

PDF-TN2016004

分众传媒：私有化与借壳上市的资本运作之路¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《公司金融》、《资本运营》等课程中有关公司上市融资等相关领域的教学。

2. 本案例适用对象：本案例主要针对金融专业硕士和企业管理人员，以及经济类、管理类专业的本科生。

3. 本案例的教学目的：随着中国资本市场的快速发展，近年来已在海外上市的中概股纷纷掀起退市风潮，海外私有化后的公司大多选择回归中国资本市场，其中借壳上市成为很多公司常用手段，而分众传媒的资本运作成为众多中概股私有化与借壳上市的经典之作。分众传媒利用中国与海外资本市场估值差异，采用多种策略保证公司私有化与借壳上市顺利进行，为其他类似公司如何合理利用资本市场实现公司价值最大化提供借鉴。

公司上市融资是公司金融理论核心内容，通过对本案例的分析和研讨，帮助学生理解和掌握以下重要知识点：

（1）美国纳斯达克上市标准与红筹模式；

（2）借壳上市实务流程及制度约束；

1. 本案例由北京航空航天大学经济管理学院邓路、林珠平、郑云鹤撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权、发表权。本案例系国家自然科学基金（批准号：71572007）的阶段性成果。未经允许，本案例的所有部分都不能以任何方式与手段擅自复制或传播。

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。

(3) 市场时机资本结构理论。

二、启发思考题

1. 分众传媒为什么要选择海外上市？为了实现海外上市做了哪些准备？
2. 分众传媒在海外上市后，为何又选择私有化？公司私有化的具体做法是什么？
3. 为了顺利实现借壳上市，分众传媒做了哪些交易安排？
4. 分众传媒的借壳上市方案是否得到资本市场投资者认可？判断依据是什么？
5. 请从市场时机视角，评价分众传媒海外私有化与借壳上市行为。

三、分析思路



图1 案例分析思路和逻辑路线

本案例分析思路和逻辑线路见图1。教师可以根据自己的教学目标来灵活使用本案例。这里提出的分析思路，仅供参考。

具体分析思路如下：

1. 分众传媒海外上市的原因及准备工作。

此问题旨在引导学员了解案例公司的行业背景和特点，掌握美国纳斯达克上市标准，是分析本案例的逻辑起点，为后续案例分析提供铺垫。

2. 分众传媒海外上市后进行私有化的动机及实现路径。

此问题的提出为帮助学员了解案例公司选择私有化的原因，重点从中概股被海外机构做空、海外市场比中国资本市场估值低等角度分析，同时帮助学员了解

私有化的操作程序。

3. 当分众传媒决定回归中国资本市场时，可以选择哪几种方式？分众传媒是如何抉择的？主要依据是什么？

此问题的提出为帮助学员理解公司上市融资的主要路径：IPO 和借壳上市。同时可鼓励学员发散思维，分析 IPO 与借壳上市条件及各自优缺点。

4. 从市场时机视角评价分众传媒资本运作的实施效果。

此问题是案例分析逻辑链条的落脚点。通过对本问题的讨论，帮助学员掌握资本结构的市场时机理论，评价案例公司资本运作是否实现了预期目标。考察学员综合分析能力和提取关键信息能力。

5. 分众传媒私有化与反向收购对其他类似公司实施资本运作有哪些启示和借鉴？

此问题是案例分析的延伸。在对之前问题讨论的基础上，对本问题进行扩展性分析。此问题的答案不必局限于本案例所描述的内容，可引导学员形成不同的决策观点。最后讨论并总结本案例对其他公司利用市场时机实施资本运作的启示与借鉴。

四、理论依据与分析

【理论依据】

1. 美国纳斯达克上市标准与红筹模式

纳斯达克（英语：NASDAQ），全称美国全国证券交易商协会自动报价表，是美国的一个电子证券交易机构，创立于 1971 年，迄今已成为世界最大的股票市场之一。纳斯达克股票上市发行采用发行注册制，在同一个市场层次中提供多套上市标准供不同类型公司选择，只要满足一种便可上市。纳斯达克具体的上市标准见表 1。

