

# Research on the Impact of Related Party Mergers and Acquisitions on the Interests of Small and Medium Shareholders

—Taking GOSPELL's Related Mergers and Acquisitions of GOSCAM as an Example

*Xizhen Jiang*

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330013, China

## *Abstract*

This article takes the Gospell related party merger case as an example and finds that the performance commitment mechanism can play a role in improving the company's debt paying ability and generating short-term positive excess returns when compensation occurs, but this is not enough to change the fact that performance commitment does not effectively protect the interests of small and medium-sized shareholders. This article believes that on the one hand, it is necessary to strengthen the management of related party mergers and acquisitions, strengthen internal and external governance standards and efforts, and establish risk disclosure standards that cover the entire process of implementing performance commitments; On the other hand, the performance commitment system should be optimized, and on the basis of retaining and improving compensation mechanisms, the diversity and rationality of performance commitment indicators should be enhanced, requiring commitment parties to set feasible and diverse performance goals.

**Keywords:** *Related M&A; the Interests of Small and Medium-Sized Shareholders; Performance Commitments*

## 关联并购对中小股东利益的影响研究

——以高斯贝尔对家居智能的关联并购为例

江喜珍

华东交通大学，江西南昌 330013

**摘要:** 本文以高斯贝尔关联并购案为例，发现业绩承诺机制可以在发生补偿时从提升公司偿债能力和产生短期正向超额收益等路径发挥作用，但这不足以改变业绩承诺未有效保护中小股东利益的事实。本文认为一方面应加强对关联并购的管理，强化内、外部治理标准和力度，设立覆盖业绩承诺实施全流程的风险披露规范；另一方面应优化业绩承诺制度，在保留和完善补偿机制的基础上，提升业绩承诺指标多样性和合理性，要求承诺方设定可行的多元业绩目标。

**关键词:** 关联并购； 中小股东利益； 业绩承诺

## 引言

关联并购是我国并购市场中的一大特色，不少学者对其动机进行了研究。既有学者持“关联并购支持并购方”的观点，也有学者持“掏空”观点。但以往研究主要从经济后果反推大股东的动机，这侧面反映事前界定并购动机的困难。所以，为约束大股东的“掏空”动机、发挥关联并购的效率优势，证监会仍保留“关联并购中，标的公司原股东须作出业绩承诺”的强制规定。可是，现实中依然存在不少大股东利用关联并购套取私利的现象，业绩承诺对中小股东利益的保护作用备受质疑。因此，本文以高斯贝尔对家居智能的关联并

购为出发点，进一步分析该并购对中小股东利益的影响，以及业绩承诺在其中的作用机制。

## 1 文献述评

对相关文献进行梳理总结后，发现当前学术界主要在以下方面展开了研究：

第一，目前学界对“企业关联并购的动机”的研究莫衷一是，侧面反映关联并购动机界定的困难性<sup>[1]</sup>。第二，对于业绩承诺制度的机制研究，学者们主要持两种观点，“效率观”和“代理观”<sup>[2]</sup>。第三，学者们主要从外部治理和内部治理层面研究中小股东利益保护<sup>[3]</sup>。然而，当前对“业绩承诺与中小股东利益保护”这一主题的研究也存在着一些不足。

第一，关联并购是我国并购重组中的一大特色，并购双方的关联关系会很大程度影响业绩承诺的订立、履行和承诺期后措施<sup>[4]</sup>，然而较少有学者基于关联并购情境进行研究。第二，针对业绩承诺和中小股东利益保护的问题<sup>[5]</sup>，并未从业绩承诺实施全流程视角剖析业绩承诺对中小股东利益的影响机制。

因此，在总结相关文献的基础上，本文基于业绩承诺实施全流程的框架，以案例研究的形式分析关联并购下业绩承诺对中小股东利益的影响机理，以期拓展业绩承诺经济后果的研究视角。

