在美中国概念股私有化之“困”

——以泰富电气私有化事件为例*

北京工商大学商学院投资者保护中心 代英昌 王峰娟

随着在美中国概念股的退市风潮愈演愈烈,越来越多的中国企业选择了私有化退市。据笔者统计,2011 年共有 7 家中国概念股私有化退出了美国资本市场,其中最具代表性的是哈尔滨泰富电气有限公司(以下简称“泰富电气”)“主动”实行了私有化退市,作为此次信任危机中,在美中国概念股主动私有化退市的首例,笔者认为具有一定的研究意义。本文试图通过分析泰富电气的私有化事件,探索其主动私有化的原因与风险,并提出建议,以期为我国企业的海外生存发展提供借鉴。

一、私有化的背景

泰富电气成立于 2000 年,是国内一家集研发、生产和销售各种直线电机、工业用电机、微型电机、特种电机及节能电机系列的大型企业。2004 年 5 月,泰富电气与全球最大的高效电机制造商——美国保德电机公司合作成立哈尔滨保德泰富电气有限公司,成为保德公司亚洲的第一家生产基地,迅速巩固和提升了国内高性能电机领域的市场占有率,之后便开始重组公司架构,筹划赴美上市。2005 年 1 月,泰富电气以 3.1 美元的开盘价成功在美国场外柜台交易系统(OTCBB)市场挂牌上市。2006 年 10 月,泰富电气与美林和 Citadel 两大投资公司签订了 5000 万美元的融资协议。2007 年 1 月 31 日,泰富电气成功升板纳斯达克主板市场,股价从最初的 3.1 美元涨至 12 美元。泰富电气历经几轮股权、债权融资,不但为企业的持续发展提供了资本保障,而且市值也成长为超过 7 亿美元的大型企业集团,但同时一系列的问题也显露出来:股权摊薄、股价低迷、人才流失、持续上市成本巨大等,这极大的限制了公司的进一步发展。2010 年 10 月 9 日,泰富电气向美国证监会(SEC)提出退市申请。2011 年 6 月 9 日,在磐石资本和霸菱亚洲两家 PE 基金的协助下,泰富电气与中国国家开发银行签订 4 亿美元的贷款协议进行股权回购。由于正逢美国做空机构集体狙击中国概念股的浪潮,泰富电气也未能幸免,2011 年 6 月 16 日,Citron Research 发布做空报告,质疑泰富电气存在财务欺诈,致使其股价当天暴跌 50% 以上。面对恶意做空,泰富电气积极回应质疑,并迅速宣布私有化及时稳住了股价,有力的反击了做空机构。2011 年 10 月 29 日,泰富电气召开特别股东大会,批准通过私有化交易。2011 年 11 月 3 日,停止交易,至此,泰富电气结束了 6 年的海外上市生涯。

二、私有化的原因

作为中国概念股的先锋企业,泰富电气历经六年时间发展成为国际大型企业集团,但是最后却不得不选择主动私有化的方式退出美国资本市场,其中的原因归结起来主要有以下四个方面:

(一)企业估值过低,融资无力。

首先,近一年多来,在美中国概念股频频暴露出粉饰业绩、隐瞒关联交易、对外虚假陈述等财务欺诈丑闻,这不仅断送了自身前程,还使得中国概念股集体陷入空前的信任危机。具体表现为:投资者对概念股股票鲜有问津,股票流通性差,股价低迷,每年还要承担数百万美元的交易服务费,极大的限制了中国概念股的长期发展。其次,国外投资者并不认可中国概念股的经营模式,企业

* 基金项目:本文是国家社科基金(11BGL022)、北京社科基金(11JGB027)、北京自然科学基金(9112005)、北京教委人文社科面上项目(SM201010011008)和北京市属高校人才强教深化计划项目(PHR20100512)的阶段性成果。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