表 1 纳斯达克上市标准

公司申请上市 需审核的指标	标准一	标准二	标准三
股东权益	1500 万美元	3000 万美元	市场总值为 7500 万美元；或者市场总值收益总额分别达到 7500 万美元

税前收益	100 万美元	无	无
公众持股量	110 万	110 万	110 万
公众持股价值	800 万美元	1800 万美元	2000 万美元
每股买价	5 美元	5 美元	5 美元
股东数	400 个	400 个	400 个
做市商数量	3 个	3 个	4 个
公司治理	需满足公司治理要求	需满足公司治理要求	需满足公司治理要求

公司在纳斯达克上市，还需要符合以下三个条件：

先决条件：经营生化、生技、医药、科技硬件、软件、半导体、网络及通讯设备、加盟、制造及零售连锁服务等公司，经济活跃期满一年以上，且具有高成长性、高发展潜力等。

消极条件：有形资产净值在 500 万美元以上，或最近一年税前净利润在 75 万美元以上，或最近三年其中两年税前收入在 75 万美元以上，或公司市值在 5000 万美元以上。

积极条件：SEC 及 NASDR 审查通过后，须有 300 人以上的公众持股（NON-IPO 得在国外设立控股公司，原始股东须超过 300 人）才能挂牌。公众持股人持有股数需要在整股以上，美国的整股即为基本流通单位 100 股。

红筹模式是指境内公司将境内资产/权益与股权/资产收购或协议控制（VIE）等形式转移至在境外注册的离岸公司，而后通过境外离岸公司来持有境内资产或股权，然后以境外注册的离岸公司名义申请在境外交易所（包括香港联交所、纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所等）挂牌交易的上市模式。

VIE（Variable Interest Entities），即可变利益实体，又称协议控制，是指境外注册的上市实体与境内的业务运营实体相分离，境外的上市实体通过协议的方式控制境内的业务实体，业务实体就是上市实体的 VIEs（可变利益实体）。VIE 架构得到了美国 GAPP 的认可，专门为此创设了“VIE 会计准则”。协议控制模式一般由三部分架构组成，即境外上市主体、境内外资全资子公司（WFOE，Wholly Foreign Owned Enterprise）或境内外资公司（FIE，Foreign Invested Enterprise）和持牌公司（外资受限业务牌照持有者）。其中，境外上市主体出于税收、注册便利等种种考虑，可能采取开曼公司等多种甚至共存的多重模式。协议控制结构中，WFOE 和持牌公司一般通过签订五、六个协议来设立其控制与被控制关系，主要包括资产运营控制协议（通过该协议，由 WFOE 实质控制目标

公司的资产和运营)、借款合同(即 WFOE 贷款给目标公司的股东,而其股东以股权质押为凭)、股权质押协议、认股选择权协议(即当法律政策允许外资进入目标公司所在的领域时,WFOE 可提出收购目标公司的股权,成为正式控股股东)、投票权协议(通过该协议,WFOE 可实际控制目标公司董事会的决策或直接向董事会派送成员)、独家服务协议(该协议规定公司实际业务运营所需的知识产权、服务均由 WFOE 提供,而目标公司的利润以服务费、特许权使用费等方式支付 WFOE)。

随着中国资本市场日渐成熟和政策不断开放,很多海外架构公司拟回归境内上市,由此就涉及到拆分 VIE 架构。VIE 结构的拆分主要包括 5 个步骤:第一步,解决境外投资人去留问题;第二步,签署书面协议,终止全部 VIE 控制协议;第三步,境内业务公司重组;第四步,终止境外员工股票期权激励计划;第五步、注销或转让境外主体。

2. 借壳上市实务流程及制度约束

借壳上市是公司并购方式的一种,也是筹集资金的一种特殊方式。借壳上市在概念上有广义和狭义之分。狭义的借壳上市,是指上市公司的母公司借助已拥有控制权的上市公司,通过资产重组将自己持有的非上市资产、业务注入到上市公司,扩大其运营规模、提高盈利水平、增强其融资能力,以满足集团公司战略发展的需要,并逐步实现集团整体上市的一种方式。这种方式是在已拥有对上市公司控股的前提之下,母“借”子“壳”的上市方式。而广义的借壳上市还包括买壳上市,即非上市公司通过收购上市公司的股权取得控股地位,剥离被购公司资产,再通过反向收购的方式注入自己的有关业务和资产,从而实现间接上市的目的。

