

重组背后的“对赌陷阱”

——雅百特财务造假案例分析

刘静(教授), 李琪, 闫佳惠

【摘要】随着我国经济的快速发展,企业之间投资、筹资、并购、重组的需求逐渐增大,较低的信息透明度导致交易双方存在信息不对称风险,对赌协议便被引入到交易中。对赌协议极具诱惑性,更有制约性。以雅百特为例,其貌似“馅饼”的对赌协议最后演化成“对赌陷阱”,在重组的背后隐藏着市场风险、估值与目标设定风险、决策风险。因此,应对对赌协议的运用进行反思,加强投融资双方的自我管理及外部监管。

【关键词】重组; 对赌协议; 财务造假; 估值泡沫; 风险控制; 雅百特

【中图分类号】 F276.6 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)07-0044-5

近年来,对赌协议在我国重组上市、并购、融资等资本交易中的运用越来越广泛,很多企业使用对赌协议来协调双方利益。如雅百特通过签订对赌协议与中联电气重组上市,由于约35亿元的重组价款较其2014年年末溢价超过10倍,双方签订了《业绩补偿协议》,雅百特为了补足业绩、完成约定净利润,走上了财务造假之路,累计虚增利润高达2.57亿元。2018年7月5日晚,深交所对其启动强制退市机制,雅百特很可能成为中小板退市第一股。由于对赌行为的风险较大,很多企业没有得到“对赌馅饼”却跌入了“对赌陷阱”,因此研究对赌协议运用的风险控制有助于提高企业对赌行为的成功率,促进资本市场的健康发展。

一、文献综述

对赌协议作为估值调整机制的一种,是投资方与融资方在达成交易条件前对未来的不确定情况进行的一种约定,用以缓解投融资双方之间的信息不对称。关于对赌协议的本质,我国学者进行了深入的研究。程继爽、程锋^[1]认为对赌协议本质上是一种财务工具,是带有附加条件的价值评估方式。张波等^[2]认为对赌协议是一种金融契约,本质上是确保投资者获得最大化投资收益和控制管理层有关“道德风

险”的最优激励机制。陈亮^[3]认为对赌协议是投资方和被投资企业为了应对未来的不确定性,保证双方的利益而设立的金融条款。胡晓珂^[4]认为对赌协议实际上是不完全契约状态下的射幸性合同。

对赌协议具有诱惑性,因此很多企业加入到“对赌大军”中。刘浩、汪芹^[5]认为,对赌协议不仅能够解决初创民营企业资金缺乏的问题,还能推动民营企业扩大发展。刘华^[6]认为,对赌协议会在融资和股权激励中发挥一定的积极作用,而且对赌条款的设计以及推进方式对对赌行为的成功率有重要影响。由此看来,对赌协议不仅能够为企业带来充足的资金,还能推进企业的发展,即“对赌馅饼”。但是,对赌协议的高收益往往对应着高风险。管洲^[7]认为不合理的并购溢价是导致对赌协议具有高风险的原因之一。吴慧元、牟昕盼^[8]认为签订对赌协议双方的成本收益可能不对等,而且对赌协议可能会使融资方采取非理性的短期利益行为。胡晓珂^[4]认为,对赌协议的高风险是全球经济维持目前的繁荣程度和复杂度所需付出的代价,企业需要不断创新并寻求更为妥善的应对措施。高玲娜^[9]认为,对赌协议会造成管理层的短视行为并忽略控制权的独立性,而且过高的对赌目标会对管理层起到反激励作用。王茵田等^[10]

通过对对赌协议进行定量分析,认为对赌协议的定价误差一部分来源于投资方所承担的风险,另一部分来自于投资方“过度保护”的超额利润,而这种过度保护的成本很可能由融资方承担,因此加大了对赌协议的风险,即可能产生“对赌陷阱”。

