

# 并购重组中谁在为不达标的业绩补偿承诺买单？ ——以掌趣科技为例

刘娟，黄小勇

(江西师范大学 财政金融学院, 江西 南昌 330022)

**摘要:** 业绩补偿承诺作为一种创新的并购契约形式, 已经是并购重组的“标准配置”。业绩承诺设计的初衷是将并购重组之后标的公司的经营风险在投资公司与标的公司的原股东之间进行风险分配。但在标的公司承诺的业绩未达标的情况下, 补偿机制真的保护了中小投资者的利益吗? 实际上为未达标的业绩补偿承诺买单的依然是处在市场弱势地位的中小投资者。由此, 为保证并购者付出相对公允的对价, 实现公平交易, 应在业绩承诺签订前后两个阶段对业绩承诺补偿制度进行完善; 同时, 中小投资者要理性地看待业绩承诺, 审慎判断。

**关键词:** 并购重组; 业绩承诺; 中小投资者保护

**中图分类号:** F830.33      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095-0098(2018)02-0037-06

## 一、制度背景与文献综述

### (一) 制度背景

业绩承诺的概念产生于2005年的股权分置改革中, 相关部门出台了一系列政策文件来保护中小投资者的利益, 保证股权改革的顺利完成。例如, 《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司股权分置改革工作备忘录》等文件的出台, 鼓励企业在并购中就标的公司未来的盈利能力做出一定的预测, 签订一系列补偿协议来保证各方的利益。随着在企业并购中, 交易双方签订业绩补偿承诺的现象越来越常见, 2016年证监会也对业绩补偿承诺的相关问题, 做出了一些新的补充说明, 明确规定了业绩承诺的补偿方式以及在并购中对标的公司的估值应注意的各种问题。

### (二) 文献综述

潘红礁(2007)通过对股权分置改革中, 控股股东作出股改业绩承诺的上市公司的业绩好于为作出承诺的上市公司, 且作出业绩承诺这一事件对公司股价有促进作用<sup>[1]</sup>。吕长江等(2014)研究了2011-2013年资本市场上涉及业绩承诺的企业并购事件, 认为并购双方对赌协议的签订能够增加标的公司的并购溢价, 并且能够带来协同效应<sup>[2]</sup>。李晓慧(2015)以福建金森与莲城兰花的重组事件为案例, 提出签有业绩补偿承诺的资产重组面临着业绩不支持的风险<sup>[3]</sup>。高闯等(2010)分析了2007年以来涉及业绩补偿的支付方式主要是现金补偿和股份补偿, 认为这两种补偿方式在一定程度上都能保护中小投资者的利益<sup>[4]</sup>。刘建勇等(2014)以\*ST申龙与海润光伏的重组为例, 发现当标的公司的业绩不达标时, 大股东为履行业绩补偿的承

**收稿日期:** 2017-11-12

**基金项目:** 江西省教改重点课题“基于校企联动的会计学专业‘五个一工程’实习实践培养模式研究”(JXJG-15-2-4); 2013年江西师范大学学位与研究生教育教学改革研究项目“高校研究生差异化教育与创新创业研究——基于经管类研究生的问卷调查与教育实验”; 江西师范大学校级教改课题“高校青年教师成长影响因素及路径优化研究”

**作者简介:** 刘娟(1993-), 女, 江西萍乡人, 硕士研究生, 主要研究方向为财务管理实践;  
黄小勇(1977-), 男, 江西石城人, 博士, 教授, 研究方向为公司财务、战略管理、区域经济。

诺,会通过控制上市公司的分红政策支付补偿款。这种通过业绩补偿承诺实行利益输送行为会给中小股东带来非常大的损失<sup>[5]</sup>。皮海洲(2014)以梅花生物收购依品生物和亿晶光电收购海通集团等案例为例,发现即使被收购标的业绩不达标,大股东会通过各种途径将自己的损失减少到最低<sup>[6]</sup>。梁新民认为业绩对赌协议不仅能够激励被投资者还能够保护中小投资者的利益<sup>[7]</sup>。张婧昕(2017)以盈方微为例,通过对盈方微业绩补偿前后公司状况的分析,得出业绩承诺对中小投资者的保护作用是有限的<sup>[8]</sup>。

