

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 科达股份并购重组中双向业绩承诺的运
用效果研究

研究生姓名: 马才淋

指导教师姓名、职称: 沈萍 教授 阮英

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 公司理财与税务筹划

提交日期: 2021年12月10日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名: 马才琳 签字日期: 2021.12.10

导师签名: 沈萍 签字日期: 2021.12.10

导师(校外)签名: 陈英 签字日期: 2021.12.13

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，_____（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名: 马才琳 签字日期: 2021.12.10

导师签名: 沈萍 签字日期: 2021.12.10

导师(校外)签名: 陈英 签字日期: 2021.12.13

Research on Corporate Governance of Southeast Asian Corporations

Candidate :

Supervisor:

摘 要

调整经济结构、优化资源配置、促进经济高质量发展逐渐成为我国经济发展的新目标,我国的传统企业为适应这一政策环境的变化纷纷开始转型,而并购重组则成为传统企业迅速进入新兴行业的主要途径开始被广泛运用。然而,随着交易市场上并购活动的迅猛发展,扭曲估值、大股东恶意掏空、商誉埋雷等负面现象充斥在并购市场中,为了平衡高溢价收购风险、保护投资者的权益,业绩承诺应运而生并且在并购中起着越来越重要的作用。但是伴随而来的业绩承诺不达标、业绩兑现难等相关负面消息也是层出不穷。近几年来,双向业绩承诺在并购中逐渐受到关注,通过约束和激励并购双方提升并购后的协同效应,那么科达股份通过运用双向业绩承诺可以获得什么效果呢?

本文首先阐述了研究的背景与意义,并且通过阅读和整理有关业绩承诺的研究文献,总结出部分比较具有代表性的研究结论,然后介绍双向业绩承诺的概念、特征及其与单向业绩承诺之间存在的差异性,之后结合科达股份并购百孚思等五家互联网企业的案例分析其运用双向业绩承诺的动因,以公布购买协议这一时间节点以及业绩承诺期间、业绩承诺完成后两个时间段来分析双向业绩承诺的运用效果。最后得出双向业绩承诺可以将只需要由一方承担的溢价风险进行弱化,使双方可以进行风险共担,降低了并购整合的风险;通过向市场传递利好信号,上市公司可以在短时期内提升其司股票价格,使其企业价值得到短暂的上升;对标的企业的管理层起到激励作用,增强管理层在并购整合后对于企业运营管理的积极性;从信息获得成本和并购整合成本两方面降低了代理成本,实现并购双方共赢的局面。但是双向业绩承诺不能完全消灭并购中的存在的风险,承诺不达标、业绩承诺达标后却发生业绩骤降、高溢价并购隐藏的商誉减值等风险仍然需要解决,所以,在选择双向业绩承诺条款设置、后续监督等都是需要注意的问题。

虽然随着业绩承诺的发展其运用的形式变得更加丰富,但是有关双向业绩承诺这一业绩承诺方案设计的案例研究却很少,而且本文从双向业绩承诺的角度切入,选取房地产企业并购互联网企业这一比较贴合市场发展趋势的典型跨界并购,深入分析了双向业绩承诺在这一案例运用中的经济效果以及出现的问题,并针对问题提出相应的对策建议。本文的研究为完善并购重组中双向业绩承诺具有一定的现实意义。

关键词：科达股份 并购重组 双向业绩承诺 运用效果

Abstract

In the context of supply-side structural reforms, my country's main economic goal is to achieve economic restructuring, promote the optimal allocation of resources, and improve the quality of economic growth. In this context, listed companies have become a trend in horizontal, vertical or mixed mergers and acquisitions in order to optimize resource allocation and adjust economic structure. In order to avoid high premium pricing and to protect the interests of enterprises and shareholders, premium adjustment and compensation mechanisms have gradually played an increasingly important role in mergers and acquisitions. However, high-commitment performance derives some other problems. Accompanied by the phenomenon of intensified performance commitments that are not up to standards and performance is not fulfilled, we need to re-examine and position the meaning and role of performance commitments. In recent years, two-way performance commitments have gradually attracted attention in the profit compensation agreement in mergers and acquisitions. The integration value of the merger is generally improved by bundling the profits of both parties to the merger. But is the motivation for the two-way performance commitments signed by both parties purely to increase the value of the merger? What economic effects will the signing of the two-way performance commitment bring to the enterprise?

This essay illustrates the background and purpose of the research and lists some representative research conclusions systematically by reading and organizing the literature which is related with performance commitments at first. Next elaborates the concept and characteristics of two-way performance commitment, and analyze the difference between single and two-way performance commitment. Then combined with the case of Kodak's acquisition of five Internet companies such as Baifusi, the motivation was analyzed, and then the use effect of two-line performance commitment was analyzed with three parts which is the time node of the announcement of the purchase agreement, the performance commitment period and the two time periods after the performance commitment was completed. Finally, it is concluded that the two-way performance commitment can weaken the premium risk that only one party needs to bear, so that both parties can share risks, listed companies transmit positive messages to the stock market in order to raise the price of stock and promote its corporation value in a short period of time. The stock price makes its economic profits rise temporarily; it provides incentives to the target company's management and increases its enthusiasm for business operations after mergers and acquisitions integration; reduces agency costs in terms of information acquisition costs and merger integration costs, To achieve a win-win situation for both parties to the merger. However, two-way performance commitments

cannot completely eliminate the risks in mergers and acquisitions. Risks such as violation of performance promise, operating profit falling down after performance the agreement and the goodwill impairment which is behind the high-premium M&A are still some difficulties that need to deal with urgently. Therefore, when choosing a two-way performance commitment Provisions, follow-up supervision, etc. are all issues that need attention.

Although the development of performance commitments has become more abundant in its application forms, there are few case studies on the design of performance commitment schemes of two-way performance commitments, and this article starts from the perspective of two-way performance commitments and selects real estate companies to merge Internet companies This typical cross-border M&A that is more in line with market development trends deeply analyzes the economic effects and problems that arise when the two-way performance commitment is used in this case, and also puts forward some targeted countermeasures and suggestions. The research in this article has certain practical significance for perfecting the two-way performance commitment in mergers and acquisitions.

Keywords: Keda shares; Mergers and acquisitions; Two-way performance commitment; Application effect

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1 绪论 | 1 |
| 1.1 研究背景及意义..... | 1 |
| 1.1.1 研究背景..... | 1 |
| 1.1.2 研究意义..... | 2 |
| 1.2 文献综述..... | 2 |
| 1.2.1 业绩承诺的概念..... | 3 |
| 1.2.2 业绩承诺的形式..... | 3 |
| 1.2.2 业绩承诺效应研究..... | 4 |
| 1.2.3 业绩承诺风险研究..... | 5 |
| 1.2.5 文献述评..... | 7 |
| 1.3 研究内容与研究方法..... | 8 |
| 1.3.1 研究内容..... | 8 |
| 1.3.2 研究方法..... | 9 |
| 2 相关理论及概念 | 10 |
| 2.1 相关理论..... | 10 |
| 2.1.1 信息不对称理论..... | 10 |
| 2.1.2 信号传递理论..... | 10 |
| 2.2 相关概念界定..... | 11 |
| 3 科达股份双向业绩承诺的案例介绍 | 14 |
| 3.1 并购案例..... | 14 |
| 3.1.1 并购方简介..... | 14 |
| 3.1.2 被并购方简介..... | 15 |
| 3.1.3 并购双方所属行业概况..... | 16 |
| 3.2 科达股份并购特点..... | 20 |
| 3.3 双向业绩承诺运用的动因..... | 22 |
| 3.3.1 平衡较高的收购溢价..... | 22 |
| 3.3.2 提升上市公司股票价格..... | 23 |
| 3.3.3 增强对管理层的激励..... | 23 |
| 3.3.4 降低代理成本..... | 24 |
| 4 科达股份双向业绩承诺的履约情况及运用效果分析 | 26 |
| 4.1 双向业绩承诺条款内容及履约情况..... | 26 |
| 4.1.1 双向业绩承诺条款内容..... | 26 |
| 4.1.2 业绩承诺履约结果..... | 27 |
| 4.2 双向业绩承诺的运用效果分析..... | 28 |
| 4.2.1 基于市场反应的效果分析..... | 28 |
| 4.2.2 双向业绩承诺财务协同效应分析..... | 32 |
| 4.2.3 基于并购风险的效果分析..... | 40 |

| | |
|------------------------------|-----------|
| 4.2.4 后续效果..... | 41 |
| 4.3 案例小结..... | 46 |
| 5 建议与结论..... | 48 |
| 5.1 完善科达股份双向业绩承诺的建议..... | 48 |
| 5.1.1 规范价值评估机制..... | 48 |
| 5.1.2 留住核心人才，加强标的企业整合力度..... | 48 |
| 5.1.3 设置适配的业绩承诺条款..... | 49 |
| 5.1.4 防范商誉减值风险..... | 50 |
| 5.2 研究结论..... | 50 |
| 5.3 不足与展望..... | 51 |
| 参考文献..... | 52 |
| 后 记..... | 56 |

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

在供给侧结构性改革的政策环境下,我国上市公司以寻求新的发展契机为目的的各类型并购活动逐渐成为热潮。据统计分析,2015年A股上市公司所完成的并购事件数量达到922件,并购规模为以前年度的历史最大值,这些并购事件中有890项是和业绩承诺相关的;2018年剔除并购失败的业绩承诺事件,并购交易达成且附带业绩承诺的并购事件增长至1714项;截至2020年,达成交易且附带业绩承诺的并购事件为1899项,由此可见,在并购重组事件中同时签订业绩承诺及补偿协议逐渐成为一个很普遍的行为。但与此同时,业绩承诺到期利润不达标、标的公司估值过高导致商誉减值以及业绩承诺随意变更的现象的增多严重损害了投资者的利益,为了保护上市公司股东以及中小投资者利益,从而形成在并购重组过程中互利共赢的局面,同时也为了让并购中的业绩承诺更好地适应市场经济的发展,2016年中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)以尊重市场主导性的原则为前提,重新根据所存在的负面影响和经济发展的现实情况,在修订版的《上市公司重大资产重组管理办法》中基于对应的补偿协议,更细致灵活地规范了承诺签订期的时长、补偿计算方式等,更重要的是明确提出承诺一旦签订就不能变更的硬性规定。

国泰安数据库也显示我国并购事件中跨界并购数量占比越来越大,从2013年的293件增长到2018年的509件,截至2020年跨界并购事件数量为889件,这种数量规模的扩大主要原因是宏观经济下行,房地产等传统企业发展不景气,为了寻找新的发展契机与利润增长点,传统企业开始通过并购如互联网企业、影视企业等新兴企业进行业务转型。但是在进行并购时由于双方行业跨度较大,因此在商业模式、运营管理经验上都有很大的差异,作为传统企业的并购方也缺乏对标的企业更深层次的了解,这样严重的信息不对称往往在估值时会产生较高的并购溢价,而业绩承诺作为对冲并购风险的价值调整机制能够在一定程度上降低并购方的并购风险,所以在跨界并购中深受喜爱,双向业绩承诺作为业绩承诺的一种形式,也因其所特有的奖励与惩罚双机制逐渐开始被运用。

房地产企业作为传统企业亟需通过转型来摆脱其面临的发展困境, 并购互联网企业是一条比较有效的途径, 但是面对并购过程中存在的高估值、高溢价问题, 双向业绩承诺的运用是否能有效缓解上述问题是本文需要研究的内容。

1.1.2 研究意义

1. 理论意义

我国经济发展迅速, 绩效承诺的研究范围不仅从以前的投资和融资博弈扩展到并购之中, 相应的并购中附带有绩效承诺的规模在迅速增加。先前的文献研究更多是关于其功能与作用的探讨, 研究类型也大多数都是实证研究, 而关于承诺的会计处理, 绩效承诺使用动机以及保护中小投资者利益的案例研究则很少。本文以双向绩效承诺为出发点, 在绩效承诺中更加专注于分析双向业绩承诺这一业绩承诺形式在跨界并购中具体的应用动机以及运用效果, 在一定程度上丰富了绩效承诺的研究。

2. 现实意义

为了摆脱行业发展困境, 谋求自身的发展, 传统企业合并互联网公司已经成为一个有效的捷径, 从而让传统企业走出过去的生存困境, 寻找到新的发展契机。在此背景下, 本文采用科达股份收购互联网企业这一交易案例, 以双向业绩承诺为出发点, 深入了解其运用动因以及其在运用过程中对科达股份所带来的经济效果。与此同时, 通过剖析案例提出一些有针对性的建议, 使传统企业在跨界并购互联网企业时能有针对性的选择适合自身的并购方案。因此, 此案例研究具有一定的现实意义。

1.2 文献综述

业绩补偿协议, 是指因为信息不对称等原因导致的不确定风险促使并购各方达成协议的合同, 其实质是用于调整估值的方式。国外对业绩补偿协议的研究起始时间相对较早, 研究成果也较为丰硕, 我国的业绩承诺相关研究始于 2005 年, 证监会也首次将业绩承诺作为一项非常重要的协议条款纳入并购合同, 其目的是为了降低在股权分置改革中大、中、小投资者利益受到损害的风险。此后证监会和证券交易所又分别于 2005 年和 2008 年发布了相关指南与管理办法, 规定: 承诺方应当签署最近三个年度绩效承诺, 其中最近三个年度的营业利润需要有明确的承诺数值, 一旦利润承诺不能完成, 承诺方需要对并购方作出相应的补偿。在

这一政策下，中国并购交易中业绩承诺的运用逐渐增多，业绩承诺相关的研究也逐渐增多。本文通过文献研究发现，现有的绩效承诺研究主要是绩效承诺的概念，绩效承诺现有的形式和方案设计、绩效承诺的效应以及绩效承诺存在的风险等方面。根据已有的文献资料，本文整理了有关业绩承诺的概念、业绩承诺的形式、业绩承诺的效果以及业绩承诺的风险四个方面的文献。

1.2.1 业绩承诺的概念

Trigeotgis(1996)是最早研究业绩承诺相关理论的学者。之后 Caselli (2006) 从期权的角度分析业绩承诺这一概念，认为其就是一种可以对冲不确定风险的期权，同时得出对赌协议可以利用资产对冲操作来降低企业资金使用风险的重要结论。我国学者叶松文，傅玲玲和李军 (2019) 在此基础上通过研究得出交易双方都可以使用业绩承诺这一风险调整机制来保障自身的利益。刘子亚，张建平，裘丽 (2015) 等人通过数据与大量案例研究认为，不仅在私募股权投资中业绩承诺被广泛运用，我国并购重组交易中也频频出现业绩承诺的身影。李楠 (2017) 使用经验方法研究过去的相关事件发现，在股权收购过程中，可以把绩效承诺看成潜在的、未来风险不确定的资产，因为如果一旦未达约利润损失方可以获得一定的赔偿金额。另有一些学者运用信息不对称理论来分析业绩承诺的原理，BJ.Quinn (2013) 认为正是信息不对称道德风险的存在促使利润补偿协议产生。赵国庆 (2012) 研究认为，收购方要求出售方签订的绩效协议是一种为减少未来经营绩效的不确定性风险而做出的绩效补偿承诺。胡小珂 (2011) 研究得出盈利补偿承诺的频频出现取决于公司的股票发行和支持性融资等相关的资金运用政策的结论，由于双方所掌握的信息差距过大，绩效补偿承诺可以有效改善不利后果。李有兴和冯泽良 (2014) 研究了我国绩效承诺的发展过程，发现市场体系不完善和新兴公司价值评估机构的缺乏是绩效承诺存在的主要环境因素，并购方通过业绩承诺来约束被并购方以此控制违约风险。

1.2.2 业绩承诺的形式

随着时间的推移，我国对不同形式的绩效承诺研究也逐渐增多，越来越多的学者开始研究更具体的绩效承诺方案条款及其设计思路。刘子亚，张建平和裘丽 (2015) 研究得出绩效承诺有两种不同的补偿方向，单向履约承诺是指当被收购方未能履行所签订的承诺时，需要按照承诺协议对购买方进行赔偿；双向业绩承

诺在前者的基础上增加了奖励条款, 根据履约承诺收购方还需要承担规定的义务。潘爱玲, 邱金龙, 杨洋 (2017) 根据条款内容不同更加简单明了的将绩效承诺划分为双向绩效承诺和单向绩效承诺。吴艳坤, 唐勇 (2011) 和庞晓丽 (2015) 认为, 绩效承诺机制由营业利润的合理估计、相关信息的及时公布和承诺期满后的补偿清算构成。罗青军 (2009) 认为业绩承诺设置过程中可以将涵盖范围较广泛的、较为关键并且重要的业务指标设定为业绩承诺的目标, 例如标的资产的经营业绩和利润指标等等, 这些指标通常可以更合理地反映基础资产的运行状况。张翀 (2013) 按照绩效承诺指数的价值是否根据所选指数的变化而变化, 将绩效承诺指数分为不变数和变动数。不变数指被收购方承诺固定的数值并且根据该值完成年度绩效; 变动数表示该指标将会因为某些指标在某个时间点或一段时间内的影响而发生变化。刘燕 (2016) 从法律视角切入发现, 在分析履约承诺是否合理时, 有必要检查履约承诺的指标是不是根据被收购方未来的利润获取水平和企业成长能力来设置的。刘建勇、董晴 (2014) 通过分析履约承诺报酬表时不同的履约报酬模式的影响作用, 得出中小股东的持股比例的增加与股票赠送呈现正相关关系的结论。在此基础上, 他们分析了不同补偿方式对中小股东的影响。饶茜, 侯席培 (2017) 为了考察不同的业绩承诺补偿方式的运用效果, 将 2008 年 4 月至 2015 年 12 月的重大并购事件整理研究发现, 选择股份补偿方式的企业业绩表现明显比选择现金补偿方式的企业要强, 而二者结合使用则比只选择其中一种效果更好。