综上所述,对赌协议诱惑性的背后隐藏着高度风险,一旦投融资双方未能把控好企业的经营发展,就容易跌入“对赌陷阱”。因此,社会各方需要不断寻求降低对赌协议高风险的措施,使对赌协议在资本市场中发挥积极作用,促进融资方的发展和经营,同时也使投资方从中获取更高收益。

二、对赌协议是“馅饼”还是“陷阱”

1. 对赌协议极具诱惑性,貌似“馅饼”。对赌协议中起核心作用的是对赌条款,其是对未来不确定性进行约定的判断标准。对赌条款主要分为财务业绩(企业未来的营业收入、利润率和净利润等关键财务指标)、非财务业绩(专利获取情况、研发情况等)、赎回补偿(回购优先股、派发现金股利等)、上市时间(融资方在约定时间内成功上市)、企业行为(利用新技术获得更高收益等)和管理层人员(对赌期限内现有管理层的留任或招聘到优秀的管理人员)等。

对赌条款的多样性使得对赌协议在我国被一些企业运用,其通过私募股权和风险资本等方式引入资金进行对赌,一旦对赌条款得以实现,对赌双方都会获得超额回报。投资方通常会投资于具有发展潜力的非上市公司,当对赌条款实现时,投资方能在相对较短的时间内获得更高收益。例如创业初期的蒙牛乳业对赌摩根士丹利等投资公司,引进巨额资金用于经营。但双方约定2003~2006年蒙牛乳业的复合年增长率不低于50%,若达不到,公司管理层将输给摩根士丹利7800万股的上市公司股份。最终蒙牛乳业承受住了压力,不仅在我国香港成功上市,而且赢得了对赌,摩根士丹利的投资回报率也超过了4倍。蒙牛乳业对赌案例充分说明了一旦实现对赌协议,投融资双方就会赚得盆满钵满。正是这种高收益性使对赌协议极具诱惑性,被视为“对赌馅饼”。

2. 对赌协议更具有制约性,可能成为“陷阱”。对赌协议的制约性主要体现在两个方面:一是对赌条款普遍要求较高,融资企业为了达到约定的目标,可能会改变科学的经营理念,变得盲目、激进,甚至大肆扩大经营范围,偏离正常经营轨道,导致更加难以实现预期业绩或者约定目标;二是对赌后果难以承担,若对赌失败,则会面临来自投资方的高额赔款

或股份回购,甚至还会使融资企业发生易主情形。例如,小马奔腾与建银文化进行对赌,双方约定若2013年12月31日前小马奔腾未能成功上市,则由小马奔腾的实际控制人李萍、李莉、李明中的任何一方一次性收购其所持有的小马奔腾的股权。由于对赌期间实际控制人李明去世,小马奔腾管理层内部混乱。2016年中国国际经济贸易仲裁委员会裁定由李莉、李萍两位实际控制人以6.35亿元接手建银文化所持股份。尽管对赌协议能够解决融资难的问题,投资方也可以获取资本收益,但是只要触发了对赌条款,对赌协议就很难实现,而且对赌行为的高风险使得后果极度不确定,致使双方要么均获得收益,要么皆产生损失,只是投资方的损失是相对其期望报酬而言,而融资方却是伤痕累累。

三、雅百特的“对赌陷阱”与财务造假

1. 雅百特的“对赌馅饼”。江苏雅百特科技股份有限公司(股票代码002323,简称“雅百特”)于2002年10月21日登记成立,主要从事金属屋面围护系统和分布式光伏的实体经营,重点进行科技和高新技术的研发。2009年4月28日,其下属子公司山东雅百特金属结构系统有限公司成立,并先后获得国内外科技发明专利及技术认证70余项,是一家非常具有发展前景的公司。其重组方江苏中联电气股份有限公司(简称“中联电气”)是全国煤炭行业机电设备定点生产企业。

