

Cases Review of
Material



Restructuring
Exercise

第一篇

重大资产重组 核心问题

本篇综述

本篇主要包括三个方面的内容：一是投服中心参加重大资产重组媒体说明会的总体情况、基本做法、主要作用及效果。二是重大资产重组的定义、主要模式及法律法规体系。三是重大重组涉及的关键性问题，譬如，重组上市、标的资产估值、业绩承诺与补偿、发行股份购买资产的特别规定、商誉等。

第一章 投服中心针对重大资产重组行权情况

上市公司并购重组是实现资本市场资源有效配置的重要途径,在上市公司实现结构转型、产业升级、资源整合、优势互补以及提升上市公司竞争力等方面发挥了重大作用。中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)支持合规的上市公司并购重组,广大中小投资者也普遍欢迎上市公司通过并购重组做大做强,并从中获得回报。但在并购重组中经常出现一些上市公司及控股股东、实际控制人等相关方,规避借壳、虚高估值、虚假承诺、夸大信披、抬高股价、巨额套利、掏空公司等恶意为,扰乱了证券市场秩序,并侵害了广大投资者的合法权益,也损害了社会公共利益。

从严监管已成为中国资本市场的新常态,刘士余主席曾在多场合强调坚持依法、从严、全面监管的重要理念,并强调要坚持把保护投资者合法权益放在突出位置,要防范虚假重组、忽悠重组、跟风重组、类借壳重组。这既是证监会的监管重点,也是中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)关注的重点。

投服中心作为专司投资者保护的公益性机构,持有沪、深两市证券交易所每家上市公司一手(100股)A股股票,通过依法行使股东权利来维护投资者合法权益,促进上市公司规范治理。投服中心自成立以来,基本参加了所有重大资产重组媒体说明会,重点关注涉及广大中小投资者切身利益的事项,代表和支持广大中小投资者积极行使质询权、建议权、监督权和投票权等股东权利,切实维护广大中小投资者的合法权益,积极响应、全面落实证监会的监管要求。

一、参加媒体说明会的总体情况

为更好地落实证监会从严监管的理念,推进并购重组市场化改革,加强对问题重组的监管,2016年7月1日上海证券交易所发布《上市公司重组上市媒体说明会指引》(以下简称《媒体说明会指引》),深圳证券交易所发布《重大资产重组媒体说明会备忘录》(以下简称《媒体说明会备忘录》),分别对沪市、深市上市公司推出重大资产重组方案应召开媒体说明会的情形、方式和信息披露等作出规定,并明确了投服中心按照规定或者应邀可以参加媒体说明会。

(一)重大资产重组应召开媒体说明会的情形

《媒体说明会指引》规定,按照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,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。《媒体说明会备忘录》及深圳证券交易所信息披露业务备忘录^①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:一是属于重组上市的;二是涉嫌规避重组上市监管要求的;三是受到重大媒体质疑、投诉举报的;四是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。

(二)投服中心参与情况

《媒体说明会指引》和《媒体说明会备忘录》颁布后,投服中心深入研究重大资产重组中事关广大中小投资者切身利益的事项,积极参加媒体说明会行使股东权利。至2017年12月31日,投服中心共参加狮头股份、四通股份、宁波富邦、广安爱众、中安消、天目药业、通达动力、东方市场等34场上市公司重大资产重组媒体说明会(见表1-1-1),共涉及重组金额2387亿元、140.64万户投资者的合法权益。

^① 《主板信息披露业务备忘录第10号——重大资产重组媒体说明会》《中小板信息披露业务备忘录第15号》《创业板信息披露业务备忘录第23号》分别规定了深圳证券交易所主板、中小板、创业板上市公司召开媒体说明会的情形、方式等。

表 1-1-1 投服中心参加媒体说明会情况

序号	股票代码	公司简称	所属辖区	所属交易所	行权时间
1	600539	狮头股份	山西	上交所	2016年7月14日
2	603838	四通股份	广东	上交所	2016年7月26日
3	600768	宁波富邦	宁波	上交所	2016年8月2日
4	600455	博通股份	陕西	上交所	2016年8月8日
5	600173	卧龙地产	浙江	上交所	2016年8月24日
6	600209	罗顿发展	海南	上交所	2016年9月1日
7	600759	洲际油气	海南	上交所	2016年10月17日
8	600636	三爱富	上海	上交所	2016年11月3日
9	600545	新疆城建	新疆	上交所	2016年11月4日
10	600071	凤凰光学	江西	上交所	2016年12月19日
11	600346	恒力股份	大连	上交所	2017年2月15日
12	600979	广安爱众	四川	上交所	2017年3月21日
13	600358	国旅联合	江苏	上交所	2017年3月30日
14	600654	中安消	上海	上交所	2017年4月21日
15	603111	康尼机电	江苏	上交所	2017年4月24日
16	600173	卧龙地产	浙江	上交所	2017年4月25日
17	600225	天津松江	天津	上交所	2017年5月2日
18	603010	万盛股份	浙江	上交所	2017年6月21日
19	600725	ST云维	云南	上交所	2017年6月23日
20	600146	商赢环球	宁夏	上交所	2017年6月29日
21	600490	鹏欣资源	上海	上交所	2017年7月17日
22	600671	天目药业	浙江	上交所	2017年7月20日
23	002576	通达动力	江苏	深交所	2017年7月28日
24	600136	当代明诚	湖北	上交所	2017年8月2日
25	002600	江粉磁材	广东	深交所	2017年8月4日
26	603016	新宏泰	江苏	上交所	2017年8月28日
27	000301	东方市场	江苏	深交所	2017年9月29日
28	000862	银星能源	宁夏	深交所	2017年10月11日
29	601313	江南嘉捷	江苏	上交所	2017年11月6日

续表

序号	股票代码	公司简称	所属辖区	所属交易所	行权时间
30	600209	罗顿发展	海南	上交所	2017年11月9日
31	600084	中葡股份	新疆	上交所	2017年11月13日
32	600608	上海科技	上海	上交所	2017年12月5日
33	600239	云南城投	云南	上交所	2017年12月13日
34	600715	文投控股	辽宁	上交所	2017年12月20日

二、参加媒体说明会的基本做法

(一) 会前认真研究、充分准备

参加媒体说明会前,投服中心深入研究上市公司的重组方案、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,站在投资者的立场,从维护“自己”利益的角度出发,深入挖掘上市公司存在的规避重组上市、高估值、高承诺等有关投资者切身利益的问题。为更全面清楚地了解上市公司、提高参加媒体说明会的质量,投服中心与证监会派出机构、证券交易所等密切合作,聘请律师、会计师、高校教授等相关专家,召开专题研讨会,讨论上市公司历史情况及本次重组的具体情况,分析问题所在。

(二) 现场领导带队、专业问询

在参加狮头股份、四通股份、宁波富邦前三场媒体说明会时,投服中心总经理徐明代表投服中心进行媒体说明会现场提问,并带领行权业务全体员工^①参加,注重行权队伍的培养和素质提高。在积累了一定经验后,由投服中心根据工作需要,安排行权业务人员进行现场提问。媒体说明会现场,投服中心从保护中小投资者的角度提出问题,主要集中在四个方面:一是重组交易完成后,上市公司的控制权可能发生转移,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,报告期财务指标与估值结果不匹配;三是业绩承诺与补偿不合理,保证措施不力;四是标的资产经营的可持续性。除此之外,投服中心还关注关联交易、同业竞

^① 投服中心设行权事务部,负责行权业务,以发送股东建议函、参加股东大会、参加媒体说明会、现场查阅等方式,行使法律赋予的股东权利。

争和资金占用等事关中小投资者利益的问题。

(三)会后积极宣传、注重效果

投服中心在媒体说明会后积极联系中国证券报、上海证券报、证券时报、证券日报等证券类主要媒体,刊登媒体说明会上的发言材料,让市场和中小投资者广为知悉。随着参与次数的增多和影响力的逐步增加,第一财经、新华网、新浪、网易、搜狐、腾讯、东方财富、和讯等财经门户网站也均作了转载和报道,投资者阅读量逐步增大。同时,投服中心在会后跟踪舆情和投资者反应,汇总整理股吧、各门户网站上的评论,关注市场效果,并不断收集投资者需求、总结经验,逐步完善参加媒体说明会的流程和制度。

三、主要作用及效果

投服中心参加媒体说明会,引起了媒体和市场的高度关注。媒体评价投服中心参加媒体说明会准备充分,针对市场关注的焦点提问,专业犀利,针针见血,是媒体说明会的“重磅”提问者,通过投服中心的参与,媒体说明会现场的问题更加细致且专业了,提问交流的时间也延长了。很多专业财经评论人撰文称,投服中心在媒体说明会上提问已成为重大资产重组的一道关口。投服中心参加媒体说明会是强化中小投资者权益保护的一项有益尝试和探索,其效果和作用主要体现在以下五个方面。

