

## 摘要

在当今科技飞速发展、全球化经济的大背景下，企业为了拓宽市场规模得以在行业内占有一席之地，跨境并购成为了国内许多实力雄厚公司发展布局中重要的一环。但根据过往的案例，我国跨境并购的实际成功率并不高，主要原因在于我国企业对跨境并购的风险防控能力较差。而跨境并购的风险除了与企业自身的经营管理不当有关，绝大多数的风险是由于并购过程中严重的信息不对称性导致的。过去，为了降低这种信息不对称性，许多企业采用业绩补偿承诺的方式降低并购风险。然而，随着应用案例的增加，业绩补偿承诺的局限性开始逐渐显现，在这种情况下，国外的盈利能力支付计划受到了国内学者的注意。在这种方式下，并购双方将并购对价分成固定对价和或有对价两部分，其中，固定对价需要企业在并购完成后立即支付，而或有对价部分则基于目标企业未来业绩的实现情况进行支付。然而，国内并购时采用该种支付方案的实际数量较少，相关学者对该支付机制的研究并不深入，监管部门也未针对该种支付机制做出明确的规章制度，这就导致企业在选用该种支付机制时无章可循。

对此，本文选取了联络互动公司应用盈利能力支付计划跨境并购美国新蛋公司这一案例，分析该支付机制在并购过程中的应用效果。首先，基于并购双方的基本经营情况揭示并购动因并介绍并购过程；之后，基于前文中对该支付机制的介绍，详细阐述案例中盈利能力支付计划的具体应用，并进一步分析该支付机制在案例中的应用效果，进而提出改进的建议；最后，为了让企业更有效地应用这一支付方案，本文从企业和监管部门的角度给出了几点建议。

本文的主要贡献在于通过分析盈利能力支付计划的具体应用，探讨其对降低跨境并购风险的实施效果，并针对出现的问题提出相关的意见，以此作为国内企业应用盈利能力支付计划时的参考和借鉴，丰富盈利能力支付计划的理论体系。

---

**关键词：**跨境并购 盈利能力支付计划 并购风险

## ABSTRACT

Under the background of rapidly development of science and technology, cross-border M&A has become an important point in the development layout of many powerful companies. However, according to the past cases, the actual rate of successful cross-border M&A is not high, mainly due to the poor risk prevention and control ability of enterprises . Besides the improper management of enterprises, most of the risk of cross-border M&A is caused by the serious asymmetry of information in the process of M&A.

In the past, in order to reduce the information asymmetry, many enterprises used performance compensation commitment to reduce the risk of M&A. However, with the increase of application cases, the limitations of performance compensation promise began to gradually emerge. In this case, the method of “earn-out” attracts domestic scholars. In this way, the M&A consideration is divided into two parts: fixed consideration and contingent consideration. The fixed consideration needs to be paid by the enterprise immediately after the completion of the M&A, while the contingent consideration is paid based on the realization of the target enterprise's future performance. However, the actual number of this payment scheme used in domestic mergers and acquisitions is small, the relevant scholars do not have in-depth research on this payment mechanism, and the regulatory authorities have not made clear rules and regulations on this payment mechanism, which leads to no rules and regulations for enterprises to obey. Under the situation, this paper selected the case of the cross-border merger of Newegg Company with the application of earn-out acquired by Liaison Interactive Company, and analyzed the application effect of this payment mechanism in the process of M&A.

**Key Words:** Cross-border M&A, Earn-out, Risk of M&A

---

# 目 录

<b>1.引 言</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景和研究意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	3
1.2 研究思路和研究方法 .....	4
1.2.1 研究思路 .....	4
1.2.2 研究方法 .....	6
1.3 本文的研究内容 .....	6
1.4 本文的创新点 .....	7
<b>2.文献综述与理论概述</b> .....	<b>8</b>
2.1 概念界定 .....	8
2.1.1 盈利能力支付计划 .....	8
2.1.2 业绩补偿承诺 .....	9
2.2 文献综述 .....	9
2.2.1 跨境并购的动因及风险 .....	9
2.2.2 并购中支付方式的研究 .....	11
2.2.3 盈利能力支付计划的应用盈利能力支付计划的起源 .....	12
2.2.4 文献述评 .....	14
<b>3.盈利能力支付计划在我国跨境并购中的现状与设计要点</b> .....	<b>15</b>
3.1 盈利能力支付计划和业绩补偿承诺对比 .....	15
3.2 盈利能力支付计划在我国跨境并购中的应用现状 .....	17
3.3 盈利能力支付计划方案的设计要点 .....	18
3.3.1 或有支付比例 .....	18
3.3.2 业绩评价期间和指标 .....	18

3.3.3 考核期间和支付标的 .....	19
3.3.4 经营权的界定 .....	20
<b>4.联络互动并购美国新蛋公司案例简介 .....</b>	<b>21</b>
4.1 并购双方公司介绍 .....	21
4.1.1 并购方联络互动概况 .....	21
4.1.2 被收购方美国新蛋公司概况 .....	21
4.2 跨境并购过程 .....	22
4.3 跨境并购动因 .....	23
4.3.1 物联网经济飞速发展，国家政策支持 .....	23
4.3.2 实现协同效应，提高公司的竞争力 .....	24
4.3.3 完善公司的产业链布局，贴合公司的发展战略 .....	24
<b>5.盈利能力支付计划在案例公司中的应用及效果研究 .....</b>	<b>26</b>
5.1 盈利能力支付计划的方案设计 .....	26
5.2 盈利能力支付计划在案例公司中的应用效果 .....	30
5.2.1 对财务风险的影响 .....	30
5.2.2 对公司业绩的影响 .....	36
5.2.3 对公司治理的影响 .....	39
5.3 盈利能力支付计划未达预期效果的原因分析及改进建议 .....	41
5.3.1 原因分析 .....	41
5.3.2 改进建议 .....	43
<b>6.结论与建议 .....</b>	<b>46</b>
6.1 结论 .....	46
6.2 建议 .....	47
6.2.1 对企业的建议 .....	47
6.2.2 对监管部门的建议 .....	48
<b>参考文献 .....</b>	<b>50</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>54</b>

