

PDF-TN2016005

## 奇虎 360 的回归之路<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

**1. 适用课程：**本案例主要适用于《投资银行业务》、《收购兼并与重组》、《公司财务管理》中有关企业上市、私有化退市、并购重组相关内容的教学，也可以将本案例作为《公司治理》课程的辅助案例。

**2. 适用对象：**本案例适用于金融专业硕士学生、MBA、高年级本科生的上述课程教学。

**3. 教学目的：**

(1) 通过本案例学习，使学员掌握企业海外上市的动因、利弊及上市地点选择应考虑的因素相关原理，并理解企业 IPO 时选择发行双层股票对公司控制权的考量。

(2) 通过本案例学习，使学员掌握上市公司私有化的原因及理论，思考中概股回归 A 股的风险和收益，以及对中概股企业未来发展的潜在影响。

(3) 通过本案例学习，使学员了解中国股市不同市场对上市的不同要求，借壳上市与 IPO 上市各自的利弊，分拆上市与整体上市的适用范围，掌握策划回归上市方案的重点难点，以及一些基本要求和方法，从中体会投资银行在其中所扮演的重要角色和关键性作用。

---

1. 本案例由华东师范大学大学，经济与管理学部的范学俊、张臣煜、张国英、许岩和马晓栋撰写，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、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 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。

## 二、启发思考题

1. 结合海外上市的利弊及企业选择海外上市地点应考虑的因素，分析 360 当年选择去美国上市的决策是否正确？

2. 360 在美国 IPO 时的股权结构设计具有什么特点？其背后暗含了什么理论？

3. 根据私有化理论分析 360 为什么要私有化？如果你是一位独立咨询机构的分析人员，基于收益与风险分析，你认可 360 从美国退市回归 A 股市场的决策吗？是否有其他可供选择的方案？

4. 认为 360 私有化的收购价格—每股 51.33 美元的定价合理吗？试采用你认可的公司重组估值方法，以 2015 年二季度末的财务数据，对 360 的私有化定价进行评价。

5. 如果你是承办 360 回归 A 股业务的投资银行从业人员，你认为制定 360 在 A 股上市方案的重点和难点是什么？请在分析国内股市不同市场的上市条件以及不同上市方式的利弊的基础上，为 360 设计一个合适的上市方案。

## 三、分析思路

教师可以根据教学目标（目的）灵活使用本案例。本分析思路仅供参考。

1. 根据企业海外上市的相关理论：包括动因、利弊，及企业选择海外上市地点应考虑的因素；结合中国和美国的上市条件，美国上市的利弊，结合 360 股权投资者的美国背景，自身的发展需求分析去美国上市的决策是否明智。

2. 根据公司控制权收益理论，分析奇虎 360 美国 IPO 时选择发行双重股票的原因。

3. 根据企业私有化理论，结合国内外资本市场的大背景以及奇虎 360 自身的发展需求分析其私有化的原因。在比较奇虎 360 回归的收益与风险的基础上，思考奇虎 360 以及众多中概股私有化决策是否理性。

4. 根据两大类公司重组估值方法—现金流量贴现法和可比公司法，结合奇虎 360 历史财务数据，以 2015 年 6 月 30 日为评估基准日对奇虎 360 进行估值，评价每股 51.33 美元的私有化定价是否合适。

5. 对比借壳上市与直接 IPO 上市、分拆上市与整体上市以及中国不同层次资

本市场的上市条件与特点，结合奇虎 360 的自身情况以及中国资本市场的大环境，为奇虎 360 设计一个合适的境内上市方案。

#### 四、理论依据及分析

1. 结合海外上市的利弊及企业选择海外上市地点应考虑的因素，分析 360 当年选择去美国上市的决策是否正确？

##### （一）相关理论与背景知识

##### 1. 海外上市的利弊<sup>2</sup>

2007 年 2 月 9 日中证报刊登了中国证监会研究中心祁斌、刘洁、张达的文章《海外交易所竞争我国潜在上市资源情况分析》，其中对我国企业海外上市的优劣势进行了分析，现简要摘录如下：

表 1-1 企业海外上市的利弊比较

利	弊
上市门槛低，有利于快速募集资金	发行成本较高：表现在股票价格和发行费用两方面
市场和投资者相对成熟	上市后维护成本高
市场约束机制有助于上市公司改善治理结构，提高管理水平	与本土市场的脱节，将对一些海外上市企业的长期发展产生影响
有利于提高互联网公司知名度和竞争力，开拓国际市场	

企业海外上市优势：

##### （1）上市门槛低，有利于快速募集资金

境外交易所通常上市门槛较低，尤其海外创业板对于中小创新型企业上市条件相当宽松。此外，海外市场股票发行一般采取注册制，申请程序简单、周期短，

<sup>2</sup> 海外上市利弊参考资料：

祁斌、刘洁、张达：《海外交易所竞争我国潜在上市资源情况分析》，2007年2月9日，中证报。

乔路主编：《资本市场实务指引与经典案例》，中国法制出版社2013年版。

黄山、张中正、韩捷编著：《中小企业境外及香港上市融资实务》，北京机械工业出版社2006年版。

梁峙涛：《中国互联网企业境外上市法律问题研究》，2012年。

各国交易所纷纷打出“筹资速度快”这张牌来吸引中国企业。例如，新加坡一般能在 4 个月内完成审批手续，韩国则为 3 个月，纳斯达克仅为 2 个月。此外，海外交易所再融资速度也相当快，如南京鸿国国际控股公司 2003 年在新加坡上市 3 个月 after，即进行了一次再融资，募集 895 万新元。我国有大量质地优良、急需融资的创新型企业尚未达到国内交易所上市要求，或者在需要资金来突破发展瓶颈时却又不得不在审批的通道中排队，这严重制约了其发展进程。在国内市场暂时无法满足其发展需求的情况下，相当一部分创新型企业只好转赴海外资本市场。

#### （2）市场和投资者相对成熟

海外资本市场以机构投资者为主，经过长期的市场演进后逐渐形成了较为成熟的投资理念，而成熟的机构投资者也更易于理解创新型企业的业务模式。同时，境外已有很多类似创新型企业成功上市的先例。例如，我国的中文搜索引擎公司百度在美国上市前，美国的英文搜索引擎公司 Google 就已经以其在华尔街耀眼的表现确立了搜索引擎在网络时代的主要地位，因此，百度的盈利模式极易为美国市场所接受，再加上其中国概念，使得百度在纳斯达克上市首日便获得了国际机构投资者空前的追捧。正如百度首席财务官所说：“选择美国上市，是由于没有哪个市场比美国更能理解百度的业务。如果资本市场已有类似的企业，就很容易被投资者接受，选择那样的市场发行，就很容易发出去，股价表现也比较好。”

#### （3）市场约束机制有助于上市公司改善治理结构，提高管理水平

海外资本市场对企业尤其是创新型企业有良好的培育机制，通过海外上市，我国企业受到更成熟的国际机构投资者和更规范的市场机制的监督，对企业自身治理结构和管理水平的提高有很大的促进作用。例如，国外资本市场对企业上市后持续的信息披露要求比较高，长期与机构投资者维持良好的关系对于企业再次融资从而实现长期发展比较重要。同时，要想使得上市公司长期获得市场的认可，公司必须在自身管理水平、资金运用效率和企业发展规划等方面有实质性的提高。

#### （4）有利于提高互联网公司知名度和竞争力，开拓国际市场

企业在海外交易所上市往往会赢得较高声誉，并加入到国内或国际知名公司的行列。同时，海外上市也可以带来丰富的国际合作资源，吸引高质量的投资者

来提高企业本身的信誉度，而国际知名度的提升和来自各方面的合作机会为很多企业提供了走向长期发展的契机。因此，品牌效应也是众多企业选择在纳斯达克、纽交所等上市的重要原因。

同时，海外上市将会带来如下弊端：

#### （1）发行成本较高

我国企业赴境外上市通常要付出比境内更为高昂的成本，主要体现在股票发行价格和发行费用两个方面。

由于我国企业的市场主要在境内，海外投资者对我国企业不够熟悉，因而企业难以较高的价格发行股票。一般来说，国内首次公开发行的募集资金量比海外市场尤其是海外创业板市场高，首次发行市盈率一般为海外市场的两倍左右。

在发行过程的直接成本上，企业在境内上市要远低于海外。企业在海外上市所聘请的承销商一般都是一些实力强、水平高、信誉好的国际性大投资银行，其承销费远远高于国内承销商。而且海外上市企业必须聘请海外有专业资格的公司和人士来担任律师和会计师。因此企业在海外上市与在内地上市相比，要付出更高的成本。

#### （2）上市后维护成本高。

首先，从直接的维护费用来说，企业海外上市后要支付较高的会计师、律师、交易所年费等后续费用。其次，对于我国大部分企业而言，海外市场存在巨大的语言、文化壁垒，这会造成与投资者的信息沟通不畅，股价不断下挫，难以进行再融资等结果。再者，我国企业不熟悉境外法律体系，这不仅使企业要付出更高的律师费用，并且会面临种种诉讼风险。近几年，随着中国企业海外上市的增多，越来越多的跨境争议发生，这无疑增加了企业上市后的维护成本。

#### （3）与本土市场的脱节，将对一些海外上市企业的长期发展产生影响。

除去一些主要业务依托于国际市场的企业以外，从长远看，企业赴海外上市，在获取企业发展所需资金和成熟市场的培育机制的同时，也会出现与本土资本市场脱节的现象，无法有效地与本土经济体形成相互促进、共同发展的合力，将对企业在本土经济体中做大做强产生一些影响。例如，企业在国内上市会吸引更多国内投资者对其了解和关注，提升公司的知名度，带来额外的“广告效应”和用户群。更为重要的是，在国内上市后，企业可得到更熟悉该行业或该企业经营状

况、盈利模式的国内投资者的资金支持，投资者也更容易与管理团队沟通并形成外部约束，这为企业进一步贴近中国经济并利用本土资本市场平台发展壮大提供了条件。

## 2.企业选择海外上市地点应考虑因素<sup>3</sup>

企业在选择上市地点时，需要进行理性的权衡，既要考虑企业自身的比较优势和市场定位，还要对不同证券交易所和市场投资者的比较优势进行平哥。根据《融资并购与公司控制（第三版）》可知，企业选择上市地点应重点考虑以下因素。

### （1）会计准则的影响

很显然，如果上市地的会计准则质量较高，则意味着会计信息透明、可信度高，投资者将可大大降低监督成本，可以提升股价水平。但是，从会计准则要求低的国家到要求高的国家，将面临较多的转换成本。