(一)代表广大中小投资者发声,保护中小投资者合法权益

在重大资产重组活动中,一些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,严重侵害了广大中小投资者的合法权益。中小投资者获取重组信息的渠道不通畅、专业知识受限,通常无法对重组方案进行深入研究,导致投资的盲目性。投服中心深入研究重组方案、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、论据和诉求等告诉广大中小投资者,以便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,切实保护广大投资者的知情权、参与权。在投服中心问询等多方作用下,上市公司完善重组方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。同时,投服中心对重组方案的研究方式、对上市公司的问询

给中小投资者起到了良好的示范效应,唤醒了股东意识,现在已经有一定数量的投资者在上证e互动等平台对重组事项进行问询,行使自己的质询权。

(二)督促上市公司及标的资产方履行义务,提升信息披露的针对性和有效性,促进并购重组规范运作

在媒体说明会上全面、准确、充分地回应市场关注和质疑的问题,是上市公司及重组相关方的一项义务。但一些上市公司刻意隐瞒重大事项、进行虚假或误导性陈述。上市公司举办媒体说明会,部分上市公司面对问询准备充分、正面回应;也有一些上市公司有所回避、态度不诚恳。从实践来看,凡是投服中心现场参加的媒体说明会,上市公司对投资者关心的问题回答得更加细致明确;投服中心没有现场参加的,上市公司对媒体提问避而不答,有些甚至请媒体提问“预先设置”的问题。

投服中心参加媒体说明会,全方位分析上市公司重组所存在的风险,将重组交易存在的规避借壳、高估值、高承诺等问题向市场进行充分展示,提问条条切中要害,引发了市场各方参与者的积极讨论和持续关注,让上市公司避无可避,可进一步督促上市公司及相关方做好充分准备、履行应尽义务,真实准确地回应质疑,提升信息披露的针对性和有效性。

(三)督促中介机构勤勉尽责,切实发挥把关作用

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。投服中心研究公司重组方案后发现,中介机构在参与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,但并未在重组方案中披露预测期间的产品价格、销量等关键参数,严重影响投资者的信息获取和判断。投服中心参加媒体说明会,对是否构成一致行动人、标的资产能否持续经营、资产评估是否公允、业绩承诺能否实现等问题进行提问并讲明事实依据,督促中介机构进行严格审查和合理判断,勤勉尽责、切实发挥“看门人”的作用。

(四)促进媒体发挥舆论监督作用,提高媒体说明会质量

投服中心共参加了34场媒体说明会,从中明显感觉到媒体的提问质量在逐渐提高。在最开始的几场媒体说明会上,媒体提出的问题较业余,有些问题无关痛痒,有些问题停留在表面,甚至有些媒体借提问的名义为上市公司做宣传,并没有

充分发挥媒体的舆论监督作用。投服中心参加媒体说明会,关注的是涉及广大中小投资者切身利益的事情,提出的问题切中要害,起到了示范效应。随着投服中心参与的深入,媒体也比照投服中心的问询内容和方式,所提问题越来越具有针对性,参加媒体说明会的质量日益提升,有效地发挥了媒体的监督作用。除此之外,投服中心在一定程度上提高了媒体说明会的关注度,吸引了越来越多的媒体记者参会。例如在2016年7月14日的狮头股份的媒体说明会上,仅有四大证券报和证券市场红周刊的记者参会,到了2016年9月11日罗顿发展媒体说明会已有20多家媒体参会。

(五)与证券监督管理机构形成合力,减轻监管压力、节约监管资源

“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;问询获知的线索可以作为证监会派出机构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”式问询与证券交易所“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。

第二章 重大资产重组的相关概念和法律规定

一、重大资产重组的定义

上市公司重大资产重组,是指上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例,导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》(2016年修订)(以下简称《重组办法》)第15条第1款的规定,通过其他方式进行资产交易包括下列四种情形:(1)与他人新设企业、对已设立的企业增资或者减资;(2)受托经营、租赁其他企业资产或者将经营性资产委托他人经营、租赁;(3)接受附义务的资产赠与或者对外捐赠资产;(4)证监会根据审慎监管原则认定的其他情形。

(一)判定标准

《重组办法》第12条从资产总额、营业收入、资产净额共三个指标对重大资产重组标准进行了明确。具体规定是,上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产,达到以下标准之一的,即构成重大资产重组:(1)购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度期末资产总额的比例达到50%以上;(2)购买、出售的资产在最近一个会计年度的营业收入占上市公司同期营业收入的比例达到50%以上;(3)购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度期末净资产额的比例达到50%以上,且超过5000万元人民币。

(二)计算原则

根据《重组办法》的规定,资产包括股权资产和非股权资产;重大资产重组既包

括上市公司购买资产,也包括出售或通过其他方式进行的资产交易。《重组办法》第14条区分不同的资产类型及交易类型,规定了资产总额、营业收入、资产净额三个指标的计算原则,见表1-2-1。

表1-2-1 重组指标的计算原则

资产类型 交易类型 指标	股权资产		非股权资产	
	未取得/未丧失 控股权	取得/丧失 控股权		
资产 总额	购买	被投资企业资产总额×股权比例与成交金额较高者	被投资企业资产总额与成交金额较高者	资产账面值与成交金额较高者
	出售	被投资企业的资产总额×股权比例	被投资企业资产总额	资产账面值
营业 收入	购买	被投资企业营业收入×股权比例	被投资企业营业收入	不适用
	出售	被投资企业营业收入×股权比例	被投资企业营业收入	不适用
资产 净额	购买	被投资企业净资产额×股权比例与成交金额较高者	被投资企业净资产额与成交金额较高者	资产与负债的账面差额和成交金额较高者
	出售	被投资企业的净资产额×股权比例	被投资企业净资产额	资产与负债的账面差额

在计算是否构成重大资产重组时,有以下两项特别规定:

1. 上市公司同时购买、出售资产的,应当分别计算购买、出售资产的相关比例,并以二者中比例较高者为准。

2. 上市公司在12个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的,以其累计数分别计算相应数额。已按照《重组办法》的规定编制并披露重大资产重组报告书的资产交易行为,无须纳入累计计算的范围,但构成“重组上市”的需要纳入。《重组办法》第14条第2款规定,交易标的资产属于同一交易方所有或者控制,或者属于相同或者相近的业务范围,或者证监会认定的其他情形下,可以认定为同一或者相关资产。

(三) 基本要求

根据《重组办法》第11条的相关规定,上市公司实施重大资产重组,应当符合

以下七项要求:(1)符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定;(2)不会导致上市公司不符合股票上市条件;(3)重大资产重组所涉及的资产定价公允,不存在损害上市公司和股东合法权益的情形;(4)重大资产重组所涉及的资产权属清晰,资产过户或者转移不存在法律障碍,相关债权债务处理合法;(5)有利于上市公司增强持续经营能力,不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形;(6)有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立,符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定;(7)有利于上市公司形成或者保持健全有效的法人治理结构。

上市公司应当就重组交易符合上述要求作出充分说明,并予以披露。另外,《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5项规定,对于涉及其他主管部门批复的,中介机构应当就本次交易涉及哪些部门批复、是否为前置审批、批复进度、不确定性风险,以及无法获取相关批复对本次交易的影响等事项发表意见并予以披露。

二、重大资产重组的主要模式

目前在A股市场,重大资产重组的主要交易形式有重大资产购买、重大资产出售和重大资产置换。

(一)重大资产购买

重大资产购买,是指上市公司通过支付对价,购买股权资产或者经营性资产,实现对标的资产的控制,且购买资产的资产总额、营业收入或资产净额三个指标之一超过原上市公司的50%。在资产购买的过程中,上市公司可以使用现金、发行股份或者现金加发行股份的方式进行支付。现金购买资产无须经过证监会的审核,容易实施,但需要占用上市公司的大量经营性资金;发行股份购买资产会改变上市公司的股权结构。

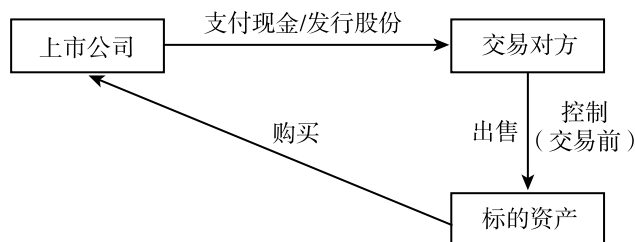


图 1-2-1 资产购买交易方式

【例 1-2-1】四通股份发行股份购买资产

2016 年 6 月 30 日,广东四通集团股份有限公司(以下简称四通股份,603838)公告了《发行股份购买资产暨关联交易预案》,拟通过发行股份的方式,购买广东启行教育科技有限公司(以下简称启行教育)100% 股权,启行教育核心资产为启德业务资产。本次交易构成重大资产购买,根据标的资产合并报表以及四通股份 2015 年年度审计报告,计算过程如下:

表 1-2-2 四通股份购买启行教育股权相关指标计算

项目	四通股份(万元)	标的资产(万元)	交易金额(万元)	计算依据(万元)	计算比例(%)
资产总额	72,762.56	450,503.95	450,000.00	450,503.95	619.14
营业收入	46,500.29	94,699.81	—	94,699.81	203.65
资产净额	62,365.79	450,128.95	450,000.00	450,128.95	721.76

如表 1-2-2 所示,本次交易中标的资产的资产总额、营业收入、资产净额占上市公司的比例均超过 50%,根据《重组办法》第 13 条的规定,本次交易构成重大资产重组。

(二)重大资产出售

重大资产出售,是指上市公司将盈利能力低、缺乏竞争力的资产进行剥离,实现对自身业务的优化和重组,并且出售资产的资产总额、营业收入或资产净额三个指标之一超过原上市公司的 50%。也有一些上市公司通过出售资产达到其他特殊目的,例如 2017 年年末,部分上市公司由于连续亏损,频繁通过出售资产的方式实现扭亏为赢,进而避免被实施退市风险警示或者避免被暂停上市。

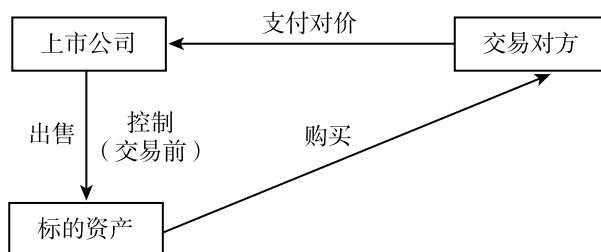


图 1-2-2 资产出售交易方式

【例 1-2-2】上海科技(600608)重大资产出售

2017年11月21日,上海宽频科技股份有限公司(以下简称上海科技,600608)发布了《重大资产出售报告书(草案)》。上海科技拟出售其持有的上海异型钢管有限公司(以下简称上海异钢)100%股权以及上海异型钢管制品有限公司(以下简称异钢制品)80%股权。本次交易构成重大资产重组,根据上海科技2016年年度经审计财务数据、标的公司2016年年度及2017年1~8月经审计的财务数据,计算过程如下:

表 1-2-3 上海科技出售上海异钢股权相关指标计算

项目	上海科技 (万元)	上海异钢 (万元)	异钢制品 (万元)	交易金额 (万元)	计算依据 (万元)	计算比例 (%)
资产总额	19,282.07	14,499.89	803.21	20,050.89	15,303.10	79.36
营业收入	26,295.66	10,386.86	471.22	—	10,858.08	41.29
资产净额	-185.49	9397.02	-639.12	20,050.89	20,050.89	—

如表 1-2-3 所示,本次交易中标的资产的资产总额占上市公司资产总额的比例为 79.36%,根据《重组办法》第 13 条的规定,本次交易构成重大资产重组。

(三)重大资产置换

重大资产置换,是指上市公司将一些盈利能力弱的资产剥离出去,置换进相关资产,且置出资产或者置入资产的资产总额、营业收入或资产净额三个指标之一超过原上市公司的 50%。在这种情况下,资产出售和购买同时进行,置出资产和置入资产的等价部分进行置换,置入资产作价超出置出资产的部分,由上市公司向交易对方以现金或者发行股份或者二者兼有的方式支付。^① 重大资产置换经常出现在

^① 重大资产置换时,若置入资产作价低于置出资产,则交易对方需向上市公司支付差价。此种情况在重组实务中较为少见。

重组上市的过程中。

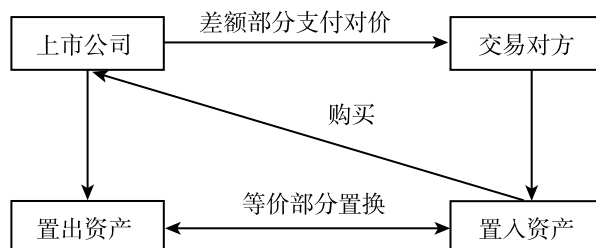


图 1-2-3 资产置换交易方式

【例 1-2-3】通达动力(002576)重大资产置换及发行股份购买资产

2017年7月22日,江苏通达动力科技股份有限公司(以下简称通达动力,002576),发布了《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》。本次交易由重大资产置换及发行股份购买资产两部分构成,通达动力拟以其持有的南通通达矽钢冲压科技有限公司(以下简称通达矽钢)100%股权作为置出资产,与隆基泰和置业有限公司(以下简称隆基泰和置业)100%股权中的等值部分进行置换,拟置出资产初步作价9.10亿元,拟置入资产初步作价160.10亿元,置入资产作价超过置出资产作价的差额部分为151亿元,由通达动力向隆基泰和置业全体股东发行股份购买。

本次交易的拟置入资产为隆基泰和置业100%股权,隆基泰和置业截至2016年12月31日未经审计的资产总额、资产净额及2016年年度营业收入占上市公司同期经审计的合并财务报表相关指标的比例如下:

表 1-2-4 通达动力置换股权相关指标计算

项目	通达动力 (亿元)	隆基泰和置业 (亿元)	交易金额 (亿元)	计算依据 (亿元)	计算比例 (%)
资产总额	9.82	486.50	160.10	486.50	4954.17
营业收入	8.19	119.79	—	119.79	1462.84
资产净额	8.51	59.40	160.10	160.10	1881.28

如表 1-2-4 所示,隆基泰和置业资产总额、资产净额、营业收入三个指标均超过通达动力的 50%,根据《重组办法》第 13 条的规定,本次交易构成重大资产重组。

三、重大资产重组的法律法规体系

有关上市公司重大资产重组的法律体系主要包括四个方面:一是《证券法》《公司法》等基本法律。二是证监会颁布的部门规章及规范性文件、相关监管问答。三是证券交易所的自律性规则等。上述三个方面对重大资产重组的实体内容、程序、监管、信息披露等内容进行了详细规定。四是如果重组涉及外资、国资或者特殊行业,也需要符合国有资产、对外投资、外商投资及特殊行业的相关规定。其中,主要涉及的法律法规如表1-2-5所示。

表1-2-5 重大资产重组适用的主要法律法规

证券监管规则体系		
体系	颁布机构	名称
法律	全国人大 常委会	1.《证券法》; 2.《公司法》
部门规章 及规范性 文件	证监会	1.《上市公司重大资产重组管理办法》; 2.《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》; 3.《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》; 4.《上市公司并购重组财务顾问管理办法》; 5.《首次公开发行股票并上市管理办法》; 6.《上市公司收购管理办法》; 7.《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》; 8.《关于加强上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管的暂行规定》
自律规则	上海证券 交易所	1.《上海证券交易所股票上市规则》; 2.《上市公司重大资产重组信息披露及停复牌业务指引》; 3.《上海证券交易所上市公司重组上市媒体说明会指引》
	深圳证券 交易所	1.《深圳证券交易所股票上市规则》; 2.《深圳证券交易所创业板股票上市规则》; 3.《主板信息披露业务备忘录第10号——重大资产重组媒体说明会》; 4.《中小企业版信息披露业务备忘录第8号——重大资产重组相关事项》; 5.《创业板信息披露业务备忘录第13号——重大资产重组相关事项》

续表

其他法律法规		
体系	颁布机构	名称
法律	全国人大 常委会	1.《反垄断法》； 2.《土地管理法》
行政法规	国务院	1.《企业国有资产监督管理暂行条例》； 2.《外汇管理条例》
部门规章 及规范性 文件	商务部、 国资委	1.《境外投资管理办法》； 2.《关于规范国有股东与上市公司进行资产重组有关事项的通知》； 3.《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》

(一) 法律方面

《证券法》和《公司法》在法律层面对重组进行了原则性规定。《证券法》第二章“证券发行”对公开和非公开发行证券进行了基本规定,第四章“上市公司的收购”是并购重组法律体系的基础与核心。《公司法》第九章“公司合并、分立、增资、减资”对并购重组中的吸收合并、分拆上市、定向增发等内容进行了原则性规定。

(二) 部门规章及规范性文件方面

证监会颁布实施的《重组办法》是有关重大资产重组的核心部门规章,其对重大资产重组的定义、标准、基本要求、流程等进行了全面、详细的规定。为配套《重组办法》的实施,证监会颁布了《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》,对重组流程作出进一步规定;《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》对重组的信息披露进行了规范;《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》对证券公司、证券投资咨询机构及其他财务顾问从事上市公司并购重组业务进行了规范。

同时,证监会发布了一系列关于重大资产重组相关常见问题的解答,例如《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》《关于并购重组申报文件相关问题与解答》《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》等,对《重组办法》进行了补充。

