



Betting on

50位中国商界领袖联名谴责Citron的真实内幕大披露

CHINA

赌注中国

谁在做空中国概念股

【美】罗伯特·W·科普 / 著 施 轶 / 译



全国百佳图书出版单位
时代出版传媒股份有限公司
安徽人民出版社

Betting on

50位中国商界领袖联名谴责Citron的真实内幕大披露

CHINA

赌注中国

谁在做空中国概念股

【美】罗伯特·W·科普 / 著 施 轶 / 译

全国百佳图书出版单位

APCTIME

时代出版传媒股份有限公司

时代出版

安徽人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

赌注中国 / (美) 科普著; 施轶译. -- 合肥: 安徽人民出版社, 2013.5
ISBN 978-7-212-06518-8

I. ①赌… II. ①科… ②施… III. ①股票—证券交易—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 092216 号

安徽省版权著作权合同登记字: 12131230 号

赌 注 中 国

作 者 | (美) 罗伯特·W·科普

译 者 | 施 轶

出 版 人 | 胡正义

选题策划 | 胡俊生

责任编辑 | 胡俊生 李晶晶

责任印制 | 刘 银

营销推广 | 孙向雷

装帧设计 | 亮点设计工作室 段文辉

出 版 | 时代出版传媒股份有限公司 <http://www.press-mart.com>
安徽人民出版社 <http://www.ahpeople.com>
合肥市政务文化新区翡翠路 1118 号出版传媒广场 8 楼
邮编: 230071

发 行 | 北京时代华文书局有限公司
北京市东城区安定门外大街 138 号皇城国际大厦 A 座 8 楼
邮编: 100011 电话: 010-64267120 010-64267397

印 刷 | 北京朝阳新艺印刷有限公司 电话: 010-87704412
(如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与印刷厂联系调换)

开 本 | 710×1000 1/16

印 张 | 17

字 数 | 250 千字

版 次 | 2013 年 7 月第 1 版 2013 年 7 月第 1 次印刷

书 号 | ISBN 978-7-212-06518-8

定 价 | 48.00 元

版权所有, 侵权必究

中文版前言

《赌注中国》一书，探究和讨论全球经济舞台上正在上演的特殊中外互动关系。在中文版前言里，作者将向中国读者展现前不久面世的有关数据和新闻，简略地介绍一下中美股权交易关系的背景、动因和意义。

2013年3月底，标准普尔500指数创出历史收盘新高，涨至1,569点。3月初，道琼斯工业股票平均价格指数一样创造了历史新高，收于14,253.77点。两者都打破了各自在全球金融危机爆发前2007年10月份创造的最高点。而特别涵盖高新技术行业和创新企业的纳斯达克综合指数，自2012年以来，它已超越在金融危机全面震动前2007年10月31日收于2,859.12点的高峰。

中国股市的趋势恰恰相反。从2007年10月份创下6,124.04点历史之最高的上海证券交易所股票价格综合指数，2012年11月份收盘跌破2,000点。深证成份股指数遭遇同样暴跌的形势，2007年历史最高的19,600.03点，到了2012年

底跌破8,000点大关。2010年1,200多点高峰的创业板综合指数至2012年缩水一半。从此之后，沪指、深成指和创业板综指都有些复苏，但还是与之前的尖顶点有天壤之别。

近年大萧条以来，中美两国“股市”走了不同之路的“故事”背后有不少矛盾和值得学习的地方。美国的经济还在复苏，有的行业和区域也在调整。在标准普尔500等股票指数创下历史新高、显示蓬勃增长的同时，代表美国不久之前领先的产业“汽车之城”的底特律在2013年3月陷入了财政紧急状态，并从直辖它的州政府其财政被接管。

不同的统计数据显示不同的经济事实。接着是汽车行业的对比，自2007年以来，美国国内品牌的汽车再没超越美国国内市场50%的占有率。现在外国进口的车辆是美国汽车行业的老大¹。在此之际，由于工业和销售市场的稳定发展，从2009年中国就成为世界第一汽车生产和消费国。2012年中国1,927.18万辆的汽车制造业绩几乎比世界第二大生产国的美国多一倍²。在汽车和其他很多工业领域的现状，可以说是“中进美退”。

