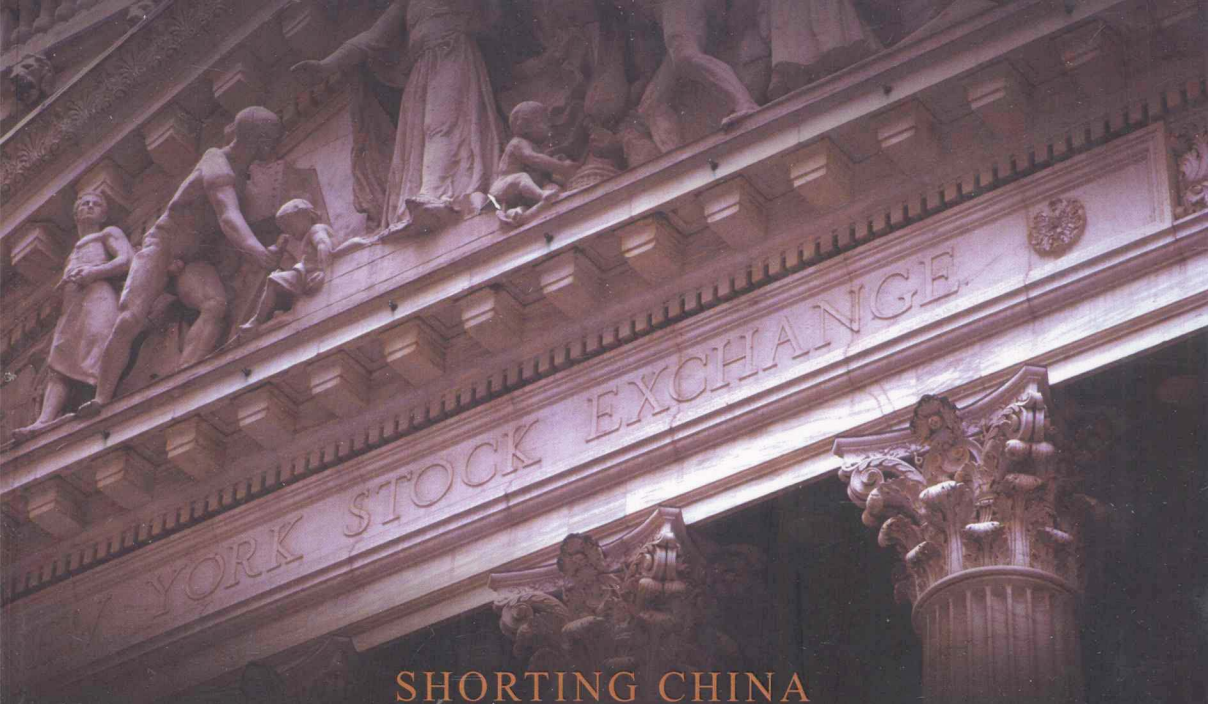




做空之祸

谁在分食中国概念股

石俊◎著

华兴资本CEO包凡，前《福布斯》杂志执行官、现任中国首创资本
董事长 Peter Fuhrman 诚挚推荐

中国概念股赴海外上市荣耀一时，却屡遭做空机构袭击，
坐以待毙 or 绝地反击？

阴谋、博弈、交锋

急于圈钱的企业、弄虚作假的中介机构、无所不为的
金融调查机构、道貌岸然的做空机构……利益各方扮演了什么角色？



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

SHORTING CHINA

做空之祸

谁在分食中国概念股

石俊◎著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

做空之祸:谁在分食中国概念股 / 石俊著. —杭州:
浙江大学出版社, 2013. 8
ISBN 978-7-308-11881-1

I. ①做… II. ①石… III. ①境外上市—上市公司
—企业管理—研究—中国 ②资本市场—研究—美国
IV. ①F279.246 ②F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 170839 号

做空之祸

——谁在分食中国概念股

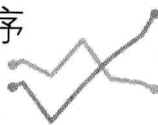
石 俊 著

策 划 者 蓝狮子财经出版中心
责任编辑 黄兆宁
封面设计 红杉林文化
出版发行 浙江大学出版社
(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)
(网址: <http://www.zjupress.com>)
排 版 杭州中大图文设计有限公司
印 刷 浙江印刷集团有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 13.5
字 数 221 千
版 印 次 2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-308-11881-1
定 价 35.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部联系方式: 0571-88925591; <http://zjdxcbss.tmall.com>

