# 业绩承诺中被并购方方面临的风险分析—以东方精工收购普莱德为例

## 摘　要

随着我国上市公司的飞速发展，与企业规模的不断扩大，并购已经成为了很多企业实现自身发展战略的一条重要路线。但近年来，跟风式并购、盲目跨界并购等高溢价并购行为屡见不鲜，由此形成巨额商誉。

业绩承诺作为并购重组过程的估值调整机制，其最初目的在于降低上市公司并购投资风险。然而，随着业绩承诺到期日的到来，市场狂欢的泡沫散去，业绩承诺的真实面目也显露出来：多家上市公司遭遇业绩承诺不达标，更有业绩补偿也难以到位，最终双方一纸诉状对簿公堂。

本文选取了东方精工收购普莱德的案例，结合行业发展情况和案例分析业绩承诺中被并购方面临的风险，以及如何建立有效的风险防范机制。此外，本文采用可持续增长模型分析业绩指标设定的可行性，通过对业绩承诺所带来的众多风险进行全面分析，被并购方面临的风险包括估值风险、业绩目标设定风险、关联交易风险、业绩认可风险、经营风险以及行业风险，并提出在签订业绩承诺前中后期的具体风险防范措施：使用财务与非财务相结合的多重指标合理判断企业的经营和发展情况；通过多次分阶段的的融资对赌方式降低风险，结合行业发展状况具体分析企业是否具备应对业绩承诺风险的能力等方法使企业更好的规避业绩承诺风险。

关键词：业绩承诺；企业并购；风险分析；风险防范机制

## 目　录

一、绪论.....1
（一）研究背景.....1
（二）研究意义.....1
1.理论意义.....1
2.现实意义.....2
（三）研究内容.....2
（四）研究方法.....2
二、文献综述与理论基础.....3
（一）国内外研究概况.....3
1.业绩承诺概念.....3
2.业绩承诺作用.....3

3.业绩承诺风险.....3
4.防范业绩承诺风险的研究.....4
5.文献评述.....5
（二）理论基础.....5
1.信息不对称.....5
2.委托代理.....6
3.管理者过度自信理论.....6
4.实物期权.....6
三、我国上市公司并购业绩承诺以及风险现状.....7
（一）我国上市公司并购重组概况.....7
1.我国上市公司并购规模概况.....7
2.收益法下高估值风险偏高.....7
（二）并购重组中业绩承诺概况.....8
1.业绩承诺概念.....8
2.业绩承诺相关政策.....8
3.业绩承诺运用.....9
四、案例分析.....10
（一）并购双方概况.....10
1.东方精工.....10
2.普莱德.....10
（二）并购动机.....11
1.并购方动机.....11
2.被并购方动机.....11
（三）并购方案.....12
（四）业绩承诺内容.....12
1.业绩指标设定.....12
（五）业绩承诺履行情况.....14
五、业绩承诺风险分析.....15
（一）业绩承诺签订前.....15
1.企业价值评估风险.....15
2.市场风险.....16
（二）业绩承诺签订中.....16
1.业绩承诺设定风险.....16
2.控制权风险.....17
3.关联方交易风险.....17

（三）业绩承诺签订后.....19
1.业绩认可风险.....19
六、业绩承诺风险规避建议.....20
（一）业绩承诺签订前.....20
（二）业绩承诺签订中.....20
（三）业绩承诺签订后.....21
结　论.....22
参考文献.....23

# 一、绪论

## （一）研究背景

随着我国市场经济的快速发展，以及 RCEP 的签订、国内国际“双循环”等政府的政策和战略环境下,面对我国竞争日益激烈的经济结构战略转型期和产业升级阶段，横向或纵向并购重组成为了许多企业进行外部扩张和资源整合的重要方式。但近年来，跟风式并购、盲目跨界并购等高溢价并购行为屡见不鲜，由此形成巨额商誉。这些公司的业绩原本呈现盈利状态,由于巨额商誉年末均以亏损收官。巨额商誉减值的原因，在于原本高溢价收购的情况下，子公司当年业绩承诺未达预期带来的投资损失。

