

## 海外上市 四步打造“好苹果”

反向并购

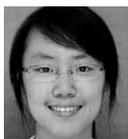
借壳上市

财务造假

转板



范博宏为香港中文大学  
财务学系教授、经济金  
融研究所所长。



薛南枝为厦门大学管理  
学院财务学系硕士生。

范博宏 薛南枝/文 美国人常用“好苹果”与“坏苹果”来描述群体中的优良与劣质分子。若想成为海外资本市场的“好苹果”，中国企业首先要选择合适的上市途径。第二，要提前预防财务危机。第三，选择可靠的金融中介机构。第四，与政商模式保持距离，弘扬传统诚信文化。

中国企业赴美上市渐成气候之际,却从2011年开始不断爆发财务造假丑闻,华尔街掀起一场打假风暴。美国证监会与机构投资者将目标对准了中国企业,不仅绿诺科技等造假企业难免退市命运,就连一直以来得到众投资者认可的新浪、当当、网易等股票也被波及。

美国人常用“好苹果”与“坏苹果”来描述群体中的优良与劣质分子。在中概股造假风暴中,“好苹果”公司备受拖累。研究发现,2011至2012年,无论中国企业是否涉嫌财务丑闻,它们的累计股票回报率相对大市全都严重下滑,其中好苹果下跌了近40%,而坏苹果下跌了近60%(图1)。由此看来,中国企业在美国资本市场的遭遇可谓惨烈。从之前的赴美上市潮,到如今集体面临财务丑闻,股价大幅下跌,究竟是什么导致了“好苹果”的悲惨遭遇? “好苹果”与“坏苹果”通常具有哪些特征? 如何避免公司成为资本市场的“坏苹果”?

### 中概股造假根源: 企业求功心切, 审计师甘“跑龙套”

部分中国企业的借壳上市、财务造假、披露信息有误、审计不严等行为使国际资本市场对中国企业的信任度大减,如绿诺科技、东方纸业、中国高速传媒等赴美上市铩羽折翼的企业不胜枚举(表1, 附文)。曾经被视为华尔街宠儿的“中国概念股”瞬间褪去了光环,美国投资者对中国概念股已失去信心。

中概股造假风波首先反映出了中国海外上市企业以及协助它们上市的投资银行求功心切,由于无法满足主板上市的要求,就借着反向并购进入门槛较低的美国场外柜台交易系统(OTCBB)并以此为过渡。在转板的过程中,为了构造漂亮的财务报表,不惜利用夸大数据、伪造事实等非法手段来推高业绩,以达到在纳斯达克上市的标准。然而在这个众人关注的国际资本市场中,监督者的目光是犀利的,财务造假最终将在媒体、律师、投资者不知疲倦的关注下浮出水面。

此外,审计师沦为“跑龙套”角色也在一定程度上起到推波助澜的作用。截至2012年10月5日,美国监管机构并不拥有位于中国境内审计机构的监管权,

而在涉嫌财务造假的中国公司中,许多正是通过美国上市公司审计监管委员会(PCAOB)无权监管的中国国内审计机构进行审计的。由于绝大多数中国概念股的日常运作都在中国,美国监管机构对这些赴美上市的中国企业的监管不得不依赖中国会计师事务所的审计。问题是:美国监管机构也许并不了解中国企业的真实情况,但中国的审计机构难道也毫不知情吗?

如前所述,赴美上市的中国企业往往先以OTCBB作为跳板,而后再转至主板上市。在转板过程中,有不少公司选择较小的审计事务所。比如绿诺

图1: “好苹果”与“坏苹果”的平均累计股票超额回报率

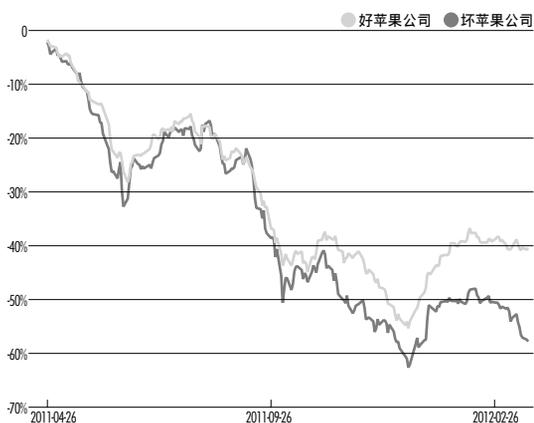


表1: 美国证券市场被监管单位调查的部分中国企业

公司名称	被调查原因
西安宝润	未满足纳斯达克信息披露要求
富维薄膜	不符合纳斯达克上市规则
普大煤业	未及时提交财报、公开信息披露有误
数百亿	未能满足信息披露条件
多元印刷	财务报告遭质疑
福麒国际	未能及时提交年报
智能照明	未能达到美国证券交易所上市标准
纳伟仕	财务报告遭质疑
盛世巨龙	财务报告遭质疑
盛大科技	不符合交易规则
艾瑞泰克	未满足信息披露条件
新兴佳	未及时提交财务重组相关情况

