

如家酒店回归国内资本市场 动因与路径分析

张敦力 张煜晨 江新峰

摘要：近年来，部分中概股公司选择回归中国资本市场。这些公司为何作出回归决策以及应当通过何种途径回归引起了政策制定者、实务界和理论界的广泛关注。本文以如家酒店回归为例，对其回归动因与回归路径进行分析，为中概股公司和政策制定者提供建议和参考。

关键词：中国概念股；中概股回归；如家酒店

近年来，一些中概股公司以主动私有化的方式离开美国资本市场，筹划重新在中国资本市场上市，这一现象被称为中概股回归。早年出走海外的中概股多属于新兴行业，其稳定发展对于我国经济具有重要的意义。针对其回归动因和回归路径的研究有助于厘清资本市场制度运行的内部机理，一方面可以为中概股公司提供参考，另一方面也可以推动我国资本市场制度的成熟化与国际化。

一、如家酒店回归背景

早年，我国资本市场准入条件较为严苛，许多没有达到上市门槛的公司基于获取融资渠道、改善公司治理、投资者退出等目的，选择登陆海外资本市场。近二十年来，我国资本市场蓬勃发展，上市审批机制日益成熟，市场交易活跃，而海外上市的弊端也逐渐暴露出来，中概股公司逐渐意识到海外上市的效果并不理想。许多中概股

公司在谨慎权衡后，决定回归中国资本市场。与此同时，国内监管机构也积极采取措施推动境外优质上市公司回归A股证券市场。2014年，证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（证监会令[第99号]）和《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（证监会令[第100号]），不再对企业持续增长作出要求，以此降低财务方面的上市条件。2015年6月，在“大众创业、万众创新”的背景下，国务院总理李克强提出鼓励境外优质上市公司、特殊股权结构类企业回归境内上市。如家酒店作为已经成功回归中国资本市场的中概股公司，既对中概股公司整体有一定的代表性，也具有独特的典型案例价值，故本文选择如家酒店回归作为研究案例。

如家酒店是中国经济连锁型及中档型酒店管理公司，于2006年10月在美国纳斯达克市场上市。如家酒店回归通过A股上市公司首旅酒店在纳斯

达克市场直接对上市主体发起私有化的方式完成。自2015年6月收到初步要约至2016年12月完成全部交割，如家酒店的回归历时一年半，具体可以分成两个阶段：一是现金支付购买阶段，即首旅酒店通过设立境外子公司，以现金为对价向如家酒店非主要股东发起购买要约，获取如家酒店65.13%的股权，实现其私有化；二是股份支付购买阶段，即首旅酒店向首旅集团等8名如家集团的主要股东定向发行股份，购买如家酒店其余34.87%股权。2016年4月，现金支付购买完成交割，如家酒店成为首旅酒店的控股子公司，从纳斯达克市场退市。2016年12月，股份支付购买完成交割，如家酒店成为首旅酒店的全资子公司，完成全部回归进程。

二、如家酒店回归动因分析

通常来说，公司在对是否回归这一问题进行决策时，应基于其对现状

和未来的判断,从支持回归和阻碍回归两个方面进行考虑,权衡利弊后作出抉择。

1. 支持回归因素分析

从支持如家酒店回归的角度来说,首先需要考虑的因素是文化差异,即由于公司主要业务所在地与其上市地点不一致产生的成本。如家酒店面临的文化差异体现在市场监管制度、经济环境以及商业理念等方面,这意味着如家酒店必须承担更高程度信息不对称造成的成本,而回归国内资本市场可以有效避免这一负担,公司的经营理念也更容易获得资本市场的理解与认可。海外投资者对于投资企业的经营状况难以客观判断,不得不更多依靠社会对于投资企业的普遍评价进行投资决策。在这种情况下,一旦有负面消息出现,投资者的信心和情绪难免会受到影响,进而产生误解。具体而言,文化差异会导致市场估值、营销效果和上市成本三种差异的产生。

(1) 市场估值方面。虽然在上市初期,美国资本市场给予如家很高的估值(市盈率一度高达236倍),但中概股危机后美国投资者对其估值便一路走低。以公告前6个月的月末作为统计区间,国内酒店行业上市公司平均市盈率高达83.57倍,美国上市公司酒店板块市盈率均值达到28.39倍,其中与如家商业模式几乎完全相同的中概股公司华住酒店也达到27.56倍,而如家酒店的市盈率只有16.74倍,远低于同业平均水平。基于以上数据,如家酒店有理由相信,回归国内资本市场可能会获得较高的估值。

