

如何识别投资中的欺骗和假象？ | 长线·大鱼第 22 期

20 世纪 90 年代末，除了价值投资者外，所有其他类型的投资者都处于狂热的状态（价值投资者在 90 年代早期表现很好），被泡沫愚弄的投资者包括那些所谓的动量型、成长型、指数型投资者以及遵循现代金融理论的组合型投资者。

20 世纪末的盛宴

20 世纪 90 年代末的美国市场上，经济扩张和技术革新的幅度非常大，造就了数十年一遇的机会。新技术的开发促成了互联网的广泛使用和通信基础设施的大发展，进而引起了非凡的变革。

类似这样的金融市场的旺盛期总会吸引百万计的投资者，而这些投资者往往没有必要的业务知识，同时还会诞生数以万计的缺乏道德责任感的企业，这二者组合的后果是真正的成就往往被持续地夸大而困难却被反复掩盖。我们可以回顾当时的美联储主席艾伦·格林斯潘对这一时期的论断：非理性的繁荣与四处蔓延的贪婪交汇，再加以虚假的会计手段，构造出假象的供应和需求曲线。只有价值投资者能洞悉其中的乱象。

当投资者意识到金融泡沫的存在时，各大股票指数开始大幅下跌，20 世纪 90 年代的幻景在 21 世纪初破灭了。作为这一时期诸多丑闻的代表，安然案件在 2001 年被揭露出来，并在 2002 年一发不可收拾。这一案件进一步加剧了市场上的焦虑情绪。随着案件中令人震惊的内情的公开，环球电讯的会计问题也被暴露出来，这家电信业炙手可热的明星企业的财务报告中隐藏着广泛的有争议的做法和政策。

到 2002 年年中，接二连三的企业出现相似的问题，包括很有影响力的电信企业世界通信和奎斯特通信。实际上人们对牵涉不良会计手段的丑闻并不陌生，其他类似事件在这之前的几年中也偶有报道，但是此时，这类新闻占据了报纸的头版并被做成广播和有线电视节目里的特别报道。很多家喻户晓的企业，如 AOL 时代华纳、来爱德药业和施乐公司也牵涉其中。

并非偶然，前面提到的四家丑闻缠身的企业都有两个明显的特征，正是这两个特征使得价值投资者对他们“敬而远之”。首先，他们都是新企业，世界通信在 1995 年才上市，环球电讯和奎斯特通信上市时间是 1997 年，而安然在 20 世纪 90 年代中晚期进行了重大重组，从一个稳健的天然气公司变成宽带提供商和风险管理服务商。其次，四家公司之所以能异军突起，

靠的是激进的会计手段，而这正和那些心存幻想的投资者的胃口。这样的态度忽视资产负债表数据的重要性，相比通讯会计准则中给出的盈余计算方法，更加热衷于操弄试算收入报表，并且忽视了计算资产折旧作为必要在投资的近似的重要性。这些公司的企业治理的失败反应的投资者很容易沉溺于美好的故事中不能自拔。

这四大规模高达数十亿美元的欺诈案例给数以百万计的普通美国人民造成了损失。金融泡沫的破裂夺走了非价值投资者数以万亿计的财富，其中很大一部分也是属于普通美国民众的。这些因素的合力在非价值投资者中造成了过度反应的倾向，其后果是对美国企业的财务报告质量的广泛质疑。这种情况也蔓延到了全世界。

对这些丑闻的洞察是必要的，但很少有人能透彻地分析其本质。价值投资者能较为清晰地鉴别各种丑闻。他们强调：安然案件实际上是一个庞氏骗局，有一个贪婪的小圈子设计和伪装，然后呈现给那些热衷于短线炒作的“投资者”，而这样的投资者在市场上普遍都是。对于另外三家以及其他很多类似企业，价值投资认为他们是不理性的受害者——在通信业泡沫涨大时，投资者趋之若鹜；而泡沫消散时，又避之不及。

更广泛地说，所有人都应该记住一个不言自明的事实：当电信业的大气球充满了氮气的时候，没多少人反对使用显而易见的激进会计手段，以营收而不是利润来衡量公司的表现，例如，看重网站浏览量而不是用户实际付出的费用。但是受害者通常是不愿意人们责怪自己的。

