

对赌期间 B 公司盈余管理行为研究

方茵

西安工程大学 陕西西安 710600

摘要：国家深化金融供给侧结构性改革、提高资本市场服务中小企业经济能力要求，全面深化新三板改革，中小企业符合条件可在新三板挂牌并公开转让股份，实施股票融资、债务融资、资产结构调整。目前 A 股市场上市方式有重组上市和 IPO 两种。成长性较高企业选择重组上市，利用市场资源获得规模化融资，而 IPO 需通过严格审核，消耗大量时间、人力和费用。因此，中小企业选择在新三板引进外国风险资金来补充资金和经营能力。业绩承诺制度为限制企少信息不对称。高绩效对赌暗含高风险，可能导致企业市场价值降低。为避免隐藏真实经营情况，双方可能通过盈余管理手段夸大业绩。

关键词：业绩承诺；企业盈余管理；金融

1. B 公司签订对赌协议案件梳理

1.1 B 公司基本情况

B 成立于 2010 年 5 月，是一家专注于工业园区热力能源供应的集团化公司，主要服务于食品、化工、纺织、造纸、医药等诸多行业热用户，主营业务主要从事工业园区、产业聚集区企业提供集中供热服务，所属行业为电力、热力生产和供应业。公司通过建设热电联产装置和供热锅炉，以煤炭为主要燃料，为供热范围内的工业企业提供蒸汽供应，蒸汽联产品电力直接出售给国家电网；从收入结构上看，B 公司的蒸汽产品收入占主营业务收入的 90%以上，其他为电力收入。B 企业发展历程如下：

表 1B 企业发展历程

时间	进度
2010	B 企业成立
2012	B 企业成立 4 家 B 子公司
2013	成立第 5 家 B 子公司，集团总部迁至北京
2015	B 公司完成股改
2016	成立第 6 家 B 子公司，B 公司在新三板挂牌
2017	成立第 7、8 家 B 子公司
2018	成立第 9 家 B 子公司
2023	10 月新三板摘牌，11 月深交所主板上市

资料来源：B 公司官网手工整理

1.2 B 企业业绩承诺协议签约情况

在公司上市前，中介机构需提供上市辅导，强化监管流程与制度，以防违规行为。增加处罚力度及企业承诺履行是管理盈余的关键。政府应优化上市制度，确保企业在对赌背景下的合法运营，预防后续盈余管理。政

府需审查并监督企业的盈余管理行为，考虑到行业内的同群效应。企业应通过选择合适的估值方法、完善业绩承诺体系、明确承诺可行性等手段改善制度。建立健全内部控制和治理机制是确保对赌履行的基础。案例中，B 公司与实控人及新增股东签订对赌协议，承诺 2018 年和 2019 年的净利润分别不低于 4000 万元和 8000 万元，并需于 2019 年前提交 IPO 材料至证监会。然而，B 公司未能达到预期目标，最终未能成功上市，对赌协议失败。B 公司后续经历两次对赌协议，第一次对赌未达预期导致上市进程延后至 2021 年 9 月才获得证监会受理。为解决此问题，部分投资者选择退出对赌，而 B 公司实际控制人与新投资者重新签订了对赌协议，设定严格的上市时间线。最终，在 2022 年第 109 次会议上，B 公司成功获得首次公开发行股票并上市的批准。分析 B 公司利润表时，发现其利润增长异常，净利润增长率远超收入和成本的增长率，这引发了对可能存在盈余操纵的合理怀疑。需要进一步的审计和调查来确认是否存在违规行为。

2. 对赌期间 B 公司盈余管理行为分析

2.1 盈余管理动因分析

2.1.1 投资双方的信息不对称

根据信号传递理论，B 企业签署业绩承诺的举动，向市场传递出了积极的

信息，也表明了其上市以后对自身实力发展和经营情况的决心，B 企业已经签署业绩承诺，也吸引了外界

对其对赌协议执行情况的关注,增强了外界投资者对其投资的信心,因此,B企业作为承诺方也必然会想尽一切方法完成业绩承诺,避免向市场释放出负面消极的信号。在这种情况下,B企业出于传递业绩利好信息的目的,很可能通过各种方式操纵利润,有足够的动机进行盈余管理。

2.1.2 受制债务高涨及资金流紧张困局

表 1 B 公司与同行业公司偿债能力分析

偿债能力财务指标	公司名称	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	新中港	16.48%	37.25%	31.86%	37.69%
	世贸能源	10.05%	18.97%	37.39%	50.65%
	恒盛能源	19.21%	48.26%	50.10%	51.78%
	杭州热电	41.04%	46.33%	52.18%	58.61%
	宁波能源	55.86%	43.96%	39.63%	41.10%
	平均值	28.53%	38.95%	42.23%	47.97%
	B 公司	53.34%	56.42%	58.34%	53.95%

