

非流动负债 (noncurrent liabilities) 不符合流动负债的标准。

如果一家公司包含 (合并) 子公司的资产负债表，而这个子公司并非是 100% 控股，则该公司在其合并资产负债表中，报告非控制性利益或少数股东利益。非控制性利益是子公司未归母公司所有的净资产 (权益) 的按比例份额。非控制性利益在合并资产负债表的权益部分呈报。

资产和负债的计量基准

资产负债表的资产和负债同时使用历史成本和公允价值进行估值。

- “历史成本” (*historical cost*) 是在购买日的交易价值。历史成本是客观的 (高度可靠的)，但随着价值的变化，其对分析师的有用性逐渐下降。
- “公允价值” (*fair value*) 是在有诚意的各方之间进行的有序交易中，资产出售或负债转移的金额。

一些更常见的流动资产是：

- 现金与现金等价物——现金等价物通常在 90 天或更短的时间内到期 (例如，90 天的国库券)。
- 应收账款 (*accounts receivable*)
- (应收贸易账款) ——应收款项在扣除所有备抵呆账后列报。
- 存货——持有待售或用于制造待售商品的资产。使用零售法 (*retail method*) 的公司会按零售价减去预期毛利率的差来计量存货，以反映成本。
- 可供出售有价证券——可在市场上交易的债券或股票证券。
- 其他流动资产——包括预付费用。

流动负债例如：

- 应付账款 (accounts payable) (贸易应付款) ——欠供应商的账款金额。
- 应付票据——债务人在一年或运营周期内 (以较长者为准) 以承兑票据形式承担的义务。
- 长期债务的当期分摊部分——在一年或运营周期内 (以较长者为准) 到期的债务本金，。
- 应交税费——已在利润表中确认但尚未支付的即期税款。
- 应计负债 (应计费用) ——未满合同期限，但已在利润表中确认的费用。
- 预收收益 (收入) ——先收取现金，后提供商品或服务。对应的义务就是提供这些商品或服务。

有形资产 (tangible assets)

具有物理实体的长期资产称为“有形资产”。有形资产 (如厂房，设备和自然资源) 按历史成本扣减累计折旧或减值，在资产负债表上列报。

土地也是有形资产，以历史成本列报，但不提折旧。

根据 IFRS，为资本增值或赚取租金收入而持有的有形资产，归为投资性房产 (investment property)。

无形资产

“无形资产”是没有实体的长期资产。某个可识别无形资产的成本，在其使用寿命内进行摊销。可识别无形资产例如：专利权，商标权和版权。

“无法辨认的”无形资产不能单独购买，而且其使用寿命可能是无限的。无法识别的无形资产最好的例子就是商誉。

某项业务的购买价格如果超出了其净值的公允价格，就产生了商誉 (goodwill)。商誉不摊销，但每年至少要做一次减值 (公允价值的减少) 测试。由于商誉不用摊销，企业可以将并购价格更多的放在商誉上，少一

点放在可辨认资产上，以抬高净收入。其结果就是折旧和摊销支出更少，从而增加净收入。

在计算财务比率时，分析师应从资产负债表中扣除商誉，并从利润表中扣除商誉减值费用，以进行可比分析。此外，分析师应比较收购价格和被收购企业的盈利能力，以对未来的收购进行评估。

购入的无形资产按历史成本扣除累计摊销后，在资产负债表上列报。根据U.S. GAAP，除某些法律成本外，内部创建的无形资产（包括研发费用）成本发生时计入支出，并不在资产负债表中列报。

根据IFRS，公司必须明确研究阶段和发展阶段。相应地，研究阶段的成本计入支出，但可以将发展阶段的成本进行资本化。

以下所有情况均应在发生时计入支出，不计入资产负债表资产：

- 启动和培训成本。
- 管理开销。
- 广告和促销费用。
- 搬迁和重组成本。
- 终止成本。

为达到分析目的，一些分析师完全扣除了无形资产，特别是无法识别的无形资产。这是不明智的。分析师应当在进行调整前，考虑每种无形资产的经济价值。

2019年最新的CFA、FRM课程添加微信286982279

金融工具的会计处理

市场化投资证券（marketable investment securities）分类如下：

- 持有至到期证券（held-to-maturity securities）。以持有至到期为目的而取得的债务证券，按摊余成本在资产负债表中列报。摊余成本等于面值（票面价值）减去所有未摊销的折扣，或加上所有未摊销的溢价，

因为这些等同于公司发行的债务。

- 交易证券 (*trading securities*)。有意从近期价格波动中获利的债券和股票，以公允价值在资产负债表上列报。未实现利得和损失计入利润表。衍生金融工具 (*derivatives*) 被视为交易证券。
- 可供出售证券 (*available-for-sale securities*)。预计不会持有至到期，或在近期内交易的债券或股票，以公允价值在资产负债表中列报。未实现的利得和损失不计入利润表，但计入所有者权益，在其他综合收益中列报。

股息和利息收入，及已实现的利得和损失（证券出售时的实际利得或损失）对于所有三类证券来说，都计入利润表。

Figure 1: Summary of Investment Security Classifications

	<i>Trading</i>	<i>Available-for-sale</i>	<i>Held-to-maturity</i>
Balance sheet	Fair value	Fair value	Amortized cost
Income statement	<ul style="list-style-type: none">• Dividends• Interest• Realized G/L• Unrealized G/L	<ul style="list-style-type: none">• Dividends• Interest• Realized G/L	<ul style="list-style-type: none">• Interest• Realized G/L

所有者权益的构成

所有者权益是扣除实体负债后，资产中的剩余权益。资产负债表中的所有者权益部分包括：

- 实缴资本 (*contributed capital*) —— 发行普通股和优先股所融到的金额。
- 非控制性利益 (少数股东利益) —— 母公司部分控股子公司净资产 (权益) 的少数股东份额。
- 留存收益 —— 企业自成立以来的累计净收入，尚未作为红利支付。
- 库藏股 (*treasury stock*) —— 股份已由发行公司回购，但尚未注销。库藏股票没有投票权，也不分配红利。

- 累计其他综合收益 (accumulated other comprehensive income) ——包括所有未确认的所有者权益变动，既没有在利润表中确认，也没在股票发行、回购、分红时确认。

所有者权益变动表汇总了当期所有增减权益账户的交易。

资产负债表分析

纵向的统一度量式资产负债表 (common-size balance sheet) 将所有资产负债表科目表示为总资产的百分比，允许分析师评估资产负债表随时间的变化 (时间序列分析 (time-series analysis))，也允许分析师将资产负债表与其他公司、行业或截面数据 (横截面分析 (cross-sectional analysis)) 进行比较。有些商业服务商会提供用于比较的数据。

流动性比率 (liquidity ratios) 衡量公司偿还短期到期债务的能力。

- 流动比率 (current ratio) 是最广为人知的流动性指标。

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current assets}}{\text{current liabilities}}$$

流动比率小于 1，意味着公司营运资本为负，并可能发生流动性危机。营运资本等于流动资产减去流动负债。

- 速动比率 (quick ratio) (酸性测试比率) 是一种更保守的流动性指标，因为它分子中不包含存货和流动性较差的流动资产。

$$\text{quick ratio} = \frac{\text{cash} + \text{marketable securities} + \text{receivables}}{\text{current liabilities}}$$

- 现金比率 (cash ratio) 是最保守的流动性指标。

$$\text{cash ratio} = \frac{\text{cash} + \text{marketable securities}}{\text{current liabilities}}$$

流动性比率越高，公司偿还到期短期票据的可能性就越大。这些比率仅在流动资产的流动性设定上有所不同。

偿付能力比率 (solvency ratios) 衡量公司的财务风险并衡量公司履行长期义务（偿付能力）的能力。比率越高，财务杠杆越大，财务风险就越大。

- **长期债务权益比 (long-term debt-to-equity ratio)** 衡量相对于权益基础的长期融资来源。

$$\text{long-term debt-to-equity} = \frac{\text{total long-term debt}}{\text{total equity}}$$

- **债务权益比 (debt-to-equity ratio)** 衡量相对于权益基础的总债务。

$$\text{debt-to-equity} = \frac{\text{total debt}}{\text{total equity}}$$

- **总负债率 (total debt ratio)** 衡量债权人融资占总资产的比重。

$$\text{total debt ratio} = \frac{\text{total debt}}{\text{total assets}}$$

- **财务杠杆率 (financial leverage ratio 105)** 是一种变形的债务权益比，用作杜邦模型的一个组成部分。

$$\text{financial leverage ratio} = \frac{\text{total assets}}{\text{total equity}}$$

了解现金流量表

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 25

现金流量表提供的信息，是净收入和其他财务数据所不能提供的。现金流

量表提供有关公司的流动性、偿付能力和财务灵活性的信息。现金流量表调节会计周期中期初与期末的现金余额。现金变化的原因是企业经营活动、投资活动与融资活动。具体如下：

	Operating activities
+	Investing activities
+	Financing activities
=	Change in cash balance
+	Beginning cash balance
=	Ending cash balance

Figure 2: U.S. GAAP Cash Flow Classifications

Operating Activities		
<i>Inflows</i>	<i>Outflows</i>	
Cash collected from customers		Cash paid to employees and suppliers
Interest and dividends received		Cash paid for other expenses
Sale proceeds from trading securities		Acquisition of trading securities
	Interest paid	
	Taxes paid	

<i>Inflows</i>	<i>Outflows</i>
Sale proceeds from fixed assets	Acquisition of fixed assets
Sale proceeds from debt & equity investments	Acquisition of debt & equity investments
Principal received from loans made to others	Loans made to others

<i>Inflows</i>	<i>Outflows</i>
Principal amounts borrowed from others	principal paid on amounts from others
Proceeds from issuing stock	Payments to reacquire stock
	Dividends paid to shareholders

非现金投融资活动（noncash investing）未体现在现金流量表中，但必须在

现金流量表的脚注或补充报表中披露。

U.S. GAAP 与 IFRS 的差异

根据 IFRS:

- 收到的利息和红利可分类为 CFO 或 CFI。
- 支付给股东的股息和利息可分类为 CFO 或 CFF。
- 除非支出可与投融资交易挂钩，否则所得税被列入经营活动。

计算 CFO 的直接法 (direct method) 和间接法 (indirect method)

U.S. GAAP 与 IFRS 允许两种现金流量表的列报方式：直接法和间接法。两个标准制定机构都鼓励使用直接方法。两种方法的区别在于经营活动现金流的列报方式。两种方法下，经营活动产生的现金流总额完全相同，两种方法下，投融资活动的现金流量列报方式也完全相同。

直接方法比间接方法提供更多的信息。间接方法的主要优势在于，它着重于净收入与经营性现金流之间的差异。

直接法

直接法对经营性现金流的列报方式为：找到利润表中的每个科目，根据相应资产负债表账户的影响进行增加或减少，将其转换为等价现金。以下是经营性现金流构成的示例：

- 从销售额得来的现金是 CFO 的主要组成部分。现金收入需要根据应收账款和未实现（递延）收入对销售额的影响来调整。
- 要计算生产货物和提供服务的现金（现金投入），需要将销货成本（COGS）根据存货和应付账款对其影响来调整。

