

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 奥赛康业绩承诺期间的盈余管理研究

研究生姓名: 黄彦梅

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授 高杰 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：黄飞梅 签字日期：2022.6.1

导师签名：方文彬 签字日期：2022.6.7

导师(校外)签名：李心 签字日期：2022.6.9

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：黄飞梅 签字日期：2022.6.1

导师签名：方文彬 签字日期：2022.6.7

导师(校外)签名：李心 签字日期：2022.6.9

**Earnings Management research during
Performance commitment period of
AOSAIKANG**

Candidate : Huang Yanmei

Supervisor: Fang Wenbin Gao Jie

摘 要

近年来,随着我国经济结构的不断优化和国家政策对行业提升集中度的不断引导,上市公司并购重组的案例逐渐增多。业绩承诺也应时而生,为企业防范风险和提高并购效率做出了一定贡献。然而,在并购市场规模逐步扩大的如今,为维护上市公司良好的投资市场形象,一些进行业绩承诺的公司往往会为了防止因失约而带来的交易市场的严重震荡,采用各种会计管理手段对公司的经营状况进行盈余管理。

本文首先对已有的业绩承诺和盈余管理方面的研究成果进行了梳理和总结来确定研究方向,并对相关的概念与理论进行阐述。以奥赛康重组为具体案例,分析了业绩承诺对该企业盈余管理的影响,以及该企业盈余管理的方式。具体包括:首先对交易各方的基础情况、并购重组、业绩补偿等内容作出了简单说明,进而分析案例公司业绩承诺的实际完成情况;其次,根据本文中所述的理论基础,对奥赛康进行盈余管理的动因加以分析;然后,根据两种盈余管理计量模型进行计算,以判断企业盈余管理水平;最后,归纳总结了案例企业盈余管理的手段和其所产生的经济结果。

结果表明,奥赛康采用一些盈余管理手段完成了业绩承诺,没有进行业绩补偿,帮助外部投资者获取短期利益,但长期来看不利于公司的发展,也不能满足中小股东对长期利益的获得。本文在研究案例的基础上,提出建议以对业绩承诺期内的盈余管理行为进行合理控制,希望能在一定程度上丰富我国资本市场对于该主题的案例研究,分别为监管部门、外部投资者和上市公司识别以及压缩业绩承诺背景下的企业盈余管理行为提供一定的参考价值。

关键词: 业绩承诺 盈余管理 奥赛康

Abstract

In the last few years, with the constant majorization of China's economic construction and a number of policies to guide the industry to enhance concentration, mergers and acquisitions of listed companies have gradually increased. Performance commitment is also timely, which makes a certain contribution to preventing risks and improving m&a efficiency. However, in order to maintain the good investment market image of listed companies, in order to prevent the serious shock of cash and securities market caused by non-engagement, some companies that undertake performance commitment often adopt various accounting management methods to carry out earnings management on the company's operating conditions.

In this paper, the existing research achievements in performance commitment and surplus management are summarized and summarized, and the relevant concepts and theories are expounded. This paper takes the listing of AOSAIKANG as a specific case, analyzes the influence of results promise on control of earnings of the firm and the way of control of earnings of the company. Specifically, it includes: first of all, it makes a brief description of the basic situation of all parties to the transaction, mergers and acquisitions, and performance compensation, and then analyzes the actual completion of the performance commitment of the case company; Secondly, according to the theoretical basis described in

this paper, the motivation of earnings management is analyzed. Then, according to the calculation of two kinds of earnings management measurement models, to judge the level of earnings management; Finally, it summarizes the means of earnings management and its economic results.

The results show that AOSAIKANG has fulfilled its performance commitments by means of earnings management without performance compensation, which helps external investors to obtain short-term benefits, But in the long run, it works against the company, nor can it satisfy minority shareholders to obtain long-term benefits. On the basis of case study, this paper put forward a proposal to commitment to performance during the period of the earnings management behavior to carry on the reasonable control, hoping to enrich our country capital market to a certain extent for the subject of case study, respectively, regulators, identification of outside investors and listed companies, and compression performance commitments under the background of corporate earnings management behavior provide the certain reference value.

Key words:Performance commitment; Earnings management; AOSAIKANG

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 业绩承诺相关研究.....	3
1.2.2 盈余管理研究现状.....	6
1.2.3 业绩承诺与盈余管理关系的相关研究.....	8
1.2.4 文献述评.....	9
1.3 研究内容与方法.....	10
1.3.1 研究内容.....	10
1.3.2 研究方法.....	11
2 概念界定与理论基础	12
2.1 概念界定.....	12
2.1.1 业绩承诺.....	12
2.1.2 盈余管理.....	12
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 信息不对称理论.....	13
2.2.2 信号传递理论.....	14
2.2.3 目标设定理论.....	14
2.2.4 不完全契约理论.....	15
3 奥赛康业绩承诺介绍	16
3.1 奥赛康介绍.....	16
3.1.1 交易主体简介.....	16
3.1.2 并购重组背景.....	17
3.1.3 并购重组方案.....	19

3.2 奥赛康业绩承诺方案介绍.....	20
3.3 奥赛康业绩承诺履行情况.....	20
3.3.1 奥赛康业绩承诺履行期内情况.....	20
3.3.2 奥赛康业绩承诺履行期后情况.....	20
4 奥赛康业绩承诺期间盈余管理动因、手段及检验.....	22
4.1 奥赛康业绩承诺盈余管理动因分析.....	22
4.1.1 向市场传递积极信号，避免不利影响.....	22
4.1.2 实现业绩承诺避免业绩补偿.....	22
4.1.3 推高股价，实现大股东套现.....	23
4.2 奥赛康业绩承诺盈余管理手段分析.....	23
4.2.1 提高研发费用资本化比例.....	23
4.2.2 采取激进的销售政策.....	25
4.2.3 转回减值损失.....	26
4.3 奥赛康业绩承诺盈余管理检验.....	26
4.3.1 盈余管理检验模型.....	26
4.3.2 基于应计利润总额比检验.....	28
4.3.3 基于行业可操作性应计利润检验.....	29
5 奥赛康业绩承诺盈余管理的经济后果分析.....	32
5.1 财务绩效分析.....	32
5.1.1 营运水平分析.....	32
5.1.2 销售回款能力分析.....	33
5.1.3 长期发展能力分析.....	34
5.2 市场反应分析.....	35
5.2.1 短期市场反应.....	35
5.2.2 长期市场反应.....	40
6 研究结论与建议.....	42
6.1 研究结论.....	42
6.1.1 业绩承诺推动奥赛康盈余管理.....	42

6.1.2 奥赛康盈余管理使中小股东短期获利.....	42
6.1.3 盈余管理的负面作用终给奥赛康的长远发展带来阻碍.....	43
6.2 相关建议.....	43
6.2.1 对上市公司的建议.....	44
6.2.2 对市场投资者的建议.....	45
6.2.3 对相关监管部门的建议.....	45
参考文献.....	48
后 记.....	53

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

近年来,我国市场经济活力不断被激活,重组并购浪潮也在资本市场上逐步高涨,而随着重组市场的逐步崛起,也引发了一股“业绩补偿承诺”的风潮。但因为存在着市场信息不对称,收购方对于标的资产的收益潜力及其风险情况的掌握程度均大大受限,由此使得在交易各方向形成了一种新的风险增长点。

为将标的资产价格控制在合理范围内,进而保护广大投资人的权益,业绩补偿保证制度便应时而生作为一项重要的保障机制。《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称为《办法》),第三十五条中明确,企业在大型资产重组实施后的约定时间,在公布当年全部财务报告的基础上,还要向市场单独披露实际业绩与预期业绩之间的差额,就实现不了的差额交易双方应当签订补偿协议,这些规定在很大程度上保障了投资者的利益,但同时也给上市公司带来了一些问题。因此,中国证券监督管理委员会于2019年10月18日公布了一项决议,重点调整了两个内容:一是完善公司大型资产业绩补偿约定与承诺监督管理措施,并加强问责力度;二是将“净利润”等指标从并购重组企业上市条件认定准则中剔除。为贯彻落实最新的《证券法》对企业重大资产重组的有关要求,《办法》进一步明确了我国企业的控股股东和实际所有权人违规行为的法律责任,以及通过增发股票方式收购负债的法律责任。

在业绩承诺得以广泛运用的大背景下,可以看出,公司业绩承诺的能否实现将直接影响公司股价的波动程度及其未来的发展趋势。而按照信息传导理论,为向市场传递良好的信息,为避免在相应的实际业绩和承诺业绩之间差距甚远,为维护资本市场的良好形象,为防止因失约而带来的对现金和股票价值的巨大赔偿,盈余管理现已成为上市公司在承诺期间达到相应盈利状况的重要选择。但越来越多签署了业绩补偿承诺合同的标的企业无法按时完成,有时甚至还采用了盈余管理方法来导致其所呈现的绩效越来越不真实,造成公司业绩在精准完成后的

急剧下降，不但会影响到中小股东们的切身利益，而且还会对市场秩序的稳定产生相当程度上的威胁，这和公司推出业绩补偿并承诺解决市场信息的不对称、维护中小股东权益问题的宗旨并不相符。由此可见，业绩承诺虽然对并购风险能起到预防和控制的作用，但其本身又产生特定的风险。

受国家医保控费等多项政策措施的影响，药企相继调整经营策略，逐步剥离旗下的销售企业；与此同时，之前多年跨界进入医药行业、或加大投资布局不同领域管线医疗事业的大公司，已经开始逐步剥离药品资产或停损经营，而知名药企也开始加快抱团发展，有时也可能形成并购重组，医药行业格局正在加速洗牌。

因此本文通过对业绩精准达标，以及在承诺到期后就业绩下滑的医药制造企业奥赛康展开了深入研究，对其业绩承诺期内的盈余管理情况及其通过盈余管理产生的经营结果加以剖析，从而深入探讨了如何对业绩承诺期间的公司盈余管理现状加以规范，进而有效减少了标的公司业绩数据失真现象，同时对保障中小投资方以及债务人的利益具有重要意义。

1.1.2 研究意义

本文以奥赛康并购重组为例，深入了解其并购重组的背景、业绩承诺履行情况以及其为了完成业绩承诺做出的盈余管理行为和带来的影响，并提出相应的建议，具有一定的理论和现实意义。

1、理论意义

现阶段，国内外关于并购公司的业绩承诺和盈余管理案例研究还非常少。对业绩承诺的重点聚焦于讨论如何合理设定业绩承诺协议内容、业绩承诺的作用和业绩承诺的实现效果等方面；对于盈余管理的研究涉及了动机、方法、模型等各方面。仅个别论文证实绩效承诺期盈余管理程度的严重程度显著超过非绩效承诺期，将业绩补偿和盈余管理相结合进行案例研究的研究却少之又少。此外，目前研究人员对于业绩承诺和盈余管理的关系还未能进行深入分析，并且以往的研究以轻资产企业尤其以影视行业研究居多，对其他行业的研究不多。然而，因为业务不同，公司控制盈余的方法也不尽相同，所以本文就以奥赛康为例，对其承诺期间的盈余管理展开研讨，这对本主题的案例研究有一定的帮助。

2、现实意义

本文从实际案例出发,研究其在业绩承诺期间如何进行盈余管理,可以有助于企业投资人进一步增强对业务表象的警惕性,从而防止企业盲目信赖、过分依靠业绩补偿承诺维护自身,从而指导投资人实现健康、合理的投资融资过程,为企业进一步健全运用相关机制来压缩盈余管理的投资行为指明了新的方向,使业绩补偿承诺的有效运用也可以真正地减少企业并购风险,保护相关利益者的利益以及保证企业后续稳定的发展。

1.2 文献综述

1.2.1 业绩承诺相关研究

2005年的股权分置改革促成了国内业绩补偿与承诺激励机制的形成,是一种基于中国独特的市场经济条件以及证监会的管理背景下而创新的监管方法。在国外的实施过程中,因为国外资本市场较为完善,交易各方相互之间最终都能够采用可比公司法或者比较交易法协商并实现资产的交易价格,所以在国外并不存在基于业绩补偿承诺的相关条款,而是一个比较成熟的评估调整机制,投融资各方就相互之间未来出现的不确定性事件而进行的评估调节协定,即对赌协议。

1、国外研究现状

估值调整机制是在国际上十分普遍的一个期权制度,而外国学者对对赌协议的研究也大多集中于其实际使用状况的分析。期权即交易当事人就未来所面临的各种不确定情况达成的协议,通过设定一个特定的触发条款而使得其中一方拥有某种权利,使得交易对双方均有利。Rob Voeks(1997)首次将实物投资期权的概念带入对赌协议,指出二者之间存在的共同点,自此之后对赌协议便得到广泛的接受和应用。之后Kohers(2000)发现,对赌协议能够有效进行交易双方对交易资产估值的确定,从而对标的公司管理人员产生经营管理的激励效果。同时对赌协议也成为了一个风险回避制度,它在公司兼并交易中的运用,也使得更多的公司开始通过这种方式来完成公司兼并交易。此外,Craig和Smith(2003)研究了具体的对赌协议条款对并购交易的影响,得出结论认为,可以通过合理应用对赌协议条款来解决并购交易中存在的多个问题。Yong Li(2008)建议,期权理论是能够分阶段对对赌合约的实际价值进行计算,对赌协议也能够减少企业面临

的风险，提高企业经营管理水平。对赌协议也对目标企业的管理层努力实现预期绩效目标产生激励的效果，Wilson(2016)调研了美国的并购案例，发现了人才是劳动力密集型公司的核心因素，将绩效补偿合同应用于兼并交易能帮助企业吸引人员，并激励公司员工。

然而 Bergernann 等（1998）分析了对赌协议在交易中的应用，并探究了对赌合同的具体规定及其对公司的生产业务的影响。通过对赌协议的具体分析表明，对企业来说绩效承诺是一种激励性契约，对于公司的绩效起到了一定的促进作用，但也会给企业带来一定的经营风险。Eric Liu 等（2012）认为，虽然订立对赌协议可以产生一些激励效应，但还需要开展更多研究，以确定对赌协议是否会使融资方关注短期绩效并引发盈余管理风险。Cadman(2014)指出，对赌协议通常使得标的企业的管理者希望达到短期内目标业绩，而疏忽了企业的长久发展前景。