### （2）法律影响

英美法系国家在投资者保护方面比大陆法国家做得要好，这也就导致英美国家的股票市场更发达。2002年美国出台《萨班斯-奥克斯利法案》，更进一步强化了对上市公司的监管要求。

### （3）文化因素

在确定境外上市地点时，其他条件相同时公司更愿意选择到与本国文化背景类似的国家去上市，很显然，中国内地企业比较倾向到香港上市，也是因为两地的文化传统相同。

### （4）开展海外业务的需要

在经济发达大国中声誉卓著的交易所成功上市，本身就是证明公司资质的好广告。如果打算在该国开展经营活动，例如并购，则在该国上市是参与并购的前提条件。

### （5）流动性

---

<sup>3</sup> 企业选择海外上市地点考虑因素参考资料：

1. 周春生编著：《融资并购与公司控制（第三版）》，北京大学出版社2013版。
2. 初本德主编：《境外上市融资外汇管理实务》，辽宁人民出版社2008年版。

所谓流动性，通俗地说，就是能否快速变现股票以及以尽可能小的成本来变现。换手率是其重要的衡量标准。企业到流动性好的交易所上市应该更好。

#### （6） 发行价格（市盈率）

发行市盈率更高，在同等条件下可筹集更多的资金；二级市场市盈率高，则退出时可获取更多的财富。

#### （7） 再融资

再融资是否便捷也是要考虑的因素。如果再融资很方便，即使首次筹资不多也是可以考虑的。

#### （8） 上市成本及难度

包括各种中介费用，上市的不确定性，等待时间等。

#### （9） 交易所偏好

不同交易所在发展中也采取了差异化、专业化的策略，这意味着不同的交易所中集聚的投资者不同，从深层反映了投资者不同的风险偏好、行业选择等。进行境外上市，要根据企业所属行业，企业筹资的风险程度等选择上市地点。例如，纽约市场是传统行业和传统性公司偏好的市场，纳斯达克则更多的是高科技或新经济行业或公司集聚的市场，香港市场多房地产和金融企业，而多伦多则有更多能源企业上市。

本案例选择了中国大陆、香港、美国三个上市地进行比较，具体结果如下：

表 1-2 中国大陆、中国香港、美国上市地比较

	中国香港	中国大陆	美国
市盈率	较美国低	高	较香港高
上市成本	一般，香港创业板上市成本占筹资额比例 10%-20%，香港主板 15%-20%	较低，上市成本占筹资额比例 4%-10%	较高，上市成本占筹资额比例 15%-20%
上市时间	半年以上	2-3 年	近一年
上市条件	香港联交所的上市标准比纽约证交所的上市标准要低，相对更灵活；香港创业板对拟上市公司的财务状况没有要求	中国主板上市要求高；中小板也有 3 年连续盈利、无形资产出资不超过注册资本 20%等门槛。	纽交所和纳斯达克上市条件都设有不同的可选择标准，拟上市公司满足其中的一种标准即可。
流动性	强	一般	比香港强
股价上行空间	一般	大	大

	中国香港	中国大陆	美国
当地证监会监管力度	强	较弱	强

## （二）具体分析

本案例小组成员认为当年奇虎 360 选择去美国上市是比较明智的，主要原因有以下几点：

首先从上市条件而言，奇虎 360 当时不符合国内上市条件，例如 A 股上市需要三年连续盈利要求，而奇虎 360 在 2008、2009、2010 年的盈利分别为-274.6、418.9、849.1 万美元；从上市时间而言，国内 A 股需要审批，上市时间长，在这个竞争激烈，形势瞬息万变的互联网行业，奇虎 360 无法承受数年的上市周期。因此，奇虎 360 若想融资只能走海外途径，美国资本市场层次丰富，上市时间短，上市门槛低，例如纽交所、纳斯达克对 IPO 公司没有“连续盈利”的要求，且盈利标准可以用其他标准替代，是奇虎 360 的最佳选择。

其次，美元风险投资基金的介入，让奇虎 360 赴美上市成为必然。我国的互联网行业和其他行业相比，一直对 PE/VC 有着较强的依赖性，从第一波互联网企业开始就形成了这种模式，上市变现是这种模式可持续下去的一个必要阶段。奇虎 360 早期有红衫、鼎暉、高原等强大的美国本土风险资本投资，而我国资本市场无法为 PE/VC 提供相对宽松便捷的退出渠道，那么奇虎 360 赴美上市是风投资本退出的途径。但在奇虎 360 成功 IPO 后却获得了意外之喜，高原资本涂鸿川在纽交所现场接受媒体采访时表示：“我们将长期支持奇虎 360，上市后我们不仅不会卖出手中的股票，还将会继续增持。”因此，奇虎 360 的美国本土风投机构背景将对其上市后的发展、资本运营有积极的正面意义。

再次，纽交所有着更强的流动性、更广的股东和投资者基础、更丰富的研究和分析关注，它在美国科技股中的神圣地位，值得中国的创业者去膜拜。因此，奇虎 360 赴纽交所上市，可以提升公司的知名度。

最后，奇虎 360 赴美上市是由于对境外非理性迷恋情结。从周鸿祎、齐向东等创业者个人角度，也可能认为通过搭建境外结构融资和上市，能提升他们的视野，另外把个人财富转移到境外也更为安全。

客观地讲，赴美上市对于奇虎 360 发展帮助很大，因为它能使奇虎 360 快速地募集到资金，提升品牌知名度和企业家视野，包容奇虎的双重股权结构，为其



创新发展的野心提供平台。虽然也有持续的披露和报告义务、萨班斯-奥克斯利法案和公司治理要求、法律风险和诉讼风险以及高昂的上市成本，但是只要美国投资者能够明白奇虎 360 这一盈利模式，在当时看来，美国纽约证交所上市对奇虎 360 的正面意义大于负面意义。

表 1-3 纽约证券交易所对非美国上市要求(满足其一就可)

	标准一	标准二	标准三
财务条件	A. 最近三年税前收益累计达到 1 亿元 B. 最近 2 年每年税前收益超过 2500 万美元	A. 市值达 5 亿元 B. 最近 12 个月营业收入达 1 亿美元 C. 最近三年营业活动现金流入累计达 1 亿美元，且最近两年每年营业活动现金流入至少 2500 万美元	A. 市值达 7.5 亿美元 B. 最近一年营业收入达 7500 万美元
股东条件	A. 整股股东人数至少 5000 人 B. 公开发行股票数量至少 250 万股 C. 在外流通股市值达 1 亿美元以上		

表 1-4 中国主板和创业板上市比较

比较项目	主板	创业板
营业记录	须具备三年业务纪录，持续经营时间应当在 3 年以上	须具备三年业务纪录，持续经营时间应当在 3 年以上
盈利能力	最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过 3000 万元。	最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元且持续增长。或最近 1 年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近 1 年营业收入不少于 5000 万元，最近 2 年营业收入增长率均不低于 30%（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）
现金流、营业收入	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，或最近 3 个会计年度营业收入累计超过 3 亿元。	按照第二项盈利能力要求，最近 1 年营业收入不少于 5000 万元，最近 2 年营业收入增长率均不低于 30%。
业务、管理层及实际控制人的持续要求	近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员未发生重大变化，实际控制人未发生变更。	最近 2 年内主营业务和董事、高级管理人员未发生重大变化，实际控制人未发生变更。
公司治理	要求建立：股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度。最近 3 年内没有发生重大变化	要求建立：股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书、审计委员会制度。最近 2 年内未发生重大变化

## 2. 360 在美国 IPO 时的股权结构设计具有什么特点？其背后暗含了什么理论？

### （一）奇虎 360 股权结构设计特点

奇虎 360 在美国 IPO 的股权设计中采用了双重股权结构。双重股权结构(Dual Share Class)也称为二元股权结构、双重股权制，是一种通过分离现金流和控制权而对公司实行有效控制的有效手段。区别于同股同权的制度，在双重股权结构中，股份通常被划分为高、低两种投票权。高投票权的股票拥有更多的决策权。表 2-1 对比了 A-class 和 B-class 普通股的不同之处。

表 2-1 双重股权结构下 A、B 两类股票的对比

	A-class 普通股	B-class 普通股
面向对象	社会公众以及大股东	仅限公司创立者、管理层持有
投票权	同股同权	享有多份投票权，一份 B-class 股票一般可以代表 2-10 份投票权
流动性	流动性较强	流动性弱，一旦流通即转换为 A-class 股票
股利分配	正常派发	股利低

奇虎 360 在招股说明书中注明，公司采用双重股权结构来限制普通股东影响企业决策的权利，增加管理层对公司的控制。其中，周鸿祎、齐向东、部分管理团队、红杉资本、鼎晖创投以及高原资本持有 B-Class 普通股，该级别股票享有五份投票权，而 A-Class 普通股每股代表一份投票权。周鸿祎和齐向东两位联合创始人通过双重股权结构获得了奇虎 38.41% 的投票权。

### （二）相关理论与背景知识<sup>4</sup>

奇虎 360 在美国 IPO 时设计双重股权结构是为了获得控制权私有收益。

#### 1. 控制权私有收益

在股权集中的条件下，大股东在持有公司大比例股份的同时，牢牢控制董事会和管理层的选举和任命，从而获得公司绝大部分的控制权，使得大股东在公司中的控制权和所有权之间就会出现不平衡。公司的控制权由大股东掌握，中小股东的控制权被动的委托给大股东行使，Grossman 和 Hart（1988）认为虽然大股东的存在可以发挥其在公司治理中的积极作用，会缓解股东和管理层的代理冲

<sup>4</sup> 张华：《基于控制权私有收益的大股东控制对公司 IPO 行为的影响研究》，2014 年 8 月。

突，解决股权分散情况下股东“搭便车”的问题，有利于提高公司的价值，给包括中小股东在内的所有股东带来控制权共享收益（Shared Benefit of Control）（通常体现为从公司获得的现金股利收益或者公司股票价值的提升），但另一方面大股东会利用控股地位侵占公司和其他中小股东的利益，获得独享的控制权私有收益（Private Benefit of Control）。Jensen 和 Meckling（1976）认为拥有公司控制权的股东兼管理层，可以获得货币和非货币形式的控制权私有收益，其中的非货币收益包括个人的社会声誉和地位、人事任免权等。货币性私有收益为控股股东凭借在公司的控制地位获得的诸如过度薪酬和在职消费等直接经济利益，以及通过非公允关联方交易转移公司资产。而非货币性私有收益则主要表现为“精神”上的收益（Psychic Benefit），比如拥有公司控制权的满足感（Aghion 和 Bolton，1992）等。Dyck 和 Zingales（2004）基于大股东与小股东的委托代理冲突的角度定义了控制权私有收益。认为控制权私有收益公司是控股股东排他性享有的公司资源和经营成果，这种收益并不能被所有的股东按持股比例分享。