1.2.2 业绩承诺效应研究

1. 协同效应

Cadman and Richard (2014) 发现在并购后的整合过程中, 对赌协议的合理运用可以更有效的优化资源配置, 以此来提高企业并购的整合效率。在此基础上, 李双燕、王彤 (2018) 发现如果在绩效承诺中运用奖惩制度, 交易双方的积极性会大幅度得到增强, 在一定程度上达到了提高并购双方协同效应的目的。吕长江、韩慧博 (2014) 以信号传递理论为依据, 通过实证分析发现虽然业绩承诺容易产生并购溢价并且增加了并购程序的复杂程度, 但同时也使并购方在短期内获得超额利润, 在此基础上两人还发现业绩承诺明显提升了并购双方整合的协同效应。由此可见, 如果业绩承诺与双方公司战略和环境相适应就能够带来交易双方

都满意的结果。与上述学者持相反意见的 Khazanchi D(2016)则认为, 想要将不同企业的财力、技术、人力等诸多要素整合成一个整体是存在各种各样风险的, 这些风险是在并购过程中因为信息不对称所带来的, 业绩承诺是没有办法从根本上消除的。

2. 激励效应

潘爱玲, 邱金龙, 杨洋 (2017) 按照不附加超额业绩奖励条款补偿协议和附加超额业绩奖励条款的补偿协议两种不同的形式进行实证研究比较, 得出业绩承诺初期随着业绩增长率增长, 激励效应逐渐上升, 后期激励效应则随着业绩增长率反而产生下降趋势的结论。饶艳超等 (2018) 研究发现对比单向业绩承诺, 附加超额业绩奖励条款的补偿协议的激励效果更加显著, 在承诺未达标准的情况下, 股份补偿比现金补偿更加具有激励效果。与上述学者研究结论不同的是, 潘爱玲等 (2017) 通过选取的样本进行实证研究后发现, 签订业绩承诺确实能够有效激励并购后标的企业, 以达到其经营业绩提升的目的, 然而附加超额业绩奖励条款带来的激励效果与不附加超额业绩奖励条款相比并没有发生显著的区别, 一方面是附加超额业绩奖励条款的业绩承诺的案例相对较少, 导致结果不显著, 另一方面是因为附加超额业绩奖励条款的双向业绩承诺业绩目标过高无法完成, 最终导致标的企业的管理层积极性丧失。

3. 信号传递效应

李玉辰和费一文 (2013) 在信号传输模型下建立了博彩机制, 并通过引入附加信息获得了抗信号均衡, 从而得知倾向于签订业绩承诺的公司的主要特征为存在信息不对称现象的新兴产业。程晓 (2018) 研究发现运用业绩承诺可以向市场传递利好消息, 使得交易双方的市值在短时间内得到迅速提高。翟进步、李嘉辉、顾桢 (2019) 通过研究发现, 依据信息传递效应, 业绩补偿协议在信号传递方面的作用更加显著, 当并购双方在公布并购合同中使用业绩补偿协议时, 投资者信心增加的同时上市公司股票价格也在短期内迅速上升。与上述学者观点不同的是, 荣麟和朱启贵 (2018) 认为我国资本市场上存在很多关联交易和大股东掏空上市公司行为, 这些负面消息会导致市场上的投资者对企业并购行为失去信任, 导致上市公司的短期股票价格无上升趋势。

1.2.3 业绩承诺风险研究

1.高溢价风险

吕长江和韩慧博 (2014) 通过研究得出, 业绩补偿协议不仅会显著提升并购后的整合效果, 也会增加并购溢价。曾春华、章翔、胡国柳 (2017) 认为高估值一定程度上违背了市场的正常估值秩序, 致使市场资源无法有效配置, 一旦估值过高导致业绩承诺无法兑现, 有可能会使前期盲目攀升的股价骤然下跌, 引发股价崩盘的风险。翟进步、李嘉辉、顾桢 (2019) 通过实证研究发现并购重组中, 存在业绩承诺的交易使得标的资产估值和并购方的股价显著提高, 进一步研究还发现, 业绩承诺的强度与标的资产估值相互影响, 另外如果业绩承诺附加业绩奖励条款也会增加其估值。翟进步 (2019) 通过进一步对业绩承诺的事后检验, 发现标的资产由于被过度估值导致其估值和实际价值存在较大的差距, 在业绩承诺到期进行业绩检查时发现营业利润未达到预先预测的目标进而导致最开始交易时所付出的成本过高。关静怡、刘娥平 (2019) 通过研究一致认为, 在并购合同中附加业绩补偿协议会导致标的资产价格估计值上升。关静怡、刘娥平 (2019) 还发现, 业绩补偿增长率与股价在短时间内骤然下跌呈正相关关系, 使用现金补偿会使得二者之间的影响更加显著。方重等人 (2016), 潘妙丽、张玮婷 (2017) 将使用业绩承诺进行并购重组的案件与没有引入业绩承诺的并购事件做对比研究, 发现引入业绩补偿的并购事件的标的资产估值增加率更高, 以 2016 年为例, 引入业绩承诺的并购事件平均估值增值率为 578%, 没有引入业绩承诺的并购事件平均估值增值率为 445%, 由此可见, 企业评估价值制定的并购定价深受业绩承诺的影响。

2.商誉减值风险

Olante (2013) 认为在进行并购交易时出现商誉减值主要原因是标的资产估值过高产生并购溢价。孟荣芳 (2017) 在研究中指出如果出现业绩承诺未完成的情况, 那必然会导致企业计提大额商誉, 如果投资者在报表中发现商誉减值, 并购方股价也会随着信息传递发生下跌。王竞达和范庆泉 (2017) 认为标的公司股东往往会通过承诺较高的业绩来获得更高的溢价, 很有可能使得其现有的盈利能力无法实现所承诺的业绩目标。徐经长 (2017) 发现一旦标的企业实现利润无法达到承诺目标时, 并购方迫不得已需要计提商誉减值。张冀 (2017) 从行业类型入手, 发现轻资产行业评估溢价率普遍较高, 过高的资产估值以及评估溢价率会

导致较高的商誉，一旦标的企业未完成业绩承诺，伴随而来的高商誉会直接影响到并购方的切实利润。

3. 盈余管理增加

刘涛 (2019) 认为尽管业绩承诺在风险防范上起到了作用，但是因为信息不对称导致并购双方在风险评估水平上有一定的差距，所以不可避免的会增加盈余管理。在并购过程中，由于业绩承诺的特性致使其对并购方更有利，所以被并购方需要担负更多的风险与压力。Cadman and Richard (2014) 认为被并购方管理层为了完成业绩承诺，迫于压力可能会为追求短期收益而进行事中盈余管理。刘浩等人 (2011) 将 2005-2009 年引入业绩补偿协议的并购作为样本进行不同角度的研究，得出这些样本确实存在盈余管理行为的结论，进一步研究发现，承诺高送股的公司，因为担心无法实现所以进行盈余管理活动的可能性也更高。王萍等 (2013) 选取股权分置改革时引入业绩承诺的企业作为案例进行研究，发现这些公司成本费用一类比较容易进行操控的指标在承诺期间发生了较大的数值变动，由此可知，作出业绩承诺的公司，确实存在企图通过盈余管理操控利润的行为。王军辉 (2016) 等人运用统计方法分析业绩达成率等指标，认为高业绩承诺现象普遍发生于我国并购市场，然而在高业绩承诺下，标的企业的业绩承诺完成比率却能够达到 110%，进一步分析发现这 10% 的利润空间是为填补业绩承诺到期以后年度经营业绩的下降，为了防止业绩下滑影响企业价值而发生的盈余管理行为。刘向强等 (2018) 通过实证分析发现并购双方在签订并购业绩承诺后，为会因为业绩不达标而出现损失，往往会出现盈余管理的行为增多的状况，唐兵等 (2012) 也认为与未签订业绩承诺时期相比较，签订业绩承诺的标的企业为了避免因为企业利润下滑进行赔偿，想要进行盈余管理的欲望更加强烈。张国珍、潘爱玲、邱金龙 (2020) 通过期望理论分析得出签订业绩承诺的企业明显存在盈余管理，并且盈余管理会与市场竞争压力、股份补偿方式、股权激励存在正相关关系的结论。

1.2.5 文献述评

本文梳理了有关业绩承诺的文献，发现现有文献主要集中在三方面，即业绩承诺的概念、形式、效应和风险。在概念方面，国外有部分学者以期权为视角分析认为其本质就是一种期权，既能管理风险还能提供收益机会。在业绩承诺效应

上, 现有文献主要集中在协同效应、激励效应、信号传递效应三个方面, 大部分学者认为业绩承诺的作用是正向的, 但也有部分学者持不同意见, 认为业绩承诺不好的效果可以从其所带来的风险方面说起。在风险研究方面, 高溢价风险、商誉减值风险、盈余管理增加三个方面的文献研究较为丰富, 学者们从不同角度对并购业绩承诺对并购溢价的影响进行分析, 均发现引入并购业绩承诺会显著提升并购溢价, 业绩承诺不同的补偿形式、对价支付均会对标的估值产生影响。随着业绩承诺在我国的迅速发展, 对于业绩承诺的研究也从动机、会计处理、风险等转变为对并购中的业绩承诺的运用效果, 以及更加细致的不同类型补偿协议的运用效果的研究, 因此, 本案例研究具有一定的现实意义。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文运用信息不对称理论、信号传递理论来分析双向业绩承诺在股权收购过程中的运作机理, 结合科达股份并购北京百孚思、派瑞威行、上海同立、雨林木风、广州华邑的案例, 首先分析了科达股份签订双向业绩承诺的动因, 接着以超额收益率、净资产收益率、托宾 q 值率等代表性指标为着手点深入探讨其运用效果, 最后根据得出的结论提出切实可行的建议。

本文大致分为五个部分:

第一章是绪论。首先介绍本文的选题背景, 阐述本文的研究意义, 然后整理国内外相关文献研究成果, 并针对所梳理的文献做出文献评述, 最后简要概括研究思路和研究方法。

第二章是双向业绩承诺的相关理论介绍。首先是解释双向业绩承诺概念, 然后介绍本文需要用到的信息不对称理论、信号传递理论等相关理论, 最后将相关理论融入到后文的案例分析中进行分析。

第三章是对案例公司科达股份、北京百孚思、派瑞威行、上海同立、雨林木风、广州华邑的介绍, 并将详细分析科达股份并购上述公司的过程及特点, 以及在并购过程中签订双向业绩承诺的动因。

第四章是双向业绩承诺的履约情况及运用效果分析。本章首先介绍了科达股份双向业绩承诺条款以及完成情况, 接着运用事件研究法分析双向业绩承诺短期经济效果, 运用财务指标分析双向业绩承诺的长期经济效果, 最后得出结论。

第五章总结全文，根据研究得出结论，然后提出有效且切实的政策建议，并且指出文章的不足之处，作出展望。

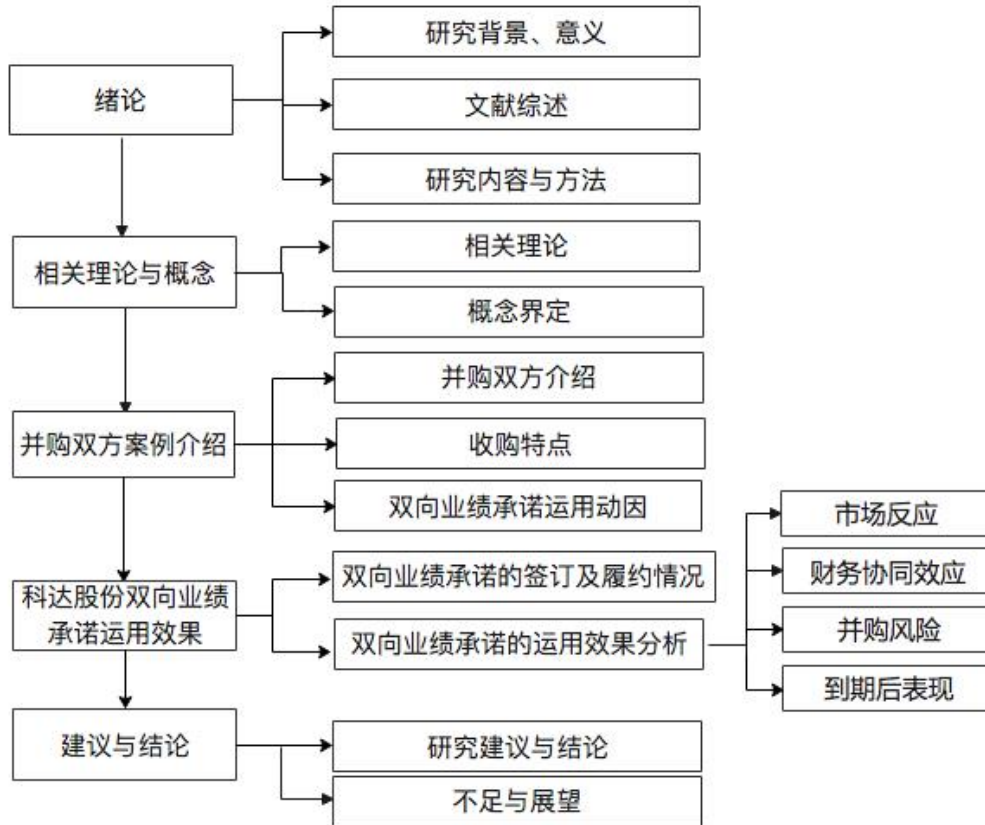


图 1.1 本文的研究框架

1.3.2 研究方法

案例研究法。本文属于案例研究，通过案例介绍分析业绩承诺运用动因，接着基于所计算的累计超额收益率以及事发日案例公司股价波动情况，分析企业所发生的市场效果，然后从企业盈利能力、运营能力等方面着手，选取其中具有代表性的指标深入分析双向业绩承诺的签订会对所选择的案例企业财务状况带来的影响，并针对此案例提出有效的建议。

2 相关理论及概念

2.1 相关理论

2.1.1 信息不对称理论

在交易市场中交易双方必然存在信息不对称,其轻重程度决定着交易双方凭借所掌握信息而处于什么地位,因为交易的目的不同,所以交易双方想要获得的信息种类和特殊程度也会有所区别,这就不可避免导致在交易市场中掌握优质信息多的企业处于优势地位,少的则相反。由此可知,在市场交易中通常卖方比较占优势,因为卖方对自己所拥有资产的特质信息了如指掌,可以根据自己的成本来调整价格,因此信息不对称的背后实际上是道德风险、逆向选择的问题。在正常情况下,双方按照自己所获得的信息进行交易决策是一种良性的博弈,但是当掌握优质信息的一方故意隐瞒信息,长此以往,处于劣势地位的交易者会对市场以及交易对手失去信任。

在并购过程中,并购双方因为信息不对称的原因所掌握信息的优劣程度是有明显区别的,所以最好的方式是并购双方坐在一起进行协商,探讨怎样才能以最小的风险获取可观的收益。据此制定出符合双方预期的方案。如果在协商过后双方选择签订双向业绩承诺,被并购方也在承诺期完成约定的目标,并购方则需要对其进行业绩奖励,虽然并购方也承担着收益不确定性、高溢价并购的风险,但是这种情况是协议双方普遍想看到的情形,即使被并购方未完成约定的目标,并购方也会获得一笔业绩补偿金,受到的损失也会尽可能减少。如果并购方拒绝签订双向业绩承诺,这会大大降低交易促成的可能性,增加错失优质资产的风险。站在被并购方角度,一旦被并购方签订了附加超额业绩奖励的利润补偿协议,如若未因为估值过高为完成协议约定数额,就需要承担业绩补偿的义务,所以被并购方为了减少损失会在制定协议时尽可能的合理估值。

2.1.2 信号传递理论

信号传递理论有两个很重要的前提:第一,存在信息不对称。因为只有存在信息不对称,交易者才会相互交流对方所没掌握的信息,信息与信息之间才会流通;第二,信息的获取存在成本且不同层次的信息所耗费的成本也不相同。因此交易市场上,只要有交易对象,一个交易者对于掌握信息比自己多的交易者来说

是信息的接受者，对掌握信息比自己少的交易者来说就是信息的传递者，所以，交易市场中没有绝对的信息传递者或接受者。如果交易者能够掌握大量的投资信息就可以像市场中的投资者传递信息，以此来展示自己的价值，但是这样主动的传递信息会存在道德风险与逆向选择的可能性，信号传递者有可能会隐瞒部分信息，只传递对自己有利的信息，从而导致信息接收者作出错误的决策。本文提到的双向业绩承诺的签订、业绩承诺完成、业绩未完成等各种交易双方所公布的信息都是在向市场上的投资者传递的信号，在签订业绩承诺时，被并购方掌握更多的特质信息，此时交易处于卖方市场，被并购方作为信号传递者或多或少都会将对己有害的信息进行隐瞒，而并购方作为信息获取者，在分析所得信息时不论是否尽力最后得到的始终是缺失且片面的消息，所以站在并购方的角度，如果被并购方愿意签订双向业绩承诺，说明其对自身的经济实力非常自信，即便并购会产生高出正常水平的并购溢价，并购方出于对双向业绩承诺的信任和因为被并购方释放的利好信号所产生的信心，对标的企业未来的市场价值是一个看涨的心态。与此同时，交易市场中的投资者看到并购双方签订双向业绩承诺，也会对并购后上市公司市值的增加充满信心，当然，如果后续业绩承诺未完成，并购方向投资者传递这一利空信息后，投资者也会依据此次公告作出自己理性的判断。

