

分类号 F23/728
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 企业并购重组中的业绩承诺运用及效果研究
——以南京新百为例

研究生姓名: 何思锐

指导教师姓名、职称: 高天宏 教授 徐敬瑜 高级经济师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈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： 何恩锐 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 高天亮 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张明 签字日期： 2022.6.6

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，同意（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内容。

学位论文作者签名： 何恩锐 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 高天亮 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张明 签字日期： 2022.6.6

Research on the application and effect of performance commitment in enterprise M & A—Taking Nanjing Xinbai as an example

Candidate: He Sirui

Supervisor: Gao Tianhong Xu Jingyu

摘 要

业绩承诺制度始于 2005 年我国启动的股权分置改革，但近年来市场上频繁爆出的业绩承诺未兑现案例似乎显示出该制度在逐渐背离其保护收购方及中小股东利益的初衷，因此，重新认识业绩承诺制度在并购重组全流程中的运用情况及其实施效果，对推动该制度在企业并购重组中发挥积极作用具有重要意义。

本文通过梳理业绩承诺现有研究成果，选取南京新百[600682.SH]为案例公司，采用案例研究法分析南京新百在并购世鼎香港中如何运用业绩承诺以及业绩承诺实施效果。整个论证分为三部分，第一部分在论述近十年我国 A 股市场并购重组概况的同时向读者介绍此次重组的主要情况；第二部分在描述近十年我国 A 股市场业绩承诺应用现状指出现存问题的同时介绍案例公司签署业绩承诺的整个过程以及业绩承诺完成情况，并结合案例探讨业绩承诺运用动因；第三部分用事件研究法检验股票市场对于南京新百宣告业绩承诺相关事件的市场反应，同时以承诺期为界用传统的财务指标法和剔除财务维度的平衡记分卡分别分析实施业绩承诺前后的财务绩效和非财务绩效，以此检验注入南京新百的资产是否优质以及业绩承诺是否促进南京新百绩效提升。通过上述论证过程本文得出以下研究结论：短期来看签署业绩承诺可以刺激股价并在承诺期内对标的公司管理层起到一定激励作用，进而改善上市公司业绩，但长期来看，随着投资者投资决策的更加理性以及承诺年份的到期，股票价格最终回归稳定，上市公司的经营业绩也因受到内外部环境的多重影响而变得无法预期，业绩承诺制度无法全面保障收购方和中小股东利益。最后基于本案例得出的结论，分别针对实施并购的企业、投资者和监管部门提出对应的建议。

本文的创新点在于：（1）研究内容不局限于单一的动因或效果，包含业绩承诺运用过程、动因以及实施效果三部分；（2）有关业绩承诺实施效果的评价角度多元，从市场反应、财务绩效以及非财务绩效三个视角切入，分层分析逐步探讨进而得出结论。

关键词： 并购重组 业绩承诺 南京新百 实施效果

Abstract

The performance commitment system began with the split share structure reform launched in China in 2005. However, the frequent cases of unfulfilled performance commitments in the market in recent years seem to show that the system is gradually deviating from its original intention to protect the interests of acquirers and minority shareholders. Therefore, reinterpret the application and implementation effect of the performance commitment system in the whole process of M&A, It is of great importance to boost the performance commitment mechanism to play a positive role in enterprise M&A.

This paper combs the existing research results of performance commitment, selects Nanjing Xinbai [600682. SH] as a case company, and uses the case study method to analyze how Nanjing Xinbai uses performance commitment and the implementation effect of performance commitment in the merger and acquisition of shiding Hong Kong. The whole discussion is divided into three parts. The first part introduces the main situation of the reorganization while discussing the general situation of M&A in China's A-share market in current ten years; The second section describes the recent situation of the application of performance commitment in China's A-share market in recent ten years, points out the

existing problems, introduces the whole process of signing performance commitment and the completion of performance commitment, and discusses the positivity of the application of performance commitment associated with the case; In the third section, the event study method is used to test the market response of the stock market to the events related to Nanjing Xinbai's announcement of performance commitment. At the same time, taking the commitment period as the boundary, the traditional financial quota means and the Balanced Scorecard excluding the financial aspects are used to examine the financial performance and non-financial performance before and after the implementation of performance commitment, To test whether the assets injected into Nanjing Xinbai are of high quality and whether the performance commitment promotes the performance improvement of Nanjing Xinbai. Through the above demonstration process, this paper draws the following research conclusions: in the short term, signing the performance commitment can stimulate the stock price and play a certain incentive role for the management of the target company during the commitment period, so as to improve the performance of listed companies, but in the long term, with the more rational investment decisions of investors and the expiration of the commitment year, the stock price finally returns to stability, The operating performance of listed companies has also become unpredictable due to the multiple effects of internal and external environment, and the

performance commitment system can not fully protect the interests of acquirers and minority shareholders. Finally, based on the fruit of this case, this paper puts forward relevant proposals for the enterprises, investors and regulatory authorities implementing M&A.

The innovations of this paper are: (1)the research main part is not limited to a single motivation or result, including three parts: the application process, motivation and implementation effect of performance commitment; (2)The evaluation of the implementation effect of performance commitment is diversified from three perspectives: market response, financial performance and non-financial performance. Hierarchical analysis is gradually discussed and conclusions are drawn.

Keywords: Merger and acquisitions; Performance commitment; Nanjing Xinbai; Implementation effect

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2.1 研究背景	1
1.2.1 研究意义	1
1.2 文献综述	2
1.2.1 业绩承诺动因研究	3
1.2.2 业绩承诺风险研究	3
1.2.3 业绩承诺效果研究	4
1.2.4 业绩承诺补偿研究	5
1.2.5 文献述评	6
1.3 研究内容和框架	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究框架	8
1.4 研究方法和创新	9
1.4.1 研究方法	9
1.4.2 可能的研究创新	9
2 概念界定与理论基础	11
2.1 概念界定	11
2.1.1 估值调整机制概念	11
2.1.2 业绩承诺概念	11
2.1.3 业绩承诺内容	12
2.2 理论基础	13
2.2.1 信息不对称理论	13
2.2.2 信号传递理论	13
2.2.3 期权理论	14

2.2.4 激励理论.....	14
3 南京新百并购重组案例概况.....	16
3.1 案例背景.....	16
3.1.1 我国 A 股市场并购重组概况.....	16
3.1.2 我国 A 股市场海外并购重组概况.....	18
3.2 案例相关主体.....	19
3.2.1 买方：南京新百.....	19
3.2.2 卖方（承诺方）：三胞集团.....	20
3.2.3 标的公司：世鼎香港.....	20
3.3 案例情况介绍.....	22
3.3.1 并购背景和目的.....	22
3.3.2 并购交易进程.....	23
4 南京新百业绩承诺运用情况分析.....	26
4.1 业绩承诺应用现状.....	27
4.1.1 业绩承诺应用概览.....	27
4.1.2 业绩承诺不达标率.....	28
4.1 业绩承诺运用过程.....	28
4.1.1 业绩承诺补偿方案.....	29
4.1.2 业绩承诺运用风险.....	31
4.1.3 业绩承诺完成情况.....	31
4.2 业绩承诺运用动因.....	33
4.2.1 降低信息不对称，保障中小投资者利益.....	33
4.2.2 合理进行资产定价，促进并购交易完成.....	34
4.2.3 激励被并方管理层，改善上市公司业绩.....	36
5. 南京新百业绩承诺实施效果分析.....	36
5.1 业绩承诺市场反应分析.....	36
5.1.1 业绩承诺长期市场反应分析.....	36
5.1.2 业绩承诺短期市场反应分析.....	39

5.2 业绩承诺财务绩效与非财务绩效分析	43
5.2.1 业绩承诺财务绩效分析.....	43
5.2.2 业绩承诺非财务绩效分析.....	49
5.3 提升业绩承诺运用效果建议	53
5.3.1 合理选择标的资产.....	53
5.3.2 滚动设计承诺条款.....	54
5.3.3 强化并购后期整合.....	55
6. 研究结论与启示.....	56
6.1 案例结论	56
6.2 研究启示	57
6.2.1 企业层面.....	57
6.2.2 投资者层面.....	58
6.2.3 监管部门层面.....	58
6.3 本文的局限性	59
参考文献	60
附录.....	65
后记.....	66

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

并购重组是证券市场永恒的话题，欧洲工业文明的发展促进了万千企业的诞生，随即引发了数次并购浪潮，改革开放也使得中国企业在市场经济的浪淘下不断地进行改革创新，且随着中国国际影响力的不断提升，海外并购事件也频频发生，而业绩承诺制度作为调整估值的一项重要手段，其在并购重组中所起到的作用理应得到各界关注。

业绩承诺又称为承诺利润补偿、盈利预测对赌等，起源于国外的估值调整机制，被国人戏化为“对赌协议”，但与国外交易双方市场化约定的估值条款不同，我国的业绩承诺制度是监管部门强制要求的一项法规措施，其之所以可以在我国的经济体制中得到运用，最主要的原因之一是改革开放后市场经济的发展需要更加活跃的资本市场制度，而基于我国的特殊国情，经济转型也需要一个循序渐进的过程，业绩承诺制度始于 2005 年我国启动的股权分置改革，但近年来市场上频繁爆出的业绩承诺未兑现案例似乎显示出业绩承诺制度在逐渐背离其保护收购方及中小股东利益的初衷，因此，为了重新诠释业绩承诺制度在并购重组全流程中的运用情况及其实施效果，在弥补现有研究的不足上为实务界提供更好的理论支持，本文选取南京新百[600682.SH]为案例公司，运用案例研究法对其在并购世鼎香港时签署的三年期业绩承诺进行研究。

案例公司南京新街口百货商店股份有限公司始建于 1952 年，于 1993 年在上交所主板上市，是“中华老字号”企业。2017 年底，南京新百采用归核化并购思想，购买世鼎香港 100% 股权，巩固了其在医疗养老领域的资源储备和竞争优势，响应了国家“健康中国 2030”战略。南京新百此次并购与交易对方签订的业绩承诺期分别是 2018 年、2019 年以及 2020 年，截至目前已经到期。因此，本文选择南京新百这一典型的采用归核化并购思想的老牌企业，分析南京新百在此次并购中运用业绩承诺制度的动机和具体的运用过程，探究业绩承诺制度在南京

新百此次并购实践中的效用和存在的不足。

1.1.2 研究意义

1.理论意义

有关业绩承诺的研究国内国外存在较大差异，国外研究集中于估值调整机制方面，较少将其落实在并购重组交易中；国内研究始于 2005 年的股权分置改革，近几年逐渐丰富起来。通过查阅知网文献可知近三年有关业绩承诺的研究文献大幅增加，可见有关业绩承诺的研究目前是一热点话题，这背后的主要原因在于 2015 年的大牛市驱动了新一股并购热潮，但业绩承诺的频繁运用也滋生了承诺期内的盈余管理、承诺未兑现任意更改补偿方案以及为完成承诺向大股东进行利益输送等一系列问题。业绩承诺未能圆满完成导致的负面效应表明其在我国并购重组市场中的实际运用仍旧存在许多不足之处，因此期望通过此次案例研究丰富现有文献资料，拓宽理论研究思路的同时敦促我国业绩承诺制度的不断完善。

2.现实意义

对并购方南京新百而言，本案例研究在全面复盘其运用业绩承诺的整个过程的同时检验了其实施效果，并为管理层的并购整合及企业日后发展提供相关建议，也为其他作为并购方的上市公司运用业绩承诺提供案例参考，使其更好地运用业绩承诺，发挥其应有的效果。

对投资者而言，本案例研究有助于投资者全面了解业绩承诺的整个过程及其在并购重组全流程中起到作用，并不局限于生涩的法律法规，鲜活的案例有助于投资者深刻理解业绩承诺的实质，进而进行理性投资，避免不必要的损失。

对相关监管部门而言，本案例研究以业绩承诺的动因为起点，从交易的整个过程再到承诺到期后的实施效果，均为执法部门完善业绩承诺制度提供了新的视角，这对维护整个证券市场公平交易，推动业绩承诺在企业并购重组中发挥积极作用，树立正确的并购观具有重要意义。

1.2 文献综述

鉴于业绩承诺制度是有关部门考虑到我国的现实情况，在国外股权投资中经常采用的估值调整协议的基础上派生出的一项适用于本土企业发展的创新应用，

且海外企业对估值调整机制的运用情景与我国业绩承诺制度的政策规定并不相同，所以国外资本市场并没有业绩承诺这项制度，因此本部分主要借鉴国内已有的业绩承诺研究成果，少量参考有关估值调整机制的研究成果。

1.2.1 业绩承诺动因研究

目前有关业绩承诺动因的研究结论主要集中在对标的方管理层的激励作用、提升并购协同效应以及降低交易双方的信息不对称等，体现的是签订业绩承诺前交易双方的博弈过程。吴超鹏和郑方镛等（2006）选取 330 家实施股权分置改革的公司为研究样本，研究发现承诺事项和股权激励可以减轻股改对价的支付压力；项海容和李建军等（2009）认为对赌协议所起到的激励作用的大小主要与对赌目标设定有关；吕长江（2014）研究发现并购重组中的业绩承诺制度可以显著提高并购完成后交易双方的协同效应，通过信号传递理论向市场传递出标的资产良好获利能力的同时更好地促进并购交易；周菊（2020）的研究发现交易双方的信息不对称会促使其签订业绩承诺；Lin Lin（2020）对中国风险资本市场中的契约创新进行研究，其认为估值调整机制这种独特的合同设计尽管在中国的风投界普遍存在，但仍可通过法律改革更好地解决缺乏对投资者保护的问题。黄虹和仲致鸣（2020）研究发现，对赌协议对并购协同效应有一定促进作用，也可以提高真实并购溢价，且这种提升效果在后者身上更为显著；徐莉萍和关月琴等（2021）研究发现业绩承诺对提升股票价格具有正向效应并可以支撑并购溢价，进一步起到市值管理的作用。

1.2.2 业绩承诺风险研究

有关业绩承诺的风险研究，现有文献大多从并购双方、第三方中介机构以及中小投资者等多种角度入手分析业绩承诺在整个运用过程中存在的风险，大多数学者主要关注业绩不达标风险，也有少量学者将关注点放在业绩承诺所引发的审计风险之上，还可以签约成功为时间线，将业绩承诺风险划分为签约前风险和签约后风险。罗青军（2009）他认为可以将对赌协议的风险收益划分为签约对赌协议前和签约对赌协议后两个阶段；黄岩和宋常（2020）以研究业绩承诺实现概率为目标，以 2008-2018 年我国上市公司中完成并购交易并签订业

绩承诺的 1021 起事件作为研究样本，结果发现业绩承诺协议显著偏向被并方，且随着偏向幅度的增大，并购绩效反而逐渐降低，业绩承诺的实现概率也逐渐降低，表明业绩承诺能否完成与业绩承诺协议的签订细节相关且存在不同程度的风险；XiaoGang Bi（2021）认为中国 VAMS 的“双向支付”设计可以减少交易不确定性，业绩不佳的公司还可以利用 VAM 合约来提振短期业绩；王仲兵和张月（2021）等研究发现业绩补偿承诺会加大审计风险进而影响审计投入，新的审计投入主要是增加了额外的审计时间和具有丰富审计经验的人数，这种审计投入的增加也带来了新的审计风险；李辛陶，钱丽（2021）采用 PSM 法和 Logistic 回归法对 2010 年至 2019 年的 1473 份 VAM 协议样本进行统计检验，研究发现收购者的企业社会责任对目标的承诺绩效至关重要，在所有的企业社会责任维度中，股东责任对结果的影响最为显著，且过度的承诺绩效将降低 VAM 协议完成的可能性。

1.2.3 业绩承诺效果研究

有关业绩承诺的效果研究，学者们得出的结论可大体归为两类：正向作用和反向作用。

已有的研究表明，业绩承诺正向作用的主要表现是提升并购方的并购绩效，也是对签订业绩承诺动因的现实检验。杨志强和曹鑫宇等（2017）认为签订业绩补偿有助于促进混改的协同效应，尤其是在非关联交易中，其对并购溢价的提升效果更剧烈；潘爱玲和邱金龙等（2017）的实证研究结果表明，业绩承诺的签订确实能小范围改善公司业绩，且当预期业绩无法实现需要进行补偿时，股权赔付方式的激励效果更加显著；杨超和谢志华等（2018）基于信息不对称理论研究发现，并购绩效与业绩承诺存在正相关关系，但若标的方原股东中含有 PE/VC 机构，提升效果则较为微小；荣麟（2018）研究发现我国 A 股并购交易中的业绩承诺对于收购方股价绩效的提升效果主要表现在短期内，且这种提升效果在信息不对称的非关联交易中更为显著；高翀（2021）通过研究业绩承诺兑现情况与审计意见之间的关系，得出结论：业绩承诺未达标的公司更可能被出具非标准的审计意见，且具备独立性的 CPA 对违规的业绩承诺不会调整其审计意见类型。

但也有学者研究认为，我国的业绩承诺制度在提供上述积极作用的同时，也引发了盈余管理、内幕交易以及利益输送等一系列问题。刘浩等学者

（2011）认为业绩承诺会滋生公司的盈余管理动机，且在预期业绩承诺无法兑现时，民企较国企的盈余管理行为愈发严重；王萍（2013）的实证结果发现，签署业绩承诺协议的公司在对应的承诺期内确实存在异常的成本费用，表明做出业绩承诺确实会引发管理层为满足预期利润和自身利益的盈余管理行为；刘向强和孙健等（2018）认为上市公司审计收费的高低与其在审计年度是否存在业绩补偿承诺存在正向关系，影响路径主要是业绩承诺会触发管理层盈余管理行为，被调整后的会计损益信息会加大审计难度，进而提高审计收费；宋常和王嘉（2020）通过实证研究发现，上市公司在业绩补偿承诺期间的股价同步性较以往明显偏低，且这种同步性降低随着信息不对称程度的增长将更为显著；刘建勇（2021）认为过高的业绩承诺会造成更大的股价崩盘风险，即股价崩盘风险与业绩承诺水平正相关，此外，当标的公司的支付手段和并购过程更加复杂时，二者之间的关系更为显著。

1.2.4 业绩承诺补偿研究

业绩承诺中的补偿条款也是学者们的研究焦点，目前关于业绩承诺补偿的研究大多聚焦于业绩补偿方式及其会计处理上，且多数研究都结合了对应的实务案例进行分析，具有一定参考价值。汪月祥（2014）认为上市公司应该根据交易性质将业绩承诺补偿划分为权益性交易和损益性交易分别计入损益类和所有者权益类科目进行不同的账务处理，对于两种性质均存在的业绩承诺，其相应的账务处理还应按性质划分对号入座；孙玥璠和梁田等（2018）分别探讨了直接并购和间接并购下业绩补偿的会计处理，丰富了我国有关业绩承诺补偿的理论依据；窦炜和Sun Hua（2019）的实证研究结果表明，股份补偿可以向市场传递出其业绩承诺更为可靠的信号，且选择股份作为补偿方式的上市公司也更愿意通过股份支付并购对价；卜穆峰（2021）的实证结果表明，业绩补偿承诺影响企业短期经营绩效，二者之间呈正相关关系，但与长期经营绩效为负相关关系，且采用股权补偿方式比现金补偿方式的促进作用更显著。