## 2. 控制权私有收益产生的理论基础

### （1）委托代理理论。

1) 股权分散下的第一轮权益代理理论。代理问题是公司契约观的重要构成要素，委托代理关系产生于现代公司制度下所有权和经营权的分离。在分散的股权结构下，公司的股东并不直接参与公司的管理而把生产经营权委托给职业经理人，希望经理人员按照股东的意愿来经营企业实现股东财富最大化的目标。然而由于契约的不完备性，经理人员并不持有公司股份或者持有很少的公司股份，经理人员追求的是在职消费以及工资报酬之外的额外收益，从而导致股东和经营者的目标并不一致，再加上股东和经理人员之间存在着固有的信息不对称，经理人员就会做出有损股东价值的行为。在股权分散的条件下，由于存在股东和经理人员的委托代理冲突，Jensen 和 Meckling（1976）将代理成本定义为委托人发生的激励和监督成本、代理人的担保费用及剩余损失。股东与经理人员之间的权益代理成本通常被定义为第一类权益代理成本。

2) 股权集中下的第二类权益代理理论。在股权集中公司中的大股东通常是公司的控股股东，而公司的经营管理层一般是公司大股东兼任或者是他们的利益

代理人,这样传统公司中股东和经理层之间的委托代理关系就转变成公司大股东或者控股股东和中小股东之间的委托代理关系。公司中处于控股地位的大股东通常比中小股东掌握更多公司生产运营方面的信息,大股东就会利用信息上的优势以公司和中小股东的利益为代价实现自身利益最大化,这就是中小股东作为委托人将公司委托给大股东或者控股股东而产生的第二类权益代理成本。

### (2) 不完全契约理论。

Hart 等(1986, 1990)在不完全契约理论基础上建立的产权理论(Property Rights Theory of the Firm)提出了剩余控制权(Residual Rights of Control)的概念,由于契约是不完备的,因此除了缔约双方事先在契约中可以规定的具体权利之外,还包括无法在契约中明确的其他权利,被称之为剩余控制权(Residual Rights of Control)。Hart(1990)认为剩余控制权是决定公司控制权的关键,只有拥有公司剩余控制权才能在公司中处于支配地位。剩余控制权来源于对财产的所有权(Property Rights),称为剩余索取权(Residual Rights of Claim)。

现代企业制度中,剩余索取权和控制权被企业全体股东拥有,但为了解决股权分散条件下股东“搭便车”的问题,股东将公司部分剩余控制权在董事和经理层之间进行分配。因此,随着经理层的职业化和专业化,在不持有公司股份的经理层就会出现剩余控制权大于索取权的情况,经理人员就可以滥用手中的控制权按照自己的意愿配置公司资源而损害股东的利益。而当公司股权集中时,公司的大股东凭借在公司中的控股地位使得实际剩余控制权大于索取权,中小股东在公司中的剩余索取权则小于控制权,这种剩余索取权与控制权的非对称性格局致使中小股东部分剩余索取权被大股东攫取,而成为大股东的控制权私有收益,这正是形成大股东对中小股东利益剥夺(Expropriate)的第二类权益代理问题的理论根源。

### (3) 信息不对称理论。

信息不对称(Asymmetric Information)指在市场交易中,交易各方对交易对象拥有的信息不同,信息不对称理论认为,信息不对称会造成市场交易主体的利益失衡,增加交易成本,影响市场资源配置的效率。在股权集中的条件下,公司中的大股东或者控股股东比中小股东掌握更多的公司经营管理信息,而中小股东通常采取“搭便车”行为。因此两者之间存在严重的信息不对称。因此大股东

就会利用信息优势从事机会主义行为，损害中小股东的利益获而取控制权私有收益。

### 3. 双重股权结构对控制权私有收益的影响

大股东的控制结构可以分为绝对控股股东结构（Controlled Structure）和少数控股股东结构（Controlling Minority Structure）。绝对控股股东结构是指大股东持有公司 50%以上的股份，而少数控股股东模式下大股东持股比例低于 50%，但通过其他方式获得公司过半数的投票权。Bebchuk 等（1998）发现在少数控股股东结构下就会出现少数控股股东拥有的控制权和现金流权不一致的现象，并将这一现象称之为“控制权和现金流权的分离（the Separation of Control and Cash Flow Right）”。双重股权结构就是实现控制权和现金流权分离的一种股权结构设计。大股东通过持有公司发行的具有高（Superior）、低（Inferior）两种投票权的股份来达到其在公司的控制权和现金流权的分离。比如，公司可以发行 A、B 两类股票，A 类股票每股拥有一份投票权，而 B 类股票拥有 10 份投票权，那么如果大股东在公司持股数量上比例不足 50%，但大股东只要持有一定数量的 B 类股票，就可实现“少数控股股东结构”对目标公司的控制。例如，百度（Nasdaq: BIDU）公司中 B 类股票的投票权是 A 类股票的 10 倍，百度 CEO 李彦宏仅持有 16%公司股份，但其在公司中的投票权达到 52%。在实践中，不同类别股票的投票权比例可以根据需要自由确定。

3. 根据私有化理论分析 360 为什么要私有化？如果你是一位独立咨询机构的分析人员，基于收益与风险分析，你认可 360 从美国退市回归 A 股市场的决策吗？是否有其他可供选择的方案？

#### （一）相关理论与背景知识

私有化属于主动退市，就是上市公司选择主动退出股票市场，通常是由控股股东提出，以现金或者价证券的方式从其他小股东手上将市场上所有流通股份购回，从而使上市公司就此摘牌退市，成为私人公司。

上市企业私有化是国际成熟资本市场的常见现象，西方学者对私有化退市动因的研究比较丰富。我们结合 Renneboog 和 Simon(2005)、Renneboog 等(2007)、Bharath 和 Dittmar(2010)等的研究，将企业私有化的动机归纳为股票价值低估

假说、代理成本假说、税收假说、财富转移假说和交易成本假说<sup>5</sup>。

表 3-1 企业私有化的相关理论

企业私有化的理论	具体内容
股票价值低估假说	股票价值低估假说(undervaluation hypothesis)认为, 股东和管理层存在信息不对称, 而信息不对称程度高的企业对机构投资者或基金经理缺乏吸引力, 进而导致股票缺乏流动性, 公司股价被低估。Zingales(1995)指出, IPO 的一个重要作用就是确定企业的市场价格 / 价值, 从而为其股票提供流动性。如果流动性下降, 则企业更有可能私有化。Renneboog 等(2007)认为, 公司价值被低估是私有化的主要动因之一。
代理成本假说	代理成本假说(agency costs-related hypothes)主要基于代理理论, 包括利益协调假说、控制权假说和自由现金流假说。利益协调假说认为, 私有化会提高管理层持股, 降低代理成本。Jensen(1986)发现, 私有化可以通过提高企业负债和管理层持股来协调管理层利益进而改善企业效率。Weir 等(2005)研究了 1998-2000 年英国 116 家企业的私有化案例, 发现 CEO 持股比例和机构投资者持股比例高的企业更有可能私有化。
税收假说	税收假说(tax benifit hypothesis)认为, 私有化将提高企业负债水平, 进而产生税盾效应。Kaplan(1989a)以 1980-1986 年 76 家管理层收购的上市公司为研究样本, 发现美国上市公司私有化带来的税收收益占私有化支付的股票溢价的 21%-72%。Renneboog 等(2007)研究了 1997-2003 年英国上市企业的私有化行为, 发现税盾效应是公司私有化的主要动因之一。
财富转移假说	财富转移假说(wealth transfer hypothesis)认为, 私有化会使企业的债务大幅增加, 导致现有债权人的利益受到损失, 从而将债券持有人的财富转移给了股东。例如, Marais 等(1989)以 1974-1989 年美国私有化企业为研究对象, 发现私有化交易后企业债券评级(穆迪的债券评级)下降。Travlos 和 Cornett(1993)基于美国 10 起私有化交易的研究显示, 私有化后持有债券的价值损失为 1.08%。
交易成本假说	交易成本假说(transaction costs hypothesis)认为, 股票上市的成本过高是导致企业私有化的重要原因(DeAngelo 等, 1984)。例如, Renneboog 等(2007)指出, 2003 年一家市值达到 1 亿英镑的上市公司交给伦敦证券交易所的会员费(admissionfee)是 43700 英镑, 每年的上市费(listingfee)是 6280 英镑。周煊和申星(2012)指出, 如果一家企业在纳斯达克上市, 首次上市费用占到 IPO 融资金额的 9%-16%, 每年支付的投资者关系维护费用、上市费用、律师费用和信息披露等费用达到 900 万元。

## (二) 具体分析

<sup>5</sup> 祝继高、端杨、李鑫:《中概股公司私有化研究: 动机与经济后果》, 2015年4月第41卷第4期, 财经研究。

## 1. 私有化的原因

从经济利益视角考察，境外上市企业私有化具有明显的经济动因，符合典型的西方上市企业私有化退市的特征。有的确实是股价低迷被动私有化的无奈之举，而有的则完全是内控私有化或者回归 A 股的战略大调整。

奇虎 360 私有化的原因总结为以下几点：

业务模式无法得到海外投资者的认可，屡次遭到做空机制的攻击。中美市场监管制度、经济环境以及商业理念的不同，加之海外投资者对 360 的商业模式不理解，使得奇虎 360 在美国产生了“水土不服”的现象，根据上述股票价值低估假说，360 在美国市场的股价明显被低估。在这样的市场环境下，投资者的信心和情绪很容易受到 360 负面消息的影响，这也是国外一些机构“恶意做空”屡屡得手的主要原因之一。

(2) 为战略调整和业务转型寻找出路。纵观奇虎 360 近期的一系列商业动作，一方面推出了极度烧钱的视频网站业务，另一方面拓展互联网金融业务；此外，公司还向智能手机市场进军。若要实施重大战略调整，360 作为公共企业，在经营管理中难免遭受多方掣肘，而私有化之后公司控制权相对集中，有利于公司改善股权结构和控制结构，从而形成更有效抵御风险的投资战略。而 360 在美国长期以来股价被低估，作为公众企业不仅要接受市场严格的监督，还要对短期业绩负责并支付大量维护上市的费用，甚至可能面对做空机构的阻击和集体诉讼的风险，无法有效进行融资，不利于公司的战略调整。权衡之下，360 选择在成本较低时进行私有化退市是一种明智的选择。

