

PDF-TN2016012

## 中概股分众传媒强势回归，借壳上市创资本传奇<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

**1. 适用课程：**《投资银行业务》、《公司并购与重组》、《资本运作》

**2. 适用对象：**本案例主要适用于金融专业硕士、MBA 和 EMBA 的学生进行上述课程教学，同样适用于具有一定工作经验的企业管理人员及经济类、工商管理类相关专业本科学生学习。

**3. 教学目的：**分众传媒回归 A 股是中概股从完整的退市私有化到成功借壳上市的第一股。尽管本案例的涉及分众传媒所属的广告行业对外资放开及实际控制人江南春的新加坡国籍身份这两个特性，但其一路走来的资本运作共性依然有许多值得借鉴的意义。

通过对本案例的分析和研讨，使学生理清境外上市企业的复杂结构，尤其是 VIE 架构，能看的懂公司搭建的 VIE 架构；借壳上市过程中能初步判断一个壳公司的好坏，并能给出自己选择的建议；能够针对不同类型的借壳上市分析其方案并能给出个人评价。

#### 二、启发思考问题

以下几个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. 本案例涉及多个专业术语和概念，如管理层收购（MBO）、对赌协议等，请

---

1. 本案例由东北财经大学金融学院的田杰敏、王敏撰写，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。

查阅相关资料，并试着解释他们的含义。

2. 结合中概股的发展历程及中美资本市场的差异，分析中概股分众传媒从美股退市的原因。

3. 常见的并购模式有哪些？结合本案例分析并购能否为股东带来价值。

4. 通过比较借壳上市与 IPO，分析为什么众多公司选择借壳上市？

5. 借壳上市主要面临风险有哪些？你认可分众传媒火速换壳的决定吗？

6. 结合不同的借壳方案，若你是投行从业人员，你会采用哪种方案？

### 三、分析思路

教师可以根据教学目标灵活使用本案例，本分析思路仅供参考。

具体思路如下：

1. 通过分析分众传媒的经营情况，了解传媒行业的特点。

2. 站在分众传媒的立场，由点到面分析现在中概股在美的不利遭遇。

3. 从投行的角度出发，分析红筹模式，探讨中概股境外上市的模式设计。

4. 以国内 A 股为样本，结合壳资源的基本特点，筛选壳公司并在二级市场观察其股价走势，理解壳资源当前的炒作逻辑。

5. 结合不同的借壳上市方案，分析其设计逻辑，尝试为不同的企业量身定制不同的借壳方案。

### 四、理论依据和分析

1. 本案例涉及多个专业术语及概念，如管理层收购（MBO）、对赌协议等，请查阅相关资料，并试着解释他们的含义。

**私有化 (Privatization):** 是指由大股东或者大股东召集的买房集团回购该公司所有流通股，往往由上市公司控股股东或股东集团发起，以现金或其他方式收购全部流通股，从而取消上市资格，让上市公司变成非上市公司。私有化可通过以下几种途径实现：（1）由收购方成立全资子公司进行现金要约收购；（2）新成立的公司现金排挤合并；（3）反向股份分割，通常伴随着公司就其持有公司股权的自我要约。根据 SEC 的相关规定，私有化退市需满足两个绝对条件：（1）由 1 位控股股东发起；（2）收购流通股须全部以现金进行。

**VIE(Variable Interest Entity):** 即可变利益实体, 又称协议控制, 是指被投资企业拥有实际或潜在的经济利益, 但该企业本身对此经济利益并无完全的控制权, 而实际或潜在控制该经济利益的主要受益人(Primary beneficiary)需要将此 VIE 做并表处理。VIE 架构是对红筹模式最彻底的改进。基本模式见案例正文。

**借壳上市:** 根据中国证监会《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第七号借壳上市的标准和条件》等有关规定, 借壳上市或借壳重组是指: 自控制权发生变更之日起, 上市公司向收购人购买的资产总额, 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%以上的重大资产重组。

**中概股:** 中概股是指在海外注册和上市, 但最大控股权(通常为 30%以上)或实际控制人直接或间接隶属于中国内地的民营企业或个人的公司。这里的境外上市的主要目的地主要指: 港交所, 纽约证交所, 纳斯达克, 伦敦证交所, 东京证交所。

**纳斯达克 100 指数:** 纳斯达克 100 指数做为纳斯达克的主要指数, 其 100 只成分股均具有高科技、高成长和非金融的特点, 可以说是美国科技股的代表。值得一提的是, 纳斯达克 100 指数里, 这些高成长性股票的良好业绩, 都是各自内生性的高成长带来的, 特别是创新业务, 而非例如资产注入等外延式的增长。从纳斯达克 100 指数十大权重成分股来看, 他们主要为高科技企业, 其中计算机行业的公司居多, 权重最大的为苹果电脑(Apple), 另外包括微软(Microsoft)、谷歌(Google)、英特尔(Intel)等诸多知名公司。

**做空:** 做空是股票、期货等市场的一个具有先卖后买特点的投资术语。具体指预期未来行情下跌, 将手中股票按目前价格卖出, 待行情跌后买进, 获利差价利润的行为。

**股票回购:** 股票回购是指上市公司利用现金等方式, 从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。公司在股票回购完成后可以将所回购的股票注销。但在绝大多数情况下, 公司将回购的股票作为“库藏股”保留, 不再属于发行在外的股票, 且不参与每股收益的计算和分配。库藏股日后可移作他用, 如发行可转换债券、雇员福利计划等, 或在需要资金时将其出售。

**路演 (Roadshow):** 最初是国际上广泛采用的证券发行推广方式, 指证券发行商通过投资银行家或者支付承诺商的帮助, 在初级市场上发行证券前针对机构投资者进行的推介活动。是在投资、融资双方充分交流的条件下促进股票成功发行的重要推介、宣传手段, 促进投资者与股票发行人之间的沟通和交流, 以保证股票的顺利发行, 并有助于提高股票潜在的价值。

**PE (Private Equity):** 即私募股权投资, 私募通常是投资于信誉卓著、具有成熟的商业模式的公司。

**MBO (Management Buy-Outs):** 即管理层收购, 公司的经理层利用借贷所融资本或股权交易收购本公司的一种行为, 从而引起公司所有权、控制权、剩余索取权、资产等变化, 以改变公司所有制结构, 通过收购使企业的经营者变成了企业的所有者。管理层收购的有点在于, 拥有资深业务知识的管理团队从公司的成功中可以获得财务收益, 因此, 具有很强的激励效果。MBO 作为一类杠杆收购, 意味着管理层需要依靠借贷手段筹措收购所需的绝大部分资金, 也就意味着 MBO 之后的较长时间内, 管理层需要承担较大的还本付息的压力。这就要求 MBO 的标的企业或管理层能够掌控的其他经济资源, 在整个还本付息的期间提供相对稳定的现金流量, 以保障收购资金的顺利偿付。

