

投服中心针对上市公司轻资产收购标的公司 业绩断层开展专项行权

闫婧* 赵俊尧**

摘要:持续关注上市公司并购重组情况,以股东身份促进上市公司规范开展并购重组活动,一直是投服中心持股行权的重要工作之一。近年来,在中国证监会各相关部门,各派出机构,沪、深证券交易所等方面的共同协作下,上市公司并购重组活动规范程度不断提升,但随着上市公司轻资产并购活动的日趋活跃,标的公司高估值、高业绩承诺以及收购时的高现金支付等现象日益突出,业绩承诺无法兑现、承诺期满业绩“变脸”、巨额商誉减值等问题逐渐显现,严重损害了上市公司及投资者的合法权益,引起了广大投资者等社会各界的高度关注。投服中心针对 2011~2014 年和 2015~2017 年两个时段全部 A 股上市公司收购轻资产公司的重大资产重组事项进行了集中梳理,详细分析了上市公司收购轻资产公司的潜在风险及标的公司在承诺期满后业绩断层对投资者的损害,并通过公开发声、网上公示、网上行权、发送股东建议书等方式充分行使股东权利,督促上市公司及有关中介机构人员勤勉尽责。经过此次专项行权,投服中心建议加强对标的公司承诺期后业绩披露的要求,进一步完善关于轻资产收购的相关规定,强化对评估机构等中介服务机构的处罚力度,实施专项核查。

关键词:上市公司 轻资产收购 业绩断层

* 中证中小投资者服务中心行权事务部资深经理。

** 中证中小投资者服务中心行权事务部经理。

一、专项行权的背景和目的

(一) 轻资产收购中的“三高一准”现象日趋严重

经统计分析,在 2011~2014 年和 2015~2017 年两个时段内,A 股市场轻资产收购的重大资产重组事项总体情况,如图 1 所示。

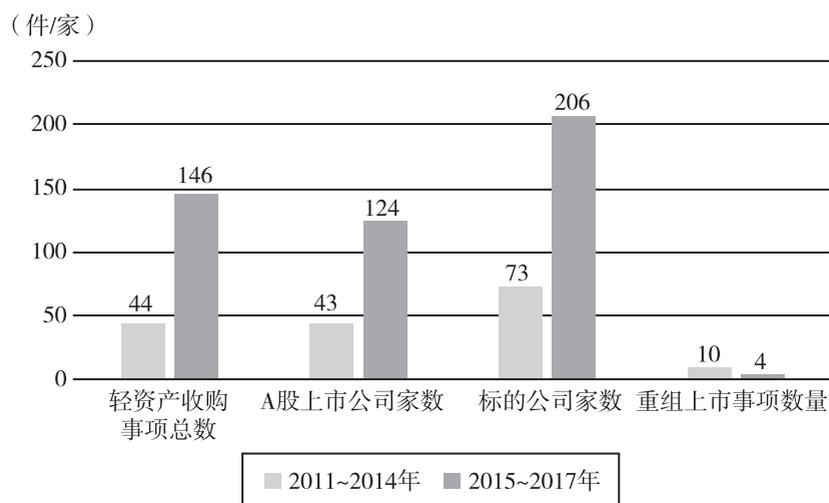


图 1 2011~2014 年、2015~2017 年 A 股上市公司轻资产收购事项概况

轻资产收购事项普遍呈现高估值、高承诺、高现金支付、标的公司精准完成业绩承诺(简称“三高一准”)的特征。近年来,A 股上市公司轻资产收购重大资产重组事项呈现估值增值率、业绩承诺增长率、现金支付比例日益增高,标的公司精准踩线完成业绩承诺的趋势,如图 2 所示。