为了提高并购成功率，保障并购相关方利益，业绩对赌快速成为很多企业的并购条款之一。业绩承诺是企业并购重组交易中针对被并购企业在一定业绩承诺期内做出的对于经营利润、业绩增长的保证。在提出业绩承诺时，同时约定业绩补偿，即承诺事项未达成时，被并购企业以股份或现金的形式对上市公司进行补偿，以保护上市公司中小股东的利益。在附带业绩承诺的并购重组交易规模不断扩大的同时，业绩承诺越来越多地在非关联企业的并购中被使用，运用领域涉及医疗、制造业、金融、基础设施等多个行业。高业绩承诺如果完成，能够给并购双方带来巨大的经济利益，并购方可以进一步扩大核心竞争力,而被并企业提高可以企业估值,获取更高的交易对价。

近年来业绩承诺协议签订呈井喷之势,而标的企业履行承诺的能力却在逐年下降。并且随着承诺所属年份的增加，承诺完成率逐年降低。

业绩承诺协议往往导致被并企业高溢价并购，当业绩承诺无法兑现，被并购方预期收益和实际相差巨大，并购方就会面临计提大量商誉减值准备的局面，使并购方的合并财务报表显示经营状况恶化，甚至由盈转亏。随着并购活动数量的增多，并购规模的增大,业绩承诺在我国企业的并购重组中能否达到并购风险规避的作用成为并购企业亟待解决的问题。

## （二）研究意义

### 1.理论意义

业绩承诺在并购中运用研究开始较晚，当前的研究主要关注业绩补偿协议制度，业绩承诺的会计处理方式、业绩承诺对企业估值的影响以及在企业并购中的促进作用等方向，以业绩承诺作为研究路径分析并购风险的研究目前较少。本文的研究目的是通过东方精工并购普莱德的案例,通过分析并购重组中双方因签订业绩承诺而导致的并购风险,，从并购双方各自动机出发，以业绩承诺为路径，探索其对并购风险的规避效果，丰富了当前的并购风险管理理论体系和实践体系。

2.现实意义

近年来，国内外许多上市公司出于业绩改善、自身转型和借壳上市的原因进行业绩承诺下的并购重组。然而，受内部管理、外部市场环境等因素的影响，业绩承诺目标达成率偏低。并购企业会面临被并购企业资产价值下跌、业绩承诺无法兑现、得不到业绩补偿等风险。因未完成业绩目标而带来的巨额赔偿也会使被购方为逃避相关责任而进行利润操纵或者直接违约，甚至出现随意更改业绩补偿方案的情况。随着这些缺陷逐渐暴露，业绩承诺不仅会给并购双方，尤其对并购方，带来利益损失，影响企业的持续发展和市场经济的健康运营。

通过分析东方精工并购普莱德的案例，从并购双方各自动机出发，探究业绩承诺在签订不同阶段产生的风险，为上市公司在并购过程中签订业绩承诺时如何规避并购风险提供意见参考。

## （三）研究内容

首先，本文进行了相关理论梳理，明确业绩承诺的概念和动因后，利用信息不对称理论、委托代理理论、管理者过度自信理论、实物期权理论研究业绩承诺下企业并购风险成因及机制，并按照业绩承诺签订前、业绩承诺签订期间、业绩承诺签订后的先后顺序分析各个流程中可能存在企业并购风险种类及其形成机制分析。

其次，回顾业绩承诺在我国并购中的应用现状，包括业绩承诺在我国企业并购中的现状、所起的作用以及衍生的企业并购风险。然后，进行具体的案例分析，在东方精工并购普莱德案例进行阐述后，对业绩承诺的每个阶段中存在的风险进行具体而细致的分析，并针对风险提出相应的防范措施。最后，在前文的基础上总结和分析业绩承诺下企业并购风险点以及规避方法。

## （四）研究方法

1.文献综述法：通过研读与业绩承诺和并购风险相关的国内外研究文献，对研究成果进行汇总整理，从而形成关于业绩承诺下并购风险的理论体系，为下一部分的案例分析提供理论基础。

2.案例分析法：本文通过研究东方精工并购普莱德案例，了解签订业绩承诺及完成并购重组工作的整个过程，并深入研究在这一系列过程中，并购双方签订的业绩承诺在不同阶段都会出现何种并购风险，如何应对这些风险。

