

上市公司私有化后转板再上市之路

——私有化新策略 PPP 模式的应用与监管

汪 晨*

摘要:最近几年,海外中概股所遭遇的信任危机掀起了新一轮的上市公司私有化浪潮,本文从私有化的法律特征与行为动机切入,分析上市公司私有化的新发展,即私有化后转板再上市(PPP)的模式的操作可行性,试图为海外中概股提供一条解困之道。但是,PPP 模式在实施过程中存在一些特殊的监管难题,如因为转板再上市而产生的跨市场监管以及特殊的再上市环节使得私有化交易中中小股东利益保护的问题更加复杂,本文在发现问题的同时提出了解决这些难题的几点设想。

关键词:私有化 再上市 中概股 中小股东利益

上市公司私有化,作为一种特殊的资本运作手段,在西方、日本或我国香港地区等一些成熟的资本市场存在已久并得到普遍运用。第一次大规模的上市公司私有化的发生,可以追溯到 20 世纪 70 年代的美国股市萧条期。此后 1997 年在香港市场

* 华东政法大学国际金融法律学院 2011 级硕士研究生。

由于金融危机的影响以及2000年在日本由于长期的股市低迷也导致了很多私有化的案件。反观中国,在2005年股权分置改革这一特殊政策背景的推动下,中石油、中石化等一系列国有公司踏上了私有化的进程;近几年来,中国不少颇具关注度的大公司纷纷选择私有化退市,尤其是自2011年中国概念股在美国所遭遇的信任危机以来,很多中概股也先后通过私有化逃离美股市场。如今,私有化又有了新发展,即上市—私有化—再上市(Public-Private-Public, PPP)这一模式的思路初现。该路径若想获得进一步实施与推行,其实际应用与监管问题值得思考。

一、资本市场的围城效应:私有化之“退市潮”

公司的发展离不开资金的支持,上市公司地位的获得意味着公司能够从公开市场直接融资,大大拓宽其资金来源,为经营活动和投资项目保驾护航;同时,上市所带来的市场监管机制能规范公司治理模式,上市所提供的媒体曝光率能够提高上市公司声誉。这一系列积极的作用再加上各国普遍对公司上市设有一定要求,尤其中国一直以来对公司上市采取十分严格的标准,使得公司争相上市以分得资本市场中的一部分资源。围城外的公司想进去,为何还会有历经辛苦成功上市的公司向往着围城之外?

私有化作为PPP模式的第一环节,是决定此策略能否成功的最根本前提条件。下面从私有化的概念与特征入手,通过私有化退市的典型案例,分析上市公司采取私有化行为的动机,其中很大一部分动机都可以与后面的再上市环节相互衔接。

(一)私有化^①的概念界定与特征分析

1. 私有化的法律后果是公司形式的变更

根据美国的证券交易委员会(U. S. Securities and Exchange Com-

^① 本文所讨论的“私有化”(going private)均为上市公司行为,是一种公司形式的变更;要区别于所有制形式从国有制或公有制变成私人所有制这种企业产权变更的“私有化”(privatization)。

mission, SEC)的定义,公众公司具有一定数量的证券因为被公众广泛持有或在国家级的证券交易所进行交易而在 SEC 注册,当该公众公司的这些证券不再被广泛持有或者从交易所退市而被公司取消注册时,即发生私有化。^②“不再被广泛持有”的具体标准为持有公众公司权益证券的在册股东少于 300 人,或对于无重大资产的公司,少于 500 人。

该定义能够体现私有化活动的法律后果,即公司的组织形式发生变化,由公众公司转变为私人公司。^③相对应地,我国的证券市场出现的上市公司私有化,也就是指上市公司通过一次或一系列交易,不再具备上市的条件从而终止上市,变成一家非上市的股份有限公司。

2. 私有化过程由上市公司及其关联人发起并完成

参考 SEC 的规定,任何上市公司自身或其关联人从事可能导致其权益证券被取消注册或退市的某些特定交易,应遵守美国《1934 年交易法》的 13e-3 规则并适用 13E-3 表格,该行为即构成 13e-3 规则项下的私有化。

另外,香港证券及期货事务监察委员会发布的《公司收购、合并及股份购回守则》中也将私有化定义为“对公司有控制权的股东或与该股东一致行动的人,以任何形式就该公司提出的要约……”

由此可以看出,从事私有化活动的主体是上市公司及其关联人。之所以这样规定是因为上市公司和关联人的利益依赖于公司的存续与经营状况,他们有充分的理由关注并维护公司利益,同时以其优势地位掌握着公司大量的内幕信息;而且,不同于恶意收购者,他们能轻易获得上市公司控股股东及董事的赞同与认可,所以由他们发起私有化更合适也更容易成功。

3. 操作方式主要有要约收购、合并、资产出售及股份反向分拆

美国 SEC 规定指出,下列几种交易会导导致公司私有化的结果:

^② 美国 SEC 网站详细解释了私有化的定义、原因及具体规则。详情见 <http://www.sec.gov/answers/gopriv.htm>,2012 年 4 月 24 日访问。

^③ 公众公司(Public Company)与私人公司(Private Company)是根据英美法对于公司类型的划分,取决于公司能否公开发行证券(股票或债券),两者之间可以相互转化。结合我国的法律实践,大体上来说,公众公司相当于我国的上市公司,私人公司相当于非上市的股份有限公司和有限责任公司。

(1)另一家公司或个人对该公司所有或大部分公众所持股票提出要约收购(Tender Offer);(2)该公司与另一家公司合并(Merger)或将公司的全部资产或实质意义上的全部资产出售(Asset Sales)给另一家公司;(3)该公司宣告将进行股份反向分拆(Reverse Stock Split)以减少在册股东人数。

另外,在港股市场,上市公司还可以根据《公司条例》第166条通过一种计划(或协议)安排(Scheme of Arrangements)来实现私有化。

目前,我国的上市公司主要采取要约收购及吸收合并这两种方式进行私有化。

需要说明的是,第一种交易安排仅仅有要约收购这一环节可能还不能完成私有化的全部过程,控股股东对目标公司的全体股东发出收购要约,至要约到期日,控股股东没有持有所有其他发行在外股票的,还应当通过吸收合并环节来最终完成私有化,只是在此合并环节开始之前,目标公司已经通过要约收购操作而不再满足上市条件,以非上市公司的角色进行吸收合并。而且,要使要约收购能够成功终止目标公司的上市地位,以我国A股为例,在要约到期日时,未登记预受要约的独立股东所持公司股票量低于上市标准所要求的最低公众持股量。^④

4. 所涉股权交易的资金来源于公司及其关联人或外部投资人

从上述操作方式可知,实现私有化的各项交易从本质上说都是股权的交易。上市公司私有化,不仅是一种对于公司形式变更的静态描述,更是一种股权收购和转移的动态过程。既然是交易,就必然要求有资金支持。

欧洲私募股权和风险资本协会(the European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA)将私有化交易定义为:“一个新公司对于一个上市目标公司的全部股份的收购交易……新公司的股东通常包括目标公司的管理层成员和私募股权提供者。”^⑤该定义反映出私有

^④ 对于最低公众持股量,我国《证券法》第50条规定:公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,公开发行股份的比例为10%以上。所以A股公司欲实现目标公司的私有化,收购人在收购完成后必须持有目标公司75%(对于股本总额超过4亿元的为90%)或以上的股份。

^⑤ 柯昌文:“股权结构上的灵活性和上市公司私有化”,载《价值工程》2010年第19期。

化交易可能的资金来源,包括股东个人、公司自身或对目标公司看好愿意进行投资的投资人,多数情况下为对资本市场逐利信号十分敏感的PE公司。^⑥

被投资人认为是具备再次上市可能的资质良好的目标公司才能被投资人看中,不被投资人看好的公司就要为自己支付资金做好准备。

5. 私有化交易要求特别的信息披露

在私有化交易中,一方是处于劣势的中小股东,另一方则是掌握内部信息和公司控制权的控制股东和管理层,因此,中小股东需要获得格外的保护。这点在美国语境下与私有化紧密联系的“freeze-out”一词可以得到充分体现。布莱克法律词典对“freeze-out”的解释为:“大股东或董事会通过对小股东施加压力,迫使小股东在有利于控制人的条件下退出公司的过程。”在不严格区分的情况下,多数人会用“freeze-out”表达“私有化”的含义,^⑦由此可见私有化交易中中小股东的弱势地位。

为了防止中小股东的利益遭受严重侵害,私有化交易中的信息披露尤其重要。美国SEC相关规则并不禁止公司私有化,只是要求公司向股东披露公司私有化交易的具体信息;最重要的信息披露形式即13E-3表格,该表格要求披露交易目的、任何公司可能采取的替代措施、交易对非关联股东是否公平以及是否有任何对交易持异议或者拒绝对此进行投票的董事及其原因等,除此之外,还包括交易所涉公司或其关联人应向SEC提交的有关文件。这些内容包括了比一般的股权交易更为广泛的披露,强调了对于交易公平性方面的额外信息披露要求。

综合上述私有化的不同定义和各方面特征,上市公司私有化是指上市公司或其关联人通过要约收购、吸收合并或其他方式获得发行在外的其他股东所持的股票,使公司的股权集中而不再符合上市标准而退市的特殊并购操作。

^⑥ 从 Investopedia 网站对于“Going Private”的解释中可以看出 PE 公司参与私有化交易的选择。原文见 <http://www.investopedia.com/terms/g/going-private.asp>, 2012 年 4 月 25 日访问。