**银团贷款:** 又称为辛迪加贷款 (Syndicated Loan), 是由获准经营贷款业务的一家或数家银行牵头, 多家银行与非银行金融机构参加而组成的银行集团采用同一贷款协议, 按商定的期限和条件向同一借款人提供融资的贷款方式。国际银团是由不同国家的多家银行组成的银行集团。银团贷款的优势在于充分发挥金融整体功能, 更好地为企业特别是大型企业和重大项目提供融资服务, 促进企业集团壮大和规模经济的发展, 分散和防范贷款风险。

**SPV (Special Purpose Vehicle):** 即特殊目的公司, 是指境内居民法人或境内居民自然人以其持有的境内企业资产或权益在境外进行股权融资 (包括可转换债融资) 为目的而直接设立或间接控制的境外企业。一般来说, SPV 没有注册资本的要求, 一般也没有固定的员工或者办公场所, SPV 的所有职能都预先安排外派给其他专业机构。SPV 必须保证独立和破产隔离。SPV 可以是一个法人实体。SPV 可以是一个空壳公司。SPV 同时也可以是有国家信用的中介。

**过桥贷款 (Bridge Loan):** 过桥贷款作为一种短期贷款, 具有过渡性质。过

桥贷款在国外通常是指中介机构在安排较为复杂的中长期贷款前，为满足其服务公司正常运营的资金需要而提供的短期融资。对我国证券公司来说，过桥贷款是专指由承销商推荐并提供担保，由银行向预上市公司或上市公司提供的流动资金贷款，也就是说，预上市公司发行新股或上市公司配股、增发的方案已得到国家有关证券监管部门批准，因募集资金尚不到位，为解决临时性的正常资金需要向银行申请并由具有法人资格的承销商提供担保的流动资金贷款。

**注册制：**证券发行注册制是指证券发行申请人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开，制成法律文件，送交主管机构审查，主管机构只负责审查发行申请人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度。其最重要的特征是：在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断。证券发行注册的目的是向投资者提供据以判断证券实质要件的形式资料，以便作出投资决定，证券注册并不能成为投资者免受损失的保护伞。如果公开方式适当，证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件不公平，或发行者提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝注册。

**对赌协议 (Valuation Adjustment Mechanism, VAM)：**即估值调整机制，是指投资者与融资者对于企业未来经营绩效的不确定性“暂不争议”，而是约定根据运营的实际绩效调整企业的估值，从而重新划定对方的利润边界。在实务中，对赌协议是投资方与融资方在达成协议时，双方对于未来不确定情况的一种约定。如果约定的条件出现，投资方可以行使一种权利；如果约定的条件不出现，融资方则行使一种权利。所以，对赌协议实质是期权的一种形式；通过条款的设计，对赌协议可以有效保护投资者利益。

**询价发行：**是企业发起人股东与承销机构向股票市场投资者询问认同本企业股份的价格并且投资者愿意同价同股来入股组建股份制社会公众公司的发行方式。

**壳公司 (Shell Company)：**也称壳资源，指那种具有上市公司资格，但经营状况很差，准备成为其它公司收购对象，注入资产的公司，即成为非上市公司买壳收购目标的上市公司。

2.结合中概股的发展历程及中美资本市场的差异，分析中概股分众传媒从美股退市的原因。

## 【中概股的发展历程】

1992年10月9日，华晨汽车在美国纽约的上市，开启了中国企业在境外上市的先河。如果说1999年以前境外上市完全是国企的天下，那么在此之后民企则成为境外上市的绝对主力。在民营企业于境外资本市场波澜壮阔的登台表演下，“红筹上市”被演绎的精彩纷呈，而“中概股”的内涵与外延也在悄然发生着变化。从1999年侨兴环球纳斯达克IPO开始，中国民营企业的境外上市大致可以分为五个阶段：

（1）1999-2000年，萌芽期。这一时期民营企业境外上市还是弄潮儿，大部分民营企业还尚未完成原始积累，资本意识还尚处于萌芽状态，金融需求也不强烈，在风险投资的支持下，互联网企业的境外上市几乎可以视作一枝独秀，这一阶段以2000年下半年互联网泡沫破灭为结束标志。企业代表：侨兴环球、新浪、搜狐、网易。

（2）2001-2003年，逐步发展期。这一时期传统行业民营企业逐步成熟，资金需求逐渐强烈，PE/VC主动寻找成熟的传统行业企业，推动其上市。这一阶段以2003年底互联网复苏为结束标志。企业代表：创维、比亚迪、国美、金蝶。

（3）2004-2006年，全面推动期。无异议函的取消，给民企红筹打开了政策之门，民营企业境外上市迎来了第一波高潮，形成了一种强烈的示范效应。但随着“优质上市资源流失境外”的批评性民意出发“10号文”的出台，红筹再度关闭。企业代表：分众传媒、蒙牛、腾讯、百度。

（4）2007-2010年，深入发展期。此阶段上市的企业多受益于“法不溯及既往”，在法律界的推动下，涌现出了各种规避十号文红筹上市的操作手法，民营企业境外上市迎来了井喷式爆发，2007年平均以每三天一家的速度登陆境外各交易所。互联网企业开始二次分拆上市，地产企业出现一波上市潮。企业代表：碧桂园、阿里巴巴、味千拉面、复兴。

（5）2011年至今，发展低潮期。美股市场上挂起了一轮做空中国概念股的浪潮，并且不断升级，此前在美国资本市场的“中国溢价”变为“中国折价”。而2015年上半年境内A股的火热行情，直接导致了部分中概股集体回归，纷纷选择退市私有化。代表企业：分众传媒、巨人网络。

## 【中美资本市场对比】

### （1）证券市场结构的不同：金字塔 VS 倒金字塔

美国证券市场是一个典型的金字塔结构。在金字塔最顶端的是 NYSE 纽约证券交易所。纽交所是上市条件要求最高的，主要为成熟企业提供上市服务。大量的最顶尖上市公司在纽交所交易。接下来的是美国证券交易所（AMEX），主要服务于新兴中小企业，上市条件比纽交所低。再接下来就是大家熟知的纳斯达克。纳斯达克的上市条件要宽松得多，也让纳斯达克上市企业的数量达到 5500 家左右，超过 NYSE 和 AMEX。大量的高科技企业由于无法达到利润的要求选择在纳斯达克上市。在纳斯达克下面的就是 OTCBB(Over the Counter Bulletin Board)，上市要求比纳斯达克更低，主要向中小企业提供股权融资的场外交易。OTCBB 之下的市场就是 Pink Sheet。OTCBB 对于创业型企业非常关键，如果成功转板可以进入纳斯达克，而一旦因为业绩的要求不符合，会被降级到拥有几万家企业的 Pink Sheet。