安然：形式重于实质的会计手段

20 世纪 80 年代，安然还是一家天然气钻探和管道公司。到 90 年代末，借助金融市场的繁荣，安然已蜕变成一家靠制作虚假收入报表“实现”神话的贸易公司。在那个整个金融市场都被美丽的幻觉笼罩的日子里，安然的 CEO 肯尼斯·雷被崇拜者当作了企业战略管理的偶像。实际上，他自己很可能被他的副手们用欺骗投资者的手段玩弄了，安然公司的政策明确指出其决策基础是会计报告而不是底层的业务实质。下面我们来探讨一下该战略导致的问题。

为了避免短期内公司的利润以及股价受到交易活动盈亏的影响，安然进行了成千上万笔业务，以在不同的独立实体中掩盖交易活动的波动，而只要遵守会计、商业以及证券的相关法规，使用特殊目的实体是合法的。

为将业务转移到资产负债表外，特殊目的实体不仅要满足众所周知的合并账目会计的一般规定，还要满足针对这类实体的特殊规定。一般性规定要求，要避免一个实体的账目完全和母

公司合并，必须存在一个第三方控制该实体的大部分股份；特殊规定要求，特殊目的的实体的资本中至少应包含 3% 的股份资本。

在较早期的业务中，安然还算中规中矩，将特殊目的实体的债权/股权比例控制在 32:1 以内，并且将这些实体的大部分股权出让给第三方。然而，一段时间后，在后继交易中，这两个条件往往有一个不能满足甚至是两个都不能满足，而且在大部分情况下，这些实体的股份实际是由安然、安然的子公司或者安然的管理层持有。这意味着，这些交易实际上全部是关联交易，应该合并到安然的账户上，但这种情况并没有发生。这些实体中隐藏的债务达到了数十亿美元的规模，而抵押品往往是安然的股票。当业务形势变得对安然不利时，其股价大幅下跌，债务都回到安然账面上，并如雪崩一般层层砸落下来，最终导致公司破产。

环球电讯：虚拟的幻景和现金流美梦

环球电讯公司建立于 1997 年，其创建人有着并不怎么光彩的历史，而且在此之前从未经营过上市公司。公司自己提供的业务描述是，通过全球集成的网络为世界 27 个国家及数百个城市的用户提供电信服务。公司的一个目标是铺设横跨大西洋以及太平洋的电缆，从而实现所有大陆之间的链接。这就是最终的“故事股”。

非价值投资者往往热爱这样的股票。注册地在百慕大的这家公司在建立一年后就上市了，很快其市值就疯涨到接近 400 亿美元，但仅仅两年后，该公司就在会计欺骗的丑闻中破产了。

与其在电信业中的同类相似，环球电讯从来没有严肃的商业计划、稳定的管理层或者现金流。如同其他缺乏企业持续发展支柱及基本面支撑的公司，环球电讯依赖收购行为，试图通过这种方式实现成长，以绕过其已经停滞不前的一系列摇摇欲坠的商业计划。得益于公司疯狂的股票融资，其具有了进行收购所需的大量现金，而这正是那些激动得忘乎所以的卖家们很高兴看到的。只有非价值投资者才会落入圈套去购买环球电讯的股票。

环球电讯尤其擅长利用一类被称作试算报表的财务手段，这一手段可以用来掩盖遵循通用会计准则的结果。作为电信和网络泡沫时代兴起的最具破坏力的会计手段，试算会计通过各种不遵循会计准则的项目来呈现结果，其后果就是制造了一个蓄意编造的假象。

这实际上是一种心理上的暗示。当公众呈报的基于试算报表得出的每股收益为 3 美元，而依据通用会计准则计算的相应数字仅有 1.5 美元时，你不会对股东说，不必在意 3 美元那个数字，应该把注意力放在 1.5 美元上，这就跟要把挤出来的牙膏装回去一样荒谬。

奎斯特通讯：利用投资者在股东收益上的短视

奎斯特国际通讯公司是另一家历史通信短暂的美国公司，成立于 20 世纪 90 年代后期。和其他电信公司一样，奎斯特也被光纤网络上的过度投资所累，并因此在产生可持续的利润和现金流方面面临很大压力。

为了简单地说明这一过程，假设一家公司为了建设容量，花费了 100 美元的成本，而另一家公司认为这些容量价值 120 美元，这样，第一家公司就可以在与第二家公司的容量交换中得到价值 120 美元的容量。这 120 美元会马上作为营收入账，而那 100 美元的成本则会以每年 20 美元分摊到 5 年中。很棒，不是吗？

公司以 20 美元的成本得到 120 美元的营收，这笔交易的毛利润是 100 美元。但是如果采用保守的会计方法，容量呼唤根本不会被算作收入，那 100 美元的成本会作为费用，而不是资本，这样做的结果是最终会出现 100 美元的亏损。同样的交易，100 美元的利润和 100 美元的亏损可是有天壤之别的。

