



法證會計第二部分： 簡單是複雜的最高境界

現金在公司財務中應該是一個非常易懂的項目。然而，作為投資者，我們不妨考慮一些似乎很基本的問題。例如現金是甚麼？公司怎樣持有現金？將現金投資於哪裏？公司及投資者能否隨時動用現金？

為進一步了解亞洲公司背後真正的健康情況，我們必須細看財務報告的多個範疇。除了能夠分別現金及自由現金流量的細微差異之外，分析部分亞洲公司為資產（例如土地）重新估值的動向、為投資者解構有關動向的影響，並探索各種錯綜複雜的事項，例如關聯方交易，同樣至關重要。

於2013年10月份的洞察亞洲：法證會計的科學，我們概述了管理團隊有時會採用一些技巧來提高盈利及製造具誤導性的公司表現。今期的洞察亞洲，我們將更集中討論影響公司資產負債表的項目。作為以基本因素為依歸的投資者，我們會留意公司的會計程序，藉此不單可深入了解其盈利能力及效率，亦可了解其管治。

現金：是甚麼？

當公司談到其現金時，為甚麼我們必須問那到底「是甚麼」？讓我們以淨債務（總負債扣除現金及現金等值項目）作為例子，原因是這項目普遍地作為評估槓桿的指標，但往往具有誤導性。舉例而言，一家亞洲酒店公司在計算淨債務時，將整個投資組合歸類為「現金等值」項目，但細看投資組合成份怎麼也不像是現金。公司所謂的「現金結餘」實際上包括中國房地產債券、歐洲金融債券及銀行股票。

公司淨債務不高和現金結餘可觀（但具誤導性）的狀況，在全球爆發金融危機時將會備受沖擊。由於現金結餘會隨著股票及債券價值下瀉而萎縮，淨債務將因而飆升。更糟糕的是，由於債券及股票往往被公司作為取得銀行貸款的抵押品，公司的投資者無法在有需要時動用該等資產。這就是有關「淨債務」分析法的殘酷現實，亦正因如此，我們必須確切了解公司的現金成份。

現金：在哪裏？

了解現金所在之處至關重要，特別是有關一家公司的債務而言。讓我們看看一家東南亞集團公司，該公司為典型的控股公司，無獨立運作的業務，只持有其附屬公司股權。公司報表顯示債務約17億美元各持有約22億美元現金，但實際於控股公司手中的現金不足6億美元。其餘現金是綜合旗下附屬公司所得，惟各附屬公司各自亦有債務。當面對財政壓力的情況下，每家附屬公司將會動用現金以支撐業務運作，並償還本身的債務，留給母公司的現金勢必較原來的大幅減少。我們在考慮母公司的財務健康及其還債意願及能力時，正是該16億美元現金差額改變其整體風險概況。投資者了解公司架構，審查資產及現金所在非常關鍵。



「簡單是複雜的最高境界。」—李安納度·達文西

現金：是否難以動用？

我們也要問現金是否受到限制或受阻。舉例而言，一家中國房地產公司可收取住宅單位買家的訂金，並以現金方式持有相關的訂金，直至單位正式交付予買家。一般情況下，公司在動用該筆現金時將會受到限制。現金亦可因債務融資受阻。這對債券持有人可能有利有弊，但大部分情況下卻不利股票投資者。

債券持有人得益而對股東不利的另一個例子：一家印尼煤礦公司發行債券，設有最低現金水平及嚴格的流量順序，限制現金流動。業務營運及償還債務作優先處理，而股息派付則受到限制。收益來源有三個，而公司可酌情派發股息前，則有超過20個獲准動用現金的用途。

倘在公司資本結構中，公司需要為償付次序優先於債券的銀行貸款撥備相關金額並存放於獨立的帳戶，這將會對債券持有人不利。儘管這種對於管理層動用現金的額外限制在市況良好時或會令投資者受惠，惟在財政受壓時更難以動用現金。

自由現金流：重要之處何在？

與現金一樣，自由現金流是另一個必須了解的簡單衡量指標。自由現金流是一家公司使用資金支付開支、利息、稅項、資本開支及營運資金後所產生的現金。自由現金流代表撇除會計中對於盈利的假設後的實際現金流動。自由現金流是對於一家公司的盈利質素較為可靠的指標，並可顯示該業務實際上賺取的金額，對投資者重要之處在於，公司可以此金額支付股息、購回股份或償還債務。

營運資金（即公司用於日常營運的現金）是自由現金流的驅動因素，卻往往備受忽視。營運資金告訴我們公司營運的質素及財務健康狀況。例如，應收款項增加可能代表出現填塞分銷渠道的欺詐手段，即是透過推出貨品以作分銷，惟貨品最終無可避免地會退回公司，這方法可在短時間內推高營業額及盈利數字。

每花費一元於存貨，現金就會減少一元。公司大規模購入存貨（或貿易應收款項增加）可能會耗盡現金及流動資金，繼而出現違約。另一個例子：一家香港零售商的現金結餘看似頗高，公司在財政受壓前一年的應收款項及存貨增加近30%，但同期的營業額卻低於10%。正是這次營運資金的增加，導致公司及投資者在最需要現金時足襟見肘。

