

中国概念股危机分析及启示
袁敏
(上海立信会计学院, 上海 201620)

摘要: 中国海外上市公司因财务舞弊、信息披露不透明、公司治理水平低下等问题引起市场参与者的广泛关注。本文介绍了 2010 年以来监管部门、市场研究机构以及评级公司的多份报告, 针对其中揭示的问题进行了简要的分析和评述, 认为应正确认识监管部门、研究机构和评级公司的报告, 为我国上市公司和证券市场的健康发展提供借鉴和改进。

关键词: 中国概念股; 反向并购; 公司治理

Abstract: Because of financial statement fraud, the opaque of information disclosure and poor corporate governance, China companies listed overseas have attract much attention from market participants. This article introduce some reports from security regulators, market researchers and credit rating agencies since 2010, analysis and comment on the issues that contained in those report, and figured out that we should correctly explain the results of these reports, extract the main topic and give some improvement of Public Company and security market operation.

Key Words: China Company Listed Oversea, Reverse Merger, Corporate Governance

作者简介: 袁敏, 上海立信会计学院, 副教授, 研究方向: 。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

自 2010 年以来, 中国海外上市企业逐渐引起各方的注意, 包括美国证监会 (SEC)、公众公司会计监管委员会 (PCAOB) 在内的监管机构通过公告的方式提醒投资者和审计师注意; 而以浑水公司 (Muddy Waters) 为代表的研究机构则通过发表做空报告影响企业价值, 更有以穆迪、惠誉为代表的评级机构以独立第三方的姿态发布研究报告以引起市场关注。这些报告或警示给市场带来很多冲击, 其中揭露的问题也或多或少反映了中国公司的现状, 对其分析和解读, 有利于了解现状并汲取经验, 为投资者教育提供良好助力。

监管部门的关注和提醒

近年来, 由于中国经济的繁荣发展, 中国概念股在海外受到青睐。很多公司通过首次公开发行 (IPO) 或反向并购等非传统上市融资方法 (APO) 进入美国、加拿大等发达资本市场。但与此同时, 因法制环境、会计准则、管理经验、内部控制要求等差异带来的股票估值、投资者保护等问题也日益引起重视。监管部门基于监管发现, 通过投资者公告或警示报告的方式, 以引起市场参与各方的注意。

一、SEC 的公告

早在 2010 年 12 月, SEC 就发布针对中国能源 (China Energy Savings Technology, Inc.) 严重高估 2004 年年报中的每股盈余、严重高估 2005 年年报和两个季报的收入及利润问题, 发布了针对事务所和审计师的调查报告^[1]。2011 年 6 月 9 日, SEC 发布一份专门的“投资者公告”, 对通过所谓的“反向并购”方式进入美国市场的公司向投资者发出警示^[2], 内容包括:

1、对反向并购公司进行解释，并揭露其风险

所谓的反向并购，通常是指一家海外私营公司寻求在美国资本市场融资，其通过寻找一家很少或没有交易的美国壳公司，将大部分股权置入壳公司并取得控制权。并购完成后，存活的公众公司的资产和业务将主要来自前述私营公司。这种方法相对于 IPO 而言是一种更迅速、更经济的上市途径，因此发生的法律和会计费用显著低于 IPO。同时根据美国证券法的要求，壳公司仅需在格式 8-K 表格中报告反向并购方即可，而不需要向 IPO 那样有相关的注册要求。反向并购公司的股票通常可以在交易所或柜台市场交易。

由于反向并购具有时间短、成本低等优点，很多公司选择此类方式进入美国资本市场，根据 PCAOB 的统计，2009 年有 14 家中国公司通过 IPO 进入美国资本市场，占当年 IPO 总量的 20%，而同期发生了 42 起中国公司参与的反向并购业务，占当年反向并购交易总量的 30%。

伴随着市场上中国公司的增多，因管理经验不足、不熟悉美国法律法规等问题引起的证券监管事项也开始增多。为此，SEC 一方面要求这些公众公司在提交的相关资料中披露投资于此类股票的风险，另一方面则提醒投资者注意此类公司股票的风险。一方面公告指出，自 2011 年 3 月起，SEC 因公司舞弊等事项已暂停包括绿诺科技在内的多家反向并购公司的股票交易，同时因部分公司无法依法及时作出定期填报而取消几家反向并购公司的证券注册；另一方面，SEC 要求反向并购公司在已提交的相关填报资料中披露反向并购存在的诸多风险，包括管理层没有经验来管理和运营一家公众公司，可能导致没有遵循或完全遵循联邦证券法等法律法规而受到处罚的风险，内部控制可能无效导致的投资者信心不足，进而导致股票价值降低的风险等等。