但我国煤炭行业需求增速缓慢,主要产品购买力下降,导致该行业企业库存积压过剩、利润逐年下降。因此,中联电气在2015年7月22日发布收购书,表明其将与雅百特进行重组。中企华资产评估机构对雅百特出具的《评估报告》显示,截至评估基准日2014年12月31日,中联电气置入资产——雅百特100%股权的评估值为349779.39万元,与2014年12月智度德诚通过增资、受让方式以2亿元取得雅百特9.27%的股权相比,本次交易中雅百特股权溢价超过10倍。取得超额对价的雅百特不仅希望通过此次交易实现它的“上市梦”,而且希望通过签订对赌协议激励和约束企业管理层,实现投资者与企业管理层的双赢;此外,对赌协议还能促进公司所有权与经营权分离,改善公司治理结构。2015年8月5日,雅百特以近35亿元的身价与中联电气重组上市,成为金属屋面围护行业A股上市“第一股”。

2. 雅百特的“对赌陷阱”。重组方中联电气为了保护自身利益,与雅百特原股东约定上市公司未来

三年即2015~2017年度的净利润要分别达到25500万元、36100万元和47600万元,若未达到,则在补偿期间内每一年度结束时,由原股东瑞鸿投资和纳贤投资以股份及现金方式、智度德诚以股份方式对上市公司进行补偿,并且每年需补偿的股份数由中联电气以1元总价回购并予以注销。然而,雅百特2014年的净利润仅为10589.52万元,2015年要实现净利润140.80%的增长对雅百特来说无疑是一个巨大的挑战。但为了前述“对赌馅饼”,雅百特还是冒着高风险签下了协议。

3. “对赌陷阱”引发财务造假。雅百特2015年年报所示净利润为26619.05万元,超过了第一年的承诺业绩,本以为走上了“康庄大道”,实则跌入了“对赌陷阱”。同行举报雅百特存在虚假业务行为,2017年4月7日证监会对雅百特进行立案调查,结果显示:雅百特2015年虚增收入48182.17万元,虚增利润23226.34万元,占当年披露利润总额的73.08%;2016年1~9月虚增收入10130.24万元,相应虚增当期利润2423.77万元,占当期披露利润总额的19.74%。2017年12月15日,证监会对雅百特处以《证券法》规定的顶格罚款60万元,对直接负责的主管人员陆永处以30万元罚款,并采取终身市场禁入措施,对其他有关责任人员依法分别予以行政处罚或采取市场禁入措施。

从2017年4月证监会立案调查开始,雅百特股价就持续下滑,其2017年4月7日的收盘价为16.9元,6月2日跌至9.19元,9月15日跌至7.8元,2018年6月22日收盘价为5.01元,至此,其股价跌幅已高达70.36%。

然而,从2016年5月开始,雅百特的董事和高管就在不断减持套现,其中第一大流通股股东季奎余套现的金额高达数亿元,可见,最终遭受损失的只有中小投资者和企业。2018年7月4日,雅百特发布公告,称公司涉嫌构成违规披露、不披露重要信息罪,证监会已将该案移送公安机关。7月5日晚间,深交所启动对雅百特的强制退市机制,7月6日雅百特复牌,股票名称变更为“ST百特”,股价开始持续不断地跌停板。

四、雅百特重组背后的“对赌陷阱”风险

对赌协议的风险控制点应包括:协议签订前投资方选取目标企业的风险控制、协议签订中对融资方估值合理性与设定预期业绩的风险控制以及协议签订后对管理层行为的风险控制。

1. 对赌协议签订前,目标企业选择的的市场风险。选取发展态势较好的行业是投资方进行投资的第一步,也是关键的一步,只有整个行业处于成长期,才会给行业中的企业带来更大的发展空间。雅百特的主营业务是金属屋面围护系统、智能金属屋面系统和分布式光伏发电系统,其所在行业具有很好的发展前景。雅百特主营业务的适用范围广,不仅收益率高、投资价值大,而且国家还出台了补贴和税收优惠政策。从2009年开始雅百特先后完成了京沪高铁上海虹桥站的光伏发电系统等高难度项目,并且获得了多个专业资质,其营业收入和净利润持续上升。雅百特2012~2014年主要财务指标如表1所示。

