

理的部门处理。收到检举的部门、负责处理的部门应当为检举人保密,不得将检举人姓名和检举材料转给被检举单位和被检举人个人),将检举人姓名和检举材料转给被检举单位和被检举人个人的,由所在单位或者有关单位依法给予行政处分。”《会计法》的这两条规定侧重从规范行政机关、主管单位或领导的角度强调对财会人员的保护,与对财会人员打击报复的惩治共同构成了对财会人员群体特有的保护体系。因而,财务人员应当清醒地看到,国家法律对财务人员依法汇报、报告甚至检举、揭发犯罪行为给予了充分的保护,财务人员在放弃权利的同时更是放弃了职责,这不但会使单位遭受损失,同时也会使自身受到法律的制裁。因此,在越来越完善的法律和制度环境下,财务人员应当勇敢地肩负起应有的职责,这也正是本案例给财务人员的最大启示。

(《财务与会计》理财版 2009.06)

## 对仁和集团借壳上市的“棋局”分析

### 一、案例概况

仁和(集团)发展有限公司(以下简称仁和集团)是江西省一家主营医药生产与销售的“中国优秀民营科技企业”。集团总资产为7.1亿元,下属26家子公司,主要业务为OTC药品的生产和销售,并拥有“仁和可立克”、“仁和优卡丹”、“闪亮滴眼露”等知名的医药产品。为解决制约公司发展的瓶颈,公司决定借壳上市。经反复权衡,最终选定了九江化纤股份有限公司。九江化纤股份有限公司(以下简称九江化纤)系由九江化学纤维总厂独家发起、以募集方式设立的股份有限公司,于1996年12月10日在深交所正式挂牌上市。从2003年起九江化纤连续3年出现巨额亏损,被深交所实行退市风险警示,并于2006年4月29日起停牌。仁和集团对借壳上市的棋局进行了缜密的计划和深度的策划,采取步步为营、环环相扣的策略,成功完成了资本市场上的“狩猎之旅”: \*ST九化实施了重大资产重组,剥离出原有的化纤类相关资产,同时注入仁和集团的相关产品商标所有权等医药类资产。\*ST九化由此转型为一家药品制造与销售企业,控股股东由九江化学纤维总厂变更为仁和集团,公司更名为仁和药业股份有限公司,并于2007年3月29日起恢复上市交易。回顾仁和集团对\*ST九化的收购历程,循着\*ST九化的债务重组和资产重组轨迹,让我们共同探析仁和集团借壳\*ST九化上市的财技之道。

### 二、案例分析

1. 以拍卖竞价方式,获得控股权。2006年8月28日,江西省高级人民法院委托华通拍卖有限公司公开拍卖\*ST九化的国有法人股,仁和集团以3 005万元总价竞得九江化学纤维总厂所持有的\*ST九化13 439.52万股国有法人股,取得了其67.16%的股权,一举成为\*ST九化的第一大股东。《拍卖成交确认书》的签署,标志着仁和集团成功迈出了借壳上市的关键一步。

评析:仁和集团以拍卖竞价方式获得控股权,这样既可以了解被收购方的实际情况,又能以符合国有资产正常的转让方式实施,如果采取协议转让的方式,国有资产至少要在净资产以上的价格才能够转让,如目标公司盈利能力较强,还需按照目前市场上的市盈率估值。除了评估程序繁琐外,竞争对手还有可能在短时间内判断目标公司的债务和资产质量并参与竞争,仁和集团有可能付出较大的收购代价,甚至丧失收购目标公司的机会。

#### 2. 剥离资产债务,完成资产置换。

(1)2006年10月8日,仁和集团分别与\*ST九化的原大股东九江化学纤维总厂、九江白鹿化纤有限公司等有关各方签署了《借款协议》,仁和集团将向九江化学纤维总厂提供13 752.05万元资金、向九江白鹿化纤有限公司提供7 000万元资金,共计20 752.05万元,用于偿还占用\*ST九化的资金。

