# 金融市场案例模拟分析

近期，国外做空机构做空中概股的事件广为流传。尤其在国内知名的楼宇媒体运营商分众传媒11月也惨遭做空机构浑水公司狙击后，在媒体的渲染下，浑水公司俨然成为了一个蒙着神秘面纱的中概股杀手。在成熟的美国资本市场，做空机构是整个资本市场生态系统中不可或缺的一部分，他们发挥了价值纠错的功能。而我国的专业的财富管理机构和审计机构，则形如疏网，使得国内资本市场仿佛一潭“浑水”。在这样的投资环境里，除了要有一双价值发现的“慧眼”，更需要有一双价值纠错的“火眼”，这样广大投资者才能绕开价值的陷阱。因此，我希望从财务的角度，以普通的常识和逻辑去撩开浑水这张神秘的面纱，为投资者提供具有一定价值的线索。

1. 围猎之利益链

1.1案例背景

浑水调研公司的取名源于成语“浑水摸鱼”， 其创始人卡森·布洛克是个汉语流利的“中国通”，毕业于南加州大学商学院金融系，在校期间辅修的是汉语。谈起公司由来时，布洛克说：“我的朋友说，当他还是小孩的时候，有次去乡村钓鱼，但始终没法从池塘里把鱼钓起来。于是他就开始激起沉在池塘底部的淤泥，鱼儿不得不浮到池塘表面来。就这样，泥泞的水帮助他捉到了鱼。”恰恰是布洛克自己，在部分中国上市公司混乱的财务状况中摸到了“大鱼” ，揪出了靠虚假财务报表在美国证券市场上浑水摸鱼的公司。浑水公司从“借入股票、买入认沽期权、质疑报告、引起股价下跌、低价买回股票偿还”这个做空模式赚到几十万美元。除此之外，卖出研究报告也能赚取不菲的收益。

中国概念股原指台湾地区到大陆发展业务的上市公司。随着中国公司在美国两大证券市场（纳斯达克与纽约证券交易市场）不断上市并形成影响力，中概股成为在美国上市但主要业务在中国的公司的概称，包括新浪、搜狐等门户网站，中石油、中国联通（香港）等央企，也包括一些教育、能源、地产、医药等领域的中国公司[1]。这些公司经营主体在中国、投资主体却在美国的状况，造成了信息不对称，为之后的被做空买下了伏笔。

1.2操作流程

众所周知，无论是出具审计报告亦或是发表质疑报告，证据永远是揭开事实和还原真相的关键。那么举证的“事实”又是如何现身的呢？

无论是浑水还是香橼，这类匿名做空调查机构的负责人在境内外行踪不定，亦或并不在中国，甚至和那些被做空攻击的上市公司毫无联系。代他们深入这些公司的，实际上是中国境内的人或机构。其主要任务是对公司进行实地调查，搜集各种信息，网罗证据，参与调查报告的制作，但又不具体负责撰写报告。这些 人通常为国内财经类高等院校的在校生或准毕业生，他们习得了基础金融财务知识，再加以培训和指导，就组建了一支境内调查团队。每名人按劳付酬，模式松散但讲究结果和收益挂钩。西方文化讲求有迹可循，这些人在调查公司时，会留下包括照片、录音等证据，因为报告里附有实录则更容易博得美国投资人的认可。但其调查的手法较为粗放，容易导致事实的错位和信息的失真。除了人，还有一些不知名的小型商业咨询公司充当调查机构，有些对外声称是香港注册或拥有国际背景，但事实上多为内地本土公司。这些商业咨询公司本身资质就语焉不详，但可以利用公司名义，以协助做市场调查为由，暗中找上市公司的工人谈话，或者利用商业间谍手段获取公司内部资料。

投资人对上市公司进行调研无可厚非，因为尽职调查是集合审计、律师等专业人士团队的非常严肃的调查报告，完全可以公开透明地要求公司方面披露信息。事实上，浑水、香橼这类匿名机构并没有针对报告所含信息的准确性、及时性或完整性作出承诺，而且也从没对外公布其公司的地址和股东信息，甚至也没有任何报告撰写作者的信息。[2]

与匿名做空调查机构联手做空中国公司股价的美国基金中虽然不乏赫赫有名的华尔街大型对冲基金，更多的则是一些交易背景有污点，甚至曾被美国证券交易委员会列为市场禁入对象的投资人。由于中国内地金融监管严厉，大部分华尔街大型基金都选择以香港为据点，觊觎中国内地。在浑水等匿名调查机构公开质疑报告一至两个星期前，合作的做空基金便开始入场持有看空期权。质疑报告前看跌期权激增，随后调查机构报告称上市公司存在欺诈，股价受挫，市场立即给予回应，投资人抛售股票，看空期权价格大涨，做空基金结果以极低的价格买入股票平仓，与做空调查机构分享利益。