间接法

采用间接法，经营性现金流分四步计算：

步骤 1：从净收入开始。

步骤 2：减去融资或投资现金流（如出售土地所得收益）所带来的利得或损失。

步骤 3：将所有非现金支出加回收入（例如折旧和摊销）并减去所有非现金收入部分。

步骤 4：根据资产负债表运营账户的影响，进行增加或减少，具体如下：

- 减去经营性资产账户增额（使用现金），加上账户减少额（现金来源）。
- 加上经营性负债账户增额（现金来源），减去账户减少额（使用现金）。

大多数公司使用间接方法列报现金流量表。为达到分析目的，“将现金流量表转换为直接法”可能是有益的。举两个例子：

“从客户回收的现金”：

1. 从利润表的销售净额开始。
2. 减去（加上）在间接方法中列报的应收账款余额增量（减少量）。
3. 增加（减去）未实现收入的增量（减少量）。

“向供应商支付的现金”：

1. 从利润表列报的销售成本（COGS）开始。
2. 如果折旧和/或摊销已包含在 COGS 中（它们会增加 COGS），则在计算支付给供应商的现金时必须将其扣除。
3. 减去（加上）间接方法中应付账款余额的任何增量（减少量）。
4. 加上（减去）间接法中存货余额的增量（减少量）。
5. 减去期间内发生的库存报废额。

披露要求

根据 U.S. GAAP，直接法中还必须披露：使净收入与运营现金流一致的必要调整。IFRS 不需要这种调整。

根据 IFRS，无论采用哪种方法（直接法还是间接法），利息和税款必须在现金流量表中单独披露。根据 U.S. GAAP，利息和税款可以列入现金流量表，或在脚注中披露。

投资现金流和融资现金流

投资现金流 (CFI) 是从资产出售所得中扣除新资产的购买支出。

在计算已售出资产的现金时，有必要使用以下公式检查销售中的任何利得或损失：

$$\text{cash from asset sold} = \text{book value of the asset} + \text{gain (or -loss) on sale}$$

融资现金流 (CFF) 通过衡量公司与其资本提供者之间发生的现金流量来确定。公司与债权人之间的现金流量来自新借款和债务偿还。请注意，所支付的利息从技术上讲，是对债权人的现金流量，但已包含在 (U.S. GAAP 准则下的) CFO 中。发行股票、股份回购、支付股息的时候，企业和股东之间发生现金流。CFF 是这两个指标之和：

$$\text{net cash flows from creditors} = \text{new borrowings} - \text{principal repaid}$$

$$\begin{aligned}\text{net cash flows from shareholders} &= \text{new equity issued} - \text{share repurchases} \\ &\quad - \text{cash dividends}\end{aligned}$$

现金流量表分析

1. 经营性现金流

分析师应该识别出经营性现金流的主要决定因素，主要是公司的盈利相关

活动和非现金营运资本的变化。

经营现金流和净收入相等，意味着收入质量较高，但可能受到商业周期和公司生命周期的影响。超出经营性现金流的收益可能表明，企业收入确认过早或支出确认延迟。

2. 投资现金流

增加资本支出（即现金的使用）通常意味着企业发展。相反，公司可能为保存现金或创造现金流，而减少资本支出，甚至出售资本资产。如果未来要更新资产，或是增长恢复，就可能导致未来现金流出量增加。

3. 融资现金流

现金流量表中的融资活动部分，告诉我们公司是否在通过发债或募股来创造现金。还告诉我们，公司是否在用现金偿还债务，回购股票，还是支付红利。

通过将每行的项目表示为收入的百分比，可以将现金流量表转换为统一度量格式。或者说，每笔现金流入可以表示为现金流入总额的百分比，每笔现金流出可以表示为现金流出总额的百分比。

自由现金流是可自由支配现金的衡量指标；也就是说，企业还债或是进行资本支出时，可以用这些现金。

公司自由现金流（free cash flow to the firm (FCFF)）(FCFF) 是所有投资者（包括股东和债权人）可获得的现金。FCFF 可以使用净收入或经营性现金流量作为计算起点。

根据净收入计算 FCFF 为：

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{NI} + \text{non-cash charges} + [\text{interest expense} \times (1 - \text{tax rate})] \\ & - \text{net capital investment} - \text{working capital investment} \end{aligned}$$

根据经营现金流计算 FCFF 为：

$$FCFF = CFO + [\text{interest expense} \times (1 - \text{tax rate})] - \text{net capital expenditure}$$

权益自由现金流 (free cash flow to equity (FCFE)) (FCFE) 是可用于分配给普通股股东的现金流；在清偿全部负债之后。FCFE 可以计算如下：

$$FCFE = CFO - \text{net capital expenditure} + \text{net borrowing}$$

衡量业绩的现金流量比率

- 现金流收入比 (cash flow-to-revenue ratio) 衡量的是每一美元收入产生的经营性现金流。

$$\text{cash flow-to-revenue} = \frac{\text{CFO}}{\text{net revenue}}$$

- 现金资产收益率 (cash return-on-assets ratio) 衡量归属于所有资本提供者的经营性现金流收益。

$$\text{cash return-on-assets} = \frac{\text{CFO}}{\text{average total assets}}$$

衡量覆盖率的现金流量比

- 债务覆盖率 (debt coverage ratio) 衡量财务风险和财务杠杆。

$$\text{debt coverage} = \frac{\text{CFO}}{\text{total debt}}$$

- 利息覆盖率 (interest coverage ratio) 衡量公司按期支付利息的能力。

$$\text{interest coverage} = \frac{\text{CFO} + \text{interest paid} + \text{taxes paid}}{\text{interest paid}}$$

财务分析技术

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 26

关于财务报表分析，需要记住一些关键比率：

- 流动，速动和现金比率。
- 现金周转周期中的所有比率（周转率更重要，例如应收账款周转率，存货周转率和应付账款周转率）。
- 在分子中使用销售额的周转率，但除了应收账款和存货周转率，他们分别使用采购成本和 COGS 做分子。
- 毛利率，净利润率和营业利润率都可以从统一度量的利润表中获得。
- 股本回报率 (ROE) 至关重要。一定要知道三元和五元杜邦 ROE 分解。
- 债务权益比，总负债率，利息覆盖率和固定财务覆盖率（请记得将租金支出加到分子和分母中）。
- 留存比率和增长率都是重要的概念，也出现在公司财务和股权投资中。

比率分析 (ratio analysis) 的有用性和局限性

财务比率为分析师提供有用信息，其中包括：

- 深刻理解财务关系，对预测未来收益和现金流起到作用。
- 关于公司财务灵活性的信息。
- 评估管理层绩效的手段。

财务比率的限制有：

- 单独查看时，比率无用。比率应该与行业平均值比较，与整个经济体的平均值比较，并与公司自己的历史业绩比较。

- 由于会计方法不同，与其他公司的比较变得更加困难。一些较为常见的差异包括：库存方法差异（FIFO 和 LIFO），折旧方法差异（加速和直线）以及租赁会计差异（融资性和经营性）。
- 分析不同行业的公司时，可能难以找到可比的比率。
- 只查看一类比率并不能得出结论。比率必须相互参照来看。
- 需要作出判断。确定比率的目标值或相对值很困难，可能需要明确可接受的取值范围。

“统一度量式资产负债表和利润表”。这些报表使资产负债表和利润表正规化，允许分析师更容易地比较不同规模的公司。纵向的统一度量式资产负债表列报的是，每个资产负债表账户“占总资产的百分比”。水平的统一度量式资产负债表列报的是，每个账户占第一年金额的百分比（比如，1.1 意思是比第一年增长 10%）。纵向的统一度量式利润表，将每个利润表科目表示为销售额的百分比。

流动性指标：

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current assets}}{\text{current liabilities}}$$

$$\text{quick ratio} = \frac{\text{cash} + \text{marketable securities} + \text{receivables}}{\text{current liabilities}}$$

经营业绩指标——周转率和现金周转周期：

应收账款周转率 (receivables turnover)

存货周转率 (inventory turnover)

应付账款周转率 (payables turnover ratio)

应收账款周转天数 (days of sales outstanding)

存货周转天数 (days of inventory on hand)

应付账款周转天数 (number of days of payables)

现金周转天数 (cash conversion cycle)

$$\text{receivables turnover} = \frac{\text{annual sales}}{\text{average receivables}}$$

$$\text{inventory turnover} = \frac{\text{cost of goods sold}}{\text{average inventory}}$$

$$\text{payables turnover ratio} = \frac{\text{purchases}}{\text{average trade payables}}$$

$$\text{days of sales outstanding} = \frac{365}{\text{receivables turnover}}$$

$$\text{days of inventory on hand} = \frac{365}{\text{inventory turnover}}$$

$$\text{number of days of payables} = \frac{365}{\text{payables turnover ratio}}$$

$$\begin{aligned} \text{cash} \\ \text{conversion} \\ \text{cycle} &= \left(\text{days of sales} \right)_{\text{outstanding}} + \left(\text{days of inventory} \right)_{\text{on hand}} - \left(\text{number of} \right. \\ &\quad \left. \text{days of} \right)_{\text{payables}} \end{aligned}$$

经营业绩指标——经营效率比率 (operating efficiency ratios) :

总资产周转率 (total asset turnover)

固定资产周转率 (fixed asset turnover)

营运资本周转率 (working capital turnover)

$$\text{total asset turnover} = \frac{\text{revenue}}{\text{average total assets}}$$

$$\text{fixed asset turnover} = \frac{\text{revenue}}{\text{average net fixed assets}}$$

$$\text{working capital turnover} = \frac{\text{revenue}}{\text{average working capital}}$$

经营业绩指标——营业利润：

毛利润率 (gross profit margin)

营业利润率 (operating profitability ratios)

净利润率 (net profit margin)

$$\text{gross profit margin} = \frac{\text{gross profit}}{\text{revenue}}$$

$$\text{operating profit margin} = \frac{\text{operating income}}{\text{revenue}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{revenue}}$$

$$\text{net profit margin} = \frac{\text{net income}}{\text{revenue}}$$

总资本回报率 (return on total capital , ROTC) :

$$\text{return on total capital} = \frac{\text{EBIT}}{\text{average total capital}}$$

总资本包括债务资本，所以利息要加回净收入。

股本收益率 (return on equity, ROE) :

股权收益率 (return on total equity)

普通股回报率 (return on common equity)

$$\text{return on total equity} = \frac{\text{net income}}{\text{average total equity}}$$

$$\text{return on common equity} = \frac{\text{net income} - \text{preferred dividends}}{\text{average common equity}}$$

偿付能力指标：

债务权益比 (debt-to-capital ratio)

资产负债率 (debt-to-assets ratio)

财务杠杆 (fiancial leverage)

$$\text{debt-to equity ratio} = \frac{\text{total debt}}{\text{total shareholders' equity}}$$

$$\text{debt-to-capital} = \frac{\text{total debt}}{\text{total debt} + \text{total shareholders' equity}}$$

$$\text{debt-to-assets} = \frac{\text{total debt}}{\text{total assets}}$$

$$\text{financial leverage} = \frac{\text{average total assets}}{\text{average total equity}}$$

利息覆盖率指标：

利息覆盖率 (interest coverage)

固定支出覆盖率 (fixed charge coverage)

$$\text{interest coverage} = \frac{\text{EBIT}}{\text{interest payments}}$$

$$\text{fixed charge coverage} = \frac{\text{EBIT} + \text{lease payments}}{\text{interest payments} + \text{payments}}$$

增长分析 (growth analysis) 指标：

留存比例 (retention rate)

$$g = \text{retention rate} \times \text{ROE}$$

$$\text{retention rate} = 1 - \frac{\text{dividends declared}}{\text{net income available to common}}$$

“杜邦分析法” (DuPont analysis)。杜邦方法将 ROE 分解，以更好地分析公司业绩。分析师可以从中看到杠杆率、利润率和营业额对资本回报率的影响。杜邦体系有两种变形：传统方法和扩展体系。

两种方法都以这个公式开始：

$$\text{return on equity} = \left(\frac{\text{net income}}{\text{equity}} \right)$$

“传统杜邦公式” (traditional DuPont equation) 是：

$$\text{return on equity} = \left(\frac{\text{net income}}{\text{sales}} \right) \left(\frac{\text{sales}}{\text{assets}} \right) \left(\frac{\text{assets}}{\text{equity}} \right)$$