# 二、文献综述与理论基础

## （一）国内外研究概况

### 1.业绩承诺概念

Trigeorgis（1996）首次将实物期权与对赌协议相结合，使投资者将实物期权理论应用于风险投资，称之为 Earnout[1]。宁静、杨景岩（2013）认为业绩承诺具有对赌协议调整并购双方经济利益的某些特点,同时对比对赌协议与业绩承诺之间的差异:业绩承诺执行结果对并购方而言总是可以拿到是股份或现金补偿，稳赚不赔;而对赌协议的投融资双方收益或亏损同时发生，有利于被并方快速获取发展资金[2]。沈华玉等（2019）认为业绩承诺不是一种支付方式，而是当买卖双方对标的公司估价有分歧但分歧不大时，为保护上市公司利益而设计的具有中国特色的补偿条款。并购方利用定向增发并购非上市公司，本质是建立在未来业绩上的卖出期权[3]。

### 2.业绩承诺作用

业绩承诺可有效降低并购本身存在的道德风险和逆向选择。基于信息不对称理论的研究证明，投资者将期权理论运用到并购投资决策中，对赌协议激励补偿条款保证了收购方的收益，也降低了并购风险[4][5]。

吕长江、韩慧博（2014）通过实证分析发现，业绩补偿承诺在并购过程中可以显著提升并购的协同效应水平。业绩补偿承诺在显著提高并购溢价的同时，也会提高收购方股东的收益，达到双赢的效果。业绩承诺释放的利好信号随时间递减，为并购方带来短期收益[6]。潘爱玲等（2017）从激励效果的视角研究业绩承诺的积极作用时发现，激励效应与承诺的业绩增长率呈倒 U 型的相关关系，设置合理的承诺业绩值和相应的业绩补偿方式能激励管理层明确工作方向,通过股份补偿方式相比于现金补偿成本更高，更能对管理层产生激励效应，保证业绩期内的盈利能力稳定增长[7]。尹美群、吴博（2019）通过实证分析指出没有超额现金企业和大规模企业在并购过程中更倾向于使用业绩承诺。业绩补偿承诺可以在很大程度上减少并购交易中的信息不对称，有助于揭示企业的价值，提高并购绩效。其中，股份补偿对信息不对称的缓解效果比现金补偿的缓解效果更好[8]。

### 3.业绩承诺风险

Berkoviteh 和 Narayanan（1993）指出推进并购事件最主要的因素来自于协同效用，这种作用可以使并购双方自身的价值得到提升，并且可以带来双方的盈利能力增强效用。正是由于这种协同作用，使得并购方在并购时容易形成高额溢价[9]。Cadman.B,R.Carrizose,L.Faurel（2014）认为对赌协议虽然能够激励和鼓舞管理层，但在利用对赌协议时，管理层更加注重追求短期效益，忽视以公司的持续稳健经营[10]。周士杰（2014）认为业绩承诺成功关键是正确选择标的企业，标的企业是否能持续拥有关键客户收入，标的企业能否与上市公司达成充分的整合，市场环境的变化是否在上市公司的预期之内，都是直接影响业绩承诺实现的重要因素。[11]

王竞达、范庆泉（2017）通过对上市公司业绩达成率的研究发现被并购企业通常为了获得充足交易金额，总是做出虚高业绩承诺，高业绩承诺造成高估值，最终导致高溢价。业绩承诺到期时，如果标的企业无法实现业绩承诺，通过财务造假维持高业绩承诺的风险会显著增加[12]。翟进步等（2019）从并购前标的估值和并购完成后的上市公司股价变动的影响因素出发，发现标的企业做出高业绩承诺，给资产评估机构预期高盈利能力的信号，增加了标的方高估值的概率，使并购方支付远高于市场的对价，最终导致上市公司股价虚高，中小投资者风险增加[13]。高榴、袁诗淼（2017）认为一些被并购方做出不切实际的高业绩承诺只是为了评估增值，获取更高的交易对价，而并购方并没有充分考虑被并方的预期盈利能力，为了促成并购尽快完成，能够向二级市场传递利好信息抬高股价，对高业绩承诺也乐于接受，这是双方相互博弈的结果[14]。朱荣、温伟荣（2019）认为主流通常基于被并方的未来盈利情况使用收益法进行估值，因其存在比较大的不确定性，评估主体往往会将业绩承诺的获利水平作为预测未来收益的基础。附有业绩承诺的评估增值率远高于没有业绩承诺的公司，并且承诺的业绩目标和评估增值率呈正相关[15]。

