

境外中概股危机：背景、成因与影响

余波

(湖北省社会科学院经济研究所, 湖北 武汉 430077)

内容提要：本文回顾了近期境外中概股遭遇股价暴跌和诚信危机的背景，认为这既有中概股良莠不齐、会计造假、商业模式受质疑以及 VIE 潜在道德风险等企业层面的原因，亦受境外投资人担忧中国经济放缓、做空利益链集体猎杀和中美跨境监管漏洞等外部因素影响。此次危机将引发中概股私有化退市的“骨牌效应”，改变中国企业境外上市的方向及节奏，并令主要国际金融中心争取上市资源的格局有所变化。

关键词：中概股；退市；会计造假

Abstract: This paper reviews the background of the overall declining of China concept stocks value. We analyzed the reasons of China Company's credibility crisis from the perspective of macro-economic and micro-economic respectively. The reasons of macro-economic included that the low-quality enterprises, the accounting fraud, the business model being questioned, and the risk of Variable Interest Entity (VIE) structure. The reasons of micro-economic included that the concerns about China's economic slowdown, the effects of the interest chain and Sino-US cross-border regulatory loopholes. The crisis will lead to a "domino effect" of China Company's privatization of delisting, and change the direction of Chinese companies listed overseas. It will Change the competition pattern major international capital market.

Key words: China concept stocks, Delisting, Accounting fraud

作者简介：余波，管理学博士，湖北省社会科学院经济研究所副研究员，研究方向：资本市场和公司治理。

中文分类号：F830.9 **文献标识码：**A

引言

境外上市的中国概念股正遭遇历史上最严重的一次信任危机。自 2010 年以来，伴随着民间调查机构的指责、媒体的质疑、意在渔利金融机构发起的做空风潮以及监管机构的调查，绿诺科技、中国高速频道、艾瑞泰克、盛世巨龙、东南融通等 50 余只中国概念股因未能满足信息披露条件、不符合交易规则、财务造假等原因被停牌或退市^[15]。由此，关于中国公司“会计造假”、“欺诈美国”的传言在美国舆论界的持续发酵下，正演化为对中国公司集体信誉的质疑。涉嫌造假的中国企业已由转板上市的中小企业，扩散至主板企业，并由美国证券市场延伸至加拿大和德国等证券市场^[12]。分析中概股危机的成因，既有中概股良莠不齐、会计造假、商业模式受质疑以及 VIE 潜在道德风险等企业层面的原因，也受境外投资人担忧中国经济放缓、做空利益链的集体猎杀和中美跨境监管漏洞等外部因素影响。危机将引致中概股私有化退市的“骨牌效应”，改变中国企业境外上市的方向及节奏，并令主要国际金融中心争取上市资源的格局有所变化，甚至会对国内 A 股市场产生连锁影响。

境外中概股危机的背景

中国概念股曾一度受到国际投资者的热捧，但近两年在美上市的中国企业陆续被揭露出会计造假，中概股陷入前所未有的诚信危机。安永《全球 IPO 最新信息》披露，2010 年在美国上市的中国企业高达 42 家，退市的仅有 3 家；到了 2011 年，上市企业减少至 14 家，退市的企业数量激增到 41 家。2012 年上半年，在美国上市的中国企业仅有 1 家，退市的数量就有 19 家。而近期现金流告急的拉手网、神州租车在离上市只差临门一脚的情况下“急刹车”，撤销 IPO（首次公开募股）申请，迅雷、盛大文学等 IPO 亦一再推迟。2012 年 8 月，在清科研究中心关注的 13 个境外市场中，自 2010 年以来首次出现月度中国企业境外 IPO 数量为零，中国企业赴境外上市进入冰封期。

一、中国经济奇迹与曾经风光的中概股

从 1992 年到 2011 年，中国经济总量从世界第十跃升为第二，对外贸易总额从 1600 多亿美元增加到 3.6 万多亿美元，成为世界第一大出口国和第二大进口国。携“中国经验”、“中国模式”的境外中概股开始受到境外投资者的关注和热捧。