## 附文

中国概念股遭遇诚信危机始于2010年。数据显示,2010年内在美国市场发生的162起证券诉讼案中,涉及中国企业的比例达到5.5%。2011年3月以后,中国企业因为机构调查而导致股价迅速下跌、停牌甚至退市的数量急速增加,形势恶化严重。在2011年3月至6月的短时间内,就有24家赴美上市的中国企业的审计师提出辞职或曝光公司出现财务问题,19家赴美上市的中国企业遭遇停牌或摘牌。而至2011年底,因被指控财务造假而遭遇停牌或退市的中国概念股企业数量已接近50家。截至2012年7月,近40家中国概念股股价跌至1美元/股以下。2011年至今,这样的诚信危机已变成了对中国概念股的群体性诚信危机,美国投资者对中国概念股“谈虎色变”,中国概念股在美国也遇到了生存危机。

**案例一：绿诺科技**

绿诺科技于2003年成立,主要从事废水处理、烟气脱硫脱销、节能和资源循环利用等新产品的开发、制造和安装。公司于2007年10月通过股权置换收购上市的Jade Mountain Corp,然后将绿诺公司资产注入Jade Mountain Corp,成为该公司的全资子公司,以反向收购方式实现在OTCBB挂牌。上市后股票价格一路攀升,随后在罗德曼投资银行的帮助下,绿诺科技于2009年7月转板至纳斯达克交易所。上市后的5个月,绿诺科技又以每股30.75美元的高价融资1亿美元。岂料这笔高额融资引起机构投资者关注,暴露了绿诺的财务问题。

2010年8月的《巴伦周刊》曾这样提到绿诺科技,“过去4年来,绿诺科技已经换了3个审计师,4个首席财务官,并两次调整以往的财务报表数字。”这个可疑的现象引起了浑水公司的注意。浑水公司在同年11月发布了一份质疑绿诺科技的研究报告,认为绿诺科技夸大了公司销售额、营业收入、毛利率数据,利用优质资产来填补来历不明的收益,向美国证券管理委员会递交的报表与向中国审计机构递交的报表差距悬殊。为了提高销售额以构造靓丽的财务报表,绿诺科技伪造了客户关系。同时浑水公司指出,绿诺科技在FGD(烟气脱硫)行业中存在大量竞争对手,并

非行业中的龙头老大,技术也低于行业标准。更不可思议的是,在绿诺科技完成1亿美元融资的当天,其管理层就以借款320万美元的名义在奥兰治县买下了豪宅。

这一丑闻立即导致绿诺科技股价由15.52美元/股下跌15.07%至13.18美元/股,不少投资者遭受损失。很快,美国一家律师事务所对绿诺科技发起了集体诉讼。绿诺公司的审计机构也提交了信件承认被浑水公司质疑的六份合同中有两份造假,董事会表示2008和2009年的财务数据的确有误。最终,在转板不到1年半,绿诺科技接到了纳斯达克的退市通知,如此短命地结束了赴美上市的历程。

**案例二：东方纸业**

东方纸业公司成立于1996年,主要经营包装用纸、数码相纸、胶版印刷纸的生产和分销。2007年3月,东方纸业借壳进入OTCBB,2009年12月转板至纽约全美证券交易所。

同绿诺科技一样,东方纸业遭到了浑水公司的狙击。但不像绿诺科技的不堪一击,东方纸业并没有在第一时刻就“招供”,它与浑水公司进行了长达5个月的交战,东方纸业的股价也随着事态的发展坐上了“过山车”。

东方纸业上市1年半后,被浑水公司做空,并指控其财务报表造假,资产估值夸大10倍,收入夸大27倍以及挪用资金等。东方纸业股价闻声大跌。在接下来的几天,双方展开了激烈的攻守战。东方纸业认为浑水公司出具的是错误、遗漏、无事实依据的结论。浑水公司又用充分的理由回应东方纸业的反驳:在生产状况方面,东方纸业称其年产量为36万吨,但中国并不存在年产能超过20万吨的生产线;在客户方面,东方纸业2009年十大客户中,有9名都是没有能力购买东方纸业此前所称的产品量的,这些客户的购买量都超出了它们的收入;还有东方纸业的库存数量被夸大了,原材料成本也不可靠;河北双星纸业资产不足40万美元,然而东方纸业却声称花费1360万美元进行收购。面对一系列的质疑,东方纸业也不甘示弱,一一进行澄清与解释。东方纸业的股价就在这样的交战中上下剧烈波动。

