

逾四成标的未达承诺利润 A股并购业绩补偿难题待解

证券时报记者 胡敏文

近期,一场长达七年的诉讼进入强制执行阶段,再次将A股并购的业绩承诺兑现难题推向公众视野。

3月21日,华映科技发布公告称,公司与华映百慕大因业绩承诺未实现引发的30.29亿元补偿纠纷案,法院裁定强制执行,通过券商变卖了承诺方华映百慕大持有的部分公司股份,不过,相对于巨额补偿,目前的进展只是杯水车薪。结合对方当前的状况,最终补偿能否完全兑现,存在很大变数。

这并非个例。作为资本市场中保护并购方利益的核心条款,并购对赌曾是上市公司推进资本扩张、完成并购重组的“标配”,然而在产业环境、并购标的经营变数增多的背景下,这一约定批量陷入“承诺高悬、兑现艰难”的窘境。据证券时报记者统计,2020年以来,A股市场中超过四成的并购案例,业绩承诺未能如期完成。

面对承诺未能实现而业绩补偿落空,诉讼往往只是保障权利的第一步。真正的考验在于,胜诉之后真金白银的业绩补偿能否切实落地。对赌兑现的层层阻碍,已成为众多上市公司并购完成后,不得不直面的一道棘手难题。

超四成业绩承诺不达预期

据Wind数据,2020年以来,已有上千家上市公司披露并购事项(含重大资产重组、增资、合资)业绩承诺进展,其中承诺期届满的并购近600起。值得注意的是,其中257起并购事件未达成业绩承诺,占比超40%。这还未计入承诺期结束后业绩“变脸”的案例。

业绩完成度的落差更为显著。上述业绩未达标并购事项合计承诺归母净利润达873亿元,实际仅实现452亿元;其中105起并购实际归母净利润不足承诺额的50%,58起在对赌期内陷入亏损。部分上市公司陷入“多起并购均违约”的困境,华铁应急(现名:海南华铁)便是典型——2021年其接连收购湖北仁泰、浙江恒钜等4家企业股权并签订业绩承诺协议,但对赌期届满,4家标的业绩均未达标。

结合多起并购案例来看,标的公司基本面与业绩承诺严重脱节,是对赌失败的重要原因(表1)。

高业绩承诺的并购案往往离不开高溢价率。以鹏欣资源为例,2018年,该公司以发行股份加现金的方式,以约19亿元总价向上市公司实控人及其一致行动人收购宁波天弘100%股权,交易溢价率高达2069倍。彼时审计报告显示,宁波天弘营业收入极低且处于亏损状态,对手方却承诺其在对赌期内累计归母净利润不低于19.44亿元。收购后7年承诺期内,宁波天弘累计亏损3.64亿元,双方最终对簿公堂。

除了标的根本面与承诺脱节,过于激进的利润增速设定也加剧了对赌失败风险。例如,东方中科收购万里红的案例,对手方承诺的归母净利润从2020年的0.71亿元增至2023年的3.91亿元,4年累计承诺9.82亿元,增速远超优质企业常规水平。

对此,南京师范大学泰州学院商学院特聘教授胡上刚分析:“对赌协议的本质,是通过估值调整机制平衡交易双方的信息不对称风险。理想情况下,合理的业绩承诺应基于标的公司的历史财务数据、行业增长逻辑及可实现的经营计划。但在实际操作中,部分承诺方为争取高估值,设定远超行业平均增速的利润目标,而买方为促成交易也可能默许激进的承诺。这种脱离基本面的承诺非常脆弱,一旦经济下行、行业周期转向,业绩目标容易落空。”

上海市锦天城律师事务所高级法律顾问顾春峰也表示:“部分并购案估值模型过度乐观,脱离标的公司实际经营情况,交易对手为匹配高溢价不得不做出不切实际的业绩承诺,从源头就埋下违约隐患。更有甚者,将业绩对赌视为套现工具,并购完成后无心经营,仅通过财务手段短期美化业绩,难以支撑高业绩承诺。”

上海第二工业大学经济与管理学院讲师程晓刚说:“不能忽视对赌协议在实际操作中成为利益输送安排的可能。比如大股东与第三方私下串通,通过包装项目制造高估值假象,最终实现资产转移。在涉及关联收购的场景,应保持警惕。”