2、国内研究现状

部分研究者指出，虽然对赌协议内容和双方业绩补偿的承诺内容相近似，但学者汪月祥、杨俊欣（2014）等则持有相反看法，认为“对赌协议”是各方根据标的资产未来收益能力所做出的博弈行为，属于市场经济行为的产物。业绩赔偿承诺是一项制度安排，规定了标的资产在未能达到期望收益率的情形下，对上市公司作出单向赔偿，以保障出让方与中小股东权益者的投资权利，是一个非市场行为。学者王晨（2016）阐述了订立对赌协议和绩效赔偿的差异，并总结了以下四个方面的差异：在协议形式上，投资方与对赌协议双方不但按照绩效决定赔偿与奖励数额，还影响了被投资方的投资比重与股权结构，而绩效赔偿则是在上市公司资产重组合同中的一种补充规定，只按照投资者的绩效决定赔偿金额，不调整上市股份公司的投资比重。在实际行权时，对赌合同各方都可在符合条件时行使职权，但按照绩效赔偿的方式有行使职权的往往是并购方。就合同种类而言，一般对赌合同主要包括六种类别，依次是：股权对赌、现金补偿、股权稀释、股权回购、股权激励以及股权优先，而业绩赔偿则包括了企业现金赔偿、股票赔偿和企业现金股票组合赔偿三种类型。从法律效力上来看，一些一般对赌合同会被判决为无效，但业绩补偿则是一项相对独立的强制性赔偿行为，用以维护中小投资者的权益，并终身具有法律效力。

据此,本文中提出的对赌协议与业绩承诺都是在各种历史背景和市场条件下形成的,因此无法完全把二者混为一谈。我国学者主要对中国股权分置改革和兼并重组这两个时期的业绩补偿承诺问题展开了深入研究,并围绕着这种大背景重点研究了业绩补偿承诺所产生的社会经济效应,分为以下两种观点:

(1) 业绩补偿承诺的正效应

国内学者将业绩补偿承诺的正效应归纳为对企业各方面带来的激励效应以及在并购重组过程中提高并购效率。

张波(2009)从多方情况入手分析后,对业绩承诺的经济效益展开了深入研究,并通过对帕累托有效性的表现分析和编制最优预测的业绩补偿方案,结果表明:在业绩承诺的违约风险偏高时期,业绩承诺对公司管理层产生的刺激效应并不突出;在公司达到中等风险管理水平时,就能激发公司的管理人员调动最大的工作积极性,并最终取得最优成果。潘爱玲等(2017)以我国中小板市场的相关的并购案例研究对象,结果发现业绩承诺能够对业绩承诺方产生明显的激励效果,使业绩承诺方能够在多方面对企业管理体系进行优化,就激励效果而言单向承诺优于双向承诺。

吕长江、韩慧博(2014)研究认为相对于普通的并购重组,签订业绩补偿协议,可以有效提升并购效率,促进并购双方更好地达成一致。毕晓刚(2017)经调研后发现,合理的业绩补偿方案可以增加投资双方的积极性,从而提高双方对此项交易的信心,尽可能的促进并购的达成。杨超等人(2018)等通过实证调研,证明业绩补偿合同的有效订立与并购交易的效果之间具有明显的正相关关系,其中股权补偿的影响尤为突出。

(2) 业绩补偿承诺的负效应

制定业绩补偿承诺的最初目的是防止交易资产价值不真实,而在实际运用中并没有完全达到,有部分业绩补偿承诺确实降低了并购重组在并购重组交易中降低了风险,也有一部分虽利用业绩补偿承诺的特性达成交易但同时增大了并购的风险。

李爱庆(2009)指出在业绩承诺阶段,企业管理团队更容易重视企业的短期效益,不考虑企业的长远发展,容易透支企业的长效发展能力,并且该行为会造成企业后续各项成本不均衡发展,加大企业的经营风险,进而导致更严重的问题。

赵立新（2014）曾进行过多样本分析，认为外部环境能极大地鼓励公司完成业绩预期，使得业绩承诺企业会过分关注在承诺期内的盈利能力，而忽略了公司的可持续发展。程杨等（2016）共同研究了公司在承诺期内的运营状况，发现企业一旦完不成业绩承诺，将会影响多方并带来诸多问题。张冀（2017）从证券交易所监管层的角度出发进行研究分析，发现随着业绩承诺在并购交易过度使用，造成了诸多负面影响：使并购资产估值偏离其实际价值，从而产生高额商誉，为不能实现业绩承诺铺好后路。王博（2019）发现业绩承诺制度在实施中出现了若干问题，包括绩效承诺会助推标的资产评估虚高、未完成业绩会造成商誉减值危害收益、无法进行补偿对补偿收购方造成极大的损失等。

1.2.2 盈余管理研究现状

1、国外研究现状

国外对盈余管理的研究较早，且其一直是学者们研究的热点。Shipper 在 1989 年提出了盈余管理并对其概念进行了界定，即企业管理者可以有目的地利用财务手段影响财务报告的利润，这一概念的提出进一步充实了会计理论体系。斯科特（2000）也具有相同的看法，即他们都主张盈余管理是以一定目的开展的，而且此目的通常是管理者的个人利益。所以，他们在主观上选择了会计方式和财务管理办法，来调节收益期。

Cohen（2010）对美国上市公司开展了实证调研，结果表明公司为满足证券交易的监管需要，盈余控制程度越高，公司以后每年再次出现盈余损失的风险就越大。Ngata（2013）认为，公司采用积极盈余管理的根本目的是使企业能 IPO 成功，调整后的收益能够从股价的波动快速反应出来，从而更加合理地实现公司的定价。Saklayen（2019）在文章中指出，为更好地实现签订合约的目的，管理者会产生利用虚假会计交易的盈余管理行为，给签约方提供了经营业务快速增长的假象。

盈余管理如今普遍存在于各个企业，企业也不满足于单个手段而采用多种手段来调节盈余。Roychowdhury（2006）的研究发现，大多数上市公司打着帮助企业引进优势资源，推动企业产业多元化发展的幌子，实质上是采取并购重组办法进行内幕交易。Hazarika（2011）认为，企业盈余调节的程度与关联方交易有一

定的关联性，并且本年度对应计项目的操纵程度越高，表明企业进行盈余管理的程度越高，对利润等指标的影响就越大。

2、国内研究现状

国内学者对于盈余管理的研究虽起步较晚，但相关的理论和经验成果都是依据我国资本市场的特点出发，更具有针对性。孙峥（1999）将盈余管理界定义为法律实质上允许的合法行为，即公司每年提交的数据可以合理调整以提高公司业绩表现。刘永好（2011）认为盈余管理是企业为了达到某种目的，通过对会计政策和会计估计的调整，以期达到自身目标的行为。

企业在各个发展阶段面临的环境不同，采取盈余管理的动机也不尽相同，总体来说可以将盈余管理的动机归纳为三类：

第一，资本市场动机。刘立国（2003）对多家上市公司的经营情况进行横向比较发现，企业总会对盈余进行调低或者调高，与非上市企业相比调整差距将愈来愈大。蔡春等（2018）研究发现，企业会在上市前采用盈余管理手段来对业绩进行修饰，向市场投资者营造出企业向好发展的假象，进而筹集到更多资金以推动企业加快上市。丁璇（2020）发现企业为达到稳定股价和吸引更多的投资资金流入的目的，往往通过盈余调节来影响股价。

第二，契约动机。林永坚（2013）的研究表明，在管理层人员更换阶段容易导致盈余管理，这将有利于下一任高管的业绩。吴长虹（2018）认为，公司高层管理员工资差异会引起盈余管理行为的增多，工资差异越大，基于自身利益考虑，低工资管理人员更有动机做出短期盈余管理。崔雪妍（2019）的调查表明，管理者工资水平对公司业绩效果产生直接影响，而获得更多的业绩工资则是由于管理层掩盖财务信息进行盈余管理的主要目的。

第三，政治动机。政治动机主要包括两个方面：一是财政部门的政治关联，二是企业相互之间的政治关联。我国资本市场有明确的监管机制标准，大部分企业都是在证监会的监督下采取盈余调整的做法。杨丽明（2019）从上市公司政治关联角度探究了其对企业盈余管理的影响，得出结论：行业商会类政治关联与盈余管理呈现负关联关系，财政部门类政治关联与盈余管理呈正关联关系。

我国学者将盈余管理的手段归纳为三种：资产重组、关联方交易以及资产减值。李增福等人（2011）研究了当时市场上市公司的经济行为，发现资产负债率

越高的企业通过应计项目调整等方式开展盈余管理的概率越大,并且国有企业比民营企业所采取的盈余管理方式则更为隐蔽。杜雪华(2017)发现上市公司通过转回部分资产的减值损失来对企业的经营成果进行有利调整。李施宇(2018)通过研究发现,企业一般在多盈利的年度计提大额减值,在以后预计亏损的年度进行转回实现企业盈利的需要,使用此种手段具有一定的规律性。戴琼慧(2018)总结了上市公司进行关联交易的几种方式,并且发现交易规模在逐年增长。王一涵(2019)研究发现,在部分子公司经营良好的情况下,企业为达到各种目的,会将效益不好的子公司出售来调节盈余。

1.2.3 业绩承诺与盈余管理关系的相关研究

1、国外研究现状

Haw(2005)通过对签订了业绩承诺的企业的业绩水平进行研究,发现在监管不完善时,企业承诺的预期业绩水平越高,企业更可能通过调节线下项目利润来影响整体业绩。Cadman(2014)将业绩补偿方向分为单向补偿和双向补偿,探究了补偿方向与盈余管理的关联,得出结论:双向补偿对承诺双方均具有激励效应,使管理者对自己完成业绩承诺后的经济效益有更高的期望,以获得更多的利益。在此基础上,研究发现当管理层在业绩承诺难以完成的情况下,公司会更加倾向于操纵盈余信息。Ahmed(2017)选取了在并购中签订了协议的和无协议的公司作为研究样本,结果发现,相对于无协议的公司财务状况,签订了补偿协议的企业作为业绩补偿方的管理层会通过多种手段来调整公司的盈余信息。

2、国内研究现状

盈余管理的方向和方式,对企业的未来业绩情况有着直接的影响,盈余管理手段的选择也成为了企业业绩承诺期间直接影响净利润变化的重要因素。业绩承诺期内,不少公司仅实现了预期净利润,之后净利润大幅下滑,甚至出现亏损。这就促使学者们开始对企业业绩承诺期内的盈余管理行为进行研究。

刘浩等(2011)研究发现,并购业绩承诺未完成的企业盈余管理程度与其要付出的股权补偿系正相关关系。李永红(2012)认为,业绩承诺能够有效降低企业的盈余管理行为,但其作用会因企业规模大小和盈余管理手段的差异而产生不同的影响。袁知柱等人(2014)研究发现,约定在业绩实现不了的情况下,业绩

承诺方以追送股份方式对未完成的业绩进行补偿,追股比例越大,盈余管理现象越严重,即得出结论:盈余管理与补偿程度存在正向关系。肖华斌、蔡吉普(2018)以瑞茂通为研究对象,发现业绩承诺的签订很大程度上推动了该公司的盈余管理,同时发现为完成业绩承诺而采用的盈余管理是一种短视行为,会侵害中小股东的长期利益。谢海东、谭琦颖(2018)以2007年以来10年的110家上市公司为研究对象,发现无论是国有企业还是民营企业均存在采用盈余管理的方式来达成承诺的业绩来避免违约补偿的现象。

签订业绩补偿承诺协议的企业不仅有进行盈余管理的动机,更在实际运营中采用了一定的手段。刘浩等人(2011)结合现有理论与丰富的市场经验指出,上市公司最高频率采用的是可重复且效果明显的手段,即拓宽企业的非营业性收益或通过可操作的线下项目来操纵盈余。这两种盈余管理方式在企业发展过程中均发挥着重要作用,但是,这两种盈余管理方式都存在一定的局限性。刘建勇(2014)发现,业绩承诺方在业绩未完成的情况下,会向大股东进行高额派现以达到赔付,但此行为严重损害了其他股东的利益和企业长远发展的能力。肖华斌(2018)发现,企业常通过非经常性损益的调整、与关联方合作以及坏账计提后转回等方式来进项盈余管理。

1.2.4 文献述评

通过对国内外文献的归纳总结可以得出。

第一,虽在一些方面借鉴国外的对赌协议,但从本质上来讲两者并不相同。业绩承诺制度我国股份制改革背景下产生的,但因为实际案例应用较少,学者们对此话题研究的文献仍然较少。现有的文献主要是如何合理制定业绩承诺、支付补偿时的确认与计量以及业绩承诺对企业带来的经济效果等方面展开的研究。

第二,从盈余管理的提出到现在,盈余管理一直是财务管理领域中的热点话题,学者们通过对其进行深入的分析而形成了多方面的研究成果,在会计领域的理论研究占据着举足轻重的地位。主要包括对盈余管理的概念、企业开展盈余管理的动因以及具体手段。在此基础上,对于盈余管理相关的法规不断完善,进一步限制了盈余管理的开展。

第三，通过阅读整理相关文献，对于业绩承诺和盈余管理关系的研究大多都是基于大样本数据来进行对比分析的，针对个案的研究相对较少。我国业绩承诺出现的较晚，因此对于两者之间关系的研究更是少之又少，现有的研究对案例的研究也不多，不同行业由于所面临的市场环境等不同导致其调节盈余的手段也有所差别。

所以本文试图通过对医药制造企业奥赛康进行研究，对其为完成业绩承诺而采用的盈余管理手段以及对企业带来的影响进行分析，进而得出结论并有针对性的提出建议。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文在研究过程中的整体思路是结合相关理论基础，对奥赛康为完成业绩承诺而做出的盈余管理进行深度分析。

本文主要包括以下六个方面的内容：

第一章 绪论。阐述了本文的研究背景和意义，并梳理业绩补偿和盈余管理的相关文献确定研究重点，随后论述此篇文章的主要研究内容，同时确定研究方法。

第二章 相关概念及理论基础。对本文相关概念做了详细地论述，加深对业绩承诺和盈余管理的理解；随后阐述了研究的基础理论，为研究及建议提供必要的理论铺垫。

第三章 奥赛康业绩承诺介绍。本章引出本文案例，并对此进行详细介绍。首先简要介绍了奥赛康的基本情况，并对其并购重组的背景和进程进行了说明；再次，对该公司业绩承诺方案进行了介绍；最后，对其业绩承诺履行情况进行分析，发现其可能存在盈余管理的情况。

