

# 并购支付方式的盈利能力支付计划探讨

陈涛<sup>1</sup> 李善民<sup>2</sup>

(1.广东海洋大学经济管理学院, 广东 湛江 524088; 2.中山大学管理学院, 广东 广州 510275)

**摘要:** 盈利能力支付计划是国外并购实践中支付方式创新之一, 近几年的使用频率越来越高。本文介绍其概念、理论解释和实证研究、国外经验, 探讨其在我国并购市场的应用前景和实施难点。盈利能力支付计划能够产生风险降低机制和留任奖金机制, 可以减少并购中的逆向选择问题和代理成本, 从而为并购双方创造价值。盈利能力支付计划的成功设计要求参与者熟练运用其设计惯例, 同时也要清楚了解其缺陷与实施难点。

**关键词:** 并购; 支付方式; 盈利能力支付计划

**Abstract:** Earnouts is one innovative of payment method of foreign mergers and acquisitions practice, and has been used increasingly in recent years. This paper describes the concept of earnouts, theory and empirical research, and concludes the design practices and implementation difficulties of earnouts. Earnouts is significant for the payment method innovation of M&A in China. Earnouts can produce the risk reduction mechanism and the retention bonus mechanism to reduce the problem of adverse selection and agency costs, thereby creating value for both sides of M&A. A successful Earnouts depend on skilled design practices, but also upon fully understanding the defects and implementation difficulties.

**Key words:** M&A, payment method, earnouts

**作者简介:** 陈涛, 金融学博士, 广东海洋大学经济管理学院讲师, 研究方向: 并购重组与公司治理。李善民, 中山大学管理学院博士生导师, 研究方向: 并购重组与公司治理。

**中图分类号:** F830.9 **文献标识码:** A

## 引言

2012年11月21日, 浙江三花股份有限公司(以下简称“三花股份”)公告称, 三花股份以370~3677.5万欧元之间的价格收购德国亚威科电器设备有限合伙公司相关资产, 该交易最令人关注的是其收购对价的支付方案——盈利能力支付计划<sup>1</sup>, 其约定在合同签署时点至2015年6月30日期间共分四期进行支付(即购买价款由四期价格根据适用情形累加计算得出), 累计最高不超过3677.5万欧元。整个支付计划将传统的一次性付款方式转变成按照未来一定时期内的业绩表现进行支付的交易模式, 其中未来或有支付金额占总支付金额

的90%。

这种支付方式被称为盈利能力支付计划(Earnouts)。据统计, 在美国近十几年中的并购事件中使用盈利能力支付计划的比例约为4%(Cain等, 2011; Dater等, 2001; Kohers与Ang, 2000)<sup>[2] [4] [5]</sup>, 但自2001年起盈利能力支付计划的使用频率明显提高, 2003年的比例为6.8%, 2005年的比例为7.6%<sup>2</sup>(Cain等, 2011; Roberto与Jeffrey, 2009)<sup>[2] [7]</sup>。在英国, 盈利能力支付计划的使用比例约为5.9%(Chatterjee等, 2004)<sup>[3]</sup>。尽管采取盈利能力支付计划的比重并不大, 但是其或有支付金额占使用该方案的并购交易金额的比重却非常可观, Cain等(2011)<sup>[2]</sup>观察到的平均值约为33%。谷

歌、eBay、甲骨文等著名公司均频繁采用盈利能力支付计划进行收购。

在并购中，对目标公司价值的评估差异是收购公司和目标公司之间的主要分歧之一，这种差异主要根源于双方之间的信息不对称。另一方面，当目标公司价值的实现非常依赖于其人力资本，譬如目标公司关键管理人员，同时这些人员在并购后的去留尚无法明确，那么价值评估差异会更加严重。盈利能力支付计划可以缓解这两个问题，使得并购双方在价值预期存在分歧时求同存异，从而有助于达成交易协议。

我国近几年也开始陆续出现使用盈利能力支付计划的并购案例，如分众传媒收购玺诚传媒、中软国际收购和勤环球资源有限公司、三花股份收购德国亚威科和神开股份收购杭州禾丰等等，表明实践界开始关注盈利能力支付计划，同时也是并购支付工具创新的表现之一。