## 2 案例介绍

### 2.1 并购双方简介

#### 2.1.1 并购方——高斯贝尔

并购方高斯贝尔数码科技股份有限公司（002848.SZ）（以下简称：高斯贝尔）成立于 2001 年 8 月 23 日，并在 2010 年 8 月 28 日整体变更为股份有限公司，最终于 2017 年 2 月 10 日在深交所上市。截至此次关联并购前的实际控制人为董事长、创始股东刘潭爱，他合计持股 39.33%，大于三分之一，对高斯贝尔的重大事项具有一票否决权。刘潭爱对高斯贝尔的控制关系如下图所示。

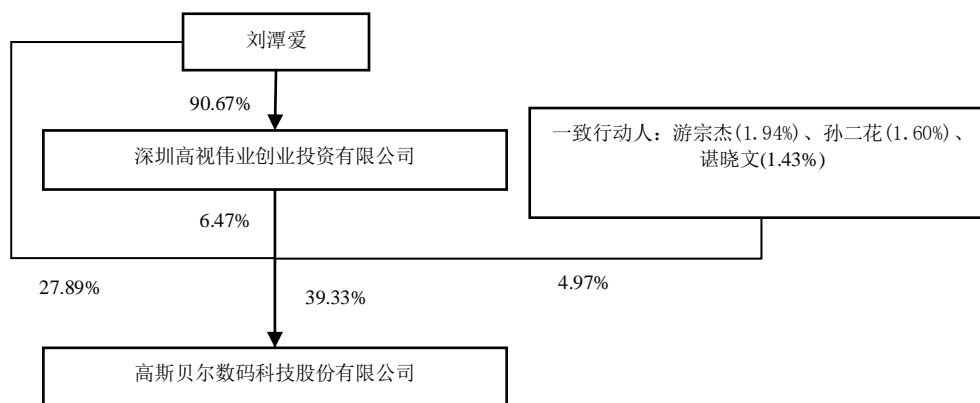


图 1 高斯贝尔与实控人刘潭爱关系图

高斯贝尔为国内较早进行数字电视软硬件产品研发、生产和销售的企业之一。面对数字电视技术日新月异地快速发展，高斯贝尔致力于优化配置内部资源，加大重点产品研发和服务平台建设力度，加快转型升级，加速由产品销售向系统服务和平台运营的转变，实现公司经营目标。

#### 2.1.2 被并购方——家居智能

被并购方深圳市高斯贝尔家居智能电子有限公司（以下简称：家居智能），由刘潭爱、刘振华和童鹰在 2005 年 12 月 2 日共同出资设立，是国家高新技术企业。家居智能主要从事无线安防监控、家居智能终端设备和系统管理平台的研发、生产与销售业务。家居智能拥有全资子公司深圳市高斯康软件有限公司和深圳市高斯贝尔家居智能电子有限公司宝安分公司。截至关联并购前，经过多次股权变动后的家居智能的股