资金是任何产业的经济血脉。因此，金融和其他行业的配合是绝对重要的。正如股市指数统计显示，美国权益资本市场仍然处于世界领导的地位。另外考虑到纽交所与纳斯达克综合的21万亿美元市值为世界之首以及这些资本市场对上市公司的严格治理要求等，在金融势力和质量的角度来看，美国确实有特色优势。

美国其他经济部门还在寻找新的发展路线，但美国股票市场对境内外企业显然提供了独特的融资平台。而中国仍然在大部分的产业（如制造业）显

示健康状态，但国内股票市场状况并没有反映出积极的状况。现在作为刺激全球经济发展主要引擎的中国经济，能持续增长这不光是“中国梦”的一部分，也是其他靠中国经济发展的国家的希望。

关于这两点，中国的产业出色增长和美国股市的优等筹资平台，中美关系应该能非常配合。特别对中资中小企业和科技产业公司而言，他们不但面临中国股市不景气的现状，也为满足国内上市条件的高门槛而遇到不少上市困难。

其实，赴美上市中国概念股所进行的中美互动关系从经济、金融、工商管理、国家发展等多重方面去考虑，价值是非常重大的动态。甚至可以说，在两国金融交流之间，是最明显互相有利的关系。

遗憾的是，受2010年开始对在美上市中概股的卖空攻击，2011年开始的美国证券交易委员会（SEC）向审计美国上市中概股公司的会计师提起诉讼等因素的影响，在美国股市挂牌的中资企业受到多种压力。根据英国《金融时报》的计算，经过了2010年在美中资IPO的高潮，2011年综合市值35亿美元的中概股从美国退市。但当年通过首次公开募股方式赴美上市的中国企业综合融资只达到22亿美元³。

到了2012年，25家在美挂牌的中概股公司宣布退市，同年仅有两家来自中国大陆的中概股在美国上市。加上SEC和中国审计师纠纷的法律风险等，中美股权交易关系陷入冷却的局势。

由于本关系对中美双方的重要性，可以对美国SEC诉讼问题能最终合理解决的可能性保持稍微偏乐观态度——就像我们美国人惯常用的“cautiously

optimistic”（谨慎乐观）说法来形容。无论未来的结果如何，为了尽可能从这种特殊中美金融平台争取利益，分析和学习它的发展过程和最近动态特点是尤为紧要的。

本书不仅是从数目上分析了中美股权交易动态，也讨论其周围的商业环境并且详细解读具体的上市公司案例。顺手回到该前言的开头所说的（即在美国股市指数创出新高、中国股市停滞在低迷状况、美国“汽车城”面对破产、以及中国汽车等工业继续快速地发展的时期），这时有一个有参考价值的进展，在此简单提一下就是在2013年3月中旬，发生了近期对在美中概股企业来说非常罕见的交易。即有一家中概股发行者没有找资金作为退市的钱，而是以上市公司的身份在交易所上增发股票作为业务发展的钱。

该公司为纽交所上市B2C品牌折扣网站运营商的广州唯品会信息科技有限公司（纽交所代码：VIPS）。它在3月14日发布公司及其股东将以24美元的价格出售720万股美国存托股的消息。在第二次发行股的募资中，公司将融资9,192万美元。对纽交所上市公司而言，交易的金额并不算太多，但意义深远。

仅仅在一年前的2012年3月23日，唯品会登陆美国纽交所。自2011年中概股在美国资本市场爆出诚信危机后，当时能成功在美国做IPO上市一事，这本身就代表一种成功。无论如何，在对中概股的市场极为悲观的情绪之下，加上唯品会未获盈利的业绩表现，公司还是面对了不少障碍的。上市当天公布发行价为6.5美元，远低于此前8.5–10.5美元的发行价区间。股价在开盘后就破发，收盘价为5.5美元，较发行价下跌15.38%。两天后，较发行价大跌了近30%。不到两周时间，股价落到4.12美元。

国内外观察家对公司都表示批评。《中国经营报》在头条为<唯品会“拔苗助长”恐拉低中国电商估值>一文中指出，“惨烈的流血上市，会再度拖累中国概念股在美国资本市场的信誉，同时也会拉低中国电商企业再融资的估值⁴”。采用类似的口气，《第一财经日报》写道：“唯品会‘流血上市’也将给行业内部带来连锁反应⁵。”彭博的一个报道中引述管理13亿美元资产的纽约Global X Funds基金CEO布鲁诺·德阿玛（Bruno del Ama）对唯品会上市困境的评论：“因为存在有些财务报表信息不全、歪曲、甚至有纯粹财务造假案件的问题，市场对中国公司还有深深质疑……从此美国市场变得更聪明更有眼力⁶。”