第四章 奥赛康业绩承诺盈余管理动因、手段及检验。首先分析案例企业在业绩承诺期内进行盈余管理的动机；随后通过数据分析详细分析了其采用盈余管理的手段；接着采用两种盈余管理的检测模型来检测其操纵性应计利润水平，通过行业数据对比来判断企业的盈余管理水平。

第五章 奥赛康业绩承诺盈余管理的经济后果分析。对奥赛康财务绩效和市场反应两方面分析其业绩承诺盈余管理带来的影响。

第六章 研究结论和建议。对研究结果进行总结并提出相应的对策建议。

1.3.2 研究方法

1、文献分析法

对国内外现有的业绩承诺和盈余管理资料和相关文献进行收集整理并探讨总结,对相关理论进行研究,为后文的深入研究奠定有关基础理论,使论文尽可能的科学和完备。

2、案例分析法

案例分析法是根据所选取的案例的真实情况和实际问题,采用检索资料和报表等内容收集有关信息和数据,对案例的有关状况作出客观说明。通过分析历史数据,整合有关指标,剖析在业绩承诺执行过程中可能出现的问题,并寻找能够引发这些风险的重要因素,进而根据上述问题和因素进一步提出防范措施和意见。

3、比较分析法

比较分析法包括横向对比与纵向对比,对业绩承诺期间的盈余管理进行检验时采用横向比较法与同行业进行对比,在经济后果分析时采用纵向比较法研究其业绩承诺期间及期后的财务绩效及市场反应的变化。

2 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 业绩承诺

业绩承诺,即在并购重组过程中交易各方对标的资产的收益状况做出预测,并就相关事件达成业绩补偿协议,一方作为业绩补偿方对预测的业绩进行保证,若到期达到预计的盈利,则不需要对另一方进行补偿;若到期未达到业绩预测的盈利状况,则被并购方需要就未完成的部分按照业绩补偿协议的规定向另一方付出现金或股权的补偿。

业绩承诺也可理解为一种单向的对赌协议,两者主要的区别就是主体不同,对赌协议对协议双方均有限制,而业绩承诺只是对做出业绩承诺的一方进行限制和监督。当企业交易时,因为对交易各方的信息并没有充分披露与透明,出现了信息不对称的问题,此时的定价更像是一场博弈行为,而业绩承诺的出现解决了并购重组中标的资产估值不合理的问题,进而保障的交易的公平合理。

2.1.2 盈余管理

对于盈余管理的具体概念缺乏一个界定。现下比较权威的观点是,盈余管理是公司管理层为获取某些利益而对对外财务报告的过程进行有目的地控制。

可以发现,公司盈余管理主要有这样的四个要点:一是盈余管理的对象主要是公司管理人员。只有在企业内部可以进行决策的管理人员,才可以对公司实施盈余管理的政策和在企业营运过程确定具体的管理手段,来达到相应的业绩以获得更高的利益。二是企业对需要披露的信息进行盈余管理。其中包括会计信息和其他信息,在披露时会两者均进行一定的调整,但市场对会计信息更敏感一点,因此会对其调整的更多一点。三是盈余管理符合法律法规的要求。企业可以利用各种方法来对企业所披露的信息进行调整,但不能超出规定的界限。四是实现公司主体权益最大化是盈余管理的最终目标,即企业内部利益相关者的权益最大化。因此,本文认为盈余管理是企业管理当局在遵循会计准则的基础上,通过对

企业对外报告的会计收益信息进行控制或调整,把对外报告的盈利调整到满意水平而采取的行为,以达到主体自身利益最大化的行为。

现代财务报告所披露的会计信息的核心思想之一是中立性,即不对所披露的信息加以矫正。而盈余管理的本质是由于信息不对称,导致财务报告对特定方面进行调整已达到自身目的,进而导致会计信息失真,甚至背离了中立性准则。盈余管理可能从局部利益特定人的切身利益考虑,必然会侵害公共权益。

2.2 理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称自 1970 年被提出至今,就被用来解释在交易中存在的各种问题。它是指由于企业信息的不完全披露和内部信息不披露,使得交易双方的信息并不是公开透明的,进而导致交易双方不能达成合理公正的协议。即有信息优势的一方更容易在市场交易活动中占据优势,获得更多的利益。

将这一理论应用于并购重组来看有两个方面:一方面是交易双方之间的信息不对称,被并购方作为资金流入方,必然了解自身的经营状况,但对于并购方来说,外部人员很难接触到企业真实的信息,也就无法确定信息的真实性,而这就很难对标的资产进行估值。同样,从反向角度来说,由于信息使用者无法得知购买产品的质量好坏,促使很多企业假冒他人的产品来获得高额利益,而企业很难通过自身遏制这种行为。并且通过签订业绩承诺可以极大地降低被并购方的道德风险,无论标的资产质量好坏,都将对降低买方风险起到积极作用。但是如果这种业绩补偿承诺没有得到执行,那么并购方和被并购方将会承担巨大的财务风险。另一方面则是交易主体与外部投资者之间的信息不对称,外部投资者获取信息的来源仅仅是企业公布的公开信息和一些三方机构出具的报告,而企业是对并购方未来经济效益看好时才做出并购行为,在这个背景下,并购定价很可能被高估,进而快速反应在股票市场中。处在信息劣势的外部投资者很可能因所披露的部分信息进行盲目投资,进而造成严重的损失。

2.2.2 信号传递理论

信号传递理论是在信息不对称理论的基础上,指信息拥有方根据规则和自身意图把部分信息传达给了信息使用者后,该部分信息就向外界传达了信息,向政府监管部门传达了其运营的合法性和对社会发展的贡献性,向外界投资人传达公司的运营情况和未来发展趋势,也是在向股东们汇报企业的运营管理状况。在信息的披露方面,企业掌握着相对的主动权,除法律规定要披露的信息外,企业可规定内自主决定公告的信息。因此上市公司会倾向于披露更多有利于企业发展的信息来让信息使用者更加看好该企业,吸引更多的投资,提升公司价值。然而,这些信息的真伪需要投资者自行辨别。

并购重组中的业绩补偿承诺本身就向信息使用各方传递着信号。业绩承诺的签订代表了收购方承认标的资产未来业绩向好发展且能达到预期,向市场投资者传递了利好的机会。并且业绩承诺方对自身未来业绩进行预测,当对自身的盈利能力抱有信心时,将会提高并购的价格,签订更高的业绩承诺;反之则会签订较低的业绩承诺。在这种博弈下,将会极大的提高双方进行交易的意愿,也能够提高并购的效率,促进并购的成功进行。

2.2.3 目标设定理论

目标设定理论认为目标可以控制完成目标的个体行为。目标即个体需要在一定时间内达到的结果,从制定开始就具有一定的目的性。这一理论指出:合理且具体的目标是首要条件,坚持努力是目标实现的长久动力,短期或中期目标比长期目标的激励作用更强,目标的完成进度要定期反馈并给予一定奖励,要有目标不能实现的危机意识。

目标设定理论已在多个领域广泛运用,同时也适用协议条款的设置。并购各方在业绩保证合同中设定了合理的目标以及目标体系,使得标的资产管理层的总体目标与其利益相符,并共同向着满足各方共同利益的方向前进,并在业绩承诺履行过程中设置相应的反馈机制,便于对标的资产方进行监督,进而更加努力完成目标。

2.2.4 不完全契约理论

不完全契约理论认为不完全契约是必要并且经常出现的, 合约不能够达到最完整的程度。这是因为人类的限制理性、信息的不完整性和交易事件的无法确定, 导致制定完整合约的成本过高并且无法取得一致性。完全契约在现实中难以实现主要原因有三个方面: 第一, 由于现实世界的变化莫测, 总会有突发意外, 人们不可能对未来发生的所有事情都进行精准的预测; 第二, 即使协议双方能预测到未来发生的每一件事, 也难以对所有事件进行细致的表述并达成一致协议。第三, 即使对所有事件均可预测并达成协议, 但当双方就合同的履行存在争议时, 第三方也很难对所有情况进行核实并作出裁决。

业绩承诺即是一种不完全契约, 并购双方仅仅是针对标的资产的盈利情况以及业绩补偿方式等确定性事件进行约定, 这给了被并购方很大的操纵空间, 并且逐渐增加的业绩承诺失诺案也证明了当前广泛使用的业绩承诺方法具有许多缺陷, 这就使得研究如何设定条件以约束公司盈余管理, 达成最佳协议更加具有可能性和意义。

3 奥赛康业绩承诺介绍

3.1 奥赛康介绍

3.1.1 交易主体简介

1、借壳方奥赛康

1992年，怀揣医学梦想的陈庆财一手创办了当时知名的南京海光应用化学研究所，也就是今天为我们所熟知的江苏奥赛康药业有限公司的前身，经过不断努力，5年后研究所从成功仿制了我国第一个拉唑类药物注射用药物开始走向了产业化生产道路，逐渐发展壮大为融合医药研发到销售整个产业链的重点高新技术企业。2018年奥赛康经过重大资产重组借壳上市成功，2019年3月10日壳公司东方新星对外公告将其证券简称更名为奥赛康，此后公司发展进入了一个崭新的阶段。

奥赛康业务覆盖面渐广，从药类研发、生产到相应的咨询服务，产品涵盖了多个领域的药品，通过不断的产品创新发展，质子泵抑制剂(PPI)注射剂成功上市，处于国内拔尖水平，在同类产品中较为突出，在相应的产品细分市场处于领先地位。

践行研发立业理念，公司定位准确，以“中国临床亟需、国内首创、创仿结合”为创新的出发点和落脚点，奥赛康通过不断提高研发创新能力，不断扩展其领域，创建了跨区域的药品研发实验室。奥赛康不断研发百姓用的舒心的先进药和优质药，在保证质量的基础上不断降低药物价格。奥赛康一方面不断解决百姓用药的及时性、易得性，另一方面不断丰富产品线，填充所属医药细分市场空缺，实现零的突破。

2、让壳方东方新星

中国石化集团勘察设计院经过不断发展改制后以公司制形式存在，最终拥有很多资质的东方新星，公司业务主要涉及石油化工等建筑工程并且在勘探方面经验尤为丰富。一路走来，公司完成了多项国家和中如四川燃气东输及新岳管道等国石化等突出工程项目，拥有遍布国内石油化工等工程市场，曾高质量的完成了如四川燃气东输及新岳管道等工作，积极参与国外的项目，顺利完成文莱、印尼

等石油化工工程的建设。

东方新星在股票交易市场也算是新的参与者，于 2015 年 5 月登陆中小板市场，借着 A 股的东风，股价一路上涨至市价 42.53 元，在最初的发行价仅有 5.26 元的基础上翻了几番，市值也随之上升至 73 亿元，大熊市的到来可谓是东方新星噩梦的开始，不仅股价下跌而且公告前一个交易日市值跌到了 15.63 亿，再创高估值后的历史最低。

3.1.2 并购重组背景

1、上市公司成长空间较小，市场前景不容乐观

最近几年，由于国家经济增速放缓，相应的宏观政策调整给很多行业造成了影响，最为明显的如投资固定资产无法再继续保持优势，整个经济发展从追求速度到追求质量转变已经屡见不鲜。目前，公司所处行业客户群固定资产投资不景气，主要业务又与国家宏观经济政策息息相关，因此公司以及所处行业将面对巨大的下行压力。

功夫不负有心人，在 2015 年 3 月 27 日东方新星并购重组终于顺利过会，一个多月后在深圳中小板正式挂牌上市。就在一切向好时，东方新星却在上市后经营惨淡，由表 3.1 数据可以看出，公司盈利能力较弱，2017 年数额虽略有回升，但整体仍处于低水平状态，导致市值一路下滑。同年 5 月，公司花费 9,333 万元高价收购了天津中德工程设计有限公司持股 51%，目的是想以此并购来扭转公司业绩不佳的局面，但业绩持续低迷预期效果以失败告终，不得已走上了卖壳之路。

表 3.1 东方新星 2015—2018 盈利情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入(单位: 亿元)	2.78	1.78	3.66	2.26
净利润(单位: 亿元)	0.19	0.05	0.17	0.12

数据来源：东方新星年报

鉴于此，为保护所有股东权益，特别是中小股东权益，维持公司持续发展能

力，拥有良好的盈利水平，东方新星选择实行重大资产重组计划，剥离现有的不良资产，将持续盈利能力强想快速上市的医药行业优质资产注入自己的壳公司，从而达到维护股东利益的目的。

2、医药行业发展前景广阔

我国医药行业经过多年的完善发展，逐渐进入了成熟阶段，随着人民生活水平以及对医疗保健的要求不断提高，促使医药行业迅速发展，位居国内增速较快的行业之列。通过重大资产重组后，东方新星转型升级为我国大型的医药制造企业之一。国内医药业的发展还存在以下优势：

(1) 人口总数增加以及老龄化催生医药市场需求

虽然国家实行积极的生育政策，但人口一直处于低水平增长状态，而我国人口基数大，加上二胎政策影响，每年新增人口逐渐增大。人口总数的扩大拉动医药行业快速发展。人口总数连续增长时人口比例逐渐失调，趋于老龄化结构状态。老龄人口身体状况差，比青年人更容易患各种慢性疾病，在很多发达国家，老龄化人口的医药支出达到了整体的 50%以上，晚年更是用药频繁，大概占据一生 80% 的医药消费量。因此，老龄化加剧了医药行业的快速发展。

(2) 城镇化进程推动医药支出快速增长

可以看到，随着城市化进程不断推进，居民生活水平逐渐变好，收入提高的同时医疗保健意识也在增强，在医药消费上投入增加，促进了医药行业的持续发展。

(3) 政府重视投入、医疗保障制度完善促使医药行业繁荣发展

伴随各种医疗卫生体系的发展完善，政府更加注重医疗卫生事业发展，不断加大投入，出台了各种政策，完善各项配套设施，通过各种方式保障患者及时就医，不会被没钱看病耽误，促进了医药市场发展的进一步发展。自 2009 年医药卫生体制改革开始，各级政府部门不断调整财政支出结构，使得政府卫生进入了跨越式阶段的发展。

