

可在一定程度上避免因自身破产导致部分员工下岗,但也会对正常企业吸纳劳动力产生明显的抑制作用。同时,破产重整企业的存在会提高行业竞争激烈程度,阻碍市场的潜在进入者。行业潜在进入者缺乏投资设厂的意愿和正常企业因行业竞争激烈退出市场会造成大量工作岗位的损失,不利于缓解就业压力。因此,企业在破产重整过程中要妥善安置好富余人员问题,持续裁员时要谨慎,以避免破产重整给社会带来不稳定的因素。□

(本文得到国家社会科学基金一般项目“僵尸企业的僵化指数与市场退出机制研究”<16BGL069>及财政部会计名家培养工程的资助)

(作者单位:首都经济贸易大学会计学院)

责任编辑 刘黎静

迎合监管资产剥离及其绩效研究

戴娟萍 史习民

摘要:迎合监管资产剥离的价值效应及其影响因素,仍是一个有待深入探索的问题。2015年12月,苏宁云商将其持有的PPTV全部股权出售给公司实际控制人张近东控制的苏宁文化。这一基于迎合外资企业投资产业政策、消除定向增发潜在障碍的资产剥离,不仅让苏宁云商获得了交易价格高于内在价值的财务利益,而且PPTV独立运营潜能释放以及与阿里巴巴集团战略合作的价值效应,让张近东这一战略决策的预期收益大于成本。

关键词:迎合监管;资产剥离;价值创造

主要参考文献

[1]陈继红,曾德金,王静.金融危机时期国际集装箱海运业的发展趋势与策略[J].物流工程与管理,2012,(8):1-3+10.

[2]洪丽君.中国远洋和马士基的财务分析与发展战略比较[D].厦门:厦门大学,2014.

[3]黄世瑾.*ST凤凰破产重整申请获受理[N].上海证券报,2013-11-28(F06).

[4]郑雪岷.“债转股”政策对企业的财务影响及其评价——A公司债转股案例分析[D].成都:四川大学,2003.

2015年12月,苏宁云商集团股份有限公司(以下简称苏宁云商)为避免引入Alibaba Group Holding Limited(以下简称阿里巴巴集团)为战略投资者后外商投资产业政策对PPLive Corporation(以下简称PPTV)后续业务发展可能造成的影响和限制,将其持有的PPTV全部股权出售给专门为此设立的苏宁文化投资管理有限公司(以下简称苏宁文化)。这一基于迎合外商企业投资产业政策、消除定向增发潜在障碍的资产剥离的经济效果如何,会有什么样的绩效,是本文想要回答的问题。

一、出售PPTV股权:迎合监管资产剥离

PPTV成立于2007年7月,在英属开曼群岛注册,主要业务是购买并

持有海外视频节目的版权并通过其协议控制的境内公司从事网络电视媒体服务。股东Great Universe Limited(苏宁云商通过全资子公司香港苏宁电器有限公司在开曼群岛设立的公司)持有PPTV68.08%的股份,另两家股东Exalt Spring Limited和Virtue Faith Holdings Limited(弘毅投资管理的两家注册于英属维京群岛的投资控股公司)合计持有31.92%的股份。2015年10月31日,苏宁云商发布公告:拟以258 799.31万元的价格将其持有的68.08%PPTV股权转让给苏宁文化的境外子公司Great Sunrise Limited。交易完成后,PPTV从苏宁云商剥离,成为苏宁文化的控股子公司。苏宁文化成立于2015年9月,为公司实际控制人张近东控制的子公司。因此,这一股权出售交易为关联交易。

从2013年收购PPTV后,苏宁云商向其提供了高达89 000万元人民币和5 491万美元的借款。然而,PPTV营业收入仍徘徊于70 000万元左右,亏损越来越大。此次出售PPTV股权,或许有着对其持续“烧钱”却不见成效、视频电商化策略不达预期以及向O2O模式转型中公司的经营亏损等诸多因素的考量,但其主要原因正是公司在《关于拟出售PPLive Corporation 股权暨关联交易的公告》中所表述的:“为避免引入阿里巴巴集团为战略投资者后外商投资产业政策对PPTV后续业务发展可能造成的影响和限制”。2015年8月10日,苏宁云商和阿里巴巴集团宣布达成全面战略合作协议。2015年8月11日,苏宁云商发布拟向注册于开曼群岛的阿里巴巴集团控股公司境内全资子公司淘宝(中国)软件公司非公开发行股份预案。网络视听节目在商务部2015年发布的外商企业投资目录中被列为禁止投资产业,向淘宝(中国)软件定向增发后苏宁云商的股份中将出现间接外资持股,而将PPTV的股权出售给苏宁文化,则可以消除引入战略投资者后不符合外商企业投资产业政策监管要求的困扰。

