一些公司为了顺利在银行机构或资本市场筹集到所需资金，往往会通过各种方式来进行资产状况、经营业绩和现金流的粉饰，投资者得学会如何识别财务报表中的异常、判断财务报表的质量。

如何揭掉财报的面具

中债资信评估有限公司研究部 胡彦宇 陈代娣

如果说企业粉饰财务报表是化妆术，那我们在此介绍的方法就是财务报表卸妆术了。关于会计科目异常的识别包括利用各种财务指标的静态识别、趋势分析和同业比较，这些也是分析师一般常用的方法。在这里，我们转换了视角，从不同会计科目之间的勾稽关系（指某个会计报表和另一个会计报表之间以及本会计报表项目的内在逻辑对应关系，如果不相等或不对应，说明会计报表编制存在问题）出发来进行财务信息异常的识别。

通过对不同会计科目进行综合判断，我们可以发现，很多看似合理的单个会计科目数据实质上并不正常。我们在此重点介绍一些适用性较高的识别方法，并结合案例重点分析与公司经营和现金流极其相关的一些重点会计科目的勾稽关系。

◎与利润表相关的会计科目异常

营业收入增幅低于应收账款增幅，且营业收入和净利润与经营性现金流量相背离。

在公司销售产品的过程中，一般都会产生应收账款。正常情况下，应收账款的变化幅度应与营业收入的变化相一致。如果应收账款增长速度高于营业收入，可能意味着：第一，公司放宽信用条件以刺激销售；第二，公司人为通过“应收账款”科目虚构营业收入。此外，理论上来说，虽然随着应收账款迅速增加和销售回款速度下降，经营性现金流自然会随之下降，但是，如果经营性现金流净值的增长速度长期显著低于净利润甚至为负数，且应收账款的增速一直高居不下时，就需引起注意，因为这极有可能是公司虚构营业收入而非放松信用条件。

营业利润大幅增加的同时营业成本、销售费用等增加比例很小。

公司正常经营产生营业收入时不可避免要产生营业成本和销售费用，这两项费用一般与营业收入的增长率是保持一致的。如果当期营业利润出现了大幅增加，而营业成本、销售费用等没有变化或变化很小，则有三种可能：一是相关的销售并不存在；二是公司为优化当年盈利水平，已将当期应计费用调至上一会计年度；三是公司刻意调减当期应计费用来相对提高营业利润，如将应作为期间费用的无形资产研究费用资本化为在建工程或计入长期待摊费用等。

公司应缴增值税、营业税金及附加和所得税费用异常低，与收入和利润增长幅度不匹配。

公司所得税一般由公司利润乘以税率所决定，如果公司利润较高，但是所得税却低于应有的水平，说明所得税费用与净利润差异较大，在没有免税条款的情况下，很可能是报表舞弊的预警信号。同样，公司应缴增值税应与销售商品增值额对应，营业税金及其附加与提供应税劳务等相对应，如果应缴增值偏低，可能意味着营业收入被虚构。此外，如果应税额与净利润差异较大，也可能是公司偷税漏税或虚构收入的预警信号。

◎与现金流量表相关的会计科目异常

拥有与经营业绩不相匹配的现金余额，且现金占资产总额比例过高，多年来变化很小。

一般而言，公司为了避免负担额外不必要的机会成本，其货币资金余额都会与自身的经营情况相匹配。如公司的货币资金余额明显超出经营规模的需要，且多年来无变化或变化较小，则可能是由以下几方面原因造成：第一，现金用途受到限制，如进行质押、设立担保等，而公司未将相关情况进行披露；第二，现金资产被控股股东等关联方占用。

高额现金伴随着高额短期负债和逾期欠款等。

如果公司拥有高额货币资金的同时还伴有高额的短期银行借款等短期负债或逾期借款，且高额货币资金基本上能够涵盖短期借款或逾期借款，那么该公司背后可能也存在着和上一情况一样的问题。

应收账款变动不大的情况下，销售商品、提供劳务所收到的现金与营业收入和增值税增幅不匹配。

理论上来说，在应收账款年初年末余额变动幅度不大的情况下，当年的销售商品、提供劳务收到的现金增长幅度应与营业收入以及增值税的增幅相匹配，如现金流增幅大大小于收入和增值税增幅，则有虚构收入并虚开增值税发票的嫌疑。

应付账款变动不大的情况下，购买商品、接受劳务支付的现金与营业成本增幅不匹配。

同应收账款一样，在应付账款年末余额变动幅度不大的情况下，当年的购买商品、接受劳务支付的现金应与营业成本增幅保持相当水平，如现金流增幅大大小于营业成本，则公司有可能虚构收入，并相应虚构了相关营业成本。