做空股价使流通市场上的投资者蒙受了损失，而美国的有一套健全的理赔诉讼机制，中国公司被做空后，随即就有美国律师事务所默契地提出负责集体诉讼索赔或发起调查。这样一来，只会出现两种结果：其一，通常情况下，美国律师团队会建议庭外和解，上市公司将根据谈判结果支付一定的赔偿；其二，上市公司将耗费大量人力、物力、财力，通过第三方审计来举证以赢得官司，中国上市公司将支付巨额的诉讼费，而美国律师事务所却揽到了业务。事实上，集体诉讼一般由代表原告的律师事务所积极推动，原告（股票受影响期间买入公司股票的流通股股东）费用一般由律师预支，采取风险模式（如果诉讼成功，律师事务所能够分到高达三分之一的赔偿金额作为利润），刨去人工成本和相应税金，摊到每个参与集体诉讼的散户投资人身上的赔偿往往少得可怜。

2. 事件之深观察

2.1原因剖析

纵观接踵而至的中概股做空事件，做空机构的质疑报告只是事件的导火索，事件的发生不仅有其他参与者的推波助澜，还有着广泛而深刻的原因。

2.1.1会计准则不同造成财务信息偏差

绝大多数在美国上市中概股公司都采用国际财务报告准则（IFRS）披露信息，而美国市场则主要采用一般公认会计原则（GAAP）财务报告准则。采用两种不同准则会影响到净资产、净收益及收益率等数据的一致性。

2.1.2部分中国概念公司存在财务造假

在这轮做空风暴中被停牌和摘牌的19家美国上市中概股公司中，16家采用的是反向收购的上市方式。这种买壳上市的企业，其上市具有明显的融资意图，为达目的很有可能会采取一些不当的措施：一是在并购过程中通过造假行为粉饰财务信息，以达到利于其公开市场融资的目的；二是受到不良中介机构的影响，以造假行为“被”上市。

2.1.3中介服务机构执业违规

此次事件涉及的中国概念公司，大多是境内财务审计数据没有问题，但提交至美国资本市场的数据却大相径庭，其中主要的一个原因是审计部门失职。通过反向收购在美国上市的中国概念公司中，70%都是由美国或香港的会计事务所担任主审计师，大多数中国会计事务所仅仅是参审。这其中一些小的美国会计事务所，将审计工作外包给中国事务所或审计助理，不负责任的执业行为提高了财务造假的风险。美国公众公司会计监督委员会也报告承认，一些中国概念公司的财务问题主要原因是美国小型会计师事务所的违规行为。

2.1.4市场自身合理的估值回调

金融危机后，中国概念公司普遍受到市场青睐，市场估值长期处于过高水平。在负面消息影响下，出现深度的回调也属于正常价值回归现象。

2.2对策建议

2.2.1塑造积极、正面的资本市场形象

中国政府与中国企业应向海内外投资者塑造“公平、公正、负责”的形象。首先，中国海外上市公司作为国际化公众公司应通过法律、媒体等合法渠道，树立敢于承担责任，敢于承认不足，更敢于迎击不实指责的形象；其次，为应对信任危机，我国经济金融等领域部门应建立联动机制，对于可能引发的国内经济贸易问题及时预警，并采取相应的货币、金融、税收等措施进行应对。

2.2.2降低我国创业板上市标准

因为有相当一部分中小企业达不到我国创业板的上市标准，我国中小企业面临上市资格的严重稀缺性。一部分企业为解决生存和发展的瓶颈问题，无奈选择海外上市。为此，应降低我国企业资本市场特别是创业板的上市标准；研究建立创业板、中小板及主板市场之间的转板机制；依托现有的技术产权交易所等机构，加快扩大股权代办转让系统试点范围。

2.2.3建立和完善信用体系

在我国市场经济国际化的进程中，加强社会信用体系建设迫在眉睫：一是积极征集中小企业和中介机构信息，建立中小企业和中介机构信用信息档案库，组织开展信用评价；二是结合财税金融政策，有效发挥中介机构作用，通过信用培育等方式，引导金融机构加大对中小企业的信贷支持；三是开展中小企业和中介机构信用、金融知识及相关国际法律法规的宣传与培训。

2.2.4建立联合监管机制

建立和完善与境外资本市场的联合监管机制则势在必行，这也将为正在筹建的“国际板”市场打下良好基础。“国际板”的推出将使我国上市公司与投资者逐渐从客场参与方变为主场东道主。因此，应当为我国资本市场建立一套符合国际惯例的游戏规则，包括上市标准、信息披露和监督管理制度等，以吸引海外投资者和海外优质企业共建中国资本市场。[3]

结论

在研读了浑水公司对东方纸业、绿诺环保、中国高速频道、嘉汉林业以及分众传媒的调查报告以后，对其财报、网站以及个别信息进行初步求证发现，类似浑水这样的做空机构盯住的公司大致可以分为三类：第一类是类似安然的庞氏骗局公司，如嘉汉林业；第二类是有一定经营实体但恶意造假的垃圾公司，如东方纸业、绿诺环保及中国高速频道；第三类是投资行为和财务报表存在一定疑问和疏漏，或者盈利模式、财税制度存在被误读的正常经营的公司，如分众传媒、展讯通信以及被香橼负面评级的奇虎360。

这些公司都有一些致命的硬伤，例如：频繁更换审计机构、只融资不分红、经营数据有悖常识、工商局报表和对美报表有差异等。大多财务造假都会露些马脚，广大投资者除了要有一双价值发现的“慧眼”，更需要有一双价值纠错的“火眼”，以求慧眼识珠，从而避免误入价值的陷阱。