

什么样的公司有财务造假嫌疑？

——来自香橼公司和浑水公司的启示

陈彬 刘会军

(深圳证券交易所，广东 深圳 518028)

摘要：2011年，中国概念股因财务造假问题遭遇做空潮，引发广泛关注。香橼公司和浑水公司作为做空中国概念股的主要机构，在揭露中国概念股财务造假方面十分精准。分析香橼和浑水做空研究报告发现，中国概念股所表现出的一些表性特征与财务造假有极强的正向相关性。这些特征主要包括：远高于同行业的毛利率；报给工商和税务部门的文件与报给SEC的不一致；有隐瞒关联交易的情形或收入严重依赖关联交易；可疑的主要股东和管理层股票交易；审计事务所名不见经传且信誉不佳；管理层的诚信值得怀疑；更换过审计事务所或CFO；过度外包、销售依赖代理或收入通过中间商；复杂难懂的超过商业实际需要的公司结构；超低价发行股票。香橼和浑水公司发现中国概念股财务造假和做空的过程启示我们：第一，推行上市公司分行业监管有利于监管人员发现上市公司的财务问题。第二，建立预警指标体系有助于监管人员排查、甄别上市公司的财务问题。

关键词：中国概念公司；财务造假；香橼公司&浑水公司

Abstract: In 2011, many China concept stocks listed in the United States markets were accused of accounting fraud, triggering widespread concern. Two U.S.-based research institutions, i.e. Citron and Muddy Waters, seemed to be very accurate in detecting these companies with crooked books. Through analysis of the reports disseminated by these two institutions, we found that those accused companies frequently exhibited the following characteristics: gross margins much higher than competitors; material discrepancies between docs filed to different regulation bodies; hided deals by insiders; dubious stock deals by the controlling parties or senior managers; hiring infamous or bad-imaged auditors; dishonest and unreliable management teams; history of replacing auditors or CFOs; excessive outsourcing, sales relying on agents or intermediaries; far too complex company structures; ultralow issue price, etc. The success of the Citron and the Muddy Waters reveals that it helps to discover accounting fraud by regulating according to industries, and, an early warning indicator system will be helpful for investigating and screening accounting problems of listed companies.

Keywords: China concept stocks, accounting fraud, citron and muddy waters

作者简介：陈彬，法学博士后，深圳证券交易所综合研究所副研究员，研究方向：金融证券法。刘会军，深圳证券交易所博士后。

中图分类号：F276.6 文献标识码：A

引言

2011年，中国概念股特别是中小公司股票集中遭遇美国空方“阻击”，甚至在2011年3至6月份一度引起抛售中国概念股的狂潮。中国概念股之所以被集中做空与中国企业在赴美上市(尤其是反向收购)过程中过度包装和财务造假有关，但是，也与几家做空中国概念股的专业公司推波

助澜有关。其中，香橼公司和浑水公司在做空中国概念股的浪潮中以其精准的出击赢得了无数的争议和关注。在进行制度性反思和修补的同时，这两家公司发掘和质疑中国概念股财务造假的手段也许同样值得我们思索和借鉴。他们是如何精准地发现上市公司财务造假的？他们有什么特别的指标体系或方法吗？本文的目的就在于探讨香橼和浑水公司发现中国概念股财务造假的方法，以期为我国监管

层改进对上市公司监管工作提供一些借鉴。

香橼公司与浑水公司做空中国概念股

自诞生以来,香橼公司(Citron)和浑水公司(Muddy Waters)共做空23家中国概念股,其中纽约交易所上市公司4家,纳斯达克上市公司16家,多伦多交易所上市公司1家,在美国OTC交易的上市公司2家。在被做空的中国概念股中,有7家已经被退市,1家被停牌,有11家出现60%以上巨幅下跌,另有2家公司尚处于做空战役之中。并且,这些公司在被做空之后,公司及其高管大多遭到了监管部门的调查或集体诉讼。香橼公司和浑水公司的具体战绩如下:

香橼公司由安德鲁·莱福特(Andrew Left)创立,其主要业务为做空,但并非专门针对中国概念股。自2006年至今,香橼公司共做空18家中国概念股,其中2006年2家,2007年4家,2008年1家,2009年2家,2010年3家,2011年6家。这些公司中有2家来自纽交所(新东方和东南融通),14家来自纳斯达克,2家来自OTCBB。除在新东方上失手和哈尔滨泰富电气的做空战役正在进行之外,其他的做空均以香橼的胜利告终。目前,有6家公司已经被退市,5家的下跌幅度在90%附近或以上,4家在70%左右,1家在20%左右。

浑水公司由卡森·布洛克(Carson Block)创立,是一家专门为做空中国概念股而成立的公司,其公司名称中的“浑水”即取自中国成语“浑水摸鱼”。自2010年中至今,浑水公司共正式做空5家中国公司(中国高速传媒被香橼和浑水公司同时做空),其中2家公司已经被退市,1家被停牌(结局很可能是退市),另2家分别出现60%和70%左右幅度的下跌。此外,浑水公司还针对另一家中国概念股公司展讯通信以公开信的形式列出了许多疑点,希望管理层能给予答复,但并未发表正式的做空报告。与香橼公司的做空对象主要来自纳斯达克不同,浑水的做空对象有许多都是规模较大的公司,如来自纽交所的2家公司和来自多伦多交易所的嘉汉林业,嘉汉林业在被做空之前市值高达70亿美元。

鲨鱼是如何闻到腥味的?

针对上述23家公司,香橼公司和浑水公司一共发表

了39份研究报告,通过对这些研究报告的分析,我们大致可以发现上市公司身上的何种腥味吸引了做空者的到来。

通过报告可以发现,香橼公司和浑水做空中国概念股的理由大致可以分为两类,一类是基于市场理由的做空,另一类则是基于违规理由的做空。

一、基于市场理由的做空

基于市场理由而针对中国概念股发起的做空比较少见,仅有新东方、金融界、奥瑞金种业和斯凯网络属于此类。香橼公司在2009年建议做空新东方的理由主要是跟中国的同类公司相比,新东方已经被高估。被香橼公司拿来作对比的是华尔街英语,因为当时华尔街英语被以1.45亿美元的价格转手。香橼公司做空金融界的理由则是认为金融界当时收入的大幅增加(以及由此带来的股价大幅上升)是因为中国火爆的股市,而这是不可持续的,且与同行相比,金融界已经被高估。^[1]质疑奥瑞金种业和斯凯网络的理由则主要是因为它们的技术和商业模式并不诱人。

香橼公司在以市场理由做空中国概念股方面并不成功,如新东方在被香橼做空之后股价上升了超过100%,奥瑞金种业和斯凯网络的下跌幅度也不大,这反映出香橼公司在对公司进行市场估值方面并无特别优势。香橼公司的创始人莱福特也承认在预测公司的市场前景方面,他失手颇多,但是,他值得自豪的是在揭露公司的财务造假方面从未失手。

二、基于违规理由的做空

除新东方等4家公司之外的中国概念股都是被香橼和浑水公司基于违规理由做空的,而这些违规指控都可归结于一点,那就是“财务造假”。通过报告可以发现,公司造假的手段各不相同,但是发现造假的突破口却如此相似。香橼和浑水公司尽管在具体的调查手段上有所不同,比如,香橼公司更加依赖对上市公司财务报告等公开信息的分析和对照,而浑水公司由于是律师创立的,较多地采用了暗访、走访客户及经销商等实地调查手段。但是,吸引他们对公司展开调查的突破口却是类似的。香橼公司在其报告中也一再强调,发现公司造假根本不需要多少高深的财务知识,也不需要多大规模的调查,只需要具有常识和一点点的尽职调查。那么,是