其他与投资活动相关的现金流会计科目异常情况。

一是某会计年度现金流量表中出现大额的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”，而在资产负债表及其附注中的固定资产原值、在建工程以及无形资产等长期资产项目在年度内没有发生明显变化；二是“投资支付的现金”、“收回投资收到的现金”与长期股权投资、可供出售金融资产等科目变动幅度不匹配；三是“吸收投资收到的现金”与验资报告中的货币出资金额不匹配。

◎与资产负债表相关的会计科目异常

其他应收款或其他应付款数额巨大，与公司的主营业务收入规模不匹配。

由于公司会计人员将经营活动以外的其他各种应收或应付的款项全部用其他应收款和其他应付款科目核算，这使得这两个科目的核算内容比较繁杂，很容易成为某些单位或个人进行舞弊的工具。涉及其他应收款和其他应付款的舞弊手法主要有：第一，利用其他应收款科目隐藏短期投资，截留投资收益；第二，利用其他应收款隐藏利润，偷逃税款；第三，利用其他应收款转移资金；第四，利用其他应收款私设小金库；第五，利用其他应付款隐藏费用。

案例一：鲁北化工拥有与经营业绩不相匹配的现金余额，且高额现金伴随着高额短期负债和逾期欠款。

2012年6月，证监会通报了鲁北化工信息披露违法违规案。经查，2006年至2008年间，鲁北化工存在大股东鲁北集团非法占资等多项信披违法违规行为。

从鲁北化工2005年至2007年的财务报表可以发现，其2005年至2007年的经营业绩显示，虽然鲁北化工的营业收入有所增长，但其净利润却逐年下降。而在这三年间，其货币资金却一直保持在高位，2005年和2006年其货币资金余额一直在4亿元以上。另外，其资产负债率也低得惊人，2005年至2007年，资产负债率分别仅有28.43%、27.35%和23.3%。

结合母公司鲁北企业集团在2004年质押了上市公司的部分股权，且在2006年被司法冻结这一背景，以及母公司在2003年曾占有其大量资金的经历，有理由相信，鲁北化工极有可能存在隐瞒资金使用限制和负债，并虚增资产，以此来粉饰财务报表。而证监会公布的调查结果显然印证了这一怀疑。经证监会查实，2007年至2008年，鲁北化工与大股东山东鲁北企业集团总公司发生巨额非经营性资金往来，其中鲁北化工累计向鲁北集团划转资金22亿余元，鲁北集团累计归还资金19亿余元，扣除期初余额，截至2008年底，鲁北集团占用鲁北化工资金余额2.76亿元，且没有按规定进行披露。此外，鲁北化工2007年一季度报告、中报和年度报告中短期借款期末余额也未如实披露，分别比实际少披露1.05亿元、1.05亿元和3500万元。鲁北化工力图通过粉饰财务报表的相关科目来掩盖这一情况，从而误导市场投资者的投资行为。

案例二：中捷股份存在高额现金伴随高额短期负债的情况，且与经营性现金流量净值不匹配。

2008年4月，中捷股份被查出其控股股东、实际控制人中捷控股集团有限公司2006年以来违规占用上市公司资金近1.7亿元，而中捷股份对上述事项未履行相应的审批程序及信息披露义务。2008年5月15日，深交所发布公告，对中捷缝纫机股份有限公司及相关当事人给予处分。

虽然在中捷股份2005年披露的其他应收款项目中均显示无持本公司5%以上（含5%）表决权股份的股东单位欠款，但事实上，通过对2003年以来公司货币资金和短期借款的对比可以发现，中捷股份的控股股东可能一直存在着占资行为，且隐瞒占资行为极可能要推前至2005年。从2004年至2005年的财务数据中可以发现，2004年中捷股份的货币资金从2003年的8000多万激增至3.80亿元，2005年则继续上升至4.87亿元，与此同时，其短期借款也在逐年上升，2004年短期借款余额几乎是2003年的两倍，而2005年则达到4.29亿元。高货币资金余额伴随着短期借款的急速增加显然不符合常理。如再结合其经营现金流量净额的增长情况可进一步发现，2005年公司全年经营性现金流量为-1.2亿，2004年末货币资金完全可以满足，为何又要向银行寻求短期融资呢？因此，这只可能是现金被控股股东等关联方占用或现金用途受到限制，且中捷股份对其进行了刻意隐瞒。

表1 鲁北化工2005年至2007年相关财务数据（单位：元）

	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31
营业收入	609,747,116.06	641,212,553.38	976,676,882.20	805,447,183.29
净利润	3,160,573.69	-6,178,555.91	-10,952,473.61	-673,534,834.01
货币资金	420,081,940.55	478,532,374.49	216,088,591.31	83,589,695.43
短期借款	176,845,000.00	236,000,000.00	149,000,000.00	265,600,000.00
资产负债率(%)	28.43	27.35	23.30	35.17

