会计学 系列

THOMSON

Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements

Text & Cases

第二版

运用财务报表进行企业分析与估价

教材与案例

克里舍·G·佩普（Krishna G. Palepu）
[美] 保罗·M·希利（Paul M. Healy） /著
维克多·L·伯纳德（Victor L. Bernard）

中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

财务报表是企业必须编制的重要文件，也是广泛的企业分析的基础。投资者和外部分析师可以通过分析财务报表数据获得对公司当前业绩和未来前景的深刻了解。

本书开创性地提出并发展了一个运用财务报表数据进行企业分析与估价的完整框架，将经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析结合在一起对企业进行估价与预测，突破了以往财务报表分析书籍的单一性和局限性。除了对分析与估价工具进行一一介绍外，主要讲解分析与估价框架在各种具体的商业决策环境中的应用。此外，本书对如何评估潜在的投资机会有出色的指导和论述。

本书第一版的成功发行远远超出了人们的想像。目前该书已在世界范围内商学院的会计、金融和工商管理专业中使用。

本书特色：

- 全面整合有效财务报表分析的主要内容
- 对热点领域，如证券分析、信用分析、兼并与收购分析有深入解析
- 大量覆盖面广泛、涉及各行各业的典型案例，快速积累“亲身实践”经验
- 理论与实务完美结合，将最新的学术研究与企业分析、估价实践紧密结合在一起

本书作者阵容十分强大：

克里舍·G·佩普（Krishna G. Palepu），哈佛商学院教授，主要从事公司并购战略有效性、公司融资选择和投资者沟通程序研究，美国会计协会会计著作杰出贡献奖和Wildman奖得主。

保罗·M·希利（Paul M. Healy），哈佛商学院教授，主要从事公司披露政策及其对资本成本影响、并购的有效性、盈余管理和管理层报酬研究，会计著作杰出贡献奖和Wildman奖得主。

维克多·L·伯纳德（Victor L. Bernard），Price Waterhouse会计教授，主要从事财务报表分析和财务经济学问题研究，会计著作杰出贡献奖、杰出会计教育家奖、Wildman奖得主。

www.thomsonlearningasia.com

责任编辑　陈竹瑶
封面设计　工作室·袁泽铭
经销：中信联合发行有限公司

ISBN 7-5086-0070-3
9 787508 600703 >
www.publish.citic.com

中信会计学系列

《会计学》（上、下）
《成本管理：决算与控制》
《财务会计》
《管理会计：决策信息》
《商务伦理与会计职业道德》
《运用财务报表进行企业分析与估价》

ISBN 7-5086-0070-3/F·666
定价：85.00元

会计学 系列

Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements

Text & Cases

第二版

运用财务报表进行企业分析与估价

教材与案例

[美] 克里舍·G·佩普（Krishna G. Palepu）
保罗·M·希利（Paul M. Healy）
维克多·L·伯纳德（Victor L. Bernard） / 著

孔宁宁 丁志杰 / 译

中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

序　言

财务报表是一系列广泛的企业分析的基础。管理层运用财务报表监控和判断公司业绩相对于竞争者的水平，与外部投资者沟通，判断应当采取的财务政策，以及评价作为其投资战略一部分的新企业收购。证券分析师运用财务报表对其向客户推荐的公司作出评级和估价。银行家运用财务报表决定是否给予客户贷款并确定贷款的期限。投资银行家运用财务报表作为评价和分析可能收购和兼并的基础。顾问运用财务报表作为为客户进行竞争地位分析的基础。因此，不容置疑，我们认为商学院的学生迫切需要学习一门能够提供运用财务报表数据进行各种企业分析和估价框架的课程。写作这本书的目的就是为商学院的学生和实务工作者提供这样一个框架。

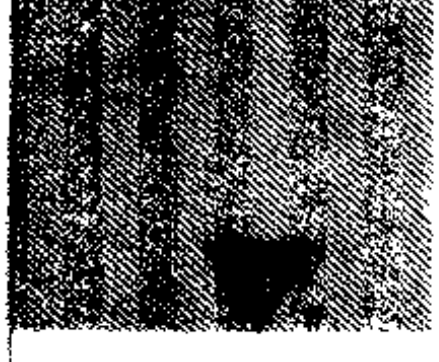
这本书第一版的成功发行远远超出了我们最初的预期。目前该书已经在美国和全世界范围内商学院的会计系和金融系使用。

对第一版所作的调整

使用本书第一版的很多同事为我们提供了有价值的反馈意见。我们根据这些反馈进行了以下调整：

- 我们扩展了正文中会计问题的覆盖范围。现在有五个新章节提供评估公司有关资产、负债、主体、收入、费用会计选择和估计的分析方法。这些章节的内容涉及各种会计业务。
- 我们扩展并广泛修改了有关估值的章节，以便这部分内容更易于理解，并反映该领域会计研究的发展。
- 我们在战略分析一章加入了有关公司战略的论述。在第一版中，我们只侧重于行业分析和公司在某一行业中的竞争定位分析，而新内容还有助于学生分析从事多种经营组织。
- 我们运用各种公司案例帮助解释基本概念。在前一版中，我们在全书中只使用了一个公司案例。
- 我们在这一版中增加了 15 个新案例。然而，我们也保留了前一版中的一些经典案例，因为它们被许多教师证明非常有效。
- 为方便案例选择，我们为各章搭配了一个我们认为最适于阐明该章概念的案例。不过，为使教师保持一定的灵活性，我们还在本书最后增加了一组多用途案例。
- 作为案例的补充，我们在各章最后增加了一些概念性问题。这些问题可用于课堂讨论或课后作业。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



主要特色

本书在许多重要方面有别于其他企业和财务分析教材。我们提出并发展了一个运用财务报表数据进行企业分析和估价的框架，然后阐明如何将这一框架应用于各种决策。

分析框架

本书首先论述会计信息和中介机构在经济中的作用，探讨财务分析如何在运转良好的市场中创造价值。我们确定了有效财务报表分析的四个主要构成内容：

- 经营战略分析
- 会计分析
- 财务分析
- 前景分析

经营战略分析涉及了解被分析公司的经营和竞争战略。将经营战略纳入财务报表分析是本书的特色之一，这一步骤往往被其他财务报表分析书忽略。然而，我们认为财务报表分析从公司战略分析入手是至关重要的，因为它为后续分析提供了重要的基础。战略分析部分讨论了分析公司所处行业、公司在行业中所处竞争地位和可持续性，以及公司战略的工具。

会计分析涉及考察会计规则和惯例如何在财务报表中反映公司的经营实质和经营战略，以及在必要时建立经调整的会计业绩指标。在会计分析部分，我们不强调会计规则，相反，我们重视发展分析资产、负债、主体、收入和费用的一般方法。我们认为这种方法能使学生有效评估公司的会计选择和应计估计，即便学生仅仅对会计规则和准则有基本的了解也不例外。

财务分析涉及分析公司的财务比率和反映公司经营、融资和投资活动业绩的现金流量指标相对于主要竞争对手和历史业绩的水平。我们使用的独特方法侧重于运用财务分析评估公司战略的有效性和作出合理财务预测。

最后，在前景分析部分，我们阐明如何编制预测财务报表以及如何运用这些报表预测公司价值。在对估价进行讨论时，我们使用传统的贴现现金流量模型以及将价值与会计数字直接联系起来的技术方法。在讨论基于会计的估价模型时，我们将最新的学术研究与实践中广泛使用的市盈率乘数和账面价值乘数等传统方法结合起来。

虽然本书涉及企业分析和估价的所有四部分内容，但对这些内容的使用取决于使用者的决策环境。例如，银行家可能使用经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析的预测部分，但他们对正式评估潜在客户的价值可能不感兴趣。

分析框架在决策环境中的应用

本书下一部分表明如何将我们的企业分析和估价框架应用于各种决策环境，包括：

- 证券分析

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 信用分析
- 公司融资政策分析
- 兼并与收购分析
- 管理层沟通分析

我们将每个专题作为一章，以便为课堂讨论提供基础。在可能的地方，我们还讨论了对应用本书前面提出的分析概念有所助益的相关制度细节和学术研究成果。例如，“信用分析”一章展示了银行和评级机构如何运用财务报表数据进行贷款决策分析和公开债券评级。本章还探讨了有关如何分析公司是否处于财务困境的学术研究成果。

案例方法

我们发现，无论对教师还是学生而言，在讲授企业分析和评价课程时使用案例作为教学工具都能显著增强教学效果。学生希望积累企业分析和评价的“亲身实践”经验，以便能够将各种概念应用于与他们将要进入的商业世界相类似的决策环境。案例能够提出在传统的课堂练习中可能被忽视的现实问题，是实现上述目标的自然途径。我们的案例都呈现了特定决策环境中的企业分析和估价问题，从而使得学生对学习本书内容更有兴趣且感到兴奋。

为了在案例选择方面提供指南和更大的灵活性，我们在每章后面附加一个案例，该案例特别适于应用该章阐述的概念。本书最后的多用途案例可以结合多章使用。

本书的使用

我们将本书设计为适用于各类学生——工商管理硕士、会计学硕士、经理人员项目学员和本科学生的财务报表分析课程。教师可以根据学员的特点，调整各章节的概念内容、各章后面的思考题以及案例的使用方式。

先修课程

为了更有效地使用本书，学生应当先修财务会计、金融学、经营战略或企业经济学等课程。正文对一些专题进行了简要概括，主要是作为准备案例的背景知识。但是，对于先前不了解这些领域的学生而言，独立使用这些章节可能比较困难。我们只在每个案例中结合了一小部分经营战略，没有加入任何只侧重于经营战略分析的案例。

这些案例所要求的对会计知识的了解程度有很大差别。一些案例只要求对会计问题有基本的认识，而另一些案例则要求对会计有相当于典型的中级财务会计课程水平的更具体了解。

正文和案例内容的使用

可以采取多种方式对本书内容加以使用。如果本书的使用对象是具有工作经验的学生或经理人员，教师可以使用纯粹的案例教学方法，在需要时加入相关正文内容。如果讲授对象是缺乏工作经

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

验的学生，可以先进行正文内容讲解，然后进行适当的案例分析。当然，主要讲授正文部分，在课堂上加入一些案例作为对本书所述概念的进一步说明也是可行的。

或者，可以将正文作为案例的后续内容，以便更清楚地展示在案例讨论中提出的概念性问题。如果本书的使用对象是本科高年级学生，这样做可能比较适合。在这种情况下，案例可以在分发给各组学生的课程计划中使用。

致　谢

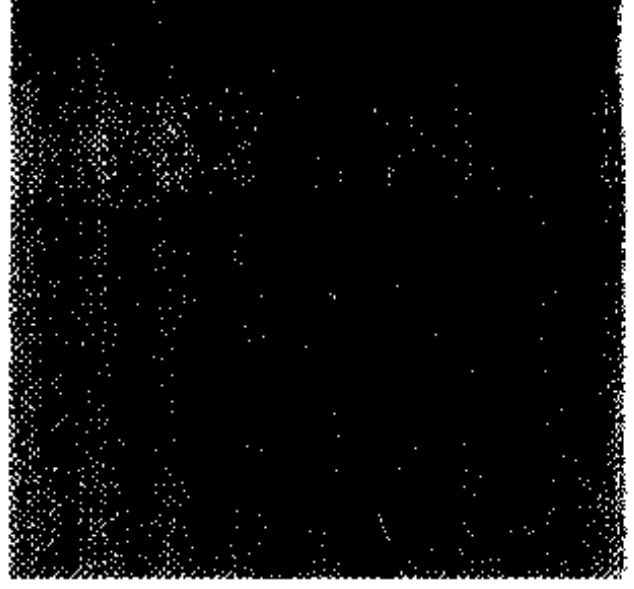
我们充满感激地向我们的同事——本书一些案例的合著者致谢，他们是：James Chang 和 Tarun Khanna（韩国证券交易所，1998）；James Chang（Sensormatic Electronics 公司，1995）；Army Hutton（美国在线、The Upjohn 公司：Upjohn 与 Pharmacia 的合并）；Kenneth Merchant（Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部）。我们还想感谢 Sarayu Srinivisan 提供的案例研究帮助，Chris Allen 提供的美国公司财务比率数据帮助，以及哈佛商学院研究部对扩展本书内容提供的帮助。

我们特别感谢在本版写作过程中给予我们很多反馈的以下同事：Steven Balsam（Temple 大学），Jan Barton（Emory 大学），Ilia Dichev（密歇根大学），David Guenther（科罗拉多大学），Eric Hirst（得克萨斯大学），Ronald King（华盛顿大学），Robert Lin（加利福尼亚州立大学），Philip Little（西卡罗来纳大学），Phil Regier（亚利桑那州立大学），Gary Taylor（阿拉巴马大学）。

我们还非常感谢 Laurie Mckinzey 和 Deborah Marlino 在项目自始至终给予我们的帮助，以及 Ken Martin、Marci Dechter 和 Julia Chitwood 的耐心编辑及对最终成书提供的帮助。

感谢我们的父母和家庭在这个项目自始至终给予我们的支持和鼓励。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



作者简介

克里舍·G·佩普（Krishna G. Palepu）是 Ross Graham Walker 工商管理教授，哈佛商学院会计和控制系主任。在过去 15 年中，佩普教授主要从事公司并购战略的有效性、公司融资选择和投资者沟通程序研究。目前，佩普教授正在研究亚洲和拉丁美洲新兴市场中资本市场机构的发展。他为全世界范围内的很多公司进行与上述问题相关的演讲和咨询，是 Vision Compass 公司、Global Trust 银行和 Chrysalis Capital 的董事会成员。佩普教授是美国会计协会会计著作杰出贡献奖（1999 年）和 Wildman 奖（1997 年）得主。

保罗·M·希利（Paul M. Healy）是哈佛商学院 1949 年工商管理硕士班教授，主要从事公司披露政策及其对资本成本的影响、并购的有效性、盈余管理和管理层报酬研究。希利教授曾在麻省理工大学斯隆管理学院、ICI 有限责任公司和新西兰 Arthur Young 会计公司工作，因对会计实务作出贡献而获会计著作杰出贡献奖（1990 和 1999 年）和 Wildman 奖（1997 年）。

维克多·L·伯纳德（Victor L. Bernard）是注册会计师和伊利诺伊大学博士，1995 年 11 月 14 日逝世。他是 Price Waterhouse 会计教授，密歇根大学 Paton 会计中心主任，美国会计协会研究主任，主要从事财务报告、财务报表分析和财务经济学问题研究。他分别于 1991、1993 和 1999 年获会计著作杰出贡献奖，1997 年获杰出会计教育家奖，1997 年获 Wildman 奖。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



目　录

第一部分　框架……1

第1章　运用财务报表进行企业分析与估价的框架……3

1.1　资本市场中财务报告的作用……3
1.2　从经营活动到财务报表……5
1.3　从财务报表到企业分析……7
小结……9
思考题……10
案例：韩国证券交易所（1998年）……11

第二部分　企业分析与估价工具

……27

第2章　战略分析……29

2.1　行业分析……29
2.2　实际和潜在竞争的程度……30
2.3　投入产出市场上的相对讨价还价能力
……32
2.4　应用行业分析：个人电脑行业……33
2.5　竞争战略分析……35
2.6　竞争优势的源泉……36
2.7　取得并保持竞争优势……37
2.8　应用竞争战略分析……37
2.9　公司战略分析……38
小结……41
思考题……42
案例：美国在线网络服务公司（AOL）……44

第3章　会计分析概述……69

3.1　财务报告的制度框架……69
3.2　进行会计分析……74
3.3　会计分析的常见错误……78
3.4　会计数据和会计分析的价值……79
小结……80
思考题……80
案例：Harnischfeger 公司……82

第4章　资产分析……105

4.1　历史成本和稳健性原则……105
4.2　资产报告面临的挑战……105
4.3　对资产会计的常见误解……115
小结……116
思考题……117
案例：Boston Chicken 公司……118

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 5 章　负债和权益分析 ……135

5.1　负债的定义及负债报告面临的挑战 ……135

5.2　对负债会计的常见误解 ……143

5.3　产权的定义及产权报告面临的挑战 …144

小结 ……146

思考题 ……146

案例：Manufactured Homes 公司 ……149

第 6 章　收入分析 ……177

6.1　收入确认规则 ……177

6.2　收入报告面临的挑战 ……178

小结 ……185

思考题 ……186

案例：甲骨文公司 ……188

第 7 章　费用分析 ……199

7.1　配比和稳健性原则 ……199

7.2　费用报告面临的挑战 ……200

小结 ……209

思考题 ……210

案例：Pre-Paid 法律服务公司 ……213

第 8 章　主体会计分析 ……219

8.1　主体报告面临的挑战 ……219

小结 ……228

思考题 ……228

案例：Thermo Electron 公司 ……234

第 9 章　财务分析 ……253

9.1　比率分析 ……253

9.2　现金流量分析 ……268

小结 ……273

思考题 ……273

案例：The Home Depot 公司 ……275

第 10 章　前景分析：预测 ……295

10.1　预测与其他分析的关系 ……295

10.2　预测技术 ……295

10.3　具体预测的要素 ……299

10.4　敏感性分析 ……303

小结 ……306

附录 ……306

思考题 ……308

案例：Maxwell Shoe 公司 ……310

第 11 章　前景分析：估价理论和概念 ……317

11.1　股东价值的界定 ……318

11.2　贴现异常收益估价法 ……319

11.3　使用价格乘数法估价 ……321

11.4　股东权益价值对账面价值乘数和股东权益价值对收益乘数的决定因素…322

11.5　以收益为基础的估价方法的简化形式 ……325

11.6　贴现现金流量模型 ……328

11.7　估价方法的比较 ……329

小结 ……331

附录 ……332

思考题 ……333

案例：Schneider and Square D ……335

第 12 章　前景分析：估价的实施 ……361

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

12.1 业绩的具体预测……361
12.2 终值……364
12.3 贴现率的计算……369
12.4 终值的计算……372
小结……376
思考题……376
案例：The Gap 公司……378

第三部分 企业分析与估价应用

……395

第 13 章 权益证券分析……397

13.1 投资者目标……397
13.2 权益证券分析与市场有效性……398
13.3 基金管理和证券分析方法……400
13.4 全面证券分析的程序……401
13.5 财务报表数据与证券价格……404
小结……407
思考题……408
案例：Arch Communications Group 公司
……410

第 14 章 信用分析与危机预测……439

14.1 信用市场……440
14.2 信用分析程序……441
14.3 财务报表分析与公开债务……446
14.4 财务危机及其逆转的预测……449
小结……450
思考题……451
案例：Adelphia 通讯公司……452

第 15 章 兼并与收购……475

15.1 并购的动机……475
15.2 收购定价……478
15.3 收购融资……482
15.4 收购结果……486
小结……487
思考题……488
案例：Upjohn 公司：Upjohn 与 Pharmacia 的
合并……490

第 16 章 公司融资政策……515

16.1 公司债务政策的决定因素……515
16.2 长期最优债务和股东权益组合……516
16.3 新项目的融资……520
16.4 决定公司股利政策的因素……522
小结……525
思考题……526
案例：CUC 国际公司（A）……528

第 17 章 管理层沟通……539

15.1 与投资者沟通……539
15.2 通过财务报告进行沟通……541
15.3 与投资者沟通的其他方法……543
小结……547
思考题……547
案例：Sensormatic Electronics 公司（1995）
……549

第四部分 补充案例……577

Anacomp 公司……579
Brierley Investment Limited……601
纽约市……621
Comdisco 公司（A）……635

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Comdisco 公司（B）……659
CompUSA……691
计算机行业（1992 年）……711
化学制品行业的债券评级……719
Donna Karan International 公司……731
Echlin Versus SPX……759
Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部公司……771
Murray Ohio 制造公司……781
Olympic 财务公司……805
Revco D.S.公司……843

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Part 1

第一部分

框　　架

第 1 章　运用财务报表进行企业分析与估价的框架

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 1 章　运用财务报表进行企业分析与估价的框架

本章的目的在于概括财务报表分析的完整框架。由于财务报表提供了有关股份公开公司经济活动的最广泛的可用数据，使得投资者和其他利益相关集团依据财务报告可以评估公司及其管理者的计划和业绩。

运用财务报表进行企业分析，能够处理各种问题：

- 证券分析师感兴趣的是：我所追踪的公司目前运作如何？该公司的业绩是否达到了我的期望值？如果没有，原因是什么？根据我对公司现在和未来业绩的评估，公司股票的价值是多少？
- 银行信贷人员需要知道：为公司提供贷款的相关信用风险是什么？公司在资金流动性管理和偿债能力方面做得怎样？公司的经营风险是什么？公司的融资和股利政策带来的其他风险是什么？
- 管理顾问的问题是：公司所在行业的结构是怎样的？该行业中各种参与者的战略目标是什么？该行业中不同公司的相对业绩如何？
- 公司管理者想知道：我的公司是否被投资者恰当估价？我们的投资者沟通计划足以推动这一过程的实现吗？
- 公司管理者可能还想知道：这家公司是潜在的收购目标吗？如果我们收购这家公司，能够增加多少价值？如何解决收购的融资问题？
- 独立审计师想了解的是：这家公司财务报表中使用的会计政策和应计项目估计是否与我对这家企业及其近期业绩的了解相一致？这些财务报告是否反映了该企业目前的状况和主要风险？

当管理者拥有关于公司战略的完整信息，而各种制度因素使得他们不可能完全披露这些信息的时候，财务报表分析就成为一项十分有价值的活动。在这种情况下，外部分析师试图通过分析财务报表数据得到“内部信息”，从而获得对公司当前业绩和未来前景的深刻认识。

了解财务报告在资本市场运作中的作用以及形成财务报表的制度因素对于理解财务报表分析的作用十分重要。因此，我们首先简要描述这些因素，然后阐述分析师从财务报表中提取信息并作出有价值预测必须实施的步骤。

1.1　资本市场中财务报告的作用

任何经济面临的关键挑战都是储蓄和投资机会的配置问题。如果经济在这方面配置得当，就能够发掘新的企业理念，从而激励创新并快速创造大量工作机会和财富。相反，如果经济在这方面配

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

置失衡，就会浪费财富，而且不能为企业的投资机会提供支持。

20 世纪，在储蓄转化为企业投资方面，存在两种迥然不同的模式。一种模式通过中央计划和政府机构汇集国民储蓄并直接投向工商企业。从大多数国家放弃这种模式并转而支持第二种模式——市场模式看，这种模式是失败的。在当今世界几乎所有国家中，资本市场在将储蓄者的财务资源导向需要资本的工商企业的过程中，都发挥着至关重要的作用。

图 1-1 提供了一般资本市场运作的示意图。经济中的储蓄广泛分布于家庭部门，同时有许多新的创业者和业已存在的公司希望吸引这些储蓄，以便为其企业理念提供资金。尽管储蓄者和企业家彼此愿意交易，但至少有两个因素使得储蓄和企业投资机会的匹配复杂化：首先，一般来说企业家比储蓄者更了解企业投资机会的价值；其次，投资者知道企业家有夸大其理念价值的动机，企业家向投资者传递的信息并不完全可信。

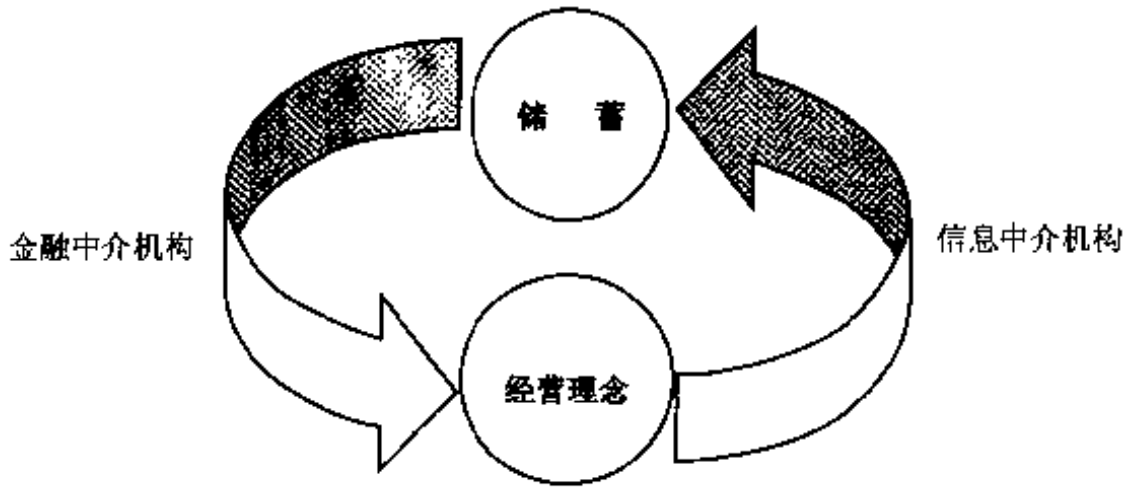


图 1-1 资本市场

信息和激励问题导致经济学家所说的“次品”问题，该问题可能导致资本市场功能失效。[1] 其运作机理如下所述。考虑这样一种情况，一半企业理念是“好”的，另一半企业理念是“坏”的，如果投资者不能辨别这两种企业理念，拥有“坏”理念的企业家将努力鼓吹其理念和“好”理念一样有价值。由于意识到这种可能性，投资者对“好”理念和“坏”理念都按平均水平估价。不幸的是，这惩罚了“好”理念，拥有“好”理念的企业家发现他们能够获得的融资条件没有吸引力。随着这些企业家退出资本市场，市场中“坏”理念的比例上升。经过一段时间，“坏”理念驱逐“好”理念，投资者对市场失去信心。

中介机构的出现可以阻止这种市场失效。中介机构就像汽车修理工，提供有关旧车质量的独立证明，以帮助买卖双方谈妥价格。在资本市场中，有两类中介机构。金融中介机构（如创业投资公司、银行、共同基金和保险公司）侧重于将单个投资者的资金汇集起来，分析不同投资选择以作出投资决策。信息中介机构（如审计师、财务分析师、债券评级机构和财经媒体）侧重于向投资者（以及代表投资者的金融中介机构）提供关于各种企业投资机会质量的信息。这两类中介机构都通过帮助投资者辨别“好的”和“坏的”投资机会创造价值。

财务报告在信息中介和金融中介机构运作中都发挥着关键作用。信息中介机构通过提高财务报告可信度（像审计师所做的那样）或者分析财务报表信息（像分析师和评级机构所做的那样）实现价值创造。金融中介机构依靠财务报表信息（并辅之以其他来源的信息）分析投资机会。在下一

1 G.Akerolf, “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics* (August 1970): 488-500.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

部分，我们将讨论使财务报告在资本市场运作中有效发挥作用所涉及到的财务报告系统设计的主要方面。

1.2 从经营活动到财务报表

公司管理者负责运用公司的物质和金融资源，为公司投资者创造价值。当公司获得的投资收益率超过资本成本时，价值就被创造出来。管理者阐明实现这一目标的经营战略，并通过经营活动加以实施。公司的经营活动受经济环境和公司自身经营战略的影响。经济环境包括公司所处行业、公司投入品和产出品市场、公司经营所受的管制等。公司的经营战略决定公司为获取竞争优势，应如何在所处环境中定位。

如图 1-2 所示，公司财务报表概括了公司经营活动的经济结果。在任何时期内，公司的经营活动都很多，以致难以一一向外界报告。而且，公司从事的一些活动具有保密性，详细披露这些活动有损公司的竞争地位。公司的会计系统提供了对经营活动加以挑选、计量并汇总为财务报表数据的机制。

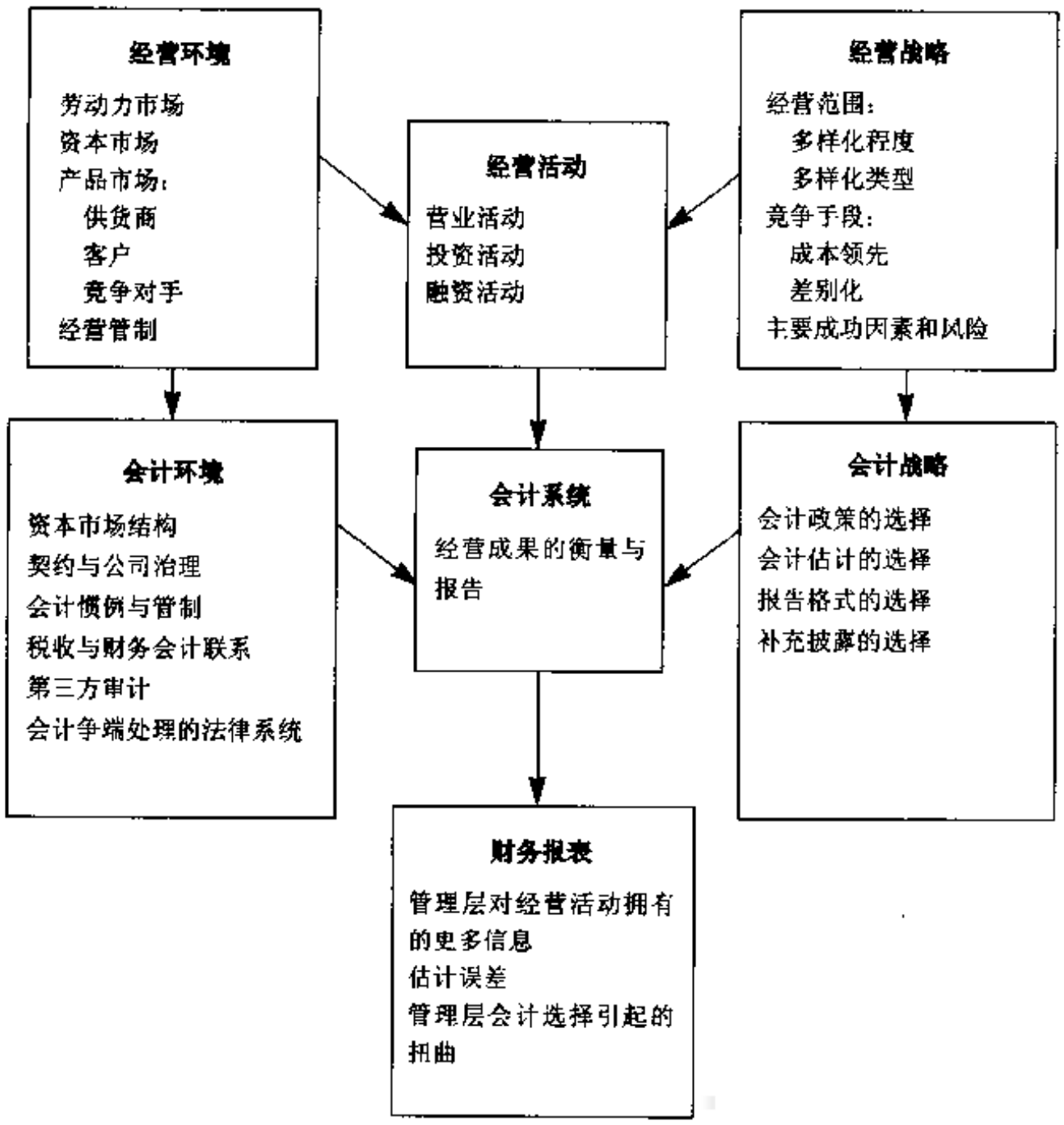


图 1-2 从经营活动到财务报表

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

运用财务报表数据进行企业分析的中介机构必须知道，财务报告同时受公司经营活动和会计系统的影响。因此，财务报表分析的一个主要方面是，了解会计系统对用于分析的财务报表数据质量的影响。下面阐述的会计系统的制度特征决定了这种影响的程度。

会计系统特征1：应计制会计

公司财务报告的基本特征之一在于它们是以应计制而非现金制会计为基础编制。与现金制会计不同，应计制会计将与经济活动相关的成本和收益的记录与现金的实际收付区别开来。净收益是应计制会计下的主要期间业绩指标。为计算净收益，要以预计（不一定是实际）现金收付为基础记录经济业务。销售产品或提供劳务产生的预计现金收入被确认为收入，而与这些收入相关的预计现金支出被确认为费用。

应计制会计是基于投资者对期间财务报告的需要而产生的。因为公司是在持续经营的基础上从事经济业务，在报告期末人为进行会计结账会带来一个基本的计量问题。由于现金制会计不能报告某一特定期间所从事经济业务的全部经济结果，应计制会计旨在提供有关公司期间业绩的更为全面的信息。

会计系统特征2：会计准则与审计

应计制会计的使用是公司财务报告中许多重要的复杂情况的核心问题。因为应计制会计处理的是对当期业务的未来现金结果的预期，它具有主观性且依靠各种假设。谁应该对作出这些假设负主要责任？由于公司经理最了解公司经营情况，因而受托为编制财务报表作出恰当预计和假设。

给予经理的会计决定权极具潜在价值，因为这种权利使得经理能够在对外报告的财务报表中反映内部信息。然而，由于投资者以利润作为计量经理业绩的标准，使得经理有动机使用其会计斟酌处理权，通过作出不当假设歪曲报告利润。此外，在公司与外部集团签订的契约中使用会计数据成为管理部门操纵会计数据的另一个动机。盈余管理歪曲了财务会计数据，使得这些数据对财务报表的外部使用者不再具有很大价值。因此，将财务报告决定权委托给公司经理既有成本也有收益。

为确保经理使用其会计决定权对公司的经营活动进行总结，同时不掩盖其为自身谋利的真实情况，形成了许多会计惯例。例如，可计量性和稳健性惯例就是对担心经理的潜在乐观倾向造成报告歪曲的会计反应。这两个惯例都试图通过强加悲观色彩限制经理的乐观倾向。

财务会计准则委员会（FASB）以及其他国家的类似准则制定机构颁布的会计准则（公认会计准则）也对经理可能对报告数据进行的潜在歪曲作出了限制。统一的会计准则试图减少不同时期或不同公司间经理使用不同方法记录同类经济业务的可能性。

不过，会计准则日益增加的统一性是以经理在公司财务报表中反映真实经营差异时日益减少的灵活性为代价的。对于会计处理并不取决于经理私有信息的经济业务而言，严密的会计准则能够发挥最佳作用。然而，当对一项业务的经济结果评价涉及重大的经营判断时，严密的准则将妨碍经理运用其优良的经营知识，从而出现功能障碍。此外，如果会计准则过于严密，可能诱导经理为取得期望的会计结果，耗用经济资源对经营业务进行重组。

审计通常被定义为由编制者以外的其他人对财务报表的真实性所作的验证。它能确保经理对会

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

计规则和惯例的使用前后一致，并确保经理所作会计预计的合理性。因此，审计能够提高会计数据的质量。

第三方审计也可能降低财务报告的质量，因为它抑制了会计规则和惯例的不断发展。例如，财务会计准则委员会在准则制定过程中会考虑审计师的意见。即使提出的规则能够给投资者提供相关信息，如果会计准则使得会计数据难以审计，审计师也可能会据理反对。

裁定经理、审计师和投资者三者之间会计争端的法律环境也会对报告数据的质量产生重大影响。诉讼的威胁和随之而来的惩罚措施对提高披露的准确性有益。但是，发生重大法律债务的可能性也会使得经理和审计师不愿支持需要进行风险预测的会计提案，例如前瞻披露。

会计系统特征 3：经理的报告战略

由于运用会计规章并不能完全消除管理的灵活性，因此，现时的会计系统为经理对财务报表数据施加影响留有相当大的余地。公司的报告战略，即经理使用其会计斟酌处理权的方式对公司财务报表有着重要影响。

公司经理可以选择使得财务报告的外部使用者或多或少难于理解公司真实经营情况的会计和披露政策。会计规则为经理提供了一系列广泛的选择权。此外，经理还受托在执行这些会计政策的过程中作出一系列预计。会计规章通常规定最低披露要求，但不对经理自愿进行额外披露进行限制。

良好的披露战略使管理者得以与外部投资者沟通公司基本经营情况。公司披露战略的一个重要约束是产品市场的竞争动态。对有关公司经营战略及其预期经济结果的专有信息的披露可能损害公司的竞争地位。考虑到这种约束，经理可以利用财务报表提供有助于投资者评价公司真实业绩的信息。

经理还可以运用财务报告战略影响投资者的洞察力。通过使用斟酌处理权，经理能使投资者难以及时识别糟糕的经营业绩。例如，经理可以选择一些会计政策并作出对公司真实业绩提供乐观评价的预计，也可以通过控制自愿披露信息的范围使得投资者了解真实业绩的成本十分昂贵。

财务报表对公司基本经营状况的披露程度在不同公司以及同一公司不同期间各不相同。会计质量的这种变化为企业分析提供了重要的机遇，也带来了挑战。通过这个过程，分析师可以区分财务报表中的信息和“噪音”，并从财务报表分析中获得对企业的深刻洞察。下面将讨论这个过程。

1.3 从财务报表到企业分析

由于管理者的内部人知识是会计数据具有价值或发生歪曲的来源，财务报表的外部使用者很难把正确信息与歪曲和“噪音”区别开来。由于不能完全消除会计歪曲，投资者只好对公司报告的会计业绩“打折扣”，即他们会对公司报告数据反映经济现实的程度进行评估。因此，投资者只能得到有关单个公司业绩的不准确评估结果。金融和信息中介机构可以通过增进投资者对公司当前业绩和未来前景的了解增加财务报表的价值。

有效的财务报表分析可以从公开的财务报表数据中提取管理者的内部信息，因此分析是很有价值的。由于中介机构不能直接或完全得到内部信息，它们依靠对公司所在行业及其竞争战略的了解

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

来解释财务报表。成功的中介机构必须像公司管理者一样了解行业经济特征，而且应很好地把握公司的竞争战略。尽管相对于公司管理者，外部分析师处于信息劣势，但他们在评价公司投资和经营决策的经济结果时更加客观。图 1-3 给出了企业中介机构运用财务报表完成四个主要步骤分析的示意图：（1）经营战略分析；（2）会计分析；（3）财务分析；（4）前景分析。

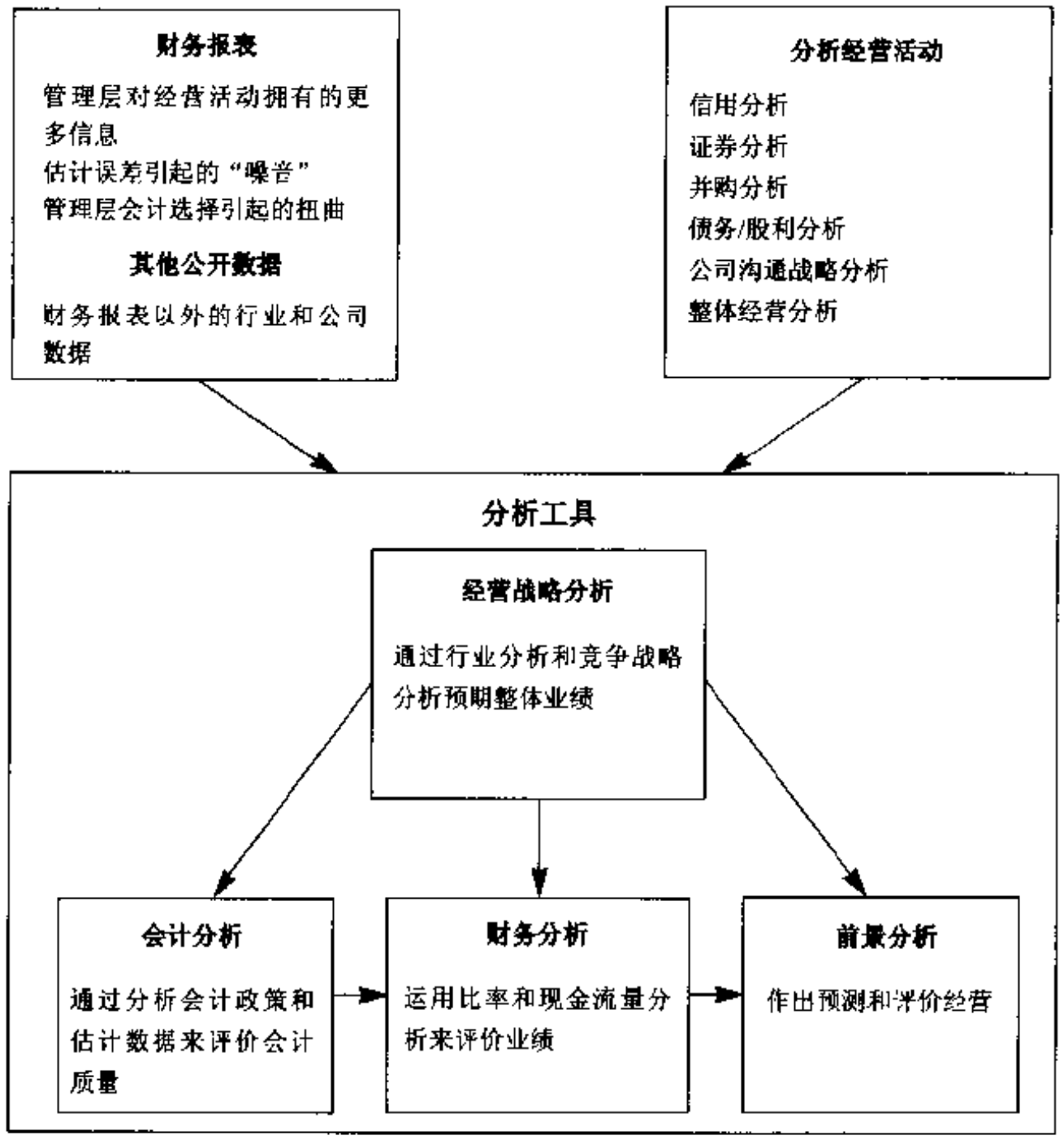


图 1-3 财务报表分析

分析步骤 1：经营战略分析

经营战略分析的目的在于确定主要利润动因和经营风险，以及定性评估公司的盈利潜力。经营战略分析包括分析公司所在行业和公司创造可持续竞争优势的战略。定性分析是基本的首要步骤，它能使分析师更好地设计随后的会计和财务分析。例如，确定主要成功因素和经营风险后，可以据之确定主要会计政策。对公司竞争战略的评估有助于评价当前盈利能力的可持续性。最后，经营战略分析能使分析师在预测公司未来业绩时，作出合理的假设。

分析步骤 2：会计分析

会计分析的目的在于评价公司会计反映基本经营现实的程度。通过确定存在会计灵活性的环

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

节，评价公司会计政策和估计的适宜性，分析师可以评估公司会计数据的歪曲程度。会计分析的另一个重要步骤是重新计算公司会计数字，形成没有偏差的会计数据，从而“消除”会计歪曲。合理的会计分析能够提高财务报表分析的下一步骤——财务分析结论的可靠性。

分析步骤 3：财务分析

财务分析的目标是运用财务数据评价公司当前和过去的业绩，并评估其可持续性。财务分析有两个重要技巧：第一，分析应该是系统和有效的；第二，分析应该使分析师得以运用财务数据探究企业问题。比率分析和现金流量分析是最常用的两个财务分析工具。比率分析侧重于评价公司的产品市场业绩和财务政策；现金流量分析侧重于评价公司的流动性和财务弹性。

分析步骤 4：前景分析

前景分析是企业分析的最后一个步骤，侧重于预测公司未来。前景分析中两个常用的技术是财务报表预测和估价。这两个工具可以综合经营战略分析、会计分析和财务分析得出的深刻见解，对公司未来作出预测。

尽管公司价值是未来现金流量业绩的函数，根据公司当前股东权益的账面价值、未来股东权益收益率（ROE）和增长率来估计公司价值仍是可能的。这里讨论的分析框架的前三个步骤：战略分析、会计分析和财务分析为估计公司内在价值奠定了坚实的基础。除能使会计分析和财务分析更加合理外，战略分析还有助于评估公司竞争优势的可能变化及其对公司未来股权收益率和增长率的影响；会计分析提供了公司当前账面价值和股权收益率的无偏估计值；财务分析则有助于深入了解公司当前股权收益率的影响因素。

基于合理的企业分析的预测对各方参与者均有用，且可应用于各种不同的情境。分析的精确性取决于不同的情境。我们将要考察的情境包括证券分析、信用评估、并购、债务和红利政策评价以及公司沟通战略评估。上述四个分析步骤对每种情境都很有用。但是，恰当使用这些工具需要熟悉与这些情境相关的经济理论和制度因素。

小 结

财务报表提供了有关股份公开公司经济活动的最广泛的可用数据，投资者和其他利益相关集团可以依据财务报告评估公司及其管理者的计划和业绩。财务报表中的应计制数据是有“噪音”的，一般投资者只能不准确地估计公司业绩。了解管理者信息披露战略的财务分析师有机会从公开数据中提取内部信息，他们在使外部各方得以评价公司当前和未来业绩方面发挥着相当重要的作用。

本章概括了运用财务报表进行企业分析的框架，包括四个主要步骤：经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析。本书其他章节将详细阐述这些步骤，并讨论如何将其运用于各种不同

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的企业环境。

思考题

1. 约翰刚刚学完第一门财务课程，不知道是否应该学习运用财务报表进行企业分析和估价课程，因为他认为在有效资本市场条件下，财务分析没有太大价值。请向约翰说明在什么情况下，即使资本市场是有效的，财务分析也能创造价值。

2. 财务报表很少准确无误地报告财务业绩。请列举财务报告中可能出现的三种错误。

3. 乔·史密斯认为，“学习如何运用财务报表进行企业分析和估价不是很有用，除非你想当财务分析师”。请对此发表评论。

4. 本章讨论了企业分析的四个步骤（战略分析、会计分析、财务分析和前景分析）。假设你是一名财务分析师，请解释为什么每个步骤对你的工作都有用，以及它们彼此的相关性如何。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：韩国证券交易所（1998 年）

1998 年 7 月，韩国证券交易所主席兼首席执行官 Hong In-Kie 正在考虑如何最大限度地吸引长期资本进入韩国证券市场。Hong 先生是哈佛商学院 AMP85（高级管理项目 85 届）毕业生、登山爱好者、基督教领袖和社交天才，他清楚地意识到即将面临的艰难挑战。作为政府官员和世界上最具活力的经济中一家大企业集团的前任董事长，他成功地达到了职业生涯的顶峰，对韩国社会和经济了解得一清二楚。

在过去的 30 年里，韩国经济年均增长 8.6%。1996 年底，韩国成为世界上第十一大经济体和经合组织（OECD）成员国。作为在造船业、建筑业、半导体和汽车等各领域的世界领先者，习惯了赞誉的韩国却发现自己已处于难堪的境地：到 1997 年 11 月外汇储备实际上已经所剩无几，而且不得不求助于国际货币基金组织（IMF）。经济危机使得韩国综合股价指数（KOSPI）1997 年底收盘于 376.31，与 1996 年底收盘指数 651.22 相比，下降了 42.2%（经挑选的经济数据参见附录 1）。

Hong 先生是这样描述当时状况的："每一天都像演电影一样，人人都既是观众又是表演者。事情发生得如此之快，以至于同一报纸早报和晚报的标题都常常有很大不同。" Hong 先生坚信，要使韩国经济走出目前的困境必须进行变革，而找到刺激证券市场发展的办法是变革的重要部分。

韩国经济体系

在 1997 年经济危机之前，国内外有很多人将韩国经济视做神奇的成功典范。尽管韩国出口导向的经济战略包括很多方面，但其中两个特征最为显著：为工业快速增长融资的银行主导金融体系，创造具有全球竞争力企业的财团体系。

银行主导金融体系

与依靠证券市场的美国和英国经济不同，韩国经济严重依赖银行体系将储蓄转化为工业投资。在这方面，韩国采取了德国和日本金融体系的发展模式。韩国及国外的许多评论家认为，银行主导的金融体系有利于长期投资，这主要是由于工业企业和融资者之间存在密切关系。由于证券市场投资者通常与他们投资的公司没有长期关系，美国式的证券市场体系被认为是导致"短视的管理"。

尽管韩国的银行在私人部门经营，但政府对银行业仍有很大的影响力。韩国政府可以通过拥有所有权和任命银行董事影响银行信贷决策，以促进其经济发展计划的实现。例如，20 世纪 70 年代，政府政策鼓励建筑、机械和造船业等重工业的发展。政府鼓励公司扩展这些行业的业务，并通过银

该案例由 James Jinho Chang (The Wharton School), Tarun Khanna 和 Krishna Palepu 编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright ©1998, President and Fellows of Harvard College. Harvard Business School case 9-199-033.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

行提供与扩展相关的优惠资本。

企业集团

众所周知，财团这种跨行业组织主宰着韩国经济。大型财团三星（Samsung）、大宇（Daewoo）、现代（Hyundai）、LG 和 SK 集团，经营领域遍及各个行业，如建筑、造船、汽车、家电、计算机、通信和金融业等。1996 年，30 家最大财团占有韩国工业总产值的 51.8%，4 家最大财团——现代、三星、LG 和大宇占有韩国工业总产值的 31.2%。

历史上，政府政策就鼓励财团发展，包括颁发行业许可、分配国外借款和提供优惠银行融资等。[1] 韩国政府将促进财团发展视做建立具有全球竞争力的国内产业的一种手段。事实上，韩国财团对韩国经济的出口导向增长起到了非常重要的作用。到 1996 年，最大的 7 家财团贸易公司占有韩国出口总额的 47.7%。[2]

在韩国经济增长的早期，财团的组织结构因有助于企业家克服产品、劳动力和金融市场落后问题而具有一些优势。在这一阶段，支撑成熟市场运转的许多机构在韩国被忽视或不发达。

在成熟的市场上，中介机构和法律机构处理潜在的信息和激励问题。这些机构允许个人企业家筹集资本，发挥管理才能，赢得客户认可，而且要求所有参与者遵守同样的规则。企业家和投资者确信成熟市场中的稳定法律环境能够保护所有权，从而使企业家有信心收获创业活动的成果。在成熟市场的这种背景下，企业家不大可能通过与大型公司实体联系获得明显的好处。因此，企业多样化的成本很可能超过潜在的利益。

相反，在像韩国这样的新兴市场上，存在各种信息和激励问题引起的市场失灵。例如，金融市场以缺乏充足的信息披露以及公司治理和控制薄弱为特征。财务分析师、共同基金、投资银行家、风险资本家和财经媒体等中介机构缺乏或没有充分发展。证券管制通常很薄弱，而且执行具有不确定性。由于缺乏中介机构，产品市场和劳动力市场也存在同样的问题。

缺乏中介机构使得单个企业家获得资金、技术和管理人才等必要投入品的成本高昂。市场和法律的不完善也使得在产品市场上建立优质品牌形象和与合作伙伴建立契约关系的成本高昂。因此，努力成为充当单个企业家和不完善市场中介的大型多样化企业集团即财团的一部分通常对企业更加有利。

财团的关联企业也可享受从国内银行融资的优惠，因为财团与银行家和政府官员有牢固的联系。此外，财团内的老牌公司常常为新关联企业提供贷款交叉担保，从而使得新企业更容易从国内外筹集资金。

三星和大宇等韩国财团也可以利用规模和范围优势投资于树立世界级品牌。这些品牌能使被财团提升的新公司迅速获得出口市场和技术伙伴的信任，即使在不相关的领域也是如此。

财团是韩国名牌大学毕业生就业的首选。凭着规模和范围优势，财团能够在没有社会保障的经济中提供工作安全。而且，三星和 SK 集团等财团还大力投资于员工培训和发展，创建了自己的“商学院”。由于财大气粗，它们可以雇用世界顶级商学院的教授参与内部培训计划。由于韩国没有几

1 在 20 世纪 70 年代初，国外借款的利率为 5%—6%，而国内银行债务的利率为 25%—30%，向非银行机构借款的利率还要高。因此，使用国外借款和银行贷款明显加速了财团的财富积累。

2 最大的 7 家贸易公司是现代、三星、LG、大宇、SK、双龙（Ssangyong）和晓星（Hyosung）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

家世界级商学院，因而财团的内部“商学院”在开发管理人才中处于独特的位置。

由于具有上述优势，韩国经济中财团在开办新企业方面居于独特的地位。财团广泛依靠国内外债务为其快速增长融资。依靠国内债务是金融体系银行主导的结果。此外，在由韩国人控制韩国企业的观点支配下，政府政策限制韩国财团中的外方直接投资。尽管外国投资者可以通过证券市场投资于财团，但银行和其他金融机构是外国资金投入韩国公司的更主要渠道。[3]

财团的主要特征之一是家族所有和交叉持股。1995 年，在 30 家最大财团中，家族股权平均为 10.6%，成员公司之间交叉持股股权平均为 32.8%。交叉持股强化了创业家族对大型企业集团的控制。[4] 传统上，证券公司和保险公司等机构投资者的选举权受到法律制约，而且少数股权股东不积极。[5] 因此，创业者或创业者家族能够用相对较小的直接所有权有效控制企业集团，而且家族成员占据高级管理职位。[6]

到经济危机前的 1996 年，30 家最大韩国财团的债务对股权比率中位数为 420%（参见附录 2）。尽管财团中各家公司独立借款，但银行通常要求并接受财团其他公司的交叉担保。由于韩国财务会计规则不要求披露这些交叉担保，外部人士很难评估一家韩国公司的真正债务负担。

“国际货币基金危机”

1997 年韩国经济危机是起始于泰国的亚洲金融危机的一部分，当时由于外国投资者对泰国经济失去信心导致泰铢走软。在亚洲金融危机过程中，外国金融机构担心韩国公司陷入财务困境，开始加速贷款回收；外国证券投资者害怕韩元贬值，也开始抛售投资并撤出资金。[7]

从 8 月份到 11 月份，外国证券投资资金的流出持续了 4 个月，导致韩国几乎耗尽外汇储备。11 月 21 日，韩国政府请求国际货币基金援助，以避免潜在的债务违约。经过激烈谈判，国际货币基金同意为韩国提供 550 亿美元甚至更多的救助贷款。附录 3 列示了危机前后的主要事件，附录 4 列示了 1997 和 1998 年间韩元币值的大幅度变动。

追根溯源

韩国国内外的许多观察家对投资者信心的快速变化感到震惊。从前一直是外国投资者和经济学家宠儿的韩国，发现自己陷入经济危机之中，并且可能毁掉整整一代人辛勤劳动的成果。沮丧笼罩着整个国家，同时一场关于危机根源的激烈讨论也在展开。

曾经被视做加速经济增长手段的银行和财团的密切关系，受到越来越多的抨击。有影响力的政策制定者（包括国际货币基金的政策制定者）认为，财团可以运用与政治家和政府官员的密切关系，轻而易举地从银行取得贷款。因此，旨在促进长期投资的红极一时的“关系融资”模式，现在更多地被视做导致了“裙带资本主义”。最后被广泛认同的观点是，由于容易获得融资，缺乏银行监督，

---

3 韩国机构投资者的详细情况参见 Yu-Kyung Kim “The growing financial market importance of institutional investors: The case of Korea”，OECD proceedings: Institutional Investors in the New Financial Landscape,1998。

4 假设一个家族拥有 A 公司的 20%股权并管理该公司，同时 A 公司拥有 B 公司和 C 公司的控制权，反过来 B 公司和 C 公司又分别拥有 A 公司的 20%股权。这样，通过交叉持股，创业者家族能够有效地拥有 A 公司 60%的控制权并控制 B 公司和 C 公司。

5 管制使得机构投资者被限制于所谓“影子选举权”上，即基本上只能选举管理层。在最近的危机之后，这种做法被取消。

6 在 1995 年 30 家最大财团中，只有起亚汽车（KIA Motor）一家的总裁与创业者家族没有关系。

7 参见 1997 年韩国证券交易所出版的年鉴。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

而且政府鼓励创造工作机会，财团过分关注增长和扩张，而忽视了盈利。

1997 年 12 月 19 日，在经济危机最严重的时候，金大中（Kim Dae-Jung）在韩国总统竞选中获胜。金大中总统在执政后不久提出，大型企业集团和过去掌权的政府官员必须承担使经济滑向崩溃边缘的责任。他声明，政企不分、金融管制和腐败孳生损害了经济。金大中说："除非财团实施变革，否则他们将面临现有债务回收和停止追加贷款。只有盈利企业和出口公司将被视做'爱国'公司，有资格获得政府的支持。"[8]

国际货币基金计划

作为获得国际货币基金救助贷款的一个条件，受援国必须坚持按国际货币基金规定的经济计划行事。国际货币基金常务董事迈克尔·卡姆德萨斯（Michel Camdessus）说："该计划包括强化财政和货币政策，进行深远的金融改革，贸易和资本流动进一步自由化，以及改进韩国公司的结构和管理。"国际货币基金对韩国规定的经济计划深受这种结论的影响，韩国重构金融和工业部门的时候到了（国际货币基金支持的经济改革计划的详细内容参见附录 5）。

一些韩国人士对国际货币基金计划持支持态度，他们认为，尽管该计划将在外界力量的强制下执行，但它可能成为增强韩国国际竞争力的机会。但是，另一些人担心该计划提出的快速变革不仅不现实，而且可能导致大量裁员和社会不稳定。事实上，把经济危机称为"国际货币基金危机"反映了韩国在危机根源和处理态度上的举棋不定。

经济重构[9]

为了执行国际货币基金计划，恢复国际社会对韩国的信心，新当选的金大中政府开始积极进行金融部门改革和总体财团重构。出于这一目的，金融监管委员会（FSC）于 1998 年 4 月 1 日成立，在总理的直接领导下负责监管所有金融机构，包括银行、证券公司和保险公司。金融业和公司部门的重构进程由金融监管委员会管理。金融监管委员会执行有序重构战略，即从银行开始，通过银行改革促进公司部门重构。

银行重构

金融监管委员会要求资本充足率（1997 年 12 月）低于国际清算银行规定的 8%的 12 家银行提交恢复计划。银行评估委员会和会计师事务所通过资产经管职责审查评估不良贷款规模，并按照实际不良贷款规模提取足额准备金或冲销准备。根据上述审查，金融监管委员会同意有条件地救助 7 家银行，并勒令 5 家不合格银行停业。获得支持的银行被要求提供实施计划，包括管理层变更、成本削减以及合并、合资或发行购股权等资本结构调整计划。

5 家被归类为不合格的银行将被运营良好的银行收购。为防止收购银行被大量问题贷款拖累，采取了一些措施：优良资产可以用 6 个月的卖方期权出售；政府将注入新资本以保证收购银行的资

8 Lee Chang-sup，"Kim rules out new currency crisis" Korea Times，September 28,1998.
9 本节根据韩国财政经济部（MOFE）和金融监管委员会（FSC）出版的报告编写。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

本充足率维持在收购前水平；收购银行的不良资产将剥离给动用公共资源成立的韩国资产管理公司；为了防止银行挤提，政府将提供存款担保直至全部重构完成。

银行重构的一个案例是韩国商业银行与 Hanil 银行的合并。1998 年 7 月 31 日，根据金融监管委员会的指导方针，两家银行宣布平行合并。合并后的新银行提出，为保证经营成功，将采取以下行动：（1）通过管理改良建立责任分明的管理体系；（2）通过注入公共资源尽早处理不良贷款；（3）吸引外国投资者注入资本。[10]

韩国金融部门康复的一个关键问题是制定清除不良贷款计划。1998 年 3 月底，预计金融机构不良贷款约为 120 万亿韩元，相当于韩国金融机构全部信贷资产的 23.3%。韩国政府估计，全部不良贷款的市场价值约为账面价值的一半。因此，金融机构已经发生的亏损约为 60 万亿韩元。

为了填补这一亏损，韩国政府计划通过发行政府债券筹集 50 万亿韩元，其中 41 万亿用于购买不良贷款和资本结构调整后陷入困境的金融机构，剩下的 9 万亿用于满足可能的存款保护需求增加。政府预计金融机构将发行价值 20 万亿韩元的新股本，相当于韩国证券市场当前资本总额的 1/3。

公司重构

韩国政府短期公司重构的重点是关闭不合格企业，改善其余公司的财务状况；长期目标则是改进公司（特别是财团）的管理和治理。为了实现这些目标，金融监管委员会提出公司重构的 5 项原则：（1）改进财务结构；（2）取消关联公司互为贷款担保人的做法；（3）侧重“核心”企业；（4）提高透明度；（5）改进公司治理（例如，增加主要股东和管理层的经管责任）。

为了指导重构过程，金融监管委员会将全部韩国公司分为 3 类。划归“合格”类的公司将获得金融机构的全面支持；划归“需要退出”类的公司将被及时出售或关闭；划归“需要重构”类的公司将从金融机构对重组的先期支持中受益。1998 年 6 月，占需要评估公司总数 17%的 55 家公司被划归不合格公司并被勒令退出。在这 55 家公司中，20 家是 5 家最大财团（现代、三星、LG、大宇和 SK）的关联公司，32 家是排名 6—64 位的企业集团的关联公司。

金融监管委员会的一位高级官员说：“为减少对债务融资的过度依赖，政府制定了将韩国公司债务对股东权益比率（D/E）从目前的大约 500%水平降低到 1999 年底的 200%水平的目标。为了满足这个要求，韩国公司必须筹集更多的股本或者出售部分资产。

韩国财团在金融监管委员会的指导下制定重构计划，旨在确定其重点发展的核心企业，关闭或放弃其余企业。为了提高财团中单个公司的透明度和治理程度，新的指导方针削弱财团总部的作用，禁止交叉担保。5 家最大的财团在干预下进行企业单位的互换，即所谓“大宗交易”，以便通过消除一些国内竞争提升国家竞争力。为了加快公司重构的步伐，政府向即将召开的国民大会会议提交了一些法律文件，如给予重构税收优惠、简化并购程序以及允许以产易股和创建新公司。

吸引外国资本

由于意识到外国资本对韩国银行和财团成功重构的重要性，金大中总统宣称韩国要成为外国投资者的天堂。吸引外国投资者是必要的。首先，既然所有韩国大公司都希望出售资产来筹集新资本，

10 宣布韩国商业银行与 Hanil 银行合并的联合新闻发布会。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合适的买主就只剩下外国投资者；其次，外国投资者能为韩国带来世界级的管理和治理实践经验。

为了吸引外国资本，政府出台了一些新政策，允许外国公司在韩国自由建立共同基金。同时，对外国投资者的限制也减少了。而早些时候，外国投资者购买公司流通在外股份超过 10%，需要得到其董事会的同意。1998 年 5 月 25 日，新规则完全取消了 10%的限制。政府还对吸引外国投资或将资产出售给外国投资者的国内公司给予特殊优惠。

尽管这些措施可以在一定程度上增加外国投资者对韩投资兴趣，但仍然存在一些障碍。由于韩国卖主和外国买主在估价方面存在普遍分歧，一些外国直接投资交易无法达成。会计信息质量差加剧了估价困难，而且外国买主不确定能否放松裁员限制。尽管政府、行业和工会三方就重构合作达成共识，普遍裁员（特别是外国雇主普遍裁员）可能引起敌对情绪。

公众对外国直接投资的态度也模棱两可。一方面，韩国政府不断向民众灌输吸引国际投资对经济重建至关重要；另一方面，民众普遍敌视外国投资，部分原因在于 1945 年以前日本对韩国进行了长达 40 年的统治。因此，尽管很多美国特许经营店（如麦当劳和肯德基）已经在韩国获得了成功，反对外国投资的情形仍大量存在。当微软试图收购一家处于财务困境中的韩国文字处理软件公司时，韩国发起了一场挽救这家公司，以使其留在韩国人手中的筹资运动。尽管这项交易只涉及约 2 000 万美元的外国投资，但它具有典型意义。

外国投资者也担心通过证券市场投资于韩国公司的风险。即使在成熟的资本市场中，相对于债券投资或银行存款，股票投资的风险更大。此外，与债券持有人不同，股东没有固定收益。最后，当内部人拥有控制股权时，他们可能采取有损少数股权的行动。在成熟的市场中，公众股东面临的这些潜在风险可以通过一系列机制得以减轻，如可信的财务报告、少数股权股东保护法、敌意收购的威胁、积极的分析师团体的监视以及独立董事对管理层的监督等。

在 1998 年初的韩国，这些保护股东和减少股东风险的制度机制很多不存在、落后或者执行不力。相对于国际准则，韩国的会计规则和披露规则松懈；外部审计师不能或不愿意实施独立性；股东很少能够成功起诉公司管理者或审计师；董事会与公司管理者关系过于密切；没有取代管理层的有效敌意收购威胁或代理权争夺；财务分析师本身常常为大财团所属的经纪公司工作。这些制度漏洞的结果给国内外投资者造成一种感觉，即投资于韩国股票风险很大。

发展资本市场

作为韩国证券交易所主席兼首席执行官，Hong In-Kie 承诺将韩国资本市场发展成为真正的世界级市场。他坚信，韩国的长期繁荣主要取决于这次行动的成功。

传统上，证券市场在韩国金融体系中发挥相对较小的作用。韩国证券市场的第一次大繁荣出现在 1976 年，当时证券交易法经历了广泛的修改。修改的主要目的是确保对证券业的更有效监管和加强投资者保护。

20 世纪 70 年代的后 5 年，韩国证券市场经历了前所未有的公开募股高潮。上市公司的数量从 1972 年的 66 家跃升到 1978 年末的 356 家。1997 年末，上市公司的数量达到 776 家。1972—1997 年间，上市公司股票的成交量攀升 2 000 倍，从 710 亿韩元增加到 162.3 万亿韩元；市场资本总值从 2 460 亿韩元增加到 71 万亿韩元（参见附录 6 和附录 7）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

尽管股票成交量和市场资本价值的绝对金额一直在上升，但近年来市场资本价值相对于 GDP 是下降的。1994 和 1995 年，市场价值对 GDP 比率大于 40%，但 1996 和 1997 年分别下降到 30% 和 17%（参见附录 8）。在过去 10 年间，股票作为融资来源的重要性也在下降：证券市场融资在所有外部融资来源中所占比重从 1989 年的 23%下降到 1997 年的 7.87%（参见附录 9 和附录 10）。

韩国 KOSPI 综合指数（1980 年 1 月 4 日为 100）从 1988 年 1 月 1 日的 532 点上升到 1989 年 4 月 1 日的 1 007 点。许多中小投资者在 1 年多的时间里，获得了超过 100%的资本利得。然而，韩国证券交易所 1988－1989 年的上升行情没有持续，综合指数随后开始直线下滑，下滑速度像过山车一样快。1992 年 8 月 21 日，综合指数跌破 460 点。1992 年，证券市场上的许多中小投资者遭到沉重打击，他们指责政府是其遭受损失的罪魁祸首。事实上，出于政治原因，政府反复干预市场，试图通过各种平准基金注入大量资金来支持股价。但是，几乎没有人从着眼于公司基本财务状况、管理能力或股利业绩的长远角度进入市场。[11]

最新发展

1993 年 Hong 先生担任证券交易所首席执行官后，着手致力于证券交易所现代化。1996 年，证券交易所搬到一座新摩天大楼，交易大厅完全计算机化，而且有严格的计算机监视系统监测市场交易情况。在 Hong 先生的领导下，韩国证券交易所第一次引入衍生产品——1996 年 5 月引入 KOSPI 200 股票指数期货合约，1997 年 7 月引入 KOSPI 200 股票指数期权合约。尽管 Hong 先生对这些创新和交易所硬件设施改良投资感到自豪，但他清楚地知道，如果没有制度基础的更有力支持，交易所不可能真正具备世界级水平，Hong 先生满意地指出了这方面的一些最新进展。

认识到缺乏透明度是导致当前危机的缺陷之一，韩国政府计划对会计规则进行重大变革。新规则要求 30 家最大的企业集团从 1999 会计年度开始，编制涵盖所有关联公司的经审计合并会计报表，目的在于提高大型企业集团的透明度。韩国通过采纳更严格的国际会计准则对韩国公认会计准则进行了根本性变革。

会计准则制定程序也发生了变化。早些时候，由韩国证券交易委员会（KSEC）制定会计准则。新会计准则提出后，KSEC 组织一个临时委员会审议这些准则。委员会成员包括审计师、会计学教授和政府官员。从 1998 年 4 月开始，KSEC 成为金融监管委员会的一部分，后者接管对会计准则制定的监督。

为了提高股东权利，韩国政府采取了许多措施。例如，1998 年 4 月，为提高少数股东权益，提请质疑管理层的股权要求从当时的 1%放宽到 0.05%；罢免董事或审计师（因其存在非法行为）的股权要求从 1%放宽到 0.5%；检查公司账簿的最低股权要求从 3%降到 1%。

新规则也试图放松先前造成敌意收购韩国公司难以成功的限制。早些时候，除非公开要约收购另一家公司 50%以上流通股，否则任何公司或个人不能收购其他公司 25%以上流通股。然而，1998 年 2 月，这个条款被废止，机构投资者的选举权限制也被取消。

公众股东在要求管理层履行经管责任方面也更有发言权。1998 年 5 月，外国股东第一次对韩国公司管理层发表已见。总部设在纽约的套期交易基金 Tiger Management 联合其他外国基金，在韩国

11 James M. West, "Korea Stock Exchange," Korea Herald, August 30, 1998.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

领先的便携式电话经营商 SK 电信导演了一场成功的反抗活动。这些外部股东强迫电话公司停止对 SK 集团中的姊妹公司补贴。例如，SK 电信对 SK 证券提供 5 000 万美元的贷款支持，后者最近在衍生产品交易中损失惨重。为防止未来发生这种情况，少数股权股东要求 SK 电信董事会有 3 名独立董事，而且要求公司有 1 名独立审计师，这些要求得到了满足。[12,13]

分享民主制人民团结工会（PSPD）等非政府组织也在为管理层的经管职责而战。该组织成立于 1994 年 9 月，由韩国大学 Chang Ha-sung 教授领导。1998 年 7 月，PSPD 成功地赢得了对韩国第一银行管理层的法律诉讼，因为韩国第一银行在为破产公司 Hanbo Steal 提供贷款时没有履行应尽的职责。法院判决要求韩国第一银行的 4 位前高级管理者拿出 3 000 万美元个人财产赔偿银行（而不是起诉人），以补偿其渎职造成的损失。韩国媒体欢呼雀跃，视之为起诉人以未能履行应尽职责为由成功诉讼管理层的第一起案例。

未来挑战

Hong 先生确信在过去几个月里已经取得了很多进展。有迹象表明外国投资者开始回到韩国，韩国也因严格按照国际货币基金的处方行事而赢得赞扬。然而，Hong 先生也清楚还有许多亟待解决的问题。

尽管新的会计准则旨在提高投资者得到的用于监督公司管理者信息的质量，但对已经颁布的准则存在着许多怀疑。一家韩国主要报纸的编辑评论说，“政府和外国投资者要求透明度是好事，但重要的是要认识到韩国社会的各个侧面——政府、企业和银行是紧密联系在一起的。整个体系必须都是透明的，而不仅仅是其中一部分”。

Hong 先生还指出，没有有效的审计制度，投资者不会信赖财务报告。一位在美国五大会计师事务所工作的高级合伙人表达了这种情绪：“外国投资者知道韩国的审计质量令人怀疑，只有在韩国公司的财务报表由信誉卓著的国际会计师事务所审计后，他们才会满意。”

少数股权股东的近期胜利反映出韩国金融市场即将发生的主要变化。然而，一些观察家对这种发展有互相矛盾的感受。由于韩国一般民众对金融市场缺乏深入的了解，有人担心在提高少数股权股东权利的同时没有充分重视少数股权股东的责任。股东诉讼的成功前景和法院对管理决策的事后评断是否会阻碍重构进程？

鉴于过去几个月的经历，在韩国和其他新兴市场还存在着对外国投资者开放资本市场的合适速度的争论。主要担心之一是投机行为导致证券市场不稳定。人们担心快速资本外流不仅严重损害证券市场，而且危及汇率。为防范这种风险，许多新兴国家对外国投资施加管制并干预证券市场。

Hong 先生认为，解决问题的根本方法是证券市场完全自由化。他说“政府管制（如马来西亚）或者政府干预证券市场（如香港）不能保证证券市场的长期发展。缩写 PKO 在世界其他地方代表‘维持和平行动’，而在亚洲证券市场上众所周知是‘维持价格行动’，是表示政府干预的一个贬义词。如果政府的基本理念是民主和市场经济，证券市场参与者就不必依靠政府来人为制造市场繁荣。在短期内，证券市场可能很难摆脱人气低迷，但只要市场发现没有了各种干预，就会朝着更为独立、透明、可预测、负责任和可持续的方向发展。韩国正严格按照国际货币基金的处方行事，朝完全开

12 Louis Kraar, “Korea’s comeback ... Don’t expect a miracle,” Forbes, May 25,1998, p.120.
13 从 1999 年开始，所有韩国证券交易所的上市公司被要求董事会成员中至少 25%是独立董事。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

放的市场迈进。我们能够越早开放市场，结果就越好”。然而，他不知道韩国是否拥有支持开放的证券市场的制度基础。

在思索这些问题时，Hong 先生知道风险很大。韩国一家主要报纸的资深编辑总结道：“新当选的总统要求在 1 年内解决问题，现在已经过去 6 个月了。如果还没有进展，韩国民众就不会有耐心了。”由于韩国政府和企业的努力，出现了证券市场上外国投资增加的信号（参见附录 11），但还没有达到 Hong 先生预期的水平。Hong 先生想知道，要吸引外国投资，韩国证券市场应朝哪些可能的方向努力。

思考题

1. 与银行融资体系相比，股票融资有哪些优点和缺点？

2. 为了防止将来发生不良贷款问题，韩国银行应该进行哪些变革？

3. 对韩国来说，更多地依靠证券市场作为公司融资的来源之一是否是一个好主意？从财团的角度看如何？

4. 你认为韩国发展一个有活力的证券市场需要多长时间？有哪些障碍？正在考虑的变革是否足以发展一个有活力的证券市场？你建议采取哪些其他措施？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

经挑选的韩国经济指标

	1995	1996	1997	1998(估计)
韩国综合股价指数（年末）	882.94	651.22	376.31	
实际 GDP 增长率（变动百分比）	8.8	5.5	−0.4	−4.0 到−5.5
消费品价格（变动百分比）	7.4	4.8	7.7	10.0
中央政府结余（占 GDP 百分比）	3.0	2.4	−0.9	−2.4
外部债务（十亿美元）	82.6	90.5	91.8	89.7

资料来源：International Monetary Fund。

附 录 2

最大的 30 家财团 '1996 年的财务数据

（金额以十亿韩元计）	资产	所有者权益	债务对股东权益比率	股东权益收益率
1. 现代	52 821	9 842	437%	5.69%
2. 三星	50 705	13 809	267%	1.71%
3. LG	37 068	8 302	346%	5.64%
4. 大宇	34 197	7 817	337%	5.90%
5. Sunkyung	22 743	4 703	384%	12.73%
6. 双龙	15 802	3 102	409%	−1.90%
7. Hanjin	13 907	2 118	557%	−10.49%
8. 起亚	14 121	2 289	517%	−4.70%
9. Hanwha	10 592	1 244	751%	−11.01%
10. 乐天	7 753	2 654	192%	5.34%
11. Kumho	7 399	1 281	478%	−0.58%
12. Halla	6 627	306	2 066%	12.89%
13. 东亚建设	6 289	1 383	355%	4.64%
14. Doosan	6 369	808	688%	−23.33%
15. Daelim	5 849	1 118	423%	6.35%
16. Hansol	4 214	1 075	292%	1.10%
17. 晓星	4 131	879	370%	7.16%
18. Dongkuk Steel	3 698	1 161	219%	4.75%
19. 真露	3 826	99	3 765%	−169.06%
20. Kolon	3 840	919	318%	4.80%

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（金额以十亿韩元计）	资产	所有者权益	债务对股东权益比率	股东权益收益率
21. Kohap	3 653	529	591%	7.34%
22. Dongbu	3 423	946	262%	3.00%
23. Tongyang	2 631	646	307%	0.05%
24. Haitai	3 398	448	658%	5.89%
25. New Core	2 796	211	1 225%	15.99%
26. Anam	2 638	456	479%	10.22%
27. Hanil	2 599	384	577%	-40.00%
28. Keopyung	2 296	513	348%	-0.04%
29. Miwon	2 233	432	417%	-7.42%
30. Shinho	2 139	362	491%	-2.93%
平均数	11 325	2 328	617%	-5.01%
中位数	5 032	1 011	420%	3.82%

a.不包括金融和保险行业。

资料来源：Korea Fair Trade Commissions。

附 录 3

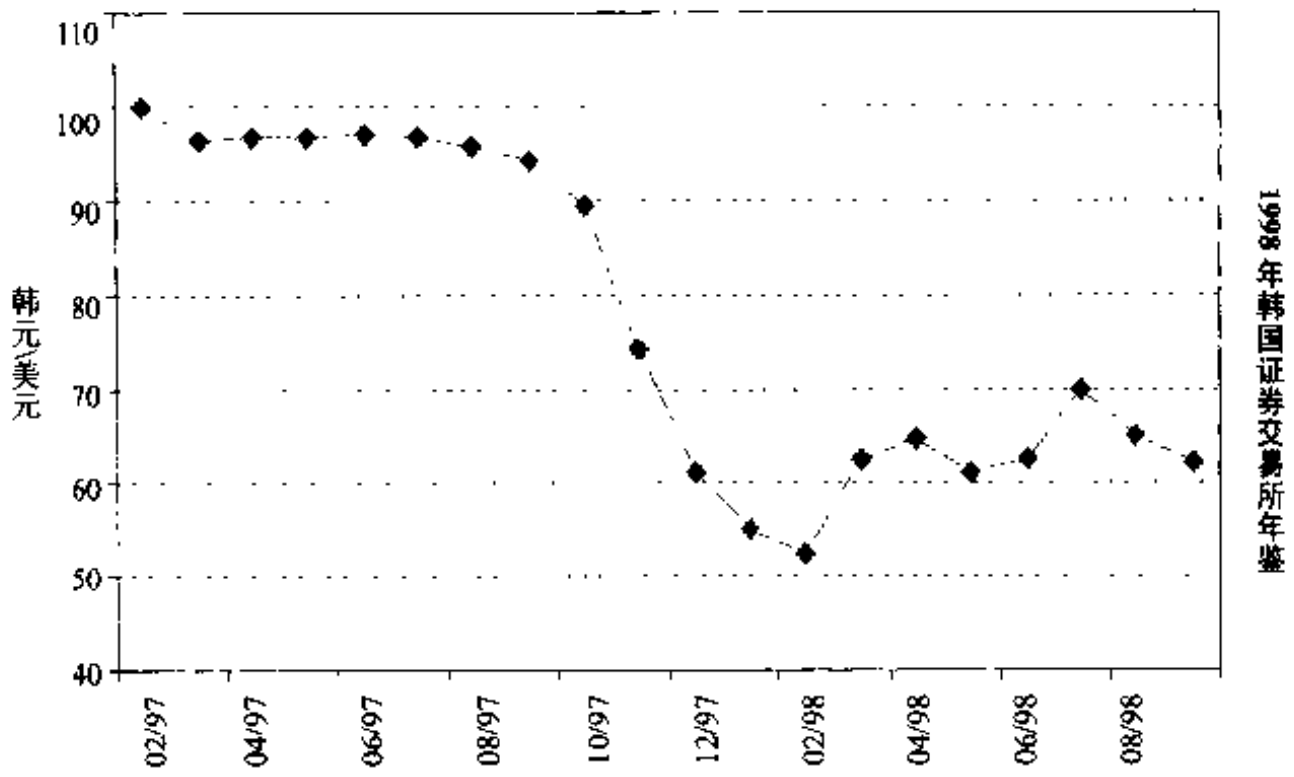
韩国经济危机大事记

日期	事件
1997 年 8 月 20 日	IMF 同意为泰国提供 40 亿美元担保贷款，并豁免 16 亿美元欠款。
1997 年 10 月 8 日	IMF 宣布支持印度尼西亚向 IMF 和其他多边机构寻求援助。
1997 年 11 月 21 日	IMF 愉快地接受韩国的求助。
1997 年 12 月 4 日	IMF 同意为韩国提供 210 亿美元担保贷款，并豁免 56 亿美元欠款。
1997 年 12 月 11 日	韩国政府把外国投资者的最高股权份额从 26%提高到 50%（后来改为 100%）。
1997 年 12 月 12 日	韩国政府允许外国投资者投资于国内市场的短期金融工具。
1997 年 12 月 31 日	韩国综合股价指数年底收盘于 376.31，与 1996 年底收盘指数 651.22 相比，下降 42.2%。市场资本总值下降到约 71 万亿韩元。
1998 年 4 月 1 日	金融监管委员会（FSC）建立，负责监管所有金融机构，包括银行、证券公司和保险公司。
1998 年 4 月 9 日	成功发行 40 亿美元外汇平衡债券，韩国政府将工作中心从避免货币危机转向金融和公司部门重组。
1998 年 5 月 25 日	取消对外国投资者股权投资最高份额的限制，韩国证券市场完全向外国投资者开放。
1998 年 6 月 10 日	金大中总统在华盛顿美国商会发表演讲。他承诺韩国将成为国际投资者自由安全经营业务的最好国家之一。《外国投资促进法案》旨在通过提供财务优惠和管理支持使韩国更受外国投资者欢迎。
1998 年 6 月 18 日	金融监管委员会把 55 家公司归类为不合格公司并勒令其清算。
1998 年 6 月 29 日	金融监管委员会勒令 5 家银行停业并与其他银行合并，要求 7 家划归获得有条件支持的银行提交重构实施计划。
1998 年 7 月 24 日	少数股权股东历史上首次赢得以未能履行应尽职责为由对银行管理层的诉讼。
1998 年 7 月 31 日	两家获得有条件支持的银行——韩国商业银行和 Hanil 银行宣布平行合并。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 4

韩元对美元的双边汇率



资料来源：Bank of Korea。

附 录 5

国际货币基金支持的韩国经济改革计划

金融部门重构	进行金融部门全面重组，引入明确而坚定的金融机构退出政策，推行强有力的市场和监管行为准则，确保中央银行的独立性。 取消禁止外国投资者担任商业银行董事的规定。 要求所有商业银行满足资本充足率要求。
透明度和公司部门重构	消除政府、银行、企业间不透明和无效联系，采取提升会计、审计和披露准则的措施。要求公司每半年公布一次由外部审计师根据国际会计准则审计的合并财务报表。 提交使本国公司和外国投资者对韩国公司的恶意收购完全自由化的立法。 修订破产法，以加快公司破产程序。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

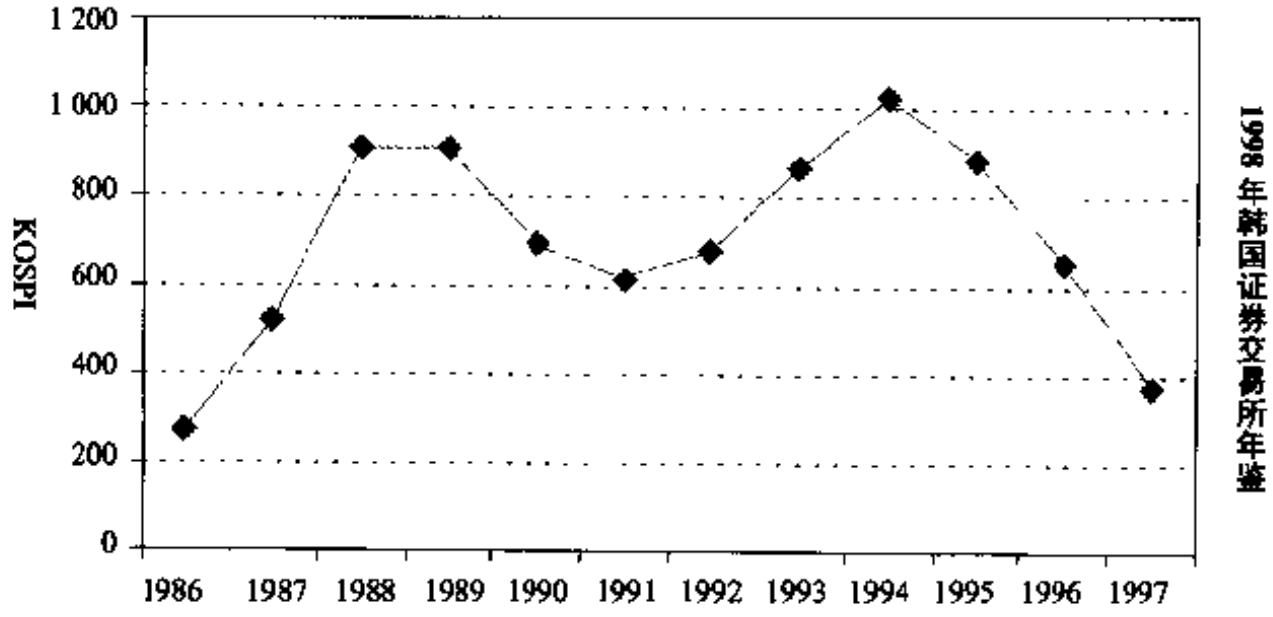
（续表）

	逐步废除企业集团内部的交叉担保制度。
外国投资	采取放宽措施，开放韩国货币、债券和权益市场以利资本流入，同时使外国直接投资自由化。 允许外国银行的证券公司在韩国建立子公司。
劳动力市场改革	修订雇佣合同法，以促进劳动力的重新配置。 提高政府对失业者的财务补贴。 扩大员工获得失业保险的公司数量，提高最低失业津贴。
贸易政策	采取贸易自由化措施，包括制定与 WTO 取消贸易相关补贴承诺相一致的时间表、制定进口多样化方案以及精简进口许可程序并提高其透明度。

资料来源：Adapted from reports published by Financial Supervisory Commissions。

附 录 6

韩国综合股价指数（KOSPI）10 年历史数据

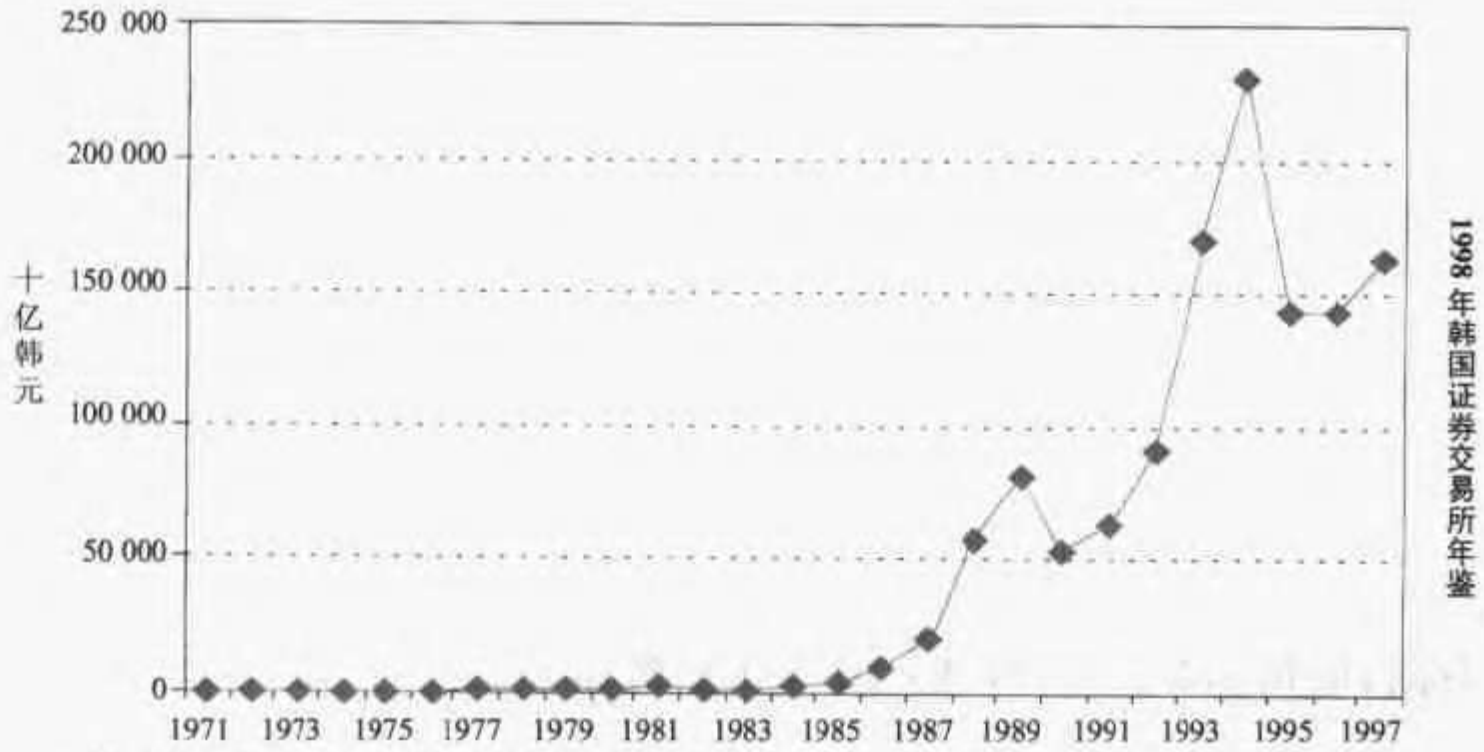


资料来源：Fact Book published by Korea Stock Exchange。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 7

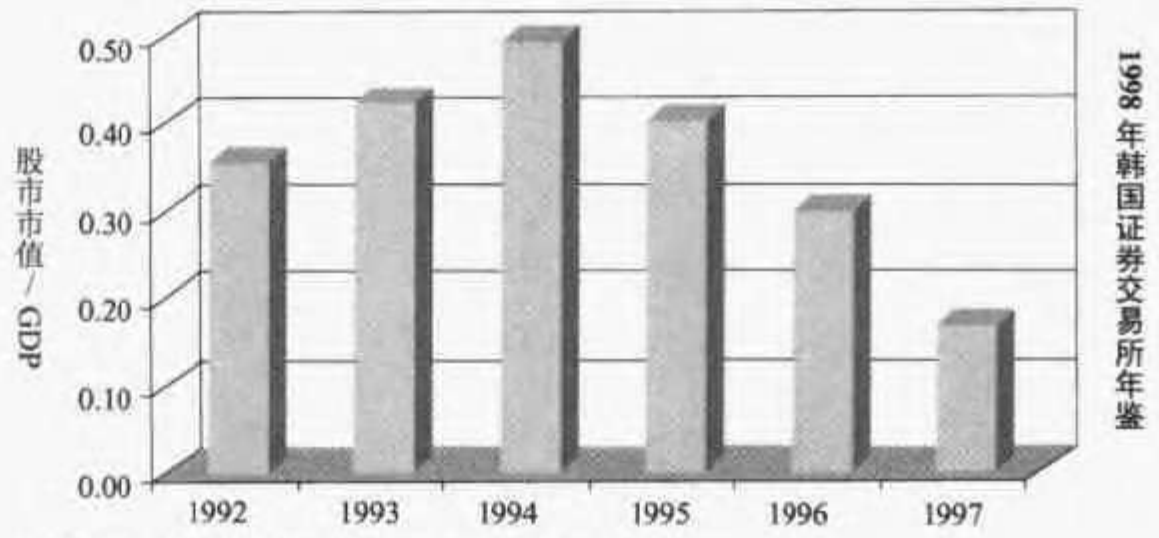
股票市场价值



资料来源：Fact Book Published by Korea Stock Exchange。

附 录 8

股市市值对 GDP 比率



资料来源：Fact Book published by Korea Stock Exchange。

附录 9

韩国公司的融资额（以十亿韩元计）

	通过金融机构		通过资本市场					
	银行	非银行	商业票据	股票	债券	国外[a]	其他[b]	全部
1989	5 698	7 963	5 131	8 310	4 932	-185	4 292	36 140
1990	7 995	11 477	1 902	5 987	10 931	3 247	6 517	48 056
1991	11 487	12 686	-2 211	5 555	14 065	2 501	8 002	52 085
1992	8 313	11 599	4 183	7 177	6 616	2 527	9 737	50 152
1993	8 440	11 718	9 017	8 619	9 218	-1 298	9 857	55 571
1994	18 367	20 981	4 405	13 198	13 568	4 037	10 423	84 978
1995	14 991	16 884	16 096	14 445	14 958	5 568	11 656	94 597
1996	18 571	18 424	20 691	13 342	20 265	12 063	13 542	116 899
1997	15 116	28 399	4 773	8 974	27 422	7 162	22 127	113 973

a. 国外表示从海外资本市场借入的资金。

b. 其他包括信用证、政府贷款、退休津贴准备等.

资料来源：Bank of Korea。

附录 10

韩国公司的融资比率（%）

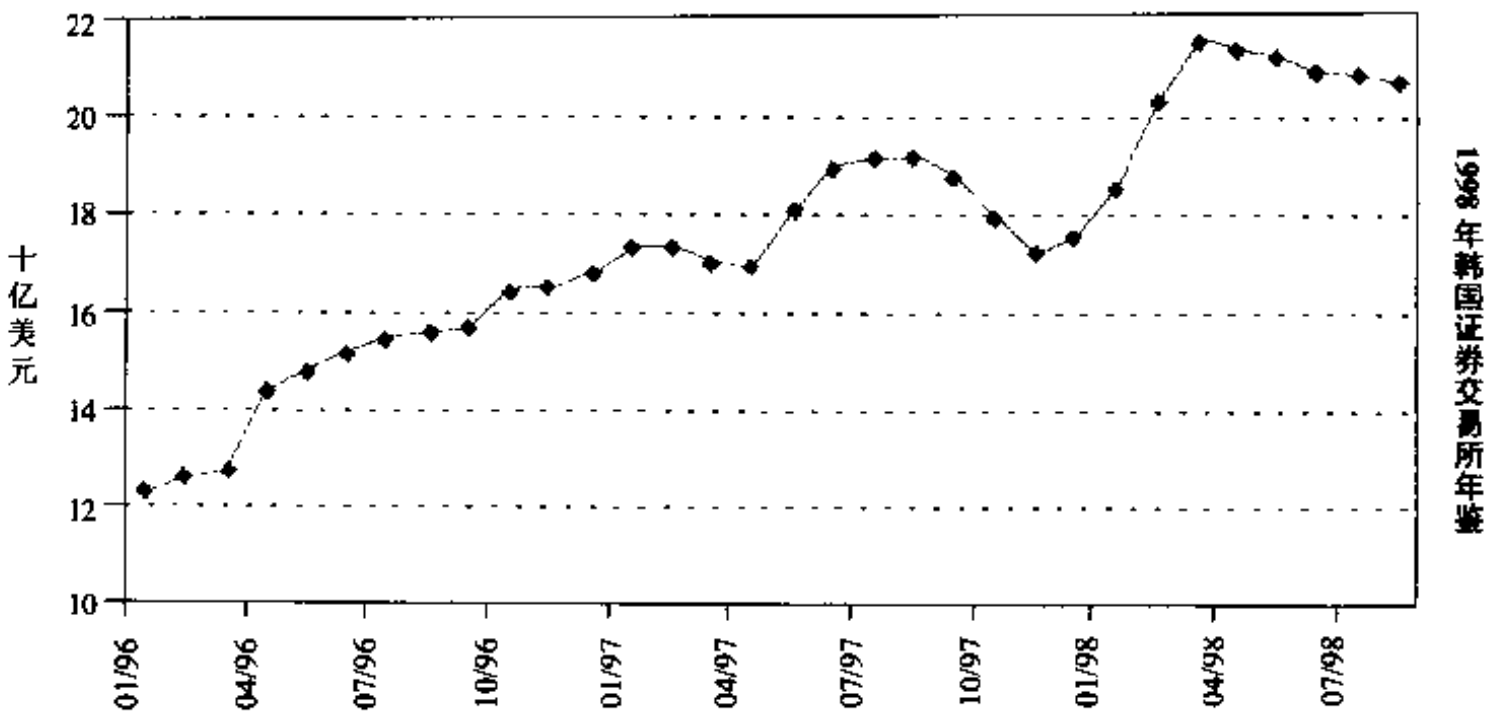
	通过金融机构	通过债券/商业票据市场	通过股票市场	国外	其他	全部
1989	37.80%	27.84%	22.99%	-0.51%	11.87%	100.00%
1990	40.52%	26.70%	12.46%	6.76%	13.56%	100.00%
1991	46.41%	22.76%	10.66%	4.80%	15.36%	100.00%
1992	39.70%	21.53%	14.31%	5.04%	19.42%	100.00%
1993	36.27%	32.81%	15.51%	-2.34%	17.74%	100.00%
1994	46.30%	21.15%	15.53%	4.75%	12.27%	100.00%
1995	33.69%	32.83%	15.27%	5.89%	12.32%	100.00%
1996	31.65%	35.04%	11.41%	10.32%	11.58%	100.00%
1997	38.18%	28.25%	7.87%	6.28%	19.41%	100.00%

资料来源：Bank of Korea。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附录 11

韩国证券市场中的外国投资



资料来源：Korea Stock Exchange。

1998 年韩国证券交易所年鉴

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Part 2

第二部分

企业分析与估价工具

第 2 章　战略分析

第 3 章　会计分析概述

第 4 章　资产分析

第 5 章　负债和权益分析

第 6 章　收入分析

第 7 章　费用分析

第 8 章　主体会计分析

第 9 章　财务分析

第 10 章　前景分析：预测

第 11 章　前景分析：估价理论和概念

第 12 章　前景分析：估价的实施

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第2章 战略分析

战略分析是财务报表分析的重要起点。分析师可以通过战略分析对公司经营的经济意义进行定性分析，以便后续的会计和财务分析建立在公司现实状况的基础上；也可以通过战略分析确认公司的利润动因和主要风险，从而评估公司当前业绩的可持续性并对未来业绩作出现实预测。

公司的价值取决于公司运用其资本获取超出资本成本收益的能力。哪些因素决定公司能否实现这一目标呢？尽管公司的资本成本由资本市场决定，但其盈利能力却取决于自身的战略选择：（1）公司打算在哪一个或哪几个行业从事经营活动（行业选择）；（2）公司打算采取何种方式与同行业中的其他企业竞争（竞争定位）；（3）公司期望通过何种方法在各经营部门间创造并利用协同效应（公司战略）。因此，战略分析包括行业分析、竞争战略分析和公司战略分析。[1] 在这一章中，我们将简要讨论这三个步骤并以个人电脑行业和亚马逊（Amazon）公司为例，说明它们的具体应用。

2.1 行业分析

在分析公司盈利能力的过程中，分析师必须首先对公司所在行业的盈利能力作出评价，因为各行业的盈利能力有很大不同。例如，在1981—1997年全美国公司息税前利润与资产账面价值的比率是8.8%，然而，各行业平均收益率却有很大差别：面点食品业的盈利能力比率比总体平均数高43%，而银矿开采业的盈利能力比率却比总体平均数低23%。[2] 什么原因造成了盈利能力的差别呢？

在行业组织中，有大量关于行业结构对盈利能力影响的研究。[3] 根据这些研究表明，行业的平均盈利能力受“五种力量”的影响，如图2-1所示。[4] 按照这个框架，竞争强度决定公司在行业中创造超常利润的潜力。潜在利润能否由行业保持则取决于该行业中的公司与其客户和供应商的讨价还价能力。下面我们将对每个行业的利润动因进行详细探讨。

---

1 这里进行的讨论旨在提供战略分析的基本背景。有关战略概念的更全面论述，参见 Robert M. Grant, "*Contemporary Strategy Analysis*" (Cambridge, MA: Blackwell Publishers, 1991); David Besanko, David Dranove, and Mark Shanley, "*Economics of Strategy*" (New York: John Wiley & Sons, 1996); Pankaj Ghemawat, "*Strategy and the Business Landscape*" (Reading, MA: Addison Wesley Longman, 1999); David J. Collis and Cynthia Montgomery, "*Corporate Strategy: Resources and the Scope of the Firm*" (Burr Ridge, IL: Irwin/McGraw-Hill, 1997)。

2 这些数据取自 Anita M. McGahan, " Do Competitors Perform Better When They Pursue Different Strategies?" (Boston: Harvard Business School, working paper, May 12,1999)。

3 研究摘要可参见 F.M. Scherer, "*Industrial Market Structure and Economic Performance*, second edition" (Chicago: Rand McNally College Publishing Co., 1980)。

4 参见 Michael E. Porter, "*Competitive Strategy*" (New York: The Free Press, 1980)。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



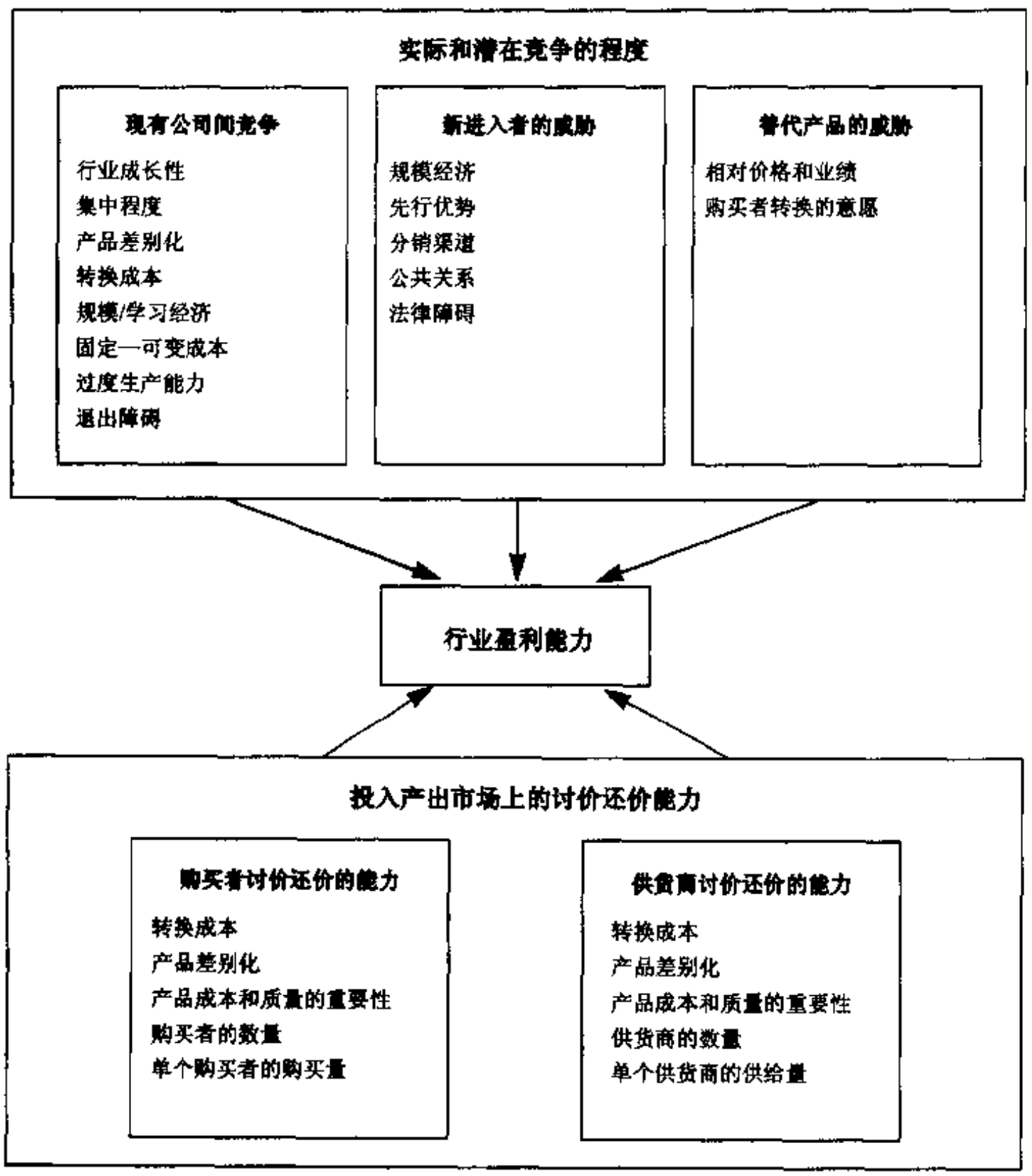


图 2-1 行业结构与盈利能力

2.2 实际和潜在竞争的程度

一般来说，一个行业的利润是客户所愿意对该行业产品或服务支付的最大价格的函数。而价格的主要决定因素之一是相同或类似产品供应商间的竞争程度。微观经济理论指出，如果行业处于完全竞争市场状态，价格将等于边际成本，几乎没有机会获取超额利润；如果行业由一家公司控制，将有获取垄断利润的可能。在现实生活中，大多数行业的竞争程度介于完全竞争和垄断之间。

在一个行业中，有三种潜在的竞争源：（1）现有公司间的竞争；（2）新公司加入的威胁；（3）替代产品或服务的威胁。下面我们将对各种竞争力量进行说明。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

竞争力量 1：现有公司间的竞争

在大多数行业中，平均盈利水平主要受行业中现有公司间竞争性质的影响。在一些行业，公司竞争激烈，使得价格接近（有时低于）边际成本。在其他行业，公司价格竞争并不激烈。相反，他们可以找到协调定价的方法，或在非价格尺度，诸如革新或品牌形象等方面展开竞争。以下因素决定行业中现有参与者的竞争强度：

行业增长率 如果一个行业高速增长，则现有公司不需要通过从其他公司夺取市场份额来获得增长。相反，在一个萧条的行业中，现有公司获得发展的惟一途径是从其他参与者那里夺取市场份额。在这种情况下，该行业的公司间将产生价格大战。

竞争者的集中和均衡 同行业中公司的数量及其规模决定了该行业的集中程度。[5] 集中程度影响同行业中各公司协调定价和其他竞争方式的程度。例如，如果行业中只有一个控制公司（如 20 世纪 70 年代电脑主机行业的 IBM 公司），它可以制定并实施竞争规则。同样，如果行业中只有两三个同样规模的参与者（如美国软饮料行业的可乐和百事公司），它们可以私下协作以避免恶性价格竞争。如果行业中包括许多小规模公司，则价格竞争可能很激烈。

产品的独特性和转换成本 同行业中各公司避免直接竞争的方式取决于它们能够使自身产品和劳务具有独特性的程度。如果一个行业中的产品很相似，客户将只根据价格因素随时准备从一家公司转向另一家公司。转换成本也决定着客户由一种产品转向另一种产品的倾向。当转换成本很低时，会刺激同行业中各公司进行价格竞争。

规模/学习经济和固定成本与变动成本的比率 如果学习曲线很陡或同行业中存在其他类型的规模经济，对该行业中的各公司而言，规模就成为重要因素。在这种情况下，将刺激公司进行争夺市场份额的激烈竞争。同样，如果固定成本与变动成本的比率很高，公司将有动机降低价格以利用剩余生产能力。价格战非常普遍的航空行业就是这种情况的典型代表。

剩余生产能力和退出障碍 如果行业的生产能力大于客户需求，公司将有强烈的动机降低价格以充分利用生产能力。如果公司从行业中退出存在重大障碍，剩余生产能力问题可能会加剧。当资产专门化程度很高，或者存在退出需要付出昂贵代价的规则时，则表明退出的障碍很大。

竞争力量 2：新公司加入的威胁

获取超常利润的可能性将吸引新的加入者。新公司加入的威胁可能约束同行业中现有公司的定价，因此新公司加入的难易程度是决定行业盈利能力的主要因素。以下因素决定加入一个行业障碍的大小：

规模经济 当存在巨大的规模经济时，新加入者面临着是投资于大量可能不会被立即利用的生产力还是投资于低于理想水平的生产力的选择。无论采取何种方式，在与行业中现有公司的竞争中，新加入者至少在起初会处于成本劣势。规模经济可能产生于对研发（制药行业或喷气式飞机引擎行

5 四家公司集中率是计量行业集中程度的常用指标，该指标是指行业中最大的四家公司所占市场份额。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

业)、品牌广告（软饮料行业）或实物厂房和设备（电信行业）的巨额投资。

先行优势 如果存在先行优势，行业中的早期加入者将阻止未来加入者。例如，先行者可能制定行业标准，可能与廉价原材料供应商达成特别协议，还可能获得在被管制行业进行经营的政府许可。最后，如果存在学习经济，早期加入者将比新加入者拥有绝对的竞争优势。当客户一经使用现有产品便存在极大的转换成本时，先行优势也可能很大。例如，微软公司 DOS 操作系统的用户所面临的转换成本之大，使得其他软件公司很难销售新的操作系统。

分销渠道和关系网的进入 现有分销渠道的有限容量以及开发新的分销渠道的巨额成本成为新公司进入的强大障碍。例如，美国国内汽车行业的新加入者可能因难以开发经销商网络而面临难以逾越的障碍。同样，新消费品制造商发现很难使其产品进入超级市场销售。公司与客户之间的现有关系也使得新公司难以进入，这类行业的典型代表有审计业、投资银行业和广告业。

法律障碍 在很多行业，法律障碍，如研究密集型行业的专利权和版权，限制新公司进入。同样，许可证规则限制进入计程车服务、医疗服务、广播和电信业。

竞争力量 3：替代产品的威胁

行业中的第三个竞争尺度是替代产品或服务的威胁。相关替代产品不一定与现有产品具有相同的外形，但执行同样的功能。例如，对短距离旅行而言，航空服务和汽车出租服务是彼此的替代服务。同样，作为饮料行业的包装物，塑料瓶和金属罐可以互相替代。在一些情况下，替代产品的威胁不是来自于客户转向另一种产品，而是来自于客户对可以使得他们不用或少用现有产品的技术的利用。例如，节约能源技术可以使客户减少对电力和燃料的消耗。

替代品的威胁取决于相互竞争的产品或服务的相关价格和性能，以及客户是否愿意替代。客户对两种产品是否是替代品的理解在一定程度上取决于它们是否在相近的价格水平上执行相同的功能。如果两种产品执行相同的功能，则它们很难在价格上有所差异。不过，客户是否愿意转换产品常常是择优的关键因素。例如，尽管自来水和瓶装水具有同样的功能，很多客户可能不愿意用前者替代后者，从而使得瓶装水厂商能够获得溢价收入。同样，即使名牌服装并不更具实用性，但是因为客户认同品牌的价值，因此能够获得溢价收入。

2.3 投入产出市场上的相对讨价还价能力

尽管行业中的竞争程度决定是否存在获取超常利润的可能性，但实际利润的获得还受到该行业同其客户和供应商讨价还价能力的影响。在投入市场，公司与劳动力、原材料和零部件以及资金的供应者发生交易；在产出市场，公司或者将产品直接销售给最终消费者，或者与分销链上的中间商签订合同。在所有这些交易中，投入产出市场上的相对经济实力对行业中各公司的总体盈利能力十分重要。

竞争力量 4：购买者的讨价还价能力

两个因素决定购买者的力量：价格敏感性和相对讨价还价能力。价格敏感性决定购买者愿意讨

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

价还价的程度；相对讨价还价能力决定购买者能够成功地使价格下降的程度。[6]

价格敏感性 当产品不具有独特性且转换成本很低时，购买者对价格的敏感性强。购买者对价格的敏感性还取决于该产品对其自身成本结构的重要性。当产品在购买者成本总额中占较大比重时（例如，软饮料生产商的包装物），购买者可能会花费必要的资源寻找成本相对较低的替代品；相反，如果产品在购买者成本总额中占较小比重（例如，汽车制造厂商的挡风玻璃），购买者则可能不会花费资源去寻找低成本的替代品。此外，该产品对提高购买者产品质量的重要性也决定价格能否成为购买决策的最重要决定因素。

相对讨价还价能力 即使购买者对价格敏感，如果不具有讨价还价的强势地位，也不能取得较低的价格。在交易中的相对讨价还价能力最终取决于各方不与对方做交易所需付出的成本。购买者的讨价还价能力取决于购买者相对于供应商的数量、单一购买者的购买数量、购买者可选择的产品的数量、购买者从一种产品转向另一种产品的转换成本以及购买者向后整合（backward integration）的威胁。例如，在汽车行业，汽车制造商比零部件制造商拥有更大的讨价还价能力，因为他们是大购买商，有许多供应商可供选择，而且转换成本相对较低。相反，在个人电脑行业，由于转换成本很高，计算机制造商与操作系统软件制造商相比讨价还价能力更差。

竞争力量 5：供应商的讨价还价能力

对供应商力量的分析与对购买者力量的分析完全相同。当供应商数量很少且客户可选择的替代品很少时，供应商具有强势地位。例如，在软饮料行业，与其他厂商相比，可乐和百事公司力量很强。相反，软饮料行业的金属罐供应商力量不是很强，因为金属罐厂商间的竞争十分激烈，而且存在塑料瓶替代金属罐的威胁。当供应商提供的产品或劳务对购买者企业很重要时，供应商也比购买者更具优势。例如，在航空行业，飞行导航器供应商具有很强的讨价还价能力。当构成确实有效的向前整合（forward integration）威胁时，供应商也处于强势地位。例如，由于具有作为计算机主机供应商的独特地位，而且自身从事计算机租赁业务，IBM 公司比计算机主机租赁公司力量更强。

2.4 应用行业分析：个人电脑行业

下面联系个人电脑行业考察行业分析中的上述概念。[7] 个人电脑行业出现于 1981 年，当时，IBM 公司宣告其配置英特尔公司微处理器和微软公司 DOS 操作系统的个人电脑产生。1997 年，美国共安装 1 亿台个人电脑。仅在 1997 年，交货量总计 3 000 万集装箱，比 1996 年上升 21%。尽管取得如此惊人的增长，但该行业 1998 年盈利能力却很差，即便是该行业中的一些最大公司，诸如 IBM、

6 尽管这里的论述使用“购买者”代表“工业品购买者”，但同样的概念也适用于“消费品购买者”。在这一章中，我们交替使用“购买者”和“消费者”这两个术语。

7 这里和本章其他地方讨论的有关戴尔和个人电脑行业的数据取自 Das Narayandas and V. Kasturi Rangan, “Dell Computer Corporation” (Boston: Harvard Business School Publishing Division,9-596-058)和 V. Kasturi Rangan and Marie Bell, “Dell Online” (Boston: Harvard Business School Publishing Division, 9-598-116)。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

康柏、戴尔和苹果公司，在20世纪90年代早期对外报告的业绩也很差，而且被迫进行内部重组。是什么原因造成了如此低的盈利能力？电脑行业的未来获利潜力又如何呢？

个人电脑行业中的竞争 由于诸多原因，竞争十分激烈：

- 行业被细分，许多公司生产实质上相同的产品。尽管20世纪90年代电脑市场更加集中，前5名零售商控制市场上接近60%的产品，但竞争仍很激烈，导致价格逐月例行下降。
- 零部件成本在个人电脑硬件总成本中所占比重超过60%，批量购买能够降低该成本。因此，在制造商之间存在争夺市场份额的激烈竞争。
- 该行业中各公司生产的产品实质类同，几乎不存在使产品具有独特性的机会。尽管在该行业产生的初期，品牌和服务是客户重视的评价尺度，但随着个人电脑购买者对技术的更加了解，这些尺度变得不再重要。
- 不同品牌个人电脑间的转换成本相对较低，因为绝大多数个人电脑使用英特尔微处理器和微软公司的Windows操作系统。
- 正如戴尔公司所证明的，分销渠道的进入不是一个重大的障碍。该公司在整个20世纪80年代通过直接邮寄方式销售计算机，并于90年代中期引入互联网销售方式。CompUSA等计算机大型超市的出现也突破了销售渠道的限制，因为这些超市愿意销售各种品牌。
- 由于所有生产个人电脑所需的零部件都可以买到，因此进入该行业几乎不存在障碍。实际上，在20世纪80年代早期，迈克尔·戴尔（Michael Dell）通过在其得克萨斯大学的寝室中安装个人电脑而创建了戴尔计算机公司。
- 苹果公司的Macintosh电脑作为替代产品提供了竞争。Sun公司和其他零售商创建的电脑工作站也是个人电脑市场上较高层次的潜在替代品。

供应商和购买者的力量 出于以下原因，供应商和购买者比个人电脑行业中的公司更具强势：

- 个人电脑的主要硬件和软件都由实质上处于垄断地位的公司所控制。英特尔公司控制了个人电脑行业微处理器的生产，微软公司则以其生产的DOS和Windows操作系统控制了操作系统市场。
- 购买者在1983—1993年10年间获得了强势力量。代表大多数客户的公司购买者对价格非常敏感，因为在个人电脑上的花费构成了他们的一项重大经营成本。而且，随着对个人电脑技术的了解，客户在其购买决策中更少受品牌因素的影响。购买者逐渐将个人电脑视做一种商品，将价格作为购买决策中考虑的最重要因素。

作为个人电脑行业中竞争激烈和进入障碍低的结果，各制造厂商间的价格竞争十分剧烈。此外，对公司而言，在通过巨额投资迅速引进新产品、保持高质量并提供优质客户支持方面存在巨大的压力。这两方面因素导致了该行业的低获利潜力。供应商和购买者的强势力量进一步降低了获利潜力。因此，尽管个人电脑行业是一个技术上有生命力的行业，但其获利潜力很小。

个人电脑行业的基本结构没有变革的征兆，没有出现能够挑战微软和英特尔公司在投入市场中

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

控制地位的竞争者的可能性，IBM 等行业领袖试图创造供替代的专利技术的努力也没有成功，因此，个人电脑行业的盈利能力在近期不会有显著提高。

行业分析的局限性 本章讨论的行业分析框架的一个潜在局限性在于假定行业有明确的范围。实际上，常常不容易明确划分行业的界限。例如，在分析戴尔公司所属的行业时，应当集中于与 IBM 兼容的个人电脑行业还是整个个人电脑行业？在进行行业界定时应否将电脑工作站包括在内？应当只考虑国内电脑制造商还是也考虑国外制造商？不恰当的行业界定会导致分析不完全和预测不准确。

2.5 竞争战略分析

公司的盈利能力不仅受行业结构的影响，也受在行业中定位时所作战略选择的影响。尽管有许多种方法描述公司的经营战略（如图 2-2 所示），但竞争战略大体上可以分为两类：（1）成本领先；（2）产品差异化。[8] 这两种战略都能使公司建立可持续的竞争优势。

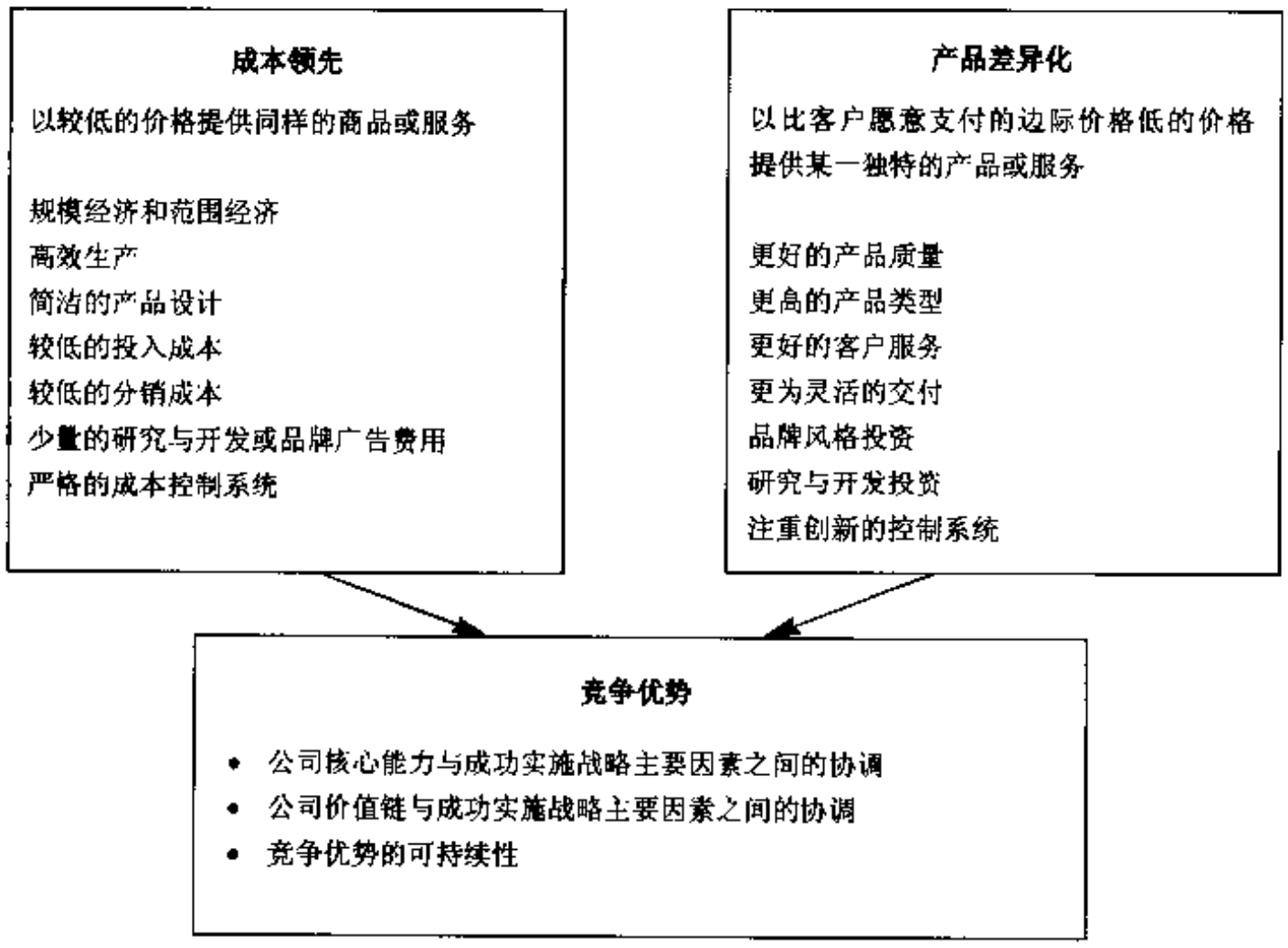


图 2-2 创造竞争优势的战略

战略研究者传统上将成本领先和产品差异化视做互斥战略。他们认为同时实施两种战略的公司会陷入左右为难的境地，并可能获取低收益。[9] 因为这些公司既要冒因成本过高而不能吸引注重价

8 有关这两种经营优势源泉的更具体讨论，参见 Michael E. Porter, "*Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*" (New York: The Free Press, 1985)。

9 同上。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

格的客户的风险，又不能使产品具有足够的独特性以吸引愿意支付溢价的客户。[10]

2.6 竞争优势的源泉

成本领先能够使公司以较低的成本提供与其竞争对手同样的产品或服务，产品差异化战略则意味着提供在客户重视的一些重要方面具有独特性的产品或服务。例如，在零售业，Nordstrom 公司因采取特别重视高质量客户服务的独特性战略而获得了成功；与此相对照，Filene 仓储式百货店是一家单纯实施低成本战略的折扣零售店。

竞争战略 1：成本领先

成本领先通常是获取竞争优势的最明确方法。在基本的产品或服务是一种商品的行业中，成本领先可能是取得优良业绩的惟一方法。获取成本领先地位的方式有许多，包括规模和范围经济、学习经济、高效生产、简洁的产品设计、低投入成本和高效组织程序。如果公司获得了成本领先，则它只需收取与其竞争对手同样的价格就能够获得高于平均水平的收益。反过来，成本领先可以迫使其竞争对手降价、接受较低的收益或从行业中退出。

取得成本领先地位的公司重视严格的成本控制。它们投资于有效的规模生产，重视能够降低生产成本的产品设计，使管理费用最小化，极少投资于风险性的研发费用，而且避免为无关紧要的客户提供服务。它们拥有重视成本控制的组织结构和控制系统。

竞争战略 2：产品差异化

实行产品差异化战略的公司试图在客户高度重视的一些方面保持独特性。为使该战略获得成功，公司必须完成三件事：首先，它必须确定产品或服务的一种或多种受客户重视的特性；其次，它必须定位于以独特的方式满足所选定的客户需求；最后，它必须以低于客户愿意为具有独特性的产品或服务所支付价格的成本实现独特性。

产品差异化可凭借产品质量、产品多样性、捆绑服务提供产品的优良内在价值实现，也可通过投资于诸如商标、产品外观或信誉等价值诱因获得。产品差异化战略需要对研究开发、工程技术和销售能力进行投资，公司的组织结构和控制系统也需要鼓励创造力和革新。

在选择成本领先和产品差异化战略的同时，成功的公司也不能完全忽视竞争的非主要方面。以产品差异化为目标的公司也需要重视成本，以便产品差异化能以可接受的成本实现；同样，只有至少达到竞争对手所具有的质量和服务等主要方面的最低水准，成本领先才有竞争力。

---

10 近年来，公司面临的战略挑战之一是必须与通过低成本实现差异化的竞争者打交道。例如，日本汽车制造商已经成功地表明不必在质量和成本之间进行权衡。同样，近年来，像沃尔玛和 Home Depot 等一些非常成功的零售商已经能够将高质量、高水平服务与低价格结合起来。这些案例表明当公司进行重大的技术或经营革新时将低成本与差异化战略相结合是可能的。然而，只有在存在竞争者效仿的重大障碍时，这种成本优势和差异化才可以持续。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

2.7 取得并保持竞争优势

竞争战略的选择不会自动导致竞争优势的获得。为取得竞争优势，公司必须具有执行并保持所选战略的能力。成本领先和产品差异化战略都要求公司获得所需的核心能力，并以适当的方式构造其价值链。核心能力是公司所拥有的经济资产，而价值链是公司将投入转变为产出所执行的一系列行动。公司核心能力和价值链的独特性以及竞争对手难以模仿的程度决定其竞争优势的可持续性。[11]

为评估公司能否取得目标竞争优势，分析师应当提出以下问题：

- 与公司所选竞争战略相关的成功要素和风险有哪些？
- 公司目前拥有处理这些成功要素和风险的资源和能力吗？
- 公司作出承诺以缩小其现有能力与实现竞争优势的必要条件之间的差距了吗？
- 公司以与其竞争战略相一致的方式组织其行动（诸如研发、设计、生产、销售和支持行动）了吗？
- 公司的竞争优势可持续吗？存在使公司战略难于模仿的障碍吗？
- 公司的行业结构中存在可能削弱其竞争优势的潜在变化（诸如新技术、来自国外的竞争、规则的变化、客户需求的变化等）吗？

2.8 应用竞争战略分析

下面以戴尔计算机公司为例考察竞争战略分析的概念。在 1998 年的 Round Rock 区中，总部设在得克萨斯的戴尔计算机公司是位于 IBM、惠普和康柏之后的第四大计算机制造商。该公司由迈克尔·戴尔在其得克萨斯大学的宿舍中创立，1984 年开始销售“IBM 盗版”个人电脑。从最初起，戴尔公司就以低于其竞争对手很多的价格将机器直接销售给最终用户，而不通过中间零售商。

在经历了高速发展和一些管理上的暂时停顿后，戴尔公司通过实行低成本战略牢固地树立了自身在个人电脑行业中的地位。到 1998 年，戴尔实现了 180 亿美元的收入和 15 亿美元的净收益。在此前 3 年，戴尔的增长率是惊人的：收入增长了 51%，净收益增长了 78%。戴尔的卓越业绩使它成为高度竞争的个人电脑行业中盈利能力最强的制造商之一，它是如何取得如此骄人业绩的呢？

戴尔的优良业绩建立在低成本竞争战略的基础上，该战略包括以下要素：

- **直接销售。**戴尔将大部分计算机直接销售给客户，因而节省了零售加价。随着计算机用户日益富有经验以及计算机开始标准化地使用 Windows-Intel 平台，通过零售商销售的价值下降。戴尔是第一家利用这种趋势的公司。1996 年戴尔开始通过互联网销售计算机，到 1999 年，公司每天通过互联网实现的销售额达到几百万美元。
- **按订单生产。**戴尔开发了一个能使公司迅速安装并运送计算机的灵活生产系统，通常在接

11 有关核心竞争力的概念及其在公司战略中的关键作用的更具体论述，参见 Gary Hammel and C.K.Prahalad, “*Competing for the Future*” (Boston: Harvard Business School Press, 1994)。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

到订单的 5 天内完成整个过程，这就使得公司不必持有大量的零部件和安装完成的计算机存货。低存货水平使得戴尔节省了营运资金成本，也减少了对过时废弃存货的昂贵冲销——迅速变化的计算机行业中的一种重大风险。

- **第三方服务。**戴尔使用两种低成本方法进行售后服务：电话服务和第三方维修服务。戴尔拥有几百家技术支持代理人，客户可在每天的任何时间通过电话与其联系。大多数情况下，服务代理人可以使用一个全面的电子维修系统诊断并帮助客户解决问题。在需要进行现场维修的极少数情况下，戴尔与施乐等办公设备公司签订第三方维修合同。通过这种服务战略，戴尔能够避免投资于昂贵的区域服务网络，同时不会降低服务质量。
- **低应收账款。**戴尔能够通过鼓励客户在购买时使用信用卡支付或在购买后立即使用电子汇款支付，将收现期缩短到行业最低水平。
- **集中投资于研发。**戴尔意识到个人电脑行业的大部分基本变革由零部件供应商和软件生产商引导。例如，英特尔和微软两家主要的供应商分别投资几十亿美元用于开发新一代信息处理器和软件。戴尔的变革主要在于创建能够迅速应变的低成本和高效率组织。由于重视研发变革，戴尔能够最小化其成本并获得高额投资回报。

由于实行上述战略，戴尔在个人电脑行业获取了超过其竞争对手的巨大成本优势。这种优势形成了在以技术变革迅速、供应商和购买者强势地位及竞争激烈为特征的行业中迅速增长、市场份额不断增加并拥有高盈利能力的协调模式。此外，由于这种战略涉及到高度相关的行动和持续的组织变革，戴尔的经营模式很难复制，从而使其竞争优势得以持续。事实上，戴尔的成功促使其竞争对手（包括康柏和 IBM）试图复制其部分战略，然而，到目前为止，没有公司能够复制戴尔的经营模式。戴尔的股票在近几年交易中所表现出的极高收益和账面价值乘数表明，投资者认为戴尔的竞争优势及其优良业绩能够在可预见的未来保持下去。

2.9 公司战略分析

在本章中，到目前为止我们集中讨论了从事单一经营公司的战略。尽管一些公司只着重于一种经营，但还有许多公司从事多种经营。例如，1992 年美国 500 强公司所经营的部门平均涉及 11 个行业。[12] 近几年，美国公司试图减少经营多样化，集中于相对少的“核心”业务。然而，多种经营组织仍然控制着世界上大多数国家的经济活动。

在分析多种经营组织时，分析师必须不只评估单一经营部门的行业和战略，还应评估在同一公司中从事不同经营的积极或消极经济后果。例如，通用电气公司成功地通过从事由生产飞机发动机到生产灯泡的高度多样化经营创造了显著价值，而西尔斯（Sears）在经营零售业的同时经营金融服务业却并不十分成功。

公司价值创造的源泉

经济学家和战略研究者确定了影响公司价值创造能力的因素。经济理论表明，公司的最优行动

12 Cynthia Montgomery, "Corporate Diversification," *Journal of Economic Perspectives*, Summer 1994.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

范围取决于在公司内部开展一系列活动与使用市场机制相比的交易成本。[13] 交易成本经济学认为，当市场交易成本的存在使得各独立、业务集中公司间的协调代价很高时，多产品公司是一种有效的组织形式选择。

交易成本可以产生于多种渠道。如果生产过程涉及在市场上不易得到的专门资产，诸如人力资本技能、专利技术或其他组织技能等，可能产生交易成本。交易成本还可能产生于市场不完全，如信息和激励问题。如果买卖双方不能通过可实施的合同等标准机制解决这些问题，通过市场机制进行交易将很昂贵。

正如第 1 章所讨论的，当存在重大的信息和激励问题时，公共资本市场不会运行得很好，从而使企业家难以从投资者那里融资。同样，如果购买者因缺乏信息而不能确定被出售产品的质量，或因缺乏合法的机构不能实施担保，企业家会发现难以进入新市场。最后，如果雇主不能评估新职位申请者的质量，他们将不得不更多依赖内部提升而非外部招聘来填满组织中的较高职位。由于中介机构不发达，新兴经济常常受这些类型交易成本的影响。[14] 即便在许多发达经济中，也能找到高交易成本的范例。例如，在除美国外的许多国家，风险投资行业并不十分发达，使得高科技行业中新业务的融资成本很高。即使在美国，交易成本在各经济部门间也有所不同。例如，直到现在，电子商务的发展还因客户对通过互联网发送信用卡信息的安全性有所顾虑而受到阻碍。

出于以下原因，组织内部的交易可能比市场交易的成本低。首先，通过内部机制，机密可以受到保护，可信性能够得到保证，从而可使组织内部的信息成本下降。其次，总部可以在降低组织内各下属部门间的协议实施成本方面发挥关键作用。第三，各下属部门可以分享有价值的非交易性资产（如组织技能、系统和程序）或不可分割资产（如商标、销售渠道和信誉）。

在组织内部，也存在增加交易成本的力量。组织的高级管理层可能缺乏从事多行业经营所必须的专业化信息和技能。这种专门知识的缺乏会降低现实中实现范围经济的可能性，即使有存在范围经济的可能也不例外。这个问题可以通过建立分权组织，雇用专业经理经营各部门并给予他们恰当的激励加以解决。不过，分权也可能降低各分部经理间目标的一致性，从而使得范围经济难以实现。

因此，一个从事多种经营的组织能否比一批同样的业务集中公司创造更多的价值，要视具体情况而定。[15] 在评估一个组织的公司战略是否有可能创造价值时，分析师应提出以下问题：

- 公司所在行业（或国家）中的产品、劳动力或金融市场存在明显的不完善吗？这些市场中的交易成本会比一个经营得很好的组织内部类似活动的交易成本高吗？
- 该组织拥有可能创造范围经济的商标、专利技术、特殊的分销渠道以及特有的组织程序等资源吗？

---

13 以下著作是交易成本经济学的萌芽：Ronald Coase, "The Nature of the Firm", *Economica* 4, 1937: 386-405; Oliver Williamson, "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications" (New York: The Free Press, 1975); David Teece, "Toward an Economic Theory of the Multi-product Firm", *Journal of Economic Behavior and Organization* 3, 1982:39-63。

14 有关这些问题的更全面论述，参见 Krishna Palepu and Tarun Khanna "Building Institutional Infrastructure in Emerging Markets", *Brown Journal of World Affairs*, Winter/Spring 1998 和 Tarun Khanna and Krishna Palepu, "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets," *Harvard Business Review*, July/August, 1997。

15 阐述这一问题的实证研究，参见 Tarun Khanna and Krishna Palepu "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *Journal of Finance*, forthcoming。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 公司的专有资源与公司经营的业务组合之间配合得好吗？
- 为实现所有可能的范围经济，公司在总部与各经营部门之间最优地分配了决策权吗？
- 公司拥有能够减少代理成本并增加各经营部门间协调性的内部计量、信息和激励系统吗？

经验表明，通过多种经营战略创造价值实际上很困难。一些研究者通过文献证明，多样化经营的美国公司在证券市场中的交易价格低于同样的集中经营公司。[16] 此外，研究显示，一家公司对另一家公司的收购（特别在两家公司经营不相关业务时）常常不会为收购公司创造价值。[17] 最后，有大量证据表明当多种经营公司通过部门资产分派和资产出售增强公司核心业务时，价值能够被创造。[18]

对上述多样化经营的股价减损有几种可能的解释。首先，经理对多样化经营和扩展的决策通常受到组织规模最大化而非股东价值最大化愿望的驱动；其次，多样化经营公司受到代理问题的影响，从而导致次优投资决策和较差的经营业绩；第三，资本市场发现难以监控和估价多种经营组织，因为对各经营部门业绩的披露不充分。

总之，尽管公司在理论上能够通过实施富有创新的战略创造价值，但这种可能性的许多方面在实践中难以实现。因此，在评估公司战略时持怀疑态度是有利的。

应用公司战略分析

下面将公司战略分析的概念应用于亚马逊公司——电子商务领域的一个开拓者。亚马逊公司1995年作为网上书店开业，1997年以5.61亿美元的市场资本额成为上市公司。该公司成长迅速，而且逐渐对巴诺（Barnes & Noble）等居前列的传统书店的控制地位构成严重威胁。到1999年4月，亚马逊的市场资本额惊人地增加到360亿美元。

带着网上图书销售成功的喜悦，亚马逊的创办者兼总裁杰夫·贝佐斯（Jeff Bezos）将公司业务转移到电子商务的许多其他领域。亚马逊认为其品牌、忠诚的客户群以及执行电子商务的能力都是有价值的资产，可以在许多其他网上经营领域加以利用。从1998年开始，通过进行一系列兼并，亚马逊将业务扩展到网上销售CD、录像带、礼品、药品、宠物食品和食品杂货。1999年4月，亚马逊宣布了通过收购LiveBid公司使多样化经营扩展到网上拍卖业务的计划。贝佐斯解释说："我们不是图书公司，不是音乐公司，不是录像公司，也不是拍卖公司。我们是一家客户公司。"[19]

亚马逊的迅速扩展在投资团体间引发了争议。一些分析师认为亚马逊可以通过开展多种经营创造价值，原因如下：

- 亚马逊已经在互联网上树立了有价值的品牌。考虑到电子商务是一种相当新的现象，客户

16 参见Larry Lang and Rene Stulz" Tobin's q, diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy* 102: 1248-1280和Philip Berger and Eli Ofek, "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics* 37: 39-65。

17 参见Paul Healy, Krishna Palepu, and Richard Ruback, "Which Takeovers are Profitable: Strategic or Financial?" and Richard Ruback, "*Sloan Management Review*,1996。

18 参见Katherine Schipper and Abbie Smith, " Effects of Recontracting on Shareholder Wealth: The Case of Vuluntary Spinoffs", *Journal of Financial Economics* 12: 437-467; L. Lang, A. Poulsen, and R. Stulz, "Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion", *Journal of Financial Economics* 37: 3-37。

19 "eBay vs. Amazon.com," *Business Week*, May 31, 1999.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

愿意依靠知名品牌减少购物不愉快的风险。由于利用了这种有价值的资源，亚马逊的扩展战略是合理的。

- 亚马逊已经获取了电子零售业无误供货的关键技术。这是一种电子零售业的许多领域都能利用的通用能力。
- 亚马逊已经通过优良的销售和供货形成了数量巨大的忠诚客户群，因此，其销售额的相当高部分来自客户的重复购买。亚马逊的战略有效利用了这部分珍贵的客户群。

也存在一些怀疑者。他们认为亚马逊扩展得太快，而且图书零售之外的多样化经营可能失败。这些怀疑者对亚马逊的品牌价值提出了质疑。他们认为正在开发网上业务的传统零售商，如巴诺、沃尔玛和CVS，也拥有有价值的品牌、供货能力和忠诚客户群。因此，这些公司可能对亚马逊的各种业务带来难以应付的竞争。亚马逊的批评者还指出向如此多的不同领域迅速扩展可能迷惑客户，削弱其品牌价值，并增加供货不力的可能。在评论尽管亚马逊扩展迅速但其全部经营都在发生亏损这一事实时，《巴伦氏》（*Barron's*）商业周刊写道："亚马逊的战略看起来越来越像一个愚蠢的生意人，他每次做生意都赔钱，却试图通过做更多的生意来弥补损失。"[20]

投资者对亚马逊公司战略的顾虑开始影响其股价，由1999年4月高达221美元下降到1999年5月底的118美元。尽管如此，亚马逊的市场资本总额仍约为190亿美元，许多投资者断定其公司战略未来会带来丰厚的股利。

小 结

战略分析是财务报表分析的重要起点，因为分析师可以通过战略分析对公司经营的经济意义进行定性分析，也可以通过战略分析确认公司的利润动因和主要风险，从而评估公司当前业绩的可持续性并对未来业绩作出现实预测。

公司能否运用其资本获取超出资本成本的收益取决于自身的战略选择：（1）公司打算在哪一个或哪几个行业从事经营活动（行业选择）；（2）公司打算采取何种方式与同行业中的其他企业竞争（竞争定位）；（3）公司期望通过何种方法在各经营部门间创造并利用协同效应（公司战略）。因此，战略分析包括对全部三种选择的分析。

行业分析包括确定驱动行业盈利能力的经济因素。一般而言，一个行业的平均盈利能力受现有竞争者间的竞争程度、新公司加入的难易程度、替代产品的可得性、购买者及供应者的力量的影响。为进行行业分析，分析师必须评估行业中各种力量的当前实力，并对各种可能的未来变化作出预测。

竞争战略分析涉及到确定公司在行业中进行竞争的基础。一般而言，两种战略可能为公司提供竞争优势：成本领先和产品差异化。成本领先是指以较低的成本提供与其竞争对手同样的产品或服务；产品差异化则是指以低于客户所愿意支付的溢价的增量成本，比竞争对手更好地满足所选定的客户需求。为进行战略分析，分析师必须确定公司的目标战略，评估公司是否拥有执行该战略所需

20 Jacqueline Doherty, "Amazon. Bomb", *Barron's*, May 31, 1999.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的能力，并确定公司必须警惕的主要风险。分析时还必须评价公司战略的可持续性。

公司战略分析涉及到考察公司能否通过同时从事多种经营创造价值。与独立经营同样的业务并在市场中彼此交易相比，周密制定的公司战略可通过在一家公司中经营几种业务来降低成本或增加收入。这种成本节约或收入增加来自于公司利用各种业务间协同效应的专有资源。为使这些资源更有价值，它们必须是非交易性的、不易被竞争对手模仿且不可分割的。即使公司拥有这些资源，只有在组织内部的信息和代理成本低于市场交易成本时，公司才能通过多种经营创造价值。

通过战略分析获得的对公司的了解有助于后续的财务报表分析。在会计分析中，分析师可以考察公司的会计政策和估计是否与其设定的战略相一致。例如，公司国际业务会计中功能货币的选择应当与其经营战略所要求的国内与国际业务的一体化水平相一致。同样，主要向低收入客户出售房产的公司的坏账费用水平应当更高。

战略分析也有助于引导财务分析。例如，在跨部门分析中，分析师应当预期实行低成本战略的公司比实行产品差异化战略的公司拥有更低的毛利和更高的资产周转率。在时间序列分析中，分析师应当密切监控低成本公司费用率和资产周转率的任何增长，以及实行产品差异化战略的公司对形成独特性的必要投资的任何减少。

经营战略分析还有助于预测分析和评价。首先，战略分析可以使分析师评估公司业绩与行业平均业绩之间的差异是否会持续以及会持续多长时间；其次，战略分析便于预测公司为保持竞争优势所必须进行的投资支出的水平。

思考题

1. 会计学专业的朱迪思说："在财务报表分析过程中，战略分析似乎是不必要的兜圈子，为什么不能直接分析会计问题呢？"请向朱迪思解释为什么她这样说可能是错误的。

2. 行业盈利能力分析的主要动因有哪些？

3. 在过去 20 年中，生产个人电脑和其他电子设备所用内存条的行业是发展最快的行业之一。然而，该行业的平均盈利能力一直很低。试运用行业分析框架，列出可以解释这种明显矛盾的所有潜在因素。

4. 试评定制药业和伐木业的下列行业结构尺度是高、一般还是低？

	制药业	伐木业
竞争对手		
新加入者的威胁		
替代产品的威胁		
购买者的讨价还价能力		
供应商的讨价还价能力		

根据等级评定，你预期哪个行业将获取更高的收益？

5. 乔·史密斯认为："你们对影响行业盈利能力的五种力量的分析是不全面的。例如，在银行

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

业，我能想到至少三种同样重要的其他因素，即：政府管制、人口趋势和文化因素。”他的同学简·布朗不同意这一点，并且说：“只有当这三个因素影响五种力量之一时，它们才是重要的。”试说明乔提出的三个因素究竟如何影响银行业的五种力量？

6. 可口可乐和百事都是盈利能力很强的软饮料，其生产投入品包括糖、瓶或罐以及软饮料制糖剂。可口可乐和百事公司自己生产制糖剂，其他投入品则需购入，因而它们与独立的制瓶商签订产品特许生产合同。根据你对软饮料行业的了解，运用五种力量框架说明可口可乐和百事如何能保持该行业的大部分利润。

7. 在 20 世纪 80 年代早期，为利用行业中的剩余生产能力，联合（United）、德尔塔（Delta）和美国航空公司（American Airlines）都起动频繁飞行计划，以使自身服务具有独特性。然而，许多行业分析师认为这种措施成败参半。试运用竞争优势概念解释原因。

8. 公司能够用来创造进入障碍以阻止其业务领域内竞争的方法有哪些？哪些因素决定这些障碍能否持久？

9. 说明你同意或不同意以下说法的原因：

a. 使产品具有独特性比成本领先更好，因为这样可以取得溢价收入。

b. 高科技行业比低科技行业的盈利能力更强。

c. 需要高额投资的行业具有较高的进入障碍的原因在于融资成本高。

10. 极少有公司既能成为成本领先又能使产品具有独特性。为什么？你能找到在两方面一直都很成功的公司吗？

11. 许多咨询师建议印度、韩国、墨西哥和土耳其等新兴市场上的多样化经营公司采取在美国和英国等发达经济中被证明有价值的战略。这种建议的利弊何在？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：美国在线网络服务公司（AOL）

提到当前股票市场的热点——科技公司，很难有谁能超过 AOL。科技股很热，今年平均上涨了大约 50%，但 AOL 更热，上涨了大约 135%。实际上，自 1992 年公开上市以来，AOL 的股票已经上涨了 2 000%多。与 5 年前相比，这家总部设在维也纳的公司客户增长了 35 倍，收入增长了 20 倍。它是全国最大的在线公司，正在建立公认的品牌。

但是仔细观察，你会发现 AOL 不只涉及计算机技术，也涉及会计技术。因此，在匆忙购买价值大约 40 亿美元的 AOL 的股票前，应确定你已经理解了这些数字。

阿伦·斯隆（Allan Sloan）所写的上述报告发表在 1995 年 10 月 24 日《新闻周刊》（*Newsweek*）的工商业部分。[1]

公司背景

AOL 创建于弗吉尼亚州的维也纳，是包括在线服务、互联网、多媒体和其他交互式技术在内的崭新的大众传媒发展过程中的领袖。通过美国在线服务，公司为其成员提供一系列广泛的特色服务，包括实时谈话、电子邮件、电子杂志和报纸、在线课程和购物以及互联网访问等。除在线服务外，在 1995 年 AOL 的业务扩展到包括互联网访问软件、原始内容的生产和销售、交互式销售和交易能力以及支持数据传递的网络。

AOL 的主要收入来源于向消费者收取的会员费，向内容提供者和商人收取的广告费，商品销售和其他交易的佣金，以及向其他业务收取的网络销售和生产服务费。通过对现有在线业务成长、追求相关经营机会、提供一系列完整的交互式服务的能力以及技术灵活性进行持续投资，公司将自身定位于领导用于交互式服务的、不断演进的大众传媒的发展。

1985 年，斯蒂芬·凯斯（Stephen Case）和詹姆斯·金塞（James Kimsey）创建了美国在线的前身——Quantum 计算机服务公司。1985 年，Quantum 为 Commodore 电脑提供“Q（问题）连接服务”（Q-Link service）；1989 年，该项服务扩展到苹果电脑。1991 年，公司改名为美国在线网络服务公司，并于 1992 年上市。同一年，AOL 特许苹果公司在电子世界（eWorld）和 NewtonMail 服务中使用其在线技术，并对此收取使用费。1993 年，公司运用其 Windows 版软件扩展市场，并开始开发掌上电脑的软件版式。1994 年，AOL 的用户超过了与其竞争的两个在线服务提供商——CompuServe 和 Prodigy，使其成为美国第一大消费者在线服务提供商。到 1995 年 10 月底，AOL 的用户超过 400 万。

该案例由 Krishna Palepu 和 Amy Hutton 编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1996, President and Fellows of Harvard College. Harvard Business School case 9 -196-13。

1 “Look Beyond the High-Tech Accounting To Measure America Online's Market Risk,” Allan Sloan, Newsweek, October 24, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

AOL 的产品

美国在线提供的一系列广泛的特色服务旨在满足其 400 万成员的各种需要。在线服务的一个主要特征是具有相关利益的成员能够很容易通过实时会议、电子邮件和电子公告牌形式交流。成员运用交互式交流设施分享信息和想法，交换意见，进行社交。美国在线的目标在于继续开发并增加支持其成员上述行动的新的信息和内容渠道。美国在线提供的特色服务包括以下内容：

- **在线社区。**除电子邮件服务外，AOL 还促进了实时在线交流，主要通过为特定论题安排会议和讨论、提供作为“会议室”的交互式区域以便成员参与真实生动的交互式讨论以及提供公共电子公告牌以便成员对共同感兴趣的主题或专门领域问题分享信息和意见的形式进行。
- **链接。**AOL 为其成员提供链接到无数公共区域和“共享”软件的程序，使其享用来自 300 家硬件和软件开发商的在线帮助，以及在线购物和阅读《麦金塔世界》（*MacWorld*）、《PC 世界》（*PC World*）、《计算机生活》（*Computer Life*）等在线计算机杂志的权利。
- **教育和参考资料。**AOL 的在线教育服务使得成年人和儿童可以坐在家里学习。AOL 与职业教师签约，讲授一般科目和成人教育（如创造性写作和食品烹饪）的实时交互式课程。常规辅导课程有英语、生物和数学。教育和参考资料服务包括美国国会图书馆（The Library of Congress）、美国大学理事会（College Board）、美国有线新闻网络（CNN）、史密森尼网上博物馆（Smithsonian）、《消费者报告》（*Consumer Reports*）以及《康普顿百科全书》（*Compton's Encyclopedia*）。
- **新闻和个人理财。**AOL 提供了一系列广泛的信息服务，包括国内和国际新闻、天气、运动、股票市场价格和个人证券组合跟踪等。成员可以搜索感兴趣的新闻报道，通过 Fidelity Online 和 Morning Star 了解共同基金信息，也可通过 PC 理财网络（PC Financial Network）在线执行经纪人安排的交易。用户可以访问 70 多家报纸、杂志和通讯社，包括《纽约时报》（*New York Times*）、《芝加哥论坛》（*Chicago Tribune*）、*San Jose Mercury News*、《时报》（*Time*）、《科学美国人》（*Scientific American*）、《投资者商业日报》（*Investors Business Daily*）及路透社（Reuters）。
- **旅游和购物。**AOL 的成员还可以利用旅游及购物的参考材料和相关业务服务。用户可以通过 Hallmark 公司发送定制的贺卡，通过 1-800-Flowers 送花，通过 Tower Records 购买 CD 和磁带，通过 Preview Vacations 预订旅行社包办一切的一揽子度假，通过美国运通网（American Express Net）了解账户信息、旅游信息和服务。此外，AOL 还推出了自己的交互式购物服务——2 Market，以提供来自为数众多的零售商的商品和服务。
- **娱乐及儿童节目编排。**AOL 为成人和儿童提供各种有关游戏和运动、多人游戏和其他相关内容的俱乐部和论坛。专门内容由“音乐空间”、“游戏频道”、“迪斯尼探险”、“喜剧俱乐部”、“任天堂力量之源”（Nintendo Power Source）、“孩子专用”、“好莱坞在线”、“华纳唱片”，“美国退休人员协会”、“音乐电视”、“烹饪俱乐部”、“环境俱乐部”和“二战后出生人论坛”等组织提供。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

客户的获取和保留

AOL 的最大支出是吸引新用户的成本。AOL 通过直接邮寄带有 AOL 软件的磁盘及特载 AOL 软件免费订购电话的电视和印刷物广告，以及通过与电脑杂志出版社和个人电脑软硬件提供商的合作销售，积极推销其在线服务。上述公司将其计算机产品与 AOL 软件捆绑在一起，以方便其客户试用。拥有了 AOL 软件，客户只需一台个人电脑，一条电话线和一个电脑调制解调器，即可访问 AOL 的在线服务。每一张程序盘带有一个惟一的注册号和密码，可用于产生一个新的 AOL 账户。客户将其信用卡账号提供给 AOL，便可激活账户。新账户的最初 10 小时访问是免费的，此后，AOL 自动从客户信用卡账户中扣除标准月使用费，直到客户取消 AOL 账户。

这种促销是很昂贵的。1994 年，吸引每个新客户的花费超过 40 美元。因此，为保留这些新用户并增加客户忠诚度和满意度，AOL 对专门的客户保留计划进行了投资，包括定期安排在线活动和会议，在线推销新推出的特色服务，以及定期增加新内容、服务和软件程序。AOL 的目标是实现客户使用寿命最大化。

AOL 所提供的内容对客户的保留和使用率的提高至关重要。为创建独特的服务内容，AOL 与多家公司合资。1995 年期间，其联盟扩展到包括美国运通公司（American Express）、美国广播公司（ABC）、路透社、Shoppers Express、商业周刊（Business Week）、Fidelity、Vanguard 和全国教育协会（National Education Association）。对 AOL 同样重要的还有电脑空间的新星——企业家们创建的特殊利益网站，如汤姆和戴维·加德纳（David Gardner）创建了美国在线上最受欢迎的两个网站——Motley Fool 和 Follywood。这些热门的特殊利益网站使客户留在线上，从而导致计量时间和收入激增。传统上，AOL 的 80%或更高比例的收入由这些网站创造，而且需要与创建网站的企业家签订特许合同。然而，内容提供者现在可以选择在互联网建立网站。尽管他们还不能通过网络浏览器收费，但这种新的销售渠道正在改变 AOL 与其内容提供者之间的力量对比。[2]

与其竞争对手相比，AOL 的费用结构最容易为消费者所理解和预计。每月支付 9.95 美元的费用可以享用所有美国在线服务 5 小时，此后每增加 1 小时收费 2.95 美元，对下载不另外收费。CompuServe 和 Prodigy 提供同样的标准定价，但对额外服务和下载另外收费。微软网络公司（MSN）——在线服务行业的最新加入者，提供的月标准收费计划为支付 4.95 美元享用服务 3 小时，此后每增加 1 小时收费 2.50 美元。MSN 的内容提供者也根据使用率向消费者收费。AOL 的竞争对手所收取的额外费用使其消费者很难预计每月开销。

未来增长战略

AOL 的目标是通过建立联盟和子公司，在全世界交互式服务市场确立明确的核心领导地位。为实现这一目标，AOL 与美国运通公司、在线商业周刊（Business Week Online）和 NTN 通信公司（NTN Communications）签署了新的战略合作契约，为 2 Market 的 CD-ROM 购买服务进行在线连接，并完成了对互联网软件开发商 BookLink 科技公司和 NaviSoft 公司以及互联网基础开发商高级网络服务公司（ANS）的收购。这些交易行为与 AOL 日益增长的成员基数、不断提高的视听享受以及安排吸引用户的内容的能力一起，确立了 AOL 领导崭新的交互式服务行业发展的独特地位。在执行

2 "On-Line Stars Hear Siren Calls to Free Agency," Steven Lohr, New York Times, November 25, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

该战略的过程中，AOL 采取了许多积极的行动：

- **投资于现有服务的增长。**AOL 打算继续投资于现有在线业务的迅速增长。AOL 认为它可以通过扩展所提供内容和服务的范围、继续改进其服务的多媒体情境以及建立一种在线社区的感觉来吸引和保留客户。同时，通过提供接近大量、人数不断增长的用户的机会，连同提供为这些用户开发内容和规划的软件工具和服务，AOL 相信它会继续吸引内容和服务提供者。
- **开发新的经营机会。**AOL 打算利用其技术、管理技能和内容包装技巧确定并开发新的经营机会，诸如电子商务、进入国际市场，以及运用其高级图形接口软件和互联网浏览器使互联网“用户化”。互联网浏览器使用高速压缩技术提高了访问速度和图形显示运作。
- **提供全范围的交互式服务。**通过收购和内部发展，AOL 集合了内容开发、销售能力、访问软件和自身的通信网络，成为一个提供全方位服务、垂直合并的交互式服务提供者。因此，AOL 认为它已处于影响交互式服务市场发展的地位。
- **保持技术适应性。**AOL 认识到通过一套多样化的平台提供服务的必要性。其软件应用于不同类型的个人电脑和操作系统（包括 Macintosh、Windows 3.xx 和 Windows 95），支持多种不同的媒体，包括在线服务、互联网和 CD-ROM。当新技术可以利用时，AOL 想方设法使它适应其产品和服务。

尽管 AOL 目前的收入大部分来源于用户使用费，其管理层认为上述积极行动将增加公司来自其他方面的收入，如广告费收入、向消费者销售商品的佣金以及向其他企业销售产品和提供网络服务的收入。

行业竞争和前景展望

在线消费者服务行业 1994 年收入达 11 亿美元，而 1995 年增长 30%，达到 14 亿美元。全世界有 1 100 万客户订购商业在线服务，而且预计未来 5 年内该数字会暴涨。行业先导美国在线、CompuServe 和 Prodigy 为大约 850 万现有用户服务（三者用户数分别为 400 万、280 万和 160 万）。这些寡头卖主非常成功地担当了数以千计的内容提供者和数以百万的客户的中间人。他们是发行者，密切控制产品，而且只对内容提供者——作者支付很低的特许使用费，然而，随着互联网的出现和微软网络公司的进入，内容提供者现在拥有了可选择的销售渠道，这些渠道对其产品进行更严格的控制，并可能提供更高的收入。

1995 年 8 月 28 日出版的《福布斯》（*Forbes*）杂志讨论了这一主题：

> 直到最近，使用电脑空间浏览器还必须通过美国在线、CompuServe 和 Prodigy 三大在线服务公司之一。这种寡头卖主垄断可能很快消失，不止是微软会带来威胁，整个互联网——包含公共数据库的不断波动、难以控制且迅速扩展的万维网也会产生威胁。[3]

3 “Who Needs the Middleman?,” Nikhil Hutheesing, Forbes, August 28, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在这三家大公司担当发行者角色的同时，微软决定担当一个更像书店的角色，使得在其中每个作者（内容提供者）都是自己的发行者。微软网络公司的客户每月支付 4.95 美元可以享用服务 3 小时（此后每增加 1 小时收费 2.50 美元）。然后，每个内容提供者对其资料收取所需的任何费用，达到按每小时、每页或每张图片收费的程度。微软从内容提供者的报酬中扣除 30%的佣金，其余部分交给内容提供者。微软除给予内容提供者大部分收入外，还给予其对自身产品的更大控制权。与三大公司要求标准化的屏幕显示和图标相反，微软允许内容提供者使用愿意采用的任何字体和格式。因此，尽管微软仍担当中间人的角色，但在确定内容及内容使用费的过程中，它只起十分有限和被动的作用。

除微软外，还存在互联网的巨大潜在威胁，网络中介的作用在其中进一步减弱。在互联网上，每个计算机拥有者都是自己的发行者。客户可以登陆申请互联网收费服务，如 PST、Netcom 或 MCI 提供的服务。一旦上了网，用户可使用 Netscape 或 Spyglass 等浏览软件在世界资料库中漫游。尽管网上个人发行者仍然难以对阅读其网页的浏览者收费，由于银行、微软和其他中间人正在开发提供在线通货的系统，预计这种状况会很快改变。

许多内容提供者已开始利用这些可选择的销售渠道。例如，《连线》（*Wired*）杂志不愿满足于只收取来自使用其在 AOL 上网页的用户收入的 20%，在互联网上创建了“HotWired”。《连线》的技术专家安德鲁·安克（Andrew Anker）认为，“HotWired”的盈利将很快超过美国在线，他还指出在互联网上，公司对自己的产品有更大的控制权。通用电气的国家广播公司决定从 AOL 转到 MSN，公司副总裁马丁·尤德科维茨（Martin Yudkovitz）解释说：“尽管在美国在线上有许多用户访问我们，我们却没有获得多少收入。”[4]

随着特许服务和内容转向环球网站，三大公司所提供服务的独特性正在下降。尽管如此，在线服务仍然是通过成熟的留言板和实时聊天方式进行交互式交流的更好选择。而另一方面，互联网主要提供一个发表作品的环境。仍然是这个问题，未来在线服务提供者的作用将是什么？他们只会成为拥有自己的视窗和浏览器的另一个互联网访问提供者，还是能够继续为用户提供一些特色服务？

一些分析师预测，在 2000 年以前，美国的在线服务市场将每年持续增长 30%—35%，而互联网市场将增长得更快。这些分析师预计美国在线将保持大约 20%的市场份额。[5] 另一方面，马萨诸塞州坎布里奇市的《福雷斯特研究》（*Forrester Research*）预言，美国在线、CompuServe 和 Prodigy 三大公司将仅在 1997 年前继续增加用户，在此之后，它们都将每况愈下。[6]

AOL 的近期业绩

在结束于 6 月 30 日的 1995 年第 4 季度，美国在线宣告，扣除 0.01 美元的合并费和 0.02 美元的商誉摊销费之后，其收益为 0.16 美元。这比 1994 年第 4 季度 0.02 美元的收益有重大改进，也超过了分析师的预测——0.14 美元。与分析师 1.32 亿美元的预计相对照，服务费收入高涨至

4 “Who Needs the Middleman?,” Nikhil Hutheesing, Forbes, August 28, 1995.
5 “America Online, Inc.— Company Report,” A. Pooley, The Chicago Corporation, April 18, 1995.
6 Op. cit., Forbes, August 28, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1.39 亿美元，与 1994 年第 4 季度的 4 040 万美元相对照，全部收入上升到 1.52 亿美元。在结束于 6 月 30 日的 1995 年会计年度，AOL 在 3.94 亿美元收入的基础上报告了 3 360 万美元的损失，与 1 年前 1.16 亿美元收入基础上的 250 万美元利润形成对照。1995 年首次发生的新费用包括 5 030 万研发支出，170 万商誉摊销费和 220 万合并费（参见附录 3，美国在线网络服务公司 1995 年节略年度报告）。

新用户的增长势头继续增强，比上年同期增长了 233%，在第 4 季度增加了 691 000 新的网上用户。在该季度，分析师用于评估 AOL 的特许权价值以及衡量 AOL 迅速增长的用户基数的“健康性”的所有主要衡量指标也有所提高：预计用户保留时间从 39 个月上升到 41 个月；计费使用时间由 2.73 小时提高到 2.93 小时；每位用户的预计使用期间内收入由 667 美元增加到 714 美元（美国在线网络服务公司用户衡量指标的历史资料可参见附录 2）。不过，分析师预计未来的毛利水平会较低，因为用户继续转向更高速度的访问，而且 AOL 针对微软每小时定价较低的策略，提出了多次使用价格优惠的定价计划。

1995 年 11 月 8 日，美国在线宣告了结束于 1995 年 9 月 30 日的 1996 年会计年度第 1 季度的经营业绩。尽管收入由 1 年前的 5 600 万美元上升到 1.979 亿美元，但美国在线报告了 1 030 万美元的损失，与 1 年前的 150 万美元利润形成对照。美国在线拿出 1 690 万美元用于支付 1995 年 9 月 21 日收购的 Ubique 公司的研发费用和其他近期收购的资产，另外支付了 170 万美元的商誉摊销费。这些费用因 AOL 决定延长用户获取成本的摊销期而被部分抵消。从 1995 年 7 月 1 日起，这些成本将在 24 个月，而非 12—18 个月内摊销。结束于 1995 年 9 月 30 日的 3 个月会计估计变更的结果是使报告损失减少了 195 万美元。AOL 还宣布 1996 年第 1 季度它新增了 711 000 用户，从而使整个用户基数达到 400 万。[7]

自公司 1992 年 3 月首次公募起，美国在线的股票价格一直在上升。股价从首次公募的 2.90 美元分别上涨到 1992 年、1993 年和 1994 年日历年度末的 7.31 美元、14.63 美元和 28.00 美元。按照当前股价 81.63 美元（1995 年 11 月 8 日），公司的市值大约为 40 亿美元（美国在线网络服务公司股票价格的历史资料、其权益β系数和其他市场数据可参见附录 1）。

围绕 AOL 的争论

美国在线的股票是这段期间最具争议的股票之一。一些分析师宣扬股价可能上涨，而其他分析师建议卖空股票，依靠股价下跌获取利润。对股票看涨者将美国在线视为电信业变革的一部分，就像早期的便携式电话和有线电视一样。他们将图形接口软件、高速网络浏览器和凯斯先生的销售天赋（在 1 年多的时间里用户提高了 4 倍，超过 400 万）视做 AOL 的主要竞争优势。另一方面，对股票看跌者预期将有新的加入者参与在线服务行业的竞争，而且用户将转向使用互联网，因而怀疑 AOL 是否会继续实现用户基数的高增长或保持现有用户。

卖空者出售了大约 700 万美国在线的股份，认定股价永远不会上涨。他们指出，苹果电脑公司最近采取的将利润锁定在股本的 5.7%的保值措施暗示着 AOL 的股票被高估。火上浇油的是，公司

7 “America Online Posts $10.3 Million Loss But Says Revenue Rose 250% in Quarter,” The Washington Post, Nov. 8, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

内部人士也出售了一些股份。在 1995 年 3 月 9 日—15 日期间，包括公司创办者、总裁斯蒂芬·凯斯（出售 25 000 股，获得 210 万美元）和董事长詹姆斯·金塞（出售 40 000 股，获得 330 万美元）在内的 17 名内部人士出售了大约 20 万股份。[8]

此外，一些分析师把 AOL 的会计列为“攻击型”。AOL 将软件开发成本摊销期定为 5 年，这对迅速变化、充满不确定性的在线服务行业而言是一段很长的时间；AOL 将用户获取成本资本化，而其最大的竞争对手 CompuServe 不这样做；此外，自 1995 年 7 月 1 日起，AOL 将用户获取成本的摊销期由 15 个月延长至 24 个月。考虑到随着竞争出现在这个新兴的行业，AOL 将面临用户保留时间和收入增长的不确定性，分析师对 AOL 的会计决策是否明智产生质疑。AOL 面对的巨大风险是最终客户将频繁转换在线服务，就像他们现在会经常转换长途交通工具一样。

尽管美国在线将免费试用费（即在第 1 个月赠送的免费使用 10 小时带来的费用）列作费用，但它将与获取客户相关的销售成本，包括直接邮寄费、广告费、起动工具包和捆绑成本等予以资本化。正如在其年度报告中所指出的，1995 年 7 月 1 日前，根据获取用户的方法不同，资本化按照两种时间安排进行。通过直接销售计划获取用户的成本按 12 个月摊销，而通过与个人电脑生产商和杂志发行商合作销售获取用户的成本按 18 个月摊销，因为从以往情况看，这些捆绑销售活动得到响应的时间相对较长。不过，从 1995 年 7 月 1 日起，AOL 将两种用户获取方法下的成本摊销期都增加到 24 个月。

AOL 的财务总监伦内特·利德（Lennert Leader）为其会计政策辩护说，公司执行了使费用的发生时间与收入的获取时间相配比的标准会计程序。他认为 AOL 的销售和软件开发费用延长了客户的保留时间，因而尽管公司已经支付了现金，但在几年的期间冲销成本是合适的。[9]

但是，一些分析师对 AOL 的会计选择举起了红旗。正如 1995 年 10 月 24 日《新闻周刊》的文章所指出的：

> AOL 的潜在资产之一是其将销售和研发成本视做资本而非费用项目的极为有利的会计决策……
>
> AOL 将研发费用的摊销期定为 5 年，这对在线行业而言是一段很长的时间；AOL 还开始将销售费用的摊销期从 15 个月提高到 2 年。
>
> 为什么将摊销期从 15 个月变为 24 个月？利德说这是因为 AOL 用户账户的平均持有期在 1992 年已经从 25 个月上升到 41 个月。有多少客户能够留在 AOL 41 个月？几乎没有，正如利德所承认的那样。但考虑到几乎所有 AOL 的客户都是在过去 36 个月中添加的，这是可以理解的。利德指出，41 个月的平均持有期是预测出来的。当然，要证明他所说的是否正确还需要几年时间……[10]

分析师还对 AOL 的现金流量状况及其最近一次募股的时间选择所传递的信号表示担心。《新闻周刊》的文章继续写道：

---

8 1995 年 8 月 15 日，全部管理人员和董事作为一个集团继续拥有 3 729 547 股，斯蒂芬·凯斯拥有 1 036 790 股，而詹姆斯·金塞拥有 679 616 股。

9 Op. cit., Newsweek, October 24, 1995.

10 同上。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

会计对 AOL 极为重要。会计数字看起来越理想，金融市场越看好 AOL，它也越易于通过出售新股票融资以偿还债务……10 月 10 日，AOL 靠出售新股筹资了 10 亿美元资金。尽管 9 月份 AOL 的股价由大约 72 美元下降到 58.73 美元，在公告出售计划后，AOL 还是出售了股票。在这种情况下，大多数公司会推迟募股，以等待股价很快回升，但 AOL 没有这样做，使得持怀疑态度者认为公司确实需要这笔资金……

一些分析师认为，AOL 在股价很低时发行股票是因为公司急需现金。其他人认为 AOL 在筹措竞争所需资金，因为微软等资金雄厚的竞争对手将要发动在线价格大战，而且越来越多的信息提供者打算直接登录互联网，而不通过 AOL 等网络中介。CompuServe 公司最近采纳了更具进攻性的会计技术，一些分析师将其解释为它也打算进行价格战。自 1996 会计年度的第 1 季度起，CompuServe 将把与客户获取行动相关的直接反应广告成本资本化。[11]

尽管 AOL 的股价到 1995 年 9 月 8 日为止反弹到 81.63 每元，但对 AOL 的未来还存在许多疑问。微软网络公司的进入和互联网的发展将给 AOL 的服务需求带来怎样的影响？AOL 的会计选择能经得起时间的检验吗？如果 AOL 的用户增长率减慢或用户更新率下降，会出现什么后果？AOL 有足够的财务灵活性来面对这些竞争压力和会计风险吗？

思考题

1. 为什么在 1995 年以前，与其竞争对手 CompuServe 和 Prodigy 相比，美国在线网络服务公司（AOL）在商业在线行业的经营那么成功？

2. 1995 年，商业在线行业发生了哪些主要变化？它们可能对 AOL 的未来前景产生怎样的影响？

3. 1995 年以前 AOL 采取的将用户获取成本资本化的政策合理吗？考虑到习题 2 中的变化，你认为 1995 年 AOL 应该改变其会计政策吗？公司对此的反应与你的观点一致吗？

4. 如果用户获取资本化成本全部被冲销，将对 AOL1995 年资产负债表产生什么影响？如果 AOL 将同年（1995 会计年度）发生的全部用户获取成本列作费用，将对其损益表产生什么影响？

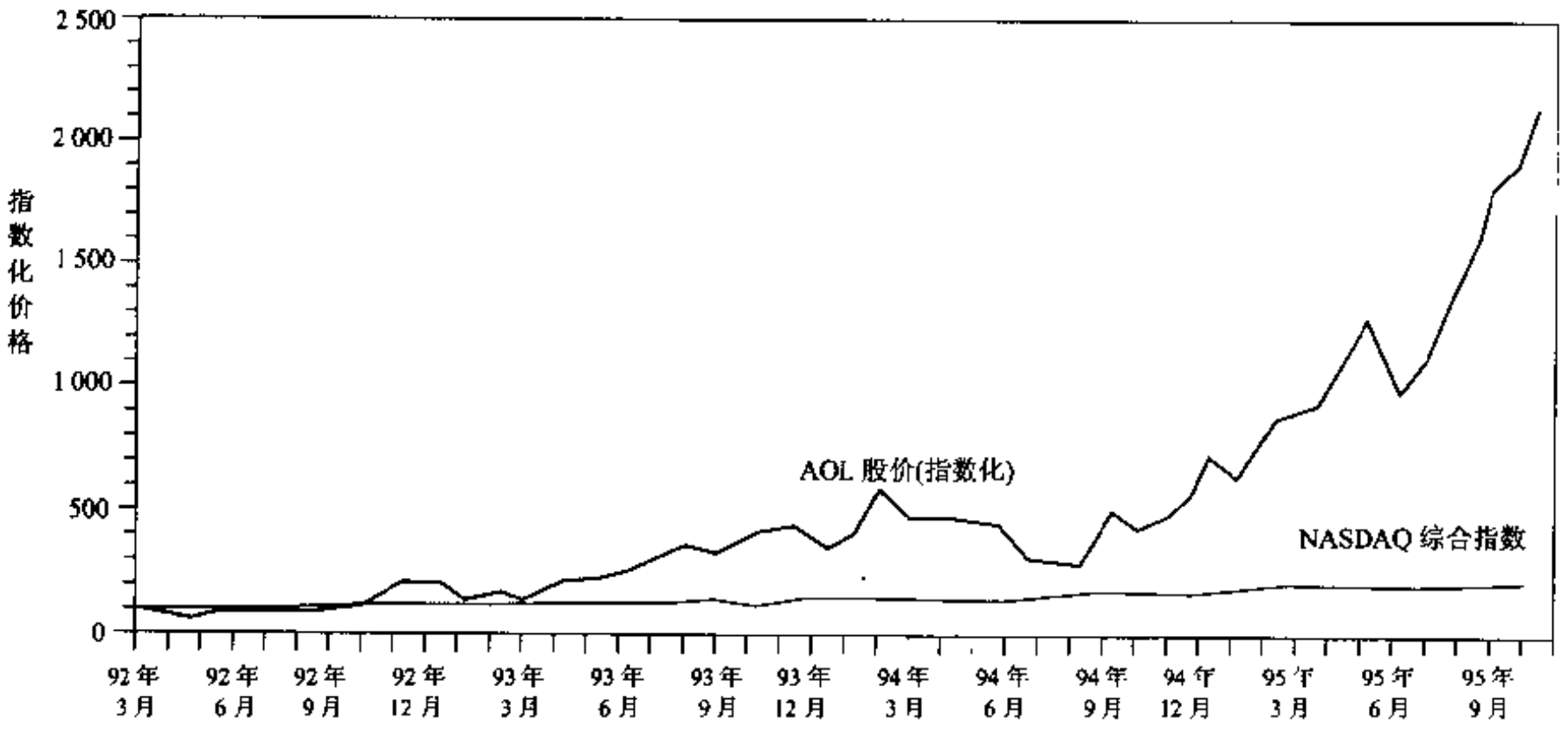
5. 1995 年 6 月 30 日，AOL 的账面价值为 2 179.44 亿美元。假设账面价值发生变化的惟一可能原因是发行新股，试计算 1995 年 11 月 8 日 AOL 的市场—账面价值比率。根据你的分析，你认为这一比率现实吗？

11 Op. cit., Newsweek, October 24, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

美国在线网络服务公司股票价格的历史走势图



其他市场数据：	
美国在线网络服务公司的权益 β 系数	1.4
1995 年 11 月穆迪（Moody）的 3A 公司债券利率（%）	7.02
1995 年 11 月短期国库券利率（%）	5.35
1995 年 11 月 30 年期政府公债利率	6.26

资料来源：Datastream International, Standard and Poor's Compustat, and the Wall Streef Journal.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

截至 1995 年 6 月 30 日美国在线网络服务公司用户衡量指标

	1993 年 12 月	1994 年 3 月	1994 年 6 月	1994 年 9 月	1994 年 12 月	1995 年 3 月	1995 年 6 月
计费使用时间（小时）	1.85	2	2.1	2.27	2.46	2.73	2.93
预计平均保留时间（月）	30	32	32+	34	36	39	41
预计使用期内平均收入（美元）	443	496	496	551	612	667	714
互联网使用时间占比（%）		1%	3%	4%	5%	6%	9%

资料来源：Alex Brown & Sons, Ins., August 24, 1995。

附 录 3

美国在线网络服务公司 1995 年节略年度报告

独立审计师报告

美国在线网络服务公司董事会和股东会：

我们审计了美国在线网络服务公司 1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日的合并资产负债表，以及截至 1995 年 6 月 30 日前 3 年各年的相关合并损益表、股东权益变动表和现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括审查财务报表中金额和披露的正确性，包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了美国在线网络服务公司 1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日的合并财务状况，以及截至 1995 年 6 月 30 日前 3 年各年的合并经营成果和现金流量状况。

正如合并财务报表的附注 9 所说明的，1994 会计年度公司改变了所得税的会计处理方法；也正如合并财务报表的附注 2 所说明的，1995 会计年度公司变更了一些短期债券和股票投资的会计处理方法。

Ernst & Young LLP
弗吉尼亚州维也纳市
1995 年 8 月 25 日

挑选的合并财务及其他数据

（除每股数据外，均为千美元）

	各年结束于 6 月 30 日				
	1995	1994	1993	1992	1991
损益表数据：					
在线服务收入	358 498	100 993	38 462	26 226	19 515
其他收入	35 792	14 729	13 522	12 527	10 646
收入合计	394 290	115 722	51 984	38 753	30 161
营业收益（损失）	(19 294)	4 608	1 925	3 685	1 341
非常项目前收益（损失）	(33 647)	2 550	399	2 344	1 100
净收益（损失）(1)	(33 647)	2 550	1 532	3 768	1 761
普通股每股收益（损失）：					
非常项目前收益（损失）	(0.99)	0.07	0.01	0.10	0.06
净收益（损失）	(0.99)	0.07	0.05	0.17	0.09
平均流通在外普通股股数	33 986	34 208	29 286	22 828	19 304

	各年 6 月 30 日				
	1995	1994	1993	1992	1991
资产负债表数据：					
营运资本（不足）	(456)	47 890	10 498	12 363	(966)
资产总额	406 464	154 584	39 279	31 144	11 534
负债总额	21 810	9 302	2 959	2 672	1 865
股东权益（不足）	217 944	98 297	23 785	21 611	(8 623)
（会计年度末）其他数据：					
用户数	3 005	903	303	182	131

（1）结束于 1995 年 6 月 30 日的 1995 会计年度净损失包括所收购公司的 5 030 万研发支出和 220 万合并费，参见合并财务报表附注中的附注 3。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

管理部门对财务状况和经营成果的论述和分析

综述

在过去 3 个会计年度，公司的收入显著增长。高额收入主要产生于以下原因：在线服务市场的发展带来了公司用户基数的增加；1993 会计年度中期美国在线 Windows 版的推出极大地扩增了公司服务的可利用市场；公司服务和内容的进一步扩展。此外，收入的增长还源于过去 3 年间来自每位用户的月平均收入稳定上升，这是每位用户的月平均计费使用小时增加的结果。

公司的在线服务收入主要来自用户支付的月使用费和超过月使用费所含使用时间后的按使用小时计费。到 1994 年 12 月 31 日为止，公司的标准月使用费是 9.95 美元，其中包含提供 5 小时的服务；每月使用时间超过 5 小时后，按每小时 3.50 美元计费。自 1995 年 1 月 1 日起，每月使用时间超过 5 小时后，每小时使用费由 3.50 美元下降到 2.95 美元，而月使用费仍然保持在 9.95 美元不变。

公司的其他收入主要来自提供新媒体和交互式销售服务，提供数据网络服务，以及提供多媒体和 CD-ROM 生产服务。此外，公司还获取在线交易和广告费收入，以及开发和特许费收入。

1995 会计年度，公司收购了 RCC、NaviSoft、BookLink、ANS、WAIS、Medior 和 Global Network Navigator 公司。此外，1995 年 8 月，公司与 Ubique 签订了收购协议。有关这些收购的更多信息，可参看合并财务报表附注的附注 3 和附注 13。

在线服务市场竞争激烈。公司认为现有竞争者，其中包括 CompuServe、Prodigy 和 MSN 等，很可能提高服务的质量。此外，新的竞争者已经宣布进入在线服务市场的计划，使公司面临更大的竞争。这种竞争环境可能要求制定新的定价计划并增加对销售、内容获取和产品开发的投入，可能减少公司与内容提供者和销售伙伴签订或更新协议的机会，也可能降低公司增加用户基数的能力，从而导致公司用户基数日益减少。任何一种情况都会导致占收入一定比例的成本的增加，而且可能对公司财务状况和经营成果产生重大负面影响。

1995 年 9 月，公司修改了递延用户获取成本的做法。自 1995 年 7 月 1 日起，某些用户获取成本将在发生时记作费用，在此之前资本化的成本继续进行摊销。如果这种变化发生在结束于 6 月 30 日的 1995 会计年度（包括对 1994 年 6 月 30 日资本化金额的摊销），可能使市场成本增加大约 800 万美元。这种变化将对 1996 会计年度的公司销售成本产生更大影响，因为公司打算显著增加用户获取活动，包括增加用户获取开支，而这些开支将在发生时被记作费用。

此外，自 1995 年 7 月 1 日起，公司将用户获取成本的摊销期由 12—18 个月改为 24 个月。根据用户平均使用期的历史资料，改变摊销期旨在使用户获取成本更好地与相关的在线服务收入相配比。如果这种会计估计变化发生在结束于 6 月 30 日的 1995 会计年度，可能使用户获取成本的摊销额减少大约 2 700 万美元。尽管这种变化将对经营利润产生积极影响，但由于公司在 1996 会计年度将新增对销售及其他经营活动的投资，而且作出了自 1995 年 7 月 1 日起某些用户获取成本将在发生时记作费用的决策，公司预计这种积极影响将被部分抵消。

经营成果

1995 与 1994 会计年度的比较

在线服务收入。1995 会计年度，在线服务收入由 1994 年的 100 993 000 美元增加到 358 498 000 美

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

元，增长了 255%。增长的主要原因在于：IBM 兼容用户数量增长了 273%，Macintosh 用户数量增长了 143%，从而导致来自 IBM 兼容用户的收入增长了 289%，来自 Macintosh 用户的收入增长了 196%。1995 会计年度在线服务收入的增长比例高于用户数量的增长比例，主要是由于来自每位用户的月均在线服务收入从 1994 年的 15.00 美元增加到 1995 年的 17.10 美元。

其他收入。其他收入主要包括新媒体和交互式销售服务、数据网络服务、多媒体和 CD-ROM 生产服务以及开发和特许费收入，从 1994 会计年度的 14 729 000 美元增加到 1995 会计年度的 35 792 000 美元。增长主要来自 1995 会计年度所收购公司的数据网络服务收入及多媒体和 CD-ROM 生产服务收入。

形成收入的成本。形成收入的成本包括与网络相关的成本，主要由数据和电话通信成本，数据中心经营成本和客户支持成本，支付给信息和服务提供者的特许使用费，以及其他与销售和生产服务有关的费用组成。1995 会计年度，形成收入的成本由 1994 年的 69 043 000 美元增加到 229 724 000 美元，增长了 233%；在收入中的占比则由 59.7%下降到 58.3%。

形成收入的成本增加主要是由于数据通信成本、客户支持成本及支付给信息和服务提供者的特许使用费增加。数据通信成本增加主要是客户基数更大和客户使用频率更高的结果；客户支持成本包括与提供客户支持有关的人员和电话成本，客户支持成本增加主要是客户基数更大和新增大量注册用户的结果；支付给信息和服务提供者的特许使用费增加是客户基数更大、使用频率更高及公司增加更多的服务内容以提高美国在线的吸引力的结果。

形成收入的成本在总收入中占比下降主要是由于销售服务费和人员成本在总收入中的占比下降，其中一部分因数据通信成本在总收入中的占比上升被抵消。数据通信成本占比增加的原因在于波特使用速率更高，而且自 1995 年 7 月 1 日起每小时在线服务收入下降。

销售费用。销售费用包括获取和保留客户的成本及其他一般销售费用。用户获取成本被递延，而且自发生的当月起，使用直线法在 12—18 个月的期限内转作经营费用。有关递延用户获取成本会计处理的更多信息，可参见合并财务报表附注的附注 2。1995 会计年度，销售费用从 1994 会计年度的 23 548 000 美元增加到 77 064 000 美元，增长了 227%；在总收入中的占比则由 20.3%下将到 19.5%。销售费用增加主要是由于旨在扩展公司用户基数的销售计划的数量和规模增加；销售费用在总收入中的占比下降则主要是由于人员成本在总收入中的占比下降。

产品开发成本。产品开发成本包括研发成本、其他产品开发成本和软件成本的摊销。1995 会计年度，产品开发成本从 1994 会计年度的 4 961 000 美元增加到 12 842 000 美元，增长了 159%；在总收入中的占比则由 4.3%下降到 3.3%。产品开发成本增加主要源于技术性员工数量增加带来的人员成本增加；产品开发成本占比下降则主要由于收入大幅增长，超过了产品开发成本的增长。在资本化和摊销前，产品开发成本在 1995 会计年度增长了 126%。

一般管理费用。1995 会计年度一般管理费用从 1994 会计年度的 13 562 000 美元增加到 41 966 000 美元，增长了 209%；在总收入中的占比则由 11.7%下降到 10.6%。一般管理费用增加主要源于员工数量增加带来的办公和人员成本增加；一般管理费用占比下降则主要由于收入大幅增长，超过了一般管理费用的增长，而且许多一般管理费用具有半变动成本的性质。

购入的研发成本。购入的研发成本共计 50 335 000 美元，是在公司收购两家处于成长初期的互联网技术公司——BookLink 和 NaviSoft 时购入的正在进行中的研发成本。与收购 BookLink 和

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

NaviSoft 相关的购入研发成本是公司开发互联网相关产品的基础。

商誉的摊销。商誉的摊销与公司收购 ANS 相关，收购产生了大约 4 400 万美元的商誉。与收购 ANS 相关的商誉按照直线法在 10 年的期限内摊销。

其他收益。其他收益主要指投资和租赁收益扣除利息费用后的净额。1995 会计年度，其他收益从 1 774 000 美元增加到 3 023 000 美元。增加主要源于更多可用于投资的现金创造的利息收入增加，其中一部分被租赁收益的减少和利息费用的增加所抵消。

合并费。临时性的合并费支出共计 2 207 000 美元，在 1995 会计年度公司兼并 RCC、WAIS 和 Medior 时确认。

所得税备抵。1994 和 1995 会计年度的所得税备抵分别为 3 832 000 美元和 15 169 000 美元。有关所得税的更多信息，可参看合并财务报表附注的附注 9。

净损失。1995 会计年度的净损失共计 33 647 000 美元，其中包括购入的研发成本 50 335 000 美元和合并费 2 207 000 美元。

流动性和资本性资产

公司的经营资金主要来自经营活动创造的现金收入、普通股出售收入和第三方对某项产品开发活动的投资。1993、1994 和 1995 会计年度经营活动创造的净现金分别为 2 205 000 美元、1 884 000 美元和 15 891 000 美元；递延用户获取成本分别为 10 685 000 美元、37 424 000 美元和 111 761 000 美元；用于投资活动的净现金分别为 8 915 000 美元、41 870 000 美元和 85 725 000 美元。1995 会计年度的投资中有 20 523 000 美元用于企业收购，几乎全部与收购 ANS 有关。

1993 年 12 月，公司公开发行普通股 4 000 000 股，筹集了大约 6 270 万美元资金。

1995 年 4 月，公司与贝塔斯曼（Bertelsmann）签订合资协议，在欧洲提供交互式在线服务。随着协议的签订，公司将 5%的普通股出售给贝塔斯曼，从而获取了大约 5 400 万美元的收入。

公司以不可撤销经营租赁的形式租赁了大部分设备，其网络组合战略的一部分是建立自己的数据通信网络——美国在线网。该网络的建设需要对电信设备进行大量投资，公司计划主要通过租赁来融资。此外，在一些数据和电话通信协议中，公司还作出了支付最低承付款的保证。有关公司未来租赁承付款和最低保证承付款，在合并财务报表附注的附注 6 中有所论述。

公司运用其营运资本为正在进行的经营活动筹集资金，并投资于销售和内容改良项目及产品和服务的开发。公司计划继续积极投资于销售和内容改良项目，以扩大用户基数；同时投资于链接和支持设施。此外，公司打算将一部分现金用于技术、产品或经营的收购和后续投资，以对公司现有业务进行补充。除下面述及的收购 Ubique 的协议外，公司没有签订收购其他企业的协议。公司预计，可用现金及经营活动所能提供的现金足够用于对下一会计年度经营活动的投资。

在正常经营过程中，公司还面临各种法律诉讼。管理部门认为，这些诉讼不会对公司财务状况产生重大影响。

公司认为通货膨胀还没有对其经营成果产生重大影响。

1995 年 8 月 23 日，公司与一家以色列公司——Ubique 签订了股票收购协议。在交易中，公司同意支付大约 1 500 万美元（150 万美元现金和 1 350 万美元普通股），采用购买法进行会计核算。根据估价结果，买价的相当大部分将用于支付正在进行的研发，并于 1996 会计年度的第 1 季度记

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

作公司的营业费用。

合并损益表

（除每股数据外，均为千美元）

	各年结束于6月30日		
	1995	1994	1993
收入：			
在线服务收入	358 498	100 993	38 462
其他收入	35 792	14 729	13 522
收入合计	394 290	115 722	51 984
成本和费用：			
形成收入的成本	229 724	69 043	28 820
销售费用	77 064	23 548	9 745
产品开发费用	12 842	4 961	2 913
一般管理费用	41 966	13 562	8 581
购入的研发成本	50 335	—	—
商誉的摊销	1 653	—	—
成本和费用合计	413 584	111 114	50 059
营业收益（损失）	(19 294)	4 608	1 925
其他净收益	3 023	1 774	371
合并费	(2 207)	—	—
所得税备抵及非常项目前收益（损失）	(18 478)	6 382	2 296
所得税备抵	(15 169)	(3 832)	(1 897)
非常项目前收益（损失）	(33 647)	2 550	399
非常项目——经营净损失移后冲减带来的税收利益	—	—	1 133
净收益（损失）	(33 647)	2 550	1 532
每股收益（损失）：			
非常项目前收益（损失）	(0.99)	(0.07)	(0.01)
净收益（损失）	(0.99)	(0.07)	(0.05)
平均流通在外普通股股数	33 986	34 208	29 286

参见后面的附注。

合并现金流量表

（千美元）

	各年结束于6月30日		
	1995	1994	1993
经营活动产生的现金流量：			
净收益（损失）	(33 647)	2 550	1 532
将经营活动提供的净收益调整为净现金：			
折旧和摊销	11 136	2 965	1 957
用户获取成本的摊销	60 924	17 922	7 038
财产和设备出售损失（利得）	37	5	(39)
购入的研发成本	50 335	—	—
资产和负债的变动：			
商业应收账款	(14 373)	(4 266)	(936)
其他应收款	(9 057)	(681)	(966)
预付费用和其他流动资产	(19 641)	(2 867)	(1 494)
递延用户获取成本	(111 761)	(37 424)	(10 685)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	各年结束于 6 月 30 日		
	1995	1994	1993
其他资产	(8 432)	(2 519)	(89)
商业应付账款	60 824	10 204	2 119
应计人员成本	1 846	367	336
其他应计费用和负债	5 703	9 526	1 492
递延收入	7 190	2 322	1 381
递延所得税	14 763	3 832	759
递延租金	44	(52)	(200)
调整合计	49 538	(666)	673
经营活动提供的净现金	15 891	1 884	2 205
投资活动产生的现金流量：			
短期投资	5 380	(18 947)	(5 105)
购置财产和设备	(57 751)	(17 886)	(2 041)
产品开发成本	(13 011)	(5 132)	(1 831)
财产和设备出售	180	95	62
被收购企业的购买成本	(20 523)	—	—
投资活动使用的净现金	(85 725)	(41 870)	(8 915)
筹资活动产生的现金流量：			
普通股发行净收入	61 253	67 372	609
信用贷款和长期负债的本金及应计利息	(3 298)	(7 716)	(6 924)
信用贷款取得及长期负债发行收入	13 741	14 200	7 181
执行股票购买权的税收利益	—	—	6
融资租赁支付的租金	(375)	(142)	(112)
筹资活动提供的净现金	71 321	73 714	760
现金和现金等价物的净增加（减少）额	1 487	33 728	(5 950)
期初现金和现金等价物	43 891	10 163	16 113
期末现金和现金等价物	45 378	43 891	10 163
补充现金流量信息			
本期支付的用于以下方面的现金：			
利息	1 067	575	193
所得税	—	—	15

参见后面的附注。

合并资产负债表

（除每股数据外，均为千美元）

	6 月 30 日	
	1995	1994
资产		
流动资产：		
现金和现金等价物	45 378	43 891
短期投资	18 672	24 052
商业应收账款	32 176	8 547
其他应收款	11 103	2 036
预付费用和其他流动资产	25 527	5 753
流动资产合计	132 856	84 279

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	6月30日	
	1995	1994
财产和设备成本（净值）	70 466	20 306
其他资产：		
产品开发成本（净值）	18 914	7 912
递延用户获取成本（净值）	77 229	26 392
特许权（净值）	5 537	53
其他资产	11 479	2 800
递延所得税	35 627	12 842
商誉（净值）	54 356	—
	406 464	154 584
负债和股东权益		
流动负债：		
商业应付账款	84 639	15 642
应计人员成本	2 829	896
其他应计费用和负债	23 509	13 076
递延收入	20 021	4 488
信用贷款	484	1 690
将于本年到期的长期负债和融资租赁应付款	1 830	597
流动负债合计	133 312	36 389
长期负债：		
应付票据	17 369	5 836
融资租赁应付款	2 127	1 179
递延所得税	35 627	12 842
递延租金	85	41
负债合计	188 520	56 287
股东权益：		
优先股（每股面值0.01美元，额定股数5 000 000股，未发行）	—	—
普通股（每股面值0.01美元，额定股数100 000 000股，1995年6月30日和1994年6月30日已发行流通在外股数分别为37 554 849股和30 771 212股）	375	308
附加实缴股本	251 539	98 836
累积亏损	(33 970)	(847)
股东权益合计	217 944	98 297
	406 464	154 584

参见后面的附注。

合并财务报表附注

1. 组织

1985年5月，美国在线网络服务公司在特拉华州成立。公司总部设在弗吉尼亚州的维也纳，是提供在线服务的先导，为用户提供广泛的服务，包括电子邮件、在线会议、娱乐、软件、链接支持、交互式杂志和报纸、在线课堂以及简便、能够花费得起的互联网接入途径。此外，公司还提供数据

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

网络服务、新媒体和交互式销售服务以及多媒体和 CD-ROM 生产服务。

2. 重要会计政策概述

合并原则——合并财务报表包含公司及其子公司的报表，所有重大的公司内部账项和交易已经被抵消。在投资额占附属公司资本的 20%或 20%以上和公司合资情况下，按权益法进行会计核算：投资额不足 20%时，按成本法核算。

企业合并——采用购买法对企业合并进行会计处理时，自收购之日起，公司报表中包含被收购企业的经营成果。在收购日，被收购企业的净资产按公平价值在公司账簿中记录。

其他企业合并采用联营法进行会计处理。在这种情况下，被收购企业的资产、负债和股东权益按照账面价值与公司的对应账户合并。如果企业合并对公司会计报表具有重要影响，为实行合并，早期的会计报表应当重新编制。

收入和成本确认——在线服务收入在提供服务的期间确认。其他收入主要包括销售、数据网络和多媒体生产服务以及开发和特许权收入，在提供服务时确认。递延收入主要包括尚未确认的第三方开发性投资和提前支付的月用户使用费。

财产和设备——财产和设备在资产的预计使用期（5—40 年）或租赁期内按直线法计提折旧或摊销。

融资租入的财产和设备按租赁期初最低租赁费的现值或租赁期初公平价值中的较低者记账。

递延用户获取成本——用户获取成本被递延，并自成本发生的次月起，在 12—18 个月的期限内记作营业费用。这些成本与用户要求直接相关，主要包括起动工具包的印刷、生产和发送以及通过各种有目的的直接销售计划（例如，直接销售反馈卡、邮寄广告等）或第三方获取潜在客户的成本，它们与普通的营业费用分开记录。用户获取成本中不包括间接成本。到目前为止，全部用户获取成本都是为满足可确指的用户特殊需求而发生的。并非出于上述目的而发生的成本和一般的销售费用，在发生当时立即确认为费用。

公司按月向用户收取服务收入。获取新用户的成本在发生后的很短时期内就能从这些用户带来的收入中收回。

自 1992 年 7 月 1 日起，公司将通过第三方销售公司捆绑销售起动工具包产生的递延用户获取成本的摊销期由 12 个月改为 18 个月。这种会计估计的变化旨在使收入与费用更准确地加以配比。根据公司以往的经验以及这种销售活动使用的销售渠道，从与启动工具包相关的成本发生到启动工具包开始带来新客户，中间的时滞比直接销售活动更长。而且，使用这种销售方式带来新用户（以及相关收入）的时间比使用传统的独立直接销售方式更长。这种会计估计变化对结束于 6 月 30 日的 1993 会计年度的影响是使非常项目前收益和净收益增加了 264 000 美元（每股 0.01 美元）。

1995 会计年度的第 1 季度，公司采纳了状况表（Statement of Position，SOP）的 93-7 条款“广告费用的报告”，该条款为在财务报告中反映广告费用提供了指导。SOP 93-7 条款的采纳对公司的财务状况和经营成果没有影响。

产品开发成本——公司将提供劳务时使用的计算机软件生产成本资本化。资本化的成本包括公司生产软件的直接人工成本和相关制造费用，以及从第三方购入软件的成本。软件开发过程中发生的全部成本称为研发成本，在确立起技术可行性以前，在发生的当时记作费用。一旦确立起技术可

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

行性，这种成本便被资本化，直到软件出售出去。根据公司保持由第三方投资形成的软件开发权的程度，这种成本按照公司正常的会计政策被资本化。摊销以产品为基础进行，自产品投入使用之日的次月起，在不超过 5 年的期限内，按直线法或按相关软件产品预计当年收入占总收入的比例进行摊销，采用两种方法中摊销额较大者。

产品开发成本包括以下内容：

	各年结束于 6 月 30 日（千美元）	
	1995	1994
年初余额	7 912	3 915
资本化成本	13 011	5 132
摊销成本	(2 009)	(1 135)
年末余额	18 914	7 912

1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日，与计算机软件生产相关的产品开发成本的累计摊销额合计分别为 7 894 000 美元和 5 885 000 美元。

在结束于 6 月 30 日的 1995、1994 和 1993 会计年度，产品开发成本中的研发成本合计分别为 3 856 000 美元，2 126 000 美元和 1 130 000 美元，其他产品开发成本合计分别为 6 977 000 美元、1 050 000 美元和 579 000 美元。

特许权——特许权的购置成本在 1—3 年的特许权协议期限内，按照直线法摊销。

商誉——商誉包括购置成本超过净资产公平价值的差额和与收购相关的一些其他无形资产。商誉和无形资产在 5—10 年的期限内摊销。

经营租赁成本——经营租赁的租赁费用在租赁期内按直线法确认，发生的租赁费用与应付租金的差额借记或贷记递延租金。

现金、现金等价物和短期投资——公司将所有到期日在 3 个月以内且具有高度流动性的投资视做现金等价物。1995 会计年度，公司采纳了《财务会计准则公告》第 115 号（“SFAS 115”）“债务和权益证券投资会计”，对公司的财务状况和经营成果没有产生重大影响。公司将全部债务和权益证券归为可供销售证券，按市场价值记录，同时将未实现损益作为股东权益的一个内容单独反映。已实现的损益和已确认的非临时性价值下跌记入其他收益。1995 年 6 月 30 日，公司的可供销售证券包括美国短期国库券和其他美国政府机构债券共计 7 579 000 美元，以及美国公司债券共计 11 093 000 美元。1995 年 6 月 20 日，这些证券的估计公平价格接近成本。

普通股每股净收益（损失）——每股净收益（损失）是非常项目前收益（损失）和净收益（损失）与加权平均普通股股数（在普通股被稀释时，为流通在外的约当普通股股数）的商。

重新归类——以前年度合并财务报表中的一些项目被重新归类，以便与本年度的报表披露相一致。

3. 企业合并

联营交易

1994 年 8 月 19 日，Redgate 电信公司（“RCC”）与公司合并，并成为公司的子公司。公司用 1 789 300 股普通股交换 RCC 的全部流通在外普通股、优先股和认股权证。此外，公司还预留了

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

401 148 股普通股，用于交换 RCC 发行并由公司接收的流通在外股票期权。由于采用联营法对该合并进行会计处理，因此收购前各期的合并财务报表都被重新编制，以便将 RCC 的财务状况、经营成果和现金流量包括在内。自 1994 年 8 月起，RCC 的会计年度结束日由 12 月 31 日改为 6 月 30 日，从而与公司的会计年度结束日相一致。

合并后单一实体的收入和净收益（损失）如下表所示：

	1994 年 9 月 30 日前 3 个月（未经审计）	各年结束于 6 月 30 日（千美元）	
	(千美元)	1994	1993
收入合计：			
AOL	50 783	104 410	40 019
RCC	3 813	11 312	11 965
减去公司内部销售	(173)	—	—
	54 423	115 722	51 984
净收益（损失）：			
AOL	3 018	6 210	4 210
RCC	(42)	(3 660)	(2 678)
合并费用	(1 710)	—	—
	1 266	2 550	1 532

由于公司与 RCC 合并，1995 年确认了 1 710 000 美元的合并费。

1995 会计年度，Medior 公司和 Wide Area Information Servers 公司合并，成为公司的子公司。在这项交易中，公司发行了 1 082 019 股普通股，并采用联营法进行会计处理。由于交易对公司的经营活动不会产生重大影响，以前年度的会计报表没有重新编制。

购买交易

1995 会计年度，公司收购了 NaviSoft 公司（“NaviSoft”）、BookLink 科技公司（“BookLink”）、高级网络服务公司（“ANS”）和 Navigator 全球网络公司，并采用购买法对这些交易进行会计处理。公司共支付 97 669 000 美元用于收购，其中 75 697 000 美元以股票形式支付，21 972 000 美元以现金支付。在全部购买价中，大约有 50 335 000 美元用于正在进行的研发，55 314 000 美元反映为商誉和其他无形资产。

以下与收购 BookLink 和 ANS 相关的未经审计的试算数据既不一定表明假设合并在期初发生情况下可能带来的合并结果，也不一定表明未来可能发生的合并结果。有关 NaviSoft 和 Navigator 全球网络公司的试算数据对合并主体的经营成果不会产生重要影响。全部购买价中用于收购 NaviSoft 和 Navigator 全球网络公司正在进行的研发的金额没有包含在试算数据中，因为它是临时性项目。

	各年结束于 6 月 30 日（除每股数据外，均为千美元）	
	1995	1994
收入	410 147	135 785
营业收益（损失）	23 117	(5 465)
试算收益（损失）	11 205	(4 694)
每股试算收益（损失）	0.25	(0.16)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

4. 财产和设备

财产和设备包括以下内容：

	6月30日（千美元）	
	1995	1994
计算机设备	49 167	12 418
家具和装修	4 992	1 398
房屋建筑物	13 800	5 648
土地	6 075	2 052
建筑物改良投资	6 284	1 343
融资租入财产	8 486	2 686
租赁资产改良投资	3 059	306
	91 863	25 851
减累计折旧和摊销	(21 397)	(5 545)
财产和设备净额	70 466	20 306

5. 特许权

特许权包括以下内容：

	6月30日（千美元）	
	1995	1994
特许权	7 484	954
减累计摊销额	(1 947)	(901)
	5 537	53

6. 承付款和或有事项

公司采用长期融资租赁和经营租赁方式租入设备。在融资租赁和在1年或超过1年的时间内不可撤销的经营租赁方式下，未来最低租赁费包括以下内容：

	融资租赁	经营租赁
	（千美元）	
各年结束于6月30日		
1996	1 654	20 997
1997	1 236	21 264
1998	641	19 450
1999	310	8 711
2000	103	3 511
此后	—	2 636
最低租赁费合计	3 944	76 569
减利息	(402)	
最低净融资租赁费现值，包括本期的1 415美元	3 542	

在结束于6月30日的1995、1994和1993年度，公司的经营租赁费合计分别为大约

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

10 001 000 美元、2 889 000 美元和 2 155 000 美元。

通信网络——公司向数据和电话通信提供商作出了月最低使用水平的保证。在结束于 6 月 30 日的 1996、1997、1998 和 1999 年度，剩余的承付款分别为 113 400 000 美元、59 000 000 美元、9 000 000 美元和 6 750 000 美元。在结束于 6 月 30 日的 1995、1994 和 1993 年度，相关的费用分别为 138 793 000 美元、40 315 000 美元和 11 226 000 美元。

或有事项——在正常经营过程中，公司面临着各种法律诉讼。管理部门认为，这些诉讼不会对公司的财务状况产生重大影响。

7. 应付票据

1995 年 6 月 30 日，应付票据共计大约 1 800 万美元，借入款项主要用于购买两座办公楼。这些票据都有财产作抵押。1995 年 6 月 30 日，票据的变动利息率等于 30 天伦敦同业拆放利率加上 105 个基点，固定年利息率为 8.48%。结束于 6 月 30 日的 1996、1997、1998、1999、2000 及以后年度到期的应付票据合计分别为 415 000 美元、429 000 美元、445 000 美元、462 000 美元、480 000 美元和 15 553 000 美元。

8. 其他收益

下表概括了其他收益的内容：

	各年结束于6月30日（千美元）		
	1995	1994	1993
利息收入	3 920	1 646	572
利息费用	(1 054)	(575)	(172)
其他	157	703	(29)
	3 023	1 774	371

9. 所得税

所得税备抵归因于：

	各年结束于6月30日（千美元）		
	1995	1994	1993
非常项目前收益	15 169	3 832	1 897
经营净损失移后冲减带来的税收利益	—	—	(1 133)
	15 169	3 832	764
本期	—	—	5
递延	15 169	3 832	759
	15 169	3 832	764

所得税备抵与按照所得税备抵及非常项目前收益和法定联邦所得税率计算出的所得税数额不同。差异产生的原因及对税收的影响如下表所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	各年结束于6月30日（千美元）		
	1995	1994	1993
按照法定联邦税率34%计算的所得税	(6 283)	2 170	781
州所得税（扣除联邦利益后净额）	1 597	403	200
与RCC相关的损失	—	1 259	916
不可扣除的合并费	750	—	—
不可扣除的研发购置费	17 114	—	—
不会带来税收利益的损失	1 632	—	—
其他	359	—	—
	15 169	3 832	1 897

递延所得税的产生是出于编制财务报告目的和出于支付所得税目的两种情况下，对收益和费用项目的处理不同，主要与递延用户获取成本和产品开发成本相关。

1995年6月30日，公司出于税收目的移后冲减的经营净损失约为10 900万美元，根据年度限制，可用于抵减未来应纳税收益。如果不用于抵减收益，这种移后冲减的损失将于2001—2010年期间失效。一旦确认了移后冲减的经营净损失与股票期权扣减额之间的相关程度后，由此带来的利益将贷记股东权益。

公司的所得税备抵是根据联邦法定税率和州平均法定税率，扣除相关的联邦利益后计算出来的。

自1993年7月1日起，根据财务会计准则委员会（FASB）第109号公告“所得税会计”的要求，公司将所得税的会计处理方法由递延法改为负债法。新规则允许不重新编制以前年度的会计报表。

1993年7月1日采纳109号公告没有带来净收益的增加，而递延所得税资产增加了大约5 965 000美元。同样，递延所得税负债、股东权益和价值备抵分别增加了大约3 173 000美元、759 000美元和2 033 000美元。

递延所得税反映了临时性差异的净纳税影响，临时性差异是出于财务报告目的与出于所得税目的确定的资产和负债数额之间的差额。公司递延所得税负债和递延所得税资产的主要内容如下表所示：

	各年结束于6月30日（千美元）	
	1995	1994
递延所得税负债：		
资本化软件成本	7 008	2 962
递延用户获取成本	28 619	9 880
递延所得税负债净额	35 627	12 842
递延所得税资产：		
经营净损失移后冲减	39 000	17 510
递延所得税资产总额	39 000	17 510
递延所得税资产价值备抵	(3 373)	(4 668)
递延所得税资产净额	35 627	12 842

13. **后续事项**

1995年8月23日，公司与一家以色列公司——Ubique签订了股票收购协议。在交易中，公司同意支付大约1 500万美元（150万美元现金和1 350万美元普通股），采用购买法进行会计核算。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

根据估价结果，买价的相当大部分将用于支付正在进行的研发，并于 1996 会计年度的第 1 季度记作公司的营业费用。

各季度数据（未经审计）

	季度结束于				
	9 月 30 日	12 月 31 日	3 月 31 日	6 月 30 日	合计
1995 会计年度 [a]					
在线服务收入	50 056	69 712	99 814	138 916	358 498
其他收入	6 880	6 683	9 290	12 939	35 792
收入合计	56 936	76 395	109 104	151 855	394 290
营业收益（损失）	4 623	(35 258)	233	11 108	(19 294)
净收益（损失）	1 481	(38 730)	(2 587)	6 189	(33 647)
每股净收益（损失）[b]	0.04	(0.20)	(0.07)	0.13	(0.99)
1994 会计年度					
在线服务收入	14 299	20 292	28 853	37 549	100 993
其他收入	4 780	4 239	2 836	2 874	14 729
收入合计	19 079	24 531	31 689	40 423	115 722
营业收益	531	520	1 931	1 626	4 608
净收益	303	70	1 272	905	2 550
每股净收益 [b]	0.01	—	0.03	0.02	0.07

a. 以前报告的 1995 会计年度历史会计数据已经被调整，以便采用联营法对交易进行处理。
b. 每股收益（损失）合计并不等于当年每股收益（损失），因为约当普通股股数的计算受公司 1995 年损失及普通股市价波动的影响。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 3 章　会计分析概述

会计分析旨在评估会计对公司基本经营现实的反映程度。[1] 分析师可以通过确认会计弹性的存在及评估会计政策和估计的恰当性，评价公司会计数字的歪曲程度。会计师的另一项重要技能是通过运用现金流量和脚注信息消除会计歪曲，重新计算公司的会计数据。合理的会计分析有助于提高会计报表分析的下一步骤——财务分析结论的可靠性。

3.1　财务报告的制度框架

股份公开公司的典型特点是所有权和经营权分离。会计报表是所有者了解公司财务状况的重要渠道。在每个会计期间，公司一般提供三种财务报告：（1）反映公司一定期间经营业绩的损益表；（2）表明公司资产及其来源的资产负债表；（3）概括公司现金流量的现金流量表（或者一些国家的资金流量表）。这些报表附有脚注、公告信息和管理部门的陈述。

为有效评价公司会计报表数据的质量，分析师需要首先了解财务报告的基本特征和制约它们的制度框架，下面对此加以说明。

建立应计制会计的基础

公司财务报告的基本特征之一在于编制基础为应计制而非现金制会计。应计制会计与现金制会计不同，它将与经济活动相关的收益和成本的记录与现金的实际收付区别开来。净收益是应计制会计下的主要期间业绩指标。在计算净收益时，按照预计（不一定是实际）现金收支记录经济业务。销售产品或提供服务产生的预计现金收入被确认为收入，与这些收入相关的预计现金流出被确认为费用。

尽管会计报表的编制受到许多规则和惯例的制约，但只有少数概念构成应计制会计的基础。对公司资产、负债、权益、收入和费用的定义如下：[2]

- **资产**是企业拥有的（a）能够带来未来经济利益并能够（b）确切地加以计量的经济资源。
- **负债**是企业所承担的，由公司过去的交易所引起，（a）需要在未来确定的时间内（b）按照确切的金额加以偿还的经济义务。
- **权益**是公司资产与负债之间的差额。

通过对资产、负债和权益的定义，可以得出约束公司资产负债表的基础关系式：

1　会计分析有时又称为收益质量分析。我们之所以使用会计分析这个术语，是因为我们正在讨论一个更广泛的概念，而不仅仅是公司收益质量。

2　这些是财务会计准则委员会（FASB）财务会计概念公告第 6 号“财务报表要素”（1985）中的释义。我们的目的是给出概念而非技术层面的定义。有关这些和相关概念的更全面论述，参见 FASB 的财务会计概念公告。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

资产=负债+权益

资产负债表概括了公司某一时点的财务状况，损益表则总括反映了公司资产和负债变动带来的收入、费用、以及利得和损失。对收入、费用和利润的定义如下：

- **收入**是一定期间内赚取的经济资源。收入的确认受实现原则的制约，实现原则建议收入应当在（a）公司已经提供了全部（或实质上全部）商品或服务（b）客户已经支付了现金或预计客户将按照确切的金额支付现金时确认。
- **费用**是一定期间耗用的经济资源。费用的确认受配比和稳健原则的制约。根据这些原则，费用是（a）与同期确认的收入直接相关的成本（b）当期耗用的与收益相关的成本或（c）未来收益不能确定的资源。
- **利润**是公司一定期间收入与费用的差额。[3]

第4章—第7章探讨了分析会计报表中所反映的会计政策和会计估计时需要考虑的主要问题。为反映分析师处理会计报表的一般方法，这几章对会计报表中的各类账户（资产、负债、权益、收入和费用）分别加以介绍。不过，各类账户间明显存在密切的联系，在适当的地方对此进行了说明。

授权管理部门编制财务报告

尽管公司会计报表要素的基本定义很简单，但在实践中对它们的应用常常涉及复杂的判断。例如，如果公司在向客户销售土地的同时向客户提供资金，收入应如何确认？如果在实际收到现金以前确认收入，如何对可能发生的违约行为进行预计？当未来收益不确定的研发支出发生时，应确认为资产还是费用？航空公司实行的频繁飞行计划会产生会计负债吗？如果产生这种负债，应在何时、按照何种价值入账？

由于公司经理谙熟公司的经营情况，他们受托运用基本的应计制会计框架对经济业务作出恰当的判断。授予经理的这种会计斟酌处理权很有价值，因为它使经理得以在对外报告的会计报表中反映内部信息。然而，由于投资者将利润视做衡量经理业绩的标准，经理有动机使用其会计斟酌处理权，通过作出有偏假设歪曲报告利润。此外，在公司与外部人士签订合同时使用会计数字，也为管理部门操纵会计数字提供了动机。

盈余管理歪曲了财务会计数据，使得它们对会计报表外部使用者的价值下降。因此，授权管理部门编制财务报告既有成本又有收益。会计规则和审计是旨在降低成本并保持收益的机制。

公认会计准则（GAAP）

考虑到外部投资者很难确定经理是通过运用会计灵活性传递其拥有的信息还是掩盖实际情况，许多旨在解决这一问题的会计惯例被制定出来。准则制定机构颁布的会计惯例和准则限制了经理对报告会计数字可能作出的歪曲。在美国，证券交易管理委员会（SEC）拥有制定会计准则的法定权利，它通常依靠私营会计团体担任这项工作。自 1973 年起，美国的会计准则一直由财务会计准则委员会（FASB）制定。在许多其他国家也有类似的私营或公营团体。此外，国际会计准则委员会

3 严格地说，公司全面净收益还包括非经营业务或非常项目权益增减产生的损益。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（IASC）一直试图建立全球会计准则，尽管至今为止其声明还不具有法律约束力。

统一的会计准则试图降低经理在不同时期或不同企业间使用不同方法记录相同经济业务的能力，因此成为统一的会计语言。通过限制公司歪曲会计报表的能力，增加了会计报表的可信性。然而，会计准则带来的一致性的增强是以经理在会计决策中反映真实业务差异的灵活性的降低为代价的。对于不需要依靠经理的专有信息进行会计处理的经济业务而言，刚性会计准则能够发挥最佳效用。不过，当评估经济业务结果的过程中涉及到重大的判断时，刚性准则可能起不到很好的作用，因为它们妨碍了经理更好地运用自身对公司经营活动的深入了解。此外，如果会计准则过于严格，可能诱使经理为实现期望的会计业绩而花费大量的经济资源对经济业务进行调整。

外部审计

外部审计一般被定义为由报表编制者以外的人士对对外报告的会计报表的完整性进行验证，它能够保证经理各期使用的会计规则和惯例的前后一致性和会计估计的合理性。在美国，要求所有上市公司的会计报表必须经独立的会计师审计。独立审计师遵循的准则和程序由美国注册会计师协会（AICPA）制定，这些准则被称为公认审计准则（GAAS）。尽管审计师对公布的会计报表发表意见，但报表的主要责任仍然由公司经理承担。

审计通过限制公司歪曲会计报表以使之满足自身目的的能力，提高了会计数据的质量和可信性。然而，第三方审计也可能降低会计报告的质量，因为它限制了一些会计准则和惯例的发展。例如，在准则的制定过程中，FASB 考虑审计师的意见，而审计师反对制定使得产生的数字难于审计的会计准则，即使建议的准则能够为投资者提供相关信息也不例外。

法律责任

裁定经理、审计师和投资者之间会计争端的法律环境也会对报告数字的质量产生重大影响。受到法律诉讼的威胁及由此带来的惩罚对提高披露的准确性具有有益的影响。然而，产生重大法律责任的可能性也会阻碍经理和审计师支持需要作出风险预测的会计建议，例如预期披露。在美国，审计委员会常常表示这种担心。

会计分析的局限性

由于限制经理歪曲会计数据能力的机制本身存在问题，运用会计惯例完全消除经理的灵活性不是最优选择。因此，现实的会计系统给予经理一定的影响会计报表数据的空间，结果造成虽然存在会计惯例和外部审计，但公司会计报告提供的信息既具有噪音又有偏误。[4] 会计分析的目的在于评估会计对公司基本经营现实的反映程度并消除会计歪曲。当可能存在严重的歪曲时，会计分析具有一定的价值。[5]

---

4 因此，尽管从理论上看，在衡量公司各期业绩时，应计制要优于现金制，但它所导致的歪曲可能使会计数据对使用者失去价值。如果这种歪曲很大，则当前现金流可以比会计利润更好地计量公司各期业绩。因此，现金流量和会计利润在计量业绩中的相对有用性因公司而异。有关这一问题的实证研究可参见 Patricia M. Dechow, "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals," *Journal of Accounting and Economics* 18, 1994。

5 例如，Abraham Brilloff 几年来在 *Barron's* 上写了一系列有关股份公开公司会计分析的文章。平均来看，被分析公司的股价在这些文章发表的当天约变动 8%，从而表明了进行这种分析的潜在价值。有关这一问题的更全面讨论，参见 George Foster, "Brilloff and the Capital Market: Further Evidence," Stanford University, working paper, 1985。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

影响会计质量的因素

会计数据中噪声和偏误的可能产生渠道有三个：（1）会计规则刚性产生的噪声和偏误；（2）随机预测错误产生的噪声和偏误；（3）公司经理为实现特定目的作出的系统性会计报告选择产生的噪声和偏误。下面分别对各种因素加以论述。

会计规则 会计规则会产生噪声是因为在通常情况下，很难通过不减少会计数据的信息内容的方法限制管理层的斟酌处理权。例如，FASB 发布的《财务会计准则公告》第 2 号（Statement of Financial Accounting Standards No.2）要求公司在研发支出发生时将其费用化。很明显，一些研发支出会带来未来价值而另一些不会。但是，由于《财务会计准则公告》第 2 号不允许公司区分两种类型的支出，导致了对报告会计数据的系统性歪曲。一般而言，会计准则造成的会计数据歪曲程度取决于统一的会计准则能否很好地反映公司经济业务的性质。

预测错误 会计数据的另一种噪声产生于纯粹的预测错误，因为经理不能对当前经济业务的未来结果作出完全准确的预测。例如，当公司采用赊销方式销售产品时，应计制会计要求经理对客户账款回收的可能性作出判断。如果认定客户能够付款，公司将该项业务视做销售，在资产负债表中形成应收账款。其后，经理要预测有多少应收账款不能回收。由于经理不能作出完全准确的预测，实际的客户违约情况可能与预计有所不同，从而导致预测错误。经理所作会计预测的错误程度取决于多种因素，包括经济业务的复杂程度、公司环境的可预测性以及不可预见的经济变化。

经理的会计选择 公司经理进行会计决策过程中，也会使会计数据产生噪声和偏误。经理有各种动机通过实施其会计斟酌处理权达到一定的目标，从而对公司会计报告产生系统性的影响：[6]

- **建立在会计基础上的债务保证条款。**经理可以作出相关会计决策，以便满足债务保证条款中某些规定的要求。例如，公司与银行和其他债权人签订的协议要求公司的利息保障倍数、流动资金比率、净值等会计指标符合相关保证条款的要求。违背这些条款将付出昂贵的代价，因为资金出借者可以要求公司立即偿还借款。如果公司将要违反债务保证条款，经理就有动机选择减少违约可能性的会计政策和会计估计。许多会计学者对经理会计决策的债务保证条款动机进行了分析。[7]
- **管理层的报酬。**经理会计选择的另一动机产生于这样一个事实，即经理的报酬和工作安全通常与报告利润密切相关。例如，如果超过预先确定的目标利润，许多高级经理会收到奖金报酬。这就为经理提供了选择会计政策和估计以使其预期报酬最大化的动机。[8]
- **公司控制权的争夺。**在公司控制权的争夺，包括恶意收购和代理人争斗中，管理层试图将公司的股东争取过来，而会计数字被广泛应用于对经理业绩的评价。因此，在公司控制权

---

6 有关这些动机的更全面论述，参见 Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman, "*Positive Accounting Theory*" (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986)。

7 支持保证条款假设的最有力证据在一份有关处于财务困境中公司的会计决策的研究中报告，即 Amy Patricia Sweeney. "Debt-covenant violations and managers' accounting responses," *Journal of Accounting and Economics* 17, 1994。

8 考察红利假设的研究报告了支持经理的会计决策受报酬激励影响这一观点的证据。例如，可参见 "The effect of bonus schemes on accounting decisions," Paul M. Healy, *Journal of Accounting and Economics* 12, 1985; R. Holthausen, D. Larcker, and R. Sloan, 1995, "Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings," *Journal of Accounting and Economics* 19: 29-74; Flora Guidry, Andrew Leone, and Steve Rock, 1998, "Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management by Business Unit Managers," *Journal of Accounting and Economics, forthcoming*。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的争夺中，经理可能作出影响投资者看法的会计决策。[9]

- **税收考虑。**经理还可能出于权衡财务报告和税务报告的需要，对报告方式作出选择。例如，美国公司被要求使用后进先出存货会计编制财务报告，以便将其用于税务报告。在后进先出法下，当价格上升时，公司报告较低的利润，因此减少了税收支付。为了在会计报表中报告较高的利润，一些公司可能放弃税收减让。[10]
- **监管考虑。**由于会计数据在许多情况下为监管者所使用，一些公司的经理可能作出影响监管结果的会计决策。会计数据被用于监管的情形包括反托拉斯行动、保护本国产业的进口关税以及税收政策。[11]
- **资本市场考虑。**经理可能作出影响资本市场上投资者看法的决策。当经理与外部人士之间存在信息不对称时，这种战略可能成功地影响投资者的看法，至少在短期内是这样。[12]
- **相关利害集团考虑。**经理还可能作出影响公司重要相关利害集团看法的会计决策。例如，由于工会可能将可观的收入作为要求提高工资的基础，在面临工会劳工合同谈判时，经理可能作出减少收益的会计决策。在德国等工会力量很强的国家，这些考虑在公司会计政策中发挥很重要的作用。公司希望通过会计报告加以影响的其他重要相关利害集团还包括供应商和客户。
- **竞争考虑。**行业中的竞争动力也可能影响公司报告方法的选择。例如，公司的部门披露决策可能受到担心分散披露有助于竞争者进行业务决策的影响；同样，由于担心泄露私有信息，公司可能不会披露生产线毛利数据；最后，公司可能通过作出使得收益增加的会计选择阻碍新的加入者。

除会计政策选择和估计外，披露程度也是公司会计质量的重要决定因素。公司经理可以选择使得财务报告的外部使用者需要付出较高代价才能了解公司真实经营状况的披露政策。会计规则通常规定最低披露要求，但不限制经理自愿提供额外披露。经理可以通过财务报告的各个部分，包括写给股东的信、管理层的论述和分析、脚注等，说明公司战略、会计政策和当前业绩。关于经理如何运用其披露的灵活性，不同公司间存在很大差异。[13]

---

9 "Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests," Linda DeAngelo, *Journal of Accounting and Economics* 10, 1988.