## 盈利能力支付计划的概念、理论阐释与经验研究

### 一、盈利能力支付计划的概念

盈利能力支付计划是收购兼并中收购公司与目标公司达成的一项合约规定，约定收购价格中的一部分在收购完成时不支付给目标企业股东，而在收购结束后，根据目标企业未来的财务业绩或者其他绩效指标的完成情况，支付剩余收购价款。这些指标构成了盈利能力支付计划的内含触发条件，只有触发条件被触发，买方才需要支付现金或股票给卖方。

盈利能力支付计划是由于交易双方对价值和风险的判断不一致，将传统的一次性付款方式转变成按照未来一定时期内的业绩表现进行支付的交易模式，类似于常说的对赌协议，只是不涉及经营控制权问题，仅涉及奖励计划。这类计划可以保护收购方，以防因被收购方最终未能够达到预期盈利目标而支付过多收购资金。同时也能够为被收购方提供一定的激励措施，分享未来收益。

之前的国内文献中，对Earnouts的译法五花八门，理论文献中有译为“赢取计划”（李曜，2003）<sup>[9]</sup>和“分阶段支付方式”（刘嫦等人，2006）<sup>[10]</sup>，业界译为“盈利能力支付计划”、“获利能力付款方案”、“盈余支

付”、“额外支付计划”和“留任薪酬”等。综合考虑，我们认为“盈利能力支付计划”的译法最为贴切，并且从近期来看，绝大多数的交易案例都是使用这个名称，故我们使用“盈利能力支付计划”作为Earnouts的中文翻译词。

还有一些其他的激励性支付方式，如奖金计划、附条件转让基金、暂时扣发津贴与股票期权计划等（Bruner，2004）<sup>[11]</sup>，但所有这些延迟支付工具的触发支付条件一般都是单一的，而盈利能力支付计划对未来业绩触发条件的规定协议会更为复杂。上面这些激励性的支付方式可以纳入盈利能力支付计划的广义概念中。

盈利能力支付计划是借鉴期权或有决策思想的基础上演变而来的一种特殊并购支付方式，本质上是一项建立在目标企业未来业绩基础上的买入期权。最初采取盈利能力支付计划是为了将经营业绩差的目标企业尽快剥离而提供给收购企业的一种卖方融资，在后来的实践中，人们发现盈利能力支付计划还发挥了重要作用，能够为并购双方创造价值，于是开始盛行于英美等发达国家的并购活动中。学术界也对其提出了一些理论解释并进行了实证检验。

### 二、盈利能力支付计划的理论分析

Kohers与Ang(2000)<sup>[5]</sup>研究了1984~1996年间使用盈利能力支付计划的938个并购事件，发现收购公司获得显著为正的超常收益，而目标公司获得的支付溢价也显著高于其他支付方式（现金或股票支付）；当目标公司是信息不对称程度大的非上市公司时，收购公司获得的超常收益显著大于其他支付方式的。Leonidas与Sudi(2012)<sup>[6]</sup>同样发现收购方使用盈利能力支付计划时的超常收益显著高于其他支付方式。

那么，这种价值创造的来源是什么呢？Kohers与Ang(2000)<sup>[5]</sup>认为这来源于盈利能力支付计划的两个主要功能：一是风险降低机制，主要是管理和控制源于目标公司的较高信息不对称下的价值评估错误风险，持有高预期的高质量目标公司会接受或有支付，而信息劣势的收购公司能够转移价值误估风险给拥有信息优势的目标公司，从而达到更为有效的风险分担；二是留任奖金机制，当目标公司管理层的人力资本价值

高<sup>3</sup>同时是公司的重要所有者，并购溢价的延迟支付部分有助于留住这些管理层。这两个功能不互相排斥，往往是共同发挥作用。实证结果表明，使用盈利能力支付计划的并购中，公告期间收购公司股东获得显著为正的市場反应，并且在接下来三年没有发生逆转。并购完成后，目标公司的管理层留任比例都显著高于其他支付方式。

除了上面两个功能之外，Bruner(2004)<sup>[11]</sup>认为盈利能力支付计划的两部分支付安排可以消除双方对目标公司真实价值不同期望的严重分歧。当分歧足够大时，一次性支付现金往往不是最优的设计，要么是收购方承担太多的过度支付风险，要么是目标公司失去获取其最终期望价值。因此，一些本来可以共赢的并购交易无法发生。股票支付也仅是一个次优方案，因为目标公司往往在合并后实体的所有权比例很小，收购方仍然承担了大部分风险。而盈利能力支付计划的预先支付部分反映了双方达成共识的价值部分，而延迟支付部分反映了分歧程度。

