

聚焦 FOCUS 民企海外上市造假风波

投行与咨询公司合谋包装、沽空机构兴风作浪

# 民企海外上市造假风波不断 两大推手浮现

证券时报记者 徐欢

2011年中概股危机仅仅揭开了一个序幕,9个月后的今天,民企造假风波愈演愈烈,并从北美市场席卷到了香港市场。从今年3月起,多家在香港上市的民企均被卷入造假风波中,股价也随之大挫,沽空机构则从中牟利,赚得盆满钵满。

### 多家民企相继卷入造假质疑

早在去年,新浮现的黑客组织匿名分析质疑现代误导投资者,导致其停牌至今。

近期,匿名分析发表研究报告质疑专营香精香料的民企华宝国际伪造高收入、高毛利数据,并以高派息吸引投资者入股,并指出,华宝2008年提到的国内10大烟草品牌当中,有部分否认华宝是其供应商。曾被称

为套现女王的该公司主席朱林瑶则一直减持公司股份套现,持股量由5年前的97.6%减至37.7%,累计套现94亿港元。

其后,做空机构浑水再度出手,指责纳斯达克上市的傅氏国际存在高度欺诈风险,并指出,傅氏国际厂房空无一人。浑水公司还表示将发布针对内地港股的“卖出评级”报告。

今年3月至今,一连串海外上市的内地民企相继卷入造假风波,行业涵盖消费、采矿、食品等,至少有5家民企因此宣布延迟公布全年业绩,涉嫌的造假指责包括财务状况不实、资产数量不实、虚构收入、夸大客户数量等。

近日,洪良国际涉嫌造假上市,其保荐人收到香港证监会开出的史上最大罚单,更是将民企造假风波推向高潮。据悉,洪良国际上市不到3个

月就被香港证监会入禀高等法院,起诉公司的招股说明书中的数据虚假、对投资者有误导,以及严重夸大公司的财政状况。

此后不久,4月23日,美国证券交易委员会在其官方网站发布公告,指控在美上市的中国能源技术有限公司涉嫌欺诈投资者,该公司董事长还被指抽走4000万美元的资产。

在海外上市的内地民企,素质良莠不齐的状况正在逐渐曝光。而海外中概股危机愈演愈烈之际,正是内地创业板酝酿实行退市制度之时,某些创业板上市公司业绩不足以支持其刚上市时的高成长预期,在高市盈率、低业绩表现的尴尬局面中,不得不面临退市之忧。

### 民企造假风波的幕后推手

在民企造假风波背后,一连串的幕

后推手也逐渐浮出水面。

浑水指出,中国出现由投行及金融咨询公司组成的金融诈骗学校,即有投行联合香港和美国的会计师行和律师行,准备虚假财务数据、银行账单及销售合同,将公司包装成快速增长及盈利巨大的公司。为骗取投资者青睐,投行更会聘请临时工人、租用临时货车,向投资者制造兴旺假象。

浑水声称,包括利华集团(LIWA)、傅氏国际(FSIN)等多家在美上市的中国公司都难以洗脱“金融造假学校”的干系。

浑水认为,涉嫌欺诈的财务顾问公司负责对中国企业进行伪包装,随后通过反向收购将其推上美国OTC市场。接下来继续辅导公司制造各类相关上报文件和伪造数据,使其不断膨胀,以便转到主板上市,进行套现。

而在民企造假风波中,保荐人也难

辞其咎。在前述洪良国际造假事件中,香港证监会不仅对其保荐机构兆丰资本开出了4200万港元的“史上最大罚单”,同时也吊销了其保荐人牌照。

### 沽空机构从中牟利

在这场民企造假风波中,不仅幕后推手翻云覆雨,沽空机构也趁机从中牟利。

据不完全统计,在被批造假的民企中,有17家民企在“黑色3月”市值蒸发逾300亿港元,并有11家内地民企股价跌幅超过20%。其中,天元铝业因传出拖欠款项,股价重挫92%;博士蛙国际与大庆乳业在德勤辞任后即时停牌,分别下跌38%和14%。霸王集团、国美电器则因利润急跌,股价缩水逾三成。在这些公司股价大跌之时,一些做空机构却赚得盆满钵满。