1.2.5 文献述评

根据知网的相关数据显示,有关业绩承诺的文献近年来显著增加,且多数落脚在实施业绩承诺的动因、签订业绩承诺的风险、业绩承诺到期后的效果、业绩承诺未兑现的补偿方式及会计处理等方面,规范研究和实证研究所揭示的问题各有千秋。总的来说,业绩承诺在并购重组的全流程中均起到一定作用,国内学者也对其进行了必要探讨。并购方为获得并购后的协同效应以及提高上市公司绩效会与交易对方签订业绩承诺,而在业绩承诺期内若标的企业由于各种内外部因素预期无法实现业绩目标时,管理层可能会利用弹性化的会计规则对某期经营成果进行“洗大澡”,甚至存在修改业绩补偿方案的行为;若业绩真未达标,业绩承诺中的补偿条款能在一定程度上保障相关者的利益,且现行的补偿方式主要有股份补偿、现金补偿以及股份+现金补偿这三类,但多数研究结果表明股份补偿更能增强投资者信息;此外,业绩承诺到期后并购方的财务绩效是否提升以及除了业绩承诺之外的并购后期整合,也是当下的研究热点。

综上,在梳理有关业绩承诺的相关文献后,本文将以南京新百为研究对象,分析企业并购重组中作为并购方的上市公司运用业绩承诺的过程及其完成业绩承诺后的效果,希望能对作为并购方的上市公司提供参考,使其更好地运用业绩承诺,发挥其应有的效果。

1.3 研究内容和框架

1.3.1 研究内容

本文聚焦于并购重组市场的核心话题“业绩承诺”,通过研读业绩承诺相关理论和文献向读者梳理业绩承诺的已有成果,并对业绩承诺相关概念和主要内容进行界定和剖析,选取南京新百[600682.SH]为案例公司,采用案例研究法分析南京新百在并购世鼎香港中如何运用业绩承诺以及此次业绩承诺实施效果。

整个论述分为三个部分,第一部分在论述近十年我国A股市场并购重组概况和我国A股并购重组业绩承诺运用现状之余向读者介绍此次重组的主要情况;第二部分论述签署业绩承诺的整个过程以及业绩承诺完成情况,并结合案例论述此

次业绩承诺运用动因；第三部分在用事件研究法检验股票市场对南京新百宣告业绩承诺相关事件的市场反应之余，以承诺期为界用传统的财务指标法和剔除财务维度的平衡记分卡分别分析实施业绩承诺前后的财务绩效和非财务绩效，以此检验注入南京新百的资产是否优质以及业绩承诺是否促进南京新百绩效提升。期望通过上述论证过程对此次并购中业绩承诺的实施效果进行分析并从此案例中总结出结论与启示，寻找同类案例中存在的普适性规律。

全文可细化为以下六个部分：

第一部分：绪论，简述研究背景及意义的同时，考虑实务工作中运用业绩承诺的整个流程将相关的现有文献分为动因、风险、效果和补偿四个方面并对其进行述评，随后搭建整个研究内容和框架，最后介绍本文所采用的研究方法和可能的研究创新。

第二部分：概念界定和理论基础，该部分先界定业绩承诺相关概念，随后探讨与本文主题深度相关的四个理论以供读者思考。

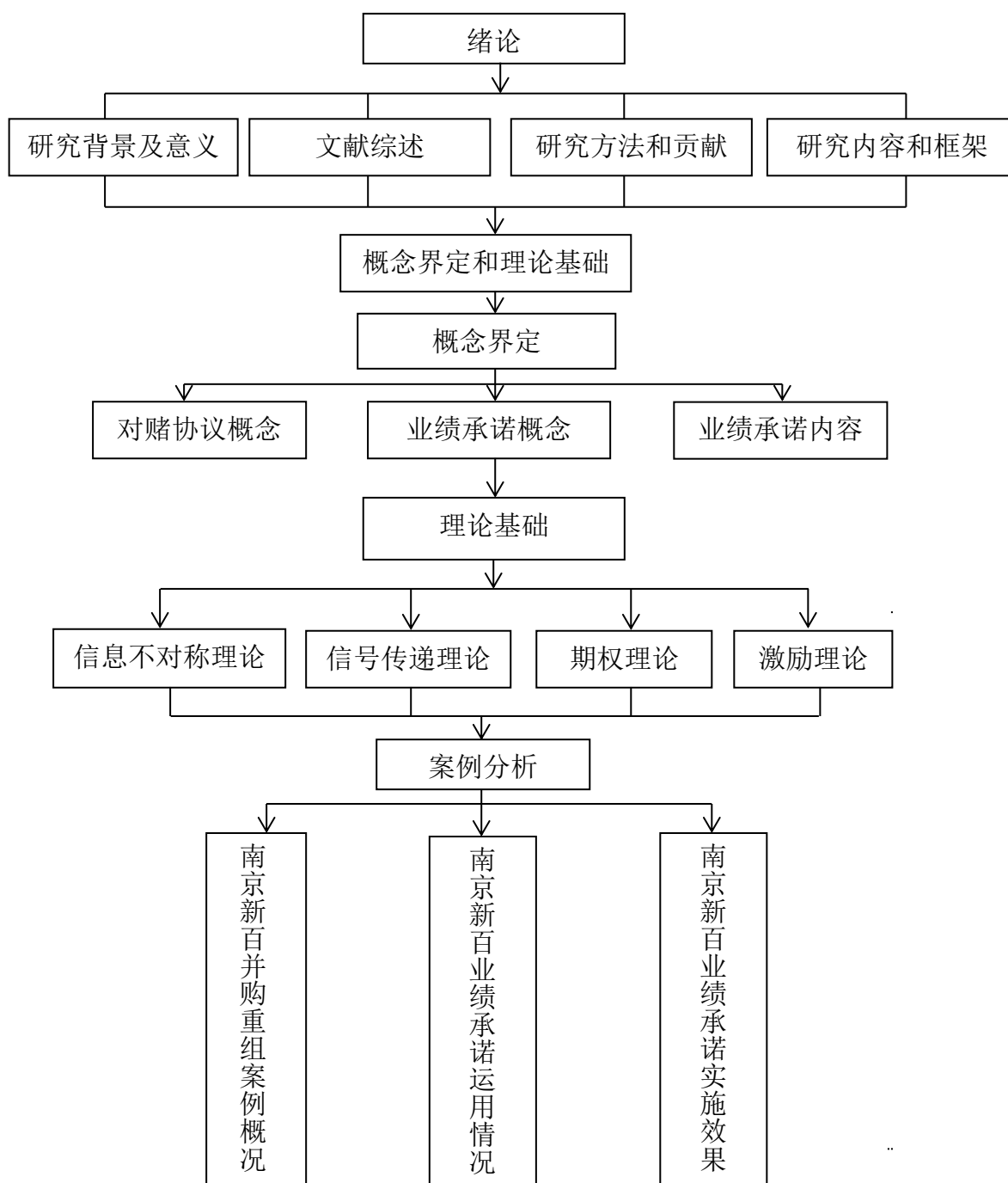
第三部分：南京新百并购重组案例概况，该部分主要划分为三个层次，第一层次为该案例研究奠定一个宏观基调，介绍我国 A 股并购重组市场的整体情况；第二层次对并购重组相关方进行简介，涉及买方、卖方以及标的方；第三层次简述此次并购重组的情况。设置该部分的主要原因是此次业绩承诺安排是嵌套在并购重组之中的，因此对并购重组相关方以及此次并购重组情况进行简要介绍有助于读者更好地理解业绩承诺在并购交易中的实质性作用。

第四部分：南京新百业绩承诺运用情况分析，该部分在描述近十年我国 A 股市场业绩承诺应用现状的同时从业绩承诺运用过程和业绩承诺运用动因两个视角切入，详细梳理此次并购中业绩承诺的运用情况，为后文结论的形成提供一个良好的铺垫。

第五部分：南京新百业绩承诺实施效果分析，该部分首先用事件研究法中的 BHAR 法和 CAR 法检验南京新百涉及整个承诺期的长期市场表现和每期业绩承诺相关公告发布前后的短期宣告效应，其次对南京新百整个业绩承诺期前后的财务绩效和非财务绩效进行分析，最后针对日后的同类并购项目如何提升业绩承诺运用效果对南京新百提出可能有用的建议。

第六部分：研究结论与启示，该部分总结全文并指出文章的局限性。

1.3.2 研究框架



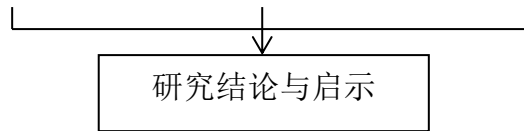


图 1.1 研究框架图

Figure 1.1 research framework

1.4 研究方法和创新

1.4.1 研究方法

本文运用了以下三种研究方法：

1.文献研究法。该研究方法是本文在行文中选取的重要方法之一，也是一种经典的科学研究方法，主要指在收集和整理文献的基础上，通过对作者观点的深刻解读建立对事实的科学认知并形成自己的见解的一种传统方法。本文通过梳理国内外已有的研究成果，提取并整理重要观点，从而在整体上对现行的业绩承诺制度形成理论认知，为后文的撰写奠定良好的理论基础。

2.案例研究法。该研究方法是用来探究单一事件纵向动态演变规律的研究方法，从研究案例中提炼共性规律，并通过一系列论证过程来说明其是否能成为社会科学可以采纳的理论成果，进而构建案例研究理论模型。本文在阅读南京新百公开披露的各项资料的基础上，站在并购方南京新百视角，对其在并购中运用业绩承诺的过程进行具体的分析，并进一步探究其实施业绩承诺的效果。

3.事件研究法。该研究方法是探讨上市公司在公告某一重大经济事件（如并购、发债、收益宣告以及股利发放等）前后公司股价变化的经验研究方法，其研究路径可分为两个阶段，一是设定事件窗口期，二是确定异常收益率的计算方法。根据计量模型的内在逻辑以及研究数据本身的特点，本文分别通过 BHAR 法和 CAR 法对南京新百此次并购中运用业绩承诺前后的长期市场表现和短期宣告效应进行实证分析。

1.4.2 可能的研究创新

任何研究都是在现有研究成果的基础上进行的，尤其对于社会科学而言，均是基于一定时代背景和制度理论下的阶段性产物，更不存在终极真理。业绩承诺

制度是“估值调整机制”的中国化产物，自我国启动股权分置改革时首次将业绩承诺制度引入资本市场，不论是理论界还是实务界均对其“中国化”的发展进程添砖加瓦，为我国的市场经济建设起到了毋庸置疑的促进作用。

本文选择南京新百作为案例公司对其在并购世鼎香港时签署的三年期业绩承诺进行研究具有一定典型性，南京新百的业绩承诺期刚好涵盖 2020 年的新冠疫情，这与以往的研究对象相比有着独特的研究视角，可以为整个业绩承诺案例研究库提供一个典型的宏观经济环境变化的案例，且本文的研究内容不局限于单一的动因或效果，包含业绩承诺运用过程、动因以及实施效果三部分，有关业绩承诺实施效果的评价角度多元，从市场反应、财务绩效以及非财务绩效三个视角切入，分层分析逐步探讨进而得出结论，在弥补现有研究的不足上为实务界提供更好地理论支持，也为相关监管部门进一步完善业绩承诺制度补充一个新的方向，并为同类型的上市公司在日后的并购重组中签订业绩承诺提供相关参考与借鉴。

2 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 估值调整机制概念

估值调整机制是国外私募股权投资中常见的合约安排，国人将其赋予中国色彩，也将其称为“对赌协议”。具体安排为：倘若协议中约定的利润如约完成，则投资方需要向融资方出让相关权益，以补偿融资方因标的资产估值偏低而遭受的损失；若标的资产盈利能力较差导致真实业绩水平偏离预期值过大，则融资方需要向投资方做出一定补偿，以弥补因标的资产估值偏高使得投资方多承担的那份额外对价，保障投资方利益。该机制在考虑到标的资产估值不准确以及标的资产获利水平难以预测的风险之余，灵活设置交易双方未来将承担的权利和义务，为融资方解决资金困难的同时降低了投资方投资风险，激励融资方管理层勤勉尽责的同时达到估值调整的目的，最终提升投资方（上市公司）获利能力，保障中小股东利益。

目前我国的私募股权投资在“估值调整条款”中采取的手段主要包括现金补偿方式、股权调整方式或者采取二者结合的补偿手法，但国外的估值调整实践运用了更为先进的技术手段，例如不改变原有的股权结构和比例，而是通过重新划分相应股份最终代表的对应权利，达到与改变原有的股权结构和比例进而实现估值调整最终目的相同的商业目的，因为股权结构的增减实质上是对应经济权利的增减，直接改变“同股同权”架构的这种重实质而轻形式的调整手段可以更好地避免投融资双方在信息不对称下对“估值”是否真实反映企业价值存在的矛盾。因此，究竟何种技术手段可以有效达到估值调整目的仍然值得我们探讨。

2.1.2 业绩承诺概念

业绩承诺又称为承诺利润补偿、盈利预测对赌等，起源于国外的估值调整机制，但与国外交易双方市场化约定的估值条款不同，我国的业绩承诺制度是监管部门强制的一项法规措施，其之所以可以在我国的资本市场中得到运用，重要原

因之一是国民经济的发展需要更加活跃的资本市场制度,而基于我国的特殊国情,经济转型也需要一个循序渐进的过程,因此,业绩承诺制度被应用于股改之中。它是监管部门本着最大限度保护中小投资者的原则设定的一项法规安排。

更形象地来讲,中小投资者的收益需要上市公司的真实获利能力做支撑,获利水平较高的公司其价值会间接反映在股价上,股票价格的上涨最终会回馈到投资者本身,因此,业绩承诺制度更偏向于上市公司一方,保障上市公司由于交易中存在的信息不对称问题而可能面临的预期损失,而标的公司的原始控股股东为了获得资产重组上市后的价格发现功能,也会自愿承担完成业绩承诺所带来的压力,此外,即使标的公司资产获利水平被高估,承诺利润数未如约完成,其嵌入式的补偿安排也是一项兜底条款,进一步锁定交易风险。基于上述特点,尽管2014年监管部门已对第三方市场化并购放松了监管手段,买卖双方可以自主协商是否签署业绩承诺,但相对于不签定业绩承诺而言,签订业绩承诺对上市公司更具有优势,因此业绩承诺补偿条款已成为并购重组交易中不可或缺的安排之一。

2.1.3 业绩承诺内容

业绩承诺内容主要包括以下三方面:

业绩承诺方和业绩补偿方。业绩承诺方是指在重组交易中做出承诺的一方,可以是买方做出承诺,也可以是卖方,甚至双方均可对对方进行承诺,单方做出的承诺称为单向业绩承诺,双方互相给予的承诺称为双向业绩承诺,多数并购交易是标的资产原始股东向并购方做出单向业绩承诺。业绩补偿方是指当承诺利润未达标时按协议约定对被承诺方做出补偿的一方,通常与承诺方为同一主体。

业绩承诺数和业绩承诺期。业绩承诺数又称为承诺利润数,是交易双方衡量业绩完成情况的具体指标,目前市场上通常采用的业绩承诺指标主要有每期确定的净利润数额、整个承诺期内累计的净利润数额以及净利润增长率在承诺到期日达到某个数值。业绩承诺期是指协议约定的业绩承诺所涵盖的期间,通常为交易完成后的连续三个会计年度,视交易情况可延长至五年。

业绩补偿对象和业绩补偿方式。业绩补偿对象是指当业绩承诺未如约完成时,承诺事项的落实主体,通常是投资方,即上市公司等公众利益实体。业绩补偿方式是指承诺方补偿被承诺方的手段和方法,通常通过以下几种方法进行弥补:(1)

以承诺方因交易取得的尚未出售的股份进行补偿；（2）支付现金进行补偿；（3）先以股份进行补偿，不足部分再以现金进行补偿；（4）按协议约定灵活安排。采取何种补偿方式是交易双方本着合作共赢的理念博弈后的结果。

2.2 理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论的萌芽得益于资本主义国家市场经济的蓬勃发展，在 1970 年由美国的三位经济学家首次提出，其内涵可以表述为，市场经济活动中的交易双方均不可能全面感知对方的信息，且一定有一方所拥有的信息含量高于另一方，这种信息不对称导致的后果便是高信息含量的一方会利用自身具有的信息优势为自身谋求更大的利益，反之低信息含量的另一方的利益就会受到损害。

在一项并购交易中，买方对标的企业的信息知晓度显然是低于卖方的，买方很有可能在这种劣势情境中做出不理性的决策，而业绩承诺可以减少信息不对称带来的决策失误。业绩承诺在并购重组中的安排一方面可以向市场传递出标的企业自身未来良好发展的乐观预期，减少标的方原股东的逆向选择行为，增加买方对标的方资产盈利能力的信任度；另一方面也能够降低并购完成后标的方管理层可能存在的道德风险，激励管理层努力工作，使管理层的素质也能紧跟上企业的宏观战略，如期完成业绩承诺，增强企业竞争优势。

2.2.2 信号传递理论

信号传递理论是信息不对称理论的延展，企业向市场传递内部情况的方式主要有以下三种：利润宣告、融资宣告以及股利宣告，与会计利润存在弹性设计的可能性以及融资前景具有强烈的不确定性导致利润和融资宣告存在较大风险相比，股利宣告传递给外界的信号更加积极。企业宣布分配股利是在将有关公司发展的信息传递给市场，尤其是现金股利所扮演的对公司强健业绩的验证作用。如今的信号传递理论已经衍生至市场经济的各个领域，良好的信号传递理论有利于减少资本市场中的信息不对称问题，并购双方选择签订业绩承诺就是暗示企业良好发展的一个信号。

并购交易中卖方向买方做出业绩承诺通常是向市场传递出这样一个积极信号，即承诺方目前的经营状况良好，且在可预期的年度内这种运营状况将持续下去。这种积极的信号传递对内可以促进并购交易完成，提高卖方的议价能力；对外可以传递给股票投资者除历史财务信息以外的附加信息，促使其理性投资，即使业绩承诺未如期完成其补偿方案也可增加投资者信息，促进证券市场繁荣。

2.2.3 期权理论

期权理论本质上是一种选择权理论，实务界也根据该理论派生出了多种衍生性金融工具，根据某项具有期权特性的金融资产在未来某一特定期间的价格，以此来确定交易双方的权利和义务。而业绩承诺是对标的资产预期不确定的收益做出的一种书面约定，若承诺利润如期完成，做出承诺方可行使约定的权利；反之若承诺的利润未如期完成，买方便可行使约定的权利，因此，二者的基本功能有一定的相似性，可以说业绩承诺是期权理论的派生应用。

业绩承诺得以在并购交易中广泛应用的底层逻辑在于当交易双方面对标的企业未来业绩不确定的高风险以及过高估计标的方企业价值时所起到的保护作用，这种保护机制乍看偏爱买方和投资者，但实质上既保护买方利益，又对标的方管理层起到一定激励作用。对买方而言，选择签署业绩承诺，类似于买入一份标的企业的看跌期权，当目标利润不达标时，可以行使协议赋予的补偿权利，最低收益有保障，最高收益不受限；而对于卖方而言，业绩承诺协议就相当于一份看涨期权，标的方原始股东对自身经营状况十分有信心，并期待从中获取超额收益。

2.2.4 激励理论

激励理论是行为科学中的重要理论，它通过制定各类长短期目标，调动人的主观能动性，满足人的各类需求，进而达到管理目的，这也是解决现代企业委托代理问题的方法之一。之所以将该理论放在最后，主要是由于一切理论都是灰色的，而人的行为具有灵活性和多样性，人的行为既可以符合理论，也可以颠覆理论，正向的激励不仅可以满足既有预期，往往还能起到意想不到的效果，业绩承诺便是并购交易中激励管理层努力工作的重要手段之一。

业绩承诺中设定的盈利目标未能如期完成的补偿安排对标的方管理层有显著的激励作用，这种激励作用的现实表现是管理层个人理想追求的满足、企业并购绩效的提升以及交易双方长远发展获得的协同效应。但业绩承诺的相关基础理论均是理想化模型，是否能够完成理想还需要现实的检验，而管理层在业绩承诺期内的正向工作只能说明激励理论起到了一定作用，整个承诺期内的业绩表现除了需要管理层的辛勤劳作来支撑，也受到宏观经济环境等各类因素的影响，因此，在评价业绩承诺实施效果时要考虑全面，思想要深刻，避免片面化。

