

高杠杆融资与信息披露不规范的危害

——以龙薇传媒并购万家文化为例

姚 瑞(副教授), 冯鑫宇

【摘要】以龙薇传媒并购万家文化为例,讨论该并购案的并购起因、失败原因和受惩依据。高杠杆融资、自身情况较差、资金提供方对待风险的态度比较谨慎、违背IPO审核标准是龙薇传媒并购失败的原因,其信息披露不规范,存在误导性陈述、虚假记载、重大遗漏,受到了证监会的严惩。由此得到的启示是:企业并购时应规避高杠杆融资和信息披露不规范的危害。

【关键词】企业并购;高杠杆融资;信息披露不规范;买壳上市

【中图分类号】F830

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2019)03-0040-7

一、引言

进入21世纪之后,我国企业掀起了并购热潮,在不长的时间内已经取得了举世瞩目的成就。我国企业并购的历史与国外上百年的发展进程相比,还比较短,并购实践尚不够充足。“如何规避企业并购面临的问题和不足,促进中国经济健康发展”是我国金融界亟需研究与解决的课题。

到目前为止,我国企业并购的思路并不广泛,并购的方式也不多,有影响的并购案例更是屈指可数。总结并汲取热点案例的经验教训,有助于企业在未来并购时少走弯路以避免重蹈覆辙。为此,本文以龙薇传媒并购万家文化为例进行分析。

为什么龙薇传媒并购万家文化会失败呢?本文在分析高杠杆融资问题的基础上,还分析了并购方的自身情况以及资金提供方对待风险的态度。龙薇传媒不仅在并购活动中失败了,而且受到了证监会的严惩,这又是为什么呢?本文通过整理龙薇传媒信息披露的不规范之处,来合理地解读证监会的做法。

以下各部分的安排是:第二部分是理论分析;第三部分是龙薇传媒并购万家文化的案例回顾;第四部分是龙薇传媒并购万家文化的动因;第五部分是龙薇传媒并购失败的原因;第六部分是龙薇传媒受

到证监会严惩;第七部分是龙薇传媒并购失败的案例启示;第八部分是结论。

二、理论分析

(一)企业并购目标确定的前提——客观的自我评价

客观的自我评价是并购目标确定的前提。在企业确定了以并购方式实现其发展规划后,其首要工作就是制定目标,而脚踏实地地进行自我评价是制定目标的基础工作。并购方的自我评价就是对企业外部环境和内部条件(具体包括行业及公司类型、销售额与利润率、财务能力、地域特点、购买价格及贷款条件、管理优势及劣势等)的评价,其中财务能力和贷款条件是自我评价的主要内容。通过客观的自我评价,可以回答“企业是否有能力进行并购”这一问题。

(二)企业并购需要遵循的原则——稳健原则

并购活动需要遵循稳健原则。当今企业并购活动时有发生,虽然并购性质和并购特点各不相同,但并购活动中仍有一些普遍适用的原则需要遵守,比如稳健原则与其他四项原则(包括综效最大化原则、系统化原则、创新原则和市场化原则),其中稳健原则是需遵循的主要原则。稳健原则强调了并购者在

拟定并购策略时,不要因为某一方面的利益诱因而忽略了潜在风险。企业并购通常存在风险且种类繁多,遵循稳健原则可以把并购风险控制到较低的水平,在一定程度上降低并购风险,有利于并购活动的顺利实施。

(三)企业并购的特殊方式——买壳上市

买壳上市是企业并购的特殊方式。在我国证券市场上,上市准入资格在限报额度的制约下被捧成了“香饽饽”,采用买壳上市可以避开这样的限制以取得上市资格。

(1)买壳上市的积极效应。买壳上市具有较强的宣传作用,控股一家上市公司可以吸引到大多数投资者对控股人以及该只股票的关注,很可能会引发股票价格的急速上涨。借壳于收益率高的上市公司,往往更能向市场传达新公司发展潜力大、盈利能力强等利好信息,从而增强投资人的信心、抬高股价,进而产生更多的累计异常收益。由此可见,买壳上市的强广告效应是不言而喻的。

