

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”。

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大股东和实际控制人。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 窜升到 212.94 元, 彭建虎及其子彭俊珩持股市值窜升到 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了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的股份数量越多。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，即使是没有业绩或财务亏损，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。

(《财务与会计》2017.11 丁妙松 史习民执笔)

对上市公司收购“明星”公司资产评估的分析

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(以下简

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，股票于3月28日开市起停牌。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增幅引起了投资者的不满，并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，指出根据唐德影视2015年度报告数据，如果收购爱美神达到重大资产重组标准，其估值在短期内增幅巨大，同时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公司(以下简称稻草熊)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。经股权调整后，股东分别为刘小枫、明星刘诗诗、明星赵丽颖。刘诗诗和赵丽颖分别是公司的第二大及第三大股东，分别持有20%及1%的股权。此次收购，暴风科技分别收购刘小枫、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(以下称简华谊兄弟)以7.56亿元收购浙江东阳浩瀚影视娱乐有限公司(以下简称东阳浩瀚)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(以下简称东阳美拉)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