# 1.引 言

## 1.1 研究背景和研究意义

### 1.1.1 研究背景

当前，在市场竞争日趋激烈的今天，很多优秀的企业为了拓展市场、提高企业自身的核心竞争力，并实现转型升级，大多选择并购重组的方式。伴随着经济全球化和一体化逐渐成为世界经济发展的大势，许多国家积极参与到国际市场中并扮演着不同的角色，作为世界贸易组织成员国中的一员，中国的经济也积极参与到了跨境并购的浪潮中来。尤其是 2013 年国家所提出的“一带一路”倡议实施后，国内企业积极响应“走出去”战略，加大对“一带一路”沿线并购的投资，将国外先进的技术经验等先进资源“引进来”，跨境并购市场得到了飞速的扩张。特别是生物技术、IT、医疗、金融、能源、半导体等科创行业。其中，典型的并购案例包括：沃比医疗于 2022 年 4 月以 5.42 亿美元成功收购德国神经介入企业 phenox 公司，飞特控股于 22 年以 4.14 亿美元实现了对英国 FTDI 的跨境重组，赤峰黄金以 2.92 亿美元成功收购了加拿大的金星资源公司……2020 年，党的十九届五中全会进一步明确了“加快构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局。跨境并购也逐渐成为了我国对外直接投资的主要形式。根据《2021 年度中国对外直接投资统计公报》可知，截至 2021 年年底，中国对外投资存量累计高达 2.79 万亿美元，连续五年位居全球前三，2021 年我国对外直接投资流量共计 1788.2 亿美元，较 2020 年增长 16.3%，具体变化情况如图 1 所示。尽管 2022 年疫情管制等不利因素使得中国对外直接投资流量在全球占比一次性下跌 9.7 个百分点，但中国对外投资流量规模仍位于全国第三，且未来仍存在上升的空间。



图 1 2017-2021 年中国对外投资情况

2022 年，在国内疫情反复叠加居高不下的通胀，企业的并购成本以及并购的不确定性显著增加，跨境并购市场受到了更为严重的冲击。2022 年中企业对外宣布的跨境交易案例共计 507 起，较 21 年下降 6%，较 19 年疫情前下降了 36 个百分点。但随着疫情、通胀、地缘等不利因素逐渐得以缓解、国家政策的优化与调控，我国企业的并购活力逐渐恢复，跨境并购交易市场也将不断复苏，未来跨境并购市场将会迎来较乐观的局势。

但同时，跨境并购较高的失败率也是我们应该重视的问题。据统计，中国企业在进行跨境并购过程中的成功率大约仅为 40%，主要原因在于相比于境内交易，跨境并购存在着更多经济、政治、安全、法律等方面的不确定性，信息不对称问题十分严重，进而导致并购出现高估值、高溢价的风险显著上升，严重的甚至会影响企业的后续经营。为了尽可能地降低信息不对称性给跨境并购带来“高估值、高溢价”的风险，国内许多企业在与目标企业签订并购协议时引入“业绩补偿承诺”机制。然而，随着我国的海外并购市场规模日益庞大，该种方式在诸多案例中显现出其许多的不足之处，目标企业“失诺”现象时有发生，导致后期出现大量的商誉减值，损害了并购方的利益。

在这种情况下，盈利能力支付计划逐渐吸引国内企业的注意，该种支付方式下的交易对价包括或有对价、支付对价两部分，并购方根据未来目标企业的业绩完成情况支付或有对价部分。因此，相较于业绩补偿承诺，盈利能力支付计划下并购方掌握了更大的对价支付主动权，降低跨境并购的不确定性，同时减轻企业的融资压力。

本文选取联络互动应用盈利能力支付计划并购美国新蛋公司的案例为代表，从该机制在本案例中具体的实施方案为切入点，采用文献研究和案例分析法，客观地评估该支付机制的运用效果，同时针对在应用中发现的问题提出改进建议。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

随着经济全球化发展越来越迅速，对于某些资金雄厚、国内市场较稳定的企业而言，为了拓宽更大的市场，这些企业开始将目光转移到国外市场。从长远来看，跨境并购有助于企业实现协同效应，促进公司整体经营结构的优化，进而提高公司的利润和整体实力，增强企业的综合实力。然而，随着我国的海外并购市场规模日益庞大，传统的业绩补偿承诺等并购方式在许多并购案例的实际应用中显现出其许多的不足之处，这使得盈利能力支付计划近些年逐渐走进国内各家企业的视野。因此，从理论层面上，本文的研究意义如下：

第一，有利于盈利能力支付计划理论体系的构建。盈利能力支付计划是一个由国外学者最先提出的支付方式，而我国国内的专家和学者对该领域的研究非常少，因此，国内企业在应用盈利能力支付计划时只有鲜少的理论和经验作为依据进行参考。基于此，本文选择联动互动并购美国新蛋公司的案例，分析该机制在跨境并购中是如何进行具体实施的，并基于国内外专家学者已有的理论研究基础上，对盈利能力支付计划的方案设计要点等问题展开探讨，以便于可以为盈利能力支付计划在跨境并购中的实际应用理论层面上做出相关的贡献。

第二，深入分析盈利能力支付计划对跨境并购风险的控制作用。相较于境内并购，跨境并购伴随而来的地理差异给并购方带来更大的信息不对称性，意味着并购方需要承担更大的政治、经济、文化等方面的风险。为了降低这些风险，国内许多学者已经从合理评估并购决议、完善并购过程等方面做出了较为深入的理论研究，但对盈利能力支付计划在跨境并购中的应用效果相关研究涉及较少。因此，本文通过分析盈利能力支付计划在跨境被并购中的

应用效果，从支付机制的角度为降低跨境并购风险提出解决办法，丰富该方面的理论研究。

## （2）现实意义

本文通过分析盈利能力支付计划在联络互动公司跨境并购美国新蛋公司中的应用，研究该其在本次跨境并购中的运用效果，并基于应用效果探讨盈利能力支付计划应用效果不达预期的原因并给出相应的建议，期望可以为国内企业未来在应用该支付机制时起到一定程度的参考作用。

## 1.2 研究思路和研究方法

### 1.2.1 研究思路

本文通过研究盈利能力支付计划在联络互动公司跨境并购美国新蛋案例中的应用，探讨了其在此次跨境并购中带来的应用效果。同时通过进一步剖析其在应用中存在的问题，进而提出其在应用上可以改进的建议。本文的研究目的在于：基于现有的理论与实践，结合具体案例分析盈利能力支付计划机制相较于传统并购方式如何降低跨境并购中的不确定性，对跨境并购业绩产生怎样的影响，以及企业在设计具体方案中应当注意哪些问题以便最大化地发挥盈利能力支付计划的优势，最后结合盈利能力支付计划的实施效果对该方式提供相应的建议。