## 二、掌趣科技相关的业绩补偿承诺

### (一) 掌趣科技的主要财务数据

掌趣科技有限公司于2012年5月11日在证交所上市,主营各种手机、移动、网页、页面等游戏的开发及相关产品的代理发行和运营。2004年成立的掌趣科技原先从事的是移动运营商业务,公司缺乏强大的研发团队和研发能力,为了补足这一短板,公司便进行疯狂的并购。

表1 掌趣科技2012-2016年主要财务数据

单位:亿元

	2012	2013	2014	2015	2016
资产总额	9.14	19.27	50.23	78.78	104.01
净资产	8.82	15.24	40.31	64.23	84.78
净利润	0.82	1.54	3.31	4.70	5.09

数据来源:同花顺财经

上市之后,掌趣科技继续通过外延式的大规模并购活动,由表1可以看出,资产总额从2012年的9.14亿元到2016年的104.01亿元,增长了十多倍,净资产也从原来的8.82亿元增长至84.78亿元,大规模的并购活动使得掌趣科技在行业中的地位日渐稳固。2015年在移动游戏中所占的市场份额仅次于腾讯和网易,位列第三。

### (二) 主要的业绩补偿承诺形式及完成情况

表2 掌趣科技支付的并购价格及增值率

单位:万元

并购标的	账面净资产	并购价格	估值溢价率	形成商誉
动网先锋 100% 股权	5115.68	81009	1537.55%	71966.14
玩蟹科技 100% 股权	5984.8	173900	2812.98%	152798.64
上游信息 70% 股权	2201.43	81400	3807.40%	72104.87
天马时空 80% 股权	7986.24	267760	3252.76%	261155.47
上游信息 30% 股权	3962.12	36364	817.79%	-

数据来源:巨潮资讯网

由表2可以看出,掌趣科技的收购有个明显的特征:高溢价、高增值率、高商誉。超过1000%的估值溢价率给企业带来的风险是不言而喻的。高收购价带来的是几年之后,多家标的公司业绩不达标,由表3我们可以看出2014-2016年,掌趣科技收购的多家标的公司业绩承诺均未完成。这也是如今一些轻资产行业收购的一个缩影,一旦标的公司的业绩没有完成承诺,带来的便是高额的商誉减值风险,这会给企业的业绩带来巨大的压力。

表3 掌趣科技涉及业绩承诺的并购及业绩完成情况

并购标的	业绩承诺	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
动网先锋 100% 股权	完成比例	111.80%	100.02%	99% (未完成)	-
玩蟹信息 100% 股权	完成比例	151.30%	78% (未完成)	90.40% (未完成)	-
上游信息 70% 股权	完成比例	105.60%	82% (未完成)	71.30% (未完成)	-
上游信息 30% 股权	完成比例	-	-	101.10%	97.11% (未完成)
天马时空 80% 股权	完成比例	-	-	124.90%	101.48%

数据来源:北京掌趣科技有限公司公告

表4 掌趣科技的业绩补偿形式

并购标的/项目	当期应补偿金额(或股数)	补偿方式
玩蟹科技 100% 股权	当期应补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 72,000 万元 × 标的资产总对价 - 已补偿金额	1. 掌趣科技尚未支付的现金对价冲抵 2. 不足部分以其各自因本次交易取得、但尚未出售的对价股份进行补偿 3. 未补充的金额再用现金补偿
上游信息 70% 股权	当期应补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 54,600 万元 × 标的资产总对价 - 已补偿金额	
天马时空 80% 股权	当期期末应补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 补偿期限内各年的承诺净利润数总和 × 267,760 万元 - 已补偿金额	
上游信息 30% 股权	当年应补偿股份数的计算公式为: 当年应补偿的股份数 = [(截至当期期末累积承诺净利润 - 截至当期期末累积实现净利润) / 补偿期限内承诺净利润总和] × 本次交易总价 × 50% / 本次交易的发行股份价格 - 已补偿股份数	