3 南京新百并购重组案例概况

3.1 案例背景

3.1.1 我国 A 股市场并购重组概况

并购重组是企业除 IPO 路径之外的盘活资产实现价值增值的通道之一，随着我国改革开放进程不断深入，经济市场化步伐逐步加快，上市公司以及各个市场主体参与并购重组的目标也发生了变化，而嵌入并购交易中的业绩补偿承诺不论在理论界还是实务界也都有了更加多元化的发展。

业绩承诺制度起源于股改，股改之后依然具有很强的应用价值得益于我国证券市场的不断发展，并首次以法规形式出现在证监会 2008 年 4 月发布的《重组办法》¹中，这一重大举措意味着业绩承诺制度的不断完善。此后，随着我国并购重组市场的日益火爆，2014 年 10 月证监会发布的《重组办法》²，取消了非关联交易必须做出业绩承诺的要求，同时废止 2008 年的同名法规，放松了监管强度，给予市场更多交易自由。

因此，为了更好地理解我国的业绩承诺制度在并购重组市场中的应用，本部分首先对 2011-2020 年我国 A 股市场的并购重组情况做一简单概述。

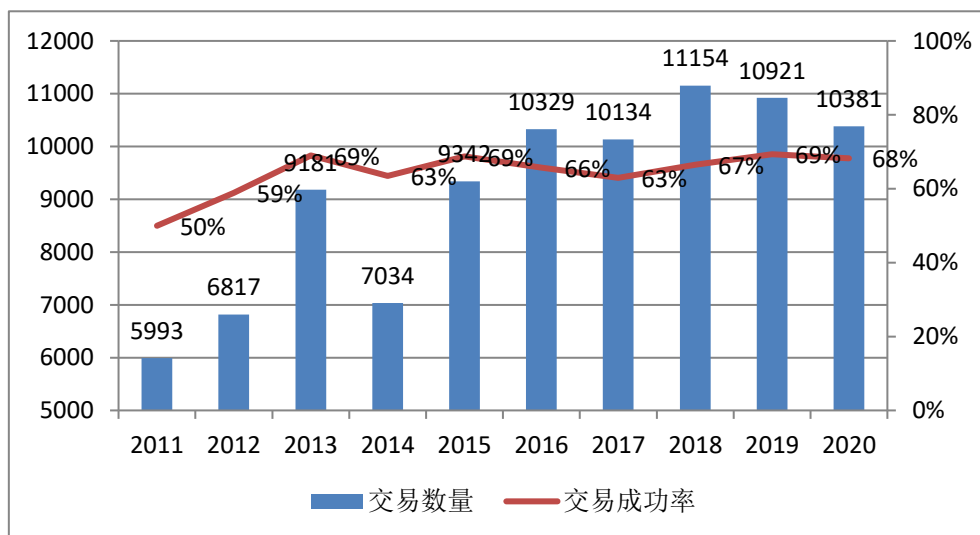


图 3.1 2011-2020 年我国 A 股市场并购交易统计图（数据来源：CSMAR）

Figure 3.1 statistical chart of M&A transactions in China from 2011 to 2020

¹ 证监会 2008 年 4 月 16 日发布的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第 53 号）

² 2014 年 10 月 23 日证监会发布的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第 109 号）

从图 3-1 来看，2011-2020 年我国 A 股市场并购交易数量逐年上升，2016 年并购交易总量更是达到 10329 起（以首次公告日进行统计），此后一直维持在一万起左右，总量达到 91286 起，其中构成重大资产重组的交易事件达到 2749 起，证明市场始终看好并购带给上市公司的积极作用。此外，交易成功率也在逐年上升并逐渐趋于稳定，从 2011 年 50% 的交易成功率上升至近年的 65% 左右，表明我国 A 股市场的并购技术正走向成熟且仍有上升空间，需要市场各方继续努力。值得注意的是，尽管 2020 年新冠疫情给全球经济带来巨大冲击，但我国 A 股市场似乎并未受到严重影响，其并购交易总量达到 10381 起，较上年仅有 4.95% 的回落，进一步充分说明我国 A 股并购重组市场具有较强的抗压能力和修复能力，可以抵御突发的外部风险。

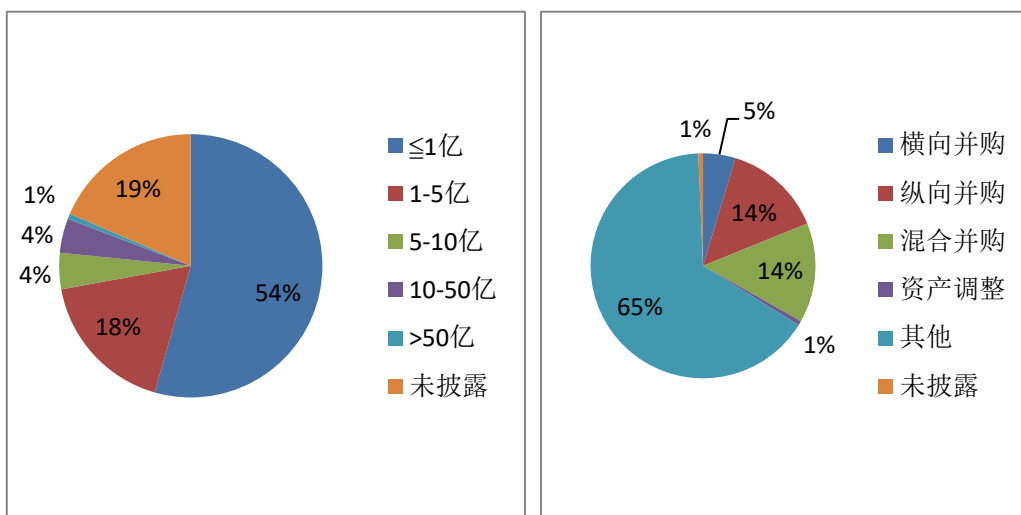


图 3-2 2011-2020 年我国 A 股并购交易规模 Figure 3-2 scale of A-share M&A transactions in China from 2011 to 2020

图 3-3 2011-2020 年我国 A 股并购交易类型 Figure 3-3 types of A-share M&A transactions in China from 2011 to 2020

从图 3-2 来看，2011-2020 年我国 A 股并购交易规模（以买方支出价值为基准）集中度最高的属于 1 亿元以下的，其次是 1-5 亿，50 亿以上的巨额交易仅占交易总额的 1%，这表明我国 A 股市场的交易数量情况虽然较为乐观，但其交易规模仍集中在小额交易，原因主要在于市场上的巨额标的有限的，大规模的交易需要大体量的标的资产做支撑。

从图 3-3 来看，2011-2020 年我国 A 股并购交易类型（以 CSMAR 数据库分类标准为基准）较为多元化，其中纵向并购和混合并购的市场份额均达到

14%，居于可分类并购类型的首位，横向并购处于三类并购中的末位，市场份额仅占总交易量的5%。

3.1.2 我国 A 股市场海外并购重组概况

海外并购重组又可称为对外直接投资（OFDI），是一国投资主体为获得国外标的企业控制权而直接输出相应资源的经济行为。发展对外直接投资对我国经济发展意义深远，既可以吸取发达国家的先进技术，也可以弥补本国资源短缺，推动我国开放型经济³走向更高层次。

据相关数据⁴显示，面对外部日益严峻的竞争环境，新中国仍在 2020 年全球经济均受到新冠疫情严重冲击的劣势下披荆斩棘，全年对外直接投资流量达 153.71 亿美元，首次位居世界第一。此外，“一带一路”政策的贯彻落实更使得有关中国上市公司海外直接投资的研究成为愈多学者的研究重点。

为了更好地了解我国 A 股海外并购重组概况，我们统计了 2011-2020 年我国沪深两市海外并购交易的总体信息，具体概况如图 3.4 所示：

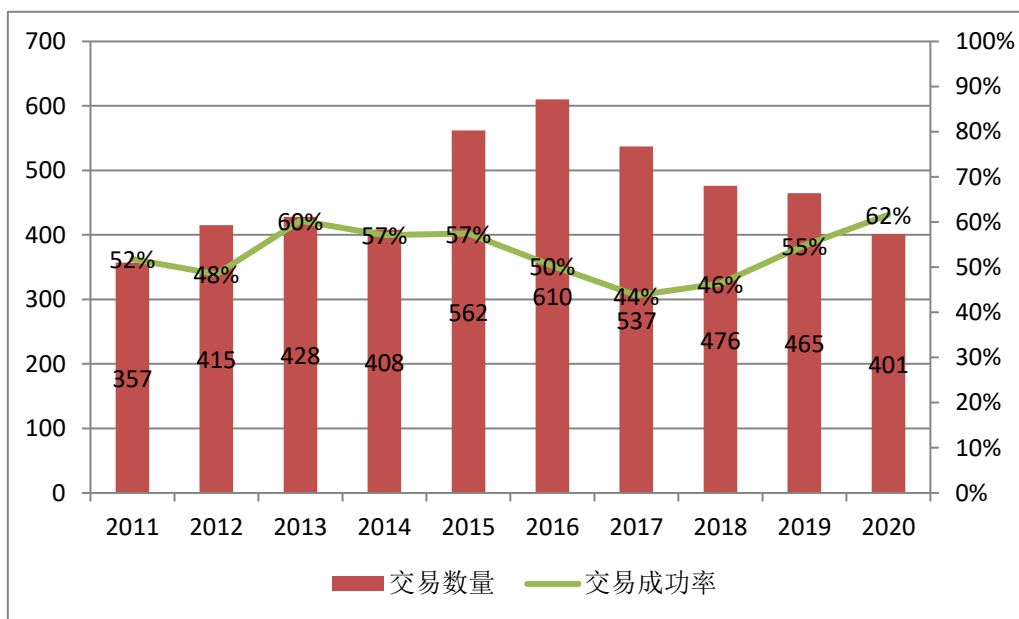


图 3.4 2011-2020 年我国 A 股海外并购交易总体概况（数据来源：CSMAR）

Figure 3.4 general situation of overseas M&A of a shares in China from 2011-2020

³ 2020 年 4 月 10 日，在中央财经委员会第七次会议上，习近平总书记强调要构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局

⁴由商务部、国家统计局和国家外汇管理局于 2021 年 9 月 29 日联合发布的《2020 年度中国对外直接投资统计公报》

根据上述统计概况，2011-2020 年我国沪深两市海外并购交易概况与整个 A 股并购交易总体概况步调基本一致，但海外并购的并购交易成功率平均低于整个 A 股并购交易成功率 11 个点，这也表明海外并购交易较普通并购交易难度略高，因此，选取南京新百并购世鼎香港作为研究案例既可以在理论上丰富现有的案例研究文献资料，也可以对实践中即将做出海外并购的上市公司提供参考依据，而探究业绩承诺在海外并购交易中如何运用以及其实施效果是否显著，是否对海外并购交易成功有一定促进作用具有一定典型性和实践性。

3.2 案例相关主体

3.2.1 买方：南京新百

南京新百，创立于 1952 年，1993 年挂牌上市于上交所主板，股票代码 600682，根据证监会 2012 版行业分类标准当归属于零售业，是“中华老字号”企业。根据南京新百最新披露的 2020 年年报，截止 2020 年年底，南京新百主营板块涉及现代商业、健康养老与生物医药三大领域，业务范围覆盖百货零售、物业租赁、健康养老服务、脐带血造血干细胞存储以及细胞免疫。

南京新百的第一大股东——三胞集团，持有南京新百无限售条件的流通 A 股数量达 30 374.38 万股，持股比例 22.56%，持有南京新百有限售条件的非流通 A 股数量达 18 073.90 万股，持股比例 13.42%，可上市交易时间为 2021 年 8 月 14 日，总持股比例达 35.99%。根据公开披露的信息，作为三胞集团的实际控制人，袁亚非曾直接持有三胞集团 97.5% 的股份，随后于 2018 年 2 月 1 日，以大宗交易方式通过“兴业计划”⁵承接原资管计划“申万计划”⁶所持有的南京新百股份 16 503 773 股，占南京新百总股本的 1.23%，至此袁亚非先生总计持有南京新百股份比例达到 98.73%，具体产权控制关系如图 3.5：

⁵ 兴业信托——兴运扶摇 7 号集合资金信托计划

⁶ 申万菱信——汇成 3 号资管计划

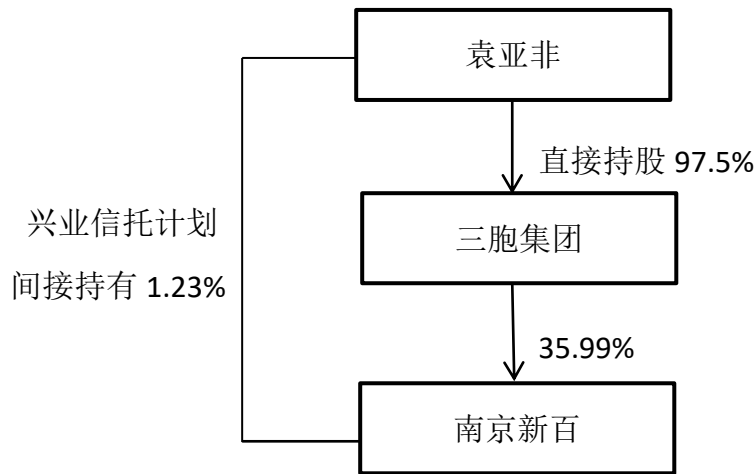
图 3-5 南京新百产权关系图⁷

Figure 3-5 Nanjing Xinbai property right relationship map

3.2.2 卖方（承诺方）：三胞集团

三胞集团成立于 1995 年 4 月 28 日，是一家紧随时代变化，顺应国家战略，致力于创新变革，以传统商业服务业为主营项目，以“健康”和“消费”为新赛道的大型跨国民营企业集团。集团现有南京新百（600682.SH）和 ST 宏图（600122.SH）两家 A 股公司以及富通电科一家新三板公司，旗下汇聚广州金鹏、宏图三胞、安康通、以色列纳塔力、美国丹瑞等海内外重点企业。

改革开放的不断深入使得中国的国际影响力不断提升，与此同时三胞集团积极对标发达国家先进经验，积极响应国家战略，快速完成集团内传统产业的转型变身，并从中确立了“三胞健康、三胞消费以及三胞科技”三大产业，致力于健康与快乐并行的企业愿景，陪伴人们生活与成长。

3.2.3 标的公司：世鼎香港

世鼎香港⁸，是三胞集团于 2017 年通过全资子公司世鼎南京⁹在香港设立的

⁷ 资料来源：南京新百 2020 年年报

⁸ 全称世鼎生物技术（香港）有限公司

⁹ 世鼎南京，全称南京世鼎生物技术有限公司

孙公司，设立初衷就是为了收购 Dendreon¹⁰，同年 4 月 11 日，世鼎南京与三胞集团签署《股权转让协议》，约定将其持有的世鼎香港 100%股权转让给对方，随后 6 月 28 日，世鼎香港又向这位唯一股东以每股 1 美元的价格定向增发 831 850 000 股，此后世鼎香港的注册资本变更为 831 900 000 美元，此次交易完成后的股权结构即为世鼎香港被南京新百收购之前最终的股权结构，如图 3-6 所示：

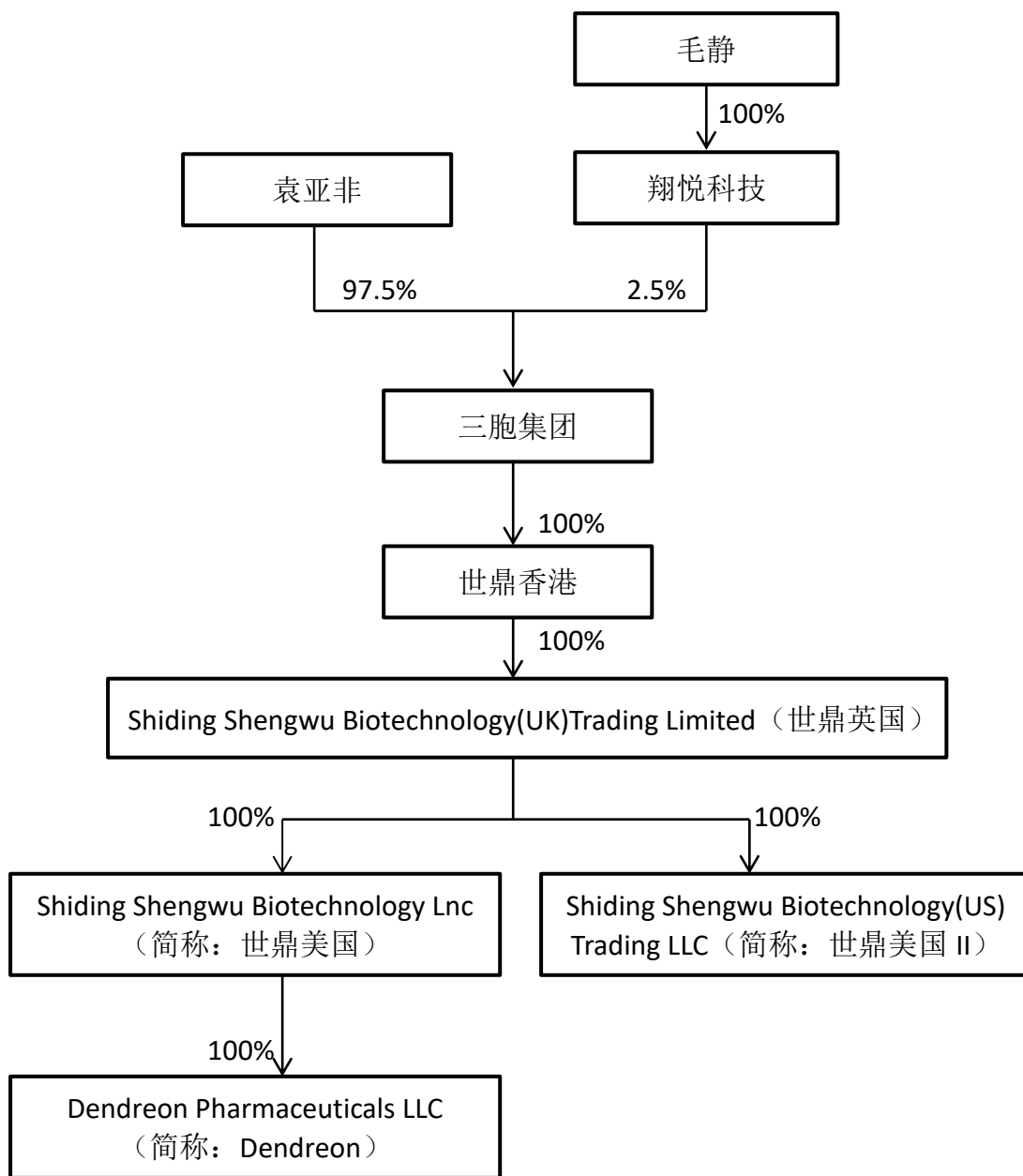


图 3-6 世鼎香港股权结构及控制关系图（资料来源：股权资产评估报告）

¹⁰ 世鼎香港的主要经营性资产，前身为 Dendreon Corporation，是一家致力于研究肿瘤细胞免疫治疗的生物制药公司，主营业务是肿瘤细胞免疫治疗产品的研发、生产和销售，由斯坦福大学的免疫学家 Sam Strober 博士和 Edgar G.EngLeman 博士创立