赴美上市主营业务却在国内。事实上,泰富电气退市前,其国际市场份额也只占到生产总额的 5% 左右,而“支付宝事件”更是把中国概念股企业普遍使用的“VIE 结构”推向了风口浪尖,投资者难免对中国概念股丧失信心。最后,泰富电气刚上市时股本只有 1500 万股,经过四次股票增发扩充到 3125 万股,创业者和大股东的股权被迅速摊薄,控制权大大下降,加之估值缩水,企业不得不主动推行私有化。

(二)反击做空,稳定股价。

做空机构在美国合法且普遍存在,其主要收入是研究所谓问题公司,然后埋好大量的目标公司空仓,继而发布研究报告,待目标公司股价下跌后,平仓牟利。整体而言,中国概念股公司治理相对薄弱,财务运行不健全,加之尚不熟悉美国资本市场的游戏规则,使得中国概念股很容易成为做空机构猎杀的对象,泰富电气也未能幸免,2011 年 6 月 16 日,民间做空机构 Citron Research 质疑泰富电气财务欺诈,致使后者股价一度暴跌 50% 以上。次日,泰富电气对 Citron Research 发布的做空报告予以否认,并强烈谴责其不道德的行为,并表示保留诉讼权利,同时还向 SEC 举报此事。6 月 18 日,泰富电气迅速宣布私有化回购计划,及时稳住了股价,正如泰富电气董事长杨天夫所说:敲定私有化,让企业得以更好发展,是反击做空机构最有力的一种方式,可以说 Citron Research 的做空行为无形中成为了泰富电气推行私有化的催化剂之一。

(三)重组架构,满足长远发展需要。

一方面,美国经济陷入衰退,欧债危机前景不明;另一方面,中国资本市场日益壮大,企业本土作战更为得心应手,这使得华尔街已经不再是中国概念股企业融资的圣地。因此,泰富电气利用本次信任危机以一个更为优惠的价格完成私有化,不但可以使企业在更加合理的股权结构和法人治理结构下得以继续发展,专注于更具有竞争力和规模性的业务和产品,而且可以通过资产评估和产业重组,在国内 A 股、H 股或者其他资本市场重新上市,使企业的真实价值得以释放,满足长远的发展需要。正如杨天夫所说“私有化退市,是公司发展的需要,也是必然,企业会选择在 A 股或 H 股重新上市,3 ~ 5 年内成为行业龙头企业。”因此,长远来看,泰富电气面临此次信任危机,股价低迷,融资无力的情况下,主动实行私有化退市不失是明智之举。

(四)PE 推波助澜,催化私有化进程。

除股价低迷、反击做空及满足企业自身发展需求外,PE 基金的力量也在催育着私有化的行情,如贝恩资本介入了中消安的私有化,春华资本介入了康鹏化学的私有化,复星实业介入了同济堂私有化等,可以说中国概念股的私有化进程中到处都有 PE 的身影。事实证明,泰富电气也得到了磐石资本、霸菱亚洲及国家开发银行的支持,PE 成为了其私有化实行和成功的幕后推手。一方面,在美中国概念股持续上市融资无力,另一方面,PE 基金的投资回报率每况愈下,因此,PE 基金往往会游说受困的中国概念股主动私有化,并提供资金支持其股份回购,而后帮助企业回归到国内 A 股或其他资本市场重新上市,从中获利。可以说,这种互利共赢的退市模式极大地催生了在美中国概念股的私有化行情。

三、私有化退市的风险

概念股企业实行私有化并非一帆风顺,归结起来,主要有以下三个方面的风险:

(一)私有化失败的风险。

首先,私有化的时间不确定。一般来说,概念股企业从提出私有化要约到私有化完成,再到交易所停止交易需要半年到一年的时间,考虑到大股东的持股比例和 PE 基金的介入时机与介入情况,时间上具有不确定性。泰富电气历时 13 个月才完成私有化,其中还遭受了做空机构的狙击,股价频频动荡,私有化之路并不顺利。其次,中小股东集体诉讼的风险。私有化退市的过程中,律师事务所很可能趁火打劫,怂恿中小股东企业发起集体诉讼,由于美国集体诉讼一旦开庭,则需要很长的时间。为了避免其对企业退市与再上市时机的影响,企业往往不得不采取“庭外和解”并支付巨额“和解费”的方式解决问题,正如罗仕证券董事长拜伦·罗仕所说“这是一些律师的盈利模式,因为律师总是会赢,不管是哪一方面的律师。”显然,这种花钱消灾的和解方式使得私有化企业的经济和声誉都会遭受巨大损失,事实上,泰富电气在提出私有化要约之后,短短一天内便遭到诉讼。因此,如何加强和中小股东的沟通,建立良好的投资者关系,避免律师事务所有机可乘,是企业私有化中不得不认真思考的问题。最后,SEC 对上市公司的退市行为一般都比较谨慎,并且规定了非常复杂的退市程序,这也增大退市中的变数。因此,私有化是一个长期且充满风险的过程,每一方面的不确定性都有可能使得私有化失败。

(二)回归 A 股、H 股无章可循。

泰富电气退市之后,回归国内 A 股或者 H 股同样存在一定的不确定性。首先,鲜有海外退市企业成功转板国内资本市场的先例,没有现成的经验可以参考。其次,我国资本市场体制还在不断改革和完善,对于海外退市的概念股企业,政府尚没有明确的引导政策,然而新加坡政府 2011 年曾公开声明,从国际资本市场上退市的中国公司不能到新加坡上市,随着退市风潮愈演愈烈,海外退

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

市企业势必会引起各国政府的重视,而我国政府对退市企业将会持何种态度,充满了不确定性。最后,公开上市—私有化—公开上市(PPP 策略)运作过程存在不确定性,一方面,在国内 A 股上市要进行 3 年的财务整合,这在很大程度上延迟了企业再上市的时机;另一方面,退市企业需要进行股权再造,对企业架构进行改革,并得到国内监管部门的认可,这是一个漫长的过程,如中消安实行私有化退市之后,贝恩资本持有了其 75.8% 的股份,国外资本成为实际控制人,如何进行股权再造获取国内监管部门的批准是一大难题,同时,实际控制人变更使企业回归 A 股市场时还会面临众多税务方面的困难。

(三)巨额私有化成本。

SEC 规定私有化企业必须全部使用现金回购流通股,并且回购价格必须存在合理的溢价,这就要求企业必须有充裕的现金储备或可靠的现金来源,加上巨额的中介费用,往往会使得私有化企业负债累累。事实上,泰富电气为了顺利完成私有化除了杨天夫个人出资 3.5 亿美元之外,仍背负了国家开发银行 4 亿美元的贷款,并且还花费了 4000 万美元巨资聘请高盛、摩根士丹利协助其私有化。这对于一般概念企业来说是都是很难单独承担的。其次,在操作策略上,PE 基金一般是通过债转股的方式和企业合作,通过借款来支持企业私有化,在企业能够成功上市的情况下,通过债转股来获取收益,其中设置了严格的业绩承诺条款和强制性回购等条款,一旦企业不能达到所承诺的业绩,可能会面临控制权彻底丧失的危险。可以说,PPP 过程中除了巨额的现金支出外,还存在巨大的潜在风险。

四、私有化事件的建议

(一)私有化要理性。

私有化并不是灵丹妙药,因为一旦启动私有化,巨大的财务成本甚至会吃掉半年的利润,运营方式也会发生变化,公司能不能在这种杠杆约束下继续发展,这是一个很大的问题。事实上,尽管很多在美概念股企业完成了私有化退市,但是其中也不乏私有化失败的案例,如中国陶瓷、泛化保险、侨兴移动私有化均以失败告终,因此,面对私有化浪潮,企业一定要保持理性,要根据国内外资本市场环境,结合企业自身的经营状况和发展阶段,理性选择私有化退市或是继续等待机会,笔者认为比较稳健的方式是一些概念股企业要注重自身的长期发展,先吸引一些 PE 基金的直接投资或者股权投资,等待新的融资时机。