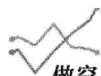
自序



想要写作《做空之祸：谁在分食中国概念股》之前，我是一个刚刚加入《经济观察报》的财经记者，虽然一直在学习各种财经、金融课程，但是新闻学的背景和多年电视台新闻报道的工作经历，也没有让我在财经领域积累到足够丰富的知识，至少远没有丰富到可以形成一本能跟大家分享的书。所以，经过近两年的采访、调查准备，最终这些文字正式地被汇集成册的时候，回过头来看，真的佩服自己当时的勇气，因为有太多比我资深的行业内、传媒界、学术界的前辈们，他们都没有来做这件事情。

但是，这是一件非常有意义的事情。从2011年年末，我开始追踪报道浑水、香橼等做空机构狙击中国概念股的新闻。采访、报道得越多，越发现中国概念股被做空是一个产业链上的东西，且中国公司被狙击的种子早在10年前，那股赴美借壳上市潮的时候就已经被埋下了。为了还原这段历史，两年来，我与很多赴美借壳上市的中国企业创始人、财经公关、券商、律师等所有产业链上的人员都深入地进行了访谈。

始于2000年的中国企业借壳上市潮中，这些企业的业务范围包含了各



行各业,但是总的来说还是以制造业居多。让我印象最深的企业家访谈对象,要数瑞达电源的创始人胡家达。他作为一个典型的草根创业者,眼看公司在国内资本市场和银行融资无门,最终选择带领公司走上了被中介机构包装赴美借壳上市之路。美国资本市场是给了瑞达电源前期发展所需要的大量资金,但是原本勤勤恳恳的胡家达,发现炒自己公司的股票每月所赚的钱,要比经营制造业来得容易得多。也就是从上市后开始,胡家达将自己的工作重心转为来“取悦”投资者。每个月发布季报之后,胡家达都要在办公室苦思冥想怎样向投资者推销自己公司的股票,比如“瑞达电源马上要出新的电源技术”、“瑞达电源又要拓展国际业务了”等等。

对于胡家达来说,路演之后的成效是显著的,因为他第二天就会看到有基金大举买入自己公司股票。胡家达在享受公司股价大幅上涨所带来的利益的同时,却是非常心虚的。沉浸在美国上市公司老板身份所带来的光环没两年,瑞达电源终因业绩持续不佳,而被退至粉单市场。胡家达也遗憾地向笔者感叹:公司业绩才是企业家的“儿子”,做好业务才是本源。

当然,瑞达电源的遭遇其实只是众多企业中的一个。截至2010年年底,通过借壳在美国上市的中小型中国企业有400家左右,大约85%的企业面临的最大问题是上市后成交冷淡、股价低迷。中国公司为在美国上市花去大量的成本雇佣律师、会计以及承销商,但回报率不如预期,并没有在美国获得很好的融资收益,出现了中国概念股在美国资本市场“叫好不叫座”的尴尬局面。

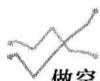
据美国《巴伦周刊》发表于2010年9月的调查数据显示,通过反向收购借壳上市的中国企业,在上市后股票大都表现惨淡。这类股票的总市值已

从 600 亿美元缩水至 200 亿美元,与高点相比跌了有六成之多。大多数通过反向收购而上市的股票市值都在 5 亿美元以下,从农业和食品到工程与化工,覆盖各行各业。

中国中小型企业股在美受冷落是由多种因素造成的。

首先,中国企业赴美上市目的不同,一些企业不以融资为主要目标。除了为谋求海外市场资金之外,还有一些企业赴美上市并不是以融资为主要目的,并不重视企业上市后的可持续发展战略。单纯从投资收益来看,中国股市市盈率和价格都好过美国股市,但由于中国主板市场门槛较高且监管严格,而创业板的排期较长,很多中小型企业难以获得上市机会。而美国资本市场监管相对宽松,为这些企业上市创造了条件,使其具备了上市资格。其中一些企业赴美上市的最大目的是通过挂牌美国股市,获得上市企业的特有条件、完善企业责任制、获得中国政府重视、享有国际企业声誉等。还有一些国有企业的附属公司为了私有化也通过赴美借壳上市的方式转型。此类公司重点追求挂牌,而不会在意上市后的融资效果和可持续发展,或者不够重视美国投资者的利益,上市后投资人会因企业经营没有起色或管理不够规范而弃股。