与美国资本市场的“注册制”不同,中国证券监管机构有权对境内上市公司及拟上市公司股票发行进行实质审核,只有经批准授权后,发行主体才可以在资本市场融资。中国资本市场特殊的发行制度形成上市公司数量少以及“壳”资源稀缺的现象,借壳上市便成为除 IPO 以外公司间接上市的重要途径。表 2 是 IPO 与借壳上市路径对比。

借壳上市总的来说是让壳方和借壳方共同利益驱使下的产物,成功实现借壳上市是并购双方共同利益博弈的结果。从让壳方来看,其愿意售壳的主要动因包

括上市公司业绩持续恶化、难以保壳，避免同业竞争、规范关联交易等；从借壳方来看，其愿意借壳的主要动因包括通过 IPO 发行难、周期长，利用股票市场融资或套现、利用媒体宣传效应、提升公司形象等。借壳上市一般包括三个步骤：第一步，借壳方获取让壳方控制权；第二步，借壳方与让壳方进行资产置换；第三步，通过定向增发与资产注入，实现非上市资产整体上市。

表 2 IPO 与借壳上市路径对比

	IPO	借壳上市
主要制度约束	《首次公开发行股票并上市管理办法》 《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》	《上市公司重大资产重组管理办法》 《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》 《上市公司收购管理办法》
审核主体	中国证监会股票发行审核委员会	中国证监会股票发行审核委员会 上市公司并购重组审核委员会
适用范围	对行业有较强限制	经营能力符合规定即可 正在与 IPO 标准趋同
周期	准备期长、审核期久，可能长达 36 个月	较为稳定快捷，一般在 18 个月内
费用	较低，多为上市后的募资成本	相对较高，主要是买壳成本、募资费用
风险	政策及环境利空消息	壳资源非净壳

3. 市场时机资本结构理论

Stein (1996) 在系统研究了理性管理者在非理性资本市场条件下公司投融资决策行为问题时，提出了市场择时假说。该假说认为在错误定价的股票市场中公司股票价格被高估时，股权融资成本较低，理性的管理者倾向于通过发行股票来进行融资；而当公司股价被低估时，管理者则会选择债务融资或回购股票，以避免股权融资成本过高而造成损失。Graham and Harvey (2001) 对 300 多家美国公司 CFO 的匿名问卷调查，2/3 的被访者认为：股票价格的高估或低估是公司融资决策中考虑的重要因素。Baker and Wurgler (2002) 通过实证研究为错误定价理论提供了支持：发行股票会导致出现低的长期收益，回购股票后会带来高的长期收益，这意味着管理层能成功的择时发行股票。

在市场择时理论的基础上，Shleifer and Vishny (2003) 正式提出股票市

场驱动并购模型（Stock Market Driven Acquisitions, SMDA）。SMDA 模型核心的观点是由于不同公司市场估值存在差异，市价高估的公司趋向于使用股票作为支付手段收购市价低估的公司，股票市场的错误定价是并购发生的动因。

邓路和周宁（2015）以山煤国际为研究对象，通过案例研究证实市场时机理论也适用于中国资本市场借壳上市，影响路径表现在对借壳时机的恰当把握和支付方式的合理选择，即当借壳方价值被高估时，借壳方将倾向发起借壳上市，并更愿意采用股票作为支付手段收购让壳方。

【案例分析】

1. 分众传媒美国纳斯达克上市分析

在本案例中，分众传媒选择美国纳斯达克上市，可以从主观和客观两方面来分析。

主观上看，分众传媒的主要战略投资者大多是国际知名的风险投资机构，他们对美国资本市场的了解远远多于中国大陆市场。2005 年，中国创业公司掀起了赴美上市的浪潮，江南春及分众传媒的管理团队也希望通过进入美国资本市场来体现公司价值，增加公司的知名度。