^⑦ 颜炳杰:“美国上市公司私有化相关法律问题”,载北大法律评论编委会编:《北大法律评论》(第9卷),北京大学出版社2008年版。

(二) 围城外的吸引力:私有化动机

近几年翻越围城的成功案例频繁出现,如 TOM 在线于 2007 年 9 月 3 日从香港联交所退市,又于三天后进一步撤出美国纳斯达克,成为首家在海外上市并主动退市的中国概念股公司;怀抱建设“娱乐帝国”梦想的盛大创始人陈天桥感叹华尔街不懂盛大,经历了在纳斯达克的短暂辉煌之后于 2007 年 10 月向盛大网络发出了私有化建议函;马云决定“在阳光灿烂的日子里修缮屋顶”,于 2011 年 2 月 21 日宣布将旗下在香港上市的阿里巴巴 B2B 公司私有化,以对 B2B 的业务模式进行转型和升级。

除这些引人注目的大公司之外,还有很多在各国各个地区主动退市以及在此之前如中石化、中石油私有化的典型案例。这些案例都能反映出公司某一方面的私有化动机,以帮助我们全面了解围墙内公司想要摆脱上市牢笼的原因。

1. 股票价值被严重低估

这是海外上市的中概股选择私有化最普遍也最基本的原因。由于不可避免的文化和规则差异,海外投资者可能无法对中国的概念股给出一个中肯、准确的市场反应。^⑧ 海外中概股的市场估值普遍低于中国国内市场。

上市公司从提升公司价值,重塑信心的动机出发,或者希望借此从低迷的海外市场退市,回到估值较高的国内或者其他市场重新上市,所以回购公司股票,将公司收归私有。此举也能向市场传递出积极、坚定的讯息,因为最了解公司状况的始终是内部管理层和控股股东,当他们在股价反应低潮的时候出资购买自己的股票,会使投资者对于该公司的前景也充满希望,从而能够挽回公司形象。这点也符合我们所熟知的“信号理论”(Signalling Theory)。在公司财务领域,拥有大量高质量的投资机会信息的经理或内部人士,可以通过资本结构或股利政策的

^⑧ 其中不能为外国人所理解的典型行业即为中医药,可以参考“中药美国纽交所第一股”同济堂(原代码:TCM.NY)的退市案例。由于外国人一直不太理解中医的模式,无法接受多种成分混合与副作用不详的行药方式,因而同济堂得不到海外投资者的认可,从而导致股价被严重低估。该公司自 2007 年在纽交所上市之后,流通股比例非常低,交易很不活跃,股价也较为低迷,直到 2011 年退市,其股价已经缩水一倍以上。

选择等公司内部信息向外界、向潜在的投资者传递信号。^⑨ 通过私有化向市场上的投资者传递积极的信号,能够使投资者抛弃资本市场既存的偏见,重新审视该公司;而且该公司以后很有可能会再次上市,这也将帮助它获得较公正的市场评价。

2. 股票缺乏流动性

公司愿意承担上市前期繁重冗长的准备工作,并支付律师费、会计师费等一系列高昂的中介费用;上市之后仍然耗费大量的时间和精力通过文件报备、信息披露等方式接受公众监督、维持上市资格,目的是能在有效的资本市场获得充分的融资。但是如果公司遭遇缺乏活力的市场状况,投资者投资热情或能力不足,市场长期低迷,股票缺乏流动性,会导致上市公司的股票没有融资的可能性;又由于股价随股票供需关系而波动,所以缺乏流动性的股票也会间接导致市场上的股价走低。

此时,公司在该资本市场的融资渠道就没有继续存在的必要,上市公司不如实行私有化退出这个低效的资本市场,再从别处寻求融资机会。

3. 融资目的已达到

这一点同样建立在公司寻求从市场上获得低成本融资这一根本目标的基础之上。为了获得上市地位所附加的一系列利益,上市公司不可避免地要承担一定的成本。

当某上市公司已经从资本市场获得了足够投资的资金;或者该公司形成了企业集团,集团中的子公司或其他公司已经能够满足整个集团的资金需求时,一直为该公司的上市地位维持支付高额的成本并无必要。可以在融资目标达成之后,私有化该上市公司以结束其上市地位。

4. 规避监管成本

各国、各地区都普遍注重对上市公司进行监管,这些针对上市公司治理结构和信息披露等方面的严格监管要求导致上市公司承担着巨大的监管成本。这一项可以与第1、2、3项结合起来,前三项是从上市的

^⑨ 这一观点是由斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)的研究发现的,这也是信号传递理论在财务领域应用的开始。

收益角度研究动机,而这一项是从上市的成本角度进行考量。当监管带来的成本超过了上市地位为公司带来的收益,通过私有化退市就成为一种理性的选择。

这些要求具体包括:上市公司必须保证自身的组织结构满足要求,包括由外部董事参加的董事会,由利益相关者代表参加的监事会以及庞大的股东会;必须依法雇用独立的律师、会计师、审计师等专业人员以确保及时向市场披露真实的重大信息以及报备各种报告和相关文件,或者在报刊上公告相关事项,这些都会产生额外的费用。另外,太过刻板的监管会降低公司的经营和决策效率,也许会导致公司在复杂多变的市场中错失最佳的行动时机。随着监管要求的提高,这些有形和无形的成本还会继续增加。