2、提醒投资者投资反向并购公司股票的风险

SEC 认为，投资于反向并购公司的股票，其风险主要有两个方面：一是由于反向并购存在舞弊和其他一些不当行为，因此个人投资者应考虑其自身财务状况，并向财务专业人员咨询，在作出个人决策前对这些投资对象作出全面研究分析；二是一些通过反向并购进入美国资本市场的外国公司使用的是美国小事务所的审计，在被审计对象的主要或大部分业务在美国本土之外的情况下，这些小事务所本身资源不足以满足审计要求，可能无法发现反向并购公司没有遵循相关会计准则的事项，从而给投资者的投资带来风险。

据此，SEC 在要求反向并购公司正确披露其自身风险、及时依法提供相关信息的同时，要求投资者对此类公司保持警惕，并寻找可靠的信息以作出科学投资决策，包括获得反向并购公司向证监会填报的资料，尤其是在公司可能存在交易不确定性或退市时应对公司的财务、组织和业务前景等进行评价；对那些没有提交报告的公司要关注其风险，投资者应明确此类公司由于没有准确、及时的信息供投资决策，且历史信息资料有限，反向并购中涉及的壳公司的相关信息可能不足以对并购后公司的运营进行评价，因此应保持警惕。更为重要的是，SEC 提醒投资者应确保根据自己的研究来作出决策，而不是依赖他人告知的信息或结论进行决策，尤其是那些来自网络博客、网站甚至公司自身网点的信息都可能存在不准确甚至故意误导，如果无法获得及时、可靠的公司及其股票信息，则投资者就不应盲目投资。

二、PCAOB 的警示

另一个对中国概念股提出警示的监管机构来自 PCAOB。2011 年 3 月 4 日，美国的 PCAOB 发布报告^[3]，对 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 3 月 31 日间涉及反向收

购的、来自中国地区的公司（含中国、中国香港和中国台湾）进行了调查，结果发现该期间有 159 家中国公司参与反向并购，占比高达 26%；而这些反向并购的中国公司中最近财年的收入、年末总资产低于 5000 万美元的超过半数，且这些中国反向并购公司中 74%聘请了美国注册会计师事务所进行审计。

早在 2010 年 7 月 12 日，PCAOB 就注意到很多在中国运营的公司通过反向并购进入美国资本市场，一方面，壳公司是美国公司，需要遵循美国证券法，因此那些反向并购公司的审计报告由美国当地注册的事务所出具；另一方面，并购方主要经营业务在中国，大部分的审计程序由美国本土之外的其他审计事务所或个人执行。据此 PCAOB 发布审计实务警示^[4]，对使用其他审计师或涉及外部辅助工作的要求进行明确。

1、揭示问题

PCAOB 的调查报告揭示的问题集中在两个方面：一是利用他人的工作，二是语言障碍。警示报告通过举例的方式来提醒注册会计师事务所的义务，如一家美国事务所对中国（含中国、香港特别行政区和中国台湾）的发行方财务报表发布了审计报告，而事实上事务所的员工在审计中并没有前往中国地区，所执行的审计工作是由中国本土的会计师事务所执行，并构成审计程序的实质部分；另一家事务所在没有任何合伙人或员工前往中国、也没有对（所聘请的进行语言翻译和沟通的）辅助人员的工作进行对计划、执行、监督或实质性复核、甚至没有汉语的听说读写能力的情况下，对中国发行方的财务报表发布了审计报告。

据此，PCAOB 认为在事务所没有亲自执行任何程序、或因语言障碍不能有效地与那些执行重要审计程序的人员进行沟通的情况下就发布审计报告，将使投资者处于风险之中。

在美国的事务所，运用中国事务所来执行审计程序，而此前美国事务所的员工并没有前往中国，也没有与发行方的董事会、管理层和其他员工进行沟通以了解其业务、流程及风险；中国事务所执行了绝大部分的审计实质性程序，几乎所有的审计档案都保留在中国，但却不发表审计意见。在这种情况下，调查人员认为美国事务所使用美国的审计准则 AU sec. 543. “利用其他审计师的工作”来发表审计意见是不恰当的。

2、提出建议

综上，在利用他人审计工作的情况下，PCAOB 建议事务所应明确 Au sec. 543 运用的环境，同时确定自身作为主审师发布审计意见是否恰当。

应该明确的是，当事务所在确定是否能够作为主审师发表审计意见时，一个重要的依据是自身参与的审计工作是否充分，因此事务所需要考虑其所审计的财务报表部分与其他事务所审计的部分的相对重要性，审计师对整体财务报表的了解程度，该事务所所审计部分相对公司整体而言的重要性等。如果该事务所对审计工作的参与度不够，则不能以其他事务所的工作来替代或覆盖。