数据来源: 北京掌趣科技有限公司公告

掌趣科技于 2013 年以 81009 万元的对价,通过发行股份与现金支付方式取得海南动网先锋网络科技有限公司(以下简称“动网先锋”) 100% 股权,以 81400 万元收购上游信息科技(上海)有限公司(以下简称“上游信息”) 70% 股权等。这几家标的公司的原股东都对掌趣科技做出了业绩补偿承诺,具体补偿形式见表 4,业绩未达标时具体的补偿形式有现金支付和股权支付两种,掌趣科技的补偿形式也不例外。

### 三、未达标的业绩补偿承诺对相关利益主体的影响

#### (一) 未达标的业绩补偿承诺对掌趣科技的影响

##### 1. 财务风险

表5 掌趣科技 2012 - 2016 年盈利能力指标

指标/年份	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
每股净资产	5.39	2.16	3.08	2.4	3.04
每股收益	0.09	0.07	0.14	0.19	0.19
净资产收益率	13.56%	13.26%	11.15%	11.10%	6.47%
净利润同比增长率	-	86.66%	115.2%	42.29%	8.12%

数据来源: 通过同花顺财经计算

根据表 5 可以看出,在公司 2013 年疯狂并购签订一系列高额业绩补偿承诺后,2014 年每股净资产和每股收益都得到了相应的增长。但是,随着业绩未达标公司的增加,企业的盈利能力指标均有不同程度的下降,特别是公司近几年净利润同比增长大幅下降,虽然公司发布公告称有几家公司的游戏尚未及时推广导致标的公司未完成业绩承诺,但是在某种程度上,这可能表明当初公司高估了标的公司的盈利能力,同时,这也反映出业绩补偿承诺虽然在短期内能提高公司的财务业绩,可是种业绩的提升并不能持久。特别值得注意的是,如果掌趣科技在收购时确实高估了这些标的公司的经营状况和盈利能力,公司能够在短期内能得到原有股东对当初高额投资成本的一部分业绩补偿,但承诺期满后,谁又会为标的公司不如人意的业绩买单呢?

##### 2. 巨额商誉减值风险

表6 掌趣科技 2012 - 2016 年商誉占资产总额比重

单位: 万元

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
商誉	2151.71	74100	299000	560000	560900
资产总额	91400	192700	502300	787800	1040100
商誉/资产总额	23.54%	38.45%	59.53%	71.08%	53.93%

数据来源: 通过同花顺财经计算

根据表 6 可以看出,在掌趣科技外延式扩张的同时,不容忽视的是,企业已确认巨额的商誉,2014 年 - 2016 年企业确认的商誉占资产总额的 50% 以上,在 2015 年达到 71.08%,这意味着企业一半以上的资产都

是虚无缥缈的,一旦巨额商誉减值,那么直接就会影响企业业绩。在掌趣科技大规模的并购中,业绩承诺几乎是其收购是的“标准配置”,但是不容忽视的是从 2014 年至今,收购的标的公司没有完成相关的承诺业绩的情况非常常见。在标的公司约定的业绩承诺未达标后,还有一把“达摩克斯之剑”悬在掌趣科技的头上——巨额的商誉减值风险。根据规定,被收购公司未达到承诺的业绩,相关机构需要对原来确认的商誉进行减值测试,如果有证据表明,商誉确实存在减值的,相应的减值便会直接影响公司的利润,公司的经营风险便会增加。

### (三) 未达标的业绩补偿承诺对股东的影响

#### 1. 对大股东的影响

表 7 掌趣科技大股东减持情况

股东名称	减持数量(万股)	减持部分参考市值(万元)
华谊兄弟传媒股份有限公司	13077.8	132987.32
姚文彬	11250	127297.76
叶颖涛	1750	20891.73
宋海波	1436.19	16071.48
华富 16 号资产管理计划	333.28	3702.5
邓攀	131.69	1485.85
胡斌	46.5	524.7
李好胜	36	406.19

