

# 我国上市公司壳价值测算:以德棉股份为例

柯昌文

(湖北经济学院 武汉 430074)

**【摘要】** 本文以山东德棉股份有限公司为例,提出上市公司壳价值的计量方法和具体计算公式,并指出我国上市公司的壳价值较高,德棉集团运作德棉股份上市及上市三年后转让股份实现的收益绝大部分来源于德棉股份的壳价值。因此认为,可以从上市公司壳价值的下降中发现我国证券市场需要改进和完善的方面。

**【关键词】** 上市公司 壳价值 德棉股份

## 一、从公众公司和私人公司优劣势比较引出“壳公司”概念和上市公司壳价值计算公式

现代企业制度的最高组织形式是股份制公司,而根据股份公司的股权结构可将公司分为公众公司和私人公司。股份公司发展到一定阶段就会面临股权结构上的决策:是选择公众持股(上市公司),还是私人持股(私人公司)。公司在进行股权结构决策时要权衡利弊。

1. 公众公司的优势。公众公司因为上市可以带来融资、扩大投资等多种利益,所以是很多私人公司追求和发展的目标。相对于私人公司,公众公司上市给公司在筹资、股份流动性等

方面带来有利效应:

(1)筹资效应。上市公司要扩大规模、壮大实力,必然要进行投资和技术改造,进行这些工作都需要资金,即要进行筹资。在这方面,上市公司比一般企业更具活力,可以更好地选择合适的时机进行更有效率、成本更低的筹资。

(2)股份流动性效应。上市公司的流通股按规定可以在沪深两个证券交易所进行交易。随着我国股权分置改革的完成,上市公司逐步进入了全流通时代,其股份的高流动性为投资者提供了退出通道。

(3)股份的货币化效应。上市公司可以部分或全部使用其

制而放松了质量控制就是一个最好的例证。因此,超企业组织成本管理必须是一种动态的、具备自我学习功能并把保持和提高组织效能作为标杆的管理模式。

## 四、基于丰田“召回门”反思的超企业组织成本管理框架

基于上述分析要点,本文构建了超企业组织成本管理基本框架,见图2:

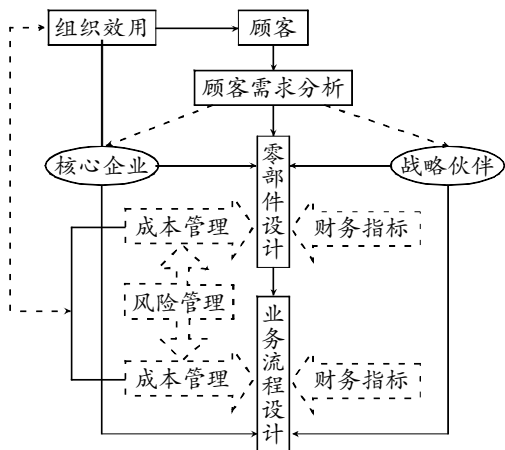


图2 超企业成本管理基本框架

该成本管理模式框架分三个层次:①顾客需求作为源头并贯穿产品设计过程、成本管理和流程重组过程,成为引领成

本管理的标杆。财务指标不再是成本管理的标杆,而是评价成本管理效果的手段,这样可保障超企业组织财务目标与顾客价值的平衡。②将风险管理融入成本管理,并形成成本风险管理体系。在成本管理中,要做好风险预测预警工作,对成本降低与相关风险进行权衡,实现低成本回报与风险平衡。③形成成本管理自我学习层面,不断审视成本管理对组织效能实现的贡献,根据外界环境变化,创新成本管理的工具、技术直至模式,达到成本管理效用的动态平衡。

