

## 中概股危机反思:从财务造假 到诚信缺失\*

陈 彬\*\*

**摘要:**2010 年以来,中国概念股因财务造假问题遭遇做空潮,中国概念股正在经历一场诚信危机。为了化解中概股的诚信危机,有必要构建一套诚信约束体系以重塑中概股的诚信印象,以赢得投资者和市场的认可。对于中概股公司,应选择正确的融资资源;改善公司内部管理和加强信息披露制度;建立与投资者良好的沟通机制;当遭遇市场质疑时,尤其是遭遇恶意做空时,可以直接控告做空者有欺诈行为,利用法律保护自己。对于监管者,应加强上市公司审计监管的国际合作,克服监管乏力;对于恶意做空,中国证券监管机构也可以进行有效监管和打击。对于投资者,应充分依靠非盈利性的独立组织进行的有效调查,正确认识中概股从而进行投资活动。

**关键词:**中概股公司 财务造假 诚信缺失  
诚信约束体系

---

\* 本文只代表作者观点,与作者所在单位无关。

\*\* 法学博士、博士后,深圳证券交易所综合研究所研究员。

2010年下半年,美国上市中国概念股公司遭遇一系列集体诉讼事件,暴露出严重的财务造假问题。进入2011年,更有22家中国公司被诉。SEC由此展开针对中国公司财务情况的专项调查。2012年,中概股公司VIE结构遭到美国SEC调查,引发在美国上市中概股公司股价全面下跌<sup>①</sup>。2011年至今,已有50只中国概念股因被指责财务造假而被停牌或者退市。与此同时,香港<sup>②</sup>和德国<sup>③</sup>资本市场均爆出中概股公司的财务造假问题。

中概股公司的财务造假问题引发市场大规模做空,<sup>④</sup>许多中概股公司迫于压力不得不进行私有化。从表面上看,中国概念股之所以被集中做空与中概股公司境外上市(尤其是反向收购)过程中过度包装和财务造假有关,但是,后深层次的原因还在于中国概念股正在经历一场诚信危机。

## 一、诚信与戒欺

中概股公司遭遇做空和股价的集体下挫,主要是因为中国概念股公司存在一定的共性,在会计制度规范、信息披露规范以及企业素质方面有相似性和趋同性。由于国外投资者对中国公司了解不够,对来自同一个地区的公司,他们通常会认为存在相同的缺陷和问题,因此会带来联动性的影响。可以说,中国概念股公司正在经历的是一场深刻而持久的诚信危机。

---

<sup>①</sup> 2011年7月12日到2012年7月13日为期一年的统计周期内,由i美股编制的中概30指数(ICS30)从1185.70点的高位一路下挫,目前已下跌48.33%;而一年内的最大跌幅则达到令人咋舌的50.09%。但与之相反的是,美股三大指数在上述周期内却呈现出明显涨势,涨幅均在10%以上,近期虽受各种利空影响,但股指并未出现大幅跳水。

<sup>②</sup> 2012年6月20日,美国做空机构香橼发布长达57页的研究报告,称恒大资不抵债,用欺诈手法掩饰资金问题。报告发出后,恒大股价一度下跌超过20%。

<sup>③</sup> 2012年7月,亚洲竹业股份公司(Asian Bamboo AG,以下简称亚洲竹业)被曝出财务造假,有机构指出,“亚洲竹业在德交所的公开财务数字与其境内经营实体的工商年检财务信息存在重大出入,涉嫌财务造假。”除了国内国外两份财报数字打架之外,亚洲竹业还存在关联交易信息、重大交易信息未披露等违规行为。

<sup>④</sup> 2011年至今,有40余家做空机构对中概股公司进行做空。

### （一）诚信的内涵

诚信的词源学含义是诚实守信,由“诚”的“以行成言”之本源含义和“信”的“以言立身”之本源含义派生而来。但是诚信的词源学含义并未完全覆盖其伦理学语义,后者有三个层次,即指一个人在心意、言语和行动上对自身、对他人、对社会真诚无妄、信实无欺、信任无疑。<sup>⑤</sup>子曰:“人而无信,不知其可也。”人生活在社会中,总要与他人和社会发生关系。处理这种关系必须遵从一定的规则,有章必循,有诺必践;否则,个人就失去立身之本,社会就失去运行之规。换言之,道德诚信就是普遍的人类德性要求,是一切社会交往活动顺利进行的基础。