10 经理进行会计决策时对税务和财务报告的权衡在 Myron Scholes and Mark Wolfson 的"*Taxes and Business Strategy*"(Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1992)中有详细论述。很多实证研究考察了公司对先进先出和后进先出法的选择。

11 一些学者已经撰文指出，受这种情形影响的公司有动机通过会计决策影响监管者的了解。例如，J. Jones 在 "Earnings management during import relief investigations," *Journal of Accounting Research* 29,1991 中指出，寻求进口保护的公司会作出使收益减少的会计决策。许多研究发现，资本需求接近最低的银行夸大贷款损失准备，少报贷款冲销，并确认证券组合的异常已实现收益（参见 S. Moyer, 1990, "Capital Adequacy Ratio Regulations and Accounting Choices in Commercial Banks," *Journal of Accounting and Economics* 12: 123-154; M.Scholes, G. P. Wilson, and M. Wolfson, 1990, "Tax Planning, Regulatory Capital Planning, and Financial Reporting Strategy for Commercial Banks," *Review of Financial Studies* 3: 625-650; A. Beatty, S. Chamberlain, and J. Magliolo, 1995, "Managing Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Taxes, Regulatory Capital and Earnings," *Journal of Accounting Research* 33, No.2: 263-291）。最后，Petroni 发现，财务实力比较差的财产—灾害保险公司冒着被监管者注意的风险少报索赔损失准备：K. R. Petroni, 1992, "Optimistic Reporting in the Property Casualty Insurance Industry," *Journal of Accounting and Economics* 15: 485-508。

12 "The effect of firm's financial disclosure strategies on stock prices," Paul Healy and Krishna Palepu, *Accounting Horizons* 7, 1993. 实证研究概要可参见 P. Healy and J. Wahlen, "Earnings Management," (Harvard Business School, working paper, 1999)。

13 财务分析师特别关注经理的披露战略；财务分析师联盟每年发布一次评估美国公司经理披露战略的报告。有关这些评级的论述，参见 Mark Lang and Russ Lundholm, "Cross-sectional Determinants of Analysts' Ratings of Corporate Disclosures," *Journal of Accounting Research* 31, Autumn 1993:246-271。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

3.2 进行会计分析

在这部分我们将论述分析师评估公司会计质量时可以遵循的一系列步骤。在随后的第 5 章中，这些概念被应用于资产、负债和权益、收入、费用以及企业个体会计分析。

第一步：确认主要的会计政策

正如在企业战略分析中所论述的，公司的行业特征及其自身的竞争战略决定其成功要素和风险。会计报表分析的目标之一是评估公司对这些成功要素和风险管理得怎么样。因此，在进行会计分析时，分析师应当对公司用于衡量成功要素及风险的会计政策和估计进行确认和评估。

例如，租赁业的成功要素之一是对租赁期满租赁设备的残值作出准确预测。因此，对设备租赁行业的公司而言，残值的记录方法是最重要的会计政策之一。残值影响公司的报告利润和资产基数。如果残值被高估，公司就要冒将来不得不注销大量价值的风险。

银行业的成功要素包括利息和信贷风险管理；零售业的成功要素是存货管理；而对在产品质量和革新方面展开竞争的制造商而言，研发支出和产品售后质量缺陷是关注的主要领域。在每一种情况下，分析师都必须确认公司用来反映这些要素的会计指标、决定这些指标如何实现的会计政策以及内含于这些政策中的会计估计。例如，银行用来反映信贷风险的会计指标是贷款损失准备，制造商用来反映产品质量的会计指标是保修费用和准备。

第二步：评估会计灵活性

并非所有公司在选择其主要会计政策和估计时都具有同样的灵活性，一些公司的会计选择要受到会计准则和会计惯例的严格限制。例如，尽管研发支出是生物技术公司的成功要素，但经理在报告研发支出时并没有会计斟酌处理权；同样，尽管营销和品牌树立是消费品公司的成功要素，但这些公司的全部销售支出都必须费用化。与此相对照，信贷风险管理是银行的成功要素，银行经理有权对预期贷款违约情况进行估计；同样，软件开发商可以自主决定在开发周期的哪个阶段将支出资本化。

如果经理在选择与成功要素相关的会计政策和估计时具有很小的灵活性（如同生物技术公司的情况），会计数据可能不会为理解公司经营的经济意义提供更多的信息；相反，如果经理在选择会计政策和估计时具有相当大的灵活性（如同软件开发商的情况），则会计数据有可能提供较多的信息，主要取决于经理如何实施这种灵活性。

不管公司经理在计量成功要素和风险时拥有会计灵活性的程度如何，他们对几个其他会计政策具有一定的选择灵活性。例如，所有公司都必须对折旧政策（直线法或加速折旧法）、存货会计政策（先进先出、后进先出或平均成本法）、商誉摊销政策（在超过 40 年或更短的时间摊销）和养老金及其他退休收益预计政策（计划资产的预计收益率、负债的贴现率、工资及卫生保健成本的增长率）作出选择。由于所有这些政策选择都会对公司业绩报告产生重要影响，因而为公司控制报告中的数字提供了机会。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第三步：评价会计战略

当经理拥有会计灵活性时，他们可以运用这种灵活性传递公司经济状况或隐瞒公司真实业绩。在对经理如何实施其会计灵活性进行考察时，可以提出以下一些战略问题：

- 公司的会计政策与行业标准相比较怎么样？如果它们有所不同，是由于公司采取了独特的竞争战略吗？例如，如果公司报告了低于行业平均水平的产品保修准备，一种解释是公司以高质量为基础展开竞争，将相当多的资源投资于降低产品失败率；另一种解释是公司低估了其产品保修负债。
- 管理层有运用会计斟酌处理权进行收益管理的强烈动机吗？例如，公司将要违反债务保证条款吗？经理实现建立在会计基础上的奖金目标有困难吗？管理层拥有大量股份吗？公司处于代理权争斗或工会谈判的两难境地吗？经理还可以作出减少税收支付或影响公司竞争者看法的会计决策。
- 公司改变其会计政策或估计了吗？理由是什么？这些变化会产生什么影响？例如，如果保修费用下降，是由于公司为提高质量而进行了大量投资吗？
- 公司过去采用的会计政策和估计切合实际吗？例如，公司可能通过操纵不需接受全面外部审计的季度报告，高估当年收入并低估费用。然而，会计年度末的审计程序迫使这些公司在第 4 季度作出数额巨大的调整，从而为分析师提供了评估公司中期报告质量的机会。同样，购入商誉费用化时间太长的公司将被迫在后期冲销大量价值。因此，冲销的历史记录可能表明早期收益管理的情况。
- 为达到某些会计目标，公司作出了重要的经营安排吗？例如，租赁公司可以改变租赁条件（租期长短或租赁期满租赁资产的购买选择权）以使其业务具有销售式租赁的性质；公司可以安排收购交易（权益融资而非债务融资）以便能够采用联营法而非购买法进行核算；最后，公司可以改变融资方法（可转换债券的息票利率和转换条件）以使其对外报告的每股收益不被稀释。这些行为可以表明公司经理愿意花费经济资源去实现某一会计目标。

第四步：评价披露质量

经理可以使分析师或多或少更容易评估公司的会计质量和运用会计报表了解公司的经营现实。尽管会计规则要求一定程度的最低披露，但经理对此有更多的选择。因此，披露质量是衡量公司会计质量的重要尺度。

在评估公司的披露质量时，分析师可以提出下列问题：

- 公司提供了足够的披露以便评估公司的经营战略及其经济结果吗？例如，一些公司利用年度报告中写给股东的信清楚地表明公司的行业状况、竞争地位和管理层的未来规划；其他公司则利用写给股东的信吹嘘公司的财务业绩并掩盖公司可能面临的竞争困难。
- 脚注对公司的主要会计政策、会计假设以及选择它们的理由给予了充分说明吗？例如，如果公司的收入和费用确认政策与行业标准不同，公司可以在脚注中对此加以说明。同样，当公司的会计政策发生重大改变时，可以利用脚注披露原因。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 公司对其当前业绩给予了充分说明吗？公司年度报告中管理层的论述和分析部分为分析师提供了了解公司业绩变动原因的机会。一些公司利用这个部分将财务业绩和经营状况联系起来。例如，如果某一期间的销售利润率下降，是由于价格竞争还是由于制造成本上升？如果销售和一般管理费用上升，是由于公司正投资于产品独特性战略还是由于非生产性的间接费用正在缓慢增加？
- 如果会计规则和惯例限制公司对成功要素的恰当衡量，公司提供了充分的额外披露以帮助外部人士了解这些因素的处理方法吗？例如，如果公司投资于提高产品质量和客户服务，即使未来收益确定，会计规则也不允许管理层将这些支出予以资本化。公司可以利用管理层的论述和分析部分突出这些支出的处理方法及其执行结果。再如，公司可以披露缺陷率和客户满意度等实物指标，以便外部人士评估这些领域正在进行的改进和这些行动对未来现金流量的影响。
- 如果公司有多个经营部门，部门披露的质量如何？一些公司通过产品分类报告和地区分类报告对其业绩给予了极好的论述，其他公司则将许多不同的业务部门集中为一个综合的部门。行业竞争程度以及管理层分享分部业绩数据的意愿影响公司部门披露的质量。
- 管理层乐于提供坏消息吗？公司的披露质量最能通过管理层处理坏消息的方式清楚地显示出来。公司对业绩糟糕的原因给予了充分说明吗？如果公司拥有解决业绩问题的战略，它对这些战略给予了清楚的阐述吗？
- 公司的投资者关系计划怎么样？公司提供有关经营和业绩的详细数据了吗？分析师容易接近管理层吗？

第五步：识别潜在的危险信号

除上述分析外，会计质量分析的常用方法是寻找指向可疑会计质量的危险信号。这些信号暗示分析师应当对某些项目进行更细致的考察或获取有关它们的更多信息，一些常见的危险信号有：

- 原因不明的会计变化，特别是在公司业绩糟糕的情况下。这可能暗示经理正在利用其会计斟酌处理权“修饰”会计报表。[14]
- 能够提高利润的原因不明交易。例如，在经营业绩不佳时期，公司可能通过从事资产负债表交易（如资产销售或债转股等）实现资本利得。[15]
- 与销售增长相比，应收账款的异常增长。这可能暗示公司正在放松信用政策或人为加大销售渠道的负荷，以便在当前期间记录收入。如果过度放松信用政策，公司在后续会计期间可能因客户拒付而面临应收账款冲销；如果加速向销售渠道发运货物，则公司可能面临产品退回或后续会计期间的出货减少。
- 与销售增长相比，存货的异常增长。如果存货增长是由于产成品存货增加，可能表明对公

14 对作出这种变化的公司的具体分析，参见 Krishna Palepu, “Anatomy of an Accounting Change”, *Accounting & Management: Field Study Perspectives*, edited by William J. Bruns, Jr. and Robert S. Kaplan (Boston: Harvard Business School Press, 1987)。

15 有关这种行为的案例在 John Hand 的论文“Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for an Accounting Paper Profit or True Financial Gain?,” *The Accounting Review* 64, October 1989 中有所表述。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

司产品的需求正在下降，暗示公司可能被迫削价（因而赚取较低的毛利）或减低存货的账面价值；如果存货增长是由于在产品存货增加，一般而言是好消息，可能表明经理预期销售会增长；如果存货增长是由于原材料存货增加，则可能暗示生产或采购效率低，从而导致销售成本的增加（因而毛利较低）。[16]

- 公司的报告收益与经营活动产生的现金流量之间的缺口增加。尽管应计制会计下的利润数字与现金流量不同是合理的，但如果公司的会计政策不变，两者之间通常保持稳定的关系。因此，报告利润与经营现金流量之间关系的任何变化都可能暗示公司的应计制会计估计的微妙变化。例如，承担庞大建筑合同的公司可能使用完工百分比法记录收入，尽管这种公司的收益和经营现金流量可能不同，但它们彼此之间应当具有一种稳定的关系。现在假设公司通过对完工百分比法的积极运用增加了某一期间的收入，则收益将增加，但现金流量仍保持不变。公司会计质量的这种变化可以通过公司收益与现金流量之间关系的变化表现出来。
- 公司报告收益与应税收益之间的缺口增加。同样的道理，只要税法允许，公司在编制财务报告和税务报告时遵循不同的会计政策是非常合理的。[17] 然而，只要税收规则或会计准则不发生重大变化，在一定时期内两者之间会保持稳定的关系。因此，报告收益与应税收益之间的缺口增加可能暗示公司报送股东的财务报告过于积极。例如，如果在编制财务报告时以应计制为基础对保修费用进行预计，而在编制税务报告时以现金制为基础记录，则除非公司产品质量发生重大变化，它们彼此之间会保持一种稳定关系。因此，这种关系的变化可能暗示产品质量正在发生重大变化或财务报告估计正在改变。
- 运用研究与开发合作和有追索权的应收账款出售等融资机制的倾向。尽管这些安排可能有正当的理由，但它们也会为管理层提供低估公司负债或高估资产的机会。[18]
- 未预料到的大额资产冲销。这可能暗示管理层没有及时把经营环境的变化纳入会计估计中，也可能是经营环境发生未预料到的变化的结果。[19]
- 第 4 季度的大额调整。公司的年度报告由外部审计师审计，但中期会计报表通常只是受到检查。如果公司管理层不愿在中期报表中作出恰当的会计估计（如预提尚未回收的应收账款备抵），它会因受到来自外部审计师的压力而被迫在年度末进行调整。因此，在第 4 季度进行调整的一贯模式可能暗示管理部门对中期报告的积极定位。[20]
- 附保留意见审计报告或无缘由更换独立审计师。这些可能暗示公司会计处理的积极态度。
- 关联方交易或关联主体间交易。这些交易可能缺少市场交易的客观性，经理对这些交易所作的会计估计可能过于主观或倾向于谋取个人私利。

---

16 有关存货增长的实证分析，参见 Victor Bernald and James Nobel, "Do Inventory Disclosures Predict Sales and Earnings?", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Fall 1991。

17 在美国和一些其他国家，大体上是这样。然而，在德国和日本等一些国家，税务会计和财务报告密切相关，这种危险信号不是非常有意义。

18 有关研究与开发合伙企业形成的会计和经济动机的研究，参见 Anne Beatty, Philip G. Berger, and Joseph Magliolo, "Motives for Forming Research and Development Financing Organizations", *Journal of Accounting & Economics* 19, 1995。

19 有关资产冲销的实证研究，参见 John A. Elliott and Wayne H. Shaw, "Write-offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions", *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1988。

20 Richard R. Mendenhall 和 William D. Nichols 报告了与经理利用其斟酌处理权将坏消息报告推迟到第 4 季度相一致的现象。参见 " Bad News and Differential Market Reactions to Announcements of Earlier-Quarter versus Fourth-Quarter Earnings," *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1998。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

尽管上面列示了会计质量可能较差的一些危险信号，但在得出最终结论之前进行深入分析十分重要。每一种危险信号都有多种解释，一些解释有正当的理由作基础，另一些则暗示会计处理存在问题。因此，最好将危险信号分析作为深入研究的起点，而不应将其作为终点。[21]

第六步：消除会计歪曲

如果会计分析表明公司对外报告的会计数字失实，分析师应当尝试重新计算报告数字，以便尽可能降低歪曲的程度。当然，仅仅凭借外部信息消除全部歪曲几乎是不可能的。但是，通过利用现金流量表和会计报表附注，可以在这方面取得一些进展。

公司的现金流量表提供了基于应计制会计反映的公司业绩与基于现金制会计反映的业绩之间的调和。如果分析师不能确定公司应计制会计的质量，则现金流量表提供了反映公司业绩的另一种可选择基准。现金流量表还能提供有关损益表中的各个项目偏离基本现金流量的程度如何的信息。例如，如果分析师担心公司正积极地将应予以费用化的某些成本资本化，现金流量表中的信息可以为需要作出的必要调整提供基础。

会计报表脚注也提供了大量有助于重新计算报告数字的信息。例如，当公司改变会计政策时，如果这种变化很重要，它将在脚注中对变化的影响进行说明。同样，一些公司还提供应计制下会计估计的详细信息，如建立坏账备抵等。税务报告的脚注通常提供有关公司编制财务报告与编制税务报告所遵循会计政策的差异的信息。由于税务报告常常比财务报告更加稳健，可以利用税务报告脚注所提供的信息，预计如果遵循更稳健的会计政策，公司将向股东报告多少收益。

3.3 会计分析的常见错误

在会计分析中存在一些分析师应当避免的可能错误。首先，必须记住，从分析师的角度，稳健会计并不等同于“好”会计。财务分析师致力于以公正的方式评估公司会计对基本经营现实的反映程度，从这方面看，稳健会计与积极性会计一样容易失实。此外，稳健会计常常为经理提供“均匀收益”的机会，而均匀收益可能阻碍分析师对糟糕的经营业绩予以及时确认。

第二个可能的错误是将非正常会计与有问题会计混淆起来。尽管非正常会计选择可能使本公司业绩难以与其他公司业绩相比较，但如果公司的经营活动不同平常，这种会计选择可能是合理的。例如，实施产品独特性战略或对经营活动进行创新安排以便利用特定市场条件的公司为恰当反映经营活动，可能作出非正常的会计选择。因此，联系经营战略评估公司的会计选择很重要。

如果分析师将公司会计政策和估计的全部变化都归结为出于收益管理动机，则会产生会计分析中的另一个错误，[22] 因为会计变化可能只是对经营环境变化的反映。例如，正如已经论述过的，存货异常增长的公司可能正准备推销新产品。同样，应收账款异常增长可能只是由于公司的销售战略

---

21 Maureen McNichols and G. Peter Wilson 在其论文“ Evidence of Earnings Management from the Provisions for Bad Debts,” *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1988 中从坏账备抵的角度进行了这种分析。

22 几位会计学者得出了这一结论。有关盈余管理研究的概要，参见 Katherine Schipper, “Earnings Management”, *Accounting Horizons*, December 1989: 91-102。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

发生了变化。尚未回收应收账款备抵的异常减少可能是公司的客户定位发生变化的反映。因此，考虑会计变化的所有可能解释，并利用公司会计报表中的可得定性信息对它们加以研究，对分析师而言至关重要。

3.4 会计数据和会计分析的价值

会计信息和会计分析的价值何在？考虑到经理有影响公司对外报告会计数字的动机和机会，一些人认为会计数据和会计分析可能对投资者没有多大用处。

研究者通过对在收益公告一年前就能准确预测收益的投资者可能获取的收益进行预计，考察了会计的价值。[23] 研究结果表明，通过每年购入收益上升公司股票和售出收益下降公司股票，一个假想的投资者在 1954—1996 年期间可以获得平均 37.5%的证券投资收益率，相当于能够对一年的股票价格进行准确预测、购入股票上升公司股票并售出股票下降公司股票的投资者可能获得收益的 44%，而能够对产权收益率进行准确预测的投资者可以获得 43%的收益率，比能够准确预测收益的投资者获得的收益率更高，相当于能够对股票价格进行准确预测的投资者可能获得收益的 50%。

与此相对照，现金流量数据似乎不如收益或产权收益率更具价值。能够对经营活动现金流量进行准确预测的投资者只能获得 9%的年平均收益率，相当于能够对股票价格进行准确预测的投资者可能获得收益的 11%。

总的来说，研究表明，为减少经理对会计的可能滥用而形成的制度安排和惯例能够有效保障投资者的利益，投资者并不认为收益管理普遍到了使收益数据不可靠的程度。

许多研究对优良的会计分析是否有价值进行了考察。总体来讲，优秀的分析师有机会获取股票正收益。研究结果表明，公司因财务报告失实而受到财经新闻界批评后，股价平均下跌 8%；[24] 如果公司经理在发行股票前提高报告收益，其后报告较低的收益，则这些公司股票出售后的业绩将比不存在明显收益管理迹象的公司差；[25] 最后，当盈余管理被首次公告时，因进行盈余管理而受到证券交易管理委员会调查的公司股价平均下跌 9%，而且在其后 2 年内业绩持续较差。[26]

这些研究结果暗示，如果分析师能够识别出会计报告失实的公司，则他们能够为投资者创造价值。研究结果还表明，盈余管理最终将被股票市场识破。在所有情况下，盈余管理最终都将暴露出来，而且股价将作出消极反应，从而证明公司通过会计失实提高了前期收益。

---

23 参见 James Chang, 1998, "The Decline in Value Relevance of Earnings and Book Values," Unpublished dissertation, Harvard University; J. Francis and K. Shipper, 1998, " Have Financial Statements Lost Their Relevance?," working paper, University of Chicago; W. E. Collins, E. Maydew, and I. Weiss, 1997, " Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Value over the Past Forty Years, *Journal of Accounting and Economics* 24: 39-67。

24 参见 G. Foster, 1979, "Briloff and the Capital Market," *Journal of Accounting Research* 17 (Spring): 262-274。

25 参见 S. H. Teoh, I. Welch, and T.J. Wong, 1998a, "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 53, No. 6, December 1998: 1935-1974; S.H.Teoh, I. Welch, and T.J. Wong, 1998b, "Earnings Management and the Post-Issue Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics* 50, No. 1, October 1998:63-99; S. H.Teoh, T.J. Wong, and G. Gao, 1998, "Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings," *Review of Accounting Studies*, forthcoming。

26 参见 Patricia Dechow, Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney, 1996, "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC," *Contemporary Accounting Research* 13, No. 1: 1-36; M.D.Beneish, 1997, "Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance," *Journal of Accounting and Public Policy* 16: 271-309。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

小 结

概括地说，会计分析是公司财务报告分析的重要步骤。会计分析旨在评估会计对公司基本经营现实的反映程度。合理的会计分析有助于提高会计报表分析的下一步骤——财务分析结论的可靠性。

会计分析分为六个步骤。分析师首先根据公司的行业特征及其经营战略，确认主要的会计政策和估计；然后评价存在会计准则和惯例的情况下，经理拥有会计灵活性的程度；接着，分析师必须对经理如何运用其会计灵活性以及经理采取的会计战略所隐含的可能动机作出评价；第四步是评估公司披露的深度和质量；其后，分析师应当识别需要进一步调查的危险信号；最后，分析师应该重新计算会计数字，以消除会计规则和管理层决策产生的噪声和偏误。

在随后的五章中，这些概念被应用于资产、负债和权益、收入、费用以及企业个体会计分析。

思考题

1. 一位金融专业的学生说："我不明白，既然可以得到经营活动产生的现金流量这种"纯净"的数字，为什么人们还要关注会计收益数字呢？"你同意这种说法吗？试说明理由。

2. 弗雷德主张："我最希望有能够消除经理在对外报告中的全部斟酌处理权的会计准则——这样就可以得到各公司间统一的会计数字而无须为进行会计分析发愁了。"你同意他的观点吗？试说明理由。

3. 比尔·西蒙说："我们应该取消财务会计准则委员会和证券交易管理委员会，因为自由市场力量将确保公司报告可靠信息。"你同意他的观点吗？试说明理由。

4. 许多公司在产品发出时确认收入，这就为通过在季度末增加货物发运而增加收入提供了动机。设想有两家公司，一家在各季度均衡发运产品，另一家在各季度的最后两周发运所有产品。每家公司的客户都在收到产品后的 30 天内付款。你如何运用会计比率对两家公司加以区分？

5. a.如果管理层的报告真实可信，哪些经济事件可能促成以下会计变化？

- 应计提折旧资产的预计使用寿命增加
- 按应收账款总额一定比例计提的尚未回收应收账款的坏账备抵减少
- 在产品发出而不是收到现金时确认收入
- 将大部分软件研发成本资本化

b. 不存在相应经济变化的情况下，会计的哪些特性将使不诚实的经理需要付出昂贵代价来制

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

造同样的变化？

6. 稳健性原则因担心管理层有夸大公司业绩的动机而产生。因此，乔·班克斯认为："如果我们授权独立审计师而非公司经理编制财务报告，就可以取消稳健性原则，并使会计数字更加有用。"你同意吗？试说明理由。

7. 一位基金经理说："我拒绝购买任何自身主动进行会计变更的公司，因为这显然表明公司管理层在试图掩盖坏消息。"你能想出其他原因吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Harnischfeger 公司

Exeter 集团是一家总部设在波士顿、专门研究好转股票的投资顾问公司。1985 年 2 月，公司研究部经理彼得·罗伯茨（Peter Roberts）正在翻阅 Harnischfeger 公司 1984 年年度报告（参见附录 4），他注意到 1984 年该公司报告的每股净利润为 1.28 美元。他知道仅在 3 年前，Harnischfeger 公司还面临着严重的财务危机。公司拒付了债务，并在 1982 会计年度报告每股 7.64 美元的沉重亏损后停止了股利支付。1983 年，公司持续其糟糕业绩，每股净损失 3.49 美元。罗伯茨对 Harnischfeger 公司经营业绩的迅速好转很感兴趣，想知道他是否应该推荐购买该公司股票（有关 Harnischfeger 股票的挑选数据可参见附录 3）。

公司的业务和产品

Harnischfeger 是一家总部设在威斯康星州密尔沃基市的机械公司。该公司最初于 1884 年作为合伙企业成立，1910 年在威斯康星州组成名为 Pawling 和 Harnischfeger 的公司，1924 年改为现在的名称，1929 年在纽约证券交易所上市。

该公司有两大主要部门：P&H 重型设备组和产业技术组。P&H 重型设备组下设建筑设备部和采矿及电子设备部；产业技术组下设材料处理设备部和 Harnischfeger 设计部。1983 年，该公司的销售比重为：建筑设备部占 32%，采矿及电子设备部占 33%，材料处理设备部占 29%，Harnischfeger 设计部占 6%。

Harnischfeger 是居领先地位的建筑设备制造商，产品商标 P&H 受到广泛认可。产品主要包括液力起重机和格构吊杆起重机，在桥梁和公路建设中用于装卸货物和其他材料。Harnischfeger 生产的液力起重机大约占有 20%的市场份额，而格构吊杆起重机大约占有 30%的市场份额。20 世纪 80 年代，建筑设备业普遍经历利润的下滑。

电子采矿铲和电子采矿打孔机是采矿及电子设备部的主要产品。该公司在采矿设备市场占有居主导地位的市场份额，产品用于煤矿、铜矿和铁矿开采。采矿及电子设备部销售收入的相当大部分来自备件的销售。由于占有巨大的市场份额，备件销售又很赚钱，因此该部门盈利颇丰。公司的大部分采矿产品将来准备在美国以外的其他国家——主要是发展中国家销售。

材料处理设备部是自动材料处理设备的第四大供应商，占有 9%的市场份额。该部门的产品包括高架起重机、门座起重机、起重机、单轨起重机及零部件。由于越来越多的制造业公司开始重视降低成本，预计来年对这类设备的需求会增加。Harnischfeger 认为材料处理设备业务将是其未来增长的主要源泉。

设计部是从事工厂和分配自动化项目的设计、客户软件开发及项目管理的设计服务部。该部门

该案例由 Krishna Palepu 编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1985, President and Fellows of Harvard College. Harvard Business School case 9-186-160。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在计费的基础上为多种用户设计并安装完整的自动化材料处理系统。公司预计这种自动化的储存和恢复系统将在“未来的工厂中”发挥越来越重要的作用。

Harnischfeger 在许多国家拥有子公司、附属公司和特许经销商，出口和境外销售占公司销售收入总额的一半以上。

1982 年的财务困境

20 世纪 70 年代，制造业经历了一段急剧增长期。Harnischfeger 在这段时期迅速扩张，收入从 1973 年的 2.05 亿美元增加到 1980 年的 6.44 亿美元。为获取增长所需资金，公司越来越依赖负债融资，负债/权益比率（debt/equity ratio）由 1973 年的 0.88 上升到 1980 年的 1.26。20 世纪 80 年代早期，世界范围的经济萧条造成自 1981 年起市场对公司产品需求的大幅下滑，而且在发生一系列动摇公司财务稳定性的事件后，下滑达到极点。

销售额的下降和高额的利息支付导致了糟糕的利润结果，1982 年公司报告了 7 700 万美元的损失。Harnischfeger 的管理层对其财务困境发表了评论：

> 在传统上始终是 P&H 产品巨大市场的美国和其他国家，重工业都持续衰落。由于对石油的需求下降及由此带来的油价下跌，建筑设备部的主要业务来源——与能源相关的项目去年显著减缓了进展速度。不只在美国，全世界都是如此。尽管煤矿开采仍相对较多，但对铁矿、铜矿和铁铝氧石等基本矿物质缺乏需求使得世界范围内的采矿活动减少，进而引起采矿设备的销售额下降。艰难的经济条件使得我们的许多老客户不得不大幅削减资本费用，在钢铁等萧条行业尤为如此，而钢铁行业一直是全部 P&H 产品销售收入的主要来源。

公司 1982 年记录的巨额经营亏损及其财务子公司发生的贷款损失使得 Harnischfeger 违背了贷款协定中的某些保证条款。公司贷款协定中最具限制性的条款要求公司最低保持 1.75 亿美元的营运资本，1.80 亿美元的合并净资产和 1.75 的流动比率。1982 年 10 月 31 日，公司的营运资本（在对负债进行重新分类，将大约 1.15 亿美元的长期负债归入流动负债之后）为 2 930 万美元，合并净资产为 1.422 亿美元，流动比率为 1.12。未列入合并报表的附属财务子公司——Harnischfeger 信贷公司也违背了其贷款协定中的某些保证条款，主要是由于在将建筑设备出售给分销商并对其提供融资时，发生了巨大的贷款损失。由于违背了这些保证条款，公司被要求立即支付 1.243 亿美元的长期债务，并无法再获得银行周转信贷协定中 2 500 万美元的未使用部分，1 200 万美元的未使用短期银行信贷限额也被取消。此外，Harnischfeger 信贷公司 2 510 万美元的债务被要求立即支付。公司被迫停止股利支付，并开始与债权人协商重组债务以维持经营活动的继续进行。Harnischfeger 公司的审计者——毕马威会计公司针对公司与其债权人的协商结果，对公司 1982 年的年度报告发表了附保留意见的审计报告。

公司的复苏计划

针对公司所面临的财务危机，Harnischfeger 提出了公司复苏计划。该计划包括四个要素：（1）

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

高级管理层的变动；（2）削减成本以降低盈亏临界点（break-even point）；（3）公司经营的重新定位；（4）债务重组和重新资本化。下面对在这四个领域采取的行动分别加以说明。

为有效处理财务危机，公司主席兼首席执行官亨利·哈尼施费格（Henry Harnischfeger）创建了首席经营官的职位。在经过深入的调查后，该职位于 1982 年 8 月给了有着丰富制造业经验的威廉·戈塞尔（William Goessel）。在管理层中加入的另一位成员是杰弗里·格拉德（Jeffrey Grade），他于 1983 年作为财务及管理部高级副总裁兼财务总监加入公司。由于前任财务副总裁于 1982 年退休，因此格拉德被任命。为提高经营效率，公司还对设计、制造和销售职能进行了重组（有关 Harnischfeger 当前管理层的更多信息，可参见附录 1 和 2）。

为解决短期流动性差的问题，公司采取了许多成本降低措施，具体包括：（1）将职工人数由 6 900 人削减到 3 800 人；（2）取消管理层奖金，降低支薪员工与小时工人的收益和冻结工资；（3）变现多余存货，对债权人延期支付；（4）关闭埃斯卡诺巴和密歇根的建筑设备厂。这些及其他相关措施改善了公司的现金状况，对降低 1983 会计年度的损失率有很大助益。

在采取上述降低成本措施的同时，新管理层作出了对 Harnischfeger 经营重新定位的战略决策。首先，该公司与日本的 Kobe 钢铁公司签订了长期协议。根据这个协议，Kobe 同意提供 Harnischfeger 所需在美国销售的建筑起重机，因为 Harnischfeger 逐渐停止了起重机的生产。预计这个措施将大大降低 Harnischfeger 建筑设备的生产成本，从而使其能够在国内市场有效参与竞争。其次，公司决定把材料处理设备部和系统设计部的未来经营增长作为预定目标，以强调其经营中高科技部分的重要性。为使这一战略顺利实施，公司成立了产业技术组。作为重新定位的一部分，公司声明它将开发和购买新产品、技术和设备，并扩展其在迄今为止尚未从事的领域——如物流、食品、制药和航空航天等行业提供处理、储存和检索的完整计算机处理系统的能力。

在执行经营好转战略的同时，Harnischfeger 还与银行进行了复杂而艰难的谈判。1984 年 1 月 6 日，公司与其债权人签订了协议，将债务重组为以固定资产和其他资产作担保的 3 年期贷款，并附有 1 年的延期选择权。除其他要求外，该协议规定了公司现金、未质押应收账款、营运资本和净值所应保持的最低水平。

1983 年，公司报告了 3 500 万美元的净损失，比前一年 7 700 万美元的净损失有大幅下降。基于该年取得的上述发展，管理层在 1983 年的年度报告中对公司将很快盈利表示了信心：

> 我们将乐观地走进公司经营的第二个世纪，因为我们知道过去 3 年的不利事件已经成为过去，而且坚信 1984 年将取得积极的经营业绩。到 12 月 1 日庆祝公司成立 100 周年时，我们确信公司经营将获利，市场实力和领先优势也将达到新水平。

1984 年，公司各季度都报告了盈利，年末报告了 570 万美元的税前营业利润和 1 500 万美元的税金和非常项目后净收益（参见附录 4）。公司还通过公开发行债券和普通股筹集了大量新资本。发行净收入共计 1.5 亿美元，用于支付全部重组债务。在 1984 年的年度报告中，管理层对公司业绩作出了如下评论：

> 1984 年是公司成立 100 周年，我们通过在市场领先优势、客户服务以及提高经营业绩和盈利能力方面追求卓越来庆祝这一时刻。
>
> ……

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

回顾过去，我们充满自豪。我们将带着自信和乐观继续前进。我们的主要市场从未比现在更具竞争力，尽管如此，我们仍将努力利用任何增长机会，以获取满意的获利能力。总之，我们将做应做的一切，从而确保我们成功的每位参与者未来都能受益。

思考题

1. 确认公司 1984 年作出的全部会计政策变更和会计估计，并尽可能准确地估计它们对公司 1984 年报告收益的影响。

2. 你认为什么是 Harnischfeger 管理层变更财务报告政策的动机？你觉得投资者能识别这些变化吗？

3. 根据你对习题 1 和 2 的见解以及有关公司经营好转战略的信息，评价公司的未来发展前景。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

1984 年 Harnischfeger 公司董事会概况

		董事任职起始时间	当前期间	拥有股份
艾德华·W·达菲（Edward W. Duffy）	自 1983 年起，任生产建筑材料和产品制造商——美国石膏公司董事长兼首席执行官。1981—1983 年任董事会副主席。1971—1981 年任总裁兼首席经营官。美国国民银行和芝加哥信托公司、Walter E. Heller 国际公司、W. W. Grainger 公司及 UNR 产业公司董事。64 岁。	1981	1985	100
小赫伯特·V·科勒（Herbert V. Kohler, Jr.）	自 1972 年起，任管道设备及专业产品、发动机和发电机制造商——Kohler 公司董事长、首席执行官和董事。自 1974 年起任总裁。44 岁。	1973	1985	700
泰萨克·莫里（Taisuke Mori）	日本钢铁和钢铁产品，工业机械，建筑设备，铝、铜和合金产品，焊接设备及消费品制造商——Kohler 公司执行副董事长、董事。63 岁。	1981	1985	无
威廉·W·戈塞尔（William W. Goessel）	自 1982 年起，任公司总裁兼首席经营官。1978—1982 年任 Beloit 公司执行副总裁。Goulds Pumps 公司董事。56 岁。	1982	1986	15 000
亨利·哈尼施费格（Henry Harnischfeger）	自 1970 年起，任公司董事会主席兼首席执行官。1959—1982 年任总裁。密尔沃基市威斯康星第一公司和威斯康星第一国民银行董事。60 岁。	1945	1986	611 362
卡尔·F·尼格伦（Karl F. Nygren）	自 1959 年起，任 Kirkland & Ellis 合伙人、律师。56 岁。	1964	1986	2 000
约翰·P·加拉格尔（John P. Gallagher）	芝加哥大学工商研究院高级讲师。IC 产业公司、Stone Container Corporatino、UNR 产业公司、美国国民银行和芝加哥信托公司及 Walter E. Heller 国际公司董事。67 岁。	1979	1987	500
杰弗里·T·格拉德（Jeffrey T. Grade）	自 1983 年 8 月 1 日起，任公司财务及管理部高级副总裁兼公司财务总监。1981—1983 年任 IC 产业公司财务副总裁。1976—1981 年任助理副总裁。40 岁。	1983	1987	3 750
唐纳德·泰勒（Donald Taylor）	自 1978 年起，任工业部件和机械主要制造商——Rexnord 公司总裁、首席经营官、董事。Johnson 控制器公司、Marine 公司及 Marine 银行董事。56 岁。	1979	1987	100

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

		董事任职起始时间	当前期间	拥有股份
弗兰克·A·李（Frank A. Lee）	自 1971 年起，任 Foster Wheeler 公司董事，1981—1982 年任董事会主席。1978—1981 年任总裁兼首席执行官。Belco 污染控制公司、国际通用产业公司及银行家人寿保险公司董事。59 岁。	1983	1987	无

附 录 2

Harnischfeger 公司管理人员报酬概况

下表列示了 1984 年支付给公司报酬最高的 5 位管理人员以及为公司及其子公司提供服务的整个管理层集体的全部现金报酬。

		现金报酬
亨利·哈尼施费格	董事会主席兼首席执行官	364 004
威廉·W·戈塞尔	总裁兼首席经营官	280 000
C·P·库斯兰（C.P.Cousland）	高级副总裁兼 P&H 重型设备组执行官	210 000
杰弗里·T·格拉德	财务及管理部高级副总裁兼财务总监	205 336
道格拉斯·E·霍尔特（Douglas E. Holt）	Harnischfeger 设计公司总裁	152 839
本会计年度管理层集体（14 人）		2 159 006

1985 年管理人员激励计划

1984 年 12 月，董事会确立了 1985 会计年度管理人员激励计划。只有公司达到了特定的税后净利目标，该计划才为 11 位高级管理人员提供年度工资 40%的激励报酬；如果公司超额实现目标，该计划则为其中 7 名官员提供不超过年度工资 40%的额外激励报酬。该计划涉及董事长、总裁、高级副总裁、Harnischfeger 设计公司总裁、P&H 世界服务公司副总裁、材料处理设备部副总裁及秘书。1984 会计年度的奖金包含在上表的报酬中。

附 录 3

挑选的 Harnischfeger 公司股票价格和市场数据

A. 股票价格

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	Harnischfeger 的股票价格			标准普尔 400 家工业指数		
	最高价	最低价	收盘价	最高价	最低价	收盘价
1985 年 1 月 4 日	9.125	8.75	9	186.4	181.8	182.2
1985 年 1 月 11 日	10.75	8.875	10.625	188.2	182.2	182.8
1985 年 1 月 18 日	11	10	10.50	191.9	186.9	191.3
1985 年 1 月 25 日	11.25	10.125	11	199.7	191.3	198.6
1985 年 2 月 1 日	11.625	10.875	11.25	201.8	198.6	200.0

Harnischfeger 股票的 β 系数=0.95（价值线预计）

B. 市场数据

	1985 年 2 月
道琼斯工业指数市盈率中位数	10.9
价值线股票市盈率中位数	11.3
机械行业（建筑和采矿设备）市盈率中位数	10.0
优惠利率	10.5%
91 天国库券利率	8.4%
30 年国库券收益率	11.4%
穆迪 Aaa 公司债券收益率	12.0%

附 录 4

Harnischfeger 公司 1984 年年度报告（节略）

写给股东

尽管世界市场存在持续的需求萧条和激烈的价格竞争，公司还是转向盈利，1984 会计年度各季度都实现了收益。

在结束于 10 月 31 日的 1984 年，公司实现净收益 15 176 000 美元，每股收益 1.28 美元，其中包括由于折旧会计政策变更的累积影响产生的收益 11 005 000 美元，每股收益 0.93 美元。1983 年，公司报告了 34 630 000 美元的损失，每股损失 3.49 美元。

1984 年，销售收入从 3.21 亿美元上升到 3.987 亿美元，比前 1 年增长了 24%。新订货共计 4.51 亿美元，比 1983 年增长了 1.01 亿美元。1985 年未交货订单 1.93 亿美元，与 1 年前的 1.41 亿美元形成对比。

各部门都获得了增长

1984 年，各生产部门都取得了销售收入和经营的增长。

采矿设备部是最强有力的经营者，销售收入增长超过 60%，其中包括来自土耳其和中国的大额订单。该年度开始实施 1983 年 12 月与中国签订的培训、设计和生产特许协议，从而为公司提供了

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

使这个巨大且高速发展的采矿市场现代化、商品化的长期可能性。

材料处理设备和系统的销售收入本年上升 10%，且后半年账面销售收入日益增长的势头将在 1985 年第 1 季度持续。

建筑设备的销售额显示出选择性增长的迹象。尽管当前销售水平仍然比该生产线取得令人满意的经营成果所需达到的销售水平低得多，但第 4 季度的账面销售收入已经是 1 年前同期极低销售收入的 2 倍多。

财务稳定性恢复

4 月，通过公开发行 215 万普通股，5 000 万美元 1994 年 4 月 15 日到期、票面利率 15%的票据，1 亿美元 2004 年 4 月 15 日到期、票面利率 12%、附有 200 万普通股认股权证的附属公司债券，公司的财务稳定性有所提高。

公开发行净收入共计 1.49 亿美元，加上另外的 2 300 万美元现金，使我们得以偿付全部长期债务。通过再融资，公司获取了需要用最低限度的现金流量来维持的永久性长期资本。现在，我们拥有了追求新的增长和多样化机会所需的财务资源和财务灵活性。

此外，如果我们需要额外资金，可以通过 6 月与 10 家美国和加拿大银行签订的 5 200 万无担保 3 年期周转信贷协议取得。一家美国银行还提供了 8 000 万美元的产品融资能力，以便为购买 P&H 产品的客户融资。

前景展望

我们相信，1985 年我们在美国和全世界的大部分市场都会逐渐增长。

对采掘生产线而言，预计在一些国外市场，煤和某些金属的开采会显示更好的长期发展前景；而且，从美国、日本或欧洲寻求设备来源的能力使我们处于很强的市场地位。在美国，只有对采煤机械的需求有一定程度的增加，金属开采设备需求仍很低。

1985 年对土耳其的持续发货有助于稳定厂房设备的利用水平和提高该生产线的经营成果。

在材料处理设备和系统市场，特别是在美国，我们正在持续账面销售收入的增长势头，这种增长在去年第 3 和第 4 季度就已经显现出来。

我们预计，美国的建筑起重设备市场将取得适度的全面经济增长，从而有助于减少过去 3 年一直作为制造商、销售商和客户存货的大量闲置起重设备。由于市场上的过剩设备减少，销售额将逐渐增长。传统上，Harnischfeger 将其美国产起重设备的一半出口。不过，与采矿设备一样，美元的持续强势严重限制了我们向世界市场销售美国制造产品的能力。

尽管一些公司退出了市场，而且行业中存在大量合并，世界范围的重型设备生产能力过剩仍是除美元强势和一些外国经济不稳定外的一个严重问题。

公司继续通过系统的降低成本计划以及从公司欧洲营业部，特别是从我们 30 年的合作伙伴——日本 Kobe 钢铁公司寻求 P&H 设备来源的方法应付激烈的价格竞争。P&H 的工程技术已经确立了建筑起重和采矿设备的质量和性能标准，无论出哪儿生产，客户所收到的每台 P&H 设备都会符合这些标准。1985 年，12 种以上国外生产的新型 P&H 建筑起重设备将首次在美国出现，从而扩展我们的现有生产线，并为我们的美国销售商和客户提供具有竞争力的定价。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

为提高未来经营业绩，我们将原来的三个经营部门重组为两个组。全部与建筑和采矿相关的活动归入新的“P&H 重型设备组”；全部与材料处理设备和系统相关的活动则并入“产业技术组”。有关两个组的更多信息在各自部分报告。

我们很高兴地宣布：P·莫兰（P. Moran）被选为高级副总裁兼产业技术组执行官，约翰·R·泰根（John R. Teitgen）被选为秘书兼首席律师。

9 月份，罗伯特·F·施诺斯（Robert F. Schnoes）成为董事会成员，他是 Burgess 和 Ultrasonic 能源公司总裁兼首席执行官，Signode 产业公司董事会成员。

开始我们的下一个世纪

1984 年是公司成立 100 周年，我们通过在市场领先优势、客户服务以及提高经营业绩和盈利能力方面追求卓越来庆祝这一时刻。

我们在第一个世纪所取得的成就源于我们的员工、销售商、供应商、借款人和股东的热诚努力、支持与合作。我们向所有人表示感谢。

回顾过去，我们充满自豪。我们将带着自信和乐观继续前进。我们的主要市场从未比现在更具竞争力，尽管如此，我们将努力利用任何增长机会，以获取满意的获利能力。总之，我们将做应做的一切，从而确保我们成功的每位参与者未来都能受益。

董事会主席
亨利·哈尼施费格

总裁
威廉·W·戈塞尔

1985 年 1 月 31 日

管理层的论述和分析

经营成果

1984 年与 1983 年比较

1984 会计年度合并销售收入净额 3.99 亿美元，比 1983 年增加了 7 800 万美元，增长 24%。采矿及电子设备部销售收入增长 62%，产业技术部增长 10%。建筑设备部销售收入基本保持不变，反映了世界范围内对建筑设备的持续较低需求。

自 1984 会计年度之初，销售收入净额开始包括从 Kobe 钢铁公司购入并出公司销售的建筑和采矿设备的全部价款，旨在更有效地反映公司与 Kobe 钢铁公司交易的性质。1984 年，这种销售收入共计 2 800 万美元。

其他收益增加 400 万美元，反映了某些追索权的收回和更高的特许及技术服务费收入。

1984 和 1983 年，销售成本分别等于销售净额的 79.1%和 81.4%，与销售收入净额的增长共同带来 2 390 万美元销售毛利（销售收入净额减销售成本）的增长。这种增长主要源于采矿设备和产

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

业技术部毛利率较高的替换零件销售额的增长，以及通过对包括退休金费用在内的全部生产成本中国内生产能力和经济的更多利用带来的过剩生产成本的减少。按照后进先出法记录的存货的减少使 1984 和 1983 年的销售毛利分别增长 240 万美元和 1 560 万美元。

产品开发及销售和管理费用下降，因为按照 1983 年 10 月与 Kobe 钢铁公司签订的协议，在建筑设备部建立了研发费用基金，退休金和贷款损失备抵下降，而且没有发生 1983 年的公司财务重组费。

1984 年，由于流通在外的长期债券利率较高且利息收入减少，净利息费用增加了 290 万美元。

未列入合并报表子公司收益（损失）包括附属财务子公司——Harnischfeger 信贷公司 1984 年 120 万美元的收益，反映了以前未记录的 140 万美元所得税利益。

上述项目和财务报表附注 2 中阐述的折旧方法变更的累积影响都包括在 1 520 万美元的净收益和 1.28 美元的普通股每股收益中，与 1983 年 3 460 万美元的净损失和 3.49 美元的普通股每股损失形成对比。

公司三个部门的销售订单和未交货订单可概括如下（以百万美元计）：

订单	1984	1983
产业技术部	132	106
采矿及电子设备部	210	135
建筑设备部	109	109
	451	350
10 月 1 日的未发货订单		
产业技术部	79	71
采矿及电子设备部	91	50
建筑设备部	23	20
	193	141

1983 年与 1982 年比较

1983 会计年度合并销售收入净额 3.21 亿美元，比 1982 年低 1.26 亿美元或 28%。这种下降反映了公司产品所服务的全部市场连续第二年出现持续低需求，由于美元的强势地位，出口的下降更加严重。建筑设备部报告的销售收入下降幅度最大，达 34%；采矿及电子设备部发货量下降 27%，产业技术部下降 23%。

1983 和 1982 年，销售成本分别等于销售净额的 81.4%和 81.9%，从而使 1983 和 1982 年的销售毛利分别为 6 000 万美元和 8 100 万美元，与销售收入的下降幅度相同。

全部生产成本中生产能力和经济下降产生的收益被高度竞争的市场中售价的下降所抵消。按照后进先出法记录的存货的减少使 1983 和 1982 年销售毛利分别增加 1 560 万美元和 720 万美元。

产品开发及销售和管理费用下降是针对业务量水平较低的情况采取费用降低措施的结果，与公司复苏计划同时实施；也是贷款损失备抵下降的结果，1982 年有 400 万美元收益用做 Harnischfeger 信贷公司的贷款损失备抵。

1982—1983 年，净利息费用降低了 910 万美元，主要源于短期投资利息收入增加和从前未记录的预收所得税退回产生的 470 万美元应计利息收入。

所得税贷项包括联邦所得税收益 500 万美元，根据对公司所得税申报表和退税权利的最新考察确定。1983 年，美国营业部发生损失，无法获取所得税利益。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1983 年记录的未列入合并报表子公司损失包括 Harnischfeger 信贷公司的 50 万美元损失、得克萨斯一家公司全资拥有的销售商——Cranetex 公司的 210 万元损失以及与 ASEA AB 组建的合资公司——ASEA 产业系统公司的 80 万美元损失。当时公司拥有 ASEA 产业系统公司 49%的份额，现在拥有 19%的份额，而且采用成本法对投资进行核算。

上述项目反映在 3 460 万美元的净损失和每股 3.49 美元的损失中。

流动性和财务资源

1984 年 4 月，公司公开发行了 2 150 000 普通股，面值 5 000 万美元、利率 15%、1994 年到期的优先票据，以及 100 000 张面值 1 亿美元、利率 12%、2004 年到期的附属公司债券，附有 2 000 000 普通股认股权证。

证券出售净收入 1.49 亿美元用于提前偿付公司及其某些子公司几乎全部未清偿债务。

在结束于 10 月 31 日的 1984 年度，合并现金余额增加 3 200 万美元，达到 9 600 万美元。相关现金活动情况可概括如下（以百万美元计）：

经营活动提供的资金	10
重构支薪员工退休金计划返还公司的资金	39
债务偿付减证券出售收入	(9)
厂房和建筑物扩建	(6)
所有其他变更（净值）	(2)
	32

1984 会计年度第 3 季度，公司与 10 家美国和加拿大银行签订了 5 200 万美元的 3 年期周转信贷协定。尽管公司有足够的流动性来满足当前的营运资本需求，但周转信贷协定代表公司复苏计划的另一措施以加强公司财务状况，并在机会出现时提供所需财务资源。

合并损益表

（除每股数据外，均为千美元）

	各年结束于 10 月 31 日		
	1984	1983	1982
收入：			
销售收入净额	**398 708**	321 010	447 461
其他收益，包括特许和技术服务费收益	**7 067**	3 111	5 209
	405 775	324 121	452 670
销售成本	**315 216**	261 384	366 297
营业收益	**90 559**	62 737	86 373
减：			
产品开发、销售和管理费用	**72 196**	85 795	113 457
利息费用（净）	**12 625**	9 745	18 873
厂房出售备抵	**—**	—	23 700
所得税备抵（贷项）产权项目和会计变更的累积影响前收益（损失）	**5 738**	(32 803)	(69 657)
所得税备抵（贷项）	**2 425**	(1 400)	(1 600)
权益项目和会计变更的累积影响前收益（损失）	**3 313**	(31 403)	(68 057)
权益项目：			
未列入合并报表子公司收益（损失）权益	**993**	(3 397)	(7 891)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	各年结束于 10 月 31 日		
	1984	1983	1982
合并子公司少数股权（收益）损失	**(135)**	170	(583)
会计变更的累积影响前收益（损失）	**4 171**	(34 630)	(76 531)
折旧方法变更的累积影响	**11 005**	—	—
净收益（损失）	**15 176**	(34 630)	(76 531)
普通股和约当普通股每股收益（损失）：			
会计变更的累积影响前收益（损失）	**0.35**	(3.49)	(7.64)
折旧方法变更的累积影响	**0.93**	—	—
净收益（损失）	**1.28**	(3.49)	(7.64)
追溯应用变更折旧方法的预计数额：			
净（损失）		(33 918)	(76 695)
普通股每股（损失）		(3.42)	(7.65)

所附附注是财务报表整体的一个组成部分。

合并资产负债表

（除每股数据外，均为千美元）

	10 月 31 日	
	1984	1983
资产		
流动资产：		
现金和短期投资	**96 007**	64 275
应收账款	**87 648**	63 740
存货	**144 312**	153 594
可退回所得税和利息	**1 296**	12 585
其他流动资产	**5 502**	6 023
预付所得税	**14 494**	14 232
	349 259	314 449
投资和其他资产：		
投资和借款：		
对财务子公司（以净资产中的权益）	**8 849**	6 704
对其他公司	**4 445**	2 514
其他资产	**13 959**	6 411
	27 253	15 629
经营资产：		
土地和土地改良	**9 419**	10 370
建筑物	**59 083**	60 377
机械设备	**120 949**	122 154
	189 451	192 901
累计折旧	**(93 259)**	(107 577)
	96 192	85 324
	472 704	415 402
负债和股东权益		
流动负债：		
子公司短期应付银行票据	**9 090**	8 155
将于 1 年内支付的长期负债和融资租赁应付款	**973**	18 265
商业应付账款	**37 716**	21 228
员工报酬和福利费	**15 041**	14 343
应计厂房结账成本	**2 460**	6 348
预收款和应付工程进度款	**20 619**	15 886
应付所得税	**1 645**	3 463
应付财务子公司账款	—	3 436

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	10月31日	
	1984	1983
其他流动负债和应计费用	**29 673**	32 333
	117 217	123 457
长期负债：		
应付长期债务：		
非关联借款人	**128 550**	139 092
财务子公司	**—**	5 400
融资租赁应付款	**7 870**	8 120
	136 420	152 612
递延负债和所得税：		
应计退休金成本	**57 611**	19 098
其他递延负债	**5 299**	7 777
递延所得税	**6 385**	134
	69 295	27 009
少数股权	**2 400**	2 405
股东权益：		
优先股（每股面值100美元，法定股数250 000股；A系列每股股息7美元累计可转换优先股：1984年额定已发行流通在外股数117 500股，1983年100 000股）	**11 750**	10 000
普通股（每股面值1美元，额定股数25 000 000股，1984和1983年已发行流通在外股数分别为12 283 563股和10 133 563股）	**12 284**	10 134
股本溢价	**114 333**	88 332
留存收益	**19 901**	6 475
累计折算调整	**(10 896)**	(5 022)
	147 372	109 919
	472 704	415 402

所附附注是财务报表整体的一个组成部分。

合并财务状况变动表

（千美元）

	各年结束于10月31日		
	1984	1983	1982
资金提供（应用于）：			
经营活动：			
会计变更的累积影响前收益（损失）	**4 171**	(34 630)	(76 531)
折旧方法变更的累积影响	**11 005**	—	—
净收益（损失）	**15 176**	(34 630)	(76 531)
加（减）包括在内的不影响资金的项目：			
折旧	**8 077**	13 552	15 241
未列入合并报表子公司的未抵销（收益）损失	**(993)**	3 397	7 891
递延退休金摊销	**(500)**	4 834	—
递延所得税	**6 583**	(3 178)	1 406
折旧方法变更导致的累计折旧减少	**(17 205)**	—	—
其他（净额）	**(2 168)**	(67)	2 034
营业营运资本的减少额（参见下面）	**7 039**	11 605	72 172
加（减）对营业营运资本的影响：			
将出口代理应收账款销售转换为债券	**—**	23 919	—
递延负债的再分类：			
应计退休金成本	**—**	14 264	—

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	各年结束于10月31日		
	1984	1983	1982
其他负债	—	5 510	—
外币折算调整	(6 009)	(1 919)	(5 943)
经营活动提供的资金	10 000	37 287	16 270
筹资、投资和其他活动：			
债务和融资租赁应付款交易——长期债务和融资租赁应付款：			
出售利率为15%的优先票据和利率为12%的附属公司债券所得收入减去发行成本后的净额	120 530	—	—
其他增加额	1 474	—	25 698
偿还本金	(161 500)	(760)	(9 409)
重组债务	—	158 058	—
债务重置，包括23 919美元的应收账款销售转换和9 028美元的短期应付银行票据	—	(158 058)	—
	(39 496)	(760)	16 289
短期应付银行票据增加（偿还）净额	2 107	(3 982)	(2 016)
债务和融资租赁应付款增加（偿还）净额	(37 389)	(4 742)	14 273
发行：			
普通股	21 310	—	449
普通股认股权证	6 663	—	—
支薪员工退休金资产返还	39 307	—	—
厂房和设备扩建	(5 546)	(1 871)	(10 819)
未列入合并报表子公司借款	(2 882)	—	—
其他（净额）	269	1 531	848
筹资、投资和其他经营活动提供的资金	21 732	(5 082)	4 751
现金股利前现金和短期投资的增加额	31 732	32 205	21 021
现金股利	—	—	(2 369)
现金和短期投资的增加额	31 732	32 205	18 652
营业营运资本的减少（增加）（不包括现金项目、债务和融资租赁应付款）：			
应收账款	(23 908)	5 327	42 293
存货	9 282	56 904	26 124
可退回所得税和利息	11 289	(2 584)	(6 268)
其他流动资产	259	10 008	(439)
商业应付账款	16 488	(1 757)	(3 302)
员工报酬和收益	698	(15 564)	(3 702)
应计广房结账成本	(3 888)	(14 148)	20 496
其他流动负债	(3 181)	(15 927)	(3 030)
营业资本的减少额	7 039	11 605	72 172

所附附注是财务报表整体的一个组成部分。

合并股东权益表

（除每股数据外，均为千美元）	优先股	普通股	股本溢价	留存收益	累计折算调整	合计
1981年10月31日余额	10 000	10 085	87 932	120 005	—	228 022
至1981年10月31日止累计折算调整					(1 195)	(1 195)
发行普通股：						
向 Kobe 钢铁公司发放10 000股		10	91			101

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股数据外，均为千美元）	优先股	普通股	股本溢价	留存收益	累计折算调整	合计
根据股票购买和股利再投资计划发行38 161股		39	309			348
净（损失）				(76 531)		(76 531)
支付现金股利：						
优先股				(350)		(350)
普通股（每股0.20美元）				(2 019)		(2 019)
折算调整（减128美元递延所得税后的净额）					(2 928)	(2 928)
1982年10月31日余额	10 000	10 134	88 332	41 105	(4 123)	145 448
净（损失）				(34 630)		(34 630)
折算调整（包括递延所得税33美元）					(899)	(899)
1983年10月31日余额	10 000	10 134	88 332	6 475	(5 022)	109 919
发行：						
2 150 000普通股		2 150	19 160			21 310
2 000 000普通股认股权证			6 663			6 663
17 500 A系列每股股息7美元累计可转换优先股	1 750			(1 750)		—
净收益				15 176		15 176
折算调整（减300美元递延所得税后的净额）					(5 874)	(5 874)
其他			178			178
1984年10月31日余额	11 750	12 284	114 333	19 901	(10 896)	147 372

所附附注是财务报表整体的一个组成部分。

财务报表附注

附注 1

主要会计政策概述

合并——合并财务报表包括除一家全部控股国内财务子公司、一家1982年组建的临时销售子公司和一家全部控股巴西子公司外全部拥有多数股权子公司的账户。全部控股国内财务子公司和临时销售子公司都按照权益法进行会计核算；全部控股巴西子公司因经济不确定性按预计可实现净值记录。所有相关的主要公司间账户余额和往来业务在合并时已经被抵消。

自1984会计年度起，某些合并子公司（主要是国外子公司）的财务报表要按照结束于9月30日的会计年度合并；以前，这些公司的会计年度结束于7月（参见附录2）。子公司采纳这种会计期间旨在为与公司进行更及时的合并作准备。

存货——公司存货按成本与市价孰低法计价。美国公司按后进先出法确定发出存货成本，而国外子公司按先进先出法确定存货成本。

经营性厂房、设备及折旧——财产按成本计价。维修保养费在发生时记作费用，而改良和更新费被资本化。自1981年起，对限定资产购买期间的利息予以资本化。资本化的利息与相关资产按相同期限摊销。当财产被出售或处置时，财产成本和累计折旧被冲销，利得或损失则反映在收益中。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

自1984会计年度起，编制财务报告时，在厂房和设备的预计使用期内或融资租赁的租期内，对相关资产使用直线法计提折旧，编制税务报告时则主要使用加速折旧法计提折旧。以前，编制财务报告时也可使用加速折旧法计提折旧（参见附注2）。在美国，出于所得税目的，1973—1980年间主要根据分类年限折旧制度确定折旧年限；1980年后则根据加速成本回收制度确定折旧年限。

停止使用的待售设备按照设备成本减去累计折旧后的净值与预计可实现价值两者中的较低者记录，1984年10月31日和1983年10月31日分别为490万美元和360万美元，包含在资产负债表的其他资产中。

退休金计划——公司拥有几乎涉及全部员工的退休金计划。固定受益额退休金计划中的退休金费用包括当前服务成本、以前服务成本摊销和10—30年保险精算的收益和损失。公司的政策是按照职工退休收入保障法案所要求的最低数额提存退休基金。

所得税——合并所得税备抵是按照损益表中记录的收入和费用计算出来的，按照这种方法计算出的所得税与纳税申报表中计算出的所得税之间的差额记作预付或递延所得税。公司与其国内子公司编制合并的联邦所得税申报表。Harnischfeger德国股份有限公司的经营成果包含在公司的美国所得税申报表中。

对打算汇往公司的国外子公司收益建立额外的所得税备抵，对打算永久用于再投资的子公司未汇出收益不建立备抵。

按照当期计列法对投资所得税减免进行会计处理，减免额在相关资产投入使用的当期记作所得税备抵的减项。

报告格式——某些以前报告过的项目已经遵照了本年的披露格式。

附注2

会计变更

自1983年11月1日起，销售收入净额中开始包括从Kobe钢铁公司购入并由公司销售产品的收入，旨在更有效地反映公司与Kobe钢铁公司交易的性质；而从前，只有Kobe公司所产设备的毛利包括在公司销售毛利中。1984会计年度，这种销售收入共计2 800万美元。此外，自1983年11月1日起，一些国外子公司的财务报表按照会计年度结束于9月30日而非从前结束于7月31日并入公司财务报表，这种变更使得结束于10月31日的1984会计年度销售收入净额增加450万美元。这些变更对净收益的影响不大。

1984年，出于编制财务报告目的，公司使用直线法对厂房和机械设备计提折旧。而在1984年以前，公司主要使用加速折旧法对其美国的经营性厂房计提折旧。将这种变更追溯应用于以前使用加速折旧法计提折旧的所有资产，其累积影响可使1984年净收益增加1 100万美元，普通股和约当普通股每股收益增加0.93美元。新方法对1984年当年累积影响前收益的影响不大。

通过审查其折旧政策，公司自1983年11月1日起开始改变某些美国厂房和机械设备的预计折旧年限以及某些机械设备的残值，从而使得1984年度净收益增加320万美元，每股收益增加0.27美元。这种变更不涉及所得税影响。

折旧会计的变更旨在使公司的折旧政策与公司所在行业和类似行业中的制造商所使用的折旧政策相一致，使厂房和机械设备的成本在其使用年限内更合理地分配。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 3

现金和短期投资

现金和短期投资包括以下内容（以千美元计）：

	10 月 31 日	
	1984	1983
现金——活期存款	**2 155**	11 910
——信用证存款	**4 516**	—
短期投资	**89 336**	52 365
	96 007	64 275

短期投资包括短期美国和加拿大国库券、金融市场基金、定期存款和存款单、商业票据、银行再购买协议和银行承兑汇票。短期投资按成本加应计利息记录，接近于市场价值。

附注 4

长期债务、银行信贷限额和利息费用

应支付给独立借款人的未偿还长期债务如下所示（以千美元计）：

	10 月 31 日	
	1984	1983
母公司：		
1994 年 4 月 15 日到期、票面利率 15%的优先票据	**47 700**	—
票面利率 12%、实际利率 16.3%的附属公司债券：1994—2003 年每年 4 月 15 日支付 7 500 美元偿债基金，2004 年最后支付 25 000 美元	**100 000**	—
定期债务——保险公司债务：		
利率 9%期票	—	20 000
9.875%期票	—	38 750
8.875%期票	—	40 500
银行贷款（按照优惠利率的 105%）	—	25 000
商业票据（按照优惠利率或伦敦同业拆放利率加 1.25%）	—	18 519
利率 9.23%、1998 年 4 月到期的抵押票据	**4 327**	4 481
	152 027	147 250
合并子公司：		
应付银行票据（德国马克）	—	9 889
1985—1989 年应付债务契约（南非兰特），利率 12%	**1 024**	—
其他	—	36
	153 051	157 175
减：1 年内应付金额	**644**	17 799
未摊销折扣	**23 857**	284
长期债务——减 1 年内应付金额	**128 550**	139 092

附注 5：

Harnischfeger 信贷公司和 Cranetex 公司

Harnischfeger 信贷公司是一家未列入合并报表的全部控股财务子公司，按照权益法进行会计核算。其节略财务信息如下所示（以千美元计）：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

资产负债表

	10 月 31 日	
	1984	1983
资产：		
现金和短期投资	**404**	19 824
信贷应收账款（净额）	**4 335**	11 412
代理母公司账单和当期应收母公司账款	**—**	8 836
其他资产	**4 181**	661
	8 920	40 733
负债和股东权益：		
应付债务	**—**	32 600
母公司预付款	**950**	—
其他负债	**71**	1 429
	1 021	34 029
股东权益	**7 899**	6 704
	8 920	40 733

损益表

	10 月 31 日		
	1984	1983	1982
收入	**1 165**	2 662	9 978
减：			
营业费用	**1 530**	3 386	14 613
所得税备抵（贷项）	**(1 560)**	(222)	180
净收益（损失）	**1 195**	(502)	(4 815)

1984、1983、1982 年信贷公司从公司购入的信贷应收账款共计 110 万美元、4 670 万美元和 5 040 万美元。1982 年，信贷公司从母公司获得 400 万美元的收益。

1982 年，公司组建了 Cranetex 公司，以承担一家前任建筑设备销售商转来的某些资产和负债，结算公司和信贷公司对该销售商的债权，临时继续其业务，直到特许权转给新的销售商。1983 和 1982 年，公司针对为售给前任销售商的设备融资过程中发生的信贷损失建立了 250 万美元和 230 万美元的备抵，信贷公司则于 1982 年记录了 670 万美元的备抵。

Cranetex 公司节略的资产负债表如下所示（以千美元计）：

	10 月 31 日	
	1984	1983
资产：		
现金	**143**	49
应收账款	**566**	428
存货	**2 314**	3 464
财产和设备	**1 547**	1 674
	4 570	5 615
负债和亏损：		
应付贷款	**4 325**	6 682
其他负债	**338**	620
	4 663	7 302
股东（亏损）减去应付母公司账款和预付款后的净值	**(93)**	(1 687)
	4 570	5 615

Cranetex 公司 1984 年 20 万美元的净损失、1983 年 210 万美元的净损失和 1982 年 100 万美元的净损失包括在公司损益表中未列入合并报表子公司收益（损失）权益部分。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 6

与 Kobe 钢铁公司和 ASEA 产业系统公司的交易

日本的 Kobe 钢铁公司自 1955 年起一直是公司某些产品的特许经营商，自 1981 年起开始拥有 Harnischfeger 建筑设备的专利和技术。1984 年 10 月 31 日，Kobe 持有公司流通在外普通股 1 030 000 股，占 8.4%。Kobe 还拥有公司的一家子公司——澳大利亚 Harnischfeger 公司 25%的股本，作为少数股权反映在公司资产负债表中。

按照将于 1990 年 12 月到期的协议，Kobe 对公司特许其生产和销售 P&H 采矿设备支付技术服务费，对销往日本以外的建筑设备支付商标和销售费。1984、1983 和 1982 年来自 Kobe 的服务费净收益分别为 430 万美元、310 万美元和 390 万美元，包括在损益表的其他收益部分。

1983 年 10 月，公司与 Kobe 签订了为期 10 年的协议。根据这个协议，由于 Harnischfeger 随后几年将逐渐停止起重机的生产，Kobe 同意提供 Harnischfeger 所需在美国销售的建筑起重机，而且同意公司成为 Kobe 产起重机在美国的惟一销售商。协议还包括一个有关建筑设备的共同研发计划，根据这个计划，公司同意在 3 年的期间内至少花费 1 700 万美元；如果公司做到了这一点，Kobe 同意向公司支付这笔款项。对销往美国以外的起重机继续按照上一段所阐述的条件销售。

公司主要向 Kobe 销售采矿和建筑设备零部件。在结束于 10 月 31 日的 1984 年、1983 年和 1982 年 3 年间，销售收入扣除前一段提到的研发费用后分别约为 520 万美元、1 050 万美元和 700 万美元；而从 Kobe 购入的采矿和建筑设备以及零部件合计分别约为 3 370 万美元、1 550 万美元和 2 990 万美元，其中大部分被转卖给消费者（参见附注 2）。

公司拥有由瑞典的 ASEA AB 控股的一家电子设备公司——产业系统公司（ASEA Industrial Systems Inc,AIS）19%的股份。1984 和 1983 年，公司从 AIS 购入的电子零部件共计 1 120 万美元和 610 万美元，而公司对 AIS 的销售收入分别约为 260 万美元和 380 万美元。

由于互为可选择的供应源，公司认为它与 Kobe 和 AIS 的交易是具有竞争力的。

附注 7

存货

合并存货包括以下内容（以千美元计）：

	10 月 31 日	
	1984	1983
按照成本与市价孰低记录（采用先进先出法）：		
原材料	**11 003**	11 904
在产品和外购零部件	**88 279**	72 956
产成品	**79 111**	105 923
	178 393	190 783
采用后进先出法将存货价值减至成本的备抵	**(34 081)**	(37 189)
	144 312	153 594

1984 和 1983 年 10 月 31 日，采用后进先出法计价的存货均约占全部存货的 82%。

1984、1983 和 1982 年存货数量的减少导致了后进先出法下早期购入、按相对现行市价而言较低的成本记录的存货的变现，其结果是使 1984 会计年度净收益增加 240 万美元，普通股每股收益增加 0.2 美元；1983 年净损失减少约 1 560 万美元，每股损失减少 1.54 美元；1982 年净损失减少

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

670 万美元，每股损失减少 0.66 美元。1984 和 1983 年所作调整不涉及所得税影响。

附注 8

应收账款

1984 和 1983 年 10 月 31 日的应收账款分别为减去 590 万和 640 万美元可疑账款备抵后的净额。

附注 9

研发费用

1984、1983 和 1982 年，在新产品开发或现有产品重大改良过程中发生的研发费用分别为 510 万美元（减去 Kobe 钢铁公司提供资金后的净额）、1 210 万美元和 1 410 万美元。

附注 10

境外经营

位于美国和加拿大境外且包括在合并财务报表中的子公司的销售收入净额、净收益（损失）和净资产如下所示（以千美元计）：

	各年结束于 10 月 31 日		
	1984	1983	1982
销售收入净额	**78 074**	45 912	69 216
少数股权后净收益（损失）	**828**	(1 191)	3 080
公司在全部净资产中的权益	**17 734**	7 716	7 287

1984、1983 和 1982 年销售成本中包含的外币折算损失分别为 270 万美元、120 万美元和 130 万美元。

附注 11

退休金计划和其他退休后利益

1984、1983 和 1982 年，公司及其子公司所有计划中的退休金费用分别为 190 万美元、650 万美元和 1 220 万美元。

1984 和 1983 会计年度之初，公司的美国固定受益额退休金计划的累计计划受益额和计划净资产如下所示（以千美元计），支薪员工退休金计划的数据 1984 年 8 月 1 日执行：

	1984	1983
累计计划受益额保险精算的现值：		
既定受益额	**52 639**	108 123
非既定受益额	**2 363**	5 227
	55 002	113 350
可用于支付受益额的净资产：		
退休金信托中的资产	**45 331**	112 075
未支付给退休金信托的应计缴款额	**16 717**	12 167
	62 048	124 242

支薪员工退休金计划几乎涉及美国的全部支薪员工，1984 年因退休基金数额过大而重构。自 1984 年 8 月 1 日起，公司终止了现行计划并确立了一个新计划，新计划除对最低退休金收益额进行改进外，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

与现行计划基本相同。现行计划终止时，所有参与者都充分拥有既定的权利。公司通过以 3 670 万美元的成本购入员工个人支付的应分担扣缴数额，可以保证职工获取截至 1984 年 8 月 1 日的全部既定收益。剩余的计划资产共计 3 930 万美元，在终止现行计划得到退休金津贴保证公司的批准后，以现金退还公司。出于编制财务报告目的，新计划被看做是现行计划的继续。相应地，重构退休金计划产生的 3 930 万美元保险精算收益包括在资产负债表的应计退休金成本中，自 1984 年起在 10 年的期限内摊销。出于编制税务报告目的，资产退回将被视做 1985 会计年度的交易。1983 年 11 月 1 日计算的新计划最初未设退休基金的保险精算负债 1 030 万美元也包括在应计退休金成本中。

1982 和 1983 年，退休金信托分别购买了实际收益率为 13%和 12%的有价证券，并将这些资产用于支付大部分退休员工和一些拥有递延既定权利的解聘员工的计划受益额。这些比率与在职员工 1984 年相关收益率的 9%，1983 年的 8%和 1982 年的 7.25%一起，成为用于确定退休金计划中的年度退休金费用和累计计划受益额的保险精算现值的设定收益率。

美国退休金计划设定投资收益率变更和 1984 年支薪员工计划重构的结果是使 1984 年退休金费用减少大约 400 万美元，1983 年减少 200 万美元，1984 年累计计划受益额的保险精算现值减少大约 6 000 万美元。较低等级在职员工 1983 年的退休金费用也减少 210 万美元。包括高于预计投资收益部分在内的其他保险精算收益足以抵消 1984 和 1983 年计划变更产生的额外退休金成本和资产负债表应计项目的利息费用。

公司的国外退休金计划不按以上计算和披露方法确定累计受益额和用于支付受益额净资产的保险精算价值。1984 和 1983 年 10 月 31 日，这些计划的养老基金和资产负债表应计项目总额都接近既定收益额的保险精算价值。

公司一般为美国退休员工提供健康和人寿保险收益。几乎全部公司的美国在职员工退休时都能获得这种收益。人寿保险收益可以通过退休金计划提供，也可通过单独的集体保险安排提供。与退休金计划提供的收益不同，退休人员健康和人寿保险收益的成本在发生当时记作费用，1984 年这种成本约为 260 万美元，1983 年约为 170 万美元。

附注 12

所得税

国内外所得税影响前收益（损失）如下所示（以千美元计）：

	各年结束于 10 月 31 日		
	1984	1983	1982
国内	1 578	(35 412)	(77 600)
国外：			
Harnischfeger 德国股份公司	432	(2 159)	(475)
所有其他公司	3 728	4 768	8 418
	4 160	2 609	7 943
全部所得税影响前收益（损失）、权益项目和会计变更的累积影响	5 738	(32 803)	(69 657)

所得税影响前收益、权益项目和会计变更的累积影响的所得税备抵（贷项）包括以下内容（以千美元计）：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	1984	1983	1982
当期应付（可退回）：			
联邦	—	(7 957)	(9 736)
州	136	297	70
国外	2 518	3 379	5 376
	2 654	(4 281)	(4 290)
递延（预付）：			
联邦	—	2 955	2 713
州和国外	(229)	(74)	(23)
	(229)	2 881	2 690
所得税备抵（贷项）	2 425	(1 400)	(1 600)

1983 年，国内收入署完成了对公司 1977—1981 年联邦所得税申报表和退税要求权的审查，结果是 1983 年记录了 800 万美元的联邦所得税贷项，其中 300 万美元用于抵减预付所得税。

1984 年，税额减免完全抵消了联邦所得税，否则这些所得税将抵消当年收益。1983 和 1982 年，纳税利益与税前损失的关系与美国法定税率有很大区别，主要是由于国内经营发生了损失，1982 年只得到一部分联邦纳税利益。因此，没有披露对递延所得税及其与美国法定税率差异的分析。

1984 年 10 月 31 日，国外子公司已经作为永久性投资或打算用做永久性投资的未汇出收益为 1 910 万美元。由于这些收益已经支付了国外所得税，如果这种税金可以作为国外税额减免扣除，则分配这种收益产生的所得税费用将大大低于按美国所得税率计算的所得税费用。对被选定作为国内的国际销售公司计税的合并子公司的递延税收收益，不建立所得税备抵。1984 年的亏损减税方案规定，自 1984 年 12 月 31 日起，这种收益成为非应税收益。

1984 年 10 月 31 日，公司出于编制纳税申报表和出于记账目的披露的联邦税移后扣减经营损失（1998 和 1999 年到期）分别为大约 7 000 万美元和 8 800 万美元。此外，出于纳税目的，公司报告了 300 万美元国外税额减免移后冲减（1985—1989 年到期）和 100 万美元投资税额减免移后冲减（1997—1999 年到期）；而公司出于记账目的报告的税额减免移后冲减约为 800 万美元。移后冲减将用于减少未来所得税备抵，而未来所得税备抵的数额大小和建立时机都不能确定。

出于编制财务报告和出于纳税目的计算出的所得税前收益（损失）的差异产生于财务报告和税收报告间的时间性差异，而且与折旧、公司间存货收益的合并抵消及备抵——主要是质量担保备抵、退休金备抵、产品负债备抵和厂房出售备抵相关。

独立会计师报告

威斯康星州密尔沃基市

1984 年 11 月 29 日

Harnischfeger 公司董事和股东：

我们认为，报告 18—34 页的财务报表公允地反映了 Harnischfeger 及其子公司 1984 年 10 月 31 日和 1983 年 10 月 31 日的合并财务状况，以及截至 1984 年 10 月 31 日前 3 年的经营成果和财务状况变动。除报告 23 页附注 2 说明的折旧费用会计处理方法的变更外，符合该期间一贯应用的公认会计准则。我们同意公司所作的变更。我们对报表的审查是依据公认审计准则进行的，相应包括了检查会计记录和我们认为在该条件下必要的其他审计程序。

普华会计师事务所

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第4章 资产分析

资产是企业拥有的能够带来未来经济利益并能够确切地加以计量的经济资源。资产可以采取多种形式，包括现金、有价证券、对客户的应收款项、存货、固定资产、对其他公司的长期投资和无形资产。

资产确认和计价的主要原则是历史成本和稳健性原则。根据历史成本原则，资产按原始成本计价；如果公允市价低于成本，稳健性原则要求调低资产价值。

资产分析包括确认一项支出应记作公司财务报表中的资产，还是应记作当期费用。这就要求分析师了解谁对资源拥有所有权，资源能否产生未来收益，以及能否对收益合理地加以计量。资产分析还包括评估财务报表报告的资产价值，要求对摊销、备抵和减值进行评估。

这一章我们探讨资产记录遵循的主要原则，以及资产报告中存在的挑战和分析的机会。

4.1 历史成本和稳健性原则

资产用于为所有者创造未来收益。投资者关心投入企业的资源是否被有效使用。资产负债表为这种分析提供了有用的起点，因为它能提供有关管理层购入或开发资源价值的信息。在大多数国家，资产负债表中报告的资产按历史交换价格计价。之所以采用历史交换价格而非公允价值、重置价值或使用价值对资产计价，是因为历史交换价格通常更具有可验性。从投资者的角度看，这一点十分重要，因为经理有展示他们很好地完成了公司资源经管责任的动机。通过要求交易按历史交换价格记录，会计限制了经理高估所获取或开发资产价值的能力。当然，历史成本也限制了投资者获得有关公司资产潜在能力的信息，因为交换价格通常与公允价值或使用价值不同。

稳健性原则确立了历史成本计价的特例，它要求管理层减低残损资产的公允价值。存货按照成本与市价孰低法计价，预计尚未回收应收账款的坏账损失，以及减低预计成本不能回收的经营资产的价值都是稳健性原则的应用。因此，稳健性原则针对管理层不会高估公司资源的价值为投资者提供了额外的保证。所以，可以将资产负债表报告的资产价值看做管理层当前经营战略产生的未来收益价值的下限。

最近，遵守历史成本和稳健性原则受到了挑战。在美国，要求对一些金融工具采用公允价值而非历史成本计价。此外，在英国、澳大利亚和其他一些国家，还允许对其他种类的有形和无形资产按公允价值计价。

4.2 资产报告面临的挑战

财务报告面临的主要挑战是确定何种费用可记作资产，图 4-1 显示了资产确认的主要标准。毫

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

无疑问，这与第 7 章阐述的费用确认标准相关。资产确认的主要问题，包括评估谁对资源拥有所有权，资源能否产生未来收益，以及能否对收益合理地加以计量。

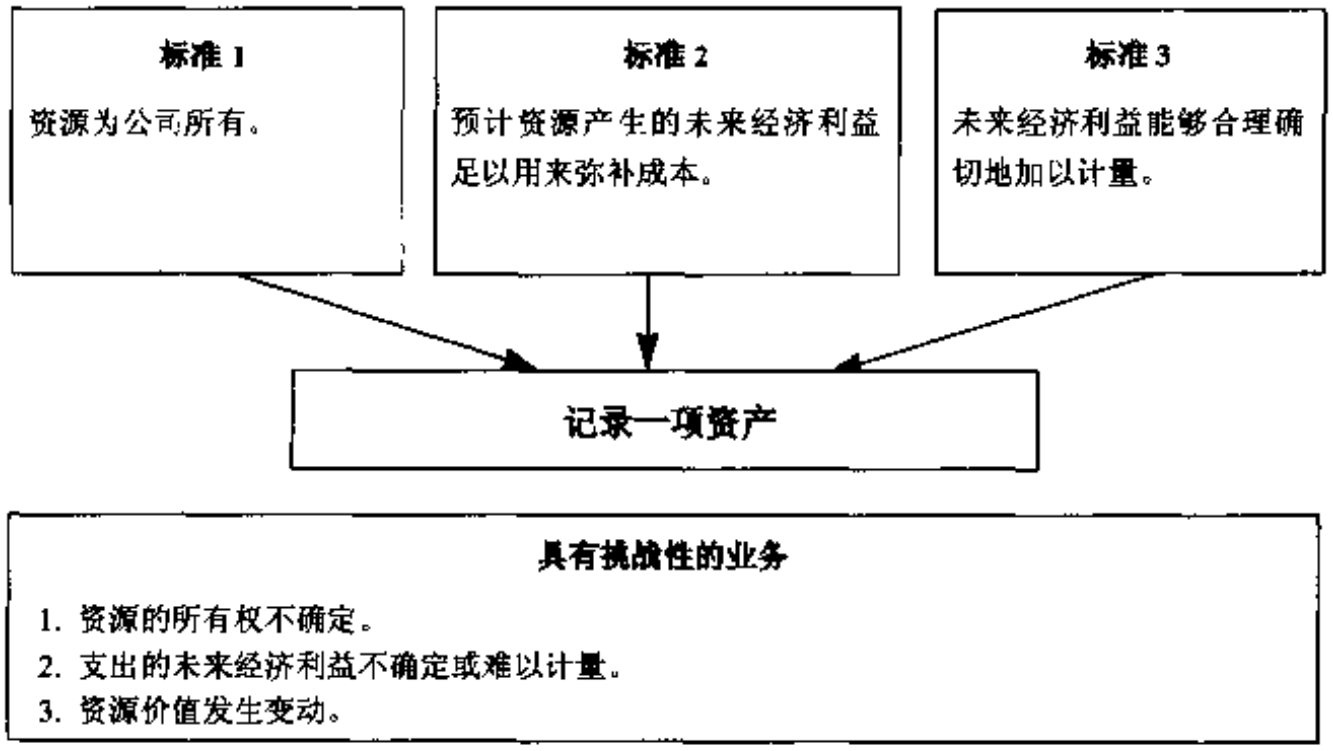


图 4-1 资产确认标准和标准执行面临的挑战

正如我们在这一章所论述的，资产确认为管理层作出财务报告判断创造了许多机会。当资源所有权不确定时，这些机会普遍存在；当支出的经济利益不确定或难以确定，或资源的价值已经改变时，这些机会也会产生。下面我们论述财务报告面临挑战的类型。

挑战 1：资源的所有权不确定

对公司使用的大多数资源来说，其所有权相当明确，即使用资源的公司拥有资产所有权。然而，对一些交易而言，谁拥有资源这个问题可能很微妙。下面我们将讨论对所有权确定提出有趣挑战的两个交易案例。一个是有关租赁资源的，谁是资产的实际所有者——出租人还是承租人？另一个是有关员工培训的，谁实际拥有培训项目带来的利益——提供培训的公司还是员工？

案例：租赁资源 1998 年 12 月 31 日，美国航空公司在财务报告中指出，公司机群的 42%来自租赁（273 架飞机），租期为 10—25 年；未来 5 年每年租赁债务超过 10 亿美元，其后将达到 134 亿美元。公司在年度报告中提到："飞机租赁租约通常可以在 1—5 年的租赁期结束时以公允市价为基础重新订立。在租赁期结束或接近结束时，公司对大多数租赁飞机拥有按公允市价购买的购买选择权，但公允市价通常不超过出租人飞机购置成本的设定比例或事先确定的固定金额。"那么谁是这些飞机的实际所有者？美国航空公司实际上使用出租人提供的资金购买了飞机，抑或该项租赁确属一种短期租赁安排？

对某一种租赁安排等同于购买或属于租赁的评估具有一定的主观性。它取决于承租人是否实际承担了与所有权相关的风险，如资产的过时陈旧和有形损耗。为使租赁业务的报告规范化，会计准则提出了明确的区分标准。根据第 13 号《财务会计报表公告》，如果满足以下条件，则租赁等同于购买：（1）租赁期满资产所有权转移给承租人；（2）租赁期满承租人有权按协议价格购买资产；（3）租期至少为资产预计使用期限的 75%；（4）支付租金的现值至少为资产公允价值的 90%。如前所述，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

美国航空公司对许多飞机拥有按预计市价购买的购买选择权。此外，公司还报告，其飞机的预计使用期限为 25 年。

如果租赁契约符合事实上的购买标准，则将租赁资产按照应付租金的现值记作融资租赁固定资产，同时列示相同数额的负债以反映为购买资产融通的资金。在后续期间，租赁设备按租期计提折旧，支付的租金作为利息和负债偿还处理。1998 年美国航空公司融资租入 187 架飞机，记录了 16.71 亿美元的租赁债务。

如果租赁契约不符合事实上的购买标准，称为经营租赁，承租人在租期内报告租赁费用。1998 年美国航空公司只将 86 架飞机的租赁作为经营租赁。

当然，由于租赁的报告标准具有客观性，它们为管理层提供了规避融资租赁和经营租赁之间实质差别的机会。例如，美国航空公司的管理层可以以使交易符合经营或融资租赁定义的方式书写租赁条件。此外，执行租赁业务的报告标准还需要管理层预测所租赁飞机的使用期限和公允价值。通过将公司的融资租赁债务（16.71 亿美元）与 1999—2003 年对所有租赁债务的支付相比较，分析师可以发现，尽管公司的融资租赁多于经营租赁，但美国航空公司采用经营租赁方式租入了最昂贵的设备。这是一种有意识的经营战略，还是公司试图使其为更昂贵的飞机融资产生的实际负债不在资产负债表中反映？

案例：人力资本 公司将大量资金用于员工的职业发展和培训。美国公司每年花费的正式员工培训费用约为 300 亿—1 480 亿美元。如果将非正式培训计算在内，在职培训成本将以 2—3 倍的系数增长。[1]

培训计划的范围从重视提高不适用于其他工作、只与公司相关的特有技能，到提升其他雇主也重视的员工一般技能不定。只有员工承诺完成培训后继续留在公司一段时期，公司才愿意提供一般技能培训。这种承诺的典型实例是公司支付员工参加 MBA 项目的培训费。

公司花费资源用于正式培训，一般是期望通过提高生产率和产品或服务质量使公司长期受益。如何记录这些开支？应将它们视做资产并在员工在公司的预计工作期限内摊销，还是应将它们立即记作费用？

会计人员认为通过培训形成的技能不为公司而为员工所拥有，因此员工可以不经现有雇主同意离开公司到另一家公司任职。而且，确定培训对公司未来业绩的影响也很困难。所以，美国和其他国家的会计准则要求在培训成本发生当时将其立即冲销。

根据培训成本的会计处理方法，财务分析可以通过将能够成功地通过员工培训创造价值和不能通过员工培训创造价值的公司加以区分带来价值。这对人力资本是主要资源的公司十分关键，专业公司就属于这种情况。培训还能为依赖于了解公司产品技术细节的销售人员的公司创造有价值的资产。对这种公司而言，培训对创造客户价值和提高公司产品在市场上的声誉十分重要。

主要分析问题

以上论述表明当难以确定所有权时，管理层就有机会运用其判断权决定是否将一项资源的获取记作资产。在其他情况下，管理层可能因会计准则不允许公司将资源的获取记作资产而不具有判断权。两种

1 参见 Lisa M. Lynch, "A Needs Analysis of Training Data," *Labor Statistics Measurement Issues: Studies in Income and Wealth*, Volume 60 (Chicago: University of Chicago Press, 1998)。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

情况都为财务分析提供了机会。前者提供了对管理层使用的报告方法所依据的假设前提加以评估的机会；后者提供了将能够保持资源支出收益的公司与不能保持资源支出收益的公司相区分的机会，即使在所有权含糊不清时也可做到这一点。因此，以下问题可能对分析师很有用：

- 公司的哪些资源因所产生收益的所有权不确定而被排除在资产负债表之外？如果这些资源对公司的战略和价值创造很重要，哪些替代指标可用于评估这些资源的经管情况？例如，如果人力资本是一项主要资产，公司花费多少资金用于培训？员工更替率如何？公司使用哪些指标评估培训项目的有效性？
- 管理层有意通过书写合同来避免拥有主要资源的全部所有权吗？如果是这样，哪些因素可以说明公司具有这种行为？例如，公司有哪些租赁安排？租赁是用于处理管理层不能控制的技术风险还是用于在资产负债表外报告主要资产（和负债）？
- 如果租赁是用于避免在财务报表中报告主要资产和负债，那么将这些项目在财务报表中列示会产生哪些影响？
- 当存在所有权问题时，公司改变资源支出的报告方法了吗？例如，公司改变融资租赁资产的摊销方法了吗？哪些因素可以说明公司作出了这些决定？公司改变其经营模式了吗？

挑战 2：经济利益不确定或难以计量

支出带来的未来经济利益难以计量或高度不确定是对可否将该项支出记作资产的另一个挑战。由于客观世界具有不确定性，常常很难准确预测与资本支出相关的未来利益。公司不知道竞争对手是否会推出新的产品或服务，从而使其产品或服务陈旧过时；不知道新工厂生产的产品是否是客户打算购买的类型；也不知道油价变动是否会降低其采油设备的价值。在什么情况下会计人员会认为这些不确定性和计量问题十分严重，以致需要将能够带来多期利益的支出费用化？什么情况下可以将这种支出资本化？

大多数资源的经济价值建立在对未来不确定的经济利益进行预计的基础上。例如，应收款项的价值是减去不能回收坏账后的净值，租赁和自有资产有未来残值，营销和研发支出创造品牌价值。下面我们通过探讨对三种类型支出的报告，阐明会计人员在记录商誉、品牌和递延所得税资产这三项资产时如何看待不确定性。

案例：商誉 1996 年 2 月 9 日，迪斯尼公司以 101 亿美元现金和价值 88 亿美元（按照交易宣告日的股价计算）的 1 亿 5 500 万股迪斯尼股票收购了 Capital Cities/ABC 公司。Cap Cities 拥有 ABC 电视网、8 家电视台、ABC 广播网和 21 家广播电台以及 ESPN 公司 80%的股份，播放有线电视节目，还发行日报、周报、购物指南、各种专业和商业期刊以及书籍。它们大多数是无形资产。1994 年，就在收购前，Cap Cities 预计其 53 亿美元广播收入的 85%和 11 亿发行收入的 70%约来自广告销售，而非有形产品或服务。

迪斯尼预计 ABC 有形资产的公允市价为 40 亿美元（15 亿现金）、负债为 43 亿美元。应当怎样在迪斯尼的账簿中记录该项收购？应将 189 亿美元的买价与 3 亿美元的净负债之间的差额在迪斯尼的账簿中记作无形资产，还是应将这 192 亿美元的差额冲销掉？如果记作无形资产，迪斯尼期望从收购中实现的利益有哪些？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在迪斯尼发布收购要约前，ABC 权益的市价约为 90 亿美元，这意味着迪斯尼为获取 ABC 的无形资产支付了超过 1 倍的溢价。这就是该会计问题棘手的地方。如果将全部收购价列作资产，迪斯尼的管理层和审计师必须确定该项支出可以回收，但什么原因使得 ABC 公司的无形资产对迪斯尼的价值是对公司以前所有者价值的 2 倍？或者迪斯尼只是多付了对 Cap Cities/ABC 的收购款，即意味着它不能回收 190 亿美元的商誉？

现在，大多数国家的会计要求像迪斯尼这样的公司按照公允价值记录所收购有形资产和负债的价值，并将全部 190 亿美元的商誉列作资产。这种方法的理由在于买卖双方进行的是公平市价基础上的正常交易。这里假定迪斯尼管理层所进行的收购没有减损其股东的价值，而且管理层拥有与对新公司所作规划创造价值相关的最多信息。除非有相反证据，这些假定构成商誉的计价基础。完成收购后，美国会计要求迪斯尼在不超过 40 年的期限内摊销商誉（参见第 7 章）。

这种会计形式带来两个挑战。首先，由于很难评估合并能否实现预期利益，因此难以预计商誉是否已经变成了“差信誉”。因管理层的动机不同，这种情况很复杂。如果合并没有如计划那样取得成功，管理层未必会承认自己犯了错误。其次，任意确定商誉的摊销期使成功实现收购的公司很难从一般公司中脱颖而出。如果都采用 40 年的摊销期，则提高了股东价值的公司与没有创造新价值的公司会采用完全相同的方式报告收购。

案例：品牌 可口可乐公司报告的权益账面价值为 84 亿美元，而其市场价值为 1 650 亿美元，差额的大部分属于可乐公司（Coke）的品牌价值。经过多年对广告、推销和包装的投资，Coke 创建了自己的品牌。其他著名的品牌还有万宝路、雀巢、柯达、微软、百威、家乐士、吉列、麦当劳、古驰、奔驰和 Baccardi。品牌产品能够通过以下方式为其所有者创造价值：（1）花费低于竞争对手的营销费用，因为市场对产品的认知度高；（2）与分销商和零售商形成合力，因为客户希望他们持有该品牌；（3）使产品价格高于竞争对手，因为客户对产品价值有较高的认知。与专利权和版权不同，对品牌没有使用期限的限制。如果经营得好，品牌可以成为永久性资产。

正如第 7 章提到的，提升品牌价值的广告、推销和包装活动一般记作费用。采纳这个惯例是因为难以将广告支出与品牌创建联系起来。首先对品牌估价困难，而且考虑到在评估广告将在什么情况下以及多大程度上提升品牌价值且只对当期收入产生影响过程中面临的挑战，会计人员传统上不将品牌资本列作资产。在美国，即使对购入的品牌也不单独报告，而是作为无形资产的一部分包含于其中。

不过，在澳大利亚和英国，允许公司在账簿中记录品牌资产。这种现象背后的驱动力是兼并和收购。目标公司在其账簿中对品牌进行估价和再估价。例如，1989 年，在 General Cinema 显示了对 Cadbury Schweppes 日益增强的收购兴趣后，后者对其自 1985 年起获取的品牌进行了估价。这些资产没有被摊销，但每年都对价值的降低进行审核。1997 年，Cadbury 在其资产负债表中报告了 15.75 亿美元的品牌无形资产，占全部资产的 1/3。

在账簿中将品牌记作资产为管理层提供了向投资者传递品牌价值的方法。它还表明管理者们意识到了这些资产的重要性，并且显示了品牌每年的经营情况。经营得好的品牌能够保持其价值，而经营得差的品牌将被削减价值。尽管如此，将品牌列入资产负债表仍会为管理层错误使用判断权提供机会。考虑到预计品牌价值的困难，投资者可能担心管理层夸大品牌价值且不按时确认价值的下降。管理层可以通过聘请独立评估专家对品牌资产进行评估和请审计师不经签字而批准估价结果来

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

减轻这些担心。不过，即使这种形式的证明也不能完全消除投资者的顾虑。

对没有将品牌记作资产的公司而言（即大多数公司），管理层面临的挑战是通过其他途径使投资者确信品牌的价值。例如，可口可乐公司在 1998 年年度报告中提供了公司在北美主要品牌的业绩资料，如下表：

美国各品牌销量的年均增长率		
1 年	概况	人口 3.05 亿
Coca-Cola USA ■ 6%		人均 377
行业中其他品牌 ■ 3%		人均最高 佐治亚州罗马市，821
5 年		人均最低 加拿大魁北克省，142
Coca-Cola USA ■ 6%	主要品牌 1998 年与 1997 年相比各品牌销售增长率	Coca-Cola Classic 3%
行业中其他品牌 ■ 2%		Diet Coke 4%
行业中其他品牌只包括软饮料		Sprite 9%
		Also Notable:
		Fruitopia 105%
		POWERaDE 33%
		Minute Maid soft drinks 29%
		Nestea 20%
		Barq's 18%

资料来源：可口可乐公司 1998 年年度报告。

在报告中可口可乐公司还概括了为支持其品牌采取的积极行动。在北美采取的行动包括赞助全国汽车比赛协会（NASCAR）和在美国各地 10 000 多家零售店分发 5 000 万张提供折扣的可口可乐卡片。此外，公司宣布了 1999 年品牌扩展计划，即增加两种新的 POWERaDE 风味（Arctic Shatter 和 Dark Downburst）和一种新的 Fruitopia 口味（Kiwiberry Ruckus）以及将 Dasani——一种添加矿物质的纯净水投放市场。可口可乐公司在其他市场也采取了类似的行动。例如，在阿根廷发起了一次鼓励人们在进餐时消费可口可乐产品的崭新营销运动；在亚洲公司着重于通过扩大自动售货机的使用范围使产品更易于获得；在墨西哥则通过赞助篮球运动推动雪碧的消费。投资者和财务报表使用者面临的挑战是评估这些营销行动及品牌扩展能否成功地为可口可乐公司创造价值。

案例：递延所得税资产 美国和其他许多国家的税法允许发生经营损失的公司将损失移到能够被正收益抵消的未来期间冲减。这种移后冲减能够以减少未来所得税债务的形式提供未来经济利益。例如，互联网书籍、音乐和录像商品零售商——亚马逊公司 1998 年发生经营损失 2.07 亿美元，相当于使未来所得税节省 7 310 万美元。这些“税损移后冲减”（tax loss carryforwards）为亚马逊公司提供了潜在的未来经济利益。当然，只有在亚马逊公司实际获取未来收益时，移后冲减才有价值。公司在报告中指出，这些损失移后冲减将于 2011 年到期。

财务报告应如何记录亚马逊公司的经营损失移后冲减（operating loss carryforwards）？它们应列作资产负债表中的资产吗？如果是这样，考虑到如果公司持续亏损，它们可能永远不被使用，应以什么价值对它们加以列示？根据《财务会计准则公告》第 109 号，要求公司将经营损失移后冲减的价值减去对其中不能实现资产计提的价值备抵后的净额列作递延所得税资产。财务会计准则委员会声明，有 50%以上可能性不能实现的递延所得税资产应当包括在价值备抵中。这种方法与应收账款和应收票据的计价相类似。应收款项按照总额减去坏账备抵后的净额列示。

如果税务报告先于财务报告确认收益实现，也会产生递延所得税资产问题。例如，税务报告对预付收入的确认常常先于财务报告。在编制财务报告时要对保修费用进行预计，但在编制税务报告

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

时，只有保修费债务实际发生，才对其加以确认。由于在应税收益和会计收益之间存在这些临时性差异，税金可能在财务报表确认收益前支付。配比原则要求按照应计制的方法确认这种预付款。《财务会计准则公告》第109号提出的这种预付款项的记录规则与经营损失移后冲减的报告规则相类似。这样，产生了递延所得税资产，而且建立了记录不能实现的那部分资产的价值备抵。

在财务报告中列示递延所得税资产为管理层提供了行使估计价值备抵判断权的机会。估计的基础是基于管理层对公司能否获取未来收益，以及如果公司能够获取未来收益，它们是否能够充分利用经营损失移后冲减和预付税金的预测。近期研究没有发现经理运用这种判断权操纵收益的迹象。[2]

亚马逊公司在报告中指出，由于税务报告和财务报告确认收益方法不同产生的临时性差异给公司带来1 280万美元的递延所得税利益，加上7 310万美元的经营损失移后冲减，共有8 590万美元递延所得税资产。财务报告面临的挑战是要预计实际上有多少资产能够实现。亚马逊公司从未赚取利润。实际上，其经营业绩自1996年起已经恶化，1996、1997和1998年分别发生620万美元、3 100万美元和1.245亿美元损失。而且，在1999年3月19日，财务分析师预计公司1999和2000年也不会盈利，分别可能发生4亿美元和1.4亿美元的损失。根据这些资料，亚马逊公司似乎不能很快利用其递延所得税资产。[3]因此，公司在报告中指出，它将递延所得税资产的全部价值包括在价值备抵中，而使递延所得税资产的账面净值为零。

主要分析问题

以上举例说明了经济利益不确定或支出难以计量的三种报告方法。第一种方法要求在支出发生时立即记作费用，不给管理层留有在财务报告中使用判断权的余地，通常用于记录品牌开发支出和研发支出；第二种方法将支出记作资产，为管理层提供了在后续期间摊销资产或冲减资产的判断权，例如商誉和固定资产支出的记录；第三种方法要求按照支出产生利益的预计价值记录，需要管理层行使相当大的判断权，例如应收款项和递延所得税资产的记录。这三种方法给财务分析师提出了以下挑战和问题：

- 资产负债表中列示的哪些资产最难计量和计价？可以进行市场流通的资产，如有价证券，相对容易计价；而独特的或公司特有资产，如商誉和品牌，最具挑战性。这种类型资产的计价基础是什么？在编制财务报告时作出了哪些假定？例如，这些资产的摊销期是多长，管理层对备抵的预计是多少？
- 管理层对资产计价所作的假设或预计与以往年度相比怎么样？商誉的设定摊销期限发生变更了吗？本期按总资产的一定比例计提的应收款项或递延所得税资产备抵与以往年度相比有很大区别吗？哪些因素可以解释这些变动？公司改变其经营战略和经营政策了吗？公司所在行业或整个经济的发展前景有变动吗？
- 管理层对资产计价所作假设与其竞争对手相比怎么样？如果存在差别，其潜在的理由是什么？公司拥有不同的经营战略吗？公司在不同区域经营吗？管理层有不同的操纵利润动机吗？
- 管理层曾经高估或低估过难以计价资产的价值吗？例如，公司出售这类资产总是发生损失或获

2 参见G. Miller and D. Skinner, "Determinants of the Valuation Allowance for Deferred Tax Assets Under SFAS No. 109," *The Accounting Review* 73, No.2, 1998。

3 尽管报告的业绩很差，但在自首次公开发行起的22个月中，公司股价从1.7美元提高到超过170美元，表明投资者对公司的长期前景非常乐观。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

得收益吗？

- 哪些主要资产因难以计量或具有不确定性而未在资产负债表中列示？这些资产指品牌、研发支出和其他无形资产。公司是怎样管理这些资产的？管理层说明其保持、增强和举债经营这些资产的战略了吗？公司在评估这些资产的管理效果如何时看重哪些指标？

挑战 3　未来经济利益发生变动

记录资产的最后一个挑战是如何反映资产价值随时间推移发生的变动。应将哪类资产提高或削减至市场价值？下面我们通过经营资产价值的变动、金融工具价值的变动和汇率波动导致的国外子公司价值变动说明这个问题。

案例：经营资产价值的变动　经营资产价值的变动以多种方式反映在财务报表中。例如，应收款项价值的变动在坏账备抵中反映；贷款组合价值的变动在损失准备中反映；资产使用期限和残值的改变在预计摊销值中反映；存货和长期资产价值的下降在减值中反映。

美国会计准则不允许确认超过经营资产历史成本的价值增长，不过，正如第 7 章指出的，《财务会计准则公告》第 121 号要求将经营资产的价值减损减低至低于成本的市场价值。这种方法与稳健性原则相一致。但是，执行这一标准面临的挑战是常常很难评估一项资产的价值是否发生了减损以及如果发生价值减损，损失的数额是多少。因此，在决定何时确认资产价值的减损以及减低多少价值时，管理层有相当大的斟酌处理权。一些公司延迟记录资产减损或低估减损影响的问题可能产生；或者，一些人可能提出经理为提高未来报告业绩，是否过于积极地通过记录减损费用减低资产价值的疑问。

在世界上一些地方，允许管理层按公允价值对资产计价。例如，英国和澳大利亚允许经理在固定资产和无形资产价值上升时对其重新估价。因此，鲁伯特·默多克（Rupert Murdoch）经营的澳大利亚新闻传媒公司——新闻集团（News Corp）在其 1998 年年度报告中指出，版权、所有权和电视特许权等无形资产被重新按市场价值计价。市场价值是通过“将继续使用或出售产生的预计净现金流量折现”估计出来的（参见 News Corp 年度报告的脚注 1）。这样，公司将成本为 72.83 亿美元的无形资产按照 120.3 亿美元的公允价值列示在报表中。

由于允许公司对资产重新估价，美国和澳大利亚的准则允许经理将他们对公司主要资产价值的预计传递给投资者。不过，这些准则也为经理提供了更多高估资产的机会。[4]

案例：金融工具价值的变动　许多金融资产在资本市场上交易，因而可以获得相对客观的价值。对债务证券而言，即使市场可能并不十分成熟或流通性并不是很强，金融定价模型也能对其价值作出相对可靠的预计。金融理论认为如果公司（或个人）与其他投资者拥有有关金融工具价值的相同信息，则他们通常会在金融市场上以当前市价买卖金融工具。因此，由于公允价值可以较低成本获得、能独立验证，且与财务报表使用者而非购置成本更加相关，因而可以为提高或降低资产价值至市价提供有力的证据。

4　P. Easton, P. Eddey, and T. Harris, “An Investigation of Revaluations of Tangible Long-Lived Assets,” *Journal of Accounting Research* 31, 1993, 考察了澳大利亚公司资产的重估价，并发现资产重估价与滞后的收益呈弱相关，表明投资者将重估价视做相关但并不十分及时的披露。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

当然，如果金融工具所有者对另一家公司实施控制，则所有者不能按市价交易。试图出售这种金融工具将被其他投资者理解为暗示出售者认为此时是销售的良机，会降低金融工具的价格。这意味着将这种资产调整至市价是不恰当的。

图 4-2 概括了金融工具价值变动的会计计价影响。它表明报告影响主要取决于所有者的动机。

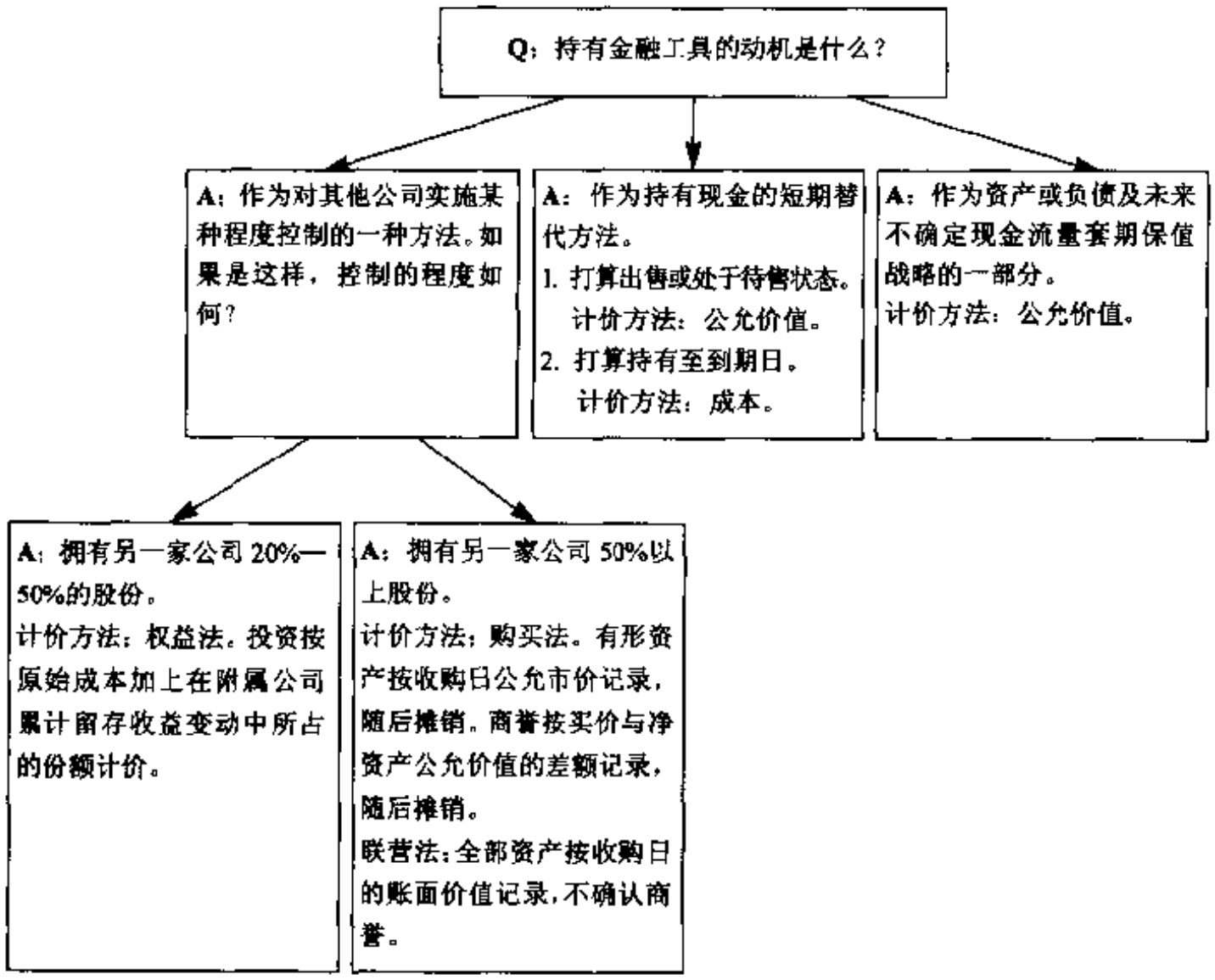


图 4-2 金融工具的计价

美国会计准则规定，如果拥有金融工具是出于控制原因，则不允许按公允价值对其加以记录。相反，投资可以采用权益法或合并法记录。当一家公司拥有另一家公司 20%—50%的股份而且被认为对另一家公司拥有部分而非全部控制权（称为附属公司）时，可以采用权益法。在这种情况下，投资按原始成本加上自投资之日起所有者在附属公司累计留存收益变动中所占的份额计价。当通过投资拥有超过 50%的股份时，所有者被认为对子公司拥有全部控制权。在这种情况下，收购者将子公司资产与其自身资产合并。可以采用两种合并方法。如果子公司是用现金购入的，则采用购买法。按照这种方法，子公司的资产在收购日按照公允价值反映在所有者的资产负债表中，在以后会计期间摊销。买价与有形净资产公允价值之间的差额记作商誉，在不超过 40 年的使用期限内摊销。如果子公司使用股票购入的，则采用联营法记录收购。按照这种方法，子公司的资产按照原始成本价反映在所有者的资产负债表中，不确认商誉。

如果金融工具所有者没有对另一家公司实施控制，则会计人员更倾向于对金融工具按公允市价计价。例如，如果持有金融工具的目的是采取保值措施以减少另一项资产公允价值变动带来的损失或避免未来预计现金流入量或流出量波动的损失，则对其按公允价值记录。如果公司持有金融工具作为现金储备，无论打算将其销售还是使其处于待售状态，都按公允价值记录。只有当管理层打算

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

将金融工具持有至到期日时，才按历史成本记录。

案例：国外子公司价值的变动 许多公司拥有国外子公司，这些子公司的资产价值要受到汇率波动的影响。如何确认这些波动？在购入国外子公司资产时，将其按历史汇率折算为当地货币了吗？抑或将其按现行汇率进行折算了吗？

美国报告外币对资产影响的相关规则要求，管理层在进行新的国外风险投资时，需确定该项投资承担的汇率风险。如果一家国外子公司的销售额、成本和融资主要以当地货币而非母公司货币反映，而且母子公司之间的交易很少，则认为这家子公司可以在很大程度上免受汇率波动的影响。在这种情况下，子公司的资产和负债自然避免了大量汇率波动风险，只有净资产可能要受汇率波动影响。因此，《财务会计准则公告》第52号要求子公司的资产（和负债）按现行汇率折算。母公司将只受汇率变动对净资产的影响，这种影响作为折算调整在股东权益中反映。[5]

如果子公司的销售额或成本以母公司货币反映，或者两者之间交易频繁，则合并公司的外币风险更加严重。在这种情况下，《财务会计准则公告》第52号要求采用货币和非货币法对子公司的资产和负债计价。按照这种方法，对货币性资产和负债（如现金、应收款项、应付款项和融资等）按现行汇率折算，而对非货币性资产和负债（如存货、固定资产和无形资产等）按历史汇率计价（在交易发生时）。[6]

主要分析问题

以上论述表明管理层对报告资产价值变动影响的判断权取决于资产类型、公司在哪个国家经营以及公司以何种方式经营。对财务分析师而言，这些因素提出了以下问题：

- 公司的经营资产发生了价值减损吗？价值减损的表现可能包括系统性的糟糕业绩或行业中的其他公司减低了该项资产的价值。如果资产发生了减损但价值没有被减低，管理层未确认价值减损的理由是什么？
- 管理层高估或低估了经营资产的以前价值减损损失，从而使得估价未来业绩很困难吗？公司是否始终报告价值减损损失，从而表明公司不愿提高价值减损的总体水平？管理层拥有解决问题的可行经营模式或计划吗？
- 如果管理层对经营资产重新估价，无论价格上升或下降，对公允市价作出预计的基础是什么？这种估价是以独立评估师的估价为基础，还是只是管理层的预计？
- 管理层对价值增加的资产进行重新估价的原因是什么？
- 管理层持有金融工具的动机是什么？这种动机与股东利益一致吗？例如，公司通过持有金融工具规避风险是出于保护股东利益目的还是出于保护经理利益目的？
- 全部金融工具的市场价值是多少？
- 对公司产生影响的国外经营带来的外币风险有哪些？损益表和资产负债表权益部分报告了哪些外币收益和损失？管理层采取套期保值措施规避外币风险了吗？这些措施有效吗？

---

5 因此，所有者权益按历史汇率折算（在权益被投资时），折算损益报告为折算调整。所有收入和费用按当年加权平均汇率折算。汇率损益不反映在损益表中。

6 根据货币/非货币法，所有者权益同样按历史汇率折算（在权益被投资时），收入和费用按当期加权平均汇率折算，但折旧按历史汇率折算。最后，折算损益包括在收益中。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

4.3 对资产会计的常见误解

以上有关资产会计的讨论使得对资产会计本质的许多常见误解显现出来。

1. 如果公司支付了一种资源的价款，则这种资源一定是资产。

这一逻辑常被用做将商誉列为资产的理由。在没有相反证据之前，该逻辑认为管理层将全部收购支出列为资产是正确的，因为它推定如果管理层没有预计到支出的未来收益前景，则不会花费这项支出。

然而，该逻辑忽视了有所企图的经理犯错误或一些经理并不尽量为股东着想而行事的可能性。收购和兼并常常如此。最近有证据表明，收购一般不会为收购公司的股东创造价值。这些交易下记录的商誉完全可能不是资产，而只反映管理层多支付给目标企业的收购款或对兼并利益的过高估计。事实上，许多收购公司在收购宣告日的负股票收益表明投资者对合并利益有所怀疑。然而，除非有证据表明价值发生了减损，否则会计人员并不将这种怀疑反映在商誉价值中。

另外值得一提的是，付款是确认资产的证明这一逻辑在会计中并没有一贯使用。例如，尽管经理也期望研发支出能够产生未来收益，但研发支出并不被视做资产。针对这种会计处理方法的明显矛盾，存在几个理由。一个理由是任何单一研究项目都具有相当大的失败风险。然而，研究计划也极有可能获取成功。事实上，研究计划和收购计划哪个更具风险并不很明显。另一个理由是研发支出比商誉更难验证。然而，即使这一点也不很明显。毕竟对许多收购而言，收购能够产生哪些利益并不十分明确，从而难以验证商誉是否发生了价值减损。相反，研究计划具有可识别的产出，可以验证支出是否形成了成功的产品。

2. 如果你不能踢到一种资源，则它不是一项资产。

这一观点常被用于说明将无形资产迅速冲销或排除在资产负债表之外的合理性。难以估计一些无形资产的经济利益是事实，正如上面提到的，对商誉而言尤其如此。然而，一些资产不具有实物形态并不意味着它们不具有价值。事实上，对许多公司而言，这种类型的资产最宝贵。例如，Merck 的两种最宝贵资产是它的研究能力和销售人员，前者使它能够生产出新药，后者则使它能够将药出售给医生。但是，两种资产都没有计入 Merck 的资产负债表。

. 从投资者的观点看，会计人员不愿给无形资产定价并不能降低其重要性。如果无形资产没有包括在财务报表中，投资者必须注意有关这些资产的其他信息来源。

3. 如果你购买了一种资源，则它一定是一项资产；如果你开发了一种资源，则它不可以是一项资产。

这一说法常用于说明记录研发支出和品牌等购入无形资产，而不记录内部形成无形资产的合理性。这种区别的理由似乎在于已完成的无形资产（如已完成的研发和已确立的品牌）比正在开发中的无形资产更容易计价。尽管这可能是事实，但它却允许两家拥有相同类型无形资产的公司对其业务活动采取完全不同的会计处理方法。内部形成这些资产的公司不列示资产的价值，而购入这些资

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

产的公司将资产列示在资产负债表中。

投资者在区分购入和内部形成资产时面临的实际问题是两种资产产生预计未来收益的确定性是否存在差别。如果不存在差别，投资者将把二者都视为有价值的资产，并关注它们的估价、经营以及在该期间价值是否发生了减损。因此，如果会计人员不确认内部形成资产，则投资者将被迫寻找有关这些资产的其他信息来源。

4. 只有你打算出售一项资产时，市价才是相关的。

会计人员普遍认为只有当所有者打算出售资产，资产的公允市价才是相关的。例如，如上所述，美国对作为现金储备持有的有价证券的计价规则要求，只有当所有者打算销售有价证券或有价证券处于待售状态时，才对其按公允价值计价。如果管理层打算将金融工具持有至到期日，则对其按历史成本计价。

这一逻辑意味着只要不出售资产，就可能避免发生经济损失。经济学家会认为这种处理方法很滑稽。如果你拥有微软的股票而且其公允价值上升，则你拥有的权益也会相应增加。无论你是否打算卖出微软的股票，这都是事实。如果你出售股票，则股票的公允市价反映市场对可得资源的最佳预计。你的出售或持有计划与股票的价值无关。需要注意的是，对经营资产而言可能并不是这样。厂房的公允价值可能低于其使用价值。此外，具有高使用价值的资产恰好是公司很可能保持的资产。因此，可分经营资产的公允价值或许没有充分反映它们对公司的价值。

小 结

资产记录主要依据历史成本原则和稳健性原则。根据历史成本原则，公司拥有的能够合理地带来未来利益的资源按历史成本计价。不过，如果一项资产的成本超过公允价值，稳健性原则要求将其价值调低至公允价值。美国一直是资产计价的历史成本和稳健性原则的强有力倡议者。但是，即使在美国，过去 20 年间对这些原则的遵守程度也已经下降，因为公司被允许将有价证券重新估价至公允价值。在美国以外，一些国家还允许企业对其他类型的资产，包括无形资产重新估价。

如果存在以下问题，历史成本和稳健性原则的执行可能具有挑战性：

1. 资源的所有权不确定，如租赁业务和培训支出。

2. 与资源相关的未来利益高度不确定或难以计量，如商誉、研发支出、品牌和递延所得税资产。

3. 资源价值发生变动，如经营资产发生价值减损、金融工具的公允价值发生变动以及估价国外子公司的汇率发生变动。

公司经理可能拥有有关公司资源的所有权风险和未来收益不确定性的最多信息。因此，他们承担了确定哪些支出可列作资产而哪些不能列作资产以及评估资产是否已发生价值减损的主要职责。当然，考虑到经理有报告他们很好地完成了所有者投资经管责任的动机，而且会计要求不对一些主

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

要经济资产（如研发支出、品牌、人力资本）加以记录，因而分析师有充足的机会独立评估公司资源的经管情况。

思考题

1. 一家航空公司签订了租赁一架飞机 20 年的协议。每年年初应付租赁债务 470 万美元。如果将这项租赁记作（a）融资租赁或（b）经营租赁，对财务报表会产生哪些影响？如果作为公司经理，为确定采取哪种租赁方式，你必须作出哪些预测？你愿意采用哪种方法记录该项租赁？为什么？如果作为财务分析师，你会向公司财务总监提出什么问题？

2. 美国培训与发展协会最近提议允许公司将培训成本在资产负债表中列作资产。如果作为公司经理，你会对这个提议作出什么反映？其优点是什么？你又有哪些担心？

3. 1991 年，美国最大的长途电话经营商——AT&T（美国电报电话公司）支付 75 亿美元收购一家计算机制造商——NCR。在收购前，NCR 资产的账面价值 45 亿美元，负债 15 亿美元。假设 NCR 资产的市场价值和账面价值没有太大差别，说明采用（a）联营法和（b）购买法处理收购对 AT&T 资产负债表的影响。

4. AT&T 的经理强烈倾向于采用联营法记录对 NCR 的收购。事实上，收购要约取决于联营法的使用能否得到批准。你认为 AT&T 的经理如此重视该笔交易会计处理方法的原因何在？如果作为财务分析师，你会向公司财务总监提出什么问题？

5. 你会采取什么方法估计品牌的价值？这些方法的假设前提是什么？如果作为财务分析师，你将采用什么方法评估 Cadbury Schweppes1997 年报告的 15.75 亿美元品牌价值是否是这些品牌产生未来收益的合理反映？你将就品牌资产向公司财务总监提出什么问题？

6. 公司在财务报告中按权责发生制记录坏账费用，而在税务报告中按收付实现制记录坏账费用。在 1999 年度报告中，公司报告坏账备抵账户（应收账款的对销账户）的期初和期末余额分别为 12 亿美元和 16.5 亿美元，该年度客户违约 5.5 亿美元，公司所得税率为 40%。由于财务报告和税务报告之间存在临时性差异而产生的递延所得税资产数额是多少？如果确定该项资产的 30%不能回收，应当如何记录这笔业务？如果作为财务分析师，你将就递延所得税资产向公司财务总监提出什么问题？

7. 如果作为公司财务总监，你将参看哪些指标来评估公司长期资产是否发生了价值减损？管理层或独立评估公司可以采用哪些方法评估资产减损的价值？如果作为财务分析师，你将参看哪些指标来评估公司长期资产是否发生了价值减损？你将就资产减损管理向公司财务总监提出什么问题？

8. 举出两个旨在通过持有金融工具进行套期保值以减少资产或负债公允价值变动损失的案例。你会在什么时候建议公司通过套期保值减少资产或负债公允价值变动损失？举出两个旨在通过持有金融工具进行套期保值来减少未来不确定现金流量损失的案例。你会在什么时候建议通过套期保值减少不确定的现金流量债务或现金流入量损失？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Boston Chicken 公司

Boston Chicken 公司或许是最能把握新经济实质的公司，其目标是像 Colonel Sanders 做炸鸡那样做烤鸡。烤鸡并没有什么特别的新奇之处，不过是鲜美多汁地旋转于熟食店橱窗中的禽类。但 Boston Chicken 其实并不完全从事禽类经营，而是从事选择不动产、设计店铺、组织特许经营和分析数据这一套市场获胜方案的开发。这些都是 Boston Chicken 的创新——与一种新药或电脑芯片设计具有同样价值的商业秘密。凭借这些创新，Boston Chicken 不仅发现了以可接受的价格运送大量家庭烹饪食品的秘密，而且将曾经是夫妻经营店的生意转变为一种崭新的全国性行业——外卖家庭烹饪食品——它极有可能抢走超市和餐馆的生意。

华盛顿邮报，1994 年 7 月 4 日

Boston Chicken 由斯科特·贝克（Scott Beck）于 1989 年成立，经营和特许经营销售以烤鸡、新鲜蔬菜、色拉和其他配菜为特色的套餐食品店。公司的理念是将与传统家庭烹饪相联系的新鲜、可口、吸引人的膳食与极大的便利和超值相结合。食物在明亮、吸引人的零售店销售，既可外卖也可在零售店享用，每人花费不足 5 美元。贝克提出："我们的战略是成为家庭膳食的替代品。我们的最大竞争者是比萨饼。"[1]

为有助于目标的实施，贝克召集了一支在快餐经营和特许经营方面拥有大量经验的管理队伍。贝克自己在 20 多岁时就成为了 Blockbuster Video 最早和最大的经销商之一，后来他将特许公司卖回母公司，得到 1.2 亿美元。公司其他高级管理人员包括肯德基（KFC）前任总裁、Bennigan's、Taco Bell、Red Lobster、Chili's 和 Baker's Square 前任副总裁。

公司结构和发展战略

到 1994 年底，Boston Chicken 经营 534 家商店，而 1991 年底仅经营 34 家。这可以解释为各年年增长率几乎达到 150%，平均每两天有一家新商店开业。正如附录 1 列示的财务报表所报告的，这一期间的收入大幅度增长，从 1991 年的 520 万美元增加到 1994 年的 9 620 万美元，净收益增加到 1 620 万美元（从 260 万美元的损失）。1995 年，这种增长持续；到第 3 季度，处于营业中的商店超过 750 家，季度销售收入达到 3 800 万美元（各季度经营成果摘要参见附录 2）。在《餐馆和公共机构》杂志（*Restaurant and Institutions*）1995 年发布的一项调查中，公司被投票选为"美国最受欢迎的鸡肉连锁店"。

为提供公司高速发展所需资金，Boston Chicken 于 1993 年 11 月将股票上市。190 万股的股票

该案例由 Paul M. Healy 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1997, President and Fellows of Harvard College. Harvard Business School case 9-198-032。

1 The Washington Post, July 4, 1994.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

上市非常成功，因为股价由最初售价 10 美元飞涨到高达 26.5 美元。不过，在股票上市后的几个月内股价回落到 18 美元。尽管如此，1994 年 8 月公司第二次以 18.5 美元价格公开发行的 200 万股份被超额认购。公司相应将发行股数增加到 600 万，筹集了 1.05 亿新资本（扣除发行成本后）。

价值 2 000 亿美元的餐饮业竞争激烈，其他几家公司很快利用了 Boston Chicken 的成功经验。例如，在 1993 年中期，肯德基（KFC）在它 5 100 家餐馆中的大多数引入烤鸡。4 个月后肯德基报告新鸡的销售收入超过 1.6 亿美元，从而使肯德基成为世界上最大的烤鸡连锁店。肯德基花费 1 亿美元将新产品投入市场，其中包括全国性的广告宣传活动。然而，一些分析师认为 Boston Chicken 面临的最大竞争不是来自其他竞争对手，而在于公司目标的实现程度如何。[2]

在 1994 年度报告中，Boston Chicken 将其主要目标阐述为巩固区域开发商组织、创建支持区域开发商的通信基础设施、不断改进经营以确保零售理念跟上消费者品位的变化。

区域开发商组织

Boston Chicken 的特许经营战略与大多数其他成功的特许企业不同。它不是将商店特许经营权出售给大量的小经销商，而是将特许权集中给予大的区域开发商。它建立了一个由 22 家区域特许经营店组成的网络，指向美国 60 个最大的大城市市场，要求每家特许经营店都具有确保经营效率和市场影响的必要规模。经销商一般是具有 15—20 年相关管理经验和充足财力的独立商人，受托在某一地区成立 50—100 家新店。这种结构旨在使特许经营在公司自营的控制和规模经济下，充分发挥企业家精神。

根据一般的特许经营协议，开发商一次性支付给 Boston Chicken 每家商店的特许经营费 35 000 美元，支付开业费 10 000 美元，而且每年按销售收入总额的 5%支付特许权转让使用费。此外，经销商每年分别拿出销售收入的 2%和 3.75%用于全国和地方的广告宣传。1994 年，根据这些协议收取的特许权转让使用费共计 1 740 万美元，新商店的首期特许经营费 1 300 万美元。由于公司为开发商提供信贷限额以帮助他们开发新商店，因而还获得利息收入。1994 年这种收入迅速增长到 1 160 万美元。其他收入还包括将一些商店租给特许经营者的租金收入和为开发商提供软件服务的服务费收入。

公司向区域开发商提供资金，以使区域开发商有能力帮助其扩展经营。根据协议，一旦开发商将至少 75%的权益资本用于开发新店，即可得到 Boston Chicken 提供的周转信贷。协议规定了开发商在一定期间内可以支取的限额，主要作为开发商的权益资本。一旦超过了支用期限，周转信贷就转变为 4—5 年的分期偿还长期贷款，利率设定为高于美国伊利诺伊州银行“参照利率”1%的变动利率。一些贷款还带有转换选择权，允许 Boston Chicken 在 2 年后将贷款转变为对开发商的股权，转换价格通常比贷款发放之初的股权价格高 12%—15%。

通信基础设施

公司投资 800 万—1 000 万美元建立计算机软件系统，以为其商店网提供支持且使总部能够与开发商商店相联系。该软件利用收银台输入的信息，建议商店经理何时添上另一架鸡肉或何时加热另一盘土豆泥。在提出建议时，它对每周的每一天、每个季节和每一特定商店的客户偏好都作出恰

2 参见 Stacy Dutton, “Kidder Peabody's equity research department”, Reuters news report, November 9,1993 。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

当的调整。该软件还提供与每天客户购买高峰期相适应的员工工作时间表信息，自动向经批准的供应方续订食品，并按小时更新商店的财务业绩。

新市场开发

新店址的选择对公司的未来成功至关重要。1995 年，公司聘请了 180 多位不动产和建筑方面的专家，以确保保持现在的发展速度并保持店址的规格。考虑到拥有这些资源，公司对在可预见的未来它至少每年能开 325 家新店表示乐观。

经营改进

1994 年，为提高经营效率和降低商店一级的成本，公司执行了许多计划。这些计划包括与主要供应商签订长期协议、引入中心商店理念、增加菜肴、采用店内客户反馈电脑系统、增设驾车购物车道。与供应商签订长期协议提供了锁定主要投入品价格的机会。例如，1994 年 10 月，公司与 Hudson Foods 达成了为期 5 年的成本加成协议（cost-plus agreement），购买两家 Hudson 家禽加工厂的全部产品。

中心商店包括一家零售店和一套厨房设施，该设施具有充足的空间和设备，能够为多达 20 家“卫星”商店提供最初阶段的食物准备，如洗切蔬菜等。准备好的食物被送到卫星商店，由卫星商店完成烹饪过程并供应产品。这个理念提高了配菜的质量和新鲜程度，因为中心商店更频繁地运送新鲜配菜；同时提高了食品口味的一致性，推动了日益增加的菜肴创新（因为需要培训较少的生产人员），而且使设施得到更有效的利用。

1994 年秋季，公司在其菜单中增加了蔬菜馅饼、凯撒色拉和肉桂苹果，以满足顾客对更多种类食品的需求。1995 年增加了烤火鸡、火腿和肉馅面包等主菜。提供这些新产品的商店未作任何重大的广告宣传就使销售收入翻了一翻。以将火鸡、火腿和肉馅放在新烤的面包上为特色的崭新熟食型三明治生产线也有助于午餐销售收入的提高。1995 年，公司将 2 000 万美元投资于 Progressive Bagels Concepts.Inc.（PBCI）——一家新鲜百吉饼零售店。根据这个协议，Boston Chicken 为 PBCI 提供为期 8 年的长期担保贷款，同时提供经营管理、不动产和系统支持服务。管理层认为该项投资为公司提供了更多了解清晨服务发展潜力的机会，这会进一步提高商店的生产力。到 1995 年末，该项投资增加到 8 000 万美元，PBCI 则发展到拥有 53 家商店（在 20 家商店基础上），同时计划在 1996 年再开 200—250 家。最后，在努力增加通常较少的第 4 季度销售收入的过程中，公司开始为感恩节和圣诞节供应整个火腿和整只火鸡。由于采取了这些扩大产品供应的行动，Boston Chicken 决定改名为 Boston Market。

1995 年，公司开始使用能使其与各商店顾客保持更好联系的技术。公司在许多商店安装了触摸式计算机终端，从而使顾客能够评价食品和服务的质量。Ernst & Young 的从前合伙人、Boston Chicken 的计算机经营主管布莱恩·赫斯特（Blaine Hurst）指出：“如果我能节省 0.5%的食品成本，那会是一大笔钱；但如果我能立即了解到顾客不喜欢的饮料选择组合而且能在一周内改变它——那将值更多钱。”

最后，为提高顾客的购买便利，公司决定为其商店增设驾车购物车道。到 1994 年末，18 个州的 62 家商店开设了驾车购物窗口。公司进行的市场调研表明，如果不提供这种便利，多达 2/3 的顾客不会光顾这些商店。1995 年计划在另外 65 家商店增设驾车购物车道，预计最终有 70%的商店将能够提供驾车购物便利。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

预计未来业绩

1995 年年末，大多数餐饮业分析师对 Boston Chicken 的未来业绩持乐观态度。例如，Lehman Brothers 的迈克尔·莫（Michael Moe）指出："Boston Chicken 确实是家庭膳食替代市场的领袖……两人家庭正在寻找一种能够承受得起的方式来代替在家准备膳食，Boston Chicken 通过准备顾客认为高质量、健康和方便的食物满足了这种需求。这种家庭膳食的替代品受到价值意识强的顾客的好评。百吉饼行业对 Boston Chicken 而言是另一个充满机会的热门领域，目前该行业是美国最热门的增长领域之一。"[3] 莫认为该公司的股票将上涨，而且预计 1995 年每股收益将为 0.63 美元，1996 年将为 0.90 美元，1997—2001 年每年将持续增长 45%。

然而，不是每个人都对该公司有好印象。Lipton 金融服务公司的罗杰·利普顿（Roger Lipton）认为 Boston Chicken 的经销商实际上发生了亏损。Lipton 金融服务公司是 Axiom 资本管理公司的附属公司，Axiom 资本管理公司已经卖空了 Boston Chicken 的股票。他预计每一家特许经营商店的销售收入必须达到每周平均 23 000 美元（减去销售折扣后的净额），才能弥补劳动力成本、销售成本以及其他费用。Lipton 声称，每家商店每周实际平均销售收入只有 18 900 美元，也就意味着经销商们在赔钱。Lipton 指出："由于 Boston Chicken 的全部收益来自于特许经营费、特许权转让使用费和经销商支付的利息，而大多数经销商由特许企业提供资金，因此收益的质量很低。"[4]

针对大家对经销商经济状况的担心，管理层报告 1995 年第 3 季度每家商店的每周平均销售收入为 23 388 美元，第 2 季度为 22 227 美元。而且，1995 年 12 月 1 日股票收盘价为 33.75 美元，比年初价格上涨 1 倍多（标准普尔 500 家股票价格上涨 56%）。[5] 但公司的不确定性仍然持续。股票的空头净额达到 1 000 万股的历史最高纪录，超过流通在外股数 20%多，是 1995 年初空头净额的 2 倍。

思考题

1. 评估 Boston Chicken 的经营战略。其成功要素和风险是什么？

2. 公司是如何报告其业绩和风险的？支持这些政策的主要假设有哪些？你认为公司的会计政策反映风险了吗？

3. 如果需要，你将对公司会计政策作出哪些调整？

4. 你将就公司业绩向管理层提出哪些问题？

5. Boston Chicken 经营得怎么样？

6. 市场对公司未来业绩和风险作出了哪些假设？你同意这些评价吗？

---

3 Michael Moe, Lehman Brothers, October 25, 1995.
4 "Inside Wall Street," Business Week, June 12, 1995.
5 在 1995 年 12 月 1 日，Boston Chicken 的权益 β 为 1.5，30 年美国国库券的收益率为 6.04%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Boston Chicken 公司 1994 年节略年度报告中的重要财务数据

（除每股数据外，均为千美元）	会计年度结束于	
	1994 年 12 月 25 日	1993 年 12 月 26 日
销售网中全部商店收入	383 691	152 056
公司收入	96 151	42 530
净收益	16 173	1 647
每股净收益	0.38	0.06
股东权益	259 815	94 906
发行在外加权平均股数	42 861	32 667

管理层的论述和分析

概况

Boston 销售网中的商店总数由结束于 12 月 29 日的 1991 年的 34 家增加到结束于 12 月 25 日的 1994 年的 534 家，这种迅速扩展大大影响了各年经营成果以及公司流动性和资本性资源的可比性。下表列示了各年商店发展情况的相关信息。

	年 初 商店数	本年新开 商店数	本年转换 商店数[a]	年 末 商店数
结束于 12 月 27 日的 1992 年：				
公司自营	5	15	(1)	19
公司融资的区域开发商经营	0	3	0	3
非公司融资的区域开发商经营及其他	29	31	1	61
合计	34	49	0	83
结束于 12 月 26 日的 1993 年：				
公司自营	19	28	(9)	38
公司融资的区域开发商经营	3	66	9	78
非公司融资的区域开发商经营及其他	61	40	0	101
合计	83	134	0	217
结束于 12 月 25 日的 1994 年：				
公司自营	38	49	(46)	41
公司融资的区域开发商经营	78	168	68	314
非公司融资的区域开发商经营及其他	101	100	(22)	179
合计	217	317	0	534

a. 本年转换的商店主要反映公司在执行与目标市场相关的区域开发协议之前，在这些市场上新开公司自营店加速发展的业务。在执行区域开发协议时，公司通常将目标市场中的公司自营店出售给该市场中的区域开发商。转换的商店还反映为促进存在多个区域开发商市场的合并而购买或出售的 Boston 商店。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

经营成果

1994年与1993年比较

收入

收入总额从1993年的4 250万美元增加到1994年的9 620万美元，增加了5 370万美元(126%)。特许权转让使用费和相关特许经营费收入从1993年的1 270万美元增加到1994年的5 520万美元，增加了4 250万美元（335%），主要原因在于特许权使用费收入和相关特许经营费收入都有所增加。特许权转让使用费收入增加主要源于销售网中特许经营店的基数扩大，从1993年12月16日的179家店增加到1994年12月5日的493家店；特许经营费收入增加则与本年新开特许经营店的数量增加以及对某些区域开发商增加贷款产生的高额利息收益相关。导致特许权转让使用费和相关特许经营费收入增加的其他因素包括公司将自身拥有的大量商店租给区域开发商所带来的租金收入的增加，以及公司开发供经销商使用的店级计算机软件系统所带来的软件特许和维修费收入的确认，而1993年没有赚取与软件相关的服务费收入。

公司自营店的收入从1993年的2 980万美元增加到1994年的4 090万美元，增加了1 110万美元（37%），原因在于本年新开公司自营店的平均数增加。1993年12月26日公司有38家自营店，而1994年12月25日有41家。1994年，公司出售了原来为开发新市场而设立的54家自营店。

产品销售成本

产品销售成本从1993年的1 130万美元增加到1 590万美元，增加了460万美元（41%），主要原因在于本期新开的公司自营店数量增加。管理层认为公司自营店产品销售成本占销售收入的比例不能代表特许经营店产品销售成本占销售收入的比例，因为公司开设新自营店主要是为了开发新市场。这些新店在公司自营店中占多数，常常因免费品尝食品增加、员工缺乏经验导致的低效率以及缺乏有助于预测每日食品需要量的商店特有经营情况历史记录而发生较高的食品和纸张成本。

工资和福利费

工资和福利费从1993年的1 540万美元增加到1994年的2 260万美元，增加了720万美元(47%)，原因在于支持销售网扩展所需公司支持中心员工数量增加，而且公司自营店员工因本年新开自营店平均数提高而增加。

一般管理费用

一般管理费用从1993年的1 390万美元增加到1994年的2 790万美元，增加了1 400万美元(101%)，原因在于支持销售网扩展所必需的公司支持中心基础设施的发展，以及因本年新开公司自营店平均数提高而导致自营店发生较高的一般管理费用。一般管理费用包括折旧和摊销费，1994年为610万美元，1993年为200万美元。折旧和摊销费增加主要源于公司投资于基础设施所导致的固定资产基数增加。

迁移备抵

1994年9月，公司将位于芝加哥的4个支持中心合并在一起，并迁移到科罗拉多州的戈尔登。全部迁移成本为510万美元。

其他费用

1994年，公司发生其他费用420万美元，与1993年的30万美元形成对比。其他费用增加表现为利息费用较高，主要产生于1.3亿美元的可转换次级债券和根据无担保信贷额度取得的短期借款，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

其中一部分被高利息收入所抵消。

所得税

1994 年的所得税中包括 350 万美元的收益，反映因经营收益增加而实现的递延所得税资产，被本期所得税备抵所抵消。

流动性和资本性资源

流动性

公司对资本的需求主要来自商店开发，包括为某些区域开发商提供部分资金、购买房地产并随后租给区域开发商以及开设公司自营店。公司其余的资本需求主要与对公司基础设施的投资相关，包括整个销售网中开业商店数量增加所必需的厂房设备构建和软件开发。在结束于 12 月 25 日的 1994 年，公司花费了大约 2.681 亿美元用于商店开发，包括为区域开发商提供资金、购买房地产和开设公司自营店。公司还花费大约 5 230 万美元用于基础设施建设，包括购建新支持中心的设施。

为给区域开发商扩展经营活动提供部分资金，公司已经与某些区域开发商达成了担保贷款协定。根据该协定，区域开发商可以在某些限制条件下使用某一信贷额度。与这种贷款相关的是，在规定的延期偿付期后，公司有权转换贷款，通常转换为区域开发商的控制股权。1994 年 12 月 25 日，公司担保贷款承诺额度共计约 3.325 亿美元，其中约有 2.013 亿美元已经预付。公司预期在与区域开发商签订贷款协议后提供全部承诺额度资金，而且期望增加这种贷款承诺额度，并与目标市场中的其他区域开发商达成其他贷款承诺额度协议。在签订新的区域开发协议的同时，公司打算将这些地区的公司自营店出售给各区域开发商。公司目前正在与一些大城市（包括堪萨斯城、明尼阿波利斯、奥马哈、纽约和旧金山）的区域开发商就此进行协商。从事这种业务的时间选择对公司资本需求的规模和时间安排有重大影响。

1994 年，公司将 54 家公司自营店出售给位于费城、底特律、丹佛、科罗拉多斯普林斯、菲尼克斯、图森、拉斯韦加斯、阿尔伯尼基、盐湖城、南新泽西和波士顿等大城市的区域开发商。除开设自营店以便在新市场寻求发展和其后将这种自营店出售给这些市场中的新区域开发商外，公司还在有多个区域开发商的市场上买卖 Boston 商店，以促进这些市场的合并。在进行合并的同时，公司在提供大量申请上市注册报表之后共发行 1 112 436 普通股，用于购买 32 家 Boston 商店；另外用现金购买 2 家 Boston 商店，在购入的 34 家商店中，有 26 家后来被出售。公司认为，根据修订的 1933 年《证券法》第 145（d）条规定，为合并发行的全部股票都可以销售出去。销售用于开发新市场的公司自营店取得的收入和销售原来收购用于合并市场的商店取得的收入共计约 6 230 万美元。没有确认销售收益。

1995 年 3 月，公司与 Progressive Bagel Concepts 公司（PBCI）签订担保贷款协议，为其提供 2 000 万美元可转换债券融资。公司已经同意根据 PBCI 满足某些条件的能力，增加贷款协议中规定的 PBCI 可用资金数额。

资本性资源

在结束于 12 月 25 日的 1994 年度，公司的主要资本来源包括经营活动产生的 3 590 万美元，发行利率 4.5%、将于 2004 年 2 月 1 日到期的可转换次级公司债券 1.3 亿美元，以及出售普通股 1.257 亿美元。公司债券可在到期日前任何时间以每股 27.969 美元的价格转换为公司普通股，在特定条件下可进行调整。从 1996 年 2 月 1 日开始，如果到 1997 年 2 月 1 日，公司还不能赎回债券，则公司

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

可以减少公司债券，除非在 30 个连续交易日中的至少 20 天公司普通股的收盘价等于或超过每股 39.16 美元。公司债券首次按面值的 103.6%加应计利息赎回，其后按逐渐下降的价格加应计利息赎回。利息每半年支付一次，支付日为每年 2 月 1 日和 8 月 1 日。

1994 年，公司签订价值 7 590 万美元的总租赁协议，为某些区域开发商经营店和某些公司自营店提供设备融资。租赁合同于 1998 年 12 月到期，其中包括租约展期条款，利息按伦敦同业拆放利率加适当的利润率计算。1994 年 12 月 25 日，公司使用了 6 610 万美元的租赁额度。

1994 年 12 月 25 日，公司可用现金及现金等价物为 2 530 万美元，按照无担保周转信贷额度可用资本为 7 500 万美元，按照总租赁协议可用资本为 890 万美元。

公司预计，1995 会计年度公司及其区域开发商将需要追加融资。公司资本需要量的时间安排将受所开设公司自营店和特许经营店的数量、各店的经营成果、公司购入自用和租给经销商使用的房地产的数量、公司根据与其现有或未来区域开发商签订的贷款协议所提供借款以及公司为 PBCI 所提供借款的金额和时间安排的影响。随着对资本需要量的增加，公司将通过未来公开销售或私售债务或权益证券筹集追加资本，但不能保证在需要时即能以满意的条件筹得。

季节性

根据以往情况，公司各店在 11 月、12 月、1 月和 2 月平均收入较低，因为这时正是假期，而且天气寒冷。公司总体经营以及公司自营店的收入还可能受总体经济趋势、竞争、营销计划和特殊事件等各种其他因素的影响。不过，在公司进行重大扩展期间，这种影响在经营成果中的表现并不明显。

合并资产负债表

（单位：千美元）	1994	1993
资产		
流动资产		
现金	25 304	4 537
应收账款（净额）	6 540	2 076
应收关联单位款	6 462	3 126
应收票据	16 906	1 512
预付费用和其他流动资产	2 282	1 843
递延所得税	1 835	
流动资产合计	59 329	13 094
财产和设备（净额）	163 314	51 331
应收票据	185 594	44 204
递延筹资成本	8 346	358
其他资产	10 399	1 077
资产合计	426 982	110 064
负债和股东权益		
流动负债		
应付账款	15 188	6 216
应计费用	6 587	1 835
递延特许经营收入	5 505	2 255
流动负债合计	27 280	10 306
递延特许经营收入	5 815	3 139
可转换次级债券	130 000	
其他非流动负债	1 061	1 713

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（单位：千美元）	1994	1993
递延所得税	3 011	
股东权益		
普通股	447	347
股本溢价	252 298	103 662
留存收益（亏损）	7 070	(9 103)
	259 815	94 906
负债和股东权益合计	426 982	110 064

合并损益表

（单位：千美元）	1994	1993	1992
收入			
特许权转让使用费和相关特许经营费	55 235	12 681	2 627
公司自营店	40 916	29 849	5 656
收入合计	96 151	42 530	8 283
成本和费用			
产品销售成本	15 876	11 287	2 241
工资和福利费	22 637	15 437	7 110
一般管理费用	27 930	13 879	5 241
迁移备抵	5 097	—	—
成本和费用合计	71 540	41 603	14 592
营业利润（损失）	24 611	927	(6 309)
其他收益（费用）			
利息收益（费用）（净额）	(4 235)	(440)	270
其他收益（净额）	74	160	189
其他收益（费用）合计	(4 161)	(280)	459
所得税前收益（损失）	20 450	647	(5 850)
所得税	4 277	—	—
净收益（损失）	16 173	647	(5 850)
普通股和约当普通股每股净收益（损失）	0.38	0.06	(0.21)
股数	42 861	32 667	28 495

合并现金流量表

（单位：千美元）	会计年度结束于 1994 年 12 月 25 日	1993 年 12 月 26 日	1992 年 12 月 27 日
经营活动产生的现金流量			
净收益（损失）	16 173	1 647	(5 850)
将经营活动提供的净收益调整为净现金			
折旧和摊销	6 074	1 970	260
递延所得税	4 277		
为所提供的服务授予普通股			39
资产处置收益	(368)	(150)	(29)
资产和负债的变动			
应收账款和应收关联单位款	(7 800)	(4 343)	(689)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（单位：千美元）	会计年度结束于 1994 年 12 月 25 日	1993 年 12 月 26 日	1992 年 12 月 27 日
应付账款和应计费用	13 724	6 247	1 102
递延特许经营收入	5 926	3 236	1 223
其他资产和负债	(2 088)	(561)	332
经营活动产生（使用）的净现金	35 198	8 046	(3 612)
投资活动产生的现金流量			
购置财产、厂房和设备	(163 622)	(49 151)	(8 453)
资产出售收入	62 342	6 161	385
购买其他资产	(12 790)	(1 093)	(273)
发行应收票据	(225 282)	(45 690)	(773)
偿还应收票据	68 498	747	—
投资活动使用的净现金	(270 854)	(89 026)	(9 114)
筹资活动产生的现金流量			
普通股发行收入	125 703	66 150	19 843
可转换次级债券发行收入	130 000	9 658	
根据信贷额度取得的借款	96 130	32 275	
根据信贷额度进行的偿还	(96 130)	(32 275)	
融资租赁债务的支付	—	—	(300)
筹资活动产生的净现金	255 703	75 808	19 543
现金净增加（减少）额	20 767	(5 172)	6 817
期初现金	4 537	9 709	2 892
期末现金	25 304	4 537	9 709
补充现金流量信息			
支付利息	3 395	226	29
非现金交易			
可转换次级债券转换为普通股	—	10 072	—
为购置资产发行普通股	19 931	—	—

所附财务报表附注是报表整体的一个组成部分。

其他信息

	1994	1993	1992	1991
商店信息				
公司自营	41	38	19	5
公司融资的区域开发商	341	78	3	0
非公司融资的区域开发商	179	101	61	29
合计	534	217	83	34
全部商店收入	383.7	152.1	42.7	20.8
各季度收入数据				
第 1 季度	23 449			
第 2 季度	20 360			
第 3 季度	25 186			
第 4 季度	27 165			

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1994	1993	1992	1991
净收益				
第 1 季度	2 561			
第 2 季度	3 383			
第 3 季度	4 679			
第 4 季度	5 550			

合并财务报表附注

1. 经营概述

Boston Chicken 公司及其子公司经营和特许经营销售以家庭式主菜、新鲜蔬菜、色拉和其他配菜为特色的套餐食品店。1993 年 12 月 26 日，公司共有 217 家商店，包括 38 家公司自营店和 179 家特许经营店。1994 年 12 月 25 日，公司共有 534 家商店，包括 41 家公司自营店和 493 家特许经营店。1992、1993 和 1994 年，在开设新店以开发目标市场业务的同时，公司分别将 1 家、13 家和 54 家公司自营店出售给新成立的区域开发商或公司特许经营商。1994 年，在从事收购存在多个区域开发商市场中的商店以促进这些市场合并业务的同时，公司购买了 34 家商店，并将其中 26 家再次出售。

2. 主要会计政策概述

合并原则

所附合并财务报表包括公司及其子公司的报表。所有重要的公司间交易和账户已经在合并时抵消。

会计年度

公司的会计年度为 52 或 53 周，结束于 12 月的最后 1 个星期天。1992、1993 和 1994 会计年度各包括 52 周或 13 个 4 周。第 1 季度包括 4 个 4 周，而其余 3 个季度包括 3 个 4 周。第 1、2、3 季度分别结束于第 16 周、第 28 周和第 40 周。

现金和现金等价物

现金和现金等价物包括库存现金和银行存款，以及在 3 个月内到期的具有高度流动性的证券。

存货

存货被归入预付费用和其他流动资产，按成本（先进先出）与市价孰低法列示，包括食品、纸张和辅料。

财产和设备

财产和设备按成本减累计折旧和摊销列示。折旧和摊销备抵采用直线法计算。下表反映了资产计提折旧和摊销所依据的使用期限：

建筑物及其改良	15—30 年
租赁资产改良	15 年
家具、装修、设备和计算机软件	6—8 年
开办费	1 年

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财产和设备增置包括财产和设备的购置成本、新店创建成本、现有商店的改良支出以及软件开发和购置成本。开办费主要包括在新店开业以前发生的工资和其他与筹建准备、股票首次发行、培训和一般管理活动相关的直接费用。维修费支出在发生时记作费用。特许经营店的开发成本在开业时记作费用。

递延筹资成本

递延筹资成本在相关的筹资期限内摊销，筹资期限为2—10年不等。

收入确认

公司自营店的收入在相关产品和饮料被销售的期间确认。首期特许经营费和区域开发费收入在特许经营店开业时确认。特许权转让使用费收入在相关特许经营店产生收入时确认。特许权转让使用费和相关特许经营费包括以下内容：

（单位：千美元）	1994年12月25日	1993年12月26日	1992年12月27日
特许权转让使用费收入	17 421	5 464	1 491
首期特许经营费和区域开发费收入	13 057	5 230	1 136
为区域开发商融资的利息收入（参见附注8）	11 632	1 130	—
租金收入	5 361	253	—
软件使用费收入	6 480	—	—
其他	1 284	604	—
特许权转让使用费与相关特许经营费收入合计	55 235	12 681	2 627

根据适用的特许经营协议条款，公司承诺且应该允许经销商在Boston特许经营店的经营过程中使用公司的商标、版权、菜单、经营程序以及Boston销售网的其他要素。

每股数据

普通股每股净收益（损失）是用1993年对与利率为7%的可转换次级票据（参见附注9）转换相关的利息进行调整后的净收益（损失）除以本年发行在外的普通股和稀释的约当普通股的加权平均数计算求得。

普通股和约当普通股包括在公司首次公开招股生效日前一年内以低于首次公开招股价发行的全部普通股、购股权和购股证。它们被包括在发行在外的约当普通股中，股数随行使认股权和使用认股证所获得的收益（包括可能实现的税收利益）购买普通股而减少。

员工退休金计划

公司拥有一个401(k)员工退休金计划。员工自主决定是否参加，公司不投入资金。

重新归类

1992和1993年财务报表中列示的一些金额已经被重新归类，以便与现行披露相一致。

4. 债务

公司签订了一份周转信贷协议，在1997年6月30日以前可取得7 500万美元借款。根据该协议取得的借款既可能是利率为银行基准利率加适当利润率的浮动利率贷款，也可能是利率为欧洲美元利率加适当利润率的欧洲美元贷款。此外，公司对未使用的贷款需要支付平均每天0.25%的承诺费。该协议还包括各种保证条款，包括其他限制借款、禁止发放现金股利以及要求公司保持一定的偿付利息能力比率、现金流量比率和最低净值。1994年12月25日，没有未偿还的借款。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1994 年 2 月，公司发行了 1.3 亿利率为 4.5%、将于 2004 年 2 月 1 日到期的可转换次级公司债券。利息每半年支付一次，支付日为每年 2 月 1 日和 8 月 1 日。公司债券可在到期日前任何时间以每股 27.969 美元的价格转换为公司普通股，在特定条件下可进行调整。从 1996 年 2 月 1 日开始，如果到 1997 年 2 月 1 日，公司还不能赎回债券，则公司可以减少公司债券，除非在 30 个连续交易日中的至少 20 天公司普通股的收盘价等于或超过每股 39.16 美元。公司债券首次按面值的 103.6% 加应计利息赎回，其后按逐渐下降的价格加应计利息赎回。

5. 所得税

1994 年 12 月 25 日，公司拥有可用于减少未来应税收益的累计联邦和州所得税净经营损失移后冲减约 3 050 万美元，将于 2003 年到期。公司已经确认了损失移后冲减为财务报告而非税务报告带来的利益。某些所有权变更将导致对公司每年可利用净经营损失数额的限制。

1993 会计年度的第 1 天——1992 年 12 月 28 日，公司采用了财务会计准则公告第 109 号（SFAS109）“所得税会计”。随着 SFAS109 的采用，不再存在所得税对公司财务报表的累计影响，因为公司的递延所得税资产超过递延所得税负债，而且一项计价备抵因相关税收利益的实现具有不确定性面被记作净递延所得税资产的减项。

1993 年 12 月 26 日和 1994 年 12 月 25 日递延所得税资产和递延所得税负债的主要内容如下所示：

（单位：千美元）	1994 年 12 月 25 日	1993 年 12 月 26 日
递延所得税资产：		
应付账款和应计费用	794	78
递延特许经营收入	3 469	1 992
其他非流动性负债	262	623
净经营损失	11 639	4 844
其他	173	52
递延所得税资产合计	16 337	7 589
减计价备抵	—	(3 847)
净递延所得税资产	16 337	3 742
递延所得税负债：		
应收区域开发商款项	—	(814)
财产和设备	(17 047)	(2 807)
其他资产	(466)	(121)
全部递延所得税负债	(17 513)	(3 742)
净递延所得税负债	(1 176)	—

从 1993 年 12 月 26 日到 1994 年 12 月 25 日，计价备抵减少了 3 847 000 美元；从 1992 年 12 月 27 日到 1993 年 12 月 26 日，计价备抵减少了 180 000 美元，是减去 446 000 美元行使购股权产生的税收利益增加额后的净额。

结束于 12 月 25 日的 1994 会计年度的所得税备抵包括 4 277 000 美元的递延所得税，是减去与行使购股权相关的 3 102 000 美元所得税利益后的净额。

1993 和 1994 年公司实际所得税备抵与按法定联邦所得税率计算的所得税备抵之间的差额应归于以下原因：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（单位：千美元）	会计年度结束于	
	1994 年 12 月 25 日	1993 年 12 月 26 日
按法定税率计算的所得税费用	6 953	560
州所得税减联邦纳税利益	818	66
其他	26	—
计价备抵的变动	(3 520)	(626)
所得税备抵	4 277	—

6. 营销和广告基金

公司掌管一笔全国广告基金，由公司自营店和经销商按各自的特许经营协议提供资金（目前按基本收入的 2%）。收集的资金主要用于开发可在整个销售网络使用的营销和广告素材。这种资金不与公司的现金资源分开使用，但在会计上对全国广告基金单独进行处理，不在公司财务报表中反映。

公司保持一定数额的地方广告基金，为特定市场的 Boston 销售店提供全面的广告和产品推销支持。公司自营店和特许经营店都要定期为其提供资金（目前按基本收入的 3%—3.75%）。公司支取基金并对所有与地方广告基金相关的业务进行会计处理。这种资金不与公司的现金资源分开使用，但在会计上单独处理，不在公司财务报表中反映。

1993 年 12 月 26 日和 1994 年 12 月 25 日，国家广告基金和某些地方广告基金出现累计亏损，由公司垫付款补足。这种垫付款反映在应收关联单位款净额中。

8. 为区域开发商提供融资

目前，公司为某些区域开发商提供部分融资，以用于帮助他们扩展经营。只有正在开发主要控制区域（ADI）的大部分或主要城市的大城区以及满足公司所有要求的开发商才有资格获得这种融资。某些融资协议允许公司在延期偿付期（通常为 2 年）后，按照预定的价格将贷款转换为对开发商的股权。如果公司行使其参与对开发商融资的权利，则最高贷款金额通常被确定为能使公司通过转换（或行使购股权，正如下面进一步论述的）获得开发商控制股权。

为区域开发商提供融资通常要求开发商在动用周转贷款账户前，将至少 75%的权益资本用于开发新店。贷款金额通常为开发商权益资本的 2—4 倍，允许开发商在 2 年或 3 年的贷款支用期间内按预定的金额提取。在支用期满，贷款转换为 4—5 年的分期偿还长期贷款，最后一期付款有时是漂浮式付款（balloon payment）。利率通常设定为高于美国伊利诺伊州银行基准利率 1%的变动利率，利息按期支付。贷款以区域开发商和区域开发协议中经销商的几乎全部资产作抵押，而且通常以开发商的股权作抵押。

（a）贷款转换选择权

对带有转换选择权的贷款而言，公司有权把全部或部分贷款金额按照贷款协定中规定的转换价格转换（在贷款违约之后的任何时间，或在贷款满 2 年后直到贷款全部偿还日，或协议中规定的日期两者中的较晚者之前）为对开发商的股权，转换价格通常比开发商执行贷款协议之初进行权益投资所支付的股权价格高 12%—15%。公司有权根据贷款未被全部支取或已经支取而后又偿还的程度，按贷款转换价格购买在全部贷款都被支取情况下可以通过转换贷款购买的全部追加股权的相应部分。

公司不会作出将来是否转换贷款或行使转换权的保证，因为它被允许这样做。如果公司进行了贷款转换，则这种转换将形成对区域开发商的控制股权。如果依据贷款协议没有发生违约，则公司

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

目前不能行使转换权。

（b）给予区域开发商的承诺贷款额度

下表概括了公司给予区域开发商的承诺贷款额度，其中某些项目视区域开发商提供追加资本的情况而定。

（除区域开发商数量外，均为千美元）	1994 年 12 月 25 日	1993 年 12 月 26 日
接受融资的区域开发商的数量	13	5
贷款承诺额度	332 531	51 041
未使用贷款	(131 265)	(7 243)
未偿还贷款（包括在应收票据中）	201 266	43 798
贷款损失备抵	—	—

前面提到的应收票据中包含的到期本金如下所示：

（单位：千美元）

1995	16 288
1996	4 456
1997	13 132
1998	12 132
1999	15 417
此后	139 841
	201 266

（c）贷款风险和贷款损失备抵

贷款损失备抵应当保持在根据管理层的判断足够为可能贷款损失预作准备的水平。备抵的金额根据管理层对各区域开发商财务状况、商店业绩、商店开业计划和其他因素的考核以及宏观经济状况确定。根据这些考核和分析，1993 年 12 月 26 日和 1994 年 12 月 25 日不需计提贷款损失备抵。

11. 迁移

1994 年 9 月，公司将位于芝加哥的 4 个支持中心合并在一起，并迁移到科罗拉多州的戈尔登。迁移成本为 510 万美元，包括人员和设施迁移费、解雇费和迁移租赁资产改良投资的冲销。

12. 后续事件

1995 年 3 月，公司与 Progressive Bagel Concepts 公司（PBCI）签订可转换担保贷款协议，为其提供 2 000 万美元融资。公司已经同意根据 PBCI 满足某些条件的能力，为 PBCI 提供追加可转换担保贷款。

1995 年 3 月，PBCI 与公司签订股票购买协议，购买 1 950 万普通股。股票发行数量将根据结账日前 2 天股票的市场价值确定。公司已经授予 PBCI 注册登记权，而且提供了相当于在注册开始生效的指定几天内所出售股份的每股买价的价格担保。

独立会计师报告

Boston Chicken 公司董事会和股东：

我们审计了 Boston Chicken 公司（一家特拉华州公司）及其子公司 1994 年 12 月 25 日和 1993 年 12 月 26 日的合并资产负债表，以及结束于 1994 年 12 月 25 日、1993 年 12 月 26 日和 1992 年

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

12 月 27 日的各会计年度的相关合并损益表、合并股东权益表和合并现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Boston Chicken 公司及其子公司 1994 年 12 月 25 日和 1993 年 12 月 26 日的财务状况，以及结束于 1994 年 12 月 25 日、1993 年 12 月 26 日和 1992 年 12 月 27 日的各会计年度的经营成果和现金流量状况。

Arthur Andersen LLP

科罗拉多州丹佛市

1995 年 1 月 31 日（不包括附注 12 所提到的事件，因为它发生于 1995 年 3 月 24 日）

附 录 2

Boston Chicken 公司 1994—1995 年各季度经营成果概述

	第 1 季度	第 2 季度	第 3 季度	第 4 季度
1995 年				
收入（千美元）	40 107	34 800	38 671	
净收益（千美元）	7 116	7 420	8 814	
每股收益	0.15	0.15	0.17	
1994 年				
收入（千美元）	23 449	20 360	25 186	27 165
净收益（千美元）	2 561[a]	3 383[a]	4 679[a]	5 550
每股收益	0.06	0.08	0.11	0.12

a. 1994 年第 2 季度迁移税前备抵为 4 708 000 美元，1994 年第 3 季度为 389 000 美元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 5 章　负债和权益分析

公司有两大类财务求偿权：负债和产权。两者的主要区别在于能够在合同中指明偿债责任的程度。公司对负债的偿债责任能够在合同中相对清楚地确定，而产权求偿权通常难以确定。

负债和产权的经济差别反映在其会计定义中。负债被定义为由过去所得利益产生、金额和期限能够合理确定的经济义务，包括对预付产品和劳务价款客户承担的义务，对公共债务或私人债务资金提供者承担的义务，对联邦和当地政府承担的纳税义务，对员工承担的未支付工资、退休金和其他退休福利金义务以及对法庭、政府和环境治理部门承担的支付罚金义务。

在会计中，产权融资被定义为对资产与负债之间差额的求偿权。因此，可以将其视为一种剩余求偿权。产权资金可以来自普通股和优先股发行、再投资利润和从利润中留存的准备金。

分析公司负债和产权的本质，以便评估债务和产权投资者面临的财务风险对财务报表使用者来说至关重要。管理层可能拥有最多有关公司未来承付款金额多少的信息，不过，他们同时拥有低估这些承付款价值和公司财务风险的动机。负债分析包括评估公司承担的全部义务的金额、本质及可计量性。产权价值是第 10、11 和 12 章讨论计价方法时使用的一个主要数据，因此，使得产权价值成为股东对公司资产求偿权的可靠预计值十分重要。然而，由于产权被定义为剩余求偿权，因此对产权的分析不是直接的，而是通过资产、负债、收入和费用分析进行。有关产权的其他问题着重于对权益和混合证券项目进行分类。

这一章我们探讨负债和权益记录的主要原则，并说明报告这两类求偿权所面临的挑战以及对各种求偿权进行分析的机会。

5.1　负债的定义及负债报告面临的挑战

在权责发生制会计下，负债的产生途径有三个。首先，当公司已经收到客户交来的现金，但还没有履行确认收入所需履行的合同责任时，负债可能产生（参见第 6 章）。这种负债称为递延或未赚取收入。其次，当公司在其营业周期内或当期已经使用了商品或劳务，但还没有向供应商付款时，负债可能产生。这种负债称为应付款或应计负债。最后，当公司向银行、金融机构和社会公众筹集债务资本时，负债可能产生。根据这种融资安排，公司借入固定金额的资本并承诺在固定期限内还本付息。

如图 5-1 所示，在权责发生制会计下，当公司承担了金额和期限都能合理确切计量的对另一方的义务时，将这种负债反映在财务报表中。当对一项义务是否已经真正发生、能否对该项义务加以计量以及负债价值何时发生了变动含糊不清时，负债的计量将面临挑战。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

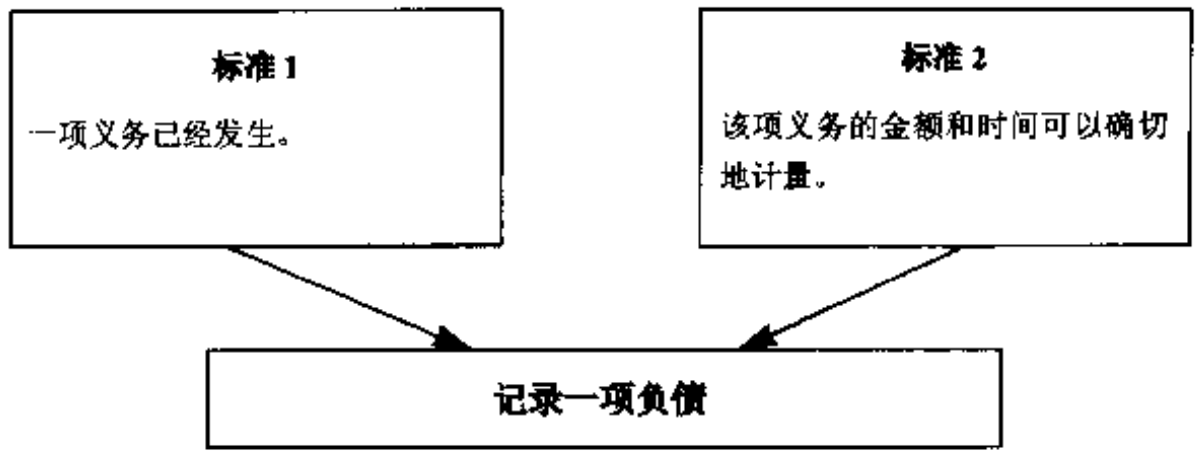


图 5-1 记录负债的标准和实施的挑战性

挑战 1：义务发生了吗?

对大多数负债而言，公司是否承担了义务十分明确。例如，当公司赊购物料时，承担了对供应商的付款义务。然而，对一些交易而言，确定是否存在这种义务要困难得多。考虑这样一种情形，公司将应收票据转让给银行，但如果票据被拒付，银行对企业有追索权。那么，公司是有效实现了应收票据的销售，还是实际上使用应收票据作为银行贷款的担保？如果公司宣告通过裁员对经营活动进行重组的计划，它作出能够说明负债记录合理的承诺了吗？同样，采用频繁飞行奖励计划作为营销手段的航空公司发生对乘客提供未来乘机旅行奖励的义务了吗？最后，受到法律诉讼的公司发生应承担的义务了吗？下面我们对几种这类交易以及它们给财务报告带来的挑战进行探讨。尽管我们对这些交易的讨论集中于它们是否使公司承担了义务，但同时它们还提出了能否对这些义务加以计量的问题。

案例：重组准备 1994 年 10 月 12 日，为应付来自澳大利亚调料生产商 Burns, Philp & Co.的激烈竞争，McCormick & Co.宣告将其 8 600 名员工裁员 7%、关闭两家调料厂以及廉价出售亏损的洋葱圈经营的计划。应怎样在 McCormick 的财务报表中对该公告加以记录？McCormick 实际作出了花费资源重组经营的承诺吗？如果是这样，这些行动的预计成本是多少？或者，McCormick 只是公告了重组的计划？计划不一定形成 McCormick 的义务，它可以被修改或放弃，就像来年的预计资本性支出公告可以改变一样。

站在公司的立场，重组公告是否形成经济负债的问题很难解决。它取决于管理层宣告计划时的意图。值得一提的是，成功的重组不仅会形成应承担的义务，还会因随后的业绩改良带来相关利益。那么怎样在公司的财务报表中反映这些结果呢？

有关重组费用的现行会计规则包含在许多会计准则（APB 30 和 SFAS 5）和证券交易管理委员会（SEC）的规定中。这些规则要求公司在管理层拥有正式的重组计划时确定负债。负债包括对淘汰生产线及重新配置产房和工人成本、新系统成本、再培训成本以及遣散费的预计。不过，证券交

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

易管理委员会认为仅仅宣告解聘员工不足以成为确定负债的理由，除非特定受到影响的员工已经得到解聘通知。还应提到，十分有趣的是，会计规则不允许重组公司确认重组产生的预计未来利益。

这些规则为管理层报告重组费用时行使判断权留下了相当大的余地。事实上，正如第7章所提到的，证券交易管理委员会对经理通过进行称为“洗澡”的积极的资产价值冲减高估重组费用表示担心。如果是这样，未来业绩将因重组利益的影响和折旧费用或重组贷项的减少而提高。

McCormick 的重组引起了一些分析师对公司运用冲销操纵未来收益的担心。在 1994 年第 4 季度的财务报表中，McCormick 确定了 7 050 万美元的重组成本负债。然而，1995 年 2 月，它又将费用减少 390 万美元，加到了 1995 年第 1 季度的收益中，从而导致公司在该季度收益本该下降的情况下，报告了 5.7%的收益增长。分析师批评 McCormick 没有在其收益公告中提到重组贷项，只在后来对证券交易管理委员会的报告中披露了这一事实。

对 McCormick 重组活动的后续披露进一步说明了评估重组公告是否是一项负债以及公司是否故意高估重组负债以便为未来年度提供缓冲的困难性。1996 年，McCormick 宣告第二次重组。大部分重组成本（5 810 万美元）被立即确认为重组负债。然而，公司注意到一些与从美国一家关闭的包装厂转移设备和人员成本相关的费用不能确认为负债，它们（190 万美元）最终在 1998 年第 4 季度被确认。1997 年第 3 季度，McCormick 重新评估其重组计划并记录了 950 万美元的重组贷项，因为出售一家海外食品经纪和销售企业的计划没有完成。1996 年重组最终于 1998 年第 4 季度完成，并且另外报告了 310 万美元的重组贷项。

案例：频繁飞行奖励计划义务 许多航空公司拥有频繁飞行乘客奖励计划。该计划旨在通过每当乘客乘坐相同航空公司航班时，都向其赠送奖励公里数的方法提高顾客忠诚度。累积了足够奖励公里数的乘客可以得到享受未来乘机旅行、旅馆入住或出租车服务的补偿。自 20 世纪 80 年代早期创建以来，航空里程计划逐渐受到普遍欢迎，从而促使一些航空公司实际上采用将奖励公里数出售给信用卡和电话公司，再由它们提供给其成员的推销方式。

会计面临的挑战是评估根据航空里程计划，航空公司是否发生了对乘客提供未来乘机旅行奖励的义务。不将该计划视为应承担的义务有几个原因。首先，如果航空公司希望避免承担该义务，它们拥有修改甚至放弃航空里程计划的斟酌处理权。例如，1987 年由于对该计划可能带来负债的担心增加，联合航空公司（UAL）使乘客更难获得免费航班，至少在一定程度上是这样。这种改变使给予在几个月内或几条航线上飞行乘客的里程奖励数减少了 2/3—3/4。它还要求，乘客必须获取更多的公里数才有资格得到去夏威夷——该计划中最受欢迎的目的地之一、亚洲和南太平洋的免费机票。最后，公司宣告奖励将于发布之日起 3 年后到期。

航空公司还可以通过限制频繁飞行乘客可使用的座位数调整该计划下的负债。1997 年，未提供的频繁飞行奖励里程数共计 30 000 亿公里，而 10 年前只有 163 亿公里。然而可使用的免费座位数并没有按相同比率增加。商业杂志《飞行内幕》（*Inside Flyer*）的兰迪·彼得森（Randy Petersen）预计，大多数航空公司仅将某一特定航线上 7%的座位用做频繁飞行奖励。

除一项义务是否发生问题外，频繁飞行奖励计划还提出了义务金额的确定问题。例如，频繁飞行奖励计划的成本是多少？考虑到正常载客量及每增加一位乘客的增量成本，频繁飞行奖励的机会和付现成本可能很小。

当然，改变里程奖励条件使里程累积更加困难可能付出较大代价——联合航空公司因改变计划

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

受到诉讼。而航空公司近期对奖励里程的出售降低了计划收益大幅减少的可能性。由于对该计划的经济意义存在互相矛盾的观点，因而对该计划下航空公司所承担义务的本质存在不同意见是正常的。

现行会计规则导致了承担义务规模的不确定性。它们没有对如何报告这些义务给予明确的指导，从而为管理层提供了行使判断权的机会。联合航空公司在 1999 年度报告中指出，大约有 610 万频繁飞行奖励里程没有提供。根据历史数据，公司预计其中 460 万奖励里程将最终提供，其余部分或者永远不需要提供，或者用非旅行利益提供，或者通过其他交通工具提供。公司记录了 1.95 亿奖励里程负债，反映了“为获得免费座位的乘客提供服务的额外成本（否则将是一个空座位），如燃料、膳食、服务人员和机票成本”。

案例：诉讼 1988 年 11 月，公民健康研究小组要求美国食品与药物管理局（FDA）禁止硅胶植入物的生产，因为硅胶植入物的主要生产商 Dow Corning 公司的一项最新研究发现，在用老鼠做试验时，这种胶会导致一种癌症。然而，许多该领域的其他专家对硅胶植入物的危险表示异议，指出在老鼠身上发生的这种癌症从未在植入硅胶的妇女身上发现过。Dow Corning 也认为仍应允许这种植入物在市场上销售。不过，公司紧接着就面临了与该项研究成果相关的纷至沓来的诉讼。

应当怎样在 Dow Corning 的财务报表中反映这些法律要求权？应当将可能发生的打官司成本确认为负债吗？应当将可能发生的解决成本确认为负债吗？如果应该，应当在贴现还是非贴现基础上报告该项负债？抑或根本不存在报告负债的基础？Dow Corning 认为预计负债将被视做承认犯罪，从而不利于其诉讼。然而，从财务报表使用者的角度看，公司法律地位面临的不确定性对评估公司价值和管理层业绩十分关键。

在美国，财务会计准则公告第 5 号提到处理这种或有事项的会计规则。根据该准则，如果负债很有可能发生而且金额能够合理预计，则要求公司对损失加以预计。该准则认为，如果可以得到对负债的一系列预计值，应将其中的最佳预计值报告为负债。如果不存在最佳预计值，则应将最低预计值报告为负债。财务会计准则委员会意识到在报告或有负债过程中产生的最困难问题是对诉讼的报告，它作出了在大多数情况下只将这类事件反映在脚注中的决定。

在 1988—1993 年间，尽管意识到诉讼所要求的损失赔偿金数额可能相当大，Dow Corning 并没有对诉讼负债进行预计。1993 年 9 月，公司宣告它已经与原告代表及其他被告达成了解决协议，将在 30 年的期限内支付 47.5 亿美元。因此，1994 年 1 月，在 1993 年第 4 季度的账上记录了 6.4 亿美元的费用（税前）。此后，1995 年宣告在 1994 年第 4 季度的账上再记录 2.21 亿美元的税前费用。这些费用包括 Dow Corning 根据协议对可能负债所作的最佳预计，而且是以现值为基础确定。1995 年第 2 季度，公司将可能损失的会计记录方法由现值法改变为非贴现法。1995 年 5 月 15 日，它主动申请美国《破产法》第 11 章的保护。

考虑到诉讼的微妙性，管理层有极强的低估可能损失的动机。实际上，这也有利于股东权益最大化。但是，对重要的诉讼案件而言，如 Dow Corning 和烟草公司面临诉讼，则意味着投资者将不得不在得不到公司任何指导的情况下分析公司的实际诉讼风险和成本，从而引起种种可能的猜测。

挑战 2：义务能够计量吗？

很多负债确切指明所承担义务的金额和期限。例如，发行价值 1 亿美元、期限 20 年、票面利

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

率 8%、每半年付息一次的债券，即指明债券发行者将在 20 年后支付债券持有者 1 亿美元，而且在贷款的存续期间每半年支付利息 400 万美元。

然而，对一些负债而言，很难估计所承担义务的金额。可以看到，应计重组费用和频繁飞行计划都存在这一问题。其他案例还包括环境负债、退休金负债、保险公司损失准备以及产品保修费用。下面对这些案例加以讨论。

案例：环境负债 1980 年，美国国会通过了清理停用的危险废品站的《全面环境反应、补偿和负债法案》（CERCLA）。该法规授权联邦政府责令在国家最危险的废品站（称为“Superfund site”）不恰当处理危险废物的有关方面承担清理成本。此外，制造污染者必须支付 Superfund site 损坏或丧失自然资源的修复费用。截至 1996 年 12 月 23 日，已经确定了 1 259 个现行和建议的 Superfund site，这些已知 Superfund site 的预计清理成本在 340 亿—750 亿美元之间。[1]

预计 Superfund site 清理成本面临两个挑战。首先，损害和清理责任不确定。与一个 Superfund site 有关的各方，即便是那些只排出少量低毒废品的单位，也有责任承担清理成本。因此，对如何将成本在有关各方间分配存在旷日持久的谈判和法律上的争论。争论涉及到的公司不愿报告它们预计应承担的 Superfund site 清理成本份额，因为这样做会对其谈判和法定负债的确定产生影响。其次，实际清理成本有相当大的不确定性。因为在对 Superfund site 进行详细研究之前，很难评估损害的程度和清理成本的大小。与这种顾虑相一致，研究表明，预计清理成本与危险 Superfund site 特征之间关系的模型其可信度较低。[2]

由于预计清理成本很困难，负责废品清理的公司应在什么时候记录清理成本负债也不明确。应在怀疑当事人应对危险废物负责时记录，还是应在指明当事人负责特定 Superfund site 的清理时记录？应在进行预计清理成本研究时记录，还是应在就清理成本与其他责任方达成解决协议时记录？

评估清理法律责任的困难可以通过 Hanson 上市公司的案例说明。Hanson 是一家英国建筑材料公司，在 Hanson 康采恩解散后成立。1991 年，Hanson 收购了美国住宅建筑公司 Beazer。在被 Hanson 收购前，Beazer 曾经拥有一家化学公司 Koppers，之后又将其出售，而 Koppers 曾因在美国 119 个 Superfund site 泄漏危险化学品而受到环保局（EPA）起诉。根据美国法律，认为 Hanson 有责任承担 Koppers 一些 Superfund site 的环境清理成本。最初认为该项清理成本超过 20 亿美元，但 Hanson 对 EPA 所要求清理程序的成本效益比以及与其保险公司相比它所应承担的成本份额提出了异议。Hanson 在 1996 年度报告中指出，它已经拨出 9.38 亿英镑作为弥补清理成本的负债。然而，公司在 1997 年报告，根据第三方的评估，该项负债的预计值可能减少 4.303 亿英镑。因此，该项负债被冲减，在损益表中记录一个特殊贷项。1998 年，Hanson 同意另外支付 1.68 亿英镑成本，而两家保险公司保证支付解决争论的全部剩余成本，约为 4.88 亿英镑。在签订协议后，6 700 万英镑的预计负债不再需要，记作一个特殊贷项。

考虑到计量清理成本面临的挑战，会计规则允许公司推迟记录环境成本负债，直到对清理成本的很多不确定性及公司应承担的责任作出处理决定。财务会计准则公告第 5 号和财务状况表 96-1

---

1 参见 Milton Russell and Kimberly L Davis, “Resource Requirements for NPL Sites: Phase II Interim Report,” Knoxville, JIEE, September 1995; U.S. Congress Budget Office, “The Total Costs of Cleaning Up Nonfederal Superfund Sites,” Washington, D.C., U.S.GPO, 1994。

2 参见 Mary E. Barth and Maureen McNichols, 1994, “Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites,” *Journal of Accounting Research* 32, Supplement。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

要求，在满足以下条件时，应对一项义务进行报告：

1. 公司已经被确认为可能的责任方；
2. 公司正在参与修复可行性研究；
3. 修复可行性研究已经完成；
4. 已经对清理方法及清理成本的预计组成部分作出了处理决定；
5. 公司已经被指令清理一个 Superfund site。

研究成果表明受影响公司对预计环境清理负债进行财务报表披露的质量存在相当大的差别。影响公司披露的因素包括管理的强制性、管理层掌握的有关分配不确定性的信息、诉讼和谈判以及资本市场。[3]

案例：退休金和其他退休福利金负债 根据固定收益退休金计划，许多公司向员工承诺在未来某些时点交付预定的退休金。报告这种义务的挑战来自计量未来提供退休金的困难。例如，仔细看一下 1996 年 9 月美国最大的三家汽车制造商与联合汽车工人工会达成的协议。该协议为按小时计酬的员工提供了以下增量津贴：

a. 新（当前）退休者基本退休金每年各月增加 4.55 美元（1.55 美元）。新退休者是指在 1996 年 9 月以后退休的员工；当前退休者是指在该日期前退休的员工。

b. 在 62 岁以前退休但拥有 30 年服务年限的新退休者在 1997 年得到每月 80 美元的退休金增加额，1998 年得到每月 160 美元的退休金增加额，其后得到每月 265 美元的退休金增加额。在 62 岁以前退休但拥有 30 年服务年限的当前退休者得到每月 80 美元的退休金增加额。

c. 当前退休者在 1997 和 1998 年收到两笔一次支付的生活费。付款金额取决于退休者的服务年限和服务年限内的通货膨胀率。

d. 退休员工（新的和当前的）有资格得到每年 1 000 美元的学费补助，用于学习“退休者学费补助计划”所认可的课程。

根据退休金计划，通用汽车、福特和克莱斯勒三家公司承担的经济义务是多少？为预计现时及以前员工的退休金支付期限和预期退休金数额，公司必须预测现有及以前员工的平均寿命，以及现有员工在企业的未来服务年限和退休年龄。这些未来应付款的现值减去退休金资产后的净额代表根据退休金计划应承担的经济义务。该义务随时间的推移增加，反映员工多年工作获取的增量退休金以及该项负债的应计利息。如果公司追溯变更因员工以前提供服务而应支付给其的退休金，则该项义务也随之变更。最后，当公司为该义务设置基金、计划资产发生增值以及公司向退休员工支付退休金时，退休金义务减少。

考虑到对员工的工作年限和退休决定作出保险精算假定的挑战，在会计上应怎样反映这项义务？财务会计准则公告第 87 号中阐述的现行会计规则确认大部分上述结果，但它们要求公司对退休金（称为“以前服务成本”）追溯变更和退休金资产价值随时间推移变更带来的义务变更进行摊销，而非立即加以确认。因此，报告的退休金负债可能被低估。不过，现行规则还要求公司在脚注中披露全部负债（称为预计退休金债务）和计划资产的公允价值。[4]例如，福特公司在 1996 年度报

3 参见 Mary E. Barth, Maureen F. McNichols, and G. Peter Wilson, 1997, "Factors Influencing Firms' Disclosures about Environmental Liabilities," *Review of Accounting Studies* 2, (1): 35-64。

4 M. Barth, "Relative Measurement Errors Among Alternative Pension Asset and Liability Measures," *The Accounting Review* 66, No. 3, 1991, 发现投资者认为这些脚注披露比财务报表中报告的负债更有用。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

告中报告美国退休金计划的预计退休金债务为 282 亿美元，计划资产的公允价值为 309 亿美元。相反，通用汽车公司报告的预计退休金债务为 445 亿美元，而其计划资产的公允价值为 402 亿美元。这样，福特公司的退休金计划拥有过剩资产，而通用汽车公司的退休金计划显示了资产不足，公司最终将对此负责。

保险精算假设和贴现率假设的范围、以前期间服务成本的摊销期和计划资产的收益或损失都为管理层报告退休金和其他退休福利金负债时行使斟酌处理权提供了机会。[5] 此外，规范这些负债处理的会计规则并不总是反映计划债务和公允价值变更的全部结果。这两个因素为分析带来了机会。

案例：保险损失准备 保险公司通常在该期间的索赔金额和时间完全确定之前确认收入，因此保险公司的经理必须预计未报告索赔和索赔金额未结算但已报告索赔的预期成本。管理层对已报告索赔的预计基于相关资料和结算成本的预计值，预计未报告索赔时则依据历史资料和经验。例如，Travelers Property Casualty 公司在 1995 年度财务报表中预计其损失准备总额为 139 亿美元。公司还详细报告了各年预计损失与后续的损失实际发生额之间的差额。1985 年，它预计了 55 亿美元的索赔损失准备。在以后各年，Traveler 的管理层将该预计值稳步提升，1986 年增加到 59 亿美元，1990 年增加到 69 亿美元，1995 年则增加到 85 亿美元。1986—1992 各年的损失准备不足也呈现出相似的模式，分别为 26 亿美元、23 亿美元、20 亿美元、17 亿美元、12 亿美元、7 亿美元和 3 亿美元。

Travelers Property Casualty 公司的资料表明预测未来索赔十分困难。这些资料还表明管理层进行预测时很可能发生错误，可能出于调整或股票市场估价目的而使其预计有所偏差。[6] 披露损失准备预计值及后续的预计值修正为分析师提供了对管理层所报告的准备加以评估的广泛资料。不过，即使有这些资料，评估一贯的低估或高估是源于管理层的糟糕预测、不可预见的事件，还是管理层的报告偏差也极具挑战性。

案例：产品保修费用 许多生产商对其产品提供内在或外在的产品保修服务。应怎样在财务报表中对其加以报告？在确认销售收入时，应记录一项反映退回或修理成本预计值的负债吗？抑或公司应当等到退回实际发生再确认保修义务的财务影响？

会计规则要求提供保修服务的公司为财务报表编制日可能发生的损失建立一项负债，因此，通用汽车公司在 1998 年度报告中指出，它拥有 146 亿美元的“保修费、经销商和客户备抵、索赔和折扣”负债。

当然，预计可能发生的保修成本很不容易，有时管理层的预计会出现相当大的偏差并不奇怪。例如，1994 年 12 月 21 日，世界最大的硅芯片制造商英特尔公司屈从于顾客的压力，同意更换在要求极大精确度的长除法计算程序中包含一个错误的几百万奔腾芯片。这是计算机行业有史以来最大

---

5 E. Amir and E. Gordon, "A Firm's Choice of Estimation Parameters: Empirical Evidence from SFAS No. 106," *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 11, No.3, Summer 1996, 表明拥有较多退休福利金负债和较多债务的公司往往对退休金债务参数作出更积极的预计。

6 K. Petroni, "Optimistic Reporting in the Property Casualty Insurance Industry," *Journal of Accounting and Economics* 15, 1992; K. Petroni, S. Ryan, and J. Wahlen, "Discretionary and Non-discretionary Revisions of Loss Reserves by Property-Casualty Insurers: Differential Implications for Future Profitability, Risk and Market Value," working paper, Indiana University; R. Adiel, "Reinsurance and the Management of Regulatory Ratios and Taxes in the Property-Casualty Insurance Industry," *Journal of Accounting and Economics* 22, Nos. 1-3,1996, 这些研究表明财务实力比较弱的财产—灾害保险公司冒着被监管者注意的风险少报索赔损失准备和从事再保险业务。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的缺陷商品收回。英特尔宣告它将毫无异议地更换全部芯片，用户可以选择自己要求得到一个适合其计算机的替换芯片或由经销商做这件事。由于以前没有建立把这种可能性考虑在内的负债，英特尔在第4季度末确立了4.75亿美元的负债。该项负债包括更换成本、更换材料费以及存在除法问题的存货的减值。有趣的是，英特尔仍然没有为提供产品内在或外在保修服务可能产生的其他损失建立负债。

主要分析问题

考虑到管理层在评估公司是否发生了能够合理确切地加以计量的义务时具有判断权，分析师有充分的机会对资产负债表中是否存在未报告的重大负债提出疑问。具体可提出以下问题：

- 哪些可能债务没有反映在资产负债表中？哪些因素可以对此作出解释？公司采取引起表外筹资的经营战略了吗？管理层似乎在利用资产负债表外融资，以使资产负债表看起来更漂亮吗？如果是这样，这一结论是以哪些因素为依据的？
- 与其自身历史水平或同行业其他公司标准相比较，资产负债表外负债对评估公司的实际杠杆和财务风险很重要吗？如果是这样，能对其影响加以预计吗？
- 当所承担义务的数量和期限都在很大程度上依靠管理层的判断时，公司将其报告为负债了吗？如果是这样，管理层所作的主要假设是什么？
- 如果负债的价值取决于管理层的假设或预测，管理层拥有优于分析师的有关这些因素的信息吗？如果是这样，管理层以前年度所作预测的成绩记录如何？管理层一贯作出乐观或悲观预测吗？
- 如果负债的价值取决于管理层的假设或预测，分析师可能与管理层一样了解这些因素吗？例如，管理层不大可能对市场利率有深入的了解，在这种情况下，管理层所作预计与市场上的专家所作预计一致吗？

挑战3：负债价值的变动

当利率变动时，固定利率负债的公允价值发生变动。利率变动可能源于市场范围的利率波动，也可能源于市场对债权人所承担风险的评估发生变动带来的公司特有利率波动。应怎样将这种价值变动反映在资产负债表中？公司是按历史成本报告负债，还是将负债提高或降低至公允价值？我们通过考察问题债务的报告说明报告负债价值变动过程中存在的问题。

案例：问题债务 1996年1月15日，三家加拿大黄金开采公司——Muscocho勘察股份有限公司、Flanagan McAdam资源公司和McNellen资源公司与其主要担保债权人加拿大皇家银行签订协议，对三家公司所欠银行的895万加元担保债务进行重组。根据该协议，加拿大皇家银行获得Magnacon制造厂的出售收益和债务人为收回作为担保的Magino制造厂而支付的50万美元。银行同意将剩余债务转换为Muscocho、Flanagan和McNellen合建的一家新公司的10%股权。这些公司的另一个主要担保债权人Echo海湾矿藏股份有限公司也与Flanagan和McNellen达成了类似的条件，将两家公司所欠的446万加元转换为股权。

债务重组有哪些经济影响？当公司的资产和现金流下降时，会导致问题债务重组。大多数资

产价值下降由股东承担，然而，如果公司不能偿付债务本金和利息的可能性增加，债权人也可能遭受损失。因而债权人必须决定是通过将当前求偿权转换为新求偿权向公司作出让步，还是迫使公司破产。

应怎样在公司财务报表中报告以上事件？资产价值减损应记作资产减值，同时披露发生减损的原因和管理层的未来计划。此外，根据财务会计准则公告第 107 号，美国公司应继续按历史成本列示负债，但应在脚注中披露附息债务证券的公允价值。值得一提的是，在公司陷入财务困境时，对债务公允价值的预计可能不准确，因为如果公司违约，债务求偿权可以转换为股权。如下所述，股权的计价更加复杂，因为股权是对公司现金流量的剩余求偿权，而不是固定的义务。

问题债务重组本身应怎样记录？根据财务会计准则公告第 15 号，除非正式重组发生，否则债务计价不会发生变动。如果协议规定以将要偿还的债务交换资产，就像 Muscocho、Flanagan 和 McNellen 的情况，则确认一项非常收益，以反映债务的账面价值与资产公允价值之间的差额。这项业务可能要求公司首先对有关资产按公允价值进行重估价，将重估价收益或损失记作普通收益。或者，正如财务会计准则公告第 118 号所论述的，如果修改债务条件（通过改变利率或本金或通过延长付款期），则不记录收益。相反，修改后债务的隐含利率是通过使债务修改后应付款的现值与原来应付款的现值相等来计算。债务仍按账面价值报告，新利率用于计算债务修改后的利息费用。

上述报告问题债务重组的方法表明，在实际重组前，投资者可能获得资产和债务价值下降的相关信息。尽管如此，管理层还是有相当多的机会通过推迟报告资产价值减损损失或错估债务重组时资产的公允价值而使这些信息有所偏误。

主要分析问题

如上所述，债务和权益投资者都关注负债公允价值的变动。现行会计规则要求美国公司报告负债价值并预计重组债务证券价值变动的结果。不过，这些规则为管理层提供了报告这些结果时行使判断权的机会。这对分析师提出了下列问题：

- 债务的公允价值下降了吗？如果是这样，哪些因素促成了这种下降？自债务按固定利率发行后，市场利率上升了吗？还是公司资产和未来现金流量的风险更大，从而增加了债权人面临的风险？如果是后面一种情况，公司降低价值减损资产的价值了吗？
- 债务的公允价值上升了吗？如果是这样，这种变化是源于利率的下降还是公司经营业务的变动？
- 债务的风险加大了吗？管理层对债务价值所作预计的可靠性有多大？
- 如果公司的债务价值上升，它看起来陷入财务困境了吗？

5.2 对负债会计的常见误解

以上有关负债会计的讨论使得对负债会计本质的许多常见误解显现出来。

1. 未雨绸缪是谨慎的

一些公司认为，在编制财务报告时持稳健态度，而且留出尽可能多的资金用于应付或有事项有

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

好处。该逻辑常用于说明为保险公司、兼并费和重组费设置大量损失准备的合理性。这个观点假定投资者看不出损失准备的高估，而且在公司冲减这些费用时，投资者将肯定其业绩。

从财务报表使用者的角度看，意识到稳健会计不等同于“好”会计十分重要。财务报表使用者如果打算以公正的方式评估公司会计对基本经营现实的反映程度，从这方面看，稳健会计与积极性会计一样容易失实。此外，稳健性会计常常为经理提供“均匀收益”的机会，而均匀收益可能阻碍分析师对糟糕的经营业绩予以及时确认。最后，随着时间的推移，投资者可能会弄清楚哪些公司是稳健的，并且可能对管理层的披露和信息传递打个折扣。

2. 资产负债表外融资优于资产负债表内融资

一些经理似乎认为资产负债表外融资优于资产负债表内融资，因为如果采用资产负债表外融资，没有经验的财务报表使用者可能低估公司的真实财务杠杆。重申一次，这种观点是基于投资者缺乏财务方面的经验。使用资产负债表外的各种债务安排可能存在很好的理由。例如，经营租赁往往会降低资产的所有权风险，这对希望能够很快将技术提升到最新水平的公司可能很重要。然而，投资者持续不断地受资产负债表外负债的欺骗似乎不可能，在市场中训练有素的机构投资者日益显示其重要性的情况下尤其如此。此外，还存在这样一种风险，即一旦发现公司试图误导他们，投资者将对后续的管理层报告保持警惕。

5.3 产权的定义及产权报告面临的挑战

如前所述，很难确定对股东的偿付款，从而难以估计产权的价值。因此，会计人员将产权视为剩余求偿权，其价值专门根据资产和负债的价值确定。因此，前面论述的资产及负债计价面临的挑战也适用于产权计价。此外，产权报告面临两种特别的挑战：混合证券的报告，以及产权价值在准备、资本和留存收益之间的分配。

挑战 1：混合证券

1998 年 8 月 11 日，一家总部设在蒙特利尔的助听器连锁店——美国 Helix 听觉保健公司出售了 200 万美元可转换公司债券。该债券期限 5 年，票面利率 13%，可以以 1.70 加元的价格转换为 Helix 的普通股。它是债务证券还是权益证券？这个问题因该种债券转换为股票的可能性将随 Helix 股价的增减发生变动而更加复杂。

可转换债券是混合证券。其利率通常低于直接（不可转让）公司债券，因为债券持有人还拥有将债券转换为普通股的选择权。转换权的价值取决于转换价格、公司当前股价、政府公债利率和预计公司股票收益变动。有充分的理由将可转换债券的债务和权益部分区别开来，因为它们的价值可以单独预计。债务的价值将随利率变动，而转换选择权的价值将随公司股价变动而变动。

然而，会计规则不允许确认转换权的价值。因此，对可转换债券要视同不可转换债券报告（参见 APB14）。如果将债券转换为股票，可以使用账面价值法或市场价值法记录。账面价值法按可转换债券的账面价值记录转换，不记录转换收益或损失。市场价值法按市场价值对股权计价，同时将

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

股权的市场价值与可转换债券的账面价值之间的差额记作普通收益或损失。

混合证券会计规则简化了混合证券的潜在经济意义。这就提出了如何对具有相同资本结构，但一家使用混合证券而另一家不使用混合证券的两家公司加以比较的问题。只看两家公司的财务报表不能准确反映它们的财务杠杆，由于没有记录转换权，拥有混合证券并使用账面价值记录债务和股权的公司的财务杠杆看起来会更高。理想的做法是分析师努力将混合证券的债务和权益部分区分开来，以便更准确地比较资本结构。

挑战 2：未实现损益的分类

产权计价的另一个挑战涉及到如何在资产负债表的产权部分分配未实现损益。应将这些项目先记入损益表，再记入留存收益吗？还是应将它们视做单独的非经营项目，只有在实现时才计入损益表？

如会计其他各章所述，现行会计规则要求将一些未实现损益记作准备而非计入损益表。未实现损益包括：

- 可用于销售的金融工具损益（参见第 7 章）；
- 用于避免不确定的未来现金流量损失的金融工具损益（参见第 7 章）；
- 以当地而非母公司货币记录经济业务的国外经营子公司的外币折算损益（参见第 4 章）。

这几种损益有时被称做“不洁盈余”（“dirty surplus”）费，因为它们不在损益表中记录。将所有会计费用都反映在损益表中的系统称为“纯洁（净）盈余”（“clean surplus”）会计。我们将看到，在以后各章讨论以收益为基础的计价模型时，这个概念很重要。

值得一提的是，各年“不洁盈余”损益带来的产权账面价值变动很难预测，因为它们取决于金融工具和外币价格的变动，面金融工具和外币价格的变动本身很难预测。因此，它们对每一特定年度的预计影响可能为零。

分析师和财务报表使用者应如何看待未在损益表中报告的产权变动？从概念上看，没有充分的经济理由对它们采取与损益表中包含的损益不同的处理方法。例如，从分析师的角度看，资产出售损益、金融工具销售的已实现损益以及打算出售的金融工具的未实现损益没有区别，它们都包含在收益中。对管理层可能使用其判断权将某些损益排除在收益之外的担心更要求对所有损益同等对待。或许是出于对这些担心的反应，财务会计准则委员会现在要求公司编制综合损益表，在其中列示除资本业务外的全部产权变动（见财务会计准则公告第 130 号）。

主要分析问题

前面的资产和负债分析涉及产权价值分析的大部分内容。以下问题是产权分析所独有的：

- 收益中包括哪些费用，不包括哪些费用？应如何看待这些费用？
- 公司拥有混合证券吗？如果有，需要将其债务部分和股权部分区分开来吗？自混合债券发行后转换价值发生了怎样的变动？债券有可能被转换，从而使其更接近于权益证券而非债务证券吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

小 结

当公司已经发生为另一会计实体提供未来利益的义务而且能够对该项义务的价值加以合理确切的预计时，可以确认一项负债。负债持续按历史成本在资产负债表中记录，不过公司要在脚注中披露附息债券的预计公允价值。将来我们甚至可能发现资产负债表以市场价值为基础，因为会计人员对可靠预计负债的公允价值越来越有信心。

然而，如果存在以下不确定性，某些负债的计价可能具有挑战性：

1. 不能确定一项义务是否已经真正发生，如重组准备、频繁飞行奖励计划和诉讼案例所示；
2. 不能确定一项义务的价值，如环境负债、产品保修准备、保险损失准备和退休金案例所示；
3. 不能确定负债价值的变动，如问题债务重组案例所示。

经理可能拥有有关公司负债程度大小的最多信息，然而他们也有动机低估公司的财务风险，从而为负债分析创造了机会。

产权是对公司资产的另一项主要求偿权，可视做对公司剩余资产的所有权。由于它代表最难确认的那部分对公司的求偿权，因而不能像负债那样准确计价。因此，财务报告将负债视做资产与负债价值的差额。这样，在对资产和负债进行计量和报告时面临的挑战也与产权计价相关。此外，权益报告还面临一些独特的挑战，如混合证券（例如可转换债券）计价和某些损益的分类。

思考题

1. 如本章所述，McCormick 报告了以下重组事件：
   a. 1994 年 10 月，公司宣告将其 8 600 名员工裁员 7%、关闭两家调料厂以及廉价出售亏损的洋葱圈经营的计划，确定了 7 050 万美元的重组成本负债。
   b. 1995 年 2 月，公司将费用减少 390 万美元，加到 1995 年第 1 季度的收益中。
   c. 1996 年，McCormick 宣告第二次重组。大部分重组成本（5 810 万美元）被立即确认为重组负债。然而，公司注意到一些与从美国一家关闭的包装厂转移设备和人员成本相关的费用不能确认为负债，它们（190 万美元）最终在 1998 年第 4 季度确认。
   d. 1997 年第 3 季度，McCormick 重新评估其重组计划并记录了 950 万美元的重组贷项，因为出售一家海外食品经纪和销售企业的计划没有完成。
   e. 1996 年的重组最终于 1998 年第 4 季度完成，并且另外报告了 310 万美元的重组贷项。

这些事件对财务报表产生了哪些影响？作为公司经理，你必须作出哪些预测来记录这些事

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

件？作为财务分析师，你将就重组事件对公司财务总监提出哪些问题？

2. 频繁飞行奖励计划会给航空公司带来哪些经济成本和收益？你需要哪些信息来计量这些成本和收益？作为财务分析师，你将就频繁飞行奖励计划对公司财务总监提出哪些问题？

3. 烟草行业因所提供产品对健康有害而受到诉讼。该行业一直在与联邦和州政府协商这些诉讼的解决办法。如果作为该行业中最大的公司之一——Philips Morris 的财务总监，你将在年度报告中就公司诉讼风险向投资者报告哪些信息？你将如何对该公司是否应记录一项与该风险相关的负债进行评估？如果公司应记录该项负债，你将如何评估其价值？如果作为 Philips Morris 的财务分析师，你将就公司诉讼负债对财务总监提出哪些问题？

4. 如本章所述，Hanson 上市公司因 1991 年收购美国公司 Beazer 而发生了一项环境负债。公司在 1997 年报告，根据第三方的评估，该项负债的预计值可能减少 4.303 亿英镑。1998 年，Hanson 同意另外支付 1.68 亿英镑成本，而两家保险公司保证支付解决争论的全部剩余成本，约为 4.88 亿英镑。在签订协议后，6 700 万英镑的预计负债不再需要，记作一个特殊贷项。这些事件对财务报表产生了哪些影响？

5. 惠普公司就其美国退休员工医疗计划报告了以下信息：

主要假定	1998	1997	1996
贴现率	6.5%	7.0%	7.5%
预计资产收益率	9.0%	9.0%	9.0%
当前医疗成本趋势比率	8.65%	9.6%	10.0%
最终医疗成本趋势比率	5.5%	6.0%	6.0%
当前医疗成本趋势比率降低到最终比率的年度	2007	2007	2007
医疗成本趋势比率提高 1%产生的影响（以百万美元计）：			
福利金债务增加额	116	101	90
退休员工医疗成本每年增加额	17	15	13

医疗基金状况（以百万美元计）	1998	1997
计划资产的公允价值	503	448
福利金债务	(543)	(475)
计划资产超过（少于）福利金债务金额	(40)	(27)
未确认的净经验（收益）损失	(225)	(268)
与计划变更相关的未确认以前服务成本（收益）	(144)	(154)
预付（应计）成本	(439)	(449)

惠普对 2000 年和 2010 年的医疗成本膨胀作出了哪些假设？公司设想它将获取多少计划资产收益？如果作为财务分析师，你将如何评价这些假设？这些比率合理吗？1998 年，在资产负债表中报告的医疗计划负债是多少？为该计划建立的基金是多余还是不足？在评价惠普公司医疗计划的负债和风险时，你还将考虑其他哪些因素？

6. Acceptance 保险公司经营并销售特殊财产和意外保险，是美国第三大农作物保险出售者。在 1998 年报送给证券交易管理委员会的 10-K 报告中，公司披露了有关 1990 年以来建立的索赔损失准备的以下信息：

支付的累计净负债：	1990 年 12 月 31 日
1 年以后	40.6

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

2 年以后	70.8
3 年以后	88.5
4 年以后	101.2
5 年以后	107.5
6 年以后	109.7
7 年以后	111.4
8 年以后	111.8
重新估计的净准备：	
1 年以后	100.3
2 年以后	102.3
3 年以后	107.4
4 年以后	110.7
5 年以后	112.7
6 年以后	112.0
7 年以后	112.5
8 年以后	113.4
累计净盈余（亏损）	−13.4

1990 年以来建立的损失准备的最初预计数为多少？公司是如何随时间的推移对该项债务的预计数进行调整的？1990 年索赔后的剩余负债为多少？如果作为财务分析师，您将就 1990 年公司负债向财务总监提出哪些问题？

7. 1997 会计年度末，英特尔在财务报告中指出它预计了 8 790 万美元的可能保修成本；1998 会计年度末，英特尔又将预计数提高到 1.155 亿美元。如果作为财务分析师，你将就保修费负债向公司财务总监提出哪些问题？

8. 如本章所述，1996 年 1 月，Muscocho 勘察股份有限公司、Flanagan McAdam 资源公司和 McNellen 资源公司与其主要担保债权人加拿大皇家银行签订协议，对三家公司所欠银行的 895 万加元担保债务进行重组。根据该协议，加拿大皇家银行获得 Magnacon 制造厂的出售收益和债务人为收回作为担保的 Magino 制造厂而支付的 50 万美元。银行同意将剩余债务转换为 Muscocho、Flanagan 和 McNellen 合建的一家新公司的 10%股权。在新合建公司的账簿中记录该项交易的影响需要哪些信息？该项交易对财务报表产生的哪些影响可以量化？如果作为财务分析师，你将就债务重组向新公司的管理层提出哪些问题？

9. 如本章所述，1998 年 8 月 11 日，美国 Helix 听觉保健公司出售了 200 万美元可转换公司债券。该债券期限 5 年，票面利率 13%，可以以 1.70 加元的价格转换为 Helix 的普通股。如果转换时 Helix 普通股价值为 2.50 美元，在（a）账面价值法和（b）市场价值法下，转换将对财务报表产生哪些影响？你认为哪种方法更好地反映了转换的经济意义？为什么？

10. 1998 年第 1 季度，微软报告了净收益和总括收益之间的以下调整：

结束于 9 月 30 日的 3 个月（百万美元）	1997	1998
净收益	663	1 683
未实现投资净收益	56	150
折算调整和其他	(117)	43
总括收益	602	1 876

哪些事件促使微软作出调整？如果作为财务分析师，你将就总括收益表对公司财务总监提出哪些问题？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Manufactured Homes 公司

这家位于温斯顿—塞勒姆的公司出售可以享受得起的南部舒适家居：价值仅 10 000 美元、备有家具且铺有地毯的活动住房。公司的创建者、董事长罗伯特·索尔斯（Robert Sauls）59 岁，是一个没有完成中学学业的孤儿。通过收购，索尔斯将其零售店发展成为行业中的老大，并在 4 年的时间内使年销售收入激增到 1.8 亿美元。公司向东南部乡村的蓝领工人出售主要由 Fleetwood Enterprises 和 Redman Industries 建造的住房。索尔斯说："顾客在经济繁荣期和萧条期都会购买我们的住房。"他预测，如果能够筹集到资金，公司销售收入在 4—5 年内将会翻一番。公司股票近来以 1988 年预计收益 6.5 倍的价格销售。

简·爱德华兹（Jane Edwards），是波士顿一家专门研究成长股的小投资管理公司的研究部主任，她在 1988 年 2 月 15 日《财富》（*Fortune*）杂志的"看公司"专栏注意到上述有关 Manufactured Homes 的评论。她知道有吸引力的成长股很难找到，想知道把 Manufactured Homes 的股票添加到公司的成长股组合中是不是个好主意。她查看了 Manufactured Homes 普通股的近期业绩，发现相对整个股票市场而言，该股票表现很出色（参见附录 1）。简·爱德华兹让她的助手彼得·赫尔曼（Peter Herman）收集有关该公司的更多资料，并写出公司近期财务报表的分析报告。

公司背景和销售核心

赫尔曼对 Manufactured Homes 所作的初步调查表明，该公司成立于 1975 年，当时有两家销售活动住房的零售店。公司发展迅速，到 1987 年 3 月 31 日，已经拥有一个分布在东南部 7 个州 120 家零售店的销售网络。公司 85%的零售中心位于北卡罗来纳州、南卡罗来纳州、亚拉巴马州、佐治亚州和佛罗里达州，其余销售中心位于弗吉尼亚州和西弗吉尼亚州。公司 1983 年公开发行股票，1987 年 1 月在美国证券交易所挂牌上市。

美国东南部地区是美国发展最快的活动住房市场，因为那里气候适宜、容易找到停放活动住房的空地，而且人口统计数据测算表明存在潜在市场。活动住房的顾客包括寻找单身家庭基本住房但没有能力购买传统式样住房的个人、退休者以及需要另一套度假用住房的人。

公司将顾客定位于低收入者，低收入者是公司 7 个州的经营区域内活动住房市场中的一个群体。公司的顾客一般是年龄在 18—40 岁之间，年收入约为 20 000 美元的制造业、服务业和农业蓝领从业工人。他们中的许多人在寻找单身家庭住房，因传统式样的低成本住房越来越昂贵而转向购买活动住房。

活动住房以各种形式出现，既包括单一功能单元，也包括多功能单元；通常有起居室、厨房和

该案例由 Krishna G. Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1989 by the President and Fellows of Harvard College. Harvard Business School case 9-190-090。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

餐厅以及卧室和浴室，不同样式住房房间的面积、数量和布局都有很大差异。单一功能住房的面积为 588—1 008 平方英尺不等，零售价在 10 000—25 000 美元之间，绝大多数以低于 17 000 美元出售。多功能住房的面积为 960—2 016 平方英尺，零售价在 17 000—40 000 美元之间。单一功能住房销售收入在公司销售收入总额中占绝大比重。尽管 1986 年多功能住房销售收入约占该行业全部住房销售收入的 30%，但 Manufactured Homes 的多功能住房销售收入仅占其住房销售收入的 20%。

公司认为它将销售核心定位于市场中的最低收入者有两方面优点。首先，公司销售收入很少受宏观经济状况变动的影响，因为其顾客购买活动住房是试图满足最基本的住房需求；其次，公司的住房收回率远远低于该行业中的其他公司，因为即使在经济萧条时期，其顾客也会努力工作以保住他们的基本住所。

收入

Manufactured Homes 的大部分销售是赊销，顾客按照销售收入的 5%—10%支付首付款，同时与公司签订分期付款销售合同，在 84—180 个月的期限内支付剩余款项。公司通常将大多数零售分期收款销售合同以附追索权的方式销售给无关联的金融机构。根据协议，如果顾客不能按分期收款销售合同支付规定的款项，则 Manufactured Homes 有责任向金融机构付款。

尽管 Manufactured Homes 向顾客索要的分期收款销售利率受到竞争条件的限制，但它通常还是高于市场利率。因此，购买附追索权的分期收款销售合同的金融机构通常向公司支付合同中规定的本金和设定利率与市场利率“差价”的一部分（利率差价的其余部分由金融机构保留，作为贷款损失担保，按照收到顾客还款的比例支付给公司。所需准备可在包括本金和利息在内的融资总额的 7%内变动）。因此，公司有两种收入来源：住房销售（销售收入）和利率“差价”（融资参与收益）。

彼得·赫尔曼注意到，财务会计准则委员会第 77 号公告（FASB No.77）对公司以附追索权的方式转让给第三方的分期付款销售应收款的会计处理作出了规定。如果满足以下三个条件，必须将附追索权的应收款转让记作销售：

1. 卖方明确将应收款转让给买方；

2. 在应收账款转让日，必须对卖方根据追索条款所欠买方的剩余债务进行合理预计。为达到这一目的，卖方应当能够预计：

（a）坏账金额及相关收账和住房收回成本；

（b）提前偿还金额。如果卖方不能很好地作出这些预计，则不能将应收款的转让记作销售，

3. 除非追索条款中有规定，否则不能要求卖方从买方购回应收款。

如果上述任一条件没有被满足，则应收款的卖方必须将转让收入记作以应收款作抵偿的贷款。

财务业绩

Manufactured Homes 的收入近年增长迅速，从 1983 年的 1 100 万美元增长到 1986 年的 1.2 亿美元。在公司 1986 年的年度报告中，首席执行官罗伯特·索尔斯预测公司将持续增长，而且预计 1987 年收入将达到 1.40 亿—1.45 亿美元。赫尔曼注意到，公司 1987 年前 9 个月的销售收入超过了

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

该预测。公司在最近的 10-Q 报表中报告，1987 年 9 月 30 日前 9 个月的收入为 1.48 亿美元。

根据公司 1987 年前 9 个月的业绩，《价值线投资调查》（*Value Line Investment Survey*），预测 Manufactured Homes 1987 年将实现收入 1.8 亿美元，并取得净收益 600 万美元（或每股 1.65 美元）；1988 年将实现收入 2.1 亿美元，并取得净收益 750 万美元（或每股 2.00 美元）。《价值线投资调查》对公司近期前景作了如下评论：[1]

> 尽管销售环境很艰难，但我们预期公司 1988 年每股收益将增加 20%。虽然公司销售核心卡罗来纳州市场的装运量下降，而且来年市场可能继续疲软，我们仍相信 Manufactured Homes 能找到发展机会。的确，今年零售中心的数量可能不会增加很多；但从另一方面看，零售中心在过去 5 年迅速扩展，已经拥有大量特许经销商，而这些特许经销商有许多增加销量的机会。
>
> 管理层试图在这些销售场所成熟时，实现每家店年均销售 100 套活动住房的成绩。1986 年末，各店年均销售 47 套活动住房；1987 年前 9 个月，这个数字提高了 20%。尽管今年市场竞争会非常激烈，但我们认为，Manufactured Homes 对许多大竞争者很少注意的最低收入者的特别关注将使其保持稳固的地位，加之税率下降，预计公司全年每股净收益可以达到 2 美元。
>
> 批量购买使公司具有竞争优势。由于 Manufactured Homes 进行大批量购买，因而可以与交易的制造商商定较低的价格。通过让利给消费者，公司可以给规模较小的“夫妻店”定低价。此外，由于规模较大，公司能够更有效地为顾客提供存货融资和抵押帮助。

在向爱德华兹提出最终建议之前，赫尔曼打算详细阅读 Manufactured Homes 1986 会计年度的财务报表（附录 2）和 1987 会计年度前 9 个月的期中财务报表（附录 3）。

思考题

1. 确认对 Manufactured Homes 公司财务报表最具影响的会计政策。隐藏在这些政策背后的主要假设有哪些？你认为这些假设合理吗？
2. 评价公司 1986 年和 1987 年前 9 个月的财务和经营业绩。
3. 根据公司的经营战略、会计政策和近期业绩，你对公司当前状况和未来潜力作何评价？

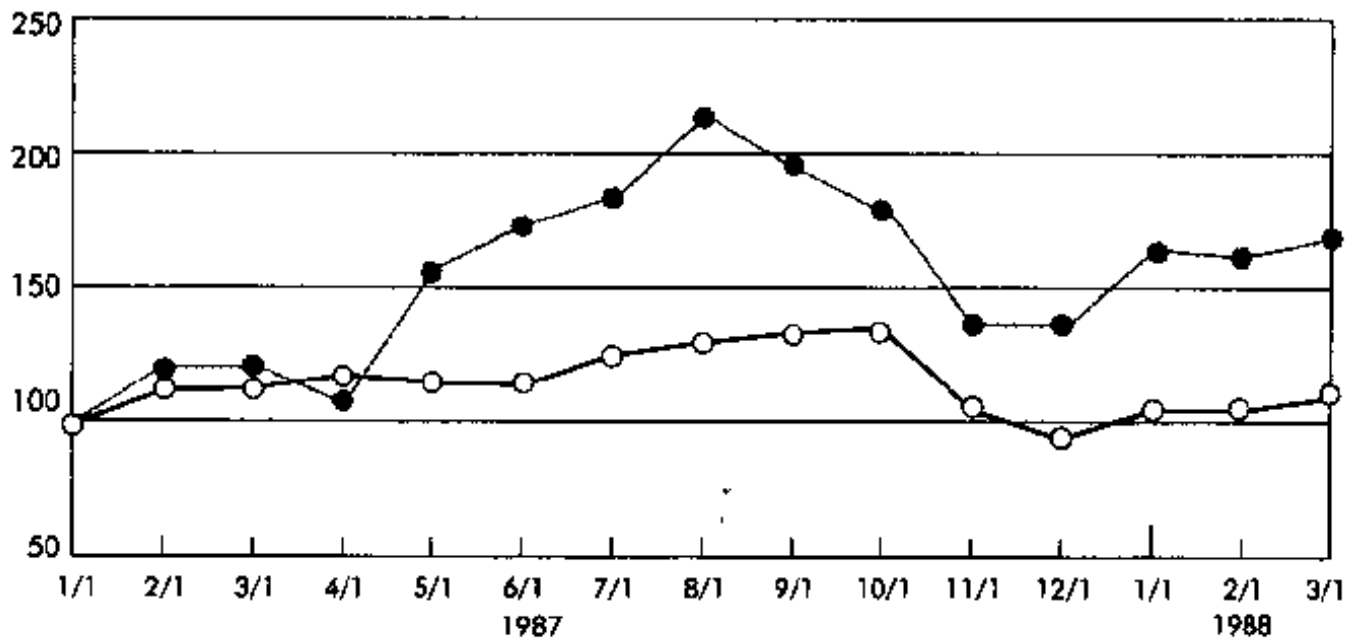
---

1 Value Line Investment Survey, February 26, 1988.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Manufactured Homes 普通股与标准普尔 500 股票指数的表现（以 1987 年 1 月 2 日的股票价格为基准）



	Manufactured Homes' 股价	标准普尔 500
1987 年 1 月 2 日	9.000	246.45
1988 年 3 月 1 日	14.875	267.82
《价值线》的β估计值	1.05	1.0

附 录 2

Manufactured Homes 公司结束于 12 月 31 日的 1986 年年度报告

董事长写给股东的信

1986 年是你们的公司取得卓著成绩的一年，从而有利于加强我们在活动住房业的领先地位。我们所取得的成绩是几年前开始执行公司发展计划的结果。在持续经营的第 4 年，收入达到创记录的

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

水平 1.2 亿美元，与 1985 年的 8 000 万美元形成对比。我们现在是国内单身家庭活动住房的最大零售商之一。

作为为增加市场份额所作长期努力的一部分，我们新增了 39 家零售店，使商店总数在年底达到 114 家。我们在 7 个州拥有零售店，总共约占整个美国活动住房市场的 40%份额。

我们仍然主要是一家销售公司，同时从事有限的生产和零售融资业务以支持公司的发展计划。

1986 年 4 月，我们完成了一笔重要融资，1987 年 2 月完成了第二笔，均由 Wertheim Schroder 和公司共同完成，共计 4 300 万美元。所得收入的一部分用于通过固定利率债券融资付现与存货融资相关的变动利率债券，并在这个过程中赚钱；其余部分用做公司一般用途。

《财经周刊》（*Business Week*）和《公司》杂志（*INC*）都将公司列入美国发展最快公司的名单，我们为过去 4 年取得的发展得到承认而感到高兴。一些杂志将我们取得的发展描述为爆炸性的增长，然而，我们认为这些成绩是谨慎实施结构完善的公司发展计划的直接结果。我们的发展计划建立在这样的基本前提上，即不使扩展超出我们处理事务的能力。

我们所取得的进步已经使我们从 1983 年仅有 1 100 万美元的收入和在行业中几乎默默无闻跃居行业领先地位。在对取得的收入业绩十分满意的同时，我们也注意到必须使经营获利。1986 年每股净收益仅有 53 美分。1986 年收益的急剧下降与第 4 季度 1 347 642 美元的净损失直接相关。冲减第 4 季度收益的赊销损失准备和其他费用合计超过 300 万美元，与为巩固公司在市场中的地位而发生的成本共同导致收益的临时倒退，但同时也为 1987 年较高的收益打下了基础。

只有经历逆境的检验，才能证实战略计划的正确性；去年可以算是对我们行业所作的一次酸性测试（acid test）。1986 年，许多零售商出于希望获得更高的市场份额或出于生存目的，参加了过度削减价格的价格大战，而且一些地区的金融机构出于对经济的担心实行了紧缩政策。我们不仅解决了所面临的这些问题，而且将其中一些问题转变成了机会。

几年来，管理层密切注意我们经营区域内各活动住房零售商的动向。首先，我们希望了解竞争对手的情况；其次，我们在寻找收购对象。我们从一大串公司名单中，挑选出最符合我们提出的业绩标准的公司。我们只需要拥有优秀管理层和销售队伍的公司。我们以优厚的条件收购了两家这种公司，而且使管理层仍留在原来的位置。

因此，我们不仅成功地加强了在传统的经营区域北卡罗来纳州、南卡罗来纳州、佐治亚洲、佛罗里达州和亚拉巴马州的市场渗透，而且通过在弗吉尼亚州和西弗吉尼亚州建立 9 家零售店和在亚拉巴马州建立另外 6 家零售店而进入了新市场。

我们的独立特许经销商网络继续扩展，现在达到 26 家，分布在 5 个州。独立经销商计划提供了大量有利条件和机会。由于我们给予这些小经销商一些有利的条件，不断有更多的经销商要求加入我们的队伍。

1986 年下半年，我们为增加市场份额而牺牲了短期经营业绩。我们保持住了市场份额，但正如所预料的，我们为此付出了昂贵的代价。销售和一般管理费用由第 1、2 季度的平均 450 万美元增加到第 3 季度的 600 万美元和第 4 季度的 800 万美元。

展望 1987 年，我们知道我们正从一个牢固的基础上起步。我们的财务状况很好，能够控制债务清偿资金需要量而不减损未来收益业绩。我们的零售网络继续发展，各地销售收入将增加。

1987 年，我们的目标是保持市场份额并取得销售利润率的大幅度提高。董事会对我们的经营能

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

力显示了信心，并授权我为你们作出对 1987 年收入的保守预计。我们预计第 1 季度的收入可达 3 200 万美元，每股收益 24 美分。如果现在的经济状况持续，我们预计 1987 年收入可达 1.40 亿—1.45 亿美元。预计销售利润率的大幅提高应使 1987 年成为辉煌的一年。

我由衷地感谢我们的员工、金融机构、供应商和顾客，以及你们——我们的股东的信任和支持，我愿意说一声特别的“谢谢”！

罗伯特·M·索尔斯
董事会主席，总裁兼首席执行官

经营宗旨

我们确信，公司经营的成功取决于处理公司事务的人。对任何成功的企业而言，产品和服务至关重要；但是，如果没有质量经理和生产线上的员工，经营不会取得成功。Manufactured Homes 在公司的各个层次都始终只寻找和雇用高质量的员工。

我们的惯例是为各层次员工提供适宜的工作条件和报酬。我们只要求他们最大限度地发挥自身能力，在怎样才能最好地从事经营活动方面有所创新。

我们认为，过去 4 年的经营业绩表明了我们的管理层和员工对公司所作的宝贵贡献。

行业概况

活动住房行业是一个分裂的市场，现在全国约有 10 000 家活动住房零售商，其中大多数属于“夫妻店”经营。该行业目前正处于转型和合并时期，越来越多不具有批量购买能力和充分资本化能力的小公司正在消失，或成为像 Manufactured Homes 一样的大公司的一部分。

该行业竞争一直很激烈，近年来更是这样。传统式样住房平均价格的持续增长迫使低收入家庭寻找其他替代品，越来越多的人正转向购买活动住房，活动住房比供租用的公寓提供更多的设施，面且具有每月付款更低的优点。

过去，活动住房业曾受到消费者的误解，而这些误解在很大程度上是由使用“活动住房”这个名称所引起。尽管可以将活动住房从一个地方运送到另一个地方，但只有 5%的活动住房曾经被在原来的地方重新安置过一次。此外，所售住房的 60%被安置在私人财产上。

此外，现在的活动住房所提供的装修与传统式样住房完全一样，但成本要低得多。

行业预计表明，有 1 200 万人住在 600 万活动住房中。由于具有质量和价格优势，预计在可预见的未来该数字每年都会有所增长。

随着争夺市场份额竞争的加剧，像 Manufactured Homes 这样的公司将因批量购买所带来的财务优势而受益。这也是如此多独立经销商积极寻求与我们公司建立工作上的关系的主要原因，那些希望被收购的公司也是如此。

零售业务

1986 年我们出售了 6 239 套新旧活动住房，比上年增加 61%；实现销售收入 1.13 亿美元，比上年增长 46%。随着零售网络的扩展，我们预期 1987 年的销售收入还将达到创记录的水平。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

活动住房的潜在市场包括寻找单身家庭基本住房但没有能力购买传统式样住房的个人、退休者以及需要另一套度假用住房的人。随着人口的逐渐老龄化，后两类人数在大量增加。不过，我们公司的产品定位于市场中的一个群体，即低收入者。在我们 7 个州的经营区域以及国内的其他地方，这个群体数量很大。

Manufactured Homes 11 年前成立于北卡罗来纳州的温斯顿—塞勒姆，开始只有一家零售店。我们最初在北卡罗来纳州发展，后来扩展到南卡罗来纳州。1985 年，这两个州的销售收入占销售收入总额的 90%，继续仅在这两个州销售最终可能导致公司停滞不前。在成为股份公开公司的 1983 年，我们开始构想地理扩展计划。现实的问题是，在哪个州我们的经营能够效率最高且盈利最大？

我们的最初规划超出了东南部各州的范围，虽然当时东南部各州仍是活动住房最大的独家区域销售源。我们察看了包括当时活动住房销售收入最多的得克萨斯在内的许多个州。经过仔细评估，我们得出了这样的结论，即我们的利益和我们股东的利益能够在美国东南部得到最好的实现。得克萨斯无疑是最有吸引力的，但对管理层而言，风险与收益不对等是显而易见的；而且时间证明，得克萨斯已经成为许多活动住房零售公司的墓地。

像许多其他零售业一样，在市场上出现至关重要。在确定将业务集中在管理层挑选出的 7 个州（北卡罗来纳、南卡罗来纳、亚拉巴马、佐治亚、佛罗里达、弗吉尼亚州和西弗吉尼亚）后，我们积极转向开设新零售店和收购其他零售店。1983 年，我们拥有 13 家零售店；1984 年有 32 家；到 1987 年 3 月 31 日，达到 120 家。

公司的成功要素之一是坚持要求零售人员倾听顾客对住房内部设计和装修的意见。当我们意识到一种主要趋势出现时，我们去找供应商，探求如何最终建成全新的住房生产线。

我们还为零售经理和销售人员提供大量激励。我们公司的底薪是行业最高之一，在此之外还附加一个与利润业绩直接相关的奖金激励计划。在需要时，我们可以解决竞争性定价问题，但我们的目标是在不牺牲利润的条件下实现销售收入最大化。

生产业务

我们收购了一家活动住房制造商的制造厂，但不是用于与大制造商竞争。实际上，去年我们是全国最大的两家活动住房制造商——Fleetwood 和 Redman 的最大独家零售商。我们进行收购的目的在于在活动住房供不应求时为公司提供防护措施。收购同时也为生产少量特别设计住房提供了机会，从而无须支付非关联供应商可能要求支付的大额承付款。

我们收购的是 Craftsman Homes 公司，而且继续使用这个品牌组织生产。1985 年我们收购这家公司时，它一天产出 1 套住房，现在它一天产出 10 套住房。我们的大量顾客一直要求在住房中装有更多的娱乐设施。我们根据生产能力，生产出一种我们称之为娱乐中心的住房，销售收入一直相当可观。

我们没有立即扩大这项生产设施的需要和打算。尽管事实表明生产业务能够为公司带来大量收益，但我们应牢牢控制住这种经营，从而不使收入和利润受损。

财务安排

由于认为利率最终将恢复到两位数的水平，我们成功地将变动利率债务转换为固定利率债务。1986 年 4 月，我们完成了价值 1 800 万美元、利率 9%、将于 2001 年到期的可转换次级公司债券的

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

私募发行。该债券可以按每股 17.50 美元的价格转换为公司股票，由美国 Prudential 保险公司和 Equity-Linked Investors 购买。

1987 年 2 月，我们完成了价值 2 500 万美元的无担保优先系列债券的私募发行，共发行两个系列债券。A 系列债券 1990 年到期、价值 1 500 万美元、利率 8.64%；B 系列债券 1992 年到期、价值 1 000 万美元、利率 9.42%。整个私募发行由 Wertheim Schroder 和公司操作，债券由美国 Prudential 保险公司购买，我们为他们对 Manufactured Homes 未来有信心感到骄傲。

有 4 种要素影响我们的财务业绩，它们都与住房销售相关，分别是住房回收率、附追索权融资、贷款损失和融资参与。

几乎在所有情况下，公司都将所执行的抵押契约出售给金融机构，这时前面提到的所有因素都会起作用。附追索权融资条款规定，当住房购买者拒付应付抵押款时，公司应重新收回对住房的所有权。公司 11 年前开业时，我们就知道这个规定，处理这种状况所需采取的行动是各年经营计划的一个组成部分。

住房回收的可能性是我们定位于市场中低收入群体的另一个主要原因。低收入家庭将为保住住房付出最大的努力。我们是行业中住房回收率最低的公司之一。一旦住房被回收，我们迅速对它们进行翻新整修，并通常在 60—90 天的时间里，以等于或高于贷款清偿款的价格将它们重新出售。

我们还建立了预防贷款损失真正发生的备抵。根据历史经验，我们现在保持全部赊销或有负债净额 1.7%的损失准备。尽管已出售 4 年或更长时间的住房很少被回收，但我们的年度贷款损失备抵始终比实际损失高 20%多。融资参与是公司一个重要的收入来源。简单地说，融资参与取得的资金是公司实施的抵押协议中包含的利息与金融机构要求得到的利息之间的“差价”。这种“差价”的一部分以现金方式支付给公司，其余部分在抵押契约的有效期内摊销。金融机构保留的利息按根据实际收回所需时间（通常为 120—180 个月）折现后的价值记账。

财务服务子公司

公司对开展财务业务的规划（即建立 MANH 财务服务公司）在本质上与建立生产部门的规划相同。公司增加这一经营部门的目的并不是与过去为我们提供抵押贷款的金融机构竞争。这一部门主要用于促进公司与银行之间融资协议的签订。

财务服务公司有提供抵押贷款的能力，但只有在约定的银行协定不能适时生效时才能使用。同生产业务一样，管理层并不打算扩展财务服务公司。由于它的存在，为公司提供了迅速处理抵押融资业务所需要的财务弹性。

挑选的财务数据

各年结束于 12 月 31 日	1986	1985	1984	1983	1982
经营成果：					
收入	120 264 954	79 525 988	36 195 802	10 986 036	7 477 966
会计原则变更的累积影响前收益（损失）[1]	2 033 425	3 718 325	2 694 529	536 881	(59 570)
每股收益（损失）	0.53	0.98	0.77	0.21	(0.03)
净收益（损失）	2 033 425	3 213 754	2 694 529	536 881	(59 570)
每股净收益（损失）	0.53	0.85	0.77	0.21	(0.03)
年末财务状况：					

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 12 月 31 日	1986	1985	1984	1983	1982
全部资产	81 377 803	50 944 924	17 660 984	6 836 087	5 025 130
长期负债	18 609 987	1 082 543	400 000	—	491 280
股东权益	14 167 119	11 052 759	7 633 005	4 938 654	733 195
营运资金	15 111 883	4 820 912	4 819 203	3 699 184	(147 124)

各季度财务数据（未经审计）

季度	第 1 季度	第 2 季度	第 3 季度	第 4 季度	合计
1986:[2]					
收入	23 324 633	29 724 418	33 295 241	33 920 662	120 264 954
净收益（损失）	641 702	1 562 205	1 177 160	(1 347 642)	2 033 425
每股净收益（损失）	0.17	0.40	0.30	(0.36)	0.53
普通股和约当普通股平均数	3 850 277	3 944 518	3 922 406	3 733 968	3 864 161
1985:					
收入	10 965 457	22 103 134	24 083 556	22 373 841	79 525 988
会计原则变更的累积影响前收益[1]	741 395	1 312 511	1 112 714	551 705	3 718 325
每股收益	0.21	0.34	0.29	0.14	0.98
净收益	236 824	1 312 511	1 112 714	551 705	3 213 754
每股净收益	0.08	0.34	0.29	0.14	0.85
试算金额：					
净收益	741 395	1 312 511	1 112 714	551 705	3 718 325
每股净收益	0.21	0.34	0.29	0.14	0.98
普通股和约当普通股平均数	3 488 968	3 820 016	3 870 857	3 838 486	3 802 693

1. 关于 1985 年融资参与收益会计原则变更的资料可参见合并财务报表附注的附注 2。
2. 1986 年第 4 季度，公司约计提赊销损失准备 3 000 000 美元，主要是由于行业状况异常，从而导致与住房回收相关的异常高成本。此外，公司在第 4 季度还发生非正常成本约 300 000 美元，主要与前期确认的融资参与收益的冲销相关。第 4 季度这些项目的备抵共计约 3 300 000 美元。公司不能确定 1986 年第 4 季度计提备抵对第 1、第 2 和第 3 季度的适用程度。

普通股价格和股利资料

公司的普通股在美国证券交易所以“MNH”的代号挂牌交易。

	1986		1985	
	高	低	高	低
第 1 季度	15.75	10	8.75	4.375
第 2 季度	16.50	12.25	13.25	8.25
第 3 季度	15	9.75	15.375	10.50
第 4 季度	12	8.875	14	8.75

公司从未支付过现金股利，而且在可预见的未来也不打算这样做。1986 年发行在外普通股的加权平均数为 3 660 048 股，1985 和 1984 年为 3 488 968 股，1983 年为 2 588 518 股，1982 年为 2 100 000 股。1987 年 3 月约有股东 2 000 人。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

管理层的论述和分析

经营成果

1986 年与 1985 年相比

公司 1986 年销售收入净额 106 095 667 美元，与 1985 年销售收入 68 674 779 美元相比，增加了 37 420 888 美元（54%）。

公司实行的有管理的销售增长计划导致更强的市场渗透，因为：

	1986	1985	增加数
公司自营销售中心数增加 44%	92	64	28
MANH 独立零售网络扩展 1 倍	22	11	11
本年度销售中心共增加 52%	114	75	39

1986 年共出售新旧住房 6 239 套，比 1985 年出售的住房 3 866 套增加 61%。两年的新住房销售收入都占住房总销售收入的 87%。

一个活动住房销售中心通常要经历 5 年的成长和发展期。Manufactured Homes（在美国证券交易所的代号：MNH）销售中心在成熟期应当形成每年至少销售 100 套新住房的销售水平，尽管这个年均销售量可能因地理位置不同而有很大差别。1986 年公司各销售中心新住房年均销售量为 47 套，1985 年为 45 套。年均销售量反映了新销售中心的迅速扩展。各销售中心约实现了年均潜在销售能力的 47%，即在公司目前的销售中心网络内还有相当大的增长潜力，不需要大量增加销售中心的数量。

1986 年新住房销售收入的 80%来自单室住房，而 1985 年新住房销售收入的 84%来自单室住房，这反映了由销售单室住房向更多销售两室住房的转变。发生转变的一个原因是公司收购了两家子公司；此外，利率的进一步下降使得顾客愿意投资于购买两室住房。不过，MNH 销售计划的核心仍然是便宜的单室住房，因为它与 MNH 五个东南部州以及弗吉尼亚和西弗吉尼亚州的销售区域内相当大比例潜在顾客的经济能力相适应。

1986 年公司各销售中心新住房的平均售价为 17 300 美元，1985 年为 17 400 美元。1985 年的销售毛利率不变。

Craftsman Manufactured Homes 是 MNH 全资拥有的子公司，它将生产能力由一条生产线扩展到两条生产线。1986 年收入超过 15 746 000 美元，其中 7 489 000 美元是对非关联经销商的直接销售收入，8 257 000 美元是将住房销售给公司销售中心用于再销售的销售收入。1985 年 9 月，公司购买了该生产公司。1986 年，Craftsman Manufactured Homes 向 MNH 的非关联经销商直接出售住房 481 套，而 1985 年仅售出了 130 套。

住房回收和提前清偿

活动住房业作为一个行业，受到经济发展缓慢和长期低利率的严重影响。这些因素可以通过 1986 年公司整个销售区域内的活动住房销量减少 15%反映出来。

低利率导致活动住房业发生两个显著变化：（1）一些户主可能选择购买传统式样的住房，而不购买活动住房；（2）金融机构加紧推销抵押再融资，导致许多户主以较低的利率进行抵押再融资，这对 MNH 而言通常意味着应付抵押款的提前偿还。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

直到 1986 年，公司对住房抵押款的提前偿仍缺乏经验。在 1986 年末，它成为最令人担心的事。抵押款的提前偿还使得管理层对一些假设进行重新评估，从而导致为使抵押利率继续保持在当前的 8.5%—9.5%的水平，与抵押款提前偿还相关的贷款损失准备大幅增加。

住房回收主要产生于顾客无力偿还应付抵押款。MNH 的全部赊销收入中，约有 70%是附追索权的，这就意味着公司将从持有顾客抵押住房的金融机构手中买回最初由 MNH 的子公司销售又由抵押住房持有人收回的住房。

在过去 10 年间，公司住房回收率变动很小。然而，在 1986 年第 4 季度，公司发生大约 2 000 000 美元住房回收费用和利息的冲回。因此，记录一项抵减收益的费用，既包括抵押款提前偿还损失也包括住房回收费；而贷款损失准备在 1986 年 12 月 31 日增加到 3 000 000 美元。

2 000 000 美元住房回收费用产生的原因之一是一些非关联金融机构拒绝对其投资组合中发生的住房回收提供再融资，另一个原因是公司不得不通过 MANH 财务服务公司为住房回收融资，从而立即发生清偿款的融资参与费，而且公司不能确认再销售的融资参与收益。

在 1986 年前 3 个季度，贷款损失准备约为销售收入净额的 1%。由于第 4 季度发生了大量费用，公司将 1987 年贷款备抵增加到销售收入净额的 1.5%，以便为将来的住房回收和提前清偿预作准备。

融资参与

1986 年融资参与收入 12 084 108 美元，与 1985 年的 9 715 558 美元相比，增加了 24.4%。1986 年，融资参与收入占销售收入净额的 11.4%，1985 年占 14.1%。几个因素导致了已实现融资参与收入比例的下降：（1）现销增加；（2）不附追索权的赊销增加，在这种销售方式下，不能产生融资参与收入；（3）生产公司带来销售收入的增加，但不能产生融资参与收入；（4）将销售合同出售给金融机构时，公司赚取的利率差价下降。利率差价下降是导致 1986 年融资参与收入比例下降的重要因素，主要原因是两家主要金融机构改变了贷款的“零售比率”，从而使公司收到的利率“差价”减少 33%。

融资参与收入是公司收入的重要组成部分。公司密切关注这种收入来源，同时考虑能够持续形成客户抵押基金的其他融资渠道。

保险

公司在销售住房时赚取保险代理销售佣金。1986 年保险代理销售收入 721 758 美元，与 1985 年的 413 282 美元相比，增加了 75%。

销售和一般管理费用

从历史上看，公司的销售和一般管理费用在销售收入的 17%上下波动，随公司增长模式和销售核心的变动而变动。

1986 年公司销售和一般管理费用占销售收入的 19%，对其产生影响的主要因素有：（1）公司在其制造厂新建了另一条生产线；（2）1986 年 9 月中旬，公司收购了两家子公司——亚拉巴马州 Piggy Bank Homes 公司以及位于弗吉尼亚和西弗吉尼亚州的 Jeff Brown Homes 公司；（3）公司新建了两家经营子公司——AAA Mobile Homes(以前是 MNH 的一部分)和 MANH Independent Retailers 公司（以前为散布在几个子公司中的营业部）；（4）新开 13 家销售中心，11 家经销商加入零售网络；（5）1986 年 10 月，建立 MANH 财务服务公司。这些扩展和子公司的重新调整大多发生在第 4 季

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

度，是公司更有效地加强市场渗透的总体销售战略的一部分。高出 1985 年 54%的销售收入显著增长源于为公司新开的 13 家自营销售中心配备了销售人员并特别重视有关销售以旧换新存货和住房的奖金激励计划，而且提高了以附追索权销售方式销售住房的比例。这种积极的销售计划旨在争取 1987 年的销售强势，但同时大大增加了销售和一般管理费用。

影响销售和一般管理费用的几个其他成本因素是：（1）1986 年保险单续保的责任险年费率比 1985 年提高 40%（约为 350 000 美元）；（2）本年发生的成本与历时 15 个月的加强会计程序和数据处理标准化计划的完成有关，该计划通过与各子公司联网集中公司的管理信息，是在优化数据管理和及时整理财务信息方面向前迈出的重要一步。

利息费用

利息费用从 1985 年的 1 824 588 美元增加到 1986 年的 3 367 940 美元，增加了 1 543 352 美元（85%），原因在于公司 1986 年扩展的 39 家销售中心直接导致全部存货增加 12 536 000 美元，全部应收款约增加 8 000 000 美元。

所得税

1986 年，公司实际所得税率为 49.8%，1985 年为 47.2%。税率提高主要源于 1986 年颁布的税收改革法案取消了投资税收减免。

组织结构

公司的 9 个子公司都是利润中心。各子公司都有自己的首席执行官，对子公司损益承担全部责任。公司的长期发展计划是通过实行战略收购、扩大市场份额以及通过一个新的有组织的销售人员培训计划培养管理人才，最终满足为美国消费者提供低成本住房的需要。

生产业务

Craftsman Manufactured Homes 是 MNH 的子公司，1985 年 9 月开业经营，已经从刚刚起步发展到 1986 年的销售收入超过 15 000 000 美元。公司生产的 1 119 套住房中，约有 57%销售给与公司相关联的销售中心，然后这些销售中心进行再销售；其余住房则销售给非关联独立零售商。Craftsman Manufactured Homes 经营两条生产线，生产能力约为每年 3 500 套住房。

财务服务

1986 年 10 月 14 日，为促进翻新后的回收旧住房的销售，组建了 MANH 财务服务公司。两家主要金融机构减少了对附条件销售合同的购买，从而导致合同的缓慢执行，并因此使销售收入遭受损失。公司为此组建了 MANH 财务服务公司，在一定限度内提供融资服务。该子公司的发展将在很大程度上取决于非关联金融机构是否继续为公司发展服务。

1985 年与 1984 年相比

公司 1985 年销售收入净额 68 674 779 美元，与 1984 年销售收入 30 480 571 美元相比，增加 125%，主要原因在于第 1 季度新增 8 家零售销售中心，而且在 1985 年 3 月 22 日收购了拥有 20 家零售销售中心的 Country Squire Mobile Homes 公司。公司还分别在第 2、3、4 季度新开 7 家、6 家和 2 家零售销售中心。尽管 1984—1985 年每套住房的平均售价相当稳定，但 1984 年末已经处于运营中的销售中心的销量还是出现了增长。1985 年 9 月 4 日公司收购一家制造厂，该制造厂为 1985 年销售收入的增加作出约 7%的贡献。

1985 年的融资参与收益 9 715 558 美元，与 1984 年的 5 221 279 美元相比，增加了 86%。融资

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

参与收益的增长幅度低于销售收入的增长幅度，原因有三个：（1）选择将融资参与收益的未收回部分折算为现值；（2）Country Squire 赚取的融资参与收益明显低于其他零售集团，主要是由于它采取不附追索权的赊销方式；（3）销售收入中包含的生产业务销售收入不能产生融资参与收益。保险代理佣金、利息和其他收入按销售收入增长的一定比例增长。

1985 年，销售成本在销售收入中所占比重约增加 2%，主要是由于毛利率一直较低的对独立零售商的销售显著增加，而且公司自营销售中心的毛利率略有下降。1985 年的销售和一般管理费用因销量增加而增加，同时反映了支持公司可持续发展的销售中心数量和人员增加。1984—1985 年赊销损失准备占销售收入净额的比重仍保持相对稳定。1985 年利率普遍较低，但利息成本总额因支持新销售中心的存货增加而显著增加。

流动性和资本性资源

1986 年 4 月，公司销售价值 1 800 万美元、利率 9%、将于 2001 年到期的可转换次级公司债券。所得收入主要用于减少开发融资应付票据（floor plan notes payable），并显著提高公司资金的流动性。1986 年，公司购入拥有 9 家销售中心的 Jeff Brown Homes 公司和拥有 6 家销售中心的亚拉巴马州 Piggy Bank Homes 公司；新增 13 家公司自营销售中心；建立了一家初始资本额为 500 000 美元的财务子公司；扩建了公司全资子公司 Tri-County Homes 的办公场所；并运用销售次级公司债券和公司经营活动产生的资金在其制造厂新建了另一条生产线。

1986 年 12 月 31 日，公司拥有可用银行贷款限额 1 000 000 美元，未使用开发融资贷款额度（floor plan lines of credit）8 000 000 美元。1987 年 2 月 13 日，公司出售价值 25 000 000 美元、将于 1990 和 1992 年到期、混合利率为 8.95%的无担保优先债券，部分所得收入用于减少开发融资应付票据。

尽管 1986 年营运资金显著增加，但经营活动耗用营运资金 2 956 041 美元，而 1985 年和 1984 年经营活动耗用的营运资金分别为营运资金 2 847 026 美元和 2 599 953 美元。1986 年经营活动耗用营运资金主要应归于融资参与利率差价以及贷款损失备抵和融资参与收益递延所得税的大幅减少。

1986 年颁布的《税收改革法案》将通过降低公司所得税率而使公司收益。但是，从 1987 年 1 月 1 日起，该法案将要求公司加速联邦所得税的支付。不过，公司认为经营活动产生的资金和当前可用信贷限额将足以满足现有经营活动的资本需求。

合并资产负债表

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年
资产		
流动资产		
现金和现金等价物：		
现金和短期投资	2 486 024	2 968 837
应收金融机构合同收益（附注 9）	11 496 078	5 189 535
现金和现金等价物合计	13 982 102	8 158 372
应收融资参与款——本期（附注 2）	2 691 497	2 486 001
递延融资参与收益	(801 511)	(523 038)
应收融资参与款净额	1 889 986	1 962 963

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年
其他应收款（附注 4）	3 746 863	2 057 674
可退回所得税（附注 11）	778 971	—
存货（附注 5 和附注 9）	38 163 712	25 628 156
预付费用	538 419	408 124
递延所得税（附注 11）	761 262	436 496
流动资产合计	59 861 315	38 651 785
应收融资参与款——非本期（附注 2）	16 128 799	10 269 713
递延融资参与收益	(3 923 178)	(2 968 629)
应收融资参与款净额	12 205 621	7 301 084
财产、厂房和设备成本（附注 6 和附注 10）	7 504 272	5 467 164
累计折旧和摊销	(2 410 812)	(1 555 427)
财产、厂房和设备净额	5 093 460	3 911 737
收购成本高于被收购公司净资产数额减摊销（附注 3）	2 107 874	973 860
其他资产	2 109 533	106 458
	81 377 803	50 944 924
负债和股东权益		
流动负债：		
应付票据	1 099 971	—
长期债务——本期应付款（附注 10）	810 901	1 100 624
开发融资应付票据（附注 9）	35 207 386	27 468 153
应付账款	4 899 250	2 210 560
所得税（附注 11）	—	1 828 234
应计费用和其他负债（附注 8）	2 731 924	1 223 302
流动负债合计	44 749 432	33 830 873
长期债务——非本期应付款（附注 10）	18 609 987	1 082 543
赊销损失准备（附注 7）	3 000 000	1 863 992
递延所得税（附注 11）	851 265	3 114 757
负债合计	67 210 684	39 892 165
股东权益（附注 10 和附注 12）		
普通股——每股面值 0.50 美元，额定股数 10 000 000 股，1986 年和 1985 年已发行流通在外股数分别为 3 733 968 股和 3 488 968 股	1 866 984	1 744 484
股本溢价	3 508 351	2 549 916
留存收益	8 791 784	6 758 359
股东权益合计	14 167 119	11 052 759
承付款和或有负债（附注 3 和附注 13）		
	81 377 803	50 944 924

合并损益表

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年	1984 年
收入：			
销售收入净额	106 095 667	68 674 779	30 480 571
融资参与收入	12 084 108	9 715 558	5 221 279
代理销售保险佣金	721 758	413 282	231 618
利息	338 447	163 663	123 564
其他	1 024 974	558 706	138 770
收入合计	120 264 954	79 525 988	36 195 802

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年	1984 年
成本费用：			
销售成本	86 212 901	56 222 412	24 324 851
销售和一般管理费用	22 852 093	13 639 942	5 895 891
赊销损失备抵（附注 7）	3 777 900	793 497	253 004
利息	3 367 940	1 824 588	570 527
成本费用合计	116 210 834	72 480 439	31 044 273
所得税前收益	4 054 120	7 045 549	5 151 529
所得税（附注 11）	2 020 695	3 327 224	2 457 000
会计原则变更的累积影响前收益（附注 2）	2 033 425	3 718 325	2 694 529
融资参与会计原则变更对以前年度的累积影响（附注 2 和附注 11）	—	(504 571)	—
净收益	2 033 425	3 213 754	2 694 529
每股收益：			
会计原则变更的累积影响前	0.53	0.98	0.77
融资参与会计原则变更对以前年度的累积影响	—	(0.13)	—
每股净收益——基本	0.53	0.85	0.77
每股净收益——完全稀释后	0.53	0.84	0.77
假定会计原则变更追溯应用情况下的试算金额（附注 2）：			
净收益	2 033 425	3 718 325	2 365 334
每股净收益——基本	0.53	0.98	0.68

合并财务状况变动表

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年	1984 年
营运资金产生于：			
经营活动：			
净收益	2 033 425	3 213 754	2 694 529
对不需要（产生）营运资金项目的调整：			
折旧和摊销	946 858	556 236	210 699
非本期递延所得税	(2 197 061)	78 637	1 412 812
赊销损失备抵，减实际费用后净额	699 343	(217 402)	134 614
非限制性股票期权的发行	142 000	206 000	—
融资参与收入	(12 084 108)	(9 715 558)	(5 221 279)
应收融资参与款的本期和递延融资参与收益部分	7 503 502	8 725 359	3 316 397
其他	—	—	52 181
经营活动产生（耗用）的营运资金	(2 956 041)	2 847 026	2 599 953
长期债务发行收益	18 396 000	1 651 822	400 000
实施股票期权	938 935	—	—
其他资产的减少	—	4 024	—
	16 378 894	4 502 872	2 999 953
营运资金用于：			
净资产，不包括被收购公司 1985 年的营运资金 806 363 美元、1986 年的营运资金不足 1 109 080 美元和 1984 年的营运资金 140 604 美元（附注 3）	1 285 935	422 179	1 220 198
财产、厂房和设备扩建	1 917 489	2 756 178	580 259
长期债务的本期应付款和偿还款	1 071 308	1 322 806	70 423
其他资产扩建和超额成本	1 813 191	—	9 054
	6 087 923	4 501 163	1 879 934
营运资金增加额	10 290 971	1 709	1 120 019

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年	1984 年
营运资金的变动——按组成内容：			
现金和现金等价物	5 823 730	6 136 129	579 418
应收融资参与款——本期	(72 977)	1 193 013	569 838
其他应收款	1 689 189	1 715 543	233 696
可退回的所得税	778 971	—	—
存货	12 535 556	17 448 795	5 616 654
预付费用	130 295	371 403	25 918
递延所得税	324 766	102 710	203 000
应付票据	(1 099 971)	—	—
长期债务——本年应付款	289 723	(900 624)	(200 000)
开发融资应付票据	(7 739 233)	(22 962 163)	(3 986 435)
应付账款	(2 688 690)	(1 896 668)	(219 293)
所得税	1 828 234	(620 489)	(1 207 745)
应计费用和其他负债	(1 508 622)	(585 940)	(495 032)
营运资金增加额	10 290 971	1 709	1 120 019

合并财务报表附注

1986、1985 和 1984 年 12 月 31 日

附注 1

主要会计政策概述

合并原则和经营类型

合并财务报表包括 Manufactured Homes 及其全部子公司的报表，各子公司均为全资拥有子公司，后面统称为“公司”。所有重要的公司间交易事项已抵消。

公司主要从事新旧单身家庭活动住房的零售。

存货

存货按成本与市价孰低法计列，新旧活动住房的成本采用个别计价法确定，材料和物料成本采用个别计价法确定。

财产、厂房和设备

财产、厂房和设备主要在单个资产的预计使用期限内，采用直线法计提折旧。租赁资产改良在租赁期限和改良的预计使用期限两者中的较低期限内，采用直线法摊销。

所得税

对出于财务报告目的和出于纳税目的在不同期间报告的收入和费用，计列递延所得税。

收入确认

销售收入在收到还款时确认。如果采用赊销方式，则在收到首期付款（通常为售价的 10%）且公司与顾客签订分期付款销售合同时确认。分期付款销售合同的支付期通常为 120—180 个月不等。公司的大部分销售是赊销。

根据现行融资协定，大多数分期付款销售合同被以附追索权的方式按协定利率销售给非关联金融机构，协定利率低于分期付款销售合同的合同利率。在销售时，公司会立即收到分期付款销售合

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

同中规定的本金和利率差异产生的融资参与收入的一部分。利率差异的其余部分金融机构保留，作为贷款损失担保，按照金融机构收取顾客付款的比例相应支付给公司。公司依据财务会计准则公告第 77 号“转让者对附追索权应收款转让的报告”将这些业务记作销售，并将分期付款销售合同的合同利息和支付给金融机构的协定利息之间的差额确认为融资参与收入，金融机构保留的部分按预计回收期折现并按现值反映（参见附注 2）。

赊销损失准备

目前，按照损失的历史经验数据和当前经济环境，对公司与非关联金融机构达成的融资协定中的追索权条款可能产生的预计损失计提备抵，包括预计未来抵押应付款提前偿还或住房回收产生的融资参与收益冲销，预计未来从金融机构购回分期付款销售合同的损失，以及预计未来将分期付款销售合同转让给新的购买者而非回收的损失。实际损失发生时，冲减准备。

收购成本高于被收购公司净资产的数额

收购成本高于被收购公司净资产的数额在 30 年的期限内按直线法摊销。

每股收益

每股基本收益按照发行在外普通股和约当普通股加权平均数计算。各年加权平均股数如下表所示：

各年结束于 12 月 31 日	1986	1985	1984
发行在外普通股数	3 660 048	3 488 968	3 488 968
约当股数	204 113	313 725	—
	3 864 161	3 802 693	3 488 968

1986 年和 1985 年的约当股数反映假定用相关收益按本期平均价格购回普通股所需发行的股票期权和认股权证兑换普通股。1984 年，没有考虑约当普通股，因为它所产生的稀释作用很小。

完全稀释的每股收益按照发行在外普通股和约当普通股加权平均数加上假定可转换次级债券转换且利息费用减相关所得税利益冲销所需发行的普通股计算。在确定约当股时，假定普通股购回价是平均价和期末价中的较高者。

附注 2

会计变更

1985 年以前，公司在确认融资参与收入时，并不将非关联金融机构留作贷款损失担保的部分按预计回收期折现。然而，1985 年公司采用了对金融机构保留的部分融资参与收益根据预计回收期折现后的现值记录的做法。公司认为新方法更可取，因为它更准确地反映了分期付款销售合同出售给金融机构日应收融资参与款的价值。

这种变更使得 1985 年考虑会计变更对以前年度的累积影响前收益减少 538 466 美元(每股 0.14 美元)，在反映会计变更对以前年度的累积影响后，净收益进一步减少 504 571 美元（每股 0.13 美元)。在合并损益表中列示了反映会计变更追溯应用的试算净收益和每股收益。

附注 3

收购

1984 年 1 月 6 日，收购了位于北卡罗来纳州东部的一家活动住房零售商——Tri-County Homes

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的发行在外普通股。购买协议要求用 1984 年 12 月 31 日已赚取的利润支付现金 400 000 美元，并支付潜在盈余支出 600 000 美元。该项收购采用购买法核算，相应地，自 1984 年年初起，Tri-County 的业务活动就包括在Manufactured Homes的合并财务报表中。1985年3月22日，Manufactured Homes 收购了主要位于南卡罗来纳州的一家活动住房零售商——County Squire Mobile Homes 的发行在外普通股。收购协议要求在 1985—1990 年期间支付现金 873 000 美元，支付潜在盈余支出 1 960 000 美元。潜在盈余支出按 County Squire 税前利润的一定比例计算。1986 年 12 月 31 日，已经赚取潜在盈余支出 642 947 美元（1986 年的 396 000 美元加 1985 年的 246 947 美元），并记作买价的调整账项。该项收购采用购买法核算，相应地，自 1985 年 3 月 22 日起，County Squire 的业务活动就包括在 Manufactured Homes 的合并财务报表中。以下未经审计的试算数据反映了假设收购在 1984 年 1 月 1 日已经发生情况下公司及 County Squire 的经营成果。

各年结束于 12 月 31 日	1985 年	1984 年
收入总额	87 729 677	59 696 534
净收益	3 090 464	2 812 632
每股净收益：		
基本	0.81	0.81
完全稀释	0.80	0.81

1986 年 9 月，Manufactured Homes 收购了两家活动住房零售公司的发行在外普通股。收购协议要求在 1987—1992 年期间支付现金 151 000 美元，支付潜在盈余支出 874 000 美元。潜在盈余支出按各公司税前利润的一定比例计算。该项收购采用购买法核算，相应地，自 1986 年 9 月起，它们的业务活动就包括在 Manufactured Homes 的合并财务报表中。在收购日，一家公司拥有经营损失移后冲减 612 049 美元，根据利用的程度，所得税减少额将被记作买价的调整账项。1986 年 12 月 31 日，已经有 324 510 美元（纳税利益 159 226 美元）的经营损失移后冲减被利用。

被收购公司的净资产（不包括 1985 年的营运资金 806 363 美元、1986 年的营运资金不足 1 109 080 美元和 1984 年的营运资金 140 604 美元）如下所示：

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年	1984 年
应收融资参与款	323 931	1 337 147	1 172 853
财产、厂房和设备	169 092	747 092	131 367
其他资产	493 089	23 403	61 016
长期债务	(202 752)	(353 527)	(70 423)
赊销损失准备	(436 665)	(1 675 000)	(74 615)
其他负债	—	(679 524)	—
收购成本高于被收购公司净资产数额	939 240	1 022 588	—
	1 285 935	422 179	1 220 198

附注 4

其他应收款

其他应收款包括以下内容：

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年
制造商给予的数量折扣优惠	1 979 021	1 557 029
其他	1 767 842	500 645
	3 746 863	2 057 674

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 5

存货

存货包括以下内容：

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年
新活动住房	31 920 134	22 766 030
旧活动住房	4 971 040	2 068 099
材料和物料	1 272 538	794 027
	38 163 712	25 628 156

附注 6

财产、厂房和设备

各类主要财产、厂房和设备的成本和预计使用期限如下所示：

		12 月 31 日	
	预计使用期限	1986 年	1985 年
土地	—	735 329	620 283
建筑物	15—20 年	1 660 321	849 427
活动住房——办公室	5—7 年	1 048 571	1 013 543
租赁资产改良	3—5 年	615 319	
家具和设备	3—10 年	1 921 101	1 108 123
车辆	3—5 年	1 485 222	1 124 154
广告招牌	3—7 年	38 409	185 196
		7 504 272	5 467 164

附注 7

赊销损失准备

对赊销损失准备的分析如下：

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年	1984 年
年初余额	1 863 992	406 394	197 165
收购日被收购公司赊销损失准备金额，减 1986 年和 1985 年的实际费用 69 236 美元和 604 403 美元	367 429	1 070 597	74 615
损失备抵	3 777 900	793 497	253 004
实际费用	(3 009 321)	(406 496)	(118 390)
年末余额	3 000 000	1 863 992	406 394

附注 8

应计费用和其他负债

应计费用和其他负债摘要如下：

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年
工资和相关成本	1 580 235	697 287
其他	1 151 689	526 015
	2 731 924	1 223 302

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 9

开发融资应付票据

公司的相当大部分新活动住房存货是通过与某些非关联金融机构达成开发融资协定来融资。开发融资应付票据摘要如下：

各年结束于 12 月 31 日	利率	开发融资贷款限额	1986 年	1985 年
General Electic 信贷公司	优惠利率+1.75(9.25%)	27 052 000	**22 601 520**	17 183 988
ITT Diversified 信贷公司	优惠利率+2.00(9.50%)	7 200 000	**5 869 438**	5 224 373
CIT 财务服务公司	优惠利率+2.00(9.50%)	4 000 000	**3 958 932**	1 761 854
Whirlpool Acceptance 公司	优惠利率+1.50(9.00%)	1 500 000	**1 210 586**	—
U.S.Home Acceptance	优惠利率 (7.50%)	1 000 000	**36 680**	815 066
Citicorp Acceptance 公司	优惠利率+2.00(9.50%)	975 000	—	1 706 728
其他	各种	1 850 000	**1 530 230**	776 144
		43 577 000	**35 207 386**	27 468 153

1986 年 12 月 31 日的开发融资负债用存货和应收金融机构合同收益作抵押。开发融资协定通常要求在相关抵押品销售时部分分期偿还应付未付余额。

1986、1985 和 1984 年未清偿开发融资负债的加权平均利率分别为 10.9%、11.0%和 14.7%。1986、1985 和 1984 年各月末未清偿负债的最大金额分别为 35 207 386 美元、27 468 153 美元和 4 508 319 美元，各年加权平均未偿付余额分别约为 25 500 000 美元、16 000 000 美元和 3 750 000 美元。

附注 10

长期债务

长期债务摘要如下：

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年
利率 9%的应付可转换次级债券，从 1992 年 5 月 15 日到 2001 年 5 月 15 日每年应付 1 800 000 美元	**18 000 000**	—
应付票据，到 1987 年 10 月 1 日每月应付 66 667 美元，利率为优惠利率（1986 年 12 月 31 日为 7.5%），用已计提 1 160 640 折旧的财产、厂房和设备作抵押	**666 670**	1 466 667
应付债务，1988 年 1 月到期，利率为优惠利率（1986 年 12 月 31 日为 7.5%），用 Country Squire Mobile Homes 的普通股作担保（附注 3）	**396 000**	—
应付债务，到 1987 年 4 月 15 日每年应付 200 000 美元，1986 年偿还	—	400 000
各种应付票据，按月支付，包括利率为 8%—18%不等的利息在内	**358 218**	316 500
	19 420 888	2 183 167
减本期应付款	**810 901**	1 100 624
	18 609 987	1 082 543

在 1986 年 12 月 31 日之后 5 年：1987、1988、1989、1990 和 1991 年，各年到期的长期负债分别为 810 901 美元、508 497 美元、53 498 美元、33 255 美元和 14 737 美元。

根据 1986 年 4 月 25 日签订的协议（“1986 年协议”），公司将价值 18 000 000 美元、2001 年 5 月 15 日到期的可转换次级债券销售给两个贷款人。出售债券的收入主要用于减少开发融资应付票据。该债券可以按每股 17.50 美元的价格转换为普通股。如果发生支付股票股利、进行股票分割、

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

支付非常股利、准许购买或销售额外普通股，则需要对转换价格进行调整。如果在发出提前偿还书面通知前的特定时期内公司普通股的每股收盘价等于或高于转换价格的一定比例(这个比例从1989年5月15日的200%下降到2001年5月15日的110%)，则公司可以选择在1986年10月28日至1996年5月15日按面值提前偿还债券。1986年协议包含各种限制性保证条款，如保持某一规定的最低水平的营运资金，保持某一规定的最低水平的可用于抵偿固定费用的净收益，数额等于或多于优先债券的符合规定的合并流动资产，限制支付现金股利和形成其他负债等。

1986年12月31日以后，根据1987年2月13日签订的协议("1987年协议")，公司向美国Prudential保险公司出售A系列和B系列优先债券，价值共计2 500万美元。A系列债券价值1 500万美元，利率8.64%，1990年2月15日到期；B系列债券价值1 000万美元，利率9.42%，1992年2月15日到期。出售债券的收益部分用于减少开发融资应付票据，其余用于增加公司资金。1987年协议也包含限制性财务保证条款。为准确地反映公司现行财务结构，对1987年协议的财务条款进行了变更。

