

C A P I T A L

主 编◎何小锋
执行主编◎黄 嵩

资本

中概股危机

004

中概股：严冬漫漫寒未尽，强筋健骨待春晖 / 叶有明 王 钊

中概股十年回望 / 苏龙飞

面对“浑水”，是进是退？——浑水做空分众传媒 / 张展培

虎狼六战——香橼做空奇虎360 / 张西晴

游戏如梦——盛大私有化退市 / 商诺奇

支付宝打开VIE“潘多拉魔盒” / 苏龙飞

在美上市中国企业路在何方 / 何小锋等

中概股何去何从 / 黄 嵩 李晓晔



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

主 编 何小锋
执行主编 黄 嵩

资 本

中概股危机

004



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

资本：中概股危机/何小锋主编. — 北京：中国发展出版社，2012. 4

ISBN 978-7-80234-772-4

I. 资… II. 何… III. 上市公司—研究—中国
IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 064291 号

书 名：资本：中概股危机

著作责任者：何小锋

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-80234-772-4

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京科信印刷有限公司

开 本：700 × 1000mm 1/16

印 张：10

字 数：150 千字

版 次：2012 年 4 月第 1 版

印 次：2012 年 4 月第 1 次印刷

定 价：29.00 元

联系电话：(010) 68990630 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网 址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮件：bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

中国资本市场高端读本

主 编 何小锋 执行主编 黄 嵩

顾 问（按姓氏笔画为序）

方风雷 高盛高华证券董事长、厚朴基金董事长

王贵亚 建银国际董事长

王家卓 纽约市立大学金融学教授、中美国际合作交流促进会会长

叶俊英 易方达基金总裁

刘 伟 北京大学副校长、经济学教授

苏 骥 瑞士信贷（香港）有限公司董事总经理

李 黎 美国佳利律师事务所合伙人

李庆云 北京大学金融学教授、国务院参事、全国政协常委

吴尚志 鼎晖投资董事长

邵秉仁 中国股权投资基金协会会长

杨明辉 中国建银投资证券有限公司总裁

易 纲 中国人民银行副行长、北京大学金融学教授

赵令欢 弘毅投资总裁

黄少敏 美国刘易斯克拉克州立学院金融学终身教授

梁锦松 百仕通集团大中华区主席

萧伟强 毕马威会计师事务所北京首席合伙人

蔡敏勇 上海联合产权交易所总裁

学术支持 北京大学金融与产业发展研究中心

运营支持 北经堂（北京）文化交流有限公司

中概股，中国概念股的简称，是指那些海外上市的中国企业。中国企业在海外上市，曾经是荣耀、财富与成功的象征。

但是，自2010年6月以来，美国证券市场的中概股却陷入了一场危机，至今未消。有关中概股“停牌”、“退市”、“涉嫌财务造假和欺诈”、“遭遇集体诉讼”等新闻持续地占据着各大财经媒体经济版面的大标题。

人们不禁要问：中概股危机到底是为什么？

美国股权投资机构乔丹公司（中国）总裁叶有明和投资分析师王钊为我们解答了以下问题：中概股危机谁之过？是企业不熟悉美国证券市场游戏规则所致，还是自身的运营业绩不佳抑或财务诚信缺失所致？持续一年有余的危机，对于中概股企业有哪些启示，又有哪些经验和教训值得借鉴？他们认为，《中概股：严冬漫漫寒未尽，强筋健骨待春晖》。

《经理人》深圳采编中心主任苏龙飞的《中概股十年回望》一文，则为我们系统介绍了中国企业海外上市的历史进程和典型案例。

中概股危机发生以来，北京大学金融与产业发展研究中心组织力量，专门对此进行了研究，我们这里选取了其中的三个案例研究成果。张展培的《面对“浑水”，是进是退？》为我们剖析了浑水做空分众传媒的案例，张西晴的《虎狼六战》为我们剖析了香橼做空奇虎360的案例。浑水和香橼是两大最活跃的中概股做空机构，通过上面的两个案例，使大家能够了解这两家做空机构的操作手法。在中概股危机中，许多中国企业纷纷选择了从美国股票市场上退市，商诺奇的《游戏如梦》介绍了其中的典型案例——盛大私有化退市。

