

# 反向并购：中美双方在证券监管方面进入摊牌阶段？

2013年02月27日



随着中美之间的高端贸易纷争和地缘政治紧张局势扩大，证券市场领域也正在酝酿争端，且存在很快爆发的危险。美国证券监管机构正在努力追踪那些通过所谓的“反向并购”（俗称“借壳上市”）而在美国证交所上市的中国企业，据称，此类并购吸引的投资者往往伴随欺诈财务披露。

12月3日，美国证券交易委员会对四大会计事务所的中国分公司提起行政诉讼，指控这些会计师事务所拒绝出示审计文件，来协助美国证券交易所对中国反向并购的企业进行调查，从而违反了美国证券法。审计师声称他们不可能在不违反中国法律的情况下出示这些国家机密。与此同时，作为监督美国上市公司会计师行为的美国上市公司会计监督委员会(PCAOB)，一直在和中国政府谈判，力求能和中国证监会(CSRC)一起对美国上市公司的中国审计师进行联合监督，但是目前谈判没有取得任何成果。

前美国证交所主席夏皮罗(Mary Schapiro)表示，她在7月份访华期间，中国政府拒绝了她提出的帮助请求。“我们将会努力帮助美国投资者从危机中恢复过来，”她在12月份离职之前对美国广播公司新闻部说道，“但是如果外国政府的配合，我们的工作将会更为艰难。”

在接受沃顿知识在线的采访时，美国上市公司会计监督委员会主席詹姆斯-多蒂(James Doty)表示，在和与中国政府谈判方面，他的机构已经取得了一些进展，但是如果中方推迟或拒绝联合调查的请求，他们将会采取更加严厉的措施。“如果中国监管机构继续设置障碍，阻挠对在美国上市的公司进行的合法调查，美国上市公司会计监督委员会将会对在我们体系内的这些公司状态进行重新评估，”他指出。如果美国上市公司会计监督委员会无法对在美国上市公司的审计师进行调查，这些审计师将会依法被取消资格，继而可能会导致聘请了这些审计师的上市公司从美国证交所退市，包括很多美国和跨国公司的中国分公司。“我们已经充分考虑到了这些可能的后果，”多蒂说道，“美国上市公司会计监督委员会将会寻求破坏性最小的解决方案。委员会采取的任何措施，都将是经过全面和审慎考虑的结果。但是最终，我们的指控旨在履行美国法律规定的政策决定，以保护投资者在质量审计方面的利益。”

“在中国境内的外国法律”

中国政府对此回应的态度不温不火，部分是因为中国从去年11月份开始，正在经历十年一次的国家领导人换届阶段，专家指出。多蒂表示，自2011年夏天和中国监管机构开始会谈以来，已经取得了一些进展。美国上市公司会计监管委员会参加了2012年10月对中国监管机构审计师调查的考察访问，并延长了次月的联合调查的提议。多蒂表示，因不符合美国上市公司会计监督委员会调查的规定，最终结果只会对中国企业造成伤害。“最坏的情况就是目前的情况：我们的市场保护机制不能适用于在美国交易的中国公司；而在讲究市场公正性和对上市赋予溢价的任何证券市场，中国的证券发行方和审计师都将会继续受到质疑，”他说道。如今，美国上市公司会计监管委员会对40多个国家的审计师进行调查，最近还与很多欧洲国家达成协议，比如瑞士、德国及荷兰，这些欧洲国家都对美国放宽数据隐私方面的标准而表示担心。

在这方面，中国政府不愿向外国监管机构开放国内企业。“中国经受外国干预的历史可以追溯至早在鸦片战争和日本侵略时期，”北京大学光华管理学院会计学教授保罗-吉利斯(Paul Gillis)说道，“外国监管机构试图在中国境内对中国人民实施国外法律，中国对此是十分敏感的。”沃顿商学院金融学教授富兰克林-艾伦(Franklin Allen (<https://fnce.wharton.upenn.edu/profile/903/>))补充道，“我估计政府不会太担心，因为这些公司涉及的数量相对较少。较大的问题在于，中国的金融体系的确需要很多革新，以便让中小企业也有机会进入体系。”

现在的问题是被称为反向收并购的模糊交易，通过此种交易，近年来数以百计的中国企业在美国证交所成功上市，比如纳斯达克或纽约证交所，而且多数是中小企业。实施正确的反向并购在美国是合法的。国内外企业采取这一迂回的交易方式，通过与美国上市的壳公司合并，成功加入美国资本市场。这一进程保障了新的私营企业以更加快速的方式募集资金，比直接的首次公开募股(IPO)更加节约，顾问、会计和法律成本更低，除此之外，也可以实现对合并企业的经营和管理控制。

在2005年和2006年，美国证券市场和外国证交所展开竞争，积极寻求新的登记者，Mesirow Financial Consulting驻纽约资深董事总经理詹姆斯-费特曼(James Feltman)说道。在美国的中介人的帮助下，比如证券承销商和投资银行，很多中国企业找到了在美国的上市途径。据美国审计机构的监管部门上市公司会计监察委员会(PCAOB)指出，2007年1月1日至3月31日期间，一共有603家企业通过RTO上市，其中159家为中国企业，余下的大多为美国企业。在美国上市公司会计监督委员会的报告期限内，在美国通过IPO上市的56家企业的市值总额为272亿美元。而去年第一季度末，159家通过RTO上市中国企业的市值总额为128亿美元，约占272亿的一半。