什么样的理智帮助做空者锁定猎物的呢？

剔除上述4家基于市场理由被做空的中国概念股，在剩余的19家公司的做空报告中，我们可以发现一些反复出现的突破口，而香橼和浑水在很大程度上正是根据这些突破口和进一步的尽职调查对公司的财务报告提出质疑的(见表1)。

香橼和浑水在其报告中认为这些特征和财务造假有极强的正相关性，具体情况如下：

1. 远高于同行业的毛利率

有些公司的业绩太好了，好得都不像真的了。香橼的研究报告中反复出现的一个词汇是“too good to be true”；反复强调的一个逻辑是，在充分竞争的市场中，每家企业只能取得平均的利润率，除非这家企业有足够合理的理由，如先进的技术、行业的领头或垄断地位等。如果理由不够充分，而企业又取得了远高于同行业的毛利率，那么，财务报告存在造假的可能。

厨房小家电生产商德尔集团(Nasdaq: DEER)公布的平均年增长率为400%，毛利率比行业龙头九阳股份还高46%，而九阳的规模是其8倍，而且德尔集团几乎没有任何广告和零售终端开销。在淘宝网的厨房小家电生产商“关注度”排名中德尔更位列第51名；在最近的时期，最多的产品只卖出9件，绝大多数产品的销售量为0，而九阳产品每周的销量高达几千件。这像一个每年增长400%的公司吗？你还相信它的毛利率比九阳高46%吗？^[2]

表1 风险特征出现频率统计

出现次数	特征描述	代表公司
11	远高于同行业的毛利率	德尔集团、新博润、中国高速传媒
10	报给工商和税务部门的文件与报给SEC的不一致	哈尔滨电气、绿诺国际、多元水务、东方纸业
8	有隐瞒关联交易的情形或收入严重依赖关联交易	中国阀门、新泰辉煌、嘉汉林业、多元水务
8	可疑的主要股东和管理层股票交易	美国超导、新泰辉煌、东南融通
8	审计事务所名不见经传且信誉不佳	中国阀门、绿诺国际和哈尔滨电气
7	管理层的诚信值得怀疑	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	绿诺国际、中国生物、新泰辉煌、嘉汉林业、展讯通信
5	过度外包、销售依赖代理或收入通过中间商	多元水务、东南融通、嘉汉林业
4	复杂难懂的超过商业实际需要的公司结构	嘉汉林业、多元水务
3	超低价发行股票	中国新博润、泰诺斯资源

数据来源：作者整理。

新博润(Nasdaq: BORN)宣称其发明的湿法制酒工艺是中国白酒制造业的重大技术革新，因而取得较高的毛利率，但是招股书中列明的2007、2008、2009和2010年前3个月的研发投入却只有8万、12万、20万和15万人民币左右。你相信这是能够带来超高毛利率的重大技术革新吗？^[3]

中国高速传媒(Nasdaq: CCME)公布的财报甚至比Focus Media更赚钱。每块屏幕所创造的收入是其他公司的3.5倍，中国高速传媒大约有5.5万到6万块屏幕，华视传媒有12万块。在2010年的第2季度，华视的总收入是3100万美元，而中国高速传媒用不到华视一半的屏幕创造了5300万美元的收入。并且华视的屏幕主要在一线城市，而中国高速传媒的主要在二、三线城市。在google和baidu中搜索户外媒体广告商，也几乎见不到中国高速传媒的任何报道，也没有任何有影响力的分析师关注过该公司，而同行业的巴士在线(Bus-online)、世通华纳(Towona)和华视传媒(VisionChina)则报道广泛。中国高速传媒每投进1元钱，当年便可赚回超过50分，这样的资产回报率“已经超过Google、苹果和微软，而且还是在未引起任何主流媒体注意的情况下悄悄实现的。如果这是真的，那么，这个案例至少值得商学院反复学习100年。”^[4]