海外上市的中国企业，很大一部分是以协议控制（VIE）模式上市，

在中概股危机愈演愈烈的2011年6月，支付宝事件却把VIE模式推向了非法的边缘，这在一定程度上进一步加剧了中概股危机，马云也成了众矢之的。什么是VIE模式？支付宝事件的来龙去脉是什么？支付宝事件如何导致VIE模式危机？苏龙飞告诉我们《支付宝打开VIE“潘多拉魔盒”》。

2011年底，北京大学金融与产业发展研究中心专门就中概股危机及应对召开了一次研讨会，邀请了在美上市中国企业的企业家，中美投资银行、股权投资基金、律师事务所负责人，相关学者等。《在美上市中国企业路在何方》是该次会议的文字实录。《中概股何去何从》是北京大学金融与产业发展研究中心秘书长黄嵩副教授的媒体采访稿。

目 录

CONTENTS

专 题 >>>

3 中概股：严冬漫漫寒未尽，强筋健骨待春晖

.....◎叶有明 王 钊

25 中概股十年回望

.....◎苏龙飞

案 例 >>>

51 面对“浑水”，是进是退？

——浑水做空分众传媒

.....◎张展培

70 虎狼六战

——香橼做空奇虎 360

.....◎张西晴

83 游戏如梦

——盛大私有化退市

.....◎商诺奇

101 支付宝打开 VIE “潘多拉魔盒”

.....◎苏龙飞

讲 座 >>>

123 在美上市中国企业路在何方

◎何小锋等

148 中概股何去何从

◎黄 嵩 李晓晔

资本

中 概 股 危 机



Capital

专 题

中概股

严冬漫漫寒未尽，
强筋健骨待春晖

◎叶有明 王钊

2010年6月28日，浑水机构（Muddy Waters Research）发布关于东方纸业的质疑报告，导致后者的股价在三天之内从8.33美元跌至5.09美元，跌幅达38.9%。12月8日，遭遇浑水机构质疑的绿诺科技，被纳斯达克做出“退市”的裁决。这一系列的事件标志着中国概念股（以下简称“中概股”）开始步入迄今长达20个月的漫漫寒冬。进入2011年后，有关中概股“停牌”、“退市”、“涉嫌财务造假和欺诈”、“遭遇集体诉讼”等新闻持续地占据着各大财经媒体经济版面的大标题，对投资者产生了巨大的负面影响。

2011年，中概股折戟沉沙，计有30余家中概股被停牌或退市。赴美上市方面，第三季度仅有1家中概股在美完成IPO，第四季度更是颗粒无收，曾经人人追捧的中概股正在经历大范围的信任危机。2011年11月，SEC批准美国三大主板交易所修改规定，提高通过反向收购转板上市的门槛，意在规范通过反向收购上市的境外公司。

人们不禁要问：中概股危机谁之过？是企业不熟悉美国证券市场游戏规则所致，还是自身的运营业绩不佳抑或财务诚信缺失所致？持续一年有余的危机，对于中概股企业有哪些启示，又有哪些经验和教训值得借鉴？

▶ 今年的冬天格外长

中国企业在美国资本市场上市主要有两种途径：通过 IPO 上市和通过反向收购转板上市。

2010 年，通过 IPO 方式在美国资本市场上市的中国企业有 35 家^①，通过反向收购方式上市的中国企业有 78 家，均创下自 2005 年以来的最高峰。其中，在纽约证券交易所上市的 22 只中概股企业平均融资额为 1.19 亿美元，股票价格首日平均涨幅为 22.08%；在纳斯达克上市的 12 家中概股企业平均融资额为 0.94 亿美元，股票价格首日平均涨幅为 13.7%。2010 年 12 月 8 日登陆纽交所的优酷网，IPO 价格为每股 12.80 美元，上市首日收盘价即上涨至 33.44 美元，创造了单日高达 161.25% 的涨幅，从而成为纽交所自百度 2005 年上市以来首日交易表现最为强劲的股票。

2011 年，中概股昔日风光不再。上半年尚有 10 家中概股企业通过 IPO 在美国上市，而下半年只有土豆网 1 家。全年通过 IPO 上市的中国企业总融资额约为 22 亿美元，不足 2010 年的一半。5 月 27 日，本应由花旗、德意志银行、高盛承销的挪宝新能源宣布取消 IPO 计划，理由是“恶劣的市场环境”。7 月 21 日夜，迅雷在原定的上市时间之前 12 小时宣布 IPO 计划推迟，且重新启动时间未定，其理由是“美国股市市况不佳”。同日，盛大文学也宣布暂停在纽交所申请的 2 亿美元 IPO 融资计划，直到市场情况好转为止。此后，拉手网和凡客也取消了计划好的赴美上市行程。作为 2011 年下半年唯一登陆美国市场的中概股，土豆网开盘即遭遇破发。其发行价是每股 29 美元，在 12 月 30 日收盘时仅报 10.98 美元，跌去 62.10%。