另一方面，使用盈利能力支付计划的动机又是什么？Dater等(2001)<sup>[4]</sup>认为这是为了减少逆向选择问题和代理成本，而不是税收延迟。逆向选择问题源自于并购双方之间的信息不对称，所以在上市公司之间的并购使用盈利能力支付计划极为罕见，但在非上市公司之间的并购或者上市公司收购非上市公司就较为常见。当目标公司是规模小的私人公司且所处行业不同于收购公司时，盈利能力支付计划的使用概率较高。并且，当目标公司拥有较多私人信息，盈利能力支付计划的支付金额会更多依赖于未来业绩表现。因此，当逆向选择成本高时，常常会使用盈利能力支付计划。Chatterjee与Erickson(2004)<sup>[3]</sup>更进一步地以目标公司的财务数据来衡量信息不对称程度<sup>4</sup>，发现盈利能力支付计划可以减少并购双方之间有关信息不对称的成本，且信息不对称的减少会使得目标企业受益，因为目标企业获得的并购支付总额更多。

Cain等(2011)<sup>[2]</sup>发现盈利能力支付计划的影响因素有目标公司的不确定性、增长机会和并购后的整合程度。盈利能力支付计划可以最小化并购交易中的逆向选择和道德风险成本。较大的不确定性会导致盈利能力支付计

划的金额越大、期限越短、股票支付的比例越高和使用销售收入指标为业绩衡量基准。

## 盈利能力支付计划的应用现状与设计惯例

### 一、盈利能力支付方式的国外经验

盈利能力支付计划比单一的支付方式更为复杂，要求设计者具备丰富实践经验。从美国和英国的发展经验来看，盈利能力支付计划主要包括五个方面：<sup>5</sup>

(1)总支付金额。在并购协议的盈利能力支付计划中，需要约定总收购对价中在并购完成时点上固定支付金额和未来购买价格中的或有支付金额，将或有支付金额占整个收购价格(固定支付部分加或有支付部分)的比例称为支付比例。并购双方对目标公司价值评估存在差异，固定支付部分将以双方认可的价值为基准，而或有支付部分反映双方对目标价值评估的差异，故当目标公司价值的不确定性越大，则盈利能力支付计划的规模越大。另一方面，如果公司未来增长机会所形成价值占企业价值比例较大时，就需要赋予管理层更高的激励水平，从而可以最大化企业价值，即目标公司未来增长机会越大，或有支付的规模也越大。在美国，1994~2003年期间，支付比例的平均值为33%。支付比例差异很大，从1.4~91%。支付比例正相关于目标公司所处行业的收益率标准差和托宾Q。

(2)时间期限。在美国，业绩衡量的时间期限平均为2.57年，标准四分位距的时间期限为1~3年，最长期限为二十年。77%的样本的业绩衡量频率为年度，半年的5%，季度的4%，超过一年以上的12%。大部分典型的业绩衡量期限为三年。

(3)业绩衡量指标。在美国，使用最为频繁的是盈利指标，包括现金流、税前收入、总利润、净利润、每股盈余等；其次是销售收入的指标；股价作为衡量指标的很少，原因是绝大部分的目标公司是非上市公司或者是上市公司的附属子公司。有意思的是，有12.2%的样本中使用非财务指标为衡量指标，这些非财务指标包括产品发展的里程碑(例如，医药临床实验获得审批通过)或者是具体重大客户购买合同的确定(例如政府购买合同的签订)。

(4)业绩衡量的对象。90%的样本的业绩衡量指标来

自于目标公司, 9%的样本中来自于目标公司和收购公司的合并业绩指标, 还有极少数的样本(1%)业绩指标均来自收购公司和目标公司。

(5)支付安排。或有支付部分中, 39%的样本事件使用现金, 29%的使用普通股, 26%使用现金和股票混合, 还有小部分(6%)的支付方式中包括了债务或优先股。

