

## 投资者关系战略系列

### 中国反向并购上市企业解惑：如何消释市场疑云

在被曝出多起财务报告重述和欺诈指控后，中国企业的反向并购正遭遇严重的信任危机，投资者对此领域感到难以把握。我们也非常矛盾：每年营收增长率高达40%-50%的公司，预期市盈率只有5到6倍，市净率只有1到2倍，这远不是正常的高成长型公司股票应有的表现。

今天，几乎任何一家中国公司都可能成为卖空者精心策划的的攻击目标，遭到集体法律诉讼，或被美国证监会和第三方调查。因市值被严重低估，一些中国公司正在探求其他途径，比如私有化和在港交所或A股重新上市。最近Baring私募基金和高盛联手帮助纳斯达克上市公司哈尔滨电机以高于市价20%的价格试图退市，交易总金额约合7.5亿美元。还有一些交易正在酝酿当中，看来大资金对中国小市值企业的价值还是认可的。

与此同时，中国已成为美国证券交易所海外上市公司的最大来源。另外，《财富》杂志列出的2010年增长最快的百家企业中中国公司占了十多家。

怎样才能让美国投资者心无顾虑地投资这些公司呢？中国公司怎样才能不受其他丑闻的影响呢？

中国公司潜在的增长机遇会帮助投资者最终重拾信心，同时还会伴随着更严谨的尽职调查。一旦拨云见日，那些致力于提高财务报告质量、执行公司治理最佳实践方案、与投资者坦诚沟通的中国公司，将会迎来下一轮的增长。

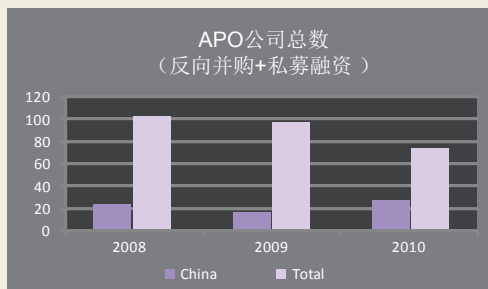
## 反向并购和中国

2000年的互联网泡沫破灭后，IPO市场不再有小型企业的身影。这些小公司被迫寻求其他途径上市及融资，例如反向并购。在反向并购交易中，私有公司花钱控制一家上市公司，也称“壳”公司。之所以称之为“壳”，是因为公司几乎没有任何实际运营。私有公司随后并入壳公司，以它的名义成为一个上市公司。反向并购经常与私募融资联合进行，也就是通常所谓的融资型反向收购（APO）。<sup>1</sup>

相比传统的IPO，APO有许多优势，其中最重要的是时间和费用。大多数融资型反向并购会在三个月左右完成，成本不超过100万美元。而一项IPO交易可能需要一年的时间，花费好几百万美元。近年来，随着反向并购交易不断增加，很多投资者也乐意参与私募。另外，证交会已经将反向并购上市合法化。这些因素都导致了更多的小企业选择通过APO方式公开上市。<sup>2</sup>

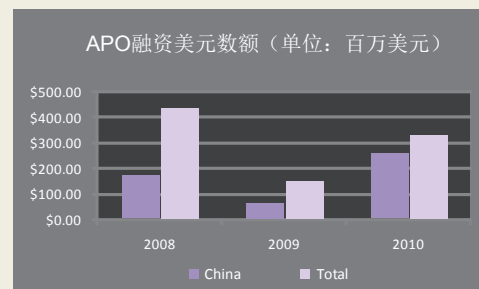
APO尤其适合快速增长的中国公司以合理的价格寻求快速进入资本市场。近年来，通过APO上市的中国公司数量不断增加。有接近一半的在纽交所、纳斯达克或者纽交所旗下的美交所挂牌的中国和中国香港公司是通过反向并购上市的。在2010年截至今日，超过40%的APO是中国公司。（见图表 1）更重要的是，中国公司融资总额超过2.6亿美元，占了所有反向并购所融资的80%以上。（图表 2）

Figure 1:



来源: Dealflow Media Inc. 2010年截至9月的数据

Figure 2:



来源: Dealflow Media Inc. 2010年截至9月的数据

## 为什么选择美国上市?

赴美上市要投入大量的时间、精力和金钱,为什么还有中国公司要舍近求远,不选择估值水平更高的上交所或深交所呢?