2010 年 11 月 4 日，彭博中国反向收购指数（“CHINARTO”）达到历史最高点 211.78。短短一年后，2011 年 12 月 28 日，这一指数跌到了历史最低点

① 在纽约证券交易所上市 22 家，泛美证券交易所 1 家，纳斯达克交易所 12 家。

72.62，跌幅达 65.71%。同期，纳斯达克中国指数（“CHXN”）最大跌幅达 42.36%（同期的纳斯达克综合指数的最大跌幅为 18.71%）。

2010 年 8 月初，巴伦周刊的一篇重量级报告 *Beware This Chinese Export*（“当心此类中国出口”），完整地披露了一条由上市中介方和金融机构组成的、通过反向收购使中国公司在美国上市的利益链条。对风头正劲的中概股进行了第一次公开批评，为其投资者敲响了警钟。

11 月 10 日，浑水机构发布了其成立以来的第二篇报告，箭头直指绿诺科技。短短 28 天过后，纳斯达克于 12 月 8 日向绿诺科技发出最终裁决——“退市通知”。绿诺科技的退市推倒了通过反向收购上市企业被美国机构做空的多米诺骨牌。

12 月 20 日，SEC 对从事中国企业在美反向收购上市的 Frazer Frost 处以 12.95 万美元罚金和禁止其合伙人 Dean Yamagata 从事审计工作 2 年。这标志着中概股危机在美国市场上悄然升级。

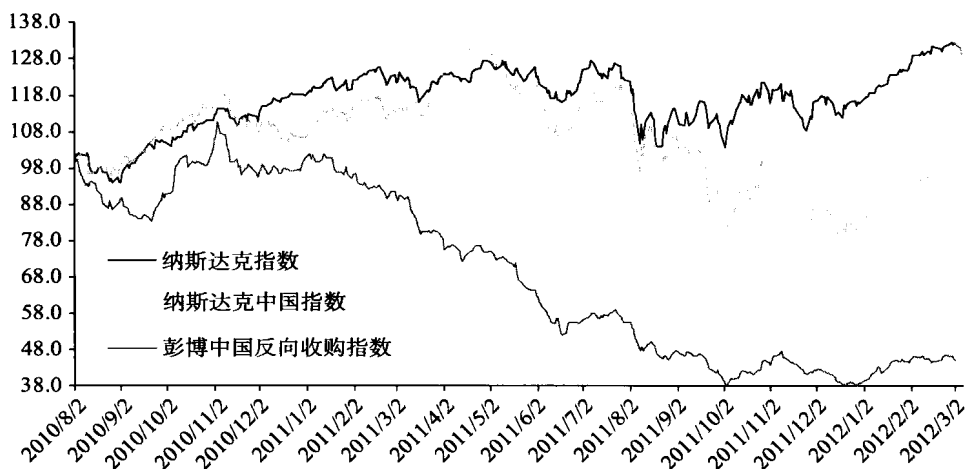


图 1 纳斯达克指数、纳斯达克中国指数和彭博中国反向收购指数对比图

注：为方便比较，将 2010 年 8 月 2 日的股价均调整至 100。

数据来源：Yahoo Finance，彭博资讯。

2011 年 3 月，有 10 只中国概念股被交易所停牌或要求退市。4 月份，又有 9 家中概股企业也遭遇了同样的命运。至 10 月底，共有 33 只中国概念股被交易所或者 SEC 要求停牌或退市。

