

并购业绩失诺的经济后果及原因探析

——以黄河旋风并购上海明匠事件为例

周利芬, 李秀莲(教授)

【摘要】目前业绩承诺失诺现象屡见不鲜,是企业并购中需要高度重视的问题,也是理论与实务界需要研究和探讨的课题。以黄河旋风并购上海明匠为例,分别从并购双方角度探索业绩承诺失诺的原因,并分析业绩失诺造成的严重后果。研究发现,并购方过度乐观的估价、并购整合不到位是造成业绩承诺失诺的原因,被并购方业绩承诺额过高、业绩承诺难实现是造成业绩承诺失诺的原因,业绩失诺使黄河旋风绩效受损、业绩补偿受限。为避免业绩承诺失诺的发生,建议并购方避免过度依赖业绩承诺,加大并购服务机构的责任代价,完善业绩补偿权相关法律。

【关键词】黄河旋风; 上海明匠; 并购; 业绩承诺; 业绩失诺

【中图分类号】F832.5

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2019)11-0027-8

一、引言

近年资本市场并购行为备受追捧,并购浪潮速创新高。证监会公布的数据显示,2013~2015年,我国A股市场并购完成事件以273.56%的高速增长率,从2013年的87起快速飞跃至2015年的325起,形成了我国并购高峰期。而与并购活动如影随形的是“业绩承诺”,Graig、Smith^[1]提出设计合理有效的业绩承诺协议有助于解决并购中遇到的各种问题。《上市公司重大资产重组管理办法》(2008)中明确:交易双方应当就并购重组资产未来3个年度实际盈利数额不足预测利润数额的情况签订明确可行的补偿协议。虽然2014年修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》将其修改为“非关联交易双方自主协商是否采取业绩补偿”,但是企业并购中签订业绩承诺的热度有增无减,大部分的并购交易双方自愿选择签订业

绩承诺协议。

随着并购高峰对应的业绩承诺3年期限集中到期,业绩承诺实现情况倍受关注。通过Wind数据库整理的资料显示,A股市场并购事件中,2015~2017年处于业绩承诺期的数量分别为556起、876起、875起,未实现业绩承诺的数量分别为90起、179起、282起,未实现业绩承诺占比分别为16.19%、20.43%、32.23%。可见,业绩承诺行为与并购活动同受热捧的后期,业绩承诺实现情况并不乐观,失诺事件数量速增,失诺事件占比递增。因业绩失诺而引起的诉讼案例也不断增加,证交所问询函不断增加,足以证明业绩承诺补偿兑现难,业绩承认失诺已经成为并购双方法律纷争的导火线和上市公司经济受损的直接因素^[2]。因此,亟需深入分析业绩失诺的后果及原因,为拟追捧并购活动的企业敲响警钟。

业绩承诺源于信息不对称性,是被并购方就未

【基金项目】 全国统计科学研究重点项目(项目编号:2018LZ19); 广东省哲学社会科学规划学科共建项目“并购业绩承诺的动因及经济后果”(项目编号:GD18XGL07); 广东高校省级重大科研项目之青年创新人才类项目(项目编号:2017WQNCX155); 广州金融研究2016年度第一批重点课题(项目编号:16GFR01A08); 广东白云学院校级科研项目(项目编号:BYKY201703)

来一定时期经营业绩向并购方做出承诺的一种协议。当被并购方在预定的时期内未能实现业绩承诺,即业绩失诺时,应按照协议约定的方式向并购方做出补偿。罗喜英、阳倩^[3]发现,业绩承诺看似是对并购方股东利益的“单方保护”,其实更多的是对并购方企业的诱惑。理论上来说,被并购方积极的业绩承诺传递的是自信信号,极易促进高并购交易价格,使并购方为高并购成本买单。王竞达、范庆泉^[4]认为,被并购方通过业绩承诺提高并购资产的估值,增加资产交易的收益。然而,并购方在高估的并购交易面前,期待高额的业绩承诺回报,为业绩承诺失诺埋下了伏笔。

本文采用案例研究法,以黄河旋风并购上海明匠100%股权为例,剖析业绩失诺的后果,并深入分析造成上海明匠业绩失诺的原因。之所以选择黄河旋风并购上海明匠为案例进行分析,是因为黄河旋风近半年与全资子公司上海明匠风波不断,力博无数眼球关注。至2018年4月,黄河旋风迟迟未公布被并购方上海明匠是否完成了2017年度5070万元的业绩承诺。直到2018年9月才报出实情,上海明匠2017年度净利润为-6577.13万元,业绩承诺实现率为-129.73%。近半年的风波因这一结果落下帷幕,紧随而来的是黄河旋风股价持续下跌,由2018年3月底的8.65元/股跌至9月10日的3.46元/股,给股东带来了巨大的经济损失。