(三)自律规则方面

在证券交易所层面上,上海证券交易所和深圳证券交易所分别针对上市公司重大资产重组业务,制定了相关信息披露工作备忘录和业务指引等。例如,上海证券交易所颁布的《上市公司重大资产重组信息披露及停复牌业务指引》《上海证券交易所上市公司重组上市媒体说明会指引》等;深圳证券交易所颁布的《主板信息披露业务备忘录第10号——重大资产重组媒体说明会》《中小企业版信息披露业务备忘录第8号——重大资产重组相关事项》等。

除了上述这些法律、部门规章和规范性文件,还可能涉及《首次公开发行股票并上市管理办法》《上市公司收购管理办法》等法律法规。

第三章 重大资产重组涉及的关键性问题

在上市公司重大资产重组交易中,会涉及一些特别重要、关键的问题,例如重组上市、估值、业绩承诺与补偿、发行股份价格、商誉等,这些都关乎上市公司和广大中小投资者的切身利益。本章依据现行法律法规的规定,对上市公司重大资产重组中经常存在的关键问题进行分析。

一、重组上市

(一)重组上市相关概念

重组上市(市场俗称“借壳上市”),是指非上市公司反向收购上市公司,即非上市公司将自身的相关资产及业务注入上市公司,并获得上市公司的控制权,从而实现未上市资产及业务间接上市的行为。重组上市的简单原理为上市公司通过发行股份方式购买标的资产,标的资产(拟注入资产)的股东认购上市公司发行的股份,导致上市公司总股本和股权比例发生变化,控制权发生变更,重组完成后,注入资产的控股股东成为新的上市公司控股股东,就形成了反向收购。

1. 构成重组上市的标准

根据《重组办法》第13条第1款的规定,上市公司自控制权发生变更之日起60个月内,向收购人及其关联人购买资产,导致上市公司的资产总额、资产净额、净利润、主营业务等发生根本变化的,构成重组上市。由此可见,构成重组上市要同时满足两个要件:一是上市公司控制权发生变更;二是达到规定的交易指标。

(1) 控制权变更

《重组办法》主要从“股本比例”“董事会构成”“管理层控制”三个维度,规定了“控制权变更”的判断标准。取得上市公司控制权的五种情况如表 1-3-1 所示。

表 1-3-1 取得上市公司控制权的情形

项目	标准
股本比例	1. 投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东; 2. 投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%; 3. 投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响
董事会构成	投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任
管理层控制	上市公司股权分散,董事、高级管理人员可以支配公司重大的财务和经营决策的,视为具有上市公司控制权

(2) 规定的交易指标

对重组上市的交易规模认定要件,《重组办法》构建了以量化指标为主、特殊指标为辅,以证监会自由裁量权兜底的综合认定标准。上市公司购买资产的资产总额、资产净额、营业收入、净利润、股份共五项指标中,任意一项占控制权发生变更的前一个会计年度上市公司对应指标的 100% 时,即触发重组上市的认定标准。即使前述五项指标均未达到相应标准,但上市公司主营业务发生根本变化,也可能被证监会认定为触发了重组上市的认定标准。除此之外,证监会也可以以实质重于形式的标准认定其他情形构成重组上市。达到重组上市标准的交易规模如表 1-3-2 所示。

表 1-3-2 达到重组上市标准的交易规模

项目	指标	界定标准
量化指标	资产总额	购买资产的资产总额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100% 以上
	资产净额	购买资产的资产净额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到 100% 以上
	营业收入	购买的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 100% 以上

续表

项目	指标	界定标准
量化指标	净利润	购买的资产在最近一个会计年度所产生的净利润占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告净利润的比例达到 100% 以上
	股份	为购买资产发行的股份占上市公司首次向收购人及其关联人购买资产的董事会决议前一个交易日的股份的比例达到 100% 以上
特殊指标	主营业务	上市公司向收购人及其关联人购买资产,导致上市公司主营业务发生根本变化
兜底条款		证监会认定的可能导致上市公司发生根本变化的其他情形

2. 重组上市审核标准与 IPO 等同

重组上市应当符合重大资产重组的相关规定,同时,《重组办法》第 13 条规定,实施重组上市时,上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司,且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称《首发办法》)规定的其他发行条件,即明确了重组上市审核标准与首次公开发行股票(Initial Public Offerings, IPO)等同。并且,明确规定创业板上市公司不得实施重组上市。

《首发办法》第二章在主体资格、规范运行、财务与会计三个方面对发行条件作了规定。在重组上市交易中,标的资产也应符合这些发行条件,现将主要条件总结如下。

(1) 主体资格

标的资产是持续经营 3 年以上的股份有限公司,且 3 年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更,以保证标的资产的经营业绩具有连续性和稳定性。

表 1-3-3 重组上市中标的资产的主体资格要求

项目	应符合条件
主体资格	依法设立且合法存续的股份有限公司
经营年限	持续经营 3 年以上,但经国务院批准的除外。且最近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更
出资	注册资本已足额缴纳,发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕,标的资产的主要资产不存在重大权属纠纷

续表

项目	应符合条件
生产经营	生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定,符合国家产业政策
股权	股权清晰,控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的标的资产股份不存在重大权属纠纷

(2) 规范运作

标的资产应具有健全的治理结构和有效的内部控制制度,董事、监事和高级管理人员符合任职资格,标的资产近3年内无严重违法违规行为。

表 1-3-4 重组上市中标的资产的规范运作要求

项目	应符合条件
治理结构	依法建立健全股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度,相关机构和人员能够依法履行职责
董事、监事和高级管理人员	1. 董事、监事和高级管理人员已经了解与股票发行上市有关的法律法规、知悉上市公司及其董事、监事和高级管理人员的法定义务和责任。 2. 董事、监事和高级管理人员符合法律、行政法规和规章规定的任职资格,且不得有下列情形: (1) 被证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期的; (2) 最近36个月内受到证监会行政处罚,或者最近12个月内收到证券交易所公开谴责; (3) 因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被证监会立案调查,尚未有明确结论意见
内控制度	1. 内部控制制度健全且被有效执行,能够合理保证财务报告的可靠性、生产经营的合法性、营运的效率与效果。 2. 公司章程中已明确对外担保的审批权限和审议程序,不存在为控股股东、实际控制人及其控制的其他企业进行违规担保的情形。 3. 有严格的资金管理制度,不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或其他方式占用的情形
行为规范	标的资产不得存在下列情形: (1) 最近36个月内未经法定机关核准,擅自公开或者变相公开发行过证券;或者有关违法行为虽然发生在36个月前,但目前仍处于持续状态; (2) 最近36个月内违反工商、税收、土地、环保、海关以及其他法律、行政法规,收到行政处罚,且情节严重; (3) 最近36个月内曾向证监会提出发行申请,但报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏;或者不符合发行条件以欺骗手段骗取发行核准;或者以不正当手段干扰证监会及其发行审核委员会审核工作;或者伪造、变造标的资产或其董事、监事、高级管理人员的签字、盖章; (4) 本次报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏; (5) 涉嫌犯罪被司法机关立案调查,尚未有明确结论意见; (6) 严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形

(3) 财务与会计

《首发办法》要求标的资产资产质量良好、资产负债机构合理,盈利能力较强,现金流量正常,并对盈利能力和资产规模作出了量化规定。重组上市中标的资产的财务指标要求如表 1-3-5 所示。

表 1-3-5 重组上市中标的资产的财务指标要求

项目	应符合条件
净利润	最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过 3000 万元人民币,净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据
现金流量	最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5000 万元人民币;或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过 3 亿元人民币
股本	发行前股本总额不少于 3000 万元人民币
无形资产	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于 20%
其他	最近一期末不存在未弥补亏损

(二) 重组中规避重组上市

《重组办法》对重组上市的认定标准非常严格,并规定重组上市审核标准与 IPO 等同。证监会也加强了对重组上市的监管力度:一是强化证券交易所一线监管,明确重组上市项目在复牌前一律召开媒体说明会,重组交易双方、上市公司“董监高”、中介机构等均应参会回应市场关注问题;二是加强证监会现场检查,重组上市项目草案披露后,一律安排现场检查;三是严格监管执法,重组方案中止或终止的,不得豁免信息披露法定责任,加强业绩承诺监管,持续督促重组方履约践诺。

重组上市审核、监管日益严格,但重组上市后巨大的利益驱使重组双方采取手段规避重组上市。在重组交易中,是否构成重组上市的关键是上市公司控制权是否发生变更。为保证重组完成后上市公司实际控制人不发生变化,被收购方(标的资产)实际控制人往往通过稀释其持有标的资产股权的方式,来降低其在重组交易中获得的上市公司股权,以达到低于上市公司原实际控制人股权的目的。重组实践中,标的资产实际控制人稀释股权的方式包括:转让其获得的上市公司股份的表决权;重组交易前提前引入非关联第三方入股标的资产,稀释股权;隐藏一致行动人;重组完成后上市公司由管理层实际控制等。