也可写为：

$$\text{teturn on equity} = \left(\begin{array}{c} \text{net profit} \\ \text{margin} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{asset} \\ \text{turnover} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{leverage} \\ \text{ratio} \end{array} \right)$$

传统杜邦公式可以说是比率分析中最重要的公式，因为它将一个非常重要的比例 (ROE) 分解为三个关键的组成部分。如果净资产收益率低，以下情况至少发生一种：公司利润率低；该公司资产周转率较低；或者公司杠杆率不足。

扩展的杜邦公式 (extended DuPont equation) 将净利润率进一步分解。扩展的杜邦公式可以写为：

$$\text{ROS} = \left(\frac{\text{net income}}{\text{EBT}} \right) \left(\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \right) \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{revenue}} \right) \left(\frac{\text{revenue}}{\text{total assets}} \right) \left(\frac{\text{total assets}}{\text{total equity}} \right)$$

也可写为：

$$\text{ROS} = \left(\begin{array}{c} \text{tax} \\ \text{burden} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{interest} \\ \text{burden} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{EBIT} \\ \text{margin} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{asset} \\ \text{turnover} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{financial} \\ \text{leverage} \end{array} \right)$$

预计财务报表 (pro forma financial statements)

统一度量式财务报表和比率分析法，都可以用于编制预计财务报表。财务结果预测的第一步就是估计公司下一期的收入，可能会使用最近期的（统一度量式财务报表中的）COGS。同样，分析师会相信，某个比率可能将保持不变，或者在下期朝某个方向变动。如果没有信息表明会发生变化，分析师可能会选择使用前一期的经营利润率或其他比率，用于下一期的预计财务报表。第一步就是估计下一期的销售额，经营利润率的估计值可用于预测下一期的经营利润率。

以下是三种衡量财务结果点估计波动性的方法：

1. 敏感性分析是基于“假设”问题，如：如果销售额增长 3% 而不是预计的 5%，那么对净收入有什么影响？

2. 情景分析是基于特定情景（关键变量的一组特定结果），得出财务报表科目的一系列值。
3. 模拟实验是一种技术，先选择关键变量的概率分布，电脑为关键变量选择随机数值，据此生成结果的分布。

存货

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 27

对于制造企业而言，原材料、在产品和产成品在资产负债表中记为流动资产，称为存货。

资产负债表中的存货成本包括：

- 采购成本。
- 加工成本。
- 基于正常生产能力而分配的固定制造费用。
- 使存货达到目前场所和状态所需的其他成本。

所有这些当期购入或生产的存货成本，都会进入到初始存货价值中，然后再分配到当期销货成本或期末存货中。

期间成本（如未分配的管理费用，非正常损耗，大部分存储成本，管理成本和销售成本）均计入费用。

只要是接近实际成本，企业可以选择使用其他两种技术之一，而不是使用实际成本。

- 使用标准成本法 (**standard costing**)，根据预定的原材料、人工和管理费用确定单位成本。
- 采用零售方法，单位成本等于零售价格减去毛利润。

存货成本分配方法

某段时间内的产品成本，可以使用多种方法来计算，称为成本流转方法（cost flow methods）。

“先入先出法”（FIFO）假定首批采购/制造存货的成本，要首先计入销货成本（COGS）。期末存货余额，由最近计入的存货成本组成。

“后进先出法”（LIFO）假定最近采购/制造存货的成本，要首先计入 COGS。

期末库存余额由早期采购/制造的存货成本构成。请注意，在美国，为节税而使用 LIFO 的公司，也必须在其财务报表中使用 LIFO，也要注意，IFRS 不允许用 LIFO。

“加权平均成本法”（weighted average costing）计算每单位商品的平均成本，是用所有存货成本除以单位数。这个平均成本用于确定销货成本和期末存货。

“个别计价法”（specific identification method），存货中的单个物品（如汽车经销商的汽车存货）按其单独成本进行计算，并在销售时计入到 COGS 中。

所有这些方法在 U.S. GAAP 下都是允许的，但 IFRS 不允许采用 LIFO。

资产负债表上的存货余额

根据 IFRS，存货按成本或可变现净值的孰低来估值，可变现净值是预计销售收入减去直接销售成本。存货“增值”是允许的，但不能超过之前对可变现净值的减值。

根据 U.S. GAAP，使用 LIFO 或零售法的企业，对存货以成本与市场价孰低来估值。“市场价”通常等于重置成本，但不能超过可变现净值或小于可变现净值减正常利润。对于不使用 LIFO 与零售法计量成本的公司，存货估值与 IFRS 类似。根据 U.S. GAAP，存货如果已经减值，就不允许“增值”。

定期盘点制 (periodic inventory system) 和永续盘点制 (perpetual inventory system)

公司使用定期盘点制和永续盘点制来处理库存变化。在定期盘点制下，存货余额和销货成本在会计期末确定。不保存详细的库存记录；在此期间取得的存货在采购账户中列报。在期末，采购成本加上初始存货成本，得出可供出售商品的成本。要计算 COGS，就从可供出售商品成本中减去期末库存。

在永续盘点制下，库存值和销货成本不断更新。购买和出售的库存，在交易发生时直接记入存货。因此，就用不着采购账户。

对于 FIFO 和个别计价法，无论是使用定期盘点制还是永续盘点制，期末存货余额和 COGS 都是相同的。但是，在 LIFO 和加权平均成本方法下，定期盘点制和永续盘点制得出的存货余额和销货成本有着不同的数值。

LIFO 与 FIFO (LIFO vs. FIFO)

在价格上涨周期，库存量稳定或增长：

<i>LIFO results in:</i>	<i>FIFO results in:</i>
Higher COGS	Lower COGS
Lower gross profit	Higher gross profit
Lower inventory balances	Higher inventory balances

在价格下跌周期：

<i>LIFO results in:</i>	<i>FIFO results in:</i>
Lower COGS	Higher COGS
Higher gross profit	Lower gross profit
Higher inventory balances	Lower inventory balances

对于使用（加权）平均成本法的公司，所有值都将介于 LIFO 和 FIFO 之间。

LIFO 准备 (LIFO reserve)

使用 LIFO 的公司必须报告 LIFO 准备，即 LIFO 存货低于 FIFO 存货的金额。为了使在 LIFO 下编制的财务报表与 FIFO 可比，分析师必须：

1. 将 LIFO 准备加到 LIFO 存货里。
2. 按 LIFO 准备提高留存收益。

当价格上涨时，使用 LIFO 的公司支付的税款相对于 FIFO 更少。出于这个原因，分析师往往会给 LIFO 公司的现金减少一个值，等于税率乘以 LIFO 准备；给留存收益增加一个值，等于税后的 LIFO 准备（不是全部 LIFO 准备）。

LIFO COGS 和 FIFO COGS 之间的差额，等于期间内 LIFO 准备的变化。要将 COGS 从 LIFO 转换为 FIFO，只需减去 LIFO 准备的变化即可。

LIFO 清算 (LIFO liquidation)

LIFO 公司的存货数量下降时，就发生 LIFO 清算。在价格上涨的环境中，COGS 的计算基础是早期的存货，单位成本更低，这使得 COGS 更低。LIFO 清算中，COGS 的减少会使总/净利润(率)增加，但此增长是不可持续的。LIFO 准备减少（在 LIFO 公司的脚注中披露）可以提醒分析师：当期利润和利润率的增加可能是由于 LIFO 清算。

评估存货管理的比率

存货会计方法会直接影响比率的大小，包括存货周转率，存货天数和毛利率。

相对于行业中其他公司的高存货周转率，可能说明存货太少；而低周转率可能说明存货太多。将企业收入增长和行业的收入增长进行比较，可以据此判断存货是否太多（流转移动或已过时）还是太少（以致销售额少了很大一块）。

比率和存货盘存方法

“盈利能力”。与 FIFO 相比，LIFO 会使利润表中的 COGS 更高，最终收益更低。LIFO 下所有包含 COGS 的所有盈利能力指标都更低。例如，与 FIFO 相比，LIFO 的 COGS 更高，总利率、经营利润率和净利率都更低。

“流动性”。在资产负债表中，与 FIFO 相比，LIFO 下得出的存货余额更低。由于 LIFO 下的存货（流动资产）更低，流动比率（一个常用的流动性指标）也低于 FIFO。LIFO 下的营运资本额也较少，因为流动资产较少。速动比率不受企业存货成本流转方法的影响，因为分子中不含存货。

“活动性”。使用 LIFO 的企业与使用 FIFO 的企业相比，存货周转率 ($COGS/\text{平均存货}$) 更高。在 LIFO 下，COGS 对应的批次时间更晚，成本更高（分子更大），而存货的批次时间更早，成本更低（分母更小）。LIFO 下，存货周转率更高，存货周转天数就更低 ($365/\text{存货周转率}$)。

“偿付能力”。与 FIFO 相比，LIFO 得出的总资产更低，因为 LIFO 计算出的存货较低。LIFO 下的总资产较低，所有者权益（资产-负债）也就更低。由于 LIFO 下的总资产和所有者权益更低，LIFO 下的债务比率和债务权益比，都高于 FIFO。

长期资产 (long-lived assets)

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 28

如果资产给企业带来经济利益的时间超出一年，其采购成本并不在采购当年计入支出，而是将其资本化（在资产负债表中作为资产），同时在资产生命周期内给资产价值提折旧。

资本化不把采购成本计为支出，也就减少了支出（增加了净收入），增加了资产和所有者权益（这降低了报告的杠杆率），降低了收入波动性，增加了经营性现金流，减少了等额的投资性现金流。因为资本化资产的成本被视为投资性现金流，而不是经营性现金流。

下表总结了资本化与费用化的财务影响：

	<i>Capitalizing</i>	<i>Expensing</i>
Income variability	Lower	Higher
Profitability—first year (ROA & ROE) and Net Income	Higher	Lower
Profitability—later years (ROA & ROE) and Net Income	Lower	Higher
Total cash flows (assuming no tax effects)	Same	Same
Cash flow from operations	Higher	Lower
Cash flow from investing	Lower	Higher
Leverage ratios (debt/equity & debt/assets)	Lower	Higher

“利息资本化 (capitalization of interest)”。公司自用或出售的跨多期资产，在 U.S. GAAP 和 IFRS 下都要进行资本化处理。要么计入资产负债表资产，要么计入存货。费用随时间逐步确认，要么计为资产折旧，要么在销售建造资产时计入 COGS。

建筑利息资本化，减少了资本化期间的利息支出，同时增加了折旧或 COGS。资本化利息支出被视为投资现金流，而不是经营性现金流，分析师应考虑到这种差异。为了更好地衡量利息覆盖率，分析师应该将资本化的利息费用加入利息支出。将资本化利息中的折旧支出加回 EBIT，就会使 EBIT 增大。

内部创造的无形资产 (internally created intangible assets)

根据 IFRS，对于内部创造的无形资产，企业应当将研制成本在发生时确认为支出，但可以将开发成本资本化（如果该产品在技术上已经可行，而且对于完成的资产，企业有意使用或出售，此后发生的成本可以资本化）。

根据 U.S. GAAP，与内部创造的无形资产有关的研发支出，通常都必须在发生时确认为支出。自用或出售的软件研发除外。在 U.S. GAAP 下，软件的开发成本满足特定标准后，必须资本化。

折旧

资本化实物资产的历史成本，在其经济（使用）寿命中分摊折旧费用。折旧方法包括直线折旧（每个期间等量），加速折旧（在资产寿命的早期阶段更高）和生产单位折旧（与资产使用量成比例）。

“直线折旧”：

$$\text{depreciation expense} = \frac{\text{original cost} - \text{salvage value}}{\text{depreciable life}}$$