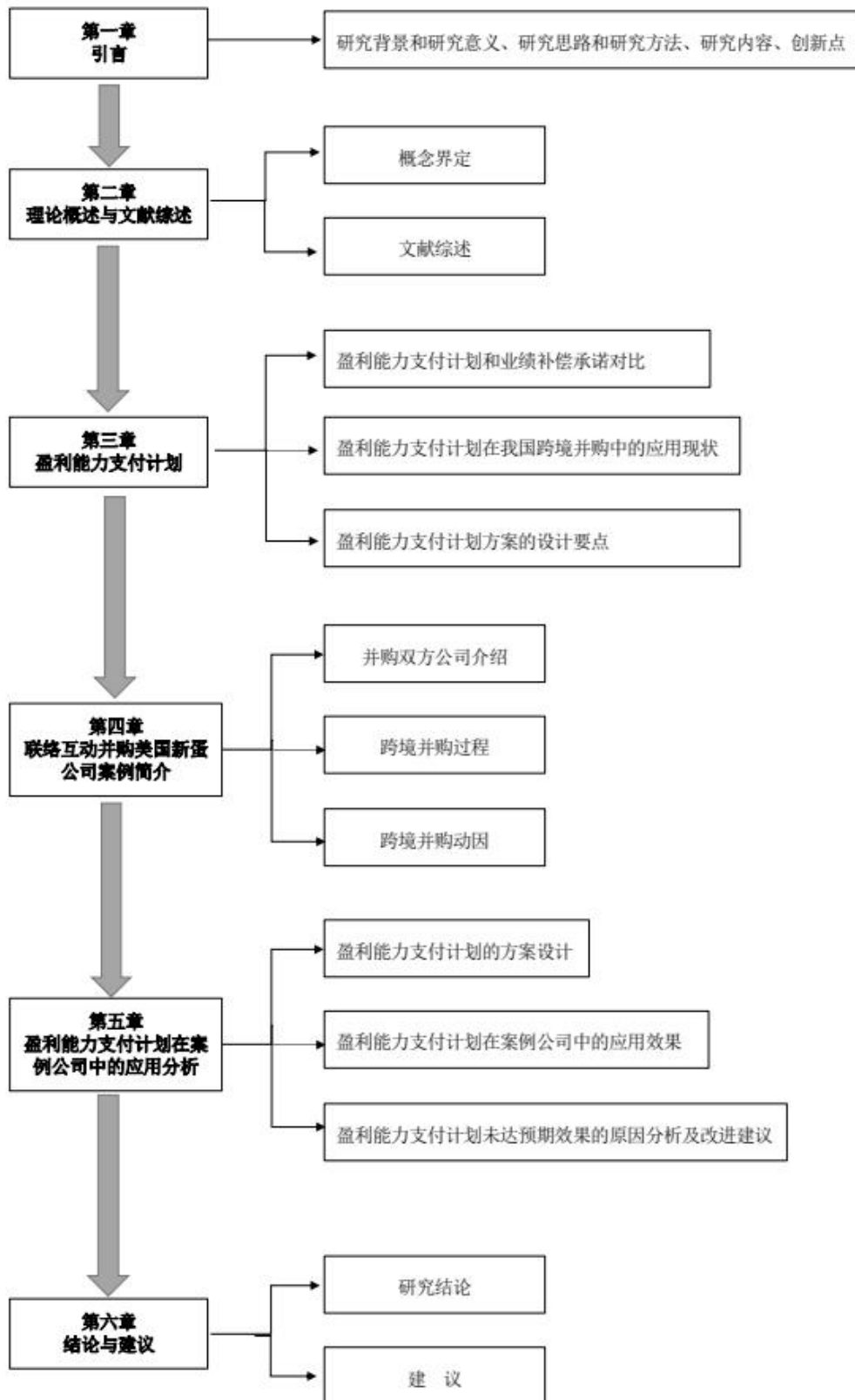


图 2 本文的研究框架

## 1.2.2 研究方法

本文的研究方法选用文献研究法和案例研究法结合的方式。

### （1）文献研究法

利用图书馆、网络等方式，收集与跨国并购有关的专业资料，深刻了解并掌握跨境并购的流程、风险等其他相关知识以及当前我国跨境并购市场的现状，同时通过翻阅书籍及其他相关文献了解习盈利能力支付计划的起源、应用动因以及对并购业绩的影响。

### （2）案例研究法

在查阅相关案例后，本文选取联络互动应用盈利能力支付计划并购美国新蛋公司这一跨境并购案例，深入研究盈利能力支付计划的方案设计、实施的效果、对企业业绩及其他方面的影响，同时在分析案例的基础上提出最大化发挥盈利能力支付计划优势的相关措施及建议。

## 1.3 本文的研究内容

第一部分是引言，对本论文的选题背景和研究意义进行了简单的阐述，同时介绍本文的研究方法以及研究框架，整理本文的研究内容并指出本篇论文的创新点。

第二部分是文献综述与理论基础。主要涉及跨境并购以及盈利能力支付计划两方面。通过图书馆、互联网等途径，阅读有关专业文献，了解跨境并购的动因及现状。同时，通过学习信息不对称理论、激励理论、期权理论的相关概念，探究跨境并购中可能会遇到的风险。通过分析并指出传统的业绩补偿承诺支付方式在跨境并购中的局限性进而引出盈利能力支付计划的优势，根据国内外专家学者发表的相关文献深入了解并掌握盈利能力支付计划的相关概念、应用流程和应用时需要考虑的问题。

第三部分是介绍盈利能力支付计划在我国的应用现状以及设计要点。其中，包括如何设定或有对价比例、选取哪些业绩评价指标、具体支付安排进行具体阐述。

第四部分是案例介绍。主要介绍并购双方联络互动公司和美国新蛋公司

的大体情况，从企业内部以及全行业两个层面解释联络互动公司跨境并购新蛋公司的动因，并详细阐述跨境并购的具体过程。

第五部分是分析盈利能力在本文案例中的具体应用效果并提出改进建议。首先，详细论述本案例中该方案具体指标的设置情况，其中包括对或有对价比例的明确、分期情况以及考核指标的约定。其次，通过分析该支付方案在本次跨境并购中的应用效果，进一步探讨盈利能力支付计划给并购方联络互动公司带来的影响。基于前文的理论并结合案例分析，针对盈利能力支付计划在本文案例中没有达到理想应用效果的原因进行剖析。进而对上文中所提到的盈利能力支付计划的设计缺陷提出对应的改进建议。

第六部分是启示与建议。通过上文的分析，给出本文的启示，从上市公司和监管机构两方面分别给出建议。

## 1.4 本文的创新点

盈利能力支付计划起源于西方国家，在国外已经得到了广泛的应用。然而，国内对其的相关理论研究以及具体的应用案例涉及较少。因此，本文的研究创新点主要分为以下两点：第一，本文选取联络互动公司并购海外新蛋公司这一典型案例，分析该方案在此次跨境并购中的具体应用，以便给我国企业日后选取该方案进行跨境并购时提供一定的借鉴和参考作用；第二，本文立足于盈利能力支付计划可以降低跨境并购风险的角度，揭示本案例中该方案对降低并购风险的实施效果，并针对应用效果指出方案设计上的不足之处并提出改进的建议，进而对盈利能力支付计划的应用提供更为系统明确的理论体系。