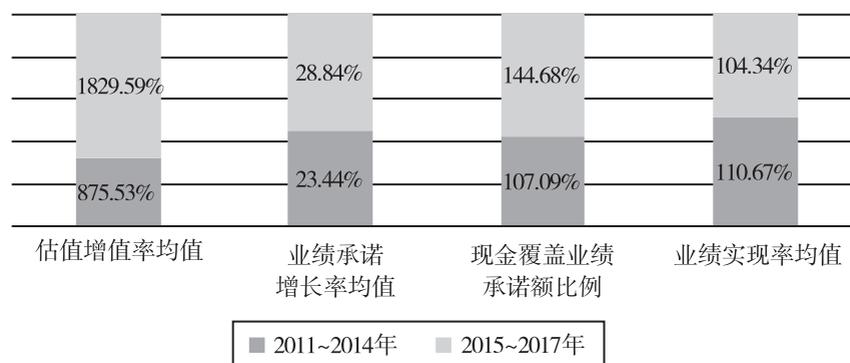


图 2 2011~2014 年、2015~2017 年 A 股上市公司轻资产收购事项数据

此外,经统计,2015~2017 年上市公司非同一控制下收购轻资产公司形成的商誉额较 2011~2014 年增加了 3.34 倍,如图 3 所示。

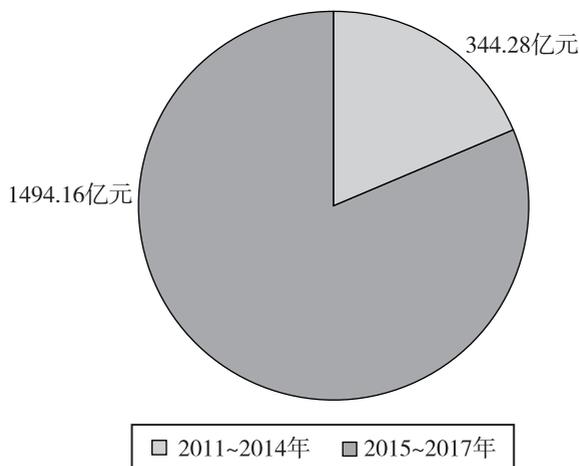


图 3 非同一控制收购形成上市公司商誉额

(二) 承诺期满后标的公司业绩断层情况大量出现

按照承诺期满后次年标的公司业绩下降 30% 以上为断层的标准统计,截至 2019 年 8 月,2011~2014 年和 2015~2017 年轻资产收购重大资产重组事项的业绩断层情况,如图 4 所示。

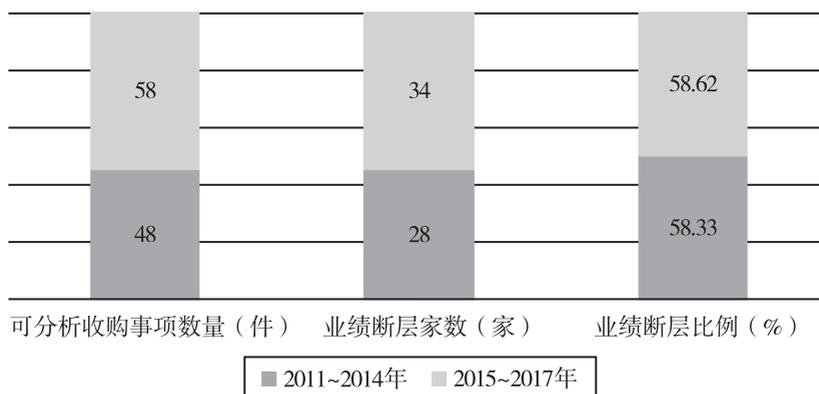


图 4 2011~2014 年、2015~2017 年轻资产收购事项业绩断层概况

据此推算,2015~2017 年轻资产收购中的 206 家标的公司将有大约 120 家标的公司发生业绩断层,呈增长态势。

(三) 标的公司业绩断层对投资者权益损害严重

上市公司重组交易通常以标的公司交易前 1 年每股收益的 15~18 倍确定交易

价格,标的公司普遍存在并购交易前1年“冲业绩”、净利润大幅增长的现象。同时,为顺利推进并购重组,业绩承诺方往往在承诺期内作出高线性增长的业绩承诺,以畸高的业绩增长率确定的高估值必将导致上市公司支付的收购对价远大于轻资产标的公司的净资产价值。在高估值的标的公司被置入上市公司后,有的标的公司在承诺期内无法完成业绩承诺,触发承诺补偿条款;有的标的公司则千方百计勉强完成业绩承诺,在承诺期满后的次年即发生业绩断层,严重损害原有股东权益。具体而言,在不同的收购关系下,业绩断层对投资者权益损害路径各有不同。