2.2 相关概念界定

1. 双向业绩承诺的概念

业绩承诺起源于对赌协议，在我国并购重组中被广泛运用形成了现如今的业绩承诺，因为存在信息不对称，并购双方所掌握的信息具有优劣之分，这就导致双方在交易市场中的地位也存在优劣之分，所以并购方在进行并购重组活动时，面对标的资产未来利润无法准确预测的情况，需要被并购方签订业绩补偿承诺来抵御未来可能承担的风险，这个协议就是业绩承诺，因其根本属性是期权所以常常被用来做估值调整的手段。业绩承诺又根据具体形式不同分为单向业绩承诺和双向业绩承诺，而双向业绩承诺期权属性更加明显，因为双向业绩承诺是拥有两种补偿方向，即两种触发条款的利润补偿协议，如果标的企业在协议到期后未实现协议里所设定的利润目标，标的企业控股股东作为补偿义务人需要向并购方作出利润补偿，如果标的企业在协议到期后实现协议里所设定的利润目标，并购方将会根据利润补偿协议对标的企业进行业绩奖励。

2. 双向业绩承诺的补偿方式

我国的业绩补偿方式主要分为股份补偿方式、现金补偿方式以及“股份+现金”补偿方式共三种不同的形式。现金补偿方式是指当标的企业失约时需要以现金的方式将失约数额进行赔偿；股份补偿方式是指补偿义务人用其所持有的股份进行差额补偿，这两种补偿方式普遍适用于最初的并购重组中，但随着业绩承诺到期后业绩下滑、大股东掏空行为等逐渐增多，“股份+现金”补偿方式也逐渐受到欢迎，即在补偿业绩差额时，先用股份补偿方式，剩余差额再用现金补偿方式进行补偿。

3. 单向业绩承诺与双向业绩承诺的区别

(1) 具体条款不同。收购方与被收购方进行交易时，因为存在信息优劣势，为了保障并购方的利益，如果标的企业失约，就需要按照规则对并购方进行业绩赔偿，这是单向的不附加业绩奖励的承诺。与前者有所区别的是，双向业绩承诺是同时存在两种不同方向的利润补偿协议，如果标的企业在协议到期后未实现协议里所设定的利润目标，标的企业控股股东作为补偿义务人需要向并购方作出利润补偿；如果标的企业在协议到期后实现协议里所设定的利润目标，并购方将会根据利润补偿协议对标的企业进行业绩奖励。(2) 具有不同的作用。单向业绩承诺保障的是在并购中处于不利地位的并购方的利益，当业绩未达标时标的企业需要对并购方进行一定数量的业绩赔偿，这里面只存在惩罚机制，作为标的企业管理者，在签订单向业绩承诺后仅仅需要完成目标任务，即可减少损失，所以单向业绩承诺仅具有较强的约束作用；而双向业绩承诺拥有两种补偿方向，既有奖励机制又有惩罚机制，惩罚机制与单向业绩承诺大致相同，奖励机制则是针对标的企业管理层进行的业绩奖励措施，只要标的企业超额完成目标利润，超出的那部分利润将会以一定的比例奖励给标的企业管理层，所以双向业绩承诺不仅仅具有较强的监督作用，还能起到一定的激励效果。(3) 所适用的并购类型不同。单向业绩承诺适用于并购双方对与彼此业务比较熟悉的并购活动，因为并购双方业务存在关联性，所以信息不对称因素对于并购之后的整合阻力较小；而双向业绩承诺则适用于并购跨度较大，极有可能产生大整合风险的并购活动，例如传统企业跨界并购新兴企业，运用双向业绩承诺能够更好地缓解信息不对称所带来的代理风险，使并购方与被并购方风险共。因此相较于单向业绩承诺，双向业绩承

诺更加适合行业跨度较大的并购活动。

3 科达股份双向业绩承诺的案例介绍

3.1 并购案例

3.1.1 并购方简介

科达集团股份有限公司（以下简称“科达股份”）正式成立于 1993 年 12 月，最初其主营业务多为公路、桥梁等的基础设施建设，随着市场环境的变化以及房地产行业的兴起，科达股份开始进行房地产项目的投资，至 2008 年科达股份业务板块已经转变为房地产企业，主营业务为房地产开发及商品房销售。

2011 年起，由于房地产泡沫与过度投机，再加上房地产行业强周期性和现金流不充足的缺陷，市场销量萎缩后我国房地产行业也开始进入低谷时期。以房地产为主营业务的科达股份在 2011-2013 年间的经营业绩也逐渐下跌，如表 3.1 所示，2012 年科达股份其他板块营业收入尚好，只有商品房因为市场饱和导致销量下降，实现的营业收入为 26,872.84 万元，同比 2011 年营业收入下降 11.75%，截至 2013 年其主营业务中基础设施施工和商品房销售板块的营业收入均出现大幅下滑，其中商品房销售的下降幅度更是高达 74%，由此可见科达股份业务经营遇到巨大瓶颈。

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|------------|------------|-----------|
| 基础设施施工 | 87,656.65 | 109,308.09 | 67,966.65 |
| 商品房销售 | 30,451.81 | 26,872.84 | 6,795.33 |
| 商品销售 | 12,150.13 | 14,002.81 | 15,511.29 |
| 合计 | 130,637.39 | 150,846.63 | 90,793.83 |

数据来源：科达股份 2011-2013 年年度财务报告

在巨大的经济压力下，科达股份为了增强公司盈利能力，寻求多元化方向的发展，积极探索更广阔的市场，自 2014 年起，科达股份开始为进入互联网做出了一系列并购重组，想通过与标的企业的资源整合，将自身房地产业行业转型为互联网营销行业。

截至 2016 年，科达股份已陆续并购了五家互联网行业数字营销子公司，这些子公司业务范围涉及到品牌推广、创意设计、体验营销等多种服务类型，并购后形成了一条完整的产业链，使得科达股份在互联网营销行业有着较为完善的产

业运行模式。

3.1.2 被并购方简介

2015年，科达股份就制定好战略布局自己的数字营销产业链，想通过并购五家互联网数字营销公司，形成一条包含品牌推广、创意设计、线上运营、线下执行、广告代理等服务的完整的互联网营销产业链，以达到自己全面进军互联网营销产业目的，本次交易的五家企业基本情况如下：

1.北京百孚思广告有限公司（以下简称“百孚思”）成立于2011年，是中国4A协会和中国公共关系协会的会员，总部设在北京并且在其他一线城市也成立分公司迅速占领市场。其主营业务为汽车数字营销并为多家主流汽车厂商主流汽车制造商提供服务，并且根据不同汽车品牌适配不同人群，对目标人群进行差异化的广告投放、售后维护等业务。百孚思作为互联网广告公司在追求富有才思的创意、精益求精的服务方面不遗余力，受到行业内的嘉奖并且获得多个奖项，例如金锐奖等等，多个知名企业也慕名与其进行业务合作。

2.上海同立广告传播有限公司（以下简称“上海同立”）成立于2006年，公司以上海为业务扩展中心在多个一线城市建立分公司，期以抢占市场份额。上海同立自成立以来就从事线下营销活动，并具有丰富的程序规划，项目设计，总体规划等能力，其主营业务为针对客户选定的项目、客户企业品牌形象以及客户企业文化等方面进行可以带来正面效果的网上推销。因为其发展时间长，资源积累多，目前已经和上汽通用、奇瑞汽车等客户建立长期良好的合作关系，并且给多家有影响力的品牌商提供互联网广告方面的优质服务，为自身带来了稳定的收入来源，给公司的发展提供了保障。作为被科达股份并购的五家企业中最早成立的一家企业，本身就比其他企业更具市场优势，而上海同立利用其自身的优势力求完美的完成业务，不断巩固自己的行业地位，在获得大量信息资源的同时也收获了珍贵的市场经验。

3.华邑众为广告有限公司（以下简称“华邑众为”）成立于2012年2月，同样作为广告宣传公司，华邑众为比其他企业更具优势的地方是主攻数字互动模块，这一模块比其他营销方法效果更显著，其所具有的整合功能将微博、百度等新媒体融合进自身系统，将需要营销的内容面向所有受众，促成信息讨论度的高爆发，使其既拥有广泛的覆盖面，又获得深刻的讨论度。在经营管理方面，华邑

众为利用杰出的创造能力凝聚了一批行业内经验丰富的高尖人才，并不断吸引有能力的人，确保了创意策划能力。OPPO、字节跳动等知名企业都与其有过深度合作。

4.广东雨林木风计算机科技有限公司（以下简称“雨林木风”）在2007年正式成立，其提供的核心服务有三个：移动营销、互联网的广告代理以及自主设计研发的114啦网址导航。在这三大主要业务中，114啦网址导航网站是雨林木风最主要的利润增长渠道，在互联网行业的蓬勃发展下，114啦深入分析市场需求和客户习惯，不断完善、努力创新，最终在国内同类型网站中排第五名。雨林木风作为技术较密集的互联网计算机企业自主研发了多项核心技术，并且与腾讯网、谷歌、环球网等互联网企业有着深厚的合作关系。

5.北京派瑞威行广告有限公司（以下简称“派瑞威行”）于2009年正式成立，其核心业务为：（1）精准营销。即根据客户需求利用大数据的分析指标精准地寻找广告受用对象，将广告受用对象按照指标划分层级，选择不同的客户层级投放不同的广告，在此基础上，力求与客户的沟通呈现一对一式的人性化、个性化的模式，以达到降低成本却不降低服务质量的目的。（2）提供互联网销售平台。利用其自身拥有的信息平台为交易双方提供竞价场合，并利用计算机技术提升信息对接效率，以达到让双方都满意的效果。除此之外，经过多年发展的派瑞威行已经与国内各大主流媒体例如腾讯广告、今日头条等都有着较为深厚的合作关系。

3.1.3 并购双方所属行业概况

1.并购方所属行业概况

我国的房地产行业深受宏观政策的影响，面对飙升的房价，政府为了促进房地产市场的健康发展先后出台了一系列去商品房库存的具体调控措施，随着这些政策的不断执行，房地产企业的融资以及收入受到的监管力度也越来越强，房地产快速升值的状态必然发生改变，企图通过土地快速获得暴利时期将会过去。

从长期来看，我国房地产行业进入成熟期，随着各项法律制度变得更加完善，房地产市场运行也逐渐平稳，利润水平也会趋于一个更加合理的状态。如图3.1所示，随着企业和行业成熟期的到来，商品房成交价格的增长速度也会放缓，自2010年后，商品房成交价格涨幅高于10%的现象很大程度上不会存在。

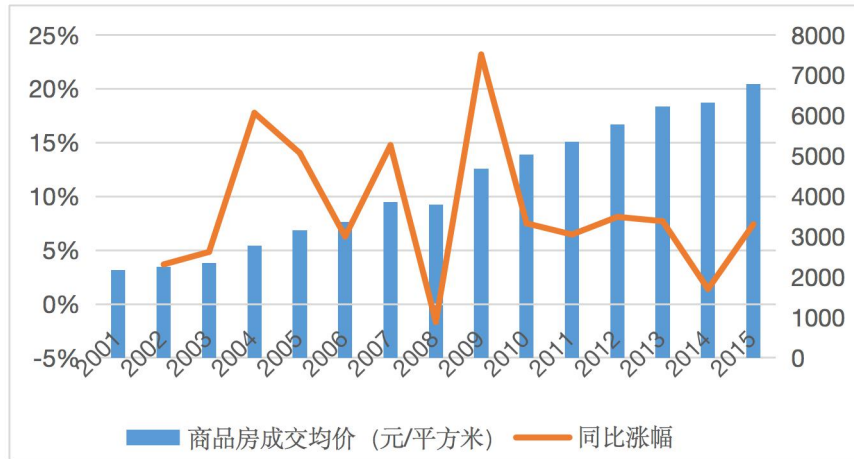


图 3.1 2001-2015 中国商品房成交均价及涨幅

从全国新建商品住宅销售面积来看，如图 3.2 所示，从 2001 至 2009 年中国商品住宅销售面积呈现飞速增长的趋势，除 2008 年受到国际经济环境的影响外，其平均增长速度超过 20%，2005 年和 2009 年两年的增速甚至超过 40%。2010 至 2015 年其增长速度已经开始呈现下降趋势。

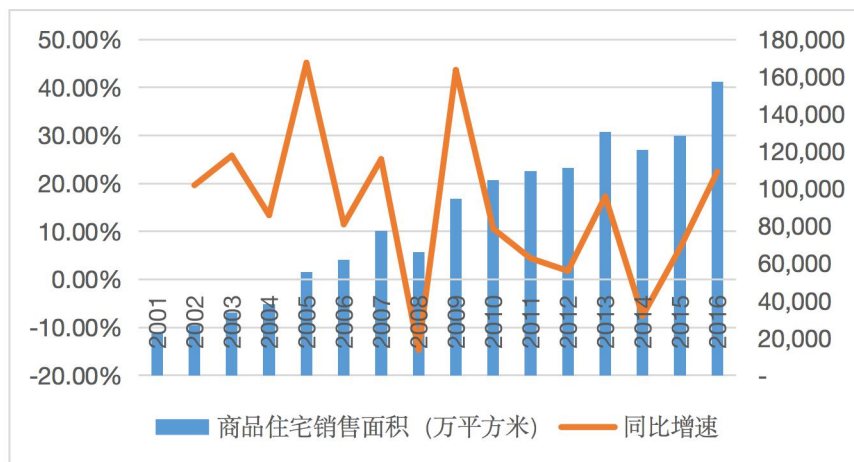


图 3.2 2001-2016 中国商品住宅销售面积及增速

从全国商品住宅新开工面积来看，如图 3.3 所示，2011 年之前我国商品住宅新开工面积基本都呈现出迅速增长的态势，尽管受到国际经济环境的影响，但是我国商品房新开工面积年平均增长速度也达到了 16%，2010 年其增速甚至超过 40%。2011 年开始国家出台去库存政策以及多地区发布了房屋限购政策，受到这

些政策的影响商品住宅新开工面积呈现巨大幅度的下降趋势,我国的房地产行业逐渐开始降温。

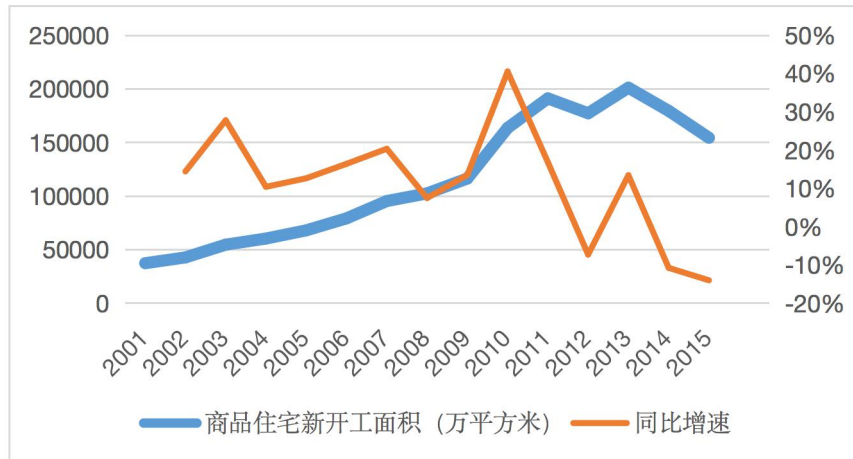


图 3.3 2001-2015 中国商品住宅销售面积及增速

通过上述分析可知,因为国内房地产行业开始下行以及其长周期的特性,我国房地产企业的发展前景受限,主营业务缺乏增长动力,在此大环境下,房地产企业亟需通过转型寻找新的利润增长点。

2.被并购方所属行业概况

在政策层面,我国十八大提出要实施创新驱动发展战略,加大战略性新兴产业扶持力度、加大信息网络建设强度。在设施供给层面,近几年我国与互联网相配套的基础建设在快速发展。截至 2014 年末,我国的信号基站、互联网宽带接入端口的数量规模也呈现大幅度增长,云计算、大数据以及自动化技术等信息的开发与进步给互联网行业的发展打下坚实的基础。在需求层面,网民、网站数量迅速增长。由图 3.4 可知,我国网民数量由 2006 年的 1.37 亿增长至 2015 年的 7.1 亿,增长幅度高达 418.25%,互联网普及率也由 2006 年的 10%增长至 2015 年的 50%。

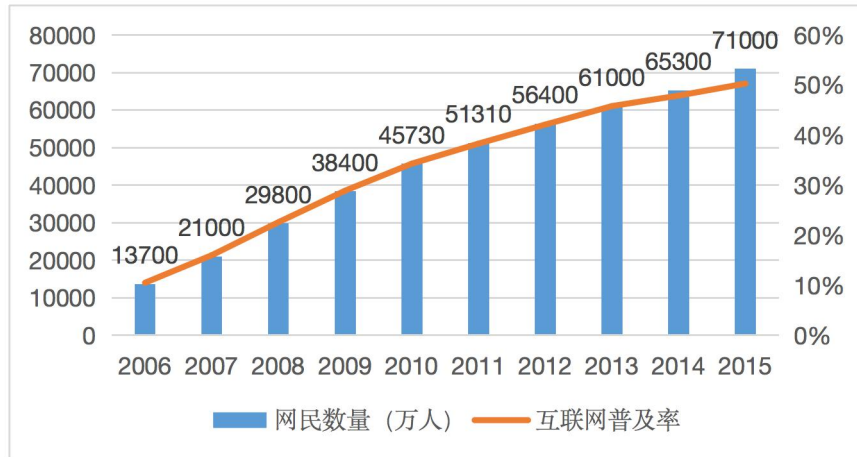


图 3.4 2007-2015 中国网民规模和互联网普及率

如图 3.5 所示，在互联网用户中，我国使用手机上网的用户规模的增长与整个互联网用户规模的增长呈现相同的趋势，2007 年中国使用手机上网的用户规模为 5040 万人，占 2007 年总互联网用户的 24%，而到了 2015 年使用手机上网的用户规模为 6.2 亿人，占 2015 年总互联网用户的 87.32%，占比的增长幅度为高达 263.83%。