中国企业涉足华尔街的历史最早可追溯到 1992 年，那时的主战场是中国香港，主要通过全球存股证方式（GDR）和美国存股证方式（ADR）参与美国市场。1997 年 7 月 14 日，第一只真正意义上的中国概念股——中华网，在美国纳斯达克上市。挂牌当日股价由每股 20 美元飙升到每股 67.2 美元，上涨 235%，当日市值超过 110 亿人民币。此后，中国企业开始在华尔街掀起一波又一波的中概股热潮。2005 年 8 月 5 日，百度登陆纳斯达克，当日涨幅高达 353.85%，创下海外 IPO（首次公开募股）最高纪录。2009 年，在美上市的中国公司，股价平均涨幅高达 130%，其中有 5 家涨幅超过 1000%，在美 IPO 的中国公司数量更是占到美国全年 IPO 企业总数的 17%。2010 年，被誉为“中国最牛概念股”的神舟矿业，年度累计上涨 1083%，涨幅超过 10 倍。2008 年国际金融危机爆发当年，纳斯达克指数更是狂跌 41%。在美国股市哀鸿遍野时，中概股一枝独秀，成为美国基金经理们的“救命稻草”。

二、后金融危机时代下饱受质疑的中概股

然而，随着全球金融危机的蔓延，美国经济复苏缓慢、欧债危机持续恶化，世界各国包括中国均开始调减经济增速。而此时一些中概股竟持续报出异乎寻常的“亮丽报表”，境外媒体、做空机构、监管者纷纷将质疑的目光投向中概股，曾经风光无限的中概股，集体遭遇了历史上最为惨烈的“滑铁卢”^{[4][5]}。

事件最早起缘于 2010 年 3 月份《金融时报》的媒体报道：“目前在美国面临集体诉讼的中国上市公司多达 16 家，多于其他国家在美国的上市公司”。2010 年 6 月 28 日，致力于对中概股“财务打假”的浑水（Muddy Waters Research）发布报告称，东方纸业存在财务造假行为，由此打响了狙击中概股第一枪。而后浑水陆续曝光了对绿诺科技、分众传媒、展讯通信和新东方等中概股的财务疑点，甚至还转战加拿大，质疑在多伦多上市 16 年之久的木材公司嘉汉林业虚增资产，最终导致嘉汉林业申请破产。短短两年之内，被浑水“狙击”的中概股无一不是股价狂跌，其中中国高速频道、绿诺科技、多元水务已经停牌或退市。2010 年 8 月，美国《巴伦周刊》撰文质疑在美借壳上市的中国公司，引发了资本市场对此类中国概念股的不信任情绪。

中国概念股问题的频频暴露，开始引起美国监管层的关注。2010 年底，美国证券交易委员会（“SEC”）介入调查。2011 年 4 月，美国众议院监督和政府改革

委员会主席致信 SEC 主席过问调查进展，5 月 5 日 SEC 主席 Schapiro 回信，称 SEC 四个部门正在与美国上市公司会计监管委员会（“PCAOB”）一道，全力以赴地进行调查。之后，中概股危机进一步蔓延。2011 年 6 月 17 日，美国券商盈透证券宣布，由于担心一些中国公司可能存在会计违规行为，该周起已经禁止客户以保证金的方式买进部分中国公司股票。“黑名单”共列出了 132 家中国公司的 159 只不同股票，其中约 90 只在美国上市。根据榜单，上榜公司大部分为在纳斯达克上市的中国中小公司和网络概念公司，麦考林、新浪、当当网、搜狐等知名企业也名列其中。2011 年 6 月，因面临巨大的不确定风险，四大会计师事务所事实上已关闭了中国公司通过反向收购登陆美国资本市场的业务。据称，德勤对自己担任中国高速传媒审计师的经历感到羞愧。在该公司被摘牌后，德勤迅速被损失惨重的投资人列入起诉名单。

从 2010 年到 2011 年，美国证券市场共产生了 1529 起交易诉讼。仅 2011 年，针对中国公司的案件就多达 44 起，占到全美证券诉讼的 18%。其中，标准案件占据了 47%，并购案件占到了 29%，信贷危机案件占 5%，庞氏计划引发的案件占 1%^[16]。另据美国三大交易所最新统计数据显示^[8]，在 2011 年 7 月 9 日到 2012 年 7 月 10 日为期一年的统计周期内，多数中概股公司的股价出现明显下跌，部分公司的股价跌幅更是超过了 50%。中概 30（IC S30）在上述统计周期内累计跌幅为 46.63%，而同期纳斯达克综合指数上涨了 6.90%。