数据来源:招股说明书

不过业绩增长并不能掩盖 B 公司的高负债,根据以上数据可以得知,2018-2019 年对赌期间,B 公司资产

表 2 2017-2022 年 B 公司资产处置收益情况表

项目	2017 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
资产处置收益	21.74	-136.62	-136.73	5.28	1.04
同比	-	1722.76%	0.08%	-103.86%	-80.31%

数据来源: B 公司年度报告

企业可能因为急需资金或调整经营策略而低价出售资产,从而产生负的溢利。从上表观察发现,承诺期的 2018、2019、2021 年 B 公司的资产处置收益同比幅度波动极大,第一次承诺期间 2018、2019 年 B 公司的资产处置收益分别为-7.5 万元、-136.62 万元,均为负值。B 公司有可能进行低价出售资产以达到增加营业收入,完成业绩承诺的目的。

2.2.2 利用销售费用调整盈余

通过对比 B 公司管理费用、销售费用与营业总收入(如表 3)可以发现,2017 年 B 公司营业收入增加了

表 3 2017-2022 年 B 公司费用同比增长情况表

	2017 年	2018 年	2019	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入	43.20%	34.10%	17.10%	64.90%	37.00%	-96.00%
销售费用	-17.30%	-69.70%	-33.30%	124.20%	28.10%	-100.20%
管理费用	33.40%	5.70%	-5.70%	23.70%	7.10%	-100.00%
研发费用	-	-	-	413.70%	-74.40%	-
财务费用	28.70%	115.30%	26.90%	27.30%	-11.20%	-100.00%

数据来源:手工计算

负债率超行业均值,大多数时候高于行业同水平公司,B 公司的偿债能力长期不足。

2.1.3 外部市场环境看涨态势影响

2022 年 11 月 3 日,B 公司上市,发行价为 4.56 元,集合竞价阶段一度上涨超过 800%,最终以 38 元/股、大涨 733%开盘。开盘之后,B 公司虽一度回调至 30 元左右,但在 10 点左右,B 公司直线拉升 30%,触及临时停牌。股价更是一度高达 49.4 元,较 4.56 元的发行价,上涨幅度达 983.33%,接近 10 倍。尽管股价的波动并非企业持续经营能力的直接决定因素,但它无疑成为了市场风向的晴雨表。B 公司股票市场的利好消息不仅提升了其在资本市场上的声誉,更有助于进一步稳固和强化其持续经营的能力。B 企业出于传递业绩利好信息的目的,很可能通过各种方式操纵利润,有足够的动机进行盈余管理。

2.2B 公司采取的盈余管理手段分析

2.2.1 利用资产处置损益调整盈余

43.20%而销售费用却同比幅减少 17.30%;第一次对赌期间,2018 年营业收入增加了 34.10%而销售费用减少 69.70%,2019 年营业收入增加 17.10%而费用减少了 33.30%,而对赌结束的 2020 年 B 公司营业收入增加了 64.90%,费用激增同比幅 588.9%,其中新增研发费用 413.70%,销售费用同比增长 124.20%,第二次对赌期间的 2021 年 B 公司销售费用、管理费用仅同比增加 28.10%、7.10%。业绩承诺期内支出与收入增速不匹配的异常情况说明 B 公司可能有意压低费用进行了盈余管理。

2.3 对赌期间 B 公司盈余管理经济后果分析

2.3.1 偿债能力分析

表 4 B 公司 2017-2023 年偿债能力指标

偿债能力指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
资产负债率(%)	43.71	53.95	58.63	57.19	53.34	47.38	31.47
流动比率	1.46	0.99	0.83	0.44	0.68	0.74	0.85
速动比率	1.3	0.78	0.71	0.35	0.59	0.62	0.7

数据来源：B 公司年年度报告

从表 4 可以看出,B 公司的资产负债率在 2017-2019 年稳步上升, 从 44%提高到 59%, 对赌期间长期偿债能力不断下降。降低企业资产负债率会提高企业流动性, 降低公司财务风险。所以当企业的资产负债率越来越高的时候, 盈余管理的动机也就越来越大^[3]。B 公司得到

多家风险投资, 但此并没有提升其长期偿债能力。非对赌期间的 2020 年, B 公司的资产负债率、流动比率和速动比率同步下降, 这表明 B 公司的短期债务偿还能力也在同步下降。

2.3.2 盈利能力分析

表 5 B 公司 2017-2023 年偿债能力指标

盈利能力指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
加权净资产收益率(%)	8.9	11.62	16.44	15.14	11.26	16.28	15.92
总资产收益率(%)	3.41	5.28	6.91	6.33	5.16	8.05	9.22
毛利率(%)	32.63	33.7	33.92	33.25	20.46	20.78	26.08
净利率(%)	7.26	11.57	15.48	14.83	8.22	10.14	12.12