(4) 制药行业的发展在国家医药创新驱动战略下进入了春天

国家相继出台了多项政策，包括产业扶持、远景规划等，为制药行业创新产品迅速发展提供了契机。在此背景下，国家相继出台多个规划，都从不同程度上鼓励医药产品创新发展，争取到 2030 年达到医药行业中高水平，跻身国际制药

强国序列。

3、奥赛康乃我国大型制药企业之一，欲借 A 股东风更深入发展

2003 年奥赛康药业诞生，是一家产品为消化类、抗肿瘤类等药品的医药制造企业。奥赛康在 2012 年首发招股获批通过，并在次年 IPO 过会，却在上市前被通知暂缓发行，主要是因为其估值过高并且有明显的套现动向，发行方案遭受质疑，意味着 IPO 失败。

4 年后，奥赛康蓄势待发，将不再通过 IPO 方式完成其未上市的遗憾，而是试图借大通燃气的壳上市，以大通燃气终止重大重组的公告失败收场。7 月份，东方新星关于奥赛康的借壳方案让人眼前一震。

奥赛康想在短时间内搭建资本平台以及利用国家对医药行业良好的政策支持和医疗行业光明的前景因素，搭已有上市公司经验技术的便车，积极筹备了此次重大资产重组从而促进医药行业横向和纵向一体化发展。此次交易的完成，是奥赛康继前几次上市失败后首次顺利与 A 股市场对接，重组上市有利于其维持已有行业地位，全方位提升综合实力，促进企业拥有更多的融资渠道，不断为其未来发展添砖加瓦。

3.1.3 并购重组方案

东方新星公告了以下重大资产重组草案。

1、重大资产置换

以《资产评估报告》相关内容为指引，将该日作为评估基准日，采用收益法进行评估以此得出合理结论。最终经合理协商确定，置出资产的评估值和交易价格为 5.8 亿元，拟购买资产的评估值和交易价格分别为 76.5 亿元。

2、发行股份购买资产

本次重组中，拟换出资产与购入资产协议的交易价为差 70.7 亿元，差额以发行股份形式向买方所有股东购买。根据《重组管理办法》的相关规定，此次交易发行价 9.35 元/股，发行数量为 755,882,351 股，符合相关法规要求。

3、资产交割

2018 年 12 月 26 日是东方新星公告了资产交割确认书签署日。3 月 11 日，股票代码不变的情况下上市公司股票正式更名为“奥赛康”。

3.2 奥赛康业绩承诺方案介绍

根据双方签订的《盈利预测补偿协议》及其附件，双方约定本次重大资产重组后，自 2018 年起三年内在奥赛康药业合并报表范围内，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不得低于 63,070.00 万元、68,762.00 万元和 74,246.00 万元。若奥赛康在每个业绩承诺期末，实际业绩没有达到约定的业绩，则需按照未完成的部分对交易另一方进行补偿，约定先以股份进行补偿，当达到此次发行股份购买资产总股数的 90%后，还不足以补偿时，所有股东可选择以现金或股份方式进行补偿，以前年度补偿的金额在以后超额完成年度不再转回。

3.3 奥赛康业绩承诺履行情况

3.3.1 奥赛康业绩承诺履行期内情况

由表 3.2 得出，2018 年和 2019 年标的资产较好的完成了业绩承诺的指标，2020 年虽未完成但总体精准达标，为其他公司起到了模范作用，完美业绩的背后也因此受得了广泛关注，奥赛康是否在每年业绩承诺到期日为了达成目标进行人为操作例如进行盈余管理，下文将主要分析该问题。

表 3.2 奥赛康业绩承诺完成情况

年份	2018 年	2019 年	2020 年	合计
承诺数（万元）	63,070.00	68,762.00	74,246.00	206,078.00
业绩承诺完成数（万元）	64,032.00	77,282.00	69,337.41	210,651.41
实际完成数和承诺数相差（万元）	962.00	8,520.00	-4,908.59	4,573.41
完成比例	101.53%	112.39%	93.39%	102.22%

数据来源：奥赛康年报

3.3.2 奥赛康业绩承诺履行期后情况

从表 3.3 中得出，2018 年至 2020 年 1-6 月标的资产中归属于母公司所有者净利润波动较大。2020 年归母净利润大幅下降，但其下降速率远超行业水平，虽然 2021 年前半年的归母净利润相对于 2020 年增长了 15.39%，但其相对于 2019

年前半年却下降了-31.13%，而同行业平均水平相对于2019年却上升了25.06%，可以看出，在业绩承诺期后，奥赛康业绩呈现下滑态势，我们有理由怀疑其在业绩承诺期间进行了相关的盈余管理。

表 3.3 奥赛康归母净利润增长情况

	2018年1-6月	2019年1-6月	2020年1-6月	2021年1-6月
归属于母公司所有者的净利润（万元）	32,282.60	38,214.77	22,806.14	26,316.94
同比增长率	-	18.38%	-40.32%	15.39%

数据来源：奥赛康半年报

表 3.4 医药制造行业归母净利润增长情况

	2018年1-6月	2019年1-6月	2020年1-6月	2021年1-6月
归属于母公司所有者的净利润（万元）	20,818.39	21,134.10	19,021.51	26,429.24
同比增长率	-	1.52%	-10.00%	38.94%

数据来源：CSMAR 数据库

通过整理发现，奥赛康的上市之路可谓跌宕起伏，最初 IPO 就因为估值过高和存在老股东套现而失败，而 4 年后，借东方新星的壳上市后，其高估值高业绩承诺以及精准达标率很难不引起投资者对其上市目的的质疑，其很可能借股价上涨获取超额利润。而股价上涨的前提一定是业绩承诺达标，所以为了实现业绩目标并避免支付补偿费用，奥赛康可能使用盈余管理来履行其绩效承诺。

4 奥赛康业绩承诺期间盈余管理动因、手段及检验

4.1 奥赛康业绩承诺盈余管理动因分析

4.1.1 向市场传递积极信号，避免不利影响

根据信号传递理论，订立业绩承诺的奥赛康面临两种选择，发出两种不同信号。一是业绩承诺期内，奥赛康成功履行业绩承诺，向市场传递出投资者对公司的青睐和更多投资的溢价信号，推动公司股价走高，有利于公司融资。二是奥赛康没有兑现预期承诺，需要支付赔偿金，可能会使市场出现信息不对称情况，错误传递优质信号，即公司的盈利状况没有达到预期的增长，带来公司股价下跌的风险。这种负面效果可以通过公司支付相应的协议补偿款来适当弥补，如果不能及时支付，不言而喻股价定会下跌，这两种信号均会引起市场的广泛关注，从而促使投资者进一步关注企业的业绩承诺状况。当市场信息获取不全，公司感知业绩将不会达标时，奥赛康将通过盈余管理方法实现企业利润最大化，确保业绩实现承诺，给市场一种很好的错觉，维持现有股价保证市值处于高水平不受影响，即使采取措施依然无法达成目的，那么企业仍会减少损失，最大限度地减少传导的负面效应。

4.1.2 实现业绩承诺避免业绩补偿

早在并购重组的协议中，双方就已规定如果三年间不能实现约定业绩，奥赛康就要按照约定以“股份+现金”形式对目标业绩和实际业绩的差额进行补偿，并且规定首先以股份进行补偿。而医药行业经历了成熟期后，普通医药市场基本趋于饱和，增长放缓，上升空间变小，奥赛康虽盈利不高但也逃不过市场大趋势，管理层会为了保证企业主体以及自身利益不受损，尽可能避免巨额补偿费与资产的流失，最终造成企业难以持续发展，这绝不是管理层想看到的结果，因此最好的选择就是借助盈余管理进行人为实现预测业绩从而完成业绩承诺。

4.1.3 推高股价，实现大股东套现

信号传递理论讲到，公司对外披露的财务和非财务信息都会影响到外部投资者的决策，以此来判断公司是否值得投资，进而影响公司继续发展。奥赛康曾经想利用老股套现，引发市场抵制情绪也因此上市以失败告终，通过分析发现此次并购重组上市依然存在股东利用股价恶意套现的可能。

奥赛康做出业绩承诺时当然考虑到这一举措的积极和消极影响，高业绩的承诺给市场以及关注公司发展的人释放一种积极的信号，股价上涨，市值上升，能争取更多融资从而形成良性循环。但过高的承诺以低业绩来回应就会让市场认为上市后没有进行积极运营，没有谋求创新发展来提升自己，导致恶性循环，无法发挥协同效应。股东为了维护权益，能采取的最好措施便是利用盈余管理手段消除负面影响，不仅能将损失降到最低，维持现有市场地位，而且能向市场传递利好信息，进而抬高股价，更利于大股东实现套现。

4.2 奥赛康业绩承诺盈余管理手段分析

4.2.1 提高研发费用资本化比例

在奥赛康 2018 年并购重组时，对其投资项目的研发支出均按费用化处理，并未进行资本化，而其在 2018 年业绩精准达标后意识到业绩的不稳定性，抱着谨慎的态度开始提前筹划，从 2019 年开始对研发费用进行资本化来调节盈余，并且其资本化比例远高于行业龙头企业，所以本文认为，奥赛康很可能通过提高研发费用资本化比例进行盈余管理。

从表 4.1 可以看出奥赛康这三年的研发投入逐年增加，尤其 2019 年在研发人员数量占比降低的情况下研发支出有了一个大幅度的提升，总金额较 2018 年上涨了接近 35%。奥赛康是从 2019 年才开始研发支出资本化，且资本化研发投入占研发投入和占当期净利润的比重逐年上升，呈翻倍趋势。2019 年奥赛康将 8,246.5 万元研发投入确认为了开发支出，通过对审计报告研究可以发现，该笔支出均系内部研发支出，并且发现奥赛康对研究阶段和开发阶段的分类比较模糊，临床试验的申请注册支出是否可资本化也未可知。就综合情况而言，2019

年和 2020 年的研发费用资本化，极大地减少了部分管理费用，为当年的业绩达标做出了一定贡献，进而避免了奥赛康因无法完成业绩承诺而进行业绩赔付。

表 4.1 奥赛康研发投入情况

	2018 年	2019 年	2020 年
研发人员数量（人）	360	461	435
研发人员数量占比	22.99%	22.50%	27.15%
研发投入金额（元）	290,268,335.99	392,569,048.35	407,998,104.44
研发投入占营业收入比例	7.38%	8.69%	10.79%
研发投入资本化的金额（元）	0	82,465,000.19	152,106,702.11
资本化研发投入占研发投入的比例	0.00%	21.01%	37.28%
资本化研发支出占当期净利润的比例	0	10.57%	20.97%

数据来源：奥赛康年报

表 4.2 是奥赛康 2019—2020 年研发支出结构表，由于奥赛康在 2019 年之前不存在开发支出，所以仅将 2019 年和 2020 年的研发支出结构进行对比以进一步分析。可以看出，奥赛康的资本化支出和费用化支出反向变动，且变动幅较大，可以猜测其是将以前年度确认为费用化支出的确认为资本化支出，查阅公司年报可以发现该公司在 2020 年购入一项专利技术 ASKC109 花费 8,781.75 万元，计入开发成本，全额资本化，但在 2020 年年报中对这两项并没有详细披露相关信息，故存在较大的灵活性和操作空间。

表 4.2 奥赛康 2019—2020 年研发支出结构

项目	2019 年	2020 年	变动比例
资本化支出（万元）	8,246.50	15,210.67	84.45%
费用化支出（万元）	31,010.40	25,589.14	-17.48%
符合条件结转为无形资产（万元）	0.00	0.00	-
摊销（万元）	0.00	0.00	-
研发支出资本化率（%）	21.01%	37.28%	16.27%
研发支出增长率（%）	-	3.93%	-
研发支出资本化增长率（%）	-	84.45%	-

数据来源：奥赛康年报

4.2.2 采取激进的销售政策

表 4.3 列示了奥赛康 2018—2020 年应收账款占主营业务的比重，从中可以看出，在 2018—2020 年业绩承诺期间，奥赛康的应收账款占营业收入的比重逐年上升，主要是因为奥赛康采取了宽松的信用政策，截止 2019 年和 2020 年年末，奥赛康账龄在 1 年以内的应收账款占比分别为 99.44% 和 98.25%，奥赛康对此解释称：由于国家宏观经济增速在 2019 年开始下降，医药制造企业的应收账款均有所增加，并且企业有新产品上新开拓了新的市场，收入增加导致应收账款的增加，但从数据来看，企业应收账款上涨的速度远高于收入上涨的速度，推测出奥赛康采取了比以往更宽松的信用政策，并且其短期应收账款的占比过高，很可能存在向下级经销商提前压货的情况。

表 4.3 奥赛康 2018—2020 年应收账款占主营业务比重

	应收账款（元）	主营业务收入（元）	应收账款占主营业务比重（%）
2018	548,223,486.33	3,931,881,726.83	13.94%
2019	747,329,268.06	4,518,631,692.41	16.54%
2020	713,868,272.54	3,782,688,912.30	18.87%

数据来源：奥赛康年报

表 4.4 奥赛康 2017—2020 年存货同比增长情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
存货（元）	154,868,433.87	180,467,851.75	226,555,695.96	168,736,499.36
同比增长率	-	16.53%	25.54%	-25.52%

数据来源：奥赛康年报

对表 4.4 分析发现，奥赛康的存货在逐年增长，2018 年和 2019 年奥赛康的存货同比分别上升了 16.53% 和 25.54%，对此，奥赛康声称近几年大力发展基层市场，其对接的基层公司逐渐增多，导致企业需要多储备存货用于销售，不存在调节利润的情况，但这只是奥赛康的片面之词，并没有相关证据，并且前五名应收账款的比重在不断上升又在间接质疑此说法，因此不能排除奥赛康通过增加生

