经典档案

民营文化企业的资本运作

□□ 兰培

民营文化企业是我国资本市场的活跃力量，也是文化领域海外上市与资本输出的先行军。民营文化企业发展壮大的过程，就是不断借力资本运作、在资本市场实现蜕变与突破的过程，是我国文化市场变迁的一个缩影，在我国多层次资本市场建设及民营经济发展进程中写下独具色彩的一笔。

回望过去
境外上市+外资背景基金引领

由于文化的经济属性逐步显现，民营资本也开始进入文化经营领域，首先从图书音像发行、营业性舞会和音乐茶座等领域入手，逐步成为推动文化市场活跃繁荣的重要力量。1992年以后，随着政策的松动和商业性广告活动的增多，一股“民营广告公司热”迅速兴起。在此过程中，嘉实广告、华谊兄弟等一些从事广告代理等业务的公司，开始介入影视制作、发行等更广泛的文化经营领域。同期，金英马影视、英氏影视、派格环球等一批民营影视制作公司正式成立，并与稍后成立的华亿影视、新画面、光线电视、博纳文化等公司一道，成为早期民营影视经营机构的代表。这些民营文化经营机构虽然逐步走向前台，但在早期主要还是依靠自我积累的内生式发展为主，资本运作尚没有广泛运用与实施。

随着改革开放的推进，境外投资机构对华投资的兴趣不断增加，IDG、华登等境外专业投资机构陆续继进入国内，以风险投资、创业投资等形式开展专业化股权投资。2000年4月，新浪在美国纳斯达克上市，每股定价17美元，共发行400万股普通股，募集资金用于营运资本和其他经营。这一年内，三大门户网站中的网易与搜狐也相继在美国纳斯达克上市。此后，门户网站的经营范围逐渐从新闻资讯、论坛社区、搜索引擎等领域，向游戏、文学、音乐、视频等更广泛的文化娱乐领域延伸，并在与电子商务、即时通讯等互联网企业的共同发展中，不断推动文化生产、传播、消费模式的变迁。

在互联网泡沫破灭后，互联网文化企业重启了上市进程。继户外广告运营商大贺传媒、旅游服务企业携程网、无线娱乐服务供应商掌上灵通相继上市后，网络游戏企业正式登陆国际资本市场。2007年，网游企业掀起新一轮上市潮，完美时空和巨人网络分别在纳斯达克和纽交所上市。网易则是在上市前获得默多克旗下新闻集团的投资，新闻集团在纳斯达克和纽交所挂牌上市，游戏和软件开发商金山软件和网游运营商网龙在香港上市，网游企业成为上市文化企业的生力军。

这一阶段，文化产业领域的私募股权投资（包括风险投资）获得了较快发展，外资背景基金依然是文化企业私募股权融资的主要渠道，华登、红杉等投资机构在文化产业投资较为活跃。国内投资机构中，联想投资、上海联创、深创投等在文化产业也有涉足。

再回首
海外并购+境内破冰

2012年以来，以BAT（指百度、阿里巴巴、腾讯）为代表的具有领先优势的互联网企业和以万达为代表的房地产企业纷纷加大文化领域的投资力度，通过资本运作加快战略扩张，并购规模不断加大，范围不断拓展，推动文化产业的资本结构、市场结构发生巨大变化，一些细分行业的生产资源迅速整合，涌现了若干具有较大规模、兼具多种业态、市场优势突出、境内外多点布局的文化经营实体。

互联网企业投资文化产业，主要沿着游戏、视频、音乐、文学等方向展开布局。2012年后，腾讯开始涉足游戏以外的泛娱乐业务，推进内容领域的投资：在影视和动漫方面，入股了华谊兄弟、博纳影业等影视企业和盛世光华、原力动画等动漫企业，并相继成立企鹅影视和腾讯影业；在音乐方面，对QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐等数字音乐业务进行合并，成立由腾讯控股的新的音乐集团，通过游戏、文学、动漫、影视等方面的布局，积极构建基于互联网和移动互联网的泛娱乐生态。

阿里巴巴于2013年成立数字娱乐事业部后，在影视娱乐和媒体等领域展开布局，以62.44亿港元收购文化中国，将其更名为阿里影业后又将淘宝电影和娱乐宝注入，同时还入股华谊兄弟、光线传媒、博纳影业等内容企业，及华数传媒、杭州星际等渠道、终端企业，并通过两轮收购，以约57亿美元将优酷土豆纳入旗下。

