司第三期股权转让款2.5亿元尚未支付。根据约定，交易对方应补偿上市公司6.5亿元。交易对方的6.5亿元补偿款是否可与上市公司未支付的2.5亿元股权款相抵消，双方存在争议。上市公司认为，因对方未完成业绩承诺，上市公司无款项支付义务，对方还应支付上市公司6.48亿元。交易对方认为，补偿协议的基础是公司足额支付股权款，且协议并未明确约定未完成业绩承诺时可免除上市公司的付款义务。

(三)股份锁定期与业绩承诺期不匹配

《重组管理办法》规定，控股股东及关联方股份锁定36个月，其余股东锁定12个月，而业绩承诺期一般为3年，股份锁定期与业绩承诺期的不匹配导致股份解除限售时存在争议。如某民爆公司2018年发行股份购买资产，方案约定，一是发行股份的锁定期为12个月，二是业绩承诺期为2018—2020年，如果业绩无法完成，将优先以重组中认购的股份予以补偿。2020年1月，股份锁定期满，且标的公司第一期业绩承诺已完成，是否对股份予以解限存在争议。如按照约定予以解限，在业绩不达标时，没有保障措施督促股东履行补偿义务；若不予解限，现行规则对此并无明确规定，股东恐有异议。

(四)标的失控致使无法履约

为保证业绩承诺能按期完成，上市公司与交易对方约定，业绩承诺期内不对标的资产的管理团队、经营决策做出重大调整，甚至不参与标的资产的经营管理。这种“只并表，不管理”的收购方式很可能导致标的失控，业绩补偿无法履行。

例如，某数控自动化设备生产企业于2016年11月收购机床工具制造公司。为满足业绩承诺要求，上市公司未对标的资产的主要管理人员进行调整。2019年4月，标

的资产未完成业绩承诺，交易对方应补偿上市公司2.13亿元。2019年11月，公司向标的资产派出的工作组受到阻挠，会计师亦无法进场审计，重组标的失去控制。2020年11月，标的资产被申请破产清算，交易对方仍未支付补偿款。

(五)标的财务造假逃避补偿义务

为逃避补偿义务，有的公司会在标的资产的财务数据上“做文章”，通常表现为承诺期内业绩精准达标，期满后业绩断崖式下滑，并计提大额商誉减值。

例如，2015年12月，某装饰材料生产企业跨界收购游戏公司，标的公司净资产账面价值1.72亿元，评估值34.72亿元，评估增值率1924%。标的公司原股东承诺2015—2017年净利润分别不低于1.8亿元、3.2亿元和4.68亿元。承诺期内标的公司业绩完成率分别为102.6%、113.9%和103.6%，业绩精准达标，交易对方无需业绩补偿。承诺期满后，上市公司披露公告称因相关业务不及预期，拟计提商誉减值准备约20亿元，引发市场广泛质疑。在交易所问询下，上市公司披露差错更正公告，调减标的公司2017年净利润0.72亿元，交易对方应补偿0.18亿元。

(六)处置重组资产，业绩补偿无疾而终

因部分标的资产经营不佳拖累上市公司业绩，故承诺期满后上市公司拟将标的资产处置，而交易对方未按期履行业绩补偿承诺，标的资产出表后，业绩补偿追偿难度加大。

例如，某互联网游戏公司以34.17亿元横向收购同行业公司股权，2018年标的资产业绩完成率为34.70%，交易对方需补偿股份数为3,688万股，部分股东股份数量不足以覆盖应补偿股份数，且交易对方亦未履行补偿义务。2021年6月，公司拟以9.03亿元出售标的资产股权。皮之不存，毛将焉附？标的资产被处置后，业绩补偿追偿难度将进一步加大。

(七)合同诈骗，补偿协议效力待定

从法律角度看，资产收购协议及业绩补偿协议均属民事合同，如交易各方在签订相关协议时存在违反《合同法》相关规定的行为，原则上收购协议及业绩补偿协议属无效合同，交易对方无需履行补偿义务。

例如，某通用设备制造公司收购跨境物流公司股权，交易对方通过虚假贸易美化标的业绩，并以21.6亿

元卖给上市公司。标的资产未完成2018年业绩承诺，交易对方根据协议应补偿21.6亿元。2018年6月，标的资产造假事宜败露，被公安机关立案侦查。2020年1月，法院判决认为，交易对方以非法占有为目的，在《重组合同》的签订、履行过程中，骗取他人财物，构成合同诈骗罪。问题的争议在于业绩补偿合同是否有效。如有效，交易对方需履行业绩补偿承诺；如无效，对方需退还股权款。但交易对方既未退还相关款项，也未履行业绩补偿承诺，上市公司利益可能受损。

