

# 第45章 资产负债表分析

2024年4月23日 赵吕宇佳

# **一、营运资金状况及债务期限**

# 1. 营运资金的基本规则

## 1.1 营运资金定义与重要性

- 定义：营运资金（Working Capital）是公司的流动资产（现金、应收账款、存货等）减去流动负债（应付账款、短期债务等）的结果。这一指标反映了企业短期内满足债务和运营需求的能力，是衡量企业短期财务健康的关键指标。
- 重要性：
  - （1）良好的营运资金水平可以保证企业在不需要外部融资的情况下维持正常运营，同时有助于企业在市场不确定性中保持灵活性和稳定性。
  - （2）它还可以作为预测企业财务困难的早期指标，对于投资者和信贷机构来说极为重要。

# 1. 营运资金的基本规则

## 1.2 营运资金的历史标准与现实挑战

- **历史标准：**历史上，许多行业和财务分析师采用2:1的标准来评估营运资金健康状况，即流动资产至少是流动负债的两倍。这个比率被广泛认为可以提供足够的安全缓冲，以应对突如其来的经营压力或财务危机。
- **行业趋势：**20世纪20年代以来，随着商业模式和市场环境的变化，许多行业的营运资金需求增加，标准的营运资金比率有所提高。多数产业尤其是资本密集型和周期性行业的企业，其营运资金与负债比率远远超过了2:1。
- **现实挑战**
  - (1) 单一的行业平均标准可能掩盖个别公司的实际表现。例如，一些行业的标准可能高于或低于2:1，根据行业特性和周期性调整标准更为合理。
  - (2) 应避免仅因营运资金比率低于行业平均就质疑一家公司的财务健康，这种做法忽略了公司可能的特殊情况和策略优势。

# 1. 营运资金的基本规则

- 1.3 “严峻的考验”标准

- **更严格的测试：**“严峻的考验”要求公司的流动资产（不包括库存）至少要与流动负债持平。这种考验方式认为库存相比其他类型的流动资产在流动性上存在不确定性。这一标准尤其适用于那些库存可能快速贬值或销售周期较长的行业。

- **标准的影响**

（1）能够通过这种严格测试的公司通常被视为财务更加稳健。它为投资者提供了一种更加保守的评估企业流动性的方法。

（2）如果公司未能满足这一标准，可能会在投资者中引起对其流动性状况的担忧，尤其是在经济环境紧张或市场波动大时。

# 案例

表 45—1          阿彻 - 丹尼尔斯 - 米德兰公司的流动财务状况， 1932—1933 年  
(单位：美元)

项目	1933 年 6 月 30 日	1932 年 6 月 30 日
现金资产	1 392 000	3 230 000
应收款	4 391 000	2 279 000
存货	12 184 000	4 081 000
流动资产总额	17 967 000	9 590 000
流动负债	8 387 000	778 000
营运资金	9 580 000	8 812 000
扣除存货的营运资金	-2 604 000	+4 731 000

# 案例

表 45—2 斯托克利兄弟公司与道格拉斯飞机公司营运资金的比较 (单位: 千美元)

项目	斯托克利兄弟公司			道格拉斯飞机公司		
	1936 年	1937 年	1938 年	1936 年	1937 年	1938 年
	5 月 31 日	5 月 31 日	5 月 31 日	11 月 30 日	11 月 30 日	11 月 30 日
流动资产:						
现金和应收账款	2 274	2 176	1 827	2 885	2 559	4 673
库存	5 282	7 323	6 034	6 392	12 240	4 084
总额	7 556	9 499	8 861	9 277	14 749	8 757
流动负债:						
应付票据	2 000	2 000	2 500	1 390	5 230	
其他	1 527	1 286	1 320	1 179	3 183	2 129
总额	3 527	3 286	3 820	2 569	8 413	2 129
1~3 年内到期的银行贷款		3 000	3 000			
流动负债总额						
加 1~3 年期债券	3 527	6 286	6 820	2 569	8 413	2 129
年度净盈余	1 382	-353	-713	976	1 082	2 147

