

# 资本运作中壳公司的使用： 以三一重工收购三一重机为例

柯昌文(博士)

(湖北经济学院会计学院 武汉 430205)

**【摘要】**壳公司是资本运作的常用工具。本文分析了壳公司的特征,对壳公司进行了系统分类,探讨了壳公司在资本运作中的作用及其方式,并重点结合三一重工收购三一重机的案例资料,分析设立壳公司的动机,探讨了三一重工收购三一重机的交易结构。

**【关键词】**壳公司 资本运作 资金转移

## 一、壳公司分类

对于没有实质业务或显著资产的业务实体通常称为空壳实体,空壳实体有多种类型,根据其法律形式可分为空壳合伙、空壳信托、空壳公司等,比较常见的是空壳公司,简称壳公司。本文主要探讨壳公司。壳公司的主要特征是:①不从事实质生产经营业务;②其资产主要为金融资产,包括现金、股权投资、债权投资等。据此可将壳公司分为以下七类:

1. 按形成的阶段可将壳公司分为:①原始壳,是指公司在创立时就是壳公司,在创立时没有生产经营业务,是为了持股或为了与一个或多个公司合并而创立。②开发阶段壳,是指公司根据商业计划创立,后来因为商业计划失败而成为壳公司。③停止营业壳,是指公司进入经营阶段后,因某种原因停止营业而成为壳公司。④破产壳,是指从事生产经营业务的公司进入生产经营阶段后因某种原因陷入破产,在破产重组中将业务和资产出售而成为壳公司。

2. 按注册地可将壳公司分为境内壳公司和境外壳公司,境外壳公司也称为离岸公司。

3. 按股东结构可将壳公司分为公众壳公司和非公众壳公司。国内所讲的壳公司通常是指上市壳公司,即公众壳公司。在美国 OTCBB 或粉单市场有大量的公众壳公司交易,在我国三板市场也有一些公众壳公司。

4. 按该公司的股票是否有进行买卖交易,可将壳公司分为交易的壳和无交易的壳。股份无交易对壳公司的购买方而言有利有弊,因为股份无交易,购买方不用担心股份购买前的内幕交易、信息披露、卖空等产生的潜在的遗留问题,但购买后公司没有股东基础。股份交易的壳公司对购买方而言利弊刚好相反,虽然在购买后公司股票能很快形成活跃的交易市场,但可能购买价格较高,并有一些潜在的债务。

5. 按是否有向证券监管部门和公众定期提交相关报告,可将壳公司分为报告的壳公司和无报告的壳公司。2009年,美国报告的壳公司超过1 400家。

6. 按设立、持有目的可将壳公司分为用于合法目的的壳

公司和用于非法目的的壳公司。虽然有一些壳公司用于非法目的,大多数壳公司用于合法的商业用途。

7. 按壳公司的名义控制人与实际受益人是否一致也可对壳公司进行分类。一些壳公司的名义控制人与实际受益人一致,这类壳公司是根据真实身份注册的。也有一些壳公司的名义控制人与实际受益人不一致,有的甚至是借用别的公司临时充当壳公司,即一些人用到的挂靠别的公司操作业务或借用别的公司的银行账户操作业务。

## 二、壳公司与资本运作

企业在资本运作中通常要设立、拥有壳公司作为资本运作的平台和通道,通过多家壳公司构建复杂的股权关系和资金网络是资本运作的基本方法。公众壳公司设立程序复杂,要进行公开信息披露。一些国家如我国设立公众壳公司的条件十分严格。私人壳公司容易设立,不需要对股东、控制人和受益人的信息进行公开披露,易于隐藏股东、控制人和受益人的身份,在设立过程以及其后的操作过程中缺乏透明度,从而方便资本运作。如果在互联网上搜索一下,就会发现有大量的公司注册代理服务企业(NIS)存在,NIS提供的就是壳公司的注册和出售业务。注册和维持一家壳公司并不困难,费用也不昂贵。一些壳公司为了向外界显示其业务存在的真实性,会向NIS等购买办公服务包,包括注册公司地址、配置办公室电话、记录电话、提供e-mail账户以及编制、提交税务报表、办理银行业务及其他会计服务。

