

■ 巴菲特财报分析密码

应收账款周转率越高越好

□刘建位

分析巴菲特过去多年致股东的信,我发现巴菲特分析公司应收账款时特别关注两点,即应收账款水平是否合理,坏账损失准备计提是否足够。

应收账款水平

我们一般用应收账款周转率或周转天数来衡量应收账款水平的高低。

应收账款周转率计算公式是销售收入除以应收账款。由于大部分应收票据是由销售形成的,属于应收账款的另一种形式,因此更准确的计算是用销售收入除以应收账款加上应收票据。另外,不同时点的应收账款水平变化会很大,因此用年初年末平均值或者用四个季度末平均值作为分母更加可靠。

应收账款周转天数等于365天除以应收账款周转率。

一般来说,应收账款周转率越高越好,表明公司收账速度快,平均收账期短,坏账损失少,资产流动快,偿债能力强。与此对应,应收账款周转天数则是越短越好。如果公司实际收回账款的天数超过了正常应收账款天数,则说明债务人欠账时间长,信用程度低,发生坏账损失风险加大。但是,应收账款周转率很高,周转天数很短,往往表明公司执行较紧的信用政策,付款信用条件过于苛刻,这样会限制企业销量的扩大,如果为了保持很高的应收账款周转率,而影响企业的盈利水平,就因小失大了。

应收账款水平高低和公司销售方式直接相关,现金销售越多应收账款越少,赊销越多应收账款越多。在不影响销售增长的前提下,应收账款当然越低越好。

伯克希尔下属的喜诗糖果主要是现金销售,因此应收账款很少。巴菲特在2007年致股东的信中说:喜诗公司销售产品采用现金结算,因此根本没有什么应收账款。”

相反巴菲特原来收购的伯克希尔纺织厂主要是赊销,大部分收入实现的不是现金而是应收账款的增加。巴菲特在1978年致股东的信中说:尽管固定资产投入成本非常低廉,但是伯克希尔纺织业务资本周转率仍然相当低,因为实现销售收入必须发生大量的应收账款和存货,需要占用大量的投入资金。纺织行业的低资本周转率与低销售利润率并存,不可避免会造成投入资本收益率无法达到必要的水平。”

另一个应收账款水平很高的案例是巴菲特收购的布朗鞋业。巴菲特在1991年致股东的信中说:在制鞋行业中大多数美国企业经营业绩十分糟糕。由于制鞋企业生产的鞋子款式与尺码繁多,导致存货数量很大,而且大量的资本被应收账款占用”。

企业要扩大销售收入,应收账款也必须相应增加。巴菲特在1983年致股东的信中说:至关重要,要想实现收入翻番这个目标,两家公司很可能不得不把他们在有形资产上的名义投资也相应翻番,这是因为这是通胀通常强加于企业的一种经济性要求,无论是好企业还是坏企业。销售收入翻番意味着相应用于应收账款和存货的资金占用也会大量增加。用于固定资产的资金占用对通胀的反应较慢,但几乎可以说绝对会大量增加。”

当然,最理想的情况就是企业销售收入增长、盈利增长而应收账款下降。巴菲特在1987年致股东的信中高度夸奖哈里先生的管理才能:苦格直接找到已经68岁高龄的哈里先生,让他担任CEO,然后回去静待必然出现的结果。事实上哈里先生根本没有让他等待很久。仅仅过了一年,1987年K&W公司的盈利就创下历史新高,比1986年增长了3倍,而且在盈利提高的同时,公司运用的资本却减少了,K&W公司在应收账款及存货上的投资金额减少了20%。”

应收账款高低非常重要,甚至决定企业的生存。就像你辛辛苦苦工作了一年,如果老板不发钱,那么你赚到的不是钱,而只是公司对你的欠账而已。欠条可不能当钱花。同样,如果一家企业收入增长换来的只是应收账款的大幅增长,那么公司账面上的盈利根本无法转化为现金。巴菲特在1979年致股东的信中说:在一个销售量几乎没有任何增长而且人口也没有任何增长的市场,联合零售商店的Ben Rosner却能创造出相对于所运用资本规模而言非常大的盈利,而且这些盈利都是现金,而不是像其他零售企业那样只是应收账款或存货的增加而已。”