境外中概股危机的成因

一、企业层面的分析

1. 从源头上看，借道反向收购上市企业的良莠不齐，为中概股危机埋下隐患。中概股企业大都发展时间不长，其业务基础薄弱，运营模式存在漏洞，财务制度不健全，在国内银行和资本市场均难获得融资，因此往往选择一些上市门槛较低的境外市场，如先在 OTCBB 或粉单市场挂牌，再通过反向收购的方式仓促登陆纽交所或纳斯达克^[11]。与 IPO 上市相比，“买壳上市”费用低、时间短、审查松，一些存侥幸心理买壳上市的公司如同“背着空麻袋装米”，通过资本运作来做业绩并“增长”，最后寄希望于转板后大出逃，这无疑给其日后在华尔街遭受重创种下祸因^[20,23,24]。香港学者黄德尊、杨丹青^[10]的最新实证研究发现：截至 2011 年 6 月，有 146 家的中国民企通过直接 IPO 的方式在美国上市，有 328 家中国民营企业通过反向收购的方式在美国上市，反向收购中概股占比接近 70%，而反向收购中概股关于财务报告不能按照要求披露的比例、财务重述的比例、财务总监辞职或被解雇的比例、审计师变更的比例、内部控制存在缺陷的比例、违反美国公认会计准则的比例均要高于直接 IPO 的公司。另据美国基石研究公司（Cornerstone Research）的研究报告显示，在 2011 年提起的 188 宗证券集体诉讼案中，有 70 宗涉及对会计处理问题的指控，这一数字较 2010 年的 46 宗有显著增加，其主要原因就在于 2011 年中国反向收购上市企业的急剧增加。

2. 从直接表现看，众多中小企业的会计造假、管理失范和信息披露失真，令中概股之前培育的市场信誉遭受极大损失。在香椽（Citron）和浑水的“猎杀”下，除新东方等少数企业外，多数企业难逃退市和股价暴跌的厄运。究其原因，国内学者陈彬、刘会军^[1]发现，“被猎杀”中概股所表现出的一些表性特征与财务造假确有极强的正向相关性。这些特征主要包括：（1）远高于同行业的毛利率，如德尔集团、新博润、中国高速传媒；（2）报给国内工商和税务部门的文件与报

给 SEC 的不一致，如哈尔滨电气、绿诺国际、多元水务、东方纸业；(3) 隐瞒关联交易的情形或收入严重依赖关联交易，如中国阀门、新泰辉煌、嘉汉林业、多元水务；(4) 可疑的主要股东和管理层股票交易，如美国超导、新泰辉煌、东南融通；(5) 审计事务所名不见经传且信誉不佳，如中国阀门、绿诺国际和哈尔滨电气；(6) 管理层的诚信值得怀疑，如银泉科技、绿诺国际、新华财经、泰诺斯资源；(7) 更换过审计事务所或 CFO，如绿诺国际、中国生物、新泰辉煌、嘉汉林业、展讯通信；(8) 过度外包、销售依赖代理或收入通过中间商，如多元水务、东南融通、嘉汉林业；(9) 复杂难懂的超过商业实际需要的公司结构，如嘉汉林业、多元水务；(10) 超低价发行股票，如新博润、泰诺斯资源。

3. 从商业模式看，互联网企业的高估值泡沫破灭，业绩缺乏支撑股票续存的能力。美国资本市场一直是中国优秀信息技术企业的乐土，据 WIND 数据显示，截止 2012 年 8 月，其统计 230 家赴美上市的中概股就有 72 家属于信息技术行业，几乎占据了三分之一的江山，而市值排名前五的中国概念股也均是网络股，中国概念的网络股在境外受追捧程度由此可见一斑。但相比估值合理的美国互联网板块，大多数以美国同行为样板的中国互联网公司虽然一度享有高估值，但其学到了“形”而未打造出自己的“神”，看似一模一样的经营模式，持续发展能力却天差地别，因此危机中其股价回落本亦是价值自然回归的过程^[13]。如 2010 年同是视频网站，美国的三大视频网站 Hulu、Netflix 和 YouTube 的 P/S（市销率，即市值与营业收入的比值）估值均处于 10 倍以下水平，但优酷和乐视的 P/S 估值分别高达 83 倍和 26 倍。以 2010 年的经营数据来计算，当当网的 P/S 值相当于 4.88 倍，而同期亚马逊的 P/S 值为 2.72 倍，当当网溢价 79%。如果比较 P/EBIT（即市值/息税前利润）的比值，亚马逊为 66 倍，当当网为 736 倍，相比亚马逊溢价高达 1015%。在做空机构的猛烈打压之下，从 2011 年 4 月 29 日至 6 月 20 日不到 2 个月的时间，主流中资互联网公司股价平均缩水 29.75%，远高于美国主流的互联网公司 5.94% 的跌幅。而在上市之初大受追捧的优酷、当当网、新浪以及奇虎分别位于主流中资互联网公司跌幅榜的前 4 位，跌幅均超过 40%。