## 二、盈利能力支付方式的国内应用现状

在国内, 采用盈利能力支付计划的并购交易不多, 表1列出最近典型案例的主要交易特征。可以看出, 在国内, 盈利能力支付方式的主要特征基本与国际设计惯例一致, 并且支付方案设计相对灵活, 从而使得交易可以顺利完成。从实施的效果来看, 其大大减少了买方的过度支付风险。例如在分众传媒收购玺诚传媒的交易中, 玺诚传媒2008年的卖场广告业务未能达到盈利能力支付计划所要求的最低条件, 因此分众传媒不会再进行任何支付, 使得分众传媒在一个不成功并购交易的损失得以减少。

## 三、国内解决并购信息不对称问题的监管安排: 盈利预测补偿制度

表1 国内盈利能力支付计划典型案例的主要特征

案例名称	中软国际收购和勤环球	分众传媒收购玺诚传媒	三花股份收购德国亚威科	神开股份收购杭州禾丰
交易适用情况	高技术行业	高成长不确定性	跨国收购	高科技行业
或有支付比例	55%	52%	90%	72%
业绩衡量期限	两年	两年	三年	三年
业绩衡量指标	目标公司净利润	目标公司特定收益	息税折旧摊销前利润	目标公司净利润
支付方式	30%现金、70%股票	现金加股票	现金	现金

表2 盈利预测补偿制度与盈利能力支付计划的比较

盈利预测补偿制度	盈利能力支付计划
事前支付, 事后补偿	事前约定, 事后支付
承诺方承担资产价格下跌的风险, 没有享受价格上涨的好处	承诺方既承担义务, 又享受激励
补偿操作性差, 极易流于形式, 补偿主动权在目标方, 事后赔偿往往难以完全执行	操作性强, 事后支付的主动权在收购方, 事后支付较易执行
承诺目标单一化(盈利业绩为主)	承诺目标多样化
投资者容易过分依赖政府监管	投资者依赖市场化博弈, 风险自担
后续信息披露不主动, 后续监管难度增加	后续信息披露较为主动, 便于监督

为缓解并购重组中的信息不对称问题, 自2008年5月实施的《上市公司重大资产重组管理办法》中, 要求标的资产采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法评估并作价的情况下, 交易对方应与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订业绩补偿协议。从实施至今, 这一制度在一定程度遏制了上市公司对外收购的估值泡沫和过度支付问题, 但这种强制性单边业绩对赌在扭曲交易定价、妨碍交易公平、阻滞并购整合方面日显突出一些弊端(赵立新与姚又文, 2014)<sup>[12]</sup>。

通过表2的比较可看出, 盈利能力支付更倾向由买卖双方自行协议并发挥市场作用, 在很多方面比盈利预测补偿机制更胜一筹。盈利预测补偿机制在国外的并购交易极少见, 而绝大部分都是使用盈利能力支付计划或其他延迟付款的机制。

实践中, 我国上市公司不断使用一些创新的支付方式来规避盈利预测补偿制度的弊端。例如, 2009年8月广州国光以不超过2800万元的价格收购一家尚未成立的公司, 此次收购有一系列的先决条件和目标公司原股东在资产、业绩等方面做了多项承诺, 原股东对目标公司2009~2011年约定了盈利预测补偿, 还约定目标公司股东需用股权转让所得款购买广州国光股票并进行质押担保, 作为对业绩承诺等事项的担保。这实质上从一定程度上解决了事后补偿操作性差的问题。同时该支付方式可以避开我国现有法律对公司回购股份的限制, 又不需增发股票, 避免增发股票的审批程序, 加快并购的进程, 促成并购的成功实施。

## 完善国内并购支付方式创新的启示与思考

并购对价及其支付安排选择至关重要, 即影响并购市场的公平与效率, 也关系到并购成本的高低和交易成败(陈涛与李善民, 2011)<sup>[8]</sup>。但是, 目前我国并购支付手段的匮乏已严重制约上市公司并购交易、特别是市场化并购交易, 仅依赖完善制度本身还不能从根本上解决上述问题, 而必须通过市场化运作的方式推出并购创新支付工具(赵立新等, 2012)<sup>[11]</sup>。

### 一、盈利能力支付方式的应用前景

盈利能力支付方式属于一种市场化运作的创新支付

方式，其特性能为交易双方达成利益均衡提供灵活多样的选择，从事后信息不对称角度来解决并购风险。根据国内目前资本市场发展特点来看，盈利能力支付计划的推广将有助于并购市场的健康发展。