坏账准备计提

对于任何一家公司来说,应收账款出现小部分坏账总是难免的,因此公司会采用一定的方法按期(至少每年末)估计坏账损失,提取坏账准备,并转作当期费用。实际发生坏账时,直接冲减已计提坏账准备,同时转销相应的应收账款余额。计提坏账准备的方法由公司自行确定。企业在确定坏账准备的计提比例时,应当根据企业以往的经验、债务单位的实际财务状况和现金流量情况,以及其他相关信息合理估计。

巴菲特在1999年致股东的信中说,坏账准备不可能精确反映坏账损失,但绝对是必须的:大多数会计费用与实际发生的费用相关,尽管它们并不能精确地衡量实际发生的费用。……存货跌价准备、应收账款坏账准备和售后质保费用,都属于反映了真实成本的费用。这些成本费用每年发生金额根本无法精确衡量,但是估计这些费用明显是非常必要的。”

即使公司按照常规提取合适的坏账准备,但有时由于经营环境突然恶化,应收账款坏账率可能大幅上升,对此投资者也要特别警惕。2001年巴菲特向破产法庭提出收购FINOVA公司债权的建议。巴菲特在2001年致股东的信中特别指出“9·11事件”对这家公司应收账款价值的巨大影响:FINOVA公司发放的许多贷款涉及飞机资产,而“9·11事件”发生之后导致飞机资产价值大幅减少,这家公司持有的其他应收账款也由于那天的恐怖袭击事件的影响而陷入危险之中。因此,FINOVA公司的前景已经不再像我们当初向破产法庭提出债权收购建议时那样良好。”

生活中如果别人欠了你的钱,你会特别在意,投资别人欠了你投资公司的应收账款,你也一定要特别注意:欠的钱多吗,还钱的把握大吗? (作者为汇添富基金首席投资理财师,本文仅为个人观点,并非任何劝诱或投资建议。)

■ 读者话题

查处会计师违规应与IPO流程重塑结合

□北京市万商天勤律师事务所合伙人 李季先

在近日召开的全国证券资格会计师事务所主要负责人会议上,中国证监会会计部相关负责人表示,最近出现的绿大地、胜景山河、紫鑫药业等几个违反资本市场法律法规的案例,除了上市公司本身存在问题外,更多的是会计师事务所未能勤勉尽责,个别事务所还犯了一些低级错误;对于上述个别事务所的惩处,有的已经按程序在进行,有的要立案,都要从重查处。

法律不是摆设。绿大地等企业之所以敢于进行利润操纵和财报造假,除了IPO审计市场不规范和IPO审计机构的责任主体意识缺失之外,查处不严也在一定程度上助长了会计师事务所及其会计师在审计过程中的违规投机之风。从这个意义上说,中国IPO审计要想真正减少违规、杜绝造假,监管机构对涉案会计师事务所进行严惩是不可或缺。

但“严刑峻法”与“法律宽简”流弊一样,再精密的法律和再严格的执法在自发的利益驱动机制面前其效用都是暂时的。对于没有做到勤勉尽责和忠实履行自己职责的会计师事务所和会计师,依法予以从快、从严查处只是解决问题的一方面,中国IPO审计机构敢于冒险犯规,甚至故意在调查、函证等方面发生疏漏或参与造假的另一个原因,是IPO会计师在整个IPO流程中的经济从属地位,或作为IPO审计角色的弱势职业生态,改善这个经济驱动原因或许可以从根本上解决IPO审计机构不勤勉尽职的问题。

据有关机构统计,在整个IPO链条中,会计师事务所、评估机构的利润率只有保荐承销机构的1/20,而其投入的人力及物力成本却并不逊于保荐机构。即便这样的“高投入低产出”,会计师的业务收入来源也仍然难以保证,个别会计师事务所不得不看保荐机构及发行人的脸色行事,以致相关IPO审计机构丧失话语权,沦为整个IPO链条的末端。“屁股决定脑袋”,不得不动迎合发行人的相关机构造假,以求得项目上的“皆大欢喜”。譬如,在绿大地欺诈发行股票一案中,检察机关就认为四川华源会计师事务所所长庞明星与绿大地高管共谋,策划了绿大地上市。

事实上,绿大地也好,胜景山河也罢,对于其中的财务问题,正如中国证监会相关负责人所说,相关会计师只要勤勉尽责,很多问题是可以被发现和制止的。但在经济利益和业务压力面前,个别会计师事务所及会计师还是丧失了独立的职业操守,屈从了发行人或个别强势中介机构的不合法要求,譬如在函证和尽调方面故意疏漏、以书面调查代替现场调查等,有意无意为拟发行人的造假或财务违规大开方便之门。