二、文献回顾

国外对于业绩承诺的研究较早,而我国自2005年股权分置改革时提出业绩承诺后,有关业绩承诺行为属性、业绩失诺补偿的会计处理以及业绩承诺的绩效影响等方面的研究文献越来越多。

(一)业绩承诺行为的属性

国内外较多的研究表明,业绩承诺属于一种价值期权。Trigeorgis^[5]首次将业绩补偿承诺与实务期权联系起来,明确了业绩补偿承诺的价值性及投资性,为投资者利用期权定价理论衡量业绩承诺的价值提供了理论依据。由于未来收益的不确定性,被并购方作出的业绩承诺可看作资产出售的一种看跌期权^[4,6]。王竞达、范庆泉^[4]指出,并购方超出正常价值所支付的交易成本即期权费用,业绩承诺是一种金融衍生工具。从并购交易来看,业绩承诺是并购交易估价的支撑,是被并购方的业绩目标及管理约束,也是并购方利益的保障。石运金^[7]提出,业绩承诺是

平衡双方利益的一种机制。

(二)业绩补偿的会计处理

通常只有业绩失诺才会涉及补偿问题,现实中常见的补偿方式主要是现金补偿和股权补偿,或两者兼有。因我国企业会计准则暂未对业绩补偿的会计处理做出规定,因此,学者们纷纷基于自身对业绩承诺的不同理解,提出了不同的观点。一是认为业绩承诺是一种欧式投资看跌期权,取得补偿行权时应确认为投资收益。二是认为业绩补偿实为对交易时高估价的调整,应冲减长期股权投资的初始成本。这样处理看似有道理,但成本法下随意调整长期股权投资的初投资成本不符合会计准则的规定。三是认为收到现金补偿款时,控股股东应调整长期股权投资,非控股股东应记入“营业外收入——业绩承诺补偿收益”^[8]。四是认为对于权益性交易,在收到补偿时计入资本公积,对于损益性交易,收到补偿时记入营业外收入。但是并购交易行为中区分权益性与损益性存在难度,需要考虑的因素较多且复杂,因此该方法的实际操作难度较大。五是认为对于非同一控制下股权合并取得的现金补偿应确认为当期损益,取得的股权补偿应确认为资本公积^[9]。该观点是基于资产负债观提出的,认可度较高,但其只是针对非同一控制下股权合并,未说明同一控制下股权合并的业绩补偿如何处理。可见,关于业绩失诺的会计处理尚未有统一定论。

(三)并购业绩承诺行为的影响

业绩承诺对并购双方既有积极影响,也有负面影响。其中并购效率提高、协同效应与激励效应等积极影响在并购活动中表现为,业绩承诺似乎是并购方的一颗“定心丸”,有助于其提高并购效率,积极投入并购整合;同样业绩承诺也给被并购方设定了需要努力实现的目标,使其更积极地投入资源整合,双方协同实现更大的效应^[6,10-12]。潘爱玲等^[11]认为业绩补偿承诺对于提升标的企业并购效率有着显著作用,随着承诺业绩增长率的提高,业绩承诺对标的企业的激励效应呈先升后降的趋势。吕长江等^[6]发现业绩承诺能传递正面信号,使交易成本降低,签订业绩承诺能显著提升并购协同效应。陈仕华等^[12]发现业绩承诺可显著增加收购方股东的收益率。

业绩对并购双方的高估价、高溢价、高风险等的负面影响,体现在并购信息不对称性及未来的不确定性上,并购方需要为业绩承诺的未来保障事先支付成本,进而产生高估价、高溢价,同时,高估价也被

要求更高的业绩承诺额,又进一步加大了业绩失诺风险^[4, 13-15]。于成永等^[14]指出业绩承诺会造成并购溢价,且上市公司治理质量越高,其并购溢价率越高。王竞达等^[4]指出高业绩承诺导致了高估值,并在资产交易中产生了高溢价。高业绩承诺项目由于未能实现业绩而成为上市公司的“不良资产”。Cadman等^[13]指出,业绩承诺存在风险,易导致管理层的短视行为。

从现有文献来看,关于业绩承诺的研究还是比较丰富的,并且学者们已经关注到了业绩失诺现象,也关注到了业绩失诺的负面影响。但更多的是从会计处理层面对其展开研究,以及采用实证研究证明业绩失诺存在负面影响,而鲜有探析造成业绩失诺的内在原因及业绩失诺带来的后果,因此本文通过对具体并购案例的探析丰富了此方面的研究。