据证券时报记者了解到,此前一

直做空海外上市民企的“中概股杀手”——美国做空机构浑水公司,实质上与韩国的某家投资机构有合作关系,通过做空中概股牟利。

招商证券(香港)投资银行部董事温天纳表示,可供“做空”的故事,再加上对冲基金和复杂的金融工具,就完成了做空中国民企的一个完美配搭,在市场存在缺陷、失去理性或陷入恐慌之时,这些机制便会成为谋取暴利,甚至是谋财害命的工具。

他指出,“做空”者就像嗜血的鲨鱼,他们首先会选择一家有活跃成交纪录、但开始受到负面谣言困扰的企业,随着企业业绩高速增长和股价快速上升,对冲基金就会联合起来,大量在高位抛空卖出该股票,同步在期权或期货市场大手建立淡仓,抛空建仓后,即会放出针对该企业的负面消息,再以负面宣传攻势展开配合,从而牟利。

洪良国际造假事件引发业界对内地香港监管差异之辩

## 香港:违规保荐人要负刑责 内地:需对造假者三罚并重

证券时报记者 唐盛

在香港证监会日前针对洪良国际造假事件严惩该公司及其保荐机构兆丰资本之后,有最新消息称,针对上市公司和保荐机构的违规行为,香港证监会正考虑推出新的规定加以规管,即如果投资银行业者为企业安排上市出现失职,将要承担刑事责任。业界人士建议,内地市场监管可借鉴香港做法,对首次公开募股(IPO)所涉及主体处罚实行经济处罚、行政处罚、刑事处罚“三罚并重”。

### 违规保荐人或需负刑责

据外媒援引消息人士的话称,香港证监会行政总裁欧达礼日前透露,即将公布的针对上市保荐人的征询意见稿,将考虑让保荐人对招股说明书内容不实负起刑事及民事责任。欧达礼预期,征询意见稿可在未来两三周公布,其中将包括一项保荐人必须遵守的新行为准则。

此前,香港证监会已宣布严惩洪良国际保荐机构兆丰资本,撤销其保荐人牌照,同时对该公司开出香港证监会有史以来罚单最重的一笔罚款4200万港元。这也是香港证监会整顿新股上市监管工作以来最严厉的一次处罚举措。另外,香港证监会还向香港高等法院提出申请,寻求法院颁布命令要求洪良国际把上市筹集的资金归还给曾经认购洪良新股,或者于公司上市之后从二级市场购入其股份的投资者。

### 严惩造假大快人心

业界对于香港证监会此举普遍表示欢迎和支持,认为在近期香港市场上内地民营企业接连出现财务和公司治理方面丑闻的背景下,这将成为重振香港市场声誉的重要举措。

有业内专家指出,香港证监会这次处罚措施的一大特点就是“追根溯源”——不但追究保荐人未履行职责的责任,还责令弄虚作假的上市公司将违规募集资金退还给投资者,从源头环节有效打击了市场造假的动因。

东航金融海外金融部经理廖科直言,“香港证监会严厉处罚洪良国际造假、撤销兆丰资本的保荐人牌照并罚款4200万港元,真是大快人心!”他表示,近年来,香港市场上上市公司数目不断增加,但上市公司的质量却出现下降的迹象。他认为,香港证监会的严惩措施将有助于肃清证券市场上的不良风气,保护投资者的利益。他同时指出,在机构投资者为主体的香港市场,造假的上市公司和保荐机构尚能受到严惩,在辨别能力相对更弱的、以中小投资者为主的A股市场上,上市公司和保荐机构的自律行为并不见得好于香港市场,但对上市公司及保荐机构的监管处罚力度却更为宽松。这的确值得我们深思。”

“香港证监会大幅提高IPO所涉及主体的犯罪成本,以此令各主体环节的违规、不合法行为变得无利可图,不当行为甚至可能导致各主体以往积累的资金、权利、名誉等成果付之流水。正所谓重症需下猛药,只有加大对中介机构 and 上市公司违法违规行为的处罚力度,才能震慑那些意图靠弄虚作假以上市圈钱的中介机构和公司,否则,就算因欺诈东窗事发而退市又何足惧?”