Figure 3-6 equity structure and control relationship of shiding Hong Kong

3.3 案例情况介绍

3.3.1 并购背景和目的

2016年10月，有关部门印发了《“健康中国2030”规划纲要》，《纲要》指出，健康是人们良好生活的必要保障，是一切经济活动的首要条件，且随着我国人口老龄化的不断加重，健康也已经成为中国未来发展进程中的重要“关键词”，随着国民经济条件的稳步上升，民众对身体健康的要求也越来越高，根据国家的战略规划，以2015年为基准2030年我国主要健康指标将达到新的高度，如表3-3所示：

表 3-1 2030 我国主要健康指标

Table 3-1 main health indicators of China in 2030

人均预期寿命	达到 79 岁（2020 年人均预期寿命达到 77.3 岁）
重大慢性病过早死亡率	下降 30%
个人卫生支出/卫生总支出	降至 25%（目前 29.3%）
婴儿死亡率	5.0（目前 8.1‰）
5 岁以下儿童死亡率	6.0‰（目前 10.7‰）
孕产妇死亡率	12/10 万（目前 20.1/10 万）
居民健康素养水平	提升至 30%
经常参加体育锻炼人数	5.3 亿人（2014 年为 3.6 亿人）

资料来源：2015 年人民网

为了更好地贯彻落实《纲要》的指导精神，实现《“健康中国2030”规划纲要》有关目标，南京新百自2016年起，积极响应“健康中国2030”建设，率先进入健康养老产业，此次并购更是看重了PROVENGE的品牌优势，本着优化上市公司资产结构，提高股东回报，保持长期健康的市场份额和对竞争对手的巨大压力等目的，持续巩固新百“现代商业+医疗养老”并驾齐驱的商业模式。

本次的并购标的世鼎香港完全控制的Dendreon，在肿瘤细胞免疫治疗领域处于领先地位，旗下的PROVENGE是第一个获FDA批准的肿瘤细胞免疫产品。通过本次交易，新百将进一步巩固其在医疗养老领域的发展，增强自身的竞争优势。因此，本次重组宏观上符合我国人口老龄化的趋势以及国家健康养老的战略

布局，微观上有利于为新百带来新的盈利增长点，实现可持续发展。

3.3.2 并购交易进程

2018 年南京新百通过向三胞集团支付 596 800 万元交易对价购买世鼎香港 100%股权（2017 年 9 月 30 日为评估基准日，股权评估值为 970 292 千美元，以评估基准日汇率折合成的评估值为 643 973 万元，并购双方协议作价 596 800 万元），截至 2018 年 8 月 2 日世鼎香港 100%股权过户完成，交易关键时间节点如图 3-7 所示：

2017.9.15 董事会预案 《关于筹划重大资产重组停牌公告》	2017.11.29 董事会通过相关议案
2017.12 收到江苏省商务厅核发的 有关本次交易的《企业境外投资证书》	2018.1.22 交易双方同意签署 《承诺利润补偿协议之补充协议》
2018.1.23 董事会预案并发布相关报告	2018.2.7 股东会通过并发布相关报告
2018.2 取得发改委项目备案	2018.5.23 董事会预案交易有条件通过
2018.7.19 获证监会核准	2018.8.2 标的资产 100%股权过户完成

图 3-7 并购关键时间节点（以巨潮资讯网公开披露文件的时间点为准）

Figure 3-7 key time nodes of M&A

具体交易细节如下：

2017 年 9 月 15 日南京新百（以下简称公司）发布《停牌公告》，避免股价大幅波动的同时保护投资者利益。2017 年 10 月 9 日公司董事会审议通过《收购框架协议》，框架协议明确指出，2017 年 6 月三胞集团便购完成了海外生物医药资产 Dendreon 的收购计划，此次将 Dendreon 转让给南京新百，是支持新百的发展战略，夯实其医疗养老产业布局与相关资产获利水平的战略性操作。

2017年11月30日公司发布相关议案¹¹，补充收购框架协议的具体细节。2017年12月26日公司股票复牌，重组方案还需取得相关责任人核准，并同时提醒广大中小投资者关注市场行情，理性投资。2018年1月23日，第八届董事会制定本次交易草案，同日发布相关中介报告（审计、评估、法律及财务顾问）。同年2月7日股东大会通过相关交易细节。

2018年7月19日证监会核准公司向三胞集团发行180 247 659股股份购买世鼎香港，并向符合标准的不超过10名特定投资者募集对应资金不超过255 000万元。2018年8月2日，世鼎香港100%股权过户完成，相关资产顺利注入南京新百。本次募集配套资金的使用明细如表3-2所示：

表3-2 募集配套资金使用明细

Table 3-2 use details of raised supporting funds

单位：万元

序号	项目名称	投资预算	投资金额	项目实施主体
1	PROVENGE 中国上市	51,506	50,000	Dendreon 子公司
2	PROVENGE 在早期前列腺癌的应用	174,724	150,000	Dendreon 子公司
3	抗原 PA2024 国产化项目	51,065	50,000	Dendreon 子公司
4	支付本次交易的中介费用	5,000	5,000	南京新百
	合计	282,295	255,000	

资料来源：南京新百相关公告

本次非公开发行的股份为人民币普通股，每股面值人民币1元，原发行价为33.11元/股，发行总价596 800万元，发行股票数量合计180 247 659股。因公司2018年需要向所有股东分派2017年持股权益，且2017年度利润分配已实施完毕，需要调整发行价格及发行数量，具体调整情况如表3-3所示：

表3-3 股份发行数量及发行价格具体调整情况

Table 3-3 specific adjustment of the number and price of shares published

交易对方	股份对价 (万元)	调整前		调整后	
		价格(元/ 股)	数量(股)	价格(元/ 股)	数量(股)
三胞集团	596,800	33.11	180,247,659	33.02	180,738,946

数据来源：南京新百相关公告

¹¹ 《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》

本次交易前，公司总股本为 1 111 974 472 股，三胞集团及其一致行动人合计持有南京新百 368 021 018 股股份，持股比例达 33.10%，袁亚非持有三胞集团 97.50%的股份，是公司实际控制人。本次发行股份购买资产新增股份数量为 180 738 946 股，于 2018 年 8 月 14 日完成证券登记手续，交易完成后公司总股本达 1 292 713 418 股，三胞集团及其一致行动人合计持有南京新百股份 548 759 964 股，占总股本比例达 42.45%，三胞集团仍为本公司控股股东。交易前后股权比例变化如表 3-6 所示：

表 3-4 交易前后股权比例变化表

Table 3-4 changes in equity ratio around the transaction

股东名称	交易前		交易后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
三胞集团	303,743,775	27.32%	484,482,721	37.48%
银丰生物	96,722,192	8.70%	96,722,192	7.48%
新余创立恒远	72,541,644	6.52%	72,541,644	5.61%
上海金新	59,311,956	5.33%	17,147,121	1.33%
南京华美	44,658,856	4.02%	44,658,856	3.45%
南京旅游集团	41,320,000	3.72%	41,320,000	3.20%
南京加大	35,584,964	3.20%	35,584,964	2.75%
南京中森泰富	35,000,000	3.15%	35,000,000	2.71%
渤海国际信托-渤海信 托·奇益 7 号	17,102,995	1.54%	21,746,267	1.68%
兴业信托-兴业扶摇 7 号	16,503,773	1.48%	16,503,773	1.28%
其他中小股东	389,484,317	25.03%	427,005,880	33.03%
总计	1,111,974,472	1	1,292,713,418	1

数据来源：南京新百相关报告

4 南京新百业绩承诺运用情况分析

4.1 业绩承诺应用现状

4.1.1 业绩承诺应用概览

业绩对赌作为一种创新的嵌入型契约，已被广泛应用于并购交易中。为了更好地感受业绩承诺在市场中的应用程度，我们统计了 A 股市场 2011-2020 年签署业绩承诺的并购重组事件共计 4847 起（以首次公告日进行统计），以事件发生年份依次排开，并分别统计各交易年份下并购交易事件数、并购交易金额、发生业绩承诺事件数等等明细项目，具体概况如表 3-1 所示。

表 4-1 2011-2020 年 A 股并购重组业绩承诺应用概览

Table 4-1 Application overview of performance commitment of A-share M&A from 2011 to 2020

年份	并购交易事件数	并购交易金额(单位:亿元)	业绩承诺事件数	业绩承诺金额(单位:亿元)	涉及业绩承诺数量占并购交易事件数比例(%)	业绩承诺金额占并购金额比例(%)
2011	5993	784.36	89	47.97	1%	6%
2012	6817	911.97	207	101.52	3%	11%
2013	9181	1382.6	462	242.12	5%	18%
2014	7034	4182	567	486.62	8%	12%
2015	9342	3546.3	921	1042.09	10%	29%
2016	10329	4349.13	796	961.47	8%	22%
2017	10134	3142.06	669	641.54	7%	20%
2018	11154	3440.03	572	596.84	5%	17%
2019	10921	2839.5	341	476.51	3%	17%
2020	10381	2877.85	223	348.3	2%	12%

数据来源：CSAMR 数据库

如表 4-1 所示，2011-2020 年以来我国 A 股并购重组中附有业绩承诺并购交易数量占并购交易事件总数的比例以及业绩承诺金额占并购金额比例的变动趋势基本一致，并购交易活跃的年度其对应的签署业绩承诺事件数也较往年有所提升，在 2015 年大牛市的作用下并购交易中业绩承诺金额达到新的高点，但交易量与交易金额繁荣的背后并不意味着业绩对赌顺利完成，市场上业绩不达标

的标的公司仍占据一定分量，即使盈利预测勉强达标，承诺方在业绩承诺期内是否存在盈余管理、内幕交易甚至利益输送也需要投资者更加理性地分辨。

4.1.2 业绩承诺不达标率

为了进一步分析业绩承诺完成情况，现以沪深两市 2016-2020 年签署业绩承诺的并购交易为样本，筛选出顺利完成并购交易并在此期间做出业绩承诺的期间共 4088 期，并将每期承诺根据其所属交易划分到其对应的承诺年度并做出如表 4-2 统计结果：

表 4-2 2016-2020 年样本公司业绩承诺完成情况

Table 4-2 Completion of performance commitments of sample companies from 2016 to 2020

承诺年度	业绩承诺事项数	已披露业绩承诺事项数	不达标事项数	不达标率
第一年	1375	1126	166	15%
第二年	1315	1016	254	25%
第三年	1182	625	207	33%
第四年	193	88	47	53%
第五年	23	12	7	61%

数据来源：CSAMR 数据库

如表 4-2 所示，将 2016-2020 年样本公司做出的业绩对赌事项以其每期业绩承诺所属承诺年度划分为共 4088 期业绩承诺，根据统计数据可以得出，业绩承诺期间涉及三年的比例最高，达到 85%，五年期业绩承诺所占业绩承诺事项总数的比例最低，只有 1%，表明大部分样本公司仍倾向于签署三年期的业绩承诺。

根据统计结果，业绩承诺不达标率会随着承诺期的递进上升，例如第一期业绩承诺不达标率仅有 15%，而第四期和第五期业绩承诺不达标率均上升到 50% 以上，这表明标的公司的长线经营存在高度不确定性，前期业绩达标并不必然表明企业后期业绩表现依然优秀，更有甚者整个业绩承诺期均未达到盈利预测目标，例如利欧股份收购智趣广告在 2016 年 7 月 13 日完成股权交割之后，2016 年、2017 年以及 2018 年承诺业绩占实际业绩的比例分别仅有 55.59%、48.66% 以及 7.86%，这种连续违约事件既有标的企业经营之责，也有收购方急于求成之差。

因此，根据统计分析结果，我们认为仅仅关注并购市场中的业绩对赌数量并

非理性思考，签署业绩对赌协议容易，但完成盈利预测并非易事，良好的业绩需要优质的资产和繁荣的市场做支撑，而现实情况是标的企业经营状况“方差”很大，业绩对赌完成情况参差不齐，业绩对赌是否达标，达标企业业绩承诺完成比例是否显著，标的企业经营质量是否优质应是未来监管部门以及投资者关注的重点。

4.2 业绩承诺运用过程

4.2.1 业绩承诺补偿方案

2017年南京新百与三胞集团签订《承诺利润补偿协议》，2018年双方又签订《承诺利润补偿协议之补充协议》，经双方协定，此次业绩承诺期为2018-2020年，长达三年，承诺利润数分别为53 000万元、60 000万元以及66 000万元，补偿测算对象为世鼎香港每一承诺期扣非后的归母净利润。若承诺到期，当期业绩未达标，三胞集团作为承诺方应在当期业绩经审核后的十个工作日内，向南京新百支付补偿，先以股份进行补偿，不足部分再以现金补偿，且补偿总额不得超过交易对价，整个补偿方案如下：

表 4-3 业绩承诺补偿方案

Table 4-3 performance commitment compensation scheme

补偿责任人	补偿方式	补偿规则
三胞集团	股份	<p>a. 当期补偿金额=(截至当期期末累积承诺净利润数-截至当期期末累积实际净利润数)÷补偿期限内各年的承诺净利润总和*标的资产交易作价-累计已补偿金额↓</p> <p>b. 当期应当补偿股份数量=当期补偿金额÷本次股份的发行价格(发行价格为 33.02 元/股)↓</p> <p>c. 南京新百在承诺期内实施转增或股票股利分配的,补偿股份数量应调整为:补偿股份数量=当年应补偿股份*(1+转增或送股比例)</p> <p>d. 承诺期内已分配的现金股利应做返还,返还金额=截至补偿前每股已获现金股利(以税前金额为准)*当年应补偿股份数量↓</p> <p>注:以上规则适用于以本次交易取得的尚未出售的股份进行补偿,以上所补偿股份数由南京新百以 1 元总价回购并注销。</p>

三胞集团	现金	e. 三胞集团尚未出售的股份不足以补偿的，差额部分以现金补偿。
------	----	---------------------------------

表 4-4 世鼎香港 2015-2017 年关键利润指标

Table 4-4 key profit indicators of shiding Hong Kong in 2015-2017

项目	单位：万元		
	2017 年度	2016 年度	2015 年度
营业收入	233,930.26	207,109.87	181,977.20
毛利润	156,713.00	138,314.54	117,984.91
营业毛利率	66.99%	66.78%	64.83%
营业利润	69,958.43	68,706.93	46,982.49
营业利润率	29.91%	33.17%	25.82%
利润总额	69,806.04	68,705.87	46,982.49
税前利润率	29.84%	33.17%	25.82%
净利润	44,628.85	42,523.53	29,261.49
净利润率	19.08%	20.53%	16.08%

数据来源：南京新百 2015-2017 年年报

根据南京新百所披露的信息，世鼎香港在被并购前的三个会计年度 2015、2016 以及 2017 年的关键利润指标如表 4-2 所示，扣除营业成本和营业税金及附加后，这三年对应的毛利润为 117 984.91 万元、138 314.54 万元和 156 713.00 万元，毛利率分别为 64.83%、66.78%和 66.99%，毛利率水平呈稳定上升状态，表明世鼎香港在并购前的一段时期内资产较为优质，盈利具有可持续性。这三年对应的净利润数分别 29 261.49 万元、42 523.53 万元以及 44 628.85 万元，而接下来三年的承诺利润数分别为 53 000 万元、60 000 万元以及 66 000 万元，每年的承诺利润数相比上年分别同比增长 19%、13.21%和 10%，一定程度上体现了世鼎香港的经营实质，对应承诺期内设定的业绩承诺数额有可参考的历史净利润做支撑，具有一定合理性。

4.2.2 业绩承诺运用风险

根据已有的研究观点，业绩承诺风险可以以签约成功为关键时间线划分为签约前风险和签约后风险，本部分主要关注签约后风险。而签约后风险又可划分为标的资产业绩补偿承诺无法实现的风险以及交易对方无法履行业绩承诺义务的风险。

(1) 标的资产业绩补偿承诺无法实现的风险

交易双方经过数次博弈以及多次谈判,本着互惠共赢的本质最终签署业绩补偿承诺,但对应业绩是否达标除企业内部自身良好经营外,还受到宏观经济环境、政府监管、同业竞争等外部因素的广泛影响,且此次并购标的资产属于海外资产,美元汇率风险也值得估量。若上述风险真的落实,则标的资产的业绩达标情况将令人堪忧,甚至还面临估值下降、资产减值等影响企业正常经营的风险,这均值得投资者注意。

(2) 交易对方无法履行业绩承诺义务的风险

此外,三胞集团向中信信托承诺,在重组完成后的一个月內,或解除世鼎香港股权质押后 12 个月內(以较早者为准),世鼎香港股权或因认购世鼎香港取得的南京新百股份将质押给中信信托。基于上述承诺,若并购完成后世鼎香港对应承诺期內业绩真未达标,需要就业绩承诺无法实现部分对南京新百作出补偿,则三胞集团因存在股票被质押的情况,面临无法履行补偿义务的风险。

4.2.3 业绩承诺完成情况

根据南京新百披露出来的相关信息,世鼎香港原三年的业绩承诺完成情况如表 4-5 所示:

表 4-5 世鼎香港原三年业绩承诺完成情况

Table 4-5 fulfillment of original three-year performance commitments of shiding Hong Kong

单位: 万元			
年度	2018	2019	2020
承诺金额	53,000	60,000	66,000
实际扣非后归母净利润 ¹²	53,492.33	65,028.17	37,160.79
业绩完成率	100.93%	108.38%	56.31%
原三年业绩承诺期总体完成率 85.97%			

资料来源:南京新百相关公告

根据苏亚金诚会所¹³出具的世鼎香港 2018 年与 2019 年业绩承诺审核报告,其 2018 年实现的净利润为 534 609 399.74 元,扣非后归母净利润为 534 923 263.28 元,业绩完成率达 100.93%,成功完成 2018 业绩承诺;2019 年实现的净利润为 463 709 042.65 元,扣非后归母净利润为 463 709 042.65 元,此外子公司 Dendreon

¹² 扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润

¹³ 全称“江苏苏亚金诚会计师事务所”

投入 27 098 427 美元于 “PROVENGE 在早期前列腺癌的应用” 项目中，按照当年平均汇率 6.885 折算成人民币的金额为 186 572 669.90 元，扣除该金额对当期业绩的影响后，世鼎香港 2019 年净利润完成数为 650 281 712.65 元，业绩完成率达 108.38%，成功完成 2019 年业绩承诺。

与 2018、2019 年不同的是，2020 年全球爆发新冠疫情，世鼎香港的主要经营性资产 Dendreon(丹瑞)所处的市场环境和生产经营均受到不可抗力的影响，根据苏亚金诚会所对世鼎香港 2020 年业绩承诺的审核结果，2020 年考核净利润完成数为 37 160.79 万元，业绩完成率为 56.31%，未完成 2020 年业绩承诺数。

根据南京新百公开披露出来的信息，世鼎香港未完成前期业绩承诺的原因与整个市场行情一致，主要系新冠疫情爆发后公司收入减少成本增加。收入方面 2020 年年初，美国爆发新冠疫情，政府实施了防控措施，例如限制医院就诊人流量，这导致患者人数骤减，从而使得 Dendreon 收入来源受限。成本方面受疫情影响美国同期八成以上航班停飞，这导致 Dendreon 的产品运输成本大幅增加；此外前线员工还需要大量防护装备，为保证生产安全性，前线员工的各项成本支出也显著增加；疫情下远程办公员工依赖高水平的 IT 系统，为提高远程工作效率，公司 IT 系统的更新升级也花费了大约 20 万美金。综上，2020 年各项支出较往常超出 300 万美金以上，而同期收入却大幅下降，新冠疫情是 2020 年世鼎香港业绩不达标的主要原因。

鉴于上述原因，根据证监会的指导意见，在充分考虑疫情对世鼎香港经营状态等的影响下，南京新百与三胞集团签署了《承诺利润补偿协议之补充协议(二)》，将 2020 年承诺利润顺延至 2021 年进行考核，其他内容不变。

