

# 怎样看待中国概念股的问题

袁 敏 ■

在过去的一年中,由市场做空机构引发的、进而引起监管部门关注和调查的中国概念股危机,引起了广泛的热议。那么,怎样看待中国概念股的问题,如何看待做空机构的行为,重塑中国概念股的市场形象,重建投资者的信心,是市场参与者面临的现实挑战。

## 一、中国概念股引起有关方面关注的背景

自2007年次贷危机以来,全球经济陷入一片风雨飘摇之中,直至今日欧债危机、美债困境仍在发酵。与之对应的是中国经济“风景这边独好”,成为投资者心目中的“桃花源”。危机也成为中国公司海外出击的最佳时机,越来越多的企业借机扬帆出海,试图在更大的平台上树立自身形象。以美国资本市场为例,2011年3月14日美国公众公司会计监管委员会(PCAOB)发布了一份调查报告,自2007年1月1日至2010年3月31日间,来自中国的公司(含中国内地、中国香港和中国台湾)有159家通过反向并购进入美国资本市场,市值高达128亿美元(占同期反向并购案的26%),而通过首次公开发行(IPO)的上市公司则达到56家,市值超过272亿美元。

除了整体表现良好之外,个股表现也非常优异,如2010年12月8日在美挂牌交易的优酷网、当当网两家视频网站,分别较发行价上涨161%和87%,体现出美国投资者对中国公司的热情和信心。

中国概念股的优异表现,开始引起一些机构投资者的注意,包括浑水公司(Muddy waters)、香椽研究(Citron Research)等做空机构针对中国公司经营中存在的“不同于美国”的做法大做文章,并引起整个市场的关注。

## 二、市场做空机构的运作路径

在此次概念股危机中,比较著名的莫过于浑水公司,研究其“发迹”路径,无疑对了解做空机构的手法具有一定的启示。

浑水公司创办于2010年,除了创始人布洛克之外,甚至没有一名全职员工。但就是这样的一家公司,在过去一年中先后发布了针对中国公司的多份做空报告,并引起包括美国证券交易委员会(SEC)、PCAOB等监管部门的关注。从浑水公司的运作手法看,其本质上属于“黑吃黑”,即被攻击的上市公司本身在财务和运营上存在问题,浑水公司在发布做空报告时,背后的对冲基金早已建好空仓,等到股价跌到很低的时候顺势抄底,借此获取高额收益。其具体运作路径如下:

### 1. 精准筛选,锁定目标

布洛克走上“猎手”道路非常偶然。据称他的父亲是美国一家基金公司的投资人,因中国概念股的优异表现,希望投资于具有中资背景、在美上市的某公司,于是让在中国的布洛克去现场看一下。2010年1月,布洛克与朋友驾车去该

公司参观,发现厂区一片萧条,于是建议父亲卖空该公司股票。但在长达半年的时间里,该公司股票却没有出现预期下跌,对应市值更是超过1.5亿美元,于是布洛克在2010年6月28日以浑水公司名义发布首份研究报告。当日该公司股价为8.33美元,收盘后浑水网站发布报告,给出强力卖出评级,目标价低于1美元,并将报告直接发送给50个人;29日,该公司股票价格大幅低开,收盘更是暴跌至7.23美元,成交量约59万手,超过前一天成交量的7倍,而且跌势不止。一年后的2011年6月28日,该公司股价为3.42美元,对应市值0.63亿美元。

尝到甜头的布洛克一发不可收拾。但受制于成本效益原则,浑水公司早期仅选择一些市值较小的公司,因为这些公司财务造假较易被发现和证明,而大公司的信息量非常庞大繁杂,即使有造假也不容易被证明。随着布洛克所在公司的声名鹊起,很多投资者开始关注并提供上市公司可能造假的线索,赞助机构也找上门来。

此时,布洛克开始有选择地选择“猎杀”对象。从已经公布的调查报告看,其目标公司选取基本遵循了如下路径:从小审计师事务所拓展到大事务所、从上市时间短的公司拓展到上市时间长的公司、从美国上市的中国概念股拓展到其他国家上市的中国概念股。

### 2. 充分调研,撰写报告

要想实现做空的目的,就需要有扎

实的研究,否则就会面临法律问题。根据选择的目标公司,布洛克开始组织人手进行深入调研。从公开披露的情况看,浑水公司除了创始人布洛克之外没有全职的员工,主要通过雇佣合同工来帮助进行研究,所雇佣人员包括会计、法律、金融、制造等方面的专家,此外还聘请事务所为外部咨询师帮助其分析。