三、案例介绍

(一)并购相关方

并购方为河南黄河旋风股份有限公司(以下简称“黄河旋风”),其控股股东为河南黄河实业集团股份有限公司(以下简称“黄河集团”)。黄河旋风于1998年在上交所挂牌上市(股票代码:600172),主营超硬材料及制品,其人造金刚石产量和销售量居世界第一,是一家拥有国家级企业技术的高新技术企业,是国内最早专注超硬材料研发与生产的行业龙头企业,已成为世界最大的超硬材料生产基地,其“旋风”品牌系列超硬材料畅销全球。

被并购方为上海明匠系统有限公司(以下简称“上海明匠”),该公司成立于2010年,主营工业自动化、信息化、智能化整体解决方案,提供智能系统、工业4.0相关软件、工业机器人等产品及服务,是立足将“互联网+制造”融为一体的工业4.0智能制造型高新技术企业。

(二)并购历程

随着工业4.0的到来,第四次工业革命拉开序幕,黄河旋风积极响应国家战略层面的“制造大国到制造强国”升级目标,力争寻找到第四次工业革命的核心“智能化制造”,为将“智能化”与企业强大的制造实力进行有机结合,其拟通过并购实现从“制造”向“智能化制造”的升级。而对于快速成长的上海明匠,其急需更大的平台与空间施展智能,被并购几乎是企业最快速度实现更大平台与空间的唯一途径。

于是,原本毫不相干的硬材料行业制造巨头与

工业4.0智能行业领军者决定实现一场经典的并购,黄河旋风于2015年3月27日因重大资产重组事项停牌,双方正式进入并购筹划阶段。5月20日双方签订《发行股份购买资产协议》和《盈利补偿协议》等相关协议,约定黄河旋风拟收购上海明匠100%股权,支付交易对价4.2亿元,拟以发行股份的方式交易,考虑现金红利后股票的发行价格为7.84元/股,实际发行数量为53571428股。6月8日黄河旋风股东大会审议通过股份购买资产的相关议案,10月20日取得证监会批复,11月10日办理股权过户手续,11月12日股权登记手续办理完毕。黄河旋风此次并购上海明匠仅用了8个月便顺利完成并购交易。

(三)业绩承诺情况

《盈利补偿协议》中,并购双方约定,上海明匠从2015~2017年连续三个会计年度实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币3000万元、3900万元、5070万元。协议还规定,在上海明匠2015~2017年每年的《专项审计报告》出具后,如果上海明匠在承诺期内实现的合并报表扣除非经常性损益后的净利润低于承诺的净利润,上海明匠应对黄河旋风以股权方式进行补偿,当股权补偿方式不足以补偿时,则以现金方式进行补偿。协议中明确了上海明匠五名补偿义务人(陈俊、姜圆圆、沈善俊、杨琴华、黄河集团)每年补偿股份数量的计算公式及现金方式补偿金额的计算公式。

(四)业绩承诺实现情况

业绩承诺期内,上海明匠业绩承诺实现情况如表1所示。2015年和2016年两个会计年度以超出承诺额较小比例的金额实现了业绩承诺,而2017年出现巨额亏损,业绩承诺严重失诺。三年承诺期累计业绩承诺实现额为518.37万元,实现率仅为4.33%,归属于母公司股东的净利润则更少。

表1 2015~2017年上海明匠业绩承诺实现情况

报告承诺期(年份)	2015年	2016年	2017年	累计
业绩承诺金额(万元)	3000	3900	5070	11970
业绩承诺实现金额(万元)	3170.26	3925.24	-6577.13	518.37
业绩承诺实现差额(万元)	170.26	25.24	-11647.13	-11451.63
业绩承诺实现率	105.68%	100.64%	-129.73%	4.33%

四、业绩失诺的经济后果

(一) 黄河旋风绩效受损

当被并购方100%的股权被并购之后,便成为并购方的全资子公司,并购方对其享有绝对控制权。根据《企业会计准则》对合并财务报表的规定,母公司在编制合并报表时应将全资子公司纳入其中。然而本案例中上海明匠在承诺期的最后一期,因未能提供2017年度会计账簿及凭证等财务资料,审计单位无法对其实施必要的审计程序,导致黄河旋风的审计报告被出具保留意见。2018年4月26日,黄河旋风披露全资子公司上海明匠失控。上海明匠自编2017年度报表中列示的净利润9872万元的可靠性,甚至该年度业绩承诺实现情况被严重质疑,黄河旋风合并报表信息的真实性、可靠性也被严重质疑。

