

中国概念股遭遇国外机构做空的成因与应对

——以新东方为例

张雨潇 岳虹

近年来,中国概念股频遭国外机构做空。安永发布的《全球IPO最新信息》显示,2010年在美国上市的中国概念股企业42家,退市3家;2011年在美国上市的中国概念股企业只有14家,但有41家退市;到了2012年上半年,只有1家中国概念股企业在美上市,退市的却有19家之多。2012年7月,受浑水做空报告的影响,中国最大的民间教育机构新东方教育科技集团(简称新东方)受到美国证券交易委员会(SEC)调查,随即股价产生剧烈波动。虽然此次危机最终化险为夷,但新东方因此付出了巨大的代价。本文以新东方遭遇国外机构做空为例,分析做空的动因并提出几点对策。

一、案例简介

(一) 新东方境外上市简介

新东方于2006年9月7日在美国纽约证券交易所上市,发行价为15美元,发行当日开盘价达22美元,高出发行价格约46.7%,成交量633.2万股。新东方此次上市共发行750万股美国存托凭证,融资1.125亿美元。

(二) 新东方遭遇做空经过

早在2009年,新东方就曾遭遇美国香橼机构的做空。但当时由于报告研究方法和理由不够充分,市场在一度恐慌后又立刻上涨。2012年,新东方再度遭遇做空。7月17日,新东方在第四季度财报中公布了SEC介入调查其早先进行的可变利益实体(VIE)结构调整的消息,当天新东方股价暴跌34.32%。18日,浑水公司发表了长达97页的做空报告,认为新东方报告了不实的营业收入,因为有些分校是特许加盟的形式而非为新东方所有,但新东方却将特许加盟费用于填充现金流量表;没有准确反映所缴纳的所得税;不适当地将子公司财务数据并入报表。因此,浑水公司给予强烈卖出评级,新东方股价随即继续下跌35%,市值缩水至14.7亿美元。19日,新东方高管做出了回应,称新东方所披露的664家教学中心都由新东方所拥

有,而来自合作机构的授权费和培训费分别只占当年总营业收入的0.009%和0.045%,并不能产生实质影响。同一天,新东方成立了特别委员会进行进一步调查,同时投入数百万美元,聘请美国盛信律师事务所作为独立律师,协助其对浑水报告中所提到的一些指控进行独立评估,并聘请了安永会计师事务所和通商律师事务所协助调查。20日,新东方高层管理者宣布使用个人资金在未来三个月内在公开市场回购价值总计5000万美元的存托凭证,并宣布在未来6个月内将不会出售所持新东方股票。24日,新东方受到了美国律师事务所代表投资者发起的诉讼。10月1日,新东方组成的特别委员会宣布调查结果,认为没有证据支持浑水公司的指控。10月中旬,SEC公布调查结果,表示新东方将VIE及子公司并入合并报表并无异议。随后美国各证券公司将新东方改为买入评级。

二、新东方遭遇做空的原因分析

(一) VIE股权调整冲撞美国投资者保护信念,引发投资者不信任

新东方VIE结构的调整,是通过无对价协议的方式将VIE实体的股权转让由其董事长100%控制,股东人数由11人变为了1人。

VIE出自美国标准会计准则FIN46。在VIE架构下,投资企业对被投资企业的控制不是基于多数投票表决权,而是通过一系列协议安排(如借款合同、股权质押协议及独家服务协议等)对被投资企业进行控制,并享有境内经营实体所取得的经营利益。但VIE模式本身却存在较大的不确定性。以新东方为例,由于VIE实体及多家新东方全资子公司(外商独资企业)的公章证照都由实际控制人同时拥有,实际控制人可自行决定VIE协议的变更或终止。对于VIE股权结构的调整,新东方认为由于其他10位股东均已离职或不持有大量股份,股权只有控制在利益相关人名下才能提高决策效率,更好地实现股东

利益最大化。但这一观点恰恰与美国证券监管的分权精神相悖。美国资本市场在信息披露上更加注重普通投资人的利益，而对企业的大股东和高管却有天然的不信任。在SEC看来，新东方11个股东能起到更好的制衡作用，而由其董事长一人掌握VIE股权无疑严重削弱了这种制衡作用，若董事长单方面决定终止控制协议，将使得海外投资者利益受到损害。