4. 从股权结构看，明星企业 VIE 模式漏洞暴露的道德风险，致使中概股危机持续蔓延。所谓 VIE 模式（“协议控制结构”），就是离岸公司通过外商独资企业，与内资公司签订一系列协议来成为内资公司业务的实际收益人和资产控制人，以规避《外商投资产业指导目录》对于限制类和禁止类行业限制外资进入的规定。该模式由新浪首创，之后到境外上市的传媒、教育、消费、广电类的企业纷纷采纳这一模式，仅 2010 年在美国纳斯达克上市的中国公司中，就有 2/3 采用 VIE 模式。美国公认会计准则（GAAP）甚至专门设计了“VIE 会计准则”，允许在美上市的公司合并其在中国国内协议控制的企业报表，以解决困扰中国公司的财报难题。不可否认的是，在中国互联网发展过程中 VIE 模式起了重大作用，但随着“支付宝股权转让事件”的爆发，现实压力下 VIE 模式脆弱的履约保障，引发了美国资本市场对中国企业诚信问题的担忧^[19,22]。2011 年，马云以协议控制不能获取第三方支付牌照及危害国家经济安全为由，单方面转让支付宝全部股权，从而终止了 VIE 结构，取消了控制协议，以期以 100% 内资身份申请支付牌照。消息爆出，舆论一片哗然，支付宝的大股东雅虎股价应声下跌 7.3%，中国企业的契约精神与 VIE 法律漏洞成为媒体讨论的焦点。境外投资人既害怕企业实际控制人毁约导致股东利益受损，还担忧 VIE 存在着“被取缔”的可能。2012 年初，又发生双威教育将 VIE 控制下国内运营实体的资产和现金转移，使得美国资本市场闻 VIE 调整色变。2012 年 7 月 18 日，在美国上市的新东方由于涉及“VIE”

遭美国证券交易委员会调查，受此影响股价一夜暴跌 34%，并引发了中国概念股集体大跌，在美国三大指数上涨的情况下，纳斯达克(微博)中国指数大跌 4.54%，百度、新浪、搜狐等中国概念龙头股携手创下 52 周新低。

二、外部环境的分析

1.从宏观看，美欧经济疲软和国际间贸易摩擦升级，加剧了境外投资者对中国经济增长放缓的担忧。2011 年美国的经济总体表现为不稳定的温和复苏，2012 年 1-8 月则表现为复苏缓慢。根据美国供应管理学会（ISM）数据显示，2012 年 8 月份美国制造业采购经理人指数（PMI）从 7 月份的 49.8 降至 49.6，为 2009 年 7 月以来的最低水平。另据美国劳工部数据显示，8 月美国劳动力参与率降至 63.5%，创 31 年（1981 年 9 月以来）最低水平。欧元区的情况亦不妙^[18]，2012 年上半年意大利 GDP 负增长 1.1%，是连续第四个季度负增长。西班牙上半年负增长 0.4%，陷入二次衰退。希腊二季度 GDP 负增长 6.2%，近 5 年累计负增长超过 30%。德国是欧元区最重要的经济引擎，近期亦显著减速。自 2011 年一季度以来，德国经济年增长率从 4.9%急剧下降到 1%，2012 年二季度环比增长只有 0.3%。法国连续两季度零增速，失业率上升逾 10%。美国和欧盟是中国的主要贸易伙伴，其衰退显然会伤及中国的增长，并引致其与中国贸易摩擦不断升级。如美国 2012 年初对华光伏产品“双反”作出初裁，中国光伏企业被征收 31.14%至 249.96%的税率。9 月 6 日，欧盟决定对中国光伏电池发起反倾销，这起涉案金额高达 200 多亿美元的案件成为迄今为止全球最大的单起贸易争端，无疑令光伏行业境外中概股雪上加霜^[17]。一年来数十家光伏境外中概股股价狂跌不止，多家企业累计跌幅在 57%至 84%之间，尚德、大全、晶澳等股价多日低于 1 美元，面临退市风险。业内曾经让海外投资者津津乐道的“中国故事”，已经开始蒙上一层阴影，而他们“一直持有”中国概念股的决心自然也发生了动摇。

