做空潮再袭中国企业

做空触角开始伸向港股；2年间美国冒出40余家做空机构、网站瞄准中概股，已有近50只中概股遭质疑后停牌或退市

经济纵深 INSIDE

从恒大到奇虎360，外国做空机构对中概股开始了新一轮猎杀。

自2011年3月开始，以浑水、香橼为代表的外国做空机构，频频针对涉嫌造假的中国在美上市企业发布亦真亦假的调查报告。面对这些借做空牟利的神秘机构的攻击，多数“中招”的在美上市企业罕有招架之力。

那些“败走麦城”的中概股，股价暴跌甚至被停牌，并触发了全行业的生存危机。除几十家企业被迫退市外，有不完全统计的数字显示，当前有近40家中概股股价跌至1美元以下。

与此同时，如迅雷、神州租车等原本有意赴美上市的中国企业，则取消或推迟了既定的IPO计划。据统计，整个2012年上半年，仅有1家中企在美国挂牌。

美国做空机构触角伸向港交所

恒大遭遇做空的事实说明，美国做空机构已不再局限于在本土猎杀中该股，它们开始将目光放到香港。

7月4日，恒大执行董事兼副总裁赖立新出现在香港警务处。市场推测，恒大此行是为了报案。

6月20日，美国做空机构香橼发布了长达57页的研究报告，称恒大资不抵债，用欺诈手法掩饰资金问题。报告发出后，恒大股价一度下跌超过20%。随后，恒大立刻召开公开电话会议对香橼进行反驳，并强调要追究其责任。

香橼此前已做空过近20家在美国上市的中国公司，并因此成为名声大噪的“业界明星”。此次做空恒大，则是其首次将触角伸至香港市场。

香橼并不“孤单”，在2010年前后，美国“冒出了”不下40家做空网站。其中，浑水、Geo-investing等机构均将做空的准星瞄向过中国概念股。

这些做空机构的战绩彪炳。至2011年底，已有接近50家中该股因被指责财务造假而被停牌或退市。

“做这件事情是有成本的，所以我必须赚钱。”浑水创始人卡森·布洛克在接受媒体采访时称。

做空牟利的大体操作步骤为，做空者预先判断股价会下跌，然后先从市场上借入股票卖出；待股票下跌时，再从市场上买入同样数目的股票归还。

据此，有人把浑水、香橼等刻意做空机构的盈利路线图简化为，“跟踪－确认－下单－出具报告－做空”。

做空中概股的丰富“回报”

丰富的“回报”驱动着这些2010年前后出现的公司不断的攻击中概股。

美国60余岁的约翰·伯德即通过做空中概股获利甚丰。他在发现中国天一医药库存订单等方面存在问题后，于2009年8月以每股15.7美元的价格卖空了几万股天一医药的股票。

起初，他一度损失掉了9万美元。但随着后来因美国证券交易委员会（SEC）介入调查和天一医药下调营业收入预期，天一医药股票暴跌30%以上，伯德净赚了一百多万美元，“收获远远比想象的要丰厚。”

而那些市值更为庞大的中国企业，给予做空者们的“回报”更加丰厚。公开报道显示，2011年6月，浑水曾发布了一份40页的报告做空市值超过50亿美元的嘉汉林业。随后仅半个月内，其市值就跌去了40亿美元。浑水的这份报告可谓“每页价值1亿美元，可谓一字千金。”

卡森·布洛克曾透露说，由于做空机构之间存在着相互竞争的关系，“就像投行之间的竞争一样”，所以做空机构常各自为战，“很难在相互分享信息，无法在一起工作”。

事实上，做空机构“并肩作战”、集体围猎一家公司的案例并非没有。来自中国厦门的软件企业东南融通，市值一度达到10亿美元。但在2011年4月下旬香橼发布第一篇质疑其会计造假的报告后，浑水、OLP Global等机构做空者纷纷跟进。仅仅21天后，东南融通便被纳斯达克停牌。

无独有偶，中国高速频道退市的过程中，亦同时承受了浑水和香橼的火力攻击。

中概股是一只“烂苹果”？

在美国成功上市后，一些“编故事”企业的缺陷，迅速被做空机构举起的显微镜捕获。

为何独独青睐中概股？香橼创始人安德鲁·莱福特认为，与其他新兴市场相比，中国有更大的流动性。这是他“在这个市场有更多做空机会的原因”。

还有，做空机构蜂拥而上，还因为它们嗅到了中国概念股中一些“烂苹果”上存在着业绩造假、运作不规范等“缝隙”。SEC官方数字显示，2007年底到2011年3月之间，共有159家中国企业通过反向并购进入美国场外柜台交易系统（OTCBB）——通常情况下，这些企业在国内IPO很难获批。

