

## 滬深二市財報虛飾的最強推手：對賭協議

陳惠玲

虛飾動機：

- ◆ 達 IPO 條件
- ◆ 免於 \*ST
- ◆ 對賭協議

就近一年多來的觀察，滬深二市公司的財報虛飾動機，除了常見的申請上市（IPO）<sup>1</sup>與規避「\*ST」<sup>2</sup>之外，最特殊且最強烈的動機還在於種種涉及「業績承諾」的「估值調整機制（Valuation Adjustment Mechanism，VAM）」，即通稱的「對賭協議」。且後者的造假程度，也遠非前者可比。

之所以程度大不相同，可能是上市前多半規模較小、虛飾造假幅度自然有限；而免於 \*ST 則是兩平的操作，遞延或單一交易即可蒙混過關。對賭協議則不然，時間長達 3 年以上；若過度承諾，則虛飾如滾雪球，越滾越大，到爆發時多已大到無法掩飾。所以，滬深二市常以「爆雷」稱之。

對賭協議，本質上是一種附賣權的融資協議。投資方出資，但要求融資方須提供獲利保證；若未達獲利，則須補償差額。意思是，未達獲利是估計誤差，回溯修正協議訂定時的預估。

### 一、一樣的對賭協議、兩樣情：監督機制—獨立+能力

最嚴重造假來自對賭協議

在台灣，最常見的是上市前引入投資銀行（投行）資金<sup>3</sup>，保證若干年後上市，投行即可透過資本市場售出持股、獲利了結。若未如期上市，則公司控股股東加碼買回持股。投行雖無法從股市獲取數倍價差，但至少取得高於市場行情的利息收入——雖非其所樂見。在此對賭協議下，公司的承諾是上市。美化財報是必要工作，卻非惟一的工作；且上市門檻並非高不可攀、更有投行在側，美化多控制在「適度」之內——必有虛飾，但不致於日後卸

<sup>1</sup> 上市前拉高獲利，以求符合上市門檻；上市後則回復本質。有人稱之為「上市效應」，不過此效應並非事件研究的 market reaction，僅是財報的上濃妝與大卸妝而已。

<sup>2</sup> 在滬深二市，只要財務異常、風險偏高，就會被交易所實行特別處理（Special Treatment），於股票簡稱之前標上「ST」，提醒投資人，並縮減漲跌幅至 5%（一般為 10%）。ST 分為兩大類，較嚴重的一類「退市風險警示特別處理」，標示「\*ST」，以及「其他特別處理」。連續 2 年虧損，就是 \*ST 的條件之一。

<sup>3</sup> 理論上，若有引入私募基金（Private Equity，PE），也可能會有對賭協議。但對賭協議，對公司是潛在風險，揭露少，多半出事時才曝光——未達對賭目標或無法依協議補償時。PE 通常低調，較難曝光。如台灣銀行引入幾個 PE 以解除不良貸款危機，PE 退場未必順利，但並未出現對賭損失之相關訊息。

對賭協議  
台灣 vs. 滬深  
◆ 協議目標  
複合 vs. 單一  
◆ 監督機制  
有 vs. 缺  
獨立？專業？

妝時面目全非。更何況，IPO 時多會募集到一大筆資金，即便轉虧，財務結構還不會弱到爆。所以，台灣公司爆出財務造假，較少歸因於對賭協議。

在滬深二市則不然。其對賭協議與台灣最大的差異有二：

- ◆ 對賭項目是單一指標<sup>4</sup>、非複合成果。當無法達標、且又不願讓出資方行使賣權時（對賭方提供補償），最直接的方法就是操弄這惟一的指標。
- ◆ 投資方並非獨立的投資專業，缺乏意願或專業能力監督對賭方。通常若為獨立的投資專業（投行、PE）多會定期追蹤對賭方的承諾、要求解釋。惟其獨立並有能力，才能以簡單的「監督」成本緩解不可預期的代理成本。意即，未具備此二條件，代理成本即可無限上綱。不幸的是，在滬深二市的對賭方通常是公司的控股股東，與公司（投資方）是一而二、二而一，毫無獨立性可言，自然難以監督。當然，在公司想轉型、但控股股東不想轉的情境下，對賭方就是獨立第三者。但又面臨新問題：缺乏新領域的專業，監督仍難以到位。更何況，有時「獨立」僅是形式上，仍可能有實質連結或潛在的心理連結。

此二條件合起來等同一個「無人監考、可以放心作弊的考試」：做做單據、兜兜數字就達標。比起真正的經營，這可簡單太多。而對賭方作弊求的是免於補償，所以常見：承諾期內「踩線」達標、低空掠過，承諾期後獲利大跳水、豬羊變色。

