

中国境外上市公司 私有化退市战略思考

——基于盛大网络退市案的分析

■ 崔学刚 杜世勇

继中国企业掀起海外上市风潮以来,2011年开始出现一轮争相退出海外市场的新浪潮。据统计,仅2011年,共有22家在美国上市的中国公司宣布或已经完成私有化退市,退市企业股本总额高达78亿美元,其中已经被管理层、战略收购财团和私募股权基金等买断的中概股总规模达到35亿美元,与此形成鲜明对比的是同期中国企业在美通过首次公开募集(IPO)的总融资额仅有22亿美元。结合当前美国证券监管部门严查中国上市公司财务舞弊,特别是通过反向收购在美上市中国概念股的时代背景,部分投资者谈退市色变,更有甚者把海外退市作为企业存在舞弊嫌疑或经营失败的代名词,使得那些有意愿主动退市的企业在经济受损的同时又蒙受声誉损失。投资者应如何合理看待海外退市,上市公司如何通过退市制度来完成企业的战略调整,本文将基于盛大网络私有化案例进行解读。

一、案例简介

上海盛大网络发展有限公司(以下简称盛大)成立于1999年11月,旗下包括盛大游戏、盛大文学、盛大在线等多个主体和业务单元,向客户提供多元化的互动娱乐产品和服务。其中最核心的品牌当属盛大游戏,其拥有国内最丰富的自主知识产权网络游戏的产品线,向用户提供包括大型多人在线角色扮演游戏

(MMORPG)、高级休闲游戏等多样化的网络游戏产品。盛大文学通过整合国内优秀的网络原创文学力量,构建国内最大的网络原创文学平台,增进读者和作者之间的互动交流,并依托原创故事,推动实体出版、影视、动漫、游戏等相关文化产业的发展。盛大在线是专为无物流的文化和虚拟产品提供的数字出版平台,通过完善的数据分发和支持系统、销售支付计费系统以及客户服务系统等,为广大互联网用户获取数字内容产品提供优选渠道,也为其他互联网企业定制专业化的用户服务体系。盛大旗下的投资公司还提供家庭棋牌平台、电子竞技平台、手机互动娱乐、网络动漫、网络音乐等在内的适合不同年龄层次用户群的互动娱乐产品。2004年5月,经过整合的盛大网络在美国纳斯达克股票市场成功上市,股票代码为SNDA,一度创出行业内规模最大的市场融资额。

时隔7年半,盛大董事会于2011年10月对外宣布收到董事局主席兼首席执行官陈天桥的收购建议书,准备收购其本人及亲属尚未持有的盛大网络流通股,这标志着盛大网络正式对外宣称开始私有化。在此之前盛大已经有所举措,从2010年第四季度开始,盛大已经陆续三次回购股份:2010年第四季度盛大回购110.5万股,2011年第一季度回购15.2万股,2011年第二季度回购33.6万股,三次共回购159.3万股,约占流通股总数的

2.2%。2012年2月14日,盛大召开特别股东大会通过陈天桥的收购提议,并于次日完成了与母公司Premium(联合所有人为陈天桥等)的合并协议,这标志着盛大成为中国赴美上市的互联网公司中首家私有化的主流公司。

二、盛大网络私有化退市战略分析

(一) 公司价值被严重低估阻断融资可能,高额的维护成本导致继续上市弊大于利

从盛大上市以后的股价表现来看,2009年股价攀升至60美元以上,之后便始终徘徊在40美元上下。一方面美国股民并不看好盛大的商业模式和增值潜力,市盈率始终徘徊在20倍左右。盛大已经从上市伊始的游戏公司发展成为互动娱乐媒体企业,产业链完整业务健全却并没有引起投资者的关注。另一方面因为部分上市企业财务舞弊事件曝光,中概股企业在美国频频遇险,要么遭遇做空机构的劫杀,要么接受当地监管机构的调查,在此大背景下,中国概念股价值普遍被严重低估。作为网络行业领军角色的盛大网络虽尚未直接涉及相关诉讼,却也未幸免于难,其股价持续处于低位,这阻断了盛大短时间通过股市实现再融资的可能。

企业海外上市后,每年要承担向证券交易所缴纳年费、公告费、审计费和律师费等维护费用,还有为避免股价过

度波动经常与机构投资者沟通联系产生的部分间接费用;配合证监部门和交易所的监管也要有一定的支出。这对于原本盈利能力较弱的企业无疑是沉重的负担。维持上市的成本收益比不经济成为盛大选择私有化的主要动因。

