



美国股票市场上的中国“挤出” 以及保护美国投资者的必要性

Peter Halesworth

管理合伙人，恒润合伙人有限责任公司

摘要

从2015年开始，三十八家在美国上市的中国公司开启了一股前所未有的私有化风潮。尽管这些公司在美国上市的过程中现金余额已经平均增加了六倍，但这些公司提供的私有化溢价不到美国公司私有化溢价平均值的四分之三，甚至有超过一半公司的私有化要约价格低于首次公开发行（IPO）的价格。许多中美投资者纷纷表示不满*。但是因为管辖权上的问题以及这些“避税天堂”缺乏相关股东权利的管制，这些美国投资者基本上没有办法来挑战与反对这些报价。最终，这些管理层利用所有权控制，以极低的价格“挤出”美国投资者，随后以更高的价格在中国股票市场上上市。这份白皮书中针对这些管制缺失，向管理部门，立法部门以及相关机构提出了六项建议，希望能够调节管理层与股东们之间的利益。

目录

图表索引	4
中国公司发出低于平均值的要约	5
公司在损伤投资者利益退出后获得巨大利益	6
低于内在价格的收购和零和游戏案例	8
制度漏洞导致股东的损失	12
日益增长的股东权利空缺	14
乐观的理由	15
现在开始行动，使美国不再是公司治理的法外之地	17
我们的六项建议	17
联系方式：	18
附录：相关股东信与媒体报道	19

白皮书贡献者: Mr. Thomas D. Grant, CFA

图表索引

图1A 中国公司在损伤投资者利益退出后获得巨大利益	7
图1B 现金增长	7
图2 私有化公司大发横财	8
图3A 在美国融资，增加现金流	11
图3B 公司以比IPO价格低的报价挤出投资者	12
图4 各国股市交易额（2014）	14
图5 各地区ADRs交易额	15
图6 私有化候选：优秀的公司	16

美国股票市场上的中国“挤出”以及保护美国投资者的必要性

——Peter Halesworth, 恒润合伙人有限责任公司管理合伙人

应该通过填补制度空白来调节管理层与股东们之间的利益

在美国上市的中国公司正在侵占美国股东们的利益。他们正利用美国公司治理上的漏洞以很低的价格“挤出”美国股东。二零一五年开始，有三十八家公司提出了私有化方案，总市值超过了\$440亿。这些公司提供的溢价不到美国平均私有化溢价的四分之三，这引起了股东的不满*。这些低的溢价并不是因为公司不够财力，相反的是，很多公司已经在美国上市以来平均现金持有量已经增加了六倍

为什么这些公司这么做？因为他们可以这么做。他们在利用这个制度缺失。作为美国存托凭证（American Depositary Receipts, ADR）或者美国存托股（American Depositary Shares, ADS）的投资者，投资者们并没有因为公司在美国上市而享受股东的权利。与美国公司私有化不同的是，ADR的持有者基本没有挑战低价收购方案的渠道。中国公司在ADR/ADS市场上的比重越来越大，在2014年达到了\$3.3万亿。投资者，立法部门，政策制定者，证券交易所以及相关机构必须采取行动来填补政策空白，调整管理层与股东们之间的利益。立法改革与执法行动上必须跟进，针对这些损失投资者利益的单向交易上做出改变。

中国公司发出低于平均值的要约

从2015年初开始，有三十八家（根据恒润的统计**）在美国上市的中国企业开启了一股前所未有的私有化退市风潮。许多的公司是“孤立”的小盘股。这些股票在

* “A Growing Disenchantment With Chinese Buyers?” Institutional Shareholder Services (ISS), 2015年3月15日。可向ISS申请阅读。

** 有两个额外的战略收购交易，这样总数到达40家。根据我们的统计，在2010年-2014年期间，中国在美国上市的股票中有26个私有化收购。

在绝大多数的例子中，收购方来自公司内部。而且收购方必须让股东得到一个高的收购溢价来放弃未来的内在价值——全球领先的公司治理咨询公司 (Institutional Shareholder Services, ISS)

上市之后便被华尔街所忽略，交易量也非常低。虽然私有化收购要约一般来说是个好消息，但是许多公司私有化的要约价格远低于公允价格或内在价格¹，切断了投资者们的长期收益，造成不可逆的资本损失。“挤出”是指大股东利用其控股权的优势，法律武器或者管理权，为了经济利益而减少其他股东的做法。

三十八家的公司的私有化溢价平均为20.6%，美国公司为了获得控股权兼并与收购的交易的平均溢价为28.4%²。有10家公司的溢价低于10%，三十八家公司中只有五家公司的溢价比美国公司提出的私有化溢价平均值高。

更让人担忧的是，许多公司是以低于IPO的价格“挤出”投资者。三十二家公司IPO获得总共\$63亿融资³。表面上融资是为了股东的长期利益，但是32家公司以低于在美国IPO的价格私有化。就这些公司而言，他们私有化的价格平均要比IPO价格低54%。