在一些壳公司中,不是以个人的身份直接持有股权,而是在法律允许的情况下以公司、普通合伙、信托或其他业务实体的身份持有股份,形成多层持股的壳公司结构,从而更加隐藏最终控制人与壳公司的关系,使得要探寻实际受益人和壳公司之间的关系变得十分困难。在资本运作过程中可能需要设立多家私人壳公司,从而构成壳公司网络。

一些企业通常在金融中心或避税地注册私人壳公司。在一些离岸金融中心或避税地设立私人公司的要求和费用比较低,不要求报告公司成员或经理人的身份,有的要求公司任命

一个人执行或签署公司文件,但并不需要报告该人的身份。即使要求报告股东的身份,通过委托持股关系也可以隐藏真正控制人的身份。英属维尔京、开曼、百慕大这些原本无名的小岛因为税率低,金融交易活跃,银行保密性强而成为大量壳公司的注册地。我国很多知名的企业在境外上市过程中都以境外注册的离岸壳公司的名义上市,包括新浪、联通、网易、金蝶、神州数码、TCL国际、华润置地、光大国际、百度、蒙牛乳业和分众传媒等知名企业都通过这种方式运作。

在资本运作中使用壳公司的方式包括:通过并购公众壳公司达到上市的目的;将壳公司作为纯粹的投资、持股平台,这类壳公司称为壳持股公司;将壳公司从形式上作为资产转让或资产出租、特许权授予等业务的操作平台,以归集、收取相关业务的收益;将壳公司作为境内或跨境的货币和资产的转换和转让的操作平台或通路;将壳公司作为境内或跨境的并购重组的操作平台,以获得资产重组溢价收益。

还有一些企业将壳公司作为转移资金和利润的操作平台,利用壳公司作为资金转移的通路和中继站或者是资金转移的目的地。因为在资金转移中通常要掩盖、隐藏资金转移行为,而掩盖、隐藏资金转移的最终受益人往往借助壳公司这个工具可以达到这个目的。资金转移发起人为了顺利转移资金,往往通过收购或新设拥有若干家境内或境外壳公司,形成壳公司网络,并为壳公司开设银行账户,然后借助壳公司网络形成的银行账户网络作为资金转移的通路。通过这种模式进行资金转移,可以充分利用环球银行(SWIFT)建立的国际电汇链以及境内银行建立的境内电汇链,将资金转移到任何有银行存在的地方,而且通过对作为转移通路的壳公司股东身份的隐藏,使得整个资金转移的性质和目的以及资金转移发起人和受益人之间的关系难以被发现。

### 三、案例分析

#### (一)三一重工收购三一重机事件

梁稳根是三一集团有限公司(“三一集团”)和三一重工股份有限公司(“三一重工”,股票代码 600031)的最终控制人,直接持有三一集团 58.24%的股权,三一集团持有三一重工 60.73%的股份。2008年10月,三一重工与梁稳根等10名自然人签署发行股份购买资产协议,该协议规定,三一重工向梁稳根等10名自然人发行股份并购买梁稳根等10名自然人所持有的三一重机投资 100%的股权,其中包括梁稳根持有的三一重机投资 50.91%的股权。三一重机投资的全资子公司三一重机中国持有三一重机 100%的股权。三一重机投资和三一重机中国均是在英属维尔京群岛注册的公司,均为持股性公司,其自身无实际生产经营业务。三一重机为本次交易的核心资产,注册地在中国昆山,主要从事挖掘机设计、生产和销售业务。该交易总金额为 198 000 万元,占三一重工 2007 年经审计的净资产额 504 722 万元的 39%。

2009年3月,该交易获商务部批准。2009年9月,该交易获得中国证监会核准。2009年12月,梁稳根等10名自然人正式将其所持有的三一重机投资的全部股权在维尔京群岛完成股权过户手续。通过本次交易,三一重机的挖掘机资产和业务