这一时期，文化领域海外投资迈上了更高的台阶。2012年万达集团以26亿美元收购了美国院线运营商AMC娱乐公司，并推动其在纽交所成功上市，此后，AMC进一步收购了Starplex、Carmike等美国院线以及欧洲最大院线Odeon & UCI，拓展在全球院线市场的布局。2016年，万达集团的并购向上游延伸，收购了好莱坞有关电影娱乐整合营销公司与游戏发行公司，另以近35亿美元收购传奇影业公司，成为我国企业在海外的最大一桩影视并购。同时，万达集团还入股了足球俱乐部等体育企业，在赛事举办、经纪、营销等方面积极推进。自2016年底起，受多方因素影响，万达集团的海外投资步伐放缓。

另外，A股市场文化企业的高估值、高市盈率吸引了完美世界、巨人网络、分众传媒等境外上市的文化企业相继在境外证交所退市并回归A股市场，融入本土快速发展的文化市场和资本市场。其中，分众传媒是第一家从纳斯达克退市并登陆A股市场的中国概念股公司，以股权作价457亿元，通过借壳七喜控股成功上市。2016年底，分众传媒总股本122亿股，市值逾1500亿元，是A股股本规模、市值最大的文化类上市公司。此外，盛大游戏、当当网、酷6传媒和博纳影业也完成了境外退市并推进A股市场上市，其中，红杉、复星、阿里巴巴、腾讯等共同参与了博纳影业的私有化交易，而航美传媒的私有化进程则经历了多重曲折。

立足当下
扩大规模+避免“并购陷阱”

2015年以来，新三板掀起了文化企业挂牌热潮，目前，新三板挂牌的新闻出版、广播影视制作和文化艺术类公司已近200家，这当中绝大多数为民营企业，而广播影视制作企业已超过100家，虽然其中不少挂牌影视企业的盈利表现尚不突出，但影视作为内容制作领域最具影响力的行业依然吸引了大量民营资本进入。就目前来看，新三板已成为中小民营文化企业登陆资本市场的主要通道，凭借其门槛低、周期短、手续简便等特点，新三板将进一步拓展文化企业资本的运作空间，为缓解文化企业融资难、优化文化企业治理结构提供更加有力的支持。

总体来看，民营文化企业资本运作的规模不断扩大，范围不断拓展，形式不断丰富，一些企业在较短的时间内迅速成长，在细分行业占据国际、国内市场的主要份额，其成长历程也为行业内外相关企业提供了借鉴。

目前，在电影电视剧制作、演艺、动漫游戏、印刷复制、出版物发行等领域，民营企业支撑了绝大多数市场份额。境内外上市的首家电影制作、电视剧制作、电影发行以及网络游戏、网络视频企业均为民营企业，目前，在新三板挂牌的文化企业中，绝大多数也都是民营文化企业。当然，民营文化企业的发展也呈现非均衡性，企业规模实力、发展阶段、战略定位、运作水平存在较大差别。一些企业由于战略定位不清、规范运作不到位、风险防范不足，陷入“并购陷阱”；一些企业对产品经营着力不足，依托概念创造高估值，一味快速扩张，被资本“绑架”，走向经营困境。从早先的华视传媒诉讼纠纷、新华悦动传媒被勒令退市，到近期广受关注的乐视资金链风波表明，资本市场既有可能为企业创造价值，也有可能毁损企业价值。但不管是战略层面的失误还是操作环节中的不当，都不能简单归咎于资本本身，资本运作作为企业战略扩张的一种手段，其本身的价值和意义仍应得到充分认识。在推进文化企业资本运作的过程中，既需要有积极的心态，也需要有稳健的步骤，要对企业的优势、劣势有客观的判断，对企业的战略有清晰的定位，对资本运作的风险有足够的认识，对整合的难度有充分的估算，扎实做好尽职调查，避免陷入“并购陷阱”，充分发挥资本市场的积极作用，推动企业步入健康、快速、可持续发展之路。

（本文节选自《国有文化企业资本运作》，中信出版社出版，刊登时有删节。）

聚 焦

36氪传媒宣布完成融资

□□ 齐岩

12月13日，互联网资讯及服务提供商北京品新传媒文化有限公司（以下简称“36氪传媒”）公布获得首轮融资，融资金额3亿元，由国宏嘉信资本、戈壁创投领投，分众传媒、杭州金投、百度视频跟投。

此外，36氪传媒亦与天弘创新资产管理有限公司（天弘创新）、绿地金融投资控股集团（绿地金融）达成了投资意向，并与绿地金融达成了在创新创业生态服务上的战略合作。

坚持目标 市场检验

“让团队高兴的不是拿到融资，而是我们所坚持的商业模式得到了市场验证。”36氪传媒总裁冯大刚说。传统传媒的商业模式，只是面向读者提供信息，传媒和读者间关联不紧密，提供的服务过于浅层；而他认为“理想”的模式，是要从服务读者，变为服务用户；从仅提供信息的浅层关系，到提供更深度的服务；从赚取广告费，到建立更多元的收入模式；最终，通过给传媒行业人才提供更好的待遇，来提供更好的传媒内容和服务，完成正向循环。