就个人而言,诚信是高尚的人格力量;就企业而言,诚信是宝贵的无形资产;就社会而言,诚信是正常的生产生活秩序;就国家而言,诚信是良好的国际形象。经济活动中的诚信原则,使人们的经济交往不仅仅是一种物质关系,也是一种道德关系。在商业领域,“诚信”的内涵主要包括以诚待客、货真价实、公平买卖、信守合同、偿还借贷、不做假账等。<sup>⑥</sup>柳传志就明确指出:好企业与差企业的差异就是诚信和商业道德。

### （二）戒欺是商业诚信的基本要求

在商业领域,诚信的基本要求就是“戒欺”,即不自欺亦不欺人。《礼记·大学》说:“所谓诚其意者,毋自欺也。”意谓真诚实意就是不自欺。宋代哲学家陆九渊也说“慎独即不自欺。”即使在闲居独处时,自己的行为仍能谨慎不苟且,不会自欺。中国现代学者蔡元培先生说过:“诚字之意,就是不欺人,亦不可为人所欺。”可见,戒欺是诚信的重要准则之一。在商业领域,“戒欺”更是经营者的基本诚信要求。

### （三）商业诚信是道德与制度的统一

诚信本身就是道德范畴和制度范畴的统一。在社会生活领域,如果原有社会结构中公认的行为规范与制度的影响力和约束力减弱,就

<sup>⑤</sup> 杨方:“诚信内涵解析”,载《商业与文明》2005年第3期。

<sup>⑥</sup> 中国古代商业社会对此有统一认识。徽州商人吴南坡就宣示:“人宁贸诈,吾宁贸信,终不以五尺童子而饰价为欺。”所以,他出售的“南坡布”货真价实,深受顾客信任。久而久之,四方顾客都十分相信“南坡布”。只要去买布,看见是吴南坡的铺面,不管金额多少,买了就走。

可能导致个人和群体角色混乱,现实与预期错位,形成局部失衡心理,突出表现为信仰危机、思想迷茫、道德感下降、原始利己主义情绪泛滥等。在经济领域,诚信缺失则可能异化为法治观念淡薄、诚信缺失、不择手段追逐利益、拜金主义盛行,从而危害经济运行秩序。这时,就需要制度和法律对诚信进行矫正。承担诚信矫正职能的制度规范就是以国家强制力为后盾对人类行为实施他律,是谋求当事人及当事人和社会之间利益均衡的外部约束制度。<sup>⑦</sup>

## 二、中概股财务造假诱发诚信危机

诚信危机在现实社会中的出现,有其特定的历史原因和比较复杂的现实原因。中概股公司诚信危机的发生和蔓延,财务造假(或者说欺诈)无疑是主要原因之一,有很多中国企业在上市过程中确实存在很多不规范的现象,各种财务造假现象也层出不穷,而标杆企业起的“负模范作用”更是加剧了中概股的诚信危机。

### (一) 财务造假是中概股公司多发的违法违规行为

据不完全统计,2001~2010年间,共有42家美国上市中国概念股公司涉嫌83起违法违规案件,涉及91个违法违规行为。其中,涉嫌违法违规行为数量居首位的是信息披露类违法违规行为。此类行为包括虚假陈述行为、未按规定提交财务报表、IPO文件造假在内的信息披露违法违规行为,合计69个,占涉嫌违法违规行为数量比例达到接近76%。此外,42家涉嫌违法违规的中概股公司竟然遭到了12个IPO文件造假行为的指控,比例高达28.57%,美国证监会更是曾经迫使中芯国际收回其首席财务官所做的过于乐观的声明,可见中国公司在IPO过程中的确存在严重的问题。在所有中概股公司涉及IPO文件造假的案件中,涉嫌违法违规主体均包括上市公司、上市公司董监高、承销商和保荐人。可见,承销商与保荐人被普遍认为参与了IPO造假的