1. 在非同一控制下收购时的损害路径分析

在非同一控制下收购时,收购对价高于取得的可辨认净资产公允价值的差额确定为商誉,若承诺期满后业绩断层,畸高估值对应的商誉部分应按会计准则计提商誉减值准备。^①一方面,商誉减值直接减少上市公司净资产,稀释投资者每股净资产;另一方面,商誉减值损失直接冲减上市公司当期净利润,业绩下滑的负面效应往往被市场放大,造成上市公司股价下跌,直接减少投资者持股市值。当涉及发行股份支付收购对价时,被计提损失的商誉减值意味着,资产出售方通过“无效资产”从原有股东手中获取了上市公司股权,稀释了原有股东的权益。

2. 同一控制下收购时的损害路径分析

在同一控制下收购时,一方面,收购对价高于轻资产公司净资产账面价值的差额,将冲减资本公积,直接减少上市公司所有者权益;^②另一方面,如涉及发行股份支付收购对价,实际上是向上市公司控股股东、实际控制人发行股份,直接增加了控股股东的持股比例,而缩减了原有其他股东的持股比例。在该种收购模式下,一旦发生业绩断层,即意味着控股股东、实际控制人利用“无效资产”从原有其他股东手中换取了上市公司股权。无论是现金收购还是发行股份收购,这种关联交易均涉嫌利益输

^① 《企业会计准则第20号——企业合并》第三章规定了非同一控制下企业合并的会计处理方式。第三章第10条规定:“参与合并的各方在合并前后不受同一方或相同的多方最终控制的,为非同一控制下的企业合并。非同一控制下的企业合并,在购买日取得对其他参与合并企业控制权的一方为购买方,参与合并的其他企业为被购买方……”第三章第13条第1项规定:“购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额,应当确认为商誉。初始确认后的商誉,应当以其成本扣除累计减值准备后的金额计量。商誉的减值按照《企业会计准则第8号——资产减值》处理。”

^② 《企业会计准则第20号——企业合并》第二章规定了同一控制下的企业合并的会计处理方式。第二章第5条规定:“参与合并的企业在合并前后均受同一方或相同多方最终控制且该控制非暂时性的,为同一控制下的企业合并。同一控制下的企业合并,在合并日取得对其他参与合并企业控制权的一方为合并方,参与合并的其他企业为被合并方……”第二章第6条规定:“合并方在企业合并中取得的资产和负债,应当按照合并日在被合并方的账面价值计量。合并方取得的净资产账面价值与合并对价账面价值(或发行股份面值总额)的差额,应当调减资本公积;资本公积不足冲减的,调整留存收益。”

送,损害了上市公司及中小股东利益。

3. 重组上市时的损害路径分析

当上市公司收购轻资产公司构成重组上市时,要区分原上市公司留存的资产是否构成业务。若构成业务,此时重组上市的会计处理会产生商誉,影响与非同一控制下收购相同;若不构成业务,此时重组上市的会计处理与同一控制下收购类似,估值溢价冲减资本公积,减少了上市公司所有者权益。

二、专项行权总体情况介绍

(一) 行权范围的确定

本次专项行权的研究范围为 2011~2014 年和 2015~2017 年两个时间段内的上市公司收购轻资产公司的重大资产重组事项,主要原因有两点:一是并购重组的承诺期通常为 3 年,2011~2014 年实施的重组大多已于 2016 年承诺到期,可取得标的公司承诺期后完整年度的经营数据进行数据分析;二是 2015~2017 年 A 股市场重组活跃,上市公司轻资产收购数量维持在相对较高水平,更能反映 A 股市场轻资产收购的全貌。

(二) 专项行权的方式

本次专项行权采取了多种方式行权。一是公开发声,详细告知了广大投资者轻资产收购在承诺期满后发生业绩断层对投资者的损害路径。二是在中国投资者网上公示 2011~2014 年轻资产收购中发生业绩断层的名单,并以典型案例形式分析业绩断层对投资者权益的损害情况。三是在中国投资者网上逐项公示 2015~2017 年轻资产收购事项的估值增值率、业绩承诺增长率、业绩完成率、股权稀释比例、每股净资产变动等指标,并持续跟踪后续业绩承诺实现及承诺期后业绩断层情况,经常进行更新。四是以网上行权和发送股东质询建议函的方式,针对 56 家轻资产标的公司承诺期满后发生业绩断层的情况向相关上市公司的时任独立董事进行公开问责,质询其是否履行勤勉尽责义务。五是在中国投资者网上对发生业绩断层的标的公司的评估机构、评估师、独立董事意见进行公示。六是督促 19 家未披露承诺期后标的公司业绩的上市公司披露相关业绩。

