

中国资本市场上市前拆除VIE结构。拆除VIE结构的本质是将境内的经营实体由原来受到海外上市公司协议控制转变为中外合资或纯内资企业,即解除控制协议,由境内实际控制人直接持有境内实体的股权。拆除VIE结构手续较为复杂,对于限制或禁止外资投资的行业而言,需要回购外资股东持有的股权,转化为内资企业。VIE结构拆除后,中概股公司需要在IPO上市、借壳上市和新三板挂牌三种方案中进行选择。

(二)“如家路径”分析

如果按照常规路径回归,如家需要首先在美国资本市场私有化,然后拆除VIE结构并在国内资本市场重新上市。这一条路径十分繁琐,而且需要承担极大风险,特别是在监管层对中概股回归心存疑虑的情况下,成功率和效率都不高,因此如家酒店另辟蹊径,采用了一条全新的中概股回归路径——将回归与并购结合起来,通过中国内地上市公司首旅酒店直接发起私有化要约,把私有化、再上市和并购重组三个步骤一步完成,既避免了政策变化的风险,也降低了回归的成本,同时减少了耗用时间。本文将如家酒店回归所采用的路径称为“如家路径”。

1.“如家路径”避免了政策变化的风险。2015—2016年,监管层对于中概股回归的态度大幅转变。2015年12月,李克强总理在国务院常务会议上提出要“建立上海证券交易所战略新兴板,支持创新创业企业融资,完善相关法律规则,推动特殊股权结构类创业企业在境内上市”。然而,2016年3月,“十三五”规划中却删除了“设立战略新兴板”的字样,证监会发言人也表示境外回归上市的问题还需要分析和研究。监管层政策变化的风险凸显,而此时许多中概股为了回归国内资本市场,已经完成或基本完成了私有化,这些中概股将面临私有化之后难以再上市的尴尬。

2.“如家路径”的成本较低。回归成本由私有化成本和再上市成本构成。“如家路径”绕过了再上市阶段,也就节约了这些成本。

3.“如家路径”耗时较短、效率较高。目前已完成回归进程的分众传媒从收到私有化要约到借壳上市一共花费了3年4个月,巨人网络则花费了2年6个月。而如家自2015年6月收到私有化要约,至2016年4月完成私有化交割成为首旅酒店的控股子公司,耗时仅10个月,大大短于其他案例。

4.“如家路径”有其局限性。首先,“如家路径”强烈依赖同业并购重组,原控股股东可能会失去控制权。此外,“如家路径”直接通过私有化回归A股市场,没有拆除VIE结构,虽然节约了相应的时间,但VIE结构本身的固有风险依然存在。

四、中概股回归的监管建议

一是简政放权,适时推进注册制改革。在核准制下,监管层严控上市公司的数量和质量,在历史上发挥过积极的作用。但随着我国经济的发展,核准制暴露出权力寻租、劣币驱逐良币和壳公司业绩越差股价越高等诸多问题,资本市场资源配置和价格发现的功能遭到了弱化。相对于现行的核准制,注册制一方面将权力还给市场,减少权力寻租的

空间,提高市场有效性,帮助真正有价值的公司获得融资,降低监管的风险;另一方面也会提高上市审核的效率,解决IPO拥挤排队的问题,为“大众创业、万众创新”中的中小企业提供金融上的支持。当然,实行注册制也有其必要的前提,即具备严格的信息披露制度和有效的市场监督机制。

二是完善监管,正视VIE结构的问题。一方面,监管层应当承认VIE结构对于中国新兴产业的发展具有阶段性意义;另一方面,也应当重视这一模式背后的风险,完善监管机制。具体来说,就是转变监管思路,化堵为疏,明晰监管权力和规范,由政府强制干预向市场导向转变,减少VIE结构被应用的动机,从根本上解决这一道德困境。同时,针对现有的VIE结构,监管层应当一方面完善法律监管制度,另一方面推进多层次资本市场制度改革,协调各部门监管权限,避免监管的重叠或缺失。

三是开放资本市场,加强国际合作。在不危害国家安全的前提下,监管层通过跨境监管合作协议在约定的框架内共享信息,逐渐形成彼此间的信任,最终建立委托监管机制。此外,监管层也应当选择合适的时机进一步开放我国资本市场,减少监管壁垒,建立国际板制度,提高交叉上市的适用范围,促进中概股回归路径的多元化。

(《财务与会计》2017.20 张敦力 张煜晨 江新峰执笔)

迎合监管资产剥离及其绩效研究

——以苏宁云商剥离PPTV为例

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PPTV后续业务发展可能造成的影响和限制,将其持有的PPLive Corporation(以下简称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尔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

（一）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、销售网络等资源和资产的特点，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的评估价值仍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。

（二）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，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。

（三）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发展潜能释放还可“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。

（一）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2大股东，苏宁云商以140亿元认购不超过2 780万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

020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。

(二)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下零售且仍能共享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。

(《财务与会计》2017.09 戴娟萍 史习民执笔)

巨人网络借壳上市交易结构研究

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。

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60424万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443686270股股份,购买其持有的价值为1312424万元的巨人网络股权。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1995.19%,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业板上市的公司,总股本只有6545万股,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207149.25万元;按定价基准日前20个交易日交易均价90%,估值仅为193601.10万元。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”。