## 2. 债务期限：巨额银行债务

### 2.1 债务的双重性质

- 积极的视角：首先，我们需要认识到，企业使用银行贷款是常见的商业实践。特别是季节性的业务需求，银行信贷是满足这些需求的有效手段。
- 风险的警示：然而，如果企业依赖大量短期债务来维持运营，那么这通常是财务困难出现的前兆。通常情况下，这种情况不是由常规的商业应付账款引起的。

### 2.2 历史案例分析

- 历史的教训：通过历史事件的镜头，我们可以看到银行贷款如何成为企业问题的一部分。1919年战后的繁荣时期，公司利用银行贷款来销售工业库存，但在之后的商品价格崩溃中，这些贷款变成了负担。
- 1930年大萧条：与1919年不同，1929年的大萧条没有发生大规模的商品或存货投机，部分原因是企业通过出售股票获得额外的营运资金。1937—1938年经济衰退的对比：在1937—1938年的经济衰退中，尽管股市的下跌幅度更大，但对美国公司的总体影响却相对较小。这表明了市场对企业暂时波动的敏感性可能已经达到了非理性的程度。



## 2. 债务期限： 巨额银行债务

### 2.3 财务表现的指示器

- 债务在资产负债表上的显现： 当一个公司的财务报表显示有大量应付票据，这通常意味着需要进行更仔细的审查。我们不能忽视这些债务，尽管它们本身不一定是坏事。

### 2.4 银行贷款的实际影响

- 短期贷款的长期影响： 企业通常希望通过长期融资来偿还短期银行贷款，但历史已证明，在许多情况下，这种再融资是困难的，甚至导致了破产。
- 盈利与破产： 当一家公司利润丰厚时，它很少会因为银行贷款而破产。但如果再融资不成功，就可能面临财政困境。

# 3. 债务期限：企业间债务

## 3.1 企业间债务的实际操作与理论差异

- **理论上的严重性：**理论上，企业间债务，即一家公司对其母公司或子公司的债务，在会计准则上与其他形式的短期债务同等重要，都应在资产负债表中体现。
- **实践中的处理：**在实践中，这类债务往往被视作内部调节，尽管它们可能在资产负债表上显示为大额流动负债，但不常引起实际的支付危机。
- **例子：**联合天然气公司欠其母公司电力债券和股票公司2600万美元。尽管这使得流动负债显著高于流动资产，但这种内部债务并未阻碍公司在1936至1939年间支付第一优先股股息。

## 4. 债务期限：即将到期的长期债务的危险性

- 当企业经营不善时，在短期内即将到期的大量债券构成严重的财务问题。当资产负债表显示有这种情况时，投资者和投机者都应加以认真考虑。长期债务即将到期是破产常见的原因。

### 4.1 历史案例分析：

- 菲斯克橡胶公司：1930年未能偿还800万美元的票据，导致破产。
- 科罗拉多燃料和钢铁公司以及芝加哥-岩岛-太平洋铁路公司：这两家公司的破产与大量债券即将到期直接相关。

### 4.2 重融资的可能性与成本

- 再融资的需求与风险：尽管公司可能寻求通过再融资来解决即将到期的债务，但这通常伴随着高昂的成本和不确定的市场条件。
- 例子：美国轧钢公司为了偿还1933年11月1日到期的1400万美元债务，发行了新的更具吸引力的票据。这种再融资虽然解决了即时的财务需求，但对持有公司普通股的投资者是不利的，因为新票据的吸引力降低了普通股的价值。

# 5. 债务期限：中期银行贷款

## 5.1 市场背景

- 市场现象：近年来，由于极低的利率和普通商业银行贷款的枯竭，出现了一种新的融资现象，即银行提供的可以在几年内偿还的中期贷款。
- 贷款用途：这些贷款通常用于偿还公司的债券或优先股，如1939年商业信托投资公司和阿彻-丹尼尔斯-米德兰公司的案例。此外，这些贷款也可能用作额外的营运资金或替代传统的短期银行信贷。