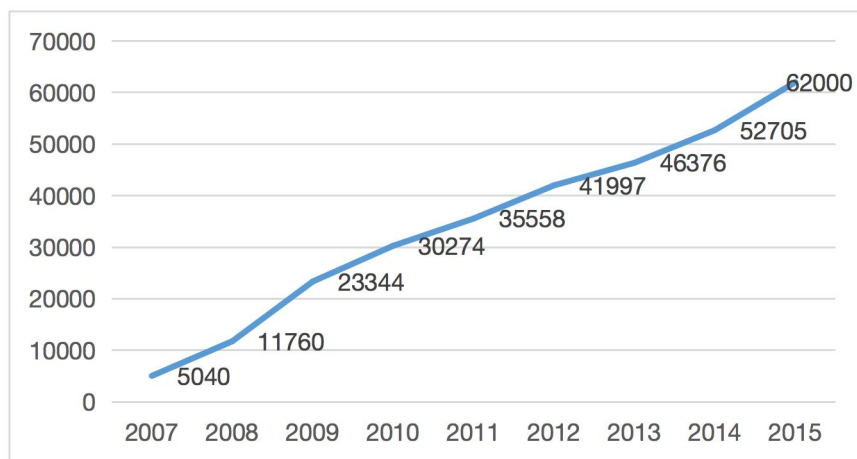


图 3.5 2007-2015 年中国手机网民规模 (万人)

在需求和供给都已就绪的宏观背景下，互联网营销行业就能够在互联网行业的树荫下茁壮成长。随着互联网成为热门经济，这种利用互联网进行品牌宣传并且传播范围广、时效性强的新型宣传方式开始受到各大公司的推崇。有数据显示，

仅仅 2013 年一年，我国互联网广告宣传市场总额占全部市场总额的近 21%，如此之大的比例也说明互联网广告营销成长速度的不可小觑。

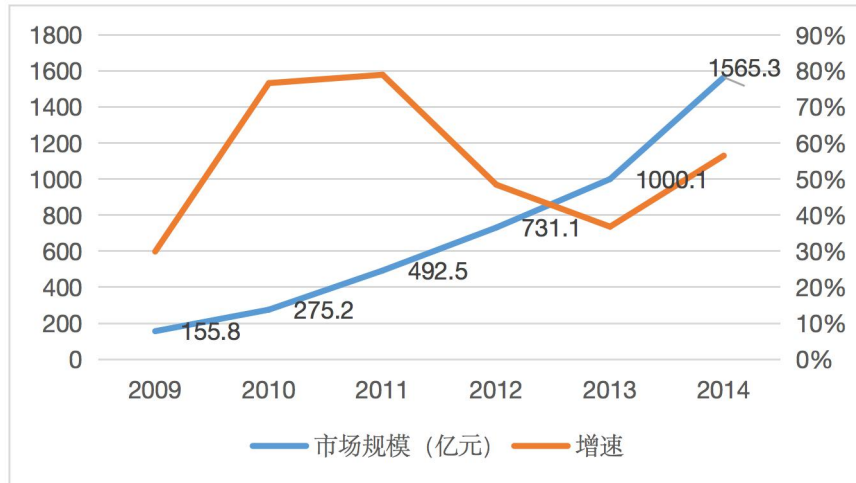


图 3.6 2009-2014 年我国网络广告运营商规模

由图 3.6 所示，2009 年-2014 年间我国的网络广告运营商规模随着市场环境的改善不断增长，从 2009 年的 155.8 亿元到 2014 年的 1565.3 亿元，期间年平均增长速度持续保持在 50 以上%，如此高的增长幅度表明了我国网络广告运营服务的蓬勃发展，再看广告规模的增速在 2009 年至 2011 年稳步增长，却在 2012 年大幅度下降，是因为互联网广告的蓬勃发展离不开电子商务的火热，然而电商虽然增长规模迅速却没有长期的发展规划，导致其发展进入萎靡期，依托其获得大量收益的互联网广告行业自然也随着这一趋势增速下降，不过总体来说，我国的互联网广告市场规模呈现出健康向上的发展趋势。

2013 年以来，基于国家出台的一系列有利于新兴企业发展的政策以及针对传统企业的去库存政策，在互联网行业快速发展的背景下，传统企业为了自身寻求新的利润增长点，纷纷进入并购互联网企业的浪潮中。

3.2 科达股份并购特点

第一，高溢价并购。科达股份以大比例的股权交易方式收购了百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家标的企业 100% 的股权，此次并购交易额高达 29 亿元，其中股权交易的金额 22.25 亿元，占此次交易额的比例为 75.24%，现金交易的金额 7.18 亿元。在这次活动之后，这五家标的企业一共所

产生的商誉数额高近 25 亿元，由图 3.7 所示，科达股份产生并购意向后，五家互联网企业的估值均呈现较大幅度的增值，尤其以派瑞威行最为明显，企业估值增长了将近 86,733 万元，这已经明显偏离了资本市场中并购的基本估值水平，一方面可能是因为此次并购过程标的资产的价值评估方法采用的是收益法，而收益法是依据企业预测的未来收益进行估值的。另一方面是因为科达股份在并购过程中采用了利益捆绑特性更强的双向业绩承诺向投资者和被并购方传递并购合作的决心。

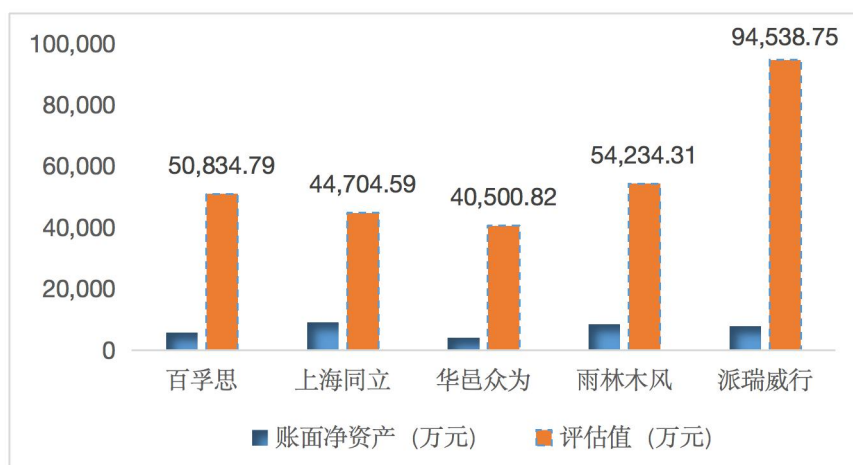


图 3.7 五家互联网营销公司账面净资产和评估值

第二，业绩承诺增加奖励条款。业绩承诺主要内容规定：在业绩承诺期内，如果百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行这五家企业，所产生的净利润总额没有完成其在协议中作出的约定数额，则这五家标的企业的各个负责人需要根据前期签订的《购买资产协议》计算自己需要作出的赔付额度；如果百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家企业在三年的业绩承诺期内，所完成的净利润达到承诺约定的目标，在相关公告发布后所规定的时间内，科达股份需要将超额的业绩的 30% 从所获得的利润中取出，作为奖励分配给这五家标的企业。与此同时，科达股份在业绩承诺期满后需要对资产进行减值测试，如果这五家企业发生商誉减值，则需要对科达股份的损失另外进行补偿。

第三，并购后不参与子公司运营管理。科达股份是以房地产基建为主营业务的传统房地产企业，与所属互联网营销行业的这五家标的企业有着较大的行业跨

度。在此次并购前，科达股份与这五家互联网企业毫无关联关系，所以这是经过其管理层多方研讨最后作出的战略转型决策，基于此次行为，可以看出科达股份希望通过在并购行为的帮助下进行企业业务结构革新，能够短时间内且有效率的进入互联网行业，建立一条集策划、推广、投放、营销于一体的完善的互联网营销产业链。根据前一部分所展示的数据可以发现，我国互联网营销行业发展迅速，市场份额较大，对于像科达股份这样缺乏利润增长动力的传统企业十分具有吸引力。

3.3 双向业绩承诺运用的动因

3.3.1 平衡较高的收购溢价

通过信息不对称理论可知，在交易市场上如果掌握的信息较充分，可以作为信号传递者在交易中处于较为主动的地位，如果交易者拥有的信息不具备优势，那么在交易市场上处于比较被动的地位，作为信息的被动接受者，则需要承担各种不确定的交易风险，运用在并购重组中较为突出的就是估值风险。在标的资产交易市场上，其估值定价是并购过程中一项必不可少的程序，在这个过程中一旦并购方对被并购方真实的盈利水平、运营能力、发展能力等方面的信息掌握不足，就会导致标的资产的估值偏离正常的估值水平，从而产生较高的收购溢价，为后续可能出现的商誉减值埋下伏笔。科达股份跨行业并购互联网企业，由于行业跨度较大存在信息不对称现象，对互联网企业的信息缺乏较为全面的掌握，因此在并购过程的资产估值和定价阶段很大程度上处于劣势，由表 3.2 可知，这五家企业估值均偏离正常值，其中百孚思、华邑众为的评估增值率均超过 800%，派瑞威行的评估增值率更是高达 1111.08%，严重偏离了市场价值评估的正常水平。

表 3.2 2015 年收购的标的公司估值 (单位: 万元)

| 标的公司 | 账面净资产 | 评估值 | 评估增值率 |
|------|----------|-----------|----------|
| 百孚思 | 5,593.20 | 50,834.79 | 808.86% |
| 上海同立 | 9,019.65 | 44,704.59 | 395.64% |
| 华邑众为 | 4,079.93 | 40,500.82 | 892.68% |
| 雨林木风 | 8,414.05 | 54,234.31 | 544.57% |
| 派瑞威行 | 7,806.15 | 94,538.75 | 1111.08% |

数据来源：根据科达股份相关资料整理

科达股份选择签订双向业绩承诺,使得百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家企业的估值在一定程度上被抬高了,因为信号传递作用,价值评估主体在采集到双向业绩承诺签订动向这一信号时,会选择价高的评估指标,从而形成高估值,但是从另一方面考虑,双向业绩承诺却起到了平衡高并购溢价的作用,是因为其业绩奖励条款既有惩罚又有奖励,当科达股份承担较高的并购溢价风险时,双向业绩承诺能够使得科达股份与标的企业风险共担,从而使得科达股份的利益在一定程度上得到保障,如此一来较高的溢价风险科达股份也勉强能够接受。

3.3.2 提升上市公司股票价格

根据信号传递理论可知,并购方与被并购方是并购重组活动中信号传递过程的主角,而投资者作为第三方参与其中,其掌握的特质信息相较于另外两方是比较少的,所以在并购过程中公布的重大公告都是投资者攫取有用信息的重要渠道,投资者将并购双方公布的信息当做一种信号,作出自己认为理性的投资决策。

科达股份想要通过并购互联网企业进行转型并且在互联网行业分一杯羹,又运用包含业绩奖励和利润补偿的双向业绩承诺以增加投资者信心,从而获得短期内股票价格攀升而带来的收益。科达股份发布公告并且表明有意图与百孚思、雨林木风等五家企业签订双向业绩承诺的行为,是选择做信息的传递者,向交易市场展示自身的价值,而投资者作为交易活动中比较被动的一方,接收了这一利好信号,开始市场中积极买入科达股份股票,促使其股价在该事件发生时有一定程度上上升。2014年8月26日停盘日的收盘价为4.94元,2015年1月21日复牌日的收盘价为6.62元,从停牌日到复牌日股价涨幅高达34.5%,截至2015年1月30日,股价上涨至9.30元,涨幅达到40.48%。由此可见,如若业绩承诺中存在双向业绩承诺,投资者作为交易市场中处于劣势地位的交易者,通过所传递的信息会接收到并购方对于此次并购的决心以及信心进而增强投资信心,从而大量买进股票使得股票价格上升,最终增强了企业价值。

3.3.3 增强对管理层的激励

双向业绩承诺既包含了奖励机制又包含了惩罚措施,当标的企业实现的净利润总额未达到协议标明的数额时惩罚措施开始实施,标的企业股东需要主动进行利润赔偿;当实现的净利润总额达到协议标明的数额时,并购方需要对义务补偿

人进行业绩奖励。基于此项业绩承诺条款，标的企业经营状况的好与否直接关系到标的公司管理层所获得的利益的多少，想要自身利益不受损失，标的企业的管理层在并购完成后的整合中会更加积极的投入到企业运营管理中去提升企业价值。

科达股份与百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家企业所签订双向业绩承诺，其中更多起到监督效果的是业绩不达标时标的企业需要作出补偿这一条款，标的企业为免受到经济损失只需达标完成任务即可，但是这属于一种带有消极含义的敦促，双向业绩承诺中还附加了具有奖励性质的条款，如果这五家企业完成了协议约定的数额，超出的部分会按照一定的比例作为奖励发给五家企业的股东，这样的机制必然会刺激到百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家企业的原股东以及现有的管理层对企业经营的积极性，促使他们更加积极主动地加入到并购整合中。双向业绩承诺作为一种激励手段使得管理层不再仅仅是为了完成任务免受损失，更多的是为了自身谋求利益，并购的协同效应也在这一刻得到彰显。值得注意的是，在此次并购中五家标的企业都存在原股东担任管理层的现象，这个双重身份也会使得其更加关注标的企业的运行情况。

3.3.4 降低代理成本

基于信息不对称理论，并购中出现的代理问题是影响企业后续整合发展的最主要的原因，通常在非同一控制下，当并购双方完成并购后，并购方虽然对标的企业享有控制权，但实际上企业的经营、管理、决策的权利仍旧属于标的企业。科达股份并购前属于房地产行业，主营业务多为基础设施建设以及销售商品房，此次并购属于首次进入互联网营销行业，由于存在严重的信息不对称，导致科达股份对于所收购的这五家标的企业缺乏行业相关经营的经验，由于此次并购属于非同一控制下的企业合并，经过协商后，这五家互联网子公司各自独立运营，子公司管理层凭借自己掌握的互联网营销行业的特质信息，通过管理决策等行为来影响标的企业的估值。

只有充分考虑并购过程中的代理问题，才会降低其对标的企业估值的影响。因此，在制定并购重组方案时，科达股份就要充分考虑并购之后与百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行等企业管理层之间存在的利益不同步。针

对这种现象,双向业绩承诺在并购重组中的运用能够在一定程度上缓解并购前文提到的代理问题,其特性就是如果百孚思、上海同立、华邑众为等企业在业绩承诺到期后累计实现的净利润超过所承诺的数额,那么科达股份将会把超出约定业绩目标的那部分利润按照约定的比例对其奖励。这一形式的合理运用,不仅可以有效缓解处于房地产行业的科达股份因信息不对称与五家互联网企业产生的代理问题,还能够减轻科达股份作为并购方对处于互联网行业的百孚思、上海同立、华邑众为等企业的未来持续经营和业绩的担忧。

4 科达股份双向业绩承诺的履约情况及运用效果分析

4.1 双向业绩承诺条款内容及履约情况

4.1.1 双向业绩承诺条款内容

1. 并购过程

2015年1月20日，科达股份为进入互联网营销行业进行产业链布局，开启了一系列并购重组活动，前后一共并购了五家互联网营销企业。2015年8月14日科达股份首次完成了与标的企业的资产交割，此次并购交易额高达29亿元，其中股权交易的金额22.25亿元，占此次交易额的比例为75.24%，现金交易的金额7.18亿元。针对百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行这五家企业100%的收购活动的圆满完成，意味着科达股份正式迈入互联网营销行业。表4.1是科达股份此次并购的时间节点与事件。

表 4.1 科达股份并购过程

| 时间 | 主要事件 |
|------------|-----------------------|
| 2015年1月20日 | 开启并购的前期募集配套资金工作。 |
| 2015年1月21日 | 股票复牌，开始正式对外发行股票。 |
| 2015年7月8日 | 科达股份确定了“现金+股权”的交易方式。 |
| 2015年8月14日 | 并购的标的企业正式成为科达股份全资子公司。 |

资料来源：根据科达股份相关公告整理

2. 具体业绩承诺期限以及净利润目标值

根据所签订的业绩承诺协议，百孚思、华邑众为、上海同立、雨林木风、派瑞威行五家互联网企业，将分别对2015、2016和2017三个年度每年至少实现的利润总额作出承诺，各年的具体目标数额分派情况如表4.2所示。

表 4.2 五家标的企业业绩承诺数额

(单位：万元)

| | 百孚思 | 上海同立 | 华邑众为 | 雨林木风 | 派瑞威行 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2015年承诺数额 | 4,500 | 3,300 | 3,000 | 4,000 | 7,000 |
| 2016年承诺数额 | 5,400 | 3,960 | 3,600 | 4,800 | 8,400 |
| 2017年承诺数额 | 6,480 | 4,752 | 4,320 | 5,760 | 10,080 |
| 合计 | 16,380 | 12,012 | 10,920 | 14,560 | 25,480 |

资料来源：根据科达股份相关公告整理

3.超额业绩奖励

业绩补偿协议约定如果并购后的五家标的企业,在业绩补偿协议所约定的期限内产生的净利润总额达到了约定的目标,则科达股份需对业绩补偿义务人进行业绩奖励,其数额为实现业绩超出目标业绩部分的30%(超额部分=协议约定期间产生的净利润总额-协议约定的净利润总额)。

4.未达标时利润补偿协议

业绩补偿协议约定如果并购后的五家标的企业,在业绩补偿协议所约定的期限内产生的净利润总额没有达到约定的目标,则需要根据协议约定的两种补偿方式进行补偿。一种是股份补偿,补偿股份数量为承诺数减去实现数的差额除以承诺的净利润总和,再减去已补偿的,所得到的就是本次协议约定的股份补偿数额。另一种是现金补偿,补偿现金数量为承诺数减去实现数的差额除以承诺的净利润总和,再减去已补偿的现金,所得到的就是本次协议约定的现金补偿数额。

