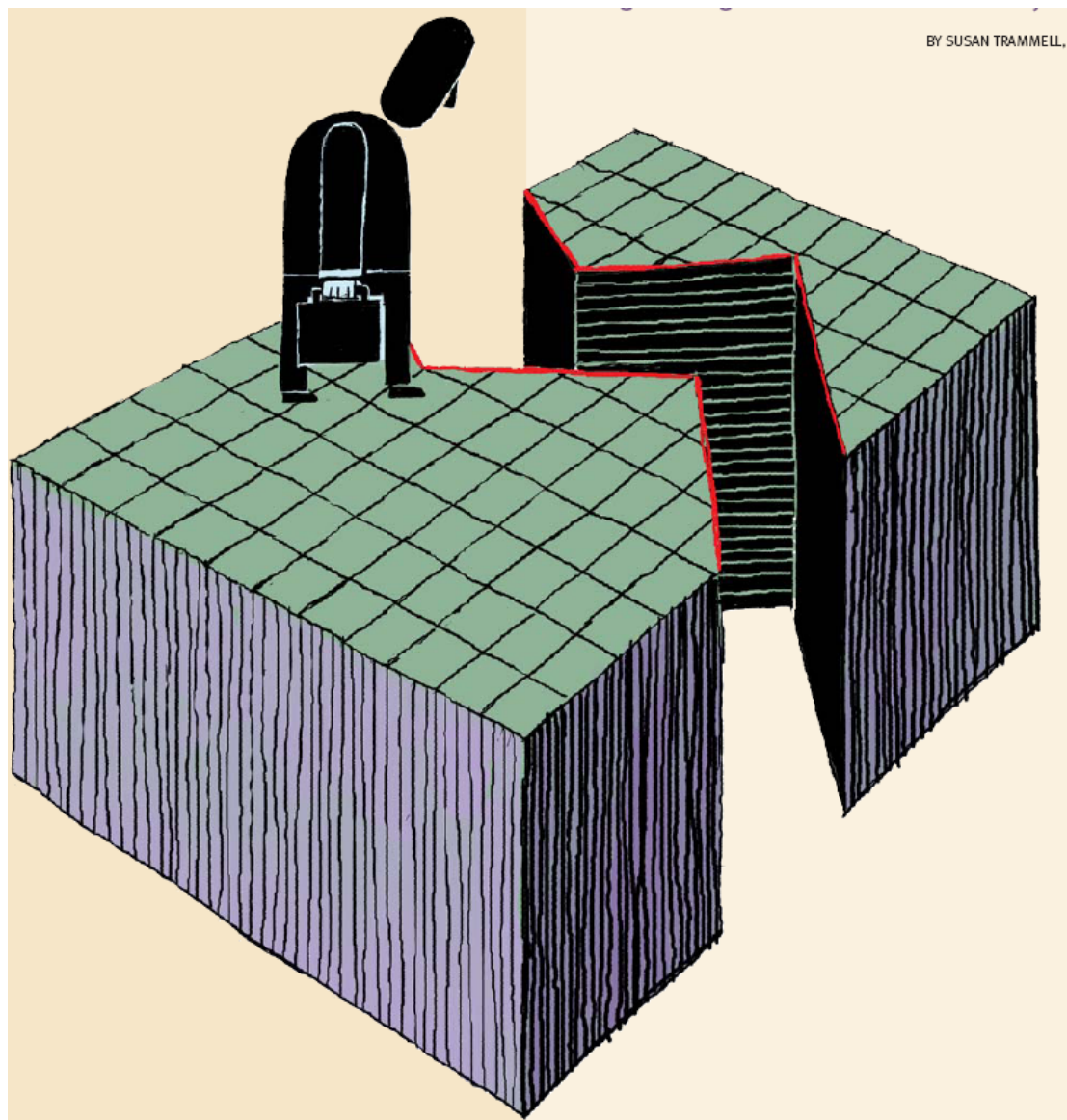


# 面对问题报表 ——证券分析师能够甄别盈余管理与真实财务数据吗？

## Into the Breach

By Susan Trammell, CFA



很多人认为随着愈来愈多的会计准则、报表和指导方针被采用，上市公司进行盈利操纵的几率也愈来愈少，但是这些人显然低估了管理层的胆量（与会计师相比而言）。一项对财务高管的调查显示，在衡量业绩和披露信息方面，401 名被访者中，高达 78% 的高管倾向于放弃长期经济价值以达到盈利预期。