美国2002年出台的《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act of 2002, SOX),就对上市公司提出了很高的要求,直接导致在美国维持上市的成本大幅提升,最终引发了当时美国上市公司私有化的浪潮。^⑩

5. 实现公司长期价值

这点是盛大与阿里巴巴私有化的一大重要原因。作为上市公司,经营者和管理层时时刻刻要关注公司业绩对股价的影响,为了迎合投资者的要求而维系公司较高的赢利水平,他们往往在进行决策时倾向于短期的回报快的项目,这样不利于长期业务的开拓。

当公司发展 to 一定阶段,已经不再急需资金,而想充分对公司业务进行整合,调整公司战略,在没有资本市场掣肘的自由环境下,安心、踏实地进行公司发展,寻求长期的市场竞争力。这也能为公司进行整合与重组创造条件,为之后再谋求上市奠定良好的基础。

除上述原因之外,上市公司选择私有化还可能是出于减少代理成

^⑩ See William J. Carney, *The Costs of Being Public After Sarbanes - Oxley: The Irony of "Going Private"*, 55 Emory L. J. 141 (2006).

本、^①追求税收优惠^②或单纯套利^③等动机。

通过上述分析可知,上市公司选择私有化具有多方面的考量与动因,资本市场围城内外的“上市热”与“退市潮”能够不冲突地合理存在,“私有化或许是突破某种资本困局的一种双向解题法,当然必须遵循风险与收益均衡的游戏规则”。^④

这些翻越围墙的上市公司,大多数并非一直留在围墙之外,由于经营策略变化和进一步发展的资金需要,会选择借助比私有化更进一步的 PPP 模式通过对公司自身、公司的子公司或公司形成的集团进行调整与重组,再次回到“上市”的围墙之内。

二、PPP 模式的实际应用

作为上述一系列私有化动机背后的深层推动力,很多公司想在公司股票表现不佳的时候采取战略性主动退市,通过私有化交易,采取一种“以退为进”的战略手段蓄势待发,暂时离开公众的视线而积极进行内部整合和长期发展,完成资源优化配置之后再以更高的市场价值重登资本市场,此即 PPP 模式。

PPP 模式的优势在于趁市场不好的时候私有化而免于受到市场更加严厉的打击,是保护自己的措施,也是后续更好发展的基础。通过转板再上市,该公司、该公司组成的企业集团或者该公司分拆出来的子公司经过私有化阶段的“休养生息”获得了良好的赢利状况,在新的资本

^① 私有化交易可以在一定程度上使所有权和控制权再结合,且私有化过程产生的债务会减少管理层手中的现金流,使其处于债权人的监管之下,也能降低现金流引起的代理成本。

^② 私有化交易会产生产生负债,从而利息增加,从公司当期的应纳税额中扣减,可以为公司节税;交易导致的资产账面价值增加,从而计提折旧的资产原值提高,公司每期提取的折旧也相应增加,公司的纳税支出会减少。

^③ 有些公司选择在市场高峰期上市获得高股价高融资后,再将其低价回购,可以从中获得资本赢利。但是私有化有高昂的成本和风险,不为公司发展的政策考虑而单纯借此进行资本操作,是短视的做法。

^④ 郑函:“我‘私’故我在”,载《首席财务官》2012年第3期。

市场能够获得估值溢价。若再将其原来两地上市的旗下子公司私有化后再行打包整体上市,大股东们在完成资源整合的同时,还可享受因整体上市而产生的一部分溢价收益,加上本来就获得的那部分跨市溢价,可能享受到双重跨市溢价收益。^⑮此模式的创新之处即在于再上市环节,此环节也是该策略的关键。

(一) PPP 模式的操作可行性

1. 中概股信任危机:迫切现实需求

自 2010 年 10 月开始,在美中概股陆续受到美国做空机构的狙击,浑水公司发布对中国概念股的问题报告,不少到美国借壳上市的中国小企业在信息披露、财务报告等方面的问题暴露出来,同时也连累其他在美国上市的中概股全线下跌。在美中概股遭遇信任危机。“事实上,按照被停牌的原因分析,被质疑企业公开承认有问题的只是少数。”^⑯

这些问题公司在美被迫退市,而另外一些无辜受到牵连的公司觉得股价被低估,纷纷采取措施救市、回购,出现了大规模的中概股集体私有化退市。正是这些被卷入信任危机的无辜中概股,若有能力完成私有化交易,应当通过 PPP 模式为自己寻求解困之道。

不仅仅是在美国,在加拿大、新加坡等地,中国概念股的危机也在蔓延。很多受“信任危机”牵连的中概股期望能通过 PPP 模式的有效运作,转板回归境内市场或香港市场。这些中概股迫切需要实施 PPP 模式走出困境。