客观上看，2005 年 5 月 25 日，中国启动股权分置改革工作，证监会发布暂停 IPO 公告，6 月 6 日，上证指数跌至历史低点 998.22 点，此时 A 股市场估值较低，分众传媒难以进入 A 股市场并获得理想的融资额。

2. 分众传媒私有化动机分析

分众传媒上市后开始进行连续的收购，2005 年至 2008 年之间大约进行了 60 次收购，然而大面积的非核心业务收购却降低了公司核心竞争力，2008 年公司巨亏 7.68 亿美元，2009 年继续亏损 2.21 亿美元。2008 年由于“垃圾短信门”事件，股价也随之大起大伏，从 2008 年金融危机到 2009 年 3 月 11 日创历史最低 4.84 美元/ADS，相较于历史最高点股价缩水 94.5%。

2010 年后，分众传媒盈利状况逐渐回升，总体走势良好，但此时分众传媒遭遇浑水公司持续做空，报告一出导致公司股价应声下跌，当日分众股价暴跌 39.49%，报收于 15.43 美元/ADS，盘中一度下跌到 8.79 美元/ADS。

2011 年，全球经济低迷，各行业都存在衰退态势。就连业界十分看好的 Facebook 上市后股价也一度被腰斩。除此之外，中国赴美上市公司遇冷，支付

宝事件引发的“VIE 恐慌”以及东南融通造假的影响，导致美国资本市场及投资者对中概股失去信任，引发多家中概股私有化退市。2012 年，浑水公司、香橼公司等美国机构频频发难中概股，奇虎 360、新东方等多家公司中枪，在杀伤力强大的做空潮下，部分公司纷纷寻求私有化。

与此同时，中国工商总局发布了《广告产业发展十二五规划》，该规划明确表示，政府将加大各项财税政策对广告行业的扶持力度，规范市场准入机制；同时，将会对行业结构进行优化，推动广告业自主创新，进一步完善广告市场的法制和监管体系，中国广告业形势一片大好。通过比较分众传媒 2012 年的市盈率和国内 A 股传媒行业市盈率，可以看出当时国内 A 股传媒行业的市盈率整体高于分众传媒（具体见如图 2 所示），分众传媒有动机回归更具估值优势的国内资本市场。

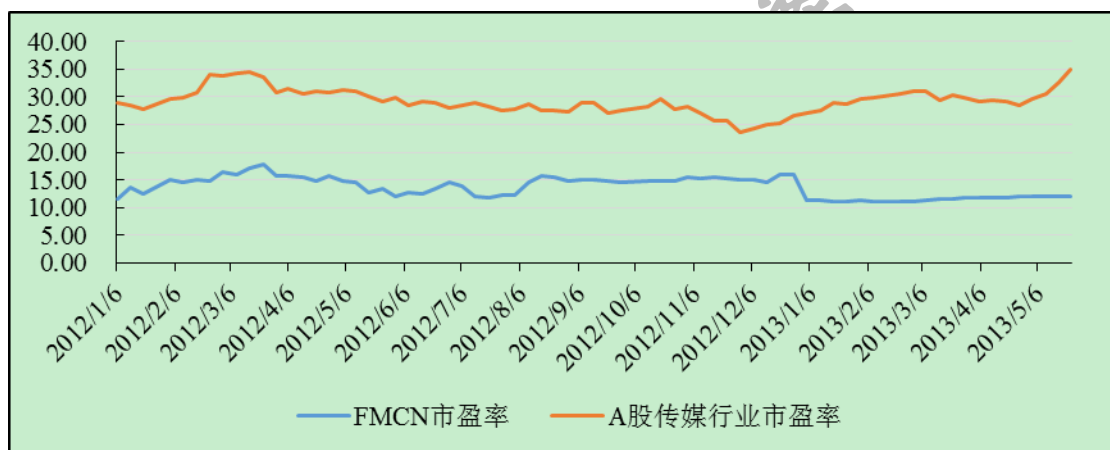


图 2 FMCN 与 A 股传媒行业市盈率对比

2012 年 8 月，众传媒正式发布公告，称收到包括董事长江南春在内发出的私有化要约。此时分众传媒正处在一个相对低的估值区间（具体见图 3 所示），私有化将节省大量成本。从私有化的结果来看，分众传媒两大股东江南春和复星国际，都通过私有化实现套现并提高公司股份占比。分众传媒的私有化证明了市场时机资本结构理论，即当公司估值较低时回购公司股票，有利于控股股东利益最大化。