(二)股票回购合理定价,避免做空与集体诉讼。

首先,敲定私有化的企业大股东要积极争取中小股东的一致意见,加强和中小股东的沟通,建立良好的投资者关系;要遵守 SEC 有关私有化程序的规定,对回购股票进行合理定价,发表真实、明确、强有力的私有化声明,获取投资者和相关机构的信任;聘请国际知名的 PE 基金、法律事务所等中介,积极参与私有化过程,保证私有化的进程,避免律师事务所有机可乘,怂恿中小股东发起集体诉讼,延误了企业退市与再上市的进程和承担不必要的诉讼支出与声誉损失。其次,做空机构往往会恶意狙击企业的私有化过程。因此,针对恶意做空,企业要积极应对质疑,稳定投资者的信心,并对恶意做空者报以严厉的反诉,这一方面,泰富电气树立了很好的榜样。

(三)强化公司治理,健全财务运行。

美国资本市场有着多方面、全方位、严格的监管体制,赴美上市就要接受美国资本市场的监管,适应美国资本市场的游戏规则。因此,不论是未上市企业还是在市企业都要认识到赴美上市是一个长期复杂的过程,企业一旦公开化,就要接受公众对于企业的监督,SEC 的严格监管,甚至做空机构,律师事务所的质疑。事实上,2011 年 7 家私有化退市的概念股企业中,除泰富电气之外,其余 6 家都是被动私有化,这其中不能排除面对信任危机,做空风潮,被动私有化避险的嫌疑,因此,未上市企业及在市企业首先要积极研习美国资本市场游戏规则,熟悉其金融监管体制、商业运营体制、社会文化习俗等;其次,端正上市动机,摒弃“圈钱”意识,培养持续发展的企业文化;再次,提高公司治理水平,强化权责约束机制,加强对管理层的监管;提高财务透明度,坚决抵制财务欺诈;最后,建立强有力的反诉机制,积极应对可能的做空行为,尤其是恶意做空,只有这样才能从容应对美国资本市场的长期严峻的考验。

(四)关注国内资本市场。

海外上市是对本土资本市场的有益补充,但它永远不会是主流。因此,未上市的企业不妨关注国内 A 股、创业板和 H 股资本市场。以 A 股和创业板市场为例,首先,与美国资本市场不同,A 股资本市场的上市门槛相对较高,属于“严进宽出”的类型,但是这在一定程度上更有利于企业上市前强化自身的公司治理水平和财务体制完善度,保证了企业的持续上市;其次,企业更加熟悉国内资本市场环境,传统行业也大都选择国内上市,后来者有章可循,更具有本土作战的优势,另一方面,国内经营国内上市,商业模式更容易为投资者所接受;再次,国内资本市场尚没有“做空”机制,更不会存在恶意做空的担忧;最后,国内多层次的资本市场体制正在逐步完善,创业板的推出与发展为达不到 A 股上市标准的企业提供了上市融资的可能。除此之外,对于企业而言,也需要一种社会责任感,促进国内股市的繁荣。

(下转第 91 页)

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

习的各项管理活动中,我们发现企业的知识发现、知识比较奠定了组织学习的来源,而非常重要的一项管理活动,即行为反思对于客户知识获取能力成长显得非常重要,因此,建立企业营销过程中的行为反思机制,是促成企业学习机制持续有效的重要环节。

3. 重视企业组织学习的动态反馈。组织记忆是实现客户知识外在化和显性化的重要环节,通过将客户知识进行制度化和标准化,将有效冻结客户知识。但是,客户知识是一个动态发展的过程,因此,组织学习的动态反馈机制是适应客户知识不断更新和变化的重要保障。

