

中概股回归之路及启示

——以分众传媒为例

刘元¹，林爱梅¹(博士生导师)，张宪²

【摘要】 2015年12月28日，七喜控股发布《重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之实施情况暨新增股份上市公告书》，宣告分众传媒成功完成借壳上市。分众传媒成为首个从美股退市再成功登陆A股的上市公司。作为第一个吃螃蟹的人，分众传媒将成为中概股回归A股的标杆。本文剖析了其私有化和借壳回归A股的方案、准备工作及决策动因，以期为其他正奔走在“海归”之路的中概股企业提供借鉴。

【关键词】 分众传媒；中概股；私有化；借壳上市

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

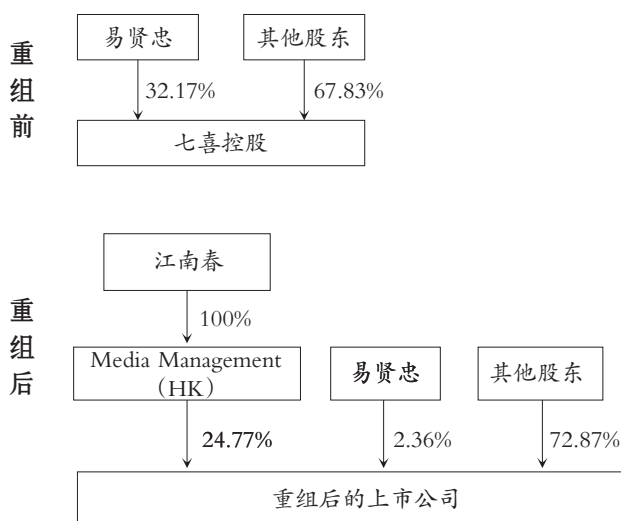
【文章编号】 1004-0994(2016)15-0100-3

2015年以来，中概股私有化回归浪潮加速推进，先后有世纪互联、人人公司、奇虎360等超过30家在美上市的中概股公司陆续宣布私有化，目标直指A股，总交易额达到310亿美元，高于此前六年的总和，中概股回归已然成是大势所趋。A股市场的投资者对此也表现出极高的热情，从分众传媒来看，自公司公布重组方案以来，七喜控股(002027)的最高涨幅达到335.7%，这无疑给了其他正谋划回归A股的中概股企业更多的信心。

一、分众传媒借壳七喜控股登陆A股市场的方案

七喜控股于2015年9月2日发布了《重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》(修订稿)，其中披露：七喜控股以截至拟置出资产评估基准日全部资产及负债与分众传媒全体股东持有的分众传媒100%股权的等值部分进行置换。以2015年5月31日为基准日，本次交易拟注入资产作价4570000万元，拟置出资产作价880000万元，两者差额4482000万元由七喜控股以发行股份及支付现金的方式自分众传媒全体股东处购买。其中，向FMCH(合众传媒原境外母公司)支付现金493020万元，购买其所持有的分众传媒11%股份对应的差额部分，这部分现金对价由七喜控股向不超过10名符合条件的特定对象按每股11.38元以非公开发行股份43936.73万股募集配套资金500000万元的方式予以解决；向除FMCH外的其他股东按每股10.46元发行股份381355.64万股，购买其所持有的分众传媒89%股份对应的差额部分。

重组前后公司的股权结构见右上图，可知重组后的上市公司继承了分众传媒的股权结构，第一大股东和实际控制人均由易贤忠变更为Media Management(HK)和江南春。



另外，在这一交易中，七喜控股拟购买资产的总额与交易金额孰高值为4570000万元，占其2014年年末资产总额59077.25万元的比例为7735.63%，超过50%，构成了《重组管理办法》规定的重大资产重组。本次交易完成后，上市公司实际控制人变更为江南春，按照《重组管理办法》第十三条“自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额，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”的规定，这一交易构成借壳上市。交易完成后，分众传媒反向吸收合并七喜控股，分众传媒股东原持有的股权转让为七喜控股的股权，从而实现间接上市。

