

一度被視為下半年最受關注首次公開招股(IPO)的共享辦公室公司 WeWork，前晚宣佈叫停原定最快下周掛牌的計劃，改為目標在今年年底前完成上市。WeWork 的商業模式及企業管治在招股過程中遭到市場嚴重質疑，導致不少投資者卻步，令公司估值在短短4星期內，由470億美元(約3,677億港元)跌至不足100億美元(約782億港元)。這次事件勢必進一步打擊市場對一些所謂「獨角獸」企業IPO的信心。

WeWork 母公司 We Co. 原定在前日早上展開上市前路演，並計劃最快在下周落實招股價並掛牌。不過到傍晚市場開始傳出 WeWork 打算押後上市，改為在10月底前掛牌的消息，到晚上公司終於發聲明證實 IPO 延期，不過聲明沒有提及重啟上市的確實時間，僅表示目標在年底前完成 IPO。

瘋狂擴張 收1蚊蝕兩蚊

自從8月中向美國證券交易委員會提交上市申請後，WeWork 隨即面臨市場種種質疑。首先是公司將自己包裝成「共享經濟」創新企業，但經營模式骨子裡卻是傳統地產租賃公司，而且過去兩年的瘋狂擴張令成本不斷上升，頭半年 WeWork 幾乎每做1美元生意，就要倒蝕2美元，盈利遙遙無期。此外，WeWork 的企業管治亦問題多多，在同股不同權安排下，創辦人諾伊曼擁有超過50%以上投票權，他與公司的多宗巨額關連交易亦受到質疑，更離奇的是公司竟規定諾伊曼死後其妻有權選擇繼任的行政總裁。外圍市況亦不利 WeWork，例如矯形牙醫診所 SmileDirectClub 上周掛牌當日即跌穿招股價，以及 Uber 和 Lyft 等同樣靠燒錢營運的企業年初上市後股價沉底至今。

推新管治方案 投資者不收貨

連串問題令機構投資者對 WeWork 的 IPO 反應冷淡，迫使公司在過去兩星期多次調低上市目標估值，由今年1月最後一次融資的470億美元估值，降到據報不足100億美元，甚至傳出作為公司最大投資方的軟銀集團要求押後上市的消息。面對質疑，WeWork 上周還在堅持上市計劃，上周五公佈改善管治方案，將諾伊曼持股的每股股票權由20票降至10票，並廢除其妻子的角色，不過投資者仍不收貨。英國《金融時報》引述知情人士稱，WeWork 說服投資者的過程中遇到「極端困難」，令公司在今年內甚至明年初上市的計劃變得更加複雜。報道指，由於 WeWork 早前與銀行簽訂的60億美元融資協議條款列明，公司必須在12月31日前完成 IPO 才能取得貸款，如果最終無法趕及在今年內上市，公司將需要制訂新的融資方案。

WeWork 五宗罪

一、企業管治差

在最初的上市計劃中，WeWork 計劃發行三類投票權不同的股票。A類股票每股代表1票投票權，但創辦人諾伊曼持有的B類和C類股票每股卻擁有20票投票權(上周五宣佈降為10票)。公司亦計劃在諾伊曼死後由他的妻子決定行政總裁繼任人(上周五取消)。

二、關連交易爭議

諾伊曼與 WeWork 的多宗關連交易也被指不合理，例如招股書顯示 WeWork 以低於1厘息貸款給諾伊曼購置物業，再倒過來放租給 WeWork；今年7月 WeWork 重組，公司竟以590萬美元(約4,616萬港元)向諾伊曼名下公司買入「We」商標(這筆款項後來歸還)。

三、大幅減持套現

作為 WeWork 第一大股東的諾伊曼，過去幾年透過出售持股和抵押股份貸款，套現逾7億美元(約54.8億港元)，令投資者質疑他對公司前景沒有信心(上周五宣佈為諾伊曼持股增設一年禁售期)。

四、估值離譜

WeWork 在年初最後一輪融資後的估值飆至470億美元，但公司至今仍未錄得盈利，上半年收入15億美元(約117億港元)，虧蝕卻達13億美元(約102億港元)。相反已上市的競爭對手 IWG，雖然上半年錄得5,060萬英鎊(約4.9億港元)經營利潤，市值卻只有35億美元(約274億港元)左右。