(三) 专项行权的效果

本次专项行权后,54 家公司已回函,56 家公司在中国投资者网和沪、深证券交易所互动平台上回复了独立董事就上市公司轻资产收购事项的研究过程、结论意见或

补充披露了标的公司承诺期满后的业绩情况;4家上市公司尚未回函也未在网上回复中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)的质询及建议。被质询的独立董事在回复中多将轻资产标的公司在承诺期满后业绩下滑的理由归于行业环境及政策变化、行业整体盈利水平不佳等。

从总体上来看,本次专项行权取得了较好的效果。一是引起了市场及广大投资者对上市公司高溢价收购轻资产公司的广泛关注。二是通过公开发声、典型案例分析、网上公示、网上问询等多种方式行权向投资者直观、全面地反映了上市公司轻资产收购的特征及潜在风险、标的公司业绩断层的实际情况以及对投资者的损害。三是通过在中国投资者网上对发生业绩断层的标的公司涉及的评估机构、评估师进行公示,督促了评估机构对重组标的公司进行公允、客观、审慎的评估。四是通过质询独立董事的审议过程,督促了独立董事充分了解标的公司经营运作情况、合理评估上市公司收购的潜在风险、勤勉尽责地履行监督义务,维护好上市公司和全体股东尤其是中小股东的合法权益。五是通过示范行权,引导了广大中小投资者积极参与上市公司并购重组决策,充分行使质询权、建议权、表决权等股东权利,形成有效的外部约束机制,切实维护自身权益。

三、专项行权的具体案例分析

(一)非同一控制下收购——爱使股份收购游久时代

2014年10月煤炭公司爱使股份(股票代码为600652)跨界收购游戏公司游久时代(北京)科技有限公司(以下简称游久时代)100%股权,总对价11.80亿元,其中现金支付3.93亿元、发行股份支付7.87亿元,估值增值率4092.96%,产生商誉10.88亿元。收购后,爱使股份更名为游久游戏。

1. 完成业绩承诺有玄机

本次交易中的资产出售方承诺,标的公司在2014~2016年扣除非经常损益后归属于母公司的净利润分别为1亿元、1.2亿元、1.44亿元,合计3.64亿元,实际实现3.89亿元,业绩实现率为106.88%,而资产出售方在本次交易中获得的现金对价为3.93亿元,所支付现金完全能够覆盖3年的业绩承诺总金额。

2. 承诺期后业绩断层严重

2017年为承诺期满后第一年,标的公司亏损8635.87万元,当年上市公司计提商

誉减值准备 3.13 亿元。上市公司 2018 年半年报显示,标的公司净利润为 86.33 万元,仍存在计提商誉减值的风险,如表 1 所示。

表 1 游久时代业绩承诺及实现情况

单位:万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
承诺业绩	10,000.00	12,000.00	14,400.00	—	—
实现业绩	10,356.12	13,665.31	14,881.08	—	—
净利润	10,453.89	13,773.49	14,742.44	-8635.87	86.33

3. 投资者权益损害分析

由于标的公司在承诺期满后的两年来已几乎无法给公司带来盈利,为便于分析,现将现金收购和股份收购切割开来,分别分析此次收购给公司及投资者带来的损害。其中,以 3.93 亿元现金收购部分对应的商誉为 3.62 亿元,由于标的公司在 2014 年至 2016 年实现净利润 3.89 亿元,虽然资产变质、商誉减值,若不考虑税费影响,可以简单理解为资产出售方从上市公司拿走的现金通过利润的方式还给了上市公司,现金收购部分未损害上市公司及投资者权益。发行股份部分对应的商誉为 7.26 亿元,不仅收购时稀释了原有股东的股权比例,还在发生业绩断层导致商誉减值时降低了每股净资产,其对上市公司及投资者权益的损害情况,如图 5 所示。