(2)买壳上市审核标准与IPO审核标准等同。买壳上市与IPO都是公司上市的渠道。由于IPO审核标准相对严格,一些急于获取上市资格的公司就选择了限制条件相对较少的买壳上市。为了防止有害无益的并购行为,2013年11月证监会下发《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》(证监发[2013]61号),对买壳上市采用了与IPO等同的审核标准。但是该政策执行得并不完善。因此,2016年证监会负责人通过解读并购重组管理规则明确表示“借壳上市与上市审核条件等同”,“严控炒壳”再次成为焦点话题。为了防范和制止企业“带病上市”,2018年2月证监会发布《关于IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答》,做出了“IPO企业被否三年内不得借壳上市”的规定,买壳上市审核标准更趋严格。

为了限制IPO的资格,申报IPO的企业必须具备一定的条件,比如出资无瑕疵、盈利预测清晰、募集资金确定等,这些条件也是审核买壳上市资格的重要内容。

(四)企业并购的融资方式——杠杆收购

并购操作要按部就班进行,首先是确定并购目标,其次是进行并购谈判、商定交易价格,然后是甄选出资方式。杠杆收购指的是并购方利用高负债融资购买被并购方的股份,进而改变被并购方所有权结构的“小鱼吃大鱼性并购”,它是企业并购常见的

几种出资方式之一。在成熟的资本市场环境下,杠杆收购广泛存在且有着“神奇点金术”的美誉。

1. 杠杆收购的实现条件及特征。杠杆收购的实现条件具体包括稳定的现金流量、较为发达的资本市场、充裕的成本降低空间等。其中:稳定的现金流量是企业自身状况优良的代名词,也是杠杆收购实现的主观条件;较为发达的资本市场营造了杠杆收购的外部环境,是杠杆收购实现的客观条件。

杠杆收购的主要特征有高负债性、税收优惠性、高收益性、高风险性和高难度性,其中高风险性和高难度性是杠杆收购的显著特征。负债资本是杠杆收购资金中的主要组成部分,超强的偿债压力标志着杠杆收购存在着高风险。高难度性指的是:由于我国证券市场的发展还不算成熟,杠杆收购这项金融工具操作起来仍很困难。

2. 杠杆收购的风险。根据杠杆收购的概念可知,杠杆收购是通过负债来获取并购资金的融资行为,这势必引发还本风险、再筹资风险、财务风险等风险。杠杆收购的风险很可能会导致企业产生经济损失,甚至会危及企业的生存,用高压来形容杠杆收购的风险一点也不为过,并购方一定不能忽视其危害。

3. 杠杆收购在我国的发展情况。不成熟的市场环境加上企业自身状况的限制,致使杠杆收购在我国的发展还不具备充足的条件,我国企业的杠杆收购充其量只能算“准杠杆收购”,与国外企业真正意义上的杠杆收购还有一定的距离。

为了避免不良并购行为的发生,在我国企业杠杆收购运作中会涉及政府管制,这是我国社会主义市场经济的显著特点。原因是,政府管制能抑制企业通过并购获得市场支配力,保护市场竞争机制,维护市场经济活力,有利于企业的长远发展^[1]。

2015年6月,A股“杠杆牛市”一去不复返,沪深两市股票价格暴跌。部分上市公司不断地举借外债,股民疯狂地参与这场杠杆游戏,都不利于我国证券交易市场的良序发展。鉴于此,国家开始打压杠杆性融资,证监会也开展了清理工作,2017年10月党的十九大报告中也将“去杠杆”纳入重要议题。毫无疑问,“去杠杆”已成为当前金融界的主流趋势。

