

行权案例:媒体说明会

——四通股份重大资产重组

王丹阳*

一、选择该案例的理由

上市公司并购重组是实现资本市场资源优化配置的重要途径,但目前市场上的并购重组依旧存在较多突出问题,例如,“忽悠式”“类借壳”“高估值”“高承诺”类重组,不仅严重扰乱市场秩序,更是损害了广大中小投资者的合法权益。

此次选择的案例中,四通股份(证券代码:603838)拟收购广东启行教育科技有限公司(以下简称启行教育)完成业务双向发展,但其中存在启行教育欲通过放弃表决权来实现规避借壳上市的情形,同时存在对启行教育的评估值与过往经济行为相比过高、业绩承诺与其现有盈利能力极不相符、业绩补偿覆盖率低等情况,这严重侵害了广大中小投资者的利益。中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)参加四通股份重大资产重组媒体说明会,^①以股东身份行使质询权、建议权、监督权,质询该重组是否规避借壳、是否准确估值、业绩补偿是否合理、

* 中证中小投资者服务中心有限责任公司行权事务部经理。

① 上海证券交易所《上市公司重组上市媒体说明会指引》规定,按照中国证监会有关重大资产重组管理规定,上市公司重组交易构成重组上市的,公司应当召开媒体说明会。对于未构成重组上市的重大资产重组,中国证监会或上海证券交易所可以根据需要,要求公司召开媒体说明会。深圳证券交易所《重大资产重组媒体说明会备忘录》规定,上市公司的重大资产重组项目涉及以下情形之一的,应当召开媒体说明会:(1)属于重组上市;(2)涉嫌规避重组上市监管要求的;(3)受到重大媒体质疑、投诉举报的;(4)中国证监会及其派出机构和深圳证券交易所认为有必要的其他情形。

资产经营是否可持续,为中小投资者示范如何践行股东权利。

二、案例简介

(一) 案例背景

四通股份是一家生产销售家居生活陶瓷的上市公司。2016年6月30日,四通股份公告了《发行股份购买资产暨关联交易预案》(以下简称预案),拟通过发行股份的方式,购买李某、李某某、启德同仁、林某、吕某等13个交易对手持有的启行教育100%股权,交易价格为45亿元,发行股份价格为13.98元/股,发行股份数量约3.22亿股。启行教育主营业务是提供国际留学服务,四通股份拟通过此次交易实现向陶瓷与国际教育服务并行发展的双主业转型。

(二) 行权内容

投服中心研究四通股份的重组预案、交易所问询函、监管及行业规定、市场和媒体反应以及投资者关注的问题等信息,深入挖掘重组可实现性、高估值、高承诺等有关投资者切身利益等问题。2016年7月26日,参加四通股份重大资产重组媒体说明会,从涉及中小投资者切身权益角度向四通股份提出四个方面问题:一是涉嫌规避借壳上市,重组是否具有可实现性;二是标的资产估值过高,财务指标与实际估值不匹配;三是业绩承诺与补偿不合理,保证措施不力;四是标的资产启行教育经营的可持续性。

(三) 行权结果

投服中心在参加四通股份重大资产重组媒体说明会后,通过《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《证券日报》等证券类主要媒体刊登其对于四通股份重组预案的疑问,一方面向市场和中小投资者传递相关信息;另一方面讲明中小投资者如何分析并购重组案例,引导中小投资者积极行使股东权利。最终,四通股份在两次修改完善重组预案后,于2017年2月10日终止了这次重组。