业绩补偿纠纷超300亿元

业绩承诺落空后,上市公司与交易对手方的业绩补偿纠纷随之凸显。据不完全统计,2024年至今,已有逾70家上市公司因并购标的业绩未达标、承诺方未履行补偿义务提起诉讼,涉案总金额超过300亿元。

其中不乏涉案金额大的典型案例,如华映科技一案涉及补偿金额高达30.29亿元;天沃科技因收购中机电力80%股权引发纠纷,认为承诺方应向公司补偿18.04亿元,一审判决赔偿7亿元。

补偿契约的设计,成为对赌纠纷的关键。从补偿方式来看,在2020年以来披露并购进展的上千起案例中,现金补偿是主流。据统计,近55%的并购采用纯现金补偿,40%以现金补偿与股份回购相结合,仅5%单独以股份回购作为补偿方式。补偿金额计算则多以业绩差额为核心,结合交易对价确定,部分协议还约定了差额计算系数等调整机制。

康惠股份收购山东友帮案,直观展现了激进承诺下的补偿兑现风险。2020年,康惠股份以3264万元现金对价,收购山东友帮51%股权。彼时山东友帮已处于亏损、停产状态,交易对手承诺,山东友帮2021—2023年归母净利润累计不低于3500万元。2022年双方调整补偿规则,约定若未完成承诺,总补偿金额按(3500万元-累计实际净利润)×2.5倍计算,采用一次性现金补偿。然而在承诺期内,山东友帮连年亏损,康惠股份据此主张2.69亿元业绩补偿,目前仅收到280万元补偿款(表2)。

针对补偿金额远超收购对价的情况,知名财税专家刘志耕表示,这主要源于三方面:一是监管规则倒逼,按照相关规定,上市公司并购采用收益法估值时,必须签订业绩补偿协议,为了支撑高估值,买卖双方往往倾向于设定更高的业绩承诺;二是上市公司管理层在并购时,倾向于用“严苛对赌”来向董事会和股东证明其已尽到审慎义务,一旦出事,巨额补偿条款成了“免责金牌”;三是卖方在交易时往往过度乐观,或为了套现离场而盲目承诺,从而忽略了极端亏损情况下的对赌后果。

在中国社会科学院法学研究所助理研究员王琦看来,经济周期、行业环境以及监管政策等外部环境一旦变化,企业当初约定的业绩目标就可能失去实现基础。而不少对赌协议并未事先设置业绩调整机制,这也进一步放大了承诺无法兑现的风险。

胜诉不等于补偿到账

司法维权周期漫长、补偿款实际兑现难,成为业绩对赌违约后上市公司面临的又一困境。即便拿到胜诉判决,不少公司仍会遭遇承诺方无资产可执行等难题,让判决沦为“一纸空文”。

以天沃科技为例,2016年,该公司以28.96亿元现金高价收购中机电力80%股权,双方绑定4年业绩承诺期。然而标的公司实施了业绩造假,造假部分被更正后,累计完成业绩不足承诺的一半,一审判决补偿金额7.11亿元。由于承诺方无力履约,天沃科技历经多年维权无果,最终于2023年底无奈以1元价格出售收购标的,这场高溢价并购以巨额损失收场。

华映科技想要全额拿到30.29亿元赔偿同样面临障碍。尽管公司已拿到终审胜诉判决,但因主要承诺方华映百慕大母公司中华映管已申报破产,另一关联方大同股份为中国台湾上市公司,跨境执行存在多重法律与

实操难度。

奥瑞德借壳上市的业绩补偿纠纷更暴露了执行困境。公司实控人左洪波、褚淑霞等承诺标的2015—2017年归母净利润不低于12.16亿元,最终业绩爆雷触发巨额赔偿。2024年法院作出判决,相关方合计应补偿股份4亿股。但左、褚夫妇已将所持奥瑞德股份质押,且因多起债务纠纷被多轮司法冻结。而股份不足部分的现金补偿义务,也因二人资产权利受限难以履行。