整体注入三一重工,这一谋划多年的交易终于尘埃落定。

1. 三一重工。三一重工的前身是创立于 1989 年 6 月的湖南省涟源市焊接材料厂。1991 年 9 月,湖南省涟源市焊接材料厂更名为湖南省三一集团有限公司。1994 年 11 月,湖南省三一集团有限公司分拆出湖南三一重工业集团有限公司。1995 年 1 月,湖南三一重工业集团有限公司更名为三一重工业集团有限公司。2000 年 10 月,三一重工业集团有限公司整体变更为三一重工股份有限公司,即“三一重工”。2003 年 6 月,三一重工公开发行人民币普通股(A 股)6 000 万股,每股面值 1.00 元,每股发行价 15.56 元,并于 2003 年 7 月在上海证券交易所上市交易。

三一重工主要从事混凝土机械、路面机械、桩工机械、履带起重机械等工程机械的研发、制造、销售。

2. 三一重机。2001 年 4 月三一集团有限公司和自然人翟登科共同出资设立湖南三一新材料有限公司(简称“三一新材料”),其注册资本为 1 318 万元,其中三一集团占注册资本的 98%;翟登科占注册资本的 2%。2003 年 8 月,“三一新材料”由湖南省长沙市迁入江苏省昆山市并更名为“昆山市三一新材料有限公司”(简称“昆山三一新材料”)。2003 年 9 月公司更名为“昆山市三一重机有限公司”(简称“三一重机”),2003 年 10 月,三一重机决定公司股东按出资比例对公司进行增资,将三一重机注册资本增加至 5 180 万元。2003 年 12 月,三一重机决定将注册资本减少为 1 318 万元,减资后股东持股比例不变。2004 年 12 月,三一重机的全体股东将所持的三一重机的股权转让给三一重机中国。2005 年 1 月,三一重机变更为外商独资企业,并更名为三一重机有限公司。

3. 三一重机投资和三一重机中国。2003 年 11 月,梁稳根、唐修国等 10 名自然人共同出资 50 000 美元在英属维尔京群岛注册成立三一重机投资,注册资本 50 000 美元,总股份 50 000 股,每股面值 1 美元,其中梁稳根持股占 57.82%。2008 年 9 月,梁稳根、唐修国等 10 名自然人股东中有 4 人转让股权,股权转让后梁稳根持股占 50.91%。

三一重机中国于 2004 年 6 月在英属维尔京群岛注册成立,由三一重机投资持有其发行的 1 股股份(即全部股份)。2005 年 11 月,三一重机中国增资,增资后三一重机中国的实收资本为 50 000 美元,总股份 50 000 股,每股面值 1 美元。三一重机中国增资后,三一重机投资持股占总股份 90%;三一香港(即三一香港集团有限公司,是三一集团子公司)持股占总股份 10%。2008 年 9 月,三一香港将其持有的三一重机中国 10%的股权转让给三一重机投资,转让后,三一重机投资持有三一重机中国的 100%股份。

4. 价值评估。资产评估机构对三一重机投资和三一重机进行了价值评估。以 2008 年 9 月 30 日为评估基准日,三一重机的账面净资产为 46 380 万元,评估价值为 214 289 万元,评估增值率 362%;三一重机投资的评估价值为 206 127 万元。以 2009 年 5 月 31 日为评估基准日,三一重机的账面净资产为 68 093 万元,评估价值为 228 973 万元,评估增值率 236%;三一重机投资评估价值为 220 759 万元。

# 投资项目风险分析工具:Crystal ball

陈国栋

(华北水利水电学院管理与经济学院 郑州 450046)

**【摘要】** 电子表格软件在投资项目风险分析中有着广泛应用。本文首先应用 TreePlan 在 Excel 中建立决策树模型,然后运用 Crystal ball 对投资项目进行蒙特卡罗模拟分析,通过一个投资项目决策实例说明了这种方法的实用性和便利性。

**【关键词】** 投资项目风险 决策树模型 Crystal ball TreePlan

随着我国市场经济的深入发展,企业的投资项目决策面临各种风险,比如投资项目收益的不确定性等。企业决策者只有在对投资项目的收益进行定量的、全方位的分析后才能对投资项目进行较为全面、准确的评估。