窦炜等（2019）通过实证分析发现管理层过度自信将会使其在并购重组交易中高估标的方的盈利能力，忽视未来经营中可能存在的风险和标的企业股东业绩承诺虚高的问题[16]。

周利芬、李秀莲（2019）通过对上海明匠业绩承诺的分析，提出被并企业在业绩承诺难以实现时可能采取操作盈余的违法行为如试图变更收入确认方式，以达到提前确认利润，实现当期业绩承诺的目的[17]。刘永键、章新蓉（2020）认为管理者过度自信，业绩承诺协议的增信功能及上市公司尽职调查不充分是业绩承诺相关风险频发的重要诱因，进而诱发业绩承诺目标值、激励政策、业绩补偿方式的设定风险；而这三要素的相互作用进一步引发了业绩承诺期内及期满后的风险，主要表现为标的企业业绩不可靠，商誉减值，标的方进行盈余调节[18]。宋清（2020）通过案例分析认为并购企业如果仅依赖一纸业绩承诺想获得不错的利润回报，但在人事、管理及业务等层面不做出具体的并购整合措施，则不仅并购的战略目标很难实现，而且很容易发生子公司风险失控事件[19]。

4.防范业绩承诺风险的研究

张辉（2018）认为在充分依靠专业中介机构获取标的企业信息的过程中，并购方可以以合约的形式推荐内部人员协助中介机构对标的企业信息进行调查。同时，并购方可建立循序性并购机制，即通过先行少量持股的方式逐步掌握标的企业的实际盈利能力，有效降低信息不对称，防范商誉减值问题[20]。孙召亮（2019）提出共享审计的有效应用能显著抑制并购溢价，缓解并购双方之间的信息不对称。共享审计能使主并企业以更少的成本支出获得标的企业真实信息，制定合理的并购方案，还能帮助标的企业提高标的方价值评估准确性[21]。池昭梅、黎曦（2020）通过分析数知科技的跨境并购案例采取的 Earnout 协议，认为企业可以采取分期支付的支付方式以延缓估值争议。在业绩承诺期内不断考察并调整估值，缩小估值泡沫，削弱支付和融资风险，以避免巨额商誉的发生，解决业绩补偿协议常有的高溢价、商誉减值风险。付款权掌握在主并方手中，能够消除业绩失诺和违约风险[22]。

5.文献评述

通过查阅和梳理国内外文献，发现国外对于对赌协议的效果研究起步较早，国内外学者通过实证分析对于业绩承诺和对赌协议的概念、业绩承诺的优势以及风险等方面进行了深入研究和讨论。业绩承诺的优势在于短期内可以提高并购方的股价，降低并购交易中的信息不对称现象，并且激励管理层，提升并购的协同效应水平，尤其是在补偿成本较高的股本补偿机制下。但是，业绩承诺依然存在巨大潜在风险。业绩目标不切实际，高估值高溢价形成的巨额商誉，在业绩未达标时造成巨额商誉减值。为实现承诺业绩，公司管理层通过盈余管理进行利润操纵，承诺补偿可能落空。同时学者们也为应对业绩承诺风险提出措施和意见。国内外对于业绩承诺的研究主要针对标的公司，对并购方的研究近些年才开始且不够深入，也少有从业绩承诺不同阶段分析其潜在风险。因此，本文结合东方精工并购普莱德案例，站在并购双方的角度分析不同并购阶段可能遇到的风险，并提出可行性高的防范措施。

## （二）理论基础

1.信息不对称

信息不对称指的是在市场经济活动中，由于信息的获取有一定壁垒和滞后性，买卖双方对信息的掌握程度是有差异的，通常认为卖方比买方掌握了更多有关商品的信息，占有优势，可以向信息掌握不充分的买方传递、截断可靠的或是误导他人的信息而从中获益。卖方利用信息不对称，可以掌握定价权。