目前，中国多层资本市场的架构已经形成，包含沪深主板、中小板、创业板以及场外交易系统（三板），但是就各个板块上市公司数量来讲，新三板扩容前，沪深主板占据绝对优势，呈现倒金字塔结构。随着新三板的扩容和资本市场改革的深入，这种格局已经被打破，中国证券市场不断完善，正向着成熟的证券市场发展。

### （2）投资者结构的不同：机构投资者 VS 散户投资者

在美国，机构投资者占了 90%。很少有美国人自己炒股。股市的参与者是机构之间的博弈，包括养老金、共同基金、对冲基金等。由于是机构投资者主导，很多机构有严格的选股要求，比如市值、盈利增速、市盈率等。因此，美国的机构投资者更偏爱高分红，低市盈率，稳定增长的价值股。

在中国，散户投资者的占比相对较高。因此，投资者更加感性。对于 A 股投资者来说，成长空间本身比是否真的能成长重要，拥有逻辑比事后验证重要，这导致了在 A 股小盘股能够溢价。而当公司治理出现问题时，A 股投资者往往不能像美国机构投资者一样“严格执行纪律”，及时止损。

### （3）市值结构的差异

对比中美证券市场市值前 30 的公司，会发现在美国的权重股一般是全球知名的大公司，包括亚马逊、麦当劳、可口可乐、沃尔玛等。他们有独特的商业模

式，以及优异的产品或者管理层。而在中国，权重最大的公司以石油、银行为主，主要依靠政策方面给予的资源垄断。那些有着优秀管理层、独特商业模式的民营企业相对市值较小。

#### 核准制 VS 注册制

美国证券市场采用注册制，其特点是“轻审批，重披露”，审批手续容易，门槛相对较低，再融资容易。“轻审批”和“重披露”是不可分割的。只要企业满足了信息真实披露的要求，市场自会检验企业的价值。SEC 通过对证券公司、会计师事务所等竞争性金融服务业中介机构的监管来间接监管上市公司，保证信息披露的及时性、准确性和有效性。在市场监管的维护上，SEC 坚持从严治市，严厉惩罚企业的造假欺诈行为。

中国证券市场采用核准制，是介于审批制和注册制之间的一种发行制度。一方面，审查股票发行的合规性和适销性条件，对股票发行的申请作出决定；另一方面，证券监管机构票发行的条件。在核准制下，证券监管机构对不符合规定条件的股票发行申请具有否决权，因此，发行人提交的申请必须遵守有关法律和证券监管机构规定，真实地公开企业的情况，包括企业的主营、发展前景、营业性质、发行价格和数量等条件，并以此为依据对是否通过申请作出判断。核准制的缺陷在于审核效率较低，同时监管机构调控方式仍离不开行政手段。十八届三中全会已将股票发行注册制改革提上日程，未来中国资本市场必将向着成熟资本市场的方向发展。

#### 【中概股回归动因】

##### （1）中美市场估值差异

大多数在美中概股企业估值被市场严重低估，众多资质优良的公司的市盈率仅有 3 至 5 倍，大多数公司不超过 10 倍，相比同类公司在 A 股市场的估值，可谓天壤之别。这主要是由于境外投资者并不了解中国企业的经营和业务情况，加上信息沟通不畅通，导致了部分中国企业的估值处于洼地。在股价长期低迷的情况下，中国公司的股票交易也非常不活跃，流通性较差。而股价低迷、流通性差，必然意味着股票的融资能力差。

##### （2）美国市场做空中国上市公司

从 2010 年开始，特别是绿诺事件以后，一些美国中介机构在赴美上市的中



国公司中看到了别样的商机。他们试图抹黑中国企业，把个别企业的问题泛化为所有中国赴美上市企业的问题，在美国证券市场营造中国概念股“集体造假”的气氛，借机做空赚钱，致使本来没有问题的企业遭受巨大损失。

### （3）维护费用高

在美国上，众多公司为了维持上市的身份，每年需要花费大量的维护费用。这包括定期聘请专业审计机构对其业绩进行审计，聘请专门投资者服务公司和美国投资者保持良好的关系等，费用的多少取决于公司规模和聘请什么样的中介机构。如果是中等规模企业，请四大会计师事务所、知名律师，每年去美国见投资者，这些费用加起来大概在 150 万美元至 200 万美元之间。对于无法实现融资功能的上市公司而言，这是一笔不菲的费用。

### （4）A股再融资市场环境便利，具有广告效应

中国 A 股市场成交活跃，融资多样化、融资周期无政策限制。一旦成功回归，企业的曝光率将大大增加，吸引大量投资者、研究员对企业的关注，能够在一定程度上发挥广告效应。

## 【分众的选择】

### （1）中概股市场股价持续低迷，择机逃离更为有利

首先，从内因来看，是由于其董事长江南春为分众传媒设计的战略调整方案并没有取得理想效果。2009 年，股价下跌至历史最低点。原 CEO 江南春临危受命，挽救分众于水火之中。2010 年，分众传媒实现强劲增长。2012 年，实现净利润 2.381 亿美元的飞跃。无奈的是，分众传媒的股价却没有伴随着业绩一路走高。从外因上看，私有化的时机已成熟。分众传媒在经历了股价的涨跌后意识到中概股市场的持续低迷现象已使得分众传媒的股价被严重低估，失去了持续融资的功能。不仅如此，分众还遭遇了浑水机构的恶意做空，之前几家公司成功私有化的公司为其提供了借鉴。所以，此时低价回购股票、进行私有化交易的时机已成熟。

### （2）美国资本市场管理制度严苛，退市为明智之举

美国市场作为全球法制建设最健全的市场之一，有着严格的信息披露和公司治理要求。另外，当投资者或其他社会公众意识到自己利益受侵害时也可以对上市公司提出集体诉讼。就浑水质疑事件而言，分众传媒为了清晰地澄清质疑，付出了千万美元的代价。加之昂贵的维持上市成本，经过权衡其成本费用支出和其营业收入，分众最后选择退市也是明智之举。