2. 蜡笔小新、环旭电子等:成功案例指导

(1) 转板香港市场

在新加坡交易所上市的休闲食品公司蜡笔小新,其股价长期不理想,促使该公司萌生私有化的念头,正好借助金融危机造成的低股价,蜡笔小新以较低成本回购了股票,于 2011 年 4 月 7 日成功实施私有

^⑮ 周城:“以退为进:从 H 股到 A 股跨市场增值模式”,载《国际融资》2007 年第 4 期。

^⑯ 参见“上市—私有化—再上市:中介机构推销中概股退市转板方案”,载 <http://www.21cbh.com/HTML/2011-12-3/3MMzA3XzM4NTM3MA.html>,2012 年 4 月 28 日访问。

化、退市,并在重组后于2011年12月9日在香港成功上市。^⑰

这是新加坡“龙筹股”遭受冷遇之后,对于新加坡证券市场长期过低的股价价值的应对措施。内地企业回归A股或港股,在语言、文化上相同,交通更便利,股价价值一般也会更高,总市值更大,有助于企业做强做大。

近几年,在海外私有化转而成功在港挂牌的上市公司,还有之前曾在新交所上市的中国旺旺及四环医药,以及曾在英国AIM市场挂牌的西部水泥及康哲药业,如今在香港市场都获得了较好估值,市值均高于或接近100亿元,全部高于海外上市时水平。^⑱

(2) 回归A股市场

最早的一例是曾在新加坡交易所上市的南都电源。2000年,南都电源一个间接控股股东Pakara Investments通过向Pakara Technology这一新加坡上市公司转让其所持有的另一个南都电源间接控股股东90.86%的股份,使得南都电源在新加坡实现间接上市;2005年,Pakara Investments向Pakara Technology发出无条件现金收购要约,此上市公司此后宣告退市;之后经过境内股东收购股权,南都电源于2010年4月成功在深圳创业板市场重新上市交易。^⑲

另一例是最近发生的从台湾市场退出并回归上交所主板上市的环旭电子。环旭电子的实际控制人被A股的高市盈率所吸引,为谋求环旭电子A股上市,2010年将名下的台湾上市公司环隆电气私有化,退出台湾证券交易市场,其间两度将环隆电气与环旭电子进行业务整合、资产重组以解决同业竞争问题,资产整合后的环旭电子于2012年2月成功在上交所主板上市。^⑳

^⑰ 参见“从蜡笔小新公司新加坡退市看新加坡市场”,载http://www.ccpit.org/Contents/Channel_54/2011/1212/315297/content_315297.htm,2012年4月28日访问。

^⑱ 参见“内地零食商蜡笔小新拟赴港上市 集资2亿美元”,载<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/ggIPO/20110725/073310200342.shtml>,2012年5月9日访问。

^⑲ 但是,市场上也有观点认为,南都电源并非是从新加坡退市到A股上市的,因为只是其大股东曾经有几家公司在新加坡上市之后退市,所以目前的上市公司不能说是从新加坡市场移过来的。

^⑳ 参见“台湾退市A股上 环旭电子大陆‘淘金’”,载<http://finance.ce.cn/sub/ssqgc/hxdz/index.shtml>,2012年5月9日访问。

这一系列成功转板再上市的海外股,均经历了公司结构变革与资产重组过程,其中所涉的法律与财务等问题纷繁复杂,研究这些具有借鉴意义的资本运作路径,能为 PPP 模式的实施发挥指导作用。

3. 新型 PE 模式:中介技术支持

由于私有化本身的成本很高,其操作过程一般需要有私募股权公司的参与,在中概股引发的退市潮中,嗅觉灵敏的 PE 们没闲着,正在寻找优质的境外退市公司,或者潜在的优质退市对象,把这些价值被低估的上市公司私有化后,孵化成长,再并购或再上市,从中发现并缔造价值链。^②可以说,PPP 模式的成功离不开 PE 投资:当公司缺乏足够资金在公开市场回购股份时,资本充沛的 PE 公司能提供很好的补给,同时,还可以为这些公司在重新上市、业务拆分或兼并重组等方面运作提供帮助。

这些技术娴熟的 PE 与他们发掘的优质的企业合作,一起收购海外流通股,首先实现上市主体私有化;其次,PE 帮助公司重组其股权架构,使其满足在境内或者香港资本市场上市的条件;最后,公司寻求在境内或香港资本市场重新上市。专业运作 PPP 模式的 PE^②通过这三个环节能够帮助公司成功退出,在重新上市时能够在更有吸引力的水平上获得新的投资资金,最终能够使公司在转板时获得合理的估值,从而为 PPP 模式的成功实施提供了中介机构方面的技术支持。

(二)再上市的转板地点选择

从之前转板上市的先例中看出,海外中概股私有化后可以选择香港市场或境内 A 股市场再上市。其中,前者更为普遍。在这两个转板地点的选择问题上,要考虑两方面的问题:一是收益的大小;二是操作的难度。