(五)企业并购信息披露的要求——真实、准确

会计信息若不能真实、准确地反映会计对象,会对企业、社会和国家产生较大的危害^[2]。虚假的会计信息会严重误导投资者的判断和决策,使广大投资

者遭受巨额损失。近年来,利益相关者利用不规范的信息披露来扰乱证券市场秩序的现象屡见不鲜。

在股市经历了数轮“洗礼”之后,监管机构充分意识到建立以投资者保护为目的信息披露制度的重要性,证监会对信息披露违法案件持续严密关注并加以严肃处理,相关制度安排得到逐步完善^[3]。我国从四个层次来规范信息披露,这四个层次分别是法律层次、行政法规层次、部门规章层次和行业自律层次。我国《证券法》第193条规定明确了对信息存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的具体处罚。在如此严格的规定下,企业在披露信息时应该自觉地遵守相关法律法规,保证信息披露的严谨性。

(四)名人效应在证券交易市场中的作用

企业的名人效应是企业的独特优势,也体现了企业创造利润的能力。名人效应介入证券市场会带来许多积极的效应,比如快速融资效应、销售力提升效应、股价抬高效应等。男装品牌大杨创世2009年9月股价狂飙案便是非常合理的佐证,当巴菲特在广告短片中嘉赞大杨创世的产品后,当月其股票价格就涨了74%。名人效应呈现了名人的极大影响力,这种特殊效应的获利能力超过有形资产也就不足为奇了。

三、龙薇传媒并购万家文化的案例回顾

(一)企业并购主体——龙薇传媒的概况

2016年11月2日,西藏龙薇文化传媒有限公司(简称“龙薇传媒”)在西藏自治区拉萨市成立,其经营范围包括文化艺术交流策划咨询、动漫设计、影视策划咨询等。龙薇传媒注册资本为200万元,基于有限责任公司最低注册资金3万元的约束条件,200万元注册资本可以说是比较雄厚的,但龙薇传媒股东尚未实缴到位。龙薇传媒还未开展经营活动,其营业收入、营业利润、净利润都为零。赵薇持有龙薇传媒95%的股权,她不仅是该公司的实际控制人,也是龙薇传媒的信息披露义务人。龙薇传媒的股权构成如图1所示。

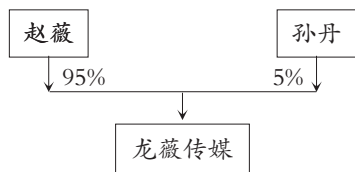


图1 龙薇传媒股权控制关系

赵薇获得过国内诸多的影视奖项,在国际电影

节上也获得过大奖,其在2012年导演的电影无论在票房上还是口碑上皆较高,北京电影学院导演系高材生的身份更提升了其形象。赵薇从商经验丰富,她直接控制的企业就有五家以上,核心关联企业就更多了。赵薇与我国企业家马云关系很好,他们一起出席活动,又一起投资影视企业,优越的人脉关系更提升了赵薇的社会形象。毋庸置疑,赵薇所能引发的名人效应是极大的。

(二)企业并购对象——万家文化集团的概况

浙江万好万家文化股份有限公司(简称“万家文化”)是龙薇传媒并购的目标公司,注册地点是浙江省杭州市,法定代表人是孔德永。万家文化(现在的祥源文化)是沪市A股上市公司,股票简称为“万家文化”,股票代码是600576。万家文化是万家集团于2006年借壳于庆丰股份上市而来,万家集团持有万家文化约30.53%的股权,是万家文化的控股公司。万家文化具体控制关系如图2所示。

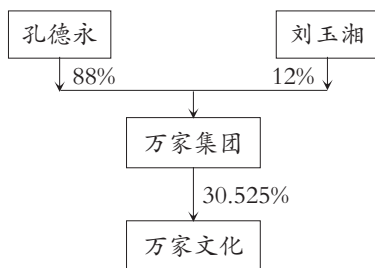


图2 万家文化具体控制关系

通过查阅万家文化近三年的财务报告可知:2014年净利润为-22550727.42元;2015年通过转让其持有的矿业公司全部股权约4600万元才扭亏为盈;2016年经营活动产生的现金流量为-5219178.56元。可见,万家文化这三年的发展状况呈下滑趋势,除了拥有上市公司这个“壳”,万家文化已别无优势。

