

IPO 渐生“围城”效应 私有化出现套利空间

2011-10-19 清科研究中心 张兰

2011 年 10 月 17 日，美国 SEC 网站显示，以 CEO 陈天桥为代表的陈氏家族向盛大（Shenda）董事会发起无约束力提议（Non-Binding Proposal），拟以每美国存托凭证（ADS）41.35 美元（折合每普通股 20.675 美元）的价格向股东收购全部盛大股票，进行私有化退市。截止至 2011 年 9 月 30 日，陈氏家族共持有盛大 68.4% 的股权，按照提议价格计算，此笔收购一旦达成，盛大剩余的 31.6% 股权涉及价值逾 7 亿美元。提议中披露，陈氏家族将通过借款形式筹集资金，完成此笔交易，并已从其财务顾问摩根大通处获得“高度信心”函（a “Highly Confident” letter）。

To IPO or Not to “围城”内外面面观

盛大的此次私有化提议向市场投下了一枚重磅炸弹，大家的目光大多集中于陈天桥的提议意欲何为。目前大部分寻求私有化退市的企业往往是因为二级市场表现欠佳，退市实为无奈之举。然而以陈天桥为代表的管理层现正踌躇满志，盛大旗下业务繁多，战线已经全面铺开，不缺钱、不缺人、不缺产品、不缺品牌，这与通常意义上的拟私有化企业存在较大差别。清科研究中心认为，盛大此举在于“退”一步海阔天空。

近年来，中国企业展现了强烈的上市需求，创业板开闸以来境内资本市场火爆，2010 年第四季度的海外市场也出现了放量增长。然而 IPO 自身同样是一柄双刃剑：未上市企业更多关注在上市过程中获得瞬间价值增量，树立品牌形象；已上市企业则面临公开透明化的定期信息披露，并且一部分企业控制权转移到了市场的手中。因此，IPO“围城”之外，拟上市企业“千军万马勇闯独木桥”；IPO“围城”之内，已上市企业在经营管理中难免遭遇多方掣肘，并且承受业绩压力难以大展拳脚。

盛大若实现此次私有化，则在未来一段时间内可以摆脱公共企业的业绩束缚，能够重新对公司业务进行整合和调整；并且鉴于陈天桥在“两会”期间递交的“红筹回归”提案，不排除盛大有意放弃 NASDAQ，通过“PPP 策略”回归境内资本市场的可能。

PPP 策略呼声渐高 借道私有化实现“多赢”

清科研究中心观测到，借助投资机构的支持，利用“PPP 策略”寻求私有化退市的成为一个渐受青睐的选择。所谓 PPP 策略，即“Public-Private-Public”，指先通过收购在外流通股实现私有化退市，转变企业架构，谋求再次上市。清科研究中心认为，“PPP 策略”对于企业、股东和机构投资人分别呈现出以下几点获利空间：



首先，企业欲寻求私有化，必将向中小股东提供基于当期股价的溢价，才可能达到回购股权的目的。以盛大为例，本次陈氏家族所提出的\$41.35/ADS 的收购价格，相对盛大 2011 年 10 月 14 日收盘价溢价 23.5%，相对之前 30 个交易日的成交量加权平均价格（Volume-weighted average）溢价 26.6%，相对之前 60 个交易日的成交量加权平均价格溢价 25.1%。换言之，持有盛大股票的中小股东通过本次私有化收购，可以直接获得超过 20% 的股票收益。加之，正是由于收购溢价的存在，私有化对于二级市场而言是利好消息，股价将短期走高，也将为股东带来抛售套现的机会。

其次，实现私有化退市往往需要借助大量的资金支持，基本不可能利用自有资金进行股票收购，必将寻求投资机构的支持。由于拟私有化企业的往往企业估值较低，能够为投资机构提供理想的入股机遇，企业私有化之后再登陆其他交易所上市，将呈现出可观的资本增值空间，可以视为某种意义上的“Pre-IPO”投资，预期收益的可靠性较高。

再次，私有化再上市有望为企业提供一个“凤凰涅槃”的机会：第一，能够帮助企业摆脱股价低迷的困境，消除二级市场表现对企业形象带来的负面影响；第二，通过回购股份，增强二级市场投资者的买方信心；第三，私有化之后公司经营权集中，有利于公司进行改革和治理，重新布局；第四，另寻市场再次上市，企业有望获取更高的市场估值。仍以盛大为例，据 2010 年年报披露，2010 年盛大普通股股东的净收益为\$1.5/ADS，按照盛大 2011 年 10 月 14 日的股价 33.48 美元计算，盛大的市盈率为 22.32 倍；以提议收购价格 41.35 美元计算，市盈率为 27.57 倍。据清科研究中心统计，尽管境内资本市场的市盈率在 2011 年一季度之后出现明显回落，三季度平均值降为 37.64 倍，但仍高于盛大当期水平。

清科研究中心认为，实现 PPP 策略，需要企业、投资者和中介机构多针对企业现状量身定制私有化策略，目前尚不存在一个“放之四海而皆准”的运作模式，在实际操作过程中需要 case-by-case 的进行分析和协商，因此在券商、律师事务所中拥有丰富资源的投资机构将在 PPP 策略方面具有先发优势。

关于清科

[清科集团](#)成立于 1999 年，是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

服务介绍：

[清科研究中心](#)于 2001 年创立，研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国



最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品[清科数据库](#)（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

[清科互动](#)平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台，每年参会人数总和逾万人次，拥有国内最强的投资人关系网络。旗下会议论坛品牌包括中国创业投资暨私募股权投资论坛、中国有限合伙人峰会、中国高成长企业家峰会及创业投资俱乐部。

[清科资本](#)是清科集团旗下的投资银行业务，为中国高成长企业提供全方位融资、并购和重组方案，每年协助 20 多家企业完成资金募集和并购，交易金额超过 2 亿美元。行业涵盖互联网、通信、教育、健康医疗、消费、零售及服务业等方面。

[清科创投](#)是清科集团于 2006 年募集成立的创业投资基金，专注于投资具有高增长潜质的中国企业，主要采取联合投资的方式和国内外著名创投机构投资于中后期企业，以领投或联合领投的方式投资于早期的创业企业。

[清科投资](#)是清科集团旗下专注于母基金(FoF)的管理平台，是一支专注投资中国市场上优秀的创业投资（VC）和私募股权基金（PE）基金的母基金。于 2011 年成立，首期募集目标 20 亿元，总募集规模为 50 亿元。

[投资界](#)是清科集团旗下领先的中国私募股权投资行业门户网站。以强大的投资人关系网络为基础，致力于为业界人士提供最及时、准确、深入的市场报道，并整合清科集团十余年的行业研究资源，倾力打造具备丰富数据及深入分析的专业化网站。

更多详情请咨询 400-600-9460

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16154