其次,借壳上市规模较小,易受美国资本市场做空势力的操控和打压。大多数通过反向收购而上市的股票市值都在 5 亿美元以下,规模较小,股价易被操控,成为华尔街做空势力的牺牲品。且中国企业缺乏上市后继续提高企业形象的战略计划。大多数中国企业高管不够重视上市后的后续工作,认为上市了就算大功告成,在增加股票销售、扩大企业影响力等方面没有后续力量。相当一部分中国企业愿意花大价钱赴美上市,却不愿花一分



钱做好企业形象宣传。再加上部分中小型企业常被金融咨询中介“忽悠”着赴美上市,对上市后应负的责任、所承担的后果没有足够的准备。

当前,承接中国企业赴美上市业务的中介机构鱼目混杂,有些中介机构为从中获得巨额利润,煽动中小型企业赴美上市,而对其中的法律责任、真实的美国资本市场、上市后需要面对的问题以及应对方式等都没有清晰、明确的说明。这使得很多中国企业盲目乐观,上市后出现资本困境或法律纠纷时,往往措手不及,毫无应对能力,企业不仅没能获得预期收益,更是遭受巨大损失,甚至面临被摘牌的危险。这些中介机构多为美国企业在中国操作,而中国市场目前尚未有监管机构对其进行严格的调查和管理。

本书回顾了2000年以来,一些活跃的中介机构在中国是如何寻找项目,如何引导那些对美国资本市场毫无了解的中国企业家,通过对企业财务进行包装,从而成功使企业借壳上市;再从做空机构如何发现中概股财务造假,怎样做研究,写到如何联合对冲基金对中概股进行狙击。最后,本书探讨了中概股该何去何从的问题,当然这是一个短时间内不好回答的问题。甚至到2013年7月,本书完稿的时候,中国企业也在美国资本市场上来来回回,有的正在寻求私有化退市,有的还在前赴后继地启动赴美上市的旅程。

关于本书的写作,非常感谢之前《经济观察报》的实习生、目前《华夏时报》深圳站记者曹丹,很多个晚上,她帮我收集整理中概股的资料到深夜。同时还要感谢蓝狮子的编辑徐蓁,本书从写作思路到最终出版的各个环节,她都给我提供了各种帮助。更要感谢接受我采访的各位,是你们对我知无不言地分享知识,才有我对这一主题更深入的了解。最后还要感谢我妈妈

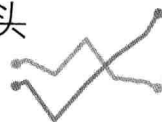
自序

陈昌钰女士对我写作进度的鞭策。同时,希望大家能够通过对本书的阅读,了解到整个产业链的全貌,不枉费大家时间。

2013年7月20日

于深圳福田

引子 罪恶的由头



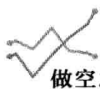
【2007 年 10 月,香港,DealFlow Media^① 会场】

沃特(中国)财务集团创始人兼首席执行官(CEO)张志浩,正在台上就中国企业赴美借壳上市(APO^②)的乱象作主题演讲。台下坐的都是在中美资本市场上异常活跃的来自财务顾问公司、券商、基金以及行业律师的代表。

从 2000 年开始,中国众多财务不达标的中小

① DealFlow Media 是美国知名资讯公司,主要服务于中国和其他亚洲市场。DealFlow Media 于 2002 年正式成立,并同时推出公司第一个产品——PIPEs 行业报告。该报告是投资市场上首份专门针对私募股权市场的研究工具。

② APO,全称是 Alternative Public Offering,是指境外特殊目的公司在完成与美国 OTCBB 市场壳公司反向收购交易(买壳上市)的同时,实现向国际投资者定向募集资金。



型企业或者是优质的企业,正在被以上提到的各界人士精心包装之后,批量地带往美国的三板市场 OTCBB(即场外柜台交易系统),并赢取暴利。

成立于 2003 年的沃特(中国)集团,也是其中的一家。时至 2007 年,沃特在中国从事帮中国中小企业赴美借壳上市的业务。此前美国沃特财务集团(HFG)因发明了 APO 的上市方式,垄断了美国市场上近一半的壳资源,并闻名于世。沃特财务集团董事长兼首席执行官蒂姆·沃特更是被外界冠以“借壳王”的称号。沃特财务集团通过在美国资本市场拥有庞大的触角以及在中国的广泛布局,几乎占据了通过 APO 方式赴美上市的中国企业近乎 20% 的市场。

