**刘姝威揭露蓝田的推理过程是存在问题的**

中央财经大学研究员刘姝威2001年10月26日在《金融内参》发表《应立即停止对蓝田股份发放贷款》引发湖北蓝田股份公司诉刘姝威侵害名誉权一案，据了解，湖北蓝田股份公司在此案的《民事诉状》中称：2001年10月26日，被告撰写《应立即停止对蓝田股份发放贷款》一文打印180份分别送给中央金融工委、人民银行总行领导、有关司局领导及其他单位，被告在文章中捏造事实指出：＂蓝田股份已经成为一个空壳，已经没有任何创造现金流量的能力，也没有收入来源……蓝田股份完全依靠银行的贷款维持运转，而且用拆西墙补东墙的办法，支付银行利息。只要银行减少对蓝田股份的贷款，蓝田股份就会立即垮掉。

|  |
| --- |
|  |

＂文章中还说：＂为了避免遭受严重的坏账损失，我建议银行尽快收回蓝田股份的贷款。＂蓝田在诉状中称：该文所述事实完全失实，已构成对原告名誉权的侵害，也严重影响了原告融资渠道的畅通。2002年1月12日，蓝田股份主要高管和部分中层已被公安局以涉嫌提供虚假财务罪拘传，蓝田股份造假是板上铁钉--铁定的事实，这场官司已被裁定驳回，最终以刘殊威胜利而告终，刘一时也成为全国名人，其新书《上市公司虚假会计报表识别技术》也趁热打铁上市，该书一段广告词是这样的：我关注蓝田的起因，是因为那时我正在写一本书.......。该书通过详细分析湖北蓝田股份有限公司1997年到2000年的会计报表，讲述了识别虚假会计报表的方法。刘姝威表示，她希望此书能够让读者掌握识别虚假会计报表的理论。

　　但笔者浏览了刘的《蓝田之谜》，发现：尽管蓝田股份造假是事实，但刘姝威的推理是存在问题的，刘的很多结论是非常武断的，将很多只是可能的东西推断为必然。如果不是因为蓝田股份造假已成事实，这场官司对刘姝威是非常不利的。

**一、《蓝田之谜》仍然停留在常规的比率分析法**

　　《蓝田之谜》该文分成三大部分：分别为：研究推理＂应立即停止对蓝田股份发放贷款＂的依据、研究推理＂蓝田股份已经成为中国蓝田总公司的提款机＂的依据、研究推理＂蓝田股份依靠银行贷款维持运转＂的依据。

　　从该文的分析思路看并不能得出其结论，即刘女士的分析仍然停留在常规的分析法下，并不能真正从报表中揭示公司财务造假的实质。

　　该文重点是第一部分：刘女士研究推理＂应立即停止对蓝田股份发放贷款＂的依据。在该部分，作者分四个方面阐述其＂应立即停止对蓝田股份发放贷款＂的推理依据：1.蓝田股份的偿债能力分析；2.蓝田股份的农副水产品销售收入分析；3.蓝田股份的现金流量分析；4.蓝田股份的资产结构分析。作者首先通过蓝田股份流动比率和速动比率与同业相比明显偏低为由认定蓝田股份短期偿期能力是同行业中最低的；然后通过应收账款周转率同业对比认定蓝田股份不可能以＂钱货两清＂和客户上门提货的销售方式，一年销售12.7亿元水产品，以＂银行会采取各种措施，绝不会让＂12.7亿元销售水产品收到的现金游离于银行系统之外＂为由认定＂2000年蓝田股份的农副水产品收入12.7亿元的数据是虚假的＂；其次，以＂蓝田股份的在产品占存货百分比和固定资产占资产百分比异常高于同业平均水平＂为由认定＂蓝田股份的在产品和固定资产的数据是虚假的＂。最后，作者得出结论：蓝田股份的偿债能力越来越恶化；扣除各项成本和费用后，蓝田股份没有净收入来源；蓝田股份不能创造足够的现金流量以便维持正常经营活动和保证按时偿还银行贷款的本金和利息；银行应该立即停止对蓝田股份发放贷款。