五、商業模式難持續

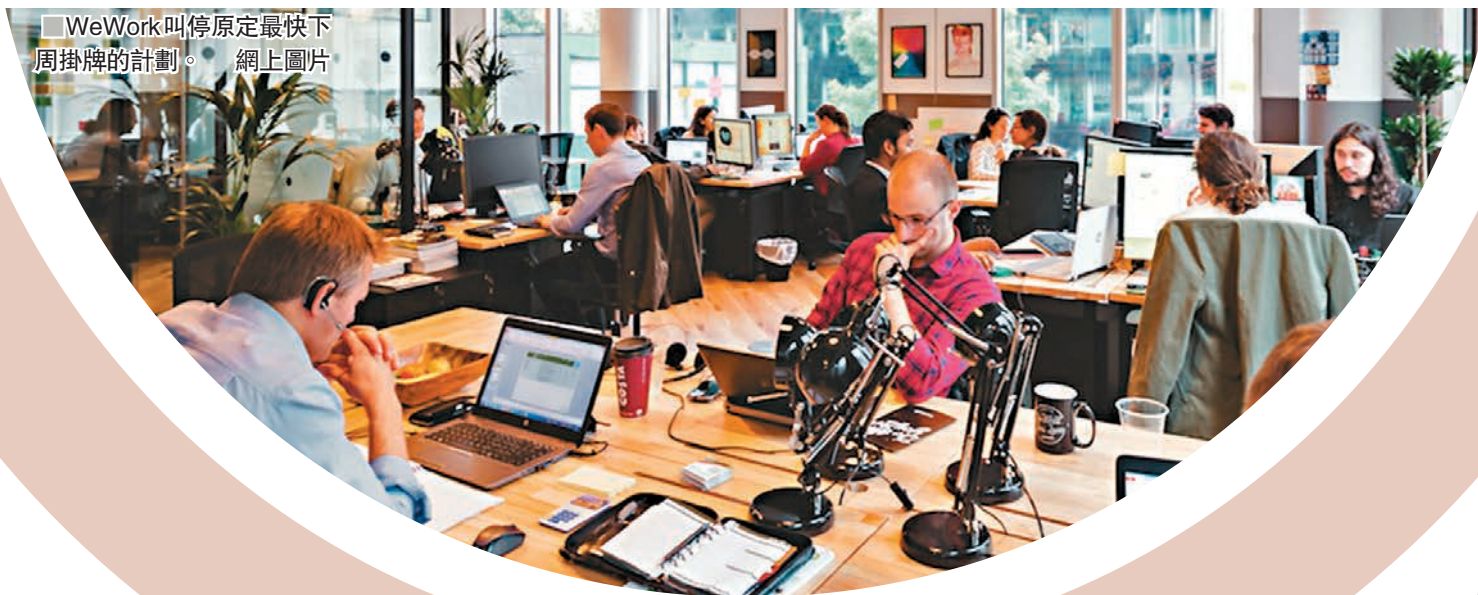
WeWork 雖然號稱是「共享辦公室」，但實際所做的是向大業主承租大型寫字樓，再分拆出租予中小企，為了擴張公司不斷增加辦公室空間，由2017年的1,000萬平方呎變成去年底4,500萬平方呎，與已經創立30年的IWG相若，但 WeWork 的會員數目只有IWG的1/5。



■公司號稱是「共享辦公室」。網上圖片

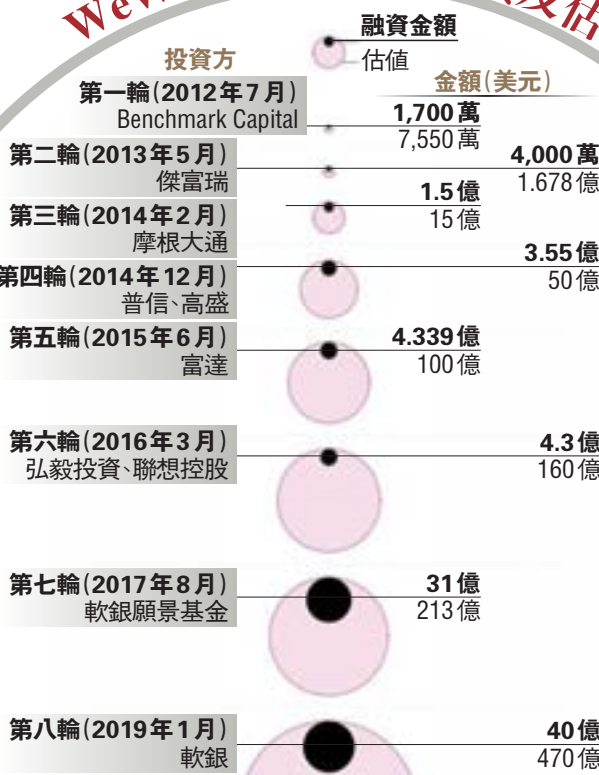
共享包裝被拆穿「獨角獸」IPO再遇挫 管治差齋燒錢

WeWork 剎停上市



■WeWork叫停原定最快下周掛牌的計劃。網上圖片

WeWork 過往私募融資及估值變化



■報道指WeWork在說服投資者的過程中遇到困難。網上圖片



美國科技企業近年成為投資者寵兒，不少人更向新創企業埋手，希望發掘下一間「獨角獸」企業，賺取厚利。然而近期不少上市的科企股價嚴重「潛水」，加上環球經濟前景因貿易戰蒙上陰霾，進一步減低增長潛力，市場開始憂慮新創企業泡沫即將爆破。電召車公司 Lyft 和 Uber 今年先後上市，其中 Lyft 於3月底上市時招股價為72美元，但前日收市時僅餘47.79美元，短短半年已累跌逾3成。Uber 更在5月上市首日已「潛水」，其後雖然短暫升穿招股價，但8月後再次下跌，前日收市價亦較招股價低23%。