---

<sup>⑦</sup> 郑磊:“现代诚信内涵刍议”,载《现代管理科学》2012年第9期。

利益集团。<sup>⑧</sup>

2011年3月,PCAOB发布了一份由该委员会研究分析处完成的、题为“中国地区公司反向收购活动总结 and 审计影响(自2007年1月1日至3月31日)”的研究报告,该报告也是对2010年7月公布的《第6号全员审计实务警示公告》内容的补充。该报告指出,委员会的检查显示,部分在美国登记注册的审计企业聘请了外部的助手,因此对境外企业的审计实质上是由这些外部的助手所完成。“委员会的检查人员认为,在美国注册的审计企业在对所聘请的外部审计机构的审计工作的参与方面是不够的,不能据此断言所完成的审计工作为它对公司的财务报告发表意见提供了合理的基础”。<sup>⑨</sup>

(二)对中概股公司财务造假问题的分析:以香橼公司和浑水公司为例

我们以做空中概股公司的著名机构香橼公司(Citron)和浑水公司(Muddy Waters)为例进行分析。

自香橼公司<sup>⑩</sup>和浑水公司<sup>⑪</sup>成立以来,截至2011年年底,两者共做

<sup>⑧</sup> 参见陈彬:“美国上市中国概念股涉嫌违法违规情况分析”,深圳证券交易所研究简报。

<sup>⑨</sup> PCAOB's Office of Research and Analysis: Activity Summary and Audit Implications for Reverse Mergers Involving Companies from the China Region: January 1, 2007 through March 31, 2010, 参见 PCAOB 官方网站 [http://pcaobus.org/Research/Documents/Chinese\\_Reverse\\_Merger\\_Research\\_Note.pdf](http://pcaobus.org/Research/Documents/Chinese_Reverse_Merger_Research_Note.pdf)。

<sup>⑩</sup> 香橼公司由安德鲁·莱福特(Andrew Left)创立,其主要业务为做空,但并非专门针对中国概念股。自2006年至2011年年底,香橼公司共做空18家中国概念股,其中2006年2家,2007年4家,2008年1家,2009年2家,2010年3家,2011年6家。这些公司中有2家来自纽交所(新东方和东南融通),14家来自纳斯达克,2家来自OTCBB。除在新东方向上失手和哈尔滨泰富电气的做空战役正在进行之外,其他的做空均以香橼的胜利告终。目前,有6家公司已经被退市,5家的下跌幅度在90%附近或以上,4家在70%左右,1家在20%左右。

<sup>⑪</sup> 浑水公司由卡森·布洛克(Carson Block)创立,是一家专门为做空中国概念股而成立的公司,其公司名称中的“浑水”即取自中国成语“浑水摸鱼”。自2010年年中至今,浑水公司共正式做空5家中国公司(中国高速传媒被香橼和浑水公司同时做空),其中2家公司已经被退市,1家被停牌(结局很可能是退市),另2家分别出现60%和70%左右幅度的下跌。此外,浑水公司还针对另一家中国概念股公司展讯通信以公开信的形式列出了许多疑点,希望管理层能给予答复,但并未发表正式的做空报告。与香橼公司的做空对象主要来自纳斯达克不同,浑水的做空对象有许多都是规模较大的公司,如来自纽交所的2家公司和来自多伦多交易所的嘉汉林业,嘉汉林业在被做空之前市值高达70亿美元。

空 23 家中国概念股,其中纽约交易所上市公司 4 家,纳斯达克上市公司 16 家,多伦多交易所上市公司 1 家,在美国 OTC 交易的上市公司 2 家。在被做空的中国概念股中,有 7 家已经被退市,1 家被停牌,有 11 家出现 60% 以上巨幅下跌,另有 2 家公司尚处于做空战役之中。并且,这些公司在被做空之后,公司及其高管大多遭到了监管部门的调查或集体诉讼。

针对上述 23 家公司,香橼和浑水公司一共发表了 39 份研究报告,通过对这些研究报告的分析,我们大致可以发现是上市公司身上的何种“腥味”吸引了做空者的到来。通过对上述报告的分析可以发现,香橼和浑水做空中国概念股的理由大致可以分为两类:一类是基于市场理由的做空;另一类则是基于违规理由的做空。<sup>⑫</sup>

其中,基于市场理由而针对中国概念股发起的做空比较少见,仅有新东方、金融界、奥瑞金种业和斯凯网络属于此类。香橼公司在以市场理由做空中国概念股方面并不成功,如新东方在被香橼做空之后股价上升超过 100%,奥瑞金种业和斯凯网络的下跌幅度也不大,这反映出香橼公司在对公司进行市场估值方面并无特别优势。香橼公司的创始人莱福特也承认在预测公司的市场前景方面,他失手颇多,但是,他值得自豪的是在揭露公司的财务造假方面从未失手。