事实上，分众传媒的借壳之路几经周折，短时间内先后

牵手两家上市公司。早在2015年6月3日,停牌长达半年之久的宏达新材披露分众传媒借壳,可2015年9月1日,宏达新材发布《关于终止重大资产重组暨复牌的公告》,意味着两家公司的重组计划落空。同日,七喜控股发布公告,披露七喜控股以截至拟置出资产评估基准日全部资产及负债与分众传媒全体股东持有的分众传媒100%股权的等值部分进行置换,七喜控股成为最终的借壳对象。

二、分众传媒回归A股的准备工作

1. 私有化退市。早期的中国资本市场主要为国企改革服务,对于企业上市有着近乎严苛的制度要求,因此许多中国企业,特别是高科技企业为了获得融资纷纷选择美国、中国香港等境外资本市场。在这样的背景下,2005年7月13日,分众传媒原海外母公司FMHL(Focus Media Holding Limited)在美国纳斯达克上市,市值超过70亿美元,是当时纳斯达克中概股的龙头股。

2012年8月14日,江南春联合相关私募投资人作为发起人向FMHL董事会提出了一份初步的无约束效力的私有化提案。2013年4月29日,分众传媒召开特别股东大会,投票通过了私有化提议,最终私有化价格为每股ADS(美国存托股票)27.5美元,对应市值为35.55亿美元。2013年6月3日,FMHL向SEC报备15表格,正式注销FMHL的股份和ADS。至此,分众传媒完成私有化。

2. VIE架构的拆除。经过多年的发展,中国科技公司借助VIE架构实现海外上市的模式已非常成熟。2005年3月,分众传媒建立了相关境外上市、返程投资的一系列VIE架构,从而实现FMHL对分众传媒及其下属境内经营实体的实际控制。为了顺利回归A股,2010年8月及2014年12月,分众传媒与相关主体签署了一系列解除协议控制的协议。2015年1月,分众传媒VIE架构拆除,分众传媒通过股权控制的方式持有相关经营主体的股权。

3. 股权转让。2015年4月,分众传媒境外股东FMCH按照450亿元的估值分别与Media Management(HK)、Giovanna Investment(HK)、Gio2(HK)、Glossy City(HK)、Power Star(HK)、CEL Media(HK)、Flash(HK)、HGPLT1(HK)、Maiden King Limited签订了《股权转让协议》。2015年5月,分众传媒的老股东将其所持有的部分股权分别向珠海融悟等36名境内机构投资者进行了转让,并办理了工商变更登记手续。

三、私有化及借壳上市的决策动因

1. 价值被长期低估及A股高估值带来的比价效应。早些年前,国内的优秀科技公司纷纷赴美上市,在当时看来有着诸多优势。可长期以来,这些公司最终并没有获得合理的估值,甚至是被普遍低估。分众传媒在美股8年,刚上市时的市值超过70亿美元,而到2013年4月私有化时只有35亿美元;盛大2004年在纳斯达克上市时股价是11美元,而在启动退市时其股价跌至6美元左右;2015年7月宣布完成私有化的

