

## 向浑水学习如何调查公司

资料来源：财新《新世纪》

在美中概股的狙击者浑水，应用的是正常的公司尽职调查方法，为何能频频揭露问题？

对在美上市的中国概念股而言，以狙击和做空问题中概股为目标的浑水调查公司（Muddy Waters Research，下称浑水）不是一个令人愉悦的名字。

截至目前，浑水已狙击了东方纸业（AMEX:ONP）、绿诺国际（NASDAQ:RINO）、中国高速频道（NASDAQ:CCME）、多元环球水务（NYSE:DGW）、嘉汉林业（TSE:TRE）和分众传媒（NASDAQ:FMCN）。受其攻击的公司大部分股价均出现大幅下跌，其中绿诺国际和中国高速频道已退市，多元环球水务已停牌。浑水及相关利益公司亦因此获益匪浅。

浑水成立于 2010 年 6 月 28 日，创始人是一名叫卡尔森·布洛克的美国人。卡尔森毕业于南加州大学，主攻金融辅修中文，后攻读了芝加哥肯特法学院的法学学位。他 2005 年来到上海，就职于一家美国律所；2008 年创办了一家仓储物流公司；2010 年创办浑水，主要做空在国外上市的中国概念股。目前浑水在调查造假公司方面可谓驾轻就熟，多次狙击成功，令中国概念股颜面尽失。

当然，浑水的狙击亦偶有失手。2011 年 7 月初，浑水在其网站上发布了一封致展讯通信高层的公开信，对其财务数据提出质疑，展讯股价应声暴跌 34%。展讯随即澄清，证明疑点不成立，股价遂出现“V”型反转并在随后数月时间里创出历史新高。

### 总体而言，为什么浑水做空的成功率如此之高？

一方面，很多中国概念股本身就存在或多或少的道德风险。类似问题在 A 股市场可能习以为常、见怪不怪，但是在美国市场就存在着一套很成熟的制衡机制，就像生态系统一样优胜劣汰。作为“狙击者”，有漏洞存在，浑水才能狙击成功。苍蝇不叮无缝的鸡蛋，就像索罗斯袭击的对象一定是财政、货币体制出现严重漏洞的国家，客观而言，这种行为反而促进了被攻击的国家的金融体系体制改革。无论是浑水，还是索罗斯，都是保持金融“生态系统”趋向均衡的关键因素。

另一方面，浑水在攻击一家上市公司前做了大量研究，为猎杀做了充分的准备。浑水发表的质疑报告中篇幅最短的有 21 页，最长的达 80 页。做多和做空

都需要做调研，但方法论截然不同，做多“证实”，优点和缺点都要考量，权衡之下才能给出“买入”的评级；做空则是“证伪”，俗称“找茬”，只要找到企业的财务、经营造假证据，“硬伤”一经发现，即可成为做空的理由，类似于“一票否决制”。

对于中美上市公司道德风险问题及证券市场监管体制，已有很多文章做过深刻研究，这里不再赘述。**归纳总结浑水的报告之后，可反推出其整套调研体系，总体来看分为两个相互渗透的方式：查阅资料和实地调研，调查内容涉及到公司及关联方、供应商、客户、竞争对手、行业专家等各个方面。**

### **查阅资料**

查阅资料和实地调研结合是了解一个公司真实面貌必做的功课。尽管无从得知浑水是如何选择攻击对象的——有可能是初步查阅资料和财务分析发现疑点并顺藤摸瓜，也有可能是有内部人提供线索，但在选定攻击对象后，浑水必对上市公司的各种公开资料做详细研读。这些资料包括招股说明书、年报、临时公告、官方网站、媒体报道等，时间跨度常常很大。比如在调查分众传媒时，浑水查阅了 2005-2011 年这六年时间的并购重组事件，从中摘录了重要信息，包括并购时间、对象、金额等，并根据这些信息做了顺藤摸瓜式的延伸，进一步查阅了并购对象的官网、业务结构等。