【例1-3-1】宁波富邦(600768)重组交易中涉嫌规避重组上市

2016年7月12日,宁波富邦精业集团股份有限公司(以下简称宁波富邦,600768)发布了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。宁波富邦拟发行股份及支付现金购买成都天象互动数字娱乐有限公司(以下简称天象互娱)100%股权、支付现金购买成都天象互动科技有限公司(以下简称天象互动)100%股权。

根据预案,本次交易标的资产天象互娱和天象互动的资产总额、资产净额指标合计均超过宁波富邦相应指标的100%,是否构成重组上市的关键是交易完成后宁波富邦的控制权是否发生转移。如果控制权发生转移,本次交易将被认定为重组上市。预案披露本次交易的控制权未发生变更,亦不构成重组上市。这一结论基于标的资产方的何某某、陈某、张某、蒙某、周某某和杜某共6人(以下简称何某某等6人)不构成一致行动人。

根据预案和已知信息,何某某等6人可能构成一致行动人,进而导致上市公司的控制权发生转移。本次交易前,富邦控股持有上市公司35.26%股权,为上市公司控股股东。交易完成后,富邦控股及其一致行动人合计持有总股本的29.22%,根据证监会发布的《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》,剔除通过认购募集配套资金获得的股份后,富邦控股及一致行动人持有上市公司13.64%股权。何某某等6人合计持有上市公司19.94%股权,将取得上市公司控制权。

1. 何某某为标的资产的控股股东,何某某等6人的主观意思联络和客观行动协调一致行动较为明显,理由有五点。

一是彼此之间存在经济利益关系。何某某等6人持有标的资产股权,且6人共同设立了新余赤月投资管理中心(以下简称新余赤月)这一有限合伙,根据《上市公司收购管理办法》第83条第2款第6项的规定,“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”即为一致行动人。二是共同受让标的资产。2015年11月10日何某某等6人同时受让岳云科技持有的标的资产股权,且陈某曾于2014年6月至2015年4月担任岳云科技的执行董事、经理。三是同时持有标的资产。2015年12月25日至2016年3月20日,何某某等6人共同通过新余赤月间接持有标的资产之一天象互娱10%股权,且除陈某外的5人为标的资产的核心管理团队。四是

同时转让标的资产。本次何某某等 6 人又同时将标的资产股权转让给宁波富邦。五是同时参加宁波富邦的增发。

2. 即使何某某等 6 人不构成一致行动人,重组后上市公司也有可能由管理层控制,控制权发生变更。

根据预案,交易完成后,宁波富邦主营业务由铝型材料加工、销售变更为传统铝加工业和移动网络游戏研发并行。宁波富邦传统铝加工业绩逐年下滑,2013 年至 2015 年净利润均为负数,连年亏损。按照标的资产方业绩承诺情况,一方面,2016 年至 2018 年实现净利润不低于 3.00 亿元、3.60 亿元、4.32 亿元,移动网络游戏将成为宁波富邦的主要利润来源。另一方面,标的资产的资产净额是宁波富邦资产净额的 4.5 倍,标的资产将成为宁波富邦的核心资产。根据重组预案,未经何某某等标的资产股东同意,宁波富邦不能修改标的资产的公司章程;在利润补偿期间,由何某某全权决定标的公司日常生产经营计划及生产经营中的采购、销售等事宜;宁波富邦不得罢免或解除标的资产方提名的董事和总经理的职务。由此可见,标的资产将成为宁波富邦的主要利润来源和核心资产,而标的资产可能被何某某等管理层实际控制,公司控制权发生实质上的转移。

如果上述两点有一点成立,则此次重组便构成重组上市,审核标准等同于 IPO 的审核标准。

二、标的资产估值

在重大资产重组中,标的资产的交易定价通常以资产评估结果为依据,因此标的资产估值是否公允直接影响交易定价的合理性。《重组办法》第 20 条规定,评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值。上市公司董事会应当对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性等方面发表明确意见,以分析重组交易定价的公允性。

(一) 估值的方法

在重组实务中,资产评估机构通常使用两种评估方法对标的资产进行价值评估,然后从中选取一种更合理的作为最终评估结果。目前,资产评估主要有三种基本方法,即收益法、市场法和资产基础法。

1. 收益法

收益法,是指通过估测被评估资产未来预期收益的现值,来判断资产的价值。该方法采用资本化或折现的方法来估算资产价值,能比较准确地反映公司的经营情况及内在价值,是实务中应用最多的一种估值方法。

收益法用数学公式可以表示为:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i}$$

P :表示资产价值,即通过预测一项资产未来产生的收益,折算成现值求和,以代表当前资产的价值。

R_i :表示被评估资产的预期收益额。不同种类资产的收益额的表现形式也不完全相同,在评估企业价值时,通常使用净利润、净现金流量等财务指标。

r :表示折现率或资本化率。折现率是一种期望投资报酬率,是投资者在投资风险一定的情形下,对投资所期望的回报率,由无风险报酬率和风险报酬率组成。无风险报酬率是指投资无风险资产所获得的投资回报率,实践中参照同期政府债券收益率;风险报酬率则是对风险投资的一种补偿,反映与评估资产相联系的市场风险、行业风险等。

n :表示被评估资产的收益期限,即资产具有获利能力并产生收益的持续时间,通常以年为时间单位。收益期限由评估人员根据被评估资产自身效能、未来获利能力以及有关法律法规、契约合同等确定。

收益法通常应用于对企业价值进行评估,对于轻资产类型的企业价值评估,收益法更是占据极为重要的地位。企业经营的本质是获得收益,因此,收益法与其他评估方法相比更能体现企业运营的本质特征。但是,收益法操作的主观性较强,例如对未来收益的预测、对风险报酬率的确定等,从而使得评估结果较难把握。

2. 市场法

市场法,是指利用市场上同样或类似资产的近期交易价格,经过直接比较或类比分析以估算资产价值的方法,只有在成熟完备的市场才能发挥市场法估值的作用。市场法包括现行市价法、市场折扣法、价格指数法、价值比率法等具体操作方法。在评估企业价值时,通常使用价值比率法。

价值比率法,是指利用参照物的市场价值与其某一经济指标相比较形成的价

价值比率作为乘数,乘以评估对象的同一经济指标,从而得到评估对象价值的一种评估方法。在实践中,常用的价值比率包括市盈率、市净率、市销率、企业价值倍数等。价值比率法计算资产的估值,用公式表示如下所示:

$$\text{资产评估价值} = \text{待评估资产经济指标} \times \frac{\text{参照物价值}}{\text{参照物经济指标}}$$

↓
价值比率

(1) 市盈率

市盈率(Price-to-Earning Ratio, P/E),是指公司每股市价与每股盈利的比值。在评估目标公司价值时,一般通过目标公司最近一年的预期收益与可比公司或者所在行业的平均市盈率相乘得出,即目标公司估值 = 目标公司近一年预期收益 × 可比公司或所在行业的平均市盈率。

(2) 市净率

市净率(Price-to-Book Ratio, P/B),是指公司每股市价与每股净资产之间的比率。在评估目标公司价值时,一般通过目标公司净资产与可比公司或者所在行业的平均市净率的乘积得出,即目标公司估值 = 目标公司净资产 × 可比公司或所在行业的平均市净率。

(3) 市销率

市销率,是指公司每股市价与每股销售收入的比值。在评估目标公司价值时,一般通过目标公司最近一年的销售收入与可比公司或者所在行业的平均市销率相乘得出,即目标公司估值 = 目标公司近一年销售收入 × 可比公司或所在行业的平均市销率。

(4) 企业价值倍数

企业价值倍数(EV/EBITDA),是指企业价值与息税折旧摊销前利润的比率。其中,息税折旧摊销前利润(EBITDA)指的是扣除利息、所得税、折旧、摊销之前的利润。在评估目标公司价值时,一般通过目标公司最近一年的息税折旧摊销前利润与可比公司或者所在行业的平均企业价值倍数相乘得出,即目标公司估值 = 目标公司近一年息税折旧摊销前利润 × 可比公司或所在行业的平均企业价值倍数。

3. 资产基础法

资产基础法也称成本法,即通过估测资产的成本来确定资产价值。在使用资产基础法评估企业的价值时,将企业看作相互独立资产的集合,企业的价值即各项资产价值的总计。资产基础法的优点在于其客观性较强、不确定因素较少,主要用来评估企业的最低价值;其缺点在于仅关注单项资产的价值,而忽视企业作为整体的协同效应及盈利能力,估值结果并不能反映企业的全部价值。

资产基础法常用的计算方法包括账面价值法、重置成本法等。

(1)账面价值法,是指以公司总资产扣除总负债,即股东权益,作为目标企业的价值。该方法仅对目标企业现有的资产进行估值,并未着眼于目标企业的未来成长能力。

(2)重置成本法,是指以重新构建与目标企业完全相同的企业所需的成本价值,作为目标企业价值。计算公式为:目标企业价值 = 企业资产目前市场全新的价格 - 折旧额、损耗和贬值。