完美世界,8年前以16美元发行价上市,而宣布私有化时的价格为15.76美元上下,市盈率只有9倍。在美中概股企业价值无法获得投资者认可,处境尴尬。

中概股在美国资本市场被长期低估的同时,一系列巨大的变化正在中国资本市场上演,让海外中概股企业蠢蠢欲动。在经历了漫漫熊市之后,中国股市于2014年7月中下旬开始有起色,上证指数从2000点左右起步,一路走高,并于2015年6月12日站上阶段性顶峰5178.19点。而代表“互联网+”和高科技等新兴成长行业的创业板则更加凶猛,从2015年1月的1500点左右起步,一路涨至2015年6月5日的4037.96点,阶段涨幅高达169%。根据彭博数据库,自2010年底以来,深圳综指上涨了83%,而彭博中概股指数仅上涨了19%。作为拆除VIE架构转在国内上市的代表,生逢其时的暴风科技于2015年3月24日首发上市,发行价7.14元,在连拉29个一字板股价涨至148.27元之后并未停下前进的脚步,于2015年5月21日创下327.01元高价,最高涨幅4480%,市盈率飙至上千倍,市值媲美在美国上市的优酷土豆。另一只在线教育题材的创业板股票全通教育,最高时市值超过在美国上市的新东方,而其盈利却不及后者的十分之一。A股的火爆行情和高估值显然羡煞了在美上市的中概股企业。尽管A股在这之后经历了异常惨烈的股灾,三大指数平均跌幅接近50%,但经过3个月的洗礼,基本企稳的A股,尤其是创业板仍维持较高的估值。创业板指数2015年12月28日收于2735.49点,平均动态市盈率高达103.7倍,这无疑对长期被低估的中概股具有极强的吸引力。

2. 频遭做空和诉讼,上市公司疲于应对。从2010年开始,在美上市的中概股企业频频遭遇海外机构做空,多数“中招”的企业罕有招架之力,其结果便是股价暴跌甚至停牌,不仅丧失了再融资能力,为了应付做空机构的做空报告,还要付出巨额代价,苦不堪言。以分众传媒为例,其股价在2007年11月曾有过短暂的高点66.3美元,之后在接近两年的时间里一路下行,最低跌至4.84美元,2010年业绩年开始强劲增长,股价也缓慢复苏,在2011年4月回到30美元左右。2011年11月18日,分众传媒公布当年第三季度财报数据显示,净营业收入2.107亿美元,同比增长53.3%;净利润6220万美元,环比增长45%,增长势头强劲。可就在此时,一场有预谋的突袭打响了,2011年11月21日,做空机构浑水发布研究报告,直指分众传媒LCD显示屏数量夸大50%以上、资产减值存疑、内部交易导致股东受损等三大罪状,并强烈建议投资者卖出分众传媒股票。报告发出后,分众传媒当日股价急剧下跌,最低下探至8.79美元,跌幅65.53%,创下52周新低,最终报收15.43美元,跌幅39.49%,市值一日蒸发13.6亿美元。

除了做空机构,“找茬”的还有美国证券交易委员会(SEC),借着严格的信息披露和公司治理制度屡屡对中概股发难。分众传媒在美就曾多次遭遇SEC的行政诉讼,而最近

□ 案例与分析

的一次发生在分众传媒已完成私有化筹划重回A股的关键档口,SEC提出一桩五年前收购案的行政诉讼,分众传媒及江南春虽不承认有不当行为,但为减轻事件影响,不得已支付了5560万美元与SEC达成和解。

3. 收益远大于成本。分众传媒私有化的终极目的是在A股再上市,实现企业价值的二次发现。作为企业的一项重大决策,私有化回归一定是基于成本和收益权衡下的结果,最终的事实也证明了分众传媒此次资本运作的正确性。首先,借壳对象七喜控股2015年5月31日股东权益账面净值为57264.96万元,评估后作价88000万元,增值率为53.67%;其次,分众传媒在2013年退市时的市盈率为22.2倍,市净率为1.76倍,而此次重组交易中,分众传媒在2015年5月31日归属于母公司股东权益账面净值为247926.93万元,评估后作价4570000万元,增值率为1743.29%,对应市净率高达18.43倍,远高于退市时的估值。其次,借壳消息公布后,七喜控股股价一路上扬,按照七喜控股2015年12月28日前30个交易日的均价49.99元及此次重组交易、配套融资完成后455525.88万股的总股本计算,分众传媒的市值高达22771738.74万元,为此次交易作价的5倍,分众传媒股东因此次身价暴增。相比之下,从私有化退市到借壳上市整个过程发生的费用就显得微不足道了。