数据来源:新浪财经新闻

上市公司在并购时设定业绩承诺补偿协议一方面是为了激励标的公司的管理层,另一方面是为了降低自己的投资风险,当所收购的标的达不到所约定的业绩时,能够通过设定的补偿来降低自己的损失。所以在企业并购时,一些投资者会认为大额的业绩补偿承诺意味着收购公司对标的公司未来发展前景的良好预期,同时并购对于市场来说也是“利好”消息,于是,随之而来的便是高股价和高市值,中小投资者们由于看中高的业绩承诺以及看好标的公司未来的发展前景,纷纷入股掌趣科技。比如公司在 2013 年发布与玩蟹科技和上游信息的收购方案和业绩承诺补偿时,当时股价在一周内涨幅超过 35%,收购天马时空时,股价连续 5 个涨停等等。但这个时候,股价的暴涨为公司的原始大股东抛售股份赚取丰厚的利差提供了非常好的机会,如表 6 统计,掌趣科技的很多原始股东在禁售期满后便大量减持股份,套现巨额收益。例如,在 2013 年 3 月掌趣科技发布以 81009 万元高价收购动网先锋时,大量投资者因看中其签订的较为严苛的业绩补偿承诺便趋之若鹜的买入掌趣科技股票,致使掌趣科技股票连续涨停。但其大股东华谊兄弟便在禁售期满后先后两次狂抛掌趣科技 510 万股股票,累计套现 28600 万元。近两年,作为掌趣科技上市前第二大股东的华谊兄弟一直在陆续减持其股份,截止 2016 年,华谊兄弟从持有掌趣科技 22% 股份到 1.76%。同时,掌趣科技原来的第一大股东姚文斌及一些主要创始人也纷纷在减持其持有的股份。

所以,无论其后公司收购的标的公司无论是否能实现其业绩承诺,商誉是否应减值,公司经营状况和盈利能力是否良好都与当初的大股东没有了关系,在股价上升到一定程度时,他们早已在风暴来临前,带着所赚取的收益离开了。

#### 2. 对中小股东的影响

大股东是公司主要的控制者,当标的公司的业绩承诺不达标时,他们也可以改变原来的业绩承诺补偿协议,将自己的损失降低到最低。在表 2 的统计中,当初掌趣科技以 173900 万元并购玩蟹科技 100% 股权时,玩蟹科技原股东签订了保证 2014 - 2016 年的业绩承诺,虽然玩蟹科技于 2014 年、2015 年的实际实现的业绩均低于原承诺的净利润,但在掌趣科技公告的 2016 年业绩承诺实现情况说明中,表示虽然玩蟹科技当年的净利润未达到约定,但其 2013 - 2016 年累计实现的净利润高于 84976.79 万元原承诺的 72000.00 万元,累计实现率为 118.02%,所以不需要进行并补偿。目前,在标的公司未达到当初承诺的业绩时,更改原有业绩承诺条件或者更改支付方式等的事件并不少见,信息披露不详细也误导了中小股东的投资。

但是对于未达到业绩补偿的代价,大股东促进股价上涨的目的已经达到,减持套现后早已已撤离,当初看中业绩承诺协议的中小股东,熬到业绩承诺期满后,却要承受业绩不达标、公司盈利能力下降,股价下降等噩耗。

#### 四、总结与建议

本文通过对掌趣科技的一些涉及业绩补偿承诺的并购活动进行分析,发现真正为不达标的业绩补偿承诺买单的依旧是处在市场弱势地位的中小投资者。

业绩承诺设计的初衷是将并购重组之后标的公司的经营风险在投资公司与标的公司的原股东进行风险分配,遏制并购重组双方操纵评估定价的行为,实现公平交易以期保护中小投资者利益的作用。但在承诺的业绩未达标的情况下,大股东们已经赚得盆满钵满并且撤离了,真正为高额补偿买单的是中小投资者。为了达到业绩承诺设计的目的,保证并购者付出相对公允的对价,实现公平交易,避免大股东们假借业绩补偿承诺进行利益输送,业绩承诺补偿的设计可以作出进一步的完善。因此,本文从业绩承诺签订前、业绩承诺签订后,两个阶段对业绩承诺补偿制度进行完善。

在上市公司并购前,相关的监管部门要重点关注交易双方签订的业绩补偿承诺是否合理。具体来说,对于收购公司付出的收购对价、对相关标的资产价值的评估是否公允,公司对标的公司未来的盈利预测及现金流量的预测的依据是否合理等内容进行审查;当然,收购公司对标的公司资产评估的高增值率要通过相关资产评估机构的评估实现,相关资产评估机构要加强自身的执业能力和评估质量。