二、剥离PPTV绩效:基于苏宁云商视角

1. 以高估值的价格交易,获得高于内在价值的财务利益

资产剥离是否能够提升企业价值,与交易价格偏离被剥离资产内在价值的方向和程度密切相关。如果出售价格高于资产的内在价值,剥离公司就能够获得价格高于价值的财务利益,反之则会降低公司价值。评估企业价值的方法主要有资产基础法、收益法和市场法等。由于资产基础法难以体现互联网视频行业的特许经营、销售网络等资源 and 资产的特点,评估师采用了

收益法和市场法对PPTV的价值进行评估。北京天健兴业评估报告提供的数据为:用市场法下可比交易案例比较法评估,PPTV的价值为380 140万元,较收益法下117 125.42万元的评估值高出263 014.58万元。也就是说,基于市场法下估值将PPTV68.08%股权作价258 799.31万元出售,苏宁云商获得了较资产内在价值高179 060.32万元的交易溢价,PPTV不可确指的无形资产价值以及投资者对其未来成长率和风险预期隐含价值顺利变现。

PPTV的出售价格较其历史交易价格也有一定的溢价。2013年12月苏宁云商购买PPTV共支付了2.5亿美元(约合人民币15.86亿元);2014年11月苏宁云商受让PPTV主要管理人21.28%的股权,估值为1.162亿美元(约合人民币7.42亿元)。PPTV的评估价值较历史交易价格增值11.17%。由此可见,以258 799.31万元的整体估值将PPTV68.08%的股权出售,对苏宁云商来说是一笔合算的买卖。

2. 剥离严重亏损的资产,改善了公司短期的会计业绩

被剥离资产的经营业绩和财务状况是影响资产剥离财务绩效的重要因素。2015年1~6月PPTV的亏损高达38 422.22万元,6月30日股东权益合计为-65 282.63万元,处于资不抵债的状态。将其从上市公司剥离,能够提升公司的会计利润、改善财务状况。然而,相较于苏宁云商8 739 560.80万元资产、5 633 380.8万元负债来说,剥离交易对上市公司的财务状况影响有限,但对会计利润影响较大。剥离交易完成于2015年12月30日,依据会计准则规定,PPTV2015年的收入、费用、利润仍然纳入苏宁云商合并利润表,但出售子公司股权收到的价款与处置投资对应的享有该子公司净资产份额的差额共计13.97亿元被确认为当期投资收

益。这一剥离交易使苏宁云商2015年扭亏为盈。

3. 剥离助推运营效率的提升,有利于长期的价值创造

资产剥离对公司长期价值创造的影响,主要取决于剥离前后公司经营与管理效率的变化。如果资产剥离有助于公司运营效率的提升,对公司长期的价值创造是有利的,反之则降低企业的价值创造能力。

2013年苏宁云商收购PPTV是想将其内容植入终端并实现通过电商与视频融合。然而,预想中的“视频购物”和“精准营销”等并没有给苏宁云商带来更多竞争优势,协同效应很小,且PPTV智能硬件、体育和自制内容等后续业务与苏宁云商的主业关联不大。剥离后PPTV为苏宁云商的关联公司,受同一实际控制人控制,借助战略合作协议双方在商品采销、品牌植入推广、会员数据共享、智能硬件、智能家居和视频电商等方面的合作仍将持续。因此,剥离交易不仅不会对苏宁云商零售业务发展以及全渠道经营模式运营产生不利影响,剥离后PPTV发展潜力释放还可“反哺”苏宁云商视频端电商业务。

资产剥离回收资金的使用效率对公司价值创造也有重要影响。为满足构建和运营O2O模式的投资和耗费,转型中的苏宁云商采用多种融资方式持续筹措资金。剥离PPTV获得的258 799.31万元交易对价和收回的被其占用的104 000万元资金本息,可以在很大程度上满足公司O2O模式核心业务投资和运营资金所需,且投向的改变也有助于资金使用效率的提升。

