

我国企业在美反向收购的现状、问题与对策

■ 刘恋 邓路

反向收购,在中国常称之为“借壳上市”。具体来讲就是指,一家非上市公司通过收购一家已经上市的公司股份,得到该公司一定程度的控股权,再由上市公司反向收购非上市公司的资产及业务,使其成为上市公司的子公司,这样收购后原来的非上市公司的股东可以获得上市公司的控股权,从而达到了间接上市的目的。近几年我国中小企业的海外上市案例中,反向收购是一种常见的策略。反向收购对比IPO来讲具有明显的优势:成本低、耗时短、费用低、成功上市更有保障。所以在美国中介机构和投行的运作下,中国的中小企业更加青睐通过反向收购在OTCBB市场上市,最终试图转板到纳斯达克或纽交所。

一、我国企业在美反向收购的现状

中国概念股一度成为股市的焦点并受到股民的热捧,但是从2011年开始通过反向收购上市的中国企业在中概风波的影响下,交易量开始明显下滑,2011年的利润率从2010年底的13.2%降为11.7%,负债率维持在21%的水平,总体市盈率大幅下降50%~60%。在美国上市的概念股可以分成两类:一类代表了民营企业中的佼佼者,意味着海外投资者对中国企业的信心;另一类是通过借壳这种捷径上市的股票,里面有些垃圾股。美国公众公司监督委员会公布的统计数据显示,在美国上市的中国企业目前

已经达到了500多家,其中超过3/4的企业都是通过反向收购这种方式上市的,所以反向收购已经成为了大部分中国企业在美上市的选择。在2010年暴发的中概股风波中,被浑水、香橼等机构做空的中国概念股公司大部分就是通过“借壳”方式上市的。尽管浑水、香橼等做空机构有对中国概念股恶意做空的嫌疑,反映出了在美国资本市场上中国企业话语权的丧失,令中概股遭遇了前所未有的信任危机,但在做空的背后也需要对“借壳”上市的中国概念股企业进行深深的反思。由于中概股风波的影响,美国资本市场对通过反向收购的中国上市公司的信心在短期内难以恢复,大部分的中国企业股票加速贬值。在中概股普遍被低估后,一些中国企业选择了私有化离开美国资本市场,在2012年一年中,就有12家企业先后正式宣布私有化方案。目前,私有化退市的趋势越来越明显。2013年尽管有更多中国企业私有化计划还没有正式公布,但是可以预期私有化的数量较2012年不会减少。在这些公司宣布了私有化计划后,资本市场上股价出现了不同程度的波动。过去,在美上市被视为“英雄”壮举,在融资中会产生明显的品牌效应,现在这些优势正在逐渐减弱,投资者对中概股的态度趋于理性,很多公司的股价处于被低估的状态,所以对于拟在美国市场上市的中国公司而言,前景不容乐观。在这种情况下,中国企业能否在美成功上市主要是取决于基于企业自身

业绩的定价策略,而对于时间窗口的把握不再是决定企业成功上市与否的最主要因素。

二、存在的问题

反向收购客观上满足了不少中小企业在美上市的需求,其相对于IPO表现出的时间短、见效快和成功率高的优势受到了资本市场的青睐。但是风险与收益总是并存的,我国企业在美反向收购中面临的主要问题有:

第一,通过反向收购在美上市的公司,实际融资的额度往往达不到预期的数量,同时估值也会有一定程度上的折价。这些公司上市后为了转板到纳斯达克或纽交所,在短期内将会在业绩上力争有好的表现。由于业绩上的要求,公司的财务数字往往面临很大的压力,这成为某些企业进行财务造假的主要原因之一。除此之外,由于反向收购相对于IPO来讲,门槛相对较低,成功率也相对较高,所以成为了国内不少信息披露有瑕疵、财务管理不严谨、经营运作有问题的公司的首要选择。这些公司赴美上市后,也像在国内上市一样不关注业绩和股东利益,不关注与投资者、投资机构的沟通,不关注国际资本市场的规则,只注重圈钱。所以公司自身所存在的问题和对国际资本市场相关知识的缺乏,使得做空机构有机可乘。

第二,在美反向收购的过程中,投行、财务顾问、律师、会计师扮演了不光

彩的角色。一般来说,在OCTBB上市和反向收购的过程中最大的赢家就是财务顾问、律师与会计师。进行反向收购的企业主要都是一些中小型企业,在收购中为了节约成本,大部分都选择一些价格便宜规模较小的会计师事务所、律师事务所和财务顾问,而这些中介机构承担业务后可能又将业务分包给其它资质更低的小型中介机构,所以总体来讲,承担反向收购业务的中介资质普遍比较差,业务水平也参差不齐,但是却可以从反向收购业务中获得较高的中介费、服务费和大量的认股权证,这样会使公司上市后的股价面临着极大的下行压力。由于资质水平有限,同时在层层外包的过程中监管不到位,所以在反向收购中也容易引发财务数据信息披露方面的问题。