1. 收益的大小

对于国外发行的中概股来说,其所遭遇的不信任与不理解导致了

^① 参见“上市公司私有化路径图:为何主动走出国城”,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/ggscyd/20120224/015411442445.shtml>,2012年4月29日访问。

^② 2011年7月25日,中国就成立了一只针对采用 PPP 模式、遵循上述三环节的基金,由美国私募股权投资机构金牛投资、平安证券以及国浩律所合作募集,首期基金规模预计在2亿美元左右。

股价估值过低,没法反映公司的真实价值,但是这种文化、政治、法律的差异不可避免地存在,所以还是国内市场或香港股市能够给中概股公司较为合理的估值。

当然,在国内沪深两市与香港市场之间再进行对比的话,估值利益最大的还是境内沪深两市。这个结果的得出可以参考一项关于股票发行价的对比,“一只股票如果在沪深上市,发行价假如能达到10元,那么在香港上市,发行价能达到7元,而在新加坡上市,发行价最多只有5元”。^②

2. 操作的难度

一个公司从海外退市后回到国内上市,首先要对股权结构进行改造,这是非常耗时耗力的巨大工程;同时还要适应国内的会计准则、税收制度、法律环境等;还要实现至少3年的业绩持续增长和赢利。也就是说,从境外回来,一切正常,行业没有波动性风险、业绩持续增长、国内资本市场的整体状况良好、新股发行制度和上市公司的标准没有变化,最快也要等2~3年以上才能完成上市。^③

以尚未在A股提出重新上市的盛大和阿里巴巴为例分析,A股重新上市的部分法律难题在于:首先,两者都是在开曼群岛注册的公司,目前沪深两地上市的公司还不存在注册于境外的。其次,他们似乎仍然倾向于海外市场,盛大网络虽然退市,但经过分拆后的盛大游戏目前在美国上市;同时盛大文学也于今年向美国SEC提交文件,重启在纽交所上市的IPO计划。盛大网络退市后重新整合资产,将盛大几块资产拆分后又重新一一上市,继续青睐国外市场。最后,A股上市的高门槛对于盛大文学这样最近3年连续亏损的公司根本无法达到,若是对于被迫退市的资产质量不高的中概股的难度更是可想而知。当然,不能排除有部分资产质量较高、业绩较好的公司经过重新整合,可能会回到A股上市,但从目前情况看,数量会非常有限。

就目前两项综合来看,国外中概股转到香港H股会比较顺畅,因

^② 参见“中国概念股再遭信任危机 泉州企业叫板新交所”,载 http://qz.fjzen.com/2012-01/11/content_7656292_2.htm,2012年4月29日访问。

^③ 孙冰、李小晓:“逃离华尔街:中国概念股私有化退市风潮”,载《中国经济周刊》2012年第11期。

为离境内资本市场比较近,估值水平相对来说也比较高;而且从法律层面上,操作难度也不是很大,因为香港市场与国外其他市场都适用于境外市场的有关规定。所以,私有化后转板到香港交易所再上市会是现阶段较主流的选择,包括转板上市的蜡笔小新公司在内的很多成功案例都是如此运作的。

三、PPP 模式的监管问题

(一)再上市对原中小股东利益保护提出新要求

私有化交易涉及了多维度的利益冲突,可以说是中小股东与公司的控股股东及董事之间的一场复杂博弈。囿于知情权、参与权以及话语权的缺失,中小股东处于天然的弱势地位,私有化法律规则唯有进行“权利倾斜性配置”,才能纠偏失衡的权利结构和修补断裂的制度架构。^⑤已有的对于私有化的法律研究大多集中于此,这些研究在我国境内以及香港地区的资本市场上保护中小股东利益的相关法律法规的基础上,又提出了不少完善与改进的建议,^⑥如确立交易中控制股东对中小股东的诚信义务、由具有独立地位的董事参与整个私有化交易进程、保证中小股东对整个交易的关键批准权、充分披露交易的相关信息等。

现有的这些措施同样适用于 PPP 模式的上市公司私有化环节,只是此时完成私有化并不是终点,表面上中小股东在出售自己手中的股票之后就与公司脱离了关系,但原上市公司的再上市行为却可能对中小股东利益构成进一步的侵害。

以阿里巴巴 B2B 公司为例,最后确定的注销价格为每股 13.5 港币,较停牌前的最近 60 个交易日的平均收盘价相比,注销价格溢价 60.4%。暂且不论现在这个价格是否公平合理,即使公平,若阿里巴巴

^⑤ 冯果、李安安:“上市后公司主动退市过程中的利益冲突及其法律规制”,载《南都学坛》(人文社会科学学报)2011 年第 9 期。

^⑥ 王华鹏:“上市公司私有化中的中小股东保护法律制度研究”,2008 年中国优秀硕士学位论文全文数据库。

集团经过一段时间的资源整合,在 A 股或 H 股市场重新打包上市,那么在原来股价就被低估的前提下,又经过一番大力发展,届时股价的估值一定会大大提高,甚至翻上几倍,势必高于每股 13.5 港币,那么中小股东无形中就遭受了差价损失。