　　我们认为，刘女士的分析思路与结论在逻辑上并没有必然性，事实上现在许多有目的造假的公司是可以通过人为控制财务的行为来回避外界的质疑的。因为上市公司财务造假表面上看是上市公司行为，但透过许多财务造假案件可以看到其背后有许多看不见的＂控制人＂。

**二、《蓝田之谜》论证不严密**

　　我们首先分析其第三部分：刘女士研究推理＂蓝田股份依靠银行贷款维持运转＂的依据；该部分只泛泛而谈＂我没有发现蓝田股份足以维持其正常经营和按时偿还银行贷款本息的现金流量来源＂，从而认为＂蓝田股份依靠银行的贷款维持运转，而且用拆西墙补东墙的办法，支付银行利息＂。

　　我们认为，要论证＂蓝田股份依靠银行贷款维持运转＂最关键要证明其经营性现金净流量是负的，但从蓝田股份近年来的年报、中报上看，其经营性现金净流量一直是不错的，如2000年每股收益是0.97元，每股经营性现量1.76元；1999年每股收益是1.15元，每股经营性现量1.15元；就是2001年上半年，其经营性现金净流量也有13434万元。当然这只是表面现象，其实际的经营性现金流不会是这么好，刘的重点是要证明其现金流是假的，但她显然没做到这一点，当然她在第一部分已认定＂2000年蓝田股份的农副水产品收入12.7亿元的数据是虚假的＂，这间接证明其经营性现金流入也是假的，但有多少是虚假的，她不清楚，而该公司2000年经营性现金净流量是78583万元，就是说即使有一半是假的，它的2000年经营性现金净流量仍是正的，而且，刘要证明它所有年度的收入都是假的，才能支持＂蓝田股份依靠银行贷款维持运转＂结论，比如说，蓝田股份2000年造假是不假，但1999年业绩是真实的，而99年经营性现金净流入是51293万元，这就不能说明其没有＂维持其正常经营和按时偿还银行贷款本息的现金流量来源＂，实际上，蓝田股份2000年筹资性现金净流量是-9612万元，怎么能说＂＂蓝田股份依靠银行贷款维持运转＂？

　　我们再来分析其第二部分：刘女士研究推理＂蓝田股份已经成为中国蓝田总公司的提款机＂的依据。在该部分刘女士研究推理道：中国蓝田（集团）总公司的湖北洪湖30万亩水产品种植、养殖和绿色食品加工基地就是蓝田股份的生产基地；中国蓝田（集团）总公司的其他五个生产基地不能为其提供净收入和现金流量；中国蓝田总公司没有净收入来源，不能创造充足的现金流量以便维持正常的经营活动和保证按时偿还银行贷款的本金和利息；蓝田股份的现金流量流向中国蓝田（集团）总公司；蓝田股份已经成为中国蓝田总公司的提款机。笔者认为，刘的结论是值得商榷的。蓝田股份账面上有如此＂骄人的业绩＂，与其大股东及其关联方输送利润是分不开的，蓝田股份不太可能成为中国蓝田总公司的提款机，相反中国蓝田总公司已成为蓝田股份的输血机。中国蓝田总公司其他五个生产基地效益不好并不意味着它一定要向蓝田股份伸手，因为中国蓝田总公司主要现金来源应该是银行贷款，而不是蓝田股份，蓝田股份截止2000年底，长短期贷款加应付债券只有18310万元，当然我们现在不清楚是否有部分以蓝田股份名义贷的款最终流进了中国蓝田总公司（没有入蓝田股份的账），或者蓝田股份替中国蓝田总公司担保，但这只是一种可能，不是必然。但有一点是可以肯定的，在蓝田股份与中国蓝田总公司关联交易中（除资产占用外），中国蓝田总公司是奉献，蓝田股份是索取，因为中国蓝田总公司要把蓝田股份打扮的靓一点，也好圈钱。

　　最后再看其第一部分：刘女士研究推理＂应立即停止对蓝田股份发放贷款＂的依据。我们认为，这部分的很多推理是很有问题的：

　　——蓝田股份的偿债能力分析：截止2000年底，蓝田股份流动资产43310万元（其中存货27934万元），流动负债56701万元（其中短贷9980万元），根据刘的计算，蓝田股份2000年底流动比率是0.77，速动比率是0.35，净营运资金是-1.3亿元，为此刘认为其短期偿债能力不行，但是她应注意到该公司资产负债率是23%，这说明其长期偿债能力非常好。在短期负债中，主要是其它应付款32717万元，而短贷只有9980万元，而该公司当期的货币资金余额有16714亿元，基于其良好的经营性现金流，短期偿债能力怎么就不行呢？要知道，它2000年经营性现金净流入是78583万元，区区56701万元债务并不对它构成危胁。而且其它应付款中有22252万元是关联单位欠款，自家人，谈不上偿还风险。