4.1.2 业绩承诺履约结果

百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行业绩承诺到期累计实现净利润总额分别为182,857,940.98元、130,711,100.90元、128,030,144.51元、149,704,492.80元、275,379,878.54元,具体情况如表4.3所示。

表 4.3 业绩承诺完成情况 (单位: 元)

| 序号 | 公司名称 | 承诺目标业绩 | 实现净利润总额 | 目标完成率(%) |
|----|------|----------------|----------------|----------|
| 1 | 百孚思 | 163,800,000.00 | 182,857,940.98 | 111.63 |
| 2 | 上海同立 | 120,120,000.00 | 130,711,100.90 | 108.82 |
| 3 | 华邑众为 | 109,200,000.00 | 128,030,144.51 | 117.24 |
| 4 | 雨林木风 | 145,600,000.00 | 149,704,492.80 | 102.82 |
| 5 | 派瑞威行 | 254,800,000.00 | 275,379,878.54 | 108.07 |

资料来源:根据科达股份相关公告整理

根据上表所描述的五家企业业绩承诺的完成情况,依据所签订的业绩奖励条款中的约定计算,业绩承诺到期后科达股份需要分别对百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行进行5,717,382.29元、3,177,330.27元、5,649,043.35元、1,231,347.84元、6,173,963.56元的超额业绩奖励。

4.2 双向业绩承诺的运用效果分析

4.2.1 基于市场反应的效果分析

基于信号传递理论,当上市公司作为信息传递者向投资者传递自己并购过程中的决策行为时,不同的信息传递给投资者就会产生不一样的市场反应,所以本小节将选择签订双向业绩承诺信息公布的时间点,研究此时间点前后科达股份股价、累计收益率等的变动情况,分析双向业绩承诺短期内给科达股份带来的经济效果。

科达股份在2015年1月21日复牌之后,向市场上的投资者宣布了其有关并购前提到的这五家属于互联网营销行业的企业的意向,并且科达股份在其发布的并购意向中写明了业绩补偿协议附加了超额业绩奖励等各项条款。

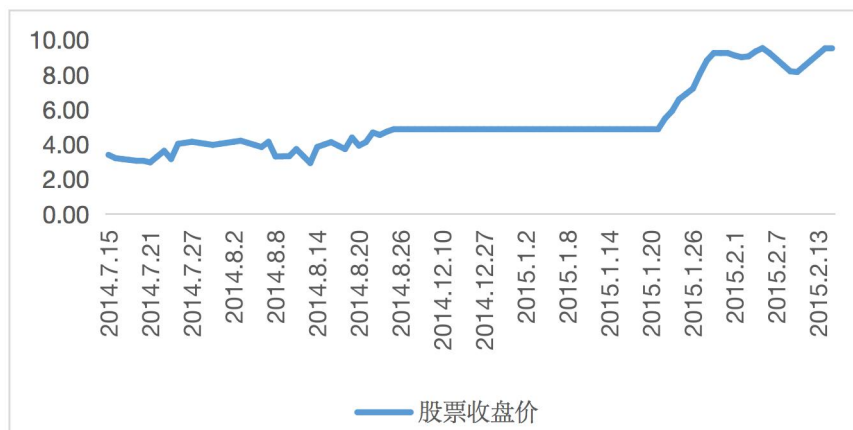


图 4.1 公告日科达股份收盘价变化情况图

如上方股票收盘价变化图 4.1 所示,科达股份的股票在2014年8月25日至2015年1月20日停牌期间每股为4.98元,在2015年1月21日复牌后科达股份股票的价格在10天内迅速提升每股9.95元,仅仅10天内其股票价格的涨幅就达到101.42%,在随后的时间内股票持续增值,一直到2015年2月11日之后,科达股份的股票收盘价都保持在每股10元上下浮动。总而言之,在交易市场中投资者对于一家企业的发展状况、盈利能力、利润情况的期待值在很大程度上表现为对其股价的买入和卖出态度,从此次科达股份的股票价格的变化情况可以看出,投资者对于此次并购活动在整体上是抱着积极看法而去增持股票的,但是在

冷静期过后,投资者对于科达股份因为信息不对称的存在导致整合难度加大的情况仍旧持观望的看法。

为了进一步研究这一事件给科达股份带来的短期影响,本节以事件研究法为基础方法,通过对科达股份日股票收益率与市场收益率的差值计算日超额收益率,在此基础上得出累计超额收益率对科达股份的并购行为给自身带来的影响进行详细的分析。

本文选定了2015年1月21日科达股份宣布签订双向业绩承诺的日期作为关键的时间点,在此基础上整理了该关键时间前后15个工作日,即:2014年8月1日至2015年2月17日,以此30个工作日为研究期间,统计分析了其日超额收益率的变化情况以及并购事件对科达股份短期市场绩效的影响情况。

日超额收益率是股票日收益率与市场平均收益率的差值,超额收益率的计算如公式(4-1)所示。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (4-1)$$

式中:

AR_{it} ——超额收益率

R_{it} ——股票收益率

R_{mt} ——市场收益率

累积超额收益率是窗口期工作日实际收益率和当日预期收益率的累积数值,累积超额收益率的计算如公式(4-2)所示。

$$CAR_{it} = \sum_{t=-j}^{t=j} AR_{it} \quad (4-2)$$

式中:

AR_{it} ——超额收益率

CAR_{it} ——累积超额收益率

表 4.4 双向业绩承诺签订日窗口期市场指标

| 日期 | 日收益率 | 市场收益率 | 超额收益率 | 累计超额收益 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 2014.08.01 | -1.97% | -0.74% | -1.24% | 14.19% |
| 2014.08.04 | 4.70% | 1.74% | 2.96% | 17.15% |
| 2014.08.05 | -1.76% | -0.15% | -1.61% | 15.54% |
| 2014.08.06 | -1.47% | -0.11% | -1.36% | 14.18% |
| 2014.08.07 | -4.47% | -1.34% | -3.13% | 11.06% |

表 4.4(续)

| 日期 | 日收益率 | 市场收益率 | 超额收益率 | 累计超额收益 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 2014.08.08 | 1.73% | 0.31% | 1.42% | 12.48% |
| 2014.08.11 | 1.19% | 1.38% | -0.18% | 12.30% |
| 2014.08.12 | 0.17% | -0.14% | 0.31% | 12.60% |
| 2014.08.13 | 2.52% | 0.06% | 2.46% | 15.06% |
| 2014.08.14 | -1.48% | -0.74% | -0.74% | 14.33% |
| 2014.08.15 | 1.33% | 0.92% | 0.41% | 14.74% |
| 2014.08.19 | 10.02% | 0.84% | 9.18% | 23.92% |
| 2014.08.20 | -0.60% | -0.23% | -0.37% | 23.55% |
| 2014.08.21 | 1.80% | -0.44% | 2.24% | 25.79% |
| 2014.08.22 | -0.59% | 0.46% | -1.05% | 24.74% |
| 2014.08.25 | 4.60% | -0.41% | 5.01% | 29.75% |
| 2015.01.21 | 10.17% | 4.74% | 5.43% | 35.18% |
| 2015.01.22 | 10.05% | 0.59% | 9.46% | 44.63% |
| 2015.01.23 | 9.95% | 0.25% | 9.70% | 54.34% |
| 2015.01.26 | 10.01% | 0.94% | 9.07% | 63.41% |
| 2015.01.27 | 9.97% | -0.89% | 10.86% | 74.27% |
| 2015.01.28 | 10.04% | -0.41% | 11.33% | 85.61% |
| 2015.01.29 | 1.52% | -1.31% | 2.83% | 88.55% |
| 2015.01.30 | 3.62% | -1.59% | 5.22% | 93.77% |
| 2015.02.02 | -2.74% | -2.56% | -0.18% | 93.59% |
| 2015.02.03 | 1.49% | 2.45% | -0.96% | 92.62% |
| 2015.02.04 | 5.70% | -0.96% | 6.66% | 99.28% |
| 2015.02.05 | -0.51% | -1.18% | 0.67% | 99.96% |
| 2015.02.06 | -9.96% | -1.93% | -8.03% | 91.93% |
| 2015.02.09 | -8.79% | 0.62% | -9.41% | 82.52% |
| 2015.02.10 | 0.36% | 1.50% | -1.14% | 81.37% |
| 2015.02.11 | 1.87% | 0.51% | 1.35% | 82.72% |
| 2015.02.12 | 3.84% | 0.50% | 3.34% | 86.07% |
| 2015.02.13 | 10.00% | 0.96% | 9.04% | 95.11% |
| 2015.02.16 | -0.08% | 0.58% | -0.65% | 94.45% |
| 2015.02.17 | 6.19% | 0.76% | 5.43% | 99.88% |

资料来源：根据股票行情网站整理

由表 4.4 可知，交易市场中投资者对于科达股份签订双向业绩承诺进行并购重组是抱有积极的心态，依据信号传递理论，投资者从签订双向业绩承诺这一行

为的信息传递,了解到科达股份并购互联网企业的决心与信心,从中可以看出科达股份对这五家互联网企业未来的经营状况和盈利能力持看涨态度,这一信号给予投资者投资信心,以至于开盘后投资者持续增持科达股份股票,致使科达股份股票价格短时间内迅速上升,获得了短期超额收益。

从表 4.4 以及下图 4.2 所展示的数据可以看出,以科达股份公布其附带双向业绩承诺的资产购买协议为事件日,科达股份股票复牌后,当天其股票收益率从复牌前的 4.6% 迅速飙升至 10.17%, 涨幅高达 119.78%, 而表中所罗列的日超额收益率也在 2014 年 8 月 25 日停牌后的 5.01%, 增长到复牌日也就是公告日 2015 年 1 月 21 日的 5.43%, 其数值在之后的时间持续增长,直到 2015 年 1 月 28 日,科达股份日超额收益率已经达到 11.33%, 同比停牌时的涨幅为 126.14%, 说明这份资产购买协议公布给市场中的投资者传递了信心,投资者们予以了迅速的反馈,那就是积极买入。然而,这样产生的价值迅速提升是比较短暂的,由表 4.4 中数据以及趋势图 4.2 可以得知,2015 年 1 月 29 日,持续上升的日超额收益率开始出现小幅度下降,并且在之后的时间里持续性且有波动的下降,说明投资者的投资热情已经逐渐下降。

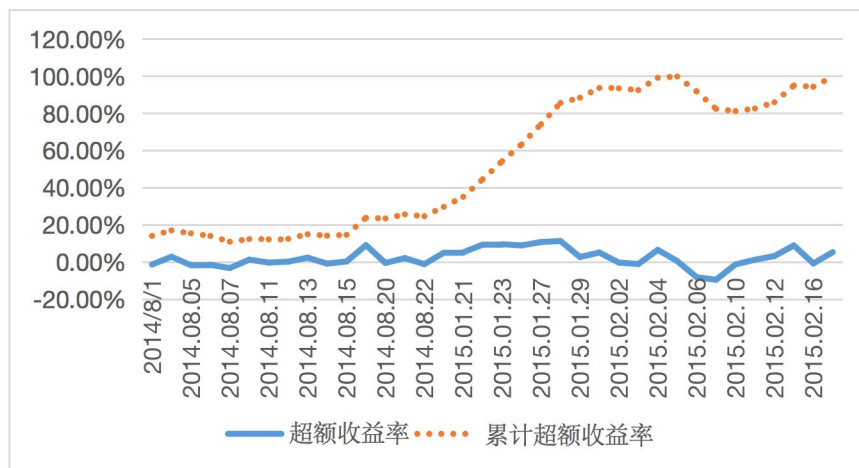


图 4.2 公告日累计超额收益率

总的来说,依据前文信号传递理论的分析,科达股份发布购买协议公告后,这一信息的传递确实导致其股票价格飙升,日超额收益率也大幅度提高,并且给科达股份带来了切实的短期超额收益,短期内提升了市场价值。不同的是,一个信息传递的作用会随着时间的前进而失去其效果,投资者在前期看到利好信息而

积极买入科达股份的行为存在一定的盲目性,随着时间的推移日超额收益率在后期存在的小幅度波动说明,在投资者逐渐恢复理性后,有的投资者仍旧持积极态度,有的投资者则经过理智分析后发现科达股份并购行为存在的问题从而减持。

4.2.2 双向业绩承诺财务协同效应分析

本小节以盈利能力、营运能力、偿债能力、发展能力这四个可以较为全面分析一家企业整体水平的指标体系入手,选取一些颇有代表性的财务指标,针对科达股份 2013—2020 年的各项指标数据分析科达股份并购后财务绩效变化情况。

1. 盈利能力分析

盈利能力可以反映一家企业在存续期内所拥有的资本经过经营、投资等经济活动后获得价值增加的能力。本小节选取以下基本财务指标来分析科达股份并购后的盈利能力,如表 4.5 所示。

表 4.5 科达股份盈利能力指标一览表

| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产利润率 (%) | 2.10 | 1.15 | 1.81 | 4.79 | 5.18 | 2.73 | -26.93 | 1.3 |
| 互联网行业总资产利润率均值 ¹ (%) | 3.65 | 7.43 | 7.84 | 2.65 | 8.55 | -6.53 | -0.56 | 2.53 |
| 净资产收益率 (%) | 10.31 | 6.54 | 3.16 | 9.60 | 7.91 | 4.58 | -51.15 | 2.68 |
| 营业净利率 (%) | 8.10 | 4.51 | 5.07 | 5.79 | 5.14 | 2.02 | -14.72 | 1.08 |

资料来源: wind 数据库及科达股份年度财务报告

总资产利润率体现了企业资产(包括净资产和负债)获得收益的能力,接下来就利用总资产利润率这一财务指标,来分析科达股份并购前后其盈利能力水平的变化。由表 4.5 所示,科达股份总资产利润率受房地产企业的周期性规律所致在 2012 年出现了一个小高峰,在此之后受行业环境影响又开始下降,总资产利润率从 2013 年的 2.10% 逐渐开始下降到 2014 年的 1.15%,与 2013 年相比 2014 年科达股份总资产利润率下跌幅度高达 45.24%。随着 2015 年并购成功,科达股份总资产利润率一转往日的低迷呈现迅速攀升的态势,至 2017 年达到历史新高的 5.18%。

接下来同时将引入互联网行业的总资产利润率平均值与科达股份的总资产

¹ 科达股份并购前属房地产行业,表中列举的行业数据均为互联网行业,不同行业数据无法分析比较,具体分析比较时以 2015 年及之后数据为主。

利润率进行对比分析。

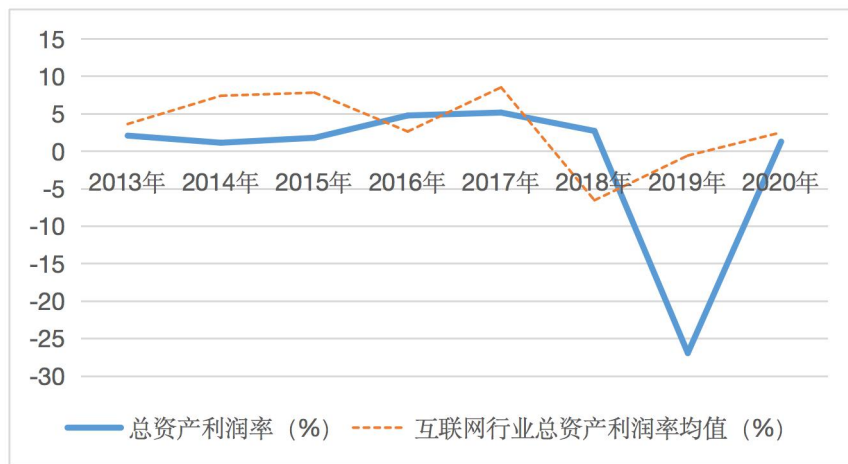


图 4.3 科达股份总资产利润率对比图

由图 4.3 可知，科达股份 2013 年-2015 年属于房地产行业，所以总资产利润率整体低于互联网企业平均水平，不同行业无法具体比较，但是 2015 年转型为互联网企业后科达股份总资产利润率在 2016、2018 年甚至一度超过互联网行业均值，通过上述分析得知，此次并购转型促使科达股份获取收益的能力得到明显提升。由表 4.5 得知，自 2013 年开始科达股份净资产收益率逐渐下降，从 2013 年的 10.31%到 2015 年的 3.16%，下降幅度高达 69.35%，究其下降原因，很大程度上是由于宏观经济下行，房地产行业市场逐渐饱和、竞争加剧，国家政策号召去产能、去杠杆、去库存，以基础设施建设、商品房销售为主业的科达股份在越来越严苛的宏观环境下销售量逐年下降，销售利润率也随着销售量以及营业收入的下降而下降，科达股份的年营业净利率从 2013 年到 2014 年下降了 3.59 个百分点，这样的变化直接影响到净资产收益率的变化，这一变化幅度意味着科达股份业务转型迫在眉睫。自 2015 年并购成功后科达股份不断进行业务整合，2016 年净资产收益率达到 9.60%，比 2015 年增长 203.79%，涨幅十分惊人，在 2017 年虽然略微下跌，但仍然处于优秀水平。然而，值得注意的是自 2018 年开始三项数据呈现下降趋势，到 2019 年剧烈下跌为负值，虽然受到一些宏观经济下行等不可抗力因素的影响，大部分企业处于利润下降的趋势，但是科达股份业绩下降的原因主要是其业绩承诺到期后经营管理不善，再加上在这一年大量计提商誉减