(3) 中国的信息安全市场日益庞大，360 的企业安全业务更适合回国发展。基于 360 的外资背景，它的企业安全业务很难涉足国内的政府、金融、科研等重要领域。一旦 360 私有化及齐向东主导的企业安全业务 MBO 完成并回归国内，就可以更好的进入原先无法进入的领域。同时，有数据表明，美国的安全公司一年收入是百亿人民币级别，而中国的安全上市公司一年只有几亿人民币的收入，这巨大的差距说明中国的安全市场还有着巨大的发展空间。据悉，目前 360 已经进入政府采购名单，这意味着在 360 完成私有化后，极有可能得到来自中国市场的大批订单。

(4) 政策东风和发行审核的提速为 360 的私有化进程助力。2015 年，中国

资本市场改革进入深水区，注册制、战略新兴板相继提上日程，新三板市场也迎来分层制度的重大利好，多层次资本市场正在逐步形成。2016 年“两会”上，证监会主席刘士余针对注册制、中证金、深港通等问题明确了资本市场的改革方向，为中概股回归潮奠定了良好的政策环境。尽管注册制并未出现在 2016 年的《政府工作报告》中，但从新股发行的节奏来看，市场已经在悄然向注册制模式过渡。种种迹象表明，监管层正在尝试包容性审核，通过提高审核效率，降低企业排队时间和成本，同时强化 IPO 信息披露，淡化公司投资价值审核，逐步向注册制靠拢。

## 2. 奇虎 360 私有化回归 A 股的收益分析

中国 A 股市场对于中概股具有极大的吸引力，如果说选择从美股退市是一种“无奈”的话，那么 A 股的高估值体系、充裕的流动性、知名度、品牌效应、以及再融资功能等是 360 回归的主要动力。相比海外市场，A 股公司往往存在明显的估值溢价。不仅如此，在美上市的中概股公司主要以互联网、电商、教育、网络游戏、社交媒体、网络视频等板块为主，对中国市场来说具有明显的稀缺性。据此可以推断，作为稀缺性资源的奇虎 360 如果从海外市场回归 A 股，将会获得国内大量资金的追捧，并享受稀缺性带来的估值溢价。从另一方面来讲，360 回归 A 股市场得到更高的估值，更便于投资者套现行为的实施，这对于投资者有巨大的吸引力；同时，估值溢价的存在还可以为公司免除被并购的困扰。此外，我国的证券市场还在初级阶段，监管机制和做空机制虽然在逐步完善，但还不像美国资本市场那样严苛，这样的大环境更有利于 360 的市值管理，促进公司的战略调整和业务转型。

## 3. 奇虎 360 私有化回归 A 股的风险分析

虽然 360 回归可以享受到可观的估值溢价，但也不是一件稳赚不赔的生意，在资金成本、时间成本、机会成本、产业政策变动等方面都存在一定的风险。

表 3-2 360 私有化回归的风险分析

360 私有化回归的风险	具体分析
资金成本	中概股退市相当于从投资人手中借入美元负债购买各股东手中的股票，经过拆除 VIE 结构——重建公司架构后融资——IPO 或借壳上市的漫长过程后，投资人才能获得收益。在此期间，美元升值预期无疑会加大投资人提出要求的筹码；360 私有化要约为非约束性



360 私有化回归的风险	具体分析
	报价要约,这也意味着 360 的私有化并不一定可以顺利地以低价完成。如果私有化价格高,再上市的套利空间就会被压缩;此外,实施私有化的公司往往与各方签订严苛的资金对赌协议,如果不能顺利私有化并在国内上市,不但要承受对赌协议的赔付,甚至私有化和拆除 VIE 结构时使用的杠杆资金也会出现偿付的风险。
政策变动风险	2015 年中国建设多层次资本市场的脚步开始加快,中国资本市场改革进入深水区。虽说政策利好对于 360 的回归具有极大吸引力,但是原本在十三五期间竭力推动的注册制改革,在 2016 年的政府工作报告中却未提及注册制。2016 年 3 月 8 日,证监会副主席李超曾表态,称“尽快推出战略新兴板”。可到了 3 月 15 日,在“十三五”规划纲要草案修改情况的说明中,有关“设立战略新兴板”的内容被删除。注册制和战略新兴板原本对于中概股来说是雪中送炭,为其在 A 股再上市开了绿灯,非常具有吸引力。但是政策的多变导致回归路上的中概股眼前忽现“断桥”,甚是无奈。
时间成本	境外证券交易所对上市企业退市规定了非常复杂的程序,从提出私有化到企业正式退市最长可达 22 个月,在此期间股票仍正常交易。杨天夫领导的泰富电气有中概股私有化第一股之称,四年前从纳斯达克退市之后,公司一直在寻求借壳在 A 股上市的机会,但直到今天仍然没有成功。看得出,即便一切顺利,奇虎 360 回归的最大障碍就是时间成本很高。  经过多方面的考量,360 最有可能选择借壳的方式登陆 A 股市场,而这种方式的回归,极容易因为某种原因陷入停顿。根据初步判断,奇虎至少要一年半到 2 年以后才能正式登陆 A 股。而 A 股是有名的牛短熊长,届时可能面临一个充满不确定的市场,最好的上市窗口期极有可能已经过去。
机会成本	首先以纽交所上市公司的身份,股权融资、债权融资都非常便捷(估值高时选择股权融资、估值低时选择债务融资),而从私有化到在 A 股上市,即便一切顺利,耗时也要将近两年。上市后能否融资、融多少完全没有把握。基于以上观点,放弃纽交所上市公司地位的机会成本相当高。

#### 4. 是否认可公司的私有化决策

360 私有化回归国内市场,从短期看,解决了再融资的困境,为公司顺利实现业务转型和公司战略调整奠定基础。

中概股企业大都发展时间不长,其业务基础薄弱,运营模式存在漏洞,财务制度不健全。美国资本市场作为全球最完善的资本市场,当初奇虎 360 费劲九牛二虎之力跻身于此,目的是成长为国际一流企业,以谋求自身更好的发展。随着全球金融危机的蔓延,美国经济复苏缓慢、欧债危机持续恶化,世界各国包括

中国均开始调减经济增速。而此时一些中概股竟持续报出异乎寻常的“亮丽报表”，境外媒体、做空机构、监管者纷纷将质疑的目光投向中概股，导致中概股集体遭遇了历史上最为惨烈的“滑铁卢”。360 也选择在此时加入了私有化的浪潮，然而从长期来看，这并不利于企业的成长。

近年来，部分中概股的诚信问题动摇了投资者对整体中概股的信心。美国投资人是理性的，毕竟中国公司中有很多都是高成长公司。此外，监管部门、律所及投行等中介机构对中国企业上市方面的审查和研究更加严谨，可以在一定程度上预防问题的发生；从做空机制看，针对中概股的做空利益链日益完善，卖空机制的存在有其积极作用，它让资本市场变得更加干净，也让股票价格变得更为合理。未来对于以 360 为代表的中概股来说，留在美国市场正是苦练内功的最佳时机，企业应该倾力定位盈利模式、调整发展计划、培养企业诚信品质，才会重新唤起美国投资人对中国企业的信心。

#### 5. 除了私有化之外的其它方案

对于奇虎 360 来说，整体私有化退市并不是唯一的选择。

2015 年 5 月，360 企业安全集团作为 360 的全资子公司正式成立。值得注意的是，这只是业务上的分离，而非资本上的分离。企业安全集团的成立意味着奇虎可能把整体的业务进行分拆之后再各自谋求合适的上市地点。

360 分拆有两点理由，一是传统业务和新业务获得的估值、溢价不同；二是从管理架构上，360 已经日渐分离成两个体系。在 2014 年底，360 曾进行一次大规模的架构调整，将安全业务和手机业务从组织架构上划分清楚，安全业务都归 360 总裁齐向东负责，手机业务归周鸿祎负责。分拆的方案是将安全产品线、流量产品线和新兴业务(手机、智能硬件)分别上市。

对于像 360 这样掌握着中国海量信息流和用户数据且以互联网安全为主的公司，如果在海外上市，对本国产业发展并不是好事；另一方面，360 在海外上市将导致对国内资源的掌控力不足。因此，除了整体私有化退市，360 还可以选择这样一条路，即企业安全业务回归国内上市，其他业务留在美国股市继续发展。

先前，不少做空机构为了牟利而去攻击本身没有问题的中国公司，发布的做空报告站不住脚，以至于失去了信誉度。另一方面，众多中介机构加大了对中国企业上市的研究审查力度，这在很大程度上可以帮助企业走上规范化的道路。因

此，360 只有通过调整发展战略，提高企业信誉水平，重新唤起海外投资人的信心，才能使留在美国的业务获得长足的发展。

4. 你认为 360 私有化的收购价格-每股 51.33 美元的定价合理吗？试采用你认可的公司重组估值方法，以 2015 年二季度末的财务数据，对 360 的私有化定价进行评价。

#### （一）相关理论与背景知识<sup>6</sup>

本题主要介绍现金流量折现法和可比公司法在企业估值中的应用。

##### 1. 现金流量折现模型

$$\text{价值} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{1+rY^t}$$

其中：n 为资产的年限； $CF_t$  为 t 年的现金流量；r 为包含了预计现金流量风险的折现率。

##### （1）股权现金流量模型

股权价值的取得是通过对股权的预期现金流以股权的成本即公司股权投资所要求的回报率进行的折现，其基本形式为：

股权价值=

根据资产索偿权的次序，股东只能对债权人履行债权后的剩余资产进行分配，现金流量首先在满足企业所有费用、资本支出、税务义务、本金以后才能属于股权持有人。

股权现金流量=实体现金流量-债务现金流量

##### （2）实体现金流量模型

企业价值是通过对企业的预计现金流以加权资本成本进行折现来计算的，其基本形式为：

实体价值=

<sup>6</sup> 公司估值方法参考资料：

中国注册会计师协会编：《财务成本管理》2015年版。

荆新、王化成、刘俊彦主编：《财务管理学（第六版）》中国人民大学出版社。

蓝裕平著：《融资策划实务》广东经济出版社2010版。

实体现金流量是企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的税后现金流量。

实体现金流量=息前税后利润+折旧与摊销-营运资本增加-资本支出

评估企业稳定期前的年份，即公式中的  $n$ ，需要根据行业发展趋势、全球经济背景以及公司竞争优势来作出判断。实物中的详细预测期通常为 5-7 年。

### （3）折现率

股权现金流量和实体现金流量两个模型在使用中应特别注意现金流和折现率的匹配使用，如果股权现金流以加权平均资本成本折现将导致对股权价值的高估，而如果以股权成本对公司现金流进行折现将导致对公司价值的低估。