产来降低产品的单位成本，进而提高其当年的盈利；或者是向经销商提前出售以增加当期收入，透支企业未来的销售能力。

4.2.3 转回减值损失

企业会计第8号准则虽规定已经确认的资产减值损失，在以后会计期间不得转回，但又同时允许存货、金融资产、投资性房地产的政策减值准备在会计期后仍然能够转回。这在一定程度上降低了企业利用资产减值准备调节利润的频率，但对拥有大量可转回减值损失资产的企业进行盈余管理并没有多大限制。并且，通过转回减值损失显然是不可持续性的，通过减值损失的调节来进行盈余管理，并不能给公司经营业绩带来同步的提升，反而会造成企业资金不能收回的风险。

表 4.5 奥赛康 2017—2020 年的减值损失表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产减值损失	-8,021,457.25	-4,089,712.93		
信用减值损失			-11,088,827.67	6,919,869.85

数据来源：奥赛康年报

由上文可知，奥赛康短期借款占比超高，由此企业计提的减值损失金额本来就少，而表 4.5 列示了奥赛康 2017—2020 年的资产减值损失情况，可以清楚的看到 2018 年的资产减值损失大幅减少，并且 2020 年信用资产减值损失从去年的大额减值转为正，表明公司在 2020 年对以前年度计提的减值损失进行了转回，研究奥赛康的信用减值损失发现，该次转回主要是应收账款坏账损失转回，并且在应收款项融资额增长的情况下仍然转回了计提的减值损失，但企业对此次转回并没有提供相应的证据以及解释。

4.3 奥赛康业绩承诺盈余管理检验

4.3.1 盈余管理检验模型

盈余管理可分为应计项目盈余管理和真实盈余管理两种，其中，应计盈余是指利用对会计政策的调整 and 选择不同以往的会计估计方式等办法，在会计准则允

许范围内对企业业绩进行调整,但不能直接对公司当期现金流量产生影响,而是通过透支其他期间的盈利来修饰当年的财务状况。而真实盈余管理则需要进行实际的商品交易活动或是虚构销售合同,而第一种可能会在以后年度面临巨额退回造成巨大的管理成本,并且虚构的销售合同往往是触犯了国家法律法规,这两者对于外部使用者来说都很难知晓,于是除去该方面的考虑,对应计利润的测算就变成了人们分析企业盈余的重点部分。应计的各项盈余管理行为操作时间灵活也比较简便,不会影响总体的金额,只是对盈余时间进行了调整。所以,本文将通过对全部应计损益模型加上进行调整的琼斯模型,来对案例公司的整体利润水平加以检验。

1、全部应计利润模型

该模型认为企业对外宣告的净利润有两部分组成,一部分为经营活动现金流量,剩下的没有引起现金流动的为全部应计利润 TA,即总应计利润是净利润(NI)与经营活动现金流量(CFO)的差额。在此基础上,我们将除企业融资活动以外的现金流量和净收入都要用上期期末的总资产来修正。模型如下:

$$\frac{TA_t}{A_t} = \frac{NI_t}{A_t} - \frac{CFO_t}{A_t}$$

式中: TA_t —当期全部应计利润; NI_t —当期净利润; CFO_t —当期经营现金流; A_t —上期期末总资产。

2、修正 Jones 模型

应计利润又分为了企业可操纵性应计利润和非操纵性应计利润,全部应计利润由以上模型可计算得到,所以通过全部应计利润与非操纵性应计利润的差额能计算出企业可操纵应计利润的水平。具体公式如下:

$$DA = TA - NDA$$

式中: DA—可操纵性应计利润; NDA—非操纵性应计利润。

由此可知,企业可操纵性应计利润是企业拥有较大自主权来进行盈余管理的项目。因此,本文主要对企业的操纵性应计利润进行分析,而对其比较权威的检验模型为 Jones 模型,具体为:

$$\frac{TA_i}{A_{i-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{i-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta REV_i}{A_{i-1}} \right) + a_3 \left(\frac{PPE_i}{A_{i-1}} \right) + \varepsilon_i$$

式中: ΔREV_i —当期营业收入增加额; PPE_i —当期固定资产净额; a_1 、 a_2 、 a_3 —行业模型估值系数。

在上述基础上,学者在对企业的研究中发现,应收账款也能对企业的可操纵性应计利润产生比较大的影响,进而对 Jones 模型进行优化,将应收账款的变化从营业收入中除去,提出修正的 Jones 模型如下:

$$\frac{NDA_i}{A_{i-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{i-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta REV_i - \Delta REC_i}{A_{i-1}} \right) + a_3 \left(\frac{PPE_i}{A_{i-1}} \right)$$

式中: NDA_i —当期非操控性应计利润; ΔREC_i —当期应收账款增加额。

奥赛康属于医药制造业,其资产中无形资产占比较高,查阅相关文献发现无论是应计利润模型还是琼斯模型在一定程度上都会低估企业非操纵性应计利润,所以本文在修正的 Jones 模型中加入对无形资产以及其他长期资产的考量,利用进一步修正的 Jones 模型进行检验,模型如下:

$$\frac{TA_i}{A_{i-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{i-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta REV_i - \Delta REC_i}{A_{i-1}} \right) + a_3 \left(\frac{PPE_i}{A_{i-1}} \right) + a_4 \left(\frac{IA_i}{A_{i-1}} \right) + \varepsilon_i$$

$$\frac{NDA_i}{A_{i-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{i-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta REV_i - \Delta REC_i}{A_{i-1}} \right) + a_3 \left(\frac{PPE_i}{A_{i-1}} \right) + a_4 \left(\frac{IA_i}{A_{i-1}} \right)$$

式中: IA_i —当期企业无形资产以及其他长期资产

4.3.2 基于应计利润总额比检验

由上文所述可知,奥赛康于 2018 年底完成并购重组,双方约定业绩承诺期间为 2018 年至 2020 年,在业绩承诺期间奥赛康采用了调整应计项目来进行盈余管理。因此本文结合国泰安数据库以及其他数据库中的信息,对医药制造行业所有企业 2018 年至 2020 年的财务报表数据做出整理并进行相应的分析,并与奥赛康的相关数据进行同样的分析,以判断其盈余管理水平的高低。本文在上述部分已对该模型进行了详细的解释,因为计算过程较为繁琐,此处直接列示计算结果。

表 4.6 奥赛康 2018—2020 年全部应计利润

年份	净利润 (NI)	经营活动现金流 (CFO)	本期期初资产 (A)	全部应计利润 (TA) % (行业)
2018	668,903,710.02	497,158,803.95	2,415,294,644.79	7.11%(-1.36%)
2019	779,901,666.07	534,615,973.90	2,958,254,506.16	8.29%(-2.23%)
2020	725,368,749.75	580,383,967.84	3,692,097,041.59	3.93%(-3.26%)

数据来源:CSMAR 数据库

表 4.6 是奥赛康的部分数据以及运用全部应计利润模型计算出的全部应计利润，可以直观的将奥赛康与行业水平全部应计利润进行对比，可以看出，2018 年—2020 年奥赛康全部应计利润与行业相差分别为 8.47%、10.52%、7.19%，其全部应计利润远高于行业水平，且数值差值较大，说明奥赛康调节应计利润来调节盈余的程度较大，根据上述数据做出两者这三年应计利润的变动趋势图，如下图所示：

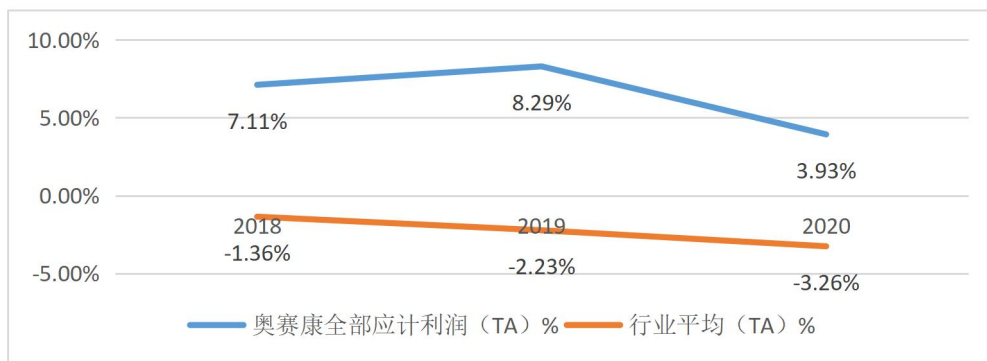


图 4.1 奥赛康 2018—2020 年全部应计利润变动趋势图

根据表 4.6 和图 4.1 所示，在奥赛康的业绩承诺期内，其 TA（全部应计利润）在各年均高于行业水平，说明其在各年均做出了不同程度的盈余管理。2018 年奥赛康完成并购重组，也是其业绩承诺的第一年，因为年底才签订协议并完成重组，所以业绩承诺基本可以预测，这就导致 2018 年业绩精准达标。而在随后的年度，因为其不确定预测的业绩是否能完成，抱着谨慎的态度做出了一些盈余管理行为，这就导致了奥赛康 2019 年的总体应计利润与行业水平差额较大，达到了 10.52% 的差额，结果也是奥赛康在当年超额完成业绩承诺。在 2020 年奥赛康同样需要完成高额的业绩承诺，虽盈余管理水平有所下降但仍高于行业水平，并且 2020 年业绩承诺未达标但总体达标的结果也表明在当年同样存在正向的盈余管理。

4.3.3 基于行业可操作性应计利润检验

在全部应计利润的基础上，本文进一步对奥赛康的操控性应计盈余进行检

验。奥赛康属于医药制造行业，因此在计算过程中，通过国泰安数据库等信息平台查询了医药制造行业所有企业 2018—2020 年的相关数据，将其代入修正琼斯模型在 state 软件中做回归分析，进而得到医药制造行业的估值系数 a_1 、 a_2 、 a_3 以及 a_4 的数值，计算结果如表 4.7 所示：

表 4.7 医药制造行业 2018—2020 年度修正 Jones 模型系数表

年度	a_1	a_2	a_3	a_4
2018 年	281,070.750	0.063	-0.058	-0.036
2019 年	-820,082.625	0.283	0.006	-0.545
2020 年	14,180,318.000	-0.026	-0.047	0.037

数据来源：CSMAR 数据库

在计算出行业系数之后，并收集相关数据带入模型中计算出奥赛康和行业的非操纵性利润，从而进一步求出两者的操控性应计盈余，具体数据如下表所示：

表 4.8 奥赛康 2018—2020 年度修正 Jones 模型原始数据

	A_{i-1}	ΔREV	ΔREC	PPE	IA	TA	NDA	DA	行业均值 DA
2018 年	2,415,294,644.79	0.218	0.026	0.292	0.035	0.071	-0.006	0.077	-0.005
2019 年	2,958,254,506.16	0.198	0.067	0.256	0.029	0.083	0.022	0.061	-0.009
2020 年	3,692,097,041.59	-0.199	-0.009	0.187	0.023	0.039	0.001	0.038	-0.027

数据来源：CSMAR 数据库

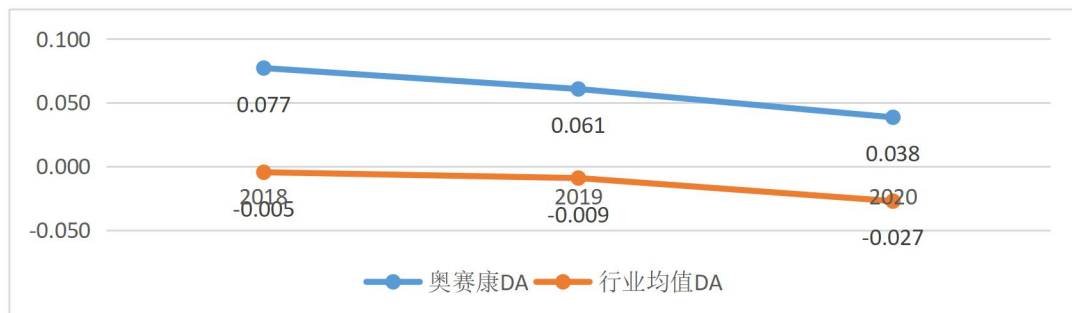


图 4.2 可操纵性应计利润趋势

表 4.8 显示奥赛康操纵性应计利润均为正值,进一步证实了其存在正向盈余管理。图 4.2 将奥赛康操控性应计盈余统计数据与医药制造行业的平均线进行对比,可以发现该行业整体的操控性应计盈余的统计数据较小,并且与奥赛康存在巨大差异,说明其做出了较多的盈余管理行为。

5 奥赛康业绩承诺盈余管理的经济后果分析

5.1 财务绩效分析

5.1.1 营运水平分析

企业的通过对现有资产的高效利用来确保企业的日常稳定运营即营运能力的直接体现，营运水平越高，资产周转能力越强，企业对资产的管理运营效率更高，能带来的经济效益越高，从而促进公司健康持续发展。而企业采用盈余管理则会对运营效率阐述一定的影响，本文采用总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率来探讨公司资产的运营效率。

表 5.1 奥赛康 2018—2020 年营运水平分析

	应收账款周 转率（次）	应收账款 周转天数	存货周转 率（次）	存货周转 天数	流动资产 周转率 （次）	总资产周 转率（次）
2018 年	7.61	47.98	1.66	220.32	5.40	1.46
2019 年	6.98	52.33	1.65	220.94	3.49	1.36
2020 年	5.18	70.69	1.58	232.27	2.15	1.01
2021 年三季度	3.96	68.86	1.24	220.60	1.20	0.65

数据来源：奥赛康年报

表 5.2 医药制造行业 2018—2020 年营运水平分析

	行业应收账 款周转率 （次）	行业应收 账款周转 天数	行业存货 周转率 （次）	行业存货 周转天数	行业流动资 产周转率 （次）	行业总资产 周转率（次）
2018 年	4.93	81.95	2.13	171.47	1.05	0.57
2019 年	4.75	79.38	2.21	165.49	1.05	0.58
2020 年	4.62	79.54	2.24	163.08	1.00	0.55

数据来源：CSMAR 数据库

表 5.1 和表 5.2 是将奥赛康与中国医药制造产业的主要经营指标作了比较。上文分析到奥赛康企业为实现业绩承诺放低信用政策，采取激进的营销政策，导致应收账款增长超过收入的增长，在符合我国记账原则的情况下，其赊销全部计