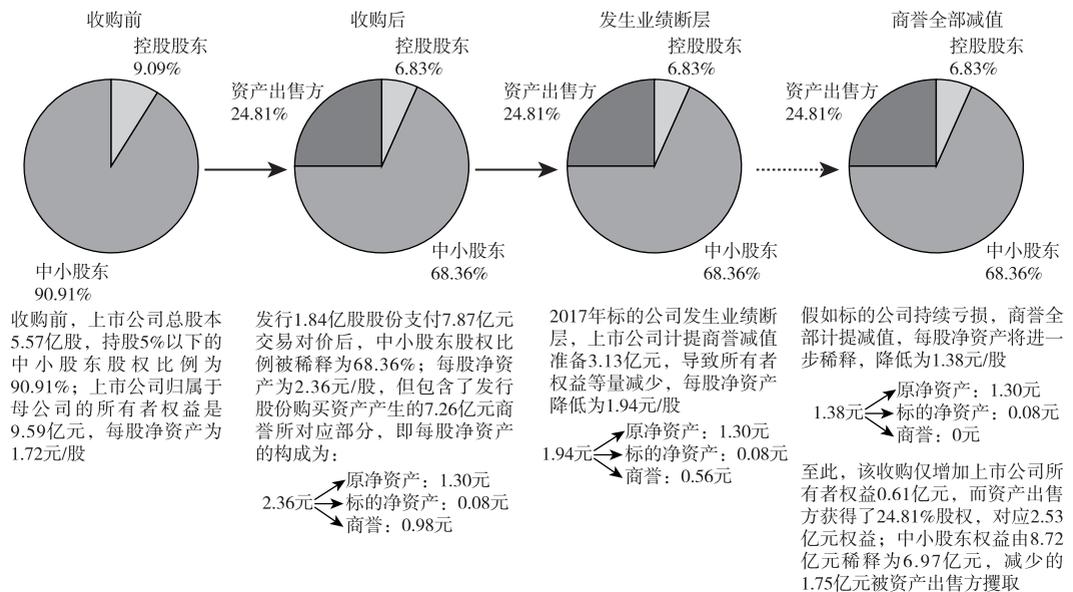


图 5 发行股份购买游久时代对上市公司股权结构和每股净资产的影响

(二) 同一控制下收购——卧龙电气收购香港卧龙

2013 年卧龙电气(股票代码为 600580)以发行股份和支付现金的方式收购中国香港卧龙控股集团(以下简称香港卧龙)100% 的股权,交易价格为 20.89 亿元,其中现金支付 3.13 亿元,评估增值率为 102.79%。

1. 实际控制人将其控制的资产装入上市公司

由于卧龙电气和香港卧龙的实际控制人均为陈某成、陈某妮父女,本次交易为同一控制下的收购,即上市公司的实际控制人将其控制的资产装入上市公司,构成关联交易。值得注意的是,在 2011 年年底,陈氏父女通过卧龙投资收购 ATB 驱动仅投入 1.005 亿欧元,2013 年以约 21 亿元装入上市公司。香港卧龙的核心资产为 ATB 驱动股份,ATB 驱动虽持有 13 家公司股份,但其 90% 的利润主要源于主营贸易、进出口业务的新加坡 LG 公司。

2. 标的公司精准完成业绩承诺

本次交易中资产出售方承诺,标的公司在 2013 ~ 2015 年扣除非经常损益后归属于母公司的净利润分别为 1.46 亿元、1.79 亿元和 2.10 亿元,合计 5.35 亿元,实际实现 5.71 亿元,业绩实现率为 106.86%。资产出售方在本次交易中获得的现金对价为 3.13 亿元。

3. 承诺期后标的公司转盈为亏

承诺期后,标的公司持续亏损,2016 年、2017 年和 2018 年上半年净利润分别为 -275.66 万元、-7078.02 万元和 -2455.9 万元,持续摊薄上市公司每股收益和每股净资产,如表 2 所示。

表 2 香港卧龙近年来经营业绩

单位:万元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
承诺业绩	14,585.93	17,850.28	21,034.4	—	—	—
实现业绩	21,034.28	18,798.68	17,315.10	—	—	—
净利润	23,472.56	21,067.6	16,526.06	-275.66	-7078.02	-2455.9

4. 投资者权益损害分析

以 3.13 亿元现金收购标的公司 15% 股权后,因冲减资本公积,导致上市公司的所有者权益减少 1.59 亿元,每股净资产由 3.71 元降低为 3.48 元。

发行股份购买标的公司 85% 股权后,持股 5% 以下的中小股东的持股比例由原来的 72.10% 被稀释为 44.65%,而实际控制人持股比例由 27.90% 提高为 55.35%。