(三)并购过程

1. 事前接触。2016年7月22日,万家文化董事会通过了“资产重组以及配套融资议案”,赵薇欲通过参与配套融资方式大量认购万家文化非公开发行股份。2016年11月29日,万家文化发布《重大事项停牌公告》,拟停止此次资产重组议案。2016年12月8日,万家文化正式发布《关于终止重组事项的公告》,资产重组议案未能落实,赵薇以个人名义认购万家文化非公开发行股份的事项也以失败告终。

2. 并购设想。2016年11月2日,龙薇传媒正式成立。12月8日,赵薇夫妇、公司代表赵政以及龙薇传媒财务顾问在杭州约见了万家集团实际控制人孔

德永,就龙薇传媒并购万家文化事件进行初步沟通,了解到万家文化被并购意向。21~22日,双方进行并购谈判,谈判比较成功。23日,龙薇传媒和万家集团分别召开股东会审议此次并购交易并通过,双方于当日确定了交易价格(龙薇传媒支付305990万元认购万家文化18500万股无限售条件流通股,占万家文化已发行股份的29.135%)并签署了股份转让协议。27日,万家文化发布《关于第一大股东签署〈股份转让协议〉暨控制权变更的提示性公告》,其中的第七项对违约责任做了明确的阐述。2017年1月12日,龙薇传媒通过《对上海证券交易所〈关于对浙江万好万家股份有限公司权益变动信息披露相关事项的问题询问函〉回复的公告》披露了此次并购交易的具体信息,其中龙薇传媒对并购资金来源、并购后续发展规划都做出了详细的说明,也阐述了实现有利于全体股东利益的美好意愿。同日,万家文化股票复牌,连续两个交易日涨停,在第三、第四个交易日继续收涨,最高涨至25元/股,涨幅高达32.77%。龙薇传媒并购资金来源具体情况如下表所示。

龙薇传媒并购资金(收购价款)来源具体情况表

资金来源	来源性质	金额(万元)	注意事项
股东	股东自有资金借款	6000	12月26日付给万家集团(23日签订股权收购协议)
西藏银必信资产管理有限公司(第二方)	外部借款	150000	借款年利率为10%,担保措施为赵薇个人信用;12月26日发放19000万元(约占贷款总额的13%);银必信实际控制人要求其提供的贷款必须有融资机构资金配套
中信银行杭州分行(第三方)	股票质押融资	149990	预计1月31日前完成,融资年利率为6%左右;担保措施为万家文化上市股份;2017年1月9日,龙薇传媒与中信银行杭州分行洽谈后,中信银行杭州分行拟按照30亿元融资方案上报审批
合计		305990	

3. 并购计划难以推进。2017年1月23日,龙薇传媒得知向中信银行杭州分行的融资计划未通过总行审批。截至31日,龙薇传媒尚未找到质押融资的金融机构,并购资金来源的后两项也就无法得到保障了。2月8日,万家文化股票以“存在着涉及公司

的重大事项,避免公司股票大幅波动”的理由紧急停牌。13日,龙薇传媒放弃原先设定的并购计划,制定了“并购减持计划”,同日,上海证券交易所就该事件向其进行问询。16日,龙薇传媒通过《关于对上海证券交易所〈关于浙江万好万家文化股份有限公司控股股东股东转让相关事项的问询函〉回复的公告》披露了此次减持万家文化股份的具体内容。在该公告中,龙薇传媒以银行未批准该项目的融资方案为由说明了其为什么减持万家文化股份。万家文化股票于16日再次复牌,当日下跌8.49%,次日下跌6.89%。

4. 并购失败。2017年3月29日,万家文化发布公告声称“截至目前,龙薇传媒并未完成股份过户手续,双方也于当日经过协商,决定终止本次交易”。31日,并购双方签署《关于股份转让协议和补充协议之解除协议》,该协议于4月1日公布,4月2日万家文化股价下跌2.39%,之后便是一路下跌,截至2017年7月21日,万家文化股票收盘价仅为9.03元。