2.从做空机制看，针对中概股做空利益链日益完善，许多做空者由上市公司天然的监督者变成不择手段的逐利者。卖空机制的存在有其积极作用，它让资本市场变得更加干净，也让股票价格变得更为合理。然而，受猎杀中概股巨额利润的诱惑，许多做空者已变异成不择手段的逐利者，并形成成熟的利益链^[9,14]。这个利益链中，最关键的一环是出具看空报告的调查公司。因为调查公司的身份具有一定的隐蔽性，他们往往以公益性研究为幌子，实际上却是天量资本交易掠食战中的马前卒。在一些西方投资者眼里，中国公司凡是利润高的企业，必然与垄断和寻租有关，而非自主创新、经营效率所致，调查机构浑水、香椽等正是利用这一点，激活并放大中概股“没有核心技术、虚假现金流、与银行职员的关系说不清楚”等偏见。一般情况下，研究报告本身就盈利，但最大的盈利来自于对冲基金、律师事务所、投资人的合作分成。这种合作不签协议，暗中做局，十分隐秘。律师事务所嗅到腥味后加入战团，它的作用就是完成最后一击。律师事务所与调查公司在情报上相互利用，甚至一边帮企业作假，一边出卖作假情报。对冲基金和投资者事先买空，调查公司出具负面报告，媒体摇旗呐喊，股票暴跌，集体诉讼紧随而来。不可否认，一些中概股的确存在问题，但好企业亦难躲避“羊群效应”的误伤，谣言蛊惑对中概股的整体形象带来了极大的负面损伤。

3.从监管看，中美证券监管法律存在冲突，跨境监管漏洞加深对中概股的误解。部分中概股的财务问题与美国 PCAOB 本身的监管失策不无关系，美国证券监管部门表示，由于无法在中国收集信息，美国证监会此前对问题中概股的调查被迫停顿，因此将审计机构纳入跨境监管体系，成为美市场监管的当务之急^[6]。而按照中国目前法律规定，未经批准，任何中国会计师事务所不得向外国监管机

构提供任何文件。与此类似的惯例是，中国企业赴美上市，原则上也无需经过中国证券监管部门的许可。自 2007 年，PCAOB 就开始和中国监管层就达成双边监管协议进行讨论，正式谈判则是从 2011 年 5 月第三轮中美战略与经济对话中，跨境审计监管合作被首次列入经济对话联合成果才正式开启。2012 年 7 月，中国国务院副总理王岐山在北京会见 SEC 主席玛丽·夏皮罗，被普遍解读为谈判近 5 年的中美监管机构的跨境审计监管协议有望在近期达成^[21]。但是，中美监管的空白区域已然给中概股公司带来了丰富的操作空间，一些公司往往忽略审计、出具报表的本质目标，一味地想着如何调整财务报表以满足上市或持续上市的基本条件，监管制度的不健全会诱发公司弄虚作假，最终损害自身利益，同时进一步加深境外投资者因不信任而“用脚投票”。

境外中概股危机的影响

美国中概股危机持续蔓延，并波及境外其他资本市场，其影响是深远的。2012 年 6 月 21 日，港交所上市企业恒大地产遭到香橼恶意做空，当天股票下跌幅度高达 17%，经恒大及时澄清及各大行力挺护盘后，第二天股价稍微回升。2012 年 7 月，德国法兰克福交易所又被爆中概股明星企业亚洲竹业涉嫌财务造假。显然，中概股危机不仅对中概股自身造成影响，即改变中国企业重新部署境外上市节奏及方向，而且也可能令主要国际金融中心争取上市资源的格局有所变化，国内资本市场亟需管理创新应对新变化。

一、中概股私有化退市现“骨牌效应”