几轮防御战之后,东方纸业仍未打消市场的质疑,于是宣布联合法律事务所Loeb & Loeb LLP、德勤和TransAsia就浑水公司机构对东方纸业提出的质疑进行调查。虽然审计的最终结果全面否定了浑水公司的质疑,只是在一两项上做出了保留,但东方纸业的股价仍然受到较大的影响,不少投资者蒙受损失。

### 案例三:中国高速传媒

中国高速传媒(CCME)实际运营的公司为福建分众传媒有限公司,成立于2003年,主要业务是利用城际巴士车载电视做媒体广告。2010年6月,中国高速传媒转板至纳斯达克全球精选市场交易。

从登陆纳斯达克,到与调查公司的激战,最后跌入粉单市场(pink sheet,纳斯达克对于业绩长期积弱不振,交易量低下的企业股票所设的交易平台),CCME也讲述了一个神话破灭的故事。CCME曾位居《福布斯》“2011最具潜力公司”榜首,被誉为“兼顾了成长性和价值的中国公司”。在德勤出具净利润达4200万美元的完美报告之后,CCME成功转板至纳斯达克。但这样的明星公司并没有在上市之后继续赢得掌声。转板两个月后,市场便传来了对其造假的质疑。之后的几个月,调查机构浑水公司、香橼公司对其难以置信的好业绩表示出质疑,认为CCME的国家工商管理总局文件、信用评级机构文件、荣誉称号、业内人士的表态、财务分析等文件都有问题,有信息欺诈之嫌。股价随着双方报告的出具呈现上下波动。随后,德勤辞去了审计职务。为索赔其投资损失,CCME第三大股东胜达投资公司起诉了公司的CEO、CFO和审计师德勤。上市10个月后,CCME收到纳斯达克要求退市的通知。审计师的离职最终导致公司从纳斯达克摘牌,转至粉单市场。

科技先前的审计机构美国Frazer Frost会计师事务所,是10多家借壳上市的审计机构。这些审计事务所的收费偏低,也非常乐于帮助企业完成转板任务。绿诺科技的财务丑闻曝光之后,其聘用的审计机构美国Frazer Frost会计师事务所也同样受到调查。中国高速传媒与东南融通的丑闻也使德勤陷入尴尬之中。

在中国概念股财务造假丑闻频频曝光之后,美国证券交易委员会将5家国际大型会计师事务所(德勤、安永、毕马威、普华永道和德豪)旗下的中国成员公司告上了法庭,指控它们拒绝提交工作底稿,违反了美国证券法和萨班斯法下的会计准则。审计师在中国企业海外上市的路上似乎成了投其所好的“跑龙套”角色。

### “坏苹果”公司有何特征?

媒体报道与学术研究对于中国企业海外上市问题多有描述,如美国GeoInvesting股票分析员Maj Soueidan在《被猎杀股的27个特征》中总结了中国问题概念股的特征。在财务方面,这些企业提交给中国审计机构的文件往往与提交给美国证券交易委员会的文件不匹配,公司财务报表受到质疑,如应付款项太少、利润过高等。在治理结构方面,较多反向收购后公司存在注册资本长时间无法达标、公司治理违规等问题。内部控制方面,则体现为首席财务官更换频繁,内部控制失效,若干董事会成员辞职,审计机构更换频繁等。信息披露方面,主要存在披露有误、披露不充分、隐瞒相关信息等问题。

在这些深陷丑闻的中国企业中很多选择反向并购上市,研究发现,60%的“坏苹果”选择了反向并购的上市方式,高于“好苹果”的37%情况;在“坏苹果”中,21%的公司首席执行官是前任政府官员或与政府官员有密切联系,而“好苹果”中这种政治关联比例只有13%;“坏苹果”中董事会



独立董事占所有董事比例平均为30%，低于“好苹果”的35%；“坏苹果”中仅有51%设立了内部审计机构，并且审计机构中只有47%拥有至少一名财务专家，明显低于“好苹果”公司的情况(图2)。另外，研究常用会计模型来计算上市公司可操纵性应计利润总额来反映公司盈余造假程度。从应计利润指标来看，“坏苹果”公司0.28的应计利润高于“好苹果”公司0.17(图3)。这样的结果反映出丑闻公司倾向粉饰财务报表，以利其上市融资。