资料来源：WIND，中债资信整理。

表2 中捷股份2003年至2008年一季度相关财务数据（单位：元）

	2003-12-31	2004-12-31	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-03-31
货币资金	83,849,948.19	380,056,273.01	487,105,005.77	212,132,705.96	508,454,557.66	550,239,229.26
短期借款	95,068,450.00	187,607,560.00	429,097,934.60	327,780,383.60	302,813,373.00	267,306,553.00
经营活动产生的现金流量净额	68,845,000.35	55,978,216.85	-124,054,742.95	-104,209,741.22	54,204,451.83	89,637,717.28

资料来源：WIND，中债资信整理。

中性策略私募直面固定收益信托

好买基金研究中心 许付漪

过去一年，固定收益信托的“刚性兑付”不断受到拷问，这类收益固定的融资模式背后的风险也正被不断披露。新的一年，先知先觉的投资者，已经开始把目光转向了另一些收益稳定但设计更为透明的产品。市场中性策略的私募基金，便成为固定收益信托的良好替代品。

市场中性策略是指通过股指期货工具，对冲掉市场的系统性风险，收益与指数的涨跌无关，只与组合中的股票相对于大盘的涨跌相关。在选股当中，一般也采用庞杂的数量化分析系统，通过高频的交易，不断地积累小幅的收益。市场中性策略是对冲基金中净值波动小、风险低的一种策略。全球对冲基金近1、2、3、10年期的平均年化收益率均为正。一般来说，市场中性策略的对冲基金会同时在权益类资产上做多和做空来进行对冲，在选择做多或者做空的标的上也可以选择股指期货，通过股票或是股指的多空头结合来将系统性风险对冲掉，获取到超额收益。目前国内市场中性策略主要采用的是做多股票，同时做空股指期货来进行对冲。

相比期货管理策略等收益很有冲劲的策略，市场中性这个策略显得要相对从容和平稳。好买基金研究中心列举了目前国内部分采取较典型的市场中性策略的阳光私募及其收益，国内目前做市场中性策略的私募公司主要有朱雀、民晟、杉杉青骓、信合东方和尊嘉等。其中表现比较好的有倚天阁的信合东方合伙企业和信合东方，其净值整体呈现稳步上扬态势，波动较小。倚天阁旗下的两只产品在采取市场中性策略的同时，也在跨品种、跨时间和跨地域的基本套利中寻求投资机会。

此外，像尊嘉ALPHA、杉杉青骓的青骓量化对冲1期和民晟的民晟A、B、C号则都是相对比较纯粹的市场中性策略的私募产品。这类产品表现出了相对平稳的收益，从好买统计的累计收益来看，除了2只未取得正收益之外，其余均取得了正收益，大部分产品的收益在0至10%之间。如果再观察产品的净值走势的话，这些采取市场中性策略的私募产品收益都是平稳上升的。

对于稳健型的投资者而言，这类私募产品除了能保持一个独立于指数的收益之外，借道信托平台发行的私募产品都会定期进行净值的披露，投资者可以通过净值的变动及时了解产品的收益。另外，每月定期的开放也使投资者可以更为自由地选择进入和退出的时点。可以说，相对于固定收益信托隐藏的风险，市场中性策略的私募产品是一个很不错的替代品。

目前国内的市场中性策略主要采取两种对冲方式，即市值对冲和Beta对冲。这两类对冲模式都需要私募公司有一个较为强大的系统和后台来支持。比如杉杉青骓主要采用的是市值对冲的方式，公司根据自己建立的多策略模型，选出股票之后会根据不同的权重，进行相对分散的持仓。模型的建立主要依托于公司量化投资的基础设施和量化投资团队的建设。公司的核心团队具备海外顶级对冲基金工作背景及大规模资金跨市场管理经验，并且建立了海外对冲基金通行的投资决策、风险控制及业绩归因分析流程。其基金经理郭强曾任职于美国著名的千禧基金管理团队，并为其在国内搭建对冲团队，拥有超过8年的成熟的对冲基金管理经验。

同样采用市场中性策略的尊嘉ALPHA，通过模型选股做多，同时做空沪深300股指期货。公司同样注重量化团队的建设，从2009年9月公司成立以来，尊嘉逐渐提高量化研究水平，目前已建立多个对冲策略模型。尊嘉ALPHA成立以来净值表现稳健，两名基金经理均具有10年的基金从业经验。

因此，在选择市场中性策略的私募产品时，投资者在关注其博取超额收益的能力的同时，公司的量化选股模型对于收益的影响也至关重要。值得一提的是，目前我国市场上做此类量化策略的机构还非常有限，而其中有足够强大的实力的机构更是屈指可数。在这场电脑战人脑的战场中，目前竞争者甚少，获取超额收益的概率也更大。