(2) 营销效果方面。从短期来看,高调回归对如家酒店而言相当于是一次免费的广告宣传;从长期来看,在国内资本市场上市有利于促进消费者群体和投资者群体的结合,减少不同利益相关者之间的冲突。如家酒店本

身已是国内知名品牌,但由于其长期以来深耕经济型市场,品牌形象固化,被外界定位为廉价且标准化的服务提供商。随着时代的发展,市场消费能力逐渐提升,如家过去廉价而标准的服务已经无法满足丰富的市场需求。通过选择回归本土资本市场并高调进入中端酒店、非标准化民宿、酒店式公寓等领域,可以帮助企业拓宽品牌内涵、提升价值;而通过与主要经营中高端酒店的首旅合并整合,还可以帮助如家重构品牌形象,产生协同效应。

(3) 上市成本方面。维持美国资本市场上市资格的显性成本和隐性成本均高于国内资本市场。显性成本以审计费用为例,2013年和2014年如家酒店支付的审计费用分别为904.8万元和918.8万元,约占其当年资产总额的0.94%和0.98%;而同期首旅酒店支付的审计费用仅为95万元和100万元,约占其当年资产总额的0.44%和0.45%。此外,诉讼和监管等隐性成本也不可小觑。截至2015年年底,中概股在美遭遇的集体诉讼已逾百起,一旦败诉,对企业而言损失重大,如分众传媒曾遭遇两场集体诉讼和一场由美国证券交易委员会提起的行政诉讼,累计赔偿6130万美元,虽然如家酒店不在其列,但这一风险依然存在。

2. 阻碍回归因素分析

从阻碍如家酒店回归的角度来说,主要考虑的因素为回归所需承担的风险、付出的成本和消耗的时间三个方面。回归的过程存在不确定性,从私有化阶段到再上市阶段,每一个环节都涉及复杂的步骤和繁琐的程序,公司需要承担一定的风险。回归过程中公司也需要筹措向投资者购买股份的资金,并支付给中介机构一定的费用,增加了公司的财务压力。同时,从私有化到再上市需要耗费一定的时间,在这段时间公司失去了上市

公司的身份。具体来说,这三个方面的阻碍因素受到标的公司的规模、股权集中度和当时适用的中概股回归政策的影响。一般而言,规模较大的中概股私有化难度较大,因为相比小公司而言,大型公司体量庞大、投资者众多,在私有化过程中收购股份的成本和向中介机构支付的费用高企,为企业带来更大的财务压力,同时也更有可能遭遇投资者集体诉讼,在私有化阶段耗费更多时间。类似,股权集中度越低,私有化时交易的对手方越多,达成一致的难度就会相应增加,面临诉讼的概率也会有所提高。此外,再上市阶段则涉及方方面面的监管部门,受到监管层制定的中概股回归政策影响。如果政策支持,则回归阻碍因素的影响则会降低;否则,阻碍因素的影响则会提高。

规模方面,截至交易公告前上一个月的月末(2015年5月31日),如家酒店市值仅为12.92亿美元,尚未达到中概股市值均值的一半,与其他中概股横向相比私有化成本较低;且如家股价位于近两年的较低点,纵向相比私有化成本也较低。股权集中度方面,如家前三大股东合计持股超过50%,股权相对集中,私有化成功的可能性较大,风险较低。回归政策方面,2015年6月4日,国务院常务会议提出要推动特殊股权结构类创业企业在境内上市。这一政策为中概股私有化后拆除VIE结构(协议控制)以及在境内重新上市提供了方便,对于中概股回归而言是一大利好(相对而言,政策鼓励对如家酒店的回归影响有限,因为如家酒店回归通过同业公司并购重组直接完成,仅涉及在美国资本市场私有化的问题,无需拆除VIE结构,也绕过了境内再上市的阶段)。