三、案例分析过程

投服中心对四通股份重大资产重组预案和已知的公开信息进行了认真研究,发现这次重组存在规避借壳、高估值、业绩承诺和补偿覆盖率低、经营可持续性问题。

(一) 重组涉嫌规避借壳上市

是否构成借壳上市的关键在于,上市公司的控制权是否发生转移,如果控制权发生转移,则重组将被认定为借壳上市,其审核则应符合《首次公开发行股票并上市管理办法》。根据四通股份所披露的预案,这次交易的标的资产启行教育的资产总额、营业收入等指标均超过四通股份相应指标的 100%,但基于林某等 10 个交易对手放弃了在这次交易中取得的 42.66% 上市公司股份所对应的表决权、提名权和提案权,预案指出这次交易不会导致公司控制权发生变化亦不构成借壳上市。然而,这样的理由能否成立,能否被监管部门认可,存在重大不确定性。其理由如下。

1. 放弃表决权的正当性

从预案披露的信息来看,10 名股东欲通过放弃表决权等权利使此次重组后的控制权不发生转移,进而不构成借壳,但这一行为易让人得出可能存在规避借壳的结论。固然,从法理上而言权利可以放弃,但当权利的放弃是为了不当目的,就涉及用合法的行为掩盖非法目的。这一行为的正当性就值得推敲,监管机构是否认可就值得考虑,至少对所掩盖的非法或不当目的不予认可的可能性是极大的。

2. 控制权的自然转移

即使放弃表决权等权利,也有可能发生控制权转让的情形。从已知的信息来看,资产注入方启行教育的各股东方在这次重组中,其主观的意思联络和客观的行动协调,有可能被认为是一致行动人。按照《上市公司收购管理办法》第 84 条第 1 款的规定,“投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东”即拥有上市公

司控制权。按此规定,此次交易完成后,资产注入方所获得的四通公司的股份合计达 54.69%,即已经取得上市公司控股权,自然也使公司的控股权发生了转移。

3. 放弃表决权的消极影响

一是使上市公司治理产生扭曲。在公司治理中,表决权、提案权、提名权是重要的权利,尤其是表决权是公司治理的核心权利,如果大量放弃权利,会使公司总股本和其股东权利发生变化。在总股本不变的情况下,有效权利的分母变小,分子自然变大,长此以往公司治理也残缺不全。

二是从《上市公司收购管理办法》第 84 条的规定可以看出,表决权是控制权的核心权利。但表决权作为共益权,其权利行使同时涉及其他权利人的共同利益,若盲目放弃此种权利,其后果无论是对公司控制权转移还是其他股东权利保护都会产生不良影响。就此案例而言,根据《上市公司收购管理办法》第 84 条规定,一方面确认持有上市公司 50% 以上的股份即拥有上市公司控制权;另一方面又确认投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30% 的也拥有上市公司控制权。从立法本意和法律逻辑来看,前者并不以放弃表决权为前提。如果认可前者放弃表决权,根据重组预案,交易完成后原上市公司控股股东、实际控制人蔡某某等 5 人及其一致行动人合计持股比下降为 26.85%,却拥有 46.84% 的表决权,而资产注入方启行教育方拥有 54.69% 股份,四通股份同时存在两个实际控制人。这在法律逻辑上的混乱和实际中的不可操作是显而易见的。就证券法等相关法律法规而言,如果放弃表决权,就会使其他股东的每股所含表决权加大,在争夺公司控制权中,就有可能用比原本更少的股份获得公司的控制权,从而使法律规定的大额持股的股东信息披露和禁止交易的次数和期限减少,也使法律规定的持股达到 30% 后要约收购情况减少,客观上规避了法律,使法律形同虚设。就公司法的规定而言,表决权不仅是控制权核心内容,也是普通股的重要内容。如果放弃表决权,那么就会使法律上设立普通股和优先股的意义不大了。

三是放弃表决权可能使股份转让变得困难,也可能对股价形成影响。根据预案,标的资产启行教育的 10 位股东不可撤销地永久放弃表决权等权利。怎么理解“永久”,是仅限于此次的 10 个交易对手方,还是也包括以后这 42.66% 的后