权结构如图 2 所示

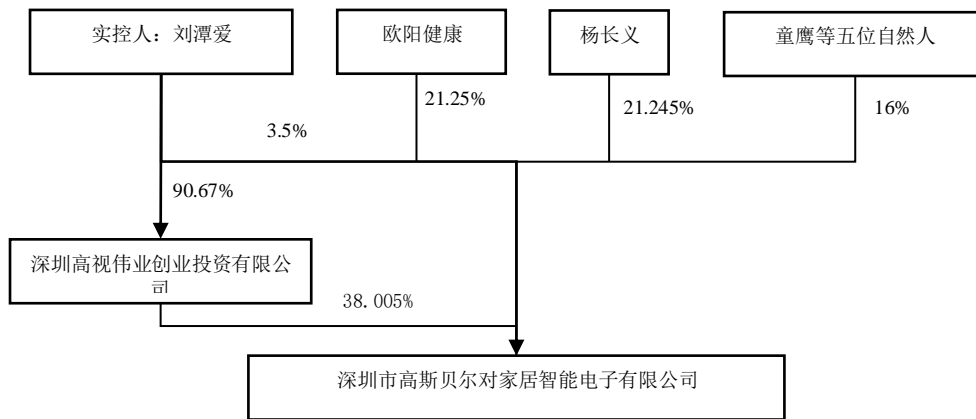


图 2 家居智能被并购前的股权结构图

### 2.1.3 并购双方的关联关系

在关联并购前，高斯贝尔与家居智能就有着紧密的联系。从二者的股权结构中可知，刘潭爱通过直接和间接的途径同时控制了两家公司，其中的深圳高视伟业创业投资有限公司（以下简称：高视创投）扮演了不小的角色。高视创投的股东共三人，刘潭爱（90.67%）、游宗杰（4.67%）和谌晓文（4.67%）。这三个人同时也是高斯贝尔的执行董事，其中刘潭爱是董事长，游宗杰是经理。而且，持有家居智能 21.25% 和 21.245% 的股东欧阳健康和杨长义还是高斯贝尔首次公开发行时的发起人股东，上市前分别持有高斯贝尔 210.94 万股和 224.72 万股。另外，欧阳健康和杨长义所持的家居智能股份是高视创投在 2015 年和 2016 年转让的。因此，高斯贝尔并购家居智能的并购事件，实际上是上市公司与其控股股东和董事控制的其他成员公司之间的兼并收购行为，符合“关联并购”的定义。

## 2.2 并购动因分析

以生产销售有线数字机顶盒为主要业务（2016 年的数字电视终端设备营收占到总营收的 85%）的高斯贝尔在上市伊始就面临着“业绩变脸”的窘境。与非关联并购不同，关联并购具备降低不确定性风险和节约交易成本的优势。因此，在上市 6 个月后，大股东就谋求通过关联并购，注入家居智能，增加盈余，以维持上市资格、保有再融资机会。参考张晶（2019）的文献综述，目前学者们主要采用基于利润和经营现金流量这两类指标衡量“业绩变脸”现象，本文也选取以上两类指标衡量高斯贝尔的 IPO 前后的业绩变化情况，详见图 3

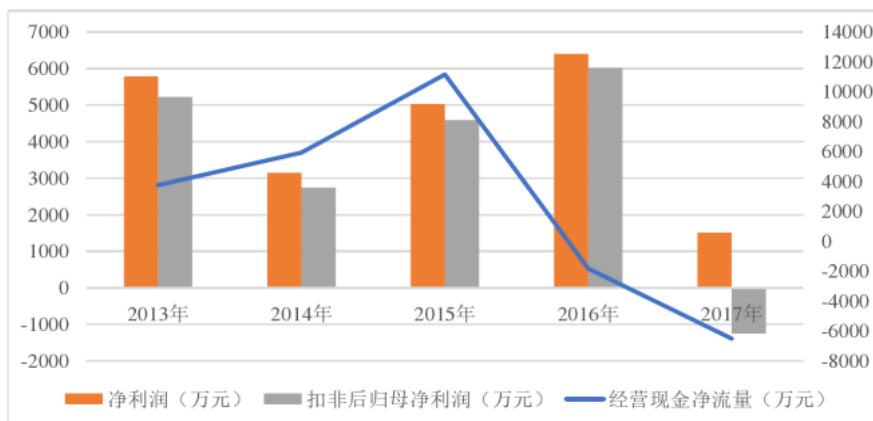


图 3 高斯贝尔 IPO 前后业绩变化情况

由图 3 可知，以 IPO 所在的 2017 年为“分水岭”，2013-2016 年净利润和扣非净利润尚且可以保持同步，上市后 2017 年的净利润和扣非净利润已然不一致。从经营现金净流量和净利润的同步性分析，自上市前夕的 2016 年起，经营现金净流量就急速下滑，2016 年的净利润是 2013-2017 年间的最高点，这很可能是为获得了稀缺的 IPO 资源而放宽商业信用，增厚业绩。图 4 列示的高斯贝尔应收账款账龄构成情况，表明自 2016 年起，高斯贝尔应收账款明显增加，在上市前夕通过放宽商业信用以增厚业绩的动机显著。所以，高斯贝尔存在明显的“业绩变脸”现象。