2. 报给工商和税务部门的文件与报给SEC的不一致

工商和税务等部门保存的企业资料是发掘公司财务造假的一座金矿。但是，这些资料存在一定的争议性，有些企业可能为了规避或逃避税收等而向这些部门故意隐瞒公司的真实情况。香橼和浑水公司认为工商等部门保存的文件和报给SEC的文件存在些许差异是可以理解的，但是当差距达到一定程度的时候(如90%以上)，对于推断企业的财务造假便具有了实际意义。此外，在有些资料中还夹杂有企业经过会计师事务所审计的财务报告，这些经过审计的报告具有更高的可靠性。

哈尔滨电气(Nasdaq: HRBN)的工商登记资料显示2010年净利润不到1200万美元，而财报显示净利润为8000万美元；SEC材料显示负债为1.51亿，而工商登记材料显示为2.76亿。^[5]

绿诺国际(Nasdaq: RINO)的工商登记资料显示2009年收入为1110万美元，业绩为亏损，但是报给SEC的文件

显示收入为19260万美元，净利润为5640万美元。并且，公司公开的增值税缴纳数额和收入完全不成比例；产品销量大增，但是原材料的进货量却没有增加，显示存在财务造假嫌疑。^[6]

多元水务(NYSE: DGW)公告的2010年收入为10亿人民币，2009年收入为7.834亿人民币，但是多元水务的中国工厂的工商登记资料中的审计报告表明其2009年收入应在330万至560万人民币之间，收入被夸大了超过100倍。^[7]

东方纸业(NYSE: ONP)2008年收入被夸大超过27倍。中国公司的工商资料表明公司的收入只有240万美元，而公布的则是6520万美元；2008年纳税只有45350美元，而公开宣称的则是290万美元。^[8]

此外，值得注意的是，香橼和浑水有时也会调查上市公司前10大客户或代理商的工商登记资料。如报告中指出：嘉汉林业几家代理商的工商登记显示其注册资本只有几万美元，但每年却做着几亿美元的大生意；东方纸业前10大客户中的许多客户都规模太小，根本不可能购买那么大量的纸，显示这些公司存在造假嫌疑。

3. 有隐瞒关联交易的情形或收入严重依赖关联交易

大量关联交易的存在使得公司有虚构公司业绩或掏空上市公司的可能，因而其业绩的坚实度和财报的可信度都随之降低。如果一家公司存在未披露的关联交易，其缘由也往往不会是信息披露过失那么简单，背后可能存在更大的问题。^[14]对中国公司而言，土地房产类的关联交易有时是利润腾挪的安全港，因为土地房产不但比较值钱，而且价钱的评估也不容易。

泰诺斯资源(OTCBB: TNRO)的生产设施是从关联方租用的，而公司的第一大客户也是关联方。中国阀门(Nasdaq: CVVT)收购Able Delight，但是却没有披露董事长的外甥拥有Able Delight 34%的股份。新泰辉煌(Nasdaq: BRLC)的主要供应商、债权人和一家主要股东都是一家名为Kolin的公司。嘉汉林业(TO: TRE)的一些代理商的法人代表和董事长是来自嘉汉林业的高级管理人员，公司对此未予披露。多元水务(NYSE: DGW)2009年向慧元(惠元)研究所支付了2620万元人民币的咨询费，而公司却未披露该研究所是多元水务董事长在北京用3万元注册的一家个人独资企业。^[9]东南融通(NYSE: LFT)有70%以上

的雇员来自同一家外包劳务公司，并宣称该公司是无关联第三方。但是这家劳务公司除这笔生意之外未见其他商业存在，而且也未见试图开展其他生意，该公司亦没有自己的网站，与东南融通使用同样的电子邮件后缀，办公地址在同一栋楼，给政府的报备文件也由东南融通法律部职员签署。^[10]