续转让对手方都愿意承诺放弃？或者是这 10 个交易对手方永久不转让所持有的股份？从预案中不得而知。如果仅限于 10 个交易对手，那么 10 个交易对手在解禁期满后可以随时卖出股份，这个不可撤销的永久放弃就变得虚假和毫无意义；如果 10 个交易对手未来要转让，且还要继续实现承诺放弃表决权等权利，就得附条件转让，可能涉及转让股份的折价，股份折价可能对二级市场股票价格带来影响，势必影响广大中小投资者的利益。

上述几个问题使这次重组存在重大的不确定性。这是这次重组所存在的最大风险，事关广大中小投资者的切身利益。

（二）标的公司估值的公允性

根据公开信息获悉启行教育核心资产启德教育集团的历史沿革情况，2011 年 2 月成立股本 1 万股的启德香港公司，2013 年 12 月第一次股权转让 1 万股作价 20.75 亿元，2016 年 1 月第二次股权转让 1 万股作价为 45 亿元，增值 24.25 亿元，这两次转让估值的评估作价存在重大差异。第二次估值增值，预案提到启德香港公司 2014 年 12 月出资 1.8 亿元收购明杰教育，估值另外增加的 22.45 亿元的核心内容存在疑问。

从财务数据来看，启德教育集团合并报表两年一期的净资产均为负数，而此次交易估值高达 45.6 亿元。预案披露，启德教育集团净利润 2014 年为 1.5 亿元，2015 年为 1.7 亿元，2016 年 1~4 月为 0.26 亿元，而股东权益为 2014 年、2015 年到 2016 年 4 月呈加速下降趋势，有故意压低业绩，隐藏利润的嫌疑。同时，四通股份的财务报告显示，净资产收益率 2013 年至 2015 年分别为 15.73%、14.62%、11.22%，总资产净利润率为 11.65%、11.52%、9.28%，平均总资产净利润率为 10.82%。而标的资产启行教育，以交易价格 45 亿元为总资产。根据其业绩承诺情况，2016~2018 年总资产净利润率分别为 5.3%、6.1%、6.5%，平均总资产净利润率为 5.96%，远低于上市公司近 3 年的平均总资产净利润率 10.82%。同时，标的公司资产负债率很高，且呈逐年上升趋势，上市公司接受其 45 亿元估值定价存在不合理性。

（三）业绩承诺与业绩补偿的合理性

重组预案显示，交易双方签署《利润补偿协议》，标的公司启行教育业绩承诺

方李某、李某某、启德同仁三方承诺公司 2016~2018 年年度净利润不低于 2.4 亿元、2.75 亿元、3.1 亿元,且承担相应的利润补偿义务,但存在以下几个问题:一是业绩承诺的可实现性。标的公司 2015 年盈利 1.7 亿元,2016 年 1 月至 4 月盈利 0.26 亿元。按照 2016 年 2.4 亿元的业绩承诺,未来 8 个月每个月均盈利 0.27 亿元,公司的实现业绩承诺可能存在问题。二是关于业绩承诺方。此次交易对手方启行教育的 13 个股东,只有 3 个股东进行了业绩承诺,其他 10 个股东并未承诺,可能导致业绩承诺方承担补偿义务金额不足以覆盖业绩补偿责任。三是关于业绩补偿的金额。预案披露,李某等 3 个股东承诺业绩补偿的上限为 9.5 亿元,仅为此次交易对价 45 亿元的 21%,利润承诺补偿方与其获得的本次交易的对价严重不成比例。四是关于业绩补偿方式。业绩承诺方以现金方式进行补偿,但现金补偿的可执行性较股份补偿的可执行性低。预案中援引了与此次并购重组行业相似度极大的新南洋、保龄宝等几家公司,在这几家公司的重组中,标的资产的所有股东都承担了业绩补偿义务,且业绩补偿方式主要以股份补偿为主。此次并购重组的标的资产启行教育与上述公司收购的标的公司在行业、经营模式等方面存在很高的相似度,不借鉴通行的股份补偿,而采用现金补偿不利于保障业绩补偿的实现。