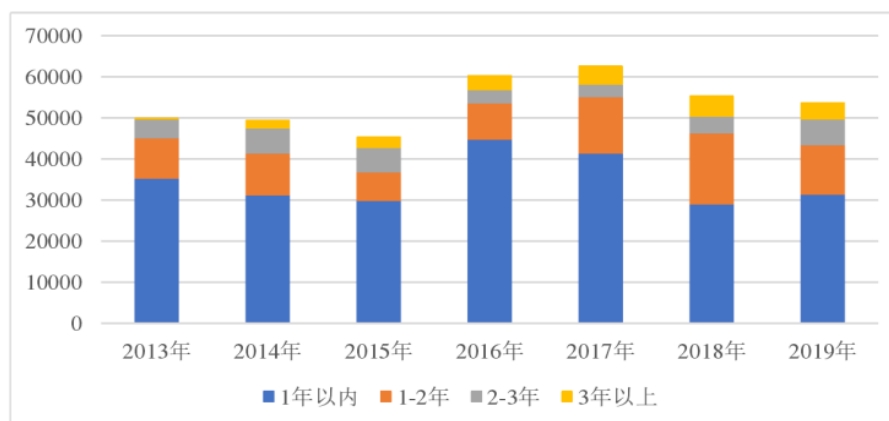


图 4 高斯贝尔 2013-2019 年应收账款情况（单位：万元）

此外，就如文件《高斯贝尔关于变更部分募集资金用途用于收购相关资产暨关联交易的公告》所言：“传统的有线电视市场、无线覆盖和直播星项目需求有所下降”，高斯贝尔处于竞争激烈的红海市场。但是在《首次公开发行股票招股说明书》中却披露其主要产品有线数字机顶盒有着远高于同行业可比上市公司同类产品的毛利率（如图 5 所示）。高斯贝尔对此的解释是生产基地位于湖南郴州，劳动力成本低，可是毛利率长期高出可比公司 10%，令人怀疑高斯贝尔的核心盈利能力能否持续。

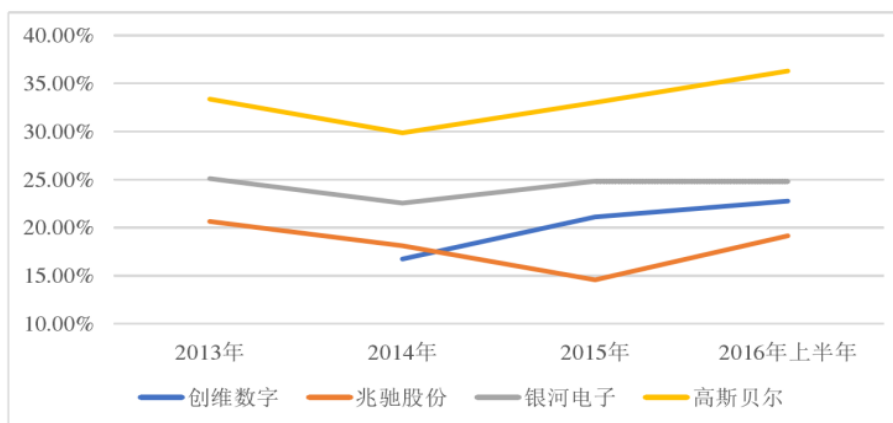


图 5 高斯贝尔主要产品有线数字机顶盒毛利率情况

由于高斯贝尔和可比公司均未在历年年度报告中单独披露机顶盒毛利率情况，所以用包含机顶盒的数字电视终端业务毛利率替代。从图 6 可知，2016 年后数字电视终端行业整体毛利率呈下滑趋势，直到 2019 年有所好转，而高斯贝尔在 2016 年领先于可比公司的毛利率在 2019 年已经落后于可比公司，表明高斯贝尔的核心盈利能力难以持续。