他山之石可以攻玉,廖科又以美国市场为例说,上市公司如果在美国市场造假,将面临大量的法律诉讼甚至勒令退市。在2011年,美国市场上有不少因财务丑闻而退市的中国概念股,例如在纽交所上市、市值一度超过百亿的金融IT服务龙头企业东南融通,就因造假很快退市。

### 整饬A股市场需下猛药

据了解,在券商圈子中,投行部门向来是令人羡慕的“香饽饽”,保荐人更是投行中的明珠、金领中的金领。然而,相比其获得的巨大收益,投行和保荐人回馈给社会的价值却少有诟病。廖科表示,在内地当前实行的上市制度下,在市场的参与者链条中,上市公司、保荐机构、会计师事务所、律师事务所等,在只需承担很少风险甚至不承担风险的情况下就可以拿走数量可观的收益,留给二级市场的却常常是高风险、缺乏投资价值的股票和创伤,重要原因之一就是市场参与者的风险和收益不成正比,尤其是在内地市场上造假的成本非常低。

廖科指出,信任来源于透明,透明来源于监督,只有更广泛的监督才能带来更干净的市场。”他建议,监管层应当建立保荐人、保荐机构和询价机构的评级诚信档案,公司上市后可以根据公司的业绩对保荐人、保荐机构甚至会计师事务所评级打分,对得分低的保荐人和机构推荐的公司应该进行更为谨慎地审查;另外,可以从上市公司的超募资金和保荐机构的保荐费用中提取一定比例的投资者保护基金,用于投资者维权。在制度约束方面,他建议,首先,保荐机构应当和投资者的利益有所交集,例如让保荐机构能在IPO时认购一定数量的股票,这将有效遏制保荐机构造假抬高发行价的动机;对询价机构的高报价也应该有所约束,对于高报价的机构可以适当延长其锁定期,或者对于

其抛售进行跟踪和限制;此外,上市公司利益应该和二级市场投资者相关联,对于业绩和之前预测相差过大的上市公司,其再融资应该受到限制等。

中投顾问IPO咨询部分析师杨文柳表示,香港证监会对洪良国际及其保荐机构的处罚举措,对内地市场监管工作有着重要的借鉴意义。”杨文柳指出,香港证监会大幅提高IPO所涉及主体的犯罪成本,以此令各主体环节的违规、不合法行为变得无利可图,不当行为甚至可能导致各主体以往积累的资金、权利、名誉等成果付之流水。正所谓重症需下猛药,只有加大对中介机构和上市公司违法违规行为的处罚力度,才能震慑那些意图靠弄虚作假以上市圈钱的中介机构和公司,否则,就算因欺诈东窗事发而退市又何足惧呢?反正中介机构还可以逍遥自在地赚取高额利润,上市公司则可以轻松快活地募集资金。”杨文柳说。

杨文柳表示,目前内地在IPO过程中各种欺诈行为屡禁不绝,造假者只怕上了市,却不怕退市。杨文柳因此建议,面对市场上存在的形形色色的欺诈行为,监管部门可采取如下的措施加以防范:首先,对上市公司的保荐人、注册会计师、律师等中介实行轮换制,以免中介机构因与上市公司存在利益关系而丧失独立性;其次,鼓励保荐机构、会计师事务所、律师事务所等进行横向并购,这样不仅可以提高IPO中介机构的质量和信誉,而且可以使中介机构不必担忧失去客户而被迫作假;第三,加强上市公司董事会上独立董事的地位与作用,从而加强公司内部的监管;最后,完善上市公司欺诈行为的赔偿机制,加大中介机构与上市公司的违规违法成本,对IPO所涉及主体的处罚由目前的经济处罚和行政处罚为主过渡到经济处罚、行政处罚、刑事处罚等“三罚并重”,迫使各主体强化风险防范、加强自律、提高自身水平。



翟超/制图

链接 | Link |

### 业界建言内地加强监管

- ◆建立保荐人、保荐机构和询价机构的评级诚信档案
- ◆从上市公司的超募资金和保荐机构的保荐费用中提取一定比例的投资者保护基金,用于投资者维权
- ◆对于业绩和之前预测相差过大的上市公司,其再融资应该受到限制
- ◆对上市公司的保荐人、注册会计师、律师等中介实行轮换制,以免中介机构因与上市公司存在利益关系而丧失独立性
- ◆鼓励保荐机构、会计师事务所、律师事务所等进行横向并购
- ◆对IPO所涉及主体的处罚由目前的经济处罚和行政处罚为主过渡到经济处罚、行政处罚、刑事处罚等“三罚并重”