值也是其利润下降的重要原因。

结合上述指标综合来看，并购重组前科达股份业务结构比较单一，行业宏观环境严峻，企业发展空间不足，总资产利润率、净资产收益率、营业净利率三项指标均逐年下降，在 2015 年科达股份成功通过并购进入有着高毛利率的特质，成长十分迅速的互联网营销行业后，迅速上升的总资产利润率、净资产收益率、营业净利率很好的反映了其并购后的盈利水平，可以说这五家企业整体提升了科达股份的盈利能力，成为科达股份新的利润增长点，不过双向业绩承诺到期后出现的经营管理不善、盈利水平下降现象是其亟待解决的问题。

2. 营运能力分析

营运能力可以反映一家企业资产的整体运营水平和运营效果。本节选取三个可以对营运能力进行分析的常用财务指标，具体指标及其数值如表 4.6 所示。从表中可以得知科达股份在并购前的总资产周转率均处于一个较低的水平，这说明科达股份的总资产周转速度慢，资产利用率低，探究其根本原因是房屋销售市场空间饱和，再加上国家出台各项政策以控制房屋购买数量，使科达股份企业销售能力变弱，所以总资产周转率在并购前就一直处于较低水平。直到 2015 年科达股份完成并购业务模块转变为互联网营销，其总资产周转率才开始有了显著变化，到 2019 年科达股份的总资产周转率达到 2.28 次，与 2016 年初进入互联网行业相比增长了近 168.24%。虽然房地产行业总资产周转率和互联网行业无法比较，但科达股份自 2016 年后总资产周转率数据的稳步上升也能充分说明其通过经营管理逐步改善了自身资产利用效率，提高了资产获利能力。

表 4.6 科达股份营运能力指标一览表²

| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 应收账款周转率 | 1.41 | 1.62 | 1.67 | 3.68 | 3.29 | 3.79 | 4.79 | 2.82 |
| 互联网行业应收账款周转率均值 | 2.48 | 2.46 | 2.58 | 3.06 | 3.07 | 2.82 | 12.25 | 9.77 |
| 固定资产周转率 | 9.91 | 13.92 | 24.09 | 116.98 | 157.11 | 477.46 | 733.63 | 734.41 |
| 互联网行业固定资产周转率均值 | 25.26 | 14.99 | 14.23 | 19.85 | 19.9 | 20.11 | 23.41 | 22.95 |
| 总资产周转率 | 0.23 | 0.25 | 0.29 | 0.85 | 1.01 | 1.38 | 2.28 | 1.32 |

资料来源：wind 数据库及科达股份年度财务报告

² 科达股份并购前属房地产行业，表中列举的行业数据均为互联网行业，不同行业数据无法分析比较，具体分析比较时以 2015 年及之后数据为主。

接下来把科达股份应收账款周转率、固定资产周转率两个指标分别与互联网行业平均水平做对比,根据其变化趋势更加深入的分析科达股份的运营能力。如表 4.6 与图 4.4 所列数据显示,在 2013 年至 2015 年科达股份应收账款周转率普遍低于 1.7 次,这说明科达股份的应收账款受其原先的房地产行业特性影响存在回收速度慢、管理效率低的现象。2015 年科达股份发生并购行为后,其应收账款周转速度开始迅速提高,由 2015 年的 1.67 次迅速提高到 2016 年的 3.68 次,同比增长了 120.36%,这主要是因为科达股所在的互联网营销行业的行业特殊性确实会导致应收帐款周转率的数额大量增加,在 2016 年之后这一数值仍旧呈现稳中有进的增长趋势,这说明其应收帐款管理水平得到了提升。

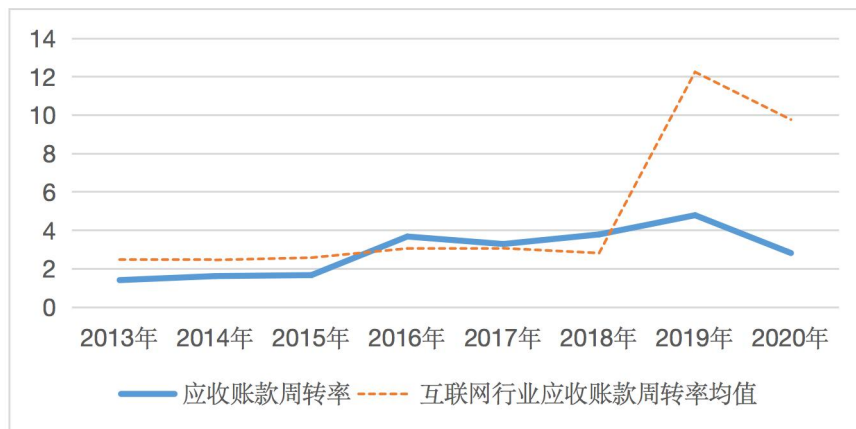


图 4.4 科达股份应收帐款周转率对比图

根据图 4.4 还发现,科达股份 2016-2018 年三年的应收帐款周转率均在整个互联网行业平均水平之上,这是因为科达股份在并购后通过建立适用于科达股份自身的信用等级制度,针对新老客户实施不同的管理制度,先评估新客户信用风险水平,实施较为严格的规定,老客户则通过控制其应收帐款的使用额度,从而降低应收帐款无法回收的信用风险,这样严格而又个性化的应收帐款回款管理方法,使得科达股份的应收帐款管理效率确实在业绩承诺期间有所提高。



图 4.5 科达股份固定资产周转率对比图

在 2015 年之前科达股份的固定资产周转率处于较低水平，2015 年后科达股份的固定资产周转率开始迅速攀升且远远高于互联网行业均值，这主要是因为科达股份收购目的是为了业务转型，在这个过程中科达股份逐渐减少了原有的房地产业务，固定资产数量迅速下降后运营和管理能力得到了提升。由此可见，在业绩承诺期间科达股份的总资产、应收账款和固定资产的管理利用水平和运营能力确实得到了提升。

3. 偿债能力分析

本文选取了三个可以对本企业的偿债能力进行分析的常用财务指标，具体指标及其数值如下表 4.7 所示。

表 4.7 科达股份偿债能力指标一览表³

| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动比率 | 1.09 | 1.11 | 1.29 | 1.34 | 1.51 | 1.58 | 1.51 | 1.66 |
| 互联网行业流动比率均值 | 2.52 | 2.62 | 2.30 | 2.55 | 2.86 | 1.78 | 1.48 | 1.51 |
| 速动比率 | 0.46 | 0.35 | 0.69 | 0.99 | 1.20 | 1.41 | 1.35 | 1.51 |
| 互联网行业速动比率均值 | 1.94 | 2.29 | 2.11 | 2.24 | 2.60 | 1.51 | 1.16 | 1.20 |
| 资产负债率 (%) | 83.17 | 83.01 | 56.47 | 48.91 | 42.22 | 39.35 | 55.99 | 46.58 |

资料来源：wind 数据库及科达股份年度财务报告

由表 4.7 和图 4.6 可以看出，在发生并购后尽管科达股份的流动比率一直缓

³ 科达股份并购前属房地产行业，表中列举的行业数据均为互联网行业，不同行业数据无法分析比较，具体分析比较时以 2015 年及之后数据为主。

慢增长但依旧低于互联网行业均值，直到 2017 年流动比率才艰难攀升至 1.51 并且保持着互联网行业平均水平。

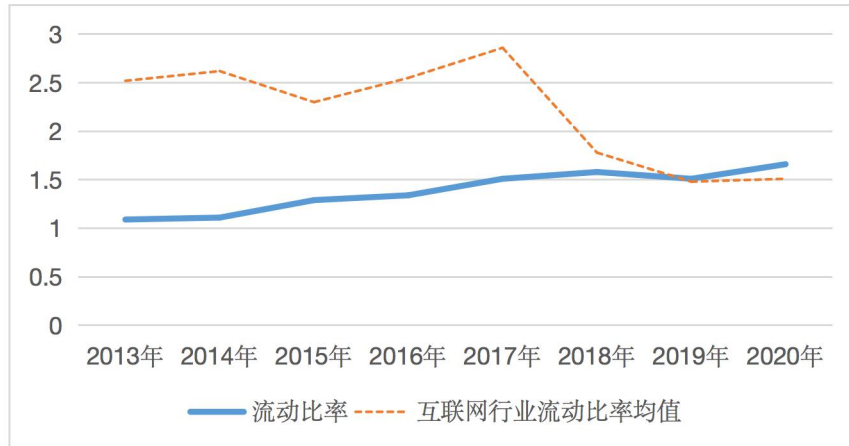


图 4.6 科达股份流动比率对比图

科达股份的速动比率在并购前远低于一直处于下降趋势的行业平均值，并且还存在着下降的可能性，说明科达股份短期偿债能力比较低，需要其慢慢释放负债来减轻企业负债水平。这种状况直到 2015 企业并购转型才发生转变，速动比率也逐渐上升，说明科达股份有大量速动资产做保障，偿债能力在逐年提升，但是这个数值尽量在 1-1.5 之间比较合适，由表 4.7 可知 2020 年科达股份速动比率达到 1.51，所以还是要警惕资金运用效率的降低。

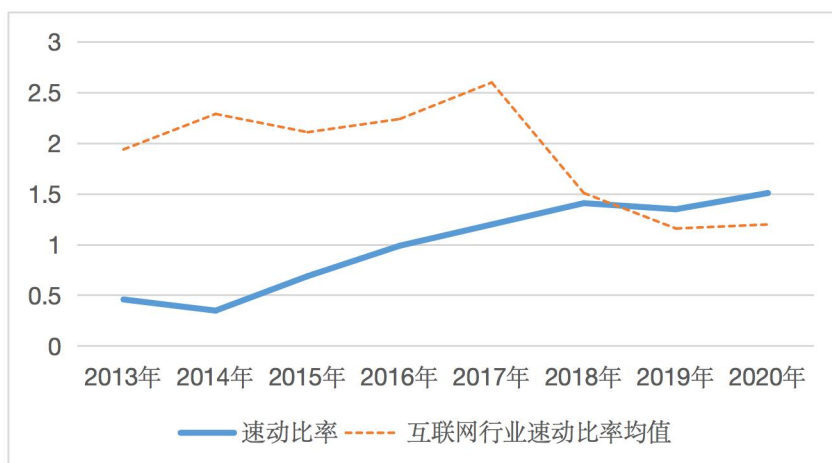


图 4.7 科达股份速动比率对比图

一般来讲,资产负债率不应过高,因为过高会导致企业没有充足现金流,出现资金链断开的状况,但是也不能太低,太低说明企业资产利用率低,所以保持在40%到60%是最佳水平,进一步分析科达股份长期偿债能力发现,科达股份在并购前的资产负债率高达83%,并购完成后科达股份资产负债率逐渐趋于正常水平,根据其报表显示,在资产总额没有较大幅度变动的情况下,科达股份资产负债率降低主要原因是在并购过程中不断出售固定资产、存货,回收应收款项,来盘活资产并用于偿还债务,从而让资产负债率得以回归正常水平。综上所述,科达股份的并购活动从根本上优化了其自身的资本结构,增强了科达股份偿债能力,使其资产状况更加健康,在一定程度上获得了良好的并购效应。

4.成长能力分析

为衡量科达股份发展能力,本文选取了三个可以对成长能力进行分析的常用财务指标,具体指标及其数值如表4.8所示。

表4.8 科达股份发展能力指标一览表⁴

| | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|--------|
| 营业收入增长率 (%) | -39.01 | 22.85 | 81.68 | 190.54 | 34.88 | 50.25 | -15.9 | 0.60 |
| 互联网行业营业收入增长率均值 (%) | 8.40 | 19.57 | 20.33 | 39.72 | 19.49 | 2.64 | 15.04 | -18.56 |
| 净利润增长率 (%) | -137.17 | -32.65 | 144.79 | 232.1 | 19.49 | -41.16 | -974.73 | -103.9 |
| 总资产增长率 (%) | 47.99 | 12.11 | 90.22 | -8.56 | 30.11 | -3.17 | -19.74 | -14.27 |
| 互联网行业总资产增长率均值 (%) | 18.80 | 25.33 | 33.55 | 49.59 | 16.28 | 0.92 | 3.75 | 16.44 |

资料来源: wind 数据库及科达股份年度财务报告

下图4.8所示,科达股份在未发生并购行为前作为传统房地产企业不仅要面临政策上的限制,还要应对逐渐饱和且竞争压力巨大的行业环境,其营业收入增长率在2013年更是低至-39.01%,可见科达股份的生存环境确实艰难。在进行跨界并购后,营业收入增长率迅速上升,2016年甚至高达190.54%,虽然在达到高峰后2017年开始迅速回落,但依旧高于并购前,而且2015年至2017年间科达股份的营业收入中互联网服务收入占比由60%增长到90%,曾经的房地产业务也已经全面剥离,说明这五家互联网营销行业的子公司确实为科达股份提供了新的

⁴ 科达股份并购前属房地产行业,表4.5中列举的行业数据均为互联网行业,不同行业数据无法分析比较,具体分析比较时以2015年及之后数据为主。

利润增长点和发展契机,

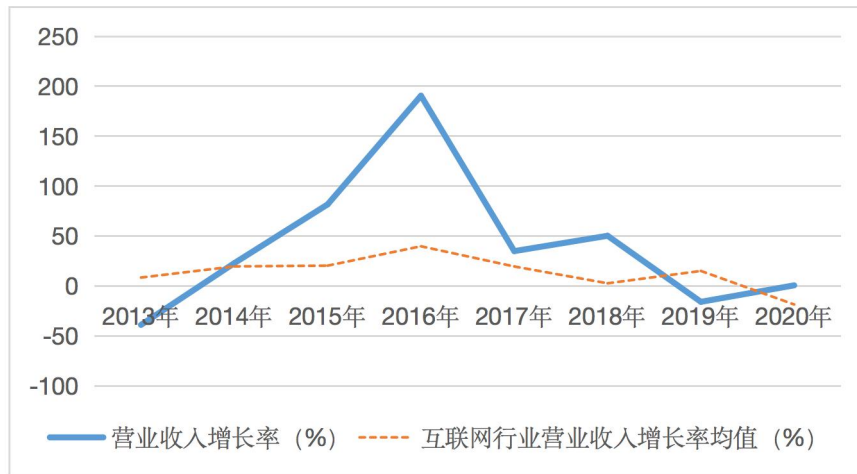


图 4.8 科达股份营业收入增长率对比图

由表 4.8 所知，科达股份并购前的 2013 年和 2014 年，其净利润增长率均为负值，科达股份的发展进入低谷，在 2015 年收购了百孚思、上海同立、华邑众为等标的的企业后科达股份的净利润增长率高达 144.79%，同比 2014 年涨幅高至 543.46%，这一数据表现出科达股份非常优秀的发展潜力。值得注意的是 2017 年科达股份营业收入增长率开始下滑并且降至 34.88%，与此同时互联网行业营业收入增长率的行业平均水平也出现下降趋势，产生这种现象可能是 2017 年后更多的企业开始进入互联网营销行业，行业规模的扩大加剧了互联网行业的竞争程度，使得整个行业的利润空间逐渐下降。

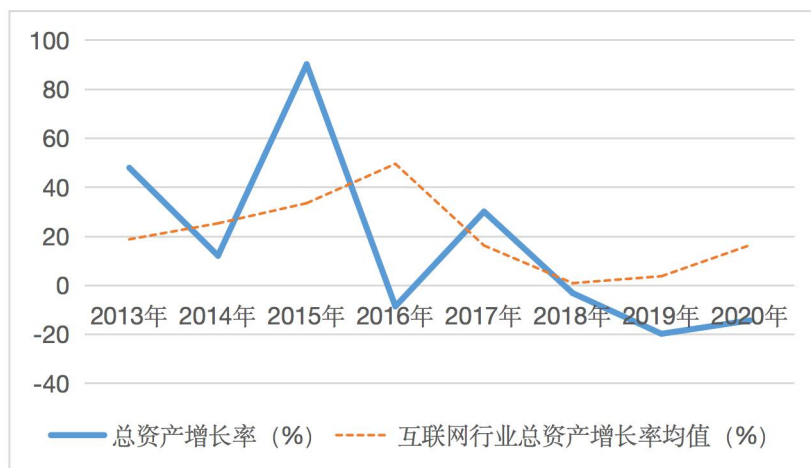


图 4.9 科达股份总资产增长率对比图

由图 4.9 所示,科达股份的总资产增长率连年下降,2014 年总资产增长率为 12.11%,与 2013 年的 47.99%相比跌幅高达 74.77%,2015 年科达股份发生并购后总资产增长率为 90.22%,然而 2016 年总资产增长率降为-8.56%,出现这种现象是因为科达股份变卖了公司旗下的部分房地产子公司。综上所述,科达股份并购整合后的业绩承诺期间其盈利情况得到改善,整体实力也得到了提升,业绩承诺带来的协同效果也十分显著。

4.2.3 基于并购风险的效果分析

1.缓解了信息不对称风险

随着并购的行业跨度越来越大,如果并购方在进行并购活动时不认真针对行业和企业进行全面调查和市场估值,轻视甚至忽视其中存在的信息不对称风险,从而导致估值过高、资产减值的后果,那么最后必然会给自身带来巨大损失。科达股份并购前属于房地产行业,主营业务多为基础设施建设以及销售商品房,此次并购是首次进入互联网营销行业,因为行业跨度较大存在严重的信息不对称,科达股份对于所收购的百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行这五家企业缺乏行业相关经营的经验,对于互联网企业的市场运营也不熟悉,再加上此次并购属于非同一控制下的企业合并,即经过协商后这五家互联网子公司各自独立运营,基于此种状况,科达股份所签订的双向业绩承诺能够在一定程度上缓解信息不对称的风险,因为此项业绩承诺不仅需要附带业绩补偿协议还需要奖励条款,为避免损失这五家企业必然会有理有据、适度的制定业绩承诺的数额,在并购整合过程中五家标的企业也会因为条款中所带的监督机制和激励机制积极主动的投入自身的经营管理与企业建设。跨界并购后,科达股份主营业务板块改为互联网广告营销,在 2015 年至 2017 年间,科达股份的营业收入中互联网服务收入占比由 2015 年的 60%增长到 2017 年的 90%,由此可见,这五家互联网子公司确实为科达股份提供了新的利润增长点,为其发展注入了生机。