除新东方等 4 家公司之外的中国概念股都是被香橼和浑水公司基于违规理由做空的,而这些违规指控都可归结于一点,那就是“财务造假”。通过报告可以发现,公司造假的手段各不相同,但是发现造假的突破口却如此相似。香橼和浑水公司尽管在具体的调查手段上有所不同,比如,香橼公司更加依赖对上市公司财务报告等公开信息的分析和对照,而浑水公司由于是律师创立的,较多地采用了暗访、走访客户及经销商等实地调查手段。但是,吸引他们对公司展开调查的突破口却是类似的。香橼公司在其报告中也一再强调,发现公司造假根本不需要有多么高深的财务知识,也不需要多大规模的调查,只需要具有常识和一点点的尽职调查。那么,是什么样的理智帮助做空者锁定猎物

---

<sup>⑫</sup> 具体内容参见陈彬、刘会军:“什么样的公司有财务造假嫌疑——来自香橼公司和浑水公司的启示”,载《证券市场导报》2012 年第 6 期。

的呢？

剔除上述 4 家基于市场理由被做空的中国概念股，在剩余的 19 家公司的做空报告中，我们可以发现一些反复出现的突破口，而香橼和浑水在很大程度上正是根据这些突破口和进一步的尽职调查对公司的财务报告提出质疑的。

香橼和浑水在其报告中认为这些特征和财务造假有极强的正相关性，具体情况如下：

1. 远高于同行业的毛利率。有些公司的业绩太好了，好得都不像真的了。香橼的研究报告中反复出现的一个词汇是“too good to be true”；反复强调的一个逻辑是，在充分竞争的市场中，每家企业只能取得平均的利润率，除非这家企业有足够合理的理由，如先进的技术、行业的领头或垄断地位等。如果理由不够充分，而企业又取得了远高于同行业的毛利率，那么，财务报告存在造假的可能。如厨房小家电生产商德尔集团(Nasdaq: DEER)公布的平均年增长率为 400%，毛利率比行业龙头九阳股份还高 46%，而九阳的规模是其 8 倍，而且德尔集团几乎没有任何广告和零售终端开销。在淘宝网的厨房小家电生产商“关注度”排名中德尔更位列第 51 名；在最近的时期，最多的产品只卖出 9 件，绝大多数产品的销售量为 0，而九阳产品每周的销量高达几千件。这像一个每年增长 400% 的公司吗？你还相信它的毛利率比九阳高 46% 吗？<sup>⑬</sup>

2. 报给工商和税务部门的文件与报给 SEC 的不一致。工商和税务等部门保存的企业资料是发掘公司财务造假的一座金矿。但是，这些资料存在一定的争议性，有些企业可能为了规避或逃避税收等而向这些部门故意隐瞒公司的真实情况。香橼和浑水公司认为工商等部门保存的文件和报给 SEC 的文件存在些许差异是可以理解的，但是当差距达到一定程度的时候（如 90% 以上），对于推断企业的财务造假便具有了实际意义。此外，在有些资料中还夹杂有企业经过会计师事务所

---

<sup>⑬</sup> Why Citron Believes This DEER has a Target on its Head, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2011/04/04/why-citron-believes-this-deer-has-a-target-on-its-head/>.

审计的财务报告,这些经过审计的报告具有更高的可靠性。如多元水务(NYSE: DGW)公告的2010年收入为10亿元人民币,2009年收入为7.834亿元人民币,但是多元水务的中国工厂的工商登记资料中的审计报告表明其2009年收入应在330万至560万元人民币之间,收入被夸大了超过100倍。<sup>⑭</sup>

3. 有隐瞒关联交易的情形或收入严重依赖关联交易。大量关联交易的存在使得公司有虚构公司业绩或掏空上市公司的可能,因而其业绩的坚实度和财报的可信度都随之降低。如果一家公司存在未披露的关联交易,其缘由也往往不会是信息披露过失那么简单,背后可能存在更大的问题。对中国公司而言,土地房产类的关联交易有时是利润腾挪的安全港,因为土地房产不但比较值钱,而且价钱的评估也不容易。如多元水务(NYSE: DGW)2009年向慧元(惠元)研究所支付了2620万元人民币的咨询费,而公司却未披露该研究所是多元水务董事长在北京用3万元注册的一家个人独资企业。<sup>⑮</sup>