本文采用事件研究法,通过市场调整模型确定超额收益率,以判断重要事件对黄河旋风绩效的影响。首先,确定事件日、窗口期、估计期,以黄河旋风2017年度保留意见审计报告及上海明匠失控信息的公布日2018年4月26日为事件日;以事件日及前后各20个交易日为窗口期;以窗口期前120个交易日为估计期。其次,根据Wind数据库及搜狐证券网收集的黄河旋风收盘价及上证指数收盘指数,计算估计期内黄河旋风日实际收益率 R_t 及上证指数日收益率 R_m 。再次,根据公式 $\hat{R}_t = \alpha + \beta \times R_m$,预测黄河旋风日正常收益率 \hat{R}_t ,根据日实际收益率与日正常收益率的差额,确定黄河旋风窗口期日超额收益率 AR_t , $AR_t = R_t - \hat{R}_t = R_t - (\alpha + \beta \times R_m)$ 。最后,确定黄河旋风窗口期累计超额收益率 $CAR = \sum AR_t$ 。

黄河旋风2017年度保留意见审计报告公告日前后20天的累计超额收益率,如图1所示。

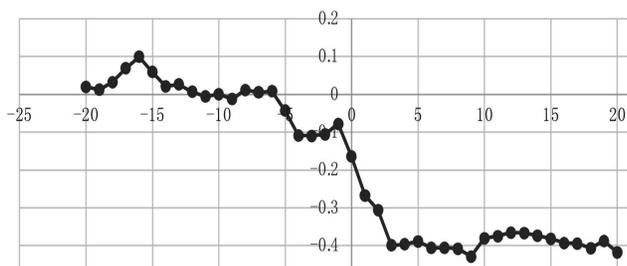


图1 黄河旋风2017年度保留意见审计报告公布前后20日的累计超额收益率

当利空信息披露后,累计超额收益率急剧下降,并且短期内持续下行,累计超额收益率由正值转为

负值,表明黄河旋风的未来不被投资者看好,股票市值将不断蒸发。可见,当市场开始怀疑被并购方业绩承诺失诺时,并不会因为存在业绩承诺协议,未来会取得相应补偿,而降低利空对上市公司绩效的负面影响。黄河旋风股价仅两日一字跌停,便让公司市值损失约20亿元。随后股价持续下跌,近半年下跌的市值超过60%。虽然不断暴露的问题均只是质疑业绩失诺,但根据协同效应理论,多个利空信息不断暴露的威力更巨大,给利益相关方带来的损失并不低于业绩失诺被证实。

历经数月的审计,发现上海明匠2016年度将未实际履行的合同提前确认收入与成本,需采用追溯重述法调低净利润10188.56万元,上海明匠2016年度净利润由14113.8万元跌落到3925.24万元,引起了社会公众对其2015年度及2016年度业绩的严重质疑。同时,上海明匠2017年度业绩失诺被证实,经审计的净利润为-6577.13万元,离年度业绩承诺额5070万元相距甚远,距自编净利润9872万元更远。在惨淡的审计数据面前,出于谨慎性原则,业绩失诺时,需评估商誉减值的迹象。黄河旋风最终计提资产减值准备11769.78万元,根据规定应计入当期损益,考虑所得税后,2017年度净利润减少了8827.34万元。因此,仅2017年度因子公司亏损及计提商誉减值准备,便直接拉低了黄河旋风当年的净利润,使其2017年度业绩严重受损。

以上海明匠2017年度业绩承诺失诺的公布日2018年9月11日为事件日,经计算黄河旋风窗口期 $[-20, 20]$ 内的累计超额收益率如图2所示。

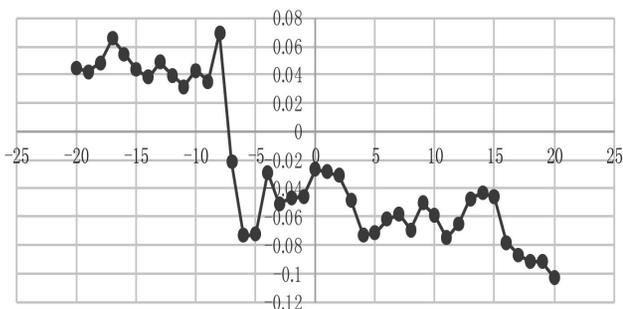


图2 上海明匠2017年度业绩承诺失诺公布前后20日黄河旋风的累计超额收益率

黄河旋风的累计收益率在信息公布前几日便急剧由正值转为负值,有一种可能是上海明匠业绩承诺失诺的信息提前泄露,从而使得累计超额收益率提前大幅度下跌。随后超额累计收益率保持负值并有持续震荡下行的趋势,说明投资者不看好黄河旋

风的预期,使黄河旋风股票市值持续蒸发。由此可见,存在业绩承诺的并购活动中,一旦业绩失诺,市场便会质疑交易成本偏高、质疑并购资产的良性、质疑被并购方未来的前景,造成并购方股价下跌,绩效严重受损。