“双倍余额递减法”（“加速折旧”）：

$$\text{DDB depreciation in year } x = \frac{2}{\text{asset life in years}} \times \text{book value at beginning of year } x$$

注意，在双倍余额递减法下，不考虑残值，但是，资产的期末账面价值（现存价值）不得低于其预计残值。

“生产单位折旧法”（*units of production*）和“服务时间折旧法”（*service hours depreciation*）。在这种方法下，资产的折旧基础要除以预计生产单位数或服务总小时数。每期的折旧都等于单位成本（小时）乘以生产单位数（服务小时数）。

折旧方法对财务报表的影响

与直线折旧法相比，加速折旧法会在资产寿命的早期阶段带来更大的折旧费用，也会减少 EBIT、净收入、资产和权益，并降低 ROA 和 ROE。加速折旧法用于税务申报时，在资产寿命的最初几年应税收入较少，降低了应纳税额与报告现金流。

在资产使用期内，所有方法计算的折旧额和收入总额是相同的；只有费用和收入的发生时间受到影响。

注意，增加（减少）预计残值或预计资产寿命将会减少（增加）每期折旧费用，进而增加报告收入。

使用寿命和残值

计算折旧费用，需要估算资产的使用寿命和残余价值（残值）。企业可以通过增加或减少这些估计值来操纵折旧费用，从而控制净收入。

较长的预计使用寿命，会减少年折旧率并增加报告的净收入，而较短的预计使用寿命则会有相反的影响。高估残值也会降低折旧并增加净收入，而低估残值会增加折旧费用并降低净收入。

会计估计变更，如对使用寿命或残值进行变更，只在本期和未来会计周期适用。也就是说，会计估计的变更会改变现存（账面）价值，使用新估计值计算的折旧，适用于以后会计期间。过去的会计期间不受变更的影响。

无形资产

企业购买的没有实体但寿命有限的资产（例如专利权和特许经营权）在资产负债表中以其公允价值列报，这些资产的公允价值通过摊销（类似于有形资产的折旧）在其经济寿命内逐渐减少。

内部开发的无形资产并不计入资产负债表。寿命无限（例如商誉）的无形资产价值，以及可以低成本续约（例如商标）的无形资产的价值，都不用摊销，但必须定期检查是否应当减值。

终止确认长期资产

长期资产在出售，交换或废弃时，要被“终止确认”，并从资产负债表中删除。

长期资产出售时，资产将从资产负债表中剔除；销售收入与资产账面价值之间的差额，在利润表中计为利得或损失。账面价值等于原成本减去累计折旧和减值费用。

利得或损失通常计入利润表中的其他利得和损失，或者在必要时单独报告。

此外，如果公司使用间接法编制现金流量表，则在计算经营性现金流时，要把利得或损失从净收入中剔除，因为出售长期资产属于投资性现金流。

如果要废弃长期资产，处理方法与出售类似，只不过没有收益。在这种情况下，要从资产负债表中剔除资产的账面价值，并且在利润表中确认等额的损失。

如果将长期资产换成其他资产，此时要计算利得或损失，就要比较旧资产的账面价值与公允价值（如果新资产的公允价值更明晰，就比较新资产的公允价值）。旧资产的现存价值从资产负债表中移除，新资产按公允价值入账。

减值 (impairment)

根据 IFRS，公司必须每年评估，是否有事件或情况显示资产价值发生了减值。例如，可能是资产的市场价值出现显著的下降，或使资产的实际状况发生了重大的变化。如果是这样，资产必须进行减值测试。

如果资产账面价值（原始成本减累计折旧）超过可收回金额（recoverable amount），资产就发生了减值。可收回金额为，公允价值减去销售成本与使用价值（value in use）中的孰高者。使用价值是资产的持续使用所产生现金流的现值。

如果发生了减值，必须在资产负债表上将资产的价值减计为可收回金额。减值损失等于账面价值减去可收回金额，在利润表中确认。

根据 IFRS，如果减值资产的价值在未来恢复，损失可以转回。然而，亏损转回额仅限于原来的减值亏损额。因此，减值转回后的资产账面价值，不得超过确认减值的前账面价值。

根据 U.S. GAAP，只有事件和情况表明公司未来可能无法恢复现有账面价值时，才对资产进行减值测试。

确认减值并计算潜在损失，需要两个步骤。资产减值测试的第一步，是可恢复性测试（recoverability test）。如果资产出现减值，第二步就是衡量损失。

可恢复性。如果账面价值（初始成本减去累计折旧）大于资产未来“非折现”现金流，则资产被视为发生减值。由于可收回性测试的基础，是对未来非折现现金流的估计，因此减值测试涉及相当大的管理层裁量权。

损失测量。如果发生了减值，则在资产负债表中，资产的价值减计为公允价值；另在利润表中确认一个损失，损失等于账面价值减去资产公允价值（如果公允价值未知，则计入未来现金流的“贴现”值）。

根据 U.S. GAAP，不允许进行损失收回。

资产重估 (valuations)

根据 U.S. GAAP，长期资产不能向上重估，有个例外，就是持有待售资产，可以先前减值额度为限，进行上调。

根据 IFRS，资产可以向上重估至公允价值。利得对之前的减记进行了修正，计入利润表，任何超额收益都视为对权益的调整，计入重估盈余 (revaluation surplus) 账户。

资产重估升值首先影响的是资产、所有者权益和净收入。资产和所有者权益会增加；因为利得计入收入，净收入也会增加。如果应计折旧资产向上重估了，折旧将会更大，以后的收入会更少。

长期资产分析

分析师可以使用财务报表信息披露，来估计公司长期资产的平均寿命 (average age) 和使用年限 (useful life)。使用时间较长，效率较低的资产可能会使公司的竞争力下降。在估计重大资本支出时间和公司未来的融资需求时，资产的平均寿命很有用。对于使用直线折旧法的公司，这些估计是最准确的。

$$\text{average age} = \frac{\text{accumulated depreciation}}{\text{annual depreciation expense}}$$

$$\text{total useful life} = \frac{\text{gross PP \& E}}{\text{annual depreciation expense}}$$

$$\text{remaining useful life} = \frac{\text{net PP \& E}}{\text{annual depreciation expense}}$$

投资性房产

根据 IFRS（但不包括 U.S. GAAP），公司以资本增值或收取租金为目的而持有的房地产属于投资性房产。公司可以使用成本模式或公允价值模式来对投资性房产估值。在公允价值模式下，价值增长超出历史成本的部分，在利润表中确认为利得。这与财产、厂房和设备的重估模式不同，这些资产增值超过历史成本的部分，在权益中确认为重估盈余。

资产购买与租赁

公司可以租赁长期资产而不用购买。租赁分类为融资性租赁 (**finance lease**) 和经营性租赁 (**operating lease**)。

经营性租赁本质上是租赁安排。承租人不在资产负债表中记入资产或负债，定期租金仅在利润表中确认为租赁费用。

融资性租赁实质上是购买资产，只不过是通过债务融资，因此必须要资本化。在融资租赁开始时，承租人在资产负债表中同时增加租赁资产和等额的租赁负债。在租赁期内，承租人确认资产的折旧费用和负债的利息支出。这种处理方式，与仅用借款购买的资产相同。

不要将租赁资本化和采购资产资本化相混淆。当一家公司将采购资产资本化时，就在资产负债表中确认一项资产。租赁资本化时，需要同时确认资

产和负债。

所得税

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 29

一定要理解这个术语。从纳税申报表中，我们可以得到：

- “应纳税收入” (**taxable income**)：在纳税申报表中报告的纳税收入。
- “应纳税额” (**taxes payable**)：纳税申报表上显示的纳税义务。
- “已付所得税” (**income tax paid**)：本期税款实际现金流出。
- “税收损失结转” (**tax loss carryforwards**)：税收损失结转是一笔损失，在当期纳税申报表上无法扣减，但可能用于减少未来应纳税所得额和应交税款。

在财务报表中，我们会看到“税前收入” (**pretax income**) 一项，即扣除所得税费用前的收入。利润表中的税前收入用于计算：

- “所得税支出” (**income tax expense**)：利润表中的非现金项目，包括税金支出加上（减去）递延税项负债的增加额（减少额），减去（加上）递延税项资产的增加额（减少额）。
- “递延所得税支出” (**deferred income tax expense**)：所得税支出超过应纳税额的部分。
- “估价备抵” (**valuation allowance**)：一个备抵账户，用于减少递延税项资产账户，以防税收资产无法实现 (U.S. GAAP)。

递延所得税负债 (**deferred tax liabilities**)

递延所得税负债是资产负债表中的一个账户，指所得税费用超过应交税款的部分，预计会导致未来现金流出。

建立递延所得税负债账户，常常是因为利润表中的折旧费用（直线折旧法）

低于纳税申报表中的折旧费用（加速折旧法）。因此，税前收入高于应纳税所得额，所得税支出大于应交税款。在纳税申报表中，由于加速折旧而“延期”的税款，在资产负债表中计为递延所得税负债。

递延所得税资产（deferred tax assets）

递延税项资产是资产负债表中的账户，是指应付税款高于所得税支出的部分。是因为收入先计税，后计入财务报表；或是因为支出先计入财务报表，后确认为税前可抵免费用。

之前的损失超出了可抵扣限额，就成为了税损移后扣减，由于可以减少未来税务支出，所以是一项资产。

可导致递延所得税资产增加的支出项目中，有个例子是保修费用。在利润表中，预计保修费用是可扣除的；在纳税申报表中，只有实际发生的修费费用才可以扣除。在保修费用实际发生之前，应纳税额高于所得税支出，从而产生递延所得税资产。在未来会计周期，应纳税额将低于所得税支出，这项资产的“收益”就会得到确认。

“计算递延所得税负债和资产”。在负债法下，用应纳税所得额与税前收入之间的所有暂时性差异，乘以预计未来税率（通常为当期利率）以计算递延所得税资产和负债。二者不计算净值；递延所得税资产和负债可以同时分别计入资产负债表。

“财务分析”。如果一家公司的资产正在增长，那么可能是因为延期所得税负债，在可预见的未来不会转回；分析师应将此“负债”视为额外的权益（减少 DTL 和增加权益）。如果负债预计会转回，则负债应在可行范围内调整为现值。具体情况要具体分析。

“税基”（tax basis）。如果是出售资产或是清偿负债，在收支金额与税基存在差异时，就有可能出现利得和损失。长期资产的税基是其历史成本减去累计税收折旧。债务的税基为历史收益，并根据初始折/溢价的摊销进行调整。

“税率的变化”。递延所得税资产和负债账户的调整都会反应出税率的变化。减少（增加）税率会同时减少（增加）递延所得税资产和负债；变化

净额体现在当期所得税支出中。

DTL 和 DTA 计算

假设一家公司税率为 40%，其财务报表折旧费用为 1,000 美元，纳税申报表的折旧费用为 3,000 美元，还有 500 美元的保修费用，这笔钱无法在当期税收中扣除。

该公司将列报 $(3,000 - 1,000) \times (0.40) = 800$ 美元的 DTL 和 $(500 - 0) \times (0.40) = 200$ 美元的 DTA。所得税支出大于应纳税额的部分为： $800 - 200 = 600$ 美元。

如果公司预期税率从 40% 变为 30%，将使 DTL 降至 600 美元，DTA 降至 150 美元。DTL 减少 200 美元，DTA 减少 50 美元，其净额减少 150 美元，这将使报告的所得税支出（应交税费-净递延税款负担）减少 150 美元。净收入/盈利能力增加，权益增加，杠杆率下降。