对于多周期的项目投资决策,决策者可以借助决策树进行建模分析。Excel 中灵活的公式和绘图工具使得决策者可以在 Excel 电子表格中建立决策树模型。一般来说,直接在 Excel 中建立决策树模型较为麻烦,而 TreePlan 是一个 Excel 加载宏,决策者可以使用 TreePlan 来简化建立决策树模型的过程,并且建立的决策树模型直观明了。本文利用 TreePlan 工

具在 Excel 中建立决策树模型。同时,由于项目投资收益的后果是不确定的,一般用概率分布来描述项目的投资收益,然后用蒙特卡罗方法来分析投资项目的净现值的概率分布。

何燕的《投资项目风险分析模型制作——决策树分析与蒙特卡罗模拟的综合运用》利用 Excel 的模拟运算表进行了项目投资风险分析的蒙特卡罗模拟。但运用 Excel 进行蒙特卡罗模拟的不足之处是:①定义风险变量不太方便。这是因为 Excel 的随机函数有限,并且使用不方便。②模拟得到数据后,用图表展示时制图非常麻烦。

为此,本文用 Crystal ball 进行蒙特卡罗模拟。Crystal ball

## (二)事件分析

1. 三一重工的控制人设立三一重机投资、三一重机中国的动机。三一重机投资、三一重机中国是壳公司,设立这两个壳公司的目的是方便资本运作。通过三一重机投资、三一重机中国并购从事生产经营业务的三一重机,使三一重机从内资企业转变为外商独资企业,从而可以享受税收优惠。另一个目的是将三一重机在境外上市。三一重机投资、三一重机中国是在三一重工 IPO 之后设立的,后来可能因为某种原因,例如三一重机与已在国内 A 股上市的三一重工在产品上可能存在同业竞争问题,三一重机便转为通过三一重工并购的方式在国内 A 股上市,即装入三一重工。从后来的发展来看,2011 年 8 月三一重工获得证监会出具的发行境外上市外资股的批文,说明三一重工很想同时打通境内资本市场向境外资本市场筹资的渠道。2009 年 11 月,在开曼群岛注册的三一重装国际控股有限公司(“三一国际”,00631.HK)在香港联交所主板完成招股上市,该公司的最终控制人即为梁稳根,该公司主要生产销售煤炭开采掘进机,与三一重工、三一重机的产品差异性较大,从事实际生产经营业务的公司是三一重型装备有限公司,其注册地和生产基地在辽宁省沈阳市。

2. 三一重工收购三一重机的交易结构。从目前的情况来看,三一重工的实际控制人决定将三一重机装入境内 A 股上市公司三一重工,大体有两种选择:

(1)直接收购三一重机或者通过收购三一重机投资从而

间接收购三一重机。如果直接收购三一重机,收购后三一重机的企业性质将会发生变化,即由外商独资企业变为内资企业。对于三一重机的股东来说,该项交易的所得来源于境内,应按我国《企业所得税法》纳税。如果通过收购三一重机投资从而间接收购三一重机,则收购后三一重机的外商独资企业性质不会发生变化。而由于三一重机投资在英属维尔京群岛注册,股东转让股份所得应按英属维尔京群岛的税法纳税,可享受该地的低税率政策。

(2)另一个问题是支付方式,三一重工是用现金支付还是用股份支付。如果用现金支付,要求三一重工拥有现金或现金筹资能力,同时三一重机投资的股东收到股份转让的现金后可能会立即产生纳税义务。如果三一重工的股份价格被低估,就会选择用股份支付。根据 2008 年 10 月签订的发行股份购买资产协议,在完成各项批准手续后,三一重工于 2010 年 1 月 25 日向梁稳根等 10 名自然人发行 A 股 11 913 万股,每股面值 1.00 元,每股发行价 16.62 元。其后三一重工经历多次送股、转增股本和派息,截至 2011 年 12 月 2 日的收盘价为 12.29 元,复权至 2010 年 1 月 25 日的价格达到 58.56 元。2008 年 10 月签订协议时正值股市低迷,三一重工的管理层认为股价低估,这可能是用股份支付的原因之一。

## 主要参考文献

<http://www.business.iastate.edu/faculty-staff/cobonline/january,2010>