### (3) 基于战略意图的客观需要

首先上市束缚了企业的战略转型。分众传媒的业务重点是户外媒体,虽然一直保持增长,但业务范围缺乏新意。而户外媒体市场的进入壁垒不高,只要市场竞争者拥有大量资金,就可以短期掌握市场的主动权,通过资本运作抢占一定的市场份额。为了实现长远持续发展,分众传媒开始致力于新兴媒体领域的进军。这其中需要耗费大量的人力和财力,周期较长,且投资结果存在极大不确定性,加上严苛的监督管理制度,都直接或间接给公司的战略转型带来压力。其次,分众传媒在战略意图上的考虑不仅在于其业务范围的拓展,还有对于其内部的经营管理和决策效率的模式的考量。所以,为了摆脱上市公司的诸多限制,能够大刀阔斧地进行战略调整,私有化是明智之举。

### 3、常见的并购模式有哪些?结合本案例分析并购能否为股东带来价值。

#### 【横向并购】

横向并购是指两个或两个以上生产和销售相同或相似产品公司之间的并购行为。横向并购一方面,扩大生产规模,横向并购的具体特点有:

##### (1) 维持生产能力和市场份额的平衡

市场份额是衡量企业对市场的控制能力的重要标准,不断扩大市场份额,可以使企业维持一定的竞争优势也可带来一定的垄断利润。大型企业倾向于通过短期内快速大规模资本投入对某一产业进行投资,直到达到一定市场份额为止。在规模经济的支配下,企业必须不断增大产能,才能提高生产效率。如果销售受阻,产能和销售的平衡关系打破,则生产能力将过剩,导致利润下降。通过横向并购,可以有效地保持生产的规模经济,维持一定水平的经营利润。

##### (2) 提高行业集中度

通过并购,使行业相对集中,在一定程度上降低行业竞争的激烈程度,保持一定的行业利润率。

##### (3) 收购竞争品牌

强化市场竞争,同时避免其他竞争对手获得该品牌。

##### (4) 垄断式控制

通过对某一行业进行类似垄断式控制之后,可以借助在该产业的优势,快速发展与之相关的其他产业。尤其是通过跨境的横向并购,可以快速进入想进入的市场,获得当地生产的牌照或许可。

### 【纵向并购】

纵向并购是指生产过程或经营环节相互衔接、密切联系的公司之间或者具有纵向协作关系的专业化公司之间的并购行为。通过公司价值链可以大致将纵向并购的类型分为三种，即前向整合、后象整合和全产业链整合。理论上纵向并购可以带来如下优势：

（1）增强了议价能力。一旦自身拥有销售渠道或原材料供应，再和其他供应商或买家谈判时，议价能力明显提高。

（2）增强竞争实力。通过控制原材料供应及销售渠道，有力地控制竞争对手的活动。

（3）增加客户信赖度。通过提供有品质保证的全产业链产品，增加客户信赖度。

（4）提升现有资源和未来资源使用的掌控能力，其中包括价格控制和质量控制。通过纵向并购将产业链上的交易内部化，减少交易成本和沟通成本，提高信息交流的效率，存货和生产的效率也可以提高。而形成生产一体化或者销售一体化后，有助于生产的连续性，有效保持了生产或服务的质量。

（5）形成带动作用。通过终端品牌带动对中间环节以及上游环节的品牌建立。

### 【混合并购】

混合并购是指并购企业与被并购企业分别处于不同的产业和市场，产品或服务之间没有密切的替代关系，并购企业对被并购企业实施的并购即为混合并购。混合并购可以协助企业更快进入新的经营领域，实现战略转移，并获取进入新产业的技术和相关政府许可，混合并购主要有以下两种主要动因：

（1）实现战略转移，分散本行业风险

创业型企业或者新兴产业中的企业会抓住一切机会增大销售额，扩充其市场份额；而大型企业更愿意进行多元化扩张，分散主营业务一旦下滑给企业带来的风险。尤其是一些周期性比较强的行业的企业，他们通过混合并购整合一些抗周期性的业务，通过多元化业务平稳现金收入，以抵抗市场的系统性风险。

（2）护城河理论：通过混合并购，保护自己的主业

传统产业的大型公司通过混合并购进入的往往是同他们原有产品向关联的

经营领域。在这些领域中，他们使用同主要产品一致的原料、技术、管理规律或销售渠道，规模的扩大使企业对原有供应商和销售渠道的控制加强了，从而提高他们对主要产品的市场控制。

混合并购也具有风险。实施混合并购后，公司资源分散在多个业务领域，分散了公司在具体业务领域的资源实力。尤其是影响了需要相当资金保证的核心业务或主营业务领域的竞争实力，给公司带来风险。对分属不同产业的公司并购后形成的多元化格局，常常因为公司间的资源关联程度低而导致管理成本剧增。

回顾本案例中分众传媒的发展历程，在初创期，通过横向的行业整合，快速占据市场，确立了分众在市场的领导地位；在成长期，又通过大量的混合并购，试图改变公司发展战略，进入互联网和手机领域，在这个阶段，分众实现了巨额的资本扩张和财富效应。

然而，有关并购有一个非常流行的观点，就是：平均而言，并购所破坏的价值超过它所创造的价值。在许多并购的案例中，并购者不能通过并购，为整编在一起却独立运营的公司，带来明显的业务量增加、成本的节约和利润水平的提高，那么，并购的副作用将凸显，包括因感觉利益分配不均而导致的内部管理冲突。

玺诚是分众传媒在卖场电视广告领域的唯一竞争对手。2007 年底，分众传媒对玺诚的收购促进了行业整合，巩固了分众在广告市场的领导地位，但却给分众造成了巨大的财务压力。没有遇见到经济危机的分众，这次的选择给自己带来了难以承受的后果。2008 年 12 月 22 日，新浪公布消息，将增发 4700 万普通股以收购分众传媒旗下的分众楼宇电视、框架广告以及卖场广告等业务相关的资产。这对分众来说无疑是最痛苦和无奈的一种选择。表面上是分众与新浪强强联合拓展媒体优势，实则是经济寒冬下的“抱团取暖”。分众从巅峰到谷底，也仅仅不过一年的时间。就在人们对分众将被收购议论纷纷的时候，饱受煎熬与困境的分众得到了商务部反垄断审查通告，由于有行业垄断可能，商务部开始介入收购案，并于 2009 年 9 月份该计划流产。时间的节点就是那么巧合，我国的《反垄断法》是 2008 年 8 月 1 日期实施的，这是一部为了预防和制止垄断行为，保护市场公平竞争，提高经济运行效率，维护消费者利益和社会公共利益，促进社会主义市场经济健康发展，而制定的法律。当时的新浪对分众传媒的收购案，恰好被监管部门注意到，试想若不是在《反垄断法》刚实施的当下，新浪发起了对分众核心