在业绩承诺签订后,交易双方可以依据并购支付的方式避免上市公司通过资产收购向相关股东进行利益输送而损害中小股东的利益。如果公司收购是通过现金支付的,可以先将收购资金划拨到指定银行账户,在约定的承诺期内,如果完成了业绩承诺补偿协议约定的利润时,分期将资金及利息划至被收购方的账户;标的公司未能完成业绩承诺,则根据其盈利情况调低相应的收购价格,如果存在当初约定的利润存在较大差异时,可以将收购资产退回。如果是通过发行股份作为支付方式的,可以将股份在业绩承诺期限内进行锁定,在约定的承诺期内,分期将锁定股份解禁,可以参照公司限制性股票的处理方式。这样的话,相关条款的完善可以使上市公司收购的资产的数量得到提高,避免以劣充优欺骗中小股东。同时,相关主体应重点关注标的公司收购后,公司的实际运营和盈利能力。对于在收购过程中资产评估机构、会计师事务所等中介机构确实存在过错的,应加大处罚力度。

同时,中小投资者要理性的看待业绩承诺,避免盲目信任交易双方提出的业绩承诺,要全面考虑相关情况,结合各方面信息加深对公司的了解并作出理智的判断。

#### 参考文献:

- [1] 潘红礁. 上市公司控股股东股改承诺研究 [D]. 沈阳: 沈阳工业大学, 2007.
- [2] 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.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [5] 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(1): 136-142+156.
- [6] 皮海洲. 上市公司并购, 仅有业绩承诺还不够 [J]. 金融博览(财富), 2014(12): 87.
- [7] 梁新明. 股权投资并购过程中的业绩对赌分析 [J]. 财会学习, 2017(15): 223+229.
- [8] 张婧昕, 陈洁. 并购重组中的业绩承诺与中小投资者保护——以盈方微公司为例 [J]. 广州大学学报(社会科学版), 2017, 16(8): 43-50.

(下转第60页)

[7]何翠萍. 融资性担保公司监管法律制度研究 [D]. 绵阳: 西南科技大学, 2016.

[8]刘鑫. 民间融资犯罪问题研究 [M]. 上海: 上海人民出版社, 2015.

## Research on the Countermeasures of Investigating and Preventing the Crime of Illegal Fund Raising of Guarantee Companies

WANG Hao, ZHU Yashuai, WANG Tianyi

( People's Public Security University of China, Beijing 100038, China)

**Abstract:** The illegal fund – raising crime of the guarantee corporation is a kind of criminal case arising from the lack of regulatory system with the rapid development of our country's economy. Compared with other criminal offenses, it has greater characteristics of deception, concealment and stakeholder, and can combine the rapid spread of the internet, which is extremely harmful to society. In the course of the investigation, the investigators should make all – out efforts in drawing up evidence, recovering stolen goods and arresting them as well as paying attention to social developments in time to prevent mass incidents; at the same time, we should prevent such crimes from the level of government, society and individual.

**Key words:** guarantee corporation; illegal fund – raising; characteristics of crime; investigation dilemma; detection and defense countermeasures

( 责任编辑: 沈 五)

( 上接第 41 页)

## Who is Paying for the Performance Compensation Commitments that are not up to Standard in the Merger and Reorganization?

——Take the OurPalm Technology as an Example

LIU Juan, HUANG Xiaoyong

( School of Finance, Jiangxi Normal University, Nanchang, Jiangxi 330022, China)

**Abstract:** As an innovative form of merger and acquisition contract, performance compensation commitment has been a “standard configuration” for merger and acquisition reorganization. The purpose of the performance pledge is to allocate the operation risk of the target company after the merger and acquisition to the original shareholders of the investment company and the target company. But does the compensation mechanism really protect the interests of small and medium – sized investors when the promised performance of the target company fails to meet the standards? In fact, it is the small and medium – sized investors who are still in a weak market position to pay for unmet performance compensation. Therefore, to ensure the relatively fair price of the merger and the fair transaction, to get a fair deal, the compensation system should be perfected in the two stages before and after the performance commitment. At the same time, small and medium – sized investors should rationally look at performance commitments and prudent judge the risk of this form.

**Key words:** merger and reorganization; performance commitment; small and medium investor protection

( 责任编辑: 黎 芳)