(四)标的资产的经营的可持续性

根据预案内容,四通股份收购标的资产启行教育的目的是打造陶瓷、留学考试业务“双轮驱动”模式。对此存在如下疑问:一是从财务报告来看,上市公司陶瓷业务 2015 年净利润为 5469 万元,标的资产 2015 年净利润为 1.7 亿元,收购完成后,标的资产将成为上市公司主要的利润来源,而目前披露标的资产将来是独立法人独立运营,上市公司相对分权管控。换句话讲,上市公司最挣钱、最核心的业务控制在启行教育手中,而不是由上市公司直接控制,这对于标的资产后续运营、上市公司后续盈利回报都会带来影响。二是标的资产启行教育属于轻资产公司,交易完成后,上市公司将启行教育纳入合并报表范围,预计会产生较高的商誉。上市公司需要每年对商誉进行减值测试,如果标的资产存在减值,需要计提减值损失计入当期损益,对净利润产生不利影响。在此次重组交易中,在上

上市公司存在业务整合、标的资产业绩承诺无法实现等风险的情况下,其商誉存在减值风险。

四、影响与评价

第一,对于公司而言,并购重组应当以完善公司治理,提高公司核心竞争力为标准,但在一些重大资产重组活动中,上市公司及控股股东、实际控制人等相关方存在规避借壳、高价估值、虚假承诺、巨额套利等行为,严重侵害广大中小投资者的合法权益,而中小投资者获取重组信息的渠道不通畅、专业知识受限,通常无法对重组预案进行深入研究,导致盲目投资。这也暴露了当前并购重组监管仍存在较多监管难点,即无论是信息是否应当披露还是事后监管的方式,尚未建立明晰的规则体系。

第二,对于中介机构而言,在上市公司重大资产重组过程中,财务顾问、律师事务所、会计事务所和评估事务所等中介机构履行自身职责是确保信息披露质量、保证投资者权益的重要一环。但目前,中介机构在参与重大资产重组的过程中仍存在问题。例如,评估机构多采用收益法对标的资产进行估值,但并未在重组预案中披露对未来价格和销量的预测等关键参数,这会严重影响投资者的信息获取和判断。律师事务所并未对是否构成一致行动人等情况进行说明。监管部门应加强对中介机构的要求,使中介机构对重大资产重组行为严格审查和合理判断,勤勉尽责、切实发挥自身“看门人”的作用。

第三,对于投服中心而言,作为维护中小投资者权益的公益机构,深入研究重组预案、多角度提出问题,将质询上市公司及相关方在重大资产重组中可能存在具体问题的观点、论据和诉求等情况告诉广大中小投资者,能够使投资者全面了解重组的整体情况,为投资者判断公司的投资价值提供依据,保护广大投资者的知情权。经过投服中心问询,上市公司完善重组预案或终止不合理的重组,切实维护了中小投资者的合法权益。更重要的是,投服中心对重组预案的研究方式、对上市公司的问询,给中小投资者起到了良好的示范作用,希望借此能唤醒

资本市场中小股东的股东意识,使中小股东积极参与公司治理,完善公司治理。

第四,于监管机构而言,“忽悠式”“双高”类重组一直是监管重点,此类重组不但严重危害广大中小投资者的切身利益,还占用了中国证监会大量的监管资源。投服中心参加媒体说明会,对上市公司披露的重组预案和市场关注的焦点问题进行详细问询,提前贯彻监管要求,有利于提高上市公司信息披露的质量,问询获得的线索可以作为证监局现场检查和证监会行政许可的重要参考。投服中心“直击痛点”式问询与交易所“刨根问底”式监管密切配合,形成合力,有助于上市公司发现重组中不合法合规的地方,主动修改重组方案或终止重组,落实监管意图、减轻监管压力。