## 2.文献综述与理论概述

### 2.1 概念界定

#### 2.1.1 盈利能力支付计划

盈利能力支付计划本质上而言是通过针对并购对价进行调节以达到降低并购交易风险作用的支付机制。盈利能力支付计划起先是美国学者提出的，国际上称之其为“Earn-out”。在企业开展并购活动的时候，因为两家公司之间在信息不对称的问题，尤其在跨境并购的案例中，地理环境的差异导致这种不对称性更为明显，而这种信息不对称性也是导致并购双方公司在对并购对价的估值上存在差异，拖延并购进程，严重者甚至会直接导致并购的终止。而在盈利能力支付计划这一机制下，并购双方商议将交易对价拆分成固定对价和或有对价两部分。其中，将并购双方公司一致同意的对价部分认定为固定价款，而就双方存在争议并无法达成一致的条款归集为或有对价部分。在并购后的某一期间内，并购公司可以根据被并购方在考核期间内针对考核目标的完成情况来决定需要支付或有对价的具体金额，一旦被并购方未能按期完成考核目标，并购公司则不需要支付对价。通过盈利能力支付计划，将之前的一次性付清的结算方式替换为后续分期支付的支付模式，在一定程度上缓解了并购公司的融资压力。此外，通过考核标的公司目标完成情况来决定支付对价可以很大程度地控制并购过程中信息不对称性带来的“高估值、高溢价”的风险。

在盈利能力支付计划方案的具体设计过程中，最重要的就是业绩考核目标的设定。为了尽可能全面客观地反映目标企业的实际经营情况，往往会设置财务以及非财务指标在内的多方面、多维度的指标作为考核标的企业期间内业绩完成情况的根据，当实际情况达到双方起先约定的标准时，并购企业

需要依据双方协商好的支付合同支付相关条款；然而，如果目标公司的实际情况没有达到考核标准，则并购公司不再需要支付任何的对价。因此，虽然盈利能力支付计划实质上是在现金支付对价的基础上的一种并购支付机制，但该支付机制额外具备特有的杠杆支付以及分期支付的特点。一方面，当目标企业的业绩达到考核目标的标准时，并购企业在之后需要支付协议中约定的或有对价部分，可以看作是并购企业从交易对手一方借款，这是盈利能力支付计划的杠杆支付特点所在。另一方面，在盈利能力支付计划下，并购方对收购对价的支付不同于其他方式下的一次性支付，而是根据以后期间内目标企业的实际业绩情况进行支付，通常来讲付款期间分为 3 至 5 期。

### 2.1.2 业绩补偿承诺

业绩补偿承诺是我国大多数企业在进行并购时为了降低不对称性而选择的支付方式。在业绩补偿承诺的支付机制下，交割日，收购方需要向被收购方一次性支付全部的收购对价，同时对标的公司未来一定期间内的经营业绩做出对应的考核目标。如果在后期标的公司无法达到对应的业绩目标，则标的公司需要向收购方按照协议的规定支付一定的补偿款项。因此，业绩补偿承诺可以在一定程度上对标的企业未来的经营做出约束，一旦业绩不达预期，收购方的权益得以有保障，如果达到了目标业绩，则标的公司不需要支付给收购方任何补偿。通常情况下，业绩补偿承诺的业绩考核期区间位于交割后的 3 至 5 年。

## 2.2 文献综述

### 2.2.1 跨境并购的动因及风险

在当今的时代背景下，企业选择跨境并购的理由也越来越多样化，Simon（1982）对企业跨境并购的动因进行了深入剖析，最终总结成提高企业的经营绩效、实现协同效用以及提升股东财富三个动因。Stiebale 和 Vencappa（2018）认为企业选择跨境并购，可以引进国外先进的技术同时通过整合实现规模效

应，有利于产生“1+1>2”的协同效应，提升企业的整体效益。Cohen 和 Levin（1989）最先提出了吸收理论，认为企业可以通过跨境吸收国际上先进的技术，提高自身的研发能力和创新思维进而提高技术进步。Kumaretal（2020）提出如今许多新兴企业在进行跨境并购后积极吸收战略资产，包括对国外先进技术、管理方式、研发能力以及品牌塑造方面的吸收。Rumelt（1974）指出，跨境并购有利于企业开拓市场，并进行多元化经营，同时通过实证研究，多元化经营的企业被证实可以创造更高的利润。Khasawneh(2013)也肯定了跨境并购对企业多元化经营的积极影响，认为多元化既包括不同国家间的市场多元化，也包括不同企业间的业务多元化，而跨国并购有助于企业的多元化经营，帮助企业突破发展的瓶颈，通过后期的有效整合实现规模效应，提高企业整体的盈利能力等。

杨柳（2015）提出对于绝大部分的发展中国家的企业而言，之所以选择跨境并购是因为考虑到通过跨境并购，企业可以吸收引进国外先进的技术，与国际接轨，同时可以拓展海外市场，并和标的公司进行优势互补，实现协同效应。高厚宾（2019）选取了大量中国制造业公司的样本进行研究，得出跨境并购可以提高公司的创新，进而获得更高的效益。此外，他还指出，后期整合效率越高的企业，获得的收益越高。孟凡臣、谷州洋（2021）探究了跨境并购的整合过程，认为企业通过跨境并购是一种吸收国外专业人才的有效手段，在将这些人才引入到自身企业后，基于他们丰富的经验可以为企业的发展战略做出相应的调整，减少企业的试错成本，有利于企业业绩的提升。唐晓华和高鹏（2019）选取了同一行业进行研究，除了肯定了跨境并购可以提高企业创新能力这一观点外，还指出跨境并购可以帮助公司实现多元化经营，完善产业链布局。

由于在跨境并购中信息不对称问题更加显著，因此跨境并购所面临的风险比国内企业之间并购更大（王棣华，2010）。对于这些风险，陆凤星（2018）认为并购前做好审慎的尽职调查，并购后进行良好的规划整合。庞明（2011）总结了企业在跨境并购中可能会遇到的财务风险，主要包含：估值风险、融资风险、支付风险、利率风险、以及汇率风险，同时也会面临后期的整合风险。顾卫平和薛求知（2004）着重强调了企业在跨境并购时会既有国家文化差异又存在企业文化差异，一方面可以导致文化的冲突，另一方面有利于公

司在文化创新方面的发展，并提出在跨境并购中，文化的整合就是“多元统治”的长期过程。

### 2.2.2 并购中支付方式的研究

Jensen M C (1986) 认为如果企业在并购中选用现金支付的方式进行对价的支付，可以在一定程度上降低并购公司的代理成本。Huang Y S 和 Walkling R A (1987) 肯定了现金支付在在竞价过程中对提高竞标者获得标的公司收购权的成功率确实起到了正向的作用。Ghosh A (1998) 结合了并购公司的大股东持股比例进行分析，发现当该比例在 30%至 60%这个区间时，对于收购方而言更容易选择现金支付。同时，分析了支付方式对公司经营绩效的影响，并指出现金支付方式下，企业的总资产周转率可以实现显著的提升，然而，股票支付方式下，企业的现金流情况会变差。Chang S (1998) 就支付方式的选择对并购方的并购业绩的作用进行深入探讨，最终得出从长远来看，股票支付方式相较于现金支付方式可以给并购公司带来更大的积极作用。