业务的收购，如今的传媒行业，又将是一番怎样的格局呢？

有惊无险地度过了被收购危机的分众，开始逐步剥离非核心业务，回归到主业的发展和创新上，并实现了利润的增长。这说明之前大规模的混合并购的确在一定程度上分散了公司在核心业务领域的资源实力，过度追求多元化经营导致了公司经营成本的上升，使得并购的副作用凸显。

如今，分众传媒已经成功回归 A 股，分众未来的发展将吸取之前的教训，紧扣业务之间的增值，着重发展主业，稳定增长，投资对象的选择上，也将重点关注协同性，回归传播的本质。

#### 4.通过比较借壳上市与 IPO，分析为什么众多公司选择借壳上市？

借壳上市是指非上市公司通过对上市公司的收购兼并，在获得上市公司控制权的基础上，再通过上市公司反向收购控股方资产或业务的方式，以达到间接上市目的的一种市场行为和企业行为。借壳上市顺应了当前并购重组的大潮流，但绩差股价格高估、壳资源价值巨大等现象与 IPO 上市不畅通、退市制度不到位等密切相关，应加快 IPO 上市进度，完善退市制度，提高借壳上市的门槛，使两者的审批标准“趋同”，并在借壳上市过程中严厉打击内幕交易违法犯罪活动，保护中小股东利益。两者特点对比如下表：

对比项	IPO	借壳上市
概念上	IPO 是 Initial Public Offering 的简称，即首次公开发行股票，国内普遍的企业上市主要就是指这种方式。IPO 是公司实现多渠道融资的一种手段，公司通过 IPO 可以一次性地获得股权性资金以支持企业的发展	借壳上市就是指定向增发的发行对象（收购方）通过用其资产认购发行方（目标公司）新发行股份向目标公司注入资产并获得控股权，实现收购方的借壳上市。借壳上市的关键在于保证壳资源的优良、定向发行价格的合理确定、对流通股东的合理对价等问题
融资效果	IPO 适宜有大量的资金需求的大型企业，企业通过 IPO 上市，一般可以发行总股本约 30%的股份，直接从股市募集资金	借壳上市本身并不能为企业带来大量资金，相反还需要支付一定的买壳费用。公司借壳上市之后需要在一段时间之后才能实施再融资
风险	没有类似问题	上市需要对收购企业的资产和人员进行重整，能否成功的并购重组会面临巨大的风险

是否受二级市场影响	发行基本不会受到二级市场股价波动影响 (因股价剧烈波动导致的 IPO 站厅除外)	受二级市场影响大
时间成本	由于企业改制、审核、路演等的需要, 上市周期时间较长(约一年半左右), 时间成本较大	没有一套上市程序的限制, 上市时间较短(一般 6 个月左右), 时间成本较小
上市费用	一般按照募集资金金额的一定比例来计算。费用包括律师费用、会计师费用和支付券商费用, 一般为募集资金金额的 5% 左右, 费用大部分在上市之后支付	首先公司需要支付给壳公司大股东一定的对价, 作为对其出让控股的补偿, 也就是买壳费用, 最低接近 4 亿元, 支付方式较隐秘

事实上, 虽然证监会在 2011 年 9 月以后要求借壳上市参照 IPO 标准, 使两者的审批标准“趋同”, 但实质性差别仍然存在。当前 IPO 最大的难题就是漫长的排队等待时间, 但借壳上市却可以较快完成, 因而具有极大的诱惑力。从壳资源的需求端来看, 注册制暂缓推出、战略新兴板搁浅积压了国内企业及“海归”的中概股大量融资的需求。以往的券商公司因其业绩受经济周期波动影响大, 很难满足 IPO 连续三年的盈利要求, 故多会采用借壳上市, 但近年来借壳上市的范围在逐渐扩大, 成为了众多欲上市公司考虑手段, 尤其是大量优质中概股的回归潮下, 借壳上市的案例愈演愈烈。

在本案例中, 分众传媒作为一家实力雄厚的传媒企业, 近三年的复合净利润增长率达到 30% 以上, 同时迫切的融资压力使得她缺乏足够的时间去等待证监会的漫长核准, 虽然在壳资源紧俏的情况下, 隐性的壳费是企业不得不考虑的一项重大支出, 在资本运作高手江南春的眼里, 无疑他有足够的信心来把借壳上市的风险控制到最小。借壳上市的常态化有着其特定的时间段, 是多重因素的叠加所导致。2015 年经历 A 股的两轮“股灾”, 监管层暂缓 IPO 审核, 对本就拥挤的排队待审队伍雪上加霜, 各种资本市场完善制度并未按预期落实, 使得市场做出了自我找出路的打算, 市场行为促使借壳上市火热。

借壳方在综合考虑上市的直接成本和潜在成本、审批难易程度、后续融资能力、锁定期、要约收购等共性条件时, 也要考虑拟上市企业和壳公司的行业特点、财务状况、所有制类别、经营能力、谈判能力等特性条件。通过以上需要考虑到问题, 结合上市后的融资需求来看, 做出是否借壳的判断。可以遇见的将来, 待多层次资本市场推进到一定程度, 借壳上市的生存空间也就失去了吸引力, 更多的是对 IPO 的一种补充。

## 5.借壳上市主要面临风险有哪些？你认可分众传媒火速换壳的决定吗？

与首发上市相比，借壳上市涉及更多的利益主体，包括上市公司、上市公司的大股东、上市公司的社会公众股东、上市公司的债权人和债务人、上市公司的职工、收购方、收购方拟注入资产的持有者、收购方的实际控制人等等。由于借壳上市涉及利益主体众多，利益巨大，且壳公司本身就是公众公司，因此会面临一些首发上市并不涉及的风险。

### （1）未能获得全部政府部门审批的风险

借壳上市涉及的审批部门众多，审批程序繁复，借壳上市的完成需要所有的审批事项都获得通过才能进行，某项审批未获得完全通过将影响整个审批事项的进程，甚至会导致借壳上市的失败。审批主要事项可以分为两类，一是定向增发，二是重大资产重组（包括重大资产的出售（处置）和购买（注入）。涉及定向增发的需经中国证监会发行审核委员会审核，涉及重大资产重组的需经中国证监会上市公司并购重组审核委员会的审核。如果壳公司股权中有国有股权，还需经相应的国资部门的审批，如果收购方属于外资，还需经商务部审批等。因此，壳公司、收购方等相关方在借壳上市过程中必须做到与审批部门进行及时、充分地沟通。