## 5.2 贷款的特性和分析

- 类似短期票据：从证券分析的角度看，这种中期银行信贷在性质上类似于以前公众购买的短期票据。它既有流动负债的特性，也有提前到期的债务特性。
- 偿还方式：在多数情况下，这些贷款预期会按年度分期偿还，这为企业提供了一定的流动性和时间窗口来调整其财务结构。

# 5. 债务期限：中期银行贷款

## 5.3 风险与机遇

- 财务健康的前提：如果企业的流动资产充足，使得这些贷款可以随时作为流动负债处理，或者企业的盈利能力强大且可靠，使得再融资不成问题，那么这种银行贷款不会构成太大风险。
- 潜在威胁：然而，如果没有这些条件，如前面提到的斯托克利兄弟公司案例，那么分析师必须视这些中期银行债务为对公司股息支付能力甚至是整体偿付能力的潜在威胁。

## 5.4 结论与建议

- 审慎考虑：在考虑利用这种贷款方式时，企业需要非常谨慎，考虑其对公司财务健康的长远影响。
- 投资者角度：对于投资者而言，了解企业的债务结构和偿债能力是至关重要的。企业依赖中期银行贷款，特别是在缺乏充分流动资产或稳定盈利模式的情况下，应被视为一个重要的风险因素。

## **二、一段时期内资产负债表上的比较**

# 如何使用一段时间内的资产负债表进行证券分析

证券分析这一个重要的部分可以从3个方面加以考虑，即：

1. 作为对报告每股收益的检验；
2. 确定亏损或利润对公司财务状况的影响；
3. 追溯公司资源及其长期盈利能力之间的关系。

# 1.通过资产负债表检验公司报告的每股收益

- 使用资产负债表检验报告的每股收益是证券分析中的一个技术手段。
- 以美国商用酒精公司1931年和1932年的盈利检验作为一个具体实例

表 45—3                    美国工业酒精公司， 1929 年—1938 年的 10 年平均收益对照		
	1. 报告净收益	(单位：美元)
1929	4 721 000	每股：12. 63
1930	1 105 000	2. 95
1931	1 834 000	4. 90
1932	176 000	0. 47
1933	1 393 000	3. 56
1934	1 580 000	4. 03
1935	844 000	2. 15
1936	78 000	0. 20
1937	-456 000	-1. 17
1938	-668 000	-1. 71
10 年共计	6 782 000	18. 21



## 2. 上述收益与盈余账户变化之间的差异

1929 年—1938 年报告净收益 .....	6 782 000
减去股息支付 .....	<u>5 959 000</u>
(A) 说明盈余余额.....	823 000
1928 年 12 月 31 日收入盈余.....	14 214 000
减去 1933 年冲减厂房机械账户至 1 美元的费用 .....	<u>455 000</u>
调整后的 1928 年 12 月 31 日收入盈余 .....	13 759 000
1938 年 12 月 31 日的收入盈余与应急储备金 .....	<u>5 736 000</u>
(B) 资产负债表上盈余减少 .....	8 023 000
损益表上收益与资产负债表上收益之间的差异 .....	8 846 000

## 3. 对上述差异的解释

盈余中扣除而公司据以计算每股收益的损益表中未扣除的费用：

存货减价 .....	4 500 000
作为损耗处理，以及降低其账面价值的各种资产 .....	3 969 000
各种调整，净值 .....	<u>377 000</u>
	8 846 000

#### 4. 1929—1938 年重新报告收益

根据损益表的收益 .....	6 782 000
减去计入盈余的收费 .....	<u>8 846 000</u>
调整后收益 .....	-2 064 000

#### 5. 营运资本比较： 1938 年与 1928 年

1928 年 12 月 31 日营运资本净值 .....	11 336 000
1938 年 12 月 31 日营运资本净值 .....	<u>8 144 000</u>
10 年减少额 .....	3 192 000
加上股本销售收入 .....	<u>6 582 000</u>
营运资本实际缩水值 .....	9 774 000

