

PDF-TN2015013

## 天珑移动借壳创智科技通过“新三板”上市<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

1、本案例主要适用于金融类课程，教学对象为金融学硕士、金融硕士、MBA学生等。

2. 本案例的教学目的：与近年来企业在二级市场借壳上市的案例不同，本文通过独特的视角，首次通过描述企业通过借壳三板市场寻求曲线上市的过程，有借壳成本低、未来申请上市时间明确、资本增值较大等特点。同时，案例或将开创退市公司按照新制度重新恢复上市的先河。

因此，本案例的教学目的主要有：

- (1) 理解和掌握借壳的概念，根据壳资源的不同，区分借壳上市与借壳；
- (2) 理解和掌握借壳动因，理解借壳的结构与过程（包括债务清偿、资产出售、发行股票购买资产等），理解交易标的的评估、发行股票定价、交易对价；
- (3) 理解和掌握借壳的效果与作用。

#### 二、启发思考题

---

1. 本案例由同济大学经济管理学院的石建勋、岳远斌、陈龙撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

以下几个开放性思考题可以预先布置给学生，让学生在阅读案例中进行思考：

1. 试分析如果天珑移动选择二级市场借壳上市会遇到哪些阻碍，可从壳资源、股票价格、融资规模等方面谈。
2. 分析天珑移动如何实现实际控制创智科技，除此之外还有没有其他方式能实现此目的？
3. 借壳完成后，天珑移动还需要从哪些方面着手来实现上市梦？
4. 以本案例为基础，试分析天珑移动借壳实现上市后，对我国退市、重新上市制度的完善有什么借鉴作用？
5. 针对新股发行注册制改革对借壳行为的影响谈谈你的看法。

### 三、分析思路：

教师可以根据自己的教学目的来灵活使用本案例。这里提出供参考的案例分析思路：

首先，可以通过常见的借壳上市的概念以及近年来借壳上市的趋势开头：借壳上市是指一间私人公司通过把资产注入一间市值较低的已上市公司，得到该公司一定程度的控股权，利用其上市公司地位，使母公司的资产得以上市。在 1999 年年底，A 股市场中通过借壳上市的民营企业就有 24 家，占到民营企业上市总数(104 家)的 23%。经过 10 几年的发展，截至 2012 年年中，A 股中借壳上市的民营企业已达 500 余家，占到上市民营企业总数的六成以上。近年来，随着金融危机的影响日益扩大，资本市场的闸门相对紧闭，开始有更多的民营企业通过借壳这一方式进入资本市场。在未来，借壳上市将成为更多民营企业首要的上市渠道。

其次，谈完了借壳上市的基本情况，再可以让学生自由发挥谈谈近年来手机行业的发展变化，随后进行总结陈述。然后将借壳上市与手机行业的发展状况相结合，将话题引入到本案例中天珑移动借壳创智科技，让学生分组讨论借壳动因，随后进行归纳总结，并拓展思维分析未来公司选择三板市场壳公司借壳的可行性与必要性。

第三，上述分析能够解决学生对单纯借壳的理解，但是还不能使其完全熟悉借壳的全过程，包括本案例借壳过程分为那几步，如何实现控制权转移，交易的定价方式是怎样等等。这些就需要学生通过对借壳过程进行学习，期间可以小组讨论，试用简短的图表、话术解释清楚借壳前后股份占比、控股权的转移、借壳成本问题，同时与常见的借壳上市行为作对比分析。

第四，案例分析至此，学生已基本了解到天珑移动借壳三板市场公司创智科技的动因、过程，接下来就是谈借壳效果的评价，在此可以由老师穿针引线地说出一至二条，再由学生结合案例内容进行归纳补充。同时，介绍股票发行注册制的概念、趋势，鼓励学生对发行注册制对借壳行为的影响进行判断和分析，亦可布置小组作业进行考核评定。

最后进行课程总结。

## 四、理论依据

### 1. 借壳& 借壳上市

借壳的判断标准要同时满足两个条件：1) 上市公司的控制权发生变更；2) 上市公司（在控制权发生变更）后向收购人及其关联人购买的资产总额 $\geq$ 上市公司（在控制权发生变更）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。

借壳上市是指一家非上市公司及其控股股东，通过并购重组将这家非上市公司或其核心资产注入一家市值相对较低的已上市公司，在并购重组之前或同时，非上市公司的控股股东取得已上市公司的一定控股权。这样的企业并购行为存在于任何一个资本市场中，比如在美国借壳上市也被称作“反向收购”（reverse merger），或“后门上市”（back-door listing）。根据纽交所 2011 年 11 月修订的上市规则，指的是一家企业通过反向并购、换股发行或其他方式直接或间接收购“壳公司”（shell company），从而成为上市公司的行为。