第三,由于在反向收购中的层层外包,所以反向收购中牵涉的利益主体多,相互之间的利益关系也非常复杂,如果股权转让失败或是资产债务重组不成功,容易导致借壳资源重组计划化为泡影。

三、应对策略

在美国SEC对借壳公司进行大规模调查的过程中,空头猎杀财务有问题的上市公司有着提高上市门槛和整顿资本市场的制度性意义。但从另一方面我们可以看到,弄虚作假的上市企业只占到在美

上市企业的很小一部分,但在这个过程中华尔街的部分中介机构的不实之词和恶意做空行为,使整个中国概念板块承受了严重的损失,伤害到的是大部分在美上市的中国企业的切身利益,这在一定程度上反映出了我国在美上市企业的话语权的缺失。即使在美上市的中国企业是一盆清水,如果丧失了话语权,也能让部分中介机构给搅浑了。基于以上的分析,本文有以下几点建议:

第一,对于在美反向收购的上市公司来讲,壳公司的选择是非常重要的问题,在收购之前应认真地检查和核实公司的真实情况,特别是要检查其在财务、信息披露等方面是否存在问题,债权债务是否存在法律风险等。在投资银行、律师事务所、会计师事务所等中介机构的选择上,是否在国际资本市场中有良好的信誉应该作为首要的考虑因素。而中国企业本身也应自省,在通过反向收购上市时不应抱有投机取巧或走捷径的态度,应诚实经营、开拓进取,努力地提升自己的实力,提高对投资者的回报水平。面对国际投资者和投资机构,我国上市公司应主动做好宣传和交流工作,扩大和深化信息披露的数量和质量,进一步取得投资者的信任,夺取在国际资本市场的话语权,获取投资者对我国上市企业的信心。

第二,对于投资者的“恶意”做空行

为,我国上市企业应运用法律手段予以坚决还击,同时仔细研究做空机构的报告,指出其中的不实和错误之处。

第三,加快建立中美监管合作机制,加强对在美上市企业的教育。要建立中美沟通机制,增强信息的透明度,同时在双方相互依赖有效监管的基础上建立问题查处机制。对于列入美国证监会核查名单的中国企业,应进行仔细的核查,经证实确实有问题的企业应受到严格的处罚;但对遭恶意对待的中国企业,应鼓励企业积极进行维权。同时应该按照国际化的标准对在美上市的中国企业进行适当的教育培训,使其熟悉国际金融环境,有效地帮助他们融入到国际资本市场中,特别是法律法规相关知识的强化。

第四,在越来越多的中国企业“走出去”时,中国国内的证券行业也需要加速发展,不断地完善和提升自我,积极地走向世界,走向国际化,争取早日打破海外投资银行的垄断。国内证券业做大做强,才可以更加有力地为我国海外上市的企业“保驾护航”,在我国企业在海外受到不公正对待时可以“挺身而出”,鼓励和保护我国更多有实力和适合海外上市的企业走向国际。 ■

(作者单位:中华女子学院管理学院
北京航空航天大学经济管理学院)

责任编辑 刘莹

● 谐趣

老鼠偷油

三只老鼠一同去偷油喝。他们找到了一个油瓶,但是瓶口很高,够不着。三只老鼠商量一只踩着另一只的肩膀,叠罗汉轮流上去喝。当最后一只老鼠刚刚爬上另外两只老鼠的肩膀上时,不知什么原因,油瓶倒了,惊动了人,三只老鼠逃跑了。回到老鼠窝,他们开会讨论为什么失败。第一只老鼠说,我没有喝到油,而且推倒了油瓶,是因为我觉得第二只老鼠抖了一下。第二只老鼠说,我是抖了一下,是因为最底下的老鼠也抖了一下。第三只老鼠说,没错,我好像听到有猫的声音,我才发抖的。于是三只老鼠哈哈一笑,那看来都不是我们的责任了。

遇到问题先界定责任后讨论改善策略是人们的惯性思维,也是一种错误思维。当我们把精力放在如何有效划清责任上而不是如何改善上,那么,最后的结果都是归错于外。作为企业员工谁都没有责任,最后客户被凉在了了一边,当责任划分清楚了,客户的耐心也已经丧失殆尽了。于是,客户满意和客户忠诚也随之消失,最后企业财务目标的实现没有了来源,股东价值也就无从说起。