在执行1987年协议的同时，对1986年协议中包含的财务保证条款进行了修订，以使它与1987年协议中的保证条款相一致。1986年12月31日，公司执行了1986年协议中除保持可用于抵偿固定费用的净收益之外的各种限制性条款。在对1986年协议进行修正后，公司执行了协议中的全部限制性条款。1986年12月31日，可用于支付现金股利的留存收益共计1 516 712美元。

附注 11

所得税

所得税在合并财务报表中反映如下：

各年结束于12月31日	1986年	1985年	1984年
会计原则变更的累积影响前	2 020 695	3 327 224	2 457 000
会计原则变更对以前年度的累积影响	—	(449 989)	—
	2 020 695	2 877 235	2 457 000

所得税费用（收益）的组成内容如下：

各年结束于12月31日	1986年	1985年	1984年
本期：			
州	550 653	342 085	166 000
联邦	3 942 668	2 366 685	1 075 000
	4 493 321	2 708 770	1 241 000
递延：			
州	(305 198)	20 529	143 000
联邦	(2 167 428)	147 936	1 073 000
	(2 472 626)	168 465	1 216 000
	2 020 695	2 877 235	2 457 000

法定联邦所得税率与公司实际所得税率的调节如下：

各年结束于12月31日	1986年	1985年	1984年
法定联邦所得税率	46.0%	46.0%	46.0%
州所得税率减联邦所得税收益	3.2	3.2	3.2
投资税收减免	—	(1.2)	(0.4)
非应税项目——净额	1.1	(0.2)	0.2
其他——净额	(0.5)	(0.6)	(1.3)
实际所得税率	49.8%	47.2%	47.7%

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

递延所得税费用（收益）的来源及其纳税影响如下：

各年结束于 12 月 31 日	1986 年	1985 年	1984 年
赊销损失备抵	(1 622 079)	743 032	705 000
融资参与收益	(778 939)	(521 030)	453 000
经营损失和税额减免移后冲减	—	—	244 000
制造商给予的数量折扣优惠	(105 058)	(32 062)	(203 000)
折旧	103 519	50 415	17 000
应计报酬	63 027	(101 434)	—
可疑账款备抵	—	29 544	—
其他——净额	(133 096)	—	—
	(2 472 626)	168 465	1 216 000

1984 年的经营损失和税额减免移后冲减（tax credit carryforwards）反映以前年度出于财务报告目的确认的递延税额减免的恢复。

1986 年的《税收改革法案》将通过降低法定联邦所得税率使公司受益。

附注 12

普通股

1983 年公开发行普通股时，公司向主承销商出售可以按公开发行价 120%的价格购买 142 500 普通股的认股权证。该认股权证可以在自 1984 年起 4 年的期限内按每股 3.84 美元的价格执行。1983 年 6 月 14 日，董事会批准一项鼓励性股票期权计划，留存 608 900 额定普通股用于奖励给高级经理、董事和主要雇员。根据该计划，期权由董事会选出的一个委员会斟酌授予，既可以是鼓励性股票期权，也可以是非限定股票期权。鼓励性股票期权的价格必须等于或高于授予日的公平市价，而非限定股票期权的价格可以低于授予日的公平市价。该计划于 1993 年 6 月 13 日到期。

有关该计划的业务活动和价格信息如下：

	股份数	期权价格范围
1983 年 12 月 31 日余额	104 750	2.40—3.20 美元
授予	119 250	2.40—3.75 美元
注销	(20 500)	3.20 美元
1984 年 12 月 31 日余额	203 500	2.40—3.75 美元
授予	297 600	4.06—11.25 美元
注销	(5 250)	2.40—3.75 美元
1985 年 12 月 31 日余额	495 850	2.40—11.25 美元
授予	32 300	11.00—17.50 美元
执行	(245 000)	2.40—4.06 美元
注销	(18 250)	2.70—10.38 美元
1986 年 12 月 31 日余额	264 900	2.40—17.50 美元

1986 年 12 月 31 日，可执行期权 17 000 股，其余期权可在计划到期日前执行。如果非限定股票期权授予日的公平市价高于执行价格，超额部分视做给予相关人员的报酬，在获得时记作经营费用。1986 和 1985 年的经营费用分别为 142 000 美元和 206 000 美元。1985 年以前没有按低于公平市价的价格授予过股票期权。

1986 年 12 月 31 日，公司留存 1 534 971 额定普通股用于以下发行：未清偿认股权证清偿所需 142 500 股，鼓励性股票期权计划所需 363 900 股。可转换次级债券转换所需 1 028 571 股。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 13

承付款和或有负债

公司以 5 年内到期的不可撤销经营租赁方式租入办公楼、大多数零售中心和某些设备。1986、1985 和 1984 年这种租金总额分别为 1 335 809 美元、888 719 美元和 433 759 美元。这些租金中，分别约有 10%、18%和 22%被支付给公司的多数股东和某些子公司的经理。

1986 年 12 月 31 日，不可撤销经营租赁的未来最低偿付款如下：

各年结束于 12 月 31 日	最低偿付款
1987 年	1 298 346
1988 年	787 572
1989 年	498 572
1990 年	312 510
1991 年	192 912
	3 089 912

1986 年 12 月 31 日，公司因作为以附追索权方式销售给金融机构价值 1.8 亿美元分期付款销售合同的担保人而发生或有负债。[案例写作者的说明：1985 年 12 月 31 日或有负债为 1.5 亿美元；1984 年 12 月 31 日为 1.16 亿美元；1983 年 12 月 31 日为 4 500 万美元。]

附注 14

损益表补充资料

1986、1985 和 1984 年的广告成本分别为 1 569 658 美元、1 021 978 美元和 311 285 美元，维修费、折旧和无形资产摊销、开办费和类似递延款项、税金（不包括工资税和所得税）以及特许使用权转让费不超过收入的 1%。

独立注册会计师报告

Manufactured Homes 公司董事会和股东：

我们审计了 Manufactured Homes 公司及其子公司 1986 年 12 月 31 日和 1985 年 12 月 31 日的合并资产负债表，以及截至 1986 年 12 月 31 日前 3 年每年的相关合并损益表、合并股东权益表和合并财务状况变动表。我们依据公认审计准则进行审计，并相应执行了检查会计记录和我们认为在该条件下必要的其他审计程序。

我们认为，除我们所同意的合并财务报表附注 2 中所说明的融资参与收益未收回部分记录方法的变更外，上述财务报表遵照公认会计准则，公正地反映了 Manufactured Homes 公司及其子公司 1986 年 12 月 31 日和 1985 年 12 月 31 日的财务状况，以及截至 1986 年 12 月 31 日前 3 年每年的经营成果和财务状况变动。

PEAT,MARWICK,MITCHELL & CO.
北卡罗来纳州夏洛特市
1987 年 3 月 10 日

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

Manufactured Homes1987 年前 9 个月合并财务报表

合并资产负债表（未经审计）

	1987 年 9 月 30 日	1986 年 12 月 3 日
资产		
流动资产：		
现金和现金等价物：		
现金和短期投资（包括 1987 年限定用途现金 5 212 849 美元）	9 311 240	2 486 024
应收金融机构合同收益	17 435 191	11 496 098
现金和现金等价物合计	26 746 431	13 982 102
应收融资参与款——本期	4 572 042	2 691 497
递延融资参与收益	(1 208 275)	(801 511)
应收融资参与款净额	3 363 767	1 889 986
持有用于再销售的分期付款销售合同（减未实现利息 3 648 675 美元）	2 382 573	—
其他应收款	6 343 052	3 746 863
可退回所得税	—	778 971
存货	41 638 452	38 163 712
预付费用	587 749	538 419
递延所得税	1 000 262	761 262
流动资产合计	82 062 286	59 861 315
应收融资参与款——非本期	25 020 194	16 128 799
递延融资参与收益	(5 984 910)	(3 923 178)
应收融资参与款净额	19 035 284	12 205 621
财产、厂房和设备成本	9 248 065	7 504 272
累计折旧和摊销	(3 166 445)	(2 410 812)
财产、厂房和设备净额	6 081 620	5 093 460
递延所得税	1 847 735	—
收购成本高于被收购公司净资产数额减摊销	2 130 099	2 107 874
其他资产	1 446 657	2 109 533
	112 603 681	81 377 803
负债和股东权益		
流动负债：		
应付票据	—	1 099 971
长期债务——本期应付款	90 038	810 901
开发融资应付票据	28 306 796	35 207 386
应付账款	8 181 736	4 899 250
所得税	2 469 015	—
应计费用和其他负债	5 351 963	2 731 924
流动负债合计	44 399 548	44 749 432

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1986年	1985年
长期债务——非本期应付款	43 000 000	18 609 987
赊销损失准备	4 850 000	3 000 000
递延所得税	—	851 265
负债合计	92 249 548	67 210 684
股东权益：		
普通股——每股面值0.5美元，额定股数10 000 000股，1986年和1985年已发行流通在外股数分别为3 733 968股和3 488 968股	1 888 584	1 866 984
股本溢价	3 830 314	3 508 351
留存收益	14 635 235	8 791 784
股东权益合计	20 354 133	14 167 119
	112 603 681	81 377 803

合并损益表（未经审计）

	9月30日前3个月		9月30日前9个月	
	1987	1986	1987	1986
收入：				
销售收入净额	44 590 244	29 464 161	126 599 392	76 396 868
融资参与收入	8 439 473	3 277 085	18 895 975	8 629 223
代理销售保险佣金	291 868	180 870	976 128	465 577
利息	373 415	98 327	925 116	230 602
其他	534 916	121 378	786 971	221 448
收入合计	54 229 916	33 141 821	148 183 582	85 943 718
成本和费用：				
销售成本	36 325 647	23 741 484	101 997 757	61 554 367
销售和一般管理费用	10 806 534	5 905 930	27 973 865	14 823 385
赊销损失备抵	1 096 027	294 716	3 203 913	772 417
利息	1 568 906	877 531	4 416 596	2 303 482
成本和费用合计	49 797 114	30 819 661	137 592 131	79 453 651
所得税前收益	4 432 802	2 322 160	10 591 451	6 490 067
所得税	2 038 000	1 145 000	4 748 000	3 109 000
净收益	2 394 302	1 177 160	5 843 451	3 381 067
每股净收益：				
基本	0.60	0.30	1.48	0.87
完全稀释后	0.53	0.28	1.31	0.83

合并财务状况变动表（未经审计）

	9月30日前9个月	
	1987	1986
营运资金产生于：		
经营活动：		
净收益	5 843 451	3 381 067
对不需要（产生）营运资金项目的调整：		
折旧和摊销	921 388	664 769
非本期递延所得税	(2 699 000)	(345 000)
赊销损失备抵，减实际费用后净额	1 850 000	(318 539)
非限制性股票期权的发行	39 000	106 500

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	9月30日前9个月	
	1987	1986
融资参与收入	(18 895 975)	(8 629 223)
应收融资参与款的本期和递延融资参与收益部分	12 066 312	5 019 381
经营活动耗用的营运资金	(874 824)	(121 045)
长期债务发行收益	25 000 000	18 000 000
实施股票期权	304 563	1 060 805
其他资产的减少	662 876	—
	25 092 615	18 939 760
营运资金用于：		
净资产，不包括被收购公司的营运资金：	—	349 749
应收融资参与款	—	212 716
厂房和设备	—	509 514
其他资产	—	(257 571)
长期债务	—	(436 664)
赊销损失准备	—	78 486
递延所得税	—	867 849
收购成本高于被收购公司净资产差额	—	1 324 079
财产、厂房和设备扩建	1 851 773	1 365 703
长期债务的本期应付款和偿还款	609 987	1 015 876
其他资产扩建和超额成本	80 000	879 665
	2 541 760	4 585 323
营运资金增加额	22 550 855	14 354 437
营运资金的变动——按组成内容：		
现金和现金等价物	12 764 329	6 425 144
应收融资参与款——本期	1 473 781	239 967
可转售的分期收款销售合同	2 382 573	—
其他应收款	2 596 189	2 818 093
可退回的所得税	(778 971)	—
存货	3 474 740	6 923 301
预付费用	49 330	59 791
递延所得税	239 000	52 001
应付票据	1 099 971	(1 391 500)
长期债务——本年应付款	720 863	167 046
开发融资应付票据	6 900 590	1 424 866
应付账款	3 282 486	(2 811 331)
所得税	(2 469 015)	1 820 226
应计费用和其他负债	(2 620 039)	(1 373 167)
营运资金增加额	22 550 855	14 354 437

合并财务报表附注

1. 根据1987年2月13日的协议，公司向美国Prudential保险公司出售A系列和B系列优先债券，价值共计25 000 000美元。A系列债券价值1 500万美元，利率8.64%，1990年2月15日到期；B系列债券价值1 000万美元，利率9.42%，1992年2月15日到期。出售债券的收益部分用于减少开发融资应付票据，其余用于增加公司资金。

2. 1987年8月18日，公司的财务子公司将本金余额约为8 300 000美元的分期付款销售合同投资组合以附追索权方式销售给非关联金融机构。因此，公司在第3季度确认减去折扣和预计未来服

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

务成本后的融资参与收益净额 1 688 690 美元。销售条款要求公司向非关联金融机构提供价值 3 000 000 美元的不可撤销余额信用证作为赊销损失担保，而该信用证以等额、为期 6 个月的可展期存单作担保。1987 年 9 月 30 日，约有 2 200 000 美元出售收益。

3. 每股基本收益按照发行在外普通股和约当普通股加权平均数计算。这种加权平均股数如下表所示：

	9 月 30 日前 3 个月		9 月 30 日前 9 个月	
	1987 年	1986 年	1987 年	1986 年
发行在外普通股数	3 773 894	3 726 427	3 758 245	3 635 137
约当股数	205 159	195 979	187 848	272 150
	3 979 053	3 922 406	3 946 093	3 907 287

约当股数反映假定用相关收益按本期平均价格购回普通股所需发行的股票期权和认股权证兑换普通股。

完全稀释的每股收益按照发行在外普通股和约当普通股加权平均数加上假定可转换次级债券转换且利息费用减相关所得税利益冲销所需发行的普通股计算。在确定约当股时，假定普通股购回价是平均价和期末价中的较高者。

4. 1986 年财务报表中的某些金额已经被重新归类，以便与 1987 年采用的披露方法相一致。

5. 管理层认为，公正反映经营成果所必须作的全部调整都在期中财务报表中进行了反映。这种调整都被认为具有经常性。

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析

经营成果

公司 1987 年 9 月 30 日前 3 个月的销售收入净额为 44 590 244 美元，与 1986 年相应期间的销售收入净额 29 464 161 美元相比，增加了 51%。1987 年 9 月 30 日前 9 个月的销售收入净额为 126 599 392 美元，与 1986 年相应期间的销售收入净额 76 396 868 美元相比，增加了 66%。销售收入净额增加主要是由于 1986 年 9 月收购了拥有 9 家零售销售中心的 Jeff Brown Homes 公司和拥有 6 家零售销售中心的 Piggy Bank Homes 公司，而且在 1986 年 9 月 30 日至 1987 年 9 月 30 日期间增开了 24 家零售销售中心。此外，1987 年 9 月 30 日前 3 个月和前 9 个月每家零售销售中心所售住房的平均数分别比 1986 年相应期间增加了 28%和 20%。

1987 年 9 月 30 日前 3 个月和前 9 个月的融资参与收入在销售收入净额中所占比重都比 1986 年相应期间高，主要是由于第三方资金来源的融资条款有所改进，而且 1987 年 8 月出售了本金余额约为 8 300 000 美元的分期付款销售合同投资组合，从而产生减去折扣和预计未来服务成本后的融资参与收益净额 1 688 690 美元。该投资组合包括 1987 年全年和 1986 年第 4 季度签订的零售分期付款销售合同，并且由于对代理保险佣金重视程度的提高，其在销售收入净额中所占比重增加了。此外，利息收入显著增加，因为 1987 年现金状况有所改进，而且零售分期付款销售合同产生了利息收益，尽管这些收益由公司财务子公司持有。其他收入增加主要是由于 1987 年 9 月确认了取消公司一家销售中心的租赁收益 400 000 美元。

1987 年 9 月 30 日前 3 个月销售成本在销售收入净额中所占比重与 1986 年同期相比有所增加，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

主要原因在于市场竞争异常激烈。1987 年 9 月 30 日前 9 个月销售成本在销售收入净额中所占比重与 1986 年同期相比没有发生变化。1987 年 9 月 30 日前 3 个月和前 9 个月销售和一般管理费用在收入总额中所占比重都较高，因为以下业务活动产生了费用：1986 年 9 月收购亚拉巴马州 Piggy Bank Homes 公司和 Jeff Brown Homes 公司；MANH Independent Retailers 和 AAA Mobile Homes 作为公司独立子公司的业务分离和扩展；零售销售中心的数量增加；1986 年 10 月建立公司的财务子公司。

1987 年 9 月 30 日前 3 个月和前 9 个月赊销损失准备在收入总额中所占比重与 1986 年同期相比显著增加，主要是因为 1986 年下半年该行业明显出现一些问题，导致公司发生与零售分期付款销售合同提前偿还、住房回收和收回住房再销售相关的成本增加。

1987 年利率普遍较低，但利息费用总额显著增加，主要是由于为支持新增零售销售中心和为公司财务子公司业务活动融资所借入的款项增加。

流动性和资本性资源

1987 年 9 月 30 日流动性和资本性资源比 1986 年 9 月 30 日多，因为 1987 年 2 月公司出售了价值 25 000 000 美元、将于 1990 和 1992 年到期、混合利率为 8.95%的无担保优先债券，而且开发融资贷款额度增加。1987 年 9 月 30 日，公司拥有可用银行贷款额度 3 000 000 美元，未使用开发融资贷款额度约 18 500 000 美元。此外，公司为出售以前未发行的 1 200 000 普通股，于 1987 年 9 月 22 日向证券交易管理委员会提交了申请上市注册报表。由于最近金融市场发生了一些事件，有关该项计划出售的情况还不确定。

1986 年的税收改革法案降低了公司所得税率，从而使公司受益。但是，自 1997 年 1 月 1 日起，该法案要求公司将赊销损失的处理方法由备抵法改为直接冲销法，从而要求公司加速联邦所得税的支付。不过，公司认为经营活动产生的资金以及当前可用财务资源和信贷限额将足以满足现有经营活动的资本需求。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第6章 收 入 分 析

收入是一定期间赚取的经济资源。公司可以通过各种不同的渠道赚取收入：消费品生产商通过将产品销售给分销商和消费者赚取收入；银行通过向借款人提供贷款赚取利息收入；保险公司通过为客户投保赚取保险费收入；律师事务所通过为客户提供服务赚取手续费收入；而租赁公司通过向承租人出租资产赚取租金收入。

收入分析着重于评估何时在财务报表中确认收入比较恰当。收入应在服务已经提供或产品已经发运时确认，应在收到客户支付的现金时确认，还是应在收到现金且客户对产品或服务表示满意时确认？

在两个关键的不确定性得到解决时，可以确认收入，即：产品或服务已经提供；现金可能合理地收回。管理层通常拥有最多有关这些不确定性的信息。然而，考虑到管理层的报告动机和第3章提到的会计规则的局限性，存在财务报表使用者进行收入分析的机会。

在这一章中，我们概述收入确认的规则；讨论证明这些规则的应用具有挑战性的几种业务；并且确认财务报表使用者进行收入分析的主要风险和机会。

6.1 收入确认规则

如第1章所述，现金会计通常不能提供计量公司业绩的最适宜方法。例如，在一些业务中，公司收到了现金，但还没有向客户履行合同义务；在另一些业务中，公司已经为客户提供了全部服务或产品，但还没有收取现金。会计人员认为，在两种情况下，收到客户支付的现金通常都不能最适宜地计量公司收入业绩。

应计制会计试图通过制定收入确认的两个标准反映公司收入业绩的经济实质。如图6-1所示，第一个标准与收入赚取过程是否基本完成的不确定性相关，即公司是否已经提供了全部或实质上提供了全部应交付给客户的商品或劳务；第二个标准着重于能否收到现金的不确定性。如果满足这两个标准，可以确认收入。

对公司经理和财务报表的外部使用者而言，上述两个标准可能带来公司是否存在有效经营程序或第三方合同以便管理内在风险的问题。例如，公司可以通过降低产品退回和保修风险的有效质量计划或通过限制客户退回或保修费发生的销售合同来管理产品或劳务的交付风险；也可以通过有效信用分析或通过将应收款项转移给第三方管理账款回收风险。

经理可能拥有最多有关收入风险管理程序的信息，但他们也可能有动机操纵报告收益。因此，收入分析有助于财务报表使用者独立评估收入的报告风险。而且，根据会计规则，一项业务或者满足收入确认标准，或者不满足收入确认标准。收入分析能使财务报表使用者更好地理解一项业务处于“产品/服务交付——账款回收”这个连续过程中的什么位置。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

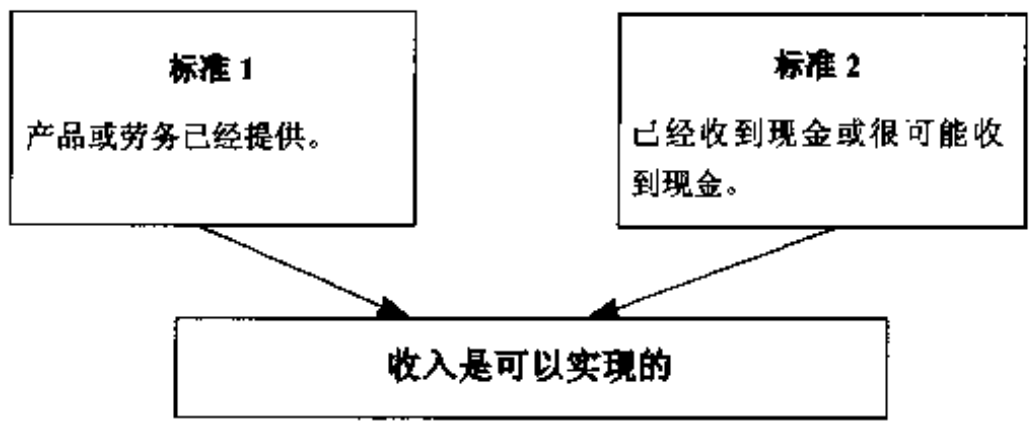


图 6-1 收入确认标准和实施挑战

财务报表使用者可以采用几种方法分析收入确认的不确定性。他们可以评估用于管理收入未赚取或未回收风险的程序，如质量计划和信贷分析；他们也可以分析公司管理这种风险的成绩纪录；最后，他们可以分析管理层在某一特定时期的财务报告动机。

6.2 收入报告面临的挑战

为便于更深入地理解如何分析收入确认风险，我们讨论执行收入确认标准所面临的挑战。尽管我们运用特殊行业或特殊业务举例说明这种挑战，但其概念具有广泛的适用性。

挑战 1：客户提前付款

在一些业务活动中，客户在收到产品或接受服务前付款，如杂志预订、保险合同和服务合同的签订。对这种产品而言，不存在账款回收的不确定性，惟一的问题是将在什么时候确认收入。

如果在提供服务之前确认收入，则存在后续发生的成本大于预计成本的风险，在对所提供产品或服务不满意的买方要求卖方提供额外的服务或给予额外补偿时尤其如此。事实上，考虑到管理层的报告动机，财务报告使用者可能担心过早确认收入会给管理层提供通过降低产品质量和报告较低的销售退回成本人为提高当期收益的机会，从而降低财务报告的可信度。当然，如果会计人员等到与销售相关的所有不确定性都得到解决时再确认收入，则财务报表可能不能及时提供有关公司业绩的信息。

下面我们讨论服务合同和财产意外保险合同的收入确认规则。这些案例阐明了在交付产品或提供服务前收到现金这类合同的收入确认问题。

案例：服务合同 许多公司为所售产品提供服务合同。在一些情况下，它们实际上向客户收取服务合同费。例如，一些家用电器连锁店在销售产品之外单独销售服务合同，这样，消费者要延长保

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

用期，必须支付一定的费用。在其他情况下，服务合同作为产品买价的一部分，如汽车制造商为新车提供保用期通常就属这种情况。

这些合同的收入应如何确认？它们应在产品销售时记录、在保用期内分摊、在需要提供服务时确认，还是应一直递延到合同结束时确认？

我们首先考虑可以在购买产品之外单独购买服务合同的情况。这时，可以确认产品销售收入；但由于还没有提供产品服务，未来服务要求的频率和成本可能存在许多不确定性。因此，公认会计准则要求公司在合同有效期内而不是在合同签订当时记录服务收入。

在服务合同作为产品买价一部分的情况下，很难将产品价格与提供的保用服务价格区别开来。它们被捆绑销售。事实上，一些客户购买这种捆绑销售品的主要原因在于服务合同而非产品本身。对这种销售，卖方通常在交付产品或提供服务时确认收入。这时，大部分与销售收入相关的不确定性（账款回收和产品成本）都已经得到解决，惟一未解决的不确定性就是对卖方未来服务合同的要求权。如果能够对这种要求权的频率和成本加以合理确切的预计，则在产品销售时确认捆绑产品和服务的收入，然后将预计服务成本记作费用。

案例：财产意外保险合同 财产意外保险公司为投保客户提供抵御某些风险（如火灾或自然灾害造成的财产损失和交通事故造成的汽车毁损或人员伤害）的保险。投保客户通常在承保期初支付保险费。其后，在损害发生时报告索赔。

财产意外保险公司应在何时确认保险合同收入？收入可以在客户支付保险费时确认，也可在承保期内（或承保期末）确认，还可在索赔成本已知或支付索赔款时确认。

财产意外保险公司不存在账款回收风险，因为它们在合同期初就收到承保客户支付的保险费收入。然而，如第5章所述，索赔款的支付时间和索赔成本具有相当大的不确定性。一些索赔直到后续期间才被报告。此外，当期未报告索赔的应付金额通常几年不能确定。这些不确定性为将收入递延到全部索赔已经报告且全部索赔成本已知时确认提供了理由。保险公司是经营风险的行业，它们雇用保险精算师分析索赔频率和索赔成本的历史数据。根据所作预计和大数原理，它们能够对索赔成本作出合理预期。因此，财务会计准则公告第60号要求财产意外保险公司在合同期内确认收入，同时预计符合该期应报告和未报告索赔标准的索赔成本。

主要分析问题

当客户在产品交付或服务提供之前支付货款时，会计规则通常要求递延收入。然而，如果会计规则允许确认收入，则要求经理对所交付产品或提供服务的成本作出合理预测。这就导致财务分析师提出以下问题：

- 管理层所作成本预计与以前年度成本预计值相比具有可比性吗？如果没有，为什么管理层认为成本会异常高或低？例如，是因为公司改变了营销战略，还是因为公司客户比例发生了变化？
- 以前年度管理层所作成本预计的准确程度如何？公司似乎总是高估或低估这种成本吗？
- 公司所作成本预计与同水平其他公司相比怎么样？如果存在差别，是因为公司拥有与其竞争对手不同的战略吗？例如，存在与成本预计差别相一致的客户基数、地理位置或产品组合差别吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

挑战 2：涉及多个期间的产品或劳务提供

当所提供的产品或服务涉及多个会计年度时，评估应否确认其收入也很困难。这些收入可能预先收到，也可能不能预先收到。典型的案例包括长期建筑合同和附带频繁飞行奖励里程的机票销售。这类合同面临的会计挑战是确定如何在合同期内分配收入。

一般而言，长期合同面临两种不确定性：（1）买方对所提供的产品或服务不满意而且要求卖方提供额外服务或给予额外补偿的风险；（2）未来服务的提供成本高于预计成本的风险。这两种类型的风险使得财务报表使用者担心在服务全部完成之前确认收入会提供容易使人产生误解的已完成产品或服务所创造价值的指标。

那么，应怎样记录这类合同的收入呢？应在服务提供或产品生产时记录，以帮助财务报告外部使用者评估临时经营成果，还是应将收入递延到全部产品或服务已经完成且所有不确定性已经得到解决时记录？

下面讨论长期建筑合同和频繁飞行计划，以便更好地理解这些问题以及它们在财务报告中的惯常处理方法。

案例：长期建筑合同 1999 年 2 月，土库曼将一个价值 25 亿美元的建筑合同给予了包括 Bechtel 和通用电气在内的一家美国联合企业，合同的主要内容是在里海地区建立一条天然气输出管道。根据这个合同，应如何记录收入？从理论上看，可以考虑使用两种方法。比较保守的方法是完成合同法，即在合同实际完成时记录收入。如果采取这种方法，在工程完工以前，Bechtel 和通用电气将把建筑成本列作一项资产，即在建工程；然后，这些成本将与 25 亿美元的收入进行配比。

另一种方法是完工百分比法，即随建筑工程进度确认合同收入。某一年度的工程进度比例，根据该年度发生的建筑成本与预计合同完工所需全部成本的比率预计。然后，这一比例与全部合同收入的乘积被确认为当年收入，而当年的建筑成本是当年发生的实际成本。

根据美国公认会计准则，如果“长期合同完工所需成本和完工进度能够合理预计”（Accounting Research Bulletin 45，会计研究公报第 45 期），建筑公司可以使用完工百分比法确认收入。当然，这条规则的执行需要管理层行使其判断权，从而为管理层提供了进行盈余管理的机会。

在 Bechtel—通用电气的案例中，该联合企业面临一些不确定性。只有前苏联政府解决了与阿塞拜疆的领土争端，而且五个里海地区国家（土库曼斯坦、阿塞拜疆、哈萨克斯坦、俄罗斯和伊朗）同意分割里海的丰富矿藏，否则对管道的融资不可能最后确定下来，从而推迟了项目的启动。这些不确定性意味着还可能存在与项目相关的严重政治风险，一旦项目启动，可能导致项目推迟和成本超支。因此，Bechtel 和通用电气不得不按照完成合同法记录该笔业务。

案例：频繁飞行奖励计划 如第 5 章所述，大多数航空公司拥有频繁飞行奖励计划，可使顾客获取免费航班、航班升级、旅馆入住或轿车租赁等奖励。例如，根据联合航空公司的全球联盟奖励系统，顾客每乘坐联合航空公司或其伙伴航空公司（加拿大航空公司、德国汉莎航空公司、斯堪的纳维亚航空公司和泰国航空公司）飞机飞行 1 英里，就可获得 1 英里的免费奖励里程。飞行英里数累计达到 25 000 的乘客可将奖励里程兑换为一张免费的美国境内经济舱往返机票。

根据其频繁飞行奖励计划，联合航空公司应如何对顾客购买一张 750 美元的伦敦—波士顿往返机票的业务加以记录？这张飞机票的出售为乘客提供了波士顿—伦敦的往返旅行，同时为乘客提供

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

了 5 000 英里的奖励里程。

联合航空公司可以考虑使用两种方法记录机票的销售业务。第一种方法是将该笔业务视做乘客购买两张票——第一张票用于乘坐机票购买当时的航班，而第二张票用于乘坐将来某一日期可能乘坐的航班。根据这种方法，收入分为当前航班赚取的收入和乘客将奖励里程兑换为另一张机票情况下递延到未来确认的收入。第二种方法将奖励里程计划视做一种吸引乘客的促销形式，并记录提供促销服务可能发生的增量成本，如燃料、行李托运和膳食成本等。第 5 章论述了这种方法。这两种方法被全世界各家航空公司广泛使用。联合航空公司使用第二种方法，即增量成本法。

主要分析问题

在产品或劳务完成之前确认收入时，对涉及多个期间的产品或劳务提供的会计处理特别具有挑战性，从而要求管理层预测完工所需成本或预计已赚取和应递延的收入。这些挑战导致分析师提出以下问题：

- 与执行多期合同相关的风险有哪些？这种风险可能包括政治风险、气候风险、竞争风险、预测风险等等。公司如何管理这些风险？公司风险管理的成绩纪录如何？风险可能非常大，以致公司应将收入确认递延到项目完成吗？
- 管理层怎样分割多期合同的当期收入与未来收入？这种分析的内在假设前提和所作预计是什么？所作预计的基础是什么？是以历史数据为基础，还是以行业数据为基础？分析所用数据的相关性如何？公司的战略或经营活动有重大改变吗？公司采取与其竞争者不同的战略吗？
- 会计要求管理层预测多期合同的全部成本吗？如果是这样，哪些成本应包括在分析中，哪些不应包括在其中？管理层使用哪些信息作为预测的基础——内部预算、行业数据、历史数据，还是其他资料？公司以前年度所作成本预测的准确程度如何？如果以前所作成本预测总是低于或高于预算水平，对当期报告业绩将产生哪些影响？

挑战 3：产品或劳务已经提供但卖方拥有剩余权利

当卖方对所售产品或劳务仍然保留一些权利时，收入确认面临的第三个挑战产生。例如，公司将其应收款项出售给银行，但如果债务人到期不能支付账款，银行对出售应收款项的公司拥有追索权。那么，公司是已经将应收款项出售出去了，还是只是以其应收款项作抵押取得了一笔借款？再比如，如果公司签订了向制造商租赁设备的长期协议但制造商保留设备的剩余权利，那么设备是被出售了还是被出租了？

为确定以上哪种方法更好地反映了经济业务的实质，分析师需要了解有关各方承担的风险以及对这些风险的管理情况如何。会计准则常常试图对这种经济业务的报告作出规定。然而，由于这种经济业务的风险常常由双方分担，从而使得会计处理复杂化。下面将进一步讨论应收款项出售和长期租赁合同，以说明这种业务报告所面临的挑战。

案例：附追索权的应收款项销售 许多公司向银行、金融机构或公共投资者出售应收款项，作为一种加速现金回收的方式。应收款项通常采用两种销售方式：应收账款代理经营和应收账款证券化。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在应收账款代理经营方式下，金融公司或银行购入获得应收款项现金流量的权利；在应收账款证券化方式下，将应收款项组合（如信用卡、汽车贷款或抵押应收款）总括在一起形成证券，代表对应收款项本金和利息的求偿权，然后将这些证券出售给大量购买者。

采用应收账款证券化作为一种融资方式已经越来越普遍。例如，1999 年 2 月 17 日，《金融时报》（*Financial Times*）报道，许多日本金融机构一直在发行“资产担保证券”，允许消费者金融公司将资产转移出资产负债表。这些资产（通常包括设备租赁款、汽车购买贷款和其他种类的应收消费者款项）被转入“专用工具”（special purpose vehicle），在法律上不受公司控制。专用工具发行一种债券，等级通常为三 A 级（AAA），因为它是以资产产生的现金流量（如汽车购买贷款的还款）作担保。

应如何记录这种经济业务？一种方法是将这种应收款项视做已经被销售，销售利得或损失取决于应收款项利率与银行要求利率之间的差异。根据这种处理方法，应收款项销售者建立一个准备账户，反映它所承担的违约和偿还风险。另一种方法是将销售合同视做银行贷款，而将应收款项作为一种担保形式。

哪种方法能更好地反映该项经济业务的经济意义？我们应将其视做应收款项的销售，还是视做用应收款项作担保的银行贷款？为回答这一问题，必须了解应收款项销售者所面临的潜在风险，主要包括违约风险和预付风险。如果应收款项后来被拒付且银行被追向销售者索回款项，则违约风险产生。如果应收款项是固定利率票据且利率后来下降，则预付风险产生。因为在这种情况下，应收款项可能通过其他融资方式以较低的利率重新筹得。这样，应收款项销售者将不再需要承担票据利率和银行要求利率之间的差异。美国的会计规则（财务会计准则公告第 77 号）认为，只有当（a）销售者放弃对与应收款项相关的经济利益的控制权，（b）销售者能够可靠预计违约和预付风险带来的债务，（c）应收款项的购买者不能要求销售者购回应收款项时，才能将附追索权的应收款项销售视做销售。否则，应将其视做贷款。

案例：销售型租赁协议 IBM 根据两种不同的合同安排向其客户销售计算机。首先，客户可以使用其自有资金或从第三方融资购入计算机；其次，客户可以与 IBM 签订长期租赁协议，在计算机的几乎整个使用期租用计算机。租赁期满，IBM 拥有资产的残值。

第一种选择权（一次性销售）很简单。然而，确定如何记录另一种合同安排要复杂得多。长期租赁合同在形式上与一次性购买很相似。IBM 将计算机在几乎整个使用期的使用权销售给承租人，不过，IBM 不要求客户为购买设备筹集外部资金，而是同意为客户提供资金。在租赁期满，IBM 保留对计算机的剩余求偿权。那么，应将这项业务视做租赁还是购买？根据租赁协议，出租人继续拥有资产所有权，并在租赁期内将资产出租给承租人使用。

对租赁的会计报告试图反映不同类型的租赁安排，关键的会计问题在于租赁条件相当于资产销售还是租赁协议。实质上，如果承租人承担与所有权相关的大部分风险，则可将租赁视做相当于购买。因此，如果 IBM 的客户在计算机的大部分使用期内享有使用权，则它承担计算机陈旧过时带来的大部分价值损失。在这种情况下，租赁就相当于购买。相反，如果 IBM 承担大部分风险，则该项合同更类似购买协议。

美国的会计规则旨在反映租赁合同的这些本质差异。根据财务会计准则公告第 13 号，如果满足下列任一条件，可将租赁业务视做等同于购买：（1）租赁期满资产所有权转移给承租人；（2）租

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

赁期满承租人拥有按协议价格购买资产的选择权；（3）租期达到资产预计使用期限的75%或75%以上；（4）所支付租金的现值达到资产公允价值的90%或90%以上。

满足会计意义上有效销售标准的租赁合同被记作销售型租赁。IBM将按所支付租金的现值确认销售收入，同时在IBM的资产负债表中列作一项应收款——销售型租赁投资。将租赁期满计算机的预计残值从存货中转出，包含在销售型租赁投资这项资产中。最后，将计算机的账面价值从存货中转出，记作销售成本。在这种情况下，计算机“销售”的溢价将反映在毛利中。在后续期间，出租人收到的租金收入被分为利息收益和本金偿还两部分。

不符合会计意义上有效销售条件的租赁合同被称为经营租赁。在经营租赁方式下，出租人在租赁期内报告租赁收益并持续摊销资产成本。

主要分析问题

当卖方对所售产品或劳务保留剩余权利时，会计可能变得很复杂。在这种情况下，要求经理确定资产是否已经出售以及如果资产已经出售，如何对卖方拥有的剩余权利定价。财务分析师可能提出以下问题：

- **卖方承担哪些剩余风险？哪些因素对这些风险产生影响？卖方对这些风险实施控制吗？**
- **卖方拥有哪些管理剩余风险的适当程序？这些程序的有效性怎么样？**
- **以前卖方所承担风险的实际情况与所作预测相比怎么样？如果对这些风险的管理很糟糕，它们在财务报表的什么地方反映？以前对卖方剩余风险所作预测总是高于或低于后来的实际情况吗？**
- **卖方管理剩余风险的经验与同行业其他公司相比怎么样？如果公司以前的管理经验与同行不同，是因为它执行不同的战略，还是因为它定位于不同的客户？**
- **如果公司没有很好的管理和预测一项业务剩余风险的历史记录，将该项业务视做销售恰当吗？会计规则通常要求将一项业务记作销售或者递延收入。在满足当期收入确认要求的交易中，一些交易更接近于满足最低要求。被分析的业务处于“产品/服务交付——账款回收”这个连续过程中的什么位置？**

挑战4：客户是否有资格接受信用贷款

许多公司为客户提供商业信用。在大多数情况下，要求客户在发票或账单开具后的30天内支付产品和服务价款。不过，卖方也为一些业务提供长期资金。

对卖方而言存在重大信贷风险的业务促使财务报表使用者提出许多问题。卖方拥有评估和管理客户信贷风险的适当系统吗？公司以前管理信贷风险的业绩如何？过去对信贷风险的成功管理能够很好地预示未来状况吗？

如果（a）客户所处环境发生变化，（b）销售增长导致公司客户组合发生变化，或者（c）卖方拥有一个使得利用历史数据评估信贷风险很困难的创新战略，则信贷风险可能特别难分析。以下两项业务说明了这些要点以及评估账款可回收性面临的挑战。

案例：房地产交易 房地产公司经常为客户提供长期资金。客户可以支付一项财产全部买价的5%，同时与卖方商定通过抵押方式抵偿剩余价款的95%。如果买方不能还清贷款，卖方可以要求对资产

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的所有权，将资产转售出去，用转让收入抵偿抵押贷款的余额。这项交易提出了一些有关账款可回收性的问题。首先，最初支付的 5%价款是可退还的吗？如果是这样，买方可以违反合同而不受惩罚。其次，买方在财产中拥有的权益份额（特别是在所有权价值随后下降的情况下）足以为卖方提供买方一定能够付款的保证吗？例如，如果上述业务中的财产价值下跌 20%，只拥有 5%权益份额的买方有极强的动机将财产退还卖方。在这种情况下，买方失去了权益投资，但避免了继续支付抵押借款可能带来的更大损失。

会计准则试图反映以上风险。根据财务会计准则公告第 66 号，只有满足以下全部条件时，才可将零售土地销售收入确认为收入：

1. 买方签订具有法律约束力的土地购买合同，按照售价的 10%或更高比例支付不可退还的预付定金。

2. 卖方对类似销售的收账经验表明，至少 90%的应收账款能够全部收回；或者买方支付 20%或更多的预付定金。

3. 卖方的应收财产款没有用于发放新贷款。

4. 卖方不必建造生活福利设施和其他便利设施，也不必对财产进行其他改良。

如果房地产合同满足确认财产销售的上述要求，卖方可将全部土地价款确认为收入。否则，会计规则要求按收付实现制确认收入。

案例：次级贷款 次级贷款业的出现是一种相对较新的现象。次级贷款人为拥有不完整或糟糕的信贷记录以及不能通过传统的银行贷款筹得资金的个人提供消费者信贷。次级贷款人通过信用卡贷款、汽车购买贷款和住宅产权贷款提供消费者信贷。这些贷款的收益和服务费往往很高。

当然，这些贷款存在相当大的风险，违约比率明显高于传统贷款。为管理这种风险，次级贷款人试图对贷款所内含的额外违约风险划分等级并相应对各风险等级贷款定价。

主要分析问题

信贷风险要求管理层预计违约风险的影响，从而导致财务分析师提出以下问题：

- 卖方的经营战略是什么？该战略如何影响卖方管理信贷风险的能力？例如，公司采用提供低融资成本资金的方式销售产品，还是采用对产品定价较低而通过提供资金赚钱的方式销售产品？这两种不同战略的风险何在？
- 说明一项业务是否是销售的会计规则将卖方面临的全部风险作为要素考虑在内了吗？存在会计规则没有考虑的风险吗？如果存在，这些风险的严重程度如何？公司怎样管理这些风险？
- 卖方拥有有助于管理违约风险的适当贷款程序吗？该程序将存取客户的贷款记录、工作安全性、资产以及其他负债信息。根据这些信息，卖方可以充分评估贷款的风险并相应对不同风险贷款定价。
- 预计坏账备抵与历史数据和行业标准一致吗？如果坏账备抵低于这些标准，哪些因素可以解释这种差异？例如，是因为公司改变了战略，还是因为公司执行了与行业中其他公司不同的战略，从而使得这些标准的可靠性下降？公司正在迅速成长且向比以前更多的各种客户销售产品吗？如果是这样，与当前客户组合相比，这些新客户的风险更高还是更低？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

挑战 5：对不满意客户的退款

当公司提出随时对不满意客户退回的商品退款的开口要约时，也可能出现现金收账问题。杂志和教材出版社通常存在这种情况，一些制造商和零售商也会出现这种情况。例如，邮购服装零售商 L.L.Bean 为客户提供了以下保证："我们的产品保证在各方面提供 100%的满意度。如果不能做到这一点，可以在任何时间退回从我们这里购买的任何商品。我们将把它放回原处，退给你货款或贷记你的信用卡。我们不希望你从 L.L.Bean 买到任何不完全满意的商品。"如果不能使其客户满意，这种保证当然会给公司带来风险。

公司怎样管理商品退回风险？最简单的方法是提供对客户有吸引力的产品或劳务。因此，只有公司执行产品独特性战略并以全价向客户提供高质量的产品或服务时，这种要约才有意义。不过，即使对这些公司而言，可能也很难管理与商品退回相关的风险。例如，考虑 L.L.Bean 所面临的买错尺寸服装客户的退货风险。公司可以向客户提供如何估计服装尺寸的清楚的说明书，但不能消除这种退货。从最乐观的角度看，客户将希望换合适尺寸的服装。然而，如果想要的尺寸已脱销，则公司将不得不退还服装价款。考虑到服装行业的季节性特征，L.L.Bean 可能在很大程度上无法控制这种风险。

怎样在财务报表中反映客户不满意和商品退回风险？通常情况下，销售收入在产品交付或劳务提供时确认，并在期末时预计销售退回成本，而作出这种预计需要管理层行使其判断权。但是，财务会计准则公告第 48 号指出，只有当"未来销售退回金额能够合理预计"时，才能采用这种方法。如果情况不是这样，卖方只有等到退回优惠有效期满才能确认收入。

主要分析问题

存在重大销售退回和退款风险的企业促使财务分析师提出许多问题。

- **与其竞争对手相比，销售公司如何对其经营活动定位？该战略与其管理销售退回风险能力的相关程度如何？**
- **卖方拥有有助于管理销售退回风险的适当程序吗？该程序应当包括限制销售退回发生可能性的客户满意和/或产品/服务质量计划。**
- **预计销售退回备抵与历史数据和行业标准一致吗？如果销售退回备抵低于这些标准，哪些因素可以解释这种差异？例如，是因为公司改变了战略，还是因为公司执行了与行业中其他公司不同的战略，从而使得这些标准的可靠性下降？公司正在迅速成长且向比以前更多的各种客户销售产品吗？产品质量或客户对公司产品或服务的满意度存在可能影响销售退回的变化吗？**

小 结

在这一章中，我们概述了收入确认规则，而且探讨了它对财务报表使用者进行收入分析的影响。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

根据这一规则，只有当（1）卖方已经提供了全部或实质上提供了全部应交付给客户的商品或劳务，而且（2）客户已经支付了现金或能够合理确切地预计客户将支付现金时，才能确认收入。

对某些经济业务而言，执行这一规则可能极富挑战性。例如，如果存在以下情况，评估收入是否已经赚取可能很困难：

1. 客户在收到产品或接受服务前付款，如杂志预订、财产意外保险合同和服务合同的签订。

2. 提供的产品或服务涉及多个会计年度，如长期建筑合同和附带频繁飞行奖励里程的机票销售。

3. 产品或劳务已经提供但卖方拥有剩余权利，如附追索权的应收款项销售和租赁协议。

4. 产品或服务的销售者为客户提供长期资金，如一些房地产开发商。

5. 卖方提出随时对不满意客户退款的开口要约。

一般而言，销售公司的经理可能拥有有关收入是否已经赚取以及能否收到客户支付现金的最多信息。这样，收入（减去预计违约和退回成本后的净额）潜在地为财务报表使用者提供了经理对这些风险所作评估的信息。然而，这种信息的价值因管理层报告良好经管责任的动机而受到调节。这就为分析收入提供了机会，包括独立分析收入是否已经赚取以及能否收到现金。

思考题

1. 一位客户为一项服务协议预付 1 000 美元。如果（a）在收到现金时确认收入，（b）在交付产品时确认收入，该项业务会对财务报表产生哪些影响？如果需要，为记录这项业务，你必须作出哪些假设？哪些因素将决定这两种方法中的哪一种更恰当？作为财务分析师，你将对该公司的财务总监提出哪些问题？

2. 一家公司签订了一份价值 10 000 000 美元的长期建筑合同。该建筑将花费 8 000 000 美元成本，于 2 年内完工。在第 1 年末，发生了 6 000 000 美元成本。根据合同条件，客户在第 1 年内支付工程价款。如果（a）按照完成合同法确认收入，（b）按照完工百分比法确认收入，该项业务会对财务报表产生哪些影响？如果需要，为记录这项业务，你必须作出哪些假设？哪些因素将决定这两种方法中的哪一种更恰当？作为财务分析师，你将对该公司的财务总监提出哪些问题？

3. 联合航空公司以 750 美元的价格出售伦敦—波士顿的往返机票，客户同时收到 5 000 英里的奖励里程，相当于免费乘坐国内航班所需奖励英里数的 20%。联合航空公司预计 20%的客户会将奖励里程兑换为未来的免费乘机旅行，预计这些航班放弃的平均收入为每位乘客 400 美元。最后，联合航空公司预计与频繁飞行奖励计划履行相关的增量成本共计每位乘客 100 美元。如果（a）采用增量成本法，（b）采用递延收入法确认收入，该项业务会对财务报表产生哪些影响？如果需要，为记录这项业务，你必须作出哪些假设？哪些因素将决定这两种方法中的哪一种更恰当？作为财务分析师，你将对该公司的财务总监提出哪些问题？

4. 一家公司以 208 978 美元的价格将面值 200 000 美元、期限 2 年的附息应收票据出售给银行，银行对票据拥有追索权。票据的票面利率为 10%，银行的实际利率为 7.5%。如果（a）将该项应收

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

款视做销售，（b）将该项应收款视做为取得银行贷款而提供担保，该项业务会对财务报表产生哪些影响？如果需要，为记录这项业务，你必须作出哪些假设？哪些因素将决定这两种方法中的哪一种更恰当？作为财务分析师，你将对该公司的财务总监提出哪些问题？

5. 假设出租人向客户出售某一应计折旧资产 2 年的使用权，该资产账面价值 1 500 美元，客户每年年初支付租金 1 000 美元。租赁期满，资产的使用权归还给卖方。假设贴现率为 10%，所支付租金的现值为 1 909 美元。如果（a）采用销售型租赁法确认收入，（b）采用经营租赁法确认收入，该项业务会对财务报表产生哪些影响？如果需要，为记录这项业务，你必须作出哪些假设？哪些因素将决定这两种方法中的哪一种更恰当？作为财务分析师，你将对该公司的财务总监提出哪些问题？

6. 一位房地产开发商向客户出售土地并为他们提供融资。在从事经营活动的第 1 年——2000 年，公司签订了价值 25 000 000 美元的土地销售合同，土地原来是以 20 000 000 美元购入，即意味着获取了 20%的销售毛利。房地产开发商当年收到客户支付的 8 000 000 美元财产出售定金，并根据与客户签订的融资协定收到 10 000 000 美元的本金还款。如果（a）在销售时确认收入，（b）在收到现金时确认收入，该项业务会对财务报表产生哪些影响？如果需要，为记录这项业务，你必须作出哪些假设？哪些因素将决定这两种方法中的哪一种更恰当？作为财务分析师，你将对该公司的财务总监提出哪些问题？

7. 一家出版社本年向书店出售 13 000 本新教材，书店向出版社支付每本教材 10 美元的价款，但在 1 年内有权获得任何退回教材的退款。出版社出版每本教材的成本为 5 美元。如果（a）在销售时确认收入，（b）在销售退回权利过期时确认收入，该项业务会对财务报表产生哪些影响？如果需要，为记录这项业务，你必须作出哪些假设？哪些因素将决定这两种方法中的哪一种更恰当？作为财务分析师，你将对该公司的财务总监提出哪些问题？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：甲骨文公司

1990 年 8 月，甲骨文公司（Oracle System Corporation）的 CEO 劳伦斯·J·埃利森（Lawrence J. Ellison）正面临越来越多的来自分析师的压力，这些压力与公司在财务报告中确认收入使用的方法有关。位于旧金山的 Hambrecht & Quist 公司的一位高级技术分析师清楚地表述了分析师的主要顾虑：

> 根据甲骨文公司的现行会计规则，公司可以确认任何它们认为将在未来 12 个月内装运的商品的收入……许多其他软件公司已经转向只记录已经装运商品的收入。

考虑到甲骨文公司积极的收入确认政策和金额相当高的应收账款，许多分析师认为购买甲骨文公司的股票很危险。因此，公司的股价从 3 月份的高达 56 美元直落到 8 月中旬的大约 27 美元。糟糕的股票业绩使拉里·埃利森（Larry Ellison）感到很不安，主要有两方面原因。首先，他担心公司可能成为收购对象；其次，他担心低股价将迫使公司以昂贵的代价为其未来发展筹集权益资本。

甲骨文公司的经营和业绩

自 1977 年 6 月在加利福尼亚创建以来，甲骨文公司已经迅速发展成为世界最大的数据库管理软件供应商。公司的主要产品是 Oracle 关系数据库管理系统，运用于各种计算机，包括大型计算机、小型计算机、微型计算机和 PC 机。公司还开发和销售一系列广泛的与其数据库系统接合的产品，包括财务报告、生产管理、计算机辅助系统设计、计算机网络通信和办公自动化应用软件。最后，公司还提供支持其产品的广泛维护、咨询、培训和系统集成服务。

甲骨文公司在开发数据库管理软件方面的领先地位使它取得了引人注目的财务业绩增长。如附录 1 所示，公司的销售收入由 1988 年的 2.82 亿美元增长到 2 年后的 9.71 亿美元。拉里·埃利森为公司的迅速发展感到自豪，而且承诺这种发展将持续下去。他经常称成吉思汗是激励他击败竞争者并获取成功的偶像。

甲骨文公司取得优良业绩的主要因素是成功的研发和忠诚的销售人员。公司在 1990 年的年度报告中骄傲地提到了在研发方面取得的成功：

> 1979 年，我们推出 ORACLE——世界上最早的关系数据库管理系统和最早建立在结构化查询语言基础上的产品。1983 年，ORACLE 成为最早运用于大型计算机、小型计算机和 PC 机的数据库管理系统。1986 年，ORACLE 成为最早具有分布能力的数据库管理系统，从而使得在计算机网络上存取数据与在单个计算机上存取数据一样容易。

该案例由麻省理工学院斯隆管理学院的 Cholthicha Srivisal 和 Paul M. Healy 编写，用于进行课堂讨论。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1990 年，我们继续保持技术领先的传统，在客户服务器处理领域取得三项主要进展。首先，我们开发了能使客户计划自动适合 PC 机、Macintosh 和工作站上不同图形用户界面的软件；其次，我们开发了完整的会计家族应用软件，当客户程序与 ORACLE 数据库服务器连接时，即可运行；第三，通过使用 ORACLE 数据库服务器，在大型计算机上每秒可建立 400 多笔经济业务的业绩记录，在小型计算机上每秒可记录 200 笔经济业务，而在 PC 机上每秒可记录 20 笔经济业务。

甲骨文公司的成功还归功于其销售人员。销售人员根据销售业绩获取报酬，因而有强烈的动机积极设法获得大的公司客户。在一些情况下，销售人员为实现销售，甚至为潜在有价值的客户提供展期付款条件。

1990 年初，甲骨文公司的增长速度减慢。3 月，公司宣告该季度收入提高 54%（与 1989 年相比），但收益仅提高 1%（1989 和 1990 年各季度经营成果可参见附录 2）。管理层解释说，几种因素导致了业绩不佳。首先，公司最近重新划分了销售人员的推销区域，因此几个月来销售人员不确定其新职责，从而导致一些客户不满意；其次，许多新产品存在一些问题，如 Oracle 财务软件，在还没有把所有主要故障都解决之前，就推出了该软件。然而，股票市场对这些解释无动于衷，随着收益公告的发布，公司股价下跌 31%。

收入确认

甲骨文公司财务业绩的恶化促使分析师对公司的收入确认方法提出了质疑。例如，一位分析师评论说：

> 甲骨文公司的会计实务对较低的净收益的形成起了一定的作用。销售收入提高了 50%多，可是净收益增长不多，因为公司财务管理不善，花费了过多的现金。公司积极的收入确认政策和相当高的应收账款金额使其股票极具风险。

甲骨文公司的主要收入产生于特许最终用户使用软件产品以及与原始设备生产商（OEM）和软件增值再许可证颁发者（VAR）签订转让使用许可证协议。微型计算机和 PC 机 ORACLE 数据库管理系统的最初特许费由 199—5 500 美元以上不等，而小型计算机和大型计算机 ORACLE 数据库管理系统的最初特许费由 5 100—342 000 美元左右不等。ORACLE 财务软件和 ORACLE 政府财务软件产品的特许费从 20 000—513 000 美元不等，取决于平台的大小和用户的多少。客户可以折价获得同一平台的附加许可证。一旦与财务状况可靠的客户签订了合同，即使产品还没有发运，公司也确认特许收入。

OEM 协议的商定因情况而异。根据典型的 OEM 合同，甲骨文公司收取原始不能退还定金（在合同签订或合同签订 30 天内支付），并按照销售数量收取许可证转让费。根据 VAR 协议，公司除收取原始不能退还定金，还收取开发特许费，同时按照销售数量收取许可证转让费。许可证转让费通常为公司价目表价格的一定比例。根据这些协议，在合同签订时，将原始不能退还定金和开发特许费记作收入；在从 OEM 和 VAR 收到许可证转让费时，记作转让费收入。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

甲骨文公司还通过维护协议获取维护收入。根据维护协议，公司为产品使用和问题解决、软件产品系统升级以及用户文件编制提供技术支持和电话咨询。维护期通常为 1 年，维护费在维护期末支付，金额为相应许可证当前价目表价格的 7.5%—22%不等。这些维护费在签订维护合同时记作预收收入，在合同期内按比例转作收入。

甲骨文公司收入确认的主要问题关系到公司确认特许费收入的方法。尽管目前不存在规范这种收入的公认会计准则，[1] 但公司对收入的确认倾向于过于积极。公司的应收账款收账期超过 160 天，远远高于其他软件开发商的平均收账期 62 天（1989 和 1990 年其他主要软件开发商的应收账款收账期摘要可参见附录 3）。因此，一些分析师认为公司应当在交付软件而不是签订合同时确认收入，从而与产品销售的会计处理相一致。此外，一些分析师认为特许费的回收存在问题，他们要求公司只在存在预计应收账款可回收程度的合理依据时确认收入。公司的主计长所作预计表明，如果公司转而使用更稳健的收入确认政策，公司的应收账款收账期将下降到大约 120 天。

管理层的担心

甲骨文公司的管理层对分析师的看法和公司股票的低迷感到担心。公司已经因其近期的糟糕业绩及其有争议的会计政策而失去了投资者和客户对它的信任。

即将召开的董事会的议程之一就是考虑变更公司收入确认方法和应对公司所面临的交流挑战的提议。埃利森知道他对这个问题的意见将极具影响力。他认为公司有三种选择。一是修改特许费的确认方法，只有当公司实质上履行了全部合同债务时才确认收入。不过，他担心这种变更会对公司净收益产生负面影响，从而造成股价进一步下跌。另一种方法是等到财务会计准则委员会宣布对软件收入确认的立场时，才作出变更。最后一种方法是公司不作任何变更，积极维护其现行会计方法。

思考题

1. 1990 年年中，哪些因素可能导致分析师对甲骨文公司的收入确认方法提出质疑？这些顾虑合理吗？

2. 预计在交货而不是签约时确认收入对甲骨文公司收益的影响。

3. 你建议甲骨文公司的董事会作出哪些会计或交流方式的变更？

---

1 财务会计准则委员会当前正在考虑软件开发商的收入确认问题。普遍预期该委员会将于 1991 年初发布有关这一主题的公告。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

甲骨文公司合并财务报表

合并资产负债表

1990 和 1989 年 5 月 31 日（除每股数据外，均为千美元）

	1990	1989
资产		
流动资产：		
现金和现金等价物	44 848	44 893
短期投资	4 980	4 500
应收款（商业应收账款，减去 1990 年坏账准备 28 445 美元、1989 年坏账准备 16 829 美元后的净额）	468 071	261 989
其他	28 899	16 175
预付费用和物料	22 459	9 376
流动资产合计	569 257	336 933
地产（净额）	171 945	94 455
计算机软件开发成本（减去 1990 年的累计摊销额 14 365 美元、1989 年的累计摊销额 6 180 美元后的净额）	33 396	13 942
其他资产	12 649	14 879
资产总计	787 247	460 209
负债和股东权益		
流动负债：		
应付银行票据	31 236	9 747
本年到期的长期负债	11 265	13 587
应付账款	64 922	51 582
应付所得税	18 254	14 836
应计员工报酬和相关福利费	61 164	39 063
客户预付货款和预收收入	42 121	15 403
其他应计负债	32 417	23 400
应付销售税	22 193	8 608
递延所得税	—	2 107
流动负债合计		
长期债券	283 572	178 333
其他长期负债	89 129	33 506
递延所得税	4 936	5 702
股东权益：	22 025	12 114
普通股（每股面值 0.01 美元，额定股数 200 000 000 股，1990 和 1989 年已发行流通在外股数分别为 131 138 302 股和 126 933 288 股）	.388	346
股本溢价	118 715	84 931
留存收益	267 475	150 065
累计外币折算调整	1 007	(4 788)
股东权益合计	387 585	230 554
负债和股东权益合计	787 247	460 209

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并损益表

各年结束于5月31日（除每股数据外，均为千美元）

	1990	1989	1988
收入			
特许费收入	689 898	417 825	205 435
服务费收入	280 946	165 848	76 678
收入合计	970 844	583 673	282 113
营业费用			
销售费用	465 074	272 812	124 148
服务成本	160 426	100 987	51 241
研发费用	88 291	52 570	25 708
一般管理费用	67 258	34 344	17 121
营业费用合计	781 049	460 713	218 218
营业收益	189 795	122 960	63 895
其他收益（费用）：			
利息收入	3 772	2 724	2 472
利息费用	(12 096)	(4 318)	(1 540)
其他收益（费用）	(8 811)	(1 121)	152
其他收益（费用）合计	(17 135)	(2 715)	1 084
所得税备抵前收益	172 660	120 245	64 979
所得税备抵	55 250	38 479	22 093
净收益	117 410	81 766	42 886
每股收益	0.86	0.61	0.32
流通在外普通股股数和约当普通股股数	136 826	135 066	132 950

合并现金流量表

各年结束于5月31日（除每股数据外，均为千美元）

	1990	1989	1988
经营活动产生的现金流量			
净收益	117 410	81 766	42 886
将经营活动提供的净收益调整为净现金：			
折旧和摊销	44 078	23 156	12 973
可疑账款备抵	16 625	9 211	4 839
应收款增加额	(227 046)	(149 900)	(74 777)
预付费用和物料增加额	(12 834)	(5 684)	(1 458)
应付账款增加额	12 491	25 236	12 854
应付所得税增加额	3 002	6 821	7 940
其他应计负债增加额	42 166	38 057	21 420
客户预付货款和预收收入增加额	25 786	6 496	5 682
递延所得税增加额（减少额）	7 728	(10 857)	8 170
其他非流动负债增加额（减少额）	(766)	1 938	—
经营活动提供的净现金	28 640	26 240	40 529
投资活动产生的现金流量			
短期投资增加额	(480)	2 998	(7 498)
资本支出	(89 275)	(68 428)	(30 959)
计算机软件开发成本资本化	(27 639)	(10 526)	(4 447)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1990	1989	1988
其他资产增加额	(1 116)	(2 084)	(481)
被收购企业的购买成本	—	(6 650)	—
投资活动使用的净现金	(118 510)	(84 690)	(43 385)
筹资活动产生的现金流量			
应付银行票据	21 156	10 305	(169)
长期债券发行收入	68 530	37 539	1 445
长期债券的偿还	(34 239)	(6 205)	(3 638)
普通股发行收入	18 460	11 060	4 712
股票期权产生的纳税利益	15 366	10 593	3 992
筹资活动提供的净现金	89 273	63 292	6 342
汇率变动对现金的影响	552	(1 061)	69
现金净增加（减少）额	**(45)**	**3 781**	3 555
现金：年初余额	44 893	41 112	37 557
现金：年末余额	44 848	44 893	41 112

合并财务报表附注摘录

1. 组织结构和主要会计政策

组织结构

甲骨文公司开发和销售应用于数据库管理、应用软件开发、决策支持、程序设计工具、计算机网络通信、最终用户应用软件和办公自动化的计算机软件产品，同时提供维护、咨询和培训服务，以便对使用其软件产品的客户提供支持。

会计报表的编制基础

合并财务报表涉及公司及其子公司。公司间的全部往来业务和账户余额已经抵消。

企业合并

1988 年 11 月，该公司的子公司——Oracle Complex System 公司以 13 714 000 美元现金和将于 1991 年 11 月 1 日到期的 4 600 000 美元票据购买了一家系统合成公司——Falcon 系统公司的全部发行在外股份。该项收购采用购买法记录，购买成本超过资产公允价值的差额为 5 648 000 美元，按照直线法在 5 年内摊销。假如收购已于 1987 年 6 月 1 日发生，预计经营成果与公司实际经营成果不会有实质差别。

软件开发成本

自 1986 年 6 月 1 日起，公司开始遵循财务会计准则公告第 86 号“准备出售、出租或投放市场的计算机软件成本的会计处理”，将内部发生的软件开发成本资本化。一旦确立了产品的技术可行性，就可以将计算机软件开发成本资本化。在 1990、1989 和 1988 会计年度，资本化的软件开发成本分别为 27 639 000 美元、10 526 000 美元和 4 447 000 美元。

当产品可向客户普遍发行时，即可开始对资本化的计算机软件开发成本进行摊销。摊销额的计算因产品而异，取（a）按本期产品销售收入总额与本期和预计未来产品销售收入总额合计数的比率计

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

算，或（b）在产品的剩余预计使用寿命期内按直线法计算所得出结果中的较大值。目前，在计算这些资本化成本的摊销额时，使用 24 个月的预计使用寿命期。在结束于 5 月 31 日的 1990、1989 和 1988 会计年度，摊销额分别为 8 185 000 美元、3 504 000 美元和 2 345 000 美元，包含在销售费用中。

现金流量表

1990、1989 和 1988 会计年度，公司分别支付所得税 33 731 000 美元、29 006 000 美元和 711 000 美元；支付利息费用 8 026 000 美元、4 274 000 美元和 1 540 000 美元；根据资本租赁合同购入设备 17 616 000 美元、4 692 000 美元和 4 108 000 美元。

收入确认

公司发生多种收入，包括以下内容：

特许费和许可证转让费收入 公司根据特许协议特许最终用户使用公司产品，还与原始设备生产商（OEM）和软件增值再许可证颁发者（VAR）签订协议，特许他们使用公司产品，同时向他们收取特许费和许可证转让费收入。如果客户信誉很好，而且协议条件为特许费和许可证转让费最低金额在 1 年内到期且不可退回，同时协议不可取消，则协议中规定的特许费和许可证转让费最低金额可在产品发运时确认，也可在协议生效时确认（多数情况下是协议签订日）。公司之所以在这时确认收入，是因为它实质上已经履行了全部合同义务。其他许可证转让费在随后 OEM 和 VAR 向公司报告这种费用时确认为收入。

维护协议 维护协议通常要求公司为客户提供技术支持和某些系统升级。与提供技术支持相关的收入在维护期（大多数情况下是 1 年）内按比例确认，而与系统升级相关的收入在各维护期初确认。

咨询、培训和其他服务 公司为客户提供咨询服务，这种服务收入通常按照完工百分比法确认。

2. **短期债务**

	各年结束于 5 月 31 日	
短期债务（单位：千美元）包括：	1990	1989
无担保周转信贷协定	18 198	5 955
其他	13 038	3 792
合计	31 236	9 747

1990 年 5 月 31 日，公司拥有与两家银行签订的短期无担保周转信贷协定，共提供 42 000 000 美元的借款，其中 18 198 000 美元已使用。协定分别于 1990 年 9 月（2 000 000 美元）、1990 年 11 月（10 000 000 美元）和 1991 年 1 月（30 000 000 美元）到期。借款利息按照盯住银行优惠贷款利率、资金成本或伦敦同业拆放利率的变动利率计算。1990 年 5 月 31 日，公司还拥有其他即期支付的无担保短期银行债务 13 038 000 美元。短期借款的平均利率为 9.4%。

周转信贷协定要求公司维持一定的财务比率，1990 年 5 月 31 日公司遵守了这些财务保证条款。

3. **长期债务**

1990 年 5 月 31 日，公司拥有与四家银行签订的长期无担保周转信贷协定，共提供 135 000 000

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

美元的借款，其中61 460 000美元已使用。在61 460 000美元已使用的借款中，58 210 000美元被列作长期债务，3 250 000美元被列作本年到期的长期负债。信贷协定分别于1991年1月(20 000 000美元)、1991年3月(20 000 000美元)、1991年12月(60 000 000美元)、1992年3月(15 000 000美元)、1992年7月(20 000 000美元)到期。公司有权将1991年1月到期的20 000 000美元和1991年3月到期的8 000 000美元转换为两笔1993年到期的长期贷款。借款利息随银行资金成本率变动而变动。1990年5月31日，尚未偿还的国内和国外外币借款利率从8.6%—15.6%不等。1990年5月31日，根据信贷协定可使用的借款共计73 540 000美元。

信贷协定要求公司维持一定的财务比率，1990年5月31日公司遵守了这些财务保证条款。

1990年5月31日以后，公司又签订两份无担保周转信贷协定，一份于1991年1月到期(20 000 000美元)，一份于1992年5月到期(20 000 000美元)。

4. 股东权益

股票期权计划

公司的股票期权计划对向公司员工发行鼓励性股票期权以及向公司员工、董事、顾问和独立定约人发行非限定股票期权作出规定。根据该计划的条款，公司可以授予员工按不低于公允市价购买23 335 624普通股的股票期权，股票期权可立即执行，一经董事会确定便成为法定权利(通常在4—5年内按比例确定)，通常自授权日起10年内到期。如果股东在预定的法定授权日之前离开公司，则公司有权按照股东支付的预购股票价格回购已发行的可行使非法定股票期权的股份。1990年5月31日，公司对271 300发行在外普通股行使了这种回购权。截至1990年5月31日，已授予5 005 720普通股法定股票期权。

非计划股票期权

除上述股票期权计划外，公司还给予公司员工和董事购买共计5 712 000普通股的非限定股票期权。这些股票期权在经董事会确定后，按照公允市价授予，可立即执行并成为法定权利(对董事而言)，或在至多5年的期限内按比例转为法定权利(对除董事外的个人而言)，通常自授权日起10年内到期。如果股东在预定的法定授权日之前离开公司，则公司有权按照股东支付的预购股票价格回购已发行的可行使非法定股票期权的股份。截至1990年5月31日，已授予160 000普通股法定股票期权。

1990年5月31日，公司预留了11 135 194普通股用于有关人员行使股票期权。

股票购买计划

1987年10月，公司采纳了“员工股票购买计划”，并预留了8 000 000普通股用于依据计划发行。根据该计划，公司员工可以按照半年购买期限的期初或期末公允市价中的较低者的85%作为每股价格购买普通股。截至1990年5月31日，已经发行2 326 772普通股，同时预留5 673 228普通股用于依据计划进行的未来发行。

独立会计师报告

甲骨文公司：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

我们审计了贵公司（一家特拉华州公司）及其子公司 1990 年 5 月 31 日和 1989 年 5 月 31 日的合并资产负债表，以及截至 1990 年 5 月 31 日前 3 年各年的相关合并损益表、合并股东权益表和合并现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了甲骨文公司及其子公司 1990 年 5 月 31 日和 1989 年 5 月 31 日的财务状况，以及截至 1990 年 5 月 31 日前 3 年各年的经营成果和现金流量状况。

我们进行审计的目的是对基本财务报表整体形成审计意见。第 14 项（a）2 列示的表格旨在遵照证券交易委员会的规则，不是基本财务报表的一部分。我们按照基本财务报表审计过程中应用的审计程序对这些表格进行了审计。我们认为，这些表格在所有重要方面公正地反映了需要列示的与基本财务报表整体相关的财务数据。

ARTHUR ANDERSEN & CO.
加利福尼亚州圣何塞市
1990 年 7 月 9 日

附 录 2

甲骨文公司 1989 和 1990 会计年度各季度经营成果回顾（除每股数据外，以千美元计）

	1990 会计年度各季度结束于			
	1989 年 8 月 31 日	1989 年 11 月 30 日	1990 年 2 月 28 日	1990 年 5 月 31 日
收入	175 490	209 023	236 165	350 166
净收益	11 679	28 491	24 282	52 958
每股收益[a]	0.09	0.21	0.18	0.39
	1989 会计年度各季度结束于			
	1988 年 8 月 31 日	1988 年 11 月 30 日	1989 年 2 月 28 日	1989 年 5 月 31 日
收入	90 639	123 745	153 354	215 935
净收益	7 067	17 189	23 964	33 546
每股收益[a]	0.05	0.13	0.18	0.25

a. 已经被调整，以便反映 1988 会计年度第 3 季度和 1990 会计年度第 1 季度的 1 对 2 股票分割。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

挑选出的几家软件业公司 1989—1990 年应收账款收账期

公司	1989	1990
Borland 国际公司	49	45
Lotus 开发公司	64	64
微软	51	56
Novell 公司	85	81
平均	62	62

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第7章 费用分析

费用是被耗用或价值下降的经济资源。公司获取或生产产品和劳务要发生费用。此外，还会发生销售费用（包括广告成本、销售人员工资和销售部门管理层工资）、公司管理费用（总公司管理人员工资和公司总部折旧）、债务融资成本费用、税金费用以及已实现和未实现资产价值下降产生的费用。

费用分析着重评估费用应于何时在财务报表中确认。应在资源使用时确认，在公司开出资源提货单时确认，在支付资源价款时确认，还是在确认使用资源产生的收入时报告？

对如何记录费用作出规定的主要会计原则是配比原则和稳健性原则。根据这些原则，与收入形成直接相关的资源和收入在同一期间记录，与某一特定期间更密切相关的资源在该期间记录。最后，全部其他成本在发生或能够合理预计时确认为费用，

当资源在多个期间提供收益、资源已经被耗用但付款的时间和金额不确定、所耗用资源的价值难以确定以及资源的价值下降时，确认费用面临的挑战就产生了。这些挑战为财务分析师分析费用带来了机会。

7.1 配比和稳健性原则

在公司购买资源（且支付价款）但还没有使用或已使用资源但还没有支付价款时，现金支出指标不能很好地反映资源的使用。实际上，在支出现金时确认资源的使用会产生误导，为经理提供通过递延支付资源价款提高报告业绩的错误动机。在涉及昂贵物品，如购买能够在多个期间提供收益的资产时，递延现金支付的动机可能加大。

权责发生制会计依靠配比和稳健性原则确定已使用资源的成本。如图 7-1 所示，这些原则将费

标准 1	标准 2	标准 3
与当期确认的收入有因果关系的耗用资源。	与收入没有因果关系但在本期耗用的资源。	资源的未来预期收益下降。

确认费用

具有挑战性的交易

1. 在多个期间提供收益的资源。
2. 资源被耗用但未来的付款时间和金额不确定。
3. 所耗用资源的价值难以确定。
4. 未使用资源的价值下降。

图 7-1 费用确认标准和实施挑战

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

用分为三类。首先，配比原则将费用视做与收入存在因果关系的耗用资源的成本。这类费用包括生产产品过程中耗用的材料成本或零售商购买的商品成本。因此，配比原则使财务报表使用者更容易评估公司的产品或服务是否盈利。与收入不存在明确因果关系的资源的成本在资源被耗用的期间记作费用。这类费用包括一般管理费用和销售成本。最后，根据稳健性原则，在资源预期产生的未来利益下降或难以合理确切地预计利益时，会计人员要求公司记录费用。价值减损资产的冲减就是这种形式的费用。

7.2 费用报告面临的挑战

从财务报告的角度看，四种类型的资源使用特别具有挑战性。当资源在多个期间提供收益、资源已经被耗用但付款的时间和金额不确定、所耗用资源的价值难以确定以及未使用资源的价值下降时，这种挑战就产生了。在记录这类费用时，涉及相当多的管理层判断。经理可能拥有更多有关公司在该期所耗用资源成本的信息，但他们出于报告目的对信息的披露是有选择性的；而且，会计规则有时要求将某些支出记作费用，而不管它们能否提供未来经济利益。这些报告的局限性为财务报表使用者分析费用提供了机会。

下面我们分析执行费用确认标准面临的主要挑战，并运用特定行业和特定类型的经济业务阐明关键问题。但是，所论述的挑战具有一般性。

挑战 1：在多个期间提供收益的资源

公司获取的许多资源在多个期间提供收益，包括厂房和设备支出、研发支出、广告支出以及钻油井支出。这类经济业务面临的会计挑战是如何在多个期间分配资源的成本。它们应在使用期限内平均分摊，还是应在发生时稳健地记作费用？配比原则主张，如果资源与未来收入存在清晰且能够合理确定的因果关系，则在资源的预计使用期限内分摊成本。相反，如果因果关系不清晰或高度不确定，则资源成本在发生期间记作费用。

为阐明能够带来多期收益的资源支出的报告问题，我们讨论固定资产折旧、商誉摊销、研发支出和广告支出的财务报告处理。

案例：固定资产折旧 固定资产包括厂房、建筑物、生产设备、计算机设备、汽车和家具，它们都具有多年使用期限。预期这些资源将直接或间接帮助公司创造未来收入通常毫无疑问，因此，这种资源支出与未来收入之间的因果关系通常能够合理确定。

但是，评估这种资源成本应如何与未来收入配比更加具有挑战性。公认会计准则要求经理估计这些资产的预计使用期限和使用期满预计残值，然后运用这些估计在固定资产的使用期限内系统分配成本。

资产的使用期限由技术陈旧过时风险和实物使用情况决定。因此，经理对这些影响的预计可能取决于公司的经营战略以及他们以往经营、管理和再销售类似资产的经验。例如，1998 年，德尔塔航空公司（Delta Air Lines）对新飞机按照 25 年的期限计提折旧，并预计残值为飞机成本的 5%；与此相对照，新加坡航空公司（Singapore Airlines）预计飞机的使用期限为 10 年，并预计残值为飞

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

机成本的 20%。这些预计在一定程度上反映了两家航空公司经营战略的差异。新加坡航空公司将顾客定位于通常不注重价格且要求可靠服务的商务舱乘客。与此相对照，德尔塔更重视对价格高度敏感以及并不重视准时到达的经济舱乘客。因此，两家航空公司采取截然不同的经营战略。新加坡航空公司经常更换旧飞机以保持较新的机群，从而降低了因维修问题而延迟航班的风险，使公司拥有很高的准时到达率，与此相对照，德尔塔的飞机使用时间更长，从而降低了设备支出，但这种降低是以维修成本增加和准时到达率较低为代价。这些经营差异反映在两家公司对折旧作出的预计上。当然，也可能存在影响两家管理层所作估计的其他因素。例如，在向所有者报告利润时，德尔塔可能面临更大的压力，因为它是完全的公开招股公司，而新加坡航空公司主要归新加坡政府所有。

根据公认会计准则，可以使用多种折旧方法。在美国，编制财务报告使用的标准折旧方法是直线法，即在资产的预计使用期限内等额分摊应计折旧成本（被定义为买价减去预计净残值的差额）。美国 90%以上的公开招股公司使用这种方法。在美国以外，许多公司使用加速折旧法，与折旧的税务报告方法相一致。[1] 加速折旧法在资产使用的前期产生高于直线法下的折旧费用，而在资产使用的后期产生低于直线法下的折旧费用。第三种折旧方法称为产量折旧法，适用于使用期限能够用实际产量衡量的资产。按照这种方法，某一特定年度的折旧费就是资产成本与该年度实际生产能力在整个使用期限内实际生产能力中所占比重的乘积。自然资源开采公司通常使用这种方法记录使用期限与某一矿山或矿井产生资源的能力相联系的生产性资产的折旧。

管理层在预计资产使用期限和残值以及选择折旧方法时运用其判断权，因此，存在折旧费在反映企业经济现实的同时也反映管理层报告动机的风险。

案例：商誉摊销 如第 4 章所述，当一家公司收购另一家公司并使用购买法进行会计处理时，记录商誉。商誉代表对目标企业无形资产支付的溢价。这些无形资产包括商标、研究和开发、顾客基数、优良管理、训练有素的员工、专利权以及优良业绩的其他源泉。

出于几个原因，购买的商誉资源与未来收入之间的因果关系不像固定资产那样明显。首先，商誉产生的未来收益不像固定资产那样清晰；其次，商誉既代表收购公司对无形资产支付的溢价，也代表对目标企业支付的任何超支。由于存在这种不确定性，各国准则制定者所规定的商誉摊销政策也不同。例如，在荷兰，商誉摊销并不抵减收益，而是在收购完成时冲减股东权益；在美国，商誉按照直线法在不超过 40 年的期限内摊销；在日本，商誉摊销期为 5 年；在德国为 4 年；在英国，商誉被记作资产，但如果没有发生价值减损，则根本不需要摊销。

商誉的预计价值和经济寿命取决于许多因素。首先，它们取决于收购公司管理层对目标公司无形资产恰当定价以避免超支的能力；其次，它们取决于收购公司管理层合并目标公司而不减损所购入无形资产（如优良管理、现有顾客群或主要员工）的能力；最后，它们取决于既可提高也可减损目标公司无形资产价值的公司战略和新公司的战略执行能力。[2]

例如，Cooper Industries 是一家经营电子、手工、自动化和能源设备的多样化公司，1989 年以

---

1 最常用的加速折旧法是双倍余额递减法。根据这种方法，各年的折旧费用是资产账面价值乘以双倍的直线法折旧率。例如，如果一项资产的寿命期为 5 年，初始成本为 100 000 美元，则双倍余额递减法下第 1 年的折旧额为 40 000(100 000×0.4)美元，第 2 年的折旧额为 24 000(60 000×0.4)美元，依此类推。

2 P. Healy, K. Palepu, and R. Ruback, "Which Takeovers Are Profitable—Strategic or Financial?" *Sloan Management Review*, Summer, 1997, 发现在 20 世纪 80 年代早期的 50 个最大收购案中，约有 1/3 收购增加了价值。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

9.67 亿美元收购了石油和天然气设备制造商 Cameron Iron Works。[3] Cooper 的战略是收购目标公司的制造业务，加强目标公司管理，并提高目标公司的报告和控制系统。然而，该战略在 Cameron 的执行遇到了几个问题。首先，Cooper 的专长在制造方面，其管理层错误地认为这对 Cameron 的成功最重要，直到收购以后它才意识到服务和销售是 Cameron 业绩的主要动因；其次，在实施收购过程中，Cooper 抢占了控制权；使得 Cameron 的管理层很难开展业务。因此，Cooper 发生了 4.4 亿—7.5 亿美元与收购相关的减值，并于 1994 年剥离了 Cameron。

考虑到管理层在向投资者传递收购成功信息和估计商誉支出产生的未来收益所面临的挑战时怀有的心理动机，因而存在执行了减值收购的经理不能及时确认商誉价值减损的风险。同样，对于确实能够创造股东价值的收购而言，有关商誉摊销的会计规则通常也不能使合并收益得到很好的反映，因为即使商誉价值没有下降，许多国家也要求公司对其进行摊销。

案例：研究和开发支出 研究和开发支出旨在在未来期间为公司创造价值，这表明它们应在所预期创造的新产品收入确认的期间记作费用。但是，研究和开发（研发）是一个具有高度不确定性的过程。在每个成功项目背后，通常都存在许多失败的项目。因此，大多数国家的会计规则要求研发支出在发生当时记作费用（参见财务会计准则公告第 2 号）。[4]

在美国，研发支出费用化规则有几种例外情况。首先，从另一家公司购入的已完成研发支出应当资本化并在使用期限内摊销（参见财务会计准则公告第 68 号）；其次，软件开发成本在具体的程序设计计划或工作模型完成时资本化，在某一特定年度，这种资本化的资产按照该年度创造的项目收入与预计项目收入总额的比例摊销（参见财务会计准则公告第 86 号）。[5]

已完成研发和软件开发支出资本化和摊销的会计规则为管理层提供了在编制财务报告时实施判断权的机会。管理层可以使用这种判断权使研发成本与其所创造收入相配比，也可以在评估满足资本化和摊销标准的支出类型或预计将要摊销支出的未来使用期限时错误地使用这种判断权加速或递延收益的确认。[6]

会计报告实务的多样性可能为财务报告使用者提出问题。例如，世界上最成功的软件开发商微软在软件开发支出发生时将其立即费用化。与此相对照，软件行业的一家小经营者 Peoplesoft 将软件开发成本资本化并在 3 年的期限内摊销。是微软在报告时过于谨慎、Peoplesoft 在报告时过于积极，还是两家公司具有与其报告差异相一致的截然不同的软件开发模式？

对经理在报告研发支出时没有机会实施判断权的公司的分析也很重要。例如，研发密集型制药行业中的公司被要求将所有研发支出立即费用化，财务报告不能帮助投资者区分拥有最高效研究实验室和拥有最低效研究实验室的公司，而这对评估管理层业绩和对公司估价至关重要。因此，分析

---

3 参见 Steven N. Kaplan, Mark L. Mitchell, and Karen H. Wruck, "A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions: Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets," working paper, (July 1997), Harvard Business School。

4 美国、英国、加拿大和德国的会计规则要求将研究和开发支出费用化。在日本和法国，尽管允许将研究和开发支出资本化，但费用化是比较规范的做法。

5 E. Eccher, "The Value Relevance of Software Capitalized Costs," working paper, 1998, MIT, 发现已经资本化的软件开发成本的摊销为投资者提供了有关管理层预计未来软件收入的有价值的信息。D. Aboody and B. Lev, "The Value-Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization," 1998, working paper, University of California, Los Angeles, and New York University, 发现投资者重视资本化的软件资产及其价值的变动。他们得出的结论是，管理层资本化软件开发成本的判断不会对报告收益的质量产生负面影响。

6 P. Healy, S. Myers, and C. Howe, "R&D Accounting and the Tradeoff Between Relevance and Objectivity," working paper, 1999, Harvard University and MIT, 表明即使管理者通过递延冲减研究和开发资产滥用报告判断权，与费用化做法相比较，资本化未成功项目的研究和开发成本的做法能为投资者提供有关公司价值的更多信息。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

师需调查与公司研究能力和成功相关的其他信息，如专利档案和美国食品及药物管理局（FDA）认证。

案例：广告支出 对广告支出的会计报告比研发支出更具有挑战性，如第 4 章所述，像可口可乐这样的公司可以通过对其产品进行广告宣传创造长期可持续的经济利益。但是，某一期间的广告支出与未来收入之间存在什么样的关系通常并不明确。

下面以微软花费 2.2 亿美元推出 Windows 95 的广告活动为例，说明将公司的广告计划与长期收入相联系的困难性——很难估计这次广告活动对新产品取得成功的作用。由于公司在市场中居主导地位，在 1995 年 8 月 24 日 Windows 95 的付费广告首次出现之前，该产品就已经引起公众广泛的兴趣。《华尔街日报》（*The Wall Street Journal*）预计，在 1995 年 7 月 1 日—8 月 24 日期间约有 3 000 个报刊的标题、6 852 个新闻报道、超过 300 万的文字与 Windows 95 有关。此外，在产品推出周，微软使用了一系列宣传手段促销其新产品。一面 600 英尺的 Windows 95 旗帜被悬挂在多伦多的 CN 塔上；Windows 95 标志的色彩使纽约城的建筑物灯火辉煌；公司付钱给《伦敦时报》（*The London Times*），免费销售一天的全部 150 万份报。这些与 2.2 亿美元的广告活动相关的促销手段对产品在市场中取得成功起了什么作用？

正如 Windows 95 的案例所显示的，公司广告的长期效果通常难以评估，因为除广告战略以外的许多其他因素可能影响广告活动的效果。起影响作用的因素包括公司自身的定价和促销决策，竞争对手对公司定价、促销和广告活动的反应，公司相对于竞争对手的市场地位，以及产品市场的阶段（成长、成熟或衰退）。考虑到量化这些因素的影响和弄清广告支出与未来收入之间的因果关系很困难，会计准则通常要求广告费用在发生当时费用化。

然而，在几个行业，可以将一些形式的销售支出与未来收入联系起来。例如，人寿保险公司向劝使新客户签订保险合同的销售代表支付佣金作为报酬。这些合同的收益可能是短期的（对财产意外保险公司而言），也可能是长期的（对人寿保险公司而言）。因此，财务会计准则公告第 60 号和第 120 号要求保险公司将这些支出资本化并在合同有效期限内记作费用。

直接反应广告（Direct response advertising）成本是另一种可以确立支出与未来收入之间联系的广告支出。信用卡公司、电话公司、互联网服务提供商、卫星电视提供商、杂志出版社和会员服务公司将大量资金投资于直接反应广告以吸引新会员。许多这种公司可以证明直接反应广告计划带来的签约率和会员更新率。实际上，许多公司通过进行市场调查，定位于最有可能签约的顾客，随后更新其会员。因此，如果公司能够证明（a）顾客对广告活动作出了直接的反应，（b）费用产生的未来收益能够合理确定，则会计准则（参见 Statement of Practice 93-7）允许公司将这种成本资本化。第一个条件可以通过使用顺序编码的订单、附在广告上的订货单或顾客反馈卡得到满足；第二个条件可以通过参考会员更新的历史数据得到满足。当然，常常存在未来更新率与历史模式不同的风险，原因可能在于竞争更加激烈或顾客对服务感到失望。

主要分析问题

以上论述表明，管理层有时有机会运用其判断权将在多期提供价值的资源费用化。此外，规范某些资源报告的会计准则要求所有公司立即将支出费用化。这就使得分析师很难将能够创造多期收益的公司与不能创造多期收益的公司区分开来。因此，以下问题可能对分析师有用：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 管理层在摊销能够产生多期收益的资源时作出了哪些假设？这些假设与公司经营战略一致吗？它们与行业中其他公司所作假设相比怎么样？如果存在重大差异，哪些因素可以解释这些差异？
- 公司随着时间的推移改变摊销假设了吗？哪些因素可以解释这些决策？例如，公司采用了不同的经营模式吗？
- 有迹象表明管理层总是提高或降低长期资产的摊销额吗？这种迹象包括经常报告资产出售收益（或损失）或持续性的资产减值。
- 本期资本化支出的价值和预期收益的可靠性怎么样？它们要受到公司在产品市场中的位置和该位置的可持续性的影响。例如，如果公司因收购而记录了数额巨大的商誉，是因为存在与这种资产相适应的经济基础，还是收购者为目标公司支付了过高的收购价款？
- 如果会计准则要求无形资产支出在发生当时资本化，分析师应该对这些费用对收益的影响打个折扣，特别是对看来能够通过这些支出创造长期价值的公司更是如此。这就要求对这些支出的预计收益和相关风险进行分析。公司有通过研发实验室创造新产品或通过营销活动树立新品牌的记录吗？

挑战 2：资源的付款时间和金额不确定

一些业务要求公司对不能为其带来长期利益的资源作出长期付款承诺。例如，许多公司给予员工提供退休金和其他退休后福利，公司还承担支付环境污染清理费的长期债务。这些债务代表费用，因为它们不能给公司带来未来收益，全部利益已经在本期或前期确认。不过，会计记录面临挑战，因为债务支付的时间和金额通常不确定。

应如何对这种承付款加以记录？应将预计债务或预计债务的现值估作费用吗？如果是这样，应如何反映管理层对这些债务和利率的预测错误？应将费用递延到债务的时间和金额能够准确确定时再加以记录吗？

为说明将不能带来未来收益的长期债务记作费用所面临的挑战，以下我们讨论退休金和退休后福利以及环境负债的会计处理。

案例：退休金和其他退休后福利金 许多公司给予员工退休金和其他形式的退休后福利金。通常情况下，员工为公司工作一段最低时间后，都有权收到某种形式的福利金。此后，福利金的数额通常随员工工作期限每年递增。

如第 5 章所述，公司被要求根据退休金和退休后福利金计划估计未来预计债务，这对记录与固定受益额退休金计划相关的负债来说是一个很大的挑战。根据这种计划，雇主保证为员工提供某种未来收益。[7]为实施这种计划，经理必须预测现有员工在公司的未来服务年限、平均寿命、退休年龄以及未来退休金的预计成本。这些数据用于估计全部现有员工预计未来退休金的现值。该价值在预计员工在公司的工作年限内按直线法摊销为退休金费用。退休金费用反映债务价值随员工距离获取退休金的时间越来越近而增加（利息效应）以及随公司投资用于建立退休金计划基金的资产价值增加而降低。当管理层对未来退休金计划承付款预计值进行修改时，也要对费用进行调整。当然，在

7 在固定分担额退休金计划下，公司同意现在缴存固定金额以用于未来退休金的支付。由于公司的义务限于每年应缴存员工退休基金的金额，该计划不要求预测年成本。

这种方法下，管理层在估计年退休金成本时具有相当大的判断权。

估计退休金计划带来的债务成本对管理层具有挑战性，但是，它能够确保与计划相关的风险（如员工更替、医疗成本膨胀和员工平均寿命的不确定性）反映在财务报表中。对管理层和外部财务报表使用者而言，了解这些风险的含义以及为员工提供退休金的价值可能很重要。

案例：环境成本 如第 5 章所述，《全面环境反应、补偿和负债法案》（CERCLA）授权联邦政府责令在国家最危险的废品站不恰当处理危险废物的有关方面承担清理成本。计量环境负债面临的挑战，即预计清理成本和评估应如何将清理成本在有关各方之间分配的困难，也使费用的记录具有挑战性。应如何记录费用？例如，应在记录负债的同时记作一次性费用，还是应在清理期间分摊？应将其列作非常项目、非经营项目还是作为正常经营活动的一部分？

如第 5 章所提到的，当清理成本和公司责任的不确定性得到解决时，必须记录一项负债（参见财务会计准则公告第 5 号和状况表 96-1）。状况表（Statement of Position）还要求公司在记录负债时，将全部清理成本确认为经营费用，不能将清理成本视做非常项目或包含在“其他收入与费用”中。当然，如果这些成本数额很大且这种情况不会持续，分析师应将它们与经营收益分开反映，以提高未来经营收益的预测准确性。

主要分析问题

在估计时间和金额不确定的未来债务的成本时，管理层有相当大的判断权。此外，由于一些成本的金额极不确定，会计准则不要求将其记作费用，从而很难评估哪些公司的成本可能被低估。因此，以下问题可能对分析师有用：

- 管理层确认不确定的未来债务成本时作出了哪些假设？这些假设与以前年度相比发生了变化吗？如果发生了变化，哪些因素可以解释这些变化？例如，公司改变退休金计划和经营业务了吗？如果管理层改变了计算退休金债务现值使用的折现率，是因为利率也发生了相应的变化吗？
- 公司对预计不确定的未来债务成本所作假设与同行业其他公司相比有区别吗？如果有，哪些因素可以解释这些区别？是因为公司与资源供应商之间的关系不同吗？
- 有迹象表明公司经理总是高估或低估长期债务成本吗？
- 因对未来支出的预计具有不确定性而要求递延未来债务成本记录（如环境负债成本）的会计准则对公司费用产生影响的严重程度如何？公司是怎样管理这种风险的？存在有助于辨别高风险公司和低风险公司的指标变量吗？

挑战 3：难以确定所耗用资源的价值

某些用于创造收入的资源很难定价。例如，存货以不同的价格购进或生产出来，其后必须与收入相配比。哪些存货应被记作销售成本，哪些仍应记作存货？经理人员股票期权也提出了如何确定交换期权所耗用资源的价值以及这些成本记作费用的时间的问题。我们讨论这些资源的记录及其面临的挑战。

案例：销售成本 如果公司以不同的成本购进或生产产品，然后销售其中部分产品，则它面临确

定所售存货和剩余存货成本的问题。如果经济中存在通货膨胀或公司购进产品和投入产品发生供求波动，则购进或生产产品的成本随时间推移而有所不同。如果公司改变了产品的生产数量，生产成本也会随时间推移而发生变化，因为生产能力成本在短期是固定的，它们在较多产品还是较少产品间分配会影响单位产品成本。

对一些产品而言，销售成本和存货计价问题很容易解决，因为能够辨别出所购进或销售的个别产品。汽车经销就属这种情况。新旧汽车可以通过构造、样式、颜色、年限或者车辆牌号（必要的话）来辨别。因此，当车辆被出售时，管理层能够确定其特定成本，以便与销售收入相配比。

但是，对大多数企业而言，明确辨别出购进或销售的每个产品是不可行的。例如，购买成千上万的零部件以制造新汽车的大汽车制造商会发现随时记录每个个别部件的成本会导致低效率。因此，需要使用其他会计处理方法估计销售成本。

会计人员采取的方法是对产品由存货到销售成本的流转作出假设。允许使用三种方法。第一种称为后进先出法（LIFO），即假设最后购进或生产的产品最先销售。因此，这种方法将现行成本与收入相配比，导致一些人认为它能比其他方法更好地表明公司未来的销售利润水平。[8] 但是，它也会导致存货计价始终是过时的，而且为管理层提供了通过降低存货水平临时提高利润，从而销售按以前成本计价产品的可能。

第二种方法是先进先出法（FIFO），即假设最先购进或生产的产品最先销售。这种方法的优点是能够确保存货按现行成本计价。但是，它使得销售利润水平的解释更加困难，因为利润包括按以前成本水平购进存货的持有收益。

第三种方法是加权平均法，是先进先出法和后进先出法之间的一种妥协，即按照所购进或生产产品的平均成本对销售成本和存货计价。

关于存货计价问题，有几点值得一提。首先，使用的方法不一定反映仓库产品的实际实物流转。因此，一家面包店可以使用后进先出法报告存货，但不能使用这种方法管理其实物存货。其次，在一些国家不能使用后进先出法。例如，英国、法国和加拿大都不允许使用这种方法。第三，在美国，税收因素是经理决定使用哪种方法进行财务报告所需要考虑的事项。税收规则要求财务报告使用的方法还必须用于税务报告。因此，生产要素成本或产品成本呈上升趋势行业中的公司具有选择后进先出法的税收动机，因为这种方法降低了公司税收债务的现值。而对生产要素或产品成本呈递减趋势行业中的公司而言，使用先进先出法可以带来税收好处。

总之，销售成本计价为管理层在编制财务报告时实施判断权提供了一些机会。经理可以选择存货流转方法，增加或降低产量以在较多或较少产品间分配生产能力成本，或者耗尽存货以使以前成本与收入相配比（如果公司使用后进先出法）。[9]

案例：经理人员股票期权报酬 在美国，大多数公开招股公司为经理人员提供股票期权报酬。股

8 与这种观点相一致，R. Jennings, P. Simko, and R. Thompson, "Does LIFO Inventory Accounting Improve the Income Statement at the Expense of the Balance Sheet?" *Journal of Accounting Research* 34, No. 1(1996)，发现 LIFO 收益比非 LIFO 收益与权益价值更相关。

9 研究成果表明管理层的存货会计方法决策与税收考虑(参见 R. Hagerman and M. Zmijewski, "Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice," *Journal of Accounting and Economics* 1, 1979；B. Cushing and M. LeClere, "Evidence on the Determinants of Inventory Accounting Policy," *The Accounting Review* 67, No. 2, 1992)，公司治理(参见 G. Niehaus, "Ownership Structure and Inventory Method Choice," *The Accounting Review* 64, No. 2, 1989)，以及研究与开发和劳动密集程度等公司特征(参见 R. Bowe, L. DuCharme, and D. Shores, " Stakeholders' Implicit Claims and Accounting Method Choice," *Journal of Accounting and Economics* 20, No. 3, 1995)相关。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

票期权（stock option）允许高级管理人员在未来某一时点按特定价格（称为预购股票价格）购买股票。例如，迪斯尼公司 1999 年的委托书披露，1996 年 9 月 30 日，报酬委员会授予公司首席执行官迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）按 21.10 美元的预购股票价格（授予期权时的股价）购买 15 000 000 迪斯尼股票期权。期权于 2008 年 9 月 30 日到期。在 1998 会计年度末的 9 月 30 日，迪斯尼的股价为 25.375 美元。

股票期权报酬旨在为高级管理层提供最大化股东价值的强烈动机，因为经理开始分享股价的上涨部分。出于一些原因，股票期权是比直接奖励股票更流行的一种报酬形式。股票期权报酬可以保护管理层免于承担持有股票的不利风险，并且避免将不利风险强加给风险厌恶型经理而使其在进行决策时比所有者希望的更加谨慎。此外，股票期权报酬通常比股票奖励更具税收上的好处。[10]

财务报告所面临的最具挑战性的问题是如何对这种形式的报酬加以记录。应将这种报酬奖励记作一项费用，抑或其价值太难预计？如果记作一项费用，这项费用应在何时以什么价值列示？报酬的价值应在授予奖励时确认吗？如果应该，其价值是多少？报酬成本应在整个期权实施期间列示吗？如果应该，所提供报酬的价值是多少？报酬应在实施期权且所奖励股票的价值已知时记录吗？报酬费用应在管理层实际销售所奖励的股票时确认吗？

1995 年以前，会计原则委员会发布的《意见书》第 25 号（APB Opinion 25）要求美国公司使用“内在价值”法（“intrinsic value” method）报告股票期权。根据这种方法，报酬费用按照期权授予日股票市价与预购股票价格的差额记录。然而，由于大多数期权的预购股票价格等于期权授予日的股票价格，因而不记录任何报酬费用。1995 年财务会计准则委员会发布有关股票期权报酬的《征求意见稿》，建议使用“公允价值”法（“fair value” method）对期权定价，即在期权授予日按照所奖励期权的市价建立一项递延报酬费用。[11] 报酬费用反映经理从期权奖励中有效取得的报酬，通过在期权的授予期间内对递延报酬费用进行摊销记录。

股票期权《征求意见稿》引起了相当大的争议，财务会计准则委员会决定使其建议的调子缓和些。最终准则——财务会计准则公告第 123 号允许经理决定，是根据会计原则委员会第 25 号（APB 25）报告还是根据财务会计准则公告（SFAS）报告。不过，如果公司选择使用 APB 25，它还需要在脚注中披露所奖励期权的公允价值。[12]

主要分析问题

当难以确定所耗用资源的价值时，会计规则必须提出估计资源耗用的明确方法，或者允许管理层在记录所耗用资源时实施其判断权，其结果都为费用的财务分析提供了机会。财务分析师可能提出以下问题：

- 管理层应使用什么方法对销售成本、股票期权报酬和其他耗用价值难以确定的资源费用进行记录和计价？这种方法随时间推移而发生变化吗？该公司与行业中其他公司使用同样的方法

10 参见 M. Scholes and M. Wolfson, *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Englewood Cliffs. NJ: Prentice-Hall, 1992, Chapter 10。

11 Black-Scholes 期权定价模型将期权的价值确定为执行价格、期权到期前剩余时间、基础股票的预计标准离差和无风险收益率的非线性函数。有关经理人员股票期权估价的研究包括 T. Hemmer, S. Matsunaga, and T. Shevlin, "Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Reload Provision," *Journal of Accounting Research* 36, No. 2(1998); C. Cuny and P. Jorion, "Valuing Executive Stock Options with Endogenous Departure," *Journal of Accounting and Economics* 20, No. 2; S. Huddart, "Employee Stock Options," *Journal of Accounting and Economics* 18, No.2。

12 P. DeChow, A. Hutton, and R. Sloan, "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation," *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1996, 发现游说反对 SFAS123 是由于担心报告更高水平的经理报酬。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

吗？如果所使用方法随时间推移不同或与行业中的其他公司不同，哪些因素可以解释这些差别？是因为公司改变了经营战略，还是因为公司采用了与其竞争对手不同的价值创造模式？是因为公司改变了其税收状况或税收管理战略，还是因为公司正设法向资本市场报告积极的业绩？

- 销售成本、股票期权和其他价值难以确定的资源的费用计价方法会对收益产生哪些影响？例如，对采用后进先出法变现存货产生的销售成本有影响吗？生产能力利用程度的变化会对销售成本产生怎样的影响？如果公司使用先进先出法或加权平均法记录销售成本，现行投入品价格的增长会对未来利润水平产生怎样的影响？如果公司使用“内在价值法”记录期权费用，改用“公允价值法”会产生什么影响？从公司的业绩情况看，管理层得到恰当的补偿了吗？

挑战 4：未使用资源的价值下降

记录费用面临的最后一个挑战是对价值随时间推移而发生变化的未使用资源的处理。在大多数情况下，根据稳健性原则确定这些价值变化对财务报告的影响。该原则认为，如果资源价值发生永久性下降，应当记作损失；但如果资源价值提高，在资源出售之前不确认收益。这个问题与第 4 章讨论的资产减损问题相同。下面我们讨论经营资产和金融工具价值变动所面临的费用报告挑战。

案例：经营资产减损 如第 4 章所述，如果资产发生了价值减损，稳健性原则要求将该资产的价值冲减至低于成本的市场价值。例如，1997 年 12 月在核心业务出现令人失望的业绩后，伊士曼—柯达公司（Eastman Kodak）记录了 15 亿美元的重组费用，其中 4.28 亿美元是资产价值减损（减值前固定资产的 7%），1.65 亿美元是存货减值（减值前存货的 12%），其余部分主要是解雇 16 100 名员工的解职费。

确认资产减损损失面临的挑战是通常难以评估资产是否已经发生了减损以及如果发生了减损，损失的数额是多少。在美国，财务会计准则公告第 121 号（SFAS 121）规范资产减损的会计处理。根据这一准则，在公司环境发生变化或有迹象表明账面价值不能恢复时，要求公司重新审查资产减损。环境变化表现在资产使用不广泛或以不同的方式使用，法律或制度变化影响资产的价值，或公司有现金流量不足的历史记录。如果管理层预测的与资产相关的未折现未来现金流量低于资产账面价值，则要求将资产价值冲减至公允价值并确认损失。

作出确认减损损失的决策以及根据 SFAS 121 预计损失的价值在相当大程度上需要管理层的判断。管理层必须决定哪种资产分组适于评估资产减损，[13] 还必须对这些资产产生的预期未来现金流量进行预测和计价。

1998 年末，证券交易管理委员会对管理层滥用资产减损报告的判断权表示了担心。证券交易管理委员会主席阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）清楚地说明了这种担心：“当收益大幅下降时，华尔街将不会考虑过去的损失，而只重视未来收益。如果对这些费用进行稳健的预计，保持一些额外的缓冲准备，当预计变动或未来收益下降时，这种所谓的预计可以转变为收益。”[14]

---

13 J. Francis, D. Hanna, and L. Vincent, “Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs,” *Journal of Accounting Research* 34 (1996), Supplement, 发现管理层更可能出于私利在商誉冲销和重组费用而非存货或财产、厂房和设备冲销方面行使判断权。

14 Arthur Levitt, “The Numbers Game,” 在纽约 NYU 法律和商业中心的演讲, September 28,1998。与这种担心相一致，J.Elliott and D. Hanna, “Repeated Accounting Write-offs and the Information Content of Earnings,” *Journal of Accounting Research* 34 (1996), Supplement, 发现市场在大额冲减的次一季度对未预期到的收益下降作出反应。

案例：金融工具价值变动 如第 4 章所述，如果公司持有金融工具是作为投资且打算将其销售或使其处于待售状态，则要求公司对其按公允价值记录。关键问题是这种投资的损益是应反映在损益表中还是应直接冲减所有者权益？现行规则要求，如果公司持有金融工具是作为现金储备且打算销售，则未实现损益的公允价值必须列作收益的一部分。如果金融工具处于待售状态，只将已实现损益列入收益。潜在处于待售状态的金融工具按公允价值计价，未实现损益记作综合收益的一部分，不包括在损益表中。[15] 最后，打算持有到到期日的金融工具按历史成本计价，只将已实现损益列入损益表。不过，如前所述，从经济角度看，因管理层意图不同而导致会计处理差别并不恰当。因此，分析师应将已实现和未实现收益都视做与评估管理层业绩相关。

如果公司持有金融工具是出于保值目的，也需要按公允价值记录（参见第 4 章）。将这种金融工具投入市场所带来的收益效应取决于持有目的。如果目的在于采取保值措施以减少另一项资产公允价值变动带来的损失，则将被保值资产和金融工具的公允价值损益都包括在收益中。然而，如果持有金融工具的目的是避免未来预计现金流入量或流出量波动的损失，则将被保值资产有效部分的公允价值损益递延，只在报告现金流量时才包括在收益中；而将被保值资产无效部分的公允价值损益立即包括在收益中。

主要分析问题

由于在估计经营资产减损和金融工具价值变动时涉及管理层的判断，因而给财务分析师提出了以下问题：

- 管理层对经营资产计提资产减损费的时间和金额与公司经营业绩和同行业中其他公司经营业绩的变动一致吗？管理层递延记录资产减损损失了吗？
- 管理层高估或低估前期经营资产减损损失，从而使得评估未来业绩很困难吗？公司持续报告减损损失，从而表明不愿高估全部减损金额吗？
- 估计减损经营资源公允价值的基础是什么？例如，估价是建立在独立评估的基础上，还是由管理层作出预计？
- 管理层持有金融工具的目的是什么？该目的与股东利益一致吗？例如，公司采取规避风险的保值措施是出于为股东利益考虑还是为经理利益考虑？
- 不管是否在损益表中报告，持有金融工具的未实现损益的大小程度如何？哪些因素能够对损益金额大作出解释？例如，管理层是使用金融工具规避风险还是增加额外的风险？该决策与股东利益一致吗？有避免冒过大风险的适当控制措施吗？

小 结

公司费用的记录主要依据配比原则和稳健性原则。根据这些原则，费用可分为三类：

15 有关综合收益的论述参见第 8 章。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1. 与收入有因果联系的耗用资源的成本，与收入配比。

2. 与收入没有因果联系的资源的成本，在耗用期间记作费用。

3. 预期资源创造的未来收益下降产生的成本，在价值下降发生时记录。

对某些业务而言，执行这些原则可能具有挑战性。例如，如果存在以下情况，可能难以评估应否记录费用：

1. 公司获取的资源在多个期间提供收益，如固定资产、商誉、研究和开发支出以及广告。

2. 公司对不能为其带来长期利益的资源作出长期付款承诺，如退休金和其他退休后福利金以及环境负债。

3. 用于创造收入的资源难以计价，如销售成本和高级管理人员股票期权。

4. 未使用资源的价值随时间推移而下降，如经营和财务资产减损。

一般而言，公司经理拥有估计该期费用的最多信息。然而，管理层报告良好的公司经管责任的动机使财务信息使用者对管理层所作预计的可靠性提出了疑问。此外，会计准则要求所有公司将某些支出（如研发支出）费用化，即使它们能够为成功公司创造未来收益也不例外。这就为财务分析师带来了另一个任务：了解会计准则如何影响不同公司的报告业绩。

思考题

1. 一家公司花费 10 000 000 美元购买一项资产。管理层预测该项资产预计使用期限 10 年，残值率为 5%。在资产使用期限的前两年使用（a）直线法，（b）双倍余额递减法记录折旧会对财务报表产生哪些影响？如果作为财务分析师，你将就折旧政策对公司财务总监提出哪些问题？

2. 1996 年 2 月 9 日，迪斯尼公司以 101 亿美元现金和价值 88 亿美元（按照交易宣告当日股价）的 1.55 亿股迪斯尼股票收购 Capital Cities/ABC 公司。迪斯尼预计收购将形成商誉 190 亿美元。为记录商誉的摊销，迪斯尼的管理层必须作出哪些预测？哪些因素将构成这些预测的基础？如果作为财务分析师，你将就商誉摊销对公司财务总监提出哪些问题？

3. 1997 年，一家软件公司 Peoplesoft 在其年度报告中提供了以下脚注信息：

公司从第三方购入软件时，如果处于开发中的相关软件产品达到了技术可行性或所购入软件有其他未来用途，而且资本化金额能够在不超过 5 年的期间内实现，则公司将购入软件资本化。此外，公司还将某些内部成本（包括工资、相关工资税以及与开发计算机软件产品相关的间接成本分配额）资本化。在确立技术可行性之前发生的成本记作产品开发费用。确立技术可行性和评估资本化的软件开发成本的可回收性在很大程度上需要管理层对某些外部因素作出判断，这些外部因素包括（但不限于）预期未来收入、预计使用期限和软硬件技术的变化。在向用户全面发行软件产品时，资本化停止，资本化成本在通常为 3 年的预记使用期限内按产品摊销（使用直线法）。全部其他研究和开发支出在发生当期记作研究和开发费用。

1995、1996 和 1997 年 12 月 31 日资本化软件成本和累计摊销如下所示（以千美元计）：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	1995	1996	1997
资本化的软件：			
内部开发成本	7 016	10 737	13 232
从第三方购入	5 137	6 832	6 832
	12 153	17 569	20 064
累计折旧	(4 811)	(6 396)	(10 358)
	7 342	11 173	9 706

1996 年 Peoplesoft 将多少软件成本资本化？1997 年呢？1997 年 Peoplesoft 记录了多少软件成本摊销费用？1996 年呢？如果 Peoplesoft 从未将任何软件研究和开发支出资本化，将对 1997 年税前收益产生哪些影响？对 1996 年税前收益又会产生哪些影响？为什么在 1996 和 1997 年软件成本费用化和资本化对收益的影响不同？微软不将任何软件成本资本化。为什么 Peoplesoft 选择将一些软件成本资本化而微软选择将全部成本费用化？如果作为财务分析师，你将就公司软件开发成本摊销政策向 Peoplesoft 的财务总监提出哪些问题？

4. 宝洁公司（Procter and Gamble）是一家拥有 Pampers 尿布、Crisco 蔬菜切割器、汰渍洗衣粉和佳洁士牙膏等品牌产品的消费品公司。在 1998 年度报告中，公司写道："整个世界范围内的销售、调研和管理费用为 100.4 亿美元，与前一年的 97.7 亿美元相对照。该项费用占销售收入的比重为 27.0%，与前一年的 27.3%相对照。"如果作为财务分析师，你将就 1998 年的销售、调研和管理成本对公司财务总监提出哪些问题？如果作为宝洁公司的财务总监，你将建议公司在年度报告中包含有关该项支出的哪些其他信息？

5. 一家公司雇用了一个 27 岁的 MBA，第一年支付工资 85 000 美元。公司还同意在他 65 岁退休时支付退休金，预计退休金的现值为 150 000 美元。为估计这一价值，管理层必须作出哪些预测？哪些因素决定在该员工第一年工作期满应将多少退休金成本确认为费用？如果作为财务分析师，你将就退休金成本对公司财务总监提出哪些问题？

6. Dow Chemical 公司在其 1998 年度报告的或有负债部分写道：

> 当一项负债很可能已经发生且负债金额能够根据现行法律和现有技术合理预计时，记录应计环境负债。1998 年 12 月 31 日，公司已经记录了 3.64 亿美元应计环境负债，其中 0.09 亿美元用于修复 Superfund site. 尽管这些特定环境事项的最终成本可能是该金额的两倍，但这是管理层对公司已经记作负债的环境事项的修复成本所作的最佳预计。这些预计的内在不确定性主要产生于环境的未知性、有关负债的政府规章制度和法律规范的变化以及 Superfund site 修复技术的发展。公司管理层认为，高于已预计或已披露部分的成本对公司合并财务报表产生重大不利影响的可能性很小。

如果作为财务分析师，你将就公司环境披露向公司财务总监提出哪些问题？

7. 伊士曼—柯达公司在其 1998 年度报告中报告了有关存货加价的以下信息：

（以百万美元计）	1998	1997
按先进先出法或加权平均法计算（接近现行成本）	907	788
在产品	569	538
原材料和物料	439	460
	1 915	1 786
后进先出准备	(491)	(534)
合计	1 424	1 252

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

柯达报告，公司 1998 年销售成本为 0.729 3 亿美元。如果公司只使用先进先出法对存货计价，销售成本将为多少？哪些因素可能与柯达制定存货计价政策相关？如果作为财务分析师，你将就存货计价和销售成本对公司财务总监提出哪些问题？

8. 伊士曼—柯达公司在其 1998 年度报告中报告了有关股票期权计划的以下信息：

财务会计准则公告第 123 号“基于股票报酬的会计处理”所要求的试算净收益和每股收益信息就像公司根据财务会计准则公告第 123 号的公允价值法对员工股票期权进行会计处理那样确定。期权的公允价值在授予日使用 Black-Scholes 期权定价模式确定。

为披露试算信息，期权的预计公允价值在期权的授予期间（2—3 年）摊作费用。公司的试算信息如下：

会计年度结束于 12 月 31 日（单位：百万美元，每股数据除外）

	1998	1997	1996
净收益（损失）：			
报告	1 390	5	1 288
试算	1 272	(52)	1 262
基本每股收益（损失）：			
报告	4.30	0.01	3.82
试算	3.93	(0.16)	3.74

对柯达而言，股票期权报酬是一个重要项目吗？如果作为财务分析师，你将就股票期权报酬的披露对公司财务总监提出哪些问题？

9. 在研究重组提议的一次董事会会议上，公司首席执行官说：“我建议我们在审计师允许的范围内计提最大的费用冲减当期收益，因为华尔街会因我们的坚韧而青睐我们。而且，将来我们的收益会看起来有所改进，使我们从当前的损失中获得长期推动。”你同意这种意见吗？请解释原因。

10. 一家大银行的财务总监认为：“确认我们打算持有到到期日的债务证券的公允价值损益很滑稽。既然我们打算持有这些证券，我们就可以免受市场变化无常的影响。”你同意这一观点吗？请说明原因。根据你的回答，密切关注公司情况的财务分析师将受到哪些影响？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Pre-Paid 法律服务公司

Pre-Paid 法律计划旨在帮助美国中产阶级享用可以负担得起的高质量法律帮助。

——Pre-Paid 法律服务公司的目标

在因一次汽车事故而支付昂贵的律师费后，哈兰·C·斯通西弗（Harland C.Stonecipher）创建了 Pre-Paid 法律服务公司（PPLS）。PPLS 出售法律费用保险，该保险提供与某些民事和刑事诉讼辩护相关的部分法律费用付款。1979 年 PPLS 成为公开招股公司，在整个 80 年代因越来越多的美国人购买法律服务保险而取得迅速发展（参见表 1）。1998 年，公司拥有会员收入 1.1 亿美元，收益 0.302 亿美元，年末账面股东权益 1.011 亿美元。1999 年 5 月，公司股票开始在纽约证券交易所挂牌交易；1999 年 8 月，公司市值达到 7.38 亿美元，比前一年增长 101%。

尽管公司业绩优良，但在 1997 年末到 1999 年中这段期间美国股东权益分析师对 PPLS 的未来有非常不同的看法。尽管许多分析师力荐购买该公司股票，但还是持续出现卖空股票的现象。[1] 1997 年末《财富》（*Fortune*）杂志概括了卖空者对公司的主要担心。这份商业期刊宣称公司对销售佣金使用了不恰当的会计处理方法。由于存在这种不确定性，1997 年末到 1999 年中这段期间，公司股价从高达 40.50 美元到低至 13.50 美元大范围波动。

经营概述

PPLS 为其顾客（称为会员）提供一系列广泛的法律保险。1998 年，最受欢迎的计划——家庭计划的会员占全部会员人数的 94%。该计划为会员及其配偶发生的一系列广泛的法律费用提供返还，包括遗嘱准备，证据复审和代写委任状，某些与劳资纠纷、交通违章以及美国国内税务局（IRS）审计相关的法律成本。[2] 家庭计划规定了会员对这些服务有权享用的律师时间的范围，还为接受保险合同之外的其他法律服务所支付的律师费给予 25%的折扣优惠。

1998 年 PPLS 的会员保险费为每月平均 19.08 美元（或每年 229 美元），通常以自动借记会员信用卡或从员工工资中扣除的方式按月支付。除非出现欺诈、不支付保险费或由会员提出书面申请情况，保险费通常被保证为可续保或不可撤销的。1998 年的年度会员续保率很高，1998 年初会员中的 75%在年末仍是会员。1999 年 3 月 31 日，PPLS 拥有 648 475 名会员，会员人数每年增加约 40%。

该案例由 Paul M. Healy 教授及其同事 Jacob Cohen J. D. 编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1999 by the President and Fellows of Harvard College. Harvard Business School case 9-100-037。

1 卖空者从经纪公司借入股票并在公开市场上出售。如果股票价格下跌，卖空者可以购回股票偿还给经纪公司，并从中赚取利润。当然，如果股价上升，卖空者会发生损失。

2 不包括在承保范围内的法律服务包括家庭事务、破产、蓄意犯罪、与酒精或毒品相关的事件及事前存在的情况。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

服务营销

PPLS 通过一个鼓励购买者成为销售人员的多级营销计划销售会员资格。试图成为销售人员的会员通常向公司支付 65 美元的费用，用以弥补培训资料、培训会议和总公司支持服务成本。注册的销售会员向其朋友和同事销售公司的服务。最成功者甚至招收并发展了自己的销售人员。1998 年，PPLS 年度销售收入的 76%由注册为销售会员的大约 150 000 名会员创造，其余 24%通过与拥有确定销售人员的保险和服务公司（如 CNA 和 Primerica 财务服务公司）签订协议创造。

销售人员获得佣金补偿（参见附录 2）。在 1995 年以前，吸收一名新会员的销售会员可以得到第一年保险费的 70%作为佣金，还可在以后的续保期获得续保保险费的 16%作为佣金。第一年的佣金提前支付，而续保佣金在收到保险费时支付。例如，如果一名新会员签约每年支付 229 美元保险费，则负责销售的会员在签约时收到第一年的佣金 160 美元（0.70×229）；如果新会员在以后年度续保，则销售会员每月收取佣金 3.04 美元（0.16×19）。

1995 年以后，PPLS 修改了佣金规则，在第一年和以后的续保期都支付同样的 25%的佣金。为保持和吸引销售会员，PPLS 在每个新成员加入时预付给销售会员 3 年的佣金。如果会员在预付佣金回收前流失，则 PPLS 从销售会员的未来佣金中扣除尚未回收预付佣金的 50%。

索赔成本管理

PPLS 从前提供两种形式的法律服务，每种都对法定索赔成本的管理具有不同的影响。第一种形式的服务称为公开讨论小组，允许会员聘用自己的律师根据保险单提供有效的法律服务。会员的律师按照反映某一地理区域特定服务的“普通、合理和惯常费用”的付费一览表获得服务报酬。

第二种形式的服务称为封闭讨论小组，要求会员通过与 PPLS 签订合同的独立法律事务代理人网络获得法律服务。提供服务的法律事务代理人每月按人数收取固定的费用，为居住在其执业所在州的计划会员提供服务。PPLS 在其 36 个主要市场中的每个市场都与一家高级大法律公司签订合同，这些公司都是经 PPLS 管理层仔细考察后选定的。Martindale-Hubbell 是一家法律评级公司，它通常将为 PPLS 提供服务的法律事务代理人评为最高级——AV 级。

1998 年平均会员索赔成本为会员保险费的 33%，管理层报告预期该成本未来仍会保持在 35%左右。

财务业绩

PPLS 报告了 1997 和 1998 年的创记录财务业绩（财务数据摘要可参见附录 3）。在这段期间会员收入年均增长 52%，净收益每年增长 61%，营业现金流量每年增长 270%。1999 年前 6 个月，公司的财务业绩持续保持优良。会员收入增长 20%，收益增长 54%，营业现金流量增长 138%（从 240 万美元到 570 万美元）。

由于公司业绩持续增长，许多密切关注公司股票的股东权益分析师将该股票推荐给其客户。例如，1997 年 8 月，Salomon Brothers 的戴维·斯特拉瑟（David Strasser）力荐购买 PPLS 的股票，并对该股票作出如下评论：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

我们再次力荐购买 Pre-Paid 法律服务公司的股票……近期我们将该股票在一年内的预测价格由 26 美元提高到 34 美元。我们之所以这样做，主要是出于以下原因：首先，公司继续显示出一贯的收益增长，与华尔街的预计相一致，从而使我们更清晰地看到我们所预计的 36%的增长率……公司在使收入增长 53%的同时还能产生正的经营现金流量的能力也促使我们提高股票的预计价格。正现金流量表明公司拥有成熟的会员群，尽管公司采取在实现新销售时预付给其销售会员佣金的政策，仍能创造现金。我们认为，公司通过与大保险公司结盟来销售公司产品，这将从根本上使公司的销售人员增加一倍，并使 Pre-Paid 的法律产品广受瞩目。[3]

会计争论

尽管公司业绩优良，但 1997 年末 PPLS 的股票仍成为卖空的对象。1997 年 11 月 24 日，《财富》杂志发表了一篇题为《Pre-Paid 会继续增长吗》（*Will Pre-Paid Keep Growing?*）的文章。文章引用了卖空者——Olstein's Financial Alert Fund 的罗伯特·奥尔斯泰恩（Robert Olstein）的话，罗伯特·奥尔斯泰恩解释说他的担心源于“PPLS 对佣金的会计处理不现实，而且与经济现实不一致”。[4]《财富》杂志写道：

> Pre-Paid 没有立即将佣金记作收益的减项，而是将其在 3 年的期限内摊销。卖空者认为，这种递延处理使当前的收益增长看来比实际更大。例如，在上半年，如果公司在支付佣金时就全部冲减收益，它就会表现出较小的收益增长——当然不会达到能够证明股票以约为收益 40 倍的价格交易合理的增长水平。
>
> 此外，如果公司的退保率增加，而它又因某种原因不能收回已经支付的佣金，则会出现麻烦。Pre-Paid 对此不予理睬，争辩说其历史退保率为能应付的 24%，而且，哈普（Harp，PPLS 的首席执行官）夸口说：“对这项业务，谁也不会比我预测得更准确。”
>
> 也许是这样，但证券交易管理委员会的归档文件中所披露的公司自身数据表明，该比率呈上升趋势。证券交易管理委员会的归档文件还声明，如果新保单在 Pre-Paid 业务中占更大比重，则公司的退保率将上升，而且公司（在其 10-K 年度报告中）指出，去年新保单的销售额取得“显著增长”。10-K 年度报告中提到，除非这种变化被“其他因素”抵消，否则财务业绩将受到很大损害。换句话说，奥尔斯泰恩认为，Pre-Paid 在某一时点将面临巨额冲销。

附录 4 提供了公司对其销售佣金的会计处理方法的脚注披露。

管理层的反应

PPLS 认为佣金处理的会计政策使得佣金费用与销售保单取得的保险费的回收更加一致。而且，在 1998 年 10 月—1999 年 6 月这段期间，管理层在公开市场上以每股 28 美元的平均价格购入

---

3 Analyst Report, David Strasser, Salomon Brothers, August 1997.

4 Herb Greenberg, "Will Pre-Paid Keep Growing? A Company's HMO-Style Approach to Legal Services Has Won It Plenty of Fans—And a Soaring Price. But Shortsellers Say the Numbers Don't Add Up," Fortune, November 24, 1997.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

了 1 384 440 公司股票。[5]

尽管如此，对公司会计政策的担心仍在持续。1999 年 6 月末，卖空占发行在外股份的 6.5%，比普通公司高 4 倍。[6] 公司股票价格为每股 26.63 美元，远远低于年度最高水平 39.25 美元和历史最高水平 40.50 美元。

Furman Selz 的分析师里克·纳尔逊（Rick Nelson）这样概括了市场中的观点："内部人士认为公司股票正以低于较高水平交易，在这个水平上，经营基础将取得成功。而卖空者认为从现金流量的角度看，公司不能适应这种增长，公司自身的经营模式将使其感到苦恼。"[7]

思考题

1. 试根据 1995 年以后的佣金规则，计算销售每月支付 19 美元保险费的家庭计划保险的销售会员可以获得的佣金。如果顾客两年后不再续保，公司应努力从销售会员手中收回多少佣金？

2. PPLS 应如何对上述业务进行会计处理？

3. 你认为《财富》杂志和 PPLS 的管理层谁是正确的？为什么？

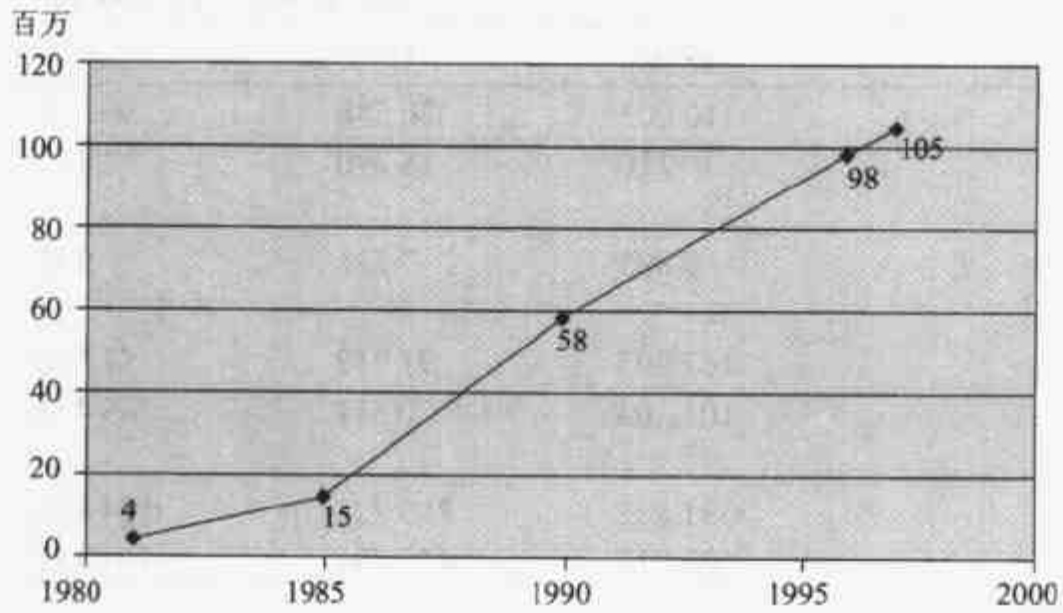
4. PPLS 管理层可以采取哪些行动改变主要投资者对公司会计和经营模式的担心？

5 Quicken. com, "Insider Trading in Pre-Paid Legal Services."
6 "Uncovered Short positions Rise on Big Board and Amex," The New York Times, June 22, 1999.
7 Ian Mount, "The Long and Short of It," SmartMoney. com, May 25, 1999.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

1981—1997 年美国购买法律服务计划的人数



以上预计由消费者法律服务自然资源中心（NRC）作出，并由 PPLS 在其 1998 年的 10-K 报告中报告。NRC 所作预计包括由工会、美国退休人员协会、国家教育协会发起的自由会员计划、兵役计划以及雇主支付计划。PPLS 预计整个法律保险市场的 10%由与 PPLS 所提供计划类似的计划构成。在该市场中开展业务的其他主要公司有 Hyatt 法律服务公司、ARAG 集团、LawPhone、国家法律计划公司以及 Signature 集团。NRC 预计 1997 年这些公司（包括 PPLS）占 79%的市场份额，PPLS 自身约占 15%的市场份额。

资料来源：Pre-Paid 法律服务公司 1998 年度报告。

附 录 2

PPLS 佣金支付比率和时间摘要

	第一年佣金	后续各年佣金
1995 年以前：		
佣金比率	承购额的 70%	承购额的 16%
支付时间	顾客签约时	按月支付
1995 年：		
佣金比率	承购额的 25%	承购额的 25%
支付时间	在顾客签约时预付 3 年的佣金	前 3 年不支付，然后按月支付

附 录 3

PPLS 财务信息摘要

以千美元计	各年结束于 12 月 31 日			
	1998	1997	1996	1995
会员收入	110 003	76 688	50 582	31 290
净收益	30 210	18 790	12 470	7 312
经营活动产生现金	9 895	7 733	942	548
总资产	167 903	91 912	57 532	35 629
股东权益账面价值	101 304	70 511	45 474	29 740
新会员	391 827	283 723	194 483	109 922
期末有效会员	603 017	425 381	294 151	203 535

资料来源：1995—1998 年度报告。

附 录 4

1998 年 10-K 中预付佣金的财务脚注披露

预付佣金代表预付给会员的销售会员资格佣金中的未实现部分。佣金在公司按月收到保险费时实现。在顾客支付保险费、佣金实现时，公司的预付佣金减少。因会员流失而不能实现的预付佣金用对销售会员收取的实际会员资格保险费弥补。1998 和 1997 年 12 月 31 日，公司分别计提了 400 万美元和 370 万美元预计不能回收佣金备抵。公司按优惠利率对因预付佣金后撤销会员资格而发生的未实现预付租金收取利息。

PPLS 1995—1998 年度报告中报告的预付租金数据如下所示：

以千美元计	各年结束于 12 月 31 日			
	1998	1997	1996	1995
预付佣金——本期	21 224	15 705	9 108	3 923
非本期预付租金（净额）	60 661	38 038	21 744	8 548

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 8 章　主体会计分析

从编制财务报告的角度看，主体是控制某些经济资源的组织。主体可以采取不同形式：主体可以是独资企业、合伙企业（如许多专业公司）、私营或公营公司、公司的部门、私营非营利性组织、政府部门。

经营主体分析涉及了解如何确定主体的界限以便更好地评估其经营业绩。从编制财务报告的角度，可以使用严格的法律定义把主体的界限确定得很窄，这种做法近期在德国和日本普遍采用，但它通常不能向投资者提供有关法律主体风险和业绩的全面信息。因此，会计人员和分析师通常将主体界定得更宽泛，这种做法着重于经理所能够控制的资源，而不是法律主体。

主体分析对股东很重要，因为它阐明股东对哪些资源拥有要求权以及这些资源的经营状况如何。股东进行主体分析时，特别关注三个方面。首先，公司隐匿承付款或对其他企业的投资损失了吗？其次，管理层将所能控制的资源抽到其他企业了吗？如果公司与在很大程度上由管理层所拥有的关联方发生买卖行为，这种情况是可能发生的。最后，管理层过度投资于他们特别倾心但为股东带来很低或负收益的项目了吗？权益分析试图通过了解如何界定主体、主体控制哪些资源、主体经营业绩如何、主体从事哪些关联方交易以及主体各经营部门业绩如何来解答这些问题。

许多公司与其他公司有很复杂的关系，包括股票投资、研究和开发有限合伙投资和特许协定，从而为财务报告带来了挑战。对这些经营关系而言，关键的会计挑战是决定应将两家公司视同一个会计主体而把财务业绩加总，还是分别报告两家公司的财务业绩。如果将业绩加总，对财务分析师而言，接下来的问题是评估各主体经营业绩如何，特别是在它们位于不同经营部门的情况下更是如此。如果各主体之间相互提供产品和服务，则对这些问题的解答更具挑战性。

8.1　主体报告面临的挑战

如图 8-1 所示，主体面临的关键财务报告挑战是确定如何界定主体。从经济学的角度看，如果一家公司能够完全控制另一家公司的资源，则可将两家公司视做一个主体。当然，许多公司只能部分而非全部控制另一家公司的资源。因此，主体面临的一个财务报告问题是确定一家公司对另一家公司的控制程度是否足以证明将两家公司视做一个主体是正确的。另一个挑战是对某些经营关系而言，难以确定一家公司对另一家公司的控制程度。

在编制财务报告时将两家或更多公司作为一个单独的主体进行会计处理的决策不能消除投资者对各从属单位的信息需求，如果各从属单位经营不同业务更是如此。因此，从事不同业务经营的公司报告每个部门的摘要财务信息。当然，分部报告也有其自身的复杂性。如何界定各个部门？如果各部门之间发生交易，如何计量分部业绩？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



加总标准

一家公司的资源被另一家公司所控制。

↓

将控制主体的业绩与被控制公司业绩加总。分别披露主要经营部门的业绩数据。

具有挑战性的交易

1. 一家公司对另一家公司拥有部分控制权。
2. 控制难以计量。
3. 核心部门的业绩难以确定和计量。

图 8-1 加总各公司业绩的标准和实施过程中的问题

挑战 1：部分控制

对许多公司投资而言，购买者能够明确获取另一个主体的控制权。例如，1999 年 6 月 25 日，居领先地位的电话设备制造商 Lucent Technologies 公司同意购买 Nexabit Network 的全部股份，Nexabit Network 是一家生产移动数据通信电信网络高速开关的私营公司。Lucent 的出价是价值接近 9 亿美元的股票。通过出价购买 Nexabit 的全部股份，Lucent 确保它能够完全控制 Nexabit 的资产。

通常，如果一家公司拥有另一家公司的 50%以上有表决权股份，它就对该公司拥有控制权。在这种情况下，需要将被收购公司的业绩与收购公司自身的财务成果合并。如下面和第 4 章所述，美国采用两种合并会计处理方法：购买法（purchase method）和联营法（pooling-of-interests method）。

如果收购公司拥有被收购公司的 50%以下有表决权部分，收购公司也可以对被收购公司实施控制。那么，一家公司应在哪一时点被视为对另一家公司拥有控制权呢？拥有另一家公司 50%以下股份的投资公司应将自身业绩与被收购公司业绩合并吗？此外，就一些企业合并而言，可能很难确定谁对谁拥有控制权，这种合并应如何报告？下面讨论了这两种情况。

案例：50%以下股份的投资 1999 年 5 月 19 日，亚马逊公司宣告，它已经以 4 250 万美元收购了 Homegrocer.com 35%的股份。亚马逊公司是一家领先的网上零售店，专门销售图书和音像制品；而 Homegrocer.com 是一家在波特兰和西雅图提供网上食杂品快递服务的公司。亚马逊公司宣告其投资将使 Homegrocer.com 加速向新城市扩展。亚马逊公司应怎样记录这项投资？该公司对 Homegrocer.com 拥有多大控制权？亚马逊公司应当将其经营成果与 Homegrocer.com 合并吗？

评估一家公司是否对另一家公司的资源拥有控制权明显具有主观性。它取决于所购买的所有权比例、收购目的以及其他所有者的表决权实力。美国会计准则（APB 18 和 FASB Interpretation 35）对这种不明确的投资加以确认，并要求在投资者对另一家公司的经营活动有“重大影响”但不能实



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

施控制时，使用权益法（equity method）报告投资。[1] 权益法是一种有效的“分项合并”，是介于完全合并和将投资视做有价证券之间的一种确认方法。

根据权益法，投资者在损益表的单独一行中报告在被投资公司中拥有的收益份额（减去商誉摊销或增值资产的折旧）。换句话说，虽然在损益表中的具体列示有所差异，根据权益法计算出的投资者净收益与购买法下计算出的净收益相等。在资产负债表中，投资者将投资资产按成本加上自收购以来在被投资公司未分配利润中所占份额单列为一个项目。

财务会计准则委员会指出，“重要影响”的初步证据是拥有另一家公司 20%以上 50%以下的有表决权普通股。但是，并不打算将 20%的最低限制作为严格的规则。拥有另一家公司 20%以下股份的投资者可能被视做对该公司有重大影响，而拥有另一家公司 20%以上股份的收购公司可能不被视做对该公司有重大影响。1999 年 2 月，财务会计准则委员会提议修改用于区分重大影响和完全控制的 50%的界限。根据该提议，一些拥有另一主体 50%以下有表决权股份但能够对其实施有效控制的公司被要求合并该主体，而不是使用权益法记录投资。

规范主体界限确定的会计规则允许经理在决定如何确定该界线时行使判断权。经理当然拥有关于本公司与其他公司之间关系实质的最多信息；但是，该规则也为经理使用其斟酌处理权粉饰公司报告业绩提供了机会。例如，如果经理将证券归类为“可供销售”而非应按权益法报告的投资，则该项投资对损益表的影响仅限于股利收益。

案例：谁控制谁？ 对一些合并而言，很难推断谁控制谁。例如，1998 年 4 月 6 日，Citicorp 和 Travelers Group 宣告兼并协议，以成为全球财务服务供应商。兼并后的 Citigroup 为全世界 100 个国家的 1 亿消费者服务，参与传统银行、消费信贷、信用卡、投资银行、证券经纪和资产管理以及财产意外和人寿保险业务。根据兼并协议，两家公司的股东各拥有兼并后公司 50%的股份。Citicorp 的股东以每 1 股交换 Citigroup 的 2.5 股；而 Travelers 的股东保持现有股份，现有股份自动成为新公司的股份。新公司还宣告 Citicorp 的董事长兼首席执行官约翰·S·里德（John S. Reed）和 Travelers 的董事长兼首席执行官桑福德·I·韦尔（Sanford I. Weill）将成为兼并后公司的联合主席和联合首席执行官。

在 Citicorp-Travelers 的合并中，哪家公司是收购公司以及哪家公司是被收购公司并不明确。在这种情况下，会计上应如何对合并进行反映？新主体的界限很明确，但其资产、负债、收入和费用为多少？考虑到确定哪一方是收购公司的困难性，会计人员以前只是将两家公司的会计报表简单加总。根据这种称为“联营法”的方法，合并报表是两家公司个别报表账面价值的合计。

与 Citicorp-Travelers 合并相反，大多数合并有可确指的收购公司和目标公司。对这种投资而言，投资者想知道收购公司支付目标公司多少收购价款及投资能否为股东创造价值。联营法不能很好地提供这种信息，因为该方法是按账而价值合并两家公司的财务报表。为实现对其他公司的控制，收购公司通常需要支付相当高的超过账面价值（甚至超过收购前市价）的溢价。

第二种合并会计处理方法称为购买法，通过按照市价将目标公司的资产和负债并入收购公司的资产负债表提供更加相关的信息。收购公司为获得目标公司的股权而支付的收购价款与可辨认净资

---

1 美国以外的大多数国家对在其他国家的控制和“有重大影响”投资采用相同的报告方法。然而，一些国家（包括德国和日本）近期才采用这种报告方法，这些国家的母公司以前使用严格的主体法律定义进行报告。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

产市价的差额记作商誉。商誉随后在 40 年的期限内摊销，或者在某些国家，如果有价值减损迹象，商誉被冲销。

企业合并会计面临的一个挑战是评估购买法和联营法分别在什么时候能为投资者提供更相关的信息。根据 APB 16，如果合并双方均为经营期限超过两年的独立自主公司、交易主要通过股票互换进行、股东的投票权和股利分配权不变，而且在合并后至少两年内没有发生重大资产出售，则要求采用联营法进行会计处理。否则，必须采用购买法对收购进行会计处理。但是，1999 年 4 月，财务会计准则委员会提议使用新规则，即要求对所有收购和兼并都采用购买法处理，并将商誉的最长使用期限限定为 20 年。

主要分析问题

由于评估一家公司是否对另一家公司拥有控制权很困难，因而给财务分析师带来了一些机会。首先，在进行主体报告时，会计规则给予管理层一些自由。管理层可以使用这种斟酌处理权确保财务报表反映主体的基本业绩。但是，管理层也可能试图在公司财务报表中省略重要资源和承付款。其次，会计规则要求公司采用合并、权益法或出售方式处理投资。与此相对照，一家公司对另一家公司实施控制的程度取决于不能控制与完全控制之间的连续性。因此，根据主体会计规则提供的信息不能反映与控制相关的全部细微事项。考虑到这些挑战，以下问题可能对分析师有用：

- 一家公司对其他公司的主要投资有哪些？该公司拥有这些公司多少股票？这些公司有哪些其他主要所有者？他们拥有多少股票？有其他证据（如董事会的陈述）表明该公司对其他公司拥有控制权吗？
- 未被合并的关联公司的资产和杠杆是多少？投资者的管理层使用其报告斟酌处理权使主要资源和承付款不在资产负债表中列示吗？未使用权益法进行会计处理的关联公司的业绩怎么样？投资者的管理层选择这种报告方式的动机是什么？
- 对重大收购进行了怎样的记录？收购公司的管理层使用联营法进行会计处理，以避免列示收购的全部成本吗？如果是这样，收购的实际成本是多少？收购为股东创造了充足的收益吗？如果使用购买法，收购公司被迫冲减所收购资产的价值了吗？

挑战 2：控制难以计量

某些复杂经营关系（如研究和开发有限合伙和特许协议）提出了经营关系中的一方能否对另一方实施有效控制，或双方是否均为独立实体的问题。而且，在某些情况下，是公司经理而非股东对另一家公司实施控制。

案例：研究和开发有限合伙企业 1997 年，一家研制呼吸系统药物的公司 Dura Pharmaceuticals 与 Spiros Development II 公司共同组建一家有限合伙公司，融资开发一种新型的肺部药物传送程序。根据合伙协议，Spiros II 公开销售 9 400 万一揽子证券，其中包括自身的可提前偿还普通股（价值 8 130 万美元）和 Dura 的普通股认股权证（价值 1 270 万美元）。Dura 还对 Spiros II 投资 7 500 万美元。作为认股权证和 7 500 万美元投资的交换，Dura 获取以随时间推移而提高的价格购买 Spiros II 可提前偿还普通股的购股权以及对所研制全部产品的独家经营权。Spiros 则使用这些资金购买 Dura

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的研究成果，以开发新产品。

Dura 与 Spiros II 之间的合同关系称为研究和开发有限合伙（R&D limited partnership）。根据这种关系，一个普通合伙人（在这个案例中是 Dura）从事研究，有限合伙人（在这个案例中是公众投资者）提供融资。该协议与传统的权益融资不同，因为有限投资者只获取对协议中提出的特定研究项目的要求权。与此相对照，如果 Dura 自己通过公开销售自身普通股融资，则新股东将对 Dura 的全部研究产品拥有要求权。该协议还为 Dura 提供了一种降低与特定研究项目相关的风险的方法。Dura 有效降低了开发失败的风险；反过来，如果研制出一种药物且在市场上取得成功，还将分享收益。

应如何对 Dura 与 Spiros II 的关系进行记录？Dura 对 Spiros II 实施控制吗？如果是这样，那么 Spiros 实际上是 Dura 的子公司。如果不是这样，Spiros 可被视做一个单独主体。对投资者而言，一个关键的问题是了解与项目相关的多少风险和收益被 Dura 转移。如果大部分风险由 Spiros II 的公众所有者承担，则合并两家公司是不合适的。相反，如果大部分风险由 Dura 承担，则将 Spiros II 的经营成果与 Dura 合并可能使投资者更准确地了解 Dura 的业绩。

以前，合并 Spiros II 的决定取决于 Dura 拥有 Spiros II 股票所有权的份额。如果 Dura 拥有 Spiros II 50%以上有表决权股份，它被要求合并，否则不需要合并。但是，1999 年财务会计准则委员会建议扩大对控制范围的界定。根据建议的方法，控制被定义为“控制主体以与管理自身资产所使用的基本相同的方式从个别资产（另一个企业）的使用中获取收益的能力”。控制的根据包括控制另一家公司的董事会、通过拥有可转换证券获得另一个主体大部分有表决权股份的能力、有限合伙企业中只有单一普通合伙人股权以及分解一个主体并对其资产进行控制的能力。这种更广泛意义上的控制无疑要求 Dura 合并 Spiros II，既因为它是有限合伙企业的普通合伙人，又因为它拥有 Spiros II 的购股权。

细看 Dura 在其 1997 年度报告中对它与 Spiros II 之间关系的报告很有趣。主要业务记录如下：

- 最初对 Spiros II 的 7 500 万美元投资记作股票购买权费用，包括在 Dura 的损益表中。
- 作为 Spiros II 公开销售的一部分，认股权证包括在 Dura 的股票溢价中，并且应收认股权证收益列入资产负债表中。
- Spiros II 每年支付的合同研究费由 Dura 记作合同收入，抵消开发计划的研究成本。
- 最后，当 Dura 实施其购股权收购前期类似协议中的有限合伙人时，它已将许多支出冲销为购入的研究与开发成本。

研究和开发有限合伙企业允许合伙人按一定的连续性分担研究和开发风险，而合并是双方的决策，这个事实表明会计人员很难完全把握合伙关系涉及到的风险共担的复杂性。因此，它们为分析师提供了通过明确确定合伙人如何根据协议分享风险和收益以及这些事项是否在财务报表中进行了报告来提高分析价值的机会。

案例：特许经营企业 在美国，特许经营是一种普遍的组织形式。美国的特许经营企业雇用 800 多万员工，销售收入占整个零售业销售收入的 30%以上。特许经营公司包括麦当劳，汉堡王，肯德基，必胜客，Holiday Inn，Marriott，Avis，Hertz，H&R Block，以及 7 Eleven Stores。

典型的特许协议如下运作：特许企业向特许经销商出售在特定地区经营零售业务的权利；

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

特许经销商通常支付首次特许经营费以偿付管理培训、广告和促销、地点选择帮助、记账服务和建筑监管服务支出；特许经销商还经常需要向特许企业购买主要设备和物料，并按特许销售收入支付年度特许经营费；最后，特许协议常常为特许经销商提供购买盈利或失败的特许经营企业的权利。

特许经营被视做一种有效的组织形式，因为它为特许经销商提供了某些与所有权相关的权利和动机。当然，特许经营也存在一些潜在的问题。例如，特许经销商可能在提高质量方面投资不足而搭特许经营者的信誉便车；特许协议还使得公司范围的产品供应和战略变化的协调缓慢而烦琐；最后，特许经销商常常担心他们在某一地区投资建立一个市场后，特许企业在同一地区出售另外一家（竞争性的）特许经营店。

特许协议产生的会计主体问题是特许企业是否对特许经销商拥有实际上的控制权，从而应将其业绩与自身业绩合并。一些因素能够表明特许企业确实对特许经销商有相当大的控制权。首先，如前所述，特许合同通过要求特许经营者保持某种质量水平并从特许企业购买物料而使特许企业对特许经销商的经营业务拥有很大的控制权。其次，许多特许企业有权收购经营成功或不成功的特许经销商。最后，特许企业经常为特许经销商提供大额融资或为其债务提供担保。

考虑到特许企业对特许经销商有相当大的控制权，一些人主张将特许经营视做一个系统，而不是独立的特许企业和特许经销商主体。特许经营系统的合并报告将提供与该经营概念的总体盈利能力相关的信息。这种信息可能对投资者很有价值，特别在特许企业不经营任何已建立的特许经营店的情况下更是如此。但是，合并不能提供有关特许经营系统收益中特许企业所占份额的信息。毕竟，成功的特许经营者可以利用其品牌订立能够确保他们而不是特许经销商获得整个系统收益的大部分的特许经营合同。这就为财务报告带来了潜在的挑战，因为如果特许企业向特许经销商索要过多，特许经销商可能发生经营失败，从而不得不被特许企业收购。

由于将特许经营企业视做一个系统具有局限性，特许企业通常不合并特许经销商。根据财务会计准则公告第 45 号，特许企业被要求将首次特许经营费收入递延到全部服务完成时确认。这些服务包括为特许经销商提供债务担保和控制特许经销商的经营活动。但是，规则不要求特许企业提供特许经销商的主要业绩数据，而这一信息可能对帮助投资者评估该概念是否成功以及特许企业在与特许经销商的合同关系中是否过于苛求很重要。因此，有相当大的机会对特许经营企业进行财务分析。

案例：管理层对关联方的控制 一些公司与管理层拥有的其他公司有业务联系。例如，1997 年 11 月 17 日，一家马来西亚个人保健品公司 Zaitun Bhd.提出用 3 600 万林吉特[2]从 Benua Rezeki Sdn Bhd.购入一块土地，而 Benua Rezeki Sdn Bhd.为 Zaitun 的两个董事（Datuk Mohd Kamal Mohd Eusuff 和 Aisha Mohd Eusuff）所部分拥有。1997 年 12 月 31 日，Zaitun 付定金 1 800 万林吉特——全部金额的 50%买下该土地。

对 Zaitun 的公众所有者而言，这种交易提出了有关交易的土地购买价是否为公允市价或者 Zaitun 是否为购买土地多付了价款，从而使 Zaitun 的董事在损害公司现有所有者利益的情况下受益的问题。在其后的发展过程中（1998 年 4 月 15 日），Zaitun 取消了购买协议并且 Benua Rezeki Sdn

2 编者注：林吉特——马来西亚货币单位，1 个马来西亚林吉特约合人民币 2.15 元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Bhd 同意退还定金。

在关联方交易情况下，外部股东无法控制关联方。因此，没有理由加总双方的业绩。股东面临的挑战是了解管理层在这种交易中的动机，可以通过比较管理层在关联方及在所管理公司中拥有的权益份额来评估。如果在关联方拥有更多的股份，则存在潜在的利益冲突。在这种情况下，股东关注关联方交易的重要性以及它们对关联方和对公司而言盈利能力如何。几乎所有国家都要求公司披露关联方交易，以确保股东拥有有关管理层潜在利益冲突的全部信息。值得一提的是，1998 年 9 月 26 日，马来西亚证券委员会对 Zaitun 未披露关联方土地销售进行了谴责。

主要分析问题

公司间的复杂经营关系可能使计量一家公司是否对另一家公司拥有控制权很困难。财务分析师可以通过了解这种关系的详细情况以及它们的潜在财务影响提高分析的价值。以下问题可能对实现这一目的有用：

- **公司与其他公司（如上面讨论的特许企业和研究与开发有限合伙企业）有复杂和不正常关系吗？如果有，这些关系存在的主要目的是什么？是为了加强风险管理、筹集资金、使核心资产和承付款不在资产负债表中列示，还是操纵收益？**
- **合并有复杂经营关系的关联主体的业绩有意义吗？如果没有，为全面了解这些关系的财务影响，需要并可得到哪些其他信息？**
- **公司如何运用这种经营关系应付风险？如果公司有权收购另一家公司，它是如何实施购股权的？它是以与预定目的相一致的方式实施这种权利的吗？**
- **公司中存在关联方交易吗？如果存在，谁是关联方？哪些监管机制保护外部股东的权利？有迹象表明在关联方交易中资源被抽出公司，从而使外部股东利益受到损害吗？**

挑战 3：确定并计量核心经营单位的业绩

对从事多种经营的公司而言，合并信息为投资者提供了整个主体经营业绩的概括情况。然而，投资者也可能对了解单个经营单位业绩如何感兴趣。因此，从事多种经营的公司在财务报表附注中提供主要经营部门业绩的非合计数据。

分部报告带来了许多计量挑战。首先，由于界定经营部门有许多种不同方法，从而使得不同公司相同部门或同一公司不同时期的业绩比较很困难。其次，对具有财务服务部门的公司而言，分析特别具有挑战性，因为财务部门的经营模式与其他经营部门有很大差别。最后，如果在经营部门之间存在涉及公司内部转移价格的交易，评估单个部门的业绩可能很困难。

案例：界定经营部门 在决定如何界定分部报告的经营部门时，经理传统上能够行使相当大的判断权。许多因素对经营部门的组织产生影响，可以将这些因素组织起来，在存在部分重复的开发、生产和销售过程之间创造经营和管理的协同效应。例如，在 1998 年度报告中，伊士曼—柯达公司单独披露了 4 个部门的信息，这 4 个部门主要根据公司主要顾客群的成像需求界定，即：消费者成像、柯达专业成像、健康成像和其他成像。消费者成像部门为消费者生产胶卷、相纸、相机、照片

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

冲洗设备，并提供照片冲洗服务；柯达专业成像部门以专业人士为服务对象；健康成像部门生产医用胶卷和冲洗设备；其他成像部门包含柯达的许多其他成像业务，包括电影胶片、复印机、缩微胶卷设备、印相机、扫描仪和其他经营设备。

部门界定也能反映管理层隐藏它认为敏感的信息的愿望。例如，在 1998 年以前，Merck & Co. 公司有两个主要经营部门——Merck Pharmaceutical 和 Merck-Medco Managed Care，但不报告两个部门的分部数据。Merck Pharmaceutical 开发、研制、生产和销售治疗人体不适的处方药，而 Merck-Medco 通过配药和经营健康管理计划创造收入。Merck 的管理层担心报告两个部门的分部数据会使顾客更清楚其定价策略，从而潜在削弱公司将来与医院谈判时的讨价还价能力。但是，1998 年公司被要求报告两个部门的分部数据，以满足财务会计准则委员会规范分部披露的新规则的要求。

最后，部门界定可被管理层用做向投资者隐藏一个或更多经营部门糟糕业绩的方式。例如，管理层可能对近期收购公司的糟糕业绩特别敏感，并可能决定出于分部报告目的将其与一个更强的部门合并。

1998 年，财务会计准则委员会试图降低管理层在界定分部报告部门时行使判断权的程度。财务会计准则公告第 131 号使用“管理层”方法界定进行分部财务报告的部门。根据这种方法，公司被要求报告重要经营部门的分部数据，重要经营部门的“分部财务信息……通常由主要经营决策制定者在决定如何分配资源和评估业绩时考察”。[3] 重要部门是指资产、收入或利润至少占合并资产、收入或利润 10%以上的部门。该准则要求公司披露核心部门的收入、利润和资产信息。

财务会计准则对分部披露的总括影响还需要进一步分析。但是，它已经对一些公司的分部报告产生了影响。例如，如上所述，Merck 扩大了分部披露的范围，既报告 Merck Pharmaceutical 的数据，也报告 Merck-Medco Managed Care 的数据。此外，在 1998 年以前，IBM 只报告各经营部门的收入。一些分析师怀疑作出这个决策是为了避免披露个人电脑部门的巨大损失。1998 年，IBM 执行财务会计准则公告第 131 号的规定，并开始报告所有部门的经营利润。结果表明，1998 年公司个人系统部门发生了巨大亏损（在 128 亿美元收入的基础上发生税前损失 10 亿美元）。

案例：财务公司 如果公司拥有租赁、房地产、财务或保险子公司，则分析分部数据的另一个挑战产生。这些公司的经济模式与零售、生产或其他服务公司有很大不同。许多拥有财务子公司的公司认为对这种“非同质”经营业务的合并会歪曲母公司的主要比率，特别是财务杠杆、营运资本比率和毛利率。例如，下面来看一下 IBM 的财务子公司对其业绩的影响。1998 年财务子公司有资产 401 亿美元，与母公司的 460 亿美元形成对比；税前销售毛利率 32%，与整个公司的 11%形成对比。财务子公司的财务杠杆也明显高于母公司。这些因素使得很难将 IBM 的业绩与其他不拥有这种财务子公司的计算机公司相比较。

在财务会计准则公告第 94 号出现以前，许多美国公司选择使用权益法而非完全合并来对财务子公司进行会计处理，也经常披露财务子公司的摘要损益表和资产负债表。财务会计准则公告第 94 号结束了这种处理方法，并要求对财务子公司进行合并。而提供财务子公司个别财务报表的公司被要求继续使用这种处理方法。

---

3 SFAS No 131, *Disclosures About Segments of Enterprise and Related Information*.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

使用合并信息还是使用分部信息能够更好地对拥有财务子公司的公司进行评价是一个复杂的问题。许多拥有财务子公司的公司提供额外的信息披露，以帮助分析师将核心部门业绩与作为独立主体经营的公司的业绩相比较。[4] 但是，这种方法忽视了经营部门与财务部门之间发生的往来业务。例如，一些公司通过财务子公司向顾客提供低成本融资，从而影响其他部门的定价和销售策略。将这些公司的分部业绩数据与同行业中其他公司的相同数据进行比较可以使这种战略显现出来。在这种情况下，分析合并数据以了解为顾客提供的全部服务的业绩很重要。

案例：部门间交易 分部报告的最后一个挑战产生于部门间交易，如部门间销售及共同成本在部门间的分配。财务会计准则公告第 131 号要求公司对内部使用的分部报告使用相同的转移价格和成本分配方法。但是，这就使管理层对两个部门的报告业绩有相当大的控制权。例如，通过制定相对较高的转移价格，管理层可以提高销售部门的报告业绩，但损害了购买部门的利益。

许多因素可能影响经理的转移价格决策，包括促进企业内部资源的有效配置，激发分部管理的积极性，尽可能利用税收好处以及影响报告财务业绩。因此，当存在金额很大的部门间销售时，很难确知如何解释分部业绩。一个部门的业绩胜过同行是因为公司采取不同的转移价格政策吗？如果是，管理层制定这种政策的动机是什么？

同样，共同成本的分配也会增加解释部门业绩的难度。一个部门的业绩超过其同行是因为它所承担的共同成本相对较低吗？如果是，管理层制定该政策的动机是什么？是因为公司拥有较差的成本分配系统，还是因为管理层试图低估某一个部门的业绩？公司成本分配方法会产生哪些潜在内部影响？

主要分析问题

界定经营部门及计量其业绩所面临的挑战为财务分析提供了一些机会。考虑到管理层对公司的组织方式和分部报告方式拥有控制权，分析师可以通过评价公司经营部门的界定方式以及各部门的报告业绩提高分析的价值。以下问题可能对分析部门数据有用：

- 从事多种经营公司的主要经营业务是什么？出于报告目的是怎样将这些业务归并到部门的？管理层似乎采取某种方式加总了分部数据，以避免提供某一重要经营活动的信息吗？如果是这样，是因为管理层合理地认为这些数据是专有的，还是因为它试图隐藏业绩差的经营部门？
- 各部门间存在怎样的经营关系？这是公司战略的核心问题。这些关系会对部门间交易产生怎样的影响？公司通过一个部门为另一个部门的顾客提供资助吗？这些公司内部交易和顾客资助有哪些财务影响？考虑到部门间的关系，分部信息有怎样的作用？
- 与同行业其他公司相比，公司各部门业绩如何？管理层为支持业绩差的部门而损害其他部门的利益吗？

4 Gilson et al. (1999)表明，由于财务分析师都是专门从事某一行业的研究，而且对投资经纪人而言，让多个分析师追踪一家公司是不经济的，因此，相对于独立主体而言，多样化经营公司的被追踪程度生往不够，而且价值往往被低估。参见 Gilson, Healy, Noe, and Palepu, "Changes in Organizational Form and Capital Market Intermediation: Analyst Coverage After Stock Breakups," working paper, Harvard Business School, 1999。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

小 结

主体原则从编制财务报告的角度界定公司的界限。如果一家公司对另一家公司的资源拥有控制权，它将两家公司视做单一主体，使用购买法或联营法合并其业绩。如果一家公司对另一家公司没有控制权但有重大影响，它使用“分项合并”权益法报告投资。

如果一家公司拥有另一家公司 50%以上有表决权股份，它通常对该公司拥有控制权。如果一家公司拥有另一家公司 20%以上 50%以下的有表决权股份，它被视做对另一家公司有重大影响。但是，正如我们在这一章所看到的，这些主体原则的实施并不总是很简单。当出现以下情况时，执行的主要挑战产生：

1. 一家公司不拥有另一家公司 50%以上或 20%以上股份，也能对该公司实施控制或有重大影响。

2. 在企业合并中，很难评估谁对谁有控制权。

3. 在公司间存在很难用传统的控制定义加以归类的复杂经营关系，包括研究和开发有限合伙和特许协议。

如果公司合并从事多种经营的企业，投资者还关注各经营部门的分部业绩。因此，公司在财务报表附注中报告分部信息。分部报告带来了许多挑战。首先，由于界定经营部门有许多种不同方法，从而使得不同公司相同部门或同一公司不同时期的业绩比较很困难。其次，经理常常创建多种经营部门，因为他们相信存在利用协同效应的机会。例如，一些公司通过财务子公司对经营部门的顾客提供资助；另一些公司有重大的部门间交易。在每种情况下，都很难确知如何解释分部数据，因为该数据受到跨部门资助、转移价格和成本分配的影响，而这种情况在从事单一经营公司不可能发生。

主体会计规则和分部披露都为财务分析师评价公司主体会计提供了机会。有关控制计量的规则传统上允许管理层不对它拥有实际控制权的某些公司实施合并，联营法规则也允许一些公司使用联营法以避免在财务报表中包含收购的实际成本。这些规则和实务提出的主体问题使分析师能够通过评估公司会计是否准确反映了公司总体经营情况提高分析价值。如果公司会计不能准确反映公司总体经营情况，分析师可以努力估计合并的影响。对分部披露而言，分析师可以通过评估管理层根据公司业务所作部门界定的质量提高分析价值，也可以在考虑部门间交易和部门间资助程度的前提下评估分部信息对经营分析的相关性。

思考题

1. 可口可乐公司拥有世界上最大的软饮料装瓶商——Coca-Cola Enterprises 42%的股份。1998 年 12 月 31 日，可口可乐公司在其财务报表附注中报告了以下信息：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

“我们在 Coca-Cola Enterprises 净资产中拥有的权益高于我们的投资额的超额部分主要采用直线法在40年的期限内摊销。1998年12月31日，超额部分减去摊销的余额约为4.42亿美元。Coca-Cola Enterprises 的财务信息摘要如下所示（以百万美元计）：

12月31日	1998	1997
流动资产	2 285	1 813
非流动资产	18 847	15 674
资产合计	21 132	17 487
流动负债	3 397	3 032
非流动负债	15 297	12 673
负债合计	18 694	15 705
股东权益	2 438	1 782
公司权益投资	584	184
营业收入	13 414	11 278
销售成本	8 391	7 096
销售毛利	5 023	4 182
营业收益	869	720
净收益	142	171
可分配给普通股股东的净收益	141	169
公司股权收益	51	59

“1998 年，我们向 Coca-Cola Enterprises 销售浓缩糖浆取得的销售收入净额为 31 亿美元。Coca-Cola Enterprises 通过我们公司购买甜味剂……1998 年，这些交易共计 2.52 亿美元。”

列示可口可乐公司使用权益法报告对 Coca-Cola Enterprises 的投资对其 1998 年财务报表的影响。可口可乐公司对 Coca-Cola Enterprises 拥有多少控制权？权益法是记录这项投资的最恰当方法吗？

2. 1999 年 4 月 22 日，MediaOne Group 和美国电报电话公司（AT&T）协议兼并。根据兼并协议，MediaOne Group 股东持有的每股 MediaOne Group 股票将换得 0.95 股 AT&T 普通股和 30.85 美元现金。全部一揽子现金和股票价值每股 85 美元。MediaOne 拥有 6.044 亿发行在外普通股。

损益表

1998年12月31日（以百万美元计）	AT&T	MediaOne
收入		
企业服务	23 611	—
消费者服务	22 885	—
无线服务	5 406	361
宽带和互联网服务	—	2 491
其他	1 321	30
收入合计	**53 223**	**2 882**
营业费用	45 736	3 121
营业收益（损失）合计	**7 487**	**(239)**
其他收益（净额）	1 247	3 368
息税前收益（损失）	**8 734**	**3 129**
利息费用	427	491
所得税前持续经营业务活动收益	**8 307**	**2 638**
所得税备抵	3 072	1 208

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

损益表

1998 年 12 月 31 日（以百万美元计）	AT&T	MediaOne
持续经营业务活动收益（损失）	**5 235**	**1 430**
停止经营业务活动收益	10	25 208
停止经营业务活动出售收益	1 290	
非常损失	137	333
净收益	**6 398**	**26 305**

资产负债表

1998 年 12 月 31 日（以百万美元计）	AT&T	MediaOne
资产		
流动资产合计	14 118	1 200
财产、厂房和设备，减累计折旧后的净额	26 903	4 069
特许权，减累计折旧后的净额	7 948	
投资	4 434	9 705
预付退休金	2 074	
商誉	2 205	11 647
其他资产	1 868	1 571
资产合计	**59 550**	**28 192**
负债和股东权益		
短期债务	1 171	569
其他流动负债	14 271	1 045
流动负债合计	**15 442**	**1 614**
长期债务	5 556	4 853
递延贷项和其他	12 921	6 676
合并子公司中的少数股权	109	1 099
优先股		1 161
普通股股东权益	25 522	12 789
负债和股东权益合计	**59 550**	**28 192**

如果 MediaOne 资产的账面价值近似等于其市场价值，则 AT&T 应支付 MediaOne 多少商誉？编制兼并后公司 1998 年试算资产负债表。

3. 如本章所述，1998 年 4 月 6 日，Citicorp 和 Travelers Group 宣告兼并协议，以成为全球财务服务供应商。根据兼并协议，两家公司的股东各拥有兼并后公司 50%的股份。Citicorp 的股东以每 1 股交换 Citigroup 的 2.5 股；而 Travelers 的股东保持现有股份，现有股份自动成为新公司的股份。

Citicorp 和 Travelers 兼并前一年——1997 年的财务报表如下所示：

损益表

1997 年 12 月 31 日（以百万美元计）	Citicorp	Travelers
收入		
利息和股利	21 164	16 214
保险费		8 995
佣金和酬金	5 817	5 119
其他	7 716	7 281

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

损益表 1997 年 12 月 31 日（以百万美元计）	Citicorp	Travelers
收入合计	**34 697**	**37 609**
费用		
利息	13 081	11 443
贷款损失准备	1 907	277
保险收益和索赔		7 714
其他经营成本	13 987	13 163
费用合计	**28 975**	**32 597**
税前收益	**5 722**	**5 012**
所得税	2 131	1 696
少数股权		212
净收益	**3 591**	**3 104**

资产负债表 1997 年 12 月 31 日（以百万美元计）	Citicorp	Travelers
资产		
现金	8 585	4 033
银行存款	13 049	—
证券和不动产投资	33 361	171 568
购销账户资产	40 356	139 732
贷款	181 712	—
应收款	3 288	21 360
其他	30 546	49 862
资产合计	**310 897**	**386 555**
负债和股东权益		
定金	199 121	—
购销账户负债	30 986	96 166
根据再购回协议出售的证券	—	120 921
保险准备	—	43 782
长期债务	19 785	28 352
其他	39 809	76 441
优先股	1 903	1 450
普通股股东权益	19 293	19 443
负债和股东权益合计	**310 897**	**386 555**

使用联营法估算 Citigroup 1997 年的试算收益、普通股股东权益和总资产。如果作为公司股东，你对 Citigroup 使用联营法会有哪些担心？在这种情况下，如果作为分析师，你将使用哪些标准确定联营法是记录两个公司间企业合并的恰当方法？Citicorp-Travelers 的兼并满足这些标准吗？

4. 回顾一下本章论述的 Dura 对 Spiros II 投资的财务报表影响。如果该项投资被合并，这些影响将怎样在 Dura 的账簿中反映？

5. 下面是通用电气（GE）在其 1998 年度报告中报告的分部披露信息。

此外，通用电气还提供了通用电气金融服务集团（GECS）各经营部门的信息如下：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

“消费者服务部——提供私人标签（private-label）和银行信用卡贷款、个人贷款、零售商品的分期销售、周转信贷和存货融资、汽车租赁和存货融资、抵押服务以及消费者储蓄和保险服务。

设备管理部——提供商业和运输设备组合（包括飞机、拖车、汽车车队、标准化航天设备、铁路运输全部车辆、数据处理设备、远洋轮船使用的集装箱和人造卫星）的租赁、贷款、销售和资产管理服务。

中间市场融资——为中间市场客户（包括生产商、销售商和最终用户）和各种设备（包括交通工具、公务飞机、数据处理设备、医疗和诊断设备及建筑、生产、办公应用、电子和电信设备）提供贷款、融资和经营租赁及其他服务。

专门融资部——提供主要固定资产的贷款和融资租赁（包括工业设备和能源相关设施、商业和住宅不动产贷款和投资及对不同行业公营或私营主体的贷款和投资）。

特殊保险部——提供美国和国际多种财产和意外再保险、某些直接承保特殊保险和人寿再保险、主要以市政债券和有组织发行的金融债券作担保的财务担保保险、私人抵押保险及涉及国际客户贷款偿还的债权人保险。

通过通用电气金融服务集团融资的产品中，极少部分由通用电气的各部门生产。”

通用电气的分部信息有多大用处？你能从这些信息中了解到哪些不能通过合并经营成果了解到的信息？通用电气金融服务集团对通用电气全面业绩的重要程度如何？为分析通用电气金融服务集团的业绩，你还想了解哪些其他信息？

	收入（各年结束于 12 月 31 日）								
	总收入			部门间收入			外部收入		
(以百万美元计)	**1998**	1997	1996	**1998**	1997	1996	**1998**	1997	1996
GE									
飞机发动机	**10 294**	7 799	6 302	**292**	101	86	**10 002**	7 698	6 216
器具器械	**5 619**	5 801	5 586	**12**	12	5	**5 607**	5 789	5 581
工业产品和系统	**11 222**	10 984	10 401	**479**	491	453	**10 743**	10 493	9 948
全国广播公司(NBC)	**5 269**	5 153	5 232	—	—	—	**5 269**	5 153	5 232
塑料制品	**6 633**	6 695	6 509	**20**	24	22	**6 613**	6 671	6 487
动力系统	**8 466**	7 915	7 643	**166**	80	67	**8 300**	7 835	7 576
技术产品和服务	**5 323**	4 861	4 700	**14**	18	23	**5 309**	4 843	4 677
全部其他	**264**	308	291	—	—	—	**264**	308	291
抵消	**(1 367)**	(1 176)	(1 032)	**(983)**	(726)	(656)	**(384)**	(450)	(376)
GE 部门总收入	**51 723**	48 340	45 632	—	—	—	**51 723**	48 340	45 632
共同项目[a]	**507**	2 919	1 116	—	—	—	**507**	2 919	1 116
GECS 净收益	**3 796**	3 256	2 817	—	—	—	**3 796**	3 256	2 817
GE 总收入	**56 026**	54 515	49 565	—	—	—	**56 026**	54 515	49 565
GECS	**48 694**	39 931	32 713	—	—	—	**48 694**	39 931	32 713
抵消	**(4 251)**	(3 606)	(3 099)	—	—	—	**(4 251)**	(3 606)	(3 099)
合并收入	**100 469**	90 840	79 179	—	—	—	**100 469**	90 840	79 179

通用电气的收入包括向顾客销售商品和提供劳务收入及其他收入。从公司一个部门销售给另一个部门的产品通常按产品销售价格定价。

（a）分别包括 1997 年和 1998 年来自 1998 年起不予合并的器具销售附属公司的收入 9.44 亿美元和 7.89 亿美元。还包括 1997 年以 Lockheed Martin 公司的普通股交换一家新成立的子公司股票的 15.38 亿美元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

(以百万美元计)	资产（12 月 31 日） 1998	1997	1996	财产、厂房和设备扩建(包括租给他人的设备) 各年结束于 12 月 31 日 1998	1997	1996	折旧和摊销（包括商誉和其他无形资产） 各年结束于 12 月 31 日 1998	1997	1996
GE									
飞机发动机	**8 866**	8 895	5 423	**480**	729	551	**398**	292	282
器具器械	**2 436**	2 354	2 399	**150**	83	168	**137**	131	123
工业产品和系统	**6 466**	6 672	6 574	**428**	487	450	**440**	408	362
全国广播公司	**3 264**	3 050	3 007	**105**	116	176	**127**	142	121
塑料制品	**9 813**	8 890	9 130	**722**	618	748	**591**	494	552
动力系统	**7 253**	6 182	6 322	**246**	215	185	**215**	199	184
技术产品和服务	**3 858**	2 438	2 245	**254**	189	154	**143**	137	123
全部其他	**189**	224	239	—	—	—	**52**	46	40
GE 各部门合计数	**42 145**	38 705	35 339	**2 385**	2 437	2 432	**2 103**	1 849	1 787
对 GECS 投资	**19 727**	17 239	14 276	—	—	—	—	—	—
共同项目和抵消[a]	**12 798**	11 482	10 310	**158**	129	114	**189**	180	176
GE 合计数	**74 670**	67 426	59 925	**2 543**	2 566	2 546	**2 292**	2 029	1 963
GECS	**303 297**	255 408	227 419	**8 110**	7 320	5 762	**3 568**	3 240	2 805
抵消	**(22 032)**	(18 822)	(14 942)	—	—	—	—	—	—
合并总计	**355 935**	304 012	272 402	**10 653**	9 886	8 308	**5 860**	5 269	4 768

财产、厂房和设备扩建包括与购入的主要业务部门相关的金额。

(a) 折旧和摊销包括 1998、1997 和 1996 年与全国广播公司相关的 8 400 万美元未分配的美国无线电公司（RCA）商誉摊销。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Thermo Electron 公司

在高科技领域，高收益的项目都具有高风险。你需要具有寻求风险投资的能力，但又不能使公司处于风险中。要是找到的都是许多小项目而非一个大项目，那也很好——在大项目从未取得成功的情况下尤其如此。

乔治·哈特索罗洛斯
《福布斯》，1987 年 11 月 16 日

1994 年 7 月上旬，研究分析师约翰·科尔曼诺夫（John Kolmanoff）一直在仔细察看 Thermo Electron 的近期业绩。Thermo Electron 是一家技术发明公司，在利用内部开发和外部购入的研究成果盈利方面卓有成绩。过去，科尔曼诺夫曾向其客户力荐 Thermo Electron 的股票，而且在过去的 5 年中许多客户已从该股票极大的价格上涨中获益（参见附录 1）。但是，近期该公司的股票一直落后于标准普尔 500 股票指数，在 1994 年 6 月 30 日前 6 个月下降了 19%（标准普尔 500 股票指数只下降 10%）。与这种下降相伴的是股票空头增加以及对公司会计政策的批评。由于出现了这些新情况，科尔曼诺夫决定重新审视该公司。

公司背景

1956 年，乔治·哈特索罗洛斯（George Hatsopolous）博士使用从朋友彼得·诺梅科斯（Peter Nomikos）——希腊一家航运公司的财产继承人那里借来的 50 000 美元在其马萨诸塞州贝尔蒙特市的车库中创建了 Thermo Electron。作为马萨诸塞科技学院的研究生，哈特索罗洛斯希望利用其博士研究成果盈利，即将无需移动部件即可把热直接转换为电的程序商品化。两年后，样品完成，并被流行报刊盛赞为一项技术突破。一篇文章声称该项发明可用于动力人造卫星、军事设备，甚至机动车辆。资金从风险投资公司和联邦政府流入。尽管该程序后来被证明不经济，但这项研究导致几种经济上可行的间接产品产生，从而为 Thermo Electron 的早期成功奠定了基础。

20 世纪 60 年代，该公司为国家航空和航天局、美国空军以及现在已解散的原子能委员会等公用事业和政府机构提供承包合同式研究。1971 年，美国国会要求汽车制造商监控汽车尾气排放，当时没有符合要求精确度的仪器。哈特索罗洛斯博士看到了其中的发展机会，迅速与福特汽车公司联系，要求为其提供开发新仪器的服务。虽然当时福特对 Thermo Electron 完成合同的能力表示怀疑，但该设备在所有竞争对手之前准时交货。因此，许多其他汽车公司找到 Thermo Electron，希望它提供同样的仪器。这个初创的仪器部逐渐发展为 Thermo Instrument System 公司。

该案例由 Souren G. Ouzounian 和 Paul M. Healy 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。我们也很感谢 Don McAllister 对案例编写提供的帮助。Copyright © 1999 by the President and Fellows of Harvard College.Harvard Business School case 9-100-057。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

20 世纪 80 年代和 90 年代早期，公司通过开发一系列广泛的创新产品继续迅速成长。它所开发的创新产品包括用于监测可塑炸弹的便携式设备、可由海关官员和警察使用的便携式毒品监测器、在病人等待心脏移植时可使其存活的心脏辅助仪器、最早的商用亚硝胺（致癌物）检测器和分析器、将汽油从污染的土壤中除去的便携式革除系统、为环保局提供的土壤分析检测仪器、一套家用氡检测用具及第一台监控二氧化碳浓度的商用仪器。其他近期创新产品包括乳房 X 线照相系统、纸张回收和制造设备、非传统能源系统、工业流程系统及许多其他专门产品。

尽管 Thermo Electron 的大量研究成果都是在公司的自有研究实验室内创造，但它仍很乐于购入其他开发商。例如，1989 年公司收购了一个位于圣地亚哥的激光实验室。在收购当时，该实验室几乎完全依赖日益缩减的星球大战预算获得资金。在进行了引人注目的转型之后，该实验室发明了一种使用激光技术无痛去除多余毛发的方法，并在 1991 年剥离后成为 Thermo Trex。但并不是所有的公司收购都这么成功。收购一家小金属盘生产公司最终花费 Thermo Electron 1 800 万美元，1988 年收购的一家环境工程公司花费了公司 600 万美元。

经营哲学和公司结构

Thermo Electron 反映了其创建者乔治·哈特索罗洛斯博士的思想。乔治·哈特索罗洛斯的才能跨越许多领域——他是一位发明家、教师、自学的经济学家，还是首席执行官。他使用苏格拉底提出的方法论鼓励组织学习和发展，同时培育员工讨论问题和想法的开放氛围。

这个约有 9 000 人的公司在其他一些方面也很独特。首先，它常常保留使用它所发明的技术的权利。这就使它得以使用为一个项目发明的技术作为新投资的跳板，有时这种策略代价很大，公司以削减的费用从事研究，以保留对技术的权利。

Thermo Electron 的公司结构由哈特索罗洛斯博士及其兄弟——公司财务总监约翰·哈特索罗洛斯共同设计，这也是公司的一大特色。公司向公众出售子公司的少数股权，这些子公司着重研究母公司研究和开发实验室产生的新思想和新产品。母公司通常持有这些“剥离单位”70%—80%的股份，但这些剥离单位拥有自己的管理层和股东，作为独立的公司运作。正如约翰·哈特索罗洛斯所解释的，“这个计划很简单：让员工提出想法，花费一些时间和资金检验产品的质量和市场潜力，然后建立一个子公司，让它成长起来”。[1]

第一个被“剥离”的单位是 Thermedics，它在 1983 年 8 月被以每股 2.51 美元的价格出售。1994 年 3 月，Thermedics 的股票每股价值 12.13 美元。1994 年中期，当这些被剥离单位为华尔街所知时，Thermo Electron 已有 9 家这种公司。大部分公司在首次招股后业绩良好。例如，Thermo Instrument System 公司因为为福特开发仪器的项目获得成功而产生，1986 年被剥离，最初每股售价 3.56 美元，1994 年中期每股售价超过 32 美元。

Thermo Electron 开创的“剥离”概念与更传统的“以产易股”有一些区别。首先，在传统的以产易股情况下，子公司的全部股东权益被以首次公开招股（IPO）方式销售给母公司股东或新股东；而在 Thermo 的剥离情况下，母公司只出售该单位的少数股权，可采取首次公开招股方式、私募方

1 Boston Business Journal 13, November 19, 1993, Sec. 1:3.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

式或同时采取两种方式。其次，传统的以产易股通常产生于母公司打算筹集现金、减少债务或摆脱业绩较差部门而着重于核心能力之时。因此，宣告以产易股往往对母公司股票产生负面影响。[2] 相反，宣告剥离，有时被称做“股权剥离”，通常会对母公司股票产生 2%—3%的正面影响。Thermo 的财务主管 Theo Melas-Kyriazi 解释说，“我们并不出售业绩差的单位，我们出售核心技术”。[3] 销售产生的现金用于为被剥离单位提供营运资金。

哈特索罗洛斯博士认为，剥离战略能使公司将高速发展的初创小公司的朝气蓬勃与地位稳固的公司的财务稳定性和研究实力相结合。该结构为管理层和主要研究人员提供了很强的激励，他们被授予新成立的股票公开交易子公司的股票期权。因此，Thermo Electron 的主要员工几乎不发生流动。此外，哈特索罗洛斯博士确信，通过对特殊技术进行一系列“纯粹的宣传”，公司可以帮助投资者更好地了解其经营，从而降低融资成本。

剥离的会计处理

剥离战略产生的一个问题是如何对剥离进行会计处理。财务会计准则委员会没有对该项会计实务作出规定。但是，Thermo Electron 可以选择两种处理方法：（1）将被剥离公司股份出售产生的已实现损益记作股权准备的增加或减少；（2）在损益表中记录损益。年度报告脚注说明，Thermo Electron 采用了第二种方法：

> 在子公司以高于账面价值的价格向非关联方出售股份时，公司对该子公司的净投资增加。如果这时子公司是一个经营主体而非主要从事研究和开发，则公司将增加额记作收益。
>
> 如果收益已经在子公司发行股票时确认、而子公司的股票以后又被子公司或公司购回，则只有在已发行股份的数量等于回购股份的数量时，才确认股票回购日以后发行股票的收益。

这种会计决策带来的影响很大。自 1983 年首次剥离起，50%或 50%以上的公司净收益产生于剥离收益。例如，1993 年股票出售收益（纳税影响前及纳税影响后）为 3 990 万美元，而净收益为 7 660 万美元。

管理层认为这种会计政策对帮助公司融资很关键，因为它能使公司在收益表中形成平稳的收益增长。但是，分析师仍然担心公司收益的质量。

近期财务业绩

在《财富》杂志对 1994 年国家 500 强工业公司排名中，Thermo Electron 因 1983—1993 年间每股收益增长最多而排名第一。公司还在《财富》杂志列出的过去 10 年间投资者总收益最高的公司中排名第 29 位。哈特索罗洛斯博士说：“我们的成功在很大程度上归于剥离有发展前景经营部门的战略，这些经营部门服务于能源、环境和生物医学市场。通过成立这些主体，我们能够利用资本市场并形成鼓励创造发明的企业家环境。”[4]

在结束于 1 月 1 日的 1994 会计年度，Thermo Electron 报告了第 9 个连续年度的财务业绩。其

---

2 参见 Schipper and Smith, Journal of Financial Economics, 1986: 153 -186。
3 Wall Street Journal, August 5, 1993:1.
4 同上。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

收入为 12 亿美元，会计变更前收益为 7 660 万美元或每股 1.75 美元。公司连续 10 年的财务数据摘要参见附录 3，近期财务报表参见附录 4。

尽管 Thermo Electron 公司具有引人注目的财务记录，但约翰·科尔曼诺夫不确定他是否应继续向客户推荐该公司股票。许多分析师预测未来 5 年公司收益将以 18%—22%的比率增长，因为 1994 年 7 月初股价为 24.75 美元，公司市价为账面价值的 1.38 倍。然而，另一些分析师更加谨慎，对公司的收益质量提出疑问，因为公司大部分收益产生于剥离收益。在前 6 个月，公司股票空头销售增长 21%，约达到发行在外股票的 11%。由于对公司发展存在不同观点，科尔曼诺夫决定对公司的经营、会计和计价作一次全面考察。[5]

思考题

1. 评价 Thermo Electron 的剥离研究和开发单位战略对其长期成功有怎样的影响？哪些因素对这种战略的成功至关重要？公司面临的风险有哪些？

2. 考察 Thermo Electron 的会计政策。公司收益的质量怎么样？

3. 运用财务比率分析，分析 Thermo Electron 1991、1992 和 1993 年的财务业绩。公司对 1993 年的现金流量管理得怎么样？公司有效管理其经营风险了吗？

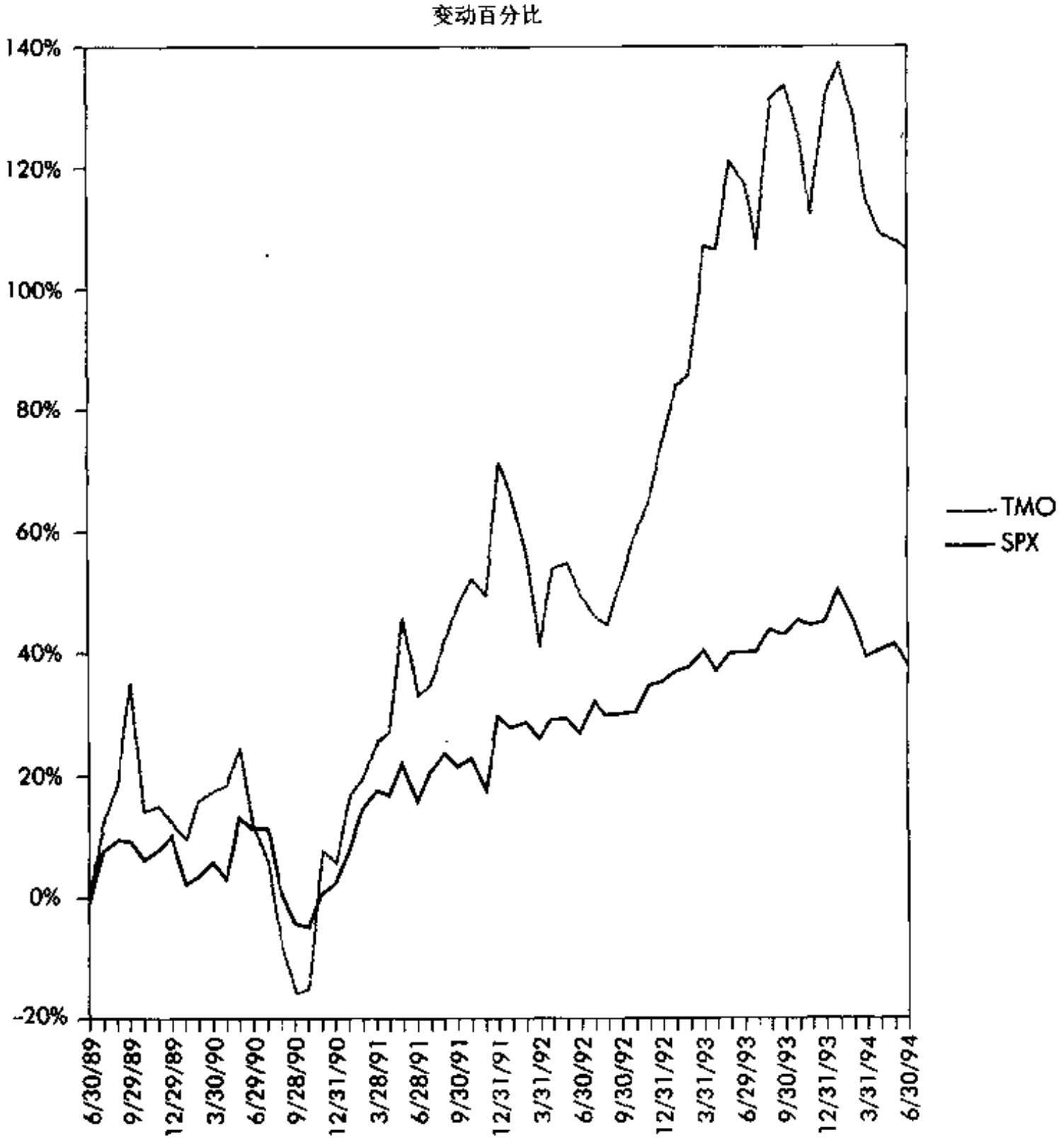
4. Thermo Electron 在被剥离子公司中保留的股份的价值是多少？Thermo Electron 自身的市场价值是多少？哪些因素能够解释这些价值之间的差异？

5 1994 年 7 月初，Thermo Electron 的权益β为 1.1，3 个月国库券的利率为 4.2%，30 年国库券的利率为 7.68%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

连续5年的股票业绩摘要:Thermo Electron(TMO)与标准普尔500股票指数(SPX)



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

Thermo Electron 剥离公司的股票业绩

94 年 3 月 3 日

公司	IPO 日	割股调整后的 IPO 价格	价格	发行在外股份	复合年增长率（CAGR）
Thermedics	8/10/83	2.51	12.13	31 978	15.40%
Thermo Instrument Systems	8/5/86	3.56	32.25	45 865	31.70
Thermo Process Systems	8/21/86	1.83	9.00	16 041	22.00
Thermo Power	6/26/87	8.50	8.75	12 232	0.50
Thermo Cardiosystems[a]	1/12/89	2.27	19.25	n/a	51.70
Thermo Voltek	3/19/90	2.56	9.00	3 929	36.90
Thermo Trex	7/24/91	7.92	15.50	17 093	25.10
Thermo Fibertek	11/2/92	8.00	14.63	26 832	82.90
Thermo Remediation[b]	12/16/93	12.50	14.13	6 503	15.00

a. 反映 Thermo Electron 和 Thermedics 拥有的合并所有权。
b. 反映 Thermo Process 拥有的所有权。
资料来源：证券价格研究中心。

附 录 3

Thermo Electron 连续 10 年的财务数据摘要

（除每股金额外，均为百万美元）	1993[a]	1992[b]	1991[c]	1990[d]	1989	1988	1987	1986	1985	1984
收入	1 249.7	949.0	805.5	720.7	623.0	540.7	419.9	359.1	286.2	253.3
成本和费用：										
形成收入的成本	755.5	609.0	533.6	465.3	424.2	359.6	280.3	244.8	194.9	172.6
研究和开发及新分部费用	87.0	62.3	52.6	54.0	46.4	43.2	31.4	26.5	21.5	21.6
销售和一般管理费用	283.6	209.4	177.3	163.1	130.0	113.7	91.5	72.7	56.9	48.2
与部门和产品重组相关的成本	8.3	—	3.7	1.0	2.2	0.9	3.5	7.1	4.3	0.1
	1 134.4	880.7	767.2	683.4	602.8	517.4	406.7	351.1	277.6	242.5
子公司发行股票收益	39.9	30.2	27.4	20.3	16.8	6.0	16.1	15.9	9.1	—
其他收益(费用)，净额	(24.1)	3.5	13.5	2.3	3.3	4.5	(0.6)	(3.3)	(4.7)	(5.1)
所得税、少数股权和会计原则变更的累积影响前收益	131.1	102.0	79.2	59.9	40.3	33.8	28.7	20.6	13.0	5.7
所得税备抵	33.4	27.5	24.8	17.8	10.4	9.0	6.0	4.0	2.5	0.1
少数股权费用	21.1	13.9	7.3	7.1	3.3	2.0	1.9	0.5	(0.1)	(0.1)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股金额外，均为百万美元）	1993[a]	1992[b]	1991[c]	1990[d]	1989	1988	1987	1986	1985	1984
会计原则变更的累积影响前收益	76.6	60.6	47.1	35.0	26.6	22.8	20.8	16.1	10.6	5.7
会计原则变更的累积影响，减所得税[e]后的净额	—	1.4	—	—	—	—	—	—	—	—
净收益	76.6	59.2	47.1	35.0	26.6	22.8	20.8	16.1	10.6	5.7
会计原则变更的累积影响前每股收益：										
基本	1.75	1.51	1.31	1.09	0.86	0.77	0.68	0.55	0.42	0.24
完全稀释	1.57	1.41	1.23	1.03	0.84	0.75	0.67	0.54	0.41	0.23
每股收益：										
基本	1.75	0.48	1.31	1.09	0.86	0.77	0.68	0.55	0.42	0.24
完全稀释	1.57	1.38	1.23	1.03	0.84	0.75	0.67	0.54	0.41	0.23
资产负债表数据：										
营运资本	828.3	503.4	463.5	241.4	276.0	218.8	210.9	124.3	79.1	51.3
资产总额	2 473.7	1 818.3	1 199.5	904.4	664.1	524.4	460.8	332.6	240.9	208.0
与建筑项目相关的净资产	9.4	23.8	29.4	—	—	—	—	—	—	—
长期债务	647.5	494.2	255.0	210.0	176.9	152.7	135.7	61.4	49.1	47.5
少数股权	277.7	164.3	122.5	83.9	51.8	22.6	25.8	20.1	6.6	1.3
子公司可赎回普通股	14.5	5.5	5.5	8.7	13.1	—	—	—	—	—
股东投资	858.5	552.9	480.9	310.2	226.4	194.3	173.5	153.1	106.7	87.8

a. 反映 1993 年 2 月对 Spectra-Phisics Analytical 的收购以及 1993 年公司公开发行普通股的净收益 2.46 亿美元。
b. 反映 1992 年 8 月对 Nicoles Instrument Corporation 的收购以及本金为 2.6 亿美元的可转换公司债券的发行。
c. 反映本金为 1.64 亿美元的可转换公司债券的发行。
d. 反映 1990 年 5 月对 Finnigan Corporation 的收购.
e. 反映 1992 会计年度对财务会计准则公告第 106 号“除退休金外的退休后福利会计”的采用。

附 录 4

Thermo Electron 财务报表摘要

合并损益表

(除每股金额外，均为千美元)	1993	1992	1991
收入：			
产品销售收入	1 103 558	808 928	666 565
劳务收入	121 987	114 268	112 003
研究和开发合同收入	24 173	25 776	26 916
	1 249 718	948 972	805 484
成本和费用：			
产品成本	664 201	521 668	444 273
劳务成本	91 292	87 307	89 347
研究和开发及新分部费用[a]	87 027	62 343	52 609
销售和管理费用	283 390	209 392	177 304
与部门和产品相关的成本(附注 11)	8 261	—	3 709
	1 134 371	880 710	767 242

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

(除每股金额外，均为千美元)	1993	1992	1991
子公司发行股票收益(附注 9)	39 863	30 212	27 367
其他收益(费用)，净额(附注 10)	(24 091)	3 496	13 564
所得税、少数股权和会计原则变更的累积影响前收益	131 119	101 970	79 173
所得税备抵(附注 8)	33 400	27 474	24 850
少数股权费用	21 086	13 902	7 269
会计原则变更的累积影响前收益	76 633	60 594	47 054
会计原则变更的累积影响减去税金后的净额(附注 7)	—	1 438	—
净收益	76 633	59 156	47 054
会计原则变更的累积影响前每股收益：			
基本	1.75	1.51	1.31
完全稀释后	1.57	1.41	1.23
每股收益：			
基本	1.75	1.48	1.31
完全稀释后	1.57	1.38	1.23
加权平均股数：			
基本	43 779	40 049	35 836
完全稀释后	55 520	47 163	41 711
a.包括以下成本：研究和开发合同	20 435	19 426	21 196
内部融资研究和开发	58 943	38 675	26 171
其他新分部费用	7 649	4 242	5 242
	87 027	62 343	52 609

合并资产负债表

（除每股金额外，均为千美元）	1993	1992
资产		
流动资产：		
现金和现金等价物	325 744	190 601
短期投资，按成本计价(市价为 377 183 美元和 180 060 美元)	374 450	178 101
应收账款，减备抵 14 129 美元和 11 341 美元	267 377	204 750
未开出账单的合同成本和费用	32 574	25 941
存货：		
在产品和产成品	82 385	60 629
原材料和物料	110 437	106 619
预付所得税（附注 8）	39 258	54 377
预付费用	12 318	8 716
	1 244 543	829 734
与在建工程项目相关资产：		
限定用途基金(市价为 34 100 美元和 95 639 美元)	34 100	95 348
在建设施	128 040	133 876
	162 140	229 224
财产、厂房和设备，按成本计价：		
土地	40 570	35 729
建筑物	116 895	99 502
非传统能源设施	199 800	30 554
机械、设备和租赁资产改良	224 629	205 508
	581 894	371 293
减：累计折旧和摊销	134 423	113 383
	447 471	257 910
长期有价证券，按成本计价(市价为 45 125 美元和 45 731 美元)	43 630	44 497
其他资产	102 347	92 870
收购成本高于被收购公司净资产的超额(附注 2)	473 579	364 030
	2 473 710	1 818 265

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股金额外，均为千美元）	1993	1992
负债和股东投资		
流动负债：		
应付票据	45 851	22 034
应付账款	85 278	69 473
所开账单超过合同成本和费用的部分	8 564	7 987
应计工资和员工福利费	49 029	45 115
应计所得税（附注 8）	7 713	9 796
应计安装和保修成本	26 049	17 179
其他应计费用（附注 2）	193 762	154 786
	416 246	326 370
递延所得税（附注 8）	48 387	34 171
其他递延项目	58 152	35 500
与在建工程项目相关的负债（附注 5）：		
应付款和应计费用	10 680	5 874
免税债务	142 069	199 536
	152 749	205 410
长期债务（附注 5）：		
优先可转换债务	275 000	260 000
次级可转换债务	238 386	199 829
不带追索权免税债务	108 800	—
其他	25 275	34 323
	647 461	494 152
少数股权	277 681	164 293
承付款和或有负债（附注 6）		
可赎回子公司普通股（赎回价值分别为 15 390 美元和 5 468 美元）	14 511	5 468
股东投资（附注 3 和 4）：		
优先股，每股面值 100 美元，额定股数 50 000 股，未发行		
普通股，每股面值 1 美元，额定股数 100 000 000 股，分别已发行 47 950 580 和 27 099 598 股	47 951	27 100
股本溢价	467 076	257 105
留存收益	362 138	285 505
	877 165	569 710
库藏股，按成本计价，分别为 31 898 和 85 342 股	(1 212)	(3 810)
累积折算调整	(13 591)	(7 949)
递延报酬（附注 7）	(3 839)	(5 050)
	858 523	552 901
	2 473 710	1 818 265

合并现金流量表

（千美元）	1993	1992	1991
经营活动：			
净收益	76 633	59 156	47 054
将经营活动提供的净收益调整为净现金：			
会计原则变更的累积影响（附注 7）	—	1 438	—
折旧和摊销	42 356	29 228	23 391
与部门和产品重组相关的成本（附注 11）	8 261	—	3 709
在未合并子公司损失中所占权益份额	21 076	3 948	1 663
应收账款损失准备	2 675	2 021	3 020
递延所得税增加额	13 888	12 273	169
投资出售收益	(2 469)	(4 968)	(7 622)
子公司发行股票收益（附注 9）	(39 863)	(30 212)	(27 367)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（千美元）	1993	1992	1991
少数股权费用	21 086	13 902	7 269
其他非现金费用	7 850	11 549	6 804
流动项目的变化，不包括收购的影响：			
应收账款	(43 171)	(10 763)	(10 220)
存货	(6 525)	(4 753)	8 224
其他流动资产	(230)	(9 860)	5 276
应付账款	10 014	(2 479)	(10 140)
其他流动负债	15 355	(15 363)	(11 684)
其他	(198)	(175)	(142)
经营活动提供的净现金	126 738	54 942	39 404
投资活动：			
收购，减去所获取现金后的净额（附注 2）	(142 962)	(251 738)	(7 552)
购买财产、厂房和设备	(56 580)	(60 007)	(33 469)
购买长期投资	(20 573)	(70 340)	(21 278)
短期投资出售收入	16 651	35 899	15 814
短期投资（增加）减少额	(193 894)	68 260	(175 701)
与建筑工程项目相关的资产的增加额	(3 781)	(132 971)	(67 790)
其他	1 848	313	(4 834)
投资活动使用的净现金	(399 291)	(410 584)	(294 810)
筹资活动：			
长期债务发行收入	102 151	255 694	162 273
长期债务的偿还和回购	(11 732)	(27 415)	(10 493)
免税债务发行收入	—	133 536	66 000
公司及子公司发行普通股收入	378 790	100 749	64 947
购买公司及子公司普通股	(57 198)	(45 334)	(11 663)
其他	(941)	485	(430)
筹资活动提供的净现金	411 070	417 715	270 634
汇率对现金的影响	(3 374)	(2 424)	(2 499)
现金和现金等价物增加额	135 143	59 649	12 729
年初现金和现金等价物	190 601	130 952	118 223
年末现金和现金等价物	325 744	190 601	130 952
现金支付：			
利息	29 438	18 287	15 426
所得税	9 699	16 593	15 723
非现金活动：			
可转换债务的转换	50 403	13 863	109 865
为收购发行的子公司股票（附注 2）	—	9 673	1 026
通过承担债务购买发电设施	66 900	—	—

挑选出的合并财务报表附注

1. 重要会计政策

合并原则

所附合并财务报表包括 Thermo Electron 公司及其拥有多数股权和全资拥有子公司（统称公司）的报表。所有重要的公司间账项和交易已抵消。公司拥有多数股权的公开招股子公司包括：Thermedics、Thermo Instrument System、Thermo Process Systems、Thermo Power、ThermoTrex 和

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Thermo Fibertek 公司。Thermo Cardiosystems 和 Thermo Voltek 是 Thermedics 拥有多数股权的公开招股子公司；Thermo Remediation 是 Thermo Process 拥有多数股权的公开招股子公司；Thermo Energy Systems 是公司拥有多数股权的私人持股子公司；ThermoLase 是 ThermoTrex 拥有多数股权的私人持股子公司；J.Amerika N.V.是 Thermo Process 拥有多数股权的私人持股子公司。如果公司拥有被投资企业 20%—50%的股份，则使用权益法对该项投资进行会计处理。

会计年度

公司采纳最接近 12 月 31 日的星期六作为会计年度的结束日。1993、1992 和 1991 会计年度分别结束于 1994 年 1 月 1 日、1993 年 1 月 1 日和 1991 年 12 月 28 日。1993 和 1991 会计年度包括 52 个星期；1992 会计年度包括 53 个星期。

收入确认

公司的大多数经营活动在产品发运或劳务完成时确认收入。在产品发运时，公司预提保修和安装成本准备。几乎全部合同的收入和利润都使用完工百分比法确认。1993、1992 和 1991 年按完工百分比法记录的收入分别为 176 727 000 美元、186 407 000 美元和 173 210 000 美元。完工比例通过分别使实际成本或实际人工与合同预期总成本或总人工相联系确定。如果有迹象表明正在进行的合同可能发生损失，则在当期对全部损失计提准备。公司的合同中通常规定，达到合同指定的一定程度即可向客户开出账单。在所附资产负债表中，正在进行的合同赚得的收入超过开出账单的金额，则列入“未开出账单的合同成本和费用”。所开账单金额超过收入的部分列入“所开账单超过合同成本和费用的部分”。在所附资产负债表中不存在预期不能按本期合同价值从现行合同中收回或不能在 1 年内收回的重大金额，包括已开出账单但尚未支付的金额。

子公司发行股票收益

在子公司以高于账面价值的价格向非关联方出售股份时，公司对该子公司的净投资增加。如果这时子公司是一个经营主体而非主要从事研究和开发，则公司将增加额记作收益。

如果收益已经在子公司发行股票时确认，而子公司的股票以后又被子公司或公司购回，则只有在已发行股份的数量等于回购股份的数量时，才确认股票回购日以后发行股票的收益。这种交易被反映为股权交易，这种交易的净影响作为“拥有多数股权子公司普通股交易的影响”反映在所附股东投资表中。

所得税

自 1992 年年初起，公司采用财务会计准则公告第 109 号（SFAS 109）“所得税会计”。依照 SFAS 109，递延所得税根据使用当年有效的已颁布税率计算出来的财务报表基础和税收基础资产及负债之间差异的预期未来所得税结果确认，面这种差异将反映在本年的纳税申报表中。在 1992 年以前，公司根据会计原则委员会《意见书》第 11 号（APB Opinion No.11）记录因财务报表和税务报表对收入和费用的处理不同产生的所得税时间性差异。SFAS 109 的执行及其影响对公司财务报表不具有重要影响。

每股收益

基本每股收益根据本年发行在外普通股的加权平均数计算。由于约当普通股的影响无足轻重，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

没有包括在基本每股收益的计算中。完全稀释的每股收益在考虑公司稀释的可转换债务转换、相关利息费用抵消、实施股票期权以及相关所得税影响的基础上计算。

股票分割

全部股票和每股信息被重述，以反映把 1993 年 10 月发放股票股利的 50%用于 3 股送 2 股的股票分割。

此外，与 Thermedics、Thermo Instrument、ThermoTrex 和 Thermo Voltek 相关的全部股票和每股信息被重述，以反映把 1993 年发放股票股利的 50%用于 3 股送 2 股的股票分割；与 Thermo Cardiosystems 和 ThermoLase 相关的全部股票和每股信息被重述，以反映把 1993 年发放给 Thermo Cardiosystems 和将于 1994 年 3 月 15 日发放给 ThermoLase 的全部股票股利用于 2 股送 1 股的股票分割。

现金和现金等价物

现金等价物主要包括美国政府机构证券、银行定期存款和购入的原始期限为 3 个月或更短的商业票据。这些投资按成本计列。1994 年 1 月 1 日和 1993 年 1 月 2 日的现金和现金等价物分别为 325 823 000 美元和 191 004 000 美元。

短期和长期投资

短期和长期投资主要包括公司票据和美国政府机构证券。原始期限在 3 个月以上、公司打算在 1 年内持有的证券为短期投资；打算在超过 1 年的时间持有的证券为长期投资。这些投资按成本与市价孰低计列。

1993 年 5 月，财务会计准则委员会发布财务会计准则公告第 115 号“债务和股权投资会计”（SFAS 115）。SFAS 115 要求被视做待销证券的权益和债务有价证券按市价记录，成本与市价的差额在当期计入损益表；被视做可用于销售的证券按市价记录，成本与市价的差额减去相关税收影响后的净额在当期记作股东投资的一部分；被认为将持有到到期日的债务证券按摊销成本记录。公司被要求在 1994 会计年度初采用 SFAS 115。管理层认为所附资产负债表中的权益和债务有价证券将被视做可用于销售，并且采用 SFAS 115 将使股东投资共增加约 2 600 000 美元。

存　货

存货按成本（采用先进先出或加权平均法计算）与市价孰低计列，包括材料、人工和制造费用。

财产、厂房和设备

扩建和改良成本被资本化，而维修保养费在发生当时记作费用。公司规定使用直线法在财产的预计使用期限内计提折旧。财产的预计使用寿命如下：建筑物及其改良——10—40 年；非传统能源——25 年；机械设备——3—20 年；租赁资产改良——租赁期限或资产使用期限中较短者。

与在建工程项目相关的资产

所附 1992 年资产负债表中的“在建设施”包括位于加利福尼亚州得拉诺市正在建设中的非传统能源设施。该设施于 1993 年完成，包含在所附 1993 年资产负债表的“非传统能源设施”中，1993 和 1992 会计年度的“在建设施”中还包括位于加利福尼亚州圣地亚哥县的废物回收设施。该设施

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的建筑成本在发生当时资本化。建筑于 1994 年初完工。

所附资产负债表中的“限定用途基金”反映发行免税债务（附注 5）产生收入的未花费部分，主要投资于美国政府机构证券和市政免税债务。投资按成本与市价孰低计列。

1993 年 8 月，公司同意通过现金结算方式结束公司子公司和一家公用事业公司之间的能源销售协议，该协议要求公用事业公司购买将由位于纽约斯塔腾岛公司正在开发中的 55 兆千瓦天然气同时发热发电设施产生的能源。根据终止协议，公司在 1993 年 8 月收到 900 万美元，其后所作支付如下：1994 年 360 万美元、1995 年 270 万美元、1996 年 180 万美元以及 1997 年 90 万美元。如果公司选择将斯塔腾岛设施继续下去而且该设施在 2000 年 1 月 1 日前可以投入商业运营，则公司将必须归还现金结算的 820 万美元。公司相应递延了 820 万美元的收入确认，视项目的状况作出最终决定。1993 年，公司记录了终止能源销售协议产生的 980 万美元收入和 540 万美元分部收益。

其他资产

所附资产负债表中的“其他资产”包括与公司经营的某些非传统能源工厂相关的资本化成本以及购买商标、专利和其他可确指无形资产的成本。对这些资产使用直线法在 4—20 年的预计使用期限内摊销。在 1993 和 1992 年年末，这些资产分别为 41 252 000 美元和 49 646 000 美元减去累计摊销额 16 699 000 美元和 11 002 000 美元后的净额。

收购成本高于被收购公司净资产的超额

收购成本高于被收购企业净资产公允价值的超额被使用直线法在 40 年的期限内摊销。1993 和 1992 年年末累计摊销额分别为 32 439 000 美元和 20 954 000 美元。公司持续评估收购后环境是否发生了变化，从而预示是否应对该项资产的未来使用期限进行修正。在评估该项资产的可回收性时，公司考虑被收购企业的未来收益潜力。

可赎回子公司普通股

1993 年 3 月，ThermoLase 以每个单位 5 美元的价格出售了 3 078 000 个股票单位，每个股票单位包括 1 股 ThermoLase 普通股和 1 份赎回权。赎回权允许持有者在 1996 年 12 月和 1997 年以每股 5 美元的价格赎回普通股，该权利由公司以次级资产作担保。

所附 1992 年资产负债表中的“可赎回子公司普通股”反映与发行在外赎回权相关的金额，该赎回权在 Thermo Cardiosystems 1989 年首次公开招股时发行，由公司以次级资产作担保。由于该赎回权于 1993 年末到期，因此，公司将 5 468 000 美元“可赎回子公司普通股”转换为“少数股权”和“股本溢价”。

外　币

根据财务会计准则公告第 52 号“外币折算”，公司国外子公司的全部资产和负债都按年末汇率折算，而收入和费用按当年平均汇率折算。由此产生的折算调整反映为股东投资的一个单独部分“累积折算调整”。外币折算损益包含在所附损益表中，对所披露的 3 年业绩没有重大影响。

披　露

1992 和 1991 年财务报表的某些金额已经被重新归类，以便与 1993 年财务报表的披露相一致。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

2. 收购

1993 年 2 月，Thermo Instrument 以 670 万美元现金收购液体层析和毛细电泳现象分析仪器生产商 Spectra-Physics Analytical。1993 年，公司拥有多数股权子公司使用 7 650 万美元现金进行了一些其他收购。

1992 年，Thermo Instrument 收购了 Nicolet Instrument 公司。公司收到的全部收购价款约为 1.75 亿美元。Nicolet 设计、生产和销售应用于一系列广泛的科学和工业领域的分析化学、神经系统诊断和电子工程问题解答仪器。

1992 年，公司拥有多数股权子公司通过支付 7 770 万美元现金、承担 730 万美元债务、提前偿付 150 万美元债务和发行价值约为 1 230 万美元的一家拥有多数股权子公司普通股和股票期权进行了一些其他收购。

对这些收购使用购买法进行会计处理，被收购公司的经营成果自被收购日起包含在所附财务报表中。收购总成本超过被收购公司净资产预计公允市价 3.25 亿美元，在 40 年的期限内摊销。对 1993 会计年度完成的收购，按照被收购公司净资产的公允价值分配收购价款并根据需要进行调整。

以下表格反映了在假定公司自 1992 年年初起被合并的情况下，公司、Spectra-Physics Analytical 和 Nicolet 挑选出来的以未经审计数据为基础计算的试算财务信息。净收益和每股收益在 1992 会计年度 Nicolet 停止经营前列示。未包含在试算数据中的收购对公司财务报表的影响不重要。

（除每股金额外，均为千美元）	1993	1992
收入	1 257 523	1 105 907
会计原则变更的累积影响前每股收益：		
基本	1.73	1.07
完全稀释	1.55	1.04

9. 子公司股票交易

所附损益表中的“子公司发行股票收益”主要产生于以下交易：

1993 年

以每股 10 美元的价格公开出售 3 225 000 Thermedics 普通股，获得净收入 29 980 000 美元，产生收益 10 707 000 美元。以每股 9 美元的价格公开出售 4 312 500 Thermo Power 普通股，获得净收入 35 998 000 美元，产生收益 10 578 000 美元。

以每股 11.17 美元和每股 14.50 美元的价格私募 2 062 500 ThermoTrex 普通股，获得净收入 27 463 000 美元，产生收益 11 400 000 美元。

分别以每股 9.89 美元和每股 12.50 美元的价格私募 200 000 和公开出售 1 100 000 Thermo Remediation 普通股，获得净收入 14 554 000 美元，产生收益 4 239 000 美元。

以每股 10.42 美元的价格把利率为 6.5%、价值 7 270 000 美元的 Thermedics 可转换次级公司债券转换为 697.919 Thermedics 普通股，产生收益 2 506 000 美元。

1992 年

以每股 6.70—8.00 美元的价格私募 2 709 356 和公开发行 3 000 000 Thermo Fibertek 普通股，获得净收入 39 748 000 美元，产生收益 34 303 000 美元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

以每股6.17美元的价格发行1 566 480限制性ThermoTrex普通股，或以9 673 000美元收购Lorad Corporation，产生收益3 081 000美元。

以每股10.67美元的价格私募375 000 ThermoTrex普通股，获得净收入3 556 000美元，产生收益1 745 000美元。

1991年

分别以每股12.19美元和10.83美元的价格把利率为6%和6.5%、价值9 099 000美元的Thermo Instrument可转换次级公司债券转换为766.786 Thermo Instrument普通股，产生收益3 707 000美元。

以每股10.33美元的价格把利率为6.5%、价值6 200 000美元的Thermo Process可转换次级公司债券转换为600.191 Thermo Process普通股，产生收益2 506 000美元。

用941 000美元现金和每股7.14美元的367 500 Thermedics普通股回购以每股10.42美元转换为公司股票的利率为6.5%、价值3 700 000美元的Thermedics可转换次级公司债券，产生收益1 010 000美元。

分别以每股5.55美元和每股8.00美元的价格私募1 660 197和首次公开发行2 250 000 ThermoTrex普通股，获得净收入24 764 000美元，产生收益13 958 000美元。

以每股6.00荷兰盾私募1 591 549 J.Amerika N.V.普通股，获得净收入4 573 000美元，产生收益2 148 000美元。

Thermedics以平均每股8.43美元的价格销售244 200 Thermo Cardiosystems普通股，获得净收入2 040 000美元，产生应税收益1 958 000美元。

公司在这些子公司中拥有的所有权份额主要因上述交易、公司购买拥有多数股权子公司的股份、子公司回购自己的股份、公司或子公司根据员工和董事股票期权计划或在其他交易中销售子公司股份，以及公司、子公司或第三方持有的可转换债务转换而发生变化。

年末公司在各子公司中拥有的所有权份额如下所示：

	1993	1992	1991
Thermo Instrument	81%	81%	80%
Thermo Fibertek	80%	80%	100%
Thermedics	52%	59%	59%
Thermo Power	52%	81%	81%
ThermoTrex	55%	62%	70%
Thermo Process	72%	71%	71%
Thermo Energy Systems	88%	87%	87%
Thermo Cardiosystems(a)	57%	58%	55%
Thermo Voltek(a)	67%	57%	52%
Thermo Remediation(b)	67%	85%	93%
ThermoLase(c)	81%	100%	100%

(a) 反映Thermo Electron和Thermedics的合并所有权。
(b) 反映Thermo Process的所有权。
(c) 反映ThermoTrex的所有权。

独立审计师报告

THERMO ELECTRON公司的股东和董事会：

我们审计了Thermo Electron公司（一家特拉华州公司）及其子公司1994年1月1日和1993

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

年 1 月 2 日的合并资产负债表，以及截至 1994 年 1 月 1 日前 3 年各年的相关合并损益表、合并股东投资表和合并现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述合并财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Thermo Electron 公司及其子公司 1994 年 1 月 1 日和 1993 年 1 月 2 日的财务状况，以及截至 1994 年 1 月 1 日前 3 年各年的经营成果和现金流量状况。

如合并财务报表附注 7 所示，自 1991 年 12 月 29 日起，公司变更了退休后福利而非退休金的会计处理方法。

Arthur Andersen & Co.
波士顿，曼彻斯特
1994 年 2 月 17 日

管理层的论述和分析

概述

公司开发和生产销往世界各地的一系列产品，通过开发核心技术并使其商业化及对配套业务实施战略收购来扩展其产品和服务。公司的大部分业务属于三个市场部门：环境、能源、健康和安全仪器。

公司战略的一个重要组成部分是通过应用内部开发或收购的专有技术确立自身在市场中的领先地位。公司分部收益（在下面的经营成果部分详细说明）增长的一个关键因素是公司抓住有吸引力的收购机会、完成收购，以及在将新收购的业务与公司经营部门结合时从新收购业务中获取收益增长的能力。

公司试图通过保持和使其业务和技术组合多样化降低对特定产品或市场的依赖。同样，公司的目标是在受各种调整周期影响的业务和更加依赖于经济活动总体水平的业务之间保持平衡。到目前为止，公司总体财务业绩受 1991 和 1992 年美国经济萧条及 1992 和 1993 年欧洲和日本全面经济衰退的影响相对较小，这在很大程度上是由于新收购的业务为此作出了重大贡献，而且主要受环境规章制度影响的业务继续保持强劲发展。尽管公司在技术、产品提供和所服务的地理市场方面都采取多样化形式，但公司未来总体财务业绩仍然依赖于世界范围内的经济活力以及对环境规章制度的持续采用和勤勉执行。

公司认为保持一种富有企业家精神的氛围对其持续增长和发展至关重要。为保持这种氛围，公司在 1983 年采用了一种战略，即把某些业务部门剥离，形成独立子公司，同时让这些子公司向外部投资者出售少数股权。公司认为，这种战略能够通过建立子公司一级股票期权激励计划和为支持

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

子公司增长提供资金来激发子公司管理层的积极性。作为子公司出售股票、子公司因债务转换发行股票和类似交易的结果，公司记录反映对子公司净投资增加的收益，并在所附损益表中列作“子公司发行股票收益”。近年来，这种收益在公司报告净收益中占相当大比重。尽管公司希望在未来继续这种战略，但其目标是在未来几年中持续增加分部收益，以使子公司出售股票产生的收益在净收益中所占比重下降。这种交易的规模和时机选择取决于公司不能控制的市场和其他条件，因此不能保证公司一定能够从未来的同类交易中获取收益。

其他信息

（千美元）	1993	1992	1991
收入：			
Thermo Instrument Systems 公司	584 176	423 199	338 747
Thermo Fibertek 公司	137 088	125 577	124 731
Thermedics 公司(a)	80 220	45 778	32 295
Thermo Power 公司	77 360	43 904	29 131
ThermoTrex 公司	54 329	19 843	16 801
Thermo Process System 公司(b)	53 839	47 082	50 632
	987 012	705 383	592 337
全资拥有和拥有多数股权非公开持股子公司	262 706	243 589	213 147
	1 249 718	948 972	805 484
分部收益(c):			
Thermo Instrument Systems 公司	96 786	63 373	49 742
Thermo Fibertek 公司	15 902	15 716	14 652
Thermedics 公司(a)	8 292	841	(3 048)
Thermo Power 公司	2 707	715	(3 158)
ThermoTrex 公司	485	(1 185)	(113)
Thermo Process System 公司(b)	1 338	371	(1 487)
	125 510	79 831	56 588
全资拥有和拥有多数股权非公开持股子公司	17 122	7 237	7 315
	142 632	87 068	63 903
在未合并子公司损失中拥有的权益份额	(21 076)	(3 948)	(1 663)
共同收益	9 563	18 850	16 933
所得税、少数股权和会计变更的累积影响前收益	131 119	101 970	79 173

(a) 包括 Thermo Cardiosystems 公司和 Thermo Voltek 公司。
(b) 包括 Thermo Remediation 公司。
(c) 分部收益是公司一般管理费用、与部门和产品重组相关的成本、其他收入和费用、少数股权和所得税前收益。

普通股市场信息

下表列示了 1993 和 1992 年根据纽约证券交易所报告的销售价格确定的公司普通股（代号 TMO）的市价波动区间。价格已经被重新计算，以反映 1993 年 10 月 3 股送 2 股的股票分割。

（美元）	1993		1992	
季度	高	低	高	低
1	38	31.33	31.67	26.25
2	41.17	36.33	29.08	25.17
3	43.25	37.25	28.33	25
4	43	38.125	31.50	26.50

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1994 年 2 月 25 日，公司股票在纽约证券交易所的收盘价为每股 39.5 美元。

1994 年 2 月 25 日，公司拥有记名普通股股东 6 406 名。

以下拥有多数股权的公开持股子公司的股票在美国证券交易所交易：Thermedics 公司（TMD）、Thermo Instrument Systems 公司（THI）、Thermo Power 公司（THP）、Thermo Process System 公司（TPI）、Thermo Voltek 公司（TVL）、ThermoTrex 公司（TKN）、Thermo Fibertek 公司（TFT）和 Thermo Remediation 公司（THN）。

股利政策

公司从未支付过现金股利，也不希望在可预见的未来支付现金股利，因为公司的政策是将盈利用于为扩张和发展提供资金。股利支付将由董事会斟酌处理后决定，取决于公司的收益、资本需求和财务状况。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第9章 财务分析

财务分析的目标是根据既定的目标和战略评估公司业绩。财务分析有两种主要方法：比率分析（ratio analysis）和现金流量分析（cash flow analysis）。比率分析涉及评估公司财务报表中各项目之间的相互关系；现金流量分析则使分析师得以考察公司的流动性以及公司对经营、投资和融资现金流量的管理业绩。

财务分析可用于各种情况。对公司现在和过去业绩进行比率分析可以为预测未来业绩提供基础，正如我们将在后面各章讨论的，财务预测对公司估价、信用评估、财务困境预测、证券分析、收购和兼并分析以及公司财务政策分析很有帮助。

9.1 比率分析

公司的价值取决于其增长和盈利能力。如图 9-1 所示，公司的增长和盈利能力受其产品市场和金融市场战略影响。产品市场战略通过公司竞争战略、经营方针和投资决策执行，金融市场战略通过融资和股利政策执行。

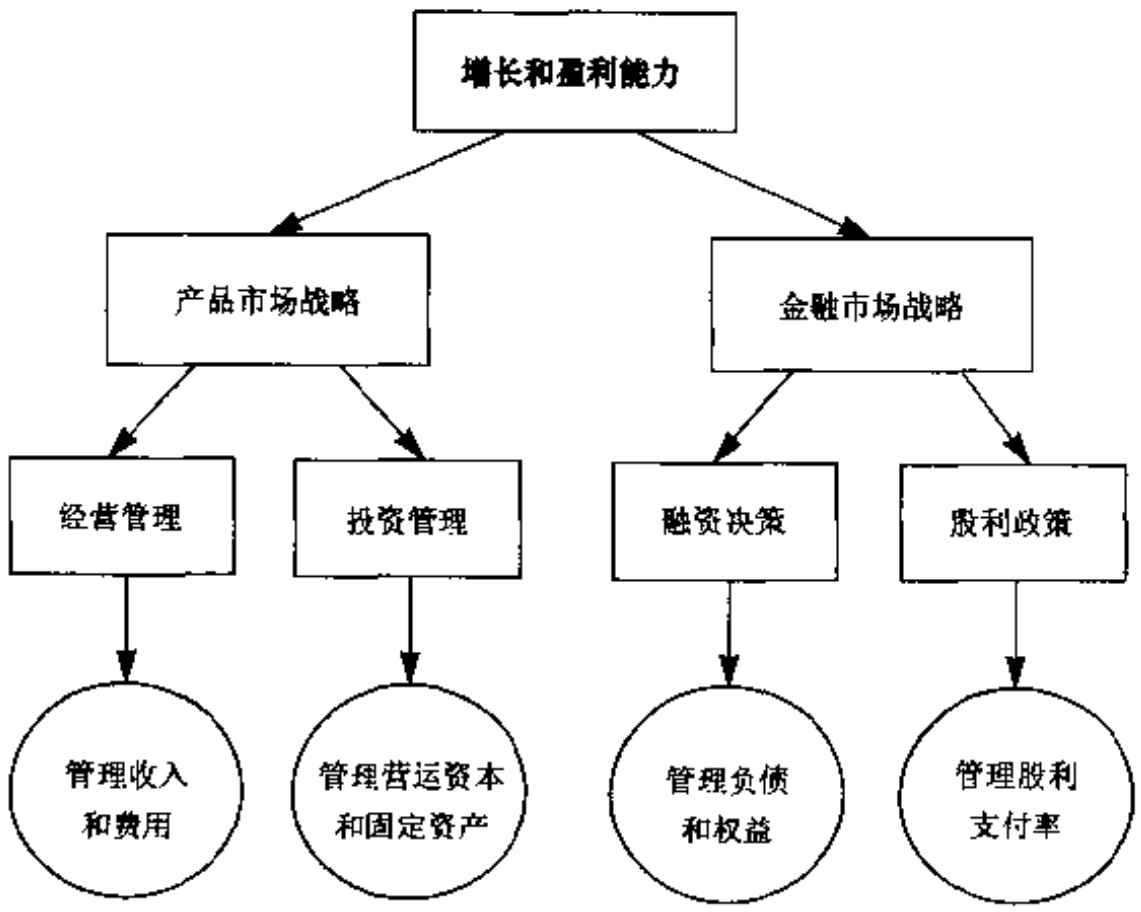


图 9-1 公司盈利能力和增长的动因

因此，经理为达到增长和盈利目标可使用的四种手段是：（1）经营管理，（2）投资管理，（3）融资决策，（4）股利政策。比率分析的目的是评估公司各领域政策的有效性。有效的比率分析应使

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财务数字尽可能详细地与潜在的经营要素相关联。尽管比率分析不能使分析师掌握公司业绩的全部情况，但它有助于分析师确定需要进一步查明的问题。

在进行比率分析时，可以（1）比较一家公司不同年度的比率（时间序列比较）；（2）比较该公司与行业中其他公司的比率（截面比较）；（3）比较比率和一些绝对基准。在进行时间序列比较时，分析师可以使公司特定因素保持不变，考察不同时期公司战略的有效性。截面比较有助于在保持行业层面因素不变的情况下，考察公司在行业中的相对业绩水平。对大多数比率而言，不存在绝对的基准。收益率的计量属例外情况，可以将它和与投资相关的资本成本相比较。例如，在会计产生歪曲的情况下，可以将股东权益收益率与权益资本成本相比较。

下面，我们将以美国一家优秀的零售商 Nordstrom 公司为例来说明这些方法。我们将把 Nordstrom 公司结束于 1 月 31 日的 1999 会计年度的财务比率与结束于 1 月 31 日的 1998 会计年度的财务比率进行比较，并与美国另一家零售商 TJX 公司结束于 1 月 31 日的 1999 会计年度的财务比率进行比较。[1]

Nordstrom 是一家领先的时装专业零售商，出售各种男女和儿童高级服装、鞋及全套服饰中的各种配件。公司执行高质量、特别服务和高价格战略。由于对近年来不稳定的收益业绩不满意，公司管理层在过去两年中着重于提高利润业绩。我们将使用结束于 1 月 31 日的 1999 年度会计报表，考察管理层实现该目标的成功程度。TJX 公司实行与 Nordstrom 截然不同的战略：它通过 T.J.Maxx 和 Marshalls 店经营价格优惠的服饰和家居用品。公司的战略是按低于百货商店正常价 20%—60% 的价格销售品牌商品。公司试图通过相机购买、运用高效销售网络和低成本结构从事经营来实现这一战略。Nordstrom 和 TJX 采用的投资和融资战略似乎也不相同。Nordstrom 对商店投资巨大，而 TJX 租入商店；Nordstrom 拥有信用卡业务，而 TJX 没有。我们将阐明两家公司的这些区别如何影响其财务比率，并查看哪种战略能够给股东带来更好业绩。

衡量总体盈利能力

股东权益收益率（ROE）是全面分析公司业绩的起点，它被定义为：

$$\text{ROE} = \frac{\text{净收益}}{\text{股东权益}}$$

ROE 是衡量公司业绩的全面指标，因为它表明经理运用公司股东投入的资金创造收益的好坏程度。从长期平均来看，美国大上市公司的股东权益收益率在 11%—13%之间。

从长期看，公司权益的价值取决于公司 ROE 与公司权益资本成本之间的关系。[2] 即如果预期在长期内公司 ROE 将高于权益资本成本，则公司的市值应高于账面价值；反之亦然（在“估价”一章我们将更详细讨论这个问题）。

将 ROE 与资本成本相比较不仅有助于预计公司价值，而且有助于权衡提高未来盈利的途径。如果缺乏有效的进入壁垒，持续超常的盈利能力将引起竞争。出于这个原因，随时间推移，ROE

---

1 我们将把结束于 1999 年 1 月的会计年度称为 1998 年，结束于 1998 年 1 月的会计年度称为 1997 年。

2 在计算 ROE 时，可以使用期初股东权益、期末股东权益或者两者的平均数。从概念上看，平均股东权益是恰当的，对高速成长的公司尤其如此。然而，对大多数公司而言，只要分析师坚持一致性原则，三种计算选择不会有太大区别。因此，在实践中，为简化计算，大多数分析师使用期末股东权益。这一注释适用于本章讨论的所有符合以下条件的比率，即比率中的一项是流量（损益表或现金流量表中的项目），而另一项是存量（资产负债表中的项目）。在本章中，为简化计算，我们使用存量指标的期末余额。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

往往受竞争力的驱动而趋于“正常”水平——权益资本成本。因此，可以将权益资本成本视做为 ROE 确立的可以在长期竞争均衡中加以参照的基准。偏离基准水平一般有两个原因：一是行业环境和竞争战略促使公司至少在短期创造超常（或逊常）经济收益，一是会计造成的歪曲。

表 9-1 列示了 Nordstrom 和 TJX 根据报告收益计算的 ROE。

表 9-1 Nordstrom 和 TJX 股东权益收益率（ROE）

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
股东权益收益率	15.6%	12.6%	34.5%

1997—1998 年间，Nordstrom 的 ROE 由 12.6%显著提高到 15.6%，表明 Nordstrom 着重于提高利润的战略开始显示积极结果。与经济中 ROE 的历史趋势相比，Nordstrom 1997 年业绩可被视做恰好位于平均水平附近，而且其 1997 年 ROE 几乎不足以弥补权益资本成本的合理预计值。1998 年 ROE 提高的三个百分点使 Nordstrom 很充裕地超过了这两个基准。[3] 遗憾的是，尽管 1998 年 Nordstrom 的 ROE 有所提高，但它仍然远远落后于 TJX 34.5%的 ROE 水平。在这个业绩水平上，无论相对于美国经济中 ROE 的历史趋势还是相对于自身 ROE 的历史水平，TJX 都赚取了超额收益。TJX 相对于 Nordstrom 的优良业绩反映在两家公司权益市值与账面价值比率的差别上。1999 年 6 月，Nordstrom 市值与账面价值比率为 3.6，而 TJX 市值与账面价值比率为 8.6。

分解盈利能力：传统方法

公司的 ROE 受两个因素影响：公司使用资产的盈利能力以及公司资产相对于股东投资的大小。为了解这两个因素的影响，可将 ROE 分解为资产收益率(ROA)和一个财务杠杆衡量指标，如下所示：

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{财务杠杆} = \frac{\text{净收益}}{\text{资产}} \times \frac{\text{资产}}{\text{股东权益}}$$

ROA 说明公司能够使用投入的每 1 美元资产创造多少利润；财务杠杆表明公司能够使用股东投入的每 1 美元配置多少资产。

资产收益率本身又可以分解为两个因素：

$$\text{ROA} = \frac{\text{净收益}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产}}$$

净收益与销售收入的比率称为销售净利率或销售收益率（ROS）；销售收入与资产的比率称为资产周转率。销售净利率表明公司创造的每 1 美元销售收入中有多少利润；资产周转率表明公司能够使用每 1 美元资产创造多少销售收入。

表 9-2 列示了两家零售公司 ROE 的三个影响因素：销售净利率、资产周转率和财务杠杆。Nordstrom 的 ROE 从 12.6%提高到 15.6%，主要是由于财务杠杆提高所致，也因为销售净利率小幅提高。实际上，公司 1998 年 ROE 因资产周转率降低而受到损害。TJX 较高的 ROE 是由于销售净

3 在第 12 章中，我们详细讨论了如何估计公司的权益资本成本。1999 年，Nordstrom 和 TJX 的权益 β 都接近于 1，而长期国库券的收益率约为 6%。如果假设风险溢价为 6%，则两家公司的权益成本为 12%；如果假设风险溢价为 8%，则两家公司的权益成本为 14%。较低的假定风险溢价必然导致较低的权益资本成本。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

利率较高和资产使用效果较好所致；尽管 TJX 的财务杠杆率相对稍低，但它却能获得比 Nordstrom 更高的 ROE。

表 9-2 ROE 的传统分解

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
ROS	4.1%	3.85%	5.3%
×资产周转率	1.61	1.68	2.89
=ROA	6.6%	6.5%	15.3%
×财务杠杆	2.37%	1.95	2.25
=ROE	15.6%	12.6%	34.5%

分解盈利能力：替代方法

尽管上述方法在分解公司 ROE 时被普遍使用，但它也有一些局限性。在计算 ROA 时，分母包括公司全部资本提供者拥有的资产，而分子只包括股权持有者可得收益。资产本身既包括营业资产，也包括金融资产（如现金和短期投资）。此外，净收益包括经营活动产生的收益以及利息收入和费用，利息收入和费用是融资决策的结果。通常，区分这两种收益来源是有益的。最后，以上使用的财务杠杆率并没有确认公司的现金和短期投资实际上是“负债务”的事实，因为它们可用于支付资产负债表中的债务。[4] 以下讨论的分解 ROE 的替代方法解决了这些问题。[5]

在讨论分解 ROE 的这种替代方法之前，需要对这部分和本章其余部分使用的一些术语加以界定。表 9-3 给出了这些术语。

我们使用表 9-3 界定的术语以下列方式分解 ROE：

$$\text{ROE}=\frac{\text{税后净营业利润}}{\text{股东权益}}-\frac{(\text{税后净利息费用})}{\text{股东权益}}$$

$$=\frac{\text{税后净营业利润}}{\text{净资产}}\times\frac{\text{净资产}}{\text{股东权益}}-\frac{\text{税后净利息费用}}{\text{净债务}}\times\frac{\text{净债务}}{\text{股东权益}}$$

$$=\frac{\text{税后净营业利润}}{\text{净资产}}\times\left(1+\frac{\text{净债务}}{\text{股东权益}}\right)-\frac{\text{税后净利息费用}}{\text{净债务}}\times\frac{\text{净债务}}{\text{股东权益}}$$

$$=\text{营业资产收益率}+(\text{营业资产收益率}-\text{税后实际利息率})\times\text{净财务杠杆}$$

$$=\text{营业资产收益率}+\text{差价}\times\text{净财务杠杆}$$

表 9-3 比率分析使用的会计项目的定义

项 目	定 义
税后净利息费用	(利息费用-利息收入)× (1-税率)
税后净营业利润（NOPAT）	净收益+税后净利息费用
营业营运资本	(流动资产-现金和有价证券)-(流动负债-短期债务和长期债务本年到期部分)
净长期资产	长期资产总额-非附息长期负债
债务净额	附息负债总额-现金和有价证券
净资产	营业营运资本+净长期资产
净资本	债务净额+股东权益

4 严格地说，现金余额的一部分需要用于公司经营，因此只有超额现金流量应被视做负债务。然而，公司不提供超额现金流量信息，因此我们在下面的定义和计算中减去全部现金余额。另一种可能的方法是只减去短期投资，完全忽视现金余额。

5 有关这种方法的更详细说明，参见“Ratio Analysis and Valuation,” Doron Nissim and Stephen Penman, 未出版原稿，March 1999。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

营业资产收益率（Operating ROA）计量公司使用其营业资产创造营业利润的盈利能力。如果公司全部由股权融资，该比率就是公司的ROE。差价是将债务引入资本结构产生的增量经济影响。只要营业资产收益率高于借款成本，借款就会产生正面经济影响；如果公司不能赚取足够多的营业收益以支付利息成本，则借款会降低其ROE。正面和负面影响都会因公司借款与权益的比例增加而被放大。债务净额与股东权益的比率可以计量这种净财务杠杆。因此，用公司的差价与净财务杠杆的乘积计量股东的财务杠杆收益。

营业资产收益率可以进一步分解为税后净营业利润率（NOPAT margin）和营业资产周转率（operation asset turnover），如下所示：

$$\text{营业资产收益率} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{净资产}}$$

从经营活动的角度看，税后净营业利润率计量公司销售收入的盈利能力；营业资产周转率计量公司能够使用其营业资产创造销售收入的程度。

表9-4反映了对Nordstrom和TJX的ROE的分解。表中的比率显示出Nordstrom的资产收益率与营业资产收益率之间有很大差别。例如，1998年，Nordstrom的资产收益率为6.6%，而营业资产收益率为11.7%。TJX的资产收益率与营业资产收益率之间的差别更加显著：1988年，TJX的资产收益率为15.3%，而营业资产收益率为43%。由于TJX拥有大量非附息负债和短期投资，因而其营业资产收益率显著高于资产收益率。这表明，至少对某些公司而言，对单纯的资产收益率加以调整以把利息费用、利息收入和金融资产考虑在内是很重要的。

表9-4 区别ROE分解中的营业和融资组分

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
税后净营业利润率	4.7%	4.3%	5.3%
×净营业资产周转率	2.49	2.27	8.11
=营业资产收益率	11.7%	9.8%	43.0%
差价	7.3%	6.4%	42.9%
×净财务杠杆	0.54	0.45	(0.20)
=财务杠杆收益	3.9%	2.8%	(8.5)%
ROE=营业资产收益率+财务杠杆收益	15.6%	12.6%	34.5%

评价营业资产收益率的恰当基准是加权平均债务和权益资本成本或加权平均资本成本。从长期看，公司的价值取决于营业资产收益率与该标准相比所处的位置。此外，从长期看，在缺乏某些竞争力壁垒的情况下营业资产收益率往往推向加权平均资本成本。由于加权平均资本成本低于权益资本成本，营业资产收益率被推进的程度往往低于ROE被推进的程度。从长期看，美国大公司的平均营业资产收益率在9%—11%之间。Nordstrom 1997和1998年的营业资产收益率在这个区间内，表明其经营业绩处于平均水平。TJX的营业资产收益率为43%，远远高于Nordstrom的营业资产收益率、美国行业平均值以及对TJX的加权平均资本成本的合理预计值。如果只使用单纯资产收益率计量方法，TJX引人注目的优良经营业绩可能并不明显。[6]

6 TJX的债务金额很小，现金余额高于债务，因此，其加权平均资本成本接近权益资本成本。我们将在第12章探讨如何预计公司加权平均资本成本。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

从 ROE 的两个营业动因看，TJX 都优于 Nordstrom——TJX 的税后净营业利润率更高，营业资产周转率也明显更高。TJX 更高的营业资产周转率主要是其租用商店战略的结果，这与自己拥有许多商店的 Nordstrom 不同。令人惊奇的是 TJX 更高的税后净营业利润率，它意味着 Nordstrom 不能使商品定价高到足以补偿其高服务战略成本的水平。

Nordstrom 能够通过其融资战略创造股东价值。1997 年，Nordstrom 的营业资产收益率与税后利息成本之间的差价是 6.4%，债务净额与股东权益之比为 45%。这两个因素都导致 ROE 取得 2.8% 的净增长。这样，1997 年 Nordstrom 的营业资产收益率为 9.8%，其 ROE 为 12.6%。1998 年 Nordstrom 的差价提高到 7.3%，净财务杠杆提高到 0.54，因其债务政策导致 ROE 取得 3.9%的净增长。1998 年营业资产收益率为 11.7%，ROE 提高到 15.6%.