根据公开报道，中国企业为反向并购付出的成本并不算太高，少则六七十万美元，多则不超过300万美元。在向各路资本掮客支付几十万美元后，律师事务所、会计师事务所等中介机构会按美国通行的相关制度将企业的报表粉饰得鲜亮。

部分中概股的“名不副实”，单是从其在美上市后的名称便可窥到一二。位于山东的职工人数200余人的嘉周化工，在OTCBB的名称为“中国化学公司”；中国绿色农业的前身则是杨凌鼎天济农腐殖酸制品有限公司。

在美国成功上市后，部分企业企图以做假账取悦投资者。而当“做空潮”来袭后，这些“编故事”企业的缺陷，迅速被做空机构举起的显微镜捕获。

比如，香橼质疑中国高速频道的依据是，“业绩好到令人难以置信，但这样一家赚钱的公司却居然少有报道”；而香橼发难东南融通的关键点则是，其连续4个财年均逾60%的利润率远高于“同样在美国上市的软通动力、海辉软件、柯莱特等同行”。

又如，浑水在“猎杀”新能源企业大连绿诺时，在报告中详尽地描述了绿诺在财报中有不存在客户及伪造数据；而浑水在指责东方纸业存在欺诈行为时，一口气列举了其“夸大2008年营收27倍”等九宗罪。

做空报告被指不靠谱

做空机构的报告有时会被质疑缺乏“真凭实据”，甚至被指“无中生有”。

做空机构的研究报告未达到无往不胜的境界。

“报告中包含针对本公司若干毫无根据的指称或评。”6月21日，恒大地产逐条批驳香橼的做空报告称，香橼背离了会计常识。

有投行为恒大背书时表示，香橼对中国的房地产缺乏深入的了解，缺乏真凭实据的支撑，其指控“有哗众取宠的感觉”。同样，香橼在2011年底连续攻击奇虎360时，也被指为漏洞百出、犯了许多常识性错误，并被质疑“懂不懂中国互联网？”

“很多中概股受到做空机构攻击的理由都是无中生有。”全国工商联并购公会于去年12月发布的一份报告称，最后真正被证实有问题的中概股企业只是少数。

但从结果来，除奇虎360、新东方等极少数企业退敌有方外，大部分遭到做空的中概股企业下场悲惨。

通常情况下，做空机构的研究报告一经发布，中概股就随即股价暴跌。跌幅动辄超过50%已属司空见惯。如绿诺科技被浑水公司指责后的一个月内，股价最大跌幅达到了87%。

相比更严重的是，2011年的前五个月中，包括绿诺科技、东方纸业、中国高速频道等在内的25家中概股企业因被指责财务造假而惨遭停牌或退市。而至2011年底，这一数字已接近50家。

潜伏在工厂中的做空调查员

围绕着做空中概股，一条完整的产业链业已形成。机构所雇用的调查员，有的会爬上工厂的墙头拍照，甚至会冒充员工跑到电力公司查用电量。

与动辄市值几亿美元的对手相比，做空机构的规模实在过于微型——据媒体报道，香橼仅有一名正式员工，即老板莱福特本人；浑水公司则由创始人卡森·布洛克和工厂专家比尔组成。

有些做空者还保持着神秘的色彩。当希尔威和德尔电器决意向做空者Alfred Little反击时，却发现无法通过对方留的手机号和邮箱与其联系上，甚至Alfred Little是男是女、中国人还是外国人都无从得知。

多半时候，它们在完成一单研究报告时，需要借助他人或机构的帮助。有媒体报道称，围绕做空中概股已形成了一条完整产业链。产业链上，中国的咨询公司、线人以及公司的独立董事、律师事务所等均有明确的分工。

莱福特认为，要调查一家中国企业，应该先观察其管理者。他表示，盯上恒大是因为“恒大主席是个很时尚的人，他会把这种特性带入他的企业”，而交锋奇虎360也是发端于“周鸿祎是个激进且富有争议的人物”。卡森则说，其产生想法前，“很多人跟我说某只股票有问题”。

通过切入点选择好目标公司后，做空机构会雇用国内财经院校的大学生前往目标公司实地搜集情报。其“潜伏”的手段千奇百怪：有的爬上工厂的墙头“鬼鬼祟祟”地拍照，有的则在工厂前拦住路人询问开工情况，有的扮成采购商与企业的销售人员展开攀谈。

“恨不得当场把他吃了。”泰富电气董事长杨天夫的手下有次当场逮住了一名调查员，此前还有人冒充泰富的员工多次跑到电力公司窥探用电量。而希尔威遭到做空时，矿区门外被调查员安装了摄像头并连拍20多天，同期公司还接待了一些刚进工厂就到处拍照的“投资者”。