算企业本期总收入, 使得其应收账款周转率和净资产的周转速率都持续地减少。同时在扩大经销商规模的同时扩大了其存货, 使得奥赛康资产负债表中存货比重不断上涨, 导致其存货周转率远低于行业存货周转率。把大量成本留在企业存货中确实提高了奥赛康的毛利率, 导致公司盈利持续提高, 但这增加了企业的库存成本以及严重限制了库存的周转速率, 持续堆积的企业存货到一定程度将形成一种威力极大的不定时炸弹。而通过上表可发现奥赛康集团在业绩承诺期后的存货周转天数仍远高于业内的平均水平, 这将造成企业流动资金严重被浪费, 严重危害了企业现金周转, 而且时间越长对公司业绩和生产管理越会形成不良影响。

5.1.2 销售回款能力分析

净利润现金含量和营业利润现金净含量分别是日常经营中产生的现金净流量与净利润和营业利润的比值, 这两个指标都代表着企业的销售回款能力和对营应收账款的管理能力。指标越高, 说明企业的净利润质量越高, 带来的资金流入越多, 代表企业对资金有较强的管理能力, 进而影响企业的成本费用, 降低财务压力。

表 5.3 奥赛康 2018—2021 年销售回款能力分析

	净利润现金净含量	营业利润现金净含量
2018 年	0.743	0.668
2019 年	0.685	0.613
2020 年	0.800	0.734
2021 年上半年	0.728	0.655

数据来源: 奥赛康年报

表 5.4 医药制造行业 2018—2020 年销售回款能力分析

	行业净利润现金净含量	行业营业利润现金净含量
2018 年	1.213	0.970
2019 年	1.504	1.174
2020 年	1.708	1.285

数据来源: CSMAR 数据库

表 5.3 和表 5.4 是将奥赛康和医药制造行业的现金流量指标做了对比。可以

看出奥赛康净利润现金含量和营业利润现金净含量在业绩承诺期期间以及期后均远低于行业水平,表明奥赛康的销售回款能力较弱,可能存在现金流断裂的风险,这可能是因为企业采用激进的销售政策,提前确认了相关收入与成本,导致企业的成本费用较高,虽有高收入却没有现实的资金流入,引起财务压力增大。

5.1.3 长期发展能力分析

发展能力是指企业利用自身能力来持续经营以及不断发展的潜在能力,由此判断企业未来发展的前景以及对企业当前经营的可持续性。选取了营业利润增长率、总资产增长率和净资产收益率三个指标来衡量奥赛康的发展能力。营业利润增长率,是指当期营业利润变动额同基期营业利润额之间的比值。该指数越高,表示公司的产品范围拓展很快,产品销量扩大的可能性越大;如果该指数处在一个较低水平时,说明企业产品的销售受到了市场的限制,公司的产品销售范围通常会受生产能力的影响,而难以保证盈利能力的增长速度。总资产增长率即公司总资产的净增加额与期初总资产的比值,反映了企业当年的资产扩张能力。净资产收益率增长率是企业净资产收益率的增长值和去年同期净资产收益率的比值,该指标越高,企业利用资金创造价值的的能力越高,预示着企业业务有较强的发展活力。在净资产收益率处于高水平的状态下,只要净资产收益率增长率为正值,则说明公司未来发展潜力较为强大。

表 5.5 奥赛康 2018—2021 年长期发展能力分析

	总资产增长率 (%)	净资产收益率增长率 (%)	营业利润增长率 (%)
2018 年	0.225	84.308	206.428
2019 年	0.248	-0.119	-0.120
2020 年	0.031	-0.112	-0.128

数据来源:奥赛康年报

表 5.6 医药制造行业 2018—2020 年长期发展能力分析

	行业总资产增长率 (%)	行业净资产收益率 (%)	行业营业利润增长率 (%)
2018 年	0.102	-0.255	-0.182
2019 年	0.047	-0.105	-0.047
2020 年	0.100	-0.040	0.115

数据来源:CSMAR 数据库

表 5.5 和表 5.6 是对奥赛康发展能力指标进行分析,可以看出奥赛康的营业利润增长率和净资产收益率在 2018—2020 年度为负数而且低于行业水平,这说明奥赛康的营业利润处于较低的发展水平。总资产增长率逐年下降,到 2020 年低于行业水平,说明奥赛康资本积累速度放缓,资本保全性逐渐变弱,偿付风险增大以及持续发展的能力逐渐降低。并且公司的总资产增长率连续数年出现下降,其 2020 年总资产增长率仅为 3.1%,远低于行业水平(10%),说明公司出现了衰退,其在医药制造行业的竞争力也处于中下水平,为其长期发展能力表示担忧。

5.2 市场反应分析

5.2.1 短期市场反应

本节主要通过事件研究法分析奥赛康并购重组前后,以及在完成预期利润前后的市场反映,研究在奥赛康股票收益率在重大事件前后产生的波动。具体采用了奥赛康的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR 来评估市场对奥赛康投资的市场反应。

本节选择了奥赛康上市的首发公告日(2018 年 12 月 26 日)以及之后披露财务报表并宣告业绩承诺完成日(2019 年 4 月 30 日、2020 年 4 月 30 日和 2021 年 4 月 28 日)这四大重要时点为主要事件日期。

窗口期是指对某一特定日期前后一段时间的事件进行分析,通过对发生在窗口阶段事件的特征进行研究,即通过运用实际收益与市场收益率之间的关系,来计算在窗口期内的可能获得的收益。

1、奥赛康披露重组公告后个股收益情况(观察窗口[-5-5])

奥赛康于 2018 年 7 月 10 日披露了重大资产重组公告,表 5.7 是奥赛康披露重组公告前后 5 天的收益情况,并以此做出趋势图 5.1,可以看出,在披露公告的前五天,奥赛康的股价有小幅上涨,在此之后股票就处于停牌状态,其在停牌之前的 1 个交易日交易量为 359.55 万股,从公司股票停牌之前的交易量激增,有理由怀疑其重组消息的提前被泄露,知情者故意压低价格,购买大量股份以获取廉价筹码,进而在上市后推高股价,从而获得超额收益。

奥赛康的股价在公告发布后首个交易日就上涨了 10%，之后更是五连板，并且其超额收益率也从 3.64% 上涨到了 12.08%，后续几天持续上升，不管是股价的上升还是超额收益率不断上升说明外部投资者对此次并购重组以及企业之后的盈利能力和发展能力持看好态度。

表 5.7 重组公告披露后个股收益情况

序号	日期	收盘价	超额收益率	累计超额收益率
T-5	2018-07-02	9.42	0.66%	0.66%
T-4	2018-07-03	9.73	2.83%	3.49%
T-3	2018-07-04	9.51	-0.27%	3.21%
T-2	2018-07-05	9.35	0.20%	3.42%
T-1	2018-07-06	9.75	3.64%	7.06%
T+1	2018-08-03	10.73	12.08%	19.14%
T+2	2018-08-06	11.80	12.05%	31.19%
T+3	2018-08-07	12.98	7.02%	38.21%
T+4	2018-08-08	14.28	12.03%	50.24%
T+5	2018-08-09	15.71	7.02%	57.26%

数据来源：CSMAR 数据库

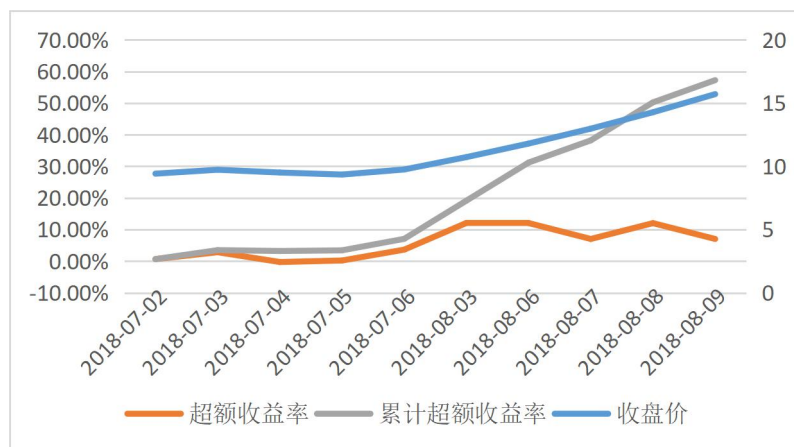


图 5.1 重组公告披露后个股收益情况

2、2018 年度年报披露后个股收益情况（观察窗口[-5-5]）

奥赛康于 2019 年 4 月 30 日公布 2018 年年报，表 5.8 以及图 5.2 是 2018 年度年报披露后的个股收益情况变动情况，可以看出在业绩公告发布之前，奥赛康股票价格虽经过了小幅攀升，但总体趋于稳定，这时投资者对于奥赛康的发展还算积极。但业绩公布当天，股价连续两天下跌 10%，在第三天恢复到稳定，超

超额收益率也急剧下跌，由 5.43% 下滑到 -10.54%，此后长期保持震荡下滑态势，从图中可以看到超额收益率的负值占据了全部窗口的 55%，说明了负效应远大于正向效果。超额累计收益率也在公布当天就出现了断崖式下降，之后长期保持回落态势，业绩公布前获得的超额收益在这之后也荡然无存，甚至变为负数。产生这样状况的主要原因在于，投资者在进行投资时对奥赛康抱有极大的期待，但 2018 年业绩承诺的完成率为 101.53% 让人不得不怀疑其业绩的真实性，股价的下跌后趋于稳定说明投资者对奥赛康持观望或悲观的态度，因此市场投资方可能并不看好奥赛康未来发展空间。

表 5.8 2018 年度年报披露后个股收益情况

序号	日期	收盘价	超额收益率	累计超额收益率
T-5	2019-04-23	16.08	2.47%	2.47%
T-4	2019-04-24	16.20	-0.36%	2.11%
T-3	2019-04-25	15.95	1.67%	3.77%
T-2	2019-04-26	16.00	1.58%	5.36%
T-1	2019-04-29	16.61	5.43%	10.79%
T	2019-04-30	14.95	-10.54%	0.25%
T+1	2019-05-06	13.46	-2.41%	-2.16%
T+2	2019-05-07	13.48	-1.48%	-3.64%
T+3	2019-05-08	13.34	-0.09%	-3.73%
T+4	2019-05-09	13.18	0.19%	-3.54%
T+5	2019-05-10	13.51	-1.54%	-5.08%

数据来源：CSMAR 数据库

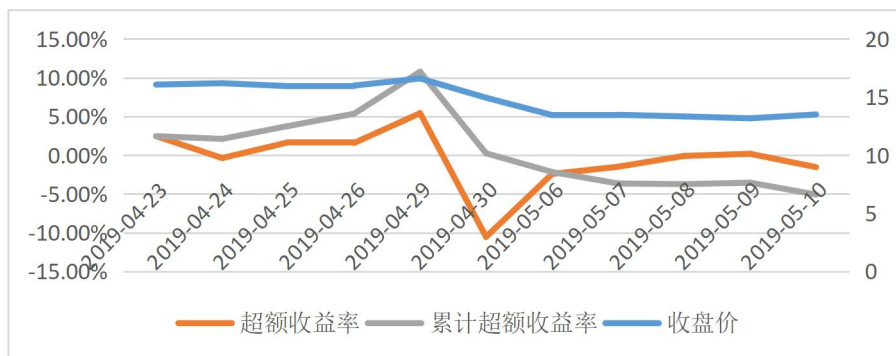


图 5.2 2018 年度年报披露后个股收益情况

3、2019 年度业绩公告披露后个股收益情况（观察窗口[-5-5]）

奥赛康在 2020 年 4 月 30 日公布其 2019 年年报，表 5.9 以及图 5.3 是 2020 年公布 2019 年的年报前后市场反应的变化。可以发现，在公告日前，奥赛康股价经历了短暂下跌后的大幅上涨，临近业绩公告日时稳定在 19.7 左右，市场超额收益率的变化幅度也较小，震荡范围在-2%~10%左右，表明股票价格确实出现了一定的震荡，而这种震荡范围相对来说也比较稳定。在业绩公告日，股价竟有小幅度的下跌，在年报发布后第四日又有了明显上升，可能是由于投资者对业绩的分析需要一段时间，因此股价变化也存在一定的滞后。超额收益率也有比较大的波动，由负转正又转回负，表明奥赛康超额完成预期业绩得到了一部分投资者的承认，但总体来看市场对奥赛康业绩承诺的实现仍存有疑问，还处于被观望阶段，也就不会产生明显的积极市场反映。

表 5.9 2019 年度年报披露后个股收益情况

序号	日期	收盘价	超额收益率	累计超额收益率
T-5	2020-04-23	18.19	5.04%	5.04%
T-4	2020-04-24	17.94	-0.05%	4.99%
T-3	2020-04-27	19.73	9.70%	14.69%
T-2	2020-04-28	19.85	0.14%	14.83%
T-1	2020-04-29	19.63	-1.25%	13.58%
T	2020-04-30	18.73	-6.58%	7.00%
T+1	2020-05-06	18.72	-1.56%	5.44%
T+2	2020-05-07	18.25	-2.33%	3.11%
T+3	2020-05-08	18.56	0.42%	3.53%
T+4	2020-05-11	20.42	10.31%	13.84%
T+5	2020-05-12	19.85	-3.22%	10.62%

数据来源：CSMAR 数据库

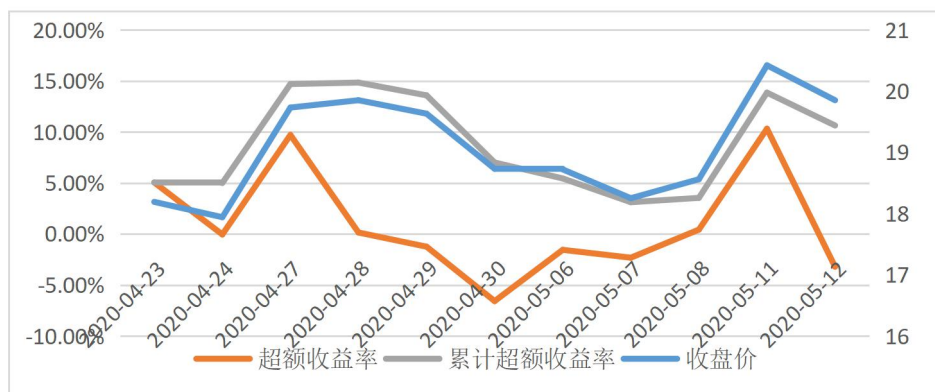


图 5.3 2019 年度年报披露后个股收益情况

4、2020 年度业绩公告披露后个股收益情况（观察窗口[-5-5]）

奥赛康于 2021 年的 4 月 28 号公布 2020 年年报,表 5.10 以及图 5.4 是 2020 年年报披露后的个股收益情况变化,可以看出在业绩公告日之前,股价以及累计超额收益率均存在着小幅的波动,产生波动的主要原因是股票价格的正常调整,4 月 13 日开始停牌,投资者误以为可能有重大利好信息,导致 26 日重新交易时直接上涨 10%,随后又开始下降。不过,在 28 日发布业绩公告后,股价和超额收益率有了轻微的下落,可能是因为奥赛康 2020 年业绩承诺并未达标,给投资者传递了不好的讯息,但总体业绩承诺达标率为 102.22%,虽精准达标存在一定的可疑性,但也因此避免了业绩补偿,企业资产不会向外转出,又给投资者给予了一定的信心。

