

对上市公司收购“明星”公司 资产评估的分析

刘欢

摘要：自2015年以来，随着粉丝经济的发展，IP(intellectual property, 知识产权)热度的增长，明星效应越来越显著，影视公司对明星IP的争夺已经趋于白热化。在资本驱动下，影视公司以“高估值+业绩承诺”的方式获得明星资源，但高估值背后存在很大的风险和问题。本文通过唐德影视收购爱美神、暴风科技收购江苏稻草熊以及华谊兄弟收购东阳浩瀚和东阳美拉为例分析了影视行业上市公司高估值收购“明星”公司的成因及潜在的风险，希望“明星”公司高估值问题可以引起上市公司、监管部门及投资者的高度重视。

关键词：“明星”公司；高估值；成因；风险

随着大环境的发展，影视娱乐行业已经进入快速发展的黄金期，明星驱动IP商业模式得以延续和发展。为了强化明星与影视公司的深度“捆绑”效应，出现了一种新的与明星资源相绑定的资本运作方式，即由明星成立壳公司，再由上市公司高溢价收购，以此来实现上市公司、明星IP、资本的“强强联手”。但是高溢价催生着影视行业泡沫，也会损害中小股东的利益。本文拟通过以下三个案例来分析说明“明星”公司高估值的成因及潜在的风险。

一、案例概况

案例1：唐德影视收购爱美神

2016年3月28日，浙江唐德影视股份有限公司（以下称唐德影视）发布公告称，公司拟以现金方式购买无锡爱美神影视文化有限公司（以下称爱美神）51%的股份。爱美神由明星范冰冰创立于2015年7月，2016年1月被核准，公司只有范冰冰和其母亲张传美两位股东，注册资本300万元。对于这样一家成

立时间不足一年、注册资本仅为300万元的壳公司，唐德影视公告却称该收购事项达到重大资产重组标准。若按重大资产重组标准推算，唐德影视2015年年末资产总额为14.8亿元，则爱美神的估值至少为7.4亿元以上。爱美神短期内较高的估值引起了深交所的关注。2016年4月，深交所向唐德影视发出关注函，要求唐德影视在披露重大资产重组方案时，重点对爱美神的估值情况进行分析说明，并进行重大风险提示。

案例2：暴风科技收购稻草熊

2016年3月14日，北京暴风科技股份有限公司（以下称暴风科技）披露《报告书（草案）》称公司拟配套募集资金30亿元，以支付现金和发行股份相结合的方式收购江苏稻草熊影业有限公司（以下称稻草熊）60%股权，交易金额为10.8亿元。稻草熊由明星吴奇隆及其合伙人刘小枫自2014年6月创立，注册资金1000万元，是一家从事影视剧投资、制作、发行的影视公司。此次收购，暴风科技分别收购股东刘小枫、刘诗诗、赵丽

颖所持有的稻草熊47.40%、12%、0.60%的股权。其中交易对价的30%由现金支付，总计32400万元，剩余的70%以55.46元/股的价格发行股份支付，总计发行13631445股。根据公告，截至评估基准日，稻草熊净资产账面价值为3835.47万元，以收益法确定的评估值为152710.72万元，评估增值148875.25万元，增值率3881.53%。

案例3：华谊兄弟收购东阳浩瀚和东阳美拉

2015年10月23日，华谊兄弟传媒股份有限公司（以下称华谊兄弟）以7.56亿元收购浙江东阳浩瀚影视娱乐有限公司（以下称东阳浩瀚）的艺人及艺人经纪人持有的70%股权。东阳浩瀚是一家影视娱乐文化传媒公司，成立及核准日期为2015年10月21日，注册资本、所有者权益只有1000万元，旗下艺人包括陈赫、杨颖、李晨、郑恺、冯绍峰、杜淳等。这意味着华谊兄弟以近百倍的溢价收购了一家仅成立一天的公司。随后，2015年11月19日，华谊兄弟又以10.5亿元

的价款收购浙江东阳美拉传媒有限公司(以下称东阳美拉)股东冯小刚和陆国强合计持有的70%股权。东阳美拉也是一家影视传媒公司,冯小刚持有99%的股权,陆国强持有1%的股权。东阳美拉成立与核准日期均为2015年9月2日,注册资本仅为500万元。截至公告日期,东阳美拉的资产为1.36万元,负债为1.91万元,所有者权益只有-0.55万元。

二、案例分析

(一)“明星”公司估值情况分析

影视行业属于“轻资产”行业,目前市场上对影视项目的估值主要依据四个要素:明星资源、知识产权、创作团队和发行渠道,所以对影视项目的估值常以收益法及收益法的衍生估值方法作为最后的评估结果。以上三个案例中标的资产的评估值与账面值差额巨大,稻草熊的增值率接近39倍,东阳浩瀚的增值率超100倍,东阳美拉的账面价值虽是负数,却被估出15亿元的高价。

