

上市公司财务造假三大特点 谨防“美丽曲线”陷阱

——2010年以来上市公司财务造假案例解析

中国上市公司研究院

6月,欣泰电气或因欺诈发行退市成为A股市场的热门话题之一,该公司因涉嫌欺诈发行和上市后会计造假等触发暂停上市相关条款,又一财务造假事件浮出水面。

对投资者来说,财务报表是其了解上市公司的指南针。透过财报了解上市公司的盈利状况、偿债能力、成长能力、资本结构和现金流等情况,是投资者选择投资标的、做出投资决策的重要环节。

然而,A股上市公司不断上演的财务造假事件,给价值投资蒙上了阴影。原本价值投资在以散户主导的A股市场面临着严峻的考验,财务造假事件将它置于更尴尬的境地。

纵观国内外,财务造假事件充斥于所有的资本市场,即便是资本规模庞大且相对成熟的美国也不可避免。

我国资本市场起步晚,尚不成熟,正处于不断完善的阶段。尽管相关部门针对企业上市初、上市后不同阶段的财务状况建立了相应的配套监管机制,进行严格把关,但还是有不少企业存在财务造假行为,成为监管下的“漏网之鱼”。

对投资者来说,了解财务造假发生的原因、造假企业的相关特点,学会利用财报分析规避造假标的将更有价值。

财务造假顽疾难治

以欣泰电气收到的《行政处罚和市场禁入事先告知书》来看,暂不考虑其退市与否,其造假收益远高于行政处罚。欣泰电气通过财务造假成功上市,首次公开募得资金总额达2.57亿元。针对此次造假事件,根据证监会行政处罚和市场禁入事先告知书,拟对欣泰电气及相关责任人做出共计1907万元的罚款,占首次募资金额不到8%。

追溯历史,南纺股份、海联讯、万福生科、云投生态均涉及造假上市,不考虑上市后的其他融资情况,其首次募资金额均远远高于行政处罚(见表1)。

从这一层面上来看,造假受到的行政处罚远远小于违法所得。而企业上市后又可定向增发、配股等再融资,继续利用资本市场“圈钱”。

上市融资原本是为了扩宽企业融资渠道、增强企业活力、发展优质企业,从而达到资源合理配置的目的。财务造假事件的发生严重扰乱了市场的秩序,破坏了企业发展的生态环境,损害了投资者的利益。

从监管层面上看,监管机构的执法是严格按照法律规定实施的,但相关制度设计导致监管机构对上市公司财务造假的处罚力度尚难以发挥法律震慑作用。处罚金额与违法金额的巨大反差又导致企业造假可以获取巨大收益,在一定程度上成为造假事件轮番上演的推手。

财务造假在一定程度上显示了我国立法缺失、执法不足的现状,由此导致监管效力严重削弱、处罚力度明显达不到“杀一儆百”的效果。追溯根源,这与我国立法的基本指导思想有关。与成熟的资本市场相比较,我国打击财务舞弊更多的是为了维护市场秩序。而成熟的海外资本市场高度重视保护投资者的利益,由投资者发起的巨额民事赔偿诉讼,足以形成遏制上市公司财务造假的效力。

可见,在现行市场制度和环境下,由于各种主客观原因的存在,财务造假成A股一大顽疾,在一定时期内很难消除。

造假手法万变不离其宗

企业财务造假手法千变万化,但主要是围绕收入、费用和现金流这三方面展开,构造业绩“美丽曲线”。从重大财务造假事件来看,上市公司主要造假手法有虚增收入、虚增利润、虚增或减少应收账款等。由于上市和退市机制中重点考察上市公司的净利润情况,美化利润是财务造假的最终目的。

但对投资者来说,最直观的业绩指标莫过于净利润。由于“权责发生制”并不考虑本期实际是否收到或付出资金,而是以权力或责任的发生来确定应收和应付,使得利润表成为财报中最容易造假的区域。

通过分析2014年、2015年证监会行政处罚部分造假案例发现,利用不当的会计政策通过关联方或子公司进行财务造假最为常见。

1、不当的会计政策和会计估计

部分上市公司通过违规确认收入,少计提或不计提坏账准备商誉等,或将政府补助等营业外收入直接冲减成本等方式操纵利润,违反会计准则的相关规定。

如食品饮料业的莲花健康,将本应作为政府补助的营业外收入直接冲减生产成本,会计处理不符合会计准则相关规定。中科云网、*ST生物通过违规确认收入的方式,虚增营业收入,操纵利润。