(八)业绩补偿股份被质押或冻结导致无法履约

2019年3月22日，证监会发布《关于业绩承诺方质押对价股份的相关问题与解答》(以下简称《解答》)，明确重组报告书应载明业绩承诺方保障业绩补偿实现的具体安排，如保证对价股份优先用于履行业绩补偿承诺，不通过质押股份等方式逃废补偿义务；未来质押股份时，将书面告知质权人相关股份具有潜在业绩补偿义务的情况。

《解答》发布以前，交易对方将重组对价股份用于质

押，或被法院司法冻结，进而无法履行补偿义务的情况屡见不鲜。如前述装饰材料生产企业收购游戏公司的交易对方持有的重组对价股份被司法冻结，无法履行补偿义务。

三、监管建议

(一)完善规则，夯实制度之基

1.关于标的资产业绩实现情况

《上市类1号》规定，业绩承诺期内上市公司应当每年披露《收购资产业绩承诺实现情况的专项说明》，财务顾问、会计师等中介机构应当就业绩完成情况发表明确意见。这种披露方式仅有结论性意见而无具体测算过程，上市公司可操纵性较强。建议修订《上市类1号》或出台相关公告格式，一是补充披露标的资产的主要财务数据，便于投资者了解重组标的的生产经营状况；二是将标的资产的业绩情况与评估时的盈利预测相对比，说明盈利预测与后续业绩实现情况是否存在差异。充分的信息披露可压缩标的资产腾挪利润的空间，有助于缓解

(上接第34页)

[25] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.

[26] Zeng T, Crowther D. Relationship between corporate social responsibility and tax avoidance: international evidence[J]. Social Responsibility Journal, 2019, 15(2): 244-257.

[27] Zhong M, Gao L. Does corporate social responsibility disclosure improve firm investment efficiency?[J]. Review of Accounting and Finance, 2017.

[28] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005, (2): 81-91.

[29] 曹越, 辛红霞, 张卓然. 新《环境保护法》实施对重污染行业投资效率的影响[J]. 中国软科学, 2020, (8): 164-173.

[30] 代昀昊, 孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 世界经济, 2017, (1): 168-192.

[31] 高勇强, 陈亚静, 张云均. 企业声誉、慈善捐赠与消费者反应[J]. 当代经济管理, 2012, (6): 20-25.

[32] 何贤杰, 肖土盛, 陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束[J]. 财经研究, 2012, (8): 60-71+83.

[33] 姜付秀, 石贝贝, 马云凤. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究, 2016, (6): 83-97.

[34] 李瑾. 我国A股市场ESG风险溢价与额外收益研究[J]. 证券市场导报, 2021, (6): 24-33.

[35] 李新丽, 万寿义, 张雪梅. 企业社会责任能降低股价同步性吗? ——基于强制披露企业社会责任报告的准自然实验[J]. 科学决策, 2018, (9): 1-27.

[36] 李延喜, 曾伟强, 马壮, 陈克兢. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论, 2015, (1): 25-36.

[37] 刘艳霞, 祁怀锦. 管理者自信会影响在职消费吗? ——兼论融资融券制度的公司外部治理效应[J]. 管理评论, 2019, (4): 187-205.

[38] 卢馨, 张乐乐, 李慧敏, 丁艳平. 高管团队背景特征与投资效率——基于高管激励的调节效应研究[J]. 审计与经济研究, 2017, (2): 66-77.

[39] 邱牧远, 殷红. 生态文明建设背景下企业ESG表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究, 2019, (3): 108-123.

[40] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究, 2015, (11): 49-64.

[41] 沈洪涛, 马正彪. 地区经济发展压力、企业环境表现与债务融资[J]. 金融研究, 2014, (2): 153-166.

[42] 王靖宇, 张宏亮. 产品市场竞争与企业投资效率: 一项准自然实验[J]. 财经研究, 2019, (10): 125-137.

[43] 王清刚, 徐欣宇. 企业社会责任的价值创造机理及实证检验——基于利益相关者理论和生命周期理论[J]. 中国软科学, 2016, (2): 179-192.

[44] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰. 有中介的调节变量和有调节的中介变量[J]. 心理学报, 2006, (3): 448-452.

[45] 夏宁, 邱云飞. 机构投资者持股、管理者权力与非效率投资[J]. 南京审计学院学报, 2016, (2): 12-20.

[46] 向朝进, 谢明. 我国上市公司绩效与公司治理结构关系的实证分析[J]. 管理世界, 2003, (5): 117-124.

[47] 喻坤, 李治国, 张晓蓉, 徐剑刚. 企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击[J]. 经济研究, 2014, (5): 106-120.

