

沒有科學方法可確認造假帳的公司，但若多個警號同時亮起，投資便需要加倍審慎。

盡職審查失效

中 國金屬再生資源(00773)的停牌清盤事件，再度引起市場關注民企帳目的可信性。更弔詭的是，有外資投行分析師在其停牌前還發出唱好報告，專業人士能否避開股市地雷？答案是否定的。

每宗公司上市個案都經過專業團隊，例如投行、審計及律師等的盡職審查。稍具規模的公司上市前後均有投行分析師作出研究追蹤。投資者可能抱怨香港交易所(00388)把關不力，讓造假帳的公司成功上市。事實上在海外如美國及新加坡等地上市的中國小型公司，因會計帳目出事而導致停牌清盤者，比例隨時比香港多。

難防有心人造假

筆者經驗是，假若大股東和管理層有心誇大盈利數字，那怕是專業人士，一時三刻也不能查核出來。分析師的研究倚賴審計師的會計報告，審計師則倚賴管理層的內部帳目報告。審計師頂多做抽樣調查，而樣本有可能是由管理層挑選出來。假如某公司在全國有上千以上網點或客戶，審計師最多抽樣調查其中數十個。

若管理層立心製造虛假客戶(如透過離岸或友好公司)及銷售，專業人士在短期內是無法看出。很多負責實地盡職審查的審計師、投資銀行家及分析師等入世未深，經驗不足，很容易便照單全收管理層的說法，有懷疑也不一定敢點破。

有一家中國消費類公司，因帳目及債務問題被停牌清盤，最後賣盤給白武士，業務重組數年才能復牌，但小股東股份已被大幅攤薄，股價復牌即時下跌九成多。創投基金和公司公關發言人也料想不到公司會造假及資不抵債，結論是連當局者也不一定能避開股市地雷。

通常假帳被暴露，其財政可能已病入

膏肓，那時已經走避不及。要避開這類地雷，需要留意幾項特徵，如果有懷疑，寧願錯過機會，也不要弄至全軍覆沒。

7招判斷股市地雷

如何判斷股市地雷？一、用常理看公司的行業及營運模式，是否能支撐公司的高增長及邊際利潤率。公司前景及盈利是否過分作大，Too Good to be True？瑞銀舊同事張化橋經常笑稱，自己年輕時是農民，中國最窮的就是農民，怎可能在農民身上賺大錢？所以他一直不相信歐亞農業的帳目是真的，正如筆者一直不相信處理垃圾能賺取暴利。

二、公司上市初期因集資不久，出事的可能性較低。但假若公司高增長之餘卻連番集資舉債，及投放大量資本開支，令現金流惡化，投資者便須警覺。

三、資不抵債的公司，通常是在牛市時過度借入長債，或發行太多遠期可換股債券(CB)，到了熊市及經濟低潮需要還債時，公司根本沒有現金流償還。

四、不停集資擴充產能，大量淨現金但又長期分紅欠奉者。

五、大股東大幅減持股份，高層管理者跳船，更換審計師等皆屬不利訊號。

六、市值愈大，公司造假帳的難度就愈高，因需要更多盈利水分和高市盈率去支撑，例如市值已超過10億美元和市盈率達15至20倍以上便須留意。

七、作為基金經理或分析師，一定會透過拜訪管理層來加深對公司的了解。有時信與不信需要靠經驗判斷，要認清管理層是否過分作大或說話是否有理據。

沒有科學方法可確認造假帳的公司，但若多個警號同時亮起，投資者便需要加倍審慎。FM

祝振駒

翱騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展、法興、瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翱騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