永久性差异 (permanent differences) 与临时性差异

到目前为止，我们举的例子都是应税收入和税前收入之间的临时性差异，这些差异可能随时间推移而逆转。例如，就免税债券的利息收入而言，税前收入大于应税收入，这不会逆转。没有产生递延资产或负债，差额反映在实际税率（所得税费用/税前收入）与法定税率之间的差额中。

估价备抵

如果公司未来无法创造应纳税所得，DTA 就可能部分无法实现或全部无法实现，这时公司的管理层就必须根据 U.S. GAAP 报告估价备抵。估价备抵的增加（减少）会减少（增加）DTA 净额，同时减少（增加）报告收入。分析师应该审视变化的原因，因为管理层可以通过修改估价备抵来操纵收益。

公司报告了会计期间内的 DTL 与 DTA 变化细节，以及有效税率（财务报表）与法定税率（纳税申报表）之间差异的调节。这些细节可以帮助分析师，了解引起递延税项变化事件的影响，并通过研究造成法定率和有效税率之间差异的因素，来更好地预测未来税率。

报告中存在一些差异，是由于在 IFRS 中，资产向上重估会导致 DTA 增加，而 DTL 和 DTA 为报告而取了净值；此外，在 IFRS 中，报告的并不是估价备抵，而 DTA 只要有可能实现（转回）不了，就需要进行调整。

非流动（长期）负债（Non-current (long-term) liabilities）

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 30

按面值发行的债券：

- “资产负债表影响”。债券整个生命周期的账面价值都等于面值。
- “利息支出”。始终等于期初债券面值乘以发行时的市场利率。按面值发行的债券，市场利率与债券的票面利率相同。
- “现金流”。经营性现金流有一个减项，就是利息支出。利息支出等于息票。债券发行时，融资现金流的增加额等于收到的融资金额，债券赎回时减少的金额等于偿还金额。

溢价或折价发行的债券（bonds issued at a premium or discount）：

- “资产负债表影响”。按溢价出售的债券始终在资产负债表上显示为溢价。这笔溢价将在债券的期限内分摊至零。按折价出售的债券总是以折扣的形式记录在资产负债表上。该折扣在债券的期限内将被摊销至零。因此，溢价和折价债券的账面价值将在到期日收敛到债券的面值或面额。
- “利息支出”。对于溢价债券，计入的利息支出将低于息票支付。债券溢价的摊销有助于降低利润中的利息支出。一般来说，利息支出等于息票支付减去溢价摊销。就折价债券而言，利息支出将高于息票支付。此时，债券折价的摊销将增加利润表中的利息支出。一般来说，利息支出等于息票支付加上折价摊销。
- “现金流”。对于溢价债券，现金票息高于利息支出。因此，与资本结构中没有溢价债券的公司相比，其 CFO 更低，CFF 更高。对于折价债券，现金票息低于利息支出。因此，相对于没有折价债券的公司来

说，CFO 更高，CFF 更低。

债券合同中包含的限制性条款 (**debt covenants**)，对公司施加了限制，保护了债券持有人，从而增加了公司债券的价值。通常情况下，这些限制包括：如果未支付债券利息，则限制支付普通股股息；限制具体财务比率的值；以及限制发行额外的债务，限制收购，兼并与资产出售。

分析师可以在脚注中，找到有关公司融资性负债的其他信息。通常情况下，披露信息包括：负债的性质、到期日、提前赎回条款、转换条款、限制、抵质押品担保以及未来五年每年到期债务的数额。

根据 U.S. GAAP 和 IFRS，最近的准则变化允许公司能够以公允价值报告更多金融负债。市场利率的增加（减少）会降低（增加）未来负债的现值。对于分析师来说，负债的公允价值可能比摊销历史收益更合适，因为债务利率低的公司与债务利率高的公司相比，前者的财务状况更好。公司负债的价值向下（向上）调整将增加（减少）其权益，并减少（增加）杠杆率。

终止确认债务

债券到期时，发行人不确认利得或损失。到期时，最初的折价或溢价都已完全摊销；因此，债券的账面价值和面值是相同的。偿还债券的现金流，体现在金流量表中作为融资性现金流量列报。

公司可以选择在到期前赎回 (**redemption**) 债券，因为利率已经下降，因为公司通过运营产生了剩余现金，或是因为发行股票的资金使债券赎回成为可能（这也是企业愿意的）。

若在到期前赎回债券，应在赎回日从债券面值中扣除赎回价格，以确认利得或损失。例如，假设有家公司，赎回面值总额 100 万美元的债券，赎回价格为面值的 102%，此时债券的账面价值为 995,000 美元。则该公司将确认 25,000 美元的损失（995,000 美元的账面价值 - 102,000 美元的赎回价格）。如果账面价值高于赎回价格，那么该公司就会确认利得。

根据 IFRS 和 U.S. GAAP，资产负债表上的初始债券额度，需要减去发行成本，进而增加了债券的实际利息成本。根据 U.S. GAAP，2016 年以前，发行成本要资本化为资产，并在债券的整个生命周期内分配至利润表中。虽

然 U.S. GAAP 之前的处理方式更好，但现在已经和 IFRS 一致了。U.S. GAAP 仍旧认可之前的处理方式。

债务赎回的利得与损失都在利润表中列报，通常作为持续经营业务的一部分，额外信息会另行披露。如果发行成本已经按照 U.S. GAAP 计为资产，就要将赎回时尚未摊销的部分结转，在利润表中减少利得，增加损失。赎回债务通常不是公司日常运营的一部分；因此，分析师进行分析和预测时，通常不考虑利得或损失。

若使用间接法编制现金流量表，在计算经营性现金流时，要从净收入中减去（加上）所有利得（损失）。赎回价格计为融资业务现金流出额。

租赁 (leases)

公司可以选择租赁资产而不是购买资产：

- 为了节约现金。
- 因为融资具有吸引力（有较低的利息成本）。
- 为了避免资产过时的风险。
- 避免报告资产负债表负债（经营租赁的负债）并改善杠杆比率。
- 租赁义务的设计具有灵活性。
- 如果表外租赁可以视为税收上具有所有权（就可以扣除折旧和利息费用），就有税收优势（在美国）。

租赁分类

根据 U.S. GAAP，如果满足以下四项标准中的任何一项，承租人必须将其分类为“融资性租赁”（“资本性租赁”） (finance (capital) lease)：

- 在租赁期结束时，所有权转移给承租人。
- 存在廉价购买选项。

- 租赁期至少是资产寿命的 75%。
- 支付租金的现值至少为资产公允价值的 90%。

如果标准都不符合，则租赁将被分类为经营性租赁。IFRS 下的租赁分类是类似的（没有具体的定量测试），如果所有权的绝大部分风险和报酬转移给承租人，则租赁必须划分为融资性租赁。

租赁的财务报表效应

租赁计为融资租赁时，该公司在其资产负债表中增加租赁资产和等额的租赁负债。随着时间的推移，公司将确认租赁负债的利息费用与租赁资产的折旧费用。每期负债减少的金额等于所付租金减去利息费用。

若租赁分类为经营租赁，则不计入资产负债表，所付租金作为每期支出。

由于存在这些差异，与经营性租赁的公司相比，融资性租赁的公司将报告：更多的资产，更多的负债，更多的经营现金流和更少的融资现金流（所付租金的一部分，会使租赁负债减少，因此被视为融资现金流）。由于利息支出和折旧的总和大于融资租赁早期的租金，因此，与经营性租赁相比，将租赁计为融资性租赁，会降低净收入和各种盈利能力比率。

下表总结了融资性租赁与经营性租赁，各自对财务报表项目和财务比率的影响。

Figure 3: Effects of Lease Classification (Financial Statement Totals)

<i>Financial Statement Totals</i>	<i>Finance Lease</i>	<i>Operating Lease</i>
Assets	Higher	Lower
Liabilities	Higher	Lower
Net income (in the early years)	Lower	Higher
Cash flow from operations	Higher	Lower
Cash flow from financing	Lower	Higher
Total cash flow	Same	Same

(lease classification, effects of)

Figure 4: Effects of Lease Classification (Ratios)

<i>Ratios</i>	<i>Finance Lease</i>	<i>Operating Lease</i>
Current ratio (CA/CL)	Lower	Higher
Working capital (CA - CL)	Lower	Higher
Asset turnover (Sales/TA)	Lower	Higher
Return on assets (EAT/TA)	Lower	Higher
Return on equity (EAT/E)	Lower	Higher
Debt/equity	Higher	Lower

如果是融资性租赁，下一期租金被确认为流动型负债，会降低流动比率和净营运资本。融资租赁的营业利润（息税前利润）较高，因为利息支出未被扣除。无论分类如何，在整个租赁期内，净收入总额都是相同的，但融资租赁中，最初几年的净收入会较低，因为最初几年的利息成本较高（折旧和利息支出之和大于所付租金）。

租赁交易中出租人的会计处理 (lessor treatment of lease transactions)

如果不符融资性租赁的条件，则出租人将租赁计为经营性租赁。出租人将租金作为收入进行列报，并在资产负债表中计入租赁资产的折旧。

如果符合融资租赁的条件，则出租人将租赁计为销售型租赁 (sales-type lease) 或直接融资租赁 (direct financing lease)。从出租人的角度来看，若租赁资产的账面价值低于租金的现值，同时出租人为租赁资产的制造者，则租赁被视为销售型租赁。在这种情况下，出租人对交易的报告与资产出售类似只不过价格为租赁价值（在租赁开始时确认利润），同时向承租人提供了一笔贷款。应收租金（资产类）被添加到出租人的资产负债表中。收到租金时，要计入利息收入，同时减记应收租赁资产（未来租金）价值。利息收入被视为经营性现金流，资产价值的减少被视为投资性现金流。

如果出租人的租赁资产账面价值与租金现值相同，则将租赁计为直接融资租赁。例如租赁公司，向客户租赁汽车，会首先从各个制造商处购买汽车。出租人在租赁期限内记入利息收入（就像纯粹的贷款交易一样），在租赁开始时不记录利润。利息收入计为经营性现金流，租赁资产价值的减少计

为投资现金流，就像销售型租赁一样。

在销售型融资租赁中，租赁开始时就确认利润，也就增加了出租人的净收入，留存收益与资产。经营租赁或直接融资租赁就不一样。与经营性租赁相比，出租人在直接融资租赁的早期阶段计入较高的净收入。之所以这样，是因为直接融资租赁的利息收入随着时间的推移而下降，而经营性租赁的租金水平是恒定的。在租赁期内，无论租赁是作为经营性租赁还是作为直接融资租赁处理，出租人的净收入都是相同的。

养老金计划

缴费确定型计划（defied contribution pension plans）是一种退休计划，在该计划中，公司每期向员工的退休账户打入的一笔款项。该公司不会就该计划资产的未来价值向该员工承诺。投资决策权交给员工，由他们承担所有的投资风险。在利润中，养老金支出就是等于雇主的缴费。在资产负债表中，不报告预计负债。

在待遇确定型计划（defied benefit pension plans）中，公司承诺在退休后定期向员工支付费用。收入多少通常以员工的服务年限以及员工在退休时（或退休前）的收入为基准。例如，一名员工的养老金可能是他工作年限中最后一笔工资的 2%。由于员工未来收入已确定，则投资风险由雇主承担。