### （2）壳公司债务重组失败的风险

借壳上市能否获得成功还有一个关键因素是购买方买到的壳应是个“净壳”，净壳就是壳公司在进行资产处置时能够切实得把所有的资产、负债、业务剥离出壳公司，而不受壳公司原有资产、负债和业务的影响。如果壳公司未能剥离原有债权债务，或者仅剥离部分债权债务，那么会面临债务重组能否成功的风险。如果未能设置好债务的隔离措施，即使所有审批手续完成，收购方仍有可能陷入到壳公司复杂的债权债务关系中，而导致借壳的失败。

因此，在借壳上市过程中收购方应对壳公司债权债务进行详尽调查，并将相应的债权债务转让给有资质和能力进行处理的接收方，以保障债务（特别是或有债务）得以真正剥离。

### （3）内幕信息泄露和内幕交易的风险

由于进行重大资产重组对壳公司的资产质量会有明显的改善，如提前泄露了

该等信息，会造成市场上对壳公司股票价格的疯狂操作。而借壳上市过程中涉及多方主体（壳公司及其股东、收购方及其股东、各中介机构等等），因此在申请壳公司股票停牌前，必须做好保密工作，谨防信息泄露造成股价异动。证券市场监管者近年来对内幕交易的查处日益严格，一旦壳公司的股票价格异动，将会引起监管者的注意和核查。如一旦核查发现壳公司存在信息披露不及时，或者相关方存在内幕交易的情形，将会阻碍借壳上市的进程，最终损害相关方的利益。

本案例中，分众传媒在壳公司的选择上曾倾向于宏达新材，后因该公司“信息披露涉嫌违规违法”被立案调查而转向借壳七喜控股。宏达新材涉案事件与分众传媒的借壳无关，但这打乱了分众传媒的计划：宏达新材存在被实施退市或暂停上市风险；即便宏达新材安全过关，分众传媒上市的步伐亦会势必放缓。通常情况下，证监会的调查工作至少需要耗时数月。虽然最后的调查结果是宏达新材收到证监会《结案通知书》，宏达新材涉案违法事实不成立。但这期间的重大不确定因素，已足以促使分众传媒换壳再上市。对比两次借壳方案，分众传媒交易作价未变，即均为 457 亿元，但在公司评估值上，略有下调，从 496 亿元下降至 459 亿元。换壳之后前期的审计、评估对再次作价有借鉴意义，但这背后肯定会产生成本溢价。火速换壳是消除借壳上市过程中不确定因素发生的一次果断出击，当然更可能的是分众传媒回归的时候，同时选择了两家壳公司，以防不测，并未全力押注于宏达新材，从这个角度来看，分众传媒的考虑不可谓不周全。

## 6.结合不同的借壳方案，若你是投行从业人员，你会采用哪种方案？

借壳过程中包括以下基本环节：第一步：取得壳公司的控制权。有三种方式取得公司的控制权：（1）股份转让方式：收购方与壳公司原股东协议转让股份，或者在二级市场收购股份取得控制权；（2）增发新股方式：壳公司向借壳方定向增发新股，并达到一定比例，使收购方取得控制权；（3）间接收购方式：收购方通过收购壳公司的母公司，取得实现对上市公司的间接控制权。第二步：对壳公司进行资产重组：其中分为两个方面：（1）壳公司原有资产负债置出；（2）借壳企业的资产负债置入。理论上讲，获得上市公司控制权的方式、资产重组方式的任何一种组合，就是一种借壳模式。实践中，有下列五种常见的方案：

### 方案一：股权转让+资产置换

（1）壳公司原控股股东将所持有的壳公司股份通过股权转让协议方式协议



转让给拟借壳上市企业，后者以现金作为对价收购该部分股份；（2）借壳方完成对上市壳公司的控股后，与上市壳公司进行资产置换，收购其原有业务及资产，同时将拟上市的业务及资产注入上市公司，作为收购其原有资产的对价；本方案常见的辅助交易：注入资产的评估值高于置出资产，差额部分作为上市公司对大股东的免息债务，无偿使用若干年。

#### 方案二：股权转让+增发换股（又称反向收购）

（2）壳公司原控股股东将所持有的壳公司股份通过股权转让协议方式协议转让给拟借壳上市企业，后者以现金作为对价收购该部分股份；（2）借壳方完成对上市壳公司的控股后，由上市壳公司向拟借壳上市企业的全体（或控股）股东定向增发新股，收购其持有的拟借壳上市企业股权；（3）上市壳公司向其原控股股东出售其原有的业务及资产，后者以现金为对价收购该部分资产。本方案常见的辅助交易：增发新股收购拟借壳企业股权时，属于换股合并的，须给予反对本次交易的上市壳公司流通股股东现金选择权。

#### 方案三：股份回购+增发换股

（1）壳公司向原控股股东出售全部业务及资产，同时回购并注销原控股股东所持有的上市壳公司股份；原控股股东所持壳公司股份不足以支付壳公司原有业务及资产的，以现金补足；（2）上市壳公司向拟借壳上市企业的全体（或控股）股东定向增发新股，收购其持有的拟借壳上市企业股权；（3）增发换股后，拟借壳上市企业的控股股东成为上市壳公司的新控股股东。本方案常见的辅助交易：为了补偿上市壳公司原流通股股东的流动性溢价，有时会在借壳完成后由拟借壳企业股东或上市壳公司对其按一定比例进行送股。

#### 方案四：资产置换+增发换股

（1）上市壳公司将全部业务和资产转让给拟借壳企业的控股股东，并同时向其增发新股，换取其所持有的拟上市企业股份；（2）拟借壳企业控股股东取得壳公司的原有业务和资产后将其转让给壳公司原大股东，以换取后者所持有的壳公司股份，双方差额部分以现金补足。本方案常见的辅助交易：与方案三一样，为了补偿上市壳公司原流通股股东的流动性溢价，有时会在借壳完成后由拟借壳企业股东或上市壳公司对其按一定比例进行送股。

#### 方案五：资产出售+增发换股

(1) 上市壳公司将原有的全部业务及资产出售给其控股股东，后者以现金为对价收购这些资产；(2) 上市壳公司向拟借壳上市企业的全体（或控股）股东定向增发新股，收购其持有的拟借壳上市企业股权。本方案常见的辅助交易：为确保上市壳公司小股东的利益，壳公司原控股股东收购壳公司原有业务及资产时通常会支付比较高的对价，作为补偿，接受定向增发的拟借壳企业股东在借壳完成后会向壳公司原股东支付一笔额外的现金。