中国国内的资本市场在许多方面仍处于初级阶段。私有企业想到A股上市得排上好几年的队,还得找“关系”,或者说需要有政府关系才能获得批准。新推出的创业板同样存在排队问题。更重要的是,中国的A股市场缺乏跟踪机制及增发市场。因此,中国公司更倾向于选择在境外上市,例如美国、香港或新加坡。

中国经济快速增长,有充沛资本支持的公司就能够快速超越竞争对手。通过在美国上市,中国公司可以快速扩大商业规模、比同行跑得更快、在海内外寻求并购机会。在美国上市同时表明公司在财务报告、产品质量及公司管理方面致力于达到国际标准。因此,国际客户可能更愿意与美国上市公司签订合同,收购目标也愿意接受股票作价,地方官员在土地出让、许可经营、研发经费等其他形式的政府支持方面可能会更加慷慨。然而,目前美国资本市场给出估值实在令人失望,一些公司正将香港市场作为备选方案。

## 中国反向并购公司的表现

很多因素会影响一个公司的成功,包括商业计划的成功执行、成长战略及优异的财务表现。然而不可否认的是,在主板交易所上市有很多好处。主板上市公司的股票交易流通性更好、市值较大、估值更高,并且相较于在OTCBB的类似企业,更容易获得融资来拓展业务或者进行并购。

自从2005年进入中国市场，CCG投资者关系已为70多家通过反向并购上市的中国公司提高咨询服务。分析这些公司的表现，我们发现36家升板到主板的公司相比反向并购上市初始，平均增幅为45.3%，比沃特中国指数（Halter China Index）超出23.2%。<sup>3</sup>

为什么不是所有的中国反向并购公司都升板到主板呢？简而言之，它关系到时间、精力及费用。公司必须符合财务及运营要求，执行公司治理最佳实践，例如建立独立的董事会、审计委员会，并遵守商业道德准则。公司还必须满足对股票价格、市值和流通股数量的要求，并符合对股东最小数目的要求。最后，升板的成本是挺可观的，尤其对于现金吃紧的高成长公司。

## 投资者对中国公司反向并购的主要顾虑

投资中国公司伴随着额外的风险，包括经济风险和政治风险、获得公司可靠信息的难度、以及对公司高层采取法律措施的限制。投资者了解并接受这些风险，这反映在对这些长期高增长公司的更高的风险溢价上。其实上市公司还是可以完全掌控一些影响估值的因素。管理层需要倾听并了解投资者在非交易路演、季度营收电话会议或投资者峰会中提出的顾虑。以下问题在有关中国反向并购公司的讨论中出现频率很高，我们为管理层提出了相应的一些策略建议。

## 我能相信那些财务数据吗？

中国反向并购公司的盈利能力及业务增长是非常有吸引力的，因此财报的真实性对于投资者来说至关重要。几家中国反向并购公司被曝出有欺诈行为将此类问题推上风口浪尖。即使是未经证实的传言也会导致大规模的恐慌，单个交易日的抛幅约30%-40%。这种情形容易让投资人类推至所有的中国反向并购上市公司。以下步骤可以帮助管理层将公司从良莠不齐中区别开来。

