

对赌兑现难 超四成A股并购业绩承诺落空

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

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

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

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

超四成业绩承诺不达预期

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

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

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

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

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

对此,南京师范大学泰州学院商学院特聘教授胡上刚分析:“对赌协议的本质,是通过估值调整机制平衡交易双方的信息不对称风险。理想情况下,合理的业绩承诺应基于标的公司的历史财务数据、

行业增长逻辑及可实现的经营计划。但在实际操作中,部分承诺方为争取高估值,设定远超行业平均增速的利润目标,而买方为促成交易也可能默许激进的承诺。这种脱离基本面的承诺非常脆弱,一旦经济下行、行业周期转向,业绩目标容易落空。”

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

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

业绩补偿纠纷超300亿元

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

其中不乏涉案金额大的典型案例,如华映科技一案涉及补偿金额高达30.29亿元;天沃科技因收购中机电力80%股权引发纠纷,认为承诺方应向公司补偿18.04亿元,一审判决赔偿7.11亿元。

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

康惠股份收购山东友帮案,直观展现了激进承

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

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

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

胜诉不等于补偿到账

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

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

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

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

一夜六家! 监管密集罚单背后透露三大关键信号

上市公司全方位严监管持续推进。仅3月20日一晚,即有六家上市公司被查处。

既有新被立案调查的*ST奥维,也有被出具行政处罚事先告知书的ST东时、洪涛3(深圳洪涛集团股份有限公司),还有被开出最终处罚结果行政处罚决定书的ST明诚、*ST沐邦、R长康1(长江润发健康产业股份有限公司)。

从证券简称即可看出,这些公司已经问题缠身。轻者被ST(其他风险警示),重者已经徘徊在退市边缘被*ST,更有甚者已经退市,却仍未逃脱严惩。

这六家公司的处罚情况透露出哪些信号?

六家企业存在哪些共性问题?

3月20日,资本市场再度迎来系列监管罚单。

*ST奥维、ST东时、ST明诚、*ST沐邦四家上市公司,连同已退市的R长康1和洪涛3,同日披露监管动态,涉及立案调查、行政处罚事先告知书,以及正式行政处罚决定书。

一夜六家被集中点名,绝非偶然,背后折射出当前监管聚焦的两大核心共性问题:财务造假与资金占用。

财务造假是其中性质最恶劣、危害最广的顽疾,多家公司均在此栽跟头。

*ST沐邦的造假堪称触目惊心,其子公司通过虚构硅料和单品炉销售业务,导致2023年年报虚增利润总额1.59亿元,占当期披露利润总额的比例高达536.60%,这意味着*ST沐邦当期实际业绩为亏损,却通过造假“扭亏为盈”。

ST东时则在2022年因未对子公司土地租赁业务进行会计处理,导致半年报和年报分别虚增利润940.29万元和1893.10万元。值得注意的是,其虽于2024年4月主动发布会计差错更正公告,但这一事后纠错行为并未使其免于处罚。

已退市的洪涛3同样存在业绩预告虚假记载问题,其在2024年1月预告2023年净利润亏损3.5亿元至6.5亿元,而实际亏损高达14.04亿元,业绩预告与实际严重不符。

ST明诚的财务造假则更为隐蔽且持续,2021年年报通过西甲版权业务虚增收入9842万元,同时对存货和商誉分别少计提减值9800万元和2.13亿元,累计虚增利润总额高达4.09亿元,严重扭曲



了当期经营成果。

另一大共性问题是关联方非经营性资金占用与违规担保,这会掏空上市公司资产,继而损害中小股东利益。

已退市的R长康1问题最为典型,自2021年起,R长康1及其子公司通过中间方银行账户和票据流转,将资金源源不断输送至控股股东润发集团体系,其中2022年全年占用发生额占当期披露净资产的比例达到79.01%。为掩盖这一事实,R长康1甚至通过少计负债的方式粉饰报表,导致2021年年报、2022年年报、2023年半年报分别少计负债11.88亿元、11.88亿元、13.53亿元。

