

基于上市公司业绩承诺的企业风险研究

——以长园集团为例

李洋洋

东南大学经济管理学院 江苏南京 211189

摘要: 业绩承诺作为控制企业并购风险的重要手段,在助推企业实现规模垄断和产业结构布局优化层面具有重要意义。本文以长园集团为研究对象,研究发现其业绩承诺失效的主要原因在于产业战略定位模糊和内部控制存在重大缺陷。基于此,本文提出以下建议:明确产业战略定位、充分利用业绩承诺的激励与约束效应和完善内部控制建设。

关键词: 业绩承诺; 并购重组; 溢价并购; 商誉减值

1. 引言

并购重组是企业实现规模垄断和产业结构布局优化的重要手段。为了规范企业并购重组活动,2008年中国证监会在《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《管理办法》)中引入业绩承诺作为并购重组交易时的风险控制措施,在并购热潮下,业绩承诺一度成为并购重组交易的“标配”。《管理办法》在2016年再次修订,规定由会计师事务所对被并购方的实际盈利金额进行审计,若利润指标未达预期,交易双方可自主协商签订明确可行的补偿协议,从而在互惠互利的基础上实现彼此约束。尽管并购审批制度的改革赋予企业更自由的选择权,但业绩承诺仍然是企业控制并购风险的主流措施。然而随着大量上市公司业绩承诺同期届满、履约失败,巨额商誉减值现象频发,对投资者的利益产生了实质性损害的同时,进一步加剧了投资者与并购方之间的信任裂痕。本文结合长园集团(证券代码:600525)并购长园和鹰业绩暴雷财务造假事件,进一步探讨溢价并购背景下业绩承诺风险调整工具运用存在的问题及应关注的风险。本文的研究为推动上市企业控制并购重组交易风险提供了新的思考,预期可为推动并购重组市场化进程、保障利益相关者权益提供一定的启示。

2. 长园集团子公司长园和鹰业绩暴雷案例分析

1986年中科院创立了科技型产业集团长园集团,其主营业务涉及工业及电力系统智能化数字化,电动汽车相关材料的研发、制造与服务。长园集团在核心业务之一的智能电网设备方面的业务稳定,规模较大,毛利率达40%,而在

智能工厂设备业务方面,主要依靠旗下运泰利子公司,其毛利率超过50%。究其发展历程,我们发现长园集团是一家成于并购,困于并购的典型公司。2014年末至2018年,因长期高溢价并购,长园集团总资产实现巨增,从62.77亿元膨胀至221.66亿元。2019年,长园集团因涉嫌信息披露违法违规,被证监会立案调查。2020年6月,深圳证监局公布了长园集团的《行政处罚及市场禁入事先告知书》,公示长园集团子公司长园和鹰利用多种方式实现业绩虚增,致使集团2016-2017年度虚增利润总额超3亿元。

2.1 业绩承诺内容及履约情况分析

长园集团于2016年以18.8亿元的收购价格收购长园和鹰80%股权,同时确认16.08亿元商誉,溢价近6.5倍。基于构建对双方都有利的制约机制的目的,双方签订了业绩承诺约定:

长园集团以四期现金支付的方式取得长园和鹰的股权,而在第四期的现金支付约定了对长园和鹰的业绩要求,即长园和鹰需要在2016-2017年度实现累积合并报表口径扣非净利润不少于3.5亿元。

在证监会立案调查之前,长园和鹰2016年扣非净利润为1.56亿元,2017年扣非净利润为1.75亿元,业绩完成率仅为94.57%。而长园和鹰财务造假一事曝出后,经修正后的审计报告,长园和鹰2016-2017年度累积扣非利润仅完成了3800万,远小于业绩承诺标准。其通过虚构海外销售、提前确认收入、重复确认收入和签订“阴阳合同”等造假行为来实现业绩虚增,借以粉饰报表,虚增营业收入达3.6

亿元左右，虚增利润总额超3亿多，约占当期利润总额的15%。

2.2 财务指标分析

从企业资本结构来看，长园集团母公司总资产中经营性资产总资产比重仅占0.33%，而投资性资产占比达79.58%，说明长园集团为投资主导型企业。2021年长园集团通过34.79亿的控制性投资占用资源，成功将资产扩张至55.97亿，控制性投资扩张系数达1.61。探究集团盈利结构可以发现长园集团日常经营活动的利润贡献相对有限，而更大比例的盈利则来源于控制性投资子公司实现的资产扩张收益。

从企业各项费用的有效性来看，销售费用率连年下降，管理费用率近年来有所回升，研发费用率显著增加，说明了长园集团近几年的发展核心在于通过提高研发投入和提升主营产品竞争力，来稳固和扩大市场份额。2020年长园集团成功通过输出研发成果使得核心利润实现正的突破，但2021年长园集团并未延续研发优势，企业日常经营再次受到销售费用和管理费用的掣肘，陷入亏损困境。此外，并购交易中业绩承诺未能有效兑现致使长园集团遭遇严重的信用减值与资产减值损失，对企业的盈利能力构成重大挑战。