- 聘请与企业规模相适应的审计师 - 通常，投资者在看中国反向并购公司时，首先关注的问题是“谁是公司的审计师？”投资者希望他们投资的每一个中国公司都聘用“四大”会计师事务所，尽管这对于小企业来说显得不太现实。选择拥有足够员工和专业能力、能为中国公司提供全方位审计服务的公司是非常重要的。查阅最新的上市公司会计监督委员会(PCAOB)的调查记录可以作为选择审计师的良好起点。请注意，一些中国和香港的审计公司不受PCAOB管辖，这会使投资人感到不安。当与投资者会面时，管理层应该准备好如何解释他们对于审计师的选择。
- 聘请一个会说英语的、熟悉美国通用会计准则（US GAAP）的首席财务官 - 聘请高水平的首席财务官有助于增强投资者对于公司、管理团队和财务表现的信心。一位熟悉美国通用会计准则的称职首席财务官可以减少延误或重述财务报表的风险。称职的CFO能够在美国投资者中建立信誉，能够更好地在投资者会议、营收电话会议及非交易路演中与投资者进行互动。

遗憾的是，在这一方面，许多中国反向并购公司都做得不好。出于缩减成本的考虑，有些公司聘请了相对缺乏经验、不会说英语的CFO。还有一些公司聘请的CFO能说一口流利的英语，但对美国通用会计准则（US GAAP）及国际财务报告准则（IFRS）了解有限，或者他们居住在不同的城市或者国家，与高层管理团队接触有限，很难融入企业的管理文化。这经常使CFO产生挫败感，觉得自己是个局外人，导致这个职位频频换人。中国反向并购公司应当投入必要的时间和资源，聘请一个合格的、会说英语、能融入公司企业文化的首席财务官。

- 在内部会计系统及员工上进行投资 - 要想成功过渡到能与大型审计师事务所合作的水平，公司需要有一定的受过美国通用会计准则及内控管理良好培训的员工。聘请大型审计师事务所提供内控咨询服务是一个有效的方法，以确保公司认识并解决薄弱环节，准备好升级与“四大”合作。一个稳定的高水平的财务团队能大大增强投资者对于公司财务报告的信心。
- 美国证监会（SEC）的报表要与中国政府部门的报表保持一致 - 当前投资者非常关注公司在中国政府部门申报的材料，例如国家工商行政管理局（SAIC）和国家税务局(SAT), 管理层需要确认这些报表与上报SEC的财务报告保持一致。存在不大的差别是被允许的，比如应计项目在美国通用会计准则下与中国会计准则下计算方式不同；非常大的差异或许会被视为财报信息过分夸大的信号。许多投资人已经将审查这些中国政府部门报告作为他们尽职调查程序的一部分。

## 公司治理

公司治理是减少和管理公司内部人员与外部投资人利益冲突的检验及平衡框架。<sup>4</sup> 遗憾的是，公司治理却是对中国公司管理团队最具挑战性的领域。事实上，许多在美上市的中国公司在公司治理方面离诸如ISS、标准普尔、The Corporate Library等评级公司设定的高分水平，还有很大的差距。尽管如此，中国公司仍然能够执行以下公司治理的最佳实践方案，将自身从良莠不齐中区别开来：

- 采用国际标准的公司治理及决策流程 - 许多中国反向并购公司的最大股东股权超过50%。他们通常是公司的创始人、CEO和董事会主席。通常这种架构意味着更低的代理人成本，中国反向并购公司的情形却稍许不同，因为董事长/CEO经常习惯于简化正式程序、审查和平衡而做出战略决策。既要符合海外上市公司治理的国际标准，又要保持帮助公司走向成功的企业家远见，是中国公司面临的巨大挑战之一。
- 接班人计划 - 许多中国领先的上市公司是由比较年轻、成功的创业者领航。CEO可能还认为接班人计划是个遥远的问题，投资人却相当看重。公司可以展现已经考虑接班人计划，以确保在公司高管层出现变动的情况下顺利过渡，打消投资者的担忧。
- 聘请非常合格的独立董事 - 独立董事可以提供外部视角，确保公司行为符合股东最大利益。因此，聘用熟悉公司产业、资本市场、会计准则、证券法、公司信息披露和营销等领域的独立董事是至关重要的。选择审计委员会主席更是重中之重，因为审计委员会的职责就是监督公司财务信息披露的准确性和可靠性。为节省成本而任命年轻的或资历浅的独立董事，只