2.缓解了收益法造成的估值风险

百孚思等五家企业属于互联网行业,其核心资产大多数是企业品牌、技术人才、文化、制度等无形资产,这类企业的投入资本比较小但是发展机会充足,可以获取更高的利润空间,未来预期的收益也比较高,所以在选用估值方法时,通常采取了收益法作为定价依据,但是因为所预测的利润不仅受到企业自身影响还

受到宏观环境的影响，所以对于这类企业的估值存在较大的不确定风险。

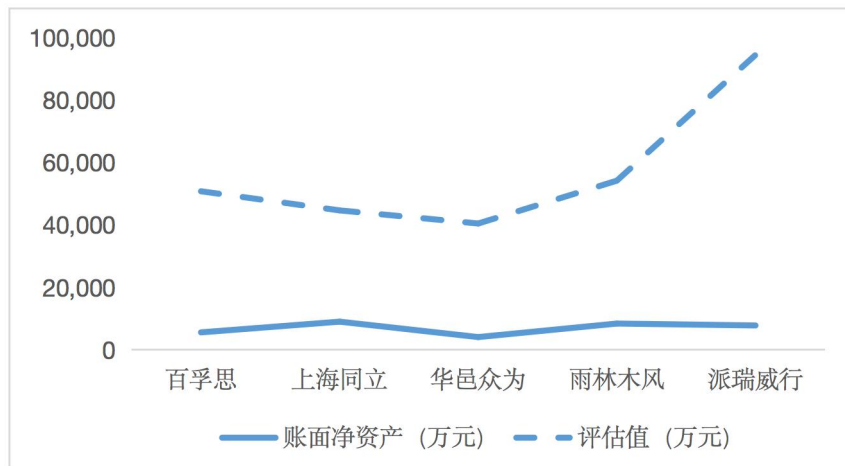


图 4.10 标的资产增值情况

由图 4.10 可知，在科达股份产生并购意向后，百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家企业被科达股份并购后企业估值迅速上升，并与原价值产生非常大的差距，为了防范估值带来的部分风险，科达股份与这五家标的企业签订业绩补偿协议时，引入附带业绩奖励的双向业绩承诺，如此一来不论这五家企业是否完成履约目标，都可以使得利益双方共担因为估值的所带来的风险。与此同时，利润补偿协议还规定了资产减值测试的相关约定，可以在一定程度上刺激标的企业在并购后的经营积极性，起到较好的约束作用。

4.2.4 后续效果

在双向业绩承诺期间，因为双向业绩承诺奖励与惩罚共存的独特机制，科达股份与所并购的五家标的企业有利益上的牵绊，这种利益上的牵绊既是激励又是约束。当双向业绩承诺到期以后，百孚思、上海同立、华邑众为等企业的经营业绩有可能平稳前进创造更多的利润，也有可能因为各种原因开始下滑，本小节就针对双向业绩承诺到期后科达股份的盈利能力及市场表现等来研究其后续影响。

1. 标的企业盈利能力

由表 4.9 和图 4.11 可以看出，在 2017 年双向业绩承诺期结束后这五家互联网营销企业除去派瑞威行的净利润存在小幅度的上升，其他企业均存在小规模下降，虽然存在宏观因素的影响导致整个行业乃至国家经济不景气，但 2019 年五

家企业出现的年净利润下滑趋势是较为夸张的,这说明在五家标的企业所约定的业绩补偿协议带来的约束与激励的消失的同时各个子公司对自身的经营管理的积极性也开始下降。

表 4.9 科达股份收购标的历年净利润情况 (单位: 万元)

| 标的企业 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------|----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 派瑞威行 | 9,700.65 | 10,927.96 | 12,768.58 | 2,553.93 | 512.37 |
| 百孚思 | 6,118.44 | 6,518.36 | 6,071.72 | 3,244.57 | 1767.87 |
| 上海同立 | 4,558.84 | 4,856.17 | 2,883.37 | -4,608.03 | -2570 |
| 雨林木风 | 4,905.71 | 5,843.47 | 4,685.36 | -3,326.96 | 628.57 |
| 广州华邑 | 4,491.43 | 4,533.86 | 4,364.59 | -1,691.28 | 689.78 |

资料来源: 科达股份相年度财务报告

2017 年业绩承诺到期后只有自身运营管理模式较为先进高效的派瑞威行业绩呈现上涨趋势,其他四家标的企业的业绩水平均呈现下降趋势,上海立同、雨林木风以及广州华邑 2019 年度的净利润更是不容乐观,净利润一度低于历史记录。

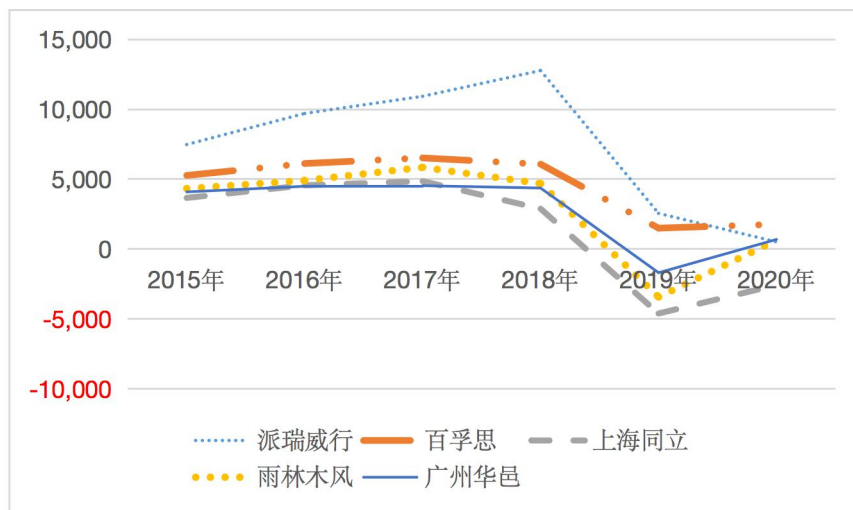


图 4.11 科达股份收购标的历年净利润情况

其中主营业务为汽车行业数字整合营销服务的百孚思,其营业收入从 2018 年的 1.41 亿元增长到 2019 年的 19.5 亿元,增长幅度为 38.44%,但是如表 4.9 与图 4.10 所示,与营业收入表现不同的是百孚思 2018 年的净利润为 6,071.72 万

元，到 2019 年的净利润却降至 3,244.57 万元，同比下降的幅度为 46.56%，造成这种现象是因为百孚思所在的汽车网络营销服务在这两年间竞争压力加大，百孚思为了获取市场份额加大了其广告投入力度，直接致使销售费用的大幅度增加，进而导致总的营业利润下滑。雨林木风主营业务是互联网营销服务，其 2019 年度共计完成营业收入 32,202.85 万元，实现了净利润-3,326.96 万元，与 2018 年相比雨林木风 2019 年下营业收入下降 40.09%，净利润也出现较大幅度的下降，其主要原因是 2019 年雨林木风管理不善致使其下属子公司卓泰天下核心人员离职后停止了相关业务并计提了商誉减值准备，再加原有业务规模下降，而新增的广告代理业务毛利率又较低，这些原因直接导致其净利润开始下滑，显然对于依靠技术支持的互联网营销行业来说，核心技术人才的流失是较为致命的。科达股份对标的企业出现这些问题鞭长莫及，再加上科达股份并购前属于房地产业，此次并购也是第一次通过并购进入互联网营销行业，所以收购了这五家互联网企业 100%的股权后科达股份并没有着急直接插手其具体的业务运营，五家企业各自独立运营，然而正是科达股份作为母公司对其监督与控制不足，导致多家标的企业绩效下滑。综上所述，科达股份对于五家互联网公司的管控迫在眉睫。

2.科达股份盈利情况

本小节选取了科达股份 2017 年到 2020 年的季度托宾 q 值和净资产收益率，来分析科达股份在承诺到期后企业的盈利状况。

托宾 Q 值是反应企业业绩表现、体现企业成长能力、展示企业市场表现状况的一项重要指标。以 1 作为临界点，当 Q 值大于 1 时则表明此时该企业的市价高于其本身的价值，也就是公司的价值被市场高估，市场指标表现也就较好，反之则说明该企业的价值在市场中的反响并不如预期的好。本小节会根据所选取的科达股份的托宾 Q 值的具体变化情况，来分析科达股份结束了双向业绩承诺后会对其后续发展产生的影响。

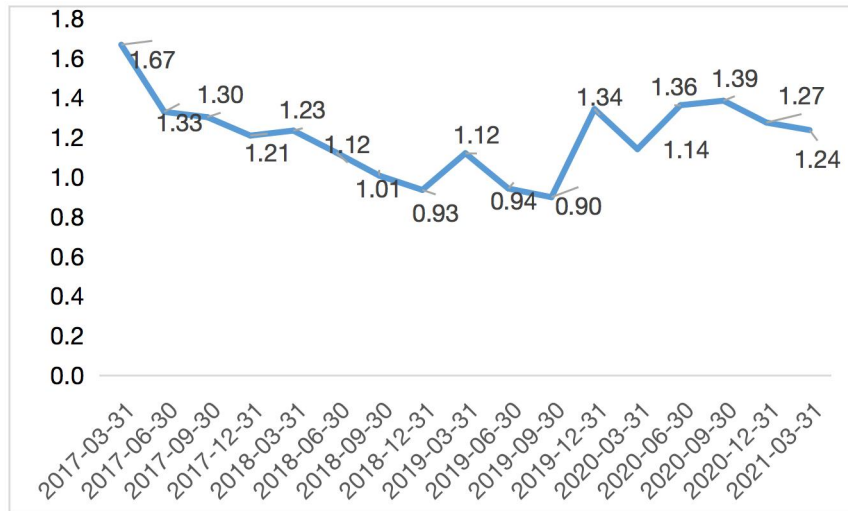


图 4.12 科达股份季度托宾 q 值

由图 4.12 可以很明显的看到，科达股份的季度托宾 q 值在双向业绩承诺到期以后，略微出现下降的趋势，尽管降幅不是很大，但是与还在双向业绩承诺期内的 2017 年的托宾 q 值相比，从 2018 年第 1 季度开始的 1.23 到 2018 年第 4 季度的 0.93，同比下降了 32.26%，因为宏观经济环境的影响 2018 年整个互联网行业都不是很景气。2018 年第 4 季度开始，托宾 q 值略微有小幅度上升紧接着又开始回落，有可能受到 2019 年科达股份大量计提减值准备影响，投资者暂时失去信心。在此之后科达股份托宾 q 值就长期处于 1-1.5 之间，均超过临界点 1，如此看来在市场中科达股份市场表现比较稳定，说明科达股份在经历业绩承诺到期后经历利润下滑、股东减持、计提大额商誉减值等行为，市场对于其转型互联网行业仍然持比较乐观的态度。

净资产收益率 (ROE) 在分析财务绩效时具有较强的综合性，所以通过分析净资产收益率的影响要素可以得出企业各项能力的好坏，一般来说，其数值越高就说明企业效益越好。

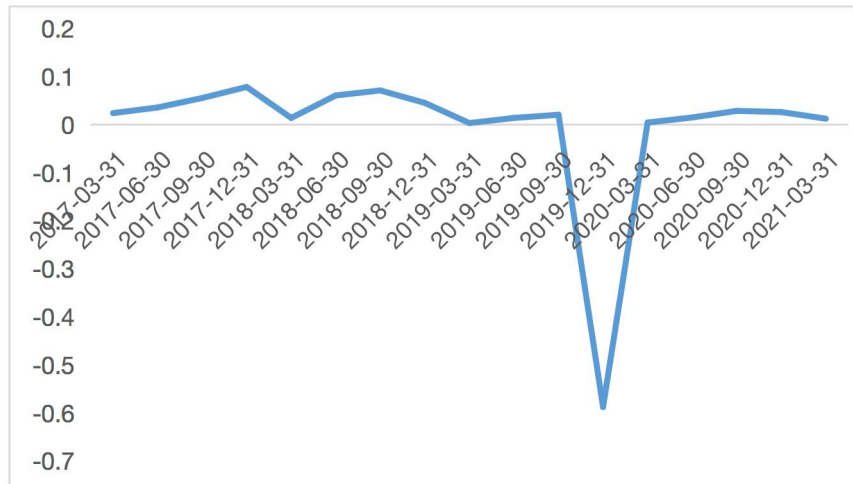


图 4.13 科达股份 ROE 趋势图

由图 4.13 可以看出，科达股份双向业绩承诺到期以后，盈利水平上呈现出下降的趋势，净资产收益率由 2017 年第 4 季度的 7.90% 骤然下跌到 2018 年第 1 季度的 1.45%，说明双向业绩承诺的约束作用和激励效果消失后，五家企业生产经营积极性下降、部分核心技术人才流失导致经营状况也持续下降，但是由于双向业绩承诺到期后，科达股份加深了对子公司的管理与控制，并且不断地投入财力、人力、物力进行资源整合，优化资源分布结构，再加上这五家企业属于互联网行业的新兴企业，具有较强的活力以及利润增长能力，经过经营整合科达股份的盈利能力持续获得提升，净资产收益率也从 2018 年第 1 季度的 1.45% 逐渐上升到 2018 年第 4 季度的 4.58%。虽然由于 2019 年计提商誉减值准备，净资产收益率跌破历史新低，给科达股份造成巨大损失，严重损害了中小股东的利益，但是因为互联网企业有较高的利润增长能力，经过 2020 年一整年的调整缓和，科达股份净资产收益率也逐渐恢复到以前的水平。由此可以看出，科达股份此次收购百孚思、上海同立、华邑众为等企业是具有战略性意义的决策，而此次并购所运用的双向业绩承诺则在并购后的整合中展现其促进双方价值协同的作用。

2. 商誉减值

科达股份 2018 年报显示，2018 年科达股份因为互联网营销行业的营业收入增长，总的营业收入比 2017 年上涨了近 50%，但由于处于整合期，各项资本投入比较多，营业成本在 2018 年也高达 127 亿元，比 2017 年增长了近 54%，增长最为突出的还属资产减值损失，相比 2017 年的 384 万元 2018 年资产减值损失高

达 3 亿元，具体表 4.10 所示。

表 4.10 科达股份 2018 年年度报告主要项目变动情况 (单位: 万元)

| 项目 | 2017 年度 | 2018 年度 | 变动原因 |
|--------|------------|--------------|------------------------|
| 营业收入 | 946,976.80 | 1,420,949.90 | 互联网数字营销业务收入增长、传统业务营收减少 |
| 营业成本 | 829,213.80 | 1,278,358.40 | |
| 资产减值损失 | 384.20 | 30,797.60 | 应收账款增加 |
| 投资收益 | 261.05 | 21,397.00 | 转让青岛置业股权 |
| 销售费用 | 18,834.40 | 27,291.00 | 营业收入大幅增加 |
| 管理费用 | 29,641.30 | 42,616.90 | 营业收入大幅增加、引进人才 |
| 研发费用 | 6,636.78 | 14,930.10 | 技术投入增加 |

资料来源: 科达股份年度财务报告

通过巨潮资讯网查询相关信息得知科达股份业绩承诺结束后的第二年年报里计提了商誉减值准备，这次计提商誉减值准备金额为 2.69 亿元并且年底一并计入科达股份 2018 年度合并报表损益，经过整理具体信息如下表 4.11 所示，科达股份存在如此高的商誉减值，是因为在并购初期标的企业资产估值过高，致使科达股份进行高溢价并购，最后埋下了巨大的商誉减值隐患。

表 4.11 科达股份 2018 年计提商誉减值准备情况 (单位: 万元)

| 标的企业 | 商誉原值 | 本年计提的商誉减值准备 | 本年的商誉净值 |
|------|------------------|----------------|----------------|
| 广州华邑 | 332,678,130.79 | 34,790,065.25 | 297,888,065.54 |
| 上海同立 | 338,055,433.14 | 78,135,406.14 | 259,920,027.00 |
| 雨林木风 | 426,458,006.85 | 147,780,090.53 | 278,677,916.32 |
| 合计 | 1,135,908,827.89 | 269,071,128.73 | 866,837,699.16 |

资料来源: 科达股份年度财务报告

4.3 案例小结

通过分析科达股份与百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家企业并购案例中双向业绩承诺的运用动因及其效果，发现科达股份运用双向业绩承诺跨界并购存在以下问题，第一，双向业绩承诺的签订确实会使科达股份的股票价格提升。这一点符合信号传递理论与信息不对称理论所描述的情形，当科

达股份披露业绩承诺公告时,大部分投资者接收到这一利好信号就会立即买入股票从而推动股票价格上升,最后科达股份从中获得短期收益。不过,这种利好信号的传递效果是存在时效性的,随着时间的推移投资者的投资热情逐渐冷却,股价波动也会逐渐恢复平稳。第二,双向业绩承诺可以在一定程度上平衡并购过程中产生的高溢价。科达股份选择签订双向业绩承诺,使得百孚思、上海同立、华邑众为、雨林木风、派瑞威行五家企业的估值在一定程度上被抬高了,此时进行并购科达股份将会承担较高的并购溢价风险,但同时双向业绩承诺也起到了平衡高并购溢价的作用,其业绩补偿协议和业绩奖励条款的双重机制让科达股份与标的企业利益捆绑、风险共担,最终让科达股份的利益在一定程度得到保障。第三,双向业绩承诺能够激励管理层。双向业绩承诺既包含了奖励机制又包含了惩罚措施,当实现的利润未达到约定目标时,标的企业控股股东需要进行利润补偿,如果实现的利润达到约定目标时,并购方需要对义务补偿人进行业绩奖励。基于此项业绩承诺条款,标的企业的经营情形好与否直接关系到标的企业股东收益的多与少,如果想要自身利益不受损失,标的企业管理层会在并购后的整合时期更加积极主动的参与企业运营管理来提升企业价值。第四,经过分析发现双向业绩承诺到期后就失去了其约束与激励效果。即便存在不可控因素,也不难发现标的企业在双向业绩承诺期满后业绩水平大幅度下滑,再加上科达股份在双向业绩承诺到期后因为高估值高溢价并购在2018-2019年计提了大额商誉减值准备,给投资者造成较为严重的利益损失。同时在子公司管理方面,双方协议核心管理人才在双向业绩承诺期内不得离职,科达股份也因为协议约定并未对标的企业经营进行干涉,所以科达股份对标的企业核心人才的管理比较薄弱,导致上海同立、雨林木风等企业部分核心技术和管理人才出走,这对于十分依靠技术的互联网营销行业来说是相当致命的打击。