表 5.10 2020 年报披露后个股收益情况

序号	日期	收盘价	超额收益率	累计超额收益率
T-5	2021-04-13	14.27	-0.59%	-0.59%
T-4	2021-04-26	15.70	10.91%	10.32%
T-3	2021-04-27	14.92	-5.25%	5.07%
T-2	2021-04-28	14.61	-3.02%	2.05%
T-1	2021-04-29	14.06	-4.22%	-2.18%
T	2021-04-30	14.32	2.01%	-0.16%
T+1	2021-05-06	13.84	-1.77%	-1.94%
T+2	2021-05-07	13.67	0.72%	-1.22%
T+3	2021-05-10	13.72	0.47%	-0.74%
T+4	2021-05-11	13.51	-1.88%	-2.63%
T+5	2021-05-12	13.90	2.17%	-0.45%

数据来源:CSMAR 数据库

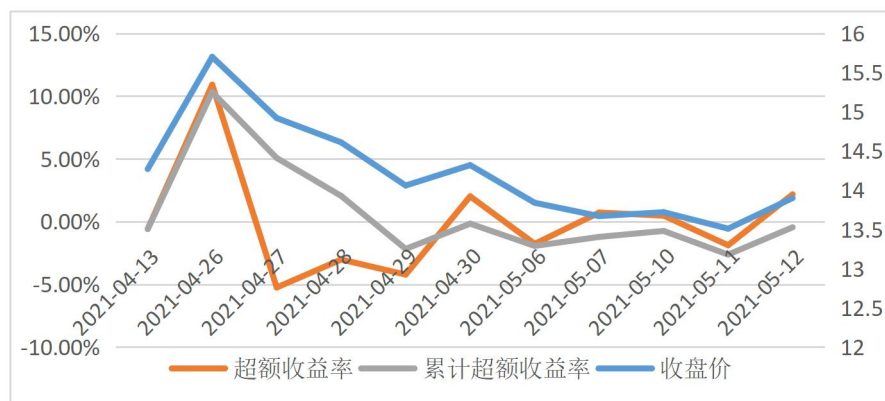


图 5.4 2020 年度年报披露后个股收益情况

5.2.2 长期市场反应

长期研究结果表明，从我国市场的股价波动就能看出重组带来的利好情况。就拿本文中奥赛康的并购重组案例来讲，从信息披露日股价的短期大幅波动就能看出公众和市场的态度；但市场在短暂的波动之后总会归于平稳，更能体现外部投资者对企业的长期看法，通过直观的研究奥赛康并购前至业绩承诺期间以及期后的的股价走势图，可以看出奥赛康 2018 年至 2021 年的股价变化如图 5.5 所示：

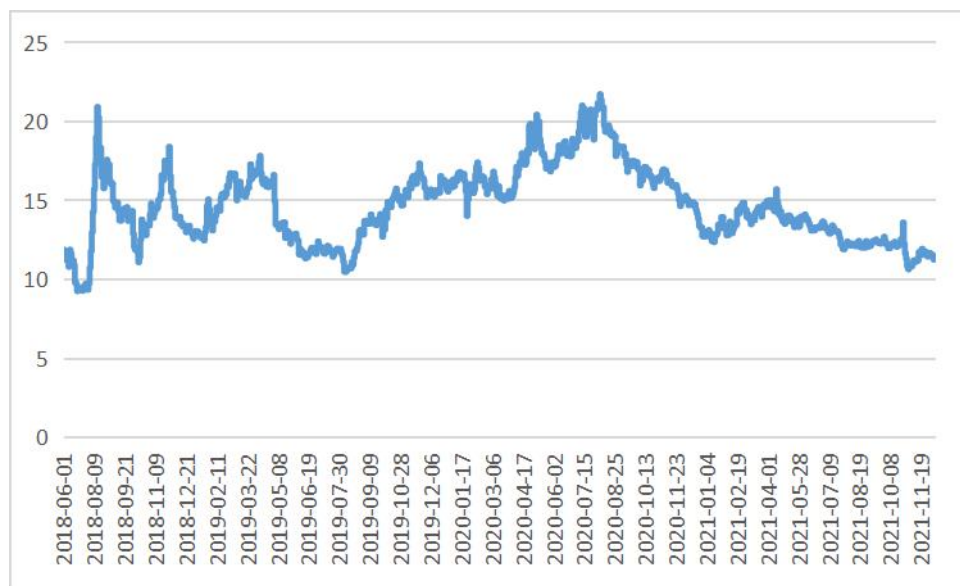


图 5.5 2018 年-2021 年奥赛康股价变化

根据图 5.5，自奥赛康发布公告称将开始重组并签订业绩承诺后的首个交易日起，奥赛康的股价直线上升，最高点比之前翻了一番，股本数量在公告前为 1.7 万股，后增长到了 9.3 亿股，总市值最高时达到百亿以上。可见，奥赛康借壳上市并签订业绩承诺被市场所看好。2019 年初，奥赛康首次 2018 年的业绩承诺精准完成后，奥赛康的股价有小幅的下降，但对股价的抑制持续时间不长。相反，次年宣布业绩承诺超额完成是达到与之前不同的效果，股价开始上涨并达到最高点，随着股民理性的恢复，奥赛康股价有出现下跌情况。并且，第三次与第二次情况大致相同。这一方面是由于奥赛康不仅业绩表现较上年同期大幅下降，随着仿制药陆续被纳入集采，奥赛康的压力日趋增长，另一方面，是由于中国证监会未通过奥赛康收购唯德康医疗 60% 股权的重组草案，导致奥赛康股价短期下降。

综上所述，从长期来看，奥赛康并购重组和业绩承诺的完成虽然向市场传递出了积极的信号，市场快速反应促使股价上升，但这种上升是阶段性的，随着市场慢慢恢复理性，股价就逐渐回落到正常水平。因此，不论是并购重组还是业绩承诺的完成从长期来看并没有挽回市场对奥赛康业绩下降以及并购失败带来的消极态度。

6 研究结论与建议

6.1 研究结论

6.1.1 业绩承诺推动奥赛康盈余管理

现今大多企业为顺利进行并购重组都会选择签定业绩承诺,对此承诺的签订主体而言,业绩承诺的完成率直接影响着市场对该企业的态度。如果在承诺期间内该企业能够超额完成预期业绩,将向市场释放积极信号,会引起投资者的亲睐,并推动该公司股价上涨,以帮助其筹集更多资金;相应地,如果在承诺期间内该企业未能完成预期业绩,企业将要面临履行业绩承诺补偿条款的难题。一方面是如约履行补偿。但是如果公司采用现金补偿的办法,公司流动资金必然会受到影响,会加剧市场恐慌,从而导致股价下跌,这无疑是雪上加霜。反之,若公司采用股份补偿的办法,公司股权结构可能发生重大改变,其控股地位有可能会受到威胁,从而给公司带来重大负面效应。当然,公司若能如约并且安全的履行补偿条款的好处就是,仍将向市场释放积极信号,大部分投资者会继续坚定持有,股价不至于大幅下跌;另一方面是未能履行补偿,市场将会遍布该企业的消极信号,投资者会对企业失去信息,投资者为降低损失,必会争相踩踏离场,股价大幅下跌。与此同时,如果企业的实际业绩过低,将会引起相关监管部门的注意并介入调查。综上所述,奥赛康以并购重组为主线,通过激进的销售政策、提高研发支出资本化比例以及资产减值转回等方式,促进公司盈利,实现预期绩效。

6.1.2 奥赛康盈余管理使中小股东短期获利

虽然中小投资者是市场的重要组成部分,但是由于信息的不对称的原因,中小投资者在市场中往往不能占据有利地位。主要原因是中小投资者没有足够的信息来将市场上的上市公司的背景、发展潜力进行一一比对,而且面对上市企业的各种报表和资料也没有相应的专业素养来验证其投资价值。例如净利润每股收益收益是奥赛康公司中小投资者的主要报表科目,但是控制这些标的的信息净利润对大公司来说是很容易的。根据上述对超额累计收益率收益率的分析,财务报表

财务报表披露后，奥赛康的超额收益率短期向上波动，说明外部投资者抓住机会可以获得一些短期收益，进而提高投资者对该企业的信心，进一步激发投资者的投资热情。如果没有盈余管理，奥赛康实现业绩承诺中目标的概率微乎其微，可能也不太受到市场投资者的欢迎。

6.1.3 盈余管理的负面作用终给奥赛康的长远发展带来阻碍

如今，本来很多公司估值就处于过高水平，但被并购方为达到其被顺利并购重组的目的，不得不签订过高的业绩承诺，但在短期内其自身盈利水平并不能完成承诺业绩。所以在业绩承诺期内，业绩承诺方通过盈余管理来增加企业净利润，以实现业绩目标，但通过此举实现盈利目标势必会影响公司的长远发展。

在业绩承诺中，承诺方无论在资产评估时还是在履约即将到期时都有其自身的优势。承诺方可以充分和提前查阅标的资产报表，因此，即使经营状态并不理想时，企业为避免履行业绩承诺违约补偿和稳定市场，不得不通过盈余管理的方式来实现净利润最大化。当然，外界并不能完全消化这些内容，他们只是得到了公司盈利的信号，所以这个信号源源不断地吸引投资者，导致公司股票飙升。股价上涨对公司有好处，但只是在财报发布时，当在业绩上下功夫时，如果业绩没有达到预期业绩，股价下跌是不可避免的，因此通过盈余管理来兑现业绩承诺，就会导致企业未来的盈余能力下降。例如本文中，奥赛康为完成在承诺期内的预测业绩，通过盈余管理的方式才得以实现，虽然达到了实现短期利润的目的，但令人失望的是，业绩到期日前大股东就迫不及待提现，加上奥赛康的一些盈余管理，导致公司业绩增长呈不健康态势，业绩完成后，盈余管理的负面作用将会在公司未来的发展中逐步体现。盈余管理的负面作用终给奥赛康的长远发展带来阻碍。

6.2 相关建议

通过对奥赛康业绩承诺期间的盈余管理进行分析并得出结论，以下分别对上市公司、市场投资者和相关监管部门提出相关建议。

6.2.1 对上市公司的建议

1、业绩承诺协议中引入非利润指标

越来越多的公司已经签署了业绩承诺，但失诺现象频繁发生。主要原因有两个：一是资产定价估值过高；二是业绩承诺制度依然存在缺陷。目前，很大比例的公司着重从净利润和扣非净利润两方面来衡量业绩承诺的完成情况，而很少考虑企业资产管理和通货膨胀因素的影响。为弥补单一条件衡量的不足，完全有必要通过引入其他从多角度进行分析的方法来进行补充。例如引入经济附加值（指所有投资扣除股权和债务后的净营业利润的资本成本），它就以经济价值为切入点，考虑到了投资资本的机会成本的问题，在一定程度上能够弥补单一指标衡量业绩承诺的缺陷；与净利润现金流量相比，现金流量能更准确的反映企业真实状况，同样也可以考虑把现金流量作为评价指标。值得注意的是，业绩承诺主体若是使用盈余管理，则大多数企业的现金流肯定不足以分配股利，所以通过业绩承诺主体保证定期支付股利的方式，是保护中小股东的合法权益的重要手段。

除了财务指标外，评价体系中也可纳入平衡积分卡等非财务指标。如此一来，得到更加全面的公司经营状况评估报告的可能性将会大大提高。此外为提高公司长期经营信心，避免约定期后获利水平普遍下滑。双方在进行业绩约定后，需要依据现实经营状况，并根据公司未来成长的不确定性，合理调整业约定期，也可能适度延期，切记不可“揠苗助长”，应以企业盈利能力持续增长为最终目标的理念进行，以保证公司获利水平不因管理层的短视行为而遭受负面影响，限制管理层利用盈余经营手段提高公司盈利，这样有利于企业的长远发展。

2、科学地设置准确的业绩承诺目标

业绩承诺是在业绩目标上建立的，而业绩目标是综合企业历史水平与企业估值来确定的。由于企业历史水平是固定值故抛开不做分析。在我国市场上，收益法是企业估值最常用的办法，但与其他方法结果比较，收益法的估值结果普遍偏高，因此为得到较为合理的业绩目标，可通过以下措施进行估值。

首先，通过专业的评估机构。无论采用哪种估值方式，都需要仔细预测相关参数，特别是在使用收益法进行估值时，因为收益法要求更高的专业水平。因此，可以选择经验丰富、专业素养强、对该行业了解深入的资产评估机构。

其次，选择多种估值方式。运用收益法在选择折现率的时候，要在与其他指

标的匹配率以及风险报酬等方面着重考虑。

最后，评估机构应适时创新估值方式，不仅要根据以往经验和行业特征，而且要根据企业自身特点分类调整其估值计算方法，使其在使用时更加灵活以及更加接近实际价值。

6.2.2 对市场投资者的建议

1、审慎评价上市公司重组行为

大量中小投资者很容易跟风有业绩承诺的企业，但业绩承诺不可避免的有短期补偿属性。从长远来看，业绩承诺不会对公司的盈利能力和估值产生显著影响，但是不明真相的中小投资者往往会跟风投入，从而遭受损失。因此，中小投资者在选择投资对象时，首先应该保持理性；其次应该做足功课，深入研究企业的相关信息，仔细了解、比对企业重组的动因和现实困难，在综合考虑企业的实际经营状况、充分国内外相关政策和行业的前提下，判断企业重组的目的是什么，此次重组是否能够实现以及其后续的长远发展。本文案例企业奥赛康在披露重组预案后，股价短期内大幅上涨，反映了投资者比较看好此次重组行为，但在市场热潮褪去过后，股价又开始慢慢回落。投资者应该理性投资，谨慎对上市公司重组行为进行评价，避免盲目投资，尽可能避免盲目追高带来的投资损失。