评析:仁和集团向\*ST九化的原第一、二大股東提供资金用于偿还占用\*ST九化的资金,一方面使\*ST九化收回了原大股东所占用的资金,使公司的资产质量得以提高,另一方面为其今后冲销原计提的坏账准备埋下了伏笔。而一旦冲销对原第一、二大股東所计提的巨额坏账准备,会使公司的管理费用大幅度下降,非经营性收益大幅度提高,从而借此扭亏为盈。

(2)2006年10月8日,\*ST九化与仁和集团签署了《重大资产购买协议》,\*ST九化以收到的原大股东九江化学纤维总厂和九江白鹿化纤有限公司的清欠资金购买仁和集团及其实际控制人杨文龙、肖正连持有的江西铜鼓仁和制药有限公司、江西吉安三力制药有限公司、江西仁和药业有限公司各100%的股权以及仁和集团所属的部分无形资产项目。

评析:此项策略使\*ST九化的主营业务和结构、主营业务盈利能力与过去相比均发生重大变化,为提升公司的经营业绩打下了良好的基础。如果该公司在今后主营业务利润具有持续性,则说明公司的经营业绩确实得到了实质性提高,同时也是公司综合素质和竞争能力的充分体现,投资者可通过连续考察来判断公司未来的发展前景。

(3)2006年10月8日,\*ST九化与九江化学纤维总厂、纺织集团、海洋纺织、金源化纤四方签署了《资产重组协议》。\*ST九化将剥离出来的除部分应收账款外的其他全部资产和部分负债,以零价格出售给这四家公司,其他部分应收账款和无法剥离的负债仍旧保留在上市公司中。

评析:\*ST九化以零价格剥离部分资产和债务,使公司甩开了沉重的历史债务包袱,财务状况得以明显改善,资产负债率、股东权益比率得到优化。通过以上剥离化纤类资产、置换入优质医药资产,\*ST九化出现了脱胎换骨的变化,并于2007年1月19日更名为仁和药业股份有限公司(以下简称仁和药业),成为仁和集团的控股子公司。

3. 采取要约豁免方式,降低收购成本。2007年1月8日,仁和集团获得了证监会对要约收购\*ST九化义务的豁免。这得益于其竞拍成功后所提出的对\*ST九化脱胎换骨的重组计划,包括资产重组与债务重组,其中资产重组将剥离\*ST九化原有的化纤类相关资产和负债,并将仁和集团的医

药类相关资产通过上市公司购买的方式注入\*ST九化;债务重组将着手解决\*ST九化现有的沉重贷款、利息及担保问题,还包括对\*ST九化的应付账款、其他应付款、预收账款、应付福利费等问题的解决,并安排由海洋纺织等关联公司承接其历史债务。

评析:我国《上市公司收购管理办法》第62条规定:“上市公司面临严重财务困难,收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准,且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益,收购人可以向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请”。仁和集团符合《上市公司收购管理办法》中有关要约收购豁免的条件,因此得到了政策的扶植。这使仁和集团避免了从二级市场上收购\*ST九化的流通股,从而降低了收购成本,为其以可预测的成本快速收购\*ST九化提供了良机,否则仁和集团将面临高价增持流通股导致的高额收购成本,极可能导致其收购失败。

4. 采用定向增发方式,募集资金。2009年6月4日,仁和药业《关于向特定对象非公开发行股票的议案》获得证监会通过,公司决定以每股不低于6.74元的价格非公开发行9000万股的方式募集资金,用于收购控股股东仁和集团持有的江西康美医药保健品有限公司100%股权、江西药都仁和制药有限公司100%股权。

评析:从仁和药业的角度来看,仁和药业的这种做法实质上是把新建项目的各种不确定因素和风险转嫁给了仁和集团,同时“仁和”品牌优质资产的注入可使仁和药业的综合素质得到进一步改善,经营业绩得到持续增长,使公司的股票价格上涨,为今后配股、增发拓展空间。从仁和集团的角度看,仁和集团作为控股67.16%股份的大股东,一方面,持有的仁和药业13439.52万股股票在今后转为可供出售的金融资产时可取得巨额的资本溢价;另一方面,可从仁和药业取得投资收益获得投资回报。更重要的是仁和集团通过仁和药业这一桥梁迈入了证券市场,从而可从证券市场中筹集资金,这对其未来的快速发展无疑是一次产业资本借助金融资本实现快速扩张的里程碑。

