

新华社上海11月5日电（上海证券报记者 吴正懿）“凡并购，必对赌”的A股市场生态正在发生变化。来自文艺馥欣资本顾问的一项最新统计显示，今年以来，A股市场出炉132单重大资产重组（发行股份购买资产）中，剔除属于向大股东买资产等强制设置业绩对赌的交易，共有30单交易并未设置业绩对赌条款，占比约23%。

“上一轮并购高峰期后，上市公司并购趋于理性，开始基于长期发展战略及并购后整合为并购的出发点，最重要的标志之一就是在并购方案中不再要求卖方进行业绩对赌。”文艺馥欣资本顾问创始人阮超说。

（小标题）30单并购不“兜底”

10月29日，中兴通讯披露资产收购预案，拟以发行股份方式购买恒健欣芯、汇通融信合计持有的控股子公司中兴微电子18.8219%股权，并募集配套资金。交易完成后，中兴通讯将持有其100%股权，预估交易价格区间为25.41亿元至26.35亿元。虽然交易对价不小，但本次交易并未设置业绩对赌。

统计显示，今年以来，A股市场共计披露了132单重大资产重组，未设业绩对赌条款的有30单，占比约23%。当中，有17单属于上市公司购买控股子公司的少数股权，有7单标的资产采用资产基础法估值，这两类都属于无须业绩对赌的情形。

根据重组管理办法第三十五条规定，上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，可以不设置业绩补偿安排，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。

长期以来，并购市场给外界的“错觉”是，凡是重组必涉业绩补偿。“前几年的并购牛市中，推高股价成为买卖双方的共同诉求。从某种程度上来说，作为买方的上市公司并不排斥高估值，因为高估值往往意味着其属于‘性感’的标的，对交易完成后上市公司股价更有好处。为了让二级市场接纳，高估值往往又配以高业绩对赌。”阮超说。

现实是，在经历2014年、2015年的并购高峰期后，不少并购标的显出原形。中证中小投资者服务中心公布的统计情况显示，2015年至2017年，800余单上市公司重组案例中，未能按照约定完成业绩承诺的占比超过两成。

“在设置业绩对赌的情况下，作为买方的上市公司在并购前尽职调查以及设计方案的核心出发点，只是确保标的业绩真实性及运营规范能够通过监管部门的审核，对于并购标的是否符合长期发展战略以及并购后如何整合几乎不做考虑。”阮超表示，如今，越来越多的上市公司以及二级市场对于财务性并购趋于理性，此类并购也

不再受二级市场追捧。

(小标题) 不赌业绩注重整合

近年来，由于业绩对赌未兑现而发生纠纷的案例并不鲜见，不少案例甚至对簿公堂。为此，监管部门将控制高估值和高业绩承诺作为遏制高商誉的手段，倡导理性并购。“长期来看，其实市场自有其调整的机制，并购交易的逻辑正在悄然发生变化。不设置业绩对赌，正是并购市场变化的一个重要标志。”阮超说。

在今年30单未设置业绩补偿的案例中，尤受关注的是上市公司向无关联第三方收购资产的案例，如东土科技、振华股份、新乳业、文灿股份等公司通过市场化谈判，选择了不设置业绩补偿条款。

东土科技今年5月公告，拟出价16.13亿元收购佰能电气100%股权，同时募集配套资金不超过11亿元。本次交易中，交易对手方并未作出业绩补偿承诺。

在回复交易所问询函时，公司称，本次交易属于行业上下游的并购，上市公司与标的公司的业务具有良好的协同效应，有助于提升双方的竞争实力，标的公司报告期内经营业绩良好，所处行业发展空间广阔。“未设置业绩承诺并设置业绩奖励交易方案系经双方充分博弈和谈判后达成的，并履行了交易各方必备的审批程序，具有商业合理性。”

新乳业作价17.11亿元收购寰美乳业100%股权的收购方案中，同样未设业绩承诺，也引来交易所问询函。公司回复称，本次交易未设置业绩承诺和对资产减值安排补偿措施，符合重组办法相关规定。公司表示，此举是为促使标的公司管理层聚焦于更长远发展，避免相对短视的决策行为。另外本次交易系同行业间产业并购，上市公司有能力有经验对标的资产进行有效整合。“上市公司未仅仅依赖是否设置业绩承诺作为实施本次交易的考量标准，而是基于产业并购的战略考虑，在充分研究、审慎判断本次交易可行性的基础上，作出的科学决策。”

“此前不少案例表明，设置较高的业绩承诺本质上只是为了给标的资产高估值一个理由，都事实表明这种兜底行为并未完全遏制风险，反而容易造成标的资产管理层短视决策，甚至虚增业绩，容易引发纠纷和一系列后遗症。”投行人士表示，“不设置业绩承诺是更市场化的选择，但对上市公司的谈判和整合能力提出了较高要求，投资者是不是认同，还需另当别论。”

阮超认为，在并购逻辑改变、越来越多上市公司基于长期发展战略及整合效果为出发点来考虑并购交易的情况下，预计不设对赌的并购案例会越来越多。(完)