此外，根据南京新百 2022 年 4 月末最新披露的有关世鼎香港¹⁴2021 年业绩承诺实现情况的审核报告，世鼎香港 2021 年经考核的净利润实现数为 640 375 209.02 元，各承诺年度的承诺利润数及实际完成数列示如下：

表 4-6 延期后世鼎香港三年业绩承诺完成情况

Table 4-6 completion of three-year performance commitment of shiding H.K after extension

单位：万元

年度	承诺利润数	实际完成数
2018 年	53,000.00	53,492.33

¹⁴ 世鼎生物技术（香港）有限公司

2019 年	60,000.00	65,028.17
2021 年	66,000.00	64,037.53
合计	179,000.00	182,558.03

延期后各考核年度净利润累积承诺数为 1,790,000,000.00 元，实际完成数为 1,825,580,184.85 元，已完成累计的承诺利润数，根据补偿约定，三胞集团无需补偿。

4.3 业绩承诺运用动因

通过分析南京新百运用业绩承诺的整个过程，本部分提炼出了南京新百签署业绩承诺的以下三项动因。

4.3.1 降低信息不对称，保障中小投资者利益

在一项并购交易中，信息不对称的存在使得买方无法全面了解标的资产的真实质量和内部信息，与标的资产原始股东相比，中小股东获取内部信息的渠道和手段十分单一，其股权高度分散也无法参与治理决策，业绩承诺制度设立的初衷便是提振处于劣势地位的投资者信心，向投资者传递出标的资产质量良好以及原始股东对标的公司盈利的信心。为了更好地理解业绩承诺制度对中小投资者的保障作用，我们首先分析一下此次并购前南京新百的主要经营成果和盈利能力。

表 4-7 南京新百 2015-2017 年主要经营成果

Table 4-7 main business data of Nanjing Xinbai from 2015 to 2017

项目	单位：万元		
	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	1,796,035.54	1,699,503.09	1,585,294.52
同比上年	5.68%	7.20%	102.52%
营业利润	111,536.24	60,188.07	56,363.47
同比上年	85.31%	6.79%	8.04%
净利润	84,603.80	48,511.76	35,908.57
同比上年	74.40%	35.10%	-16.82%
归母净利润	73,623.22	46,426.44	36,650.41
同比上年	58.58%	26.67%	-7.95%

数据来源：南京新百 2015-2017 年年报

如表 4-7 所示，南京新百 2016 年各项经营成果数据较 2015 年增幅并不明

显，但 2017 年较 2016 年涨幅巨大，尤其是营业利润，较上年增长了 85.31%，主因系 2017 年 2 月公司完成了一系列生物医药资产的收购工作，经营范围扩大，此外，归母净利润较上年同期增加 58.58%，主因系公司收购上述三家医疗养老公司后财务报表合并范围的扩大。

表 4-8 南京新百 2015-2017 年主要盈利能力指标

Table 4-8 main profitability indicators of Nanjing Xinbai from 2015 to 2017

单位：万元

项目	2017 年	2016 年	2015 年
加权平均净资产收益率	10.41%	15.56%	19.02%
总资产报酬率	6.31%	4.28%	5.28%
销售净利率	4.71%	2.85%	2.27%
销售毛利率	37.75%	35.70%	35.00%

数据来源：巨潮资讯网

如表 4-8 所示，南京新百在 2015-2017 年除加权平均净资产收益率有所下降之外，总资产报酬率、销售净利率以及销售毛利率均稳中有进，资产重组后相关盈利能力指标的提升也间接向投资者传递了这些新加入的资产小范围地提升了南京新百的获利水平，而此次并购世鼎香港促进了南京新百的产业协同，更加有望提升其在医疗养老产业的业务规模和盈利能力，同时嵌套在此次并购重组中的业绩承诺更加增强了投资者的信心，即使信息不对称模糊了中小投资者的视角，业绩承诺的加持也表明世鼎香港具有较强的获利能力，投资者不必过分担心即将注入上市公司的资产质量，如若业绩真不达标其补偿方案也是为投资者购买的隐形保险。

4.3.2 合理进行资产定价，促进并购交易完成

对标的资产价值进行评估是并购重组的重要环节之一，其评估结果既是购买资产的定价标准，也是其内在价值的合理反映。此次并购交易中，北方亚事根据交易进程将 2017 年 9 月 30 日定为评估基准日，选取收益法和市场法对世鼎香港在当日具有的全部股权价值进行评估，评估结果如表 4-9。

表 4-9 世鼎香港 2017. 9. 30 评估结果

Table 4-9 evaluation results of shiding Hong Kong on September 30, 2017

评估方法	单位：千美元			
	净资产账面价值	净资产评估值	增值额	增值率
收益法	852, 879	970, 292	117, 413	13. 77%
市场法		1, 063, 557	210, 678	24. 70%
差额		93, 265		

数据来源：世鼎香港股权价值资产评估报告

根据评估师的评估结果我们可以看出，两种方法的评估结果差额达 93 265 千美元，但交易双方最终协定采纳收益法的评估结果。一方面由于标的公司并非上市公司，没有公开的历史信息借鉴，尽管在选取可参考的上市公司时剔除了许多冗余信息，但参考公司并不能完全替代标的公司本身，评估过程本身就掺杂着许多主观判断，再加上基础数据在比较调整的过程中存在失真的因素导致市场法的评估结果与实际股权价值可能背道而驰；另一方面收益法的评估结果是企业在价值的合理反映，其代表的是标的资产未来一定时期获利水平的高低，尽管其中仍存在许多假定条件和主观推测，但也是基于标的公司历史经营成果以及实际业务发展的合理展望，相较之下更为合理。

收益法下标的资产全部股权价值增值率达 13.77%，评估值较高的原因主要系以下三点：第一是 Dendreon 研发的 PROVENGE 是针对前列腺癌患者在早期治疗中唯一的推荐药品，产品拥有较强的竞争优势；第二是 Dendreon 强大的创新能力和优质的管理水平以及长期作为一家上市公司在海外资本市场中的运作经验，使其不断在同行业保持着领先地位；第三是药品质量安全始终是医药行业要解决的首要问题，为了保证高质量药品源源不断的产出，Dendreon 建立了高水平的药品质量管理体系，综上，世鼎香港在未来具有持续的盈利能力，评估师也将世鼎香港的收益期按永续确定。

当然，未来充满了不确定性，再科学的推理过程也不敌风云莫测的外部环境变化，世鼎香港 2020 年业绩未达标的主因系是全球新冠疫情的影响导致其收入减少成本增加，此时业绩承诺便发挥了它作为并购交易中“兜底条款”的积极作用，作为一种估值调整手段，它预先约定收益不达预期的补偿方案，这既是对标

的资产可能存在高估值误差的后期修正，也是对投资者进行弥补的保护措施，合理进行资产定价的同时，促进并购交易完成，将并购风险降到最低。

4.3.3 激励被并方管理层，改善上市公司业绩

企业作为市场经济中的利益综合体，其基业长青的本质是源源不断的产出和具有竞争优势的获利水平，良好的效益既是企业滚动前进的基石也是企业内外部利益相关者预期收益的保障，尤其对于上市公司而言，经营绩效的优劣除影响企业自身在市场经济中的竞争力以外，也是稳定广大中小投资者投资信心的来源。而并购作为拓展企业经营范围的重要商业手段，是企业在面临市场环境变化快速进行业务模式转型进而改善业绩的有力方法之一。

南京新百此次并购世鼎香港便是由于原主要业务实体百货，其经营模式对外面临激烈的新型商业模式及线上电商交易的挑战，对内物业租金、日常运营成本和人工成本等维持企业正常运转的支出不断攀升，整个实体百货行业的毛利率难以得到新的突破，此举为其带来了新的营收增长点。且并购相关责任人经过不断论证后认为世鼎香港具有良好的获利能力，若能如期完成业绩承诺约定，预期将提升公司的净利润和每股收益，增强南京新百竞争优势的同时降低经营风险。

此外，并购后南京新百业绩的改良除客观条件外最主要的还是依赖于管理层的主动作为，倘若没有管理层强有力的持续输出，再繁荣的宏观经济环境也支撑不了企业的发展，但管理层是否能够做到勤勉尽责仅依靠其主观能动性是远远不够的，外部激励也同样重要，业绩承诺便是从外部激励管理层努力工作的一项约束机制。可以试想，假若没有业绩承诺这一外部约束，管理层能否勤勉尽责？答案当然是存疑的，没有压力就没有动力，尤其在现代企业委托代理成本上升信息不对称程度增大的制度环境下，单纯靠管理层自我约束并不符合现实情况。进一步试想，当标的资产成为上市公司的一部分，其经营绩效能否达到投资者预期？若经营成果不增反降，给投资者带来的损失由谁来承担？可见对管理层行为进行约束，激励其努力作为，当上市公司的业绩不断攀升时股票价格也会随之做出反应，股价上涨实现全体股东财富增长，这也是南京新百此次并购的终极目的。

5. 南京新百业绩承诺实施效果分析

5.1 业绩承诺市场反应分析

业绩承诺制度设立的动因之一是保护中小投资者利益，而中小投资者的利益是否得以满足主要体现在股票收益率上，既是投资者选择股票的主要参考指标，也是市场对企业价值的具象反馈。当上市公司宣告合并、收购、再融资以及收益公告等具有重大影响力的经济事件时，该公司的股票价格也会顺势发生变化，因此我们有必要探讨当南京新百实施此次并购并做出业绩承诺时市场对其有何反应，进一步研究其对投资者的影响。事件研究法便是通过收集某一重大经济事件发生前后的相关市场数据，计算出该事件发生前后投资者持有某支股票的实际收益与预期收益的差额。本部分主要运用事件研究法中的 BHAR 法和 CAR 法分别检验整个业绩承诺期的长期市场表现和各业绩承诺期的短期宣告效应。

5.1.1 业绩承诺长期市场反应分析

BHAR 法与 CAR 法相比更适合度量较长时间序列的累计值，因为 CAR 法仅是对各期超额收益的简单累加，该方法没有考虑到前期收益对后期收益的影响，而不同交易日收益率的计量基础已经发生变化，这种差异会随着时间序列的增长越拉越大，考虑到此次交易整个业绩承诺期长达三年，因此本文首先选择运用更为合理的 BHAR 法对业绩承诺的长期市场反应进行分析。

事件研究的第一步是确定事件日和事件窗口期，南京新百此次并购事件业绩承诺期分别是 2018 年、2019 年和 2020 年，2021 年 4 月 30 日南京新百发布与此次交易相关的业绩承诺延期公告，宣告原整个业绩承诺到期，但考虑到 2018 年南京新百还筹划了剥离其间接持有的 HoF Group 51% 股权的非关联交易重大资产重组事件，为剔除该事件对整个样本期的混合效应以及 BHAR 累乘计算原理下前期计算结果对后期的影响，更客观地分析整个承诺期的市场反应，本部分选定 2019 年 2 月为基准月，2019 年 2 月至 2021 年 11 月共 34 个月为事件窗口期，从 CSMAR 数据库中提取南京新百各事件期的月收益率和其所在沪市的上证指数月收益率作为市场收益率，而预期收益率的确定则是在给定市场收益率的条件下，

通过最常见的最小二乘法（OLS）回归，即修正的 CAPM 模型——市场模型，来估计二者之间的关系，回归分析公式为：

$$R_{it} = \alpha + \beta * R_{mt}$$

其中， R_{it} 代表南京新百在第 t 个月的月收益率， α 代表超额收益， β 代表市场性风险， R_{mt} 代表此次选取的上证指数在第 t 个月的月收益率，在计算出对应的参数 α 、 β 值后，通过下述公式计算倘若该事件未发生投资者对该支股票第 t 个月的预期收益率：

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta * R_{mt}$$

其中， $E(R_{it})$ 代表事件期内南京新百第 t 个月的预期收益率，在确定预期收益率之后，通过下述公式计算对应事件期的 BHAR：

$$BHAR_i = \prod_{t=0}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=0}^T [1 + E(R_{it})]$$

其中， $BHAR_i$ 代表连续持有超额收益， T 代表选定的整个事件期。

最后，将发生交易的 34 个月锁定为窗口期，即[1,34]，分别计算出各月的 BHAR，计算结果如表 5-1：

表 5-1 南京新百原业绩承诺期内 BHAR

Table 5-1 BHAR of Nanjing Xinbai during the original performance commitment period

事件期	BHAR	事件期	BHAR	事件期	BHAR	事件期	BHAR
							-
1	0.1713	10	-0.0526	19	0.212483	28	0.05545
							-
2	0.657092	11	-0.01807	20	0.036374	29	0.23337
							-
3	0.589426	12	-0.01263	21	-0.06377	30	0.28136
							-
4	0.110778	13	-0.06735	22	-0.055	31	0.18747
							-
5	0.147488	14	-0.09866	23	-0.04966	32	0.24048
							-
6	0.227479	15	-0.16757	24	-0.2627	33	0.24969
							-
7	0.199368	16	-0.0519	25	-0.21769	34	0.12861
8	0.115012	17	0.010687	26	-0.27225		
9	0.048304	18	0.707766	27	-0.15575		

数据来源：CSMAR 数据库

以表 5-1 的计算结果为准，将整个事件期的 BHAR 走势分为四个期间：第一期间：第一个月至第四个月；第二期间，第五个月至第十七个月；第三期间，第十八个月至第二十六八个月；第四期间，第二十九个月至第三十四个月，并绘制图 5-1 以供读者直观感受。

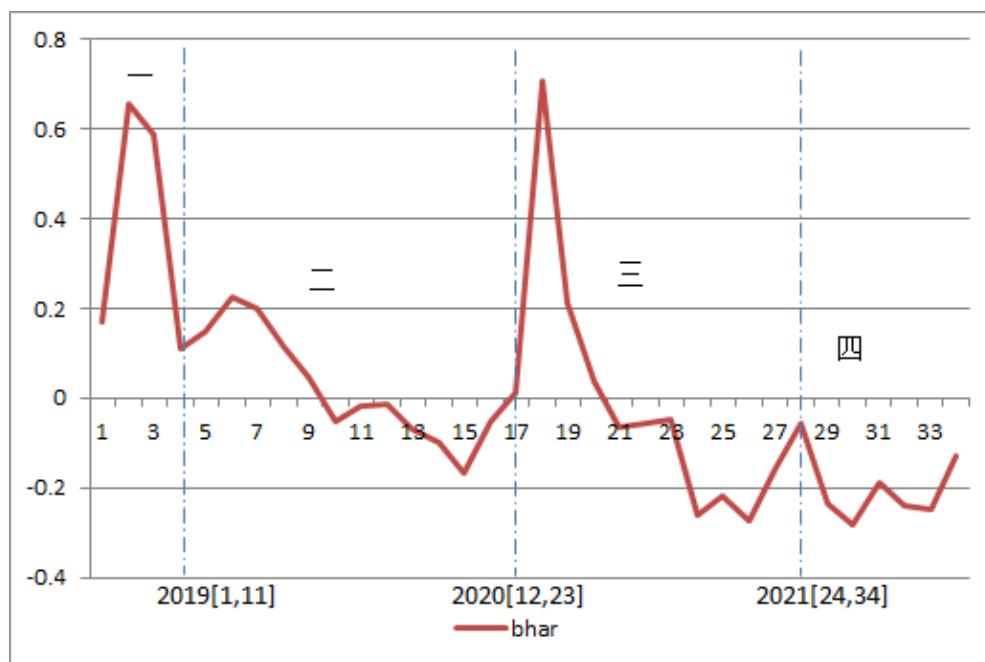


图 5-1 南京新百原业绩承诺期内 BHAR 趋势图

Figure 5-1 BHAR trend of Nanjing Xinbai during the original performance commitment period

如图 5-1 所示，在第一期间，具体时间段是 2019 年 2 月至 2019 年 5 月，南京新百股票的 BHAR 先升后降，2019 年 5 月跌至前后几个月的谷底，2019 年 4 月 16 日公司公告世鼎香港 2018 年业绩承诺实现情况，扣非后归母净利润为 53,492.33 万元，业绩完成率达 100.93%，可能是业绩实现情况并不十分显著，市场对该信息披露的反应较为滞后，在第五个事件期，即 2019 年 6 月南京新百 BHAR 才有所上升，表明该期间股票市场对公司业绩的反应较为迟钝。

第二期间，具体时间段是 2019 年 6 月至 2020 年 6 月，即公告世鼎香港 2018 年业绩承诺情况之后的第二个月至公告 2019 年业绩承诺情况之后的第二个月，将考察期从公告日顺延两个月是为了更好地检验业绩承诺的市场反应，如图 5-1 所示，该期间内南京新百股票的 BHAR 有涨有跌，且于 2020 年 4 月跌至谷底，主要系 2020 年上半年新冠疫情对全球经济造成的巨大影响，这一重大突发公共

卫生事件也影响了股票市场的繁荣,进一步验证了股票市场是国民经济的晴雨表。但在 2020 年 4 月市场得知世鼎香港业绩承诺顺利完成之后,南京新百股票的 BHAR 立即上升,表明投资者看好这段期间南京新百的股票收益率。

第三期间,具体时间段是 2020 年 7 月至 2021 年 5 月,该期间内南京新百股票的 BHAR 有两次大的上涨幅度,第一次巨大涨幅是在第十八个事件期,即 2020 年 7 月,公司股票 BHAR 从上期的 0.01 上升至 0.71,但次月 BHAR 又下降至 0.21,查阅相关公告知,7 月 10 日南京新百发布《关于股票交易异常波动公告》,提示公司股票于 7 月 7 日至 9 日连续三个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%,存在异常情况,表明此期间股票市场存在投机泡沫,需要投资者理性决策,审慎投资。第二次较大涨幅是在第二十六个事件期至第二十八个事件期,但 2021 年 1 月 30 日南京新百便已公布世鼎香港的业绩预减公告,且 4 月 30 日公告 2021 年业绩承诺延期事项,表明南京新百的股票收益率并未受到业绩公告的影响,投资者仍看好这支股票。

第四期间,具体时间段是 2021 年 6 月至 2021 年 11 月,此期间南京新百股票的市场反应较为稳定,也并未发生重大经济事件,但整期的 BHAR 值均小于零,表明原业绩承诺到期后南京新百股票的 BHAR 存在长期弱势,需要投资者注意。

综上,分阶段来看,每当南京新百宣告业绩承诺完成时其 BHAR 基本都有一定涨幅,体现了业绩承诺对市场绩效的促进作用,但当原承诺期结束之后,整个市场绩效显著下降,2021 年 1 月至 2021 年 11 月的 BHAR 均小于零,一定程度上与此期间无新事件刺激南京新百的股价有关,但南京新百的股票收益率在该期间存在长期弱势也是客观事实,可见业绩承诺对股票市场绩效的影响仅限于承诺期内,有一定的局限性,但并购后上市公司绩效的提升是一项长期工程,如何持续性地提升其绩效是各利益主体需要考量的。