首先，在我国近几年资本市场上并购交易骤然升温，其中大量属于大股东资产注入和整体上市的关联并购，市场上对这些交易中出现的大股东套现、高作价等质疑层出不穷。相信盈利能力支付计划是解决此类问题的有效方式。

其次，在成熟企业、成熟行业以及经济环境相对平稳的时期，很少运用盈利能力支付计划，但在经济的不确定时期，信息不对称问题尤为突出，那么盈利能力支付计划就特别具有吸引力。最近几年来，我国并购的最热门领域在于高风险、高成长性的信息技术与传媒等行业，在创业板上市公司的并购交易中尤为明显，而创业板上市公司的并购交易绝大部分是市场化交易，因此不应该要求采用行政监管性质的盈利补偿制度，而应该采用更有弹性的盈利支付能力计划。

再次，近年来随着中国企业“走出去”步伐的加快，收购海外目标企业逐渐成为中国企业走出去的重要方式，同时“一带一路”的国家战略下推进配套基础设施建设将为出境并购提供新的机遇，出境并购将成为未来并购市场的新热点。但是近年来，海外投资失败的例子比比皆是，这些巨额亏损的企业往往是大中型国有企业。中国企业走出去前景广阔，然而同时面临着法律、文化、市场以及政治风险，可谓陷阱密布。盈利能力支付计划对于我国企业执行走出去战略进行国际并购是一个很好的工具，使得中国企业与国外企业共同承担资产价格下跌的风险，又共同享受资产价格上涨的收益，从而提高收购的成功概率。

总体而言，盈利能力支付计划适合于以下情形使用：(1)未来不确定性大和信息不对称程度高的情况下使用，譬如收购高成长性，如高科技公司；(2)目标公司为轻资产、有形资产比例低，如知识密集型企业、服务业；(3)缺乏信息披露历史，如私人公司或附属机构子公司；(4)收购方不熟悉领域，如不相关的跨行业、跨国并购；(5)收购方承担风险能力低，如收购方无法承担估值错误或者交易相对收购方规模较大。

## 二、盈利能力支付计划的缺陷与障碍

尽管总体上盈利能力支付计划可以创造价值，但是它是具有代价的，并且方案的实施有一定的难度。

第一，目标公司股东需要承担的风险更加复杂，除了目标公司原有的经营风险之外，还要承担收购公司营运目标公司的能力上不确定性。因此很多情况下，盈利能力支付计划所能够创造的价值不足以补偿目标公司股东所需承担的风险。

第二，盈利能力支付计划解决了一种类型的代理问题，但产生了新的代理问题。例如，收购公司管理层将有激励并且有能力在某种程度上操控业绩指标，从而可以减少或有支付金额，一个方法就是通过共同费用的分配。另一方面，由于盈利能力支付计划的性质，目标公司有激励以长期价值损失为代价来追求短期业绩最大化。例如，盈利能力支付计划与短期收入紧密挂钩，目标公司管理层会减少研发支出。因此，是否选择使用盈利能力支付计划和如何构造方案，需要对这些成本和收益的权衡。

第三，方案签订的可行性。只有在目标公司的股东数目有限的情况下才容易达成协议，例如私人公司和附属子公司，并且，目标公司在收购后需要保持很大的经营独立性，从而可以方便衡量目标公司的可观察业绩。基于可行性考虑，对子公司的并购更加适合使用盈利能力支付计划，因为只有母公司这个单一实体行使决定权，这些母公司比私人公司的所有者拥有更大的权力。很多价值都来自协同效应，有时甚至很难分清收购后所创造的价值究竟是来自被收购的创业企业自身的努力，还是来自收购方的参与。

第四，方案实施的难度。契约必然是不完全的，重新谈判时常发生，例如目标公司和收购公司决定修改或有支付的时间点，收购方可能面临较大的法律诉讼和其他敲竹杠(hold-up)风险。跨国并购中，如果所处国家的法律环境有很大差异，并购协议的执行实施会特别复杂；如果同一法律传统体系国家的企业之间使用，可以增强合约实施能力。 ■

[基金项目：教育部社科研究重大课题攻关项目(项目编号：11JZD020)，广东省哲学社会科学规划项目(项目编号：GD13XGL05)，广东省“创新强校工程”项目(项目编号：GDOU2013050248)]

(下转第32页)