此外，即使适用 Au sec. 543 的要求，可以利用他人的工作，主审师还需要明确自己的责任，包括决定报告的方法，以及报告应采用的程序。例如，主审师究竟应该假设对他人的工作负责，在不提及其他审计师工作的情况下对财务报表整体发表意见，还是应该在审计报告中提及对他人工作的依赖；主审师应询问所利用的其他事务所及其审计师的声誉和独立性，并采取恰当措施来确保主审师和其他事务所的工作协调一致，为合并财务报表或联合账户发表意见提供合理基础；如果主审师假设对他人的工作负责，则必须在报告发布前获取他人的工作，

对其程序及档案进行检查并维护，同时与其他事务所进行沟通，就其审计程序及审计结论进行讨论，必要的时候对他人审计项目进行检查，进行指导，或就他人重要发现及相关审计档案进行复核等。

在语言障碍方面，事务所会使用那些能够阅读、书写和表达中文的咨询公司的服务。调查人员认为事务所参与咨询人员所执行的审计工作不足以充分地认定事务所执行了审计工作，也不认为这些工作为事务所发表审计意见提供了合理基础。据此 PCAOB 建议，审计师应获得有关外部辅助人员知识、技能、能力（包括其对 PCAOB 准则以及相关财务报表要求的了解），并评价辅助人员的独立性；审计师应对辅助人员的工作进行恰当地计划和督导，并确保这些辅助人员、事务所员工所执行的工作为发表审计意见提供充分、适当的审计证据；同时审计师应恰当评价辅助人员的语言能力，以及能否遵循相关的文件、要求，包括对辅助人员所执行工作的档案编制、汇总和保存要求等。

研究机构的报告

除了大的证券公司或投行研究之外，近来引起关注的市场参与者是诸如浑水公司、香橼研究(Citron Research)等做空机构。作为第三方独立调查机构，这些公司的研究报告大都揭示中国概念股的财务造假嫌疑。

以浑水公司为例，在成立 1 年的时间里，先后发布东方纸业、绿诺科技、中国高速频道、多元水务、嘉汉林业等多份报告，相关信息^{[5][6][7][8][9]}如表 1 所示。

表 1：浑水公司狙击的中国概念股一览

公司名称	报告日期	主要问题	结论
东方纸业	2010.6.28	3000 万美元不知所踪； 2008 年、2009 年收入虚增 27 倍和 40 倍； - 资产高估至少 10 倍 - 产品线价值严重高估 - 存货高估数百万美元 - 与行业领先者相比，公司存货周转率过快； - 高估毛利率	舞弊 强烈卖出 目标价 < \$1
绿诺科技	2010.11.10	- 主要产品销售远低于报告数字，很多客户关系不存在 - 中国监管文件显示其合并 2009 年收入低于报告数字 94.2% - 会计处理存在严重缺陷 - 管理层从上市公司掏空资金 - 有形资产金额太小，不足以支撑其业务规模 - 非行业领先者，报告的毛利是其实际的 2-3 倍，技术落伍	舞弊 强烈卖出 目标价 \$2.45
中国高速频道	2011.2.3	- 显著夸大收入、利润； - 估计 2009 年收入不超过 1700 万美元，远低于其报告的 9.59 亿美元 - 所拥有的巴士数量仅为其宣称的一半左右； - 管理层操纵导致很多错误； - 路线巴士没有实际播放公司的内容，而是播放乘客提供的 DVD - 管理层撒谎，与苹果或其经销商签订的协议子虚乌有 - 公司不透明，很多客户甚至不知道公司名称	舞弊 强烈卖出 目标价 \$5.28
多元水务	2011.4.4	- 根据中国的审计报告，估计实际年收入不高于 80 万美元，远低于报告的 1.544 亿美元； - 涉嫌伪造中国审计报告； - 对工厂的监控证实收入估计； - 美国审计中存在四项错误，审计师有责任； - 与多元印刷有很多相似之处，进一步证实其舞弊； - 对关联交易不当披露；	舞弊 强烈卖出 目标价 < \$1
嘉汉林业	2011.6.2	对盈余增长进行操纵，正如麦道夫一样是一个少见的舞弊；	舞弊 强烈卖出

		❑ 在 1995 年反向并购上市就进行舞弊； ❑ 舞弊的基础是通过“授权中介”操纵收入，并使审计师无法追溯书面资料； ❑ 大幅夸大资产，仅云南林木投资就大约高估 9 亿美元； ❑ 向分析机构 Poyry 提供舞弊性数据产生报告，并利用其报告来为其合理性提供支撑； ❑ 资本筹集涉及数十亿美元的旁氏骗局，并伴随着资金掏空	目标价 < \$1
--	--	---	-----------