（二）中美资本市场及公司治理理念差异的影响

在做空报告中，浑水公司指控新东方不适当地将不同利益实体及其子公司的财务数据并入公司的报表。浑水公司认为这些VIE实体是国有资产，新东方对其没有足够的控制权，不能将其财务数据并入公司报表。事实上，根据2003年发布的《民办教育促进法》的规定，中国的民间教育机构办学有两种模式，即盈利性质的公司和非盈利性质的民办学校。而国家对以公司形式经营的培训机构尚未出台明确的法规，因而市场上一些教育培训机构都是通过民办学校的方式办学。虽然法律规定“不追求合理利润”的民办学校属于国有，但在实际操作中清算资金基本都由投资者自行处理。在美国投资者看来，新东方就是单纯的培训公司，但由于中国相关制度的不完善，像新东方这样的培训机构不得不处于灰色地带，即：既是盈利的培训公司，又被划入非盈利民办教育机构。

（三）国外机构投资者恶意做空

此次做空新东方的浑水公司，其盈利模式是通过寻找问题公司，卖出该公司股票建立仓位，然后发布做空报告，在公司股价下跌中获得盈利。同时，此类第三方研究机构通常也会与律师事务所及机构投资者合作，首先由机构投资者做空某股票，由第三方研究机构出具做空报告，然后由律师事务所代表投资者发起诉讼。这样强大的利益集团决定了浑水公司有足够的资本发布不实报告夸大企业存在的危机。浑水公司在2012年4月就曾将针对新东方的调查报告提交给SEC，三个月后新东方接到SEC的调查函，浑水公司趁机发布做空报告，从而引起股价大跌，这正是浑水公司盈利模式的体现。但细究浑水公司发布的做空报告，可以看出其中的夸大及不实之处，以及对中国企业经营所面临的制度环境的不甚了解甚至曲解。做空机构正是利用了投资者信息不对称来做空牟利。

（四）中国概念股公司本身的缺陷所造成的诚信危机

相较于国外成熟的资本市场，中国短暂的改革开放历程还没能形成一个较为完善的市场机制，企业造假成本低甚至能获得收益。当中国企业将在国内惯用的造假手法用在国外市场时，财务信息的不透明和业绩的夸大很快就引起国外监管机构的注意。有关统计数据显示，2011年3月至今，已有近40家在美国上市的中国公司的审计师提出辞职或曝光审计对象的财务问题，30多家在美国上市的中国概念股公司遭遇停牌或摘牌。产权不明晰、信息披露不全等诚信危机笼罩在整个中国概念股

头上。在这样的情况之下，浑水公司发布的做空报告指控新东方报告了不实的学校数目和总收入，并且不适当地将不同利益实体数据并入公司报表，自然触动了投资者敏感的神经，给投资者造成恐慌。

三、中国概念股应对做空的策略

（一）把握价值最大化原则，增强投资者信任

在美国等资本市场较为成熟的国家，做空机构作为市场监管的组成部分，允许其通过正当途径做空“问题”公司来获利。做空机制同做多机制一样，有利于投资者主动规避风险，增强市场流动性，是一个健康资本市场的重要组成部分。因而客观来讲，做空机构选择做空中国概念股，还是由于中国企业在公司治理、信息披露及文化观念等方面与美国的巨大差距给了做空者可乘之机。因而中国概念股企业要应对做空，最根本的途径是按照价值最大化原则和规律完善自身财务管理，提升企业价值，增强自身应对危机的能力。

中国概念股企业到美国上市大多是通过OTC（即柜台市场）曲线上市。在这一过程中，利益链条上的相关机构如律师事务所、会计师事务所等为促使企业上市而进行包装，手段包括财务造假、夸大业绩等。而企业在美国上市采用注册制，与中国的审批制不同，企业在美国上市虽然门槛较低，但在上市之后却面临更严格的财务审计监管及舆论监督。企业若不能在一年内按照美国法律制度完成标准化治理，其为包装上市而进行的财务报表粉饰很容易被监管机构发现。目前中国概念股企业的“不诚信”已经被海外市场标签化，做空机构的推波助澜很容易引发投资者的信任危机。因此，赴美上市的中国概念股企业首先应加强自我约束，按照相关准则编制报表，并完善公司治理和监督机制。在经营过程中，企业应树立良好信誉，改变以往中国概念股不诚信的形象。此外，应完善VIE架构，加强投资者对中国概念股的信任；强化对国外资本市场监管法律的学习，适应国际资本市场的监管制度与监管文化。

