

巨人网络借壳上市交易结构研究

丁妙松 史习民

摘要：2015年，巨人网络借上市公司世纪游轮的壳在A股市场上市，上市公司由从事传统业务的游轮公司嬗变为成长前景优良的互联网公司。本文认为：精准的壳公司定位、合适的借壳方式选择和精湛的操作模式设计，是巨人网络借壳上市成功的重要因子。巨人网络的交易结构筹划与安排，对于借壳上市的后来者具有借鉴和启示意义。

关键词：借壳上市；壳公司；反向购买；“净壳”模式

借壳上市涉及选择壳公司、获取控制权及对价支付、资产注入与置换等多个重要环节。借壳上市交易结构的筹划与安排不仅事关借壳上市目标的达成与否，还对上市公司的财务业绩和公司股票的市场价值具有重大影响。上海巨人网络科技有限公司（以下简称巨人网络）借世纪游轮股份有限公司（以下简称世纪游轮）壳上市，从发布信息公告到资产注入耗时不到7个月，交易不仅使上市公司的财务业绩大幅提升，借壳双方股东的财富也实现了大幅增值。本文拟从财务视角，对该案例的交易结构进行解剖与分析，并归纳总结其经验启示，以期抛砖引玉。

一、案例基本情况

2015年10月9日，世纪游轮发布《筹划重大资产重组进展公告》，称公司与巨人网络及其实际控制人史玉柱签订了《重大资产重组意向框架协议》。2015年12月30日，公司发布了《重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，整个交易包括三个部分：一是以60 424万元价格出售上

市公司全部资产及负债，董事长彭建虎或其指定第三方以现金购买；二是按定价基准日前20个交易日上市公司股票交易均价的90%，即每股29.58元，向巨人网络的全体股东兰麟投资、腾澎投资、鼎晖孚远等非公开发行443 686 270股股份，购买其持有的价值为1 312 424万元的巨人网络股权；三是按不低于29.58元/股的价格向超过10名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金。第一和第二部分互为前提、互为条件，为整个交易的核心。

交易前，彭建虎及其一致行动人彭俊珩（彭建虎儿子）为公司的控股股东和实际控制人；交易完成后，巨人网络的大股东兰麟投资为控股股东，史玉柱为实际控制人，上市公司的控制权发生转移，其拟购买资产的交易价格是上市公司2014年度经审计的合并财务报告期末资产总额的1 995.19%，超过100%，按证监会《重大资产重组管理办法》规定，构成借壳上市。

巨人网络借壳信息公告后，世纪游轮股票连续涨停，借壳双方股东投资回报丰厚。上市公司则完成了不良资产

剥离和优质资产注入，由从事传统业务的游轮公司变身为成长前景良好的互联网公司。巨人网络借壳上市的成功与优良绩效获得，在很大程度上得益于其壳公司、交易方式和操作模式等交易结构的精心安排与筹划。

二、巨人网络借壳上市交易结构分析

（一）壳公司定位：“黄金壳”世纪游轮

1. 股本小，估值低。在借壳上市交易中，借壳双方股东最终的持股比例取决于借壳公司交易作价和壳公司估值。两者之间的价值差异越大，对借壳方股东越有利，能够获得更高比例的股份。壳公司的估值为股本和定向增发价乘积。正因为此，壳公司的股本规模要小，只有在股价低迷时，一些股本稍大的公司才可能成为被借壳的对象。世纪游轮是一家在深圳证券交易所中小企板上市的公司，总股本只有6 545万股，公司股票在2014年10月27日就已停牌，停牌前一交易日公司股票价格收盘价为31.65，对应市值为207 149.25



万元；按定价基准日前20个交易日交易均价90%，估值仅为193 601.10万元。在2015年的中国资本市场上，市值低于20亿元的公司不多，愿意卖壳的更少。巨人网络借壳上市虽然不在“熊市”谷底，世纪游轮的股价却因长期停牌而被锁于“熊尾牛初”。

2. 财务状况优良，每股净资产值高。借壳交易中公司股本的急剧扩张会大幅摊薄每股净资产值，如果壳公司的每股净资产很低甚至为负，还需要借壳公司用自身的净资产去填补。因此，壳公司的财务状况优良、每股净资产值高能降低重组成本，提升财务业绩。世纪游轮是一家以内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务为主的旅游企业，与一般的壳公司不同，其财务状况优良，资产负债率仅为8.36%，没有金融负债，经营负债全部为流动负债，没有偿付到期债务的压力，每股净资产高达8.95元，按29.58元的定增价格计算，市净率仅为3.31倍。