借壳的过程无非包括获取控制权、剥离和反向收购三个步骤。首先拟上市公司通过资产注入、认购增发和收购股东股权三种方式取得壳公司控制权；接下来是剥离上市公司资产，主要通过现金收购上市公司资产或向上市公司注入资产置

换出旧资产；最后通过现金收购、定向增发等手段，注入借壳公司资产，最终实现借壳上市。

## 2. 摩尔定律

摩尔定律是由英特尔（Intel）创始人之一戈登·摩尔（Gordon Moore）提出来的。其内容为：当价格不变时，集成电路上可容纳的元器件的数目，约每隔 18-24 个月便会增加一倍，性能也将提升一倍。换言之，每一美元所能买到的电脑性能，将每隔 18-24 个月翻一倍以上。这一定律揭示了信息技术进步的速度。

尽管这种趋势已经持续了超过半个世纪，摩尔定律仍应该被认为是观测或推测，而不是一个物理或自然法。预计定律将持续到至少 2015 年或 2020 年。

## 3. 企业并购成因的理论分析

借壳上市行为归根结底是企业并购行为的一种，其根本动因也将符合企业并购成因的相关理论：

规模经济论。所谓规模经济指每个时期内，产品或从事生产产品的业务、职能的绝对量增加时，其单位成本下降。企业并购对规模经济产生直接影响，企业通过并购对工厂的资产进行补充和调整，达到最佳规模经济的要求，使其经营成本最小化；可以使企业在保持整体产品结构的同时，实现产品深化生产，或者运用统一的生产流程，减少生产过程的环节间隔，充分利用生产能力。

交易费用论。微观经济学中，价格反映资源的稀缺度，是资源配置的信号。价格机制被认为是最有效的协调和指导资源配置的工具。在此情况下，科斯分析了企业存在的理由是使用价格机制需要支付成本，因此通过一个组织，并让某种权力（企业）支配资源，部分市场费用可以节省；企业面对的是有限理性、机会主义动机、不确定性和信息不完全的世界，企业并购正好实现节约交易费用的目的。通过并购可以使专门的知识（企业通过研究开发投入获得的产品）在同一企业内部使用；防止企业商誉运用上的外部性问题；可以保证企业生产需要的中间产品质量；可以形成市场进入壁垒，限制竞争者进入，形成市场垄断；并购还可以节省管理成本，提高管理效率。

价值低估论。并购企业购买目标企业的股票时，必须考虑当时目标企业的全

部重置成本与该企业股票市场价格总额的大小，如果前者大于后者，并购的可能性大，成功率高，反之则相反。托宾(J. Tobin )把这一原理概括为托宾比率(Tobin Ratio ) 又称 QRation ， 既企业股票市场价格总额与企业重置成本之比。当  $Q > 1$  时，形成并购的可能性小，当  $Q < 1$  时，形成并购的可能性较大。

市场势力论。并购的动因源于对企业经营环境的控制，提高市场占有率，增加长期获利的机会。企业并购提高行业集中程度，一方面减少竞争者数量，使行业相对集中，增大进入壁垒；当行业出现寡头垄断时，企业即可凭借垄断地位获取长期稳定的超额利润。

多样化经营战略论。企业混合并购是追求多元化经营，即减少企业对现有业务范围的依赖，降低经营的风险成本。若将生产活动与不相关（或最好是与负相关）的收益联系起来，就会减少该公司利润率的波动。

#### 4. 企业并购支付方式选择

现金支付方式。即在并购活动中，并购方用现金购买目标公司的资产或股权，以此取得目标公司的控制权或产权的一种支付方式。它是最简便快捷的支付方式，并购方可以避免目标公司的反收购的威胁，同时也是最早采用和最常采用的支付方式。从现金的来源看，可以使内部融资也可能是外部融资。外部融资中可以用发行债券的方式融资取得现金作为支付对价。所以现金支付可能会给并购方带来沉重的债务负担。对于目标企业而言，现金支付能迅速得到，且是流动性最强的，但税负较重。

股票支付方式。主要在目标公司价值被高估时采用，股票支付方式即并购方用股票作为支付对价，取得目标公司的资产或股权的方式，其中股票的来源主要包括增发新股、库存股、股票回购，常用于并购范围大、金额大的活动中。当用股票购买目标公司的股权时，即通常所说的换股并购；而用股票购买目标公司的资产的形式，实践中很少采用，所以在本文中股票支付方式换股并购。采用股票支付明显的优点就是可为并购方节省大笔现金，避免造成现金流中断，营运困难。同时也可以使目标公司的股东一起承担支付过高的风险。但采用股票支付也会带来并购参与方股权结构的变化，同时由于换股支付所需时间较长，容易带来目标公司的反并购威胁。