尽管 1998 年 TJX 的差价极高，但因财务战略效率低而没能利用这种优势。由于 1998 年公司拥有大量现金余额，其净财务杠杆实际为负。因此，公司的 ROE 低于营业资产收益率。由于财务管理效率低，尽管 1998 年 TJX 的营业资产收益率几乎为 Nordstrom 的 4 倍，但其 ROE 仅为 Nordstrom 的 2 倍。

评估经营管理水平：分解销售净利率

公司的销售净利率或销售收益率（ROS）表明公司经营活动的盈利能力。对公司 ROS 的进一步分解使分析师得以评估公司的经营管理效率。进行这种分析时，普遍使用的工具是总体结构损益表，在这张报表中，所有项目都被表示为销售收入的一定比率。

通过编制总体结构损益表，可以比较公司不同时期损益表项目之间关系的变动趋势，也可以比较同行业不同公司损益表项目之间关系的变动趋势。进行损益表分析时，分析师可以提出以下问题：（1）公司的销售毛利率与公司提出的竞争战略一致吗？例如，产品独特性战略通常比低成本战略带来更高的销售毛利率。（2）公司的销售毛利率有所改变吗？为什么会发生这种改变？潜在的经营原因是什么，是由于竞争地位发生了变化、投入成本发生了变化，还是由于制造费用管理差？（3）公司对制造费用和管理费用管理得怎么样？这些成本由哪些经营活动产生？这些经营活动是必要的吗？

为阐明如何应用损益表分析，表 9-5 列示了 Nordstrom 和 TJX 的总体结构损益表。该表还列示了一些常用的盈利能力比率。我们将使用表 9-5 中的信息探讨为什么 Nordstrom 1998 年销售净利率（或销售收益率）为 4.1%，1997 年销售净利率为 3.8%，而 TJX 1998 年销售净利率为 5.3%。

销售毛利率 公司销售收入与销售成本之差是销售毛利。销售毛利率（Gross profit margin）表明收入超过与销售收入相关的直接成本的程度，计算公式如下：

$$\text{销售毛利率} = \frac{\text{销售收入} - \text{销售成本}}{\text{销售收入}}$$

销售毛利率受两个因素影响：（1）公司产品或劳务在市场中要求的高价格；（2）公司购买和生产过程的效率。公司产品或劳务要求的高价格受竞争程度和产品独特程度的影响。如果公司能够以低于竞争对手的成本购入投入品或能够更有效地经营其生产过程，则公司销售成本可能较低。实行低成本战略的公司通常属于这种情况。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 9-5 表明 Nordstrom 1998 年销售毛利率稍有增长，达到 33.5%，实现了公司在年度报告中提出的着重于提高盈利能力的目标。与其高价格战略相一致， Nordstrom 1998 和 1997 年销售毛利率明显高于 TJX 1998 年 25.1%的销售毛利率。

表 9-5 总体结构损益表和盈利能力比率

	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
各项目占销售收入的比例			
销售收入	100%	100%	100%
销售成本	(66.5%)	(67.9%)	(74.9%)
销售和一般管理费用	(28.0%)	(27.3%)	(16.2%)
其他收入/费用	2.1%	2.2%	—
净利息费用/收入	(0.9%)	(0.7%)	—
所得税	(2.6%)	(2.5%)	(3.4%)
非常收益/损失，减税金后的净额	—	—	(0.1%)
净收益	4.1%	3.8%	5.3%
主要盈利能力比率			
销售毛利率	33.5%	32.1%	25.1%
息、税、折旧和摊销前收益率（EBITDA margin）	10.4%	9.7%	10.6%
税后净营业利润率	4.7%	4.3%	5.3%
销售净利率	4.1%	3.8%	5.3%

销售和一般管理费用 公司的销售和一般管理（SG&A）费用受执行竞争战略所必须采取的经营活动的影响。如第 2 章所述，执行产品独特性战略的公司必须采取能够实现产品独特性的方法。与单纯以成本为基础参与竞争的公司相比，在质量和开发新产品基础上参与竞争的公司拥有更高的研究和开发成本。同样，与通过仓储零售商或直接邮寄销售且不提供客户支持的公司相比，试图建立品牌形象、通过全方位服务零售商销售产品以及为消费者提供重要服务的公司拥有更高的销售和管理成本。

SG&A 费用还受公司管理经营活动效率的影响。对以低成本为基础参与竞争的公司而言，营业费用的控制尤为重要。即使对产品独特性战略执行者而言，评估具有独特性的产品的成本是否与在市场上获得的高价格相称也很重要。

表 9-5 中的几个比率使我们得以评价 Nordstrom 和 TJX 管理 SG&A 费用的效果。首先，SG&A 费用与销售收入的比率表明公司每创造 1 美元销售收入发生多少耗费。我们可以看到，Nordstrom 的 SG&A 费用与销售收入比率明显高于 TJX。考虑到 TJX 执行低成本价格优惠战略，而 Nordstrom 执行高质量服务战略，这一点并不奇怪。然而，尽管 Nordstrom 提出提高盈利能力的目标，但它并没有改进成本管理：公司 SG&A 费用占销售收入的比例由 1997 年的 27.3%增加到 1998 年的 28%。

考虑到 Nordstrom 和 TJX 执行截然不同的价格、销售和服务战略，因此它们拥有截然不同的成本结构并不奇怪。Nordstrom 的销售成本占销售收入的比例更低，而 SG&A 费用占销售收入的比例更高。问题在于，如果将这两种成本都从销售收入中减去，哪个公司经营得更好？在这里，两个比率提供了有用的信号：税后净营业利润率和息、税、折旧和摊销前收益率：

$$\text{税后净营业利润率} = \frac{\text{税后净营业利润}}{\text{销售收入}}$$

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

$$息、税、折旧和摊销前收益率=\frac{息、税、折旧和摊销前收益}{销售收入}$$

税后净营业利润率能够全面说明公司的经营业绩，因为它反映了公司全部经营政策，而且排除了债务政策的影响。

除把折旧和摊销这种重要的非现金营业费用排除在外，息、税、折旧和摊销前收益率也提供类似的信息。一些分析师更愿意使用息、税、折旧和摊销前收益率，因为他们认为该比率着重于“现金”类经营项目。尽管这在一定程度上是正确的，但该比率可能出于两个原因而导致误解。首先，息、税、折旧和摊销前收益率不是严格的现金概念，因为销售收入、销售成本和 SG&A 费用常常包括非现金项目；此外，折旧是一种真正的营业费用，它在一定程度上反映资源的耗费。因此，忽视它可能引起误解。

从表 9-5 中我们可以看到，1997—1998 年间 Nordstrom 的税后净营业利润率稍有提高。然而，即使该比率有所提高，公司每 1 美元销售收入也只能取得 4.7 美分的净营业利润，而 TJX 能取得 5.3 美分的净营业利润。TJX 的息、税、折旧和摊销前收益率也稍好于 Nordstrom，但差别不大。不过，这种比较可能会引起误解，因为 TJX 租入大部分商店，而 Nordstrom 自己拥有大部分商店；在计算息、税、折旧和摊销前收益率时，TJX 的租赁费被包括在内，而 Nordstrom 的商店折旧费被排除在外。这是息、税、折旧和摊销前收益率有时会引起误解的一个例子。

税金费用 税金是公司费用总额的一个重要组成因素。公司试图通过各种税务规划技术减少税金费用。[7] 评价公司的税金费用可以使用两个衡量指标，一个是税金费用与销售收入的比率，另一个是税金费用与税前收益的比率（也称为平均税率）。公司的税金脚注详细说明了为什么平均税率与法定税率不同。

评估公司税务规划时，分析师应提出两个问题：（1）公司的税务政策可持续吗，或者当前税率受以前税额减免影响吗？（2）公司的税务规划战略产生其他经营成本吗？例如，如果经营活动在避税地发生，会对公司销售利润率和资产利用率产生哪些影响？税务规划战略的收益（减少税金）高于增加的经营成本吗？

表 9-5 表明 1997—1998 年间 Nordstrom 的税率并没有重大改变。Nordstrom 的税金占销售收入的比例稍低于 TJX，一个重要原因是 TJX 的税前利润占销售收入的比例更高。实际上，Nordstrom 和 TJX 的平均税率（税金费用与税前利润的比率）相同，均为 39%。

综上所述，我们断定 Nordstrom 销售收入收益率小幅提高主要是销售成本减少所致。在其他方面，Nordstrom 的业绩或保持不变或稍差一些。尽管 TJX 实行低价格战略，它仍能取得更高的销售收益率，原因在于它能够大大节省 SG&A 费用。

评估投资管理水平：分解资产周转率

资产周转率（Asset turnover）是公司股东权益收益率的另一个驱动因素。由于公司将大量资源投资于资产，因此使资产具有更高的生产能力对提高总体盈利能力至关重要。详细分析资产周转率使分析师得以评估公司投资管理的效果。

---

7 参见 *Taxes and Business Strategy*, Myron Scholes and Mark Wolfson, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1992。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

资产管理包括两个主要方面：（1）营运资本管理；（2）长期资产管理。营运资本被定义为公司流动资产和流动负债之间的差额，但是，该定义并不区分营业营运资本（如应收账款、存货和应付账款）和融资营运资本（如现金、有价证券和应付票据）。作出这种区分的可选择衡量指标是营业营运资本（operating working catital），其定义如表 9-3 所示：

营业营运资本 =（流动资产 – 现金和有价证券）
–（流动负债 – 短期投资和长期债务本年到期部分）

营运资本管理 分析师特别关注的营业营运资本是应收账款、存货和应付账款。一定数量的营运资本投资对公司正常业务经营是必要的。例如，公司的信用政策和销售政策决定最佳应收账款水平；生产过程的性质和对预防存货的需求决定最佳存货水平；应付账款是公司营运资本的惯常融资渠道，行业支付惯例决定应付账款的正常水平。

下列比率对分析公司营运资本管理水平很有用，它们是：营业营运资本占销售收入的比例、营业营运资本周转率、应收账款周转率、存货周转率和应付账款周转率。周转率也可以用营业营运资本能够支持的活动天数来表示。这些比率的定义如下所示：

$$\text{营业营运资本对销售收入比率} = \frac{\text{营业营运资本}}{\text{销售收入}}$$

$$\text{营业营运资本周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{营业营运资本}}$$

$$\text{应收账款周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{应收账款}}$$

$$\text{存货周转率} = \frac{\text{销售成本}}{\text{存货}}$$

$$\text{应付账款周转率} = \frac{\text{购买成本}}{\text{应付账款}} \text{或} \frac{\text{销售成本}}{\text{应付账款}}$$

$$\text{应收账款周转天数} = \frac{\text{应收账款}}{\text{每天平均销售收入}}$$

$$\text{存货周转天数} = \frac{\text{存货}}{\text{每天平均销货成本}}$$

$$\text{应付账款周转天数} = \frac{\text{应付账款}}{\text{每天平均购买成本（或销售成本）}}$$

营业营运资本周转率表明公司每投资 1 美元营业营运资本能够产生多少销售收入；应收账款周转率、存货周转率和应付账款周转率使分析师得以考察营运资本三个主要组分的使用效果；应收账款周转天数、存货周转天数和应付账款周转天数是评估公司营运资本管理效率的另一种方法。[8]

长期资产管理 投资管理的另一个方面与公司长期资产的利用相关。公司对长期资产投资可定义如下：

8 在实务中有许多与这些比率计算相关的问题。首先，在计算所有周转率时，在计算中使用的资产可以是年末价值或年初和年末余额的平均值。为简化计算，这里使用年末价值。其次，严格地说，应当使用赊销额计算应收账款周转率和应收账款周转期。然而，由于获取赊销数据通常很困难，往往使用销售收入总额。同样，在计算应付账款周转率和应付账款周转期时，出于数据可得性考虑，使用销售成本代替购货。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

长期资产净额=（长期资产总额－非附息长期负债）

长期资产通常包括财产、厂房和设备（PP&E）净值，无形资产（如商誉），以及其他资产。非附息长期负债包括递延所得税等项目。我们以这种方式定义长期资产净额和营运资本净额，即两者之和——净营业资产等于债务净额和权益（或净资本）之和。这与我们在本章前面部分对营业资产收益率的定义方法一致。

公司使用长期资产净额的效率通过以下两个比率计量：长期资产净额占销售收入的比例和长期资产净额周转率。长期资产净额周转率（Net long-term asset turnover）被定义为：

$$\text{长期资产净额周转率}=\frac{\text{销售收入}}{\text{长期资产净额}}$$

财产、厂房和设备（PP&E）是公司资产负债表中最重要的长期资产。公司 PP&E 的使用效率通过 PP&E 对销售收入的比率或 PP&E 周转率来衡量：

$$\text{PP \& E周转率}=\frac{\text{销售收入}}{\text{财产、厂房和设备净值}}$$

以上列示的比率使分析师得以探究四个方面的经营问题：（1）公司存货管理水平如何？公司使用现代化生产技术吗？公司拥有良好的供应方和后勤管理系统吗？公司对新产品作出规划了吗？存在需求预测和实际销售不匹配的情况吗？（2）公司信贷政策管理水平如何？这些政策与公司营销战略一致吗？公司通过增添销售渠道增加销售收入了吗？（3）公司利用商业信用吗？公司过分依赖商业信用吗？如果是这样，隐含利息成本是多少？（4）公司对厂房和设备的投资与其竞争战略一致吗？公司拥有合理的收购和剥离政策吗？

表 9-6 列示了 Nordstrom 和 TJX 的资产周转率。1997—1998 年间 Nordstrom 的营运资本管理有所改进，这可以从营业营运资本占销售收入的比例降低和营业营运资本周转率提高看出。营运资本管理的改进源于应收账款减少和存货管理更好，而且边际应付账款周转天数有所改进。相反，1998 年 Nordstrom 的长期资产利用率并没有提高：公司边际长期资产净额周转率和 PP&E 周转率下降。Nordstrom 在年度报告中承认，1998 年公司经营 1 年以上商店的销售收入小幅下降，因为管理层着重于通过控制存货削减成本。

表 9-6 资产管理比率

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
营业营运资本/销售收入	16.2%	20.8%	(0.3)%
长期资产净额/销售收入	24.0%	23.2%	12.6%
PP&E/销售收入	27.1%	25.8%	9.5%
营业营运资本周转率	6.17	4.81	—
长期资产净额周转率	4.17	4.31	7.94
PP&E 周转率	3.69	3.88	10.52
应收账款周转率	8.56	7.30	117.9
存货周转率	4.46	3.99	5.0
应付账款周转率	9.85	10.26	9.6
应收账款周转天数	42.6	50	3.1
存货周转天数	81.8	91.5	73
应付账款周转天数	37.1	35.6	38

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1998 年 TJX 的资产利用率明显高于 Nordstrom，通过充分利用供应方提供的商业信用和递延某些营业费用的支付，TJX 投入的营业营运资本很少。此外，由于 TJX 自身不经营信用卡业务，它能够在 3 天内收回应收款；而 Nordstrom 的收账期为 43 天。TJX 的存货管理效率更高，或许是因为它更重视销售战略。最后，由于 TJX 通过经营租赁租入商店，在商店上占用的资本明显更低。因此，TJX 的 PP&E 周转率几乎为 Nordstrom 的 3 倍。但是，在解释两家公司间的这种差别时应当谨慎，这是因为，正如 TJX 在脚注中披露的，根据不可撤销经营租约，未来几年它将欠一大笔钱。TJX 的财务报表没有充分确认根据这些不可撤销租约应对商店进行的潜在投资，从而可能虚增经营资产周转率。

评估财务管理水平：财务杠杆

财务杠杆能够使公司资产高于股东权益。公司可以通过借款及形成应付账款、应计负债和递延所得税等其他负债增加资产。只要负债成本低于投资收益率，财务杠杆就会导致公司股东权益收益率提高。从这方面看，区分附有明确利息费用的应付票据及其他形式的短期债务和长期债务等附息负债和其他形式的负债很重要。一些其他形式的负债，如应付账款和递延所得税，没有利息费用；其他负债，如资本租赁债务或退休金债务，附有隐含的利息费用。最后，一些公司持有大量现金余额或有价证券投资，这些余额可以减少公司的债务净额，因为从概念上讲，公司可以使用现金和短期投资立即支付债务。

尽管公司股东可能通过财务杠杆获益，但财务杠杆也会增加股东风险。与权益不同的是，负债有预先确定的付款条件，如果公司不能履行付款承诺，则面临陷入财务困境的风险。许多比率可用来评估公司财务杠杆产生风险的程度。

流动负债和短期流动性 以下比率对评估与公司流动负债相关的风险很有用：

$$\text{流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$$

$$\text{速动比率} = \frac{\text{现金} + \text{短期投资} + \text{应收账款}}{\text{流动负债}}$$

$$\text{现金比率} = \frac{\text{现金} + \text{有价证券}}{\text{流动负债}}$$

$$\text{营业现金流量比率} = \frac{\text{经营活动产生的现金流量}}{\text{流动负债}}$$

以上比率都试图衡量公司偿还流动负债的能力。前三个比率将公司流动负债与能够用于偿还流动负债的短期资产相比较，第四个比率着重考察公司创造偿还流动负债所需资源的经营能力。

由于流动资产和流动负债的期间可比，因此，流动比率（current ratio）是反映公司短期流动性的主要指标。如果流动比率超过 1，分析师将其视做表明公司能够用从流动资产中产生的现金偿还流动负债。不过，如果某些流动资产不易变现，即使流动比率超过 1，公司也可能面临短期流动性问题。速动比率（quick ratio）和现金比率（cash ratio）反映公司用流动性资产偿还流动负债的能力。速动比率假设公司应收账款具有流动性，在客户信誉卓著或应收账款能够在短期内收回的行业，情况确实如此。但是，如果这些条件不占优势，则只考虑现金和有价证券的现金比率能够更好地表明

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司在紧急情况下的流动负债偿还能力。营业现金流量比率（operating cash flow ratio）是衡量公司使用经营活动产生的现金流量偿还流动负债能力的另一个指标。

表 9-7 列示了 Nordstrom 和 TJX 的流动性比率（liquidity ratio）。如果用流动比率或速动比率衡量，1998 年 Nordstrom 的流动性状况很好，这两个比率都有所提高。由于 Nordstrom 积累了大量现金余额，而且通过优化存货管理提高了经营活动产生的现金流量，1998 年公司的现金比率和营业现金流量比率也显著提高。对 Nordstrom 的短期债权人而言，这些都是好消息。由于有大量现金余额和合理的营业现金流量，TJX 的流动性状况也很好。但是，由于对营业营运资本管理严格，TJX 的流动比率和速动比率小于 Nordstrom。如果 TJX 打算支付现金余额，其流动性比率将显著下降。

表 9-7 流动性比率

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
流动比率	2.19	1.71	1.33
速动比率	1.08	0.73	0.40
现金比率	0.31	0.03	0.35
营业现金流量比率	0.78	0.32	0.49

债务和长期偿债能力 公司财务杠杆还受债务融资政策的影响。债务融资有一些潜在的好处。首先，债务成本通常低于权益成本，因为公司向债权人承诺按预定的付款条件支付；其次，在大多数国家，债务融资的利息可以抵税，而支付给股东的股利不能抵税；第三，债务融资使公司管理层受到一定约束，并促使其减少支出浪费；第四，对管理层而言，向私人债权人传递与公司战略和前景相关的所有权信息通常比向公开资本市场传递信息更容易，这种沟通能够降低公司资本成本。出于所有这些原因，在资本结构中至少使用一些债务对公司而言是最理想的。但是，过分依赖债务融资可能使公司股东付出很大代价。如果公司拒付利息和本金，公司将面临财务困境；债权人也会强加给公司一些保证条款，对公司经营、投资和融资决策作出限制。

公司最理想的资本结构主要取决于公司的经营风险。如果不存在竞争和技术变化的威胁，则公司现金流量的可预测性强，这种公司经营风险较低，因此可以较多依赖债务融资；相反，如果公司的营业现金流量具有高度波动性，而且资本需求难以预测，则公司可能主要依赖权益融资。经理对风险和财务灵活性的态度也常常决定公司的债务政策。

许多比率可以帮助分析师。为对公司资本结构的债务和股东权益组合作出评价，以下比率很有用：

$$\text{负债对权益比率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{股东权益}}$$

$$\text{债务对权益比率} = \frac{\text{短期债务} + \text{长期债务}}{\text{股东权益}}$$

$$\text{债务净额对权益比率} = \frac{\text{短期债务} + \text{长期债务} - \text{现金和有价证券}}{\text{股东权益}}$$

$$\text{债务对资本比率} = \frac{\text{短期债务} + \text{长期债务}}{\text{短期债务} + \text{长期债务} + \text{股东权益}}$$

$$\text{债务净额对资本净额比率} = \frac{\text{附息负债} - \text{现金和有价证券}}{\text{附息负债} - \text{现金和有价证券} + \text{股东权益}}$$

第一个比率是对资产对权益比率（构成 ROE 基础的三个主要比率之一）的重述，等于资产对

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

权益比率减1；第二个比率表明股东每投资1美元，公司使用多少债务融资；第三个比率使用债务总额减去现金和有价证券后的债务净额计量公司借入款项；第四和第五个比率衡量债务占资本的比例。在计算以上各比率时，无论利息费用是明确的还是隐含的，把所有附息债务包括在内都很重要。回忆一下，附有隐含利息成本的项目包括资本租赁债务和退休金债务。在定义公司债务时，分析师有时把公司拥有的全部潜在资产负债表外债务（如不可撤销经营租赁）都包括在内。

公司偿付利息的难易程度表明债务政策的风险大小。利息保障倍数（interest coverage ratio）可以衡量：

$$\text{利息保障倍数（收益基础）}=\frac{\text{净收益}+\text{利息费用}+\text{税金费用}}{\text{利息费用}}$$

$$\text{利息保障倍数（现金流量基础）}=\frac{\text{经营活动产生的现金流量}+\text{利息费用}+\text{已付税金}}{\text{利息费用}}$$

分析师还可以计算保障倍数，以衡量公司通过恰当定义上述比率中的分子偿还全部固定财务债务（如利息支付、租金支付和本金偿还）的能力。在计算时必须记住，尽管某些固定费用（如利息和租金）在税前支付，但其他款项（如债务偿还）在税后支付。

收益基础的保障倍数表明有多少收益可用于支付每1美元必要利息支出；现金流量基础的保障倍数表明有多少经营活动产生的现金流量可用于支付每1美元必要利息支出。两个保障倍数的分母都是利息费用，在分子中加回税金是因为税金在扣除利息费用后计算。如果保障倍数为1，表明公司几乎不能通过经营活动偿还利息费用，这是一种非常危险的状况。保障倍数越高，公司拥有的可偿还利息债务缓冲资金越多。

主要分析问题

分析师考察公司债务政策时，会提出一些经营问题：

- 公司有足够的债务吗？公司利用债务的潜在好处——利息抵税、管理层约束和沟通便利了吗？
- 从经营风险看，公司债务过多吗？公司面临哪些债务保证条款约束？公司承担债务过多的成本，而且冒可能陷入财务困境和降低经营灵活性的风险了吗？
- 公司怎样处理借入资本？是投资于营运资本，还是投资于固定资产？这些投资有利可图吗？
- 公司借款支付股利吗？如果是这样，理由是什么？

表9-8列示了Nordstrom和TJX的债务比率和保障倍数。尽管Nordstrom记录了负债对权益比率和债务对权益比率的增加，但在考虑1998年增加的现金余额之后，公司净财务杠杆仍有小幅提高。公司的利息保障倍数也处于较好水平。所有比率都表明Nordstrom执行相当保守的债务政策。

表9-8 债务比率和保障倍数

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
负债对权益比率	1.37	0.95	1.25
债务对权益比率	0.72	0.46	0.18
债务净额对权益比率	0.54	0.48	(0.20)
债务对资本比率	0.42	0.38	0.15
债务净额对资本净额比率	0.35	0.31	(0.25)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
债务净额对权益比率，包括经营租赁债务	得不到	得不到	1.19
利息保障倍数(收益基础)	8.2	9.6	410
利息保障倍数（现金流量基础）	16.4	13.4	541.2
固定费用保障倍数，包括租金支付(收益基础)	4.6	4.8	3.17
固定费用保障倍数，包括租金支付(现金流量基础)	8.7	6.2	3.87

TJX 的债务比率证实它主要依靠非附息负债（如应付账款和应计费用）为经营活动融资。由于现金余额很大，公司债务净额实际为负，公司利息保障倍数非常高。但是，如果考虑 TJX 严重依靠经营租赁租入商店的事实，这种局面就会改变。如果把最低租金债务的现值与债务净额相加，TJX 的债务净额对权益比率就会显著提高。同样，如果在计算固定费用保障倍数时把最低租金包括在内，TJX 的保障倍数会显著下降。这就阐明了在分析公司财务报表时考虑资产负债表外债务的重要性。

分解数据比率 到目前为止，我们讨论了如何使用财务报表信息计算比率。分析师常常使用分解财务数据和实物数据进一步研究以上比率。例如，对多部门经营公司而言，分析师可以分析单个经营部门的信息。这种分析可以揭示各经营部门业绩的潜在差异，使分析师查明公司战略发挥作用和不发挥作用的领域。还可以通过计算与公司经营活动相关的实物数据进一步研究财务比率。需要查看的恰当实物数据随行业不同而不同。例如，在零售业，分析师可以计算生产力统计数据，如每家商店销售收入、每平方英尺销售收入、每家商店客户交易额以及客户每笔交易的销售数量；在旅馆业，客房占有率提供重要信息；在移动电话业，每位新用户的获取成本和用户保留率很重要。这些分解比率对新公司和新行业（如互联网公司）特别有用，因为对它们而言，会计数据可能因稳健会计规则的采用而不能充分反映经营的经济意义。

综合分析：评估可持续增长率

分析师常常使用可持续增长概念作为全面评估公司比率的方法。公司可持续增长率（sustainable growth rate）被定义为：

可持续增长率 = ROE ×(1 – 股利支付率)

前面四个部分我们已经讨论了 ROE 的分析，股利支付率（dividend payout ratio）被定义为：

$$\text{股利支付率} = \frac{\text{支付的现金股利}}{\text{净收益}}$$

公司的股利支付率是衡量股利政策的指标。正如我们在第 5 章详细论述的，公司出于几种原因支付股利。股利是公司将所创造的超过经营和投资需求的现金返还给股东的一种方式。当公司经理和股东之间存在信息不对称时，支付股利可成为向股东传递有关经理对公司未来前景预期的信号。公司也可以通过支付股利吸引某一类股东群体。

可持续增长率是公司能够在保持盈利能力和财务政策不变的同时取得增长的比率。公司的股东权益收益率和股利支付率决定可用于增长的基金。当然，如果公司的盈利能力、股利支付政策或财务杠杆发生变化，公司可以以不同于可持续增长率的比率增长。因此，可持续增长率提供了评估公司增长计划的基准。图 9–2 表明公司的可持续增长率与本章讨论的所有比率的联系。这种联系使分

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

析师得以考察公司现行可持续增长率的动因。如果公司打算以高于可持续增长率的比率增长，分析师可以评估在这个过程中哪些比率可能发生变化。通过这种分析，可提出以下经营问题：哪些比率将发生变化？管理层期望增强盈利能力，还是期望提高资产生产率？这些期望现实吗？公司对这些变化作出规划了吗？如果盈利能力不可能提高，公司会提高财务杠杆或削减股利吗？这些财务政策可能产生哪些影响？

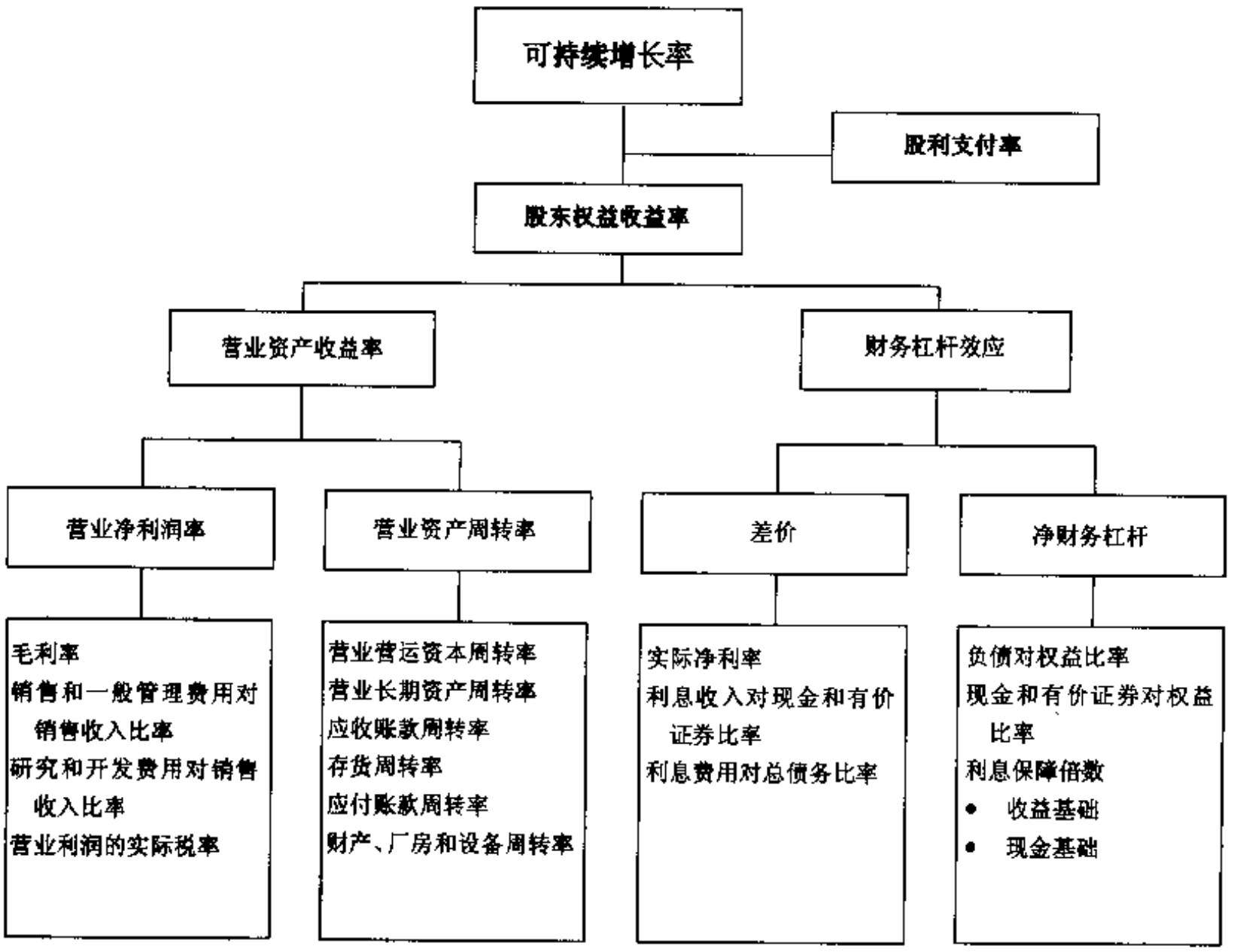


图 9-2 财务比率分析的可持续增长率框架

表 9-9 列示了 Nordstrom 和 TJX 的可持续增长率及其组成要素。与 TJX 相比，Nordstrom 的 ROE 更低，股利支付率更高，导致 1998 和 1997 年的可持续增长率明显更低。但是，Nordstrom 还是改善了自身的可持续增长率，因为 ROE 有所提高，而且边际股利支付率降低。

1998 年 Nordstrom 的销售收入、资产和负债实际增长率低于 1997 年的可持续增长率。1998 年 Nordstrom 的销售收入增长 3.6%，营业资产净额下降 5.3%，债务净额提高 6.9%。Nordstrom 的可持续增长率和销售收入、资产净额及债务净额实际增长率的差异因 Nordstrom 通过回购大量股票减少股东权益而得到调节。Nordstrom 无需改变经营和财务政策，仍有很大余地在未来各年以更高比率增长。

美国非财务公司比率的历史模式

为提供分析的基准，表 9-10 列示了本章讨论的主要比率的历史数据。这些比率使用美国所有非财务上市公司的财务报表数据计算。该表列示了 1979—1998 年间各年 ROE、ROE 的主要组分和

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

可持续增长率的数值。表中的数据表明，这段期间的平均 ROE 为 11.2%，平均营业资产收益率为 9%，营业资产收益率和税后净借款成本之间的平均差价为 2.7%，平均可持续增长率为 4.6%。当然，单个公司的比率可能因行业影响、公司战略和管理效果偏离平均数。尽管如此，这些平均数可以作为财务分析的有益基准。

表 9-9 可持续增长率

比率	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
ROE	15.6%	12.6%	34.5%
股利支付率	0.21	0.22	0.09
可持续增长率	12.3%	9.8%	31.4%

表 9-10 主要财务比率的历史数据

年度	ROE	税后净营业利润率	营业资产周转率	营业资产收益率	差价	净财务杠杆	可持续增长率
1979	14.7%	7.2%	1.77	11.5%	5.4%	0.57	8.8%
1980	13.9%	7.0%	1.81	11.3%	4.3%	0.58	8.0%
1981	13.5%	7.4%	1.77	11.3%	3.7%	0.59	7.5%
1982	10.5%	6.8%	1.61	9.4%	1.7%	0.60	4.2%
1983	10.5%	6.9%	1.61	9.6%	1.6%	0.53	4.2%
1984	12.4%	7.4%	1.64	10.6%	3.1%	0.56	6.1%
1985	9.6%	6.4%	1.61	8.7%	1.4%	0.60	3.2%
1986	8.8%	6.4%	1.51	8.1%	0.9%	0.65	1.9%
1987	11.6%	7.4%	1.52	9.8%	2.7%	0.69	4.7%
1988	13.5%	8.2%	1.42	10.0%	3.7%	0.93	5.9%
1989	12.5%	8.1%	1.40	9.5%	2.9%	1.03	5.3%
1990	10.4%	7.1%	1.42	8.3%	1.9%	1.06	3.3%
1991	6.5%	5.7%	1.41	6.3%	0.1%	1.01	-0.5%
1992	3.1%	3.9%	1.49	4.2%	-1.3%	1.03	-4.0%
1993	6.8%	4.9%	1.51	5.9%	0.8%	1.00	-0.2%
1994	12.9%	6.7%	1.57	9.1%	4.0%	0.92	6.3%
1995	11.7%	6.3%	1.58	8.5%	3.3%	0.93	4.8%
1996	13.7%	7.1%	1.56	9.7%	4.7%	0.85	7.6%
1997	12.9%	6.7%	1.55	9.1%	4.2%	0.88	6.9%
1998	13.7%	7.0%	1.45	8.9%	4.4%	0.93	7.9%
平均	11.2%	6.7%	1.56	9.0%	2.7%	0.80	4.6%

资料来源：美国所有非财务上市公司的财务报表数据，列示在 Compustat files 中。

9.2 现金流量分析

上述比率分析着重于分析公司损益表（销售净利润分析）或资产负债表（资产周转率和财务杠杆分析）。分析师可以通过考察现金流量获取对公司经营、投资和筹资政策的更深入了解。现金流量分析还可以表明公司损益表和资产负债表所提供信息的质量。和前面一样，我们将使用 Nordstrom 和 TJX 的现金流量阐明这部分讨论的概念。

现金流量和资金流量表

根据财务会计准则公告第 95 号（SFAS 95），所有美国公司被要求在财务报表中包括现金流量

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表。在对外报告的现金流量表中，公司将现金流量分为三类：经营活动产生的现金流量、与投资活动相关的现金流量和与融资活动相关的现金流量。经营活动产生的现金流量是公司在支付投入品和经营活动的成本后，通过销售商品和提供服务创造的现金。与投资活动相关的现金流量反映因资本支出、公司间投资、收购支付的现金和因销售长期资产收回的现金。与融资活动相关的现金流量反映从公司股东和债权人那里筹集或支付给股东和债权人的现金。

公司使用两种格式的现金流量表：直接式和间接式。两种格式报表的主要区别在于报告经营活动产生现金流量的方法不同。只有少数公司在实务中使用直接式现金流量表。在这种报表中，经营活动产生的现金收支被直接列示。在间接式现金流量表中，公司通过对净利润进行调整得出经营活动产生的现金流量。由于间接式现金流量表把现金流量表与公司损益表和资产负债表联系起来，许多分析师和经理发现这种报表更有用。财务会计准则委员会要求公司在间接式现金流量表中同时使用直接式报告经营活动产生的现金流量。

回忆一下第3章所讲的内容，净收益与经营活动产生的现金流量存在差别是因为收入和费用按照权责发生制计量。在净收益中内含两种应计项目。一种是流动性应计项目，如赊销收入和未付费用等。流动性应计项目带来公司流动资产（如应收账款、存货和预付费用）和流动负债（如应付账款和应计负债）的变动。损益表中包含的另一种应计项目是非流动性应计项目，如折旧、递延所得税和从未合并子公司获得的权益收益。为通过净收益得出经营活动产生的现金流量，必须对两种应计项目进行调整。此外，还必须对净收益中包括的非经营活动产生的收益（如资产出售收益）进行调整。

大多数美国以外的公司对外报告资金流量表，而不是上面提到的现金流量表。在发布SFAS 95以前，美国公司也对外报告类似的报表。资金流量表反映营运资本流量而非现金流量，有助于分析师了解如何把资金流量表转换为现金流量表。

资金流量表通常提供与公司经营活动产生的营运资本相关的信息，经营活动产生的营运资本被定义为对非流动性应计项目及长期资产出售收益进行调整后的净收益。如上所述，经营活动产生的现金流量实质上包括第三种调整，即对流动性应计项目的调整。因此，通过对与经营活动相关的流动性应计项目作出相关调整，把经营活动产生的营运资本转换为经营活动产生的现金就相对比较简单。

与流动性应计项目相关的信息可以通过考察公司流动资产和流动负债的变动获得。经营活动产生的应计项目通常反映除现金和现金等价物以外的所有流动资产账户的变动，以及除应付票据和长期债务本年到期部分以外的所有流动负债账户的变动。[9] 经营活动产生的现金可以计算为：

经营活动产生的营运资本
-应收账款增加（或+减少）
-存货增加（或+减少）
-除现金和现金等价物之外的其他流动资产的增加（或+减少）
+应付账款增加（或-减少）
+除债务以外的其他流动负债（或-减少）

9 现金和有价证券的变动被排除在外，是由于这是由现金流量表说明的金额。短期债务和长期负债的本年到期部分被排除在外，是由于这些账户代表融资活动产生的现金流量，而不是营业活动产生的现金流量。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

资金流量表还常常不区分投资活动和融资活动产生的现金流量。在这种情况下，分析师必须通过评估引起各个项目变动的经营业务的性质，将资金流量表中的各个项目分为这两种类型。

分析现金流量信息

现金流量分析可被用于处理各种与公司现金流量灵活性相关的问题：

- 公司创造内部形成的现金流量的能力强吗？经营活动产生的现金流量是正的还是负的？如果是负的，原因何在？是因为公司正在成长中，还是因为公司经营活动不盈利，或者因为恰当管理营运资本有困难？
- 公司有能力使用经营活动产生的现金流量偿还短期债务（如利息支付）吗？公司能够在不降低经营弹性的情况下持续偿还这些债务吗？
- 公司将多少现金投资于增长？这些投资与公司经营战略一致吗？公司使用内部形成的现金流量来发展融资，还是依靠外部融资？
- 公司是使用内部自由现金流量支付股利，还是必须依靠外部融资支付股利？如果公司必须通过外部渠道为股利融资，公司的股利政策是可持续的吗？
- 公司依靠哪种外部融资方式，权益、短期债务，还是长期债务？融资与公司总体经营风险一致吗？
- 在进行资本投资后，公司还有超额的现金流量吗？这是一种长期趋势吗？公司有怎样的自由现金流量配置计划？

尽管某些公司可以使用对外报告的现金流量表中的信息直接回答以上问题，但不会总是这样容易，有以下一些原因。首先，尽管 SFAS 95 对现金流量表的格式提出了广泛的指南，但各公司在如何披露现金流量数据方面仍存在重大差别。因此，为便于不同公司间全面的分析和比较，分析师常常使用自身的现金流量模式重新计算现金流量表中的数据。其次，在计算经营活动产生的现金流量时，公司把利息费用和利息收入包括在内，但严格地说，这两个项目与经营活动无关。利息费用是财务杠杆的函数，利息收入产生于金融资产而非营业资产。因此，把这个因素考虑在内重新编制现金流量表是有益的。

分析师使用许多不同的方法重新计算现金流量数据。表 9-11 列示了一种这样的模型，它通过两段反映经营活动产生的现金流量。首先计算营业营运资本投资前经营活动产生的现金流量。在计算这种现金流量时，该模型将利息费用和利息收入排除在外，分析师以公司净收益为基础，加回三种项目：（1）税后利息费用净额，因为它是一个融资项目，将在后面考虑；（2）通常产生于资产处置或资产冲销的非营业损益，因为这些项目与投资活动相关，将在后面考虑；（3）折旧和递延所得税等长期经营性应计项目，因为它们是非现金营业费用。

几个因素反映公司创造经营活动产生的正现金流量的能力。处于稳定状态的健康企业从客户那里创造的现金应当超过花费的营业费用；相反，处于发展中的公司（尤其是投资于研究和开发、广告和营销，或建立一个组织以保持未来增长的公司）则可能产生负经营现金流量。公司的营运资本管理也影响公司能否通过经营活动创造正现金流量。处于发展阶段的公司通常将一些现金投资于营业营运资本项目，如应收账款、存货和应付账款。营运资本投资净额是公司信用政策（应收账款）、

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

支付政策（应付款、预付费用和应计负债）和预计销售收入增长（存货）的函数。因此，在阐明营运资本投资后经营活动产生的现金流量时，牢记公司发展战略、行业特征和信用政策很重要。

随后，现金流量分析模型着重于与长期投资相关的现金流量，这些投资采取资本支出、公司间投资以及兼并和收购的形式。进行营业营运资本投资后，保持正现金流量使公司得以追求长期发展机会。如果公司的营运资本投资后经营现金流量不能为长期投资提供足够的资金，则它必须依靠外部融资满足发展所需资金。与可以通过内部融资满足发展需求的公司相比，这些公司进行长期投资的灵活性差。能够通过内部融资满足发展要求既有好处也要付出成本。成本在于经理可能使用内部形成的自由现金流量投资于非盈利项目；而如果经理被迫依靠外部资本提供者，这种资本支出浪费就不太可能发生。如果难以向资本市场传递有关投资收益的信息，则依靠外部资本市场可能使经理很难进行长期风险投资。

表 9-11 现金流量分析

项目	Nordstrom 1998	Nordstrom 1997	TJX 1998
净收益（百万美元）	206.7	186.2	420.6
税后净利息费用（收益）	30.6	22.3	1.1
非营业损失（收益）	—	—	6.0
长期经营性应计项目	186.7	156.9	139.3
营运资本投资前经营现金流量	**424.0**	**365.4**	**567.0**
营业营运资本净（投资）或变现	199.1	(45.0)	73.3
长期资产投资前经营现金流量	**623.1**	**320.4**	**640.3**
营业长期资产净（投资）或变现	(259.3)	(257.7)	(198.3)
可用于向债券持有者和权益证券持有者支付的自由现金流量	**363.8**	**62.7**	**442.0**
税后利息（费用）或收入净额	(30.6)	(22.3)	(1.1)
债务（偿还）或发行净额	258.1	140.4	(23.4)
可用于向权益证券持有者支付的自由现金流量	**591.3**	**180.8**	**417.5**
股利（支付）	(44.1)	(41.2)	(38.1)
股票（回购）或发行净额	(330.6)	(143.1)	(322.6)
现金余额净增加（减少）额	**216.6**	**(3.5)**	**56.8**

进行长期投资后剩余的现金流量是可向债券持有者和权益证券持有者支付的自由现金流量。对债券持有者的支付包括利息和本金支付。如果公司自由现金流量为负，则必须借入额外的资本满足利息和债务偿还需求，或者削减部分营运资本和长期投资，也可以发行额外的权益债券。很明显，这种状况会加大公司财务风险。

向债券持有者支付后的现金流量是可用于向权益证券持有者支付的自由现金流量。对权益证券持有者的支付包括股利支付和股票回购。如果公司可用于向权益证券持有者支付的自由现金流量为负但却支付了股利，则表明它们在借钱支付股利。尽管这在短期看是可行的，除非公司能够在可持续的基础上拥有正的自由现金流量，否则向权益证券持有者支付股利是不谨慎的。另一方面，如果公司在支付债务后拥有大量自由现金流量，则它可能为追求发展而冒风险把资金浪费在非盈利项目上。因此，分析师应认真考察这种公司的投资计划。

表 9-11 中的模型表明分析师应着重于几个现金流量衡量指标：（1）营运资本投资和利息支付前经营现金流量，以考察公司能否通过经营活动创造超额现金；（2）营运资本投资后经营现金流量，以评估公司营运资本的管理状况以及公司是否有为追求未来发展而投资于长期资产的灵活性；（3）

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

可向债券持有者和权益证券持有者支付的自由现金流量，以评估公司偿还利息和本金的能力；(4)可向权益证券持有者支付的自由现金流量，以评估公司保持现有股利政策的财务能力，并确认公司存在超额自由现金流量情况下可能出现的代理问题。必须结合公司的经营业务、发展战略和财务政策对这些衡量指标作出评价。此外，这些指标各年的变化对公司自由现金流量的动态稳定性提供了有价值的信息。

主要分析问题

如第 3 章所述，表 9-11 列示的现金流量模型可被用于评估公司收益质量。将公司净收益调整为经营活动产生的现金流量有利于该模型的运用。在这方面，分析师可以研究下列问题：

- 公司净收益与经营现金流量之间存在重大差异吗？能够明确确认这种差异的产生渠道吗？哪些会计政策导致了这种差异？这种差异是由以前发生的事件造成的吗？
- 现金流量与净收益之间的关系随时间的推移而发生变化了吗？为什么？是由于经营环境发生了变化还是由于公司的会计政策和估计发生了变化？
- 收入和费用确认与现金流量收支之间的时滞有多长？在两者之间需解决哪些不确定性问题？
- 应收账款、存货和应付账款的变化正常吗？如果不正常，对这些变化作出充分说明了吗？

最后，正如我们将在第 12 章中所论及的，可用于债务和权益证券支付的自由现金流量和可用于权益证券支付的自由现金流量分别是建立在现金流量基础上的公司资产和权益计价的重要输入参数。

对 Nordstrom 现金流量的分析

Nordstrom 和 TJX 使用间接现金流量表报告现金流量。如上所述，表 9-11 对这些报表进行了重新编制，以便我们分析两家公司的现金流量动态。

表 9-11 列出的现金流量分析表明，1998 年 Nordstrom 拥有营运资本投资前经营现金流量 4.24 亿美元，与 1997 年的 3.654 亿美元相比大幅提高。收益和现金流量之间的差异主要由公司损益表中包含的折旧和摊销费用产生。1998 年 Nordstrom 通过减少对应收账款和存货的投资，从营业营运资本中挤出额外的 1.99 亿美元，与 1997 年 4 500 万美元的净营业营运资本投资形成对比。结果，1998 年公司长期投资前经营现金流量达到 6.23 亿美元，足以支付全部长期资产投资。这样，1998 年 Nordstrom 拥有可向债券持有者和权益证券持有者支付的自由现金流量 3.638 亿美元，与 1997 年的 6 270 万美元形成对比。公司在 1997 和 1998 年都是借款人，因此两年都有相当多的可向权益证券持有者支付的自由现金流量。公司在两年中都利用自由现金流量支付正常股利并回购股票，但差别在于 1998 年公司有足够多的内部形成现金流量用于支付股利和回购股票，而 1997 年公司必须通过借款和削减长期投资向权益证券持有者支付。很明显，1998 年 Nordstrom 的现金流量显著增加。

1998 年 TJX 的现金流量状况也非常好，营运资本投资前经营现金流量为 5.67 亿美元，还减少了营运资本投资。但是，TJX 和 Nordstrom 管理营运资本投资的方式存在明显差别。Nordstrom 减少了存货和应收账款投资，而 TJX 递延了应付款和应计费用。与 Nordstrom 相同，TJX 能够使用自身的经营现金流量为经营资产长期投资提供资金。因此，TJX 拥有 4.42 亿美元可向债券和权益证券

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

证券持有者支付的自由现金流量。公司从中向债券持有者支付利息和本金大约 2 500 万美元，向权益证券持有者支付股利和回购股票 3.607 亿美元，现金余额增加额 5 700 万美元。

小 结

本章介绍了两种财务分析工具：比率分析和现金流量分析。这两种工具使分析师得以考察既定的战略和目标下公司的业绩和财务状况。比率分析涉及评估公司损益表和资产负债表数据，而现金流量分析依靠公司现金流量表。

比率分析的起点是公司的股东权益收益率。接下来，阐述了评估股东权益收益率的三个动因：销售净利率、资产周转率和财务杠杆。销售净利率反映公司的经营管理水平；资产周转率反映公司的投资管理水平；财务杠杆反映公司的负债管理水平。通过考察一些比率，还可以对这些领域进行进一步研究。例如，通过总体结构损益表分析可以详细考察公司销售净利率；同样，通过应收账款、存货、应付账款等主要营运资本账项周转率和公司固定资产周转率可以进一步考察公司资产周转率；最后，通过短期流动比率、债务政策比率和保障倍数可以考察公司财务杠杆。

公司的可持续增长率——即公司无需改变其经营、投资和融资政策而取得增长的比率——取决于公司的股东权益收益率和股利政策。因此，可持续增长概念提供了将比率分析结合起来和评估公司增长战略是否可持续的方法。如果公司计划要求按高于现行可持续增长率的比率增长，则分析师可以考察哪些比率未来可能发生变化。

现金流量分析为考察公司经营活动、投资管理和财务风险的比率分析提供了补充。现在，美国公司被要求报告概括公司经营、投资和融资现金流量的现金流量表。其他国家的公司通常报告营运资本流量，但可以使用这一信息编制现金流量表。

由于各公司报告现金流量数据的方法有很大差别，分析师常常使用标准格式重新计算现金流量数据。在本章中我们讨论了一种这样的现金流量模型。该模型使分析师得以评估公司进行营业营运资本投资前是否通过经营活动创造了现金流量，以及公司将多少现金投资于营运资本。它还使分析师能够计算公司进行长期投资后的自由现金流量，从而表明公司满足债务和股利支付的能力。最后，现金流量分析表明公司的融资状况，以及其融资模式是否具有高风险。

通过分析公司财务比率和现金流量获得的深入见解对预测公司未来发展前景十分有价值，我们将在以后章节探讨这个话题。

思考题

1. 你认为以下哪种公司可能有特别高或特别低的资产周转率？说明原因。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 超市
- 制药公司
- 珠宝零售商
- 钢铁公司

2. 你认为以下哪种公司可能有高或低销售毛利率？为什么？

- 超市
- 制药公司
- 珠宝零售商
- 软件公司

3. 一家经纪公司的分析师詹姆斯·布罗克说："对每家公司，我所看的关键数字都是经营现金流量。如果经营现金流量小于收益，则认为公司经营状况不好且投资前景差。"你同意这种评估方法吗？为什么？

4. 1995 年克莱斯勒（Chrysler）的股东权益收益率为 20%，而福特（Ford）的收益率仅为 8%。使用股东权益收益率的分解框架说明产生这种差异的可能原因。

5. 乔·英弗思特认为，"公司不可能以高于可持续增长率的速度增长"。判断对错，并说明原因。

6. 公司经营活动产生的现金流量小于经营活动产生的营运资本的原因是什么？对这些原因可能作出哪些解释？

7. ABC 公司在产品发运时确认收入。管理层决定通过供应全部客户订货提高本季度销售收入。说明该决策对以下比率的影响：

- 本季度应收账款周转天数
- 下季度应收账款周转天数
- 本季度销售收入增长率
- 下季度销售收入增长率
- 本季度销售收入收益率
- 下季度销售收入收益率

8. 你将使用哪些比率评价公司经营杠杆？

9. 你可以使用哪些可能的基准比较公司财务比率？这些可选择的基准有哪些利弊？

10. 价格上涨期间，对存货计价采用后进先出而不是先进先出法的会计决策会对以下比率产生什么影响？

- 销售毛利率
- 流动比率
- 资产周转率
- 债务对股东权益比率
- 平均税率

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：The Home Depot 公司

拥有概念和没有概念公司的差别在于股票能够以 20 倍还是 10 倍于收益的价格销售。The Home Depot 明显是一支概念股，在结束于这个月的本会计年度股价为收益的 27—28 倍证实了这一点。乍看起来，The Home Depot 对概念炒作者而言可能很难经营。它是五金连锁店。但正如我们在 83 年春天参观该公司时所注意到的，这些五金店是巨大的仓储式零售店——有 60 000—80 000 英尺大。可以在这些商店中装入大量的锯，还有大量的剩余空间可以拼成一个很像样的概念。

事实上，“仓储”是当今零售业最热门的概念。The Home Depot 批量购货，这意味着供应商很愿意保持这种关系，因此会为其提供很多额外服务。公司又碰巧精通推销和定价。根据我们最后一次统计，The Home Depot 有 22 家店，全部坐落在太阳终日照耀的地方。

增长是显著的。1980 会计年度 The Home Depot 收入只有 2 200 万美元，3 年后激增到 2.5 亿美元。收益则从 1980 会计年度的 2 美分增加到即将结束的本会计年度（1985 年 1 月）的 60 美分。

The Home Depot 股票的支持者预期公司股票将上涨。他们满怀信心地预计，在新的会计年度公司还会取得 30%的增长。可能如此。但在钦佩公司销售技巧和想像力的同时，我们像第一次看到 The Home Depot 的高市盈率一样感到困惑。或许现在更困惑一些。[1]

以上报告出现在 1985 年 1 月 21 日《巴伦氏》（*Barron's*）的每周财经专栏“华尔街上下”（Up & Down Wall Street）中。

公司背景

1978 年，伯纳德·马库斯（Bernard Marcus）和阿瑟·布兰克（Arthur Blank）创建了 The Home Depot，把仓储式零售概念引入家用建筑材料中心行业。公司经营“自己动手”（DIY）仓储式零售店，销售各种建筑材料和家用装修产品。现购自运（cash-and-carry）销售集中于家居装修市场。公司将顾客定位于房主个人和小承包商。

The Home Depot 的战略包括几个要素。公司提供较低的具有竞争性的价格，这是仓储式零售概念的核心特色。The Home Depot 店通常位于郊区，都是仓储式的，存货堆在架上陈列的商品上面。仓储式商店将间接费用保持在较低水平，能使公司将节约的成本传递给消费者。由于强调通过高存货周转率实现薄利多销，成本被进一步降低。尽管提供低价位，但 The Home Depot 注意不以降低

该案例由 Krishna Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1988 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-188-148。

1 经允许摘自 Barron's, January 21, 1985。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

商品的深度和可供销售产品的质量为代价。

为保证随时备有合适的产品，每家 Home Depot 店都持有约 4 500 000 美元零售存货，包括约 25 000 种库存商品。所有商品都放在商店销售区，增加了顾客的购物便利，也降低了脱销现象的发生。公司还向顾客保证它所销售产品的质量是最好的。The Home Depot 既销售在全国范围内进行广告宣传的品牌产品，也销售由公司商品经理精心选出的不知名产品。The Home Depot 出售的每一件产品都由制造商或公司自身作出质量担保。

The Home Depot 以提供卓越的销售服务作为上述销售战略的补充。由于公司的绝大多数顾客是没有家居装修经验的房主个人，The Home Depot 认为员工的专业知识和服务定位对取得销售成功至关重要。公司执行许多满足这种需求的政策，公司约 90%的员工是全职工作。为吸引和保留强有力的销售人员，公司保持高于竞争对手的工资水平。所有销售人员都参加专门的培训课，以获取对公司家用装修产品及其应用的全面了解。这种培训使他们能够回答购物者的问题，并帮助顾客选择合适的设备和材料。销售人员提供的内行建议常常会建立一条纽带，使得顾客在整个装修期间都与其保持持续联系。

最后，为吸引顾客，The Home Depot 通过报纸、电视、收音机和直接邮寄商品目录方式执行积极的广告计划。公司的广告强调促销价格、商品的齐全种类和深度，以及销售人员提供的帮助。公司还发起 DIY 方法和产品用途的店内讲解。为增加顾客购物便利，The Home Depot 每周开业 7 天，包括除周日以外的夜晚。

《财富》杂志对 The Home Depot 的战略作了如下评论：

> 仓储店通常以最少的服务和最基本的环境为购物者提供较大的折扣，The Home Depot 零售店提供吸引人的购物环境和低价格，还为顾客提供特殊的有益服务。尽管仓储式零售看来很简单，事实并非如此：由于折扣削减了销售毛利，店主必须认真控制购买、销售和存货成本。由于服务上的投入昂贵且难以系统化，使得这项工作更加困难。在包括旧式的五金店、建筑材料仓储店和家用建筑材料中心在内的该行业的 DIY 部中，The Home Depot 是惟一成功实现低价格和高质量服务相结合的公司。[2]

The Home Depot 的战略是成功的，它带来了公司经营引人注目的增长。1979 年在亚特兰大开业的前 3 家 The Home Depot 店很快取得成功。从此之后，公司迅速发展，并于 1981 年成为股份公开公司。公司股票最初在场外市场交易，1984 年 4 月在纽约证券交易所上市。一些新商店在遍及阳光地带的市场开业，The Home Depot 所经营商店的数量由 1979 年的 3 家增加到 1985 会计年度末的 50 家，结果使销售收入由 1979 年的 700 万美元增加到 1985 年的 7 亿美元。附录 1 提供了公司经营增长摘要。附录 2 概括了 1985 年公司股价行情。

行业和竞争

20 世纪 80 年代，家居装修行业规模很大且不断发展。1985 年该行业销售收入共计约 800 亿美

2 经允许摘自 Fortune, February 1988, p.73。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

元，预计行业增长强势还将继续，特别是 DIY 部，在过去 15 年间该部门以 14%的年利率增长。随着赚取双份工资家庭数量的增加，家庭平均可支配收入增加，使得家庭装修频率和数量的增加成为可能。而且，许多房主亲自进行装修，不再雇用承包商。一家行业商业团体——DIY 协会进行的调查表明，DIY 已经成为美国继看电视之后排在第二位的流行业余活动。

The Home Depot 开创的仓储零售业的成功吸引许多公司加入到该行业中来。目前在该行业中经营的连锁店包括 Builders Square（K Mart 的一个部门），Mr. HOW（Service Merchandise 的一个部门），The Home Club（Zayre 公司的一个部门），Payless Cashways（W. R. Grace 的一个部门）和 Hechinger。这些连锁店中的大多数相当新，还没有取得高额利润。

在 The Home Depot 的竞争对手中，最成功的是 Hechinger。Hechinger 的五金店生意已经经营了很长时间，最近它加入了该行业中的 DIY 部。Hechinger 实行与 The Home Depot 截然不同的战略，它经营迎合高层次消费者需求的商店，旨在获取高销售利润率。1985 会计年度末，该公司拥有 55 家店，主要位于东南部各州。Hechinger 宣称，它计划通过每年增加 10—14 家店使销售收入增长 20%—25%。附录 3 列示了 Hechinger 的近期财务业绩摘要。

The Home Depot 的未来

尽管自成立以来 The Home Depot 每年都实现快速增长，但 1985 会计年度可能仍是公司 7 年的历史中最重要的一年。1985 年，公司执行了迄今为止最雄心勃勃的扩展计划，在 8 个新市场增加 20 家新店。这些商店中的 9 家是从其竞争对手，陷入财务困境的连锁店 Bowater 购入。在 The Home Depot 致力于扩展计划时，其收入从 1984 会计年度的 4.32 亿美元增加到 1985 会计年度的 7 亿美元，提高了 62%。不过，1985 年公司的收益从前一会计年度达到的创纪录水平下滑。1985 会计年度，The Home Depot 实现收益 820 万美元，每股收益 0.33 美元；而 1984 会计年度公司实现收益 1 410 万美元，每股收益 0.56 美元。

The Home Depot 的董事长兼首席执行官伯纳德·马库斯这样评论公司的业绩：

> 1985 会计年度是 The Home Depot 取得迅速扩展和持续增长的一年。由于感觉到增强 DIY 市场份额的时机已经成熟，我们抓住机会对长远的未来进行了重大投资。与此同时，我们也意识到短期利润增长将受到影响。

The Home Depot 1985 年度报告（附录 4）提供了公司该年度财务业绩的详细情况。

1985 会计年度即将结束，The Home Depot 面临一些关键问题。DIY 业的竞争日趋激烈，争夺市场控制权的竞争将为实现销售利润率带来压力。行业分析师预期，只有行业中最强大和最具能力的公司才能生存。而且，The Home Depot 宣布了进一步的扩展计划，包括在 1986 年新开 9 家店。公司预计每家新店址的购置和建造将花费约 660 万美元，对每家店的存货投资需要额外的 180 万美元。公司执行这些计划需要大量额外融资。

1984 和 1985 年，The Home Depot 依靠外部融资（既包括债券也包括权益证券）为发展提供资金。但是，1985 年股价的大幅下跌使得进一步增加权益融资不再具有吸引力。尽管公司能够通过信贷额度取得借款，但它必须确保能够满足利息保障倍数要求（参见附录 4 中的附注 3 对债务合同限

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

制条款的论述)。很明显，通过自身的经营活动创造更多的现金是 The Home Depot 投资于可持续增长的最好办法。

思考题

1. 评价 The Home Depot 的经营战略。你认为该战略在长期内可行吗？

2. 分析 The Home Depot 1983—1985 会计年度的财务业绩。比较 The Home Depot 和 Hechinger 该期间的业绩。（可以使用附录 3 中的比率和现金流量分析）

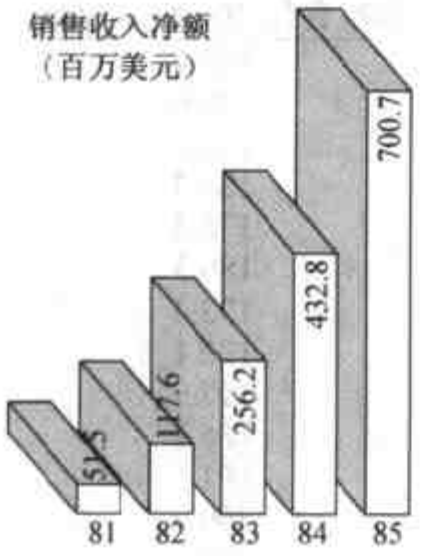
3. 1983—1985 会计年度 The Home Depot 各商店的盈利能力如何？（进行分析时可以使用附录 1 中的统计数据）

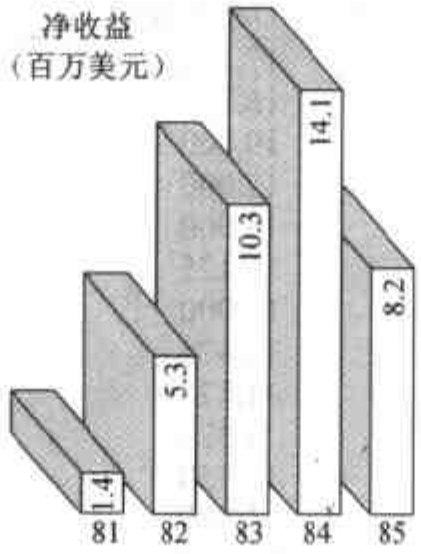
4. 1985 年 1 月—1986 年 2 月间，The Home Depot 的股价下跌 23%，使得公司很难依靠权益资本为发展融资。现行债务合同（附录 4 中的附注 3 论及）也限制了公司的未来借款金额。考虑到这些约束，The Home Depot 应对其目前经营和增长战略采取哪些特别行动？公司怎样才能提高经营业绩？公司应改变其战略吗？如果应该，应怎样改变？

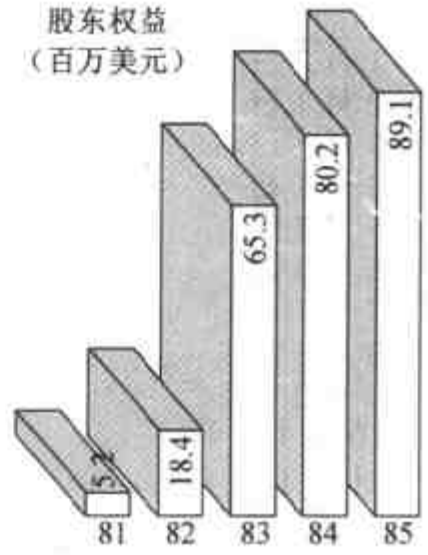
www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

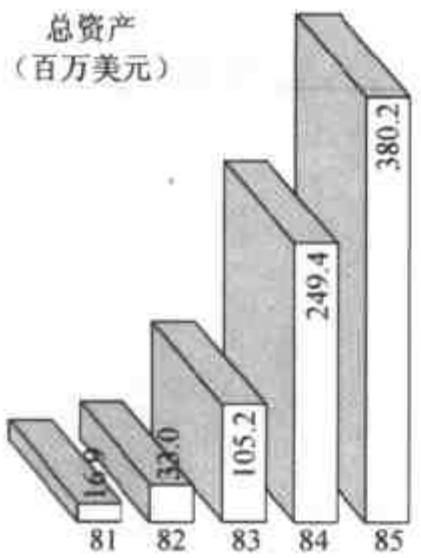
附 录 1

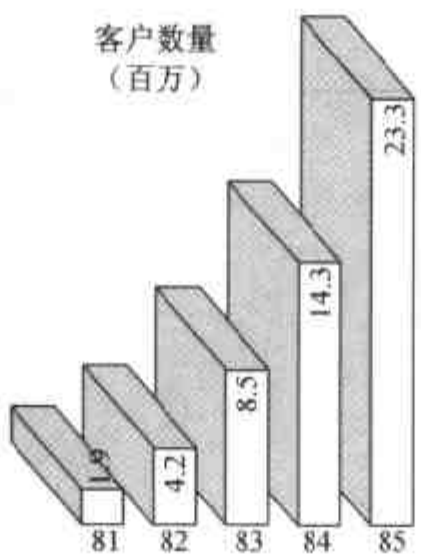
The Home Depot 公司——1981—1985 会计年度业绩摘要

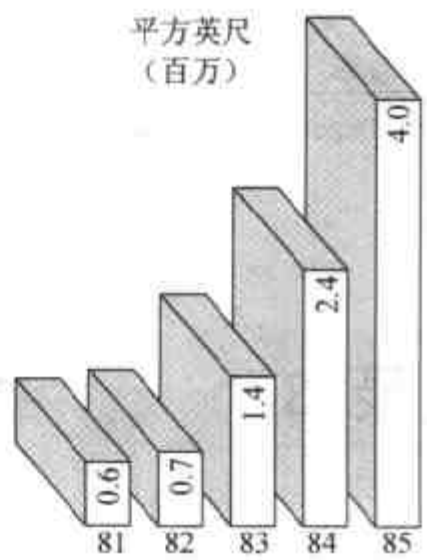


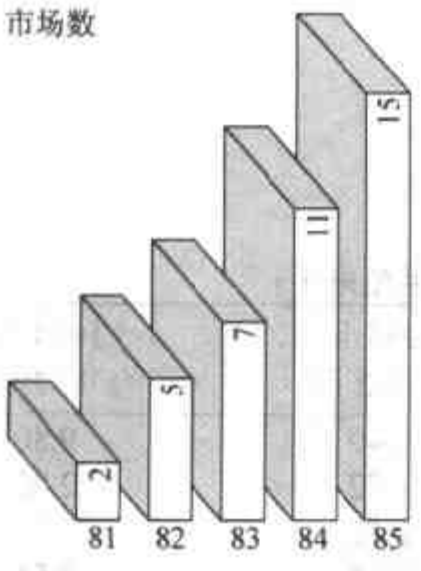


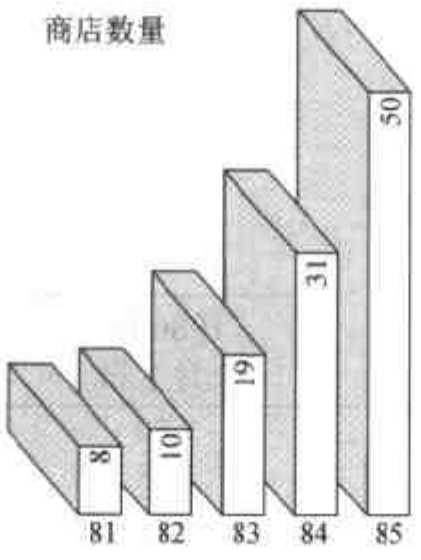


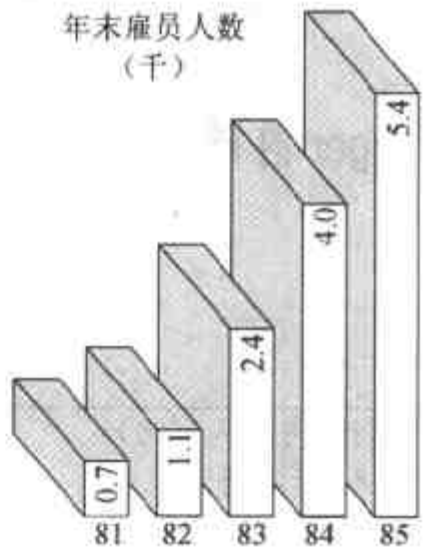












附 录 2

1985年1月—1986年2月间The Home Depot公司普通股股价和标准普尔500股票指数

日期	Home Depot股价	标准普尔500股票指数
1985年1月2日	17.125	165.4
1985年2月1日	16.375	178.6
1985年3月1日	19.000	183.2
1985年4月1日	17.000	181.3
1985年5月1日	18.000	178.4
1985年6月3日	16.125	189.3
1985年7月1日	13.000	192.4
1985年8月1日	12.625	192.1
1985年9月2日	11.875	197.9
1985年10月1日	11.375	185.1
1985年11月1日	10.750	191.5
1985年12月2日	11.000	200.5
1986年1月2日	12.625	209.6
1986年2月3日	13.125	214.0
累计收益率	-23.4%	29.4%

The Home Depot的β系数=1.3（价值线预计）

附 录 3

Hechinger公司财务业绩摘要

I. Hechinger的财务比率

	各年结束于		
	1986年2月1日	1985年2月2日	1984年1月28日
税前利润/销售收入（%）	7.80	9.40	9.80
×销售收入/平均资产	1.48	1.72	2.02
×平均资产/平均股东权益	2.21	2.12	1.79
×（1-平均税率）	0.62	0.55	0.54

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	各年结束于		
	1986 年 2 月 1 日	1985 年 2 月 2 日	1984 年 1 月 28 日
=股东权益收益率（%）	15.80	18.90	19.10
×（1-股利支付率）	0.93	0.95	0.95
=可持续增长率（%）	14.70	18.00	18.10
毛利润/销售收入（%）	29.30	30.10	32.10
一般管理费用/销售收入（%）	21.60	21.10	22.90
利息费用/销售收入（%）	2.10	1.30	0.70
利息收入/销售收入（%）	2.20	1.70	1.30
存货周转率	4.50	4.50	4.40
平均收账期[a]（天数）	32.00	33.00	35.00
平均应付账款周转期[b]（天数）	58.00	61.00	63.00

a. 假设每个会计年度为 365 天。
b. 应付款还包括应计工资和费用。购货按销售成本加本年存货增值计算。假设每个会计年度为 365 天。

II. Hechinger 的现金流量

（千美元）	各年结束于		
	1986 年 2 月 1 日	1985 年 2 月 2 日	1984 年 1 月 28 日
经营活动产生的现金			
净收益	23 111	20 923	16 243
不需要使用现金和有价证券的项目：			
折旧和摊销	6 594	4 622	3 429
递延所得税	1 375	2 040	1 515
递延租金费用	2 321	2 064	1 463
	33 401	**29 649**	**22 650**
投资于经营活动的现金			
应收账款	4 657	7 905	7 954
商品存货	17 998	8 045	20 596
其他流动资产	4 891	3 760	1 304
应付账款和应计费用	(6 620)	(12 099)	(9 767)
所得税——本期	285	3 031	(575)
	21 211	**10 642**	**19 512**
经营活动产生的净现金	**12 190**	**19 007**	**3 138**
用于投资活动的现金			
财产、家具和设备支出减处置后的净额，以及其他资产	**(36 037)**	**(25 531)**	**(16 346)**
用于向股东支付股利的现金	**(1 550)**	**(1 091)**	**(868)**
融资活动产生的现金			
公开出售利率为 8.5%的可转换次级公司债券取得的收入减去费用后的净额	—	85 010	—
公开出售普通股取得的收入减去费用后的净额	28 969	—	13 439
经营租赁下售后租回产生的收入	—	8 338	6 874
长期债务增加额（或减少额）	—	(4 750)	6 366
短期债务减少额	—	—	(318)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（千美元）	各年结束于 1986年2月1日	1985年2月2日	1984年1月28日
实施股票期权（包括所得税利益）	180	674	611
资本租赁债务的减少额	(311)	(280)	(254)
	28 838	**88 992**	**26 718**
现金和有价证券的增加额	**3 441**	**81 377**	**12 642**

附 录 4

The Home Depot 公司 1985 会计年度节略年度报告

写给股东的信：

1985 会计年度是 The Home Depot 取得迅速扩展和持续增长的一年。由于感觉到增强 DIY 市场份额的时机已经成熟，我们抓住机会对长远的未来进行了重大投资。与此同时，我们也意识到短期利润增长将受到影响。

The Home Depot 打算控制所服务的每个市场。成功的关键在于每进入一个新市场，我们都作出重要承诺：开多种店、为顾客提供优质服务、发起有效的促销活动以及发展整个市场。我们将新店转入 DIY 店，花更少的钱使熟练销售人员做更多的事。

从 1984 会计年度末以前很短一段时间到 1985 会计年度结束约 13 个月的期间内，The Home Depot 进入了 8 个新市场——达拉斯、休斯顿、杰克逊维尔、圣地亚哥、洛杉矶、什里夫波特、巴吞鲁日和莫比尔。在这段时间里，The Home Depot 的商店数从 22 家激增到 50 家，其中 9 家是从 Bowater 购入，不在我们原来的计划内。仅在上个会计年度就有 20 家商店开业。在这段时期内，我们已成为惟一在遍及阳光地带的市场提供服务的国内仓储零售连锁店。

该扩展计划需要对资本支出、存货和人员的巨额投资。因此，我们的净收益从上个会计年度创纪录的水平下滑。1985 会计年度，The Home Depot 实现收益 8 219 000 美元，每股收益 0.33 美元；而 1984 会计年度公司实现收益 14 122 000 美元，每股收益 0.56 美元。尽管如此，由于 The Home Depot 致力于将主要目标向前推进，它仍因收入由 1984 会计年度的 432 779 000 美元增加到 1985 会计年度的 700 729 000 美元的 62%增长而增加了市场份额和市场实力。

尽管进行了大量投资，但我们的财务状况仍然很不错。12 月，The Home Depot 用期限 8 年、价值 2 亿美元的递减周转信贷协定取代了从前的 1 亿美元银行信贷限额。此外，我们正在进行 10 家商店、价值共计约 5 000 万美元的售后租回谈判。这些额外的资金来源和内部创造的现金流量一起，将为我们提供充足的财务基础，以便在未来几年继续支持我们的发展。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在被证明是我们所在行业和整个零售业最困难的一年，The Home Depot 实现了销售收入和市场份额的实质性增长，对此我们感到非常自豪。我们在几年前开创的 DIY“仓储式经营”最近吸引了很多竞争者，其中一些已中途退出，它们把我们所取得的引人注目的成功误解为取得利润的捷径。目前，该行业面临的状况是，只有最强大最有能力的公司才能生存。随着这个过程的持续进行，我们预期在争夺市场控制权的过程中还将遭遇成本竞争。尽管如此，我们相信，运用我们的实力——财务实力和成功开发忠诚顾客源的能力，The Home Depot 将以更强大的公司形象出现。

我们从不怀疑 The Home Depot 成为行业先导的能力。我们拥有市场控制权、卓越的零售概念和熟练管理的必要基础。此外，我们拥有保持所处竞争位置的决定权。

独立地看我们的市场，很明显，最困难的环境出现在休斯顿。在那里，与石油相关的经济正在经历痛苦的紧缩，行业竞争异常激烈，从而使得我们新开业的商店以低于票面价值的水平经营。在达拉斯和沃思堡，我们在 1984 会计年度末收购的商店还没有创造预期的利润。这些困难的市场环境要求我们在销售和经营方面都作出灵活的反应。由于意识到两个市场的未来发展潜力，管理层正在解决这些问题，而且对最终的积极结果充满信心。

在今年进入的其他市场，状况一直良好。在这些地方，我们的商店正在经历与历史模式相近的增长。

为支持加利福尼亚和亚利桑那州的经营，我们在西海岸开辟了一个分部，以便对那里的市场需求作出及时反应。随着管理人员到位，该分部现在负责西部各州所有商店的销售和经营。

过去一年的其他重要活动还包括我们在扩展管理队伍方面取得了进步，而且为提高效率在各经营部门安装了计算机系统。

在本年度，我们完成了管理信息系统的商店价格查询部分，从而便于通过寄存器追踪单个商品的销售情况，形成使用目前可用系统进行存货再订购和利润管理的更简单方法。

在即将到来的会计年度，我们将检验与价格查询系统相关联的永续盘存制(perpetual inventory)，以消除店级商品定价。目前正在几家商店对价格查询系统进行检验，希望在年底扩展到所有商店。这将对店级劳动生产率产生重大影响。

The Home Depot 总在寻找能够把事情做得更好的方法，并以我们的灵活性、创新能力和对不断变化的环境作出积极反应的能力为自豪。无论是开发最新的计算机系统、重新评估商店布局，还是适应快速发展的市场和崭新的销售方式，灵活性一直是 The Home Depot 的特色。

1986 会计年度，The Home Depot 将继续扩展，但要以更加稳健的速度扩展。我们计划开 9 家新店，除 2 家位于加利福尼亚州的圣何塞这个新市场外，其余都位于现有市场。

如果我们在现有市场开设新店，由于可以分担广告成本和经营费用，因而能够比在新市场开设商店更快获得收益。由于有了这种想法，1986 年 1 月我们撤出底特律市场，而且推迟了旧金山市场中商店的开业。这些商店的预定目标是通过必须付出的初期巨额损失取得市场控制权。站在我们的角度，这些新市场将产生稀释人员及对收益产生负面影响的双重结果。

The Home Depot 的一贯哲学是在扩展新市场时保持有序增长并获取市场控制权。实际上，为增长而增长从来不是也永不会是我们的目标。我们计划只有在支出能够满足长期盈利标准时才谨慎投资，并积极扩展业务和市场。

我们对公司的未来——既包括 1986 会计年度也包括以后各年非常乐观。这种乐观的基础是 The Home Depot 始终证明，我们可以发展我们所进入的每个地理区域的市场。简而言之，这意味着我们不

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

必减少五金店和其他现有家居装修店的业务，而只需从从未装修过自己住房的人中创造新的 DIY 者。

我们的经营哲学是指导顾客如何成为 DIY 者。我们的顾客来到商店，希望 The Home Depot 内行的销售人员对他们想做的事情给予指导，无论是安装橱柜、建露台，还是装修整个房屋。我们的销售人员了解怎样完成各个项目，应使用哪些工具和材料以及如何向顾客销售他们所需要的所有东西。

The Home Depot 传统上为顾客开办电工、木工和防水等各种名目的讲习班。在从讲习班成功结业时，顾客对自己和 The Home Depot 都充满信心——这种信心使他们得以尝试更高级更复杂的家居装修。

至于我们的销售场所，The Home Depot 的仓储式零售概念使我们得以拥有确实令人难以置信的商品选择方式，并以尽可能低的价格销售这些商品。我们的每一家店都有 65 000—100 000 平方英尺的销售空间，另外还有 4 000—10 000 平方英尺的室外销售区域。在这些大商店中，我们能够储存建造一座房屋和美化庭院所需要的所有材料和工具。由于各家商店同时作为自己的仓库，能够容纳 25 000 种不同商品，因此，我们能够在提供建筑材料和知名品牌商品的更多选择的同时，使价格保持在最低水平。

对大多数美国人而言，房屋是最珍贵的资产。它是持续增值的资产，也是需要不断维护保养的资产。通过成为 DIY 者，房主可以大大提高房屋的价值。在 The Home Depot 我们发现，通过成功地传递这种信息，我们创造了忠诚而满意的顾客。通过保持在市场中的领先地位，我们已经为实现未来的高盈利增长建立了坚实的基础。

The Home Depot 的管理层和员工正在为我们正在和将要保持的目标——美国领先的 DIY 零售商而努力工作。

伯纳德·马库斯
董事长兼首席执行官

阿瑟·布兰克
总裁兼首席经营官

合并损益表

	会计年度结束于		
	1986 年 2 月 2 日（52 周）	1985 年 2 月 3 日（53 周）	1984 年 1 月 29 日（52 周）
销售收入净额（附注 2）	**700 729 000**	432 779 000	256 184 000
商品销售成本	**519 272 000**	318 460 000	186 170 000
销售毛利	**181 457 000**	114 319 000	70 014 000
营业费用：			
销售和商店经营费用	**134 354 000**	74 447 000	43 514 000
开办费	**7 521 000**	1 917 000	2 456 000
一般管理费用	**20 555 000**	12 817 000	7 376 000
营业费用总额	**162 430 000**	89 181 000	53 346 000
营业收益	**19 027 000**	25 138 000	16 668 000
其他收入（费用）：			
财产和设备处置净收益（附注 7）	**1 317 000**	—	—
利息收入	**1 481 000**	5 236 000	2 422 000

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	会计年度结束于		
	1986 年 2 月 2 日（52 周）	1985 年 2 月 3 日（53 周）	1984 年 1 月 29 日（52 周）
利息费用（附注 3）	**(10 206 000)**	(4 122 000)	(104 000)
	(7 408 000)	1 114 000	2 318 000
所得税前收益	**11 619 000**	26 252 000	18 986 000
所得税（附注 4）	**3 400 000**	12 130 000	8 725 000
净收益	**8 219 000**	14 122 000	10 261 000
普通股和约当普通股每股收益（附注 5）	**0.33**	0.56	0.41
普通股和约当普通股加权平均股数	**25 247 000**	25 302 000	24 834 000

合并资产负债表

	1986 年 2 月 2 日	1985 年 2 月 3 日
资产		
流动资产：		
现金，包括 1985 年定期存款 43 374 000 美元	**9 671 000**	52 062 000
应收账款净额（附注 7）	**21 505 000**	9 365 000
可退回所得税	**3 659 000**	—
商品存货	**152 700 000**	84 046 000
预付费用	**2 526 000**	1 939 000
流动资产合计	**190 061 000**	147 412 000
财产和设备，按成本计价（附注 3）：		
土地	**44 396 000**	30 044 000
建筑物	**38 005 000**	3 728 000
家具、装修和设备	**34 786 000**	18 162 000
租入资产改良	**23 748 000**	11 743 000
在建工程	**27 694 000**	14 039 000
	168 629 000	77 716 000
减累计折旧和摊销	**7 813 000**	4 139 000
财产和设备净额	**160 816 000**	73 577 000
收购成本高于净资产公允价值差额，减 1985 年累计摊销 730 000 美元和 1984 年累计摊销 93 000 美元后的净额（附注 2）	**24 561 000**	25 198 000
其他	**4 755 000**	3 177 000
	380 193 000	249 364 000
负债和股东权益		
流动负债：		
应付账款	**53 881 000**	32 356 000
应计工资和相关费用	**5 397 000**	3 819 000
其他应计费用	**13 950 000**	10 214 000
应付所得税（附注 4）	—	626 000
长期债务的本年到期部分（附注 3）	**10 382 000**	287 000
流动负债合计	**83 610 000**	47 302 000
长期债务，不包括本期分期应付款（附注 3）：		
可转换次级债券	**100 250 000**	100 250 000
其他长期债务	**99 693 000**	17 692 000
	199 943 000	117 942 000
其他负债	**861 000**	1 320 000
递延所得税（附注 4）	**6 687 000**	2 586 000

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1986年2月2日	1985年2月3日
股东权益（附注5）：		
普通股，每股面值0.05美元，额定股数：50 000 000股；		
已发行且流通在外——1986年2月2日25 150 063股；		
1985年2月3日25 055 188股	**1 258 000**	1 253 000
股票溢价	**48 900 000**	48 246 000
留存收益	**38 934 000**	30 715 000
股东权益合计	**89 092 000**	80 214 000
承付款和或有负债（附注5、6和8）	**380 193 000**	249 364 000

合并财务状况变动表

	会计年度结束于		
	1986年2月2日	1985年2月3日	1984年1月29日
营运资本的来源：			
净收益	**8 219 000**	14 122 000	10 261 000
不使用营运资本的项目：			
财产和设备的折旧和摊销	**4 376 000**	2 275 000	903 000
递延所得税	**3 612 000**	1 508 000	713 000
收购成本高于净资产的差额的摊销	**637 000**	93 000	—
财产和设备处置净收益	**(1 317 000)**	—	—
其他	**180 000**	77 000	59 000
经营活动提供的营运资本	**15 707 000**	18 075 000	11 936 000
财产和设备处置收入	**9 469 000**	861 000	3 000
长期借款收入	**92 400 000**	120 350 000	4 200 000
普通股销售收入，净额	**659 000**	814 000	36 663 000
	118 235 000	140 100 000	52 802 000
营运资本的使用：			
财产和设备扩建	**99 767 000**	50 769 000	16 081 000
本期分期应付款和长期债务的偿还	**10 399 000**	6 792 000	52 000
对Bowater Home Center公司的收购，减去9 227 000营运资本后的净额（附注2）：			
财产和设备	—	4 815 000	—
收购成本高于净资产公允价值的差额	—	25 291 000	—
其他资产，减负债的净额	—	(913 000)	—
其他，净额	**1 728 000**	2 554 000	252 000
营运资本增加额	**6 341 000**	50 792 000	36 417 000
	118 235 000	140 100 000	52 802 000
营运资本构成内容的变动：			
流动资产增加额（减少额）：			
现金	**(42 391 000)**	29 894 000	13 917 000
应收账款，净额	**15 799 000**	7 170 000	1 567 000
商品存货	**68 654 000**	25 334 000	41 137 000
预付费用	**587 000**	1 206 000	227 000
	42 649 000	63 604 000	56 848 000
流动负债增加额（减少额）：			
应付账款	**21 525 000**	10 505 000	17 150 000
应计工资和相关费用	**1 578 000**	(93 000)	2 524 000
其他应计费用	**3 736 000**	2 824 000	341 000
应付所得税	**(626 000)**	(657 000)	406 000
长期负债的本年到期部分	**10 095 000**	233 000	10 000
	36 308 000	12 812 000	20 431 000
营运资本增加额	**6 341 000**	50 792 000	36 417 000

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

挑选出的财务数据

	会计年度结束于				
	1986年 2月2日	1985年[a] 2月3日	1984年 1月29日	1983年 1月30日	1982年 1月31日
挑选出的合并损益表数据：					
销售收入净额	**700 729 000**	432 779 000	256 184 000	117 645 000	51 542 000
销售毛利	**181 457 000**	114 319 000	70 014 000	33 358 000	14 735 000
所得税和非常项目前收益	**11 619 000**	26 252 000	18 986 000	9 870 000	1 963 000
非常项目前收益	**8 219 000**	14 122 000	10 261 000	5 315 000	1 211 000
非常项目——以前年度经营亏损移后冲减产生的所得税减少额	—	—	—	—	234 000
净收益	**8 219 000**	14 122 000	10 261 000	5 315 000	1 445 000
普通股和约当普通股每股：					
非常项目前收益	**0.33**	0.56	0.41	0.24	0.06
非常项目	—	—	—	—	0.01
净收益	**0.33**	0.56	0.41	0.24	0.07
普通股和约当普通股加权平均股数	**25 247 000**	25 302 000	24 834 000	22 233 000	21 050 000
挑选出的合并资产负债表数据：					
营运资本	**106 451 000**	100 110 000	49 318 000	12 901 000	5 502 000
资产总额	**380 193 000**	249 364 000	105 230 000	33 014 000	16 906 000
长期债务	**199 943 000**	117 942 000	4 384 000	236 000	3 738 000
股东权益	**89 092 000**	80 214 000	65 278 000	18 354 000	5 024 000

a. 为53周会计年度，其余均为52周会计年度。

管理层对经营成果和财务状况的论述和分析

以下数据反映了合并损益表中销售收入和主要项目之间的比例关系，还包括挑选出的有关各项目金额变动比例的合并销售数据。

	会计年度[a]			净额增加（减少）比例	
	1985	1984	1983	1985与1984相比	1984与1983相比
挑选出的合并损益表数据：					
销售收入净额	**100.0%**	100.0%	100.0%	**61.9%**	68.9%
销售毛利	**25.9**	26.4	27.3	**58.7**	63.3
成本和费用：					
销售和商店经营费用	**19.2**	17.2	17.0	**80.5**	71.1
开办费	**1.1**	0.4	0.9	**292.3**	(21.9)
一般管理费用	**2.9**	3.0	2.9	**60.4**	73.8
财产和设备处置净收益	**(0.2)**	—	—	—	—
利息收入	**(0.2)**	(1.2)	(0.9)	(71.7)	116.2
利息费用	**1.4**	0.9	—	**147.6**	3 863.5
	24.2	20.3	19.9	**92.9**	72.6
所得税前收益	**1.7**	6.1	7.4	**(55.7)**	38.3
所得税	**0.5**	2.8	3.4	**(72.0)**	39.0
净收益	**1.2%**	3.3%	4.0%	**(41.8%)**	37.6%

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	会计年度[a]			净额增加（减少）比例	
	1985	1984	1983	**1985 与 1984 相比**	1984 与 1983 相比
挑选出的合并销售数据：					
顾客交易次数	**23 324 000**	14 256 000	8 479 000	**63.6%**	68.1%
每笔交易平均销售收入	**30.04**	30.36	30.21	**(1.1)**	0.5
每家经营店每周加权平均销售收入	**342 500**	365 500	360 300	**(6.3)**	1.4

a. 1985、1984 和 1983 会计年度分别指结束于 1986 年 2 月 2 日、1985 年 2 月 3 日和 1984 年 1 月 29 日的会计年度。1984 会计年度包括 53 周，而 1985 和 1983 会计年度各包括 52 周。

经营成果

为了解过去 3 个会计年度影响公司业绩的重要因素，应当在阅读以下论述的同时阅读年度报告中出现的合并财务报表。

结束于 2 月 2 日的 1986 会计年度与结束于 2 月 3 日的 1985 会计年度相比

1985 会计年度销售收入净额从 432 779 000 美元增加到 700 729 000 美元，增长 62%，主要源于几个因素。首先，1985 年公司新开 20 家店，关闭 1 家店。其次，1984 年新开的 3 家店和 1984 年购入的 9 家前 Bowater Home Center 店实现了第 2 年销售收入增长。第三，尽管是把 1985 会计年度 52 周的销售收入与 1984 年 53 周的销售收入相比较，但还是实现了 2.3%的增长，部分原因在于顾客交易数量增长 64%。最后，1985 年每家经营店加权平均每周销售收入下降 6%，因为新商店与营业中商店总数的比率显著增加——除非确立了市场份额，否则新商店的销售收入要低于发展成熟的商店。

1985 年销售毛利从 114 319 000 美元增加到 181 457 000 美元，增长 59%，主要原因在于销售收入增加，但是销售收入增加的一部分因销售毛利率由 26.4%下降到 25.9%被抵消。销售毛利率下降主要是由于在新市场中确立优势地位时实现的利润较低。

1985 年，成本和费用增加 93%，在销售收入中所占比例由 20.3%增加到 24.2%。销售和商店营业费、开办费和利息费用净额增加是由新开 20 家店、与前 Bowater Home Center 店相关的成本，以及与扩大市场份额相关的成本所致。由于新店销售收入较低且有固定的占用费用和一定程度的最低经营费用，因此新店所占比例高会引起销售和商店营业成本在销售收入中所占比例增加。财产和设备处置净收益在财务报表附注 7 中给予了说明。

所得税前收益从 26 252 000 美元下降到 11 619 000 美元，下降 56%，原因在于支持公司扩展计划的营业费用增加。公司的实际所得税率从 46.2%下降到 29.3%，原因在于投资和其他税收减免在全部所得税备抵中所占比例增加。收益在销售收入中所占比例从 1984 年的 3.3%下降到 1985 年的 1.2%，原因在于前面所述的经营费用增加。

结束于 2 月 3 日的 1985 会计年度与结束于 1 月 29 日的 1984 会计年度相比

1984 会计年度销售收入净额从 256 184 000 美元增加到 432 779 000 美元，增长 69%，主要源于几个因素。首先，1984 会计年度公司新开 3 家店。其次，1984 年 12 月 3 日购入的 9 家前 Bowater Home Center 店为公司带来销售收入 9 755 000 美元。第三，1983 会计年度新开的 9 家店实现了第 2

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

年销售收入增长。第四，1984 会计年度销售收入比 1983 会计年度增加 14%，部分原因在于 1984 会计年度有 53 周，而 1983 会计年度有 52 周；部分原因在于顾客交易数量增长 63%。最后，如果不把前 Bowater Home Center 店的销售收入包括在内，每家经营店加权平均每周销售收入增长 6%，达到 1984 会计年度的 383 500 美元。

1984 会计年度销售毛利从 70 014 000 美元增加到 114 319 000 美元，增长 63%，主要原因在于销售收入增加，但是销售收入增加的一部分因销售毛利率由 27.3%下降到 26.4%被抵消。销售毛利率下降在很大程度上是由于顾客在第 2 季度购买了很高比例的促销商品。

1984 年，成本和费用增加 73%，在销售收入中所占比例由 19.9%增加到 20.3%，因为销售费、商店营业费和一般管理费增加。这种有计划的费用增加是为公司未来扩展作准备。利息费用显著增加，因为 1984 会计年度为给公司扩展提供资金发行了大量债务。这些增加的费用的一部分因开办费减少和把债务融资获得的收入进行临时性投资取得的利息收入增加所抵消。

所得税前收益从 18 986 000 美元增加到 26 252 000 美元，增长 38%，是由以上论及的因素所致。不过，这种税前收益因 Bowater 店自收购日（1984 年 12 月）起到年末约 1 900 000 美元的损失而减少。公司的实际所得税率从 46.0%略微提高到 46.2%，主要原因在于投资和其他税收减免在全部所得税备抵中所占比例下降。收益在销售收入中所占比例从 1983 年的 4.0%下降到 1984 年的 3.3%，原因在于公司的销售毛利率下降及前面所述的经营费用增加。

通货膨胀和价格变动的影响

尽管公司不能准确确定通货膨胀对经营活动的影响，但它认为通货膨胀不会对销售收入和经营成果产生重大影响。在财务报表附注 10 中，公司遵照了财务会计准则公告第 33 号的报告要求。由于该会计公告要求使用经验技术、主观估计和假设以及不完全披露，公司对报告的价值提出质疑。

流动性和资本性资源

由于采取现购自运销售方式，商店经营活动产生的现金流量为公司提供了重要的流动性来源。此外，公司的大部分存货是根据卖方信贷条件融资。公司有时使用银行信用及股票和债券融资方式补充营业现金流量。1985 会计年度，银行周转信贷限额提供营运资本 88 000 000 美元，行业收入债券融资 4 400 000 美元，经营活动产生现金约 15 707 000 美元。此外，在 1985 会计年度，公司与银行集团签订了周转信贷额度为 200 000 000 美元的新信贷协议。

1986 会计年度，公司宣布新开 9 家店的计划，2 家店开在北加利福尼亚州的新市场，其余开在现有市场。除其他因素外，商店扩展计划的成本取决于公司租赁二手店及租入或购入场地并根据自己的规划书建设新店的程度。公司预计购入场地并根据公司规划书建设一家新店需要约 6 600 000 美元，而在租入的场地新开一家店加上租赁成本约为 1 700 000 美元。这种预计包括场地购置成本、建设支出、装修和设备，以及店内小型机和销售终端成本。此外，每家新店还需要约 1 800 000 美元为存货融资。公司认为它有能力通过现有现金资源，包括 200 000 000 美元的 8 年期周转信贷协定在内的现有银行信贷额度、经营活动产生的资金，以及其他形式的融资，包括但不限于各种形式的不动产融资和无担保借款为这些支出融资。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并财务报表附注

1. 主要会计政策概述

会计年度

公司的会计年度结束于最接近 1 月最后一天的星期日，通常包括 52 周。但是，每隔 5 或 6 年，会有 1 年为 53 周。结束于 1986 年 2 月 2 日的会计年度（1985）包括 52 周；结束于 1985 年 2 月 3 日的会计年度（1984）包括 53 周；结束于 1984 年 1 月 29 日的会计年度（1983）包括 52 周。

合并原则

合并会计报表包括公司及其全资拥有子公司的报表。所有重要的公司间交易已经在合并时抵消。为与本年披露相一致，对 1984 年资产负债表进行了一些重新归类。

商品存货

在使用零售价盘存法确定存货成本的同时，按成本（先进先出）与市价孰低计列存货。

折旧和摊销

公司的建筑物、家具、装修和设备在资产的预计使用期限内采用直线法计提折旧。租赁房屋改良按租赁期限与改良的使用期限孰短采用直线法摊销。

投资税收减免

投资税收减免在实现减免的当年记作联邦所得税的减项。

商店开办费

与开新店相关的非资本性支出在发生当时记作费用。

普通股和约当普通股每股收益

普通股和约当普通股每股收益按照发行在外普通股和约当普通股加权平均数计算。在计算每股收益时使用的约当普通股反映根据公司员工股票期权计划和员工股票购买计划授予员工的股份数。

在利率为 8.5%的可转换次级公司债券转换时，可发行的股票也是约当普通股。在利率为 9%的可转换次级公司债券转换时，可发行的股票只在计算完全稀释的每股收益时包括在内。但是，利率为 8.5%的可转换次级公司债券和利率为 9%的可转换次级公司债券转换时可发行的股票在报告的会计年度都没有兑换普通股，因此在计算每股收益时都没有考虑。

2. 收购

1984 年 12 月 3 日，公司用约 38 420 000 美元(包括发生的与收购相关的成本)收购 Bowater Home Center 公司（Bowater）的发行在外普通股。Bowater 经营 9 家家用建筑材料中心零售店，主要位于得克萨斯城区的达拉斯。收购采用购买法核算，相应地，Bowater 的经营成果自收购日起包括在公司的经营成果中。收购成本高于所收购净资产公允价值的差额共计约 25 291 000 美元，自收购日起采用直线法在 40 年的期限内摊销。

下表是一张未经审计的试算表，概括了如果收购在 1983 会计年度初进行，公司和 Bowater 在

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

结束于 1985 年 2 月 3 日和 1984 年 1 月 29 日的会计年度的预计合并经营成果。试算信息并不旨在表明如果收购在预定日期生效，实际本该获得的经营成果。

	会计年度结束于	
	1985 年 2 月 3 日	1984 年 1 月 29 日*
	(未经审计)	
销售收入净额	482 752 000	274 660 000
净收益	9 009 000	6 913 000
普通股和约当普通股每股收益	0.36	0.28

* 包括自 1983 年 8 月 Bowater 开业之日起的经营活动和试算调整。

3. 长期债务和信贷额度

长期债务包括：

	1986 年 2 月 2 日	1985 年 2 月 3 日
2009 年 7 月 1 日到期，利率为 8.5%，可以按每股 26.50 美元的转换价格转换为公司普通股的可转换次级公司债券。该债券可由公司在 1986 年 7 月 1 日—1995 年 7 月 1 日间溢价赎回，在到期日前将赎回 70%。利息每半年支付一次。	**86 250 000**	86 250 000
1999 年 12 月 15 日到期，利率为 9%，可以按每股 16.90 美元的转换价格转换为公司普通股的可转换次级公司债券。该债券可由公司在 1986 年 12 月 15 日—1994 年 12 月 15 日间溢价赎回。1994—1998 年每年需要设立 2 000 000 美元的强制性偿债基金。利息每半年支付一次。	**14 000 000**	14 000 000
可转换次级公司债券合计	**100 250 000**	100 250 000
周转信贷协议。超过 180 天未清偿部分的利率可以根据公司选择固定在 CD 加 0.75%、LIBOR 加 0.5%或优惠利率。	**88 000 000**	—
变动利率行业收入债券（参见附注 7）*	**10 000 000**	10 100 000
变动利率行业收入债券，由信用证作担保，自 1991 年 12 月 1 日—2010 年 12 月 1 日以分期付款偿债基金支付。*	**4 400 000**	—
利率为 9.625%的行业收入债券，由信用证作担保，应于 1993 年 12 月 1 日支付，利息每半年支付一次。	**4 200 000**	4 200 000
变动利率行业收入债券，由土地作担保，各年分期支付 233 000 美元，利息每半年支付一次。*	**3 267 000**	3 500 000
其他	**108 000**	179 000
长期债务合计	**210 325 000**	118 229 000
减本年到期部分	**10 382 000**	287 000
长期债务（不包括本年到期部分）	**199 943 000**	117 942 000

* 变动利率行业收入债券的利率与各种短期货币市场市政证券综合利率相关。

1986 会计年度长期债务的当年到期部分约为 10 382 000 美元，后续 4 个会计年度各年长期债务到期部分均为 234 000 美元。

在结束于 1986 年 2 月 2 日的会计年度，根据一些限制条款，公司签订了最大额度为 200 000 000 美元的新的无担保周转信贷协定，其中的 88 000 000 美元在年末尚未偿还。协议承诺的贷款额度到 1990 年 7 月 31 日减少 15 000 000 美元；自 1990 年 7 月 31 日起直到 1993 年 1 月 31 日，每半年减少 20 000 000 美元；到 1993 年 7 月 31 日减少 35 000 000 美元；其余 50 000 000 美元于 1994 年 1 月 31 日到期。正如协议中所规定的，在承诺信贷额度限度内的最高未偿还借款不能超过存货、土

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

地和建筑物以及装修和设备的特定比例。如果满足某些条件，承诺信贷额度可以展期或增加。对于周转信贷额度的未使用部分，需要每年支付 0.25%—0.375%的承诺费。设定利率可以根据利息保障倍数和债务与权益比率等特定比率最多增加 1%的 0.375%。

根据周转信贷协定，公司需要在 1985 会计年度保持最低有形资本净值（界定为包括可转换次级债券）150 000 000 美元（每年增加，到 1989 年 1 月 3 日增加到 213 165 000 美元），债务对有形资本净值比率不超过 2:1，流动比率不超过 1.5:1，息税前收益对利息费用比率不低于 2:1。1986 年 2 月 2 日，公司遵守了所有限制性保证条款。与为行业收入债券担保的信用证协议和可转换次级债券相关的限制性保证条款没有周转信贷协定的保证条款严格。

所附合并损益表中的利息费用是减去 1985 会计年度利息资本化金额 3 429 000 美元和 1984 会计年度利息资本化金额 1 462 000 美元后的净额。

4. 所得税

所得税备抵包括：

	会计年度结束于		
	1986 年 2 月 2 日	1985 年 2 月 3 日	1984 年 1 月 29 日
本年：			
联邦	**(578 000)**	9 083 000	6 916 000
州	**366 000**	1 539 000	1 096 000
	(212 000)	10 622 000	8 012 000
递延：			
联邦	**3 306 000**	1 464 000	713 000
州	**306 000**	44 000	—
	3 612 000	1 508 000	713 000
合计	**3 400 000**	12 130 000	8 725 000

1985、1984 和 1983 会计年度的实际税率分别为 29.3%、46.2%和 46.0%。以下把按照联邦法定税率计算的所得税费用调整为相应会计年度的实际所得税费用：

	会计年度结束于		
	1986 年 2 月 2 日	1985 年 2 月 3 日	1984 年 1 月 29 日
按照联邦法定税率计算的所得税，减去附加税免除后的净额	**5 345 000**	12 076 000	8 734 000
州所得税，减去联邦所得税利益后的净额	**363 000**	855 000	592 000
投资税收减免	**(2 308 000)**	(800 000)	(747 000)
其他，净额	**—**	(1 000)	146 000
	3 400 000	12 130 000	8 725 000

递延所得税产生于财务报告和税务报告的时间差异。这些差异的来源及各自的纳税影响如下所示：

	会计年度结束于		
	1986 年 2 月 2 日	1985 年 2 月 3 日	1984 年 1 月 29 日
累计折旧	**2 526 000**	1 159 000	713 000
利息资本化	**855 000**	349 000	—
其他，净额	**231 000**	—	—
	3 612 000	1 508 000	713 000

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

5. 租赁

公司采用经营租赁方式租入某些零售场地、办公室、仓储和销售场地、设备以及运输车辆。所有租赁将在未来 25 年内到期，但是租约可能在正常经营过程中展期或更换。在结束于 1986 年 2 月 2 日、1985 年 2 月 3 日和 1984 年 1 月 29 日的会计年度，全部租赁费用减去少量转租收益后的净额分别约为 12 737 000 美元、6 718 000 美元和 4 233 000 美元。根据建筑物租约，租入财产的不动产税、保险费、维修费和经营费都属公司债务。某些商店租约对按照销售收入比例计算的或有租赁费高于规定最低租赁费的差额建立备抵。在结束于 1986 年 2 月 2 日、1985 年 2 月 3 日和 1984 年 1 月 29 日的各会计年度，或有租赁费分别约为 650 000 美元、545 000 美元和 111 000 美元。

根据 1986 年 2 月 2 日的经营租赁租约，未来各年最低租赁费如下所示：

会计年度	
1986	16 093 000
1987	16 668 000
1988	16 345 000
1989	16 086 000
1990	16 129 000
1990 年以后	171 455 000
	252 776 000

7. 财产和设备的处置

在 1985 会计年度第 4 季度，公司处置某些财产和设备，获取 1 317 000 美元净收益。财产指位于底特律、休斯顿和图森的不动产；设备指现金出纳机以旧换新形成的销售终端机。根据底特律不动产销售条款，购买者既可以在 1986 年 2 月 2 日后承担公司 10 100 000 美元的债务，也可以根据债务合同支付给公司偿债资金，以便公司提前偿还尚未清偿的全部金额。1986 年 2 月 2 日的应收账款中包括与这些交易相关的 13 800 000 美元。

8. 承付款和或有负债

1986 年 2 月 2 日，根据签发的与承付款相关的未偿还信用证，公司或有负债约为 5 300 000 美元。公司面临正常经营过程中产生的法律诉讼。管理层认为诉讼不会对公司财务状况产生重大影响。

9. 各季度财务数据（未经审计）

以下是结束于 1986 年 2 月 2 日和 1985 年 2 月 3 日的会计年度未经审计的各季度经营成果摘要：

	销售收入净额	销售毛利	净收益	普通股和约当普通股每股净收益
结束于 1986 年 2 月 2 日的会计年度：				
第 1 季度	145 048 000	36 380 000	1 945 000	0.08
第 2 季度	174 239 000	45 572 000	2 499 000	0.10
第 3 季度	177 718 000	46 764 000	1 188 000	0.05
第 4 季度	203 724 000	52 741 000	2 587 000	0.10
	700 729 000	181 457 000	8 219 000	0.33

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	销售收入净额	销售毛利	净收益	普通股和约当普通股每股净收益
结束于 1985 年 2 月 3 日的会计年度：				
第 1 季度	95 872 000	25 026 000	3 437 000	0.14
第 2 季度	119 068 000	29 185 000	3 808 000	0.15
第 3 季度	100 459 000	27 658 000	3 280 000	0.13
第 4 季度	117 380 000	32 450 000	3 597 000	0.14
	432 779 000	114 319 000	14 122 000	0.56

审计师报告

The Home Depot 公司的董事会和股东：

我们审计了 The Home Depot 公司及其子公司 1986 年 2 月 2 日和 1985 年 2 月 3 日的合并资产负债表，以及截至 1986 年 2 月 2 日前 3 年各年的相关合并损益表、合并股东权益表和合并财务状况变动表。我们依据公认审计准则进行审计，执行了诸如会计记录测试和其他我们认为在该情况下必要的审计程序。

我们认为，前述合并财务报表在持续遵照公认会计准则的基础上，公正地反映了 The Home Depot 公司及其子公司 1986 年 2 月 2 日和 1985 年 2 月 3 日的财务状况，以及截至 1986 年 2 月 2 日前 3 年各年的经营成果和财务状况变动。

PEAT, MARWICK, MITCHELL & CO.
佐治亚州亚特兰大市
1986 年 3 月 24 日

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 10 章　前景分析：预测

在进行大多数财务报表分析时，都要作出前瞻性决策——而且在多数时候，总结使用预测分析得出的见解很有用。经理需要通过预测作出规划并提出业绩目标；分析师需要通过预测向投资者传递他们对公司前景发表的意见；银行家和债券市场参与者需要通过预测评估贷款偿还的可能性。此外，在多种情况下（包括但不限于证券分析），预测通常归结为估计公司价值的形式——估计公司价值可以被视为以单一汇总统计量反映经理和分析师对公司前景意见的最佳尝试。

前景分析包括两项工作：预测和估价，它们共同反映确切概括分析师的前瞻性意见的方法。在这一章中，我们着重探讨预测，估价在接下来的两章中讨论。本章论及的主要概念同样通过分析师对 Nordstrom 的预测来说明。

10.1　预测与其他分析的关系

预测不是独立的分析，它是概括通过经营战略分析、会计分析和财务分析得出的结论的方法。例如，在 1999 年初对 Nordstrom 未来业绩的预测最终必须以对以下问题的了解为基础：

- 通过经营战略分析了解：Nordstrom 近期着重于通过重组提高股东价值对未来毛利率和销售额意味着什么？它对营运资本和资本支出的需求意味着什么？
- 通过会计分析了解：Nordstrom 会计的某些方面表明过去的收益和资产被高估，或费用和负债被高估了吗？如果是这样，它们对未来会计报表有哪些影响？
- 通过财务分析了解：1998 年 Nordstrom 的毛利率提高的原因何在？这种提高是可持续的吗？1998 年 Nordstrom 经营战略的转变转化为资产利用率的提高了吗？这种效率的提高是可持续或可增强的吗？Nordstrom 将改变其债务政策吗？

预测实际上就是构成其基础的经营战略分析、会计分析及财务分析。但是，一些技术和知识可以帮助经理或分析师根据前面步骤得出的结论，作出最可能的预测。我们在下面归纳了作出预测的方法，开始预测时一些有用的信息，以及预测收益、资产负债表数据和现金流量的具体步骤。

10.2　预测技术

预测的全面体系

预测未来业绩的最佳方法是讲求全面性——不仅预测收益，而且预测现金流量和资产负债表数据。即使只对经营业绩的某一方面感兴趣，作出全面预测也是很有益的，因为全面预测可以防止作

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

出不切实际的假设。例如，如果分析师预测几年内销售收入和收益的增长而不考虑所需营运资本、厂房资产和相关融资的增长，则预测可能建立在对资产周转率、财务杠杆或权益资本投入作出不合理假设的基础上。

全面预测法涉及许多预测，但在大多数情况下，这些预测都与一些主要“动因”的变化情况相关。这些动因根据所涉及经营类型的变化而变化，但对除金融服务部门外的经营部门而言，销售收入预测几乎总是最主要的动因之一，销售毛利率则是另一个主要动因。如果预计资产周转率将保持稳定——现实通常如此——营运资本和厂房投资应紧随销售收入的增长。大多数主要费用也将根据销售毛利率的预计变化，追随销售收入变化。通过将这些项目的预测与销售收入预测相联系，可以避免内部不一致和不切实际的假设。

在一些情况下，经理或分析师最终对现金流量而非每股收益感兴趣。尽管如此，即便是现金流量预测，在实务中也往往是以会计数字（包括销售收入和收益）预测为基础。当然，在理论上可以直接进行现金流量预测——来自顾客的现金流入、流向供应商和劳动力的现金流出等等——而且在一些企业，这是一种便利的做法。但是，在多数情况下，公司的发展前景和盈利能力更易于根据在权责发生制基础上计算出的销售收入和营业收益构建。可以通过调整非现金费用和支出对营运资本和厂房的影响将按权责发生制计算的上述金额转换为现金流量指标。

开始预测：起点

每一种预测都有（至少暗含）一个最初的基准或起点——对在缺少具体信息的情况下某一特定金额（如销售收入或收益）的表现有一些概念。例如，在开始预期 Nordstrom 1999 年的盈利能力时，必须有一个起点。可以以 1998 年的业绩作为起点，也可以以按近期趋势调整后的 1998 年业绩作为起点；另一个起点看来合理但通常不是很有用——即前几年的平均业绩。

在完成经营战略分析、会计分析和具体的财务分析后，作为结果的预测可能与最初的起点有很大不同。不过，为拥有一个有助于固定具体分析的起点，了解某些主要财务统计数据的总体表现很有用。

对一些主要统计数据（如收益）而言，建立在这些数据以前表现基础上的起点或基准比预想的更加有效。研究表明，一些收益基准与可以获得大量数据的职业证券分析师的预测一样准确（下面将详细说明这个问题）。因此，基准通常不只是一个好的起点，而且接近具体分析后的预测金额。只有在公司确实存在异常情况时，对基准的大幅度偏离才是合理的。

预测主要会计数据的合理起点可以以概括出的以下内容为基础，它们对检查全面预测的合理性也很有用。

销售收入增长率的表现 销售收入增长率往往趋于“回复到平均水平”：拥有高于或低于平均水平销售收入增长率的公司往往会在不超过 3—10 年的时间内回复到“正常”水平（美国公司的历史水平为 7%—9%）。图 10-1 中 1979—1998 年间美国公司的情况证明了这个结果。对所有公司按 1979 年（第 1 年）的销售收入增长率排列，并根据这些公司该年销售收入增长率的相应排序形成 5 个组合。组合 1 是 1979 年销售收入增长率排名前 20%的公司，组合 2 是销售收入增长率排名其后 20%的公司，组合 5 是销售收入增长率排名最后 20%的公司。图 10-1 绘制的第 1 年—第 10 年 5 个组合

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的销售收入增长率是 3 次试验的平均值。从 1979 年直至其后 9 年（第 2 年—第 10 年）间，对 5 个组合中各公司的销售收入增长率进行描绘；同样的试验以 1984 年和 1989 年为基年（第 1 年）重复进行。

该图表明，起初拥有最高增长率（销售收入增长率超过 50%）的公司组合在 3 年的时间内增长率下降到约 6%，而且在其后的 7 年内从未超过 13%；起初拥有最低增长率的公司组合到第 5 年增长率达到约 8%，而且其后从未低于 5%。无论起初处于什么样的增长水平，在 5 年的时间内 5 个组合的增长率都回复到 7%—9%的“正常”水平。

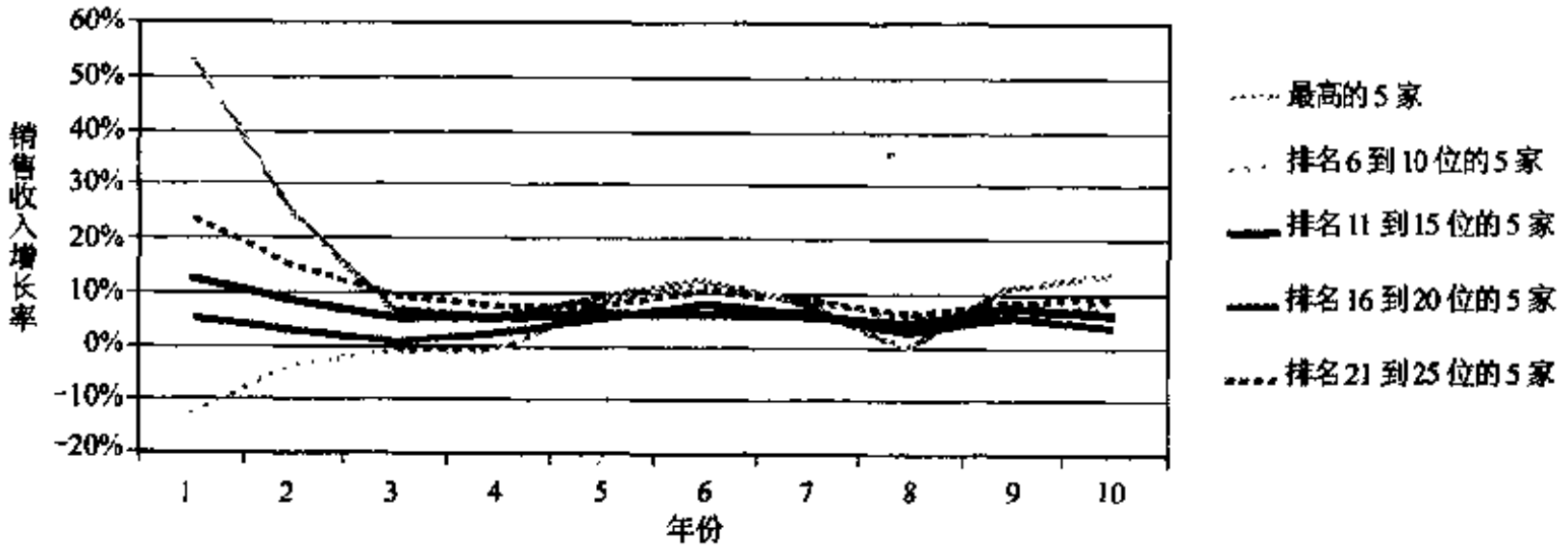


图 10-1 1979—1998 年间美国公司的销售收入增长率表现

对图 10-1 中所示销售收入增长模式的一种解释是随着行业和公司的成熟，增长率会因需求饱和及行业内部竞争而减缓。因此，即使公司目前高速增长，据此就推断当前的高增长可以无限期持续通常不现实。当然，公司增长率回复到平均水平的速度取决于公司所在行业的特征及公司在行业中所处的竞争位置。

收益表现 据显示，总体来看，收益遵循一个可以通过“随机走”（“random walk”）或“漂移的随机走”（“random walk with drift”）模型进行预计的程序，因此，以前年度收益是考察未来收益潜力的良好起点。正如将在本章后面详细阐述的，按最近季度的收益变化（即在对时间序列中的长期趋势进行控制后与上年该季度相比的变化）调整基准是合理的。即使是最简单的随机走预测——预计下一年的收益将等于上年收益——也非常有用。一项研究表明，职业分析师对未来年度所作预测的准确率只比简单的随机走预测高 22%（平均来看）。[1] 因此，最终的收益预测值通常与随机走基准差别不大。

这表明，在开始预期未来收益的可能性时，上年收益而非几年前的平均收益水平是作为预测基础的有用数据。从总体来看，收益的长期趋势往往是可持续的，因此也值得对它们加以考虑。如果同时考虑季度数据，则通常应对最近季度发生的对长期趋势的偏离予以考虑。对大多数公司而言，这些最近变化往往会在以后各季度部分重复出现。[2]

股东权益收益率（ROE）表现 由于以前年度收益可以作为未来收益的基准，有人认为投资收益

1 参见 Patricia O'Brien, "Analysts' Forecasts as Earnings Expectations," *Journal of Accounting and Economics* (January 1988): 53-83。

2 参见 George Foster, "Quarterly Accounting Data: Time Series Properties and Predictive Ability Results," *The Accounting Review* (January 1977): 1-21。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

率（如 ROE）也是这样。然而，事实并非如此。有两方面原因。首先，即便一般的公司能保持当前收益水平，这一点并不适用于 ROE 水平异常的公司。拥有异常高（低）ROE 的公司往往会经历收益下降（增长）。[3]

其次，拥有高 ROE 的公司往往能比其他公司更快扩展投资，这会引起 ROE 的分母提高。当然，如果公司新投资的收益水平能够与原有投资的收益水平相匹配，则能够保持 ROE 水平。但是，公司很难做到这一点。拥有高 ROE 的公司往往会发现，随着时间的推移，收益增长跟不上投资的增长，因而 ROE 最终下降。

由此产生的结果是，ROE 和其他投资收益率指标往往趋于“回复到平均水平”：拥有高于或低于平均水平收益率的公司往往会在不超过 10 年的时间内回复到“正常”水平（美国公司 ROE 的历史水平为 10%—15%）。[4] 图 10-2 中 1979—1998 年间美国公司的情况证明了这个结果。对所有公司按 1979 年（第 1 年）的 ROE 排列，并根据这些公司该年 ROE 的相应排序形成 5 个组合。组合 1 是 1979 年 ROE 排名前 20%的公司，组合 2 是排名其后 20%的公司，组合 5 是 ROE 排名最后 20%的公司。从 1979 年直至其后 9 年（第 2 年—第 10 年）间，对 5 个组合中各公司的平均 ROE 进行描绘；同样的试验以 1984 年和 1989 年为基年（第 1 年）重复进行，后续各年作为第 2 年—第 10 年。图 10-2 绘制的第 1 年到第 10 年 5 个组合的平均 ROE 是 3 次试验的平均值。

起初拥有最高收益率（平均 ROE 为 27%）的公司组合在 3 年的时间内 ROE 下降到约 17%。到第 10 年，该公司组合的 ROE 为 14%。起初拥有最低 ROE（-33%）的公司组合取得增长，在第 10 年达到 13%。尽管第 1 年平均 ROE 有很大差别，但到第 10 年，5 个组合中的 3 个记录的平均 ROE 为 13%—15%。

图 10-2 中的模式不是一种巧合，它正是竞争的经济意义所预示的结果。高 ROE 下降的趋势是高盈利招致竞争的反映，而低 ROE 提高的趋势反映资本由无利可得的企业流向有利可图的企业。

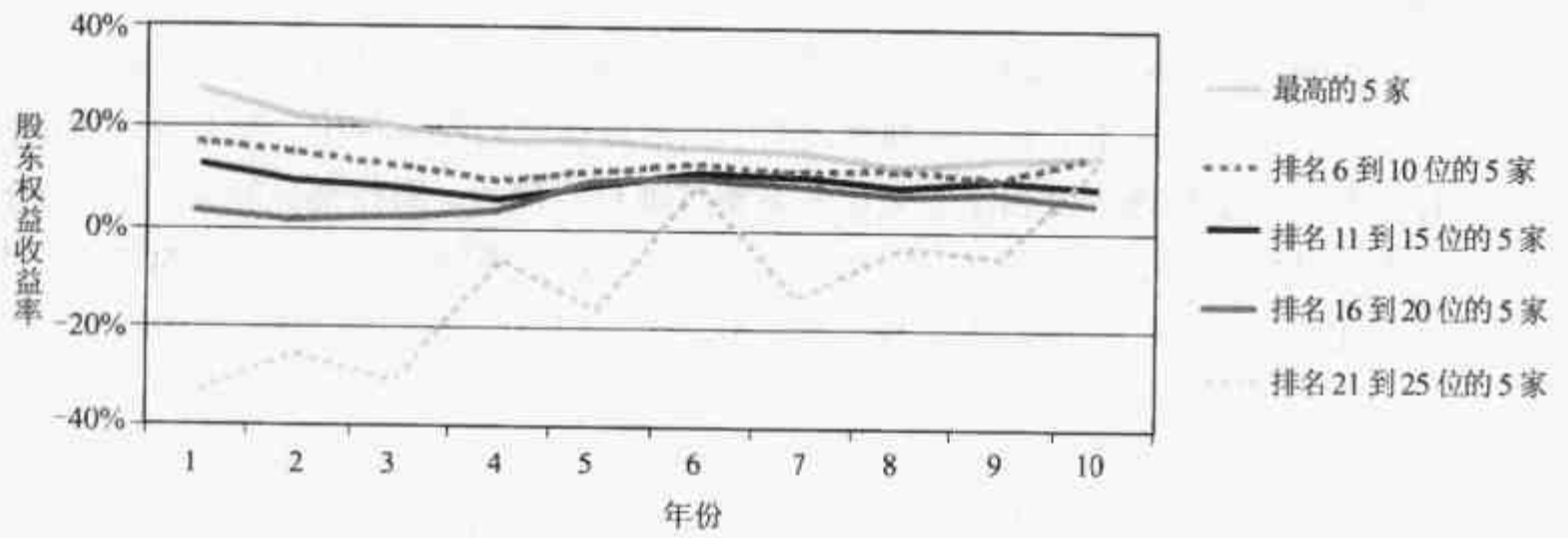


图 10-2 1979—1998 年间美国公司的 ROE 表现

3 参见 Robert Freeman, James Ohlson, and Stephen Penman, “Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation,” *Journal of Accounting Research* (Autumn 1982): 639-653。

4 参见 Stephen H. Penman, “An Evaluation of Accounting Rate-of Return,” *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* (Spring 1991): 233-256; Eugene Fama and Kenneth French, “Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns,” *Journal of Finance* (March 1995): 131-156; Victor Bernard, “Accounting-Based Valuation Methods: Evidence on the Market-to-Book Anomaly and Implications for Financial Statements Analysis,” University of Michigan working paper (1994)。忽视会计主观因素的影响，在竞争均衡的条件下，ROE 应趋于接近权益资本成本的水平。

尽管图 10-2 表明了 ROE 的总体趋势，一些公司的 ROE 可能仍会长期高于或低于正常水平。在一些情况下，这种现象反映公司具有可持续竞争优势（如沃尔玛）；但在其他情况下，这种现象只是稳健会计方法的产物。在美国，后面一种现象的典型代表是制药公司。在这些公司，主要经济资产（研究和开发的无形价值）不在资产负债表中记录，因此不包括在 ROE 的分母中。对这些公司而言，即使它们面临强大的竞争力量，人们也可以合理预期 ROE 在长期内将超过 20%。

ROE 组成部分的表现 通过考察 ROE 组成要素的表现，可以进一步分析 ROE 的表现。回忆一下第 9 章，ROE 和销售毛利率之间的关系如下所示：

$$\begin{aligned}\text{ROE} &= \text{营业资产收益率} + (\text{营业资产收益率} - \text{税后净利息率}) \times \text{净财务杠杆} \\ &= \text{税后净营业利润率} \times \text{营业资产周转率} + \text{差价} \times \text{净财务杠杆}\end{aligned}$$

1979—1998 年间美国工业公司 ROE 组成部分的时间序列表现在本章附录中以一系列图形反映。通过这些图形得出的主要结论是：营业资产周转率往往相当稳定，部分原因在于它是行业技术的函数；净财务杠杆也常常很稳定，因为资本结构管理政策不常发生变化；而税后净营业利润率和差价是 ROE 的组成部分中变化最大的，如果竞争力量使异常 ROE 趋于更加正常的水平，这种变化极有可能以销售毛利率和差价发生变动的形式出现。差价变动是由税后净营业利润率引起的，因为如果杠杆保持稳定，则借款成本也会保持稳定。

综上所述，销售毛利率就像 ROE 一样常常受竞争的驱动，随时间推移而趋于“正常”水平。但是，正常水平的构成内容因行业内部使用的技术和公司实行的战略不同而存在很大区别，两者都影响周转率和杠杆。[5] 在完全竞争均衡条件下，必须以低周转率经营的公司应当保持高销售毛利率水平，反之亦然。

以上对收益率和毛利率的讨论表明，确定对财务数据作出预测的合理起点，不只应考察最近的观察数据，而且应考察收益率或毛利率是否高于或低于平均水平。如果收益率或毛利率高于或低于平均水平，在缺少相反的具体信息的情况下，应当预期它们将随时间推移向正常水平移动。当然，在一些情况下——例如，公司已经建立起能够保护毛利率的竞争屏障，甚至这种屏障在扩展期间仍将发挥作用，则这种核心趋势可能被压倒。但事实表明，这种情况很少见。

与收益率和毛利率相反，假设资产周转率、财务杠杆和净利息率随时间推移保持稳定是合理的。除非所预期的未来期间的技术或财务政策发生明显变化，对这些变量作出假设的合理起点是当期水平。

在下面继续讨论具体的预测步骤时，读者会发现我们在一定程度上利用了对会计数字表现的以上了解。但是，牢记对一般表现的了解并不适用于所有公司很重要。财务报表分析艺术不仅要求了解什么是“正常”模式，而且要求熟练辨别不符合正常水平的公司。

10.3 具体预测的要素

在这里，我们概括作出全面预测应当遵循的步骤。该讨论假设被分析的公司是可以将预测合理地建立在销售预测基础上的大多数公司之一。

---

5 “正常”销售毛利率与行业周转率相乘，同时与可行的公司战略相结合，可以得到刚好能弥补资本成本的投资收益率。然而，如上所述，即使在竞争均衡的条件下，会计主观因素也可能使投资收益率长期偏离资本成本。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

销售预测

大多数预测的第一步是销售预测。不存在被普遍认可的销售收入预测方法，所选方法应当适合具体环境并反映前面分析步骤所考虑的因素。例如，对一家大零售公司而言，销售预测通常考虑以前年度销售收入，零售店数量扩展带来的增长，以及反映现有商店销售收入增长水平的“可比商店增长率”。对增长率的预测应考虑诸如顾客对新生产线的接受程度、营销计划、价格战略的变化、竞争者行为以及预期经济状况等因素。另一种可能的方法——可能是存在很少历史数据情况下惟一可行的方法——是预计目标市场的规模、预期市场渗透程度，然后考察渗透可以达到多快的速度。

表 10-1 列示了在结束于 2000 年 1 月 31 日的会计年度（1999 会计年度）对 Nordstrom 的销售收入和收益所作预测，该预测由摩根斯坦利（Morgan Stanley）的一名分析师在 1998 年 12 月作出。在作出这些预测时，分析师拥有 Nordstrom 1998 年前 3 个季度的实际业绩资料，但没有整个 1998 会计年度的资料。因此，一些假设是通过 1997 年而非 1998 年的实际业绩推导出来。为便于比较，还将 1998 年的实际经营结果列示在表格中。

表 10-1 分析师对 Nordstrom 1999 年损益表的预测

	1999 年预测值		1998 年实际值	
	百万美元	占销售收入百分比	百万美元	占销售收入百分比
销售收入总额	5 627	100.0	5 028	100.0
销售成本	3 760	66.8	3 345	66.5
销售和一般管理费用	1 537	27.3	1 405	28.0
其他收益	107	2.1	107	2.1
息税前收益	437	7.8	385	7.7
税后净营业利润（NOPAT）	**275**	**4.9**	**238**	**4.7**
税后净利息费用	**37**	**0.7**	**31**	**0.6**
净收益	**238**	**4.2**	**207**	**4.1**

分析师预测的税金费用已分配到营业和利息费用中。

资料来源："Nordstrom:Shareholders should be as satisfied as customers,"by B.Missett et al., Morgan Stanley Dean Witter,December 2, 1998。

1999 年销售收入增长率的预测值明显高于 1998 年的 6%，与 1997 年的增长率类似。在对预测值进行评价时，分析师认为至少有两个因素可能支持对销售收入的乐观展望。他认为 1998 年可比商店销售收入增长率异常低（实际为负）的原因在于，Nordstrom 在该年着重于加强存货管理和降低零售价格。分析师预期 1999 年可比商店销售收入将恢复到 3%的较高水平，但低于 1997 年的 4%；预计 1999 年的其余销售收入增长将来自开新店。

摩根斯坦利的预测在很大程度上建立在将整个公司视为一个整体的基础上。另一种方法——并非对所有公司可行——是以生产线或公司主要经营部门为基础进行销售预测。

费用和收益预测

费用应当逐项预测，因为不同费用是不同因素所致。不过，大多数主要费用明显与销售收入相关，因此自然构成销售收入的一部分。这种费用包括销售成本及销售和一般管理费用。研究和开发费用不必紧随本期销售收入，但它通常在长期内追随销售收入而变化。其他费用与其动因而非销售收入更加密切相关。利息费用受债务水平和利率影响。对折旧费应当以与公司折旧政策相一致的方法进行预测：在直线折旧法下，折旧费往往是期初应计折旧资产的固定部分。税收备抵受税前收益

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

和对税收支付有永久性影响的因素（如某些国外子公司的适用利率）的影响。在附属公司收益中所占权益份额取决于附属公司收益的动因。

在 Nordstrom 的案例中，两种金额最大的费用——销售成本及销售和一般管理费用——由分析师作为销售收入的一部分加以预测（参见表 10-1）。预计销售成本在销售收入中所占份额将下降，从而将引起销售毛利率从 33.2%提高到 33.5%。这种预计增长是 1998 年销售毛利率增长的延续，表明管理层的新战略将继续削减购买成本。预计销售和一般管理费用也将从 28%下将到 27.3%。在这里，分析师认为 1998 年销售和一般管理费用临时增加，1999 年将恢复到 1997 和 1996 年的水平。

分析师推断净利息费用和其他收益将保持在销售收入的一定比例不变。预计税金费用为税前收益的 39.4%——35%为联邦税金，4.4%为州税金。

销售和费用预测产生了 4.2%的预计销售净利率，比 1998 年 4.1%的销售净利率稍有提高。分析师断定 Nordstrom 对成本削减和价值管理的重视必将继续提高公司净收益。

资产负债表项目预测

由于各资产负债表项目受各种不同因素影响，最好分别对它们加以预测。但是，一些资产项目（包括营业营运资本和营业长期资产）在长期内受销售活动影响。因此，在考虑到资产利用效率的预计变化的情况下，可以将这些项目作为销售收入的一部分加以预测。如果了解管理层的资本支出计划，则它们对预测固定资产很有用。负债和权益项目将取决于很多因素，包括资本结构、股利和股票回购政策。

尽管出于一些目的详细预测资产负债表项目很有益，但在有些情况下，编制预计摘要资产负债表，将财务分析一章所论及的主要资产和负债项目——营业营运资本、营业长期资产净值、负债净额和般东权益包括在内就足够了。这种预测对公司估价很有用。预测摘要资产负债表项目的一种简单方法如下所示。

首先，通过假设营业营运资本和营业长期资产是销售收入的一部分，预测两种资产的金额。这两个项目之和即是营业资产净值。其次，通过对净财务杠杆（债务净额对权益比率）作出假设，预测支持营业资产净值所需债务和权益的金额。因此，为预测预计摘要资产负债表项目，只需对三个关键比率作出假设：营业营运资本对销售收入比率、营业长期资产对销售收入比率以及债务净额对权益比率。

表 10-2 反映了摩根斯坦利分析师迪安·威特（Dean Witter）（在 1998 年 12 月）对 Nordstrom 1999 年资产负债表所作预测。资产负债表中的资产方项目主要受分析师对 Nordstrom 资产周转率所作假设的影响。分析师假设，相对于 1998 年而言，1999 年应收账款和存货水平更高，应付账款水平更低。由于这些预测是在 1998 年第 4 季度经营成果发布前作出，它们没有反映 Nordstrom 在该季度发生的未预计到的营运资本大幅下降。对财产、厂房和设备净值所作预测建立在假设与 1998 年相比，1999 年资本支出水平将稍低，而且折旧费在财产、厂房和设备原值中所占比重保持不变的基础上。前面讲到，在进行销售预测时，分析师对 1999 年新开店的数量作出了假设，它可能是资本支出假设的基础。这些假设的最终结果是预测净财产、厂房和设备周转率将比 1998 年有所下降（译者注：下降应为上升）。分析师还必须对一些其他小项目——其他营业流动资产和负债及其他营业长期资产和负债作出假设。分析师不对这些假设作以说明。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 10-2 分析师对 Nordstrom 1999 年资产负债表的预测

	1999 年预测值		1998 年实际值	
营业资产净值	百万美元	占销售收入百分比	百万美元	占销售收入百分比
应收账款	771	13.7	587	11.7
存货	902	16.0	750	14.9
其他营业流动资产	96	1.7	102	2.0
应付账款	(373)	(6.6)	(340)	(6.8)
其他营业流动负债	(338)	(6.0)	(287)	(5.7)
营业营运资本	**1 058**	**18.8**	**812**	**16.1**
财产、厂房和设备净值	1 479	26.3	1362	27.1
其他长期资产	18	0.3	73	1.5
其他营业长期负债	(179)	(3.2)	(225)	(4.5)
营业长期资产净值	**1 318**	**23.4**	**1210**	**24.1**
营业资产净值合计	**2 376**	**42.2**	**2022**	**40.2**
资本净额	百万美元	占资本净额百分比	百万美元	占资本净额百分比
短期和长期债务合计	959	40.4	946	46.8
现金和短期投资	(15.4)	(0.7)	(241)	(11.9)
债务净额	**945**	**39.7**	**705**	**34.9**
股东权益合计	**1 431**	**60.3**	**1 317**	**65.1**
资本净额合计	**2 376**	**100.0**	**2 022**	**100.0**

资料来源："Nordstorm: Shareholders should be as satisfied as customers,"by B.Missett et al., Morgan Stanley Dean Writter,Decmber 2,1998。

为预测债务和权益净额，分析师必须对债务净额对资本净额比率（或债务净额对股东权益比率）作出假设。1998 年 Nordstrom 的债务净额对股东权益比率约为 35%，分析师假设 1999 年该比率将提高到 40%。1998 年债务净额比率相对较低是由于 1998 年 Nordstrom 积累了异常大的现金余额。该预测假设 Nordstrom 将使用这笔现金减少债务或回购股票。因此，1999 年预测资产负债表中，债务对资本净额比率为 40.4%，现金对资本净额比率为 0.7%，股东权益对资本净额比率为 60.3%；而 1998 年债务对资本净额比率为 46.8%，现金对资本净额比率为 11.9%，股东权益对资本净额比率为 65.1%。

Nordstrom 的预测资产负债表和损益表表明，公司 ROE 由 1998 年的 15.6%提高到 1999 年的 16.6%。ROE 的提高是假设销售净利率从 4.1%提高到 4.2%，营业资产周转率从 2.49 降低到 2.37，营业资产对股东权益比率从 1.54 提高到 1.66（或债务净额对股东权益比率从 0.54 提高到 0.66）所致。这些预测假设 Nordstrom 将继续执行最近采纳的重视盈利能力和股东价值战略。

资产负债表预测的另一种方法是假设资产负债表各项目的变化与销售收入的变化相关联。例如，可以预测存货余额增加额将为销售收入增加额的 15%—20%。这种方法的缺陷在于它将期初余额视为既定的，并在此基础上作出调整。这样做是有问题的，因为某一特定时点的营运资本项目常常表现为对标准的异常偏离（例如，年初应计项目可能猛增，取决于将哪一天视为支付日）。更重要的是，公司战略与年初相比可能有所改变。

现金流量预测

收益预测和资产负债表项目预测暗含现金流量预测。表 10-3 列示了使用第 9 章论及的现金流量分析模型对 Nordstrom 1999 年现金流量的预测。这些预测以 1999 年预计资产负债表和 1998 年实

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

际资产负债表为基础，如表 10-2 所示。[6]

现金流量预测以 1998 年预计收益作为起点，在此基础上加回预计税后净利息费用和折旧，得到营运资本投资前营业现金流量。1999 年的预测营运资本投资前营业现金流量比 1998 年稍高。1999 年末预计营运资本水平表明净投资为 2.46 亿美元，这与 1998 年营运资本的大幅减少有很大不同。财产、厂房和设备及其他营业长期资产和负债水平表明净投资为 3.04 亿美元，从而导致出现现金赤字 0.79 亿美元。预计税后利息费用为 0.37 亿美元，1999 年末债务总额将比 1998 年实际债务高 0.13 亿美元。因此，在股利发放和股票回购前，预计现金流量赤字 1.03 亿美元。尽管出现现金流量赤字，Nordstrom 计划向权益证券持有者支付 1.23 亿美元的股利并回购股票，因为 1998 年末有大量可用现金余额。最终结果是现金余额从 2.41 亿美元减少到 0.15 亿美元。

表 10-3 分析师对 Nordstrom 1999 年现金流量的预测

	1999 年预测值 百万美元	1998 年实际值 百万美元
净收益	238	207
税后净利息费用	37	31
折旧和其他长期营业应计项目	196	187
营运资本投资前营业现金流量	**471**	**425**
营业营运资本投资净额	(246)	199
营业现金流量	**225**	**623**
长期营业资产和负债投资净额	(304)	(259)
可用于债务和股东权益的自由现金流量	**(79)**	**364**
税后净利息费用	(37)	(31)
债务净额（偿还）或发行	13	258
可用于股东权益的自由现金流量	**(103)**	**591**
现金股利和普通股回购	(123)	(375)
现金增加（减少）净额	**(202)**	**216**
期末现金余额	(226)	241

10.4 敏感性分析

因此，到目前为止所讨论的预测只反映“最佳推测”。经理和分析师通常对更广泛的可能性感兴趣。例如，在考虑短期融资的必要性时，将预测建立在对销售毛利率和资产周转率持更悲观看法的基础上将是很明智的。或者，预计 Nordstrom 价值的分析师应考虑预测值对销售收入增长率、销售毛利率和资产利用率等主要假设的敏感性。如果 Nordstrom 对盈利能力结果的重视导致销售增长率比预期更低怎么办？如果预计销售毛利率的提高不能实现怎么办？

需要考虑的可能情景是无限的。敏感性分析的一种系统方法是从构成一系列预测基础的主要假设开始，然后考察在特定情况具有极大不确定性的条件下预测值对假设的敏感性。例如，如果公司过去采用过各种毛利率预测模式，则在作出预测时使用一系列毛利率很重要；或者，如果公司宣布扩展战略的重大变化，则资产利用率假设可能更具不确定性。因此，在确定应对哪些方面花费时间进行敏感性分析时，考察经营业绩的历史模式、行业状况的变化以及公司竞争战略的变化很重要。

6 摩根斯坦利的分析师迪安·威特于 1998 年 12 月作出预测时，1998 年的实际资产负债表还没有编制出来。因此，在该分析师的报告中，现金流量预测是根据 1998 和 1999 年的预计资产负债表作出的。由于我们进行的现金流量预测是根据 1998 年的实际资产负债表和 1999 年的预计资产负债表推导出来的，因此，表 10-3 中的数字与分析师报告中的现金流量预测值有所差别。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

季节性和中期预测

到目前为止，我们一直忙于年度预测。然而，预测实际上是一项季度活动，对美国的证券分析师而言尤其如此。按季预测提出了一系列新问题。季节预测的重要性如何？季节预测的有益出发点是什么——是最近一个季度的业绩，上年同一季度的业绩，还是两者的结合？在作出年度预测时应如何使用各季度数据？在预测年度数据时使用的逐项预测法同样适用于各季度数据预测吗？全面回答这些问题超出了本章的范围，但我们可以开始回答其中的一部分。

季节性对销售收入和收益表现的重要性可能超出人们的预测。不只零售部门公司能从假日销售中获益。季节性产生于与气候相关的现象（如对电和天然气等公用事业单位、建筑公司和摩托车制造商来说）、新产品引进模式（如对汽车行业来说）和其他因素。对美国公司收益表现的时间序列分析表明，在几乎所有主要行业中，都存在一些季节性因素。

预测表明，不能只着重于最近季度的业绩并作为出发点。实际上，有证据表明，在预测收益时如果必须且只能选择一个季度的业绩作为出发点，则应选择上年的同一季度，而不是最近一个季度。这种发现与分析师和财务期刊的报告相一致。他们在讨论季度收益公告时，几乎总是相对于上年同一季度的业绩，而不是最近一个季度的业绩作出评价。

通过研究，产生了单纯依据以前季度观测数据预测销售收入、收益或每股收益的模型。很多分析师并不使用这种模型，因为分析师能够获得这种简单模型所不能涵盖的更多信息。尽管如此，这种模型有助于不熟悉收益表现数据的人们了解其发展趋势。这种了解包括提供有用的总体背景资料，提供经调整可反映收益历史数据不能揭示的详细信息的预测出发点，或提供对具体预测值的“合理性”的检查。

用Q_t表示第t季度的收益（或每股收益），$E(Q_t)$表示预计值，适用于各行业的收益预测模型是所谓的 Foster 模型：[7]

$$E(Q_t) = Q_{t-4} + \delta + \phi(Q_{t-1} - Q_{t-5})$$

Foster 指出同样形式的模型也适用于销售收入数据预测。

Foster 模型确认了季节性的重要性，因为它表明预测第t季度收益的起点是 4 个季度前的收益Q_{t-4}。该模型认为，如果局限于只使用以前收益数据，则对第t季度收益的合理预测涉及以下要素：

上年同一季度的收益（Q_{t-4}）；

各季度收益每年增长状况的长期趋势（δ）；

最近一个季度收益在一年内的增长（$Q_{t-1} - Q_{t-5}$）的一部分（ϕ）。

运用大多数电子表格软件中的简单线性回归模型，很容易预测出特定企业的参数δ和参数ϕ。[8]对大多数公司而言，参数ϕ往往位于 0.25—0.50 的区间内，表明各季度收益增长的 25%—50%常常可以以另一种增长形式在后一季度保持。参数δ部分反映以前年度各季度收益的每年平均变化情况，因公司不同而存在很大差别。

---

7 参见 Foster (1997)。Brown 和 Rozeff 提出了一个更准确的模型，但使用该模型进行预测时，需要使用交互式统计技术。Lawrence D. Brown and Michael Rozeff, "Univariate Time Series Models of Quarterly Accounting Earnings per Share," *Journal of Accounting Research* (Spring 1979): 179-189。

8 为应用该模型进行估算，我们使用已实现收益（与预计收益相对应），并把Q_t-4 移到等式左边：$Q_t - Q_{t-4} = \delta + \phi (Q_{t-1} - Q_{t-5}) + e_t$ 现在我们可以进行回归，$(Q_{t-1} - Q_{t-4})$是因变量，而其滞后值$(Q_{t-1} - Q_{t-5})$是自变量。因此，为应用该等式进行估算，以前期间的收益数据必须首先表示为各年变动值；然后，各季度的变动值向最近季度的变动值回归。截距是δ的估算值，斜率是ϕ的估算值。一般情况下，该公式要使用 24-40 个季度的前期收益数据进行估算。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

研究表明，总体来看，Foster 模型所得出的下一季度收益预测值的每股偏差为 0.30—0.35 美元。[9] 这种模型准确度相当高，足以与证券分析师的预测相媲美，而证券分析师显然拥有在该模型中被忽略的很多信息。正如人们可以预料到的，大多数证据支持分析师所作预测更加准确，但在多数情况下，该模型足可做到“大致准确”。因此，尽管完全依赖这种简单的模型显然是不明智的，但了解该模型所反映出的代表性收益表现很有助益。

1999 年以前各年 Nordstrom 各季度每股收益（EPS）的表现如表 10-4 所示。我们可以注意到 Nordstrom 的 EPS 呈现出极强的季节性。每年第 2 和第 4 季度比其他两个季度有更高的收益；除 1989、1991 和 1996 年外，各年第 4 季度的 EPS 都是最高的。

如果使用 Foster 模型预测 1999 年第 1 季度的 EPS，我们应以 1998 年同一季度的 EPS（0.215 美元）作为起点，然后预计 EPS 的上升趋势，并预计最近一个季度增长（0.470 美元-0.270 美元）的部分重复。在使用表 10-4 中的数据估算出参数 δ 和参数 ϕ 后 [10]，Foster 模型明确预测出 EPS 为 0.255 美元：

$$\begin{aligned} E(Q_t) &= Q_{t-4} + 0.01 + 0.44(Q_{t-1} - Q_{t-5}) \\ &= 0.215 + 0.01 + 0.44(0.470 - 0.380) \\ &= 0.255 \end{aligned}$$

表 10-4 1988—1998 年 Nordstrom 各季度 EPS

会计年度	第 1 季度 EPS	第 2 季度 EPS	第 3 季度 EPS	第 4 季度 EPS
1988	0.120	0.225	0.120	0.290
1989	0.140	0.235	0.135	0.195
1990	0.080	0.220	0.125	0.285
1991	0.155	0.305	0.120	0.250
1992	0.130	0.255	0.145	0.305
1993	0.070	0.260	0.155	0.370
1994	0.195	0.385	0.230	0.425
1995	0.170	0.325	0.180	0.335
1996	0.160	0.275	0.210	0.265
1997	0.205	0.380	0.235	0.380
1998	0.215	0.470	0.270	0.470

可将该模型扩展为预测下两个季度的收益，甚至预测下一年度各季度的收益。这里产生的问题是，在预测下两个季度的收益时，需要下季度的收益数据，而该季度的收益还不知道。对这个问题的恰当解决办法是用下季度的预测值替代实际值。根据 1998 年 4 个季度的数据，我们预测出 1999 年第 2 季度 Nordstrom 收益的预测值为 0.408 美元：

$$\begin{aligned} E(Q_{t+1}) &= Q_{t-3} + 0.01 + 0.44[E(Q_t) - Q_{t-4}] \\ &= 0.380 + 0.01 + 0.44(0.255 - 0.215) \end{aligned}$$

1999 年第 1 季度的收益预测值 0.255 美元与该季度实际 EPS 0.220 美元差别不大。这个简单模型得出较高预测值的部分原因在于 Nordstrom 1998 年第 4 季度的 EPS 异常高。该模型假设最近一个季度 EPS 增加额的 44%将在 1999 年继续保持，但该增加额反映了公司战略转变的一次性影响。Foster 模型不打算替代作出详细预测的艰巨工作。季度收益预测也可以使用与前面年度收益预测相同的方

9 参见 O'Brien (1988)。

10 估算过程参见注释 8。因变量序列为 (0.47-0.38), (0.27-0.235), (0.47 0.38)，等等。自变量序列为相应的滞后值：(0.27-0.235), (0.47-0.38), (0.215-0.205)，等等。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

法——逐项预测法。但是，该模型确实提醒我们注意一些重要问题。首先，它强调由于存在季节性，季度预测的合理起点通常为上年同一季度，而不是最近一个季度。其次，它表明通常不应将近期盈利增长完全外推到未来——总体来看，对 Nordstrom 的 EPS 而言，只有这种变化的 44%可以保持。

小 结

预测是前景分析的第一步，用于概括通过经营战略分析、会计分析和财务分析得出的前瞻性见解。尽管并非所有财务报表分析都伴之以这种对未来见解的明确概括，预测仍然是经理、顾问、证券分析师、投资银行家、商业银行家和信贷分析师以及其他人的重要工具。

预测未来业绩的最佳方法是讲求全面性——不仅预测收益，而且预测现金流量和资产负债表数据。这种全面预测法可以防止内在的不一致和不切实际的隐含假设。它涉及逐项分析，以便确认损益表和资产负债表的不同项目受不同动因影响。尽管如此，少数主要预测指标（如销售收入增长率和销售毛利率）通常是大多数预测数字的动因仍旧是事实。

预测过程应当建立在了解各种财务统计数据的总体表现及哪些因素可能使公司偏离平均水平的基础上。在缺少相反的具体信息的情况下，应当预期对近年的总体趋势进行调整后，销售收入和收益数字能够保持在现有水平。但是，随着竞争力量开始发挥作用，投资收益率往往会在几年内从异常水平向正常水平——接近权益资本成本移动。销售毛利率也会移向正常水平，但就这个统计数据而言，“正常水平”因公司和行业不同而有很大差别，取决于资产周转率和杠杆的水平。一些公司能够建立进入屏障，从而使它们得以阻止这种向正常收益推移的趋势，甚至能将这种状况保持许多年，但这种公司属于特例。

出于某些目的（包括短期计划和证券分析），需要进行季度预测。季度数据的一个重要特色是具有季节性。在几乎所有行业的销售收入和收益数据中，都存在一些季节性因素。了解公司各年业绩的高峰和低谷是更好预测季度业绩的必要基础。

在多种情况下（包括但不限于证券分析），预测通常归结为估计公司价值的形式——估计公司价值可以被视为以单一汇总统计量反映经理和分析师对公司前景意见的最佳尝试。将预测转换为价值估计的过程称为估价。下一章将探讨这个话题。

附录：

ROE 组成部分的表现

在图 10-2 中，我们展示了 ROE 往往趋于恢复到平均水平。在附录中，我们将展示 ROE 的关键组成部分——营业资产收益率、营业毛利率、营业资产周转率、差价和净财务杠杆的表现。这些比率是根据 1978—1998 年间所有美国工业公司的数据，运用本章阐述的组合方法计算出来的。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

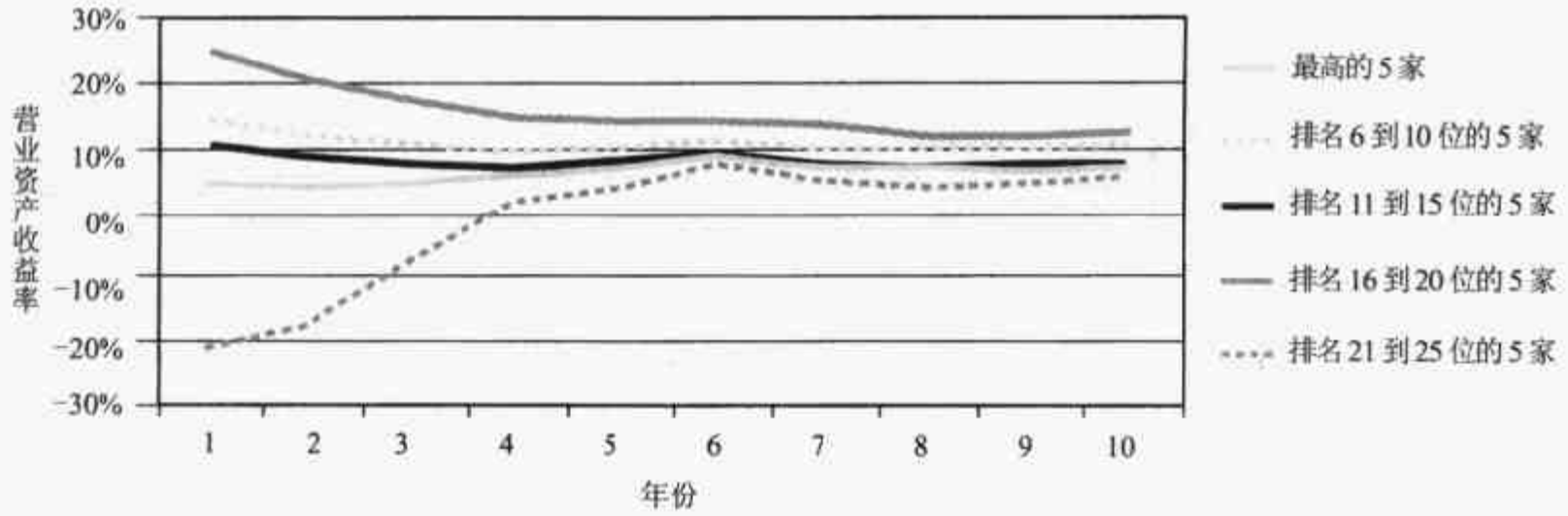


图 A-1　1978—1998 年美国工业公司营业资产收益率的表现

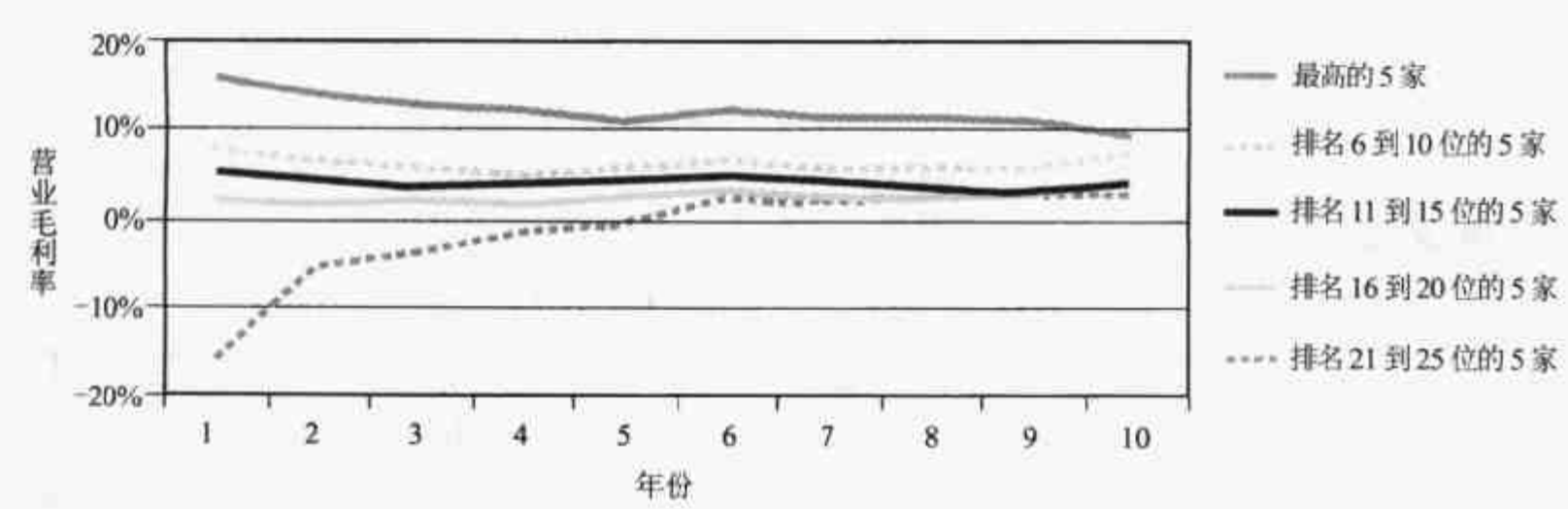


图 A-2　1978—1998 年美国工业公司营业毛利率的表现

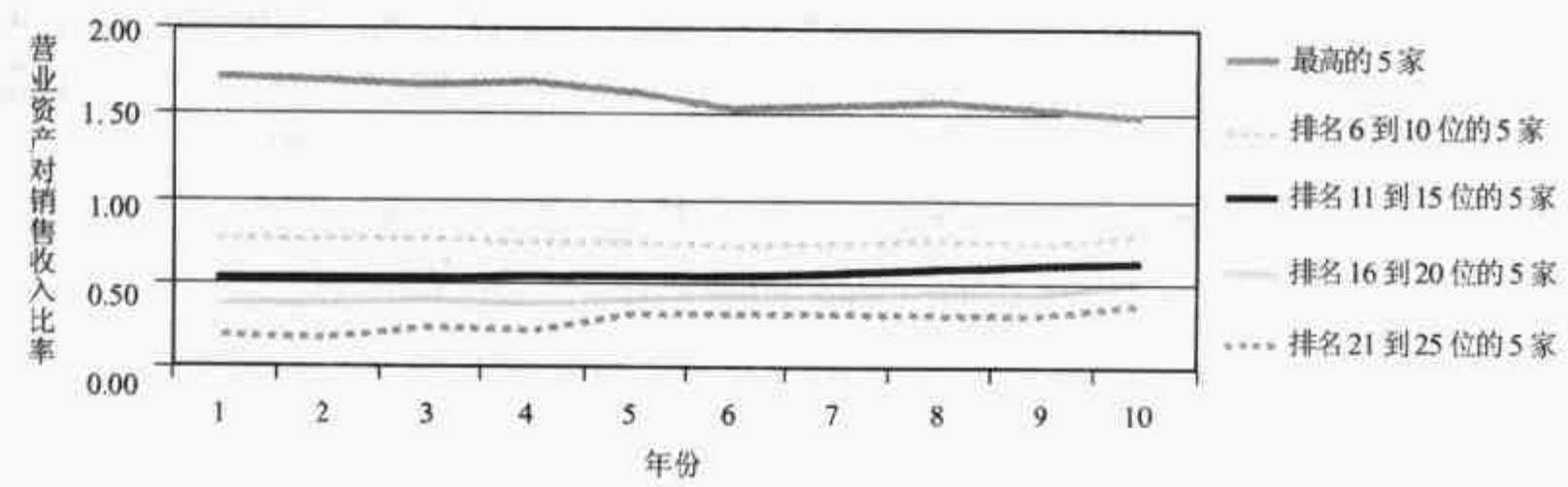


图 A-3　1978—1998 年美国工业公司营业资产周转率的表现

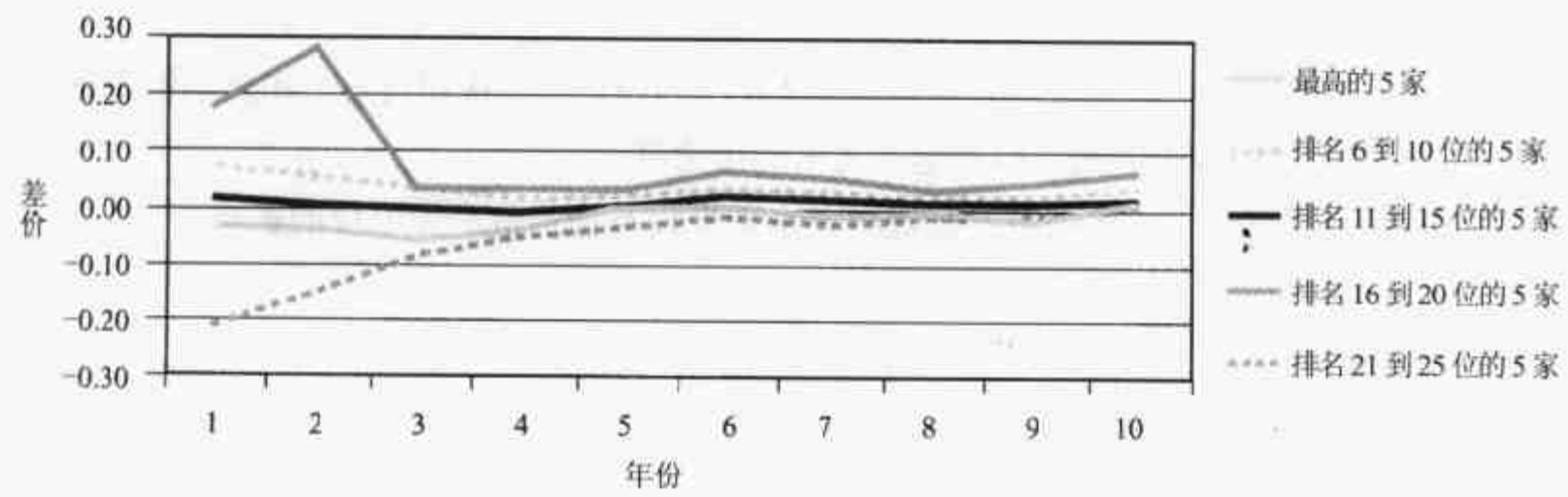


图 A-4　1978—1998 年美国工业公司差价的表现

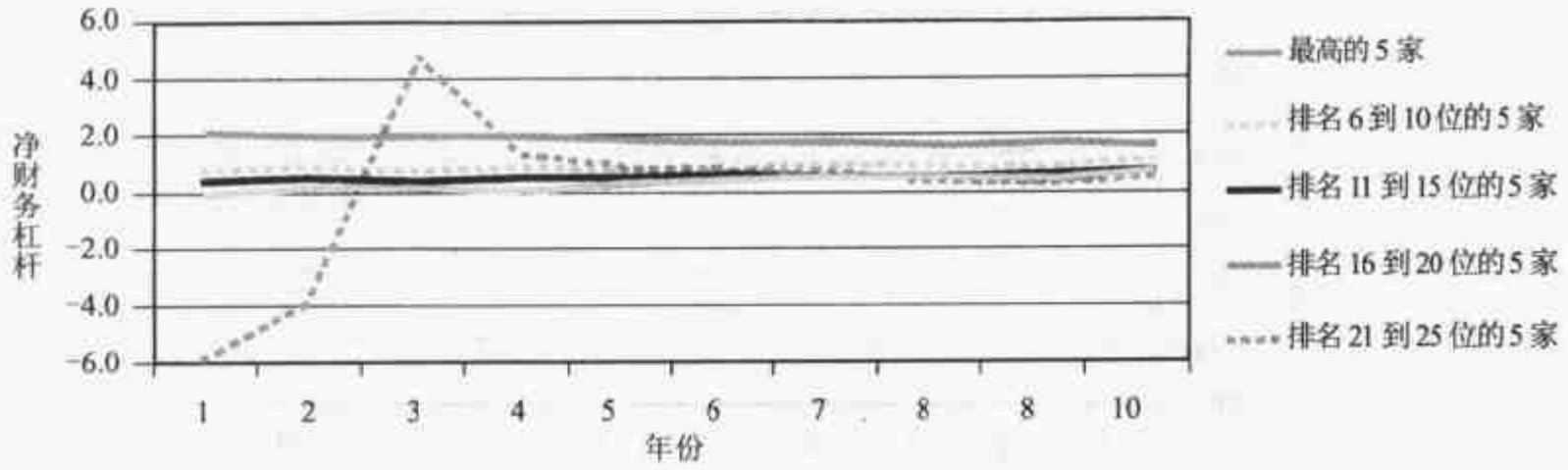


图 A-5　1978—1998 年美国工业公司净财务杠杆的表现

思考题

1. Merck 是世界最大的制药公司之一。在 1985—1995 年间，Merck 持续获取高于制药行业总体的 ROE。如果作为制药业分析师，你认为哪些因素对预测 Merck 未来 ROE 很重要？特别是，哪些因素使你预期 Merck 将继续成为制药行业中的佼佼者，哪些因素使你预期 Merck 的未来业绩将恢复到行业总体水平？

2. Stock Pickers 公司的分析师约翰·赖特（John Right）声称："对销售收入增长率、销售毛利率、收益等作出详细预测是不值得的。通过使用预测收益的随机走模型，我几乎可以做到不需成本而同样准确。"什么是随机走模型？你赞同还是反对约翰·赖特的预测战略？为什么？

3. 你预期以下哪种经营的季度收益将显示高度的季节性？解释原因。

- 超市
- 制药公司
- 软件公司
- 汽车制造商
- 服装零售商

4. 哪些因素可能使公司发生新资本支出（如财产、厂房和设备）和营运资本支出（如应收款和存货）？你将使用哪些比率得到这些支出的预测值？

5. 以下事件（本年报告）会对公司未来净收益预测值产生怎样的影响？

- 资产减值
- 兼并或收购
- 出售主要部门
- 开始支付股利

6. 考虑以下两种收益预测模型：

模型 1： $E_t(EPS_{t+1})=EPS_t$

模型 2： $E_t(EPS_{t+1})=\frac{1}{5}\sum_{t=1}^{5}EPS_t$

$E_t(EPS)$是在可以得到第 t 年信息的条件下，第 t+1 年每股收益的预测值。模型 1 通常称为“收益预测的随机走模型”，而模型 2 称为“回归平均水平模型”。1990—1994 年间福特汽车公司的每股收益如下所示：

年度	1990	1991	1992	1993	1994
EPS	0.93 美元	(2.40)美元	(0.73)美元	2.27 美元	4.97 美元

a. 各模型下 1995 年每股收益预测值将为多少？

b. 福特 1995 年实际每股收益为 3.58 美元。根据这一资料，各模型下 1996 年每股收益预测值将为多少？为什么两个模型会产生截然不同的预测值？你认为哪个模型能够更好地反映每股收益模式？为什么？

7. 投资银行家乔·费特凯特（Joe Fatcat）声称：“为作出详细的长期预测而感到烦恼不值得。相反，在对超过 3 年的现金流量进行预测时，我使用以下方法。我假设销售收入按通货膨胀率增长，资本支出等于折旧，而且销售净利率和营运资本对销售收入比率保持稳定。”哪种股东权益收益率模式隐含在这些假设中？它合理吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Maxwell Shoe 公司

艾娜·麦金西（Ina McKinsey）是一位积极的股市投资者，以下推荐 Maxwell Shoe Company 股票的经纪报告使她产生了兴趣：

Maxwell Shoe 报告的第 4 季度每股营业收益为 0.33 美元，比我们的预测 0.32 美元稍高。1998 会计年度每股营业收益为 1.37 美元。如果把与公司第二次销售股票（出售库藏股）相关的最终一次性纳税利益包括在内，该年第 4 季度每股净收益为 0.36 美元，全年每股净收益为 1.44 美元。

公司的积压存货增加 10.4%，低于以往季度，但在艰难的零售形势下仍属非常稳定……考虑到该品牌在激烈的竞争环境中的业绩、管理层的职责履行情况、以及公司的低成本分包能力，我们仍对其持积极态度。

我们把该公司 1999 年每股收益预计值由 1.55 美元调整到 1.50 美元，主要是由于假设税率和加权平均股数将提高。此外，我们把收入预计值由 1.82 亿美元提高到 1.88 亿美元。公司当前市价为我们对 1999 会计年度每股收益预计值的 8.0 倍，低于行业水平。公司资产负债表中没有债务，每股现金约为 2.00 美元。我们重申力荐该股票。

S·A·里克特等

Tucker Anthony & R.L.Day

1998 年 12 月 18 日

这份分析师报告使麦金西想起几个月前她在《巴伦氏》（参见附录 1）中看到的另一篇评价 Maxwell Shoe 看涨的文章。由于在当前的牛市行情中越来越难找到价格被低估的股票，麦金西决定进一步研究 Maxwell Shoe。

公司背景[1]

Maxwell Shoe 成立于 1949 年，起初是一家拍卖鞋行，1976 年成为 Maxwell Shoe 公司。20 世纪 80 年代后期，公司开始着重于设计、生产和销售品牌女鞋的整套生产线；1994 年成为纳斯达克上市公司。

1998 年，公司以 Mootsies Tootsies、Sam & Libby 和 Jones New York 等品牌出售中等价位（20—90 美元）的休闲和正装女鞋。公司还为精选出的零售商设计和生产以他们自己的品牌、J.G. Hook 或 Dockers 命名的贴牌鞋。公司全部产品几乎都出位于中国等低成本区的海外独立工厂生产。

Maxwell 主要向百货商店、专卖店、目录零售店和电视购物频道销售其鞋类产品。1997 年 4 月，

该案例由 Krishna G. Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1999 by the President and Fellows of Harvard College. Harvard Business School case 9-100-038。

1 这部分材料摘自 Maxwell's 1998 10-K report。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司与 GE Capital 全资拥有的子公司——Butler Group 有限责任公司达成合资协议，通过一家称为 SLJ Retail 的公司经营约 130 家 Sam & Libby 和 Jones New York 女鞋零售店。Maxwell 拥有 SLJ Retail 49%的股份，GE Capital 拥有其余股份。

自 1987 年 Maxwell 开始重视品牌鞋战略起，公司每年都报告销售收入和利润的增长。公司将这种财务成功归因于在以下方面具有实力：已经确立的消费者对品牌的认知度、与海外生产商和购买代理商之间的稳固关系、强调高销售量、定位于中等价位鞋以及通过电子数据交易系统（EDI）强化的广泛的顾客关系。

公司期望建立竞争优势，通过强化现有品牌、扩展贴牌鞋经营、在细分的制鞋业中收购新品牌形成联合以求得未来发展。

财务业绩

在结束于 1998 年 10 月 21 日的会计年度，Maxwell 报告了 1.656 亿美元的收入和 0.133 亿美元的利润（公司该年度资产负债表、损益表和现金流量表参见附录 2）。公司的收入和利润在前 3 年以平均 16%和 24%的比率增加，制鞋业整体相应 5 年的销售收入和利润增长率为 17%和 9%。

在 1998 年 7 月中旬以前，Maxwell 的财务业绩可以通过公司的股价（参见附录 3）反映出来。公司股价从 1995 年的大约 5 美元增加到 1998 年 7 月的最高点 19 美元。但是，在随后的几个月中，公司的股价开始下跌，跌到 1998 年 12 月的 11 美元。分析师将这种股价的下跌归因于整个制鞋行业。由于从亚洲涌入廉价进口品且消费模式相对单调，预计该行业未来将以相对较低的增长率增长。尽管如此，分析师预计 Maxwell 的状况要好于行业总体，因为它定位于中等价位鞋，而且依赖海外低成本生产商。例如，Tucker Anthony 的分析师声明：

> 投资者的顾虑在于制鞋业竞争激烈、零售环境艰难和总体存货考虑。尽管我们认为制鞋业作为一个群体将继续表现欠佳，但我们认为 Maxwell 的股票不会引起投资者的顾虑。如果公司如我们所预计的那样从事经营，我们相信当前水平的风险/报酬比率非常具有吸引力。[2]

艾娜·麦金西正在考虑，她应怎样着手对分析师提出的 Maxwell 是一支价格被低估的股票作出评价。

思考题

1. 有关 Maxwell 的未来增长率、股东权益收益率和股东权益成本的哪些假设与 1998 年 12 月可观察到的股价相一致？你最赞同哪些假设，最不赞同哪些假设？
2. 你同意《巴伦氏》得出的 Maxwell 1998 年 12 月的股票被低估的评估结果吗？
3. 你对 Maxwell 股票的内在价值有怎样的预期？

---

2 "Maxwell Shoe Company," by S. A. Richter et al., of Tucker Anthony & R. L. Day, December 18, 1998.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附录 1

《巴伦氏》上评价 Maxwell Shoe 公司的文章

未来的热点

朗达·布拉默（Rhonda Brammer）

《巴伦氏》，1998 年 9 月 28 日

就像有人曾经说过，困难预示着机会正在来临。这是正在波士顿领导着 Delphi 管理层的斯科特·布莱克（Scott Black）的座右铭。斯科特是守旧派（是的，账面价值和市盈率确实很重要）的反对者和一流价值管理者。他说话很快，能够一口气引用 100 多个公司的主要数据（不用看稿子），更令人惊奇的是所有的数字都准确无误。

这些天来，很多“小”公司的管理者都很郁闷——毫不奇怪，Russell 2000 今年下跌了 15%，而标准普尔 500 股票指数上升了 8%。但是我们很高兴地说，当我们采访斯科特时，他非常乐观。

他承认，小公司股票确实遭受了“毁灭性打击”。至少在他眼里，情况还在恶化，Delphi 今天下跌了 4%（他憎恶赔钱）。但是未来肯定是光明的：我们正在收购公司——我说的是一家很像样的公司——市盈率在 10—11 之间。

Maxwell Shoe 就是一家处于这种境地的公司。

成立于半个世纪之前，Maxwell Blum 最初经营积压库存鞋，发展到今天，Maxwell Shoe 的销售收入达到了 1.6 亿美元。公司设计和营销几个品牌的女式休闲鞋和正装鞋——还有一小部分儿童鞋，每个品牌瞄准特定的子市场。

例如，Mootsies Tootsies 这个品牌系列鞋，几乎占全部收入的一半，是为 18—34 岁的女性设计的，每双售价在 25—40 美元之间，在 Kohl's 或 Mercantile 百货商店里能见到。价格稍高点的 Sam & Libby 品牌系列——大约占销售收入的 10%——是瞄准 21—35 岁的女性，每双售价在 35—50 美元之间，主要在 Rich's 或 Robinson-May 销售。相对高档些的 Jones New York 品牌——占收入的 25%——是为 30 岁以上女性设计的，每双售价 65—90 美元之间，你在 Macy's 或 Lord & Taylor 的橱窗里能看见。

大多数 Maxwell Shoe 的鞋都在中国生产，只有一部分 Jones New York 品牌的鞋在西班牙和意大利制造。为了利用其海外经验，Maxwell 也为别的公司生产贴牌鞋，销售收入的剩余部分就来自于此。

毫无疑问，鞋业现在是一个增长缓慢而且竞争非常激烈的行业——这种行业在经济衰退时期不

经 Dow Jones & Co., Inc.许可发表，许可经由 Copyright Clearance Center, Inc.。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

可能繁荣。而且，像耐克和锐步这样的全球性公司，也因亚洲不景气而受到沉重打击。

但是布莱克认为，这决不是 Maxwell Shoe 的股票暴跌到 12 美元的理由，而此前不久该股票还在 23 美元的价位上。

“人们把它们混为一谈了，”布莱克耸耸肩，“但它不是耐克，它们的增长主要依靠日本和远东。”

事实上，Maxwell 的经营成果很辉煌。

在结束于 10 月的 1997 会计年度，销售收入增长了 28%，达到 1.34 亿美元，而销售收入净额上升了 50%多，达到 900 万美元，相当于每股 1.09 美元。在 7 月以前的最初 9 个月里，销售收入增长了 27%，销售收入净额攀升了 44%，达到 980 万美元，相当于每股 1.08 美元。对于整个 1998 会计年度，布莱克估计每股销售收入净额在 1.35—1.40 美元之间。

每股的账面价值超过 8 美元，公司没有债务——正是布莱克所喜欢的。“如果经济好转，”他一语双关地说，“至少他们能支撑到来日。”

值得注意的是——至少对那些几年前就知道 Maxwell 的人来说——Blum 家族控制的 B 类投票权的股票，今年春天通过股票公开要约收购方式退出了历史舞台。

展望 1999 会计年度（假设税率为 33%），布莱克预测 Maxwell 每股收益为 1.65 美元，计算出来的市盈率为 7.3。

“那只是整个市场市盈率的 1/3，”他强调说，“而且是一个增长率高达 20%的公司。”

当然，鞋类公司很难有很高的市盈率。但是即使按照 12 这样较低的市盈率推算布莱克的估计，Maxwell 的股价也会达到 20 美元。

附 录 2

Maxwell Shoe 的节略财务报表

MAXWELL SHOE 资产负债表（百万美元）

	1998 年 10 月 31 日	1997 年 10 月 31 日	1996 年 10 月 31 日
资产			
现金和现金等价物	18.7	3.1	10.4
应收账款，净额	35.7	28.6	16.9
存货	22.9	20.1	12.2
预付费用	1.6	1.3	0.1
递延所得税	1.1	1.5	1.8
流动资产合计	**80.0**	**53.6**	**40.4**
财产、厂房和设备	8.7	3.0	2.5
累计折旧和摊销	−2.5	−1.7	−1.5
财产、厂房和设备，净值	6.2	1.3	1.0
商标和其他资产，净值	4.8	5.1	5.5

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	98年10月31日	97年10月31日	96年10月31日
资产合计	**91.0**	**60.1**	**46.9**
负债			
应付账款	3.8	2.2	0.9
融资租赁本期应付款	0.1	0.1	0.1
应计费用和其他流动负债	6.2	6.9	3.8
流动负债合计	**10.2**	**9.2**	**4.8**
融资租赁债务	0.2	0.3	0.5
递延所得税	1.3	0.0	0.0
负债合计	**11.7**	**9.5**	**5.3**
股东权益			
普通股	0.1	0.1	0.1
股本溢价	43.0	27.3	27.3
留存收益	36.5	23.2	14.2
递延报酬	−0.3	0.0	0.0
股东权益合计	**79.3**	**50.6**	**41.6**
负债和股东权益合计	**91.0**	**60.1**	**46.9**
流动在外股数	8.8	2.5	2.5

附注：由于进行了四舍五入，各数字之和可能不等于合计数。

MAXWELL SHOE 年度损益表（百万美元）

	1998年10月31日	1997年10月31日	1996年10月31日
销售收入总额	**165.9**	**134.2**	**104.3**
销售成本	121.0	98.2	79.9
销售毛利	**44.9**	**36.0**	**24.4**
销售费用	10.2	7.9	5.6
一般管理费用	14.9	13.1	9.8
营业费用合计	**25.1**	**21.0**	**15.4**
利息费用	−0.0	−0.1	−0.0
其他收入——净额	0.2	−0.3	0.6
税前收益	**20.0**	**14.6**	**9.6**
所得税	6.6	5.5	3.6
净收益	**13.4**	**9.1**	**6.0**
基本 EPS	**1.61**	**1.19**	**0.78**
用于计算基本 EPS 的股数(百万股)	8.2	7.6	7.6
稀释后的 EPS	1.44	1.06	0.72
用于计算稀释后 EPS 的股数(百万股)	9.2	8.5	8.3

附注：由于进行了四舍五入，各数字之和可能不等于合计数。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

MAXWELL SHOE 现金流量表（百万美元）

	1998 年 10 月 31 日	1997 年 10 月 31 日	1996 年 10 月 31 日
净收益	**13.3**	**9.0**	**5.9**
折旧	1.2	0.7	0.2
递延所得税	1.9	−0.7	0.2
其他非现金项目	0.1	0.1	0.1
营业流动资产和负债的变动	−9.7	−15.6	3.0
经营活动产生的现金流量	**6.8**	**−6.5**	**9.4**
资本支出	−5.7	−0.7	−5.6
投资活动产生的现金流量	**−5.7**	**−0.7**	**−5.6**
股票回购或出售	14.5	0.0	0.0
融资租赁债务的支付	−0.1	−0.1	−0.2
融资活动产生的现金流量	**14.4**	**−0.1**	**−0.2**
现金变动净额	**15.5**	**−7.3**	**3.6**
支付的现金利息	0.0	0.1	0.0
支付的现金税金	4.8	6.8	2.4

附 录 3

Maxwell Shoe 各月股价历史数据

月份	月末收盘价
1998 年 12 月	10.938
1998 年 11 月	11.875
1998 年 10 月	11.750
1998 年 9 月	11.875
1998 年 8 月	13.125
1998 年 7 月	19.375
1998 年 6 月	19.875
1998 年 5 月	19.625
1998 年 4 月	17.750
1998 年 3 月	15.813
1998 年 2 月	15.750
1998 年 1 月	14.125
1997 年 12 月	10.750
1997 年 11 月	13.625
1997 年 10 月	13.125
1997 年 9 月	15.000
1997 年 8 月	11.000

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



（续表）

月份	月末收盘价
1997 年 7 月	10.500
1997 年 6 月	12.250
1997 年 5 月	9.250
1997 年 4 月	8.250
1997 年 3 月	7.875
1997 年 2 月	7.625
1997 年 1 月	7.375
1996 年 12 月	6.625
1996 年 11 月	7.250
1996 年 10 月	6.625
1996 年 9 月	6.313
1996 年 8 月	6.125
1996 年 7 月	6.000
1996 年 6 月	7.750
1996 年 5 月	6.500
1996 年 4 月	5.000
1996 年 3 月	5.000
1996 年 2 月	5.000
1996 年 1 月	5.250

Maxwell 权益β估计值为 0.81。
1998 年 12 月 30 年期国库券的收益率约为 5%。
资料来源：One Source Information Services, Inc。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 11 章　前景分析：估价理论和概念

上一章介绍了前景分析的第一步——预测，本章和下一章将介绍前景分析的第二步，也是最后一步——估价。本章着重研究估价理论和概念，而下一章则讨论估价的实施问题。

估价是将预测转化为对公司或公司某一部分的估计值的过程。在某种程度上，几乎所有经营决策都涉及到估价（至少是隐含的）。在公司内部，资本预算涉及考察某一特定项目将如何影响公司价值，战略规划则侧重于考察更大的一系列行动如何影响价值。在公司外部，证券分析师通过估价支持其买、卖决策，而潜在的收购者（通常在投资银行家的帮助下）估计目标公司的价值及其可能带来的协同效应。为了对首次公开募股定价，向有关各方通报与持续经营相关的销售收入、不动产处置和财产分配，估价也是必需的。即使对于通常不需要对公司价值作出明确估价的信贷分析师而言，如果要对与信贷活动相关的风险有全面的了解，至少也需要隐含地考虑公司股东权益价值的“缓冲作用”。

实践中有许多种估价方法。例如，在评价收购要约的公平性时，投资银行家通常要使用 5—10 种不同的估价方法。这些可用的方法有：

- **贴现股利法**（Discounted dividents）。这种方法将公司股东权益的价值表述为预测的未来股利的现值。
- **贴现异常收益法**（Discounted abnormal earnings）。根据这种方法，公司股东权益的价值表述为公司账面价值和“异常”收益预测值的现值之和。
- **价格乘数估价法**（Valuation based on price multiples）。根据这种方法，某个当期业绩衡量指标或业绩预测值通过使用其他可比公司的价格乘数转化为价值。例如，公司的价值可以通过公司来年收益的预测值和某一市盈率估计出来。其他经常使用的乘数包括市价对账面价值比率和市价对销售收入比率。
- **贴现现金流量**（Discounted cash flow，DCF）**分析法**。这种方法要求先得到详细的多期现金流量预测值，然后将预测值按照公司预计的资本成本贴现，从而获得现值的估计值。

上述所有方法都可以通过两种方式构建。第一种方式是直接对公司股东权益进行估价，因为这通常是分析师需要直接估计的变量。第二种方式是对公司资产（即对股东权益和债务净值的要求权）进行估价，然后减去净债务的价值，从而得出最终的股东权益估计值。从理论上看，两种方法应该产生同样的结果。然而，正如在下一章将要看到的，两种方法的协调存在实施问题。为了简化分析，本章讨论完全股东权益公司的估价。不过，在适当的时候我们将讨论对公司资产估价过程中的理论问题。

从理论的角度看，股东权益的价值等于未来股利支付额的现值。这个定义可以通过预测和贴现未来股利直接使用，也可以用收益和账面价值或者股东的自由现金流量来替换股利。本章将讨论这

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

些方法及其利弊。

本章还讨论使用乘数估价。使用乘数估价是一种常用的估价方法，因为这种方法与贴现股利法、贴现异常收益法和贴现现金流量法不同，不需要分析师作出多期预测。不过，在执行乘数估价法的过程中，确定可比公司是一个挑战。本章将讨论如何通过改造贴现异常收益估价法得出特定公司的两个常用乘数：股东权益价值对账面价值比率和股东权益价值对收益比率的估计值。股东权益价值对账面价值乘数是未来异常股东权益收益率、账面价值增长率和公司权益成本的函数。股东权益价值对收益乘数受以上同样因素及当期股东权益收益率的影响。

11.1 股东价值的界定

股东应如何估计在某一公司中拥有的权益的价值？财务理论认为，财务要求权的价值就是该要求权持有人收到的现金支付额的现值。股东从公司获得股利形式的现金支付，所以其权益的价值等于未来股利（包括清算股利）的现值。

股东权益价值=预期未来股利的现值

如果用DIV代表某一特定年份的预期未来股利，用r_e代表股东权益的资本成本（相应的贴现率），则股票价值可以表示为：

$$\text{股东权益价值}=\frac{DIV_1}{(1+r_e)}+\frac{DIV_2}{(1+r_e)^2}+\frac{DIV_3}{(1+r_e)^3}+\cdots$$

值得注意的是，该估价公式假设公司无限期经营下去。现实中公司可能破产或者被收购，在这些情况下股东将获得终结股利。

如果公司拥有固定的股利增长率（g^d），股东权益价值就可以简化为下面的公式：

$$\text{股东权益价值}=\frac{DIV_1}{r_e-g^d}$$

为了更好地理解如何使用贴现股利法，考虑下面的例子。假设 Down Under 公司在第 1 年年初筹集了 6 000 万美元股本，用于购买固定资产，预期公司第 1 年的折旧前营业利润（全部以现金形式收到）和股利为 4 000 万美元，第 2 年为 5 000 万美元，第 3 年为 6 000 万美元，并且公司在该年终止经营。如果该公司的股东权益资本成本为 10%，则公司股东权益价值的计算如下：

年份	股利（百万美元）	现值系数	股利的现值（百万美元）
1	40	0.909 1	36.4
2	50	0.826 4	41.3
3	60	0.751 3	45.1
股东权益价值			122.8

以上估价公式被称为股利贴现模型（dividend discount model）。该模型是大多数常用的股票估价理论方法的基础。本章剩余部分讨论如何将该模型改造为贴现异常收益估价模型（discounted abnormal earnings model）和贴现现金流量估价模型（discounted cash flow models）。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

11.2 贴现异常收益估价法

如第 3 章所述，股利和收益之间存在联系。如果所有权益变动（除资本交易外）都反映在损益表中，[1] 那么第 1 年年末现有股东权益的预期账面价值（BVE_1）就等于年初账面价值（BVE_0）加上预期净收益（NI_1）减去预期股利（DIV_1）。[2] 这种关系可以重述为：

$$DIV_1 = NI_1 + BVE_0 - BVE_1$$

用上式取代股利贴现公式中的股利，经过重新整理可以将股票价值重述为 [3]：

股东权益价值=股东权益的账面价值+预期未来异常收益的现值

异常收益等于净收益减去期初股东权益账面价值乘以贴现率得出的资本费用。因此，异常收益是对净收益的调整，以反映会计人员没有确认所使用权益资金机会成本的事实。这样，贴现异常收益估价公式为：

$$\text{股东权益价值} = BVE_0 + \frac{NI_1 - r_e \times BVE_0}{(1+r_e)} + \frac{NI_2 - r_e \times BVE_1}{(1+r_e)^2} + \frac{NI_3 - r_e \times BVE_2}{(1+r_e)^3} + \cdots$$

如前面提及的，股东权益价值也可以通过在估价公司资产的基础上减去债务净值得出。在以收益为基础的估价方法下，这意味着资产价值为：

$$\text{资产价值} = BVA_0 + \frac{NOPAT_1 - WACC \times BVA_0}{(1+WACC)} + \frac{NOPAT_2 - WACC \times BVA_1}{(1+WACC)^2} + \cdots$$

其中，*BVA* 代表公司资产的账面价值，*NOPAT* 代表税后（息前）净营业利润，*WACC* 代表公司加权平均债务和股东权益成本。分析师可以从资产价值中减去债务净值的市场价值，得出股东权益价值的估计值。

通过以收益为基础的公式可以得出一些直观的结论。它表明如果公司的账面价值只能获得正常的收益率，那么投资者只愿意支付不超过股票账面价值的价格。如果公司收益高于或低于正常水平，投资者将愿意支付高于或低于账面价值的价格。因此，公司市场价值与账面价值的偏离程度取决于创造“异常收益”的能力。该公式也表明公司股票价值等于现有净资产的成本（即股东权益账面价值）加上未来增长选择权（可用累计异常收益表示）的净现值。

主要分析问题

贴现异常收益法下的股东权益（债务加股东权益）估价要求分析师回答下列问题：

- 在某一有限的预测期内（通常 5—10 年），预期未来净收益（NOPAT）和股东权益（资产）的账面价值是多少？

---

1 把所有非资本权益交易包括在收益中称为净盈余会计。它与 SFAS 130 中定义的综合收益概念相类似。

2 账面价值的变动还包括新资本投入。但是，股利贴现模型假设新资本按公允价值发行。这样，资本发行带来的账面价值增加值恰好被支付给新股东的未来股利的贴现值所抵消。因此，资本交易不影响公司估价。

3 附录 A 给出了以收益为基础的估价公式的简单证明。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 预期未来异常收益（NOPAT），即净收益（NOPAT）预测值减去资本费用是多少？资本费用等于公司股东权益成本（WACC）乘以期初股东权益（资产）账面价值。
- 根据一些简化的假设，预测期内最后一年（即所谓的终结年份）的预期未来异常净收益（NOPAT）是多少？
- 以权益资本成本（WACC）贴现的异常收益（NOPAT）的现值是多少？
- 通过在未来异常收益（NOPAT）累计现值基础上加上当期股东权益（资产）的账面价值计算出来的股东权益（资产）的预测值是多少？公司是否持有在以前的异常收益（NOPAT）预测中被忽略的非营业用资产（如有价证券或待售不动产）？如果有，它们的价值应包括在股东权益的估计值中。

为了说明以收益为基础的估价方法，再回到 Down Under 公司的例子。因为该公司是一个完全股东权益公司，公司股东权益和资产（债务加股东权益）的价值相等。如果公司使用直线法对固定资产计提折旧，则其期初股东权益账面价值、收益、异常收益和估价如下：

年份	期初账面价值（百万美元）	收益（百万美元）	异常收益（百万美元）	现值系数	异常收益现值（百万美元）
1	60	20	14	0.909 1	12.7
2	40	30	26	0.826 4	21.5
3	20	40	38	0.751 3	28.6
异常收益的累计现值					62.8
+期初账面价值					60.0
=股东权益价值					122.8

1.228 亿美元的股票价值与直接贴现预期未来股利情况下得到的估计值相同。

最近的研究表明，在预测未来股价运动趋势方面，贴现异常收益估价法要优于运用市盈率、市价与账面价值比率和股利收益率等传统乘数。[4] 根据异常收益模型计算出的估计价值高于当前市场价格的公司的股票表现出正的未来异常收益，而估计价值对市价比率较低的公司的股票表现出负的未来异常收益。

会计方法与贴现异常收益

公司价值表示为会计数据的函数可能看来很奇怪。毕竟，会计方法实质上不应对公司价值产生影响（除非这些选择影响分析师对未来真实收益的看法）。然而这里使用的估价方法是以随所选择的会计方法不同而不同的会计数据——收益和账面价值为基础。那么，估价方法如何能获得正确的估计值呢？

由于会计选择同时影响收益和账面价值，又由于复式记账法具有自我修正特征（即所有的会计“扭曲”必须最终得到修正），所以根据贴现异常收益法计算出的估计值实质上不受会计选择的影响。例如，假设 Down Under 公司的管理者选择稳健的会计方法，把本应在第 1 年资本化为存货的异常成本费用化，从而导致收益和期末账面价值下降 1 000 万美元。存货随后在第 2 年被售出。现在假设会计方法的选择没有影响分析师对公司真实业绩的看法。

管理者的选择使第 1 年的异常收益和第 2 年期初的账面价值同时减少 1 000 万美元，然而未来收

4 参见 C. Lee and J. Myers, "What is the Intrinsic Value of the Dow?" Cornell University, working paper, 1997。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

益会提高，原因有二：第一，当存货在第 2 年以较低的销售成本售出时，未来收益会增加（1 000 万美元）；第二，正常收益的基准（根据股东权益的账面价值）将下降 1 000 万美元。第 1 年下降的 1 000 万美元异常收益完全被第 2 年提高的 1 100 万美元异常收益所抵消（以现值计算）。因此，采取稳健会计报告方法的 Down Under 公司的价值与按照前述会计方法确定的价值是一样的（1.228 亿美元）。

年份	期初账面价值（百万美元）	收益（百万美元）	异常收益（百万美元）	现值系数	异常收益现值（百万美元）
1	60	10	4	0.909 1	3.6
2	30	40	37	0.826 4	30.6
3	20	40	38	0.751 3	28.6
异常收益的累计现值					62.8
+期初账面价值					60.0
=股东权益价值					122.8

因此，假设分析师意识到会计数据的差异是管理层选择稳健或积极会计方法的结果，则以异常收益为基础的估价不受会计决策变动的影响。这表明战略和会计分析是异常收益估价法的关键步骤，战略和会计分析工具有助于分析师确定异常收益是产生于可持续的竞争优势还是不可持续的人为会计操纵。例如，考虑没有意识到收益减少是 Down Under 公司存货政策变化导致的这样一种情况。如果分析师错误地将收益下降解释为公司存货难以脱手，而不是因为使用了稳健的会计方法，则他可能降低对未来收益的预期，那么公司的估计值就会低于例子中的报告值。

11.3 使用价格乘数法估价

基于价格乘数的估价被分析师广泛采用，其受欢迎的主要原因是使用简便。与贴现异常收益、贴现股利和贴现现金流量等方法不同，价格乘数法不需要对包括增长率、盈利水平和资本成本等各种变量进行详细的多期预测。

乘数估价法包括下列步骤：

步骤 1：选择一个业绩或价值指标（如收益、销售收入、现金流量、股东权益账面价值、资产账面价值等）作为乘数计算的基础。

步骤 2：估计使用该种业绩或价值指标的可比公司的价格乘数。

步骤 3：将可比公司的乘数运用于被分析公司的业绩或价值指标。

在这种方法下，分析师依靠市场去承担考察增长、盈利的长期和短期前景及其对“可比”公司的含义这一艰巨任务，然后分析师假设对这些公司的定价同样适用于正在分析的公司。

从表面上看，使用乘数法似乎简单明了，但在实践中并不像表面上那么简单。“可比”公司的确定常常很困难，关于如何计算乘数也有多种选择。最后，解释为什么各公司使用不同的乘数以及另一公司的乘数能否适用于正在分析的公司，要求对各种乘数的决定因素有相当深入的理解。

选择可比公司

在可比公司分析中使用的理想价格乘数是那些拥有相似的经营和财务特征的公司的乘数。同行业中的公司是很显然的候选者。然而，即使在范围界定得很窄的行业中，也很难找到类似公司的乘

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

数。许多公司跨多个行业，很难确定其具有代表性的基准。此外，同一行业中的公司常常拥有不同的战略、增长机会和盈利能力，也带来了可比性问题。

解决这些问题的一种方法是取行业中所有公司的平均数。分析师希望不可比的各种因素“抵消”掉，以便使被估价公司与一个“典型的”行业成员具有可比性。另一种方法是只集中于分析行业中最类似的公司。

例如，考虑使用乘数法估价 Nordstrom 公司。道·琼斯动态指南（*Dow Jones Interactive*）将该公司归类为属于服装零售业。1999 年 7 月 16 日，道·琼斯报告该行业的市盈率为 24.0，平均市价对账面价值比率为 6.36。与之相比，Nordstrom 的市盈率为 27.3，市价对账面价值比率为 4.49。

然而，道·琼斯报告说，Nordstrom 的竞争对手应限于下列公司：Ann Taylor，Brown Shoe，Dayton Hudson，Donna Karan，Dillards，Federated Department Stores，The Gap，Lands' End，The Limited，Mens Wearhouse，Neiman Marcus，May Department Stores，JC Penney，Saks，Spiegel 和 Talbots。这些公司中包括被道·琼斯归类为服装零售业的其他公司和归类为综合零售业的一些公司。这些直接竞争对手的平均市盈率为 55.9，平均市价对账面价值比率为 3.81。很明显，市场预期 Nordstrom 的未来业绩将在一定程度上不同于服装零售业整体及其直接竞争对手群体。

业绩差的公司的乘数

当分母变量表现很差时，价格乘数会受到影响，在分母是一个流量指标，如收益或现金流量时，尤其如此。例如，Nordstrom 的竞争对手之一 Donna Karan 1998 年的每股收益只有 0.01 美元，市盈率高达 434.4。

在处理因分母变量面临的临时性冲击造成的乘数问题时，分析师应该怎么办？一种选择是将受到较大的临时性因素影响的公司从可比公司样本中剔除。如果从 Nordstrom 的同类样本中剔除 Donna Karan，平均基准市盈率将从 55.9 下降到 30.7。另一种方法是，如果业绩差是由于受到临时性冲击，如冲销或某一特殊项目，在计算乘数时可以将临时性影响剔除。这对 Donna Karan 来说是不可能的，因为当前的较差业绩不是由某一个事件引起。最后，分析师可以使用未来业绩的预测值而非历史数据作为分母。根据预测值计算出的乘数称为牵引乘数（leading multiples），而根据历史数据计算出的乘数称为滞后乘数（trailing multiples）。牵引乘数很少在分母中包含一次性损益，因为这些项目很难预计。根据 *First Call* 报告，分析师预期 Donna Karan 1999 年收益为 0.27 美元，这意味着牵引收益率乘数（Leading price-earnings multiple）只有 16.1。

根据财务杠杆调整乘数

在计算价格乘数时，分子和分母必须保持一致。当分母反映偿债前业绩时，计算乘数就会出现一致性问题。这样的情况包括市价对销售收入乘数及所有营业收益或营业现金流量乘数。在计算这些乘数时，分子不仅应该包括股东权益的市场价值，还应该包括债务的价值。

11.4 股东权益价值对账面价值乘数和股东权益价值对收益乘数的决定因素

即使对相对密切相关的公司而言，价格乘数也可能有很大差异。对这种差异的深入分析需要考

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

察能够说明一家公司的乘数应当高于基准公司的因素。因此，我们回到异常收益估价法，展示这种方法如何帮助我们深入了解不同公司间股东权益价值对账面价值乘数和股东权益价值对收益乘数的差异。

如果异常收益公式两边同除以账面价值，则左边变为股东权益价值对账面价值比率，而不是股东权益价值本身，右边的变量现在是被账面价值缩减的收益，或者是第 9 章讨论的股东权益收益率（ROE）。[5] 估价公式变为：

$$\text{股东权益价值对账面价值比率}=1+\frac{ROE_1-r_e}{(1+r_e)}+\frac{(ROE_2-r_e)(1+gbve_1)}{(1+r_e)^2}+\frac{(ROE_3-r_e)(1+gbve_1)(1+gbve_2)}{(1+r_e)^3}+\cdots$$

这里，$gbve_t$=从第 t-1 年到第 t 年的账面价值（BVE）增长率，即：

$$gbve_t=\frac{BVE_t-BVE_{t-1}}{BVE_{t-1}}$$

公式表明，公司股东权益价值对账面价值比率是三个因素的函数：未来异常 ROE、股东权益账面价值增长率和股东权益资本成本。异常 ROE 定义为 ROE 减去股东权益资本成本（$ROE-r_e$）。拥有正的异常 ROE 的公司，能够通过投资于净资产为股东创造价值，而且其市价对账面价值比率大于 1。不能创造高于资本成本的收益率的公司的该比率小于 1。

公司市价对账面价值比率的大小也取决于账面价值的增长金额。公司可以通过发行新股或利润再投资增加股东权益基数。如果新的股东权益被投资于对股东来说有正价值的项目，则项目的 ROE 高于资本成本，公司的股东权益价值对账面价值比率将提高。当然，对于 ROE 低于资本成本的公司而言，股东权益的增加会使乘数进一步降低。

现在，估价任务可以归结为有关公司“价值动因”的两个主要问题：

- 公司的 ROE 比正常高（或者低）多少？
- 公司的投资基数（账面价值）增长有多快？

如果有必要，可以改写等式，将未来 ROE 分解为销售毛利率、销售收入周转率和财务杠杆三部分。这样，该方法可以使我们直接以财务分析（见第 9 章）中使用的相同会计数据预测值为基础，而不需要将这些数据的预测值转化为现金流量。最终，估计的价值仍应与股利贴现模型得出的估价相同。[6]

也可以通过在异常 NOPAT 公式两边同时除以营业净资产的账面价值，将乘数估价模型构造为债务加股东权益价值对资产账面价值比率，则估价公式变为：

---

5 股东权益价值对账面价值乘数公式中定义 ROE 的方式与第 9 章定义 ROE 的方式有很大差异。估价公式将 ROE 定义为期初股东权益收益率，而在讨论比率时我们使用的是期末股东权益收益率或平均股东权益收益率。

6 在估价时无需明确关注贴现现金流量分析中考虑的两种现金流：营运资本投资和资本支出，这可能看来很奇怪。以会计为基础的估价技术认为，如果这些投资不影响异常收益，就不可能对价值产生影响，因此只需考虑它们的收益影响。例如，存货周转率增加的好处表现在其对 ROE（进而对异常收益）的影响，而无需明确考虑相应的现金流量影响。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

债务加股东权益价值对账面价值比率

$$=1+\frac{ROA_1-WACC}{(1+WACC)}+\frac{(ROA_2-WACC)(1+gbva\ )}{(1+WACC)^2}$$
$$+\frac{(ROA_3-WACC)(1+gbva_1)(1+gbva_2)}{(1+WACC)^3}+\cdots$$

这里，*ROA*=资产营业收益率=NOPAT/(营业营运资本+长期资产净值)

WACC=加权平均债务和股东权益成本

$gbva_t$=从第 t-1 年到第 t 年的资产账面价值（*BVA*）增长率，即 $\frac{BVA_t-BVA_{t-1}}{BVA_{t-1}}$

因此，公司债务加股东权益价值对营业净资产乘数取决于公司创造超过 WACC 的资产收益率的能力以及增加资产基数的能力。根据这种方法计算的股东权益价值等于估计的乘数乘以当期资产的账面价值与债务的市场价值之差。

再回到 Down Under 公司的例子，隐含的股东权益价值对账面价值乘数可以估计如下：

	第 1 年	第 2 年	第 3 年
期初账面价值（百万美元）	60	40	20
收益（百万美元）	20	30	40
ROE	33%	75%	200%
-资本成本	10%	10%	10%
=异常 ROE	23%	65%	190%
×（1+累计账面价值增长率）	1.00	0.67	0.33
=按账面价值增长率调整的异常 ROE	23%	43%	63%
×现值系数	0.909 1	0.826 4	0.751 3
=按账面价值增长率调整的异常 ROE 的现值	21.2%	35.8%	47.6%
按账面价值增长率调整的异常 ROE 累计现值	104.6%		
+1.00	100.0%		
=股东权益价值对账面价值乘数	204.6%		

因此，Down Under 的股东权益价值对账面价值乘数为 204.6%，隐含股票价值为 122.8 美元（60 美元 ×2.046），同样等于股利贴现模型得出的价值。由于 Down Under 是一个完全股东权益公司，因此对公司估价的异常 ROE 和异常 ROA 结构是相同的。

股东权益价值对账面价值乘数公式也可用于构建股东权益价值对收益乘数公式：

股东权益价值对收益乘数

$$=\text{股东权益价值对账面价值乘数}\times\frac{\text{股东权益账面价值}}{\text{收益}}$$

$$=\frac{\text{股东权益价值对账面价值乘数}}{\text{ROE}}$$

换句话说，影响公司股东权益价值对账面价值乘数的因素同样影响股东权益价值对收益乘数。两个乘数的主要差异在于股东权益价值对收益乘数受公司当期 ROE 业绩水平的影响，而股东权益

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

价值对账面价值乘数则不受其影响。因此，当期 ROE 低的公司有很高的价值对收益乘数，反之则相反。如果公司的 ROE 为 0 或者负数，则其市盈率乘数无穷大。因此，股东权益价值对收益乘数比股东权益价值对账面价值乘数更易波动。

以下一些服装零售业公司的数据说明了 ROE、股东权益增长率、市价对账面价值比率和市盈率之间的关系：

公司	ROE	账面价值增长率	市价对账面价值比率	市盈率
The Gap	48.5%	−1%	2 327%	50.1
The Limited	88.9%	9%	346%	5.5
Saks	2.1%	83%	262%	74.8
Donna Karan	0.2%	0%	135%	434.4

The Gap 的市价对账面价值比率和市盈率都很高，因此投资者预期未来 The Gap 将创造比当期水平（48%）更高的 ROE。相反，The Limited 拥有很高的市价对账面价值比率（346%），但市盈率低，这表明投资者预期 The Limited 将继续创造正的异常 ROE，但是当期的 ROE 水平（89%）是不可持续的。Saks 的市价对账面价值比率为 262%，表明投资者预期公司将获得异常 ROE，但公司很高的市盈率乘数（75）表明当期很低的 ROE（2%）被认为是暂时的。最后，Donna Karan 的市价对账面价值比率相对较低（135%），但是市盈率乘数很高，显然表明投资者预期 Donna Karan 的糟糕业绩不会继续下去，但也不认为公司能够持续获得高的异常 ROE。

主要分析问题

使用乘数法对公司进行估价，分析师必须评估作为乘数基础的变量的质量，并确定适宜的同类公司包括在基准乘数之中。因此，分析师可能对回答下列问题感兴趣：

- 用做乘数基础的变量的预期未来增长率是多少？例如，如果变量是收益，公司是否选择了可能对来年产生影响的稳健或积极的会计方法？如果乘数是账面价值，公司增长率和 ROE 的可持续性怎么样？公司所在行业和产品市场的动态发展趋势如何？公司是高增长行业的市场领导者，还是处于增长潜力不大的成熟行业？公司未来业绩是否可能受行业竞争或潜在进入者的影响？
- 哪些是最适合包含在基准乘数计算中的同类公司？这些公司在增长率（收益或账面价值）、盈利能力和收益质量方面是否与被分析公司具有可比性？是否具有同样的风险特征？

11.5 以收益为基础的估价方法的简化形式

通过对公司当期和未来异常收益之间的关系作出一些假设，可以简化贴现异常收益估价公式。同样，通过对长期 ROE 和增长率作出一些假设，可以简化股东权益价值对账面价值公式。

1. 当期与未来异常收益之间的关系

在简化异常收益模型时，经常用到对当期与未来净收益之间关系的一些假设。首先，假设异常收益服从随机走模型(random walk model)。异常收益的随机走模型表明当期异常收益是分析师对未

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

来预期异常收益的最佳估计。该模型假设以前对异常收益的冲击会永远持续下去，但未来的冲击是随机的或不可预测的。随机走模型可以写成：

预测 $AE_1 = AE_0$

预测 AE_1 是来年异常收益的预测值，AE_0 是当年异常收益。在该模型下，预测的第 2 年异常收益简单地等于第 1 年异常收益，也等于当年异常收益。换句话说，当年异常收益就是对未来年度异常收益的最佳估计。[7]

对未来异常收益的以上假设是如何简化贴现异常收益估价模型的呢？如果异常收益服从随机走模型，所有异常收益的未来预测值就简单地等于当期异常收益，则可以将价值公式写成：

$$\text{股票价值} = BVE_0 + \frac{AE_0}{r_e}$$

股票价值等于股东权益的年末账面价值加上当期异常收益除以资本成本。

当然，在现实中，对异常收益的冲击不可能永远持续。受到正面异常收益冲击的公司可能吸引竞争者，从而减少实现未来异常业绩的机会。受到负面异常收益冲击的公司可能倒闭，或者被其他能够更有效管理资源的公司收购。因此，异常业绩的可持续性取决于战略因素，如第 2 章讨论的进入壁垒和转换成本。为了反映这一点，分析师通常假设当期对异常收益的冲击随着时间的推移而衰减。根据这一假设，异常收益被认为服从自回归模型(autoregressive model)。这样，预测异常收益为：

预测 $AE_1 = \beta AE_0$

β是反映异常收益随时间推移而衰减的速度的一个参数。如果不存在衰减，则β等于 1，异常收益服从随机走模型。如果β等于 0，异常收益在 1 年内完全衰减。使用实际公司数据得到的β估计值表明，对于一个典型的美国公司而言，β大约等于 0.6。然而，它随行业而不同，拥有大额应计项目和一次性费用项目的公司的β值要小一些。[8]

自回归模型表明，股票价值也可以写成当期异常收益和账面价值的函数[9]：

$$\text{股票价值} = BVE_0 + \frac{\beta AE_0}{1 + r_e - \beta}$$

该公式表明，股票价值等于当期账面价值与以股东权益资本成本和异常收益可持续性为权重的当期异常收益之和。

2. ROE 和增长率的简化

也可以对长期 ROE 和股东权益增长率作出简化，以缩短估计股东权益价值对账面价值乘数的

---

7 也可以在该模型中加入一个增量，使各期收益按固定金额或固定比率增加。

8 参见 P. M. Dechow, A. P. Hutton, and R. G. Sloan, "An empirical assessment of the residual income valuation model," *Journal of Accounting and Economics* 23, January 1999。

9 该公式是 James Ohlson 在 "Earnings, book values, and dividends in security valuation," *Contemporary Accounting Research* 11, Spring 1995 中提出的一个模型的变形。Ohlson 在预测未来异常收益时加入了一个变量，反映除本期异常收益外的相关信息。随后，这个变量还出现在股票估价公式中。Dechow, Hutton 和 Sloan 所做的实证研究表明，财务分析师对异常收益的预测确实反映了除本期异常收益外的大量信息，而且这些信息对估价是有帮助的。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

预测期间。公司的长期 ROE 受诸如行业进入壁垒、生产或运输技术的变化以及管理质量等因素的影响。如第 10 章所述，这些因素往往迫使异常 ROE 随时间推移而衰减。模拟这种衰减的一种方法是假设 ROE 服从中值回归过程，则某一时期的预测 ROE 服从下列形式：

$$\text{预测 } ROE_1 = ROE_0 + \beta(ROE_0 - \overline{ROE})$$

$\overline{ROE}$代表稳定状态的 ROE（公司的资本成本或长期行业 ROE），β代表反映 ROE 回归其稳定状态快慢的“调整速度系数”。[10]

增长率受一些因素的影响。首先，公司规模是重要因素。小公司能够在较长的时期内保持高速增长，而大公司很难做到这一点。其次，拥有高增长率的公司可能吸引竞争对手，从而减低其增长率。如第 10 章所述，现实公司的账面价值增长率表现出相当程度的中值回归趋势。

ROE 和股东权益账面价值增长率的长期模式表明，对大多数公司而言，超过一个相对较短的期间（如 3—5 年）进行估价预测，就会存在价值的上下限。强大的经济力量往往导致在预测早期拥有优异或糟糕业绩的公司向与行业或经济中其他公司具有可比性的业绩水平回归。对处于稳定状态的公司，即预期有稳定的 ROE 和股东权益账面价值增长率（*gbve*）的公司而言，股东权益价值对账面价值乘数公式可以简化为：

$$\text{股东权益价值对账面价值乘数} = 1 + \frac{ROE_0 - r_e}{r_e - gbve}$$

与简化的模型一致，市价对账面价值比率和当期 ROE 之间存在很强的相关性。图 11-1 表明了 1999 年 7 月 16 日道·琼斯动态指南所报告的服装零售业公司的这些变量之间的关系。两个变量之间的相关系数是 45%。其中两家公司，The Limited 和 The Gap 的 ROE 比行业中其他公司高得多（分别为 88%和 48%）。The Limited 的收益包括来自子公司向母公司分配股票的 170 万美元特别收益，表明高的 ROE 不可能持续。如果剔除这一收益，要保持市价对账面价值比率不变，The Limited 的 ROE 将约为 14%。The Gap 在过去 4 年中收益稳定增长，其高市价对账面价值比率表明投资者预期其业绩水平可持续。

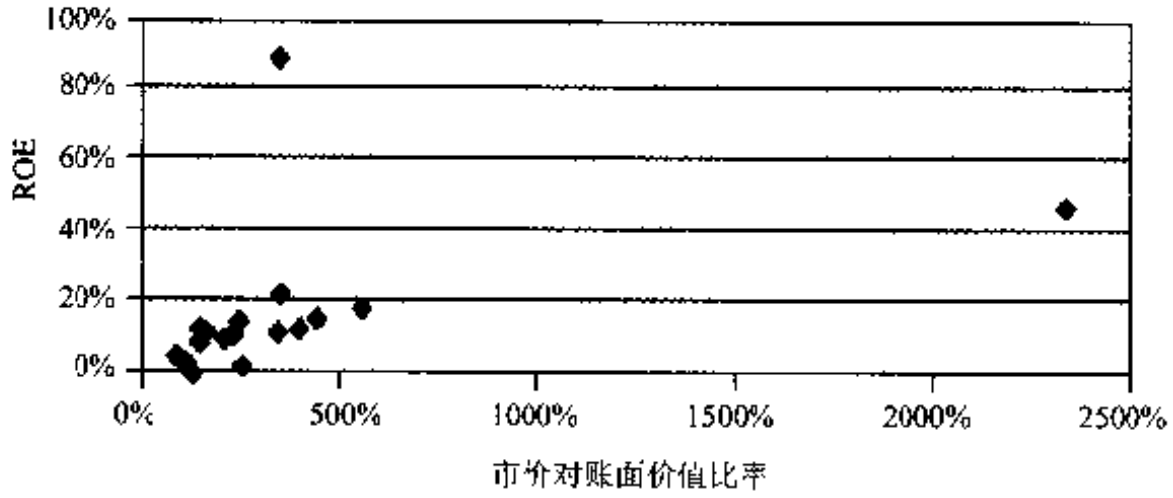


图 11-1 ROE 与市价对账面价值乘数之间的关系

10 该说明类似于 J. Lintner 在 “ Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, ” *American Economic Review* 46 (May 1956): 97-113 中提出的股利模型。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

当然，分析师可以对公司的 ROE 和增长率作出各种简化假设。例如，他们可以假设它们或快或慢地向资本成本和经济增长率衰减，也可以假设它们向行业或经济中平均 ROE 和账面价值增长率衰减。很容易根据这些假设修正估价公式。

11.6 贴现现金流量模型

这里讨论的最后一种估价方法是贴现现金流量法。大多数财务课程都会讲授这种估价方法。像异常收益法一样，它源自股利贴现模型。这种方法是基于股利可以改用自由现金流量来表示，[11] 即：

股利=营业现金流量-资本支出+来自债务所有者的净现金流量

如第 9 章所述，股东权益持有者的营业现金流量等于净收益加上折旧减去营运资本应计项目的变动。资本支出为减去资产出售后的资本支出，来自债务所有者的净现金流量等于新发行的债务减去到期债务和税后利息成本。经过调整，股东权益持有者的自由现金流量可以改写为：

股利=股东权益持有者的自由现金流量=$NI-\Delta BVA+\Delta BVND$

这里，NI 代表净收益，ΔBVA 代表营业净资产（包括营运资本的变动加上资本支出减去折旧费用）账面价值的变动，$\Delta BVND$ 代表债务净值（附息债务减去现金）账面价值的变动。

因此，股利贴现模型可以写为股东权益自由现金流量的现值。在该公式下，公司的估计值为：

股东权益价值=股东权益持有者的自由现金流量的现值

$$=\frac{NI_1-\Delta BVA_1+\Delta BVND_1}{(1+r_e)}+\frac{NI_2-\Delta BVA_2+\Delta BVND_2}{(1+r_e)^2}+\cdots$$

构造自由现金流量公式的另一种方法是，先估计债务净值加股东权益价值，再减去债务净值的市场价值。这种方法在实践中使用更加广泛，因为它不需要确切预测债务余额的变动。[12] 债务加股东权益价值可以写为：

债务加股东权益价值=债务和股东权益持有者的自由现金流量的现值

$$=\frac{NOPAT_1-\Delta BVA_1}{(1+WACC)}+\frac{NOPAT_2-\Delta BVA_2}{(1+WACC)^2}+\cdots$$

因此，贴现现金流量估价法包括下列步骤：

步骤 1：预测在某一有限预测期内（通常为 5—10 年）股东权益持有者（或者债务和股东权益持有者）的可用自由现金流量。

---

11 在实务中，公司不需要将全部自由现金流量作为股利支付，它们可以保持一定的盈余现金。M. H. Miller and F. Modigliani 在其 "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business* 34 (October 1961): 411-433 中探讨了公司股利决策影响其价值的状况。

12 不过，良好的预测将建立在对这些变动以及公司财务状况的所有其他要素有充分了解的基础上。对预期将改变资本结构的公司而言，融资活动现金流量的变动特别关键。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

步骤 2：根据一些简化的假设，预测终结年度后的自由现金流量。

步骤 3：以股东权益成本（加权平均资本成本）贴现股东权益持有者（债务和股东权益持有者）的自由现金流量。贴现值代表股东权益持有者（债务和股东权益持有者）可用自由现金流量的估计值。

回到 Down Under 公司的例子。由于没有债务，所有者的自由现金流量等于折旧前的营业利润。因为 Down Under 是一个完全股东权益公司，其 WACC 等于股东权益成本（10%），则自由现金流量的现值如下所示：

年份	自由现金流量（百万美元）	现值系数	自由现金流量的现值（百万美元）
1	40	0.909 1	36.4
2	50	0.826 4	41.3
3	60	0.751 3	45.1
股东权益价值			122.8

11.7 估价方法的比较

我们讨论了从股利贴现模型引申出的三种估价方法：贴现股利法、贴现异常收益（或者异常 ROE）法和贴现现金流量法。这些方法之间的关系如何？因为这些方法都来自同一基本模型，不能说哪一种方法要优于其他方法。只要分析师对公司基本面所作的假设是一样的，全部四种方法得到的估计值将是相同的。

不过，这些模型之间存在一些值得注意的重要差异：

- 它们各自侧重分析师所关注的不同问题；
- 它们需要不同层次的估价分析结构；
- 它们对终值的估计有不同的含义。

侧重的问题不同

这些方法从不同角度构造估价工作，在实践中将分析师的注意力集中在不同问题上。以收益为基础的方法从收益和账面价值等会计数据的角度分析问题。分析师花费很多时间来分析历史损益表和资产负债表，通常也是主要预测这些变量。

从 ROE 角度定义价值带来的优点是，它使分析师重视 ROE，而 ROE 同样是标准财务分析中需要剖析的主要业绩指标。此外，由于 ROE 决定公司的规模，可以使分析师很容易通过与行业或经济中其他公司的 ROE 作比较，评价其预测值的合理性。对于自由现金流量和异常收益而言，这种比较依据更具挑战性。

要求的结构不同

这些估价方法要求分析的金额和结构不同。贴现异常收益和 ROE 法要求分析师构造试算损益表和资产负债表，以预测未来收益和账面价值。而贴现现金流量法要求分析师预测损益表以及营运

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

资本和长期资产的变动，以产生自由现金流量。贴现股利法则要求分析师预测股利。

贴现异常收益法、贴现异常 ROE 法和自由现金流量模型对结构的要求都比贴现股利法高。因此，这些方法有助于分析师通过在预测未来股利时将公司未来业绩和投资机会考虑进来，避免结构不一致问题。同样，贴现异常收益/ROE 法要求建立完全试算资产负债表，对结构的要求比贴现现金流量法更高。这使分析师得以避免公司财务结构的不一致。

终值的含义不同

这些方法之间的第三个差异是估计终值所需付出的努力程度不同。与贴现现金流量法或贴现股利法相比，异常收益法和 ROE 法下终值的估计值往往只占总价值的很小一部分。从表面上看，这似乎使分析师避开了估价中最为头痛的难题。但这种表面上的优点是否是真实的？如下所述，答案取决于会计人员的账面价值是否已经很好地反映了价值。

异常收益估价法没有消除贴现现金流量法中的终值问题，但是改变了问题的形式。在贴现现金流量法下，终值包括预测期之外所有预期现金流量的现值。在异常收益估价法下，该价值被分为两个部分：预测期以外的正常收益现值和异常收益现值。异常收益方法中的终值只包括异常收益。正常收益的现值已经反映在预测期内最初账面价值或账面价值增长率之中。

因此，在异常收益法下，预测期内的当前账面价值和收益已经反映了很多在预测期以后预期获得的现金流量。这种方法直接以应计制会计为基础。例如，在应计制会计下，股东权益的账面价值可以被视做公司净资产带来的最低可收回未来利益。此外，收入在赚取而非收到现金时实现。相反，贴现现金流量法将所有应计项目“拆开”，分散为较长期间内的最终现金流量，然后以贴现预期未来现金流量的形式重新构造自己的“应计项目”。两种方法的根本差异是，异常收益估价法认识到应计过程已经完成了一部分估价工作，而贴现现金流量法最终回到作为应计基础的原始现金流量。

以会计为基础进行前景分析的有用性取决于应计过程对未来现金流量的反映程度。如果应计过程是“无偏差”的，即异常收益只是经济寻租的结果，而不是会计本身的结果，则这种方法是最适宜的。[13] 因此，预测期应扩展到预计公司将达到竞争性均衡，只能获得项目的正常收益这一点。预测期以后的异常收益将为 0，这一点上的终值也为 0。在这种极端情况下，公司的全部价值反映在预测期内的账面价值和收益中。

当然，会计处理很少能做得这么好。例如，多数国家将研究与开发成本费用化，账面价值不能反映任何研究与开发资产。结果，大量投资于研究与开发的公司——如制药公司——即使在面临激烈竞争时一般也会产生异常高的收益。纯粹作为对研究与开发进行会计处理的产物，这类公司未来的异常收益肯定是正的，终值代表了总价值的很大一部分。

如果需要，分析师可以改变所估价公司的会计方法。“好的”会计方法是应能将更多的公司价

13 在竞争均衡的条件下，无偏会计能够产生等于资本成本的预期 ROE。因此，实际 ROE 揭示了经济寻租的存在。市场价值会计是无偏会计的特例，即使在公司没有处于竞争均衡的条件下，也能产生等于资本成本的预期 ROE。也就是说，市场价值会计反映未来经济寻租账面价值的现值，使预期 ROE 趋于正常水平。有关无偏和有偏会计的论述，参见 G. Feltham and J. Ohlson, “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities,” *Contemporary Accounting Research* 11, No. 2 (Spring 1995): 689-731。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

值反映在预测期内的账面价值和收益中。[14] 同样的原因使得分析师总是试图将收益“正常化”，以使调整后的数据作为更好的价值指标，即使它们只反映较短期限内的业绩。

最近的研究侧重于比较以收益为基础的估价方法相对于贴现现金流量法和贴现股利法的表现。研究结果表明，在一个相对短的预测期内，如 10 年或 10 年以下，异常收益法得出的估计值比贴现股利法或贴现现金流量法更为精确。无论对于采取稳健会计方法的公司还是采取积极会计方法的公司来说，以收益为基础的估价方法都存在这种优势，这表明美国的应计制会计能够很好地反映未来现金流量。[15]

主要分析问题

以上关于权衡各种估价方法利弊的讨论，向分析师提出了如何比较这些方法以及考察哪种方法对其分析最适宜等问题：

- 分析师所作预测的主要业绩参数是什么？分析师的注意力更多地放在预测收益和账面价值等会计变量，还是放在预测现金流量变量上？
- 分析师将预测损益表和资产负债表结合起来考虑了吗？如果没有，两个报表之间是否存在不一致情况？如果存在，不一致的根源是什么？对以收益为基础的估价方法和贴现现金流量法的影响是否相同？
- 公司的会计对其基本资产和债务的反映程度如何？会计是否好到可以使我们使用账面价值作为长期预测的基础？另外，公司是否有很大的表外资产，如研究与开发资产，从而使得账面价值不能很好地反映长期业绩？
- 在采用不同的估价方法计算终值时，分析师对长期业绩的假设是否有很大差异？如果是，考虑到公司所在的行业和竞争地位，哪一种假设更为合理？

小 结

估价是将业绩预测值转化为价格估计值的过程。实践中使用的多种估价方法，没有一种方法明显优于其他方法。实际上，每一种方法都有各自的优点和缺点，同时考察几种方法是有益的。

对于股东来说，股票的价值是未来股利的现值。本章介绍了直接以股利贴现定义价值为基础的三种估价方法：贴现股利法、贴现异常收益法/ROE 法和贴现现金流量法。贴现股利法试图直接预

14 在其有关 EVA 估价的著作中，Bennett Stewart (1994) 建议进行包括资本化研究和开发成本在内的一些会计调整。

15 S. Penman and T. Sougiannis, “ A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation,” *The Accounting Review*, 对使用收益实际实现值、现金流量和股利进行估价的各种估价方法进行了比较。J. Francis, P. Olsson and D. Oswald, “ Comparing Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earnings Equity Valuation Models,” 1997, University of Chicago working paper, 使用 *Value Line* 预测进行估价。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

测股利：异常收益法将公司股东权益的价值表述为账面价值加上贴现的预期未来异常收益；贴现现金流量法将公司的股票价值表述为以资本成本贴现的预期未来自由现金流量。

尽管这三种方法都源自同一股利贴现模型，但估价过程不同。在实践中，它们使分析师在预测基本的原始未来股利时关注不同的问题，并要求不同层次的结构。

本章也讨论了价格乘数估价法。在这些方法下，分析师估计可比公司当期价格与历史或者预测业绩指标的比率，然后将这些基准指标用于估价被分析公司业绩的价值。传统上，乘数法一直很受欢迎，主要是因为它们不需要分析师预测多期业绩。但是，确定作为比较基准的可比公司很困难。即使在高度相关的公司之间，也存在影响乘数的业绩差异。

本章讨论了股东权益价值对账面价值乘数和股东权益价值对收益乘数这两种常用乘数之间的关系。最终的公式表明，股东权益价值对账面价值乘数是未来异常 ROE、账面价值增长率和公司股东权益成本的函数，而股东权益价值对收益乘数是上述三个变量和当期 ROE 的函数。

附录：

贴现股利模型和贴现异常收益模型的调整

为了从股利贴现模型推出以收益为基础的估价模型，考虑以下两期估价：

$$\text{股东权益价值}=\frac{DIV_1}{(1+r_e)}+\frac{DIV_2}{(1+r_e)^2}$$

在净盈余会计下，股利（*DIV*）可以表示为净收益（*NI*）和股东权益账面价值（*BVE*）的函数：

$$DIV_t = NI_t + BVE_{t-1} - BVE_t$$

将上式代入股利贴现模型得：

$$\text{股东权益价值}=\frac{NI_1+BVE_0-BVE_1}{(1+r_e)}+\frac{NI_2+BVE_1-BVE_2}{(1+r_e)^2}$$

可以将其改写为：

$$\text{股东权益价值}=\frac{NI_1-r_eBVE_0+BVE_0(1+r_e)-BVE_1}{(1+r_e)}$$

$$+\frac{NI_2-r_eBVE_1+BVE_1(1+r_e)-BVE_2}{(1+r_e)^2}$$

$$=BVE_0+\frac{NI_1-r_eBVE_0}{(1+r_e)}+\frac{NI_2-r_eBVE_1}{(1+r_e)^2}-\frac{BVE_2}{(1+r_e)^2}$$

因此，股东权益价值等于当期账面价值加上未来异常收益的现值。随着预测期的扩展，最后项（清算账面价值的现值）变得越来越小。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

思考题

1. EMH 证券公司的分析师乔·沃茨（Joe Watts）说："我不明白为什么有人试图对收益估价。很明显，市场了解收益能够被操纵，因而只估计现金流量。"请对此发表看法。

2. 说明为什么以会计为基础的估价方法得到的终值要比贴现现金流量估价法小得多。

3. Manufactured Earnings 是华尔街分析师的"宠儿"。其当前市价为每股 15 美元，每股账面价值 5 美元。分析师预测公司的账面价值将以每年 10%的速度持续增长，股东权益成本为 15%。根据这些条件，市场对公司长期平均 ROE 的预期应为多少？

4. 根据思考题 3 中的条件，如果市场将其对长期平均 ROE 的预期调整为 20%，则 Manufactured Earnings 的股票价格将为多少？

5. 分析师重新评估 Manufactured Earnings 的未来业绩如下：账面价值增长率增加到每年增长 12%，但增加的账面价值的 ROE 仅为 15%。这对市价对账面价值比率会产生什么影响？

6. 为什么拥有高 ROE 的公司市盈率低？

7. 什么样的公司具备以下特征：

   a. 市盈率高而市价对账面价值比率低

   b. 市盈率和市价对账面价值比率都高

   c. 市盈率低而市价对账面价值比率高

   d. 市盈率和市价对账面价值比率都低

8. 本章讨论的贴现现金流量估价法中使用的自由现金流量（FCF）可以定义为：

债务和股东权益持有者的 FCF=息税前收益×(1−税率)+折旧和递延税
−资本支出−/+营运资本的增加/减少

股东权益持有者的 FCF=净收益+折旧和递延税金−资本支出
−/+营运资本的增加/减少+/−债务的增加/减少

下列哪些项目影响债务和股东权益持有者的自由现金流量？哪些只影响股东权益持有者的自由现金流量？解释为什么和如何影响。

- 应收账款增加
- 毛利率下降
- 财产、厂房和设备增加
- 存货增加
- 利息费用
- 预付费用增加

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 应付银行票据增加

9. Starite 公司每股价值 20 美元。分析师预期在可预见的未来，将创造每股 4 美元的股东权益持有者自由现金流量。公司隐含的股东权益资本成本为多少？

10. 珍妮特·斯特林格（Janet Stringer）认为，“贴现现金流量估价法使管理者更加重视短期而非长期业绩，因为在贴现过程中，短期现金流量的贴现权重大于长期现金流量”。请对此发表评论。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例： Schneider and Square D

1991 年 1 月末，法国公司 Groupe Schneider 的首席执行官兼董事长 Didier Pineau-Valencienne 因未能成功建立本公司与电气设备行业中的美国对手 Square D 之间的密切工作关系而感到沮丧。由于确信电气设备的全球化市场必将建立，Pineau-Valencienne 认为，要保持未来的竞争地位，Schneider 需要成为美国市场中的主要参与者。由于与 Square D 的合作没能成功，他正在考虑对该公司实施收购。

电气设备行业

电气设备行业的收入主要来自新建筑和现有设备的维护，两种需求都与总体经济状况密切相关。1990 年的经济衰退给美国电气设备生产部门造成了沉重打击，不过，分析师认为到 1991 年初行业前景将因经济和建筑市场的预计好转而呈现一片光明。

在 1990 年，两种相关趋势对该行业具有决定性影响：全球化和行业集中。全球化导致许多美国公司向国际范围扩展，以利用西欧和环太平洋国家的市场增长。该行业产品标准的全球化增加了国际化的机会。在美国，最为广泛接受的设备标准由全国电气生产商协会（NEMA）制定；欧洲的电气产品则遵照一套不同的标准，由位于日内瓦的国际电气委员会（IEC）制定。不过，该行业中的许多公司认为，于 1992 年实现的欧洲一体化进程将最终导致 IEC 标准在世界居主导地位。

该行业的另一种主要趋势是生产和研究能力的集中，产生于日益增加的开发和生产成本及全球化趋势。一条新生产线的开发成本在 4 600 万—7 400 万美元（2.5 亿—4 亿法国法郎）之间。市场和产品标准的全球化趋势使公司得以利用规模经济效应，运用专门知识和技术为国内和国际市场提供共同产品。

SQUARE D 公司

Square D 是美国一家主要的电气设备、服务和系统供应商（Square D 在美国市场中所占份额参见附录 1），1903 年组建公司并从此稳定发展，目前在美国以外 11 个国家拥有和经营 18 家制造厂。公司经营活动集中在两个部门：配电和工业控制。配电部为住宅用、商用、工业用或其他建筑物生产把电通过输电线传送到电源插座的产品和系统；工业控制部为控制电气设备或程序使用的能源而生产产品并提供服务。

Square D 的优势之一在于建立起了销售其产品的独立的电气销售商和批发商网络。独立的销售

该案例由 Edouard De Vitry D'Avaucourt 在 Paul Healy 教授的指导下编写。MIT Sloan School of Management 的 Paul Asquith 教授和 Amos Tuck School 的 Anant Sundaram 提供了其他评论意见和信息。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

商由 Square D 选出，为各种客户（承包商、公用事业部门、工业用户和原始设备生产商）提供产品和服务。这种广泛的销售网络是多年构建良好关系的结果，也是 Square D 的大多数竞争对手所羡慕之处。

Square D 的主要竞争对手包括 ABB 西屋电气公司、西门子、Allen Bradley、通用电气和 Schneider（通过其子公司 Télémécanique 和 Merlin Gerin）。这些公司在许多部门展开竞争。1990 年末，在《美国工业展望》（*US Industrial Outlook*）统计的排名中，Square D 的工业控制业务排在美国第二位，位于 Allen Bradley 之后；配电业务排在美国市场第三位，位于西屋电气公司和通用电气之后。

Square D 拥有令人瞩目的财务业绩记录——在过去的 59 年中每年都盈利。但是，20 世纪 80 年代中期，公司业绩指标开始恶化，促使董事会更换了高级管理层。1987 年，杰尔·斯特德（Jerre Stead）作为总裁兼首席经营官加盟 Square D，1988 年被选为首席执行官，1989 年被任命为董事会主席。斯特德领导实施了复兴计划，以恢复公司业绩并帮助它面临新的行业挑战。根据该计划，作出了以下重组变革：

- 美国和加拿大的一些经营场所被关闭，其他被合并。
- 公司的业务被重组为三个核心部门，服务于工业控制、配电和国际市场。
- 重新部署和处置与核心业务关系不密切的经营部门产生的资源被用于加强核心业务。

由于作出这些努力，Square D 比许多竞争对手更平稳地渡过了 1990 年的经济衰退。1990 年 Square D 的销售收入为 17 亿美元（财务报表参见附录 2），其中 71%产生于配电部（85%营业利润），29%产生于工业控制部（15%营业利润）。到 1991 年初，分析师对该行业，特别是 Square D 1991 年末和 1992 年的行业前景表示乐观。《价值线》指出“经济的复苏、住房需求的回升、正财务杠杆……能使 1992 年每股收益增加到 5.50 美元左右（从 1990 年的 4.73 美元）”。

GROUPE SCHNEIDER

Schneider 于 1886 年 10 月作为合伙企业成立，1966 年转变为公司（société anonyme）。它是法国最大的工业集团之一，在财富 500 强（世界排名）中排在第 184 位。

1981 年，随着 Pineau-Valencienne 作为集团董事长兼首席执行官加盟，Schneider 开始执行雄心勃勃的重组计划。该计划的第一阶段是放弃全部亏损业务（造船、铁路以及电话设备），这些业务曾为公司创造过很多销售收入。出售这些业务使集团得以简化经营结构和增强财务实力。在重组的第二阶段，Schneider 着重于两项核心业务：

- 用于能源分配和工业复合体自动化的电气设备生产业务（1990 年销售收入的 56%、营业利润的 85%）
- 电气建筑物承包（1990 年销售收入的 44%、营业利润的 15%）

经过重组，Schneider 由一个从事多样化经营的公司转变为侧重于电气设备、工程和承包业务的工业集团。公司由四家主要工业子公司组成：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- Merlin Gerin—高、中、低压设备和程序控制系统生产商；
- Télémécanique—自动化系统和设备生产商；
- Jeumont Schneider—电气和电子工程设备生产商；
- Spie Batignolles—电气承包和国内工程服务提供商。

1990 年，Schneider 实现 510 亿法郎销售收入（财务报表如附录 3 所示），拥有 85 000 名员工，在全球电气设备行业的大多数部门中排名第二或第三位。

20 世纪 80 年代后期，Pineau-Valencienne 确信电气设备行业将进一步朝全球化的方向发展。在与分析师的交流中，他强调 IEC 标准会对美国产生影响而且会成为世界范围内的共同标准。此外，他认为日益增长的研发和生产成本将促进国际集中。因此，Schneider 着手进行重组的第三阶段——经营地域多样化。该举措以 1989 年实施的两项主要收购开始：

- Spie Batignolles 收购了英国领先的工程公司 DAVY 15%的股份；
- Schneider 取得了加拿大领先的电气设备生产商 Federal Pioneer 的控制股份。

Schneider 与 Square D 之间的关系

1988 年，Schneider 开始对 Square D 产生兴趣。1988 年 9 月，Pineau-Valencienne 安排了两家公司高级管理层的会面，在这次会面中，Schneider 提出与 Square D 合资的想法。此后，在 1988 年秋季到 1989 年春季间安排了确定更适合这种合资的生产线的经营会议。为保护所交流的信息，两家公司在 1988 年 10 月末达成一项秘密协议。该协议限制了讨论期间得到的秘密信息的使用和公开披露，但它不包含限制证券购买或企业合并动议的“停滞性”条款。

在谈判早期，两家公司的首席执行官对合作关系本质的理解出现明显分歧。Pineau-Valencienne 希望 Schneider 获得 Square D 的权益份额以巩固合作关系，而斯特德明确指出他不接受这个提议，要求 Square D 的独立性得到尊重。在 1989 年 9 月 25 日的回信中，Pineau-Valencienne 表明了他的观点，把关于合资未来前景的讨论与 Square D 同意 Schneider 收购其 20%的股份相联系。结果是，两家公司之间关于合资的讨论终止。Pineau-Valencienne 对此感到十分沮丧，于 1990 年 9 月向斯特德提出 Schneider 对 Square D 兴趣已经由合资转变为进行“友好的现金兼并交易”。Square D 的董事会从此开始对 Schneider 的提议怀有敌意。

在 Schneider 提议收购 Square D 的同时，Square D 正在组织对恶意收购的合法抵制。1989 年公司迁移到特拉华州，该州的法律要求恶意收购者至少收购 85%的股权才能实施收买。此外，它还新设了反对潜在主动收购，包括普通股收购计划（具体条款参见附录 4）的毒丸修正案（poison pill amendments）。

1990 年 11 月，Square D 的股票表现异常活跃。收购的传闻导致交易量上升，股价由 10 月 22 日的 36.50 美元上涨到 11 月 7 日的 49.75 美元。1990 年 11 月 6 日，斯特德通过电话与 Pineau-Valencienne 交谈股票的异常活跃情况，Pineau-Valencienne 表示，如果 Square D 给予其他公司这种实施收购的机会，则他对这种机会很感兴趣。

1991 年 2 月 1 日，《价值线投资调查》作出如下评论：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

正如前3个月的情况一样，Square D的股票正在以推测接收合并可能发生的价格进行交易。Square D在一些方面具有吸引力（包括在选定的电气设备市场中的位置），是一个颇诱人的收购对象，对试图建立或扩大在美国的市场占有率的外国公司而言尤其如此。收购者可能愿意为收购该公司支付每股70美元或更高的价格。但在该股票经历了3个月的不正常频繁交易后（从理论上讲全部发行在外股份在这段时期都已经转手交易），没有出现正在进行收买的迹象。如果最终没有收买者出现，我们预期股票价格将逐渐下滑，也许会下降到每股40—45美元。在这种时刻，只有投机投资者会持有这种股份。

对 Square D 实施的可能收购

Pineau-Valencienne正在考虑的一个选择是出价竞买Square D。在与Square D保持了两年的联系之后，他对两家公司完全合并可能产生的协同效应和价值来源有了很多想法，包括：

- 使两家公司间的研发合理化，共享现有技术的收益；
- 使两家公司都获得更广泛的销售渠道；
- 使生产能力合理化；
- 通过销售由Télémécanique或Merlin Gerin开发的产品扩展Square D的生产线。

Schneider的财务顾问Lazard Frères被要求分析Square D自身的价值及其对Schneider的价值。为确定Square D自身的价值，Lazard Frères对公司作为一个独立主体的未来业绩作出了一系列基本假设。假设预计：（a）1991年销售收入将增长3.5%，其后每年增长7%；（b）息税前收益将为销售收入的15%—16%；（c）营运资本净额将继续保持在销售收入的11%—13%；（d）预计资本支出将为销售收入的5%；（e）1991—1997年间，折旧费将仍为销售收入的4%，其后为4.3%。Lazard Frères预计，根据Schneider和Square D之间的协同效应，如果与Schneider合并，Square D每年能够节省约6 000万美元费用（税后）。此外，处置Square D的一些不相关资产能够产生1.5亿美元现金。与Square D的估价相关的其他数据如附录6所示。

Pineau-Valencienne担心的另一个问题是对Square D的收购可能影响Schneider的收益。根据法国的会计准则，无论使用现金还是股票实施收购，Schneider都必须摊销商誉。Lazard Frères预计，收购带来的资产和负债重估增值将很小，从而意味着即使选择40年的最大摊销期限，商誉摊销费的金额也会很大。Pineau-Valencienne预计很多分析师都会对由此带来的收益稀释持否定态度。

Didier Pineau-Valencienne感觉到他必须迅速作出决定。传闻很多其他公司已经就企业合并事宜与Square D接触，Pineau-Valencienne很担心其他竞争者取得对Square D的控制权，从而使Schneider进入美国市场的机会更小。

思考题

1. 请评论Square D与Schneider之间的战略协同情况。合并的经济利弊何在？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

2. 请对 Lazard Frères 为确定 Square D 的价值所作的基本假设作出评价。

3. 请估计 Square D 作为一家独立公司的价值。该公司对 Schneider 的价值何在？

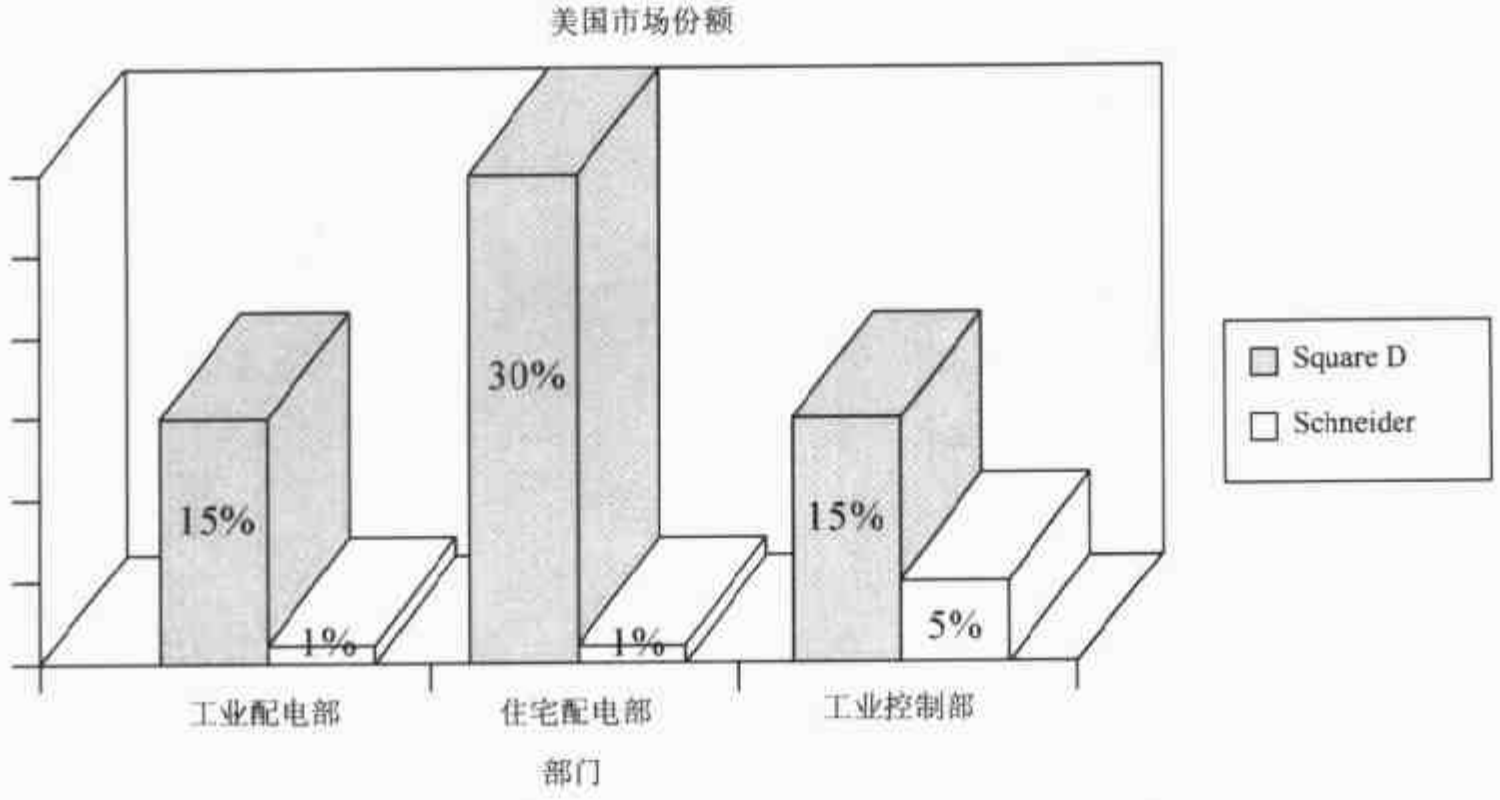
4. 假设 Schneider 必须按 Square D 的全部价值支付收购价款，合并将对 Schneider 的未来收益产生哪些影响？Schneider 应当对这种影响感到担忧吗？

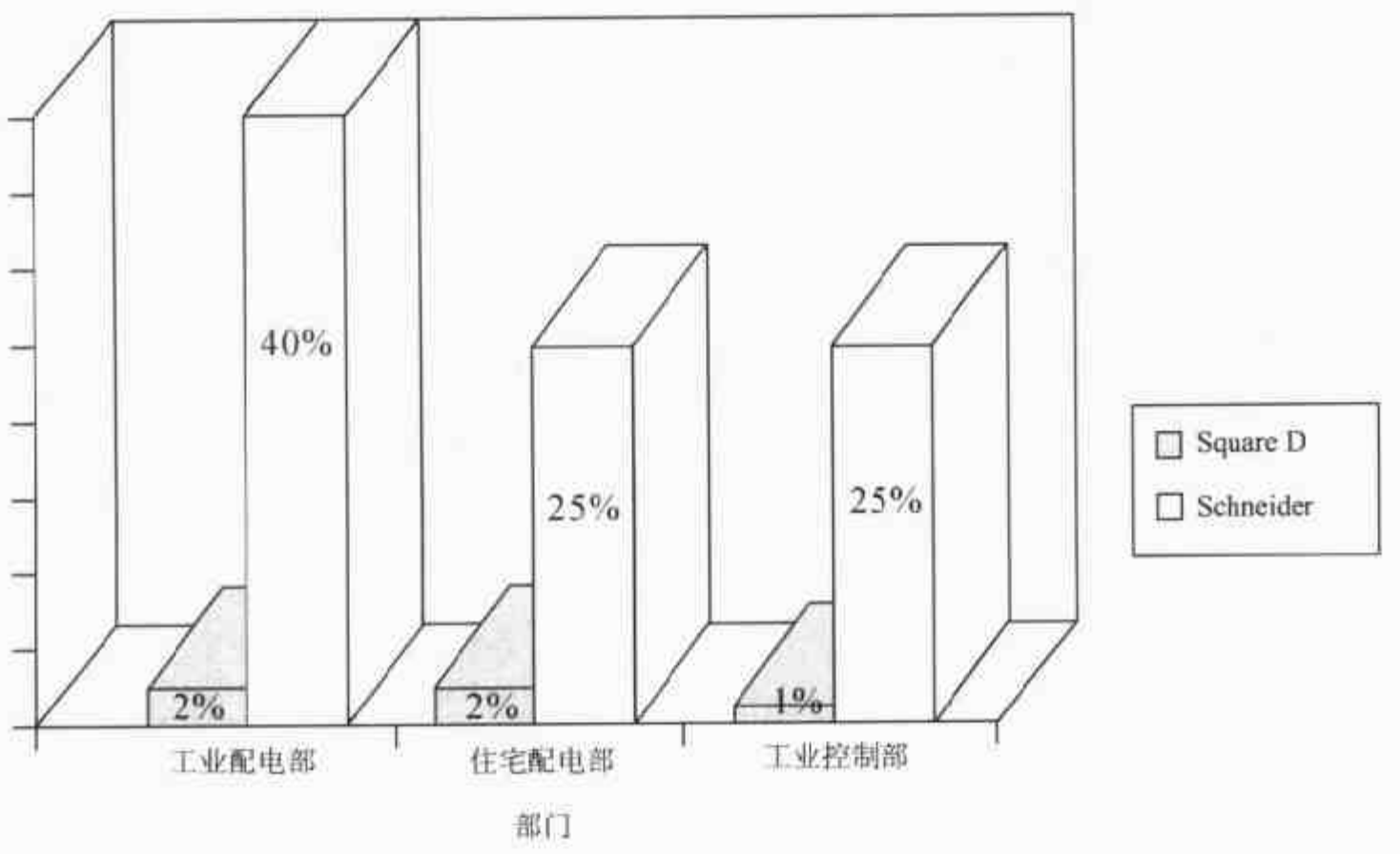
5. 如果你是 Pineau-Valencienne，在 1991 年 1 月末，你会怎样做？你会向 Square D 发出收购要约吗？如果发出收购要约，你将出价多少？你将进行善意还是恶意收购？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Schneider 和 Square D 在美国和欧洲占有的市场份额