虽然发行股份增加了 17.76 亿元所有者权益,但冲减资本公积又使所有者权益减少了 9.00 亿元,每股净资产进一步降低为 2.94 元/股。

业绩承诺期标的公司实现 6.11 亿元净利润,补回 6.11 亿元因冲减资本公积而减少的所有者权益,每股净资产回升至 3.49 元/股,此时尚有 4.48 亿元所有者权益未补回。而承诺期后标的公司持续亏损,不仅使降低的所有者权益无法补回,还进一步蚕食上市公司所有者权益,具体权益的损害情况,如图 6 所示。

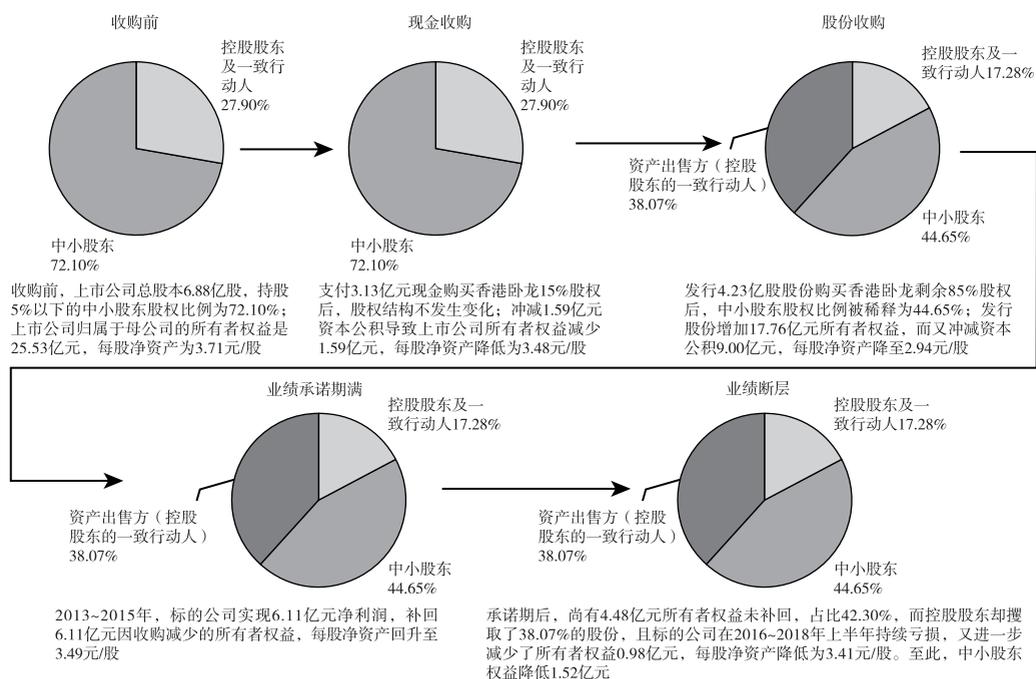


图 6 购买香港卧龙对上市公司股权结构和每股净资产的影响

(三) 重组上市——长城影视重组上市

2014 年东阳长城影视传媒有限公司(以下简称东阳长城)借壳宏宝五金(股票代码为 002071)上市,上市公司更名为“长城影视”。本次收购交易对价 22.91 亿元,以资产置换和发行股份方式支付,估值增值率 381.05%,在收购完成后,上市公司主业变更为电视剧的投资、制作及发行。

1. 东阳长城业绩承诺的实现依赖于持续的收购

资产出售方承诺,东阳长城 2014~2016 年归属于母公司所有者的净利润分别为 2.07 亿元、2.36 亿元和 2.61 亿元,合计 7.04 亿元,实现业绩 7.48 亿元,业绩实现率为 106.23%。但东阳长城业绩的实现得益于其不断的收购,2014 年和 2015 年东阳长

城以 16.48 亿元现金(置入上市公司时东阳长城仅有货币资金 4967.54 万元,此收购款基本源于贷款)陆续收购了浙江光线、上海胜盟、东方龙辉、微距广告、玖明广告、浙江中影等共 6 家广告公司,形成商誉 10.96 亿元,这些公司 2014 年、2015 年和 2016 年为东阳长城贡献的净利润分别为 0.37 亿元、1.93 亿元和 2.32 亿元。

2. 承诺期后业绩断层明显

承诺期后,东阳长城业绩急速下滑,2017 年亏损 2195.89 万元;2018 年上半年净利润为 7018.83 万元,仅为 2016 年净利润的 21.12%,如表 3 所示。