在业绩承诺中，因为信息不对称的存在，被并企业更了解公司实际经营状况和预期盈利情况，从自身利益的角度考虑，隐瞒扭曲真实信息，利用或制造信息不对称，给并购方释放利好信息以提高企业估值定价和业绩承诺设定目标，提升对并购方的议价能力。并购方处于信息劣势地位，不能准确知道公司的经营状况和盈利能力而做出错误的估值决定。对此，并购方可以通过发送意向信号、重复博弈、激励和第三方评估机构如会计师事务所或证券机构事先进行背景调查来规避因信息不对称产生的道德风险。岳修奎、刘灿灿及徐明瑜（2007）提出了上市公司重大资产重组从资产评估的角度在发行股份的定价、业绩承诺下预测收益确定、折现率的选择、终值的确定及支付方式多个方面改进的可能，并强调资产评估师恪守职业道德的重要性。[23]

2.委托代理

委托代理是将公司的所有权和经营权分离，具有专业知识的代理人代表委托人行使决策权，其实质在于当委托人在和代理人在信息不对称以及利益不一致的情况下如何对代理人实行激励机制以保证公司利益最大化。此外，代理人拥有实际经营权，掌握总体经营状况和盈利状况，可能会利用信息不对称欺瞒委托人获取相关利益。

在企业并购中，并购双方因并购协议具有委托代理的关系。委托人站在股东的角度，其诉求是投入回报最大化，而代理人只能获得经营管理的薪酬，不能依靠所有权获利，二者的利益取向存在矛盾，往往会造成资源浪费。被并购方主导公司的经营管理决策、未来发展规划，并购方期望并购后整合资源，发挥并购协同效应，获得股东财富最大化。因此，业绩承诺提供了一种激励被并购方的手段，并且双方约定了业绩未达标时的补偿协议，在一定程度上保护并购方的利益。

3.管理者过度自信理论

管理者过度自信理论认为管理者在决策时可能高估自身对于信息掌握的准确性、决策能力和企业未来盈利能力，高估投资收益，忽视投资风险，做出错误的决策。Roll（1986）提出的自大假说指出在企业并购中，管理者可能出于过度自信和协同效应，对于标的方的并购后的未来收益预期过于乐观，从而高估被并企业实际价值，造成合并对价过度支付。[24]管理层在过度自信的情况下，没有做好对于标的方充分的事前调查和高估未来销售业绩，只看到眼前收益，对于并购风险和整合风险视而不见，盲目促成并购，最终导致业绩承诺无法完成，并购失败。

4.实物期权

实物期权由 Stewart Myers(1977)提出，并将其应用于金融期权定价中，含义是企业因现在拥有某项实物或者投资组合战略未来卖出而获得未来现金流入而获得投资收益，因此可以采用类似期权的价值评估计算方法来预计投资组合战略的价值。[25]

可以看出其与业绩承诺在未来有众多相似之处，企业的价值包括已确定的价值和未来预计能获得利润价值的总和，业绩承诺也是基于现在和未来的业绩预测而确定企业估值和业绩承诺数额。业绩承诺实际是一种看涨期权，补偿协议用以降低未来收益不确定的风险，降低投资损失。实物期权理论可以运用二项式估价模型有效帮助企业在合并时估值更接近真实情况，规避高溢价并购的发生风险，避免了净现值法缺少未来不确定性价值的评估失误。

# 三、我国上市公司并购业绩承诺应用风险现状及案例选择

## （一）我国上市公司并购重组概况

### 1.我国上市公司并购规模概况

2010-2016 年，并购重组数量逐年递增，到 2015、2016 年达到峰值，并购整体规模从 2009 年的 4.7 万亿增加到 2018 年的 14.4 万亿，并购事件由 1780 笔增加到 16335 笔，但并购的成功率却不到一半。，并购重组是企业发展的机遇，但也伴随着巨大风险。从初期的目标企业价值评估到后期的业务板块整合、业绩承诺兑现，并购重组的每一个环节都存在不确定性。2016 下半年起，随着并购监管日渐规范，并购交易市场逐渐趋向理性。2019 年并购市场整体活跃度明显下降。中国上市企业相关新发起并购 5155 起，同比下降 22.4%；新发起金额 15701 亿元，同比下降 26.4%。与新发起截然相反的是，2019 年已完成并购的数量和金额均表现出了上升态势。2019 年，中国上市企业相关已完成并购 4434 起，同比上升 33.2%；已完成金额 15037 亿元，同比上升 13.2%。在注册制改革、产业转型之际，并购市场正在逐渐回暖。

2017 年至 2020 年第二季度并购市场交易趋势图

来源：私募通 2020.07 www.pedata.cn

### 2.收益法下高估值风险偏高

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/946052210141011101