针对执行难题,顾春峰分析指出:“一是履约保障机制缺失,上市公司并购谈判时往往将重点放在业绩承诺金额上,却未要求对方提供股权质押、不动产抵押、第三方连带责任保证等措施;二是恶意规避行为频发,部分主体可能通过转移资产、注销公司、境外避债等方式逃避补偿义务,而上市公司缺乏资产监控手段;三是对赌协议履行监督缺位,上市公司对标的公司的经营决策、资金使用缺乏有效管控,部分甚至出现‘掏空资产’行为。”

“补偿方式包括股份补偿和现金补偿,但均依赖承诺方资产状况。法律纠纷中强制执行成功率低,一个重要原因是缺乏可执行资产。业绩承诺存在一定比例未实现属正常商业风险,但明显违背商业常识和缺乏业绩支撑的承诺需警惕。尤其应重点关注是否损害中小投资者利益。”并购专业咨询机构普利康途合伙人罗辑说。

商誉减值与合规风险提升

业绩承诺一旦大面积落空,可能还会引发商誉减值、利润巨亏、追偿无果、合规处罚等一系列连锁风险,将上市公司拖入长期经营困境。

*ST华闻便是典型。2018年,公司以16.68亿元现金收购车音智能60%股权,溢价率高达776%。交易对手方承诺,车音智能2018—2022年累计实现归母净利润15.27亿元。但对赌期内,标的仅前期达标,2020—2022年连续大额亏损。高额并购形成的商誉因标的持续亏损被全额计提减值,直接重创公司2020年归母净利润。

类似的剧情在得兴股份重演。2017年,公司以10.14亿元收购价之链65%股权,并签订三年业绩对赌。2021年,仲裁机构裁决补偿义务人支付全额10.14亿元补偿款,但公司仅通过司法执行追回1.58亿元,剩余款项迟迟无法到位。由于承诺方长期滞留海外,拒不履行该仲裁裁决,导致强制执行陷入僵局。叠加价之链经营恶化、业绩承诺落空,公司对相关商誉全额计提减值,直接导致2018年归母净利润亏损6.5亿元,为上市以来首次亏损。

更严重的是,部分对赌标的为完成承诺铤而走险,最终引爆财务造假。慧辰资讯(现名:慧辰股份)2020年收购信唐普华22%股权并实现控股,合并报表形成约1.51亿元商誉。经证监会查实,信唐普华在2018—2022年通过虚构业务、签订无商业实质合同、提前确认收入等方式实施系统性财务造假。叠加其他事件影响,慧辰资讯及相关责任人被合计罚款1600万元,市值严重缩水,引发市场震动。

“当前高业绩承诺伴随高溢价的并购对赌机制,初衷是缓解信息不对称,但在执行中容易演变为高估值、高承诺、高商誉、高减值的恶性循环,不仅未能有效保护上市公司利益,反而埋下系列财务隐患。”刘志耕说。

表1: 部分上市公司业绩不达预期案例

并购事件	交易对价	溢价率	支付方式	对赌期承诺净利润合计	对赌期实际净利润合计
*ST华闻收购车音智能60%股权	16.68亿元	776%	现金	15.27亿元	-2.83亿元
探路者收购北京芯能60%股权	2.6亿元	24倍	现金	2.58亿元	-1.76亿元
上柴股份(现名:动力新科)收购上依投50%股权、上依红100%股权和上菲红10%股权	46.72亿元	—	现金+股份	8.69亿元	亏损近30亿元
鹏欣资源收购宁波天弘100%股权	约19亿元	2069倍	股份+现金	19.44亿元	-3.64亿元
佛燃能源收购元亨仓储40%股权	4.97亿元	503%	现金	3.73亿元	-1.96亿元

胡敏文/制图

据Wind信息,2020年以来,已有上千家上市公司披露并购事项(含重大资产重组、增资、合资)业绩承诺进展,其中承诺期届满的并购近600起。



上述业绩未达标并购事项合计承诺净利润达873亿元

实际仅实现452亿元

据不完全统计,2024年至今,已有逾70家上市公司因并购标的业绩未达标、承诺方未履行补偿义务提起诉讼,涉案总金额超过300亿元。

业绩对赌屡屡违约,补偿执行困难重重,不仅影响上市公司利益,也折射出并购交易全流程的机制短板。如何从源头提升对赌合理性、增强履约保障、提高执行效率,成为市场各方亟待破解的问题。对此,多位业内人士给出针对性建议。