3. 构建中概股回归动因分析模型

综上所述,支持如家酒店回归的

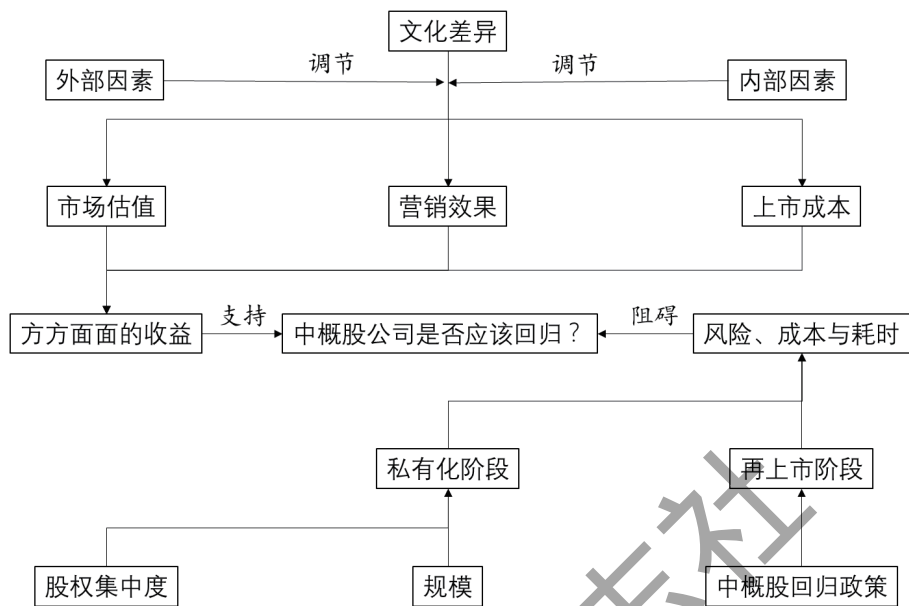


图1 中概股回归动因分析模型

因素较多，而阻碍其回归的因素较少，因此，如家酒店做出了回归中国资本市场的决定（如家酒店中概股回归动因分析模型如图1所示）。将如家酒店的回归动因推广到其他中概股公司，可以搭建中概股回归动因分析模型，回答某一具体中概股公司是否应该回归的问题。中概股回归动因分析模型将影响公司回归决策的因素按照支持与阻碍分成两个方面具体列示。

（1）支持因素方面。文化差异导致营销效果、市场估值和上市成本方面的差异，进而决定了中概股公司回归国内资本市场的收益，属于支持中概股回归的因素，其影响程度受公司内部因素和外部因素的调节。

（2）阻碍因素方面。主要需要考虑公司股权集中度、规模，以及当时监管层关于中概股回归的政策。如前文所述，股权集中度和市值在不同公司具有异质性影响，主要体现为股权集中度较低或市值较大的中概股在私有化阶段需要付出较高的股权购买成本，遭遇中小股东诉讼的风险也较大。监管层关于中概股回归的政策则是需

要分析的另一个因素。

三、如家酒店回归路径分析

1. 中概股回归常规路径分析

通常而言，中概股回归大致可以分为两个步骤：第一步是主动离开美国资本市场。在这一环节约80%企业选择普通收购方法，由管理层、私募股权基金组成的买方集团向公司董事会发起私有化要约（如七天酒店管理层和部分股东组成铂涛会收购上市公司）。第二步是在国内资本市场重新上市，主要方法包括IPO和借壳上市。相应地，中概股回归的路径可以大致分为两个阶段，即中概股回归的私有化阶段和再上市阶段。

（1）私有化阶段。作为中概股回归的第一步，私有化阶段也是相对简单的一个环节。在美国资本市场，私有化是一种司空见惯的商业行为，每个步骤均有章可循。私有化本质上是从其他股东手中购买公司股权的过程。为提高成功概率，私有化价格通常相对二级市场交易价格具有明显溢价——溢价水平越高，公司股东大会通过私

有化决议的可能性越大，买方集团承受的风险越小。公司需要权衡利弊决定最终的收购价格，从平均水平来看，私有化报价相比公布前20天平均收盘价和前一天收盘价的溢价约为15%，而那些溢价水平很低和在股价暴跌之后提出私有化的公司则容易引起中小股东的不满。

（2）再上市阶段。受相关法律法规的限制，中概股必须在中国资本市场上市前拆除VIE结构。拆除VIE结构的本质是将境内的经营实体由原来受到海外上市壳公司协议控制转变为中外合资或纯内资企业，即解除控制协议，由境内实际控制人直接持有境内实体的股权。拆除VIE结构手续较为复杂，对于限制或禁止外资投资的行业而言，需要回购外资股东持有的股权，转化为内资企业。VIE结构拆除后，中概股公司需要在IPO上市、借壳上市和新三板挂牌三种方案中进行选择。