资料来源：根据浑水公司报告整理

上述报告的特征主要体现在：

1、充分调研，资料翔实

以 2011 年 2 月 3 日发布的中国高速频道公司报告为例，研究人员对公司宣称的运营方上海巴士等进行了调研；对安装公司设备的城际巴士、机场高速巴士进行了观察；以潜在客户的身份对其福州总部和北京办公室进行了拜访，收集了大量的图片、文档和录音资料等。

在嘉汉林业报告中，浑水公司则组成了由会计、法律、金融、制造等专家在内的 10 人团队，花费 2 个月的时间，并聘请 4 家事务所为外部咨询师帮助其分析，阅读的与公司相关的文件更是超过 10000 页。

在调查对象方面，既有公司的员工（如绿诺科技的销售人员、多元水务的分销商），又有公司的供应商和客户（如高速频道涉及的巴士运营方、多元水务宣称的钢铁公司），更有相关的政府监管部门（如多元水务、嘉汉林业等涉及的工商局、林业局等）。

2、路径清晰，目标明确

浑水公司最初的调查对象东方纸业，原因是创始人卡森（Carson C. Block）的父亲要投资该公司，此后则是从小审计师事务所（绿诺科技由臭名昭著的 Frazer Frost 审计）拓展到大事务所（多元水务由均富、高速频道由德勤审计）、从上市时间短的公司（多元水务，2009 年）拓展到上市时间长的公司（嘉汉林业，1995 年上市）、从美国上市的中国概念股拓展到其他国家上市的中国概念股（嘉汉林业为加拿大多伦多交易所上市）。

其目标是明确的，即打倒那些由“四大”事务所审计的（高速频道）、上市时间悠久的（嘉汉林业上市 16 年）公司，引起更大的市场关注和反映，进而树立自身的江湖地位，并通过做空研究对象的股票获得超额收益。

3、手法多样，分析深入

为收集分析所需的资料，研究人员通常采用现场调研、网络搜索、档案检查等多种手法，例如高速频道公司涉及的巴士运营方资料、多元水务涉及的分销商资料等都是研究人员通过网站搜索得来的，甚至部分工程项目的招投标公告也是通过网站搜索而来；而在多元水务、嘉汉林业中涉及到的工商局资料、林业局档案文件、合资文件等，则是通过律师调查得来。在辨别多元水务子公司的真假财务报告时，分析人员甚至分析了事务所的防伪章、阿拉伯数字的大小写、报表的长短以及右下角的签章等细节。

在分析方面，则既有财务报表数据的简单分析，也有通过不同来源渠道的资

料进行对比检查，更有常识分析等多种方法。

以多元水务为例，为与关联方终端公司进行产权交易，公司预付了 4450 万的保证金，但在终端公司 2008 年偿还该保证金时，多元水务将其作为经营性现金流量而不是投资活动现金流量进行报告，导致多元水务在上市前一年的经营活动现金流量虚增了 4450 万；同时多元水务向创始人所控制的其他两家关联公司支付了 4380 万元作为贷款，在编制 2008 年年报时董事长归还了该笔贷款，但原本应在融资活动中披露的现金流量被划分为了经营活动，导致 2008 年经营活动现金流量虚增。在上述分析中，研究人员并没有对数字的真实性提出质疑，但认为通过会计分类的不同可能会误导投资者。

在嘉汉林业报告中，分析人员针对 2010 年管理层讨论好分析进行了深入剖析。例如根据云南临沧的合同，公司仅持有 2 万公顷的林地，而非所宣称的 20 万公顷；中国政府对森林砍伐的管制和配额，导致云南的宽叶林无法满足公司所宣称的销售所需；即使有那么大的产量，但树木砍伐是劳动密集型，无论是斧头锯子放到、还是用手将采伐的树木搬到公路边都很不容易；至于将这些树木运输到最近的火车站，则考虑山路危险、悬崖峭壁、雨季、卡车运输量等多种因素后，基本属于不可能完成的任务；特别是嘉汉林业采用的“授权中介”业务模式，则涉及了税法、银行反洗钱控制、外资公司业务开展的管制等多方面知识。

4、问题公司特征明显

从浑水公司狙击的目标看，这些公司最终都受到收入造假、利润虚增、资产高估等指控，但这都是研究人员通过深入调查和全面分析后得出的结论。市场参与者更关心的可能是问题公司具体的特征。从已有的研究报告看，这些问题公司通常存在的特征包括：