国内的一些咨询公司也被指向做空机构“输送过弹药”。据悉，一家名为“青岛联信商务咨询有限公司”的公司，曾向约翰·伯德和浑水公司售卖过天一医药和中国高速频道的工商资料及信用材料，每份一千元左右。如果做空机构需要，它还可以接受委托安排律师赴目标公司实地调查。

同时，一家遭做空的中概股曾爆料称，其国内最大的竞争对手涉嫌向做空机构提供了“弹药”——该公司纳税材料。在希尔威被做空时，几个内部员工、合作伙伴和所在地公共部门工作人员，都涉嫌向做空机构提供了机密文档。

新京报记者 尹聪

■ 现状

中企赴美上市遇“冰封”

“城门失火，殃及池鱼”。那些未直接遭受做空的中概股，也因为这场“做空潮”动摇了美国投资者的信心，无法置身事外。据不完全统计，截至2012年6月，大约有38家中概股股价已不足1美元。根据“1美元退市规则”，今年上半年十余家股价萎靡的中概股企业收到了退市警告。

有外媒评价道，中国概念股过去10年中所累积的市场信誉，已然土崩瓦解——在做空机构未攻击之前的2009年，中概股全线上涨，平均收益约13%，有5家中概股累计涨幅甚至高达1000%。

如今，“‘买了就赚’的中国概念股受到热炒”的时代已经过去。一同作古的，还有中国企业赴美上市的热情。

过去很长一段时间内，不少中国企业将门槛不算高的美国资本市场视为IPO的沃土。据《中国经济周刊》报道，2010年，赴美上市的中国企业数量达到45家，融资38.86亿美元，“甚至出现了一周之内5家中国公司挂牌的盛况”。

但在中概股被做空波澜乍起的2011年中，上述数字迅速锐减至“可怜的”11家，其中第四季度为零。普华永道最新发布的数据显示，2012年上半年，从美国资本市场退市的中概股企业有19家，同期却仅有唯品会一家中国企业在美完成IPO，融资7200万美元。

中企赴美步入“冰封期”，概因当前中概股惨淡的生存环境。

曾提交IPO申请的迅雷，于去年10月取消了在美上市计划。普遍的分析认为，迅雷取消IPO与中概股遭遇的信任危机有关。今年5月，神州租车暂停了酝酿许久的赴美IPO计划。神州租车方面将原因归咎于“当下中概股的整体形势不好”。

此外据统计，为规避相关限制，目前将近一半的中国在海外上市企业采取了“协议控制”（VIE）模式。去年5月，正值中概股遭遇狙击最猛烈之际，马云绕开大股东雅虎将支付宝股权转移，极大动摇了境外投资者对中概股的信心。

去年下半年，曾有传言称，证监会拟全面取缔VIE模式。此消息虽然被官方辟谣为“讹传”，但新浪、网易等中概股股价短时间内大幅下跌。有分析认为，作为中概股“原罪”之一的VIE模式，以后不排除被做空机构拿来作为“掘金”的可能。

“短期看，美国资本市场很难回暖。中国概念股重建信任需要时间。”神州租车董事长兼CEO陆正耀说。

新京报记者 尹聪

新京报制图/赵斌

香橼、浑水摸鱼与愤世嫉俗

做空者的肖像

2010年10月，詹姆斯·查诺斯（James Chanos）开始研究一只“蓝筹股”，他发现这家如日中天的蓝筹股的投资回报率只有6%，是同行的三分之一，他认为这家公司会计方法夸大了运营数据。

2010年他开始做空这家公司，并随着事态的发展不断增加自己的空头头寸，这家公司的股价从90美元跌至最低时1美元。

这家公司就是安然公司。詹姆斯·查诺斯被称为“最伟大的做空者”，他管理的公司名字和“浑水”（Muddy Water，源自中国成语浑水摸鱼）、“香橼”（Citron，柠檬的法语表达，代指不好的东西）等同行一样风趣，这家公司名叫“尼克斯”（Kynikos），在希腊语中是意为“愤世嫉俗”。

2006年，安然公司董事长肯尼斯·雷和CEO杰夫·斯基林被判有罪，而在此之前，他们两人在庭审中仍意图将安然事件描述成：一家好公司是如何被股市做空者搞垮的。

从有做空的历史开始到现在，被做空的公司的反应都是相似的。

古老的行业，做空获利

随着世界第一个证券交易所的诞生，做空也随之出现，并在数次金融危机后被“妖魔化”，最终被“正名”。

查诺斯最早的成功案例是在1982年，他开始跟踪华尔街当时的宠儿Baldwin保险公司，几个月后Baldwin崩盘。查诺斯在赚到钱的同时，也让自己登上了华尔街日报的头版。