5. 拟整体上市,实现企业价值最大化。2009年3月13日,仁和药业召开2009年第一次股东大会,仁和集团拟将借仁和药业在2010年完成集团医药资产的整体上市。同时,将集团旗下的江西闪亮制药有限公司注入仁和药业,从而将仁和集团的最具有核心竞争力及赢利强系列产品全部注入上市公司,实现了优质资产的整合,避免了同业竞争,减少了关联交易,为今后集团整体上市做了铺垫。

评析:从企业价值与企业市场价值的关系来看,一方面,企业价值决定企业的股票价值。企业的整体价值由股权资本价值和债务价值两部分组成,企业上市之后,在资本结构不变的前提下,企业的整体价值越大,股权资本的价值就越大,其股票价值也就越高;另一方面,企业的股票价值决定其股票价格。在证券市场上,企业的股票价格是各方关注的焦点,股票价格实际上是投资者对企业成长性未来收益的预期,而企业的资产规模、产值、市场占有份额及盈利能力等指标是衡量企业成长性的要素指标,投资者根据这些指标会对企业的股票价值作出判断,买入或卖出该企业的

股票。对仁和集团而言,仁和药业是否为集团创造了价值,可以用其股价乘以集团的持股数来体现,并在股票证券市场上得到检验。根据《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》规定:资产负债表日,可供出售金融资产应当以公允价值计量,且公允价值变动计入资本公积—其他资本公积。按照2009年6月30日仁和药业的收盘价每股13.61元计算,仁和集团持有的该股的股权市值为12.28亿元( $13.61 \times 13439.52 \times 67.16\%$ ),由此,仁和集团的此项可供出售金融资产的公允价值为12.28亿元。形成鲜明对比的是,仁和集团发生的收购成本为3005万元,重组成本为612.46万元,注入的优质资产成本为6613.84万元,总计发生借壳成本1.02亿元,所以仁和集团获得资本溢价11.26亿元( $12.28 - 1.02$ ),与借壳成本相比增值幅度巨大。反过来,仁和药业这种市值的惊人增长是与仁和集团不断注入盈利前景乐观的资产和市盈率杠杆的放大作用密不可分的。

### 三、启示

1. 独到的眼光、时机的把握是借壳成功与否的关键。一方面,仁和集团以独到的眼光,瞄准了\*ST九化。\*ST九化的股本较小,具有介入成本低,重组后有股本扩张的优势;股权相对集中,易于股权协议转让;行业前景暗淡、净资产收益率低,容易进行资产置换,盈利能力能够快速提高。另一方面,仁和集团前瞻性地把握了借壳时机,选择了股票市场处于熊市末期、股价较低的有利时机,动用很少的资金便成功地进行了股权收购,取得了巨额的资本溢价。

2. 缜密的计划、深度的策划是借壳成功与否的保障。仁和集团在选定好借壳目标后,进行了缜密的计划、深度的策划,以应对各种意外情况发生。仁和集团还多次和\*ST九化的控股股东反复沟通与协商,并取得了当地政府的极力支持。《拍卖成交确认书》的签署、股权转让的成功,迈出了借壳上市的关键一步;《重大资产购买协议》、《资产重组协议》等的签订,完成了资产的置换,转换了\*ST九化的主营业务;非公开发行股票、优质资产的注入,实现了公司的可持续发展。一系列的资产重组都在有条不紊地进行,终将\*ST九化“收归囊中”。

3. 平台的构筑、规范的运作是借壳成功与否的前提。仁和集团只有站在上市公司的平台上,对公司的发展战略、品牌战略、营销策略进行一体化规划,才能利用资本市场孕育出世界级的民营企业。此外,在现代市场经济条件下,仁和集团通过规范公司治理结构,健全公司内部控制机制,转换商业运行模式,并借助其“仁和”品牌行业的影响力,走上了低成本扩张之路,不仅收获了数亿元的资本溢价,更多的却是“仁和”品牌效应的无形资产。

(《财务与会计》理财版2009.08)

## 东方航空的套期保值 亏损案给我们的启示

国际油价暴跌,对成本压力巨大的航空业本是一大利