(二)完整的产业链难以弥补单一盈利模式的缺陷,制约公司长远持续发展

盛大不同于其他网络公司,其特点之一是做全产业链,具体操作方法是对其某个特定产业的所有环节都以资本收购方式进入,覆盖从最前端到最后端的所有链条。据统计盛大从2002年开始10年间共投资140多个项目,通过投资布局形成产业价值链。盛大在私有化之前已经形成完整的产业链布局,链条最上游的动力来源是盛大文学。文学网站将成为盛大旗下影视、游戏乃至音乐的版权来源。盛大文学已拥有起点中文网、晋江原创网和红袖添香三个文学网站,在国内文学网站的市场占有率超过70%。2009年盛大文学又收购老牌文学网站榕树下。起点中文网早已摸索出了“微支付”的模式,激活了“网络创作、电子发行、阅读消费”的网络文学微产业链。而盛大文学旗下网站上目前400亿字的原创作品就像一个金矿,在下游随时可开启游戏、电影、音乐等多项业务。作为内容来源支持,网络文学也因此成为陈天桥多媒体产业布局中的核心关键。音乐方面最具纽带效应的资产是华友世纪。除了现金资源,华友世纪多年的无线娱乐产业链布局为盛大的产业链融合提供了最好的基础。华友是中国内地最大的音乐集团,旗下拥有华谊兄弟音乐、华友飞乐唱片、华友金信子、台湾种子音乐四家控股唱片公司并参股鸟人艺术,掌握了中国内地最大的艺人阵容和最多的曲库资源,旗下有专门从事大型商业演出业务的华友飞歌。华友还拥有庞大的游戏资源和手机游戏市场,迄今自主开发并发行了超过260款手机游戏,旗下还拥有上千万付费的手机游戏用户。盛大收购华友之后,不仅可以直接获取华友

本身手机游戏创造的利润,还打通了网络游戏到手机游戏的产业链条,有助于盛大横跨网络游戏和手机游戏两大领域,真正成为游戏领域的排头兵。盛大文学和华友的结合利于迅速进入并占领手机阅读市场。在影视娱乐方面,刚与华友合并的酷6网是国内领先的网络视频网站,已经覆盖视频分享领域,并有固定的用户人群。通过收购整合盛大将手机游戏、数字音乐、视频这三大民众关注的娱乐项目收入囊中,并成功跨越网络和手机两大平台。2009年11月,盛大网络与湖南广电联合达成战略合作协议,共同出资6亿元人民币成立盛视影业(以下简称盛视影业),并在影视制作发行和相关衍生业务领域展开合作。至此,陈天桥在娱乐行业的布局基本完成,盛大全娱乐产业链的布局日趋完善,上有游戏、中有文学、下有音乐和影视,还有一个运营平台盛大网络,内容和平台兼顾,使其具有不可复制性和核心竞争优势。

但盛大至今没有一个为人所知的明星产品,缺乏核心的品牌支撑和多元化的盈利模式。根据私有化前2011年第三季度财报显示,盛大网络实现净收入17.731亿元人民币(约合2.79亿美元),较去年同期增长28%,但净利润同比下滑43.7%。业绩增长主要是受到盛大游戏、盛大在线和其他业务的收入增长推动。尤其是盛大游戏作为主要的盈利点,实现收入13.528亿元人民币(约合2.129亿美元),较去年同期增长23.4%,成为盛大集团名副其实的“输血者”。利润下滑主要受累于盛大文学、酷6、切客、有你、品聚等孵化业务带来的亏损和不确定因素。因此格局完善的盛大需要重新调整公司战略,通过“瘦身计划”重新打造盈利模式。但这一切需要私有化之后掌握公司的全部控制权才能大刀阔斧地展开。

(三)退市是公司资本运营和战略发展的客观需要

企业上市,除了担负直接的经济成本之外,还需要面临巨大的监管压力与业绩

压力。上市之后作为一个公众化企业,须遵守上市有关的法律法规并接受严格的监管。股东业绩回报方面,投资者对于企业的业绩具有预期要求,如企业发生重大战略调整、盈利水平达不到预期或者发生亏损都会发生股价的剧烈波动,因此企业必须担负稳定和提升业绩的压力。此外,市场放大风险也是企业面临的重要风险。作为上市公司,受关注程度较高,众多事项需要及时公告,而分散的投资者群体对公司公告的事项并不一定全面了解,即信息不对称,这可能会导致一些微小的问题影响到企业的整体大局。因此,上市公司必须投入大量人力、物力与股民进行沟通,做到信息披露的真实、及时和透明。相反,如果通过私募股权机构和银行的支持将公司私有化,可以使公司在更加合理的股权结构和法人治理结构的条件下得以继续发展,不用考虑股东业绩的压力和信息披露的问题。

三、建议

(一)高新技术企业需慎重对待海外上市和退市问题。

高新技术企业面对资金短缺瓶颈,不要盲目跟风进行资本市场融资,要充分评估融资收益和融资成本的关系。海外资本上市门槛虽低,却要承受巨大的监管压力和业绩压力。如果不做充分的评估或者仅仅抱有上市圈钱的想法最终只能自食恶果。如果一家高新技术企业的竞争优势并不依赖于资金、规模或品牌的知名度,则无须过于看重股票上市。目前内地企业海外上市存在很大的盲目性,不管是大企业还是小企业,也不管是否有国际化战略,都往海外市场挤。对于那些技术、产品、客户、管理等完全在内地市场的高新技术企业来说,仅仅将企业的投资者置身海外,就形成了资源不匹配。这种资源不匹配造成的后果是中小企业的价值被严重低估或被某些机构恶意操纵进行套利。由于中美两国的文化、制度、规则存在很大差异,寻求在国