万家文化股价大幅波动,扰乱了证券市场秩序,证监会对此进行了充分的调查取证。2017年11月8日,证监会下发对赵薇夫妇的处罚决定,两人分别被处以30万元罚款和5年证券市场禁入的处罚。万家文化、龙薇传媒同样也受到处罚,分别被处以60万元罚款并被责令改正。

5. 后续事件。龙薇传媒及相关联系人在被证监会处罚后,赵薇夫妇向证监会提交陈述和申辩意见,要求举行听证会。证监会于2018年4月16日公布了对万家文化的行政处罚决定书和相关人员市场禁入决定书,驳回了赵薇夫妇、龙薇传媒、万家文化及相关当事人的申辩。

四、龙薇传媒并购万家文化的动因

自改革开放以来,我国经济发展迅速,人们的物质需求在很大程度上得到了满足,促进了人们对精神需求的追求。当前我国文化产业发展速度很快,文化产业之间的整合发展更是层见叠出。政府政策的引导和市场需求的刺激,加之文化产业高科技含量、高文化含量和高附加值的特点,促使文化产业在资本市场上掀起了并购热潮^[4]。龙薇传媒并购万家文化便是趋向所使。

赵薇近年来一直活跃于商界,婚后更是多次开展投资活动。近年来,赵薇夫妇分期减持阿里影业股票,净赚数十亿元,股票倒卖成功为赵薇夫妇带来了

巨大的社会财富,也增强了二人“进军上市公司股票运作”的决心。

假使此次并购活动成功了,龙薇传媒也未必会长久地运营万家文化,这是因为存在着利用其他资本运作模式来赚取社会财富的途径,而且其他资本运作模式花费的时间较短且盈利空间更大。本文在对“赵薇以往资本运作的轨迹”“哪种资本运作套利空间更大”进行讨论的基础上,对此次并购活动的动因提出两个合理猜想。猜想一:借用这次企业并购进行股票套利。赵薇之前靠资本运作积累了大量的社会财富,其这次并购活动也很有可能是一项套利操作。如果龙薇传媒并购万家文化成功,赵薇很可能会复制“分期减持阿里影业股票,净赚数十亿元”的模式,即龙薇传媒通过在股票禁售期内提升万家文化的利润,当万家文化股票解禁后,再不断减持股份来达到股票套利的目的。猜想二:将上市壳资源转卖给他人。赵薇这次并购活动的初衷是控股万家文化,这和认购阿里影业股票成为第二大股东又有区别。赵薇可以利用短期运营万家文化或者注入资产的方式来提升万家文化的利润,再以报价十倍以上的估值将上市壳资源转卖给他人,这样做的套利空间更大。

五、龙薇传媒并购失败的原因

由于龙薇传媒无法支付与万家文化协议达成的收购价款,其此次并购活动便以失败告终。本文认为龙薇传媒并购失败的原因有以下几个方面:

(一)高杠杆融资

高杠杆融资是龙薇传媒并购失败的主要原因。龙薇传媒此次并购案的杠杆比例高达50倍,如此高的杠杆比例不仅说明此次融资具有高风险性,也说明此次融资具有高难度性,而在我国证券交易市场上几乎没有企业的融资比例超过龙薇传媒的杠杆融资。

2016年8月,人民银行启动“14天逆回购”并调高了国库定存利率。10月,党的十九大通过了“金融去杠杆”的决议。这些举措都标志着金融“去杠杆”大背景正式拉开帷幕。在此背景之下,龙薇传媒以50倍杠杆融资绝对可以称得上是“顶风作案”。

龙薇传媒自有资金薄弱,于是决定从外部第二、三方进行融资来并购万家文化,西藏银必信资产管理有限公司(简称“银必信”)与中信银行分别是向其提供融资资金的第三方与第三方。商业银行被视为