如果一家公司预计盈利低于预期，最常见的做法就是酌情减少支出。调查中，80% 的被访者表示会酌情降低研发、维修、广告以及其他领域的支出，另外 55% 的被访者表示会延期开工新项目，其他类似的做法包括在当季而非下个季度计入利润，向用户提供激励购买政策，减少储备，延期支付费用等等。

20 位高管中的 15 位被访问时表示只要在公认会计准则（GAAP）的范围内，而且代价不太大的情况下，愿意采取上述措施。尽管深知这些措施未来会损害公司的价值，财务高管们宁可铤而走险而非遵循会计准则原则。

正如管理者们所指出，商场变化莫测，远非报表上数字所显示一般，而偏偏资本市场钟爱预测，这样导致上市公司认为自己有“义务”为了达到预期进行盈利管理——对于这一点，恐怕证券分析师万万没有想到。这样一来，对于那些一直跟踪财务报表的分析师又是难上加难，因为公司的做法实际上对未来价值有害无益。

### 价值尺度

在我们的调查中，盈利被外界认为是衡量公司最重要的尺度，其获得的关注度比收入或经营现金流高出三倍之多。

“高质量的盈利数据不一定是保守的，”Crotty，CFA 持证人，是一名首席投资顾问兼股权投资策略组合经理，“我们所谓的高质量盈利数据应该是反映一家公司本质的经济情况以及实际运作。”换句话说，对分析师而言，他们的工作就是通过这些数据判断公司的盈利是否来自其主营业务以及报表中的数据是否充分反映公司的实际运转情况。

资历丰富的分析师熟知公司的安排，并能够对自己的研究做出相应的调整。会计假定会在脚注中以小一号的字体注出，分析师可以从中发现公司是否在会计报表中做了手脚。而通常分析师只会关注那些更加明显的数字，而不会对部分数据细加审查，比如存货估值、预提坏账准备、养老金会计、延期税项以及贷款损失计提等等。对高应计制的公司，比如采用完成百分比会计准则的公司，更是应该敲响警钟。

现金与盈利相比可以更可靠地反映出公司的运转，而在我们的调查中，外界普遍认为经营现金流和自由现金流远不如盈利和预估盈利重要。

“很多人以为现金流报表无可挑剔，殊不知这也会被做手脚。”Crotty 指出管理层可以将融资或投资活动的现金流转移到经营活动现金流项下，或者反过来做。

Marc Siegel, CFA 持证人，作为华盛顿金融研究与分析中心（CFRA）的全球总裁，曾经发表一篇题为《现金流报表的惯用会计伎俩》的文章，文中粉碎了现金流作为衡量业绩最高尺度的一些“神话”。他写道，“一些会计手段被用来要么提高经营现金流，要么粉饰不可持续的

现金流。”以下四种方法经常被用来掩饰公司的真实现金流情况：

**拉长应付款项的时限。**最直接的做法就是放慢支付供货商货款的速度。最终供应商会发难，迫使公司接受更利于他们的条款。分析师需要监测并计算公司延长付款的时间。

**应付融资款项。**这是变相延长偿还短期债务的时限。例如，公司让一家金融机构向卖主支付当季货款，然后在下一季度将款项打入金融机构，以此来控制经营现金流。分析师看到报表应该反问自己为什么会多出一家金融中介机构，而在正常的交易中是不存在这种情况的。

**应收款项证券化。**非金融机构会将长期、高质量的应收款项转移至某一金融机构或者其他利益实体名下，以使其资产证券化。证券化的收益增加会使公司的经营现金流提高。另外，管理层可以自由选择如何将转移应收款项的帐面价值与应收款项的数额之差（即收益）体现在报表中。更加激进的做法是将之直接计入业务收入下，或者用之抵消经营费用或计在经营收入栏以下的“非经常发生项”下。

**回购股票。**上市公司会回购股票以抵消因行权而摊薄的股本。行权的税收收益可能被计入经营现金流，而现金支出会则被计为融资活动。经营现金流随着行权的增加而增加，而现金支出会在现金流报表中计入融资活动项下。

## 七宗罪

“随着市场人气走高，股价一路上升，公司也受到了钻报表空子的诱惑，”Christopher Laudani, 是空方代表，他的公司就是要找到会大幅下跌的股票，“很多前年，Howard Schilit 分析了一系列报表惯用伎俩，有些现在仍然适用。特别是在当前的热门行业，你总能发现做过手脚的痕迹。”

