

如何分辨财务报表中的会计游戏？|长线·大鱼第 24 期

会计游戏的历史和会计本身一样久远，不断变化的仅仅是管理人员喜欢玩的花样。本文概括了一些目前比较重要的会计操作手法，这些手法很可能用在产生关于企业前景的报表上，糊弄那些对价值投资基本理念不够关注的投资者。我们反复强调，价值投资者需要仔细审视企业的财务报表，并对企业发布的数字做出自己的修正。

衍生品的定价和记账

数据出现财务报表之前比出现之后更容易被操弄，实现这一目的的手段是通过衍生品。衍生品是特殊的金融工具，其目的一般是通过风险间的抵消，实现风险对冲（被称为衍生品是因为交易的价值往往由风险之间的关系衍生出来）。

假设你以固定利率持有一个抵押贷款，但是现行利率比你需要支付的利率低，而且你的预测是低利率会保持不变甚至会变得更低。你可能会跟其他几百万人的做法一样，重做你的抵押贷款。但如果你必须为此支付罚金，你可能会想通过其他途径来解决这个问题。假设你的兄弟有一个浮动利率的按揭贷款，他对未来利率走势的观点和你不同。他很可能希望他能支付你的固定利率贷款，而作为交换，由你去支付他的浮动利率贷款。

公司之间通过利率交换来交换利率付款是很常见的情况，而互换的价值是从两个利率之间的关系中得到的。只要公司彼此间的偏好不同，他们就可以互换与很多基准因素相关的其他义务、如汇率、石油或其他大宗商品的价格，以及林林总总的其他因素，甚至包括天气情况。

衍生品的定价和记账在会计上是非常困难的任务。实际上，这其中牵涉的过程是如此复杂，以至于财务会计标准委员会会话费了十几年时间才制定出可行的标准并付诸实施。在很长一段时间内，尽管市场上存在的衍生品的数额已达到以万亿美元计的规模，但在会计制度上他们的处理却是一点空白。

为了说明有多困难，我们用你和你兄弟之间互换作为例子。毫无疑问，交易的双方都认为自己从交易中获得了价值。其中一方可能是对的，另一方可能是错的，而对与错会随着时间的变化而变化。如果利率保持低水平甚至变得更低，你会获利；如果相反的情况发生，你会受损失。在某段时间内，你可以正确的宣称你通过利率互换省了钱，而且将这些节省的钱算作某种形式的收入，或者是最起码地避免了某些费用。在这段时间内，你兄弟会遭受损失，或者说费用增大了。

不论你通过这个兄弟间的互换是赚钱了还是赔了钱，这样的贷款可以延长至抵押贷款的这个期限，而这样的期限有可能长达 30 年。因此，估算互换会异常困难，需要做大量的判断。随着衍生品交易数量的增大，公司在这方方面面临艰巨的任务。

针对衍生品的会计规模最终在 20 世纪 90 年代被制定出来，规则要求衍生的价值应以公允价值计算，并且应作为资产或负债出现在资产负债表上。但是，衍生品的公允价值可能每天都会发生变化，而且对某些产品，不能总是找到可靠的市场价格来决定公允价值。估算是必要的，但是衍生品的估算尤其困难，因为往往受制于有限的历史记录。这就使得一些基本原则的使用，如储备金等，变得比在一般的情况下更困难。结果是，在涉及衍生品的会计处理上，非常容易出现极端激进和诈骗性质的问题。

涉及衍生品的通用会计准则的复杂程度是和产品的复杂程度相关的，而我们也不应该望而却步。我们需要知道的是，现行的规则要求我们对衍生品的使用和会计处理进行深入研讨。价值投资者应该对这些解释进行研究，这样做可以帮助我们理解管理人员是如何看待公司的业务和会计行为的，从而帮助我们回答是否应该买入该公司股票这一疑问。

资产负债表外的诡计

将可能存在的问题刻意忽略的另一种会计手段是操弄资产负债表外融资项目，这也是美国国会在针对 20 世纪 90 年代末四大欺诈案后通过的《萨班斯—奥克斯利法案》中明确回应的几个会计问题之一。安然使用了数以千计的特殊目的实体以隐藏债务，使得这些债务可以被总公司所用，但却不会对总公司的财务表现造成负担。很多实体是由安然的高级管理层来管理的，使得彼此之间的协调非常容易，而且编制了一张利益冲突的大网。

到 2001 年年底，形式已经很明显，安然在前面的 4 年间没有恰当的公布这些“关联交易”，这些交易是作为表外交易来设计的。例如，在一宗明目张胆却并不鲜见的案例中，安然在一家波兰公司持有一笔投资，该笔投资者卖不掉，于是干脆卖给了另外一家安然持股的“友好”公司，并做了一笔“利润”。这笔利润在利润表中出现，但其中细节却没有公开。

情况披露后造成的后果是非常惊人的，而且形式变得越来越糟。安然股票 20% 的市值——价值 220 亿美元——被蒸发掉。公司不得不重新制作发布了前 4 年的财务报告，累积的利润减少了大约 20%，即大约 6 亿美元。在资产负债表上，2000 年的合计债务增加了大约 628 亿美元，其他年份的数据也类似。

通用会计准则要求类似的关联方交易应被公开，公开的内容包括相关各方之间的相互关系、交易的性质和金额，以及对财务报告的影响。对内容的解释中还包括协议是如何达成的，使用的方法是如何随时间变化的，以及特别关键的，应能提供证据表明达成的交易对双方利益是至关重要的。安然对这些规则的回应是非常简单模糊，仅表示有这类交易存在，却没有提供交易的任何细节。