刘淑莲 (2011) 提出在并购前的竞价过程中，由于股票的市值会随着市场环境的变化不断变化，不确定性较大，因此如果选择现金支付方式有助于企业在一众竞争者中脱颖而出。肖冰等 (2021) 通过选取 2006 至 2018 年期间的数据进行分析研究，证明了现金支付可以向外部传递积极信号，意味着目标公司非常看好这次并购。但在某些情况下，股票支付方式更容易获得并购方的青睐。李井林等 (2014) 运用 Logit 回归模型验证了在并购公司存在融资约束时，更偏好于采用股票支付方式进行收购，而如果没有融资的舒服，则这种倾向性就会消失。嵇存海 (2018) 肯定了这一结论，并就此原因进行了深入的剖析，最终总结了两个原因。首先是股票可以向外部传递公司是一家优质企业的信号，因为企业的上市本身就非常严格。其次是通过发行股票，可以吸收新的投资者，对于改善公司内部的治理结构起到一定的积极作用。然而，近几年相关专家学者发现混合支付方式有助于提升并购业绩。葛结根 (2015) 通过选取 2006 至 2011 年的上市公司数据进行实证研究，在并购过程中，企业应当尽可能选取多种支付方式，提倡支付工具的创新，这样有利于提升企业的并购绩效。刘桂良等 (2018) 指出，采用混合支付方式可以向

外界传递标的公司的股票没有被高估、融资能力较强的信号，与有助于提升并购方的股东权益，对并购方的并购风险的控制起到了积极作用。

### 2.2.3 盈利能力支付计划的应用

在盈利能力支付计划应用的理论方面，国外对于该方面的研究远远领先于国内，其最初的名称为“Earn-out”。这种方式已经提出，国外许多并购公司就注意到了该支付方式的突出以及潜在的优势，并立即对其进行应用。如今国外针对这一支付机制已经形成了比较成熟的应用框架。Vanita 和 Ashu（2015）提出，盈利能力支付计划的特点是将合并总对价划分为固定对价和或有对价两部分，其中，固定对价是双方就小弟公司估值达成一致的部分，而浮动对价是并购双方就估值存在争议的部分。本质上而言，这是一种延期付款方式。通过这种机制，卖方就能够通过日后实现相应的目标来获得浮动价款。盈利能力支付计划是美国并购市场所先采用的一种并购时的支付方式，因此在盈利能力支付计划方面的理论研究，国外相对而言较为深入，有着比较完善的盈利能力支付计划理论研究及应用实践。Cain 等（2011）提出，盈利能力支付计划在众多并购案例中对降低信息不对称性、提高企业并购业绩起到了显著的作用，同时指出该种支付方式的应用效果与或有支付比例、考核目标、考核期限的设定关系密切，而美国已经对此形成了一套较为完善的理论体系。Dater（2001）肯定了盈利能力支付计划对于降低并购双方的信息不对称性进而起到降低并购风险的作用，降低并购过程中的代理成本，提高并购绩效。同时，他还指出盈利能力支付计划可以通过激励作用，对标的公司的管理层进行激励，进而有助于企业后期的并购整合。Aharony（1980）认为盈利能力支付计划可以传递积极的信号，进而帮助并购方更好地定位到优质企业。Chatterjee 和 Erickson（2004）也肯定了盈利能力支付计划的信号效应，并且在分析并购双方所处的行业以及市场经济大环境的差异基础上，提出盈利能力支付计划确实可以提高企业的并购效益。同时指出，如何发挥盈利能力支付计划的优势是企业在使用该支付方案前需要认真思考的问题。Leonidas 与 Sudi(2012)通过搜集美国市场上各企业在并购中使用盈利能力支付计划的案例，通过实证分析，得出结论：相较于其他支付方式，盈利能力

支付计划有助于并购方企业在并购消息放出至并购交割日这段时间获得更高的效益。K r u g和H e g a r t y（2001）考虑到盈利能力支付计划的业绩考核指标，认为该考核指标的设定可以对管理层起到激励的作用，进而调动管理层的积极性，提升管理效率，有助于公司内部的治理。

虽然盈利能力支付计划在国内的研究较为成熟，但我们国内对其的研究以及应用仍然非常缺乏，公司在选择这一支付方案时没有可以参考的理论与实践经验。我国学者李曜（2003）基于期权博弈理论将这个支付方式译为“赢取计划”，并认为在该赢取计划，标的公司在并购后可以实现另双方均可以接受的范围，进而使得双方的利益可以达到均衡。在整个盈利能力支付计划的制定到实行的过程中，就是并购双方的一个博弈的过程。同时，李曜在分析盈利能力支付计划的应用的基础上，进一步地探讨了其适用于哪些行业的公司，同时，她也指出，尽管盈利能力支付计划具有诸多优势，但企业在使用该计划时必须要选择恰当的业绩评价指标，否则，盈利能力支付计划对风险的控制效果将会失效。谢蔼莹（2018）将这个支付方式译为“或有延期支付”，该支付方式的一个最突出的特点为“或有对价+延期支付”，用延期支付替代一次性支付也是盈利能力支付计划区别于之前的业绩补偿承诺的地方。此外，她采用案例分析的研究方式对盈利能力支付计划方案的设计进行深入分析，并指出企业应当对或有对价比例和业绩考核目标进行合理的设定，才能使盈利能力支付计划持续发挥激励效用。刘娥等人（2006）把该支付方式译为分阶段延期支付、或有支付，并从三个程序对分阶段延期支付进行分析探讨，第一个步骤是分阶段延期支付的具体适用前提：他们认为只有在并购双方确实由于文化或是价值观的不同进而就标的公司的收购对价存在一定的不可调和的估值差异时，分阶段延期支付的方式才可以显现自身的优势；第二个步骤是具体分析分阶段延期支付方法进行并购支付并购双方的实施效果分析，最后也个步骤是分阶段延期支付的设计要点，包括对考核目标的选取业绩或只支付比例的确定、过渡期控制权如何分配以及后续的综合问题。陈涛、李善民（2015）基于该支付方式的激励层面以及支付方面的作用，将该计划译为盈利能力支付计划，并认为企业在应用盈利能力支付计划时应当把它市委并购使得一个合同约定。同时，他还对国外学者对该支付计划的理论研究与实践经验进行总结，并指出盈利能力支付计划未来在我国的发展趋势以及目