内A股市场上市,更能减少投资者和企业之间的信息不对称性,获得投资者和政府监管部门的认可和支持。

(二) 投资者要客观合理地看待退市问题

退市是上市公司由于未满足交易所有关财务等其他上市标准而主动或被动终止上市的情形,退市本身不能代表企业运营的效果和成败,它属于公司战略的一部分。退市又分为主动退市和被动退市,投资者需要区分对待两种不同形式的退市。因为被动退市的企业通常伴随重大违法行为或因经营管理不善造成重大风险,需要投资者高度警惕和维护自己的合法权益。而主动退市,如主动私有化退市在一定意义上有助于保护投资者利益。在本案例中盛大董事长陈天桥给出的收购价是每个美国存托凭证41.35

美元或每股普通股20.675美元的现金价格,与10月17日宣布消息当天收盘价33美元相比,溢价约24%,与11美元的发行价和当日11.97美元的收盘价相比溢价约245%。这对于持有盛大网络31.6%流通股的散户来讲,是利好消息,首先因为主动退市现象的存在,他们可以选择是否进行套现来收回自己的投资;其次美国股市关于主动退市程序的规定相当完整和规范,进一步加强了对于投资者利益的保护力度。对于深陷中概股迷雾的投资者来说这是一种较优的退出通道。因此投资者需要理性看待两种形式的退市行为,只有区分清楚才能保护自己的合法权益不受侵害。

(三) 我国监管机构要加强学习国外资本市场的退市制度

证监会相继推出创业板退市制度和

主板退市制度,以弥补资本市场淘汰制度的空白和不足,但是就制度层面仍然存在很多不足。例如没有改变以利润指标为核心的指标体系,主板退市制度唯一可以量化的标准是“连续三年亏损”,这一退市标准很容易借助“报表重组”来规避。建议主板市场应该由单一的“净利润退市标准”转向“多元化”的退市标准体系,包括净资产退市标准、总资产退市标准、股价退市标准等多项标准体系。■

(本文系北京市自然科学基金资助项目“高科技中小企业境外上市融资效果及其融资模式创新研究”(项目号:9112005)、北京市教委科技计划面上项目“中小企业境外上市融资决策及其价值效应研究”(项目号:KM201211418003)的阶段性成果)

(作者单位:北京工商大学商学院)

责任编辑 刘莹

封面简介

中国远洋运输集团的企业社会责任实践

中国远洋运输集团(以下简称中远集团)是以国际航运、物流码头和船舶修造为主业的大型跨国企业集团,稳居《财富》世界500强。目前,中远集团已形成以北京为中心,以香港、美洲、欧洲、新加坡、日本、澳洲、韩国、西亚、非洲九大区域公司为辐射点的全球架构,在50多个国家和地区拥有千余家企业和分支机构,员工总数约13万人,海外资产和收入已超过总量的半数以上,正在形成完整的航运、物流、码头、船舶修造的全球业务链。

作为一家跨国公司,中远集团很早就注重承担广泛的“企业公民”责任。2001年,中远集团建立了包括国际环境管理体系、职业安全卫生管理体系在内的综合管理体系,成为中国国内首家获得三大管理体系认证的企业。2005年,中远集团正式加入联合国“全球契约”计划,更加自觉和积极地践行“全球契约”十项基本原则并努力实现可持续发展。中远集团可持续发展报告连续四年被联合国全球契约评为典范报告,成为连续四年登上全球契约典范报告榜的亚洲企业,并于2011年1月正式加入联合国全球契约领导力项目,成为其督导委员会成员企业之一。

中远集团积极响应国资委号召,在世界范围内承担社会责任,与上下游供应链伙伴合作,积极降速减排、保护环境,推进航运界可持续发展。中远集团与各相关部门和企业合作,共同进行工具设计、战略制定,并探索降低成本的办法,引领航运与物流实现未来可持续发展所需的创新和变革。

2005年由中远集团发起成立的中远慈善基金会,是中国第一家由国有企业发起的非公募、非赢利性的慈善基金会,秉承“弘扬民族精神、奉献中远爱心、支持公益事业、促进社会和谐与发展”的宗旨,开展济困、扶贫、救难、助残、助孤、助医、助学、助教等社会救助活动。自成立以来,中远慈善基金会先后开展了“远航·追梦”云南临沧基础教育捐助、援藏扶贫、汶川抗震救灾、援建成都市磁峰学校等多项社会公益项目,取得了良好的社会效果。中远集团和中远慈善基金会也因此多次获得“中华慈善奖”等奖项。2009年《福布斯》中文版发布的“中国慈善基金榜”中,“中远慈善基金会”在全国非公募基金会中名列第一。

中远集团把积极履行企业社会责任与企业发展战略相结合,积极培育“绿色竞争力”,主要国际化经营指数正接近联合国“全球跨国公司100强”标准,正逐步确立国际航运、物流码头和修造船领域系统集成者的地位,朝着“全球发展,和谐共赢”的世界航运领先企业阔步迈进。