股权资本成本

股权成本是投资者向一个公司投资所要求的回报率，可用资本资产定价模型确定。

$$K_s = R_f + \beta I$$

其中：

$R_f$  为无风险报酬率，一般选择 10 年期政府债券利率；

$R_m$  为平均风险股票必要报酬率； $\beta$  为股票的 beta 值。

其中为股票收益与市场指数之间的协方差， $\sigma_m^2$  为市场指数的方差。

一般来说，公司风险特征无重大变化时，可以采用 5 年或更长的预测期长度；如果公司风险特征发生重大变化时，可以采用应当使用变化后的年份作为预测期的长度。

### 2) 加权平均资本成本

加权平均资本成本=负债额占总资本的比重×税前债务资本成本×（1-所得税税率）+股票额占总资本比重×股权成本

税前债务资本成本取决于未来债务的利率、税率、发行溢价，如果没有进一步的数据，债务成本经常以目前的负债情况进行计算。

## 2. 可比公司法

相对价值模型分为两大类，一类是以股票市价为基础的模型，包括 P/E 市盈率，P/B 市净率，P/S 市销率等比率模型；另一类是以企业实体价值为基础的模型，包括实体价值/息税折旧摊销前利润、实体价值/息税前利润、实体价值/销售额等比率模型。

### (1) 市盈率模型

市盈率=

目标企业每股价值=可比企业平均市盈率\*目标企业每股收益

市盈率模型有以下优点：首先，计算市盈率的数据容易取得，并且计算简单；其次，市盈率把价格和收益联系起来，直观的反映了投入和产出的关系；最后市盈率涵盖了风险补偿率、增长率、股利支付率的影响，具有很高的综合性。

市盈率的问题在于每股净收益只是某一阶段的会计利润，而会计利润很可能因为当期的非现金和一次性项目不能反应一家企业真实的财务表现，另一方面，如果收益是负值，市盈率就失去了意义。

最适合运用市盈率进行估值的企业应为处于成熟期，拥有盈利并且  $\beta$  值接近于 1 的公司，样本应优先选择相似的资本结构。

### (2) 市净率模型

市净率=

目标企业股权价值=可比企业平均市净率\*目标企业净资产

市净率的优势在于解决了市盈率只看一个会计周期的问题，且市净率极少为负值，数值比较稳定，可用于大多数企业。

市净率的问题在于以下几点：首先，账面价值受会计政策选择的影响；其次，固定资产很少的服务性企业和高科技企业，净资产与企业价值的关系不大；最后在出现负净资产账面价值的情况下不具参考意义。

这种方法主要适用于需要拥有大量资产、净资产为正值的企業，包括银行业、制造业以及其他资产密集型企业。

### (3) 市销率模型

市销率=

目标企业股权价值=可比企业平均市销率\*目标企业销售收入

该模型的局限在于不能反映成本的变化，但是该模型不会出现负值，对亏损企业和资不抵债的企业也适用，而且市销率对价格政策和企业战略变化敏感，可以反映这种变化的后果。这种方法主要适用于销售成本率低的服务类企业，或者销售成本类趋同的传统行业的企业。

#### （4）企业价值/息税前利润模型

目标企业价值=可比企业的平均企业价值/息税前利润\*目标企业息税前利润

虽然将企业核心运营表现与财务决策影响(利息花费)与税务影响分离开来，但未调整的息税前利润依然包括非现金支出(折旧月摊销)，一次性项目，企业间不同的会计处理方式等影响对比估值的质量，在使用时往往需要对息税前利润进行人工调整。

最适合运用这个比率进行估值的企业应为拥有盈利，服务型产业(低资本密集度)的公司，由于剥离了财务决策影响，也可以比较不同资本集约度的企业。

#### （5）企业价值/息税折旧摊销前利润模型

目标企业价值=可比企业的平均企业价值/息税折旧摊销前利润\*目标企业息税折旧摊销前利润

该模型去除了折旧和摊销的影响，对于资本密集型的商业来说，这两者反映在损益表中均是巨额的非现金花销。同时由于各个企业可以使用不同的折旧方法与设备寿命假设，即便两家其他条件完全一致的企业的估值都很可能因为忽略了非现金花销而产生巨大差别。但是该模型也存在一定的问题，这个比率对可以拥有不同资本密集度的行业估值的效用较低，例如，假设两家资本密集型企业产生的息税折旧摊销前利润完全一样，但第一家需要更多的资本，那么在这种情况下，该模型的估值效果便不如 EV/EBIT 准确。

该模型去除了很多因素的影响，而且在多数行业中都适用，所以是业内最为时兴的估值倍数，理想的使用环境是在拥有相似资本密集度的行业中用以高资本密集企业的相对估值。

### （二）具体分析

本案例小组成员认为奇虎 360 私有化的收购价格—每股 51.33 美元（每存托股 75 美元）的定价合理，原因如下：

#### 1. 过去 60 天收盘价均价

一般来说过去 60 天收盘价均价会作为私有化要约价格的下限值，私有化收购价至少需要大多数股东同意，因此私有化收购价相对于过去 60 天收盘价的溢价要有吸引力获取足够多的赞成票，例如：阿里巴巴香港上市公司的回购价较停牌前最近 60 个交易日的平均收盘价格溢价大概为 60%。以 2015 年 6 月 30 日为评估基准日，奇虎 360 过去 60 天的收盘价均价为每存托股 60.74 美元，75 美元的私有化收购价溢价 23.48%；以 14.5 美元的 IPO 发行价计算，溢价 417.24%。相比于分众传媒等中概股的溢价，奇虎 360 的溢价是较高的，这对中小投资者来说价格比较公道。因此，该私有化收购价比较合理。

## 2. 公司估值

由于公司正处于高速发展期，发放的股利很少，因此，股利折现模型对公司估值不适用，我们采用现金流折现法和可比公司法来对公司估值。当然，这两种方法存在各自缺陷：DCF 模型涉及未来现金流的预测，在对传统企业的估值中，我们倾向于认为某种趋势会继续，简化地用历史重演的逻辑去估计未来，而互联网企业瞬息万变，产生现金流的数量和持续的时间都很难预测。相对估值法的劣势在于只考虑当下，在一个相对稳定的市场下，估值比较合理，但是在大幅摆动的市场环境下，相对估值法得到的结果会根据大盘的调整而变化巨大。因此，本案例只是提供一种思路。

### （1）现金流量折现法<sup>7</sup>

采用自由现金流折现模型对公司估值要解决两个主要问题—资本成本的估计(WACC)和公司未来自由现金流的预测(FCF)。

#### 1) 加权资本成本

$$K_e = R_f + \beta I$$

<sup>7</sup> 现金流量法数据参考资料：

Wind资讯。

李涛：《奇虎360投资价值分析报告》，2014年。

<http://tech.qq.com/a/20151207/006910.htm>，投行预测。

无风险利率( $R_f$ )可以采用长期国债利率来替代, 评估基准日美国 10 年期国债平均利率为 2.35%, 因此 $R_f=2.35\%$ ; 采用奇虎 360 2011 年 6 月 30 日至 2015 年 6 月 30 日的历史股价计算周对数收益率, 并且选取标普 500 指数计算市场收益率, 得 $\beta=1.35$ ; 市场回报率选择 5 年标普 500 平均收益率, 得 $R_m=10.67\%$ , 因此 $K_s=13.66\%$ 。

从财报我们知道, 去年底公司的长期负债为 16.3 亿美元可转债, 利息为 2.52%, 而公司股东权益为 12.22 亿美元, 公司所得税率  $t=18\%$ , 参照同行业资本结构我们假设一个目标资本结构, 所以  $WACC=9.02\%$ 。

表 4-1 奇虎 360WACC

	账面价值 (万美元)	目前资本结构%	目标资本结构	资本成本	WACC
债务	163500	57.23%	40%	2.52%	9.02%
股权	122213	42.77%	60%	13.66%	

#### (1) 自由现金流量预测

未来现金流=税后经营净利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资本的增加  
在估计公司未来自由现金流时, 我们先做如下假设:

- a) 公司未来持续经营;
- b) 公司目前正处于高速发展阶段, 2013、2014 营业收入增长率为别为 104%、107%, 2015 上半年同比增长 41.1%, 我们假设 2015、2016 两年营业收入增长率为 42%、40%, 其后增长率如表 4-2 所示;
- c) 根据公司往年财务报表, 奇虎 360 利息收入与支出基本收支相抵, 因此我们假设利息净支出为零;
- d) 参照行业平均以及公司往年税前经营利润、折旧与摊销、营运资本、资本支出、所得税率, 我们假设从 2015 年开始, 这些比率基本保持稳定, 具体如表 4-2 所示。

表 4-2 奇虎 360 现金流量法估值

单位: 百万美元	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021 及以后
利润表假设:								



单位：百万美元	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021 及以后
销售增长率		42%	40%	30%	25%	25%	15%	6%
税前经营利润率		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
所得税率		18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
<b>利润表项目：</b>								
销售收入	1390.7	1974.79	2764.71	3594.13	4492.66	5615.82	6458.19	6845.69
税前经营利润		493.70	691.18	898.53	1123.16	1403.96	1614.55	1711.42
税后经营利润		404.83	566.77	736.80	920.99	1151.24	1323.93	1403.37
<b>资产负债表假设：</b>								
折旧及摊销/销售收入		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
资本支出/销售收入		10%	10%	8%	8%	7%	7%	6%
营运资本/销售收入		7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
<b>资产负债表项目：</b>								
折旧及摊销		118.49	165.88	215.65	269.56	336.95	387.49	410.74
资本支出		197.48	276.47	287.53	359.41	393.11	452.07	410.74
营运资本		138.24	193.53	251.59	314.49	393.11	452.07	479.20
实体现金流量		187.61	262.65	413.32	516.66	701.98	807.27	924.17
加权资本成本		9.02%	9.02%	9.02%	9.02%	9.02%	9.02%	9.02%
折现系数		0.9577	0.8785	0.8058	0.7391	0.6780	0.6219	
成长期现值		2013.49						