(二)重组估值普遍存在的问题——高估值

高估值,是指在上市公司购买资产的交易中,标的资产的估值远高于其账面价值。在重组实务中,标的资产的估值往往是交易双方商议、妥协的结果,评估方法以收益法为主。标的资产估值虚高主要有以下两个原因:一是收购的标的资产的经营业绩相关资料主要由被收购方提供,为获得更高的交易对价,被收购方倾向于更激进、乐观地评估业绩。为获得高对价,被收购方经常通过高业绩承诺来推高估值。二是收益法以标的资产未来盈收能力作为价值评估的基础,而预期收益金额及期限等重要参数受到宏观经济、行业前景等多种客观因素的影响,存在较大的不确定性。由于当前上市公司并购重组标的资产往往集中在热点行业,易推高收益法评估值。

虚高的估值造就了虚高的交易对价,上市公司为购买标的资产就要付出更高的代价,而标的资产未能给上市公司带来预期收益,会严重侵害上市公司利益。同时,高估值容易导致利益输送、内幕交易、高业绩承诺无法兑现、商誉减值等问题,这势必导致上市公司业绩波动,损害中小投资者的利益。

在并购重组实务中,收益法评估推高估值的方法多种多样,例如,预测标的资产的产品单价、销售量等持续上涨;游戏、文化类具有周期性的标的资产,在产品顶

峰期进行预测,并假设能维持顶峰状态,等等。

【例 1-3-2】东方市场(000301)重组高估值——假设产品单价持续上涨

江苏吴江中国东方丝绸市场股份有限公司(以下简称东方市场,000301)于 2017 年 8 月 21 日发布了《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》,东方市场拟购买江苏国望高科纤维有限公司(以下简称国望高科)100% 股权。

报告书披露,以 2017 年 6 月 30 日为评估基准日,采用收益法评估,国望高科评估值为 127.33 亿元,账面价值为 57.79 亿元,评估增值率 120.33%。但经研究,国望高科主营民用涤纶长丝,行业的周期性会导致其未来持续盈利能力具有周期性和不确定性,但估值时预计产品单价持续上涨,影响了估值的合理性。

报告书披露,民用涤纶长丝的市场价格从 2014 年下半年开始下跌并在低位徘徊,至 2016 年下半年随着原材料价格的上涨以及下游需求的增加,民用涤纶长丝的市场价格开始小幅上涨,国望高科主要产品 DTY、FDY、POY 的平均销售价格 2015 年分别下降 14.67%、12.84%、9.53%,2016 年分别下降 2.49%、5.09%、0.83%;同时,查阅万得资讯国内涤纶长丝价格,发现国望高科主要产品的国内市场价格存在较大波动,2005 年至 2008 年、2009 年至 2015 年为两个周期,分别经历价格由增长到下跌的过程。以 DTY 产品为例,在 2005 年至 2008 年,其市场价格从每吨 1.29 万元增长到 1.50 万元,又下降到 0.83 万元;在 2009 年至 2015 年,市场价格从每吨 0.83 万元增长到 1.89 万元,又下降到 0.73 万元。可见,国望高科主要产品价格存在波动性和周期性。但对国望高科估值时,对于产品单价,2017 年全年给予 DTY、FDY8%、POY4%的增幅预测,2018 年至 2022 年维持 3% 或 4% 的增长率,并在 2023 年及以后维持单价不变。估值时未考虑产品单价的周期性,预测持续增长与历史趋势不符,容易导致估值偏高。

三、业绩承诺与补偿安排

业绩承诺与补偿,是指在上市公司重大资产重组过程中,交易对方(被收购标的资产的股东)对未来一段时间内(承诺期)的经营业绩作出预测,并承诺如果标的资产在承诺期届满实际经营业绩没有达到预期目标时,将向上市公司承担补偿责

任。设置业绩承诺与补偿机制的根源,在于标的资产的未来盈利能力存在不确定性,其目的是防范标的资产估值虚高、重组完成后业绩“变脸”,以确保重组交易定价的公允性和合理性。

(一)相关规定

1. 应当进行业绩承诺的情形

根据《重组办法》第35条的规定,重大资产重组在同时满足以下两个条件时,交易对方应当进行业绩承诺:(1)上市公司向控股股东、实际控制人、控制的关联人购买资产,或者购买资产导致控制权发生变更;(2)采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买标的资产进行评估并作为定价参考依据。

除此之外,《关于并购重组业绩补偿相关问题与解答》规定,在交易定价采用资产基础法估值结果的情况下,如果资产基础法中对于一项或几项资产采用了基于未来收益预期的方法,上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人也应就此部分进行业绩承诺与补偿。

上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的,并未强制规定进行业绩承诺;但上市公司与交易对方可以根据市场化原则,自主协商是否采取业绩承诺与补偿协议。

2. 业绩承诺方和承诺期限

业绩承诺方为重大资产重组的交易对方,业绩承诺与补偿期限一般为重大资产重组实施完毕后的3年,对于拟购买资产作价较账面值溢价过高的,可视情况延长业绩补偿期限。在采用基于未来收益预期的方法估值时,承诺净利润数一般为估值中的预测净利润数额。上市公司应当在重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露标的资产的实际净利润与承诺净利润的差异情况,并由会计师事务所对此出具专项审核意见。交易对方应当按照补偿协议的规定,就实际净利润不足承诺净利润的部分,对上市公司进行补偿。

3. 业绩补偿方式和计算

交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人,应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿。如构成重组上市,股份补偿不低于本次交易发行股份数量的90%。业绩补偿应先以股份补偿,不足部分以现金补偿。通常在业绩承诺期的每个年度进行一次测算和补偿。

业绩补偿金额通常以重组标的资产的交易作价为基准,乘以业绩未达标的比例。当期应补偿的金额或股份数量的具体计算公式如下:

当期补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 补偿期限内各年的预测净利润数总和 × 拟购买资产交易作价 - 累积已补偿金额

当期应当补偿股份数量 = 当期补偿金额 / 本次股份的发行价格

其中,上述净利润数均为标的资产扣除非经常性损益后的利润数。按照上述公式,如果在重组交易中购买的标的资产作价为 50 亿元,业绩承诺期届满时,承诺的净利润实现了 80%,则业绩承诺方应就未实现部分向上市公司进行补偿,应补偿总金额 = $50 \times (1 - 80\%) = 10$ 亿元。

4. 业绩承诺不得变更

《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》规定,在上市公司重大资产重组中,重组方的业绩补偿承诺是基于其与上市公司签订的业绩补偿协议作出的,该承诺是重组方案的重要组成部分,因此,重组方应当严格按照业绩补偿协议履行承诺。重组方不得适用《上市公司监管指引第 4 号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第 5 条的规定,变更其作出的业绩补偿承诺。

《上市公司监管指引第 4 号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第 5 条规定,因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因导致承诺无法履行或无法按期履行的,承诺相关方应及时披露相关信息。除因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因外,承诺确已无法履行或履行承诺不利于维护上市公司权益的,承诺相关方应充分披露原因,并向上市公司或其他投资者提出用新承诺或者提出豁免履行承诺义务。

(二) 重组方案中经常存在的问题

1. 高业绩承诺

高业绩承诺,是指交易对方承诺的净利润远高于标的资产近期的净利润。

在重组交易中进行高业绩承诺主要有两个重要的原因:一是标的资产通过高业绩承诺的方式获得高估值,在采用收益法等基于未来收益预期的方法对拟购买标的资产进行估值时,估值是以预期业绩为基础的,所以标的资产的高溢价估值,

就必须配以高业绩承诺作为支撑。二是上市公司希望通过标的资产的高业绩承诺、高估值来推动利好,提升股价。

高业绩承诺会对广大中小投资者产生不利的影 响。承诺的净利润远高于标的资产近期净利润,使其业绩实现具有很大的不确定性。如果标的资产未实现承诺净利润,一方面会造成上市公司股价下跌,投资者为风险埋单;另一方面如果业绩承诺方未按照协议对上市公司进行补偿,更是会损害上市公司及广大中小投资者的合法权益。

【例 1-3-3】博通股份(600455)重大资产重组中的高业绩承诺

2016年8月3日,西安博通资讯股份有限公司(以下简称博通股份,600455),发布了《发行股份购买资产暨关联交易预案》,博通股份拟收购中软国际(中国)科技有限公司[以下简称中软国际(中国)]持有的中软国际科技服务有限公司和上海华腾软件系统有限公司100%股权(以下统称标的资产)。

在博通股份与中软国际(中国)签署的《利润补偿协议》中,中软国际(中国)承诺:标的资产2016年、2017年和2018年合计实现的净利润分别不低于4亿元、5.6亿元、7.56亿元,共17.16亿元。与标的资产报告期内业绩相比,这构成了高业绩承诺。

标的资产报告期2013年、2014年、2015年的净利润分别是1.50亿元、2.03亿元、1.75亿元,共5.28亿元,承诺期净利润是报告期净利润的3.25倍,如此高的承诺业绩,其实现具有重大不确定性。标的资产2013年至2015年的净利润复合增长率为8.01%,若实现承诺的业绩,则意味着2015年至2018年的净利润复合增长率为62.87%,远远高于2013年至2015年的8.01%。标的资产如何能保证高达62.87%的净利润复合增长率?