此之所以滬深二市，「對賭協議」這樣一個中性的金融工具，會成為最大的財報造假推力。甚且有些公司為了「業績不墜」，不斷找新的對賭方接棒作弊——財報造假雪球，是刻意被滾大的。

## 二、對賭協議的三種情境：低誘因的 IPO 與內部成長（有機成長）

了解對賭協議在滬深二市的特殊角色，得再了解一下不同募資下的對賭協議，對財報虛飾的誘發程度有何不同。通常募資有三個類型：IPO、內部成長之募資、外部成長之募資。先看誘因較低的前二者。

<sup>4</sup>對賭方於承諾業績目標時，通常會同時承諾特定期間內不賣股票。不過，透過設質，此承諾形同虛設——所以非攸關。

對賭協議三時點  
vs. 造假機率

- ◆ IPO：普通
- ◆ 有機成長：低
- ◆ 外部成長：高  
～併購、借殼上市

IPO 時，為吸引投資人認購，老股東成為對賭方，向認購新股的散戶或投銀承諾 IPO 後 3 年的業績表現。此種情境中，控股股東是主要對賭方。

眾所周知，申請 IPO 的公司多會在上市前儘量美化，以順利進入資本市場。一般說來，IPO 成功多可募集到不少資金。因此，就算美化過頭，也能藉此逐步卸妝，回復本來的「素顏」，所以新公司很少暴斃的。台灣市場就是典型。滬深二市則否，IPO 多附有「對賭協議」，控股股東保證上市後 3~5 年業績目標，且不達標就須補償。在此壓力下，公司上了市、雖拿了資金，不僅無法就此卸妝、將養生息，還得繼續刷上特濃彩妝。待資金耗盡、無妝可上，才發現美肌不見了，僅存坑坑疤疤的真面目，甚且沒臉。所以，我們會看到新上市時，業績表現極佳的公司，卻突然由「白馬股」變「地雷股」。

這樣的個案，計有 3 例：爾康製藥、奧康國際、三聚環保。

第二種情境，募資以進行新廠擴建，這屬於「有機成長」。雖為吸引投資人參與，控股股東多半會承諾新投資的業績。但只要不跨足陌生領域，一般來說控股股東不會過度承諾、補償壓力小、幾無造假動機。

### 三、對賭協議的第三種情境：高誘因的外部成長

外部成長：  
常情：M&A 常  
敗 vs.  
期待：必成  
→ 昧於常情  
→ 「迫使」造假

靠併購求取外部成長策略，風險本來就比較高。歷數全球併購案，成功少失敗多。但在滬深二市，卻要求併購只准成功不准失敗，違反常情。持平來說，監理機構對併購成功率的基本假設，是「迫使」造假、非僅「誘使」。所以，對於各式併購或資產重組，市場多以利多視之。而控股股東為了滿足市場期待，誇大併購效益、「對賭協議」中多得是高得離譜的業績承諾。

由於併購交易中，標的物的評價可採取「收益法」；即以未來收益之折現，作為標的公允價值。換句話說，在誇大業績承諾時，同時也墊高收購價。讓被併者（也是對賭方）得以索取超高價格，收購方卻是超額付出、虛列資產。

重點是，審查機構（通常是發改委）很少質疑其交易對價的合理性。其意以為，反正有業績承諾，屆時若未達標，也得補償——對股東而言，只是朝三暮四或朝四暮三的時間差而已。這種靜態思維，顯然大謬。在動態世界

買貴標的資產，  
對賭未必會補償  
↓  
承諾未必履行

二種高造假誘因  
的併購類型

- ◆ 借殼
- ◆ 轉型

中，對賭方拿了錢，不會就凍結等著拿來補償；就算是收購價中搭配部分股票，對賭方仍可透過質押借款方式，全數移為己用。待補償義務發生時，對賭方可能空無一物。

當然，監理機構如何思考，作為場邊觀察者毫無置喙之地。還是回到主題：這情境下的「對賭協議」對財報造假的誘發效果有多大。就我們的案例來看，嚴重的全屬此情境。高造假誘因的併購類型有二：借殼與轉型。

#### A、借殼 + 資產重組（反向併購）

在滬深市場，上市被嚴格管制，「殼」價值極高。當經營不善時，公司多賴著不下市，等「伯樂」上門。另一方面，限於自身條件或證券市場政策變化，無法開大門走大路上市的公司，就找些「殼」當後門。在買賣家看對眼之後，就開始進行資產重組：原經營者就貸者駑馬離去（原業務資產剝離）、而「伯樂」則置入其業務資產。通常「伯樂」會換到足以成為控股股東之股權（第一大股東），所以若其帶入的業務資產不夠雄厚，或原經營層持股過高，則會直接拿現金注資「殼」。真不得已，才向原經營層買入股權。