“36氪传媒从创办至今已经走过了第一阶段，业务站稳了脚跟，得到了行业认可。接下来，在2016年、2017年连续两年盈利的基础上，也要考虑上市等问题了，同时也可以在登陆资本市场后有实力做更多有价值的业务。”针对36氪传媒的首次融资，36氪创始人、集团董事长刘成城表示，下一步的目标将瞄准企业上市。

国宏嘉信资本创始合伙人冼汉迪说：“国宏嘉信资本成立以来，一直坚持以大文娱及传媒领域作为我们的主投方向，并在其下的网络文学、动漫、影视等若干个细分行业内进行了布局。我们很荣幸以领投的身份参与到36氪传媒本次的融资。36氪传媒的行业地位，刘成城、冯大刚和他们所领导的团队对于传媒和创投业务的独到理解，以及对传统业务之上所能衍生的新商业模式的探索给我们留下了深刻印象。我们很有信心，36氪传媒将成为国宏嘉信资本在传媒领域布局中最为成功的案例之一，并能够和我们投资组合中的成员企业产生巨大的协同效应。”

互联网时代 内容为王

在移动互联网的背景下，内容的传播成本和速度上的门槛已趋向于0，传媒行业已经进入内容为王的时代，头部内容和平台的“马太效应”日益明显，并演化出了区别于传统传媒行业的多样化变现手段。

戈壁创投管理合伙人朱璘认为，目前，36氪传媒聚集了国内科技和互联网行业最丰富和优质的内容，已经成为影响力很大的互联网科技传媒。

与此同时，36氪也在从互联网科技传媒向整个创投服务生态衍生，着力成为国内领先的创新创业领域综合服务商。

如今，36氪专注于为创业者提供更好的创业生态，已进入独角兽的发展快车道。在国家大力提倡大众创业万众创新的大背景下，好企业应能持续陪伴、服务创业者，致力于为创业者提供更好支持，帮助更多创业者实现创业梦想，并练就强大的竞争力和持续发展潜力。

“36氪作为行业领先者，我们看好其未来的发展，同时此次投资36氪传媒，也是杭州金投在传媒板块股权投资的新布局。”杭州金投说。

新三板又增新成员

□□ 徐艳平

2017年11月，新增19家文化企业挂牌新三板。其中，工艺美术品的生产、文化信息传输服务分别新增5家文化企业挂牌新三板，并列第一名。区域分布上，北京以4家新增挂牌文化企业继续保持第一；广东增加4家文化企业挂牌新三板位列第二。11月融资案例21起，融资规模8.59亿元，环比降低68.21%。挂牌文企发生投资案例101起，涉及资金5.56亿元。

月度监测 各行业、各区域均匀分布

目前，新三板挂牌文化企业数量环比回升，11月新增19家企业挂牌。2017年11月，共计新增19家文化企业挂牌新三板，挂牌企业环比上升35.71%。截止到11月底，2017年新三板挂牌文化企业数量合计374家，每月平均有18家文化企业挂牌新三板，11月新增文化企业挂牌新三板数量与均值接近。

而工艺美术品的生产、文化信息传输服务新增挂牌企业数量并列第一。2017年11月，在新增挂牌文化企业的行业分布中，工艺美术品的生产、文化信息传输服务分别新增5家文化企业挂牌新三板，合计占比52.64%。与10月相比，文化创意和设计服务以新增4家文化企业挂牌新三板降至第三名。文化休闲娱乐服务、文化用品的生产、文化专用设备的生产分别新增2家、2家、1家文化企业挂牌新三板。

根据中国文化产业投融资数据平台数据显示，2017年11月，挂牌新三板文化企业发生21起融资事件，均为定向发行股票融资；本月挂牌文化企业融资规模达到8.59亿元，较10月融资规模少18.43亿元，环比下降68.21%；挂牌文企101起案例中，资金规模达5.56亿元。

股转政策再细化

全国股转公司监事长邓映翎认为，新三板作为新兴市场，今年最突出的问题在于流动性低迷，而流动性与交易机制、分层制度和三类股东三大因素息息相关。同时他指出，为了改变没有效益、不公平的交易方式，提高效益，可以制定一种和“上交所和深交所错位发展”的交易制度——不连续竞价交易制度。而公司进入创新层的指标需要改革，主要是进行细化分层。为了把新三板打造成一个以机构投资者为准的市场，三类股东问题是需要解决的。最终，具体情况还需看股转公司出台的相关文件。

