中概股回归要迈几道坎

本报记者 温济聪

“城外的人想冲进去，城里的人想逃出来。”用《围城》中的这句话来形容一些中国概念股的纠结，再贴切不过。继人人网、奇虎360等多家在美上市公司宣布私有化后，屁股都没坐热的陌陌很快宣布私有化，而暴风科技已经登陆创业板……

不过，走在回归之路上的中概股，也不应忽视藏在暗处的那几道坎

充满波折的“返乡路”

对于大多数中概股而言，从美国私有化退市到重新在国内A股上市，需要经历两年半甚至更长时间

与宏达新材“分手”后的分众传媒，迅速找到了借壳上市的下家。8月31日，七喜控股发布重组预案，拟通过重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产及配套募集资金方式，实现分众传媒借壳上市。中概股的回归再次引起了资本市场的广泛关注。

今年以来，不少此前远赴海外上市的企业，纷纷加入“返乡潮”之列。来自安永会计师事务所的最新数据显示，今年第二季度，中国企业在美国上市仅有2宗(融资金额1.5亿美元)，与2014年第二季度的10宗（融资金额达35亿美元）形成了强烈反差。

广发证券零售消费行业首席分析师洪涛在接受《经济日报》记者采访时表示，近年来，不少中概股遭遇市值长期低估、公司文化水土不服、融资连连受阻、做空危机频发等艰难处境。在纳斯达克、纽交所上市的我国互联网公司，股价几乎都是“跌跌不休”。“由于国内资本市场对新业态、高科技的上市公司的偏好，那些估值长期处于低位的中概股更愿意回归。”洪涛说。

凭借今年上半年的牛市行情，作为首个拆除VIE架构并在A股上市的公司，暴风科技截至9月7日的总市值高达100.2亿元人民币；相比之下，在美国上市的不少同行，总市值不到暴风科技的两成。乐视网9月7日的市值为615亿元人民币，是正进行私有化的奇虎360估值的两倍还多；此外，昆仑万维的市值，远远超过盛大、中国手游等一批游戏企业。

相关政策的开启，也为中概股的回归打开了便利之门。今年6月，国务院常务会议指出，“要推动特殊股权结构类创业企业在境内上市”。《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》提出，研究建立尚未盈利的互联网和高新技术企业到创业板发行上市制度，加快推进全国中小企业股份转让系统向创业板转板试点。工信部也表示，将放开在线数据处理与交易处理业务（经营类电子商务）的外资股比限制，外资持股比例可至100%，这表明未来电商类的中概股，回归A股市场之路将会越来越平坦。

安永事务所大中华区上市服务主管合伙人何兆烽介绍说，国内市场对互联网等新兴技术类高科技企业的追捧，以及政策上对中概股回归的支持，均会加大中概股的“回乡”步伐。不过，虽然政策上日益明朗，但中概股回归之路并非坦途。对于大多数中概股而言，从美国私有化退市到重新在国内A股上市，需要经历两年半甚至更长的时间，其间依然充满波折。

平安证券投行部执行总经理钟建春认为，任何一只中概股的回归都是个繁杂的工程。长期来看，它包含既得利益的重新分配和互相博弈；短期来看，要忍受将近3年无法融资、更无法上市的空档期。“回归之路绝不是套利获利行为，面临的障碍会很多。”钟建春说。

“目前来看，除了在A股上市的时间不确定，中概股回归主要得迈过两道坎儿。”钟建春告诉记者，拆除VIE架构、私有化退市这两道门槛，是中概股“返乡”途中的“拦路虎”，考验着中概股核心管理层的智慧。

VIE架构：想说“拆”你不容易

凡是涉及股东利益的博弈与分配，每走一步，都伴随着高昂的代价和风险

可以说，凡是涉及股东利益的博弈与分配，每走一步，都伴随着高昂的代价和风险。所谓的VIE架构，即可变利益实体(Variable Interest Entities)的缩写，也称作“协议控制”，是指境外上市实体与境内运营实体相分离，境外上市实体通过协议的方式控制境内运营实体，使该运营实体成为上市实体的可变利益实体。这种架构可通过控制协议将境内运营实体的利益转移至境外上市实体，使境外上市实体的股东（即境外投资人）实际享有境内运营实体经营所产生的利益。

以分众传媒为例，该公司的VIE架构始于2005年，其境内经营实体为分众传播和分众广告，分众传媒通过与后两者股东江南春、余蔚签订VIE协议，实现了对境内经营实体的操纵。因涉及VIE架构的拆除，分众传媒的回归就进行了两轮股权腾挪。2010年，相关方签署了VIE终止协议；2014年12月，相关各方确认终止VIE架构下的权力义务关系，至此分众传媒的VIE架构被完全拆除。确定借壳宏达新材后，分众传媒又开始了大规模的股权腾挪。

今年1月，江南春将其持有的分众传播85%的股权，转让给了分众数码（分众传媒持有其100%股权），分众传媒通过股权控制的方式算是真正持有了境内经营实体的股权。4月，分众传媒通过股东会决议，同意部分境外股东将其持有的分众传媒部分股权进行转让，另外30多家境内机构成为分众传媒的新股东。这两次股权转让，分众传媒100%股权的作价均为450亿元。有了国内投资机构的“接盘”，分众传媒外资股东得以顺利退出。