会让投资人不悦。任命参与多个董事会的独立董事也会引起投资人的疑问，他们能对公司形成足够的监督吗？按今天的形势，许多投资人希望中国公司聘请拥有美国国籍的独立董事，因为他们将直面或有的法律责任。

- 授权董事会 - 董事会成员有义务基于股东长期利益最大化进行决策。一个有效的、被授权的董事会具有以下特征：独立董事占多数席位、具有相关经验、有权独立于管理层去聘用外部专家，能接触到公司财务及运营方面的准确信息。<sup>5</sup> 一个被授权的董事会凭借其高层次的监督可以给投资人带来信心，在这方面，执行最佳实践的公司会比那些不这么做的公司更受到尊重。

## 仔细考虑股权融资的意义

鉴于对于股权稀释的强烈顾虑，任何含股权成份的增发都应有清晰的资金用途，并能促进每股净收益的上升。管理层应向投资银行咨询股权增发的时间表和融资结构，并考虑是否有其他方法能资助计划中的收购或资本支出。

## 时刻准备回答关于关联方交易的问题

不动产的转让、公司间借贷、关联方供应商及客户都会引起投资人的强烈关注。管理层需要预计到投资人会对此类交易进行更严格的尽职调查，并准备好解释为什么这些交易不是单纯的关联交易，而是符合股东最大利益的。调查与公司管理层、董事会成员及其他关联人之间的关联方交易，已经成为尽职调查的一部分。<sup>6</sup>

## 公司结构

影响所有中国海外上市公司，包括反向并购和IPO，的共同问题是投资人对复杂公司结构的顾虑。中国政府颁布了一系列关于外商投资中国公司的相关法律，例如限制或禁止外商投资对中国经济有重大影响的某些产业，例如电信和电子商务。<sup>7</sup> 过去，想在海外上市的中国公司通过“回程投资”（round trip）先把自己转变为离岸控股公司，一般以英属维京群岛作为总部，之后再收购中国境内的业务。2006年开始，中国政府推出“十号文件”，规定此类“回程投资”需要通过政府批准。由于获得政府批准难度较高，市场上出现一系列规避“十号文件”的替代结构，最受欢迎的两种类型是“可变利益实体”（VIE）及“慢步走”（Slow Walk）。<sup>8</sup>

对于不了解这些法规背景的投资人而言，这种公司结构显得不必要的繁琐和风险高。因此管理层需要深入了解这些问题，清晰地投资人解释公司结构。

## 遭受攻击：如果你成为卖空者的目标该如何做？

卖空者时刻期待着市场恐惧。根据看似可靠的信息来源，他们对目标公司的运营、财务数据、管理团队的可靠性提出了许多质疑。恐慌接踵而至，投资人由于担心这些指控可能是真的，认为如果他们不赶快抛售股票就会血本无归。集体诉讼很快也会跟进，公司发现短短几日就已陷在危机之中。尽管管理层不太可能一夜之间扭转公司股价的跌势，但仍能一步步地消除投资者的恐慌，以尽快摆脱卖空者的攻击，减少不利影响。

最好的方法是快速行动，建立一个完整的、战略性的危机沟通计划。最好先召开一个大会，邀请公司管理层、独立董事、律师、投资者关系经理或外部投资者关系咨询公司等全部出席。会上，公司将参考各方意见，分析卖空者攻击的性质、具体的指控和市场的反应，来决定合适的应对方式。

以下技巧可以帮助公司在短期内避免成为卖空者的攻击对象：

- 利用数据库来识别哪些股票经纪人有非法的裸卖仓，督促他们平补这些空仓。
- 与主要的股东联络，鼓励他们将在股票移出保证金账户，这样就能减少市场上卖空者可以借到的股份。
- 发布一系列正面的新闻稿，介绍最近的营运发展和财务数据，反驳卖空者的指控，解释公司在回应卖空者指控时的相应变化。
- 建立股票回购或分派股息项目一事前需要对资金使用的成本收益进行分析，并得到董事会批准许可。