2、利用关联方或关联交易

还有不少上市公司利用关联方和关联交易造假,如康欣新材(旧称青岛华光)、紫鑫药业等。康欣新材因未按规定披露相关关联方关系及关联交易,导致利润总额虚增;此外其还利用子公司实施并无商业实质的购销交易,虚增年度营业收入。

再如中基健康(旧称新中基)通过自己设立的隐形空壳公司与非关联的中转过账公司,连续多年虚构购销业务,虚增业务收入与成本,虚增或者虚减利润导致公司2006年至2011年年度报告信息披露存在虚假记载及重大遗漏。

不管是虚构交易还是直接虚构收入、利润,上市公司的财务造假行为仅仅依靠上市公司本身是无法实现的,相关中介机构起着至关重要的作用。实际中,由于造假公司与相关群体互通一气,市场信息严重不对称,投资者很难获取真实信息。

造假标的三大特点

造假上市公司在被揭穿之前,经营业绩或股价往往表现靓丽。造假事件公开后,上市公司形象严重受损,短期内股价或大幅缩水,严重干扰了证券市场秩序,影响了投资者利益。

通过整理证监会2010年以来公布的《行政处罚决定书》,统计显示涉及财务造假的企业共44家,其中广州新大地、山西天能科技、河南天丰节能为IPO造假,广西康华农业为借壳上市造假,均未能成功上市;其他39家为上市公司。本文主要以39家上市公司为研究对象,通过其行业、业绩表现、市场表现的分析,发现造假标的存在一定的特点:



1、传统行业成造假重灾区

从上市公司财务造假起始年份(证监会披露的年报虚假信息起始年)所属行业分布来看,传统行业为造假高发区,其中以化工、农林牧渔等为代表的传统行业成财务造假多发行业(见图1)。

传统行业周期短,尤其是近年来互联网迅速崛起,化工、农林牧渔等传统行业受到巨大冲击,相关上市公司很难摆脱业绩快速下滑的命运,为保业绩“长青”不少上市公司产生舞弊动机。此外,传统行业中的不少行业具有特殊性,财务报表的收入、利润、坏账准备等科目比较容易虚构。

如传统行业中的农业上市公司,历来其财务造假高发率已饱受诟病。这主要与农业企业存在一些特殊特点有关,如经营状况受外界环境影响大、现金买卖营业占比大、对生物资产的审计盘点难度大等,企业利用这些特点捏造利润的空间很大,由此导致农业成造假多发行业,如云投生态(旧称绿大地)、新大地、万福生科等,堪称农业造假经典案例。

另外,传统行业的兴衰更替快,行业发展对业绩冲击大,导致评价存在一定的局限性,为财务造假提供了便利。很多时候,由于行业政策或环境的变化导致业绩下滑,上市公司为粉饰业绩走向造假之路。如华锐风电,受风电行业政策的影响,2011年全行业业绩急剧下滑,为粉饰上市首年业绩不惜铤而走险。

2、IPO当年成利润转折点

由于IPO对企业财务状况有明确的要求,一部分谋求上市的企业千方百计美化利润满足条件以实现上市。往往企业为了达到上市要求,容易过分美化财报,导致上市后业绩表现很难超过上市之前。

通过对比万福生科、海联讯等上市公司IPO前三年与后三年的净利润,结果形成了鲜明的反差(见图2)。事实上,以万福生科、海联讯、云投生态IPO当年至今的净利润来看,极少年份能超过IPO当年利润。

造假上市的上市公司,以IPO当年为转折点,利润呈现了明显的下滑。作为投资者,我们要对上市后利润明显下滑的企业提高警惕,可结合经济发展形势和行业状况进行合理判断,防止“踩雷”。