5 建议与结论

5.1 完善科达股份双向业绩承诺的建议

通过上一章的案例分析,发现科达股份双向业绩承诺在运用过程中有着单向业绩承诺无法替代的效果,但是也不可避免的存在一些缺陷,本章基于上一章的分析内容提出以下建议。

5.1.1 规范价值评估机制

首先,加强针对高溢价并购的监管力度。高溢价并购多存在于传统企业跨界并购轻资产企业,存在信息不对称现象相较于其他类型的并购更为严重,这导致并购双方不确定性风险大大提升,所以监管部门应该加强对这类并购估值的监管,例如限定最高估值增长率、设定被并购方盈利年限、指定价值评估机构等等。其次,要规范资产价值评估机构的资质。要求资产价值评估机构有丰富的证券业务及金融、法律知识,在进行估值时应该尽量统计较长年限的相关指标,根据企业与行业特质灵活调整现金流和利润水平,以获得较为理性客观的估值结果。最后,并购方应当在并购活动中保持理性决策,在作出并购决策前先确保自己掌握了较为充分的特质信息才能进行并购活动,在后续的并购整合过程中,如果经营业绩发生明显下滑,并购方应当尽量加大整合力度同时减少后续并购。

5.1.2 留住核心人才, 加强标的企业整合力度

互联网企业的经营发展离不开计算机技术的支撑,计算机技术人才和管理人才是它的核心资源,科达股份由于缺乏对子公司的管理控制导致业绩承诺到期后核心人才大量流失,所以留住核心人才是互联网企业经营的重中之重,使用长期股权激励不失为一个有效的办法,它可以让核心人才的利益与企业经营绩效发生捆绑,从而使其主动积极地关注所在企业的经营状况。第一,股权激励作为长期的、促使企业价值最大化的、加强各方利益捆绑的一种激励方式,标的企业的股权激励对象不应只针对企业的高层管理人员,更应该关注企业中的核心技术人员,他们在企业经营发展也承担着重要的角色。第二,股权激励制度的执行与完善更应该着眼于未来的发展,所以激励对象不光要关注老员工,更应该关注公司内具有发展潜力的后起之秀。第三,科达股份应该根据标的企业行业特质、盈利能力、生命周期等因素结合我国各项政策制度选用适合标的企业发展的股权激励

模式。在此基础上，科达股份应当实施自己实际控制股东的权利，对百孚思、上海同立、雨林木风等五家企业进行控制和监督，并且加强运营管理、资源配置等方面的整合力度，快速有效的实现增强协同效应、提高资源利用率、优化资源结构的并购目的，然后针对所并购五家企业的不同，分析这五家企业给科达股份带来的新优势，与竞争对手相比科达股份还存在的差距和不足并且发挥自身长处同时弥补欠缺，寻找到企业内部的潜在经济增长点，最后根据科达股份此次并购后在行业中所处地位发生的变化例如市场占有率的提升，来制定适宜自身发展的整体战略，因为并购前科达股份所在的房地产行业市场份额以接近饱和，行业竞争也十分剧烈，那么并购转型后科达股份应该把自身发展战略的重点放在并购的公司上并逐步进行资源重心的转移。

5.1.3 设置适配的业绩承诺条款

并购方如果想要获得长期稳定、可持续发展的利润增长点，那么在选择标的企业的时候首先应该考虑国家宏观经济调控政策、国家产业结构转型政策以及各项法律法规的变动情况，在制定双向业绩承诺指标、条款等内容时也应该考虑与政策的匹配度，例如设定条款时不能仅仅只考虑利润，应该结合我国的宏观方面的政策如供给侧结构性改革、混改等等。在指标选择方面，也应该结合国家政策进行，例如环保指数、科研成果转化率等。其次针对在这次并购案例中具体的案例条款，第一，按需要延长业绩承诺期限。截至现在，我国存在业绩承诺的并购事件中绝大部分业绩承诺期限为三年，在如此多的并购事件中，并购行业、并购政策环境、并购动因、并购风险必然存在不小的差异，然而业绩承诺期限却均是较为短暂的三年，并且此次并购中运用了双向业绩承诺，双向业绩承诺更值得关注的是其激励作用，而科达股份和所并购的五家互联网企业存在较大的信息不对称，后期并购整合需要时间来慢慢磨合，三年的业绩承诺期限确实难以让双向业绩承诺发挥更大的作用。第二，建立多维度的业绩承诺考核指标。我国并购中的业绩承诺指标选取多为净利润，这些有操作空间的指标给了企业进行盈余管理的机会，并购方通过盈余管理的手段针对业绩承诺期间业绩的经营状况和获利水平的下滑作出遮掩行为，当业绩补偿承诺期结束后，因为失去约束和激励使得经营绩效发生大幅变化，出现高额商誉减值，因此，除去有关利润的硬性指标外，还应根据不同企业、不同行业设置多维度业绩承诺考核指标体系。

5.1.4 防范商誉减值风险

首先,要对标的企业作出充足的信息调查。科达股份此次并购属于行业跨度较大的企业合并,根据这一特性并购过程中标的企业估值必然会高出正常估值水平,因此造成的并购溢价会转变成商誉抵减后期利润。在进行跨行业并购前对标的企业进行详细深入额度市场调查可以让并购方更加清晰的看待市场上的并购标的,雇佣专业的评估机构也可以从一定程度上抑制高溢价的发生。其次,制定不同额度的超额业绩奖励数额,依据双向业绩承诺特有的业绩奖励条款,可以在签订利润补偿协议前对标的企业的运营能力进行评估,依照其不同水平的盈利能力设置不同额度的超额业绩奖励。通过这一措施可以在一定程度上约束和激励被并购方管理层,缓解并购过程中产生的代理成本风险、整合风险以及资产减值的风险。最后,可以将有关资产减值补偿的条款加入双向业绩承诺条款中去,例如标的企业在业绩承诺到期后出现商誉减值情况需按照协议约定的现金或股份形式的对上市公司作出补偿,以此来减小商誉减值对上市公司造成的经济损失。

5.2 研究结论

本文在分析我国房地产行业、互联网行业发展现状后,通过详细剖析案例企业科达股份股权收购特点、并购中双向业绩承诺运用动因、以及其在承诺期间和承诺期结束后的运用效果,提出切实且有效的建议,最后得出下述结论:

1.双向业绩承诺在科达股份并购重组中的运用效果:第一,根据事件研究法发现在科达股份公布利润补偿协议时,双方签订双向业绩承诺的利好信息增加了投资者信心,从而推动其股票价格迅速提升,科达股份也从中获得短期超额收益;第二,在业绩承诺期间,受到双向业绩承诺所具有的奖励与惩罚双机制影响,各个互联网子公司都较好的完成了协议,依据各项指标分析,科达股份并购转型后自身的营业利润稳步上升,发展状况良好;第三,尽管双向业绩承诺起到了一定的平衡风险作用,但是随着到期后其激励效果和约束效果逐渐减弱,百孚思等互联网企业业绩水平开始下滑,再加上科达股份作为房地产行业本就对互联网企业的经营管理缺乏经验,为了避免过度插手目标企业的经营而导致营业水平下降,所以在承诺期间并未插手目标企业的运营管理以及经营整合,最后因为缺乏对子公司的高度控制与管理,科达股份在业绩承诺到期后未能有效挽留从子公司出走的核心技术和管理人才。第四,科达股份并购属于跨界并购,而且标的企业属于

互联网行业，在收购过程中产生了高溢价的情况，这导致业绩承诺到期后计提大量商誉减值准备，与此同时还存在大股东、高管的持续减持股票行为，给上市公司造成了比较大的亏损，同时也损害了中小股东的利益。

2.根据所分析得出的科达股份并购双向业绩承诺运用效果，本文提出了相关的建议：第一，规范价值评估机制；第二，留住核心人才，加强标的企业整合力度；第三，设置适配的业绩承诺条款；第四，防范商誉减值风险。

5.3 不足与展望

本文部分数据来自于个人收集并整理计算，因此数据准确性可能有所欠缺。最初选题时觉得切入点较为新颖，但是在查找文献资料过程中发现相关文献较少，再加上分析双向业绩承诺的经典案例较少，导致本文理论和论文结果分析不够成熟。本文针对科达股份双向业绩承诺的运用效果具体分析，最后得出结论并且提出建议，属于单案例研究。希望未来可以通过双案例以此视角进行对比研究，能够更进一步研究双向业绩承诺的运用效果。

参考文献

- [1] Craig Brain, Andy, Smith. The art of earn-outs[J]. Strategic Finance. 2003, (84):44-47.
- [2] Caselli S, Gatti S, Visconti M. Managing M&A Risk with Collars, Earn-outs, and CVRs [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2006, 18(4):91-104.
- [3] Trigeorgis. Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation[J]. Cambridge and London. 1996(1):21-36.
- [4] Brian JM Quinn. Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earn outs in Corporate Acquisitions[J]. Ssrn Electronic Journal, 2013 (1):127-172.
- [5] Deepak Khazanchi, Stacie Petter. Guest editor's introduction — special issue on it project management: managing risk, adoption of portfolio management, and agile teams[J]. International Journal of Information Technology & Decision Making, 2013, 12(6):112-120.
- [6] Olante M E. Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses — Evidence from the US[J]. Advances in Accounting Incorporating Advances in International Accounting, 2013, 29(2):243—254.
- [7] Brain Cadman, Richard Carrizosa. Economic determinants and information environment effects of earn outs: New insights from SFAS 141[J]. Journal of accounting research. 2014 (1):37-74.
- [8] Barbopoulos Leonidas, John Wilson. The Valuation Effects of Earn-outs in Mergers and Acquisitions of US Financial Institutions [M]. 2016, 47(2):110-122.
- [9] 刘子亚, 张建平, 裘丽. 对赌协议在创业板的实践结果[J]. 技术经济与管理研究, 2015(1):98-102.
- [10] 李楠. “业绩补偿协议”在企业并购中的风险研究[D]. 杭州: 浙江工商大学, 2017.
- [11] 赵国庆. 资产注入业绩不达标触发补偿的会计与税务处理探讨[J]. 财务与会计, 2012(01):48-50.
- [12] 邓平. 上市公司定向增发中业绩承诺方案的选择[J]. 财务与会计, 2018(18):31-33.
- [13] 李有星, 冯泽良. 对赌协议的中国制度环境思考[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2014, 44(01):159-167.
- [14] 张翀. 对赌: 融资博弈的双刃剑[J]. 财会学习, 2013(09):10-12.

- [15]潘爱玲,邱金龙,杨洋.业绩补偿承诺对标的企业的激励效应研究——来自中小板和创业板上市公司的实证检验[J].会计研究,2017(3):46-52.
- [16]吴微.双向业绩承诺在并购重组中的激励效应研究[J].中外企业家,2020(09):116.
- [17]原红旗,高翀,施海娜.企业并购中的业绩承诺和商誉减值[J].会计研究,2021(04):60-77.
- [18]沈红波,陈恩,余思娴.业绩承诺到期、机构投资者行为与上市公司监管[J].金融监管研究,2020(10):34-51.
- [19]吴延坤,唐勇.业绩承诺机制在 IPO 审核中的应用分析[J].中国证券期货,2011(12):116-119.
- [20]庞晓丽,米艳弟,李卉,郑冬霞.上市公司企业并购中的业绩承诺[J].品牌,2015(11):181.
- [21]罗青军.对赌协议:内涵、风险收益及其决策模式[J].浙江金融,2009(06):37-38.
- [22]刘燕,楼建波.资管计划与企业并购[J].清华金融评论,2016(S1):215-235.
- [23]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(01):136-142+156.
- [24]尹美群,吴博.业绩补偿承诺对信息不对称的缓解效应——来自中小板与创业板的经验研究[J].中央财经大学学报,2019(10):53-67.
- [25]饶茜,侯席培.并购重组业绩承诺与上市公司经营业绩——基于业绩承诺到期视角的分析[J].商业研究,2017(4):89-96.
- [26]李双燕,王彤.基于不完全契约的并购对赌协议激励模型与案例[J].系统管理学报,2018,27(06):1036-1043.
- [27]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(3):3-13.
- [28]饶艳超,段良晓,朱秀丽.并购业绩承诺方式的激励效应研究[J].外国经济与管理,2018(07):73-83+98.
- [29]李玉辰,费一文.对赌协议的信号与反信号均衡[J].统计与决策,2013(14):50-55.
- [30]程晓.定增式并购中的业绩承诺与盈余管理案例研究——基于博盈投资并购武汉梧桐的案例[D].杭州:浙江工商大学,2018.
- [31]许年行,张华,吴世农.附加承诺具有信号传递效应吗?[J].管理世界,2008(3):142-151.

- [32]胡刚.国有企业并购上市公司业绩承诺指标设置研究——基于2019年并购案例的分析[J].中国中小企业,2021(10):86-87.
- [33]李旒,文晓云,郑国坚,胡志勇.并购交易中的信息传递机制研究——基于业绩承诺的视角[J].南方经济,2019(06):29-47.
- [34]周菊,陈欣.并购业绩补偿承诺选择的动因研究——基于信息不对称的解释[J].投资研究,2020(01):51-59.
- [35]翟进步,李嘉辉,顾桢.并购重组业绩承诺推高资产估值了吗[J].会计研究,2019(06):35-42.
- [36]荣麟,朱启贵.业绩补偿承诺对收购方短期股价绩效影响的实证检验[J].统计与决策,2018(13):163-167.
- [37]曾春华,章翔,胡国柳.高溢价并购与股价崩盘风险:代理冲突抑或过度自信?[J].商业研究,2017(06):124-130.
- [38]窦超,翟进步.业绩承诺背后的财富转移效应研究[J].金融研究,2020(12):189-206.
- [39]关静怡,刘娥平.业绩承诺增长率、并购溢价与股价崩盘风险[J].证券市场导报,2019(02):35-44.
- [40]方重,程杨,肖媛.并购重组业绩承诺的现况与监管[J].清华金融评论,2016(10):73-79.
- [41]潘妙丽,张玮婷.上市公司并购重组资产评估相关问题研究[J].证券市场导报,2017(09):12-18.
- [42]孟荣芳.上市公司并购重组商誉减值风险探析[J].会计之友,2017(02):86-89.
- [43]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.
- [44]徐经长,张东旭,刘欢欢.并购商誉信息会影响债务资本成本吗?[J].中央财经大学学报,2017(03):109-118.
- [45]张冀.深市重大资产重组业绩承诺及商誉情况分析[J].证券市场导报,2017(11):28-32+40.
- [46]刘涛.企业对赌协议中的涉税风险分析——以上海柴油机公司为例[J].会计之友,2019(14):80-85.
- [47]刘浩,杨尔稼,麻樟城.业绩承诺与上市公司盈余管理——以股权分置改革中的

管制为例[J].财经研究,2011(10): 58-69.

[48]王萍,沙珍珍,石校顺,蔡永峰.上市公司控股股东掏空性并购影响因素研究[J].财会通讯,2013(03):44-46.

[49]刘向强,孙健,袁蓉丽.并购业绩补偿承诺与审计收费[J].会计研究,2018(12):70-76.

[50]唐兵,田留文,曹锦周.企业并购如何创造价值——基于东航和上航并购重组案例研究[J].管理世界,2012(11):1-8+44.

[51]张国珍,潘爱玲,邱金龙.期望理论解构下的并购业绩承诺与标的方盈余管理[J].商业研究,2019(9):121-131.

[52]王军辉,贾进,张晓婉.并购重组“双高”高温不退评估机构做优做强提供优质服务[J].中国资产评估,2016(10):39-44.

后 记

三年的研究生生活马上就要结束了，感谢各位老师们在这几年的学习生活中对我耐心的引导，给我留下了深刻的记忆。

虽然并不圆满，但也让我感到松了一口气，从本篇文章的确定方向、选定题目、起笔提纲，再到初稿形成，逻辑缺乏、语言表达等问题让我的情绪始终处于焦虑中，也我一次次感到自己的能力不如别人，在此也特别感谢老师对我的指导，尽管她工作十分繁忙，但还是不厌其烦的帮我修改我的逻辑框架，甚至具体到每一章节、每一句话、每一个字，包括文章中出现概念错误、用词不当、语句表达有误等问题，并且传授我有关论文写作的相关技巧，同时还不时的鼓励我增加我对自己的信心，在她的帮助下，我解决了很多问题，最后完成了我的论文，她就是这样一位相处起来亲切，但是在传授知识时又很严格细致且耐心的老师。

当然，本篇论文能够完成，还要感谢我们学院的全部老师，他们在课堂上的细致耐心的为我们解答课程学习时遇到的难题在日常生活中也经常关心问候，让我有了一个充实快乐的研究生生活，他们在学术上的态度也是我们做学问的好榜样。

回想起这些日子，我知道只有脚踏实地，静下心来做事，才会有收获，所以我始终会记得学校对我的培养以及老师对我的指导，博学慎思，明辨笃行，只有这样才能走得更远。