## 2. 检验亏损或利润对公司财务状况的影响

- 普利茅斯绳索公司

盈余减少：尽管普利茅斯绳索公司在这段时间内盈余大量减少，但其财务状况并未恶化。

- 财务状况分析：1929年：拥有较强的财

务状况。1932年：尽管盈余减少，财务状况在阶段末期相较于初始仍然强劲，每股清算价值可能略有上升。

- H.R. 马林森公司

- 亏损影响：在同一时间段内，公司经历了几乎耗尽所有营运资金的亏损。
- 恢复能力受损：因为营运资金的严重流失，公司在恢复原有盈利能力方面面临极大困难。

表 45—4 普利茅斯绳索有限公司与 H. R. 马林森公司的比较 (单位：美元)		
项目	普利茅斯绳索有限公司	H. R. 马林森公司
报告收益：		
1930 年	288 000	-1 457 000
1931 年	25 000	-561 000
1932 年	-233 000	-200 000
(3 年) 利润总额	80 000	-2 218 000
股息	1 348 000	66 000
计入盈余和准备金的费用	2 733 000	116 000
3 年间盈余和准备金减少	4 001 000	2 400 000

## 2. 检验亏损或利润对公司财务状况的影响

表 45—5 普利茅斯绳索公司与 H. R. 马林森公司资产负债表比较 (单位: 千美元)

项目	普利茅斯绳索公司		H. R. 马林森公司	
	1929 年	1932 年	1929 年	1932 年
	9 月 30 日	9 月 30 日	12 月 31 日	12 月 31 日
固定和杂项资产 (净值)	7 211	5 157	2 539	2 224
现金资产	1 721	3 784	526	20
应收款	1 156	668	1 177	170
存货	8 059	3 150	3 060	621
资产总值	18 147	12 759	7 302	3 035
流动负债	982	309	2 292	486

项目	普利茅斯绳索公司		H. R. 马林森公司	
	1929 年	1932 年	1929 年	1932 年
	9 月 30 日	9 月 30 日	12 月 31 日	12 月 31 日
优先股			1 342	1 281
普通股	8 108	7 394	500	500
盈余和杂项准备金	9 057	5 056	3 168	768
负债总额	18 147	12 759	7 302	3 035
流动资产净值	9 954	7 298	2 471	357
不包括存货的流动资产净值	1 895	4 143	-589	-264

I 包括 3.2 万美元的“递延债务”。

- 虽然普利茅斯绳索公司的盈余总额在这段时间减少了，但它的流动资产和股本较为稳定，而 H. R. 马林森公司的流动资产、流动负债和股本都有大幅度的变化，尤其是盈余总额的显著减少，这表明公司可能面临流动性问题，其经营状况相对较差。

## 2.1 由存货承担亏损可加强财务状况

:通过分析存货对公司财务状况的影响来理解亏损或利润

### 2.1.1 存货减少与财务状况

- 如果亏损仅表现为存货账户的减少而不需要通过增加流动负债来筹资，那么这种亏损被认为是较轻微的。
- 实际上，如果存货减少超出亏损额，公司的现金可能实际上会增加，或者其应付账款实际上会减少，这可以视为财务状况的加强。

### 2.1.2 清算价值与市场价格

- 通常在估计破产企业的财产清理价值时，会采用资产负债表上的数字的50%至75%来计算库存。
- 如果库存基于成本或市场价格中较低的一个，那么即使报告显示为亏损，对于那些认为存货价值被低估的投资者来说，这可能实际上是利润。

# 实例：曼哈顿衬衣公司

表 45—6

曼哈顿衬衣公司

(单位：千美元)

资产负债表， 1929 年 11 月 30 日	资产负债表， 1932 年 11 月 30 日			
项目	账面价值	估计清算价值	账面价值	估计清算价值
现金和流通债券	885	885	1 961	1 961
应收款	2 621	2 100	771	620
存货	4 330	2 900	1 289	850
固定资产及其他资产	2 065 <sup>I</sup>	500	1 124	300
总资产	9 901	6 385	5 145	3 731
流动负债	2 574	2 574	100	100
优先股	299	299		
普通股余额	7 028	3 513	5 045	3 631
股数	281 000	281 000	246 000	246 000
每股价值	25.00	12.50	20.50	14.75