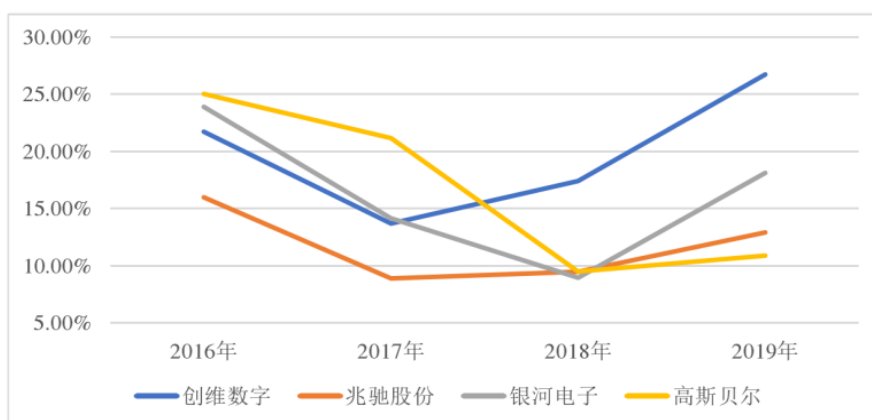


图 6 高斯贝尔主要业务数字电视终端设备毛利率情况

另外，上市公司高斯贝尔是刘潭爱的核心资产，简单地以总资产、净资产和净利润总和比重来看，高斯贝尔占比均接近或超过 70%（详见表 1）。高斯贝尔在 IPO 后就发生“业绩变脸”，甚至还存在业绩持续下滑的风险，大股东利益很可能遭受巨大损失。因此，从上市公司财务状况视角分析，高斯贝尔关联并购的动机主要是“支持”，大股东通过注入主业前景广阔的标的资产，增加盈余，以解上市公司财务困境。

表 1 2015 年末大股东刘潭爱直接或间接控制的公司

单位：万元			
公司	总资产	净资产	净利润
高斯贝尔	106,429.56	55,354.66	5,024.42
高视创投	12,380.99	4,954.09	423.64
高斯宝	16,158.33	6,205.16	1,383.92
高视通	136.45	28.72	2.05
家居智能	7,414.20	3,026.72	33.27
高视科技	14,482.34	920.13	-762.23
相山瀑布	449.97	434.42	34.03
高斯康	608.83	588.42	6.07
高斯通	125.02	-68.62	-75.58
松琅屿旅游	1,021.38	1,019.88	-22.55
高斯贝尔占比	66.85%	76.39%	83.09%

### 3 并购对中小股东利益影响分析——事件分析法

有效市场假说认为，公司的价值增值活动会影响股价，股价对实体经济活动也具有反馈效应。所以并购重组所导致的公司经营业绩变化会进一步影响市场表现的变化。并且并购关联方可以凭借信息优势保全自身利益，因此并购重组后上市公司的市场反应所致的负面后果主要由中小股东承担。本文采用事件分析法衡量关联并购中业绩承诺实施对中小股东在股票市场层面长短期利益的影响。

业绩承诺对中小股东在股票市场层面短期利益的影响，以业绩承诺签订、业绩补偿金额确认、承诺方延迟支付部分补偿款、承诺方补偿款总体支付完毕的短期累计超额收益率（CAR）衡量。CAR 是指事件窗口期内累计股票每日实际收益率与预期收益率的差额。若 CAR 值为正，表明事件向市场传递了正向信号，对中小股东利益有积极影响，反之则相反。具体步骤为：