劝说一些资质不那么优良的中国企业到美国上市,在当时正是一个非常流行的买卖。而这段历史的起因,还得从 20 世纪 90 年代末说起。彼时,美国投资人对美国的科技股表现出了如 2012 年 5 月,上市前的 Facebook 一样的过度狂热。资本市场对科技能创造财富的神话的过分热衷,最终导致了始于 2000 年美国股市泡沫的破灭,科技股板块纳斯达克指数一度从最高时候的 5048 点跌到 1172 点,投资者蒙受巨大的损失,同时对实体经济也造成了一定的打击。

沉寂了 3 年之后,美国资本市场开始逐步恢复,投资者手握大量资金,急需找到新的投资机会,而这个时候“China Story”(中国故事)成了一个炙手可热的投资话题。在美国投资者的心中,中国,这个遥远而又神秘的亚洲新兴国家,每年都保持着高速的经济增长速度,企业成长迅速、朝气蓬勃。华尔街的投资者们像发现了新的宝藏一样,每天都在谈论关于到中国掘金的话题。而当时的中国正在收紧银根,资本市场相对封闭,急需资本注入的中

国上千万的中小企业苦于无处融资，正嗷嗷待哺。

哈尔滨泰富电气有限公司就是其中之一。这家成立于2000年的小型高新装备技术公司，创始人杨天夫白手起家，到2003年，公司销售收入达到4000多万元人民币。随着规模越做越大，泰富电气急需资本来进行扩张发展。而当时中国资本市场的现状，让创始人杨天夫感觉到无望。他找政府部门贷款，相关部门人士却非常不专业地对企业施加压力，揠苗助长。杨天夫回忆起当时的情况说，一名政府部门的官员让泰富电气马上申请专利，期待着公司今天注册，明天就投资，后天就能赚多少个亿。他对官员说道，今年销售1000万的企业明年就销售上亿，那它一定是卖白粉的。银行融资渠道受阻，当时号称“中国纳斯达克”的创业板也只在吆喝的阶段，资产证券化更是一个崭新的东西。中小企业在国内融资这条路被堵死了。杨天夫开始病急乱投医，在关系到企业未来发展命脉的时刻，若能抓住一根救命稻草，顺利融资，这在当时的杨天夫眼中，比什么都重要。

同样的遭遇也发生在当时成千上万的中国民营企业身上，他们急需资金，美国投资人则极力看好“中国故事”，如干柴烈火一般，美国的资本和中国的企业，迅速地走到了一起。

一些优秀的民营企业，亦将能到美国上市当作自己的目标，其中包括百度、新东方、分众传媒、新浪、深圳迈瑞等230余家优质中国概念股纷纷赴美IPO^①，一共融资超过400多亿美元。这些优质的中概股，都经历了上市前的“阵痛”，即通过了大型投行、大型律师事务所非常详尽的审计和尽职的调

^① IPO，全称是 Initial Public Offering，即首次公开募股，是指企业通过证券交易所首次公开向投资者发行股票，以期募集用于企业发展资金的过程。



查。在始于2010年的做空潮中,优质的中概股即使有少数被恶意做空,但是都能专业化应对,最终战胜做空者。

但是,正如上文中 DealFlow Media 的会议目的一样,更多的不能满足赴美 IPO 财务条件的中国中小型公司正打算走借壳上市的快速通道,到 OTCBB 上进行交易。虽然从融资规模到市场关注度,远远没有直接赴美 IPO 那么高,但是也能够缓解中小企业的燃眉之急。在这种背景下,2003 年到 2004 年,熟悉美国资本操作的人士开始纷纷以资本掮客的身份来中国挖宝,沃特财务集团正是其中一个。而在之后的五六年中,一些之前从来没有听说过的财务中介机构,如中美桥梁资本、纽约国际集团、香港布雷斯集团、美国万通投资集团、道格拉斯财务集团、中美投资集团等,开始活跃在中国中小企业界,并成为地方政府的座上宾。据了解,除了这些叫得上名字的中介机构外,还有一些籍籍无名的小型财务中介、券商、律所等,大小近百家。