图3 分众传媒私有化前后股价走势

3. 分众传媒私有化过程分析

2012年8月13日,分众传媒发布私有化公告。根据私有化方案,以 Giovanna Investment 和 Gio2 Holdings 在开曼群岛设立的四层控股公司作为实施私有化的主体,以 Giovanna Acquisition Limited 和 FMHL 合并的方式实施,合并后 Giovanna Acquisition Limited 停止存续,FMHL 作为合并后的存续主体成为 Giovanna Investment 的全资子公司。

分众传媒私有资金来源于以下五方面:代表方源资本的 Gio2 Holdings、代表凯雷集团的 Giovanna Investment、代表中信资本的 Power Star 以及代表中国光大控股的 State Success 分别出资 4.522 亿美元、4.522 亿美元、2.261 亿美元和 0.5 亿美元参与本次私有化;美国银行、国家开发银行、民生银行、花旗银行、瑞士信贷、星展银行、德意志银行、工银国际、瑞士银行向 Giovanna Acquisition 提供 15.25 亿美元银团贷款支持其私有化(私有化实际借款金额 14 亿美元);江南春及其控制的实体以持有 129,122,265 股 FMHL 股份以及 4,379,165 股限制性股份作价约 7.1 亿美元置换为 GGH 相应股份;复星国际以其持有的 72,727,275 股 FMHL 股份作价约 4 亿美元置换为 GGH 相应股份;分众传媒部分高管以其持有的 1,285,020 股 FMHL 限制性股份作价 700 万美元置换为 GGH 相应股份。

根据私有化协议,在 FMHL 所有原股东中:江南春及其控制的实体持有的 129,122,265 股 FMHL 股份及限制性股份单位无对价注销,并以每股 0.001 美元

认购 309,074 股 GGH 股份（对应估值相当于 710,172,457.50 美元），占合并交易完成时 GGH 股权比例的 31%，江南春及其控制的实体同时将 7,272,730 股 FMHL 股份以每股 5.5 美元注销并获得 4000 万美元；复星国际将其持有的 72,727,275 股 FMHL 股份无对价注销，并以每股 0.001 美元认购 174,084 股 GGH 股份（对应估值相当于 400,000,012.50 美元），占合并交易完成时 GGH 股权比例的 17.46%（由 Glamorous Sky Limited 持有），复星国际剩余 38,350,945 股 FMHL 则以每股 5.5 美元对价注销并获得约 2.1 亿美元；其他所有公众股东持有的股份均以每股 5.5 美元注销并获得相应现金对价。

私有化完成后，GGH 通过由 JJ Media 转让老股方式引入新投资人 Flame Venture Limited 和 HGHL Holdings Limited，同时 JJ Media 将其持有的 GGH 全部股份转给江南春控制的 Media Global Management Limited。为股权激励之目的，GGH 还向公司管理层增发股份。后期为借壳上市，GGH 又向除 Frame Up Limited 之外的公司管理层回购了 GGH 全部股份。

4. 分众传媒借壳上市分析

分众传媒从美国私有化后，没有选择在国内资本市场直接排队等待 IPO，而是选择了更加便捷的借壳上市。从分众传媒的估值情况和壳资源的选择来看，宏达新材首次发出与分众传媒进行重大资产重组的公告时，分众传媒的估值为 457 亿元，比在美国私有化时高了 2 倍多，且利润逐年上升。

分众传媒在取得七喜控股控制权时，采用的是资产对价而非现金。此时 A 股市场上，广告行业整体处于高估期，选择股权对价的方式有利于减轻资金压力，同时也符合市场时机理论对公司在市场收购过程中支付手段选择的分析，即在公司被高估时倾向于采取股权对价取得控制权。