上述说法反映了市场对公司本身和一般中概股的担忧。自2011年8月土豆网在纳斯达克IPO以来，唯品会成为第一家登陆美国资本市场的中国企业。截至2012年3月23日，在2011年13家登陆美国执行首次公开募股的中概股中，仅有三家目前股价超越了他们发行价⁷。唯品会上市时，已有凡客诚品、盛大文学、拉手网等筹备赴美上市都遭遇挫折。土豆也已宣布被竞争者优酷（纽交所：YOKU）并购将退市。如此唯品会的上市赚足了眼球，成为中概股重开在美IPO窗口的“破冰”之举。

不管公司受到了什么批评，即便“流血”也选择了坚持IPO，这一行为也有它一定的道理。当时唯品会需要补充运营所需现金。公开数据显示其现有的净现金额度只能维持两个半月的运营。很多股市所谓的“专家”很容易忘掉IPO唯一目标不该作为少数内部股东和机构投资者发财的退出机制，以此刺激其他公司上市的驱动力。基本目标仍然应该扶持挂牌企业

的发展。据了解，公司管理层好像对这一点比较清楚。关于上市后的股价暴跌，唯品会CEO兼联合创始人沈亚对外的解释显示，公司更重要的是如何把业务做好，而不会过于注重短期股价。公司高层也向投资者许诺了在2012年内达成盈亏平衡，对自己加压，力求完成业绩目标的实际要求。

当唯品会“流血上市”的悲剧出现时，业内人士强调：“在电商未来之路在资本市场，而资本市场则需要看到真实、可信、漂亮的业绩报表⁸。”在这一点上，舆论很正确。到了第三季度，财务业绩表现微微60万美元的净利润。加上管理层成功减少一般及行政费用和营销费用，已达到了收入净额197.0%，增长至1.56亿美元。随着良好的业绩成果，股价跟着升值。刚上市只有九个月的时间，12月中旬，VIPS股价逼近15美元。在回顾2012年美国IPO报道中，彭博不得不提及唯品会股票124%的价格暴涨，将公司册封为当年“最佳外企IPO⁹”。中方的态度也有了明显变化，正如《21世纪经济报道》声称：“‘流血上市’的故事，被改写成了扭亏为盈的‘神话’¹⁰。”

通过一年之间股价一路狂飙，唯品会执行2013年3月增发股票时，为每股24美元的增发价4倍多高于其IPO当日5.5美元的收盘价。公司在美国二级市场上以融资9,192万美元超过了其IPO融资规模。就像业内人士曾经说过“资本市场需要看到真实、可信、漂亮的业绩报表”——这个原则一直没变。每家中概股也许不能拥有唯品会和其他卓越企业一样的优势，但每家企业绝对可以以同样高的透明度、可信性、和问责制度尽可能吸引到股市的支持，打消其对中国公司的质疑。

进一步考察和讨论在美上市中概股的新兴经济现象，《赌注中国》中文版

| 中文版前言 |
chinese Preface

为中国从事金融業者与股民、商界人士、决策者和监管者以及任何关注中国在当下和未来数年全球经济中的地位和影响的人而写。本书专注国际金融的一个重要题目。但它所触及的涵义有更广泛的应用性。作者真诚希望中国读者“赌注”阅读本著作，能赚得大笔回报。

2013年6月

北京

前 言

理解中国 赌注中国

毫无疑问，中国是最容易被误解的世界主要经济体。这并不是什么新鲜事，因为旧时的中国一直被神秘感所笼罩，不为世界所知。但因为现在的中国作为崛起中的重要现代经济超级大国，这种误会正在对全世界造成越来越重要的影响。

在两千年以前，古老的中国的贸易都是通过丝绸之路上的滚滚车辙进行的；而在晚清和军阀混战的民国时期，新兴工业化列强的国外国家可以单方面地决定与积贫积弱的中国各省的经商条件，因此，外国人并没有真正“了解”中国的需求。1949年之后，共产党领导的“新中国”忽地崛起，在70年代末开始市场经济改革。