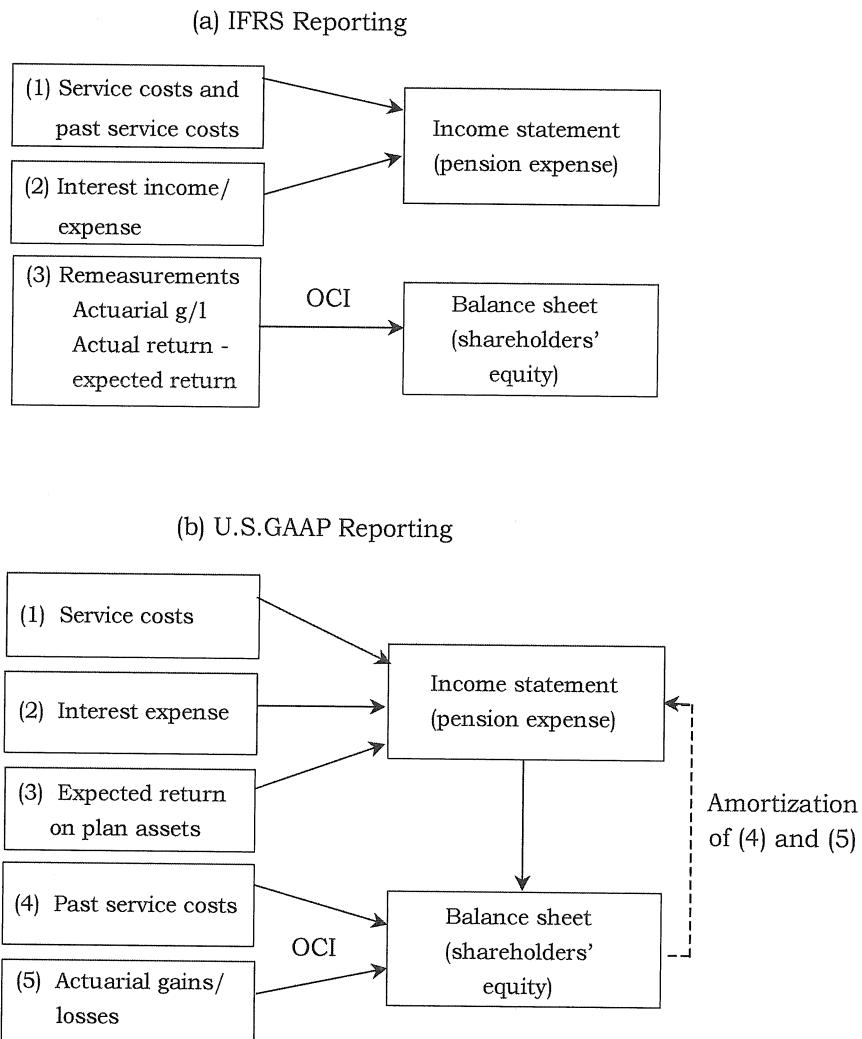
待遇确定型计划的财务报告比缴费确定型复杂得多，因为雇主必须估计未来对雇员义务的价值。计算该义务需要预测若干变量，如，未来的薪酬水平、员工流动率、退休年龄、死亡率和适当的贴现率。

对于待遇确定型计划，如果计划资产的公允价值高于预计养老金负债，则该计划被称为资金过剩（overfunded），养老金发起公司在其资产负债表上记录养老金资产净额（net pension asset）。如果计划资产的公允价值低于预计养老金负债，该计划资金不足（underfunded），公司在其资产负债表上记录养老金负债净额（net pension liability）。

净养老金资产与负债的变动，需要每年报告一次。变动的一部分，要包括在净收入中，而其他部分则包含在其他综合收益中。图 5 展示了 IFRS 和

U.S. GAAP 下的处理方式。

Figure 5: Components of the Change in a Net Pension Asset or Liability



根据 IFRS，养老金资产/负债净值的变动有三部分：服务成本，净利息支出或收入以及重计量变动。利润表中的养老金支出是服务成本（当年赚取额外收益的现值）和净利息支出或收入（养老金负债/资产净值的初始值贴现率，我们也用这个贴现率确定养老金资产现值）。

重新计量变动确认为其他综合收益。包括精算利得或损失，以及计划资产的实际收益与包含在净利息支出/收入中的收益之间的差额。根据 IFRS，

重新计量不会随着时间的推移摊销至利润表。

根据 U.S. GAAP, 养老金资产/负债净值的变动有五个组成部分。当期养老金支出包括三部分：服务成本，净利息支出和计划资产的预期回报（预期收益为正，降低养老金支出）。

过往服务成本（计划启动或修订时，向雇员发放的追溯性福利）与精算利得或损失，确认为其他综合收益。随着时间的推移，这些都要分摊至养老金支出。

财务报告质量 (financial reporting quality)

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 31

在讨论公司财务报表的质量时，我们必须区分财务报告的质量和报告结果的质量。

财务报告质量是指公司财务报表的特征，主要指的是它们遵循通用会计准则 (GAAP) 的程度。但是，鉴于 GAAP 允许选择会计方法，选择估计方法以及具体的处理方式，仅是 GAAP 并不一定会产生最高质量的财务报告。

高质量的财务报告必须是“决策有用”的。决策有用财务报告的两个特点是“相关性”和“真实性”。如果所提供的信息对决策有用并可能影响决策结果，这样的财务报表就是具有相关性的。真实性包括完整性、中立性与无差错。

收入的质量 (quality of earnings) 是另一个问题。如果收入能充分代表股权回报，并且可持续，就说报告的收入质量（不是收入报告质量）很高；也就是说，这样的收入有望在未来的时期内持续发生。可能一个公司的财务报告质量很高，但收入质量较差（不充分/不可持续）；但如果一家公司的财务报告质量不高，我们就无法确定其收入质量。

根据收入质量和财务报告的质量，可以将财务报告的质量从好到坏进行排序：

1. 报告符合 GAAP 并对决策有用；收入是可持续的也是充分的。

2. 报告符合 GAAP 并对决策有用，但收入不可持续或不充分。
3. 报告符合 GAAP，但收入质量较低，报告的选择与估计存在偏差。
4. 报告符合 GAAP，但收入金额是主动调高、调低或平滑（smoothed earnings）申报的。
5. 报告不符合 GAAP，尽管呈报的数据的确是基于公司的实际经济活动。
6. 报告不合规，并且包含虚假数字或欺诈性的数字。

中性会计与保守会计（conservative accounting）、激进会计（aggressive accounting）

财务报表应该中立（不偏不倚），这样对用户最有价值。有偏差的报道可能是保守的，也可能是激进的。企业可以在 GAAP 准则内进行选择：如果少报公司收入或当期财务状况，就是保守的；如果多报收入或改善了当期财务状况，就是激进的。激进的会计往往会导致未来期间的收入下降，而保守会计则会增加未来期间的收入。

管理层同时使用这两种偏差来对收益进行平滑。在收益高于预期（或高于特定基准）收益的时候，管理层可能采用保守的偏差（例如，向上调整应计负债，以少报当期收入）。这会有效地将收入的确认推迟到未来会计期间。如果在未来一段时间内收益低于预期，就选择则更激进的方法核算收入（例如，减少应计负债），进而增加报告收入。在一开始增加应计负债，有时被称为将收入放入“饼干罐子”（以便以后可以享用）。

财务报告中的保守主义并不一定是“好的”。任何一种类型的偏差，都是偏离报告中性或真实性。有时 GAAP 本身可能会引入保守主义，对收入和利润施加更高的验证标准，支出和应计负债则没有。尽管保守偏见对于财务报表使用者来说并不理想，但如果这样做，用户更有可能提起诉讼，声称他们被财报误导。保守偏见也有利于减少当期的纳税义务，还保护了诸如公司债权人等人的利益，因为他们了解的信息比管理层要少。

图 6 展示了一些例子，以说明保守与激进在财报会计选择上的区别。

Figure 6: Aggressive and Conservative Accounting

<i>Aggressive</i>	<i>Conservative</i>
Capitalize current period costs	Expense current period costs
Longer estimates of the lives of depreciable assets	Shorter estimates of the lives of depreciable assets
Higher estimated salvage values	Lower estimated salvage values
Straight-line depreciation	Accelerated depreciation
Delayed recognition of impairments	Early recognition of impairments
Smaller reserve for bad debt	Greater reserve for bad debt
Smaller valuation allowances on deferred tax assets	Larger valuation allowances on deferred tax assets

低质量财务报告的动机和条件

一般来说，有三个因素会驱使管理层提供低质量的财务报告：“动机”，“机会”与“合理化”的行为。

选择激进会计的一个重要动机，是为了达到或超过基准，或是预期的每股收益增长。经理的动机可能是提高声誉，改善未来的职业发展路径，或者仅仅增加激励报酬。其他可能的动机包括：获得股票市场投资者的信任，或要改善客户和供应商看待公司的方式。对于高度杠杆化且无利可图的公司来说，激进会计可能是为了避免债务违约。

为低质量甚至欺诈性财务报告提供机会的条件，包括：内部控制薄弱，董事会监督不足，存在大量可接受的会计处理方式，或对会计欺诈的处罚不严厉。

造就低质量财务报告的第三个可能的因素，是管理层对缺德行为的合理化。无论是说“我会在下一期解决”还是说“我必须这样做才能有奖金来负担父母护理费用”，带来的结果都是一样的。

要求进行财务报表审计，是一种约束财务报告质量的机制。但是，无保留或“公平的”的审计意见并不能保证没有欺诈行为；而只能合理保证（在管理层指导下编制的）财务报表在适用 GAAP 方面已经“公平报告”。审

计师是由被审计公司选择并提供报酬的。

非 GAAP 指标

有时，企业报告的财务指标，并没有在 GAAP 中进行定义或作出要求。这些指标通常会剔除一些项目，以使公司的业绩更好看。管理层之所以会剔除一些项目，因为这些项目是一次性的或非经营性的成本，不会影响未来的营业收入。之所以不影响，是因为这些项目是非现金费用。剔除某些项目也可能是为了在计算折旧或重组费用时能“改善与其他（不同会计方法的）公司的可比性”。

在美国，在财报中报告非 GAAP 指标的公司需要：

- 展示同等且最具可比性的 GAAP 指标。
- 管理层需要解释，为什么认为非 GAAP 指标有用。
- 协调非 GAAP 指标与最可比的 GAAP 指标之间的差异。
- 披露公司使用非 GAAP 指标的其他目的。
- 列入非 GAAP 指标中所有的项目，只要未来可能出现就应列入，即便在财务报表中这些项目是非经常性的，不寻常的或是不常见的。

IFRS 要求在财报中报告非 IFRS 指标的公司：

- 定义并解释这些非 IFRS 指标的相关性。
- 协调非 IFRS 指标与最可比的 IFRS 指标之间的差异。

会计方法，会计选择与会计估计，以及预警信号

“收入确认”。在运输过程中，公司可以选择客户在哪里取得货物所有权：在装船地点进行船上交货（FOB），或在目的地进行 FOB。在装船地点 FOB 条款中，收入确认比后者更早。

公司还可以通过加快或延迟装运，来操纵收入确认的时间。如果企业为实

现目标还需要增加收入，企业可以提供折扣或特殊融资条款，以增加当期订单，也可以将货物运至分销商，这样就无需接收订单。用更多商品使当期分销渠道超正常负荷运行，称为渠道拥堵（channel stuffig 141）。在预计高收益的时期，管理层可能希望将收入确认推迟到下一时期，可以通过暂停或延迟客户装运以实现此目标。

在开票持有交易（bill-and-hold transaction）中，客户购买商品并收到发票，但要求商家将商品在他们那里保存一段时间。

通过虚假开票持有交易，可以抬高当期收入，就是将还在库存内的存货确认为收入。未来的收入将因此减少，因为这些开票持有交易的真实客户开始提货，但并不确认收入，也就抵消了之前多报的收入。

与收入确认有关的会计预警信号可能包括：

- 收入确认方法的变化。
- 使用易货交易。
- 使用回扣计划，需要估算回扣对净收入影响。
- 客户订单的各个组成部分是如何记录为收入的？这个信息缺乏透明度。
- 收入增长与同行脱节。
- 应收账款周转率在多个会计周期内下降。
- 总资产周转率下降，特别是当公司通过收购其他公司而增长时。
- 将非营业项目收入或重大的一次性销售收入计入收入总额。