单位：百万美元	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021 及以后
后续期现值		19030.92						
实体价值合计		21044.41						
净债务价值		1635.00						
股权价值		19409.41						
股本数（亿股）		1.97						
每股价值（美元）		98.52						

## （2）可比公司法

可比公司法的关键在于可比公司的选择，本案例分别选取了中国和美国同类企业的平均值，目标公司每股指标为 Wind 资讯对奇虎 360 2015 年的预测值。

表 4-3 奇虎 360 可比公司法估值

	可比公司平均市盈率	目标公司每股收益（美元）	目标企业每股价值（美元）
市盈率模型（美国）	40.5	1.99	80.595
市盈率模型（中国）	208.05		414.0195
	可比公司平均市销率	目标公司每股销售收入（美元）	目标企业每股价值（美元）
市销率模型（美国）	9.25	10.43	96.4775
市销率模型（中国）	46.14		481.2402

由表 4-2 和表 4-3 可知，现金流量折现法对奇虎 360 的估值为每股 98.52 美元；根据美国可比公司平均比率，奇虎 360 每股价值计算结果分别为 80.595 美元和 96.48 美元，比每股 51.33 美元的收购价格高出许多。根据中国同类公司平均比率计算出的每股价值更是远远高于收购价，由此可见奇虎 360 股票价值是被低估的。

因此本案例小组认为，从投资者角度，奇虎 360 的私有化收购价相比过去 60 天的收盘价均价有一定溢价，价格较为公道；从买方财团的角度，该收购价格小于其实际价值，买方财团可收获一定溢价，所以该私有化收购价是合理的。

5. 如果你是承办 360 回归 A 股业务的投资银行从业人员, 你认为制定 360 在 A 股上市方案的重点和难点是什么? 请在分析国内股市不同市场的上市条件以及不同上市方式的利弊的基础上, 为 360 设计一个合适的上市方案。

(一) 上市方案的重点<sup>8</sup>

奇虎 360 作为在美国纽约交易所上市的公司, 在回归 A 股的过程中必定会受到层层阻碍, 上市前的资产重组是各个步骤的重点。

公司在上市前对现有资产进行重新组合, 即资产重组, 是世界各国通行的做法。从简单的定义上讲, 资产重组是优化生产要素、追求最佳效益的过程。企业上市前进行资产重组要达到以下目的: 提高资产利润率, 满足公司上市要求; 避免同业竞争, 减少关联交易; 剥离不宜上市的公司资产, 提高公司竞争能力。从公司上市的要求看, 大量的非经营性资产只是扩大了资产占用, 并不增加利润, 因此会降低资本利润率, 从而使股票发行的成功率和股票发行价格蒙受不利影响。奇虎 360 花费大量时间精力从美国退市私有化, 其目的就是获得高估值筹集资金。上市前的资产重组可以实现资产的最佳组合, 提高资本利润率, 以获得较高的股票发行价格, 从而扩大筹资规模。

资产重组的内容主要包括四个方面: 确定哪些资产进入上市公司, 哪些资产不进入上市公司; 确定哪些资产要从上市公司中剥离出来; 确定哪些子公司需要合并, 哪些子公司需要分立; 确定哪些参股公司要转为控股子公司, 哪些控股子公司要转为参股公司, 或是转让股份。从公司发展状况来看, 奇虎 360 业务触角涉及到安全领域、手机业务、智能硬件等方方面面, 目前安全业务在奇虎 360 的主营业务中占主导地位。2015 年 5 月 25 日, 奇虎 360 发起设立了全资子公司——360 企业安全集团准备涉足企业安全领域, 私有化完成后安全业务必定会成为奇虎 360 发展的主体业务。除此之外, 从管理框架上, 360 已结日渐分离成两个体系。在 2014 年底, 360 曾进行一次大规模的架构调整, 将安全业务和手机业务从组织架构上划分清楚, 安全业务都归 360 总裁齐向东负责, 手机业务归周鸿祎负责, 360 似乎已经在为上市前的资产重组做准备。基于公司发展战略角度, 奇虎 360 应当对自身业务进行梳理, 确认哪部分资产进入上市公司, 哪部分资产拆分出来, 实现更高的估值。

<sup>8</sup> 张勇: 《公司上市前的资产重组问题》. 中国石化. 1999 年 10 期。

## （二）上市方案的难点

根据 2011 年奇虎 360 赴美上市的招股说明书中显示，奇虎在美国的股权结构设计为双重股权结构，这一制度设计保证了尽管奇虎 360 选择在海外上市，周鸿祎、齐向东等人仍然可以保留控制权。可回归 A 股后不能再保留这一制度设计，如何维持周鸿祎等人的控制权，这将成为 360 在 A 股上市不得不考虑的一个难点。

双重股权结构通过发行具有高、低两种投票权的股份来达到公司控制权和现金流权的分离。这种制度设计有利于创始人行使对公司的控制权，掌握决策权，避免被恶意并购。同时，可以保证管理层决策不会受到股东的干扰，实现管理层经营理念、发展战略的持续。可在国内 A 股上市的公司不能保留双重股权结构，只能发行同股同权的普通股，周鸿祎等人为了保留对公司的控制权不得不增持股份或寻求其他控股方式，无疑增加了控股成本。如何保持对公司的控制权，是奇虎 360 回归 A 股股权结构制度设计的一个难点。

## （三）理论依据

### 1. IPO 和借壳上市利弊

表 5-1 IPO 上市和借壳上市优缺点对比

	优点	缺点
IPO 上市	<p>（1）可以融资。企业通过 IPO 上市，一般可以发行总股本约 25% 的股份，直接从股市募集资金。</p> <p>（2）自我主导性较强。企业 IPO 上市一般由其自己来规划主导，哪些资产拟上市，哪些资产不注入，以及人事安排与公司治理等，都可按通常惯例有序推进，自主性较强。</p>	<p>（1）上市周期很长。IPO 上市需经过改制、辅导、审核、发行等过程，需要连续运营 3 年、3 年连续盈利才能申报材料。目前证监会排队企业大概在 500 家左右，按照证监会每周 4 家的审核速度，目前马上申报材料到审批通过至少还得 2 年左右。</p> <p>（2）通过率相对较低。由于 IPO 是优中选优，所有证监会对 IPO 的审核较为严格。</p> <p>（3）不确定性大。由于国内资本市场变化的不确定性，IPO 的审核亦存在较大的不确定性。例如当发生严重股灾时，可能会暂停 IPO。</p>
借壳上市	<p>（1）借壳上市可以绕过证监主管部门的一系列审查，从而缩短上市的时间成本，减少交易成本，快速实现上市。采用“借壳”来实现上市可无需经过证监部门的审查，只需与壳方进行必要的交涉，这样便可使企业尽快实现上市。</p>	<p>（1）财务风险。由于壳资源的稀缺性和人为的干预，“壳”的价格可能非常昂贵。在具体操作中不仅需要支付各种费用，在恶性的股价大战中更要消耗巨额资金。而且，在成功上市之后，新股东将分享公司未发行新股前的累积盈余，会降低普通股</p>

	优点	缺点
	<p>(2) 借壳上市的企业无需向会公开自己企业的各项指标,在一定程度上可以增强企业的隐蔽性。通过主板直接上市的企业需要在上市前向会公布自己的各项指标,包括盈利水平、资金数量等等,而借壳上市无需如此。</p> <p>(3) 控制上市定价与价值,而并非由市场决定。</p> <p>(4) 允许在较后时间进行筹资,定价较为明确。</p>	<p>的每股净受益,从而可能引发股价下跌和股东收益减少。与此同时,企业还将面临使自己发行的股票增值保值,维护股民的利益的艰巨挑战。</p> <p>(2) 资产整合风险。交易双方原为两家不同的企业,技术、风格以及理念等方面必然存在很多的不同,如果忽视了并购之后的继续整合,忽视了企业文化的再融合,忽视管理的协调等方面,“壳”公司经营状况不会产生实质性的改观,这样的借壳上市不仅不能为借壳公司带来任何收益,反而是花钱买了个包袱,如果处理不当的话,还有可能拖垮企业。</p>

## 2. 我国目前资本市场架构

一般而言,一个成熟的资本市场具备多层次的特点,从而能够满足不同融资需求的企业。按照服务企业成熟度的不同,一国资本市场被划分为主板市场、二板市场、三板市场,甚至四板市场。根据交易地点不同,又被分为场内市场与场外市场。“多层次性”也是我国目前进行资本市场建设的主要目标。虽然目前我国不同层次的资本市场存重叠,但它们仍具备各自的特点。

**主板市场:** 上海、深圳(创业板除外)两大证券交易所共同构成了我国证券交易的主板市场。主板市场对上市公司的营业期限、股权结构、盈利等条件的审批、监管相对严格。就企业生命发展周期而言,主板市场上的公司相对比较成熟。

**中小板:** 中小板的运作采取非独立的附属市场模式,也称一所两板平行制。该板块作为深交所的补充,与深交所组合在一起共同运作。在制度设计上,中小板允许被借壳重组。

**创业板:** 与主板市场相对的就是二板市场。创业板市场是我国的二板市场。其在服务对象、上市标准、交易制度等方面不同于主板市场,是对主板市场的有效补充。在牛市时期,创业板的估值相当高,因此称创业板当时达到的点位是“地球顶”,创业板是“神创板”。因此,创业板最大的特点就是涨跌幅大,风险大。

在借壳方面,证监会严禁创业板的股票借壳上市。创业板的股票的风险通常比A股的风险大很多,而借壳上市一般都涉及大宗的关联交易。为了保护广大股民的利益,维护社会稳定和经济稳定,证监会严禁创业板的股票借壳上市。

**新三板:** 全国中小企业股份转让系统(NEEQ)是我国的三板市场,主要解决

高成长性的中小企业的股份转让及融资目前。它的优势主要有门槛低，亏损企业可挂牌；与主板和创业板相比，挂牌快，能够缩短时间。劣势在于：融资功能有限；市场受政策驱动，流动性问题尚未解决；挂牌企业数众多，质量参差不齐。随着未来分层制度和转板制度的出台，这些问题将得到改善。

区域性股转交易市场：天津、上海、重庆等地的区域性股权交易市场为我国的四板市场，主要解决地方小微企业的融资、转让、流转服务的问题。

战略新兴板（尚未推出）：战略新兴板主要的定位是分流沪市主板排队 IPO 企业中战略新兴产业收入占比 50% 以上的部分企业；因为业绩等因素不符合上市条件，但具备创新性的“新兴企业”；吸引部分中概股、红筹股回归。战略新兴板将与主板、创业板、新三板共同构成多层次差别化的资本市场。