4. 可疑的主要股东和管理层股票交易

主要股东和重要管理人员的股票交易有时会有暗示意义。公司业绩下滑时，管理层抛售股票不是好兆头；当公司的公开情况显示公司存在重大利好，而主要股东和管理层却积极兜售股票时，更不是好兆头。

美国超导(Nasdaq: AMSC)在发布4.5亿美元大额销售合同的当天CEO套现1100万美元，CTO和其他一些董事也有套现行为。新泰辉煌(Nasdaq: BRLC)公布了不错的业绩，但管理层却毫不犹豫地抛售股票。东南融通(NYSE: LFT)在上市后的4年内，其主要创立者也是董事长把其所拥有股票的70%，价值超过2.5亿美元，无偿赠送给了朋友和公司职员。公司的解释是钱对董事长已经毫无意义，但董事长却有以不合法手段谋取钱财的经历。

5. 审计事务所名不见经传且信誉不佳

对中国概念股进行财务审计的经常是一些名不见经传的小公司，而这些小公司在中国又无分支机构，不得不将业务委托给中国的一些事务所进行，这就为造假提供了空间。此外，中国的审计主要围绕发票进行，较少进行实际核实，而发票很容易造假。如果公司公布的审计报告存在错误，且制作粗陋，则更表明会计师不认真或不称职。

有许多中国概念股都是因为聘请了信誉不佳的审计公司而引起做空公司的关注，比如中国阀门、绿诺国际和哈尔滨电气都聘用了Frazer Frost作为审计公司，而Frazer Frost曾多次受到SEC的惩罚。此外，德尔集团聘请的Goldman Kurland & Mohidin公司也存在信誉问题，其审计的3家公司暴跌，1家因财务信息披露违规被摘牌。

6. 管理层的诚信值得怀疑

不诚实和不值得信赖的管理人员会使公司的财务报告更宜出现造假的可能性。如果一家上市公司的核心股东或重要管理人员在过去有严重污点或有事实表明其不值得信任，那么，公司财务报告的可信度将随之降低。

银泉科技(OTCBB: CVDI)的核心管理人员一直通过包装仙股赚钱。绿诺国际(Nasdaq: RINO)董事长夫妇在RINO完成1亿美元集资的当天从公司借款350万美元在Orange County购置豪宅,而且董事长夫妇和其他管理层、独立董事以及审计事务所之间存在非同寻常的关系。^[11]新华财经(Nasdaq: XFML)的重要股东Dennis Pelino和两位独立董事都来自同一家因众多的违法犯罪行为被退市并被宣布破产的公司Stonepath Group。并且,新华财经母公司的董事Shelly Singhal曾经先后卷入两起重大的股票诈骗事件,还有证据表明他曾经从别人那里购买股票但从未付钱,而新华财经的CFO、董事,甚至是独立董事都与Shelly Singhal有非同寻常的关系。^[12]

泰诺斯资源(OTCBB: TNRO)的管理人员就更有传奇性。19世纪80年代,James Poe曾经是South China Resource Corp的CEO,而他的夫人Paula Poe也是这家公司的董事之一。该公司在温哥华证券交易所交易,宣称和中国政府合作养殖对虾。这家公司向投资者开出了许多诱人的许诺,结果是股票飞涨,但诺言从未兑现,最终破产。在破产后,Poe和她的夫人又缔造了另一个伟大的“中国故事”Pan Asia Mining Corp,该公司在多伦多证券交易所交易。这一次是宣称和中国政府合作开发中国唯一的钻石矿。到2001年,这家公司把投资者融给它的3900万美元全部输光。该公司也因发布虚假消息和故意夸大资产而被停牌。公司的CFO Don Nicholson也因故意发布虚假消息被处罚。加拿大卑诗省证监会的处罚记录显示James Poe夫妇也曾因违规交易被处以证券市场禁入。现在,这些人又组建了泰诺斯资源,只不过James Poe将名字改为James Po, CFO换为Don Nicholson(不是原先的那位,是原先那位CFO的儿子,原先的那位仍然担任公司的顾问),Poe的夫人也不再是公司的董事,而换成了他大约20岁的女儿Crystal Poe。“尽管该公司刚从市场融资500万美元,但表示公司财务状况的红旗比中国五一劳动节大游行上的红旗还要多。”^[13]