2016 年 4 月 13 日，分众传媒发布公告，进行借壳上市后的首次定向增发。定向增发的对象是国华人寿保险、华鑫证券、诺安基金、博时基金、财通基金、上海积誉投资中心和北京京泰阳光投资有限公司。此时分众传媒市值已接近 1500 亿元，股价 34.2 元/股，处在一个相对较高估值，此时选择向外部机构投资者进行定向增发，同样符合市场时机理论，即当上市公司决定定向增发融资时，如果公司大股东认为公司价值被低估，则会主动认购公司新增股份，反之，如果公司价值被高估，则公司大股东会放弃认购新股，而转向外部投资者发行股票。

5. 分众传媒借壳上市的市场表现

通过事件研究法可以考察分众传媒借壳上市的短期市场反应。以七喜控股 2015 年 9 月 1 日公告重大重组事项为宣告日，窗口期定为 $[0, 10]$ ，采用市场调整法，以深成指作为市场指数收益率计算各期的日超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR）。上述时间内上市公司的市场表现如图 4 所示。

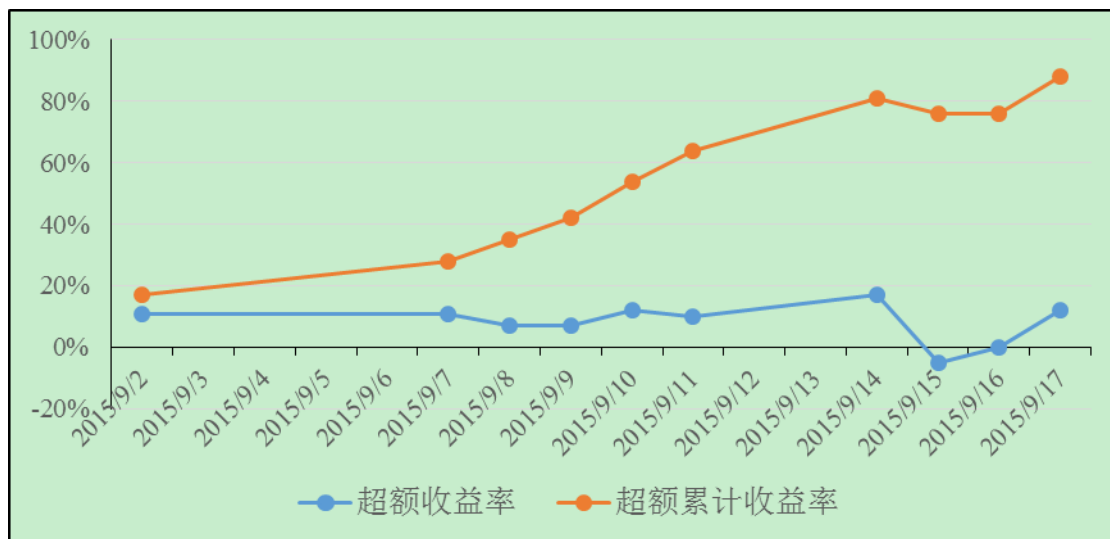


图 4 分众传媒借壳上市短期股票市场反应

由图 4 可知，重大资产重组公告日后，公司股价连续 7 个涨停，意味着投资者对分众传媒借壳七喜控股事件的发展前景持较为乐观的预期，虽然当时股市整体低迷，但从公告日持续 10 天后，CAR 均保持正值，并产生 88% 的累计超额收益率。

从 2015 年 9 月开始重大资产重组预案到 2015 年 12 月完成全部的资产置换与资产注入，实现原七喜控股全部资产及负债剥离、分众传媒主营业务整体上市，再到 2015 年 4 月上市公司正式更名为分众传媒，分众传媒借壳上市以来长期市场表现如图 5 所示。期间累计超额收益率最高增长 136%，整个统计区间都保持相当高的累计超额收益率。