## 主要参考文献

1. 罗珉.价值星系:理论解释与价值创造机制的构建.中国工业经济,2006;1
2. Robert S. Kaplan.The Four-Stage Model of Cost System Design.Management Accounting,1990;2
3. 罗珉,王睢.中间组织理论:基于不确定性与缓冲视角.中国工业经济,2005;10
4. 郭一弘.偏激的渡边捷昭.理财,2008;4
5. Seán Meehan,Patrick Barwise.Do you value customer value?.Financial times,1999-09-14
6. 肖月强.基于价值星系的超企业研究.成都:西南财经大学出版社,2006
7. 徐玲.价值网环境下的成本管理模式研究.大连:大连理工大学出版社,2005

股份作为货币收购其他公司,还可以把股票期权作为薪酬的一部分,以吸引、激励管理层。

(4)估值效应。公司上市后,公司估值上有更多更透明的其他同类上市公司作为参照物,一般来说估值比较准确、估值更高,也更容易估值。

## 2. 公众公司的劣势。

(1)公众公司上市会增加公司治理成本。私人公司与公众公司在股权结构上不同,导致它们在治理机制上完全不同,由此引起公司治理成本的不同。各国都强调对资本市场的监管,往往对上市公司的治理结构和信息披露等问题提出更为严格的管制标准,以改善公司治理结构,保护投资者的利益,但监管本身也增加了上市公司的负担。

(2)可能导致管理控制权的丧失。公司上市后由于其股份的较高流动性,不仅造成股东不稳定,而且很容易被收购,导致对公司控制权的彻底丧失。

(3)更易卷入诉讼,潜在的诉讼成本大。公众公司上市后,关联方关系增多,关联方交易增加,在一个新兴的资本市场,难免受到不完整性、不确定性因素的干扰,也难免因规范化的缺失引起诉讼案件,以致诉讼成本增加。

(4)面临证券市场的压力。公司股票上市流通后,其股票的成交价格和成交量的变化均折射出公司的内在价值和发展前景。按照有效市场理论,公司的股价走势好,公司的内在价值就高,发展前景就好;反之公司股价走势不好,说明投资者在“用脚投票”,看淡公司发展前景,会给公司形象蒙上阴影,同时会给公司管理层造成心理压力。

3. 私人公司的优势。①私人公司在治理结构上具有灵活性,既可以选择类似于上市公司的复杂的治理结构,也可以从成本、决策效率角度考虑选择相对简单的治理结构。②私人公司在资本结构上具有灵活性。私人公司不用考虑资本结构对公司股价的影响。③私人公司在发起重组活动方面具有灵活性。私人公司可以根据需要确定发起重组活动的时间、方式。④私人公司在信息披露方面具有灵活性。法律法规对私人公司公开披露信息的内容、方式没有严格要求。

4. 私人公司的劣势。私人公司在筹资、股份流动性、价值效应等方面,与公众公司相比都处于劣势。

5. “壳公司”定义及壳价值的计算方法。上市公司的优势和私人公司的优势对公司价值都会产生积极的影响。为了分析问题方便,我们以私人公司为基准进行分析。假设存在这么一个上市公司,它没有任何经营业务,没有任何资产和债务,我们便把这个上市公司称为上市壳公司(the public shell company)。目前,各国对壳公司有多种多样的定义,美国证券交易委员会(SEC)在2005年7月将壳公司定义为“没有或只有名义上的经营,没有或只有名义上的资产或资产唯一地由现金或现金等价物组成”。企业也可能因为税务或其他原因创建有经营业务的壳公司。壳公司分为公众公司上市壳公司和私人公司壳公司。本文定义的壳公司为公众公司上市壳公司。在一些国家的证券市场上允许本文定义的上市壳公司存在,但这样的上市壳公司在我国的证券市场上尚未出现。上市壳

公司的股票价值反映了公司上市带来的利益扣减公司上市增加的成本后的净收益,其计算公式为:

$$\text{上市壳公司价值} = \text{上市增加的收益} - \text{上市增加的成本}$$

(1)