2. 业绩补偿内容不合规、不合理

当标的资产未实现承诺的净利润时,承诺方应当对上市公司进行业绩补偿。业绩补偿内容和方式对上市公司至关重要,存在的问题主要如下。

(1) 业绩补偿的金额并未覆盖所有的交易对价

按照上文业绩补偿的公式,业绩补偿的上限应当为重组的交易对价。但在实际操作中,一些业绩补偿并未覆盖所有交易对价。主要有两种情况:一是承诺方规

定了最高补偿上限,但该上限小于交易对价;二是承诺方仅对未实现的净利润差额进行补偿,这时补偿上限仅为承诺的净利润总额。

(2)并非所有的交易对手都业绩承诺

在重组的业绩承诺与补偿协议中,存在仅有部分交易对手进行业绩承诺的情况。此时,业绩承诺方并未获得所有交易对价,一种情况是,承诺方仅以其所获交易对价为最高补偿限额;另一种情况是,承诺方业绩补偿覆盖标的资产的全部交易对价,则承诺方所获对价将小于业绩补偿范围。在标的资产实际净利润远未达到承诺净利润,须补偿金额大于其所获交易对价的情况下,承诺方可能懈于履行承诺,不利于保证承诺的实现。

(3)仅以现金方式进行补偿

在发行股份购买资产的重组交易中,虽然有规定“业绩补偿应先以股份补偿,不足部分以现金补偿”,但有些交易中,承诺方选择仅以现金方式补偿,现金补偿的可执行性比股份补偿低。在这种补偿方式下,如果标的资产未达到承诺业绩,承诺方可能存在补偿能力不足或逃避补偿的情况,这会对上市公司利益形成损害。因此,在现金补偿方式下,保证承诺方足额补偿的可实现性至关重要,这可以避免承诺成为“空头支票”。

【例 1-3-4】四通股份(603838)发行股份购买资产重组中业绩补偿内容不合规

2016年6月30日,广东四通集团股份有限公司(以下简称四通股份,603838)公告了《发行股份购买资产暨关联交易预案》。四通股份拟通过发行股份的方式,购买13个交易对方持有的广东启行教育科技有限公司(以下简称启行教育)100%股权,交易价格为45亿元。

四通股份与业绩承诺方签署了《利润补偿协议》,交易对方李某、李某某、启德同仁承诺,启行教育2016年、2017年、2018年净利润分别不低于2.40亿元、2.75亿元、3.10亿元。如果启行教育未实现承诺的净利润,业绩承诺方以现金补偿方式对四通股份承担补偿义务,并且启德同仁承担的利润补偿金额不超过其通过本次交易取得总对价的50%,即0.35亿元;李某、李某某承担的利润补偿金额不超过其通过本次交易取得的总对价,即9.20亿元。

本次重组方案中主要存在以下几个问题:一是关于业绩承诺方。本次交易对

手为启行教育的13个股东,但只有3个股东进行了业绩承诺,业绩承诺方所获交易对价仅占总对价的22%。二是关于业绩补偿金额,业绩承诺方承诺的补偿上限为9.5亿元,仅为本次交易对价45亿元的21%,覆盖范围太低。三是关于业绩补偿方式,业绩承诺方以现金方式进行补偿,不利于保障业绩补偿的实现。

3. 设置承诺可调整条款

在并购重组实践中,如果重组完成后标的资产未实现承诺的净利润,交易双方时常通过变更业绩承诺和补偿方案,以减轻或免除业绩承诺方的补偿责任。变更承诺的方式主要包括:变更业绩承诺数额、变更业绩承诺期、提前终止业绩承诺、将逐年补偿变更为累积补偿、将股份补偿变更为现金补偿等。在标的资产未实现承诺业绩时,减轻或免除承诺方对上市公司的补偿责任,会直接减少上市公司的当期净利润,而且会对股价造成不利影响,损害投资者的合法权益。

为能在重组完成后变更业绩承诺,交易双方在重组的业绩承诺与补偿协议中,会提前设置“承诺的可调整条款”,即因特定原因导致标的资产承诺业绩不达标时,交易双方可协商对约定的补偿数额、补偿方式等予以调整。考虑到《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》中规定“上市公司重大资产重组中,重组方应当严格按照业绩补偿协议履行承诺。重组方不得变更其作出的业绩补偿承诺”,在重组方案中设置“承诺的可调整条款”显然不符合规定,应在重组方案中予以删除。

【例1-3-5】ST云维(600725)重组中设置补偿金额的调整条款

云南云维股份有限公司(以下简称ST云维,600725)2017年6月6日发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》,ST云维拟购买李某某等95名交易对方持有的深圳市深装总装饰股份有限公司(以下简称深装总)98.27%的股权。

ST云维与李某某、胡某某等5名交易对方签署了《业绩补偿及奖励协议》,其中设置了“补偿金额的调整条款”,主要内容为“在本次交易实施完成后,如因下列原因导致深装总未实现承诺净利润总额时,本协议各方可协商一致,以书面形式对约定的补偿数额及或约定的补偿方式予以调整:发生签署协议时所不能预见、不能避免、不能克服的任何客观事实,包括但不限于地震、台风、洪水、火灾、疫情或其他天灾等自然灾害,以及战争、骚乱、罢工等社会性事件。前述自然灾害或社会性事

件及其他签署协议时所不能预见、不能避免、不能克服的任何客观事实,导致深装总发生重大经济损失、经营陷入停顿或市场环境严重恶化的,各方可根据公平原则,结合实际情况协商免除或减轻业绩承诺主体的补偿责任”。上述协议违反了《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》中“重组方应当严格按照业绩补偿协议履行承诺,重组方不得变更其作出的业绩补偿承诺”的规定。如果各方协商免除或减轻业绩承诺主体的补偿责任,将对中小投资者的合法权益造成损害。

四、发行股份购买资产的特别规定

上市公司进行重大资产购买的交易方式包括现金支付、发行股份支付或者二者结合,因此,发行股份购买资产属于一种特殊的重大资产重组。《重组办法》对发行股份购买资产有一些特殊规定。

(一) 发行股份的相关规定

1. 应符合规定

上市公司为促进行业的整合、转型升级,在控制权不发生变化的情况下,可以向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产。《重组办法》第43条规定了发行股份购买资产应该符合以下五条规定:

(1) 本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力,有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性。

(2) 上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告;被出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告的,须经注册会计师专项核查确认,该保留意见、否定意见或者无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者将通过本次交易予以消除。

(3) 上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被证监会立案调查的情形,但是,涉嫌犯罪或违法违规的行为已经终止满3年,交易方案有助于消除该行为可能造成的不良后果,且不影响对相关行为人追究责任的除外。

(4) 上市公司发行股份所购买的资产为权属清晰的经营性资产,并能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

(5)证监会规定的其他条件。

除此之外,如果上市公司发行股份购买的资产与现有主营业务没有显著协同效应的,应当充分说明并披露本次交易后的经营发展战略和业务管理模式,以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。

2. 发行股份的定价

上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。其中,交易均价的计算公式为:

$$N \text{ 个交易日公司股票交易均价} = N \text{ 个交易日公司股票交易总额} \div N \text{ 个交易日公司股票交易总量}$$

3. 发行股份购买资产可以同时募集配套资金

上市公司发行股份购买资产的,除构成重组上市外,可以同时募集部分配套资金。《证券期货法律适用意见第12号——〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十四条、第四十四条的适用意见》和《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》,对发行股份购买资产的同时募集配套资金的规模、用途等进行了详细规定。

(1)募集配套资金的数量:上市公司发行股份购买资产同时募集部分配套资金,所募配套资金比例不超过拟购买资产交易价格100%的,一并由并购重组审核委员会予以审核;超过100%的,一并由发行审核委员会予以审核。其中,“拟购买资产交易价格”指本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格,但不包括交易对方在本次交易停牌前6个月内及停牌期间以现金增资入股标的资产部分对应的交易价格。

(2)募集配套资金的用途:发行股份购买资产同时所募资金,仅可用于支付本次并购交易中的现金对价;支付本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用;投入标的资产在建项目建设。募集配套资金不能用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。

(3)重组上市不得募集配套资金:在之前的重组上市中,一些市场资金往往通过参与认购配套融资增发的股份的方式分享上市公司被借壳的利益。《重组办法》规定了上市公司重组构成重组上市的不得同时募集配套资金,这一规定限制了市