(二)补偿义务履行受限

随着2018年9月11日上海明匠2017年度业绩承诺失诺的披露,大众在惊叹巨大落差之余更关心的是业绩补偿问题。按照业绩补偿协议,确定应补偿的股份数量为92252731股,应退还的现金红利额为512.52万元。上海明匠原五名补偿义务人应对黄河旋风以股份、现金等形式进行补偿。然而,从黄河旋风回复上交所问询函的信息来看,陈俊、姜圆圆、沈善俊的股份均处于质押状态,并且三人因个人借款已将在上海明匠的债权做了补充质押,特别是陈俊和沈善俊二人因为涉及与他人的股权纠纷案,导致所持股份被司法部门冻结,补偿义务的履行难度较大。

2018年11月15日,黄河旋风以公告方式发布了业绩失诺补偿协议及临时股东大会决议,以1元总价回购注销应补偿股份共92252731股。上海明匠原五名补偿义务人,除了持股比例为27%的黄河集团、10%的杨琴华具备补偿能力,其他三位合计持股比例高达63%的补偿义务人手中的股份都处于质押状态或股权纠纷冻结状态。现行监管规则下对业绩承诺方在特定期限内的股票转让行为有限制,但并未规定限售股票的质押行为。关于并购业绩补偿股票被质押,质权与业绩补偿权谁优先?

从法律依据来看,由于业绩补偿协议只是双方的约定,并购相关法律法规中并无针对业绩承诺补偿的相关法律保护条款,但我国对质押的相关法律规定还是比较丰富的。其中,《公司法》规定“股权出质,质权于办理出质登记时设立”,《担保法》规定“依法可以转让的股份、股票,可以质押”,《物权法》规定“可以转让的股权可以出质”。这些均是股权质押合法化及受相关法律保护的有利条款。《物权法》还规定“当质权人的权利受到危害时,质权人可以变卖质押财产,优先受偿”。可见,质权比业绩补偿权更有法可依,并有优先受偿权。从历年同类案例纠纷法院判决结果来看,如2016年北京华谊嘉信与王利峰的并购交易纠纷,业绩补偿权与质权同时向法院申诉时,法院最终判决具有质权的招商证券优先受偿。因为业绩补偿协议作为一种债权,是否实现债权取决于

业绩承诺方的意愿与配合程度,而质权可支配质物,若义务人不积极配合,就可由法院强制执行。可见,质权优先于业绩补偿权。

根据规定:“人民法院对有抵押权的财产,可以采取冻结措施,财产变卖后所得的价款,质权人有优先受偿权,剩余部分清偿债权。”针对上海明匠被冻结的股权,即使黄河旋风对业绩补偿权向法院提起申诉,也将按债权执行,且是在质权优先受偿后,与其他经济纠纷债权按比例进行分配。可见,上海明匠业绩承诺失诺后,并购交易时所承诺的业绩补偿履行受限,存在较大的补偿风险。截至2019年3月1日,除黄河旋风母公司黄河集团已履行完补偿义务,应补偿股份24908238股完成注销,应退还的现金分红138万元已到账,其他四位补偿义务人暂时无任何偿还行动,这无疑加大了未来补偿纠纷发生的可能性。长时间补偿未果将引发补偿纠纷,或将给黄河旋风的股价带来新一波利空损失。

五、业绩承诺失诺的原因

从黄河旋风关于上海明匠2017年度业绩盈利预测实现情况的说明及致歉的披露可见,其将上海明匠2017年度业绩严重下滑、无法实现预期业绩承诺的结果仅从会计账面上归为人工成本增加、财务费用增加、研发费用投入增大、毛利率下降、坏账率上升等因素,而对于失诺的实质原因却并未提及。下文将从并购双方角度分析其实质原因。

(一)并购方角度

1. 过度乐观的估价。此次并购以2014年12月31日为评估基准日,上海明匠审计后的账面净资产为1999.74万元,而双方交易对价为42000万元,二者相差40000.26万元,增值率高达2000.27%,黄河旋风形成商誉29550万元。虽然当时并购浪潮高涨,并购溢价被越推越高,但是以20多倍的溢价率进行并购的交易并不多见,我国一般行业并购溢价率均值仅为0.55倍^[16]。因黄河旋风对未来的乐观预期,促成了高溢价并购。

从并购筹划阶段来看,黄河旋风的控股股东黄河集团通过受让方式取得上海明匠27%的股权。由表2可知,上海明匠并购前三年股权转让作价波动很大,2013年10月以1元/股作价转让,2014年9月以1.05元/股作价转让,但是在并购筹划阶段的2015年5月,与上一次转让仅8个月的时间间隔,黄河集团便愿以42元/股作价受让此股权,上海明匠