一项有效全面的危机公关沟通计划还包括：

- 积极地与大型机构投资者及卖方分析师进行沟通
- 及时回复投资者询问。准备一个详细的常问问题与回答清单，确保对所有投资人做出一致回应
- 召开特别的投资人电话会议以解决投资人顾虑，并回答问题
- 指定一个媒体发言人，将所有媒体请求汇总给发言人
- 内部沟通-通过面对面会议、内部电话会议或电子邮件向所有雇员简要介绍目前的特殊状况，强调“不私自接受媒体采访”政策，为雇员准备常问问题及回答清单，让他们在面对客户及供应商的询问时能正确地作出回应。
- 安排投资者日/工厂参观
- 企业视频宣传-对那些在偏远地方的公司是非常有帮助的

最关键的是，公司在解决卖空者制造的问题时所采取的行动，以及如何将这些行动传达给股东。积极寻求解决途径的公司，在经过一段时间后，会重新赢回投资者的信心。这有可能涉及修正SEC备案文件中的内容、重述财务报表、调整管理团队，在内部调查结果出来之后遵从董事会的建议。相反，不这么做的公司可能会面临额外的抛售压力，并有被诉诸法庭的风险。

## 结论

目前有关中国反向并购股票的质疑将极有可能促使中国公司的董事会建立更高的标准，这也是过去几年演变的重要延续。上市公司通过积极地解决投资人所关切的问题来提高自身水平，在市场自我修正的阶段，他们会成为赢家，重新吸引投资人关注中国巨大的增长机会。



**Crocker Coulson**  
总裁

CCG投资者关系公司  
521 Fifth Ave  
38th Floor  
New York, NY 10019  
(212) 245-1010  
[crocker.coulson@ccgir.com](mailto:crocker.coulson@ccgir.com)



**Elaine Ketchmere**  
合伙人及副总裁

10960 Wilshire Blvd., Suite 2050  
Los Angeles, CA 90024  
(310) 477-9800  
[elaine.ketchmere@ccgir.com](mailto:elaine.ketchmere@ccgir.com)

[www.ccgir.com](http://www.ccgir.com) | [www.ccgirasia.com](http://www.ccgirasia.com)

## CCG投资者关系公司 2010年9月

CCG投资者关系公司是一家领先的投资者关系咨询机构，为上市公司及有意愿上市的私有公司提供全方位的投资者关系服务。

<sup>1</sup> David N. Feldman and Steven Dresner, *Reverse Mergers: And Other Alternatives to Traditional IPOs* (New York: Bloomberg Press 2009)

<sup>2</sup> Feldman and Dresner

<sup>3</sup> 回报率的计算是以2010年9月13日之前反向并购上市后的第一个正式交易日的收盘价作为标准。

<sup>4</sup> CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, *The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors* (Charlottesville, CFA Institute 2009)

<sup>5</sup> CFA Institute Centre for Financial Market Integrity

<sup>6</sup> CFA Institute Centre for Financial Market Integrity

<sup>7</sup> 更多信息请参考, see the "Catalog for the Guidance of Foreign Investment Industries" (effective Apr. 1, 2002), <http://www.fdi.gov.cn/tlaw/lawinfodisp.jsp?id=ABC00000000000004228&apld=1>.

<sup>8</sup> 更多信息请参考, see: Thomas M. Shoemith and Woon-Wa Siu, Pillsbury Winthrop, *Financing High Growth Chinese Companies After "Circular 10"*, China Rising Newsletter Volume 1, Issue 2 April 2009 and Simon Luk, Winston & Straun, LLP, *Certain Recent Entrepreneurial Responses to China's Mergers & Acquisitions Rules* <http://www.winston.com/siteFiles/Publications/D251D3BADFE41705F62637CD143EEDA3.pdf>