附 录 2

从 Square D 1990 年度报告中挑选出的内容

合并财务报表

合并净收益表

（除每股收益外，均为千美元）	各年结束于 12 月 31 日 1990	1989	1988
销售收入净额	1 653 319	1 598 688	1 497 772
成本和费用：			
产品销售成本	1 088 977	1 027 348	979 591
销售和一般管理费用	385 903	369 726	338 962
重组费用	—	26 320	—
营业收益	178 439	175 294	179 219
非营业收益	34 740	17 106	17 255
利息费用	(28 760)	(31 438)	(22 082)
税前持续经营收益	184 419	160 962	174 392
所得税备抵	67 773	59 856	63 310
持续经营收益	116 646	101 106	111 082
终止经营：			
经营收益（损失），减所得税费用（收益）的净额：1990——(1 188)美元；1989——(1 086)美元；1988——3 831 美元	(312)	798	7 852
处置收益，减其他备抵和所得税 1 865 美元后的净额	4 391	—	—
终止经营收益	4 079	798	7 852
净收益	120 725	101 904	118 934
优先股股利，减所得税的净额	6 176	3 300	—
普通股股东可得净收益	114 549	98 604	118 934
普通股每股收益：			
基本：			
持续经营	4.76	3.95	4.15
终止经营	0.18	0.03	0.29
净收益	4.94	3.98	4.44
完全稀释：			
持续经营	4.57	3.88	4.13
终止经营	0.16	0.03	0.29
净收益	4.73	3.91	4.42
加权平均普通股股数			
发行在外：			
基本	23 181	24 763	26 776
完全稀释	25 088	25 809	27 016

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



合并资产负债表

（除每股数据外，均为千美元）	12月31日 1990	1989
资产		
流动资产：		
现金和短期投资	244 933	66 348
应收账款，减备抵（1990——23 759；1989——18 556）	305 241	314 123
存货	159 109	151 316
预付费用	12 664	15 206
预付所得税	4 714	—
递延所得税收益	34 988	26 459
终止经营的净资产	—	117 116
流动资产合计	761 649	690 568
杠杆租赁投资	137 182	133 344
财产、厂房和设备：		
土地	24 477	22 216
建筑物和改良	222 105	212 992
设备	552 785	501 531
财产、厂房和设备——成本	799 367	736 739
减累计折旧	349 265	318 261
财产、厂房和设备——净值	450 102	418 478
终止经营的净资产	36 681	52 949
买价超过被收购企业净资产的差额，减摊销（1990——13 769；1989——12 978）	51 391	50 528
其他资产	22 744	26 718
资产合计	1 459 749	1 372 585
负债和普通股股东权益		
流动负债：		
短期债务	123 871	263 730
长期债务的本年到期部分	15 067	10 174
应付账款和应计费用	220 575	200 686
所得税	—	10 327
应付股利	12 633	11 893
流动负债合计	372 146	496 810
长期债务	244 820	123 420
递延所得税	82 381	74 464
递延所得税——杠杆租赁	127 699	112 473
其他负债	14 000	—
少数股权	10 941	9 295
优先股，无面值，额定股数6 000 000股，已发行1 709 402股，流通在外1 701 822股，累计A系列ESOP可转换优先股		
应收ESOP信托债券	124 568	125 000
预收ESOP报酬	(25 000)	(125 000)
普通股股东权益：	(95 400)	—
普通股，面值1.11美元，额定股数100 000 000股		
股本溢价	49 601	49 409
留存收益	130 401	120 211
累计折算调整	773 126	713 225
库藏股——成本	3 262	(8 788)
普通股股东权益合计	(352 796)	(317 934)
负债和普通股股东权益合计	603 594	556 123
	1 459 749	1 372 585

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并现金流量表

（以千美元计）	各年结束于 12 月 31 日 1990	1989	1988
1 月 1 日的现金和短期投资	66 348	65 855	94 488
现金和短期投资产生于（用于）：			
经营活动：			
持续经营收益	116 646	101 106	111 082
加（减）持续经营收益中包括的非现金项目：			
折旧和摊销	59 300	49 443	45 174
递延所得税	1 707	(25 147)	(8 506)
递延所得税——杠杆租赁	15 226	23 445	25 683
财产、厂房和设备出售损失（收益）	(1 011)	1 936	657
外部兑换损失（收益）	(2 222)	964	(52)
少数股权	1 646	985	1 047
其他收益贷项——净值	—	(15)	(63)
流动项目（减收购影响的净额）：			
应收账款	13 501	(58 515)	(20 789)
存货	(1 285)	26 568	(52 795)
预付费用	2 769	12 027	1 635
应付账款和应计费用	(7 312)	16 736	20 316
所得税	(15 253)	(3 319)	8 243
持续经营产生的净现金	183 712	146 214	131 632
终止经营产生（使用）的净现金	(484)	2 971	721
经营活动产生的净现金	183 228	149 185	132 353
投资活动：			
杠杆租赁投资的增加	(3 838)	(2 876)	(4 829)
收购企业，减获得的现金 103 美元的净值	—	(9 271)	—
厂房扩建	(83 117)	(80 024)	(70 419)
出售企业收益	175 476	—	—
出售财产、厂房和设备收益	21 774	6 186	14 222
其他投资的减少（增加）额	1 281	(12 794)	24 692
投资活动产生（使用）的净现金	111 576	(98 779)	(36 334)
融资活动：			
短期债务的净增加（减少）额	(143 983)	142 262	44 430
长期债务的增加额	27 883	614	11 066
长期债务的减少额	(14 412)	(21 580)	(17 910)
应收 ESOP 信托债券收益	125 000	—	—
对 ESOP 信托贷款	(25 000)	—	—
支付的普通股现金股利	(50 128)	(50 590)	(54 601)
支付的优先股现金股利	(9 956)	(5 000)	—
已发行普通股	6 602	8 929	6 349
购买库藏股	(34 916)	(126 778)	(111 394)
偿还优先股	(432)	—	—
已发行库藏股	54	114	256
融资活动产生的净现金	(119 288)	(52 029)	(121 804)
汇率变动对现金的影响	3 069	2 116	(2 848)
现金和短期投资净增加（减少）额	178 585	493	(28 633)
12 月 31 日的现金和短期投资	244 933	66 348	65 855

参见所附合并财务报表附注。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并财务报表附注

（除每股数据外，均为千美元）

A. 重要会计政策摘要

合并原则

财务报表包括公司及其所有全资子公司的报表。对未合并附属公司的投资采用权益法核算。所有重要的公司间项目和交易已经被抵消。除几乎所有跨国子公司的会计年度都结束于 11 月 30 日外，报表都是以各年结束于 12 月 31 日为基础编制。

现金和短期投资

现金包括银行存款和定期存款。短期投资包括各种具有高度流动性的短期证券，购买时到期日通常在 3 个月或 3 个月内。短期投资按成本计列，成本接近于市价。

存货

存货按成本与市价孰低列示。几乎全部国内存货和某些跨国存货的成本都使用后进先出法（LIFO）确定，大多数跨国存货的成本使用先进先出法（FIFO）确定。

财产、厂房和设备

财产、厂房和设备在预计使用期限内按直线法计提折旧。编制税务报告时使用加速折旧法计提折旧。

收购企业

买价超过所收购企业净资产的差额采用直线法在不超过 40 年的期限内摊销。

所得税

所得税按照美国会计原则委员会第 11 号（APB No.11）文件进行会计处理。财务会计准则委员会已经发布了将改变所得税会计处理方法的第 96 号公告（FASB No.96）；公司将于 1992 年 1 月 1 日前采纳该公告。

资产负债表外财务文件

公司在管理利率和外部兑换率变动的披露时，签订了各种财务文件。这些文件包括利率掉期协议和外币兑换合同。这些财务文件不代表与财务报表相关的重大资产负债表外风险。

普通股每股收益

普通股每股基本收益通过使用扣除税后优先股股利后的净收益除以该年流通在外的加权平均普通股股数确定。在计算时没有把以股票购买权和可转换债券形式表示的约当普通股包括在内，因为它们不会对每股收益产生重大的稀释影响。完全稀释的每股收益反映全部可转换优先股和约当普通股转换为普通股的影响。

重新归类

1989 和 1988 年财务报表中的一些金额已经被重新归类，以便与本年的财务报表披露相一致。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

B. 终止经营

1990 年 6 月 30 日，公司报告其 General Semiconductor Industries(GSI)企业终止经营；1989 年 9 月 30 日，公司报告其 Yates Industries(Yates)铜箔企业终止经营。公司的合并财务报表已经被相应重新归类，以分别报告这些终止经营企业的净资产和经营成果。终止经营日前的财务成果已经被重述，以反映持续经营情况。

1990 年 1 月，公司决定出售其欧洲企业 Yates 及其在日本合资企业中拥有的 50%股权。1990 年 4 月，公司在新泽西州的博登城完成 Yates 的出售，全部出售毛收入为 175 476 美元。出售 Yates 的收入和相关成本接近管理层的最初预计。管理层继续积极进行 GSI 的出售。

出售 Yates 取得的收益在抵消预计 GSI 出售损失备抵和其他与以前终止经营企业相关的成本，减去 1990 年第 2 季度终止经营企业的所得税后的净额为收益 4 391 美元。出售 Yates 取得的收益是减去 14 000 美元长期环境成本备抵后的净额。出售 Yates 的国外工厂取得的收益包括确认累计折算调整产生的收益 6 895 美元。

1990 年 12 月 31 日和 1989 年 12 月 31 日，终止经营企业的净资产分别为 36 681 美元和 170 065 美元。该金额中包括流动资产，财产、厂房和设备，其他非流动资产，以及流动和非流动负债。

1990、1989 和 1988 年终止经营日以前终止经营企业的销售收入分别为 16 158 美元、124 121 美元和 159 000 美元。利息费用 249 美元、2 730 美元和 2 246 美元减去所得税后的净额分别根据 1990、1989 和 1988 年的净资产分配给终止经营日之前的终止经营活动。GSI 自终止经营日到 1990 年 12 月 31 日间的经营成果金额不大。

C. 重组费用

1989 年，作为合理化和提高美国及海外几家企业和生产线的盈利能力计划的一部分，公司发生了 17 511 美元（或每股 0.71 美元）税后净重组费用。该项费用主要包括与配电部的产品、设施和组织合理化、工业控制部的产品合理化、加拿大企业的厂房合并和组织重组、欧洲企业的重组以及营销重组相关的成本。

D. 收购

1989 年，公司收购了俄亥俄州都柏林市的 Crisp Automation 公司。Crisp Automation 是一家程序控制和工厂自动化系统设计商，目前作为 Square D Automation Products 的一部分从事经营。也是在 1989 年，公司收购了阿拉巴马州蒙特瓦洛市的 Electrical Specialty Products（ESP）。ESP 是一家接线盒生产商，目前作为 Square D Connectors 的一部分从事经营。这些收购采用购买法核算，收购日前的销售收入和净收益金额不大。

G. 存货

1990 年 12 月 31 日和 1989 年 12 月 31 日，按照后进先出法（LIFO）计价的存货分别共计 83 941 美元和 65 017 美元。如果使用先进先出法（FIFO），存货将分别比所附 1990 年 12 月 31 日和 1989 年 12 月 31 日合并资产负债表中报告的金额高 138 120 美元和 140 076 美元。

存货按成本要素持有，因此确定诸如完工产品、在产品和原材料的主要分类是不切实际的。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

H. 租赁承付款

公司根据经营租赁协议租入各种仓库、办公设施以及主要包括计算机和车辆的一些设备。

根据初始期限为 1 年或更长时间的不可撤销租赁协议，在 1990 年 12 月 31 日，未来各年最低租金为：

1991	10 160
1992	7 266
1993	5 520
1994	4 473
1995	975
其余各年	1 224
合计	29 618

J. 债务

长期债务包括：

	1990	1989
ESOP 债券，利率为 7.7%，在 2004 年的不同日期到期	120 400	—
优先债券，利率为 10%，1995 年到期	75 000	75 000
工业收益担保债券，利率为 5.6%—8.8%，在 2004 年的不同日期到期	25 715	26 610
第一抵押债券，利率为 9.0%—9.2%，在 2009 年的不同日期到期	10 825	11 119
可转换次级债券，利率为 9.0%，1992 年到期（减去 13.0%的未摊销折扣后的净额：1990——220 美元，1989——376 美元）	2 787	4 096
应付银行款：平均利率为 1990——13.8%，1989——10.3%；在 1996 年的不同日期到期	1 114	2 423
其他债务：平均利率为 1990——14.4%，1989——12.7%；在 2000 年的不同日期到期	24 046	14 346
小计	259 887	133 594
减本年到期部分	15 067	10 174
合计	244 820	123 420

1991—1995 年长期债务的当年到期部分分别为 15 067 美元、14 642 美元、14 968 美元、13 877 美元和 82 187 美元。

员工持股计划（Employee Stock Ownership Plan，ESOP）债券包括公司直接借款 25 000 美元，来自该借款的收益已经以对公司 ESOP 贷款的形式预付。1990 年 12 月 31 日 ESOP 直接借款共计 95 400 美元，已经由公司担保，并相应报告为长期债务。更详细的论述参见附注 Q。

9 115 美元工业收益担保债券和第一抵押债券由用融资收入购入的财产和设备担保。

可转换次级债券按照每 1 000 美元本金可转换为 28.57 股股票的比率转换。公司预留 85 934 股普通股用于转换。

公司签订了由公司 12 家主要银行参与的周转信贷协议。到 1994 年，该协议能够提供 180 000 美元周转信贷额度。该额度既可在国内市场使用，也可在欧洲市场使用。

在 1990 年 12 月 31 日和 1989 年 12 月 31 日，短期债务分别包括银行借款 33 611 美元和 19 438

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

美元，商业票据 70 260 美元和 214 292 美元。此外，在 1990 年 12 月 31 日和 1989 年 12 月 31 日，短期债务还分别包括主票据协议 20 000 美元和 30 000 美元。

1990 年 12 月 31 日，公司还有其他未使用短期信贷额度共计 69 501 美元。

K. 所得税

持续经营的税前收益如下所示：

	1990	1989	1988
美国	163 674	142 855	155 453
国际	20 745	18 107	18 939
合计	184 419	160 962	174 392

持续经营的所得税备抵如下所示:

	1990	1989	1988
本期:			
美国联邦	33 452	46 784	35 261
国际	7 999	4 752	3 989
州	9 037	9 902	6 625
	50 488	61 438	45 875
递延:			
美国联邦	17 189	(1 375)	17 475
国际	(869)	1 479	228
州	965	(1 686)	(268)
	17 285	(1 582)	17 435
合计	67 773	59 856	63 310

递延所得税备抵的组成内容如下所示：

	1990	1989	1988
租赁子公司收益	17 077	22 502	25 256
401(k)贡献	4 383	—	—
州税收	965	(1 686)	(268)
税收超过账面折旧金额	2 535	1 301	751
分期付款销售的递延应税所得	—	(13 006)	(5 615)
可选择的最少应纳税额	—	8 484	1 634
集团健康医疗保险信托基金	—	(6 863)	(11 634)
重组费用	—	(4 510)	—
其他	(7 675)	(7 804)	7 311
递延所得税费用（收益）	17 285	(1 582)	17 435

持续经营的法定税率和实际税率之间的调整如下所示：

	1990	1989	1988
美国联邦法定税率	34.0%	34.0%	34.0%
州所得税率，减联邦收益后的净额	3.6	3.4	2.4
税率下降	—	—	(2.5)
美国国际股利税率	0.4	0.3	4.2
国际税率差异	0.1	(0.9)	(2.6)
租赁子公司	(0.1)	(0.2)	(0.8)
重组费用	—	0.6	—
其他	(1.3)	—	1.6
实际税率	36.7%	37.2%	36.3%

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

对约 120 009 美元已经或将投资于国外或预计将以免税收益的形式分配回美国的未分配收益的分配可能发生的国际预扣税金和美国应付所得税没有建立备抵。对公司目前打算汇回的全部收益都已建立了税金备抵。

L. 补充损益表信息

	1990	1989	1988
非营业收益：			
利息收入	25 501	14 497	9 666
诉讼结算	5 695	—	—
杠杆租赁收益	5 273	6 694	8 219
财产、厂房和设备收益（损失）	1 005	(1 933)	(673)
其他非营业收益（费用）	(2 734)	(2 152)	43
合计	34 740	17 106	17 255
研究和开发	55 384	44 720	46 533
维修和保养	47 328	49 572	47 131
广告费	26 584	25 933	19 586
租金	22 857	23 238	19 958
外币折算收益（损失）	(1 423)	292	2 343

O. 退休金计划

公司的国内企业实施几种退休金计划，主要是几乎涉及所有员工在 65 岁退休时正常退休福利的固定受益额退休金计划。薪水固定员工的固定受益额退休金计划以最终平均报酬公式为基础，而计时工人的退休金计划以年服务金额公式为基础。公司根据《美国退休员工收入保证法案》（ERISA）和国内税务局（IRS）的规则每年缴存计划要求的金额，包括过去服务成本在员工平均剩余服务期限内的分摊额。

1989 年公司要求主要国外子公司采纳财务会计准则公告第 87 号（SFAS No.87）实施国际退休金计划。对于没有采纳财务会计准则公告第 87 号的国际退休金计划而言，既得福利超过基金资产的差额通常不大。公司根据所在经营地的国际税法法规每年缴存计划要求的金额。

公司国内和国际退休金计划的期间退休金成本净额包括以下内容：

	1990	1989	1988
服务成本——当年获取的退休金福利	12 409	11 039	9 515
递延和摊销净额	(42 253)	24 976	(11 621)
预计退休金福利债务利息	28 547	25 796	25 414
计划资产的实际收益	10 809	(55 795)	(14 388)
期间退休金成本净额	9 512	6 016	8 920

1990 和 1989 年公司主要国际退休金计划的期间退休金成本净额分别为 843 美元和 1 000 美元。

下表列示了公司 12 月 31 日资产负债表中确认的国内和国际退休金计划的基金状况和金额：

	超额拨存退休金计划		未足额拨存退休金计划	
	1990	1989	1990	1989
福利债务保险精算现值：				
享有领取退休金法定权益的员工	(193 615)	(194 793)	(96 325)	(90 466)
不享有领取退休金法定权益的员工	(12 169)	(6 073)	(15 407)	(3 251)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	超额拨存退休金计划		未足额拨存退休金计划	
	1990	1989	1990	1989
累积福利债务合计	(205 784)	(200 866)	(111 732)	(93 717)
与预计工资增长相关的额外金额	(35 705)	(45 637)	(3 949)	(3 095)
预计福利债务	(241 489)	(246 503)	(115 681)	(96 812)
计划资产的公允价值（主要是普通股和固定收益证券）	245 953	267 184	75 493	68 884
预计福利债务低于（高于）计划资产金额	4 464	20 681	(40 188)	(27 928)
未确认净损失（收益）	(7 583)	(15 018)	9 451	8 442
未确认以前服务成本	(6 374)	(6 934)	17 281	4 673
采纳SFAS第87号当日未确认债务净额	6 604	1 682	1 378	4 569
预付（应计退休金成本）	(2 889)	411	(12 078)	(10 244)

确定国内退休金计划预计福利债务的保险精算现值时使用的经济假设是：

	1990	1989
加权平均折现率	9.0%	8.3%
未来报酬水平增长率	5.3%	5.3%
计划资产收益率	10.0%	10.0%

反映各国经济状况的公司国际退休金计划的设定比率通常与美国比率相差 1.0—2.0 个百分点。

1990、1989 和 1988 年所有计划的退休金费用分别为 10 914 美元、8 073 美元和 12 962 美元。1990、1989 和 1988 年修改了保险精算假设，主要是将投资收益率和支付增长率提升到更能反映当前经济状况的水平。这种和其他变化使 1990 年的退休金费用提高约 920 美元，1989 和 1988 年的退休金费用分别下降约 5 838 美元和 1 218 美元。

P. 退休后福利

公司为几乎所有国内企业的退休员工提供健康计划保证金和人寿保险福利。几乎所有公司员工在从公司退休时，都有资格得到这些福利。退休员工健康保证金成本在对要求权进行支付时被确认为费用；人寿保险福利成本在支付保险费时被确认为费用。1990、1989 和 1988 年，这些成本分别共计 6 165 美元、5 075 美元和 3 982 美元。

财务会计准则委员会发布了财务会计准则公告第 106 号“退休后福利而非退休金会计”。该公告要求在员工为公司提供服务期间，采用应计制处理退休后福利。尽管还没有完全确定新准则的影响，这种变化将导致更多的福利费用被确认。公司计划于 1993 年采纳该公告。

T. 部门和地域信息

公司进行配电产品、系统和服务以及工业控制产品、系统和服务的生产和销售，在全世界的几乎所有主要市场从事经营活动。主要制造厂位于美国各地、欧洲、拉丁美洲、加拿大、澳大利亚和泰国。

配电部主要生产和销售配电使用的产品、系统和服务。配电设备主要用于把电从输电线的终端传送到住宅用、商用、工业用或其他建筑物的电源插座。配电产品包括模压盒断电器、微型断电器、

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

负载中心、安全开关、测量工具、配电盘、配电屏、电机控制中心、低压和中压配电装置、配电通道和布线槽、干型变压器、电源变压器和树脂变压器。

工业控制部主要生产和销售用于控制电气设备或程序运营中使用的电力的控制产品、系统和服务。控制设备包括电动机起动器、电流接触器、按钮、可调频率电机控制器和传感器。该部门的其他产品包括可编程控制器、电解槽控制器、电子计算机控制和数据收集系统、免干扰动力系统、动力保护系统、红外线光电温度计、高温计、快动开关和键盘。

配电部和工业控制部的几乎全部产品都通过公司自身的销售组织销售，并通过一个战略仓库系统进行分配。大部分产品直接销售给经授权的电气批发商，再由电气批发商销售给电气承包商、电气公用事业公司、大工业工厂和其他各商业部门。

各地域和行业部门间的销售收入以接近现行市价的价格为基础计算。1990、1989 和 1988 年，两个行业部门向处于控制下的一组顾客销售所取得的销售收入净额分别为 161 015 美元、161 156 美元和 176 700 美元。

1990 年 12 月 31 日前 3 年按行业部门计算的财务信息摘要如下所示：

行业部门	1990	1989	1988
销售收入			
配电部：			
向非关联顾客销售	1 170 420	1 117 619	1 057 359
公司内部销售	18 203	13 083	10 484
	1 188 623	1 130 702	1 067 843
工业控制：			
向非关联顾客销售	482 899	481 069	440 413
公司内部销售	63 919	51 923	49 244
	546 818	532 992	489 657
消除	(82 122)	(65 006)	(59 728)
合并后金额	1 653 319	1 598 688	1 497 772
营业收益			
配电部	152 280	143 541	138 229
工业控制部	26 302	31 614	40 046
消除	(143)	139	944
合并后金额	178 439	175 294	179 219
可确指资产			
配电部	920 781	755 253	701 973
工业控制部	503 079	447 913	418 247
消除	(792)	(646)	(835)
持续经营的可确指资产	1 423 068	1 202 520	1 119 385
终止经营的净资产	36 681	170 065	181 338
合并后金额	1 459 749	1 372 585	1 300 723
折旧和摊销费			
配电部	36 688	29 815	26 345
工业控制部	22 612	19 628	18 829
资本增置			
配电部	54 763	50 323	43 980
工业控制部	39 125	30 125	27 975

自 1989 年 9 月 30 日起，公司把对外报告的部门由电子设备和电子产品转变为配电产品、系统和服务以及控制产品、系统和服务。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1990 年 12 月 31 日前 3 年按地域计算的财务信息摘要如下所示：

地域	1990	1989	1988
销售收入			
美国：			
向非关联顾客销售	1 332 390	1 321 769	1 256 009
公司内部销售	73 646	62 253	47 479
	1 406 036	1 384 022	1 303 488
欧洲：			
向非关联顾客销售	138 836	115 678	105 471
公司内部销售	22 617	23 691	25 207
	161 453	139 369	130 678
拉丁美洲：			
向非关联顾客销售	78 867	68 178	53 242
公司内部销售	1 300	1 217	1 761
	80 167	69 395	55 003
其他国外市场：			
向非关联顾客销售	103 226	93 063	83 050
公司内部销售	447	256	620
	103 673	93 319	83 670
消除	(98 010)	(87 417)	(75 067)
合并后金额	1 653 319	1 598 688	1 497 772
营业收益			
美国	164 155	163 202	156 791
欧洲	3 555	212	4 098
拉丁美洲	10 445	12 547	11 212
其他国外市场	650	(463)	3 942
消除	(366)	(204)	3 176
合并后金额	178 439	175 294	179 219
可确指资产			
美国	1 131 085	952 865	883 334
欧洲	158 637	120 483	109 297
拉丁美洲	65 847	62 171	62 924
其他国际市场	70 203	69 357	64 886
消除	(2 704)	(2 356)	(1 056)
持续经营的可确指资产	1 423 068	1 202 520	1 119 385
终止经营的净资产	36 681	170 065	181 338
合并后金额	1 459 749	1 372 585	1 300 723

经挑选的财务数据

	1990	1989	1988	1987	1986	1985
经营摘要						
销售收入净额	1 653 319	1 598 688	1 497 772	1 330 784	1 274 932	1 223 193
产品销售成本	1 088 977	1 027 348	979 591	838 749	820 457	787 310
销售和一般管理费用	385 903	369 726	338 962	287 386	267 066	237 790
重组费用	—	26 320	—	11 192	—	—
非营业收益	34 740	17 106	17 255	17 590	26 670	14 486
利息费用	28 760	31 438	22 082	19 699	24 977	21 191
所得税前持续经营收益	184 419	160 962	174 392	191 348	189 102	191 388
所得税备抵	67 773	59 856	63 310	75 736	85 191	89 465
持续经营收益	116 646	101 106	111 082	115 612	103 911	101 923

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1990	1989	1988	1987	1986	1985
终止经营收益(损失)，减所得税的净额	4 079	798	7 852	(5 611)	(4 983)	(14 735)
净收益	120 725	101 904	118 934	110 001	98 928	87 188
财务数据						
营运资本	389 503	193 758	178 399	192 693	204 083	202 076
财产、厂房和设备——成本	799 367	736 739	673 946	630 754	606 757	570 538
总资产	1 459 749	1 372 585	1 300 723	1 252 819	1 178 826	1 118 473
长期债务	244 820	123 420	135 467	141 085	166 389	201 028
普通股股东权益	603 594	556 123	636 029	679 711	670 789	606 139
资本增置	93 888	80 448	71 955	35 356	71 617	61 880
折旧和摊销	59 300	49 443	45 174	42 277	38 548	32 430
股票数据						
每股收益：						
基本：						
持续经营	4.76	3.95	4.15	4.01	3.59	3.53
终止经营	0.18	0.03	0.29	(0.19)	(0.17)	(0.51)
净收益	4.94	3.98	4.44	3.82	3.42	3.02
充分稀释：						
持续经营	4.57	3.88	4.13	3.98	3.56	3.50
终止经营	0.16	0.03	0.29	(0.19)	(0.17)	(0.50)
净收益	4.73	3.91	4.42	3.79	3.39	3.00
普通股每股宣告现金股利	2.20	2.00	1.94	1.86	1.84	1.84
12 月 31 日发行在外普通股	22 886	23 489	25 691	27 660	28 966	28 864
每股普通股股东权益	26.37	23.68	24.76	24.57	23.16	21.00
主要财务关系						
销售毛利	34.1%	35.7%	34.6%	37.0%	35.6%	35.6%
流动比率	2.0:1	1.4:1	1.5:1	1.7:1	1.9:1	1.8:1
平均债务总额对平均股东权益总额比率	66.2%	55.7%	38.2%	29.0%	39.2%	40.5%
平均长期债务对平均资本比率	23.3%	13.6%	15.6%	16.7%	22.0%	19.8%

1990 年以前各年的所有财务数据因终止经营而被重新计算。
1988 年以前各年的所有财务数据因对拥有多数股权子公司的合并而被重新计算。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

Schneider 的财务报表和会计政策

损益表

(各年结束于 12 月 31 日，以百万法国法郎计)	1990	1989	1988
销售收入净额	**49 884**	**45 127**	**40 493**
商品销售成本、人员和管理费用	(44 978)	(41 008)	(36 766)
折旧和摊销	(1 565)	(1 166)	(1 272)
营业费用	**(46 543)**	**(42 174)**	**(38 038)**
营业收益	**3 341**	**2 953**	**2 455**
利息费用——净额	(832)	(757)	(182)
临时性项目、商誉摊销、所得税和少数股权前收益	**2 509**	**2 196**	**2 273**
临时性项目：			
资产处置收益——净额	419	550	484
其他临时性收益和费用——净额	(367)	(343)	(642)
所得税、员工分得利润、商誉摊销和少数股权前收益	**2 561**	**2 403**	**2 115**
员工分得利润	(158)	(130)	(126)
所得税	(802)	(912)	(701)
商誉摊销前完全合并公司的净收益	**1 601**	**1 361**	**1 288**
商誉摊销	(236)	(235)	(345)
完全合并公司的净收益	**1 365**	**1 126**	**943**
按照权益法核算集团在公司收益中享有份额	**4**	**17**	**(53)**
少数股权	(445)	(266)	(330)
净收益（Schneider SA 股份）	**924**	**877**	**560**
每股净收益（Schneider SA 股份），以法国法郎计	62.96	63.06	48.85
稀释后每股净收益（Schneider SA 股份），以法国法郎计	61.65	60.53	N/A

资产负债表

(各年结束于 12 月 31 日，以百万法国法郎计)	1990	1989	1988
资产			
流动资产			
现金和现金等价物	1 841.3	3 400.3	1 579.6
有价证券	3 020.9	1 924.3	1 243.7
应收账款——商业	14 597.4	14 987.3	13 998.5
其他应收款和预付费用	4 738.1	3 876.5	4 054.9
递延所得税	407.5	290.2	236.9
存货和在产品	7 712.6	7 159.0	29 715.3
流动资产合计	**32 317.8**	**31 637.6**	**50 828.9**
非流动资产			

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

(各年结束于 12 月 31 日，以百万法国法郎计)	1990	1989	1988
财产、厂房和设备	14 293.9	13 107.5	12 019.7
累计折旧	(6 691.5)	(6 365.6)	(6 409.5)
财产、厂房和设备——净额	7 602.4	6 741.9	5 610.2
按权益法核算的投资	175.9	135.7	244.9
其他权益投资	1 727.9	571.3	684.6
其他投资	573.0	618.3	909.8
投资合计	2 476.8	1 325.3	1 839.3
无形资产——净额	147.5	153.5	115.0
商誉——净额	7 032.8	6 087.8	5 596.8
非流动资产合计	**17 259.5**	**14 308.5**	**13 161.3**
资产合计	**49 577.3**	**45 946.1**	**63 990.2**
负债和股东权益			
流动负债			
应付账款——商业	9 867.9	9 614.6	8 440.8
应付税金和福利费	4 822.5	4 795.8	3 748.4
其他应付款和应计负债	5 230.4	4 332.2	3 405.5
短期债务	3 120.5	3 165.8	3 081.3
顾客预付款	2 509.5	3 848.3	27 606.1
流动负债合计	**25 547.2**	**25 756.7**	**46 282.1**
长期债务	9 958.4	7 345.9	7 712.1
其中：可转换债券	3 950.2	1 108.8	500.5
或有负债备抵	3 942.6	3 890.0	3 758.8
投入资本	**24 030.1**	**20 189.4**	**17 708.1**
股本	1 414.4	1 397.2	1 146.3
留存收益	6 091.1	5 344.6	3 046.6
股东权益	7 505.5	6 741.8	4 192.9
少数股权	2 623.6	2 211.7	2 044.3
股东权益和少数股权合计	**10 129.1**	**8 953.5**	**6 237.2**
负债和股东权益合计	**49 577.3**	**45 946.1**	**63 990.2**

现金流量表

(各年结束于 12 月 31 日，以百万法国法郎计)	1990	1989
I. 经营活动		
完全合并公司的净收益	1 368.5	1 143.7
折旧、摊销和备抵，减回收后的净额	2 164.0	2 283.0
资产处置（收益）	(418.7)	(550.1)
其他	(0.8)	(28.7)
营业资产和负债变动前经营活动提供的净现金	**3 113.0**	**2 847.9**
应收账款减少（增加）额	(944.4)	1 170.4
存货和在产品变动	675.4	(1 708.6)
应付账款增加（减少）额	578.7	(16.3)
其他流动资产和负债变动	(1 681.4)	736.0
营业资产和负债变动净额	**(1 371.7)**	**181.5**
营业活动提供的净现金	**1 741.3**	**3 029.4**

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

(各年结束于 12 月 31 日，以百万法国法郎计)	1990	1989
II. 投资活动		
固定资产处置	712.9	1 394.8
购买财产、厂房和设备及无形资产	(2 589.5)	(2 154.3)
财务投资	(2 788.2)	(1 068.8)
其他长期投资	125.5	13.4
投资活动使用的净现金	**(4 539.3)**	**(1 814.9)**
III. 融资活动		
长期债务的减少	(1 626.4)	(3 045.2)
新借款	1 508.7	2 435.1
发行的可转换债券	2 655.6	634.7
发行的普通股	71.9	1 877.0
支付的股利：		
Schneider SA 股东	(174.6)	(126.1)
少数股权	(116.5)	(69.7)
融资活动提供的净现金	**2 318.7**	**1 705.8**
IV. 汇率和其他变动的影响净额	**13.8**	**178.5**
现金和现金的净增加（减少）额（I+II+III+IV）	**(465.5)**	**3 098.8**
年初现金和现金等价物	**3 424.9**	**326.1**
年末现金和现金等价物	**2 959.4**	**3 424.9**

经挑选的财务报表附注

1. 会计原则

Schneider SA 的合并会计报表根据法国公认会计准则和国际会计准则委员会推荐的国际会计原则编制。这些原则与美国公认会计准则之间的差异在下面的附注 1.m 中加以说明。

根据所在经营国公认会计准则编制的各合并子公司的财务报表已经按照集团应用的会计原则重新编制。

a）合并原则

由 Schneider SA 直接或间接控制的主要公司都已经被完全合并。

Schneider SA 对能够实施控制的公司采用权益法核算。

作为上述原则的一个例外，公司对持有多数股权但经营活动对集团整体并不重要的 Banque Morhange 也采用权益法合并。

按照法国公认会计准则，对于集团作为常务合资方的合资企业，在扣除其他各方在合资企业中享有的收益或损失份额后，由 Schneider SA 完全合并。如果集团不是常务持股人，则只核算 Schneider SA 的收益或损失份额，除非两方协议按比例合并。

商誉在不超过 40 年的期限内从收益中摊销。

b）外国子公司财务报表的折算

外国子公司的财务报表按以下汇率折算为法国法郎：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

——资产和负债按年末汇率折算；

——损益表和现金流量项目按平均汇率折算。

折算差异计入股东权益。

c）外币交易折算

除下述交易外，外币债务和应收款按年末汇率折算为法国法郎。正如法国法律所允许的，折算差异计入损益表中的利息收入和费用项目。

汇兑利得以及与套期保值集团交易的期汇买卖相关的移前冲减和移后冲减被递延，并与交易损益同时确认。

未进行套期保值的期汇交易损益被贷记或冲减收益。这种利得或损失相当于合同中规定的远期汇率与以相同币种根据相同条款所作交易的年末通行汇率之差。

如果认为因固定和变动货币互换的未来利息而存在投机性的货币状况，则利息以固定利率为基础折现，并按现金交易的年末通行汇率计列。折算差异被贷记或冲减收益。

d）以汇率和利率为基础的金融工具

集团使用以汇率和利率为基础的金融工具。对这些金融工具采用上述方法进行会计处理。

e）长期合同

长期合同收益根据合同的财务状况，按照完工百分比法确认。一旦了解到某一特定合同完工可能发生的损失，则立即对全部损失计提备抵。在建工程成本包括与合同直接相关的成本和一定比例的制造费用。

如果预期合同将发生损失，除非顾客接受索赔要求且顾客不存在大的融资问题，合同的预计剩余工程成本不考虑索赔收益。因此，正在进行中的合同按成本与可变现价值孰低计价。

按照完工比例法的内在逻辑，在建工程与根据已完工程明细表向顾客收取的预付款项相匹配。不过，与在建工程相关的预付款包括：

——用于为生产融资的预付款；

——仍处于早期和无法预计可能损益合同的在建工程预付款；

——预计持续时间不超过 12 个月的合同。

f）研究和开发支出

内部融资的研究和开发支出冲减该期收益。

g）递延所得税

因在合并财务报表中确认收入和费用与出于税收目的确认收入和费用之间的时间性差异而产生的递延所得税按负债法核算。

h）退休金备抵

集团退休金负债的计算要考虑预计未来报酬水平。使用的方法与财务会计准则委员会的财务会计准则公告第 87 号相一致。

集团退休金负债的一部分计提备抵，一部分出保险计划提供基金。对所有有资格领取退休金的

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

员工都计算备抵，而且对采用这种方法的所有集团公司都使用同样的折现率和指数。对保险计划而言，已经计算出计划资产的现值，并对未设基金的债务计提准备。

i）有价证券

几乎所有有价证券都是传统的短期投资（商业票据、共同基金和相关证券）。它们按成本计列。对债券和其他债务证券而言，成本包括应计利息。

j）投资和在建工程

投资和在建工程按加权平均成本计列。对成本与可变现价值之间的差异计提备抵。

在建工程、半成品和产成品的成本包括直接材料、直接人工、到资产负债表日为止发生的分包合同成本以及一定比例的制造费用。

k）财产、厂房和设备

土地、建筑物和设备按成本计列。在进行法定资产重估时持有的资产按重估成本计列，并以相等的金额计入股东权益的留存收益或重估价准备项目，以与相应的折旧和处置成本相一致的金额转回收益，以便使重估不对收益产生影响。

如果子公司在高通货膨胀国家从事经营，则在合并时消除法定重估值的影响，由此产生的折算差异计入留存收益。

财产、厂房和设备在资产的预计使用期限内按直线法计提折旧。

融资租入的财产、厂房和设备以相关资产成本为基础资本化，并按照上述原则计提折旧。相同金额的债务计入资产负债表的负债方。

l）未合并的权益性投资和其他投资

除在 1977 年法定资产重估时持有的投资外，未合并的权益性投资和其他投资按成本计列。每年都将持有价值与公平价值相比较，并对差额计提备抵。公平价值参考集团在被投资公司净资产中享有的权益份额、被投资公司的预期未来盈利能力和经营前景确定；如果被投资公司是上市公司，则还需参照股票的市价。

m）Schneider SA 的会计原则与美国公认会计准则的差异

上述会计原则与美国公认会计准则的主要差异如下所示：

增值

如以上附注 1.k.所提到的，公司确认某些增值的方法与美国公认会计准则相反。这些增值对损益不产生影响，但影响股东权益。

合并

如附注 a 所指出的，对经营活动相对集团整体而言并不重要的 Banque Morhange 按权益法核算。

或有事项备抵

根据美国公认会计准则，这些备抵中与经营周期相关的部分将被视做应计负债。

客户预付款

客户预付款在合并财务报表中记作流动负债的一个单独项目。根据美国公认会计准则，在建工

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

程的金额等于未确认损益的已完工程成本。

递延所得税

1987 年 12 月，财务会计准则委员会发布了与递延所得税的会计处理相关的新准则。在 1990 年以前，并不强制使用该准则。公司尚未决定将于何时开始应用该准则，并且由于新规则的复杂性，还没有确定应用该准则可能对 1990 年财务报表产生的影响。

临时性收益和费用

临时性收益和费用包括公司认为属临时性但根据美国公认会计准则应作为营业收益和费用处理的项目。此外，根据美国公认会计准则，商誉摊销应在持续经营收益中核算。

这些重新归类将对持续经营收益产生以下影响：

（以法国法郎计）	1990	1989
税前持续经营收益	**2 509**	2 196
临时性收益而非非常项目	**(237)**	85
商誉摊销	**(236)**	(235)
根据美国公认会计准则计算的税前持续经营收益	**2 036**	2 046

附 录 4

Square D 普通股购买计划

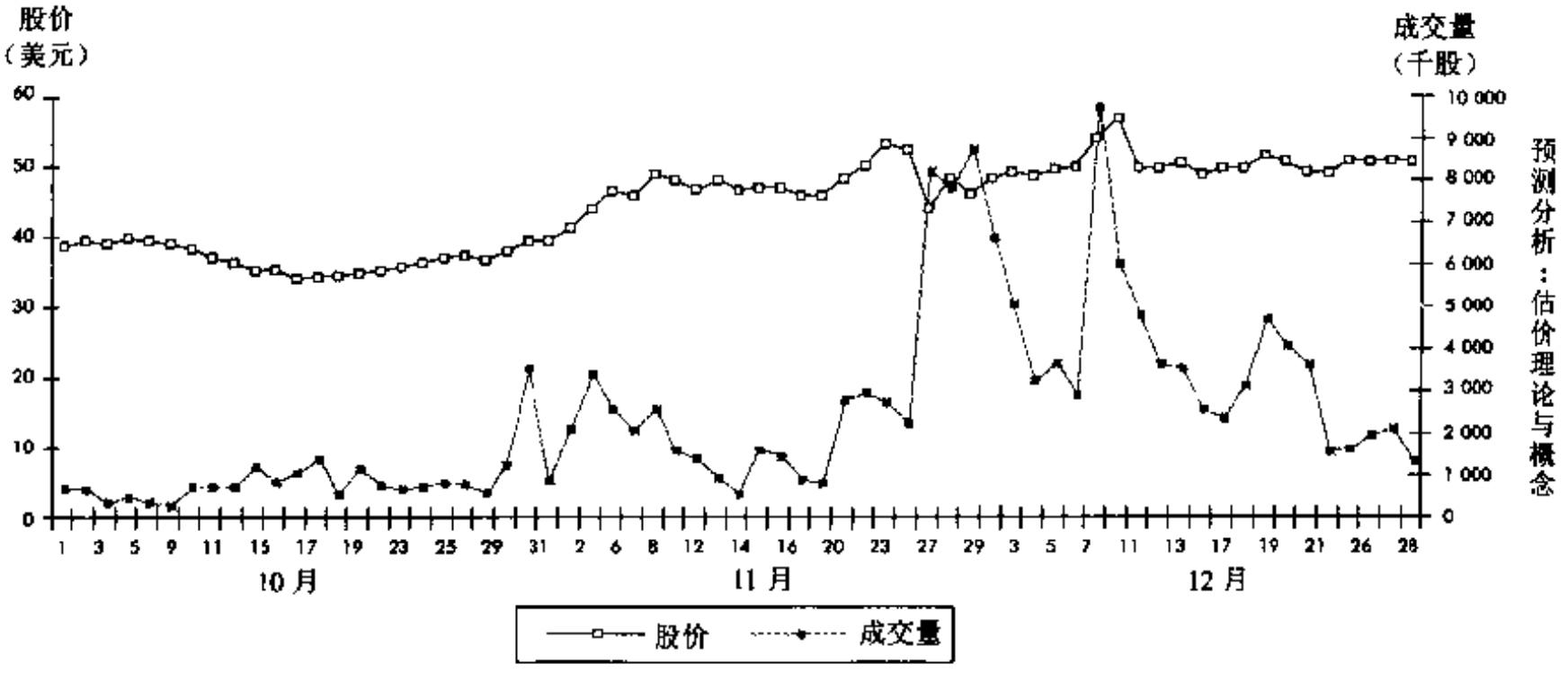
1998 年 8 月修改的公司条款如下所示：

公司采纳新股购买权计划并宣告 Square D 的每股发行在外普通股可以分得一份新股购买权的股利分配政策。只有当某人收购了公司 20%或 20%以上普通股或宣告股权收购时才能实施该项权利。在某人或某集团收购了公司 20%或 20%以上但低于 50%或 50%以上发行在外普通股时，公司可以以每份权利换得一股普通股交换全部或部分权利（除实施收购的 20%或 20%以上普通股股东拥有的权利外）。如果某人或某集团收购了 20%或 20%以上普通股，或者某些事件发生，则非实施收购的 20%或 20%以上股东拥有的每份权利都可以以每份权利实施价为市价一半的价格购买收购公司普通股。如果公司被以兼并或其他企业合并形式收购，或在实施购股权后的任何时间出售 50%或 50%以上资产或收益权利，则持有者有权以每份权利实施价为市价一半的价格购买收购公司普通股。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 5

1990 年第 4 季度经挑选的 Square D 股票数据[a]



a. 1990 年末，大约有 2 300 万股股票流通在外。

附 录 6

Square D 的估价数据

Square D 的权益 β 系数	0.95
穆迪（Moody）主要级别公司债券 1991 年 2 月平均收益率：	
Aaa	8.83%
Aa	9.16%
A	9.38%
Ba	10.07%
1991 年 2 月优惠利率	8.8%
1991 年 2 月短期国库券利率（3 个月）	6.0%
1991 年 2 月 30 年政府长期债券利率	8.25%
1991 年 2 月 Square D 的商业票据评级（级别从 P3 到 P1，P1 是最高级）	P1
1991 年 2 月 Square D 公司债券评级	Aa3
1990 年美国联邦法定税率	34.0%
1990 年州所得税率，减联邦纳税利益后净额	3.6%

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 12 章　前景分析：估价的实施

将上一章讨论的估价理论运用于实际的公司估价，还需要解决许多问题。首先，分析师需要对以公司存续期内的股利、收益、账面价值或者自由现金流量等形式反映的财务业绩作出预测。在实践中，预测工作通常分为两部分——对某一确定期间的具体预测和对“终值”的预测，后者代表对超过具体预测期以后业绩的综合预测。其次，分析师需要估计资本成本，以贴现这些预测值。本章讨论这些问题，并就如何解决这些问题提供指南。

12.1　业绩的具体预测

需要作出具体预测的期间本身是一个可选择的变量。本章稍后将讨论分析师如何作出这种选择。一旦确定了预测期间，下一步就是要对公司业绩作出一整套假设以便能够进行预测。第 10 章描述了财务预测的一般框架。因为估价涉及到较长时期的预测，对公司财务报表的所有项目逐项预测不切实际，分析师必须侧重于公司业绩的主要因素。

当然，合理预测的关键在于所作基本假设要立足于公司经营现实。战略分析有助于了解公司的价值状况以及当前业绩在未来是否可持续。会计分析和比率分析有助于深入了解公司当前业绩以及比率本身是否是可靠的业绩指示器。因此，把估价预测视做经营分析前期步骤的继续而非与分析无关的孤立的练习是很重要的。

估价预测的惯例是从每一时期对以下公司六大主要业绩动因作出假设开始：（1）销售收入与上一年相比的增长率；（2）税后净营业利润与销售收入比率；（3）税后净利息费用与债务净额比率；（4）营业营运资本净额与销售收入比率；（5）营业长期资产净值与销售收入比率；（6）债务净额与资本净额比率。这些比率中的所有资产负债表项目都是期初余额，所有损益表项目都是在某一特定时期的金额。[1] 把这六个假设加在一起，足以对公司的损益表、资产负债表、现金流量和股东权益收益率作出预测。[2] 要预测税后异常营业净利润和异常收益，还需要估计公司的资本成本。

我们在第 9 章讨论了上述比率中使用的有关项目——税后净营业利润（NOPAT）、税后利息费用、营业营运资本净额、营业长期资产净值、债务净额和资本净额的定义。这些项目如表 12-1 所示。

1　如第 9 章所述，在计算这些比率时使用期初余额，可以确保一定期间的收入和费用等营业活动与这一期间的期初可得资源相比较。在实务中，对成长不是很迅速的公司而言，使用期末余额也不会有太大差别。

2　进行预测的另一种方法是从期初资产负债表出发，作出有关资产周转率的假设以预测销售收入和税后净营业利率；作出有关税后利息率的假设以预测净收益；作出有关账面价值增长率的假设以预测期末账面价值；作出债务对权益比率假设以预测年末总资本和资产。本章讨论的这种方法从销售收入增长率假设出发，是更加传统的一种方法。不过，这种方法要求对期初资产负债表进行一次性重组，以便与其他假设条件相一致。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 12-1 估价预测中所使用的财务项目的定义

变量	定义
税后净营业利润	净收益+净利息费用×（1-税率）
税后净利息费用	（利息费用-利息收入）×（1-税率）
营业营运资本净额	（流动资产-超额现金和短期投资）-（流动负债-附息流动负债），这里超额现金是指资产负债表中的现金减去营业所需现金
营业长期资产净值	（长期资产-非附息长期负债）
债务净额	所有附息负债-超额现金
资本净额	债务净额+股东权益
营业资产	营业营运资本净额+营业长期资产净值

为了说明预测机制，以表 12-2 为例。案例中的 Sigma 公司 1998 年销售收入为 10 亿美元，1998 年末净资产为 7.15 亿美元（其中营业营运资本净额为 2.75 亿美元，营业长期资产为 4.4 亿美元）。该表列示了 Sigma 公司 1999 年初实际资产负债表、1999—2003 年预测摘要损益表以及 2000—2004 年年初资产负债表。

预测财务报表基于下列假设：

（1）1999—2003 年销售收入每年增长 10%，2004 年销售收入将增长 3.5%（后面要讨论这个假设，并作出调整）。销售收入增长预测是以公司以前销售收入状况、行业销售收入预期增长率和公司在行业中的战略地位为依据。

（2）税后净营业利润与销售收入比率在 1999 年将达到 14%，此后每年下降 1 个百分点，到 2003 年下降到 10%。给定 NOPAT 的最初水平反映公司战略及其过去的经营业绩，税后净营业利率下降反映预期这一时期的竞争将加剧。

（3）税后净利息费用对债务净额比率为 5%。它是根据给定公司资本结构政策（后面要讨论这个假设）和预测税率条件下的预期利率计算。

（4）营业营运资本净额（年初）对销售收入（当年）比率为 25%。营运资本净额包括相当于销售收入 1%的营业现金余额。

（5）长期资产净值（年初）对销售收入（当年）比率为 40%。该假设反映过去的资产周转率模式、预期的折旧和摊销政策、预期资本支出、预期递延税负债增长等。

（6）根据公司的经营风险和融资战略，假设债务净额为资本净额的 40%。债务净额包括非营业所需的所有现金和有价证券余额。

表 12-2 1999—2003 年 Sigma 公司估价预测

（百万美元）	1999	2000	2001	2002	2003	2004
损益表						
销售收入	1 100	1 210	1 331	1 464	1 611	1 667
税后净营业利润	121	121	120	117	113	
税后净利息费用	14	16	17	19	21	
净收益	107	105	103	98	92	
资产负债表（年初）						
营业营运资本净额	275	303	333	366	403	417
长期资产净值	440	484	532	586	644	667
净资产	715	787	865	952	1 047	1 083



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（百万美元）	1999	2000	2001	2002	2003	2004
债务净额	286	315	346	381	419	433
股东权益	429	472	519	571	628	650
资本净额	715	787	865	952	1 047	1 083

附注：1999 年资产负债表是年初实际资产负债表，其他年度的资产负债表是年初预测资产负债表，损益表反映当年预测金额。为预测 2004 年初资产负债表，假设 2004 年销售收入增长 3.5%。如后面所述，由于 2003 年以后使用不同的销售收入增长率假设，2004 年初预测资产负债表将发生变化。

表 12-3 列示了根据表 12-2 的财务报表预测推导出来的业绩预测值。可用作估价基础的六项业绩预测值包括：通过预测损益表和资产负债表推导出的异常营业 ROA、异常 ROE、异常 NOPAT、异常收益、债务和股东权益持有者的自由现金流量、股东权益持有者的自由现金流量。在计算中用到下列定义：

（1）异常营业ROA 等于营业ROA 与加权平均债务和股东权益成本（weighted average cost of debt and equity，即 WACC）之差，其中营业 ROA 是当年 NOPAT 与年初净资产的比率。

（2）异常 ROE 等于 ROE 与股东权益成本之差，其中 ROE 是净收益与年初股东权益的比率。

（3）异常 NOPAT 等于 NOPAT 减去年初资本净额与加权平均资本成本的乘积。

（4）异常收益等于净收益减去年初股东权益与股东权益成本的乘积。

（5）债务和股东权益持有者的自由现金流量等于 NOPAT 减去营业营运资本的增加额和长期资产净值的增加额。

（6）股东权益持有者的自由现金流量等于净收益减去营业营运资本的增加额和长期资产净值的增加额，再加上债务净额的增加额。

使用的加权平均资本成本（weighted average cost of capital，WACC）是 9.2%，是在假设股东权益资本成本为 12%，债务税后净利息率为 5%，债务与资本净额比率为 40%的基础上计算出来的。可以回想一下前面预测损益表和资产负债表时所作的六个假设中的净利率和资本结构假设。这里需要对股东权益资本成本再作出假设。本章稍后将讨论如何对公司股东权益资本作出假设。

回忆一下，表 12-2 所示 2004 年初资产负债表是建立在假设 2004 年销售收入增长率为 3.5%的基础上。如果我们假设销售收入增长率较低，那么假定的 2003 年营运资本和长期资产增量投资也将较低。这样，如表 12-3 所示，2003 年债务和股东权益持有者的现金流量以及股东权益持有者的现金流量将显著上升。如果我们假设 2004 年及以后各年销售收入增长率更高，则 2003 年的自由现金流量将以较小的幅度上升。如第 11 章所述，表 12-3 预测的业绩变量是估价过程中使用的主要变量。营业 ROA、异常 NOPAT、债务和股东权益持有者的自由现金流量可用于估价 Sigma 的资本净额（或者净资产）、ROE 和异常收益；股东权益持有者的自由现金流量可用于估价 Sigma 的股东权益。

表 12-3 Sigma 公司的业绩预测值

	1999	2000	2001	2002	2003
异常营业 ROA	7.7%	6.2%	4.6%	3.1%	1.6%
异常 ROE	12.9%	10.3%	7.7%	5.2%	2.6%
异常 NOPAT（百万美元）	55.2	48.6	40.2	29.2	16.4
异常收益（百万美元）	55.2	48.6	40.2	29.6	16.4
债务和股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	49.5	42.4	33.3	22	76.1
股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	63.8	58.1	50.6	41	69.8

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 12-4 列示了各年业绩变量的现值。异常 NOPAT 以及债务和股东权益持有者的自由现金流量的现值使用 9.2%的 WACC 计算；异常收益和股东权益持有者的自由现金流量的现值使用12%的股东权益成本计算。为了计算异常营业 ROA 和异常 ROE 的现值，如第 11 章的公式所示：首先用每年的价值与相应的增长系数相乘，然后分别用 9.2%的 WACC 和 12%的股东权益成本贴现。

不过，为了完成估价任务，我们还需要估计具体预测期末——2003 年年末 Sigma 的终值。因此，下面我们将转向讨论如何估计终值。

表 12-4 Sigma 公司业绩预测值的现值

	1999	2000	2001	2002	2003	1999—2000 合计
资产流量的贴现系数	0.916	0.839	0.768	0.703	0.644	N/A
股东权益流量的贴现系数	0.893	0.797	0.712	0.636	0.567	N/A
增长系数	1.000	1.100	1.210	1.331	1.464	N/A
异常营业 ROA 的现值	0.071	0.057	0.043	0.029	0.015	0.215
异常 ROE 的现值	0.115	0.090	0.067	0.044	0.022	0.338
异常 NOPAT 的现值（百万美元）	50.6	40.8	30.9	20.8	10.6	153.7
异常收益的现值（百万美元）	49.3	38.8	28.6	18.8	9.3	144.8
债务和股东权益持有者的自由现金流量的现值（百万美元）	45.3	35.5	25.6	15.4	49.0	170.8
股东权益持有者的自由现金流量的现值（百万美元）	57.0	46.3	36.0	26.1	39.6	205

附注：

1. 资产流量和股东权益流量的贴现系数分别使用 WACC（9.2%）和股东权益成本（12%）计算。第 t 年的价值等于 $1/(1+r)^t$，其中 r 为相应的贴现率。
2. 各年的增长系数使用 10%的假设销售收入增长率计算。第 t 年的价值等于 $(1+g)^{t-1}$。
3. 异常营业 ROA 和异常 ROE 的现值等于它们各自各年的价值乘以增长系数，再乘以相应的贴现系数。
4. 异常 NOPAT、异常收益、债务和股东权益持有者的自由现金流量以及股东权益持有者的自由现金流量的现值等于它们各自各年的价值乘以相应的贴现系数。

12.2 终值

表 12-2 的预测只到 2003 年，因此我们称 2003 年为“终结年度”（稍后将讨论适宜的终结年度的选择）。终值实质上是终结年度以后产生的异常收益或自由现金流量的现值。因为这涉及预测公司剩余存续期的业绩，分析师必须使用一些能够简化预测过程的假设。下面讨论完成这一任务可以选择的各种方法。

竞争性均衡假设下的终值

表 12-2 预计，截至 2003 年 Sigma 的销售收入、收益和营业现金流量都将以每年 10%的比率增长。2003 年以后我们应作出什么样的假设呢？假设继续保持 10% 的增长率合理吗？有其他更为合理的模式吗？

有一件事情是很清楚的，即在很长的期间持续保持 10%的销售收入增长率是不现实的。这个速度远远超过美元的通货膨胀率和世界经济的实际增长率，它意味着在很多年后，Sigma 将比世界上

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

所有其他公司合并后的规模还大。但是合适的假设应是什么呢？是否应当预期公司销售收入增长率最终将稳定在通货膨胀率的水平？或者稳定在一个更高的比率，如名义 GNP 增长率的水平？或者稳定在其他水平？

最终，为回答这些问题，我们必须考虑行业销售收入增长率超过世界经济一般增长率能维持多长时间，以及 Sigma 的竞争优势能在多长时间内使其增长速度快于整个行业。很显然，看未来 6 年或更长时间，销售收入增长率的预测可能存在很大的误差。

幸运的是，在很多情况下，我们如何处理似乎难以估计的长期销售收入增长率这一问题无关大局。事实上，在貌似合理的经济假设下，考虑终结年度以后的销售收入增长率实际没有必要。就公司当期价值而言，这种增长率可能是无关的。

为什么销售收入的长期增长率无关紧要？原因在于竞争的压力。竞争往往会限制公司持续找到能够创造超常利润的增长机会的能力（回想第 10 章中 ROE 在 5—10 年的期间内回复到正常水平的情况）。当然，公司在某一时点上可能保持竞争优势，从而使其获得超过资本成本的收益率。如果这种优势受到专利或强势品牌的保护，公司甚至可能将这种优势保持很多年，或者永远保持。事后想一想，我们知道一些这样的公司——像可口可乐和沃尔玛——不仅能够保持其竞争优势，还能通过大幅增加投资来扩大这种优势。但是面对竞争，人们通常不会预期公司能够年复一年地将其超常盈利能力扩展到所有新的其他项目。最终，我们将预期高利润会加剧竞争，从而使公司的收益率降低到正常水平。每个新项目产生的现金流量现值将不超过投资成本——即投资将是“净现值为 0”的项目。既然项目的利润被其成本所抵消，它不会提高公司的当期价值，相关的增长率也就可以忽略不计了。

表 12-5 用一个简单的例子说明了这一点。表中考察了 2004 年销售收入增长率的各种水平：0%、5%和 10%。假设税后净营业利率下降到 5.98%，预期所有其他假设（包括股东权益成本）与 1999—2003 年这段时期相同。根据这些假设，该表表明销售收入增长率——无论是 0%、5%还是 10%——都不会提高公司的当期价值。

表 12-5 在各种增长率假设和没有异常收益情况下 Sigma 终结年度后的财务预测

	2004 年及以后各年预测财务业绩		
假设的销售收入增长率	0%	5%	10%
假设的税后净营业利率	5.98%	5.98%	5.98%
销售收入（百万美元）	1 611	1 691	1 772
NOPAT（百万美元）	96	101	106
净收益（百万美元）	75	79	83
年初资产（百万美元）	1 047	1 099	1 152
年初股东权益（百万美元）	628	660	691
异常营业 ROA	0%	0%	0%
异常 ROE	0%	0%	0%
异常 NOPAT	0	0	0
异常收益	0	0	0

这里主要假设税后净营业利率为 5.98%。根据这个假设，Sigma 的营业 ROA 等于加权平均资本成本，ROE 等于股东权益成本，而且公司不会获得异常 NOPAT 或异常收益。尽管公司创造了正的自由现金流量，但它们只够用于弥补创造增量销售收入所需营运资本和长期资产投资的资本支出。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

无论销售收入增长率如何变化，这些结论不变。

对于税后净营业利率的假设不是随意作出的，而是以在较长时期内，竞争将使毛利率等于成本这一原理为基础。毛利率高于成本将引来竞争，从而迫使毛利率下降。毛利率低于成本将使部分投资撤出，直到毛利率恢复为止。

如果我们在终结年度引入竞争性均衡假设，将很容易确定终值。假设 2004 年及以后各年销售收入增长率为 3.5%，具体情况如表 12-6 所示。由于 2003 年以后各年异常 NOPAT 和异常收益为 0，这两个变量的终值为 0。由于自由现金流量基本上等于资本支出，资本自由现金流量和股东权益自由现金流量的终值分别等于表 12-2 中资本和股东权益的账面价值。

终值的估计不需要“竞争性均衡假设”。如果分析师预期能够在很多年内将超常毛利率扩展到新市场，可以将其应用于估价分析。正如我们将在下面讨论的，分析师至少可以预期在现有销售收入水平上或在通货膨胀率增长的市场中，超常收益率能够保持。然而，这里的重要经验是，除非分析师认为能够在创造超常收益的同时实现增长——竞争将使其很难实现，否则预测期以后的销售收入增长率无关紧要。

表 12-6 终结年度后没有异常收益情况下 Sigma 的终值

估价因素	2003 年以后的流量现值（2004 年初）	2003 年以后的流量现值或终值（1999 年初）
异常营业 ROA	0	0
异常 ROE	0	0
异常 NOPAT	0	0
异常收益	0	0
债务和股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	2004 年初净资产的账面价值=1 083	$1\,083/(1.092)^5=697.8$
股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	2004 年初股东权益的账面价值=650	$650/(1.12)^5=368.9$

竞争性均衡假设只适用于增量销售收入情况下的终值

竞争性均衡假设的另一种形式是假设 Sigma 2003 年的销售收入将持续获得异常收益，但超过这一水平的增量销售收入不会获得异常收益。也就是说，2004 年及以后的税后净营业利率将保持在 2003 年的 7%水平，增量销售收入的税后净营业利率将为 5.98%，从而导致这些销售收入的增值为 0。

如果我们将竞争性均衡假设应用于 2004 年以后各年的增量销售收入，则该年以后我们使用何种销售收入增长率变得无关紧要，我们可以将销售收入视做保持在 2003 年的水平不变来简化计算。这样，营业 ROA、ROE、NOPAT、净收益、债务和股东权益持有者的自由现金流量以及股东权益持有者的自由现金流量都将保持在 2003 年的水平不变。[3]

在这种情景下，估计终值很简单，即用 2003 年各变量的数额除以相应的贴现率。仍然假设股东权益成本为 12%，WACC 为 9.2%，2004 年初的估计终值如表 12-7 所示。正如我们应当预计到的，

3 回想一下，表 12-2 列示的 2004 年年初资产负债表是建立在 2004 年的销售收入将增长 3.5%的假设基础上。必须在零增长率的基础上重新计算资产负债表各项目金额，以便重新估算 2003 年现金流量。这样，2003 年债务和股东权益持有者的自由现金流量将为 1.13 亿美元，股东权益持有者的自由现金流量将为 9 200 万美元。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 12-7 中的终值高于表 12-6 所报告的终值，这完全是由于我们现在假设公司能够永远保持现有销售收入水平的优良业绩。

表 12-7 现有销售收入能够获得异常收益情况下 Sigma 的终值

估价因素	2003 年以后的流量现值(2004 年初)	2003 年以后的流量现值或终值（1999 年初）
异常营业 ROA	[0.016×(1.1)^4×1.0]/0.092=0.25	0.25/(1.092)^5=0.161
异常 ROE	[0.026×(1.1)^4×1.0]/0.12=0.319	0.319/(1.12)^5=0.181
异常 NOPAT（百万美元）	16.4/0.092=178.3	178.3/(1.092)^5=114.8
异常收益（百万美元）	16.4/0.12=137	137/(1.12)^5=78
债务和股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	113/0.092=1 228	1 228/(1.092)^5=791
股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	92/0.12=767	767/(1.12)^5=435

异常业绩和增长率持续情况下的终值

上述各种方法都在某种程度上使用了“竞争性均衡假设”。然而，总有一些情况下，分析师愿意假设公司可以不受竞争的影响，在很多年内都能够在新项目上获得异常收益率。如果分析师认为超常盈利能力能够在很多年内扩展到更大的市场，一种可能是在较长时期内对收益和现金流量作出预计，直到竞争性均衡假设成立为止。

另一种可能则是预计异常收益或现金流量按某一固定比率增长。考虑下面的情况。由于认为 Sigma 只能在 2003 年实现的名义销售收入水平上保持竞争优势，我们先前假设从实际销售收入水平看，其竞争优势将衰减。现在假设分析师预期 Sigma 能够在实际销售收入水平也保持不变的基础上保持优势（通过为同样的顾客群供应新的和更先进的产品）——该销售收入在 2003 年以后以 3.5% 的预期长期通货膨胀率增长。下面对根据这些假设所作的计算进行了说明。这种方法比前面的方法更为积极，但可能过于现实。毕竟，没有明显的理由能够解释为什么 Sigma 据以获得异常收益的实际投资规模应该取决于通货膨胀率。

刚刚描述的方法也在某种程度上依靠竞争性均衡假设。这里使用该假设旨在表明超常盈利能力只能扩展到实际规模保持不变的投资水平。不过，估价方法不需要依靠竞争性均衡假设。下面描述的计算过程可以使用各种销售收入增长率，问题不在于是否可以使用算术处理这种方法，而在于这种方法是否符合现实。

仍然考虑这种方法，假设 Sigma 将销售收入的超常毛利率扩展到在 2003 年以后以通货膨胀率增长，那么 2003 年以后的异常收益和自由现金流量将如何表现？

表 12-8 对 2003—2006 年的业绩进行了预测，假设销售收入增长 3.5%，2004 年及以后的税后净营业利率为 7%，所有其他业绩假设仍与表 12-2 相同。表 12-8 中列示的 2004 年初资产负债表不同于表 12-2，因为前者反映了 2004 年销售收入将增长 3.5%这一假设，而后者假设该增长率为 0。因此，表 12-8 中所示 2003 年自由现金流量也不同于表 12-2。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 12-8 在销售收入增长率和异常毛利率为 3.5%的情况下对 Sigma 2003 年以后自由现金流量的预测

	2003	2004	2005	2006
销售收入增长率	10%	3.5%	3.5%	3.5%
销售收入（百万美元）	1 611	1 667	1 725	1 786
NOPAT（百万美元）	113	117	121	125
净收益（百万美元）	92	95	98	102
净资产（百万美元）	1 047	1 083	1 121	1 161
股东权益（百万美元）	628	650	673	696
异常营业 ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
异常 ROE	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
异常 NOPAT（百万美元）	16.4	17.0	17.6	18.2
异常收益（百万美元）	16.4	17.0	17.6	18.2
债务和股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	76.1	78.8	81.5	84.4
股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	69.8	72.3	74.8	77.4

在终结年度 2003 年以后，销售收入增长率仍保持 3.5%，异常收益、自由现金流量、资产和股东权益的账面价值也以 3.5%的比率增长。这是因为在这一时期我们保持所有其他业绩比率不变。因此，异常营业 ROA 和异常 ROE 仍保持终结年度的增长率不变。

以上练习表明，如果我们假设终结年度的异常业绩水平得以持续，预测异常收益和自由现金流量只需使它们按设定的销售收入增长率增长。因为从 2004 年开始异常收益和现金流量增长率保持稳定不变，贴现这些流量也很简单。如果给定贴现率 r，以固定比率 g 增长的流量可以通过将第 1 年的流量除以（r-g）来贴现。相应的终值计算如表 12-9 所示。

表 12-9 异常收益和销售收入增长率持续情况下 Sigma 的终值

估价因素	2003 年以后的流量现值（2004 年初）	2003 年以后的流量现值或终值（1999 年初）
异常营业 ROA	$[0.016\times(1.1)^4\times1.035]/(0.092-0.035)=0.417$	$0.417/(1.092)^5=0.269$
异常 ROE	$[0.026\times(1.1)^4\times1.035]/(0.12-0.035)=0.466$	$0.466/(1.12)^5=0.265$
异常 NOPAT（百万美元）	$17/(0.092-0.035)=298.2$	$298.2/(1.092)^5=192.0$
异常收益（百万美元）	$17/(0.12-0.035)=200$	$200/(1.12)^5=113.5$
债务和股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	$78.8/(0.092-0.035)=1\,382.5$	$1\,382.5/(1.092)^5=890.3$
股东权益持有者的自由现金流量（百万美元）	$72.3/(0.12-0.035)=850.6$	$850.6/(1.12)^5=482.6$

根据价格乘数计算的终值

计算终值的一种常用方法是用一个乘数乘以终结期间的异常收益、现金流量或账面价值。初看起来，这种方法不是很特别。应当注意到，在销售收入增长率为 0 的假设下，2003 年以后的异常收益或现金流量仍然保持不变。如表 12-7 所示，通过除以资本成本将这些永续年金型流量资本化，相当于用这些流量乘以资本成本的倒数。例如，用 12%将自由现金流量资本化为股东权益，相当于假设终结现金流量乘数为 8.3。这样，使用乘数类似于贴现 2003 年以后的全部自由现金流量，同时将竞争性均衡假设应用于增量销售收入。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

这里需要避免的错误是用一个过高的乘数资本化未来异常收益或现金流量。由于市场预期异常的收益增长，所以当期收益或现金流量的乘数可能过高。然而，一旦这种增长得以实现，市盈率将下降到正常水平。在计算终值时应使用正常的市盈率，即稳定公司或者只能通过净现值为 0 的项目实现增长的公司的市盈率。因此，应使用 7—11 这一区间中的乘数——近似等于股东权益成本和 WACC 的倒数。只有在接近终结年度，且在终结年度后还存在异常收益增长机会的情况下，使用较高的乘数才是合理的。

终值也可以根据账面价值乘数计算。表 12-7 中异常营业 ROA 和 ROE 的计算表明，2003 年末 Sigma 的资产和股东权益价值将为账面价值的 1.2—1.3 倍。如表 12-8 所示，如果假设未来销售收入增长也具有异常盈利能力，乘数将更高。

终结年度的选择

以上讨论都回避了一个问题，即确定多长的具体预测期。如果使用竞争性均衡假设，答案为公司新增投资项目的收益达到这种均衡所需时间——即转化为公司竞争优势的可持续性问题。如第 10 章所示，历史证据表明，大多数美国公司应当预期 ROE 将在 5—10 年的时间内回复到正常水平。但是对于一般公司而言，我们认为预测期更短些也是合理的——因为即使全部投资的收益率（进而 ROE）仍是异常的，新增投资的收益率也可以是正常的。因此，5—10 年的预测期对于大多数公司而言过长。例外的情况是那些没有竞争压力（可能是由于品牌的力量）的公司，它们能够在很多年里向新市场扩展投资，并且仍能创造超常收益。口香糖生产商 Wrigley 就是这样一家公司， 1999 年它仍在向其他国家的未开发市场扩展其品牌。

在 Sigma 的案例中，使用的终结年度是从现在开始的第 5 年。表 12-2 表明，预测资本收益率（在这个案例中，即为 ROE）将在 5 年中逐渐下降，从 1999 年异常高的 25%下降到 2003 年保持稳定的 14.6%。如果不断增长的销售收入的税后净营业利率能够保持在预计的 7%水平，则 2004 年及以后各年的新增投资也能实现这么高的 ROE。然而，如果继续保持 10%的销售收入增长率，即使税后净营业利率略微下降到 6%，也足以使新增投资的收益率不超过资本成本。因此，我们已经预计的 2003 终结年度业绩没有太偏离竞争性均衡，将预测期再延长几年对所计算的价值的计算不会有太大影响。即使我们预计到 2009 年以前，税后净营业利率继续保持 7%，年销售收入增长率继续保持 10%（其后应用竞争性均衡假设），最终估计的公司价值将只会轻微上升。只有分析师假设投资的异常收益率将持续到 21 世纪，价值估计才会发生很大的变化。考虑到公司业绩的历史模式，以上假设必须建立在坚信 Sigma 的竞争优势会持续下去的基础上。分析师可能认为，根据所观察竞争优势的可持续性，应当把 Sigma 使用的终结年度从第 5 年扩展到第 10 年甚至更长。然而，由于已经假设 Sigma 将在 2003 年接近竞争性均衡，最终的价值估计值不会对这种变化太敏感。

12.3 贴现率的计算

到目前为止，对使用的贴现率没有作任何解释。分析师是如何估计贴现率的呢？

为了估价公司的资产，分析师要贴现债务和股东权益持有者的现金流量。因此，应使用的恰当贴现率是加权平均资本成本（WACC）。WACC 是通过以债务资本成本和股东权益资本成本为基础，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

以债务和股东权益各自的市场价值在总价值中所占比重作为权数进行加权平均来计算：

$$\text{WACC}=\frac{V_d}{V_d+V_e}r_d(1-T)+\frac{V_e}{V_d+V_e}r_e$$

其中，V_d=债务的市场价值

V_e=股东权益的市场价值

r_d=债务的资本成本

r_e=股东权益的资本成本

T=反映利息的边际抵税利益的税率

加权债务和股东权益的资本成本

债务和股东权益的权重为各自的市场价值在资本总额中所占比重。计算债务的市场价值并不困难。如果自债务产生以来利率没有发生显著的变化，使用账面价值是合理的。否则，债务的价值可以通过以公司适用的当期市场利率贴现未来支出来估计。

债务包括哪些内容？是否应把短期和长期债务都包括在内？是否应把应付款项和应计款项都包括在内？答案可以通过考察如何计算自由现金流量获得。自由现金流量是计算 WACC 所使用资本提供者的收益。现金流量是偿还短期和长期债务之前的可用现金流量——表明在计算 WACC 时，短期和长期债务应作为资本的一部分。对其他负债（如应付账款或应计款项）的偿付，在计算自由现金流量时应当已经考虑过了。因此，内在的一致性要求在计算 WACC 时，不把营业中产生的负债视做资本的一部分。

我们面临的麻烦是确定股东权益的市场价值，这正是我们最初试图估计的金额。考虑到只有完成了贴现分析的所有步骤才能得到估计值，那么分析师如何能在中间阶段确定股东权益的市场价值呢？

解决该问题的一种常用方法是设置该时点债务对资本比率[$V_d/(V_d+V_e)$]和股东权益对资本比率[$V_e/(V_d+V_e)$]的“目标值”。例如，我们可以预期公司将在长期保持债务占 40%和股东权益占 60%的资本结构。由于我们在较长时期贴现现金流量，侧重于长期是合理的。

解决该问题的另一种方法是，首先使用股东权益的账面价值作为权重计算 WACC 的初始估计值，将这个 WACC 用于贴现过程，以产生股东权益价值的初始估计值。然后可以用这个股东权益价值的初始估计值作为权重获得一个新的 WACC，并产生股东权益价值的第二个估计值。可以一直重复这一过程，直到用于计算 WACC 的价值与最终估计的价值一致为止。本章使用债务和股东权益的账面价值来估计公司的 WACC。

估计债务成本 债务成本（r_d）应当以当期市场利率为基础。对于私募债务而言没有挂牌利率，但如果自债务产生以来利率没有很大变化，可以用票面利率作为合适的替代。债务成本应该以税后净利率形式表示，因为贴现的是税后现金流量。在多数情况下，将市场利率乘以 1 减去公司边际税率就可以得到税后净利率。

估计股东权益成本 估计股东权益成本（r_e）很困难，对这一问题的全面讨论超出了本章的范围。无论如何，再深入的讨论也不能为该领域出现的所有问题提供答案，因为适当的股东权益成本衡量



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

方法这一财务领域仍处于不断的变化中。

一种可能的方法是使用资本资产定价模型（CAPM），该模型将股东权益成本表示为无风险资产的必要收益率与系统风险升水之和。

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

其中，r_f是无风险利率；

$[E(r_m)-r_f]$是市场整体的预期风险升水，等于预期市场指数收益率与无风险利率的差额；

β是股东权益的系统风险。

要计算 r_e，必须估计三个参数：无风险利率 r_f、市场风险升水$[E(r_m)-r_f]$和系统风险β。对于 r_f，分析师通常使用中期国债利率，依据是贴现现金流量不是短期现金流量。[4] 如果用这种方法确定 r_f，则 1926—1998 年间普通股平均收益率（根据标准普尔 500 股票指数的收益率计算）比 r_f高出 7.6% [Ibbotson Associates (1998)]。[5] 这种超额收益率构成市场风险升水$[E(r_m)-r_f]$的估计值。最后，系统风险（β）反映公司价值对整个经济市场走势的敏感程度。[6]

尽管以上 CAPM 被经常用于估计资本成本，但有迹象表明该模型不完全。假设股票的定价是竞争性的，应当预期股票收益率恰好能够补偿投资者的资本成本。因此，长期平均收益率应接近于资本成本，而且不同股票的长期平均收益率应随系统风险而有所不同（根据 CAPM 模型）。然而，不止系统风险可以解释长期平均收益率的变动，最重要的因素称为“规模效应”：较小的公司（以市场资本化价值衡量）往往在后续期间产生较高的收益率。之所以会这样的原因还不清楚，这可能意味着较小公司的风险比 CAPM 模型显示的要高，也可能意味着在以市场资本化价值衡量时公司价值被低估，或者两者兼而有之。如表 12-10 所示，1926—1998 年间不同规模的美国公司（包括在 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 上市的公司）的股票平均收益率不同。

表 12-10 股票收益率与公司规模

规模级别	1998 年该级别中最大公司的市场价值（百万美元）	1926—1998 年股票年平均收益率	该级别占 NYSE 总市值的比重（1998 年）
1—小	10 764.3	21.0%	0.1%
2	27 647.9	17.9	0.3
3	53 218.4	17.1	0.7
4	78 601.4	16.0	1.0
5	114 517.6	15.6	1.4
6	170 846.6	15.5	2.1
7	273 895.7	14.8	3.3
8	476 920.5	14.1	5.8
9	1 052 131.2	13.7	12.8
10—大	5 985 553.1	12.1	72.6

资料来源：Ibbotson Associates（1998）。

4 参见 T. Copeland, T. Koller and J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2nd Edition (New York: John Wiley & Sons, 1994)。理论要求使用短期利率，但如果在这里使用短期利率，就会出现一个很困难的实际问题：如何反映预期通货膨胀要求的溢价？尽管从理论上看，可以将溢价视做 $[E(r_m)-r_f]$ 的一部分，但使用能够大体反映预期通货膨胀水平的中期或长期无风险利率可能更简便。

5 这里报告的平均收益率是算术平均数，而不是几何平均数。Ibbotson and Associates 解释了为什么在这种情况下这种估计是恰当的（参见 *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation*, 1998 Yearbook, Chicago）。

6 估计系统风险的一种方法是使公司近期的股票收益率向市场指数收益率回归。斜率系数代表β估计值。从基本上看，系统风险取决于公司营业利润对经济活动变动的敏感程度以及公司的杠杆水平。评估经营和财务风险的财务分析应当有助于得出合理的β估计值。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

该表表明，根据历史数据，规模最大的两类公司的投资者实现的收益率仅有 12.1%—13.7%。然而，需要注意的是，如果我们用公司规模作为资本成本的指示器，则我们隐含的假设是，规模大意味着风险低。至于为什么应该是这样，财务理论家们还没有找到被广为接受的解释。

估计资本成本的另一种方法是同时根据 CAPM 模型和"规模效应"。[7] 这种方法要求根据 CAPM 模型中使用的市场指数（标准普尔 500 股票指数）平均收益率与同被评价公司规模相当的公司的平均收益率之间的差异，对根据 CAPM 模型计算出的资本成本进行调整。由此产生的资本成本为：

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f] + r_{size}$$

鉴于针对如何衡量资本成本的争论持续进行，管理者和分析师常常考察估计区间就不足为奇了。特别是最近，对 7.6%的历史风险升水在当前是否有效存在相当多的争论。许多分析师认为，美国经济发生了很多变化，使得历史风险升水作为预测未来预期风险升水的基础已经失效。一些最近的学术研究提供了证据，表明近年来的市场预期风险升水已经大幅下降到 3%—4%这一区间。[8] 由于分歧还没有得到解决，分析师在计算公司资本成本时使用风险升水估计区间是谨慎的。

为了估计 Sigma 的资本成本，我们首先假设其税后债务成本为 5%，使用 CAPM 模型计算出的股东权益成本为 12%，市场风险升水为 7.6%。使用 40%的债务账面价值权重和 60%的股东权益账面价值权重计算出的加权平均资本成本为 9.2%。显然，这个估计值只是一个起点，分析师可以通过改变假设的市场风险升水或者使用上述叠代法精确计算 WACC 所用的权重，来改变预测值。

12.4 终值的计算

下面我们分别使用三种不同的方法计算 Sigma 资产和股东权益的价值。资产价值使用异常营业 ROA、异常 NOPAT、债务和股东权益持有者的自由现金流量来估计，股东权益价值使用营业 ROE、异常 NOPAT 和股东权益持有者的自由现金流量来估计。这些价值使用财务预测值和终值预测值计算，假设 1999—2003 年间的销售收入增长率为 10%，终结年度的销售收入增长率为 3.5%，终结年度后的异常利润保持在 2003 年的水平。资产价值使用 9.2%的 WACC 估计，股东权益价值使用 12%的股东权益成本估计。

异常收益率法

估计的资产价值=1999 年初净资产的账面价值
×（1+1999—2003 年间异常营业 ROA 的现值+终值）
=7.15 亿美元×（1+0.215+0.269）
=7.15 亿美元×（1.484）
=10.611 亿美元

---

7 Ibbotson and Associates, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation*, 1998 Yearbook, Chicago.

8 参见 William R. Gebhardt, Charles M. C. Lee, and Bhaskaran Swaminathan, "Toward an Implied Cost of Capital", Cornell University, working paper, 1999; James Claus and Jacob Thomas, "The Equity Premium Is Much Lower Than You Think It Is: Empirical Estimates from a New Approach", Columbia University, working paper, 1999。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

估计的股东权益价值=1999 年初股东权益的账面价值×（1+1999—2003
年间异常 ROE 的现值+2003 年以后的终值）
=4.29 亿美元×（1+0.338+0.265）
=4.29 亿美元×（1.603）
=6.877 亿美元

异常收益法

估计的资产价值=1999 年初资产的账面价值
+1999—2003 年间异常 NOPAT 的现值+2003 年以后的终值
=7.15 亿美元+1.537 亿美元+1.92 亿美元
=10.607 亿美元
估计的股东权益价值=1999 年初股东权益的账面价值+1999—2003 年间
异常收益的现值+2003 年以后的终值
=4.29 亿美元+1.448 亿美元+1.135 亿美元
=6.873 亿美元

自由现金流量法

估计的资产价值=1999—2003 年间债务和股东权益持有者自由
现金流量的现值+2003 年以后的终值
=1.708 亿美元+8.903 亿美元
=10.611 亿美元
估计的股东权益价值=1999—2003 年间股东权益持有者自由
现金流量的现值+2003 年以后的终值
=2.05 亿美元+4.826 亿美元
=6.876 亿美元

上面列示的估计值表明，异常收益率法、异常收益法和自由现金流量法得到相同的估计值（除四舍五入误差造成的很小差异外）——Sigma 的资产估计值约为 10.61 亿美元，股东权益估计值约为 6.87 亿美元。[9]还应注意到，Sigma 的终值在资产和股东权益总价值中所占比重，在自由现金流量法下要比其他方法大得多。如第 11 章所述，这是由于异常收益率法和异常收益法主要根据公司资产和股东权益的账面价值计算，终值估计值是超过账面价值的增量价值的估计值。相反，自由现金流量法不考虑账面价值，终值预测值是这一时期总价值的估计值。

以上估价中的计算都将所有流量视做在年末发生。当然，它们还可能在全年内发生。如果我们为了简化计算，假设现金流量在年中发生，则应以$[1+(\frac{r}{2})]$作为系数上调价值估计值，其中 r 为贴现率。

9 分析师常常先预计公司资产的价值，然后从预计资产价值中减去债务的账面价值，得出预计股东权益价值。我们注意到，对 Sigma 而言，通过这种方法得出的预计股东权益值与直接预计出的股东权益值有些差别。之所以产生这种差别，是由于这里使用的 WACC 预计值是以债务和股东权益的账面价值为基础，而不是以市场价值为基础。遗憾的是，如前所述，在实务中很难避免这一问题，因为根据市场价值杠杆率计算 WACC 预计值难以实施。因此，我们建议直接预计股东权益价值。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

估计中的其他实践问题

以上讨论为估价提供了一个蓝本。然而，在实践中，分析师必须处理对估价有重要影响的许多其他问题。下面我们讨论经常遇到的三个难题——会计歪曲、负账面价值和超额现金。

会计歪曲的处理 从第 11 章的讨论可知，会计方法本身不应对公司价值产生影响（除非会计方法的选择影响分析师对未来真实业绩的看法）。然而，这里使用的异常收益率和异常收益估价法是以随会计方法选择而不同的数据——收益和账面价值为基础。那么，估价方法如何能产生正确的估计值呢？

由于会计选择会影响收益和账面价值，并且由于复式记账法具有自我修正的特点（所有会计“歪曲”最终必然得到修正），只要分析师认识到会计歪曲，估计值就不会受会计方法选择的影响。[10] 例如，假设经理在选择会计方法时很积极，即使得到相反的信息，也对未收回的应收账款计提较低的准备，因此导致当期异常收益和期末账面价值高出 100 美元。现在，我们假设会计方法选择不会影响分析师对公司未来真实业绩的看法，也就是说，假设分析师认识到管理层对客户未来违约的当前估计被人为压低，且能够对未来违约作出准确预测。

以会计为基础的估价法从当期异常收益开始，该收益因会计方法选择高出 100 美元。然而，这种选择也导致未来异常收益更低，原因有二。第一，如果客户实际发生支付违约，且应收账款必须被冲销，则下一期间的未来收益将减少（100 美元）。第二，与此同时，正常收益和股东权益账面价值的基准将高出 100 美元。假设应收账款直到两年后才冲销，贴现率为 13%，则当期的积极会计选择和后续期间的减值对价值的影响如下所示：

	美元影响	现值
当期异常收益（和账面价值）的增加	100	100
较高账面价值导致的第 1 年异常收益减少（0.13×100）	−13	÷1.13 = −11.50
较高账面价值导致的第 2 年异常收益减少（0.13×100）	13	
应收账款冲销导致的第 2 年异常收益减少	−100	
	−113	÷1.13^2 = −88.50
会计选择对现值的影响		0.00

较高的当期异常收益和较低的未来异常收益的影响恰好抵消，使得对当期未收回应收账款备抵的低估对公司价值估计没有影响。

以上讨论似乎表明分析师不用关心所采用的会计方法。有一个重要的理由可以说明为什么这是不正确的。如果公司采用“有偏”会计方法——稳健的或者积极的——则分析师被迫花费精力进行第 3 章所述的种种会计分析。如果公司的会计是“无偏”的，就可以节省这些额外的分析成本。

如果会计分析不够彻底，一般来说，公司的会计选择会影响分析师对公司真实业绩的看法，进而影响对未来业绩的预测。在上面的例子中，如果接受管理层在账面对坏账备抵和应收账款的估计值，将影响分析师对未来收益和现金流量的预测。如果是这样，会计选择本身就会通过超出以上讨

10 采用贴现异常收益法估价有一个预测要求：与“净盈余会计”相一致。净盈余会计要求以下关系：期末账面价值=期初账面价值+收益−股利±资本投入/撤出。净盈余会计不包括这种情况，即一些损益被排除在收益以外，但仍用于调整股东权益账面价值。例如，根据美国公认会计准则，外币折算损益就是这样处理。在运用这里阐述的估价技术时，分析师得出预测值可能需要偏离公认会计准则，并将这种损益视做收益的一部分。然而，这种估价技术不要求以前也使用净盈余会计——因此根据美国公认会计准则或其他原则计算出的现行账面价值仍可以作为计算的起点。分析师需要做的只是在进行预测时使用净盈余会计，这不仅简便，而且是很自然的事。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

论的其他渠道影响对未来收益和现金流量的预期。估计的公司价值将偏高——但无论基于贴现现金流量还是基于贴现异常收益估价，结果将是一样的。[11]

遇到有偏差的会计，分析师有两种选择——或者调整当期收益和账面价值以消除管理层的会计偏差，或者认识到这些偏差并相应调整未来预测值。两种方法得到相同的公司估计值。例如，在上面的例子中，处理管理层低估当期违约备抵的一种简单方法是，增加备抵并减少当期异常收益 100 美元。另一种方法是，如前所示，分析师可以预测从现在起两个期间后应收账款将冲销。采取何种方法对公司价值在预测期和终值之间的分布将产生重要的影响。

在预测期和未来增长机会既定的条件下，会计质量越高，以预测期内当期账面价值和异常收益表示的公司价值越大。会计质量低，可能是由于不可信，也可能是由于过于稳健。如果会计可信度成为问题，则分析师必须花费资源进行“会计调整”。如果会计方法过于保守，则分析师将被迫延长预测期以反映大部分公司价值，或者依靠更为不确定的终值估计值反映大部分公司价值。

负账面价值的处理 许多公司的收益和股东权益账面价值为负。一种股东权益为负的公司是处于创业阶段或者高新技术行业的公司。这些公司进行大量回报不确定的投资。会计人员出于稳健冲销这些投资，从面导致股东权益账面价值为负。处于这种状况的公司主要包括生物技术公司、互联网公司、电信公司和其他高新技术公司。另一种股东权益账面价值为负的公司是那些经营业绩很差的公司，从而导致累积亏损超过股东初始投资。

负股东权益账面价值给使用以会计为基础的估价法估计公司股东权益价值带来了困难。几种方法可能解决这个问题。第一种方法是估计公司资产（如使用异常营业 ROA 或者异常 NOPAT）而非股东权益的价值，然后根据对公司债务的估计值，计算出股东权益的估计值。另一种方法是通过资本化被冲销的投资支出，消除会计人员实施稳健性的影响。如果分析师确认这些支出能够创造价值，这样做是可行的。第三种方法对公开上市交易的公司是可行的，从观察到的股票价格入手往回推。通过使用股东权益成本和稳定状态的增长率的合理估计值，分析师可以计算出使观察到的股价具有合理性所需的长期平均异常收益水平。接下来，分析师的任务是检验达到这种异常收益“目标值”的可行性。

特别需要注意的是，股东权益账面价值为负的公司价值通常包含很大的期权价值。例如，高新技术公司的价值不仅来自当前技术的预期收益，而且来自其研究与开发中包含的技术选择权的回报。同样，业绩糟糕公司的价值在某种程度上来自于“放弃期权”——负有限责任的股东把公司推给债务持有者和债权人。我们可以使用期权理论框架估计这些“真实期权”的价值。[12]

超额现金和超额现金流量的处理 拥有超额现金余额或大量自由现金流量的公司，也会面临估价挑战。在表 12-2 的估价预测中，我们隐含地假设，超过为公司营业活动融资所需以外的现金将被分配给公司的股东。如果在预测期初的资产负债表上公司拥有大量的超额现金余额（考虑公司经营需要和财务杠杆政策之后），本章的方法要求将超额现金余额视做对股东的一次性现金股利支付。这种股利支付可以直接加在根据余下部分计算出的公司估计值上。在持续经营的基础上，可以假设

11 当分析师使用“间接”现金流量预测法时，未发现的会计偏差不仅可能影响未来收益预测，而且可能影响未来自由现金流量预测，意识到这一点是很重要的。在这个案例中，由于应收账款被高估，分析师将假设它们将于未来期间作为现金收回，从而必然导致更高的未来现金流量估计值。

12 请参看“真实期权”研究。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

超额现金流量以股利或股票回购的形式支付给股东。需要注意的是，这些现金流量在赚取时已经包括在估价过程中，所以在支付时无须把它们考虑进去。

以会计为基础的估价法和贴现现金流量估价法都假设股利支付在不同时期会有所不同，认识到这一点很重要。只要我们希望在估价计算中使用固定的财务杠杆水平、固定的资本成本和固定的加权平均资本成本，就需要作出这种股利政策假设。如下一章所述，实践中公司很少采取这种变动的股利政策。然而，只要公司的股利政策不影响其价值，股利政策本身就不会使估价方法失效。也就是说，估价法假设著名的“Modigliani-Miller 股利无关论”成立。

如果管理层不能以最理想的方式投资公司的自由现金流量，则公司的股利政策可能影响公司价值。例如，如果公司管理层使用超额现金进行有损价值的收购，则这种方法将高估公司的价值。如果分析师对公司存在这种类型的担心，一种方法是首先按照前述方法对公司估价，然后用公司管理层强加于其投资者的代理成本调整估计值。评估公司是否存在严重的代理成本的一种方法是检验公司治理程序的有效性。

小 结

本章介绍了如何应用第 11 章介绍的估价理论。本章讨论了执行估价过程所需作出的一整套经营和财务假设，说明了作出具体估价预测以及收益、自由现金流量和会计收益率终值计算的机理，还探讨了如何计算股东权益成本和加权平均资本成本。本章使用一个具体的案例，展示如何通过收益、现金流量和收益率计算公司的股东权益价值和资产价值。最后，本章提出并讨论了解决实践中通常遇到的问题的方法，这些问题包括会计歪曲、负账面价值和超额现金余额。

思考题

1. 核实表 12-2 中的预测值。如果 1999—2003 年销售收入增长率变为 15%（所有其他假设保持不变），预测结果将会发生什么样的变化？

2. 假设表 12-2 中税后净营业利率每年下降 1.5%（所有其他假设保持不变），重新计算预测结果。

3. 假设表 12-2 中营业营运资本净额对销售收入比率为 30%，长期资产净值对销售收入比率为 50%，其他所有假设保持不变，重新计算预测结果。

4. 计算表 12-2 预测中隐含的 Sigma 1999—2003 年股利支付额。如果债务净额对资本净额比率从 40%变为 50%，这种支付额会发生什么样的变化？

5. 核实表 12-3 中的现值计算。如果股东权益成本变为 15%，表中的现值将如何变化？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

6. 核实表 12-9 中的终值计算。如果 2004 年及以后各年的销售收入增长率为 5%（所有其他假设保持不变），表中的终值将如何变化？

7. 计算在异常收益法和贴现现金流量法下，终值占估计的股东权益和资产总值的比重。为什么这些比重有所不同？

8. 会计分析能改进以会计为基础的估价吗？说明理由。

9. 如果分析师没有意识到会计歪曲，它会影响以现金流量为基础的估价吗？用一个具体的数字案例证实你的答案。

10. 南希·史密斯（Nnacy Smith）说她认为不应该假设 Sigma 的股利支付各年不同。如果她作出固定的股利支付假设，则她必须对其他估价假设作出什么样的调整以保持彼此间的内在一致性？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：The Gap 公司

布伦达·柯蒂斯（Brenda Curtis）是一位专门研究零售业股票的分析师，她亲眼目睹了她所钟爱的零售业在 1991 年经历混乱和紧缩的全过程。然而，尽管该行业在衰退，Macy 也申请破产，一家零售商——The Gap——却在结束于 1992 年 1 月的会计年度创造了几乎空前的高达 40%的股东权益收益率。这家总部设在旧金山的休闲服销售商被《商业周刊》（*Business Week*）（1992 年 3 月 9 日，封面故事）誉为“国内最炙手可热的零售商”。柯蒂斯决定仔细研究 The Gap 以看个究竟。

The Gap 高达 35 的市盈率和高达 12 的市价对账面价值比率（以低于 55 美元的价格为基础）表明投资者预期 The Gap 的未来会更好。Duff and Phelps 的分析师卡罗尔·I·帕尔默（Carol I. Palmer）称 The Gap 的股票“值得购买”，她指出，相对于 1993 年的收益预测，市盈率并不是异常高，尽管 5 年的收益增长被稳健地预测为 17%，但仍高于整个市场的预测增长率 13%。在谈到对 The Gap 的估价时，帕尔默指出：

> 如果只对 Gap 未来 5 年的现金流量折现（使用加权平均折现率），然后加上其余的价值（自 1996 年以后现金流量的现值），减去债务，我们可以得到每股 30 美元的公平市价。然而，由于我们强烈认为 The Gap 是一家能够在长期取得增长的公司，因此，使用加权平均折现率将超过 5 年的现金流量折现为“公平价格”更合适。如果使用 10 年的折现期，可以获得每股 55 美元的公平价值。还值得指出的是，我们作出预测时使用的基本要素无论以多数人的意见为标准还是从公司的角度看都是很稳健的。[1]

帕尔默对 The Gap 长期发展所持的乐观态度是以她对公司在行业中所处位置的看法为基础的。近年来很少有零售商能够如此成功地执行发展战略并树立良好形象：

> The Gap 已经确立了以合理的价格引领年轻消费者休闲装潮流的地位。卓越的管理和销售为持续的领先地位提供了支持……我们认为该公司已经掌握了增值、时尚和质量的恰当组合，加之公司对形象管理（广告、商店布局和地理位置）的高度重视，使很多人认为 The Gap 就是休闲装的代名词。[2]

出人意料的是，The Gap 引人注目的成功成为它最忧虑的事。《商业周刊》指出：

> ……很多竞争对手正在重新组合以与之竞争。百货商店管理人员向员工宣传使颜色、质地和商品的摆放符合“Gap”化的要求……Giorgio Armani 期望通过其新的 A/X Armani 调剂商店争

该案例由 Victor L. Bernard 教授在 Elise Kartchmar 的帮助下，根据公开可得信息编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。

1 Duff and Phelps Company Analysis (April 1992)。Duff & Phelps 没有披露在其模型中使用的资本成本估计值，但分析师估计 The Gap 的β系数近似等于 1.30，中期国库券收益率近似等于 6.3%。

2 同上。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

> 取到 The Gap 最大的消费群，该调剂商店以低于 Armani 最高价位商品很多的价格销售朴素的欧式服装……The Limited Inc.也有“Gap”式休闲夹克，在一些商店中以图案与 The Gap 十分相像的价签出售……Dayton Hudson 正在试验经营称为每日英雄的连锁店，该连锁店有着明显与 The Gap 相似的经营方式。[3]

尽管对零售行业的竞争力感到担心，帕尔默的乐观足以吸引分析师柯蒂斯继续研究 The Gap。以下各段概括了她所使用的信息。

The Gap 的业务活动

The Gap 公司是一家男女和儿童休闲服装专卖店。它于 1969 年成为 Levi 夹克、唱片和磁带零售公司，1984 年在商人米基·德雷克斯勒（Mickey Drexler）的指导下进行重组。在德雷克斯勒的推动下，The Gap 定位于主要为 20—45 岁的顾客提供时尚且能够支付得起的服装。1986 年引入 GapKids，主要面向 2—12 岁的儿童市场。优选出的 GapKids 店还包括为婴儿和初学走路的孩子提供服装的“babyGap”部。The Gap 还拥有 Banana Republic 公司，Banana Republic 也是一家男女休闲服装专卖店。

Gap、GapKids 和 Banana Republic 店主要位于美国各地的购物中心。1992 年 4 月，共有 1 226 家这样的商店，其中 1 176 家位于美国，其余位于加拿大和英国。

德雷克斯勒为 The Gap 题词“样式好、质量高、值得买”。分析师帕尔默这样概括 The Gap 的模式：

> ……主要是大众服装，还有一些特色时尚商品，价格极具竞争性（在质量可靠的前提下），地理位置便利；尽管最小存货单位（s.k.u）的数量有限，但存货很多。用 The Gap 的自我描述来概括：“高度集中”。[4]

The Gap 的模式是以其自身的纽约设计师莉萨·舒尔茨（Lisa Schultz）和约翰·弗米第（John Fumiatti）的设计开始，设计师们预期消费者对时尚服装的基本要求，同时忠实于 The Gap 的“风格”。The Gap 更多依赖其设计师的眼力和快速市场测试，而非大量消费者调查。服装图样大约在销售前一年设计出来，数量足以确保 Gap 店每两个月收到一批新的服装款式；而这时尚未出售的旧款式服装将很快被削价销售。

全部服装由 450 多家供应商以 The Gap 的商标生产。为控制生产质量，The Gap 确定每一批订货的规格，并在工厂设 200 名检察员。1991 年，38%的服装由国内生产，其余由香港和其他国家生产。每一家厂商的供货量都不超过 5%。

The Gap 在各零售店保留很少的备用商品，大量存货放置在加利福尼亚州、肯塔基州、加拿大、英国和马里兰（从 1992 年开始）的销售中心。各销售点的扫描仪可以追踪各零售店的存货需求情况，以便销售中心迅速补充存货。

---

3 Business Week, March 9, 1992. pp. 63-64.
4 Duff and Phelps Company Analysis (April 1992).

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Gap 店通常租赁购物中心的场地，由公司控制，而不采取特许经营方式。按照行业标准，大多数 Gap 店往往较小（常常不超过 4 000 平方英尺），但许多新零售店较大（约为 7 000 平方英尺）。与一些服装专卖店相比，它们略显单薄，但很明亮、干净，而且“对顾客态度友好”，有宽阔的通道和很容易就能够得到的商品。商店的布局和经营由公司紧密控制。一位观察家指出“Gap 店与麦当劳店一样没有表现创造力的空间——或者更少”。[5] 商店的橱窗和陈列品每星期都要按照特定的公司设计重新摆设，以做到即使对常客也保持新鲜、崭新的形象。

The Gap 的“风格”通过在生活和时尚杂志以及公共汽车站候车廊、大量公交设备海报、电话亭等各种外部媒介上做广告得到了强化。广告活动由 The Gap 的内部员工设计，由斯派克·李（Spike Lee）、琼·迪戴思（Joan Didion）和詹姆斯·迪安（James Dean）等著名人士担任主角。这种活动中使用的一些黑白照片获得了广告大奖。1991 年，The Gap 开展了黑白电视广告活动，并打算在 1992 年扩展该项活动。1989、1990 和 1991 会计年度，广告成本分别占销售收入的 1.5%、1.2%和 1.4%。Limited 等一些直接竞争者的可比金额无法得到。

The Gap 取得的增长是十分显著的。销售收入由 1986 年的大约 8.5 亿美元提高到 1991 年的 25 亿美元。在同一期间，年收益由 6 800 万美元提高到 2.3 亿美元。1991 年，The Gap 成为服装业的第二大品牌，仅位于 Levi Strauss 之后。

The Gap 的大量销售收入增长源于开新店。商店的数量由 1989 年的 906 家提高到 1990 年的 1 092 家，再到 1991 年的 1 216 家。不过，一些其他增长源于现有店面利用率的增强。每平方英尺销售收入由 1986 年的 250 美元增加到 1991 年的 481 美元；可比商店增长率（即不考虑新店开业和扩展影响的增长率）高出竞争对手很多。以下是 The Gap 的增长率与两个竞争对手——Limited 店和 Petrie 店的比较。The Limited 公司（The Limited Stores，Express，Lane Bryant，Victoria's Secret，Structure 和其他商店的所有者）是 1991 会计年度仅位于 The Gap 之后，增长速度第二快的专卖店；而 Petrie 店（Petrie's，Marianne's，Stuarts 和其他商店的所有者）是发展速度较慢的专卖店之一。

	销售收入（十亿美元）			每平方英尺销售收入 (美元)			可比商店增长率		
	Gap	Limited	Petrie	Gap	Limited	Petrie	Gap	Limited	Petrie
1991	2.519	6.281	1.355	481	302	N/D	13%	3%	3.5%
1990	1.933	5.376	1.282	438	309	N/D	14%	3%	1.7%
1989	1.587	4.750	1.258	389	323	N/D	15%	9%	2.0%
1986	0.848	3.223	1.198	250	277	N/D	12%	18%	N/D

N/D：未公开披露。

行业状况和竞争

20 世纪 90 年代早期，The Gap 的业绩在零售部门中十分与众不同。零售业因消费者缺乏信心和经济增长缓慢而受到重创。从现实情况看，销售收入从 1989—1990 年有所下降，从 1990—1991 年再次下降。受到特别大打击的是百货商店，它们经历了“可能是历史上最艰难的时期”。[6] 普通生

5 Business Week, March 9,1992, p. 61.
6 Standard and Poor's Industry Surveys, June 4, 1992, p. R77.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

产商的业绩更好一些，但并不十分引人注目；在 1987—1991 年间，一组普通生产商（K-Mart，Penney's，Sears 和 Wal-Mart）的综合 ROE 平均约为 12%—15%，与某一特定年度美国公司的平均数没有太大差别。专卖店的盈利能力差别很大，但总体来看很正常。在 1987—1991 年间，一组专卖店（Gap，Limited，Melville，Nordstrom 和 Petrie）的综合 ROE 在 20%—23%之间变动。

设法寻找盈利途径的公司就是所谓的“力量型零售商”（Power retailers）或“新浪潮零售商”（New Wave retailers）。[7] 这类公司包括一些专卖店（例如 The Gap，The Limited 和 Toys-R-Us）和其他普通生产商（包括折扣店 Wal-Mart 在内）。使得这些公司获取成功的革新各不相同，既包括高毛利战略，也包括日常的低价格（定价）战略。不过，大多数成功的公司都有很高的存货周转率和每平方英尺销售量。

The Gap 的 1991 年 10-K 表将专卖店行业描述为“高度竞争”，并且承认公司经营活动的成功增加了仿效的可能性。确实，《财富》（*Fortune*）杂志指出“如果仿效是最好的方式，则 The Gap 是仿效的核心。”[8]

谈到行业内部的竞争，Gap 的董事长兼首席执行官唐纳德·费希尔（Donald Fisher）说“我们并不担心。我们在信誉、商品、商店的数量和位置方面都具有明显的优势。”[9] 总裁德雷克斯勒担心吗？“的确有些担心，但可以看到，这个行业没有太多的秘密。竞争只会使我们的经营更困难一些。”[10]

前景展望

在 1991 年写给股东的信中，总裁德雷克斯勒和首席执行官费希尔描述 The Gap 的前景如下：

> 1992 及以后各年我们面临的挑战首先是通过持续的销售收入增长增加市场份额。为朝这个目标迈进，我们将在 1992 年新开约 135 家店。我们还将继续通过扩大约 100 家现有店来扩展经营场所的计划。
>
> 在新建和扩建商店的同时，……我们计划继续通过协同努力扩展业务，以增加消费者对我们的四个品牌——Gap，GapKids，babyGap 和 Banana Republic 的认知度。

The Gap 的既定目标是取得至少 20%的年销售收入和 EPS 增长，30%的 ROE 增长，以及 10.5%—11%的税前毛利增长。1992 年以后，这些增长将由每年超过 2 亿美元的资本支出支持。[11] 在可预见的未来，大部分支出将投资于美国。然而，国际销售收入日益重要。The Gap 预计，到 1993 年末，它在美国之外将拥有约 100 家店，这些店主要位于加拿大，但在英国的势力将逐渐增强。从长期看，有向欧洲和亚洲扩展的可能。

由于对 The Gap 的短期收益业绩持乐观态度，分析师迈克尔·希夫曼（Michael Schiffman）将 The Gap 的股票评定为值得购买，但他也表达了在长期不要盲目乐观的一些理由：

---

7 Standard and Poor's Industry Surveys, June 4, 1992, p. R81.“新浪潮”零售商的称谓由 Price Waterhouse 的首席经济学家 Carl Steidtmann 博士提出。

8 Fortune, December 2, 1991, p.106.

9 Business Week, March 9, 1992, p.60.

10 Fortune, December 2, 1991, p.106.

11 Duff and Phelps Company Analysis (April 1992).

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

The Gap 是 1990 年人们消费习惯改变的最大受益人。在过去几年中，衰退已经改变了消费者的观念。他们不再考虑昂贵的、引人注目的“品牌商品”，而只考虑价格……在当前的环境中，消费者认为不值得为追求品牌而花费额外的代价。

这种观念的变化会长期持续下去吗？还需拭目以待。我们还不清楚人们的观念是否已经发生了永久的变化；也不清楚当繁荣到来时，人们是否仍会聚集到这家零售店寻找低价高质的商品。这并不意味着以大多数人能够支付得起的价格提供高质量服装的市场将消失，我们只是认为在今后的 3—5 年中这种市场不会继续飞速增长。[12]

分析师卡罗尔·帕尔默持更乐观的态度：

……最大的问题在于 The Gap 能否继续它近期的成功记录；更确切地说，其经营模式更适于萧条时期（在这一时期，白领职员正在勒紧裤腰带）还是更适于 90 年代的 10 年期间？

市场对 The Gap 的最大担心似乎在于，在经济复苏期间，顾客将放弃 The Gap 而去购买价格更高的休闲装。我们认为，当消费者意识到其购买力增强时，他们只会把购买更传统的质优价高的商品作为购买 Gap 商品的补充。我们认为好转的经济应有利于支持 The Gap 巨大的消费者特权。[13]

思考题

1. 1991 会计年度，The Gap 的股东权益收益率格外高。分析公司相对于以前年度和竞争对手的盈利能力。盈利能力的哪些要素使 The Gap 在 1991 年具有竞争“优势”？这种优势的源泉是什么？这对 The Gap 的经营战略意味着什么？你对公司盈利能力的可持续性作何评价？

2. 预测 The Gap 1992 会计年度的收益和现金流量。

3. 针对 1992 年初 The Gap 每股 55 美元的股价，市场应考虑公司的哪些方面因素？运用估价模型——以贴现现金流量或贴现异常收益为基础——推断，为判断该价格的合理性，盈利能力、增长和资本成本的哪些可能结合是必需的？

4. 比较你对 The Gap 的盈利前景所作评价和市价所反映的盈利前景。

12 Value Line report (February 28, 1992).
13 Duff and Phelps Company Analysis (April 1992).

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

The Gap 1991 年度报告摘录

管理层对经营成果和财务状况的论述和分析

经营成果

销售收入净额

	会计年度结束于		
	1992 年 2 月 1 日（1991 会计年度）52 周	1991 年 2 月 2 日（1990 会计年度）52 周	1990 年 2 月 3 日（1989 会计年度）53 周
销售收入净额（千美元）	2 518 893	1 933 780	1 586 596
销售收入总额增长率	30%	22%	27%
可比商店销售收入增长率（以 52 周为基础）	13%	14%	15%
新建商店数量	139	152	98
扩建商店数量	79	56	7
关闭商店数量	15	20	38

新店开业（减去关闭商店的影响）、现有商店扩建以及可比商店销售收入的增长导致了 1991、1990 和 1989 会计年度销售收入总额的增长。

平均每平方英尺销售收入净额由 1989 年的 389 美元、1990 年的 438 美元增长到 1991 年的 481 美元。在过去两年中，公司增加了新店的平均面积，并扩展了一些现有店的面积，从而使 1990 和 1991 年总面积净增长分别达到 17%和 18%。

销售成本和占用费用

销售成本和占用费用在销售收入净额中所占比例由 1989 年的 65.9%、1990 年的 64.2%下降到 1991 年的 62.3%。1991 年 1.9%的下降主要是商品毛利在销售收入净额中所占比例上升的结果；1990 年 1.7%的下降同样是商品毛利在销售收入净额中所占比例更高的结果，其中一部分被占用费用在销售收入净额中所占比重上升所抵消。

营业费用

1991、1990 和 1989 会计年度，营业费用在销售收入净额中所占比例分别为 22.9%，23.4%和 22.9%。1990—1991 年 0.5%的下降主要是由于工资成本在销售收入净额中所占比例更低，从而反映出在销售收入增长过程中费用实现了积极的杠杆效应。1989—1990 年 0.5%的增长在很大程度上归

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

因于与商店扩展和重新安置造成的固定资产冲销相关的成本增加。

利息费用净额

1991、1990 和 1989 会计年度，利息费用净额分别为 3 523 000 美元、1 435 000 美元和 2 769 000 美元。1991 年的利息费用超过 1990 年 2 088 000 美元，主要是平均借款净额和平均净利率提高所致。1990 年的利息费用比 1989 年下降 1 325 000 美元，则反映出平均借款净额和平均净利率较低。

Hemisphere 的关闭停业

1989 年第 4 季度，公司关闭 Hemisphere 店，导致发生冲减收益的税前费用 10 785 000 美元（税后每股 0.05 美元）。该项费用反映相关财产和设备、存货、第 4 季度营业损失和占用费用备抵的冲减。

所得税

1991 年的实际税率为 38.0%，而 1990 和 1989 年的实际税率分别为 39.0%和 40.0%。1991 年实际税率下降 1.0%主要是由于州所得税和外国所得税净额在税前收益中所占比例下降；而 1990 年实际税率下降 1.0%主要是由于州所得税在税前收益中所占比例下降。

流动性和资本性资源

下表列示了公司流动性的一些计量指标：

	会计年度		
	1991	1990	1989
营业活动提供的现金（千美元）	333 696	256 892	118 093
营运资本（千美元）	235 537	101 518	129 139
流动比率	1.71:1	1.39:1	1.69:1
债务对股东权益比率	0.12:1	0.04:1	0.06:1

1991 年，资本支出共计 2.27 亿美元，是减去建筑物备抵和处置后的净额（反映 139 家店的新建、79 家店的扩建和一些现有店的改建），店面增加 876 100 平方英尺。该项支出还包括马里兰销售中心和一个数据中心的建设。1990 年的资本支出为 2 亿美元，1989 年为 9 400 万美元；1990 年商店面积净增加 705 700 平方英尺，1989 年增加 177 300 平方英尺。

1992 会计年度，公司预计资本支出共计约 2.3 亿美元，是减去建筑物备抵后的净额，反映约 135 家店的新建、100 家店的扩建和一些现有店的改建。计划支出还包括管理设施和设备成本。公司期望结合使用经营活动产生的预计现金流量、正常的商业信用协定、银行和其他借款为这种资本支出融资。预期新店将采取租赁方式经营。

1991 年 2 月，公司发行价值 7 500 万美元、利率 8.87%、于 1995 年 2 月到期的优先债券。利息按季支付。该种优先债券可以由公司选择在 1993 年 2 月 22 日后的任何时间全部或部分赎回。

公司拥有一项信贷协定，在 1995 年 3 月前可以为公司提供 2.5 亿美元的周转信贷额度，在此之前的任何尚未偿还借款都可以转换为 4 年的定期贷款。此外，该信贷协定规定在 3 年周转期内一次签发的信用证不能超过 3 亿美元。

根据公司 1988 年制定的回购 12 000 000 普通股的计划，1991 年以 1 004 000 美元回购 40 460 普通股。迄今为止，公司已经以 92 454 000 美元回购了 10 484 528 普通股。股数已经被重新计算，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

以反映对列于 1991 年 6 月 17 日和 1990 年 9 月 17 日股东名册中的股东 2 股送 1 股的股票分割。

每股数据（单位：美元）

	市价[a]				现金股利[a]	
会计年度	1991		1990		1991	1990
	高	低	高	低		
第 1 季度	31.5	20	17.375	12.156	0.062	0.048
第 2 季度	36.5	20.188	17.375	13.656	0.080	0.048
第 3 季度	47.5	34.75	14.031	10.094	0.080	0.062
第 4 季度	59	44.75	21.25	13.25	0.080	0.062
年度					0.302	0.22

公司的股票主要在纽约证券交易所和太平洋证券交易所交易。1992 年 4 月 3 日，公司普通股股东名册中的股东数为 4 311 人。

合并损益表

（除每股金额外，均为千美元）	1991 会计年度 52 周		1990 会计年度 52 周		1989 会计年度 53 周	
销售收入净额	2 518 893	100.0%	1 933 780	100.0%	1 586 596	100.0%
成本和费用						
销售成本和占用费用	1 568 921	62.3%	1 241 243	64.2%	1 046 236	65.9%
营业费用	575 686	22.9%	454 180	23.4%	364 101	22.9%
利息费用(净额)	3 523	0.1%	1 435	0.1%	2 760	0.2%
Hemisphere 关闭	—	—	—	—	10 785	0.7%
税前收益	370 763	14.7%	236 922	12.3%	162 714	10.3%
所得税	140 890	5.6%	92 400	4.8%	65 086	4.1%
净收益	229 873	9.1%	144 522	7.5%	97 628	6.2%
加权平均股数	142 139 577		141 500 888		141 080 200	
每股收益	1.62	1.02	0.69			

参见合并财务报表附注。

合并资产负债表

（千美元）	1992 年 2 月 1 日	1991 年 2 月 2 日
资产		
流动资产		
现金和现金等价物	192 585	66 716
应收账款	7 962	9 609
商品存货	313 899	247 462
预付费用和其他	51 402	41 268
流动资产合计	565 848	365 055
财产和设备		
租赁资产改良	394 835	289 266
家具和设备	255 665	178 109
在建工程	86 967	60 992
	737 467	528 367
累计折旧和摊销	(189 727)	(144 819)

(a) 已经重新计算，以反映对列于 1991 年 6 月 17 日和 1990 年 9 月 17 日股东名册中的股东 2 股送 1 股的股票分割。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（千美元）	1992 年 2 月 1 日	1991 年 2 月 2 日
	547 740	385 548
租赁权和其他资产	33 826	28 297
资产合计	1 147 414	776 900
负债和股东权益		
流动负债		
应付账款	158 317	115 282
应计费用	135 333	102 341
应付所得税	32 104	32 725
长期债务本年到期部分	2 500	12 500
其他流动负债	2 057	689
流动负债合计	330 311	263 537
长期负债		
长期债务	77 500	5 000
其他负债	16 773	18 945
递延租金贷项	45 042	23 685
	139 315	47 630
股东权益		
普通股，每股面值 0.05 美元		
额定股数 240 000 000 股，已发行 153 007 862 和 151 708 098 股，流通在外 142 523 334 和 141 264 030 股	7 650	7 585
股本溢价	124 683	91 185
留存收益	654 858	466 111
外币折算调整	575	5 667
限制性股票计划递延报酬	(17 524)	(13 365)
库藏股，按成本计价	(92 454)	(91 450)
	677 788	465 733
负债和股东权益合计	1 147 414	776 900

参见合并财务报表附注。

合并现金流量表

（千美元）	1991 会计年度 52 周	1990 会计年度 52 周	1989 会计年度 53 周
营业活动产生的现金流量			
净收益	229 873	144 522	97 628
将净收益调整为营业活动产生的净现金			
折旧和摊销	82 133	61 473	43 769
Hemisphere 关闭	—	—	6 522
递延所得税	(7 045)	(5 637)	(4 134)
营业资产和负债的变动			
应收账款	1 643	(3 807)	108
商品存货	(66 559)	(3 980)	(50 214)
预付费用和其他	(5 557)	(2 969)	(15 953)
应付账款	43 220	20 481	12 897
应计费用	33 417	26 910	19 393
应付所得税	(574)	18 022	(27)
其他流动负债	1 368	(26)	13

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（千美元）	1991 会计年度 52 周	1990 会计年度 52 周	1989 会计年度 53 周
其他长期负债	420	(2 802)	3 910
递延租金贷项	21 357	4 705	4 181
营业活动产生的净现金	333 696	256 892	118 093
投资活动产生的现金流量			
购入财产和设备净值	(236 521)	(193 734)	(88 398)
租赁权净值	(7 802)	(5 883)	(5 868)
其他资产	(1 382)	1 423	10 628
投资活动使用的净现金	(245 705)	(198 194)	(83 638)
融资活动产生的现金流量			
发行长期债券	75 000	—	—
偿还长期债券	(12 500)	(2 500)	(2 000)
发行普通股	20 036	10 189	4 262
回购普通股	—	—	(213)
购买库藏股	(1 004)	(10 076)	(21 446)
支付现金股利	(41 126)	(29 625)	(22 857)
融资活动产生（使用）的净现金	40 406	(32 012)	(42 254)
汇率变动对现金的影响	(2 528)	1 245	219
现金和现金等价物的净增加（减少）额	125 869	27 931	(7 580)
年初现金和现金等价物	66 716	38 785	46 365
年末现金和现金等价物	192 585	66 716	38 785

参见合并财务报表附注。

合并财务报表附注

1991 会计年度结束于 1992 年 2 月 1 日，共 52 周；1990 会计年度结束于 1991 年 2 月 2 日，共 52 周；1989 会计年度结束于 1990 年 2 月 3 日，共 53 周。

附注 A：主要会计政策摘要

本公司是一家休闲和现代服装国际专业零售商。合并财务报表包括公司及其子公司的报表。公司间的账户和交易已经被抵消。

现金和现金等价物反映现金及将在 3 个月或更短时间内到期的具有高度流动性的短期投资。

商品存货按成本（先进先出）与市价孰低计列。

财产和设备按成本列示。折旧和摊销按照相关资产的预计使用期限和租赁期限孰短，使用直线法计算。

租赁权按照成本记录，按照 12 年与个别租赁的期限孰短摊销。

与新店开业相关的成本在发生时冲减收益。

递延所得税为出于所得税目的和出于财务报告目的在不同期间报告的项目设置。税额抵免在实现时减少当年所得税备抵。1993 会计年度，公司将必须采纳财务会计准则公告第 109 号“所得税会计”。如果选择提早采纳该公告，则不会对本期财务报表产生重大影响。

外币折算调整因使用资产负债表日的现行汇率将外国子公司的资产和负债折算为美元而产生。由此产生的折算调整包括在股东权益中。外国子公司的经营成果使用当期的平均汇率折算。

限制性股票奖励反映递延报酬，列作股东权益的减项。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

每股收益根据当期流通在外普通股的加权平均股数计算。

为与 1991 年财务报表中使用的分类相一致，已经对 1990 和 1989 年财务报表进行了一些重新归类。

附注 B：长期债务和其他信贷协定

长期债务

（千美元）	1992 年 2 月 1 日	1991 年 2 月 2 日
利率为 8.87%的优先债券，1995 年 2 月到期	75 000	—
无担保定期贷款协定，1993 年 7 月前按年分期等额支付	5 000	7 500
利率为 9.46%的无担保定期贷款，1991 年 8 月到期	—	10 000
	80 000	17 500
减本期应付款	(2 500)	(12 500)
	77 500	5 000

优先债券的利息按季支付。优先债券可以由公司选择在 1993 年 2 月 22 日后的任何时间全部或部分赎回。

定期贷款协定的利息可以由公司选择按照优惠利率加 0.25%（1%的 1/4）或伦敦同业拆放利率加 0.75%（1%的 3/4）计算。

其他信贷协定

公司拥有一项与辛迪加银行集团签订的信贷协定，该集团在 1995 年 3 月 2 日前可以为公司提供 2.5 亿美元的周转信贷额度，在此期间的任何尚未偿还借款都可以转换为 4 年的定期贷款。该项周转信贷额度既包含拍卖权，也包含固定差价借款权，可以作为发行商业票据的替代。此外，该信贷协定规定在 3 年周转期内一次签发的信用证不能超过 3 亿美元。

1992 年 2 月 1 日，公司尚未偿还的信用证共计 148 634 000 美元。

通过公司贷款和信贷协议取得借款要求公司保持一定水平的有形资产净值和财务比率。根据这些协议最具限制性的保证条款，在 1992 年 2 月 1 日，376 918 000 美元留存收益可用于支付现金股利。

1991、1990 和 1989 会计年度的利息支出总额分别为 7 593 000 美元、4 477 000 美元和 4 501 000 美元。

附注 C：所得税

所得税包括以下内容：

（千美元）	1991 会计年度 52 周	1990 会计年度 52 周	1989 会计年度 53 周
本期应付			
联邦所得税	125 181	79 951	55 236
减税额抵免	(6 879)	(1 392)	(1 282)
	118 302	78 559	53 954
州所得税	24 354	18 011	15 604
外国所得税	6 733	2 142	1 731
	149 389	98 712	71 289
递延			
联邦	(9 920)	(5 879)	(4 471)
州	1 421	(433)	(1 732)
	(8 499)	(6 312)	(6 203)
备抵合计	140 890	92 400	65 086

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1991、1990 和 1989 会计年度，外国子公司的税前收益分别为 31 174 000 美元、23 377 000 美元和 11 974 000 美元。没有对外国子公司的未分配收益（在 1992 年 2 月 1 日约为 38 791 000 美元）建立递延联邦和州所得税减去外国税额抵免后的净额备抵，因为公司打算对这种境外未分配收益进行永久再投资。

实际所得税率与美国联邦所得税率之间的差异概括如下：

	1991 会计年度 52 周	1990 会计年度 52 周	1989 会计年度 53 周
联邦税率	34.0%	34.0%	34.0%
州所得税率，减联邦收益	4.8	5.1	5.6
其他	(0.8)	(0.1)	0.4
实际税率	38.0%	39.0%	40.0%

1990 和 1989 会计年度，累计折旧分别使递延所得税资产减少 4 719 000 美元和 2 797 000 美元。1989 会计年度，递延报酬使递延所得税资产增加 4 547 000 美元。

1991、1990 和 1989 会计年度分别支付所得税 135 370 000 美元、74 790 000 美元和 73 682 000 美元。

附注 D：租赁

公司几乎租入全部店铺、销售中心和办公场所。

与店铺、销售中心和办公场所相关的租约在 2025 年前的不同时间到期。根据 1992 年 2 月 1 日有效的租约，各年最低租金总额如下所示：

会计年度	（千美元）
1992	143 780
1993	139 434
1994	134 414
1995	129 422
1996	125 761
其后	624 070
最低租赁承付款合计	1 296 881

对于包含最低租金的预定固定增加额的租约，公司按直线法确认相关租赁费，并把冲减收益的费用与递延租金贷项所反映的租约中规定应付租金的差额包括在内。1992 年 2 月 1 日和 1991 年 2 月 2 日，该项负债分别为 27 400 000 美元和 19 700 000 美元。

达成商店租赁协议获得的现金或租金减免在租赁期限内按照直线法确认为租赁费的减项。未摊销部分包含在递延租金贷项中。

与 1991 年 2 月 1 日处于运营中的商店相关的一些租约包含至多 20 年的展期选择权。大多数租约还规定支付营业费用、房产税，并按销售收入的一定比例支付额外租金。所有租约都没有在其他位置直接提出与租赁相关的限制条件（除范围条款外）。

全部经营租赁的租赁费净额如下所示（单位：美元）：

	1991 会计年度 52 周	1990 会计年度 52 周	1989 会计年度 53 周
最低租金	137 721	106 754	88 386
或有租金	30 473	24 666	20 463
	168 194	131 420	108 849

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 1：各季度财务资料（未经审计）

1991 会计年度各季度结束于

（除每股金额外，以千美元计）	1991 年 5 月 4 日	1991 年 8 月 3 日	1991 年 11 月 2 日	1992 年 2 月 1 日	1991 会计年度
销售收入净额	490 300	523 056	702 052	803 485	2 518 893
销售毛利	183 254	179 413	277 731	309 574	949 972
净收益	40 913	34 222	70 796	83 942	229 873
每股净收益	0.29	0.24	0.50	0 .59	1.62

1990 会计年度各季度结束于

（除每股金额外，以千美元计）	1990 年 5 月 5 日	1990 年 8 月 4 日	1990 年 11 月 3 日	1991 年 2 月 2 日	1990 会计年度
销售收入净额	402 368	404 996	501 690	624 726	1 933 780
销售毛利	132 575	131 127	196 283	232 552	692 537
净收益	21 154	19 162	47 726	56 480	144 522
每股净收益	0.15	0.14	0.33	0.40	1.02

附 录 2

The Gap、The Limited 和专业零售商行业的 5 年比较财务报表摘要

THE GAP 公司

损益表

（百万美元）	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
销售收入	2 519	1 934	1 587	1 252	1 062
销售成本	1 499	1 190	1 008	814	654
销售毛利	1 020	744	578	438	408
销售和一般管理费用	576	454	364	271	254
折旧前营业收益	444	290	214	167	154
折旧和摊销	70	51	38	31	25
营业利润	374	238	176	136	129
利息费用	4	1	3	3	4
停业和重组成本	0	0	-11	-7	0
税前收益	371	237	163	126	125
所得税合计	141	92	65	52	55
净收益	230	145	98	74	70
每股收益	1.62	1.02	0.69	0.51	0.49
每股股利	0.30	0.22	0.17	0.13	0.13

注意：上述折旧和摊销低于 The Gap 的现金流量表中所披露的金额，因为它不包括递延报酬的摊销。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

资产负债表

（百万美元）	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
资产					
现金和现金等价物	193	67	38	46	32
应收款项净额	8	10	6	6	9
存货	314	248	244	193	195
其他流动资产	51	41	29	13	23
流动资产合计	566	365	317	258	259
厂房、财产和设备总值	738	528	352	286	234
累计折旧	190	145	114	95	77
厂房、财产和设备净值	548	384	238	191	157
其他资产	34	29	25	32	19
资产合计	1 147	777	580	481	434
负债					
1 年内到期的长期债务	3	13	3	2	2
应付票据	0	0	0	0	5
应付账款	158	115	94	81	68
应交税金	32	33	15	15	6
应计费用	135	102	75	53	47
其他流动负债	2	1	1	1	1
流动负债合计	330	264	187	152	129
长期债务	78	5	18	20	12
其他负债	62	43	37	33	21
负债合计	470	311	242	205	161
股东权益					
普通股	8	4	2	2	2
资本溢价	125	95	73	57	51
留存收益	638	458	345	277	221
减：库藏股	93	92	81	60	0
股东权益合计	678	466	338	276	273
负债和股东权益合计	1 147	777	580	481	434

THE LIMITED 公司

总体结构损益表

	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
销售收入	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
销售成本	0.658	0.640	0.640	0.654	0.671
销售毛利	0.342	0.360	0.360	0.346	0.329
销售和一般管理费用	0.193	0.196	0.194	0.200	0.186
折旧前营业收益	0.149	0.164	0.165	0.146	0.143
折旧和摊销	0.035	0.034	0.034	0.033	0.030
营业利润	0.113	0.130	0.132	0.112	0.113
利息费用	0.010	0.011	0.012	0.015	0.011
非营业和特殊项目	0.002	0.002	0.001	−0.002	0.003

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
税前收益	0.105	0.122	0.121	0.095	0.105
所得税	0.041	0.047	0.048	0.036	0.040
少数股权	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
非常项目前收益	0.064	0.074	0.073	0.059	0.065
非常项目和终止经营	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净收益	0.064	0.074	0.073	0.059	0.065
EBI/销售收入	0.070	0.080	0.080	0.068	
资产周转率	1.997	2.032	2.081	2.226	
财务杠杆=资产/股东权益(平均数)	1.830	1.889	2.087	2.228	
净收益/EBI	0.913	0.921	0.909	0.866	
ROE	0.235	0.285	0.317	0.293	
ROA=EBI/资产	0.140	0.163	0.167	0.152	
可持续增长率	0.175	0.222	0.264	0.241	

EBI=利息前收益，是减去 40%纳税影响后的净额。
可持续增长率等于 ROE 乘以留存收益比率。

经挑选的财务报表数据

（百万美元）	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
应收款项净额	736	670	596	532	95
存货	730	585	482	407	354
财产和设备净值	1 657	1 395	1 173	1 067	889
资产总额	3 419	2 872	2 419	2 146	1 588
股东权益总额	1 877	1 560	1 241	946	729
销售收入	6 281	5 376	4 750	4 155	3 616
销售成本	4 133	3 440	3 041	2 717	2 426
销售和一般管理费用	1 212	1 056	923	832	672
折旧前营业收益	935	880	785	606	518
净收益	403	398	347	245	235

专业零售商行业综合比率

（包括 Gap，Limited，Melville，Petrie 和 Nordstrom）

总体结构损益表

	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
销售收入	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
销售成本	0.638	0.635	0.630	0.632	0.637
销售毛利	0.362	0.365	0.370	0.368	0.363
销售和一般管理费用	0.252	0.253	0.251	0.253	0.250
折旧前营业收益	0.110	0.112	0.119	0.115	0.113
折旧和摊销	0.026	0.025	0.024	0.024	0.023
营业利润	0.084	0.087	0.094	0.091	0.090
利息费用	0.007	0.008	0.008	0.008	0.009
非营业和特殊项目	0.005	0.005	0.004	0.004	0.009

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
税前收益	0.082	0.085	0.091	0.087	0.091
所得税	0.032	0.030	0.033	0.031	0.035
少数股权	0.002	0.002	0.002	0.003	0.003
非常项目前收益	0.049	0.052	0.056	0.053	0.053
非常项目和终止经营	0.000	0.000	0.000	0.004	0.000
净收益	0.049	0.052	0.056	0.057	0.053
EBI/销售收入	0.053	0.057	0.060	0.061	
资产周转率	2.141	2.153	2.175	2.190	
财务杠杆=资产/股东权益(平均数)	1.874	1.889	1.869	1.860	
净收益/EBI	0.919	0.919	0.923	0.921	
ROE	0.196	0.211	0.226	0.230	
ROA=EBI/资产	0.114	0.122	0.131	0.134	
可持续增长率	0.058	0.062	0.058	0.054	

EBI=利息前收益，是减去 40%纳税影响后的净额。
可持续增长率=ROE×留存收益比率。

经挑选的财务报表数据

（百万美元）	1992 年 1 月	1991 年 1 月	1990 年 1 月	1989 年 1 月	1988 年 1 月
应收款项净额	1 604	1 430	1 290	1 156	631
存货	3 578	3 067	2 558	2 316	1 986
财产和设备净值	4 456	3 874	3 200	2 878	2 476
资产总额	11 588	10 104	8 635	7 749	6 622
股东权益总额	6 230	5 344	4 576	4 192	3 534
销售收入	23 220	20 172	17 819	15 734	13 771
销售成本	14 804	12 817	11 226	9 946	8 769
销售和一般管理费用	5 855	5 096	4 480	3 984	3 442
折旧前营业收益	2 561	2 259	2 113	1 805	1 560
净收益	1 132	1 047	990	889	730

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Part 3

第三部分

企业分析与估价应用

第 13 章　权益证券分析
第 14 章　信用分析与危机预测
第 15 章　兼并与收购
第 16 章　公司融资政策
第 17 章　管理层沟通

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 13 章　权益证券分析

权益证券分析是从公司当前或潜在投资者角度评价公司及其前景。证券分析是较大投资程序的一个步骤，该程序包括：（1）确定投资者或基金的目标；（2）形成对单个证券未来收益和风险的预期；（3）进行证券组合以最大限度地实现投资目标。

证券分析是上述第二个步骤——预测未来收益和评估风险的基础。证券分析常常通过识别定价不当的证券进行，以期获得高于补偿投资者风险的收益。然而，也不是必须这样做。对于在识别定价不当证券方面没有比较优势的分析师而言，重点应是考察该证券对某一证券组合风险的影响，以及该证券是否满足证券组合旨在保持的特征。

进行证券分析的有个人投资者、经纪公司的分析师（卖方分析师）、为各种机构基金经理工作的分析师（买方分析师）等。雇用买方分析师的机构包括共同基金、年金基金、保险公司、大学和其他机构。

证券分析要解决各种问题：

- 卖方分析师的问题是：我的预测与市场一致认可的其他分析师的预测有什么不同？市场价格是否与市场一致认可的其他分析师的预测一致？根据我对公司的预期，公司股票是否存在定价不当？我应该建议买进、卖出还是持有该股票？
- 为共同基金投资者提供的“价值型证券基金”（“value stock fund”）的买方分析师的问题是：这只股票是否具备我们基金所需要的特征？也就是说，是否具备相对较低的市盈率、账面价值和其他基本指标？收益前景是否表明该股票具有获取较高未来收益的潜力？
- 个人投资者的问题是：这只股票的风险特征是否适合我的投资目标？能否提高分散我的证券组合风险的能力？如果继续持有该股票，公司的股利支付率能否低到足以帮助我避税？

以上问题更倾向于证券分析而非估计股票价值。然而，对于大多数买方和卖方分析师而言，主要目标仍然是识别定价不当证券。

13.1　投资者目标

经济中个人储蓄者的投资目标千差万别。对于特定储蓄者而言，投资目标取决于诸如收入、年龄、财富、风险承受能力和税收状况等因素。例如，还有很多年才退休的储蓄者，可能偏好权益投资占较大比重的证券组合，该组合提供较高的预期收益，但短期波动性也较大；处于高税率档次的储蓄者，可能偏好能够带来可以递延税收的资本利得的股票占较大比重的证券组合，而非支付股利的股票或附息证券占较大比重的证券组合。

共同基金（在一些国家被称为单位信托）已经成为广为使用的投资工具，储蓄者利用它来实现

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

投资目标。共同基金出售由专业人士管理的证券组合中的股份，证券组合投资于特定类型的股票和固定收益证券。因此，共同基金为储蓄者提供了投资于反映其特别风险偏好的证券组合的低成本投资方式。

共同基金的主要类型包括：（1）投资于存款单和国库券的货币市场基金；（2）投资于债务证券的债券基金；（3）投资于权益证券的权益基金；（4）持有货币市场证券、债券和权益证券的平衡基金；（5）投资于商业不动产的不动产基金。债券和权益基金还可以分为许多类型，例如债券基金包括：

- 投资于投资级公司债务证券的公司债券基金
- 投资于非投资级公司债务证券的高收益债券基金
- 投资于抵押证券的抵押债券基金
- 投资于可免交所得税的市政债务证券的市政债券基金

权益基金包括：

- 投资于预期产生股利收益的股票的收益型基金
- 投资于预期产生长期资本利得的股票的成长型基金
- 投资于同时产生红利和资本利得的股票的收益成长型基金
- 投资于价格被低估股票的价值型基金
- 出售价值被高估股票空头的卖空型基金
- 投资于追踪特定市场指数如标准普尔 500 的股票组合的指数型基金
- 投资于特定行业部门如科技或卫生部门股票的部门型基金
- 投资于某一特定国家或地理区域如日本、欧洲或亚太地区股票的地区型基金

本章着重于权益证券分析。

13.2 权益证券分析与市场有效性

证券分析师需要投入多少精力，取决于信息在市场中流动和反映在证券价格中的速度和效率，以及证券价格对信息的反映程度。在极端情况下，信息一经公布，就会完全或立即反映在证券价格中。这就是“有效市场假说”（efficient markets hypothesis）假定的基本条件。该假说表明证券价格反映所有可得信息，好像不考虑交易成本造成的摩擦，信息能够无偿获得并立即转化为供求一样。在这种条件下，根据公开信息识别定价不当的证券是不可能的。

在有效市场中，权益证券的预期收益正好能够补偿它所包含的“不可避免风险”。“不可避免风险”是不能简单地通过持有证券组合“分散掉”的风险。在有效市场条件下，投资者的战略不再是寻找定价不当的证券，而是着重于保持一个良好的多样化证券组合。除此之外，投资者还必须实现风险证券和短期政府债券的恰当组合。恰当的组合取决于投资者愿意为一定的预期收益增加承担的风险。

以上分析表明，如果投资者认为股票价格已经反映了可得信息，就没有必要进行寻找定价不当

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

证券的分析。当然，如果所有投资者都持这个态度，将不需要进行这种分析，定价不当将得不到纠正，市场将不再是有效的。这就是“有效市场假说”不能代表严格意义上的均衡的原因。在均衡状态，必须有足够的定价不当，以便为将资源投资于证券分析提供激励。

即便在均衡状态，定价不当的存在并不意味着任何人进行证券分析都是明智的。相反，它表明其他竞争性市场上的供求法则同样适用于证券分析业——只有具有最强比较优势者才能得到报偿。这种公司有多少分析师取决于许多因素，包括公司股票的流动性和投资者对公司的兴趣。[1] 例如，IBM 是一家股票流动性高且投资者对其有很大兴趣的公司，有约 40 名卖方分析师专门追踪它。还有许多其他买方分析师为自身利益追踪该公司，但不对外界发表任何正式的报告。对于美国最小的上市公司而言，一般没有分析师专门追踪它，可能的投资者及其顾问自己进行证券分析。

市场有效性与财务报表分析的作用

产生于分析师和其他市场参与者竞争的市场有效程度是一个经验问题，过去 30 年里有许多这方面的研究。这种研究对确定财务报表在证券分析中的作用具有重要意义。例如，想一想极端有效市场的涵义：信息一经公布就完全反映到价格中。在这样的市场中，参与者可以通过以两种方式分析财务报表信息获益：第一，对于获得最新公布的财务数据、迅速分析它，并据之进行交易的少数人来说，信息是有用的；第二，信息对于增强对公司的了解，从而使得分析师更好地解释其他信息（来自财务报表和其他渠道）是有用的。

另一方面，如果证券价格不能完全反映财务报表数据（甚至在数据公布后几天或几个月内），则存在市场参与者可以从这些数据获益的第三种方式：制定旨在利用系统方法的交易战略，公开可得数据在使用这些方法定价过程中被忽视或贴现。

市场有效性与管理层的财务报告战略

市场有效程度对于管理层采取何种方式与投资者沟通也有意义。如果公司追求不同寻常的战略，或者常用的财务报表解释方法可能歪曲公司的状况，这个问题就变得更加重要。在这种情况下，管理者实现成功沟通的途径不仅取决于管理层的可信度，还取决于投资者的理解程度。管理沟通问题将在第 17 章详细阐述。

市场有效性的证据

大量证据表明美国主要证券市场有效程度高。[2] 事实上，在 20 世纪 60 年代和 70 年代，证据出现一边倒情况，“有效市场假说”被学术界普遍接受，对实际投资者也产生很大的影响。

表明证券市场非常有效的证据有以下几种：

- 信息一经公开，市场立即作出反应。

---

1 参见 R. Bhushan, "Firm characteristics and analyst following," *Journal of Accounting and Economics* 11, Nos. 2/5 (July 1989): 255-275, P. O'Brien and R. Bhushan, "Analyst following and institutional ownership," *Journal of Accounting Research* 28, (1990): 55-xx。

2 有关市场有效性证据的最近评论文章，参见 Eugene Fama, " Efficient Capital Markets: II," *Journal of Finance* (December 1991): 1575-1618。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 很难找到始终能够获得异常高收益的基金或分析师。
- 许多研究表明，股票价格反映了相当复杂的基本面分析水平。

尽管存在大量证明市场有效的证据，但近年来这种一度被广泛接受的思想被重新检验。研究内容包括以下方面：

- 关于股票价格对信息的反应速度问题，许多研究表明，即便价格很快作出反应，最初的反应往往也是不完全的。[3]
- 许多研究指向可用于超越市场平均水平的交易战略。[4]
- 一些相关证据（对其恰当解释仍处于争论中）表明，即便市场价格反映了一些相对复杂的分析，它仍然不能完全反映可以从公开可得的财务报表中获得的全部信息。[5]

对证券市场有效性的争论不可能很快结束，但是，存在一些为大多数研究者所接受的结论。首先，证券市场不仅反映公开可得信息，而且在信息公布前能够预计到许多信息。问题在于在信息公布日结束前，哪些信息仍然反映在价格中。其次，即使在表明市场无效的大多数研究中，对于大公司股票而言，定价不当的程度也相当小。

最后，尽管一些证据目前难以和“有效市场假说”一致，但它们仍然是考虑证券价格表现的有用基准（至少是这样）。这个假说将继续发挥作用，除非出现更为完善的理论代替它。一些研究者正在发展一些理论，将出于不同交易目的的市场参与者的存在，以及即使在均衡状态也不同于所谓的“基本面价值”的价格等因素考虑进来。

13.3 基金管理和证券分析方法

在实践中，管理基金和分析证券的方法存在很大差异。一个差异是主动或被动管理投资的程度，另一个差异是使用定量分析法还是传统的基本面分析法。证券分析师在是否提供对公司的正式或非正式估价方面也存在很大差异。

主动与被动管理

主动证券组合管理在很大程度上依靠证券分析来确定定价不当的证券。管理被动证券组合的经理是价格接受者，通常试图持有旨在与市场综合指数或行业业绩相匹配的证券组合，以避免证券分析和交易成本。也可以综合采用两种管理方法。例如，基金头寸的 20%采取主动管理，其余采取被动管理。过去 20 年里美国被动管理型基金的迅速增长验证了许多基金经理的信条，即获得超额收

3 例如，参见 V. Bernard and J. Thomas, "Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics* (December 1990): 305-341。

4 在 Josef Lakonishok, Andre Shleifer, and Robert Vishny, " Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," *Journal of Finance* (December 1994): 1541-1578 中，考察了有关“价值型股票”战略的一个很好的案例。

5 例如，参见 J. Ou and S. Penman, " Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics* (November 1989a): 295-330; R. Holthausen and D. Larcker, "The Prediction of Stock Returns Using Financial Statement Information," Journal of *Accounting and Economics* (June/September 1992): 373-412; Richard Sloan, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" The *Accounting Review* 71, No. 3: 298-325。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

益率很难做到。

定量分析法与传统的基本面分析法

主动管理型基金必须依靠一些形式的证券分析。一些基金使用“技术分析法”，即试图根据市场指标（前期股票价格走势、成交量等）预测股票价格走势。相反，“基本面分析法”作为证券分析的基本方法，旨在根据对公司未来收益和现金流量创造潜力的预测评价当前市场价格。基本面分析法涉及到本书前面各章阐述的所有步骤：商业战略分析、会计分析、财务分析和前景分析（预测和估价）。

传统的基本面分析法涉及大量主观判断，近年来，一些分析师使用更为量化的方法对其加以改进。定量分析法本身也有很多种。一些定量分析法是根据一系列因素，如分析师对收益的修正趋势、市盈率、市价/账面价值比率等，来“筛选”股票。这些方法是否有用取决于市场有效程度。

定量分析法还包括运用一些正规模型预测未来股票收益率。可以运用回归分析和概率分析等由来已久的统计技术，也可以运用神经网络分析（neural network analysis）等最新开发的计算机集约技术。同样，这些方法的成功与否取决于市场有效程度，以及这些分析能否以市场参与者整体无法使用的方式利用信息。

今天，定量分析法在证券分析中发挥的作用比 10 年或 20 年前要大得多。然而，正如前面各章所阐述的那样，从整体上看，分析师仍然主要使用涉及复杂的人为判断的各种基本面分析法。

正式与非正式估价

根据第 11 章介绍的方法进行全面正式的估价已经越来越普遍，在近些年尤为如此。不过，也可以使用非正式的估价方法。例如，分析师可以将自己所作长期收益预测与市场预测相比较，以给出买卖建议。或者说，由于分析师对某股票所作收益预测与股票当前市价相比相对较高，分析师会建议购买该股票。另一种可能的方法可以称为“边际主义法”。这种方法不需要对公司估价：如果分析师拥有未披露的有利（不利）信息，并相信其他人还没有认识到，则应当买进（卖出）股票。

与许多分析师不同，投资银行家必须进行正式估价。投资银行家进行估价的目的是将私人公司上市，评价合并或收购提议，或者进行定期的管理评论。他们必须提供估价文件，以使估价易于传递给管理层和法庭（如果需要）。

13.4 全面证券分析的程序

实践中的证券分析方法有多种，不可能在这里全部归纳。这里，我们只简要概括全面证券分析包括的步骤。不同分析师对每一步骤的关注程度不同。

选择分析对象

一个分析师只能考察一家主要交易所中的一小部分证券，因此必须使用一些缩小范围的方法。卖方分析师通常工作于按行业或部门划分的投资公司，这往往会限制他们对跟踪对象的选择。然而，从基金经理或投资公司整体的角度看，对公司或部门的选择常常是自由的。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

如前所述，基金通常专门投资于具有某种风险特征的股票（如成长股、“价值”股、科技股、周期股）。基金经理要求分析师集中精力识别适合基金目标的股票。此外，个人投资者希望无须持有多种股票就能保持良好的多样化投资组合，他们也需要有关公司风险特征的信息。

另一种选择股票的方法是根据一些不当定价假说筛选公司，随后对满足特定标准的股票进行具体分析。例如，由美国一家大保险公司管理的一支基金根据近期“收益势头”筛选股票，收益势头反映在卖方和买方分析师对收益预测的修正中。向上的收益修正引发对可能值得购买的考察。基金根据这样的信条运作，即收益势头是未来价格走势的正相关信号。另一支基金以根据近期短期股票价格走势筛选股票对收益势头筛选加以补充，以期识别尚未反映在股票价格中的收益修正。

主要分析问题

依据基金经理遵循识别具有特定特征股票战略，还是遵循筛选定价不当股票战略，下面的问题可能是有用的：

- 该公司的风险状况如何？公司收益流和股票价格波动性如何？未来主要的不利结果可能有哪些？可能的利好有哪些？公司风险与总体经济状况的关联性有多大？风险主要是系统的还是可以分散的？
- 该公司是否具备成长股的特征？以后年度预期销售收入和收益的增长模式是怎样的？公司是否将收益的大部分或全部用于再投资？
- 该公司具备“收益型基金”所需的特征吗？它是否是一家成熟或正在走向成熟，准备“收获”利润并以高股利形式分配利润的公司？
- 该公司是否适合作为“价值型基金”的投资对象？相对于股价，公司收益、现金流量和账面价值等指标是否偏高？识别定价不当的股票可以使用哪些特定的筛选规则？

推断市场预期

如果证券分析的目的是识别定价不当证券，则最终必须将分析师的预期与“市场”预期作比较。一种可能的方法是将观察到的股票价格作为市场预期的反映，将分析师自己的估计值与股票价格比较。然而，股票价格只是一个“汇总统计值”，对于市场对公司未来业绩的预期（以销售收入、收益和其他指标表示）有更具体的认识是很有用的。例如，假设分析师发现有关近期销售收入的潜在未被认识的信息。如果分析师了解市场一致认可的销售收入预测值，则很容易确定该信息是否确实未被认识到，以及该信息是否表明“买进”建议是合适的。

在全世界范围内，很多机构汇总分析师对销售额和收益的预测。对来年或第 2 年的预测通常可以得到，而且对许多公司而言，长期收益增长预测（通常为 3—5 年）也可以得到。在美国，一些机构提供这种数据的持续在线更新，以便如果一名分析师修正一个预测值，基金经理和其他分析师很快就可以知道。

分析师对销售收入和收益的预测是有用的，但它们并不代表未来业绩预期的全部，也不能保证市场一致认可的分析师预测值与市场价格反映的完全相同。此外，财务分析师通常只预测几年的业

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

绩，因此即使这些预测值确实反映了市场预期，了解反映在股票价格中的长期预测值的类型也是有助益的。运用第 11 章和第 12 章将股价表示为未来现金流量或收益的函数的模型，分析师可以对股票价格中包含的预期得出一些有根据的推论。

例如，考察对 IBM 的估价。1999 年 7 月 28 日，IBM 的股票价格是 126.25 美元。这时，分析师预测 1999 年公司每股收益将增长 19%，达到 3.91 美元；2000 年每股收益将增长 15%，达到 4.51 美元；2001 年每股收益将进一步增长 24%，达到 5.60 美元。但是，分析师并没有提供 2001 年以后收益增长的具体预测。那么，市场对 IBM 短期和长期收益增长的隐含假设是什么呢？

通过修改主要价值动因的金额并得到生成与观察到的市场价格相等的估计值的组合，分析师可以推断在 1999 年年中市场对 IBM 的可能预期。表 13-1 概括了生成高于、低于和等于市场价格的收益增长率、账面价值增长率和资本成本的组合。阴影区域代表与观察到的股价（从 123—127 美元）一致的假设组合。

IBM 的权益 β 值等于 1.2。如果长期政府债券收益率为 5%，市场风险溢价为 3%—4%，则 IBM 的权益资本成本大致位于 8%—10%之间。此外，过去 3 年公司账面价值增长率相对稳定在 4%—6%，接近整个经济的历史长期账面价值增长率。估计市场对 IBM 业绩评估值的关键，在于估计 IBM 的高收益增长将在何时结束并回复到经济中所有公司的平均水平 4%。表 13-1 中的分析假设 IBM 的高收益增长还将持续 5 年，到 2003 年结束，然后回复到平均水平。

表 13-1 对 IBM 价值动因的各种假设，包括与观察到的市价 126 美元一致的组合

	1999—2003 年平均年收益增长率和账面价值增长率					
	收益增长率=15%		收益增长率=20%		收益增长率=25%	
	账面价值增长率=4%	账面价值增长率=6%	账面价值增长率=4%	账面价值增长率=6%	账面价值增长率=4%	账面价值增长率=6%
2003 年隐含每股收益	6.62	6.62	8.19	8.19	10.04	10.04
2003 年隐含 ROE	55%	51%	68%	63%	83%	77%
根据资本成本计算的隐含价格:						
8%	127	125	157	155	193	192
9%	101	99	125	123	153	151
10%	83	82	103	101	126	124

表 13-1 列出了一些与观察到的市场价格 126 美元一致的假设组合。一个组合是未来 5 年的收益增长率为 15%，权益资本成本为 8%。根据这些假设，未来 5 年的每股收益将增加 1 倍，从 1998 年的 3.29 美元增加到 2003 年的 6.62 美元。此外，IBM 的股东权益收益率从 1998 年的 33%飞涨到 51%—55%（取决于账面价值增长率）。值得一提的是，账面价值增长率的变化对估价没有明显的影响。其他组合是：（1）未来 5 年的收益增长率为 20%，资本成本为 9%；（2）未来 5 年的收益增长率为 25%，资本成本为 10%。当然，这些假设表明到 2003 年，IBM 将获得极高的股东权益收益率，在 63%—83%之间。

证券分析不需要如此具体地推断市场预期。但是，不论是否进行明确的分析，一个优秀的分析师都应了解观察到的价格所反映的经济背景。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

主要分析问题

通过使用贴现异常收益/股东权益收益率估价模型，分析师可以推断市场对公司未来业绩的预期，从而判断市场是否高估或低估了公司价值。通过这种分析，分析师可能提出的问题如下：

- 市场假设的长期股东权益收益率及其增长率是多少？例如，市场是否预测公司可以在资产规模（进而权益）没有实现相应扩张的情况下实现收益增长？如果是这样，收益增长可以持续多长时间？
- 资本成本的变化将如何影响市场对公司未来业绩的评估？如果市场预期出人意料地高或低，市场是否重新评估了公司风险？如果是这样，这种变化合理吗？

形成分析师的预期

最终，分析师必须将自己对股票的看法与市场价格所隐含的看法相比较。分析师通过使用第 2 章到第 12 章讨论的工具：经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析形成自己的看法。这项工作的最终产品当然是对公司未来收益和现金流量的预测值，以及对公司价值的估计值。然而，比最终产品更重要的是对所分析的公司及其行业情况的了解。这些了解使得分析师能够在新信息出现时作出解释，并推断其意义。

主要分析问题

在使用本书讨论的财务分析工具形成对公司未来业绩预期的过程中，分析师可能提出以下问题：

- 公司的盈利能力如何？考虑到行业状况、公司战略和竞争壁垒，目前的盈利能力比率是否可持续？
- 公司的增长机会在哪里？
- 公司的风险程度如何？公司经营对整体经济下滑的承受能力如何？公司的财务杠杆程度如何？公司面临的风险对其资本成本意味着什么？
- 与观察到的股票价格所隐含的预期相比，对上述问题的解答有什么异同？

证券分析的最终产品

对财务分析师而言，证券分析的最终产品是买进、卖出或持有股票（或者一些更为精确的分类）的建议。支持建议的是一套预测值和一份概括建议依据的报告。分析师的报告通常非常具体，包括对公司经营的评估，以及公司 1 年或多年的损益表、资产负债表和现金流量表。

13.5 财务报表数据与证券价格

尽管证券分析使用的很多信息明显超出了财务报表的范围，但财务报表仍然发挥着重要的作用。过去 30 年间的许多研究有助于说明财务报表数据在确定证券价格中的作用。了解这种作用便

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

于评价这些数据在证券分析中的重要性，以及市场参与者分析这些数据的能力。

对财务报表数据与证券价格关系研究的全面回顾超出了本章的范围。但是，我们可以概括这一专题文献中的一些主要发现。

收益和账面价值是股票价格的良好指示器

在美国和其他大多数国家，会计收益和账面价值忽视公司经济前景的重要方面，受管理层会计歪曲的影响，而且也不调整通货膨胀的影响。人们有理由怀疑（财经期刊经常这样做）会计数字是否是左右股票价格的预期现金流量的良好指示器。

研究证明，尽管会计系统存在广泛讨论的一些缺陷，但收益和账面价值仍能很好地反映证券价格中的许多信息。在美国，把某一年份的账面价值（每股）和收益结合在一起，可以解释股票价格近 2/3 的截面变动。[6] 这一结果表明，账面价值和收益是预测驱动价格变动的现金流量的起点。

账面价值和收益不能完全涵盖价格信息并不奇怪。许多影响价格的因素并不属于会计系统旨在反映的范畴，例如品牌价值、增长机会、研究与开发等。

解释公司股票价格水平变动是一回事，解释取决于股票价格水平变动的股票收益率是另一回事。后者显然更具挑战性，不仅需要识别解释价值变动的因素，还要确定在衡量价格变动的期间内，市场参与者对有关这些因素的信息的了解程度。事实上，研究者只能解释几年内甚至更短期间股票收益变动的很小部分。在已经研究的因素中，收益数据是最具解释力的，但即使如此，收益的解释力也很低。结合收益和收益变动（两者都表示为与年初股票价格之比）只能解释年度股票收益率变动的 5%—15%。[7]

简而言之，收益数据在某种程度上是有“噪音”的价值指示器——足以估计股票价格是否应更接近 10 美元而非 5 美元，但不足以准确表明在过去 1 年中价格水平是否变动了 10%而非 5%。因此，尽管收益数字是分析的良好起点，追踪股票价格仍需更多的信息。

市场参与者可以预计很多收益信息

我们说财务报表数据反映很多价格信息，并不意味着当这些数据被报告时，会传递新的信息。事实上，市场参与者可以接触到多种比财务报表更及时的信息源，并利用这些信息源对最终财务报表中公布的数据进行预测。

图 13-1 描述了市场参与者预计的主要财务报表数据——收益的范围。[8] 在该图中，根据收益的季度变动程度（收益变动用 SUE，即标准化的未预期收益表示），公司被分为 10 组。收益信息对各

---

6 平均来看，每股价格变动的 66%源于每股账面价值和每股收益变动。参见 Victor Bernard, “Accounting-Based Valuation, the Determinants of Market-to-Book Ratios, and Implications for Financial Statements Analysis,” working paper, University of Michigan (January 1994).

7 有关这一领域研究的两篇论文，参见 Baruch Lev, “On the Usefulness of Earnings and Earning Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research,” *Journal of Accounting Research*, supplement 1989: 153-197; Peter Easton, Trevor Harris, and James Ohlson, “ Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns,” *Journal of Accounting and Economics (June/September 1992): 119-142*.

8 V. Bernard and J. Thomas, “Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?” *Journal of Accounting Research* (Supplement 1989):1-36。有关盈余信息及时性的研究著作，参见 R. Ball and P. Brown, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research* (Autumn 1968): 159-178; William H. Beaver, “The Information Content of Annual Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research* (Supplement, 1968), 67-92。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

组公司股票价格表现差异程度的重要性是显然的。业绩最好一组公司的股票价格在 3 个月内的上涨幅度比整个样本高 4.2%，而业绩最差一组公司股票价格的上涨幅度比样本低 6.1%。然而，需要指出的是，大部分股价变动（约为 60%）发生在收益公告的前一星期。这说明存在比收益更及时反映最终将反映在收益中的同样信息的渠道。

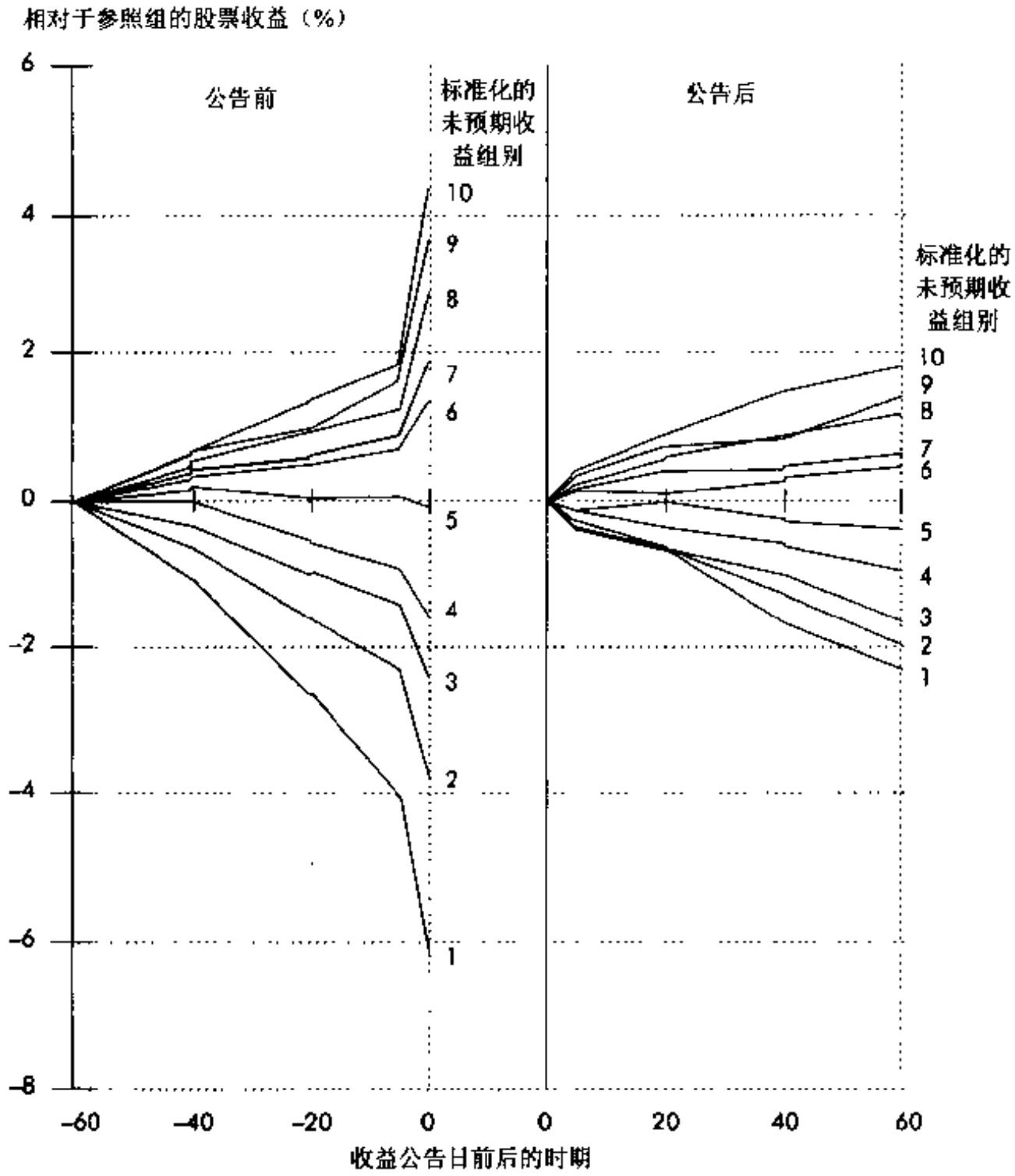


图 13-1 季度收益公告前后的股票价格运动

解释：公司根据标准化的未预期收益分为 10 组，标准化的未预期收益等于实际收益率减去一个统计估计值，并以过去未预期到的收益标准差衡量。然后将收益公告前后各 60 天的每一组股票收益（减去参照组的收益）累积起来。

市场如何对收益公告作出预期呢？在一些案例中，管理层自身披露信息。例如，管理层向新闻媒体或在与财务分析师会谈时阐明公司的发展情况，这种信息可以提高市场参与者预测收益的能力。有时，管理层直接阐明收益的可能范围。不过，即使没有这些直接的信息源，也可以在一定程度上预计公司的业绩。市场参与者可以通过与零售店、供应商、竞争对手和行业新闻媒体讨论并了解情况。即使是有关经济和行业状况的一般信息，也有助于对公司业绩作出有根据的推测。

图 13-1 概括的结论为证券分析师提供了一条重要的经验。具体来说，仅仅关注新公布的收益

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

是不够的，一个好的分析师还应追踪更及时的信息源。

对图 13-1 的最后一个评论有关收益公布后的股价变动。应当注意到，对于那些收益增长的公司，股票价格持续上涨；对于那些收益下降的公司，股票价格持续下跌（相对于整个样本）。这种现象在前面市场有效性部分已经简要提及。该图表明，尽管大部分对收益的反映及时发生，但还有一部分是滞后的。

财务报表细节问题

在贯穿经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析的讨论中，我们依靠的不止是财务报表中的收益信息。而且，在会计分析的有关章节中，我们指出财务报表中的许多项目可能影响人们对收益质量的看法。假设市场参与者能够进行类似的分析，我们可以预期股票价格将反映财务报表的详细情况，而不仅仅是收益。

大量研究考察了股票价格与除收益以外的财务报表数据之间的关系。例如，一项研究着重分析约一打可能对评估收益质量有用的财务报表变量，如不当存货和应收账款积压、毛利率增加以及其他因素。[9] 结果表明，股票价格反映了这些变量。换句话说，如果人们不仅使用收益，而且使用有助于分析师说明收益质量的其他因素，则能够更好地解释股票价格的变动。

许多研究还考察了财务报表脚注披露与股票价格行为的相关程度。例如，一项研究考察银行投资组合的未实现利得反映在股票价格中的程度。[10] 该领域的大多数研究的结论是，股价至少近似反映了附注的详细情况。因此，这个结论与脚注提供重要数据以及分析师要“做课后作业”相一致。至于市场参与者是否充分分析脚注数据，还不是很清楚。

对股票价格与财务报表细节关系的研究仍在继续，该领域还有许多问题没有解决。[11] 这里可以提供一些关于研究现状的评论。首先，从反映股价驱动因素的角度看，许多财务报表细节是重要的；其次，难以知道市场参与者是否从财务报表或其他更及时的渠道获得这些细节（大多数研究不能明确回答这个问题）；第三，股票价格是否完全、迅速反映财务报表细节仍然是一个有争论的问题。这些研究对证券分析师的意义在于：为了跟上市场，分析师必须能够直接通过报表或者通过更为及时的渠道，分析和解释财务报表细节中反映的信息。

小 结

权益证券分析是从公司当前或潜在投资者的角度评价公司及其前景。证券分析是较大投资程序

---

9 Baruch Lev and Ramu Thiagarajan, “Fundamental Information Analysis,” *Journal of Accounting Research* (Autumn 1993): 190-215.

10 M. Barth, “Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks,” *The Accounting Review* (January 1994), 1-25.

11 有关这一领域研究的文章，参见 Victor Bernard, “Capital Markets Research in Accounting During the 1980's: A Critical Review,” *The State of Accounting Research As We Enter the 1990's*, Thomas J. Frecka 编辑 (Urbana: University of Illinois Press, 1989): 72-120; Victor Bernard and Katherine Schipper, “Recognition and Disclosure in Financial Reporting,” working paper, University of Michigan (November 1994)。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的一个步骤，该程序包括：（1）确定投资者或基金的目标；（2）形成对单个证券未来收益和风险的预期；（3）进行证券组合以最大限度地实现投资目标。

一些证券分析主要用于将股票纳入投资组合之前，确保其具备合适的风险特征和其他理想特性。然而，证券分析也用于识别定价不当的证券，对许多职业卖方和买方分析师而言尤其如此。在均衡状态，只有具有最强比较优势者才能得到报偿。他们是能够以最低的成本识别定价不当并对价格施加压力以纠正定价不当的人。在该领域，哪种努力更富有成果取决于市场的有效程度。大量证据支持美国市场具有高效率，但最近的证据重新引发了对这一问题的争论。

实践中使用多种基金管理和证券分析方法，但分析的核心是本书第 2 章到第 12 章概括的相同步骤：经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析（预测和估价）。对于职业分析师而言，这项工作的最终产品当然是对公司未来收益和现金流量的预测值，以及对公司价值的估计值。然而，比最终产品更重要的是对分析所提供的公司及其行业情况的了解。这些了解使得分析师能够在新信息出现时作出解释，并推断其意义。

尽管证券分析使用的很多信息明显超出了财务报表的范围，但财务报表仍然发挥着重要的作用。过去 30 年间的许多研究有助于说明财务报表数据在确定证券价格中的作用。研究表明财务报表反映许多驱动价格的信息，但市场参与者是直接通过财务报表还是通过其他更为及时的渠道获得信息还不清楚。财务报表中的许多信息在公布前显然已经被预知。最后，股票价格是否完全、迅速反映财务报表细节仍然是一个有争论的问题。这些研究对证券分析师的意义在于，为了跟上市场，分析师必须能够直接通过报表或者通过更为及时的渠道，分析和解释财务报表细节中反映的信息。

思考题

1. 尽管经过多年研究，本章阐述的有关市场有效性的证据似乎还是不能让人信服。一些人认为这是由于研究者不能在公司基本面和股票价格之间建立精确的联系。请对此发表评论。

2. 财务教授杰弗里·亨利（Geoffrey Henley）说："资本市场是有效的，我不明白为什么还有人情愿花时间追踪个股和从事基本面分析。最好的方法是购买并持有一个多样化股票组合。"你同意他的观点吗？为什么？

3. 基本面分析法和技术分析法的区别是什么？你能想出使用技术分析法的交易战略吗？这些战略所作的基本假设是什么？

4. 投资基金采取各种不同的战略。收益型基金侧重于高股利收益率股票，成长型基金投资于预期资本升值高的股票，价值型基金跟踪价格被低估的股票，卖空型基金把赌注押在它们认为价格被高估的股票上。上述各种基金可能吸引哪些类型的投资者？为什么？

5. 3 个月前，Intergalactic 软件公司公开上市。假设你是一个花时间做基本面分析以识别定价不当股票的成熟投资者。在决定是否追踪某股票时，你将注重以下哪些特征：

- 市场资本化价值

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 每天平均交易量
- 股票买卖价差
- 使公司上市的承销商是否是五大投资银行之一
- 公司的审计公司是否是六大会计师事务所之一
- 是否有主要经纪公司的分析师追踪公司
- 股票主要由零售商还是机构投资者持有

6. 财务分析师主要有两种类型：买方财务分析师和卖方财务分析师。买方分析师为投资公司工作，只为公司基金管理层推荐股票。卖方分析师为经纪公司工作，推荐股票是为了向经纪公司的客户（包括个人投资者和投资基金经理）销售股票。这两类分析师的任务和动机有什么不同？

7. 许多市场参与者认为，卖方分析师在建议买股时过于乐观，在建议卖股时过于迟钝。哪些因素可以解释这种偏见？

8. 乔·克莱因（Joe Klein）是一家兼营承销和经纪业务的投资银行的分析师，他给你发来某股票利好的报告，该股票由他的公司承销上市并开拓市场。根据乔的报告决定是否购买股票有哪些潜在的利弊？

9. Intergalactic 软件公司股票的每股市价 20 美元，每股账面价值 12 美元。如果公司股权资本成本为 15%，预期账面价值始终按照每年 5%的比率递增，那么市场估计的静态股东权益收益率是多少？如果股价上涨到 35 美元，市场预期公司的增长率不变，那么修正后的静态股东权益收益率是多少？如果相反，股价上涨是由于市场估计的长期账面价值增长率面非长期股东权益收益率上升，那么价格修正对静态增长率意味着什么？

10. 乔说："我知道比率分析和估价有助于我进行基本面分析，但我不清楚战略分析的价值何在。"你能向他说明战略分析的可能用途吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Arch Communications Group 公司

寻呼业有很多廉价的股票，分析师如是说。新年伊始寻呼业屡遭重挫，最近科技股的暴跌再一次使其遭受重创，没有什么缘由……有一只股票——Arch 通讯——绝对是廉价品。“遭受打击最严重的股票之一就是 Arch，并且没有任何理由。”NatWest 证券公司的克里斯托弗·拉森说。

在过去 6 个月里，寻呼业被接连不断的坏消息所淹没，从管理层丑闻和银行贷款违约到对利率上升的广泛担忧和寻呼因新一代移动电话而失色……Arch 股票从年初在 22—26 美元之间波动跌至最近衰退中的 12 美元的低点……但是分析师坚信寻呼业会有一个美好的未来。

路透社财经新闻，1996 年 7 月 29 日[1]

公司背景

Arch Communications Group 公司成立于 1986 年，是美国第三大寻呼公司，有将近 300 万用户。Arch 为 200 个最大城市中的 180 个城市提供当地、地区和全国范围（40 个州）的寻呼服务和设备。

Arch 的战略由三个主要部分构成：低价格、标准而可靠的技术和迅速有效的送达服务。Arch 以非常有竞争力的价格提供信息服务，之所以能够做到这一点，是因为其低成本结构。Arch 的低成本源于其业务活动的规模经济效益和用户群的规模。其次，对大多数寻呼服务，Arch 都避免使用不成熟的寻呼技术。Arch 认为，寻呼技术可以不是最新或最先进的，但应始终是可预测和可靠的。如果需要开发新技术，Arch 愿意让其他公司引领新潮流并承担相应的风险。最后，Arch 力争通过精心选择技术和协议[2]以及扩张网络和收发信息流的能力，始终如一地提供可靠而迅捷的服务。Arch 相信，快捷、可靠和有效的信息传送是寻呼业的核心目标，是吸引和留住客户的关键。

Arch 是行业中增长最快的寻呼提供商之一，通过一系列战略收购和内部挖潜寻求增长。公司已经从一个地方服务提供商发展为全国服务提供商，传统上着重服务于寻呼机拥有率低的中小规模市场。现在 Arch 也进入主要大城市市场，以建立一个全国性覆盖网。

在 Arch 所处的行业中，通常通过分析营业现金流量或者息、税、折旧和摊销前收益（EBITDA）来评估财务业绩。[3] 大多数寻呼公司不能获得正收益，净亏损被视做行业中短期存在的

该案例由 Sarayu Srinivason 在 Krishna G. Palepu 教授的指导下编写，用于进行课堂讨论，而不是阐述对某种管理状况的有效或无效处理。该案例在很大程度上得益于分析师 John Adams 的深刻见解。Copyright © 1997 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-197-047。

1 Nick Louth, “Talking Point—Bargains Shine in Paging Stocks,” Reuters Financial Service, July 29, 1996.

2 寻呼协议是定义网络容量和网络传输数据速度的一系列规则。

3 EBITDA（息、税、折旧和摊销前收益）是寻呼行业的财务业绩衡量指标。该指标是行业权益分析师评估公司价值的基础，对评估公司为融资作保证的能力很重要。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

正常现象。亏损的部分原因在于高资本支出、高债务融资和部门普遍存在的高折旧率。分析师预计，随着网络成熟和基础设施支出放缓，将出现正的收益。因此，目前业绩评价是以 EBITDA 为依据。Arch 的 EBITDA 从 1994 年的 1 800 万美元增长到 1995 年的 4 720 万美元，增长 162.6%。净收入也取得了增长：从 1994 年的 6 310 万美元增长到 1995 年的 1.418 亿美元，增长 124.7%。用户数从 1994 年的 538 000 增长到 1995 年的 2 006 000（附录 4 列示了 Arch 的财务报表）。

1995 年 11 月 13 日，Arch 的股票价格为 29.62 美元。5 个月后的 1996 年 3 月，股票跌至 23 美元。截至 1996 年 7 月，Arch 的股票价格已经跌至每股 12.50 美元。在公司股票价格猛跌的同时，大多数寻呼业股票价格下跌。尽管如此，分析师认为购买 Arch 股票仍是合理的投资，Arch 只是因行业中其他公司业绩不佳和投资者对行业发展动态有所误解而受到“株连”。尽管 Arch 股票价格下跌，但分析师仍建议对其投资，将其评定为“值得买进”的股票。

美国的寻呼业

寻呼机出现于 20 世纪 50 年代，是便携式袖珍单向无线移动通信信息接收器。最初，寻呼机基本上由商务部门及医生和执法人员等对时间敏感的职业使用。但到了 1995 年，寻呼业收入超过 41 亿美元，用户达到 3 450 万（1995 年增加了 800 万用户），人均寻呼机拥有率为 13%。

大多数寻呼机的工作原理是一样的。每个寻呼机有一个固定的号码，本质上是一个总是调到某一特定无线电频率的接收器，接收从连续不断的信息广播中发到该号码的信息。要呼到机主，需要通过电话拨打寻呼机号码，通过接线员或自动系统留下声音[4]或文字信息。寻呼机上的寻呼信号（铃声）提示机主，机主接着给接线员打电话或者检查寻呼机以收取信息。

有四种型号的寻呼机：

铃声型寻呼机。这是最简单的寻呼机，用铃声提示。用户通过回呼获得信息。

数字型寻呼机。数字寻呼机显示数据信息，通常是能够找到寻呼者的电话号码。用铃声或震动（声音或静音）提示，并能显示和贮存数字。1995 年，数字型寻呼机占所有在用寻呼机的 85%。

字母数字型寻呼机。这些寻呼机能同时接收数字和文字信息，省去了回呼才能获得信息的麻烦。寻呼机显示文字可使用户立即采取行动。这种寻呼机仅占有 10%的市场份额，但增长最快。

铃声/语音型寻呼机。这种寻呼机在铃声提示后发送语音信息，占有 3%的市场份额。铃声型寻呼机平均每台零售价为 57 美元，数字型寻呼机为 77 美元，字母数字型寻呼机为 138 美元，铃声/语音型寻呼机为 189 美元。[5] 寻呼机的预计使用寿命为 4—5 年。

寻呼机制造商和寻呼服务提供商（寻呼公司）是行业中两类主要参与者。大多数寻呼机都是几个主要制造商生产的。1994 年，摩托罗拉生产的寻呼机占全部在用寻呼机的 83%，NEC（另一制造商）占 12%。[6] 摩托罗拉的主导地位是基于其始终及时向服务提供商交货的能力、可靠的机器性能和强大的品牌。大多数机器由服务提供商分销，而大多数服务提供商主要从一家主要制造商那里进货。

---

4 尽管声音信息很容易使用，但它在提供商的有限频率上占用大量播送时间。

5 MTA-EMCI, State of the U.S. Paging Industry: 1996.

6 1995 NATA, Telecommunications Market Review and Forecast.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

寻呼公司提供寻呼服务，也出租和销售寻呼机。在 1995—1996 年间，3 家最大的服务提供商 PageNet、MobileComm 和 Arch 的市场占有率共计 45%。一半以上市场份额由 8—10 家最大的公司占有，其他市场份额由小的地方提供商占有。尽管大多数寻呼业务是地区性的，但也可使用全国性的寻呼服务。在少数情况下，提供商之间签有“漫游”协议和以计费为基础的合同，为不在自己寻呼机服务区内的用户提供服务，正如便携式电话行业普遍存在的情况一样。使用寻呼机的每月平均费用为 11 美元。无论使用多少，用户都定期交纳固定的费用，其中包括寻呼机的租用费，但不包括额外使用费等特殊费用。费用最高的是字母数字型寻呼机，其次依次是铃声/语音型、数字型和铃声型。

由于全国性服务需要占用许多带宽，[7] 需求不大，而且如果提供商没有全国服务许可证，还需要市场频率兼容，因而 1995 年只有 3 家公司提供这种服务。由于按一个频率运作，全国服务许可证对拥有许多中间商的大提供商非常有用，因为省去了整合不同市场中的机器、基础设施和频率的麻烦。全国性服务的主要使用者是商务旅行者。提供商也通过提供全国性服务使自身具有独特性。

分 销

有三种分销渠道：直销、零售和中间商销售。零售和中间商销售是间接渠道，随着个人消费者市场日益增长，间接渠道变得越来越重要。1994 年，全部新增寻呼机的 30%通过中间商经销。

直销 用户直接从服务提供商处获得机器和服务。提供商从制造商处购买寻呼机，然后将其出租或卖给用户（较常见的是出租），另外提供服务。租赁使提供商承担大量成本：机器及其维修和更换占用了大量现金，因为一家公司每年要更换 25%的寻呼机。然而，用户越来越倾向于拥有自己的寻呼机（1989 年自有寻呼机占 28%，1994 年占 52%）。这种分销渠道的“改频率”[8] 最低，约为每月 3%。提供商承担所有的费用，但由于采取直销方式，因而能创造最高的每台寻呼机平均收入。采取这种销售渠道，来自单个用户的现金流量最高，能够使提供商获取最丰厚的利润。

零售 通过零售商获得机器和服务通常价格较高，以作为对既不为机器制造商也不为服务提供商工作的零售商的补偿。寻呼机售出后，用户成为服务提供商的客户，不再与零售商发生关系。提供商的每台寻呼机平均收入与直接渠道相当，但改频率是各渠道中最高的。

中间商销售 中间商直接从提供商处购买机器和服务，再转售给自己的客户。中间商承担全部服务和机器成本，给予提供商的每台寻呼机平均收入是最低的。不过，低收入伴随着低成本，因而提供商能够获得较高的现金流量毛利。这种分销渠道的改频率为零，因为提供商只获取净增加部分。

替代产品

便携式电话 尽管 1995 年寻呼机有 3 450 万用户，而便携式电话只有 3 200 万用户，但分析师仍执

---

7 带宽是指某一传输媒介单位时间能够处理的信息量。更大的带宽意味着在某一既定期间能够以更快的速度传输更多的信息。

8 改频率是指用户通过转换服务提供商、以入网费注册并在优惠期结束时甩开服务提供商、不付费及其他自愿或不自愿停机离开服务提供商的比率。消费者的改频率高于公司用户。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

着地预言双向便携式电话通讯方式意味着寻呼业的终结。寻呼机居主导地位主要源于几个因素。首先，便携式电话每月 56 美元的通话服务费使得每月只需支付 11 美元的寻呼服务成为最便宜的无线联络方式。便携式电话使用者还要为每个接听或打出的电话付费，如果不在服务区也要付费。其次，与寻呼机的电池可以使用几个月相比，便携式电话的电池寿命较短（几个小时）。第三，寻呼机也是便携式电话的补充，用做来电的显示器。第四，寻呼机有助于控制便携式电话的费用，便携式电话使用者一般用其打电话而不是接听电话（便携式电话超过 85%的电话是打出去的），使用寻呼机接收信息，关闭电话以节约电池使用时间和控制费用。不过，便携式电话变得越来越小，越来越便宜，功能也越来越完善（包括更长的电池寿命和静音提示）。便携式电话作为应急装备也具有独一无二的价值。

个人通讯服务（PCS） 个人通讯服务是一个通用术语，泛指一系列先进的移动通讯技术。个人通讯服务使用较大的频谱（声波频道范围），既可以用于像双向寻呼等先进寻呼技术的窄带（NPCS），也可以为作为通话服务基础的成本较高且使用频谱的技术提供宽带支持（BPCS）。窄带提供商能够提供先进的服务，并且有可靠的网络。人们担心窄带和宽带会蚕食或损害当前的寻呼网络。

移动卫星通讯 卫星为非地面或便携式系统用户和非个人消费者市场提供服务。卫星能够使提供商以最小的资本成本在广阔的地域内提供无线服务。全球卫星无线服务极具盈利能力，目前卫星提供商已经开始瞄准个人消费者市场。

在 1990—1995 年间，寻呼用户每年增长 27%，大寻呼公司的用户增长率甚至更高。这种增长得益于市场从商业用户向个人消费者的转移，寻呼机用户观念的转变，产品和服务价格的下降，以及越来越多的可供选择的产品和服务种类。将寻呼机视做昂贵的职业配备或非法毒品走私工具的传统观念正在消逝：近 65%的新寻呼机拥有者将其作为个人“生活方式管理”工具。越来越多既需要保持联系又要流动的时间有限而繁忙的个人消费者依靠寻呼机作为联络工具。然而，尽管有如此高的增长率，服务提供商的毛利率却很低。寻呼业属资本密集型行业，公司需要注入大量周转资本，基础设施和机器是两项最大的资本支出。

20 世纪 90 年代寻呼业的竞争状况

从 1994—1996 年，广播电视管理当局联邦通讯委员会（FCC）通过拍卖各种无线服务许可证的方式配置了有限的无线频谱。支持个人通讯服务等先进服务的宽带许可证首次在拍卖中亮相。联邦通讯委员会制定的规则左右和影响新许可证的竞标者和中标者。这些规则使投标仅限于严肃的投资者，加剧了竞争的残酷性，以确保频谱被有效使用。这些规则包括，一家提供商最多可以拥有 3 个不同的个人通讯服务频道，限制许可证转让，以及要求提供商展示预计建设计划。

出于拍卖目的，寻呼的适用频谱被分为四类服务地域：全国范围、地区范围（由各占美国人口 20%的 5 个地区组成）、MTA（51 个主要商业区）和 BTA（493 个基本商业区）。各服务地域分得一定的需要经营许可证的频谱频道。总共有 7 兆赫的频谱[9]是寻呼公司可以使用或已经使用的，其中

9 兆赫是频率单位，等于 100 万赫兹。1 赫兹=1 周/秒。1 兆赫=1 000 千赫兹。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

大约 4 兆赫用于高级寻呼。通常情况下，25 千赫的单向频谱可以根据不同的协议用于支持众多的当地和地区提供商。不同市场的相同频道可以由多家提供商使用。

1995 年开始拍卖全国性频道和地区性频道许可证（MTA 和 BTA 许可证将在 1996 年拍卖）。拍卖出售了 11 个全国性频道和 30 个地区性频道（每个地区 6 个频道）的许可证。在每个地区，6 个频道中分别有 2 个和 4 个频道是同样的，因此提供商可以在 5 个地区获得同样的频道，从而即便在没有实际投中全国性频道的情况下，也可以覆盖全国的范围。MTA 共有 561 个可用许可证（51 个 MTA×11 个许可证），BTA 共有 2 958 个可用许可证（493 个 BTA×6 个许可证）。

从技术上看，某一市场上提供商的数量受制于对该市场发放经营许可证的数量。但由于许可证持有者可以将其频谱的一部分出售给中间商，所以市场实际能够容纳的提供商数量和频率的容量决定在市场上从事经营的公司的实际数量。许可证也可以由多家公司共同购买，以便多家提供商在同一地区同一许可证下从事经营。

成立一家寻呼公司所需的最低提供商投资因技术、协议和使用的许可证不同而有所不同。在 1996 年，简单的单向全国性网络的最低支出约为 2 亿美元，[10] 一个全国性许可证需要另外花费 2 500 万美元。同样规格的地区性网络加上许可证，大约需要花费 4 000 万美元。因此，更大且资本化程度更高的提供商具有优势。

6 家最大的提供商占有超过 60%的市场份额，行业中的剩余市场是高度分散的。竞争在各个水平上都异常激烈，由于服务很难具有独特性，竞争依赖于成本、数据传送和价格等相关因素。在一个固定成本很高的行业，通过“加载”基础设施，即使现有网络拥有尽可能多的用户可以降低成本。以较大的用户群为基础分摊成本可以降低单位成本，而且这种成本降低可以反映在定价中。然而，加载使得通过网络的信息数量膨胀，增加了传输时间，放慢了信息送达最终用户的速度。在寻呼业，快捷的信息传送至关重要。低价格能够吸引用户，但用户的长期忠诚度取决于快速传送信息的能力。提供商可以通过更新协议或增加频谱来管理这些因素。

为追求规模和频谱，20 世纪 80 至 90 年代掀起了席卷整个行业的合并浪潮。在这 10 年中，提供商从 1 000 家整合为 500 家，只剩下 8—10 家大的地区性或全国性公司。然而，到 1996 年，合并的痛苦，管理层的不和谐，对合并浪潮结局的忧虑，窄带网络建设的推迟，以及对个人通讯服务蚕食寻呼业和没有内部增长空间的担心，导致整个行业的士气一落千丈。

20 世纪 90 年代 Arch 的最大竞争者

PAGENET PageNet 成立于 1981 年，是美国最大的和增长最快的提供商，在全部 50 个州、美属维尔京群岛和波多黎各岛提供服务。PageNet 被公认为行业中的潮流引领者（首先通过内部挖潜增加了 100 万用户）、低成本领导者和最成功的公司（规模是其最大竞争者的 160%）。PageNet 拥有 780 万用户（占整个行业的 20%），1995 年增加了 230 万用户（35 万用户通过收购获得）。

PageNet 的增长战略主要侧重于内部挖潜。由于实施这种战略，PageNet 不存在收购所面临的整合不同频道和后台办公系统的问题。PageNet 的进攻性竞价、可靠服务和侧重直销（拥有 1 000 名员工和 6 000 家中间商的最大行业销售队伍）战略通过分权管理得以实施。PageNet 是拥有最多频谱的

10 这种情况假设网络使用 FLEX 协议且有 1 000 台无线电广播发射机广播信息。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

提供商，公司建立了 24 小时的支持/分销中心和一个全国性会计部门，为国内大客户提供一站式服务，并稳步推进和管理这种联盟。

PageNet 定期签订合作和分销协议，以扩大客户群。Sprint、MCI 和 GTE 是 PageNet 的客户，它们再向自己的客户转售服务。合作伙伴可以以自己或以 PageNet 的品牌提供服务，并可以根据具体需要签署有关协议。在与 Sprint 和 MCI 的合作中，PageNet 处理发货、客户服务和寻呼机出租等业务；Sprint 和 MCI 负责广告、收费和营销。用户根本不知道他们是在和 PageNet 打交道。GTE 是一家典型的中间商，拥有自己的寻呼机，并且自己处理客户服务和收费。中间商的改频率影响 PageNet 的用户数量，但不影响其收入。

PageNet 将要实施的项目包括生产被命名为 VoiceNow 的第一个袖珍商业无线应答器，目前该应答器正处于最后的试验阶段。PageNet 还正在通过最近成立的国际部向海外扩张。

MOBILECOMM MobileComm 是寻呼业第二大提供商（拥有 440 万用户），在美国 50 个州、加拿大和加勒比海地区提供当地、地区和全国范围的服务。MobileComm 为 100 个最大城市中的 97 个城市提供服务。1996 年， MobileMedia 花费 9.3 亿美元（行业中最大收购案）收购（并改名）MobileComm，增加了 180 万用户和 3.23 亿美元收入。

MobileComm 被收购的目的在于：在单向和双向网络中建立遍布全国的机构（公司拥有两个全国性个人通讯服务许可证）、增强销售渠道的分销能力、增加频率。MobileComm 的内部增长计划强调高销售收入生产率和战略联盟。被 MobileMedia 兼并后，MobileComm 开始集中于后台办公功能（在一个地点进行全部授信和账款回收工作）和建立两个提供 24 小时客户服务和提供收费支持的客户服务中心（在得克萨斯州和马里兰州）。

到 1996 年年中，MobileComm 成为高改频率的牺牲品，改频率高达 3.8%（行业平均水平为 2%—3%）。这主要是由于网络拥挤[11]延缓了主要市场在高峰期的信息传送速度，而且网络中的中间商增加。MobileComm 仍在努力削减合并产生的双重后台办公/支持费用。1996 年后期，MobileComm 更换了整个高级管理层。重构减缓了已经问题重重的整合和得克萨斯州客户服务中心项目。由于 MobileComm 有 4.6 亿美元债务，标准普尔降低了其信用评级。债权人要求 MobileComm 到年末为止筹集 1 亿美元的权益资本。

其他提供商 第四大提供商 Metrocall 通过一系列快速收购获得了规模增长，但将花费相当多的资源将各个部分整合为一个主体，同时需整合新的管理层。第七大提供商 American Paging 正在进行包括管理层更替在内的大重组，重组因公司用户增长率下降和经营业绩恶化而受到指责。

第五大提供商 ProNet 采取主攻密集的城市市场的快速增长战略。尽管进行了一系列收购，在一年的时间内使用户翻了一番，制定了推动长期内部增长的中间商计划，同时拥有最低的成本结构，但 ProNet 在 1996 年年中仍然宣布，由于给予中间商一定的价格减让，在几个季度内现金流量不会出现增长。标准普尔降低了 ProNet 的信用评级。结果，ProNet 眼睁睁地看着自己的股票跳水。

---

11 MobileComm 拥有该行业最大的字母数字型寻呼机用户群（14%用户使用字母数字型寻呼机），然而，高收入字母数字寻呼服务使用的容量是数字寻呼服务的 4—5 倍，从而造成它们所占用的寻呼网络阻塞或过度拥挤。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Arch 的业绩、地位与未来

Arch 提供当地、地区和全国范围的服务，各种型号的寻呼机，也提供语音邮件之类的特殊服务。1995 年，Arch 在用寻呼机的 87%是数字型的，7%是字母数字型的，2%是铃声型的，2%是铃声/语音型的。Arch 拥有、出租 45%的在用寻呼机并为其提供服务，但对其余寻呼机只提供服务（其中 30%为用户所拥有，25%为中间商所拥有）。

Arch 拥有并正在开发两个全国性频道（主要用于扩张其地区性服务），但采取通过附属公司网络提供全国范围寻呼服务的独特服务战略。当 Arch 全国范围寻呼服务的用户离开一个附属公司的市场而进入另一个附属公司的市场时，他可以拨打一个免费的号码，使其寻呼机在新的市场被激活并能接收信息（通过附属公司的频道）。

Arch 通过直接分销（直销和公司自营店）获得 60%的用户。直接分销是一种成本较高的增加用户渠道，但使得 Arch 每台寻呼机的平均收入高于行业平均水平。其余 40%用户通过间接渠道（包括低成本、每台寻呼机低平均收入中间商和每台寻呼机高平均收入零售商）获得。

在过去几年里，Arch 的每台寻呼机月平均收入呈下降趋势。这是因为用户或中间商拥有的寻呼机数量在过去几年里增加了 25%，Arch 对这些寻呼机收不到经常性租赁费。其次，在同一时期，通过间接渠道（绝大多数是以折价方式购买大量频道时间的中间商）增加的在用新寻呼机的比例提高。最后，日益增强的竞争和增长形成了定价压力，导致寻呼服务零售价格下降，也导致收入下降。Arch 的收入下降是整个行业滑坡的缩影。尽管一些观察家对持续的下滑感到担忧，但另一些观察家用 EBITDA 而不是收入来衡量经营业绩，对下滑不以为然。只看重收入下滑既忽视了不同分销渠道经营毛利率的差异，也忽视了这样一个事实，即寻呼业是一个规模驱动的成本固定行业，将这些成本分摊给较大的客户群会对毛利率产生积极影响。

Arch 的大部分收入来自用户支付的固定定期费（fixed periodic fee）。只要用户继续使用服务，经常性的定期支付就构成没有额外销售费用的收入流。Arch 的净亏损大多产生于融资增长带来的债务利息，以及与资产有关的大量折旧和摊销。Arch 需要大量资金支付债务利息，为收购融资，为扩张和改造现有运营系统筹资，以及支付寻呼机和寻呼系统支出。公司资本支出由 1992 年的 1 050 万美元增加到 1995 年 6 060 万美元，预计 1996 年将达到 1 亿美元。这些支出由通过经营活动、股票发行和负债产生的现金支持。1995 年底，Arch 的资产共计 7.853 亿美元。公司预计到 1998 年将产生正的现金流量。

1995 年，Arch 取得了几项重大成就：它进行了 6 项收购，其中，花费 5.4 亿美元收购 USA Mobile（第二大行业收购案）和 Westlink（极大地增加了 Arch 的全国范围）使公司从行业第十位上升到第三位；增加了 110 万用户（通过收购）和 36.6 万用户（通过内部增长——是以前各季度内部增长的 3 倍）；将服务由 13 个州扩展到 40 个州；EBITDA 从 1994 年的 1 800 万美元增加到 4 720 万美元；收入总额增长了 114.2%，达到 1.418 亿美元（净收入增长了 124.7%）；筹集了超过 3 亿美元的新的债务和权益资本。这些结果使得公司连续 17 个季度保持净收入和现金流量增长，而整个行业的这些指标在可预见的未来预计将继续恶化。表 A 列示了经挑选的 Arch 重要财务数据。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 A　Arch 的重要财务数据

	结束于 12 月 31 日的 1995 年度	结束于 12 月 31 日的 1994 年度	结束于 12 月 31 日的 1993 年度
净收入	141 809 000	63 116 000	41 277 000
息、税、折旧和摊销前收益（EBITDA）	47 186 000	17 969 000	11 315 000
净收益（亏损）	(36 602 000)	(6 462 000)	(5 725 000)
每股数据：			
加权平均股数	13 498 000	7 183 000	7 125 000
EBITDA	3.50	2.50	1.59
净收益（亏损）	(2.72)	(0.90)	(0.80)
最终用户在用寻呼机数	2 006 000	538 000	254 000

资料来源：Arch 1995 年年度报告。

战　略

Arch 执行重视低价格、成熟技术和可靠的服务传送的战略。首席执行官小 C·爱德华·贝克（C. Edward Baker Jr.）领导下的 Arch 管理层被认为拥有寻呼业最长的成功管理成绩记录。Arch 的分权管理结构使它得以控制成本，平稳整合收购，并对用户需求作出快速反应。

作为行业中成本最低的提供商之一，Arch 能够提供竞争性的价格，并通过整合经营部门、使用快速传输系统和利用追求大规模产生的规模经济效益分散成本来维持其成本结构。

Arch 以标准和经测试的技术向用户提供不带任何修饰的寻呼服务，以便可靠、快捷地传送信息，避免使用新的或试验中的技术提供服务可能产生的故障。尽管如此，Arch 通过投资于一家从事先进寻呼服务开发的财团，跟上了新兴的寻呼技术的发展。Arch 的营销副总裁斯科特·霍伊特（Scott Hoyt）解释说，“如果你作为技术创新者出现失误，这个行业将活生生地吃掉你。我们宁愿利用其他人的错误”。霍伊特补充说，“Arch 自认为是一个‘快速的追随者’”。[12]

尽管 Arch 的用户数量似乎证明其信息传送的可靠、快捷，但 Arch 的一些客户不同意这种说法。1996 年 8 月，Arch 在缅因州波特兰发生了两个半小时的服务中断。另外，由于计算机出现故障，许多没有得到服务的用户未能从 Arch 接到寻呼机停机的通知。波特兰警察局使用 18 台 Arch 寻呼机作为紧急情况寻呼机，局长迈克尔·奇特伍德（Michael Chitwood）说：“停机两个半小时而没有得到通知，简直太荒唐了。这可关系到公共安全问题。”[13]

增　长

Arch 的增长战略由内部增长（开发新市场并向毗邻和现有市场扩张）和一系列收购组成。被收购公司的共同特点是都有良好的经营业绩记录。到 1996 年，Arch 的用户增长率居整个行业第二位，在增长方面没有感觉到吃力。

1995 年，内部增长超过 40%（高于行业增长水平），主要手段是市场开发和渗透以及扩展营销活动和销售。Arch 传统上主要在寻呼机拥有率较低的中小规模市场活动，因为这些市场有较大的增长潜力。然而，Arch 也越来越注重加强在全国范围的市场占有率。通过与其他寻呼载体签订服务协

12　Audrey Choi, "Arch Builds Strong Paging Business Slowly But Surely," Wall Street Journal, August 22, 1996.
13　同上。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

议和通过收购向全国范围扩展（不通过购买全国范围许可证），Arch 进入了主要大城市地区和较大的市场并确立了自己的位置。

Arch 进行收购的主要目的在于，在无须添置新网络的情况下扩大用户群、经营的地理范围和频谱。Arch 的大多数收购属于下列三类：（1）主要目的在于扩大地理覆盖范围和进入毗邻市场的收购；（2）在 Arch 所在市场进行能与 Arch 融合的收购；（3）主要出于战略考虑，在非毗邻市场上进行扩展 Arch 的触角和增加新市场的收购。公司基本上没有经历使竞争对手和整个行业陷入泥潭的收购整合困难。Arch 的首席执行官贝克是这样阐述他们的成功经验的：

> 因为已经实施了 32 项收购，我们当然学到了很多……我们制定了一个名为 SOAP（标准运营和会计实务）的计划。我们做每一次收购时，都组织一个能够在被收购的公司里快速、有效执行这个方案的团队。这确是一种快速、有效整合被收购财产的成熟方法。Arch 在最近并且是最大的收购中非常幸运，因为整合公司所遇到的最大困难是一体化后台运营——会计、客户支持和运营系统。在最近两次收购中，我们很幸运地收购到了使用与我们相同的收费、客户支持和运营计划的公司。[14]

Arch 还试图通过积极对协议升级换代来增加现有基础设施和网络的容量。协议升级换代使得信息更快地通过网络传送，增加了网络的用户负载能力。有了快速协议，不再需要购买额外的频谱和投资建立新网络。过去的一个案例是公司升级换代一个名为 FLEX 的协议。在没有发生购买新频谱需要的大量资本支出的情况下，升级换代使容量增加了一倍。未来的升级换代计划包括购买一个名为 ReFLEX 25 的协议，该协议是由摩托罗拉公司开发的双向信息传送协议。

竞争地位

Arch 在其经营的每个市场上都面临至少一家寻呼公司的竞争。尽管没有一家公司在 Arch 的所有市场与其竞争，但一些竞争对手拥有全国性许可证，有可能进入 Arch 的所有市场。

Arch 认为对用户的竞争主要依赖于服务质量、地理覆盖范围和价格，并认为自己在这些方面具有竞争力。对来自便携式电话技术的竞争威胁，Arch 的首席执行官贝克先生如是说：

> 宽带个人通讯服务（便携式电话）不会对我们的增长构成威胁……我们看到大街上有人使用 APC（一家在 Arch 市场上经营便携式电话/个人通讯服务的公司）的宽带个人通讯服务网络接收信息，但效果不好……我们认为，它绝对不会损害寻呼业的增长，因为它运行得并不好，存在地理覆盖、拥有率和电池寿命等问题。我们谈论过的所有事情，以及已经报道过的其他情况，都表明寻呼业比宽带个人通讯服务运行更好这一说法是正确的……Metrocall（在 APC 市场上经营的一个寻呼提供商）获得了创纪录的增长，没有一个用户流失到 APC。[15]

Arch 通过收购一家拥有 5 个地区性窄带个人通讯服务许可证的财团的股份，投资于无线数据传送、双向信息收发、语音寻呼和窄带个人通讯服务等先进的无线技术。Arch 通过这种方法，以相对较少的资本投资和风险在新兴技术领域占有了一席之地。尽管涉足先进技术领域，Arch 仍忠实于其

14 Sarah E. Reynolds, "Staying True to the Company's Vision," Worcester Business Journal, April 29, 1996.
15 Lehman Brothers, Analysts Report, Arch Communications, August 6, 1996.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

成熟技术战略。

未 来

为保持竞争优势，Arch 打算执行一些未来战略行动，包括加强分销渠道，通过其两个全国性寻呼频道的扩展提高服务于更多客户的能力，通过扩大国内销售和客户服务内容建立更有效的支持性基础设施，并继续投资于先进的技术。[16] Arch 还计划使用通过协议升级换代获得的额外能力，扩大其字母数字型寻呼机的用户群。

到目前为止，Arch 的收购还没有遇到传统上收购公司遇到的困难。Arch 打算继续进行收购，但不能保证平稳整合的模式得以持续。未来的收购可能很难一体化，难以整合、需要更多的财务资源和管理层重视。公司不能控制的因素也威胁到增长战略，其中包括当前的经济状况和利率，竞争与管制环境，技术进步，以及吸引和留住专业技术人员的能力。

尽管 1996 年 7 月 Arch 的股票价格仅为每股 12.50 美元——从年初开始跌幅超过 100%（原文如此，应为 50%——译者注），但分析师仍对其充满信心（股票价格走势参见附录 1）。Wessels, Arnold & Henderson 的一位分析师约翰·亚当斯（John Adams）在有关寻呼业的一份报告中解释了分析师是如何估价寻呼公司并可能得出与市场不同的价值的：

> 对寻呼公司估价时，分析师不使用根据当期收益计算的市盈率，因为至少在近期寻呼公司还不会出现正的收益流。因此，分析师通常采用贴现现金流量分析法或非杠杆估价法估计股票的价值。后者调整拥有不同资本结构（特别是债务和现金）的可比公司的市场价值，从而使得对营业现金流量或 EBITDA 的类比成为可能。[17]

在其 1996 年 8 月的报告中，亚当斯使用贴现现金流量分析法展示了对 Arch 的具体估价过程（参见附录 2）。为便于对比，附录 3 列示了亚当斯对其他寻呼业股票的估价。根据分析，亚当斯对 Arch 的未来表示乐观：

> 我们仍继续将 Arch 的股票评为值得购买的成长股，Arch 的第 2 季度报告给人留下了深刻的印象……就我们所知，公司 1996 年没有遇到任何经营问题……我们相信 Arch 在经营上会继续做得很好……公司继续在用户群和经营活动产生的现金方面显示迅猛势头……Arch 的经营模式绝对不存在基本面的问题。[18]

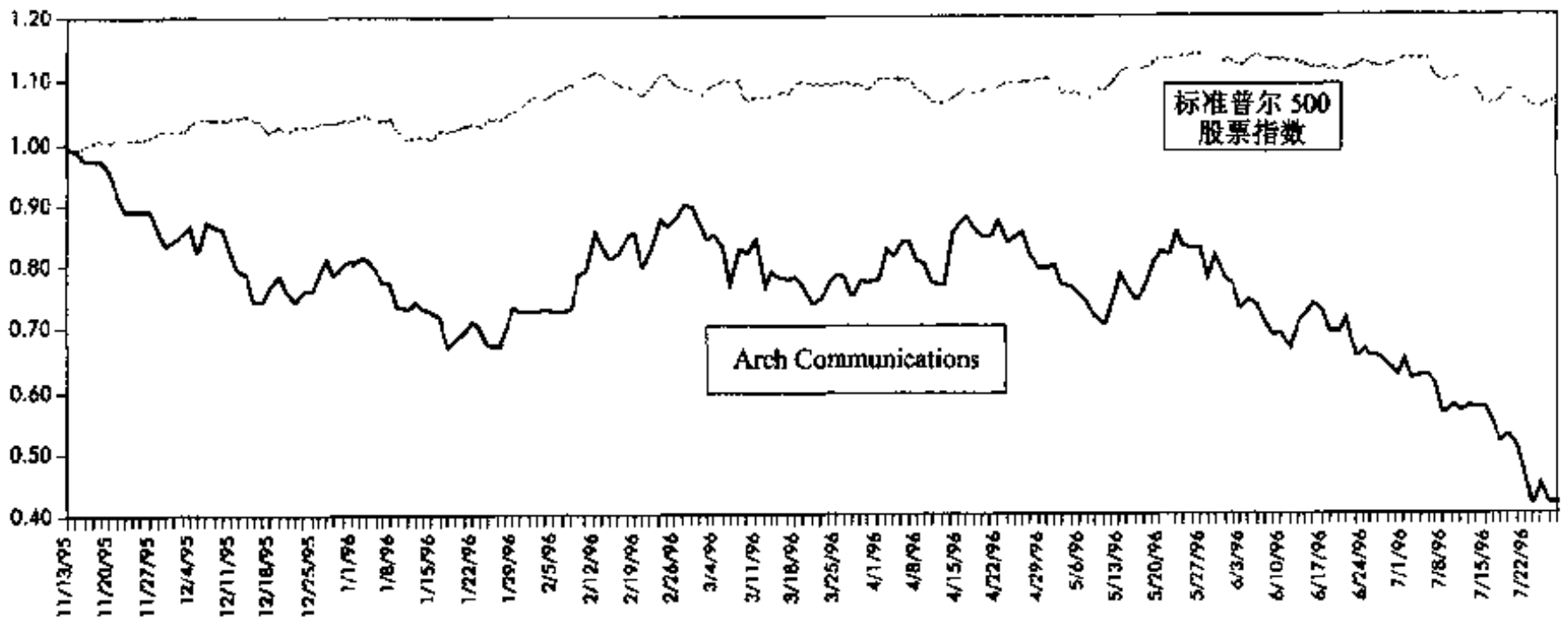
16 Arch 1995 Annual Report.
17 John Adam's Wireless Communications Industry Report, Wessels, Arnold & Henderson, Vol. 1, Sept. 1995.
18 John Adam's Wireless Communications, Wessels, Arnold & Henderson, August 1, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

1995 年 11 月 13 日—1996 年 7 月 26 日 Arch Communications 的股票价格与标准普尔 500 股票指数

（在 1995 年 11 月 13 日都以 1.00 为基数）



β系数——1996 年 7 月　1.447

中期国库券——自 1996 年 7 月起 10 年期　6.8%

短期国库券——自 1996 年 7 月起 30 天　4.8%

1995 年 11 月 13 日标准普尔 500 股票指数　592.3

1995 年 11 月 13 日 Arch 的股票价格　29.63 美元

资料来源：案例作者摘自 Datastream International。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

Arch Communications 的现金流量分析（除寻呼机数量和每股资料外，均以百万美元计）

会计年度：12 月份	1995	1996E[1]	1997E	1998E	1999E	2000E
用户趋势(寻呼机数量)：						
期初寻呼机数	538 000	2 006 000	3 121 000	3 826 000	4 667 720	5 507 910
净增加数	1 468 000	1 115 000	705 000	841 720	840 190	826 186
期末寻呼机数	2 006 000	3 121 000	3 826 000	4 667 720	5 507 910	6 334 096
变动%	272.9	55.6	22.6	22.0	18.0	15.0
每台寻呼机月平均收入	11.00	8.95	8.29	7.88	7.48	7.19
变动%	—	NM	(7.3)	(5.0)	(5.0)	(4.0)
合并损益表：						
净收入	141.8	283.2	355.6	444.5	502.7	557.7
变动%	—	99.7	25.6	25.0	13.1	11.0
EBITDA(营业现金流量)	**47.2**	**102.4**	**135.9**	**171.4**	**198.0**	**225.5**
现金流量比率(%)	33.3	36.2	38.2	38.6	39.4	40.4
折旧和摊销	60.2	155.7	195.6	254.9	269.7	278.7
营业收益	(13.0)	(53.3)	(59.7)	(83.4)	(71.7)	(53.2)
利息费用	22.5	77.7	96.0	100.8	105.7	108.0
税前收益	(39.5)	(131.0)	(155.6)	(184.2)	(177.3)	(161.2)
税金	(4.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净收益	(34.9)	(131.0)	(155.6)	(184.2)	(177.3)	(161.2)
每股收益(美元/股)	(2.59)	(6.51)	(7.60)	(8.82)	(8.32)	(7.42)
现金流量分析						
EBITDA	47.2	102.4	135.9	171.4	198.0	225.5
税金	(4.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本支出	446.8	428.8	111.7	114.9	113.7	114.3
息前自由现金流量	(395.0)	(326.4)	24.2	56.5	84.3	111.2
利息费用	22.5	77.7	96.0	100.8	105.7	108.0
自由现金流量	(417.6)	(404.1)	(71.8)	(44.2)	(21.4)	3.2
估价（贴现现金流量分析）：						
现值(息前自由现金流量)	(134.4)	275.6	777.3	948.2	1 078.5	1 132.4
最后一年 EBITDA(10X)	854.1	972.7	1 107.7	1 261.4	1 436.5	1 635.9
减长期债务净额	453.4	857.5	929.3	973.5	994.9	991.7
加 PCS 许可证	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
净值	272.8	397.2	962.2	1 242.6	1 526.6	1 783.1
每股净值	NM	NM	47.00	59.50	71.67	82.07
每股公平市价	**NM**	**NM**	**37.60**	**47.60**	**57.33**	**65.65**
平均股数	13.5	20.1	20.5	20.9	21.3	21.7
每家子公司债务净额	226	275	243	209	181	157
加权平均资本成本[2]——13.9%			该年 Arch 公司股票的价值（美元/股）			

1. 编者注："E" 为预计数.
2. 加权平均资本成本假设无风险收益率为 7%，市场风险溢价为 7%，Arch 的 β 系数为 1.6，借款利率为 11%，权益资本占 40%，债务资本占 60%.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

会计年度：12月份	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E
用户趋势(寻呼机数量)：					
期初寻呼机数	6 334 096	7 157 529	7 944 857	8 659 894	9 266 086
净增加数	823 432	787 328	715 037	606 193	463 304
期末寻呼机数	7 157 529	7 944 857	8 659 894	9 266 086	9 729 391
变动%	13.0	11.0	9.0	7.0	5.0
每台寻呼机月平均收入	6.97	6.76	6.63	6.49	6.36
变动%	(3.0)	(3.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
合并损益表：					
净收入	611.9	659.4	704.7	739.2	760.7
变动%	9.7	7.8	6.9	4.9	2.9
EBITDA(营业现金流量)	**255.2**	**283.9**	**312.7**	**337.5**	**356.8**
现金流量比率(%)	41.7	43.1	44.4	45.7	46.9
折旧和摊销	286.8	217.8	170.8	125.3	118.6
营业收益	(31.6)	66.1	141.9	212.2	238.2
利息费用	107.7	103.8	95.9	83.1	65.1
税前收益	(139.3)	(37.7)	46.0	129.1	173.1
税金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净收益	(139.3)	(37.7)	46.0	129.1	173.1
每股收益(美元/股)	(6.28)	(1.67)	1.99	5.49	7.22
现金流量分析					
EBITDA	255.2	283.9	312.7	337.5	356.8
税金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本支出	112.5	108.4	100.2	90.4	79.5
息前自由现金流量	142.7	175.5	212.5	247.1	227.3
利息费用	107.7	103.8	95.9	83.1	65.1
自由现金流量	35.0	71.7	116.4	164.0	212.2
估价（贴现现金流量分析）：					
平均股数	22.2	22.6	23.1	23.5	24.0

资料来源：John Adams and Wessels, Arnold & Henderson。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1996 年 3 月 21 日	ACOM[a]	APGR[b]	APP[c]	MBLM[d]	MCLL[e]	PAGE[f]	PNET[g]	平均
股票价格	10.75	23.00	6.50	21.00	19.00	25.25	24.25	—
年变动率	-7%	-4%	6%	-5%	1%	6%	-17%	
用户：				**12 月份季度**				
用户数	529 450	2 006 000	784 500	2369 101	944 013	6 737 907	856 302	—
每台寻呼机平均收入(ARPU)	10.85	9.70	10.17	10.26	8.51	7.86	6.40	9.11
每台寻呼机平均营业成本 (AOCPU)	8.79	6.13	8.40	7.41	6.41	4.93	4.41	6.64
EBITDA/用户	2.06	3.57	1.77	2.85	2.10	2.92	1.99	2.47
销售成本/净增加额	NM	64	NM	72	69	32	65	60
改频率	2.9%	2.0%	2.5%	3.4%	2.6%	1.3%	1.6%	2.3%
中间商销售比重	46%	50%	38%	37%	42%	45%	68%	47%
直销比重	54%	50%	62%	63%	58%	55%	32%	53%
本期增长率：				**12 月份季度**				
用户增长率	145%	273%	20%	64%	25%	53%	142%	103%
收入增长率	47%	224%	14%	53%	26%	38%	76%	68%
EBITDA 增长率	84%	303%	-5%	82%	-5%	44%	51%	79%
毛利分析（整个公司）：				**12 月份季度**				
净收入	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
服务、租赁和主要费用	47%	20%	28%	35%	32%	20%	23%	29%
销售费用	23%	17%	17%	19%	18%	12%	17%	18%
一般管理费	17%	26%	38%	18%	25%	31%	27%	26%
EBITDA	12%	37%	17%	28%	25%	37%	31%	27%
折旧和摊销	34%	55%	28%	29%	43%	27%	44%	37%
季末比率和资产负债表分析：				**9 月份季度**				
应收款项周转率（天数）	34.9	22.2	43.3	30.9	54.2	19.7	43.4	35.5
长期债务/资本	46%	62%	67%	58%	39%	106%	59%	63%
EBITDA/利息比率	0.9	1.8	4.5	1.5	2.6	2.2	1.8	2.2
债务净额/EBITDA 比率	2.4	5.3	5.0	4.3	0.3	3.8	4.1	3.6
债务净额/用户	39	226	106	144	7	133	104	108
季末债务净额（百万美元）	21	453	83	341	7	894	89	—
PCS 许可证价值（百万美元）	2	7	55	54	0	197	0	—

www.55188.com 理想证券网 中外财经大全

（续表）

1996年3月21日	ACOM[a]	APGR[b]	APP[c]	MBLM[d]	MCLL[e]	PAGE[f]	PNET[g]	平均
EBITDA趋势：								
EBITDA 1995（百万美元）	4.7	47.2	15.7	61.7	27.8	201.1	18.4	—
EBITDA 1996E（百万美元）	15.1	102.4	20.3	177.1	33.8	252.3	27.7	—
EBITDA 1997E（百万美元）	22.6	135.9	28.5	207.5	43.0	305.7	34.2	—
企业价值/EBITDA比率（调整PCS许可证的现金价值后）：								
1994	19.9	14.3	9.0	14.4	15.8	21.8	9.9	15.0
1995	38.7	18.9	10.6	27.8	11.0	16.6	13.4	19.6
1996E[h]	**15.6**	**12.9**	**10.1**	**11.0**	**11.4**	**13.6**	**10.7**	**12.2**
1997E	**11.2**	**10.3**	**8.8**	**10.0**	**9.3**	**12.0**	**8.9**	**10.1**
1996年企业价值/用户	308	422	236	408	266	402	238	326
贴现现金流量价值（每股）：								
1996年初每股市值	24.92	NM	10.66	0.00	29.90	36.49	38.62	—
1997年初每股市值	32.03	47.00	12.26	39.91	39.94	41.98	55.07	—
1996年初公平价格	**19.93**	**NM**	**8.53**	**NM**	**23.93**	**29.19**	**30.90**	—
1996年末公平价格	**25.62**	**37.60**	**9.81**	**31.93**	**31.95**	**33.59**	**44.06**	—
可能折旧	**138%**	**63%**	**51%**	**52%**	**68%**	**33%**	**82%**	
其他：								
1996年用户数	766 450	3 121 000	864 500	4 774 101	1 446 013	9 129 907	1 244 802	—
1995年债务净额（百万美元）	85	453	91	920	28	952	90	—
1996年债务净额（百万美元）	125	858	128	1 015	103	1 271	121	—
1997年债务净额（百万美元）	141	929	172	1 131	118	1 697	127	—
1996年单位用户债务净额	163	275	148	213	71	139	98	158
1996年资本—X/1997年EBITDA比率	1.5	3.2	1.8	5.3	2.2	1.3	2.4	2.5
市场资本总额（百万美元）	113	467	131	987	281	2 598	175	—
1995年流通在外股数	9.21	19.38	20.03	40.35	14.63	102.25	6.47	—
1996年流通在外股数	10.50	20.32	20.10	47.00	14.80	102.90	7.20	—
1997年流通在外股数	10.59	20.57	20.38	47.44	14.93	104.14	7.30	—
内部股权（百万股）	1.80	1.97	16.54	15.52	5.52	3.96	0.76	—
内部购股权（百万股）	0.18	0.18	0.34	0.56	0.33	1.42	0.26	—

□=优势

资料来源：John Adams and Wessels, Arnold & Henderson。

注意：在计算PageNet的企业价值/EBITDA比率时，加回1996年VoiceNow的预计影响1 700万美元。

标记符号：[a] A+Network, [b] Arch Communications, [c] American Paging Inc., [d] MobileMedia, [e] Metrocall, [f] PageNet, [g] ProNet, [h] Arch预计市盈率10.9×1996年EBITDA。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 4

Arch Communications 1995 年节略会计报告

写给股东：

1995 年，Arch Communications 享受到前所未有的成功。急剧增长是这一年的标志，促使公司进入了窄带无线通讯业的最高层次。在取得非凡增长的这一年，Arch 的用户数从 1994 年末的 538 000 增加到超过 200 万，增长了将近 3 倍。Arch 在 1995 年还取得了创纪录的财务业绩。公司连续 17 个季度保持净收入和现金流量增长。

为支持 Arch 的迅速增长，我们筹集了 3 亿多新资本，其中包括公开发行普通股筹得的 4 600 万美元和 2.25 亿美元的银行信贷额度。这些资本将被用于收购和资本支出。Arch 的筹资能力是其过去取得成功和未来前景光明的反映。

前所未有的增长

1995 年，Arch 的内部增长率处于行业前列。这是我们连续第 4 年通过国际销售渠道获得两倍于前一年的客户。1995 年，公司的季度内部增长率增至 3 倍，从约每季度净增 50 000 新用户达到每季度净增超过 150 000 用户。我们将 1995 年新增的 366 000 用户视做对我们内部增长战略的认可。

收购也在该年的增长中发挥了重要作用。我们今年完成了 6 项收购交易，使用户增加 110 多万。最重要的收购是收购 USA Mobile。这项 5.4 亿美元的收购交易是寻呼业历史上第二大收购案，使 Arch 增加了 959 000 用户。

创纪录的财务业绩

无线通讯业的财务业绩主要通过营业现金流量或“EBITDA”（息、税、折旧和摊销前收益）来衡量。这种业绩指标是股票市场对公司估价的基础，也是衡量公司保证融资能力的重要标准。Arch 的 EBITDA 实现了创纪录的增长，从 1994 年末 2 000 万美元的年收益水平提高到 1995 年末 8 000 万美元的年收益水平。

Arch 的净收入从 1994 年的 6 310 万美元增加到 1995 年的 1.418 亿美元，增长了 125%。净收入是产品和服务销售收入减去产品销售成本后的金额，这是寻呼业的标准表示方法。公司的股东权益或市场资本总额从 1.35 亿美元增加到 5 亿美元。

行业合并

Arch 继续在行业日益加速的合并中发挥重要作用。到目前为止，我们已经完成了 32 项收购，这些收购使 Arch 得以通过提高经营杠杆和向新地域市场扩展增加股东价值。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在 1995 年，除主要实施对 USA Mobile 的收购外，Arch 还进行了其他 5 项收购，包括收购在得克萨斯、加利福尼亚和佐治亚州从事经营的 The Beeper Company of America 公司，在得克萨斯州从事经营的 Beta Tele-Page 公司，在佐治亚州从事经营的 Data Transmission 公司，在路易斯安那州从事经营的 Groome Enterprise 公司，以及在佛罗里达州从事经营的 Professional Paging and Radio 公司。

年末，Arch 签订了以 3.4 亿美元收购 Westlink Holdings 公司的协议。预计该项交易将于 1996 年第 2 季度结束。预计通过收购 Westlink，Arch 将拥有 250 万用户，在 38 个州从事经营，并成为美国第三大寻呼公司。此外，在收购结束后，预计年 EBITDA 将超过 1 亿美元。

窄带个人通讯服务（NPCS）

我们认为，作为新的窄带无线通讯服务的平台，NPCS 将拥有很好的发展前景。Arch 通过两项战略投资，定位于参与这种新一代的通讯服务。

我们的第一项投资是投资于 PCS Development Corporation（PCSD）。在该公司初创阶段，Arch 发挥了重要作用。成立 PCSD 的目的在于参加联邦通讯委员会 1994 年拍卖 NPCS 许可证的投标。PCSD 在拍卖中取得投标成功，获得一对 50 千赫接收/50 千赫发送频谱的全国许可证。这些频谱用于语音寻呼和无线数据服务应用程序十分理想。我们相信，通过所拥有的 PCSD 10%股权和在 PCSD 董事会中所占席位，Arch 将有机会在未来提供激动人心的崭新的 NPCS 服务。

我们的第二项战略投资产生于打算进行的对 Westlink Holdings 公司的收购。作为这项收购的一部分，Arch 将购入 Benbow PCS Ventures 公司 49%的股份。Benbow 拥有覆盖大半个美国的一对 50 千赫发送/12.5 千赫接收频谱许可证。预计 Benbow 的许可证将加强 Arch 成为不断发展的 NPCS 市场中的全面参与者的能力。

人力资源

1995 年，在 Arch 的业务迅猛增长的同时，管理团队的实力也突飞猛进。伴随着对 USA Mobile 的收购，拥有多年寻呼业管理经验的斯坦·塞克（Stan Sech）作为目前公司最大的部门——USA Mobile 的总裁加入。托尼·奥特（Tony Ott）被推选为信息部副总裁，为 Arch 带来了超过 20 年的信息服务和电信业管理经验。鲍勃·阿尔珀林（Bob Alperin）作为业务发展部的副总裁加入 Arch，他将致力于扩展战略联盟、开发新的分销合作伙伴和帮助实施未来收购。卡罗尔·伯恩斯（Carol Burns）被任命为人力资源部主管，他拥有超过 14 年的人力资源领域管理经验。我们很高兴地欢迎这些主要领导者加入 Arch 的管理团队。

总 结

1995 年是 Arch 历史上最重要的一年。除全部主要经营和财务指标都创造了最高纪录外，我们还达到了获取未来成功所必需的规模和全国市场占有率。我想感谢所有 Arch 团队成员的奉献、支持和高执业水平，他们对我们取得卓越的经营业绩记录至关重要。尽管所有 Arch 人都以过去的成就为荣，但激发我们的是未来的光明前景。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

董事会主席、总裁兼首席执行官
小 C · E · 贝克
1996 年 3 月 12 日

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析

概述

Arch 是一家领先的无线通讯服务（主要是寻呼服务）提供商，截至 1995 年 12 月 31 日拥有 200 万寻呼机用户。从 1991 年 9 月 1 日到 1995 年 12 月 31 日，Arch 的总用户数以每年 89.1%的综合比率增长，内部用户每年综合增长率（不包括通过收购增加的寻呼机用户）为 52.8%。

Arch 的绝大部分收入来自向接受寻呼服务的用户收取的与使用频率无关的固定定期(通常为按月收取）费用。只要用户仍接受服务，Arch 无需发生额外的销售费用，就可以从经常发生的固定定期费用支付中获益，从而提高经营业绩。Arch 的服务、租赁和维修收入及相关费用表现出几乎同样的增长态势。在过去 3 年中，Arch 每位用户的平均寻呼收入下降，主要有两方面原因：（1）用户自有和中间商自有寻呼机的比例从 1992 年 8 月 31 日在用寻呼机的 29%增加到 1995 年 12 月 31 日在用寻呼机的 55%，对这部分寻呼机，Arch 收不到经常性的机器租金；（2）通过间接渠道净增加的新用户比例从 1992 年 8 月 31 日前 1 年的 3%增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 49%。通过间接渠道增加的大部分用户来自以批发价格从 Arch 购买频道时间的中间商。由这些趋势造成的每位用户平均寻呼收入的下降被相关费用的更大减少所全部抵消，以致 Arch 这段期间的毛利提高。

Arch 的总收入从 1992 年 8 月 31 日前 1 年的 3 520 万美元增加到 1994 年 8 月 31 日前 1 年的 6 720 万美元，从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 7 590 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 1.626 亿美元。在同一期间，Arch 通过提高经营效率和规模经济效益，降低了每台寻呼机的营业成本，以巩固在市场中的竞争地位。由于用户群迅速增长，Arch 发生了大量销售费用，这些费用在发生当年冲减营业利润。由于发生了大量与收购和开发资产相关的折旧和摊销费用以及与债务相关的利息费用，Arch 分别于 1992 年 8 月 31 日前 1 年、1993 年 8 月 31 日前 1 年、1994 年 8 月 31 日前 1 年、1994 年 12 月 31 日前 4 个月、1994 年 12 月 31 日前 1 年和 1995 年 12 月 31 日前 1 年报告了 670 万美元、570 万美元、510 万美元、330 万美元、650 万美元和 3 660 万美元的净亏损。尽管如此，由于用户群取得了增长，Arch 的经营成果仍然提高了，这可以通过公司的 EBITDA 从 1992 年 8 月 31 日前 1 年的 980 万美元增加到 1994 年 8 月 31 日前 1 年的 1 600 万美元，从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 1 800 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 4 720 万美元得到证明。

EBITDA 是寻呼业的标准财务业绩计量指标，也是用于计算 Arch 及其子公司是否遵守各自的债务保证条款的财务指标之一，但不应被解释为根据公认会计准则确定的营业收益或营业活动产生的现金流量的替代指标。Arch 的财务目标是增加其 EBITDA，因为该收益是支付债务利息和为持续增长投资（包括购买寻呼机、建造寻呼系统设备和扩展寻呼系统，以及可能的收购）的重要资金来源。

1994 年 10 月 17 日，Arch 宣布将会计年度末由 8 月 31 日改为 12 月 31 日。Arch 在附有 1994 年 9 月 1 日—12 月 31 日期间的经审计财务报表的 10-K 表中提出了更改申请，并决定将 1993 年 9

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

月 1 日—12 月 31 日期间的未经审计会计报表包括在内，以便于比较。现在，Arch 的季度和年度报告以新的会计年度末——12 月 31 日为基础编制。

经营成果

下面的报表列示了 Arch 合并损益表中的一些项目占净收入（总收入减产品销售成本）的比重和该期的一些其他信息。

	8 月 31 日前 1 年		12 月 31 日前 4 个月		12 月 31 日前 1 年	
	1993	1994	1993	1994	1994	1995
总收入	109.8%	117.7%	111.7%	120.1%	120.3%	114.7%
销售成本	(9.8)	(17.7)	(11.7)	(20.1)	(20.3)	(14.7)
净收入	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
营业费用：						
服务、租赁和维修费用	23.1	23.0	22.8	22.4	22.8	20.9
销售费用	17.7	17.9	17.6	18.6	18.3	17.3
一般管理费用	31.8	31.0	31.8	30.1	30.5	28.5
折旧和摊销	33.3	29.8	32.0	29.5	29.0	42.5
营业收益（亏损）	(5.9)%	(1.7)%	(4.2)%	(0.6)%	(0.6)%	(9.2)%
净收益（亏损）	(13.9)%	(8.9)%	(10.8)%	(14.0)%	(10.2)%	(25.8)%
EBITDA	27.4%	28.1%	27.8%	28.9%	28.5%	33.3%
每台寻呼机年服务、租赁和维修费（美元）	48	41	44	33	35	28
每台新增在用寻呼机的销售成本（美元）	105	74	90	68	69	67

结束于 1995 年 12 月 31 日的年度与结束于 1994 年 12 月 31 日的年度相比较

总收入由 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 7 590 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 1.626 亿美元，增长 8 670 万美元（或 114.2%）；同期净收入由 6 310 万美元增加到 1.418 亿美元，增长 7 870 万美元（或 124.7%）。服务、租赁和维修收入主要由与寻呼机销售或租赁相关的经常性收入组成，从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 6 150 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 1.385 亿美元，增长 7 700 万美元（125.2%），这些收入的增长主要是由于在用寻呼机的数量从 1994 年 12 月 31 日的 538 000 部增加到 1995 年 12 月 31 日的 2 006 000 部。收购寻呼公司使在用寻呼机增加 1 102 000 部，其余 366 000 部寻呼机通过内部增长增加。1994 和 1995 年 12 月 31 日前 1 年，维修收入在服务、租赁和维修总收入中所占比重不足 10%。Arch 并不区分服务和租赁收入。由于寻呼机销量增加，产品销售收入与产品销售成本的差额从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 160 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 330 万美元，增长 110.7%。

服务、租赁和维修费用主要由电话线和网站租赁费用组成，从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 1 440 万美元（净收入的 22.8%）增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 2 970 万美元（净收入的 20.9%）。绝对金额的增长主要是由于与系统扩展和对更多用户提供寻呼服务相关的费用增加。服务、租赁和维修费用在收入中占比下降，原因在于以上提到的 Arch 用户增加。由于现有寻呼系统随新用户增加而承载更多的用户，这些寻呼系统的固定运营成本可以分摊给更多的用户。每位用户的年服务、租

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

债和维修费用从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 35 美元下降到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 28 美元。

销售费用从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 1 150 万美元（净收入的 18.3%）增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 2 450 万美元（净收入的 17.3%）。销售费用增加是由于为支持用户持续增长所需的销售人员增加，因为通过内部增长产生的在用新寻呼机数量从 1994 年 12 月 31 日前 1 年到 1995 年 12 月 31 日前 1 年增加了 117.9%。Arch 每台在用新寻呼机的销售成本从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 69 美元下降到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 67 美元。大多数销售费用与新增用户的数量直接相关。因此，如果在用寻呼机以比过去更快的比率增加，则未来这种费用将上升。

一般管理费用从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 1 920 万美元（净收入的 30.5%）增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 4 040 万美元（净收入的 28.5%）。绝对金额的增长主要是由于与支持更多在用寻呼机相关的费用增加。

折旧和摊销费从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 1 830 万美元（净收入的 29.0%）增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 6 020 万美元（净收入的 42.5%）。这些费用反映 Arch 对寻呼公司的收购（作为购买进行会计处理）以及为支持持续增长对寻呼机和其他系统扩展设备的持续投资。由于 1995 年 9 月对 USA Mobile 实施收购（也采用购买法进行会计核算），Arch 预计到 2002 年 12 月 31 日前 1 年为止，其折旧和摊销费用年增加额将达到约 7 000 万美元。如果 Arch 完成正在进行的对 Westlink 的收购，将导致 Arch 的未来折旧和摊销费用进一步大幅上升。

由于以上概括的因素的影响，营业亏损从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 40 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 1 300 万美元。

利息费用净额从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 500 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 2 250 万美元（净收入的 42.5%），主要原因在于 Arch 尚未清偿的债务增加和利率提高。Arch 预计其未来利息费用将大幅增加，因为在实施 1995 年 9 月对 USA Mobile 的收购、正在进行的对 Westlink 的收购以及其他收购过程中发生了额外债务。

在 1995 年 12 月 31 日前 1 年，Arch 确认了 460 万美元的所得税纳税利益，反映 1995 年 9 月 7 日后的营业亏损带来的纳税利益。该项亏损可用于抵消以前确认的产生于 Arch 对 USA Mobile 收购的递延所得税负债。Arch 预计将在 1996 年 12 月 31 日前 1 年确认这种纳税利益 2 890 万美元。

在 1995 年 12 月 31 日前 1 年，Arch 确认了 170 万美元特别费用，反映与 1995 年 5 月提前偿还以前信贷额度下的债务相关的未摊销递延融资成本的冲销。在 1994 年 12 月 31 日前 1 年，Arch 确认了 110 万美元的特别费用，反映与 1994 年 9 月提前偿还以前信贷额度下的债务相关的未摊销递延融资成本的冲销。

由于上述因素的影响，净亏损从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 650 万美元增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 3 660 万美元。1995 年 12 月 31 日前 1 年的净亏损中包括 400 万美元的费用，反映自 Arch 于 1995 年 5 月 16 日最初购入 USA Mobile 37%的股份到 1995 年 9 月 7 日完成对 USA Mobile 的收购为止这段期间 Arch 按持股比例在 USA Mobile 的净亏损中所占的份额。如上所述，因 1995 年 9 月 Arch 实施对 USA Mobile 的收购和正在进行的对 Westlink 的收购而导致的折旧和摊销费用的增长，将增加 Arch 的未来净亏损（或减少其未来净收益）。

由于上述因素的影响，EBITDA 增长 162.6%，从 1994 年 12 月 31 日前 1 年的 1 800 万美元（净收入的 28.5%）增加到 1995 年 12 月 31 日前 1 年的 4 720 万美元（净收入的 33.3%）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

近期和正在进行的收购

1995 年 9 月，Arch 以 5.822 亿美元的总金额完成了对 USA Mobile 的收购，收购价款由 8 890 万美元现金（包括直接交易成本），在收购完成日价值 2.09 亿美元的普通股 7 599 493 股，以及所承担的包括 2.412 亿美元长期债务在内的 2.843 亿美元负债组成。收购通过两个步骤完成。Arch 首先在 1995 年 5 月以招标收购股权的方式，按每股 15.40 美元的价格购入 5 450 000 USA Mobile 普通股，约为当时 USA Mobile 流通在外普通股的 37%。1995 年 9 月 7 日，Arch 通过与 USA Mobile 合并完成了对 USA Mobile 的收购。按照公认会计准则，出于会计和编制财务报告目的，Arch 在该项交易中被视做收购方（参见合并财务报表附注 2）。

1995 年，Arch 还完成了 5 项其他收购，共支付现金 3 610 万美元，发行在收购完成日价值 690 万美元的普通股 395 000 股（参见 Arch 合并财务报表附注 2）。

1995 年 12 月，Arch 签订以约 3.4 亿美元现金收购 Westlink 的明确协议，视根据 Westlink 在结账前花费的某些预算或核定资本支出减去 1995 年 12 月 17 日至结账日之间 Westlink 的银行债务增加额所作调整而定。

Arch 打算继续把收购寻呼公司作为其增长战略的一部分。因此，Arch 持续评价收购机会，不时就可能的收购展开讨论。1995 年 12 月 5 日，Arch 签订了以 1 400 万美元收购一家寻呼公司的意向书，收购价款视调整而定，其中 750 万美元将以现金支付，650 万美元将以发行不记名普通股的方式支付。收购取决于明确的购买协议的执行、管理部门的批准和其他条件，不能确保收购一定会完成。

资金来源

在 1992 年 8 月 31 日前 1 年、1993 年 8 月 31 日前 1 年、1994 年 8 月 31 日前 1 年、1994 年 12 月 31 日前 4 个月、1994 年 12 月 31 日前 1 年和 1995 年 12 月 31 日前 1 年，Arch 的营业活动产生的净现金分别为 790 万美元、870 万美元、1 480 万美元、470 万美元、1 420 万美元和 1 470 万美元。

1995 年 2 月，Arch 完成了 4 600 000 普通股的公开发行，其中 2 701 296 股由 Arch 出售，取得净收入 4 620 万美元，1 898 704 股由 Arch 的一些股东出售（包括由 Arch 收购的一些寻呼企业的从前所有者出售的 1 295 000 股）。Arch 使用股票出售收入偿还以前信贷额度下的借款 4 620 万美元。

1996 年 2 月 7 日，公司公布报价（“转换报价”），对以每股 16.75 美元转换为普通股的利率为 6.75%、将于 2003 年到期的可转换次级公司债券（“Arch 可转换公司债券”）的每 1 000 美元本金支付 110 美元的现金溢价。在转换报价有效期满的 1996 年 3 月 6 日东部时间午夜 12 点，公司收到要求转换的 Arch 可转换公司债券本金 14 121 000 美元，交换共计约 843 000 普通股和 160 万美元现金。

1996 年 3 月 12 日，Arch 完成了利率为 10.875%、将于 2008 年到期的优先折扣债券的公开发行，本金共计 4.674 亿美元（2.75 亿美元初始附加值）。在 2001 年 3 月 15 日前，不计算优先折扣债券的利息。从 2001 年 9 月 15 日开始，优先折扣债券按 10.875%的年利率每半年付息一次。发行优先折扣债券取得的净收入 2.661 亿美元，在扣除承销折扣、佣金和销售费用后，将主要用于为 Arch 正在进行的对 Westlink 的收购提供部分收购资金。在完成对 Westlink 的收购的过程中，Arch 使用净收入中的 2.25 亿美元偿还 Arch 以前信贷额度下的现存债务，其余部分主要投资于短期附息证券（参见 Arch 合并财务报表的附注 3 和附注 9）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

未来资本需求

公司的经营战略要求获得大量资金，以使为持续发展和业务活动的进一步扩展，包括公司正在进行的对 Westlink 的收购和其他可能收购融资。公司所需资本数额将取决于许多因素，包括用户增长率、技术开发、营销和销售费用、竞争环境、收购战略和收购机会。即使存在这种可能性，也不能保证公司能按可接受的条件获得额外的股权或债权融资。在需要时得不到足够的融资会对公司产生重大的负面影响。

合并资产负债表

1994 年，Arch 把会计年度末由 8 月 31 日改为 12 月 31 日，以下报表中包含从 1994 年 9 月 1 日到 12 月 31 日这段期间。目前，Arch 的财务报告以新的会计年度末——12 月 31 日为基础编制。

12 月 31 日（除股数外，以千美元计）	1994	1995
资产		
流动资产：		
现金	2 351	3 643
应收账款（分别减 1994 和 1995 年准备金 707 美元和 2 125 美元）	4 632	14 278
存货	—	11 801
应收员工款	47	41
预付费用和其他	1 453	3 908
流动资产合计	8 483	33 671
财产和设备，以成本计价：		
土地、建筑物和改良	3 333	6 813
寻呼和电脑设备	73 992	191 461
家具、装修和车辆	2 935	7 362
	80 260	205 636
减累计折旧和摊销	23 130	36 390
财产和设备净值	57 130	169 246
无形资产和其他资产（分别减 1994 和 1995 年累计摊销 14 255 美元和 44 915 美元）	52 245	582 459
	117 858	785 376
负债和股东权益		
流动负债：		
长期债务的本年到期部分	86	166
应付账款	8 567	22 463
应计费用	3 044	8 947
应计利息	391	7 845
用户保证金	1 182	5 258
递延收入	1 800	4 493
流动负债合计	15 070	49 172
长期债务，减本年到期部分	93 420	457 044
递延所得税	—	28 900
承付款（附注 6）		
可赎回优先股	—	3 376
股东权益：		
优先股—每股面值 0.01，额定股数 10 000 000 股，未发行	—	—
普通股—每股面值 0.01，额定股数 75 000 000 股，已发行且流通在外：1994 和 1995 年分别为 8 058 665 股和 19 653 031 股	81	197
股本溢价	60 823	334 825
累计亏损	(51 536)	(88 138)
股东权益合计	9 368	246 884
	117 858	785 376

所附附注是合并财务报表的组成部分。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并损益表

1994 年，Arch 把会计年度末由 8 月 31 日改为 12 月 31 日。以下报表中包含从 1994 年 9 月 1 日到 12 月 31 日这段期间。目前，Arch 的财务报告以新的会计年度末——12 月 31 日为基础编制。

(除股数和每股金额外,以千美元计)	8月31日 前1年 1993	8月31日 前1年 1994	12月31日 前4个月 1993 (未经审计)	12月31日 前4个月 1994	12月31日 前1年 1995
服务、租赁和维修收入	39 610	55 139	16 457	22 847	138 466
产品销售收入	5 698	12 108	2 912	5 178	24 132
收入合计	45 308	67 247	19 369	28 025	162 598
产品销售成本	(4 031)	(10 124)	(2 027)	(4 690)	(20 789)
	41 277	57 123	17 342	23 335	141 809
营业费用:					
服务、租赁和维修费用	9 532	13 123	3 959	5 231	29 673
销售费用	7 307	10 243	3 058	4 338	24 502
一般管理费用	13 123	17 717	5 510	7 022	40 448
折旧和摊销	13 764	16 997	5 549	6 873	60 205
营业费用合计	43 726	58 080	18 076	23 464	154 828
营业收益（亏损）	(2 449)	(957)	(734)	(129)	(13 019)
利息费用	(3 036)	(4 221)	(1 138)	(2 009)	(22 560)
利息收入	175	109	6	16	38
在联属企业亏损中所占份额	—	—	—	—	(3 977)
所得税纳税利益和非常项目前收益（亏损）	(5 310)	(5 069)	(1 866)	(2 122)	(39 518)
所得税纳税利益	—	—	—	—	4 600
非常项目前收益（亏损）	(5 310)	(5 069)	(1 866)	(2 122)	(34 918)
提前偿债产生的特别费用	(415)	—	—	(1 137)	(1 684)
净收益（亏损）	(5 725)	(5 069)	(1 866)	(3 259)	(36 602)
可赎回优先股的收益	—	—	—	—	(102)
普通股股东净收益（亏损）	(5 725)	(5 069)	(1 866)	(3 259)	(36 704)
非常项目前普通股每股收益（亏损）	(0.74)	(0.71)	(0.26)	(0.29)	(2.59)
提前偿债产生的特别费用	(0.06)	—	—	(0.16)	(0.12)
可赎回优先股的收益	—	—	—	—	(0.01)
普通股每股净收益（亏损）	(0.80)	(0.71)	(0.26)	(0.45)	(2.72)
流通在外普通股加权平均股数	7 125 164	7 153 044	7 149 136	7 238 624	13 497 734