不可能在如此短的时间内创造四十多倍的价值，只有一种解释，就是并购方极其乐观地看待此次并购。

表 2 上海明匠并购前三年股权转让作价情况

转让时间	转让方	受让方	转让比例 (%)	转让股份 (万股)	转让价格 (万元)	每股单价 (元/股)
2013年10月	陈俊	郎运国际	19	38	38	1
	陈俊	杨琴华	1	2	2	1
	姜圆圆	杨琴华	14	28	28	1
	姜圆圆	沈善俊	14	28	28	1
	姜圆圆	谭巍	3	6	6	1
2014年9月	郎运国际	杨琴华	19	190	200	1.05
2015年5月	杨琴华	黄河集团	24	240	10080	42
	谭巍	黄河集团	3	30	1260	42

评估机构对上海明匠净资产的评估值高达42055.04万元，是否被高估？从市净率指标来看，通用设备制造板块中与上海明匠业务相同或相近的可比上市公司平均市净率为5.53倍，而上海明匠的市净率为21倍，很明显上海明匠市价被高估。从补偿后剩余股票价值来看，黄河旋风并购中实际交易发行53571428股，现因上海明匠业绩承诺失诺，不考虑除息除权事项前应当补偿的原股份数量51251517股，说明上海明匠原股东补偿后的原始股只剩2319911股，如果按并购交易发行价7.84元/股计算，则剩余股票价值仅1818.81万元。显然，上海明匠三年业绩承诺能承受的上限所对应的市价是1818.81万元，而非42000万元，所以上海明匠市价被过度高估了。

笔者认为，黄河旋风对上海明匠100%权益的并购，无论是从并购时的高市净率来分析，还是从业绩失诺后被并购方按并购协议应补偿所剩股权价值来分析，都表明上海明匠价值被严重高估了。而支撑黄河旋风接受高估价的原因就是对上海明匠过度乐观的前景预测，促成了高估值、高溢价、高成本的并购交易，为业绩承诺失诺埋下了伏笔。

2. 并购整合不到位。黄河旋风希望通过此次并购实现从“制造”向“智能化制造”升级的战略目标非常清晰，然而其对目标实施途径的规划并不清晰，对目标的核心任务并不重视。并购成败的关键是并购整合，其是实现并购目标的一个重要过程。然而黄河旋风在“失控门”事件披露后，哭诉二者因企业文化、管理理念相差甚远，风险把控、发展思路分歧过大而实质失控。黄河旋风董事长秘书杜长洪曾向记者透

露，因为交易双方行业跨度较大，为了让上海明匠能够快速发展，从并购起一直遵从其发展思路，在人事、经营、管理方面给予其自主权，未加干涉。虽然为更有效地管理上海明匠，黄河旋风在并购前做了良好铺垫，让母公司黄河集团先通过高价受让持有上海明匠27%的股权，成为上海明匠第二大股东。此铺垫既促进了并购的顺利完成，也使其母公司在上海明匠经营管理决策中占有一席之地，更好地掌控子公司经营管理动态。但是，黄河旋风并购整合的具体实施并不到位。

自黄河旋风并购上海明匠后，在财务管理方面，黄河旋风只派了一名财务人员进驻上海明匠，以此加强财务管理；在管理团队方面，黄河旋风未对上海明匠的组织架构和人员做调整，公司完整保留了上海明匠原管理团队的管理权，特别重要的技术、产品开发、运营、销售领域均因缺乏智能制造行业的管理经验而未介入相关管理领域；在业务管控方面，黄河旋风只是投入资金，让上海明匠实施金蝶ERP系统。在两年多的时间里，黄河旋风并未重视将管理理念、企业文化融入上海明匠，直到上海明匠拒绝配合审计单位，不提供会计账簿及凭证等财务资料，被出具保留意见审计报告时，才发现全资子公司严重失控的事实。就在“失控门”被披露后，黄河旋风也并未积极采取整合措施，而是再一次披露将全资子公司上海明匠整体回售给原实际控制人陈俊，希望“一卖了之”。

由上述分析可知，并购后如果并购方不能从人事方面形成合力、从业务运作方面形成协同、从管理方面形成统一管理模式，其预设的并购目标终难以实现。据中国网的资料显示，全球并购失败率为70%，我国并购失败率超过80%，而导致并购失败的重要原因就是并购整合不到位。因此，并购方在并购前就应计划如何实现团队的融合、理念的一致、文化的互通，并在并购实现后付诸行动，而不是等全资子公司失控、业绩承诺未实现时再总结与追悔。