## 一年三轮洗牌 优质民企或脱颖而出

证券时报记者 李明珠

今年3月份以来,在香港上市的内地民企股出现一轮大幅下跌行情,以大庆乳业、博士蛙国际审计师辞职为开端,顺风光电、人和商业、国美电器等内资民企股在近一月内跌幅超过30%,而已经披露的年报也显示民企财务状况大大低于市场预期。不过有分析师认为,经过连续三轮洗牌,优质民企有望脱颖而出。

### 三大因素导致民企股下跌

综合而言,造成此次民企下跌的主要原因有三个:第一,美国做空机构浑水公司转战香港。咨询公司Data Explorers的数据显示,近1年来,做空者在香港上市内资股的平均做空兴趣从1.3%上升至1.6%,上升0.3个百分点,对在美上市中概股的做空兴趣则从2.8%降至1.8%。浑水公司近期在香港选择狙击的目标为首钢资源和旭光高新。

第二,民企的财务状况低于市场预期。从已经披露的财务年报来看,民企业绩下降很快,和之前市场的乐观预期有很大差距。例如,国美电器2011年净利润同比下降6.2%,降至18.4亿元人民币;霸王集团2011年亏损扩大到5.59亿元;春天百货2011年净利润下降8.2%,跌至3.13亿元。

瑞银财富管理亚太区首席投资策略师浦永灏在接受证券时报记者采访时表示,以家电行业来讲,销

量的下降造成存货没有实现为最终利润,投资者买民企股从而实现高增长的目标无法实现,自然会遭到抛售;从管理体制方面来讲,在外部融资比较难的情况下,民企内部存在的问题更容易暴露出来,如果仅仅是一个季度的业绩有问题,或许是偶然因素,但结构性的问题就不容忽视。从宏观层面来讲,目前全球经济处于一个不确定时期,投资者会选择具有稳健性和抗跌性的股票来做投资,而不关注中小企业的股票,民企股在此范畴。

招商证券(香港)投资银行部董事温天纳则认为,过去10年来民企股都比较活跃,市场好的时候民企的问题不易察觉,一旦市场表现不佳,一些民企老总投资到地产、股市这些领域的资金就无法回流。他认为,这次下跌是“天时地利人和”皆不济的结果。所谓“天时”是市场处于一个不太好的时候,投资需求下降;“地利”,即国际投资者的负面情绪现在比较高,对民企不是很看好;“人和”则指年度报告的披露期自身表现不佳导致此轮下跌。

第三,民企遭遇信任危机。民企的此轮下跌还涉及到一个问题,即投资者信心动摇,市场对民企的不信任情绪升温。某大型投行研究部董事表示,这次的不信任危机或延续6-9个月,直到年底。若中国经济下半年增速回升,明年此时年报业绩较好的话,市场又会恢复信心。

### 三轮洗牌后或现买入契机

国泰君安首席策略分析师蒋有衡

在接受证券时报记者采访时表示,民企股从去年到今年已经过三轮洗牌,经过优胜劣汰的洗牌,部分优质民企股伺机进入。

蒋有衡说,2011年4月份是港股下跌的一波,民企股亦未能幸免;2011年8月份民企股的一轮下跌是民企股遭遇的第二轮洗牌;今年3月份开始的民企股下跌过后,市场上会逐渐出现一拨具备投资价值的民企股。他指出,目前香港的很多基金手上都还持有民企股。虽然少数民企存在财务数据造假的情况,但民企股中也有不少好的企业,只要专注于做好自己的主业,坚持用业绩来说话就是对做空机构最有力的回击。

### 民企上市须提升自身质量

香港证监会近期对兆丰国际处以4200万港元的罚单并撤销其牌照,只因为其保荐的洪良国际于2009年12月24日在港交所成功上市,但仅仅3个多月后就因涉嫌披露严重虚假或具有误导性的资料遭香港证监会勒令停牌。香港证监会为此开出史上最贵的罚单,可见其铁腕整顿采用欺诈手段造假上市的决心。

前述投行研究部董事认为,未来一段时间内IPO会收紧,对于希望近期赴港上市的民企来说,提升自身质量非常关键。

浦永灏表示,投资者对上市企业的业务模式也存在一个逐步认识的过程,民企只有努力发掘有潜力的需求,不断寻找新的业务增长点,让投资者认可新的业务模式,才会有信心去投资。