

为何在美中国概念股频遭做空？

王峰娟 代英昌

近年来，因外资看好中国经济，“中国概念股”曾一度成为国外股市关注的焦点，然而近期中国概念股在美却频遭做空，这对中国优秀企业在海外资本市场的生存发展提出了巨大挑战，同时也使得中国企业的海外上市之路愈发困难。大连绿诺环境工程科技有限公司（简称绿诺）被认为是国内一家成长性良好的高新技术企业，其成功登陆纳斯达克股票市场后，因财务作假遭做空机构猎杀，一个月后即被退市，从此掀起了华尔街投资机构做空中国概念股的热潮。作为被海外退市的第一例中国概念股，笔者认为绿诺退市具有一定的研究意义，本文试图探索我国概念股在美频遭做空的真正原因和衍生效应，为我国企业的海外生存发展提供借鉴。

一、绿诺退市的基本情况

绿诺成立于2003年，是我国环保设备行业一家颇具潜力的高新技术企业，主营斜管沉淀罐、烟气脱硫装置及高温钢坯防氧化设备等环保业务，其客户包括首钢京唐钢厂、本溪钢铁、承德钢铁等。2006年，绿诺因产业扩展遭遇资金困境，同年底，公司聘请香港致富资本集团为其上市财务顾问和Frazer Frost会计师事务所为其出具审计报告，决定赴美上市。2007年10月11日，绿诺通过反向收购Jade Mountain公司，在美国场外柜台交易系统（OTCBB）成功借壳上市，并借此取得一笔总计2 500万美元的私募融资，公司上市时股价为4.48美元，

截至2008年，股价已涨至13美元。2009年7月13日，由于资金再次短缺，绿诺聘请罗德曼投资银行成功转板纳斯达克股票市场，随后通过财务拨账使第三季度的业绩远超华尔街投资机构的预期。同年12月，绿诺以每股30.75美元的高价增发，再次融资1亿美元。但恰好是这笔融资使绿诺成为做空机构——浑水公司（Muddy Waters）的目标。2010年11月10日，Muddy Waters在一份长达30页的做空报告中直指绿诺财务欺诈，将绿诺评级为“强力卖出”。绿诺当日收盘暴跌，由15.52美元跌至13.18美元。11月15日，绿诺公布的第三季度财报显示多项财务指标大幅下降，当日股价跌至7.55美元。11月17日，绿诺临时紧急停牌。两天后，绿诺宣布之前递交的2008年、2009年和2010年的财务报告均不应被采用并承认合同造假。12月9日，绿诺被纳斯达克股票市场退市并转至场外粉单市场（Pink Sheets）交易，退市时的股价仅为3.15美元。

从11月10日的15.52美元至12月9日摘牌时的3.15美元，绿诺股价累计跌幅高达79.7%，可以说绿诺在纳斯达克股票市场最后30天的表现，足以覆盖掉其在美上市三年的痕迹。从被做空到退市竟不到一个月，这到底是华尔街投资机构的空军阴谋还是我国概念股先天不足，事件本身发人深思，那么其真正原因何在？

二、绿诺遭做空的原因

1. 监督、约束机制不健全。内地民营

企业虽具有较高的成长性，但公司治理结构方面往往存在先天不足，股东大会、董事会、监事会以及经理的相互制衡关系扭曲，经营者的权利与义务不明确，使得企业缺乏来自各方面的监督和约束。Muddy Waters发出的质疑报告称绿诺存在欺诈行为，其中包括管理层挪用公款、虚构合同、虚增销售收入、调整财务报表以实现高位融资等。可见，绿诺的管理层缺乏监督和约束机制，侥幸心理严重，风险意识淡薄，可以说这是绿诺退市的自身根源所在。

2. 合同效应丧失。绿诺上市之前持有大量合同，一旦合同执行将给企业带来丰厚的利润，绿诺能够成功登陆OTCBB，“合同效应”功不可没。但与OTCBB只看重企业的成长性不同，纳斯达克股票市场作为公众持股的交易市场，企业财务报表的任何不合规数据都将被投资者视为企业不诚信经营。事实证明，转板后的绿诺管理层对海外资本市场不甚了解，风险意识匮乏，在合同效应已大打折扣之时，并没有及时改变融资支点，海外融资之路注定不会走远。