图 5 七喜控股借壳上市长期股票市场反应

【参考文献】

- [1] Baker M., Wurgler J.. Market Timing and Capital Structure [J]. Journal of Finance, 2002, 57 (1): 1 - 32.
- [2] Graham J.R., Harvey C.R.. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60 (2): 187 - 243.
- [3] Shleifer A., Vishny R.W.. Stock Market Driven Acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70 (3): 295 - 311.
- [4] Stein J.C.. Rational Capital Budgeting in An Irrational World [J]. Journal of Business, 1996, 69 (4): 429 - 455.
- [5] 邓路、周宁,《市场时机、反向收购及其经济后果——基于山煤国际的案例研究》[J]. 中国工业经济, 2015 年第 1 期。

五、背景信息

分众传媒集团 (Focus Media) 成立于 2003 年, 开创了中国最大的生活空间媒体网络, 其媒体业务包括中国楼宇电视网络、中国社区海报网络、中国城市影院网络、中国卖场电视网络, 围绕主流城市主流人群的工作空间、生活空间、娱乐空间、消费空间整合成为中国最大的生活空间媒体网络。

分众传媒当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营。生活圈媒体主要包括楼宇媒体、影院媒体和卖场媒体等, 其主要形式为数字化媒体, 属于广告行业的细分行业。目前分众传媒的生活圈媒体主要用于广告传播, 参照中国证监会 2012

年 10 月 26 日公布的《上市公司行业分类指引》(2012 年修订), 广告业属于“租赁和商务服务业”项下的“L72 商务服务业”。

媒体按照形式划分, 又可分为传统媒体和新媒体两大类。相对于电视、报纸、广播、杂志、户外等传统媒体, 新媒体是指在计算机信息处理技术基础之上出现的媒体形态, 包括网络媒体、手机媒体、楼宇视频媒体、影院媒体等, 新媒体利用数字技术、网络技术, 通过互联网、宽带局域网、无线通信网、卫星等渠道, 以及电脑、手机、数字电视机等终端, 向用户提供信息和娱乐服务的传播形态。

根据 CTR 估算, 截至 2014 年中国传统媒体与互联网媒体广告的刊例花费规模已达到 9,030 亿元, 增幅为 3.6%, 预测 2017 年, 刊例花费规模将突破万亿至 11,600 亿元。

分众传媒的生活圈媒体覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景, 其媒体传播地点为写字楼和住宅公寓的电梯间和电梯厢、影院和卖场, 传播时间为受众在等待电梯或电影开始前的闲暇时间或是购物时间, 与电视、报纸、杂志、广播、户外和互联网等媒体的传播地点和时间不重合。而由于传统媒体对于广告主的吸引力在逐步下降, 广告主从这些媒体中转移出的预算会更多地转到分众传媒这类生活圈媒体上来。

分众传媒所从事的生活圈媒体已开创基于大数据的云到屏广告精准投放和基于屏与端的 O2O 移动营销业务, 正致力于成为国内领先的 LBS 和 O2O 媒体集团。

六、关键点

1. 关键点: 分众传媒选择海外上市及私有化动因; 海外上市及私有化具体操作流程; 分众传媒借壳上市路径分析; 运用市场时机理论评价分众传媒海外私有化与借壳上市行为。

2. 关键知识点: 美国纳斯达克上市标准与红筹模式; 借壳上市实务流程及制度约束; 市场时机资本结构理论。

3. 能力点: 分析与综合能力、逻辑思维能力、创新能力、抓取关键问题的能力以及解决问题的实际能力。

七、建议的课堂计划

本案例可以按照如下时间进度进行课堂案例分析和讨论，仅供参考，可根据教学实际安排进行调整。

整个案例课的课堂时间控制在 80-90 分钟。

课前准备：提前发放资料，提出启发思考题，请学生在课前完成阅读，结合思考题对案例进行初步思考。

课中计划：

课前引导——简要介绍案例并提出思考问题（5 分钟）；

分组讨论——小组讨论启发思考题，准备发言大纲（20-30 分钟）；

小组发言——每组派出一名代表发言，评述案例，其他成员补充（幻灯片辅助；每组 5-7 分钟，总体控制在 30-40 分钟）；

自由辩论——就案例关键问题（如分众传媒海外上市及私有化动机和操作流程、分众传媒借壳上市操作流程、市场时机对私有化和借壳上市影响等）进行自由辩论，继续深入讨论（20 分钟）；