战略新兴板对于承接中概股回归具有重大意义，其对红筹回归导致的实际控制认定、期权激励等问题，倾向于放松管制。但具体细节尚未公布。

由于我国上市的标准比较严格，很多新兴产业公司只能选择到海外上市，国家支持的互联网企业阿里、百度、腾讯、京东，没有一家在国内上市。但一些在境外上市的中小企业没能获得国际投资者的认可，股价长期低迷，融资功能基本丧失。于是，从 2010 年开始，当年“西游”上市的中概股出现了密集的私有化退市。而战略新兴板的推出也为这些企业回归 A 股提供了可供选择的渠道。

总结：经过 20 多年的发展和完善，我国已经初步形成了多层次资本市场体系。在这个体系框架中，主板市场已经基本成熟，二板市场正在形成和完善，场外交易市场还处于初创阶段。在今天“大众创业，万众创新”的时代，应借鉴海外创业板有关规则，修改和完善上市标准，创新交易机制，使资本市场能为更多企业提供融资服务。以“新技术、新产业、新经济、新牛市”为逻辑演进的战略新兴板将起到支持中国未来经济转型升级的作用。

综合国际经验表明，多层次资本市场对一国经济发展至关重要。一个完备的多层次资本市场需要具备充足上市公司数量、多元化上市标准、差别化定价机制等基本要素。不同层次资本市场的最重要区别在于上市标准的不同，每一层级的市场都有不同的上市标准和信息披露机制。具体来说，从高层到低层，上市标准要求越来越低，信息披露要求愈来愈严。多层次的市场结构为不同层次的公司融资提供了渠道。同时，低一级市场还起着为高一级市场培养、推荐企业的作用，

从而保证了上市公司的质量，奠定了证券市场健康发展的制度基础。

表 5-2 中国多层次资本市场定义与基本要求

项目	新三板	创业板	主板、中小板	战略新兴板 (尚未推出)
定义与定位	新三板市场特指中关村科技园区非上市股份有限公司进入代办股份系统进行转让试点，因为挂牌企业均为高科技企业而不同于原转让系统内的退市企业及原 STAQ、NET 系统挂牌公司，故形象地称为“新三板，现已推广至全国范围。它被视为中国未来的“纳斯达克”	创业板又称二板市场，指专为暂时无法在主板上市的中小企业供融资途径和成长空间的证券交易市场，是对主板市场的重要补充，在创业板市场上市的公司大多从事高科技业务，具有较高的成长性，但往往成立时间较短规模较小，业绩也不突出，但有很大的成长空间。创业板是一个孵化科技型、成长型企业摇篮。	也称为一板市场，指传统意义上的证券市场（通常指股票市场），是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所。主板市场先于创业板市场产生，二者既相互区别又相互联系，是多层次资本市场的重要组成部分。主板市场是资本市场中最重要的组成部分，很大程度上能够反映经济发展状况，有“国民经济晴雨表”之称。	战略新兴板是上海证券交易所拟推出的，为了服务于具有新型业务模式而无法为现有的资本场所接纳的成长型企业而设立的交易市场。其定位为已跨越了创业阶段、具有一定规模的新兴产业企业和创新型企业，尤其是这两类企业中战略意义明显的企业。
经营年限要求	存续满 2 年	持续经营时间在 3 年以上	持续经营时间在 3 年以上	持续经营时间在 3 年以上
财务指标盈利要求	业务明确，具有持续经营能力。业务明确，是指公司能够明确、具体地阐述其经营的业务、产品或服务、用途及其商业模式等信息；公司可同时经营一种或多种业务，每种业务应具有相应的关键资源要素，该要素组成应具有投入、处理和产出能力，能够与商业合同、收入或成本费用等相匹配。	最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%；净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。（注：上述要求为选择性标准，符合其中一条即可）最近一期末无形资产占净资产的比例不高	主板： (1) 最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3,000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据； (2) 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人民币 5,000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元； (3) 最近一期不存在未弥补亏损； (4) 无形资产与净资	上交所已为新兴产业板拟设置四套财务方面的上市标准，分别为“市值+净利润+收入”标准、“市值+收入”标准、“市值+收入+现金流”标准以及“市值+权益+总资产”标准。在“市值+净利润+收入”的标准下，上交所要求在新兴板挂牌的企业市值不少于 2 亿元、连续两年盈利，净利润不少于 1000 万

项目	新三板	创业板	主板、中小板	战略新兴板 (尚未推出)
	持续经营能力,是指公司基于报告期内的生产经营状况,在可预见的将来,有能力按照既定目标持续经营下去	于 20%。	产比例不超过 20%,过去三年财务报告中无虚假记载。  中小板: (1) 最近 3 个会计年度净利润均为正且累计超过人民币 3000 万元; (2) 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人民币 5000 万元;或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元; (3) 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 20%; (4) 最近一期末不存在未弥补亏损。	元;或最近 1 年盈利,且净利润不少于 500 万元,同时最近 1 年营业收入不少于 5000 万元;此外最近一期期末净资产亦不少于 2000 万元。 在“市值+收入”标准下,要求市值不少于 15 亿元,最近一年营收不少于 1 亿元。 在“市值+收入+现金流”标准下,要求市值不少于 10 亿元,最近 1 年营业收入不少于 1 亿元,最近 3 年经营活动产生的现金流净额累计不少于 2000 万元。 “市值+权益+总资产”标准要求市值不少于 30 亿元,且最近一期末总资产不少于 3 亿元,净资产不少于 2 亿元。
成长性 及 创新能力 要求	中关村高新技术企业(即将逐步扩大试点范围到其他国家级高新技术产业开发区);多集中于新能源、新材料、信息技术、生物医药、节能环保等行业	“两高五新”企业,发行人具有较高的成长性,具有一定的自主创新能力,在科技创新、制度创新、管理创新等方面具有较强的竞争优势; 符合“两高五新”标准,即 1、高科技;2、高增长; 3、新经济,包括互联网与传统经济的结合、移动通讯、生物	无限制	已跨越了创业阶段、具有一定规模的新兴产业企业和创新型企业,尤其是这两类企业中战略意义明显的企业。在设立初期,将以“十二五”国家战略性新兴产业发展规划为依据,重点支持七大战略新兴产业,“中国制造 2025”十大重大发



项目	新三板	创业板	主板、中小板	战略新兴板 (尚未推出)
		医药; 4、新服务 5、 新能源 6、新材料 7、 新农业		展领域企业, 以及 科技创新型企业。 同时, 国家其他相 关产业规划确定的 新兴产业, 以及商 业模式创新, 公 司治理创新等其他 创新型企业, 也都 属于战略新兴板所 服务的范围。

### 3. 分拆上市与整体上市的选择

对于是选择整体上市还是分拆上市, 应结合具体情况讨论。例如, 当企业在上市之前已经相对多元化了, 而多元化的目的就是企业根据自身不同领域的资源优势为了赢利或者占领市场先做了积累, 而且这些业务之间的关联性、市场环境生态链、赢利模式确实差异很大, 故而融来钱以后很难制定统一的财务计划, 因为大家需要花钱的节奏和环节差异会很大, 这样没法从宏观管理层统一调度。在这种情况下, 选择分拆上市较为妥当。

表 5-3 整体上市与分拆上市对比

	整体上市	分拆上市
定义	整体上市是指母公司通过资产重组, 以现有的下属上市公司这一平台实其全部或者主要经营资产上市。	母公司通过将其在子公司中所拥有的股份, 按比例分配给现有母公司的股东, 从而在组织上和法律上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去称为分拆上市。大型企业往往将部分优质资产剥离出来, 重组为独立的股份公司, 以达到上市融资的目的。
优点	(1) 发挥资本市场资源配置功能和提高行业集中度 (2) 降低原有各企业间的交易成本 (3) 减少关联交易 (4) 企业可做大做强	(1) 提高股东权益 (2) 增强母公司和子公司的融资能力, 同时提高运营效率 (3) 通过对公司优势业务的专业化运营, 保证其可持续发展 (4) 拓宽资产运营的运作空间 (5) 完善公司治理, 激发管理者的工作热情
缺点	导致“一股独大”问题更加突出。 “一股独大”是指在上市公司股本结构中, 某个股东能够绝对控制公司运作包括: 占据 51% 以上的绝对控股份额; 不占绝对控股地位, 只是相对于其它股东股	分拆上市会导致一定程度的股权稀释, 这些原先被母公司完全控制的单位分拆成子公司后会导致控制权分散, 增大了公司被其他公司并购的风险。 分拆后的子公司受到证券监督委员会和市场

	整体上市	分拆上市
	权比例高,但其它股东持股分散,且联合困难,使该股东仍然可以控制公司运作。	的压力,将会导致信息的披露的要求更严格,披露的成本也相应的增大。
	无法改变关联交易的深层次背景。整体上市本身就是一种关联交易,是上市公司和母公司之间的并购行为,上市公司不管采取任何整体上市模式,其直接或间接的大股东依然还是政府,政府通过对董事会和高级管理层控制,继续把自己的影响力和控制力施加上市公司。	分拆上市实质上是资产重组的一种方式,分拆之后的母公司和子公司的现金流量不平衡,公司的结构会更加复杂,不便于管理。 如将核心业务都分拆出去,会导致母公司的资产运作质量和运营效率降低,从而不利于母公司的发展。

#### (四) 具体分析

##### 1. 中概股回归的选择

中概股回归中国市场主要有三条路径。

第一种是 IPO,暴风科技作为首家拆除 VIE 架构回归 A 股的互联网公司,登陆资本市场后的强劲表现,已经给业内树立了良好的示范效应。不过,注册制和战略新兴板的暂停使得 IPO 的效率难以在短期内改善。

第二种是借壳上市,相对于独立 IPO,借壳上市在审核流程上相对更快,但对中介机构而言沟通和运作成本较高,较为考验中介机构的撮合和协调能力。借壳七喜控股的分众传媒、借壳世纪游轮巨人网络,均获得了二级市场的强烈追捧。