公司在损伤投资者利益退出后获得巨大利益

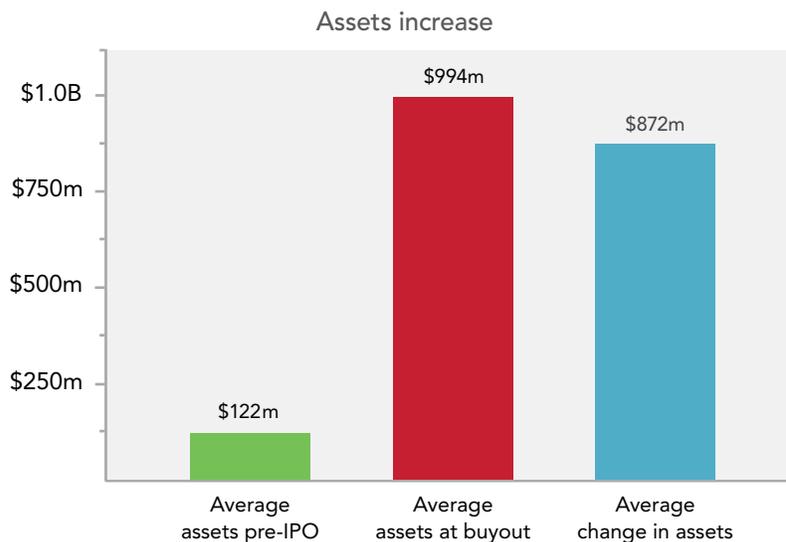
这些私有化的较低报价并不是因为公司缺钱。公司做的这笔交易不仅仅为了获得控制权，而且能在美国金融市场上从投资者身上赚的盆满钵满。私有化的这些中国公司在IPO之前账面的平均现金余额为\$4500万。在这些公司宣布私有化的时候，这些公司平均现金余额为2.80亿，和他们IPO之前相比增加了六倍（见图1）。总资产也是一样，平均总资产从IPO之前的\$1.22亿增加到了私有化的\$9.72亿，增加了八倍。

1 内在价格是指公司未来的现金流，资产增值以及收益增加。

2 控制权溢价的平均值是来自Business Valuation Resources (BVR)根据2000-2010年通过3659个交易统计得出。私有化溢价为28.4%。