本案例中，分众传媒采用的是方案四，资产置换和增发换股相结合的方式，借壳方在成为上市公司的子公司的同时，也获得了上市公司的控制权，取得控制权后，将原业务和资产转让出去，完成与壳公司的剥离，往往以低价转让给原大股东，形成了支付给原大股东的隐性壳费，为保护壳公司中小股东的利益不受侵蚀，借壳完成后会按一定比例进行送股。

在具体的借壳操作中，要考虑壳公司大股东的个人意愿，是否以获得现金的方式退出新重组的公司，还是以原资产入股新公司，同时考虑壳公司与借壳方主营业务的关联性，借壳方的现金流是否充裕，针对借壳方的公司市值远大于壳公司的属性，通常是通过增发股份来完成优质资产的注入。

## 五、背景信息

### 1. 涉嫌虚假披露，分众五年前收购案遭 SEC 秋后算账

在历时两年多的调查之后，2015 年 9 月 30 日，美国证监会宣布与分众传媒及其 CEO 江南春以 5560 万美元罚金达成和解。罚金包括江南春退回售出子公司 Allyes Online Media Holdings（好耶）股权所得的 969 万美元，截止判令前的利息 165 万美元，和与不当所得等价的罚金 966 万美元，同时公司需支付罚金 3460 万美元。事实上，分众传媒早在两年前已经从美股退市，而此次和解的官司更是发生在五年前，究竟是什么原因让当时正积极筹备 A 股上市的分众传媒难逃美国证券监管的重责呢？

2010 年 3 月 22 日，分众传媒在年报和第四季度季报中披露，公司对其全资子公司好耶进行了管理层收购，向部分高管和员工出售了好耶 38% 的股权，售价为 1330 万美元，其中江南春购买的股份最多。根据这一股权比例和售价估算，好耶的估值为 3500 万美元。

但仅仅四个月之后，分众传媒就披露以 1.24 亿美元将好耶公司 62%的股权出售给 Silver Lake 公司，根据这一股权比例和售价估算，好耶公司的估值为 2 亿美元，这期间就有 5 倍的估值差。SEC 和中小股东注意到了估值的差异，并对分众传媒和其管理层展开调查。

分众传媒给出的解释是在公司管理层 MBO 之前对好耶管理层和 Silver Lake 之间的收购并不知情。但 SEC 从分众传媒提供的大量会议记录和交易记录中得出的调查结果与分众传媒的解释有出入。

SEC 称分众传媒和其董事长江南春向投资人披露的好耶相关信息不准确，证据显示分众传媒在公司管理层收购好耶股权的交易完成之前，就已在与 Silver Lake 公司进行洽谈。分众传媒及董事会对管理层收购的讨论时间为 2009 年 9 月至 2009 年 12 月，好耶与 Silver Lake 的讨论时间为 2009 年 11 月底至 12 月底，虽然好耶被收购的交易晚于 MBO，但时间上存在重叠，所以并不能完全排除公司管理层不知情的可能。而最致命的是，作为收购方的 Silver Lake 的文件显示，其曾在好耶的要求下暂缓收购谈判，来等待好耶完成 MBO。

江南春的身影出现在两宗交易的多个环节。江南春被查出的行为包括：作为董事长批准给引荐收购方 Silver Lake 的好耶公司高管 260 万美元介绍费、借款给欲收购好耶的公司。分众传媒的管理层知晓好耶被第三方收购的消息较晚，但江南春作为好耶公司被分众传媒管理层收购最大的受益者——持有管理层收购一半的股权，无法自证不知情。

美国公司的邮件文化盛行，能保留下每一步决策的证据，但从分众传媒上可以看到，中国公司在内部管理上还欠缺规范化和风险控制意识。中国的公司可能习惯于 A 股的财务游戏，但在 SEC 笼罩下的美国股市，公司披露的财报、年报乃至任何官方交易信息必须翔实而可被查询，并且在被追溯的时候，具有可被验证性。

虽然分众传媒及其董事长江南春在和解中不承认有不当行为，但在分众传媒冲刺 A 股上市的关键时间再次曝光的“内幕交易案”让分众传媒颇为难堪，分众传媒必须在 A 股上市前，将危害降低到最轻。这在一定意义上，给其他回归 A 股的中概股公司警示：雇佣美国专业的证券律师，规避私有化中会被认为侵犯中小股东利益的行为，准备的越周全私有化的道路才会越顺利。

## 2.移动互联网对分众传媒的机遇和挑战

移动互联网，就是将移动通信和互联网二者结合起来，成为一体。是指互联网的技术、平台、商业模式和应用与移动通信技术结合并实践的活动的总称。4G 时代的开启以及移动终端设备的凸显必将为移动互联网的发展注入巨大的能量，

谁都无法忽视移动互联在用户群中带来的巨大效应。看一看互联网巨头们的动作：百度收购 91 无线，微信作为超级 APP 崛起，淘宝天猫发力手机端……热热闹闹的狂欢背后，是各大佬抢占移动入口的昭然之心。

移动互联网带来的颠覆性变化来自新技术代替旧技术、创新的商业模式直接颠覆现有的竞争局面、原有的垄断行业的准入门槛将不复存在。移动互联网时代的公司发展大多会遇到三个瓶颈：（1）人口红利逐渐消失；（2）行业之间的界限逐渐消融后导致的跨界竞争逐渐激烈；（3）遇到原产业的市场天花板之后就是巨头之间的相互入侵，产业迅速成熟。移动互联网之所以具有革命性，是因为其天然的属性：互动、实时与大数据。消费者在手机等移动设备接收到的是爆炸性的海量即时信息，以交易为核心的传统商业秩序被移动互联网的以关系建立为核心的用户体验所打破。

对分众传媒而言，移动互联网所带来的冲击是不容小觑的。受影响最大的业务是户外媒体。原来大家车上没事就往外看，无论公交车身、候车亭都会被注意到。现在大家都低头玩手机，看了微博、微信，处理邮件等，很多户外广告都不被注意到。另外就是楼宇广告业务。

然而，对分众而言，移动互联网的崛起带来的是更大的机会。在这个越发碎片化、多屏化的时代，分众分布在商务楼、公寓楼、卖场、影院里的屏幕，与移动端之间的互动和连接会更加紧密。经历了广告内容化、娱乐化、互动化的革新，如今分众又迎来了移动渠道的变革。在广告海报里加入二维码，就是多一个移动入口。多渠道推广的广告策略，正和现下火热的 O2O 模式不谋而合。在新的规划里，楼宇电视的 LCD 屏还将接入 WiFi 热点，抢占移动上网入口，连接 WiFi 后，用户首先会登陆分众的活动页面，能够极速、免流量地下载视频、音乐、优惠券、游戏、客户端等数以千计的资源。此外，还有超声波方案，通过广告音乐的高频传输，获取相应优惠券和活动信息。通过这一系列改变，让用户不仅在无聊的时