场资金方通过认购配套融资增发股份分享重组上市的利益。

(4) 股权计算的特殊规定:在认定是否构成《重组办法》第 13 条规定的重组上市情形时,上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人拟认购募集配套资金的,相应股份在认定控制权是否变更时剔除计算。同时,上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人在本次交易停牌前 6 个月内及停牌期间取得标的资产权益的,以该部分权益认购的上市公司股份,按前述计算方案予以剔除。

(二) 重组方案中经常存在的问题

在发行股份购买资产的交易中,发行股份的价格是关键性因素。如果发行股份的发行价格偏低,在交易对价恒定的情况下,会导致发行股份的数量增多,进而稀释现有股东的权益。在一些重组交易中,交易双方对发行股份的价格设置了调整机制,但只规定了发行价格向下调整的触发条件,而没有价格向上调整的相关规定,相当于单项的只调跌不调涨。在这种调价机制下,只可能导致发行股份数量的增多,损害上市公司现有股东的权益。

【例 1-3-6】发行价格偏低——通达动力(002576)发行股份购买资产

江苏通达动力科技股份有限公司(以下简称通达动力,002576)2017 年 7 月 22 日发布了《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》,通达动力拟发行股份购买隆基泰和置业有限公司(以下简称隆基泰和置业)相应股权,作价 151 亿元。

预案显示,通达动力定价基准日前 20 日、60 日、120 日的 A 股交易均价的 90% 分别是 22.02 元/股、20.69 元/股、18.96 元/股,本次重组交易的发行价格选择 120 日作为参考基数,定为 20.00 元/股。该发行价格虽然高于 120 日的参考基数,但仍然低于 20 日和 60 日的参考价格。该选择看似符合《重组办法》第 45 条规定,其实存在诸多问题。首先,通达动力从 2016 年 6 月 14 日即开始停牌,2016 年 12 月 12 日才复牌,2017 年 1 月 23 日又停牌至今。如果选择 120 个交易日的股票均价作为参考,几乎是以 2016 年 1 月至今的股票交易价格作为参考,由于公司长期停牌的影响,这一选择基准并不能有效反映公司股票的实际交易情况。其次,一般的上市公司发行股份采用定价基准日前 20 个交易日上市公司股票交易均价作为市场参考价,这一参考价格也更加符合市场走势。本次重组交易选择三个参考价格中最低

的120个交易日均价作为基准,已经对中小投资者的利益造成损害。

【例1-3-7】调价机制只调低不调高——鹏欣资源(600490)发行股份及支付现金购买资产

鹏欣环球资源股份有限公司(以下简称鹏欣资源,600490)2017年6月28日发布了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》,鹏欣资源拟发行股份及支付现金购买宁波天弘益华贸易有限公司(以下简称宁波天弘)。

此交易方案中对发行股份的价格设置了调整机制。具体内容为:购买宁波天弘的交易价格不进行调整,但对发行股份的价格设置调整机制。在鹏欣资源股东大会审议通过本次交易的决议公告日至证监会核准本次交易前,上证综指(000001.SH)或上证380指数(000009.SH)或申万有色金属指数(801050.SI)在任一交易日前的连续30个交易日中,至少有10个交易日的收盘点数相比上市公司因本次交易首次停牌日前一交易日(2017年2月20日)的收盘点数跌幅超过10%,即触发调价条件,鹏欣资源有权按照鹏欣资源的最新股价对发行价格进行调整。

虽然《重组办法》第45条规定,在证监会核准前,上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格发生重大变化的,董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整。但是,上证综指和申万有色金属指数时时发生变化,在这次交易的调价机制下,只能降低股份发行价格,并不能在上证综指或申万有色金属指数上涨时,提高发行价格。

五、商 誉

根据国内现行会计准则规定,商誉是指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价值。上市公司实施重大资产重组,购买标的资产获得控制权,构成非同一控制下企业合并时,便涉及商誉。

(一)商誉计算及减值

1. 重组交易中商誉的计算

《企业会计准则第20号——企业合并》规定,在非同一控制下的企业合并中,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。由上述规定可知,商誉的计算公式如下:

$$\text{合并商誉} = \text{合并成本} - \text{合并中取得被购买方可辨认净资产公允价值份额}$$

在并购重组实务中,合并成本与净资产公允价值均由评估机构确定。合并成本即交易对价,在被收购企业的评估值上下浮动,通常以收益法、市场法评估的被收购企业的评估价值作为对价;被购买方可辨认净资产公允价值通常等于资产基础法评估的被收购企业的价值,但在被收购企业以流动性资产为主的情况下,评估增值可以忽略,可辨认净资产的公允价值等于被收购企业经审计的净资产的账面值。

2. 商誉减值

根据《企业会计准则第8号——资产减值》相关规定,因企业合并所形成的商誉,无论是否存在减值迹象,每年都应当进行减值测试。商誉的减值测试及确认应结合与其相关的资产组进行。在实务操作中,商誉的减值测试一般采用现金流量预测方法计算,即将资产组未来可收回金额的现值与商誉账面值进行比较,可收回现值小于商誉账面值的部分计提为商誉减值准备。商誉减值准备一旦计提,不得转回,商誉减值在冲减资产的同时,也抵减净利润。

在并购重组交易完成后,上市公司至少应当在每年度末对并购的标的资产进行减值测试。如果未来期间标的资产经营所处的经济、技术或者法律等环境以及所处的市场发生重大变化从而对企业产生不利影响,或出现经济绩效已经低于或者将低于预期等情况,导致包含分摊商誉的标的公司资产组合的公允价值净额和资产组合预计未来现金流量的现值低于账面价值的,应当在当期确认商誉减值损失。

(二) 重组交易常见问题——确认巨额商誉

近年来,上市公司向控股股东、实际控制人或其控制的关联人之外的特定对象购买资产的重组并购行为日益增多,标的资产的估值增值率也逐年增高,导致上市公司的商誉不断提高。在一些高估值、高溢价的并购中,上市公司确认巨额商誉,但若并购的标的资产最终业绩达不到预期,上市公司面临计提商誉减值损失,将直接减少公司净利润。大额商誉减值会严重吞噬企业经营利润,拖累上市公司发展,损害中小投资者的利益。

【例1-3-8】天神娱乐(002354)重组交易中确认巨额商誉

2016年10月18日,大连天神娱乐股份有限公司(以下简称天神娱乐,002354)发布了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书(草案)修订稿》,天神娱乐拟发行股份收购北京幻想悦游网络科技有限公司(以下简称幻想悦游)93.54%股份、北京合润德堂文化传媒股份有限公司(以下简称合润传媒)96.36%股份。

1. 重组交易确认巨额商誉

以2015年12月31日为评估基准日,采用收益法评估,幻想悦游全部股权价值为36.52亿元,评估增值率393.26%,其93.54%股权交易价格为34.17亿元;合润传媒全部股权价值为7.70亿元,评估增值率325.03%,其96.36%股权交易价格为7.42亿元。根据重组报告书,本次重组将导致上市公司新增商誉38.62亿元,本次重组完成后,天神娱乐商誉总额为75.27亿元,占备考合并总资产的71.90%,占备考合并净资产的81.37%。

2. 商誉减值的敏感性测试

对幻想悦游、合润传媒商誉的敏感性进行分析可知,当预测净利润下降1%时,商誉减值4137.64万元;下降5%时,商誉减值20,788.22万元;下降10%时,商誉减值41,676.44万元。可见,如果重组完成后标的资产经营业绩低于预期,导致预计未来现金流量的现值低于账面价值,将确认大额商誉减值,对上市公司当期经营业绩产生不利影响。中小投资者应警惕巨额商誉导致未来由于计提减值影响上市公司经营业绩的风险。

【例1-3-9】二六三(002467)——2016年计提大额商誉减值

2017年3月1日,二六三网络通信股份有限公司(以下简称二六三,002467)发布了《关于计提商誉减值准备的公告》,对2016年年底计提商誉减值准备的情况进行了说明。

二六三此前收购的标的资产盈利能力表现不一,2016年年底详细商誉减值情况如下:

1. 二六三2012年收购 iTalk Global 的66.67%股权及相关经营推广公司,确认商誉6.40亿元;收购北京首都在线网络技术有限公司70.23%股权,确认商誉0.93

亿元。因上述两项业务 2015 年已深度融合,二六三将两项业务商誉合并计算。经评估机构测试,至 2016 年年底,上述两项业务资产须计提商誉减值准备 3.20 亿元,计入 2016 年当期损益。

2. 二六三自 2012 年始,分步收购了上海翰平网络技术有限公司(以下简称上海翰平)100% 股权,确认商誉约 0.35 亿元。经评估机构测试,至 2016 年年底,上海翰平计提商誉减值准备 0.35 亿元,计入 2016 年当期损益。

综上,本次共计计提商誉减值准备 3.55 亿元,列入二六三 2016 年年度合并损益,由此导致二六三 2016 年归属于母公司所有者的净利润减少 3.55 亿元。2016 年二六三巨额亏损,归属于母公司所有者的净利润为 -3.78 亿元,基本由商誉减值造成。