3. 股权集中度高，大股东有卖壳意愿。世纪游轮的股权集中，大股东彭建虎持有4 372.17万股，二股东彭俊珩持有489.5万股，合计持股高达74.28%，其他股东的持股比例均在0.6%以下。世纪游轮的股权结构对于巨人网络借壳交易进程与成功达成是极为有利的。

然而，股本、市值、财务状况、股权结构再适宜借壳，还需要大股东和实际控制人有卖壳意愿。近年来，由于宏观经济增速放缓、重庆-宜昌-武汉、上海高铁以及高速公路贯通，航运客源分流，长江航运段高档游轮运力严重过剩，世纪游轮的载客率及产品价格逐年下滑，盈利大幅度减少。2015年受同行公司“东方之星”沉船事故的影响面临亏损，公司的股价也不尽如人意，彭氏父子74.28%股份的市值仅为153 869.72万元。

(二) 借壳方式选择：反向收购交易
借壳上市按获取控制权方式的不同可分为买壳上市和反向收购。本案例是由上市公司世纪游轮向拟上市的巨人网络股东非公开发行A股股票购买其持有的巨人网络100%股权。交易完成后，巨人网络成为上市公司的全资子公司，其控股股东兰麟投资和实际控制人史玉柱成为上市公司的控股股东和实际控制人。这一交易虽然在法律形式上是世纪游轮以股份为对价购买巨人网络，但实质是巨人网络股东以其持有资产购买世纪游轮，为反向购买交易。因此，在会计上，吸收合并方世纪游轮被视为被购买方，被吸收合并的巨人网络为购买方。巨人网络之所以选择反向购买是因为：

1. 相较于买壳上市，反向购买的速度更快。买壳上市需先购买壳公司大股东持有的股权以达到控制企业的目的，获得控制权后再通过资产置换、定向增发股份等方式置出不良资产，注入有发展潜力和获利能力较强的拟上市优质资产，包括买壳和借壳二个阶段。反向收购交易中，拟上市资产注入上市公司和借壳方股东获得上市公司控制权同时完成，较买壳上市速度会快许多。从美股回归的巨人网络面临为私有化和拆除VIE举借的债务到期偿还以及引入的私募股权资金退出的诉求，延缓上市的时间成本较大，选择以反向收购方式借壳上市能够在更短的时间达成上市目的。从2015年10月世纪游轮公告信息到2016年4月巨人网络注入资产，耗时只有几个月的时间，而以买壳上市方式至少需要1~2年时间，成功的不确定性也随之加大。

2. 不需支付现金，还能配套融资。买壳上市中，为获得上市公司控股权，借壳公司需要支付数额不低的货币资金。反向收购中，借壳公司股东用拟上市资产认购壳公司定向增发的股份获得控股权，不需支付现金，且按现行制度规定还可以按不超过拟购买资产交易价格的100%募集配套资金。

3. 壳公司大股东分享“资本盛宴”诉求。中国资本市场对借壳上市的市场反应较为积极,壳股东的持股回报率远高于股权转让交易的溢价。而买壳上市,壳公司股东因持有的股份已转让,无法分享这巨大的财富效应。世纪游轮不是一家连续亏损或陷于财务危机的ST公司,没有暂停上市或退市隐患,愿意卖壳也是为了实现财富增值。在巨人网络拟借壳的信息公告后,在短短20个交易日内世纪游轮的股价由31.65元飙升到212.94元,彭建虎及其子彭俊珩持股市值飙升到1 035 244万元。

(三) 操作模式设计:不构成业务的“净壳”模式

按壳公司是否内含业务,反向收购交易有构成业务和不构成业务两种操作模式。本案例中,通过交易的第一部分出售资产,将壳公司世纪游轮的内含业务全部置出,使其成为一个没有资产、负债、组织结构、人员,只有上市公司的“净壳”。壳公司世纪游轮的大股东彭建虎或其指定的第三者为清壳任务的承担者。巨人网络采用不构成业务的“净壳”操作模式是因为:

1. 规避合并报表商誉的确认。反向购买为非同一控制之下企业合并,用购买法合并报表会产生商誉的确认问题,商誉减值测试会影响上市公司未来业绩,之于其业绩承诺的达成是极为不利的。现行会计制度规定:非上市公司反向购买上市公司,被购买的上市公司不构成业务的,可按照权益性交易的原则进行会计处理,不确认商誉或确认计入当期损益。只有被购买的上市公司构成业务的,才要求用反向购买法合并报表。本案例中,虽然世纪游轮的财务状况优良、每股净资产高达8.95元、资产公允价值与账面价值差异极小,但因巨人网络交易作价高达1 312 424万元,较账面价值溢价1 260.08%,巨人网络股东以103 252.39万元的账面权益获得了上市

公司87.14%的股份。如果用反向购买法下合并报表,需模拟发股数542.98万股(巨人网络股本3 680.88万元),每股公允价值为356.55元(1 312 424/3 680.88),合并成本为193 601.10万元,世纪游轮可辨认净资产公允价值为净资产60 423.62万元,需确认商誉133 177.48万元。巨人网络以不构成业务的“净壳”上市,按制度规定可用反向权益结合合法合并报表,规避了商誉的确认。

2. 绕开可能隐藏的陷阱。在“净壳”交易模式下,壳公司原有的全部负债(包括或有负债)的偿付责任由清壳方承担。壳公司可能存在较大的担保责任,或有着极为复杂的资产、人员关系或法律纠纷,以“净壳”模式上市可以避免这些隐藏的陷阱对公司未来经营业绩和财务状况的冲击。

3. 双方业务相关度很低,难有协同效应。本案例中,世纪游轮主营游轮旅游业务,巨人网络是一家从事网络游戏业务的公司,两者无论是客户对象、供应商,还是经营模式、运用技术和管理方式,均存在巨大的差异。将这样两块业务整合难有协同效应,将其出售给大股东或其指定的第三方还可避免整合过程中可能出现的负协同效应。

三、启示

(一) 壳公司的定位:ST类公司&非ST类公司

通常,人们会在连续亏损或陷于财务危机的ST公司中寻找那些股本规模不大、资产关系简单、隐藏陷阱较少的上市公司作为壳公司。巨人网络的案例表明:可以在市场竞争激烈、行业前景暗淡的上市公司中寻找一些股本规模不大、股权集中、大股东基于财富增值的考量愿意退出的上市公司作为壳公司。如果其股价位于或被锁定于低位、财务状况较为优良,则是较为理想的壳资源。

(二) 借壳时机的抉择:“熊市”&“牛市”

借壳上市交易中,壳公司的定向增发价越低,借壳公司相同价值的资产能够获得股份数量越多。按照证监会《上市公司重大资产重组管理办法》规定,定向增发价格按不低于董事会决议公告日前20个或60个或120个交易日的公司股票交易均价的90%确定。正因为此,借壳上市大多发生于“熊市”。然而,有一些上市公司会因各种原因而长时间停牌,纵然市场不再“熊市”,壳资源的股价却还位于“谷底”。

(三) 借壳方式的选择:反向收购&买壳上市

买壳上市最大的优势是能够采用权益结合合法合并报表,不确认商誉,但借壳过程中需要为获得控股权而支付大量资金,且耗时较长。反向购买法虽不需为获得控制权而支付现金,但因是非同一控制之下企业合并,会有商誉确认之忧。商誉的减值测试又会对未来业绩产生不利的影响。

(四) 操作模式设计:“实壳”&“净壳”

反向收购借壳上市操作中是否将壳公司处理成为“净壳”,与壳公司的状态密切相关。壳公司经营资产的整合价值较大、财务状况优良、买壳成本低,用“实壳”操作模式可以获取壳公司价值低估的财务利益和双方经营业务的协同效应,反向购买法下的合并商誉不高甚至可能为“负”。然而,在实务中,壳公司大多经营亏损或财务状况恶化,交易过程中也往往会支付不菲的买壳成本,双方资产整合很少有协同效应甚至可能有负效应。因此,绝大多数公司反向收购是以不构成业务的“净壳”模式操作完成的。

(作者单位:浙江财经大学会计学院/MBA学院)

责任编辑 陈利花