一家上市公司可看做是与该上市公司具有同样资产、负债的私人公司与上市壳公司的组合,我们把该上市壳公司称为上市公司的壳,把上市公司当作私人公司进行评估得到的价值称为私人公司价值,即:

$$\text{上市公司价值} = \text{私人公司价值} + \text{上市公司壳价值} \quad (2)$$

根据式(2),可以对上市公司壳价值进行计量:

$$\text{上市公司壳价值} = \text{上市公司价值} - \text{私人公司价值} \quad (3)$$

从式(3)可以看出,上市公司的壳价值是上市公司相对于私人公司在权益估值上的溢价,也就是上市公司的优势相对于私人公司优势的价值差。下面以山东德棉股份有限公司(简称“德棉股份”)为例,计算我国上市公司的壳价值。

## 二、德棉股份的基本情况

德棉股份由山东德棉集团有限公司(简称“德棉集团”)、德州恒丰纺织有限公司(简称“恒丰纺织”)、德州双威实业有限公司(简称“双威实业”)、山东德棉集团德州实业有限公司(简称“德州实业”)、山东华鲁恒升(集团)有限公司(简称“华鲁恒升”)共同出资发起于2000年6月注册成立,主要从事中高档服装面料和装饰面料的生产经营。德棉股份成立时德棉集团以部分经营性净资产评估值为13 189万元出资,恒丰纺织以150万元现金出资,双威实业、德州实业和华鲁恒升各以50万元现金出资,德棉股份发起人投入的净资产合计13 489万元,按照66.72%的比例折为9 000万股股份,每股面值人民币1元,溢价部分计入资本公积。其中德棉集团持有8 799.8万股股份,占德棉股份总股本的97.78%。

德棉集团在2000年发起设立德棉股份的目的主要是为了IPO,后来因为股权分置改革,IPO的进程延后。2006年6月德棉股份对2005年末的可供股东分配的利润以总股本9 000万股为基数按每股2.00元人民币向全体股东派发现金股利。经证监会批准,2006年9月德棉股份公开发行并在深圳证交所上市7 000万股人民币普通股,每股面值1.00元,每股发行价3.24元,发行后总股份变更为16 000万股。根据德棉股份在2006年IPO时公布的招股说明书,IPO前每股净资产为2.64元。2008年3月,德棉股份决定以2007年末总股本16 000万股为基数,确定每10股派发现金股利0.5元,德棉集团获现金股利440万元;并获得资本公积每10股转增1股,合计转增股份1 600万股,转增后公司总股份变更为17 600万股。德棉集团持股增加879.98万股,总持股达到9 679.78万股,占公司总股本的55%。

受金融风暴和纺织行业衰退等因素影响,德棉股份自2007年以来营业收入持续萎缩,净利润逐年下滑,虽然2007年盈利2 545万元,但2008年亏损5 320万元,2009年截至9月30日亏损7 793万元,德棉股份依靠自己及控股股东的力量无法摆脱困境。2009年9~11月,德棉股份与上海爱家投资控股有限公司(简称“爱家控股”)、德棉集团签署《股份转

让、资产出售暨发行股份购买资产框架协议》及《补充协议》，协议主要包括互为条件、同步实施的三项内容：

1. 德棉股份的全部资产、负债按评估确认值转让给德棉集团，德棉股份成为净壳。截至 2009 年 8 月 31 日，德棉股份总资产账面价值 155 460 万元，总负债账面价值 120 554 万元，净资产账面价值 34 906 万元，净资产评估值 35 053 万元，以评估值 35 053 万元为交易价格，德棉股份全部资产、负债以及全部员工的劳动和社保关系均一并转让给德棉集团或德棉集团设立的全资子公司，价款以现金结算。

2. 德棉集团将其所持德棉股份的 5 270 万股（占德棉股份总股份的 29.94%）协议转让给爱家控股，股份转让总价款为 5.2 亿元。德棉集团向爱家控股转让德棉股份后，德棉集团仍直接持有德棉股份 4 409.78 万股，爱家控股受让股份后即成为德棉股份的控股股东。

