

【庖丁篇】— 刊於《信報》，2020年5月7日

## 瑞幸做假窒碍中企赴美上市路

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

4月2日，瑞幸咖啡(Luckin Coffee Inc.)自爆財務造假，涉及金額3.1億美元（約合22億元人民幣）。消息曝光後，瑞幸在美國納斯達克市場的股價暴跌近八成。早於2月份，「做空機構」渾水公司(Muddy Waters Research)發表研究報告，指出瑞幸財務流涉嫌做假，當時瑞幸否認。

渾水此舉，相信非出於政治考慮，只不過是適逢近年中美關係惡化，才有此市場臆測。查渾水公司也只是私人機構，沒有官方背景，其做空之目的，是去實踐發掘公司帳目做假或信息披露不實的工作任務，當然也有賺錢獲利的成份。

### 揭發做假 大手沽空

很顯然，市場上的賣空活動相當重要。因為當一家公司經營良好，投資者可以買入該公司的股份。但當公司經營惡劣，前景看淡，投資者可以對該公司的股份進行賣空，讓價格的升跌，向市場釋放良好或劣質公司治理的信息，可以說是維持市場運行效率的有效力量。由於把股票賣空後，待股價下跌再在低位購回，透過「低價買入，高價沽出」的原則獲利，反映做空的風險其實很高。因為一旦該公司的股價不跌反升，若升勢不止，做空的損失便「無法估計」。因此，對做空機構來說，除非它很有信心確定「被做空」的公司有問題，否則不輕言沽空。在什麼情況下，「被做空」公司的股價一定下跌？就是公司的帳目做假。

渾水經過詳細調研，多月來觀察瑞幸店鋪的銷售情況並將之錄像，點算銷售發

票數目等，據此推算瑞幸的銷售額沒有該公司稱聲那麼多，帳目涉嫌做假，並把調研結果於今年2月初公諸於世。面對這份「殺傷力」巨大的做空報告。當時瑞幸高層」加以否認。但事實畢竟無法以主觀意志改變，而且帳目做假需要承擔法律責任，因此，相信經過考量，瑞幸便「自曝」財務做假。

## 薩班斯-奧克斯利法案啟示

上市公司帳目做假，並非新鮮事物。2001年曝出美國安然公司帳目做假，其後，美國司法部對安然的財務欺詐進行刑事調查，美國證券交易委員會（SEC）亦對安然開出巨額罰款單，最終安然倒閉，負責審核該公司的安達信會計師事務所不僅也遭罰款，而且最終「含恨結業」，這個案例轟動一時。事後，美國監管機構汲取教訓，引入「薩班斯-奧克斯利法案」（Sarbanes-Oxley Act），以保護投資者。根據法案設立了一個獨立的「公眾公司會計監管委員會」（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB），對上市公司的審計進行監管。

今次瑞幸帳目做假遭揭發，渾水的做空報告，顯然激發起投資者對瑞幸這「中概股」的不信任，大舉拋售，以致該公司股價崩跌。

看深一層，十多年前，其實已有不少中國公司到美國上市，而且一些公司亦有涉嫌帳目做假，遭渾水之類的機構狙擊。然而，目前情況跟當年情況有所不同。當年中國企業很多是以「反向收購」，亦即所謂「借殼」方式在美國主板或納斯達克市場上市，可以說是以「後門」方式、未經正式的首次公開招股（IPO）程序上市，缺乏監管機構的嚴格審核、路演以至投資者的認購行為支持等，使帳目做假的「激勵」增加。但經做空機構狙擊一役後，到美國上市的中企已很少以「買殼」方式進行，因為再以這種方式上市，已很難取得投資者的信心，使上市計劃無法達成，即使能夠如期上市，但價格往往也出現大幅折讓。