公司的主营业务全部或大部分在中国，而上市地在海外；公司聘请的事务所规模通常较小，或事务所在地与公司经营所在地不在同一个区域，导致事务所执业质量存疑；公司的创始人通常是大股东，在上市前后会通过复杂的关联交易进行利益输送；公司的治理结构糟糕，财务总监及董事会成员通常由外国人担任，因语言障碍、信息沟通等问题导致其监督角色无法正常履行；公司业绩出乎意料的好，表现在毛利率高于行业平均水平，盈余增长稳定；公司业务模型不同寻常，在客户群体、销售方式等方面不同常规。

评级机构的报告

对中国概念股关注的第三股力量来自独立的评级机构。如果说浑水公司等市场研究机构可以通过做空中国概念股盈利而存在的利益冲突的话，那么第三方独立机构评级公司的报告则更具有客观性和独立性。

一、惠誉的公司治理评级

公司治理是评级过程中关注的众多因素之一，惠誉公司 2010 年发布了新的公司治理评价标准^[10]，指出对公司治理的评价是发行方定性评价的一个重要组成部分。

1、评价的框架

惠誉指出，其对公司治理的评价受到两个因素的影响：一是考虑发行方所在国（或主要债务发行地）的司法环境；二是发行方特定的特征因素，包括受其行业、董事会、管理层和其他管理层和其他利益相关者影响的因素。具体内容如表 2 所示。

表 2 惠誉公司治理评级考虑因素一览表

分析因素	分析内容	简要说明
------	------	------

系统性特征	- 所在国家对债权人保护程度； - 财务信息的透明度	- 法制是否健全，对产权是否有强力监管，对腐败是否有充分控制，保护破产的优先受偿权， - 会计准则是否由独立准则制定机构设置，与国际准则的差异程度等 - 审计监管是否透明、有力 - 证券监管是否以债权人和投资者为导向
发行方特定治理特征	- 董事会有效性 - 管理层有效性 - 财务信息的透明性 - 关联方交易	- 董事会的构成、董事会成员的胜任能力；董事会及其专业委员会的目标、作用、政策；董事会的总体专业技能及其与执行管理层的独立性；对上市规则或法律的遵从性；薪酬条款的合理性及对债权人的保护等； - 对董事会基于战略、风险容忍度、政策和控制等方面设定的目标完成程度；是否存在关键人员风险；是否存在收受贿赂等违法行为等 - 财务报表的及时、透明、准确；对审计流程的治理，包括审计委员会对财务报告和审计流程的监控，以及对财务报告内部控制环境的促进等； - 是否建立与关联方交易相关的政策和程序，以确保此类交易得到充分谈判，以竞争性市场条款定价，并为切实可行的经济目的服务，同时考虑特定交易的性质、目的和条款。分析师会考虑董事会的检查和批准角色，以及关联方交易的信息披露水平。

资料来源：根据惠誉报告整理。

在结论方面，则根据对债券持有人及其他债权人利益的保护角度，结合所识别的治理事项的程度和严重性及其与其他信用要素的相对强度，并与级别绝对水平进行综合平衡，将其分为评级中性、级别限制、对级别有负面影响三种。

2、评级的结论

2011年7月，惠誉对来自中国的35家公司的治理情况进行了评级^[11]，这些公司来自房地产、有色金属、制造、石油天然及电力公用事业、电信科技等行业，评价的内同则集中在会计准则、交易所上市、审计师变更、上市地、透明性、董事会构成、所有权集中情况、独立董事的服务期限、董事长和总经理是否兼任等。基本结论是中国公司的级别因治理问题而被降低。一方面，整体情况不容乐观，大部分公司的级别是在BB级及以下，投资级别及以上的公司则主要来自国有或国有控股公司；另一方面，信息水平较低，舞弊指控的风险较高。

评级报告特别指出，毕马威发现中国林业账簿中可能存在的“不寻常”、德勤在审计中国高速频道公司时声称不再依赖管理层声明等事项，表明尽管中国公司在国际市场中的数量日益增多，但在审计和会计准则以及数据透明度方面还存

在标准过低的现象；此外世界银行发布的腐败指数表明中国仅为 36，在此环境中经营可能存在障碍，包括缺乏证券法律条文以及产权保护等法律；在股权结构方面，由于存在私人大股东以及复杂的股权结构，可能使得公司治理发展水平低于发达市场，以关联交易为例，独立董事通常难以对其进行全方位复核。

二、穆迪公司的“红旗”报告

在证监会、市场做空机构开始关注来自中国公开上市公司报告质量存在的潜在问题的背景下，为解决投资者关注的问题，并提供评级的透明性，穆迪公司于 2011 年 7 月发布了一份特别报告^[12]，对其所评级的高收益类非金融中国公司进行了警示信号的识别。其分析框架如表 3 所示。