第三种是登陆新三板市场。尽管新三板存在不成熟的一面,例如交投不旺盛,投资者准入门槛过高以及政策红利尚未落实等问题,但其包容性强的优点对中概股来说尤为珍贵。

##### 2. 奇虎 360 选择借壳上市还是 IPO?

奇虎 360 更倾向于选择借壳上市。最主要的原因在于借壳上市较快。

私有化具有极大的经济和时间成本。(1) 奇虎 360 私有化资金涉及百亿,其中部分是向银行抵押贷款形成的,成本较大。(2) 在退市期间,奇虎 360 需要忍受无法融资的空档期。而互联网企业的发展注重把握时机,若错过机遇,很难翻身。目前奇虎 360 处于转型的重要阶段,即安全业务与新兴业务分拆,共同寻求跨越式发展。公司若要实现业务升级,在激烈的竞争中突破发展瓶颈,必须和时

间赛跑，这其中少不了资金的支持。(3) 目前，排队私有化的中概股已有不少，加上可能直接在中国上市的互联网公司，A 股上互联网公司的稀缺性将随着时间的推移被逐步打破。在概念稀缺和股市不甚理性的状况下，任何公司都可能被热炒，但供需改变后，估值回归理性，公司的市值可能也会下降。根据教材，奇虎 360 回归最主要的原因就是为了融资，获得更大的资本运作空间，估值的高低将明显影响融资的额度。因此，奇虎 360 应赶在“红筹股”和“互联网安全”概念还热乎之前上市。

从历史经验来看，无论是巨人网络借壳世纪游轮，还是分众传媒借壳七喜控股，二者的审核时间在剔除节假日之后均不超过 50 天。只要公司本身符合 A 股上市的条件，借壳上市被否决的可能性就很小。奇虎 360 可以在公司拆除 VIE 的同时进行借壳上市的准备，让私有化和境内上市两个环节形成无缝对接，最大程度加快项目进程。相反，IPO 上市最大的难题就是需要排队，在时间上具有较大的不确定性。之前注册制的消息频出，其有望改善公司上市的效率，但最终却暂缓推出。若再遇股灾，IPO 还可能暂停。尽管 IPO 的同时可以融资，但根据目前的大环境，中国股市处于熊市阶段，使得 ipo 进展更加缓慢，一级市场的定价也难以理想，不符合现实需求。

### 3. 在哪一层次的资本市场上市？

根据上述资料显示，奇虎 360 均满足 4 个市场的基本要求。

由于采用借壳的上市方式，证监会严禁创业板的股票借壳上市。因此首先排除创业板市场和战略新兴板市场（对于战略新兴板，由于推出时间尚未确定，排队企业已经很多，再加上其对红筹股政策倾向尚不清晰，因此优势不明显）。

其次，360 不会选择整体在新三板挂牌上市。虽然新三板对收入和利润没有硬性要求，上市更快、成本更低，如果纯粹是为了回归国内资本市场，新三板挂牌确实最为容易。但是，对于追求高估值归来的中概股来说，这并不是它们的目的。新三板市场交易量占整体交易量的比例很小，流动性差，是估值的低洼地。此外，新三板挂牌公司数量已突破 6000 家，鱼龙混杂，带有点“劣币驱逐良币”的意思。更何况，周鸿祎个性鲜明，不会委屈奇虎 360 选择新三板市场。所以，对于多数从美回归的大体量公司而言，比如 360、陌陌，它们倾向于选择主板或创业板。而新三板更适合那些规模和利润均不高的小微型创业公司，对其而言，

它们的选择其实是有限的。

因此，360 将选择借壳主板或是中小板上的壳公司实现上市的目的。

#### 4. 整体上市还是分拆上市？

奇虎 360 应选择分拆上市，将主要资产（如传统业务资产）注入壳公司。原因如下：

（1）根据奇虎 360 在美国市场的经验，奇虎 360 在 2014 年之后涉足越来越多的领域，股价下跌的趋势并没有因此好转，业务的多元化反而使美国投资者看不懂。根据核心化战略假说，公司应明晰自己的主营。360 的传统业务市场占有率保持强劲，且在中国，互联网安全、国家安全等概念受到追捧，政府、军事、企业安全领域仍有广阔空间，盈利性和成长性均能得到保证。因此传统业务资产适合上市。奇虎 360 的新兴业务却仍未有较大突破，创新能力不足，技术含量也不高（例如儿童智能手表），难以形成行业壁垒。尽管 2015 年奇酷智能手机销量不错，但毕竟迟到好几年，且面临国内外智能手机的激烈竞争，难以获得投资者青睐。

（2）根据管理层激励假说，分拆有利于激励子公司管理者。周鸿祎设想把大的集团战略分成不同的独立垂直的公司，让 360 走出更多的人能够带领团队成为 CEO，让它像一个创业公司那样发展。未来，360 的非核心安全业务将产生更多的独立品牌，通过外部投资、内部孵化两种方式，将团队拆分成一个个独立垂直公司，并支持它们独立上市。在这样的思路下，周鸿祎希望借势“把公司做小”，让从核心业务派生出来的很多新业务独立发展，以增强执行力。同时，通过这样的方式能够激励员工的创业热情，为这些员工搭建一个有归属感的平台。当前我国最具经济活力的企业绝大多数是民营企业，而民营企业做得再大再强，依然是要靠留住优秀的管理者来支撑。分拆上市，让管理者拥有更多的权利以及更大的平台，是一个很好的方法。

#### 5、上市方案设计（开放性试题）

**方案选择：**在主板、中小板上寻求优质的壳资源，实现借壳上市。

**步骤设计：**

（1）确定拟上市业务及资产的范围，明确、规范相关业务及资产产权。

奇虎 360 若要获得高估值，应将优质资产注入壳公司，如传统业务（包括安

全、搜索等)

(2) 寻找壳资源<sup>9</sup>。

根据拟注入业务及资产的市值，寻找匹配的壳资源；全面评估分析壳公司的经营状况、财务状况；设计股权转让方式。

从已经完成借壳回归的五家中概股公司来看，A 股市场的回归对象（壳资源）在被借壳之前市值大多都在 50 亿元以下，总股本也都在 4 亿股以下，实际控制人多为自然人，近年来经营状况不佳。

自从中概股回归热潮以来，不少机构提供过优秀壳资源的选取标准。

1) 按照国金证券提供的优质壳资源方法论，筛选条件大致包括四项（剔除创业板公司）：

第一，市值较小，便于重组方接手，市值最好小于 40 亿元；

第二，盈利能力较差，公司主营业务低迷或者没有主营业务，连续两年净资产收益率 ROE 小于 5%，扣除非经常性损益和摊薄后每股收益 EPS 小于 0.1 元；

第三，股权较为分散且实际控制人为自然人，第一大股东持股比例小于 40%，前十大股东持股比例小于 50%；

第四，大多倾向于收购比较干净的壳，负债比例较低，负债率小于 50%。

2) 申万宏源则尝试从 6 个维度来挖掘未来有可能被借壳的公司。具体的筛选标准如下：

市值指标：市值不超过 25 亿元，记 2 分；市值 25 亿-35 亿元，记 1 分；

业绩指标：2014-2015 年净利润增速低于 5%，记 2 分；

负债指标：资产负债率不超过 20%，记 2 分；资产负债率在 20%-30%之间，记 1 分；

股东持股比例指标：大股东持股比例超过 30%，记 1 分；流通股占比大于 60%，记 1 分；

股本指标：股本小于 3 亿，记 1 分；

公司属性指标：民营企业，记 1 分。

3) 根据选取的主要指标，综合评分，列出分数最高的 5 家公司作为备选。

<sup>9</sup> 资料来源：

<http://m.hexun.com/news/2016-04-12/183280379.html?from=singlemessage&isappinstalled=0>

这种方法具有一定的灵活性。

例如可设以下标准：标准一：总市值项；标准二：流通股 / 总股本；标准三：主营业务增长率；标准四：净利润增长率；标准五：资产负债率；标准六：产业性协同。每一项标准设置具体的评分标准。

奇虎 360 壳资源可选择波导股份，原因如下：2015 年以来，波导股份净利润增长率一直为负数……（开放性问题的设计，激发同学们从不同的角度思考如何选择最合适的壳资源）

### （3）估值与定价。

#### 1) 已上市公司估值

原有上市公司由于其股票在公开市场持续交易，通常可以将其股票的价格作为估值的主要参考和定价依据。

考虑到保护原有流通股股东利益，在最终确定换股、发行价格时，通常会根据公司的盈利能力、成长性等因素考虑在股价基础上给予一定的溢价。

#### 2) 拟上市资产与业务估值

对拟上市资产和业务的估值和定价通常可采用多种方法，目前比较容易接受的方法包括现金流折现法和可比公司法等。

最终定价时，可以根据需要在估值结果基础上进行调整。

### （4）设计支付方式（开放性问题的设计）

#### （5）确定最终的借壳方案。

## 五、背景信息

除了附录内容以外，没有其他背景信息。

## 六、关键点

基于公司海外上市理论分析奇虎 360 赴美上市的原因，结合公司控制权收益理论，认识到 360 发行双层股票的原因；根据企业私有化理论与国内外资本市场环境的变化，理解奇虎 360 选择私有化回归国内 A 股市场的原因，思考私有化回归决策给中概股企业带来的潜在风险与收益。重点是结合奇虎 360 的具体情况，为奇虎 360 策划具体的上市方案：包括企业上市重组、概念构建、及上市地点选择等，从中体验投资银行在企业上市过程中所扮演的重要角色和起的关键性作用。

## 七、建议课堂计划

本案例可资用于专门案例讨论课。如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 60~90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学员在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

1. 简要的课堂前言，明确主题“360 的回归之路”（2~5 分钟）
2. 分组讨论案例所附启发思考题，告知发言要求（部分思考题可以采用辩论的形式，激发同学们思考的热情）。（30 分钟）
3. 小组发言（根据班级学员人数分成若干组，选择 3 组发言，每组 10 分钟，总体控制在 30 分钟内）
4. 引导全班进一步讨论（讨论各组没有涉及到的内容以及存在意见分歧的内容），并进行归纳总结，梳理案例中涉及的理论知识，并结合理论知识，梳理案例逻辑（15~20 分钟）

课后计划：下节课前，请学员以小组为单位，采用专业投行报告形式上交更加具体和详细的此案例分析报告：“奇虎 360 回归方案设计”。

## 八、相关附件

本案例的附录包括以下附件：

附件一：奇虎 360 赴美上市招股说明书摘要

附件二：奇虎 360 财务状况（2011-2015）

附件三：奇虎 360 估值分析

附件四：关于奇虎 360 私有化的内部邮件

附件五：360 私有化资料

（案例使用说明字数：**29453**）

中国金融专业学位案例中心