3. 德棉股份收购爱家控股所持的上海爱家豪庭房地产有限公司（简称“爱家豪庭”）的 100% 股权，爱家豪庭 100% 股权的评估值为人民币 298 817 万元，以此作为德棉股份收购爱家豪庭的交易价格。德棉股份向爱家控股支付现金 35 053 万元（出售全部资产取得的全部现金），剩余价款 263 764 万元作为购买爱家控股发行 32 765.7 万股股份的价款，发行股份价格按德棉股份发布重大资产重组的董事会决议公告日前 20 个交易日德棉股份股票交易均价 8.05 元/股计价。交易完成后，爱家控股将持有德棉股份 38 035.7 万股，占德棉股份发行后总股本 50 365.7 万股的 75.5%。

三、德棉股份壳价值测算及有关分析

德棉股份的壳价值测算有两个维度，即公司维度和德棉集团（股东）维度。

1. 公司维度。德棉股份的壳价值为：

上市公司在某一时点的壳价值=公司总股份×该时点每股价格-公司净资产在该时点的评估值 (4)

式(4)的实质是将上市公司股票价值分为两部分：一部分是公司净资产的评估值，即公司作为私人公司时的价值；另一部分是上市公司壳价值。以 2009 年 11 月末的收盘价每股 10.78 元计算，德棉股份的壳价值为： $10.78(\text{元/股}) \times 17\ 600(\text{万股}) - 35\ 053(\text{万元}) = 154\ 675(\text{万元})$ ；壳价值占公司权益价值的比例为： $154\ 675 \div (10.78 \times 17\ 600) \times 100\% = 81.5\%$ ，即德棉股份价格中的 81.5% 为壳价值。

2. 从德棉集团维度计算得到的是德棉集团作为股东分享的壳价值。其计算式为：

德棉集团分享的壳价值=德棉集团所持股份的交易价值-德棉股份的评估值×德棉集团的持股比例 (5)

德棉集团从发起设立德棉股份到运作德棉股份上市，再到最后与爱家控股签订股份转让协议，在这整个过程中获得的增值（净利润）计算如表 1 所示。

德棉集团向爱家控股出售股份的价格包含控股权价格，故本文对德棉集团持有的德棉股份的剩余股份按德棉股份向爱家控股发行股份的价格计价。如果采用德棉集团向爱家控股出售股份的价格计算，其价值将会更高。

表 1 德棉集团运作德棉股份上市以及转让股份收支

项 目	金额(万元)
一、收入	
1.将5 270万股德棉股份出售给爱家控股的价款	52 000
2.剩余4 409.78万股股份价值(按德棉股份向爱家控股增发股份的发行价8.05元/股计算)	35 499
3.购入德棉股份净资产得到的价值	35 053
4.2006年收到的德棉股份现金股利(8 799.8×0.2)	1 760
5.2008年收到的德棉股份现金股利(8 799.8×0.05)	440
收入合计	124 752
二、支出	
1.购入德棉股份净资产支付的价款	35 053
2.投入德棉股份的资产价值	13 189
支出合计	48 242
运作德棉股份上市以及3年后卖壳的净利润	76 510

德棉集团运作德棉股份上市以及上市 3 年后转让股份获得的增值可以分为三种来源：①因德棉股份的经营管理而提升的价值（经营增值）；②因德棉股份 IPO 的估值效应而提升的价值（IPO 增值）；③因德棉股份具有上市公司身份而产生的价值（壳价值）。IPO 的增值效应实质也是壳价值的一部分，为说明问题，我们将 IPO 的增值效应从壳价值中分离出来。但对这三种增值要准确地进行区分和计量有一定困难，因而设想用如下方法分别对它们进行计量：

公司在 t 期的经营增值=t 期末净资产评估值-t 期初净资产评估值+公司在 t 期支付的现金股利-股东在 t 期追加投资的价值 (6)