完成“去杠杆”任务中最有力的抓手,因此更需谨慎行事。中信银行如果为龙薇传媒提供50倍杠杆融资,就有悖于当前的金融“去杠杆”趋势。即使向龙薇传媒提供资金有利可图,综合实力在业内排名在前的中信银行也不愿承担如此高的风险。从第三方无法取得资金导致龙薇传媒向第三方融资落空,最终导致其融资失败,

(二)龙薇传媒的自身情况较差

因为龙薇传媒营业收入、营业利润、净利润都为零,所以龙薇传媒达到空壳公司认定条件。结合龙薇传媒财务比率的分析结果来看,其营运资本、利息保障倍数以及现金流量债务比都为零。因此,龙薇传媒的偿债能力非常弱,无法对及时偿还资金提供方的债务提供保障。这说明龙薇传媒并购之前的自我评价不够客观。

(三)资金提供方对待风险的态度比较谨慎

1. 银必信对风险的考虑。借款方是明星赵薇控制的公司,这势必增加银必信流量,并且担保措施为赵薇的个人信用,资金回收风险较小。银必信接受了龙薇传媒的贷款请求并于2016年12月26日发放了贷款总额的13%,这体现了名人效应对筹资的作用。

但是,在金融“去杠杆”大背景下,不利于杠杆融资的顺利实施。龙薇传媒虽然由明星赵薇管控,但只是没有盈利的空壳公司。基于这两种情况,银必信提出了一项借款前提条件,即必须有融资机构的资金配套措施。

为什么银必信会提出这样的前提条件呢?本文提出以下两个合理解释:解释一,银必信无法提供30亿元的贷款,需要其他资金配套辅助完成;解释二,可能是为了降低自身风险。假若融资资金配套措施成功,并购活动在后期一旦失败,像“融资机构先行出资影响到自己的出资决策”这样的借口也就顺理成章;即使融资资金配套措施失败,银必信也能以正当理由拒绝为龙薇传媒提供贷款。

2. 中信银行对风险的考虑。金融“去杠杆”趋势足以钳制中信银行为龙薇传媒提供资金。2016年,证监会负责人对“借壳上市与IPO审核条件等同”的重新解读,进一步促使中信银行拒绝了龙薇传媒的融资方案。

龙薇传媒欲以“股票质押方式”取得中信银行提供的资金,担保措施为万家文化上市股份。而乐视网将“股票质押”运用到了极致,贾跃亭将其持有的限售股进行高位质押,融资近百亿元,质押的股票却一

路下跌,券商银行因此怨声载道。这样的惨痛教训加大了中信银行对龙薇传媒融资方案风险的考虑,中信银行拒绝为龙薇传媒提供融资就不足为奇了,最终导致龙薇传媒融资失败。

(四)违背IPO审核标准

违背IPO审核标准是龙薇传媒并购失败的特别原因。龙薇传媒注册资本尚未实缴到位,这种情况虽然是业内普遍现象,但出资不及时就构成了出资瑕疵。龙薇传媒2016年11月才成立,无法利用历史数据来预测企业的盈利能力,虽然其确定了以后的发展规划,但由于内容过于粗略,没有详细阐述,导致其盈利能力无法判定。在此次并购活动中,龙薇传媒在很大程度上依赖于杠杆融资,募投项目存在未获得相关部门批准的可能性,龙薇传媒能否顺利融资尚不确定。

上述问题都违背了IPO审核标准,鉴于2016年证监会重申了“借壳上市与IPO审核条件等同”,证监会肯定会严肃对待此次并购活动。

六、龙薇传媒受到证监会严惩

龙薇传媒因违反《证券法》有关信息披露的规定,扰乱了证券交易市场秩序,损害了投资者的经济利益。其不仅并购失败,而且受到了证监会的严惩。龙薇传媒并购信息披露存在以下三个问题。

