

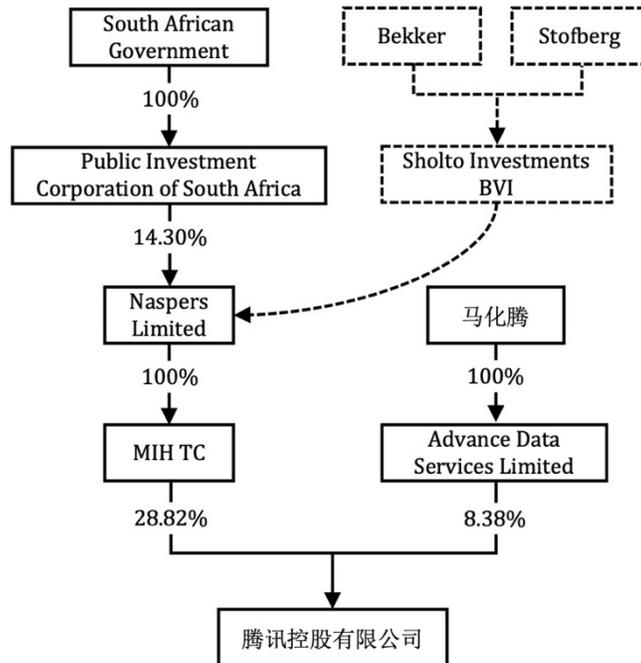
第 3 次案例分析参考答案

1. 查阅腾讯历年年报，确定腾讯控股的股东列表，并结合互联网信息，穿透可能的 VIE 架构，确定腾讯控股主要的最终股东（个人及非公司性质的大股东，如政府机构等；不包含股票市场上广泛持股的股东）。请估计马化腾对腾讯控股的持股份额，并查阅网络资料说明腾讯选择 VIE 架构上市的原因。

a. 历年腾讯控股的股东列表如下：

2004	2005	2006	2007
MIH QQ (BVI) Limited	MIH QQ (BVI) Limited	MIH QQ (BVI) Limited	MIH China (BVI) Limited
Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited
Best Update International Limited	Best Update International Limited	Best Update International Limited	ABSA Bank Limited
	ABSA Bank Limited	ABSA Bank Limited	
2008	2009	2010	2011
MIH China (BVI) Limited	MIH China (BVI) Limited	MIH China	MIH China
Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited
ABSA Bank Limited	ABSA Bank Limited	ABSA Bank Limited	
		JPMorgan Chase & Co.	
2012	2013	2014	2015
MIH TC	MIH TC	MIH TC	MIH TC
Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited
	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.
2016	2017	2018	2019
MIH TC	MIH TC	MIH TC	MIH TC
Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited
JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.		
2020	2021		
MIH TC	MIH TC		
Advance Data Services Limited	Advance Data Services Limited		

b. 以 2021 年为例，腾讯控股最终股东的穿透结果如下：

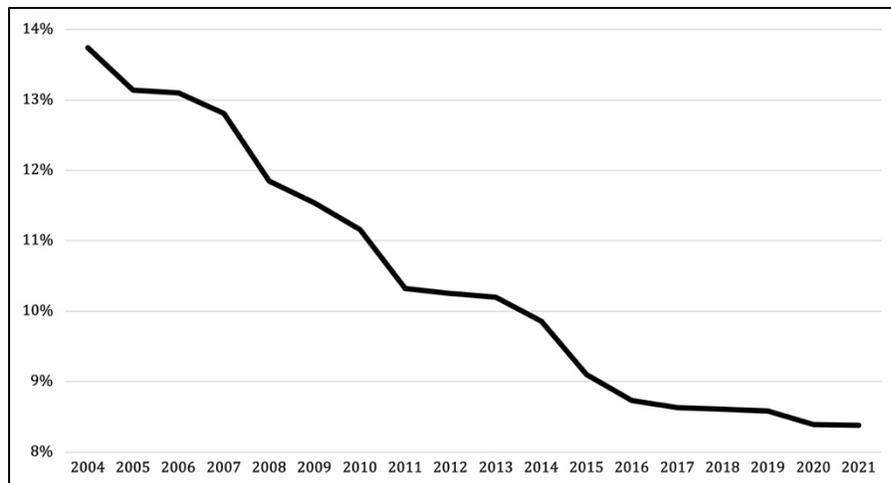


数据来源：腾讯控股 2021 年年报、Naspers Limited 2021 年年报、PIC 官方网站和部分网络资料。

如上图所示，2021 年腾讯控股主要的最终股东包括：South African Government、Bekker、Stofberg 和马化腾。

其中，South African Government 透过其全资附属公司 Public Investment Corporation of South Africa 持有 Naspers Limited 公开发行的 N 股股票，主要享有公司的分红权。此外，如图中虚线部分所示，Bekker 和 Stofberg 透过其合资公司 Sholto Investments BVI 持有 Naspers Limited 非公开发行的 A 股股票，主要享有公司的表决权。