表 3 新兴市场非金融类公司发行方可能存在的治理或会计风险一览

风险因素	分析内容
公司治理	┆ 经营追溯记录较少，上市历史较短； ┆ 股东背景（家族控股过高或股权过于集中）； ┆ 管理层（CEO/CF0）变更； ┆ 关联交易规模大等
业务模型的高风险或不透明	┆ 与同业相比毛利过高 ┆ 客户集中 ┆ 业务结构复杂等
快速增长的业务战略	┆ 扩张迅速 ┆ 资本投资规模大，无形资产多 ┆ 自由现金流量出现负值，且金额较大等
盈余或现金流量质量较差	┆ 现金流与会计利润之间出现不一致 ┆ 资产与收入的增长关系不同步 ┆ 营运资本波动巨大 ┆ 与报告的利润相比税收支付显著不足等
审计师和财务报表质量	┆ 事务所变更 ┆ 审计师与经营地的司法权变更 ┆ 报告延期 ┆ 审计师负面评价意见等

资料来源：根据穆迪公司报告资料整理

除了表 3 中列示的五类警示信号之外，穆迪同时还监控市场方面的指标，如发行方股价的突然下滑、投资者大规模做空公司股票、购买信用违约掉期的成本突然上升等，这些现象可以为识别发行方迫在眉睫的困境提供更及时的信号。

根据上述框架和设定的标准指标，穆迪公司对 61 家接受评级的中国企业进行了扫描，结果发现级别与红旗数量之间存在一定的关联关系，即级别越低，红旗数量越多；就高收益类（低于 Baa 级的投机级别，含 Ba、B、Caa）公司而言，房地产开发类企业的红旗数量平均数（5.8）少于非房地产类企业（7.5），是因为房地产企业的客户大都来自零售顾客，因此不存在客户集中度的问题，而土地成本、项目价值、建筑物数量等行业特征方面信息相对透明，且房地产企业数量较多，便于投资者和债权人进行同业比较，尤其是已上市的开发商通常是行业中的佼佼者，其行为会引起公众的关注和审视，因此这些房地产企业在信息披露、公司治理方面更为谨慎。

表 4 列示了红旗较多的几家公司存在的问题或风险，为报告使用者提供了深入理解报告的良好视角。

表 4 获得红旗较多的公司一览

公司名称	级别	红旗数量	简要说明
西部水泥	Ba3 稳定	12	董事长及其女儿拥有 44%的股权；审计师变更 2 次；未充分遵循国际财务报告准则；2010 年上市前内控政策和程序不充分；2011 年 CEO、CFO 变更；EBITDA 边际超过 40%
永晖焦煤	Ba3 稳定	11	公司可追溯记录较短；扩张快速；因购入蒙古的煤炭数量大增带来的基础设施增建风险；关联交易多且复杂等
旭光新材	B2 负面	10	增长过快；上市时间较短；客户集中度和所有权较高；盈余质量和现金流糟糕等
恒鼎实业	B1 稳定	9	扩张过快，客户集中度较高；应收账款、存货周转较慢；收购的小煤矿因缺乏政府批准而给资产价值带来一定的法律不确定性；煤炭储备的估值未完全遵循国际惯例，导致资产估值存在不确定性；
龙湖地产	Ba2 稳定	7	增长激进；上市时日尚短；所有权集中；CFO 变更；自由现金流量负值较大；销售来自资本运用过多；税收支付较低

资料来源：根据穆迪公司报告资料整理

需要说明的是，尽管表 4 列示了很多的警示信号，但穆迪公司也对其中可能引起误解的信号进行了一些解释。例如西部水泥的 CEO 和 CFO 变更就被看做是积极的信号，因为前者变更后董事长和总经理的职务进行了分离，而后者离职后仍是公司董事会的执行董事，可以理解为职务的正常调整；而公司的盈利能力之所以较高，是因为公司具有良好的地域竞争优势，且得益于国家的西部大开发战略，且公司产品在定价和市场份额方面的信息较为透明，投资者可从数字水泥网等公开渠道予以证实。再比如恒鼎实业，公司收入涉及较少的关联方交易，焦煤价格的市场信息较为透明，客户集中度相较于上年下降明显，主要客户来自中国大的钢企等。至于龙湖地产的“红旗”，穆迪更是将其解释为正常，如快速增长与整个行业及同行类似；现金流负值是快速增长的中国房地产商的普遍特征，其目的是在高度分散的行业中尽力获得市场份额；CFO 的变更则被看做是个人原因的正常岗位调整；税收支付较低，反映了龙湖相对低的土地成本和投资物业比重过大的特点，低土地成本导致高盈利能力，但此类利润受制于中国的土地增值税制度，部分是递延的，而投资物业报告的盈利中大都是公允价值重估增值，而实际税收并未支付等。