表1 雅百特2012~2014年主要财务指标 单位:万元

年份	营业收入	净利润	经营性现金流量	应收账款	预付款项
2012	12681.71	1287.92	-3087.34	1851.87	1041.59
2013	14992.95	2010.15	1214.11	3234.39	549.32
2014	49560.74	10589.52	-5164.34	3831.54	490.62

注:数据来源于雅百特公告(<http://data.eastmoney.com/notices/stock/002323.html>),下同。

从上述财务指标可以看出,雅百特的盈利能力稳步上升,并且2014年净利润较上年涨幅达到426.8%。但值得注意的是,雅百特2014年应收账款较上年增加18.46%,而经营性现金流量较上年变化了-525.36%,这是投资方最应该警惕的地方,即雅百特是否存在潜在风险,甚至是舞弊、错报。

2. 对赌协议签订中,估值风险、业绩目标设定风险。对赌协议签订时要着重审查融资方企业估值的合理性,若估值过低,则代表投资方选择的目标企业没有发展潜力,不具有显著的投资价值;但如果估值过高,就会使双方约定的对赌条款失去公允性,投资方会因高估值而让融资方达到不切实际的约定目标,增大对赌行为的风险。雅百特超10倍溢价重组上市,为应对如此之高的溢价估值,双方签订了《业绩补偿协议》,对未来三年的净利润做出了约定。雅百特要完成2015年的承诺业绩,需要承担净利润增长140.80%的巨大压力。正是因为签订了不切实际的业绩对赌协议,导致企业一步步陷入僵局,进而进行财务造假,最终承受巨大损失。

3. 对赌协议签订后,管理层行为的决策风险。在签订对赌协议后,融资方往往会面临较大的业绩压力和补偿风险,很多企业进而选择扩大生产规模、扩充经营范围,导致了盲目扩张行为的发生,管理层

只注重短期利益,忽视甚至是阻碍企业的长期发展。雅百特在重组上市第一年的毛利率便增长至43.24%,2016年度毛利率为35.29%,如表2所示。

表2 雅百特近年主营业务毛利率 单位:万元

年份	主营业务收入	主营业务成本	毛利	毛利率
2013	14992.95	10143.16	4849.79	32.34%
2014	49560.74	30359.34	19201.40	38.74%
2015	92563.55	52535.56	40027.99	43.24%
2016	128528.47	83166.53	45361.94	35.29%

根据雅百特同行业上市公司森特士兴集团股份有限公司、浙江东南网架股份有限公司的年报,该行业毛利率在20%左右。之后,同行举报雅百特参与的巴基斯坦项目和在重组前发布的相关公告中所提及的8.375亿元国内工程存在重大问题。证监会调查发现雅百特根本没有参与木尔坦城市快速公交项目,为了营造真实交易的假象,雅百特还特意伪造了巴基斯坦政要信函,并出口原材料至海外,再通过第三方将原材料送回企业。至于那8亿多元的国内工程项目,雅百特在重组后就再未提及,让人不禁怀疑其种种虚假信息都是为了重组上市而使出的非法手段。

五、雅百特对赌协议运用的反思与建议

通过雅百特“对赌陷阱”案可以看到,近年来很多对赌协议的投资方和融资企业都带有急功近利的倾向,忽视了对赌协议背后隐藏的巨大风险。该案启示我们不仅要强调对赌协议中投融资双方的自我管理,还要加强外部监管。

1. 融资方合理定位以权衡对赌利弊。融资方应充分了解企业所在行业的发展前景,预测公司未来的发展趋势,对自身合理定位,不能盲目乐观;管理层应综合分析各种现存和潜在的风险因素,根据企业发展态势、资金需求程度和对赌后果的承受能力权衡对赌行为的利与弊。若企业可以承担对赌行为失败导致的后果,且签订对赌协议能为企业带来期望利益,那么企业可以采用对赌协议,以促进其高效发展;但若对赌行为失败会导致企业身陷囹圄,那么即使对赌协议会带来期望利益也不应冒险签订,因为一旦企业跌入“对赌陷阱”,就不可能再全身而退。