在这种情况下,基于博弈论,我们可以回顾分析中小股东在私有化时的决策选择。若中小股东在面对收购要约和合并决议当时就知道,公司将来有再上市意愿,那么出于利益最大化的追求,他们可能会因为看好公司的发展前景而想继续留在公司,分享公司更长期的收益,从而不愿意出售股权;或者即使愿意出售股权,他们会希望得到比不知情时更高的对价以交换未来更多的收益。这是中小股东利用公司的相应策略而采取的策略变化,可能会导致公司最开始的私有化无法成功或者要以更高的注销价完成私有化。现在中小股东由于事先不知道公司的再上市计划,没能作出这样的决策,其与之前决策之间的差距就构成了保护中小股东利益的正当性和必要性基础。

因此,PPP 模式中的再上市环节使得中小股东的利益保护问题更加复杂,也为该路径的监管提出了更高的要求,即必须要针对这一环节特别设计保护中小股东的倾斜政策。

(二) 转板再上市涉及的跨市场监管困境

要成功实现转板再上市,必须能够满足新市场严格的上市条件。但是 PPP 模式使得新市场难以获知公司之前的经营表现和财务状况,而且在筹划再上市的过程中,该公司的红筹架构必须全部拆除、必须处理好控股权转移的复杂持股结构问题以及税收问题,这些因素都使得跨市场的再上市模式很难得到有效的监管。

以从海外市场转板到我国境内 A 股市场这一类型为例,结合中国《公司法》、《证券法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》的规定,A 股上市条件涵盖了主体资格、规范运行、财务与会计、股本及公开发行比例以及公司经营活动的正直诚信等各方面,还包括严格的上市程序规定。^② 对于拟上市公司是否符合每条规则的具体审查在所有的公司

^② 参见 <http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/sjs/nsszl/flow.shtml>, 2012 年 4 月 29 日访问。

上市案例中都有体现,只是在 PPP 模式中的跨市场上市背景下,经常涉及对公司过去状况的有关审查;由于地域和主管机关的不同,新资本市场对于公司提供的信息真假难辨,因此给公司留下了一定操纵指标和数据的空间。

此外,PPP 模式下还可能发生的一个与再上市环节紧密联系的监管问题在于,“无重大偿债风险,无影响持续经营的担保、诉讼以及仲裁”这一上市标准可能很难得到满足,因为在海外退市的公司由于股票价值严重贬值可能会发生无力偿还债务的风险,股票市值的缩水也会损害到投资者的利益,此时极有可能面临集团诉讼。据统计,截至 2011 年 11 月,已有超过 60 家中概股先后被海外市场做空者质疑存在财务造假、信息披露不完全、公司治理存在缺陷等问题,多达 42 家中概股公司被美国证券交易委员会、证交所停牌或勒令退市;而目前因退市已遭集体诉讼的达 30 家左右。^②

在这些中概股集团诉讼事件中,多伦多证券交易所上市的嘉汉林业(Sino - Forest)广受瞩目。嘉汉林业是 2011 年 3 月以来做空中资概念股浪潮中市值最大的公司,达到了 70 多亿美元。2011 年 6 月浑水公司公布了对嘉汉林业的做空报告,表示这家北半球最大的私人林业公司是新的“庞氏骗局”(Ponzi Scheme),它夸大资产、伪造销售交易,诈骗巨额资金,并给出“强烈卖出”(Strong Sell)的评级,估值不到 1 美元。^③ 报告发布当天,嘉汉林业股价从 18 元加币急剧下跌 64%,公司市值在两个交易日里蒸发了 32.5 亿美元。随后当月就有投资者向嘉汉林业及其董事和高管以及外部审计师安永提起了集团诉讼,要求赔偿 65 亿美元。对此,嘉汉林业积极回应,成立了独立委员会在公司内部进行调查,同时还表示将以诽谤对浑水公司提起诉讼。但是,2011 年 8 月,加拿大监管机关下令嘉汉林业股票暂停交易。该诉讼历时一年多,至今仍未尘埃落定,如今嘉汉林业正处于和解与重组阶段,预计 2012 年 11 月完成重组交易。此例很好地说明了中概股集团诉讼的复

^② 参见“海外资本围剿中概股 业内专家热议解决之道”,载 http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-11/16/c_122286553.htm,2012 年 5 月 9 日访问。

^③ Muddy Waters LLC Report on Sino - Forest Corporation.

