

重大资产重组

资本市场

TMT行业

创业与投融资

海外投资监管

海外上市

私募基金投资

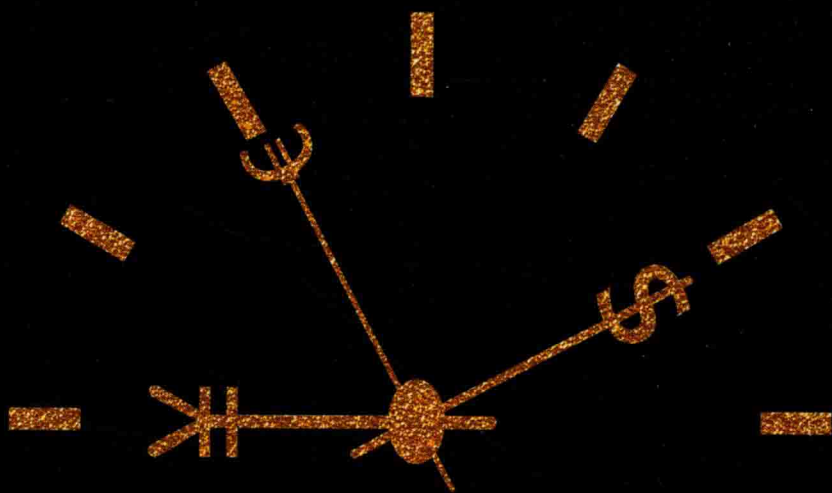
公司管理和运营

企业并购

资本短歌行

中国概念股的海外上市、退市与回归

李靖怡◎著



海外债



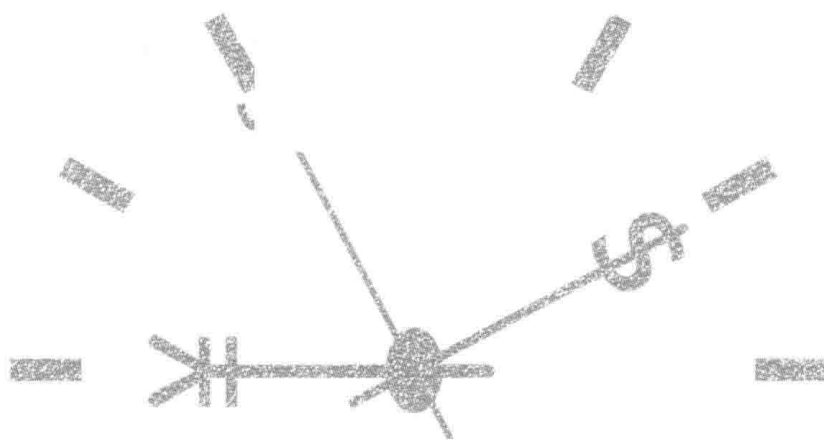
ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

资本短歌行

中国概念股的海外上市、退市与回归

李靖怡◎著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本短歌行:中国概念股的海外上市、退市与回归 /
李靖怡著. —杭州:浙江大学出版社, 2018. 11
ISBN 978-7-308-18515-8

I. ①资… II. ①李… III. ①工商企业—境外上市—
研究—中国 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 188540 号

资本短歌行:中国概念股的海外上市、退市与回归

李靖怡 著

责任编辑	曲 静
责任校对	杨利军 董齐琪
封面设计	周 灵
出版发行	浙江大学出版社 (杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007) (网址: http://www.zjupress.com)
排 版	杭州中大图文设计有限公司
印 刷	杭州钱江彩色印务有限公司
开 本	710mm×960mm 1/16
印 张	19.25
字 数	259 千
版 次	2018 年 11 月第 1 版 2018 年 11 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978-7-308-18515-8
定 价	52.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社市场运营中心联系方式 (0571)88925591;<http://zjdxcb.tmall.com>

一、起因：中概股的海外上市选择

本书意在讲述海外上市的中国概念股(下称“中概股”)的历史、现状和发展,尤其是在美国上市的中概股企业近年来的行路历程。

我国改革开放至今已 40 载。国内企业尤其是新兴行业企业,选择远赴海外成熟的资本市场上市,也有 30 多年的历史了。在历史的长河中,时不时有闪耀的事件出现,比如阿里巴巴,从创立到现在不过 20 年,却因抓住了信息时代的际遇,拔得业内头筹,在海外股市实现了千亿美元的市值。

不过,这种“开了挂”的企业,在中概股企业当中,还不构成多数。截至 2018 年年初,在纳斯达克市场中的 112 只中概股的平均市值仅为 30.22 亿美元,中位数市值仅为 1.27 亿美元。股票市值指标还只是一方面,其他指标(如股票交易量等)也乏善可陈。简而言之,与国内上市的同类企业相比,海外上市的中概股企业越来越发现,其不会因为在海外上市而占有明显的优势。

但这些中概股企业毕竟是在海外成功上市了,这意味着什么呢?