从报告的内容看,质疑的焦点通常集中在收入造假、资产虚夸、管理层虚假陈述等财务舞弊事项上,包括超于同行的非正常毛利、异于常规的商业盈利模型、不透明的关联交易等。

从调查的手法和佐证资料看,研究人员通过现场调查(如调查长途巴士上的客流量、播放内容等;现场查看工厂的卡车进出情况和员工的上下班情况等)、角色表演(假扮客户,与上市公司的销售人员或办公人员进行谈判沟通,以收集证据)、分析性复核(与行业比较、与常识比较等)。

### 3. 发布报告,做空盈利

做完报告后,浑水公司通常会针对报告中的问题与SEC进行沟通交流,以取得监管部门的关注和认同;然后与目标公司主要股东、各大基金或机构先行联系,有选择性地将报告发送给市场上较活跃的机构投资者,透露其做空意图,以此寻求报告刊登后的支持;最后在网站上公布报告,为市场参与者提供参考。

需要说明的是,一方面,写出的报告调研工作成本非常高;另一方面,报告发布者可能面临证券监管部门的审查,甚至目标公司匿名邮件和电话的威胁。这就需要超额的回报来弥补上述成本和风险,而做空特别是在发布研究报告之前就建立足够的空头头寸,才能在报告发布后打压股价,实现为公司带来丰厚回报的目标。

为了避免法律上的纠纷,公司会在所发布的报告中作出周详的免责声明,加上事先与监管部门的沟通,这就不会导致美国证券监管机构直接对其作出操纵

市场的指控。

从结果看,浑水公司确实达到了其目标:找出问题公司,甚至借此获取丰厚回报。

## 三、产生信任危机的中国概念股存在的主要问题

应该说明的是,绝大多数在美上市的中国公司都是“好苹果”,但不可否认的是,受到攻击的部分公司确实存在内部控制、财务、审计或公司治理等方面的问题,而市场做空机构的研究报告,或多或少为投资者打开了一扇窗户,能够从另一个角度来解读和审视公司的经营。

从市场公开的信息看,受攻击的中国概念股公司主要问题包括:频繁更换审计师,CFO辞职,财务报表重述或数据调整不同寻常;公司的主营业务全部或大部分在中国,而上市地在海外;公司聘请的事务所规模通常较小,或者事务所所在地与上市公司经营场所不在同一区域,导致事务所执业质量存疑;公司的创始人通常是大股东,在上市前后存在复杂的关联交易,通过不透明的交易结构进行利益输送;公司的治理结构不完善,财务总监及董事会成员通常由不熟悉中国法律、文化甚至语言的外国人担任,因语言障碍、信息沟通等问题导致其监督职责无法正常履行;公司业绩异乎寻常,在客户群体、盈利模型、销售模式等方面不同常规。

这一个个“蚁穴”,在引起关注的同时,如果被做空机构抓住并通过扎实的研究调查找到问题的佐证资料,则不可避免地受到攻击,而目标公司在成为“猎杀”对象的同时,也给中国概念股的整体带来负面影响。有则改之、无则加勉,中国公司如何对照上述“风险表单”对自身业务进行检视,是防患于未然的必然选择。

## 四、完善内部控制和风险管理机制,重塑中国概念股的市场形象

他救不如自救,中国概念股之所以

在海外市场被攻击,其根本原因还是自己不够强大。

此次危机中暴露出来的海外上市公司存在的公司治理、内部控制、信息披露、审计师和财务报告质量、业务模型、盈余或现金流量质量等问题应引起足够的重视,如何化危为机,完善并优化公司治理和股权结构、提高信息披露质量和透明度、降低业务模型的风险和理解难度是我们面临的现实问题。更重要的是,如何加强与那些不熟悉中国文化、法律和制度的西方市场人士的信息与沟通,让海外投资者更全面、更公允地看待中国公司的现状,重建中国公司的市场形象,是中国公司融入全球必须解决的障碍。

中国经济的整体是健康的,中国大部分的公司是优秀的,在经济全球化的大潮中,中国企业走出去、引进来的趋势不可逆转。作为建立投资者信心、保证企业目标实现的重要制度安排,内部控制及其配套指引已在中国上市公司中逐步推行,相信随着内部控制和风险管理机制的建立健全和不断完善,公司的管理水平和信息披露质量将上升到一个新的阶段,市场参与者对公司的评价将更为客观公允。雨后的彩虹更美丽,相信在除去少量的问题公司之后,中国的证券市场将更加健康,大浪淘沙后的中国公司将更加强大。■

(作者单位:上海立信会计学院)

责任编辑 刘黎静