所以，借殼本質上是另種併購：反向併購。形式上的收購方為「殼」公司的經營者，但實質上的收購方卻是「伯樂」。

對「伯樂」而言，最好的盤算是，如何能付少少的現金就能取得「殼」的控制力。而注資額，決定於控制力門檻股權的市值與置入資產公允價值間之差異。換言之，若能墊高置入資產的評估價值，就能降低出資額。通常，「伯樂」的口袋深淺是限制項，不能調的外生變數。控制力的門檻值、注資額都已知的情況下，置入資產的評估價值就成了簡單的算數問題，而非經濟評估。

所有的人都知道，要墊高資產價值，就用收益法，就提供高額的業績承諾。而「伯樂」就是此後的控股股東，財報數字自然由其決定。此之所以，借殼下的「對賭協議」會激發財報造假，非屬意外。

這類個案有 7 例：中毅達、保千里、江蘇雅百特、堅瑞沃能、台海核電、華聞傳媒與神霧集團。由於華聞傳媒涉及股市炒手，還須特別注意。

併購：  
集團內  
→整體上市  
→造假誘因低

非集團內：  
轉型併購，誘因  
最高  
→陌生+心急  
→天價收購  
→超高承諾

## B、轉型併購

在滬深二市，資產重組是常態。時不時就有公司公告因進行資產重組而停牌。我們認為，這與中國由共產社會進入資本市場機制的歷程，不無關係。不論是國有企業、地方企業或民營企業，各有各的集團；而上市公司多為個別集團的「櫥窗」。集團先切割旗下較優的事業部，將其推上市後，多半會再將集團內的其他事業部，以資產重組之方式，置入上市公司，一般稱之為「整體上市」。這有兩個效果：挾帶上市與提高透明度。

這類的併購，多半未涉及轉型。雖有「對賭協議」，但對控股股東而言，並無取得控制力的需要，自然不太需刻意墊高置入資產的評價、也就不太會過度承諾，「對賭協議」較不會構成造假誘因。

最令人擔心的是，以轉型之名所進行的非集團內併購。控股股東在轉型壓力下，四處求索標的，意圖魚躍龍門。這類情境下，控股股東的議價能力極差：一因對標的業務陌生，二因心態過急，很難不以天價併購。天價，當然還是得來自收益法的評價報告；隨之而來，就陷入「對賭協議」超高的業績承諾。

當然控股股東也不笨，一般會採取股權搭配現金的支付方式，讓對賭方共乘一條船——多半會成為次大股東。但由於控股股東對新併入事業陌生，並未真正插手（本質上是靠行），這將導致次大股東還能操弄業績，達成業績承諾。待承諾期過，才原形畢現。若次大股東沒造假能耐，則可能擺爛。最常見的擺爛，就是拒絕查核。文化長城，就是一例。

換言之，單有獨立性，還是不能保證「對賭協議」的合理性與可行性。

另外，這類狀況下多屬高溢價收購，鉅額商譽列帳。當承諾業績無法達成時，表示商譽有減損跡象，得提列鉅額商譽減損。意思是，商譽的會計處理會落井下石、雪上加霜。即便是能向對賭方求償，但一碼歸一碼，該提的減損還是得提。

這類個案有 2 例：利歐股份、巴士在線。較特別的是，此二案例均是很典型由實轉虛的個案。

另外，失誤的華業資本，也栽在轉型併購：由房地產轉營「供應鏈金融業務」。只不過其控股股東，似乎牽扯其中，獨立性有問題，不純然是陌生導致高溢價與被詐騙。

#### 四、結語

對賭協議 + 能力  
欠缺 → 造假動機

總之，只要有對賭協議，就有財報虛飾的動機，與財報虛飾的機會??對賭方能拒絕查核、讓財報查核範圍受限制，也是種機會。當舞弊金三角湊齊了兩要件，我們可以就說這些公司的財報涉及舞弊嗎？顯然不行。

很簡單，若對賭方真有達成承諾的能力，則動機就降得很低了。所以承諾，須搭配能力欠缺，才足以構成動機。所以，只能說「對賭協議」是孕育財報造假的沃土，還不足以成為充分條件。

由於「對賭協議」的普遍性，已成為滬深二市的特色，近於一種市場文化。待 *CCRQM* 局部修正完成，我們再來研究。

除了對賭承諾之外，理應有其他動機。但在我們所探討的 13 個案例中，東方林園，雖涉及嚴重造假，卻無明顯動機，算是異數。