选定事件发生日，确定估计期 $[T_1, T_2]$ 和窗口期 $[T_3, T_4]$ 。

计算窗口期内每日预期收益率 $\hat{R}_{it}$ 。预期收益率是假定事件不发生情况下的收益率，通常使用市场模型法计算，即假定估计期内股票收益率与市场收益率存在线性关系，然后结合窗口期市场收益率数据，计算得到 $\hat{R}_{it}$ 。公式如下，

$$\hat{R}_{it} = a_i + b_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

确定窗口期内每日超额收益率  $AR_{it}$ ，即股票每日实际收益率与预期收益率的差额，公式如下，

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$$

计算窗口期每日累计超额收益率  $CAR_{it}$ ，即超额收益率  $AR_{it}$  的累计数，公式如下，

$$CAR_{it} = \sum_{T_1}^{T_2} AR_{it}$$

将高斯贝尔关联并购的首次公告日 2017 年 8 月 31 日作为事件发生日，以[-31,120]作为估计期，得出估计期内个股收益率与市场收益率的关系  $\hat{R}_t = -0.00162 + 0.58228 \times R_{mt}$ 。选取[-10,10]为窗口期，衡量股票市场层面，关联并购下业绩承诺对中小股东短期利益的影响。

如图 7 所示，在关联并购首次公告日，即业绩承诺签订后， $CAR$  值大幅下降。这表明，在高斯贝尔大股东等承诺方凭借内部信息优势，运用业绩承诺提升并购合理性，成功将资产注入上市公司获得超额估值收益之时，业绩承诺的信号作用却被大大削弱，产生消极的市场反应，损害了中小股东短期利益，业绩承诺未实现应有作用。

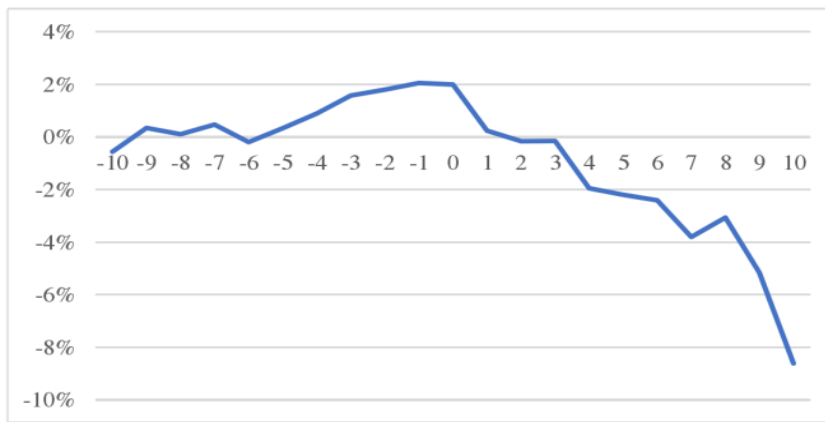


图 7 高斯贝尔公告关联并购家居智能[-10,10]窗口期的 CAR 值走势

采用同样方法测算业绩补偿金额确认、延迟支付部分补偿款、补偿款总体支付完毕的短期累计超额收益率（ $CAR$ ），统计结果分别如图 8、图 9、图 10 所示。

如图 8 所示，在 2020 年 5 月 20 日高斯贝尔公告业绩补偿金额确认的窗口期内， $CAR$  值在公告日-4 点时短暂上升，随后一直下降，市场反应消极。这表明，现金补偿金额的可预见性（与股份补偿相比）使得高斯贝尔大股东等承诺方很可能一开始就知悉未来补偿金额，便于信息优势方提前规避失诺风险。那么即使补偿发生，补偿金额也无法弥补标的资产实际盈利能力低下所致的损失，中小股东利益未受有效保护。