在中概股危机导致股价持续暴跌的作用下，2010-2011 年，共有二十多家赴美上市中概股的创始人和股权持有人提出了私有化方案，其中同济堂、盛大互动娱乐、乐语中国、大连傅氏、康鹏化学、泰富电气以及中消安集团等 10 家企业已完成私有化进程。这股私有化风潮并不仅仅是只发生在美国市场，在香港和新加坡，也有不少公司正在或者已经完成私有化交易，其中还不乏阿里巴巴和小肥羊等“行业指标性”企业。进入 2012 年，私有化浪潮进一步蔓延，仅 1-8 月，就有分众传媒、尚华医药、亚信联创、千方科技、三林环球等十多家企业宣布私有化退市，越来越多的中概股在权衡利弊后毅然加入退市队伍，其背后则有国家政策银行和一些私募基金的大力支持。如分众传媒背后有方源资本、凯雷、中信资本、鼎晖、光大资本等，尚华医药、千方科技、亚信联创私有化计划则分别有 TPG、赛富基金、中信资本参与其中。

公司私有化退市的好处主要包括：第一，摆脱公共企业监管束缚，着手实施公司战略调整。如盛大、小肥羊、阿里巴巴这类领先企业的退市。第二，摆脱股价持续低迷困境，直接增加股东财富价值。有数据显示，接管宣布日，股东财富平均增加了 22%，40 天累计财富增加超过 30%。第三，摆脱上市融资功能退化，借道私有化寻求再次上市。企业借助投资机构的支持，采取“上市—退市—再上市”的策略（Public-Private-Public: PPP 策略），通过先收购在外流通股进行私有化退市，转变企业架构后，在异地高估值市场谋求再次上市，除了企业可以进行战略调整外，投资机构亦获得可观的溢价率。第四，摆脱高昂的上市成本压力，提供管理层合理报酬激励。私有化后通常采用更优的管理层薪酬安排，有助于降低企业内部委托代理成本。

当然，上市企业退市也同样存在不小的风险，首先，大股东为了从中小股东手中“合理”回购股份，对回购资金需求量大。如 2012 年 2 月，盛大网络历经 4 个月完成私有化计划，为此付出 23 亿美元的退市代价。其次，私有化过程中

可能面临集体诉讼风险。若收购股价与公司估值存在较大差异，中小股东可能表示异议。如 2009 年 2 月电讯盈科曾在特别股东大会拟通过私有化计划，但因投票受到质疑引起证监会上诉，上诉法庭最后否决其私有化计划。再次，私有化退市还要面对复杂的退市程序。最后，中国企业境外私有化后境内再上市将面临较大的不确定性。

二、美国资本市场对中国优秀企业的吸引力下降

从中短期看，部分中概股诚信问题动摇了投资者对整体中概股的信心，不仅令已上市中概股股价持续暴跌，还令优质企业境外上市面临估值下调与 IPO 放缓的颓境。由于股价持续下跌，已有 39 家中国概念股公司触及美国市场的退市标准，9 家接近退市标准，正面临巨大的退市风险。未来一段时间，中概股受到市场热捧、上市高估值等现象可能会发生变化，这将令中国企业重新审视在美国上市融资问题。2011 年 8 月至今，只有土豆网、唯品会两家中国企业在美国 IPO，这两家企业上市首日均遭遇破发，跌幅超过 10%。迅雷、盛大文学、中软国际、华康保险等中国企业均推迟了赴美上市计划。拟赴美上市企业利用这段危机时期，宜冷静审视企业自身是否已符合上市条件、是否有上市的实际需求、能否在上市后稳步提升业绩，并积极熟悉美国的上市规则，学习应对危机的方法。

从长期看，中国概念股需要一个品质重建的过程，海外市场对中概股的信心才会逐渐修复。目前有两个趋势对中国企业赴美上市是有利的。一方面，监管部门以及律所投行等中介机构对中国企业上市方面的审查和研究更加严谨，可以预防问题的发生；另一方面，不少做空机构为了牟利而去攻击本身没有问题的中国公司，发布的做空报告站不住脚，以至于失去了信誉度。美国投资人是理性的，毕竟中国公司中有很多都是高成长公司。未来对于中国企业来说，正是苦练内功的最佳时机，企业应该倾力定位盈利模式、调整发展计划、培养企业诚信品质，随着几家真正高质量、且具相当规模的中国公司再次登陆美国市场，才会重新唤起美国投资人对中国企业的信心。