2. 投资方提升“两道防线”以避免估值泡沫。投资方应慎重地审查目标企业的环境及发展前景,着重关注其经营管理能力、组织结构等,并紧跟国家政策、关注国家重大事项,对国家大力发展的相关行业进行调查研究,进而再分析目标企业的发展空间和潜力,评价经营活动中的风险大小,考虑诚信度,预

测投资回报率等。在对赌协议签订时需要投融资双方共同设定合理的约定条款,为协议签订后融资方的发展提供动力而非巨大压力。

为避免融资方估值泡沫,可以从“两道防线”入手:第一道防线是投资方进行估值再测,以避免融资方所提供的数据和估值结果具有过高的主观性。可运用多种方法估值,降低单一方法缺陷导致的不利影响,提高估值的合理性与准确性;第二道防线是充分利用中介机构的保障作用,在重组上市过程中,资产评估机构和会计师事务所都扮演了重要的角色。只有资产评估机构的预期估值合理,投资决策才是正确的;会计师事务所要对融资方上市前三年的比较数据进行审计,其审计结果将对投资方和中小投资者产生重要影响,注册会计师需要从融资方内部、关联方、上下游企业等各方面入手对其经营、财务、管理进行全方位的了解,以期达到最大限度的合理保证,避免估值泡沫。

3. 对赌协议签订前,投资方应关注企业的综合业绩指标。对投资方而言,不能只注意被投资企业的个别指标,应该全面考虑其潜在风险、盈利能力、经营管理水平及行业发展前景等。对赌协议的存在主要是应对企业未来发展的不确定性,只关注单一盈利指标会增加对赌行为的风险,当企业所处环境有较大变化时,相关的不确定因素就会增加,进而影响对赌协议的成功率。所以,投资方可以根据综合业绩指标进一步掌握目标企业的经营战略和财务政策的情况。例如,杜邦分析体系下的总资产周转率是一定时期内主营业务收入净额与平均资产总额之比,是考察企业资产运营效率的重要指标,结合资产负债表和利润表综合分析企业的经营成果和财务状况;运用沃尔比重评分法分析选定的财务比率之间的线性关系,并分别给定分数比重,然后与标准比率进行比较,确定各项指标及总体指标的分数,从而对企业的信用水平做出评价,弥补单项指标缺陷带来的影响,全面地对企业的经营成果以及财务状况进行把握。

4. 对赌协议签订时,投融资双方应设定切合实际的对赌条款。若条款设定过高,容易导致融资方在经营过程中承受过大的压力,为完成对赌约定而采取非法手段。所以,设定切合实际的对赌条款是整个交易的关键。目前,我国广泛应用的对赌条款主要是财务业绩条款和上市时间限定条款。针对财务业绩条款,融资方应该科学合理地预测业绩增长速度,并全面地考虑行业发展和市场需求变化等,在设定条

款时,投融资双方可以规定不同级别的约定业绩,并设定不同程度的奖惩措施,以降低融资方因达不到高业绩而承受巨大损失的风险;针对上市时间限定条款,融资方应该分析市场行情,若整个市场的行业需求处于饱和状态,那么企业不应将上市作为短期目标,为得到“对赌馅饼”而高估企业发展趋势,目前我国A股市场越来越规范,门槛高、审查严,很难在短期内成功上市。因此,不论是业绩条款还是非业绩条款,融资企业都不能盲目地跟从投资方的要求,只有合理估值、设定切合实际的对赌条款,才会提高对赌协议的成功率,实现双赢。