3. 缺乏健全的“自赎”机制。中国企业在美国资本市场上的经验相对较少，使得其很容易成为投资者和做空机构质疑的对象。毕竟企业上市就意味着从私人公司变成公众公司，相应地就必须让公司变得透明、财务运营得更健康，但同时也要做好被质疑、被调查和被做空的准备，因此懂得积极回应投资者的质疑，及时与投

资者进行沟通,善于应对和化解风险就显得非常重要。而绿诺面对质疑,不但行动迟缓,而且回应消极,最终在主动将股票停牌两天后承认造假,孰不知这已经触及了美国资本市场游戏规则底线。

4. 借壳上市风险大。为了获取自身利益,中介机构往往通过OTCBB为客户公司借壳上市,再进行转板,顺势将自己手中大量的壳资源推销出去,从而收回成本。短期来看,似乎是实现了双赢,但实际上美国投资者对OTCBB市场的企业并不看好,加之壳资源的质量良莠不齐,因此借壳上市面临较大的风险;长期来看,其与正式的首次公开发行(IPO)相差很大。本次海外上市,Jade Mountain公司作为绿诺的壳资源,其前身之一是美国明尼苏达州的一家生物技术公司,该公司成立于1984年并于2005年解散,是一个处于休眠状态的“壳资源”。绿诺选择它作为借壳上市的对象无疑增大了自己被做空机构猎杀的风险。

5. 审计机构等选择不当。此前,为绿诺出具审计报告的Frazer Frost会计师事务所的两家客户已被曝出有账目问题,而与此种机构合作显然极易成为做空机构猎杀的目标。事实证明,绿诺被美国证券交易委员会(SEC)摘牌后,做空者开始全线做空Frazer Frost会计师事务所的所有中国客户,并且在该事务所的客户名单中,已有十余家上市公司卷入欺诈诉讼,甚至被停牌、退市,而今Frazer Frost会计师事务所已经被SEC中止了相关业务资质,并吊销其一名合伙人的从业资格。

6. 做空机构合法存在。绿诺退市的主谋是Muddy Waters,其是一家盈利性机构,主要向投资者出售研究产品及尽职调查服务等,核心业务就是研究在美上市的中国概念股,其更主要的收入是在发布做空报告之前,就已经埋好了大量空仓。就像Muddy Waters所有研究报告的首句:

“您应该认识到使用浑水研究的风险,对于这里所述的股票,您应该运用您自己的研究和尽职调查来作投资决策。您应该了解到,浑水及其客户和雇员,在出版这个

报告之时,已经对所述股票采取了做空策略,并将从股票下跌中获利。”而Muddy Waters的创始人Carson Block则更加直白地说:“之所以成立浑水,就是要抓住那些试图浑水摸鱼的中国公司,并通过做空这些公司赚钱。”继续诺之后,Muddy Waters又先后做空了3家中国概念股。这3家公司都存在财务造假等问题,被做空后股价瞬间暴跌,甚至超过30%以上。然而Muddy Waters的做法并不违法,因为它是基于真实信息而做出的报告,尽管有时为了获利,做空者放大了中国概念股的负面新闻,然而只要股价下跌,做空者就可以赚钱。作为公众监督的一种形式,各国投资者和证券交易所通常都会欢迎和考虑这种经证实的举报,从而使得这类公司大量合法存在。

三、做空风潮的衍生效应

绿诺退市以后,SEC开始有针对性地调查中国公司通过反向并购实现在美借壳上市中的“种种财务问题”,同时,以Muddy Waters为代表的华尔街做空机构们也都蠢蠢欲动,一方面通过报告提醒美国投资人避免被欺骗,以提高自己在领域内的知名度,另一方面通过做空获得巨额利益回报。“今年投资中国概念股唯一能赚钱的方式就是做空。”纽约一位对冲基金经理如是说。据笔者统计,截至2011年6月15日,今年我国已有13家概念股被纳斯达克或纽交所停牌,有6家被做空,被券商列入禁买名单的多达130多家。这也产生了一系列的衍生反映,使中国概念股的海外生存发展面临新的考验,归结起来主要有以下几方面:

1. 海外资本市场加强了监管。首先,SEC提高了借壳上市的门槛。众所周知,相对于IPO,借壳上市的门槛低、时间短、费用少,是很多中国公司赴美上市的首选。据统计,自2007年1月以来,美国600多起反向收购案例中,就有超过150起来自中国。然而做空事实证明,很多中国公司的治理机制并不健全,财务状况漏洞百出。针对

这一问题,美国资本市场出台了更加严厉的监管措施,以提高非美公司借壳上市的门槛。如纳斯达克股票市场就规定,企业需要在OTCBB挂牌满半年,在申请转板前的两个月内,其中有一个月的股价不低于4美元;美国交易所也出台新规,转板时公开募集资金不少于5 000万美元,或者由交易所委派第三方对拟转板的公司进行为期不少于6周的财务和法律尽职调查。其次,会计师事务所加强了审计。Frazer Frost上了美国监管机构的黑名单后,引发了中小会计师事务所不被信任的危机,各大公司纷纷更换自己的会计师事务所,开始积极与具有国际影响力的大型会计师事务所合作,而大型会计师事务所也越来越严格和谨慎,甚至还出现了举报自己客户的事件,如美国龙昌会计师事务所就向SEC举报了包括纳伟仕、岳鹏成电机等4家中国客户,指责他们涉嫌财务造假。这种罕见的行为将美国股市对于中国概念股的信任危机推向了顶峰。最后,中美监管部门加强了合作。很多中国概念股都是在开曼群岛注册的,不在中国政府的管辖范围,而针对跨国共同监管的问题,中美之间一直存在分歧。最近,SEC正与中国监管部门合作,以应对上述问题,并希望在数月内达成一份跨国监管协议,可能会允许美国监管机构在中方陪同下调查涉及美国上市公司审计业务的中国会计师事务所。

2. 集体诉讼相伴而生。在美国,上市公司被做空之后,律师事务所往往会基于股价下跌的事实怂恿股民集体诉讼,从中获得巨额的诉讼费。由于美国集体诉讼案一旦开庭,则需要很长的时间,被诉讼公司的经济状况和名誉都会受到极大的影响,并且一旦被摘牌,这些公司将会被清理到场外市场交易,因此不得不采取庭外和解并以支付巨额和解费的方式来解决。

3. 十年信誉摇摇欲坠。随着做空风潮愈演愈烈,遭受损失的不仅是牵连其中的中国概念股和投资者,还有中国概念股的集体声誉,更可能给今后赴美上市的中国公司带来困难。正如北京大学访问学者、

前普华永道合伙人Paul Gilis教授所说:

“少数‘烂苹果’的行为已经伤害了那些好的中国公司的信誉。”事实证明,今年在美上市的麦考林、网秦科技、世纪佳缘等12家中国概念股中就有10家出现破发,这与此前中国概念股上市即受到热捧的待遇大相径庭。

4. 中介机构劝说退市。在中国概念股遭遇的这场集体信任危机中,虽然有部分上市公司确实存在造假行为,但也有大量的中国企业受到了连带影响,股价被大大低估,短短几个月内,在美国OTCBB市场上的优质企业基本上都已成为中介机构劝说退市的目标。近期河北一家钢铁公司一连接到了3家中介公司的退市劝说,该企业因受绿诺退市的影响,原本已经收到的纳斯达克股票市场的转板批准又被收回,现在一方面转板遥遥无期;另一方面如果主动退市,则借壳成本付诸东流,并且要支付数百万美元的退市中介费用,陷入了进退两难的僵局。

