

价值投资为何能够避免陷阱？ | 长线·大鱼第 23 期

价值投资策略能够避免陷入骗局是因为对基本面的专注，并对骗子们喜欢耍的花招保持警觉。

如果我们在林林总总的会计规则中进一步深入研究，就会发现有几个手段常常被利用在财务报告中作假，在进行业务分析时，这些手段往往会引起价值投资者的注意。

营收的认定

营收认定就是确定利润表中第一行数字的过程，其中涉及的因素包括何时确认销售已经完成、销售额是多少（还要考虑不能收到全额付款而不得不将差额作为费用抵消掉的风险）

安然公司在充当能源产品销售方和购买方的中间人时，违反了营收认定原则。安然收取的费用是按交易额一定比例提取的佣金，但是安然不只是把仅占交易额较小部分的佣金当作了营收，还把交易的整个金额也算了进来，这一做法违反了交易中营收认定的基本原则。

至于营收认定中不当择时的问题，施乐公司给我们提供了很好的例子。施乐与客户签署长期的办公设施租赁合同，客户在使用这些设备的同时，需要定期向施乐公司支付租金，在这些情况下，客户可以选择购买这些设备。确认营收的正确做法是收到租金后，将其记为收入。然而施乐在租赁合同签署时就将合同金额算作收入，而不是分摊到合同的整个期限内。

麦克森公司的案例也揭示了违反营收认定原则的做法，其中首要的问题是将存在不确定性的销售认定为最终销售并入账。不确定性来自正常销售活动外的附加条款中给予客户的退货特权。还有证据表明公司采取了更加激进的会计手段，例如，将销售回填到比实际交易时间更早的某个时间。

另一个著名的例子是日升公司。该公司是一家小型家电和野营装备的制造商。其销售合同中给予买家退货的权利。因此在发货时，虽然销售实际上还没有最终确认，但是公司认为其已经完成了。通过这种提早认定销售收入的做法，日升公司大大提高了账面上的营收数额。公司还配送远超过实际需要的非应计产品，如碳烤炉等，并在发货时就将其认定为收入而入账，而不是等到烧烤的季节来临，消费者真正购买这些炉子的时候。

费用：业务运营的成本

会计制度的一个基本原则是：应将业务的费用和应收项目相互匹配。为业务运营而付出的成本与因这些投入而生产的营收报告在同一个利润表中。因此，费用数额的确定、时间的选择

及修正应遵从的原则应该和那些指导营收认定的原则类似。

大部分企业在销售产品和服务时都会接受一定的信用额度，并且最终不能全部收回长期信用欠款。

从公司的角度来说，以信用额度购买产品的客户的应付款应作为应收账款的一部分。一般来说，应收账款的到账期限通常为 30、60 或 90 天，个别情况可延长到 12 或 24 个月，甚至更长。

大部分在销售中接受赊欠的公司都建有专门的客户信用管理部门，以保证客户能够及时付款。一旦有客户不能按时支付，公司会向其发出催付函。几次催付未果后，公司就会假设该客户不会再支付任何款项，余款被认为不能到账，并因此被作为费用来处理。这就是以接受客户信用的方式来经营时需要付出的代价。

按照费用及其生产的收入应匹配的原则，上述费用的生产与收到的款项作为营收入账应被认作发生在同一时间段内。这意味着，信用管理人员需要预测一段时间内，有多大比例的应收款应被计为费用。这种预测不会是 100%准确的，但通用会计准则指明预测应根据历史数据做出，并且应趋于保守。

环球电讯在这个问题上同样在了跟头。从 1998 年开始到 2000 年，公司内部的账目管理人员尽职地将那些不能按时付款的客户名单报告出来，但高级会计主管经常性的忽略这些损耗。实际上，他们一直等到 2000 年第三季度才采取行动，将已经累积到 4.05 亿美元之巨的坏账一笔勾销。当这一对利润的巨款一次性转销入账时，却被当作非重复性时间来对待和处理。

在匹配原则下，如果需要决定一项支出是应该全部作为当期的费用报告，还是摊销到未来的一系列时间段，其判断标准是该项支出是否在未来这一系列时间段内可以带来可靠的营业收入。不能满足这一条件的支出应作为与当期营收匹配的费用，而那些能够满足该条件的费用可以在未来各时段内和营收相匹配地摊销。

容量互换还发生在 20 世纪 90 年代末的能源和电力行业，在该行业中，发展出一个更“精简高效”的版本，可以避免进行世纪的交换。交易双方进行“轧平交易”即跟同一个交易对手同时进行买卖，买卖的产品和价格完全相同。轧平交易不产生任何经济上的效益，公司内部的管控也不能发现或阻止他们，安然公司就采用了这类手段。杜克能源公司和信实资源公司也涉及了此类交易。

容量互换和轧平交易是所谓“新经济”盛行时期被广泛采用的虚假交易的一部分，欺诈者试图让投资者相信只要关注营收的增长就够了，不必在意开支、利润和可持续性。

交易中的会计手段

将费用从当期运营成本中变成资本性开销的做法也可以反过来，可以将巨额费用提前冲销，以便提升公司未来的表现。在企业收购时，这是对收购目标经常采取的一种做法。如果被收购业务购公司的资产已被用来冲销可观的费用，则未来运营中需要认定的费用就会减少。