(二)被并购方角度

1. 业绩承诺额设定过高。上海明匠2012~2014年净利润分别只有4.29万元、-32.03万元和1177.65万元。对于2010年成立的年轻的智能制造型高新技术企业，承诺未来三年的净利润之和为前三年净利润之和的10倍之多，是上海明匠足够自信还是盲目地期待被并购后业绩出现奇迹？

评估机构用收益法对上海明匠进行估值，即将

表 3

上海明匠并入黄河旋风合并报表值与收益法评估预测值对比

单位:万元

年度	收益法评估预测值			上海明匠并入黄河旋风合并报表值			实际比预期增长率		
	营业收入	营业成本	期间费用	营业收入	营业成本	期间费用	营业收入	营业成本	期间费用
2015	9779.35	4152.31	2285.07	11732.15	5302.20	2375.48	19.97%	27.71%	3.96%
2016	12224.19	5559.56	2416.02	54478.32	22366.54	14059.25	345.66%	302.31%	481.92%
2017	15280.23	7102.26	2465.68	50557.65	19849.39	15974.68	230.87%	179.48%	547.88%

数据来源:根据关联交易报告书及黄河旋风年度审计报告整理。

标的公司预测的未来现金净流量按合适的折现率折现,所以预测的未来营业收入、营业成本、期间费用的大小会直接影响评估值的大小,也会直接影响预测的未来净利润的大小。由表3可知,选择影响现金流与净利润的三个重要指标,将收益法下的预测值与上海明匠并入黄河旋风合并报表的值进行对比发现:第一,收益法下的预测值与上海明匠实际值二者之间偏差太多,不得不对并购时收益法评估的合理性产生怀疑。第二,从实际比预期增长率来看,成本费用的增长率整体高于收入增长率,可以理解为收益法评估下成本费用相对被低估,净利润便被高估。第三,上海明匠行业利润率为较可观的正值,营业收入实际值比预测值大时,实际利润一定比预测利润大,但上海明匠在业绩承诺期前两年营业收入增长率较高的情况下,仅以超出业绩承诺额较少的值实现了业绩承诺,说明上海明匠如果只是按预期实现营业收入,将无法达到预期的净利润,也无法实现业绩承诺额。

可见,上海明匠实际的盈利能力并没有预测的好,并购协议中设计的承诺额是其无法实现的业绩。虽然并购方视业绩承诺为并购失败的一种保障,偏好高业绩承诺,但是高业绩承诺伴随着高并购风险,更加大了并购失败的可能。

2. 业绩承诺难实现。上海明匠审计“造反”行为倍受社会关注,原实际控制人陈俊向记者澄清:实属双方对审计时收入确认方式存在分歧。上海明匠要求用完工百分比法确认收入进行审计,但是会计师事务所坚持以验收准则法确认收入进行审计。此分歧的出现,必然是有一方不愿意维持原审计方式而为,其一是黄河旋风对原审计采用的收入确认方式存在质疑,需要变更合适的方式;其二是上海明匠业绩承诺无法实现,试图通过变更收入确认方式操作盈余。

从黄河旋风的审计报告中关于收入确认原则的说明可知,2015年及2016年其对工业智能化销售收入的确认均采用验收准则法,所以可以理解为是上

海明匠期望通过变更原审计方式以达到其目的。《会计法》规定:“会计处理方法,前后各期应当保持一致,不得随意变更。”上海明匠变更收入确认方式的要求难免使市场对其业绩实现能力产生怀疑。

从两种不同的收入确认方式来看,验收准则算法要求在项目工程完工并验收后再确认收入及相关成本,最终形成相关报表利润。而完工百分比法则是年末项目尚未完工也可按工程完成的比例确认收入及相关成本,形成当年相关报表利润。上海明匠要求采用完工百分比法,有提前确认利润的嫌疑,其按完工百分比法自编的利润表中显示2017年度净利润为9872.27万元的真实性被质疑。会计师事务所最终采用验收准则法审计,上海明匠2017年度的净利润为-6577.13万元,上海明匠想借收入确认方法提前确认利润的嫌疑被证实。

笔者认为,这根本不是简单的收入确认分歧问题,而是上海明匠因为业绩承诺难以实现,试图违反《会计法》的规定变更收入确认方式,以达到提前确认利润,实现当期业绩承诺的目的。面对高昂的业绩承诺,当被并购方无法实现其业绩承诺时,操作盈余的违法行为视乎成为其倾向于选择的歪道。