数据来源：B 公司年度报告

从表 5 可以看出, 加权净资产收益率在 2017-2019 年总体上稳步上升, 推断 B 公司采取了一系列的盈余管理措施, 然而在 2020 年, 对赌结束期间, 净资产收益率出现了小幅度下降。2021 年第二次对赌期间, 加权金发资产收益率又出现小幅度上升, 与此同时净利率并没有的大大上升, 2018 年, B 公司通过新增新增子公司开展贸易业务, 给公司带来了大额的营业收入, 这一举措成功地提升了公司当年的盈利能力, 但从整体的下降趋势来看, 未能提高 B 公司的盈利能力。

从表 6 可以看出, B 公司经历了两次对赌协议, 首战失利导致上市延期, 随后通过新的对赌协议确保了 2022 年成功上市。然而, 利润表分析显示, 净利润增速显著快于收入和成本, 引发盈余操纵的合理怀疑。此外, 应收账款周转率下降、存货周转率总体上升后下降、总资产周转率下降以及现金周转天数为负, 表明公司经营效率在对赌期间有所波动, 尤其是在应收账款管理和存货控制方面存在潜在问题。这些因素共同影响了公司的财务健康和可持续性, 需谨慎评估。

2.3.3 营运能力分析

表 6 2017-2023 年 B 公司营运能力指标

指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
总资产周转率(次)	0.47	0.46	0.45	0.43	0.63	0.79	0.76
应收账款周转率	26.79	20.73	22.06	19.18	23.09	19.27	16.54
存货周转率(次)	6.94	6.53	7	8.14	15.76	17.49	13.29
现金周转天数(天)	5.34	-10.24	-65.29	-73.23	-82.78	-147.63	-217.72

2.3.4 成长能力分析

从表 7 可以看出, 2018—2020 年, B 公司的营业收入增长率逐年降低, 说明公司的业务扩张能力在对赌后逐年降低。营业利润的增长率在对赌后的各年份中显示出相似的情况, 除了 2018 年的增长率为正且达到了峰

值 95.11%, 其他年份的增长率都较低。这是由于公司在业绩承诺期内扩大业务, 增加收入, 控制费用, 公司的营业利润也相应增加。而就每股净资产增长率而言, 2017—2019 年, 该指标由负变正, 说明每股净资产在此期间总体呈上升趋势。但在对赌期结束, 2020 年骤降至 -63.27%, 直到第二次对赌期每股收益同比增长上升至

-11.11。三者共同表明，B 公司的盈余管理行为在业绩 出现下降趋势。
承诺期的成长能力出现短暂提高，长期来看对赌期后会

表 7 2017-2023 年 B 公司成长能力指标

成长能力指标 (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
扣非净利润同比增长	-58.21	142.55	70.2	21.75	-16.32	85.95	22.63
每股收益同比增长	-45.45	-41.18	68.97	-63.27	-11.11	62.5	19.23
归属母公司净利润同比增长	-41.8	84.34	73.89	12.73	-7.75	68.09	19.5
营业总收入同比增长	5.79	43.6	33.81	17.16	65.04	37	-0.01

3. 基于对赌盈余管理行为的治理对策

在公司上市前，中介机构需进行上市辅导，强化监管流程与制度，以防违规行为。增加处罚力度及企业承诺履行是管理盈余的关键。随着 IPO 增多，监管部门应优化上市制度，确保企业在对赌背景下的合法运营，预防后续为达标而进行盈余管理。政府需审查并监督企业的盈余管理行为，考虑到行业内的同群效应。企业可通过选择合适的估值方法、完善业绩承诺体系、明确承诺可行性等手段改善制度。建立健全内部控制和治理机制是确保对赌履行的基础，包括财务流程、风险控制、报告和合规检查，以及董事会的独立性和独立董事的监督。监管部门应要求企业实施这些机制，并定期对其进行审查和评估。

4. 结语

本文以 B 公司对赌期间为例，发现在签订对赌协议后，标的公司 B 公司可能通过增加资产处置损益、减少

销售费用等盈余管理手段来完成对赌，不利于真实财务状况和战略决策制定，且可能损害利益相关者权益。管理层努力达不到约定指标导致对赌失败，公司价值受损，股价下跌。管理者行为决策受“压力”或“自利”影响，增大机会主义行为动机，损害中小股东利益。过度依赖盈余管理会使 B 公司处于相对弱势地位，扰乱资本市场秩序，降低会计信息有效性和透明度，阻碍资本市场健康发展。

参考文献：

- [1] 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.
- [2] 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.
- [3] 张晗 “. 互联网+” 时代企业会计信息披露问题研究 [J]. 营 销界, 2020, (51): 118-119.
- 作者简介：方茵（1999 年 4 月-），女，壮族，广西南宁人，硕士研究生，研究方向：财务会计与公司理财。