## 國際機構「背書」無濟於事

於是，此後到美國上市的中國公司，多以 IPO 格式進行。如瑞幸到美國上市，協助瑞幸上市的服務團，除了安永為其審計機構外，還包括瑞信、摩根士丹利、中金國際、海通國際等為其聯合承銷商，得到這些機構的「背書」，可見瑞幸是按一定程序正規上市，但如今居然發現，透過這個程序上市的「中概股」都出現財務做假，勢必令今後到美國上市的中國企業困難重重，無論中企聘用什麼國際會計師事務所為其進行財務審計、什麼投行出任其承銷商，機構投資者都一概不予信任。如果投資者對所有中國公司都價格打折，優質的中國公司就會避免去美國上市，長此以往，劣幣驅逐良幣，去美國上市公司品質下降，投資者更加不信任這些公司，類似「檸檬市場」(Akerlof 1970)，最終導致市場崩潰。

## PCAOB 無法審核中企報告

從會計角度說，按照法例，上市公司的季度報告，不像年度報表一樣，並沒有硬性規定必須得到核數師的審核。目前發現瑞幸的季度報表帳目造假，是未經核數師審核的，所以，從技術層看，核數師毋須承擔法律責任。

但是，無論美國的四大會計師事務所、或這「四大」的中國會計師事務所分部，其核數的作用，並非用放大鏡去「發掘」公司的帳目虛假，而是透過本身的國際信用、對做假「零容忍」的旗幟和往績，對公司發揮「威懾」作用，令公司不敢帳目做假。

可惜，從瑞幸做假個案看，四大會計師事務所的中國分部缺乏這種「威懾力」。瑞幸高管聘用像安永這樣具國際信用的會計師事務所，為其做審計工作，瑞幸居然「夠膽」做假，顯然是覺得遭揭發的機會不大，甚至可能認為年度報告同樣可以避開核數師的「法眼」。事實上，在會計帳目制訂的過程中，瞞過核數師的審核，確實有此可能。

需要指出的是，美國的四大會計師事務所，跟「四大」的中國分部，在法律上是兩家完全獨立的公司。換言之，美國的「四大」，同中國的「四大」沒有任何業務牽連，是兩個完全不同的公司法人。上文提及安然事件後，美國制訂的

「薩班斯-奧克斯利法案」，據該法案所設立的 PCAOB，這家對審計師工作進行監管的機構，一直無法對中國審計師的報告進行審核，原因是在中國的法律框架下，中國證監會不允許中國「四大」直接將其審計底稿交給 PCAOB，而是上交給中國證監會，再由中證監審核後交予美方。在這種情況上，中國四大會計師事務所便可以據此理由，拒絕向 PCAOB 提交審計報告。

## 建跨境審計監管合作

記得 2012 年 12 月初，美國證券交易委員會(SEC)起訴全球四大會計師事務所的中國分公司——普華永道中天、德勤華永、畢馬威華振、安永華明及大華會計師事務所，指控這五家公司拒絕向 SEC 對在美國上市的中概股涉嫌欺詐投資者的調查提供審計資料底稿，以及相關文件，違反美國《證券交易法》和《薩班斯一奧克斯利法》。事實上，中美雙方一直就跨境的審計底稿問題進行談判，但一直未能達成徹底的解決方案。

中美未能建立審核工作的跨境合作監管機制，這個灰色地帶，在公司治理質素參差、良莠不齊的情況下，顯然是無法杜絕在美國上市的中概股帳目做假。這的確是一個大問題。此外，在美國，對於上市公司帳目做假，或信息披露有虛假，投資者都可以透過集體訴訟起訴該公司，令這家公司有外在壓力進行合規經營。但在中國，便缺乏這種集體訴訟對公司合規經營的「威懾」外壓。今次瑞幸造假暴露出來的問題，包括中美在跨境審計監管合作缺乏機制的問題，雙方的爭議和談判會否出現突破性發展，值得關注，但瑞幸帳目做假，無疑令中企今後到美國上市走上一條崎嶇困難路。