撞上貿戰「新創泡沫」有爆破之虞

依賴憧憬 對市場氣氛敏感

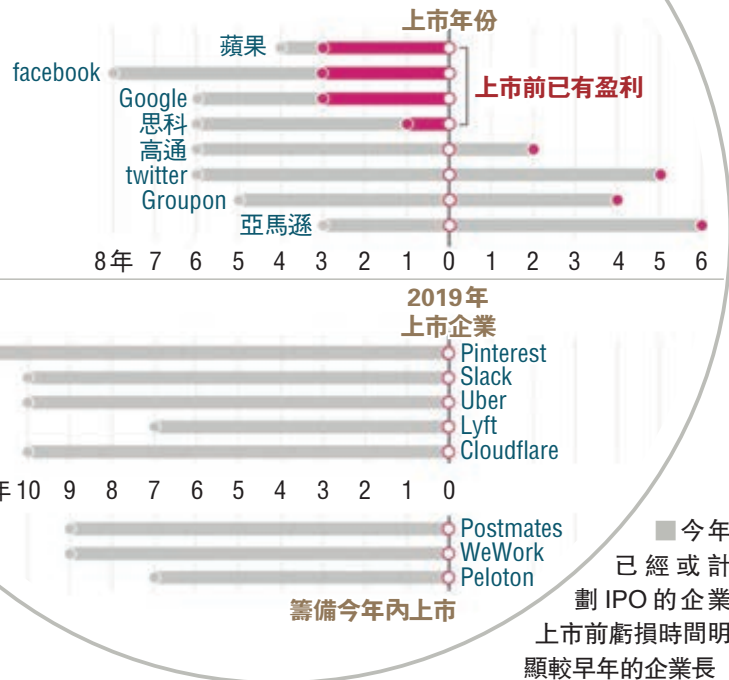
投資研究公司 Arete Research 創辦人克雷默指出，儘管新創企業涉及多種不同業務，但共通點是以「燒錢」方式經營，依靠高增長憧憬支持巨額虧損，當市場氣氛轉變，該類企業便隨即變得估值過高。

克雷默以 Uber 和 Lyft 為例，指出現時兩個平台每名活躍用戶每年平均電召30次私家車，距離50至100次的盈利目標仍相當遠，但隨著經濟放緩，消費者只會減少叫車，使電召車平台增長空間大減，無法支持原有估值。

克雷默估計，市場未來將評估新創企業渡過經濟衰退的能力，才評估其價值。至於另一上市後「潛水」的職場通訊軟件 Slack，克雷默稱它面對微軟等科企競爭，前景同樣難以看好。

■綜合報道

主要科網或初創企業 從上市到轉虧為盈 所需時間



軟銀願景基金再失利 投資方擬削投資

WeWork 上市大計觸礁，對於公司主要投資方、軟銀集團牽頭成立的願景基金(Vision Fund)無疑是又一次打擊。願景基金在軟銀創辦人孫正義主導下，投資了全球多達80家初創企業，但成功獲利的例子卻寥寥可數，更多的是像 WeWork 或 Uber 等失望例子，孫正義的眼光亦開始受到其他投資者質疑，據報基金兩大投資方正打算大幅削減在第二輪願景基金的投資。

彭博昨日報道，在首輪1,000億美元(約7,824億港元)願景基金投資了450億美元(約3,521億港元)的沙特阿拉伯主權基金「公共投資基金」(PIF)，現時計劃只會把首輪投資的獲利注入第

二輪基金，不會再額外注資；在首輪基金投資了150億美元(約1,174億港元)的阿布扎比主權基金「穆巴達拉投資公司」，則計劃把第二輪投資金額減少至100億美元以下。

Uber 股價潛水 損手47億

兩大投資方紛紛對第二輪願景基金打退堂鼓，相信與首輪願景基金在商用通訊軟件公司 Slack、電召車公司 Uber 及 WeWork 的投資失利有關。Slack 和 Uber 雖然先後成功在今年5月及6月上市，但股價隨即潛水，至今分別較招股價低36%及25%，當中單是 Uber 便令願景基金面臨超過6億美元(約47億港元)投資損失。

事實上，願景基金、PIF 及穆巴達拉年初決定放棄對 WeWork 作出新一輪160億美元(約1,252億港元)投資，最終要軟銀私自投資了20億美元(約156億港元)。但經過過去幾星期的 IPO 風波，WeWork 估值已降到不足當時的1/3，即使成功上市，願景基金和軟銀本身也會面臨重大損失。

據報軟銀內部對於是否繼續注資 WeWork 亦有保留，擔心最終會反過來影響到軟銀的資金調動。不過也有分析指出，目前願景基金只佔軟銀總資產的13%，相對於公司所持的26%阿里巴巴股份的資產規模，基金即使出事對軟銀的影響還是有限。

■綜合報道