表 3 东阳长城承诺业绩和实际业绩

单位:万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
承诺业绩	20,721.32	23,561.56	26,102.69	—	—
实现业绩	22,016.25	24,632.31	28,124.74	—	—
净利润	22,625.04	30,577.94	33,227.36	-2195.89	7018.83

3. 投资者权益损害分析

收购前,上市公司总股本 1.84 亿股,持股 5% 以下的中小股东股权比例为 58.54%;上市公司归属于母公司的所有者权益是 3.06 亿元,每股净资产为 1.66 元/股。

资产置换和发行 3.41 亿股股份购买标的公司 100% 股权后,中小股东股权比例被稀释为 20.50%;发行股份增加 18.95 亿元所有者权益,而因标的公司交易对价 22.91 亿元大于净资产账面价值 6.51 亿元的部分冲减资本公积 16.40 亿元,上市公司所有者权益变成 5.61 亿元,每股净资产降低为 1.07 元/股。

2014~2016 年的业绩承诺期间,标的公司实现 8.64 亿元净利润,补回 8.64 亿元因收购减少的所有者权益,每股权益提高为 2.71 元/股,此时尚有 7.76 亿元所有者权益未补回,占比 47.31%。而标的公司在承诺期后业绩断层,2017~2018 年上半年合计仅实现净利润 0.48 亿元,后续是否能补回全部所有者权益存在不确定性。具体权益的损害情况,如图 7 所示。

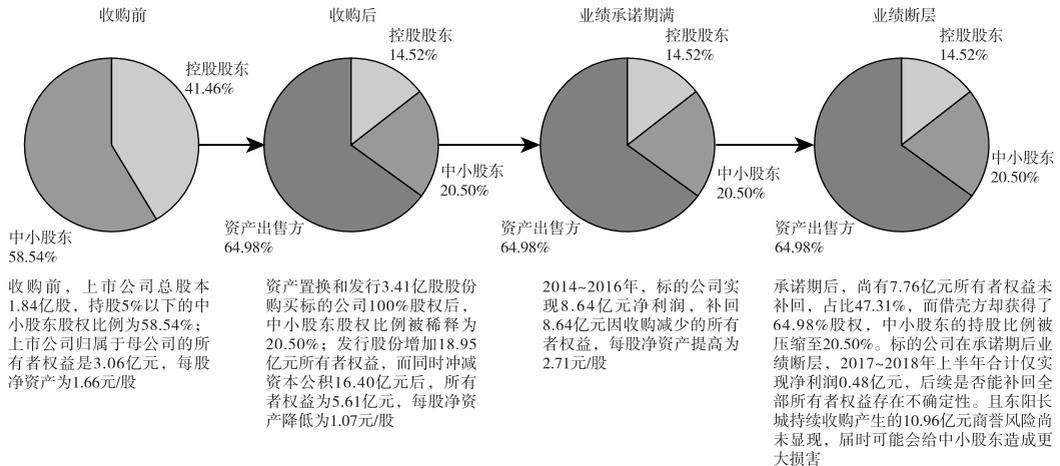


图7 长城影视重组上市对上市公司股权结构和每股净资产的影响

四、对本次专项行权的思考与建议

(一) 加强对标的公司承诺期后业绩的披露要求

现行重组及信息披露的相关规定中尚未强制要求上市公司披露标的公司承诺期后的业绩情况，不利于投资者了解标的公司承诺期后的实际运营情况。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(2017年修订)及沪、深证券交易所《股票上市规则》均规定，上市公司单个子公司经营业绩出现大幅波动视同上市公司的重大事项，应当履行信息披露义务。^① 因此，笔者建议