5.1.2 业绩承诺短期市场反应分析

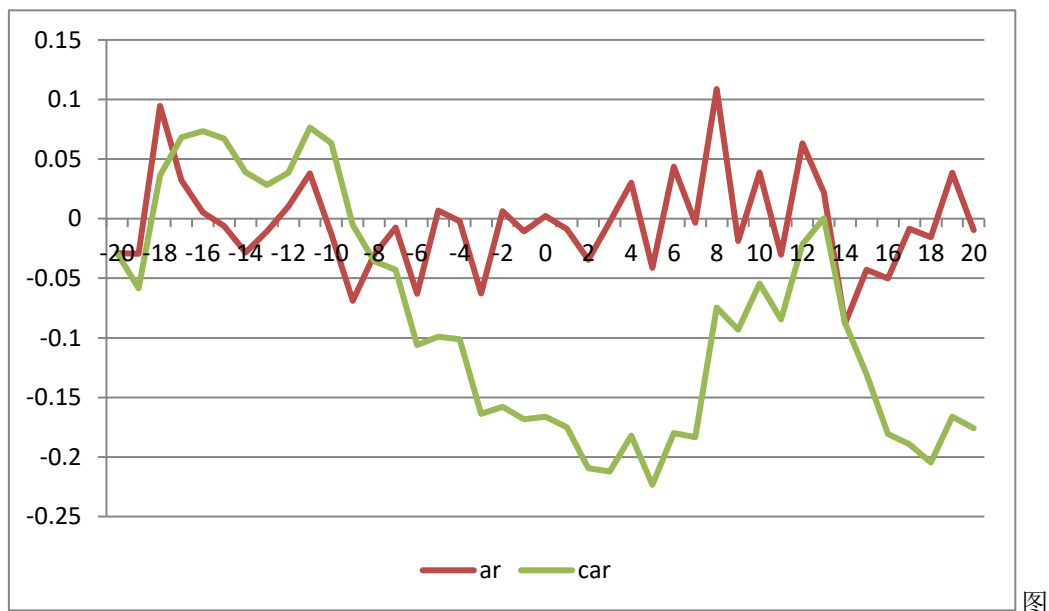
除探究贯穿整个业绩承诺期的长期市场反应,每期盈余公告对其股票价格的影响也值得考量,且事件期愈长其包含的冗余信息愈多,为剔除与真实反映公司价值无关事件的影响,本部分用 CAR (累积超额收益率)来检验南京新百业绩承诺公告日周围数天的市场效应。

选取 2019 年 4 月 16 日（第一期业绩承诺完成情况公告日）、2020 年 4 月 29 日（第二期业绩承诺完成情况公告日）、2021 年 1 月 30 日（最后一期业绩预减公告日）、2021 年 4 月 30 日（最后一期业绩承诺延期事项公告日）四个关键点作为事件日，锁定各事件日前后（-20,20）天共 41 个交易日作为事件窗口，从 CSMAR 数据库中提取事件窗口期各交易日的南京新百个股收益率和其所在沪市的上证指数日市场收益率，运用修正的 CAPM 模型，即市场模型估计预期收益率，计算公式同 BHAR 法，随后计算各事件日的 AR_{it} （超额收益率）和 CAR_{it} （累积超额收益率），计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$$CAR_{it} = \sum_{t=-j}^{t=j} AR_{it}$$

其中， CAR_{it} 的计算结果就是南京新百股票在[j,-j]个交易日的累积超额收益率。当 CAR_{it} 显著大于零时，表明该股票受到某事件的正向促进作用；反之，当 CAR_{it} 显著小于零时，表明市场并不看好该事件。并根据计算结果绘制各事件窗口的 CAR 趋势图。



5-2 2019 年 4 月 16 日前后 20 天南京新百股票 CAR 概况

Figure 5-2 overview of car of Nanjing Xinbai stock in the 20 days around April 16, 2019

(1) 如图 5-2 所示，2019 年 4 月 16 日南京新百公告世鼎香港第一期业绩承诺完成前后的股票 CAR 走势截然相反，从公告前第 11 个交易日，即 2019 年 3

月 29 日开始，新百股票的 CAR 持续下降，并于事件日后的第 3 个交易日，即 2019 年 4 月 19 日跌至谷底，之后才小有回升，完全呈上升趋势是从公告日后的第 5 个交易日开始，连升 8 天，但随后又有所回落，表明世鼎香港第一期业绩承诺的完成的确对南京新百股价的短期市场绩效起到一定促进作用，但市场进行反应也需要一段时间，且这种积极反应的持久性略显不足。

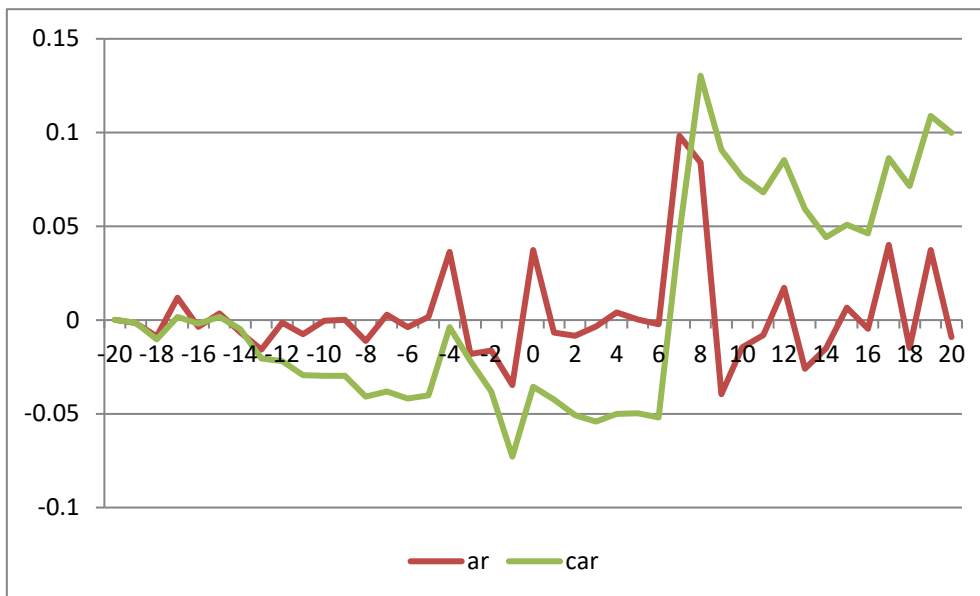


图 5-3 2020 年 4 月 29 日前后 20 天南京新百股票 CAR 概况

Figure 5-3 overview of car of Nanjing Xinbai stock in the 20 days around April 29, 2020

(2) 如图 5-3 所示，南京新百公告世鼎香港第二期业绩承诺完成后，市场对该事件的反应仍略有滞后，事前日后的前 6 个交易日 CAR 基本没有太大变化，但从第 7 个交易日开始显著上升并于第 8 个交易日达到峰值 0.13，之后 CAR 显著大于零，表明投资者对世鼎香港 2019 年业绩承诺完成情况较为满意，该期业绩承诺明显提振了投资者信心。

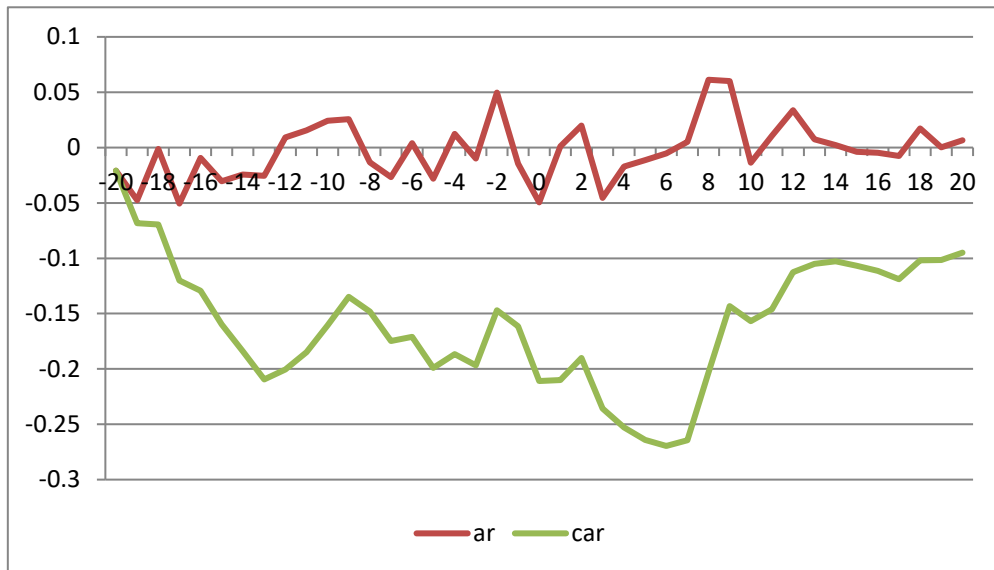


图 5-4 2021 年 1 月 30 日前后 20 天南京新百股票 CAR 概况

Figure 5-4 overview of car of Nanjing Xinbai stock in the 20 days around January 30,2021

(3) 如图 5-4 所示，南京新百公告世鼎香港业绩预减公告前后的 CAR 仍呈现相反走势的一番图景，公告前的 20 个交易日 CAR 有涨有跌，无特别异常现象，公告日后在第 7 个交易日前，市场反应处于弱势，表明此次业绩预减在前期给股票市场增加了负担，但第 7 个交易日后 CAR 值显著上升，并于后期保持稳定，说明投资者对于业绩预减公告所披露的信息较为满意，长期来看此次业绩预减公告并未对整个市场造成巨大冲击，相反世鼎香港真实经营情况的披露反倒增强了投资者对南京新百的信任。

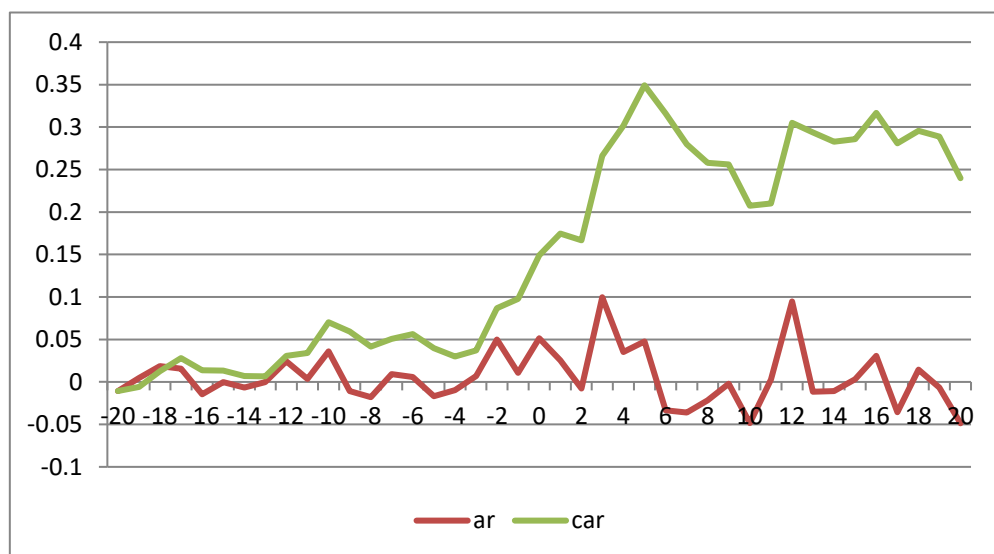


图 5-5 2021 年 4 月 30 日前后 20 天南京新百股票 CAR 概况

Figure 5-5 overview of car of Nanjing Xinbai stock in the 20 days around April 30, 2021

(4) 如图 5-5 所示, 南京新百公告世鼎香港最后一期业绩承诺延期事项前后的 CAR 呈现巨大差异, 公告前南京新百股票 CAR 平平无奇, 公告前的第 4 个交易日开始, 事件信息似乎已被预期, CAR 值开始回暖并于公告日后的第 5 个交易日达到峰值, 充分说明市场对该业绩承诺延期事项的认可。值得一提的是, 该延期公告还涉及其他标的资产的承诺事项, 此次市场的积极反应或许有多项业绩承诺延期事项的加成作用, 但不可否认其在短期内对股票价格的促进作用和投资者对该事件的乐观态度。

5.2 业绩承诺财务绩效与非财务绩效分析

买股票就是买未来, 投资者为某支股票支付的溢价包含了对该上市公司发展前景的看好¹⁵, 但股价增长带给投资者的高回报率需要上市公司良好经营业绩的支撑, 高绩效的实现既需要上市公司自身的不断修炼, 也需要外部制度的激励约束, 业绩承诺便是激励标的公司管理层勤勉尽责改善上市公司业绩的重要手段, 为了更好地检验南京新百此次并购签署业绩承诺是否达到了提升自身盈利能力的预期效果, 本部分从业绩承诺实施前后的财务绩效和非财务绩效两个视角进行分析。

5.2.1 业绩承诺财务绩效分析

本部分以承诺期为时间线, 划分承诺前、承诺期和承诺后三个时间段, 以承诺期前一年的财务绩效指标为基准, 从营运能力、盈利能力、偿债能力、发展能力和现金流能力五个方面, 分模块检验业绩承诺实施后南京新百的财务绩效是否提升。为了更好地反映南京新百注入世鼎香港后整体的财务状况和经营成果, 各部分各指标的计算基础均为合并报表所列示的会计数据。

(1) 营运能力分析

该部分选取了表 5-2 所列示的指标, 且企业的营运能力需要经过一定时间的“锻炼”, 反映其能力水平高低的财务指标也应当能代表其在一定期间的水准才更为科学, 因此各指标中采用资产负债表时点会计数据计算的均换算成对应期间

¹⁵黄世忠.财务报表分析的逻辑框架——基于微软和三大汽车公司的案例分析[J].财务与计,2007(19):14-19.

的平均数，计算公式如表 5-2。

表 5-2 营运能力选取指标计算依据

Table 5-2 calculation basis of operation capacity selection index

营运能力	应收账款周转率	营业收入/应收账款平均占用额
	存货周转率	营业成本/存货平均占用额
	流动资产周转率	营业收入/流动资产平均占用额
	固定资产周转率	营业收入/固定资产平均净额
	总资产周转率	营业收入/平均资产总额

表 5-3 营运能力选取指标结果

Table 5-3 operation capacity selection index results

项目/年份	重组前	承诺期			重组后
	2017. 12. 31	2018. 12. 31	2019. 12. 31	2020. 12. 31	2021. 9. 30
存货周转率	3.65	3.54	4.62	4.36	3.87
应收账款周转率	33.32	11.99	7.32	4.65	4.03
流动资产周转率	2.08	1.62	1.13	0.61	0.45
固定资产周转率	5.56	5.12	4.78	2.76	2.27
总资产周转率	0.81	0.55	0.42	0.24	0.18

数据来源：CSMAR 数据库

如表 5-3 所示, 检验期内各指标均于 2018 年显著下降, 其余期间较为稳定, 原因系 2018 年子公司 HOFUKI 经英国法院裁定进入破产程序, 不再受公司控制, 南京新百缩减财务报表合并范围, 合并营业收入较上年减少了 24.01%。观察承诺期前后的各项指标, 不考虑 2018 年合并报表口径问题, 原承诺期到期后的营运能力并没有承诺期优质, 表明从营运能力角度来看, 业绩承诺在一定程度上改善了南京新百的资产流动性, 但并未推广到以后年份, 受到了承诺期的微小限制。

(2) 盈利能力分析

同样地, 代表盈利能力指标的会计数据也均换算成对应的时期数。

表 5-4 盈利能力选取指标计算依据

Table 5-4 calculation basis of selected indicators of profitability

盈利能力	营业毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入}$
	流动资产净利率	$\text{净利润} / \text{流动资产平均余额}$
	固定资产净利率	$\text{净利润} / \text{固定资产平均余额}$
	净资产收益率 (ROE)	$\text{净利润} / \text{股东权益平均余额}$
	总资产净利率 (ROA)	$\text{净利润} / \text{总资产平均余额}$
	资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / \text{资产总额}$

表 5-5 盈利能力选取指标结果

Table 5-5 selection results of profitability indicators

项目/年份	重组前	承诺期			重组后
	2017. 12. 31	2018. 12. 31	2019. 12. 31	2020. 12. 31	2021. 9. 30
营业毛利率	0.38	0.44	0.50	0.57	0.569
营业净利率	0.05	-0.06	0.20	0.16	0.22
流动资产净利率	0.10	-0.09	0.22	0.097	0.10
固定资产净利率	0.26	-0.28	0.94	0.44	0.51
净资产收益率	0.15	-0.06	0.12	0.05	0.06
总资产净利率	0.04	-0.03	0.08	0.04	0.05
资产报酬率	0.06	-0.002	0.11	0.047	0.049

数据来源：CSMAR 数据库

如表 5-5 所示，不考虑 2018 年合并报表范围的变化对上述指标所造成的影响，重组后 2019 年南京新百的盈利能力显然有所提升，尤其是在承诺期内，盈利水平增长幅度较大，2020 年各盈利指标较上年有所下降是因为受到新冠疫情的影响，查询 2020 年南京新百的年报发现，2020 年南京新百的盈余指标均大幅缩水，归属于其股东的扣非净利润与上期比更是下降了 58.36%，但 2021 年全球经济回暖之后，截止本文写作的最新时间所能查询到的相关数据，南京新百 2021 年 9 月 30 日的各盈余指标显示其盈利能力有所恢复，但这种恢复是重组后相关资产整合较好发挥了其经营协同效应亦或是宏观经济环境的向上驱动作用本部分尚无法论证，略有局限。2019 年和 2020 年的主要会计数据如表 5-6。

表 5-6 南京新百 2019-2020 年主要会计数据

Table 5-6 main accounting data of Nanjing Xinbai in 2019 and 2020

主要会计数据	2020 年	2019 年	单位：万元
			本期比上年同期增减 (%)
营业收入	565690.39	950184.99	-40.47
归属于上市公司股东的净利润	75157.50	168720.74	-55.45
归属于上市公司股东的扣非净利润 ¹⁶	66509.48	159710.71	-58.36
经营活动产生的现金流量净额	205495.65	159375.46	28.94

数据来源：南京新百 2020 年年报

其中，营业收入同比下降 384 394.6 万元，降幅达 40.47%，剔除收入准则变

¹⁶ 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润

化¹⁷的影响，同口径降幅略小，达 25.56%；实现归属于南京新百股东的净利润 75157.50 万元，归母净利润同比下降 93 563.24 万元，降幅 55.45%，主因系疫情影响。

（3）偿债能力分析

分析偿债能力选取的指标除权益乘数外均用时点会计数据。

表 5-7 偿债能力选取指标计算依据

Table 5-7 calculation basis of selected indicators of solvency

偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	现金比率	现金及现金等价物期末余额/流动负债
	资产负债率	负债合计/资产合计
	有形资产负债率	负债合计/(资产总计-无形资产净额-商誉净额)
	权益乘数	资产总计平均余额/所有者权益合计平均余额

表 5-8 偿债能力选取指标结果

Table 5-8 selection results of solvency indicators

项目/年份	重组前	承诺期			重组后
	2017. 12. 31	2018. 12. 31	2019. 12. 31	2020. 12. 31	2021. 9. 30
流动比率	0.75	1.06	1.37	1.48	1.66
速动比率	0.51	0.87	1.28	1.40	1.58
现金比率	0.36	0.54	0.66	1.06	1.04
资产负债率	0.67	0.38	0.30	0.31	0.28
有形资产负债率	1.07	0.63	0.48	0.48	0.43
权益乘数	3.93	1.91	1.51	1.44	1.42

数据来源：CSMAR 数据库

如表 5-8 所示，并购后南京新百的流动比率、速动比率和现金比率均有显著上升，且在承诺期后趋于稳定，表明此次并购交易提升了南京新百的资产流动性。且有了世鼎香港的加成南京新百的现金流状况也得到好转，查询新百 2020 年年报知其货币资金期末余额较期初余额增长了 72.21%，主因 2020 年销售回款增加和银行理财转回。与之相反的是，实施并购后资产负债率、有形资产负债率和权益乘数均持下降状态，这种下降趋势在原承诺期结束后的一年仍旧保持，表明并购实施后降低了南京新百的财务杠杆，优化了其资本结构，短期偿债能力和长期

¹⁷ 2017 年 7 月财政部发布《企业会计准则第 14 号—收入》，与《国际财务报告准则第 15 号—与客户之间的合同产生的收入》(IFRS15) 趋同，新收入准则要求，境内上市公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，上市公司并购重组实施完成后，标的资产应与上市公司保持一致自 2020 年其执行新收入准则