3 \$63亿的总融资额是基于超额配售选择之后的价格。超额配售选择权是让承销商在原先的基础上销售更多的股票。38家公司中6家公司是以非IPO的形式销售的。

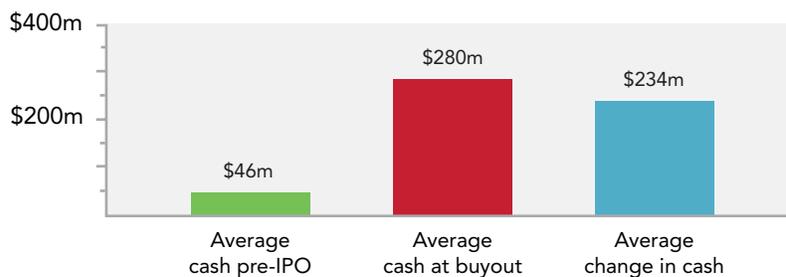
图 1A 中国公司在损伤投资者利益退出后获得巨大利益



Source: U.S. SEC filings

这些低价收购不是因为公司没有财力

图 1B 现金增长

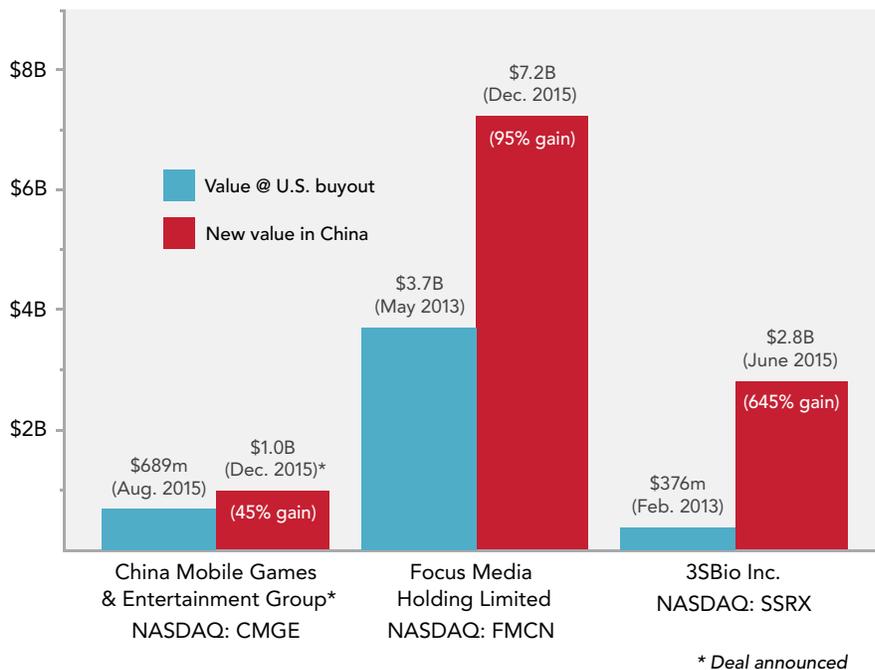


Source: U.S. SEC filings

公司管理层意识到公司的价值远超过他们要约付出的价格。许多公司在退市以后在中国资本市场寻求上市的机会。到目前为止我们已经看到了不少公司大发横财。中国手游娱乐集团有限公司，三生制药股份有限公司，分众传媒控股有限公司这三家就可以很好的说明（见图2），这些公司在退市后已经获得了超过7倍的收益。这些公司里许多在国内没有资格上市，但是他们却在这里损害美国股东的利益。这更加表明这些公司的报价有多低。

图 2 私有化公司大发横财

这些公司的“横财”更加现实出了收购溢价之低



Source: Bloomberg

看起来所有这些管理层提出的要约只是为了自己赚一笔而已。他们本可以用这些现金提高一些收购价格来减少股东的长期利益的损失，或者用这些现金发放特殊股利。平白蒙受这些损失并不是投资者们一开始投资这些在纽约证券交易所（NYSE）和纳斯达克（NASDAQ）上市股票的初衷。在这些市场上市的公司应当是令人信任的“管家”而不是在和投资者玩零和游戏对手。这些国外的公司虽然都在美国上市融资并且在美国交易，但是却不受美国证券交易的制约。这一法律上的漏洞应该被填补。

低于内在价格的收购和零和游戏案例

这些私有化收购的例子可以显示出投资者是如何没有被合理的补偿。这些收购要约的价格大大低于公司的内在价值而且并不适合公司的积极发展。管理层们总认为自己的报价并不低，但是有些报价却只有IPO价格的三分之一。

许多公司虽然在美国交易和美国融资，但享受着“外交豁免权”

在许多私有化收购的案例中，管理层支付低于内在价值的价格。例如**中国脐带血库企业集团 (NYSE:CO)**，一家中国保存脐带血的领军企业。公司母公司发出的要约价是\$6.40每股，远低于股东发表研究报告中公司估值的\$15-\$20每股。毫无疑问，这一价格引起了股东的极大不满⁴。之后母公司收到的另一个要约是\$13.50每股。但是，所有其他的股东只能得到\$6.40每股——比同级别的股票价格要低53%。

另一个例子是**世纪佳缘国际有限公司 (NASDAQ:DATE)**，中国的Match.com。世纪佳缘有1.5亿的注册用户，公司是中国最大的在线婚恋交友平台。公司联席主席出乎意料的将公司19.6%的股份在将近一个52周最低的价格基础上，以15.7%的溢价卖给了一家香港公司“宏利联合创投基金”。三天之后，“宏利联合创投基金”以同样的价格发出了私有化要约，收购股东手中的股票。在私有化过程中，世纪佳缘收到多个竞争要约，但是世纪佳缘并未及时公开，这些要约价格比之前内部发出的要约价格要来的高。“宏利联合创投基金”发出的报价比内在价格低54%。

一个更加复杂的例子是**人人网 (NYSE:RENN)**，这家公司的要约价格也低于内在价格，私有化剥夺了股东们在未来获得内在价值的权利。公司在2011年IPO的时候吹捧自己是“中国的Facebook”。公司在上市之后社交网络业务的流行度逐渐下降。与不断下降的流行度相反的是公司在风险投资上获得的成功。公司的投资包括一家美国领先的P2P在线借贷公司“社交金融” (SoFi)。这家公司在贷款来源方面排全美第二。SoFi当前的估值是\$40亿，许多分析师认为在2017年SoFi公司的估值会到\$60亿。媒体也纷纷预计SoFi将会上市。人人网的主席陈一舟却从人人网股东手上买回股票私有化公司。人人网拥有SoFi 24.8%⁵的股份，也就是将近\$10亿，的股份，也就是将近\$10

4 股东来信可见：<http://www.prnewswire.com/news-releases/september-9-2015-open-letter-to-the-board-of-china-cord-blood-corp-from-jayhawk-capital-300140135.html> and <http://www.prnewswire.com/news-releases/fm-capital-partners-delivers-letter-to-the-special-committee-of-the-board-of-directors-of-china-cord-blood-corporation-523075331.html>. Also see article <http://www.prnewswire.com/news-releases/golden-meditech-enters-into-agreements-with-nanjing-xinjielou-to-sell-china-cord-blood-corporation-300200915.html> and <http://www.reuters.com/article/us-china-us-buyouts-idUSKCN0T416920151115>