“信用损失估计”。在资产负债表中，无法收回的债务准备金与应收账款抵消。如果管理层确定应收账款无法收回的可能性低于其当前的估计值，则无法收回的债务准备金将减少，进而增加应收账款净额，也就增加净收入。信贷损失估计的增加会产生相反的效果。

如果一家公司低估了无法收回的应收账款的比例，那么结果会导致应收账

款和净收入增加。在某个时点，若实际无法收回的款项超出最低估计值，则公司得报告额外一笔支出，这将减少净收入和应收账款净额。

其他准备（如保修费用支出准备）也可以用于操纵报告收入。预计保修费用占销售额百分比的减少将使收入增加，而保修费用准备金的增加将使收入降低。

“估价备抵”。回想一下，根据 U.S. GAAP，估价备抵会降低递延所得税资产的账面价值，因为此项资产的计量基础是管理层对其实现可能性的估计。与坏账准备类似，增加估价备抵将减少资产负债表上的递延所得税资产净额，并减少当期的净收入；而估价备抵的减少，将增加递延所得税净资产，并增加当期净收入。可以通过低估估价备抵来高估资产价值，并且可以随时对其进行调整以平滑收益。根据 IFRS，当没有明确估价备抵的时候，递延所得税资产（及负债）按照预期可收回金额调整。

“折旧方法和估计”。与直线折旧法相比，加速折旧法在资产寿命的早期阶段会增加费用，并降低净收入。在资产生命的后几年，情况会逆转；费用会降低，净收入会更高。

使用寿命和残值的估计也会影响折旧费用，从而影响净收入和资产的账面价值。残值的高估将减少折旧费用，进而增加营业收入，并为资产带来更高的账面价值。低估残值会产生相反的效果。在资产使用寿命结束时，如果残值比实际销售价格更高，出售资产就会带来损失，进而减少当期净收入。与较短的预计使用年限相比，使用较长的预计使用年限，会降低每期折旧费用，进而增加资产寿命早期的净收入。

折旧方法、预计资产寿命、对残值的估计，这些若与同行不一样，就是会计预警信号。

“摊销与减值”。对于所采购无形资产摊销，管理层的选择和估计与有形资产折旧类似。无形资产中的商誉不摊销，但须进行减值测试。通过忽略或延迟确认商誉的减值费用，管理层可以增加当期收入。

“存货盘点法”。在价格上涨周期，按照加权平均成本法计算的 COGS 比 FIFO 法下的更高。因此，FIFO 法下的毛利润，毛利润率和收益均大于加

权平均法。先进先出法下的资产负债表存货价值将高于加权平均法。在价格下降的周期，情况正好相反。

FIFO 能得出更准确的资产负债表存货值，因为与加权平均法或 LIFO 方法相比，存货值要更接近当前重置成本。相反，根据 LIFO 法和加权平均法，COGS 更接近当前（替代）成本，毛利和净利润率也就更能反映客观经济情况。

与存货相关的会计预警信号可能包括：存货周转率下降，或者对于 U.S. GAAP 下使用 LIFO 的企业来说，存货水平降低，COGS 就反应前几期批次的更低存货成本，当期收益也就更高。

“关联方交易”。如果一家上市公司与一家由私人供应商进行业务往来，而这家公司供应商是受管理层控制的，那么调整供应商品价格，就可以进行双向利润转移，进而操纵上市公司的报告收入。

“资本化支出”。任何可资本化的支出都会在资产负债表中形成资产，支出对净收入的影响就可以分摊到很多会计年度之中。资本化也会影响现金流的分类。如果将支出资本化，所有的金额都被归为投资性现金流出，经营性现金流也就会增长同样的金额。分析师应当注意，是否有某项资产按行业惯例来说，一般不被资本化，而却被企业资本化了。

“拖延应付账款”。如果某笔款项一般要在报告期末支付，将其延迟到下一期期初，就会增加当期现金流，减少后期现金流。拖延应付账款对本期报告收入没有影响

其他会计预警信号：

- 经营性现金流量与净收入的比率持续小于 1，或随着时间的推移而下降。
- 与行业收入的季节性及公司的收入的季节性相比，第四季度的收益表现出某种规律（更高或更低）。
- 某些支出被归为不会再发生事项，但仍定期出现在财务报告中。

- 毛利或营业利润率明显高于行业和同行的一般情况。
- 管理层通常只提供最少的财报信息和财报披露信息。
- 管理层通常强调非 GAAP 收益指标，对于费用，则激进地使用特殊指标或非常用指标。
- 通过收购大量业务来保持企业增长，这就提供了很多操作空间：企业可以操纵资产价值，操纵未来的折旧和摊销，也可与前一期收入进行错误的比较。

财务报表分析：应用

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 32

本主题包括：使用统一度量式财务报表和其他比率分析，来评估过往业绩，进行未来收益预测，评估信用质量，筛选股票投资标的；为方便公司之间比较而对财务报表进行调整。

基于比例的分析

财务比率的趋势及其与同行平均水平的差异，可以表明公司的业务战略方向，以及战略是否取得成功。对比率的解释，举例如下：

- 高级产品和定制产品的毛利率，通常高于同质化产品，因此我们应该认为，后者的销货成本占销售额的比例更高。
- 我们也可以认为，有高精尖功能和高品质产品的公司，会将更多的销售收入用于研发。如果一个企业从供应商那里购买零部件，而不是内部开发新的功能和特征，这个比例可能是相当的低。
- 对于研发和/或广告支出相对较高的公司来说，毛利率与经营利润的比例会更大。
- 如果一家公司声称通过降低成本来提高每股收益，那么随着时间的推移，就可以通过检验营业比率和毛利率，来判断该公司是否真能实施

这样的战略。

预测企业的财务业绩 (forecasting financial performance)

要预测未来净收入和现金流，第一步就是预测未来销售收入，其方法是自上而下法（短期预测尤其是这样）。

- 从 GDP 增长预测开始，通常由外部研究人员或内部研究团队来做。
- 用历史相关性，来估计 GDP 增长与行业销售额增长之间的关系。
- 确定预测期内公司的预计市场份额，乘以行业销售额就得到公司预测销售额。
- 在简单的预测模型中，预测收益，可以使用历史平均值，也可以使用随趋势调整的盈利能力指标（营业利润率，EBT 利润率或净利润率）。
- 在复杂的预测模型中，利润表和资产负债表中的每个科目都可以进行估计。方法就是分别假设科目与收入增长的相关性。
- 对于多期预测，分析师通常会选用销售增长的单一估计值，并认为会无限期地持续下去。
- 要估计现金流，分析师必须对未来现金来源和使用情况作出假设，尤其是在营运资本的变化、购买固定资产的资本性支出，债务发行或偿还、以及发行或回购股票。
- 一个典型的假设是，非现金流动资本占销售额的百分比一直保持不变。
- first-pass 模型可能意味着未来期间内需要现金，可以通过预测未来期间的必要负债来满足这些现金需求。为保持一致性，未来期间的利息支出也必须随债务增加进行调整，并反映在利润表中，而利润表必须通过连续迭代与备考资产负债表进行协调。

财务报表分析在评估信用质量中的作用

信用分析 (credit analysis) 的 3C 法：

1. 特征：“特征”指的是企业管理层的专业声誉和公司的偿债历史。
2. 抵押品：提供特定“抵押品”的能力，会降低贷款人的风险。
3. 能力：了解偿还“能力”，需要仔细检查公司的财务报表和财务比率。由于一些债务持续30年或更长时间，信贷分析师必须对公司的前景进行长期观察。

信用评级机构，如穆迪和标准普尔，对公司信誉的评级可分为四个项内容：

1. “规模和多样化”。较大的公司、产品线多样的公司、与地域分布广的公司，具有更好的信用风险状况。
2. “运营效率”。运营ROA和EBITDA利润率都属于这一项。随着纵向多元化的发展，高运营效率意味着高债务评级。
3. “利润稳定”。相关利润率的稳定性表明偿债的可能性更高（债务评级更高，利率更低）。高度波动的经营业绩会使贷款人紧张。
4. “杠杆”。营业利润、EBITDA、自由现金流利息支出比、自由现金流债务比等指标构成了信用评级公式中最重要的部分。相对于其债务与利息支出，收入更高公司信用风险状况就更好。

筛选潜在的股票投资标的（screening for potential equity investments）

在很多情况下，分析师必须从大量潜在的股票投资标的中选取投资组合。我们可用会计科目和比率，来识别可管理的有效股票子集，以供进一步分析。

筛选具有吸引力的股票投资标的，通常的标准包括低P/E，低P/CF或低P/S；高ROE，高ROA或高销售收入增长率；还有低杠杆率。通常会使用多个标准，因为基于单一因素的筛选，可能还包含具有其他不良特征的公司。

分析师应该意识到，他们的股票筛选可能会包括或排除某各行业中的很多

或全部公司。

为比较而进行财务报表调整 (financial statement adjustments)

有些会计方法差异，要受限于统一的准则，也有些会计方法差异源自于适用准则的不同，这就使企业之间的比较存在问题。分析师必须随时调整一家公司的财务报表，以使其与另一家公司或另一组公司的财务报表相匹配。

常见的调整包括：

- 折旧方法和假设的差异。
- 存货成本流转假设/方法的差异。
- 汇率变动影响的处理差异。
- 投资证券分类的差异。
- 经营租赁。
- 资本化决策。
- 商誉。

公司财务

Session 10&11

考分权重

10%

SchweserNotes™Reference

第 4 册，1-94 页

这部分占总成绩的 10%，但有很多材料要看，不要太纠结于细节。

公司治理与 ESG：导论

参照 CFA 协会阅读材料 Reading 33

公司治理（**corporate governance**）是指公司管理的内控与程序。

在股东理论（**corporate governance**）下，公司治理制度的首要焦点是公司股东的利益；一般把股东利益看成是：公司普通股市场价值最大化。在利益相关者理论（**corporate governance**）下的焦点更为广泛，要考虑股东、雇员、供应商和客户等群体之间的冲突。

利益相关者

- “股东”对持续盈利和公司增长感兴趣，这两方面都可以增加他们的股权价值。
- “董事会”有责任保护股东的利益。
- “高级管理人员”的利益包括继续受聘与报酬最大化。
- “雇员”对他们的工资、职业发展机会、培训和工作条件感兴趣。
- “债权人”向公司提供债务资本。公司债务协议中的限制条款对债权人的利益提供不同程度的保护。

- “供应商”的利益在于与公司保持持续的关系，在于从与公司的贸易中获利，也在于公司的成长和持续稳定。因为他们通常都是短期债权人，他们也关心公司的偿付能力。

利益相关者之间的潜在冲突

委托代理冲突（principal-agent conflict）产生的原因是：代理人受委托人雇佣，为委托人的利益行事，但代理人的利益可能与委托人的利益并不完全一致。在公司范围内，股东是委托人（所有者），公司管理层和董事会成员（董事）是其代理人。

与公司股东相比，管理人员和董事可能会选择风险水平更低的业务。之所以产生这种冲突，是因为管理人员和董事的风险更多地依赖于公司业绩，而股东的风险不是这样，因为股东可能持有多样化的股票投资组合，而不依赖于公司的雇佣关系。

股东与管理人员之间存在着信息不对称（information asymmetry），因为管理人员比股东更了解公司的运作情况和战略方向。这降低了股东或非执行董事监测与评估的能力，他们不知道管理者是不是在为股东的最大利益行事。

“不同股东群体之间的冲突”。一个股东或一群股东可能会持有多数的股票，并违背少数股东的利益。有的公司拥有不同类型的普通股，其中有些股票具有更多的投票权。一群股东可能拥有有效的控制权，尽管在公司的收益和资产中，他们占比少于 50%。