c. 历年马化腾对腾讯控股的持股份额如下：



腾讯控股上市后的十年时间里，马化腾的持股份额呈现出显著的下降趋势；自 2016 年起，上述下降趋势减缓。

d. 腾讯选择 VIE 架构上市的原因主要包括以下三个方面：

税收优势。创始人各自透过于英属处女群岛注册成立的全资控股公司持有腾讯控股股份，可以享受巨额的税收减免以及近似零成本的股权转让；

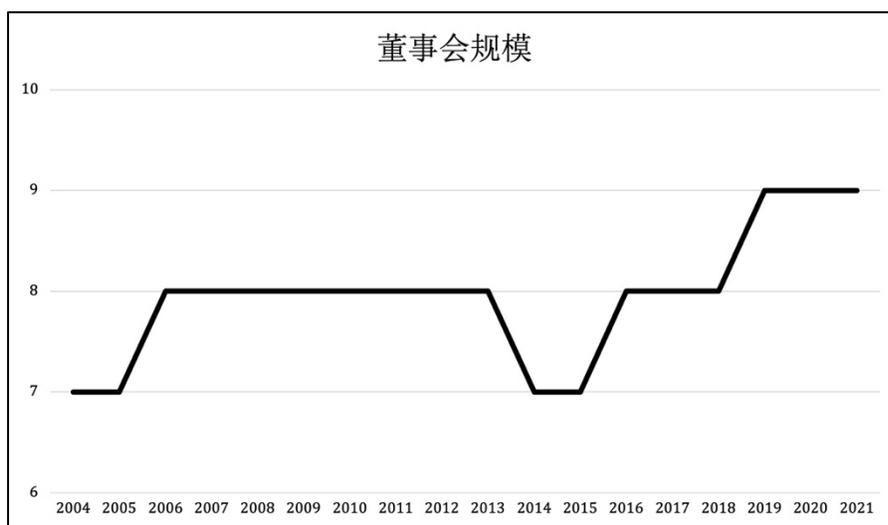
海外上市。VIE 架构既规避了境外 SPA 并购国内关联公司需要向商务部审批的问题，又规避了中国公司采用红筹结构赴境外上市必须得到中国证券监管部门审批的问题；

政策限制。彼时中国法规限制外国投资在中国的电信增值服务，腾讯控股全资附属公司腾讯科技和时代朝阳科技无法取得相关执照。腾讯借助 VIE 架构可以绕开政策限制，透过腾讯计算机及世纪凯旋在中国境内经营电信增值业务。

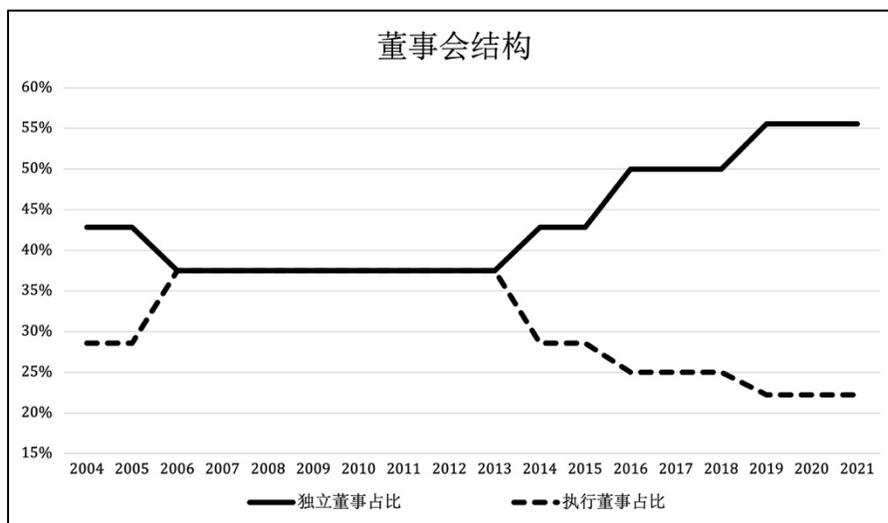
2. 查阅腾讯历年年报，列出腾讯控股的董事，包括其姓名、年龄、性别、董事类型、是否为股东董事、董事职业背景、董事教育背景、在董事会职务、在董事会任职起止年月（若为现任，忽略终止信息）、薪酬及持股。请绘图描述腾讯董事会规模、结构变化，结构可包括独董占比等多维度指标（自行查询学习重要的董事会结构指标）。请陈述腾讯董事会构成人选是否对腾讯有正面作用。