财务顾问进场后,在全国到处寻找合规或者不合规的中小企业,对它们进行无底线的财务包装,先到 OTCBB 上挂牌,待业绩得到“美化”之后,再转到主板,这在当时,成了一条中小企业迅速融资、中介机构迅速致富的产业链。但是,到 OTCBB 上挂牌的企业往往会因为自身财务状况的问题,转板成功的几率非常低。据了解,在当时千余家赴美借壳上市的中国公司中,只有不到 20% 的企业可以转板成功。

不过,由于对中国企业十分信任,只要企业能成功地转板上市,这只中概股总会经历一轮毫无悬念的涨幅。美国资本与中国企业的这场恋爱,其实并没有“感情基础”。起初,中国企业家们对美国资本市场毫无经验,他们以为纳斯达克就是中国的 A 股搬到了美国,他们不了解企业在美国上市的

规则制度,不知道要做好信息披露,更不知道美国资本市场其实也可能会“陷阱重重”。而美国资本界也根本不了解中国企业的行为模式和风险,其结论是中国企业的增长要超过美国,这仅仅是根据中国国内生产总值(GDP)每年 10%以上高速增长预期,而对行业或者是所投资的中国公司并没有进行过调研。彼时,尚处蜜月期的双方看到的,都是对方的好处。

据统计,在此期间一共有将近 350 家中国企业以 APO 的方式赴美成功在 OTCBB 挂牌。在 OTCBB 上挂牌上市,时间短,财务要求低,然而中国企业主动或者在中介机构的唆使下被动地造假,为这个市场的良性发展埋下了隐患。运作一家企业赴美上市,中介机构的收费一般分为三部分:第一部分是百万美元以内的服务费用;第二部分是中介机构会收取上市公司的股权;第三部分是买壳的费用。虽然壳资源一般是由中介机构自己在美国造出的空壳,价格不到 5 万美元,但是这些中介机构还是要收取企业数十万美元的买壳费用,并还会要求在壳资源中保留一定的股份。后来中介机构为了吸引客户,通常向中国企业保证免费上市,即不收取第一部分的服务费用,而股权收入成了其最大的收入来源。巨大的金钱诱惑,使得一些中介机构开始没有道德底线地寻找标的。一些财务状况明明不达标的公司,这些中介机构也要千方百计将其运作上市。

中介机构在与中国的企业签订协议的时候,往往会签订很多苛刻的条款,如上所述,收取较多股权便是其中一个。这种条款若中国企业接受,注定是要吃亏的,但是什么样的企业会最终接受这些条款呢?当美国资本以一个不合理的价格得到一个貌似美好的东西的时候,很可能买到的只是一个坏东西。



一时间,中国企业与美国资本之间,形成了一种互相欺骗的状态。中国的一些无良的中小企业业主,见一些中国企业去美国资本市场上市圈钱非常容易,于是也开始欺骗中介机构,将自己的企业主动包装成优质企业。“中国企业财务欺诈,美国的投资人受到损失,这其中中国企业和中介机构双方都有责任。早期当然是贪婪的美国资本的过错,否则对资本市场一窍不通的中国企业根本没有能力来进行欺诈。”2012年6月张志浩在其上海浦东金融中心的豪华办公室对笔者如是说。

2008年,席卷全球的金融危机开始爆发,美国经济一片衰败。当年,共有10家中国企业赴美路演,但是只有两家发行股价非常低的公司,广而告之与正保远程教育赴美成功IPO。然而金融危机的爆发,反而掩盖了早已岌岌可危、千疮百孔的中概股借壳上市的市场。美国市场的低迷,使得更多的美国中介机构将阵地转入中国,加入这一本已经触碰到道德天花板的阵营,想要在中国逆市寻找机会。2010年,中概股市场积弊成疾,危机终于爆发了。

先是嗅觉灵敏的基金经理,然后一些专业的做空机构陆续出现,原本就被包装得脆弱不堪的部分中概股,在“空手道”的袭击下更是不堪一击。部分中概股在做空机构的一则分析报告发表之后,股价毫无底气地应声大幅下跌,多数更是面临腰斩。这一大批倒下的就包括了东南融通、中国高速频道等40余家的企业。长期以来,中国企业家对公司治理方面的忽视,使得企业在遭遇外部舆论攻击之后便不知所措,缺乏基本的危机处理能力。