理论上讲，“信息元”都不会孤立存在，必然和别的节点有关联。对于造假的企业来说，要编制一个天衣无缝的谎言，需要将与之有关联的所有“信息元”全部疏通，对好“口供”，但这么做的成本非常高，所以造假的企业只会掩盖最明显的漏洞，心怀侥幸心理，无暇顾及及其他漏洞。而延伸信息的搜索范围，就可以找到逻辑上可能存在矛盾的地方，为下一阶段的调研打下基础。比如浑水根据公开信息，层层挖掘出了分众传媒收购案中涉及的众多高层的关系图，为揭开分众传媒收购案例内幕提供了重要线索。

### **调查关联方**

除了上市公司本身，浑水还非常重视对关联方的调查。关联方一般是掏空上市公司的重要推手。关联方包括大股东、实际控制人、兄弟公司等，还包括那些表面看似没有关联关系，但实际上听命于实际控制人的公司。浑水在查阅绿诺国际的资料时，发现上市公司 2008 年和 2009 年所得税率应该为 15%，但实际纳税为零。经过进一步查证，发现上市公司仅为一个壳，所有资产和收入均在关联

---

方的名下，上市公司利润仅为关联方“账面腾挪”过来，属于过账的“名义利润”，并发现实际控制人向上市公司“借”了 320 万美元买豪宅，属于明令禁止的“掏空上市公司”的行为。

### 公司实地调研

对公司实地调研是取证的重要环节。浑水的调研工作非常细致，调研周期往往持续很久，比如对分众传媒的调研时间长达半年。调研的形式包括但不限于电话访谈、当面交流和实地观察。正所谓“耳听为虚，眼见为实”，实地调研的结果往往会大大超出预期。浑水一般会去上市公司办公地点与其高层访谈，询问公司的经营情况。浑水更重视的是观察工厂环境、机器设备、库存，与工人及工厂周边的居民交流，了解公司的真实运营情况，甚至偷偷在厂区外观进出厂区的车辆运载情况，拍照取证。浑水将实际调研的所见所闻与公司发布的信息相比较，其中逻辑矛盾的地方，就是上市公司被攻击的软肋。

比如在调查东方纸业时，浑水发现工厂破烂不堪，机器设备是上世纪 90 年代的旧设备，办公环境潮湿，不符合造纸厂的生产条件。发现库存基本是一堆废纸，惊呼：“如果这堆废纸值 490 万美元，那这个世界绝对比我想象的要富裕的多得多。”

在调查中国高速频道时，浑水实地察看了 50 多辆公交车上终端广告播放情况，发现司机都喜欢播放自带的 DVD 节目，高速频道对终端控制力较弱。调查多元环球水务时，看到其中一个办公地点形同虚设，员工毫无工作状态，戏称之为“成人托管所”。

### 调查供应商

为了解公司真实经营情况，浑水多调研上市公司的供应商，印证上市公司资料的真实性。同时，浑水也会关注供应商的办公环境，供应商的产能、销量和销售价格等经营数据，并且十分关注供应商对上市公司的评价，以此作为与上市公司公开信息对比的基准，去评判供应商是否有实力去和被调查公司进行符合公开资料的商贸往来。浑水甚至假扮客户去给供应商打电话，了解情况。

比如在调查东方纸业时，浑水发现所有供应商的产能之和都远小于东方纸业的采购量。调查嘉汉林业时，则发现其供应商和客户竟然是同一家公司，公司干的是自买自卖、体内循环的把戏。调查中国高速频道时，发现上市公司声称自己

---

拥有独有的硬件驱动系统,但是中国高速频道的供应商在阿里巴巴网站公开销售同样的产品,任何人都能轻易购得。

除了传统意义上的供货商,浑水的调查对象还包括给上市公司提供审计和法律咨询服务的会计师和律师事务所等机构。如在调查多元环球水务时,浑水去会计师事务所查阅了原版的审计报告,证实上市公司篡改了审计报告,把收入至少夸大了 100 倍。

### **调研客户**

浑水尤其重视对客户的调研。调查方式亦包括查阅资料和实地调研,包括网络调查、电话询问,实地访谈等。浑水重点核实客户的实际采购量、采购价格以及客户对上市公司及其产品的评价。如浑水发现中国高速频道、绿诺国际宣称的部分客户关系根本不存在,而多元环球水务的客户(经销商)资料纯属于虚乌有,所谓的 80 多个经销商的电话基本打不通,能打通的公司,也从未听说过多元环球水务。