研究还发现，丑闻公司在股票交易方面颇有特点，如公司产能过剩，但仍坚持通过股票交易来筹集资金；明知股票上市价格可能低于预期，但仍坚持上市；在较短的时间内进行了若干次新股增发；公司现金充足，但仍坚持通过股票交易来募集资金；每股收益预期乐观(如不低于30%)，但仍然以低价发行股票等。

### “坏苹果”病源：中西体制与商业模式差异

这些因丑闻而曝光的海外上市企业是否反映了中国民营企业财务低度透明与公司治理薄弱的现状？答案是肯定的。但这是病征而非病源。中国民企在体制薄弱产权保护不力的营商环境中必须靠关系、低调做生意，因而企业透明度与公司治理质量以西方的尺度衡量必然是低下的。研究人员从企业所来自地区的社会成员彼此信赖度、献血情况等指标来测度社会体制环境，发现“坏苹果”公司较于“好苹果”公司更倾向来自社会信任度较低、体制环境较差的地区，而其所聘用的审计机构声誉、投行声誉、律师事务所声誉都显著低于“好苹果”公司(图4)。这些研究说明，民企若是来自中国体制环境较差的地区，其公司治理的质量越低，其海外上市后发生丑闻的可能性也越高。

### 如何打造海外资本市场“好苹果”？

资本市场融资的便利吸引了中国企业赴美上市，但我们也看到了赴美上市存在的风险。中国企业在赴美上市前应当根据自身情况和预定目标进行全局策划和安排。

首先是选择合适的上市途径。美国证券市场活跃、门槛低的特点是吸引中国企业目光的重要原因。

图2：“好苹果”与“坏苹果”的公司治理特征不同

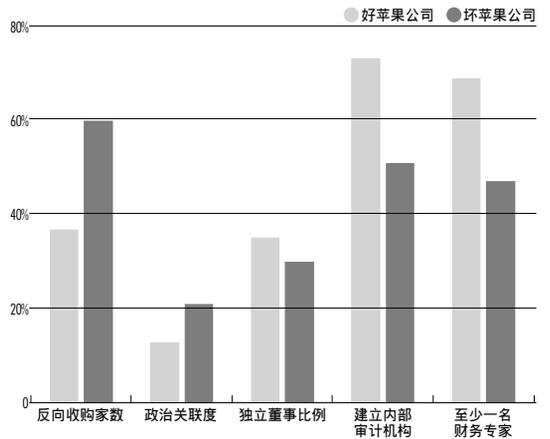


图3：“好苹果”与“坏苹果”公司的财务报表操纵程度不同

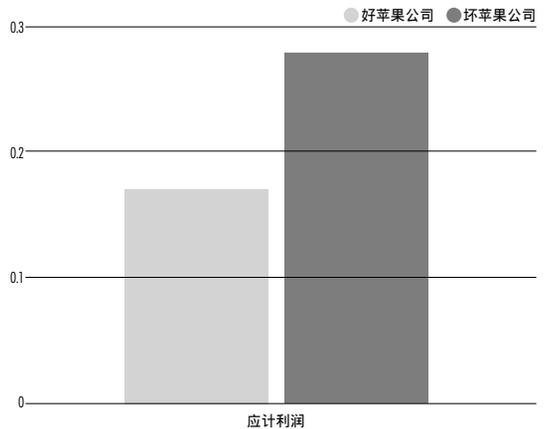


图4：“好苹果”与“坏苹果”公司所在地的体制环境与金融、讯息中介机构的声望高低不同

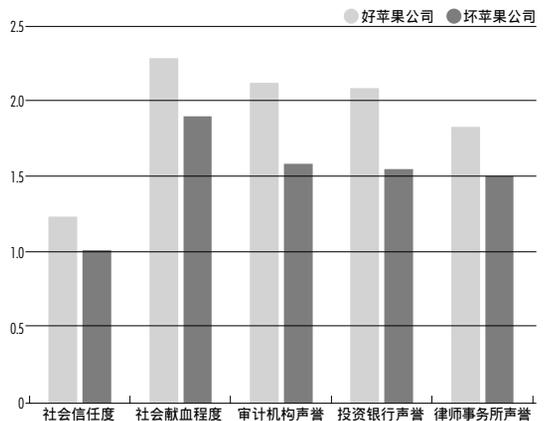


表2：首次公开募股与反向并购的对比

	首次公开募股	反向并购
上市成功率	大约70%	接近100%
上市费用	一般需要100万-150万美元,同时还 要支付8%至12%的筹资佣金	一般需要40万-70万美元
上市条件	需要考虑经营历史、股本结构、资产负 债结构、管理层稳定性、治理结构等特 殊要求	绕开国内审批程序以及对经营历史、股本 结构等政策要求,只要业务合法,有一定 经济实力,即可借壳上市
风险	由于企业运营环境可预见,风险可控,因 此上市后企业的风险相对较小	涉及壳公司的质量风险、要约收购风险, 不可控风险较多,因此风险相对较大
时间成本	一般需要18-24个月	一般需要1年。通过重组业务即可完成上 市,无需排队等候审批
影响力	可以迅速提高企业知名度和企业形象, 有利于企业开拓市场,提高公司名望	由于并购中的股票流动性有限,市场影响 力相对较小

注：参考《中国概念股在华尔街怎么了》一书