但做空的历史远早于此，从一诞生就遭受指责。

最直接的做空方法，是借入一家公司的股票卖出，然后在股价下跌后买入归还。

1609年世界上第一个证券交易所在荷兰阿姆斯特丹建立，当年一名商人卖空了荷兰东印度公司股票。东印度公司要求政府颁布法令禁止卖空交易，随后这法令出台，直至80年后才被取消。

随后的1720年英国南海投资泡沫，法国“密西西比泡沫”、1929年大萧条、2008年金融危机，卖空者的身影不断闪现，反对者也不断出现，其中不乏拿破仑这样的知名人物。

在最近一次金融危机中，不少国家也曾发布禁令，禁止裸卖空、禁止对金融股卖空，但都只作为临时政策出台。

上个世纪的大萧条时期，人们开始对卖空有了相对客观的认识。大萧条时期美国参议院组织了专门的委员会调查卖空，结论是：没有证据显示卖空交易导致了股灾，是另有问题。

美国随后出台的1934年证券法并未对卖空进行限制。1991年美国政府运作委员会的一份针对卖空的报告认为：卖空在市场中充当了一个重要的基础角色，许多对卖空的指责是因为对卖空不了解。

做空，成熟市场的自我纠正

在一些国家的市场上，做空机制被视为一种自下而上的监管方式，是属于投资者的监管方式。

与中国证监会相同的是，美国证券交易委员会（SEC）负责对内幕交易和造假进行稽查；但类似的是，美国市场的重大公司丑闻，大多数不是SEC所发现的。

在国内市场，一些案例来自媒体的推动，如银广夏案。在美国，卖空者发挥了更多的作用。

卖空者紧盯着那些有可能造假或者名不副实的公司。只有三类人借此作为职业：证券稽查人员、记者和卖空者。而后者往往获利丰厚，在给上市公司“查漏”方面，具有更大的动力与能量。

纽交所中国代表处首席代表杨戈表示，在美国市场上这是一种常见的、合法的方法，可将其看成是一种监管的方式。

“从我的理解来看，美国市场上有两个层面的监管：一种是自上而下的，SEC来监管造假等问题；另一种则是自下而上的，投资者来监管。投资者如何监管？最主要的方式是类似浑水公司的方式，发现造假然后卖空，还有一种方法是集体诉讼。”杨戈说。

杨戈认为，这也可以看成是市场自发的一种纠正机制。

查诺斯也持有类似的看法。他说，“我总是对我内心深处的自我劝说，卖空行为其实是对动态金融系统实施的监控，它是市场中少数监察和平衡的力量之一。”

“但我不会免费做这件事。”查诺斯说。

西风东渐，中概股引来鲨群

自中概股开始大规模登陆美国市场开始，这些因为中美两地财务制度差异以及本身存在漏洞的公司，开始成为做空机构的目标。

国内熟知卖空者的行事作风，是从海外市场针对中国概念股的做空开始的。而浑水和香橼是其中的佼佼者。

香橼成立于2001年，2006年开始涉及中国概念股，其“成名作”出现在2011年，它在四个月内将东南融通逼至退市。

那一年4月，香橼指出东南融通的利润率远高于竞争对手，其员工聘用、审计等方面也有问题。东南融通短暂的反击曾一度使得股价上扬，但随后香橼继续发难，质疑其通过人力资源外包掩盖成本、提高利润。伴随着质疑而来的是东南融通审计师和首席财务官辞职，股价一路下挫，最终东南融通因不符合上市要求，在停牌整三个月后退入粉单市场交易，股价从猎杀前的20美元跌至2美元。

相比香橼，浑水在狙击中国概念股方面的名气更大。

这家2010年才成立的机构，先后让绿诺国际和中国高速频道退市，让多元环球水务停牌。另外一些被它盯上的企业如东方纸业一度损失惨重。

浑水的创始人卡森·布洛克曾长期在上海居住。这位熟知中国的投机者称，Muddy Waters这个名字来自于中国古谚：浑水摸鱼。

被浑水攻击过的公司还包括雨润食品、嘉汉林业等。在嘉汉林业一役中，浑水让金融危机以来最知名的对冲基金经理约翰·保尔森损失超1亿美元。

做空也有成本，在借股票做空期间，做空者需要支付借入股票的利息，如果股价反弹或未能获得预期的跌幅，做空者会承受损失，这一点限制了做空机构无限制的扩张。

不少赴美上市的中国公司，在中美两地财务制度差异以及本身存在漏洞的情况下，极易成为做空机构的目标。

现在，香橼的触角伸至了港交所。

新京报记者 吴敏

责编 韩笑 图编 李冬 美编 叶绿 责校 吴限