4. 可疑的主要股东和管理层股票交易。主要股东和重要管理人员的股票交易有时会有暗示意义。公司业绩下滑时,管理层抛售股票不是好兆头;当公司的公开情况显示公司存在重大利好,而主要股东和管理层却积极兜售股票时,更不是好兆头。如东南融通(NYSE: LFT)在上市后的4年内,其主要创立者也是董事长把其所拥有股票的70%,价值超过2.5亿美元,无偿赠送给了朋友和公司职员。公司的解释是钱对董事长已经毫无意义,但董事长却有以不合法手段谋取钱财的经历。

5. 审计事务所名不见经传且信誉不佳。对中国概念股进行财务审计的经常是一些名不见经传的小公司,而这些小公司在中国又无分支机构,不得不将业务委托给中国的一些事务所进行,这就为造假提供了空间。此外,中国的审计主要围绕发票进行,较少进行实际核实,而发票很容易造假。如果公司公布的审计报告存在错误,且制作粗陋,则更

---

<sup>⑭</sup> Muddy Waters Research on Duoyuan Global Water Inc., online: <http://www.muddywatersresearch.com/research/>.

<sup>⑮</sup> Muddy Waters Research on Duoyuan Global Water Inc., online: <http://www.muddywatersresearch.com/research/>.



表明会计师不认真或不称职。有许多中国概念股都是因为聘请了信誉不佳的审计公司而引起做空公司的关注,比如中国阀门、绿诺国际和哈尔滨电气都聘用了 Frazer Frost 作为审计公司,而 Frazer Frost 曾多次受到 SEC 的惩罚。此外,德尔集团聘请的 Goldman Kurland & Mohidin 公司也存在信誉问题,其审计的 3 家公司暴跌,1 家因财务信息披露违规被摘牌。

6. 管理层的诚信值得怀疑。不诚实和不值得信赖的管理人员会使公司的财务报告更宜出现造假的可能性。如果一家上市公司的核心股东或重要管理人员在过去有严重污点或有事实表明其不值得信赖,那么,公司财务报告的可信度将随之降低。如新华财经(Nasdaq: XFML)的重要股东 Dennis Pelino 和两位独立董事都来自同一家因众多的违法犯罪行为被退市并被宣布破产的公司 Stonepath Group。并且,新华财经母公司的董事 Shelly Singhal 曾经先后卷入两起重大的股票诈骗事件,还有证据表明他曾经从别人那里购买股票但从未付钱,而新华财经的 CFO、董事,甚至是独立董事都与 Shelly Singhal 有非同寻常的关系。<sup>①6</sup>

7. 更换过审计事务所或 CFO。更换审计事务所或 CFO 也被视为造假的征兆,尤其是频繁更换或者前后聘请的审计事务所都名不见经传的时候。此外,与审计事务所关系过密或聘请不会讲中文的外国人担任 CFO 也被视为负面特征。如绿诺国际(Nasdaq: RINO)3 年经历了 4 任 CFO,中国生物(Nasdaq: CHBT)4 年经历了 5 任 CFO。

8. 过度外包、销售依赖代理或收入通过中间商。财务造假的手段之一就是宣称公司的大部分劳务、业务、销售等采取外包作业,这样将避免使公司面对众多的交易对手,并将公司的具体运作情况尽可能的移出财务报表。如多元水务(NYSE: DGW)宣称通过分布于 28 个省的 80 个分销商销售产品,这使得易于造假,因为不需要提供客户增长的记录,也易于确认收入。再如东南融通(NYSE: LFT)超过 80% 的工作人员来自劳务派遣,这使得其将大量的财务信息转移到表外,使人们

---

<sup>①6</sup> Citron Reports on Xinhua Finance Media, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2007/05/21/citron-reports-on-xinhua-finance-media/>.