这种做法有时也被戏称为“洗一个大澡”，即进行一次性巨额冲销。一家叫泰科国际有限公司的企业经常使用这一手段，该公司在股市泡沫期间的几年内进行了数以百计的收购业务。该手段中包含的一个策略，也是泰科被认为使用的策略，就是在并购时，将尽可能多的费用作为并购的费用，而不是日常运营的费用。这样做既提升了目标企业在收购后表面上的表现，同时看上去又降低了收购后日常运营的费用。

美国企业在过去几十年中争论不休的一个话题是，会计上该如何处理一家公司拥有多数权益的情况。通用会计准则曾经允许采用两种不同的做法。如果参股是唯一的形式并且满足其他一些限制，这样的交易可以被认为是一家公司的联姻，也就是合并经营。两家公司的资产和债务都简单地合并到一起，既不存在复杂的合并前调整，也不需要合并后的运营中进行复杂、持续的调整。

当采用不同会计法则会导致财务上的不同结果时，很自然地，公司管理人员会有倾向性地选择对自己更有利的方式，这就导致了会计丑闻年复一年不断地发生。通常，每一种做法都会有一定的原则上的依据来支持。实际上，新规定实施以后发生了很多商誉冲销的情况，其中很多事业务中不当行为的结果。其中，AOL时代华纳的做法受到了人们的关注。这两家公司合并后建有一个数额巨大的商誉账户，由此导致合并后公司的股价大跌，会计师决定对公司商誉进行减值。最后公司商誉减值的数量高达540亿美元，创下美国企业历史上商誉减值数额最高的记录。

无形资产的挑战

总是很有价值，但同时也总是涉及复杂会计问题的专利、商标、版权和其他无形资产，对企业来说是非常重要的，也因此成为会计工作的一个重要环节。

关于无形资产的基本逻辑是，如果公司自己发展这些资产并在市场上推广，则公司会担负其

中的费用，而如果公司买入无形资产，其中涉及的费用可放入公司资产负债表。要判断费用是否会进行转销，应采取和解决商誉问题同样的方法：价值每年都要被检验，如果发现减值就转销，否则不变。其中道理也一样——大部分无形资产价值一般既不会下降，也不会折旧，还不需要重新投资进行维护，而无形资产一旦减损，就要进行相应的转销。

但是有生命期限的无形资产是由例外的，如专利，其受保护的期限是 17 年，所以专利的价值必须在其有效期内定期转销。通用会计准则还要求公司公开其无形资产及有关的会计处理方法。如果某公司在无形资产上置留了很大价值，那么涉及这些内容的报告读起来会很有趣。公开的呈报中会指明无形资产是如何分类、估值和转销的，包括资产的有效期限是如何确定的。

报告的不严密导致价值投资者不愿意直接依赖无形资产价值，而是寻找那些能够建立竞争优势和为对手设置障碍的无形资产本身。持续的高净资产回报率会使这些无形资产的价值显得尤其重要。

信息的来源

公司年报中有四个重要的信息来源，可以展现出在这几营收认定、商誉减值以及其他的一些方面的会计制度上的公司文化。

表 1 公开呈报：信息的来源和质量

数据	说明	MD&A	信息
通用会计准则下允许的选项，包括从激进到保守的方法，数据都经过了整合	会计规则指导下的正式说明，往往流于简单，难以揭示管理层对问题的公开程度	内部人员的分析和观点，可以提供更多直接的解释，但有时可能难以理解	顶层高管以非正式的形式向股东说明情况的机会，可以反映出管理层的能力和坦率程度

最难对付的原始信息来源就是数据。报告中的数据是一些通用会计准则下一些条规的产物，而且通常数据是经过聚合的。尽管通用会计准则下的有限选择以及经过聚合的数据可以使读者能够透过他们看到管理层对会计手段的态度以及报告的真实程度。

第二个来源是财务报告中以脚注形式做出的公开说明。这些脚注解释了公司在通用会计准则下是如何做出决定的，可以表明数据是否具有实质意义，也提供了公司对会计方法的态度。

比财务数据更好的来源是年报中的叙述性部分，被称作管理人员的讨论和分析（MD&A）。这部分作用是从公司内部人员的角度去解释这些数据。通过 MD&A，可以看到管理层对公司业绩的态度、业绩是如何测算的，以及管理层在多大程度上认为向投资者充分解释公司的业绩是重要的。

在年报中，公司高管致股东的信是最不死板的，因此成为评估一家企业关于会计问题的文化和态度的最好的信息来源。这一部分是上述四个主要信息来源中最不正式的。公司董事会主席和 CEO 可以按实际情况陈述，或者至少是他们是如何看待问题的。价值投资者会把他当作一个警示性的信号，他显示出管理层责任感的缺失，并由此反映出公司内部在涉及会计问题的文化和态度上很可能带有负面的色彩。

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。