据统计，股转系统主要进行了20项工作，包括3月25日，股转系统发布了《关于对协议转让股票设置申报有效价格范围的通知》；3月28日，股转系统发布《挂牌公司信息披露及会计业务问答(三)》；5月30日，股转发布了2017年创新层挂牌公司名单；6月28日，股转系统发布了新修订的《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》；6月29日，全国股转公司对存在资金占用、信息披露违规、提前使用募集资金等行为的时空客，存在提前使用募集资金行为的白兔湖，存在信息披露违规行为的ST哥仑步实施纪律处分；7月13日，全国股转公司对多次发生关联交易未履行审议程序、与资金占用相关的信息披露违规、提前使用募集资金等行为的博雅科技实施纪律处分；7月14日，股转系统发布了新修订的《主办券商执业质量负面行为清单》的公告和《挂牌公司并购重组业务问答（三）》的通知等。

从2017年股转所发布的政策可以看到，股转系统在完善市场发行、分层、交易、信息披露、监管等各项制度中做了许多基础性的工作，虽不是暴风骤雨式的重大改革，但脚踏实地，一步一个脚印，应得到承认。

（作者为新元文智分析师）

▶上接第01版

通过实践，刘文奎发现扶贫存在“漏斗现象”，每次投进很少的东西就会从洞里漏下去，只有多放才有可能堵住漏斗的洞。“然而在大凉山试验的结果是，贫困村的漏斗没有堵上。我们反思后发现，原因就在于村民没有动员起来，不接地气。许多项目都是在专家和项目官员的主导下进行的。比如，我们做的民俗博物馆，专家觉得有价值，村民却不理解，因此几年后还是废弃了。”

在引导村民形成积极性的同时，年轻人被赋予更多的希望。民办非营利组织北京绿十字发起人孙君提出设问，古村镇的未来100年应该是什么样的？“把农村建设得更像农村，乡村让年轻人回来。”在古村镇活化方面拥有丰富经验的孙君认为，古村落、年轻人、生态、文化、民俗，哪一个更重要？年轻人不回来，乡村得到保护了也只是一个空壳。年轻人才是生产力和希望。

由冬瓜村、西瓜村、南瓜村组成，位于安徽巢湖的三瓜公社，在这一方面做出了探索。安徽淮商集团董事长、三瓜公社创始人刘浩介绍：“今年才正式开门迎客的三瓜公社，游客量已突破500万人次，其中年轻人占比很高。”

被大家称为“瓜叔”的刘浩，打造了属于三瓜特色的双创、乡创和农创。“我们的建设有三大基点：第一，让年轻人回来。我们通过重构乡村产业，打造就业机会，并为驻乡创客提供发展空间。第二，让鸟回来。通过保护生态，让乡村回归自然。第三，通过重塑让民俗回来，让农民找回民俗的同时重塑乡村新秩序。”

产业落地 合作共生最重要

我们有古村镇保护和活化的积极性，但却没有一个很好的规划。这一规划不仅仅是保护规划，更应该包括产业规划。

在中国城市和小城镇改革发展中心理事长李铁看来，活化古村镇就是活化产权，活化产权有两大难题亟须破解：一是古村镇能否流转宅基地，二是城里人可不可以下乡购买房子。

更重要的问题还在于，古村镇保护和活化过程中，涉及多个部门管理，缺乏统一规划。业内人士认为，规划不仅仅要强调“多规合一”，既要重视保护，也要对古村镇活化空间进行进一步阐释，不能只有不能做什么，还要有能做什么的方向。特别是把发展适宜的产业纳入古村落保护整体规划，鼓励培育发展与古村落历史文化价值相适应、与环境承载力相契合的业态，从而增加村民就业，提高村民收入，改善村民生活。

通过十几年的探索，刘文奎认为，乡村发展之道，本质上都离不开产业的“合作共生”。贫困乡村发展的“金钥匙”由三部分组成：一是以市场为导向。二是要有合格的产品、服务，和市场形成公平的可持续的交易。三是要把农民组织起来、形成合力，这样才能实现村庄资源利用的最大化，村庄才有可能发展起来。

投资5亿元的三瓜公社，极大地动员了本地农民的力量，目前有80%的员工都来自本地。瓜叔介绍，三瓜公社的发展理念就是融合求发展，种植业、加工业、旅游业和服务业联动，三产融合求发展，同时促进农旅、商旅、文旅融合。“生产为基带动发展，生态为本支撑发展，生活为根保障发展。”瓜叔介绍，公社把40%的精力投资用于保护生态，30%用于发展生产，30%去保障和支持生活。