难以分析其真实的财务状况,如每个员工创造的收入及每名员工的支出等。

9. 复杂难懂的超过商业实际需要的公司结构。很多公司的结构非常复杂,虽然可能给公司带来税务优势,但是在造成营运低效率的同时,也方便了财务造假和资产转移。尤其是那些通过不同的国家和地区联结起来的公司,格外值得警惕。如嘉汉林业(TO: TRE)的海外结构复杂难懂,利用至少20个英属维尔京群岛公司联结起来,这种复杂不透明的结构既非出于税收方面的考虑,对一个合法经营的实体而言也完全没有必要。

除以上特征之外,香橼和浑水的报告亦明确指出的可疑公司造假的特征还包括:公司高管报酬过低、请求信息披露豁免、公司网站简陋或提供的信息不够充分、缴纳的税收和收入不成比例、财务报表比较粗糙、信息披露内容格式在年度之间不一致、与同行业公司相比纸面财富的比例过大等。

### 三、中概股公司诚信约束体系的重构建

中概股诚信危机肇始于部分中概股公司严重的财务造假问题,这种恶劣的商业欺诈行为是对商业文化和道德赤裸裸的挑战和践踏,在境外资本市场投资者心目中留下了坏印象。加上做空力量的推波助澜,从而给所有的中概股公司打上了“不诚信”的标签,使得中概股财务造假问题恶化成为诚信危机。

为了化解中概股的诚信危机,就必须构建一套诚信约束体系以重塑建造中概股的诚信印象,以赢得投资者和市场的认可。

#### (一) 中概股公司应该做什么

国外资本市场对做空问题的态度是比较宽松的。例如,美国就将做空视作市场的自发规范行为,《格拉斯—斯蒂格尔法案》以及《多德—弗兰克法案》,均没有涉及调查公司,也没有对空头之间的自营交易、关联交易做出限制。

在做空合法的前提下,中概股公司应考虑通过下列措施应对市场

的质疑,证明自身的诚信。

第一,选择正确的融资资源是上市得以成功的重要环节,如选择美国信誉好、有声望的大中型会计事务所、律师事务所等融资机构,以避免信息虚报、造假或者欺诈等问题的产生。

第二,改善公司内部管理和加强信息披露制度。中国企业需要更好地了解和遵守美国法律制度和管理制度,规范和改善公司内部管理模式,特别是加强公司信息披露制度。公司要站在投资者的角度,满足投资者的需要,信息披露的充分性要高于监管部门的最低门槛。除此之外,上市公司还要追求所披露信息的价值。例如,在年报中要对未来两到三年的分红政策提前做规划,承诺保持一定的水平不降低,这样既能考验公司的财务驾驭能力,也体现了对股东的责任感。

第三,是建立与投资者良好的沟通机制。目前因语言障碍和中国企业沟通意识薄弱,中国企业与美国投资者的沟通欠佳,双方容易产生误解,不能建立起足够的信任关系,这样不利于中国公司抵御舆论影响,反击不良做空操作。中国企业可以通过在美建立新闻发言人制度、危机处理制度,聘用当地投资关系公司,以及接受美国大众媒体采访等方式,加强与投资人、监管部门的沟通和交流,缩小双方的信用鸿沟。

第四,当遭遇市场质疑时,尤其是遭遇恶意做空时,可以直接控告做空者有欺诈行为,利用法律保护自己。目前,在遭遇恶意做空的中概股公司中反击态度较坚决的有希尔威和广东德尔电气有限公司(DEER)。目前,希尔威已成立独立调查委员会,短短两个月花费了近300万美元来收集反击证据,9月22日,希尔威将包括 Alfred Little 等告上纽约高等法院,索赔金额为1亿美元。德尔电器在股价被打压至4.83美元/股后,于8月29日将 Alfred Little 等告上纽约高等法院。根据德尔9月16日公布的一份新闻稿:Alfred Little 提出愿意发布关于撤回各种文章的声明,以换取德尔撤销向其送达传票,以及停止在纽约州高等法院采取的追究其责任的措施。