7. 更换过审计事务所或CFO

更换审计事务所或CFO也被视为造假的征兆,尤其是频繁更换或者前后聘请的审计事务所都名不见经传的时候。此外,与审计事务所关系过密或聘请不会讲中文的外国人担任CFO也被视为负面特征。

绿诺国际(Nasdaq: RINO)3年经历了4任CFO。中国生物(Nasdaq: CHBT)4年经历了5任CFO。新泰辉煌(Nasdaq: BRLC)审计事务所刚刚更换,并且前后两家事务所都名不见经传。嘉汉林业(TO: TRE)审计事务所是Ernst&Young,而TRE的董事会看起来似乎是专门为前Ernst&Young合伙人设计的退休计划,有5位董事来自Ernst&Young。展讯通信(NASDAQ: SPRD)CEO和CFO分别于2009年2月和4月离职;2009年10月,新任CFO又离职,在任仅4个月。2009年9月,审计委员会一名委员辞职,2009年9月审计事务所德勤被更换。

8. 过度外包、销售依赖代理或收入通过中间商

财务造假的手段之一就是宣称公司的大部分劳务、业务、销售等采取外包作业,这样将避免使公司面对众多的交易对手,并将公司的具体运作情况尽可能的移出财务报表。

多元水务(NYSE: DGW)宣称通过分布于28个省的80个分销商销售产品,这使得易于造假,因为不需要提供客户增长的记录,也易于确认收入。东南融通(NYSE: LFT)超过80%的工作人员来自劳务派遣,这使得其将大量的财务信息转移到表外,使人们难以分析其真实的财务状况,如每个员工创造的收入及每名员工的支出等。嘉汉林业(TO: TRE)宣称大多数业务都是通过代理商进行,代理方代替采购木材、代理加工、代替出售、代替收款、代替交税,所得再从代收的货款中扣除。中间商代替缴纳增值税和所得税,这样公司就可以操纵收入,而不用出示主要的审计凭证,即增值税发票,留给审计事务所的可审计痕迹很少。

9. 复杂难懂的超过商业实际需要的公司结构

很多公司的结构非常复杂,虽然可能给公司带来税务优势,但是在造成营运上低效率的同时,也方便了财务造假和资产转移。尤其是那些通过不同的国家和地区联结起来的公司,格外值得警惕。例如,嘉汉林业(TO: TRE)的海外结构复杂难懂,利用至少20个英属维尔京群岛公司联结起来,这种复杂不透明的结构既非出于税收方面的考虑,对一个合法经营的实体而言也完全没有必要。再如,多元水务(NYSE: DGW)在上市之后设立了大量的分支机构,高度集中于北京和廊坊,根本不是为了拓展公司在各地的业务,只是为了方便进行关联交易和

腾挪资金。

10. 超低价发行股票

部分公司愿意以看起来过低的价格发行股票，应提防这些公司的实际价值根本不是宣称的那样。^[15]

例如，中国新博润(Nasdaq: BORN)宣称在银行有大笔现金，但却以超低价发行股票，显示公司非常缺钱。再如，泰诺斯资源(OTCBB: TNRO)股票交易价格在5美元附近时，设计了复杂的发行策略，以略超过1美元的价格增发。

除以上特征之外，香橼和浑水的报告亦明确指出的可疑公司造假的特征还包括：公司高管报酬过低、请求信息披露豁免、公司网站简陋或提供的信息不够充分、缴纳的税收和收入不成比例、财务报表比较粗糙、信息披露内容格式在年度之间不一致、与同行业公司相比纸面财富的比例过大、即刻威胁起诉爆料者等。