案例总结——教师就课堂讨论和小组发言情况进行点评，对案例知识点进行梳理和总结，帮助学员熟悉并购操作过程。通过互动与交流，鼓励学员对分众传媒资本运作路径发表个人意见，引导学员对案例展开更深入的思考，提高其运用理论知识分析、解决实际问题的能力。

多媒体教学板上列出启发思考题，黑板板上简要写明每个小组的观点，以便后续分析和归纳。学员分组时可以考虑不同专业交叉分组，鼓励互相学习。小组发言时，鼓励组内无相关专业背景的组员进行发言，其他成员补充，完善信息。

课后计划：请学员根据课堂讨论和课后搜索该公司的相关信息资料，选取合适的角度和财务研究方法，对分众传媒资本运作之路进行分析评价，完成案例分析报告（1500-2000 字）。

八、案例的后续进展

作为第一只回归 A 股的中概股，分众传媒备受关注，分众传媒接下来面对的将是如何获取新资本环境下更高的市场认可度，以及移动互联网行业瞬息万变所

带来的业务创新突围要求。

分众传媒董事局主席江南春最近在接受《第一财经日报》记者专访时透露，在继续推进生活圈媒体渠道向三、四线城市下沉的同时，公司在影院广告中的收益将成为未来增长新动力；分众传媒目前正在和一些热播剧、综艺、电影的制作团队接触，有意投资这些团队，目的是从娱乐产业链上游掌控内容宣发和广告投放的那道闸门。

从分众传媒近3年归属母公司所有者的利润看，2013年约为21亿元，2014年约为24亿元，2015年将近34亿元，增长呈现稳定态势。

据江南春透露，分众传媒现在最大的广告客户类别是互联网公司，大概占30-40%，未来比例还可能略有扩大；其余主要是汽车、生活服务、食品饮料、通讯、金融等。这样看，国内广告市场大盘的下滑从理论上说会对分众的广告主业带来一定影响，但像分众传媒擅长的互联网、高科技公司、消费服务升级的新经济行业快速增长，广告投放量也会不断加大。

但在移动互联网变着花样冲击消费者接受力的时代，分众传媒也感受到了这种趋势带来的压力。在经历了当年的“Q卡”互动方式销声匿迹后，分众在移动互联网上又尝试了二维码、免费Wi-Fi、摇一摇等形式，但总体上并未形成持续的气候。眼下，江南春将目光锁定在NFC上，想将品牌展示与用户下单捆绑起来，但他面临一个障碍，消费者在分众屏幕前通过手机NFC支付后，商家怎么把商品送过来？缺乏电商账户的分众传媒最终很可能去和电商合作。

与电商合作的意图不仅限于此，江南春对《第一财经日报》记者透露，分众将楼宇的LBS导给电商网站，可以对该楼进行用户网购热门商品分析，过程中是以整栋楼为对象，并不涉及用户个人的消费隐私。这就和分众此前已和百度合作类似，通过获取该楼的搜索热词，针对广告主做精准营销。在分析师眼中，分众传媒不断尝试移动互联网新玩法，也是其广告主在营销创新上的诉求。

此外，分众传媒在移动互联网上的另一个思路是，尝试将分众传媒2亿的流量转化为用户，进而通过交易进行流量变现。比如将这些用户导入分众传媒投资的拿铁财经、实惠等移动App中，做理财和生活服务入口。

这两年，国内电影票房市场的回暖给分众传媒的营收增长马车又添了一匹马，也让江南春萌生了进军娱乐业的念头。

分众传媒通过多年来和影院打交道做广告代理，积累了文娱产业的上下游资源，一些文娱企业本身就是分众的广告客户，这也成为其未来投资的潜在对象。在国家层面对文化产业重点扶持的政策背景下，拓展这条路径的前景估计会比较乐观。

（案例使用说明字数：9,647）

中国金融专业学位案例中心