## (二) 监管者应该做什么

对于中概股公司,其监管体制由于涉及上市地监管机构和中国监管机构,显得较为特殊。

首先,境外上市地监管机构对市场做空往往持肯定态度,且存在监

管空白的问题。如 2008 年之前,美国资本市场做空有所限制,只能在股票的卖价上做空,不能直接将做空的(借来的)股票直接卖给投资者。但是这一限制在 2008 年被美国证监会废除。这也导致了美国做空机构近两年来进入活跃期。美国证监会在利用做空力量对上市公司进行社会监督的同时,其对做空机构的监督并没有跟进。做空东方纸业的浑水公司并没有撰写相关投资报告的执照,并且曾经和其他中小研究公司被美国证监会处罚,为规避美国证监会监管而将公司转移到香港。对于这些离岸的做空机构,美国证监会并没有有效的监管办法。而且,在做空机构明显违背事实发布误导投资者的信息时,美国证监会也没有及时予以澄清。

其次,境外上市地监管机构往往处于监管无力的状态。在美国 SEC 对中概股公司进行的相关调查中,SEC 主要关注的是中国企业的财务披露是否合法,有没有虚报,在有关财务披露的真实性方面,SEC 更关注企业的财务资料来源是否可靠,比如财务往来是否真实。2011 年 10 月,美国上市公司会计监管委员会(PCAOB)发布了一份题为“全员审计实务第 8 号警示:某些新兴市场的审计风险”的报告,矛头直指亚洲地区的部分新兴国家。报告开端即宣称:近来亚洲某些大型的新兴市场的公司在财务报告方面存在不当行为以及 PCAOB 的监管表明,在为这些新兴市场的公司提供审计时,确有必要强化风险意识,特别是欺诈风险,诸如公司的财务记录与从第三方取得的审计证据不一致、审计人员在确认现金和应收项目余额时遇到困难,以及公司对来自无法证实的合同或顾客的收入进行确认等。<sup>⑭</sup> 由于中美会计联合监管的谈判一直未有实质性进展,美国 SEC 对中国赴美上市企业的财务资料来源真实性的监管一直是最为头疼的事情。在此背景下,做空者通过以投资人、新闻媒体等各种匿名身份获取企业资料,甚至派人进行实地调查,在某种程度上弥补了美国监管部门难以在华实地取证的问题。<sup>⑮</sup>

---

<sup>⑭</sup> PCAOB: Staff Audit Practice Alert N°. 8 : Audit Risks in Certain Emerging Markets, 参见 PCAOB 官方网站 [http://pcaobus.org/News/Releases/Pages/10032011\\_SAPA8.aspx](http://pcaobus.org/News/Releases/Pages/10032011_SAPA8.aspx)。

<sup>⑮</sup> 屈丽丽:“华尔街点杀中概股:VIE 并非唯一‘靶点’”,载《中国经营报》2012 年 7 月 22 日。

目前,中美上市公司审计国际合作已取得一定进展。2012年9月21日,PCAOB董事弗格森(Lewis Ferguson)公开发表演讲表示,中美监管机构就“观摩访问”(observational visits)达成临时协议。PCAOB的调查员将获准观察中国监管机构对本地会计师事务所(含国际“四大”在华机构)的检查和评估。这意味着美方将被允许“观察”部分中国本地会计师事务所的审计底稿。<sup>①</sup>

此外,对于恶意做空,中国证券监管机构也可以出面调查美国对冲基金雇佣香港或大陆的无经营地、无注册的非法研究机构和个人,包括收买勾结政府有关人士,利用商业间谍等手段获取公司的机密数据,编制虚假调查报告,已达到做空中概股获取巨额利润的行为。

无疑,除了企业自救之外,中方参与对中国企业境外恶劣舞弊行为的监管和协调,有利于树立中国企业的良好形象,加速恢复中国企业在美摆脱信用危机的步伐。

### (三) 投资者应该做什么

美国证券监管体系是一个全民监管体系,特别强调社会监督力量的作用,因为社会监督力量有助于多层次证券监督体系的完善,加速形成资本市场法治秩序,增加上市公司违规成本,迫使上市公司付出更多合规成本,从而促进上市公司优胜劣汰,培育优质企业。但是,一旦社会监督力量的过分逐利会扭曲自力救济本意,<sup>②</sup>并导致监督的片面性。例如,美国资本市场的做空机构一方面发挥了帮助中小投资者维权的作用;另一方面又引发了恶意做空的质疑。如2006~2007年,库班<sup>③</sup>

---

<sup>①</sup> 关于中美在上市公司审计合作方面的进展,可参见石佳友:“上市公司审计监管国际合作法律问题研究”,中国证监会法律部内部研究报告。

<sup>②</sup> See Howell E. Jackson and Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource - Based Evidence*, the Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, available at [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/), last visit on March 14, 2011.