Howard Schilit 于 1994 年建立了华盛顿金融研究与分析中心（CFRA），旨在开展前瞻会计研究与尽职调查。他曾经列出 7 项上市公司最有可能操纵财务报表数据的方面：

- 一：过早将问题收入记录入帐；
- 二：计入假账；
- 三：以一次性收益提高收入；
- 四：将当期费用前移或后移入帐；
- 五：不计入或不适当地减少债务；
- 六：将当期收入转移到未来；
- 七：将未来费用作为特别费用移至当期。

随着服务在经济中的比重日益增大，资产的实体性却日益降低，减值测试也变得更加困难。面对难以确定价值的资产，分析师应该要求公司明确解释其是如何进行估值，与对手相比与众不同之处何在。“分析师可能不具备足够的专业知识和信息作出分析，”Jeff Curtiss 说道，他也是 CFA 持证人，并且曾经是几家大型上市公司的 CFO，“但是如果所有公司都以基本相同的方式评估资产，那么分析师心里就有数了——他们的方法应该是正确的。”

但是即便是行业普遍采用的做法，分析师对其也应该保持怀疑的态度。“我的观点是投资者和分析师最关注的方面，就应该是最重要的方面，”Siegel 建议到，“比如同一店面的销售额，如果搬移、扩建或关闭一家店面，将会产生怎样的影响呢？所有这些因素都可能使同一店面销售额增加。”CFRA 曾经做过一项专门分析，研究餐饮业如何界定同一店面销售额，结果发现每家公司对此的定义竟然都不相同。

**火眼金睛。**

政策调整可以弥补某些漏洞，但是善于伪造帐目的公司很快就会钻其他政策的空子。有经验的分析师能够敏锐地发现公司会计项目中的猫腻或者其他更重要的问题。

**完美中蕴含虚假。**如果一个公司在一段时期内业绩持续大幅高出对手，分析师就应该对此产生质疑。“当你比较了五六家面向同一客户的公司之后，你就会开始思考--为什么这家公司的利润比其他公司高很多，但成本却又如此之低？”Laudani 说道。她的公司致力发现那些价位随时都会暴跌的股票。

**递延税项。**某些特定费用在缴纳税款时是不能抵扣的，这样公司就会支付比当期损益表上显示更多的税款，这部分差额被划到了递延税款项下。“尽管这部分差额是由于时间而造成的，我们还是应该清楚为什么根据 IRS 税收标准和向证券交易委员会递交的文件会产生不同的数额”，Crotty 说道，“缴付税款是企业一项实实在在的活动，即其向政府缴纳现金。

**从资产负债表上剔除债务。**固定收入分析师对公司是否掩盖真实债务尤其关切，比如回租协议就是常用手段之一。在该协议下，公司将资产卖给另一方，从而增加了销售收入，之后出于需要再将其租回。这一协议会在脚注中写明，而一般的会计报表不太容易提醒分析师注意到回租协议。出于透明化的要求，一些公司会将这样的协议披露在 EBITDAR（税前收益，税收，折旧，摊销和租金）项下。

**披露项的变动。**如果一个公司开始将其披露重点从长期业绩转向其他项目时，分析师就有理由开始警觉。例如，之前总将每股收益挂在嘴边的管理层却开始将投资者的注意力引到现金流上。

另一项应该提起我们注意的是披露项中文字是否变化。标注中使用的大部分文字在各个时期都应该是大同小异的，变化的一般只有数字。“应该仔细对比这些文字”，Siegel 这样认为，“我们之所以注意这些看似空洞的文字，是因为它们微小的变化能够反映出（该公司）会计准则的变化”。

**公告做手脚。**在对媒体发表的公告中，公司不必将对证券交易委员会递交文件中的每一项都作出说明，于是有些公司就在这上面打起了主意。Siegel 举了这样一个例子：一家公司将季度报表（10-Q）中的“储备”项拆开，而在公告中又将两项合并。这一举动引起了 CFRA 的警觉，CFRA 在审查后得出结论公司的储备资金并不充足。

**连环收购。**尽管合营会计方法逐步被淘汰，收购方的管理层仍然有相当的权利决定收购价格如何在被收购公司的资产价格表上体现。持续的收购行为有可能就是在掩盖收购方不尽如人意的业绩，尤其是像每股收益和资产回报率这样对股价有决定作用的项目。

**频繁的“非经常性”费用。**这种说法听起来有些自相矛盾，但的确有些公司会将注销项目归为非重复发生费用，但是实际上这项活动却经常发生。

**巨额冲销。**一家业绩很糟糕的公司可能会将所有的费用都计算在一个时期内，使业绩大幅下滑。“一家公司如果这样做”，Crotty 在谈到公司的这一伎俩时说道，“那分析师需要小心对待这时出现的下滑。”为了得到公司业绩的真实情况，分析师应该将某些费用分摊到未来预测的年度报表中。