所附附注是合并财务报表的组成部分。

合并现金流量表

1994 年，Arch 把会计年度末由 8 月 31 日改为 12 月 31 日。以下报表中包含从 1994 年 9 月 1 日到 12 月 31 日这段期间。目前，Arch 的财务报告以新的会计年度末——12 月 31 日为基础编制。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

(以千美元计)	8月31日 前1年 1993	8月31日 前1年 1994	12月31日 前4个月 1993 (未经审计)	12月31日 前4个月 1994	12月31日 前1年 1995
营业活动产生的现金流量:					
净收益（亏损）	(5 725)	(5 069)	(1 866)	(3 259)	(36 602)
将净收益（亏损）调整为经营活动产生的净现金:					
折旧和摊销	13 764	16 997	5 549	6 873	60 205
递延纳税利益	—	—	—	—	(4 600)
提前偿还债务产生的特别费用	415	—	—	1 137	1 684
在联属企业净亏损中所占份额	—	—	—	—	3 977
次级债券的折扣收益	70	—	—	—	—
应收款项损失准备	873	1 239	389	649	3 915
资产和负债的变动，减收购寻呼公司影响后的净额:					
应收账款	(1 296)	(2 683)	(929)	(855)	(9 582)
存货	—	—	—	—	(3 176)
应收雇员款	8	16	15	2	6
预付费用和其他	(419)	(197)	(164)	(156)	(517)
应付账款	23	2 633	2 143	2 338	3 535
应计费用	681	1 093	108	(1 382)	(5 089)
应计利息	(143)	523	123	(279)	1 003
客户保证金	81	248	10	(173)	262
递延收入	389	(19)	(72)	(215)	(272)
营业活动产生的净现金	8 721	14 781	5 306	4 680	14 749
投资活动产生的现金流量:					
财产和设备增置，净值	(16 607)	(21 506)	(5 340)	(9 438)	(45 331)
无形和其他资产增置	(4 246)	(4 151)	(2 146)	(5 841)	(15 137)
收购寻呼公司，减获得现金后的净值	(10 145)	(3 325)	—	(15 085)	(132 081)
投资活动产生的净现金	(30 998)	(28 982)	(7 486)	(30 364)	(192 549)
融资活动产生的现金流量:					
发行长期债务	13 323	40 225	35 225	58 872	191 617
偿还长期债务	(2 061)	(25 791)	(24 125)	(32 776)	(63 705)
出售普通股净收入	6	202	190	12	51 180
融资活动产生的净现金	11 268	14 636	11 290	26 108	179 092
现金和现金等价物的净增加（减少）额	(11 009)	435	9 110	424	1 292
期初现金	12 501	1 492	1 492	1 927	2 351
期末现金	1 492	1 927	10 602	2 351	3 643

所附附注是合并财务报表的组成部分。

合并财务报表附注

1. 组织和主要会计政策

组织 Arch Communication Group 公司（Arch）是一家领先的无线通讯服务（主要是寻呼服务）提

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

供商。

合并原则 所附合并财务报表包括 Arch 及其全资拥有子公司的报表。所有重要公司间账户和交易已经被抵消。

收入确认 在提供相关服务时，Arch 根据与客户签订的租赁和服务协议确认收入。维修收入和相关成本按在协议规定的各自期限内按比例确认。机器销售收入在交货时确认。佣金在发生当时确认为费用。

存货 存货是指所持有的专用于转售的新寻呼机。存货按成本与市价孰低计列，成本按先进先出法确定。

财产和设备 自 1993 年 6 月 1 日起，Arch 把寻呼机的预计使用期限由 5 年改为 4 年。这种改变旨在更好地反映寻呼机能够带来机器租赁收入的预计期限。在 1993 年 8 月 31 日前 1 季度，这种改变使折旧费和净亏损增加约 700 000 美元（每股 0.10 美元）。

自 1995 年 10 月 1 日起，Arch 把寻呼机的预计使用期限由 4 年改为 3 年。这种改变旨在更好地反映寻呼机能够带来租赁收入的预计期限。在 1995 年 12 月 31 日前 1 季度，这种改变对折旧费用或净亏损没有重大影响。

出售或报废的寻呼机使用先进先出法按账面净值从账户中结转。

Arch 按以下预计使用期限使用直线法计提折旧和摊销：

资产种类	预计使用期限
建筑物和改良	20 年
租赁资产改良	租赁期
寻呼和电脑设备	3—8 年
家具和装修	5—8 年
车辆	3 年

无形资产和其他资产 1994 年 12 月 31 日和 1995 年 12 月 31 日，无形资产和其他资产减累计摊销后的净额包括以下内容：

（以千美元计）	1994	1995
购入的用户名册	5 675	96 686
购入的 FCC 许可证	22 886	174 533
商誉	12 722	283 814
非竞争协议	963	5 321
递延融资成本	3 867	6 012
对 PCS 投资		
开发公司	1 419	6 500
其他	4 713	9 593
	52 245	582 459

用户名册、联邦通讯委员会（FCC）许可证和商誉按 5—10 年的预计使用期限使用直线法摊销。非竞争协议在协议期内使用直线法摊销。其他资产包括合同权、组织成本与 FCC 应用和开发成本，按不超过 10 年的预计使用期限使用直线法摊销。开发成本包括在寻呼系统开发和扩展过程中发生的临时直接成本，按两年的期限摊销。

与 Arch 的信贷协议相关的递延融资成本（参见附注 3）在不超过相关协议期限的期间内摊销。随着对信贷协议的修正和重新商议，未摊销递延融资成本被作为特别费用冲销。在 1994 年 12 月 31

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

日前 4 个月，确认了 1 137 000 美元的费用。此外，在 1995 年第 2 季度确认了与 1995 年 5 月一份新信贷额度的结束相关的费用 1 684 000 美元。

1994 年 11 月 8 日，PCS 开发公司（PCSD）在 FCC 窄带无线频谱拍卖中成功地获取了美国 5 个指定地区的双向寻呼许可证使用权。在合并结束后，Arch 在 PCSD 公司拥有 17.47%的权益份额，但后来被稀释为 10.5%。到 1995 年 12 月 31 日为止，Arch 对 PCSD 的投资共计 650 万美元。

Arch 根据可能产生的预计现金流量对商誉和无形资产的变现能力作出评价，从而与计量这些资产时使用的最初预计值相比较，按照减损的程度确认减值。到目前为止，Arch 还没有发生这种价值减损。

金融工具的公平市价 正如财务会计准则公告（SFAS）第 107 号所界定的，Arch 的金融工具包括现金和债务融资。1995 年 12 月 31 日，现金的公平价值等于账面价值。

正如附注 3 指出的，Arch 的债务融资主要包括：（1）优先银行债务；（2）固定利率优先债券；（3）可转换次级公司债券。Arch 将优先银行债务的公平价值视做等于账面价值，因为相关信贷额度按现行市场利率计息。Arch 无法确定可转换次级公司债券的公平价值，因为在各自的协议中有特定的期限和转换特征。各种信贷额度要根据债务发生当时的实际情况和市场环境与贷款人协商。由于过去 1 年 Arch 经历了重大变革，管理层不能确定目前应使用什么利率和期限。

Arch 的固定利率优先债券公开交易。下表以 1995 年 12 月 31 日的市场报价为基础，列示了这种债务的公平价值：

种类（以千美元计）	账面价值	公平价值
利率 9.5%，将于 2004 年到期的 USA Mobile II 优先债券	125 000	129 000
利率 14%，将于 2004 年到期的 USA Mobile II 优先债券	100 000	111 000

普通股每股净收益（亏损） 普通股每股净收益（亏损）根据流通在外普通股的加权平均数计算。可以依据股票期权和次级公司债券转换发行的普通股已经被考虑进去，因为它们能起到预防稀释的作用。

预计值的使用 根据公认会计准则编制财务报表，要求管理层对影响财务报表编制日资产和负债的报告金额，或有资产和负债的披露，以及影响报告期间收入和费用报告金额的因素作出预计和假设。实际结果可能与预计值有所不同。

未经审计的中期合并财务报表 1993 年 12 月 31 日前 4 个月的合并损益表和合并现金流量表未经审计，Arch 的管理层认为，这些报表包括公允反映 Arch 的合并财务状况、经营成果和现金流量所需的全部正常的经常性调整。1993 年 12 月 31 日前 4 个月的经营成果并不预示任何其他期间的经营成果。

会计年度末的更改 1994 年 10 月，Arch 把会计年度末由 8 月 31 日改为 12 月 31 日。现在，Arch 的季度和年度报告以新会计年度末为基础编制。

重新归类 以前期间的某些金额已经被重新归类，以使与 1995 年的被露相一致。

2. 收购

1993 年 8 月 31 日前 1 年，Arch 分别收购了位于纽约、新罕布什尔州和缅因州的 4 个寻呼系统，收购价款共计约 10 100 000 美元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1994 年 8 月 31 日前 1 年，Arch 以约 3 325 000 美元收购了位于罗得岛州的 1 个寻呼系统。

1994 年 12 月 31 日前 4 个月，Arch 分别收购了位于佛罗里达州的 1 个寻呼系统的资产以及位于伊利诺伊和威斯康星州的一家寻呼公司的存货，收购价款共计约 3 100 万美元，其中包括价值 1 590 万美元的 900 000Arch 普通股。与股票收购相联系，所收购资产的公平价值约为 3 300 万美元，承担负债约 200 万美元。1994 年 12 月，Arch 以约 500 000 美元现金从 BellSouth Telecommunications 公司购入了一些寻呼系统资产和频谱。

1995 年 9 月 7 日，Arch 完成了对 USA Mobile Communications Holdings 公司（USA Mobile）的收购。收购通过两个步骤完成。Arch 首先在 1995 年 5 月以 8 890 万美元现金收购 5 450 000 USA Mobile 普通股，约为当时 USA Mobile 流通在外普通股的 37%，收购价款由通过 Arch 企业信贷额度取得的借款筹得（参见附注 3）。其后，1995 年 9 月 7 日，Arch 通过与 USA Mobile 合并完成了对 USA Mobile 的收购。合并成功后，USA Mobile 被重新命名为 Arch Communications Group 公司。在合并中，USA Mobile 的全部发行在外普通股被以 0.802 0 股换 1 股交换为 Arch 的普通股（共计 7 599 493 Arch 普通股），而 Arch 于 1995 年 5 月购入的 5 450 000 USA Mobile 普通股被注销。USA Mobile 流通在外的 A 系列可赎回优先股仍然流通在外，不受合并的影响（参见附注 4）。

出于编制会计和财务报告目的，Arch 被视做收购方。收购支付或交换的总价款共计 5.822 亿美元，由 8 890 万美元现金（包括直接交易成本）、价值 2.09 亿美元的 7 599 493 Arch 普通股以及所承担的包括 2.412 亿美元长期债务在内的 2.843 亿美元负债组成。

1995 年 12 月 31 日前 1 年，除上述合并外，Arch 还完成了其他 5 项对寻呼公司的收购，收购价款共计约 4 300 万美元，由 3 610 万美元现金和价值 690 万美元的 Arch 普通股 395 000 股组成。这些收购及上述合并产生的商誉将按 10 年的期限使用直线法摊销。

这些收购在会计上被作为购买处理，而且其经营成果自收购日起被包含在合并财务报表中。以下未经审计的试算摘要表列示了假设收购在所列示期间的期初发生，在进行某些调整（包括对被收购资产的折旧和摊销以及收购债务的利息费用的调整）后的合并经营成果。试算表的编制只是出于比较目的，并不旨在表明如果在所列示期间的期初进行收购会发生什么情况，也不旨在预示未来的经营结果。

	8 月 31 日前 1 年	12 月 31 日前 4 个月	12 月 31 日前 1 年
（未经审计）	1994	1993	1994	1995
收入	155 566	42 093	67 512	249 507
非常项目前收益（亏损）	(75 523)	(25 161)	(25 188)	(71 806)
净收益（亏损）	(75 523)	(25 161)	(26 325)	(73 490)
每股净收益（亏损）	(4.71)	(1.57)	(1.64)	(3.93)

1995 年 12 月 17 日，Arch 签订以约 3.4 亿美元现金收购 Westlink 的明确协议，视根据 Westlink 在结账前花费的某些预算或核定资本支出减去 1995 年 12 月 17 日至结账日之间 Westlink 的银行债务增加额所作调整而定。该项收购取决于结账情况，包括联邦电信委员会（FCC）的批准。

3. 长期债务

1994 和 1995 年 12 月 31 日的长期债务包括以下内容：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（以千美元计）	1994	1995
优先银行债务	58 872	204 500
利率 9.5%，将于 2004 年到期的 USA Mobile II 优先债券	—	125 000
利率 14%，将于 2004 年到期的 USA Mobile II 优先债券	—	100 000
可转换次级公司债券	34 475	27 485
非竞争协议债务	135	210
融资租赁债务	24	15
	93 506	457 210
减本年到期部分	86	166
长期债务	93 420	457 044

4. 后续事件

1996 年 3 月 6 日，本金为 1 410 万美元的 Arch 可转换公司债券（参见附注 3）的持有者决定将其 Arch 可转换公司债券以每股 16.75 美元的转换价格转换为 Arch 普通股，收到约 843 000 Arch 普通股以及 160 万美元现金溢价。

1996 年 3 月 12 日，Arch 完成了利率为 10.875%，将于 2008 年到期的 Arch 优先折扣债券的公开发行，本金共计 4.674 亿美元（2.75 亿美元初始附加值）。在 2001 年 3 月 15 日前，不计算优先折扣债券的利息。从 2001 年 9 月 15 日开始，优先折扣债券按 10.875%的年利率每半年付息一次。发行优先折扣债券取得的净收入 2.661 亿美元，在扣除承销折扣、佣金和销售费用后，将主要用于为 Arch 正在进行的对 Westlink 的收购提供部分收购资金（参见附注 2）。在完成对 Westlink 的收购的过程中，Arch 使用净收入中的 2.25 亿美元偿还 Arch 以前信贷额度下的现存债务，其余部分主要投资于短期附息证券。

独立公共会计师报告

Arch Communications Group 公司：

我们审计了所附 Arch Communications Group 公司（一家特拉华州公司）及其子公司 1994 年 12 月 31 日和 1995 年 12 月 31 日的合并资产负债表，以及 1994 年 8 月 31 日前 2 年每年、1994 年 12 月 31 日前 4 个月和 1995 年 12 月 31 日前 1 年的相关合并损益表、合并股东权益表和合并现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认会计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Arch Communications Group 公司及其子公司 1994 年 12 月 31 日和 1995 年 12 月 31 日的财务状况，以及 1994 年 8 月 31 日前 2 年每年、1994 年 12 月 31 日前 4 个月和 1995 年 12 月 31 日前 1 年的经营成果和现金流量状况。

Arthur Anderson LLP

马萨诸塞州波士顿市

1996 年 2 月 15 日（不包括附注 9 所提到的事件，因为它们发生于 1996 年 3 月 12 日）

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 14 章　信用分析与危机预测

信用分析是从公司债务持有者或潜在债务持有者的角度评价公司。公司债务包括商业应付账款、贷款和公开债务证券等。信用分析的一个要素是预测公司面临财务危机的可能性。

多种决策背景涉及到信用分析：

- 潜在的供货商要了解：我应否向这家公司出售产品或服务？相关信用虽然将在很短的期间被提供，但金额很大，我应该在一定程度上确保收账风险可以管理。
- 商业银行家要了解：我们应否向这家公司提供贷款？如果应该，贷款应如何组织？应如何定价？
- 如果已经同意贷款，银行家以后还需了解：我们是否还提供这家公司需要的包括信贷在内的服务？这家公司是否仍然符合贷款条件？如果不符合，是否需要重组贷款？如果需要，如何重组？公司的状况是否严重到要加速贷款偿还的地步？
- 养老基金经理、保险公司或其他投资者要了解：对这些债务证券的投资是否合理？公司面临危机和不履行偿债责任的概率有多大？收益率是否足以补偿涉及的违约风险？
- 打算购买已经违约债务证券的投资者要了解：这家公司好转的可能性有多大？考虑到这种债务相对于其当前价格的高收益率，我能否接受债务不能完全偿还的风险？

尽管信用分析通常从提供资金者的角度出发，但它对借款人的重要性也很明显：

- 小公司经理要了解：我们可以选择哪些信用融资渠道？公司是否符合银行融资的要求？如果符合，可能获得哪种融资？融资成本如何？融资条件是否会限制我们的灵活性？
- 大公司经理要了解：我们可以选择哪些信用融资渠道？公司实力是否强大到足以从公开市场上筹集资金？如果是这样，我们的可能债务评级是什么？该评级要求的收益率是多少？

最后，还有除借款人和信贷提供者以外的第三方，对公司避免财务危机的可能性这个一般性问题感兴趣：

- 审计师要了解：这家公司长期存活下去的可能性有多大？在评价公司财务状况时，我应否作出持续经营假设？
- 现实或潜在的员工要了解：我是否对这家公司能提供长期就业机会抱有信心？
- 潜在的客户要了解：这家公司有多大的可能性存活下去并提供担保服务、零部件置换、产品更新和其他服务？
- 竞争对手要了解：这家公司能否度过当前的行业衰退？这家公司的潜在财务危机对我的定价和市场份额的意义何在？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

14.1 信用市场

理解信用分析需要正确评价信用市场的不同参与者，这里简要介绍这些参与者。

信用提供者

信用市场上的主要提供者如下所述。

商业银行 商业银行是信用市场上非常重要的参与者。由于银行往往向客户提供一系列服务，熟悉客户及其经营活动，在提供信用方面有比较优势：（1）通过与管理层保持密切联系获得的信息降低了可观察到的信用风险；（2）信用风险可以通过对公司的严密监视加以控制。

银行放贷活动的一个约束条件是信用风险应相对较小，以便银行的贷款组合达到银行监管者可以接受的高质量标准。出于保持公众对银行信任的重要性以及防范政府存款保险风险的愿望，政府有限制银行信用风险的动机。银行也往往通过避免发放长期固定利率贷款来防范利率变动的风险。由于银行的大部分资金来自短期存款，这种长期贷款使银行面临利率上升的风险，除非这种风险能够通过衍生产品来套期保值。因此，银行很少愿意满足公司的长期融资要求。不过，在一些情况下，银行帮助公司向保险公司、退休基金或一些个人投资者私募债务资金。

其他金融机构 银行在商业信贷市场上面临来自许多方面的竞争。在美国，储蓄和贷款都存在竞争，贷款竞争主要涉及融资抵押贷款。财务公司在资产担保信贷市场上（例如，以应收账款、存货或设备等特定资产作为担保品的融资）与银行竞争。由于人寿保险公司的债务具有长期性，它们常常寻找长期投资机会（如长期债券或对大型长期商业不动产和开发项目提供的贷款）。投资银行家则将债务证券配售给个人投资者或者在公开市场销售（下面将要讨论）。而各种政府机构是信用的另一个渠道。

公开债务市场 一些公司拥有足够的规模、实力和信誉，可以不通过银行，而通过销售商业票据或者发行债券，直接向投资者融资。获得债务信用评级有助于这种债券的发行。在美国，穆迪和标准普尔是最大的两家评级机构。公司的债务评级影响销售债务证券必须提供的收益率。债务发行后，评级机构继续监控公司的财务状况。评级的变化与证券价格的波动相关。

银行提供的融资常常与公开债务发行或其他融资渠道相配合。在杠杆收购等高杠杆性交易中，银行通常在公司公开债务发行的同时提供融资，后者在公司破产时的求偿权居后。银行的“优先求偿权融资”一般比公开债务早到期，收益率相对较低。对于较小或创业阶段的公司，银行提供的信用通常与风险投资家的权益融资相互配合。需要注意的是，在杠杆收购和初创公司两种情况下，银行帮助提供促成交易成交所需的现金，但是提供的方式规避了对银行部门来说难以承受的高风险。

提供融资的卖方 信用市场的另一个部门是商品或服务的制造商和其他供应商。当然，这些公司往往为客户购货提供 30—60 天的无担保融资。有时，供货商也同意提供更长期的融资，但通常需要有担保票据的支持。供货商愿意提供这种贷款，是希望债务人能够度过现金短缺阶段，在未来仍成为其重要客户。不过，客户通常是在得不到银行融资时，才采取这样的融资安排，因为这可能限

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

制公司在选择供货商或与供货商谈判方面的灵活性。

14.2 信用分析程序

信用分析初看起来要比第 11 章和第 12 章讨论的估价容易些。毕竟，一个潜在的债权人最终只关心公司是否有实力按期偿还债务。公司的准确价值、潜在利好或信誉等似乎不太重要。从这个角度看，信用分析可能更像“0—1”决策：要么授信，要么不授信。

然而，事实表明信用分析不单是建立信誉。首先，信誉有许多级别，重要的是要知道这家公司位于哪个级别，以便贷款定价与构造。而且，如果债权人是希望与借款人继续保持联系的银行或其他金融机构，则借款人的潜在利好就变得重要起来，即使不利风险也成为信用分析考虑的首要因素。有增长潜力的公司也为金融服务提供创造收益的机会。

从广义的信用分析角度看，它涉及前面经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析各章已经讨论的大部分内容并不奇怪。也许最大的差异在于信用分析很少涉及对公司股票价值的确切估计。尽管如此，该价值的决定因素与信用分析仍是相关的，因为更大的股权资本缓冲意味着债权人的风险更低。

下面阐述商业贷款人在信用分析中使用的一系列步骤。当然，并非所有商业贷款人都遵循同样的程序，但这些步骤代表常用的方法。商业贷款人使用的方法关注自己的权利，并阐明全面的信用分析程序。然而，其他提供信用者进行的分析常常有所不同。例如，即使制造商在对客户授信以前进行一些信用分析，这种分析通常也要比银行所作分析宽泛得多，因为信用期限很短，制造商愿意为获取销售利润承担一些信用风险。

我们按特定顺序介绍所有步骤，但它们实际上是相互依存的。因此，是否需要重新考虑某一步骤的分析，取决于以后步骤的分析。

步骤 1：确定贷款的性质和目的

了解贷款的目的对决定应否提供贷款以及如何构造贷款都很重要。贷款可能只需要几个月，可能需要几年，甚至可能作为公司资本结构的永久组成部分。贷款可能用于偿还其他融资，满足营运资本的需要，或者为购买长期资产或另一家公司融资。

所需贷款数量也必须确定。对于中小型公司，银行通常愿意成为其独家融资者，在这种情况下，贷款金额必须足够大，以便取代现存债务。偏好作为独家融资者不只是为了获得向公司提供菜单式金融服务的优势，也反映了不想让其他债权人在公司破产时获得优先求偿权的愿望。如果其他债权人愿意居于银行之后，就银行本身而言当然是可以接受的。

商业贷款人常常要与母子公司集团打交道，这就出现了应向谁贷款的问题。答案通常是拥有将作为担保品（或者将来需要时可以作为担保品）的资产的实体。如果这个实体是子公司，而母公司拥有独立于子公司的财务实力，可以考虑由母公司来担保。

步骤 2：考虑贷款类型和可得的担保品

贷款的类型是贷款目的和借款人财务实力的函数。因此，一定程度上，下面程序中各步骤阐述

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的财务分析决定了贷款类型。一些可能的贷款类型如下：

- 无担保信贷额度。无担保信贷额度允许借款人在某一特定期限（如 1 年）内，在某一确定的最大额度内提取现金。为了保持这种选择权，借款人除对已用额度支付利息外，还要对未动用额度支付手续费（如 0.375%）。无担保信贷额度适合于借款人难以预期所需现金的情况。
- 周转信贷额度。当公司显然需要长期信用时，融资可以通过周转的方式提供。周转信贷额度有时用于满足营运资本需求。借款人计划随营业周期的进行，存货和应收账款转化为现金来偿还贷款。不过，只要借款人保持良好的状态，预期现金预付就将持续。除对未清偿额度支付利息外，还要对未动用额度支付手续费。
- 营运资本贷款。这种贷款用于为存货和应收账款融资，而且通常是有担保的。最大贷款头寸与营运资本账户余额挂钩。例如，贷款数额最多不超过 60 天以内到期应收账款的 80%。
- 定期贷款。定期贷款用于长期需要，而且通常以厂房或设备等长期资产作担保。这种贷款将被分摊，要求定期偿还以减少贷款头寸。
- 抵押贷款。抵押贷款满足不动产融资需要，期限长，要求定期偿还贷款头寸。
- 租赁融资。租赁融资可以用于为购买任何资产提供便利，但大多用于购买包括运输工具在内的设备。租赁融资的期限为 1—15 年，取决于基础资产的寿命。

许多银行贷款需要担保，小型和高杠杆公司尤其如此。除非贷款是短期的，并且借款人表现出较小的违约风险，否则银行往往要求提供担保品。当需要担保时，要考察可得担保品的价值是否足以支持贷款。银行根据既定担保品发放的贷款数量涉及对企业的判断，取决于公司处于危机条件下影响担保品流动性的各种因素。下面是针对各种担保品应用于商业贷款的一些经验规则。

- 应收账款。应收账款通常被视为最理想的担保形式，因为它们最具流动性。一家大型地区银行一般提供非拖欠账款余额 50%—80%的贷款。当出现以下情况时这一比例下降：（1）存在许多在公司发生财务危机情况下回收成本将很高的小额应收账款；（2）几笔金额巨大的应收账款与单一客户相关；（3）客户的财务状况与借款人的财务状况密切相关，以致只要借款人违约就会危及账款的回收。根据最后一条，银行通常拒绝接受关联公司的应收账款作为有效担保品。
- 存货。存货作为担保品的理想程度有很大不同。最好的情形是存货由大众化商品组成，如果借款人违约，能够很容易出售。只有有限的几种购买者感兴趣的专业化存货，或者储存或运输成本很高的存货，不能作为理想的担保品。前面提到的大型地区银行提供相当于原材料 60%，产成品 50%，在产品 20%的贷款。
- 机器设备。机器设备作为担保品不是很理想。它可能被使用，而且必须储存、投保和出售。考虑到这些活动的成本，银行通常提供相当于这些资产被强制出售（如拍卖）情况下的估计价值的 50%的贷款。
- 不动产。不动产作为担保品的价值也存在很大差异。银行通常提供相当于随时可出售不动产评估价值 80%的贷款。但是，出于某一特殊目的而设计的工厂作为担保品就不太理想。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在需要取得担保品才能发放贷款的情况下，商业贷款人将估计对每件担保品可以提供的贷款数量。只有这个数字高于要求的贷款头寸，才给予贷款。

即使贷款最初没有担保，银行也可以对公司资产提出“不抵押”要求，即公司不得使用资产作为其他债权人的担保品。在这种情况下，如果借款人开始出现困难并对贷款违约，同时没有其他债权人，银行就可以要求未偿还贷款变为担保贷款。

步骤 3：分析潜在借款人的财务状况

这部分分析涉及前面经营战略分析、会计分析和财务分析各章讨论的所有步骤，但着重于公司偿还特定日期债务的能力。分析重点取决于所考虑的融资类型。例如，如果考虑提供短期贷款以满足存货的季节性波动需要，应着重分析公司将存货及时变现的能力；相反，如果考虑提供满足厂房和设备需要的定期贷款，则必须对公司长期收益前景充满信心。

主要分析问题

分析潜在借款人的财务状况需要解决以下问题：

- 经营战略分析：

企业是如何运作的？为什么有价值？使其价值得以持续或提高的战略是什么？管理层能否胜任有效执行该战略？公司的生存能力是否高度依靠现有管理团队的才能？

- 会计分析：

公司财务报表能否很好地反映其基本经济现实？有充分的理由认为公司业绩比报告盈利能力所表明的更好或更差吗？是否存在影响潜在借款人偿还贷款能力的大规模资产负债表外负债（如经营租赁）？

- 财务分析：

公司的盈利水平是否异常高或低？哪些原因导致盈利能力不正常？这些原因会持续吗？哪些风险与营业利润相关？

公司的杠杆程度如何？

公司的资金流量情况如何？资金的主要来源和运用包括哪些内容？需要资金为预期增长融资吗？相对于需要偿还的债务而言，预期的资金流量应有多大？考虑到这些资金流量的可能波动，它们下降到不能满足债务偿还和其他承诺的可能性有多大？

归根结底，财务分析的关键问题是现金流量是否足以偿还贷款。由于认识到这一问题，因而贷款人特别重视偿债能力比率，即利润和现金流量等各种指标相对于债务偿还和其他要求的比率。这些比率超过 1 的程度代表贷款人的“安全边际”。如果把这种比率与对其分子变动的评价相结合，能够表明无力支付的可能性。

从债权人角度进行的比率分析与从业主角度进行的分析有所不同。例如，债权人更强调全部权利持有者（不只是业主）可得的税前（因为利息可以抵税，用税前利润支付）现金流量和收益。具体来说，债权人显然关注以下称为“资金流量保障比率”（funds flow coverage ratio）的偿债能力比率：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

$$\text{资金流量保障比率}=\frac{\text{息税前收益}+\text{折旧}}{\text{利息}+\dfrac{\text{债务偿还金额}}{1-\text{税率}}+\dfrac{\text{优先股股息}}{1-\text{税率}}}$$

我们可以看到，分子是息税前收益。该指标可以直接与分母中的利息费用比较，因为利息费用也是以税前利润支付。相反，某一年份计划偿还的本金是不能抵税的，必须从税后利润中支付。如果税率为 50%，支付 1 美元本金相当于支付 2 美元利息。这就是用（1-税率）去除本金的原因。同样的方法适用于不能抵税的优先股股息。

资金流量保障比率表明资金流量补偿不可避免支出的充足程度。该比率没有考虑普通股股利和资本性支出等支付是基于这样一个前提：如果需要，为满足债务支付，它们可以降到 0。[1] 然而，很显然，公司要长期生存下去，资金流量不仅要满足债务支付，还要能维持工厂资产支出。因此，长期生存要求的资金流量保障比率远远高于 1。[2]

设置一个底限，比率高于它则表明贷款可行，这未免过于简单化。然而，债权人显然希望贷款按期偿还，即使在借款人面临可预见的困难时也是如此。这就要求只有当预期资金流量保障比率大于 1 时才能提供贷款，即使在衰退情况下也是如此。如果所作资本支出备抵是谨慎的，该比率应更高些。

财务分析不仅应提供对无力偿还风险的评估，还应确认主要风险的性质。通过列出可能导致违约的主要风险和提供贷款情况下可用于控制这些风险的因素总结对公司的分析，是许多商业银行的标准营业程序。这些信息可用于形成具体的贷款条款，以便出现问题时，在有足够时间采取修正行动的早期发现可能引发违约的因素。

步骤 4：利用预测评估支付前景

在前面的有关讨论中，已经隐含了对公司偿还贷款能力的预期。好的信用分析需要确切预测的支持。这种预测通常由管理层作出，但贷款人无疑不会毫无异议地接受这种预测。

在进行预测时，应考虑各种情形——不仅包括“最佳预测值”情形，还包括“悲观”情形。最理想的情况是，公司即使在悲观情形下也有实力偿还贷款。具有讽刺意义的是，对贷款人而言，销售收入下降并不一定是最大的风险。如果经理能够很快对销售下滑作出反应，并随后加速应收账款和存货的变现，从而提高既定收益水平下的现金流量。最坏的情形是销售毛利为负，这可能是由于经理对需求的低迷状态感到震惊，被迫大幅度降价以变现存货。

有时可能需要重新考察贷款结构，以使其与现金流量相适应。也就是说，可能需要延长贷款期限，或者改变分期偿还模式。银行提供贷款时，通常期望贷款将持续展期，由此成为公司财务结构的永久组成部分（这种贷款称为“常青”贷款）。在这种情况下，贷款仍将记作短期，银行必须保证自身有可行的“退出战略”，而公司将只需通过偿付利息来偿还贷款。

步骤 5：确定包括贷款保证条款在内的具体贷款结构

如果以上分析表明贷款是可行的，则应该考虑具体贷款结构：贷款类型、偿还时间、贷款保证

---

1 优先股也是如此。但是，如果优先股是可累积的，则当公司转向盈利时，未支付的股利必须于后期支付。

2 其他相关保证比率在第 9 章论述。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

条款和定价。前两个项目已经讨论过，这里讨论贷款保证条款和定价。

书写贷款保证条款 贷款保证条款通过规定借款人可以和不可以采取的行为反映借贷双方的共同期望。一些保证条款要求采取某种行动（如定期提交财务报表），另一些保证条款禁止某些行为（如未经贷款人允许进行收购），还有一些条款要求保持一定的财务比率。违反保证条款代表违约，可能导致要求立即加速债务偿还。但大多数情况下，贷款人将违约作为重新检查贷款状况的机会，要么借款人放弃违约行为，要么重新协商贷款条款。

贷款保证条款必须在保护贷款人利益和提供管理层从事经营所需灵活性之间保持平衡。保证条款代表一种确保企业像提供贷款时双方所预期的那样强大的机制。因此，要求的财务比率通常依据当时的水平，允许有一定程度的恶化，但通常预期经过一段时间会有所改善。

协议中的特别保证条款应包含财务分析所识别的主要风险，或者至少对这些风险的出现提供早期预警。一些常用的财务保证条款包括：

- 保持最低净值。该保证条款确保公司保持一定的“股东权益资本缓冲”，以保护贷款人的利益。保证条款通常对一定的净值水平而非特定的收益水平提出要求。在最终的分析中，贷款人可能并不关心净值是通过创造收益、削减红利还是发行新股维持。因此，保证条款对净值的要求为公司提供了使用这些方法避免违约的灵活性。
- 最低保障比率。特别是在提供诸如定期贷款的长期贷款情况下，贷款人可能希望在净值保证条款外，增加利息或全部债务偿还保证条款。前面提到的资金流量保障比率就是可供选择的指标之一。保持最低保障比率有助于确保公司产生内部资金的能力足以证明长期贷款的合理性。
- 最高负债对净值比率。该比率限制高杠杆风险，阻止没有留存收益或股本注入的增长。
- 最低营运资本净额或流动比率。对该比率的限制迫使公司通过使用营业活动产生的现金偿还流动负债（而不是购买长期资产）以保持流动性。
- 最高资本性支出对包含折旧的收益比率。对该比率的限制有助于防止公司投资于增长（包括支持增长所需的非流动资产），除非这种增长能够通过内部融资实现（在一些收益仍用于满足债务偿还需要外）。

除这些财务保证条款外，贷款有时还对其他借款活动、将资产抵押给其他贷款人、大量资产出售、从事兼并收购以及股利支付等加以限制。

保证条款不仅存在于与银行、保险公司和其他机构签订的私人贷款协议中，也存在于公开债务协议中。但是，公开债务协议往往包含较少的限制性条款，主要有两方面原因：第一，因违反公开债务保证条款进行谈判的成本很高（可能不止涉及受托人，也涉及债券持有人），因此它们只在非常严重的情况下写入协议；第二，公共债务通常是由实力较强、信誉较高的公司发行（主要的例外情况是因杠杆收购发行高收益债券）。大多数财务状况好、信用评级高的公司使用很少的保证条款——只在必须限制公司经营活动的剧烈变化（如大的并购）时使用。

贷款定价 对贷款定价问题的具体讨论超出了本书的范围。定价的实质是确保贷款收益足以弥补：（1）贷款人的资金成本；（2）贷款人的管理和服务成本；（3）面临违约风险的溢价；（4）贷款活动

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

所必需的股东权益资本的正常收益率。价格通常以偏离银行优惠利率（对实力较强的借款人贷款收取的利率）的程度表示。例如，贷款可能以优惠利率加上 1.5%的利率提供。另一种可选择的基础利率是伦敦同业拆放利率（LIBOR），它是来自不同国家的大银行之间相互提供大规模贷款所使用的利率。

银行的商业贷款业务竞争很激烈，补偿违约风险成本的收益率很少超过 2%。如果补偿违约风险的加息率为 1%，银行只能收回坏账贷款的 50%，则银行只能承受 2%的贷款变为坏账。这说明对银行而言，进行全面细致的分析和控制贷款组合中的风险极为重要。

14.3 财务报表分析与公开债务

公开债务分析涉及的问题基本上与银行贷款和其他私人债务相同，但它们的机构背景不同。银行家可以与客户保持密切的关系，以便对其信用风险形成最初的评价并在贷款期间监控其活动。在公开债务情况下，投资者与发行者的关系很疏远。投资者必须在很大程度上依靠包括债务评级机构在内的职业债务分析师，以评估债务风险并监控公司正在进行的活动。因此，在结束发行者和投资者之间的信息不对称的过程中，分析师和债务评级机构发挥了重要作用。

债务评级的含义

如前所述，穆迪和标准普尔是美国两家主要的债务评级机构。根据标准普尔评级系统，最高级别是 AAA 级。获得这个级别的是拥有较高且稳定的收益、杠杆较小的大公司。在标准普尔评级的股份公开工业公司中，只有 1%—2%拥有满足这一级别要求的财务实力。这些为数不多的公司中包括 Merch、通用电气和强生公司——都是世界上最大、盈利能力最强的公司。从 AAA 级向下，依次是 AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级、C 级和 D 级，其中 D 级代表已经违约的债务。要成为被考虑的投资对象，公司必须至少获得 BBB 级。许多基金的章程禁止其投资于该级别以下的债券。表 14-1 列举了从 AAA 级到 CCC 级的代表公司，以及各级别所有公司相关财务比率的平均值。

需要注意的是，即便获得 BBB 级也是很困难的。德尔塔航空公司（Delta Airlines）是美国最大的航空公司之一，在 1998 年仅仅被评为 BBB 级——勉强达到投资级。总体来看，BBB 级公司的杠杆程度居中，大约 45%的长期资本来自债务。收益往往相对较高，正如 3.0 的税前利息保障倍数（息税前收益/利息）和接近 34%的现金流量债务保障比率（营业现金流量/全部债务）所表明的那样。

位于投资级以下的公司往往面临一些显著的风险，尽管其中许多公司盈利能力很强。表 14-1 把 Northwest Airlines 列入 BB 级。1998 年，西北航空公司（Northwest Airlines）是美国第四大航空运营商，然而该公司刚刚遭遇了飞行员罢工和亚洲这一主要国际市场需求下降的打击。B 级包括苹果计算机公司、Greyhound Lines 和 Loehmanns，这些公司都刚刚遭遇财务困难。平均来看，CCC 级公司的债务占长期资本的 80%。例示的 CCC 级公司是康复受益计划提供者 Oxford Health Plans。在因计算机故障和财务控制不力导致大量订单处理延误和客户不满后，该公司在 1997 年接近破产。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 14-1 1998 年 12 月的债务评级：代表公司和各级别的财务比率中值

标准普尔债务评级	1998 年代表公司	1998 年整个级别的中值比率（仅为工业行业） 位于标准普尔同一级别的公开工业公司比例	税前收益对长期资本比率	税前利息保障倍数	营业现金流量对全部债务比率	长期债务对全部资本比率
AAA	通用电气 强生公司 Merck and Co.	1.9%	35.3%	11.6 倍	100.1%	9.7%
AA	麦当劳公司 J.P. Morgan 沃尔玛	7.0	25.0	7.2	59.8	29.4
A	福特汽车公司 通用汽车 Sears Roebuck & Co.	21.8	16.6	4.8	34/3	39.0
BBB	德尔塔航空公司 MCI Communications	28.2	12.6	3.0	24.8	45.0
BB	西北航空公司 RJR Nabisco	21.0	11.1	1.9	11.1	59.5
B	苹果计算机公司 Greyhound Lines Loehmanns	18.3	7.4	0.7	3.1	78.4
CCC	Oxford Health Plans Trans World Airlines	1.7	-5.3	-1.7	-17.3	80.8

资料来源：1998 年标准普尔成份指数。

决定债务评级的因素

研究表明，债务评级的一些变动可以解释为经挑选的财务报表比率的函数，正如在不包括人为主观判断的计量模型中使用的那样。一些债务评级机构严重依赖计量模型，这些模型也常被保险公司、银行和其他机构用于评估没有公开评级的债务的风险。

表 14-2 列举了 3 家不同公司在其债务评级计量模型中所使用的因素。这些公司包括将模型用于私募债务活动的 1 家保险公司和 1 家银行，以及将模型用于评价自身债务购买和持有的 1 家投资研究公司。在各种情况下，盈利能力和杠杆都在评级中发挥重要作用。1 家公司还使用公司规模作为指标，使规模大与评级高相联系。

表 14-2 债务评级计量模型中使用的因素

	公司 1	公司 2	公司 3
盈利能力指标	长期资本收益率	长期资本收益率	长期资本收益率
杠杆指标	长期债务对资本化价值比率	长期债务对资本化价值比率 总债务对总资本比率	长期债务对资本化价值比率
盈利能力和杠杆	利息保障倍数 现金流量对长期债务比率	利息保障倍数 现金流量对长期债务比率	固定费用保障比率 短期债务和固定费用保障比率
公司规模	销售收入	总资产	
其他		收益的标准离差 次级债状况	

一些研究者对债务评级使用的计量模型进行了评估。其中两个由卡普兰（Kaplan）和厄威茨

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（Urwitz）开发的模型（如表 14-3 所示）强调了这些因素的相对重要性。[3]模型 1 对债券评级的变动有较强的解释力，但它包含了基于股票市场数据的一些因素，这些数据不是所有公司都能得到的。模型 2 完全基于财务报表数据。

表 14-3 中的因素按照模型 1 所确定的统计重要性顺序排列。一个有趣的特征是，解释债务评级最重要的因素根本不是财务比率，而只是公司规模。大公司往往比小公司获得更高的评级。债务是否是次级债是第二重要因素，随后是杠杆指标。盈利能力不太重要，但它至少表明模型中存在反映盈利能力的多个因素（资产收益率和利息保障倍数）。表 14-3 中的排列顺序只表明每一变量的独立解释力，没有考虑两个变量的共同解释力。

表 14-3 债务评级的 Kaplan-Urwitz 模型

公司或债务特征	反映特征的变量	系数	
		模型 1	模型 2
	模型截距	5.67	4.41
公司规模	总资产 [a]	0.001 0	0.001 2
次级债状况	1=次级债；0=非次级债	−2.36	−2.56
杠杆	长期债务对总资产比率	−2.85	−2.72
系统风险	市场模型 β 系数，表明股价对市场走势的敏感性（1=平均）[b]	−0.87	NA
盈利能力	净收益对总资产比率	5.13	6.40
非系统风险	市场模型剩余收益的标准离差（平均=0.10）[b]	−2.90	NA
收益风险	5 年间净收益的变异系数（标准离差/期望值）	NA	−0.53
利息保障倍数	息税前资金流量对利息费用比率	0.007	0.006
该模型中的分值按以下标准转换为债券评级：			
如果分值>6.76，预测为 AAA 级			
如果分值>5.19，预测为 AA 级			
如果分值>3.28，预测为 A 级			
如果分值>1.57，预测为 BBB 级			
如果分值<0.00，预测为 BB 级			

a.Kaplan－Urwitz 模型中的系数被估计为 0.005（模型 1）和 0.006（模型 2）。已经对资产规模进行了调整，以反映估计值是以 20 世纪 60 年代和 70 年代以美元计量的资产为基础。由于 1970 年的 1 美元近似相当于 1995 年的 5 美元，原来的系数估计值被除以 5。

b.市场模型指标是通过使用前 5 年各月数据使股票收益向市场指数收益回归估计得出。

当将其应用于未在评估程序中使用的一组债券时，Kaplan—Urwitz 模型（1）正确预测了 64 种债券中的 44 种债券的级别，准确率为 63%。模型的偏差从未超过 1 个级别，而且其中一半情况下其预测与债券的市场收益率而非实际债务评级更为一致。实际评级与 Kaplan—Urwitz 模型所预测的评级之间的差异表明，评级机构在分析中不止考虑了财务比率因素，它们可能还进行了贯穿本书的战略、会计和前景分析。

如果债务评价能够通过一系列财务比率合理解释，人们可能会问评级能否向投资者传递新信息，即不能从公开可得财务数据中获得的信息。答案是肯定的，至少在债务评级下降的情况下是这样。也就是说，评级下降会引起债券和股票价格下跌。[4] 资本市场确实能预期到很多反映评级变化的信息，但这并不奇怪，因为评级变化通常是对最近众所周知事件的反应，而且评级机构通常提前

3 Robert Kaplan and G. Urwitz, "Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry," *Journal of Business* (April 1979): 231-261。

4 参见 Robert Holthausen and Richard Leftwich, "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices," *Journal of Financial Economics* (September 1986): 57-90; John Hand, Robert Holthausen, and Richard Leftwich, "The Effect of Bond Rating Announcements on Bond and Stock Prices," *Journal of Finance* (June 1992): 733-752。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表示正在考虑改变评级。

14.4 财务危机及其逆转的预测

信用分析的主要任务是评估公司遭受财务危机、无力偿还贷款的可能性。公司一旦遭受财务危机，相关分析还应包括考虑情况能否好转。在这部分，我们考察有关这些方面预测能力的证据。

财务危机和逆转的预测都很复杂、困难，而且具有主观性，包括贯穿本书的所有分析步骤：经营战略分析、会计分析、财务分析和前景分析。纯粹的计量模型不能替代分析所需做的艰巨工作。然而，对这种模型的研究提供了有关哪些财务指标最有用的深刻见解。此外，在一些情况下，深入的信用考察因耗资巨大而不能进行，这时危机预测计量模型就是有用的。例如，一些制造商和其他公司购买“Zeta”商用模型来评估客户的信誉。[5]

一些危机预测模型已经被开发出来很多年了。[6] 它们与债务评级模型相似，但不是用以预测评级级别，而是用以预测公司在 1 年内是否会遭受财务危机，这里的危机通常被定义为破产。一项研究表明，提前 1 年预测到破产的最有用因素（单因素分析）是：[7]

1. 盈利能力$=\dfrac{\text{净收益}}{\text{净值}}$

2. 波动性$=\dfrac{\text{净收益}}{\text{净值}}$的标准离差

3. 财务杠杆$=\dfrac{\text{股东权益的市值}}{\text{股东权益的市值}+\text{债务的账面价值}}$

有证据表明，决定公司是否面临财务危机的主要因素是其盈利能力水平、盈利能力的波动性和杠杆水平。有趣的是，流动性指标并不重要。如果一家经营状况不佳的公司正在以很快的速度亏蚀资金，短期的流动性并不能挽救它。

当然，如果兴趣在于预测财务危机，则没有必要每次都把注意力集中在某一个变量上。许多用来预测财务危机的多因素模型已经被设计出来，Altman Z 值模型就是其中之一：[8]

$$Z=0.717X_1+0.847X_2+3.11X_3+0.420X_4+0.998X_5$$

其中 X_1=净营运资本/总资产

X_2=留存收益/总资产

X_3=息税前收益/总资产

X_4=股东权益/负债总额

---

5 参见 Edward Altman, *Corporate Financial Distress*, New York: John Wiley, 1983。

6 参见 Edward Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance* (September 1968): 589-609; Altman, 1983, Corporate Financial Distress; William Beaver, "Financial Ratios as Predictors of Distress," *Journal of Accounting Research*, supplement, 1966: 71-111; James Ohlson, "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy," *Journal of Accounting Research* (Spring 1980): 109-131; Mark Zmijewski, "Predicting Corporate Bankruptcy: An Empirical Comparison of the Extant Financial Distress Models," working paper, SUNY at Buffalo, 1983 .

7 Zmijewski, 同上。

8 Altman, 1983, 同上。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

X_5=销售收入/总资产

该模型预测，当 Z<1.20 时，公司会破产；1.20—2.90 之间的区间称为“灰色区域”。

下表列示了对西北航空公司和 Merck 两家公司的计算结果：

	模型系数	西北航空公司		Merck	
		比率	分值	比率	分值
净营运资本/总资产	0.717	−0.15	−0.108	0.13	0.093
留存收益/总资产	0.847	−0.06	−0.051	0.63	0.534
息税前收益/总资产	3.11	−0.01	−0.031	0.26	0.809
股东权益/负债总额	0.42	−0.02	−0.008	0.67	0.281
销售收入/总资产	0.998	0.88	0.878	0.84	0.838
			0.680		2.555

如前所述，1998 年，由于飞行员罢工和亚洲市场需求下降，西北航空公司的收入和利润显著下降。因此，模型评定西北航空公司破产的可能性极高并不奇怪。Merck 的财务业绩比率比西北航空公司好得多。然而，值得一提的是，该模型评定 Merck 位于“灰色区域”。当然，Merck 是一家非常成功的公司。模型得出的相对较低的分值反映了模型和公司最主要资产——研究和开发费用的会计处理方法的局限性，而并非公司本身业绩不佳。

这种模型也能预测要倒闭和能生存的公司。Altman 报告说，当模型应用于一个包含 33 家已倒闭公司和 33 家未倒闭公司的样本时（估计模型使用同样的比例），它正确预测了 63 家公司的结果。然而，如果应用于已倒闭和未倒闭公司的比例与用于估计模型的比例不同的样本，则模型的准确性大幅度下降。

正如对 Merck 的分析所反映的那样，像 Altman 这种简单危机预测模型不能有效替代贯穿本书的深入分析，但它们提示了财务报表数据总括反映重要公司业绩指标的能力。即使在缺乏有关管理专长、公司战略、工程技术和市场地位等直接信息的情况下，财务比率也能在很大程度上揭示哪些公司将面临危机。

小 结

信用分析是从公司债务持有者或潜在债务持有者的角度评价公司。信用分析对各种经济机构都很重要——不仅仅是银行和其他金融机构，还包括公开债务分析师、工业公司、服务公司和其他公司。

信用分析的核心是第 2—10 章阐述的技术：经营战略分析、会计分析、财务分析和部分前景分析。分析的目的不只是评估潜在借款人无力偿还贷款的可能性，确定所涉及的主要风险的性质以及如何构造贷款以降低或控制风险也很重要。良好的贷款结构能为贷款人提供可行的“退出战略”，即便在借款人违约的情况下也是如此。确定该结构的关键是设计恰当的以会计为基础的保证条款。

公开债务分析涉及的问题基本上与评价银行贷款和其他私人债务过程中涉及的问题相同，但是

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

机构背景是不同的。公开债务的投资者通常和借款人的关系疏远，必须依赖其他代理机构，如债务评级机构和其他分析师，来评估其信誉。债务评级主要取决于公司规模和业绩财务指标，对发行债务必须提供的市场收益率有很重要的影响。

信用分析的主要任务是评估违约的可能性。这项工作很复杂、困难，并且在一定程度上具有主观性。少数主要财务比率有助于准确预测财务危机。可用于这一目的的最主要财务指标是盈利能力水平、利润的波动性和杠杆水平。但是，该模型不能替代本书讨论的深入分析。

思考题

1. 在对（a）一家零售商和（b）一家金融服务公司进行信用分析时，应考虑业绩的哪些主要方面？你建议用哪些比率去考察这些方面？

2. 为什么公司会花钱请主要评级机构（如穆迪或标准普尔）为其公开债务评级？公司决定不对其债务评级可能出于什么原因？

3. 有人认为，20 世纪 70 年代末垃圾债券市场的出现是评级程序失败的结果。持这种观点的人暗示，评级机构过于严厉，没有把投资级级别给予一些应该得到的公司。这种观点的持有者实际假设的评级机构的动机是什么？哪些经济力量可能引发这种动机？

4. 许多债务协议要求借款人在进行并购或资产出售之前必须征得贷款人的同意。贷款人为什么提出这种限制？

5. 贝蒂·李是一家申请新贷款公司的财务总监，她说："我决不同意限制向股东支付股利的债务保证条款，因为它会减少股东财富。"你同意这种观点吗？

6. Cambridge Construction Company 使用完工百分比法报告长期合同收入。完工百分比按运到项目工地的原材料成本占预期原材料总成本的比例计算。Cambridge 的主要债务协议的条款包括对净值、利息保障倍数和最低营运资本要求的限制。一位著名分析师指出，"公司正在通过耗用现金购买原材料（即使它们并不需要）钻这些保证条款的空子"。说明为什么这是可能的。

7. Cambridge 能否通过使用问题 6 中分析师提出的方法提高公司的 Z 值？这种变化是否和经济现实一致？

8. 一位银行家说："我不对营业现金流量为负的公司提供贷款，因为它们的风险太高。"该信贷政策是否合理？

9. 一家大零售商发现自己正陷于财务困境中。它没有足够的营业现金流量来支持增长，而且已经要超过保证条款规定的最大债务对资产比率。营销副总裁建议："我们可以把商店卖掉，然后再租回来，以获得扩张所需要的资金。这种融资方式很便宜，可以避免违反有关债务对资产比率和利息保障倍数的保证条款。"你同意他的分析吗？为什么？作为公司的贷款银行，你将如何看待这种融资安排？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Adelphia 通讯公司

1996 年 4 月中旬，美国一家大银行的高级信贷员萨拉·金（Sarah Kim），正在审查美国第七大有线电视提供商 Adelphia 通讯公司。Adelphia 向银行申请一笔 6.9 亿美元的融资安排，包括一笔 5.4 亿美元的周转信贷额度和一笔 1.5 亿美元的定期贷款额度。该安排提供的资金将用于偿还现有银行债务和为 Adelphia 有线电视系统升级融通资金。

金没有和有线电视行业打交道的经验。她很吃惊地发现 Adelphia 严重亏损，并且财务杠杆已经高得出奇。因此，她的第一想法是拒绝 Adelphia 的申请。但是，她决定还是先花些时间了解有线电视行业的经营。这将为审查 Adelphia 的申请打下较好的基础。

美国的有线电视行业

有线电视于 1948 年作为广播信号不好的偏远乡村地区的“社区天线”系统产生，在 20 世纪 70 年代中期以前一直平稳发展。然而，1975 年 9 月 30 日晚，向有线电视用户现场直播在马里兰举行的穆罕默德·阿里（Muhammad Ali）与乔·弗雷泽尔(Joe Frazier)的 14 回合拳击赛改变了整个行业的命运。此后，用户快速增长并扩展到城市地区。到 20 世纪 90 年代中期，有线电视行业向 63%拥有电视机的美国家庭提供服务。1994 年，每个用户的息、税、折旧和摊销前收益（即 EBITDA 或“现金流量”）为 169.85 美元，整个行业的 EBITDA 和收入分别为 99.3 亿美元和 226 亿美元。

有线电视系统为用户提供一系列电视服务，包括地方网络频道，公共、政府和教育频道，抽奖新闻、体育、家庭娱乐、音乐、天气和购物频道。用户也能在单项计费的基础上收看最新的电影、直播的音乐会、体育赛事和其他节目。有线电视提供商需要由州或地方政府当局授予特许经营权，才能在某一特定时期里提供这些服务。作为回报，他们每年向政府当局支付毛收入 5%的特许费。

一旦获得向某一社区提供服务的特许经营权，有线电视运营商要支付大量前期费用，用于在用户周围铺设电缆和购置广播设备。这些初始系统开支通常成为竞争者进入的障碍。[1] 电缆铺设成本在农村地区是每英里 1 万美元，在主要城市地区却高达 30 万美元，因为电缆必须铺设在地下。除了初始的资本支出外，有线电视运营商还要发生从主要网络（ABC、NBC、CBS 和 Fox）和收费电视节目制造商如迪斯尼公司、特纳广播公司和时代华纳公司购买节目内容的成本。

有线电视运营商的收入通常来自用户每月支付的收看节目费以及特殊的单项计费服务和安装费。这些费用受联邦商业委员会（FCC）管制。1984 年的《有线电视通讯政策法案》放松了对满足

该案例由 Paul Healy 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。该案例得益于 Lucca Fabri 的帮助和 Michael Schwartz, Liz Kramer, and Holly Holtz 的评论意见。Copyright © 1997 by the President and Fellows of Harvard College.Harvard Business School case 9-198-031。

1 尽管特许协议通常不是排他性的，只有少数社区让多个有线电视运营商为相同的用户提供服务。宾西法尼亚州的 Allentown 就是这种社区。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

联邦商业委员会所界定的有效竞争条件的社区系统基本服务费率的管制。然而，1992 年的《有线电视法案》对有效竞争给予了新的界定，使几乎所有美国有线电视系统都受基本服务费率的管制。

到 20 世纪 90 年代中期，新用户签约的增长开始疲软，整个行业面临许多重大变革，包括日益增加的许多小有线电视提供商的整合，电信行业大量新的管制措施，多频道网络竞争形式的开发，以及有线电视运营商向用户提供进入互联网的机会。

行业整合

有线电视行业的整合开始于 20 世纪 80 年代后期，因为运营商试图获得节目折扣和提高资本利用率的好处，这样就开始了扩大市场份额的竞赛，主要是通过收购进行。在 1993 年和 1994 年，广播电视行业共发生了 430 亿美元的收购，其中许多是在有线电视运营商之间进行的。1994 年，每个用户的平均获得成本是 1 869 美元。其中许多收购是通过债务融资的，增加了大运营商的财务负担。在整合中诞生的 6 家领先的多系统运营商（MSO）——TCI、时代华纳公司、Continental Cablevision、Comcast、Cox Communications 和 Cablevision Systems——在 1996 年占有 63%的有线电视市场份额。附录 1 报告了这些公司的收入、EBITDA、资本支出、债务负担和用户群情况。

新的电信管制

1996 年的《电信法案》对有线电视行业产生了一些影响。该法案允许有线电视公司使用其有线电视基础设施提供当地电话服务。估计 40—90 美元的投资就可以使一个家庭的有线电视插头连上电话。此外，长途电话运营商很希望为有线电视运营商提供他们的技术和交换机。这个潜在的增长机会被允许电话公司向其客户提供娱乐服务这一新规则所抵消。最终，新规则在 1999 年 3 月 31 日取消了有线电视行业的费率管制。因此，新规则为有线电视公司创造了新的机会，但同时也带来电话公司的竞争。

多频道网络的新形式

一些可供选择的视频传输系统、直通卫星和无线的有线电视的成功引入，加剧了有线电视行业的竞争。直接广播卫星（DBS）使用功能强大的卫星，以相对于传统的有线电视更有竞争力的价格，向安装在用户家里的 18 英寸卫星接收器传送多达 175 个数字频道。与传统的有线电视相比，DBS 系统有更高质量的数字播送和更多的频道，但它不能覆盖地方网络。DBS 系统的主要提供商是 DirecTV（由 Hughes 所有）、Echostar 和 Primestar（由 TCI 所有）。DirecTV 和 Echostar 以 150—400 美元的价格向用户出售碟形卫星天线和接收器，而 Primestar 则向使用者出租这种设备。进入该市场的其他公司包括长途电话巨人——美国电报电话公司，它在 1996 年 1 月花费 1.375 亿美元购买了 DirecTV 2.5%的股份。美国电报电话公司计划向其 9 000 万客户推销 DirecTV，它同时拥有折价购买 DirecTV 27.5%股份的购股权，折价金额与其签约新客户的数量挂钩。此外，MCI 和 Rupert Murdoch's News 公司成立了一家合资企业，使用 DBS 向所有 50 个州提供 170 个数字频道的娱乐节目。

无线的有线电视或者多频道多点分销服务（MMDS）系统使用视线微波网络向用户发送视频信

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

号。MMDS 系统避免了 DBS 和有线电视系统昂贵的建设成本。像 DBS 一样，它们不需要市政当局授予特许经营权，不受许多较为繁琐的有线电视管制的制约。MMDS 系统的缺点在于模拟能力有限（最多只有 33 个频道），“雪花点”，以及在“背光”区域不能清晰接收信号。该市场的早期进入者包括 Bell Atlantic、NYNEX 和 Pacific Telesis。

日益加剧的竞争，特别是来自 DBS 的竞争，在有线电视行业引起了不同的反应。时代华纳公司和 TCI 宣布将继续使用单向数字技术，而 Comcast、Cox 和 Cablevision 开始升级系统以便可以进行双向数据传输。双向数据传输要求有线电视和电子设备能够将来自客户的信号传送回有线电视运营商的终端，从而使得向用户提供完全互动的视频服务成为可能。当然，这也要求有线电视公司进行大量新资本投资。

互联网的接入

有线电视调制解调器使运营商可以利用现有的有线电视基础设施，提供快速的互联网进入和其他在线服务。这种有线电视数据服务的速度比每秒 28.8 千比特的电话调制解调器快 300 倍。尽管这种服务要求使用者拥有装有网卡和辅助有线电视调制解调器的计算机，但它不使用电话线，也不需要登陆，并允许同时连接多种服务。

Adelphia Communications 公司

Adelphia 的现任董事长、总裁、首席执行官兼主要大股东约翰·J·里加斯（John J. Rigas）是有线电视的早期开拓者之一，1952 年在宾夕法尼亚州的考德斯波特创建了他的第一个有线电视系统。从那时起，Adelphia 通过获得和开发市政当局有线电视特许经营权稳步增长。1986 年，尽管公司仍由里加斯家族牢牢控制，但公司首次公开募股以筹集新的外部权益资本。Adelphia 的股票价格表现如附录 2 所示。

Adelphia 的有线电视系统由 7 个地区中心组成，分别是：纽约西区、弗吉尼亚、宾夕法尼亚西区、新英格兰、宾夕法尼亚东区、俄亥俄和新泽西海岸。这些地区中心的详细情况如附录 3 所示。地区中心主要位于 50 个最大电视市场内大中城市的郊区。Adelphia 还与 Olympus Communications 合资，在佛罗里达州东南区建立了第八个地区中心。Adelphia L.P. 拥有 Olympus 50%的股份，是常务普通合伙人。

从 1992—1996 年，Adelphia 的用户群从 140 万增加到 200 万，其中 75%的增长源于收购，其余 25%源于内部增长。如附录 4 Adelphia 财务报表所报告的，公司的收入和 EBTIDA 在这一时期也显著增长。收入平均每年增长 12%，达到 4.03 亿美元；EBITDA 平均每年增长 9%，达到 2.47 亿美元。

Adelphia 计划通过子公司 Hyperion Telecommunications 向用户提供扩展的当地电话服务。管理层预计《1996 年电信法案》将消除进入地方电话市场的法律障碍，从而扩展 Hyperion 的市场机会。在 Hyperion 网络目前正在运营和正在建设的市场上，预计市场机会约为 48 亿美元，几乎全部由现任当地交换机运营商提供。

就像许多大有线电视运营商一样，Adelphia 已经开始升级其有线电视设备的技术容量。公司全

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

部现有系统最低拥有 35 个频道的容量，能够提供单向数据传输和数字电视服务。此外，超过 94%的用户能够接收单项收费节目。然而，在大多数最近的升级中，Adelphia 使用光纤电缆取代先前使用的同轴电缆。光纤电缆能够提供更为可靠、带宽增加、更容易进行的双向数据传输。这使得公司能够提供额外的视频节目服务，满足高清晰度电视、数字电视、高速互联网数据和电话服务的传输需要。附录 5 概括了公司 1996 年 3 月 31 日有线电视设备的状况。

信贷决策

Adelphia 外部用户的获得和电缆的更换主要靠债务融资。因此，1996 年 Adelphia 的负债比率达到 1.85。尽管财务杠杆很高，但管理层预计，为继续升级其有线电视技术，还需要额外的债务融资。管理层预测，1997 年的资本支出比 1996 年的 1 亿美元还要高些。为确保拥有融资来源满足这些支出的需要，公司向一家大银行申请 6.9 亿美元的融资安排，包括一笔 2003 年 12 月 31 日到期的 5.4 亿美元周转信贷额度和一笔 2004 年 12 月 31 日到期的 1.5 亿美元定期贷款额度。公司拟使用 4.8 亿美元的周转信贷额度偿还现有银行贷款，其余部分用于新设备升级。

Adelphia 现行银行贷款利率以欧洲美元利率、优惠利率或联储资金利率为基础利率。在这些基础利率的基础上，银行根据 Adelphia 的优先债务比率，收取 0.5%—2.5%的加息率。现行周转信贷协议的利率被设置为优惠利率加 0%—1.5%，大额可转让存单利率加 1.25%—2.75%，或者伦敦同业拆放利率加 1%—2.5%。1996 年 3 月 31 日，应付银行或其他机构债券的加权平均利率为 8.36%。

公司现行周转信贷协议以公司投资和某些情况下以公司的电缆资产作为担保品。这些协议还要求 Adelphia 及其子公司保持一定的财务比率，限制公司的额外举债，投资，与附属公司和其他子公司的交易，以及子公司的股利支付。

在考察整个行业和 Adelphia 的财务业绩后，萨拉·金对是否同意贷款申请举棋不定。有线电视经营似乎正处在一个历史的转折点，而 Adelphia 是行业中比较差的公司之一。如果萨拉决定同意公司的申请，她必须就如何构造贷款，如何确定银行要求的利率，以及应在贷款协议中写入哪些保证条款等问题提出建议。

思考题

1. 评价 Adelphia 的经营战略。公司的主要经营风险是什么？

2. 考虑到目前的经营状况，你认为公司的财务战略是适宜的吗？

3. 考虑到有线电视行业的变化，公司的融资战略是否还是适宜的？

4. 萨拉·金应同意对 Adelphia 贷款吗？适宜的条件（关于利率、保证条款和其他保障要求）应是什么？

5. 如果银行不同意贷款，Adelphia 还有哪些融资选择？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

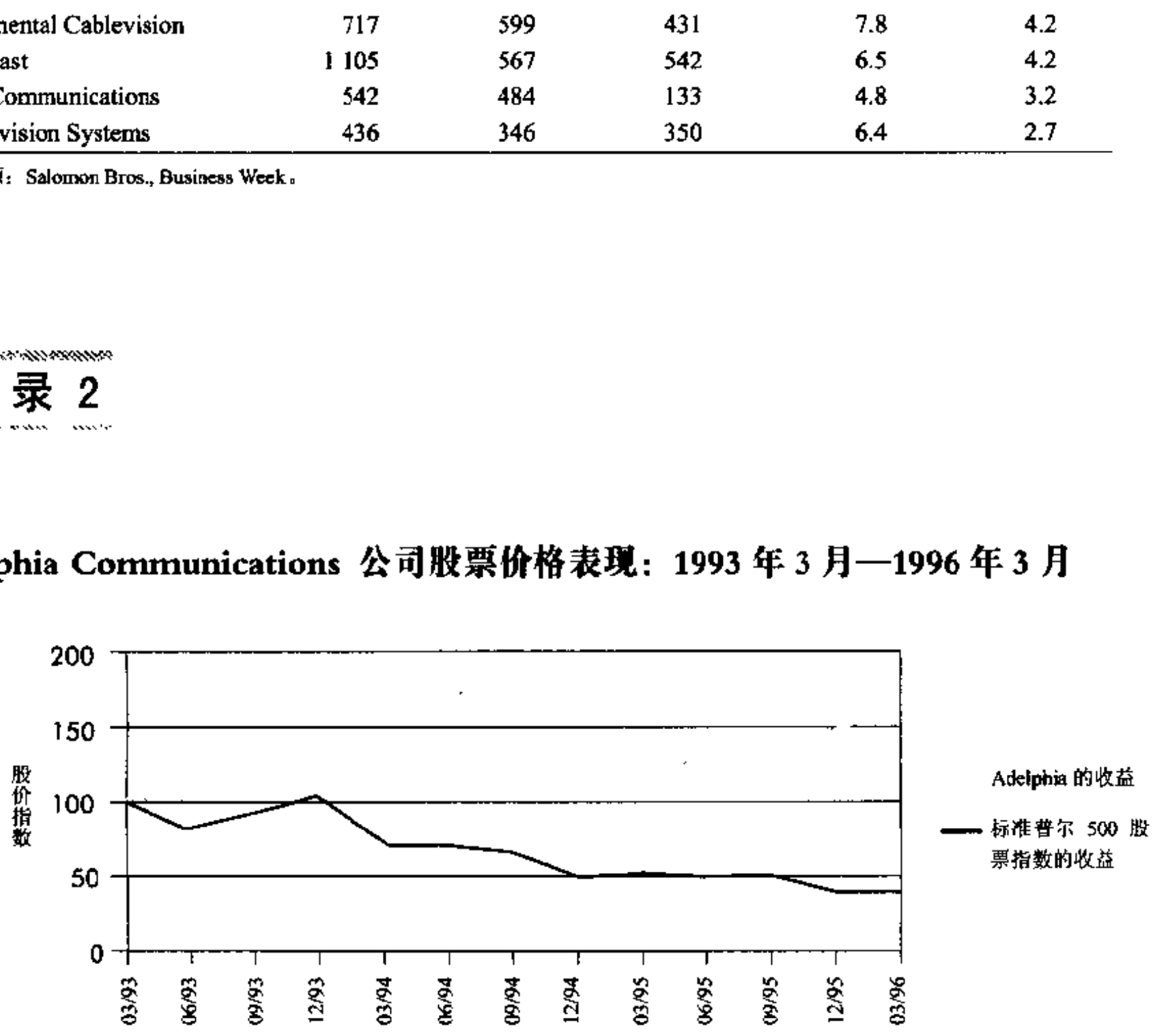
美国主要有线电视公司的业绩

1996年6月30日前12个月	EBITDA (百万美元)	资本支出 (百万美元)	利息费用 (百万美元)	债务对EBITDA比率	用户 (百万美元)
TCI	2 111	1 957	1 053	6.3	14.5
时代华纳	1 480	1 700	1 562	6.7	11.8
Continental Cablevision	717	599	431	7.8	4.2
Comcast	1 105	567	542	6.5	4.2
Cox Communications	542	484	133	4.8	3.2
Cablevision Systems	436	346	350	6.4	2.7

资料来源：Salomon Bros., Business Week。

附 录 2

Adelphia Communications 公司股票价格表现：1993年3月—1996年3月



资料来源：Bloomberg。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

1996 年 3 月 31 日 Adelphia Communications 公司用户数据摘要

	区内居户	基本用户	基本用户拥有率	单项收费用户	收费用户占用户总数的比率
纽约西区	368 071	254 121	69.0%	148 814	58.6%
新英格兰	260 542	183 819	70.6	108 517	59.0
弗吉尼亚	336 261	245 748	73.1	111 245	45.3
宾夕法尼亚西区	252 013	184 291	73.1	72 488	39.3
俄亥俄	168 332	121 960	72.5	66 131	54.2
新泽西海岸	125 646	98 304	78.2	53 917	54.9
宾夕法尼亚东区	159 872	113 016	70.7	83 854	74.2
佛罗里达东南区	808 683	551 377	68.2	237 842	43.1
	2 479 420	1 752 636	平均 70.7%	882 808	平均 50.4%

资料来源：Adelphia Communications Corporation 10-K。

附 录 4

Adelphia Communications 公司节略的 1996 年度报告

经挑选的合并财务数据

（除每股数据以外，以千美元计）

经挑选的 1996 年 3 月 31 日前 5 年每年合并财务数据来自公司经审计的合并财务报表。

	3 月 31 日前的年度				
	1992	1993	1994	1995	1996
损益表数据：					
收入	273 630	305 222	319 045	361 505	403 597
直接营业费和节目费	74 787	82 377	90 547	106 993	124 116
销售和一般管理费用	44 427	49 468	52 801	63 487	68 357
折旧、摊销和费率管制费用前营业收益	154 416	173 377	175 697	191 025	211 124
折旧和摊销	84 817	90 406	89 402	97 602	111 031
费率管制费用	—	—	—	—	5 300
营业收益	69 599	82 971	86 295	93 423	94 793

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	3月31日前的年度				
	1992	1993	1994	1995	1996
来自附属公司的利息收入	3 085	5 216	9 188	11 112	10 623
其他收入（费用）	968	1 447	(299)	1 453	—
优先投资收益[a]	22 300	22 300	22 300	22 300	28 852
付现利息费用	(129 237)	(164 695)	(180 456)	(180 942)	(194 403)
非付现利息费用	(35 602)	(164)	(1 680)	(14 756)	(16 288)
在合资企业亏损中所占权益份额	(52 718)	(46 841)	(30 054)	(44 349)	(46 257)
所得税、非常损失、会计原则变更的累积影响前亏损[b]	(121 605)	(99 766)	(94 706)	(111 759)	(122 680)
所得税（费用）利益	—	(3 143)	(2 742)	5 475	2 786
非常损失、会计原则变更的累积影响前亏损	(121 605)	(102 909)	(97 448)	(106 284)	(119 894)
提前偿还债务的非常损失[b]	—	(14 386)	(752)	—	—
所得税会计变更的累积影响[b]	—	(59 500)	(89 660)	—	—
净亏损	(121 605)	(176 795)	(187 860)	(106 284)	(119 894)
非常损失、会计原则变更的累积影响前普通股加权平均每股亏损	(8.80)	(6.80)	(5.66)	(4.32)	(4.56)
普通股加权平均每股净亏损	(8.80)	(11.68)	(10.91)	(4.32)	(4.56)
宣告发放的每股现金股利	—	—	—	—	—
其他数据：					
EBITDA[d]	180 769	202 340	207 936	225 890	257 999
资产负债表数据：					
现金和现金等价物	11 173	38 671	74 075	5 045	10 809
对 Olympus 投资和应收（应付）Olympus 款项[a]	64 972	7 692	9 977	11 943	(33 656)
资产总额	925 791	949 593	1 073 846	1 267 291	1 333 923
负债总额	1 554 270	1 731 099	1 793 711	2 021 610	2 175 473
负债减现金的净额[c]	1 543 097	1 692 428	1 719 636	2 016 565	2 164 664
股东权益（亏损）	(713 544)	(868 614)	(918 064)	(1 011 575)	(1 128 239)

（a）1996年3月28日，Olympus Communications L.P.（"Olympus"）全资拥有子公司和常务普通合伙人ACP Holdings公司（ACP）、FPL Group全资拥有子公司Telesat Entities（"Telesat"）、Olympus、Adelphia以及Adelphia的一些股东签订了一份协议，该协议规定Adelphia分配40 000美元，并偿还所欠Telesat款项共计20 000美元。详细情况参见"管理层对财务状况和经营成果的论述和分析"。1996年3月31日，对Olympus投资和应收Olympus款项包括以下内容：

对有限合伙人股权和普通合伙人权益的总投资	298 402
投入财产的认定价值超过历史成本的差额	(98 303)
在Olympus净损失中累积的权益份额	(359 584)
对Olympus的其他投资——减分配的净额	65 922
对Olympus投资	(93 563)
应收Olympus款项	59 907
	(33 656)

（b）"非常损失"与债务提前偿还的损失相关。"会计原则变更的累积影响"是指分别自1993年1月1日和1993年4月1日起Olympus和本公司的会计原则变更。Olympus和本公司采纳了财务会计准则公告（SFAS）第109号"所得税会计"中的条款，要求使用资产负债法进行所得税的财务会计处理和报告。SFAS第109号导致Olympus和本公司分别累积确认59 500美元和89 660美元的额外负债。

（c）表示负债总额减现金和现金等价物。

（d）利息、所得税、折旧和摊销、在合资企业亏损中所占权益份额、其他非现金费用、非常损失和会计原则变更的累积影响前收益（"EBITDA"）。有线电视行业通常在经营业绩、杠杆和流动性基础上，使用EBITDA和现金流量的类似计量指标对有线电视公司进行分析和比较。尽管EBITDA不是公认会计准则所界定的营业收益的替代指标，但公司管理层仍认为EBITDA是一个有意义的业绩计量指标，因为几乎所有公司融资协议都包含以EBITDA为基础的财务保证条款。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析

（以千美元计）

经营成果

概述

Adelphia Communications 及其子公司（“Adelphia”或本公司）过去 3 个会计年度每年的几乎全部收入都来自用户每月支付的基本费、卫星费、保险费和辅助服务（如安装和设备租赁）费、当地和全国的广告销售收入、单项收费节目、家庭购物网以及有竞争力的当地交换机运营商（“CLEC”）的电信服务。1993 年 9 月 1 日，根据 1992 年《有线电视法案》和公司修改后的服务提供方法，公司为用户提供服务和对所提供服务收费的方式发生了某些变化。参见“管制和竞争问题”。

与上年同期相比，Adelphia 1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年经营成果发生变动主要是收购和扩展现行有线电视运营的结果。对 1996 年 3 月 31 日前 1 年而言，还受广告销售和其他服务提供日益增加，以及自 1995 年 10 月 1 日起有线电视费率提高的影响。

与近年来进行的大量收购相关的高额折旧和摊销、近期的系统升级和扩展以及与融资活动相关的利息成本将继续对报告经营成果产生负面影响。此外，预计 Olympus 合资企业未来将发生大量折旧、摊销和利息费，它们也将对 Adelphia 未来经营成果产生负面影响。Adelphia 预计未来几年将报告净损失。

公司拥有 89%股权的非受限子公司 Hyperion Telecommunications（“Hyperion”）及其子公司拥有对 CLEC 合资企业的一些投资并对这些合资企业进行管理。如果把 Hyperion 经营成果的影响排除在外，公司 1994、1995 和 1996 年前 1 年的 EBITDA 会分别增加 1 941 美元，2 138 美元和 2 254 美元。1996 年 4 月 14 日，Hyperion 通过发行债券和购股证确认了 175 265 美元毛收入（参见“流动性和资本性资源”）。

下表数据根据 Adelphia 的合并财务报表得出，列示了各年财务报表中所包含的营业收益的历史比例关系。

	3 月 31 日前 1 年占收入比例		
	1994	1995	1996
收入	100.0%	100.0%	100.0%
营业费用：			
直接营业费和节目费	28.4%	29.6%	30.8%
销售和一般管理费	16.5%	17.6%	16.9%
折旧、摊销和费率管制费用前营业收益	55.1%	52.8%	52.3%
折旧和摊销	28.0%	27.0%	27.5%
费率管制费用	0.0%	0.0%	1.3%
营业收益	27.1%	25.8%	23.5%

1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年的比较

收入

1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年收入分别比上 1 会计年度增加约 13.3%和 11.6%，应归于以下原因：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	3月31日前1年	
	1995	1996
收购	87%	36%
基本用户增长	10%	20%
费率提高	0%	20%
广告销售和其他服务收入	3%	24%

自1995年10月1日起，几乎所有公司系统都提高了与管制有线电视服务相关的费率。而在1995会计年度没有提高费率。广告销售收入和来自其他战略性服务，如寻呼和 CLEC 服务的收入也对1996年3月31日前1年收入具有积极影响。

直接营业费和节目费

直接营业费和节目费主要包括基本和收费节目成本和技术费。1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年分别比上 1 年增加 18.2%和 16.0%，主要是由于被收购系统产生的营业费用以及与用户增加相关的节目成本和增量成本增加。由于对将成本增加传递给客户的时间和程度的管制限制，1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 会计年度的营业和节目费以比相应的收入增加更大的幅度增加。作为近期联邦商业委员会制定管制规则的结果，公司打算通过执行系统的费率提高计划来扭转这种趋势。与该计划相一致，公司打算在 1997 会计年度的第 2 季度，根据联邦商业委员会的指导方针，提高大多数市场的费率。

销售和一般管理费用

这些费用主要包括与系统办公室、客户服务代表以及销售和行政管理人员相关的成本。1995和 1996 年 3 月 31 日前 1 年分别比上 1 年增加 20.2%和 7.7%，主要是由于与收购、用户增长、《1992年有线电视法案》及其后规则相关的增量成本增加。1995 年 3 月 31 日前 1 年销售和一般管理费用在收入中所占比例与 1994 会计年度相比有所增加，主要是由于《1992 年有线电视法案》规定费率冻结导致工资和福利费增加没有带来相应的收入增加。1996 年 3 月 31 日前 1 年销售和一般管理费用在收入中所占比例与上年相比有所减少，主要是由于上述 1995 年 10 月 1 日费率提高对收入产生了积极影响。

折旧、摊销和费率管制费用前营业收益

1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，折旧、摊销和费率管制费用前营业收益分别为 175 697 美元，191 025 美元和 211 124 美元。1995 年 3 月 31 日前 1 年该项目增加主要是由于收购的影响，在很大程度上是因以上提到的费率冻结导致收入增加被以更大比率增加的成本所抵消。1996 年 3 月 31 日前 1 年该项目增加主要是收购、用户费率提高、内部用户增长以及广告和其他非有线电视服务扩展的共同结果，其中一部分被节目费和一般管理费的增加所抵消。

费率管制费用

1996 年 3 月 31 日前 1 会计年度包括费用 5 300 美元，反映管理层对与解决用户费率争端相关的全部成本的预计。这种成本包括：（1）预计未来期间将要向客户提供的信用 2 700 美元；（2）1996 年 3 月 31 日前 1 会计年度发生的法律和其他成本；（3）与这种事件的最终解决相关的预计法律和其他成本。

折旧和摊销

1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年折旧和摊销分别比上年有所提高，主要是由于与 1994、1995

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

和 1996 年 3 月 31 日前 1 年完成的收购相关的折旧和摊销增加，以及过去几年发生的资本支出增加。

优先投资收益

优先投资收益包括从 Olympus 收到的公司对 Olympus 的有限合伙人股权投资的应计优先投资收益。1996 年 3 月 31 日前 1 年的优先投资收益比前 2 个会计年度有所增加，是由于 Olympus 支付的收益增加。

EBITDA

1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，EBITDA（利息、所得税、折旧和摊销、在合资企业亏损中所占权益份额，其他非现金费用，非常损失和会计原则变更的累积影响前收益）分别共计 207 936 美元，225 890 美元和 247 999 美元。1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年分别比上 1 会计年度增加 8.6%和 9.8%，主要是由于 1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年对有线电视系统的收购，以及 1996 年 3 月 31 日前 1 年从 Olympus 收到的优先投资收益增加。1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年的收入和营业费用分别比上 1 年有所增加，主要反映 1995 和 1996 会计年度完成的收购的影响。尽管 EBITDA 不是公认会计准则所界定的营业收益的替代指标，但公司管理层仍认为 EBITDA 是一个有意义的业绩计量指标，因为几乎所有公司融资协议都包含以 EBITDA 为基础的财务保证条款。

利息费用

1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年的利息费用分别比上 1 年增加约 7.4%和 7.7%。1995 会计年度，约 56%的利息费用增加额源于与收购相关的增量债务产生的额外利息成本。1996 年 3 月 31 日前 1 年利息费用增加是由于该期未清偿债务增加，其中一部分被 1996 会计年度未清偿债务的平均利率比上 1 会计年度有所下降所抵消。1996 会计年度的利息费用比上年增加约 27%，主要是由于与收购相关的债务增加。利息费用包括原始发行折价的非现金增加额和非现金利息费用，1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年分别共计 1 680 美元，14 756 美元和 16 288 美元。

在合资企业损失中所占权益份额

在合资企业中所占权益份额主要反映：（1）公司按比例在 Olympus 亏损中所占份额和 Olympus 的优先有限合伙人股权的收益要求；（2）Hyperion 按比例在其拥有少数股权合伙企业营业亏损中所占份额。1995 年 3 月 31 日前 1 年该项目比上 1 年有所增加，主要是受 Olympus 出售 Northeast Cable 和 Olympus 的营业毛利下降的影响。1996 年 3 月 31 日前 1 年该项目比上 1 年有所增加，是由于对公司作为少数股权合伙人的 CLEC 企业进行的某些投资的损失增加，其中部分损失被 Olympus 合伙企业经营业绩的提高所抵消。

净损失

1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，公司分别报告净损失 187 860 美元，106 284 美元和 119 894 美元。1994 会计年度的净损失包括公司记录的所得税会计变更的累积影响 89 660 美元。如果排除该项目的影响，1995 会计年度净损失比上 1 会计年度增加 8 084 美元。1995 会计年度净损失比 1994 会计年度有所增加，主要是由于在合资企业（主要是 Olympus）净损失中所占权益份额增加以及非现金利息费用更高，其中部分被更高的营业收益所抵消。1996 会计年度净损失比上 1 年增加 13 610 美元，主要是由于利息费用增加和费率管制费用的影响，其中部分被营业收益增加和从 Olympus 取得的优先投资收益所抵消。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

流动性和资本性资源

有线电视行业属资本密集型行业，通常要求为有线电视系统的建设、现代化、维修、扩展和收购持续融资。1996年3月31日前3个会计年度，公司将大量资本性资源用于这些目的以及对Olympus及其他附属公司和实体投资。这些支出主要通过长期借款融资，少部分通过内部产生资金融资。公司创造现金以满足未来需求的能力通常取决于公司的经营成果和外部融资的持续可获得性。

资本支出

公司开发了创新的光纤—馈线网络格局，旨在增加频道容量和最小化未来资本支出，同时使公司很好定位以利用未来机会。管理层认为其资本支出计划使公司与其他有线电视运营商相比，拥有更高的频道容量和可寻址性。

1994、1995和1996年3月31日前1年的资本支出分别为75 894美元，92 082美元和100 089美元。1994、1995和1996会计年度的资本支出分别比上1年有所增加，主要是由于使用光纤—馈线技术的设施重建的加速，以及与Hyperion比预期更快的增长相关的支出增加。管理层预计，1997会计年度的资本支出将稍高于1996会计年度，因为有线电视设施重建将进一步扩展，Hyperion也将进一步扩展。

融资活动

公司的融资战略是在其合并子公司拥有自身与银行和保险公司签订的优先和次级信贷协议的同时，保持母公司的长期债务水平。公司创造现金以满足未来需求的能力通常取决于公司的经营成果和外部融资的持续可获得性。1996年3月31日前3年，公司通过长期借款（主要来自银行和保险公司）、短期借款、内部产生资金以及发行母公司债券和股票为其营运资本需求、资本支出以及对Olympus及其他附属公司和实体投资融资。公司一般通过取得新贷款或发行母公司债券为本金再融资、使用内部产生资金支付利息的方式为从银行和保险公司取得的长期借款的本金和利息债务融资。Adelphia已经通过内部产生资金为其借款利息筹集了资金。

大多数Adelphia的直接拥有子公司拥有与银行和保险公司签订的优先信贷协议。通常情况下，根据这些协议取得的借款由股票抵押，在一些情况下由借款子公司及其子公司的资产抵押，一些情况下由这种子公司的子公司担保。1996年3月31日，根据这些协议，尚未清偿的借款共计1 096 675美元。这些协议包含一些规定借款子公司借款和投资的限制条件，借款子公司与Adelphia及其其他子公司和附属公司之间的交易，以及股利支付和借款子公司费用支付的条款。一些协议还包含与Adelphia或其他子公司相关的违约条款。这些协议还要求借款子公司的财务比率保持在一定水平。此外，1996年3月31日，根据包含与上述条款类似限制条件的信贷协议，Adelphia的子公司共有128 000美元次级和无担保借款尚未清偿。Adelphia Communications公司的合并财务报表参见附注3。根据1996年3月31日前1期的经营成果，公司遵守了各种信贷协议中包含的财务保证条件和相关财务比率要求。

独立审计师报告

Adelphia Communications公司董事会：

我们审计了Adelphia Communications公司及其子公司1995年3月31日和1996年3月31日的合并资产负债表，以及截至1996年3月31日前3年各年的相关合并损益表、合并股东权益表和合

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

并现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Adelphia Communications 公司及其子公司 1995 年 3 月 31 日和 1996 年 3 月 31 日的财务状况，以及截至 1996 年 3 月 31 日前 3 年各年的经营成果和现金流量状况。

如合并财务报表附注 7 所述，公司自 1993 年 4 月 1 日起变更其所得税会计处理方法。

DELOITTE&TOUCHE 有限合伙公司
宾夕法尼亚州匹兹堡市
1996 年 6 月 28 日

合并资产负债表

（除每股金额外，以千美元计）

	3 月 31 日前 1 年	
	1995	1996
资产：		
有线电视系统（以成本计价），减累计折旧和摊销的净值		
财产、厂房和设备	518 405	560 376
无形资产	546 116	568 898
合计	1 064 521	1 129 274
现金和现金等价物	5 045	10 809
投资	48 968	68 147
对合营企业的优先权益投资	18 338	18 338
应收用户款——净值	20 433	23 803
预付费用和其他资产——净值	48 352	52 658
关联方投资和应收关联方款项——净值	61 634	30 894
合计	1 267 291	1 333 923
负债和股东权益（亏损）：		
子公司应付银行和机构债券	1 086 350	1 224 675
利率为 12.5%，将于 2002 年到期的优先债券	400 000	400 000
利率为 10.25%，将于 2000 年到期的优先债券	99 011	99 158
利率为 11.875%，将于 2004 年到期的优先公司债券	124 470	124 502
利率为 9.875%，将于 2005 年到期的优先公司债券	127 994	128 118
利率为 9.5%，将于 2004 年到期的优先 pay-in-kind（以券代偿）债券	164 370	180 357
其他债务	19 415	18 663
应付账款	42 872	66 668
预收用户款和定金	16 494	14 706
应计利息和其他负债	87 751	99 106
	110 139	106 209
负债合计	2 278 866	2 462 162

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	3月31日前1年	
	1995	1996
承诺款项和或有负债（附注4）		
股东权益（亏损）：		
A级普通股，每股面值0.01美元，额定股数分别为50 000 000和200 000 000；流通在外股数分别为14 906 691和15 364 009	149	154
B级普通股，每股面值0.01美元，额定股数为25 000 000；流通在外股数为10 944 476	109	109
股本溢价	211 190	214 415
累计亏损	(1 223 023)	(1 342 917)
股东权益（亏损）合计	(1 011 575)	(1 128 239)
总计	1 267 291	1 333 923

合并损益表

（除每股金额外，以千美元计）

	3月31日前1年		
	1994	1995	1996
收入	319 045	361 505	403 597
营业费用：			
直接营业费和节目费	90 547	106 993	124 116
销售和一般管理费用	52 801	63 487	68 357
折旧和摊销	89 402	97 602	111 031
费率管制费用	—	—	5 300
合计	232 750	268 082	308 804
营业收益	86 295	93 423	94 793
其他收入（费用）：			
来自附属公司的利息收入	9 188	11 112	10 623
其他收入	(299)	1 453	—
来自Olympus的优先投资收益	22 300	22 300	28 852
利息费用	(182 136)	(195 698)	(210 691)
在合资企业亏损中所占权益份额	(30 054)	(44 349)	(46 257)
合计	(181 001)	(205 182)	(217 473)
所得税、非常损失、会计原则变更的累积影响前的亏损	(94 706)	(111 759)	(122 680)
所得税（费用）利益	(2 742)	5 475	2 786
非常损失、会计原则变更的累积影响前亏损	(97 448)	(106 284)	(119 894)
提前偿还债务的非常损失	(752)	—	—
所得税会计变更的累积影响	(89 660)	—	—
净亏损	(187 860)	(106 284)	(119 894)
非常损失、会计原则变更的累积影响前普通股加权平均每股亏损	(5.66)	(4.32)	(4.56)
所得税会计变更的普通股每股加权平均非常损失	(0.04)	—	—
所得税会计变更的普通股每股加权平均累积影响	(5.21)	—	—
普通股加权平均每股净亏损	(10.91)	(4.32)	(4.56)
流通在外普通股的加权平均数（以千股计）	17 221	24 628	26 305

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并现金流量表

（以千美元计）

	3月31日前1年		
	1994	1995	1996
营业活动产生的现金流量：			
净损失	(187 860)	(106 284)	(119 894)
将净损失调整为营业活动产生的净现金：			
折旧	56 370	66 064	70 890
摊销	33 032	31 538	40 141
非付现利息费用	1 680	14 756	16 288
在合资企业净亏损中所占权益份额	30 054	44 349	46 257
费率管制费用	—	—	2 700
提前偿还债务的非常损失	752	—	—
财产处置损失	1 051	—	—
所得税会计变更的累积影响	89 660	—	—
递延所得税增加（减少）额，减收购影响的净额	2 061	(5 975)	(3 930)
营业资产和负债变动，减收购和剥离影响的净额：			
应收用户款	(155)	(478)	(3 370)
预付费用和其他资产	(16 288)	(21 152)	(14 465)
应付账款	5 871	14 789	23 796
预收用户款和定金	(1 134)	699	(1 788)
应计利息和其他负债	11 858	10 630	7 662
营业活动提供的净现金	26 952	48 936	64 287
投资活动产生的现金流量：			
收购的有线电视系统	(21 681)	(70 256)	(60 804)
财产、厂房和设备支出	(75 894)	(92 082)	(100 089)
对其他合资企业投资	(8 890)	(38 891)	(24 333)
对合营企业的优先权益投资	(18 338)	—	—
对 Olympus 和关联方的投资和预付款	(45 285)	(46 046)	(4 236)
收购的替代上网权	(27 000)	—	—
投资活动使用的净现金	(197 088)	(247 275)	(189 462)
融资活动产生的现金流量：			
债券发行收入	744 770	155 314	273 508
债务偿还	(690 232)	(38 107)	(138 694)
与债务融资相关的成本	(4 961)	(2 759)	(3 875)
A 级普通股发行收入	155 963	14 861	—
融资活动产生的净现金	205 540	129 309	130 939
现金和现金等价物增加（减少）额	35 404	(69 030)	5 764
年初现金和现金等价物	38 671	74 075	5 045
年末现金和现金等价物	74 075	5 045	10 809
现金流量活动的补充披露——付现利息	178 840	193 206	198 369

经挑选的合并财务报表附注

（除每股金额外，以千美元计）

1. 公司概况和主要会计政策摘要

公司及合并基础

Adelphia Communications 及其子公司（“Adelphia”）拥有、经营和管理有线电视系统及其他相关电信业务。Adelphia 的经营活动主要是通过光纤网络和同轴电缆向用户销售电视节目，按月收取

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

费用。这些服务被以 Adelphia Cable Communications 为名在有特许经营权的各个地域提供。

合并会计报表包括 Adelphia 及其拥有 50%以上股权子公司的报表。所有重要的公司间账户和交易已经在合并中抵消。

1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，Adelphia 完成了几项收购，每项收购都使用购买法核算。相应地，每项收购的财务结果自收购日起都被包括在 Adelphia 的合并成果中。以下是对收购的概述。

1994 年 6 月 16 日，Adelphia 向西康涅狄格州 Tele-Media 的母公司——TMC Holdings 公司（"THC"）投资 34 000。THC 拥有有线电视系统，在收购日，该系统为西康涅狄格州约 43 000 用户提供服务。对 THC 的投资使 Adelphia 拥有 THC 30 000 美元优先股权，75%无投票权普通股权，以及其余 25%有优先求偿权的普通股权。经管理部门批准，Adelphia 有权立即将这种股权转换为 75%有投票权普通股权，以及其余 25%有优先求偿权的普通股权。承担的债务包括在子公司应付银行和机构债券中，在结账日为 52 000 美元。

1994 年 6 月 30 日，Adelphia 以 31 875 美元的价格从 Olympus 购入 Northeast Cable 公司（"Northeast"）85%的普通股。Northeast 拥有有线电视系统，在收购日，该系统为宾夕法尼亚东区约 36 500 用户提供服务。在收购价款中，16 000 美元以现金支付，其余用 Adelphia 应收 Olympus 款支付。承担的债务包括在子公司应付银行和机构债券中，在结账日为 42 300 美元。

1995 年 1 月 10 日，与 Adelphia 的一家全资拥有子公司和 Oxford Cablevision 公司（"Oxford"）（Terry Family 有线电视系统之一）的合并相联系，Adelphia 发行了 399 087 A 级普通股。在收购日，Oxford 为北卡罗来纳州格兰维尔和沃伦乡村的约 4 200 用户提供服务。

1995 年 1 月 31 日，Adelphia 以 11 775 美元收购了 Martha's Vineyard L.P.的 Tele-Media 公司的多数股权。在收购日，该有线电视系统为马萨诸塞州马撒葡萄园的约 7 000 用户提供服务。

1995 年 4 月 12 日，Adelphia 以 17 456 美元收购了位于宾夕法尼亚州基坦宁，新伯利恒和弗里波特的 Clear Channels Cable TV Company 的有线电视系统。在收购日，这些系统为约 10 700 用户提供服务。

1996 年 1 月 9 日，Adelphia 完成了对 Eastern Telecom Corporation 和 Robinson Cable TV 公司有线电视系统的收购。在收购日，这些系统为宾夕法尼亚州西区约 24 000 用户提供服务，收购价款共计 43 000 美元。

对 Olympus 合资合伙企业的投资

对 Olympus 合资合伙企业的投资既包括有限合伙人股权，也包括普通合伙人股权。普通合伙人股权代表对 Olympus Communications L.P.（"Olympus"）50%的投票权，并使用权益法进行核算。根据这种方法，Adelphia 的投资最初按投入财产的历史成本记录，随其后的资本投入、在合伙企业损失中所占份额以及在合伙企业股权收益中所占份额进行调整。有限合伙人股权代表有权获得 16.5%的年度收益的优先股权（"PLP 股权"）。

PLP 股权没有投票权，优于某些其他合伙人股权，而且提供 16.5%的年度优先收益。目前不要求 Olympus 支付全部 16.5%的收益，Adelphia 在收到 PLP 股权的优先收益时确认为收益。因此，在 Olympus 净损失中所占权益份额不包括累积未付优先收益（参见附注 2）。

用户收入

用户收入在提供服务的当月记录。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财产、厂房和设备

财产、厂房和设备由以下内容组成：

	3 月 31 日	
	1995	**1996**
营业厂房和设备	786 917	863 957
不动产及改良支出	46 453	51 147
支持设备	28 242	30 376
在建工程	77 026	105 158
	938 638	1 050 338
累计折旧	(420 233)	(489 962)
	518 405	560 376

折旧在资产的预计使用期限内按直线法计算。营业厂房和设备的预计使用期限为 5—12 年，支持设备和建筑物的预计使用期限为 3—20 年。财产、厂房和设备的增置按成本记录，包括材料、适当的人工、制造费用和利息。1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，资本化利息分别为 1 345 美元，1 736 美元和 1 766 美元。

无形资产

无形资产减累计摊销的净值由以下内容组成：

	3 月 31 日	
	1995	**1996**
购入的特许经营权	493 249	465 983
商誉	38 805	58 377
非竞争协议	13 495	11 240
购入的用户名册	567	33 298
	546 116	568 898

收购有线电视系统的全部买价的一部分被分配给购入的特许经营权，购入的用户名册、商誉和非竞争协议。购入的特许经营权和商誉使用直线法在超过 40 年的期限摊销；购入的用户名册使用直线法在 5—10 年的期限内摊销；非竞争协议使用直线法在 4—12 年的合同期内摊销。1995 年 3 月 31 日和 1996 年 3 月 31 日，无形资产的累计摊销额分别为 107 914 美元和 137 012 美元。

现金和现金等价物

Adelphia 把将在 3 个月或更短的期限内到期的所有具有高度流动性的投资视做现金等价物。1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，流动性投资的利息分别为 2 020 美元，1 230 美元和 1 859 美元。

投资

会计上的权益法通常用于核算对拥有高于 20%但低于 50%股份的附属公司的投资。根据这种方法，Adelphia 的初始投资按成本记录，随后调整其在附属公司净收益或损失中拥有的权益。股利或其他分配被记作 Adelphia 的投资减项。

使用权益法核算的对附属企业投资通常反映 Adelphia 在其附属公司资产中拥有的权益。

Adelphia 对拥有少于 20%股权的实体的投资以及对拥有高于 20%股权，但不能影响该实体的营业或财务决策的投资，通常使用成本法核算。根据成本法，Adelphia 的投资按成本记录，随后，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

只有当被投资者发放股利或进行其他分配时，才调整其在附属公司净收益或损失中拥有的权益。在投资日后，收到的股利超过收益的部分被记作投资成本的减项。

Adelphia 的投资余额如下所示：

	3月31日	
	1995	1996
使用权益法核算的投资：		
总投资：		
替代上网权	15 764	28 754
Page Call 公司	6 915	11 187
其他	2 847	800
在净损失中的累积权益	(1 458)	(6 814)
合计	24 068	33 927
使用成本法核算的投资：		
Niagara Frontier Hockey,L.P.	15 000	22 681
Commonwealth Security 公司	4 200	4 200
SuperCable	3 000	3 171
其他	2 700	4 168
合计	24 900	34 220
投资合计	48 968	68 147

1994 年 4 月 12 日，Adelphia 以 15 000 美元购入（1）Niagara Frontier Hockey,L.P.（“Sabres Partnership”）可转换优先债券，Niagara Frontier Hockey,L.P.拥有 Buffalo Sabres National Hockey League（“NHL”）特许经营权，可转换为 34%股权；（2）可使 Adelphia 将股权提高到 40%的购股权证。Adelphia 还承诺以利率为 14%的可转换资本融资债券的形式预付 Sabres Partnership12 500 美元。与 12 500 美元的承诺相联系，Adelphia 的可转换优先债券的收益增加到 14%。1996 年 3 月 31 日前 1 年，公司筹集到 7 681 美元资金，到 1996 年 4 月 24 日，筹集到全部 12 500 美元资金。Sabres Partnership 经营一家将于 1996—1997 NHL 赛季开始时完工的新运动和娱乐设施——Marine Midland Arena，并将收到来自该公司的利润、亏损和其他分配。Adelphia 认为该项投资将成为布法罗有线电视市场中的竞争优势。

应收用户款

在 1995 和 1996 年 3 月 31 日的应收用户款中，已经分别从中扣除了可疑账款备抵 3 503 美元和 1 216 美元。1996 年 3 月 31 日可疑账款备抵减少，是因为冲销可疑账款的程序发生了变化。这种变化对坏账费用没有影响。

其他资产和债券折价的摊销

递延债券融资成本包含在预付费用、其他资产和债券折价（债券账面价值的减项）中，按相关债券的期限摊销。未摊销金额包含在预付费用和其他资产中，在 1995 和 1996 年 3 月 31 日分别为 23 355 美元和 25 274 美元。

资产减损

当一些事件或环境的变化表明资产的账面价值可能不能回收时，Adelphia 定期考察其长期资产的账面价值是否发生了减损。价值减损的计量涉及到在资产的剩余使用期限内预计产生的未来营业现金流量与资产账面价值的比较。资产账面价值超过公平市价的金额被确认为价值减损损失。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

非现金融资和投资活动

1994 年 3 月 31 日前 1 年，融资租赁共计 7 186 美元。1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，没有发生重大的融资租赁。对其他非现金融资和投资活动的说明可参考附注 1，2，5 和 9。

衍生金融工具

根据利率互换协议产生的净结算额被记作发生当期利息费用的调整。

财务报表编制过程中对预计值的使用

依据公认会计准则编制财务报表，要求管理层对影响财务报表编制日资产和负债的报告金额及或有资产和负债的披露，以及报告期间收入和费用的报告金额的因素作出预计和假设。实际结果可能与预计值有所差别。

重新归类

1994 和 1995 年的一些金额已经被重新归类，以便与 1996 年的披露相比较。

3. 债务

子公司应付银行和机构债券

子公司应付银行和机构债券由以下内容组成：

	3 月 31 日	
	1995	1996
与银行签订的应于 2003 年前支付的信贷协议（1995 和 1996 年 3 月 31 日的加权平均利率分别为 8.16%和 7.51%）	584 250	758 975
利率为 10.66%，将于 1996—1999 年到期的优先担保债券	250 000	245 000
利率为 9.95%，将于 1997 年到期的优先担保债券	9 600	3 200
利率为 10.80%，将于 1996—2000 年到期的优先担保债券	45 000	36 000
利率为 10.50%，将于 1997—2001 年到期的优先担保债券	16 000	16 000
利率为 9.73%，将于 1998—2001 年到期的优先担保债券	37 500	37 500
利率为 10.25%，将于 1996—1998 年到期的优先次级债券	72 000	56 000
利率为 11.85%，将于 1998—2000 年到期的优先次级债券	60 000	60 000
利率为 11.13%，将于 1999—2002 年到期的优先次级债券	12 000	12 000
	1 086 350	1 224 675

根据大多数这种子公司信贷协议取得的借款由各子公司的股票作抵押，在一些情况下由资产作抵押。这些协议规定子公司增加借款，投资，与附属公司和其他子公司交易，以及股利支付和子公司费用支付的限制条款。它们还要求借款子公司的财务比率保持在一定水平。一些子公司的协议，连同母公司的债券，还包含相互违约条款。1996 年 3 月 31 日，约有 219 000 美元子公司净资产将被允许以股利、优先收益和贷款的形式转移给母公司，贷款无须经贷款人根据这些子公司 1996 年 3 月 31 日前 1 季度的经营成果给予事先的批准。这些子公司被允许向母公司和其他子公司支付费用，费用的支付额以子公司收入的一定比例为限。

Adelphia 可以选择根据以下一个或多个利率确定银行债务利率：优惠利率加 0%—1.5%，存单利率加 1.25%—2.75%，或伦敦同业拆放利率加 1%—2.5%。1995 和 1996 年 3 月 31 日，应付银行和机构债券的加权平均利率分别为 9.33%和 8.36%。Adelphia 的 36%应付银行和机构债券的利率在债券或利率互换协议期限内至少 1 年是固定的。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

利率为 12.5%，将于 2002 年到期的优先债券

1992 年 5 月 14 日，Adelphia 以面值向公众发行本金共计 400 000 美元，利率为 12.5%，将于 2002 年 5 月 15 日到期的无担保优先债券。利息每半年支付一次。这种债券的求偿权实际上位于所有子公司负债之后，包含对债务发生、兼并和资产出售、Adelphia 的某些限制性付款以及对附属公司和某些其他附属公司交易投资的限制条件。这些债券还要求 Adelphia 保持最近会计季度的债务对年营业现金流量比率不高于 8.75—1.00，不把发生的 50 000 美元额外债务计算在内。Adelphia 可以在 1997 年 5 月 15 日或以后以本金的 106%的价格，在 1999 年 5 月 15 日或以后以本金赎回全部或部分债券。

利率为 10.25%，将于 2000 年到期的优先债券

1993 年 7 月 28 日，Adelphia 发行本金共计 110 000 美元，利率为 10.25%，将于 2000 年 7 月到期的无担保优先债券。利息每半年支付一次。这种债券的求偿权实际上位于所有子公司负债之后，包含与利率为 12.5%的优先债券的限制条件相类似的限制条件和保证条款。这种债券在到期日 2000 年 7 月 15 日前不可提前赎回。1995 会计年度，10 000 美元债券通过公开市场买卖注销。

利率为 11.875%，将于 2004 年到期的优先债券

1992 年 9 月 10 日，Adelphia 向公众发行本金共计 125 000 美元，利率为 11.875%，将于 2004 年 9 月到期的无担保优先公司债券。利息每半年支付一次。这种公司债券的求偿权实际上位于所有子公司负债之后，包含与利率为 12.5%的优先债券的限制条件相类似的限制条件和保证条款。Adelphia 可以在 1999 年 9 月 15 日或以后以本金的 104.5%的价格，在 2002 年 9 月 15 日或以后以本金赎回全部或部分公司债券。

利率为 9.875%，将于 2005 年到期的优先公司债券

1993 年 3 月 11 日，Adelphia 发行本金共计 130 000 美元，利率为 9.875%，将于 2005 年 3 月到期的优先公司债券。利息每半年支付一次。这种公司债券的求偿权实际上位于所有子公司负债之后，包含与利率为 12.5%的优先债券的限制条件相类似的限制条件和保证条款。这种公司债券在到期日 2005 年 3 月 1 日前不可提前赎回。

利率为 9.5%，将于 2004 年到期的优先 Pay-in-Kind（以券代偿）债券

1994 年 2 月 15 日，Adelphia 发行本金共计 150 000 美元，利率为 9.5%，将于 2004 年 2 月到期的优先 Pay-in-Kind 债券。在 1999 年 2 月或以前，Adelphia 可以选择以现金或以等于本金的价值发行其他债券的方式每半年支付一次利息。从 1999 年 2 月至到期日，利息必须以现金支付。这种债券的求偿权实际上位于所有子公司负债之后，包含与利率为 12.5%的优先债券的限制条件相类似的限制条件和保证条款。Adelphia 可以在 1999 年 2 月 15 日或以后以本金的 103.56%的价格，在 2002 年 2 月 15 日或以后以本金赎回全部或部分公司债券。

利率为 13%，将于 1996 年到期的优先次级债券

1994 年 2 月 14 日，Adelphia 以本金共计 100 000 美元赎回了全部利率为 13%的优先次级债券。

债务的到期

1996 年 3 月 31 日后 5 年债务的到期情况如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1997	127 906
1998	177 475
1999	162 791
2000	82 483
2001	157 381

上述债务的到期情况已经被调整，以反映因 1996 年 4 月用通过一份新信贷额度（参见附注 11）取得的借款偿还某些债务导致的到期日变化。管理层打算用通过新的或现有的信贷协定取得的借款和内部产生资金为到期债务融资。金融市场环境的变化可能对 Adelphia 如何为其未来债务再融资产生影响。

利率互换和上限

Adelphia 与银行、Olympus 和 Managed Entities 签订了利率互换协议和利率上限协议，以减少利率变动对其债务的影响。Adelphia 的一些信贷协议包括要求对其一部分债务进行利率保护的条款。Adelphia 签订了固定付款协议，以便有效地将一部分变动利率债务转换为固定利率债务，从而减少因利率提高导致高利息成本的风险。Adelphia 签订了固定收款协议，以便有效地将一部分固定利率债务转换为与伦敦同业拆放利率挂钩的变动利率债务，从而减少因利率下降导致高利息成本的风险。利率上限协议用于减少利率提高对变动利率债务的影响。如果银行、Olympus 或 Managed Entities 不履行协议，Adelphia 将面临信贷损失。Adelphia 没有对这种情况作出预计。下表根据 1995 和 1996 年 3 月 31 日的实际变动利率，概括了将于 1996—1998 年到期的所有互换和上限的假想金额和加权平均利率数据。

	3 月 31 日	
	1995	**1996**
固定付款互换：		
假想金额	396 000	416 000
平均收款利率	6.19%	5.68%
平均付款利率	7.50%	7.94%
固定收款互换：		
假想金额	406 000	108 500
平均收款利率	6.77%	6.66%
平均付款利率	6.30%	5.74%
利率上限：		
假想金额		50 000
平均利率上限		9.00%

1996 会计年度，Adelphia 在设定假想本金为 270 000 美元的几个利率互换协议到期时收到 11 526 美元，该金额将在 1998 年 11 月前作为利息费用的减项摊销。1996 年 3 月 31 日，尚未摊销的金额为 10 027 美元。同样是在 1996 会计年度，该公司根据与 Olympus 签订的一些利率互换协议，收到 4 900 美元并作为对应方承担了该项债务。这些利率互换协议的假想本金为 140 000 美元，将于 1998 年 11 月到期。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

7. 所得税

Adelphia 及其合伙子公司编制合并联邦所得税申报表，该表包括 Adelphia 在子公司合伙企业和合资合伙企业经营成果中所占份额。1996 年 3 月 31 日，出于计算联邦所得税目的，Adelphia 拥有将于 2011 年到期的净营业亏损移后冲减约 1 100 000 美元。出于编制税务报表目的和出于编制财务报表目的计算的折旧和摊销费用有所不同，因为在编制税务报表时使用规定期限而非使用期限，而且一些收购的计税价值和账面价值之间存在差异。

自 1993 年 4 月 1 日起，Adelphia 采纳财务会计准则公告（SFAS）第 109 号“所得税会计”。根据 SFAS 第 109 号，资产和负债的财务报表金额与各自的计税金额之间的差额被确认为递延所得税资产和负债。1993 年 4 月 1 日采纳 SFAS 第 109 号的累积影响是使 1994 年 3 月 31 日前 1 年的净亏损增加 89 660 美元。1994 年 3 月 31 日前 1 年，采纳 SFAS 第 109 号对非常损失和会计原则变更的累积影响前亏损的影响不大。

由于采纳 SFAS 第 109 号，Adelphia 发生的营业亏损移后冲减带来的先前未记录的递延所得税利益 110 498 美元在 1993 年 4 月 1 日被作为采纳该公告的累积影响的一部分加以确认。按照以前的会计处理方法，这些利益的一部分本该在 1994 年 3 月 31 日前 1 年确认为持续经营产生的所得税费用的减项。

构成 Adelphia 的净递延所得税负债的重要项目的纳税影响如下所示：

	1993 年 4 月 1 日	3 月 31 日		
		1994	1995	1996
递延所得税负债：				
财产、厂房和设备以及无形资产的账面价值和计税价值的差额	192 444	210 816	232 639	234 312
其他	8 401	9 703	11 783	—
小计	200 845	220 519	244 422	234 312
递延所得税资产：				
本期不能扣减的准备	687	15 576	12 326	14 467
营业亏损移后冲减	307 001	337 924	381 377	415 121
	307 688	353 500	393 703	429 588
价值备抵	(196 503)	(224 702)	(259 420)	(301 485)
小计	111 185	128 798	134 283	128 103
净递延所得税负债	89 660	91 721	110 139	106 209

1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年，价值备抵的变化分别增加 34 718 美元和 42 065 美元。

1994、1995 和 1996 年 3 月 31 日前 1 年的所得税（费用）利益如下所示：

	3 月 31 日前 1 年		
	1994	1995	1996
本期	(681)	(500)	(1 144)
递延	(2 061)	5 975	3 930
合计	(2 742)	5 475	2 786

法定联邦所得税率与 Adelphia 的实际所得税率之间的调节如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	3月31日前1年		
	1994	1995	1996
法定联邦所得税率	35%	35%	35%
价值备抵的变化	(30%)	(31%)	(37%)
州所得税，减联邦利益的净额	(2%)	4%	(1%)
其他	(6%)	(3%)	5%
实际所得税（费用）利益率	(3%)	5%	2%

8. 对金融工具公平价值的披露

Adelphia 的金融工具组合包括现金、应付债券、公司债券以及利率互换和上限。1995 和 1996 年 3 月 31 日，应付债券的账面价值近似等于公平价值。1995 和 1996 年 3 月 31 日，公共债券和公司债券的持有成本分别为 915 845 美元和 932 135 美元，分别超过市场价值 95 628 美元和 1 420 美元。1995 和 1996 年 3 月 31 日，Adelphia 将被要求分别支付约 6 929 美元和 14 225 美元，以清算利率互换和上限协议，反映这些协议的持有成本高于市场价值的超额。这些债务以及利率互换和上限的市场价值以类似金融工具的市场报价为基础，或以 Adelphia 可得到的具有相同剩余期限的金融工具的价值为基础。

附 录 5

Adelphia Communications 公司 1996 年 3 月 31 日有线电视设备状况：

有线电视设施的特征：	
有线电缆里程	34 429
光纤电缆里程	3 015
光纤电缆束里程	65 020
光纤电缆数	1 948
每根光纤电缆的用户数	1 273
频道容量（Plant Miles）：	
低于 400 赫兹	8 592
400—550 赫兹	15 724
550 赫兹或更大	10 113
plant miles 合计	34 429
频道容量（占 plant miles 比重）：	
低于 400 赫兹	25.0%
400—550 赫兹	45.6%
550 赫兹或更大	29.4%
plant miles 合计	100.0%
服务容量（占全部 plant miles 比重）：	
数字式录像机	100.0%
交互式录像机	23.4%
单向数据传输	100.0%
双向数据传输	23.4%
住宅电话	9.0%

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 15 章　兼并与收购

很久以来，兼并与收购（简称并购）一直是公司投资的主要形式，在拥有英美式资本市场的国家尤其如此。毫无疑问，并购能够为目标公司股东提供丰厚的回报。然而，并购对收购公司股东的价值并没有得到很好的理解。许多怀疑者指出，如果对目标公司股东支付可观的溢价，那么对于收购公司股东来说，收购可能是价值为负的投资。[1]

对并购进行财务分析，可以考察许多问题：

- 证券分析师想知道：计划收购能否为收购公司的股东创造价值？
- 风险套利者想知道：敌意收购要约成功的可能性有多大？是否有其他潜在收购公司也可能加入竞价？
- 收购公司管理层想知道：目标公司是否适合我们的经营战略？如果适合，目标公司对我们的价值何在？我们出价多少才能保证收购成功？
- 目标公司管理层想知道：收购公司的出价对我们公司的股东是否合理？是否存在比当前出价更高的其他潜在收购公司？
- 投资银行家想知道：如何确定符合客户要求的潜在收购目标？当客户要求我们发表公正的看法时，应如何评价目标公司？

在本章中，我们着重于运用财务报表数据及其分析评估并购能否为收购公司的股东创造价值。不过，我们的讨论也适用于其他并购关联方。

有关并购能否为收购公司创造价值的讨论着重于评价并购的动机、要约的定价和融资方法，以及评估要约成功的可能性。本章以美国电报电话公司 1991 年用 75 亿美元收购 NCR 为例，说明财务分析在并购中的应用。[2]

15.1　并购的动机

公司兼并或收购其他公司的原因多种多样。一些收购公司的管理层想借此提高自己的权力和声誉，但另一些却是认识到企业合并能够提供为股东创造新的经济价值的机会。并购可以通过以下途径创造新价值：

1. 利用规模经济优势　并购常常被看做为参与双方带来新增规模经济的一种手段。如果一家公司

1　在一份有关收购收益研究的述评中，Michael Jensen and Richard Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11, (April 1983): 5-50 得出结论，目标公司股东能够从收购中赚取正收益，但收购公司股东只能保本。

2　我们的很多论述是以 Thomas Lys and Linda Vincent 在 "An Analysis of the Value Destruction in AT&T's Acquisition of NCR," *Journal of Financial Economics* 39, No. 2-3 (Oct./Nov. 1995): 353-379 中进行的并购分析为基础。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

能比两家独立的公司更有效地行使职能，则规模经济产生。例如，美国电报电话公司和 NCR 都设计和制造以 UNIX 为基础的个人计算机。合并后，它们可以通过裁减从事相似新产品开发的研究人员以利用研究与开发方面的规模经济。公司合并后也可以节省管理成本，包括会计财务部门和公司管理层的成本。

2. 改进目标公司的管理 并购的另一个普遍动机是改进目标公司的管理。如果一家公司的业绩在行业中持续处于下游，就可能成为收购的目标。业绩不佳可能是由于运气不好，但也可能是由于公司管理者的投资和经营决策不善，或者具有故意追求为提高自身权力而牺牲股东利益的动机。

3. 整合互补资源 公司可能决定通过并购整合双方的互补资源以创造价值。例如，一家拥有强大研究与开发部门的公司（如美国电报电话公司）与同一行业中一家拥有强大分销部门（如 NCR）公司的合并对双方都有利。当然，两家公司都可以各自投资，以强化各自的营销和研究与开发部门。然而，通过合并来整合资源要廉价得多。

4. 获得税收上的好处 尽管美国 1986 年《税收改革法案》消除了并购带来的许多税收上的好处，但并购仍存在一些税收上的好处。主要的好处是获得营业税损。如果一家公司预期不能获得足够的利润以充分利用营业亏损移后冲减的好处，它可能决定购买一家盈利的公司。这样，收购公司的营业亏损和亏损移后冲减可以被目标公司的应税所得抵消。[3] 并购带来的另一个税收上的好处是目标公司杠杆提高带来的避税效应。20 世纪 80 年代兴起的杠杆收购与此特别相关。[4]

5. 为财务受限的目标公司提供廉价融资 如果资本市场是不完善的，公司可能因管理层和外部投资者之间存在信息不对称而面临资本约束。信息问题对新成立、高增长的公司来说可能更为严重。由于这些公司经营记录很短，且财务报表难以反映其增长机会的价值，因而外部投资者很难对其正确估价。此外，由于这些公司通常必须依赖外部资金为增长融资，资本市场对高增长公司的约束可能影响其从事利润丰厚的新项目的能力。因此，对这些类型的公司而言，公开资本市场可能是一种昂贵的融资渠道。这样，既懂得经营又愿意提供稳定融资渠道的收购公司就能够增加价值。[5]

6. 提高产品市场的经济收益 提高产品市场的经济收益也是公司愿意合并的原因。两家较小的公司通过合并成为行业中的主导公司，可以共谋限制产出并提高价格，以增加利润。这避免了由相互独立公司组成的卡特尔遇到的问题，在卡特尔中公司有相互欺骗和擅自提高产出的动机。

尽管对公司而言，把提高产品市场经济收益作为合并动机是合理的，但在向投资者说明合并理由时，合并双方不可能宣布这一意图，因为许多国家有反托拉斯法，用于管制同一行业中两家公司的合并。例如，美国有三个主要的反托拉斯法案——1890 年的《谢尔曼法案》（Sherman Act）、1914 年的《克莱顿法案》（Clayton Act）和 1976 年的《哈特—斯科特—罗迪诺法案》（Hart Scott Rodio Act）。

尽管很多并购动机可能为股东创造新的经济价值，但有一些却不能。一些公司有大量的富裕资金，但有利可图的新投资机会很少，它们特别倾向于动用多余资金进行收购活动。这些公司的股东

---

3 当然，另一种可能是由盈利公司收购不盈利公司。但是，在美国，如果有迹象表明收购是出于避税动机，则美国国税局将不允许收购者使用税损移后冲减。

4 参见 Steven Kaplan, "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value," *Journal of Finance* 44 (1989): 611-632。

5 Krishna Palepu, "Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis," *Journal of Accounting and Economics* 8, No. 1(March 1986): 3-36.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

可能更愿意管理者将多余的或“自由”现金流量作为股利分配，或者用来回购公司股票。然而，这些选择会缩小公司规模，并减少管理层可以控制的资产。因此，管理层更愿意将自由现金流量投资于购买新公司，即使股东不看好也是如此。当然，管理者决不会宣布，他们正在买一家公司是因为不愿意把资金分给股东。他们可能使用上述动机之一说明并购的原因，或者宣称收购目标公司的价格很便宜。

管理者而非股东看好的另一个并购动机是多样化经营。多样化经营是 20 世纪 60 年代和 70 年代早期收购的普遍动机，收购公司试图通过购买不相关经营领域的公司来减小收益的波动性。以多样化经营作为并购动机一直受到广泛的质疑。现代财务理论家们指出，在一个运行良好的资本市场上，投资者自己就可以实现多样化，而无需管理者越俎代庖。此外，处于领先地位的公司通过并购进行多样化经营被指责为忽略自己的主要竞争优势，而向并不擅长的经营领域扩张。[6]

主要分析问题

在评估计划并购时，分析师感兴趣的是，并购能否为收购公司和目标公司的股东创造新的财富，或者并购是否是受管理层增加自身权力和声誉愿望的驱动。财务分析的主要问题可能包括：

- 并购的动机是什么？收购公司或目标公司公开披露的并购的预期好处有哪些？
- 目标公司和收购公司处于什么行业？两家公司横向相关还是纵向相关？两者之间经营关系的密切程度如何？如果经营不相关，收购公司是否有充裕的现金而不愿意把自由现金流量分给股东？
- 目标公司和收购公司的主要经营优势是什么？这些优势是否是互补的？例如，是否一家公司拥有著名的研究团队，而另一家公司拥有强大的分销网络？
- 收购是得到目标公司管理层支持的善意收购还是敌意收购？管理层业绩很差，但为保住工作反对收购的目标公司很有可能发生敌意收购。
- 两家公司合并前的业绩如何？业绩指标可能包括股东权益收益率、销售毛利率、一般管理费用对销售收入比率和营运资本管理比率。根据这些指标判断，目标公司是否是行业中业绩较差者，从而意味着存在改进管理的机会？收购公司是否属于夕阳行业并正在寻找新的发展方向？
- 两家公司的纳税状况怎么样？目标公司和收购公司的当期平均和边际税率是多少？收购公司是否存在营业亏损移后冲减，目标公司是否存在应税利润？

这些分析应有助于分析师了解并购可能带来的特别好处。

美国电报电话公司收购的动机

1984 年以前，美国电报电话公司（下称“AT&T”）是一家受管制的公用事业公司，主要提供电话服务和制造相关设备。然而，1982 年，公司与司法部（DOJ）签署谅解协议，剥离提供短程电

6 第 2 章论述了公司多样化经营的利弊及其对公司业绩的影响。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

话服务的贝尔营业公司（Bell operating companies）。该协议是公司就其被指控垄断电话服务和电话设备行业与司法部谈判 8 年的结果。作为同意剥离的条件，公司被允许进入计算机行业，而以前公司被禁止进入该行业。

公司管理层认为，谅解协议使公司得以专注于将其电信业务与计算机和信息服务联系起来。公司终于可以利用在计算机科学领域的领先地位，特别是利用由其著名研究机构——贝尔实验室开发的 UNIX 操作系统。然而，在 1990 年以前，公司这一战略的实施并不是很成功。据一些财经报刊估计，在 1984—1990 年间，公司的计算机业务至少亏损 20 亿美元。仅 1990 年，在 15 亿美元销售收入的基础上就大约发生了 1 000 万美元到 3 亿美元的亏损。

AT&T 的管理层认为解决其计算机问题的最好方法是提高计算机业务的市场占有率，并开始搜寻合适的收购对象。NCR 与 AT&T 有着相似的公司文化，兼容的生产线，而且同样使用 UNIX 操作系统，因此作为理想的收购目标从搜寻结果中脱颖而出。然而，NCR 的营销网络比 AT&T 更强大，它拥有国际计算机营销网点和客户群。与利用 NCR 开发其计算机业务专长这一愿望相一致，AT&T 宣布在 NCR 管理层的领导下整合两家公司的计算机业务。

总之，考虑到 AT&T 整合电信与计算机技术和服务的战略，收购 NCR 似乎具有一定的经济意义。然而，一些批评 AT&T 整体战略的分析师认为，收购可能不会为 AT&T 的股东创造价值，AT&T 应该承认进入计算机领域是一个代价高昂的错误。

15.2 收购定价

深思熟虑的经济动机是兼并或收购为收购公司的股东创造价值的必要条件，而不是充分条件。收购公司必须注意避免为收购目标公司支付过高的价款。收购价款过高会使目标公司股东有利可图，是目标公司股东所希望的，但相应减少了收购公司股东的价值。财务分析师可以运用下列方法评估收购公司是否为收购目标公司支付了过高的价款。

分析给予目标公司股东的溢价

评估收购公司是否支付了过高收购价款的一个常用方法是，将给予目标公司股东的溢价与类似交易中的溢价作比较。如果收购公司给予的溢价相对较高，分析师通常可以据此得出结论，这桩交易可能不会为收购公司股东创造价值。

敌意收购和善意收购的溢价有很大差异。敌意收购的溢价要比善意收购高出大约 30%，这表明敌意收购公司更可能为收购目标公司多支付价款。[7] 具体理由如下：第一，善意收购公司可以接触到目标公司的内部记录，不至于在交易成功后才发现一大堆隐藏的负债或问题。相反，敌意收购公司在评价目标公司时没有这种优势，不得不作出假设，而这些假设后来可能被证明是错误的。第二，敌意收购通常是一场拉锯战，常常为竞争性竞标者提供对目标公司发出收购要约的机会，从而导致竞标大战。

---

7 参见 Paul Healy, Krishna Palepu, and Richard Ruback, "Which Mergers Are Profitable—Strategic or Financial?," *Sloan Management Review* 38, No.4 (Summer 1997). 45-58。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

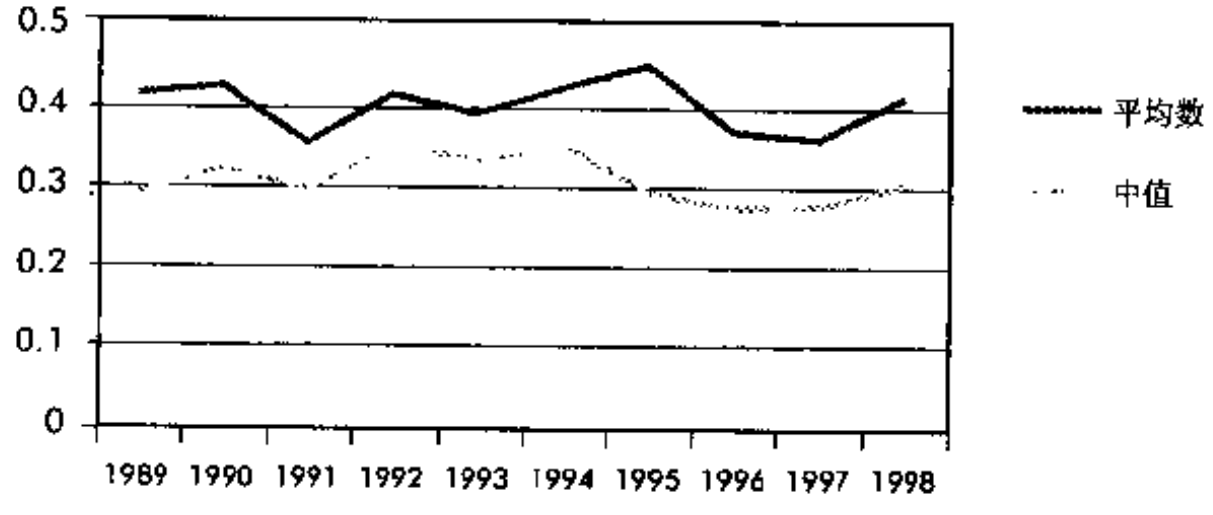
目标公司与同类交易的溢价比较很容易计算，但是也存在一些实际问题。首先，如何界定可比交易是不明确。图 15-1 表明 1989—1998 年间为美国目标公司支付的溢价与首次公告收购前一周的股票价格之比的算术平均数和中位数。在这一时期，平均溢价约为 40%，溢价中位数约为 30%。然而，不同交易存在很大的差异，使得很难将这些估计值作为基准。

使用溢价来评估收购公司是否多支付了收购价款的另一个问题是，如果投资者预计到收购的发生，则计算出来的溢价会提供错误的信号。目标公司股票价格的攀升往往使得溢价估计值看起来较低。这一局限性可以通过使用收购要约前一个月目标公司的股票价格作为计算溢价的基础部分加以消除。然而，在有些情况下，收购要约可能早在一个月以前就被预测到。

最后，使用溢价来评估收购公司是否多支付了收购价款忽略了收购后目标公司对收购公司的价值。这个价值可以写成：

收购后目标公司的价值=作为独立公司的价值+合并利益的价值

如果仍作为一个独立的实体存在，收购前目标公司的价值等于其现金流量的现值。这可能与公告合并前公司的股票价格有所不同，因为合并前的股票价格是公司作为独立实体的价值与公司在合并事件中的价值的加权平均。合并利益包括规模经济和管理改善等带来的目标公司经营业绩的提高，税收上的好处，以及收购公司从收购中获得的溢出利益。显然，如果预期目标公司能够带来更高的合并利益，收购公司将愿意对其支付更高的溢价。因此，仅考察溢价不能确定收购能否为收购公司的股东创造价值。



资料来源：Mergerstat, 1999。

图 15-1 1989—1998 年间支付的并购溢价

分析目标公司对收购公司的价值

评估收购公司是否为收购目标公司支付过多价款的另一种更为可行的方法是，比较要约价格与目标公司对收购公司的估计价值。后者可以运用第 11 章和第 12 章讨论的估价技术计算。并购最常使用的估价方法是市盈率法和贴现现金流量法。由于本书前面部分已经对这些技术作过详细的讨论，这里着重于探讨并购中对目标公司估价的具体实施问题。我们首先建议计算目标公司作为独立实体的价值。它提供了检验估价假设是否合理的方法，因为对于公开上市的目标公司，我们可以把估计值与合并前的市场价格相比较。同时，它也为分析一旦收购发生，目标公司的业绩进而价值可能如何变化提供了有用的基准。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

市盈率法 运用市盈率估计目标公司对收购公司的价值，必须预测目标公司的收益并确定适当的市盈率。

步骤 1：预测收益。收益预测通常首先在假设不存在收购的条件下，预测目标公司下一年的净收益。在建立收益试算模型时，历史销售收入增长率、销售毛利率和平均税率很有用。一旦我们在收购前预测出目标公司的收益，就可以将预期收购可能带来的收益业绩提高纳入试算模型。可以纳入试算模型的业绩提高指标有：

- 采购的规模经济或市场竞争力提高带来的更高经营毛利率。
- 整合研究和开发人员、销售队伍及行政管理人员带来的费用减少。
- 利用营业税损移后冲减带来的更低平均税率。

正如我们在后面所讨论的，预测收购后的收益需要小心些，因为采用购买法对收购进行会计处理，通常会导致收购后的商誉摊销费用和重估资产的折旧费用提高。在市盈率估价法中，估计未来收益应忽略这些效应。

步骤 2：确定市盈率。如何确定收益预测中使用的市盈率？如果目标公司是上市公司，则倾向于使用收购前市盈率估价收购后收益。然而，这种方法的运用存在一些限制。首先，对许多目标公司而言，收益增长预期在合并后可能有所改变，这意味着合并前后的市盈率有差异。因此，估价合并后收益应使用具有相似增长和风险特征公司的市盈率（参见第 11 章的讨论）。其次，非上市公司的合并前市盈率无法得到。在这种情况下，同样需要决定以哪种类型的上市公司作为参照。最后，如果合并前市盈率适合估价合并后收益，需要注意确保市盈率在公告收购前计算，因为对目标公司股东支付溢价的预期将导致股票价格上升。

下表概括了如何使用市盈率对收购前的目标公司估价（假设它仍是独立的实体），以及如何使用市盈率估计目标公司对潜在收购公司的价值：

目标公司的市盈率估价法概要

作为独立实体的目标公司的价值	假设所有权不变，用目标公司的下一年收益预测值乘以合并前市盈率。
目标公司对潜在收购公司的价值	目标公司修改下一年收益预测值，加入收购公司所作营业变动的影响，然后乘以合并后市盈率。

市盈率估价法的缺陷 如第 11 章所述，使用市盈率法估价存在严重的缺陷。除这些缺陷外，该方法用于合并估价还存在其他一些缺陷：

1. 市盈率法假设合并的业绩提高来自收益的立即增加或收益增长的提高（因此合并后的市盈率提高）。实际上，增收节支的形式有很多：实施新经营政策带来的收益逐渐增加，消除过度投资，改进营运资本管理，或向股东支付超额现金。这些类型的业绩提高没有自然反映在市盈率中。

2. 市盈率模型着重于估价目标公司的收益，因此很难把收购公司通过收购得到的溢出利益考虑进去。

贴现现金流量法或异常收益法 如第 11 章和第 12 章所述，我们也可以使用贴现异常收益法和贴现自由现金流量法对公司估价。这些方法要求我们首先预测公司的异常收益或自由现金流量，然后用资本成本把它们加以贴现。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

步骤 1：预测异常收益/自由现金流量。预期公司未来收益或现金流量的试算模型是预测异常收益/自由现金流量的基础。作为起点，该模型应根据目标公司仍是独立实体这一假设构建。该模型应反映通过对目标公司进行财务分析所得出的有关指标的最佳估计值，包括未来销售收入增长、成本结构、营运资本需求、投资和研发需求以及支付到期债务的现金需求。异常收益法要求，只要公司预期新投资项目的收益高于资本成本，就应预测异常收益或税后净营业利润（NOPAT）。在自由现金流量法下，试算模型通常要预测 5—10 年间公司或股东权益持有者的自由现金流量。一旦我们拥有了异常收益或自由现金流量模型，就可以把预期来自收购的收益/自由现金流量改良考虑进去。这些改良包括成本节省，出售资产获得的现金，以及消除过度投资、改进营运资本管理和向股东支付超额现金带来的收益。

步骤 2：计算贴现率。如果我们正在估价目标公司收购后的异常税后净营业利润或现金流量，适用的贴现率是根据目标公司预期的收购后资本结构计算的加权平均资本成本（WACC）。如果直接估价目标公司股东权益持有者的现金流量或者异常收益，适用的贴现率是目标公司的收购后股东权益成本，而不是加权平均资本成本。两个常见的错误是使用收购公司的资本成本或目标公司的收购前资本成本估价合并后来自目标公司的异常收益/现金流量。

如果收购公司打算在收购后改变目标公司的资本结构，则目标公司收购后资本成本的计算可能很复杂，因为目标公司的债务和股东权益成本将发生变化。然而，这些变化对加权平均资本成本的净影响可能很小，除非财务杠杆的变动对目标公司的利息避税或发生财务困境的可能性产生显著影响。

下表概括了如何使用贴现异常收益/现金流量法估价收购前目标公司和估计目标公司对潜在收购公司的价值：

目标公司的贴现异常收益/现金流量估价法概要

不存在收购情况下的目标公司价值	（a）假设不存在收购，目标公司股东权益持有者的异常收益/自由现金流量按合并前股东权益成本贴现的现值；或 （b）假设不存在收购，目标公司债务和股东权益持有者的异常税后净营业利润/自由现金流量按合并前加权平均资本成本贴现的现值减去债务的价值；或
目标公司对潜在收购公司的价值	（a）目标公司股东权益持有者的异常收益/自由现金流量（包括合并利益）按合并后股东权益成本贴现的现值；或 （b）目标公司的异常税后净营业利润/自由现金流量（包括合并利益）按合并后加权平均资本成本贴现的现值减去债务的价值

步骤 3：分析敏感性。一旦估计出目标公司的预期价值，我们将检验估计值对模型假设变化的敏感性。例如，回答下列问题有助于分析师评估与收购相关的风险：

- 如果实现收购利益的时间比预期长，目标公司的价值会发生什么变化？
- 如果收购促使公司主要竞争对手也进行收购，目标公司的价值会发生什么变化？这种反应能否影响我们的计划和估计值？

主要分析问题

在分析收购的定价问题时，分析师感兴趣的是评估相对于支付给目标公司股东的价格，收购公司将要创造的收购利益的价值。因此，分析师可能对下列问题的答案感兴趣：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 收购公司为目标公司股票支付的溢价是多少？从证明溢价合理性的未来业绩提高的角度看，溢价对收购公司意味着什么？
- 管理层可能期望从收购中得到哪些方面的业绩提高？例如，合并后的公司能否通过新产品、价格的提高或现有产品的更好分销渠道增加收入？或者，是否存在利用规模经济、提高效率或目标公司资本成本下降带来的成本节省？
- 业绩提高的价值何在？价值可以使用市盈率法或贴现收益/现金流量法估计。

AT&T 对 NCR 的定价

AT&T 以 75 亿美元的价格收购 NCR，代表支付给目标公司股东 120%的溢价（对兼并谈判期间的市场变动作了调整）。这比同期典型的溢价要高出很多，在一定程度上反映了 NCR 管理层对收购的反对。AT&T 的最初要约价格是每股 85 美元，最终被目标公司管理层接受的价格是 110 美元。

从传统的估价方式看，AT&T 对 NCR 的定价也显得过于积极。在 AT&T 公告收购要约时，计算机行业公司的典型市盈率为 12.9，NCR 的市盈率为 11.5，但 AT&T 的最终收购价格是 NCR 当期收益的 18 倍。如果这些利益立即实现，则收购为新公司带来的年度业绩提高总额相当于 NCR 合并前收益的 50%，这是一个极富挑战性的目标。当然，AT&T 的管理层坚信，其中一些利益将来自自身经营活动的收益增加。

市场对收购公告的反应表明，分析师认为 AT&T 对 NCR 支付了过高的收购价款——在谈判期间，AT&T 的股票价格下降了 13%（同样对市场变动作了调整），相当于 49 亿美元。假设 AT&T 对 NCR 支付 37 亿美元的溢价，AT&T 股东权益的减少暗示，分析师认为 AT&T 的收购实际上有损 NCR 的价值。随后 AT&T 计算机业务（包括 NCR）的短期财务结果支持了市场的怀疑。NCR 的 1991 年收益比对 AT&T 所作预计低 1 亿美元（26%），1993 年 AT&T 计算机业务亏损 9 900 万美元（包括 1.9 亿美元的重组费用），1994 年第 1 季度公司报告营业亏损 6 100 万美元（包括另一笔 1.2 亿美元的重组费用）。

1995 年全年 NCR 继续表现出很差的业绩，每天报告亏损高达 200 万美元。因此，1995 年，AT&T 宣布冲销 16 亿美元的 NCR 资产。1996 年，AT&T 决定重新定位于电信服务公司。作为随后进行的重组的一部分，AT&T 以以产易股的方式改组公司。新上市的 NCR 市值 35 亿美元，不到 AT&T 对其支付收购价款 75 亿美元的一半。

总之，从收购的最初结果和市场评估看，AT&T 对 NCR 支付了过高的收购价款。事实上，市场认为 AT&T 会损害 NCR 作为独立实体的价值，从而对 AT&T 整体技术战略的价值提出了质疑。

15.3 收购融资

即使收购创造了新的经济价值而且价格合理，如果融资安排不当，仍会损害股东的价值。收购公司有几种融资选择，包括向目标公司股东发行股票或认股权证，使用多余现金或发行新债所得收入收购目标公司股票等。从目标公司股东的角度来看，对这些选择的权衡通常取决于他们对税收和交易成本的影响。对收购公司来说，融资选择可能影响公司的资本结构和交易的财务报告，并为投资者提供新的信息。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

如下所述，目标公司和收购公司股东对融资的偏好可能存在分歧。从收购公司股东的角度看，融资安排能提高或降低收购的吸引力。因此，对收购的全面分析包括考察融资安排对收购公司的影响。

融资形式对目标公司股东的影响

如上所述，目标公司股东的主要融资考虑是收购公司要约对税收和交易成本的影响。

不同要约形式的税收效应 目标公司股东关心出让所持股份能够收到的税后要约价值。在美国，当目标公司股东因出让股份而收到现金时，需要对收购要约价格与最初购买价格之间的差价部分支付资本利得税。反过来，如果他们以收到收购公司的股份作为要约，收购就是一种免税重组，他们可以递延资本利得税，直到出售新股票为止。

美国税法明显促使目标公司股东更偏好股票要约而不是现金要约。在目标公司创建者仍在公司拥有庞大股份的情况下更是如此。如果公司股票自发行以来一直升值，现金要约将使创建者面临巨额资本利得税，因此他们更愿意接受收购公司的股票。然而，现金要约和股票要约对某些股东集团而言是中性的。例如，考虑要约对风险套利者的税收影响。风险套利者在作为收购对象的公司中持有短期头寸，期望其他竞标者出现并提高收购价格。一旦收购完成，他们并不打算继续持有收购公司的股票，将对短期交易利得支付一般的所得税。因此，对风险套利者而言，现金要约和股票要约具有同样的税后价值。同样，免税机构也不关心收购要约是现金要约还是股票要约。

交易成本与融资形式 交易成本是目标公司股东考虑的另一个与融资形式相关的因素。当目标公司股东出售所收到的用于交换其在目标公司股份的股票时，会发生交易成本。如果竞标者提供现金要约，就不会有交易成本。对于打算在股票收购后持有收购公司股票的股东而言，交易成本不会太大。然而，对于打算出售股票的投资者（如风险套利者）而言，交易成本可能很重要。

融资形式对收购公司股东的影响

对于收购公司股东而言，不同融资选择的成本和利益通常取决于收购要约如何影响公司资本结构，与不同融资形式相关的信息效应，以及记录收购的会计方法。

融资形式的资本结构效应 如果以债务融资或多余现金作为交换目标公司股份的主要形式，收购会提高收购公司的财务杠杆水平。这种财务杠杆的提高可能是收购战略的一部分，因为收购公司增加低效率公司价值的一种方法是通过增加利息避税少交税。然而，在很多收购中，收购后财务杠杆的提高是融资方法的副作用，而不是故意最小化税收战略的一部分。在这种情况下，财务杠杆的提高可能增加面临财务困境的风险，从而潜在降低收购公司的股东价值。

为评估收购是否导致收购公司财务杠杆过高，财务分析师可以采用下列方法评估计划收购后收购公司的财务风险：

- 评估建议收购计划下收购公司的试算财务风险。财务风险的常用指标包括债务对股东权益比率、利息保障倍数和可用于偿还债务的现金流量预测值。可以把这些比率与收购公司和目标公司所在行业的相同业绩指标加以比较，看合并后的比率是否表明公司发生财务困境

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的可能性显著提高。

- 考察目标公司和/或收购公司是否存在未在收购后财务风险的试算比率和现金流量分析中加以考虑的重要表外负债。
- 确定收购公司试算使用的资产是否主要是无形资产，因而对财务困境非常敏感。衡量无形资产的指标包括股东权益市值对账面价值比率和无形资产对股东权益市值比率等。

信息问题与融资形式 如第 16 章所述，管理者和外部投资者之间的信息不对称可能使得管理者不愿意通过筹集权益资本为新项目融资，因为管理者担心投资者将这种决策理解为暗示公司股票被高估。在短期，这种效应可能导致管理者偏离公司债务和股东权益的长期最优组合。因此，收购公司可能更愿意利用内部资金或债务为收购融资，因为这些形式不大可能导致投资者的负面曲解。[8]

信息效应表明，如果公司不得不采用股票融资，一旦被投资者得知，可能面临股票价格下降。[9] 因此，从财务分析师的角度看，融资公告可能提供有关收购前收购公司价值的有用信息。然而，它对分析收购是否给收购公司股东创造价值没有任何意义，因为反映在融资公告中的信息与收购前收购公司的价值有关，而与收购后目标公司对收购公司的价值无关。

如果收购公司管理层不能拥有有关目标公司的大量信息，会产生另一个信息问题。在这种情况下，股票融资为收购公司股东提供了与目标公司股东共担信息风险的方法。如果收购公司在收购后发现目标公司的价值比先前预计的要小，则随之而来的收购公司股价下跌的一部分损失将由继续持有收购公司股票的目标公司股东承担。相反，如果收购公司用现金要约收购目标公司股票，则收购后损失将完全由收购公司的原有股东承担。股票融资的风险共担利益为私人公司收购所广泛认可，因为在私人公司收购中，很多关于目标公司的公开信息难以获得。在实践中，这一点对收购大的股份公开公司似乎不那么重要。

融资形式与收购后会计处理 最终，融资形式会影响收购后收购公司的财务报表。根据美国会计准则，允许使用两种收购报告方法——购买法和联营法。[10]

在购买法下，收购公司按照市值记录目标公司的资产，将购买价格与目标公司有形净资产市值之间的差价记作商誉。在美国和大多数其他国家，商誉要在随后 5—40 年的期限内摊销，冲减收益。

收购会计处理的联营法在美国以外很少被采用，这种方法要求收购公司按照原始账面价值列示目标公司的资产、负债和股东权益。这样，就不需要记录商誉，随后的收益也不会因商誉摊销而减少。

收购公司的收购融资方式决策在很大程度上决定交易的会计处理方法。采用联营法进行收购的会计处理，收购公司必须满足许多条件。如果不具备这些条件，就必须采用购买法。最主要的条件是：（1）收购公司要发行有表决权普通股（而非使用现金）交换被收购公司的几乎全部有表决权普通股（至少 90%）；（2）收购作为独立的交易发生。

一些管理者似乎认为采用联营法记录收购对股东有利。他们认为投资者根据收益评价公司股

---

8 参见 Stewart Myers and Nicholas Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not," *Journal of Financial Economics* (June 1984): 187-221。

9 参见 Nicholas Travlos, "Corporate takeover bids, methods of payments, and bidding firms' stock returns," *Journal of Finance* 42 (1987): 943-963。

10 1999 年，财务会计准则委员会投票取消了联营法的使用。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

票，联营法通过避免商誉摊销（至少在资产完全耗尽以前都是如此）导致高于购买法的收益，因而必然导致股票价格更高。然而，尽管两种方法对公司收益有不同影响，但是不会产生不同的现金流量，因此不会改变公司的经济价值。[11] 这样，对于财务分析师而言，融资选择在很大程度上决定用于编制收购公司试算资产负债表和损益表的会计方法。但是，这些会计影响与收购是否为收购公司股东创造价值这一问题不相关。

主要分析问题

融资形式对目标公司股东的税收和交易成本有重要影响，同时也对收购公司的资本结构、信息和合并会计处理有重要影响。从分析师的角度看，债务融资为公司带来的税收利益应该已经反映在目标公司的估价之中，信息和会计效应与收购的价值无关。然而，分析师必须考虑目标公司股东对用现金交换股份的要求是否会导致收购公司收购后资本结构的财务风险提高到有损于股东利益的程度。因此，分析师的部分任务是通过提出下列问题，确定融资形式对收购公司资本结构和财务风险的影响：

- 新创立公司的杠杆程度如何？与行业中可比公司的杠杆相比怎么样？
- 合并后公司的预计未来现金流量怎么样？是否足以满足公司的偿债需求？如果未来现金流量低于预期水平，公司的缓冲余地有多大？如果未来现金流量低于预期水平，公司的债务水平是否高到削弱其为未来有利可图的投资进行融资的能力？
- 管理层是否过分关注收购的融资形式，以确保采用联营法进行收购的会计处理？如果是这样，管理层的动机何在？公司是否仅仅为了避免未来的商誉费用，而失去利用利息避税的机会？

AT&T 收购 NCR 的融资

如果 AT&T 能够满足采用联营法处理合并的条件，AT&T 给予 NCR 股东按每股 NCR 股票 110 美元的价格以其全部股票交换 AT&T 股票的权利。否则，目标公司股东只能以其 40%的股份交换 AT&T 的股票，60%的股份直接换取现金，股票和现金都以每股 110 美元计价。在股票交换中加入上下限旨在确保 NCR 的股东在 AT&T 股票价格下降情况下受到保护。在上述两种情况下，收购都被视做免税的股票购买。

AT&T 的收购要约是不同寻常的，因为它表明公司强烈偏向于采用联营法处理收购。AT&T 的管理层认为，采用联营法进行会计处理以避免商誉摊销对公司非常重要，因为商誉摊销有损于公司的收益和股票价格。商誉摊销确实会对收益产生不利影响：试算估计表明，在联营法下，AT&T 1990 年每股收益（包括 NCR 的收益）为 2.42 美元，而在购买法下只有 1.97 美元。然而，这种收益下降是否影响股票价格还不清楚。

总之，AT&T 选择 100%的股票要约为收购 NCR 融资，主要是为确保能够采用联营法进行会计处理。由于这是一种很保守的方法，收购融资不会为 AT&T 股东带来额外的财务风险。然而，AT&T

11 但是，联营法将使得评估收购是否在为收购公司股东创造正价值更加困难，因为被收购资产不是以市场价值反映出来。因此，进行不大可能盈利的收购的管理者可能更愿意使用联营法。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

对收购要约的解释向分析师提出了这种要约形式能否使 AT&T 现有股东价值最大化的问题。

15.4 收购结果

评价潜在收购的分析师感兴趣的最后一个问题是潜在收购能否完成。即使收购有明确的基于价值的目的、目标公司的定价合理、计划融资不会给收购公司带来不必要的财务风险，收购仍可能因为目标公司收到一个更高的竞争性出价或者收购遭到目标公司管理层的反对而最终失败。因此，要评估收购要约被接受的可能性，财务分析师必须了解是否存在愿意对目标公司股东支付超过目前收购要约价款的更高溢价的潜在竞争者，还必须考虑目标公司管理层是否可能为保住工作而反对收购。

其他潜在收购公司

如果存在其他目标公司潜在竞标者，特别是那些愿意出更高价格的竞标者，则收购很有可能失败。目标公司的管理层和股东有拖延接受初始收购要约的动机，以便潜在竞争者有时间发出收购要约。从初始竞标者的角度看，由于发出收购要约需要成本（包括巨额的投资银行和法律费用），这意味着收购要约可能降低股东价值。实践中，失败的竞标者通常可以补偿这些损失，有时甚至可以通过将持有的目标公司股票出售给成功的收购公司而获得丰厚收益。

主要分析问题

通过提出下列问题，财务分析师可以确定是否存在其他潜在的目标公司收购者，以及他们应如何估价目标公司：

- 是否存在其他也能实施与初始竞标者相同收购战略的公司？例如，如果初始竞标者的战略是开发来自互补资产的利益，潜在竞标者就是同样拥有与目标公司互补资产的公司。如果收购的目标在于更替低效率的管理层，潜在竞标者就是目标公司所在行业中能够提供管理专家的其他公司。
- 谁是收购公司的主要竞争者？这些竞争者能否提供更适合目标公司的收购要约？

目标公司管理层的抵制

如果目标公司管理层已确立稳固的地位并担心失去工作，则他们可能反对竞标者的收购要约。为消除发出收购要约时公司高级管理层对工作安全性的担心，一些公司实施“金色降落伞”计划。如果公司被收购，金色降落伞计划为目标公司管理层提供可观的补偿。然而，许多公司没有这种计划，因此很有可能遭到管理层对收购要约的反对。

尽管目标公司反收购安排的存在表明管理层可能抵制竞标者的收购要约，但这种抵制通常不能阻止收购的发生。相反，它们往往延缓收购进程，从而增加竞争性收购要约出现的可能性（包括目标公司管理层请来的善意竞标者，称为“白衣骑士”）。因此，反收购增加了迫使收购发动者退出竞标或者为收购成功支付更高代价的可能性。考虑到这些风险的存在，一些人认为，收购公司现在不

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

大可能发动敌意收购。

主要分析问题

为评估目标公司管理层是否确立了稳固的地位，因而可能反对收购，分析师可以提出下列问题：

- 目标公司是否拥有旨在保护管理层的反收购安排？很多反收购安排在动荡的 20 世纪 80 年代被采用，当时敌意收购达到高潮。一些被广泛采用的反收购安排包括毒丸计划，分级董事会制度，超多数规定，双重重新资本化，公平价格条款，员工持股计划，以及改变公司性质以符合更加严格的反收购法律。
- 相对于行业中其他公司，目标公司的业绩是否较差？如果是这样，管理层的工作安全性可能受到收购的威胁，从而导致其反对收购。
- 是否存在为目标公司管理层设置的“金色降落伞”计划？在收购过程中，“金色降落伞”为管理层提供可观的补偿，以阻止管理层出于工作安全原因对收购的抵制。

AT&T 收购 NCR 的结果分析

AT&T 有足够的理由关心对 NCR 发出收购要约的结果。NCR 在公告收购前拒绝了 AT&T 最初的善意收购要约，表明目标公司管理层打算抵制收购，并打算使用反收购措施。NCR 随后设计限制员工持股计划，并宣布分配 1 美元特殊股利以及每股股利每年增加 0.02 美元，所有这些行动都旨在阻止 AT&T 采用联营法处理收购。NCR 的反收购增加了 AT&T 对 NCR 多支付收购价款或者被迫撤回收购要约的可能性。没有出现对 NCR 的竞争性收购要约，可能是由于 AT&T 的高价吓退了其他竞争者。收购最终于 1991 年 9 月 19 日完成，距 AT&T 发出初始收购要约 10 个月。

小 结

本章概述了财务分析师如何运用财务报表数据和分析，评估收购能否为收购公司股东创造价值。显然，很多讨论也与其他并购参与者相关，包括目标公司和收购公司管理层及其投资银行。

对于外部分析师而言，首要的任务是确定收购公司的收购战略。我们讨论了很多战略，其中一些与最大化收购公司价值相一致，包括通过收购利用规模经济优势，改进目标公司的管理，整合互补资源，获得税收上的好处，为财务受限的目标公司提供廉价融资，以及提高产品市场的经济收益等。

然而，其他战略似乎有利于管理层而不是股东。例如，由于管理层不愿意将自由现金流量分配给股东，或者由于管理层希望通过多样化经营进入不相关经营领域以降低公司收益的波动性，可能进行一些无利可图的收购。

财务分析师的另一个任务是分析收购公司的收购价格是否合理。即使收购公司的战略是基于增

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

加股东价值，也可能对目标公司支付过多的收购价款。在这种情况下，目标公司股东将获得丰厚的回报，但这种回报是以牺牲收购公司股东的利益为代价的。我们展示了如何使用本书前面讨论的比率、试算和估价技术评估目标公司对收购公司的价值。

收购要约的融资方式也和财务分析师对收购建议的看法有关。如果计划收购通过多余现金或新债务融资，则会增加收购公司的财务风险。财务分析师可以根据对收购公司收购后资产负债表的比率分析以及现金流量波动性和利息保障倍数的试算估计值，评估目标公司股东对现金要约的需求是否增加了收购公司的财务困境风险。

最后，财务分析师要评估一旦发出初始收购要约，收购能否完成以及以什么价格完成。这要求分析师确定是否存在其他潜在竞标者，以及目标公司管理层是否确立了稳固的地位并可能抵制收购要约。

思考题

1. 玛丽·萨克森（Mary Saxon）是一位荷兰投资银行家，正在为一个当地客户在美国从事收购做顾问。目前，一个美国竞争者对目标公司发出了竞争性现金要约。然而，萨克森认为目标公司对荷兰客户的价值比美国竞争者更大，因为荷兰的会计规则允许收购产生的大量商誉冲减所有者权益，这就避免了对收益的持续冲减。相反，美国会计规则要求商誉在 40 年内摊销。你将对荷兰竞标者提出什么建议？

2. 在 20 世纪 90 年代初期，不同国家间的公司并购（称为跨境并购）显著增加。是什么原因促成了这种增加？在实施跨境并购并最终达到成功整合目标的过程中会产生哪些特殊问题？

3. 20 世纪 80 年代，杠杆收购（LBO）是一种非常流行的收购方式。在杠杆收购中，收购集团（通常包括目标公司管理层）以溢价方式发出收购要约，并用债务资本来融通大部分收购资金，从而导致目标公司在收购后成为一家高财务杠杆的私人公司。

a. 什么类型的公司是理想的杠杆收购对象？为什么？

b. 收购公司如何确定对目标公司支付的收购溢价？

4. First Public Bank 公司财务总监金·西尔弗曼（Kim Silverman）写道："我们很幸运，资本成本只有 10%。我们想通过收购其他高资本成本银行来发挥这种优势。我相信，通过使用低成本融资，我们能够给这些银行带来很大的增加值。"你是否同意西尔弗曼的分析？为什么？

5. Boston Tea 公司计划以每股 60 美元的价格收购 Hi Flavor Soda 公司，比当时的市场价格高出 50%。Boston Tea 公司财务总监约翰·E·格雷（John E.Grey）认为，使用市盈率分析法很容易证明该价格的合理性。"Boston Tea 公司的市盈率为 15，我们预期能够为 Hi Flavor Soda 公司带来每股 5 美元的长期收益。这意味着 Hi Flavor Soda 公司的股票对我们来说价值 75 美元，比 60 美元的要约价格高得多。"你是否同意这种分析？格雷的主要假设是什么？

6. 假设你供职于 GS Investment Bank 收购部。所有潜在收购所需分析都包括考察影响估价的目标公司表外资产或负债。请准备一个你所要考察项目的清单。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

7. T 公司目前市场价值为 50 美元。潜在收购者 A 认为，可以通过两个途径增加 T 公司的价值：通过改进营运资本管理可以增加 15 美元价值；通过利用独特技术扩大 T 公司新产品销售增加另外 10 美元价值。A 要想在竞争性收购竞标中获胜，必须在增加的价值中拿出多少支付给 T 公司的股东？

8. 1995 年，迪斯尼公司以很大的溢价收购了 ABC 电视台。迪斯尼公司管理层认为大部分溢价是合理的，因为收购确保了迪斯尼节目在 ABC 电视台的播出。请评价该项收购的经济价值。

9. 一家领先的石油勘探公司决定以 50%的溢价收购一家互联网公司。收购公司认为，该项收购会为自己的股东创造价值，因为公司可以使用石油业务产生的多余现金流量为新的互联网部门的增长融资。请评估该项收购的经济价值。

10. a.在收购发生的当年，采用购买法和联营法对收购进行会计处理，会使公司下列比率有何不同？

- 销售利润率
- 资产收益率
- 资产周转率

b. 在收购两年后，公司认为收购是失败的，并决定以远远低于初始收购价格但高于初始账面价值的价格卖掉目标公司。在购买法和联营法下，这项交易会对收购公司的收益产生什么影响？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Upjohn 公司：Upjohn 与 Pharmacia 的合并

Pharmacia & Upjohn 将成为全球制药行业中新的强有力竞争者。在全球制药行业不断整合的浪潮中，合并对于 Pharmacia 和 Upjohn 两家公司来说，都是建立富有竞争力公司的一项大胆战略转变。新公司定位于到 1998 年实现收入增长超过行业平均水平、经营毛利率超过 25%的目标。

简·埃克伯格，Pharmacia 总裁兼首席执行官
Pharmacia & Upjohn 提名董事长

这是真正的 1+1>2 的合并。新公司将能够充分利用地域、产品组合、销售渠道及研究和开发上的互补优势。作为合并的结果，Pharmacia & Upjohn 将拥有巨大的财务和经营资源、市场范围和收益潜力。因此，我们十分有信心地预期 1996 年每股收益将会有额外的增长，而且未来收益增长将会加速。总之，人们预期 Pharmacia & Upjohn 将会给股东带来显著的增值。

约翰·L·扎布利斯基博士，Upjohn 董事长兼首席执行官
Pharmacia & Upjohn 提名总裁兼首席执行官

1995 年 8 月 20 日，两家分别在美国和瑞典成立的公司——Upjohn 公司和 Pharmacia AB 宣布进行“对等合并”。两家公司的合并销售收入近 70 亿美元，新公司将成为全球第九大制药公司。管理层和股东都为这桩交易而兴奋。W. E. Upjohn 创始人的长孙兼公司董事威廉·U·帕费特（William U. Parfet）先生说道：“我们意识到我们正在远离传统，这扣动了大家的心弦，但是在今天的环境下，这对 Upjohn 来说绝对是一件正确的事情，而且约翰·扎布利斯基先生确实起到了关键作用。”[1]

Upjohn 公司

Upjohn 公司成立于 1886 年，开发、制造和销售处方与非处方药（占销售收入的 68%），兽药（10%），以及大量化学药品和其他产品（22%）。Upjohn 的总部设在密歇根州的卡拉马祖，在全球范围内拥有研究、制造和分销机构。1994 年，Upjohn 的销售收入为 33 亿美元，其中美国占 59%，欧洲占 20%，日本和环太平洋地区占 13%，其他国家占 8%。销售收入与上一年相比下降了 2%，但净收益上升了 25%，达到 4.91 亿美元。Upjohn 在全球拥有 16 900 名雇员。[2]

该案例由 James Weber 在 Amy Patricia Hutton 和 Krishna Palepu 教授的指导下编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1996 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-197-034。

1 Keith Naughton and Heidi Dawley, “Upjohn Finally Makes It to The Big Leagues,” Business Week, September 4, 1995.

2 The Upjohn Company 1994 Annual Report.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

与 Pharmacia 的计划合并是 Upjohn 解决所面临的许多战略问题的一次尝试。尽管其中一些问题是整个行业都面临的，但另一些却是 Upjohn 所特有的。对制药行业而言，医院网络、健康保护组织（HMO）和保险公司等成本意识很强的药品购买者力量的日益增强，使制药公司的毛利润面临下降的压力。为了维持毛利润，制药公司通过整合来降低成本和获得规模经济。对 Upjohn 而言，许多主要产品的专利保护期已满，从而面临来自低价格的普通药品的激烈竞争。Upjohn 正在开发的用于取代旧药的产品也满足不了需要。另外，Upjohn 在美国以外的销售收入也不尽如人意，而这一子市场占全球药品市场的 2/3 左右。最后，在宣布合并前 6 个月，Upjohn 的股票价格一直死气沉沉，到处传言公司是一个潜在的被接管目标。

制药行业

1994 年，世界处方药市场的规模估计为 2 520 亿美元，预期 1995 年将增长 6%。北美是最大的子市场（790 亿美元），其次是欧洲（770 亿美元）和日本（490 亿美元）。即使制药公司的整合会继续，该行业仍然是高度细分的，存在很多竞争者。1995 年中期行业中最大的公司 Glaxo Wellcome 的药品销售收入还不到 120 亿美元；药品销售收入排名前 10 位的公司拥有 28%的市场份额，排名前 50 位的公司的市场份额刚刚超过 60%。[3] 此外，在制药这个行业，公司需要庞大的市场来弥补高开发成本，但许多公司的销售却集中在一个或两个市场。

20 世纪 80 年代后期以前，与药品购买者相比，制药公司处于强势。制药公司的销售人员直接和医生接触，以高利润向他们销售公司产品。医生在开他们所选的药时有很大的自由度，他们常常选择最熟悉的主要制药公司开发的名牌药。付款者——大多数是保险公司、雇主和政府，除了为医生的处方付钱外，别无选择。在这个市场上，制药公司不断提高产品的价格，大多数公司的收益每年都能增长 10%以上。一些观察家认为，这种行业历史上的高盈利能力导致生产能力显著过剩，使得行政管理人员急剧膨胀。

自 20 世纪 80 年代后期以来，制药行业发生了显著的变化。大多数变化是购买者要求减少保健成本面施加压力的结果。制药公司对处方药收取的高价格使它们成为一个明显的目标。药品购买者联合成越来越大的团体，与供应商相比获得了力量强势。药品购买决策越来越多地由十分看重成本的计划主管和药品利益管理（PBM）公司作出，而不再由各位医生作出。

PBM 公司在制药公司和大的药品购买者（如健康保护组织、医院网络和保险公司）之间起中介作用。PBM 和各计划主管都能通过谈判从大批量购买中获得低价格。这些大批量购买是可能的，因为他们是替大量病人购买，有能力要求医生只开经其同意的药典上的药品以限制购买的药品种类。大的药品购买者也试图通过从能提供各种不同药品的大供应商处购买药品限制供应商的数量。

普通药品与专利

新的制药业环境向普通药品生产商敞开了大门。在旧体制下，即使普通药品也能买到，但医生和病人仍倾向于选择知名的品牌药品。到 20 世纪 90 年代中期为止，药品购买者要求尽可能使用低

3 Medical & Healthcare Marketplace Guide, 11th Edition, p.55.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

成本的药品，只要有低成本的类似药品，医生就要为使用较高成本的药品说明原因。此外，为健康保护组织和其他医疗计划工作的医生有财务激励去开普通药品。

一旦已经打开市场的品牌药品的专利保护期满，就使普通药品的开发和使用成为可能。尽管一些品牌药的价格似乎高得不可思议，开发品牌药的制药公司认为，极高的研究和开发成本及漫长的管制批准程序证明这种高价是合理的。将一种新药推向市场可能需要 15 年时间，成本在 3.5 亿—6 亿美元之间。[4] 普通药品生产商不发生这些成本，也没有与品牌药相关的广告支出，因此普通药品的价格通常只有同类品牌药的一半。1995 年，普通药品生产商占有 40%的美国市场份额，而在 1980 年只占 23%。预计到 20 世纪 90 年代后期，普通药品将占据 2/3 的市场。[5] 为了阻止销售收入的流失，包括 Upjohn 在内的一些品牌药生产商，开始销售仿制自己品牌药的普通药品。

药品的专利保护到期是制药行业一个至关重要的问题。1996—2000 年间，产生 150 亿美元销售收入的药品将失去专利保护，从而开始面临普通药品的竞争。[6] 品牌药生产商顾虑的是，处于开发过程中、能够弥补因普通药品的竞争而失去的销售收入、预期销售收入在 5 亿美元以上的“重磅炸弹型”药品很少。造成这种现象的一个主要原因是，人们对影响大量人群以及尚未得到解决的慢性病知之甚少。因此，在 21 世纪初之前，治疗慢性病的突破性药品可能不会出现。像糖尿病那样能够在人的一生中通过药品得到成功抑制的疾病很少。开发新药的困难导致行业研究和开发支出占销售收入的比重从 1990 年的不到 16%增加到 1994 年的接近 19%。[7]

行业对新环境的反应

面对行业中发生的经济变化，制药公司开始对业务经营、战略和组织结构进行重大变革。许多公司采取的第一步是使经营活动合理化以追求效率收益。精减、重组和关闭工厂已经成为常事。此外，公司卖掉非制药业务部门以集中于核心业务。保健越来越多地采取“疾病管理”方法。疾病管理涉及重视从疾病的预防到诊断、治疗等各个方面，以努力提供全面的保健服务包。与逐一就诊方法相比，疾病管理方法质量高且成本低。对制药公司而言，这通常意味着要与医疗设备公司甚至医疗保健提供商合作。

但是，制药行业最显著的变化是愈演愈烈的整合。在 Upjohn 和 Pharmacia 宣布合并的前两年，发生了近 700 亿美元的并购。此外，尽管 1995 年排名前 10 位的公司拥有不到 30%的市场份额，但预计到世纪之交它们的市场份额将接近 50%。在 1993—1994 年之间，整合趋势以及公司的精减努力导致全球制药行业 60 000 多个岗位消失。[8]

制药公司通过纵向和横向一体化来实现整合。纵向一体化旨在通过合并或收购主要药品购买者（如药品利益管理公司、健康保护组织和其他大网络）更加靠近病人。通过纵向一体化，制药公司试图获得病人并进入药典目录。

制药公司的横向一体化受许多因素驱动。首先，通过子市场中的整合，购买者的力量也得到增强。其次，开发新药的成本在上升，许多公司难以独自胜任。第三，由于越来越多的国家试图改善

4 Eric Reguly, Drug Firms Take the Merger Treatment to Stay Healthy, Times Newspapers Limited, August 22,1995.
5 Health Care Products & Services, Standard & Poor's Industry Surveys, 1995, p. 26.
6 同上
7 Marketplace Guide, 11th Edition, P 66.
8 Health Care Products 1995, p. 4.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

保健体系，而且制药公司试图寻找更大的市场以分散成本，制药市场越来越世界化。在一些市场上比其他同行差的公司，正试图与具有类似情况但拥有不同市场的公司联合，以使合并后的公司在所有市场上都处于强势。第四，在降低成本的压力下，制药公司试图通过规模经济获得效率收益。最后，产品开发能力差的公司在寻找可以出售的新药。

与纵向一体化的个案相比，横向一体化的数量多、规模大。此外，横向一体化是一种更“成熟”的战略。然而，一些分析师认为纵向一体化是制药行业长期结构调整的更主要趋势。

行业的未来

尽管单个公司面临的竞争压力越来越大，但对整个行业来说，长期经济因素是积极有利的。其中一些因素表明制药行业是一个增长性行业，而且药品的使用在增加：人口老年化，特别是在美国；越来越多的健康保险计划包括处方药在内；使用药品往往比住院治疗更经济；越来越多的国家打算改善保健体系；制药行业受衰退的影响相对较小。

Upjohn 的状况

Upjohn 在几个子市场上从事经营活动，其制药产品销售收入分为 6 个部分：中枢神经系统；类固醇、消炎和止痛；生育与妇女保健；重病护理、移植和癌症；传染病；新陈代谢。尽管主要生产人用处方药和非处方药，但 Upjohn 是世界上第九大兽药生产商。公司还有大量化学药品销售收入，并且在 1994 年花费约 1 亿美元投资于 2 个新生产设施。Upjohn 的前 10 类人用药品约占公司销售收入的 56%（参见表 A）。

表 A　Upjohn 1994 年销售收入最高的人用药品 [9]

产品	用途	1994 年销售收入（百万美元）	1994 年相对于 1993 年增加（减少）百分比
Xanax	抗焦虑和抗麻痹	342	(45.2)%
Micronase	口服糖尿病药	271	(4.2)
Cleocin	抗生素	248	6.4
Provera	性激素	211	2.4
Solu-Medrol	可注射类固醇	153	7.7
Depo-Provera	可注射避孕药	134	86.1
Ibuprofen	止痛、消炎	129	3.2
Rogaine	防止脱发	122	10.9
Ansaid	消炎	105	(14.6)
Halcion	安眠药	104	(14.0)
前 10 类合计		1 819	(10.8)
其他产品	各种	1 456	11.9
所有产品合计		3 275	(1.9)

在一定程度上，Upjohn 的问题不是其独有的：它所面临的问题是行业中许多公司的典型问题。

9 Pharmacia & Upjohn Merger Prospectus, September 15,1995; Upjohn 's 1994 Annual Report; Joseph P. Riccardo and Scott J. Shevick, Analyst Report, The Merger: Upjohn Co., Pharmacia AB, Bear Stearns & Co. Inc., September 18, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

作为世界上第十九大制药公司，Upjohn 是行业中的一个中等规模公司，而该行业中越来越多的成功者是大公司和小型创新型公司。与大公司相比，像 Upjohn 这样的中等规模公司在与主要购买者打交道时处于劣势。4 种主要药品的专利保护期满和接踵而来的普通药品竞争导致这些产品的销售收入下降 4 亿美元，Upjohn 因此受到重创。Upjohn 销售收入最高的药品 Xanax 就是其中之一，在专利保护期满前，普通药品的价格只是 Xanax 的 20%。尽管 Xanax 的销售收入下降，但 Upjohn 通过引入自己的普通替代药，还能保持约 80%的销售收入。Upjohn 的国际销售也不尽如人意，在欧洲尤其如此。欧洲市场的规模和美国差不多，但 Upjohn 在欧洲的销售收入只有在美国的 1/3。Upjohn 在海外市场上存在比竞争异常激烈的美国市场更好的销售增长机会。

Upjohn 面临的另一个问题是产品开发能力较差。尽管公司声称其开发能力是“Upjohn 历史上最强之一，有 10 种复方药物处于开发后期”，[10] 但分析师注意到这些新药没有一种被预计为“重磅炸弹型”。尽管 1994 年 Upjohn 把销售收入的 18.5%（6.07 亿美元）用于研究和开发，但其开发能力仍然很差。从积极的一面看，公司 1994 年销售收入的 25%来自 1992 年以后引入的产品，在 1990—1994 年间，Upjohn 将研究和开发阶段所需时间缩短了一半。

1993 年 1 月，Upjohn 聘用约翰·扎布利斯基为新首席执行官。扎布利斯基是在当时行业中最大的公司 Merck 工作近 30 年后来到 Upjohn 的，他实施了旨在提高 Upjohn 业绩的一系列行动。这些行动包括削减成本，特别是营销和管理成本；裁员 1 300 人；[11] 卖掉非核心业务，如 Asgrow Seed 公司和在一个雏鸡孵化企业的部分股份；以及把 16 个部门整合为 3 个——研究和开发、生产及营销（详情参见附录 1：Upjohn 公司——1994 年股东通告和财务概览）。

与 Pharmacia 合并

鉴于 Upjohn 在变化的制药市场上面临的战略问题，以及认为规模是决定成功的重要因素的普遍观点，公司宣布合并提案并不奇怪。

合并详情

合并提案是 Upjohn 和 Pharmacia 实施免税的股份交换（联营法），以创造一家名为 Pharmacia & Upjohn 的新公司。每股 Upjohn 股份可以交换 1.45 股新公司股份，而 Pharmacia 的股份按照 1∶1 交换（参见附录 2：节略的合并说明书）。新公司将拥有 5.04 亿流通股，Upjohn 股东持有 2.48 亿股，Pharmacia 股东持有 2.55 亿股。在新公司中，Upjohn 的扎布利斯基将担任总裁兼首席执行官，Pharmacia 的简·埃克伯格将担任非执行董事长，Upjohn 的一位高级主管将担任财务总监。在 Pharmacia & Upjohn 的董事会中，来自当前 Upjohn 和 Pharmacia 的董事将各占一半。Pharmacia & Upjohn 的公司总部将设在伦敦，经营总部将分别设在密歇根州的卡拉马祖、瑞典的斯德哥尔摩/乌普萨拉和意大利的米兰。Upjohn 的特别股东大会将于 1995 年 10 月 17 日举行，以投票表决合并提案。合并得到 Upjohn 董事会的一致支持。附录 3 列示了合并宣布前后 Upjohn 和 Pharmacia 的股票价格数据。

---

10 The Upjohn Company 1994 Annual Report, p. 4.
11 1988—1994 年间，Upjohn 裁员 4 600 人。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Pharmacia

Pharmacia 是世界上第十八大制药公司，1994 年销售收入为 34 亿美元。公司总部设在瑞典，前身 Procordia AB 是一家国有控股公司的一部分，直到 20 世纪 80 年代后期还经营许多不相关业务。在 1989—1993 年间，公司通过一系列并购成为主要集中于制药产品的国际保健公司。在这一时期，Procordia 还剥离了大部分品牌消费品生产线，并改名为 Pharmacia。1993 年收购销售收入约为 9 亿美元的意大利公司 FICE 后，Pharmacia 的销售收入中欧洲占 59%，北美和日本各占 16%，世界其他地方占 9%。Pharmacia 的销售收入中只有 8%是在母国。1994 年底，Pharmacia 在全球共有 18 600 名雇员。

Pharmacia 在一些产品领域是市场领先者，包括抗癌、生长激素、白内障手术产品、静脉营养、过敏诊断、戒烟以及生物化学技术研究和开发。有关 Pharmacia 销售收入最高的药品（占公司销售收入的 44%）的信息可参见表 B。

表 B Pharmacia 1994 年销售收入最高的人用药品 [12]

产品	用途	1994 年销售收入（百万美元）	1994 年相对于 1993 年增加（减少）百分比
Genotropin	生长激素	335	(1.2)%
Healon	白内障手术辅助药	208	(1.9)
Farmorubicin	抗癌	191	11.7
Allergy Diagnostics	过敏的血液测试	175	8.7
Adriamycin	抗癌	140	6.1
Sermion	老年性失调	105	(2.8)
Nicorette	戒烟	105	1.9
Fragmin	防止血粘	100	(8.3)
Intralipid	静脉营养	88	1.1
Salazopyrin	治疗肠炎	84	9.1
前 10 类合计		1 531	2.7
其他产品	各种	1 921	(3.4)
所有产品合计		3 452	(0.7)

为整合旗下的几个公司，以更好地适应制药行业日益激烈的竞争，Pharmacia 在 1993—1995 年间经历了重大重组。重组包括：整合和缩减合并的销售和营销组织的规模；使生产设施合理化，包括将工厂从 52 个减少到 43 个，并计划到 1998 年减少到 22 个；取消 1 300 个工作岗位，其中主要是中层管理职位；将研究和开发重新集中于少数领域的少数项目。

Pharmacia 的经营战略与典型的制药公司有些不同。制药行业通常追求广泛的普通执业医生子市场，而 Pharmacia 集中于由医院和专家组成的更小子市场。Pharmacia 的产品开发流程中没有“重磅炸弹型”药品，部分原因在于实行这种细分市场战略，而不是靠销售潜在销售收入不大的大量产品取胜。此外，不止一位分析师认为，由于产品开发流程中缺少高收入的“重磅炸弹型”药品，Pharmacia 的股票在一定程度上被低估了。[13]

合并后的公司

8 月 20 日合并公告对合并后公司的描述如下：

12 Pharmacia & Upjohn Merger Prospectus, September 15,1995; Pharmacia's 1994 Annual Report; Joseph P. Riccardo and Scott J. Shevick, Analyst Report, The Merger: Upjohn Co., Pharmacia AB, Bear Stearns & Co. Inc., September 18, 1995.

13 Analysts Report, Pharmacia, Auerbach Grayson & Company, July 7, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司命名为 Pharmacia & Upjohn，1994 年合并销售收入近 70 亿美元，处方药销售居全球前 10 位，每年的研究和开发支出超过 10 亿美元，也位于制药行业的前列。两个公司在地域上的互补优势，使合并后的公司销售收入排名居欧洲前 5 位，北美前 15 位，日本前 20 位（在日本居非日本公司前 2 位或前 3 位）。Pharmacia & Upjohn 将在 6 个主要医疗领域拥有销售收入超过 5 亿美元的广泛产品组合。通过在未来 3 年引入 28 种新产品和原有产品线的扩张，以及对现有市场的更深渗透，预期 Pharmacia & Upjohn 的销售收入增长将超过行业平均水平。合并带来的预计年经营成本的协同效应超过 5 亿美元，其中 85%以上预计将在 1996 年底实现，预计这种协同效应将进一步带来收益的增长，强化资产负债表，并为利用更多的增长机会提供可行性。

公司管理层认为，Upjohn 和 Pharmacia 的合并将创建一个在制造业不断变化的环境中更具竞争力的公司。特别是，与 Pharmacia 的合并将强化 Upjohn 的市场占有率、研究和开发、地理范围、产品组合、成本协同效应、财务地位和增长，并提供成功所必需的管理经验（股票市场对合并公告的反应参见附录 3）。

市场占有率 Pharmacia & Upjohn 将成为世界第九大制药公司。在一个越来越由期望与少数供应商打交道的大购买者所左右的世界里，行业的普遍信条是“越大越好”。

研究和开发 开发新药的成本越来越高，使得小公司难以负担。一些分析师认为，要想获得持续的长期成功，每年 10 亿美元的研究和开发支出是最低线。Upjohn 自身的研究和开发支出高于行业平均水平，此外，尽管 Pharmacia 的开发能力不居行业前列，也没有潜在的“重磅炸弹型”药品，但它确实拥有一些预计将有助于 1995—1997 年间销售收入增长的产品，还有一些更具潜力的产品处于刚刚开发中。

地理范围 Upjohn 自身在世界第二、第三大市场欧洲和日本的表现不尽如人意。尽管一些药品专供某一特定市场，但大多数药品可以在全球使用，特别是在最大的 3 个市场。因此，随着药品开发成本的上升，能够进入世界市场变得越来越重要。提高 Upjohn 在美国以外市场上的地位需要市场特供药，但更重要的是需要能够与这些市场上的许多购买者保持良好接触的成熟的销售和营销组织。Pharmacia 在这两方面都提供了帮助，特别是在欧洲，因为 Upjohn 实力最弱的欧洲市场是 Pharmacia 最强的市场。

产品组合 Upjohn 从合并中得到的主要利益之一是 Pharmacia 产品的加入。合并后的公司在 6 个领域中每个领域的销售收入都超过 5 亿美元，在 Upjohn 销售收入最高的 5 个领域（中枢神经系统，生育与妇女保健，重病护理、移植和癌症，传染病，新陈代谢），Pharmacia 添加了自己的优势产品、未来几年内可能引入的产品和进入主要市场的更好渠道。此外，Pharmacia 的非处方药（如戒烟用的 Nicorette 和 Nicotrol、通便的 Microlax 以及各种减肥药）加入到 Upjohn 的镇痛剂 Mortrin IB、治疗腹泻的 Kaopectate、治疗多动症的 Dramamine 以及维他命 Unicap 的行列中，将使这一领域有大规模的扩展，而两家公司原来都不具备这种规模。Pharmacia 也带来了将处方药转变成非处方药的经验，这会对 Upjohn 很有帮助，因为它试图对其在世界各地市场中出售的一些产品实现这种转化。

成本协同效应 合并后的公司宣布，作为合并的结果，预期经营成本协同效应将达到 5 亿美元，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

其中 85%的成本减少将在 1996 年底实现。一个分析师预计，其中 1/2 的成本节约将来自销售和一般管理费用，1/4 将来自制造费用，另外 1/4 将来自研究和开发费用。[14] 这些成本节约的一部分将来自 4 000 多个工作岗位的减少。

财务状况 合并后的公司将有更具优势的资产负债表。由于采取通过股票融资的联营法合并，不存在与收购相关的利息成本或者商誉摊销。此外，由于合并后的公司是行业中财务杠杆最低的公司之一，Pharmacia & Upjohn 可以在没有严重的财务约束情况下，追求未来的增长机会。

增长 除通过收购获取增长外，管理层预期 Pharmacia 的加入将加快现有公司的增长。尽管在 1995 年中期，Pharmacia 比 Upjohn 增长得快，但两家公司的增长速度都低于行业平均水平。尽管如此，管理层认为，由于 Pharmacia 的销售组织在 Upjohn 比较薄弱的市场是很强的，合并后公司的增长将比两家独立的公司都快——甚至比行业平均水平高。

管理经验 Upjohn 的管理层擅长合理化经营，而 Pharmacia 的管理层带来了使被合并或被收购公司经营一体化方面的关键技能。自 20 世纪 80 年代后期以来，Pharmacia 从事了一些这方面的业务。特别是，1993 年收购 FICE 时，作为合并的必要条件，Pharmacia 不得不重组公司，并整合和精简生产、销售和营销组织。只要新公司能够成功地整合不同的业务活动和文化以创建高效的经营单位，新公司的潜力就能够全部得以实现。

决 策

随着股东大会召开日的临近，Upjohn 的股东要投票表决是否同意与 Pharmacia 合并的提案。许多观察家认为，合并是解决 Upjohn 战略问题的重要一步。在宣告合并后，一些投资公司对 Upjohn 股票的推荐评价从一般般提高到绩优股。尽管如此，但还不清楚合并提案对股东来说是否是最好的选择。此外，一些难题还有待解决。

从表面看，与 Pharmacia 合并能使 Upjohn 跻身于行业前列。尽管如此，合并两家这种规模、来自不同国家且存在文化差异的公司，可能比管理层想像得要复杂得多。在前几年两家公司已经通过合理化经营的努力取得毛利润显著提高的情况下，还能通过合并获得 5 亿美元的成本协同效应吗？尽管 Pharmacia 在欧洲和日本具有很强的销售能力，但销售人员能否通过与客户的恰当联系实现 Upjohn 所预期的销售收入增长仍存在问题。此外，Upjohn 正在开发的产品中没有“重磅炸弹型”药品，Pharmacia 的加入也未能解决这一问题。“重磅炸弹型”药品是取得成功所必需的，还是只要有相对大量的潜力较低的产品就足够了？Pharmacia 是否是恰当的合并伙伴？对 Upjohn 来说，收购是否比合并更好？如果使 Upjohn 被某家其他公司收购，股东也许可以收到更高的溢价。最后，假设 Pharmacia 是一个好的合并伙伴，但股票交换比率对股东来说是否公平？

对 Upjohn 而言，如果希望仍然跻身于行业前列，合并仅仅是过渡性的一步，这使得问题更加复杂化。合并提案将使 Pharmacia & Upjohn 在 1995 年跻身前 10 位，但这并不意味着就可以保住这个位置，因为其他大公司也可能进行合并，或者开发的产品中有潜在的“重磅炸弹型”药品。

---

14 Joseph P. Riccardo and Scott J. Shevick, Analyst Report, The Merger: Upjohn Co., Pharmacia AB, Bear Stearns & Co. Inc., September 18, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Upjohn 公司 1994 年股东通告和财务概览

写给股东：

1994 年，Upjohn 公司强化了核心业务，并将其资源用于长期增长战略。我们开始重新审视所做的每一件事，以便找到把事情做得更好的方法。我们出售了非核心业务，并开始进行供应（生产）、销售和营销以及研究和开发业务活动的重组。我们把销售和营销努力转向利用世界范围内的增长机会。我们将继续研究和开发，关注大量未得到满足的药品需求。通过采取这些积极行动，我们增强了提高公司长期业绩和价值的可能性。

我们在公司历史上最具挑战性的时期采取了这些行动，以便在确立长期计划和优势的努力与获取当前体面的财务业绩的要求之间求得平衡。1994 年我们的销售收入达到 33 亿美元，稍低于 1993 年。1994 年的净收益为 4.91 亿美元，与 1993 年的 3.92 亿美元形成对比。持续经营收益（重组、特殊项目和会计变更的累积影响前）为 4.89 亿美元，与 1993 年的 5.75 亿美元形成对比。这些经营成果达到了我们的目标，而且超出了外界的预期。

为我们带来最多销售收入的 4 种产品——XANAX、HALCION、MICRONASE 和 ANSAID 在美国的专利保护期已满，因受到来自普通药品的激烈竞争而导致销售收入下降 4 亿美元。我们通过销售新药品、在国际市场取得强势增长和努力生产自己的普通药品，抵消了几乎全部这种收入损失。我们的普通药品战略帮助我们在 1994 年美国抗焦虑剂药品市场上保持了为 XANAX 和 alprazolam 配置的新处方药的 83%份额。尽管这种竞争将继续，但我们拥有一系列旨在向新的和特定市场渗透的正在开发中的独特产品。

在强化产品组合的同时，我们正在为降低来年的过剩生产能力和营业成本整合世界各地的生产场所。我们还卖掉了 Asgrow Seed 公司和在一个雏鸡孵化企业的部分股份，使我们得以集中力量进行人用和兽用保健药品的核心业务经营。包括裁员在内的重组和成本控制努力使 1994 年营业收益增加 7 500 万美元。

我们的国际业务正在加速增长，目前占全部销售收入的 44%。1994 年，我们收到 199 份国际产品注册书。在中国建立合资企业，在中欧和东欧增加市场份额，以及转向阿根廷和巴西发展使 Upjohn 得以最大限度地利用世界上发展最快的一些市场。

我们对美国的药品销售和营销业务进行了重组，以集中力量为全面的保健体系、健康保护组织、企业联合体、保险公司和医疗专业领域的其他新兴大客户服务。我们组建了 Greenstone Healthcare Solutions，除发挥保健产品的研究者、生产者和销售者的传统作用外，增加了全面疾病管理和分析服务。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

当然，提高公司长期业绩的关键仍在于研究和开发。1994 年公司对研究和开发的投资为 6.07 亿美元，占销售收入的 18.5%，高于行业平均水平。该项投资以及对发明的持续重视和不断加快的发展速度，包含了我们创造具有高价值的新产品并扩展生产线以使现有产品价值最大化的承诺。

我们目前的研究和开发能力处于 Upjohn 历史上最强的时候，有 10 种复方药物处于开发后期。我们打算在 1994—1996 年间提出 10 份新药品申请。在过去 5 年间，我们已经把研究和开发阶段所需时间缩短了一半多。我们的研究和开发战略是突出核心，集中于 30 个具有高发展潜力的项目。

我们正在寻找无法进行充分治疗情况下可以使用的独特药品。我们正在开发中的药品包括处于开发最后阶段，用于治疗癌症、一些类型的中风、头部和脊髓损伤以及艾滋病的销售前景看好的复方药物。

Upjohn 的计划很明确，即在短期内显著提高经营业绩，最终跻身行业领先位置。通过控制成本和重构流程，我们找到了经营业务的更好、更有效方法；通过重视客户和利用全球新兴市场中的机会，我们有效地适应了不断变化的市场环境；通过将研究和开发努力对准尚未得到满足的医疗需求和加速全球范围的产品开发，我们为下一世纪创造了发展机会。我们是一个不断前进的公司。我们确信公司各领域的这些战略行动将使我们得以利用未来的发展机会

我要感谢全球 16 900 名员工的辛勤工作和杰出贡献。1994 年，我们共同证明了只要我们相信自己，我们的员工就能够作出怎样的成绩。我为我们的员工所取得的成就感到自豪，而且期望与他们一起工作，以实现来年的发展目标。

约翰·L·扎布利斯基博士
董事会主席兼首席执行官
1995 年 3 月 3 日

合并经营成果概览

（除每股数据外，均为百万美元）	1994	变动率(%)	1993	变动率(%)	1992
总收入	3 344.5	(1%)	3 380.5	3%	3 284.7
营业收益	599.4	30	459.5	(31)	662.7
所得税和少数股权前持续经营收益	643.3	34	480.0	(29)	671.9
持续经营收益	489.1	23	396.4	(25)	527.0
净收益	490.8	25	392.4	21	324.3
普通股每股净收益：					
基本	2.76	27	2.18	22	1.78
完全稀释	2.68	26	2.13	22	1.74

在比较年度收益时，应考虑前两年每年的会计变更和记录的重组费用。1993 年，公司作出了两项会计变更：对先前以会计年度为基础报告的子公司改以日历年度为基础报告；采纳有关退休后福利的财务会计准则公告（SFAS）第 112 号。这些变更的累积影响使 1993 年净收益减少 1 890 万美元（每股 0.11 美元）。1992 年，公司采纳有关退休后福利成本而非退休金的 SFAS 第 106 号和有关所得税会计的 SFAS 第 109 号。这些会计变更的累积影响使净收益减少 2.23 亿美元（每股 1.26 美元）。

1993 年，公司记录的重组费用使营业收益减少 2.09 亿美元（税后 1.55 亿美元，或每股 0.89 美元），主要与世界范围的裁员、一些资产的减值和剩余生产能力的降低相关。1992 年，公司记录了

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

2 200 万美元重组费用（税后 1 340 万美元，或每股 0.08 美元），反映一个特殊的自愿提前偿还计划的成本。

为强化核心制药业务，公司采取了一些行动，包括 1994 年卖掉 Asgrow Seed 公司和在一个雏鸡孵化企业的股份，以及 1993 年卖掉 Asgrow Florida 公司。Asgrow Seed 公司和 Asgrow Florida 公司的出售都被报告为非持续经营。一些前期财务数据被相应重述，以单独反映公司的持续经营。

随着上述三项可确指的农业分部业务的出售，公司决定把药品部门作为单一行业分部报告其业务活动。这种行业细分更准确地反映了公司正在进行的业务活动。概览中列示的上年数据也反映了单一药品行业分部的情况。

产品销售收入

下表提供了主要药品合并销售收入净额的比较：[15]

（以百万美元计）	1994	变动率(%)	1993	变动率(%)	1992
中枢神经系统	455.3	(39%)	749.7	4%	783.3
类固醇、消炎和止痛	413.4	2	406.5	(4)	422.1
生育与妇女保健	511.1	41	362.5	24	292.6
重病护理、移植和癌症	412.1	8	383.1	11	344.3
传染病	439.0	11	394.0	14	346.4
动物保健	336.2	1	332.6	4	320.7
其他产品和材料	707.9	(1)	711.6	(5)	746.8
合并销售收入净额	3 275.0	(2)	3 340.0	3	3 256.2

药品的合并国内销售收入从 1993 年的 20.46 亿美元减少到 1994 年的 18.47 亿美元，减少了 10%，而 1992 年的合并国内销售收入为 20.03 亿美元。国内销售收入在全部合并销售收入中所占比例从 1993 年的 61%和 1992 年的 62%下降到 1994 年的 56%。国际销售收入从 1993 年的 12.94 亿美元增加到 1994 年的 14.28 亿美元，增加了 10%，而 1992 年的国际销售收入为 12.53 亿美元。1994 年合并销售收入减少是由于价格下降 3%，其中一部分被外汇交易的 1%收益所抵消。销量没有发生变化。

本年中枢神经系统药剂的全球销售收入下降，原因在于抗焦虑剂 XANAX 在美国的专利保护期满，从而受到来自普通药品的激烈竞争。XANAX 美国销售收入的下降在一定程度上被公司普通抗焦虑剂 alprazolam 的销售收入所抵消。在国际市场上，XANAX 的销售继续保持良好的增长势头。安眠药 HALCION 片剂（triazolam）在美国市场的销售收入也下降，在很大程度上是由于 1993 年 10 月该药品在美国的专利保护期满。1994 年，HALCION 在国际市场的销售收入上升，扭转了过去几年的下降趋势。预计中枢神经系统药剂销售收入的下降将在 1995 年持续。1993 年的销售收入较之 1992 年有所下降，也是由于药品在美国的专利保护期满造成的损失，这种损失在一定程度上被引入 XANAX 和 HALCION 普通型片剂带来的销售收入所抵消。

1994 年类固醇、消炎和止痛类药品销售收入的增长是由非处方药非类固醇止痛剂 MOTRIN IB 所带来的，该药品在激烈竞争的市场上一直保持很好的销售势头，部分原因在于 1993 年协议提供了新产品技术使用权和生产线扩展的机会。这种及其他产品的销售收益抵消了 ANSAID 片剂（flurbiprofen）在美国市场销售收入的下降。ANSAID 片剂销售收入下降是由于 1993 年 2 月 ANSAID 在美国的专利保护期满，1994 年末受到来自普通药品的激烈竞争。

15 上年数据已经被调整，以便与本年药品分类相符合。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

生育与妇女保健药品的销售收入有较大增长，主要得益于 1993 年末雌激素替代疗法 OGEN 的引入。可注射避孕药 DEPO-PROVERA 在美国及国际市场中的销售收入显著增加。尽管因受到来自普通药品的竞争而导致本年 PROVERA 产品（甲孕酮）和孕前药品在美国市场的销售收入稍有下降，但这些产品的世界范围合并销售收入提高。1994 年，治疗勃起障碍的药品 CAVERJECT 被批准在 12 个国家销售，也促进了销售收入的增长。

可注射类固醇 SOLU-MEDROL 和其他 MEDROL 产品的国际销售带来了重病护理、移植和癌症类药品销售收入的增加。本年免疫抑制剂 ATGAM 的销售收入稍有上升。1994 年，公司与 Yakult Honsha 有限公司签订了一系列协议，以获取在美国、加拿大和拉丁美洲开发和销售适用于某些病症的抗癌复方药的权利。这种复方药的临床开发日前正在进行中。

广谱口服抗生素 VANTIN 主要在美国销售，带来了传染病类药品销售收入的增长。抗生素类药品 CLEOCIN（在国际市场上名为 DALACIN）在国际市场取得了销售收入的增长，但在美国市场的销售收入下降。受美国普通药品竞争的影响，本年 CLEOCIN T 药品（氯霉素软膏）的销售收入下降。

在兽用保健类药品中，1993 年末引入的用于治疗乳腺炎的 PIRSUE 和繁殖控制剂 LUTALYSE 都带来了 1994 年销售收入的增长。饲料添加剂 MGA 的销售平稳。抗生素 NAXCEL（在国际市场上名为 EXCENEL）在国际市场的销售收入上升，在美国市场的销售收入稍有下降，原因在于美国家养牲畜的数量低于平均水平。1994 年，林肯霉素和辅助动物药品的销售收入下降。

在其他产品和材料中，口服糖尿病治疗剂 GLYNASE Press Tab 继续在美国市场保持良好的增长势头。口服糖尿病治疗剂 MICRONASE 片剂（glyburide）的销售收入比 1993 年大幅下降，原因在于 1994 年第 2 季度美国市场的排他局面造成了损失。尽管公司将继续销售普通 glyburide，以最小化来自第三方普通药品竞争的影响，但预计 MICRONASE 和 glyburide 1995 年的合并销售收入仍将下降。本年治疗脱发的 ROGAINE 的销售收入上升。此外，止痒药物消费品 CORTAID、治疗便秘的 DOXIDAN 和 SURFAK 以及治疗多动症的 DRAMAMINE 都取得了较好的增长，但治疗腹泻的 KAOPECTATE 的销售收入下降。

其他营业收入

1994 年的营业收益得益于为促销产品 ZOVIRAX 而与 Burroughs-Wellcome 公司签订的营销联盟协议，以及为营销和包装产品 ALTACE 而与 Hoechst-Roussel 制药公司签订的营销联盟协议。与 Burroughs-Wellcome 公司签订的协议将于 1995 年末到期。公司已经与 Hoechst-Roussel 制药公司达成了自 1995 年 1 月 1 日起出让公司拥有的与 ALTACE 相关权利的协议。

成本和费用

以销售收入的一定比例列示的合并营业费用如下所示：

	1994	1993	1992
产品销售成本	25.7%	23.5%	23.2%
研究和开发支出	18.5	18.3	17.0
营销和管理费用	39.5	39.4	39.7
重组费用		6.3	0.7
营业收益	18.3	13.8	20.4

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1994 年，产品销售成本与前两年相比有所上升，是由于从前受专利保护的主要产品受到来自美国普通药品的激烈竞争，从而导致产品组合发生变化。与专利保护期满的药品相比较，公司的普通同类药品和其他产品的销售毛利稍低。此外，公司在产品毛利通常较低的国际市场中取得的销售收入在全球药品总销售收入中所占比例提高。

1994 年，研究和开发支出在销售收入中所占比例比 1993 年稍有提高，主要是由于该年发生了与大型临床计划相关的费用。1994 年和 1993 年的研究和开发费用较之 1992 年都有显著提高，是由于与 FREEDOX IV Solution（tirilazad mesylate）和其他复方药相关的成本持续增加。

1994 年 12 月，在对尚未得到解释的死亡率差异作出进一步分析之前，在北美对 FREEDOX 用于治疗严重和中等程度头部损伤的临床试验的申请登记被延缓。在延缓登记期间，已经登记的试验完成了 80%。结果十分出人意料，因为在欧洲进行的全部登记试验的研究没有反映出北美试验所得出的结果。在治疗后的 6 个月内，公司还将继续从医学上对参加北美试验和欧洲试验的病人作出评价。来自两项试验的数据将被进一步分析，以评价 FREEDOX 治疗严重和中等程度头部损伤的效果，并确定北美试验中得出的死亡率差异的原因。对 FREEDOX 用于治疗蛛网膜下出血、脊髓损伤和中风的临床试验的结果分析没有发现任何安全问题，这些试验还将继续。

1994 年，营销和管理费用在销售收人中所占比例与 1993 年和 1992 年相当。该费用中所包含的重组费用在 1993 年和 1992 年实现的节约被与各种营销计划相关的其他成本和其他费用的增加所抵消。1994 年新增成本的一部分产生于与 LUVOX 相关的新产品营销费用。LUVOX 是一种强迫性神经官能失调治疗剂，由 Solvay 制药公司生产，将在美国销售。1994 年一些国际市场中的外汇逆差也导致这种费用增加。

1993 年 10 月宣布的重组计划在 1994 年处于执行中。1994 年初，根据 1993 年的重组计划，约 400 名员工离开公司；到 1994 年末，离开公司的人数增加到约 1 100 人。1993 年计划的一些内容仍在执行中。1992 年计划的各个方面到 1993 年末都已执行。公司预计，1992 年和 1993 年重组可为 1995 年收益带来约 1.2 亿美元合并利益。如果 1993 年重组计划的各个方面全部执行，预计这种利益将在 1995 年以后稳步增加。

公司欧洲业务部的所得税和少数股权前收益从 1993 年的亏损 3 900 万美元和 1992 年的收益 1 100 万美元显著提高到 1994 年的 4 400 万美元，这是销量增加、外汇净顺差和费用节约的结果。1993 年该指标较低主要是由于外汇逆差和重组成本增加。在日本的销售收入增加主要是由于外汇顺差，其中一部分被市场上持续的价格低迷所抵消。1993 年，重组没有对日本和环太平洋地区的收益产生不利影响。在其他国际市场上，在某种程度上被外汇逆差所抵消的销量增加和费用节约导致 1993 年所得税前收益显著增加。重组成本减少了 1993 年其他国际市场的收益。

非营业收益和费用

1992—1994 年间，利息收入与利息费用的差额每年都有所增加。1994 年的非营业收益还得益于与承包单位发生的承包范围纠纷的有利解决和出售合资企业股份获得的收益。1993 年的该指标中包括出售咳嗽/感冒药商标获得的非营业收益。1992 年不存在这种收益。

所得税

1994 年的实际税率为 24%，1993 年和 1992 年分别为 17.5%和 21.7%。如果把与重组相关的税

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

收利益排除在外，1993 年的实际税率为 22%。1994 年实际税率上升是由于税率相对较高的国际业务带来的收益所占比例提高，而波多黎各业务带来的总收益所占比例下降。受到来自美国普通药品竞争的主要产品都由波多黎各制造。

《1993 年综合预算调整法案》将从 1995 年起对公司净收益产生重大影响。该法案最终使根据《国内税收法典》第 936 节计算出的波多黎各业务带来的税收利益减少 60%。该项变更对 1994 年实际税率的影响很小。

自 1992 年 1 月 1 日起，公司采纳了财务会计准则公告第 109 号。该项会计变更的累积影响是使 1992 年净收益增加 1 300 万美元，主要来自为反映当前税率对递延所得税余额的调整。

财务状况

	1994	1993	1992
营运资本（百万美元）	1 011	678	582
流动比率	1.9	1.7	1.5
债务对资本化价值比率	26.0%	28.1%	30.3%
平均股权收益率——会计变更前持续经营	21.9%	19.3%	26.2%

营运资本的显著增加和流动比率的相应提高，主要是由于 1994 年末收到 Asgrow Seed 公司的出售收益，该项收益被临时投资于现金等价物。对这些指标的提高有所助益的还有在资产负债表中列入其他流动资产的短期投资的增加。公司近期宣布了一个普通股回购计划，该计划将于 1995 年完成，并将使用约 3 亿美元资金。1993 年末实现的营运资本增加和流动比率提高是由于该年中期债券的收益已被用于偿还流通在外的商业票据。

1994 年债务对资本化价值比率的下降，得益于在年度总借款保持稳定的同时股东权益总额增加。与 1992 年相比较，1993 年该比率提高主要是由于总债务稍低。

1994 年会计变更前平均股权收益率提高是因为比较之下，该年收益较高。1993 年和 1992 年的税后重组费用分别使净收益减少 1.546 亿美元和 1 340 万美元。如果不把重组成本包括在内，1993 年和 1992 年的平均股权收益率分别为 27.5%和 27.9%。

1994 年，经营活动提供的净现金为 7.1 亿美元，而 1993 年和 1992 年分别为 7.8 亿美元和 5.97 亿美元。公司对 1993 年净收益提供的现金进行了重大调整，以反映重组费用的非现金影响。相关重组准备费用使 1994 年经营活动提供的净现金减少 7 200 万美元。该项费用主要因裁员而产生，预计 1995 年将不超过 3 500 万美元。公司对 1992 年净收益提供的现金进行了调整，以反映重组和重大会计变更的非现金影响。1994 年非营业活动使用的现金包括投资，财产、厂房和设备增置，向股东支付股利，以及购买库藏股，Asgrow Seed 公司的出售是非营业活动产生现金的最大来源。

1993 年，根据 1993 年 shelf registration 发行利率为 5.875%、价值 2 亿美元的债券取得的发行收入被用于赎回应于 1993 年 7 月 1 日以面值偿还、利率为 8%、价值 2 亿美元的债券。1994 年末的中期借款与 1993 年末相同，均为 4.66 亿美元，而 1992 年末为 1.38 亿美元。1994 年末，公司拥有可根据 1993 年和 1991 年 shelf registration 取得的未来借款 1.34 亿美元。

公司同时利用衍生金融工具和外汇风险管理计划。这些计划通过使用场外交易市场远期外汇合同和购买外汇期权对现有净交易头寸和一些子公司所在地的现有债务进行套期保值。这些交易头寸既可产生于公司间交易，也可产生于第三方交易。外汇期权有时被用于对预期交易进行套期保值。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

通过使用所购入的外汇期权，对预期交易进行套期保值使发生损失的风险被最小化。

套期保值活动旨在使经营成果和现金流量免受外汇波动的潜在负面影响，是通过使用用于创造套期交易的金融工具的损益抵消基本头寸的损益实现的。公司没有将衍生金融工具用于交易目的。

公司有义务为某些员工福利计划缴付资金，也可以选择持续为某一计划提供资金。根据员工持股计划（ESOP），1996 年公司对现金流量的需求将在现在的水平上加速提高，而且美国退休金计划将要求公司最低缴付资金约 2 500 万美元。1992—1994 年间，公司每年都向自愿员工福利金协会（Voluntary Employee Benefit Association）缴付资金，以便为退休后福利债务提前筹集部分资金。未来的资金缴付额可由公司自主决定。

公司已经承诺，只要一家被投资公司达到了某些进度目标，就对该公司进行一系列投资。被投资公司打算生产血色素输氧器。

尽管存在下述专利和其他产品保护期满的负面影响，公司预计，在可预见的未来，通过经营活动和借款提供的现金将能满足正常的现金流量需求和计划资本增值。

专利期满

对包括 glyburide（MICRONASE 的普通名称）在内的一些药品，美国食品及药物管理局（FDA）于 1994 年 5 月中止了其新药备案申请（ANDA）。1993 年，ANSAID、CLEOCIN T、XANAX 和 HALCION 的专利保护期满。对 PROVERA 面言，也不再有有效的专利保护存在。1993 年和 1994 年，公司开始销售这些产品的普通装。这 6 种产品在美国市场的销售收入（包括普通装在内）从 1993 年的 10.68 亿美元下降到 1994 年的 6.72 亿美元。尽管预期这些产品的销售收入在今后几年将继续下降，但预计下降的幅度将小于 1994 年。美国食品及药物管理局对新药备案申请的暂停批准将 GLYNASE 的专有技术权保护到 1995 年 3 月，将 DEPO-PROVERA 的专有技术权保护到 1995 年 11 月。在美国，对 ROGAINE 的专利保护将于 1996 年 2 月到期。

公司预计，其他现有产品的销售增长、新产品的收购和开发、普通装产品的销售以及控制成本和增加收入的努力将抵消失去专利和新药备案申请保护的大部分影响。因此，经这些战略和行动抵消后，预计 1995 年专利期满对合并收益的影响将不会像 1994 年一样严重。1995 年以后各年的收益将取决于上述新产品和战略能否取得成功。

其他项目

公司必须遵守环保法律。包括与未来生产相关的资本支出在内的环保法律执行成本每年都在增加。预计在不远的将来，在密歇根州的卡拉马祖县将发生与挽救地下水和改良对地表水排放的控制相关的费用。

与预防、缓解和消除环境影响相关的其他项目正在世界各地规划和执行。

公司卷入了几项与环境问题相关的行政和司法诉讼程序，美国环保局和州环保局对包括密歇根州卡拉马祖县 West KL Avenue Landfill 在内的约 40 处“Superfund”或类似地点的清理提起了起诉。公司对与这些环境状况相关的将要发生的最终成本预计可能因共同负债和一些负债存在的可能性、从潜在应负责任的其他各方得到补偿的可能性、所需的清理水平以及需要使用的技术而发生变化。已经记录了一笔应计款项，但还可能发生与各种补救措施相关的附加成本。尽管公司无法预计这些事件的结果，但最终的负债不应对公司合并财务状况产生重大影响。除非与解决这种问题的历史模

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

式发生重大偏离，否则最终的负债不应对公司的经营成果或流动性产生重大负面影响。

对位于康涅狄格州诺斯黑文市公司终止经营的工业化学业务部所在地的最终补救计划正在研究中。与因违反城市规划而需移走位于该地的淤泥堆相关的问题已经和城市协商解决。淤泥堆的最终补救计划将在公司、康涅狄格州环境保护部门以及由公众出资的美国环保局之间作出。公司目前不能预测出淤泥堆问题的最终解决结果，也没有对处置成本建立任何准备。公司认为它已建立了用于弥补可能需要的其他补救措施成本的足够准备。

经挑选的财务数据（除每股数据外，均为百万美元）

各年结束于 12 月 31 日	1994	1993	1992	1991	1990
营业收入	3 344.5	3 380.5	3 284.7	3 057.9	2 675.3
会计变更的累积影响前持续经营收益[a]	489.1	396.4	527.0	512.5	435.9
会计变更的累积影响前持续经营的每股收益[a]	2.75	2.20	2.92	2.87	2.36
每股宣告股利	1.48	1.48	1.42	1.26	1.04
资产总额	5 162.5	4 811.9	4 513.1	4 053.9	3 578.8
长期债务	521.0	526.8	402.9	295.5	274.6

（a）与 1993 年 1 月 1 日会计变更产生的净费用 1 890 万美元（或每股 0.11 美元）以及 1992 年 1 月 1 日会计变更产生的净费用 2.229 亿美元（或每股 1.26 美元）相关。

附 录 2

节略的合并说明书

未经审计的简明试算合并财务报表

为说明 Pharmacia & Upjohn 依据公认会计准则采用“联营法”进行计划合并的预计影响，编制了以下 1995 年 6 月 30 日未经审计的简明试算合并资产负债表，以及 1994 年 12 月 31 日、1993 年 12 月 31 日和 1992 年 12 月 31 日前 1 年、1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日前 6 个月的未经审计简明试算合并收益表。依据公认会计准则，采用“联营法”对合并进行会计处理的条件是 Upjohn 和 Pharmacia 必须至少交换 90%各自流通在外的普通股。通过合并，将形成新公司，该公司将发行 503 722 558 承继新普通股和 7 263 承继新优先股，用于交换 Pharmacia 全部流通在外证券和 Upjohn 普通股及优先股。1995 年 6 月 30 日未经审计的简明试算资产负债表是在假设合并于 1995 年 6 月 30 日完成的条件下编制的。1994 年 12 月 31 日、1993 年 12 月 31 日和 1992 年 12 月 31 日前 1 年、1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日前 6 个月的未经审计简明试算合并收益表是在假设合并在 1992 年 1 月 1 日完成的条件下编制的。未经审计的简明试算合并财务报表是以 Pharmacia 和 Upjohn 的历史合并财务报表为基础，根据所附未经审计的简明试算合并财务报表附注中概括的假设和调整实行合并的结果。

未经审计的简明试算合并财务报表根据美国公认会计准则编制。为适应披露的需要，Pharmacia

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财务报表的编制依据已由瑞典公认会计准则转换为美国公认会计准则，金额也被转换为美元（未经审计的简明试算合并财务报表附注参见附注 1）。瑞典公认会计准则与美国公认会计准则在某些重要方面存在差异。把依据瑞典公认会计准则计算出的净收益和股东权益调整为依据美国公认会计准则计算的净收益和股东权益的过程列示在 Pharmacia 的合并财务报表附注 25 中。

未经审计的简明试算合并财务报表没有考虑预计将在合并后发生的某些重组和合理化成本。公司管理层现在正在考虑将要发生的这种费用的性质和程度。目前不能根据公认会计准则以量化金额和发生时间的方式对这种成本加以合理预计。根据最终决议，在 1995 年和/或 1996 年，将有一大笔费用（或几笔费用）被依据美国公认会计准则记录并作为临时支出反映在公司收益表中。重组和合理化的实际支出将在 2—3 年的时间内支付。此外，尽管公司期望通过合并、重组和合理化实现成本降低，但公司未经审计的简明试算合并财务报表中没有考虑这种收益。

提供未经审计的简明试算合并财务报表只是出于说明目的，并不旨在反映合并确实在所指定的日期发生情况下公司的实际财务状况和经营成果，也不旨在预计未来某一日期或某一时期的财务状况和经营成果。未经审计的简明试算合并财务报表应当连同其附注以及 Pharmacia 和 Upjohn 的合并财务报表及其相关附注一起阅读。

合并协议规定，每 1 股流通在外 Pharmacia A 级普通股、Pharmacia B 级普通股和代表 1 股 Pharmacia A 级普通股的 ADS 将被交换为 1 股新普通股或 SDS；每 1 股流通在外 Upjohn 普通股将被交换为 1.45 股新普通股，每 1 股流通在外 Upjohn 优先股将被交换为 1 股新优先股。只有等到合并日，才能确定流通在外股票的确切数量。为编制未经审计的简明试算财务报表，1995 年 6 月 30 日已发行和流通在外 Pharmacia 和 Upjohn 普通股的实际股数被用于计算报价及合并后新普通股和新优先股的发行数。

1995 年 6 月 30 日未经审计的简明试算合并资产负债表

	历史	
（以千美元计）	Pharmacia(附注 1)	Upjohn
流动资产:		
现金和现金等价物	198 141	303 914
短期投资	900 929	328 443
商业应收账款	913 046	671 767
存货	500 379	502 172
递延所得税和其他	286 541	335 584
流动资产合计	2 799 036	2 141 880
投资	127 367	598 254
财产、厂房和设备(成本)	2 359 380	3 203 532
减折旧备抵	(1 035 456)	(1 351 189)
财产、厂房和设备净值	1 323 924	1 852 343
其他非流动资产	119 656	426 390
无形资产(净值)	1 592 702	224 719
资产合计	5 962 685	5 243 586
流动负债:		
应付账款、应计负债和应付股利	732 392	297 119
短期借款，包括长期债务的本年到期部分	700 034	60 285
应付所得税	180 103	226 702
其他	179 140	494 967

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	历史	
	Pharmacia(附注 1)	Upjohn
流动负债合计	1 791 669	1 079 073
长期负债	85 508	515 005
ESOP*债务担保		267 200
退休后福利成本	15 040	374 607
递延所得税和其他非流动负债	609 401	505 322
股东权益：		
优先股	—	292 719
普通股	880 413	190 590
资本溢价、法定准备和其他	1 755 034	97 291
留存收益	825 620	2 891 048
ESOP 递延报酬和应收 ESOP 信托债券	—	(273 430)
库藏股（成本）	—	(695 839)
股东权益合计	3 461 067	2 502 379
负债和股东权益合计	5 962 685	5 243 586

（以千美元计）	试算	
	调整	合并
流动资产：		
现金和现金等价物(附注 2)	(69 000)	433 055
短期投资		1 229 372
商业应收账款(净值)		1 584 813
存货		1 002 551
递延所得税和其他		622 125
流动资产合计	(69 000)	4 871 916
投资		725 621
财产、厂房和设备(成本)		5 562 912
减折旧备抵		(2 386 645)
财产、厂房和设备净值		3 176 267
其他非流动资产		546 046
无形资产(净值)		1 817 421
资产合计	(69 000)	11 137 271
流动负债：		
应付账款、应计负债和应付股利		1 029 511
短期借款，包括长期债务的本年到期部分		760 319
应付所得税		406 805
其他		674 107
流动负债合计		2 870 742
长期负债		600 513
ESOP 债务担保		267 200
退休后福利成本		389 647
递延所得税和其他非流动负债		1 114 723
股东权益：		
优先股(附注 3d)	(292 719)	292 719
(附注 3d)	292 719	
普通股(附注 3a)	(880 413)	5 038
(附注 3a)	2 558	
(附注 3b)	(190 590)	
(附注 3b)	2 480	

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	试算 调整	试算 合并
资本溢价、法定准备和其他		
(附注 3a)	877 855	2 222 451
(附注 3b)	188 110	
(附注 3c)	(695 839)	
留存收益(附注 2)	(69 000)	3 647 668
ESOP 递延报酬和应收 ESOP 信托债券		(273 430)
库藏股（成本）(附注 3c)	695 839	
股东权益合计	(69 000)	5 894 446
负债和股东权益合计	(69 000)	11 137 271

所附附注是未经审计的简明试算合并财务报表的一个组成部分。
*ESOP：员工持股计划。

1995 年 6 月 30 日前 6 个月未经合并的简明试算合并损益表

（除每股金额外，均为千美元）	历史 Pharmacia (附注 1)	历史 Upjohn	试算 合并
营业收入：			
销售收入净额	1 808 125	1 643 446	3 451 571
其他收入	21 117	74 123	95 240
合计	1 829 242	1 717 569	3 546 811
营业成本和费用：			
产品销售成本	525 735	446 828	972 563
研究和开发费用	289 324	290 809	580 133
营销和管理费用	681 085	628 153	1 309 238
重组、合理化与合并相关成本	11 853	—	11 853
合计	1 507 997	1 365 790	2 873 787
营业收益	321 245	351 779	673 024
利息收入	57 900	40 690	98 590
利息费用	(32 015)	(12 988)	(45 003)
外币兑换	(23 160)	(1 147)	(24 307)
其他（净额）		(1 557)	(1 557)
所得税前持续经营收益	323 970	376 777	700 747
所得税备抵	131 740	109 300	241 040
持续经营收益	192 230	267 477	459 707
优先股股利（减税金后的净值）	—	6 186	6 186
普通股股东可得持续经营收益	192 230	261 291	453 521
持续经营普通股每股基本收益（附注 4）			0.90
持续经营普通股每股完全稀释收益（附注 4）			0.88
计算每股基本收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			506 277
计算每股完全稀释收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			519 694

所附附注是未经审计的简明试算合并财务报表的一个组成部分。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1994 年 6 月 30 日前 6 个月未经审计的简明试算合并损益表

（除每股金额外，均为千美元）	历史 Pharmacia (附注 1)	历史 Upjohn	试算合并
营业收入：			
销售收入净额	1 730 358	1 619 350	3 349 708
其他收入	23 276	24 507	47 783
合计	1 753 634	1 643 857	3 397 491
营业成本和费用：			
产品销售成本	507 002	420 558	927 560
研究和开发费用	233 995	303 091	537 086
营销和管理费用	692 472	617 982	1 310 454
合计	1 433 469	1 341 631	2 775 100
营业收益	320 165	302 226	622 391
利息收入	45 286	27 356	72 642
利息费用	(46 045)	(12 671)	(58 716)
外币兑换	4 933	(2 079)	2 854
其他（净额）	(126)	(374)	(500)
所得税前持续经营收益	324 213	314 458	638 671
所得税备抵	137 629	72 500	210 129
持续经营收益	186 584	241 958	428 542
优先股股利（减税金后的净值）	—	6 126	6 126
普通股股东可得持续经营收益	186 584	235 832	422 416
持续经营普通股每股基本收益（附注 4）			0.84
持续经营普通股每股完全稀释收益（附注 4）			0.82
计算每股基本收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			505 360
计算每股完全稀释收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			518 197

所附附注是未经审计的简明试算合并财务报表的一个组成部分。

1994 年 12 月 31 日前 1 年未经审计的简明试算合并损益表

（除每股金额外，均为千美元）	历史 Pharmacia (附注 1)	历史 Upjohn	试算合并
营业收入：			
销售收入净额	3 429 364	3 274 996	6 704 360
其他收入	48 880	69 542	118 422
合计	3 478 244	3 344 538	6 822 782
营业成本和费用：			
产品销售成本	1 046 702	843 152	1 889 854
研究和开发费用	490 081	607 187	1 097 268
营销和管理费用	1 357 367	1 294 752	2 652 119
重组、合理化与合并相关成本	19 837	—	19 837
合计	2 913 987	2 745 091	5 659 078
营业收益	564 257	599 447	1 163 704

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股金额外，均为千美元）	历史 Pharmacia (附注 1)	历史 Upjohn	试算合并
利息收入	97 630	59 624	157 254
利息费用	(87 517)	(24	(112 117)
外币兑换	23 208	600)	22 121
其他（净额）	30 210	(1 087)	40 314
		10 104	
所得税前持续经营收益	627 788	643 488	1 271 276
所得税备抵	283 425	154 400	437 825
持续经营收益	344 363	489 088	833 451
优先股股利（减税金后的净值）	—	12 291	12 291
普通股股东可得持续经营收益	344 363	476 797	821 160
持续经营普通股每股基本收益（附注 4）			1.62
持续经营普通股每股完全稀释收益（附注 4）			1.60
计算每股基本收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			505 432
计算每股完全稀释收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			518 363

所附附注是未经审计的简明试算合并财务报表的一个组成部分。

1993 年 12 月 31 日前 1 年未经审计的简明试算合并损益表

（除每股金额外，均为千美元）	历史 Pharmacia (附注 1)	历史 Upjohn	试算合并
营业收入：			
销售收入净额	3 167 530	3 339 957	6 507 487
其他收入	12 692	40 579	53 271
合计	3 180 222	3 380 536	6 560 758
营业成本和费用：			
产品销售成本	1 038 665	783 590	1 822 255
研究和开发费用	481 591	612 490	1 094 081
营销和管理费用	1 330 111	1 316 138	2 646 249
重组、合理化与合并相关成本	59 869	208 789	268 658
合计	2 910 236	2 921 007	5 831 243
营业收益	269 986	459 529	729 515
利息收入	176 529	50 789	227 318
利息费用	(151 018)	(31 496)	(182 514)
外币兑换	2 308	(4 556)	(2 248)
其他（净额）	(641)	6 306	5 665
所得税前持续经营收益	297 164	480 572	777 736
所得税备抵	132 942	84 201	217 143
持续经营收益	164 222	396 371	560 593
优先股股利（减税金后的净值）	—	12 125	12 125
普通股股东可得持续经营收益	164 222	384 246	548 468
持续经营普通股每股基本收益（附注 4）			1.08

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股金额外，均为千美元）	历史 Pharmacia (附注 1)	历史 Upjohn	试算合并
持续经营普通股每股完全稀释收益（附注 4）			1.07
计算每股基本收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			506 414
计算每股完全稀释收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			519 256

所附附注是未经审计的简明试算合并财务报表的一个组成部分。

1992 年 12 月 31 日前 1 年未经审计的简明试算合并损益表

（除每股金额外，均为千美元）	历史 Pharmacia (附注 1)	历史 Upjohn	试算合并
营业收入：			
销售收入净额	2 653 657	3 256 188	5 909 845
其他收入	—	28 560	28 560
合计	2 653 657	3 284 748	5 938 405
营业成本和费用：			
产品销售成本	868 863	754 483	1 623 346
研究和开发费用	344 367	553 297	897 664
营销和管理费用	1 142 560	1 292 204	2 434 764
重组、合理化与合并相关成本	24 221	22 055	46 276
合计	2 380 011	2 622 039	5 002 050
营业收益	273 646	662 709	936 355
利息收入	197 547	50 054	247 601
利息费用	(104 270)	(31 253)	(135 523)
外币兑换	(95 166)	(3 397)	(98 563)
其他（净额）	2 748	(5 223)	(2 475)
所得税前持续经营收益	274 505	672 890	947 395
所得税备抵	97 743	145 900	243 643
持续经营收益	176 762	526 990	703 752
优先股股利（减税金后的净值）	—	12 084	12 084
普通股股东可得持续经营收益	176 762	514 906	691 668
持续经营普通股每股基本收益（附注 4）			1.36
持续经营普通股每股完全稀释收益（附注 4）			1.34
计算每股基本收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			508 565
计算每股完全稀释收益使用的加权平均约当普通股（附注 4）			521 446

所附附注是未经审计的简明试算合并财务报表的一个组成部分。

PHARMACIA AND UPJOHN 公司——未经审计的简明试算合并财务报表附注

（除每股数据外，均以千美元计）

未经审计的简明试算合并财务报表的编制，旨在反映 Pharmacia 和 Upjohn 通过组成新公司的形

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

式进行的合并。合并后的公司将发行 503 722 558 承继新普通股和 7 263 承继新优先股，用于交换 Pharmacia 全部流通在外证券和 Upjohn 普通股及优先股。合并依据美国公认会计准则，采用联营法进行会计处理。

附注 1

Pharmacia 的历史合并财务报表根据瑞典公认会计准则编制并以瑞典克朗作为货币单位，根据美国公认会计准则对净收益和股东权益进行的调整包含在合并财务报表附注中。参见“Pharmacia 合并会计报表附注 25”。这些未经审计的简明合并财务报表中包含的 Pharmacia 历史财务资料已经被依据美国公认会计准则列示，并被以 1995 年 6 月 30 日 1 美元=7.262 5 瑞典克朗，1995 年和 1994 年 6 月 30 日前 6 个月的加权平均汇率，以及 1994 年 12 月 31 日、1993 年 12 月 31 日和 1992 年 12 月 31 日前 1 年 1 美元=7.340 2 瑞典克朗的比率转换为美元。

附注 2

记录与合并相关的预计费用，包括 Pharmacia 和 Upjohn 发生的与合并协议的授权、起草、协商和执行以及合并计划书（载明征得股东同意和与结束交易相关的所有其他事项）的起草、打印、归档和邮寄相关的投资银行佣金和费用、律师费、会计和咨询费以及其他费用。

附注 3

记录新普通股和 7 263 新优先股的发行，用于交换 Pharmacia 全部流通在外证券、Upjohn 流通在外（交换率为 1.45:1）普通股（如下表所示）以及 7 263 Upjohn 流通在外优先股。

	Pharmacia
Pharmacia A 级流通在外普通股(每股面值 25 瑞典克朗)	164 724 715
Pharmacia B 级流通在外普通股(每股面值 25 瑞典克朗)	91 027 398
Upjohn 流通在外普通股(每股面值 1.00 美元)	—
	255 752 113
与新普通股(每股面值 0.01 美元)的交换率	1.00
	255 752 113
	Upjohn
Pharmacia A 级流通在外普通股(每股面值 25 瑞典克朗)	—
Pharmacia B 级流通在外普通股(每股面值 25 瑞典克朗)	—
Upjohn 流通在外普通股(每股面值 1.00 美元)	171 014 100
	171 014 100
与新普通股(每股面值 0.01 美元)的交换率	1.45
	247 970 445
将要发行的新普通股	503 722 558

附注 3a

记录向 Pharmacia 股东发行的新普通股。

附注 3b

记录向 Upjohn 股东发行的新普通股。

附注 3c

记录根据合并协议对 Upjohn 库藏股的注销。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 3d

记录根据合并协议用 Upjohn 优先股交换新优先股（交换比率为 1∶1）。

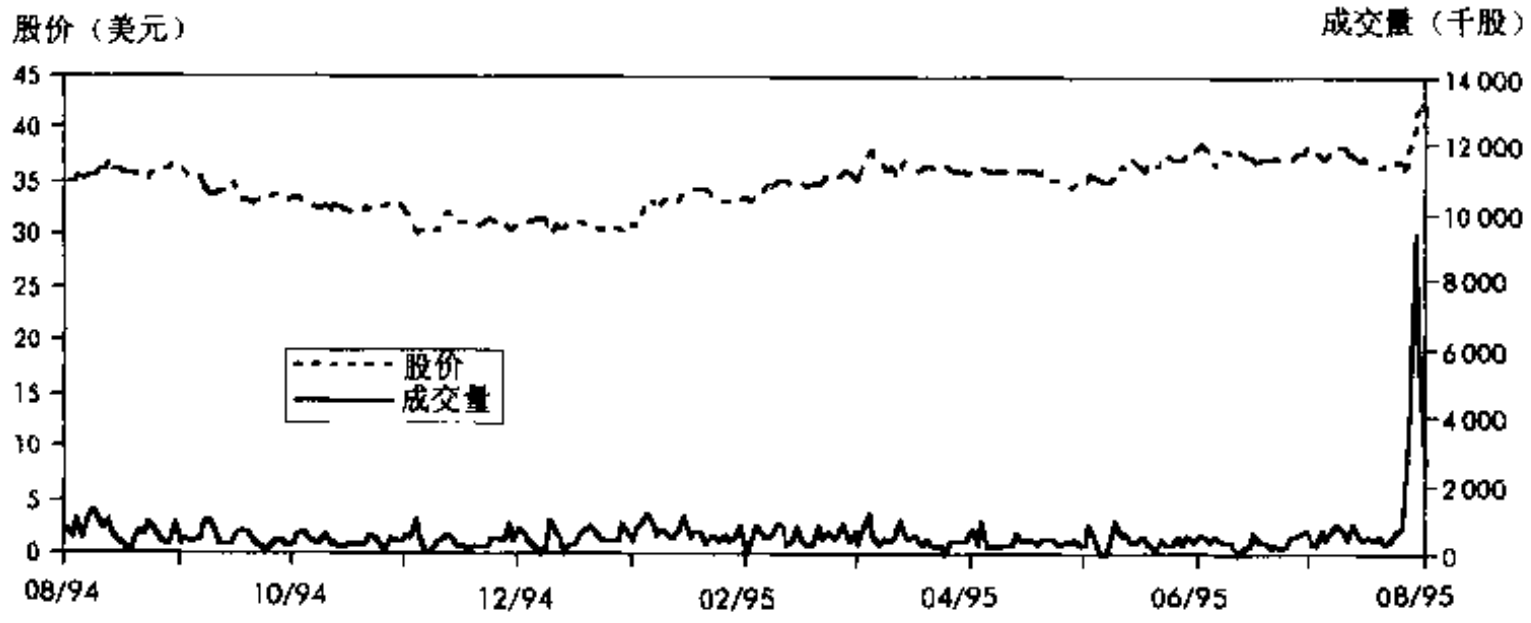
附注 4

持续经营每股基本收益是用新普通股持有者可得持续经营收益除以根据股票交换比率计算出的加权平均流通在外普通股（包括约当普通股，主要是购股权）计算得来。持续经营每股完全稀释收益是在假设所有可转换优先股和可转换债券都转换为普通股条件下计算出来。

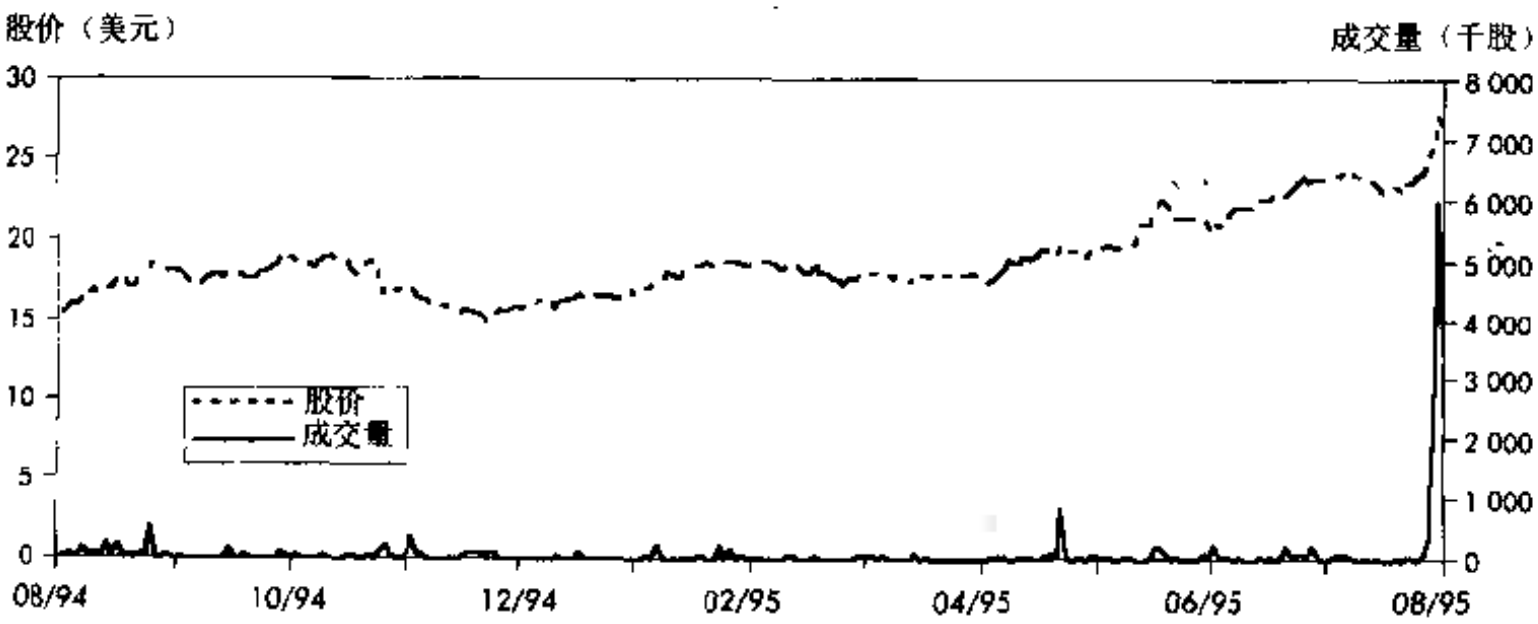
附 录 3

Upjohn 与 Pharmacia 合并公告——1995 年 8 月 20 日

A Upjohn 的股价和成交量



B Pharmacia 的股价和成交量



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

C 合并公告日前后几个交易日 Upjohn 和 Pharmacia 的每日股票收益情况

	Upjohn	Pharmacia
公告前 3 天	+0.34%	+1.54%
公告前 2 天	−2.36	+1.08
公告前 1 天	+9.31	+4.63
公告后 1 天	+2.84	+4.43
公告后 2 天	+5.52	+5.21
公告后 3 天	−2.33	−2.23

资料来源：Datastream International。

D 公告日价值数据

1995 年 8 月 18 日 Upjohn 的股价	39.63
1995 年 8 月 18 日 Pharmacia 的股价	25.38
Upjohn 的 β 系数	0.95
Pharmacia 的 β 系数	0.91
1995 年 8 月美国 30 天短期国库券利率	5.3%
美国 30 年长期国库券利率	6.9%

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 16 章　公司融资政策

在本章中，我们探讨公司如何安排资本结构和股利政策以实现股东价值最大化。资本结构和股利政策密切相关。例如，公司留存内部形成的资金而非将其作为股利分配的决策可以看做是一种融资决策。因此，对安排资本结构很重要的一些因素（如税收、财务困境成本、代理成本和信息成本）也同样和股利政策决策相关并不奇怪。下面我们讨论这些因素是如何影响资本结构和股利政策的，以及如何使用本书第二部分讨论的财务分析工具评价资本结构和股利政策决策。

公司融资政策分析需要解决各种问题：

- 证券分析师想知道：考虑到公司的资本结构和股利政策，我们应如何对基金中的公司定位——作为成长型股票还是收益型股票？
- 并购专家想知道：我们能否通过改变财务杠杆水平或者增加对股东的股利分配提高公司的股东价值？
- 管理层想知道：我们是否选择了能够支持我们的经营目标的资本结构和股利政策？
- 信贷分析师想知道：考虑到公司经营状况和当前财务杠杆水平，我们向公司贷款面临哪些风险？

在贯穿本章的讨论中，我们从外部分析师的角度出发，评估公司是否选择了最大化股东价值的资本结构和股利政策。此外，本章的讨论也可运用于管理层对应实施的债务和股利政策的决策。

16.1　公司债务政策的决定因素

如第 9 章所述，公司债务政策可以通过公司债务净额与股东权益的比较体现出来，其中债务净额等于附息债务减去多余的现金和有价证券。在实践中，由于很难估计多余现金和有价证券，分析师通常使用全部现金和有价证券作为替代。例如，考察大型制药公司 Merck 和大型公用事业公司 American Water Works 在截至 1998 年 12 月 31 日的会计年度的债务政策，如表 16-1 所示。

表 16-1　截至 1998 年 12 月 31 日的会计年度 Merck 和 American Water Works 的附息债务净额

	Merck	American Water Works
附息债务	3 220.8	2 247.9
减：现金和短期投资	3 355.7	39.1
债务净额	(134.9)	2 208.8
股东权益账面价值	12 801.8	1 290.9
附息债务净额对股东权益账面价值比率	−1%	171%

Merck 的流动性资产（现金和有价证券）实际上比债务多。因此，该公司几乎没有债务净额。相反，American Water Works 的债务净额对股东权益账面价值比率为 171%。本章将考察与这些公司

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的融资差异相关的因素。

当财务分析师评估公司的资本结构时，通常会出现两个相关的问题。第一个问题是，从长期看，创造股东价值的最优债务和股东权益组合是什么？第二个问题是，如果管理层正在考虑新的短期投资行动，他们应该采用哪种融资形式？两个常用的资本结构模型有助于思考这些问题。资本结构的静态模型考察债务的收益和成本权衡如何决定公司长期最优债务和股东权益组合；动态模型考察当公司为新的投资寻找融资时，信息效应如何使其偏离长期最优资本结构。这两个模型我们都要分析，因为它们对资本结构的考察存在一定的差异。

16.2 长期最优债务和股东权益组合

为确定公司最优长期债务和股东权益组合，我们需要考察财务杠杆的收益和成本。通过权衡这些收益和成本，我们可以确定公司应当更多采取股权融资还是债务融资。

财务杠杆的利益

财务杠杆的主要利益通常包括公司利息避税和管理层激励提高。

公司利息避税 在美国和许多其他国家，税法对债务融资提供一种政府补贴，而股权融资却不存在这种补贴。这种补贴产生于利息从税前利润中支付抵减的公司税，而股利支付和留存收益不能得到这种避税。因此，债务融资比股权融资有优势，因为债务利息避税为债务和股东权益持有者提供了额外收益。相对于非举债经营的公司而言，这种更高的收益直接转化为举债经营公司的更高公司价值。

一些实务界和理论界人士指出，债务融资带来的公司税收利益可能被债务的个人税劣势所抵消。[1] 也就是说，由于债务持有者必须对利息收入支付相当高的利息税，他们要求公司对债务提供高税前收益。如果利息的所得税率高于股东权益的资本利得税率，这种劣势尤为突出。然而，根据现行美国税法，个人利息所得税率和资本利得税率相同，这意味着个人税收效应不可能抵消债务的公司税收利益。

因此，债务融资的公司税收利益应鼓励那些实际税率高且除利息外避税手段很少的公司采取高财务杠杆资本结构。相反，如果公司拥有利息的替代避税手段（如折旧），或者拥有营业亏损移后冲减而不需要交税，则应该采用以股权为主的资本结构。

主要分析问题

为评估追加债务的税收效应，分析师可以使用会计、财务比率和前景分析回答下列问题：

- 公司的平均所得税税率是多少？这一税率与主要竞争对手的平均税率和财务杠杆相比怎么样？
- 公司的所得税费用中，哪部分是递延所得税，哪部分是当期所得税？

1 参见 Merton Miller, "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32 (May 1977): 261-276。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 公司的边际税率可能是多少？
- 公司是否存在税损移后冲减或其他税收利益？例如，是否存在加速折旧带来的大额避税？
- 根据试算损益和现金流量表，我们对公司未来 5—10 年应税收益的估计值是多少？公司可以使用哪些非利息避税手段？最后，使用债务融资节省了多少税款？

价值创造的管理者激励 债务融资的另一个利益在于使管理者专注于创造价值，从而缓解管理者和股东之间的利益冲突。如果管理者进行对股东毫无价值的投资或把公司的资金用于提高自身的特殊待遇（如过分宽敞的办公楼和奢侈的公司喷气式飞机），就会发生利益冲突。当公司有充足的现金但有希望的新投资机会很少，即处于所谓的“自由现金流量”状态时，尤其容易受到这些诱惑。这些公司的股东通常更希望管理者将自由现金流量作为股利派发，或者回购股份。然而，这些选择会减小公司规模并减少管理者可控制的资产。因此，管理层可能更愿意将自由现金流量投资于新项目（即使对股东没有任何价值），或者将现金流量用于提高自身的特殊待遇。

债务如何有助于减少管理层过度投资和过度开支于特殊待遇的激励呢？主要途径是减少可用于这些开销上的资源，因为财务杠杆高的公司面临创造现金流量以偿还利息和本金的压力。

1988 年 RJR Nabisco 进行杠杆收购带来的债务被许多人视做债务给管理层带来压力，从而使其专注于为股东创造价值的典型案例。根据这种观点，公司面临的激励问题产生于烟草业务带来的巨额现金流量，以及美国吸烟率下降导致该行业投资机会较少。杠杆收购使得公司债务增加，迫使 RJR Nabisco 管理层取消不必要的特殊待遇（如公司喷气式飞机和与著名体育明星的聚会等），放慢进入食品行业的多样化经营步伐，并取消无烟香烟等不盈利的项目。

主要分析问题

财务比率和前景分析可以帮助分析师评估公司是否存在当前自由现金流量无效和未来自由现金流量无效的风险。管理层过度支出于特殊待遇和过度投资于无利可图项目的征兆包括：

- 公司一般管理费用和间接费用对销售收入的比率是否很高？如果公司的这些比率比其主要竞争对手高，一种可能性就是管理层把钱浪费在提高特殊待遇上。
- 公司是否正在与其不相关的领域进行大量新投资？如果难以说明这些新投资的合理性，则可能存在自由现金流量问题。
- 根据试算损益和现金流量表，公司的预期营业现金流量（减去基本资本支出和债务偿付）是否很高？
- 管理层报酬和公司业绩的关联性差是否表明公司对管理层创造更多股东价值的激励不足？

财务杠杆的成本：财务困境

公司提高财务杠杆水平，就增加了陷入财务困境，即不能履行对债权人利息或本金偿付义务的可能性。这可能迫使公司宣布破产，或者同意重组财务要求权。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财务困境的代价是高昂的，因为公司所有权重组通常牵涉到昂贵的法律谈判。此外，陷入困境的公司还很难为有利可图的新投资机会筹集资本。最后，财务困境可能强化公司股东和债权人的利益冲突，从而增加债务融资的成本。

财务困境的法律成本 当公司陷入严重的财务困境，其所有权可能需要重组。重组可以采取正规的破产程序，也可以采取其他途径。重组的成本可能是高昂的，因为有关各方需要雇佣律师、银行家和会计人员来代表自己的利益，如果采取正规的法律程序，还必须支付诉讼费用。这些通常称为财务困境的直接成本。

放弃投资机会的成本 当公司陷入财务困境，特别是处于破产之中时，会很难为新投资筹集额外资本，即使这些投资对公司全部所有者都有利可图也不例外。在一些情况下，法院指定托管方负责破产公司的运营，托管方不可能从事有风险的新投资——不管该投资是否有利可图。即使管理层支持新的投资，公司也可能受到资本限制。债权人不可能同意出售非基础资产，除非所得收入首先用于偿还其债权。潜在的新投资者和债权人也会对公司提高警惕，因为他们不想被卷入法律纠纷。因此，从各方面看，公司都不能进行重大的新投资，从而使其价值潜在减少。

债权人和股东间利益冲突的成本 当公司业绩好的时候，债权人和股东的利益是一致的，都希望公司管理者进行所有增加公司价值的投资。然而，当公司陷入财务困境时，债权人和股东的利益冲突就会出现。债权人担心公司能否偿还本金和利息，股东担心如果公司不能偿还债务，其股权将转给债权人。这样，管理者在作出有利于某一方所有者（通常是股东），而不是兼顾所有各方利益的决策时可能面临更大的压力。例如，公司管理者有动机发行具有同等或更高优先权的额外债务，以投资于高风险资产或者用来支付股利，因为这些行动会降低未清偿债权人的债权价值而对股东有利。当完全消除这种博弈游戏的成本很高时，债权人只能减少债务发行，从而增加公司股东的借款成本。

财务困境的综合效应 上述财务困境成本抵消了债务的税收和监控利益。因此，容易陷入财务困境或者财务困境成本很高的公司，应保持相对较低的财务杠杆水平。如果公司经营风险很高，即公司收入和息前收益对经济的波动很敏感，则公司更容易陷入财务困境。如果公司资产在财务困境中很容易受损，则财务困境的成本也可能较高。例如，拥有人力资本和品牌无形资产的公司对财务困境特别敏感，因为不满意的雇员和客户会离开公司或寻找其他供应商。相反，拥有有形资产的公司在陷入财务困境时可以出售资产，从而为债权人提供额外的保障并降低财务困境成本。因此，拥有很多无形资产的公司的财务杠杆不可能比以有形资产为主的公司高。

这些因素可以在很大程度上解释本章开始讨论的两家公司——Merck 和 American Water Works 采取不同融资政策的原因。Merck 保持很低的财务杠杆水平，原因可能在于公司许多核心资产是无形资产，如研究人员和销售代表。如果 Merck 因财务杠杆过高而陷入财务困境，这种资产很容易流失。管理者极有可能被迫削减研究和开发部门以及营销部门，从而导致有才华的研究人员和销售代表转投竞争对手的怀抱。因此，Merck 通过保持很低的财务杠杆来降低这些风险。