<sup>③</sup> 2006年,美国亿万富翁马克·库班(Mark Cuban)开创了新型财经新闻模式,其建立的“股票侦探”博客网站(ShareSleuth.com)经过调查,揭露了两家上市公司和一家非上市公司的欺诈行为。导致前两家上市公司的股价大跌。与此同时,库班预料到这些公司的股价会因此而下跌,因而事先买空(short)它们的股票。

与 FDI<sup>②</sup> 的做空就被认为是暴露了美国内幕交易法律的“阿基里斯之踵”,反对与支持的声音也同时出现。<sup>③</sup>

美国加州大学伯克利分校 Stephen J. Choi 教授在考察了从事投资者保护的营利性证券中介机构(如审计师、分析师以及咨询公司)后,认为这些中介机构由于资金供给的制约而无法充分发挥监督市场与保护投资者的功能。<sup>④</sup>

美国监管当局在安然事件发生后,依据萨班斯—奥克斯利法设立了“公众公司会计监督委员会”(Public Company Accounting Oversight Board),该委员会即属非营利型独立法人,职责监督公众公司的审计师编制信息量大、公允和独立的审计报告,以保护投资者利益并增进公众利益。该委员会的主要资金来源于公众公司。处理和复核会计师事务所的注册申请的成本由此类事务所缴纳的申请费用来支付。SEC 将其称为“一般性非产业监管者”(Universal Non-industry Regulator)。<sup>⑤</sup>

目前来看,中概股公司财务造假问题存在诸多市场传闻,做空潮和

---

<sup>②</sup> USANA Health Sciences 是美国健康与营养食品领域里的领头企业,业务遍及美国及世界许多国家与地区,它同时是纳斯达克的上市公司。然而正当证券分析师们一直热捧该公司时,美国一家专门从事证券欺诈调查的公司——欺诈调查协会(Fraud Discovery Institute, FDI)于2007年2月发布了一份详细报告,并呈交给 SEC 等政府机构,声称 USANA 公司在财务状况等多方面对投资者进行了欺诈,华尔街日报随即做出深入报道。继而引发 USANA 公司的股票价格大跌。同库班一样,FDI 的主管也事先买空 USANA 公司的股票。USANA 公司随即以虚假陈述损害公司名誉,恶意向公司股价价格并从中渔利等主张起诉 FDI 公司及其主管,从而成为舆论热点。

<sup>③</sup> Mark Glaser, Mark Cuban's Sharesleuth Takes Business Reporting to Ethical Edge, [http://www.pbs.org/mediashift/2006/08/digging\\_deepermark\\_cubans\\_shar.html](http://www.pbs.org/mediashift/2006/08/digging_deepermark_cubans_shar.html); & Sharesleuth.com Exposes Achilles' Heel of Insider Trading Laws, [http://slw.riskmetrics.com/2006/08/sharesleuthcom\\_exposes\\_achille.html](http://slw.riskmetrics.com/2006/08/sharesleuthcom_exposes_achille.html). (2007-8-15).

<sup>④</sup> 根据 Stephen J. Choi 教授的分析,这些中介机构的资金一般是通过向投资者提供有偿信息服务而获得,投资者可因此而减少信息不对称,中介机构也可通过收费获取运行资金与利润。但由于其本身的营利性及信息的公共品性质,向投资者直接收取费用的中介机构常常遭遇企图搭便车白获信息的情况,难以获得与其提供的服务价值相符的回报。因而导致这些中介机构一方面会选择减少提供信息的数量与质量;另一方面转而向公开上市的公司寻求资金支持,比如审计师直接从发行人收取费用。这种利益联系使得上市公司可以对中介机构施压,使后者扭曲所提供投资者的信息。转引自郭东:“证券监管体制的缺陷与社会证券监管力量的崛起”,载《证券市场导报》2007年第12期。

<sup>⑤</sup> SEC, Concept Release Concerning Self-Regulation, File No. S7-40-04.

集体诉讼潮容易扭曲市场对中概股公司的正确认识。因此,投资者应相信由 PCAOB 进行的相关调查。一旦作为独立且非营利性社会组织的 PCAOB 能够得出较为肯定的结论,对于中概股重塑诚信形象将较有说服力。