自从1979年中国正式走上开放道路以来，它和外部世界都发生了巨大的变化，中国从不参与国际贸易发展成了世界一体化制造体系的核心。在此期间，中国崛起成为诸多全球关键性行业领导者，如移动通信业、汽车业和替代能源业。如今，中国对商品和自然资源的需求和供给决定着全球价格。不久前在国外有一则广为流传的段子：“所有中国人一起跳一下，地球就会偏离地轴。”后来在中国之外的世界才发现，其实人口众多的中国不需要跳跃，中国人只需要开始生产和消费足够多的东西，就可以真正地扭转世界物质经济的状态。

为了应对全球经济的变化，中国之外的国家的公司开启了通往中国之路，将它们的欧元、美元和日元投资其中，以乘上不可阻挡的中国经济权势之东风。来自世界各国的人们蜂拥前往中国学习、工作、做生意，以维持其在全球市场体系中的竞争力，而全球市场体系事实上已在围绕中国的动态旋转。现代中国已经成为其国名的真实字面含义——“中央之国”。在2008—2009年全球经融危机期间，除了“People's Republic of China”（PRC）以外整个世界陷入一片混乱，而中国风景独好，其一往无前的经济扩张成为全球经济增长的唯一引擎。

世界各国正在中国身上赌注，赌了很大的注。由于押注巨大——资金、资源、人才、计划以及野心——以有意义和现实价值的方式“认识”中国就变得比以前任何时候都更加重要了。

和所有热门话题一样，世界（包括PRC内部和外部）所缺少的并不是专家——不管他们是不是真的能够给出正确的见地和意见。让事情更加复杂的

是，关于中国的真正性质，坊间产生了太多对立的观点，这和其他所有主流商业和经济问题形成了鲜明的对比。看好中国者看到的是支持长期增长的扎实的基本面，为买入中国者提供了诱人的回报。看空中国者看到的是泛滥的矛盾和不可持续的动力，它们指向的是硬着陆甚至崩溃。有些人预测，中国是第二个日本——20世纪90年代初，如日中天的日本经济几乎可以接管整个世界，但随后却发生了崩盘。

透过迷雾的棱镜

与其他著作不同，本书为大家提供了一个观察中国崛起，展望全球经济未来前景等诸多关键方面的新的棱镜。具体地说，本书将专注于考察在美国主要股市——纳斯达克和纽约证券交易所（纽交所）——上市的中资公司。

这样做的原因很多。从分析角度讲，关于中国企业和它们所在行业的详细的诊断性信息可以从美国股市上市公司中获得，这给我们带来了巨大的便利。

这部分是因为监管要求和交易所上市规则规定了及时而稳健的披露制度。此外，也有基于市场要求的透明度，金融市场的普遍情绪，即“街上”（the Street）是给予公司治理标准更高的公司更高的估值。与公众沟通他们企业战略管理层的公司总体而言会从这一市场现象中获得好处。此外，和所

有美国股市上市企业一样，美国上市中概股也有诸多激励体制告诉投资者和全世界其内部状况，如此我们可以从中管窥中国经济。

与美国上市中资公司互动的机制有多种好处。它为中国企业提供了资本投资；与此同时，它也把中国企业暴露于当前世界上规模最大、流动性最好的美国金融体系的纪律和严酷规则之下。它还使世界各国更好地了解中国内部正在发生的事情，获取从中国经济增长中分一杯羹的机会。除了给这些市场参与者提供的优势之外，在纵横交错、效率严重依赖于稳定信息和资本流的全球经济中，信息消费者、投资者、以及中国企业的股份如何通过美国股市来汇合交流对于全球市场体系的运行和发展具有重要意义。

自古以来，中国经济曾经领先过几千年，但在19世纪和20世纪，随着殖民国家的物质发展，中国经历了相对衰落时期。而今，在美国股市上世界正在赌注中国重新崛起成为世界主要经济体，这形成了一个独特而极具影响力的交易点。