5 人人网持有SoFi的24.8%的股份可见SEC-20F文件，发表于2015年4月16日。

亿，相当于公司私有化要约的总报价。在私有化过程中，陈一舟和合伙人将会得到比SoFi股份更多的利益。如果这么看，他们会以零成本获得人人网社交网络业务的完整控股权，除SoFi以外16个公司的风险投资，对冲基金投资，以及将近\$4亿的现金⁶。

在其他的例子中，公司在刚刚开始有起色时发出私有化要约。

我们能责怪文化差异么？

值得一提的是当阿里巴巴在2012年从香港交易所退市的时候（在阿里巴巴控股集团2014年纽约证交所历史性的IPO之前），收购价格HK\$13.50和IPO价格相同。公司主席马云支付了和IPO一样的价格让投资者们知道和保护公司的商誉。中国这些公司在美国同样应该考虑商誉的重要性，尤其当他们有着不少的现金。应该放弃中美商业文化有差异这一想法。

科兴生物制品有限公司 (NASDAQ:SVA) *是一家业界领先的疫苗生产企业。

在2016年1月28日周四宣布了公司终于通过了中国政府对于一种有着革命性意义疫苗的审批，这将使公司产生三倍的收益。但就在下一个周一，公司就收到公司主席兼CEO尹卫东先生以及他的同伴想私有化获取公司完全控股的要约⁷。

中国海王星辰连锁药店有限公司 (NYSE:NPD) 是一家全国性的药店，这家公司也是同样的情况。在恒润投资 (Heng Ren Investments) 致信公司管理层，督促管理层通过提高运营效率来提高公司股价后，海王星辰的股价上涨了115%。在一个电话会议当中，公司的发言人表示，“结果导向性的战略会在接下来的季度里回馈我们的股东”。与此相反的是，6个星期之后，海王星辰的主席张思民以发出了\$2.60每股的私有化要约。这价格低于公司最近高点21%，比公司2007年IPO时\$16.20每股⁸低84%。

在**当当网 (NYSE: DANG)** 的案例中，管理层宣称要约价格有很高的溢价。这家公司是一家在中国有着很大市场份额的在线图书与媒体销售企业。公司在2010年以\$16.00每股的价格上市。在2015年中国股市震荡的时候，当当的股票在7月份一个月下跌了46%。在7月9日，A股市场因为投资者对政府出台利好股市的期望上涨了8%。在当天美国开始交易之前，当当的执行主席和CEO发出了\$7.81的私有化要约，并声称

*科兴生物和中国脐带血库都不属于ADR，这在非公开发行的股票中很常见

6 可见 <http://www.cnbc.com/2015/08/06/how-this-chinese-company-is-infuriating-investors.html>

7 相关新闻可见 <http://www.benzinga.com/analyst-ratings/analyst-color/16/02/6193949/why-sinovacs-super-bowl-moment-is-lost-on-u-s-shareholde>

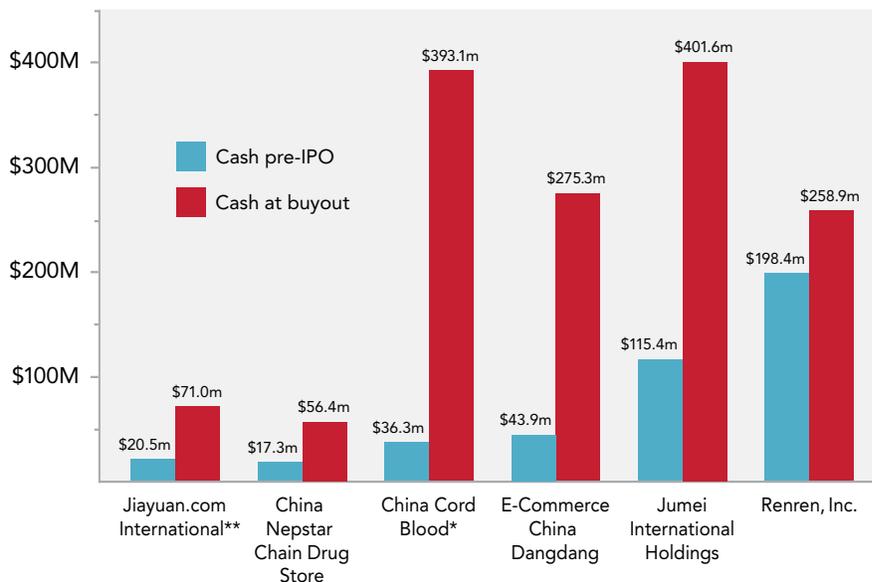
8 海王星辰管理层提高私有化价格到\$2.62。Barron's的文章可见：<http://blogs.barrons.com/asiastocks/2015/03/02/nepstar-activist-investor-makes-urgent-appeal-for-change/>

有20%的溢价。但是当天盘前公司股票已经涨了10%，在开盘的时候已经涨了11.8%。管理层匆忙宣布私有化，并且夸大了溢价。值得一提的是，在2014年当当CEO在中国媒体上声称当当的股价“严重低估”。当时股票的价格是\$14.92每股，比一年后管理层发出的要约价格高91%⁹。