a. 董事信息合理统计即可。

b. 腾讯董事会规模与结构的历年变化如下：



规模方面，腾讯控股的董事会人数相对稳定，历年普遍保持 8 人规模，近三年有所扩大。



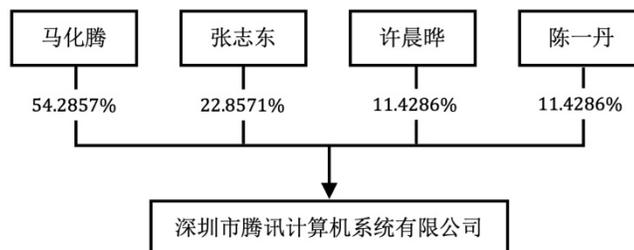
结构方面，腾讯控股董事会中独立董事占比呈现出先下降，后稳定，再上升的趋势，而历年执行董事占比的变化情况恰与上述相反。此外，马化腾自腾讯上市之日起便同时担任腾讯控股的董事长与 CEO，两职合一。

c. 总体上看，腾讯董事会的构成人选均具备较强的教育背景、丰富的从业经验和出色的管理才能，有利于充分发挥董事会的管理职能。此外，多元化的董事会构成可以帮助腾讯识别多维度的风险信息以防患于未然，有利于腾讯做出更为全面的发展决策。

具体而言，腾讯控股于 2019 年聘任拥有医学背景的柯杨女士为公司的独立董事。此举有利于将高端的医疗资源引进腾讯，为互联网医疗的发展提供新渠道。此外，作为医学肿瘤专家的柯杨教授必定会从专业角度为腾讯的环保策略献计献策，进一步提高腾讯的社会地位。

3. 通过互联网（如天眼查等）查阅腾讯控股的核心资产腾讯计算机系统有限公司股权结构，并详细说明腾讯控股与腾讯计算机之间的收益与控制权关系。

a. 深圳市腾讯计算机系统有限公司的股权结构如下：



b. 在腾讯控股、腾讯科技、腾讯计算机与主要创始人之间签订一系列架构合约后，腾讯控股可确认并收取腾讯计算机的经济利益，也可实际控制并有权获得腾

讯计算机的全部股权及资产。具体而言，架构合约使腾讯控股可直接或透过外商独资企业实现以下权利：

可收取腾讯计算机透过各种商业安排的营运所得现金当中，经扣除预计其营运资金需求、资本开支及其他预计短期开支后的剩余现金；

可以象征式代价（人民币 1.00 元）随时收购腾讯计算机所有股份及资产；

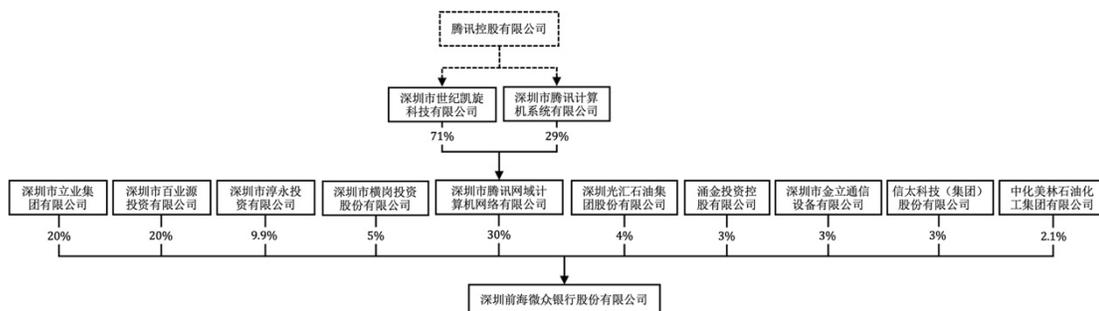
可以无偿方式将腾讯计算机现有及日后的主要知识产权移交予外商独资企业，以确保外商独资企业拥有业务的有价值资产，包括商标及域名；