三、剥离PPTV价值来源:基于公司实际控制人视角

公司实际控制人张近东以高估值的价格从上市公司购买了严重亏损且



图 / 曾繁育

资不抵债的PPTV，以消除向阿里巴巴定向增发完成后可能不符合外商企业投资产业政策的障碍。从利益输送视角看，这一基于迎合监管政策的资产剥离是公司实际控制人对上市公司的“支撑”。为实现这一交易，张近东不仅支付了高于资产内在价值的购买溢价，还投入了大量资金。资本市场的人是自利的，不会毫无缘由地单向输送资源。笔者认为，这一交易是公司实际控制人基于自身收益成本权衡的理性决策。

1. 与阿里战略合作的协同效应，增加了苏宁云商股东的财富

按公告方案，阿里巴巴集团出资283亿元按每股15.23元的价格认购苏宁云商非公开发行股份，成为持有其19.99%股份的第二大股东，苏宁云商以140亿元认购不超过2780万股的阿里巴巴集团新发行股份，双方将携手整合资源，运用大数据、物联网、移动应用、金融支付等手段完善O2O运营模式。目前还无法获取相关财务数据分析这一战略合作对企业价值的影响，只能通过公司股票价格变动观察这一交易的价值效应。以首次公告与阿里巴巴集团战略合作信息的2015年8月11

日为t日，苏宁云商的股票在[+2, -2]、[+5, -5]、[+10, -10]和[+15, -15]对深成指的超额收益率(CAR)分别为27.80%、38.20%、27.11%、29.91%，表明资本市场对事件的反应极为积极。这一资产剥离交易提升了企业价值、为股东创造了财富，公司实际控制人张近东是这一财富效应最主要的分享者。

2. 独立营运后潜能释放，有助于PPTV估值的提升

PPTV从苏宁云商剥离独立运营的价值，较两者合并运营的价值大。PPTV是国内为数不多的重要网络视频公司，2015年公司推出PPTV电视和PPTV手机、布局PPTV体育板块，后续将在在线视频、家庭互联网、PP云业务和PP体育四个板块逐次发力，并加大自制内容投入，打造“硬件+内容+服务+电商”的商业模式。作为苏宁云商控股子公司，阿里巴巴战略投资后的间接外资持股状态会对其后续发展尤其是在线视频业务产生极为不利的影响。而苏宁文化投资的注册资本金高达30亿元，实力雄厚，愿景高远。PPTV拥有丰富的内容资源，正在加快手机、电视等智能硬件发展，与苏宁文化的产业布局高

度契合。因此，苏宁文化旗下的PPTV较苏宁云商旗下的PPTV战略发展空间和驱动力更大，融资方式也能更为多元化。而且，剥离后苏宁云商可以与PPTV之外的其他视频网站展开合作，PPTV也可以与苏宁云商之外的其他渠道广泛合作，双方有了更多、更灵活的合作选择。

四、小结

以高溢价的可比交易案例法下的估值作价、被剥离资产严重亏损且净资产为负、剥离后苏宁云商归核于线上线零售且仍能共享PPTV渠道资源，让苏宁云商的这一迎合监管资产剥离获得了良好的绩效。从利益输送视角观察，此次交易是公司实际控制人对上市公司的“支撑”。公司实际控制人向上市公司输送资源是基于其自身收益成本的权衡，其从与阿里巴巴集团战略合作中获得的财富效应和PPTV独立营运后发展潜能释放带来的估值上升，使购买PPTV股权的预期收益大于付出成本。大股东或实际控制人高溢价接手亏损资产以支撑艰难转型中的上市公司，从短期看是在向上市公司输送资源，从长远看其收益仍大于成本。□

(作者单位：浙江财经大学会计学院)

责任编辑 陈利花

主要参考文献

[1] 戴娟萍. O2O模式下公司投资战略与价值创造：以苏宁云商为例[J]. 财务与会计, 2015, (17): 19-22.

[2] 戴娟萍, 史习民. 融资约束状态下沮丧资产剥离及其绩效研究：以百大集团为例[J]. 财务与会计(理财版), 2014, (5): 30-33.