与对冲基金合作、买入空单、发布做空报告、股价下跌获利、律师团队集体诉讼被做空公司,在这条长长的做空产业链上,一些不谙美国资本市场规则的中概股,还只是遭遇了其中袭击的第一个环节。之后的集体诉讼等诸

多环节,才真正让中概股的企业家们感到自己犹如一只任人宰割的羔羊,茫然失措。

被错杀的中概股企业家们,本可以拿起手中的武器,对做空机构进行起诉。但是,对于真正财务造假的企业来说,在造假发生的那一刻,已经失去了与人抗争的主动权。美国的股市,并不是中国 A 股直接搬到美国那么简单,与正在发展中的中国的股市不一样,它们的投资者们和监管机构,对作假是零容忍的。因为,诚信被看作资本市场最宝贵的东西,当你丢失了这份宝贵的东西,企业将一文不值,这个特征在安然事件中得到了充分的体现。

在这场中概股危机中,当然有被投机的做空机构如浑水、香橼们错杀的企业,如新东方、展讯通讯和在 2012 年宣布私有化的分众传媒等企业。但是,更多的企业却并不是被错杀。做空令人遗憾的后遗症是,自从 2011 年开始,中概股已经在以美国为代表的全球资本市场被贴上了造假的标签。在美国、新加坡、德国等股票交易市场,中概股的市盈率低到个位数,甚至不足 3 倍。

而这场中概股的造假风波的始作俑者是谁?对中国企业的造假,是谁的责任?是谁在诱导中国公司造假?

首先,从借壳上市 APO 来看,APO 只是一种融资的工具,在早期确实能帮助一些企业融资、发展业务,而问题的关键,不应该一味地对这一工具进行指责,真正该受到指责的,应该是滥用这种工具的人。这些人包括一些做反向收购的中介机构,它们中的一部分不但资质较差,且层层外包,尽职调查报告质量也参差不齐,与急于想到美国资本市场上融资的劣质企业一拍即合,引发日后许多法律结构与财务数据方面的问题。一些由于财务状况



出问题而被大型投行否掉的项目，到了一些中介机构的手中，第一件事就是将之前的律所等审计机构全部换成自己的团队，经过包装之后，立马能够成功上市。

当然，美国的监管机构也应该被指责，其中责任最大的应该是美国公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board, 简称 PCAOB)。在美国，所有会计师事务所必须获得 PCAOB 的批准，才能有资格审计美国的上市公司。而在美国出现欺诈问题的中国企业中，八成以上是美国本土机构做的服务工作，而这些机构大多是非常小的家庭式公司，缺乏有效监管。不过，究竟是不是所有参与这些中国小型企业赴美借壳上市的美国家计师事务所，在成立之初的目的就是协助中国企业造假，或者中国企业主动的造假行为，真的就让这些美国的审计机构都无法察觉呢？

在相对成熟的香港市场，中国企业基本没有爆出造假丑闻。一名参与了诸多中国企业赴美借壳上市项目的律师对笔者说，APO 市场，最先是由中国财务顾问主导，起初也是非常规范的，但是随着越来越多的中国人参与到这个领域，竞争的出现使得一些造假行为开始慢慢地显现。

当时在市场上活跃的一些中介机构，都赚了一大笔钱，在中概股危机爆发之后，它们有的被查处，但是更多的却逍遥法外。在美国的中介机构，监管机构为这一部分中国企业助长风气的同时，中国一小部分企业业主主动造假，企图到资本市场圈钱后走人的行为也令人侧目。而这一波造假行动，在资本市场上影响的将不仅仅是中国的某个企业、某类产业，而是将影响到世界对一个中国人的价值判断，一旦被贴上标签，要想洗刷掉这个污点，无疑需要一段漫长的时间。



引子 罪恶的由头 / 1

Chapter 1 中国概念股，看上去很美

一切刚刚开始 / 3

乱象出现 / 16

局面失控 / 31

借壳上市乱象，谁之过？ / 38

Chapter 2 中概股危机爆发

危机的爆发——当中概股遇到做空机构 / 47

做空机构入场 / 58

Chapter 3 转战优质中概股 做空机构的滑铁卢

浑水失手展讯通信 / 91