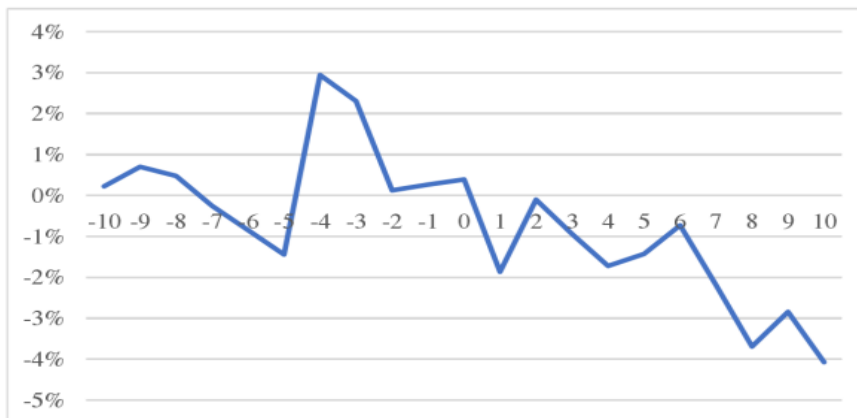


图 8 高斯贝尔业绩补偿金额确认[-10,10]窗口期的 CAR 值走势

如图 9 所示，在 2020 年 6 月 23 日高斯贝尔公告承诺方将延迟补偿剩余 56.61% 金额（2,191.07/3,870.57 万元）的窗口期内，CAR 值持续下降。高斯贝尔大股东等并购关联方利用关联关系延迟支付补偿款的行为传递了消极的市场信号，这表明关联关系的存在，一定程度上限制了业绩承诺补偿机制的发挥，中小股东利益未受及时保护。

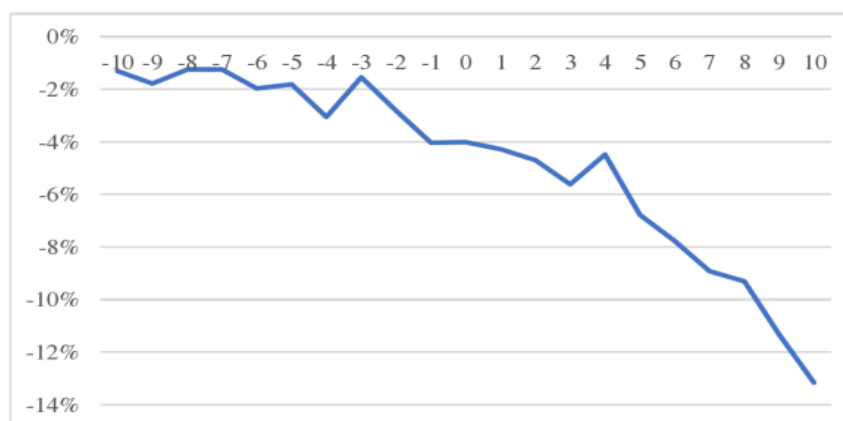


图 9 高斯贝尔公告承诺方延迟补偿部分金额[-10,10]窗口期的 CAR 值走势

如图 10 所示，当 2020 年 12 月 31 日高斯贝尔公告补偿金额总体支付完毕时，市场反应积极。这表明，虽然在关联并购情境下，受限于制度、法律等问题，业绩承诺制度无法发挥全部积极作用，但是当实际发生补偿时，即便是现金补偿，也能对中小股东起到一定利益保障作用。