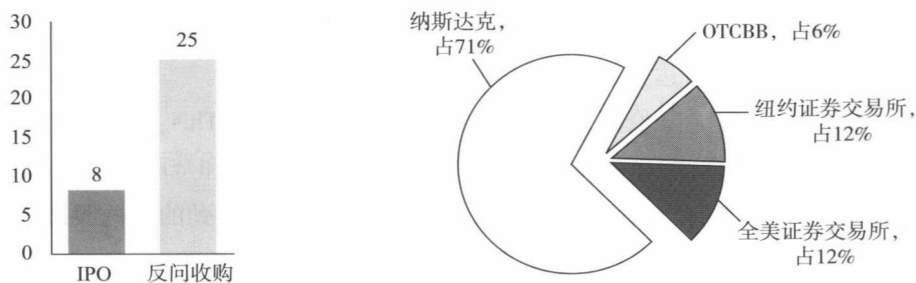


图2 33家中概股“问题”企业按照上市方式和上市交易所分布

4月27日，为了回应美国国会议员的询问，SEC主席夏皮罗（Mary Shapiro）给美国国会金融服务分委会主席 Patrick Mchenry 写了一份长达7页的报告，描述了中国公司违反美国证券法的行为，以及SEC为保护投资者已经和将要采取的措施。

5月10日，SEC成立相关小组调查帮助中国公司涉嫌造假上市的各类中介机构。

6月8日，美国证券经纪商盈透证券（Interactive Brokers Group）在网上挂出消息，由于担心风险进一步上升，禁止客户使用财务杠杆^①购买132家中概股公司的股票。这一消息被媒体解读为“美经纪商将132家中概股股票列入黑名单”，后又演变为“美国券商在封杀中概股公司”。大量的误读，在股市中的反应立竿见影。

6月9日，SEC在其官方网站最显著的位置发布了一项声明，提示投资反向并购公司可能遇到的巨大风险，投资者应谨慎投资通过反向收购上市的公司股票。这也是SEC首次如此严肃地提醒投资者在投资反向并购公司前应考虑潜在风险。

7月12日晨，信用评级机构穆迪对49家中国公司亮“红牌”警示，在美上市公司赛维LDK上榜，这也预示着在其后穆迪发布的评级报告中中概股凶多吉少。

^① 在美国通常可以使用自有资金和借贷资金购买股票，这种账户叫 Margin Account（保证金账户）。当股票市值降低时，客户需要投入更多自有资金。如果客户不能满足要求，所持股票将被强行平仓。

7月11~12日，SEC和PCAOB^①的代表，会同中国证监会进行磋商，探讨跨境监管合作问题。早在同年5月举行的中美第三轮战略与经济对话中，就曾议及中美双方在跨境审计方面的监管合作问题。此次磋商中，美国代表团提出一份希望中方配合调查的名单，但被中方代表拒绝，理由是“涉及主权及跨境执法”。

9月29日，美国司法部公布其正在对在美上市中国公司的财务违规（Accounting Irregularities）展开调查，这无疑更加深了投资者对于中概股的质疑与不信任。

2011年5月，“马云支付宝股权转移”事件将中概股的核心结构——“VIE结构”——推到了公众舆论的风口浪尖。很快，国内相关部门出台行政规定，意图将VIE结构纳入监管。9月1日，商务部出台《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》，其中明确指出“外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查，包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式”。尽管此表述相对模糊，也没有具体实施细则，但将VIE结构首次正式纳入商务部监管范围。9月下旬，坊间流传着一份据称由证监会提交给国务院的《关于土豆网等互联网企业境外上市情况的汇报》，更加加剧了境外投资者的焦虑心理。

欺诈？从何说起

在此次危机中，从2010年12月8日至2011年10月31日，已有33家中概股被停牌或者退市，时间之短，数量之多，不禁引起广大投资者质疑：中概股究竟怎么了？缘何突然之间这么多的公司出现问题？

^① PCAOB（“Public Company Accounting Oversight Board”），美国的公众公司审计监督委员会的简称，是根据《2002年萨班斯—奥克斯利法案》第101法案在美国首都华盛顿成立的一家私营的非盈利公司，目的在于监督公众公司的审计机构，为保护投资者和公众利益准备及时有效的、准确的和独立的审计报告。