享有腾讯计算机全部股权的质押权。

4. 请从中国货币网搜索微众银行的信息披露资料，并列出微众银行自成立起各年的主要股东。进一步通过互联网信息查询微众银行股东的股东直到最终股东，并确定微众银行与腾讯之间的股权关联。请评估腾讯是否对微众银行有控制权。

a. 微众银行 2015 年至 2021 年各年的主要股东包括：深圳市腾讯网域计算机网络有限公司、深圳市百业源投资有限公司、深圳市立业集团有限公司和深圳市淳永投资有限公司。

b. 深圳前海微众银行股份有限公司的股权结构如下：



腾讯控股透过由架构合约控制的深圳市世纪凯旋科技有限公司和深圳市腾讯计算机系统有限公司全资持有深圳市腾讯网域计算机网络有限公司，从而间接持有微众银行 30%的股份。

c. 根据《企业会计准则》的规定，当股东持股比例超过 20%但低于 50%时，通常被认为对被投资公司有重大影响。腾讯控股虽然对微众银行无绝对控制权，但凭借其持有的 30%股份可以对微众银行产生重大影响。

5. 抖音近期在谋划于港交所上市。请搜索公开信息，对比抖音母公司字节跳动与腾讯控股的业务模式、用户、规模等信息，结合公开可获得的字节跳动财务信息，

利用腾讯控股的资本成本及资本结构信息，估计字节跳动的市场价值。搜索字节跳动历次风投及私募融资信息，估算字节跳动上市前投资者在上市后可能获得的收益。

a. 字节跳动与腾讯控股的对比结果如下：

项目名称	字节跳动	腾讯控股
业务板块	抖音、大力教育、飞书、火山引擎、朝夕光年和 TikTok	增值服务、金融科技及企业服务、网络广告
月活跃用户数 (2020 年)	19 亿	18.20 亿
营收金额 (2021 年)	3,697.91 亿人民币 (580 亿美元)	5,601.18 亿人民币
营收增长 (2021 年)	70%	16.19%
员工数量	11 万	6.82 万

数据来源：腾讯控股 2021 年年报和部分网络资料。

b. 根据已有信息估计相关参数。结合腾讯控股经调整的 EBITDA 比率估算字节跳动的自由现金流 $C_{2021} = 203$ ，营收增长率 $g = 30\%$ ，加权平均资本成本 $R_{wacc} = 40.25\%$ ，所得税率 $\tau = 25\%$ 。估算字节跳动的市场价值为：

$$V_{ByteDance} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_{2021}(1-\tau)(1+g)^t}{(1+R_{wacc})^t} = \frac{C_{2021}(1-\tau)}{R_{wacc}-g} = 1,485.37 \text{ 亿美元}$$

c. 假设字节跳动于 2022 年底实现港股 IPO，且年内并未发生重大事件影响其估值水平，估算相关投资者上市后可得收益如下：

日期	轮次	投资方	投资金额	股权比例	上市收益 (亿美元)	年化收益率
2012-03-09	天使轮	曹毅、刘峻、周子敬、顺为资本、五源资本	数百万人民币	-	-	-
2012-07-01	A 轮	海纳亚洲	100 万美元	-	-	-
2013-09-01	B 轮	DST Global	0.1 亿美元	16.67%	247.61	138.28%
2014-06-01	C 轮	微博、红杉基金	1 亿美元	20%	297.07	103.75%
2016-12-30	D 轮	红杉基金、建银国际	10 亿美元	9.09%	135.02	54.31%
2017-08-01	E 轮	泛大西洋资本	20 亿美元	9.09%	135.02	46.51%
2018-10-20	Pre-IPO	云锋基金、软银中国资本、春华资本	40 亿美元	5.33%	79.17	18.61%
2020-03-30	战略融资	老虎环球基金	-	-	-	-
2021-04-30	战略融资	中国互联网投资基金	-	1%	14.85	-

数据来源：企查查、天眼查和部分网络资料。

6. 如果字节跳动仅将抖音部分资产上市，则抖音的估值相比字节跳动整体应该如何调整？

根据公开信息可知，字节跳动的广告收入占比最高，达 70%左右。其中，抖音贡献了约 57.69%的广告收入，而在其他收入来源中预计抖音将占比更大的比例。鉴于此，估计 2021 年抖音业务占字节跳动的总收入比例为 65%。

2016 年 9 月抖音上线，2017 年 5 月 TikTok 上线。抖音已成为一款相对成熟的 App，其营收增长率也将趋于稳定。相反，字节跳动凭借其强大的研发团队在未来有机会创造出第二个“抖音”，为其带来新一轮的高额盈利。鉴于此，预计抖音的营收增长率会略低于字节跳动。

基于上述论证，估计抖音的自由现金流 $C_{2021} = 131.95$ ，营收增长率 $g = 25\%$ ，加权平均资本成本 $R_{wacc} = 40.25\%$ ，所得税率 $\tau = 25\%$ ，市场价值为：

$$V_{TikTok} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_{2021}(1-\tau)(1+g)^t}{(1+R_{wacc})^t} = \frac{C_{2021}(1-\tau)}{R_{wacc}-g} = 648.93 \text{ 亿美元}$$