聚美国际控股公司 (NYSE:JMEI)，一家中国领先的化妆品销售公司，展示了一家中国公司在IPO融到了大量现金之后迅速的以远低于IPO的价格私有化的案例。这家公司在2014年5月16日以\$22.00每股的价格IPO，在纽约证券交易所融到了\$2.80亿。但是仅仅在20月之后，公司的主席兼CEO,陈欧以及他的合伙人以不到IPO价格的三分之一的\$7.00每股价格发出私有化要约。这家市值\$9.32亿的公司账面上现金增加到\$4.00亿¹⁰。

这些不好的名声会使当前以及未来要在美国上市的中国股票信誉受损

图 3A 在美国融资，增加现金量



* N.A. – Non-IPO offering. Cash at time of most recent transaction.

** N.A. – Original management bid of \$5.37 revised to \$7.20, then beaten by competing bid of \$7.56 – still 35.6% below Heng Ren’s fair value estimate.

Source: Bloomberg and U.S. SEC filings

* 所有股票数据截止2016年3月24日

⁹ 见 <http://www.dangdang-cheat.com/english.html>

¹⁰ 见 http://www.chinadailyasia.com/business/2016-03/01/content_15392404.html

和IPO时增加了261%。

图3B 公司以比IPO价格低的报价挤出投资者

名字	证券代码	证券交易所	IPO之前的现金	私有化时的现金 (\$ m)	私有化价格是否比IPO价格低? 低的百分比	私有化价格是否比美国平均低? 低的百分比	IPO时间
世纪佳缘国际有限公司**	DATE	NASDAQ	20.5	71.0	Yes, -35%	No, 55%	2011
中国海王星辰连锁药店有限公司	NPD	NYSE	17.3	56.4	Yes, -84%	Yes, 14%	2007
中国脐带血库企业集团*	CO	NYSE	36.3	393.1	N.A.	Yes, -11%	2009
当当网	DANG	NYSE	43.9	275.3	Yes, -51%	Yes, 20%	2010
聚美国际控股公司	JMEI	NYSE	115.4	401.6	Yes, -68%	Yes, 20%	2014
人人网	RENN	NYSE	198.4	258.9	Yes, -70%	Yes, 2.2%	2011

* N.A. - Non-IPO offering. Cash at time of most recent transaction.

** Original management bid of \$5.37 revised to \$7.20, then beaten by competing bid of \$7.56 - still 35.6% below Heng Ren's fair value estimate.

Sources: Bloomberg and U.S. SEC filings

制度漏洞导致股东的损失

对于股东的不满，目前美国没有立法者，机构以及代表重视到此问题。没有人针对外国私营发行人（Foreign Private Issuers, FPI）采取行动。对于此事件的漠视将会对中国公司未来在美国吸引投资带来不良影响，也会使得中国投资者在美国更难寻找投资合作伙伴。

美国股东没有合适的求助渠道，因为中国公司在SEC的1934法案中定义下被当做外国私营发行人。这些公司只受公司所在国家法律制度的制约。于是这些公司就不受到与在美国交易所上交易的那些美国股票相同的制约。比方说，股东就不能在美国法庭中要求对于这些公司进行独立的估价。这原本是一个很好的用来制约美国公司管理

层低价收购的方式。但是这一措施才刚刚在这些公司的“所在国”开曼群岛，以及英属维尔京群岛开始实施。而且，虽然中国已经立法来保护股东防止控股股东利用他们的控股权低价收购，但是这些法律很少被执行。

美国证券交易所已经意识到美国的个人投资者和机构投资者随着投资这些股票进入了一个“法外之地”，但是这些证券交易所却允许这些公司继续在美国通过IPO融资，来吸引美国以及全球的投资者来购买这些股票。一封来自官员电子邮件的摘要显示出关于这些“外交豁免权”的制度漏洞，没有联邦法律可以制约公司低价从小股东手中收购

目前还没有美国监管机构行动，来填补制度空缺。这将导致中美之间的不信任。

“当任何人意识自己知道一些关于违反（证券交易所）法律法规的时候都应该随时联系（证券交易所）。话虽如此，但是请理解（证券交易所）并没有制约私有化交易的法律。这些要约受联邦法律以及发行商所在国的法律制约。证券交易所对于要约人没有法律管辖权。”

美国机构投资者因为法院没有管辖权也同样不能采取行动。因为这些证券都是以ADR或者ADS的形式交易，即使在所在国开曼群岛的法律下，股东的权利也是非常有限的。在开曼群岛股东没有通常股东授予的权利。我们根据最近出的法律意见得出，这是因为开曼群岛法院没有将美国存托股票的持有者当做真正的股票持有者。

一个ADS持有者的权利描述在“存托合约”中，这一合约是国外公司和存托银行，也就是中介之间所签约的。不幸的是，和开曼群岛法律不一样的是，这些合约并没有提供任何措施来制约管理层任何利己的，强制的以及损害价值的行为。