除此之外，“红旗”多并不意味着评级公司会立即采取评级措施或引起评级调整的关注，因为评级本身已经反映了相关红旗中代表的事项。

分析和启示

自 2010 年以来，中国海外上市公司因公司治理、信息披露、财务舞弊等事项，引起包括监管部门、研究机构、评级公司等市场参与者的广泛关注。他们纷纷发布报告以提醒市场参与者特别是投资者，以实现其或为市场的健康有序运行提供增量信息、或为建立其自身市场声誉乃至获利的目标。不可否认的是，因为美国资本市场中存在合法的做空机制，上述报告可能不可避免地带有发布方的利益取向，尤其是浑水公司等市场做空机构成立时间较短，为快速树立市场形象或扩大影响力，可能会刻意放大事件的严重性以盈利；对于被选中的中国公司而言，则可能因语言沟通、法律环境、管理经验和文化等方面的原因，在信息披露的及时性、透明性、公司治理的规范性等方面给市场投资者带来误解。但与此同时，应认识到这些报告的出发点和视角具有为投资者提供保护的客观性，阅读这些报告，可以从中得出以下启示：

1、监管部门是维护市场正常运行的卫士

在中国概念股因信息披露不及时、不透明、审计师审计质量存疑的情况下，SEC 和 PCAOB 分别发布报告，通过例示的方式揭示其中存在的问题，要求问题公司加强信息披露并提醒投资者关注其中存在的风险，要求投资者依据自身的分析来谨慎投资，这显然是站在投资者保护的立场上。而 PCAOB 通过发布审计师警示报告，则能够帮助会计师事务所正确认识海外执业的风险，更好地进行审计工作计划、执行和督导，提高审计质量。

与此同时，针对来自中国的上市公司可能存在的监管盲区，SEC 和 PCAOB 组成联合代表团于 2011 年 7 月中旬访问北京，与中国财政部、中国证监会沟通以寻求对跨国上市公司审计的联合监管共识，这是对现有制度的改进和完善，有利于维护市场秩序的正常运行。

我国资本市场近年来得到长足发展，尤其是中小企业板和创业板的推出，给诸多企业提供新的融资平台的同时，也给监管者带来新的挑战，如何建立系统、科学、协调的监管框架，并结合经济生活中发生的新现象、新业务进行不断的改进和完善，是证监会、两家交易所以及其他监管部门面临的现实问题。显然，保护投资者、尤其是中小投资者的利益，促进市场健康有序发展，应是监管部门开展工作的基本出发点。美国 SEC 和 PCAOB 从发布市场警示、改进审计工作、促进投资者理性决策、跨资本市场联合监管等方面给我们提供了较好的借鉴。

2、市场研究机构的经验值得借鉴

尽管浑水公司等市场研究机构通过做空中国概念股以获得超额回报，甚至有操纵市场的嫌疑，但不可否认的是其投入了大量的时间和精力进行公司研究，无论是资料的翔实程度、分析的深度和广度，还是研究态度的认真和研究方法的多样性方面，都有我们值得借鉴的地方。

由于我国的证券分析行业发展时日尚短，且市场缺乏做空机制，导致证券分析师处于弱势地位，市场上虽然研究报告的数量较多，但质量堪忧，以上市公司分析为例，绝大部分的分析报告都以“推荐”、“强烈推荐”、“增持”为结论，少数卖方观点则是通过“同步市场大势”等委婉方式表达。如何从浑水公司的实践中汲取经验，通过市场机制的无形之手，促进证券分析中介机构的独立性和行业的健康发展值得深思。

此外，海外市场机构的分析报告除了基本的财务指标分析之外，分析师来源的广泛性（例如嘉汉林业分析中聘请了包括律师、法律专家、林业专家等在内的专业分析团队）、研究方法的多样性（包括档案查阅、现场调研、逻辑推理等）等方面在增加了研究报告的可读性、深度和可信性的同时，初步建立了一定的市

场声誉。由于我国券商行业发展的特殊背景和体制机制，分析师往往既要讨好上市公司来建立良好的合作关系，以努力获得比别人更多的一手信息，又要讨好基金公司，以体现用户至上的理念。但随着市场环境的日益完善，历史上靠内幕信息换取基金公司的认可这条路径已经越来越难，这就使得真正的研究工作越来越重要，宏观经济、行业与公司、投资策略甚至债券、基金、金融工程等研发报告要得到市场的认可，就需要分析师在数据收集整理、分析框架和逻辑、分析工具、方法和模型等方面有核心竞争力。