曾有人把在海外上市描绘成门槛低、难度小，还能快速产生国际影响的发展捷径，而实际情况又如何呢？

现实中，海外上市也许是更容易一些。但上市成功是一回事，维持上市状态则是另一回事，“相爱容易相处难”。在海外成熟的资本市场，要想维持上市状态，意味着上市企业必须遵守各项严格的监管制度，进行详尽的信息披露，与投资者及时、有效地沟通，承受较为高昂的上市成本。

这些维持海外上市的要求，对于中概股企业来说，从运营、财务、合规、信息披露等各个方面，都构成了不小的负担。此外，还有浑水等做空机构和股民集体诉讼对上市企业紧盯不放、虎视眈眈，这些都构成了中概股企业在海外上市后的沉重压力。

二、承述：中国概念股的海外退市选择

通常而言，就上市门槛和难度系数来说，我国国内资本市场是要显著高于海外资本市场的。过去一些年以来，远赴海外上市，渐渐成了国内企业尤其是新兴行业企业发展的一个常规选项，在海外上市的中概股也逐年增多。

与此同时，越来越多的中概股企业逐渐认识到，海外资本市场似乎是“宽进严出”。根据这些企业的切身经历，在海外资本市场上市，往往意味着监管严、费用高、做空多、被诉多、处罚多。

在这样的资本市场维持上市，其实不是件容易的事，不少中概股企业感到“水土不服”。漂泊在海外资本市场，就像漂泊异国他乡的流浪人，劳心劳力，风波不断。于是，为数不少的企业选择在某个时点从海外资本市场退市。据 Wind 统计数据显示，截至 2018 年年初，海外上市的中概股数量共有 334 只，与之相对的是，已有 242 只中概股摘牌

退市。

由此可见,在海外上市的中概股企业当中,从海外资本市场退市(无论是主动退市还是被动退市)的比例高得惊人。在这一数字的背后,似乎存在着一些逻辑上的悖论。如果说中概股企业当年赴海外上市是其主动的选择,那为何会在数年后选择私有化和退市?如果说目前许多中概股企业从海外资本市场退市,是为了回到国内资本市场再上市,那为什么它们当年不直接选择在国内上市?如果说在海外资本市场上市会遇到很多压力和挫折,那为何当初中概股企业还会毅然选择海外上市,并且直至今天,仍有不少国内企业希望去海外上市?

现实中没有“如果”,但现实却可以被充分观察和解读。中概股企业作为市场主体,其行为应该是理性的。所以,尽管这些企业的路径看起来似乎在来回变换,时而选择上市,时而选择退市和回归。但企业选择的路径在“当时”都是出于现实和理性的考虑,既目标明确,又受制于固有的局限性。说到底也并不复杂,无非是“山不转路转”,“到什么山上唱什么歌”,“此一时彼一时”。

风起于青萍之末,浪成于微澜之间。当中概股企业决定实施其上市、退市和回归等计划的时候,它们既受制于外部,包括跨境资本市场、投资和政策等大环境,又在一定程度上反制外部,对国内外资本市场造成了一定的影响,还引发了一些政策和法规的出台。这便形成了一段很值得研究的历史,也是本书的关注重点。

三、转述:中概股的各种际遇

当真去研究这个题目就会发现,中概股的海外上市、私有化退市及回归境内(以及后来的回而不归),其中的传奇故事很多。中概股企业的各种际遇和不同经历,像极了时下经济世俗景象的写真画卷。在这

画卷中最难描绘的，当属色彩繁复变幻的背景，也就是中概股企业所处的复杂市场环境，其间重大变化与转折不停发生。甚至说，这些变化和转折，也贯穿了本书的起草、修改和定稿的全过程。

2015年夏天，史上最大规模的中概股海外退市潮涌起。当时国内资本市场非常火爆，许多中概股企业都打算先从海外退市，再辗转回国内上市。但是很快，2016年年初国内资本市场风向突转，许多原本打算退市和回归的中概股企业，此后都决定继续留在海外资本市场。也正是这个时候，本书作者决定下笔写这一题材。