截至目前，在纳斯达克和纽交所上市的200多家中概股中，有近一半左右的公司使用了VIE架构。“对于使用VIE架构的这些中概股来说，如果想顺利退出美国市场，就必须终止全部VIE协议，对境内、境外相关实体兼并重组，并停止员工期权激励计划，这些步骤中暗藏着不少法律纠纷风险。”北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任高明华说。

“拆除VIE架构所需支付的费用也不少。由于中概股属于外资股权机构，回归需要转换为内资控股的股权机构，需缴纳使用过桥贷款的费用、股权转让过程中的所得税，以及各种相关法律手续的费用。”北京岳成律师事务所合伙人岳屾山表示。

洪涛表示，拆除VIE架构过程中的每一个环节，若稍有处理不当，就可能会影响到公司后续的A股上市进度，为投资资金带来不必要的时间成本。

私有化溢价碰到拦路虎

如果私有化报价没有达到投资者的预期，便很容易招致中小股东的非议乃至遭受集体诉讼

除了拆除VIE架构外，中概股回归还要迈过私有化溢价带来的资金成本这道门槛。

6月23日，刚刚在纳斯达克上市半年多的陌陌宣布私有化。第二天，美国律师事务所Levi & Korsinsky便声称启动对其私有化提议是否公平的调查，准备发起针对陌陌的集体诉讼。

去年12月，陌陌公开发行1600万股存托股在美上市，发行价为13.5美元/股。而其给出的私有化现金价格为18.9美元/股，每股5.4美元的价差意味着，陌陌要多拿8640万美元回收股票，约合5.5亿元人民币。

“溢价成本是中概股私有化要面临的主要问题。”岳屾山说，如果私有化报价过低，没有达到投资者的预期，没有为大多数股东争取到最大利益，便很容易招致中小股东的非议乃至遭受集体诉讼。

“你们出的价位太低了，应该再高一点。” 这是美方对中概股发起调查时最为普遍的“潜台词”。今年6月17日，奇虎360宣布私有化后，报价与前一个交易日的收盘价格相比上涨约17%。不过，一些美股投资人仍表示，“考虑到奇虎360的股价曾突破过120美元/股，而且引入外资的机会有所增加，目前所出的私有化价格仍然过低”。

洪涛说，私有化时的溢价成本，是目前中概股回归时需要支付的最大一部分成本。值得关注的是，如果美国律师采取集体诉讼的方式处理问题，大多数公司会希望以和平调解的方式，与中小股东进行沟通，而对回购价的讨价还价，会进一步提高成本。

此外，董事会的配合、监管层的审查效率、中小股东对私有化价格的满意程度，也是决定中概股私有化进展的主要因素。“就上市公司自身层面而言，那些市值较小、股权相对集中的企业更容易开展‘私有化’；所属行业为稀缺性或新兴板块的公司，更容易得到国内资本市场的关注和追捧。”洪涛说。

温故

白天不懂夜的黑

张 忱

最近，一纸公告将奇虎360和酷派之间的矛盾纠葛弄得满城皆知。360宣布将行使卖出期权，要求酷派高价从其手中收购合资公司的股份，以惩罚酷派违规引入竞争对手的行为；酷派高管则在微博上吐槽说，360对引入外部投资事先知悉并同意，其指责酷派“背后捅刀”并无根据，而且此前360在合作中的跋扈策略，已让酷派手机业绩严重受损。

无论两家谁是谁非，合作如此磕磕绊绊，足可以看出“跨界”的不易。酷派本是一家一向专注于硬件的企业，在激烈的手机行业竞争中生存下来，必有其擅长之处。而奇虎360是一家做软件的公司，曾独辟“安全”蹊径，此前尝试做过随身WIFI、儿童手表、路由器、摄像头等硬件。两家开始“软硬结合”的合作之后，过程并不顺利，手机的销量差强人意，互联网业务也难寻亮点，跨界的痛楚逐渐显露。

为什么“跨界”做起来这么难？根本上说，还是思维方式的差异，说得玄乎点，是“基因”存在差异。做软件不需要考虑库存，而做硬件库存往往是决定生死的关键点；做软件的可以不断小修小补，出现问题，几个昼夜间就可能有对策，而做硬件最好一步到位，如果要把手机外壳从玻璃换成金属，把厚度减少2毫米，付出的时间成本可能多达数周；做软件的要提升质量，整个团队通力合作，往往就能有改观，而做硬件则往往不仅要自己的团队努力，还要零部件供货商、代工厂同样给力……

白天不懂夜的黑，反过来也一样。每个行当，无论是热门还是冷门，都有其微妙玄虚、不足为外人理解的东西。贸然去跨界，去争那些很热门但不熟悉的东西，无异于逼着自己在短时间内改变基因。

老子说，夫唯不可识，故强为之容。意思是，有些东西看不明白，只好勉强来形容它。勉强描述形容一下也许还可以，要是没弄明白就“霸王硬上弓”，风险还是很大的。那些热门的机会看起来熠熠生辉，但往往都已经有了很高的门槛。比如说智能手机，出货量已经开始下滑，在存量博弈的阶段，行业竞争必将更加激烈，而华为、小米、魅族等众多先行者，则早已拥有了自己的用户、技术和品牌。

不论投资硬件还是软件，或是其他的领域，最关键的还是要弄明白那些微妙玄虚之处，否则，最好保持敬畏、保持距离。真正弄明白了再投入，并不算晚。

责任编辑 张 伟 常艳军 杨开新
美 编 高 妍
联系邮箱 jjrbcfzk@163.com