2011年，美国浑水研究(Muddy Waters Research)、香橼研究(Citron Research)等卖空者发布报告，指责部分中国企业存在欺诈行为。例如，有一份报告指责中国企业在给投资者的财务报告中宣称拥有的零售店铺其实是虚构的。在此类指控下，很多中国反向并购企业的审计师辞职，美国证监会开始针对这些公司及其审计师采取强制措施。目前，美国证监会已经指控涉嫌欺诈的64个人和企业，并对50家注册公司进行了摘牌处理。同时，美国的辩护律师正在试图从这些企业及其顾问这里寻回投资者的亏损。去年，在四起联邦证券集体诉讼案件当中就有一起涉及中国反向并购公司，斯坦福大学法学院证券集体诉讼研究所和波士顿的Cornerstone Research的研究报告指出。

更大的问题

随着中国反向并购风波的逐渐平息及扫尾工作的展开，我们可以从中学到哪些经验教训？反向并购丑闻“只是更大问题的症状，”艾伦说道，“很多企业并非大型[企业]，他们没有很好的渠道来直接获得资金，因为中国的四大银行只给国有企业提供贷款。这是中国金融体系中扭曲的地方，而且是应当尽快处理的问题。”就目前而言，“金融改革暂时搁置，可能是因为领导人换届的缘故，”艾伦说道，“等几个月后新政府上任，就会开始有进展了。”

北京大学的吉尔斯表示同意：“如果中国让企业无法融资，就可能会破坏本地创新，而且对中国的竞争力带来长期的负面影响。”当然，吉尔说道，“中国的监管机构似乎在开始意识到，中国企业需要进入外国资本市场。中国自己的股市近年来快速发展，但是仍然没有能力来满足中国企业当前的需求。”

目前的问题是：美国证券市场的大门对中国小企业实质上是关闭的，这得拜反向并购丑闻“所赐”。“在未来几年里，中国企业休想在美国证券市场注册了，”Mesriow Financial的费特曼说道，他负责对中国反向并购公司进行调查，调查客户的合法性和中国利益方拥有的非上市公司。“反向并购已经平息了，也可以说是到头了，他们在美国也不会有机会获得新的IPO。很显然，外界对中国企业的质疑重重，部分是因为在负面新闻方面的局外人所致。”

取而代之的，中国大陆的小企业更可能在香港证交所实现上市，有些专家说道。但是，在香港上市也不见得容易。“香港不属于大陆法律体系，”艾伦指出，“在香港上市的公司必须具备真正的审计和不同的许可。”当然，如果中国大陆监管机构更愿意和香港而非美国监管机构合作的话，在香港上市的可行性更高。“如果中国证监会认为，他们想要和香港的法律体制合作，而非和美国合作，这取决于他们自己，”费特曼说道。

## 可替代来源

与此同时，中国的中小企业正在寻求其他可替代银行系统或他们自己的留存收益，两者都是由中国的经济发展推动的，艾伦说道。通过其他可替代银行系统，投资者通过双方共同的熟人来找到接待人，这类银行系统正在蓬勃发展，因为“有很多人现金充足，但是不知道去投资什么，”他说道。以此同时，中国有一些地方银行和其他银行都在启动新业务来为小企业提供贷款，例如内蒙古包商银行和中国招商银行，艾伦指出。但是这些银行并不依赖那些和借款人有私人关系的中间人，而是学着利用较为现代的风险管理工具来做出贷款决策。这种方法让他们更多依赖于审计师来做出决策。“搭建这些体制需要时间，培训审计师也需要很多年，”艾伦说道，“他们目前还没有任何背景。”

从长期来看，中国政府可能想要中国企业在境内证交所注册，专家表示。吉利斯认为，“最终，我们会发现，多数中国企业将寻求在中国的证交所上市融资。中国投资者和监管机构比外国机构能够更好地评估这些企业。但是这种情况需要一些时间。”

与此同时，美国在中国反向并购公司的投资者的前景黯淡，如果他们想要弥补亏损的话。“最大的挑战是弥补亏损，”美国佛罗里达州波卡拉顿的Saxena White律师事务所合伙人约瑟夫·怀特(Joseph White)说道，他代表美国投资者指控了中国反向并购公司。“在多数情况下，这些资产都在海外，而且在案件中的唯一发生作用的资产是保险单，通常是100万至300万美元，而亏损是3000万至5000万美元。”原告律师也在寻找那些吸引中国公司进入反

向并购的美国中间人，比如现在已经破产的洛杉矶投资银行Westpark Capital 和纽约投资银行Rodman & Renshaw是很多股东投诉中的被告，飞利浦-吉姆说道，他是纽约Rosen律师事务所的合伙人，担任10多起中国反向并购股东案的大律师。

尽管很多美国股东在中国股市的初体验很糟糕，但是最终他们在中国投资所得的利益是会回来的。“中国经济的预期增长意味着投资者不会缺席很久，”吉利斯说道。