因此,治标更要治本。要让IPO会计师事务所及相关会计师在首次公开发行股票及上市的整个审计过程中恪守独立、客观、公正的职业立场,除了修订相关法律、法规,落实法律责任,并对相关违规会计师事务所进行严惩之外,从长远来看,更为重要的是要理顺IPO利益链条中的服务价格决定机制,改变会计师在IPO链条中的从属地位,通过IPO辅导、申报、审核流程,重新界定会计师的审计价值和在IPO申报过程中的制衡价值,进而确保其在“审计质量、审计操守决定审计收益”前提下的经济利益,改变其在IPO审计过程中的短期、短视行为。

■ 上海证券交易所投资者教育专栏——蓝色梦想

公司收购:逐鹿市场 谁主沉浮
(下篇)

无论是强制要约收购还是自愿要约收购,收购人均须遵守法律法规规定的程序。为规范上市公司收购、保护投资者合法权益、维护证券市场秩序和公共利益,中国证监会根据修订后的《证券法》,修改了《上市公司收购管理办法》并于2006年9月1日施行。总体来说,要约收购主要应该履行如下基本程序:

- 1、以现金支付收购款的,收购人应将不少于收购价款总额20%的履约保证金存入证券登记结算机构指定的银行;
- 2、收购人公告要约收购报告书摘要,锁定要约收购价格;
- 3、证监会审核无异议;
- 4、收购人公告要约收购报告书全文,正式实施要约,收购期限不得少于30日;
- 5、收购期限内,投资者通过证券交易所交易系统申报是否接受要约,被收购公司董事会向中小股东提出是否接受要约的建议;
- 6、清算过户,完成收购。

截至目前,我国境内市场的要约收购发生较少。据统计,自2003年南钢股份发生国内首例要约收购算起,截至2009年12月31日,境内资本市场发生要约收购32起,其中A股市场31起,B股市场仅有1起;就要约方式来看,32起要约收购中部分要约收购3例,全面要约收购29例。

华泰联合证券有限责任公司总裁助理刘晓丹

收购对上市公司的影响是巨大的,它不仅仅是简单的一个控股权的变更。从短期来看,收购一般会引发上市公司股价的剧烈波动;从长期来看,由于新

的控股股东的经营计划和发展规划肯定不同于原股东,控股权的变更往往会涉及到公司主营业务的调整、经营管理层度的变更。

必须指出的是,上市公司控股权的变动并不是一蹴而就的,法律规定的30%仅仅是一个判断是否构成强制要约的标准,在实践当中,收购方对上市公司的控制往往在更早的时间就发生了,其相对应的整合措施往往也在更早的那一点就会展开,上市公司的股价也会在那一时刻做出反映。作为投资者,就需要及时了解上市公司的相关信息,准确地做出投资决策。

为了保护投资者合法权益,消除内幕交易和操纵市场行为,规范上市公司收购,《上市公司收购管理办法》规定,在上市公司的收购中实行“阶段性、分层次的信息披露要求”,即在投资者及其一致行动人持股比例上设置了5%、20%、30%等披露节点,同时实行不同的披露要求。

1、当持股比例达到或超过上市公司已发行股份的5%时,持股人应披露“简式权益变动报告书”,披露是否有意在未来12个月内继续增加持股,前6个月内买卖该公司股票情况等;

2、当持股比例达到或超过上市公司已发行股份的20%但未达到30%的,持股人应披露“详式权益变动报告书”,以一个潜在的控股股东的身份,披露未来12个月对上市公司资产、业务、人员等的整合计划,同业竞争和关联交易现状和规范方法等等;

值得注意的是,基于实质重于形式的原则,若持股比例在5%至20%之内,但该持股人已经成为上市公司的第一大股东,此时应该披露“详式权益



CFP图片

对共谋造假会计师要动真格的了

□重庆 苏渝

在近日召开的全国证券资格会计师事务所主要负责人会议上,中国证监会会计部有关负责人表示,最近出现的绿大地、胜景山河、紫鑫药业等几个违反资本市场法律法规的案例,除了上市公司本身存在问题外,更多的是会计师事务所未能勤勉尽责,个别事务所还犯了一些低级错误。