2. “如家路径”分析

如果按照常规路径回归，如家需要首先在美国资本市场私有化，然后

拆除VIE结构并在国内资本市场重新上市。这一路径十分繁琐,而且需要承担极大风险,特别是在监管层对中概股回归心存疑虑的情况下,成功率和效率都不高,因此如家酒店另辟蹊径,采用了一条全新的中概股回归路径——将回归与并购结合起来,通过中国内地上市公司首旅酒店直接发起私有化要约,把私有化、再上市和并购重组三个步骤一步完成,既避免了政策变化的风险,也降低了回归的成本,同时减少了耗用时间。本文将如家酒店回归所采用的路径称为“如家路径”。

(1)“如家路径”避免了政策变化的风险。2015~2016年,监管层对于中概股回归的态度大幅转变。2015年12月,李克强总理在国务院常务会议上提出“建立上海证券交易所战略新兴板,支持创新创业企业融资,完善相关法律规则,推动特殊股权结构类创业企业在境内上市”。然而,2016年3月,“十三五”规划中却删除了“设立战略新兴板”的字样,证监会发言人也表示境外回归上市的问题还需要研究和分析。监管层政策变化的风险凸显,而此时许多中概股为了回归国内资本市场,已经完成或基本完成了私有化,这些中概股将面临私有化之后难以再上市的尴尬。

(2)“如家路径”的成本较低。回归成本由私有化成本和再上市成本构成。“如家路径”绕过了再上市阶段,也就节约了这些成本。

(3)“如家路径”耗时较短、效率较高。目前已完成回归进程的公众传媒从收到私有化要约到借壳上市一共花费了3年4个月,巨人网络则花费了2年6个月。而如家自2015年6月收到私有化要约,至2016年4月完成私有化交割成为首旅酒店的控股子公司,耗时仅10个月,大大短于其他案例。

(4)“如家路径”有其局限性。首先,“如家路径”强烈依赖同业并购重组,原控股股东可能会失去控制权。此外,“如家路径”直接通过私有化回归A股市场,没有拆除VIE结构,虽然节约了相应的时间,但VIE结构本身的固有风险依然存在。

四、中概股回归的监管建议

一是简政放权,适时推进注册制改革。在核准制下,监管层严控上市公司的数量和质量,在历史上发挥过积极的作用。但随着我国经济的发展,核准制暴露出权力寻租、劣币驱逐良币和壳公司业绩越差股价越高等诸多问题,资本市场资源配置和价格发现的功能遭到了弱化。相对于现行的核准制,注册制一方面将权力还给市场,减少权力寻租的空间,提高市场有效性,帮助真正有价值的公司获得融资,降低监管的风险;另一方面也会提高上市审核的效率,解决IPO拥挤排队的问题,为“大众创业、万众创新”中的中小企业提供金融上的支持。当然,实行注册制也有其必要的前提,即具备严格的信息披露制度和有效的市场监督机制。

二是完善监管,正视VIE结构的问题。一方面,监管层应当承认VIE结构对于中国新兴产业的发展具有阶段性意义;另一方面,也应当重视这一模式背后的风险,完善监管机制。具体来说,就是转变监管思路,化堵为疏,明晰监管权力和规范,由政府强制干预向市场导向转变,减少VIE结构被应用的动机,从根本上解决这一道德困境。同时,针对现有的VIE结构,监管层应当一方面完善法律监管制度,另一方面推进多层次资本市场制度改革,协调各部门监管权限,避免监管的重叠或缺失。

三是开放资本市场,加强国际合

作。在不危害国家安全的前提下,监管层通过跨境监管合作协议在约定的框架内共享信息,逐渐形成彼此间的信任,最终建立委托监管机制。此外,监管层也应当选择合适的时机进一步开放我国资本市场,减少监管壁垒,建立国际板制度,提高交叉上市的适用范围,促进中概股回归路径的多元化。

(本文系财政部全国会计领军人才培养工程特殊支持计划、武汉市黄鹤英才计划的阶段性成果)

(作者单位:中南财经政法大学会计学院 中国农业银行总行托管业务部 华中农业大学经济管理学院)

责任编辑 张璐怡

主要参考文献

- [1] 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): 110-121.
- [2] 王宇平. 中资概念股私有化浪潮动因分析及借鉴意义[J]. 理论与改革, 2013, (6): 89-93.
- [3] 宋新潮, 方敬春, 董智, 章建良. 拆除VIE模式下的企业税务处理[J]. 财务与会计, 2016, (4): 48-51.
- [4] 刘元, 林爱梅, 张宪. 中概股回归之路及启示——以公众传媒为例[J]. 财会月刊, 2016, (15): 100-102.
- [5] 周焯, 申星. 中国企业海外退市思考: 进退之间的徘徊[J]. 国际经济评论, 2012, (4): 135-146.