偿债能力均有所提升。

(4) 发展能力分析

发展能力选取指标如表 5-9 所示。

表 5-9 发展能力选取指标计算依据

Table 5-9 calculation basis of selected indicators of development capacity

发展能力	总资产增长率 (%)	$(\text{资产总计本期期末余额} - \text{资产总计上年同期期末余额}) / \text{资产总计上年同期期末余额}$
	净资产收益率增长率 (%)	$(\text{本期单季度净资产收益率} - \text{上年同期净资产收益率}) / \text{上年同期净资产收益率}$
	每股净资产增长率 (%)	$(\text{每股净资产本期期末值} - \text{每股净资产上年同期期末值}) / \text{每股净资产上年同期期末值}$
	营业收入增长率 (%)	$(\text{营业收入本年本期金额} - \text{营业收入上年同期金额}) / \text{营业收入上年同期金额}$
	净利润增长率 (%)	$(\text{净利润本年本期金额} - \text{净利润上年同期金额}) / \text{净利润上年同期金额}$

表 5-10 发展能力选取指标结果

Table 5-10 selection results of development capacity indicators

项目/年份	重组前	承诺期			重组后
	2017. 12. 31	2018. 12. 31	2019. 12. 31	2020. 12. 31	2021. 9. 30
总资产增长率 (%)	0.33	-0.10	0.05	0.07	0.03
净资产收益率增长率 (%)	-0.40	-1.73	-	-0.57	0.39
每股净资产增长率 (%)	1.48	0.44	0.14	0.04	0.06
营业收入增长率 (%)	0.10	-0.19	-0.35	-0.40	0.11
净利润增长率 (%)	1.10	-1.95	-	-0.52	0.38

数据来源：CSMAR 数据库

如表 5-10 所示，2019 年部分财务指标增长率不适用是由于 2018 年南京新百子公司 HOFUKI 进入破产托管程序后控制权转移，且破产托管人安永不提供 HOFUKI 不受公司控制后的相关财务报表，相关基础数据采集不到。观察可用指标，不论是资产增长率亦或是收入、利润增长率，承诺期内效果并不显著，甚至不升反降，例如营业收入增长率和净利润增长率，除去 2018 年南京新百资产剥离合并报表数据不可比，在 2018 年和 2019 年资产正增长的情况下，其营业收入和净利润反而负增长，表明其资产数量虽然增加，但质量并不高，并没有带来对应获利水平的提高。但原承诺期结束后的一年，即截止 2019 年 9 月 30 日，相关

资产获利能力实现了正增长，这表明对应资产的增长着实提升了企业获利能力，但短期内观察不到，需要长期检验，也告诫管理层要重视后期资源整合，充分发挥新增资产的价值。

（5）现金流分析

现金流分析选取指标如表 5-11 所示，均表示时期数。选取相关利润表指标为分母，经营活动产生的现金流量净额为分子的现金含量指标是因为经营活动产生的现金流量净额可以代表企业自我创造财富的水平，而筹资活动和投资活动产生的现金流量并不能代表企业的整个生产过程。选取企业自由现金流指标主因系经营活动现金流只能维持企业自身业务发展，但对于上市公司来说，还本付息和支付股利为全体股东创造财富才是其终极价值，自由现金流反映的是企业在维持现有经营规模（更新改造固定资产）后还剩余多少资金回报股东的能力。

表 5-11 现金流选取指标计算依据

Table 5-11 calculation basis of selected indicators of cash flow

现金流分析	营业收入现金净含量	经营活动产生的现金流量净额/营业总收入
	营业利润现金净含量	经营活动产生的现金流量净额/营业利润
	净利润现金净含量	经营活动产生的现金流量净额/净利润
	企业自由现金流	息前税后利润+折旧摊销-营运资本增加-资本支出

表 5-12 现金流选取指标结果

Table 5-12 selection results of cash flow indicators

单位：万元 币种：人民币

项目/年份	重组前	承诺期			重组后
	2017.12.31	2018.12.31	2019.12.31	2020.12.31	2021.9.30
营业收入现金净含量	0.04	0.10	0.17	0.36	0.25
营业利润现金净含量	0.69	-	0.68	1.89	0.93
净利润现金净含量	0.91	-	0.86	2.28	1.11
企业自由现金流	-1304.27	-37395.61	-1860.95	615.57	-431.92

数据来源：CSMAR 数据库

如表 5-12 所示，除 2018 年部分指标不适用之外，承诺期内各项现金流指标均有所提升，表明南京新百在业绩承诺的加持下其现金流为自身创造了不容忽视的可以随时变现的财富，但原承诺期结束后的一年其效果略显逊色，这也与原始会计数据截取时间有关，长期来看，业绩承诺并不能保证上市公司的现金流永远保持在特定的高水平上，也无法永久地为其独立凭借主营业务创造维持自身生存

和发展的现金流背书。

5.2.2 业绩承诺非财务绩效分析

传统的财务绩效指标只能衡量过去发生的事项，是对过去一段时间企业经营成果的反馈和度量，表达的是一种落后的结果因素，无法预测企业未来的发展前景，但并购后上市公司的价值是否提升在短期内或许是看不出来的，尤其是战略导向下的并购交易，上市公司更加看重标的资产未来的获利能力，短期内的亏损长期来看微不足道。为了更科学地评价并购中业绩承诺的实施效果，我们以平衡记分卡所传递的思想为指导，在分析财务绩效之余，从客户、内部运营、学习与成长三个维度分析业绩承诺的非财务绩效，使有关业绩承诺实施效果的评价拓展到长期目标。

(1) 客户层面

南京新百目前具体业务范围如表 5-13 所示。

表 5-13 南京新百业务概况

Table 5-13 overview of Nanjing Xinbai business

业务板块	现代商业	健康养老	生物医药
业务范围	百货零售 房地产 物业租赁	安康通 三胞国际	齐鲁干细胞 世鼎香港 南京丹瑞

资料来源：南京新百年报

根据南京新百 2018-2020 年年报披露出的信息，各业务范围内的的客户满意度均逐年攀升，客户流失率处于同行业较低水平，全体员工不断改善服务品质，管理层持续开拓市场，提高产品市场渗透力，增强品牌竞争优势，原承诺期内主要客户销售额连年攀升，具体数额如表 5-14 所示。

表 5-14 南京新百承诺期内主要客户销售额情况

Table 5-14 sales of main customers of Nanjing Xinbai during the commitment period

单位：亿元

年份	前五名客户销售额	占年度销售总额比例
2018	21.9	15.06%
2019	24.16	25.42%
2020	11.18	15.06%

数据来源：南京新百年报

根据新百年报披露的信息，前五大客户不存在关联方销售情况，表明南京新百的主要销售收入来源均是市场化交易，不存在关联交易，2020年销售额减少的主因系新冠疫情影响。

(2) 内部运营层面

企业发展除了需要吸引流量，也需要优化自身内部流程，“打铁还需自身硬”便是这个道理，南京新百在加大医疗养老产业布局的同时，不断提高其业务水平及获利能力，但健康养老产业核心竞争力的维持需要不断的技术创新，为此我们整理了南京新百2017-2020年研发投入概况。

表 5-15 南京新百 2017-2020 年研发投入概况

Table 5-15 overview of R&D investment of Nanjing Xinbai in 2017-2020

单位：万元

项目	2017	2018	2019	2020
研发人员数量	128	236	136	284
研发人员数量占比 (%)	0.78	1.91	1.04	1.74
研发投入金额(均费用化)	5234.83	22023.97	38350.08	27004.64
研发投入占营业收入比例	0.29	1.51	4.04	4.77

数据来源：CSMAR 数据库

如表 5-15 所示，南京新百此次并购完成后的第一年，即 2018 年的研发投入金额较 2017 年呈 3.21 倍增长，2019 年增幅放缓但也达到了 74%，根据公开披露的信息，南京新百的子公司山东齐鲁干细胞在相关年度围绕干细胞工程的各方需求，投入各类资源开展了多项技术研究，实现了相关研发成果向规模化产业发展的转化。不断增长的研发投入表明了南京新百进行战略转型的决心。

表 5-16 南京新百 2017-2021 年期间费用概况

Table 5-16 cost overview of Nanjing Xinbai during 2017-2021

单位：万元

项目	2017.12.31	2018.12.31	2019.12.31	2020.12.31	2021.9.30
销售费用	364861.68	232387.66	70375.75	64315.9	41988.23
管理费用	136246.56	125036.67	9668.42	94094.33	69065.07
财务费用	30420.88	22498.68	9067.11	3614.99	2601.86

数据来源：CSMAR 数据库

表 5-16 是并购实施前后南京新百的期间费用概况，可以看出，并购后南京新百的期间费用大幅下降，表明南京新百在并购后为组织和管理整个经营活动所发生的费用在下降，也说明公司在不断优化内部管理水平。此外，良好的内部运营流程也离不开规范内制和监督，根据 CSMAR 数据库提取出来的信息及南京新百 2018 年年报披露的信息，2018 年公司存在非财务报告的重大内部控制缺陷，新百为了给境外经营实体 HOFUKI 及时提供资金支持，在未履行公告披露程序的情况下便为其提供了外币垫款，形成了对 HOFUKI 的关联方债权 35 436.59 万元，看似是违反了相关的政策规定，实则是缺乏健全的内控体系的外在表现，也有部分责任人缺乏对公司治理制度的敬畏之心，为提高公司规范运作能力，南京新百随后进行了内部整顿，进一步承担起上市公司应尽的责任。

综上，南京新百管理层在并购后不断进行技术创新，改善业务流程并维护必要的内部控制，这种“重过程”的发展理念长此以往最终会落实在结果上。

(3) 学习与成长层面

不可忽视的是，客户的维系以及制度的遵守均需要人来完成，截止 2020 年 12 月 31 日南京新百的员工情况如图 5-6。

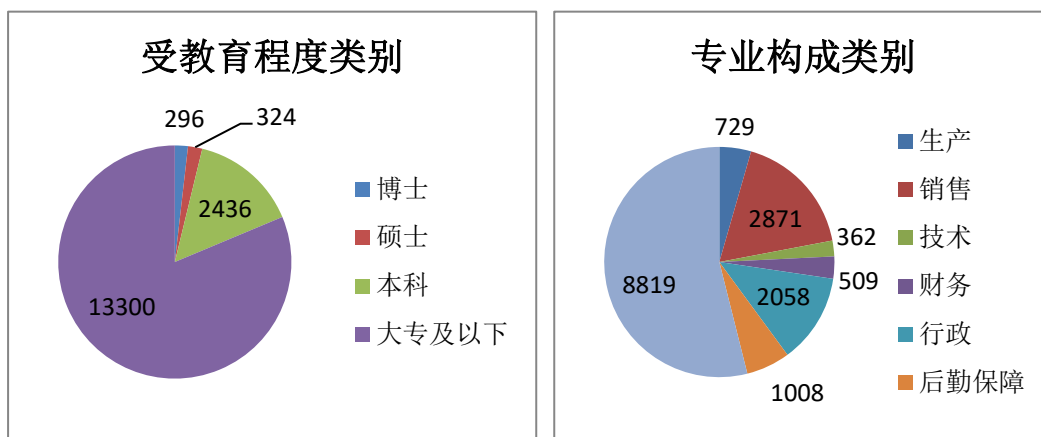


图 5-6 2020 年南京新百员工情况

Figure 5-6 employees of Nanjing Xinbai in 2020

图 5-6 的分布表明在受教育程度上，南京新百的高学历人才占少数，硕博人数合计仅有 620 人；在专业构成类别上，护理人员最多，这与南京新百的健康养老业务模式有关。人才是支撑企业基业长青的根本，为了为公司持续输出并稳定住源源不断的高质量人才，南京新百定期举行各专业构成人员的培训计划，持续

提高员工的技能水平；建立良好的绩效评价体系，将 KPI 考核常态化，以期长久地形成有利于人才成长的正向薪酬上升通道。

5.3 提升业绩承诺运用效果建议

通过上述案例分析我们认为现行的业绩承诺制度短期内可以刺激股价并在承诺期内对标的公司管理层起到一定激励作用，进而改善上市公司业绩，但并不能长期保障收购方和中小股东利益，市场上也存在大量承诺期一过，承诺方业绩瞬间变脸的案例，基于上述问题本部分为作为并购方的上市公司在实务中如何更好地运用业绩承诺制度以期实现更好地效果提出以下建议。

5.3.1 合理选择标的资产

对于上市公司来说，为全体股东创造价值是其最大的战略构想，实施并购也是为实现这一目标而采取的阶段性手段，“新百”作为商贸类的传统企业，其百年老字号已深入人心，但近年互联网新零售的繁荣发展冲击了实体百货的经营模式，此时新百调整发展战略，进军医疗健康产业是快速顺应市场变化的可靠手段。但并购不能盲目扩张，并购交易本身就存在较大风险，根据本文第三部分我们的分析得出的结论，我国 A 股公司并购成功率仅有 60%左右，没有合理的交易设计失败的概率很大，而业绩承诺虽然对促进并购成功有一定的积极作用，但多数情况下它仅是纷繁复杂的交易结构中常规性的条款之一，往往是交易双方已经决定实施并购后传统性地根据实际情况设计一下业绩承诺，而不是承诺方主动性地对标的资产“明码标价”以获得市场认可，这也略显稚嫩且莽撞，即先有并购重组，再有业绩承诺。因此对上市公司来说选择合适的标的资产至关重要，因为当并购交易完成，而承诺利润却未达标时，买方已经支付了超出标的资产本身价值的溢价，投资者也许也因为看好标的资产的获利能力购买了上市公司的股票，这种隐藏的机会成本仅依赖后期补偿是无法弥补的，业绩承诺的保险作用在标的资产质量堪忧的情况下形同虚设。

南京新百并购世鼎香港同时签署三年期的业绩承诺是近年我国 A 股市场实施海外并购较为成功的典型案例，主要原因之一便是对世鼎香港的充分了解，纵然此次交易属于关联交易，但标的资产属海外资产，并购后的整合难度不亚于一

项市场化并购。从前期设立下属子公司购买 Dendreon 至将 Dendreon 注入上市公司，前后共花费了一年半左右的时间，足以见南京新百的诚意，Dendreon 的优质资产与上市公司的健康产业形成了良好的产业协同，这也说明过程决定结果，交易双方的前期付出决定了并购成功和业绩承诺的如期完成。

5.3.2 滚动设计承诺条款

目前市场上的业绩承诺条款是“一成不变”的，这种一成不变体现在承诺期和承诺金额上，承诺期大多三至五年，承诺金额依据标的资产本身的经营能力而定，一旦设定无特殊情况不会改变，但企业对外面对着激烈的市场环境竞争，对内承担着业绩不达标的压力，每期业绩究竟能达到多少本身就是个未知数，纵然有历史会计数据可以参考，但仍存在风险，例如 2020 年新冠疫情的出现就是全社会未曾预期的，在世鼎香港 2020 年业绩未达标的情况下，交易双方协商一致外加监管部门核准通过将最后一期业绩承诺延期至 2021 年进行考核，这种做法其实是可以扩展到整个承诺期的，即可根据本期结果调整下期预期。前期绩效良好下期业绩目标值可以适当调高；前期绩效不佳可在补偿上市公司之余放宽业绩考核期限，滚动设计承诺条款。

此外，在补偿方式上，目前市场上主要采用的做法是先以因交易取得的股份进行补偿，不足部分再以现金补偿，这也是监管部门推崇的，一是原先出让资产时获取的对价是股份，补偿之以股份符合交易逻辑；二是标的资产业绩已经不尽人意，此时再以现金补偿未免强人所难且更加不利于标的公司的日常经营。但即使是还之以股份，投资者在持有上市公司股票期间付出的机会成本仅通过事后弥补略显单薄，因此为了将业绩不达标对上市公司和投资者的损失降到最低，已有学者提出可采用“分期付款”的购买方式支付并购对价，具体的支付结构还可根据标的资产的经营情况进行调整，这种灵活的做法考虑了标的资产每期的实际经营状况，保护收购方利益的同时向中小投资者传递出“审慎投资”的信号，更加真实地反映了标的资产如何逐步实现价值转移进而与收购方实现资源嫁接的全过程。

综上，为了让收购方更好地抵御现代企业所面临的愈发激烈的外部竞争环境，业绩承诺制度应该更加“市场化”，承诺期限可以向前滚动延期，承诺利润可以

根据上期经验值对下期进行修正，补偿方式可以更加多元化，也可以从一开始的支付方式上控制风险，更好地保障收购方和投资者利益。

5.3.3 强化并购后期整合

并购交易的成功是双方多次谈判的时点结果，但业绩承诺的完成是并购后标的企业一定时期的经营成果，根据本文第三部分表 3-2 的统计结果，随着承诺期限的延长，业绩不达标率也逐渐攀升，为什么前期业绩承诺可以如期完成，而后期业绩实现就如此之难？且承诺期限愈长不达标率越高？前期承诺完成的原因可以有很多种，标的资产盈利能力较强是正向原因，也有较多案例是标的公司采取盈余管理等手段阶段性地满足预期业绩粉饰报表，但长期来看一切会计手法均抵不过真实的业绩不支持，后期业绩不达标率屡屡攀升的重要原因之一便是忽略了资源整合，业务不协同资产没有共性并购就成了企业盲目扩张的手段，更无法实现预期利润承诺数，因此并购后对相关资产的整合才是实现股东财富最大化的细水长流的科学治理手段。根据南京新百公开披露的信息，针对此次收购，南京新百在业务、资产、财务和人员方面均做出了对应的整合计划，逐步对体内的各项资产进行重新配置，促进业务领域的协同发展，但由于南京新百对健康养老产业的布局仍处于摸索发展阶段，目前世鼎香港的主要经营性资产仍保持独立运营，总体的整合目标需要长期坚持才能得以实现。

综上，企业并购标的资产是看中了其持续经营能力，而持续经营能力的充分发挥需要高效率的后期整合和强有力的内部控制监督，业绩承诺只是在短期内保障了相关者的利益，但企业的经营期限通常按永续确定，强化并购后期整合，充分发挥并购的协同效应，助力企业长远发展，这对上市公司的内部治理水平提出了更高的要求。

6. 研究结论与启示

6.1 案例结论

南京新百并购世鼎香港并签署业绩承诺是近年我国 A 股市场海外并购重组较为成功的典型案例之一，通过对南京新百[600682.SH]的案例研究，本文主要得出以下结论：

（一）、从业绩承诺运用动因及业绩完成情况来看，业绩承诺补偿协议作为一项估值调整机制，其最主要的作用是在信息不对称的情况下合理对标的资产进行定价，并在并购实施后的一定期间保障收购方业绩和中小股东利益。南京新百此次并购属关联交易，尽管标的资产身处海外，跨境并购难度较大，但前期的准备工作充足，同完全市场化的并购相比交易双方信息不对称程度较小，资产定价较为合理，前两年业绩承诺均如期完成，最后一期系新冠疫情原因可以理解。

（二）、从签订业绩承诺前后以及业绩承诺生效期间的市场反应来看，在有关业绩承诺事项公告后的几天，南京新百的股票收益率的确是有一定幅度的上涨，但短暂上涨不久后变趋于平稳，且股价变动的影响因素很多，例如 2020 年 7 月南京新百的股价异常波动不论是官方还是理论界均未能给出科学的解释，这种短期的“非理性繁荣”并不能长久地保护中小投资者利益。

（三）、从业绩承诺实施后的财务绩效角度来看，承诺期内部分财务指标的表现的确十分出色，但部分财务指标的表现并不十分理想，反倒是在原承诺期结束之后才有所提升，一方面说明此次并购对上市公司业绩的改善并不全面，另一方面也表明并购完成时间太短标的资产获利能力及并购后的协同效应并未充分发挥，并购后的财务绩效需要更长的考察期，即上市公司的持续经营能力还需要市场的检验。