*ST奥维同样深陷资金占用泥潭,截至2025年12月,仍有约1.89亿元占用资金未偿还,同时还存在为实控人控制公司违规担保的问题。

ST东时则涉及双重问题,并且上市公司于2023年12月、2025年5月两度被立案调查。2021年ST东时及子公司向关联方采购新能源汽车,交易金额4.29亿元;2023年则为关联方代付融资本金及利息合计1.28亿元,构成非经营性资金占用。

已退市的洪涛3问题则体现为未及时披露控

股股东股份被司法冻结事项,且董事长知悉情况却未组织披露,同样属于信息披露重大遗漏。

密集罚单背后透露三大监管信号

在共性问题之外,各家公司也呈现出差异化的违规特征,而这些个性问题恰恰折射出当前监管的深层动向。

从*ST奥维立案当日同遭退市,到ST东时二次被查,再到已退市公司仍被追罚,密集罚单背后,三大监管信号清晰浮现。

第一,财务造假一律严查,主动更正亦难逃追责。

ST东时是这一信号的典型注脚。其此番被罚的核心原因在于2022年半年报和年报分别虚增利润940.29万元和1893.10万元,占当期披露利润总额的比例高达30.97%和82.33%。尽管ST东时已于2024年4月30日主动发布更正公告,但这一事后纠错行为并未改变其信息披露违法违规的事实认定,最终公司及三名责任人合计被处以440万元罚款。

同样,ST明诚在2022年6月也曾发布前期会

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

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

商誉减值与合规风险提升

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

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

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

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

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

据《证券时报》作者:胡敬文

计差错更正公告,但其2021年年报虚增收入、少计提减值等违法行为仍被一一追责,累计罚款高达近1500万元。

这表明,监管对财务造假的认定已不局限于“是否隐瞒”,而是聚焦于“是否发生”。

第二,退市不免责,无论摘牌与否均一查到底。

*ST奥维在3月20日收到立案告知书的当日,即因连续二十个交易日收盘总市值均低于5亿元,被深交所作出终止上市决定,成为“立案即退市”的典型案列。

而早已退市的公司同样未能逃脱监管视野——洪涛3和R长康1均于2024年8月15日正式摘牌,但监管部门仍对其违法行为持续调查并最终开出罚单。

其中,R长康1公司及控股股东合计被罚2550万元,个人罚款高达2780万元,时任董事长和副董事长更被采取终身证券市场禁入措施。洪涛3则因未及时披露控股股东股份冻结事项及业绩预告虚假记载,公司及个人合计被罚1340万元。

从“立案当日退市”到“退市多年仍被追罚”,监管层正以行动宣告:退市绝非“免罚金牌”。

第三,违规占用资金必归还,归还之后亦照罚不误。

*ST沐邦的案例最具说服力。2024年度,*ST沐邦与实控人及其他关联方之间的非经营性资金往来累计发生额高达12.04亿元,占当期经审计净资产的128.98%。尽管这笔资金已于2025年11月全部归还本息,但在2026年3月20日下发的行政处罚决定书中,监管部门仍将“未按规定披露关联交易”列为核心违法事实,*ST沐邦及六名责任人合计被罚2250万元,实控人更被处以800万元罚款及6年证券市场禁入。

这清晰表明,监管部门对资金占用的态度已不再停留在“追回款项即可”,而是升级为“违规即罚、归还亦罚”,意在从根本上遏制大股东侵占上市公司利益的冲动。

从上述三大信号不难看出,当前监管已形成“全覆盖、零容忍、强震慑”的立体化执法格局。从一夜六家被查的密集态势来看,监管部门对信息披露违法违规的打击已形成常态化高压态势。无论是财务造假还是资金占用,无论公司是否退市,无论是否主动更正,只要触及红线,均难逃追责。这既是向市场释放的明确信号,也是对投资者合法权益的有力维护。

供稿:《21世纪经济报道》作者:崔文静