这些操作隐藏了折旧在企业运营中作为必要再投资的近似的角色。投资者热衷于分析现金流而不是仔细审查资产负债表和利润表的做法，如“老套的”净资产回报率等指标，在其中起到了推波助澜的作用。

很多会计欺诈行为有一个致命的共性，即这样的行为似乎很容易被认为是合情合理的。这些行为常常涉及新品种的交易，如电信容量互换，这些交易不存在直接的权威机构和成型的做法以供借鉴。在这些情况下，已被广泛采用的传统会计原则被认为给这些行为提供了正当的理由。

基本的会计原则指明，销售完成时，收入应计入利润表，且为将来产生收入而投入的费用可以资本化。机械地套用这些简单的原则，投资者就可以轻易地将电信容量互换交易中的会计做法合理化。这种情况在市场上变得相当普遍，因为除了价值投资者外，没有投资者对此在意，而前者对这种现象的批评被人们不屑一顾。

确定如何处理新型交易需要财务管理人员和外部审计人员之间的交流。通常，财务管理人员会咨询审计人员，业界是如何处理类似交易的？不论是否被问到这样的问题，审计人员通常都会对整个行业的做法有一定的掌握。但其中的危险在于，如果业界主要的领先企业就是采用不当会计手段的始作俑者，那么柚子而来的所谓“常态行为”就是错误的，并由此导致这

种情况的蔓延。

电信容量互换交易的背后发生的恰恰就是这种情况。这是电信业的一个创新，并且被业界广泛接受。这类交易采用的会计方法是统一的，都沿用了电信业四大欺诈案件中涉及的公司所建立的“标准”，其后果就是整个电信业内普遍的不当会计手段。

但是，会计上的激进做法是不能持久的。如果本年度以资本化后 20 美元的成本实现 100 美元的收入，那么成本还将在以后的 4 年中以每年 20 美元的数额扣除，企业则需要在这 4 年间找到类似第一年的收入来源。这种做法赢得了一时，赢不了一世。在 20 世纪 90 年代后期，要维持营收就要不断进行容量互换交易，但就像耐力制约着长跑运动员一样，能用来做假账的资源是有限的，价值投资者深知这一点。

世界通信：利用资产负债表隐藏成本

世界通信的案例非常典型的说明了虚假会计手段如何利用不良投资环境来达到欺骗目的。在这种环境下，投资者对资产负债表过于轻视，但过度看重从本身已经严重浮夸的利润表外推出来的预期现金流。

这些不正当手段在公司内部对资本性支出的审计中被发现。线路成本通常应该被人做用以产生当期利润的常规业务费用，按照这种做法，这部分支出应该被计入当期的运营费用，而不应被资本化。管理层认为公司的做法是正确的，因为这些线路费用在将来可以产生稳定的效益，而且有证据表明其他电信公司也持类似观点。但是，这并不符合通用会计的原则。价值数十亿美元的此类费用被计入资本性支出账户，作为资产出现在资产负债表中，而不是被计入费用账户中，因为那样做会拖累净利润。

按照 2001 年的报告，世界通信的线路成本为 150 亿美元，但实际上应为 220 亿美元。通过会计手段，本应该是巨额亏损的结果变成了 2001 年和 2002 年第一季度纸面上的盈利。使情况变得更糟的是，在此之前的几年，线路成本被当成了费用，因此在 2001 年将其转变为资本性支出的做法需要一个很好地解释。

价值投资策略对资产负债表的持续关注使得价值投资者能够对世界通信的做法产生警觉。在资产负债表中隐藏业务成本这样的诡计只能骗过那些非价值投资者。

输家和赢家

是怎样的投资理念支持了对四大欺诈案件中的公司的投资呢？指数基金投资者其中是因为

这些公司的股价炒高,这样就鼓励了公司的管理层继续使用不良会计手段来提升已经虚高的股价;组合型投资者则会对任何 β 值的历史表现满足其风险偏好的股票进行投资;如果认为那些虚无缥缈的故事会成为现实的话,甚至连成长型投资者也会涉身其中。

只有价值投资者能够独善其身。他们能够做到这一点是因为他们坚持资产负债表的核心地位,懂得现时盈利的重要性,以及能够根据财务报告的产生方式对其做出必要的修正,他们理解现金流分析的局限性以及试算报表的荒谬。

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。