日益增长的股东权利空缺

考虑到当前ADR的市场的规模与法律法规的漏洞，美国官员们应该引起格外的重视。ADR市场在美国至关重要，在2014年交易量达到了\$3.3万亿。以\$3.3万亿的交易量来说，根据世界银行的数据（见图4），美国的ADR市场就是世界上第四大活跃交易的市场。

为何要等到灾难的发生才来填补空缺呢？

图4 各国总交易股价 (2014)*

全球排名	国家	总额 (U.S. \$ billion)
1	美国	41,268
2	中国	11,959
3	日本	4,845
4	在美上市的ADR.**	3,300
5	香港	1,521
6	加拿大	1,349
7	德国	1,347
8	韩国	1,294
9	英国	1,243
10	法国	1,173
11	西班牙	1,010
12	在美上市的中国ADR.**	892
13	瑞士	738
14	澳大利亚	736
15	印度	730

* Source: The World Bank Group

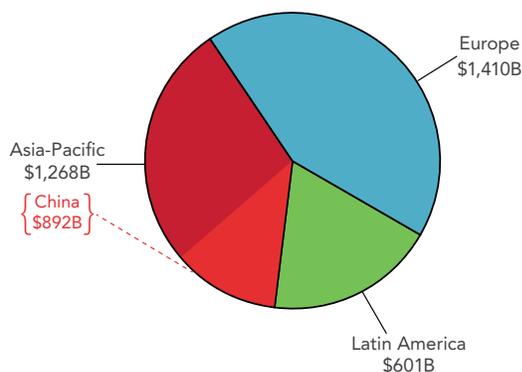
The value of shares traded is the total number of shares traded, both domestic and foreign, multiplied by their respective matching prices. Figures are single counted (only one side of the trade is considered). Value of trade of all stock exchanges in the respective country.

** Source: BNY Mellon Depository
Receipt Market Review 2014

从总市值来说，2014中国的ADRs和ADSs在\$3.3万亿中占到了\$8920亿，占到了总交易ADR市值的27%（见图5）*。这更加凸显了中国ADR在美国股票市场的地位，也显示出法律漏洞范围之大，尤其是在这些低价“挤出”的案例中。

这些中国ADR本身就是世界上第十二大活跃交易市场了

图 5 各地区 ADRs 交易额



Source: BNY Mellon Depository Receipt Market Review 2014

当前这些“挤出”案例仅仅在小公司上发生。但是制度的缺陷会使得更多的公司效仿。考虑到公司三十八个私有化的案例总价值为\$444亿，同时中国最大的两个ADR，互联网企业阿里巴巴（NYSE:BABA）和百度（NASDAQ: BIDU）估值分别为\$1189亿和\$650亿。为什么监管机构非要等到发生严重后果时才会想到填补制度漏洞呢？

如果以交易价值来说，根据我们的测算，中国ADR市场在美国就是全球第十二大活跃的交易市场。年交易额超过瑞士，澳大利亚，印度和巴西。而且此环境下的投资者在遇到低价收购时也没有保护自己的方式。

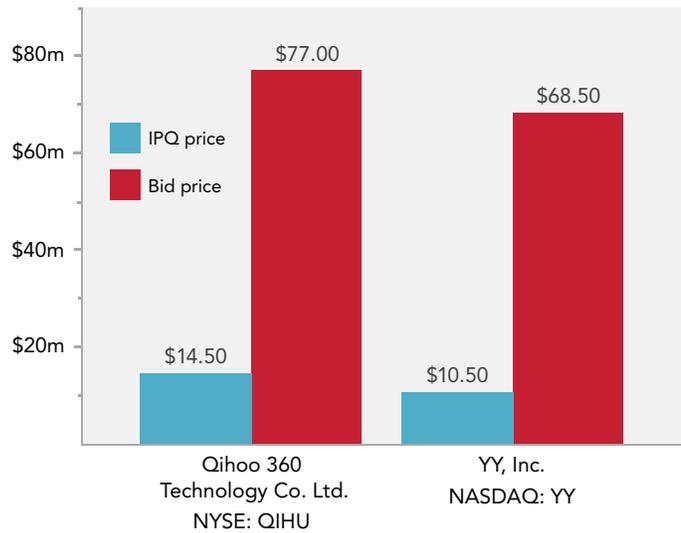
乐观的理由

投资这些中国ADR的结果并不完全是令人失望的。许多私有化的ADR表现都很好，而且中国股票来美国市场上市的道路也走得非常踏实。

* 所有股票价格基于2016年3月24日

有些公司的私有化要约没有引起争议也并非巧合（见图6）。股东们之所以认为有一些报价是合理的是因为管理层已经获得了股东们的信任。对于那些并不将投资者视为零和游戏对手的管理层，我们应该致以敬意，并且保持乐观。