六、结论与建议

(一)结论

黄河旋风并购上海明匠的案例证明,业绩承诺并非被并购方的业绩保证,被并购方不但会失诺,而且失诺业绩与承诺业绩的落差可能还非常大。上海明匠给出诱人的预期承诺,促使黄河旋风不惜花重金并购,过高的预期促成并购交易的顺利高效完成。然而,并购并没有给并购方带来较好的收益,特别是2017年上海明匠发生巨额亏损,给黄河旋风带来严重的损失。业绩承诺虽然约定了失诺的补偿协议,但是从上海明匠五位补偿义务人股权质押、冻结的实际情况来看,补偿实现状况并不乐观。并购并没有因双方分别为硬材料业的巨头、智能制造业的领军者而完美实现产业融合、优势互补共进,反而因收入确

认方式观点不一致而导致全资子公司失控,严重损害了股东们的经济利益。

(二)建议

为避免业绩失诺现象频发,降低业绩失诺风险,本文提出了如下建议:

1. 避免过度依赖业绩承诺。并购方不能因业绩承诺是一种保障就高枕无忧。并购前,其应对被并购方行业、经营、管理、人力、财务、盈利等方面做好充分的前期调研,谨慎评估被并购方的市场价值。并购组织的重要工作是签订并购协议及业绩补偿协议,确定协议中的并购方式、业绩补偿金额、业绩补偿方式非常关键,应仔细斟酌协议约定条款,同时评估业绩承诺实现的可能性。并购实施过程是整合并购活动的核心,其是一个长期的过程,并购目标并不是通过业绩承诺来实现的,而是通过有效并购实施过程来实现的,这个过程就是从人、财、物全面着手,真正实现双方文化、理念、思路的整合。

2. 提高并购服务机构的责任代价。并购筹划阶段,并购方聘请会计师事务所对被并购方财务报表进行审计,聘请资产评估机构对被并购方资产进行评估,聘请证券机构发表核查意见,聘请律师事务所发表法律意见,并为此支付高额成本。但是,从并购实施结果来看,这些服务机构应起的作用大多都没有实现。当业绩失诺被披露后,他们付出的唯一代价便是一纸说明书或致歉信,对于并购服务机构为获取高额服务费而违背职业责任的行为,“一纸代价”似乎过低。应该以经济、业务等方面的实质性代价作为威慑,实现服务机构在并购活动中应有的作用。

3. 完善业绩补偿权的相关法律。业绩补偿权本是业绩失诺后的最后一道保障,但补偿一旦受限即表明业绩补偿权存在瑕疵,对于业绩承诺而言即承诺效力降低。特别是在股权质押行情高涨的环境下,更应关注业绩补偿权被质权弱化的现象。为保障业绩承诺的顺利实施,可以通过法律明确因并购限售的股权,在其限售期内股权质押行为受限,以保障业绩补偿权的权威。

主要参考文献:

[1] Craig B., A. Smith. The art of earnouts[J]. Stra-

tegic Finance, 2003(84):44~47.

- [2] 黄小勇,王玥,刘娟. 业绩补偿承诺与中小股东利益保护[J]. 江西社会科学, 2018(6):48~57.
- [3] 罗喜英,阳倩. 业绩承诺能否为上市公司高溢价并购买单?[J]. 中国注册会计师, 2017(3):61~63.
- [4] 王竞达,范庆泉. 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究[J]. 会计研究, 2017(10):71~77.
- [5] Trigeorgis L.. Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation[M]. Cambridge, London: MIT Press, 1997:1~100.
- [6] 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(6):3~13.
- [7] 石运金. 并购重组后遗症业绩承诺难兑现[J]. 股市动态分析, 2016(7):61.
- [8] 李光珍,李国范. 业绩承诺现金补偿会计处理研究[J]. 财会研究, 2015(6):31~32.
- [9] 谢纪刚,张秋生. 上市公司控股合并中业绩承诺补偿的会计处理[J]. 会计研究, 2016(6):15~20.
- [10] 项海容,李建军,刘星. 基于激励视角的对赌合约研究[J]. 上海经济研究, 2009(3):92~98.
- [11] 潘爱玲,邱金龙,杨洋. 业绩补偿承诺对标的企业的激奋效应研究[J]. 会计研究, 2017(3):46~52.
- [12] 陈仕华,姜广省,卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效[J]. 管理世界, 2013(12):117~132.
- [13] Cadman B., R. Carrizosa, L. Faurel. Economic determinants and information environment effects of earouts: New insights from SFAS 141(R) [J]. Journal of Accounting Research, 2014(1):37~74.
- [14] 于成永,刘利红. 资产专用性、会计稳健性与短期并购绩效[J]. 会计之友, 2017(4):87~93.
- [15] 谢欣灵. A股上市公司并购重组过程中的业绩承诺问题研究[J]. 时代金融, 2016(8):135~149.
- [16] 李彬. 文化企业并购高溢价之谜:结构解析、绩效反应与消化机制[J]. 广东社会科学, 2015(4):37~43.

作者单位:广东白云学院会计学院,广州510450