相反，American Water Works 是一家公用事业公司，由于收入受政府管制，现金流量非常稳定。此外，公司主要资产是厂房，如果公司陷入财务困境，其价值不大可能减少。如果在财务困境发生

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

后，债权人最终成为公司新的所有者，他们还可以继续使用现有资产。因此，American Water Works 可以利用公司债务的税收利益，而无需承担财务困境的高成本。

主要分析问题

上述讨论表明，公司的理想财务杠杆水平取决于公司潜在的经营风险和资产类型。如果公司的经营风险相对较高，或者公司资产容易受财务困境的损害，改变债务和股东权益的组合并向更多债务倾斜实际上会损害股东价值。分析师可以使用比率、现金流量和试算分析评估公司的经营风险，以及公司资产是否容易受财务困境的损害。分析应当侧重于以下方面：

- 将公司经营风险指标与行业中其他公司加以比较。常用的经营风险指标包括固定营业费用（如厂房和机器设备的折旧）对销售收入比率，资产收益率的波动性，以及公司业绩指标与经济整体业绩指标之间的关系。
- 考察所在行业的竞争性。对于竞争激烈行业中的公司而言，业绩对竞争对手的战略变化很敏感。
- 确定公司的资产是否以无形资产为主，因而对财务困境很敏感。可以使用公司市值对股东权益账面价值比率等指标。

确定长期最优债务和股东权益组合

上述讨论表明，可以通过权衡债务的公司利息避税和监控利益与财务困境成本，来估计最优债务和股东权益组合。当公司的财务杠杆水平变得很高时，财务杠杆的成本将可能超过债务的税收和监控利益。

然而，估计公司最优财务杠杆水平存在一些实践上的困难。一个困难是如何量化财务杠杆的一些成本和收益。例如，很难计量财务困境的预期成本或者债务的管理层激励利益，这个问题没有简单的答案。我们所能做的至多是定量评估公司是否面临自由现金流量问题，是否面临高经营风险，以及资产是否容易受到财务困境的损害。然后，可以使用这些定量评估值调整其他更为容易量化的债务税收利益，以确定公司财务杠杆应该处于相对较高、较低或者中间水平。

决定公司应处于高、低还是中等财务杠杆水平的另一个实践上的困难是如何量化高、低和中等财务杠杆水平。解决问题的一种方法是使用财务杠杆指标，如债务对股东权益比率，并将整个市场作为财务杠杆区间的参照。

为提供公司财务杠杆高低的概况，表 16-2 列示了 1998 年美国一些行业的债务对股东权益市值比率和债务对股东权益账面价值比率的中位数。中位数的报告涉及所有上市公司和在纽约证券交易所（NYSE）上市的公司两个样本。

宾馆、钢铁和自来水供应行业的债务对股东权益市值比率中位数最高。这些行业中的公司的核心资产是有形设备和财产，在发生财务困境时很容易转移给债权人。此外，这些行业中的公司通常对经济风险不太敏感。相反，软件和制药行业的核心资产是研究人员，如果公司陷入财务困境，这种资产的所有权不容易转移给债权人。如果有关预算被削减，这些研究人员就可能离开公司，去谋一个更好的职位。因此，这些行业中的公司采取相对保守的资本结构。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表 16-2 1998 年美国一些行业附息债务净额对股东权益市值比率和附息债务净额对股东权益账面价值比率的中位数

	附息债务净额对股东权益市值比率		附息债务净额对股东权益账面价值比率	
行业	所有上市公司	NYSE 上市公司	所有上市公司	NYSE 上市公司
计算机软件	-8%	0%	-52%	-12%
制药	-7%	1%	-43%	1%
零售店	3%	46%	13%	75%
自来水供应	50%	49%	100%	108%
钢铁	85%	46%	55%	38%
宾馆	107%	75%	126%	108%

值得注意的是，NYSE 上市公司的财务杠杆往往不像同行业中的非 NYSE 公司那样极端。例如，与所有上市公司样本相比，NYSE 上市公司中钢铁和宾馆行业的财务杠杆较低，而软件和制药行业的财务杠杆较高。在零售行业，所有上市公司的财务杠杆相对较低，但 NYSE 上市公司的财务杠杆很高，这反映了在 NYSE 上市的零售店往往是提供各种商品而且地理分布多样化的大百货商店。

债务净额对股东权益账面价值比率基本上与债务对股东权益市值比率揭示了同样的现象。这些比率反映了这样一个事实，即大多数公司的股东权益市值对账面价值比率大于 1，这是因为公司通常投资于能增加股东价值的项目，而且一些资产（如研究和开发支出）通常不反映在股东权益账面价值中。应当注意的是，钢铁行业并非如此，其股东权益市值对账面价值比率为负，反映出该行业中很多公司业绩很糟糕。

16.3 新项目的融资

第二种资本结构模型侧重于公司如何作出新的融资决策。这种动态模型的支持者认为，资本市场中可能存在短期摩擦，从而导致对长期最优资本结构的偏离。摩擦的根源之一是管理者比外部投资者拥有更多关于公司未来业绩的信息，这可能导致管理者在为新的投资寻找融资时偏离长期最优资本结构。

为了说明外部投资者和管理层之间的信息不对称如何导致市场不完善并潜在影响短期资本结构决策，考虑管理层在为预期有利可图的有所有权的新项目融资时的选择。一种融资选择是使用留存收益来满足投资开支。然而，如果公司目前没有可用的留存收益怎么办？如果公司发放股利，它可能削减股利以用于投资支出。但是如稍后讨论的，投资者通常将股利削减看做公司管理层预计未来业绩不好的信号。因次，股利削减可能导致股票价格下跌，而这是管理层极力想避免的情况。而且，很多公司不派发股利。

第二种融资选择是借入额外资金来为项目融资。然而，如果公司财务杠杆已经很高，债务带来的避税利益可能相对较小，而财务困境的潜在成本可能相对较高，从而使得额外借款没有吸引力。

公司可以使用的最后一种融资选择是发行新股。然而，如果投资者知道管理者拥有有关公司价值的更多信息，他们就会把增发股本看做管理者认为公司股票价格高于公司内在价值的信号。[2] 因

2 Paul Healy and Krishna Palepu, "Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers," *Journal of Accounting Research* (Spring 1990): 25-49, 发现投资者将股票发行公告视做管理层发出的警示公司风险超出投资者预期的信号。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

此，增发股本公告可能导致公司股票价格下跌，提高公司的资本成本，并可能导致管理层放弃非常好的项目。

上述讨论表明，如果公司拥有可用的内部现金流量，或者财务杠杆程度不高，则公司为新项目安排融资相对比较简单。否则，考虑到股利削减、发行新债务和发行新股为项目融资的成本，管理层必须决定投资于新项目是否值得。通过这些方式融资的信息成本导致管理者在进行新融资时遵循一个“等级顺序”。管理者首先使用内部现金为投资融资，只有在没有可用内部现金时才求助于外部融资。此外，如果必须利用外部融资，管理者首先使用债务融资。由于投资者正确理解发行新股存在一定的困难，发行新股只作为最终使用的融资手段。[3]

管理层解决外部融资产生的信息问题的一种方法是确保公司存在财务弹性。管理层可以通过将自由现金流量再投资于有价证券创造财务弹性，这样就不用必须利用资本市场为新项目融资。公司也可选择相对低的财务杠杆水平，以使公司在未来很容易筹资。

总而言之，管理者和外部投资者之间的信息不对称可能使得管理者不愿意通过发行新股为新项目融资，因为他们担心投资者把这种决策理解为暗示公司股票被高估。在短期，这种效应可能导致管理者偏离公司长期最优债务和股东权益组合。

主要分析问题

上述讨论表明，管理层在短期应尽量主要使用留存收益为新项目融资。此外，管理层应保持财务弹性，以确保不会被迫使用高成本的外部融资。为评估公司的融资选择，我们可以提出下列问题：

- 可用于新的资本支出的当前现金储备（即不是满足日常营运资本所需的现金）的价值是多少？预期未来几年可使用哪些营业现金资源？这些内部资源能否满足公司新投资和营运资本的预期现金需要？
- 当经营业绩恶化或提高时，公司未来投资的现金需求如何变化？公司的投资机会相对固定，还是与当前经营现金流量表现相关？对许多公司而言，投资机会在衰退期间减少，在繁荣期间增加，从而使其得以持续利用内部资金作为融资来源。然而，拥有稳定投资需求的公司应在繁荣期间积累财务弹性，以便支持不景气期间的投资。
- 如果没有可用的内部资金，公司还有哪些筹集低成本融资的机会呢？正常情况下，零债务的公司可以毫不费力地做到。然而，如果公司处于一个不稳定的行业或者拥有大量无形资产，债务融资成本可能很高。
- 如果公司必须筹集高成本的股权资本，是否有办法使投资者专注于提高公司资产和投资机会的价值，以减轻管理者和投资者之间的信息不对称程度？例如，管理层可以披露关于现有资产价值以及新资金的用途和预期收益等方面的额外信息。

3 参见 Stewart Myers and Nicholas Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics* (June 1984): 187-221。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

债务政策小结

不存在可以量化公司最优债务和股东权益组合和最优融资选择的简单方法。然而，在考虑这些问题时可以使用一些一般性原则。我们已经看到，可能从债务融资中获得最高利益的公司具有如下特征：

- 边际税率高，而且非利息避税方法少，从而使得债务利息的避税利益很有价值；
- 收益/现金流量高且稳定，而且新投资机会少，从而增加了债务的监控价值，降低了公司陷入财务困境或需要高成本的外部融资的可能性；
- 不容易受到财务困境损害的有形资产所占比重高。

本书第二部分开发的财务分析工具对评估公司的利息避税收益，经营风险和投资机会，以及主要资产类型很有用。这些信息可用于判断是否存在债务利益，或者利用股本融资支持经营战略能否使公司经营状况更好。

16.4 决定公司股利政策的因素

为评价公司的股利政策，分析师通常考察其股利支付率、股利收益率和股票回购。股利支付率被定义为现金股利与普通股股东可得收益的比率，反映公司支付利润或留存利润用于再投资的程度。股利收益率是每股股利与当期股票价格的比率，表明股东获得的当期股利收益。最后，股票回购也是相关的，因为许多公司将回购自己的股票作为向股东返还现金的替代方法。表 16-3 提供了 Merck 和 American Water Works 两家公司有关这些变量的信息。

表 16-3 Merck 和 American Water Works 两家公司截至 1998 年 12 月 31 日的会计年度的股利政策

	Merck	American Water Works
股利支付率	1.3%	2.9%
股利收益率	44%	55%
现金股利（百万美元）	2 253.1	69.8
股票回购（百万美元）	3 625.5	2.4

Merck 似乎采取更为保守的股利政策，其股利支付率和股利收益率都比 American Water Works 低。但是，Merck 拥有一个庞大的股票回购项目，而 American Water Works 没有。把股票回购包括在内后，Merck 1998 年实际支付给股东的股利超过了收益。

公司在制定股利政策时应该考虑哪些因素？投资者希望公司将利润作为股利支付还是希望公司将利润留存作为再投资？如前所述，影响股利的许多因素与资本结构决策部分考察的因素相同。这并不奇怪，因为公司的股利政策也影响其融资决策。因此，股利是降低自由现金流量无效性的一种方式。股利也对投资者产生税收影响，而且可能降低公司财务弹性。最后，贷款合同能影响公司股利支付，以保护债权人的利益。

下面我们讨论与管理者股利决策相关的因素，以及如何将财务分析工具应用于决策过程。

股利作为降低自由现金流量无效性的一种方式

如前所述，管理者和股东之间的利益冲突可能影响公司的最优资本结构，它们也影响股利政策

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

决策。拥有自由现金流量和有利可图投资机会很少的公司的股东，希望管理者采取高股利支付的股利政策。这将阻碍管理者通过将自由现金流量投资于股东不看好的新项目；或者将自由现金流量用于提高管理层特殊待遇使公司扩展。此外，如果拥有自由现金流量的公司的管理者打算为新项目融资，大多数股东更希望他们通过筹集新的外部资本而不是削减股利达到目的。这样，股东可以评估项目确实有利可图，还是仅仅受到管理层的宠爱。

主要分析问题

前面我们讨论了比率和现金流量分析如何有助于分析师评估公司是否存在自由现金流量无效性，以及试算分析如何有助于预示未来自由现金流量问题出现的可能性。同样的分析和问题可用于确定公司应否发放股利。

股利的税收成本

如果股利和资本利得被征税，特别是按不同的税率征税，会对股利政策产生哪些影响？股利税收效应的经典模型预测，如果资本利得税税率低于股利收入的所得税税率，投资者更倾向于公司不派发股利以便将收益作为资本积累，或者进行相当于资本分配的股票回购。即使资本利得税率稍高于股利税率，投资者仍然倾向于获得资本利得而不是股利，因为他们实际不必立即将资本利得兑现。投资者可以推迟出售股份，从而递延支付资本增值税。在出售股票前投资者等待的时间越长，资本利得税的价值越低。只有在资本利得税税率远远高于 股所得税税率时，投资者才倾向于支付股利而不是资本利得。

目前，许多实务界和理论界人士认为，税收在确定公司股利政策中发挥很小的作用，因为公司可以吸引具有不同税收偏好的投资者。因此，希望支付高股利率的公司将吸引免税机构一类的股东，这些股东的股利收入不需纳税。相反，希望支付低股利率的公司将吸引边际税率高的股东，他们更偏爱资本利得而不是股利所得。

股利和财务弹性

我们在前面讨论了管理者相对于分散投资者的信息优势如何能够提高公司的外部融资成本。避免筹集高成本外部资金的一种方法是采取稳健的股利政策，在组织中创造财务弹性。通过只将一小部分收益作为股利支付，并将自由现金流量再投资于有价证券，管理层可以降低公司必须依靠资本市场为新项目融资的可能性。

拥有大量无形资产和高成长机会的公司的管理者尤其可能比分散的投资者更有信息优势，因为这些类型公司的会计信息常常不能很好地反映未来业绩。例如，会计人员一般不对研究和开发支出、无形资产或增长机会估价。因此，这些公司更可能面临信息问题和资本市场约束。为解决这一问题，高成长公司通常严重依赖外部融资，因为它们通常不能通过内部资金为全部新投资融资。因此，资本市场约束可能影响公司实施有利可图新项目的能力。

由于股利支付降低财务弹性、成本很高，因而公司股利政策有助于管理层与外部投资者有效沟通。投资者认为，只有在管理者预期股利支付不会对公司未来融资选择产生严重影响的情况下，他们才会提高公司股利率。因此，增加股利的决策有助于投资者感受到管理层对公司未来业绩及对自

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

身为公司增长融资能力的乐观情绪。[4]

主要分析问题

正如前面债务政策中所讨论的，本书第二部分讨论的财务分析工具有助于分析师评估公司应保持多大的财务弹性。同样的分析和问题也与股利政策分析相关。根据对前面问题的解答，分析师可以评估公司新投资的计划现金需求相对于营业现金流量是否稳定。如果计划现金需求稳定，则管理者不追求过高的股利支付率，而且在繁荣时期积累财务弹性以便为不景气时期的投资提供资金是明智的。同样，如果公司处于不稳定的行业或者拥有大量无形资产，从而导致其筹集低成本债务资本的能力有限，管理层很可能避免高股利支付率，以降低未来不得不筹集高成本外部资本甚至放弃有利可图的新项目的风险。

贷款约束和股利政策

公司债权人的担心之一是，当公司陷入财务困境时，管理者向股东支付大量股利。对于拥有高流动性资产的公司而言，这个问题可能尤为严重，因为管理者无需出售资产就可以支付大量股利。为了制约这种博弈行为，管理者同意限制向股东支付股利。这种股利保证条款通常要求公司保持某一最低水平的留存收益和当期资产余额，从而有效限制公司处于财务困境时期的股利支付。然而，对利润丰厚公司的股利政策约束并不严格。

确定最优股利支付率

在使用上述因素确定股利政策时，出现的一个问题是如何界定高、低和中等股利支付率。为提供公司股利支付率高低的概况，表 16-4 列示了 1998 年美国一些行业的股利支付率和股利收益率的中位数。中位数的报告涉及所有上市公司和在纽约证券交易所（NYSE）上市的公司两个样本。

值得注意的是，很多美国上市公司不支付股利。对于拥有更多有吸引力的增长机会的非 NYSE 公司而言尤其如此。股利支付率最高的往往是公用事业公司，如天然气、自来水和电力服务公司。这些公司的股利支付率中位数大约在 60%—70%之间，股利收益率在 3.6%—4.8%之间。相反，处于拥有大量再投资机会的高度竞争性行业中的公司，如软件和制药行业公司，往往拥有很低的股利支付率和股利收益率。

表 16-4 1998 年美国一些行业股利支付率和股利收益率的中位数

行业	股利支付率		股利收益率	
	所有上市公司	NYSE 上市公司	所有上市公司	NYSE 上市公司
计算机软件	0%	0%	0.0%	0.0%
零售店	0%	18%	0.0%	0.7%
制药	0%	23%	0.0%	0.8%
天然气	58%	58%	3.6%	3.6%
自来水供应	70%	69%	3.7%	3.9%
电力服务	71%	71%	4.8%	4.7%

4 Paul Healy and Krishna Palepu, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," *Journal of Financial Economics* (1988): 149-175 的研究表明，投资者将股利发放和停止派发公告视做代表管理层对未来收益业绩的预测。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

再回到前面提到的 Merck 和 American Water Works 的案例。值得注意的是，Merck 的股利支付率比行业中位数高（44%对 23%）。如果把股票回购包括在内，Merck 1998 年实际支付的股利超过了利润。显然，公司认为没有必要将所有利润用于再投资以维持药品开发的高成功率。同样值得注意的是，Merck 使用股票回购作为向股东返还资金的重要方式。一种可能的解释是，Merck 不想无限期承诺当前的高股利支付率。因此，股利支付率代表长期股利支付承诺，而股票回购用于股利支付率的临时提高。

股利政策小结

正如难以提供公司最优资本结构的简单算式一样，使最优股利政策形式化也很困难。然而，我们可以确定一些重要因素：

- 高成长公司应采取低股利支付率，而且公司应将内部产生的资金用于再投资，从而使为扩张融资的资本市场约束成本最小化。
- 拥有高且稳定的营业现金流量和较少投资机会的公司应采取高股利支付率，以减少管理者将自由现金流量再投资于无利可图项目的激励。
- 公司在制定股利政策时，不应过于担心税收因素。无论采取何种政策，总会吸引某一类投资者。选择高股利支付率的公司会吸引免税机构或公司，选择支付低股利或不支付股利的公司会吸引处于高税率档次的投资者。
- 公司的财务保证条款能够对其股利政策决策产生影响。为了把削减股利的可能性降到最小，公司将尽力避免接近资本约束点。

小 结

本章考察了公司如何作出最优资本结构和股利决策。我们认为，公司最优长期资本结构在很大程度上取决于公司预期税收状况、经营风险和资产类型。可能从债务融资中获得较高利益的公司具有如下特征：边际税率高，而且非利息避税方法少，从而使得债务利息的避税利益很有价值；收益/现金流量高且稳定，而且新投资机会少，从而增加了债务的监控价值，降低了公司陷入财务困境或需要高成本外部融资的可能性；不容易受到财务困境损害的有形资产所占比重高。

我们还认为，在短期，管理者为新投资机会寻找融资时，有可能偏离长期最优资本结构。管理者尤其不愿意利用外部融资，尤其是增发股本，因为他们担心外部投资者把这种行动理解为暗示公司价值被高估。这种信息问题关系到公司财务弹性，即公司需要保持多少财务弹性才能避免面临信息问题。

最优股利政策取决于很多相同的因素——公司的经营风险和资产类型。因此，拥有高且稳定的营业现金流量和较少投资机会的公司，应采取高股利支付率。通过支付相对较高的股利，这些公司可以减少管理者将自由现金流量再投资于无利可图项目的风险。相反，拥有小且不稳定现金流量和

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

有吸引力的投资机会的公司，如处于起步阶段的公司，应采取相对较低的股利支付率。通过再投资营业现金流量和减少新项目所需外部融资的数量，这些公司可以降低融资成本。

财务报表分析有助于更好地了解公司的经营风险，预期税收状况，以及公司资产主要是有形资产还是发展机会。评价公司当期资本结构和股利政策能否最大化股东价值的有用工具包括确定表外负债的会计分析，有助于了解公司经营风险的比率分析，以及考察当期和未来可能投资需求的现金流量和试算分析。

思考题

1. 财务分析师通常用债务对股东权益比率衡量财务杠杆，但在如何衡量债务甚至股东权益方面常常意见不一。在计算该比率时，你将如何处理下列项目？说明理由。

- 与银行签订的周转信贷协议
- 现金和有价证券
- 递延所得税负债
- 优先股
- 可转换债务

2. 1987 年以前，出于税收目的，业主有限合伙（MLP）一直被视做合伙企业。这意味着该实体不交纳公司税。相反，合伙人（按个人所得税税率）对实体利润（包括已分配和未分配利润）纳税。1987 年公司的边际税率为 34%，而个人所得税最高档税率为 33%。

a. 如果一个实体将全部税后收益作为股利分配，其税前收益为 1 000 万美元，如果该实体采取（1）公司（2）业主有限合伙两种企业组织形式，所有者将分得多少股利（在实体和个人所得税后）？

b. （a）中提到的业主有限合伙企业的最优资本结构将是怎样的？说明理由。

c. 你期望业主有限合伙企业采取哪种股利政策？为什么？

3. 财务理论表明，债务对股东权益比率应当使用债务和股东权益的市场价值计算。然而，大多数财务分析师使用债务和股东权益的账面价值计算公司的财务杠杆。在比较不同行业或不同公司的财务杠杆时，使用账面价值而非市场价值计算有哪些局限性？哪种行业/公司的账面价值可能最容易使人误解？

4. 影响公司资本结构和股利政策决策的一个重要因素是经营风险。你使用哪些比率来评估经营风险？分别列举两个经营风险很高和经营风险很低的行业。

5. 拥有“低”财务杠杆的美国股份公开公司的附息债务净额对股东权益比率等于或低于 0，“中等”财务杠杆公司的该比率在 1%—62%之间，“高”财务杠杆公司的该比率等于或高于 63%。给定这些数据，你如何根据最优债务对股东权益比率（高、中、低）对下列公司进行分类？



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 一家成功的制药公司
- 一家电力公用事业公司
- 一家耐用消费品制造商
- 一家商业银行
- 一家处于起步阶段的软件公司

6. 一家快速成长的互联网公司最近在纳斯达克（NASDAQ）上市，需要筹集额外资本为新的研究和开发项目融资。该公司可用的融资选择有哪些？如何在各种选择间进行权衡？

7. 下表报告了 1990—1995 年间英特尔的收益、股利、资本支出以及研究和开发支出（以百万美元计）：

年份	净收益	股利	资本支出	研究和开发支出
1990	650	0	680	517
1991	819	0	948	618
1992	1 067	43	1 228	780
1993	2 295	88	1 933	970
1994	2 288	100	2 441	1 111
1995	3 566	133	3 550	1 296

英特尔这些年的股利支付率是多少？该股利政策是否与本章讨论的股利政策影响因素相一致？你预计哪些因素会导致英特尔管理层提高股利支付率？股票市场会对这种决策作出怎样的反应？

8. 拥有“低”股利支付率的美国股份公开公司的股利支付率等于或低于 0，“中等”股利支付率公司的该比率在 1%—48%之间，“高”股利支付率公司的该比率等于或高于 49%。给定这些数据，你如何根据最优股利支付政策（高、中、低）对下列公司进行分类？

- 一家成功的制药公司
- 一家电力公用事业公司
- 一家耐用消费品制造商
- 一家商业银行
- 一家处于起步阶段的软件公司

9. 通常认为，日本和德国公司比美国公司更能承受拥有高财务杠杆和实行低股利支付率政策，因为它们大多为长期金融机构所拥有。这种观点是否具有经济意义？为什么？还有哪些其他因素可以解释不同国家间资本结构和股利政策的差异。

10. 1990 年，美国税法将资本利得税从 20%提高到与一般所得税税率相同的水平，在 28%—34%之间。这种变化对公司股利政策和资本结构有什么影响？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：CUC 国际公司（A）

1989 年 3 月，CUC 国际公司执行副总裁兼财务总监斯图尔特·贝尔（Stuart Bell）为公司股票被严重低估而忧心忡忡。他认为公司股票之所以被低估,是因为投资团体对 CUC 的收益质量心存顾虑：

> 恐怕我们的会计处理被许多投资者曲解了。近来，公司高级管理层被迫花费大量时间和精力与分析师面谈，为我们的政策辩护。结果是我们未能使投资者把注意力转移到我们的创新性经营战略和经营活动的巨大现金流量创造能力上来。对我们收益质量的顾虑吓走了新的机构投资者。许多基金经理告诉我，他们喜欢我们的经营理念，但害怕购买我们的股票，因为他们担心我们的会计处理。会计处理也是卖空者卖空股票，以吓走现有投资者，并使股票价格下跌的理由。

尽管贝尔先生坚信 CUC 的会计处理是恰当的，但他想知道会计处理是否实际上损害而不是帮助了公司。果真如此的话，CUC 应该做些什么来重新燃起投资者对公司的信心呢？

经营历史与业务活动

CUC 国际公司位于康涅狄格州斯坦福德市，是一家实行会员制的客户服务公司。CUC 向包括大通曼哈顿（Chase Manhattan）、华旗（Citibank）、JC Penney 和 Amoco 在内的大金融、零售和石油公司的信用卡持有者兜售其会员计划。公司成立于 1973 年，名称为美国 Comp-U-Card，1983 年成为股份公开公司，1987 年更名为 CUC 国际。由于公司业绩优良，1984 和 1986 年被《公司》杂志评为成长最快的股份公开公司之一。

CUC 最受欢迎的产品是 1981 年引入的购物优惠计划。客户交纳会员年费就可以享受该项服务，即有权免费打电话给公司的接线员或者随时使用在线计算机上网查询价格或购买名牌产品。购物优惠计划提供超过 250 000 种品牌产品和特制产品。许多会员主要将这种服务作为比较报价的参照，而并不一定要直接购买商品。公司所拥有的庞大会员基础使其得以具有谈判的筹码，从而使产品目录中的产品获得有吸引力的折扣。因此，公司向用户保证其销售的产品价格是最低的。如果会员通过 CUC 购买商品后，在订货后 30 天内给公司寄来特许经销商提供更低价格的广告，公司将返还差价部分。会员的购买订单由独立的商家来执行，该商家直接把商品给客户送上门，从而使公司无需持有存货。

公司大部分新会员是通过与主要信用卡发行公司签署协议获得，这些公司为 CUC 提供持卡人

该案例由 M.I.T Sloan School 的 Paul Healy 教授和 Harvard Business School 的 Krishna Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1992 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-192-099。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

名单。公司通过三种直销方式获取会员：对账单夹页；单独邮寄；电话营销。在对账单夹页计划中，会员申请表放在信用卡发行公司的月度对账单中。单独邮寄是将会员邀请函直接寄出去。电话营销是在邮寄之后，通过电话进一步解释会员邀请函。CUC 将 10%—20%的初始和续约会员费作为佣金支付给信用卡公司。

CUC 为获取新会员要付出很大的一次性成本。因为只有很少一部分会员是通过直接邮寄方式获得的，会员获取成本通常超过第一年的会员费。例如，1989 年购物优惠计划的会员年费是 39 美元，每位新会员的平均获取成本是 29.37 美元，付给信用卡公司的佣金是 6.63 美元，每位会员的平均营业服务成本是 5 美元。这样，平均来看，每获得一位新会员，CUC 在第一年要发生 2 美元的现金流出。

会员一次订购一年的购物优惠，续订每年自动通过信用卡公司划账，会员也可选择取消服务。这样，对续约会员就不存在直接的获取成本。1989 年 CUC 从每位续约会员身上获得 27.37 美元的净现金流量——会员费是 39 美元，付给信用卡公司的佣金和营业服务成本共计 11.63 美元。[1] 因此，会员续约率是购物优惠计划盈利能力的主要决定因素。近年来，购物优惠计划的年均续约率为 71%，使该计划的利润非常丰厚。这个平均数根据自 1981 年推出该产品以来 8 年的经验数据得出。

CUC 从引入的各种其他会员制产品购物优惠中获利，包括：（1）游客优惠——1988 年建立的旅游会员计划，向用户提供有关打折机票、旅馆、汽车租赁、参观和航行等方面的数据库信息和预定服务；（2）汽车优惠——向用户提供新车价格和性能概况、二手车估价、零部件和服务折扣；（3）就餐优惠——1989 年引入的一项服务，向用户提供在美国主要城市中高档饭店就餐二送一优惠。在发展这些新计划会员的过程中，公司进行了大量营销投资。

CUC 的管理层这样解释其经营战略的主要因素：

> 公司的扩张是建立在为客户创造、开发和营销一系列广泛而有价值服务的基础上……积极的营销是一个重要优势，我们直接向几百万主要信用卡发行公司的客户销售我们的产品和服务。由于我们的客户服务是对个人理财服务的自然提升，50 家最大货币中心银行中的 40 多家以及越来越多的零售商和石油公司发现，和 CUC 打交道有很多好处……伴随金融服务业竞争的加剧，对 CUC 服务的需求有望增加。信用卡发行公司依靠我们的服务来吸引新客户，提高卡的使用频率和平均余额。它们还通过我们的服务使其信用卡具有独特性，并为具有不同生活方式和地域偏好的客户量身定做产品。最后，信用卡发行公司还从 CUC 获得会员佣金收益。[2]

截至 1988 年 12 月，CUC 大约有 1 200 万会员。收入从 1984 年 1 月 31 日前 1 年（1984 会计年度）的 4 500 万美元增加到结束于 1988 年 1 月 31 日前 1 年（1988 会计年度）的 1.98 亿美元；这一期间的收益从 300 万美元增加到 1 700 万美元。附录 3 和附录 4 列示了 1988 年 1 月 31 日前 1 年和 1988 年 10 月 31 日前 9 个月的财务报表。管理层预期公司未来仍将继续保持快速增长，预计 1989 年 1 月 31 日前 1 会计年度的收入将达到 2.7 亿美元左右。

---

1 本段和前一段中的数字来自 Advest 公司 Brian E. Stack 1989 年 10 月 30 日的分析报告。

2 资料来源: CUC's 1998 Annual Report。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

对财务报告的争议

CUC 的管理层决定，鉴于当期营销支出提供了大量未来利益，公司应当资本化财务报表中的会员获取成本，并在 3 年的时间内按照 40%、30%和 30%的比例摊销。这种选择得到公司审计机构 Ernst & Whinney 的认可，在成为股份公开公司时也得到了证券交易委员会的认可。

尽管资本化营销成本并不多见，但 CUC 的管理者认为，鉴于公司的经营性质和对未来续约率的信心，这一决定是合理的。贝尔说明了 CUC 会计选择的理由：

> 很多公司把资金用于购买厂房和机器设备，并将这些成本资本化。我们的经营不需要对厂房和机器设备进行大量投资，而要求为获取会员进行投资。由于我们的会员续约率很高且稳定，我认为在会计处理中反映当期会员获取成本的未来利益是很重要的。尽管将这些成本费用化更稳健，但不能反映其真实性质。

在选择会计处理方法时，CUC 的管理层无法从其他公司的做法中得到很多启示。杂志出版商通常将新用户获取成本费用化，而保险公司将保单获取成本资本化。Safecard Services 是一家信用卡注册公司，该公司也发生大量会员获取成本，它将会员获取成本资本化，并在 10 年的期限内摊销。

当 CUC 首次公开募股时，只有很少的分析师和机构投资者关注。随着规模的扩大，公司试图扩大其投资者基数。然而，一些分析师担心资本化的营销成本将不得不在以后作为损失冲销，因为未来续约率存在很大的不确定性。他们认为，递延当期营销成本降低了公司收益的质量。

分析师对公司营销成本会计处理的担心，也许来自处理 Safecard Services 业务的经验。Safecard 资本化会员获取成本一度成为财经期刊激烈争论的主题。1987 年 Safecard 冲销递延营销成本的决定，加重了分析师对 CUC 资本化营销成本价值的担心。

到 1989 年初，CUC 的股票成为卖空者的目标，股价遭受重创。如附录 1 所示，公司股票的卖空头寸从 1988 年 11 月的 157 000 股左右，增加到 1989 年 3 月的 2 000 000 股以上。[3] 尽管股票市场整体处于上涨行情，但 CUC 的股票价格从 1988 年 1 月初的 19.3 美元下降到 1989 年 3 月初的 16.3 美元。附录 2 显示了 1988 年 1 月 1 日—1989 年 3 月 1 日间，CUC 股票价格相对于价值加权的场外市场指数的表现。在此期间，CUC 股票价格相对于整个市场下降了 50%。《价值线投资调查》（*Value Line Investment Survey*）在 1989 年 3 月 17 日对 CUC 的报告中这样评论：

> CUC 国际公司股票遭受了重创。自 3 个月前我们的上一份报告以来，股票价格下降了 35%。华尔街公司对公司会计处理方法的担心……导致了股票价格下跌。

管理层认为，CUC 股票价格下跌既不是因为当期经营业绩令人失望，也不是因为预测公司增长速度将放缓。各季度收入和收益在整个 1988 年都稳步增长，这和《价值线》（*Value Line*）分析师的预测是一致的。在 1988 年 3 月 18 日的报告中，《价值线》预测，在 1988 年 4 月、1988 年 7 月和 1988 年 10 月的前 1 季度，公司将分别获得收益 550 万美元、600 万美元和 660 万美元，而这 3 个季度的实际收益分别是 600 万美元、660 万美元和 690 万美元。公司预计这种增长趋势将继续——

3 资料来源：Barron's Financial Weekly (Down Jones News Service)。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在未来 5 年里，销售收入预计每年增长 30%，营业现金流量预计每年增长 60%。最后，在这段时期，公司的营业现金流量就足以满足庞大的营销支出需求。

管理层的可能应对措施

针对投资者的担心，CUC 的管理层至少有三种方法可以选择。一种方法是采取更为稳健的政策对会员获取成本进行会计处理。通过冲销先前已经资本化的费用，采取将未来支出在发生当期记作费用的政策，公司可以消除分析师批评的主要理由。但是，这一调整将严重影响公司的资产负债表和损益表。更为重要的是，会计变更可能难以帮助管理层使投资者相信当期营销开支能够带来未来利益。

另一种可选择的战略是扩大信息披露，以证明公司把会员获取成本资本化的正确性。这种方法需要确定哪种类型的信息可能是投资者最关心的和最可信的。此外，这种方法要求评估额外的信息披露是否会为竞争对手提供公司特有信息。

最后，CUC 可以通过公司财务政策提升股票价格。投资者通常将现金形式的股利派发和股票回购看做是管理层对公司未来现金流量持乐观态度的信号。不过，这种股利派发需要结合公司会员获取成本的投资需求来规划。

CUC 即将召开的董事会会议议程的一项内容就是讨论处理公司沟通挑战的提案。斯图尔特·贝尔正在考虑应推荐上述哪种方法。

思考题

1. CUC 取得成功的关键因素是什么？公司管理层是如何对其加以处理的？

2. CUC 资本化会员获取成本的政策是否恰当？这种政策能使损益表更好地反映公司经营业绩吗？

3. 评价 CUC 的现金流量。公司的财务状况是否良好？

4. 你认为 CUC 的投资者为什么如此担心？CUC 的股票价格被低估了吗？

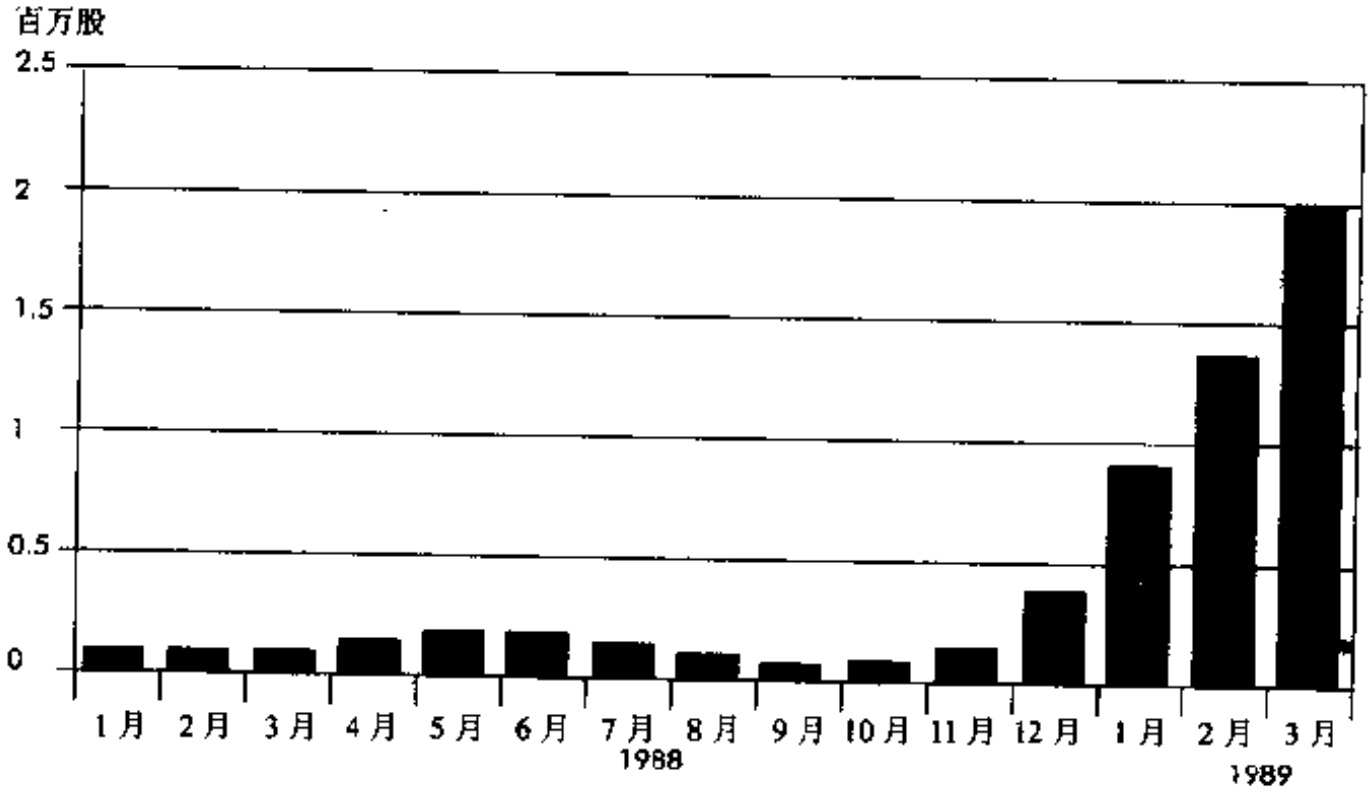
5. CUC 的财务总监斯图尔特·贝尔正在考虑通过债务融资方式进行大规模的股票回购或一次性派发股利，以增强投资者信心。你认为这是一个好主意吗？公司在没有承担不适当的财务风险的情况下，最多能借多少钱来为这次行动融资？

6. 假如 CUC 实施股票回购或股利派发方案，公司是否应对会员获取成本的会计处理做些什么？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

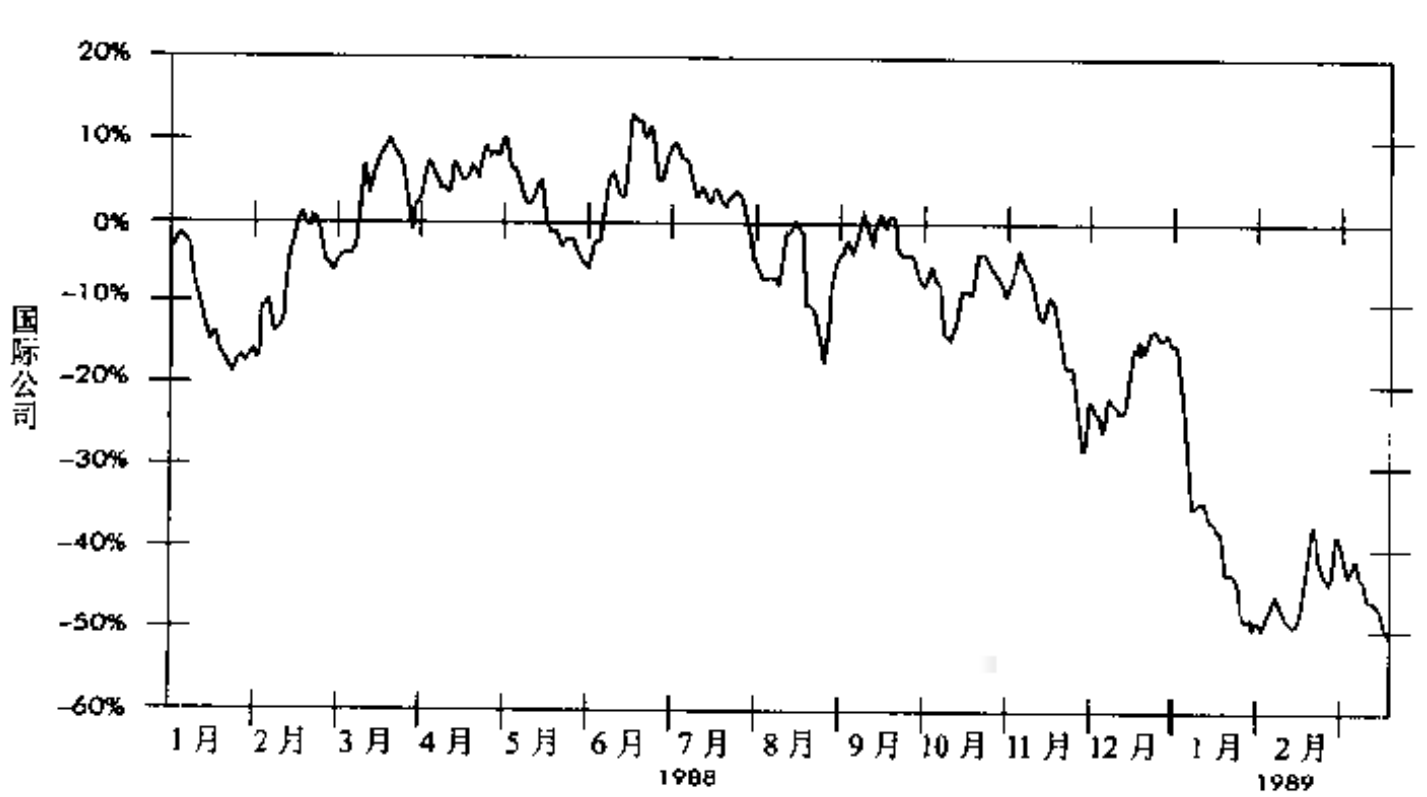
附 录 1

1988 年 1 月—1989 年 3 月 CUC 国际公司股票卖空数量



附 录 2

1988 年 1 月 4 日—1989 年 3 月 9 日期间 CUC 国际公司股票收益率与场外市场指数之间的累积差异



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

CUC 国际公司 1988 年 1 月 31 日前 1 年节略年度报告

合并资产负债表

（以千美元计）	1 月 31 日 1988	1987
资产		
流动资产		
现金和现金等价物	25 953	14 810
应收账款，减备抵 613 和 405	33 201	24 209
预付费用和其他	3 468	3 288
流动资产合计	62 622	42 307
递延会员费用，净值	22 078	13 112
预付会员获取成本	17 089	4 915
预付佣金	6 267	8 127
续约权，净值	27 944	30 443
成本高于购入净资产的差额，净值	33 301	19 066
财产，净值	16 048	10 074
其他	1 519	4 416
资产合计	186 868	132 460
负债和股东权益		
流动负债		
会员保证金	4 997	4 340
应付账款和应计费用	36 063	16 446
联邦和州所得税	423	
长期债务的本年到期部分	1 404	5 011
流动负债合计	42 887	25 797
可转换次级公司债券	12 000	22 000
长期债务	3 767	5 120
递延所得税	14 624	6 073
其他	1 229	1 268
负债合计	74 507	60 258
股东权益		
普通股——每股面值 0.01 美元，额定股数 50 000 000 股，已发行 19 683 567 股和 17 820 338 股	197	178
股本溢价	82 271	59 550
留存收益	32 420	14 997
库藏股——398 230 和 398 091 股，按成本计价	(2 527)	(2 523)
股东权益合计	112 361	72 202
负债和股东权益合计	186 868	132 460

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并损益表

（除每股金额外，以千美元计）	1月31日前1年 1988	1987	1986
收入			
会员费和服务费收入	195 277	138 149	84 123
其他	3 180	3 610	3 342
收入合计	198 457	141 759	87 465
费用			
营业费用	64 092	43 248	26 729
营销费用	68 937	56 496	35 042
一般管理费用	31 729	23 342	14 572
利息费用	2 259	2 663	1 507
费用合计	167 017	125 749	77 850
营业收益	31 440	16 010	9 615
会员获取成本			2 348
所得税和非常项目前收益	31 440	16 010	7 267
所得税备抵	14 017	7 350	4 435
非常项目前收益	17 423	8 660	2 832
非常项目——税收损失移后冲减的利用		1 041	3 589
净收益	17 423	9 701	6 421
普通股每股收益			
非常项目前收益	0.90	0.49	0.18
非常项目		0.06	0.23
普通股每股净收益	0.90	0.55	0.41

合并现金流量表

（以千美元计）	1月31日前1年 1988	1987	1986
营业活动			
净收益	17 423	9 701	6 421
将净收益调整为营业活动提供的净现金：			
会员获取成本的摊销	44 641	35 501	20 237
预付佣金的摊销	1 860	2 029	2 081
续约权和超额成本的摊销	3 423	2 199	
递延所得税	11 712	5 553	442
折旧	2 506	2 582	1 969
非常项目和终止经营损失			(1 475)
营业资产和负债的变动，减获取成本后的净值：			
应收款项的净（减少）增加额	(8 049)	(6 747)	3 795
会员保证金、应付账款、应计费用、联邦和州所得税的净（减少）增加额	12 755	(3 649)	(586)
递延会员收益	9 629	14 366	9 052
会员获取成本	(63 236)	(43 720)	(42 564)
预付会员获取成本	(12 174)	(4 915)	
预付佣金			(409)
其他，净值	2 576	(1 748)	39

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1 月 31 日前 1 年		
（以千美元计）	1988	1987	1986
营业活动产生（使用）的净现金	23 066	11 152	(998)
投资活动			
收购，减获得的现金	(4 625)	(18 341)	
财产购置	(7 586)	(5 078)	(4 345)
财产处置收入减 320 万美元应收票据的净值		783	
有价证券的处置		1 933	2 724
其他，净值			240
投资活动产生（使用）的净现金	(12 211)	(20 703)	(1 381)
融资活动			
发行普通股	5 326	6 220	613
发行可转换次级公司债券			15 000
回购库藏股		(2 377)	
偿还长期债务	(4 960)	(2 955)	(795)
其他，净值	(78)		
融资活动产生的净现金	288	888	14 818
现金和现金等价物的净增加（减少）额	11 143	(8 663)	12 439
年初现金和现金等价物	14 810	23 473	11 034
年末现金和现金等价物	25 953	14 810	23 473

合并财务报表附注

附注 1. 主要会计政策概述

合并原则：合并财务报表包括 CUC 国际公司（前身为 Comp-U-Card 国际公司）及其全资拥有子公司。公司在一个业务部门从事经营，通过个人、金融机构、信用社和集团会员制提供各种服务。在合并中，所有重要公司间交易已经被抵消。

递延会员费用，净值：递延会员费用由以下内容组成（以千美元计）：

1 月 31 日	1988	1987
递延会员收益	(52 834)	(43 205)
尚未摊销会员获取成本	74 912	56 317
递延会员费用，净值	22 078	13 112

1988 年 1 月 31 日和 1987 年 1 月 31 日前 1 年，每位个人会员的相关会费和会员获取成本在 30—39 美元之间。此外，在同一期间，年续约成本仍为年会费的 10%—20%。

续约成本主要指主办机构发生的费用，在续约期内摊销。个人会员的续约期通常为 1 年。这些会费在会员被接纳入会时记作递延会员收益,减去预计会员资格注销备抵后，在会员订约期内平均分摊。相关的初始会员获取成本在发生时记录，在确认会费收入时记作费用，考虑到续约情况，在 3 年的期限内摊销。这些成本自会员订约期开始时摊销，年摊销率分别为 40%，30%和 30%。会员续约率取决于公司各种会员计划提供的利益和服务的性质。到 1988 年 1 月 31 日为止，会员续约率一直非常高，足以带来超过剩余摊销期内递延会员获取成本的未来收入。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1988 年 1 月 31 日、1987 年 1 月 31 日和 1986 年 1 月 31 日前 1 年，包括递延续约成本在内的会员获取成本的摊销额分别为 4 460 万美元、3 550 万美元和 2 020 万美元。

预付会员获取成本：预付会员获取成本是指与年末正在进行的会员获取计划相关的初始会员获取成本。因此，年末没有收到或确认任何会费。

预付佣金：预付佣金包括终止与公司专职销售人员的合约需要支付的金额（1988 年 1 月 31 日和 1987 年 1 月 31 日分别为 490 万美元和 580 万美元）以及终止与高级职员和前任高级职员的特殊报酬协议需要支付的金额(1988 年 1 月 31 日和 1987 年 1 月 31 日分别为 130 万美元和 160 万美元)。与专职销售人员合约终止相关的金额使用直线法在 8 年的期限内摊销，与特殊报酬协议终止相关的金额在 10 年的期限内按比例摊销。

续约权：续约权代表收购时所购入合约的价值，使用直线法在 9—16 年的期限内摊销。

成本高于购入净资产的差额：成本高于购入净资产的差额使用直线法在 15—25 年的期限内摊销。

每股收益：每股收益使用流通在外普通股和约当普通股的加权平均数计算。1988 年 1 月 31 日、1987 年 1 月 31 日和 1986 年 1 月 31 日前 1 年流通在外普通股和约当普通股的加权平均数分别为 1 940 万美元、1 780 万美元和 1 580 万美元。各年每股完全稀释收益与每股基本收益差别不大。

现金流量表：公司编制 1988 会计年度财务报表时采纳了财务会计准则委员会“现金流量表”，并对 1987 和 1986 会计年度报表所报告的财务状况变动进行了重述。出于编制合并现金流量表的目的，公司把在 3 个月或更短期限内到期的所有投资都视做现金等价物。

主要财务数据

（除每股金额外，均以千美元计）

1 月 31 日前 1 年	1988	1987	1986	1985	1984
收入合计	198 457	141 759	87 465	65 947	45 468
净收益	17 423	9 701	6 421	4 214	3 184
普通股每股：					
净收益	0.90	0.55	0.41	0.28	0.23
账面价值	5.83	4.14	2.33	1.94	1.70
股东权益	112 361	72 202	34 859	28 673	24 806
实际会员数	10 000	8 400	4 700	1 200	450

独立审计师报告

Ernst & Whinney　　里程碑广场 500 号
　　康涅狄格州斯坦福德市

CUC 国际公司董事会和股东：

我们审计了 CUC 国际公司 1988 年 1 月 31 日和 1987 年 1 月 31 日的合并资产负债表，以及 1988 年 1 月 31 日前 3 年每年的相关合并损益表、合并股东权益表和合并现金流量表。我们依据公认审计准则进行审计，执行了会计记录测试和其他我们认为在该情况下必要的审计程序。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

我们认为，上述合并财务报表遵照公认会计准则，公正地反映了 CUC 国际公司 1988 年 1 月 31 日和 1987 年 1 月 31 日的合并财务状况，以及 1988 年 1 月 31 日前 3 年每年的合并经营成果和现金流量状况。

Ernst & Whinney
康涅狄格州斯坦福德市
1988 年 3 月 30 日

附 录 4

CUC 国际公司 1988 年 10 月 31 日前 9 个月的节略中期财务报表

合并资产负债表

（以千美元计）	1988 年 10 月 31 日（未经审计）	1988 年 1 月 31 日
资产		
流动资产		
现金和现金等价物	32 003	25 953
应收款	38 118	33 201
其他	4 164	3 468
流动资产合计	74 285	62 622
递延会员费用，净值	37 223	22 078
预付会员获取成本	25 538	17 089
预付佣金	5 397	6 267
续约权和无形资产，净值	64 419	61 245
财产，净值	19 805	16 048
其他	2 040	1 519
资产合计	228 707	186 868
负债和股东权益		
流动负债		
会员保证金	4 485	4 997
应付账款和应计费用	50 017	36 063
联邦和州所得税	1 264	423
长期债务的本年到期部分	1 494	1 404
流动负债合计	57 260	42 887
可转换次级公司债券	12 000	12 000
长期债务	2 673	3 767
递延所得税	16 844	14 624
其他	1 402	1 229

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	1988年10月31日（未经审计）	1988年1月31日
负债合计	90 179	74 507
股东权益		
普通股	203	197
其他股东权益	138 325	112 164
股东权益合计	138 528	112 361
负债和股东权益合计	228 707	186 868

合并损益表

（未经审计）

（除每股金额外，以千美元计）	10月31日前3个月 1988	10月31日前3个月 1987	10月31日前9个月 1988	10月31日前9个月 1987
收入				
会员费和服务费收入	70 131	50 696	192 016	143 409
其他	938	386	2 297	1 693
收入合计	71 069	51 082	194 313	145 102
费用				
营业费用	24 320	16 258	64 123	47 608
营销费用	23 524	17 761	65 647	50 625
一般管理费用	11 787	8 721	32 363	25 097
费用合计	59 631	42 740	162 133	123 330
营业收益	11 438	8 342	32 180	21 772
所得税备抵	4 577	3 672	12 854	9 591
净收益	6 861	4 670	19 326	12 181
普通股每股净收益	0.33	0.24	0.93	0.63
流通在外普通股和约当普通股加权平均数	20 752	19 665	20 870	19 231

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

第 17 章　管理层沟通

随着公司投资于复杂的产品和生产技术以及诸如研究和开发等无形资产，管理层沟通变得越来越重要。外部人士很难对这些支出估价，因为他们不能获得与管理层相同的数据。如本章所述，财务报告为管理层提供了与投资者沟通的低成本方式。然而，财务报告作为沟通工具并不总是有效的。因此，我们要考察管理层如何使用其他沟通工具解决与外部投资者之间的信息问题。

通过分析管理层沟通战略，可以解决一些问题：

- 管理层想知道：我们的当前战略对帮助投资者了解公司经营战略和预期未来业绩，从而确保公司股票价格不被严重高估或低估是否有效？
- 证券分析师想知道：管理层沟通是否为我们提供了对预测公司未来业绩有用的可信信息？我们应期望管理层提供哪些类型的信息？我们应如何解释管理层提供的信息？

本书主要侧重于说明分析师和外部投资者如何借助于财务报表数据作出各种决策。本章则侧重说明管理层如何借助财务分析实现与外部使用者的有效沟通。然而，如前所述，管理层沟通战略分析也很可能对证券分析师有用。

17.1　与投资者沟通

一些管理者认为没有必要担忧沟通问题。他们坚信，只要所作投资和经营决策提高了股东价值，投资者会正确评价公司业绩和股票。尽管从长期看这是正确的，因为所有信息最终都会公开，但在短期甚至中期它却不一定成立。如果投资者不能获得与管理层相同的信息，他们就会发现难以评价新的创新性投资。在有效资本市场上，投资者不会持续高估或低估这些新投资，但他们的估价是有“噪音”的。这会使股票价格相对含有“噪音”，从而导致管理层时常认为公司被严重高估或低估。

如果在某一时期公司股票被高估或低估，会出现什么麻烦？大多数管理者不愿意股票被低估，因为这会提高新融资的成本。他们也担心低估会增加公司被敌意收购者接管的可能性，从而降低他们的工作安全性。股票被高估的公司的管理层可能担心市场评估，因为他们必须对未能披露与投资者相关的信息负法律责任。[1] 因此，即使高估为以适当收益率增发股本提供了机会，但管理层仍不希望看到股票被严重高估。

谨慎下结论

很多管理者认为公司被资本市场低估，这是很自然的。这种情况经常发生是因为管理层很难对

1　Douglas J. Skinner, “Earnings disclosures and stockholder lawsuits,” *Journal of Accounting and Economics* (Nov. 1997): 249-283, 发现收益业绩不好的公司往往提前披露该信息，可能是为了降低较差业绩披露后不可避免发生的诉讼成本。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司未来业绩持实事求是的态度。毕竟，将公司推销给新的雇员、客户、供应商和投资者是他们工作的一部分。此外，预测公司未来业绩客观上要求他们判断自己作为管理层的能力。因此，许多管理者认为投资者不了解情况，公司价值被低估，但只有其中一部分人能够拿出支持这种观点的确凿证据。

如果管理层认定公司确实面临信息问题，它可以着手考察能否纠正及如何纠正这些问题。问题是否严重到需要采取一些措施来改变投资者的看法？或者问题能否在短期得到自我解决？公司是否计划增发新股或者利用股本收购另一家公司？管理层的工作安全性是否受到威胁？如下所述，在这种情况下，管理层有很多选择。

主要分析问题

我们建议，在得出公司价值被低估的结论之前，管理层应使用下列方法分析公司业绩，并将自己和分析师对公司未来业绩所作预测加以比较：

- 内部管理层和外部分析师对未来收益和现金流量所作预测是否存在显著差异？
- 管理层和分析师的预测差异是否产生于对整个经济表现的不同预期？管理层可能比分析师更了解公司经营状况，但他们不一定能比分析师更好地预测宏观经济状况。
- 管理层能否确定可能导致分析师和管理层对未来业绩预测差异的因素？例如，是不是分析师不了解新的研究和开发的积极结果？他们是否拥有客户对新产品和营销活动反应的不同信息？这些差异可以表明公司面临信息问题。

案例：FPIC 保险集团的沟通问题

FPIC 保险集团公司是佛罗里达州医疗事故责任险的最大提供者。1996—1998 年间，FPIC 保险集团报告的稳定股东权益收益率为 13.8%，收入和净收益的平均增长率为 28%，股东权益账面价值增长率为 2.8%。1998 年 12 月 31 日，公司股票每股账面价值为 15.85 美元，股票市价与账面价值比率为 2.23，市盈率为 15.9，股东权益的β系数为 1.57。

1999 年 8 月，公司股票价格从 45.25 美元暴跌到 14.25 美元。股价下跌开始于 8 月 10 日，公司在这一天报告第 2 季度利润猛增 48%，达到 740 万美元。收益增加部分归功于 FPIC 的佛罗里达医疗保险部减少了 810 万美元用于未来赔偿的准备金，而上一年同期的该数据为 400 万美元。此外，公司报告的对佛罗里达牙科协会成员提供的医疗保险计划的赔偿比预期高。

路透社报道，股票价格下跌反映了投资者对公司收益质量的担心。然而，作为对此的反应，FPIC 的女发言人埃米·D·瑞安（Amy D. Ryan）说："就我们而言，我们这季度的经营很成功。"公司的首席经营官约翰·拜尔斯（John Byers）认为，公司减少医疗保险部准备金的决策属于正常的经营惯例，是以对未来赔偿的预期为基础的。作为对高于预期的牙科赔偿的反应，公司声称已经提高了该险种的费率。

公司股票价格暴跌引起了对公司股票估价的怀疑。1999 年 9 月 9 日，股票市价对账面价值比率小于 1，市盈率为 6。因此，市场预期公司的股东权益收益率将低于其资本成本。FPIC 的管理层对股价暴跌感到困惑，认为市场低估了公司价值。然而，在得出该结论之前，需要回答很多问题：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 公司先前是否被高估？如果是，在市场高估公司价值的背后，哪些力量在起作用？如果市场预期公司继续按照 2.8%的比率增长，要创造 13.8%的股东权益收益率，在公司资本成本为 11.3%的条件下（与市场风险溢价 4%和无风险利率 5%相对应），FPIC 的股价应该在 20.50 美元左右。那么为什么 8 月初股票价格为 45 美元？管理层在与分析师的会谈中是否对公司未来描绘了过于动人的前景？
- 哪些事件可以解释公司股票价值的突然下跌？如前所述，分析师的主要问题是担心公司收益的质量。然而，管理层需要对这些问题有更深入的了解。
- 如果管理层认为公司价值确实被低估，可以采取哪些措施纠正市场对公司的看法？

17.2 通过财务报告进行沟通

财务报告是成本最低和最常用的管理层沟通手段。下面我们探讨财务报告作为与投资者沟通手段的作用，保证会计信息可信性的机制，以及什么时候财务报告可能是无效的。

会记作为管理层沟通的一种手段

如第 3—8 章所述，财务报告是管理层与外部投资者沟通的重要媒介。财务报告向投资者说明他们的钱如何被投资，这些投资的业绩概况，以及当期业绩与公司总体理念和战略的适合程度。

会计报告不仅提供过去交易的记录，也反映管理层对未来的估计和预测。例如，会计报告包括坏账估计，有形资产寿命预测，以及支出产生的未来现金流量收益将超过其成本的隐性预测。因为管理层处于有利位置，对未来事件的预测要比外部投资者准确，所以财务报告是与投资者沟通的有用形式。然而，投资者也可能对管理层编制的报告表示怀疑，因为管理层在提供用于评估其自身业绩的信息时存在利益冲突。

投资者对会计沟通可信性的担心

管理层在向外部投资者提供有关公司业绩的信息时，很难做到真正的不偏不倚。管理层自然有“推销”公司的动机，部分是出于工作需要，部分是由于不愿意提供有损于自身工作安全的信息。持续报告糟糕的收益会增加高级管理层被撤换的可能性。这种撤换可能由董事会进行，也可能由收购公司以改进其管理的收购者进行。[2] 因此，投资者有时认为会计沟通缺乏可信性。

增加会计沟通可信性的因素

许多机制可以缓和财务报告中的利益冲突，并增加传递给股东的会计信息的可信性。这些机制包括会计准则，审计，财务分析师对管理层的监控，以及管理层声誉。

会计准则与审计 会计准则，如美国财务会计准则委员会（FASB）和证券交易委员会（SEC）颁

2 Kevin J. Murphy and Jerold L. Zimmerman, “Financial Performance Surrounding CEO Turnover,” *Journal of Accounting and Economics* 16 (January/April/July 1993): 273-315, 发现 CEO 更替与收益业绩有重大关联。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

布的会计准则，为管理层提供了如何进行会计决策的指南，也为外部投资者提供了解释这些决策的方法。统一的会计准则旨在降低同一公司不同时期或者不同公司之间，管理层以不同方法记录相同经济业务的能力。外部审计师强制公司遵从这些准则，以确保管理层估计的合理性。因此，审计师降低了盈余管理的可能性。

财务分析师的监控 金融中介（如分析师）也限制管理层盈余管理的可能性。财务分析师专门研究公司层面和行业层面的知识，使得他们能够评估公司报告数字的质量，并进行必要的调整。分析师评估隐含在会计方法选择和应计项目报告中的管理层预测的恰当性。这需要对公司的经营和编制财务报告所使用的会计规则有全面的了解。如果有必要，高级分析师可能通过使用现金流量表和脚注披露调整报告的应计项目数字，以反映经济现实。

分析师的业务和技能专长以及法律责任和动机与审计师不同。因此，分析师的报告能够为投资者提供有关公司会计决策是否恰当，或者管理层是否为了保住工作而高估公司的经济业绩等方面的信息。[3]

管理层声誉 消除外部投资者对财务报告的自然疑虑的第三个因素是管理层声誉。希望与外部投资者和金融中介保持持续联系的管理层，应该能够建立公正财务报告的记录。如果管理层作出的会计估计和判断受到随后的业绩的支持，管理层可以向投资者和分析师证明其能力和可信性。因此，管理层的未来判断和会计估计很可能被看做是可靠的信息资源。

财务报告在与投资者沟通中的局限性

尽管会计准则、审计、财务分析师对管理层的监控和管理层对声誉的关注增加了财务报告的可信性和信息容量，但这些机制还远未完善。因此，财务报告作为管理层与外部投资者沟通的手段时常失效。失效可能在以下情况下发生：（1）没有会计规则指导实践或者现有规则不能区分好的和差的执行者；（2）审计师和分析师缺乏判断新产品或经营机会的专业知识；（3）管理层面临可信性问题。

会计规则 尽管新的会计准则不断出台，但会计规则通常不能区分好的和差的执行者。例如，当前会计规则不允许管理层在资产负债表中立即列示公司在质量提高、人力资源开发项目、研究和开发（除软件开发成本外）以及客户服务等方面投资的收益。

一些会计准则问题产生的原因在于，准则制定者对许多新型经济业务开发适宜的准则需要时间。另一些困难的产生是因为准则是不同利益集团（如审计师、投资者、公司管理层和监管者等）相互妥协的结果。

审计师和分析师的专业知识 尽管审计师和分析师可以获得专有信息，但他们对公司经营状况的理解不同于管理层。当公司采取与众不同的经营战略或者处于新兴行业时，管理层和审计师/分析师对经营评估的分歧可能最严重。此外，审计师在这些环境下所作决策可能会被对承担法律责任的担心所左右，从而阻碍了管理层利用财务报告与投资者进行有效沟通的能力。

---

3 例如，George Foster, "Rambo IX: Briloff and the Capital Market," *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 2, No. 4 (Fall 1987): 409-429, 发现因会计问题受到 Abraham J. Briloff 批评的公司的股价平均下降 5%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

管理层的可信性 什么时候管理层可能面临投资者的信任问题？有关这个问题的证据很少。然而，我们预计，新公司、收益不稳定公司、陷入财务困境公司以及与投资者沟通记录较差公司的管理层很难被视做可信的报告者。

如果管理层面临信任问题，对财务报告的怀疑就会很多。投资者会把财务报告中的收益增加估计看做管理层虚增收益的证据，这使得管理层很难利用财务报告传递未来业绩的利好消息。

案例：FPIC 保险集团的会计沟通

FPIC 保险集团所作主要财务报告估计是保险赔偿的损失准备估计，该项估计是通过对自身和其他保险公司赔偿金的历史数据进行保险精算分析作出的。在 1998 会计年度末，FPIC 报告了 2.423 亿美元的损失准备。在其 10-K 表中，管理层提醒到："近年来，根据历史经验估计最终损失的不确定性显著增加，主要是责任标准司法解释和保险合同解释扩展的结果。这种不确定性还会进一步受通货膨胀率变化和个人提出赔偿要求倾向变化的影响。对于承保意外伤害保险的公司而言，建立准备金的内在不确定性更大。"

为帮助投资者评估其损失准备估计记录，FPIC 被要求提供以前年度损失估计相对于实际赔偿损失的具体变动情况。这些数据表明，FPIC 以前年度的损失预测实际上非常谨慎，过去实际发生的损失低于最初的预测。

有趣的是，投资者对 FPIC 记录的怀疑恰好在于公司对损失准备的谨慎估计以及随后的冲转。正因为过于谨慎，管理层准确预测未来损失的能力受到怀疑。

主要分析问题

如果管理层要了解公司财务报告对有助于其与外部投资者沟通的有效性，下列问题可以提供有用的起点：

- 必须有效管理的主要经营风险有哪些？为管理这些风险已经实施了哪些程序和控制？
- 公司的主要经营风险如何反映在财务报表中？例如，信用风险反映在坏账备抵中，产品质量风险反映在产品退回备抵和收入确认方法中。通过公司的会计估计或方法选择，可以传递哪些有关这些风险管理的信息？公司是否难以通过冲销和会计方法变更传递支持这些选择的预测信息？或者，市场是否忽视了支持公司财务报告选择的信息，从而指出预测缺乏可信性。
- 公司如何传递不能反映在会计估计或方法中的主要风险？例如，技术创新风险对公司很重要，而财务报表中的研究和开发项目不能反映公司对这种风险的管理程度。然而，这不意味着投资者不对这类经营问题产生怀疑。

17.3 与投资者沟通的其他方法

考虑到会计准则、审计、财务分析师的监控和管理层面临的信任问题等存在局限性，希望与外

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

部投资者实现有效沟通的公司常常被迫使用其他媒介。下面我们讨论管理层与外部投资者和分析师沟通的三种其他方法：与分析师面谈以宣传公司；扩展自愿披露的范围；利用融资政策传递管理层的预期。这些沟通方法通常不是互相排斥的。例如，在与分析师面谈中，管理层常常披露有助于评价公司的额外信息。

与分析师面谈

有助于管理层消除沟通障碍的常用方法之一就是定期与追踪公司情况的财务分析师面谈。在见面会上，管理层将回答有关公司当前财务业绩的问题，并说明公司未来的经营计划。如前所述，管理层通常在见面会上向分析师提供额外的信息。除了与分析师面谈外，许多公司任命一名董事负责公共关系，与想获得公司更多信息的分析师保持更为经常的联系。

在过去 5 年中，新闻发布会成为管理层与财务分析师沟通的常用形式。最近的研究发现，如果公司处于财务报表数据不能及时反映主要经营因素的行业，公司更倾向于召开新闻发布会。[4] 此外，新闻发布会也为分析师提供了关于公司业绩和未来前景的新信息。[5]

自愿披露

管理层提高其财务报告可信性的方法之一是自愿披露信息。会计规则通常规定最低信息披露要求，但不限制管理层主动提供额外信息，包括有关明晰公司长期战略，阐明有助于判断战略实施有效性的主要非财务指标，解释主要指标与未来利润之间的关系，以及预测未来业绩的信息。自愿披露可以在公司年度报告，向投资者介绍公司的宣传册，管理层与分析师的见面会，或者投资者关系部对信息要求的回复中进行。[6]

扩大披露范围的一个约束是产品市场的竞争动态。披露关于战略及其预期经济结果的独有信息可能有损于公司的竞争地位。因此，管理层需要在披露有助于投资者评估公司经济业绩的信息与拒绝披露信息以最大化公司在产品市场中的竞争优势之间进行权衡。

自愿披露的另一个约束是管理层的法律责任。预测和自愿披露可能被不满意的股东用来起诉管理层提供误导性信息。这显得有点令人啼笑皆非，因为自愿披露应该是给投资者提供额外信息。遗憾的是，法院很难判断管理层的自愿披露是出于对未来不确定事件的诚实估计，只是这种估计后来没有实现，还是管理层故意操纵市场。这样，许多公司法律事务部不赞同管理层自愿披露信息。

---

4 参见 Sarah Tasker, "Voluntary Disclosure as a Response to Low Accounting Quality: Evidence from Quarterly Conference Call Usage," *Review of Accounting Studies*, forthcoming。

5 参见 Richard Frankel, Marilyn Johnson, and Douglas Skinner, "An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium," working paper, University of Michigan, 1997。

6 有关自愿披露的近期研究包括 Mark Lang and Russell Lundholm, "Cross-Sectional Determinants of Analysts' Ratings of Corporate Disclosures," *Journal of Accounting Research* 31 (Autumn 1993): 246-271; Lang and Lundholm, "Corporate Disclosure Policy and Analysts," *The Accounting Review* 71 (October 1996): 467-492; M. Welker, "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets," *Contemporary Accounting Research* (Spring 1995); Christine Botosan, "The Impact of Annual Report Disclosure Level on Investor Base and the Cost of Capital," *The Accounting Review* (July 1997): 323-350; Paul Healy, Amy Hutton, and Krishna Palepu, "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, forthcoming。这些研究发现，如果公司收益业绩好、发行证券、有很多分析师追踪、分析师预测值的离差较小，则公司更愿意充分披露。此外，拥有高水平披露政策的公司往往拥有较低的资本成本。最后，如果公司增加披露，会相应带来股票收益、机构所有权、分析师追踪及股票流动性的增强。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

最后，管理层的可信性可能限制公司自愿披露。如果管理层提供的财务报告面临信任问题，它所自愿披露的信息也很可能受到怀疑。特别是，投资者可能对管理层未披露的事件感到担心，因为这种披露不需要审计。

选择财务政策

管理层还可以利用融资政策与外部投资者进行有效沟通。可用于沟通的财务政策包括股利发放、股票回购、融资选择和套期保值战略。这种沟通方式与自愿披露的重要区别在于公司不会向竞争对手提供独有的信息，它向竞争对手传递的信号是公司管理层对未来充满信心，但没有提供详细情况。

股利发放政策 如第 16 章所述，公司的现金股利支付决策可以向投资者提供管理层对公司未来前景估计的信息。这是因为，从管理层不愿意削减股利的意义上看，股利发放往往具有刚性。这样，只有当管理层对在未来年度能够保持增长的股利支付率充满信心时，才会增加股利发放。因此，投资者将股利增加看做管理层对当前和未来收益质量充满信心的信号。[7]

股票回购 在一些国家，如美国和英国，管理层利用股票回购与外部投资者沟通。根据股票回购方案，公司通过在公开市场购买、投标收购股权或者与大股东协商购买购回自己的股票。当然，股票回购特别是投标收购股权回购，是管理层与外部投资者沟通的一种昂贵方式。在投标收购股权回购中，公司为获取股票通常支付可观的溢价，从而可能有损没有被投标收购或者没有接受被投标收购的股票的价值。此外，支付给投资银行和律师的费用以及回购申请费都不低。由于这些成本的存在，研究结果表明股票回购是向投资者传递未来收益业绩水平和风险的有效信号并不奇怪。[8] 研究结果还表明，利用股票回购与投资者沟通的公司的会计资产只反映了少部分公司价值，而且普遍存在很高的信息不对称。[9]

融资选择 如果公司存在与外部投资者的沟通障碍，也可以利用融资政策来减小这种障碍。例如，不愿意向分散的公开投资者提供有助于其估价公司的独有信息的公司可能愿意向见多识广的私人投资者——能够成为公司大股东/债权人的投资者——或者同意为公司提供巨额新贷款的银行提供这些信息。一家财务报告面临信任问题的公司可以向一个见多识广的私人投资者（如对公司产品或服务质量非常了解的大客户）出售股票或发行债务。

这种融资和所有权变化可以从两个方面缓解沟通问题。首先，新融资协定的条件以及新债权人或股东的信任可以为投资者重新评估公司价值提供信息。其次，随之而来的所有权集中和大股东在公司治理中的作用增强，会对公司估价产生积极影响。如果投资者对管理层提高股东价值的动机表示担心，新的大股东或债权人进入董事会可以使他们放心。在杠杆收购、风险资本支持的创业企业

---

7 Paul Healy and Krishna Palepu 在 "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," *Journal of Financial Economics* 21 (1988): 149-175)中的研究表明，投资者将股利发放和停止派发公告视做代表管理层对未来收益业绩的预测。

8 参见 Larry Dann, Ronald Masulis, and David Mayers, "Repurchase Tender Offers and Earnings Information," *Journal of Accounting & Economics* (Sept. 1991): 217-252; Michael Hertzel and Prem Jain, "Earnings and Risk Changes Around Stock Repurchases," *Journal of Accounting & Economics* (Sept. 1991): 253-276。

9 参见 Mary Barth and Ron Kasznik, "Share Repurchase Decisions and Market Reaction: Accounting, Information Asymmetry, and Investment Opportunities," working paper, Stanford University, 1996。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

和股本合伙投资企业中存在这种监控作用。在日本和德国的公司中也可能存在这种监控作用，因为大银行同时拥有公司的债务和股东权益，与公司管理层保持着密切的工作联系。

当然，在极端情况下，管理层可以决定公司的最好选择是不再作为股份公开公司持续经营。这可以通过管理层收购实现．收购集团（包括管理层）提高投资的杠杆（利用银行或公开债务融资），收买公司，然后使其私有化。收购公司希望将公司运作几年，然后再将其变为股份公开公司，获得业绩提高记录，以使得投资者更有效地评价公司。

套期保值 如果投资者不能区分未预期到的报告收益变动是源于管理业绩，还是管理层不能控制的临时性冲击（如外币折算损益），则不当定价的一个重要来源产生。管理层可以通过对这种“会计”风险进行套期保值来抵消这些影响。即使套期保值成本高昂，但如果能够减少可能导致错误估价的信息问题，套期保值仍是值得的。

案例：FPIC 保险集团的其他沟通方法

1999 年 8 月 12 日，FPIC 保险集团宣布将立即着手回购普通股股份。根据该计划，公司将回购股票 429 000 股。公司认为股票价格的暴跌是没有根据的，公司股票价值被严重低估。FPIC 的总裁兼首席执行官威廉·R·拉塞尔（William R. Russell）说道：“我们认为最近公司股票价格下跌可能与收益公告中陈述的准备政策的一些变化相关。我们认为公司目前的准备金政策是恰当的，而且一直以来都是如此。我们认为市场的反应是过激的，FPIC 仍将是很好的长期投资选择。我们的回购……反映了我们提高股东价值的承诺。”（路透社，1999 年 8 月 12 日）

回购暂时停止了 FPIC 股票价格的下滑。在回购期间，股票价格从 21 美元回升到 26 美元左右。然而，这种效应是暂时的，股票价格随后进一步下跌到 14.25 美元。

主要分析问题

对于考虑是否利用融资政策与投资者进行有效沟通的管理层来说，下列问题能够提供有用的分析起点：

- 是否考虑到了其他成本更为低廉的行动，如扩大披露范围或进行会计沟通？如果没有，这些替代沟通方法的成本是否更低？相反，如果管理层担心为竞争对手提供独有的信息，或者管理层拥有较低的可信性，这些方法可能无效。

  公司是否有足够的自由现金流量用于实施股票回购计划或者增加股利？如果有，这些可能是可行的选择。如果公司当前有多余的可用现金，但是预期在未来将面临现金约束，那么股票回购可能更为有效。相反，如果管理层期望每年都有一些多余的可用现金，增加股利可能是适宜的。
- 公司是否而临现金约束，而且出于信息专有原因不能增加披露？如果是这样，管理层可能希望通过改变所有权组合，向投资者表明另有见多识广的外部人士对公司充满信心。当然，另一种可能是增加管理层自身在公司的利益。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

小 结

本章讨论了公司与投资者沟通的战略。与投资者沟通是有用的，因为管理层通常比外部分析师和投资者拥有更多有关公司当前和预期未来业绩的信息。通过与投资者有效沟通，管理层可以缩小这种信息差异，降低股票定价不当或剧烈波动的可能性。这对于希望筹集新资本、避免被接管或者管理层担心工作业绩没有真正反映在公司股票价格中的公司而言，可能非常重要。

公司与投资者沟通的常用方式是提供财务报告。会计准则和审计不仅使报告程序成为管理层提供有关公司当前业绩信息的方式，也使其成为管理层通过会计估计来表明他们对公司未来充满信心的方式。然而，财务报告并不总能传递投资者需要的各种前瞻性信息。会计准则通常不允许公司将研究和开发等能给公司带来显著未来收益的支出资本化。

管理层与投资者沟通的另一种方式是通过非会计方式实现沟通。我们讨论了一些这类机制，包括：与财务分析师面谈以说明公司战略、当前业绩和未来展望；披露额外信息，包括定性和定量信息，以使投资者获得与管理层相同的信息；利用融资政策（如股票回购、股利增加和套期保值）传递管理层对公司未来业绩持乐观态度的信号。

在这一章中，我们强调与投资者有效沟通的重要性。然而，公司也必须与其他利益相关集团沟通，包括员工、客户、供应商和监管机构。这里讨论的许多原则同样可以用于管理层与这些利益相关集团的沟通。

思考题

1. 苹果公司的存货从 1994 年 12 月 29 日的 10 亿美元，增加到 1 年后的 19.5 亿美元。与此相对照，销售收入从 1994 年第 4 季度的 20 亿美元增加到 1995 年第 4 季度的 26 亿美元。苹果公司这两年的隐含年存货周转率是多少？根据这种变化，财务分析师对未来业绩可能有哪些不同的解释？为澄清存货周转率的这种变化，苹果公司的管理层能够向投资者提供哪些信息？苹果公司披露这种信息的成本和收益是什么？

2. a.对于下列类型的公司，什么是长期成功的关键因素？

- 一家高新技术公司，例如微软。
- 一家低成本大型零售商，例如凯马特。

b.财务会计数据是否有助于评价这两家公司对成功的关键因素的管理业绩？哪些其他信息将

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

对你的评估有用？这两家公司向投资者披露这种信息的成本和收益是什么？

3. 管理层通常出于信息专有原因反对披露额外信息。考虑最近财务会计准则委员会扩大以下信息披露的提议：（a）经理人员的股票报酬；（b）各经营部门业绩。许多公司的管理层强烈反对这两个建议。扩大这两个领域的信息披露有哪些潜在的专有成本？如果你断定两者专有成本都较低，你对管理层的反对有什么其他解释？

4. 美国以外许多国家（如英国、澳大利亚、新西兰和法国）的财务报告规则允许管理层重估增值固定资产（有些国家甚至包括无形资产）的价值。重估值通常以管理层或独立评估人估计的可实现价值为基础。你认为这些会计准则将使收益和账面价值对投资者更有用还是用处更小？说明原因。管理层应如何使这种信息披露更为可信？

5. 在管理层收购中，公司高级管理层通常以要约方式从股东手中溢价收买公司。管理层集体用自有资本为收购融资，其他融资通常来自私人收购公司和私人债务。如果管理层打算在近期发出收购要约，其财务报告动机是什么？这些动机与不打算收购的管理层的动机有什么不同？

6. 一家计划公开发行股份的小型创业公司的管理层和你接洽。公司创建者不知道在股份公开发售后，他们应实施什么样的会计决策。公司首席执行官约翰·史密斯坚持："我们最好充分利用会计规则所提供的斟酌处理权，因为市场期望我们这样做。"这种战略的利弊是什么？

7. 在成功公开募股两年后，一家生物技术公司的首席执行官担心股票市场不确信开发中新药的前景。该首席执行官在与你的讨论中指出，尽管他们的内部研发努力近来已经取得很大进展，但股票表现仍然很差。为使投资者确信新产品的价值，他有哪些选择？这些选择中哪些是可行的？

8. 为什么问题 7 中的那位生物技术公司的首席执行官担心公司价值被低估？该首席执行官是否同样担心公司价值被高估？在公司价值被高估的情况下，你认为该首席执行官是否会努力纠正市场的看法？

9. 当公司决定通过首次公开募股方式由私人公司变为股份公开公司时，可能会面临与投资者沟通成本的增加。既然存在这种额外成本，公司为什么还选择股份公开？

10. 德国公司传统上依靠银行融资，而且公司董事会中有银行代表。相对于主要依靠公众融资的美国公司而言，这些公司面临的沟通挑战有什么不同？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

案例：Sensormatic Electronics 公司（1995）

1995 年 7 月 7 日，Sensormatic 宣布收益将明显低于预期和去年第 4 季度水平。同样令其烦恼的是，公司于 8 月 31 日公告 1995 年度经营成果的披露将被推迟到 Ernst & Young 9 月中旬完成对公司的补充审计的时候。Sensormatic 指出，它并不认为将发生“重大冲销”。尽管如此，精通会计欺骗行为迹象识别的华尔街的卖空者们还是瞄准了该公司。他们认为，虽然符合公认会计准则的规定，但 Sensormatic 对收入的会计处理“过于冒进”。尽管这给公司股票带来了压力，但使股价从两天前高达 36 美元下降到 23 美元的是 7 月 7 日公告。[1]

每周财经，1995 年 9 月 18 日

经营历史和业务活动

概 述

1965 年，Sensormatic 首席执行官罗纳德·阿萨夫（Ronald Assaf）在其位于俄亥俄州阿克伦市的食杂店被盗后成立了 Sensormatic。他的想法是生产一种能够阻止扒窃行为的安全装置。在两位科学家的帮助下，阿萨夫开发了一种安装在能够贴在衣服上的塑料标签中的半导体装置。这种必须用专用工具取下的标签，与位于商店出口附近的微波信号发射机配合使用。在小偷企图离开商店时，微波信号会发出警报。

1968 年成为公司后，Sensormatic 稳步发展。在 1995 年 7 月前的连续 39 个季度，Sensormatic 报告了 20%以上的销售收入和收益增长。1995 年，Sensormatic 报告销售收入 8.6 亿美元，净收益 7 300 万美元。Sensormatic 的标签为 Macy 百货商店的立体声收音机、CVS 杂货店的洗发精以及 Home Depot 的木材等各种物品提供防护。医院也使用 Sensormatic 的装置，以防止婴儿被从保育室抱走。

通过收购实现多样化经营后，Sensormatic 成为为零售业、商业、工业和政府部门市场提供产品的综合电子安全系统供应商。Sensormatic 生产并销售电子物品监视器（EAS）系统、闭路电视（CCTV）系统和进入控制系统。1995 会计年度，来自 EAS 的收入占 Sensormatic 收入总额的 57%，来自 CCTV 和进入控制系统的收入占收入总额的 34%。Sensormatic 的产品由一个世界范围的销售和服务组织营销，辅之以广泛的经营合伙人、独立分销商和经销商网络。Sensormatic 是 1996 年奥运会指定电子

该案例由博士研究生 James Jinho Chang 和 Krishna G. Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Amy Patricia Hutton 教授提出了很有助益的意见。Copyright © 1997 by the President and Fellows of Harvard College。
Harvard Business School case 9-197-041。

1 摘自 “This anti-theft company is feeling insecure,” *Business Week*, September 18, 1995。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

安全装置供应商。

电子安全行业[2]

防盗方法有两种：监控物品和监控人。电子安全行业使用 EAS 监控物品，使用 CCTV/进入控制系统监控人。EAS、CCTV 和进入控制系统被零售商用于阻止扒窃行为和内部盗窃。存货减少通常是零售商发生的继人员工资成本后第二大变动营业费用，通常占销售收入的 1%—5%。

EAS 系统由两部分组成：安装在贴在被保护物品标签中的可检测安全闭路器，以及通常位于出口附近、称为传感器的电子检测设备。到 1995 年为止，EAS 市场报告了约 10 亿美元销售收入，预计将以每年 20%的比率增长。EAS 的最终市场规模预计将达到 25 亿美元。快速的行业增长是出于以下原因：防盗装置的技术能力提高；电子安全系统的成本降低；安全人员的人工成本上升；对自选商品的需求增加。EAS 行业的主要参与者有美国的 Sensormatic，Checkpoint Systems 和 3M，还有欧洲的 Esselte Meto 和 Nedap B.V。1995 年，Sensormatic 是世界最大的电子防盗技术提供商。

零售商最初使用 EAS 产品保护非耐用品（例如，服装）。由于后来的技术进步，将 EAS 产品应用于通常被包装起来的耐用品也变得经济有效。杂货店、超级市场、家装中心和音像制品商店都开始成为 EAS 产品的用户。

Sensormatic 和 Checkpoint 主要在耐用品市场展开竞争，耐用品市场销售收入占 Sensormatic 销售收入总额的 40%。尽管 Sensormatic 和 Checkpoint 在很大程度上扩大了 EAS 的安装，1995 年 EAS 在耐用品市场的占有率仍然很低。美国 38 150 家杂货店中，只有 41%使用 EAS，而超级市场（规模为杂货店市场的 5 倍）刚刚开始使用 EAS。1995 年，美国全部 125 000 家超级市场中，只有 4%使用 EAS。目前，Sensormatic 和 Checkpoint 平分 EAS 超级市场占有率的份额。

EAS 的销售收入包括一次性销售收入和经常性销售收入。在出口处安装 EAS 传感器（一次性销售收入）要花费每家商店 40 000 美元，毛利率为 50%。经常性收入包括耐用品零售商使用的一次性标签的销售收入。预计每家超级市场每年使用 175 000 个防盗标签。每个防盗标签的售价为 0.035 美元，毛利率约为 70%。在未来 3 年中，标签的经常性收入将能由收入总额的 25%增加到 50%。[3]

Checkpoint Systems 是 Sensormatic 的主要国内竞争对手，多年来一直是很受欢迎的杂货店防盗产品提供商（1995 年拥有 71%市场份额），因为它是最早的防盗产品提供商，而且是一家低成本提供商。Checkpoint 1995 年的收入约为 2.04 亿美元，所拥有的资源低于 Sensormatic。但 Checkpoint 的竞争优势在于拥有生产诀窍、技术和专利。Checkpoint 认为其生产效率使其具有比竞争者更大的成本优势。Checkpoint 预计，产量增加将导致产品成本进一步下降。Checkpoint 的战略是继续提高在现有市场的占有率，并建立在新的地域市场中的强大经济势力。

Checkpoint 目前的技术优势在于拥有可靠的隐藏标签扫描消磁技术。在销售人员为顾客购买的商品结账时，这种技术可以为隐藏的标签消磁。而 Sensormatic 提供一种不同的技术，即没有消磁过程的绕行系统。在这种系统下，商品绕过位于付款通道的一对传感器，只有顾客通过传感器。这种绕行系统的问题在于标签的噪声污染（未被消磁的标签可能在其他商店产生错误警报）和高资本

2 这部分的一些资料来自 Deutsche Morgan Grenfell 公司 Barry J. Peter 的一份有关检查系统的报告。
3 摘自 Deutsche Morgan Grenfell Analyst Report。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

成本（每个付款通道都需要一对传感器，而非每家商店需要一对传感器）。但是，Checkpoint 的扫描消磁技术不会成为可持续的优势，因为预计 Sensormatic 也将在不久的将来开发出同样的技术。

EAS 行业的新趋势是在源头处贴标签，即在生产时把一次性标签包装在消费品上。在自动化工厂而不是零售店粘贴标签可以减少人工成本。在源头处贴标签提高了贴标签的一致性，标签隐藏在包装中的特征提高了贴标签的有效性。据认为，在源头处贴标签的最终市场规模约为每年 200—300 亿个标签。

生产 EAS 的大多数公司不仅在国内扩展，而且向国际扩展。EAS 在欧洲和拉丁美洲的销售收入显著增加。行业专家预测，EAS 在亚洲/太平洋市场的销售收入也有很大的增长机会。

CCTV 产品被用于防止零售业存货减少，并用于保护和监测办公室和生产中心的人员和资产。CCTV 系统可以单独使用，也可与 EAS 和进入控制系统结合使用。电子门锁进入控制系统允许拥有许可的员工自由进入工厂和办公室并在其中自由活动，而无需不断检查或锁门。

据预计，CCTV 和进入控制系统市场将有 20 亿—30 亿美元的合并年销售收入。这些业务的增长也得益于劳力密集方法（如雇用保安人员）成本的日益提高。CCTV 和进入控制系统公司在产品性能、多路技术、服务和价格方面展开竞争。CCTV 和进入控制系统市场高度细分，有包括飞利浦，松下，CardKey 和西屋电气公司在内的大量供应商，而且没有重大的进入壁垒。拥有大量财务和其他资源的公司可以与现有公司直接竞争。

Sensormatic 的战略

增长战略 Sensormatic 取得增长的关键因素是通过收购扩展生产线和地理市场占有率。收购旨在通过提高公司分销产品的能力和在合并后的公司实现协同效应加强 Sensormatic 的核心业务。1993 会计年度，Sensormatic 收购一家欧洲大 EAS 分销商 Automated Loss Prevention Systems（ALPS）和一家美国防盗产品生产和分销商 Security Tag Systems 公司（Security Tag）。1995 年，Sensormatic 通过股票交易收购了 Knogo 的海外业务。

收购 ALPS、Security Tag 和 Knogo 分别产生商誉约 2.23 亿美元，4 700 万美元和 1.14 亿美元，它们将在 40 年的期限内摊销。Sensormatic 认为，1995 会计年度末的这些商誉将被全部收回，因为收购旨在通过提高效率和实现与 Sensormatic 自身核心业务的协同效应加强这些公司未来的收入和收益潜力。

收购直接和间接分销渠道有助于 Sensormatic 获取全世界更大范围的潜在客户。Sensormatic 使用与进入美国工商业市场相同的方法开发欧洲市场占有率。公司认为，广阔的地域市场占有率和广泛的产品组合为它提供了竞争优势：如果一家公司使用 Sensormatic 的 EAS，它也会选择 Sensormatic 的 CCTV 和进入控制系统等其他相关安全产品，因为兼容性是一个重要问题。霍尼韦尔公司、东芝、松下、Lux Products、Monsanto 和 GTE 就是曾经使用过 Sensormatic 的 EAS，后来又选择了 Sensormatic 的 CCTV/进入控制系统的公司。

然而，Sensormatic 的管理层认为，公司的增长速度超过了其管理层和组织机构的增长。一体化 Knogo 欧洲业务的进程比计划缓慢，而且成本比计划高昂。销售收入、产品多样化及一体化被收购业务的需求超过了公司基础设施和系统的增长速度，从而导致 1995 年公司净收益减少，因为费用

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

增长明显快于收入增长。

营销战略 Sensormatic 的主要零售客户有 Blockbuster Video、Sears Roebuck、凯马特、沃尔玛、J.C.Penney、CVS 和 Crown Books。零售客户在获得收益前，不想为购买防盗系统支付现金（普通安装费的回收期为 6 个月）。

Sensormatic 营销战略的关键因素在于，通过为零售客户提供融资选择权（即卖方融资）提高市场占有率。Sensormatic 的管理层认为，这种战略会给公司带来强大的竞争优势，并帮助它迅速进入市场、提高用户忠诚度。长期融资协定只限于使用期限长的产品（即不像一次性标签那样随产品销售的产品）。

为了给客户应收账款融资，Sensormatic 与第三方融资机构达成协议，公司可以向该金融机构销售（带追索权）或转让（不带追索权）某些预先核定的美国应收账款。该计划还为 Sensormatic 提供专门研究应收账款回收业务的一些外部团体的专门技术。

Sensormatic 的主要竞争者 Checkpoint 并不过多依靠分期付款销售和递延付款销售等长期融资协议来增加收入。在 Checkpoint，根据长期融资协议进行的惟一销售业务是销售型租赁，在 1995 年销售收入总额中占很小的比例。尽管如此，Sensormatic 认为，随着时间的推移，Checkpoint 将增加长期应收账款，因为 Checkpoint 收到了大量来自折扣店的订单。

会计争议

会计政策

根据长期融资协议销售 Sensormatic 在客户取得产品使用权时确认收入，即使付款有时在其后相当长时期内无法收到也不例外。公司提供的长期融资协议包括以下内容（正如 Sensormatic 所报告的，融资选择的会计处理方法参见附录 1）：

分期付款销售。Sensormatic 对美国零售客户提供的一种主要融资选择是分期付款销售。在这种融资选择下，买价可以以等额分期付款方式（通常按月）在 1—5 年的销售合同期内支付。预定各期付款额被使用市场利率贴现为现值。该金额在产品发运日确认为销售收入。设备的法定所有权在产品发运时转移给客户，但 Sensormatic 通常保留设备的担保物权以作为应收款项的担保。Sensormatic 资产负债表中分期付款销售应收款的总金额代表分期付款销售尚未收回的应收款减未赚取利息收益、未赚取维修费收入和可疑账款备抵后的差额。

递延付款销售（展延信用期）。Sensormatic 对美国零售客户提供的第二种融资选择是递延付款销售。在这种融资选择下，付款日被递延一段时期，一般为产品发运日后 90—365 天。会计处理方法与分期付款销售方式相同——销售收入在产品发运日被使用市场利率贴现为现值。资产负债表中的递延应收款代表应收款总额减未赚取利息收益和可疑账款备抵后的差额。

销售型租赁。第三种融资选择是销售型租赁，主要向欧洲零售客户提供。在这种融资选择下，公司的设备被租赁给客户一段时期，通常为 60—72 个月。在不可撤销的租期内，与所有权相关的所有收益和风险都有效地由 Sensormatic 转移给承租人。销售型租赁确认的销售收入是预定各期付

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

款额使用市场利率贴现后的现值。该金额在 Sensormatic 的资产负债表中记作“销售型租赁净投资”，代表租赁应付款总额减未赚取利息收益、未赚取维修费收入和可疑账款备抵后的差额。[4]

向金融机构销售应收款项 Sensormatic 通过把应收款和租约转让给金融机构融通资金。这些应收款和租约被附追索权销售或不附追索权转让。

附追索权的应收款销售。当应收款和租约被附追索权销售时，如果客户拖延付款超过一定期限，Sensormatic 有责任购回应收款和租约。一旦应收款被销售（附追索权）给第三方，就不再把它们列示在资产负债表中。

在附追索权的应收款销售方式下，Sensormatic 预提因客户违约和从金融机构购回应收款产生的预计未来损失负债。1994 年 6 月 30 日，公司预提了与销售给金融机构而且未清偿、需要购回的应收款和租约 1.998 亿美元相关的或有损失 130 万美元。[5] 1995 会计年度，Sensormatic 购回约 1 300 万美元附追索权销售给金融机构的应收款/租约，其中约 860 万美元在 Sensormatic 1995 年 6 月 30 日的资产负债表中尚未清偿。在购回后，这些应收账款被记作资产负债表中的特殊应收款或销售型租赁；如有必要，还可记录可疑账款备抵。

不附追索权的应收款销售。Sensormatic 也可与第三方金融机构签订转让不附追索权应收款的协议。根据这种协议，即使客户拖延付款，Sensormatic 也没有责任购回已转让的应收款。当 Sensormatic 向第三方转让应收款（不附追索权）时，就把这些应收款从 Sensormatic 的资产负债表中消除。对已转让的应收款不预计负债，因为如果出现违约，Sensormatic 也不发生任何损失。

销售或转让的应收款通常有固定利率。尽管如此，Sensormatic 以与 1 个月伦敦同业拆放利率挂钩的浮动利率将其销售给金融机构。利率差异（固定与浮动相比较）由 Sensormatic 支付或收取。为管理与所售应收款相关的利率风险，Sensormatic 签订了诸如浮动与固定利率互换等利率合同，从而抵消了一部分利率差异付款或收款。

《巴伦氏》的批评

1995 年 3 月，行销甚广的财经周刊《巴伦氏》（*Barron's*）发表了一篇文章，批评 Sensormatic 的会计政策过于冒进。该文章指出：[6]

……尽管 Sensormatic 在上半年报告的 35%收入增长和 33%净收益增长与它在整个 1994 会计年度保持的发展速度相一致，然而，仔细阅读公司财务报表就会提出质疑，即公司必须作出日益冒进的会计假设，才能保持这种增长速度。

……Sensormatic 宣布的政策是通过为新客户提供各种灵活的递延付款协议，把资产负债表反映出的实力作为营销工具。因此，公司在资产负债表中列示大量应收款和销售型租约。而且，为把其中一些业务转变为现金，公司通常以附追索权的方式向第三方销售部分应收款。

值得注意的是，尽管公司账簿中应收款的增长与销售收入的增长大体一致，在 6—10 月间

4 摘自 White Paper, Sensormatic Electronics Corporation, Septemb er 1995。
5 Sensormatic 披露了 1994 年应计或有损失金额，但在 1995 年度报告中没有披露这一数字。
6 摘自 Barron's Financial Weekly, March 20, 1995。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

从 1.276 亿美元（1994 会计年度第 4 季度）增加到 1.745 亿美元（1995 会计年度第 2 季度），但可疑账款准备仍保持在 1 040 万美元，因此，可疑账款准备在应收账款中所占比例从 8%下降到 6%。很容易确定，如果准备仍保持在 8%，则抵减 Sensormatic 收益的税前费用将提高约 350 万美元……

此外，公司已经销售给第三方而且尚未清偿的应收款和租约从 1.999 亿美元（1994 会计年度第 4 季度）增加到 2.735 亿美元（1995 会计年度第 2 季度）。但 Sensormatic 对应收款和租约预计的或有损失仅增加 50 万美元，为 180 万美元（1995 会计年度第 2 季度），相当于尚未清偿应收款和租约的 1%。在任何情况下，这都是一个很小的比例。但是，考虑到 Sensormatic 所在行业经历的商店关闭、重组和破产循环往复的历史，这个数字无疑是很低的。除此之外，公司在上一会计年度偿还将近 1 300 万美元，即因销售应收款而收到的金融机构预付资金的 5%——主要原因在于客户违约。

……如果 Sensormatic 的业务活动和发展前景像华尔街所认为的那样好，为什么会存在上述数字？

值得一提的是，在这种背景下，尽管 Sensormatic 的内幕人士仍然拥有超过 100 万股份，但他们已经卖出了去年通过实施购股权获得的全部 157 500 股，而且以从 28 美元到公司股票创纪录的高价 39 美元（一部分）的价格卖出了另外 115 600 股……

Sensormatic 的反应

针对《巴伦氏》的批评，Sensormatic 的管理层声称，公司遵守了美国公认会计准则，而且其会计政策与 EAS 行业中很多公司的会计实务相一致。此外，Sensormatic 发布了详细说明公司会计政策的“白皮书”（参见附录 1）。

白皮书试图回答可疑账款备抵为什么没有与收入同比例增长的问题。Sensormatic 的管理层解释说：[7]

公司和许多财务分析师认为，可疑账款备抵对收入比率没有（1）可疑账款备抵对总收入比率（费用对收入）和（2）可疑账款备抵对尚未清偿的应收款和销售型租约比率有意义。在接受订单前，公司定期考察每位客户的信用质量。其后，公司持续评估账款的可回收性并为预计无法回收的账款建立备抵。这时，一项费用被记录，以反映公司对不能回收金额的最佳预计。如附录 2 所示，从 1993 会计年度到 1995 会计年度，坏账费用与销售收入的比例一直相当稳定，约为 1.9%。

公司根据近期支付模式、冲销金额等，按季评估可疑账款备抵总额，以确保其充足性，同时在必要时，记录额外的坏账费用。如附录 3 所示，从 1993—1995 年，可疑账款备抵一直很稳定，约为尚未偿还应收款的 5%—6%。

公司对可疑账款备抵的评估受几个因素影响。首先，公司披露的季末尚未清偿应收账款（过

7 摘自 White Paper, Sensormatic Electronics Corporation, September 1995 。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

期超过 30 天、60 天、90 天等等的款项）的账龄分析表稍长，似乎构成对账龄和最终回收金额表示担心的理由。尽管账龄分析表列示了从技术上看过期 30 天、60 天甚至 90 天的款项，但对许多零售商的应付账款进行内部审批和处理通常需要 30—90 天时间，从而会产生更多过期的未清偿应收账款。此外，像许多与零售商打交道的其他公司一样，公司经历过大零售商付款周期较长的历史模式。延期付款通常是大零售商的商业惯例，并不表明信誉差。通过着手加速应收款回收，公司已经把更长的收账周期作为其保持并进一步扩大市场占有率战略的一部分。因递延付款而损失的利息收益是公司对其产品定价时考虑的另一个成本要素。

其次，由于 Sensormatic 对更大、信誉相对更好客户的销售收入增加，所要求的可疑账款备抵与销售收入总额的比例下降。此外，许多欧洲客户已经同意销售型租赁付款协议，根据该协议，在预定日期直接借记客户银行存款账户，这是欧洲的商业惯例。

第三个因素是收购。通过收购取得的应收款（如通过最近会计年度收购 Knogo 取得的应收款）最初按扣除可疑账款备抵后的净值记录，正如美国公认会计准则所要求的那样。这就降低了可疑账款备抵与收购当年应收账款的比例（相对于以前年度而言）。

最后，在递延或分期付款销售方式下，公司通常保留应收款尚未清偿的大多数设备的担保物权，在销售型租赁协议方式下则保留设备的法定所有权。在两种情况下，如有必要，公司都可以收回、翻新和转售设备。旧设备很高的转售价值使 Sensormatic 得以转售收回的设备，并在很大程度上减少应收款或租赁的最终损失。

针对购回应收款和租约的风险，Sensormatic 认为，根据其经验，可以和顾客共同想出一些支付计划。Sensormatic 的管理层解释说：[8]

公司确认因违约风险产生的预计未来损失负债，已在应计负债中报告。这种负债通常一揽子预计，而不是按照个别辨认法预计，而且这种负债与尚未清偿的应收款和租约的比例比资产负债表中可疑账款备抵与应收账款和租约的比例更低。即使应收款或租约被购回，公司的经验是，在许多情况下，可以和客户共同想出一些支付计划。一个例证就是 Macy's 百货商店的案例。当 Macy's 在 1992 年初根据第 11 章（重组）申请破产时，公司购回了已经销售给一家金融机构的 Macy's 的分期付款销售应收款（约 700 万美元）。公司在其资产负债表中记录这笔应收款，并根据对潜在最终违约损失的最佳预计记录可疑账款备抵。最后，公司没有发生任何损失。即使在根据第 11 章重组时，Macy's 也被允许继续向 Sensormatic 支付预定款项，最近它提前付清了全部债务。此外，在还处于破产中时，Macy's 额外购买了许多 Sensormatic 的 EAS 设备。

近期发展

自从 1995 年 3 月《巴伦氏》批评 Sensormatic 的会计政策以来，Sensormatic 股票的空头净额在 1995 年 6 月增加到 400 万股（来自 7 300 万流通在外股票）（Sensormatic 股票的卖空趋势参见附录 5）。1995 年 7 月 7 日，由于受到卖空者在背后批评的压力，Sensormatic 宣布，公司第 4 季度收益

8 摘自 White Paper, Sensormatic Electronics Corporation, September 1995 .

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

将大大低于分析师的收益预测。在过去 10 年中，Sensormatic 从没有哪个季度收益下降。Sensormatic 的管理层声称，与更高的费用和 1995 年 1 月 Sensormatic 以价值 1.03 亿美元的股票收购对手 Knogo 公司的海外电子安全业务相关的成本导致收益更低。在公告日，Sensormatic 的股票下降 12.375 美元，以 23 美元收盘。35%的下降比例是那天所有美国股票中最高的。

几星期后，8 月 31 日，Sensormatic 宣布其 1995 会计年度经营成果的披露将被推迟，等待由 Ernst & Young 进行的补充审计。补充审计着重于两个特殊会计问题：（1）在不同报告期之间转移收入；（2）与收购 Knogo 相关的一次性费用。宣告补充审计使 Sensormatic 的股价又下降 17%。

此外，在 7 月初和 8 月末的坏消息之间，公司披露了股东共同起诉诉讼。在 7 月份股价下跌后，3 名股东提起诉讼，要求公司在收入和应收款显著增加的同时降低可疑账款准备。根据这些诉讼，Sensormatic 通过降低可疑账款准备使收益更好看。

尽管如此，一些投资者仍认为这些坏消息不能掩盖 Sensormatic 的潜在经营实力。1995 年 9 月 15 日，亿万富翁投资者乔治·索罗斯（George Soros）在证券交易委员会的登记备案，披露了他拥有 Sensormatic 6%、价值约 1.04 亿美元的股权。

1995 年 10 月 3 日，在完成补充审计后，Sensormatic 发布了 1995 年第 4 季度和 1995 会计年度的财务成果。补充审计确认了两个会计问题。首先，在某些情况下，公司把产品销售收入记入某一季度的账簿，但产品实际在该季度结束后几天发运。改正这种错误将使 3 500 万美元收入从 1995 会计年度转移到 1996 会计年度。其次，在收购 Knogo 公司的国际业务时，Sensormatic 资本化了本该费用化的项目。预计公司要在 1995 会计年度记录约 800 万美元的一次性临时费用，以改正这个错误。

Sensormatic 的管理层指出，补充审计结果表明，不恰当的会计处理对 Sensormatic 没有重大影响。一位分析师说，“这场会计问题风波终于过去，着实使我们松了一口气。很多人感到害怕——但一些人希望的灾难没有发生”。[9] 1995 年 10 月 3 日，Sensormatic 的成交量正常，股价下降到 22.88 美元，下滑 12 美分，这没有引起人们的太大吃惊。

在补充审计结束后，Sensormatic 的首席执行官兼董事长阿萨夫指出：

> 令人失望的第 4 季度收益业绩、审计调整以及对第 3 季度报表的重新编制表明，我们需要确保公司财务和管理控制的更好配合。尽管如此，与补充审计相关的会计问题与卖空者的攻击完全不同。（卖空者）一年来一直在攻击我们的会计政策，而我们的会计政策不存在任何问题（与卖空者的论点相关）。[10]

1995 年 10 月 5 日，作为对认为 Sensormatic 的会计方法不能准确反映公司财务状况这一说法的回应，Sensormatic 发表了一份 20 页的白皮书。1995 年 10 月底，Sensormatic 的股价仍为 21 美元，空头净额 600 万股（参见附录 4 和附录 5）。

---

9 摘自 Wall Street Journal, October 3, 1995。

10 卖空者销售借入的股份，认定股票价格将下降，因此他们可以通过随后购回股份而获利。从本质上看，卖空比普通投资更具风险。如果你销售卖空的股票，股份可能升到无限的金额，从而有带来无限损失的可能。如果你买入普通股票——认定价格将上涨——则你只可能损失你所投资的部分。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Sensormatic Electronics 公司：

可选择的收入业务会计处理方法示例

合同条款

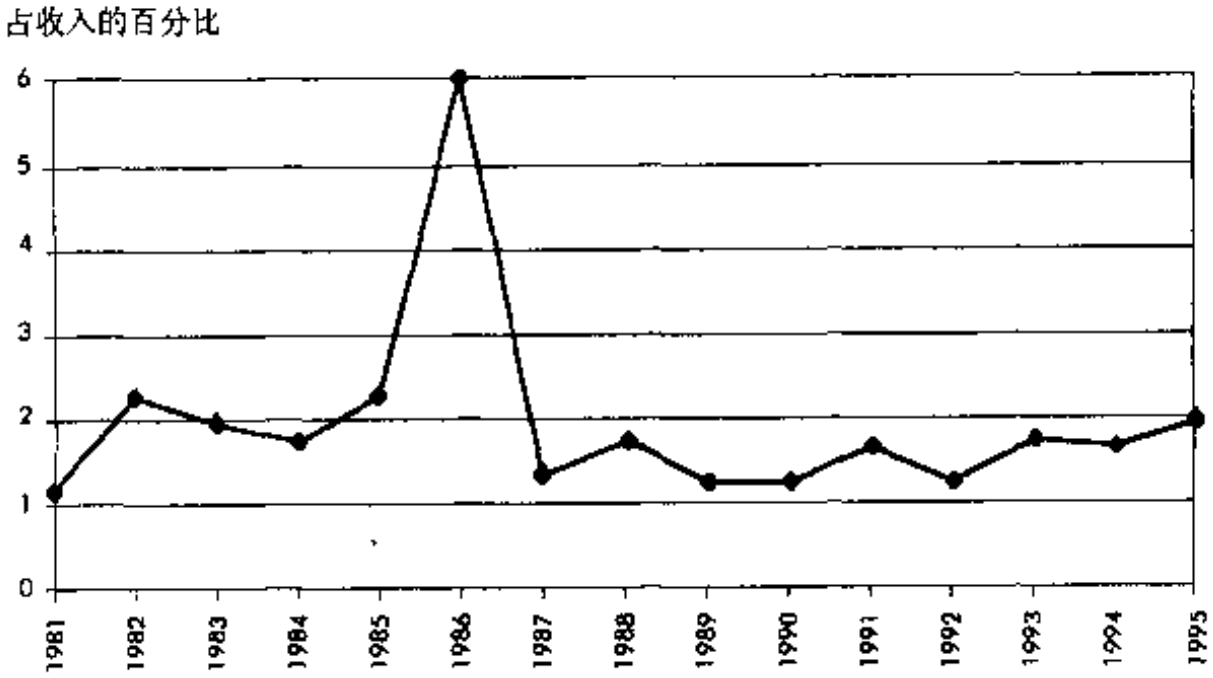
	合同日期：1995 年 1 月 1 日	发运日期：1995 年 1 月 15 日		安装日期：1995 年 2 月 15 日
			递延付款销	分期付款销
	应收账款	售应收款	售应收款	销售型租赁
合同价：				
售价	1 000	1 000	1 000	n/a
月付款额	n/a	n/a	20.50	21.00
设定利率	n/a	n/a	8.50%	none
付款条件：				
一次性付款到期日	3/15/95	7/15/95	n/a	n/a
各月付款到期日：				
总月数	n/a	n/a	60	60
最终付款到期日	n/a	n/a	1/15/00	1/15/00
市场利率				
（以合同时间为基础）	n/a	6%	9.50%	9.50%
损益表确认（1995 年 3 月 31 日前 1 季度）				
收入	1 000	971	976	1 000
成本	450	450	450	450
毛利	550	521	%526	550
资产负债表确认（1995 年 6 月 30 日）				
应收账款	1 000			
递延付款销售应收款		971		
分期付款销售应收款			976	
对销售型租赁净投资				1 000

资料来源：Sensormatic Electronics 公司白皮书，1995 年 9 月。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

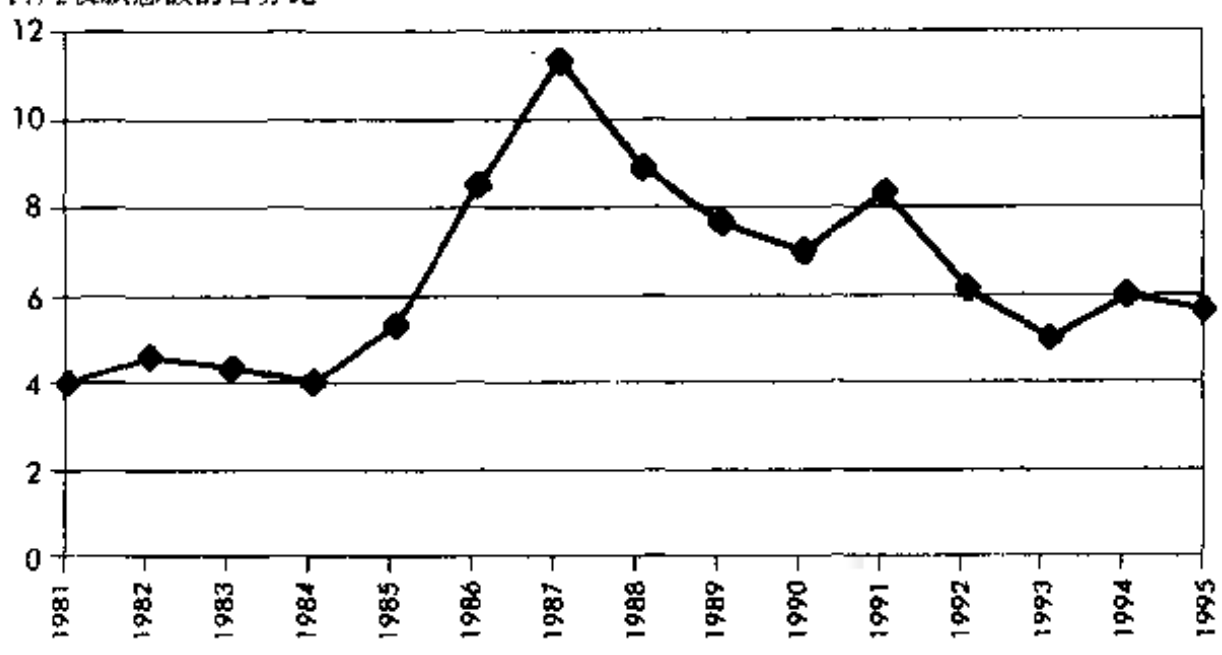
坏账费用与收入比率



资料来源: Sensormatic Electronics 公司白皮书，1995 年 9 月。

附 录 3

年末备抵与应收款总值比率

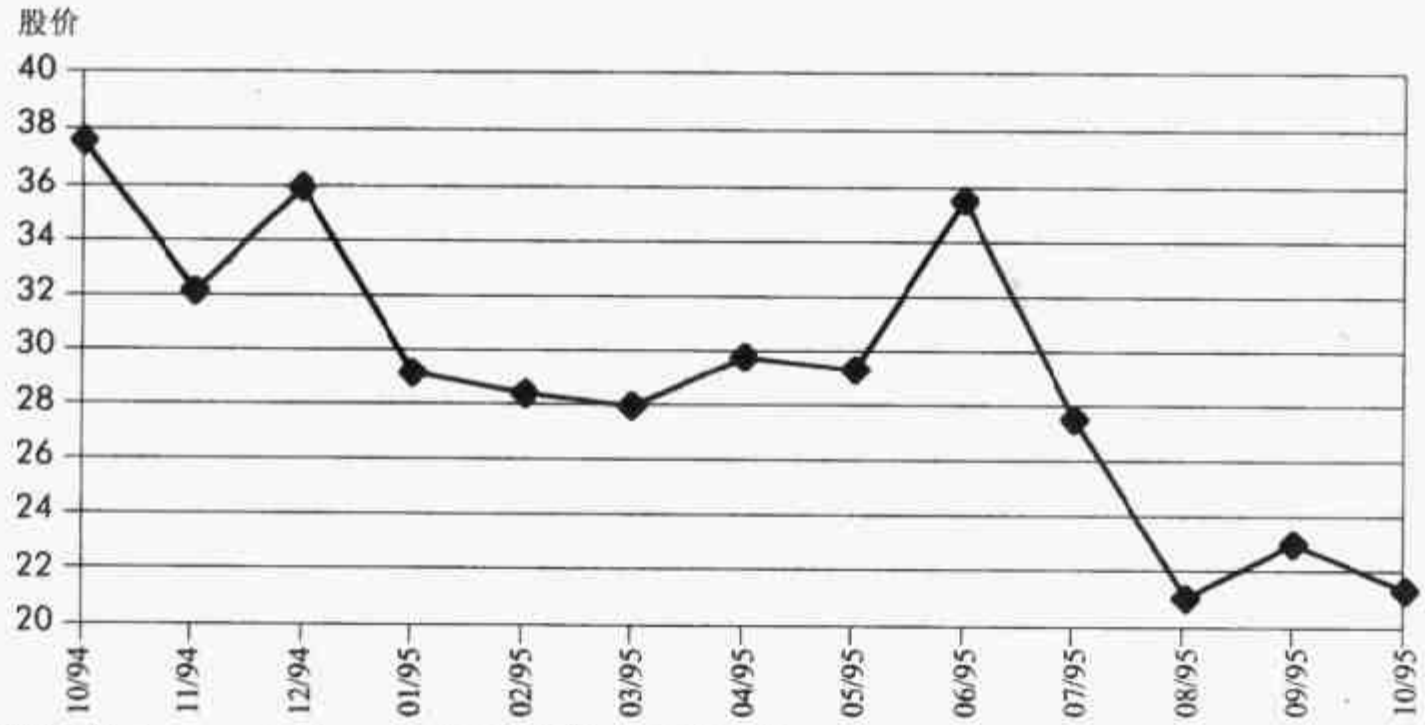


资料来源: Sensormatic Electronics 公司白皮书，1995 年 9 月。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 4

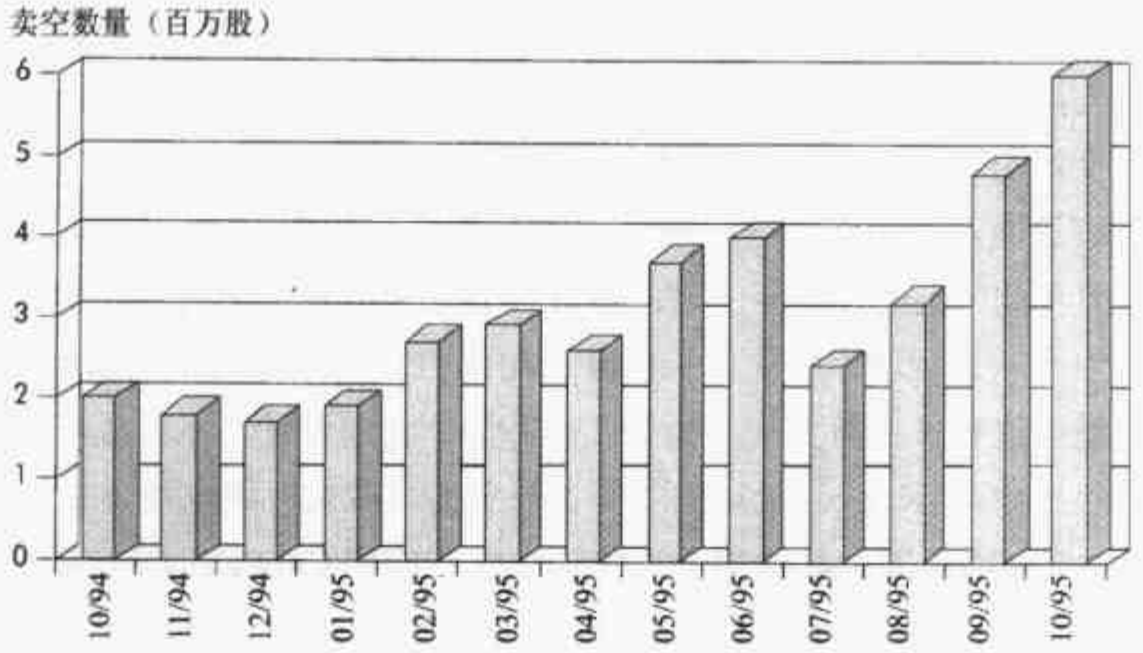
1994 年 10 月—1995 年 10 月 Sensormatic 股价



资料来源: Sensormatic Electronics 公司白皮书，1995 年 9 月。

附 录 5

1994 年 10 月—1995 年 10 月 Sensormatic 股票的卖空情况



资料来源: Sensormatic Electronics 公司白皮书，1995 年 9 月。

附 录 6

估价数据

Sensormatic 权益β系数*	1.10
1995 年 12 月短期国库券利率（3 个月）**	5.08%
1995 年 12 月 30 年政府国库券利率**	6.75%
Sensormatic 公司债券平均收益率**	8.21%
1995 年美国联邦法定税率	34%

*资料来源：Value Line Investment Survey, October 20, 1995。

**资料来源：Bllomberg Financial Analysis。

附 录 7

经整理的 Sensormatic Electronics 1995 年度报告

股东、客户和员工通告：

对 Sensormatic 而言，1995 会计年度既是成功的一年，也是令人失望的一年。我们取得了很大的成功，从而使我们对未来充满信心。收入增长 36%，各方面都取得增长——美国零售收入增长 18%，亚洲/太平洋市场收入增长 53%，欧洲市场收入增长 40%，对拉丁美洲、东欧和中东地区的出口增长 36%。最引人注目的是，我们在世界范围内的工商业业务收入增长 73%，达到 2.13 亿美元，目前约占我们业务收入的 1/4，与 5 年前只占 3%形成鲜明对比。

这种收入增长清楚地表明我们在电子安全业各方面的经营实力。在过去两年中，我们几乎使业务活动翻了一番；而在此之前，在 9 年的时间里，使业务活动翻了两番多。我们已经从单一的零售业防盗公司发展成为一家为全球零售业和工商业公司提供全承包综合安全系统的多样化经营公司。

1995 年，我们继续进行成为行业先导所必需的投资。我们通过一系列战略收购强化我们的产品并扩大市场份额，包括收购 Knogo 公司的北美以外业务，收购高终端进入控制系统的领先供应商 Software House 公司，收购英国金融业安全系统的领先供应商 Case Security 有限公司，以及收购美国领先的系统合成商之一 Glen Industrial Communications 公司。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

我们使用创新技术提供新产品，包括经改良的低成本 Ultra-Max 消磁器 Rapid Pad II，能够使 CCTV 系统和 PC 机或软件系统连接的新线路 Video Manager，以及为在欧洲实行在源头处贴标签而设计的新电磁标签。

为更好地为客户服务，我们在公司范围内实施了“关心客户”计划。在美国，该计划包括一个完全计算机化的客户应答中心，为客户提供 24 小时进入 Sensormatic 销售和服务组织服务；一个“问询台”，为 Sensormatic 代表提供专家技术和产品信息；以及一个国内业务组，在产品安装超过地域界限时为客户提供服务。我们在国际范围内也采取类似行动。此外，我们将全世界为全球客户提供支持的客户服务工程师的人数增加到 1600 多人。

为继续增加工商业业务，我们把一些公司——Robot Research，American Dynamics，Software House 和 Continental Instruments——重组为安全产品部（SPD）。组成一个单一组织后，我们能够更好地协调、控制和扩展对经销商的产品提供。4 月份，我们在巴黎建立了第一家非美国 SPD 办公室，它将作为 SPD 的欧洲业务总部。

尽管我们在客户和产品方面取得了成功，它们带来了引人注目的收入增长，但我们今年没能实现收益目标。第 4 季度的收益下降和审计师进行的全面年检表明，在强调收入增长的过程中，我们已经使公司的增长速度超过了管理层和组织机构的增长。因此，我们扩展了管理资源——从而导致净收益减少。

导致经营成果令人失望的原因如下：

- 费用增长明显快于收入增长，在本会计年度下半年尤其如此；
- 一体化 Knogo 欧洲业务的进程比预期缓慢，而且成本比预期更高昂；
- 4 个国际业务部中的 3 个收入低于预测值，从而影响了总体收益水平；
- 需要下调第 3 季度经营成果，主要是由于过早确认季度末结束后发运的某些产品和根据不标准的合同条件发运产品的收入。

由于存在这些问题，我们立即采取了修改行动。

我们集中了从前向各经营部门报告的所有财务活动。这将使公司控制更加紧密，并提高报告速度。

我们正在实施公司范围的费用降低计划，打算使公司营业费用降低 10%。

我们正在提高爱尔兰工厂的产品产量，以提高收益水平。

我们提出提高存货周转率和加速账款回收的计划。提高现金流量，同时减少债务和相关利息费用是关键的先决条件。

最重要的是，我们很高兴地宣布任命鲍伯·瓦诺瑞克（Bob Vanourek）为总裁兼首席经营官。鲍伯以前是一家国际文件处理软件、硬件和服务提供商——Recognition International 公司总裁兼首席执行官。他有超过 25 年的营销和管理经验，包括在 Pitney Bowes 的 8 年经验和在我们这个行业的几年经验。我们欢迎鲍伯的加入，并期望他能为 Sensormatic 的未来持续增长作出贡献。

尽管过去一年有些令人沮丧的事情发生，但我们的经营基础仍然处于强势。我们的市场很大，而且正在增长。我们的领导地位完好无损。在解决上述财务和管理问题的同时，我们将继续通过以下措施寻找更多的增长机会：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

- 提高全球市场占有率；
- 加速在源头贴标签；
- 增强为零售业和工商业客户建立并销售我们系统的综合能力。

最后，为帮助股东更好理解我们经营的独特性并对照上面归纳的客观情况计量我们的进步，在这份年度报告中，我们扩展了对各营业部的讨论和对财务成果的披露。我们正致力于在经营活动的各个方面实现并保持最高业绩水准——为了员工，为了客户，也为了投资者。

董事会主席兼首席执行官
罗纳德·G·阿萨夫
1995 年 10 月 16 日

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析（由案例写作者整理）

公司的合并财务报表反映公司在世界范围内营业活动的合并情况。这份说明对合并财务报表及其附注提供的具体信息进行了补充，旨在帮助读者了解公司的财务状况和经营成果。

概 述

1995、1994 和 1993 会计年度的合并收入分别比上 1 年增长 36%、35%和 57%，反映过去 3 个会计年度 42%的年环比增长率（annual compounded growth rate）。这个增长率在很大程度上应归因于公司成功地执行了产品、客户和地理市场多样化战略。1995 会计年度，超过 52%的收入来自美国国外。

导致一系列广泛的新专利产品出现的公司日益增加的内部产品研究、开发和技术活动，以及过去几年进行的有选择战略收购是多样化战略的关键因素。1995 会计年度，公司将 2 550 万美元投资于研究、产品开发和技术支持，并预计于 1996 会计年度投资 3 100 万美元。这些活动将有助于拓宽生产线和扩展产品应用范围。新产品引入市场将遵循公司的战略营销计划进行。

此外，公司在过去几年中进行了许多战略收购，包括收购总部设在美国的防盗产品生产商和营销商 Security Tag Systems 公司（Security Tag），收购以前总部设在美国的高终端进入控制和综合安全系统开发商 Software House 公司（Software House），收购美国高级 CCTV 设备生产商 Robert Research 公司（Robert Research），收购可视安全系统分销商 Case Security 有限公司，收购 Automated Loss Prevention Systems（ALPS），以及与 Knogo 公司美国、波多黎各和加拿大以外业务的合并（Knogo）。这些收购都根据多样化战略进行（参见合并财务报表附注 11）。

收购 Knogo 和 ALPS 显著扩大了公司在欧洲的市场占有率和直接分销能力。在收购 Software House、Robert Research 和 Case Security，以及 1991 会计年度收购 American Dynamics 和 1990 会计年度收购 Continential Instruments 公司过程中，通过增加面向商业、工业和其他非零售业客户的新的专利产品和分销渠道扩大了公司客户群。

公司的另一个战略是着重于扩展经常性收入。经常性收入产生于向耐用品零售商销售一次性标签，达成的与系统销售或租赁相关的维修协议，以及营业租赁的租金收入。后者是一些欧洲和亚洲

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

/太平洋地区子公司营销努力的核心。1995 会计年度的经常性收入约为 1.52 亿美元，1994 和 1993 会计年度分别约为 1.2 亿美元和 1.06 亿美元。向耐用品零售商销售一次性标签的收入是经常性收入流中增长最快的部分。从 1988 会计年度的不到 400 万美元增长到 1995 会计年度的约 7 600 万美元，年环比增长率超过 52%。

1993 会计年度，公司通过引入全球产品保护（UPP[SM]）计划，实施了努力增加未来经常性标签销售收入的关键一步。根据该计划（也称为“在源头处贴标签”），EAS 标签在生产、包装或分销过程中（而不是在零售店）被加在或粘贴在要保护的产品上。1995 年 6 月 30 日，世界各地 500 多家生产和供应商在交付零售店的商品上使用了公司的标签。公司正与世界各地耐用和非耐用商品零售市场各部门（包括音乐、家装中心和折扣店行业）的许多零售商客户、战略供应商和生产商一起工作，以加速这一行动。

1995 会计年度营业收益比 1994 会计年度下降 7%，主要是由于销售、客户服务和管理费及研究、开发和技术费增加 51%（与收入的比例从 1994 会计年度的 41%增加到 1995 会计年度的 46%），其中包括约 600 万美元与收购（主要是与 Knogo 合并）相关的费用。费用增加的一部分被毛利率为 54%的产品的销售收入增加 36%所抵消（与 1994 会计年度一致）。营业收益占总收入的比例从 1994 会计年度的 16%下降到 11%。1994 会计年度的营业收益比 1993 会计年度提高 48%，营业收益的增长超过收入增长，是由于毛利提高和营业费用减少。

出于上述原因，持续经营收益在 1995 会计年度下降 3%，在 1994 会计年度提高 33%。此外，1995 会计年度净收益为 7 400 万美元，1994 会计年度为 7 200 万美元。1995 会计年度净收益包含了与以前的终止经营相关的应付所得税减少 4 100 万美元的影响，终止经营不再需要计提准备。

财务状况

1995 会计年度，现金和有价证券增加 1 600 万美元，主要是由于：（a）短期借款增加（1.05 亿美元）；（b）依据员工福利计划发行普通股取得的收入（1 300 万美元）；（c）递延付款销售和分期付款销售应收款以及销售型租赁净减少（1 400 万美元）。其中一部分被（a）待销存货增加（6 300 万美元）；（b）资本支出（6 300 万美元）；（c）普通股股利支付（1 600 万美元）所抵消。

应收款和销售型租约总额从 1994 年 6 月 30 日的 3.09 亿美元增加到 1995 年 6 月 30 日的 4.01 亿美元，主要是由于 1995 会计年度经营水平更高和收购 Knogo（在 1994 年 12 月 29 日获得大约 3 700 万美元），部分被向第三方金融机构销售的应收款和销售型租约增加所抵消（下面将进一步说明）。

公司历史上拥有很高水平的未清偿应收款和销售型租约，按占收入的比例计量。之所以出现这种情况，部分原因在于公司的营销战略，即根据其规模和财务实力，通过为零售商客户提供融资选择（即卖方融资），提高市场占有率。该战略给公司带来极大的竞争优势，并有助于公司进入市场，提高客户对 Sensormatic 的忠诚度和支持度。之所以具有执行这种战略的能力，是因为公司的销售毛利率相对较高，资产负债表实力很强，而且能够向金融机构销售应收款和租约。

此外，像与零售商打交道的其他公司一样，公司经历过一些大零售商客户推迟付款，从而增加公司应收款账龄分析表中内容的历史模式。许多零售商的应付账款进行内部审批和处理通常需要 30—90 天时间，它们增加了公司应收款账龄分析表中的内容。此外，延期付款通常是大零售商的商业惯例，并不表明信誉差。通过着手加速应收款回收，公司已经把更长的收账周期作为其保持并进一步扩大市场占有率战略的一部分。因递延付款而损失的利息收益是公司对其产品定价时考虑的另一

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

个成本要素。

公司继续通过使用第三方服务代理商以提高开发票和收款业务的效率、扩展与第三方金融机构关系的数量和使用以销售或转让应收款和销售型租约来管理其应收款和销售型租约（参见合并财务报表附注 2）。这些正在进行的努力的结果是减少平均收账期，为公司提供在需要时将应收款和销售型租约转换为现金的灵活性。1995 和 1994 会计年度，公司分别收到应收款和销售型租约销售和转让收入 4.58 亿美元和 2.71 亿美元（分别减去因客户未支付而购回的应收款和销售型租约大约 1 400 万美元和 1 300 万美元后的净额）。

最后，来自公司支付缓慢的零售客户的短期应收款正在成为总体业务活动中相对较小的部分，因为：（1）公司扩展在源头处贴标签计划，根据该计划，公司向卖方和生产商销售标签，卖方和生产商在把产品发运给零售商之前把标签附在产品上；（2）工商业客户群继续增长，该客户群的成员往往是（i）更高级的工商业用户，拥有比许多零售商更高的信用评级；（ii）密切监控的第三方经销商和分销商网络。通过把这个新的工商业客户群加入公司从前的零售商客户群，公司发展了一个支付速度通常更快的客户群。

公司认为，在考虑了以下因素：（a）应收款的账龄和销售型租约的租期（包括从金融机构购回或应从金融机构购回的应收款和销售型租约），（b）客户的支付历史，（c）公司对根据递延付款销售和分期付款销售合同融入设备的担保物权，以及公司对根据销售型租约租入设备保留的所有权，（d）公司在需要时再销售这种设备的能力，（e）收款努力的前景，（f）与主要零售商客户的关系之后，其应收款和销售型租约的可疑账款备抵总额，以及为出售给金融机构、附完全和部分追索权的应收款和销售型租约计提的相关准备是充足的。此外，由于在地理上扩展公司的用户群，以及吸引耐用品零售商和工商业零用商，公司对非耐用品零售商的重视程度下降。

1995 年 6 月 30 日的存货比 1994 年 6 月 30 日增加 7 700 万美元，以满足预计产销量水平的增加，减少因市场需求快速增长带来的存货短缺风险。其他财产、厂房和设备增加 4 400 万美元，主要是由于在佛罗里达和波多黎各购买额外的生产设备，以及启动爱尔兰的生产设施的结果。递延所得税、专利和其他资产增加 4 200 万美元，主要是由于与 1995 会计年度被收购公司相关的递延所得税和其他资产增加。

1995 年 6 月 30 日的股东权益总额比 1994 年 6 月 30 日增加 2.25 亿美元，达到 9.53 亿美元，主要是由于发行了与收购相关的 460 万普通股（共计 1.49 亿美元），而且净收益增加。

负债总额比 1994 年 6 月 30 日增加 1.08 亿美元，达到 3.27 亿美元，主要是由于短期信贷协定借款和其他债务增加（合并带来约 2 300 万美元 Knogo 债务）。1995 年 6 月 30 日，债务对资本化市值比率为 0.26，1994 年 6 月 30 日为 0.23。

公司预计，1996 会计年度的资本支出将包括整合公司研究和产品开发，技术支持，以及某些公司营销及管理人员、新生产设备和场所资本支出约 3 000 万美元，以及研究、产品开发和技术支持支出约 3 100 万美元。这种资本需求和其他费用将通过营业活动（包括销售应收款和销售型租约）、现有现金和有价证券以及世界各地的信贷协定融资（参见合并会计报表附注 6）。

此外，公司多样化和增长战略的基本因素——未来瞄准机会的收购可以在公司认为恰当时，通过发行 Sensormatic 普通股融资。公司持有一份在证券交易委员会登记备案的上市申请表，根据该申请表，公司可以发行 450 万普通股（约 250 万股票还可使用）。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

持续经营的经营成果

收入。合并收入从 1994 会计年度的 6.56 亿美元增加到 1995 会计年度的 8.89 亿美元，增长 36%。1995 年的收入增长主要来自：（a）EAS 收入增加，尤其是来自 Ultra-Max 生产线的收入增加，该生产线主要为耐用品零售客户提供产品，并用于在源头处贴标签计划；（b）零售客户对 CCTV 产品的需求增加；（c）美国工商业集团对产品的需求增加；（d）在出于编制财务报表目的把国际子公司的本币折算为美元时，因整个 1995 会计年度与 1994 会计年度相比，美元总体处于弱势（相对于国际子公司的本币）带来的汇率影响（约为 300 万美元）。

零售客户 EAS 生产线的合并销售收入从 1994 会计年度的 4.06 亿美元增加到 1995 会计年度的 5.11 亿美元，增长 25%，主要是由于 Ultra-Max 生产线的产量增加 47%，而且合并销售收入中包括了 1995 会计年度后 6 个月 Knogo 生产线的收入（2 900 万美元）。来自出售给零售商的 CCTV 生产线的收入超过 1.12 亿美元，1994 会计年度为 7 200 万美元。来自工商业集团的收入（包括安装收入）从 1994 会计年度的 7 800 万美元增加到 1.43 亿美元，增长 83%，主要是由于向非零售客户销售 CCTV 和进入控制产品，而且包括一部分来自近期收购的增量收入。来自公司 CamEra™ 系统的销售收入从 1994 会计年度的 4 800 万美元增加到 1995 会计年度的 6 600 万美元，增长 38%。1995 会计年度，公司在世界各地共创造 2.56 亿美元 CCTV 产品和系统合并销售收入。

1995、1994 和 1993 会计年度的国际业务收入分别为 4.68 亿美元、3.33 亿美元和 2.67 亿美元，其中分别包括欧洲子公司收入 3.86 亿美元、2.75 亿美元和 2.32 亿美元。

1994 会计年度的合并收入比 1993 会计年度增加 1.69 亿美元（35%），主要是由于来自 Ultra-Max 生产线的收入增加，包括来自 Security Tag EAS 和 Ink Tag@生产线的收入，来自零售商的 CCTV 产品销售收入增加，以及来自工商业集团的销售收入增加，其中一部分被美元总体强势的影响所抵消（大约 3 400 万美元）。

1993 会计年度的合并收入比 1992 会计年度增加 1.77 亿美元（57%），主要是由于包括 ALPS 产品的收入，以及来自耐用品零售商的各 EAS 生产线的世界范围销售收入、来自零售商的 CCTV 产品销售收入、来自工商业集团的销售收入增加。

营业成本和费用。1995 会计年度，营业成本和费用增加到合并收入的 89%，1994 和 1993 会计年度分别为 84%和 85%。1995 会计年度营业毛利率下降，主要是由于：（1）销售和客户服务费比预计更高（部分原因在于一家分销中心和一家客户应答中心在美国开业，而且采取了与扩展在源头处贴标签计划相关的活动）；（2）发生与收购相关的大量一体化成本和费用，主要与收购 Knogo 相关（约 600 万美元）；（3）发生与爱尔兰的生产设施开业相关的成本；（4）发生与公司成为 1996 年夏季奥运会赞助商相关的成本。

1995 会计年度的产品销售毛利仍为 54%，与 1994 会计年度相同。1994 会计年度的产品销售毛利从 1993 年的 53%增加到 54%，主要是由于一些 EAS 和 CCTV 生产线的毛利增加（源于生产效率提高），而且包含 Security Tag 生产线的毛利（作为收购 Security Tag 的结果）；毛利增加的一部分被较低毛利产品销售收入增加（相对于 1993 会计年度）所抵消。

销售和客户服务费、管理费、研究、开发和技术费（营业费用）从 1994 会计年度占合并收入总额的 41%增加到 1995 会计年度占合并收入总额的 46%，比 1994 会计年度增加 5%，主要是由于销售和客户服务费增加，其中包括欧洲 Knogo 业务的高额一体化成本。营业费用的增加还包括美元总体弱势带来的汇率影响（大约 1 500 万美元）。1994 和 1993 会计年度的营业费用分别比上一会计

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

年度增加 31%和 62%，主要是由于业务水平更高（包括 1993 会计年度收购 ALSP 的影响），而且研究、开发和技术费分别比上一会计年度增加 31%和 20%；这种费用增加部分被 1994 会计年度与 1993 会计年度相比，美元总体强势带来的汇率影响所抵消（1 400 万美元）。

其他收入（费用）。1995 会计年度，利息收入增加 300 万美元，主要是由于与 1994 会计年度相比，1995 会计年度尚未清偿的销售型租约、递延和分期付款销售应收款金额更高。1994 会计年度，利息收入下降 300 万美元，主要是由于该年金额更高的销售型租约、递延和分期付款销售应收款的长期利率下降。1993 会计年度，利息收入增加 1 000 万美元，主要是由于收购 ALPS 所购入的销售型租约带来利息收益，而且递延和分期付款销售应收款金额更高。

1995、1994 和 1993 会计年度，利息费用分别增加 600 万美元、400 万美元和 700 万美元，原因在于短期银行借款净额增加。短期银行借款主要用于为以下项目融资（1）公司营运资本增加（包括长期应收款和销售型租约）；（2）1995 会计年度作为收购 Knogo 的一部分所承担的债务，以及 1993 会计年度因收购 ALPS 发生的长期债务增加。如前所述，为利用当时较低的现行短期利率，1993 会计年度，公司签订 3 年期利率互换协议，以通过将价值 1.35 亿美元、利率为 8.21%的优先债券的固定利率转换为以 6 个月 LIBOR 为基础的浮动利率（在整个互换协议期限内）降低本期利息费用。通过使用这些互换协议，1995、1994 和 1993 会计年度优先债券的实际利率约为 9.2%、6.8%和 6.8%。

所得税

1995 会计年度持续经营的实际合并所得税率为 22%，1994 和 1993 会计年度均为 25%。1995 会计年度的实际税率受到以下负面影响：（1）公司的国际子公司的收益按照法定税率纳税，法定税率通常高于美国实际税率；（2）无权获得美国/波多黎各税法“第 936 款”纳税利益的美国收益增加（参见合并财务报表附注 5）；（3）成本高于所收购净资产差额的摊销增加（几乎所有这种摊销都不能抵减所得税）。尽管如此，这些影响被对不再需要的以前年度应计所得税费用的调整所抵消。除上述项目外，与公司在波多黎各的经营活动相关的美国和波多黎各税法的变动（对 1995 会计年度生效），以及美国国会目前正在考虑的可能对公司更不利的变动，将继续对公司实际税率施加上升压力。美国国会近年来的立法提案试图限制或逐渐停止波多黎各的有利税收地位。公司将继续考察这些项目的可能影响，以开发缩小这种影响的战略。

终止经营

1995 会计年度，公司记录了不再需要的与以前终止经营相关的所得税负债减少 410 万美元。

净收益

1995、1994 和 1993 会计年度的合并净收益分别比上 1 年增加 200 万美元、1 800 万美元和 2 300 万美元，反映过去 3 个会计年度 33%的年环比增长率，主要原因在于以上因素的影响。

合并资产负债表

1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日（除每股面值外，以千美元计）

	1995	1994
资产		
现金和有价证券（包括 1995 年有价证券 26 727 美元和 1994 年有价证券 33 618 美元）	70 307	54 542
应收账款，净值	221 873	134 517

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1995	1994
递延和分期付款销售应收款，净值	67 843	64 375
对销售型租约的净投资	110 942	109 607
存货，净值	240 807	163 906
收入设备，减 1995 年累计折旧 46 439 美元和 1994 年累计折旧 36 183 美元	49 920	58 326
其他财产、厂房和设备，净值	150 957	107 152
递延所得税、专利和其他资产，减 1995 年累计折旧 17 685 美元和 1994 年累计折旧 13 114 美元	161 614	120 061
成本超过所收购净资产的差额，减 1995 年的累计摊销 29 863 美元和 1994 年的累计摊销 17 930 美元	496 641	343 017
	1 570 904	1 155 503
负债和股东权益		
应付账款	63 314	40 884
应计负债	209 091	143 067
应计和递延所得税	19 059	24 687
债务	326 710	219 173
承付款和或有负债		
股东权益：		
优先股，每股面值 0.01 美元，额定股数 10 000，未发行；普通股，每股面值 0.01 美元，额定股数 125 000，1995 和 1994 年分别流通在外 73 023 和 67 612	713 866	546 577
留存收益	295 680	237 553
库藏股（以成本计价）和其他，1995 和 1994 年分别为 1 095 和 1 162	(13 222)	(10 835)
货币折算调整	(43 594)	(45 603)
股东权益合计	952 730	727 692
	1 570 904	1 155 503

合并损益表

1995、1994 和 1993 年 6 月 30 日（除每股面值外，以千美元计）

	1995	1994	1993
收入：			
销售收入	762 375	557 393	398 122
租金收入	50 601	46 566	46 021
其他	76 107	52 007	43 176
收入合计	889 083	655 966	487 319
营业成本和费用：			
销售成本	353 990	256 003	188 138
收入设备折旧	16 327	14 974	15 394
销售、客户服务和管理费	383 583	251 933	192 077
研究、开发和技术费	22 666	18 023	13 739
无形资产摊销	14 598	10 246	6 963
营业成本和费用合计	791 164	551 179	416 311
营业收益	97 919	104 787	71 008
其他收入（费用）：			
利息收入	17 221	14 262	17 114
利息费用	(28 989)	(22 711)	(18 656)
其他，净值	2 900	(373)	2 518
其他收入（费用）合计	(8 868)	(8 822)	976
所得税前持续经营收益	89 051	95 965	71 984
所得税备抵	19 500	23 900	17 900

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1995	1994	1993
持续经营收益	69 551	72 065	54 084
终止经营——以前年度金额调整（附注 5）	4 100	—	—
净收益	73 651	72 065	54 084
普通股每股基本收益：			
持续经营	0.97	1.16	0.97
终止经营	0.05	—	—
净收益	1.02	1.16	0.97
普通股每股完全稀释收益：			
持续经营	0.97	1.13	0.93
终止经营	0.05	—	—
净收益	1.02	1.13	0.93

合并现金流量表

1995、1994 和 1993 年 6 月 30 日（除每股面值外，以千美元计）

	1995	1994	1993
营业活动产生的现金流量：			
持续经营收益	69 551	72 065	54 084
将持续经营收益调整为营业活动提供（使用）的净现金：			
折旧	26 705	22 603	21 446
摊销	14 615	11 681	7 917
其他非现金营业费用，净值	19 993	11 502	9 508
营业资产和负债变动净值，减收购影响后的净值：			
存货	(63 589)	(56 333)	(6 299)
对销售型租约的净投资	17 194	(42 269)	(9 824)
应收账款和应收金融机构款	(77 294)	(23 858)	(52 742)
递延和分期付款销售应收款	(3 099)	(9 268)	12 277
其他资产	(9 497)	(31 345)	1 541
应计负债	3 197	13 506	14 320
应付账款	15 108	10 801	(2 778)
所得税	(3 830)	7 473	12 631
营业活动提供（使用）的净现金	9 054	(13 442)	62 081
投资活动产生的现金流量：			
资本支出	(62 972)	(51 835)	(26 735)
购买有价证券	(843)	(18 178)	(8 921)
有价证券到期	7 717	13 294	24 262
收入设备和可用于租赁设备增加	(3 959)	(17 033)	(35 177)
收购（分别减 1995、1994 和 1993 年获得的现金 6 687 美元、1 135 美元和 8 223 美元）	(9 587)	(11 467)	(299 342)
其他，净值	5 696	5 676	2 873
投资活动使用的净现金	(63 948)	(79 543)	(343 076)
融资活动产生的现金流量：			
银行借款和其他债务	105 370	30 500	128 271
根据员工福利计划和出于收购目的发行普通股取得的收入	12 902	17 167	212 154
现金股利	(15 524)	(12 530)	(10 588)
偿还银行借款和其他债务	(25 198)	(10 329)	(109 934)
发行优先债券，净值	—	—	134 111
融资活动提供的净现金	77 550	24 808	354 014

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1995	1994	1993
现金净增加（减少）额	22 656	(68 177)	73 019
年初现金	20 924	89 101	16 082
年末现金	43 580	20 924	89 101
年末有价证券	26 727	33 618	28 798
年末现金和有价证券	70 307	54 542	117 899

合并财务报表附注

附注 1. 主要会计政策摘要

a. 披露基础。合并会计报表包括 Sensormatic Electronics 公司及其所有子公司的报表。所有重要的公司间账户和交易已经被抵消。

所附合并资产负债表以不划分流动资产和流动负债的格式披露。由于所出售和租赁存货和收入设备的组合不断变动，包括最初根据租赁合同安装的设备的销售，不可能准确确定将在本期被出售从而变现的收入设备的金额。公司认为，以非标准格式披露公司的财务状况可以避免对流动资产和非流动资产、流动负债和非流动负债关系的误解。不过，下面的附注中包括了有关某些资产和负债的流动性和非流动性的信息。

b. 现金和有价证券。公司把现金等价物（购入时将在 3 个月或更短时期内到期的具有高度流动性的投资）归类为现金。自 1994 年 7 月 1 日起，公司采纳财务会计准则委员会公告第 115 号“对某些债务和权益证券投资的会计处理”。根据财务会计准则委员会第 115 号，公司将某些非权益性投资归类为待售证券，以市价列示（与采纳财务会计准则委员会第 115 号前以成本或已摊销成本列示相对应）。未实现损益减税金后的净值记作股东权益（1995 年 6 月 30 日为损失 300 000 美元）。

c. 存货。存货按成本（先进先出）与市价孰低列示。

d. 收入设备和其他财产、厂房和设备。收入设备（主要是租用设备）和其他财产、厂房和设备（包括以融资租赁方式租赁的资产）按成本记录，使用直线法在预计使用期限内（收入设备为 4 年和 6 年，建筑物和改良投资为 10—40 年，其他财产、厂房和设备为 3—10 年）计提折旧。

e. 收入确认。根据双方签订的协议，当客户取得产品所有权时，确认设备的销售收入（即，“FOB 发运港”，“FOB 到达港”，接受客户购买目前已安装设备订单或由第三方租赁公司接受营业租赁和相关设备）。支付条件为现金支付和/或接受递延付款条件（即递延付款期通常不超过 365 天）或根据设定或合同利率分期付款（付款期通常为 60 个月），而且通常为有担保交易。销售型租赁（主要是付款期为 60 个月或更长）是在收到金额等于根据固定不可撤销租赁条件确定的最低租金现值的客户订单和发运单时，确认销售收入。递延和分期付款债务及对销售型租赁净投资的利息收入使用实际利率法在合同期内摊销。公司还以通常为不可撤销的长期营业租赁方式（租期主要为 36—54 个月）租赁设备。租金收入在租期内实际赚取时确认。1995 年 6 月 30 日，不可撤销营业租赁的最低未来租金共计（以百万美元计）107.2，应于以下时间支付：1996 年——32.4；1997 年——25.8；1998 年——22.0；1999 年——15.5；2000 年——11.5。

服务费收入在实际赚取时确认，维修收入在服务合同期内按比例确认。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

f. 研究、开发和技术费。1995、1994 和 1993 会计年度，“研究、开发和技术费”分别包括研究和开发费 1 820 万美元、1 470 万美元和 1 190 万美元。

g. 外币折算和折算的会计处理。国际子公司的资产和负债按资产负债表日汇率折算为美元，收入、成本和费用按各会计年度的平均汇率折算为美元。由此产生的折算调整和因某些公司间交易产生的折算损益不包括在经营成果中，而是累计在合并股东权益的一个单独项目中。因其他公司间交易产生的折算损益包括在经营成果中。

公司不为对国际子公司净资产的投资（1995 和 1994 年 6 月 30 日分别共计 3.7 亿美元和 2.5 亿美元，主要位于欧洲的 15 个国家）进行汇率波动套期保值，因为这种计划的经济成本很高，而且公司的投资具有长期性。因汇率波动产生的损益（1995 和 1994 会计年度分别为净收益 200 万美元和 1 590 万美元）不包括在经营成果中，而是累计在合并股东权益的一个单独项目中。

公司拥有购买期汇合同和期权的会计政策，旨在为某些可确指的外汇预期和公司间承付款进行套期保值。期汇合同和期权按成本计列。在结算期前一期间发生的这种期汇合同和期权以及相关套期保值承付款带来的市场价值损益被递延到结算期间确认。期汇合同和期权结算产生的现金流量包括在营业活动提供的现金中。

1995、1994 和 1993 会计年度，结算佛罗里达和波多黎各生产产品的公司间转移及对某些子公司销售产生的外汇兑换净损益分别为（以百万美元计）3.0、0.7 和(0.1)。此外，1995 和 1993 会计年度，在收购 Knogo 和 ALPS 后，分别确认了临时外汇兑换净收益 220 万美元和 130 万美元。外汇兑换净收益包括在合并损益表的“其他收入（费用）”中。

h. 无形资产。专利按成本计列，使用直线法在 17 年的期限内摊销。成本高于所收购净资产的差额使用直线法在 20—40 年的期限内摊销。如果实际情况和环境表明成本高于被收购净资产的差额（或商誉）的账面价值可能发生了减损，则将对该价值进行审查。如果审查表明商誉不能像根据所收购资产的预计未折现现金流量确定的那样，在剩余的摊销期内全部回收，则将对商誉的账面价值进行调整（参见附注 1k.和 11.）。

i. 利率合同。根据利率互换协议和利率上限协议（利率合同）产生的利率差异付款或收款在利率发生变动时预计，并确认为对利息费用的调整。如果公司决定在到期前结束利率合同，则提前结束利率合同所支付或收到的升贴水将在原始合同的剩余期限内摊入利息费用。利率合同按成本计列。

j. 普通股每股基本和完全稀释收益。普通股每股基本收益按照本期流通在外普通股和稀释约当普通股的加权平均数计算。约当普通股包括根据员工福利计划和普通股认股权证发行的购股权。1993 和 1994 年普通股每股完全稀释收益包括利率为 7%，将于 2001 年到期的可转换次级公司债券。如果发生转换的稀释影响，这些可转换债券于 1994 年 5 月全部转换。

k. 预期会计变更。1995 年 3 月，财务会计准则委员会公告第 121 号“长期资产价值减损和长期资产处置的会计处理”发行。财务会计准则委员会第 121 号要求，在长期资产（例如，收入设备，财产、厂房和设备，专利，以及与这些资产相关的成本高于所收购净资产的差额）存在价值减损迹象且这些资产预计创造的未折现现金流量低于资产的账面价值时，记录长期资产的价值减损损失。财务会计准则委员会第 121 号还说明了打算处置的长期资产的会计处理。

公司将于 1996 会计年度第 1 季度采纳财务会计准则委员会第 121 号，而且从目前情况看，公

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

司认为采纳该条款不会对公司产生重大影响。

1995 年 7 月，紧急问题工作组（EITF）达成一致意见，对可以出于编制财务报告目的进行套期保值的公司间外币承付款的范围作出了限制。该限制适用于 1995 年 7 月 21 日后发生的交易。有关该事件对公司营业成果或套期保值战略的本期或未来影响，公司还没有完成复杂性分析和全面研究。然而，公司认为它可以修改现行套期保值实务，以便在不对公司财务状况产生重大负面影响的情况下，遵照新的一致意见行事。

l. 重新归类。以前年度合并财务报表中的一些项目已经被重新归类，以便与本会计年度的披露相一致。

附注 2. 应收款和对销售型租赁的净投资

应收账款按减可疑账款备抵后的净值计列，1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日分别为 1 350 万美元和 1 040 万美元。

递延应收款净值（1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日尚未偿还金额分别为 2 450 万美元和 3 050 万美元）和分期付款销售应收款按减以下款项后（6 月 30 日金额，以百万美元计）的净值计列：

	1995	1994
可疑账款备抵	5.5	6.4
未赚取利息和维修费收入	24.4	19.5

公司根据在 2002 年以前各年到期的销售型租赁协议租赁设备。对销售型租赁的净投资包括以下内容（6 月 30 日金额，以百万美元计）：

	1995	1994
应收最低租金	168.8	151.6
未收回最低租金备抵	(7.5)	(3.4)
未赚取利息和维修费收入	(50.4)	(38.6)
	110.9	109.6

1995 年 6 月 30 日的应收款净值和对销售型租赁的净投资分别应于以下时间按以下金额（以百万美元计）支付：1996 年——252.0 和 21.2，1997 年——12.7 和 22.8，1998 年——11.8 和 21.8，1999 年——8.9 和 21.3，2000 年——4.4 和 18.2；对销售型租赁而言，其后应支付 5.6。

公司与第三方金融机构签订协议，根据协议，公司将某些美国分期付款销售应收款、欧洲销售型租约和某些相关权利销售给金融机构。协议规定，如果某些事件发生（主要与客户不付款或其他与客户相关的违约有关），公司有义务购回特定的应收款和销售型租约。

根据美国的基本协议，公司向金融机构销售固定利率应收款，金融机构在应收款期限内按与 1 个月 LIBOR 挂钩的浮动利率赚取利息，因利率变动产生的利息差异（变动金额）由公司支付或收取。为管理与变动金额相关的风险，公司签订金额（在一揽子基础上）等于所销售应收款的未偿还本金的利率合同，这样就可以抵消一部分利率差异付款或收款，从而限制公司支付或收取的变动金额。

此外，公司还与第三方金融机构签订协议，根据协议，公司可以转让某些预先核定的美国应收账款。在 1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日，根据这种协议转让且尚未偿还的应收款分别为 7 970 万美元和 5 790 万美元（几乎所有转让的应收款都不附客户不能支付情况下的追索权），金融机构已

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

经分别向公司预付了预期能够收回的应收款 7 460 万美元和 5 000 万美元（以波动利率计息，1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日分别为 6.5%和 4.9%）。

1995 和 1994 会计年度，公司根据这些协议销售和转让应收款和租约收取的收入分别为 4.581 亿美元和 2.705 亿美元（减因客户未付款购回的应收款和租约分别约为 1 260 万美元和 1 280 万美元）。1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日，附有各种金额追索权的所售应收款和租约的未收回本金分别共计 3.330 亿美元和 1.998 亿美元。公司对所售应收款和租约计提了充足的准备，包含在应计负债中。

1995 年 6 月 30 日，根据这些协议，应付金融机构的余额共计 820 万美元，将在 1 年内到期，包含在“递延所得税、专利和其他资产”中。

1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日，公司拥有应收美国零售市场中以下部门的款项（包括附追索权应收款），这些款项反映了公司信用风险的集中程度：百货商店和折扣店 1995 年——4 890 万美元，1994 年——4 050 万美元；超级市场 1995 年——3 190 万美元，1994 年——2 620 万美元；专卖店 1995 年——2 620 万美元，1994 年——3 070 万美元。假设这些应收款的债务人在 1995 年 6 月 30 日不能完全按应收款协议的条件执行，公司预计在上述各零售市场将分别发生约 3 610 万美元、2 110 万美元和 2 120 万美元的损失，反映应收款减相关可疑账款备抵和为这些应收款提供担保的抵押设备的预计可实现价值后的金额。公司通过信用审查程序、收账实务以及保持基本设备的担保权益和再销售收回设备能力的政策使其信用风险最小化。

1995、1994 和 1993 会计年度，与应收款和销售型租赁相关的可疑账款备抵的变动情况如下所示（以百万美元计）：

	1995	1994	1993
年初余额	20.1	13.5	10.6
冲减收益的追加金额	19.6	11.0	8.8
冲销金额，净值	(15.5)	(6.1)	(5.6)
其他（包括货币折算）	2.2	1.7	(0.3)
年末余额	26.4	20.1	13.5

附注 5. 所得税

自 1993 年 7 月 1 日起，公司采纳财务会计准则委员会公告第 109 号“所得税会计”（FASB No.109）。由于 FASB No.109 允许，公司决定不再重新编制以前期间的财务报表。这种变更的累积影响不大，因此在 1994 年 6 月 30 日前 1 年的合并损益表中没有单独报告调整。

美国（包括波多黎各）及其国际子公司的所得税前持续经营收益如下所示（以百万美元计）：

	1995	1994	1993
美国	62.8	65.7	49.8
国际	26.2	30.3	22.2
	89.0	96.0	72.0

所得税前持续经营收益的所得税备抵由以下内容组成（以百万美元计）：

	本期	递延	合计
1995：			
美国联邦	2.0	4.6	6.6
国际	3.2	10.0	13.2
其他	—	(0.3)	(0.3)
	5.2	14.3	19.5

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	本期	递延	合计
1994：			
美国联邦	5.6	2.1	7.7
国际	12.3	3.1	15.4
其他	1.4	(0.6)	0.8
	19.3	4.6	23.9
1993：			
美国联邦	8.4	(4.1)	4.3
国际	11.0	(0.2)	10.8
其他	3.3	(0.5)	2.8
	22.7	(4.8)	17.9

递延备抵按减 1995 年与营业净亏损相关的纳税利益 2 000 万美元、1994 年与营业净亏损相关的纳税利益 410 万美元后的净额列示。法定美国联邦所得税率与所得税前持续营业收益的合并实际税率之间的调节如下所示：

	1995	1994	1993
法定税率	35.0%	35.0%	34.5%
波多黎各营业活动的免税收益和免税投资收益带来的利益	(10.2)	(9.5)	(12.0)
成本高于所收购净资产差额的摊销	4.6	2.7	2.7
以前年度应计款项的调整	(4.9)	(3.4)	—
其他	(2.6)	0.1	(0.3)
	21.9%	24.9%	24.9%

附注 9. 承付款、或有负债和其他事项

a. 承付款。公司租入某些营业厂房和设备。1995 年 6 月 30 日，厂房、设备和其他资产的未来租赁承付款共计 4 820 万美元，应于以下时间按以下金额支付（以百万美元计）：1996 年——12.0，1997 年——11.7，1998 年——5.8，1999 年——3.6，2000 年——2.3；其后 12.8。租赁费用按以下金额冲减营业收益（以百万美元计）：1995 年——10.4，1994 年——10.2 和 1993 年——4.7。

b. 或有专利权转让使用费。与某些收购相联系，公司要对被收购业务在 1996—2004 年间创造的收入支付专利权转让使用费。这种或有费用在发生时，将被记作相关收购的额外成本，并在剩余摊销期内摊销。1995、1994 和 1993 年的专利权转让使用费分别为 1 330 万美元、760 万美元和 560 万美元。

c. 诉讼。1995 年 7 月、8 月和 9 月，在公司公告 1995 年 6 月 30 日前 1 季度和前 1 年的收益可能明显低于预期后，股东对公司提起了 13 项诉讼；最近的诉讼修正案针对公司公告年度末将进行补充审计提出。各种诉讼声称，被称为被告的公司及公司一些董事和官员发布了有关公司经营前景的错误和容易引起误解的公告，没有遵循恰当的会计实务，也没有披露不利信息。--份诉讼还声称，公司没能披露据称是由某些产品引起的影响股东个人的危险。原告代表自己和其他在诉讼所确指的期间购买公司普通股或相关证券的推定同类成员，正在寻求签发共同起诉证明，索要取消的赔偿金和/或非特指赔偿金，以及利息、成本和各种费用。在据称是代表在公司与 Knogo 公司合并中获得股份的公司股东提起的一份诉讼中，股东提出的法律补救方案还包括废除对合并的投票表决。也是在 1995 年 9 月，股东对公司提起 3 个派生诉讼，控告公司违反受托职责、管理不善和浪费资产。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

除其他法律补救法案外，这些原告正在寻求有利于公司的归还和/或赔偿以及强迫接受法定信托。公司打算积极对这些诉讼作出抗辩。目前不能确定诉讼的最终结果。因此，在合并财务报表中没有对可能产生的任何负债建立备抵。

d. 中期财务报表的重新编制。1995 会计年度，与该年度被错误记录的某些产品发运相关的收入被公司独立注册会计师查出，并报告给董事会审计委员会。审计委员会批准对 1995 会计年度进行补充审计，并聘请独立的法律顾问帮助调查此事。调查结果表明，某些会计记录的不合规则导致对 1995、1994 和 1993 会计年度各季度某些发运产品的收入及相关成本和费用的错误记录。不合规则的发运既包括实际在各季度末以后进行的发运，也包括根据非标准合同条款进行的发运。此外，在 1995 会计年度，某些费用在第 3 和第 4 季度被错误地资本化为 Knogo 公司买价的一部分。对发现的这些情况进行仔细评估后，公司断定 1995 会计年度第 3 季度的财务报表需要重新编制（参见附注 13）。而且，公司认定这些事件对 1993、1994 会计年度，两年中的各季度，以及 1995 会计年度第 1 和第 2 季度的影响不大，因而不需要重新编制这些期间的财务报表。

附注 11. 收购

1994 年 12 月 29 日，公司以约 310 万公司普通股（价值约为 1 亿美元）收购了 Knogo 公司（“Knogo”）美国、波多黎各和加拿大以外的业务。根据初步的买价，对在 Knogo 收购中所购入的主要可确指资产及承担和/或发生的负债的价格分配如下：

现金和有价证券	5.8
应收账款，净值	18.7
对销售型租赁的净投资	17.8
存货，净值	12.5
递延所得税、专利和其他资产，净值	26.0
应计负债	54.0
债务	23.5

1993 会计年度，公司以共计约 3.23 亿美元收购了一家欧洲 EAS 和 CCTV 产品大分销商 Automated Loss Prevention Systems(ALPS)和一家总部设在美国的防盗产品生产商和营销商 Security Tag Systems 公司（Security Tag），其中包括约 2.8 亿美元现金（通过发行 1 260 万普通股取得的净收入约 1.948 亿美元和根据短期信贷协定取得的借款筹集）和 150 万公司普通股（价值约 4 300 万美元）。收购 Knogo、APLS 和 Security Tag 分别带来成本高于所收购净资产的差额约 1.14 亿美元、2.23 亿美元和 0.47 亿美元（根据 Knogo 买价的初步分配方法计算），使用直线法在 40 年的期限内摊销。对这些收购采用购买法核算，各子公司自各自收购日被并入公司财务报表。

如果假定收购 Knogo（1995 和 1994 会计年度）、ALPS（1993 会计年度）和 Security Tag（1993 会计年度）在各年年初实现，则公司 1995、1994 和 1993 会计年度未经审计的简明试算合并损益表可概括如下（除每股数据外，以百万美元计）：

	1995	1994	1993
收入总额	922.3	726.1	510.2
所得税前持续经营收益	89.6	108.7	72.3
净收益	73.7	79.3	53.9
普通股每股基本收益	1.00	1.22	0.91
普通股每股完全稀释收益	0.99	1.16	0.89

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

试算数据并不旨在表明如果收购在设定日期完成可能取得的经营成果（参见财务报表和公司年度报告中 1995 年 1 月 11 日归档的表 8-K 以及 1995 年 1 月 27 日归档的修订后的表 8-K/A 中与 Knogo 相关的其他信息）。

通过 1995、1994 和 1993 会计年度收购，所购入资产的市场价值如下所示（以百万美元计）：

	1995	1994	1993
支付的现金（减购入现金）	9.6	11.5	299.3
承担和/或发生的负债	101.1	13.2	76.6
普通股	149.3	31.0	43.4
所收购资产的市场价值	260.0	55.7	419.3

公司董事

Ronald G. Assaf
董事会主席兼首席执行官

Jerome M. LeWine
Christy & Viener 合伙人
律师

John T. Ray, Jr.*
H.B.Fuller 公司
ASC 部高级副总裁

Robert A. Vanourek
总裁兼首席经营官

James E. Lineberger
高级管理人员委员会主席
Lineberger & Co.私人
持股公司合伙人

Timothy P. Hartman
得克萨斯国家银行主席
私人投资者

Thomas V. Buffet*
董事会副主席
Chipper Investments 总裁
Automated Security 退休
董事会主席兼首席执行官

Arthur G. Milnes*
Carnegie-Mellon 大学
电子工程系荣誉教授

*审计委员会成员

独立注册会计师报告

Sensormatic Electronics 公司董事会

我们审计了所附 Sensormatic Electronics 公司 1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日的合并资产负债表，以及截至 1995 年 6 月 30 日前 3 年各年的相关合并损益表、股东权益表和现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Sensormatic Electronics 公司 1995 年 6 月 30 日和 1994 年 6 月 30 日的合并财务状况，以及截至 1995 年 6 月 30 日前 3 年各年的合并经营成果和现金流量状况。

正如合并财务报表的附注 9 所说明的，公司是声称公司违反了联邦证券法的股东提起的各种诉讼中的被告。公司强烈驳斥了这些指控，并打算对这些诉讼作出抗辩。目前不能确定诉讼的最终结果。因此，在合并财务报表中没有对可能产生的任何负债建立备抵。

也正如合并财务报表的附注 5 所说明的，1994 会计年度公司变更了所得税的会计处理方法。

ERNST & YOUNG LLP

佛罗里达州西棕榈滩

1995 年 9 月 30 日

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Part 4

第四部分

补 充 案 例

Anacomp 公司

Brierley Investment Limited

纽约市

Comdisco 公司（A）

Comdisco 公司（B）

CompUSA

计算机行业在 1992 年

化学制品行业的债券评级

Donna Karan International 公司

Echlin 与 SPX

Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部公司

Murray Ohio 制造公司

Olympic 财务有限责任公司

Revco D.S.公司

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Anacomp 公司

1982 年 9 月 10 日，计算机软件公司 Anacomp 发布在纽约证券交易所上市后第 1 年的年度报告。1982 年以前，公司的股票在场外交易。在年度报告中，Anacomp 的管理层概述了公司的新软件系统开发战略：

> Anacomp 致力于成为世界领先的银行业软件和服务供应商。Anacomp 及其子公司拥有具备许可证的软件产品，提供数据处理服务，而且与全世界价值超过 2 000 亿美元的金融机构签订了软件咨询协议。但银行市场正在发生迅速变化。规则和技术变化使银行与其他金融机构之间的差异变得模糊。银行客户——既包括零售商也包括批发商——日益老练和苛求。银行家要求支持全部客户关系的计算机系统快速适应产品变化，并满足银行业的昼夜服务要求。
>
> 从 1979 年起，Anacomp 一直在开发全新的新一代银行业计算机软件系统，以满足日益发展的需求。Anacomp 的软件开发努力是独立的计算机服务销售商进行的最坚实的努力之一。它是建立在 Anacomp 的一项创新——软件研发合伙企业——以及使潜在客户参与开发他们将最终使用的软件产品的理念基础上。
>
> 1979 年，当 Anacomp 的净资本为 1 000 万美元时，它认识到以 1 200 万美元的成本开发一个以 IBM 为基础的大型新实时零售银行业系统的机会。预计该系统的开发需要花费几年的时间完成。Anacomp 选择有限合伙方式减轻公司股东的财务风险。为确保开发出优良的产品，Anacomp 还寻求具有代表性的大金融机构——银行产品的最终用户的参与。为促使这些银行成为合作开发者，有必要表明所需资金已经到位，而且 Anacomp 作出了坚定的承诺。有限合伙是促使 4 家“主要开发银行”共同投入 600 万美元和 24 名软件开发人员从事该项目开发两年的最好方式。
>
> 后续的 4 家合伙企业——BANKSERV 10000，CEFT，CDA 和 CIBS 的建立也是出于同样的考虑。各合伙企业承担开发风险；除 BANKSERV 10000 外，每个项目都有几家大银行作为 Anacomp 的合作开发者。开发的任何产品都成为该合伙企业的财产。Anacomp 有购买产品的选择权，但没有实施这种选择权的义务；Anacomp 在 1982 年确实购买了 CIS 和 BANKSERV 10000 系统。自 1979 年起，Anacomp 总共筹集了超过 6 000 万美元资本用于开发批发和零售银行业的新软件产品。

公司背景

Anacomp 公司由计算机理学博士罗纳德·帕拉马拉（Ronald Palamara）创建，总部设在印第安

该案例由 Krishna Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1987 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-187-153。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

纳州印第安纳波利斯，1969 年作为一家计算机和数据服务公司开业。公司提供计算机软件系统的设计和执行以及客户计算机中心管理服务，还经营客户数据中心，提供数据处理和缩微拍摄服务，并出售缩微设备。公司认为其未来增长将主要来自银行业软件的设计和开发。

1980 年以前，公司为商业银行和储蓄机构提供的主要专利软件系统是客户一体化/参考文件（CI/RF）系统。CI/RF 使客户的银行业关系——如审核、储蓄、贷款等一体化，并把它们纳入一个单独的记录中。该系统由包括 Manufactures Hanover Trust 和 Sumitomo Bank of California 在内的全美 20 个州的银行使用。该系统及软件主要运用为 NCR 公司生产的计算机设计的计算机语言。

从 1980 年开始，Anacomp 宣布为银行和其他金融服务业开发新软件系统的计划。公司为零售银行业开发了两种新产品：持续一体化系统（CIS）和 BANKSERVE 10000 系统。CIS 被称为为 IBM 生产的计算机设计的第一个在线实时零售银行业业务处理系统。BANKSERVE 10000 系统将允许银行共享全国或地区销售点终端或自动点钞机网络。

Anacomp 还宣布了开发一系列软件系统的计划，以帮助银行更有效地与其批发商客户——公司、机构和其他银行交易。预计公司电子资金转让（CEFT）系统将使三种银行功能：收取外部支付款项的电子资金转让功能，使银行内部收支实现自动化的资金转让功能，以及使银行得以检测自身及每位客户现金状况的公司资金控制功能相结合。预计 Anacomp 打算开发的另一种银行业产品——公司存款和分析系统（CDA）将使银行与大公司及其他银行之间的储蓄关系自动化。

1982 年 8 月，公司宣布开始开发另一种新的软件系统——公司国际银行业系统（CIBS）。CIBS 是到目前为止公司打算开发的最复杂系统，旨在帮助大国际银行使其某些内部资金运营自动化，生成有关银行外币头寸的全部信息，并使信用证和跟单信用证收款程序自动化。

Anacomp 的管理层认为，如果上述软件系统成功开发和执行，将使公司成为银行业软件和服务的领先供应商。

行业状况和竞争[1]

计算机服务业的显著特征是增长非常迅速。根据一家领先的国际咨询公司 INPUT 的统计，1981 年计算机服务收入共计 189 亿美元，比 1 年前的 154 亿美元提高 23%。INPUT 估计，1981—1986 年间该行业的年增长率约为 23%。

计算机服务业有三个主要部门：处理服务、专业服务和软件产品。处理服务领域中的公司为客户提供利用大计算机中心的服务。大计算机中心提供成批处理、远程计算机服务和设备管理服务。1981 年，处理服务部门收入占计算机服务业总收入的 57%，预计 1981—1986 年间将以 17%的年增长率增长。专业服务部门中的公司为客户提供内部数据处理的替代服务，包括订制执行专门任务的计算机系统和程序，以及管理数据处理设备。1981 年，专业服务部门收入占计算机服务业总收入的 23%，预计 1981—1986 年间将以 29%的年增长率增长。计算机服务业的第三个部门——软件产品部门是增长最快的部门。软件产品由指导计算机设备执行任务的操作指令组成。预计 1981—1986 年间软件部门将以 33%的年增长率增长。

1 这部分的资料来自 Standard and Poor's1982 年 10 月 21 日对办公设备系统和服务的行业调查。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

计算机服务业的高增长率源于计算机的大量安装和计算机服务提高客户生产力价值的实现。由于生产成本日益降低，20 世纪 60 和 70 年代取得显著增长的硬件领域从此呈现像商品一样的状况。另一方面，计算机服务的价值和价格提高。

1982 年，计算机服务业包括从小软件经营商到 IBM 和 Control Data Corporation 等行业巨头在内的约 5 000 家公司。该行业中的小公司一般集中服务于特定的市场，其业绩取决于影响所服务的小部门的因素。

在 Anacomp 提供服务的各个领域都存在激烈的竞争。在计算机服务领域，Anacomp 与其他计算机服务公司、主机制造商和开发内部计算机服务能力的公司展开竞争。在数据中心服务领域，Anacomp 与其他数据处理和缩微服务公司展开竞争。Anacomp 认为它所提供的服务在所经营的各个领域只占一小部分。

计算机服务业受需要不断适应提供有竞争力服务要求的快速技术变革的影响。计算机服务业中的竞争主要以技术能力和专门技术、定价、工作质量以及满足系统开发最终期限要求的能力为基础。在 Anacomp 的其他经营领域，竞争以所提供服务和产品的可靠性和及时性为基础。

高级管理层

1982 年 9 月 Anacomp 高级管理人员的姓名、年龄、当时和以前职位如下所示：

罗纳德·D·帕拉马拉，博士，42 岁，在过去 5 年多的时间里一直担任公司董事会主席兼总裁。

斯坦利·E·赫希菲尔德（Stanley E. Hirschfeld），47 岁，1981 年成为公司开发部高级副总裁。在此之前 5 年多的时间里，担任 Anacomp 财务部副总裁。

拉尔夫·C·麦考利（Ralph C. McAuley），47 岁，1981 年成为 Anacomp 计算机服务集团总裁。在此之前 5 年多的时间里，担任数据处理服务部副总裁。

约翰·J·弗拉尼根（John J. Flanigan），42 岁，1981 年成为数据服务集团副总裁。在此之前 5 年多的时间里，担任数据处理服务部副总裁。

克里斯托弗·达菲（Christopher Duffy），44 岁，1981 年成为副总裁兼首席行政官。在此之前 5 年多的时间里，担任一家印第安纳波利斯电视台副总裁兼总经理。

迈尔斯·汉南（Myles Hannan），44 岁，1981 年成为财务部副总裁，首席律师兼秘书长。1979 和 1980 年，担任特拉华北部公司法律和行政部副总裁。在此之前两年多的时间里，他担任 Stop & Shop 公司法律和员工部副总裁。

威廉·C·阿特（William C. Ater），40 岁，1981 年成为行政部副总裁。1979 和 1980 年，担任 Anacomp 银行数据处理部副总裁。在此之前两年多的时间里，他担任 NCR 公司的各种计算机管理职位。

在 1981 会计年度末，全部高级管理人员和董事共拥有 15.1%Anacomp 普通股，在该年共收到 290 万美元现金和现金等价物形式的报酬。

新软件系统开发

Anacomp 以独特的方式组织并为其新软件开发融资。在结束于 1980 年 6 月 30 日的会计年度，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Anacomp 开始开发一个称为持续一体化系统（CIS）的大型新计算机软件系统，该系统将向大金融机构销售。Anacomp 的管理层认为，CIS 代表公司现行 CI/RF 系统的巨大进步。

Anacomp 声明，鉴于 CIS 的巨大预期开发费用，公司已经于 1979 年 11 月与一家有限合伙企业 RTS Associates 签订协议。根据该协议，Anacomp 同意代表该合伙企业开发 CIS 系统，RTS 相应支付 600 万美元开发费用，其中 220 万美元于 1980 年支付。在 CIS 系统开发完成后，Anacomp 同意在收取佣金的基础上销售 CIS 5 年时间。Anacomp 还有 CIS 系统所有权利的购买选择权，购买价格为评估公平市价和RTS 的投资加固定利润中的较高者。如果没有全力销售 CIS，RTS 有权将 Anacomp 的 5 年期销售协议再延长 5 年或取消该协议。

RTS Associate 支付的 CIS 开发费用通过以下方式筹集：（1）合伙人投资 144.4 万美元；（2）银行贷款 325 万美元，由有限合伙人的银行信用证和个人抵押品担保；（3）Anacomp 为 RTS 提供贷款 220 万美元，由有限合伙人个人担保，1981 年 12 月 31 日前按 11%的年利率分季支付，剩余本金和利息在其后的 84 个月中按月等额支付。此外，如果 CIS 的开发费用超过 600 万美元，从而 RTS 需要支付更多的开发费用，则 Anacomp 同意为 RTS 提供不附有对有限合伙人追索权的不超过 150 万美元贷款，以完成 CIS 系统的开发。

Anacomp 的一些管理人员和董事是 RTS 普通合伙企业的成员，也是有限合伙协议中的投资者。Anacomp 的董事会主席兼总裁罗纳德·帕拉马拉和其他三位董事还是 RTS 普通合伙企业的董事和管理人员。Anacomp 的管理人员和董事在有限合伙企业中拥有的所有权份额共计 38.5%。

在 1981 会计年度，包括纽约北美国民银行、波士顿 Shawmut 国民银行、费城 Provident 国民银行和堪萨斯城第一国民银行在内的 13 家大银行与 Anacomp 签订合同，作为顾问银行参加 CIS 项目，各支付 15 万美元的不可归还费用。该协议允许各家银行在开发期间对项目加以考察，并提供有关变动信息，以加强 CIS 的最终可销售性。

1982 年 6 月，Anacomp 宣布完成 CIS 系统开发，还宣布以 1 600 万美元从 RTS 购入该系统。

财务业绩

在 1978—1981 年间报告收入和利润的强有力增长之后，1982 会计年度，Anacomp 报告了较慢的收入增长和利润的下降。帕拉马拉博士评论说，1982 年的业绩是一种短期失常现象，公司的长期战略和发展前景是良好的：

> 1982 会计年度标志着 Anacomp 一个时代的开始和另一个时代的结束。新时代以对 Anacomp 有重大长期影响的 5 个事件作为起点：购买两种主要软件产品，完成最重要的收购，发行价值 5 000 万美元的可转换公司债券，建立历史上最大的软件研究和开发合伙企业，以及 Anacomp 在纽约证券交易所上市。因此，尽管受一些非经常项目的影响，公司第 4 季度发生财务困难，而且导致该年收益较低，但 1982 会计年度可能是 Anacomp 历史上取得最大成就的一年。
>
> 当然，单从数字上看，1982 年似乎不是特别值得纪念的……然而，从使公司为未来发展很好定位的角度看，1982 年应被视做 Anacomp 历史上最重要的一年。

我们相信，Anacomp 的未来业绩将证明公司正从一家迅猛增长的小公司发展成为全国公认

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的市场领袖。

帕拉马拉博士预计，1983 会计年度公司财务成果将达到创纪录的水平。他还向投资者保证，Anacomp 将继续致力于提高公司盈利能力和降低公司财务杠杆。

附录 1 列示了 1982 年公布经营成果附近 Anacomp 的股票价格数据。附录 2 提供了节略的公司年度报告。

思考题

1. 评价 Anacomp 的新产品开发战略。对 Anacomp 的股东而言，该项战略的风险和收益是什么？
2. Anacomp 组织新产品开发和为新产品开发融资的方式如何影响公司的会计？
3. 比较 Anacomp 的现金流量业绩和会计业绩。你对公司财务状况的评价是什么？
4. 你如何评价 Anacomp 的未来？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Anacomp——股票价格和成交量数据

交易日	Anacomp 成交量（千美元）	Anacomp 收盘价（美元）	标准普尔 500 种普通股综合收盘价
1982 年 9 月 1 日	109	10.875	118.25
1982 年 9 月 2 日	92	10.875	120.38
1982 年 9 月 3 日	437	11.125	122.68
1982 年 9 月 7 日	120	10.875	121.37
1982 年 9 月 8 日	231	11.000	122.20
1982 年 9 月 9 日	230	10.750	121.97
1982 年 9 月 10 日	417	10.625	120.97
1982 年 9 月 13 日	284	10.375	122.24

Anacomp 普通股的 β 系数=1.3（Value Line 估计）

股票交易信息

	股票价格		
	高	低	现金股利
1981 会计年度			
第 1 季度	15.63	10.63	0.026
第 2 季度	19.88	13.75	0.026
第 3 季度	16.50	12.75	0.026
第 4 季度	18.38	15.13	0.030
1982 会计年度			
第 1 季度	16.63	11.25	0.030
第 2 季度	14.00	11.88	0.030
第 3 季度	12.25	10.00	0.030
第 4 季度	13.38	10.88	0.030

其他信息

3 个月短期国库券利率：8.2%。

20 年政府公债利率：12.2%。

标准普尔 400 种工业股的市盈率：23.2。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

Anacomp 公司——节略的 1982 年度报告

写给股东

1982 会计年度标志着 Anacomp 一个时代的开始和另一个时代的结束。

新时代以对 Anacomp 有重大长期影响的 5 个事件作为起点：购买两种主要软件产品，完成最重要的收购，发行价值 5 000 万美元的可转换公司债券，建立历史上最大的软件研究和开发合伙企业，以及 Anacomp 在纽约证券交易所上市。因此，尽管受一些非经常项目的影响，公司第 4 季度发生财务困难，而且导致该年收益较低，但 1982 会计年度仍可能是 Anacomp 历史上取得最大成就的一年。

当然，单从数字上看，1982 年似乎不是特别值得纪念的。尽管收入比 1981 年稍有提高，由于第 4 季度财务成果的影响，每股收益下降。第 4 季度的财务成果反映了一些一次性变更和短期因素的影响，这些因素在第 4 季度报告中详细阐述。

然而，从使公司为未来发展很好定位的角度看，1982 年应被视做 Anacomp 历史上最重要的一年。

- 1 月，Anacomp 完成价值 5 000 万美元、利率 13.875%的可转换次级公司债券的发行，在原始发行折价后，使公司营运资本增加 4 100 万美元。
- 4 月，在纽约证券交易所上市确认了 Anacomp 在计算机服务业中的地位，而且，随着计算机向世界范围内的新市场扩展，为 Anacomp 提供了更受瞩目的机会。
- 6 月，Anacomp 购买为投资合伙企业开发的两个主要零售银行业软件系统。CIS 是一个完全一体化的系统，我们认为它将掀起 20 世纪 80 年代零售银行业的革命，该系统的买价约为 1 600 万美元。CIS 已经吸引了约 35 家银行的财务承诺付款，到年底其中 7 家签订了实质性的特许协议。BANKSERV 10000 是一个为银行提供更新水平的电子交易转换和处理能力的系统，该系统的买价为 230 万美元。
- 也是在 6 月，Anacomp 与 IBM 公司签订协议，IBM 公司给予我们成为银行部门自动化要求的主要供应源的能力。
- 5 月，从 DSI 公司和 Kalvar 公司收购 24 家缩微数据成像中心为 Anacomp 提供了向更广泛的老顾客传输服务的能力，以及通过扩展的传输系统提供新服务的机会。
- 在会计年度结束后，随最后一部分资金 2 625 万美元进入合伙企业，为 CIBS 研究和开发进行的合伙企业融资完成。该合伙企业将与 Anacomp 签订开发 CIBS——公司国际银

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

行业系统的合同。CIBS 是用于从事国际业务的大银行和其他金融机构的一种复杂的软件系统。

我们相信，Anacomp 的未来业绩将证明公司正从一家迅猛增长的小公司发展成为全国公认的市场领袖。

为确保发展成为对投资者有吸引力的业绩稳定公司，Anacomp 将继续致力于一些领域的发展，包括提高收益率水平。我们期望通过软件项目的成熟、现有经营和高品质投资获得更高的投资收益率。

我们还希望在未来几年通过偿还可转换债务（在可以实施时）和采取其他恰当措施降低财务杠杆；我们将继续在所有经营部门使用战略计划方法；最后，我们将挑选出与我们的长期目标相结合的收购。

我们预计 1983 会计年度公司财务成果将达到创纪录的水平，因为公司断定将在银行软件开发和缩微数据成像方面居领先地位。我们感谢股东和员工的支持，他们的支持将使这一目标得以实现。

最诚挚的
罗纳德·帕拉马拉博士
总裁兼董事会主席
1982 年 9 月 10 日

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析

Anacomp 及其子公司

概　述

1980 年 9 月，Anacomp 完成价值 30 000 000 美元，利率 9.5%，将于 2000 年到期的可转换次级公司债券的发行。1981 年 1 月，Anacomp 完成价值 12 500 000 美元，利率 9%，将于 1996 年到期、附有同样金额认股权证的美国境外可转换次级公司债券的发行。1982 年 1 月，Anacomp 完成价值 50 000 000 美元，利率 13.875%，将于 2002 年到期的可转换次级公司债券的发行。该债券按 15% 的原始发行折价发行，发行净收入 41 125 000 美元，实际发行成本 16.6%。上述发行债券所得现金用于为应收账款和未开出发票收入的扩展融资，偿还长期债务，为收购提供资金，以及增加营运资本。在过去 3 年中，Anacomp 完成了对 11 家企业的收购。收购和债券发行解释了 Anacomp 财务状况和经营成果的主要变化。

财务状况和流动性

1982 年，营运资本增加 1 949 000 美元。营运资本除主要来自经营活动外，还来自长期债务的增加，而长期债务增加主要是 1 月份发行价值 50 000 000 美元的公司债券以及实施购股权购买价值 1 289 000 美元、利率 9%的其他公司债券的结果。营运资本主要用于从有限合伙企业购买计算机软件系统，也用于购买有价证券作为长期投资、偿还长期债务和增加固定资产。在本年度，现金用于为未开出发票收入的增加融资，购买 DSI 公司 92%的股份，以及支付某些软件开发成本。因此，1982

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

年 6 月 30 日的流动比率为 2.40，与 1981 年 6 月 30 日的 3.84 形成对比。1982 年 6 月 30 日，Anacomp 拥有 35 000 000 美元可以得到但未使用的信贷限额，可用于提供短期融资。公司目前正与一些银行协商签订周转信贷协议，以替代现行信贷限额。

目前，Anacomp 没有需要支付大量营运资本的资产或设施购买大额承付款。预计当前的收购计划将随机会出现在未来持续。

Anacomp 预计 1983 年将花费约 6 000 000 美元用于提升计算机软件系统，其中约 3 000 000 美元将从外部筹集。实施该项目是因为能够生产出更畅销的产品，同时能够满足一些客户的承诺付款要求。

经营活动——1982 与 1981 会计年度相比较

1982 会计年度的收入仅比 1981 会计年度增加 3%，增加额主要产生于内部增长和内部项目的增加。软件开发项目（特别是主要银行与有限合伙企业签约的两个新项目），以及小型机、微型机和相关软件的销售收入提高构成增加额的最大部分，一些数据中心的收入也增加。这些增加额与其他领域的少量增加额在很大程度上被其他数据中心因某些经营合并造成的收入下降所抵消。

在 1982 会计年度，全部营业成本和费用增加 10.4%。与软件开发活动增加相关的人员成本和外部服务成本是增加的主要因素。导致成本费用增加的其他因素包括供应成本、设备相关成本和计算机硬件销售成本增加，它们都是由软件开发活动增加所引起的。此外，购入软件的摊销以及所有购入产品和服务的更高价格带来了成本费用的全面增加。这些增加额被以前收购产生的协同带来的成本降低，合并某些管理职能部门带来的成本降低，以及第 3 季度以前记录费用的恢复所部分抵消。

本期销售毛利比上 1 年大幅降低是由于公司致力于完成大型系统开发项目，而不是为其他产品创造新的特许费收入。系统开发产生的毛利通常比软件特许和相关活动产生的毛利低。一些数据中心的收入下降也使毛利减少，因为收入损失在某种程度上发生在当期成本降低和合并努力之前。

利息费用在可转换年度增加，是由于 1981 会计年度支付利率为 9.5%的可转换次级公司债券利息，而 1982 年 1 月支付利率为 13.875%的可转换次级公司债券利息。利息收入来自将没有其他用途的上述债券发行收入进行投资。由于前面提到的现金的使用和投资利率的降低，本期利息收入下降。

非常贷项产生于 1981 年收购的一家分支机构的出售，该项交易在发生当时采用联营法进行会计处理。非常贷项的金额等于出售实现的收益减去相关所得税的净额。

所得税备抵反映在确认投资税减免、不可扣除费用以及因拒绝出于税收目的改变某些报告政策导致税款备抵不足产生的利息的影响后，与出于财务报表目的报告的收益相关的正常税金。

1981 与 1980 会计年度相比较

在 34 725 000 美元的收入增加额中，大部分归因于 1981 年首次包括在报表中的收购，1981 年全年都包括在报表中的收购，以及这些收购带来的内部增长。该年收入的其他变化主要产生于新软件开发销售收入和非经常特许协议（特别来自为银行开发的新软件系统，部分由有限合伙企业融资），部分被某些数据中心业务减少和一些非重复性软件项目结束导致的收入下降所抵消。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

直接服务成本和设备成本提高 54%，主要产生于与近期收购相关的成本，软件开发增加所需支持费用增加，以及人员和其他服务成本上升。销售和一般管理费用提高 17%，产生于与近期收购相关的成本、管理迅速增长的公司所需费用和人员成本的上升。其他直接营业费与销售和一般管理费用的增加被 1981 年实现的约 1 255 000 美元节约额所部分抵消，该节约额产生于 Anacomp 对员工节俭计划投入资金的变动。

利息收入的增加产生于现金投资计划赚取的利息和应收票据赚取的利息。

利息费用的增加主要产生于近期发行的利率为 9%和 9.5%的可转换次级公司债券的利息，还产生于为收购融资发生的债务以及短期借款的利息，其中一部分被利率为 10%的可转换次级公司债券转换为股票导致的利息减少所抵消。

其他收益包括根据协议与 Kalvar 进行交易产生的收益。根据该协议，Anacomp 向 Kalvar 出售它所持有的 Kalvar 优先股交换 Kalvar 普通股，并出售其购买其他 Kalvar 普通股交换 Kalvar 期票的期权。

所得税备抵反映在考虑通过投资税减免和扣除股利收益获得的收益影响后，与出于财务报表目的报告的收益相关的正常税金。1981 会计年度的预计税率在第 4 季度被下调，主要是因为与 Kalvar 交易产生大量资本利得。

经挑选的财务数据

Anacomp 及其子公司

（除每股金额外，均为千美元）	1982	1981	1980	1979	1978
各年结束于 6 月 30 日					
收入	109 599	106 368	71 643	41 662	23 433
所得税备抵和非常贷项前收益	3 622	13 997	7 787	5 045	3 154
非常贷项前收益	2 779	7 938	4 627	2 704	1 542
净收益	4 609	7 938	4 627	2 704	1 542
普通股和约当普通股每股收益：					
非常贷项前收益	0.30	0.87	0.70	0.57	0.39
净收益	0.50	0.87	0.70	0.57	0.39
完全稀释条件下普通股每股收益：					
非常贷项前收益	0.29	0.83	0.66	0.51	0.32
净收益	0.48	0.83	0.66	0.51	0.32
普通股每股宣告现金股利	0.12	0.11	0.10	0.09	0.06
6 月 30 日					
流动资产	99 044	75 453	33 453	16 200	9 869
流动负债	41 276	19 634	22 079	11 452	3 561
营运资本	7 768	55 819	11 374	4 748	6 308
总资产	211 660	130 798	76 950	30 069	14 182
长期债务	105 208	50 591	10 608	8 162	3 993
股东权益	61 035	55 891	44 077	10 211	6 639
普通股每股账面价值	6.59	6.18	5.56	2.14	1.55
员工数	2 300	2 000	1 800	895	430
普通股持股人数	7 930	5 575	3 810	1 955	1 225

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并资产负债表

Anacomp 及其子公司

（除每股金额外，均为千美元）	6 月 30 日	
	1982	1981
资产		
流动资产：		
现金（包括临时投资）	34 519	29 392
应收账款和应收票据，分别减可疑账款备抵 1 915 美元和 1 210 美元	25 284	23 216
未开出发票收入	18 534	15 863
存货	4 469	3 014
递延 CIBS 开发成本（附注 3）	5 647	—
预付费用（分别包括所得税 3 018 美元和 1 242 美元）	10 591	3 968
流动资产合计	99 044	75 453
财产和设备，按成本计价，分别减累计折旧和摊销 10 189 美元和 8 660 美元	25 112	14 930
购入的计算机软件系统的成本，分别减累计折旧 1 584 美元和 186 美元	20 363	1 747
买价超过被收购企业净资产的差额，分别减累计摊销 2 319 美元和 1 285 美元	42 646	24 291
其他资产	24 495	14 377
	211 660	130 798
负债和股东权益		
流动负债：		
应付票据，银行	14 000	—
长期债务的本年到期部分	2 907	2 359
应付账款	8 151	8 787
应计工资和奖金	4 604	3 863
应计利息	5 129	1 747
所得税	—	419
其他应计负债	6 485	2 459
流动负债合计	41 276	19 634
长期债务，减本年到期部分：		
可转换次级公司债券	86 274	43 340
其他长期债务	18 934	7 251
长期债务合计	105 208	50 591
递延所得税	3 177	4 015
少数股权	964	667
股东权益：		
优先股——每股面值 1 美元，额定股数 1 000 000 股，尚未发行	—	—
普通股——每股面值 1 美元，额定股数 25 000 000 股，分别发行 9 256 544 和 9 042 722 股	9 257	9 043
股本溢价	37 305	35 207
有价证券的未实现损失	(899)	(233)
留存收益	15 372	11 874
股东权益合计	61 035	55 891
	211 660	130 798

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并损益表

Anacomp 及其子公司

（除每股金额外，均以千美元计）	各年结束于 6 月 30 日 1982	1981	1980
收入			
提供服务收入	88 045	87 304	58 781
出售设备收入	21 554	19 064	12 862
	109 599	106 368	71 643
营业成本和费用			
提供服务成本	67 302	62 464	40 342
出售设备成本	16 764	13 900	9 172
销售和一般管理费用	19 888	17 821	15 284
	103 954	94 185	64 798
	5 645	12 183	6 845
利息收入	5 525	3 204	485
利息费用	(8 158)	(4 090)	(1 381)
其他，净额	610	2 700	1 838
	(2 023)	1 814	942
所得税和非常贷项备抵前收益	3 622	13 997	7 787
所得税备抵	843	6 059	3 160
非常贷项前收益	2 779	7 938	4 627
非常贷项，减相关税金的净额	1 830	—	—
净收益	4 609	7 938	4 627
普通股和约当普通股每股收益			
非常贷项前收益	0.30	0.87	0.70
非常贷项	0.20	—	—
净收益	0.50	0.87	0.70
完全稀释条件下普通股每股收益			
非常贷项前收益	0.29	0.83	0.66
非常贷项	0.19	—	—
净收益	0.48	0.83	0.66
普通股每股宣告现金股利	0.12	0.11	0.10

合并财务状况变动表

Anacomp 及其子公司

（以千美元计）	各年结束于 6 月 30 日 1982	1981	1980
营运资本来源于：			
非常贷项前收益	2 779	7 938	4 627
不需要支出营运资本的收入减项：			
折旧和摊销	6 708	4 368	3 026
递延所得税	(1 314)	3 951	2
其他	143	416	331
营业活动提供的营运资本	8 316	16 673	7 986
非常贷项提供的营运资本	742	—	—

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	各年结束于 6 月 30 日 1982	1981	1980
财产和设备处置	702	218	2 001
对 Computer Micrographics 公司投资减少额	—	—	1 733
发生的长期债务	55 680	43 636	7 158
发行普通股	2 236	4 813	28 371
其他	3 224	1 024	(84)
	70 900	66 364	47 165
营运资本应用于：			
财产和设备增置	11 172	3 533	5 171
买价超过被收购企业净资产的差额	19 791	4 172	18 900
购买交易中被收购公司的非流动资产	5 315	1 088	4 593
购买交易中被收购公司的非流动负债	(2 892)	(1 040)	(2 199)
购买计算机软件系统	20 014	1 734	—
投资增加	6 099	4 806	2 027
其他资产增加	4 441	1 977	4 443
长期债务减少	3 900	4 693	6 911
宣告现金股利	1 111	956	693
	68 951	21 919	40 539
	1 949	44 445	6 626
营运资本增加额包括：			
流动资产增加（减少）额：			
现金（包括临时投资）	5 127	24 649	1 484
应收账款和应收票据	2 068	6 841	8 333
未开出发票收入	2 671	7 283	5 605
存货	1 455	513	1 383
递延 CIBS 开发成本	5 647	—	—
预付费用	6 623	2 714	448
流动负债增加（减少）额：			
应付票据	(14 000)	4 000	(3 250)
长期债务的本年到期部分	(548)	791	(315)
应付账款	636	(1 022)	(4 716)
应计工资和奖金	(741)	(1 185)	(683)
应计利息	(3 382)	(1 639)	(48)
所得税	419	1 162	286
其他应计负债	(4 026)	338	(1 901)
营运资本增加额	1 949	44 445	6 626

所附附注是合并财务报表整体的一个组成部分。

合并财务报表附注

Anacomp 及其子公司

（除每股金额外，以千美元计）

附注 1. 主要会计政策摘要

合　并

合并财务报表包括 Anacomp 及其拥有多数股权子公司的报表，但不包括 Anacomp 租赁公司的

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

报表。Anacomp 租赁公司是一家不重要的全资拥有子公司，按照权益法反映在所附财务报表中。公司间交易已经被抵消。1981 和 1980 年财务报表中的一些金额已经被重新归类，以便与 1982 年的披露相符。

收入确认

收入通常按以下方法确认：

（1）数据准备、数据处理、设备管理和计算机输出信息缩微（“COM”）服务收入和销售收入在服务提供或产品装运时确认。

（2）如果不需要重大修改的现行软件系统已经发运给客户，而且能够合理确定账款的可回收性，则该种软件系统的永久使用权特许收入在特许协议执行时确认。

（3）除与某些有限合伙企业签订的开发合同的收入按照完成合同法报告（1980 年作为不重要的金额报告）外，现行软件系统开发和/或修改合同收入按照类似完工合同百分比法的方法确认。这些合同的损失在发现时确认。

根据条款（2）和（3）确认收入可能发生在按照合同条款给客户开出发票之前，几乎所有未开出发票的收入都是在收入确认的下一年回收。

财务会计准则委员会（FASB）目前正在考察包括上述（3）中所提到的某些协议在内的与合伙企业签订的开发合同的收入确认问题。Anacomp 将遵照 FASB 发布的财务会计准则公告行事。1982 年 4 月，FASB 发布名为“研究和开发协议”的公开草案。Anacomp 认为公司实质上遵从了公开草案，FASB 批准该草案不会引起财务报表中列示金额的调整。

存　货

存货按成本与市价孰低列示，成本主要按个别计价法确定。存货成本的分布如下：

	6 月 30 日		
	1982	1981	1980
持有用于再销售的设备	3 084	1 899	1 315
经营用物料	1 385	1 115	1 186
	4 469	3 014	2 501

购入的计算机软件系统

持有用于特许其他公司使用的购入计算机软件系统按成本减累计折旧获得。折旧在软件的预计销售期限内记录，按照使用收入比例法或直线法计算出的金额中的较大者反映。收入比例法以预计软件出售产生的未来收入总额为基础计算，而直线折旧法以 5—10 年的预计销售寿命为基础计算。

买价高于净资产差额的摊销

买价高于被收购企业净资产的差额按照直线法在预计使用年限内摊销。如果使用年限确定，目前的摊销期限为 5—20 年不等；如果使用年限不确定，在 40 年的期限内摊销。

每股收益

普通股和约当普通股每股收益根据该年流通在外普通股的加权平均数加临时发行普通股（在存在稀释效应的年份）计算。临时发行普通股的稀释效应主要产生于股票期权，1980 会计年度发行的次级公司债券的转换，以及 1980 年购入的与雇佣协议相关的普通股（参见附注 13）。在计算普通股和约当普通股每股收益时，次级债券的利息费用减税金后的净额被加到净利润中。

完全稀释普通股和约当普通股每股收益的计算反映由于每份流通在外的可转换次级公司债券

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

转换导致临时发行普通股的影响。在计算完全稀释的每股收益时，假定将发生转换的公司债券的利息费用减所得税后的净额被加到净利润中。完全稀释的每股收益还反映在年末市价高于年内平均价格时，由于股票期权使用年末市价转换导致的额外稀释。

1982、1981 和 1980 年用于计算每股收益的普通股和约当普通股的加权平均数分别为 9 281 640，9 425 788 和 6 624 955。各年用于计算完全稀释普通股每股收益的平均股数分别为 9 667 794、11 457 335 和 7 149 132。所有年份的股数都对股票分割和股利宣告进行了调整。

休假工资

1980 年 11 月，财务会计准则委员会发布财务会计准则公告第 43 号（SFAS 第 43 号）“休假工资的会计处理”。要求对已赚得但未取的休假工资进行预计。SFAS 第 43 号要求对以前期间的休假工资进行重述，因此到 1979 年 7 月 1 日为止的累积影响在当天列作留存收益的调整。这种变化的结果是使 1982 年净收益减少 97 美元（每股 0.01 美元），1981 年净收益减少 72 美元（每股 0.01 美元），1980 年净收益减少 273 美元（每股 0.03 美元）。

附注 3. 大型软件产品和关联方交易

CIS

1982 年 6 月，Anacomp 以 16 000 美元购入其为 RTS Associates——一家 1979 年成立的有限合伙企业开发的称为 CIS（持续一体化系统）的大型新计算机软件系统。Anacomp 的一些管理人员和董事是 RTS 普通合伙企业的成员，也是 RTS 的投资者，在合伙企业中拥有共计约 39%的所有权份额。合伙企业的其余所有权份额由不属于 Anacomp 的人员持有。在 Anacomp 签订承诺全力开发系统合约基础上，RTS 同意支付 6 000 美元开发费用，其中 4 750 美元在 1981 年支付，另外 1 250 美元在 1982 年支付。如果 Anacomp 的实际开发成本超过 6 000 美元，RTS 向 Anacomp 支付额外的 1 500 美元。Anacomp 以前为 RTS 提供贷款 2 200 美元，由有限合伙人个人担保，而且根据开发协议规定为 RTS 提供额外的 1 500 美元贷款。RTS 用 CIS 系统的销售收入所得全额支付全部贷款。

在为 RTS 合伙企业开发 CIS 的同时，Anacomp 为 4 家 CIS 的大开发银行开发了一个免费赠送的项目。每家银行承付 1 500 美元为修改 CIS 项目以使其符合它们的特殊需要融资，从而获得经过修改的 CIS 的非专用许可证。根据与主要开发银行签订的协议，特许其他企业使用经修改的 CIS 取得收入的 10%将由各家银行获得，直到回收全部 1500 美元开发费用为止。1982 年 6 月 30 日，7 家其他银行与 Anacomp 签订或承诺签订 CIS 特许协议。

1981 和 1982 年，20 家大银行与 Anacomp 签订合同，作为顾问银行参加 CIS 项目，支付 150 美元的不可退回费用。该协议允许各家银行在开发期间对项目加以考察，并提供能够加强 CIS 最终可销售性的有关变动信息。Anacomp 递延将随合约期间为参与银行提供服务确认的一部分费用。

EFT

1981 会计年度，Anacomp 开始并完成一种称为 H-10000 的新计算机软件转换系统的开发，该软件将向大金融机构销售。Anacomp 与 EFT Partners——一家 1980 年秋季成立的有限合伙企业签订协议。Anacomp 的一些管理人员和董事购买了 EFT 共计约 39%的所有权份额。Anacomp 的一家全资拥有子公司 Kranzley & Co.是普通合伙人。合伙企业的其余所有权份额由不属于 Anacomp 的人员持有。Anacomp 同意开发并销售该系统，EFT 同意支付 1 000 美元开发费用，其中 910 美元在 1981 年支付，另外 90 美元在 1982 年支付。合同按完成合同法报告，收入和利润在 1981 年第 4 季度按

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

完工程度确认。1982 年 6 月，Kranzley & Co.实施其购买期权，按 H-10000 系统的评估公平市价 2 300 美元购买有限合伙人的所有权份额。

CEFT

1981 会计年度，Anacomp 与 CEFT Partners——一家 1980 年 12 月成立的有限合伙企业和主要银行签订协议，联合开发将向大金融机构销售的新计算机资金转换软件系统。Anacomp 的一些管理人员、董事和员工购买了 CEFT 共计约 9%的所有权份额。合伙企业的其余所有权份额由不属于 Anacomp 的人员持有。

根据开发协议，Anacomp 同意全力开发新系统。协议允许 Anacomp 与主要开发银行签订合同，在将由合伙企业支付的 2 100 美元开发费用之外，提供 1 000 美元开发费用。1981 年 6 月，普通合伙人同意 Anacomp 将该项目的银行开发费用提高到 2 000 美元。Anacomp 已经与 5 家银行签订价值 2 000 美元的合同。

Anacomp 以 500 美元购买一家大银行拥有的一个系统的开发权，以帮助并加速该系统的完成。购买成本的一部分作为系统开发成本计入费用，其余部分在购入系统的预计销售期限内摊销。

1982 年 7 月，该系统完成，Anacomp 同意独家代理销售该系统 7 年。Anacomp 拥有按照（a）公平市价或（b）3 000—5 000 美元中较高者购买该设备所有权利的选择权，视实施选择权的日期而定。1981 和 1982 会计年度，该软件开发项目获得的收入分别为 3 150 美元和 942 美元。

CBS

1981 会计年度，Anacomp 与 CBS Partners——一家 1981 年 4 月成立的有限合伙企业和主要银行签订协议，联合开发将向大金融机构销售的批发银行业计算机软件系统。Anacomp 的一些管理人员、董事和员工购买了该合伙企业共计约 20%的所有权份额。合伙企业的其余所有权份额由不属于 Anacomp 的人员持有。根据开发协议，Anacomp 同意全力开发新系统。协议允许 Anacomp 与主要开发银行签订合同，在将由合伙企业支付的 4 500 美元开发费用之外，提供 3 750 美元开发费用。Anacomp 已经与 3 家银行签订价值 3 750 美元的合同。

Anacomp 以 1 350 美元购买一家大银行拥有的一个批发银行业系统的开发权，以帮助并加速该系统的完成。购买成本的一部分作为系统开发成本计入费用，其余部分在购入系统的预计销售期限内摊销。

在系统完成后，Anacomp 同意独家代理销售该系统 7 年。Anacomp 拥有按照（a）公平市价或（b）7 000—9 000 美元中较高者购买该设备所有权利的选择权，视实施选择权的日期而定。1981 和 1982 会计年度，该软件开发项目获得的收入分别为 2 620 美元和 4 319 美元。

CIBS

1982 年 6 月 30 日以后，Anacomp 与 CIBS Partners——一家 1981 年 4 月成立的有限合伙企业签订协议，为从事国际业务的大银行开发新软件系统。Anacomp 的一些管理人员、董事和员工购买了该合伙企业共计约 6.5%的所有权份额。合伙企业的其余所有权份额由不属于 Anacomp 的人员持有。Anacomp 是普通合伙企业价值 400 美元无投票权优先股的惟一持有人。根据开发协议，合伙企业的支付额将通过合伙人的 26 250 美元资本投资筹集。

根据开发协议，Anacomp 同意全力开发新系统。协议允许 Anacomp 与主要开发银行签订合同，在将由合伙企业支付的 23 000 美元开发费用之外，提供 12 000 美元开发费用。Anacomp 已经与两

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

家银行签订了价值 500 美元的合同。

在系统完成后，Anacomp 同意独家租赁该系统 5 年，租金根据所创造的特许费的一定比例计算。Anacomp 拥有在系统完成后 1 年起的 3 年内按照 46 400—59 700 美元的总价款，其后按总价款加上所创造特许费用的一定份额购买该设备所有权利的选择权，视实施选择权的年份而定。

1982 年 6 月 30 日，公司认为为该项目融资迫在眉睫。因此，包括着手开发 CIBS 时购买一些软件版权的成本 2 750 美元在内的 5 647 美元成本被递延，直到 1982 年 8 月得到项目融资。这些成本将记作 1983 会计年度的费用。

其　他

1980 会计年度，Anacomp 的一些管理人员和董事成立一家有限合伙企业，该企业购入一个计算机系统并以具有竞争性的租金率将其租赁给 Anacomp。1982 年 5 月，Anacomp 以 1 167 美元的评估价值从合伙企业购入该计算机设备。

附注 5. 现金、现金投资和短期借款

1982 年 6 月 30 日和 1981 年 6 月 30 日的现金余额分别包括临时投资 34 380 美元和 26 550 美元。临时投资以成本计价，成本接近市价。在 1982 年 6 月 20 日的投资金额中，10 000 美元作为银行 10 000 美元短期借款的担保，提取受到限制。

1982 年 6 月 20 日，Anacomp 拥有银行短期信贷额度 39 000 美元，其中 35 000 美元尚未使用。Anacomp 已经同意为这些信贷额度保持一定的补偿性存款余额(提取不受限制)。在 1982 会计年度，这些信贷额度的平均补偿性存款余额约为可使用额度的 5%。

附注 7. 其他资产

下表列示了其他资产：

	6 月 30 日	
	1982	1981
对 Kalvar 公司投资，两年投资额中都包括应收票据 1 028 美元，1982 年投资额中包括收益债券和优先股	6 428	3 398
有价证券，按成本与市价孰低计价	6 068	3 665
应收 RTS Associates 票据	—	2 095
应收票据，其他	4 132	400
雇佣和非竞争协议，分别减累计摊销额 1 297 美元和 848 美元	491	737
递延公司债券成本，分别减累计摊销额 313 美元和 152 美元	3 470	2 026
递延费用，其他	3 906	2 056
	24 495	14 377

附注 8. 长期债务

长期债务包括以下内容：

	6 月 30 日	
	1982	1981
利率为 10%，将于 1988 年 11 月 1 日到期的可转换次级公司债券	758	915
利率为 9.5%，将于 2000 年 9 月 1 日到期的可转换次级公司债券	29 925	29 925

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	6月30日	
	1982	1981
利率为9%，将于1996年1月15日到期的可转换次级公司债券	13 789	12 500
利率为13.875%，将于2002年1月15日到期的可转换次级公司债券（减7 440美元原始发行折价）	42 560	—
1982年6月30日平均利率为15.5%的应付银行票据，将于1985年前分期到期	12 880	1 436
其他	8 203	8 174
	108 115	52 950
减本年到期部分	2 907	2 359
	105 208	50 591

其他债务包括应付设备购买票据、应付收购融资款以及融资租赁抵押和应付款。这些项目的实际成本为9.75%—15%，在2006年前的不同期间分期支付。公司所持DSI几乎全部股份被作为1982年6月30日折价2 793美元发行票据的抵押。1982年6月30日，根据一些债务协议条款，账面价值共计约3 600美元的处理设备被作为抵押品。

Anacomp为其全资拥有租赁子公司提供银行贷款担保。1982年6月30日，被担保的债务余额为480美元。

在1982年6月30日，1987会计年度以前各年到期的长期债务合计数分别为：1983年2 907美元；1984年12 972美元；1985年3 482美元；1986年347美元；1987年219美元。

附注9. 股本

股票股利和股票分割

1982年6月30日前3年，董事会发布以下股票股利和股票分割公告：

1980年1月——5送4股票分割

1981年3月——5送4股票分割

为反映股票股利和股票分割的影响，全部股数和每股金额已经被重述，全部转换价格和股票期权数据也已经被调整。

附注10. 分部信息

Anacomp在两个经营部门——数据中心服务和计算机服务部门从事经营。数据中心服务包括通过分支机构网络为银行和信用合作社提供计算机输出缩微（“COM”）和计算机处理服务，Anacomp的设备和人员在分支机构网络上为各分支机构网站的客户处理数据。计算机服务包括为大金融机构提供计算机软件和为大客户（主要是州和地方政府）管理计算机设备。

	各年结束于1982年6月30日			各年结束于1981年6月30日		
	合并	数据中心服务	计算机服务	合并	数据中心服务	计算机服务
收入	109 599	67 418	42 181	106 368	67 899	38 469
营业利润	12 451	8 504	3 947	18 191	7 294	10 897
税前收益	3 622			13 997		
折旧和摊销	6 054	3 636	2 418	3 859	2 527	1 332
公司折旧和摊销	654			509		

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1982 年 6 月 30 日			1981 年 6 月 30 日		
可确指资产	155 039	84 785	70 254	93 737	57 332	36 405
公司资产	56 621			37 061		
	211 660			130 798		

Anacomp 1982 会计年度合并收入的约 19%来自期限在 1 年以上的大计算机服务合同，包括附注 3 中提到的正在进行中的合同。这种合同提供的收入分别占 1981 年和 1980 年收入的 18%和 20%。这种合同包括系统特许和修改合同以及设备管理协议，前者提供的收入占 1982 年收入的 13%、1981 和 1980 年收入的 11%；后者提供的收入占 1982 年收入的 6%、1981 年收入的 7%和 1980 年收入的 9%。

来自各联邦、州和地方政府机构的收入分别约占 1982 年和 1981 年收入的 11%，1980 年收入的 14%。

附注 11. 所得税

当交易影响应税收益的期间与出于财务报告目的确认收入的期间不一致时，产生递延所得税备抵。投资税减免反映在本年通过降低联邦所得税备抵实现的收益中。

下表列示了所得税备抵的组成内容：

各年结束于 6 月 30 日	1982	1981	1980
相当于被收购公司收购前损失的已实现纳税利益的费用	67	164	250
相当于根据限定购股权和股票购买计划处置已发行股票产生的已实现纳税利益的费用	76	252	81
相当于一些收购费用产生的已实现纳税利益的费用	276	—	—
本期应付税金：			
联邦	2 536	1 034	2 263
州	889	602	377
递延	(3 001)	4 007	189
	843	6 059	3 160

时间性差异的递延所得税影响如下所示：

各年结束于 6 月 30 日	1982	1981	1980
税金高于账面折旧的差额	1 906	265	189
出于税务报告目的使用现金制会计	(3 830)	3 830	—
可转换债券的应计利息	(1 282)	(436)	—
出于税收目的选择分期收款销售	506	(8)	—
外国子公司的递延收益	109	187	—
DISC 的递延收益	(156)	140	—
由递延转为本年应付税款	(264)	—	—
其他	10	29	—
	(3 001)	4 007	189

下面把按美国联邦法定税率计算的所得税调整为所得税备抵：

各年结束于 6 月 30 日	1982	1981	1980
按法定税率计算的所得税备抵	1 666	6 439	3 582
投资税减免	(1 950)	(333)	(377)
州所得税减联邦所得税利益后的净额	569	325	204
无形资产的不可扣除摊销	474	332	169

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 6 月 30 日	1982	1981	1980
资本利得与法定税率的差异	—	(316)	(269)
股利收益 85%的股利扣除额	(119)	(179)	—
预付税金的利息减联邦所得税利益后的净额	302	—	—
其他	(99)	(209)	(149)
	843	6 059	3 160

1982 年 6 月 30 日，Anacomp 的一些子公司拥有净营业亏损移后冲减约 1 997 美元。移后冲减与子公司的收购前损失有关，因此只能根据子公司未来产生应税所得的程度对其加以利用。利用这些移后冲减产生的税收利益将减少收购子公司时记录的无形资产。移后冲减在以下会计年度到期：1992 年到期 357 美元；1993 年到期 774 美元；1994 年到期 514 美元；1995 年到期 352 美元。

附注 12. 其他收益和非常贷项

各年结束于 6 月 30 日	1982	1981	1980
与 Kalvar 的交易利得（损失）	(725)	898	1 567
一些资产的出售利得	630	855	25
其他	705	947	246
	610	2 700	1 838

1982 年的非常贷项产生于一个分支机构的销售，该分支机构在 1981 年作为按照联营法记录的收购的一部分购入。所得税前利得为 2 541 美元，资本利得税为 711 美元。

附注 13. 租赁和其他承付款

Anacomp 拥有长期经营租赁承付款，期限通常在 5 年左右，主要用于扩大发展空间。下表按年汇总了根据期限在 1 年以上的全部不可撤销营业租赁债务计算，将在未来 5 年内到期的未来最低租赁应付款。

会计年度	6 月 30 日
1983	3 933
1984	3 159
1985	2 362
1986	1 605
1987	565
1988 及以后	626
要求的最低应付款合计	12 250

Anacomp 及 Anacomp 总裁兼董事会主席罗纳德·D·帕拉马拉博士是 1980 年 3 月 27 日雇佣和非竞争协议的当事人。根据该协议，Anacomp 同意（a）从 1980 年 7 月 1 日起，支付给帕拉马拉博士基础年薪 125 美元加所得税前收益超过 1 000 美元部分的 3.54%；（b）在 1980 年 7 月一次性支付给帕拉马拉博士 430 美元，帕拉马拉博士同意在与 Anacomp 解除雇佣关系后 3 年内不和 Anacomp 展开竞争；（c）1980 年 7 月按照签约日的每股市价——每股要约价 6.08 美元出售给帕拉马拉博士 428 688 Anacomp 普通股。在每股 6.08 美元的要约价中，帕拉马拉博士同意支付每股 1.22 美元，而且给予 Anacomp 对由帕拉马拉博士或后手持股人以低于售价的 4.86 美元转售的这种股票的优先购买权，4.86 美元是每股要约价 6.08 美元的余额。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附注 15. 补充损益表信息

补充损益表信息如下所示：

各年结束于 6 月 30 日	1982	1981	1980
维修费	4 475	3 738	2 271
财产、设备及购入计算机软件系统的折旧和摊销	4 789	2 938	2 246
无形资产摊销	1 919	1 430	780
除工资和所得税外的税金	1 000	507	410
租金	7 503	8 084	4 819

独立会计师报告

Anacomp 公司的董事会和股东：

我们审计了 Anacomp 公司及其子公司 1982 年和 1981 年 6 月 30 日的合并资产负债表，以及 1982 年 6 月 30 日前 3 年各年的相关合并损益表、合并股东权益表和合并财务状况变动表。我们依据公认审计准则进行审计，并相应执行了检查会计记录和我们认为在该条件下必要的其他审计程序。

我们认为，在按照我们同意的财务报表附注 1 中所述休假工资的会计处理方法对变更进行重述后，上述财务报表遵照公认会计准则，公正地反映了 Anacomp 公司及其子公司 1982 年和 1981 年 6 月 30 日的合并财务状况，以及 1982 年 6 月 30 日前 3 年各年的合并经营成果和财务状况变动。

Coopers & Lybrand
印第安纳州印第安纳波利斯
1982 年 9 月

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Brierley Investment Limited

1995 年末，Brierley Investment Limited（BIL）的 CEO 保罗·柯林斯（Paul Collins）正为公司股票在新西兰市场中被日益低估感到担心。在 1995 年度报告中，他写道：

> 我们对股价感到失望。1991 年我预测 1995 年支付 10 亿新西兰元现金股利后，股价将为 2 新西兰元。尽管我们在股利方面取得了很大成功，但没有实现股价的增长。上述预测是建立在我对公司业绩大幅持续提高充满信心的基础上，公司也确实实现了业绩增长——利润增加了 1 倍多，投资产生的营业收益大幅提高，债务水平大幅降低，Sky City 和 Sealord 等新投资为未来增长提供了坚实的基础。

在整个 1995 年度，公司股价从年初的 1.10 新西兰元稳定爬升到年末的 1.20 新西兰元，低于公司 2 新西兰元的目标。公司股票的这种表现也落后于新西兰股票市场的整体表现，在同一期间新西兰股票市场的股价提高 20%。1995 年 6 月，BIL 的权益 β 系数为 0.85，预计权益成本为 13%。

企业概况

1961 年，罗恩·布赖尔利（Ron Brierley）在新西兰惠灵顿创建 BIL，主要投资于价值被低估的资产。1964 年，公司收购一家澳大利亚子公司，1970 年在新西兰股票交易所首次上市。布赖尔利公司在 20 世纪 60 年代、70 年代和 80 年代迅速增长：到 1987 年公司管理资产几乎为 113 亿新西兰元，所有者权益 18 亿新西兰元，净收益 3.42 亿新西兰元。在这段时间，公司可以算得上新西兰最成功的公司，一跃成长为国内第三大上市公司。

BIL 将其成功归因于管理层具有确认价值被低估或管理业绩较差公司的能力。BIL 收购这些公司的股票，更换业绩差的管理层，然后耐心等待，直到市场意识到公司的实际战略价值。因此，BIL 通过两个渠道创造收入：BIL 持有股份公司的经营活动和将投资以不同于买价的价格出售。因此，像美国的 T. Boone Pickens 和 Carl Icahn 以及英国的 Sir James Goldsmith 和 Lord Hanson 一样，BIL 在新西兰担任公司投资者和收购专家的角色。

对 BIL 而言，1990 年是一个关键的转折点。在这一年，公司成功收购美国第二大旅馆经营商 Mount Charlotte Investments PLC。Mount Charlotte 拥有 104 家以公司名称命名的旅馆，包括位于伦敦的 24 家，以及 Hospitality Inns 和最近收购的 Thistle Hotels。BIL 最初于 1988 年收购了 Mount Charlotte 11%的股份，随后逐渐增加到持有 30%的股份。1991 年海湾战争爆发为公司提供了从科威特投资办事处购买另外 10%股份的机会。由于持有这些股份，《城市收购和兼并法》规定 BIL 需向

该案例由 Paul Healy 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1999 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-100-014。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

所有其他股东发出收购要约。在成功收购其余流通在外股份后，BIL 将 Mount Charlotte 的 30%股份出售给新加坡政府。作为收购 Mount Charlotte 的结果，在结束于 1991 年 6 月 30 日的会计年度，BIL 将 52 亿新西兰元资产投资于英国旅馆经营商，比上一年度增加 42 亿新西兰元。

随着收购完成，Mount Charlotte 的业绩几乎立即恶化。海湾战争为伦敦的旅游业带来负面影响，使 1991 年伦敦 Mount Charlotte 旅馆的入住率从 80%下降到 62%。20 世纪 90 年代早期英国的严重经济衰退导致 Mount Charlotte 的收入在 1994 年前持续下降。Mount Charlotte 的相关财务信息在附录 1 中列示。Mount Charlotte 的这种较差业绩也拖累了 BIL 的同期业绩。BIL 的相关财务信息在附录 2 中列示。

在收购 Mount Charlotte 以后，BIL 的管理层立誓将公司的投资活动集中于一直比较成功的澳大利亚和新西兰，并且对不超过股东权益 20%的未来投资加以限制。20 世纪 90 年代 BIL 在新西兰的投资非常成功。例如，公司收购了 Air New Zealand（新西兰最大的国内和国际航空公司），Sealord Products（新西兰最大的海产品捕捞、加工和销售公司），Carter Holt（新西兰最大的林场所有者），Skellerup（一家多样化生产和销售公司），以及 Sky City（一家新建的博彩公司）。在被 BIL 收购后，这些公司的经营业绩和市场价值都显著提高。例如，对 Carter Holt 的 3.26 亿新西兰元投资被以 4.68 亿新西兰元出售。对 Sky City 的 1.52 亿新西兰元投资带来 1.22 亿新西兰元的出售收入，而且剩余股份的价值超过 3 亿新西兰元。

新西兰的会计制度

新西兰财务报告与美国财务报告的最显著差别在于报告形式不同。新西兰损益表的名称（Profit and Loss Account）与美国损益表的名称（Income Statement）不同，而且通常不单独报告收入、销售成本和一般管理费用（即使在脚注披露中也是如此）。现金流量表使用营业现金流量的直接报告法，列示现金流入和现金流出，而不列示将净收益调节为营业现金流量（在附注中报告）。

新西兰有关投资的会计准则与美国类似。例如，如果 BIL 的投资在被投资公司权益中所占份额低于 20%，按市价记录；与美国公认会计准则对待售证券的处理相同。不过，在新西兰，所有未实现的持有损益列示在资产负债表负债部分的“投资波动“项目下，只有在损益真正实现时才转作收益。根据美国公认会计准则，未实现损益作为准备包含在所有者权益中，在实现时也转作净收益。对关联公司投资（所持所有权份额在 20%—50%之间）使用权益法记录。如果在被投资公司中所占权益份额超过 50%，使用购买法对被投资公司加以合并。在新西兰，不允许使用联营法。对 BIL 而言，这意味着完全合并对 Mount Charlotte 的投资，而新加坡政府所持股份在 BIL 的资产负债表和损益表中都作为少数股权处理。

财务分析师的疑问

由于 BIL 的股票表现不佳，许多分析师对推荐它持谨慎态度。例如，1995 年 10 月，ANZ McCaughan 的雷蒙德·韦布（Raymond Webb）说：

我们认为，最终，BIL 管理层结束股票长期表现不佳的惟一方法是重新进行资产组合，从

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

表现不佳的资产中挖掘价值并获取资金，然后再投资于更有发展前景的资产……我们建议短线投资者选择其他股票，长线投资者可以考虑 BIL，直到公司业绩证明应当重新估计 BIL 的价格。

1995 年末，许多分析师预期公司将很快出售所持有的 Mount Charlotte 全部或部分股权，关键的问题是公司如何处理这些出售收入。许多分析师提议采纳目标股票重构计划，该计划将有效缩减公司规模。

管理层的反应

针对公司股价的停滞不前，1995 年 BIL 的管理层试图通过报告企业内在价值的估计值表明公司如何为股东创造了价值。内在价值是通过加总 BIL 所持上市公司股份的市场价值和所持非上市公司股份的贴现现金流量市价估计值，然后减去尚未清偿的负债估算出来。在公司的 1995 年度报告中，保罗·柯林斯承诺“在未来 3 年中，BIL 的目标是将其内在价值提高 20 亿新西兰元，相当于在 1995 年 6 月的内在价值 37 亿新西兰元（每股 1.25 新西兰元）的基础上每年提高 18%”。

管理层认为，如果市场意识到 BIL 作为投资者和收购专家对价值被低估企业加以利用过程中所创造的价值，这个目标将是可以实现的。由于保罗·柯林斯意识到这种挑战，他想知道哪些切实的行动将有助于市场更好地评估公司未来 5 年在新西兰市场中的经营和股票交易业绩。一种可能的方法是将 Mount Charlotte 的财务成果从公司其他投资的财务成果中分离出来，以便分析师对其异常业绩作出更加正确的评价。另一种方法是利用公司的 8.74 亿新西兰元现金和有价证券实施股票回购计划。最后，有意收购 BIL 股权的马来西亚投资者财团已经与公司接触，保罗·柯林斯不知道新西兰的分析师是否会积极看待这种协议。

思考题

1. BIL 的成功要素和主要风险有哪些？

2. 管理层使用“内在价值”指标报告 BIL 经营活动的可能优点和局限性有哪些？如果你是管理层，你会使用这个指标吗？请说明原因。

3. 使用财务比率分析法分析 BIL 1995 年财务业绩。公司 1995 年现金流量管理业绩怎么样？公司对 Mount Charlotte 投资的权益收益率与所有其他投资的权益收益率相比怎么样？为得到这些估计值，你需要作出哪些假设？将 Mount Charlotte 的权益收益率与非 Mount Charlotte 投资的权益收益率区分开来以评估 BIL 业绩有意义吗？说明原因。

4. 使用权益收益率评估技术，估计市场会对公司未来业绩作出哪些假设。你认为这些假设现实吗？为什么？使用你对非 Mount Charlotte 投资权益收益率的估计值，估计如果公司 1996 年以账面价值出售对 Mount Charlotte 投资并把出售收入分配给股东，公司的价值将为多少？

5. 根据对以上问题的分析，你建议管理层使用哪种方法帮助市场评估 BIL 的未来业绩？为什么？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

1990 年 12 月 25 日—1994 年 12 月 25 日 5 年间 Mount Charlotte Investment PLC 的报告数字

（千英镑）	1994	1993	1992	1991	1990
收入	241 215	214 090	217 285	226 128	241 659
营业利润	74 275	60 352	60 346	72 613	88 427
财产出售利润	—	—	—	—	765
息税前利润	74 275	60 352	60 346	72 613	89 192
利息费用	51 119	52 975	59 326	71 075	42 576
税前利润	23 156	7 377	1 020	1 538	46 616
所得税	3 254	3 008	1 100	—	(3 475)
税后利润	26 410	10 385	2 120	1 538	43 141
股利	—	—	—	—	4 673
留存利润	26 410	10 385	2 120	1 538	38 468
股东权益	1 184 950	1 158 540	1 148 155	1 126 035	1 101 363
每股收益	2.81p	1.11p	0.23p	0.17p	4.89p
销售利润率	30.8%	28.2%	27.8%	32.1%	36.6%

a. BIL 和 Mount Charlotte 的会计年度截止日不同。BIL 的会计年度截止于 6 月 30 日，而 Mount Charlotte 的会计年度截止于 12 月 25 日。因此，在每年的 6 月 30 日，BIL 合并 Mount Charlotte 结束于 12 月 25 日的上一年度报告经营成果。

附 录 2

Brierley Investment Limited，摘自 1995 年度报告

（所有金额以新西兰元报告）

总经理的回顾

报告创纪录的收益 4.317 亿新西兰元很令人愉快。尽管该收益水平仅比去年小幅提高，但对整

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

个集团而言，它代表另外一个里程碑。特别是过去两年创纪录的经营成果反映了集团自 20 世纪 90 年代初期以来取得的巨大进步。在 20 世纪 90 年代初期的 1991、1992 和 1993 年，报告利润分别为 2.12 亿新西兰元、2.51 亿新西兰元和 2.71 亿新西兰元。同样重要的是，公司当前资产的基本质量，包括当前和潜在收益及现金流量，都有很大提高，从而为未来价值增长提供了稳固的平台。

在这样的回顾中很容易想到本年的亮点事件，而且这样的事件有很多，包括 Sky City 博彩公司的快速创建及其独立融资和将 BIL 所持股份由 80%减少到 51%，Mount Charlotte 盈利能力的持续提高，Air New Zealand 的优良业绩，以及成功进入并退出 Wilson & Horton，使该公司归属于少部分股东名下。我将在回顾 BIL 的经营和投资活动时对这些以及其他亮点事件加以评论。

BIL 的财务状况持续加强。尽管总资产 94 亿新西兰元与去年的 91 亿新西兰元相比没有太大变化，但单项资产的盈利能力大幅提高。此外，近期销售所持 Carter Holt Harvey 和 Wilson & Horton 股份使集团资产具有高度流动性，在结账日拥有现金存款 8.74 亿新西兰元。与此同时，将在 1 年内到期的 9.22 亿新西兰元已经被展期，从而使得目前优先债券的平均到期期限超过 7 年。从总体上看，净债务对全部股本比率稳定在 32%的水平，如果把价值 4.49 亿新西兰元的资本票据视做准权益而非债务，则该比率将进一步降低到 26%。

在 20 世纪 90 年代早期，由于债务水平高且盈利能力差，BIL 最大化股东价值的机会受到很大限制。现在，这种状况发生了逆转。集团目前拥有很大的财务弹性，已经为最优化股东价值做好了准备。

现在，“投资者价值”这个术语在投资者和投资者论坛中被广泛提及。作为一家投资公司，BIL 经常能够敏锐意识到什么会创造价值。在计划过程中，我们并不十分重视 BIL 的账面净值，而是更加重视对 BIL 内在价值的评估和确保该价值持续增长所需要的战略。近来，我们也对公司能够采取的最能确保所创造的价值反映在有形股东收益中的行动给予相当大的重视——无论股东收益产生于高股价、现金股利还是股票回购。

价值创造

价值创造是一条基本的经营原则，它与像 BIL 这样的投资公司尤其相关。

从最简单的形式看，价值创造涉及到质量资产管理：

- 现有资产——在提高收益的同时最小化获取这些收益所需资本；
- 新投资——认真评估新投资并支持新投资；
- 收获——如果能够最大化收益而且将所得资金更有效地投资于其他地方，在适当时出售资产；
- 最小化风险——通过重视核心管理能力和最大化在所投资地域的比较优势实现。

虽然财务报表从会计意义上衡量价值变动，但得到的结果（尽管是一个精确的数字）通常不能反映公司的内在价值或公司目前的市场价值。尽管评估内在价值非常困难而且不是很精确，但它却与投资公司高度相关。在 BIL 的案例中，内在价值是参考上市证券的市价和非上市资产的贴现收益和现金流量确定，没有考虑诸如集团税损、熟练的人力资源、实力雄厚的资产负债表以及进行新投资的综合能力等实际存在但无形的资产。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

BIL 未来 3 年的目标是将内在价值提高 20 亿新西兰元，相当于在 1995 年 37 亿新西兰元（每股 1.25 新西兰元）内在价值的基础上每年按 18%的比率增长。要评估该目标是否可信且可实现，必须考察 BIL 的历史、当前状况和未来发展方向。从这方面看，在过去 10 年间，对 BIL 而言有两个具有转折意义的重大事件。一个是 1987 年 10 月股票市场崩溃，另一个是 1990 年末收购 Mount Charlotte Investments。两个事件都对 BIL 的内在价值和外界对 BIL 的看法具有重要影响，因此，使用这些期间进行比较分析是有意义的：

内在价值的变动

百万新西兰元	1987 年 12 月—1991 年 6 月	1991 年 6 月—1995 年 6 月	1995 年 6 月—1998 年 6 月
期初内在价值	2 045	3 107	3 717
新资本	422	293	—
	2 467	3 400	3 717
内在价值的增加额	1 061	1 622	2 000
外币折算	—	(540)	—
	3 528	4 482	5 717
现金股利	(421)	(765)	(717)
期末内在价值	3 107	3 717	5 000

百万新西兰元	1991 年 6 月	1995 年 6 月
报告利润	1 185#	1 334*
账面价值	3 231	3 605
市场资本化价值	2 857	3 335

#3.5 年 *4 年

1991—1995 年间，BIL 的内在价值提高 16.2 亿新西兰元。调整外币折算后，价值提高 10.8 亿新西兰元或每年提高 9%。这个简单的统计数字掩盖了三个关键问题：

- 从事后看，根据 1992 年和 1993 年出现的经济活动和资本市场疲软状况，1991 年 6 月 BIL 内在价值的评估值有些夸大。这在当时许多集团公司的业绩中反映得很明显。举例来看，Mount Charlotte 实际上处于保本状态（1995 年盈利 3 500 万英镑）；Air New Zealand 的营业利润为 1 800 万新西兰元（1995 年为 2.86 亿新西兰元）；Skellerup 的息税前收益为 1 200 万新西兰元（1995 年为 6 400 万新西兰元），融资成本和管理费用为 3.78 亿新西兰元（1995 年为 1.3 亿新西兰元）。Magnum Corporation 和 Carter Holt Harvey 等公司也存在类似的情况。最简单的事实是，那时市场给予 BIL 更多的信任，而现在情况正好相反。
- 尽管 Mount Charlotte 的营业收益反映了英国旅馆业的持续良好业绩，但 1994 年以前不景气的经营状况及其自身的高债务水平导致 BIL 的投资收益不高。尽管 1990 年支付的投资价格在 1995 年看来很划算，但它不足以补偿持有成本和外币变动带来的损失，这些成本和损失超过集团内在价值的额外增长额 10 亿新西兰元。
- 外币兑换——BIL 母公司资产的 70%投向国外，几乎相当于集团的全部股东权益投资于国外。在过去 4 年中，新西兰元相对于我们所投资国家的货币升值 25%。因此，BIL 的总体收益在这些国家相对较高，但转换为新西兰元后相对较低。换言之，尽管新西兰元很坚挺，而且集团资产的 70%投资于国外，但公司价值增长仍然超过 10 亿新西兰元——从 1991 年 BIL 的资产质量和财务状况看，这是一个相当大的成就。事实上，10 亿新西兰元价值增长

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的大部分是在过去两年（1992 和 1993 年）普遍存在的经济状况和资本市场疲软使当时的利润和资产价值降低时取得的。过去两年的强势经济增长和更乐观的发展前景使公司现金流量和利润激增。这些因素还没有充分反映在资产价值中，从而预示着 BIL 为在价值的增长。

展望未来，我们对能够一如既往地创造价值充满信心。支持这种信心的因素包括：

- 目前，BIL 的可持续利润（扣除融资成本和管理费用后但未包括投资盈余前）为每年 2.25 亿新西兰元，1997 年将提高到每年 3 亿新西兰元。这与 1991 年的 7 000 万新西兰元形成对比。
- 在可以称得上是权益市场中极具挑战性的过去 8 年中，BIL 取得了 20.83 亿新西兰元或年均 2.6 亿新西兰元的投资盈余（减去普通股利、税收备抵、减值和少数股权后的净值）。
- BIL 在其澳大利亚/新西兰核心市场中实现了很好的定位，它面临很少的竞争，而且拥有大量知识和专门技术。由于拥有强大的财务实力，BIL 已经做好利用这些国家中相对稳定的投资市场的准备。
- 过去 2 年 BIL 的报告收益共计 8.62 亿新西兰元。假设这种趋势在未来 3 年中持续，而且不存在任何增长，则 BIL 将实现 13 亿新西兰元收益（或目标收益 20 亿新西兰元的 65%）。这里没有把 BIL 集团的增长潜力或新投资战略考虑在内。
- 1995 年 6 月的内在价值已经被保守地评估出来。实现利润预测值的 Mount Charlotte 和平均市盈率被重新评定为 80%的 Air New Zealand 只能提供 7 亿新西兰元收益（或目标收益 20 亿新西兰元的 35%）。

显然，实现这些预期在一定程度上取决于 BIL 所不能控制的宏观经济因素。在以上情境中，我们假定经济中的通货膨胀、债券收益和经济增长率仍将保持在现行水平。我们还假设 BIL 的资本结构不会发生重大变化。

市场价值

尽管 BIL 拥有创造价值的明确目的和公认能力，但这种价值创造应当通过股东收益这种有形的方式反映出来是不言而喻的。1991 年，我指出我们未来 4 年的目标是使 BIL 的股价达到每股 2 新西兰元，相当于在支付给股东 10 亿新西兰元的现金股利后，BIL 股票的市场价值为 50 亿新西兰元。

虽然我们在股利方面取得很大的成功，但股价却没能实现预期增长。尽管存在诸如新西兰元坚挺和股票市场比预期更加疲软等使股价上升减缓的各种因素，但 BIL 自身的业绩改良（特别是过去 2 年的业绩改良）迄今为止仅导致市场对其不太高的重新估价。

在我担任首席执行官的第 1 年——1985/1986 年，公司的市场资本化价值最高达到约 50 亿新西兰元。那时的股东权益为 9.39 亿新西兰元，利润为 1.79 亿新西兰元。尽管那时 BIL 的经营业绩引人注目，但当时的市场资本化价值是以不切实际的增长潜力和收益能力为假设前提的。现在的情况正好相反。股东权益（包括可转换债券）为 36 亿新西兰元，利润达到创纪录的 4.32 亿新西兰元，公司的增长前景良好，然而，当前的市场资本化价值仅为 33 亿新西兰元。

虽然一些经纪公司已经转向对 BIL 使用更为灵活的计价基础，但很多公司仍然根据它们对 BIL

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

目前静态资产价值的评估估计公司价格，然后在 BIL 以与投资公司同样的方式从事经营的基础上扣除一定的折扣。

这种估价方法不考虑 BIL 的积极资产管理，过去几年取得的实际成就，资产质量的持续改良和资产的可持续收益组合，特别是公司总体财务实力和财务灵活性。简言之，BIL 没有获得作为股权投资基本前提的未来收益溢价或资产价值增值。在前些年，这些因素会导致相当高的股价。目前的低股价可能反映了 5 年前收购 Mount Charlotte 带来的影响，正如仅从 20 世纪 80 年代末我们很多同行的失败看待全部投资公司是不全面的一样。然而，无论是出于何种原因，目前的股价就是这样。虽然 BIL 的主要目标是创造价值，但同样重要的目标是使股东从公司的增值中获得收益。从这一点上看，了解 BIL 对最佳资本水平的看法是很重要的。

最佳资本水平

1995 年 3 月，美国 Berkshire Hathaway 公司董事长、著名投资家沃伦·巴菲特（Warren Buffett）评论说："……资本雄厚是良好投资结果的天敌……除非我们可以运用至少 1 亿美元去投资，否则我们会考虑收购的安全性。"

BIL 的最佳资本需求根据公司现有资产基数和总体财务状况，公司在所投资地区的机会，以及公司可以使用的人力资源确定。尽管所需资本水平的计算不会很精确，而且将随着时间的推移发生变化，我们目前的看法是考虑到集团的当前资产组合和可得投资机会，当前资本水平是合适的。两个重要因素可能改变这种看法。首先，我们预期未来 3 年集团总价值将取得显著增长，如果这种增长可以实现，而且可以得到的投资机会需要追加的投资很少，则集团可能拥有超额资本。

其次，集团的最大资产是对 Mount Charlotte 的投资。如果现在将 Mount Charlotte 出售换取现金，母公司将拥有 10 亿新西兰元现金而没有优先债券。在这种情况下，集团可能拥有超额资本，总体资本水平同样取决于有吸引力的新投资机会的可得程度。

目前我们对 Mount Charlotte 的看法是，它在未来 3 年中每年都能取得收益的显著提高。尽管过去 4 年 Mount Charlotte 使 BIL 发生了价值减损，但从其当前收益水平看，1995 年将其出售不符合 BIL 股东的最佳利益。然而，考虑到这笔投资从针对于一个公司、一个行业和一个国家的角度看过于巨大，因此公司将定期对其加以审查，并在适当的时候减少 BIL 所持股份。

对 BIL 而言，为取得最佳资本水平，一种重要的投资期权是回购和注销自身股份的能力。董事长的报告中提到，如果有利于所有股东的利益，公司将采纳给予公司回购股票更大灵活性的新章程。