　　——蓝田股份的农副水产品销售收入分析：刘以应收账款周转率同业对比认定蓝田股份的农副水产品销售收入12.7亿元是假的,笔者认为单以一个指标来推断蓝田股份主营收入是假的未免太武断了.最关键是这个指标往往被操纵,如有的上市公司为了降低应收账款周转率,年末将应收账款转至其它账户,或者以代垫款方式将应收账款冲掉,应收账款余额小不只是蓝田股份特有,也许是其为了操纵经营性现金流,提前回收货款或调度存款以冲销应收账款.刘怎么可以以应收账款周转率偏快为由认定其主营收入是假的？

　　——蓝田股份的现金流量分析：刘在该点写道：我从事商业银行研究，了解我国的商业银行。如果蓝田股份水产品基地瞿家湾每年有12.7亿元销售水产品收到的现金，各家银行会争先恐后地在瞿家湾设立分支机构，会为争取这＂12.7亿元销售水产品收到的现金＂业务而展开激烈的竞争。银行会专门为方便个体户到瞿家湾购买水产品而设计银行业务和工具，促进个体户与蓝田股份的水产品交易。银行会采取各种措施，绝不会让＂12.7亿元销售水产品收到的现金＂游离于银行系统之外。与发达国家的银行相比，我国商业银行确实存在差距，但是，我国的商业银行还没有迟钝到＂瞿家湾每年有12.7亿元销售水产品收到的现金＂而无动于衷。笔者认为，蓝田股份＂钱货两清＂交易规则是可疑，但这一点质疑早已有更精辟的论述，作者对此没有更深入的阐述，业内人士认为，蓝田股份巨额销售应主要发生在与大经销商上，而与大经销商交易不太可能都是钱货两清。对于蓝田股份＂钱货两清＂交易规则怀疑也只能说明其交易方式不可能70%以上都是钱货两清，但并不能因此因为其收入一定是假的，而且前已述及，假是肯定有假，关键有多少虚假成份？

　　在这一点里，作者还写道：2000年蓝田股份的＂销售商品、提供劳务收到的现金＂超过了＂主营业务收入＂，但是其短期偿债能力却位于同业最低水平。这种矛盾来源于＂购建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金＂是＂经营活动产生的现金流量净额＂的92%。2000年蓝田股份的在建工程增加投资7.1亿元，其中＂生态基地＂、＂鱼塘升级改造＂和＂大湖开发项目＂三个项目占75%，在建工程增加投资的资金来源是自有资金。这意味着2000年蓝田股份经营活动产生的净现金流量大部分转化成在建工程本期增加投资。作者没有更深入阐述这里面的玄机：所谓的＂生态基地＂、＂鱼塘升级改造＂和＂大湖开发项目＂巨额投资可能都是假的，蓝田股份正是利用虚增经营性现金流入和虚增投资性流出也达到现金流的平衡和资产负债表的平衡，当然这也是一种猜测，并不是必然。但蓝田股份造假手法应该就是利用虚增收入的手法虚增在产品、虚增固定资产和在建工程。这一点作者一直没有指出。

　　——蓝田股份的资产结构分析；刘以＂蓝田股份的在产品占存货百分比和固定资产占资产百分比异常高于同业平均水平＂为由认定＂蓝田股份的在产品和固定资产的数据是虚假的＂。我们认为这一结论也太武断了。也许蓝田股份的融投资策略是激进型的，长期资产在总资产所占比重比较高，而在产品占存货百分比较高则更好得到解释了，蓝田股份主业是水产品，刘以食品、饮料业比率去对比，显然没有可比性，而与水产业相比，又由于水产品生产周期问题，也不一定能说明其比率不合理。