以上这些变化对于美国资本市场并非是好消息。美国实施 Sarbanes-Oxley 法案后，纽交所及纳斯达克对海外公司的吸引力大为下降。2000 年后美国年均 IPO 仅为 156 宗，比九十年代减少七成，两大主板市场上市公司数量从 1997 年的 8000 家减少至 2010 年的 5000 家。这两年纽交所 IPO 融资落后于香港、伦敦等地，该交易所不得不承认，新上市公司争相前来上市的时代一去不复返了。中概股股价暴跌后，美国两大主板市场争取这一庞大上市资源可能会更加困难，甚至会因私有化、退市等造成流失现象^[7]。

三、香港股市对中国企业的重要性上升

从企业的层面看，当中国概念股对境外资本市场开始犹豫，想选择其他市场上市或退市后再上市时，港交所就成为一个首选的目标。第一，中概股在美国的遭遇，部分受到当地媒体夸大事实及投资者出现羊群心理的负面影响，相比美国，香港市场对中国概念股的了解程度要深得多，两地监管机构亦保持着密切接触及合作关系，市场对中概股的定价将更趋合理。第二，美国提高借壳上市门坎后，

一些财务较稳健且经营较成熟的企业将更倾向于在港交所 IPO 上市。第三，香港 IPO 需要经过预先审核，但如果符合基本要求，实际上也没有那么复杂及困难。在此之前，也不乏中概股退市移师香港上市的成功案例。如 2010 年，西部水泥从伦敦交易所退市的同时，成功登陆港交所；2008 年旺旺从新加坡退市后在香港挂牌上市。未来将会有更多境外私有化退市的企业登陆香港资本市场。

从港交所的层面看，香港是中国企业最重要的境外融资平台，面对来自境内外国际金融中心的激烈竞争，港交所时刻都未松懈对优秀企业的引进。2012 年 5 月份，由港交所和山东省金融办举办的赴港上市推介会上，港交所相关人士就表示，美国资本市场很多中概股都想撤市，其中也包括山东企业，“我们希望它们能到香港来”。近期香港交易所行政总裁李小加亦表示，今后香港资本市场仍会继续担当好内地企业的“首选海外集资中心”角色。香港争取优质企业也的确具有紧迫性。2012 年上半年，香港 IPO 募资 306 亿港元，较去年同期下降 84%，下半年任务相当艰巨。因此，香港会考虑利用此次境外中概股的境遇，加强对内地企业的营销，同时加快人民币上市等创新活动，以进一步增强 IPO 的竞争力。

四、国内资本市场亟需管理创新应对新变化

随着国内中小板和创业板的推出，海外受挫中概股对回归国内资本市场亦抱有极大热情。尽管有严格的审批制、可能涉及公司股权架构、甚至减持股份时的税收等系列难题，但还有什么比体现行业地位、反映公司基本面，让公司发挥“协同效应”的股价更为重要呢。目前一些私有化的中概股就表达了回归 A 股的愿望。2012 年 3 月，陈天桥就积极为国际板的推出鼓与呼，表示盛大将抢国际板“头啖汤”。阿里巴巴、分众传媒等亦不排除回归 A 股上市，上海证券交易所有关负责人也表示，欢迎这些中概股在退市后，回到 A 股或者选择在香港上市。在纳斯达克选择退市的公司基本上估值都长期低于 10 倍，但如果在创业板上市，其估值将会达到 20 倍以上。

虽然目前尚无境外中概股回归 A 股的成功先例，但值得关注的是，如果这些公司悉数回归 A 股，是否会与国际板形成合力，对中国 A 股的流动性形成冲击？如阿里巴巴在最新一轮融资中，总资产估值达到 430 亿美元，约合 2709 亿元人民币；而分众传媒接到私有化要约的估值也达到 36.6 亿美元，约合人民币 230 亿。中国的资本外逃现象严重，国际板上市时间表还没有公布，这些公司再回归 A 股市场，A 股市场面临的压力可想而知。这些都需要监管层提前做好准备工作，为优秀中概股“回家”建立良性机制。