核对下游客户的实际采购量能较好地反映上市公司公布信息的真实性。以东方纸业为例,浑水通过电话沟通及客户官网披露的经营信息,逐一核对各个客户对东方纸业的实际采购量,最终判断出东方纸业虚增收入。虚增的方法其实很简单,即拟定假合同和开假发票,这也是国内上市公司造假的通用方法。

客户对上市公司的评价亦是评判上市公司经营能力的重要指标。绿诺国际的客户对其评价恶劣,称之为业界一家小公司,其脱硫技术由一家科研单位提供,不算独有,更不算先进,而且脱硫效果差,运营成本高,其产品并非像其声称的那样前途一片光明。

### **倾听竞争对手**

浑水很注重参考竞争对手的经营和财务情况,借以判断上市公司的价值,尤其愿意倾听竞争对手对上市公司的评价调查,这有助于了解整个行业的现状,不会局限于上市公司的一家之言。

在调查东方纸业的时候,浑水把东方纸业的工厂照片与竞争对手晨鸣纸业、太阳纸业、玖龙纸业和华泰纸业等做了对比后发现:东方纸业只能算一个作坊。再对比东方纸业和竞争对手的销售价格和毛利率发现,东方纸业的毛利率水平处于一个不可能达到的高度,盈利水平与行业严重背离。

---

在调查绿诺国际和中国高速频道时，它们都宣称在本行业里有某些竞争者——这些竞争者基本都是在行业内知名度很高，然而浑水去访谈竞争对手发现，这些竞争对手竟然都不知道他们的存在。

### 请教行业专家

在查阅资料和实地调研这两个阶段，浑水有一个必杀技——请教行业专家。正所谓“闻道有先后，术业有专攻”，请教行业内的专家有利于加深对行业的理解。该行业的特性、正常毛利率、某种型号的生产设备市场价格，从行业专家处得到的信息效率更快、可信度更高。如当年银广夏被调查一样，一般人难以断定其生产过程的真伪，而行内专家对此却熟稔于心。浑水在调查嘉汉林业时请教税务专家、调查东方纸业时请教机械专家、调查分众传媒时请教传媒专家、调查绿诺国际时请教脱硫技术专家、调查多元环球水务时请教过制造业专家、援引专家的言论，总是比自己的判断更有说服力，这也是浑水乐于请教专家的原因之一。

### 重估公司价值

在整个调研过程中，浑水常会根据实际调研的结果来评估公司的价值。如对东方纸业大致重估了存货的价值，并且拍摄工厂照片和 DV，请机械工程专家来评估机器设备的实际价值；还观察工厂门口车辆的数量和运载量来评估公司的实际业务量。

浑水亦善于通过供应商、客户、竞争对手以及行业专家提供的信息来判断整个行业的情况，然后根据相关数据估算上市公司真实的业务情况。价值重估不可能做到十分准确，但是能大致计算出数量级，具有极强的参考意义。为了达到做空的目的，浑水在狙击上市公司的时候，不排除有恶意低估其资产价值的可能，但就调研方法而言，确有值得借鉴之处。

浑水的调研方法说白了只是正常的尽职调查，在方法论上确实并无重大创新，他们极少运用复杂的估值模型去判断一家公司的价值；然而最简单的方法往往是最有效的方法，调研的收获远远大于办公室里的数据处理。在实施层面上，他们把工作做得很细致，偶尔也会使用些“投机取巧”的方法获取真实信息——比如假冒潜在客户骗取上市公司信任。

这么多案例做下来，浑水基本总结了**中国概念股造假的一些规律，包括设立壳公司、拟假合同、开假发票等，目的是虚增资产和利润，伺机掏空上市公司。**

---

这些都成为浑水关注的重点，也成为了他们取证的重要依据。由于浑水的调研体系全方位覆盖了被调查对象的情况，如果想彻底蒙骗过去，那得把所有涉及的方面都做系统的规划，这不仅包括不计其数的公开资料都口径一致，也得和所有客户、供应商都对好口供，还得把工商、税务、海关等政府部门圈进来。如此造假，成本极其高昂，绝对不比做个真实的公司去赚钱来得轻松。