　　刘在第一部分的结论是：蓝田股份的偿债能力越来越恶化；扣除各项成本和费用后，蓝田股份没有净收入来源；蓝田股份不能创造足够的现金流量以便维持正常经营活动和保证按时偿还银行贷款的本金和利息；银行应该立即停止对蓝田股份发放贷款。我们想请教的是：为什么说＂蓝田股份的偿债能力越来越恶化＂？在没有进行三年以上的趋势研究就得出这个结论显然证据是不充分的，而且人家只是短期偿债能力有问题，但也要考虑其主要债权人是关联方，怎么能说明＂蓝田股份的偿债能力越来越恶化＂？为什么说＂扣除各项成本和费用后，蓝田股份没有净收入来源＂？蓝田股份1998年、1999年、2000年净利润分别为36259万元、51303万元、43163万元，刘怎能断定这所有的净利润都是假的？

　　蓝田造假了，但怎样造假到现在对广大投资者还应是一个谜！根据我们长期对上市公司财务行为的观察，简单推测蓝田股份可能的大致造假思路。

　　通过大量的现金交易形式，人为虚构交易，通过多次重复放大交易，即使资金量小，也可把交易做大。这也就象许多投资者质疑的那样，蓝田广告多，销售大，但市场上并没有看到多少产品。但一手交钱一手交货至少保证了帐面上现金流量的实现，这种欺骗性比较大。这种做法的缺点会使增值税--销项税加大，但并没有多少进项税，结果会使税收负担加重。为逃避税收企业只有两种办法解决，一是购买增值税发票，二是通过特殊税收优惠政策降低税负。

　　中国蓝田总公司负担本应由蓝田股份负担的费用，人为提升上市公司利润。为上市公司输送较多的利润，意味着从经营现金流量角度看会出现流入大于流入，从蓝田股份的资料看也是这样。长期这样做会使＂控制人＂的现金枯竭，解决这个问题的办法有两个，一是通过应收款项使资金流出企业，这样做很容被发现；二是通过虚列固定资产投资项目，使资金流出企业。第二方法的好处在于在建工程不影响损益，即使形成固定资产延长折旧年限对利润影响也不会太大。从蓝田股份的资料大家显然可以出蓝田操作现金流量的手法。

**三、财务分析往往只能得出该公司财务异常的结论，而不能得出造假的定论**

　　刘姝威是中央财大财研所的研究人员，她在《蓝田之谜》中充分运用同业对比的方法揭示了蓝田股份业绩的种种异常，如流动比率、速动比率偏低、应收账款回收期偏低、在产品占存货百分比和固定资产占资产百分比异常高，从而发出＂应立即停止对蓝田股份发放贷款＂的呼吁，这表现出一位学者的学识和良知。但我们认为，通过比率分析只能揭未蓝田股份业绩有异常，但有异常并不意味其一定造假，刘女士文中所得出的三个结论的证据表现很不充分，如果该文发表在正式的刊物上，而蓝田股份又没有出事，则在法庭上，对被告刘姝威是非常不利的。而本案该文发表在内参上，蓝田股份又事实上被有关部门涉嫌严重的财务造假在前，蓝田股份要想告倒刘姝威是微乎其微的。在一定意义讲刘女士的文章就像压死骆驼的那根稻草。最近世纪星源状告《财经》及蒲少平侵犯名誉权一案与蓝田股份状告刘姝威案也有相似的一面，依我个人观点，蒲少平的《世纪星源症候》一文尽管事实可能是真实的，但大部分结论从会计角度看是值得商榷的。从这两个案件提醒专业研究人员对上市公司进行财务分析时，不要对上市公司业绩造假问题轻易下定论。财务分析往往只能得出该公司财务异常的结论，而不能得出造假的定论。当然，在目前中国上市公司造假成风的背景下，即使你没有经过任何分析，就指控某家上市公司造假，这个结论事实上可能也是成立的，但这就很不好：你没有充分证据，怎么能指控人家作假呢？要是真正碰到不作假的公司或后台硬的公司，这时，你的麻烦可能就大了――即使是业内人士也不会支持你的，因为你的分析连业内人士都觉得很外行，如何能取得他们的支持？通过财务分析对上市公司提出质疑，这是无可厚非的，但千万不要轻易下定论，否则可能就有侵权官司等着你。