他山之石可以攻玉，境外中概股危机还给国内监管层、中介机构和投资者带来许多启示和借鉴^[2]。如 SEC 和 PCAOB 适时发布市场警示、改进审计工作、促进投资者理性投资等举措；评级机构的独立性和独特分析视角（如公司治理报告、红旗报告），尤其是“浑水们”以其精准的出击赢得了无数争议和关注的同时，客观上为国内资本市场普及了“做空也是市场清洗剂”的理念。2012 年 8 月 30 日，经中国证监会批准，中国证券金融股份有限公司正式启动转融通业务试点，先行办理转融资业务，此举对于完善资本市场的现有交易体制具有重大意义^[3]。而未来转融券的推进则将真正激活单只股票的做空机制，国内外摩拳擦掌的做空机构不在少数，借鉴境外中概股危机的教训，监管层既要充分发挥做空机制的价值发现功能，亦须防范发布不实消息获利的恶意做空，通过持续制度创新推动我

国资本市场长期繁荣健康发展。

[基金项目：国家社会科学基金重大项目“中国会计通史系列问题研究”（11&ZD145）、国家社会科学基金项目“金融危机后全球会计治理及其国际协调机制与我国对策研究”（10BJY020）]

参考文献：

- [1]陈彬、刘会军.什么样的公司有财务造假嫌疑——来自香椽公司和浑水公司的启示[J]. 证券市场导报, 2012, (7): 66-71.
- [2]袁敏.中国概念股危机分析及启示[J]. 证券市场导报, 2012, (2): 11-18.
- [3]李勇.聂庆平详解转融通:中国现在不具备全面做空的条件[N]. 中国经济周刊, 2012-09-04
- [4]孙峥、刘浩.中国概念股:资本市场的泡沫与修正[J]. 上海立信会计学院学报, 2011, (6): 10-16.
- [5]罗兰.外国机构猎杀“中国股”牟取暴利被指背后有黑手[N]. 人民日报海外版, 2012-7-17.
- [6]叶慧珏.美国证交会起诉德勤上海[N]. 21世纪经济报道, 2012-5-11.
- [7]应坚.境外上市民企股价暴跌的背后及影响[J]. 资本市场, 2011, (8): 76-79.
- [8]侯云龙.中概股一年内跌幅超四成 48家公司面临退市风险[N]. 经济参考报, 2012-7-11.
- [9]焦兴旺.实施整体解决方案 遏制中概股做空潮[N]. 中国证券报, 2012-6-18.
- [10]施浩.香港学者:中概股被狙击规律值得 A 股镜鉴[N]. 上海证券报, 2012-4-24.
- [11]王峰娟、代英昌.为何在美中国概念股频遭做空[J]. 财务与会计, 2011, (9): 8-10.
- [12]张怡.德交所现中概股诚信危机 亚洲竹业涉嫌财务造假[N]. 21世纪经济报道, 2012-7-5.
- [13]文芳.做空中资股.美式利益链[J]. 新财富, 2011, (7): 74-80.
- [14]刘华.绿诺科技审计失败与中国概念股信任危机[J]. 财务与会计, 2012, (2): 19-20.
- [15]孙海泳.信任危机考验在美上市中国概念股[J]. 国际融资, 2011, (9): 17-19.
- [16]屈丽丽.中概股准备撤退[N]. 中国经营报, 2012-5-25.
- [17]许岩.欧盟对华反倾销立案 中国光伏业遭致命打击[N]. 证券时报, 2012-9-7.
- [18]向松祚.欧债危机的严重性和长期性被低估[N]. 经济观察报. 2012-9-7.
- [19]林丰蕾、何峰、杨成伟.解析中国概念股股灾:信任危机下的资本猎杀[N]. 东方早报, 2011-6-13.
- [20]田高良、王超军、程瑶.中国在美上市公司遭遇停牌下市分析[N]. 财务与会计, 2011, (3): 31-33.
- [21]刘晓忠.中美跨境审计监管 最重要的在于互信[N]. 21世纪经济报道, 2011-11-26.
- [22]苏龙飞.支付宝 VIE 生死局[N]. 经理人, 2011-8-18.
- [23] Michael Cohn. Securities Class-Action Filings over Accounting

Increase, online:
<http://www.accountingtoday.com/news/Securities-Class-Action-Filings-Accounting-Increase-62740-1.html>.
[24]Aharony J, Lee C-W J & Wong T. Financial packaging of IPO firms in China[J].Journal of Accounting Research, 2000, (38): 103-126.