IPO 增值=IPO 前总股份（不含 IPO 发行的股份）×IPO 价格-IPO 时公司净资产的评估值 (7)

应用上面的计量方法对德棉集团运作德棉股份上市以及转让股份实现的增值进行分析。为了分离出 IPO 增值效应，应将其中经营增值分为两个时间段计算：第一阶段为 2000~2006 年德棉股份 IPO 前，第二阶段为 2006 年德棉股份 IPO 后至 2009 年德棉集团与爱家控股签订股份转让协议。其中，德棉股份在 IPO 前未对净资产进行评估，故用 IPO 前的账面净资产作为评估值。各项增值计算结果如表 2 所示：

表 2 德棉集团增值分析

增值来源	金额(万元)	占总增值比例
一、经营增值		
1、发起设立德棉股份至IPO前经营增值	$8\ 799.8 \times 2.64 + 8\ 799.8 \times 0.2 - 13\ 189 = 11\ 802$	15.4%
2、IPO后至转让股份时经营增值	$35\ 053 \times 55\% + 440 - 8\ 799.8 \times 3.24 = -8\ 792$	-11.5%
经营增值小计	$11\ 802 - 8\ 792 = 3\ 010$	3.9%
二、IPO增值	$8\ 799.8 \times 3.24 - 8\ 799.8 \times 2.64 = 5\ 280$	6.9%
三、壳价值	$52\ 000 + 35\ 499 - 35\ 053 \times 55\% = 68\ 220$	89.2%
增值合计	$3\ 010 + 5\ 280 + 68\ 220 = 76\ 510$	100%

3. 上市公司壳价值。爱家控股在上市方案上有两种选

择:一种方案是直接IPO上市,当然,直接IPO上市对爱家控股来说最理想,但它要考虑运作的时间以及直接IPO上市的可能性;另一种方案是买壳上市(反向并购),而通过买壳上市,爱家控股可以获得的好处有:

(1)爱家控股买壳上市,通过反向并购注入资产,将爱家豪庭的100%股权注入上市公司,在这个过程中利用上市公司收购资产的高估值效应提高注入资产估值,实现资产增值,并将原来拥有的房地产转换为更具流动性的现金和上市公司股份。爱家豪庭成立于2001年6月,由上海爱家投资(集团)有限公司(简称“爱家投资”)和自然人薛萍共同用货币出资组建,注册资本为人民币3180万元。2008年9月和2009年6月,爱家投资和薛萍分别将其所持爱家豪庭的股权全部转让给金坛爱家房地产有限公司(简称“金坛爱家”)。2009年7月,金坛爱家将其所持爱家豪庭的100%的股权全部转让给爱家控股。2009年8月14日,爱家控股对爱家豪庭增资人民币18550万元,增资后爱家豪庭的注册资本为21730万元。2009年8月21日,爱家控股再次对爱家豪庭以货币形式增资人民币20000万元,增资后爱家豪庭的注册资本为41730万元,爱家控股持有100%股权。2009年8月26日,爱家控股对爱家豪庭又一次增资人民币20000万元,增资后爱家豪庭的注册资本为61730万元,爱家控股持有100%股权。爱家豪庭适用企业所得税税率25%。以2009年8月31日为评估基准日,爱家豪庭净资产账面值94745万元,评估值298817万元,评估增值204072万元,评估增值率215.39%。其增值部分主要是爱家豪庭本身及其附属子公司的房地产存货。

根据爱家豪庭的资产评估报告,爱家豪庭评估增值中并没有计提资产增值应付的所得税费用,这个问题是否适当本文不作探讨。从表面来看,爱家豪庭报告净资产的账面价值为94745万元,报告的评估增值为204072万元,报告的评估增值率为215.39%。考虑到爱家豪庭在评估基准日前有突击增资的因素,故要进行调整,调整后的净资产账面值为36195万元,调整后的评估增值为262622万元,调整后的评估增值率为725.58%。计算的具体结果如表3所示:

**表3 爱家豪庭评估增值调整计算**

项 目	金额(万元)
一、报告的净资产账面值	94 745
净资产账面值调减:扣减评估基准日前的突击增资	
1、2009年8月14日增资	18 550
2、2009年8月21日增资	20 000
3、2009年8月26日增资	20 000
二、调整后的净资产账面值	36 195
三、报告的评估增值	204 072
评估增值的调增:追加评估基准日前的突击增资	
1、2009年8月14日增资	18 550
2、2009年8月21日增资	20 000
3、2009年8月26日增资	20 000
四、调整后的评估增值	262 622
五、调整后的评估增值率	725.58%

通过买壳上市和注入优质资产,爱家控股可以较容易地实现爱家豪庭增值。交易完成后,爱家控股持有的德棉股份占德棉股份总股本的75.5%,这意味着爱家豪庭增值实现后所承担的风险24.5%已转移给其他股东承担(未考虑爱家控股对爱家豪庭利润的担保因素)。如果爱家控股不将爱家豪庭全部股权注入上市公司,也可以实现爱家豪庭的增值,但这种增值实现的速度可能更慢,过程可能更长。

(2)爱家控股买壳上市后可以获得另一个好处就是潜在的再融资收益。一般来说,从资本市场直接融资有三种方式:一是IPO,二是增发新股,三是配股。其中后两种融资方式是以第一种融资方式为前提的。爱家控股买壳上市后就获得了后两种方式融资的机会。当然,这取决于能否获得证监会的批准,具有一定的不确定性。

爱家控股在获得这些利益的同时也有付出,主要是受让股份支付给德棉集团的5.2亿元,扣除将爱家豪庭注入上市公司收取的3.5亿元现金,实际要支付现金1.7亿元。一些学者把这1.7亿元称为买壳费用,实际上不能用这笔资金来衡量上市公司壳价值。这笔资金对应的股份数为:

$$5270 \times 1.7 \div 5.2 = 1722.9 (\text{万股})$$

#### 四、德棉集团的选择

德棉集团面临的选择是持有多少股份、多少现金的问题。

1. 增持德棉股份的股份。即将出售给爱家控股的股份减少1722.9万股。根据交易安排,这并不影响爱家控股取得德棉股份的控股权,因为爱家控股完全可以通过二级市场增持股份。而对德棉集团来说,其购回德棉股份全部资产所需的现金只能来自持有的德棉股份的变现,让德棉集团另外拿出现金买回德棉股份的资产并不现实(在有的买壳上市交易中,交易结构设计成上市公司用全部资产赎回原控股方所持股份,这里不讨论这种情况)。

2. 购买德棉股份的资产。即将交易结构设计成德棉集团先购买德棉股份的资产,然后德棉集团再向爱家控股出售股份,中间有一定时间差。德棉股份出售全部资产后就成了壳公司,没有业务,其资产全部为现金,这时的壳价值一目了然,但如此操作需要多办一次报批手续。而这种纯壳公司的上市公司在我国证券市场上从未出现过,对它的购买行为在短时间能否获得批准,存在较大的不确定性。

德棉集团继续持有多少德棉股份与其对德棉股份价值的判断以及爱家控股的支付能力有关。对德棉集团来说,将持有的德棉股份部分变现是较好选择,变现所得现金可以用于收购德棉股份资产的后续经营,以增强其持续经营的能力。

#### 五、结束语

本文从上市公司壳价值的角度考察了德棉集团运作德棉股份上市以及3年后进行资产重组获得巨额的利润,结果发现:德棉集团获得的利润主要来源于上市公司德棉股份的壳价值,这说明我国上市公司壳价值很高。但它同时反映出我国证券市场存在一定的缺陷,需要进一步完善。在成熟的证券市场,上市公司壳价值相对较低。由此可以从上市公司壳价值是否逐步降低中发现我国证券市场需要改进的方面。○