混合支付。即多种支付方式混合使用，发挥各种支付方式的优势，最终取得控制权，形式多样应用灵活，用一种支付方式的优点弱化另一种支付方式的弱点。该支付方式的技术性要求较高，在我国尚为年轻的并购市场上，缺乏广泛使用的条件，但最近几年也越来越受到并购方的认可，使用在逐年上升。

## 五、关键点

1. 关键知识点：对比近年来二级市场火热借壳上市行为，本案例对单纯借壳行为进行了诠释，通过天珑移动借壳创智科技的动因、过程分析反映出三板市场借壳的优势与可行性。

2. 关键点：本案例的关键要点是要把握住借壳的定义，理解天珑移动借壳创智科技的动因，理清借壳步骤，掌握借壳过程中对价形式、控制权转移的方式，以及借壳效果评价。

3. 能力点：理解能力、思维拓展能力、综合分析能力以及解决问题的实际能力。

## 六、建议的课堂计划

本案例课堂计划可以根据学生的差异，尤其是对案例的阅读和课前对相应知识的掌握程度来进行有针对性的设计。

A 计划：学生事先预习到位，全日制研究生可以将小组讨论布置在课外进行，因为这类学生实际工作经验少，但理论知识结构较为全面，可以要求从理论角度入手，查阅资料对比其他借壳上市案例进行分析，讨论过程中需要教师引导的内容要相对多一些；

B 计划：半脱产类 MBA 学生，因工作原因课前预习时间不一定充足，但由于具有丰富的工作经验，尤其是从事金融行业的学生，重点要求结合自身实际工作经验进行阅读分析，小组讨论置于课堂讨论之中进行。

两种课堂教学详细安排计划如下：

A 计划	B 计划
------	------

<p>课前准备（共计 4.5 小时）：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 课前阅读相关资料和文献</li> </ul> <p>2 小时</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 选取借壳上市案例作对比分析（PPT）</li> </ul> <p>2 小时</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 小组分工完成启发思考题</li> </ul> <p>0.5 小时</p> <p>课堂安排（共计 120 分钟）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 案例回顾</li> </ul> <p>20 分钟</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● PPT 展示</li> </ul> <p>50 分钟</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 知识梳理总结</li> </ul> <p>25 分钟</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 教师根据工作经验做实务拓展</li> </ul> <p>25 分钟</p>	<p>课前准备（共计 3 小时）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 案例预读</li> </ul> <p>0.5 小时</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 小组分工完成启发思考题</li> </ul> <p>0.5 小时</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 结合工作经验，各小组从案例启发思考题中选取一体做实务分析（PPT）</li> </ul> <p>2 小时</p> <p>课堂安排（共计 120 分钟）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 案例回顾</li> </ul> <p>20 分钟</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 知识梳理总结</li> </ul> <p>30 分钟</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 各组 PPT 展示及讨论</li> </ul> <p>70 分钟</p>
--	--

## 七、案例的后续进展

2015 年 3 月 10 日，随着创智科技发行股份购买资产新增股份登记办理完毕，预示着先后几次经历重组失败的创智科技终于等到了主营业务重整旗鼓的契机，也意味着天珑移动作为新的实际控制方为未来实现重新上市迈出了坚实的一步。重组完成后，创智科技财务指标将“焕然一新”，主营业务数据也将随着天珑移动的合理运营得以提升，公司将根据《上市规则》、《重新上市实施办法》等规定的要求，在各项条件具备时，向深交所申请重新上市。

## 八、参考文献

- [1] 刘兰兰. 回顾手机行业十年发展历程：似一场好莱坞大片 [OL]. <http://labs.chinamobile.com/news/83157>. 2012-11-07.
- [2] 陈羽桃. 冯建. 股票发行注册制改革对壳资源价值的影响. 会计之友 2015（6）.

[3]创智 5. 重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案). <http://www.neeq.cc/index>.

[4]创智 5. 中信证券股份有限公司、中信建投证券股份有限公司关于创智信息科技股份有限公司重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易实施情况之核查意见. <http://www.neeq.cc/index>.

[5] 刘宝强. 天珑移动借壳退市公司创智科技 小股东再酝酿否决  
<http://www.yicai.com/news/2014/09/4015333.html>.

[6] 于彤彤. 民营企业借壳上市的问题研究[J]. 中国商贸. 2014 (36) .

[7] 罗雪臻. 不同支付方式对并购绩效影响的研究[D]. 辽宁:辽宁大学, 2013:12-13.