写着写着，新变化又出现了。2016年整年，选择赴海外上市的中概股企业显著变少。作为对比，当年国内资本市场对IPO审核和新股发行的速度明显加快，通过IPO的企业数目很多，全年发行新股267只。而对于中概股企业的回归，我国监管机构转而持非常警觉的态度，加紧了对上市公司定增和重组的监管力度，而且对于借中概股回归之名而实施“炒壳”等涉嫌内幕交易和跨境资本套利的行为，更是严加防范。

本书初稿形成于2017年春天。作者本来担心，2016年监管新政出台后，中概股的海外退市和回归势头势必要随之沉寂，中概股也将失去话题性。但结果，世易时移，虽然投资风向变幻，但中概股的领域一直有很多话题。在稿件交出版社审校的过程中，国内资本市场IPO被否决又成了常见情形。与此同时，国内企业赴海外上市再度成为流行。而新近在美国成功上市的企业当中，还包括一些互联网金融企业，比如做现金贷的趣店等，中概股的各种话题连绵不断。

对于中概股的很多新情况和新变化，本书囿于篇幅而并未涉及。从本书涉及的内容来看，中概股企业、企业创始人、管理层、外部资本、

中小股民乃至不同的监管机构之间,存在着多层次的冲突与博弈,呈现了异常丰富的表相,值得深入探究。

总之,在复杂多变的市场环境下,企业似乎只能“短歌行”。如果不唱“短歌”而唱“长歌”,很容易变成唱“长恨歌”。在历史的画卷中,中概股企业一路折腾,一路吟唱。

四、结语:作者的免责声明

综上,在这短短一年多的写书过程中,冬去春来,本书涉及的课题内容也发生了许多变化。许多中概股企业归去来,归来去。这让笔者感到要非常努力才能写出本书的脉络,也担心在陈述和叙事当中有认识上的错误和局限。文责之重,不禁感到如履薄冰。

也正是因为笔者的心有余而力不足,导致书稿迟迟未定,这让出版社的编辑们也跟着受累,排版就排了很多次,笔者在此郑重致以最诚挚的歉意。同时,对于财新传媒的张老师和浙大出版社的曲老师,对于从事相关基金、证券、传媒等领域的各位老师和专家,以及对本人写作给予亲切支持和关怀的各位亲朋好友,笔者也在此致以最诚挚的感谢。

还要请读者见谅的是,由于笔者是律师职业出身,觉得非常有必要专门强调下免责条款,这也算是职业习惯吧,请各位读者在阅读本书时,需要首先接受笔者的如下免责声明作为前提。

本书中案例、数据等信息均由公开渠道查得,对其准确性、可靠性、完整性和及时性,笔者不做任何保证和承诺;对书中任何事实、观点或线索的陈述或引申,均不意味笔者赞同、支持、同意或有任何意见;读者开始阅读本书即意味其具有充分合理的常识和判断力,并且能够独立承担责任。

本书中内容不具有专业指导、投资咨询的性质,不构成对书中涉及

公司股票购买等事项的暗示、鼓励和支持，亦不构成对任何商业交易或投资方略的倾向性指引，本书内容在任何情况下均不构成任何主体做出任何商业和其他方面的决定、评价和判断的依据。

笔者对于本书中提及的各家公司、个人、机构和主管部门等主体以及相关规定、政策、趋势等各方面事实和情况，均不传递本人和本人从业机构的任何态度取向、价值判断和未来预测。如果读者形成任何印象、感受、思想或想法，请依赖自己理性想法行事并独自为其负责。读者认可笔者已尽其所有合理努力而展现和解读一段历史，舍此无他。