图 6 私有化候选人：优秀的公司



Source: Bloomberg

为股东创造价值将会
获得股东信任

但是可惜的是，由于制度漏洞以及投资者没有合适的法律援助，ADR的缺点已众所周知。对于许多公司来说，这个诱惑实在难以抵挡。对于它们，美国股票市场，包括如NYSE和NASDAQ知名度高的交易所就是法外之地。

好的公司治理同时也需要好的自治。在今年的9月份，中国将第一次在东部城市杭州举办G20峰会。杭州也是阿里巴巴（NYSE:BABA）的总部所在地。G20议程上的热点是全球治理，包括全球经济上的治理，促进经济公平性和调高包容性等等。这对中国来说是一个非常好的机会，作为G20举办国和成员，可以在此历史性的峰会上推动公司治理，号召杜绝损害股东权益——即使国外存在着可利用的法规漏洞。这也可以提高“沪伦通”项目成功的概率，加强上海证券交易所与伦敦交易所之间的关系。该项目是英国财政大臣George Osborne先生提议的。提高中国公司的名声可以在全球化浪

潮之中增加中国的国际软实力。从长远来说，提高公允的私有化价格有着非常重要的意义。

现在开始行动，使美国不再是公司治理的法外之地

在现在的情况下，纽约证券交易所（NYSE），纳斯达克（NASDAQ），美国证监会（SEC），美国财政部，选出的官员和议员以及美国的机构是保护投资者们的最后一道防线。如果没有很好的保护措施，中国投资ADR的股东将会受到大规模的损失。这些政府机构令选民们失望。投资者对于美国立法者，资本市场丧失信心，将会对投资中国的公司带来巨大的负面影响。

公司治理应该摆在中美政策议程上

已经在美国上市，以及未来将要上市的公司，将会因为糟糕的公司治理受到“中国折扣”的惩罚。那些滥用制度漏洞的公司将会是这一结果的主导者。

中国的投资者们也同样对美国制度漏洞感到失望。全球的投资者都期望著名的NYSE和NASDAQ能够有更高的标准和要求。这些机构需要思考如何能够更好避免“挤出”交易导致投资者信心和信任的流失。

最终，针对这些“挤出”交易，我们希望看到ADR和ADS的股东能够获得在法庭中情愿的权利使这些案例顺利的在法庭上立案，有效地提高收购价格，最终接近内在或公允的价格。更重要的，这能够阻止这些公司损失来通过此类交易获利。这一改变需要美国境内外多方合作。所以我们在过渡期间提出了以下六项的建议希望能来保护投资者。

我们的六项建议

1. **监督外国私营发行商的私有化收购。**美国证监会在这些公司宣布私有化之后，应该关注和监督此类交易。如果对于收购方的过程以及策略有所质疑，证监会应该通知公司上市的股票交易所，使用包括停牌甚至退市等行政处罚来终止交易。
2. **收集投资者的反馈。**在私有化的过程中，证监会应该积极收集来自非管理层的意

为了警示相关机构，立法以及政策制定者关于低价“挤出”的要约，请使用以下的联系方式，采取行动来帮助美国投资者以及负责的中国管理层。

行动联系方式

The U.S. House of Representatives
Financial Services Committee
The Hon. Representative
Jeb Hensarling, Chairman

<https://financialservices.house.gov/contact/contactform.htm>

The U.S. Senate Committee on
Banking, Housing, and Urban Affairs
The Hon. Senator Richard Shelby,
Chairman

<https://www.shelby.senate.gov/public/index.cfm/emailsenatorshelby>

The U.S. Securities and Exchange
Commission (SEC)–Complaints
<https://www.sec.gov/complaint/tipscomplaint.shtml>

The New York Stock Exchange
(NYSE)–Issuer Enforcement
John.carey@theice.com

NASDAQ
continuedlisting@nasdaq.com

Heng Ren Investments, LP
Peter Halesworth
phalesworth@hengreninvestment.com

The U.S.-China Economic and Security
Review Commission
contact@uscc.gov
Tel. (202) 624-1407
444 North Capital Street
NW Suite 602
Washington, D.C. 20001

Institutional Shareholder Services (ISS)
<http://www.issgovernance.com/contact/contact-us/>