一是考核指标多元化,从单一利润导向转向长期价值导向。核心在于打破“唯利论”,兼顾短期业绩与长期发展,让对赌协议更贴合企业实际,避免承诺方为实现短期利润而牺牲企业长期竞争力。

“可将扣非净利润与营收、经营现金流、研发投入、市场份额、客户留存率等多维指标相结合,构建全面的考核体系。尤其对科技型标的,需重点考核研发投入和核心技术落地情况,避免承诺方为短期利润放弃长期研发。”上海市锦天城律师事务所高级法律顾问顾春峰说,“同时,设置业绩弹性调整机制,将不可抗因素纳入业绩调整范围,根据实际情况调整业绩承诺金额,让对赌协议更具商业合理性与实操性。”

二是构建“事前防御、事中管控、事后救济”三位一体的履约保障体系,将对赌风险控制贯穿交易全流程。

顾春峰结合商事调解和法律实务经验,提出了全链条风险防控的具体路径:“事前设置多重担保措施,要求承诺方以持有的上市公司股权、标的公司股权、自有不动产等进行质押/抵押,同时要求实际控制人提供个人连带责任保证,对跨境交易还需设置境外资产担保或第三方跨境担保。事中建立业绩与资金共管机制,将业绩考核分期化,未完成阶段性业绩即触发部分补偿,同时对标的公司的核心资金账户实行共管,防止资金被转移。事后完善司法救济与商事调解结合,诉讼前可通过商事调解前置机制协商补偿方案,降低维权成本;诉讼中及时申请财产保全,冻结承诺方的可执行资产;对跨境执行案件,借助司法协作机制对接境外法院,实现资产查封与执行。”

知名财税专家刘志耕说:“可控制交易对价的支付节奏,按照标的公司业绩实现情况分批支付,并留存部分尾款,确保承诺期结束后一段时间风险可控。”

三是多方协同,构建良好并购生态。在对赌过程中,需明确上市公司、中介机构、并购标的的职责定位,推动各方从被动合规转向主动作为,协同提升对赌履约质量。

“上市公司应强化尽职调查与条款设计,审慎估值,避免盲目接受高增长承诺。财务顾问与会计师在尽职调查环节,需深入分析标的盈利预测的合理性,重点关注那些过于激进的方案。法律顾问应协助上市公司设计违约救济路径,切实减少后续纠纷的诉讼成本。同时,监管层要进一步强化披露要求,督促上市公司定期披露标的公司经营数据与承诺进展,对连续未达标项目重点问询。”南京师范大学泰州学院商学院特聘教授胡上刚说。

并购专业咨询机构普利康途合伙人罗辑认为,监管需在投资者保护与市场活力之间寻求平衡,目前政策层面已经有明确规范,既防范和追究损害投资者利益的行为,同时,对于一些战略性新兴产业可适当包容高估值,避免扼杀市场活力。

业绩对赌风险控制贯穿交易全流程

证券时报记者 胡敏文

解码 并购重组

表2: 部分上市公司业绩补偿纠纷案例

证券简称	交易标的	交易对价	业绩承诺(部分采取扣非前后孰低原则)	业绩补偿诉求	公告日期
天沃科技	中机电力80%股权	28.96亿元现金	2016年8月—2019年累计净利润不低于14.02亿元	7.11亿元	2025/7/26
天域生物	青海聚之源35%股权(增资)	2.1亿元现金	2022—2024年扣非净利润合计不低于9亿元	4330万元(2022年)	2025/8/19
泰晶科技	鹏赫精密51%股权(合资设立)	510万元	2019—2021年扣非净利润分别不低于500万元、700万元、900万元	2950万元	2025/9/17
康惠股份	山东友帮51%股权	3264万元现金	2021—2023年净利润分别不低于500万元、1000万元、2000万元	2.69亿元	2025/11/14
实丰文化	超隆光电33.33%股权(增资)	1亿元现金	2024—2026年净利润分别不低于1500万元、2500万元和3500万元	1.15亿元(2024年)	2026/1/6