(二)研究局限和研究展望。

1. 研究局限。该研究在数据分析、假设检验的过程中,仅仅考虑了单个两两维度之间的相关程度,没有综合考虑整体的影响作用。事实上,组织学习的各项活动对客户知识获取能力的影响可能是相互制约相互联系的,而本文仅是研究了两个维度之间的相关关系。此外,调研数据仅为某一时点的资料,主要探讨了某一时点上企业的组织学习水平与客户知识获取能力之间的关系,缺乏动态变化的长期考虑。

2. 研究展望。在对研究主题的未来研究中,一方面,应考虑企业个性特征作为调节变量(公司治理模式、企业规模、行业特征等)对组织学习与客户知识获取能力影响关系中的调节作用和特征表现;另一方面,基于纵向研究数据的分析,将更能清晰地描绘企业的组织学习对客户知识获取能力改变的影响机制,从而提高研究的规范性和有效性。最后,对于组织学习和客户知识获取能力影响机制的中介变量挖掘和探究各变量之间的相互作用,将有助于研究主题的研究结论进一步科学化。

参考文献

[1] R. Bose, V. Sugumaran, "Application of knowledge management technology in customer relationship management," Knowledge and Process Management, vol. 10(January/March), pp. 3 – 17, 2003.

[2] D. Ballantyne, "Dialogue and its role in development of relationship specific knowledge," Journal of Business & Industrial Marketing, vol. 19, pp. 114 – 123, 2004.

[3] R. Wayland, P. Cole, Customer connection: new strategies for growth, CA: Harvard Business School Press, 1997.

[4] H. Gebert, M. Geib, K. Lutz, and G. Riempp, "Towards customer knowledge management: integrating customer relationship management and knowledge management concepts," Journal of Knowledge Management, vol. 7, pp. 107 – 123, 2003.

[5] J. Rowley, "Eight questions for customer knowledge management in E-Business," Journal of Knowledge Management, vol. 6, pp. 500 – 511, 2002.

[6] M. Al-Shammari, Customer knowledge management: people, processes, and technology, PA: Information Science Reference(Hershey), 2008.

[7] M. Garcia-Murilo, H. Annabi, "Customer knowedge management," The Journalof the Operational Research Society, vol. 53(8), pp. 875 – 884, 2002.

[8] A. J. Campbell, "Creating customer knowledge: managing customer relationship management programs strategically," Industrial Marketing Managemen, vol. 32(5), pp. 375 – 383, 2003.

[9] M. Zollo, S. Winter, "From organizational routines to dynamic capbilities," A Working Paper of the Reginald H. Jones Center, the Wharton School University of Pennsylvania. 1999.

[10] Nonaka. The Knowledge-crelating Company: How Japanese companies create the dynamics of innovation, CA: Oxford University Press, 1995.

(上接第 76 页)

因此,整体来说,国内资本市场更有利于上市公司长期发展。

(五)政府鼓励企业国内上市,完善国际板。

杨天夫回忆说"在当时的国内 A 股市场,一家名不见经传的民营企业上市的可能性基本没有,当时别说门槛难迈,连门都没有,哪里有什么门槛。"可以说泰富电气赴美上市,即是无奈之举,也是必然之举。因此,针对此次私有化事件,笔者认为政府需要从以下三个方面采取措施。首先,针对企业上市,政府不仅仅是事前审核和事后监管的角色,要积极改善投资环境,废除不必要的行业准入制度,降低国内上市门槛。强化券商制度,落实事前辅导,切实提高上市企业的公司治理水平和财务体制健全度。对于达不到 A 股上市的优秀企业,积极鼓励其在创业板市场上市,避免中国的优质企业被迫远赴海外。其次,随着越来越多的中国概念股企业退出美国资本市场,政府要给予足够的重视,建立良好的政策导向,表明国内资本市场对退市概念股的接纳态度,减少退市企业回归国内资本市场的不确定性,避免其进退两难的境地。最后,完善多层次的资本市场体制,建立国际板,让美元基金享受国民待遇,给予退市的概念股企业实行后续股权再造以更大的操作空间。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net