5. 对赌协议签订后,融资方应强化经营管理和内部控制。对赌协议签订后,主导权就转到融资方手中,其管理层的决策对目标业绩将产生直接影响。管理层不应将目光放在短期,而应考虑企业的长期发展,因为对赌融资的最终目的是使企业保持高质量的持续经营。为防止管理层掉入“对赌陷阱”,对赌协议签订后,融资方管理层要对对赌协议的执行负主要责任,这种情况下企业内部的监督就显得格外重要。首先,融资方应优化组织结构,保证权责相当,严密控制管理层的决策权,以减少决策失误,不能任凭管理层对企业的大额交易独裁专制;其次,融资方应加强对管理层决策的监督,当交易超过一定金额时,管理层的决策需要通过股东的一致表决,而且对赌期间内的交易限额要比原交易限额更低,以便遏制管理层盲目地进行大额投资交易;再次,在对赌期间应设定更为严格的资金流转审批制度,使采购、付款、收款、审批、记账等业务各环节的人员严格职责分离,保护公司资财运行安全,最大限度地发挥内部控制的积极作用;最后,融资方更需要强化经营管理,对关键环节进行科学管控,以便采取多种举措和办法,实现对赌目标。

6. 投资方也要监督融资方管理层决策,防止掉入“对赌陷阱”。可以招募有经验的管理人员,将其派遣至融资方董事会或直接参与其经营管理等,因为投资方作为重大利益相关者会更加客观地看待企业发展,在进行重大决策和重大交易时,赋予投资方参与表决的权力可以约束管理层不合理的行为。通过投融资方的共同监管进一步提高管理层决策的有效性,维持企业健康发展,避免管理层由于不当行为使企业掉入“对赌陷阱”。

7. 国家应出台有关对赌协议的法律法规,完善

对赌行为的外部监管。投资方和融资企业内部的监督都是从利益相关者的角度出发,其中都包含了一些主观色彩,因此来自企业外部的监管尤为重要。我国还没有明确的法律条文来约束和规定对赌协议,应尽快出台有关对赌协议的法律法规。我国司法部门应对对赌协议的合法性进行详细论证,明确界定有关对赌协议合法与违法的界限。当前资本市场中很多对赌协议的条款都涉及优先分配权、优先清偿权、董事会一票否决权等内容,有些内容触及《公司法》的相关规定。针对这种状况,应由证监会建立黑名单,要求申请企业在上市前全面清除相关内容,否则审核不予通过;对已上市企业签订对赌协议的,应加大监管力度,定期与不定期地审查企业财务报表。

对于企业外部的监管,除了证监会的严格审查,承担评估和监督职责的中介机构(包括资产评估机构和会计师事务所)也要科学地评估资产,对会计信息进行再确认,分别承担相应的职责,并适时问责,以便共同维护资本市场的健康发展。

主要参考文献:

- [1]程继爽,程锋.“对赌协议”在我国企业中的应用[J].中国管理信息化(综合版),2007(5):49~50.
- [2]张波,费一文,黄培清.“对赌协议”的经济学研究[J].上海管理科学,2009(1):6~10.
- [3]陈亮.对赌协议价值研究[D].成都:西南财经大学,2010.
- [4]胡晓珂.风险投资领域“对赌协议”的可执行性研究[J].证券市场导报,2011(9):68~73.
- [5]刘浩,汪芹.初创型民营企业融资问题新解——对赌协议[J].中国集体经济,2012(15):97~98.
- [6]刘华.对赌协议的设计与应用案例分析[J].财务与会计,2015(12):21~23.
- [7]管洲.价值调整协议的市场博弈——资本对赌[J].特区经济,2008(1):111~112.
- [8]吴慧元,牟昕盼.对赌协议案例分析[J].合作经济与科技,2009(11):66~67.
- [9]高玲娜.对赌协议在我国民营企业融资中的应用分析[D].成都:西南财经大学,2013.
- [10]王茵田,黄张凯,陈梦.“不平等条约?”:我国对赌协议的风险因素分析[J].金融研究,2017(8):117~128.

作者单位:吉林财经大学会计学院,长春130117