Glass Lewis global governance
services
info@glasslewis.com

见。这些股东应该有表达质疑的机会。证监会应该成立独立委员会审核这些交易来回复投资者们的质疑。

3. **独立的机构评估。** 国外发行商成立的独立委员会缺少独立性与影响力。与此相反的是，独立委员会应该仅仅由交易所委派的估值专家来进行真正的独立的和技术性的估值，费用由这些公司来支付。这是因为国外发行商的股东们缺少可以要求公司独立估值的权利。
4. **终止“外交豁免权”。** 美国以及开曼群岛，英属维京群岛，百慕大，巴哈马和安提瓜的法院应将ADR和ADS的投资者视为公司的真正股东。最终的目标是促进法律法规的统一，尤其是那些保护股东用来防止制度被滥用，以及如何有效地在法院请愿。美国股市版本的“外交豁免权”应该被终止。
5. **向国外私营发行商发出类似健康警告。** 如果以上的措施都没有被很好的实施，所有关于这家公司的IPO资料，二级市场上券商的研究报告，以及任何包括这家公司的公开资料应该标注上类似美国卫生部长对于禁烟标识的警告。由于制度的空缺，投资这些股票将失去赋予投资者的保护和应有的权利，最终损害投资者利益。这个警告应该通过特殊的股票代码，数字或者字体来标识出。
6. **提高需要私有化通过的股东投票比例。** 对于这些由公司管理层及合伙人提出的收购要约，需要小股东（管理层以及收购方之外）的绝大多数通过。当前的大多数股票通过制度可以使大股东们使原本小股东们反对的交易成功。提高比例能够抵消一些制度缺陷引起的影响。投票应该在国外私营发行商的股东大会上，既可本人到场，也可通过代理投票。

综上所述，表面上看来美国金融监管机构和媒体没有对中国公司的“挤出”交易引起足够的重视。因为当前还没有引起一个巨大的，兴登堡式的不幸后果。诚然，这些交易现在只是发生在小公司上，但在未来也可能会改变。制度缺陷是巨大的，如果一些大公司因此获利，将会挫伤投资者在美国证券市场的积极性与信心。

附录：相关股东信与媒体报道

中国脐带血库企业集团 (NYSE:CO)

<http://www.prnewswire.com/news-releases/september-9-2015-open-letter-to-the-board-of-china-cord-blood-corp-from-jayhawk-capital-300140135.html>

<http://www.prnewswire.com/news-releases/fm-capital-partners-delivers-letter-to-the-special-committee-of-the-board-of-directors-of-china-cord-blood-corporation-523075331.html>

<http://www.reuters.com/article/us-china-us-buyouts-idUSKCN0T416920151115>

中国海王星辰连锁药店有限公司 (NYSE:NPD)

<http://blogs.barrons.com/asiastocks/2015/03/02/nepstar-activist-investor-makes-urgent-appeal-for-change/>

<http://www.hengreninvestment.com/images/documents/NPD%20Letter%20to%20Special%20Committee%20September%202015%20-%20English.pdf>

当当网 (NYSE:DANG)

<http://www.dangdang-cheat.com/english.html>

世纪佳缘国际有限公司 (NASDAQ:DATE)

http://www.hengreninvestment.com/images/documents/DATE%20Letter%20Apr.8_English.pdf

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-22/china-buyouts-exceeding-23-billion-leave-investors-unfulfilled>

Jumei International (NYSE:JMEI)

http://www.chinadailyasia.com/business/2016-03/01/content_15392404.html

人人网 (NYSE:RENN)

<http://www.cnbc.com/2015/08/06/how-this-chinese-company-is-infuriating-investors.html>

<http://www.prnewswire.com/news-releases/open-letter-to-the-board-of-renren-inc-from-private-investors-300118414.html>

<http://www.prnewswire.com/news-releases/open-letter-to-renren-special-committee-board-of-directors-and-all-renren-shareholders-from-private-investors-300149119.html>

科兴生物制品有限公司 (NASDAQ:SVA)

<http://www.benzinga.com/analyst-ratings/analyst-color/16/02/6193949/why-sinovacs-super-bowl-moment-is-lost-on-u-s-shareholde>



恒润合伙人有限公司是恒润投资的管理方。位于波士顿的恒润投资通过分享我们的研究与分析来帮助公司。恒润投资的最终目标是通过帮助公司管理层发现问题并提供解决问题的方法，提升公司对外的信誉，提高公司的价值。我们在公开论坛上以透明与公开的方式分享这些研究报告，可以让股东和投资者们来评估和我们发现的问题，监督我们解决问题的方法与措施。



http://hengreninvestment.com/images/documents/2016_IFA_Awards_Announcement-Heng_Ren_Investments.pdf

Disclaimer: The author of this document, Heng Ren Partners LLC (“HR”), is a private company. The information in this document, including text, data, and other content may be deemed an “advertisement” under the Investment Advisers Act of 1940, and is for informational purposes only. It is only for the use of permitted and authorized persons. Nothing contained in this document constitutes investment, tax, or legal advice, nor should the information in this document be considered a solicitation or offer to the public by HR or any of its affiliates or any fund or other entity managed directly or indirectly by HR to buy or sell any securities, options, futures, or other financial instruments. Decisions based on anything in this document are the sole responsibility of the reader. No representation, warranty or undertaking is given by us that the information contained in this document is accurate, comprehensive, or up-to-date, and no liability is accepted by us for such information. Any investors considering HR or its funds for investment should be institutions or accredited investors. This document’s information does not constitute a public offer under any applicable law nor an offer or solicitation or recommendation to buy or sell any securities or financial instruments, or to conclude any legal act of any kind whatsoever, nor construed as investment advice. You should obtain relevant professional advice before making any particular investment decision.