2、关注股权结构变化，警惕管理层决策与小股东利益背离

投资者应经常关注企业的股权结构变化，大股东在公司的管理层中还是有一定的影响力的，尤其是在大股东有减持意向时，公司管理层就会行动起来，他们会在大股东减持期间刻意维持公司股票稳定，来帮助大股东顺利减持。为达到此目的，管理层可能会出现一些“短视”行为，甚至会对已暴露的经营风险选择隐瞒。所以对于投资者而言，完全有必要重视大股东的减持行为，时刻警惕管理层决策是否与小股东利益背离。

6.2.3 对相关监管部门的建议

1、加强对业绩承诺的专项审计

根据有关法规，上市公司签署了业绩承诺协议后，需每年委托专门审计团队，对预期业绩的完成情况实施审计。但从总体审计结果来看，业绩承诺审计思维仍

然存在被局限的现象。例如，审计报告仅仅披露了业绩的总体情况、去年同期增长率等信息。但对于该企业是否真实达到业绩承诺目标以及数据来源的准确性并未提及；没有披露企业在现实中达到业绩承诺目标所面临的最大阻碍；以及企业重大经营决策的实施过程可能存在的风险。市场投资者看到此报告的也是一知半解，从而使市场投资者投资风险大大增加，导致投资决策失误。本文认为，审计团队的需要打开以往的审计思维，根据企业特性不断提高审计的针对性。首先，数据的准确性是保证所披露相关财务指标和业绩数据准确性的基础，故需要特别关注。其次，不但要揭示有关财务指标和业务数据，而且还要揭示在审计中最突出的事件，包括产生特定风险的事件、未来业务进展目标和达成上述目标的策略，以及有关的主要风险。最后，上述非利润指标还可以与当前企业非盈利性指数相结合，为使企业当前经营状况更清晰的呈现在市场投资者面前，也应该对非利润指标进行量化并进行披露和分析，让市场投资人可以更加全面地认识当前公司运营状况。

2、完善信息披露制度

针对上市公司披露的相关信息，尽管我国监管部门会从信息合规性、完整性以及义务的履行情况等方面进行不定期核查，但有时候相关法规并不能事无巨细地规定上市公司发生的所有事情，所以在信息的披露上很可能不能完全反映企业的真实情况，这无疑给企业留下了可调整的机会。举个实例，监管部门规定在资产重组情形下采用收益现值法来对标的资产进行估值，尽管其业绩完成状况需要被公开，但公开的信息内容有限，并不能对标的资产的具体运营状况信息公开提出具体要求，外部信息使用者很难判断业绩承诺的完成质量。

所以本文认为，只有不断完善信息披露制度，才能对各方权益尽到最大的保护。例如资产负债表、利润表、现金流量表以及标的资产详细的经营情况等信息应该及时准确地被披露出来，只有披露信息足够透明和完整，外部投资者的权益才能在最大程度上受到保护。

3、加强监督管理力度

在证券市场起监督管理作用的监管部门，有着举足轻重的作用。国家目前正在引导各个行业提升行业集中度，并购重组的案例越来越多，业绩承诺也成为降低并购风险的不二选择，业绩承诺方也必须做好随时接受监管部门核查的准备。

如前所述，业绩承诺是企业盈余管理一大诱因，为了规避补偿，达到业绩标准，企业会有层出不穷的盈余管理方法。当然，监管并不能仅仅依赖政府的管控，企业也要依照相关政策进行自查。无论是日常经营活动还是非经常性活动产生的费用等方面的内容，都必须做好控制，只有不断完善监管办法，从而杜绝企业进行盈余管理，为企业长远发展奠定基础，从而更好的保护中小投资者。

参考文献

- [1] Ahmed ME, Hassan MK, Ismail GM. Religion and Mergers and Acquisitions Contracting: The Case of Earnout Agreement[J]. Journal of Corporate Finance, 2017, 42(1): 221-246.
- [2] Barbopoulos L, Wilson JOS. The Valuation Effects of Earnouts in Mergers and Acquisitions of US Financial Institutions[J]. Ssm Electronic Journal, 2016(7): 1-44.
- [3] Bergemann U, Hege D. Venture Capital Financing, Moral Hazard and Learning[J]. Journal of Banking and Finance, 1998, 22(5): 703-735.
- [4] Cadman B, Carrizosa R, Faurel L. Economic Determinants and Information Environment Effects of Earnouts: New Insights from SFSA 141(R)[J]. Journal of Accounting Research, 2014, 52(1): 37-74.
- [5] Cohen DA, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of Accounting & Economics, 2010, 50(1): 0-19.
- [6] Craig B, Smith A. The Art of Earnings[J]. Strategic Finance, 2003, 8(4): 44-47.
- [7] Rob Voeks. Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation[J]. Journal of Banking and Finance, 1997, 21(2): 285-288.
- [8] 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.
- [9] Eric Liu, Guanglei Zhang. Is VAM still a safe option to protect investments [C]. China Law & Practice, July 2012.
- [10] Geitner Ngata K, Wiesner Mark R. Mechanistic Insights from Discrete Molecular Dynamics Simulations of Pesticide-Nanoparticle Interactions[J]. Environmental science & technology, 2013(15).
- [11] Haw I, Qi D, Wu D. Market Consequence of Earnings Management in Response to Security Regulations in China[J]. Contemporary Accounting Research, 2005, 22(1): 95-140.
- [12] Kenneth Yung, Andrew Root. Policy uncertainty and earnings management: Int

- ernational evidence[J].Journal of Business Research,2019,100:255~267.
- [13]Kohers N, Agn J.Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay[J]. Social Science Electronic Publishing,2000,73(3):445-476.
- [14]Saklayen.Can media deter management from manipulating earnings? Evidence from China[J].Review of Quantitative Finance and Accounting,2019(3).
- [15]Schipper Katherine.Commentary on Earnings Management[J].Accounting Horizons,1989.
- [16]Scott WR.Financial Accounting Theory[M].Prentice Hall, 1997.
- [17]Sonali Hazarika.Internal corporate governance,CEO turnover, and earnings management[J].Journal of Financial Economics.2011(1).
- [18]Srikant Datar, Richard Frankel, Mark Wolfson. Earnouts: The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques[J].Journal of Law, Economics and Organization,2001,17(1):201-238.
- [19]Roychowdhury.The impact of the Sarbanes-Oxley Act: early evidence from earnings management[J].Applied Financial Economics Letters, 2006(6).
- [20]Yong Li,Ruth V. Aguilera.Target Director Turnover in Acquisitions:A Conceptual Framework[J]. Corporate Governance: An International Review,2008,16(6).
- [21]毕晓刚.如何看待并购中的“对赌协议”[J].中国证券期货, 2017, 4: 62-63.
- [22]蔡春,卢柳洁.企业盈余管理方式的动机及把控[J].现代商贸工业,2018(32):33-35.
- [23]陈晓,戴翠玉.A 股亏损公司的盈余管理行为与手段研究[J].中国会计评论,2004(02):299-310.
- [24]陈云.上市公司盈余管理手段相关问题探究[J].经济研究导刊,2017(23).
- [25]程锋.高风险激励下的对赌协议及应用[J].财会通讯(理财版),2007(04):14-15.
- [26]崔雪妍.上市公司盈余管理动机及其行为研究[J].中国乡镇企业会计,2019(06):92-93.
- [27]戴琼慧.论关联方交易利润操纵方式及审计方法对策[J].财会学习,2018(06),105-106.
- [28]丁璇.我国上市公司定向增发盈余管理动机研究[J].时代金融,2020(03):73+77.

- [29]杜雪华.资产减值结构对盈余质量的影响研究[J].财会通讯,2017(30),13-18.
- [30]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):45-51.
- [31]高闯,孙宏英,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[J].经济管理,2010,32(11):55-63.
- [32]葛莉.我国金融行业上市公司盈余管理研究[J].改革与战略,2015,31(08):67-70.
- [33]龚程晨,宋钦.存货跌价准备净计提与盈余管理的关系——来自沪深两市制造业上市公司的证据[J].会计之友,2013(05):110-113.
- [34]顾煜,贺静.我国微利上市公司盈余管理偏好研究[J].会计之友,2015(02):40-45.
- [35]郭慧婷,刘莹.业绩承诺补偿与上市公司经营业绩“水分”[J].财会通讯,2019,20:52-54.
- [36]黄小勇,王玥,刘娟.业绩补偿承诺与中小股东利益保护——以掌趣科技收购上游信息为例[J].江西社会科学,2018,38(6):48-57.
- [37]贾巧玉.我国上市公司的现金股利政策与盈余管理[J].管理学报,2020(05):763-772.
- [38]蒋大富,熊剑.非经常性损益、会计准则变更与 ST 公司盈余管理[J].财务与会计,2012(04):151-160.
- [39]蒋义宏.会计信息失真的现状,成因与对策研究:上市公司利润操纵实证研究[M].北京:中国财政经济出版社,2012(05):33-39.
- [40]李爱庆.对赌协议的实物期权分析[J].财务与会计,2009(05):14-16.
- [41]李施宇.探讨上市公司盈余管理手段及识别[J].纳税,2018:39-44.
- [42]李晓慧,吕广原.签有盈利补偿协议企业重组的风险识别与应对——以福建金森重组失败为例[J].会计之友,2015(22):62-67.
- [43]李心愉,赵景涛,段志明.审计质量在股票定价中的作用研究——基于我国 A 股市场的分析[J].会计研究,2017(04):39-48.
- [44]李远慧,李晓.内部控制审计、内部控制缺陷与真实盈余管理——来自中国 A 股市场的证据[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2018,20(04):47-55+146-147.
- [45]李增福,曾庆意,魏下海.债务契约、控制人性与盈余管理[J].经济评论,2011(06):88-95.

- [46]林永坚.高管变更与盈余管理——基于应计项目操纵与真实活动操纵的实证研究[J].南开管理评论,2013(16):4-14.
- [47]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(10):58-69.
- [48]刘建勇,董晴.资产重组中大股东承诺、现金补偿与中小股东利益保护——基于海润光伏的案例研究[J].财贸研究,2014(25):136-142+156.
- [49]刘立国.公司治理与会计信息质量关系的实证研究[J].会计研究,2003(02).
- [50]刘小刚.并购重组业绩承诺的财税处理——基于斯太尔的案例研究[J].中国注册会计师,2018(01):115-119.
- [51]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.
- [52]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(03):46-52+95.
- [53]饶茜,侯席培.并购重组业绩承诺与上市公司经营业绩——基于业绩承诺到期视角的分析[J].商业研究,2017(04):89-96.
- [54]孙静怡.对我国上市公司盈余管理行为的探究[J].纳税,2019(06):281.
- [55]王晨.对赌协议和业绩补偿的会计处理差异分析[J].山西财税,2016(03):41-43.
- [56]汪月祥,杨俊欣.现金形式的“业绩承诺补偿”会计处理探讨[J].会计之友,2014(10):120-122.
- [57]王博.上市公司并购重组业绩承诺的问题、监管难点及对策[J].南方金融,2019,9:80-85.
- [58]王一涵,周咏梅.上市公司资产减值准备盈余管理研究[J].财会通讯,2019(26):74-77.
- [59]吴克平.关于上市公司盈余管理手段的实证研究[J].财会月刊,2012(33):2-6.
- [60]吴长虹.我国上市企业盈余管理的动机及手段分析[J].生产力研究,2018(02):155-160.
- [61]肖华斌,蔡吉普.瑞茂通资产重组中的业绩承诺与盈余管理案例分析[D].江西财经大学,2018.
- [62]谢海东,谭琦颖.A股借壳上市公司的业绩承诺、盈余管理与公司绩效[J].河南

社会科学,2018(09):34-39.

[63]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,2018,6(21):198-209.

[64]杨丽明.上市公司异质性政治关联对盈余管理的影响机制研究[J].财会通讯,2019(09):30-34.

[65]袁知柱,宝乌云塔娜,王书光.股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择[J].南开管理评论,2014(05):136-150.

[66]张冀.深市重大资产重组业绩承诺及商誉情况分析[J].证券市场导报,2017,11:28-32+40.

[67]张秦川.企业盈余管理手段与识别方法的研究[J].商场现代化,2020(09):160-162.

[68]赵立新,姚又文.对重组盈利预测补偿制度的运行分析及完善建议[J].证券市场导报,2014(04):4-9.

后 记

光阴似箭，不知不觉中我的研究生学习生涯即将画上句号。回首在这个美丽的校园里学习成长的日子，我倍感不舍。在课堂学习中每个教授给我们知识的老师都兢兢业业，为我们答疑解惑，陪伴我在最珍贵的青春岁月成长；班级里的同学相处融洽、互帮互助、团结友爱，使我在一个温暖的集体中学习进步；宿舍的舍友之间更是亲密无间，无论在学习还是生活中都给予我以家人般的关心与帮助。感谢老师同学们在我成长中给予的陪伴、对我的失误与不成熟的包容、在学习中的不吝赐教。

从入学时的迷茫到现在论文的基本结构完整，在这个过程中我要特别感谢我的导师。在这个过程中我的导师引导我一步步的按照自己的兴趣寻找主题，并指导我不断升华浓缩，使我的论文主题明确。其次，在论文的修改中又耐心对我存在的不足提出意见与建议，使我的论文从杂乱无章到简洁明了。并且鼓励我进行新的尝试，不仅让我的论文结构更加完整，更是让我在这个探索的过程中收获了很多知识、受益匪浅。在此也要感谢在数据收集处理中我的同学和朋友们的不懈帮助，使我顺利完成了论文的写作。

现阶段的求学生涯即将结束，我将会在新的道路上继续砥砺前行、知行合一、“手脑并用，创造分析”！