杂性与持久性,一旦发生大型集团诉讼,很可能对公司的持续经营产生影响。所以为了避免这种阻碍,公司唯有尽快解决这些纠纷,待整理好影响公司经营的因素之后再申请重新上市。

另一种情形是即使申请再上市的公司之前没有遭遇集团诉讼,但是当公司再上市时,根据前文的分析可知,估值的溢价会对原中小股东利益造成损害,此时在海外市场,也很有可能发生私人投资者就此损失针对该公司的诉讼或争议。这就会使判断“无重大偿债风险,无影响持续经营的担保、诉讼以及仲裁”这一上市标准变得无法预测,难以确定。新资本市场若批准该公司在 A 股上市就可能成为造成此项诉讼的直接诱因,集体诉讼的发生又会对该条件的满足造成障碍;但是若不批准,这项条件就不会受到挑战,从而形成一个两难的局面。

(三)解决 PPP 模式监管难题的几点设想

1. 要求事前披露是否有再上市计划

随着 PPP 模式被越来越多地采用和实施,可以在私有化交易已有的信息披露要求中加入一项内容,要求公司同时披露此次私有化交易完成后,是否计划再次上市、计划何时上市。这样就能使中小股东在博弈中获得及时的信息,从而作出使自己利益最大化的策略选择。

当然,公司的商业经营活动随着市场波动而变化多端,可能在私有化的当时,公司确实不具有再上市计划;或者即使有,公司也有很大动机为了能够顺利并以更有利的收购价格完成私有化而隐瞒这一意图。对此,本条的规范与约束略显不足,还需要有以下措施的配合实施。同时,投资者也应当尽自己最大的努力进行商业判断,从而得出公司是否有再上市计划这一问题自己的答案。

2. 赋予中小股东对股权出售的撤销权

针对第 1 条信息披露的不足,可以进一步赋予中小股东对于之前在私有化过程中股权出售行为的撤销权。根据一般的法理,撤销权属于形成权,应当具有除斥期间。可以约定一个合理的期间,若在此期间内该公司重新上市了,那么之前转让股权的中小股东可以选择行使撤销权,重新以一定的条件成为股东而回到公司之中,以补偿中小股东在不知情的情况下被低价剥夺具有良好发展前景的股权。

需要注意的是,为了确保资本市场与公司运营的确定性,该撤销权

只有公司在此期间内重新上市了才会被触发,类似于“附条件”的撤销权;若公司在这段时间内没有再次上市,那么除斥期间的经过自然就导致了撤销权消灭,不会在未来对已经完成的交易的稳定产生不良影响。考虑到上文提及的回归 A 股市场需要排队等待的时间较长,周期大概为 2~3 年,将该期间确定为 3 年具有一定的合理性。另外,为了保证中小股东在得知公司再上市消息后能够具有足够的时间行使撤销权,当公司被批准再上市时该期间已不足 6 个月,应当对此期间进行延长,确保中小股东具有 6 个月的时间行使撤销权。

3. 增加股票收购价格的补充条款

同样针对信息披露的不足,可以在公司私有化时要求其与中小股东对于收购价格约定一项补充条款,经双方协商同意,若公司在某一合理期限之内重新上市,原股东可以参考新上市的股票市场价格,要求公司补偿差价或一定数额的赔偿。关于合理期限的确定,可以参考第 2 条为 3 年,也可以是股东能够接受的其他合理时间。

这项措施和第 2 条是从不同的角度、采取不同的方法保护中小股东,可以由股东自己选择适用其一,但不能同时适用。因为中小股东在公司再上市过程中受到的损失,要么以重新获得股权得到救济,要么以获得差价或一定经济赔偿得到救济,即损失多少,补偿多少,不能两项救济兼得。^③

4. 加强监管机关介入交易审查的主动性

借鉴 2008 年发生的电讯盈科私有化案件,香港证监会积极介入欺诈性的“种票”事件进行审查,并对香港地区高等法院作出的批准私有化决议进行上诉并最终胜诉,保护了中小投资者的利益。

我国的监管机关也应当积极介入 PPP 模式这一新路径中,充分发挥能动性,在私有化与再上市的过程中,留意关联交易、操纵交易等可能发生的交易不公行为,对违规行为进行审查,主动纠偏,为中小股东的利益提供更强有力的保护;尤其要关注过去在其他交易所上市的公

^③ 这有点类似于《保险法》上的“损失补偿原则”,一次损失不应当获得额外的补偿。但是若中小股东因为不知情而低价失去股权遭受了其他额外的损失,那么对该额外损失的索赔是另一层法律关系,应另当别论。但是根本上,还是有多少损失,才能要求多少赔偿。

司的财务、会计状况及公司治理等行为,力求能了解公司在境外市场的真实情况,为境内上市时的审查提供依据。

结 语

在应对中概股的信任危机时,上市公司私有化这一特殊并购操作已经对解救无辜受牵连的优质中概股公司发挥了重要作用,解决了这些公司的“出”路问题——退市。私有化继续发展,形成了一种新的 PPP 模式,这一路径的应用能够进一步解决这些公司的“进”阶问题——上市。但是,这种新模式也带来了新的监管难题,对再上市中小股东利益保护提出了新要求,需要我们继续寻求最有益的监管措施,以发挥 PPP 模式的效用最大化。