(一)误导性陈述

万家文化股价大幅波动,证监会介入调查,并购双方主要负责人都承认“在中信银行融资审批失败后,双方并未沟通,而且龙薇传媒也没有联系过其他金融机构”。在2017年1月12日对上交所的回复公告中,龙薇传媒披露了“若龙薇传媒未能及时足额取得金融机构股票质押融资,龙薇传媒将积极与万家集团进行沟通以使本次交易顺利完成,同时继续寻求其他金融机构股票质押融资”。这样的披露内容无论由任何人解读,都会认为龙薇传媒具有尽力达成并购计划的决心,投资者和投机者正是看到了这样的决心,才会在2017年1月12日万家文化复牌时大量认购万家文化股份,从而引发其股价大幅波动。在信息披露的违规行为中,不同于着眼点为掩饰过去的虚假记载和重大遗漏,误导性陈述则意在粉饰公司未来价值,因而其危险性更大,更易引起股价波动,证券市场对此领域的认知和监管应更加深入^[5]。

(二)虚假记载陈述

在2017年1月12日对上交所的回复公告中,龙

薇传媒对于筹资计划披露了“拟向金融机构股票质押融资149990万元”。根据中信银行杭州分行向中信总行上报的请示文件的记载,“向总行申请为龙薇传媒提供不超过30亿元的资金。其中,首笔发放12亿元,第二笔发放12亿元,第三笔发放6亿元”。龙薇传媒却没有以实际申请的金额对外披露,显然这样的信息披露构成了虚假记载陈述。

(三)重大遗漏

2017年1月23日,中信银行拒绝为龙薇传媒提供资金,银必信虽然仍同意履行原借款承诺,却未准备好剩余借款资金。龙薇传媒2月16日并未通过万家文化的公告披露银必信未准备足够资金的事实,即龙薇传媒并没有将“外部融资均失败”的事实反映在公告中,因而此次公告信息披露存在重大遗漏。

上述龙薇传媒信息披露的三个问题对市场和投资者产生了严重的误导,因此证监会依法对龙薇传媒、万家文化及相关利益人进行了处罚。根据证监会对该并购案的处罚内容来看,已采用了《证券法》中相应的最高处罚。

为什么证监会对此并购案相关方如此严惩呢?本文在对该并购案带来的影响进行评价、讨论的基础上,提出以下三个合理解释:解释一,龙薇传媒并购案引发了极大的社会舆论,如何处理该案件获得了人们的广泛关注,证监会严惩龙薇传媒表现了官方严厉抵制“信息披露不规范”的态度;解释二,不恰当地利用股票质押进行高杠杆融资一旦成了样板,非常不利于实体经济的发展,证监会的严惩对可能发生的不良杠杆融资起到警示作用;解释三,证监会或许是推测到了此次并购活动的真正动因,因此给予严惩以打压不良资本运作。

七、龙薇传媒并购失败案例的启示

(一)规避高杠杆融资的危害

采用高杠杆融资是为了谋求最大的风险收益,但该融资方式极易引发股市波动、债市下跌和企业资金链断裂。银行、投资机构和企业过多参与其中,就会严重偏离“企业创造价值、自我造血、长久运营”的商业本质。“金融去杠杆”正是国家根据此局势确立的工作主线,从而纠正这样反常的融资方式,促进企业修生养息,推动良好金融环境的塑造。

成功的企业并购需要“外部金融基础设施”的辅助配合,而“外部金融基础设施”活动的开展受当前金融趋势影响。所以,企业若想获得并购资金,必须

考虑当前的金融趋势。龙薇传媒并购失败的主要原因就是没有考虑当前的金融“去杠杆”趋势,以侥幸心理运用了高杠杆融资。这种侥幸心理极易成为其他企业模仿的对象,不利于建立良好的金融秩序。

1. 顺应当前金融趋势,回避高杠杆融资。龙薇传媒“倒行逆施,顶风作案”进行了高杠杆融资,证监会对其进行严惩,公共媒体将其作为负面典型,受伤股民啧有烦言,这些都体现了高杠杆融资的巨大危害。未来的并购者要汲取龙薇传媒的教训,顺应当前金融“去杠杆”趋势,回避高杠杆融资。