## 动机何在

人们普遍认为，管理层对业绩做手脚是为了保住自己的奖金，但是调查的结果却并非如此。调查显示，公司对收入作假的最主要动机是为提高其在资本市场的信用度，其次则是维持或抬高公司的股价，维护管理层在外界的声望以及让投资者相信公司未来的发展前景。确保员工的奖金排在了很靠后的位置。

不管是通过粉饰商业行为，还是采用某些会计手段，许多 CFO 们都认为掩盖业绩不足是他们的一项重要工作。但当被问及是否造成价值破坏和如何做出财务报告决策时，他们也认识到这样的短期收入管理会对长期产生影响甚至后果。公司只能短时间内掩盖所存在的问题，长期而言，一切总会水落石出。CFO 们只能寄希望于到时增长能够化解这些问题。

## 后世之师

那么，分析师如何保证不再上财务诡计的当呢？

首先，了解公司所在的行业。每个行业都有特定的需要关注的领域，熟悉公司业务的分析师能够预测公司财务报表的薄弱之处。

其次，与能够提供答案的人沟通。分析师应该认真审阅公司的财务报表——年度报表(10-K 表) 和季度报表(10-Q 表)。在与管理层沟通的场合上（如投资者日或者年度会议），分析师应勇于提出尖锐问题。Curtiss 建议分析师甚至通投资者关系部门，找到会计部门真正负责编制财务报表的人了解情况。

第三，保留对公司运作的好奇心。Siegel 举了一个案例：一家公司阐明存货增长的三点原因，但当这些原因被量化后，并不能完全解释其大幅增加量--这就隐示着近期对利润的压力。

第四，保持警惕和怀疑态度。“记得世通公司吗？”Laudani 问道，“这家公司比同业竞争者表现好得多。然而他们从事的是一样的业务，面对同样的顾客，采用同样的商业模式。为什么世通公司能比同行多赚那么多钱呢？当你询问管理层时，他们会说‘我们就是更出色啊。’投资者多年来对此信以为真，但是这并非事实--公司做的是假帐。事实其实一直就在我们眼前，你只需要真正加以考量。

最后，要更加努力地工作。随着对透明度要求越来越高，公司递交的相关文件也随之增加。很多文件都有简装电话本那么厚了。也许将来有一天我们会被披露文件压得喘不过气。

“我相信很多分析师没有仔细阅读公司提交给证券交易委员会的文件，也没有批判性地评估公司或管理层。Curtiss 说，“许多公司在事实允许的范围内将业绩尽量提高，从而让一些重要股东保持信心。”他还补充道：“投资者应该对此保持清醒认识。”

**Susan Trammell, CFA 持证者，供职于纽约市一家咨询公司，提供商业计划和市场调查服务**

## 相关链接

### 压力 vs 要求

几乎每个受访者都主动表示他们觉得大多数公司本质上是值得信赖的--这个结论倒是令人

鼓舞。因为高级财务主管们必须承受来自公司股东的巨大压力，这些压力本身甚至有时自相矛盾。

如今 CFO 们面临如何处理好三方面（三角）利益。审计方希望公司采用谨慎的会计准则，按规矩行事；董事会要为公司利益负责；投资者（常常包括雇员）则只是希望看到股价上涨。

“CFO 们总是承受着各种各样的压力。一名优秀的 CFO 可以感受得到那些压力，” Jeff Curtiss 是一位退休的 CFO（CFA），他说道，“你无法自始至终使所有人满意。误入歧途的上市公司毕竟还是少数。”

Curtiss 指出，根据 2002 年美国颁布的萨班斯—奥克斯莱法案规定，公司外部和内部审计人员必须向独立的审计委员会报告，告密者有机会直接向这个审计委员会举报。许多公司还成立了专门的披露委员会。CEO 和 CFO 们要声明保证相关文件（如年度报表(10-K 表)和季度报表(10-Q 表)）充分地反映了公司财务状况中所有重要的方面。

“CEO 和 CFO 声明中仅仅遵守 GAAP(公认会计准则)是不够的，”Curtiss 说，“如果公司采用激进的 GAAP 的会计准则，也必须予以充分披露。”

敬请期待。。。

《投资经典翻译系列之六：如何理解药品的定价机制》