（四）、从业绩承诺实施后的非财务绩效角度来看，南京新百未来可期。业绩承诺的完成并不意味着企业的绩效能得到永久提升，正好相反，多数研究表明，业绩承诺后企业业绩变脸才是常态，而财务指标是对历史会计数据进行一定处理后的结果，纵然也能在一定程度上代表企业未来发展时可调动的资源，但企业的运营需要人来实施，在平衡记分卡视角下，南京新百在各个层面均做出了对应的方案和计划。

综上,短期来看业绩承诺制度可以刺激股价并在承诺期内对标的公司管理层起到一定激励作用,进而提高上市公司业绩,但长期来看,随着投资者情绪的下跌以及承诺年份的到期,股票价格最终回归稳定,上市公司的业绩也因受到内外部环境的多重影响而变得无法预期,可见业绩承诺制度仍需不断完善,实现估值调整的同时更好地保护收购方和中小投资者利益。

6.2 研究启示

基于案例分析得出的结论,为解决现行业绩承诺制度存在的痛点,本文站在最可能关注业绩承诺的三个群体的视角上,考虑到各主体的现实情况分别给出对应建议。

6.2.1 企业层面

对实施并购并签署业绩承诺的上市公司而言,主要有以下三点启示。

(1) 在实施并购前,最重要的是合理选择标的公司以最大限度降低并购风险,标的资产在并购完成后即成为上市公司的一部分,劣质资产或者说与上市公司原有业务和战略不匹配的资产不仅不会助力上市公司长远发展,还会影响上市公司的品牌效应和可持续性竞争力。在实施并购前的 2015 至 2017 年 Dendreon 的主要产品 PROVENGE 的市场渗透率稳定上升的同时还保持有足够的增长空间,并购世鼎香港可以很好地协同上市公司原有的医疗养老业务,正是基于对标的资产的充分评估,准确认识到标的资产的核心竞争力,前期并购交易才能顺利完成,交易作价和业绩承诺的设定才能更加合理,有效控制高估值高溢价并购风险。

(2) 在并购进程中,需要灵活设计承诺条款以应对交易风险。签署业绩承诺时所掌握的信息在经过一段资产整合和经营后或许已失去了可靠性,除了内部经营难度增大,外部环境也是瞬息万变的,案例公司南京新百的标的公司在 2020 年就因新冠疫情的影响导致其最后一期业绩承诺未达标,经交易双方协商一致以及证监会考虑实际情况核准通过后将最后一期业绩承诺延期至 2021 年考核,但其实除了承诺期可调整,承诺金额和补偿方式也可以灵活设计,承诺金额可根据本期业绩完成情况调整下期预期,补偿方式也可以在股份和现金补偿之间互相转换,在未来也可以衍生出新的补偿手段更好地抵御业绩未完成风险。

(3) 在并购完成后, 多有案例公司只注重短期绩效忽视后期整合, 但企业并购展现的是企业家的长期主义精神, 单一年份的不良业绩或许可以予以宽容, 仅依赖“短期版”业绩承诺无法支持企业长远发展, 多数研究结论显示, 业绩承诺期后企业业绩变脸, 市值下降事件时有发生, 大股东具有内部信息知情权或许损失较小, 但中小投资者因此遭受巨额损失, 因此, 强化并购后期整合加以良好的内控监督, 持续跟进并购后标的公司的经营状况, 才能使业绩承诺的激励效应得到良好地发挥。

6.2.2 投资者层面

对投资者而言, 购买上市公司股票是出于对该支股票未来发展前景的看好, 买股票就是买未来, 但未来是看不见摸不着的, 市场是波动的而非线性的, 即使专业投资者可以通过各种技术分析预测某支股票的走势, 但多数时候市场的反应在投资者热情的簇拥下往往与其实际价值背离, “非理性繁荣”的背后是盲目的乐观主义, 而业绩的强健才是高股价最好的支撑, 利润的增长会改善上市公司的基本面, 人们对目标公司价值的预期因此进一步提高, 此时股价自然会上升, 即理性的市场中股票价格是在公司业绩驱动下的正常表现。因此, 对于无法获取丰富内部信息的中小投资者来说, 聚焦上市公司业务本身, 审慎研究各项通知公告, 理性投资才能避免不必要的损失。

6.2.3 监管部门层面

规则作为一项“倒逼机制”是为了更好地约束人的行为, 监管部门作为业绩承诺制度最后一道保险, 除维持现有的承诺制度之外, 还应出台多元化承诺制度供企业选择, 将市场上反馈回来的有关业绩承诺相关建议融入现有的承诺制度之中, 不断完善理论基础, 且现有的补偿制度通常是直接对上市公司进行补偿, 并没有明文规定对投资者的补偿机制, 监管部门也可在补偿协议中约定对中小投资者的保护措施, 借鉴国际上成熟的估值调整协议的最佳实践, 不断优化方案设计, 提升经济效果。此外, 并购完成后承诺期内也要落实后期监督, 并购的风险必须在购买资产的定价中得到补偿, 因此业绩承诺通常会推高估值, 监管部门要时刻关注高溢价并购背后隐藏的业绩不支持风险, 防范承诺方采取盈余管理等会计手

段调整账面利润，真正提高执业水平和监管质量。

6.3 本文的局限性

本文的局限性主要有以下几点：

（一）、本文的案例研究结论受限于南京新百所在的行业特点，其是否具有普适性还有待考证，能否推广到其他公司需要视情况而定。

（二）、影响股票市场反应的因素有很多，有关业绩承诺市场反应的效果分析存在较多无法剔除的冗余信息，且该部分的数据采集期间南京新百还存在其他几项业绩承诺事件，评价结果略显粗糙。

（三）、并购行为有其战略性和宏观性目的，本文采集的会计期间仅集中于业绩承诺前后几年，只观察几个年份的效益所得出的财务绩效结论难免存在一定片面性，未必全面和正确。

（四）、本文聚焦于业绩承诺运用过程和实施效果，有关业绩承诺风险和补偿的论述较少。

最后，目前市场上大多数并购交易中涉及业绩承诺事项的期限仅有短短几年，但一项并购交易对企业的影响是长久且深远的，承诺期结束后并购方的经营状况仍值得关注，此外，作者后续也会进一步追踪南京新百以及其他在并购交易中签署业绩承诺的公司，在案例分析的基础上持续探究业绩承诺制度在社会主义市场经济下对并购重组的积极作用。

参考文献

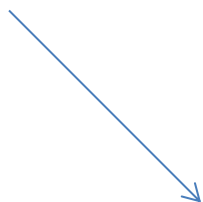
- [1] Qingchuan Hou, Qinglu Jin, Rong Yang, Hongqi Yuan, Guochang Zhang. Performance Commitments of Controlling Shareholders and Earnings Management[J]. Contemporary Accounting Research, 2015, 32(3).
- [2] Tong Zhou. Valuation Adjustment Mechanism in M&A: Application, Analysis and Enlightenment[J]. American Journal of Industrial and Business Management, 2016, 6(5).
- [3] LI, GUO, WEI. Performance commitment in M&As and stock price crash risk[J]. China Journal of Accounting Studies, 2019, 7(3).
- [4] Yue Liu. Earnouts' Reference to Optimizing Valuation Adjustment Mechanism-- Taking the Acquisition of Hangzhou Fenghe by Shenkai Shares as an Example[J]. International Journal of Education and Economics, 2019, 2(4).
- [5] Ming Chen. "Valuation Adjustment Mechanism" in the Film Capitalization —A Case Study of the Movie "Lost in Russia"[J]. Beijing Law Review, 2020, 11(01).
- [6] Yuan Hongqi, Gao Chong, Shi Haina. Failure in performance commitment and goodwill impairment: evidence from M&As[J]. China Journal of Accounting Studies, 2020, 8(2).
- [7] Bi X G. Make a promise: the valuation adjustment mechanism in Chinese private target acquisitions[J]. The European Journal of Finance, 2021: 1-24.
- [8] Li X, Li Q. Does corporate social responsibility affect the achievement of performance commitment in valuation adjustment mechanism agreement? Evidence from Chinese listed company[J]. Managerial and Decision Economics, 2021.
- [9] 张金鑫, 张秋生, 崔永梅, 高愈湘. 并购背景下企业资源的分类[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2004(01): 31-36+46.
- [10] 汤谷良, 刘辉. 机构投资者“对赌协议”的治理效应与财务启示[J]. 财务与会计, 2006(20): 33-36.

- [11] 吴超鹏, 郑方镛, 林周勇, 李文强, 吴世农. 对价支付影响因素的理论和实证分析[J]. 经济研究, 2006(08):14-23.
- [12] 程锋. 对赌协议中的成本分析与决策[J]. 财会研究, 2007(02):71-73.
- [13] 黄世忠. 财务报表分析的逻辑框架——基于微软和三大汽车公司的案例分析[J]. 财务与会计, 2007(19):14-19.
- [14] 张金鑫, 张秋生, 李霞. 并购绩效的经验研究方法[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2007(04):53-59.
- [15] 张丽英, 张秋生, 王立春. 并购融资决策模型研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2007(06):146-152.
- [16] 查剑秋, 张秋生, 安志蓉. 内部控制对收益法企业价值评估的影响[J]. 审计与经济研究, 2008, 23(06):98-101.
- [17] 刘冰, 杨明国. 我国民营上市公司跨国并购中估值调整的现状与对策[J]. 现代管理科学, 2009(07):44-46.
- [18] 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.
- [19] 李爱庆. 对赌协议的实物期权分析[J]. 财务与会计, 2009(05):14-16.
- [20] 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.
- [21] 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(03):92-98.
- [22] 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.
- [23] 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, 37(10):58-69.
- [24] 孙艳军. 论对赌协议在中国创业板市场中的法律地位[J]. 中央财经大学学报, 2011(11):81-86.
- [25] 王萍. 真实活动盈余管理与股改业绩承诺的实证研究[J]. 财会通讯, 2013(15):84-86.

- [26] 宁静, 杨景岩, 杨淑飞, 刘锦. 浅谈盈利补偿协议与对赌协议的区别[J]. 财务与会计, 2013(01):50.
- [27] 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.
- [28] 汪月祥, 杨俊欣. 现金形式的“业绩承诺补偿”会计处理探讨[J]. 会计之友, 2014(10):120-122.
- [29] 赵立新, 姚又文. 对重组盈利预测补偿制度的运行分析及完善建议[J]. 证券市场导报, 2014(04):4-8+15.
- [30] 赵美婷. 实物期权理论应用问题的研究[D]. 吉林财经大学, 2014.
- [31] 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(01):136-142+156.
- [32] 余芳沁, 薛祖云. 上市公司业绩补偿的会计处理[J]. 财务与会计, 2015(03):43-44.
- [33] 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.
- [34] 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——基于五家公司的案例分析[J]. 会计研究, 2016(06):15-20+94.
- [35] 陈瑶, 杨小娟. 上市公司重大资产重组业绩补偿承诺研究[J]. 财会通讯, 2016(18):42-46.
- [36] 潘修平, 朱宇轩, 崔盛楠. 对赌协议的效力及法律风险控制[J]. 北京邮电大学学报(社会科学版), 2016, 18(05):29-35.
- [37] 杨海静, 万国华. 论证券市场公开承诺的监管[J]. 证券市场导报, 2016(08):64-78.
- [38] 杨志强, 曹鑫雨. 业绩补偿承诺提高混合所有制改革的协同效应吗?——基于国有上市公司重大并购重组的经验证据[J]. 华东经济管理, 2017, 31(11):166-176.
- [39] 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(03):46-52+95.
- [40] 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

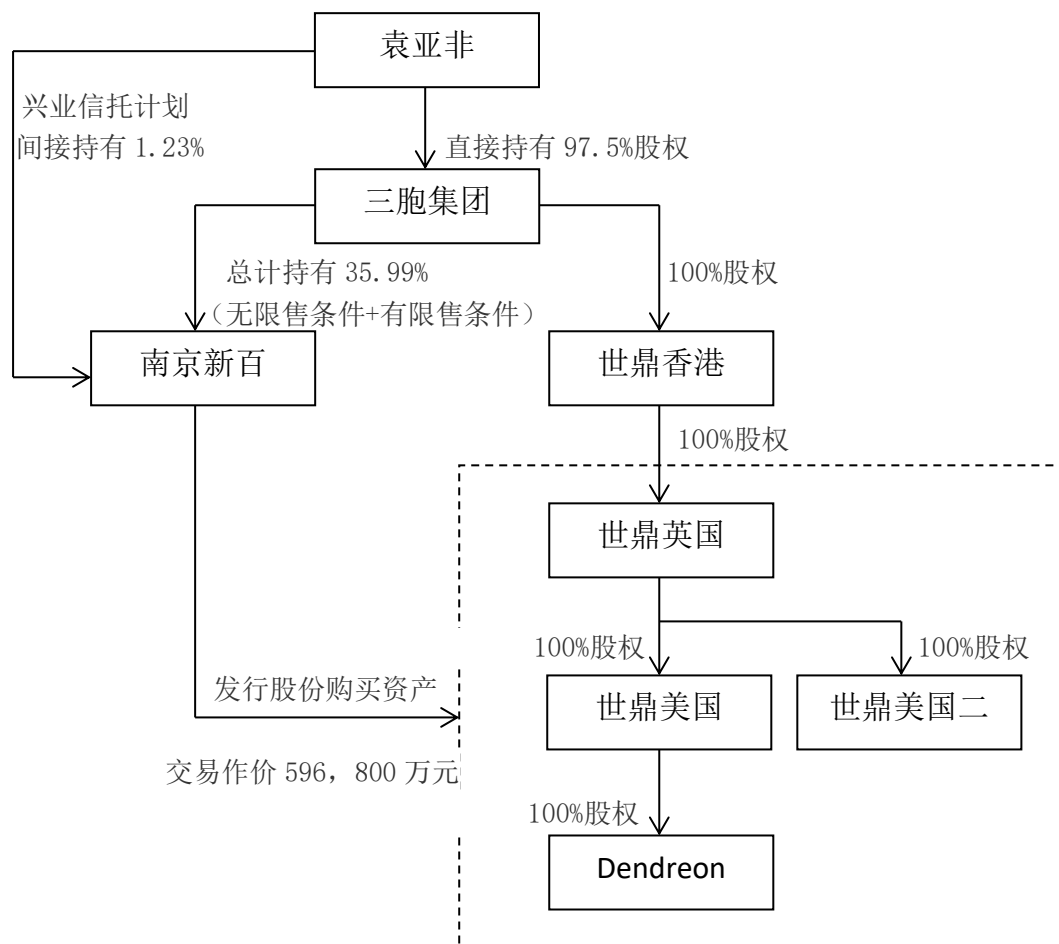
- 研究, 2017(10):71-77+97.
- [41]王茵田, 黄张凯, 陈梦. “不平等条约?” :我国对赌协议的风险因素分析[J]. 金融研究, 2017(08):117-128.
- [42]荣麟, 朱启贵. 业绩补偿承诺对收购方短期股价绩效影响的实证检验[J]. 统计与决策, 2018, 34(13):163-167.
- [43]饶艳超, 段良晓, 朱秀丽. 并购业绩承诺方式的激励效应研究[J]. 外国经济与管理, 2018, 40(07):73-83+98.
- [44]刘向强, 孙健, 袁蓉丽. 并购业绩补偿承诺与审计收费[J]. 会计研究, 2018(12):70-76.
- [45]杨超, 谢志华, 宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2018, 21(06):198-209.
- [46]牛宇飞. 业绩补偿承诺、盈余管理及其治理效应[D]. 东北财经大学, 2019.
- [47]李立波. 并购重组业绩承诺与盈余管理的关系[D]. 厦门大学, 2019.
- [48]窦炜, Sun Hua, 郝颖. “高溢价”还是“高质量”?——我国上市公司并购重组业绩承诺可靠性研究[J]. 经济管理, 2019, 41(02):156-171.
- [49]曹京徽. 我国资本市场业绩承诺研究述论[J]. 法制博览, 2020(16):28-30+74.
- [50]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, 39(01):51-59.
- [51]周利芬, 王建勤. 业绩补偿承诺对并购短期绩效的影响研究——以黄河旋风并购上海明匠为例[J]. 财会通讯, 2020(14):162-165+176.
- [52]刘艳秋. 交易支付安排对并购绩效的影响[D]. 北京交通大学, 2020.
- [53]彭佑元, 韩冰清. 游戏行业超高溢价并购绩效研究——以凯撒文化为例[J]. 财会通讯, 2020(16):90-93+130.
- [54]黄虹, 仲致鸣. 并购溢价、对赌协议与商誉减值[J]. 会计之友, 2020(10):78-84.
- [55]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.
- [56]黄岩, 宋常. 并购业绩承诺偏向被并方吗——协议的风险因素分析[J]. 财会月刊, 2020(20):30-38.

- [57]周利芬,李秀莲,王建勤.基于业绩对赌的企业并购风险分析[J].财会月刊,2021(01):59-66.
- [58]刘嫦,董雪梅,彭宣.企业并购业绩承诺双案例对比研究[J].中国注册会计师,2021(01):119-122.
- [59]金执翰.上市公司并购中对交易对方业绩补偿的会计处理——基于13家上市公司的多案例研究[J].会计之友,2021(04):114-119.
- [60]刘建勇,仇思慧.业绩承诺与股价崩盘风险[J].财会月刊,2021(02):42-50.
- [61]卜穆峰.业绩补偿承诺与企业经营绩效关系研究——基于中小投资者保护视角[J].财会通讯,2021(08):36-39.



附录

南京新百并购世鼎香港 100%股权结构图



此次重组情况概要

首次公告日	2017 年 8 月 30 日
标的资产	世鼎香港
交易对方	三胞集团
持有的标的资产股权比例	100%
交易作价(万元)	596,800
发行股数(股)	180,738,946
定价基准日	2017 年 9 月 30 日

后 记

时间可以改变很多东西，如果没有，那就是还不够长。回想自己当初决心考研至顺利上岸，再到又一年的毕业季，原来不体面且莽撞的人也会被软化和动摇。如果再将回忆拉长至高考后填报志愿的时期，一心向往北上生活在北京度过四年大学时光的我当时也是在诸多选择中最终决定回家乡读研，可在踏入研究生大门的那一刻至如今马上毕业的时点这三年期间，自己的想法又有些许改变，风物长宜放眼量，长期来看人生的每个节点都微不足道，但应始终感激那些给予我们当时当刻的力量的那些人和事。

首先，我要感谢我的导师。三年的陪伴其实无法用语言形容，文字太过单薄。与本科的学习生活不同，在中国学历教育进一步通货膨胀的当下，研究生生活中导师给予了我各方面的指导和帮助，从每期读书沙龙导师给予我展示自己的机会到毕业论文写作指导的整个流程，导师总是细心且耐心地指导自己，指出我的不足并敦促我不断前进，感谢您高老师！

其次，我要感谢我的父母。与已经就业的同龄人相比，父母额外提供给我最好的条件不断完善自我，这三年期间每当面临自我存疑的时刻时，父母的关心和鼓励从未缺席，自己也在不断学习如何更好地成长为一个合格的女儿，希望在未来自己能够更加勇敢地面对生活，不再让他们担心。

再次，我要感谢给予我点点滴滴帮助的人们。感谢兰州财经大学给予我这样一个可以安心学习专业知识的平台；感谢代课老师的辛苦教诲，是您不辞辛劳丰富了我的专业知识；感谢同窗们这三年的相互扶持，也祝愿各位前程似锦。

最后，我要感谢论文评阅和答辩组的老师，谢谢您对我这三年研究生学习的阶段性成果给予的评价，我会带着您的宝贵意见继续前行。