前所遇到的发展瓶颈。本文认为盈利能力支付计划这个概念更加贴切其作用机理，并且根据大多数学者也均选用这一翻译，因此本文采用“盈利能力支付计划”这一翻译。黄路怡（2014）通过分析盈利能力支付计划在掌趣科技并购动网先锋的应用，进而印证了盈利能力支付计划确实可以在一定程度上降低并购方高估值高溢价的风险，保护并购方的权益。然而在具体应用中，很多企业由于对盈利能力支付计划条款的设计不当，进而使得该支付方式并没有发挥预期效用。任灵梅（2019）从分析企业并购后的商誉减值触发，进而论述了盈利能力支付计划对降低高溢价风险的积极作用。在此基础上提出企业需要摄者相关的调整条款，以便应对后续市场环境恶化导致目标无法完成的情况发生。

#### 2.2.4 文献述评

通过对上述文献进行梳理，我们得知如今越来越多的企业选择将跨境并购作为扩大规模、增强国际影响力的主要方式，但由于并购双方所处的环境、政治和文化等因素的不同，导致双方的信息不对称问题更加突出。如何降低这种信息不对称性进而降低企业的并购风险对企业而言是个难题。近几年国内的学者逐渐开始了对盈利能力支付计划的应用以及理论展开研究。尽管目前国内对盈利能力支付计划的研究还不成熟，但大体上对盈利能力支付计划在企业并购过程中的应用效果研究的要点差异不大。由于我国对盈利能力支付计划的研究涉及较少，实践应用也缺少参考，所以本文整理了国内外学者先进的理论资料，通过分析其在所选取案例中的具体应用过程，分析公司对该方案相关要点的把控情况以及该支付方式的实际应用效果，最后对盈利能力支付计划在企业的具体应用做出评价和建议。

## 3.盈利能力支付计划在我国跨境并购中的 现状与设计要点

### 3.1 盈利能力支付计划和业绩补偿承诺对比

前文已经提到，国内企业在进行并购时，我国上市公司在并购时往往选择业绩补偿承诺的方式。然而，通过近几年众多的交易案例，我们发现业绩补偿承诺在实际应用时存在很大的局限性。

一方面，该种支付机制会导致高业绩承诺的风险。在对业绩补偿承诺条款进行设计时，为了获得更高的估值，被收购方会有对公司未来业绩预期过于乐观的倾向，会有意无意地避免对并购后可能出现各种不确定风险的考虑，进而会做出不合理的业绩承诺，因此会给并购方带来高估值的风险。在做了较高承诺却并未实现后，由于被合并方拥有支付业绩补偿的主动权，因此收购方就被置于被动的地位，很可能面临标的公司不支付业绩补偿的风险。另一方面，过高的合并对价会在并购后让合并方产生大量的商誉减值损失。而如果标的公司的业绩在并购后出现恶化，远远不及预期，甚至出现资不抵债的情况，被收购方会想尽一切办法逃脱对收购方的业绩补偿，即便被并购方的道德感较强，有支付业绩补偿的打算，但是其并没有能力进行偿付，进而导致收购方获得补偿的希望落空。

从表面上看，盈利能力支付计划和业绩承诺都是为了解决并购中的信息不对称问题，对被收购方的业绩设置了考核目标，起到调整合并对价的作用，然而在业绩承诺协议的实际应用中，由于标的公司占有业绩补偿的主动权，收购一方处于相对不利的地位，可能会面临标的公司业绩补偿承诺失诺的风险。但在盈利能力支付计划下支付权掌握在了收购方手中，是否支付和支付金额可以基于标的企业考核期内的业绩指标完成情况，因此，收购方所要承

担的风险较小。综上所述，相较于业绩补偿承诺，盈利能力支付计划具备以下优势：

（1）将对价的支付权掌握在收购方手里，进而使得收购方的利益得以有保障。尽管业绩补偿承诺的出现最初是用来解决并购中的信息不对称性的问题，然而，通过众多的实际应用案例，我们不难发现，业绩补偿承诺协议对被收购方的约束力不够强。当被收购方的经营出现下滑时，很多企业宁愿选择冒着违约的风险也不愿意去按照协议支付补偿对价。这就使得业绩补偿承诺丧失了其原有的功能。近年来标的企业拒绝按协议规定支付业绩补偿的现象屡见不鲜。因此，即便签署了业绩补偿承诺协议，收购方仍需要对未来标的公司无法进行业绩补偿的情况做好预期。然而，在盈利能力支付计划下，收购方与被收购方的地位发生了调换，收购方有权决定是否给予一定的对价款项，这样一来，可以保障并购方自身的权益，提高并购的成功率。

（2）多维度指标考核被收购公司的业绩，评价更加客观、全面。在以往业绩补偿承诺的实际应用中，大多数案例将考核的关注点集中于对企业财务指标的考核，而忽略了其它潜在的与公司业绩情况更为贴切的考核指标。而盈利能力支付计划则可以弥补这一缺陷，在实际应用中，采用的考核目标在原有的财务指标基础上又结合企业的业绩构成以及行业属性增添了多维度的非财务指标，进而可以从多维度更全面准确地衡量出目标企业的业绩表现。

（3）降低并购方一次性付款金额，进而降低公司的财务风险，有利于优化企业的资金流动性。基于前文，盈利能力支付计划中并购方不再需要在交割日立即付清全部对价。对于资金流动性较差的企业而言，这样可以帮助企业解决资金不足、融资难的问题，避免企业的偿债能力出现进一步恶化。对于资金充足的企业而言，它们可以将省下的资金先投资于其它项目，获得额外的回报，因而，无论企业是否存在资金压力，盈利能力支付计划都可以为企业节省资金成本，有利于企业效益的提高。

表 3.1 盈利能力支付计划与业绩补偿承诺的区别

	业绩补偿承诺	盈利能力支付计划
支付形式	事前支付、事后补偿	事前约定、事后支付
对价设置	固定对价	固定对价+或有对价
业绩指标	通常指财务指标	财务指标、非财务指标等多元化指标
权益实现效果	卖方掌握补偿主动权 操作性差、容易流于形式	买方掌握支付主动权 有利于控制高估值、高溢价风险
适用行业	各行业普遍使用； 上市公司并购普遍使用	高风险、高成长性的信息技术和传媒行业以及轻资产型企业；跨国并购；非上市公司间的并购；上市公司并购非上市公司

### 3.2 盈利能力支付计划在我国跨境并购中的应用现状

虽然国外对盈利能力支付计划在并购中的应用已经形成了较为完善的体系，但国内使用盈利能力支付计划的案例少之又少，国内企业进行并购时主要应用的仍然是业绩补偿承诺，而盈利能力支付计划是近几年才受到国内学者和企业的关注。通过搜集国内盈利能力支付计划的实际应用案例，不难发现国内使用这一支付方式的案例往往是跨境并购的交易。由于国外的企业与国内企业应用的会计准则不同，特别是在被并购方属于未上市公司的情况下，被并购方很可能通过减少对相关会计信息会导致的风险部分披露进而掩盖公司经营的真实信息，增加了并购双方的信息不对称性。而使用盈利能力支付计划可以通过设置业绩指标既起到对标的公司的约束作用又可以对其进行业绩激励。