目 录 | CONTENTS

第一章 海外上市历史的真相 / 1

一、海外上市和国内上市的比较 / 3

二、海外上市对中概股公司的好处 / 8

第二章 海外上市后遭遇的真相 / 11

一、海外上市对中概股公司的锤炼 / 13

二、分众传媒海外上市的遭遇 / 17

第三章 海外上市后被做空的真相 / 21

一、中概股公司遭到集体做空 / 23

二、透明度游戏和做空链条 / 29

第四章 中概股公司投资者与创始人的冲突真相 / 35

- 一、支付宝事件的警报 / 37
- 二、双威教育事件的惨案 / 44
- 三、新东方事件的窘境 / 48

第五章 海外上市协议控制结构的深入解读 / 55

- 一、协议控制结构的起因 / 57
- 二、协议控制结构的古典比喻和效力 / 65
- 三、协议控制结构的风险和弘成教育事件 / 72

第六章 中概股私有化和退市的基本问题解读 / 79

- 一、私有化和退市的基本原因 / 81
- 二、私有化的不同路径 / 85
- 三、私有化的审查、程序和价格 / 88

第七章 2015 年中概股私有化高潮的真相 / 99

- 一、私有化和退市的特别原因 / 101
- 二、暴风影音的境内上市案例 / 110
- 三、药明康德的私有化和退市案例 / 116

第八章 2016 年中概股私有化退潮的真相 / 125

- 一、国内出台影响中概股回归的大政方针 / 127

二、中概股回归面临的整体环境和终止案例 / 134

三、奇虎 360 的私有化回归案例 / 144

第九章 私有化回归创新案例深入解读(一) / 157

一、分众传媒的私有化回归案例 / 159

二、如家酒店的私有化回归案例 / 166

三、完美世界的私有化回归案例 / 176

第十章 私有化回归创新案例深入解读(二) / 189

一、学大教育的私有化回归案例 / 191

二、搜房控股的借壳回归案例 / 201

三、航美传媒的资产出售案例 / 211

第十一章 私有化回归争端案例深入解读 / 225

一、盛大游戏的私有化和重组案例 / 227

二、爱康国宾的私有化敌意收购案例 / 237

第十二章 中概股公司的私有化和重组实务 / 249

一、私有化和回归的主要步骤 / 251

二、协议控制结构拆除和公司重组要点 / 261

三、暴风科技的重组实例 / 270

第十三章 私有化的势力格局和融资安排 / 277

一、私有化涉及的资本构成 / 279

二、私有化中的势力格局 / 282

三、私有化中的融资安排 / 289



| 第一章 |

海外上市历史的真相

- 国内许多创业企业会优先选择去海外上市,这种做法由来已久,为什么?
- 哪些海外上市地最受国内创业企业的青睐?
- 国内企业选择去海外上市,可以得到什么好处或机会?
- 近年来国内企业进行海外上市的大致情况如何?

在读完本章后,对于以上问题,应该可以得到答案。

一、海外上市和国内上市的比较

1. 高攀不上! 国内上市高门槛

曾几何时,远赴海外上市,是许多国内创业企业热衷的选择。在过去的大约 20 年间,能去美国的纳斯达克证券交易所敲钟,是创业者们的一大浪漫理想。对于从事新兴行业的企业,例如,互联网、电信、媒体和科技行业的企业新秀们,尤其如此。

这些国内企业,当初为什么选择去海外上市,而不是留在国内上市呢? 海外证券市场的吸引力在哪里?

回溯到早些年,对于决定赴海外上市的国内企业来说,其实也不是他们不想在国内上市,而是不能。要想在国内 A 股证券市场上市,企业需要满足很高的硬性指标要求,比如对于公司的净资产和净利润等要求,并且需要连续盈利,而当时从事新兴行业的这些创业企业难以达到。

当时的新兴行业企业,大多是轻资产、低盈利的初创公司,虽然可能因其具有高科技、快增长的特点而受到投资者的追捧,融到了 A 轮、

B轮等好几轮资金，但常常还不免于处于长期亏损的状况。^①而如果等到有了盈利之后再去上市，则很容易错过最佳发展时机。这些新兴行业企业，由于财务指标达不到国内上市条件要求，想上国内A股进行首次公开发行的话，有点“高攀”不起。

再者，与世界其他资本市场略有不同的是，我国资本市场从20世纪90年代设立伊始，就负有一个特殊的使命，那就是让那些负债太多而无法清偿的国有企业上市融资，从而一举解决国企亏损、多角债困境和银行不良资产等难题。新兴行业的初创企业，基本都是民营企业，在当时的环境下看，国内资本市场确实也并非为其而设。

总之，国内资本市场上市的高门槛，将当时许多新兴行业企业挡在了门外。尤其在2009年国内开设创业板之前，这类企业基本难以摸到国内A股上市的门槛。^② 尽管这些企业属于新兴产业中的先行者，虽说具有广阔的发展空间，但按照国内的上市标准来看，不符合上市的基本要求。现实就是如此骨感。

① 这些新兴产业的创业企业，只有轻资产，缺少固定资产作为抵押物，很难从银行取得融资，所以企业的外部融资以风险投资为主。前些年的主流风险投资以美元基金为主，如投资阿里巴巴的雅虎和软银。这类风险投资不从企业分红中获利，他们的主要获利方式是在被投资企业上市时进行套现。

② 我国2009年10月推出的创业板，其首次公开发行条件中的财务指标的设置上参照了主板（包括中小板）的首次公开发行条件，主要选取净利润、主营业务收入、可分配利润等财务指标，同时附以增长率和净资产指标，但在各个指标的量级要求上，创业板低于主板的要求。另外，创业板在净利润/营业收入上设置了两套标准，发行人只需要满足其中之一即可。