为了客观评价三个案例资产评估的情况,笔者在国泰安数据库收集了2015年度发生的全部并购行为样本,并抽取了对收购标的净资产进行价值评估的491个样本。同时,笔者在深交所网站整理了与案例评估基准日同期间(2015.10.31~2016.1.31)并以收益法作为最终评估结果的19个样本,然后分别计算出2015年度收购案、同期收购案与案例资产评估增值率的平均值、最大值以及最小值,将三者进行了比较(见表1)。

从表1可见,以上三个案例的平均增值率远高于2015年度和案例同期的资产评估平均增值率,同时三个案例的资产评估增值率最大值也是三者之中的最高值,就连最小值都远高于2015年度和同期收购案的平均增值率。可见,“明星”公司的估值非常高。

笔者通过查阅上述案例中收购公司

表1 2015年度及同期收购案与案例资产评估增值率比较情况表

	平均值	最大值	最小值
2015年度收购案资产评估增值率%	485.83	38 325.71	-308.44
同期收购案资产评估增值率%	669.01	4 523.1	32.95
案例资产评估增值率%	9 095 802.94	27 272 827.3	3 881.53

发布的公告发现,华谊兄弟对标的公司的资产评估是以其业绩承诺做基准,对比行业市盈率而得出的估值。例如收购东阳浩瀚的公告中表明本次投资的交易价格是依据明星股东承诺的目标公司2015年度经审计税后净利润的12倍(10.8亿元)为公司的估值。虽然以市盈率法作为评估方式在A股并不罕见,但是一家只成立一天的公司毫无前期业绩作为参考,后期的利润预测是否合理、能否完成还有待考量。相对来说,案例2中暴风科技的资产评估公告信息披露得较为详尽,该项交易的资产评估选择了收益法和资产基础法两种方法,最终以收益法作为最后的评估结果,但是公告中对稻草熊未来收入和成本的估计是否符合实际情况存在很大的不确定性,这也是收购未获证监会通过的主要原因。

(二)上市公司以高估值收购“明星”公司的原因

1. 获得明星资源,取得良好协同效应。对于一些影视行业上市公司来讲,获取明星资源非常重要,因为影视公司几乎没有固定资产,明星便是核心资产,它们非常看重明星的名人效应及其带来的增值服务。在资本驱动下,影视公司便以“高价收购+业绩承诺”的方式获得明星资源,较高的估值是因为相对于整个壳公司的价值,影视公司更看重明星的价值。通过这种操作方式,“明星”公司成为上市公司的控股子公司或者全资子公司,从而便可以获得留住明星IP资源、巩固合作关系的良好协同效应,提高公司的资产回报率和股东价值,进一步加强品牌影响力和核心竞争力。

2. 资本驱动,获得融资。上市公司

收购“明星”公司后,由于明星的名人效应,会刺激市场关注和投资热情。暴风科技宣布收购稻草熊等公司复牌后,股价一字涨停;华谊兄弟收购东阳浩瀚复牌后,股价平开高走,最高上涨9.85%;华谊收购东阳美拉后,股价却没升反降,笔者认为是因为华谊兄弟10月份刚刚以7.56亿元的高价收购了东阳浩瀚,不到一个月的时间又以同样的方式高价收购另一家成立不久的“明星”公司,这种频繁收购壳公司的行为引起了投资者的质疑。同时,以往影视公司与明星签约,双方是合作关系,明星的片酬会计入上市公司的成本,而当“明星”公司成为上市公司的子公司后,明星的片酬会计入上市公司的收入,这种转化使得上市公司的净利润明显增加,从而增强投资者的投资信心,达到提高股价、获得融资的目的。

3. 对赌协议为高估值做好铺垫。上市公司以如此高的估值收购“明星”公司,是将明星未来至少三年的盈利能力买断,因为大多数上市公司收购“明星”公司都会与明星股东签订对赌协议。例如:华谊兄弟购买东阳浩瀚70%的股权,同时与杨颖等明星签订对赌协议,要求2015年度目标公司实现的经审计税后净利润不低于9 000万元,2016~2019年度的业绩目标每年要在上一年度承诺的业绩目标基础上增长15%,如果完不成对赌,明星们就要拿现金补差价。华谊兄弟收购东阳美拉70%的股权,也与冯小刚签订了对赌协议,要求2016年度的业绩目标为经审计的税后净利润不低于1亿元,2017~2020年度的业绩目标都要在上一年度承诺的业绩目标基础上逐

年增长15%。若未能完成该目标,冯小刚将以现金补足差额。在一定意义上,对赌协议起到了约束明星、保证利润的作用。而且在“捆绑”明星的期间内,上市公司获得的不仅是明星带来的利润,更重要的是明星带来的传播效应和粉丝效应。明星艺人的业绩承诺及其带来的商业价值为高估值做好了铺垫。