2. 重申稳健原则。并购作为一种投资方式,与新建投资、再扩建等投资项目不同,它不具有可分割性,需要一次性支付交易对价,这就对拟采用并购战略的企业在相对较短的时间内筹集到足够资金提出了挑战^[6]。企业采用杠杆融资可以在短时间内筹集到大量资金,其负债比率也会大幅上升,而高负债会导致公司风险增大。高杠杆融资从侧面说明稳健原则被忽视了,受当前金融“去杠杆”趋势影响,强调未来并购活动要遵循稳健原则可以说是“亡羊补牢,为时未晚”。

(二) 规避信息披露不规范的危害

上市公司的信息披露是证券市场得以持续健康发展的重要基石,如果信息披露工作出现纰漏,将直接影响广大股民对我国证券市场长远发展的信心^[7]。

信息披露不规范会引发股价异常波动,严重损坏公司自身的诚信形象,侵害广大投资者的利益,最终影响证券市场的持续健康发展。龙薇传媒信息披露不规范,误导性陈述、虚假记载与重大遗漏均有涉及,既损害了自身形象,又损害了投资者利益。

如何规避信息披露不规范的危害?笔者认为需要从主、客观两方面进行。

1. 主观方面:强化信息披露内部控制机制。无论是有意还是无意的违规披露,在科学的内部控制机制下企业都会有所察觉,将发掘到的差错和舞弊进行系统的分析和应对,可将企业经营活动风险降至可接受水平,而内部控制具有防止工作差错和舞弊的职能,应将其作为企业经营活动风险的预警机制。龙薇传媒信息披露内部控制形同虚设,识别、分析和应对机制没有达到预期效果,结果导致其披露的信息错误很多,从而引发极大风险。龙薇传媒的经

验教训是:在并购活动中,企业要有效发挥信息披露内部控制机制的职能作用,实现“企业经营低风险、稳定可持续发展”的目标。

2. 客观方面:提高监管部门工作效率。法律法规、部门规章、行业规定都对上市公司信息披露做出了详细规定,既然信息披露的规定内容已经比较完善,那么“及时处理违规披露、专业审查披露内容”就要跟上步伐。“及时监管+专业监管”可能就是监管机构今后工作的出发点。提高监管部门工作效率,既可以鞭策企业,使其信息披露规范化,又可以促进证券市场的健康运行以及企业并购活动的有序开展。

八、结论

将龙薇传媒并购万家文化案例的研究推而广之,可以得到如下启示:企业并购是一项复杂的系统工程,并购方应该规划好各项操作程序,不仅要客观评价自身实力,而且还要重视当前的金融“去杠杆”趋势,慎重选择融资方式,严格遵守信息披露的相关规定。希望未来的并购者可以汲取龙薇传媒的经验教训,避免重蹈覆辙。

主要参考文献:

- [1] 张小波,陈海生. 政府干预对上市并购绩效的影响[J]. 财会月刊,2013(18):3~7.
- [2] 刘巍,赵琴. 略论会计信息失真现状危害及原因[J]. 学术交流,2010(1):108~111.
- [3] 甘培忠,夏爽. 信息披露制度构建中的矛盾与平衡——基于监管机构上市公司与投资者的视角[J]. 法律适用,2017(17):35~40.
- [4] 潘爱玲,邱金龙. 我国文化产业并购热的解析与反思[J]. 华中师范大学学报(人文社会科学版),2016(5):75~86.
- [5] 王通平,钱松军. 论证券市场信息披露误导性陈述的界定[J]. 证券市场导报,2016(9):73~78.
- [6] 周守华,吴春雷,赵立彬. 金融发展、外部融资依赖性与企业并购[J]. 经济经纬,2016(2):90~95.
- [7] 林江,谢获宝,张原,宋京津,阮静. 如何强化上市公司信息披露监管[J]. 财政监督,2016(20):27~36.

作者单位:吉林财经大学会计学院,长春130017