此外，通过对比发现，我国国内应用盈利能力支付计划的企业多数是对轻资产型企业的并购。这些企业的价值主要集中于其核心的技术或是相关的经验积累。主要问题是在对该种轻资产企业进行估值时，无法去找可比的有形资产进行参考，在估值过程中存在很大的不确定性，尤其是在跨境并购中，更容易让并购方承受较高的“高估值、高溢价”风险，使得公司在并购后计提大量的商誉减值，损害了并购方的权益。而盈利能力支付计划通过“或有对价、延期支付”的方式，在某种程度上让并购方得到一定的保障。

此外，我国企业在应用该计划的过程中，对业绩考核指标的选取非常多样化。根据表 3.2 我们可以看出，我国企业在进行指标选取时，会结合企业的自身业绩来源，进而划定相应的考核指标。

**表 3.2 近年来盈利能力支付计划在我国跨境并购中的部分案例**

并购方	收购标的	衡量条件	支付期限	或有支付比例	支付方式
中软国际	和勤环球	净利润	两年	55.00%	现金+股票
分众传媒	玺承传媒	特定收益	两年	5.00%	现金
三花智控	德国亚威科	息税折旧摊销前利润	三年	90.00%	现金
西王食品	Kerr	息税折旧摊销前利润	三年	20.00%	现金
梅泰诺	BBHI	利润、业绩补偿	两年	52.00%	现金
洛阳钼业	FDMC	铜、钴月均市场价格	两年	4.30%	现金

### 3.3 盈利能力支付计划方案的设计要点

#### 3.3.1 或有支付比例

盈利能力支付计划下，收购方与并购方需要针对双方无法协调一致的部分对价金额上进行确认，通常而言，被并购方会对自身业绩以及成长能力抱有过高的预期，同时为了获得更多的出售对价，往往会对外估高企业的价值。而合并方出于对希望降低支付款项金额的考虑，加上对被合并方的市场环境不了解而产生的谨慎性心理，往往会低估被收购公司的价值。而盈利能力支付计划通过设置固定支付价款来使双方的利益更容易达到均衡。然而，解决了双方估值差异的问题后，另一个问题却出现了。从并购方角度分析，或有支付比例越高，其在并购中所承担的风险就越小；从被并购方角度来看，或有支付比例越低，并购后所面临的由经营下滑导致或有价款无法获得的风险越低。一旦双方就这一比例迟迟无法达成一致，也会导致并购的失败。而通过对国外众多实际应用案例进行分析，最终相关学者认为这一比例的最佳区间范围为百分之二十至百分之八十。如果比例设置过低，则盈利能力支付计划的优势就无法提现，比例过高，也是不现实的。

#### 3.3.2 业绩评价期间和指标

在众多的应用案例中，考核期间在一年至五年不等，如果考核期间设置的范围过短，则盈利能力支付计划对被并购方的约束力较小，很可能导致对方的短视行为，并购后的长期业绩无法得以保障，从长远来看不利于提高整合业绩。然而，如果考核的期间过长，也同样会给并购方的整合带来一定的

难度，同时被并购方的管理者可能也不会同意。根据以往案例，该期间长度的最佳区间为2年至5年。虽对于一些特殊的行业而言，该区间可能还会相应地延长，比如，在对医药行业的公司进行考核时，由于药物从研制一直到临床应用需要耗费很长的时间才能判定其带来的业绩成果，因此考核区间也会相应延长。

上文已经提到，业绩评价指标最好是财务指标和非财务指标结合。非财务指标的选取则与行业特点有关，在信息化时代的大背景下，逐步涌现出新类型的非财务指标。就医药行业而言，一个药品从研发、审批到最终的药品上市耗时长达几年，对于投资者来说需最大化地降低这其中可能涉及的各类风险，财务指标维度过于单一，因而选取药品的种类、开发流程、审批程序及上市销售等这些多元化的非财务性指标进而可以更客观地帮助投资者评估投资风险。此外，高科技行业可以通过观察每一年公司的研发投入占比以及产品的迭代周期进而对该公司的业绩进行考核。

#### 3.3.3 考核期间和支付标的

在上述的指标比例都已经确定后，双方应就付款的标的进行约定。据统计，我国企业在使用盈利能力支付计划时大多数采用的是现金支付，例如，梅泰诺跨境并购 BBHI 公司、山花指控跨境并购德国亚威科公司以及西王食品并购 Kerr 公司均使用的是现金来支付并购对价。少数公司会选择“现金+股票”的混合支付方式，例如，中软国际并购和勤环球就使用的是这一混合支付方式。使用债券进行支付的案例少之又少。根据相关学者研究，如果可以采用股票和现金混合的支付方式，从长远来看有利于增加企业的效益。双方也要对具体的付款时间进行约定，取决于盈利能力支付计划下并购方对标的公司的考核期间。只有考核期间结束后，并购方才能根据标的公司的业绩实现情况选择支付对价的多少。理论上而言，双方可以约定在期末一次性支付，也可以选择在各期考核期末进行分期支付，然而实际上绝大部分的公司选择的是在各考核期期末进行分期支付。

### 3.3.4 经营权的界定

如果企业在跨境并购中使用盈利能力支付计划这一支付方式，考虑到并购方对标的公司所在环境的政策、文化、法律以及标的公司自身的业务流程和管理框架并不熟悉，并购方与标的公司通常会在并购前商议在交割后，被收购方之前的相关管理人员以及技术开发人员需要留在标的公司内继续任职。然而，如果标的公司的管理层在并购后对公司经营的影响程度过大，很可能导致并购方在后期难以对标的公司进行整合，不但不能实现“1+1>2”的效果，还会耗费大量的整合成本，甚至导致并购的失败。此外，标的公司的管理层出于完成业绩考核目标进而得到或有对价的考量，因此会通过不道德的手段操控利润，而忽视了企业的长期利益，进而会对收购方的权益造成一定的损害。反之，如果并购方对公司经营的影响过大，那么为了降低或有对价支付的金额，收购方很可能会过多地干涉标的公司的经营。

因此，在并购前，双方需要针对并购后标的公司的经营权问题进行明确的规定。就收购方而言，其可以通过并购后向标的公司介入董事进行管理和监督，根据实际情况适当增加公司的管理制度，进而保障自身的权益。对被收购方而言，为了防止并购方对公司业绩做出过多不适当的干预，可以让并购方在交易前做出一定的承诺，例如，在业绩考核期内不会故意提高债务比例、恶意改变生产线结构以及将标的公司的资产或销售转移到关联方名下。