从企业财务风险来看，长园集团存在极高的不良资产风险。基于现有数据，可以发现长园集团在增加固定资产投入时，营业收入未能实现以同等比例增长，表明其固定资产推动市场的能力受阻，可能导致企业盈利能力下降、现金流紧张等问题，进而增加企业不良资产出现的风险。其次企业的日常经营活动赚取的利润难以偿还短期贷款的需求，营运资金管理压力较大，分散的资金管理增加了企业闲置资金浪费的可能性及不良资产出现的几率。此外长园集团资产减值损失规模显著，高达七亿余元，多数为商誉减值，反映出集团先前并购的多家企业业绩承诺履约失败，其盈利能力普遍较弱，难以支撑自身估值。商誉减值成为长园集团财务报表中不可忽视的重大风险点。

综合来看，长园集团作为投资主导型企业，主要依赖子公司实现资产扩张，而仅凭母公司日常的经营活动难以实现盈利。而长园集团高溢价并购带来频频暴雷，商誉减值严重，自身资产管理能力和盈利能力大受影响，对企业的日常经营和未来发展造成巨大挑战，抑制了投资者偏好。

2.3 业绩承诺失效原因分析

其一，长园集团产业战略定位模糊，与并购子公司业务协同关联度低。长园集团主要从事电动汽车相关材料的研发、制造与服务等业务，而长园和鹰为服装生产设备主要生产商，集团主营业务与并购子公司的相关性和关联度低。于子公司而言，来源于母公司的财务资本扶持是其发展的核心支撑，而母公司所提供的其他非显性资源往往与子公司的实际需求不相契合，难以转化为实质性的推动力。反之，于母公司而言，涉足新兴行业、开展新业务件面临着显著的信息不对称门槛，而企业在并购过程中出现的信息不对称问题，会影响并购的整体效率（Rahaman et al），母公司难以精准把握子公司的市场动态与行业发展趋势并施行高效且富有成效的指导与管理。因此，母子公司之间在并购后难以充分发挥协同效应，进而阻碍资产的迅速扩张与资本结构的优化配置。

其二，长园集团内部控制体系存在重大缺陷，并购交易过度依赖业绩承诺工具。长园集团对长园和鹰实施并购后，长园和鹰的管理仍由原公司股东和管理层负责。业绩承诺是保护并购方利益的关键风险控制措施，能够对公司的管理层和大股东实现激励及约束，缓解交易对价的扭曲度（施晓霞，2019）。但因母子公司间存在信息不对称，基于获取高业绩承诺的目的，被并购方企业有强烈动机隐瞒其真实的经营状况，并倾向于设定高业绩承诺来获取并购公司的信任。因而，并购方不应一味依赖业绩承诺工具，应当配备相应的风险控制措施来避免被并购方的财务操纵行为。而长园集团与长园和鹰约定的业绩承诺，是依据两年整个周期内的累计业绩成果进行一次性的补偿判定，即长园和鹰仅需确保承诺期满，其累积的业绩能够超越约定标准。因此业绩承诺期间，长园集团缺乏有效的监控、审计和报告机制来跟踪和验证长园和鹰的业绩，进而形成了监管真空，被长园和鹰提供了隐瞒真实业绩状况的空间。

3. 并购交易中强化业绩承诺工具效用的相关建议

其一，明确产业战略定位，审慎运用并购策略。企业应以自身核心业务为基础，深入剖析市场动态与行业趋势，审慎选择能实现业务协同或产业链互补的高发展潜力企业实行并购。

其二，设定合理的业绩承诺工具，充分利用激励与约束双重效应。企业在设定业绩承诺时，应确保其具有可衡量

性、可达成性和挑战性，并明确每个指标的时间节点和预期成果。此外充分利用业绩承诺激励与约束的双重效应，在激励被并购方企业积极性的同时，也应确保其能在未达成业绩承诺时承担相应的责任。

其三，完善内部控制建设，建立风险预警机制。一方面应建立健全的内部控制制度，加强对财务、运营等关键环节的监督和管理，确保财务数据的完整性、真实性、准确性；另一方面建立相应的风险预警机制，通过设置关键业绩指标和预警阈值，实时监控被并购企业的经营状况，及时发现企业经营过程中的异常问题。

参考文献：

- [1] 施晓霞. 业绩承诺补偿能保护中小股东利益吗? [J]. 财会通讯, 2019, (23): 71-74.
- [2] 徐楚. 并购业绩承诺补偿协议的道德风险防范——以A证券并购案为例 [J]. 中国注册会计师, 2023, (11): 110-115.
- [3] 徐亚飞, 孟庆玺. 并购业绩承诺完成质量何以提升?——来自媒体监督的证据 [J]. 金融研究, 2024, (06): 188-206.
- [4] Rahaman M, Haque R, Alam S, et al. Solvability Criteria for Uncertain Differential Equations and Their Applicability in an Economic Lot-Size Model with a Type-2 Interval Phenomenon [J]. Symmetry, 2023, 15 (10): 15