根据美国证券交易委员会官方数据显示,2007年底到2011年3月间,共有159家中国企业通过反向并购进入OTCBB。这些企业由于规模小、利润低,若在中国股票市场上市估计很难得到批准。而中国企业主要是通过首次公开募股或反向并购赴美上市。反向并购具有成功率高、费用低、更方便的特点,相对于首次公开募股,它是一种更便捷的上市方式(表2)。但是从之前的案例与学术研究可以得知,通过反向并购方式上市的企业更容易伴随财务丑闻。那么,我们如何看待反向并购这种上市方式呢?反向收购上市的企业和不良业绩之间是不是划上了等号?反向并购上市的中国企业是不是干扰了美国资本市场?

最近有研究发现,通过反向并购上市的中国企业上市后业绩并不比同样通过反向并购上市的企业差。相反,反向并购上市的中国企业上市3年后在利润、现金流、市场流动性等方面都胜过了反向并购上市的企业。这一发现至少说明了反向收购上市伴随的业绩低落不是中国企业独有之恶。

那么,为什么如此多以反向并购上市的中国企业出现了财务造假的丑闻?可能的原因有两个。一方面是由于通过反向并购的企业没有经过审计机构的严格审查,它们的信用度在最初就远不如通过直接股票公开发行上市的企业;另一方面,选择反向并购的企业通常是规模小、成长性低的公司,这使得日后企业进行报表粉饰的可能性增大。

因此,首次公开募股还是反向并购两种上市方式并无优劣之分,重要的是企业如何根据自身的情况进行权衡与选择。如果企业自身实力雄厚,在行业内保持领先地位,业务发展良好,具有强大的市场潜力、良好的财务状态以及监管制度,资金分配得当,那么选择首次公开募股上市是合适的。如果企业选择了反向并购的上市方式,日后必须加强内部控制,防止报表粉饰等违规行为引发的财务丑闻。还有,许多低成长、低利润的企业根本就不该以虚假信息包装上市,扰乱市场秩序,因为它们最终多以身败名裂收场,损人不利己。

第二,打算上市的企业要提前预防财务危机。前述研究已证实了以反向并购上市的企业业绩并不比

同类型美国公司差。但是,由于反向并购在上市前并没有一系列的严格审查,倘若公司本身就隐藏着财务问题且不加以防范,那么未来就会有较大的可能出现丑闻。因此,想要赴美上市的中国企业在上市前不妨想想,公司是否存在报表粉饰的问题?是否隐藏着一些未来随时可能爆发的财务炸弹?若有,应及时进行解决,确保财务透明度,使运营情况健康,避免上市之后的丑闻暴露。

第三,选择可靠的金融中介机构。前文提到,审计机构在财务造假事件中也扮演着重要的角色。投资银行、法律顾问、风险投资机构亦是如此。名望高的中介机构由于其高标准制度,能够形成高度的责任感,并具有丰富的经验,这样有效减少了造假事件的发生。因此,在选择中介机构时,应关注其质量,充分了解金融中介机构的历史从业资质。如果一家机构曾发生造假事件,那么对后来聘请其机构的企业将产生消极影响。凯威莱德国际律师事务所合伙人李大诚说过:“美国资本市场遵循的是披露制,你要上市就必须依靠专业化的团队,例如律师、审计师、投行等,如果选择的团队经验不够,那么就可能遭遇风险。”企业一定要寻找有实力、有经验、信誉度好的金融中介机构。

第四,与政商模式保持距离,弘扬传统诚信文化。前述的研究发现,中国企业透明度低,公司治理质量低下,赴美上市之所以被揭露财务丑闻,与其特殊的体制背景有一定的关系。在我们的体制环境未能健全之前,企业家与职业经理人如果能洁身自爱,诚信经营,仍能获得国际投资人的敬重与青睐。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至xincaifu@xcf.cn。