^① 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(2017年修订)第26条第6项规定：“若单个子公司或参股公司的经营业绩同比出现大幅波动，且对公司合并经营业绩造成重大影响的，公司应当对其业绩波动情况及其变动原因进行分析。”《上海证券交易所股票上市规则》第7.7条规定：“上市公司控股子公司发生本规则第九章、第十章和第十一章所述重大事项，视同上市公司发生的重大事项，适用前述各章的规定，适用前述各章的规定。上市公司参股公司发生第九章和第十一章所述重大事项，或者与上市公司的关联人进行第10.1.1条提及的各类交易，可能对上市公司股票及其衍生品交易价格产生较大影响的，上市公司应当参照上述各章的规定，履行信息披露义务。”《深圳证券交易所股票上市规则》第7.8条规定：“上市公司控股子公司发生本规则第九章、第十章和第十一章所述重大事件，视同上市公司发生重大事件，适用前述各章的规定。上市公司参股公司发生第九章、第十一章所述重大事件，或者与上市公司的关联人发生第十章所述的有关交易，可能对上市公司股票及其衍生品交易价格产生较大影响的，公司应当参照前述各章的规定，履行信息披露义务。”《创业板股票上市规则》第7.9条规定：“上市公司控股子公司、全资子公司发生的本规则第九章、第十章、第十一章所述重大事件，视同上市公司发生的重大事件，适用前述各章的规定。上市公司参股公司发生本规则第九章、第十章、第十一章所述重大事件，原则上按照上市公司在该参股公司的持股比例适用前述各章的规定。上市公司参股公司发生重大事件虽未达到前述规定标准但可能对公司股票及其衍生品交易价格产生重大影响的，公司应当参照前述各章的规定履行信息披露义务。”

中国证监会及沪、深证券交易所出台相关规定,要求上市公司在年度、半年度、季度报告中持续披露轻资产收购标的公司承诺期满后2年的经营情况(包括净资产、营业收入、扣非后归母净利润等重要指标)、商誉减值可能性等信息,从而确保投资者享有充分的知情权。

(二)进一步完善关于轻资产收购的相关规定

目前,重组规则中并未对轻资产收购行为作专门的规定,笔者建议在现行规定中针对轻资产收购事项作进一步的特别规定。

一是借鉴《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第68条关于发行人因欺诈发行注册需回购股票的处罚措施,建议针对标的公司在业绩承诺期经营出现重大危机、业绩承诺持续不能兑现、商誉出现重大减值、承诺期满后业绩持续大幅下滑时,增加交易对方须以不低于原出售对价回购轻资产标的公司的规定,以更充分地维护投资者合法权益。

二是针对轻资产收购中估值增值率畸高的交易,依据《关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》(2015年9月18日)关于拟购买资产作价较账面值溢价过高时视情况延长业绩补偿期限的规定,^①建议增加延长业绩承诺期至4~5年的规定,遏止畸高估值的现象。

三是针对轻资产收购中现金支付比例高的特征,笔者建议规定上市公司现金支付时应选择分期支付的方式进行,按照标的公司业绩承诺实现进度分期支付现金对价,一旦出现承诺期未实现业绩时,能在未支付的现金款项中优先扣除应补偿额;同时,为避免交易对方利用现金收购款为标的公司“充业绩”以逃避业绩补偿义务,建议在上市公司收购轻资产公司时限制现金支付最高比例,规定现金支付额不得超过业绩承诺额。

四是参照《证券期货市场诚信监督管理办法》第8条关于收购方未履行或未如期履行公开承诺的情形,^②对拒不履行业绩补偿义务的交易对方,记入诚信档案向社会公布,并要求上市公司必须及时通过司法途径进行追偿,定期披露追偿进度的相关信

^① 《关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》(2015年9月18日)第8条第2款补偿期限规定:“业绩补偿期限一般为重组实施完毕后的三年,对于拟购买资产作价较账面价值溢价过高的,视情况延长业绩承诺补偿期限。”

^② 《证券期货市场诚信监督管理办法》第8条第4项规定:“发行人、上市公司、全国中小企业股份转让系统挂牌公司及其主要股东、实际控制人,董事、监事和高级管理人员,重大资产重组交易各方,及收购人所作的公开承诺的未履行或者未如期履行、正在履行、已如期履行等情况。”

息,从而强化对承诺履行义务人的约束。

(三) 强化对评估机构等中介服务机构的处罚力度

笔者建议监管部门按照《会计监管风险提示第 7 号——轻资产类公司收益法评估》的规定,对有疑问的评估报告及时进行问询,必要时开展现场核查。对屡次被中国投资者网公示曝光、未能勤勉尽责的评估机构,建议中国证监会相关部门研究限制其在资本市场执业的规定,使资产评估等中介机构切实承担其资本市场中的“看门人”责任。

(四) 实施专项核查

另外,笔者也建议监管部门对承诺期满后业绩发生严重断层的轻资产收购事项进行专项核查,如发现涉嫌违法违规的,及时立案查处。