安然案例中表外业务涉及的规则更为复杂。小比例股权投资以“公允价值”显示在资产负债表上，收益、损失和股份分红一般被放置到收入户头上。中等规模的持股按股权成本报告，然后每年修正，以反映所持有的投资对象的股票发生的变化。修正基于投资对象的盈利或者损失情况，而现金分红被当作从股票到现今的转换。对持股比例超过 50%、拥有控制权的公司需要采用合并会计，这意味着所有这类子公司的资产和负债都需合并到母公司的账目上，然后减去其他少数股东持有的权益和义务。

这些规则设定使得管理人员试图利用那条似乎很明确的介于股权投资和合并会计方法之间的界限，即 50%的所有权比例。例如，为什么不与投资对象协商，将持股比例定在 49.5%而不是更高呢？这样一来，在投资者的资产负债表上，就应有一个净费用调整过后的项目“股权投资”，而不必包括投资对象母公司资产负债表中的所有条目，包括债务。这就是“资产负债表外融资”的核心——利用有益的资产获得收益，而不必将其在资产负债表上显示出来，同时也就不必将其涉及的费用包括在报表中。

和其他类似的会计操作方法一样，表外融资会使价值投资者的工作更加辛苦，因为要根据隐藏的负担和成本，对资产负债表和利润表进行修正。解决这个问题最好的策略是干脆不要投资那些财务报表中的数据显得浑浊不清或者过于复杂的公司。

对养老基金的处理

对养老基金的处理也是会计舞弊的高发领域。这些基金是企业代员工管理的退休金。基金投资于证券，因此账面价值会随着投资结果涨跌；另外，基金的支出也会随着员工的退休、死亡以及这些事件预计发生的时间的变化而有所起伏。要确定投资的价值以及负担的义务就牵扯到主观的判断。

例如，基金经理必须估计投资的回报率，还要以类似保险精算的做法估测员工的老龄化程度以及退休人员的死亡率，这些估测产生的结果可能是资产大于负债，或者相反。对公司来说，这意味着收益或者损失，而且这些结果会显示在公司的财务报表上。和其他情况类似，相关

的会计规则很复杂，但有一点是价值投资者格外强调的。

通过会计准则允许公司将退休金成本作为费用，将投资产生的收入作为营收。另外，对上述两种情况，通用会计准则允许使用估计的养老基金资产的预期回报率计算收入，即便实际上没有挣得这部分收入。所以，过于乐观的年回报率估计就等于是给公司注入了不存在的收入。

使用 10% 作为年回报率的估计的例子并不罕见，即使美国股市长期的平均回报率只有 7%~8%。这个数字——很容易确认——给价值投资者提供了一个过滤那些不可持续的投资目标的快捷工具。任何使用 9%~10% 预计年回报率的公司都可以被轻易的过滤，除非有特别的情况或其他因素可以支持这种预测。

股票期权：不需会计处理的例子

股票期权是不受制于会计规则的赢家。这类工具在 20 世纪 90 年代发展神速，是很多公司员工奖励的一部分。股票期权的常见形式是给予员工在特定时段内以特定价格购买公司股票的权利。通常，制定的购买价格会等于或高于期权授予时公司股票的价格。其目标是激励员工更好地管理公司，因为这样做可以提高利润，进而提高公司的股价，员工就可以从期权中收益。

处于政治的原因，通用会计准则没有要求将股票期权作为利润表中的成本对待。给员工发放的现金报酬是要作为费用处理的，毫无疑问，发放股票应该同样对待。会计标准中没有要求期权作为费用来处理，理由是价值难以计算，但这个理由并不那么站得住脚，因为：（a）估值方法的进步和市场的发育已经使定价不那么困难；（b）尽管使用这些方法比较困难，但也不比会计和业务实践中的其他一些估值方法更困难。政治和权力斗争才是背后真正的原因，而四大欺诈案带来的一个正面影响就是现在正在采取措施，以便能将期权放到费用中。

但一个负面的情况是，美国国会没有太多政治意愿去推动这件事情。尽管国会议员们对此进行了讨论，但当遇到阻力的时候他们就退缩了。除了政治，也没有别的原因能解释这种退缩，因为国会为因四大欺诈案而通过的其他法案的监管范围已经侵入其他监管机构的地盘，而这些机构原本更合适担当这样的角色。

但是政治因素并没有阻止财务会计标准委员会要求企业股票期权奖励做出更大的公开，他甚至要求公司公布股票期权对公司股票净收入和每股盈利的潜在影响。对价值投资者来说，这是非常重要的数据，因为这些数据是由支持对股票期权的会计处理进行规范的企业界领袖直

接放到利润表中的。

在各方政治力量的妥协下，一条折中的会计法规得以通过。该法规是有关“可变期权计划”的。这一要求涵盖了股票期权重定价策略。这种情况发生在前一次批准的期权没有发挥作用，股票价格跌到了行权价格以下，而不是涨到之上的情况。重定价会降到行权价格，从而重新引入与前一次失效相同的激励，通用会计准则指明这类做法应计入费用中。然而，有个很简单的做法可绕过这样的规定，即将前一次的激励计划撤销，等一段时间后在推出一个新计划。这样管理人员就不需要再财务报告中包括股票期权了，这正是他们求之不得的。

价值投资者可能彼此之间对会计手段也持不同意见。例如，价值投资者对股票期权的会计处理就持有不同的观点，甚至有人认为这种手段压根就不该用。他们关注的重点是公司管理层如何解释使用股票期权作为一种薪酬手段，以及为什么选择了某一特定的会计方式来处理他们。关于股票期权的公开呈报的质量是反映管理层的能力和诚信度的重要指标，其重要性并不亚于慎用这种激励手段和采取保守的会计方法本身。

来源：《价值投资原理与实战》（美）劳伦斯 A. 坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。