I 不包括商誉。

损益表 1930—1932 年

支付优先股股息后的余额：

1930 年	-318 000
1931 年	93 000
1932 年	-139 000
3 年	-364 000
计入盈余	505 000 <sup>I</sup>
支付普通股股息	723 000
	1 592 000
减去买入普通股的贴现	481 000
该时期盈余减少	1 111 000 <sup>I</sup>

I 忽略转为应急准备金的 10 万美元。

表 45—7

曼哈顿衬衣公司转化为现金的资产和收益的使用

(单位：美元)

转化为现金的资产 和收益的使用	数额	"预期亏损"和差额的使用
存货减少	3 000 000	1 000 000
应收账款减少	1 800 000	350 000
厂房设备等减少	1 000 000	750 000
	5 800 000	2 100 000
持续实际亏损	800 000	800 000
变现额净值	5 000 000	
应用于：		基于清算价值的"收益"
普通股股息	700 000	应用于：1 300 000
偿付债务	2 500 000	普通股股息 700 000
赎回优先股	300 000	增加清算价值 600 000
普通股退股	500 000	
增加现金资产	1 000 000	
	5 000 000	

# 2.2 正常存货的价值缩水是营业亏损吗？

2.2.1 存货价值缩水的原因： 存货价值缩水主要是因为市场单价下跌，而不是因为实际存货数量的减少。

- 营业亏损的定义： 正常营业亏损通常是指由于销售成本高于收入而产生的亏损。但在这种情况下，存货价值的下降并不是由于销售活动直接造成的亏损，而是市场价格波动的结果。
- 对财务报告的影响： 即使存货价值缩水不直接反映为营业活动的亏损，它也可能在财务报告中体现为公司资产的减少。
- “**正常存量**” 是一个会计原则，指的是企业维持正常运营所需的存货水平。
- 分析师可能会试图基于 “正常存量” 来评估公司除去市场波动影响的纯粹盈利能力。尽管从理论上讲，分析师可能希望根据正常存量的基础来评估公司的盈利能力，但实际上，分析师可能没有必要的数据来进行这样的计算。因此，在分析中，他们通常需要广泛考虑市场价格变动的扭曲效果，而不是仅仅依据具体的存货价值波动来作出判断。

1929 年 9 月 30 日的存货 .....	8 059 000
1932 年 9 月 30 日的存货 .....	3 150 000
减少 .....	60%

## 2.3 来自存货膨胀的收益

- 在1919年和1920年期间，一些工业企业报告的高额收益实际上可能是由存货价格的投机性增长导致的，也就是说，这些收益可能部分或全部来自于存货价值的膨胀，而不是实际的销售利润。

### 2.3.1 存货膨胀影响收益

- 在1919年和1920年，由于商品价格的大幅投机性增长，许多公司的收益看起来很高。这种收益增长很大程度上是存货价值上升造成的。

### 2.3.2 收益的真实性

- 这些通过存货膨胀带来的收益的真实性是值得怀疑的。它们可能并不是来自实际销售活动产生的真实利润。

### 2.3.3 财务状况的风险

- 用于购买这些高估存货的巨额银行贷款带来了风险。如果市场价格下跌，这些存货的价值可能会迅速缩水，导致企业面临财务困境。

### 2.3.4 报告收益与财务状况的矛盾

- 尽管表面上的收益发展令人满意，但资产负债表可能显示出公司的财务状况实际上并不乐观。举例来说，美国橡胶公司在1920年报告的收益接近每股20美元，但巨大的设备支出和危险的存货增加实际上恶化了其财务状况。



## 2.4 盈利能力与资源的长期研究

- 分析指出，简单比较资产负债表的连续年份数据是有限的，除非同时研究了公司的记录和固有特性。这种分析可以揭示盈利能力和资源配置的长期趋势。

表 45—10 美国钢铁公司运营成果 (单位: 百万美元)				
项目	第一个 10 年 1903—1912 年	第二个 10 年 1913—1922 年	第三个 10 年 1923—1932 年	30 年合计
生产成品	93.4 吨	123.3 吨	118.7 吨	335.4 吨
销售总额(不含公司间交易项目)	4 583	9 200	9 185	22 968
净收益 <sup>I</sup>	979	1 674	1 096	3 749
债券利息	303	301	184	788
优先股股息	257	252	252	761
普通股股息	140	356	609 <sup>II</sup>	1 105 <sup>II</sup>
盈余余额和“自愿准备金”	279	765	51	1 095