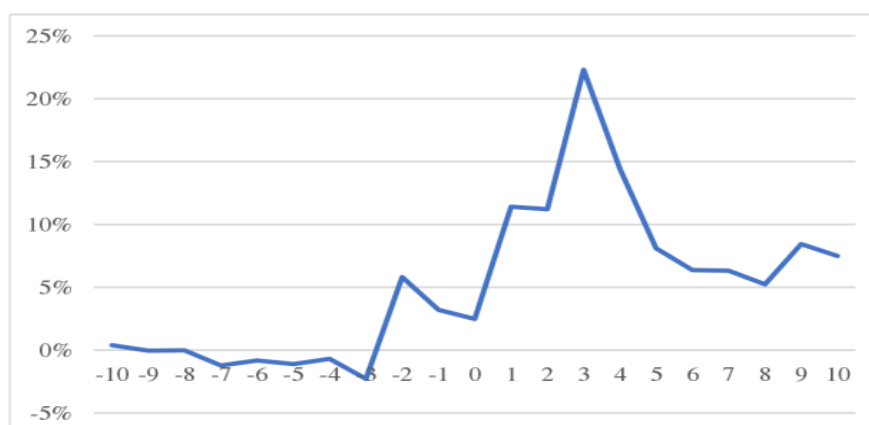


图 10 高斯贝尔公告补偿金额总体支付完毕[-10,10]窗口期的 CAR 值走势

上述表明，由于关联并购内外部的信息不对称性和现金补偿金额的可预见性等因素的存在，关联并购下的业绩承诺制度只能在承诺方支付补偿款时，为中小股东带来短期的正向市场反应，但并不能保护中小股东股票市场层面的长期利益。当大股东凭借信息优势和关联关系，利用业绩承诺的“增信”作用提升并购合理性、延期支付补偿款时，均产生负向市场反应，损害了中小股东利益。

## 4 结论与建议

### 4.1 结论

本文以业绩承诺实施流程为分析框架，剖析“高斯贝尔关联并购家居智能”这一案例，得出以下几点结论：

- 1、在承诺设定阶段，受益于关联关系降低合谋成本，大股东等信息优势方得以隐瞒不利信息、操纵业

绩承诺，获取控制权私利。然而，承诺业绩与标的实际盈利能力的 mismatch，不仅使并购方支付过高对价，影响后续日常运营，还加剧失诺风险，触发股价下跌，从而损害中小股东利益。

2、在承诺履行阶段，由于关联关系的存在，使并购处于非公开环境中，增加了外部治理机构的持续监管难度。因此，弱外部治理与高失诺风险一齐降低了业绩承诺的激励效应，进而引发失诺结果，损害了中小股东利益。

3、在承诺期后阶段，由于业绩承诺的短期规制效应消失，一是为实现短期目标而构造的标的资产业绩“变脸”；二是并购关联方可依靠关联关系精准减持和延迟支付补偿款，使业绩失诺的经济损失主要由信息获取滞后的中小股东承担，二者一并损害上市公司和中小股东利益。

## 4.2 建议

本文从加强对关联并购的管理和优化业绩承诺制度这两方面提出建议，从而保护中小股东利益。

1、加强对关联并购的管理。并购双方与中小股东间的高度信息不对称，助长了并购关联方套取私利的可能，因此监管部门可以从提升大股东掏空成本和完善信息披露规范的角度，加强对关联并购的管理，确保关联并购活动能够有效发挥优化资源配置的作用。

2、优化业绩承诺制度。在加强业绩承诺指标多样性和合理性的基础上，短期完善关联并购业绩承诺补偿的规定，长期取消硬性的盈利业绩承诺要求，引导并购关联方通过灵活的支付方式和自发的双边“对赌”实现关联并购的估值调整和交易避险，但是无论如何修改，补偿机制须保留并强化。

## 参考文献

- [1] 陈涛、李善民、周昌仕. 支付方式、关联并购与收购公司股东收益[J]. 商业经济与管理, 2013, (09):59-67.
- [2] 杜依倩、费一文. 业绩承诺制度能否解决大股东利益输送问题?——基于 2008-2015 年定增并购事件的实证研究[J]. 投资研究, 2017, 36 (07):79-90.
- [3] 岑维、童娜琼、何潇悦. 投资者关注度与中小股东利益保护——基于深交所“互动易”平台数据的实证研究[J]. 证券市场导报, 2016, (02):54-62.
- [4] 邓建平、曾勇、何佳. 关联并购重组:根源与后果[J]. 管理学报, 2011, 8 (08):1238-1246.
- [5] 黄小勇、王玥、刘娟. 业绩补偿承诺与中小股东利益保护——以掌趣科技收购上游信息为例[J]. 江西社会科学, 2018, 38 (06):48-57.