新现动态

虽然以美国股市为平台下注中概股只是最近才出现的新现象，但已经通过各个方面对中国和世界造成了清晰可辨的影响：

• 这一动态的吸引力将世界最大的两个经济体连在了一起，其效果比两国金融关系的其他领域更平衡，也更具生产力。

• 标志中资企业美国上市大门开启的分水岭事件是1997年中国移动（纽交所代码：CHL）在纽交所的首次公开发行股票（也称首次公开募股或首次公开招股，英文为Initial Public Offering，简称IPO），该事件不仅向中国和外部世界证明中资企业能在美国股市上获取大成功，同时所融资到的资金促成了世界移动通信行业的大变迁。

• 数百家中概股公司继1997年中国移动IPO之后，在美国股市发行股票。这些横跨多个行业的公司促使PRC经济更广、更深地接触美国股票上市所持有的利益和需求。

• 美国市场的中国IPO速度在世界范围的灾难性金融危机之后大大地加速了。与中国在此期间强劲的宏观经济增长一道，其IPO活动对全球市场的稳定和刺激起着关键性作用。

• 中资企业在美上市的更深层次、更加长远的影响是中国上市公司透明度和可问责度的增加。这让国外的经济组织对中国的理解和打赌动态变得更加容易，也加强了中国发行股公司对全球市场的响应能力和认识。

后者对我们能确定关于中资上市活动的动态尤其关键。对中国移动及其附属企业来说，建立透明度的过程是漫长而复杂的，其中也闹出过不少隐含矛盾的闹剧。

随着越来越多的中国民营企业走向市场，这些公司的上市和审计方法上的弱点逐渐暴露。这给外国投资者、中国发行人以及美国和中国监管者带来了新的挑战。这一状况也表明，在所有赌注中理清状况方面还有很长的路要走。尽管存在这些局限性，美国股市能挑出来的关于中国公司的信息仍然能够让人们获得透明、快速、富有洞察力的关于中国企业全体（“China Inc.”）运转情况的公开数据。押在这个全球资本主义新动态上的赌注不仅仅是金钱，尽管金钱仍是下注的主要动机因素。驱使人们纷纷下注的动态是看待中国的新方式以及提供中国看待世界的新方式。

牌面

本书主体部分共有七章。

第一章从自上而下和自下而上的角度探索了中国—美国股票交易动态的重要性。本章考察了上市交易的股票及其所代表的公司和行业的性质。

第二章开头考察了2009—2010年间中资企业美国市场IPO风潮及其对华尔街（意味着美式金融体制）的意义。本章描述了在中概股发行潮中扮演角色的公司和行业以及这些股票上市后最佳表现和最差表现的对比。接着，本章考察了两大迥然不同的国家经济制度之间有时颇为紧张的市场关系改善，

强调了某些至今仍然存在于中国内部的民族主义反贸易潮流。然后，本章解释了中概股票发行催生的中美金融关系的新现象，将这一关系的重要性放在经济理论和历史环境中加以考察。

第三章和第四章为全面案例分析。第三章讨论了中国移动的诞生、崛起及其作为第一家赴美大规模IPO的中资企业的溢出效应。这并非常见的以公司为中心的案例分析，而是对产业升级和创造全新产品种类和市场的分析。如果有哪个例子能够最好地说明中美股票交易机制的巨大好处的话，那么非中国移动莫属。

第四章以纳斯达克上市公司展讯通信（Spreadtrum Communications，纳斯达克代码：SPRD）为例子，讨论了2011年年中美国市场所出现的对中国发概念股的过度担忧和恐慌。中国移动展示了看多中国所能获得的好处，而展讯通信则提供了一个反证——胆敢毫无根据地看空中国经济将会遭受怎样的惩罚。中国移动是巨无霸中概股票，市值高达2000亿美元，而展讯通信是市值只有10亿美元上下的小盘股。两家企业规模的差异在一定程度上也提供了背靠背案例分析章节的平衡对比。

第五章详细研究了中资反向并购（Chinese Reverse Merger）——这种中概股发行方式大行其道，以至于美国公众公司会计监察委员会（PCAOB）专门给了此类入市形式一个缩略语CRM的新词。CRM是下注中国的灰色地带。许多合法经营的中资企业利用反向收购作为低成本、高效率的纳斯达克和纽交所上市方式。但太多的此类交易有着不可告人的秘密，或者治理不善，最终成了投资者的定时炸弹。本章从会计师、卖空者、基金、监管者、评论员