监管部门和投资者判断一家公司质地优良与否,无一例外地都会先分析公司的各项财务数据,而这些重要的信息就来自会计师事务所的注册会计师们。可以说,会计师的审计方法及职业道德在很大程度上影响了监管者和投资者对上市公司质量的判断。但在IPO项目审计过程中,会计师赚的是客户即准上市公司的钱,这在某种程

度上,就无法避免“拿人钱财,替人消灾”的境况。

一般来说,企业如果能成功上市,券商的保荐收益可能高达上千万,而一单审计业务只有寥寥一、两百万的收入。会计师为了拿到更多的业务,获取高额服务费,往往会对服务对象网开一面而违反独立、客观、公正原则而出具虚假证明文件。在失衡或不健康的利益驱动下,一些上市公司为了达到粉饰公司经营业绩的目的,置会计准则和相关法规于不顾,授意、指使或强令会计师造假,虚构利润。备受瞩目的绿大地公司欺诈发行股票案9月6日在昆明市官渡区人民法院开庭审理。检察机关认为,四川华源会计师事务所所长庞明星与绿大地高管共谋,策划了绿大地上市;相关会计师事务所还向股东和社会公众提供虚假的

年度财务会计报告。紫鑫药业也因涉嫌造假,于8月17日停牌至今,为紫鑫药业提供财务审计工作的中准会计师事务所也因此陷入漩涡中。IPO会计师如果只“为钱服务”,就亵渎了其作为独立第三方的神圣使命。

一直以来,国内对注册会计师及会计师事务所的处罚也仅限于行政处罚,使其违规成本极低,但这次看来是要动真格的了。在全国证券资格会计师事务所会议上,有关负责人表示,对于上述个别事务所的惩处,有的已经按司法程序在进行,有的要立案,都要从重查处。昆明市官渡区人民法院也对共谋、策划了绿大地上市的四川华源会计师事务所所长庞明星以欺诈发行股票罪、违规披露重要信息罪追究其刑事责任。作为投资者,我们期待“依法治市”不再是一句空话。

■ 思考与建议

改革发行制度
避免新股爆炒

□济南 李允峰

9月9日,新上市的哈尔斯遭遇爆炒。当天,哈尔斯最高价26.07元,最低21.57元,相对于22.5元的开盘价,波幅达到20%,而这个过程是在短短半个小时内完成的。除了哈尔斯,其他新股上市当天遭遇爆炒的也很多,比如爱康科技、布森股份、涪陵榨菜等等。

很多人认为,新股遭遇爆炒,与当前的交易制度有关。由于A股市场采取T+1的交易制度,当新股换手很高之后,场外资金用很小的代价就可以轻松地将股价拉起来,此后再在次日高位派发。的确,T+1的交易制度是新股遭遇爆炒的原因之一,但笔者以为,新股遭遇爆炒绝不仅仅是交易制度造成的,更深层次的原因还在新股发行体制上。

目前,所有在主板、中小板和创业板上市的新公司都号称自己是“全流通”发行,监管层也认可这些新上市公司所有股份为全流通性质。但笔者以为,这种全流通其实是一种弊端很大的虚假全流通。也正是这种虚假全流通,成为了新股爆炒的原因。

一般新上市公司首次上市的股份大约占公司全部股份的四分之一。以哈尔斯为例,9月9日,公司流通股股份1824万股,其限售股6840万股将在未来12-36个月内才能全流通。而正是这种用四分之一不到的流通股上市定价、大约75%以上的股份不流通的现实,造成了新股上市从发行到上市价格虚高的问题。而这样做最大的好处是上市公司能够高价发行,券商能够拿到足够多的保荐费用,而限售股股东也可以用辞职的办法想方设法高价出售股份。享受到利益的是上市公司和券商,受到伤害的则是全体中小投资者,由此甚至带来整个A股市场的长期低迷不振。

至于解决办法,笔者认为应该缩短A股新股上市之后限售股的锁定期,借鉴海外市场的做法,把限售股的限售期改为3个月到6个月。如果哈尔斯6840万股限售股在未来3-6个月之内上市流通,公司还能高价发行吗?公司还能遭到爆炒吗?

除了全流通不副其实外,新股上市过程中机构投资者与一些新股申购资金刻意短线炒作也应该引起管理层的重视。总之,要避免新股遭遇爆炒,除了改革当前的交易制度外,新股发行制度改革也更应尽早上路。