四、中国概念股出路在哪里

1. 健全财务运行,透明信息披露。成功上市只是一个起点,而不是终点。美国资

本市场上市门槛低,如何健康持续地上市才是关键,因此企业要对外提供更加真实透明的财务报告,杜绝财务造假;完善公司监督机制,强化股东大会、董事会、监事会以及经理的制衡机制,防止以权谋私、损害股东利益的现象发生;提高管理层的风险管理意识,平时就要加强内部审查,排除治理漏洞,杜绝“圈钱”后一劳永逸的观念。只有更加健全的财务运行体制和透明的信息披露才能使外国投资者对中国概念股重拾信心。

2. 谨慎选择上市中介。做空风潮中中介机构先前劝说企业海外上市,后又举报造假,继而劝说退市的现象不得不发人深思。因此,赴美上市企业一定要谨慎选择具有国际影响力、可信度高的中介机构,同时在上市过程中还要有明确的自我判断,要认识到借壳上市是一把双刃剑,可以积极营销但要杜绝过度包装,要努力熟悉海外资本市场的运行体制,不要被中介机构“牵着鼻子走”。

3. 建立健全“自赎”机制。绿诺面对做空,不但行动迟缓,而且消极回应,最终留下了惨痛的教训。虽说财务欺诈是“纸包不住火”的,但随着海外投资者对中国

概念股的质疑声越来越大,不能排除做空机构有抓住投资者心理、恶意做空、趁火打劫的可能。因此,企业必须建立健全“自赎”机制。首先,积极熟悉和适应美国资本市场的游戏规则、金融体系、文化差异和法律法规等。其次,做空机构一般都是先找出上市公司的财务漏洞后做空其股票,然后发布做空报告,等待股价下跌时坐收渔利;律师事务所则是怂恿投资者集体诉讼、趁火打劫。因此,企业平时不但要加强内部审查,避免做空机构有机可乘,同时面对做空和诉讼也要积极回应质疑,及时与投资者沟通,对做空行为尤其是恶意做空行为进行严厉的调查和诉讼,不能把错杀者“惯坏了”。最后,针对股价低迷,中国概念股应该积极自我营销,尽可能在国外开展主营业务,让投资者认识到公司股票的真实价值,避免海外投资者的信任危机和股价歧视。

[本文是国家社科基金(11GBL022)、北京市自然科学基金(9112005)、北京教委(PHR20100512、SM201010011008)的阶段性成果]

(作者单位:北京工商大学商学院)

责任编辑 陈利花

● 简讯

中国中铁首届财务会计职业技能大赛总决赛在京举行

“会当击水三千里,计应谋得一万年”,为深入贯彻科学发展观,推进两大转变,实施二次创业,2011年8月25日,中国中铁首届财务会计职业技能大赛总决赛暨中国中铁股份有限公司首届财务会计职业技能大赛第二、第三赛程在北京股份公司总部隆重举行。

本次大赛作为中国中铁成立以来的首届财务会计技能大赛,得到了相关部门领导以及业界同行的大力支持,财政部会计司副司长舒惠好,国资委产权局副局长谢军,国资委监事会07办主任夏策明,中国中铁股份有限公司董事长、党委书记李长进,总裁白中仁,副总裁、财务总监、法律顾问李建生,副总裁马力,总经济师许廷旺以及财政部、国资委、证监会、国家税务总局、国务院机关事务管理局、中国铁道学会、中国财政杂志社等单位的相关领导出席了本次大赛,李建生女士致开幕词,希望本次大赛的参赛选手都能赛出风格、赛出水平。

经过前期的层层选拔,中铁二局、四局、五局、六局、中铁建工、中铁大桥局最终进入决赛,大赛重点测试了《中国中铁会计核算手册》的相关内容,强调财会实务,充分体现了国家财会政策的最新要求、中国中铁的会计核算特点和行业管理特点。

中铁二局代表团最终摘得团体、个人一等奖。大赛的成功举办提升了企业财务精细化管理水平、财务会计信息披露质量和管理水平,同时,也涌现出一大批年轻有活力的财务人才,加强了公司对于人才队伍培养和建设的重视程度,对中国中铁的未来发展将产生深远而积极的影响。

(本刊通讯员)