資產重新估值

公司有時會為資產負債表上無法反映經濟現實的資產進行重估。我們最感興趣的是「增記」（提高）資產價值的重新估值。這有何重要？例如10年前以100萬美元購買的土地，現已增值至1,000萬美元。公司管理層可能認為，若所列資產價格如此低，投資者很可能低估公司價值，故需要重新為土地估值，以反映當前經濟現實。此外，貸款人也可能因資產負債表看似薄弱而傾向壓低貸款額度。因此，管理層可能傾向「增記」公司資產至其現有市值。

然而，持續重新估值土地等非流動資產並非良好做法。首先，這樣違反會計標準的穩健原則，而且往往會令人不信任公司管理層。會計的穩健性理念要求管理層在資產永久受損時為資產減值，但極少為資產增值。其次，資產價值若非由公開而流動的市場釐定，其價值的釐定將會偏於主觀，換言之，沒有可靠的定價機制。另一負面影響，就是這種做法會令資產負債表波動較大，令人難以釐定公司真正的盈利能力。這對投資者而言很重要，原因是公司的市值最終反映其真正盈利能力。

「金錢被視為極度邪惡。但我從未見過現金會傷害人。」

—作家Jarod Kintz

多年來，部分公司進取地為資產重新估值。特別是一家公司將銷售增長延伸至未來30年，並以此假設為其果園重估「合理價值」。他們提供的土地價值並非基於該物業與可資比較物業銷售得出的實質價值來計算，而是將未來30年的盈利折讓，後者卻受多種無法預知的因素影響，例如農作物收成及農產品價格波動。此外，公司在數個報告期的財務報表融入這些重新估值，令人難以分辨真實及估計的銷售增長。在這個特別的例子中，價值經大幅重估，有時在報告盈利中佔半數。¹ 在投資過程中，我們視這種重新估值水平為危險的警號。

關聯方交易：為了提高效率還是屬於裙帶關係？

公司有什麼動機會將業務轉移給附屬公司或其他關聯方？附屬公司獲得業務，是否因為定價及質素上屬於最合適的供應商？關聯方交易明顯屬於裙帶關係，但這種做生意的基礎拙劣，亦往往顯示業務欠透明度。關聯方交易可以是合法的，但應被視為危險的警號。我們曾考察一家印尼公司就分銷生產的糖果和曲奇支付過高的金額，而獲得分銷合約的公司，原來是由該印尼公司的創辦家族所控制。在這種情況下，該上市公司可將產品以過低的價格售予分銷商，讓分銷商獲得超高利潤。作為少數股東，我們很反對這種裙帶關係，原因是主要股東的利益一般會凌駕於我們之上。

部分亞洲公司採用的其中一個經營方法，是透過「PPCC模式」，即「利潤私有化，成本公有化（Privatize Profits and Commonize Costs）」。簡單而言，控股股東試圖盡量提高個人利益的同時，卻承擔最低的成本。我們見過一家印度耐用消費品公司通過專利協議達到這目的。品牌由主要股東擁有，惟上市公司承擔建立品牌的成本，但技術上並不擁有該品牌。此外，公司就使用其「自家品牌」的特權支付專利費。

在這個案中，主要股東聆聽少數股東的憂慮，最終將品牌擁有權轉讓予該公司。

另一個有危險警號的關聯方安排，就是向附屬公司的經理提供母公司購股權的薪酬結構。事實上，該等結構無可避免地將管理層的利益從附屬公司轉往母公司，造成利益衝突。我們密切留意多家跨國企業的上市附屬公司，這些附屬公司皆與其母公司定期進行業務。作為我們的投資過程的一部分，我們嘗試評估這些公司彼此間是否按較吸引的市場標準價格進行公平交易。

鑑於這些潛在困難，我們是否應避免投資於關聯方有重大業務來往的公司？現實是，在亞洲經營業務，這種聯繫往往有歷史背景，或往往出於經濟規模或監管目的而成為行業常規。例如在印度，就是由數家電訊服務供應商組合起來，共同擁有一家經營訊號塔的附屬公司。在這種情況下，附屬公司的大部分收益來自向眾多母公司提供的服務。共用服務模式在這種行業實屬合理，因為可以控制基建相關的高固定成本。其實某程度上這屬於行業的演變。電訊服務供應商明白到，透過將訊號塔業務遷至另一家公司，他們可同時分享訊號塔，減低資本開支及營運成本。

關於現金的問題、重新估值或「增記」資產，以及關聯方交易，所有這些問題均可被管理層濫用，以獲取經濟價值、減低透明度，並有可能令業務及股東承受風險。即使如公司擁有多少現金這種簡單的問題，事實上亦可以頗為複雜。作為亞洲專家，我們明白每個市場各有不同，而法證會計可提供工具，以助我們於區內發掘優質投資。

Satya Patel 及 Sudarshan Murthy, CFA
研究分析員
銘基亞洲

¹ 透過計算EBITDA：稅前息前折舊攤銷前之獲利。



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局 (Financial Conduct Authority, FRN 415559) 授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Mgmt.LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI – 2014年3月

電話: +1 (415) 954-4510
電郵: globalfunds@matthewsasias.com
網站: matthewsasias.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasias.com