3、造假前盈利能力下降

以上市公司造假的起始年份(证监会披露的年报虚假信息起始年)为基础,通过分析上市公司造假前的净资产收益率,发现绝大部分上市公司造假前普遍存在获利能力下降的趋势。

39家上市公司造假前三年的净

2014-2015年部分受行政处罚上市公司情况

现股票简称	主要财务造假手法
中科云网	违规确定收入
华锐风电	提前确认收入
*ST生物	未对商誉进行计提减值
皖江物流	虚构收入与利润
康欣新材	利用关联方、关联交易、子公司造假
慧球科技	虚假记载、发货、伪造进账单、虚构支付在建工程
海联讯	虚构收回应收账款、伪造合同和验收报告
*ST麦发	虚减货币资金
华塑控股	应收账款计提坏账准备错误、少计提坏账准备
宝硕股份	少计财务费用,虚增利润
中基健康	利用非关联方、空壳公司虚增业务、收入、成本
莲花健康	会计处理不当
南纺股份	虚构利润
紫鑫药业	未披露关联关系和关联交易

表1 部分造假上市企业首发募资和行政处罚情况

代码	简称	首发募金额(万元)	公司行政处罚(万元)	相关责任人行政处罚(万元)	处罚年份	财务造假手法
600250.SH	南纺股份	44660	50	3-30不等	2014	虚构利润
300277.SZ	海联讯	39100	822	3-1203不等	2014	虚构收回应收账款并虚增营业收入
300268.SZ	万福生科	42500	30	5-30不等	2013	虚增销售收入、虚增营业利润
002200.SZ	云投生态	34629	60	10-30不等	2013	虚增资产、虚增业务收入

表2 39只造假标的的市场表现情况

39只造假标的均值	造假期间		
	股价相对大盘涨跌幅	区间振幅	资金流向占比
	4.94%	193.21%	-14.76%

图1 2010-2015年财务造假上市公司行业分布情况

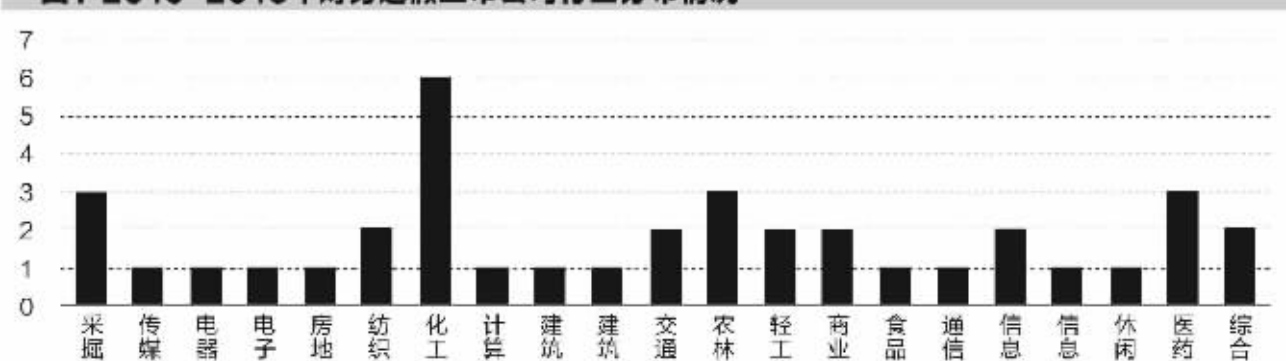
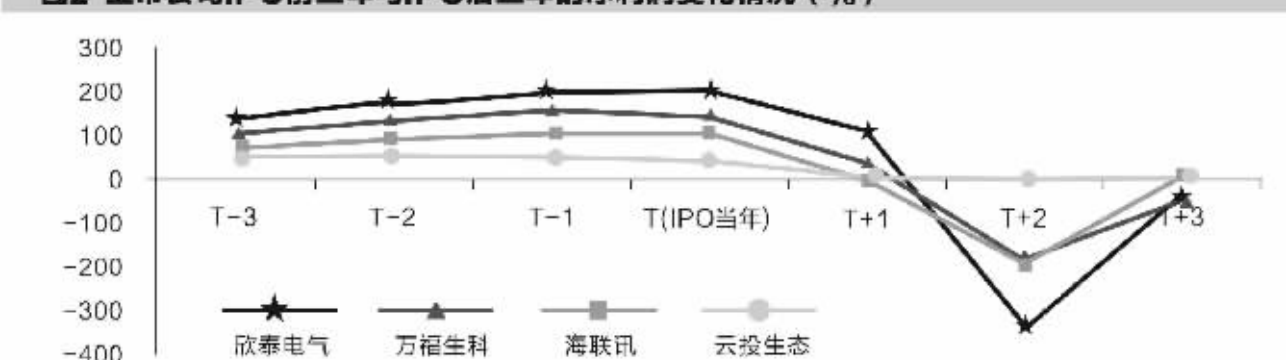