间获得信息，更在移动端便捷地获取全方位的服务。

移动的浪潮已经袭来，唯有主动拥抱变革，才能使媒体自身更加创新、与当今时代结合得越来越紧密。分众相信，Anywhere, Anytime, Any Screen。世界是由一个个大大小小的屏幕组成的，所有屏幕之间都是可以互动的，都是可以连接的。本身数字化的户外媒体一旦跟智能手机连接，会形成更大的发展空间，也会使整个市场发生变化，给新媒体注入更大的新鲜的动力。

## 六、关键点

1. 关键点：公司在纳斯达克上市后遇到的困境及私有化的运作手法；VIE 架构的拆除逻辑；壳公司的选择，这是整个借壳上市过程中的重中之重；取得壳公司控制权的手段及对价支付手段。

2. 关键知识点：公司上市途径；境内上市与境外上市的关键区别，借壳上市。

3. 能力点：抓取关键问题的能力，逻辑思维能力、风险辨别的能力、资本运作策划能力。

## 七、建议课堂计划

本案例可用于专门的案例讨论课。如下是按照时间进度提供的课堂进度计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间可控制在 80-90 分钟。

课前计划：发放案例，要求学员们在课前至少完整阅读一遍案例，对案例中提到的关键术语和概念形成初步的了解，梳理案例脉络，提出自己的疑问。

课中计划：

### 1. 课堂前言

由教师对案例进行简单的介绍，明确本课时需要完成的任务及考核要求。

(15-20 分钟)

### 2. 课堂讨论

要求学员们针对提出的问题结合案例进行讨论，并总结出自己的观点。

(30-40 分钟)

### 3. 课堂辩论

由教师引导，对重点问题进行分组辩论，各小组角色扮演，可分别代表借壳方、壳公司、中介机构以及监管层，在具体问题上按照各自的利益进行辩论。

(20-30 分钟)

#### 4. 总结发言：

引导全班进一步讨论，并针对学员们的辩论情况进行归纳总结，整理案例中所涉及的理论知识，并结合理论知识，梳理资本运作的逻辑。(10-15 分钟)

#### 5. 课后计划：

引导学员持续关注中概股回归浪潮中的其它公司，如奇虎 360、汽车之家等，关注借壳上市还未完成的其它公司，如圆通、申通等。仅凭一个案例来把握资本的运作显然是不够的，要想深刻理解类似分众传媒的案例必须结合实践，从众多类似案例中获得启发。

## 八、相关附件

### 附件 1 2015 年以来收到私有化要约的企业名单

序号	企业名称	上市市场	收到私有化要约时间	私有化进度	上市时间
1	汽车之家	NYSE	2016.04.16	进行中	2013.12.11
2	聚美优品	NYSE	2016.02.17	进行中	2014.05.16
3	酷6网	NASDAQ	2016.02.01	进行中	2005.02.04
4	智联招聘	NYSE	2016.01.19	进行中	2014.06.12
5	天合光能	NYSE	2015.12.12	进行中	2006.12.19
6	明阳风电	NYSE	2015.11.01	已达成私有化协议	2010.10.01
7	瑞立集团	NASDAQ	2015.10.30	已放弃	2006.04.18
8	爱康国宾	NASDAQ	2015.09.02	进行中	2014.04.09
9	乡村基	NYSE	2015.08.14	已达成私有化协议	2010.09.28
10	艺龙	NASDAQ	2015.08.04	进行中	2004.10.28
11	麦考林	NASDAQ	2015.07.21	进行中	2010.10.26
12	欢聚时代	NASDAQ	2015.07.09	进行中	2012.11.21
13	当当	NASDAQ	2015.07.09	进行中	2010.12.08
14	海王星辰	NYSE	2015.07.06	进行中	2007.11.09
15	空中网	NASDAQ	2015.06.29	进行中	2004.11.05
16	陌陌	NASDAQ	2015.06.23	进行中	2014.12.12
17	中星微电子	NASDAQ	2015.06.22	已退市	2005.11.15
18	中国信息技术	NASDAQ	2015.06.22	进行中	2008.09.15
19	航美传媒	NASDAQ	2015.06.19	进行中	2007.11.07

20	奇虎 360	NYSE	2015.06.17	已达成私有化协议	2011.03.30
21	创梦天地	NASDAQ	2015.06.15	进行中	2014.08.07
22	乐逗游戏	NASDAQ	2015.06.15	进行中	2014.08.07
23	如家	NASDAQ	2015.06.12	已达成并购协议	2006.10.26
24	博纳影业	NASDAQ	2015.06.12	已达成私有化协议	2010.12.09
25	世纪互联	NASDAQ	2015.06.10	进行中	2011.04.21
26	人人公司	NYSE	2015.06.10	进行中	2011.05.04
27	易居中国	NYSE	2015.06.09	进行中	2007.08.08
28	晶澳太阳能	NASDAQ	2015.06.06	进行中	2007.02.07
29	迈瑞医疗	NYSE	2015.06.04	进行中	2006.09.26
30	淘米	NYSE	2015.06.01	已达成私有化协议	2011.06.09
31	世纪佳缘	NASDAQ	2015.05.31	已达成并购协议	2011.05.11
32	中手游	NASDAQ	2015.05.18	已达成私有化协议	2012.09.25
33	药明康德	NYSE	2015.04.30	已退市	2007.08.09
34	中国脐带血库	NYSE	2015.04.27	进行中	2009.11.19
35	华大教育	NYSE	2015.04.20	进行中	2010.11.02
36	久邦数码	NYSE	2015.04.13	已退市	2013.11.23
37	完美世界	NASDAQ	2015.01.02	已退市	2007.07.26

资料来源：根据公开资料整理

附件 2 分众传媒 2005 年—2012 年主要财务指标

年份 年份 财务指标	营业收入 (百万美元)	净利润 (百万美元)	每股收益 (美元/股)
2005	68.20	23.50	0.65
2006	213.30	83.20	1.60
2007	506.60	144.40	1.19
2008	642.30	-770.70	-5.98
2009	505.00	-208.80	-1.61
2010	516.30	184.30	1.26
2011	792.60	200.90	1.45
2012	927.50	238.08	1.80

资料来源：根据公开资料整理

(案例使用说明字数：17973)