[48] 翟胜宝, 易早琴, 郑洁, 唐玮, 曹学勤. 银企关系与企业资本配置效率——基于我国民营上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014, (4): 74-80+96.

[49] 赵天骄, 肖翔, 张冰石. 企业社会责任对资本配置效率的动态影响效应——基于公司治理视角的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2018, (11): 66-80.

(责任编辑: 吴林祥)

“业绩精准达标，期满大幅下滑”的情形。

2.关于股份解限

鉴于部分股东股份锁定期与业绩承诺期不匹配，使得股份解限售存在争议，建议：一是在《重组管理办法》中要求交易对方的股份锁定期或解除限售比例应与业绩承诺期及承诺金额相匹配；二是明确解限售标准。

《上市公司规范运作指引》第4.3.3条规定，上市公司股东出售已解除限售的股份应当严格遵守所作出的各项承诺，其股份出售不得影响未履行完毕的承诺的继续履行。该规定未明确股东存在未完成的承诺时应如何解限售，建议明确股份解限售标准。

3.关于重组对价股份用于质押

《上市类1号》规定，上市公司发布股份质押公告时，应当明确披露拟质押股份是否负担业绩补偿义务。

《上市规则》第11.11.5条规定，当公司任一股东所持公司5%以上股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权时，应当及时披露。这意味着，当股东质押股份数量未达5%时，公司并无信息披露义务，若公司不主动披露，投资者将无法知悉重组对价股份的质押情况。因此，建议修订《上市规则》，强化重组对价股份质押的披露义务，当质押股份涉及重组对价股份的，无论质押比例均需对外披露。

(二)强化问询，缓解履约纠纷

部分公司的业绩补偿条款设置不明晰，在履约时双方存在纠纷，影响承诺履行。建议：一是关注业绩补偿条款的设置情况，明确补偿条件、补偿形式、补偿时间、补偿金额，如由哪一方聘请中介机构对标的资产进行审计，以及出现争议的解决机制；二是关注交易对方股票质押情况，公司在披露股票质押公告时，是否明确说明股东已书面告知质权人相关股份具有潜在业绩补偿义务的情况。

(三)百花齐放，探索多元对赌

除向控股股东购买资产或重组上市强制业绩补偿承

诺以外，其余并购重组不强制要求业绩补偿承诺，而深市目前仍有八成重组方案披露了自愿性业绩补偿承诺。强制单边业绩对赌存在扭曲交易定价、妨碍并购整合的弊端，尤其在生物医药等研发投入较高的行业，业绩承诺可能引发公司延缓科研投入，追求短期利益。⁴建议：一是借鉴国外并购盈利能力支付计划(earn-out)对赌机制，将传统的一次性付款方式转变成按照未来一定时期内的业绩表现进行支付的交易模式；二是在财务指标方面，可考虑增加营业收入、税息折旧及摊销前利润(EBITDA)等指标，避免公司片面追求净利润；三是在非财务指标方面，可以考虑增加新产品研发成果(如新药通过临床试验、获得有关机构批准)、取得重大合同、关键管理人员去留等指标。

(四)锚定关键，关注履约进展

据统计，大部分披露承诺变更的标的资产在以前年度业绩处于精准达标的状态，2020年受疫情影响业绩下滑严重。2021年疫情影响仍在继续，而部分变更承诺的公司调高了2021年业绩承诺，使其业绩完成面临更大压力。建议：一是关注上述公司后续年度的生产经营情况、持续盈利能力及业绩完成情况，以及商誉减值准备计提的充分性。在特殊情况下，可以要求公司披露标的资产的详细财务报表。二是关注公司与交易对方存在分歧时，上市公司是否积极采取各项手段维护自身利益，如提起诉讼或仲裁等。若公司怠于履行相关义务，应督促公司积极维权。

(五)监管联动，破解履约难题

履约纠纷大多源自交易各方对标的资产的业绩存在争议，如相关交易是否满足收入确认条件、坏账计提是否充分等，此类问题仅通过问询、关注无法有效解决。建议：一是与证监局保持密切协作，加强现场检查力度。就业绩存在争议的标的公司，及时提请证监局现场检查。二是加强与投服中心的沟通协调，强化其作为中小投资者代言人行使对“三高”重组表决权的关键作用。 ■

注释

1. 参见王建伟，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.

2. 因重组业绩承诺期一般为3年，2018年实施的重组于2020年业绩承诺期满，故选取2016—2018年实施的重组作为研究样本，便于

研究整个承诺期内的完成情况。

3. 数据来源：Wind数据库，笔者整理，下同。

4. 参见方重，程杨，肖媛. 并购重组业绩承诺的现况与监管[J]. 清华金融评论, 2016, (10): 73-79.

(责任编辑：孙烨)