（二）加强中美审计跨境联合监管

由于中美两国监管理念及相关标准的差异，两国此前就中国会计师事务所是否要向SEC提供中国概念股企业的审计资料发生过多次争端。因为将中国企业的相关文件转移至境外违反了中国的保密法。SEC对东南融通、中国高速频道等九家可能存在会计欺诈行为的中国公司进行调查时，中国会计师事务所因拒绝提供相关资料而受到了SEC的起诉。要提高国外投资者对中国概念股的信任和认同，使得中国公司能真正融入国际资本市场、提高国际化水平，就应加强中美审计跨境联合监管。2013年5月7日，中国证监会、财政部与美国公众公司会计监察委员会（PCAOB）签署了执法合作备忘录，双方就各自管辖范围调查所需要的文件提出了框架性协议，并将继续努

商业地产项目开发规划和招商营销风控设计

——以苏州工业园区城市重建有限公司项目开发与营销控制设计为例

郑洪涛 蔡伟 黄枝秋

苏州工业园区城市重建有限公司(以下简称重建公司)成立于2005年12月,是苏州工业园区管委会的直属企业。目前公司业务涵盖房地产行业的中上下游,主要包括老镇改造、城铁周边地块开发、土地整理及上市、招商营销、工程规划建设、房地产销售等,其中城铁周边综合开发业务是公司转型发展的关键。作为商业地产项目,准确的开发规划和高效的招商营销是项目成功的重要环节,其中,准确的开发规划能够保证项目沿着正确的轨道前进,为将来的盈利奠定坚实的基础,而高效的招商营销则将美好的蓝图转换为切实可行的方案,保障项目定位的落地实施。为此,重建公司梳理了这两个环节的主要风险,并制定了相应的内部控制制度。

一、项目开发规划和招商营销的主要风险

(一) 开发规划的主要风险分析

1. 项目开发管理相关制度缺失或不健全、不完善,可能导致项目开发管理混乱,不利于项目的开展。
2. 未严格按照开发管理流程执行,开发管理与项目前期

可行性研究没有很好地衔接,导致工作效率低下。

3. 未充分搜集市场信息,或未对项目情况进行充分的市场调研,可能导致市场预测不准确,无法有效把握目标客户群的心理、消费意愿等,甚至造成项目定位偏离公司的发展战略。开发管理考虑的因素比较单一,未进行充分的经济分析和产品定位分析,没有考虑项目的规划设计和业态规划。

4. 编制的定位策划报告(产品建议书)与投资项目决策方案相背离,可能给公司带来巨大风险。项目定位报告评审流于形式,或未经合理授权审批,可能导致决策失误。

(二) 招商营销的主要风险分析

1. 招商管理相关制度缺失或设计不健全、不完善,可能导致招商工作缺少制度依据,使得招商管理工作混乱。

2. 项目招商策划报告的制定不符合国家政策、行业规定和市场发展趋势,或项目招商策划报告未经合理授权审批,无法满足企业、商户、消费者的消费倾向,影响公司的正常招商及运营。

3. 招商推广方案的制定不科学、不合理,或未严格按照招

力推进以双方认可的方式对在美上市的中国公司提供审计服务的中国会计师事务所进行日常监管。

(三) 与美国本土公司合作,降低信息不对称性

大多数做空中国概念股的美国机构都是利用了资本市场的信息不对称性。由于普通的投资者不可能有足够的精力和能力对中国公司的实际经营状况进行调查,只能依靠调查公司出具的研究报告作出投资决策,因而很容易受到恶意做空者的误导。而与美国本土公司合作,利用美国公司在市场、声誉上的优势,提高企业知名度,能够有效减少信息的不对称性。如2012年11月2日,美国最大的汽车网站AutoTrader对易车网进行了战略投资,成为易车网第二大股东。AutoTrader集团

是美国最大的汽车网站,其业务模式与易车网相似,都是为消费者提供授权工具、行业资讯和信息,帮助汽车经销商评估、管理定价以及销售库存。易车网通过引入美国本土公司的战略投资,能有效突破产业和资本市场信息不对称的情况,可作为中国概念股对抗恶意做空的借鉴模式。

(本文得到北京市自然科学基金项目<9112005>、北京市教委科技计划项目<KM201211418003>、北京工商大学研究生科研学术创新基金项目 and 北京工商大学中国创业投资研究中心学术发展基金项目的资助)

(作者单位:北京工商大学商学院
北京城市学院公共管理学部)

责任编辑 刘黎静