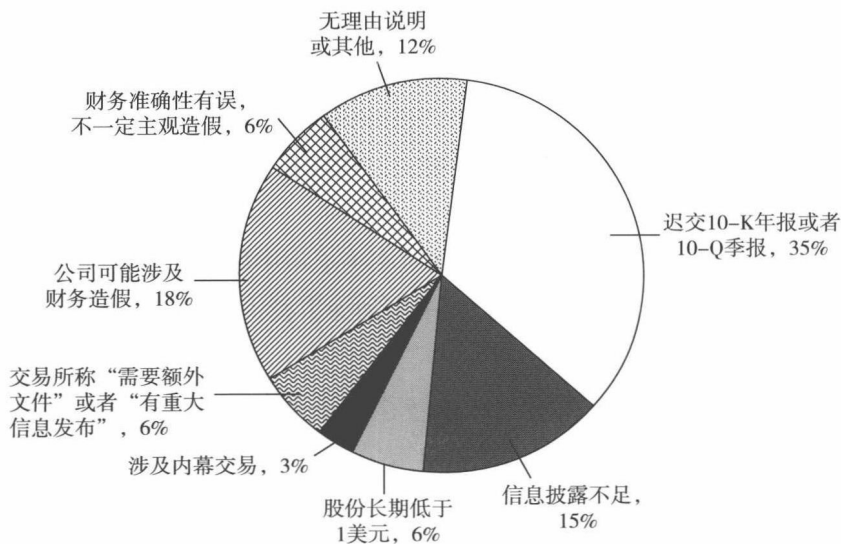


图3 33家中概股“问题”企业停牌或退市原因分布

从图3中可以看到，由于迟交报表或者信息披露不足而违反交易所规则占50%，涉嫌财务造假与财务准确性有误的公司加起来占24%。在涉嫌财务造假案例中，很重要的一个证据是部分中概股企业向国内工商与税务管理部门和向美国SEC提交了不一致的财务文件。例如，浑水机构在做空绿诺科技时，其发布报告称：绿诺科技向SEC递交的存档文件显示其在2009财年有1.93亿美元的收入，但公司同期向国内工商局申报的文件却显示年收入仅有1100万美金，缩水94.2%^①。尽管中国和美国的会计制度存在一定的差异，但会计制度的差异显然无法合理地解释如此之大的收入差别。这33家“问题”企业停牌时的股价，与其过去52周最高股价相比，平均跌幅约为70.3%，其中11家企业跌幅超过90%，5家企业跌幅在80%以上。这33家“问题”企业的平均上市时间大约为728天（日历日）。从先被停牌到被退市的时间间隔平均为59天，即企业只有不到2个月的时间为自己进行辩解或申诉。

^① 据笔者了解，企业向工商局和向税务局提交的财务文件往往有所不同。浑水机构并未指出的是，在向国内税务部门提交的财报文件上，绿诺科技的收入账户是否也与其向SEC提交的数字差别很大。

笔者认为，部分中概股“问题”企业的 CFO 对企业信任危机的发生和发展也负有一定的责任。

首先，部分中概股“问题”企业的高管团队与 CFO 之间存在沟通问题。根据调查，众多中概股企业由于自身不熟悉美国资本市场，或者没有渠道找到合适的精通双语的 CFO，只能求助于投资银行帮助寻找并雇佣外籍 CFO。这些外籍 CFO 不懂中文，而中概股企业的 CEO 往往又不懂英文，因此导致交流障碍，容易形成信息漏斗。

其次，部分中概股“问题”企业的外籍 CFO 在企业遭遇猎杀机构“卖空”时，由于对企业业务不熟悉并缺乏信心，以及担心潜在的法律风险，他们往往选择迅速离职，此举加剧了投资者对企业的信任危机。通常，那些加入通过反向收购上市的中概股企业的 CFO，一般入职时间较短，对于企业很多业务运营不甚了解，因此在季报或者年报发布会时，面对投资者的提问，往往不能及时有效地做出回答。

再次，部分中概股“问题”企业的 CFO 经验不足。他们的职业发展道路往往起步于四大会计师事务所。工作数年积累了相关经验后，选择留学美国，读取一年半到两年学制的会计学硕士，继而在美国相关公司工作了 2~3 年，同时取得了美国的注册会计师凭证（CPA），拥有中美两国的会计从业资格。随后，他们选择加入中概股企业。与其他成熟企业的 CFO 相比，他们普遍经验不足，这也许是部分企业的 CFO 在面临财务造假危机时无法有效应对的原因之一。

根据上述分析，笔者认为，中概股企业若想恢复“正常的”估值水平，首先必须脚踏实地诚信经营，严格遵守交易所的交易规则；同时，还要学会与投资者有效沟通，特别是聘请经验丰富的 CFO，以避免投资者仅根据做空机构的一面之词而卖出股票助推“杀跌”。