4. A股市场制度的完善与国内政策环境趋好。经过多年发展,我国资本市场制度日趋完善,国家新近出台的支持政策更是为中概股公司的顺利回归铺平了道路。

2015年5月7日,国务院公布的《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》在“加大金融服务支持”一项中明确提出,鼓励符合条件的互联网企业在境内上市等相关政策。2015年6月4日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,审议通过了《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》,对推动特殊股权结构类创业企业在境内上市进行了明确,而“特殊股权结构类的企业”,主要就是指红筹架构和VIE架构的企业。2015年6月19日,工信部发布公告宣布,在全国范围内放开经营类电子商务外资股限制,外资持股比例可至100%,这意味着电商类中概股可以不必拆除VIE架构直接回归。

2015年11月12日,上交所战略新三板方案初步拟定,并将在证券法修订完成后与注册制同步推出。战略新三板将淡化盈利要求,注重非盈利指标,并允许暂时达不到要求的新兴产业企业、创新型企业上市融资;国务院总理李克强2015年12月9日主持召开国务院常务会议,通过了提请全国人大常委会授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《中华人民共和国证券法》有关规定的决定草案,注册制指日可待。

5. IPO长时间的审核排队。分众传媒此次通过借壳上市而不是常规的IPO回归A股实为不得已而为之。一方面,IPO

有着严格的审核要求,每年数量有限,有数百家公司在排队等候,由于股灾,证监会于2015年7月4日暂停IPO,使得局面更加恶化,分众传媒想要通过IPO实现上市最快也要两年后。另一方面,分众传媒正致力于成为国内领先的LBS和O2O媒体集团,进一步发挥线下资源优势,实现线上、线下两个市场的良好协同,该种战略布局迫切需要借助A股市场的融资、并购整合等功能。IPO长时间的审核排队很可能使分众传媒错失合适的上市时机。

四、思考与启示

中概股回归无论是对中概股企业自身还是正走向成熟的中国资本市场而言,都是一个不断探索和改进的过程。从分众传媒这个成功案例,我们可以得到以下思考与启示。

1. 权衡成本收益和风险,不可盲目跟风。中概股企业已经在美国这样世界一流的资本市场实现上市,从美国退市再到国内上市,面临诸多风险和 challenge,危机重重。首先,私有化要遵循美国严苛的法律,操作复杂,稍有不慎,就会面临巨额罚款,拆除VIE架构需要把股权从实际控制人控制的外商独资公司转移到境内自然人,这个过程涉及巨额的税收补缴。其次,完成私有化最快要6~7个月,私有化后选择何种方式回到A股,排队IPO耗时较长,未来的注册制能否借壳,如何借壳又充满未知。以分众传媒来看,整个过程没有3~5年根本无法实现,而这期间也需要资本市场的支持。最后,必须认识到A股市场相对美国股市的不成熟,火爆行情和高估值能持续多久,特别是创业板高估值是由于相关标的稀缺性所导致的,估值终归会走向合理。

2. 选择借壳还是IPO需结合公司特点及市场状况。中概股公司完成私有化等准备工作之后,选择何种途径登陆A股,除了需要借助成功的经验,更重要的是结合公司自身特点及市场状况,特别是当前中国资本市场正在推行一系列改革,上交所战略新三板、注册制等改革举措的落地,需要上市公司根据未来的市场环境相应地做出抉择。

3. 政策上期待更多的优惠和便利。目前,国内针对承接中概股回归的政策明显偏暖,指导性文件已经出台,但具体细则和制度安排还在研究制定中。面对新的局面,相关政策制定者也在努力探索,如果未来能够为优质中概股企业回归创造更加有利的条件,譬如减免相关税收、不用拆除VIE架构、快速的上市渠道等等,势必会让渴望回归的中概股企业减少疑虑,更加坚定地回到祖国怀抱,实现本土企业与我国经济、资本市场的良性互动发展。

主要参考文献:

祝继高,端杨,李鑫.中概股公司私有化研究:动机与经济后果[J].财经研究,2015(4).

作者单位:1.中国矿业大学管理学院,江苏徐州221116;
2.山东济南市历下区国家税务局,济南250000