## 4.联络互动并购美国新蛋公司案例简介

### 4.1 并购双方公司介绍

#### 4.1.1 并购方联络互动概况

联络互动公司于 2009 年 8 月在深圳证券交易所正式上市，当时的股票简称为“新世纪”。其前身是北京数字天域，主要从事于提供软件服务的业务。2015 年，正式将公司名称改为联络互动信息科技股份有限公司。在此之后，公司通过进行多次的并购重组，联络公司的规模越来越庞大，业务也越来越广泛。联络互动公司经过多年的发展，由起初的主营应用分发和商户云，到后期的称霸智能硬件市场，可以看出联络互动公司的技术开发团队十分成熟，能够很好地适应外部大环境的变化。这也得益于联络互动公司内部具有前瞻性眼光的管理团队，可以及时地判断未来的发展趋势，并随时调整公司的经营战略。目前，联络互动公司的主营产品已经涵盖了电商、智能硬件、文化传媒以及金融四个领域，可以看出公司未来的发展前景较为乐观。

#### 4.1.2 被收购方美国新蛋公司概况

新蛋公司于 2001 年在美国成立。从成立开始，新蛋公司的 PC 组件就受到了一群技术发烧友的热捧，经过二十多年的发展，如今的新蛋公司以其多样化的特点成为了北美市场上最大的电商平台之一，同时也进军了欧洲、拉丁美洲、亚洲等市场，在这些地区，新蛋公司都已经积累了庞大的客户群。2021 年 5 月，具有强大实力的新蛋公司在纳斯达克正式挂牌上市。因此，我们可以看出新蛋公司自成立以来一直到公司成功上市在国际上一直保持很强的品牌影响力。

## 4.2 跨境并购过程

为了顺应互联网的发展趋势，联络互动公司在并购美国新蛋公司前已经将进军智能硬件市场作为未来的发展方向，完善企业的产业布局。联络互动在听说美国新蛋决定对外出售后，立即制定相关的并购计划。本次并购交易从2016年4月25日起，联络互动开始停牌，双方就本次并购的相关事宜不断磋商，2016年8月15日，联络互动公司与出让方美国新蛋公司签订了《股权购买协议》。2016年10月25日联络互动公司复牌。

**表 4.1 联络互动并购美国新蛋公司的并购全过程**

时间	并购全过程
2016.04.05	联络互动停牌
2016.08.15	双方就本次跨境并购交易签订了《股份购买协议》
2016.09.28	联络互动董事会通过重大资产重组预案
2016.10.25	联络互动复牌
2016.11.15	联络互动董事会通过重大资产购买报告书（草案）
2017.03.31	完成股权交割，持有美国新蛋 55.70%的股权
2017.06.20	收购新蛋剩余部分股权。本次交易完成后，联络互动共持有 93.51%的股权

为了明确此次跨国并购行为的正确性以及确定新蛋公司 55.70%股权的价格，联络互动委托中企华评估了新蛋公司的股东全部权益价值。此次评估的评估期于2016年7月10日至2016年11月10日，基准日为2016年6月30日。此次评估的最终结果为新蛋公司归属于母公司所有者权益金额为29.84百万元人民币，评估值2249.22百万元人民币。在此次评估的基础上，联络互动公司和新蛋公司最终同意以264.17百万美元作为此次并购的收购对价。

2016年8月中旬，联络互动与新蛋公司正式签订了《股份购买协议》。协议中约定联络互动公司需要以现金支付的方式对新蛋公司所出售的股票进行收购。其中，新蛋公司出售的股票包括490706股A类普通股、12782546股A系列优先股以及增发的24870027股AA系列优先股。交割完成后，联络互动公司将持有新蛋公司股份比例为55.7%。然而，由于在本次收购的前两年间，联络互动公司进行了多次的并购重组，耗费了大量的资金，因此，在这次并购中，联络互动公司现有的可利用资金无法对此次并购对价进行一次性偿付。鉴于此，双方经过协商，最终决定选择使用国外的盈利能力支付计划

作为本次并购的支付机制。在交割日，联络互动公司需一次性支付固定对价部分，剩余的或有对价在后期根据新蛋公司的目标业绩完成情况进行支付。其中，固定对价部分的资金中，4 成来自于联络互动公司的自有资金，剩余 6 成来自于银行借款。

## 4.3 跨境并购动因

### 4.3.1 物联网经济飞速发展，国家政策支持

如今，科技日新月异，互联网的普及率已经得到了迅猛的增长。随着社会的不断发展，人民的需求更加多样化，移动端客户端上网早已无法满足人们的差异化需求，在这种情况下，物联网经济应运而生。随着物联网与云计算、人工智能、5G 等新兴科技快速融合，物联网的应用越来越广泛，图 4.1 为 2016-2022 年中国物联网市场规模的变化情况，从图中我们可以看出，2022 年我国的物联网市场规模预计可达 34757 亿元，从 2016 至 2022 年期间，我国物联网市场规模的年复合增长率约为 25%，发展极为迅速。飞速发展的物联网经济拉动了智能硬件市场的快速扩张，同时也促使联络互动将进军智能硬件产品市场作为企业未来的重要战略方向。

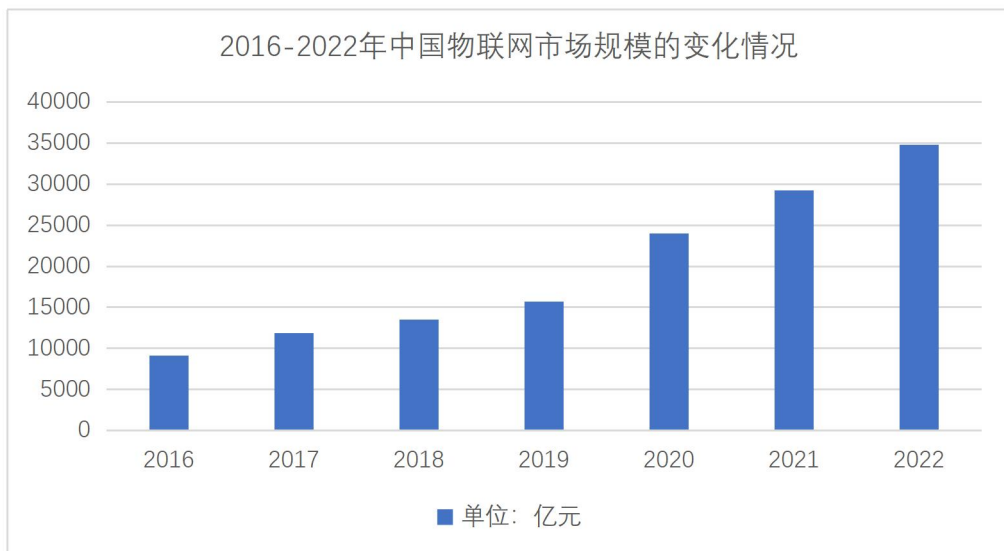


图 4.1 2016-2022 年中国物联网市场规模的变化情况

2016 年工信部同国家发改委发布《智能硬件产业创新发展专项行动

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/198142073064006027>