启示与建议

香橼公司和浑水公司做空中国概念股的方法在某些方面对于改进我国监管层对上市公司的监管工作具有一定的启示意义。

一、分行业监管有利于监管人员发现上市公司的财务问题

通过分析香橼和浑水公司的研究报告可以发现，许多公司的财务问题都是通过与同行业公司对比的方式发现的，如远高于同行业的毛利率、公司在行业内所处的状况、与同行业公司相比的资产构成，甚至技术状况等。由此，在我国监管层针对上市公司的监管工作中，若按照行业划分上市公司由监管员分行业进行监管，将有利于发现上市公司的财务问题。

二、建立预警指标体系有助于监管人员排查、甄别上市公司的财务问题

香橼公司和浑水公司做空中国概念股的经验表明，尽管某些特征的出现并不一定表明上市公司存在财务造假，但是这些特征的确和财务造假存在相当程度的正向关联。上市公司监管工作不能离开监管人员的判断，但是恰当地筛选和运用这些特征，将有助于监管人员梳理、排查和甄别上市公司的财务问题。因此，我国监管层可以考虑在适当的时候，结合评级机构的评级指标、国内外财务造假案例，筛选和甄别出若干风险特征，建立一套预警指标体系。这样一方面可利用这些案例和风险特征对上市公司监管人员进行培训，增强监管员的监管能力；另一方面，对出现多个风险特征的上市公司，可在监管中重点关注或列入重点观察名单，亦可作为对上市公司进行分类监管的参考性或辅助性分类依据。

参考文献：

[1]Citron Research Reports on New Oriental Education and Technology, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2009/04/16/citron-research-reports-on-new-oriental-education-and-technology-nyseedu/>.

[2]Why Citron Believes This DEER Has a Target on its Head, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2011/04/04/why-citron-believes-this-deer-has-a-target-on-its-head/>.

[3]Citron Research Covers China New Borun (BORN)- Is this Company All Wet?, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2010/10/12/citron-research-covers-china-new-borun-born-is-this-company-all-wet/>.

[4]Citron Research Reports on China Media Express, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2011/01/30/citron-research-reports-on-china-media-express-nasdaqccme/>.

[5]Citron Research. Harbin Electric: If the Bank thinks it worth \$7.00, then Citron thinks it's worth \$7.00....or less, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2011/06/01/harbin-electric-if-the-bank-thinks-it-worth-7-00-then-citron-thinks-it%E2%80%99s-worth/>.

[6]Muddy Waters Research on RINO International Corp., online: <http://www.muddywatersresearch.com/research/>.

[7]Muddy Waters Research on Duoyuan Global Water Inc., online:

<http://www.muddywatersresearch.com/research/>.

[8]Muddy Waters Research on Orient Paper, online: <http://www.muddywatersresearch.com/research/>.

[9]Muddy Waters Research on Duoyuan Global Water Inc., online: <http://www.muddywatersresearch.com/research/>.

[10]Longtop Financial (NYSE:LFT) Final Proof of Undisclosed Related Party Transactions, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2011/05/09/longtop-financial-nyselft-final-proof-of-undisclosed-related-party-transactions/>.

[11]Muddy Waters Research on RINO International Corp., online: <http://www.muddywatersresearch.com/research/>.

[12]Citron Reports On Xinhua Finance Media, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2007/05/21/citron-reports-on-xinhua-finance-media/>.

[13]Citron reports on Terra Nostra, online: <http://www.citronresearch.com/index.php/2007/10/24/citron-reports-on-terra-nostra-otcbbtnro/>.

[14]刘星，胡伟. 机构投资者参与公司治理的研究——基于关联方占用的角度[J]. 贵州财经学院学报，2010，(6).

[15]刘红. IPO定价合理性实证分析[J]. 贵州财经学院学报，2010，(2).