I 折旧后的价值，但排除母公司偿债基金费用。

II 包括以股票形式支付的 2.04 亿美元。

表 45—11 美国钢铁公司收益与平均资本的关系 (单位: 百万美元)				
项目	第一个 10 年	第二个 10 年	第三个 10 年	30 年合计
期初资本	987	1 416	2 072	987
期末资本	1 416	2 072	2 112	2 112
平均资本(约为)	1 200	1 750	2 100	1 700
年平均资本收益率%	8.1%	9.6%	5.2%	7.4%
(续前表)				
项目	第一个 10 年	第二个 10 年	第三个 10 年	30 年合计
年平均资本利息和红利支付率%	5.8%	5.2%	4.0% <sup>I</sup>	5.2% <sup>I</sup>
普通股平均股本(普通股股票盈余及准备金)	237	620	1 389	816
普通股权益收益率%	17.7%	18.3%	4.8%	9.0%
普通股权益支付率%	5.9%	5.7%	2.9% <sup>I</sup>	3.7% <sup>I</sup>
年折旧	24	34	46	35
平均固定资产账户	1 000	1 320	1 600	1 300
固定资产折旧比例	2.4%	2.6%	2.9%	2.7%

I 不包括股票的股息。

- 这些数字表明，发生在中间10年的战争期间，美国钢铁行业大发横财，其利润比第一个10年增加了超过3亿美元。另一方面，最后一个10年中，投资资本收益率急剧下降。10年间5.2%的实际收益率和可以被视为令人满意的年均收益率的8%之间的差距达到近6亿美元。
- 从另一个角度看，我们发现，30年间美国钢铁公司的实际投资额增加了不止一倍，其生产能力则增加了3倍。然而1923—1932年与1903—1912年相比，其年均产量只提高了27%，平均每年扣除利息费用前的收益也只增加了12%。这样分析不免使人提出下面几个问题：(1)自战争结束以来，钢铁生产是否已经从一个相当兴旺的产业变得相对无利可图；(2)这种转变是否主要是由于将收益过度投资于新建厂房机械，从而造成生产能力过剩，致使边际利润减少。

## 2.5 对谷物制品加工公司情况的看法

- 谷物制品加工公司在这一长期分析中表现出稳定的增长和盈利能力，特别是在战争时期和之后的时期，它能够有效地扩大其业务并保持收益的增长。这与美国钢铁公司相比，后者在某些时期面临盈利能力下降的问题，显示了谷物制品加工公司更为稳健的财务和经营策略。
- 谷物制品加工公司的情况表明了其在不同时间段内的财务状况和经营成果，**具有以下特点：**
  - (1)**早期收益低于正常水平：**在早期，公司的盈利能力低于预期，如果采用更加接近实际情况的折旧费用，其收益会进一步减少。
  - (2)**战争时期的巨大收益：**类似于美国钢铁公司，谷物制品加工公司在战争时期也实现了巨大的收益。
  - (3)**营运资本和财务结构的变化：**1916-1925年间，公司的营运资本显著增加，同时长期债务和优先股数量大幅减少。这一时期的特点是折旧费用超出了新厂房机械的支出。
  - (4)**后期盈利能力的改善：**在1926-1935年期间，尽管包括了萧条年份，公司几乎能够根据其扩大的资本投资相应地提升盈利能力。这一时期的年收益大约是1915年结束时期的四倍。
  - (5)**资产负债表的变化：**这一时期的资产负债表显示了财产账户因为大量折旧而大幅萎缩，同时对附属公司的投资大幅增加，表明公司业务有了显著的扩展。
- 与美国钢铁公司的对比：谷物制品加工公司的财务记录显示，它没有引起像美国钢铁公司那样的问题或疑虑。这可能意味着谷物制品加工公司在管理、投资策略或市场定位方面具有一定的优势。