(三)上市公司高估值收购“明星”公司背后的风险

1.上市公司高溢价收购的风险。上市公司收购“明星”公司后,“明星”公司即成为上市公司的子公司,上市公司拿到其代理权和投资权,将支付明星的片酬由原来的成本转变为利润,利润被市盈率放大很多倍卖给资本市场的投资者。目前,这三家影视公司的市盈率都较高,唐德影视自上市以来市盈率逐年增长,目前保持在100~200倍左右;暴风科技市盈率一直保持在100倍以上。在如此高的市盈率下,股价会因虚增的利润涨幅巨大,一旦造成股价泡沫,最终为泡沫买单的人将是二级市场的投资者。

2.标的公司空壳化的风险。虽说“明星”公司高估值的背后有对赌协议作为承诺,但其与上市公司的对赌期限一般是三至五年。对于明星来讲,他们通过未来三至五年的工作在资本市场上预支到未来十几年的报酬;而对于上市公司来讲,它们面临着对赌协议到期、明星与上市公司解约的风险,而且很多上市公司收购“明星”公司是以现金的形式一次付清,不能将明星IP与上市公司有效地“捆绑”起来,极易出现对赌期满明星资源流失的风险,“明星公司”就成了真正的空壳公司。

3.业绩承诺未及预期的风险。依据上市公司与明星签定的对赌协议,笔者算了一笔账:以华谊兄弟收购东阳浩瀚为例,假设东阳浩瀚对赌期限内五年的净利润都为零,那么杨颖等明星根据对

赌协议总共需要支付的补偿金额为6.07亿元,而华谊兄弟收购其股权时共支付7.56亿元,由此算来,杨颖等明星赚1.49亿元,这还是不考虑货币的时间价值条件下计算的结果。所以说上市公司对“明星”公司的估值越高,明星的无风险收益就越大,而只要做出一点成绩就可以获得超出无风险收益的利益。所以对于明星来讲,如果上市公司未来的发展与自己无关的话,明星按照对赌协议的义务完成业绩承诺后可能会选择离开。另外,还需要注意的是明星能否达成业绩承诺。像东阳浩瀚和东阳美拉这样刚成立不久还没有开展业务的公司,前期毫无业绩,后期能否完成业绩承诺无法考量。

三、启示

(一)上市公司应加强明星与公司的整合程度

上市公司高价收购“明星”公司,当协议期满明星离开后,上市公司仍然面临明星资源短缺的危机。对于上市公司来讲,高价留住明星不是最重要的,最重要的是加强明星管理,深化明星与公司的整合程度。以上三个案例中,暴风科技以支付现金和股权转让相结合的方式收购稻草熊,价款的30%以现金支付且分期付款,70%以股票支付,采用这种方式可以将明星的利益与上市公司的利益长期捆绑在一起,明星的作为会充分考虑上市公司的发展,加强了明星与上市公司的整合程度。

(二)上市公司应完善业绩承诺及补偿机制并设计其他限制机制

上市公司对“明星”公司的估值是以明星IP的业绩承诺作为估值基础,如果业绩承诺及补偿机制设计不合理,就会出现高估值或者业绩承诺达不到预期的后果,从而损害上市公司及投资者的利益。所以,上市公司应根据明星IP的价值、“明星”公司前期业绩以及

同行业的普遍业绩水平等因素合理设计业绩承诺机制。业绩承诺不应以净利润作为唯一标准,还可增加影视作品产量、剧本创作方式、渠道拓展等评价标准。同时业绩补偿条款的设计金额最好要高于未完成预期利润的差额或者比例,这样才能促使明星按协议完成约定利润。另外除了设置业绩承诺外还应设计其他限制机制,例如约定明星IP在对赌协议期结束后无业绩承诺但必须与上市公司保持合作的期限、股权转让价款以现金和股权相结合的方式支付、现金分期支付等。

(三)监管部门须强化对影视行业高溢价收购的问询机制

影视行业的估值对象主要是明星,但很难有明确的标准对其进行评估,所以“明星”公司很容易被估出较高的价值。为了规避这种问题,首先,证监会应强化对高溢价收购的问询机制,如有任何质疑,须及时发出问询函,并监督上市公司详细披露资产评估过程并说明估值风险及估值合理性,同时要求上市公司对相关质疑进行解释。其次,证监会还应应对影视行业的并购重组建立一套专门的审核标准和估值标准,避免上市公司为达成收购目的而自定收购标准,提高收购溢价。最后,应加强第三方中介机构的评估作用,要求上市公司进行资产评估时,必须聘请独立的第三方中介机构,从专业角度提高估值的合理性。

(四)投资者须谨慎投资影视题材股

对于一些影视题材股,普通投资者须谨慎投资,防范炒作套利。如果能看清明星与上市公司之间的资本游戏,可以适当投资,但对于普通投资者来说,最好投资风险与利润相均衡的理财产品,切勿盲目追高。

(作者单位:首都经济贸易大学工商管理学院)

责任编辑 陈利花