对投资者而言，在阅读市场机构报告时也应持谨慎态度，需要判断市场机构作出的分析报告是否是独立、客观，尤其应关注报告得出结论的背景、前提、假设以及推理逻辑，甚至是分析师所获得信息的真伪、分析方法和工具的可靠性等，以作出正确的投资决策。

3、评级机构的观点应引起重视

西方的评级业发展已经超过百年，尽管在多次危机中评级机构的表现不尽如人意，但其观点的独立性、分析视角的独特性等仍然受到市场的广泛认可。

在中国概念股危机中，评级机构没有直接通过降级来警示市场，而是通过“公司治理报告”、“红旗报告”等补充说明的方式，来解决投资者的关注焦点问题，既保持有自身的影响力，又给投资者提供了分析问题新视角。尤其值得注意的是，因中国公司所处的法律环境、企业文化、公司治理等与海外公司存在显著差异，评级机构报告中揭示出来的大股东持股比例过高、上市公司股权分散度不足；关联交易过多、业务模型不透明；公司治理不完善；审计和会计标准较低等问题值得我们关注和重视，此外，在事务所的选聘、董事会成员的独立性和胜任能力、财务报告内部控制的建立健全、控制环境的改善、关联交易的审批和信息披露等方面，为我们企业加强自身建设、树立投资者信心提供了良好的基础。

伴随着我国多层次资本市场的建立，银行间债券市场上的超短期融资券、短期融资券、中期票据，交易所市场上的企业债、公司债、可转债甚至可分离交易可转债等债务工具日益健全，评级机构在消除信息不对称、降低交易成本、提高资源配置效率方面发挥的作用日益凸显，本土优秀评级机构的培育正有序进行。然而我国评级机构的市场影响力，尤其是国际认可度还有很大的提升空间，要真正为市场参与者提供价值增值，通过观点、评论、特别报告的发布来向市场传递分析问题的独特视角，增加分析方法的透明性，不失为一个好思路。

对受到关注的中国概念股而言，评级机构表达出的对公司治理、内部控制、信息披露、发展战略、财务报表质量等方面的关注应引起重视，并通过财务信息的透明、及时、可靠以及公司治理的完善，来建立市场信任，以提升公司价值。

结 语

他山之石，可以攻玉。包括西方监管部门在内的诸多市场参与者对中国概念股的关注和批评，在引起投资者口诛笔伐的同时，也给我国的证券市场监管、上市公司强化公司治理、内部控制、信息披露等带来诸多启示和借鉴。尽管有人对这些机构的背后动机表示怀疑，但报告中揭示出来的合理成分仍然值得我们关注和深思。相信随着市场机制的完善、上市公司内部控制和风险管理水平的提高以及市场参与各方的监督，证券市场将日益健康、完善，投资者和债权人的利益保护将得到逐步改进，上市公司也将逐步告别野蛮走进文明，为经济发展和人民幸福贡献力量。

[基金项目：本文是上海立信会计学院资助项目(编号 11391C09KJYJ07、CXY0902)的阶段成果，并得到上海市教育委员会重点学科建设项目资助，项目编号：J51701]

参考文献：

- [1]SEC.2010.Administrative Proceeding File No. 3-14167. In the Matter of Moore Stephens Wurch Frazer & Torbet LLP and K. Dean Yamagata, CPA. Respondents. Dec.21:1-13.
- [2]SEC, 2011. Investor Bulletin: Reverse Mergers. June 9: 1-5.
- [3]PCAOB. 2011. " Activity Summary and Audit Implications for Reverse Mergers Involving Companies form the China Region: January 1,2007 through March 31,2010" , Research & Analysis. Mar.14:1-8.
- [4]PCAOB. 2010. Staff Audit Practice Alert No.6 "Auditor Considerations Regarding the Work of other Auditors and Engaging Assistants from outside the Firm" . July 12:1-12.
- [5]Muddy Waters, LLC. 2010. Orient Paper Inc. Report. June 28:1-30.
- [6] Muddy Waters, LLC. 2010. RINO International Corp. Report. Nov. 10:1-30.
- [7] Muddy Waters, LLC. 2011. China Media Express Holdings Report . Feb. 3:1-25.
- [8] Muddy Waters, LLC. 2011. Duoyuan Global Water Inc. Report. April 4:1-21.
- [9] Muddy Waters, LLC. 2011. Sino-Forest Corporation Report. June 2:1-40.
- [10]Fitchratings,2010 Evaluating Corporate Governance: Jurisdictional and Issuer-Specific Considerations, credit report: Dec. 16: 1-7.
- [11]Fitch ratings, 2011, China: Governance and Ratings. Special Report: July 18:1-17.
- [12] Moody' s Investors service. 2011.Red flags for emerging-market companies: a focus on china. Special Comment: July 11:1-25.