在收购公司时，相对于少数股东来说，控股股东可能有机会为自己获取更好的条件。多数股东可能会使公司进行关联交易（related-party transactions），并使对方获益，他们自己可以从中获取金融利益，但却损害了少数股东的利益。

“债权人与股东之间的冲突”。股东可能比债权人更愿意承担业务风险，因为如果风险带来了收益，债权人从中分得的收益是有限的。权益所有人侵害债权人的方式也可能包括：发行新债，增加现有债权人面临的违约风险，或向股东支付更多的红利，也会增加债权人的违约风险。

“股东与其他利益相关者之间的冲突”。公司可能会决定提高价格或降低产品质量以增加利润，从而损害顾客利益。公司可能会采用某种策略，大大减少他们向政府支付的税款。

管理利益相关者关系

要管理公司与利益相关者的关系，其前提就是要很好地理解利益相关者的利益，并与利益相关者维持有效的沟通。管理利益相关者关系有四个基础：

1. 法律基础 (*legal infrastructure*) 就是要明确，在违反利益相关者利益时，所涉及的相关法律和追索权。
2. 合同基础 (*contractual infrastructure*) 是指公司和利益相关者之间的合同，其中就阐明了公司和利益相关者的权利和义务。
3. 组织基础 (*organizational infrastructure*) 是指公司的公司治理程序，包括其内部制度与实践，这些东西说明了公司是如何管理与利益相关者的关系。
4. 政府基础 (*governmental infrastructure*) 包括公司受到的各种监管约束。

股东会议

公司通常在会计年度结束后举行年度股东大会 (*annual general meeting*)。不出席股东大会的股东可以让代理 (*proxy*) 代其份额投票。通过代理，可以在特定的问题上明确股东选票投向，也可以将投票权交由受托人自由裁量权。

普通决议，都如批准审计师和选举董事，只需多数票即可通过。其他决议比如那些涉及兼并或收购，或要修改公司章程的，被称为特别决议 (*special resolutions*)，可能需要绝对多数票，一般是三分之二或四分之三的选票。此类特别决议也可在特别股东大会 (*extraordinary general meeting*) 上提出，只要有需要股东表决的决议，任何时候都可以召集特别股东大会。

在多数表决制 (*majority voting*) 的情况下，每一个董事会职位都是由得票最多的候选人当选。在累积投票制 (*cumulative voting*) 下，股东可以把所

有的选票（股份数乘以待选董事会职位数）投给一个董事会候选人，也可以在董事会候选人之间分配。与多数表决制相比，累积投票制可能会使少数股东有更多发言权。

董事会

在单层董事会结构 (one-tier board structure) 中，一个董事会既包括内部董事，也包括外部董事。内部董事 (internal directors) （也称为执行董事 (executive directors)) 通常是公司的高级管理人员。外部董事 (external directors) （也叫非执行董事 (non-executive directors)) 不是公司管理人员。

在双层董事会结构 (two-tier board structure) 中，有一个监事会 (supervisory board)，通常不包括执行董事。监事会和管理委员会 (由执行董事组成) 各自独立运作。管理委员会 (management board) 通常由公司的 CEO 领导。

与公司没有其他关系的非执行董事被称为独立董事 (independent directors) 。职工董事代表可能在非执行董事中占很重要的一部分。首席独立董事 (lead independent director) 在被任命后，有权召集独立董事会议，且独立于全体董事会。

目前的一般做法是，在同一次会议上选举所有的董事会成员，每次选举间隔数年。分期分级董事会制度 (staggered board) 中，每年都会举行一些董事会职位的选举。这种结构限制了股东在任何一年内更换全部董事会的能力。这种制度现在比过去用的少。

董事会不参与公司的日常管理。董事会的职责包括：

- 选择高级管理人员，设置薪酬和奖金结构，评估他们的业绩，如有需要就换掉他们。
- 为公司制定战略方向，确保管理人员实施董事会批准的战略。
- 批准资本结构变动、重大收购与大额投资支出。
- 审查公司业绩并启动必要的纠正程序。

- 制定管理连续性计划，规划 CEO 和其他高级管理人员的后继人。
- 建立、监控并监督公司内部控制系统和风险管理系统。
- 保证公司财报和内审的质量，并保证部审计人员的审查。

董事会一般都有各种委员会，其成员是具有专业技能的董事会的成员。这些委员会向董事会汇报，因为董事会仍为其各种职能负全面责任。董事会专业委员会的典型例子如下：

审计委员会 (audit committee) 负责监督财务报告工作，监督会计政策的执行，监督公司内部控制和内部审计职能的有效性，推荐外部审计师，并根据内审和外审的情况提出补救办法。

治理委员会 (governance committee) 负责监督公司的治理准则，执行公司的道德准则，监督法律法规的变化并确保公司合规。

提名委员会 (nominations committee) 为董事会推荐合格的候选人，管理候选人搜寻过程，并努力使董事会的人员构成与公司的治理政策相一致。

薪酬委员会 (compensation committee) 或**酬金委员会 (remuneration committee)** 就董事与高级管理人员薪酬的数额与类型，向董事会提出建议。该委员会还可能负责监督员工福利计划及评价高级管理人员。

风险管理委员会 (risk committee) 向董事会通报本机构恰当的风险政策和风险承受能力，并监督其风险管理流程。**投资委员会 (investment committee)** 审查管理层的以下建议：大型收购或大型项目、公司资产或部门的出售或其他处置行为、被收购资产与其他大额资本支出的绩效表现。有些公司将这两种职能合并为一个委员会。

影响利益相关者关系的因素

积极股东 (activist shareholders) 向公司施压，要求作出某些改革，因为他们认为这些改革会增加股东价值。他们可能会在董事会中寻求代理人，或是提出股东决议，或者提起股东诉讼。

一群人可能会发起一场代理权争夺战（proxy fight），以寻求股东代理人投票支持其备选提案和政策。为了获得足够的票数来控制公司，一群积极股东可能会招标（tender offer）收购特定份额的公司股份。

高级管理人员和董事会可能会被股东所取代。敌意收购（hostile takeover）的威胁可以作为公司管理人员和董事的激励，使其政策趋向于提升股东价值。管理人员和董事为保住工作，会采取反收购措施，并带来利益冲突。分期分级董事会选举制度会使敌意收购成本更高且更艰难。

公司经营的法律环境，会影响利益相关者的关系。在普通法系（common law system）的国家内，股东与债权人的利益一般会得到更好的保护，因为判例在某些情况下会变成法律。在民法法系（civil law system）中，法官只能依据专门制定的法律来裁决。一般而言，债权人的权利比股东的权利更明确，通过法院强制执行也并不困难。

媒体曝光可以作为使管理层政策与股东利益一致的重要激励因素。总的来说，对良好公司治理重要性的日益重视，催生了一个关注于公司治理的新行业，其中有些公司为基金的代理投票权与公司治理事务提出建议。

治理不善的风险

当公司治理薄弱时，审计和董事会监督的控制职能可能也很薄弱。风险就在于，一些利益相关者可以从中受益，进而使其他利益相关者处于不利地位。会计舞弊或者会计记录质量差，都会给公司业绩和价值带来负面影响。

如果没有适当的监控和监督，管理层可能就不去追求公司利益，因为追求其自身利益，可能会有激励性回报。如果允许管理人员进行有利于朋友或家人的关联交易，就会降低公司价值。

在监管和报告方面，不善的合规程序很容易带来法律风险和声誉风险。违反利益相关者权利可能招致利益相关者诉讼。如果不遵守政府监管规定，公司声誉就会受到损害。如果没能管理好债权人权利，公司就可能债务违约或破产。

有效治理的好处

有效的治理意味着有效的控制和监控。有一个强有力的控制系统且遵守法律法规，可以避免许多法律风险和监管风险。

就利益冲突和关联交易，如果有正式的政策，也可能带来更好的经营业绩。管理人员利益与股东利益的一致性会带来更好的财务业绩和更大的公司价值。

公司治理分析

在分析公司治理的过程中，分析人员主要关注的是：所有权、投票结构、董事会构成、管理人员薪酬、股东构成、股东权利大小以及对长期风险的管理。

在双层股权结构（dual class structure）中，某一层股票每股占多票，而另一层股票一股一票。分析人员要考虑控股股东的利益，以及控制权是如何随时间而变化的。平均来看，拥有双层股权结构的公司与同类单层结构公司相比，股价要打折。

至于薪酬，分析师可能会担心是否：

- 薪酬计划为短期业绩目标的实现提供了更大的激励，这样就不能建立公司的长远价值。
- 随着时间的推移，激励报酬一直是相当稳定，这可能说明目标很容易实现。
- 与可比较公司相比，管理人员薪酬较高。
- 管理人员激励与现行公司战略和目标不一致。

如果公司发行在外的股份中，有相当一部分由关联公司持有，同时股东公司倾向于投票支持管理人员或是支持长期任职的董事会成员，那么它可以通过保护公司免受潜在的敌意收购和激进股东的影响而阻碍改革。

股东权利薄弱的例子包括：公司章程或规章制度具有反收购条款，采用分

期分级董事会制度或是某一类股票具有超级投票权。

环境、社会和治理（ESG）投资考量

在投资决策中使用环境、社会和治理因素，称为 ESG 投资（ESG investing），可持续投资（sustainable investing），或是负责任投资（responsible investing）（有时称为负社会责任投资（socially responsible investing））。ESG 考量和客户信托责任之间，可能会发生冲突。美国劳工部表示，面对相关财务指标相同的两项投资，根据 ESG 因素作出选择，并不违反信托责任。

“将 ESG 因素纳入投资组合管理的方法”

消极筛选（negative screening）是指在构造投资组合时，排除特定行业的公司，判断基准是他们在人权、环保或腐败方面的行为。

积极筛选（positive screening）试图找出具有积极 ESG 行为的公司，如环境可持续发展，员工权利和保障，综合治理实践等方面。有个相关的方法，同类之最法（best-in-class approach），旨在找出在各个行业中具有最好 ESG 实践的公司。

ESG 整合（ESG integration）与 ESG 合并（ESG incorporation）泛指整合与优良 ESG 管理实践相关的各类质量特征和数量特征。

影响力投资（impact investing）是指为促进某个社会或环境目标的实现，而进行的投资。可能是投资某个特定的公司或是某个项目。投资者在赚取利润的同时，也对社会或环境产生积极的影响。

专题投资（thematic investing）是指在一个单一目标的基础上投资一个行业或一个部门，目标可以是发展可持续能源、发展清洁水资源或是应对气候变化。

资本预算

参照 CFA 协会阅读材料#34

资本预算（capital budgeting）是对项目进行确认和评估，这里项目的现金

流都持续一年及以上。预算过程有四个步骤：

1. 产生想法。
2. 分析项目建议书。
3. 创建公司的资本预算。
4. 监督决策并进行事后审计。

“资本预算项目的类别”包括：

- 为维持业务而实施的重置型项目。
- 为削减成本而实施的重置型项目。
- 为增加产能而实施的扩建型项目。
- 新产品或市场开发。
- 强制型项目，如满足安全或环境监管法规。
- 其他项目，包括高风险研发，或管理不容易通过资本预算过程进行分析的小项目。

资本预算的五项关键原则

1. 预算决策取决于“增量现金流”，不考虑沉没成本。分析应当考虑外部性，包括对公司目前产品销售额的侵蚀（cannibalization）。
2. 现金流是以“机会成本”为基础的，机会成本是公司因为开展项目所损失的现金流。
3. 现金流量的“发生时间”是很重要的。
4. 现金流是“税后”的。
5. “融资成本”反映在项目的必要收益率上，而“不是”增量现金流上。