图2 上市公司IPO前三年与IPO后三年的净利润变化情况(%)



本版制表:陈静 本版制图:吴比较

产收益率均值为-5.05%,获利能力有限。其中中科云网、华锐风电、*ST生物、康欣新材等半数以上的上市公司,净资产收益率在造假前三年出现连续下滑。造假前盈利能力下降是造假标的最显著的特征,也是主导造假行为产生的最直接因素,在一定程度上是上市公司财务恶化的一种预警。

规避造假标的陷阱

在现行市场制度下,由于造假成本低,上市公司为上市圈钱、保壳等,不惜利用各种手法进行财务造假。加之,相关中介机构与上市公司结为共谋,导致市场信息严重不对称。通过对造假上市公司的分析,不难发现造假标的一些共性因素,为规避造假标的提供一定的参考。

从行业上来看,由于行业存在的特殊特点,化工、农林牧渔等传统行业往往是财务造假多发行业。上市后业绩变脸成财务造假上市公司的标配,尤其是造假上市的企业,以IPO当年利润为转折点,造假上市公司的业绩表现呈下滑之势,IPO当年利润成不少造假上市公司利润峰值。

从造假标的获利能力来看,大部分造假标的因盈利能力不足,业绩面临严重挑战,被迫进行财务舞弊。盈利能力的连续下降是上市公司财务恶化的一种

预告。从市场表现来看,造假上市公司在造假期间股价振幅大,投机资本存在巨大的盈利空间。而主力资金投资行为受造假影响并不大,在一定程度上可作为广大投资者的风向标。

以证监会公布的造假起始年份至终止年份计算股价的涨跌幅,研究对象为39家财务造假上市公司,通过与同期的上证综指涨跌幅对比,发现财务造假对股价产生了一定的影响。

80%以上的个股期间涨幅偏离大盘指数绝对值超过10%。此外,约53%的个股股价与大盘呈负偏离,从概率的角度上来看,投资者账面收益缩水的概率相对较大。

整体上看,39家上市公司期间相对大盘涨幅均值约4.94%(见表2),表明上市公司通过粉饰业绩对股价起到了一定的提振作用。从振幅来看,39只个股平均振幅达193.21%。股价波动大,给投机资本提供了巨大的盈利空间。

毫无疑问,造假行为在一定程度上左右了股价,影响了投资者的投资决策。由于信息不对称性的存在,对造假主体来说,股价波动越大,盈利空间越大。

以造假期间的资金流向占比(区间大单资金净流入占流通股本的比率)来看,39只个股资金流向占比平均值为-14.76%。主力资金整体净流出,表明并不看好造假标的,投资行为受造假的

影响并不大,侧面反映了普通投资者才是造假最大的买单者。

以史为鉴可以知兴替。通过回顾造假手法、造假的主观因素,造假标的呈现的特点让投资者窥视财务造假事件,对财务造假深入了解,可以有效避免踩中造假股。

由于资本市场具有在天然的逐利性,财务造假事件很难避免。随着监管不断趋严,财务造假事件不断被揭露,由此带来的风险不可估量。

尤其是广大投资者,受到的损失谁来买单?对广大投资者来说,在某种程度上,利用基本面分析规避造假标的比选择投资标的更有意义。

1、行业对比分析。利用财报进行行业分析,将行业均值与上市公司的各项指标进行对比,并结合上市公司的行业地位找出疑点、客观分析。

2、纵横比较分析。通过纵向分析追踪个股多年的业绩情况可以了解其成长性、未来的发展方向;而通过横向对比了解标的的行业地位、市场占有率等可以有效对其财务指标合理性进行辨别。

3、把握主营业务分析,注重利润产生的来源。一些上市公司通过副业或政府补贴等方式获得收益,这些收益不具备持续性,对公司的成长性并无实质性的意义。相比净利润,投资者更应聚焦于有利于公司获得持续盈利的主营业务能力。

(助理研究员 陈静)



IC/供图