在这篇回顾的引言中，我指出 BIL 有两个简明的目标：

- 提高 BIL 的内在价值；
- 确保这种价值的提高反映为股东投资收益的增长。

从各自的立场看，每个目标都很重要，前者在很大程度上决定后者的实现程度。管理层将完全投身于这两个目标的实现，并采取实现这两个目标所需的任何措施。

投资活动

尽管投资收益是 BIL 总利润的重要组成部分，但特定投资机会收益的实现本身常常并不引人注

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

目。到某项投资被出售时，其价值往往显而易见且容易确认，市场通常已经认识到 BIL 初始投资决策的价值。

一个相关的案例是 1995 年集团以 4.68 亿新西兰元出售所持 Carter Holt Harvey 股份，从而为集团带来 1.42 亿新西兰元的盈余。对 Carter Holt Harvey 的初始投资发生在 1990 年，当时集团自身的收购战略使其负债沉重且不受市场的欢迎。尽管对 BIL 的介入有很好的纪实描述，而且该项投资的成功现在得到广泛的认可，现实的情况是市场令人啼笑皆非地怀疑初始投资即为最终出售的投资——但出于各种不同的理由。

作为反对基于价值投资的投资者，我们为对 Carter Holt Harvey 进行的投资感到高兴。该项投资大约支出 5 亿新西兰元，但实现出售收入 10 亿多新西兰元。

本年的投资亮点无疑是买入并随后出售新西兰前著名出版公司 Wilson & Horton 28%的股份。经过系统的估价，BIL 于 1994 年 11 月以每股 9.50 新西兰元购入该公司股份，共支出 2.65 亿新西兰元，旨在成为长期股东。在收购之后，该公司的董事们表示他们更希望公司大股东是出版业的参与者。BIL 同意与该公司协力找到合适的股东并出售其股份，前提条件是所持股份的出售价格能够反映其战略价值和公司的真实内在价值。出售过程吸引了很多同意我们对价值看法的潜在购买者，最终导致 BIL 通过出售所持股份获取 6 500 万新西兰元利润。事实已经证明，这种结果对所有 Wilson & Horton 股东都大有裨益，因为公司的新股利政策能够确保长期股价更加充分地反映公司的内在价值。

集团的近期成果是完成了对所持奥克兰博彩公司 Sky City 部分股份的出售，该事件将在 1995/1996 会计年度进行会计处理。由于建设进度提前，预期博彩公司将于 1996 年初开业，我们在 1.86 亿新西兰元的基础上安排了 3 亿新西兰元的外部信贷额度。完成这项融资后，BIL 通过私募方式将所持博彩公司 29%的股份出售。7 月份出售的 Sky City 股权价值 4.25 亿新西兰元，为 BIL 带来 6 500 万新西兰元的利润。BIL 还持有 Sky City 50.6%的股份，按照近期售价，其当前市场价值为 2.78 亿新西兰元，与账面价值 9 800 万新西兰元相比较，对公司十分有利。

前景展望

BIL 未来前景的决定因素主要有 3 个：

- 当前投资——仔细考察当前投资可以突出使现金流量和收益取得增长的投资机会，从而提高集团在从事经营的各个地区所创造的价值，使总投资收益预测值从 1995 年的 2.9 亿新西兰元提高到 1997 年的 4 亿新西兰元。
- 优良的财务状况——在任何市场环境中都存在可以利用的新投资机会。尽管仔细评估每一项新投资和保证新投资所需资金是基本的先决条件，但保持优良的财务状况以使 BIL 得以利用这些投资机会同样重要。
- 人力资源——一支干练的团队的重要性不容低估。BIL 拥有具有高度积极性、技术娴熟的人力资源，从而使我们得以增加现有投资的价值并通过新投资创造价值。

BIL 已经做好一如既往地提高股东价值的准备。尽管目前的市场资本化价值令人失望，但我们仍然承诺确保所创造的价值反映为有形的股东收益。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财务数据摘要

	BIL 持股	净利润 1995 百万	净利润 1994 百万	销售收入 1995 百万	销售收入 1994 百万	总资产 1995 百万	总资产 1994 百万	股东权益 1995 百万	股东权益 1994 百万
新西兰									
Air New Zealand Ltd	42%	**$260.2**	$190.7	**$2 888**	$2 598	**$3 107**	$2 915	**$1 274**	$1 198
LWR Industries Ltd	66%	**$12.6**	$13.2	**$152**	$157	**$98**	$97	**$65**	$60
Sealord Products Group	50%	**$32.3**	$23.5	**$307**	$301	**$325**	$320	**$158**	$128
Skellerup Group Ltd	30%	**$44.4**	$25.4	**$828**	$646	**$519**	$421	**$217**	$177
Tasman Agriculture Ltd**	52%	**$6.1**	$5.5	**$17**	$15	**$203**	$155	**$154**	$108
Union Shipping Group Ltd	50%	**$14.7**	$15.3	**$137**	$152	**$126**	$107	**$74**	$71
澳大利亚									
Australian Consolidated Investment Ltd	96%	**A$9.8**	A$85.4	**A$797**	—	**A$893**	A$440	**A$298**	A$280
The Austotel Trust	100%	**A$7.2**	A$5.1	**A$351**	A$321	**A$319**	A$391	**A$125**	A$122
亚洲									
Paul Y.—ITC Construction Holding Ltd*	21%	**HK230.4**	HK201.9	**HK3 965**	HK2 074	**HK3 094**	HK2 039	**HK1 004**	HK611
美国									
Associated Hosts Inc+	100%	**US(5.5)**	US(4.5)	**US58**	US57	**US55**	US62	**US34**	US29
Everest & Jennings International Ltd++	85%	**US(9.7)**	US(55.7)	**US79.4**	US94.5	**US62**	US59	**US(16)**	US(7)
Molokai Ranch Ltd	100%	**US(4.8)**	US(1.0)	**US3**	US5	**US187**	US181	**US175**	US172
大不列颠联合王国									
Mount Charlotte Investments Plc++	70%	**£26.4**	£10.4	**£241**	£214	**£1 880**	£1 853	**£1 185**	£1 159

BIL 持股比例为 1995 年 9 月 11 日持股比例
* 结账日 3 月 31 日
** 结账日 5 月 31 日
+ 结账日 9 月 30 日
++ 结账日 12 月 31 日

比较财务数据纵览

	合并 1995 千新西兰元	1994 千新西兰元	1993 千新西兰元	1992 千新西兰元	1991 千新西兰元
利润					
净营业盈余	**381 356**	378 162	222 860	354 829	303 741
减：					
所得税	**1 883**	(2 771)	(12 920)	55 392	50 044
少数股权	**38 786**	38 861	23 099	11 696	63 147
未实现的投资价值减少	—	—	18 960	—	—
加：					
权益收益	**91 083**	88 005	77 623	(36 631)	21 183
归属集团的利润	**431 770**	430 077	271 344	251 110	211 733

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	合并				
	1995 千新西兰元	1994 千新西兰元	1993 千新西兰元	1992 千新西兰元	1991 千新西兰元
减：					
现金股利	226 747	151 988	160 033	225 564	161 676
集团留存利润	205 023	278 089	111 311	25 546	50 057
资本金					
已发行资本	1 328 701	1 302 882	1 253 135	1 253 135	1 253 135
准备和留存收益	2 006 410	1 917 245	1 762 689	2 012 206	1 977 724
股东权益合计	3 335 111	3 220 127	3 015 824	3 265 341	3 230 859
子公司少数股权	1 138 725	1 129 278	1 190 180	1 409 895	1 030 091
资本票据	449 219	461 838	168 239	—	—
可转换票据	269 414	269 414	269 414	—	—
次级债务	—	74 085	736 575	866 918	372 394
投资波动	10 999	252 995	17 155	63 740	21 024
收购盈余	386 568	420 925	454 026	566 178	457 992
资本金合计	5 590 036	5 828 662	5 851 413	6 172 072	5 112 260
表现为：					
固定资产	5 712 567	5 938 367	5 991 068	7 502 037	6 320 079
投资和无形资产	2 200 187	2 261 430	2 244 149	2 191 372	2 128 494
流动资产	1 507 710	948 593	1 746 941	1 600 456	3 500 918
资产合计	9 420 464	9 148 390	9 982 158	11 293 865	11 949 491
杂项或有事项	273 849	319 662	334 153	499 808	468 522
长期负债	2 720 263	1 302 619	2 205 993	2 946 632	3 112 251
流动负债	836 316	1 697 447	1 590 599	1 675 353	3 256 458
	5 590 036	5 828 662	5 851 413	6 172 072	5 112 260
统计数据					
每 50 分普通股调整收益	15.4c	15.8c	10.8c	10.0c	10.5c
每 50 分普通股调整股利	9.0c	9.0c	9.0c	9.0c	9.0c
每 50 分普通股净资产	1.26	1.24	1.20	1.30	1.29
年末普通股股本净利率	32.5%	33.0%	21.7%	20.0%	16.9%
平均股东权益净利率	13.2%	13.8%	8.6%	7.7%	7.1%

合并损益表

结束于 1995 年 6 月 30 日的会计年度	1995 千新西兰元	1994 千新西兰元
净营业盈余（13）	381 356	378 162
减：		
所得税（14）	1 883	(2 771)
税后合并净利润	379 473	380 933
减：		
少数股权应享利润	38 786	38 861
	340 687	342 072
加：		
股权收益（15）	91 083	88 005
集团利润（4）（16）	431 770	430 077

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并资产负债表

1995年6月30日		1995 千新西兰元	1994 千新西兰元
资本金			
法定资本（1）		**2 000 000**	2 000 000
已发行资本（1）	**1 328 701**		1 302 882
准备（2）（3）	**(31 686)**		129 414
留存收益（4）	**2 038 096**		1 787 831
股东权益合计		**3 335 111**	3 220 127
其他资本金			
子公司少数股权	**1 138 725**		1 129 278
资本票据（5）	**449 219**		461 838
可转换票据（6）	**269 414**		269 414
次级债务	**—**		74 085
投资波动	**10 999**		252 995
收购盈余	**386 568**		420 925
其他资本金合计		**2 254 925**	2 608 535
资本金合计		**5 590 036**	5 828 662
或有事项		**273 849**	319 662
长期负债（7）			
贷款和预收款		**2 720 263**	1 302 619
流动负债（8）			
银行透支	**126 109**		71 408
应付账款	**563 537**		558 593
贷款和预收款	**144 427**		1 066 362
税收备抵	**2 243**		1 084
		836 316	1 697 447
		9 420 464	9 148 390
固定资产（9）			
土地和建筑物	**5 412 658**		5 550 105
厂房、车辆和装置	**299 909**		388 262
		5 712 567	5 938 367
投资（10）			
所持上市公司股份	**535 069**		950 650
所持联营公司股份	**931 365**		648 620
其他投资	**733 753**		662 160
		2 200 187	2 261 430
流动资产（11）			
现金和有价证券	**874 312**		327 824
应收账款	**364 748**		434 681
短期投资	**27 521**		11 143
存货	**241 129**		174 945
		1 507 710	948 593
		9 420 464	9 148 390

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并现金流量表

结束于 1995 年 6 月 30 日的会计年度	**1995** **千新西兰元**	1994 千新西兰元
营业活动产生的现金流量		
收取客户款	**2 450 876**	1 640 717
收取利息	**54 363**	111 449
收取股利	**123 808**	52 400
支付供应商和雇员款	**(2 256 180)**	(1 457 359)
支付利息	**(275 555)**	(363 388)
支付所得税	**(7 074)**	20 456
其他	**62 991**	138 427
营业现金流量合计（21）	**153 229**	142 702
投资活动产生的现金流量（20）		
出售固定资产	**94 614**	13 233
出售投资	**941 965**	1 154 846
偿还贷款和预收款	**723**	2 000
购买固定资产	**(278 761)**	(230 702)
支付利息资本化价值	**(14 345)**	—
购买投资	**(971 048)**	(684 310)
贷款和预收款	**(11 069)**	—
其他	**114 687**	153 902
投资现金流量合计	**(123 234)**	408 969
筹资活动产生的现金流量（20）		
发行股票和资本票据	**58 672**	317 517
借款	**2 445 015**	899 537
偿还借款	**(1 821 023)**	(2 197 576)
支付股利	**(178 968)**	(138 576)
其他	**(28 384)**	—
筹资现金流量合计	**485 312**	(1 119 098)
现金变动净额	**515 307**	(567 427)
期初现金	**256 416**	839 798
收购和出售子公司的影响	**(16 183)**	5 232
汇率变动对现金的影响	**(7 337)**	(21 187)
期末现金	**748 203**	256 416
期末现金包括		
现金和有价证券（11）	**874 312**	327 824
银行透支（8）	**(126 109)**	(71 408)
	748 203	256 416

会计政策说明

一般会计政策

这些财务报表以持续经营假设为基础编制，报表中采纳了以下一般会计政策：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

历史成本原则，对某些资产使用重估价值调整历史成本。

权责发生制原则，使费用与收入相配比。

这些财务报表按照 1955 年公司法和 1993 年财务报告法的要求编制。

特殊会计政策

（a）合并原则

（i）子公司

集团财务报表包含 Brierley Investment Limited 直接控制、间接控制或拥有收益权的所有子公司的会计报表。

子公司财务报表采用购买法并入集团财务报表。

集团内交易产生的所有重要公司间账户余额和利润已经被抵消。

年内收购子公司的经营成果自收购日起并入集团财务报表；年内出售子公司的经营成果在出售日前包含在集团报表中。

收购日为资产所有权转移日或上市公司最近一次财务报表公告日（自这一天起，收购价格被确定）。

（ii）联营公司

联营公司是指集团拥有其 20%—50%权益份额且能够对其财务政策施加重大影响的公司。

联营公司的财务报表采用权益法并入集团财务报表，集团在联营公司利润中所享份额反映在合并损益表中。

（iii）子公司和联营公司的详细情况

子公司和联营公司的详细情况列示在年度报告的集团投资部分。除下列公司以外，其他子公司和联营公司的经营成果包含在集团结账日前 1 会计年度的相关报表中：

	上一结账日	涉及的期间
Paul Y.—ITC Construction Holdings Limited	1995 年 3 月 31 日	1995 年 3 月 31 日前 1 年
Steego Corporation	1995 年 4 月 30 日	1995 年 4 月 30 日前 1 年
Tasman Agriculture Limited	1995 年 5 月 31 日	1995 年 5 月 31 日前 1 年

（iv）合资公司

以下合资公司按照比例法并入集团财务报表：

AsiaPower Development

Sealord Product Group

（b）收购日账户余额

在收购子公司或联营公司时，可辨认净资产的公允价值可以确定。公允价值与对子公司或联营公司投资成本之间的差额记作收购盈余或商誉。

商誉在预期收益可以实现的适当期限内（不超过 20 年）摊销为冲减收益的费用。商誉的摊销期服从年度回顾的规定。

收购盈余包含在资产负债表“其他资本金”项目中，在相关资产被处置时转入损益表。

（c）固定资产

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

固定资产按购买成本或经调整的市场价值记录。投资不动产按净现值记录，净现值参照独立评估师的估价确定。投资不动产价值的净变动在损益表中记录。

（d）折旧

固定资产在其预计使用寿命期内按直线法或余额递减法计提折旧。

如果海外子公司不计提折旧费用，在编制集团财务报表时其折旧政策保持不变。

折旧销售收入为：

建筑物	1%—5%
厂房、车辆和装置	4%—33.33%

（e）投资

（i）上市公司证券

上市公司股票投资按照基于结账日证券交易所官方报价的市场价值记录。市场价值与成本的差额列示在“投资波动”中，实现时计入损益表。

如果认为投资发生了永久性的价值减损，则将未实现的投资价值减损计入损益表。

（ii）其他投资

所有其他投资按成本或估价记录。

（f）存货

存货按照成本与可变现净值孰低计价。成本可以使用包括个别计价法、平均成本法、先进先出法和标准成本法在内的各种方法确定。

（g）应收账款

应收账款按照预计可变现价值列示。

（h）外币

海外投资和集团应收应付外币款项已经按照结账日现行汇率折算在集团财务报表中。如果已经使用远期外汇合同对交易进行了套期保值，则未清偿款项按远期汇率折算。

海外子公司的资产、负债和经营成果按照结账日汇率折算。汇率变动对独立外币业务的影响以及通过对独立外币业务进行套期保值抵消汇率变动对货币性资产或负债的影响，均计入外币折算准备。

所有其他汇兑差异，包括短期和长期货币性项目的折算差异，无论是否实现，均直接计入损益表。

结账日使用的汇率为：

0.94 澳元=1.00 新西兰元

0.77 瑞士法郎=1.00 新西兰元

5.16 港元=1.00 新西兰元

0.67 美元=1.00 新西兰元

0.42 英镑 =1.00 新西兰元

（i）所得税

所得税备抵由集团各成员公司在利用所有可利用的减项和折让后，根据应税收益的预计应交所得税在财务报表中列示。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

递延所得税备抵使用负债法计算，产生于出于税收目的计算的利润与财务报表中列示的利润之间的短期差异。除非预期负债在可预见的未来发生，否则不对时间性差异建立备抵。

子公司的递延所得税资产在各子公司能够证明递延所得税资产的合理性时确认。如果子公司不能利用可利用的集团税损，则确认子公司的递延所得税负债。

（j）销售收入

集团销售收入反映子公司的对外销售收入，不包括股利、利息和其他投资收益。投资收益在财务报表附注 16 中披露。

（k）替代股利的红利股

对一些股东发行的替代股利的红利股的溢价已经在股票溢价准备中确认。

（l）会计政策变更

本年度没有发生重大会计政策变更，所有会计政策都与以前年度保持一致。

（m）比较数据

一些比较数据已经被重新计算，以反映变动趋势。

12 分部资产和销售收入

	资产 千新西兰元	1995 销售收入 千新西兰元	资产 千新西兰元	合并 1994 销售收入 千新西兰元
按业务活动分部：				
能源和石油开采	**274 355**	**—**	287 990	—
工程、建筑和房地产	**559 591**	**9 504**	572 387	180 987
食品和饮料	**203 419**	**153 480**	326 878	376 658
旅店	**4 540 850**	**600 406**	4 865 027	590 055
投资	**1 059 496**	**—**	1 233 406	—
制造	**309 582**	**326 114**	373 711	157 055
运输	**752 496**	**136 953**	559 466	152 309
批发和零售	**215 929**	**849 788**	11 688	14 315
其他	**630 454**	**500 080**	590 013	113 881
	8 546 152	**2 576 325**	8 820 566	1 585 260
现金和有价证券	**874 312**	**—**	327 824	—
	9 420 464	**2 576 325**	9 148 390	1 585 260
按地域分部：				
新西兰	**1 848 934**	**481 096**	1 965 868	724 555
澳大利亚	**1 151 317**	**1 224 339**	977 473	—
亚洲	**294 514**	**—**	222 658	151 028
美国	**612 556**	**270 484**	698 535	119 622
英国	**4 638 831**	**600 406**	4 956 032	590 055
	8 546 152	**2 576 325**	8 820 566	1 585 260
现金和有价证券	**874 312**	**—**	327 824	—
	9 420 464	**2 576 325**	9 148 390	1 585 260

本年销售收入增加主要源于对 Vox Holdings Pty Limited 的收购。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

14 所得税

	1995 千新西兰元	合并 1994 千新西兰元
净营业盈余	**381 356**	378 162
按 33%税率计算的所得税	**125 847**	124 793
调整纳税影响：		
非应税股利收入	**(27 918)**	(3 660)
其他非应税收入	**(17 001)**	(33 055)
不可扣减费用	**109 636**	76 257
可扣减项目移后扣减/（移前冲减）	**(187 283)**	(160 162)
按其他税率计税的收益	**(4 546)**	(1 765)
以前年度备抵不足（多余）	**(1 470)**	(9 870)
其他	**4 618**	4 691
	1 883	(2 771)
所得税借项/（贷项）——新西兰	**3 802**	6 981
所得税借项/（贷项）——其他国家	**(1 919)**	(9 752)
	1 883	(2 771)
本期所得税	**4 050**	(2 443)
递延所得税	**(2 167)**	(328)
	1 883	(2 771)
递延所得税		
期初余额	**(2 553)**	1 501
损益表中的递延所得税	**(2 167)**	(328)
其他变动	**1 248**	(3 726)
	(3 472)	(2 553)

集团目前在一些地区拥有可以移后冲减并抵消未来应税收益的可利用税损。这些税损纳税利益的确认仅限于递延所得税负债的范围。

税务当局目前正在对准确量化不确定税损的未确认纳税利益的集团进行调查。集团认为其有足够多的税损用于抵消调查可能产生的税金调整和递延所得税负债。

估算的税收减免

母公司	**4 560**	4 560
子公司	**47 778**	15 863
子公司少数股权	**(8 385)**	(12 233)
	43 953	8 190

16 集团利润

按业务活动分部：	经营盈余 千新西 兰元	净利息 千新西 兰元	1995 合计 千新西 兰元	合并 1994 合计 千新西 兰元
营业活动				
能源和石油开采	**33 342**	**—**	**33 342**	120 597
工程、建筑和房地产	**7 867**	**(627)**	**7 240**	9 363
食品和饮料	**24 853**	**(8 579)**	**16 256**	20 171
林产	**—**	**—**	**—**	27 982
旅店	**192 281**	**(100 449)**	**91 832**	41 534

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

按业务活动分部：	经营盈余 千新西兰元	净利息 千新西兰元	1995 合计 千新西兰元	合并 1994 合计 千新西兰元
制造	24 971	(7 982)	16 989	19 133
运输	129 058	(4 230)	124 828	87 179
批发和零售	(7 938)	1 315	(6 623)	768
其他	20 923	(15 042)	5 881	(8 552)
营业毛利	425 357	(135 612)	289 745	318 175
所得税和少数股权			(41 674)	(35 080)
营业净利			248 071	283 095
投资活动				
股利收入			92 711	7 933
资产和投资出售盈余			209 501	269 663
其他收入			13 825	5 252
投资毛收益			316 037	282 848
所得税和少数股权			1 005	(1 010)
投资净收益			317 042	281 838

按地域分部：	新西兰	澳大利亚	亚洲	美国	英国		
营业毛利	172 253	34 962	13 665	(22 967)	91 832	289 745	318 175
投资毛收益	246 094	34 933	15 088	1 838	18 084	316 037	282 848
毛利合计	418 347	69 895	28 753	(21 129)	109 916	605 782	601 023
所得税和少数股权						(40 669)	(36 090)
融资成本和管理费用						(133 343)	(134 865)
集团利润						431 770	430 077

营业活动反映从事业务活动的子公司和联营公司的经营成果。投资活动反映新西兰、澳大利亚和香港各控股公司的经营成果。

审计师报告

***KPMG* 皮特·马威克（Peat Marwick）**

特许会计师

为 BRIERLEY INVESTMENTS LIMITED 股东出具的审计报告

我们已经审计了第 61 页到第 82 页的财务报表。这些财务报表提供了有关公司和集团 1995 年 6 月 30 日以前财务业绩和 1995 年 6 月 30 日财务状况的信息。信息的陈述符合第 65 和 66 页提出的会计政策。

经理的职责

经理负责编制真实公允地反映公司和集团 1995 年 6 月 30 日财务状况和 1995 年 6 月 30 日前 1 年经营成果和现金流量的财务报表。

审计师的职责

我们的职责是对经理提供的财务报表发表独立的审计意见并向您们报告我们的意见。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

基本意见

审计包括在测试的基础上检查与财务报表中的金额和披露相关的证据，还包括评估：

- 经理在编制财务报表过程中所作重要估计和判断；
- 会计政策是否适合公司和集团的状况，是否遵循了一致性原则，以及是否得到了充分披露。

我们依据新西兰公认审计准则进行审计。我们规划并执行审计，以便获得我们认为必要的所有信息和解释，从而为我们提供确保财务报表不存在由欺骗或错误导致的重大虚假陈述的足够证据。在形成审计意见的过程中，我们还评估了财务报表信息披露的总体充分性。

除作为审计师外，我们与该公司及其所有子公司都没有关联，在这些公司也没有任何股份。

无保留审计意见

我们已经获取了需要的所有信息和解释。

我们认为：

- 从我们对会计记录的审查看，公司进行了恰当的会计记录；
- 第 61 页到第 82 页的财务报表：

——符合公认会计事务的要求；

——真实公允地反映了公司和集团 1995 年 6 月 30 日的财务状况和 1995 年 6 月 30 日前 1 年的经营成果和现金流量。

我们于 1995 年 9 月 6 日完成审计并于当天发表无保留审计意见。

KPMG 皮特·马威克

新西兰惠灵顿

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

纽 约 市

1996 年 7 月，穆迪投资服务公司（Moody's Investors Service）正在考察纽约市一般义务债券的评级。纽约市拥有大约 730 万人口，是美国最大的城市和国际商业文化中心。纽约市的主要产业包括银行、证券、保险、电信、出版、印刷、时装设计、服装加工、零售和建筑。此外，纽约还是美国的主要旅游城市。

纽约市经济与整个国家经济形势密切相关。因此，在 20 世纪 90 年代初期，纽约经历了就业和实际产值的下降。经济增长在 1992—1994 年间有所回升，但 1995 年以后又开始放缓。纽约市的一般义务债券被评级为“Baa1”，是最低级的投资级债券。

穆迪的考察包括分析美国地方市政普遍面临的挑战和纽约市的财务业绩。在完成考察后，穆迪要决定是调高、调低还是维持纽约市的当前评级。

地方市政面临的财务挑战

地方市政当局通常为当地社区提供一系列服务，包括执行立法、行政管理和司法职能，同时提供一系列其他服务，如中小学教育、公共安全（警察和消防）、市政工程（街道、排水和卫生设施）、公共福利、公共交通、机场、公用事业（自来水和供电）、大学、医院、教养院、社区发展、公园和娱乐设施。地方市政当局开展这些活动所需要的资金来自州和联邦政府的支持，财产税和其他税收入，各种服务费收入，以及公用事业收入。

第二次世界大战以后，美国地方市政规模急剧膨胀，雇员数量从 1945 年的 280 万增长到 1970 年的 740 万和 1987 年的 1 000 万。这一雇佣人数超过州和联邦政府公务员之和。

20 世纪 90 年代期间，地方市政当局面临大量财务挑战，包括基础设施老化，收入停滞不前而成本上升，联邦和州政府在不给经费的情况下要求其提供额外的服务，提高公共服务质量（在成本不增加的情况下）的压力，以及各地市政当局为吸引新企业而展开的竞争。

在像纽约这样比较古老的美国城市，很多基础设施是在大萧条时期建设的。例如，罗斯福新政中的公共工程计划提出建设市政道路、桥梁和一些公共建筑物。20 世纪 70 年代起，地方市政当局从维护和更新这些基础设施转向增加社会服务。结果，这些基础设施老化，到 90 年代初经常需要更新。

这些美国较古老的地方市政当局面临的第二个挑战来自收入停滞不前而成本上升。东北部和中西部许多城市的人口基本稳定或者下降，大企业移向其他成本低廉的地区，因此这些市政当局的收入停滞不前。与此同时，市政当局的成本在 80 年代和 90 年代初期逐步上升。例如，在这一时期，

该案例由 Paul M. Healy 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。该案例得益于 Jack Miller and Elizabeth Krahmer 的评论意见。Copyright © 1998 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-198-030。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

医药成本的增长速度要远高于通货膨胀，从而使得市政当局雇员的医疗福利成本和通过公共医院系统向老人、穷人提供保健服务的成本大幅上升。

地方市政当局面临的第三个挑战是联邦和州政府在不给经费的情况下要求其提供额外的服务增加。例如，州和联邦政府要求地方政府承担更多的义务，如保证公共安全、公共交通，提供解困住房和特殊教育等服务，但未必对这些服务给予充足的资金支持。

20 年代 80 年代和 90 年代，私人部门许多领域的产品和服务质量提高。例如，计算机和汽车行业发生重大产品改良，隔夜快递、传真、电子邮件以及居家购物和居家银行服务使消费者的反应越来越迅速。纳税人常常期望公共服务的质量发生同样的改善，从而导致纳税人和公共服务提供者对服务质量和成本的预期产生越来越大的差异。因此，地方政府面临很大的压力，需要提高生产效率和进一步充分利用现有资源。

最后，地方政府之间吸引新企业的竞争加剧。在很多情况下，地方政府为打算来当地从事经营的公司提供税收激励和承诺提供基础设施。例如，在 1993 年 9 月末，经过与愿意提供有吸引力的落户条件的至少 30 个州和地方市政当局的数月谈判，梅塞德斯—奔驰宣布决定将价值 3 亿美元的新工厂选址在阿拉巴马州的塔斯卡卢萨。该工厂预计在 1997 年投入运营，将雇用 1 500 人，每年生产 60 000 辆跑车。塔斯卡卢萨市承诺投入 3 000 万美元用于购买土地和准备厂房，梅塞德斯可以用 1 亿美元买下，意味着这笔交易使当地纳税人为每个新工作岗位支付 20 000 美元左右。

地方市政的财务报告

地方市政的财务报告准则由政府会计准则委员会（GASB）、财务会计准则委员会和地方法律确定。地方市政的财务报告与营利性组织的财务报告存在很多不同之处，其中一些是术语的差异。例如，在政府组织的财务报告中，损益表被称为收支和基金头寸变动表，所有者权益被称为“基金头寸”。此外，也存在实质性差异，包括基金会计的使用和对权责发生制会计的修正。

基金会计

基金会计要求对政府的各种不同业务活动提供独立的基金报告。例如，基金会计通常为当地公共医院、新投资项目、债务清偿、雇员退休金和一般政府部门等设计独立的报表。每一项活动都被视做独立的主体或“基金”，并运用各自的资源配置。对许多基金而言，资源的使用是严格限定的，只能用于某些特定的目的。因此，对每个基金账户都编制独立的财务报表，以便使用者监控配置给基金的资源是否按预定的目的使用。

对地方市政而言，主要有三类基金：政府基金、业主基金和信托基金。

政府基金包括一般基金（资源不受限制）、特定收入基金（限于特定目的支出而非主要投资项目）、资本项目基金（基金的用途限于资本支出）和偿债基金（用于积累资金以偿还未清偿的债务本息）。

业主基金主要用于旨在像企业那样从事经营的业务活动，包括企业基金（如医院、自来水和排水部门），它们向外部各方提供商品和服务，并且打算自负盈亏。业主基金也可以用于向政府其他部门提供商品和服务的部门。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

信托基金是由政府信托部门持有的资产，通常包括政府雇员的退休金。

地方市政的财务报表分别反映所有三类基金的经营成果。而且，对偿债义务和固定资产提供独立的合并报表。

对权责发生制会计的修正

对业主基金使用传统的权责发生制会计系统核算。然而，对政府基金进行核算时，需要对权责发生制会计做一些修正。这些修正（包括收入确认、应计利息和折旧）使得政府会计更接近于收付实现制会计而非权责发生制会计。

政府会计与传统的权责发生制会计的第一个主要区别是，政府基金的收入是在可计量和可得到时确认，而不是在赚取时确认。例如，财产税在被征收时而不是在赚取时确认为收入。另一个主要差异是，长期债务的利息在应支付时而不是在发生时记录。这样，如果未清偿市政债券的季度利息应在 1 月 31 日支付，则以 12 月 31 日作为年度末的市政当局不会预计所欠债券持有人的 11 月份和 12 月份利息。最后，尽管类似企业的业务活动（业主基金）记录折旧，但对政府基金而言，新的资本支出实际上被费用化。因此，一般基金——这种主要政府基金的资产负债表通常只包括流动资产和负债。

纽约市的财务状况

纽约市有一个动荡不定的财务历史。1975 年 2 月，纽约城市开发公司无力偿还 Chase Manhattan 银行的 1 亿美元短期票据。这引发了一场危机，导致纽约市被排斥出信贷市场。黯淡的前景最终迫使银行家、工会和政府走到一起，并达成一个协议。市政当局接受三个庄严的条件（低廉的交通费用、纽约市立大学学费和补贴住房）；成立纽约市市政补助公司（MAC）这一特别机构作为发行新市政债券的机构；州立法机构同意额外追加 28%的政府间援助资金；银行推迟债务本息的收回并提供新的融资；政府雇员接受短期工资下调和临时失业（许多是通过裁员），并同意将退休金投资于新的 MAC 债务。

后来的分析师将纽约市的财务困难归因于短期债务的急剧增加(在短短的 6 年中从 7.47 亿美元增加到 45 亿美元)。纽约州立法委员会解释说：

> 自 1970—1971 年以来，每个费用预算都通过一系列会计花招求得平衡——收入应计制、费用资本化、侵吞储备、虚假基金头寸调拨、延迟支付、赤字递延和可疑应收账款，最终建立一个公共利益公司，目的在于通过借入资金挽救费用预算。[1]

由于进行了上述管理和预算变更，到 1981 年纽约市预算重新获得平衡，并从此从财务危机中恢复过来。

附录 1 列示了纽约市 1992—1996 年间的一般基金收支表、1996 年预算、脚注以及管理层对业绩的论述。收入产生于各种来源，包括房产税、销售税、所得税以及来自联邦和州政府的资金。正

1 参见 R. Herzlinger, Public Sector Accounting, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1996, p. 316。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

如附录 2 所报告的，1996 年纽约市的房产税收入为财产评估值的 10.37%，市场价值的 1.88%。这种差异反映出纽约市按照低于完全市场价值估价财产的做法。[2] 财产评估值与市场价值的比率（称为特别平准比率）从 1993 年的 29.7%逐步下降到 1996 年的 22.1%。

销售税率从纽约市的 4%上升到与纽约州零售税相同的水平：4.25%。此外，纽约市还对本市居民和在市内获得收入的非本市居民征收个人所得税，对在市内从事经营活动的公司征收公司所得税。其他收入包括发照和特许收费，利息收入，市立大学学费，以及市政财产和机场租金。1995 年，纽约市其他收入包括上一年联邦社会安全和医疗保健税（FICA）多缴的 2 亿美元社会保障医疗款返还和将北部监狱卖给纽约州获得的收入 1.2 亿美元。1996 年，其他收入包括来自纽约市保健医院公司的一次性收入 1.7 亿美元和来自纽约市住房融资机构的收入 2 800 万美元。

来自联邦和州政府的大多数资金是以规定分类用途的财政补贴形式提供，指定用于特定活动，包括福利、教育、高等教育、保健和心理保健、社区发展、工作培训项目、住房和刑事诉讼。纽约市也收到数额不多的非限定性联邦和州政府补贴，可用于一般目的支出。然而，这种支持一直在减少。

纽约市的一般基金主要用于社会服务、教育、公共安全、债务清偿、保健和退休金支出。正如附录 1 所报告的，1994—1996 年这 3 年时间里，一般基金收支差额，即一般基金盈余 500 万美元。然而，这个盈余并不能代表全部情况，因为纽约市每年都需要平衡预算。因此，报告盈余包括用于弥补赤字或消除盈余的酌量转移和支出。1991—1996 年，酌量转移和支出前经营盈余分别为 5.7 亿美元、3.71 亿美元、7 200 万美元、7 100 万美元和 2.29 亿美元。

纽约市 1997—2000 年期间的财务计划如附录 3 所示，该计划表明一般基金的收入与支出之间的缺口正在逐步加大，到 2000 年底预计将达到 34 亿美元。为弥补这一赤字，纽约市已经采取了一系列方案来控制成本和增加收入。新方案包括减少政府津贴计划资金，通过整合和私有化运作重组纽约市政府，增加联邦和州政府补贴和出售资产，预期将增加收入并节省成本。此外，1997 年纽约市预计，通过改变对投资收益的保险精算假设，可以节省 1.5 亿美元退休金成本。

然而，另一些研究表明，纽约市的问题可能远比官方预计严重。例如，纽约市审计局 1996 年 5 月的一份报告指出，1997 年预测存在 11.76 亿—15.46 亿美元的潜在风险，其中包括预计纽约州补贴 1 亿美元，计划医疗补助福利修正 1.6 亿美元，政府津贴计划资金变动 4 000 万美元，正在进行的并不成功的谈判所涉及的机场支出 3.19 亿美元，以及未经确认的教育经费削减 4 亿美元等具有不确定性的项目。这些担心也反映在 OSDC 和管制委员会的工作报告中。1996 年 5 月出版的 OSDC 报告认为，纽约市存在结构性不平衡，1997 年预算需要 14 亿美元一次性项目才能获得平衡。研究指出，纽约市的结构性问题并没能通过解雇 2 万多名雇员，减少公共补贴和医疗补助计划成本，以及降低税收减免幅度提案得以解决。

除 1996 年的 320 亿美元营业开支外，纽约市还发生资本支出 38 亿美元。这些资金通过市政府及其机构发行债券，联邦和州政府给予拨款得以融通。附录 4 提供了 1992—1996 年这一期间资本支出的细目，以及对维护和改善纽约市基础设施所需资本支出的长期预测。这些支出包括公共交通设施、排水、桥梁和隧道开支，以及为提高市政府运营效率进行的投资。1997—2000 年间的 4 年资本承诺计划预计，1997 年纽约市将作出 43 亿美元资本项目承诺，资本支出将达到 37 亿美元。

---

2 房产税收入受纽约州宪法的限制，该宪法要求，房产税收入不得超过最近 5 年房地产平均市价的 2.5%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

按照地方法律要求，纽约市要报告固定资产状况，对确保这些资产得以很好修缮所需的维护开支和资本费用提出建议。报告认为，纽约市的固定资产状况正在恶化，前 5 年的实际维护费用只有建议水平的 33%，4 年资本承诺计划预计 1997—2000 年间将继续维持这一态势。此外，资本计划中的预算资本开支只有建议水平的 63%。

债券评级审查

如附录 5 所示，1996 年 12 月 31 日，纽约市有 303 亿美元未清偿债务。这些债务包括市政府自身、MAC 和市政府担保债务。纽约市的债务已经从 1989 年的人均 2 202 美元增加到 1995 年的人均 3 901 美元，超过了纽约市居民税前个人收入的增长速度。

纽约州法律规定，纽约市的未清偿债务不得超过前 5 年应税不动产平均市场价值的 10%，为低租金住房、低收入养老院和城市改造融资而发行的债务不能超过前 5 年应税房地产价值的 2%。纽约市的预测表明，到 1998 年其未清偿债务将超过总债务限额。因此，纽约市建议州立法机构成立新的基础设施融资局，允许该机构发行不受法律限额限制的债务。

整个 1996 年，纽约市 259 亿美元一般义务债券分别被穆迪和 Fitch Investors Service 评级为 Baa1 和 A-。然而，标准普尔已经将其评级从 A-下调到 BBB+，穆迪和 Fitch 也在考虑下调其评级。附录 6 列示了有关穆迪评级的其他信息以及评级与收益之间的关系。1996 年，纽约市发行了 53 亿美元一般义务债券，使用 27 亿美元为未清偿债券再融资。1995 年纽约市 30 年期债务的收益率攀升到最高点 6.65%，到 1996 年 3 月下降到 6.18%。1995 年 7 月，纽约市债券的交易价格高出债券交易商 20 种债券指数 53 个基点，这一价差到 1996 年 6 月下降到 48 个基点。

思考题

1. 谁是地方市政的主要参与者？他们给纽约市带来了哪些挑战？
2. 你认为在穆迪市政债券评级中，考察纽约市业绩应考虑哪些关键业绩指标？纽约市这些指标的情况如何？你对纽约市近期业绩存在哪些担心？
3. 根据你对问题 1 的分析，你如何评价纽约市在 4 年计划中所作预测暗含假设的合理性？
4. 你是否建议下调纽约市一般义务债券的评级？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

纽约市节略财务报表——1992—1996 年一般基金收支表

（以百万美元计）	被采用的预算 1996	1996	1995	实际 1994	1993	1992
一般基金收入						
税金收入(减退还后的净额):						
房产税	7 274	7 100	7 474	7 773	7 886	7 818
销售和使用税	3 097	3 111	3 013	2 855	2 739	2 621
所得税	6 502	6 808	6 015	6 281	5 751	5 389
其他	1 029	1 095	1 184	1 206	1 204	1 221
	17 902	18 114	17 686	18 115	17 580	17 049
联邦、州和其他补贴：						
指定用途	9 891	10 880	10 733	10 143	9 535	8 880
不受限制	549	621	603	667	707	826
	10 440	11 501	11 336	10 810	10 242	9 706
除税金和补贴之外的收入：						
服务费收入	1 253	1 312	1 298	1 277	1 304	1 195
其他收入	1 578	1 118	1 244	1 127	961	1 039
OTB 转移	30	26	27	24	29	33
	2 861	2 456	2 569	2 428	2 294	2 267
收入合计	31 203	32 071	31 591	31 353	30 116	29 022
一般基金支出						
一般政府支出	811	855	853	875	862	853
公共安全和司法支出	4 226	4 446	4 121	3 846	3 759	3 586
地方教育委员会	7 286	7 835	7 863	7 561	7 213	6 626
市立大学	363	348	348	353	571	459
社会服务	7 522	7 901	8 112	8 030	7 430	7 108
环境保护	1 096	1 138	1 120	1 156	1 094	989
交通服务	667	732	933	981	1 023	1 044
公园、娱乐和文化场所	239	244	240	238	229	202
住房	399	455	527	590	516	541
保健（包括 HHC）	1 544	1 829	1 737	1 620	1 452	1 276
图书馆	176	253	168	172	146	129
退休金	1 555	1 356	1 273	1 274	1 427	1 370
审判和索赔	279	309	251	271	231	232
雇员和其他福利	1 227	1 581	1 444	1 552	1 492	1 378
其他	948	210	307	375	267	257
债务清偿转移	2 865	2 574	2 289	2 454	2 440	2 968
支出合计	31 203	32 066	31 586	31 348	30 152	29 018
盈余（赤字）	0	5	5	5	(36)	4

资料来源：纽约城．审计局在结束于 1996 年 6 月 30 日的会计年度的全面年度财务报告。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

脚　注

一般基金收支表

（1）纽约市的经营成果是指纽约市的一般基金收入与支出之差。包含在纽约市经审计的财务报表中的业主基金收入和资产不是一般基金收入和资产的组成内容，因此，除净 OTB 收入外的业主基金收入不包括在纽约市的经营成果中。纽约市需要支出的业主基金费用包括在纽约市的经营成果中。

（2）1993 年 10 月，纽约市依照当时的公计会计准则报告 1993 会计年度一般基金经营盈余 5 079 000 美元。由于纽约市 1994 会计年度执行政府会计准则委员会（GASB）第 22 号公告，该公告规定变更一些税金收入的确认方法，因此纽约市被要求重新编制 1993 会计年度财务报表。重新编制报表的目的在于为 1994 会计年度提供比较财务报表，即假设纽约市在 1993 会计年度就采纳上述 GASB 公告。因此，为提供 1993 会计年度可比财务报表，经过重新计算，1993 会计年度的期初基金余额从 82 974 000 美元调整为 311 435 000 美元；盈余从 5 079 000 美元调整为（36 025 000）美元。

（3）1992、1993、1994、1995 和 1996 会计年度的房产税分别包括 1.31 亿美元、1.28 亿美元、1.475 亿美元和 1.5 亿美元刑事审判基金收入。1994、1995 和 1996 会计年度的房产税还分别包括 1994 年 5 月 31 日和 1995 年 4 月 1 日出售纽约市尚未收回的应收拖欠税金收入 2.01 亿美元和 2.23 亿美元，以及出售纳税留置财产收入 1.82 亿美元。

（4）收入包括纽约州从销售税收入、股票转让税收入和人均补贴中已经支付和预期将支付给纽约市市政补助公司（MAC）的款项，否则这些款项将由州政府支付给纽约市。根据纽约州法律，这些收入直接由纽约州流向 MAC，只有当 MAC 不要求偿还债务、保留准备金和支付经营费用时，才流向纽约市。纽约市把这种收入包括在纽约市收入中，并将 MAC 保留的这种收入记作“MAC 偿债基金”，但在 MAC 需要时纽约市不能控制这种收入的法定应用。纽约市的“债务清偿”估计值包括支付给纽约市用于偿还 MAC 持有的纽约市债务的款项，这种款项冲减“MAC 债务清偿基金”的估计值。其他税金包括净 OTB 收入转移税。1992 会计年度的其他税金包括刑事审判基金收入 150 万美元。

（5）一般基金盈余是考虑酌量转移和支出后盈余。1995、1994、1993 和 1992 会计年度，纽约市分别拥有酌量转移和支出前一般基金经营盈余 7 100 万美元、7 200 万美元、3.71 亿美元和 5.7 亿美元。财务计划预计 1996 会计年度的酌量转移为 2.43 亿美元。在采纳 1996 和 1995 会计年度预算后，纽约市的酌量转移和支出如下所示：

（以百万美元计）	1996	1995
将征收的房产税超过为偿债融资所需资金的差额转作一般偿债基金	106	66
预付高速运输管理局现金辅币	44	—
预付图书馆系统现金辅币	74	—
总支出和酌量转移	224	66
报告经营盈余	5	5
经营盈余合计	229	71

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

每一会计年度的最终结果都可能与该年采纳的预算有很大差异。下表列示了 1996 会计年度的实际结果与所采纳预算的差异：

	金额（以百万美元计）
额外资源：	
联邦规定分类用途财政补贴超过预算	524
州规定分类用途财政补贴超过预算	148
联邦和州未指定用途财政补贴超过预算	72
税金收入增加（不包括财产税返还）	387
利息收入超过预算	23
退休金投入减少	199
对保健医院公司支付的补贴减少	88
市政补助公司的销售税减免超过预算目标	145
发行新债券偿还旧债券导致偿债成本降低	64
出售 Mitchell Lama 抵押品	265
发照和特许收入提高	14
额外资源合计	1929
使纽约市能够：	
承受高于预期的财产税返还	174
承担可用于为 1996 会计年度支出融资的 1995 会计年度预算盈余减少	129
为未来偿债预作准备	106
为加班成本提高预作准备	81
为审判和索赔成本提高预作准备	19
对家庭救济计划受益者支付更高的补贴	185
为公共医疗补助开支提高预作准备	512
为向图书馆系统预付 1997 会计年度补贴预作准备	74
为向高速运输管理局预付 1997 会计年度补贴预作准备	44
为因降低中学生学费需要提高补贴预作准备	45
承受预期的联邦财政补贴收入减少	75
承受预期的州财政补贴收入减少	50
承受来自公司的收入和罚款收入减少	40
承受为联邦和州财政补贴被否决建立更高的备抵	25
承受低于预期的 OTB 转移	5
承受纽约市资产出售的推迟	32
承受港务局支付的低于预期的市政机场收入和所欠租金清偿款	103
承受其他超支和低于预算的收入	225
合计	1 924
报告盈余	5

管理层的论述：一般基金收支表

1996 会计年度的总税金收入为 181 140 亿美元，比上年提高 4.28 亿美元（2.4%）。1996 会计年度的房产税收入占当年征收房产税 78.71 亿美元的 91.7%。房产税逾期率（一个重要的财务健康度指标）从 1995 会计年度的 5.0%下降到 1996 会计年度的 3.8%。1996 会计年度，房产税收入仍稳定地保持在 75 亿美元。征收的房产税也仍然保持稳定，1995 和 1996 会计年度均为 79 亿美元。

1996 会计年度，对经济比较敏感的一般销售税、个人所得税以及一般公司、财务公司和非公司制企业所得税收入增加 9.6%；这些税金在 1995 会计年度减少 1.7%。分别来看，这些税金发生了以下变化：一般销售税收入增加 4.6%，财务公司所得税收入增加 27.6%，非公司制企业所得税增加

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

25.6%，个人所得税增加 8.8%，一般公司所得税增加 11.4%。财务公司所得税大幅增加的主要原因在于纽约市华尔街具有强大实力和联邦基金利率下降导致贷款增加。

1996 会计年度，联邦、州和其他规定分类用途财政补贴比 1995 会计年度增加 1.47 亿美元（1.4%），未指定用途财政补贴比 1995 会计年度增加 3.0%。

1996 会计年度，一般基金支出和包括债务清偿转移在内的其他融资费用为 320.66 亿美元，比 1995 会计年度增加 4.8 亿美元（1.5%）。

除债务清偿转移外，1996 会计年度的支出比 1995 会计年度增加 0.7%。与 1995 会计年度相比，1996 会计年度包括退休金和其他福利金在内的个人服务支出增加 2.1%，雇员工资增加 1.9%，医疗保险支出增加 9.4%，社会安全支出增加 2.9%。加班支出从 1995 会计年度的 4.23 亿美元增加到 4.36 亿美元，增加 3.1%。退休金成本比 1995 会计年度增加 2.6%，达到 14.15 亿美元。纽约市全职雇员的数量从 1995 年 6 月 30 日的 2 065 人增加到 1996 年 6 月 30 日的 236 674 人。雇员人数增长最多的部门是消防部门（3 393）、公安部门（549）、劳教部门（288）和金融部门（254）。雇员人数减少最多的是地方教育委员会（1 407）、无家可归人员收留所（365）以及住房维护和发展部门（126）。1996 会计年度，不包括公共医疗补助、福利和债务清偿在内的非个人服务相关支出比 1995 会计年度增加 4.8%。

1996 会计年度，长期债务的债务清偿转移为 25.74 亿美元，比 1995 会计年度增加 2.85 亿美元（12.5%）。

1995—1996 年现金来源和运用表（以百万美元计）

	1996	1995
一般基金经营摘要		
收入	32 071	31 591
转移前支出	(29 492)	(29 297)
债务清偿转移和其他转移前盈余	2 579	2 294
债务清偿转移和其他转移	(2 574)	(2 289)
一般基金经营盈余	5	5
将经营盈余调整为现金		
应付账款增加额	1 659	1 305
应收账款增加额	(967)	(897)
联邦和州财政补贴否决备抵	40	21
减支付否决备抵	(28)	(10)
基金经营提供的现金	709	424
其他现金来源		
纽约市债券出售收入	2 594	2 242
受限未决支出减少（增加）	(282)	221
季节性借款	2 400	2 200
其他现金来源合计	4 712	4 663
其他现金运用		
季节性借款偿还	(2 400)	(2 200)
联邦和州融资的资本支出	(375)	(331)
减偿还	244	810
纽约市融资的资本项目	(3 421)	(3 344)
其他增加额	258	427
其他现金运用合计	(5 694)	(4 638)
现金净增加（减少）	(273)	449
年初现金	748	299
年末现金	475	748

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

纽约市房产税征收额、房地产价值和房产税收入

房产税征收额、房产税上限和房产税率

会计年度	总征收额	用于经营活动的上限[a]	每100美元完全价值征收税金	每100美元评估值平均征收税金
1993	8 392.5	11 945.0	1.60	10.59
1994	8 113.2	13 853.8	1.30	10.37
1995	7 889.8	13 446.5	1.14	10.37
1996	7 871.4	8 663.4	1.88	10.37
1997	7 835.1	7 857.3	2.46	10.37

a. 纽约州法律将纽约市可用于经营活动的房产税收入金额（用于经营活动的上限）限制在本年和前4年纽约市应税房地产平均完全价值的2.5%减去短期债务利息和根据2.5%的税金上限计算的企业改良区域费总额。近期的可用于经营活动税金计算没有充分反映出当前房地产市场的低迷状况，预期房地产市场的低迷将导致未来可用于经营活动税金的减少。

应税房地产的评估值和完全价值

会计年度	应税房地产的评估值（以百万美元计）	÷	特别平准比率	=	完全价值（以百万美元计）
1993	79 370.6		0.296 5		267 691.6
1994	78 364.6		0.262 7		298 304.4
1995	76 202.4		0.238 4		319 641.1
1996	76 029.4		0.220 9		344 180.3
1997	75 668.5		0.206 9		365 724.8

房产税收入和逾期情况

会计年度	税金征收额（以百万美元计）	税金收入占税金征收额比重	会计年度末逾期金额（以百万美元计）	逾期金额占税金征收额比重
1990	6 872.4	94.7%	230.2	3.35%
1991	7 681.3	93.7	315.7	4.11
1992	8 318.8	93.1	370.2	4.45
1993	8 392.5	92.5	411.2	4.90
1994	8 113.2	92.7	403.4	4.97
1995	7 889.8	93.5	381.6	4.84
1996	7 871.4	93.4	288.9	3.67

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

1997—2000 年纽约市财务计划

（以百万美元计）	会计年度 1997	1998	1999	2000
收入				
税金：				
一般财产税	7 088	7 244	7 469	7 752
其他税金	10 407	10 837	11 352	11 897
税务监察收入	659	659	659	659
减税计划	(25)	(188)	(366)	(432)
杂项收入	4 468	3 549	3 117	2 894
未指定用途的政府间援助	523	510	509	513
预计州补贴	50	—	—	—
其他规定分类用途拨款	293	275	281	280
基金间往来收入	260	260	258	256
减：市内收入	(647)	(647)	(646)	(644)
规定分类用途拨款否决数	(15)	(15)	(15)	(15)
纽约市基金合计	23 061	22 484	22 618	23 160
联邦规定分类用途拨款	3 771	3 600	3 586	3 582
州规定分类用途拨款	6 149	6 071	6 106	6 087
收入合计	32 981	32 155	32 310	32 829
支出				
个人服务	16 237	16 813	17 612	18 812
非个人服务	14 128	14 064	14 256	14 271
债务清偿	2 735	3 015	3 124	3 241
MAC 偿债基金	328	394	423	370
一般准备	200	200	200	200
支出合计	33 628	34 486	35 615	36 894
减：市内费用	(647)	(647)	(646)	(644)
净支出合计	32 981	33 839	34 969	36 250
赤字	0	1 684	2 959	3 421

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 4

1992—2000 年纽约市实际和计划资本支出

实际资本支出（以百万美元计）

	1996	1995	1994	1993	1992
教育	812	881	727	758	686
环境保护	1 135	819	768	934	1 046
公共交通	554	444	423	341	364
高速运输管理局	218	150	221	250	330
住房	246	292	387	431	639
其他全部	831	1 108	817	903	828
支出合计	3 796	3 694	3 343	3 617	3 893

1997—2000 年资本承诺计划（以百万美元计）

	1997	1998	1999	2000
教育	713	859	799	1 392
环境保护	1 385	1 270	1 488	518
运输	760	643	671	590
高速运输管理局	497	231	231	231
住房	311	267	317	382
卫生设施	185	604	167	361
纽约市运营/设施	1 321	630	650	587
经济和港口发展	71	46	35	44
未达到承诺准备	(449)	(107)	(300)	(244)
承诺合计	4 793	4 443	4 058	3 861
支出合计	4 255	3 958	4 114	4 179

管理层对资本项目的论述

1996 会计年度的资本支出为 38 亿美元，比 1995 会计年度增加 1.02 亿美元（2.8%），比 4 年前减少 2.5%。1996 会计年度，资本预算中的基础设施支出为 21 亿美元，比 1995 会计年度增加 8.73 亿美元。在 1996 会计年度的基础设施总支出中，环境保护支出（不包括卫生设施支出）占 48.6%，公共交通支出占 10.6%，纽约市配水和污水处理系统支出为 10 亿美元。

1990 年 10 月，纽约市完成了盘存主要有形资产的项目。第 1 份全市范围的个人机构报告发表于 1991 会计年度，每年都进行更新。这份报告全面评估了纽约市主要资产的状况，使这些资产保持良好维修状态所需要的预计成本，以及详细列明保持资产结构完整性需作维护的时间表。纽约市预计 1997—2000 会计年度的修缮费用将为 43 亿美元。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 5

纽约市债务

纽约市合并债务净额

（以百万美元计）	1996	1995	1994	1993	1992
纽约市债务净额	25 052	23 258	21 531	19 424	17 916
MAC 债务净额	3 936	4 033	4 215	4 470	4 657
Samurai 债务净额	200	200	200	200	—
纽约市、MAC 和 Samurai 债务总额	29 188	27 491	25 946	24 094	22 573
纽约市担保债务	1 155	1 104	1 114	733	745
纽约市合并债务净额	30 343	28 595	27 060	24 827	23 318

纽约市、MAC 和纽约市担保的控股公司债务清偿

会计年度	纽约市长期债务本金	纽约市长期债务利息	纽约市担保债务	必需的 MAC 基金	合计
1996	22 718	150 987	22 560	425 310	621 575
1997	1 220 995	1 493 357	110 015	570 498	3 394 865
1998	1 206 764	1 401 147	116 997	583 535	3 308 443
1999	1 133 395	1 329 846	125 751	602 279	3 191 071
2000	1 072 079	1 271 698	125 749	537 438	3 006 964
2001	1 072 637	1 218 150	125 634	537 621	2 954 042
2002—2147	19 111 773	11 693 985	1 644 505	3 766 678	36 216 941
合计	24 840 361	18 559 170	2 271 211	7 023 159	52 693 901

纽约市、MAC 和纽约市担保的控股公司债券

会计年度	人均债务	人均债务占人均收入的比重	债务占应税财产评估值的比重	债务占应税财产完全价值的比重
1989	2 202	9.96%	25.4%	4.6%
1990	2 490	10.49	26.0	4.5
1991	2 917	11.93	28.0	4.5
1992	3 192	12.14	28.5	4.1
1993	3 389	12.51	31.3	3.9
1994	3 691	n.a.	35.2	4.4
1995	3 901	n.a.	36.9	4.1

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 6

穆迪投资服务公司债券评级

等级	级别特征	1995 年 12 月 20 日 平均收益率
Aaa	最高质量债券或“金边债券”，投资风险最小。大量或者非常稳定的利润保证利息的支付，本金很安全。保护性因素十分明显，最不可能损害这种债券的强势地位。	5.38%
Aa	按照所有的标准衡量都具有高质量，与 Aaa 一起构成高等级债券。这些债券的评级低于最高质量债券是因为作为保证的利润可能不够大，保护性因素的波动幅度可能较大，或者风险在一定程度上大于 Aaa 级证券。	5.50%
A	中上级债券。本金和利息的偿付保证是充分的，但容易受将来不利事件的损害。	5.55%
Baa	中级债券，即它们的受保护程度既不强也不弱。从目前看，利息的支付和本金的偿还是有保证的；但从长期看，保护性因素不足或不可靠。这种债券缺乏显著的投资特征，具有投机性特征。	5.70%
Ba	被认为具有投机因素，债券的未来不能得到很好的保证。利息和本金支付的受保护程度较低，不能在未来任何情况下都得到很好的保证。这类债券的共同特征是状态不确定。	n.a.
B	缺乏有价值投资的必要特征。从长期看，利息和本金的支付或者合同其他条款的保证程度很低。	n.a.
Caa	较差级。这种债券可能违约，或者目前就存在本金或利息支付的危险因素。	n.a.
Ca	具有高度投机性。这种债券经常出现违约或有其他明显缺陷。	n.a.
C	债券的最低级。这种级别的债券极不可能被投资。	n.a.

资料来源： 穆迪债券记录，穆迪投资服务公司，纽约。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Comdisco 公司（A）

Comdisco 公司是世界上领先的 IBM 计算机独立租赁商，似乎应当是一家受华尔街欢迎的公司。自 1978 年以来年收入提高了 4 倍，在结束于 9 月 30 日的会计年度达到约 6 亿美元。每股收益以更快的速度增长，股东权益收益率始终保持在 35%左右。然而目前该公司股价为每股 37 美元，是 1984 会计年度预期收益的 15 倍——对于一家在未来 5 年中收益能够以 30%的高速度增长的公司而言，市盈率乘数并不太高。

对 Comdisco 的惟一不利事件可能就是著名的 OPM Leasing 和英特尔破产给计算机租赁公司声誉带来的不良影响。尽管如此，证券分析师认为 Comdisco 与这些失败的公司没有相似之处。OPM Leasing 是一家引人注目的从事欺诈性经营的公司，而英特尔的破产在很大程度上源于会计假设过于乐观以及拥有大量陈旧过时的设备存货。分析师认为 Comdisco 的会计十分稳健，而且公司已经设法通过使用灵活的租赁协议消除了几乎所有设备陈旧过时的可能性。Drexel Burnham Lambert 的约翰·基夫（John Keefe）断言，Comdisco 不会惧怕 IBM 未来的任何决策。[1]

以上文字引自 1983 年 10 月《财富》杂志的“个人投资”栏目。

企业历史和业务活动

Comdisco 公司总部设在芝加哥，由现任董事长兼总裁肯尼思·庞特凯思（Kennethy Pontikes）于 1969 年创建。公司最初是 IBM 计算机经销商，由于 20 世纪 70 年代末对计算机租赁的需求增加，公司开始重视租赁业务。到 1982 年，提供新旧 IBM 计算机设备租赁服务成为 Comdisco 的主营业务，而且它已经成为最大的计算机租赁公司。Comdisco 的客户主要是大公司。1982 年，公司与财富杂志公布的世界 500 强公司中的 70%有业务关系，其中包括美国 50 家最大公司中的 49 家。

计算机再销售行业有很多参与者：小独立经营者，稍大的私人企业，以及联合大企业的租赁子公司。Comdisco 是该行业中少数独立的股份公开公司之一。该行业中的公司主要有两类：经纪人/经销商和第三方租赁公司。经纪人/经销商从卖方或现有用户处获得客户所需计算机设备；第三方租赁公司提供融资租赁。Comdisco 同时从事两种业务。

Comdisco 通过执行全方位租赁服务战略取得了在计算机租赁行业中的优势地位。根据这种战略，公司为客户提供很多其竞争对手不提供的服务。Comdisco 的子公司 Comdisco Technical Service 和 Comdisco Transport 专门从事设备整修翻新、送达、安装、拆卸，以及技术规划和选址。Comdisco

---

该案例由 Krishna G. Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1986 by the President and Fellows of Harvard College 。 Harvard Business School case 9-186-299。

1 经允许摘自 Fortune, October 31, 1983。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的另一个子公司 Comdisco Maintenance Services 提供 IBM 维修服务的低成本替代选择。Comdisco Disaster Recovery Services 为公司客户提供另一种有价值的服务：当客户自身的数据中心发生不可避免的故障时可以使用的临时数据处理能力。通过该项服务，Comdisco 的客户拥有 4 个完全正常运转的数据中心的使用权，可以在发生故障时作为其自身数据中心的支持。

Comdisco 的广泛客户群为公司带来了很多竞争优势。首先，利用得以接近美国 10 000 个 IBM 设备重要客户的机会，公司创建了有关它们对计算机需求的专有数据库。该数据库可以为 Comdisco 的销售人员提供有关公司潜在客户及其需求的最新和及时信息。其次，作为领先的 IBM 经销商，Comdisco 保持大量各种型号的 IBM 设备存货，Comdisco 的员工同时密切注视 IBM 的新产品和定价政策。在了解产品的同时拥有大量存货使公司得以帮助客户设计计算机购买计划并提供快捷的送达。最后，利用其数据库，公司可以帮助客户在从 Comdisco 购入新设备的同时出售旧的计算机硬件。

尽管上述战略使 Comdisco 确立了在计算机租赁行业的优势地位，但面对来自 IBM 自身的竞争，公司仍然处于潜在的弱势地位，因为 IBM 设备的出租收入占 Comdisco 收入的绝大部分。1981 年，IBM 成立了一家融资子公司——IBM Credit Corporation，为客户提供融资服务。不久以后，IBM 宣布打算进入计算机租赁行业，并为此与 Merrill Lynch 和 Metropolitan Life Insurance 创建了一家合资公司。很多行业分析师认为，这一举动可能为像 Comdisco 这样的公司带来更大的竞争。

然而，Comdisco 的管理层认为，IBM 的近期举动不会对公司的竞争地位造成威胁，因为 IBM 的进入将使计算机租赁行业被玷污的形象有所改善，最终会对该行业有利。他们还认为，由于 IBM 开始更加重视设备的现销而不是短期租赁，很多 IBM 客户可能被迫寻找像 Comdisco 一样提供短期租赁服务的租赁公司。这很可能为公司提供额外的业务机会，从而抵消长期租赁业务转向 IBM 给公司带来的损失。

尽管向计算机用户提供设备租赁服务是 Comdisco 的主营业务，但公司也为主要对租赁带来的税收利益感兴趣的投资者提供以税收为导向的租赁服务。近年来，能够为投资者带来税收利益的租赁业务产生的财务服务收益在公司收入中所占比重日益提高。

租赁的会计政策

Comdisco 通过各种租赁协议为客户提供计算机设备租赁服务。使用财务会计准则委员会第 13 号公告中的术语，Comdisco 提供的租赁业务可以分为以下三种类型：销售型租赁（sales-type leases）、直接融资租赁（direct financing leases）和经营租赁（operating leases）。

分 类

销售型租赁和直接融资租赁都将租赁财产所有权所固有的几乎全部风险和收益转移给承租人。销售型租赁常常使 Comdisco 发生经销商损益，因此，在销售型租赁下，租赁发生期初租赁设备的公平价值（正常销售价格）与设备成本或账面价值有所不同。相反，在直接融资租赁下，Comdisco 提供的主要服务是为承租人购买设备融资。在这种租赁方式下，设备的公平价值等于设备成本或账面价值，Comdisco 只赚取融资收益（利息），不赚取经销商利润。经营租赁是一种简单的设备租赁方式，Comdisco 在整个租赁期间保持设备的所有权。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

根据财务会计准则委员会的指南，对租赁的会计分类以租赁是否满足以下条件为依据：

1. 租赁期满设备的所有权转移给承租人。
2. 承租人有按协议价格购买财产的选择权。
3. 租期至少为财产预计使用寿命的 75%。
4. 租金的现值至少为租赁财产公平市场价格的 90%。
5. 承租人应付款项的可回收性能够合理预测。
6. 出租人还没有发生的成本不存在重大的不确定性。

满足前 4 个条件中的至少 1 个和全部后 2 个条件的租赁归入销售型租赁或直接融资租赁。如果租赁设备的公平价值与账面价值不同，按照销售型租赁处理；否则按直接融资租赁处理。不满足上述条件的租赁归入经营租赁。

会计处理：Comdisco 作为出租人

以上三种租赁在 Comdisco 财务报表中的会计处理如下所示：

经营租赁 租赁收入包括各月租金；设备成本记作租赁设备。设备成本与租赁期满设备预计残值的差额在租期内按直线法计提折旧。销售人员佣金和其他初始直接成本被资本化为递延费用，并采用直线法摊销。

销售型租赁 在租赁期初，租金的现值被视做销售收入。设备成本减去残值现值的差额记作销售成本。租金和残值的现值在资产负债表上记作销售型租赁净投资。收到各期租金时，冲减净投资并确认利息收益。

直接融资租赁 在租赁期初，租赁设备的成本记作直接融资租赁净投资。收到各期租金时，相应冲减净投资。租金合计与租赁设备成本之间的差额是直接融资租赁的未实现利润，为得到稳定的净投资收益率，按月确认该差额。

会计处理：Comdisco 作为承租人

Comdisco 除在以上租赁中作为出租人外，还常常作为承租人：公司通过租赁协议从计算机销售商或其他处购入设备。如果这种租赁满足上述前 4 个条件中的至少 1 个，则该租赁被 Comdisco 归入资本租赁（capital lease）；否则归入经营租赁。Comdisco 作为承租人的租赁的会计处理如下所示：

经营租赁 各月租金记作租金费用。

资本租赁 在租赁期初，租金的现值记作资本租赁资产。相同的金额同时确认为负债——资本租赁债务。资本租赁资产在租赁期间计提折旧。支付租金时，资本租赁债务减少，同时确认租赁债务的利息费用。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

不附追索权的租金现值计算

为了融通租赁资产投资所需资金，Comdisco 通常在不附追索权的基础上给予金融机构按照固定利率收取租金流的权利。作为报偿，Comdisco 从金融机构收到相当于租金流现值的贷款。金融机构从承租人处收取租金作为贷款的偿还。如果承租人违约，金融机构拥有租赁设备的第一留置权，对公司不再有进一步的追索权。

对经营租赁而言，现值计算产生的收益在资产负债表中记作贴现租金负债。承租人对金融机构支付时，贴现租金负债按照利率法减少。对销售型租赁和直接融资租赁而言，现值计算产生的收益不包含在贴现租金中。相反，未来租金从销售型租赁或直接融资租赁净投资中消除，融资损益立即在损益表中确认。

能够为投资者带来税收利益的租赁业务

除为计算机用户提供设备租赁业务外，Comdisco 还为对避税感兴趣的投资者提供租赁服务。尽管这些能够为投资者带来税收利益的租赁业务的特定条款和条件有所不同，但典型的业务如下所示：

1．在初始用户租约开始之后（并独立于该租约之外），Comdisco 将所有租赁设备出售给第三方投资者。设备出售通常发生在初始用户租约开始后 3—9 个月。销售价格等于当时设备的公平市场价值。投资者向 Comdisco 支付的款项包括：（a）价值相当于设备销售价格的 10%—22%的现金及将在 2 年内到期的可转让附息期票（权益性付款）；（b）金额将在 84 个月的期限内支付的分期付款票据。

2．在出售设备的同时，Comdisco 从投资者处租回设备，租期为 84 个月。租回协议中的租金等于 Comdisco 应收投资者的分期付款（1.b）。

3．作为租回协议的一部分，在租回期的第 61—84 个月，投资者分享公司将设备转租给用户获得的再租赁收益。租回期满，投资者拥有设备的专有权。

以上业务的最终结果是 Comdisco 放弃折旧的税收利益，第 61—84 个月租金收入的一部分，以及第 84 个月以后设备的全部价值。作为报偿，公司受到不可退回的权益性付款（1.a）。

如果最初以经营租赁方式向投资者出售设备，则 Comdisco 在能够为投资者带来税收利益的租赁业务发生的当期将权益性付款记作财务服务收入。从 1983 年第 4 季度起，公司开始将设备最终账面净值的一部分分配记作财务服务成本。对销售型租赁和直接融资租赁而言，权益性付款首先用于减少资产负债表中所列设备的一部分残值（作为销售型租赁和直接融资租赁投资），这是因为公司回收残值的能力因能够为投资者带来税收利益的租赁业务下的租金共享而有所下降。权益性付款超过残值减少额的差额在租赁业务发生的当期记作财务服务收入。

近期业绩

在 1982 年以前的 10 年间，Comdisco 的销售收入和利润迅速增长。1982 会计年度，公司报告

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

收入 4.716 亿美元，利润 2 940 万美元，反映该年销售收入增长 56%，利润增长 88%（1982 年节略年度报告参见附录 3）。1983 会计年度，公司继续保持业绩的强势增长势头。该会计年度的前 9 个月，公司收入和利润分别为 4.014 亿美元和 3 610 万美元（这段期间的公司中期报告参见附录 2）。

在 Comdisco 1983 会计年度第 2 季度的报告中，肯尼思·庞特凯思对公司的未来评论道：

> 这些新业务与公司租赁业务和客户群的持续增长一起，巩固了公司的长期增长前景。公司的出色业绩记录以及使公司资本更加雄厚的价值 2.5 亿美元可转换次级债券的发行，为公司提供了在当今的市场中取得持续增长所必需的财务弹性。

在纽约证券交易所上市的公司股票的表现，反映了这种乐观的前景展望：公司股票价格从 1982 年 1 月的大约 9 美元上涨到 1983 年 9 月末的 37 美元。附录 1 展示了从 1982 年 1 月到 1983 年 9 月 Comdisco 的股价和标准普尔 500 股票价格指数的变动。然而，正如财富杂志的评论所指出的，很多分析师认为 Comdisco 的股价仍处于被低估状态，并预期股价将继续攀升。

思考题

1. 评价 Comdisco 的业务活动和公司战略。
2. 利用 Comdisco 的财务报表和脚注中的信息，尽可能填列下表（必要时使用倒挤数）：

账户	1981 年 9 月 30 日余额		1982 会计年度增加额		1982 会计年度减少额		1982 年 9 月 30 日余额
资本租赁债务	_____	+	_____	-	_____	=	_____
贴现租金	_____	+	_____	-	_____	=	_____
销售型和直接融资性租赁净投资	_____	+	_____	-	_____	=	_____

找出可能使以上账户发生变化的业务活动。

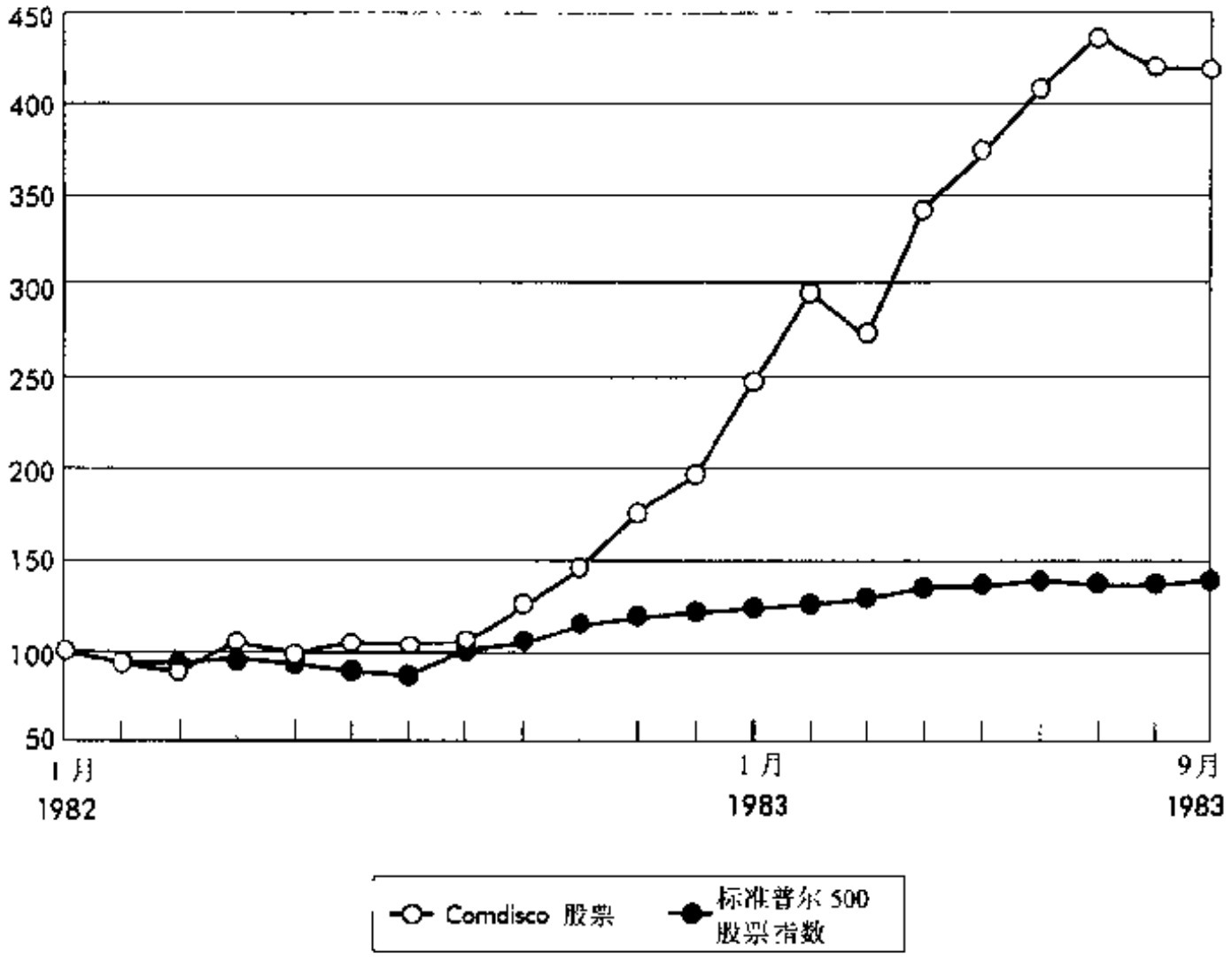
3. 分析 1981、1982 和 1983 会计年度前 9 个月的租金收入、计算机设备出售收入和财务服务收入对 Comdisco 报告利润的相应贡献。这 3 项业务活动的利润率存在差异的原因何在？哪项业务活动对 Comdisco 利润的贡献最大？

4. 评价 Comdisco 在年度报告中对公司租赁会计政策所作披露的质量。你认为公司所作披露足以用来评价公司业绩吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

1982 年 1 月—1983 年 9 月 Comdisco 股价和标准普尔 500 股票指数的变动



附 录 2

Comdisco 公司结束于 1983 年 6 月 30 日的第 3 季度报告

写给股东

我很高兴地向大家报告，公司 1983 会计年度第 3 季度净收益 1 319.9 万美元，每股收益 0.45 美元，与 1982 年同期净收益 582.4 万美元和每股 0.23 美元相比，分别增长 127%和 96%。收益增长

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

源于财务服务业务盈利能力提高、计算机设备租赁业务增加和实际税率降低。1983 会计年度第 3 季度总收入为 1.274 55 亿美元，而上年同期总收入为 0.946 91 亿美元。总收入增长主要是由于公司租赁业务持续增长。1983 会计年度第 3 季度，公司签订 850 份新租约，初始租赁期总收入 2.661 亿美元；而上年同期公司签订 605 份新租约，初始租赁期总收入 1.804 亿美元。

1983 年 6 月 30 日前 9 个月公司净收益 3 606.4 万美元，每股收益 1.25 美元，分别比上年同期增长 69%和 51%。1983 年 6 月 30 日前 9 个月总收入为 4.013 67 亿美元，而 1982 年 6 月 30 日前 9 个月总收入为 3.341 89 亿美元。公司 1983 会计年度前 9 个月的经营成果引人注目，主要原因在于公司积极参与外围设备、3081 和 3083 处理机市场，从而导致计算机设备销售收入、租赁和财务服务业务收入增加。此外，IBM 交付使用 3081 和 3083 处理机刺激了被替代的 IBM 3033 计算机的销售和租赁。

1983 年 7 月 21 日，董事会宣告于 1983 年 9 月 9 日向 1983 年 8 月 19 日在册股东发放每股 0.04 美元的现金股利。这是公司自 1977 年首次发放现金股利起，第 27 次连续发放现金股利。

1983 年 4 月，公司宣布其“公司租赁系列计划”——一份旨在满足日益增长的办公和工业设备融资租赁需求的扩展租赁计划。公司租赁系列计划扩展了公司的补充服务种类，而且将其为客户提供创新和经济实惠的融资选择的专有技术资本化。

1983 会计年度第 3 季度，公司的一家新建全资拥有子公司——Comdisco Resources, Inc.(“CRI”)投入运营。CRI 最初将主要通过与已确立稳定地位的合伙人合资，收购国内石油和天然气资源的开采权和陆上租赁权，主要用于再销售给其他公司进行石油和天然气开采和开发。1983 和 1984 会计年度，CRI 的投资预算分别约为 3 200 万美元和 1 300 万美元。

这些新业务与公司租赁业务和客户群的持续增长一起，巩固了公司的长期增长前景。公司的出色业绩记录以及使公司资本更加雄厚的价值 2.5 亿美元可转换次级债券的发行，为公司提供了在当今的市场中取得持续增长所必需的财务弹性。

肯尼思·庞特凯思
董事长兼总裁
1983 年 8 月 10 日

合并收益和留存收益表

1983 和 1982 年 6 月 30 日前 3 个月和前 9 个月（未经审计）

	6 月 30 日前 3 个月		6 月 30 日前 9 个月	
（除每股数据外，均为千美元）	**1983**	1982	**1983**	1982
收入				
租金收入	**70 056**	53 462	**193 520**	148 434
计算机设备销售收入	**29 159**	24 113	**129 626**	110 108
财务服务收入	**15 493**	12 890	**50 073**	62 040
其他收入	**12 747**	4 226	**28 148**	13 607
收入合计	**127 455**	94 691	**401 367**	334 189
成本和费用				
设备折旧、摊销和租金	**56 647**	40 378	**152 586**	115 325
计算机设备成本	**26 112**	21 318	**114 631**	99 659
财务服务费用	**1 524**	1 065	**3 614**	6 641
销售和一般管理费用	**13 938**	10 722	**43 060**	38 074
利息费用	**14 035**	12 016	**38 112**	34 560

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股数据外，均为千美元）	6月30日前3个月		6月30日前9个月	
	1983	1982	**1983**	1982
成本和费用合计	**112 256**	85 499	**352 003**	294 259
税前收益	**15 199**	9 192	**49 364**	39 930
所得税	**2 000**	3 368	**13 300**	18 568
净收益	**13 999**	5 824	**36 064**	21 362
期初留存收益	**92 445**	58 223	**71 268**	43 359
净收益	**13 199**	5 824	**36 064**	21 362
已付股利	**(1 150)**	(394)	**(2 838)**	(1 068)
期末留存收益	**104 494**	63 653	**104 494**	63 653
普通股和约当普通股每股净收益	**0.45**	0.23	**1.25**	0.83
普通股每股现金股利	**0.04**	0.03	**0.11**	0.09
流通在外普通股和约当普通股	**29 611**	29 118	**29 234**	28 918

合并资产负债表

1983和1982年6月30日（未经审计）和1982年9月30日（未经审计）

（除股数外，均为千美元）	6月30日		9月30日
	1983	1982	1982
资产			
现金和有价证券（按接近市价的成本计价）	**175 215**	4 586	39 762
应收账款	**66 430**	38 854	45 055
计算机设备存货	**48 914**	38 716	35 382
销售型和直接融资租赁投资	**63 735**	28 541	23 682
租赁和其他设备	**703 759**	532 969	534 611
减：累计折旧和摊销	**263 401**	174 408	192 714
设备净值	**440 358**	358 561	341 897
其他资产和递延费用	**55 925**	43 446	50 901
	850 557	512 704	536 679
负债和股东权益			
应付票据	**—**	2 650	2 385
次级公司债券	**262 520**	62 250	62 250
应付账款	**29 001**	26 982	19 110
资本租赁债务	**14 669**	20 122	18 636
所得税	**42 817**	31 585	36 197
其他负债	**45 139**	39 219	45 265
贴现租金	**280 976**	247 899	261 780
	674 852	430 707	445 623
股东权益：			
普通股每股账面价值0.10美元，额定股数50 000 000股；1983和1982年6月30日已发行股数分别28 768 366和11 757 418股（1982年9月30日为11 769 043股）	**2 877**	1 176	1 177
股本溢价	**68 718**	17 657	18 965
递延折算调整	**(364)**	(489)	(354)
留存收益	**104 494**	63 653	71 268
股东权益合计	**175 725**	81 997	91 056
	850 577	512 704	536 679

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并财务状况变动表

1983 年和 1982 年 6 月 30 日前 9 个月（未经审计）

（以千美元计）	1983	1982
资金来源		
营业活动提供的资金总额	123 798	133 285
利率为 13%的可转换公司债券转换发行的普通股，净值	52 465	—
发行次级公司债券取得的收入	245 250	—
贴现租金	141 002	92 535
其他	305	2 624
	562 820	228 444
资金运用		
租赁设备和存货增加额	238 304	175 193
应付票据减少额	2 385	795
可转换公司债券赎回	50 000	—
资本租赁下贴现租金和债务减少额	126 332	45 611
其他资产和递延费用	7 508	11 039
其他	2 838	1 068
	427 367	233 706
现金和有价证券增加（减少）额	135 453	(5 262)
期初现金和有价证券	39 762	9 848
期末现金和有价证券	175 215	4 586

合并财务报表附注

1983 和 1982 年 6 月 30 日（未经审计）

1. 报告原则

所附合并财务报表为本公司及其全资拥有子公司消除公司间账项和交易后的报表。管理层认为，所附合并财务报表包含了公允反映所需的全部调整。公司会计年度结束于 9 月 30 日。

1982 年 9 月 30 日资产负债表中的数据来源于该日经审计的财务报表。

2. 次级公司债券

1982 年 11 月 4 日，董事会宣告赎回公司利率为 13%、将于 2001 年到期的全部可转换次级公司债券，每张面值为 1 000 美元的可转换公司债券的赎回价格为 1 117 美元，然后加上截至 1982 年 12 月 6 日的应计和未付利息。可转换公司债券持有者可以按照每股 9.75 美元的转换价格将可转换公司债券转换为普通股。因面值为 49 839 000 美元的可转换公司债券转换而发行的普通股共计 5 111 360 股。

1983 年 5 月 4 日，公司完成面值为 250 000 000 美元、利率为 8%、将于 2003 年 5 月 1 日到期的可转换次级公司债券的出售。该公司债券可以按照每股 36.50 美元的价格转换为公司普通股。共计 6 849 315 股普通股被留用，以备公司债券转换所需。出售公司债券的净收入共计约 245 250 000 美元，已经被临时投资于短期证券及用于为公司租赁组合中相关应收租金贴现的未决现金收入增加融资。

3. 所得税

1983 和 1982 年 6 月 30 日计算联邦所得税备抵使用的税率与法定税率有所不同，主要源于各年发生的投资减税和外销公司产生的税收利益。1983 会计年度第 3 季度，公司因租赁业务增加而发生

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

大量投资减税。因此，公司估计 1983 会计年度的实际税率将为 27%左右，而 1983 会计年度前 6 个月和 1982 会计年度前 9 个月使用的估计税率分别为 33%和 40%。估计所得税率的下降导致 1983 会计年度第 3 季度净收益增加约 2 100 000 美元，每股净收益增加约 0.07 美元。1982 年 6 月 30 日前 1 季度和前 9 个月的实际税率与估计年税率有所不同，原因在于出售投资减税导致对递延所得税的重新计算。出售投资减税用于减少 1981 年 9 月 30 日的递延所得税。

4. 普通股

财务报表和附注中的所有普通股股数和每股数据都已经对 1983 年 3 月 2 送 1 的股票分割进行了调整。

附 录 3

Comdisco 公司 1982 会计年度年度报告（节略）

写给股东

1982 会计年度，Comdisco 以创纪录的收益和收入继续保持其卓越业绩。净收益和每股收益分别为 2 940 万美元和 2.27 美元，分别比 1981 会计年度提高 88%和 68%；总收入增长 56%，达到 4.716 亿美元。尽管处于衰退的经济环境中，公司还是取得了这样卓越的经营成果。过去 5 年净收益的年增长率为异常高的 43%。导致 1982 会计年度创纪录高的收益水平的主要因素是财务服务业务的数量和盈利能力提高，公司租赁业务和客户群增加，以及公司利用 IBM 3033 处理机和磁盘存储器设备市场热点的能力。

财务服务业务的盈利水平提高是与公司旧设备租赁组合相关的租赁业务为公司带来税收利益的结果，也是 1981 年经济复苏税法提出“税收利益转让”安排的结果。1982 会计年度后期，国会通过 1982 年税收权益和财政责任法案，其中包括最终取消“税收利益转让”的立法。这将导致传统的杠杆租赁再度作为公司的主要财务服务业务出现。

1982 会计年度，Comdisco 的租赁业务持续其强势增长势头，因为更多的客户致力于设备租赁。公司外围设备租赁业务显著增加。1982 会计年度，公司签订 2 259 份新租赁协议，初始租赁期租金总收入为 7.016 亿美元；而 1981 会计年度，公司签订 1 620 份租赁协议，初始租赁期租金总收入 3.388 亿美元。

IBM 首次交付使用其 3081 处理机刺激了 Comdisco 的所有业务。公司参与了 3081 处理机的租赁业务和被取代的 3033 处理机的再销售。公司加强营销努力导致客户增加 31%，其中包括大多数美国最大的公司。1981 会计年度，Comdisco 成立一支“中等规模公司”营销队伍，成功地扩展了公司的中等规模公司客户群。Comdisco 的国外子公司持续提高其市场占有率，在截至 1982 年 9 月 30 日的前 12 个月也取得了创纪录的经营成果。1982 会计年度，Comdisco 的计算机化销售数据库持

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

续精炼，该数据库可以追踪几乎全部美国大 IBM 系统用户的信息。

Comdisco 的两家新成立子公司 Comdisco Disaster Recovery Services 和 Comdisco Technical Services 在 1982 会计年度取得显著进展。截至 1982 年 12 月 31 日对 Texas Disaster Recovery Center 的扩建将使故障恢复中心的数量达到 4 个，从而进一步表明 Comdisco Disaster Recovery Services 能够为投资者提供最全面的故障支持服务。Comdisco Technical Services 扩展其设备安装和设施规划业务，盈利能力有所提高。

与 1982 会计年度取得的创纪录收益成果同样重要的或许是 Comdisco 财务状况的增强。公司总资产增加 33%，达到 5.367 亿美元；股东权益增加 55%，达到 910 万美元。据预计，1982 年 11 月初宣告赎回公司价值 5 000 万美元的可转换公司债券将使股东权益增加到约 1.4 亿美元，而且将使公司利息费用每年降低 650 万美元。此外，1982 年 9 月 30 日，公司拥有近 4 000 万美元现金和有价证券，而根据各种周转信贷协定取得的借款为零。由于财务状况改善，Comdisco 处于更好地利用传统市场和其他领域出现的各种机会的理想位置。

1982 年 9 月，Comdisco Financial Services（CFS）前总裁雷蒙德·F·塞巴斯蒂安（Raymond F. Sebastian）被任命为 Comdisco 公司发展部高级副总裁，将致力于公司各种可用投资机会的分析。取代塞巴斯蒂安 CFS 总裁位置的是巴兹尔·R·特威斯特（Basil R. Twist），他与塞巴斯蒂安一起制定了使得 CFS 自 1976 年成立起一直十分成功的战略。迈克尔·J·奥康奈尔（Michael J. O'Connell）自 1983 年 1 月 1 日起辞去 Comdisco 执行副总裁职务，但将继续担任董事。奥康奈尔先生自 1971 年起加入公司，为公司成功作出了有益贡献。

1982 年 3 月，Comdisco 按照 3 送 2 分割普通股，1982 会计年度每股共支付 0.23 美元股利，比上年提高 28%。更重要的是，过去 5 年的平均股东权益收益率平均为 34.0%。这种情况出现在除贴现租金外的公司大多数借款被消除的期间。

Comdisco 以其具有高度流动性的强势资本状况、具有竞争性的强势市场地位和全面的客户补充服务计划进入 1983 会计年度。尽管当前经济前景暗淡，公司提供的租赁和其他有利可图的服务仍然具有吸引力。更多 IBM 3081 处理机的交付使用也将增加 Comdisco 在市场中的机会。

与许多公司相比，Comdisco 过去和未来的成功可能更加依赖于员工的决心、技能和创造力。这是使我对 Comdisco 继续取得成功持更乐观态度的另一因素。我确信，拥有公司员工的努力以及公司客户和股东的支持，Comdisco 能够保持收益和收入的高增长率。

肯尼思·N·庞特凯思

董事长兼总裁

1982 年 11 月 11 日

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析

概　述

1982 会计年度，公司继续取得显著增长，总收入和净收益分别比 1981 会计年度增长 56%和 88%。尽管处于衰退的经济环境中，公司仍然实现了收入和净收益的增长。1982 和 1981 会计年度的总收入分别为 4.716 亿美元和 3.015 亿美元。净收益从 1981 会计年度的 1 560 万美元（每股 1.35

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

美元）增加到 1982 会计年度创纪录高的 2 940 万美元（每股 2.27 美元）。导致 1982 会计年度创纪录高的收益水平的主要因素是财务服务业务的数量和盈利能力提高，公司租赁业务和客户群增加，以及公司利用 IBM 3033 处理机和磁盘存储器设备市场热点的能力。

收　入

1982 会计年度的总收入反映了所有业务活动的增加。1981 会计年度总收入比 1980 会计年度增加 19%，是除计算机设备销售外的所有业务活动取得更高收入的结果。截至 1982 年 9 月 30 日的前 5 年，公司总收入年增长率为 25%。

1982 会计年度，公司租赁业务保持强势增长势头，主要原因在于市场对租赁的需求增加，市场占有率提高，以及 IBM 产品首次交付使用带来的业务水平提高。租赁业务通过短期协定为客户提供了财务弹性，使其得以在衰退的经济环境中保留资本。由于租赁业务增加，1982 会计年度租金收入 2.066 亿美元，1981 会计年度租金收入 1.316 亿美元，分别比上年增加 57%和 62%。

1982 会计年度计算机设备销售收入增加，原因在于 IBM 3033 处理机市场活跃。3033 处理机市场受到 IBM 3081 处理机首次交付使用和 IBM 降低 3033 购买价格的刺激，这些事件提高了 IBM 的价格/业绩比。1981 会计年度计算机设备销售收入比 1980 会计年度下降 16%，主要原因在于计算机用户对租赁的偏好增加。

1982 会计年度财务服务收入共计 7 390 万美元，而 1981 会计年度财务服务收入为 3 080 万美元。财务服务收入增加主要是与公司旧设备租赁组合相关的租赁业务为公司带来税收利益的结果，也是 1981 年经济复苏税法提出“税收利益转让”的结果。1981 会计年度财务服务收入比 1980 会计年度增加 119%，原因在于具有第三方投资者的杠杆租赁带来更高的收入。

成本和费用

1982 会计年度总成本和费用为 4.178 亿美元，与 1981 会计年度总成本和费用 2.802 亿美元相比，提高 49%。1981 会计年度总成本和费用比 1980 会计年度高 15%。总成本和费用提高是公司租赁组合和客户群增加以及公司服务营销持续扩展的结果。

1982、1981 和 1980 会计年度的销售和一般管理费用分别为 5 180 万美元、2 850 万美元和 1 930 万美元。销售和一般管理费用增加主要是由于与公司扩展营销活动相关的成本提高，包括佣金和管理费用提高。

1982 和 1981 会计年度利息费用增加主要源于公司租赁业务增加带来的贴现租金增加。贴现租金的利息费用是非现金费用，是利息费用总额的最大组成部分（分别占 1982 和 1981 会计年度利息费用总额的 69%和 46%）。公司通过在不附追索权的基础上给予金融机构按照固定利率收取不可撤销租金的权利为租赁融资，并从金融机构收取相当于租金流现值（贴现金额）的贷款。由于租金直接支付给金融机构，公司确认利息费用。

所得税

1982 会计年度，所得税在税前收益中所占比重为 45.4%，1981 和 1980 会计年度分别占 26.8%和 20.8%。合并财务报表附注 7 提供了有关公司所得税备抵和实际税率的详细信息。1982 会计年度的实际税率提高，原因在于公司根据 1981 年经济复苏税法规定出售投资减税利益导致投资减税减少。1981 年法案放开了税法的租赁条款，使不能利用本年全部税收扣减和抵免的公司得以将其转让

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

给其他公司。1982 会计年度公司完成的税收利益转让为公司带来了现金流量利益，如果未进行这种转让，这些现金流量利益到未来会计年度才能实现。

国际业务

1982 和 1981 会计年度，公司主要在三个地域从事经营：美国、欧洲和加拿大。公司在比利时、德国、瑞士、荷兰、法国、英国和加拿大拥有子公司。这些子公司提供的服务与美国公司提供的服务相类似。

1982 会计年度更加有利的环境使国际业务收入从 1981 会计年度的 5 590 万美元增加到 1982 会计年度的 7 960 万美元，增长 42%。上一年度经营成果不佳是由于计算机用户等待新产品交付而推迟购买行动。1982 会计年度，国际业务收入占公司总收入的 17%，1981 会计年度占 18%。

市场和股利信息

公司普通股以 CDO 作为代号在纽约证券交易所上市交易。下表列示了 1982 和 1981 会计年度各季度的股票价格区间和股利支付情况，已经分别对 1982 和 1981 年 3 月实行的 3 送 2 和 5 送 4 普通股分割进行了调整。

	1982			1981		
季度	高	低	股利	高	低	股利
1	18.00	11.75	0.05	13.27	7.87	0.04
2	18.00	13.50	0.06	15.50	11.50	0.05
3	19.25	15.50	0.06	16.09	13.17	0.05
4	23.00	15.00	0.06	15.33	10.67	0.05

1982 年 9 月 30 日，公司在册普通股持有者约为 2 900 人。

财务状况

1982 会计年度，公司财务状况和流动性显著提高。1982 年 9 月 30 日，现金和有价证券共计 3 980 万美元，与 1981 年 9 月 30 日的 980 万美元形成鲜明对比。财务状况提高源于收益水平提高和对有效资产管理的持续重视。合并财务状况变动表中列示了资金的主要来源和运用情况。

1982 年 9 月 30 日，根据各种商业银行信贷额度，公司拥有 4 500 万美元可用借款能力。1982 会计年度，公司为发行可时常用于满足公司某些短期偿债需求的商业票据签订贷款协议。这些贷款额度可以确保公司得到大量资金，以便为其他增长融资。

根据现行经济状况、IBM 的定价政策和新产品公告，预计计算机用户倾向租赁而非购买计算机设备的趋势将持续。公司为购买用于租赁的设备所需要的大部分资金产生于在不附追索权的基础上给予金融机构按照固定利率收取不可撤销租金的权利。

1981 年 6 月，公司出售价值 5 000 万美元、利率为 13%的可转换次级公司债券。出售低成本固定利率长期债券产生的收入被用于取代银行借款。1982 年 9 月 30 日，公司没有短期债务。

在过去 3 个会计年度，票据和公司债券总额在总资本（应付票据和应付公司债券、贴现租金以及股东权益之和）中所占比重每年都有所下降，1982 年 9 月 30 日达到 16%，与 1980 年 9 月 30 日的 29%形成对比。收益提高导致平均股东权益收益率提高。1982 会计年度，这个关键的财务业绩指标达到 39.2%，与 1981 会计年度的 30.6%形成对比。公司优良的财务状况和收益增长纪录为公司获取必要的财务资源，以便为其他增长和投资机会融资提供了坚实的基础。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

比 率

下表列示了一些比率，它们表明过去 3 个会计年度发生的变动和变动趋势：

	1982	1981	1980
平均股东权益收益率	39.2%	30.6%	18.0%
平均资产收益率	6.2%	4.9%	3.5%
税前收益（占收入比重）	11.4%	7.1%	3.5%
净收益（占收入比重）	6.2%	5.2%	2.8%

合并财务报表

经挑选的 5 年财务数据

各年结束于 9 月 30 日	1982	1981	1980	1979	1978
合并收益摘要（以千美元计）：					
收入					
租金收入	206 592	131 571	80 979	60 947	42 524
计算机销售收入	166 705	125 384	149 708	149 983	103 995
财务服务收入	73 879	30 837	14 079	9 991	4 046
其他收入	24 454	13 746	8 348	4 355	2 717
收入合计	471 630	301 538	253 114	225 276	153 282
成本和费用					
设备折旧、摊销和租金	160 523	99 413	68 328	47 698	32 260
计算机设备成本	149 654	111 784	134 595	128 470	93 176
财务服务费用	8 617	6 784	4 878	5 108	1 768
销售和一般管理费用	51 785	28 529	19 341	16 176	9 246
利息费用	47 242	33 657	16 988	13 319	10 360
成本和费用合计	417 821	280 167	244 130	210 771	146 810
税前收益	53 809	21 371	8 984	14 505	6 472
所得税	24 432	5 730	1 870	3 900	1 550
净收益	29 377	15 641	7 114	10 605	4 922
普通股和约当普通股数据：					
净收益	2.27	1.35	0.65	1.07	0.53
股东权益	7.74	5.17	3.95	3.50	1.77
平均流通在外股份（以千计）	14 487	12 270	11 051	9 929	9 222
已付现金股利	0.23	0.18	0.15	0.12	0.06
财务状况（以千美元计）：					
资产总额	536 679	404 507	229 170	173 950	144 223
长期负债总额	83 271	84 945	29 055	25 573	25 447
贴现租金	261 780	197 672	85 612	74 569	61 703
股东权益	91 056	58 746	43 565	35 508	14 994

普通股和约当普通股数据已经被调整，以反映 1978 年 2 月实行的 3 送 2 股票分割，1978 年 7 月实行的 2 送 1 股票分割，1979 年 2 月实行的 3 送 2 股票分割，1981 年 3 月实行的 5 送 4 股票分割，以及 1982 年 3 月实行的 3 送 2 股票分割。

合并资产负债表

（除股数外，均以千美元计）

9 月 30 日	1982	1981
资产		
现金和有价证券（按照 1982 和 1981 年接近市价的成本 3 909 美元和 1 883 美元计价）	39 762	9 848

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

9 月 30 日	1982	1981
应收款：		
应收账款和应收票据（减去 1982 年可疑账款备抵 628 美元和 1981 年可疑账款备抵 528 美元后的净值）	41 368	28 379
其他应收款	3 687	3 827
计算机设备存货	35 382	25 036
销售型和直接融资租赁净投资	23 682	17 890
租赁和其他设备：		
租赁计算机设备	502 494	374 044
资本化租赁——计算机设备	24 158	23 225
建筑物、家具和其他	7 959	4 184
设备合计	534 611	401 453
减：累计折旧和摊销	192 714	115 073
设备净值	341 897	286 380
其他资产和递延费用	50 901	33 147
	536 679	404 507
负债和股东权益		
应付银行票据	2 385	3 445
可转换次级公司债券	50 000	50 000
次级公司债券	12 250	12 250
应付账款	19 110	27 492
资本租赁债务	18 636	19 250
所得税：		
本期	6 076	—
递延	30 121	13 017
其他负债	45 265	22 635
贴现租金	261 780	197 672
	445 623	345 761
股东权益：		
普通股每股账面价值 0.10 美元，1982 和 1981 年额定股数分别为 50 000 000 股和 15 000 000 股；1982 年已发行股数为 11 769 043 股（1981 年为 7 571 151 股）	1 177	757
股本溢价	18 965	14 630
递延折算调整	(354)	—
留存收益	71 268	43 359
股东权益合计	91 056	58 746
	536 679	404 507

参见所附合并财务报表附注。

合并收益表

（除每股数据外，均以千美元计）

各年结束于 9 月 30 日	1982	1981	1980
收入			
租金收入	206 592	131 571	80 979
计算机设备销售收入	166 705	125 384	149 708
财务服务收入	73 879	30 837	14 079
其他收入	24 454	13 746	8 348
收入合计	471 630	301 538	253 114

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于9月30日	1982	1981	1980
成本和费用			
设备折旧、摊销和租金	160 523	99 413	68 328
计算机设备成本	149 654	111 784	134 595
财务服务费用	8 617	6 784	4 878
销售和一般管理费用	51 785	28 529	19 341
利息费用	47 242	33 657	16 988
成本和费用合计	417 821	280 167	244 130
税前收益	53 809	21 371	8 984
所得税	24 432	5 730	1 870
净收益	29 377	15 641	7 114
普通股和约当普通股每股净收益	2.27	1.35	0.65

参见所附合并财务报表附注。

合并股东权益表
（以千美元计）

各年结束于1982、1981和1980年9月30日

	普通股 每股面值0.10美元	股本溢价	留存收益	递延折算调整
1979年9月30日余额	541	12 405	22 562	—
净收益	—	—	7 114	—
已付股利	—	—	(865)	—
已行使购股权	46	639	—	—
行使非限定购股权产生的税收利益	—	1 123	—	—
1980年9月30日余额	587	14 167	28 811	—
净收益	—	—	15 641	—
已付股利	—	—	(1 093)	—
股票分割	148	(148)	—	—
已行使购股权	22	611	—	—
1981年9月30日余额	757	14 630	43 359	—
1981年9月30日累计金额	—	—	—	(232)
净收益	—	—	29 377	—
已付股利	—	—	(1 468)	—
股票分割	391	(400)	—	—
已行使购股权	14	835	—	—
已发行普通股	15	2 648	—	—
折算调整	—	—	—	(122)
行使非限定购股权产生的税收利益	—	1 252	—	—
1982年9月30日余额	1 177	18 965	71 268	(354)

参见所附合并财务报表附注。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并财务状况变动表
（以千美元计）

各年结束于 9 月 30 日	1982	1981	1980
资金来源：			
营业活动提供的资金			
净收益	29 377	15 641	7 114
非付现营业费用（减项）：			
折旧和摊销	133 902	77 528	46 212
应收账款增加额	(12 849)	(5 531)	(12 278)
销售型和直接融资租赁投资	(5 792)	(11 732)	323
所得税	23 180	5 730	747
应付账款和应计负债增加额	14 248	18 611	11 322
其他，净值	474	(1 233)	2 490
营业活动提供的资金合计	182 540	99 014	55 930
次级公司债券发行收入	—	48 560	—
应付票据增加（减少）额	(1 060)	(33 460)	25 339
资本租赁债务	5 663	14 249	2 885
贴现租金	145 626	183 557	62 786
其他	4 201	924	766
	336 970	312 844	147 706
资金运用：			
租赁设备和存货增加额	190 180	202 002	75 361
贴现租金和资本租赁债务减少额	87 795	75 781	55 916
购买次级公司债券	—	2 162	—
资本化租赁——计算机设备	5 663	14 249	2 885
其他资产和递延费用	21 950	12 343	13 555
现金股利	1 468	1 093	865
	307 056	307 630	148 582
现金和有价证券增加（减少）额	29 914	5 214	(876)
年初现金和有价证券	9 848	4 634	5 510
年末现金和有价证券	39 762	9 848	4 634

参见所附合并财务报表附注。

合并财务报表附注

1. 主要会计政策概述

合并原则：所附合并财务报表为本公司及其全资拥有子公司消除公司间账项和交易后的报表。

收入确认：租赁业务分别按照销售型租赁、直接融资租赁或经营租赁进行会计核算。租期通常从 4 个月到 5 年不等。销售型租赁产生的收入在客户收到设备时记录，反映为计算机设备销售收入。直接融资租赁产生的收入在租期内记作利息收入，利息收入采用利率法计算。经营租赁产生的租金收入在租期内按每月相等的金额确认。

计算机设备销售收入和相关设备成本在客户收到设备时反映为收益。

销售用于经营租赁的设备取得的收入在交易结束时确认，在 1981 和 1980 会计年度记作计算机设备销售收入。除取得销售收入外，公司还有权在租赁期满后 6 个月—4 年的时间内使用设备。如果在这段时期发生设备再租赁收入，则再租赁收入在客户收到设备时确认，并记作其他收入。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

根据 1981 年经济复苏税法条款的规定，公司出售了租赁组合中新购入设备的税收利益（投资减税和成本回收备抵）。税收利益出售收入记作财务服务收入。与第三方达成税收利益转让协议发生的收入也记入财务服务收入。

销售公司旧设备租赁组合中的设备发生的费用在交易结束时确认，并记入财务服务收入。这种交易形成能够带来税收利益的租赁，使公司有权在初始租赁期满后 1—6 年的时间内使用这种设备。

公司通过其 CFS 子公司达成了一些计算机设备交易，在这些交易中，公司租入设备（“租赁”），然后转租赁这些设备（“转租赁”）。在几乎所有这些交易中，租赁期都超过转租赁期。各月转租赁的租金高于各月租金；然而，由于租期不同，转租赁租金总额（“转租赁收入”）的现值可能低于租金总额（“租赁债务”）的现值。公司在不附追索权的基础上向金融机构贴现转租赁租金。银行建立一个代管账户，以便为转租赁期满后公司的租赁债务融资。如果转租赁收入超过租赁债务，则公司确认利润。如果租赁债务超过转租赁收入，则不确认利润，超出的租赁债务被递延，从剩余租赁期间公司的未来租金收入中回收。1982 和 1981 年 9 月 30 日，分别有与这种交易相关的 21 258 000 美元和 10 148 000 美元成本被递延，包含在资产负债表的“其他资产和递延费用”项目中。在结束于 1982、1981 和 1980 年 9 月 30 日的会计年度，公司分别确认代管账户中所持有投资的利息收入 3 113 000 美元、4 286 000 美元和 1 890 000 美元。

计算机设备存货：计算机设备存货按成本与市价孰低计列。

设备、折旧和摊销：公司拥有的租赁设备通常按成本记录。出于编制财务报告目的，租赁设备的折旧和摊销按直线法计算，折余价值为租赁期满设备的预计公平市价（参见附注 2）。

递延租赁成本：销售人员佣金和与经营租赁相关的其他直接费用被递延，并在租赁期内摊销。

所得税和投资减税：已经对出于税务报告目的，在与出于财务报告目的不同的期间确认的收入和费用建立了递延所得税备抵。投资减税按照当期计列法进行会计处理。

利润共享计划：公司拥有一份涉及所有员工的利润共享计划。按照规定，公司对该计划的投入根据员工报酬的一定比例确定。利润共享支付款以按单个员工累积的金额为基础确定。结束于 1982、1981 和 1980 年 9 月 30 日的各会计年度的利润共享费用分别为 590 000 美元、489 000 美元和 178 000 美元。

每股收益：普通股和约当普通股每股收益根据各期间流通在外普通股和约当普通股的加权平均数计算，考虑了利率为 13%的可转换次级公司债券的假定转换，消除了相关利息费用（减税金后的净额），也考虑了 1982 年 3 月实行的 3 送 2 股票分割的追溯影响（参见附注 9）。普通股和约当普通股中包含的稀释购股权根据库藏股票法确定。在结束于 1982、1981 和 1980 年 9 月 30 日的各会计年度，计算每股收益使用的普通股和约当普通股数分别为 14 486 738，12 269 703 和 11 050 277。

外币折算：1982 会计年度的合并财务报表依据财务会计准则委员会第 52 号公告“外币折算”编制，公司自 1981 年 10 月 1 日起开始采纳该条款。以前的合并财务报表依据第 8 号公告“外币交易和外币报表折算会计”编制。该项变更的影响不大。

2. 应计折旧年限

自 1980 年 10 月 1 日起，公司延长了一些 IBM 外围设备的预计应计折旧年限。自 1981 年 1 月 1 日起，公司延长了一些 IBM 外围设备的预计应计折旧年限，并扩大了其残值。以前，这些设备截至 1983 年 9 月 30 日折旧为零。预计折旧年限和预计残值的变更建立在市场状况有所改变的基础上，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

反映当前设备预计使用年限和残余价值。在变更生效日，这种变更对报告租赁设备的影响是使结束于 1981 年 9 月 30 日的会计年度的净收益增加 4 488 000 美元(减去所得税 4 142 000 美元后的净值)，每股收益增加 0.37 美元。

3. 销售型和直接融资租赁投资

下表列示了 9 月 30 日销售型和直接融资租赁净投资的组成部分：

(以千美元计)	1982	1981
应收最低租金支付款	24 142	18 504
租赁财产的预计残值	12 324	9 160
减预收收益	12 784	9 774
销售型和直接融资租赁净投资	23 682	17 890

根据上述租赁协议将于未来收取的最低租金支付款如下所示：

各年结束于 9 月 30 日	销售型和直接融资租赁（以千美元计）
1983	7 306
1984	7 416
1985	5 534
1986	2 637
1987	1 249
	24 142

公司通过在不附追索权的基础上给予金融机构收取不可撤销租金的权利为大多数销售型和直接融资租赁融资。通过给予金融机构收取租金的权利获得的收入用于减少销售型和直接融资租赁投资。给予金融机构收取租金权利产生的损益在给予权利的当时确认。

4. 资本化租赁

9 月 30 日，资本化租赁——计算机设备包括以下内容：

(以千美元计)	1982	1981
资本化租赁——计算机设备	24 158	23 225
减累计折旧	15 354	12 099
资本化租赁——计算机设备净值	8 804	11 126

1982 年 9 月 30 日，公司作为承租人有义务支付资本化租赁租金。相关设备已经被转租赁，并按照经营租赁或直接融资租赁进行会计核算。下表概括了资本化租赁下公司作为承租人的应付最低租金：

各年结束于 9 月 30 日	资本化租赁（以千美元计）
1983	8 196
1984	6 987
1985	4 801
1986	2 618
1987	1 810
以后各年	521
最低租金支付款合计	24 933
减估算利息（9%—17%）	6 297
最低租金支付款净值的现值	18 636

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

资本化租赁的最低租金支付款总额没有被将来应付公司的最低不可撤销转租赁租金16 094 000美元冲减。

5. 银行借款和补偿性存款余额

公司拥有一份周转信贷协定，授予公司取得25 000 000美元无担保贷款的权利。该协议将于1983年3月31日到期，按照优惠利率（1982年9月30日为13.5%）计算利息成本，对平均每天未使用金额按照 0.375%的年费率支付费用。如果公司或银行不选择重订协议，则贷款将转换为 2年定期贷款，按季等额分期支付，利息成本按照优惠利率加 1%计算确定。根据该协议，公司需要保持一定的债务对净值比率，股利支付额不能超过1980年9月30日以后合并净收益的20%。1982年9月30日，约有4 280 000美元留存收益可用于支付股利。

根据协议条款，公司需要在银行保持相当于最高贷款额度25 000 000美元为5%的平均存款余额。根据该协议，1982年9月30日公司未使用的可用贷款额度为25 000 000美元。

1982年9月30日，公司还拥有其他共计20 000 000美元的未使用贷款额度，这些贷款都按照优惠利率计算利息。根据这些协议，公司需要保持相当于未清偿贷款5%的补偿性存款余额。

6. 应付银行票据和次级公司债券

应付银行票据：1982和1981年9月30日的应付银行票据为利率11.75%、将于1984年12月前按季分期支付的定期应付票据。

利率为13%的可转换次级公司债券：1981年6月，公司发行利率为13%、将于2001年到期、价值50 000 000美元的可转换次级公司债券。与可转换公司债券相关的发行成本1 440 000美元可以由债券持有人在债券到期前，按照每股19.50美元的转换价格转换为公司普通股。

自1981年起，公司可以选择按照相当于可转换债券面值113.0%的金额，全部或部分赎回可转换债券。从1982—1991年，债券赎回溢价每年下降1.3%，1991年以后可按面值赎回。

利率为11.5%的次级公司债券：1982年9月30日，利率为11.5%、将于1992年12月1日到期、价值12 250 000美元的次级公司债券尚未清偿。年偿债基金1 350 000美元（初始发行债券总面值的9%）自1982年12月1日起支付，在到期日前可偿还初始发行债券面值的90%。1981会计年度，公司考虑未来偿债基金需求，购回价值2 750 000美元的未清偿公司债券，获得收益318 000美元（减去所得税270 000美元后的净额）。

根据协议规定，公司债券和可转换公司债券的求偿权都位于所有优先债务之后。1982年9月30日，公司的优先债务约为2 473 000美元。

未来5年应付票据和次级公司债券的年到期值和偿债基金需求如下所示：

各年结束于9月30日	总到期值（以千美元计）
1983	1 060
1984	1 060
1985	1 565
1986	1 350
1987	1 350

7. 所得税

以下数据与结束于9月30日的会计年度的所得税备抵相关：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	1982	1981	1980
所得税备抵	1 252	—	1 123
本期：			
联邦	5 000	—	—
州	1 076	—	—
	6 076	—	—
递延：			
联邦	16 281	4 216	147
州	273	553	220
国外	550	961	380
	17 104	5 730	747
所得税备抵合计	24 432	5 730	1 870
税前收益：			
国内	51 166	18 992	8 203
国外	2 643	2 379	781
合计	53 809	21 371	8 984

1982 和 1980 会计年度，行使非限定购股权产生的所得税利益 1 252 000 美元和 1 123 000 美元分别被用于减少当期联邦所得税备抵。

美国联邦所得税率 46%与实际所得税率存在差异的原因如下所示：

	在税前收益中所占比重		
各年结束于 9 月 30 日	1982	1981	1980
美国联邦所得税	46.0%	46.0%	46.0%
提高（下降）源于：			
外销公司税收利益	(0.1)	(1.2)	(6.8)
投资减税移后冲减带来的递延所得税减少	—	(20.4)	(20.1)
投资减税	(2.0)	—	—
州所得税，减美国税收利益后的净值	1.4	1.2	1.1
其他——净值	0.1	1.2	0.6
	45.4%	26.8%	20.8%

公司没有对其外销子公司（DISC）1982 年 9 月 30 日前的未汇出收益共计 4 253 000 美元建立所得税备抵，因为公司打算无限期推迟这些收益的汇出。

因时间性差异建立的递延所得税备抵如下所示：

各年结束于 9 月 30 日（以千美元计）	1982	1981	1980
税收利益出售	38 661	—	—
出于税收目的与出于财务报告目的计算出的折旧的差异	(18 125)	6 311	570
递延报酬费用	754	(754)	—
递延租赁收益	2 934	(2 093)	—
递延租赁成本	1 518	1 164	793
DISC 的部分未分配收益	(178)	(454)	231
出于财务报告目的按照销售型租赁进行会计处理与出于税收目的按照经营租赁进行会计处理产生的差异	(23 601)	194	2 915
递延所得税的重新计算（减少）：			
投资减税移后冲减	12 021	(4 356)	(1 803)
净经营税损实现（移后冲减）	—	2 323	(650)
行使非限定购股权产生的所得税利益	—	1 903	(1 123)
其他——净值	3 120	1 492	(186)
	17 104	5 730	747

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

8. 贴现租金

公司通过在不附追索权的基础上给予各贷款人按固定利率收取不可撤销租金的权利为所拥有的租赁设备融资。通过给予贷款人收取租金（贴现租金）的权利取得的收入为租赁协议下的应付租金按照贷款人索要的利率贴现的现值，贷款利率通常为 10%—19%不等。贴现租赁协议下各月应付租金与相关贴现租金摊销值之间的差异为利息费用。1982、1981 和 1980 年的利息费用分别为 32 527 000 美元、15 468 000 美元和 8 380 000 美元。如果承租人违约，贷款人对租赁设备具有第一留置权，对公司没有进一步追索权。

9. 普通股和股本溢价

1982 年 1 月 27 日，董事会宣告公司实行 3 送 2 的普通股分割。这种分配方案需要得到股东的同意，公司取得了股东的同意，修改公司登记执照，将额定股数从 15 000 000 股增加到 50 000 000 股，股票面值仍保持在每股 0.10 美元。1981 年 1 月 28 日，公司董事会宣告公司实行 5 送 4 的普通股分割。财务报表及其附注中有关普通股股数和每股金额的数据已针对上述股票分割进行了调整。

1981 年 11 月 18 日，董事会通过公司与“残值激励报酬计划”参与者之间的结算协议。“残值激励报酬计划”与计算机残值的法定权益相关，规定向该计划参与者分配一定比例的计算机设备残值权益。1982 年 3 月 5 日，股东通过结算协议。根据协议条款，公司依照“残值激励报酬计划”的相关规定分配给参与者 3 000 000 美元和 150 000 公司普通股。

普通股股利：1982 年，公司按每股 0.23 美元支付普通股股利，1981 和 1980 年分别按每股 0.18 美元和 0.15 美元支付。1982 年 9 月 30 日，公司及其联营公司的一些官员和董事共拥有 5 028 645（43%）流通在外普通股，他们放弃了在 1983 年 2 月 1 日前收取现金股利的权利，没有收取上述现金股利。

1982 年 9 月 30 日，公司预留以下数量的普通股以备未来发行之需：

1979 年股票期权计划	334 438
1981 年股票期权计划	750 000
员工持股计划	147 358
可转换次级公司债券转换	2 564 103
	3 795 899

10. 股票期权和员工持股计划

1981 年 11 月 18 日，董事会修改公司 1979 年股票期权计划，使其成为与 1981 年《经济复苏税法》有关条款相符的股票期权激励计划。根据修改后的 1979 年股票期权计划，所有保持初始价格的流通在外股票期权都可以作为附有一定限制条件的激励股票期权处理。

1982 年 1 月 27 日，股东通过 1981 年股票期权计划，共有 750 000 普通股被预留，以备根据该计划行使股票期权后发行之需。

1981 年 11 月 17 日，董事会采纳“Comdisco 公司员工持股计划”。共有 150 000 普通股被预留，以备根据该计划发行股票之需。

1982、1981 和 1980 年股票期权计划的股票数量变动如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（除股票期权价格区间外，均以千美元计）	1982	1981	1980
股票数量：			
年初股票期权涉及股票的数量	512	861	1 119
授予的股票期权	169	—	612
行使的股票期权	(188)	(349)	(870)
年末股票期权涉及股票的数量	493	512	861
股票期权总价格：			
年初股票期权涉及股票的价格	2 533	3 257	480
授予股票期权的价格	3 284	—	3 187
行使股票期权的价格	(850)	(724)	(410)
年末股票期权涉及股票的价格	4 967	2 533	3 257
年末可行使股票期权	58	164	12
年末流通在外可行使股票期权总价格	295	722	19
年末可用于未来授予的股票期权	591	11	11
股票期权区间	4.90—19.38	1.35—7.00	0.12—7.00

11. 经营租赁

下表概括了公司根据 1982 年 9 月 30 日存在的不可撤销经营租赁协议未来应收和应付计算机设备租金，以及应付非计算机设备和办公场所租金：

各年结束于 9 月 30 日	计算机设备			
	应收设备租金		应付转租赁设备租金	应付其他租金
	自有	转租赁		
1983	180 581	21 704	25 497	2 033
1984	107 125	13 269	12 197	1 735
1985	43 115	5 799	5 002	1 600
1986	7 237	1 742	792	1 033
1987	352	544	—	233
以后各年	11	—	—	77

在结束于 1982、1981 和 1980 年 9 月 30 日的各会计年度，计算机转租赁业务的总租赁收入和相关费用如下所示：

各年结束于 9 月 30 日（以千美元计）	租赁收入	租赁费用
1982	23 633	27 455
1981	24 152	22 415
1980	22 614	22 455

12. 承诺事项和或有负债

1982 年 9 月 30 日，公司有责任执行以下承诺事项：（1）购买总金额约为 31 768 000 美元的计算机设备；（2）销售总金额约为 20 926 000 美元的计算机设备；（3）出租初始租赁期总租金约为 55 107 000 美元的计算机设备。

公司开立了价值约为 74 000 000 美元的信用证，主要用于作为公司一些转租赁债务的担保和未来购买 IBM 设备。这种信用证的年成本为未清偿金额的 0.5%—0.75%不等。

会计师报告

Comdisco 公司股东和董事会：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

我们审计了 Comdisco 及其子公司 1982 和 1981 年 9 月 30 日的合并资产负债表，以及截至 1982 年 9 月 30 日前 3 年各年的相关合并损益表、股东权益表和财务状况变动表。我们对报表的审查是依据公认审计准则进行的，相应包括了检查会计记录和我们认为在该种情况下必要的其他审计程序。

我们认为，上述合并财务报表遵照公认会准则，公允地反映了 Comdisco 及其子公司 1982 和 1981 年 9 月 30 日的财务状况，以及截至 1982 年 9 月 30 日前 3 年各年的经营成果和财务状况变动。

Peat, Marwick, Mitchell & Co.
伊利诺伊州芝加哥市
1982 年 11 月 9 日

季度财务数据

结束于 1982 和 1981 年 9 月 30 日的会计年度的季度财务数据摘要如下所示：

（除每股金额外，均为千美元）

各季度结束于：	12 月 31 日		3 月 31 日		6 月 30 日		9 月 30 日	
	1981	1980	1982	1981	1982	1981	1982	1981
总收入	121 189	78 833	118 309	64 450	94 691	75 722	137 441	82 533
净收益	9 604	3 285	5 934	3 146	5 824	4 075	8 015	5 135
普通股和约当普通股每股净收益	0.73	0.29	0.47	0.27	0.46	0.35	0.61	0.42

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Comdisco 公司（B）

当租赁业正对 OPM Leasing Services 公司的丑闻感到恼火时，一份公开发表的报告暗示，计算机租赁业巨头 Comdisco 公司的会计实务可能导致收益高估，这份报告遭到租赁业的强烈驳斥。

该报告发表在上周的《巴伦氏》财经周刊上，指出内外部力量的共同作用使 Comdisco 和其他第三方出租商陷入危险的境地。该报告同时声称，包括公司创建人和董事长肯尼思·庞特凯思在内的公司管理者在过去两年中大量出售 Comdisco 股票，并在此过程中暴富。

在报告发表后，Comdisco 的股票价格在上周一的一个交易日内下跌 37%，从每股 38 美元下降到每股 24 美元。[1]

1983 年 11 月 17 日，《计算机世界》（*Computer world*）杂志刊载了有关 Comdisco 公司的上述报告。

企业历史和业务活动[2]

Comdisco 公司总部设在芝加哥，由现任董事长兼总裁肯尼思·庞特凯思于 1969 年创建。公司最初是 IBM 计算机经销商，由于 20 世纪 70 年代末对计算机租赁的需求增加，公司开始重视租赁业务。到 1982 年，提供新旧 IBM 计算机设备租赁服务成为 Comdisco 的主营业务，而且它已经成为最大的计算机租赁公司。Comdisco 的客户主要是大公司。1982 年，公司与《财富》杂志公布的世界 500 强公司中的 70%有业务关系，其中包括美国 50 家最大公司中的 49 家。

计算机再销售行业有很多参与者：小独立经营者，稍大的私人企业，以及联合大企业的租赁子公司。Comdisco 是该行业中少数独立的股份公开公司之一。该行业中的公司主要有两类：经纪人/经销商和第三方租赁公司。经纪人/经销商从卖方或现有用户处获得客户所需计算机设备；第三方租赁公司提供融资租赁。Comdisco 同时从事两种业务。

Comdisco 通过执行全方位租赁服务战略取得了在计算机租赁行业中的优势地位。根据这种战略，公司为客户提供很多其竞争对手不提供的服务。Comdisco 的子公司 Comdisco Technical Service 和 Comdisco Transport 专门从事设备整修翻新，送达，安装，拆卸，以及技术规划和选址。Comdisco 的另一个子公司 Comdisco Maintenance Services 提供 IBM 维修服务的低成本替代选择。Comdisco Disaster Recovery Services 为公司客户提供另一种有价值的服务：当客户自身的数据中心发生不可避

该案例由 Krishna G. Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1987 by the President and Fellows of Harvard College。 Harvard Business School case 9-186-299。

1 经允许摘自 Computerworld, October 17, 1983。

2 阅读过案例 Comdisco 公司(A) (案例 9-186-299) 的读者可以跳过这部分和下一部分 "Tax Advantaged Transactions"。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

免的故障时可以使用的临时数据处理能力。通过该项服务，Comdisco 的客户拥有 4 个完全正常运转的数据中心的使用权，可以在发生故障时作为其自身数据中心的支持。

Comdisco 的广泛客户群为公司带来了很多竞争优势。首先，利用得以接近美国 10 000 个 IBM 设备重要客户的机会，公司创建了有关它们对计算机需求的专有数据库。该数据库可以为 Comdisco 的销售人员提供有关公司潜在客户及其需求的最新和及时信息。其次，作为领先的 IBM 经销商，Comdisco 保持大量各种型号的 IBM 设备存货， Comdisco 的员工同时密切注视 IBM 的新产品和定价政策。在了解产品的同时拥有大量存货使公司得以帮助客户设计计算机购买计划并提供快捷的送达。最后，利用其数据库，公司可以帮助客户在从 Comdisco 购入新设备的同时出售旧的计算机硬件。

尽管上述战略使 Comdisco 确立了在计算机租赁行业的优势地位，但面对来自 IBM 自身的竞争，公司仍然处于潜在的弱势地位，因为 IBM 设备的出租收入占 Comdisco 收入的绝大部分。1981 年，IBM 成立了一家融资子公司——IBM Credit Corporation，为客户提供融资服务。不久以后，IBM 宣布打算进入计算机租赁行业，并为此与 Merrill Lynch 和 Metropolitan Life Insurance 创建了一家合资公司。很多行业分析师认为，这一举动可能为像 Comdisco 这样的公司带来更大的竞争。

然而，Comdisco 的管理层认为，IBM 的近期举动不会对公司的竞争地位造成威胁，因为 IBM 的进入将使计算机租赁行业被玷污的形象有所改善，最终会对该行业有利。他们还认为，由于 IBM 开始更加重视设备的现销而不是短期租赁，很多 IBM 客户可能被迫寻找像 Comdisco 一样提供短期租赁服务的租赁公司。这很可能为公司提供额外的业务机会，从而抵消长期租赁业务转向 IBM 给公司带来的损失。

尽管向计算机用户提供设备租赁服务是 Comdisco 的主营业务，但公司也为主要对租赁带来的税收利益感兴趣的投资者提供以税收为导向的租赁服务。近年来，能够为投资者带来税收利益的租赁业务产生的财务服务收益在公司收入中所占比重日益提高。

能够为投资者带来税收利益的租赁业务

除为计算机用户提供设备租赁业务外，Comdisco 还为对避税感兴趣的投资者提供租赁服务。尽管这些能够为投资者带来税收利益的租赁业务的特定条款和条件有所不同，但典型的业务如下所示：

1. 在初始用户租约开始之后（并独立于该租约之外），Comdisco 将所有租赁设备出售给第三方投资者。设备出售通常发生在初始用户租约开始后 3—9 个月。销售价格等于当时设备的公平市场价值。投资者向 Comdisco 支付的款项包括：（a）价值相当于设备销售价格的 10%—22%的现金及将在 2 年内到期的可转让附息期票（权益性付款）；（b）金额将在 84 个月的期限内支付的分期付款票据。

2. 在出售设备的同时，Comdisco 从投资者处租回设备，租期为 84 个月。租回协议中的租金等于 Comdisco 应收投资者的分期付款（1.b）。

3. 作为租回协议的一部分，在租回期的第 61—84 个月，投资者分享公司将设备转租给用户获得的再租赁收益。租回期满，投资者拥有设备的专有权。

以上业务的最终结果是 Comdisco 放弃折旧的税收利益，第 61—84 个月租金收入的一部分，以

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

及第 84 个月以后设备的全部价值。作为报偿，公司收到不可退回的权益性付款（1.a）。

如果最初以经营租赁方式向投资者出售设备，则 Comdisco 在能够为投资者带来税收利益的租赁业务发生的当期将权益性付款记作财务服务收入。从 1983 年第 4 季度起，公司开始将设备最终账面净值的一部分分配记作财务服务成本。对销售型租赁和直接融资租赁而言，权益性付款首先用于减少资产负债表中所列设备的一部分残值（作为销售型租赁和直接融资租赁投资），这是因为公司回收残值的能力因能够为投资者带来税收利益的租赁业务下的租金共享而有所下降。权益性付款超过残值减少额的差额在租赁业务发生的当期记作财务服务收入。

《巴伦氏》财经周刊上的文章

1983 年 10 月 10 日出版的《巴伦氏》财经周刊（一份发行面很广的杂志）上刊登了一篇有关 Comdisco 的文章“一些数据没有计算：对 Comdisco 会计实务的艰难审视”。这篇文章着重于 4 个方面：公司的会计实务，来自 IBM 信贷公司的竞争，公司能够为投资者带来税收利益的租赁项目，以及内部人士出售公司股票。附录 2 摘录了这篇文章。

这篇文章在华尔街引起轩然大波，导致公司股票的疯狂交易。到周末为止，公司股票价格从 38.250 美元下降到 22.875 美元，意味着公司市值发生 4.535 亿美元损失（Comdisco 的股票价格数据参见附录 1）。

针对这一事件，Comdisco 公司总裁肯尼思·庞特凯思于 1983 年 10 月 12 日发布写给股东的一封信。在信中，肯尼思·庞特凯思着重说明了《巴伦氏》的文章中提出的问题并试图驳斥其中的指控（参见附录 3）。庞特凯思最后说：

> （最后，）对你们——我们的股东而言，充分认识到 Comdisco 的财务实力比以往任何时候都更强、我们比以往任何时候都有更多的机会、同时管理层正在致力于保持股东信心和增加股东财富十分重要。

不久之后，Comdisco 发布了 1983 会计年度年度报告（附录 4）。

思考题

1. 评价《巴伦氏》对 Comdisco 会计实务的批评和公司作出的反应。你赞同公司还是《巴伦氏》的说法？

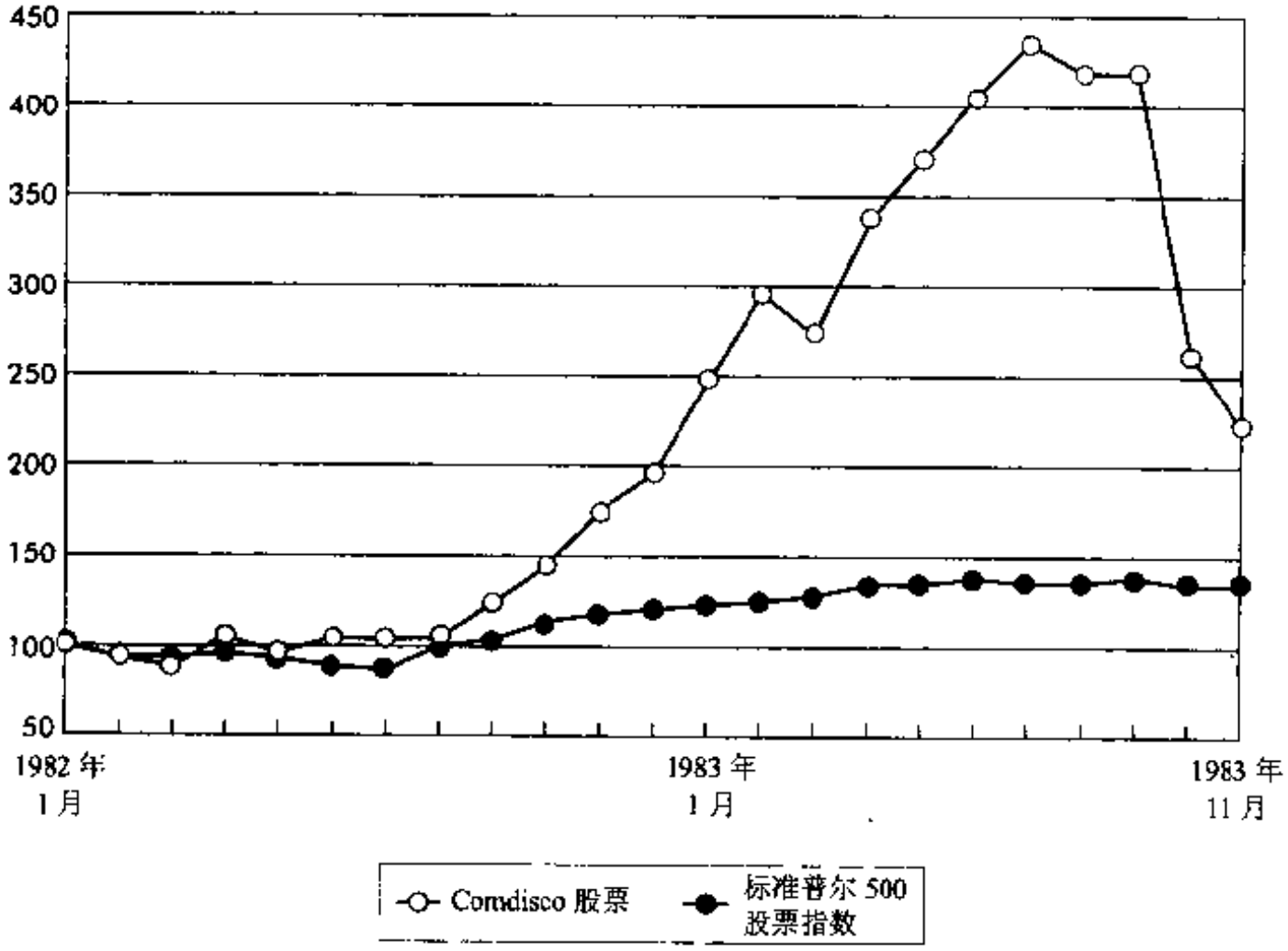
2. 比较案例（A）和案例（B）中 Comdisco 年度报告的披露水平。你认为是 1983 年前公司较差的披露水平导致其受到《巴伦氏》的攻击吗？如果公司拥有更好的披露政策，市场对《巴伦氏》文章的反应会有所不同吗？

3. 你认为 1983 年 11 月 Comdisco 的股票值得买吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

1982 年 1 月—1983 年 11 月 Comdisco 股价和标准普尔 500 股票指数的变动



附 录 2

“一些数据没有计算——对 Comdisco 会计实务的艰难审视”[3]

朗达·布拉默（Rhonda Brammer），《巴伦氏》，1983 年 10 月 10 日

20 年前，肯·庞特凯思为 IBM 出售计算机用磁带和检索卡，1 年收入 5 000 美元。当 5 年后建立起自己的计算机经纪公司时，他说他惟一的理想“是更好地谋生”。当时建立的公司就是今天总

3 经允许摘自《巴伦氏》，Copyright © by Dow Jones & Company, Inc.。(案例作者节选)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

部设在芝加哥的 Comdisco——美国最大的计算机租赁公司。是的，43 岁的肯·庞特凯思在谋生。他去年的收入为 240 万美元。今年，到目前为止，他报告了 260 万美元的股票销售收入。他在公司所持股份按现行市价计算，价值超过 2 亿美元。

目前，庞特凯思的公司可以算得上是多变的计算机租赁行业中的老字辈，但其股票价格迅速攀升是最近出现的现象。例如，1977 年，股票价格低于 1 美元；到 1982 年时，投资者还可以以低于 7 美元的价格购买到公司股票；现在，同样的股票价值 38 美元，仅低于历史最高水平 4 个百分点。

估价的猛涨表明公司已经从一家计算机经纪公司——使计算机买卖双方互相衔接以收取手续费转变为一家复杂的财务服务公司。目前，Comdisco 不仅购买和租赁计算机，还通过复杂构造的避税项目转售已租赁的设备。10 年前的销售员已经得到许多律师和会计师的加盟，这些律师和会计师都是精明的职业人士，他们被给予丰厚的待遇，以便先于国内收入署而动。这是对净收益产生重大影响的一个新着眼点。自 1980 年以来，销售收入几乎翻了一番，在结束于 9 月的 1982 会计年度达到4.72亿美元。更重要的是——要感谢那些避税项目——同期收益增加4倍多，达到2 900万美元。

但过去发生的一切不一定是未来成功的序幕。Comdisco 可能在几个方面遇到麻烦。首先，据与国内收入署关系密切的可靠来源透露，计算机租赁避税项目是这些天检查的目标。Comdisco 构造交易的指南正在被重新改写。

其次，IBM 正在涉足 Comdisco 一直是无可争议的领袖的领域。IBM 信贷公司正与 Merrill Lynch 和 Metropolitan 人寿保险公司合作，向第三方租赁业务领域挺进。行业分析师指出，到明年为止，IBM 这个巨头就会排名第 1 位。由于拥有巨额廉价资本供给，IBM 已经在提供相当有竞争力的价格。这种不祥趋势可能给像 Comdisco 一样的计算机租赁公司带来更大的利润率压力。为进行竞争，它们别无选择，只能冒一定的财务风险。

最后，有一些富有争议的会计问题。Comdisco 对来自能够为投资者带来税收利益的租赁业务的“收入”的会计处理方法是会计职业界尚未解决的问题，也是潜在具有爆炸性的问题。现在，Comdisco 在报告利润水平和确定资产负债表中设备的残值时有很大的自由度。具体的情况很复杂，但 Comdisco 通常把它称为能够为投资者带来税收利益的租赁业务的“收入”直接记作利润——不用这些“收入”补偿公司对设备的投资。因此，公司在账簿中保持巨额投资，记作“租赁计算机设备”或“对销售型和直接融资租赁的净投资”——希望在设备租赁时从残值中得到补偿。

如果设备在租赁结束时没有残值怎么办？根据公司财务部提供的资料，如果认为全部设备的残值为零，则 Comdisco 在 1982 会计年度末的净值将为零。

显然，残值的处理方法也影响收益。如果 Comdisco 推断它将在设备再租赁后补偿净投资，则将销售避税项目获得的“收入”记作净利润；如果相反，它从收入中扣除对设备投资——回收投资并使其退出资产负债表——收益将仅为当前报告金额的一部分。

因此，从几个方面看，这种会计处理方法是令人感到不安的。首先，可能根本没有残值。Comdisco 坚持认为它所作的假设是很稳健的——可能确实如此——但所有租赁公司都作出过这种声明，即便是已经停业的公司也不例外。如果存在计算错误的情况，而且设备应当结束租赁且立即失去价值，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

则意味着 Comdisco 将面临冲销。

同样不容忽视的是 Comdisco 应在何时确认利润。既然公司在 4—5 年内都看不到现金，为什么允许公司现在报告收益？最后，财务报表应当披露净投资和预计残值，并详细阐明“收入”的记录方法。

然而，上述任何一点都不意味着 Comdisco 的会计实务违反了规则。事实恰恰相反。Comdisco 的会计和财务控制副总裁指出：“会计职业界还没有解决这种业务的处理问题。一些人可能认为你应将全部收入立即记作收益；另一些人可能认为你应冲减全部投资，在投资得到补偿前不确认任何收益。”

……

为更好地了解这种会计实务，考察一笔本身比较复杂的典型业务。为应付国内税务局，“能够为投资者带来税收利益”的租赁业务通常涉及不同层次的公司。而且，虚假的售后租回账面交易会立即模糊交易的经济实质。

但它们是这种会计实务的基本因素。

Comdisco 发现一个打算租用计算机 5 年的用户，便用 100 美元买下设备。然后，Comdisco 把租约拿到银行，取得相当于租金贴现值的借款。租金的现值可能为 85 美元。

这种银行借款在 Comdisco 的资产负债表中列作“贴现租金”，但合同规定风险全部转移给银行。Comdisco 的一位行政人员强调说“这是出现任何问题都不会使公司受到影响的协议”。如果出现了问题——用户不能支付款项——银行能做的只是没收设备，它对 Comdisco 没有追索权。因此，从这个意义上说，Comdisco 的投资实际上已经从 100 美元减少到 15 美元。

接下来便是交易为客户带来税收利益部分。Comdisco 将计算机出售给正在寻找避税项目的投资者，从此事情开始变得微妙起来。

假设 Comdisco 从投资者处收到 17 美元现金，然后同意接受价值等于剩余 83 美元设备买价的 7 年期票据。同时，它与投资者签订 7 年期设备租回协议，因此投资者分 7 年收取租金。这是一种巧妙的安排，以便设备租回的租金恰好足以补偿 7 年期票据的分期支付款。换句话说，Comdisco 向投资者支付租金，而投资者刚好反过来，将租金作为票据本息返还给 Comdisco。这是一种虚假交易——账面交易。它是一种极好的能够带来税收利益的租赁业务，对设备的实际使用者没有任何影响。设备使用者继续对银行支付，这种支付转而减少 Comdisco 的应收贴现租金。

那么 Comdisco 赚钱了吗？它支付 100 美元购买计算机并从银行借入 85 美元，由用户在 5 年内使用租金支付。这样，净投资便为 15 美元。但它还从投资者处收到 17 美元现金，然后构造虚假账面交易，以便投资者支付的 83 美元票据款恰好被 83 美元应付租金抵消。Comdisco 还保留在第 6 年和第 7 年与投资者分享计算机再租赁收益的权利。净收益为：17 美元现金补偿 15 美元净投资。Comdisco 得到额外的 2 美元收益。

那么损益表中显示 2 美元收益吗？

并不是这样。所有获取丰厚报酬的律师和会计师都认为投资者支付的 17 美元现金是使交易成交的“收入”。很显然，17 美元是他们的，他们不一定将其归还。因此，在很多情况下，Comdisco 将全部收入记作利润。尽管在收银机中只有 2 美元现金，它却列示 17 美元收益。

其他 15 美元在哪儿？报告利润与实际现金的差异反映在资产负债表的“租赁计算机设备”项

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

目中，有时也反映在“对销售型和直接融资租赁的净投资”项目中。公司希望该项金额通过第 6 年和第 7 年的计算机转租赁得到补偿。但是，通过把全部 17 美元记作利润，公司实际已经在第 1 天将假设残值计入了收益。

如果假设在第 6 年和第 7 年，Comdisco 通过转租赁计算机获得 20 美元，它可以报告 5 美元利润。如果转租赁计算机只获得 15 美元，则 Comdisco 的盈亏平衡，它只需用 15 美元现金代替资产负债表中的 15 美元账面资产。但如果转租赁计算机只获得 5 美元怎么办？这是一个令人讨厌的问题——实际上这意味着 Comdisco 应考虑冲减 10 美元。

……

“收入”的处理方法不是一个毫无价值的理论问题，它对 Comdisco 的净收益非常重要，因为这种收入构成公司“财务服务”收入的绝大部分。尽管计算机出售和出租收入比财务服务收入多 2—3 倍，公司的大利润中心显然是财务服务部门。Smith Barney 是一家为 Comdisco 做投资银行业务的公司，该公司的分析师彼得·拉贝（Peter Labe）在最近的一份报告中指出，金融服务收益“占公司利润的绝大部分”。

Comdisco 并没有反驳这一点。“没错，”Comdisco 的沃斯奇（Vosicky）说，“大部分利润来自能够为投资者带来税收利益的租赁业务。”

大约 80%—90%?

“我不会说 90%，”沃斯奇说，“它取决于你打算如何分这块饼。”他指出，盈利能力取决于一般管理费用的分配。Comdisco 的财务人员并没有给出这一信息。

沃斯奇接着说，“我认为，收益增长的主要原因在于公司提供能够为投资者带来税收利益的租赁业务或财务服务的说法是正确的。”

这种财务服务带来大部分收益增长而非大部分收益？

“是的。”

换句话说，税前收益从 1981 会计年度的 2 100 万美元猛增到 1982 会计年度的 5 300 万美元主要是由于提供为客户带来税收利益的租赁业务？

“是的，我想这样说是正确的。”

如果收入被设备投资金额所冲减，则 1982 会计年度的财务服务收入会减少多少？

“很多财务服务收入来自我们没有进行投资的安全港租赁业务……”

但是，如果 1982 会计年度所有其他租赁的设备投资被扣除，则财务服务收入会减少多少？

“可能会减少一半，”沃斯奇回答说，“我想至少会减少一半。”

那么，在今年公司没有安全港租赁业务的情况下，扣除所有设备投资会引起财务服务收入的更大幅度下降吗？

“是的，会。”

只要 Comdisco 现在报告租赁设备的利润——而且将残值留在账面留待以后补偿——它就增加了设备废弃的可能性。在 1982 年 9 月 30 日——附有详尽脚注的最近资产负债表日，暴露出的设备废弃问题是相当可观的，至少与公司净值相比较是这样。

……

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

写给 Comdisco 公司股东的信

1983 年 10 月 12 日

亲爱的股东：

我确信到现在为止，你们中的大多数人都已经知道 1983 年 10 月 10 日出版的《巴伦氏》中刊登了一篇有关我们公司的文章。我认为这篇文章及其对公司股票价格的后续影响使股东有权了解有关问题的事实真相。这篇文章着重于 4 个方面：（1）公司的会计实务；（2）来自 IBM 信贷公司的竞争；（3）公司能够为投资者带来税收利益的租赁项目；（4）内部人士出售公司股票。

会计实务

这篇文章对公司有关租赁设备投资风险的会计政策提出质疑，暗示我们有关为客户带来税收利益的租赁业务支付的政策可能导致收益高估。根据公司的折旧政策，1983 年 6 月 30 日公司租赁设备组合租赁期满的折余账面净值将为 112 000 000 美元，而租赁期满这些设备的预计公平市价（著名设备评估专业机构——国际数据公司提供的独立预测）超过 279 000 000 美元，市价对账面价值比率约为 2.5:1。这个事实表明，公司的会计政策是稳健的，而且提供了未来收益的潜在重要来源。公司会计政策的特定财务影响如下所示：

（1）设备价值

尽管公认会计准则要求对不同类型的租赁业务进行不同的会计处理，对公司所有租赁业务而言，核心问题是相同的：公司的折旧政策是否合理，从而能够消除未来冲销的可能性？答案是我们的折旧政策是合理的，它事实上导致租赁设备的账面价值远远低于独立行业专门机构估计的价值，具体情况如下表所示：

1983 年 6 月 30 日全部租赁组合（以千美元计）

租赁类型	租赁期满账面净值	租赁期满预计公平市价*	IBM 价目表价格
经营租赁	92 000	208 000	876 000
销售型和直接融资租赁	20 000	63 000	847 000
其他	—	8 000	60 000
	112 000	279 000	1 783 000

* 资料来源：International Data Corporation。

如上所示，国际数据公司提供的公平市价估计值远远超过租赁期满的账面净值，即使设备在能够为投资者带来税收利益的租赁业务中出售也是如此。由于大多数能够为投资者带来税收利益的租赁业务被构造为便于到获得税收利益的投资者分享公平市价收益时设备的账面净值为零，这种收益分享不会对租赁期满公平市价超过账面净值的差额产生重大影响。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

评估公司折旧政策的另一种方法是通过比较到租赁期满的会计年度为止的租赁期满账面净值和租赁期满公平市价，考察经营租赁组合（占全部租赁组合的 82%）。下表列示了比较情况：

1983 年 6 月 30 日经营租赁组合（以千美元计）

租赁期满的会计年度	租赁期满账面净值	租赁期满预计公平市价	预计公平市价超额
1983	16 000	22 000	6 000
1984	30 000	53 000	23 000
1985	19 000	50 000	31 000
1986	14 000	46 000	32 000
1987	13 000	37 000	24 000
	92 000	208 000	116 000

为我们提供审计服务的 Peat，Marwick, Mitchell & Co.考察并赞同公司的折旧政策。

应当指出的是，上表中公司经营租赁资产账面价值的 71%代表将于 1985 年 9 月 30 日期满的租赁业务。这个较短的期间增强了残余价值估计值的可信性。同样重要的是，从以前的情况看，公司再销售租赁计算机设备实现的价值高于这些设备的账面价值，从而导致再销售时获得额外利润。

（2）收入确认

能够为投资者带来税收利益的租赁业务下租赁设备的出售独立于一般用户租赁业务，从而导致由投资者对公司支付。这种交易的收入确认可以依据以下两种基本方法中的任何一种：

（a）对于基本用户租赁期限为 5 年或更长时间的所有设备和所有 308X 大型机租赁业务，投资者支付款项首先用于冲减公司对设备的投资。投资者支付款项超过投资部分在为投资者带来税收利益的租赁业务发生的期间记录。在 1982 会计年度和 1983 年 6 月 30 日前 9 个月中，公司收到 83 160 000 美元这种支付款，公司对设备的投资被冲减 43 890 000 美元，差额 39 270 000 美元记作该期财务服务收入。

（b）对于基本用户租赁期限少于 5 年（除 308X 大型机租赁业务外）的设备，投资者支付款项在为投资者带来税收利益的租赁业务发生的期间确认。这种会计处理是合适的，因为公司的折旧政策导致初始用户租赁期满设备的账面净值已经小于公平市价预计值，进一步减少这种设备的账面净值将导致本期收益被低估和未来收益被高估，因为冲减未来租金收入的折旧费用会减少或消除。

来自 IBM 信贷公司的竞争

在 Comdisco 从事计算机设备租赁业的整个 14 年中，IBM 一直是 Comdisco 的惟一最大竞争者。通过从事直接租赁项目，IBM 一直是计算机租赁行业中的主导力量。然而，IBM 越来越重视创造设备销售收入，这可以通过它退出直接租赁行业反映出来。IBM 退出直接租赁行业导致了第三方租赁市场的极大扩展。

IBM 信贷公司（ICC）加入第三方租赁行业只取代了母公司参与的租赁业务的一部分。ICC 以与 Comdisco 同样的方式作为经纪人参与第三方租赁市场。Comdisco 与 ICC 进入同样的债务和权益市场，但获得的条件要比 ICC 逊色。

能够为投资者带来税收利益的投资项目

我们提供的能够为投资者带来税收利益的租赁业务被仔细地构造和记录。这些业务是具有真实经济实质并能够给投资者带来利润的正当投资，为个人投资者提供了投资和参与设备租赁业的有价

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

值和有效的方式。我们为获得提供高质量计算机租赁投资的声誉感到自豪。

与其他具有税收利益的投资一样，这些业务有一定的税收风险，如来自国内税务局的可能挑战和联邦税法发生不利变动的风险。我们已经进行了各种努力来缩小这些风险。我们聘请的全国知名律师提出了他们的意见，认为按照现行法律，这些交易是出于联邦税收目的真正租赁。我们随时监控预计的联邦税法变更，我们知道联邦税法不会立即发生对能够带来税收利益的计算机设备转租赁业务产生影响的变化。

尽管近年来这些交易为 Comdisco 的盈利作出了大量贡献，但我们在计算机设备市场取得的持续成功并不取决于我们对投资者提供这种特殊租赁业务的能力，也不取决于联邦税收政策现状的持续。我们已经使用并将继续使用各种业务结构，而且历来能够迅速适应联邦税法和市场的变化。事实上，以前联邦税法和市场的变化常常能够为 Comdisco 创造大量机会。

管理层持股

目前，公司管理层持有约 8 950 000 股，占公司流通在外普通股的 31%。根据 1983 年 10 月 11 日纽约证券交易所的收盘价，这些股份代表价值约为 240 000 000 美元的所有者权益。多年来，管理层定期出售普通股。由于实施股票期权以及一名退休高级管理人员出售股票（他仍然拥有约 650 000 股，占出售股数的大部分），产生了所得税负债。与当前内部人士持股相比，其余股票出售数量不大。

结 论

1969 年，当我们创建 Comdisco 时，我们致力于以用最大限度的诚信和职业精神为客户服务为原则创办企业。幸运的是，这些年来我们引进了很多优秀的人才，他们分享我们的承诺，继续珍视服务、诚信和职业精神原则，像我们在 1969 年所做的一样。我们认为，我们在客户，权益和债券投资者，以及股东中建立起的声誉和信任是我们最宝贵的财富。我们没有也永远不会对我们企业行为准则中的这些原则作出妥协。

最后，对你们——我们的股东而言， 充分认识到 Comdisco 的财务实力比以往任何时候都更强、我们比以往任何时候都有更多的机会、同时管理层正在致力于保持股东信心和增加股东财富十分重要。

真诚的，

肯尼思·N·庞特凯思

(总裁)

附 录 4

Comdisco 公司 1983 会计年度年度报告（节略）

写给股东

我很高兴地向大家报告，1983 会计年度公司继续保持业绩的显著增长态势。1983 会计年度净

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

收益 5 180 万美元，每股收益 1.78 美元，与 1982 会计年度净收益和每股收益相比，分别增长 76% 和 56%。收入总额增加 15%，达到 5.432 亿美元。公司取得创纪录经营成果的主要原因在于公司在 IBM 计算机设备租赁业务（特别是 308X 处理机和 3380 磁盘存储设备租赁业务）和财务服务活动业务方面取得持续的成功。在对 1983 年 3 月 2 送 1 的股票分割进行调整后，1983 会计年度的股利从每股 0.11 美元增加到每股 0.15 美元，增长 36%。

租赁业务。 1983 会计年度，租赁业务显著增加，因为 Comdisco 签订了 3 470 份新租赁协议，初始租赁期租金总额超过 10 亿美元。这与 1982 会计年度签订 2 259 份租赁协议，初始租赁期租金总额超过 7 亿美元形成对比。1983 会计年度，Comdisco 向其客户出租 3380 磁盘存储设备和 3380 磁盘控制器，这些设备的初始总成本超过 2 亿美元。此外，公司还出租总买价为 2.89 亿美元的 308X 处理机。

大量 308X 处理机租赁业务并没有相应增加公司总收入，因为这些租赁被要求作为直接融资租赁进行会计处理。根据直接融资租赁的会计处理方法，只把净收益记作收入，而不像经营租赁的会计处理方法下将总租金记作收入（参见“了解对 Comdisco 会计方法的详细说明”）。

1982 会计年度，Comdisco 决定依照 1981 年《经济复苏税法》，向其他公司出售包括投资减税在内的税收利益，并将收益记作财务服务收入。这些“税收利益转移”使总收入和税前收益同时增加，但相应的投资减税减少使实际所得税率提高到 45.4%。1983 会计年度，公司应租赁业务需要购入大量 308X 处理机和 3380 磁盘存储设备，增加了 Comdisco 可以使用的投资减税金额。由于 1982 会计年度末的税法变动消除了税收利益转移，达成这种交易对 Comdisco 不再具有吸引力，因此公司自己利用了这些投资减税。1983 会计年度，公司获得 2 200 万美元投资减税，包括第 4 季度的 1 200 万美元，从而使实际所得税率下降到 12%。

财务服务业务。 1982 会计年度，税收利益转移带来的收益记作财务服务收入，正如我在前面提到的，这种税收利益转移能够增加收入和所得税费用。1983 会计年度，大部分财务服务收入产生于公司在能够为投资者带来税收利益的租赁业务中使用的租赁设备的出售（参见“了解 Comdisco 的会计”）。在能够为投资者带来税收利益的租赁业务中，Comdisco 保留可以使用的投资减税。1983 会计年度，在能够为投资者带来税收利益的租赁业务中，公平市价为 4.302 亿美元的设备被出售，而上一年度只有 2.53 亿美元设备被出售。

市场前景。 据预计，1984 会计年度数据处理行业将继续保持 15%—25%的年增长率。IBM 公司仍将通过其直接租赁计划成为计算机租赁行业中的主导因素。

然而，近年来 IBM 一直十分重视设备销售，而不太重视直接租赁。这反映在 IBM 的定价战略更加支持设备购买上。例如，在 1983 会计年度，IBM 降低了承租人购买减税，从而使其租赁计划更不具有吸引力。此外，自 1984 年 1 月 1 日起，IBM 将不再在实务中采用将投资减税转给承租人的做法。IBM 降低对直接租赁的重视程度导致用户对第三方租赁融资的需求增加，进而导致第三方计算机租赁市场的更高增长。Comdisco 正成功地参与这个扩展的市场。

IBM 信贷公司进入第三方租赁市场，取代了 IBM 的一部分市场份额。然而，我们预期这种状况不会对我们的竞争地位产生不利影响。我们认为 IBM 信贷公司将是一个理性的竞争者，不会冒过高的风险或作出不现实的残值假设。而且，Comdisco 有权与 IBM 信贷公司使用同样的债务和权益市场。最后，也是最重要的，当计算机设备用户购入新设备后，他们需要再销售现有设备。由于

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

IBM 信贷公司不从事被取代设备的再销售，Comdisco 凭借其再销售旧设备的能力，仍然能够保持一定的优势。Comdisco 是能够很好定位，以满足所有客户需求的公司。

随着公司持续增加市场份额，308X 处理机和 3380 磁盘驱动器业务仍然呈强势发展。Comdisco 在不断扩展且充满竞争的市场中所取得的成功直接归因于其卓越的再销售和租赁融资能力。

财务状况和流动性。1983 会计年度，Comdisco 将其价值 5 000 万美元、利率为 13%的可转换公司债券转换为普通股，并随后发行价值 2.5 亿美元、利率为 8%的可转换公司债券。作为这些和其他因素的结果，Comdisco 的财务状况处于历史最好时期。1983 会计年度，股东权益增加 110%，达到 9 150 万美元。1983 年 9 月 30 日，总资产约为 10 亿美元，现金和有价证券超过 2.3 亿美元。公司财务状况的持续改善得到穆迪投资服务公司的认可，该公司在 1983 会计年度将 Comdisco 的可转换公司债券评级提高到 BA2 级。

人事变动。1983 会计年度，雇员人数增加到 504 人，强化了公司为客户提供充分服务的承诺，同时有助于为公司的持续发展提供支持。1983 年 11 月，雷蒙德·F·塞巴斯蒂安（Raymond F. Sebastian）被从公司发展部高级副总裁提升为执行副总裁。塞巴斯蒂安先生已经在 Comdisco 工作了 8 年，他将继续审视公司的发展并承担其他管理责任。1983 年 10 月，尼古拉斯·M·迪巴利（Nicholas M. DiBari）出于个人原因，辞去营销部高级副总裁和董事职务。迪巴利先生对 Comdisco 的营销结构和营销哲学作出了有价值的贡献。罗伯特·A·巴德古（Robert A. Bardagy）取代了迪巴利先生的营销部高级副总裁和董事职位。在过去 6 年中，巴德古先生一直负责公司市场供求和交易计划。

其他业务。1983 会计年度，公司宣布其“公司租赁系列计划”。该计划允许公司客户以有吸引力的租赁价格租赁各种资本设备。公司有能力根据客户需求管理该计划。预期该计划将对 1984 会计年度经营成果作出很大贡献。Comdisco Disaster Recovery Services 已经提高了满足客户对其服务需求的能力。Comdisco Technical Services 和 Comdisco Maintenance Services 的贡献在于帮助公司提供数据处理业务所需要的一整套服务。公司的国际业务部继续对公司盈利作出重大贡献。最后，我们利用行业内外机会的能力比以往任何时候都更强。

近期对 Comdisco 的误解导致我们的普通股市价下跌。因此，我们将这份年度报告扩展为更加详细地阐明我们的主营业务和会计政策。无论用什么指标来衡量，自 1969 年公司成立以来，很少股份公开公司能够与 Comdisco 的业绩相匹敌。在过去 5 年中，公司净收益的增长率为引人注目的 60%，而每股净收益和总收入的增长率分别为 46%和 29%。1983 会计年度平均权益收益率为 37%，5 年年均权益收益率为 33%。Comdisco 的业绩说明了一切。

我为 1983 会计年度 Comdisco 取得的业绩感到自豪，更为雇员的努力和投入感到自豪。没有他们的卓越努力，我们就不会取得已经享受到的成功。我们的债权人、客户以及你们——我们的股东的支持尤其令我们感到满足。1984 会计年度第 1 季度已经作为有史以来最活跃的季度开始了，我确信 1984 会计年度将成为 Comdisco 迄今为止最成功的一年。

肯尼思·N·庞特凯思

董事长兼总裁

1983 年 11 月 28 日

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

租赁的 4 个基本价值

最初，Comdisco 是一家计算机设备经销商，独立买卖设备。到 1976 年，卓越的营销能力使 Comdisco 成为该行业中最大的经销商。

到 20 世纪 70 年代后期，市场状况发生改变，对计算机租赁业务的需求显著增加。基于其卓越的营销能力，Comdisco 的新兴租赁业务迅速发展成为公司最重要的经营业务。由于受到无可匹敌的再销售能力的支持，经销商业务和租赁业务都促成了 Comdisco 的全面成功。

目前，Comdisco 的基本业务是租赁——主要是新旧 IBM 计算机设备的租赁，它成为公司卓越财务业绩的基础。而且，随着世界范围的企业和机构越来越受到信息的推动，对数据处理系统的需求将继续增加。

租赁被普遍认为是购买价值数百万美元的计算机设备的最有吸引力的替代选择。在过去的几年中，Comdisco 已经取得了在该领域的领先地位，建立起当前价值约为 10 亿美元的 IBM 设备租赁组合。

租赁业务还创造出价值，使 Comdisco 得以利用其他相关收入和收益来源。在 Comdisco 经营的核心，有 4 种基本价值。

初始用户租约——价值 1

当 Comdisco 向客户出租其新旧计算机设备时，客户在初始租赁期的租金支付款是收入的主要来源。例如，1983 会计年度，公司签订 3 479 份租约，初始租赁期租金支付款超过 10 亿美元。

租赁协议不能被取消，而且客户有责任完全承担维修和其他费用。大多数租赁的租期为 2—5 年。

这些租赁还使 Comdisco 得以通过“不附追索权债务”为其租赁业务增长融资。通常，Comdisco 将现有租约交给银行，给予银行收取租金支付款的权利。作为报偿，银行交给 Comdisco 相当于按市场利率贴现的租金支付款现值的现金。这种债务是不附追索权的，因为银行依靠租金支付款偿还贷款。在经营租赁下，不附追索权债务在 Comdisco 的资产负债表中被记作“贴现租金”。在这种业务中，利率是固定的，从而消除了利率波动对 Comdisco 的影响。Comdisco 保持计算机设备的所有权。

Comdisco 在计算机租赁业取得的持续成功受到各种因素的支持，这份年度报告的下面几页对这些因素给予了详细阐述。其中包括与财富 500 强公司中的 70%的客户关系，包含所有主要数据处理装置信息的专有数据库，经验丰富的销售队伍和遍布美国、加拿大和欧洲主要市场的办事处，以及一系列完整的客户支持服务。

再销售能力——价值 2

数据处理技术是世界商业史中最具变化性的因素之一。市场对其能力的提高和持续的新技术进步有无限需求。

由于变化是这个行业中的永恒主题之一，Comdisco 无可匹敌的再销售设备能力是公司取得成功的基本因素。事实上，租赁客户对 Comdisco 的销售能力给予了高度评价。当新产品进入市场时，客户知道 Comdisco 具有再销售现行设备的特殊能力，从而使得将系统提升到具有竞争力的最新水平在财务上可行。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Comdisco 利用转租赁价值和残余价值的能力与其极高的市场占有率、营销信息专有数据库、专业销售人员以及公司在计算机设备方面的专门技术和计算机设备的寿命周期直接相关。

税收利益——价值 3

税收利益是构成租赁业务的一个组成部分。大量税收利益——尤其是以投资减税和加速折旧扣减形式表现出来的税收利益——是通过 Comdisco 购买计算机设备获得。

Comdisco 有许多与这些税收利益相关的有价值的选择。Comdisco 可以申报投资减税，从而减少自身所得税；也可以选择将投资减税转移给承租人，以交换更高的租金收入；或者，作为第 3 种选择，也可以安排与第三方投资者的杠杆租赁交易。这种选择的结果是将包括税收价值和残余价值在内的全部所有权利益转移。租赁公司通常获取的补偿是一次性付款和在租赁设备残值中的一定份额。

公司基本租赁业务能力产生大量税收利益，使 Comdisco 得以利用一些有利的税法规定。这些规定源于国会为行业提供资本支出激励的长期愿望。投资减税和加速折旧扣减都是反映这种国会意图的法律产品。Comdisco 通过构造能够充分利用与其设备组合相关的税收利益的租赁业务创造价值。Comdisco 已经证明了其适应税法变动构造有利可图业务的能力。只要国会继续鼓励资本支出，公司对设备的控制将使其得以继续构造有吸引力的基于税金业务。

例如，1981 年国会设计出设备的“安全港租赁业务”，作为将税收利益从一家公司转移给另一家公司的方法。这种方法称为“税收利益转移”，税收利益的补偿在租赁期初一次性支付。实际上，税收利益转移只是投资减税和折旧利益的出售。1982 年，作为 1982 年《税收权益和财政责任法案》（TEFRA）的一部分，国会取消了安全港租赁业务。尽管如此，国会并没有改变其通过税收激励刺激资本投资的愿望，这一点可以通过 1984 年一种新型的基于税金租赁——财务租赁将被批准得到证明。

尽管取消了安全港租赁业务，但 Comdisco 仍然处于通过大量投资减税和大量设备所有权创造价值的状态。尽管税法已经发生了改变，但支持基于税金租赁的国会理念并没有改变。

能够为投资者带来税收利益的业务——价值 4

Comdisco 租赁业务的第 4 个基本价值是能够为投资者带来税收利益的业务。在这种业务下，Comdisco 可以将签订初始用户租约的设备出售给独立的第三方。这是一项完全独立的业务，不会对设备用户产生任何影响。买方通常是个人或公司投资者，希望分享租赁的财务收益——转租赁价值、残余价值和税收利益。

当 Comdisco 在能够为投资者带来税收利益的业务中出售计算机设备时，它从买方收到相当于设备公平市价 10%—22%的权益付款。作为回报，新所有者收到：（a）设备的加速折旧利益；（b）设备出售后，第 6 年和第 7 年租金收入的一部分；（c）第 7 年后设备的全部价值。

公司出于自身利益或投资者因从事能够为其带来税收利益的租赁业务对税收利益的利用导致设备用户的实际成本降低，与国会刺激资本支出的目标相一致。

这 4 种价值构成 Comdisco 经营的核心——租赁业务、计算机再销售、税收利益和能够为投资者带来税收利益的业务。了解这些价值是了解 Comdisco 的增长潜力以及公司如何有效使经营风险最小化的关键。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

了解 Comdisco 的会计实务

租赁会计

Comdisco 依照财务会计准则委员会发布的“租赁的会计处理”（FASB 第 13 号公告）中提出的规则对其租赁业务进行会计处理。FASB 第 13 号公告中包含将租赁业务划分为以下 3 种类型的指南：

- 销售型租赁
- 直接融资租赁
- 经营租赁

如果满足以下标准之一，Comdisco 可以将租赁归入销售型或直接融资租赁并进行相应的会计处理：

a. 租赁期满设备的所有权转移给承租人(Comdisco 的客户)。

b. 承租人有按协议价格购买财产的选择权。

c. 租期至少为财产预计使用寿命的 75%。

d. 租金的现值为租赁财产公平市场价格的 90%或 90%以上减去 Comdisco 持有的相关投资减税。

由于 Comdisco 的大多数租赁满足上述标准 d，因此可归入销售型和直接融资租赁。

如果租赁设备是新的或从承租人手中买入（购买/租回）并满足上述一个或一个以上标准，则将租赁视作直接融资租赁；否则，视做销售型租赁。所有不能满足上述一个或一个以上标准的租赁被归入经营租赁并进行相应的会计处理。经营租赁通常是短期租赁（2—4 年）。

销售型租赁。销售型租赁在损益表中记作“计算机设备销售收入”，金额等于租金支付款的现值。设备成本减租赁期满预计残值（如果有的话）的现值后的差额，在损益表中记作“计算机设备成本”。

直接融资租赁。Comdisco 的政策是在不附追索权的基础上为所有直接融资租赁融资。因此，直接融资租赁的净收益记作“其他收入”。净收益等于为租赁融资取得的总收入加租赁期满预计残值（如果有的话）的现值减设备成本。

销售型和直接融资租赁残值的现值及不可撤销租赁租金的现值在融资前，包含在资产负债表的“销售型和直接融资租赁净投资”项目中。

经营租赁。经营租赁的收入在租期内于支付发生时按月记录，折旧费也按月记录，设备成本在公司资产负债表中记作“租赁计算机设备”。

概言之，3 种不同类型租赁的收入确认结果如下所示：

- 在销售型租赁下，租金的现值在交易结束时记作“计算机设备销售收入”。
- 在直接融资租赁下，净收益记作“其他收入”。
- 在经营租赁下，各月租金在租期内记作“租金收入”。

直接融资租赁的结果。1983 会计年度，Comdisco 签订的大部分租约作为直接融资租赁记录。由于直接租赁下只记录租赁的净收益，与直接融资租赁较少的以前年度相比，1983 会计年度 Comdisco 从事的租赁业务总额被低估。下表列示了如果 Comdisco 将最近会计年度的所有直接融资租赁都记作经营租赁，各年应记录租金收入的累计增加额：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	租金收入（以千美元计）		
会计年度	报告数（A）	增加数（B）	试算数
1979	60 947	9 634	70 581
1980	80 979	14 612	95 591
1981	131 571	24 220	155 791
1982	206 592	65 284	271 876
1983	266 628	179 528	446 156

a. A 栏代表各年公司资产负债表中报告的租金数。

b. B 栏代表出于会计处理要求，直接租赁下没有记作租金收入的应收租金。

因此，通过考察公司损益表，租赁业务总额的实际增加并不明显。

残值。残值是销售型和直接融资租赁下预计租赁期满设备能够实现价值的估计值。Comdisco 记录残值稳健估计值的现值。

折旧。在经营租赁下，Comdisco 的全部租赁设备在 5 年内折旧为零，初始用户租赁期的折旧率较高。经营租赁设备在租赁期满的折余价值为预计公平市价。这些保守的估计值得到著名计算机设备残值预测专业机构——国际数据公司（IDC）所作预测的支持。事实上，1983 年 9 月 30 日 IDC 提供的公平市价预测值为租赁期满设备账面净值的 242%。由于采取稳健的折旧政策，公司实现的设备出售和转租赁收益远远高于设备账面价值。

下表预计了 1983 年 9 月 30 日公司经营租赁组合的流量。该表对现有租约到期的各会计年度设备的账面净值和预计公平市价加以比较。公平市价是 IDC 对租赁期满设备价值的预计值。

Comdisco 公司——1983 年 9 月 30 日经营租赁组合流量

		公平市价与账面净值的比较（以千美元计）	
租赁期满的会计年度	租赁期满账面净值	租赁期满预计公平市价	预计公平市价超额
1984	34 725	70 234	35 509
1985	15 665	43 682	28 017
1986	18 869	48 868	29 999
1987	13 820	36 525	22 705
1988	1 170	4 191	3 021
合计	**84 249**	**203 500**	**119 251**

能够为投资者带来税收利益的业务

尽管能够为投资者带来税收利益的业务的特定期限和条件有所不同，但以下是对典型的该种业务的一般描述：

1. 在初始用户租约开始之后（并独立于该租约之外），公司将全部或部分租赁设备出售给第三方投资者（“投资者”）。设备出售通常发生在初始用户租约开始后 3—9 个月。销售价格等于当时设备的公平市场价值并以下列形式支付：

（a）价值相当于设备销售价格的 10%—22%的现金及将在 2 年内到期的可转让附息期票（权益性付款）；

（b）金额（销售价格的 78%—90%）将在 84 个月的期限内支付的分期付款票据。

2. 在出售设备的同时，公司从投资者处租回设备，租期为 84 个月。租回协议中的租金通常等于上面（1.b）中根据分期付款票据应收投资者的分期付款。

3. 作为租回协议的一部分，在租回期的第 61—84 个月，投资者分享公司将设备转租给用户获

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

得的再租赁收益。租回期满，投资者拥有设备的专有权。

概言之，以上业务的最终结果是公司放弃设备加速折旧的税收利益，第 61—84 个月租金收入的一部分，以及第 84 个月以后设备的全部价值。作为报偿，公司收到不可退回的权益性付款。在能够为投资者带来税收利益的业务中，权益性付款是惟一由公司记录的部分。

收入确认。收入根据租赁类型，以下列方式确认：

1. 对经营租赁设备而言，权益性付款在能够为投资者带来税收利益的租赁业务发生的当期确认为财务服务收入。公司将初始用户租赁期满设备账面净值的一部分分配记作冲减上述财务服务收入的成本，因为公司收取转租赁租金的权利减少。在所有情况下，在能够为投资者带来税收利益的租赁业务下出售的设备在投资者有权分享转租赁租金收入前全额折旧。

2. 对销售型租赁和直接融资租赁而言，公司可以在初始用户租赁期初在其资产负债表中记录设备预计残值。权益性付款首先用于减少一部分残值，因为公司回收残值的能力因能够为投资者带来税收利益的租赁业务下的租金共享而有所下降。权益性付款超过残值减少额的差额在租赁业务发生的当期记作财务服务收入。

租赁会计和能够为投资者带来税收利益的租赁业务是Comdisco的会计实务中比较复杂的领域。其他信息可参见合并财务报表脚注。

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析

摘　要

1983 会计年度是公司连续取得创纪录收入和收益的第 3 年。1983 和 1982 会计年度的总收入分别为 5.432 亿美元和 4.716 亿美元。净收益从 1982 会计年度的 2 940 万美元（每股 1.14 美元）增加到 1983 会计年度的 5 180 万美元（每股 1.78 美元）。公司在 IBM 计算机设备租赁业务（特别是 308X 处理机和 3380 磁盘存储设备租赁业务）和财务服务活动业务方面取得持续的成功是公司取得创纪录经营成果的主要原因。

收　入

总收入比上一会计年度增加 15%。尽管 1983 会计年度租赁业务数量大幅增加，1983 会计年度总收入的增长并没有 1982 会计年度显著，主要原因在于 1983 会计年度的租赁业务千差万别。财务会计准则委员会第 13 号公告“租赁会计”所确定的租赁类型对收入的记录方法有很大影响。1983 会计年度，308X 处理机市场十分活跃，该种设备的租赁被记作直接融资租赁。而在 1982 会计年度，更多租赁被作为经营租赁处理。在经营租赁会计下，总租金在租赁期内以每月相等的金额确认为租金收入。由于公司在不附追索权的基础上为大多数直接融资租赁融资，净收益记作其他收入。净收益等于租金收入的现值加租赁期满预计残值的现值减设备成本。

1983 会计年度，公司租赁业务继续呈强势增长。在 1983 会计年度期间，Comdisco 签订了 3 467 份新租赁协议，初始租赁期租金总额达到 11 亿美元。这与上一会计年度签订 2 259 份租赁协议，初始租赁期租金总额为 7.02 亿美元形成对比。经营租赁设备的租金收入比上一年增加 29%，主要原因在于 IBM 的最新磁盘存储设备 3380 的租赁业务量较高。

1983 会计年度计算机设备的销售收入增加，主要是由于 308X 处理机的国际市场十分活跃。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1983 会计年度，财务服务收入共计 6 560 万美元，而 1982 和 1981 会计年度分别为 7 390 万美元和 3 080 万美元。尽管 1983 会计年度财务服务业务总量增加，与 1982 会计年度相比，这种增加没有反映在财务服务收入中。1982 会计年度，Comdisco 决定依照 1981 年《经济复苏税法》，向其他公司出售包括投资减税在内的税收利益，并将收益记作财务服务收入。1983 会计年度，大部分财务服务收入产生于公司在能够为投资者带来税收利益的租赁业务中使用的租赁设备的出售。在这些业务中，公司保留了可以使用的设备投资减税。实际上，在 1983 会计年度，与租赁业务相关的投资减税反映为所得税率下降，而在 1982 会计年度，投资减税利益的出售反映为财务服务收入增加。1983 和 1982 会计年度的财务服务收入中分别包括 600 万美元和 1 380 万美元与第三方达成租赁协议产生的净收入。

1983 会计年度的其他收入共计 3 980 万美元，而 1982 和 1981 会计年度分别为 2 450 万美元和 1 370 万美元。1983 会计年度其他收入增加主要是由于来自直接融资租赁的收入提高，短期投资获取利息收益，以及来自公司故障恢复服务的收入增加。

成本和费用

1983 会计年度，成本和费用总额为 4.843 亿美元，比 1982 会计年度的成本和费用总额 4.178 亿美元增加 16%。1982 会计年度的成本和费用总额比 1981 会计年度高 49%。成本和费用增加是公司租赁业务增加和服务营销持续扩展的结果。

1983 会计年度的利息费用共计 5 370 万美元，而 1982 和 1981 会计年度分别为 4 720 万美元和 3 370 万美元。利息费用的主要构成内容是与经营租赁贴现相关的利息费用，在 1983、1982 和 1981 会计年度分别占利息费用总额的 67%、69%和 46%。公司通过在不附追索权的基础上给予金融机构按照固定利率收取不可撤销租金的权利为租赁融资，并从金融机构收取租金支付款的现值（贴现金额）。对经营租赁而言，公司在租期内确认利息费用。公司赎回利率为 13%，将于 2001 年到期的可转换公司债券使 1983 会计年度公司利息费用减少大约 530 万美元。1983 年 5 月 1 日发行的利率为 8%的公司债券的利息费用共计 820 万美元，1982 和 1981 会计年度利息费用增加是由于公司租赁设备组合扩展导致贴现租金增加。

所得税

1983 会计年度，所得税在税前收益中所占比重为 11.9%，而 1982 和 1981 会计年度分别占 45.4%和 26.8%。1982 会计年度的实际税率较高，是由于公司根据 1981 年《经济复苏税法》将投资减税利益出售导致投资减税较少。1983 会计年度，公司没有发生大额税收利益转移租赁，公司出于自身利益保留了投资减税，从而使 1983 会计年度实际税率降低到 11.9%。合并财务报表附注 10 提供了有关公司所得税备抵和实际税率的详细情况。

国际业务

公司主要在三个地域从事经营：美国、欧洲和加拿大。公司在比利时、西德、瑞士、荷兰、法国、瑞典、丹麦、英国和加拿大拥有子公司。这些子公司提供的服务与美国公司提供的服务相类似。对 IBM 308X 处理机的强烈需求（尤其在欧洲）导致国际业务收入增加 25%，从 1982 会计年度的 7 940 万美元增加到 1983 会计年度的 9 890 万美元。1983 会计年度，国际业务收入占公司总收入的 18%，1982 会计年度占 17%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

市场和股利信息

公司普通股以 CDO 作为代号在纽约证券交易所上市交易。下表列示了 1983 和 1982 会计年度各季度的股票价格区间和股利支付情况，已经分别对 1983 年 3 月和 1982 年 3 月实行的 2 送 1 和 3 送 2 普通股分割进行了调整。

	1983			1982		
季度	高	低	股利	高	低	股利
1	18.38	10.56	0.03	9.00	5.88	0.02
2	27.13	16.56	0.04	9.00	6.75	0.03
3	37.88	22.75	0.04	9.63	7.75	0.03
4	42.00	34.25	0.04	11.50	7.50	0.03

1983 年 9 月 30 日，公司在册普通股持有者约为 5 000 人。

财务状况

1983 会计年度，作为公司实现创纪录的收益和利率为 13%、价值 5 000 万美元的可转换次级公司债券转换的结果，公司股东权益大幅增加。1983 年 9 月 30 日，现金和有价证券共计 2.326 亿美元。1983 年 5 月，公司出售利率为 8%、价值 2.5 亿美元的可转换次级公司债券是现金和有价证券增加的主要原因。债券销售收入用于为公司租赁业务的增加融资和投资于短期有价证券。

1983 年 9 月 30 日，根据各种商业银行信贷额度，公司拥有 4 000 万美元可用借款能力，没有短期债务。

公司现有财务资源和预计营业现金流量将足以用于为 1984 会计年度的预计资本需求融资。公司为其租赁业务融资所需资金主要通过在不附追索权的基础上给予金融机构按照固定利率收取不可撤销租金的权利提供。租赁组合到期有助于提高公司流动性，因为公司租赁设备的再销售可以产生大量资金。例如，1984 会计年度到期租约中租赁设备的成功再销售预计将产生超过 5 000 万美元资金。

1983、1982 和 1981 年 9 月 30 日，票据和公司债券总额在总资本（应付票据和应付公司债券、贴现租金以及股东权益之和）中所占比重分别为 32%、16%和 20%。

比　率

下表列示了一些比率，它们表明过去 3 个会计年度发生的变动和变动趋势：

	1983	1982	1981
平均股东权益收益率	36.7%	39.2%	30.6%
平均资产收益率	6.9%	6.2%	4.9%
税前收益（占收入比重）	10.8%	11.4%	7.1%
净收益（占收入比重）	9.5%	6.2%	5.2%

经挑选的 5 年财务数据

各年结束于 9 月 30 日	**1983**	1982	1981	1980	1979
合并收益摘要（以千美元计）：					
收入					
租金收入	**266 628**	206 592	131 571	80 979	60 947
计算机销售收入	**171 138**	166 705	125 384	149 708	149 983
财务服务收入	**65 635**	73 879	**30 837**	14 079	9 991
其他收入	**39 779**	24 454	13 746	8 348	4 355
收入合计	**543 180**	471 630	301 538	253 114	225 276

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于9月30日	1983	1982	1981	1980	1979
成本和费用					
设备折旧、摊销和租金	**214 439**	160 523	99 413	68 328	47 698
计算机设备成本	**151 573**	149 654	111 784	134 595	128 470
销售和一般管理费用	**64 655**	60 402	35 313	24 219	21 284
利息费用	**53 673**	47 242	33 657	16 988	13 319
成本和费用合计	**484 340**	417 821	280 167	244 130	210 771
税前收益	**58 840**	53 809	21 371	8 984	14 505
所得税	**7 000**	24 432	5 730	1 870	3 900
净收益	**51 840**	29 377	15 641	7 114	10 605
普通股和约当普通股数据：					
净收益	**1.78**	1.14	0.68	0.33	0.54
股东权益	**6.65**	3.87	2.59	1.98	1.75
普通股和约当普通股平均数（以千计）	**29 502**	28 973	24 539	22 102	19 858
已付现金股利	**0.15**	0.11	0.09	0.07	0.06
股票分割	**2送1**	3送2	5送4	—	3送2
财务状况（以千美元计）：					
资产总额	**975 004**	536 679	404 507	229 170	173 950
长期负债总额	**276 437**	83 271	84 945	29 055	25 573
贴现租金	**356 547**	261 780	197 672	85 612	74 569
股东权益	**191 487**	91 056	58 746	43 565	35 508
租赁数据					
新租赁业务数	**3 467**	2 259	1 620	1 083	616
初始租赁期租金总额（以千美元计）	**1 055 000**	702 000	339 000	183 000	126 000

合并资产负债表

（除股数外，均以千美元计）

各年结束于9月30日	1983	1982
资产		
现金和有价证券（按照1983和1982年接近市价的成本205 053美元和3 909美元计价）	**232 560**	39 762
应收款：		
应收账款和应收票据（减去1983年可疑账款备抵1 215美元和1982年可疑账款备抵628美元后的净值）	**74 830**	41 368
其他应收款	**9 014**	3 687
计算机设备存货	**59 681**	35 382
销售型和直接融资租赁净投资	**96 097**	23 682
租赁计算机设备：		
自有	**671 697**	502 494
资本化租赁	**24 353**	24 158
租赁设备合计	**696 050**	526 652
减：累计折旧和摊销	**280 917**	190 817
净值	**415 133**	335 835
建筑物、家具和其他（按成本减1983和1982年累计折旧2 764美元和1 897美元计价）	**9 068**	6 062
其他资产和递延费用	**78 621**	50 901
	975 004	536 679

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 9 月 30 日	1983	1982
负债和股东权益		
应付银行票据	—	2 385
可转换次级公司债券	250 000	50 000
次级公司债券	12 250	12 250
应付账款	58 963	19 110
资本租赁债务	14 187	18 636
所得税：		
本期	7 242	6 076
递延	18 121	30 121
其他负债	66 207	45 265
贴现租金	356 547	261 780
	783 517	445 623
股东权益：		
普通股每股账面价值 0.10 美元，额定股数 50 000 000 股；1983 年流通在外股数 28 808 571 股（1982 年 11 769 043 股）	2 881	1 177
股本溢价	69 927	18 965
递延折算调整	(439)	(354)
留存收益	119 118	71 268
股东权益合计	191 487	91 056
	975 004	536 679

合并收益表

（除每股数据外，均以千美元计）

各年结束于 9 月 30 日	1983	1982	1981
收入			
租金收入	266 628	206 592	131 571
计算机设备销售收入	171 138	166 705	125 384
财务服务收入	65 635	73 879	30 837
其他收入	39 779	24 454	13 746
收入合计	543 180	471 630	301 538
成本和费用			
设备折旧、摊销和租金	214 439	160 523	99 413
计算机设备成本	151 573	149 654	111 784
销售和一般管理费用	64 655	60 402	35 313
利息费用	53 673	47 242	33 657
成本和费用合计	484 340	417 821	280 167
税前收益	58 840	53 809	21 371
所得税	7 000	24 432	5 730
净收益	51 840	29 377	15 641
普通股和约当普通股每股净收益	1.78	1.14	0.68

合并股东权益表

（以千美元计）

各年结束于 1983、1982 和 1981 年 9 月 30 日	普通股 每股面值 0.10 美元	股本溢价	留存收益	递延折算调整
1980 年 9 月 30 日余额	587	14 167	28 811	—
净收益	—	—	15 641	—
已付股利	—	—	(1 093)	—
股票分割	148	(148)	—	—
已行使股票期权	22	611	—	—

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 1983、1982 和 1981 年 9 月 30 日	普通股 每股面值 0.10 美元	股本溢价	留存收益	递延折算调整
1981 年 9 月 30 日余额	757	14 630	43 359	—
1981 年 9 月 30 日累计金额	—	—	—	(232)
净收益	—	—	29 377	—
已付股利	—	—	(1 468)	—
股票分割	391	(400)	—	—
已行使股票期权	14	835	—	—
已发行普通股	15	2 648	—	—
折算调整	—	—	—	(122)
行使非限定股票期权产生的税收利益	—	1 252	—	—
1982 年 9 月 30 日余额	1 177	18 965	71 268	(354)
净收益	—	—	51 840	—
已付股利	—	—	(3 990)	—
利率为 13%的可转换公司债券转换发行的普通股	256	51 782	—	—
股票分割	1 435	(1 435)	—	—
已行使股票期权	13	582	—	—
员工持股计划	—	33	—	—
折算调整	—	—	—	(85)
1983 年 9 月 30 日余额	**2 881**	**69 927**	**119 118**	**(439)**

合并财务状况变动表

（以千美元计）

各年结束于 9 月 30 日	1983	1982	1981
资金来源：			
营业活动提供的资金：			
净收益	**51 840**	29 377	15 641
非付现营业费用（减项）：			
折旧和摊销	**180 676**	133 902	77 528
应收账款增加额	**(38 789)**	(12 849)	(5 531)
销售型和直接融资租赁投资	**(72 415)**	(5 792)	(11 732)
所得税	**(10 834)**	23 180	5 730
应付账款和应计负债增加额	**60 795**	14 248	18 611
其他，净值	**5 636**	474	(1 233)
营业活动提供的资金合计	**176 909**	182 540	99 014
次级公司债券发行收入	**245 250**	—	48 560
利率为 13%的可转换公司债券转换发行的普通股，净额	**53 365**	—	—
资本租赁债务	**1 984**	5 663	14 249
贴现租金	**257 096**	145 626	183 557
其他	**543**	4 201	924
	735 147	338 030	346 304
资金运用：			
租赁设备和存货增加额	**282 341**	190 180	202 002
应付票据减少额	**2 385**	1 060	33 460
赎回可转换公司债券	**50 000**	—	—
贴现租金和资本租赁债务减少额	**168 762**	87 795	75 781
购买次级公司债券	—	—	2 162
资本化租赁——计算机设备	**1 984**	5 663	14 249
其他资产和递延费用	**32 887**	21 950	12 343
现金股利	**3 990**	1 468	1 093

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

各年结束于 9 月 30 日	1983	1982	1981
	542 349	308 116	341 090
现金和有价证券增加（减少）额	**193 798**	29 914	5 214
年初现金和有价证券	**39 762**	9 848	4 634
年末现金和有价证券	**232 560**	39 762	9 848

合并财务报表附注

1. 主要会计政策概述

合并原则：所附合并财务报表为本公司及其全资拥有子公司消除公司间账项和交易后的报表。

计算机设备存货：计算机设备存货按成本与市价孰低计列。

初始直接成本：销售人员佣金和其他与经营租赁相关的初始直接成本被递延并在租赁期内摊销。

销售型和直接融资租赁：在租赁开始时，公司把总租金、租赁设备预计残值和未实现租赁收益记作销售型和直接融资租赁投资。

A. 销售型租赁

销售型租赁收入在客户收到设备时记作计算机设备销售收入。销售收入为租金支付款的现值。设备账面价值减租赁期满预计残值的现值（如果有的话）记作计算机设备成本。未实现租赁收益等于租金加设备预计残值减这些金额的现值。

B. 直接融资租赁

总租金加租赁期满预计残值（如果有的话）减设备成本记作未实现租赁收益。

公司通过在不附追索权的基础上给予金融机构收取不可撤销租金的权利为大多数销售型和直接融资租赁融资。通过给予金融机构收取租金的权利获得的收入用于减少销售型和直接融资租赁的应收总租金和相关未实现收益。融资损益在融资发生时确认。对于未融资的租赁，未实现租金收益在租期内使用利率法确认为其他收入。

租赁计算机设备：在经营租赁下，租赁计算机设备按成本计价。在初始租赁期间，计算机设备的折余价值为初始租赁期满设备的预计公平市价。在能够为投资者带来税收利益的租赁业务下，出售的设备在 5 年内全额计提折旧，未出售的设备在下一租赁期或自购买日起 5 年内（两者中较长者）全额计提折旧。

财务服务业务：在初始用户租约开始之后（并独立于该租约之外），公司可以将全部或部分租赁设备出售给第三方投资者。销售价格等于当时设备的公平市场价值，并以价值相当于设备销售价格的 10%—22%的现金及将在 2 年内到期的可转让附息期票（权益性付款）和金额（销售价格的 78%—90%）将在 84 个月的期限内支付的分期付款票据形式支付。在出售设备的同时，公司从投资者处租回设备 84—96 个月。租回协议中的应付租金通常等于根据分期付款票据应收投资者的分期付款。作为租回协议的一部分，在租回期的第 61 个月到租回期满，投资者分享公司将设备转租给用户获得的转租赁收益。租回期满，投资者拥有设备的专有权。

对销售型租赁和直接融资租赁而言，权益性付款首先用于减少初始用户租赁期满设备残值的一部分，因为公司回收残值的能力因能够为投资者带来税收利益的租赁业务下的租金共享而有所下

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

降。权益性付款超过残值减少额的差额在租赁业务发生的当期记作财务服务收入。

对经营租赁设备而言，权益性付款在能够为投资者带来税收利益的租赁业务发生的当期确认为财务服务收入。公司将初始用户租赁期满设备账面净值的一部分分配记作冲减上述财务服务收入的成本。初始租赁期满设备的账面净值在自设备购买之日起 5 年内全额计提折旧。

1982 会计年度和 1983 会计年度第 1 季度，根据 1981 年经济复苏税法条款的规定，公司出售了租赁组合中新购入设备的税收利益（投资减税和成本回收备抵）。税收利益出售收入记作财务服务收入。与第三方达成租赁协议产生的收入也记入财务服务收入。

所得税和投资减税：对出于税收目的和出于财务报告目的在不同期间确认的收入和费用建立了递延所得税备抵。投资减税按当期计列法进行会计处理。

每股收益：普通股和约当普通股每股收益根据各期间流通在外普通股和约当普通股的加权平均数计算，考虑了利率为 13%的可转换次级公司债券转换的影响，消除了相关利息费用（减税金后的净额），也考虑了 1983 年 3 月实行的 3 送 2 股票分割的追溯影响（参见附注 11）。普通股和约当普通股中包含的稀释股票期权根据库藏股票法确定。在结束于 1983、1982 和 1981 年 9 月 30 日的各会计年度，计算每股收益使用的普通股和约当普通股数分别为 29 501 678、28 973 476 和 24 539 406。

2. 销售型和直接融资租赁

下表列示了 9 月 30 日销售型和直接融资租赁净投资的组成部分：

（以千美元计）	1983	1982
最低租金支付款	**88 718**	24 142
租赁设备的预计残值	**29 863**	12 324
对即将销售给第三方设备的净投资	**7 305**	—
减未实现收益	**29 789**	12 784
销售型和直接融资租赁净投资	**96 097**	23 682

根据 1983 年 9 月 30 日租赁协议将于未来收取的最低租金支付款如下所示：

各年结束于 9 月 30 日	应收最低租金支付款（以千美元计）
1984	24 844
1985	22 910
1986	20 696
1987	14 706
1988	5 562
	88 718

3. 租赁计算机设备

1983 年 9 月 30 日，租赁计算机设备包括以下内容：

租赁开始年度	设备成本	累计折旧	账面净值
1979	20 357	16 598	3 759
1980	41 718	29 167	12 551
1981	146 118	96 179	49 939
1982	182 301	85 348	96 953
1983	281 203	35 518	245 685
	671 697	262 810	408 887

下表列示了对最初从制造商处获得设备各年经营租赁组合的分析。公司的折旧政策通常是自计

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

算机设备购买之日起 5 年内将设备成本折旧至零。

设备送达年度	账面净值
1970	1 816
1973	8 244
1974	21 319
1975	58 656
1976	9 290
1978	58 556
1979	88 338
1980	42 543
1981	31 637
1982	88 488
	408 887

4. 经营租赁

经营租赁的租金收入在租赁期间内以每月相等的金额确认。下表概括了公司根据 1983 年 9 月 30 日存在的不可撤销经营租赁协议未来应收和应付计算机设备租金，以及应付非计算机设备和办公场所租金（以千美元计）：

	计算机设备			
	应收设备租金		应付转租赁	应付
各年结束于 9 月 30 日	自有	转租赁	设备租金	其他租金
1984	213 012	28 334	28 023	2 430
1985	135 624	17 723	14 118	1 787
1986	63 488	7 309	4 340	831
1987	20 378	2 399	883	435
1988	1 345	275	60	250
	433 847	56 040	47 424	5 733

在结束于 1983、1982 和 1981 年 9 月 30 日的各会计年度，计算机转租赁业务的总租赁收入和相关费用如下所示：

各年结束于 9 月 30 日	租赁收入	租赁费用
	（以千美元计）	
1983	29 316	33 694
1982	23 633	27 455
1981	24 152	22 415

5. 贴现租金

公司通过在不附追索权的基础上给予各贷款人按固定利率收取不可撤销租金的权利为所拥有的租赁设备融资。通过给予贷款人收取租金（贴现租金）的权利取得的收入为租赁协议下的应付租金按照贷款人索要的利率贴现的现值。为销售型和直接融资租赁设备融资取得的收入冲减销售型和直接融资租赁投资（参见附注 1）。为经营租赁设备融资取得的收入在资产负债表中记作贴现租金。这些融资的利息费用按照利率法计算，1983、1982 和 1981 年分别为 36 173 000 美元，32 527 000 美元和 15 468 000 美元。如果承租人违约，贷款人对租赁设备具有第一留置权，对公司没有进一步追索权。

未来 5 年各年贴现租金到期值如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

各年结束于9月30日	总到期值（以千美元计）
1984	164 193
1985	113 318
1986	56 099
1987	20 528
1988	2 409
	356 547

6. 资本化租赁——计算机设备

根据财务会计准则委员会第 13 号公告，公司作为承租人从其他各方租入计算机设备应当记作资本化租赁。如果这种租赁符合资本租赁条件，公司按照设备公平市价和最低租金支付款现值孰低记录一项资产，并按照租赁设备的正常折旧政策对资产计提折旧。

9 月 30 日，资本化租赁——计算机设备包括以下内容：

（以千美元计）	1983	1982
资本化租赁——计算机设备	24 353	24 158
减累计折旧	18 107	15 354
资本化租赁——计算机设备净值	6 246	8 804

1983 年 9 月 30 日，公司作为承租人有义务支付资本化租赁租金。下表概括了资本化租赁下公司作为承租人的应付最低租金：

各年结束于9月30日	应付最低租金（以千美元计）
1984	7 527
1985	5 244
1986	2 807
1987	1 810
1988	521
最低租赁承付款合计	17 909
减估算利息（9%—17%）	3 722
最低租金支付款净值的现值	14 187

公司已经将资本化租赁设备转租赁给其他方，从而产生未来应收不可撤销转租赁租金收入 10 532 000 美元。

7. 其他资产和递延费用

1983 会计年度第 3 季度，公司新建全资拥有子公司 Comdisco Resources 公司（“CRI”）投入运营。CRI 主要通过与已确立稳定地位的合伙人合资，收购国内石油和天然气资源的开采权和陆上租赁权，主要用于再销售给其他公司进行石油和天然气开采和开发。1983 年 9 月 30 日，其他资产和递延费用中包括 22 959 000 美元持有用于再销售给其他公司的未勘探资源陆上租赁权投资。1984 会计年度，用于再销售给其他公司进行石油和天然气开采和开发的国内石油和天然气资源的开采权和陆上租赁权投资预算分别约为 17 800 000 美元和 9 000 000 美元。

公司已经通过其 CFS 子公司达成了一些计算机设备租赁业务，在这些租赁业务中，公司先租入设备，然后进行转租赁。在几乎所有业务中，租赁期限都超过转租赁期限。1983 和 1982 年 9 月 30 日，分别有 19 336 000 美元和 21 258 000 美元与这种业务相关的成本（租赁支付款超过初始转租赁支付款部分的现值）被递延并包括在其他资产和递延费用中。这些递延成本将于初始转租赁期满通

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

过设备再销售得到回收。1983 年 9 月 30 日，根据具有法律约束力的租约，公司通过再销售资产组合的一部分可以获得不可撤销租金共计 9 102 000 美元。全部不可撤销租金将用于减少租金获得期间的投资。

8. 银行借款和补偿性存款余额

公司拥有一份周转信贷协定，授予公司取得 15 000 000 美元无担保贷款的权利。该协议将于 1984 年 3 月 31 日到期，按照优惠利率（1983 年 9 月 30 日为 11.0%）计算利息成本，对平均每天未使用金额按照 0.375%的年费率支付费用。如果公司或银行不选择重订协议，则贷款将转换为 2 年定期贷款，按季等额分期支付，利息成本按照优惠利率加 1%计算确定。根据该协议，公司需要保持一定的债务对净值比率，股利支付额不能超过 1980 年 9 月 30 日以后合并净收益的 20%。1983 年 9 月 30 日，约有 10 658 000 美元留存收益可用于支付股利。

根据协议条款，公司需要在银行保持相当于最高贷款额度 15 000 000 美元 5%的平均存款余额。根据该协议，1983 年 9 月 30 日公司未使用的可用贷款额度为 15 000 000 美元。

1983 年 9 月 30 日，公司还拥有其他共计 25 000 000 美元的未使用贷款额度，这些贷款都按照优惠利率计算利息。根据这些协议，公司需要保持相当于未清偿贷款 5%的补偿性存款余额。

9. 次级公司债券

利率为 8%的可转换次级公司债券：1983 年 5 月，公司发行利率为 8%、价值 250 000 000 美元、将于 2003 年到期的可转换次级公司债券（“可转换公司债券”）。大约 5 000 000 美元发行成本被递延，并将在 20 年的期限内摊销。可转换公司债券持有者可以选择在到期日前，按照每股 36.50 美元的转换价格，将每 1 000 美元面值债券转换为公司普通股。

可转换公司债券在 1984 年 11 月 1 日前不能赎回，除非在赎回公告日前第 5 天之前的连续 20 个交易日普通股的平均收盘价为 51.10 美元。此后，公司可以选择按照相当于可转换债券面值 108.0%的金额赎回全部或部分债券，债券赎回溢价从 1984—1993 年每年下降 8%，1993 年以后可按面值赎回。

利率为 13%的可转换次级公司债券：1982 年 11 月 4 日，董事会宣布赎回公司全部利率为 13%、将于 2001 年到期的可转换次级公司债券，每 1 000 美元面值债券的赎回价格为 1 117 美元，再加上 1982 年 12 月 6 日前的应计未付利息。因面值为 49 839 000 美元的债券转换而发行的普通股共计 5 111 360 股。

利率为 11.5%的次级公司债券：1983 年 9 月 30 日，利率为 11.5%、将于 1992 年 12 月 1 日到期、价值 12 250 000 美元的次级公司债券尚未清偿。年偿债基金 1 350 000 美元（初始发行债券总面值的 9%）自 1982 年 12 月 1 日起支付，在到期日前可偿还初始发行债券面值的 90%。1981 会计年度，公司考虑未来偿债基金需求，购回价值 2 750 000 美元的未清偿公司债券，获得收益 318 000 美元（减去所得税 270 000 美元后的净额）。

未来 5 年全部次级公司债券的年到期值和偿债基金需求如下所示：

各年结束于 9 月 30 日	总到期值（以千美元计）
1984	—
1985	1 300
1986	1 350
1987	1 350
1988	1 350

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

10. 所得税

以下数据与结束于9月30日的会计年度的所得税备抵相关：

（以千美元计）	**1983**	1982	1981
本期：			
联邦	**13 000**	6 252	—
州	**6 000**	1 076	—
	19 000	7 328	—
递延：			
联邦	**(12 200)**	16 281	4 216
州	**(2 200)**	273	553
国外	**2 400**	550	961
	(12 000)	17 104	5 730
所得税备抵合计	**7 000**	24 432	5 730
税前收益：			
国内	**51 869**	51 166	18 992
国外	**6 971**	2 643	2 379
合计	**58 840**	53 809	21 371

1983会计年度偿还利率为13%的可转换公司债券产生的所得税利益900 000美元和1982会计年度行使非限定股票期权产生的所得税利益1 252 000美元被用于减少当期联邦所得税备抵。

美国联邦所得税率46%与实际所得税率存在差异的原因如下所示：

	在税前收益中所占比重		
	1983	1982	1981
美国联邦所得税	**46.0%**	46.0%	46.0%
提高（下降）源于：			
外销公司税收利益	**—**	(0.1)	(1.2)
投资减税移后冲减带来的递延所得税减少	**—**	—	(20.4)
投资减税	**(37.9)**	(2.0)	—
州所得税，减美国税收利益后的净值	**3.5**	1.4	1.2
其他——净值	**0.3**	0.1	1.2
	11.9%	45.4%	26.8%

公司没有对其外销子公司(DISC)1983年9月30日前的未汇出收益共计4 253 000美元建立所得税备抵，因为公司打算无限期推迟这些收益的汇出。

因时间性差异建立的递延所得税备抵如下所示：

（以千美元计）	**1983**	1982	1981
税收利益出售	**(6 172)**	38 661	—
出于税收目的与出于财务报告目的计算出的折旧的差异	**(6 305)**	(18 125)	6 311
递延报酬费用	**1 264**	754	(754)
递延租赁收益	**7 445**	2 934	(2 093)
递延租赁成本	**19**	1 518	1 164
账面收益中未包括的代管债券利息收益	**(7 972)**	—	—
DISC的部分未分配收益	**—**	(178)	(454)
出于财务报告目的按照销售型租赁进行会计处理与出于税收目的按照经营租赁进行会计处理产生的差异	**211**	(23 601)	194

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	1983	1982	1981
递延所得税的重新计算（减少）：			
投资减税移后冲减	—	12 021	(4 356)
净经营税损实现（移后冲减）	—	—	2 323
行使非限定股票期权产生的所得税利益	—	—	1 903
其他——净值	(490)	3 120	1 492
	(12 000)	17 104	5 730

国内税务局正在检查 1980、1981 和 1982 会计年度的纳税申报表，不过，没有提出最终的调整建议，也没有要求必须建立额外的税收备抵。公司已经结算了 1979 会计年度以前各税收年度的所有税款。

11. 普通股和股本溢价

1983 年 1 月 20 日，董事会宣告 1983 年 3 月实行 2 送 1 的普通股分割。1982 年 1 月 27 日，董事会宣告实行 3 送 2 的普通股分割。1981 年 1 月 20 日，公司董事会宣告实行 5 送 4 的普通股分割。财务报表及其附注中有关普通股股数和每股金额的数据已针对上述股票分割进行了调整。

1981 年 11 月 18 日，董事会通过公司与“残值激励报酬计划”参与者之间的结算协议。“残值激励报酬计划”与计算机残值的法定权益相关，规定向该计划参与者分配一定比例的计算机设备残值权益。1982 年 3 月 15 日，股东通过结算协议。根据协议条款，公司依照“残值激励报酬计划”的相关规定分配给参与者 3 000 000 美元和 300 000 公司普通股。

普通股股利：1983 年，公司按每股 0.15 美元支付普通股股利，1982 和 1981 年分别按每股 0.11 美元和 0.09 美元支付。与拥有约 29%（8 358 759 股）流通在外普通股的公司官员和董事签订的有关他们放弃在 1983 年 2 月 1 日前收取现金股利的权利的协议已经到期，而且没有续签。

1983 年 9 月 30 日，公司预留以下数量的普通股以备未来发行之需：

1979 年股票期权计划	542 851
1981 年股票期权计划	1 474 200
员工持股计划	196 430
利率为 8%的可转换公司债券转换	6 849 315
	9 062 796

12. 员工收益计划

1979 年股票期权计划：1981 年 11 月 18 日，董事会修改公司 1979 年股票期权计划，使其成为与 1981 年《经济复苏税法》有关条款相符的激励股票期权计划。根据修改后的 1979 年股票期权计划，所有保持初始价格的流通在外股票期权都可以作为附有一定限制条件的激励股票期权处理。

1981 年股票期权计划：1982 年 1 月 27 日，股东通过 1981 年股票期权计划，共有 1 500 000 普通股被预留，以备根据该计划行使股票期权后发行之需。

员工持股计划：1981 年 11 月 17 日，董事会采纳“Comdisco 公司员工持股计划”。共有 200 000 普通股被预留，以备根据该计划发行股票之需。

1983、1982 和 1981 年股票期权计划的股票数量变动如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（除股票期权价格区间外，均以千美元计）	1983	1982	1981
股票数量：			
年初股票期权涉及股票的数量	986	1 024	1 722
授予的股票期权	308	338	—
行使的股票期权	(133)	(376)	(698)
年末股票期权涉及股票的数量	1 161	986	1 024
股票期权总价格：			
年初股票期权涉及股票的价格	4 967	2 533	3 257
授予股票期权的价格	6 739	3 284	—
行使股票期权的价格	(596)	(850)	(724)
年末股票期权涉及股票的价格	11 110	4 967	2 533
年末可行使股票期权	238	116	328
年末流通在外可行使股票期权总价格	1 247	295	722
年末可用于未来授予的股票期权	874	1 182	22
股票期权区间	2.45—21.88	2.45—9.69	0.68—3.50

利润共享计划：公司拥有一份涉及所有员工的利润共享计划。按照规定，公司对该计划的投入根据员工报酬的一定比例确定。利润共享支付款以按单个员工累积的金额为基础确定。结束于 1983、1982 和 1981 年 9 月 30 日的各会计年度的利润共享费用分别为 834 000 美元、590 000 美元和 489 000 美元。

13. **承诺事项和或有负债**

1983 年 9 月 30 日，公司有责任执行以下承诺事项：（1）购买总金额约为 58 782 000 美元的计算机设备；（2）销售总金额约为 9 370 000 美元的计算机设备；（3）出租初始租赁期总租金约为 86 133 000 美元的计算机设备。

公司开立了价值约为 68 683 000 美元的信用证，主要用于作为公司一些转租赁债务的担保和未来购买 IBM 设备。这种信用证的年成本为未清偿金额的 0.5%—0.75%不等。

会计师报告

Comdisco 公司股东和董事会：

我们审计了 Comdisco 及其子公司 1983 和 1982 年 9 月 30 日的合并资产负债表，以及截至 1983 年 9 月 30 日前 3 年各年的相关合并损益表、股东权益表和财务状况变动表。我们对报表的审查是依据公认审计准则进行的，相应包括了检查会计记录和我们认为在该种情况下必要的其他审计程序。

我们认为，上述合并财务报表遵照公认会计准则，公允地反映了 Comdisco 及其子公司 1983 和 1982 年 9 月 30 日的财务状况，以及截至 1983 年 9 月 30 日前 3 年各年的经营成果和财务状况变动。

Peat, Marwick, Mitchell & Co.
伊利诺伊州芝加哥市
1983 年 11 月 9 日

季度财务数据

结束于 1983 和 1982 年 9 月 30 日的会计年度的季度财务数据摘要如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（除每股金额外，均以千美元计）

各季度结束于：	12 月 31 日		3 月 31 日		6 月 30 日		9 月 30 日	
	1982	1981	1983	1982	1983	1982	1983	1982
总收入	141 011	121 189	132 901	118 309	127 455	94 691	141 813	137 441
净收益	12 531	9 604	10 334	5 934	13 199	5 824	15 776	8 015
普通股和约当普通股每股净收益	0.45	0.37	0.35	0.24	0.45	0.23	0.53	0.31

1983 会计年度第 4 季度，公司获得大量投资减税，年实际所得税税率仅为 11.9%。所得税率的下降导致 1983 会计年度第 4 季度净收益增加约 7 430 000 美元（每股 0.25 美元）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

CompUSA

当 CompUSA 的经营总裁哈尔·康普顿（Hal Compton）想考察竞争对手情况时，他只需看一下窗外。从那里他可以看到数量惊人的各色国内主要零售商，他们都希望冲击 CompUSA 蓬勃发展的计算机业务。这些顽强的竞争者几乎把 CompUSA 挤垮。在创始人内森·莫顿（Nathan Morton）建立的更具企业家精神的旧体制下，连锁店在飞速上升到计算机零售业的顶点后，滑向破产的边缘。损失不断上升，而且大多数竞争对手能够提供比 CompUSA 更优惠的价格。公司对扩张的重视吸引了大多数管理者的注意，不惜以损害生产力为代价。最终，莫顿被撤职，专门经营低成本企业的经验丰富的吉姆·哈尔平（Jim Halpin）走马上任。哈尔平肃清了公司的等级，大幅削减了成本，加强了对公司随意销售计划的管理，退出了非核心业务（缩小了家具等其他业务的规模），并强化了能够提供更全面选择和更丰厚利润的计算机附件销售等业务。结果发生了戏剧性的变化。“1994 年 8 月，我们的股票价值为 6.75 美元，上一年度我们损失了 2 000 万美元，我们手头没有一点钱，”康普顿说，“一年半以后，股价飞涨——到 5 月初，达到将近每股 35 美元!”

仅仅在两年前还被认为濒临破产边缘的 CompUSA 是如何使财务状况出现如此明显好转的呢？CompUSA 认为是通过对公司进行彻底改造。在过去的 30 个月中，公司由在报纸上登载分类广告（ROP[1]）转向发行传单，建立集中型补给系统，大量投资于店内员工培训，大幅削减经营成本，改变公司等级制度以推动全员参与决策，发展非零售业务（非零售业务目前几乎占收入的 50%，很容易超过零售业务的增长），并进行投资以使商店更具交互式和方便用户的特点。康普顿总结说，“主要是观念发生了转变。我们过去是一家重视收入的公司，不惜一切代价提高销售收入。现在我们完全是一家重视利润的公司，我们不打算销售无利可图的产品。”

折扣店新闻，1996 年 5 月 20 日[2]

公司背景

CompUSA 成立于 1984 年，是一家出售计算机硬件、软件、外围设备并提供相关服务的零售店。1989 年， The Home Depot（一家成功的仓储式硬件连锁店）经营部高级副总裁内森·莫顿加盟 CompUSA。在莫顿的带领下，重新命名的 CompUSA 开辟了计算机超市经营模式，将 The Home Depot 仓储式零售的低成本和不提供不必要服务理念（在这种理念下，商店只是堆满商品的大仓库）应用

该案例由研究助理 Sarayu Srinivasan 在 Krishna Palepu 教授的指导下编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1997 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-197-101。

1 ROP 是指报纸中的分类广告版。ROP 广告的位置取决于报纸的剩余空间，与所购买的某一特定版面的广告相对应。

2 根据 Pete Hisey, “CompUSA: Back to the Bottom Line,” p. 15 改写。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

于计算机零售，提供一次性全面计算机购物服务。CompUSA 的基本战略是由精通业务的销售代表以较低的具有竞争性的价格提供大量广泛的商品。一般的商店储存数以千计的品牌硬件、软件和附件，还有额外的 25 000 件产品用于满足特殊订货需要。大批量、高折扣战略的特征是低毛利，公司以一定的折扣从卖方购入大批量存货。客户包括个人、企业、政府和教育机构。商店年均销售收入 3 000 万—4 000 万美元。[3]

20 世纪 90 年代初期，CompUSA 追求高增长率（年均 75%），从 1989 年的 2 家店扩展到 1993 年的 66 家店。大量商店在需求高到足以吸收创办、销售和管理成本的主要市场开业。[4] 新店开业前进行集中的广告战和促销活动。一般的商店位于市郊和郊区，面积平均约为 27 000 平方英尺，按照商品价目表的半价出售产品，从而迫使其他零售商也随之削减价格。CompUSA 通过战略性的商店布局鼓励即兴购买，即把顾客引到商店深处，将琳琅满目的商品和引人注目的展示品展现在他们面前。增长是惊人的。1991 年公司完成首次公开募股，成为得到市场支持的第一家计算机超市连锁店。然而，到 1993 年，对扩张的持续重视，可比商店销售收入增长率的下降，以及价格竞争的日益激烈使利润率下降到每 1 美元收入 1 美分利润，导致 1993 年第 1 季度在 4.366 亿美元收入的基础上发生 100 万美元损失。1993 年 12 月，CompUSA 董事会起用当时的经营总裁吉姆·哈尔平取代首席执行官莫顿。

由于持续发生亏损（1994 会计年度，在 21 亿美元收入基础上发生 1 670 万美元亏损）且董事会要求重视盈利能力，CompUSA 对其战略进行了重新评估。计算机用户不再只是技术熟练的年轻男性。很多新计算机购买者避开超市，因为那里充斥着单调乏味的高科技环境，而且销售人员常常以高人一等的口气对客户说话。CompUSA 通过使传统的侧重于技术的销售与更侧重于客户、用户界面友好的展示品和产品组合相结合，以及引进买前试用样品等满足市场转移的需求。公司还提高了销售人员的反应和效率。此外，CompUSA 对商店进行了重新设计（原来的商店被认为塞得太满、难以通过，而且常常缺货）——放置了明确的标识，放低了货架以便商品易于拿到和销售人员易于找到（原来的货架是仓储式的，从下到上，容易遮挡视线）。存货购买和销售是集中的，高毛利产品（例如软件和附件）储备较多，以取代因不盈利而停止进货的产品。位置好的区域被分配给 2 000 种软件产品，硬件被移到商店后部。最后，公司着重于发展增值业务（例如服务和支持），以培育和扩展售后客户关系。

行业和竞争

1996 年，计算机超市是价值 800 亿美元的高度细分和迅速发展的个人电脑（PC）行业中最大的零售部门。1995 年，计算机超市在整个市场中所占份额接近 13%，增长率为 13.5%，而整个美国 PC 行业的报告增长率为 11.5%。[5] 未来几年，整个行业的预计年增长率将达到 15%。旨在取得高增长的特殊市场包括家庭用户，[6] 企业用户，以及打算购买更高级产品的当前用户。刺激增长的因素包括不断扩展的市场，更广泛的硬件和软件可选择性和兼容性，不断降低的价格，计算机是个人、

3 James McConville, "All the Right Moves," The Weekly Home Furnishings Newspaper, January 3, 1994.
4 Stephen W. Quickel, "The Bumpy Road Ahead for CompUSA," Electronic Business Buyer, November 1993.
5 Mitchell Bartlett, Analyst Report: CompUSA, Wessels Arnold & Henderson, September 12, 1996.
6 1995 年家用计算机市场占有率为 39%，预计其中 1/3-2/3 已经陈旧过时。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

教育和职业发展的必需品的信念，互联网的激增，以及推动产品升级的技术进步。

计算机零售商包括计算机超市、邮购/直接经销商、办公用品超市、大消费者电子连锁店、超级市场和专卖店。该行业的竞争十分激烈，硬件和软件制造商定期削减价格并寻找新的产品销售渠道。在零售渠道中，低毛利产品要求增加销量以获得盈利。尽管超市在广泛的选择和较低的价格方面进行竞争以求得生存，但它们最终必须销售价格较高（通常是技术最新）的产品。零售商在技术支持、服务、存货深度和广度、地理位置和其他价值诱因方面千差万别。附录 2 列示了有关计算机零售商的统计数据。

CompUSA 与几种零售商展开直接竞争。戴尔和 Gateway 2000 是将产品直接销售（通过邮购）给最终用户的 PC 制造商；Computer City 是国内超市竞争者；同时销售计算机和其他产品的大零售商分为几种类型，包括 Circuit City 和 Best·Buy 等电子连锁店，Office Depot 和 Staples 等办公用品超市，Global DirectMail 和 MicroWarehouse 等目录邮购零售商，Egghead 等软件零售商，以及 Montgomery Ward 和 Sears 等百货商店。分析师预计所有这些零售部门都将通过行业合并和从小零售商处获得市场份额保持并增加其市场份额，因为毛利几乎被大零售商压到不盈利的水平，使得小零售商很难在这种环境中生存。

Computer City（Tandy 公司的一个部门）是 CompUSA 的计算机超市竞争者。尽管两家公司的经营理念相似，但 Computer City 的经营业绩与 CompUSA 形成鲜明对比。1996 年，Computer City 各商店的平均面积为 22 500 平方英尺，总收入 22 亿美元，但 106 家店每平方英尺年均销售收入仅为 925 美元，而 CompUSA 的每平方英尺年均销售收入为 1 422 美元。分析师发现，Computer City 的快速增长和糟糕商店布局（例如货架较高）与 CompUSA 财务状况好转前几年的情况很相似。

困扰所有计算机零售商的一个问题是持有大量存货。产品和技术陈旧过时对整个行业都是一个威胁。技术飞速进步，产品进入消费者市场几个月就过时。硬件和软件都随基本技术或特征的改良被不断升级或替代。如果产品过时，往往不可能或难以倾销，则零售商被迫保留大量多余库存。CompUSA 在供货合同中制定了一些条款，以便在一定程度上为存货过时风险进行套期保值。此外，公司的高存货周转率（1996 年为 7.7 次）也为存货过时提供了缓冲。

20 世纪 90 年代，零售环境受到不断变化的消费者人群和技术的影响。计算机的功能越来越强，人们的购买力也越来越强，计算机越来越被视做必需品而非奢侈品。此外，当前用户使用的设备被升级。这些以及其他因素增加了行业销售收入。尽管计算机超市似乎是初次购买、技术方面不精通的消费者的合理卖主，但其中充斥的高科技环境通常使试图了解基本问题的购物者感到不知所措。这个新成长起来的消费者群体在大零售店感到比较放松，因为它们提供的产品组合中包括计算机，提供的环境消费者比较熟悉而且不具有胁迫性，同时具有购买非计算机相关商品的附加便利。传统的超市客户也常常通过邮购和小计算机专卖店渠道购买计算机，他们通常是计算机爱好者、重复购买者或精通计算机的首次购买者。然而，为了提高市场份额，超市必须使其环境同样适合具有增长潜力的市场群体——首次购买者。在过渡期间，预计这些客户将转向电子连锁店和办公用品店等大零售店。

CompUSA 的未来

1996 年，在哈尔平的领导下，CompUSA 继续扩展，同时牢记最近的经营好转和利润主导战略。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司仍然在寻找增长机会，它已经开始从原来建在郊区转向也建在城市，而且已经开始改变商店设计以适应周围环境。公司还通过以前未开发的大众传媒广告媒介——电视、收音机和报纸传单追求增长。现在的印刷广告是周末版报纸中引人注意的彩色插页，取代了过去使用的一般黑白 ROP 广告。以 CompUSA 的吉祥物和居民计算机专家“P.C.Modem”为特征的电视和收音机广告也被使用。CompUSA 还收购了一家领先的计算机邮购转售商 PCs Compleat，借以加强其邮购业务。从结构上看，公司已经将自身重组为能够界定其未来经营战略并推动增长的经营单位。

为更好地利用市场机会，CompUSA 将自身划分为 7 个独立的业务部门：零售、邮购、技术服务和支持、培训、对政府销售、对公司销售以及对教育机构销售。公司认为越来越多的业务将来自其机构、服务和培训部门。附录 3 列示了 CompUSA 各部门和产品组合的盈利能力和收入。

零售 公司的零售业务环境已经从具有功利主义和胁迫性转变为具有启发性、灵活而轻松。视频和音频显示器、店内演示、交流亭、样品区、儿童活动区为购物者提供适时和季节性商品。转换的主题和新版本鼓励即兴购买，销售代表都经过培训，为客户提供全面服务，提供“解决方案包”——硬件购买连同产品支持、维修和技术帮助——能够增加计算机配件的价值并建立与消费者的良好关系。CompUSA 在这方面居行业主导地位。

邮购 这是 CompUSA 增长率最高的业务。公司在通话中心通过电话接受订货，然后从销售中心或直接从商店装运。CompUSA 认为它比戴尔等其他邮购零售商更具优势，因为它通过允许退货和商店间换货提供各种品牌、便利的服务和替代选择。预计对成功的邮购公司 PCs Compleat 的收购将加速公司的增长，因为该公司拥有很高的雇员人均销售收入（130 万美元）和平均订货额（1 700 美元）。

技术服务 这是公司毛利率最高的业务。公司从事前期单调乏味且紧迫的计算机安装工作和产品的正常交付，每台计算机收取 100 美元。CompUSA 还提供安装后的修理等服务，这项服务随着消费者需要为其计算机配置扫描仪、调制解调器和其他外围设备面日益增加。技术服务还包括网络支持、系统集成、软件特许和收费电话服务。

培训 CompUSA 为各企业和客户提供软件培训。公司在国内的覆盖率使其得以在全国范围提供标准化培训。技术服务和培训提供的销售收入总共不到 6%，但其目的在于实现扩展企业和增加销售收入的营销和经营计划。

对公司销售 CompUSA 在国内的覆盖率使其得以在一个账户下，在所属各企业经营所在地为公司提供服务。例如，为确保系统的一致性，CompUSA 可以为一个全国范围的公司在国内各地的雇员提供相同的软件培训。CompUSA 希望在未来年度将从公司销售账户分离出来，以形成一个独立的主体。

对政府销售 由于提供低价格且在国内的覆盖率很高，公司能够在当地、州和联邦政府业务的投标中取得成功。

对教育机构销售 公司的培训中心和在国内的高覆盖率同样是获取客户的重要战略因素。

首席执行官詹姆斯·哈尔平（James Halpin）揭示了划分不同业务部门的原因：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

我们不认为自己是零售商，我们认为自己是计算机产品和服务销售商。……作为销售商，我们希望在所从事的各个领域，无论是零售、对公司销售、对政府销售、对教育机构销售、培训、邮购，还是技术服务领域，都取得主导地位……我已经花费了大量时间使客户或人们了解我们不是一家零售商，而是一家综合销售商。我希望我们的公司客户把我们看做公司转销商，我们的零售客户把我们看做零售商，而我们的邮购客户把我们看做大邮购商。[7]

到 1996 年秋季 CompUSA 发表 1996 年度报告时（CompUSA 的会计年度结束于 6 月 30 日），公司已经成为全国领先的计算机产品零售商和转销商，在 38.3 亿美元收入的基础上创造了 5 960 万美元收益（参见附录 4）。CompUSA 在 33 个州共拥有 106 家超市，每平方英尺平均销售收入 1 422 美元。附录 1 列示了 CompUSA 的股票表现。在 1996 年 9 月 30 日，公司的股票价格为 54 美元。

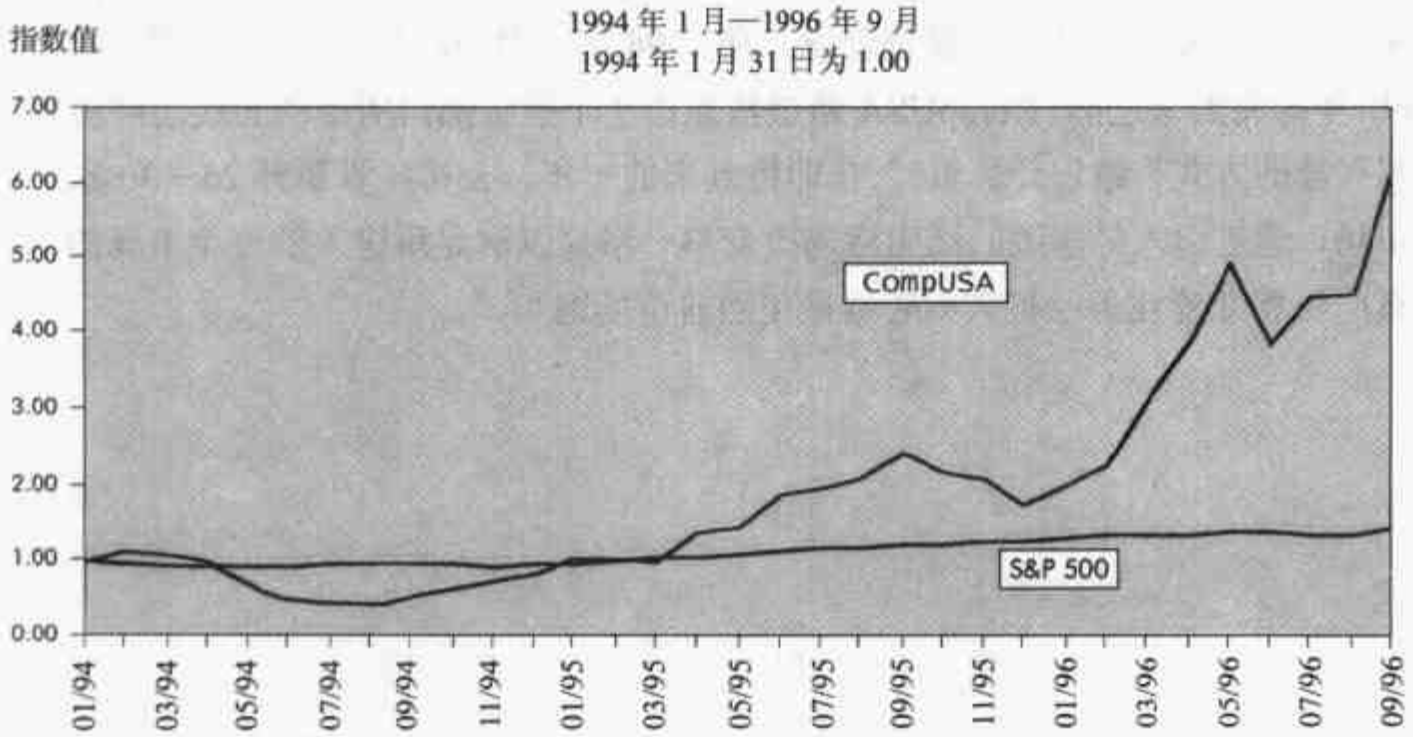
在 1997 年即将到来之际，CompUSA 希望依靠由 7 个业务部门所带动的成功经济好转战略继续以“客户感兴趣的方式”销售计算机。[8] 在即将到来的一年，公司打算新开 25—30 家店，进入新的主要城市市场，通过引入经修改的商店格局改变单一格局以满足所进入的每个市场的需求，以及通过推动现有广告和经营业务及扩大商店数量使当前市场饱和。[9]

7 Kevin Ferguson, “CompUSA—James Halpin, President and CEO,” Computer Retail Week November 18, 1996.
8 CompUSA 1996 Annual Report.
9 Mitchell Bartlett, Analysts Report: CompUSA, Wessels Arnold & Henderson, September 12, 1996.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

CompUSA 股票价格和标准普尔 500 股票指数



1996 年 9 月 30 日有关数据：
β值：1.25
1 年期国库券：5.68%
10 年期国库券：6.70%
CompUSA 股票价格：54.00 美元
标准普尔 500 股票指数：687.31
资料来源：Datastream International。

附 录 2

计算机零售统计数据

计算机超市市场份额

	1995A*	1996E*	1997E*	1998E*	1999E*	CAGR*
计算机超市	7.0	10.0	13.9	17.3	20.7	30.1%
市场份额	**10.9%**	**12.5%**	**14.1%**	**15.1%**	**15.8%**	
转销商市场合计	64.3	80.2	98.5	114.5	131.1	20.0%

资料来源：Merrin Information Services, Inc。
*编者注：此处“A”为实际数，“E”为预计数，“CAGR”为复合年增长率。

美国排名前 10 位 PC 产品零售商（以百万美元计）

排名	零售商	预计 1995 年 PC 产品收入
1	CompUSA	3 136
2	Best Buy	2 525
3	Computer City	1 801
4	Office Depot	1 275
5	Circuit City	1 270
6	Micro Center	975
7	Egghead	802
8	Sears	775
9	Office Max	636
10	Staples	625

资料来源：Merrin Information Services, Inc。

附 录 3

1994—1998 年 CompUSA 各业务部门收入和盈利能力

（各会计年度结束于 6 月 30 日；以百万美元计）	1994	1995	1996E	1997E	1998E
预计销售收入					
零售					
硬件	1 014	1 262	1 505	1 919	2 371
软件	275	359	449	596	766
附件/外围设备	159	221	292	392	511
零售销售收入合计	1 448	1 843	2 246	2 907	3 648
对公司销售	279	366	453	552	683
对政府和教育机构销售	204	270	364	432	527
邮购	150	225	335	469	608
培训	19	34	53	78	110
技术服务	24	39	57	83	116
出口	4	11	18	23	29
担保	17	25	39	55	69
合计	2 146	2 813	3 565	4 600	5 790
百分比分析					
零售					
硬件	70.0%	68.5%	67.0%	66.0%	65.0%
软件	19.0	19.5	20.0	20.5	21.0
附件/外围设备	11.0	12.0	13.0	13.5	14.0
零售收入合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
零售收入占总收入比重（%）	67.5%	65.5%	63.0%	63.2%	63.0%
对公司销售	13.0	13.0	12.7	12.0	11.8
对政府和教育机构销售	9.5	9.6	10.2	9.4	9.1
邮购	7.0	8.0	9.4	10.2	10.5

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（各会计年度结束于6月30日；以百万美元计）	1994	1995	1996E	1997E	1998E
培训	0.9	1.2	1.5	1.7	1.9
技术服务	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0
出口	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
担保	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
预计毛利率					
零售	10.9%	11.0%	11.9%	11.9%	11.8%
对公司销售	7.7	7.6	8.0	8.0	8.0
对政府和教育机构销售	9.0	8.6	9.0	9.0	9.0
邮购	10.0	10.0	10.3	10.0	9.7
培训	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
技术服务	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
出口	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
担保	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
合并毛利率	**12.0%**	**12.4%**	**13.6%**	**13.9%**	**14.1%**
预计毛利润					
零售	158	203	267	345	431
对公司销售	21	28	36	44	54
对政府和教育机构销售	18	23	33	39	47
邮购	15	23	34	47	59
培训	19	34	53	78	110
技术服务	14	24	34	50	69
出口	0	1	2	3	3
担保	10	15	24	33	42
毛利润合计	257	350	484	639	816
在总毛利润中所占比重					
零售	61.5%	57.9%	55.2%	54.0%	52.8%
对公司销售	8.3	7.9	7.5	6.9	6.7
对政府和教育机构销售	7.1	6.6	6.8	6.1	5.8
邮购	5.8	6.4	7.1	7.3	7.2
培训	7.5	9.6	11.0	12.2	13.5
技术服务	5.5	6.7	7.1	7.8	8.5
出口	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
担保	4.0	4.3	4.9	5.2	5.1
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Gerard Klauer Mattison & Co., LLC estimates and corporate reports。
注意：由于进行了四舍五入，各数字之和可能不等于合计数。

附 录 4

CompUSA 1996年节略年度报告

写给股东：

对CompUSA公司而言，1996年是不同寻常、令人激动和愉悦的一年。这一年的显著特征是公

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

司取得创纪录的销售收入和收益，零售店面积增加近 600 000 平方英尺，新店理念和营销渠道不断发展，以及通过收购 PCs Compleat 公司和投资于 InfoSource 公司实现了战略性增长。我们很荣幸地代表为公司取得这些成就而努力工作和作出积极贡献的 CompUSA 的董事、管理者和 11000 多名雇员，描述 CompUSA 历史上最成功的这一年的一些亮点事件：

- 1996 会计年度，收益从 1995 会计年度的 2 430 万美元增加到 5 960 万美元，增长 146%，每股收益从 1995 会计年度的 0.60 美元增加到 1.31 美元。销售收入从 29 亿美元增加到 38 亿美元，增长 30%。开业一年或更长时间的 83 家店的可比销售收入提高 12.6%。
- 第 3 季度是 CompUSA 历史上首次实现季度销售收入达到 10 亿美元和资本化市场价值超过 10 亿美元。
- 在这一年中，我们有几个星期的销售收入达到了 1 亿美元，位于康涅狄格州奥兰治的计算机超市报告了引人注目的 300 万美元日销售额，位于明尼苏达州布卢明顿和得克萨斯州梅斯基特和艾迪生的计算机超市也实现了日销售额超过 100 万美元。
- 1995 年 9 月，我们出售了大约 200 万新发行的普通股，使 CompUSA 资产负债表中的股东权益增加近 7 700 万美元。出售股票所得收入用于商店扩展、满足营运资本需求和用于公司一般目的。股票销售与销售收入和收益的强势增长一起，使 CompUSA 以历史上最稳健的财务状况结束这一年。
- 由于我们持续保持优良的业绩，而且在金融市场中得到广泛的认可，董事会批准于 1996 年 3 月进行 2 送 1 的股票分割。股票分割于 1996 年 4 月完成，使当时的流通在外股票数量增加到近 4 200 万。
- 1996 年 5 月，我们使用大约 300 万 CompUSA 普通股收购了 PCs Compleat 公司，该公司总部设在马萨诸塞州的莫尔伯勒，是一家领先的品牌个人电脑和外围设备直接转销商。PCs Compleat 的加入扩大了我们的直接销售渠道覆盖率，而直接销售渠道是个人电脑业发展最快的领域。将 PCs Compleat 的直接邮寄专门技术与 CompUSA 的财务和经营实力相结合，加强了我们在这个高度专门化的行业中的竞争优势，能够使我们为客户提供更高水平的服务。
- 1996 年 6 月，我们宣布与 InfoSource 公司形成战略联盟，开发外围计算机软件培训课件。这个联盟为 CompUSA 提供了高质量计算机培训课件和技能评估软件的来源渠道，从而使我们在竞争中更具独特性，强化了我们作为国内最大的软件培训提供商之一的地位。
- 1996 年 5 月，CompUSA 庆祝我们的第 100 家计算机超市在科罗拉多州的威斯敏斯特和得克萨斯州的圣安东尼奥隆重开业。
- 1995 年 11 月，CompUSA 的网址www.compusa.com首次在互联网上出现，使客户得以获得有关公司的更广泛信息，并促使他们浏览我们的在线商品目录。

我们一直声明 CompUSA 将以客户感兴趣的方式销售计算机，而且我们已经构造了使这一目标得以实现的经营模式。我们认为满足客户广泛需求的最有效方式是经营各类业务——零售、对公司销售、对政府销售、对教育机构销售、邮购、技术服务和培训——它们建立在我们商店实力的基础上。我们的目标是成为各个领域中最大的产品和服务提供商。我们认为这些独立但互相依存的业务

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

之间存在很强的协同效应，这种协同效应激发了 CompUSA 实现创纪录经营成果的能力。

CompUSA 的巨额销售利润、毛利率的提高以及营业费用在销售收入中所占比重的持续下降有力地反映出 CompUSA 多样化经营模式的优势。1996 会计年度，毛利率稳步提高，在第 3 季度达到 1%——CompUSA 历史上的最高水平之一。毛利率提高主要是由于高毛利率业务——培训和技术服务的销售收入增加，以及损耗、运费和差异等可控成本减少。1996 年度，每家商店的平均销售收入也增加，从而使我们得以利用占用成本的杠杆效应，提高毛利率，同时降低商店营业费用在销售收入中所占比重。

1996 会计年度，我们新开 20 家计算机超市，与 1995 会计年度的 9 家相比，增加了 1 倍多。到 1996 年 7 月末为止，CompUSA 在美国各地 50 个主要城市市场中经营 106 家计算机超市。我们将继续努力增加计算机超市的数量。在 1996 会计年度，我们检验了“小市场原型”（small market prototype）等新店理念。此外，我们完成了 Software Samplersm 和 CompKidssm 在公司范围内对所有计算机超市的首次展示。我们通过在 8 个主要市场建立 CompUSA 综合服务部（CIS），扩展技术服务业务以满足客户对网络等技术服务日益增长的需求。同样，随着在所有超市所在地引入技术服务车，我们提供的新的送货和安装服务首次使供应链条更加宽广。

对 CompUSA 而言，1996 会计年度是富有挑战但极有意义的一年，也是取得以卓越的财务业绩为首的很多重大成就的一年。然而，我们处于一个不断变化的行业，为保持 CompUSA 的领先地位，我们仍需全神贯注并把目光投向未来。更重要的是，我们必须全力投身于有效经营企业和满足客户需求。

我们的雇员对 CompUSA 的成功作出了贡献，我们对他们的持续努力工作和投入感到自豪。而且，我们也感谢股东和供应商给予我们的信任和支持。

真诚的

詹姆斯·F·哈尔平　　贾尔斯·H·贝特曼

总裁兼首席执行官　　董事会主席

附 录 5

CompUSA 1996 节略年度报告

合并资产负债表

(除股数外，以千美元计)	1996 年 6 月 29 日	1995 年 6 月 24 日
资产		
流动资产：		
现金和现金等价物	207 614	96 494
应收账款，分别减 1996 年 6 月 29 日和 1995 年 6 月 24 日可疑账款备抵 1 692 美元和 1 176 美元后的净额	148 109	103 934

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

(除股数外，以千美元计)	1996年6月29日	1995年6月24日
商品存货	398 841	312 202
预付费用和其他	15 669	14 506
流动资产合计	770 233	527 136
财产和设备，净值（附注 3）	131 184	106 290
其他资产	7 920	7 903
	909 337	641 329
负债和股东权益		
流动负债：		
应付账款	377 774	282 885
应计负债（附注 4）	82 178	49 076
资本租赁债务本年到期部分（附注 6）	4 382	5 047
流动负债合计	464 334	337 008
资本租赁债务（附注 6）	5 066	5 153
优先次级债券（附注 8）	110 000	110 000
递延所得税（附注 5）	4 032	2 464
承诺事项和或有负债（附注 6 和附注 10）	—	—
股东权益（附注 12）：		
优先股，每股面值 0.01 美元，额定股数 10 000 股，未发行	—	—
普通股，每股面值 0.01 美元，额定股数 100 000 000 股，1996 年 6 月 29 日已发行和流通在外股数 45 107 858 股，1995 年 6 月 24 日已发行和流通在外股数 40 465 920 股	451	405
股本溢价	255 667	173 348
留存收益	72 616	12 951
	328 734	186 704
减：库藏股，按成本计价，1996 年 6 月 29 日为 189 730 股	(2 829)	—
股东权益合计	325 905	186 704
	909 337	641 329

参见所附附注。

合并损益表

（除每股数据外，以千美元计）	会计年度结束于 1996年6月29日	1995年6月24日	1994年6月25日
销售收入净额	3 829 786	2 935 901	2 219 457
销售成本和占用成本	3 311 682	2 573 945	1 955 183
毛利	518 104	361 956	264 274
商店营业费用	328 344	263 654	208 356
开办费	5 466	2 454	7 266
一般管理费用	75 488	54 940	47 963
与兼并相关的交易成本（附注 2）	3 453	—	—
重组成本（附注 9）	—	—	9 918
营业收益（损失）	105 353	40 908	(9 229)
其他费用（收益）：			
利息费用	12 487	12 015	12 156
其他收益，净额	(6 983)	(2 409)	(2 063)
	5 504	9 606	10 093
所得税前收益（损失）	99 849	31 302	(19 322)
所得税费用（收益）（附注 5）	40 184	6 963	(2 298)
净收益（损失）	59 665	24 339	(17 204)
普通股和约当普通股每股收益（损失）	1.31	0.60	(0.44)
普通股和约当普通股加权平均数	45 610	40 868	38 535

参见所附附注。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并现金流量表

（以千美元计）	会计年度结束于 1996年6月29日	1995年6月24日	1994年6月25日
营业活动提供（使用）的现金流量：			
净收益（损失）	59 665	24 339	(17 024)
将净收益（损失）调整为营业活动提供（使用）的净现金：			
折旧和摊销	27 625	21 285	15 148
重组成本	(214)	(2 504)	2 718
递延所得税	266	(4 645)	(1 133)
资产和负债的变动：			
以下项目减少（增加）：			
应收账款	(44 175)	(9 875)	(24 968)
应收所得税	(417)	2 479	(1 540)
商品存货	(86 639)	(29 603)	(73 614)
预付费用和其他	139	286	(1 703)
其他资产	(63)	(694)	258
以下项目增加：			
应付账款和应计负债	126 384	134 495	31 638
应付所得税	5 140	41	—
调整合计	28 046	111 265	(53 196)
营业活动提供（使用）的净现金	87 711	135 604	(70 220)
投资活动使用的现金流量：			
资本支出	(47 418)	(30 057)	(46 488)
其他	(565)	572	385
投资活动使用的净现金	(47 983)	(29 485)	(46 103)
融资活动提供（使用）的现金流量：			
发行普通股取得的收入	79 344	1 994	13 527
购买库藏股票	(3 521)	—	—
将库藏股票出售给福利计划	812	—	—
根据信贷协定取得借款	48 750	54 127	113 428
偿还根据信贷协定取得的借款	(48 750)	(92 627)	(75 428)
支付资本租赁债务	(5 243)	(5 149)	(3 770)
融资活动提供（使用）的净现金	71 392	(41 655)	47 757
现金和现金等价物净增加（减少）额	111 120	64 464	(68 566)
年初现金和现金等价物	96 494	32 030	100 596
年末现金和现金等价物	207 614	96 494	32 030

参见所附附注。

经挑选的财务数据

下表列示了1992年6月27日—1996年6月29日期间经挑选的合并财务和经营数据。正如合并财务报表附注2所详细描述的，公司1996年5月30日收购PCs Compleat的交易使用联营法核算。根据联营法，PCs Compleat资产负债表中所报告的资产、负债和所有者权益的历史账面价值已经被并入公司合并资产负债表、没有产生商誉和其他无形资产。此外，公司已经对合并损益表中的数据进行了重新计算，以把PCs Compleat各会计年度的经营成果包括在内。这些数据应当结合公司合并财务报表及其相关附注以及“管理层对财务状况和经营成果的论述和分析”（包含在年度报告的10-K表中）加以理解。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（除每股数据和经挑选的营业数据外，以千美元计）	会计年度结束于 1996年6月29日[a]	1995年6月24日	1994年6月25日	1993年6月26日	1992年6月27日
损益表数据：					
销售收入净额	3 829 786	2 935 901	2 219 457	1 369 749	822 815
销售成本和占用成本	3 311 682	2 573 945	1 955 183	1 189 675	716 531
毛利	518 104	361 956	264 274	180 074	106 284
商店营业费用	328 344	263 654	208 356	123 516	71 026
开办费	5 466	2 454	7 266	6 111	2 010
一般管理费用	75 488	54 940	47 963	31 466	22 897
与兼并相关的交易成本[b]	3 453	—	—	—	—
重组成本[c]	—	—	9 918	—	—
营业收益（损失）	105 353	40 908	(9 229)	18 981	10 351
利息费用	12 487	12 015	12 156	2 256	2 669
其他收益，净额[d]	(6 983)	(2 409)	(2 063)	(468)	(358)
所得税前收益（损失）	99 849	31 302	(19 322)	17 193	8 040
所得税费用（收益）	40 184	6 963	(2 298)	7 510	415
净收益（损失）	59 665	24 339	(17 024)	9 683	7 625
普通股收益（损失）[e]	59 665	24 339	(17 024)	9 683	5 999
普通股和约当普通股每股收益（损失）[f]	1.31	0.60	(0.44)	0.25	0.23
流通在外普通股加权平均数[f]	45 610	40 868	38 535	38 291	25 881
经挑选的营业数据：					
期末开业商店数	105	85	76	48	28
每平方英尺平均销售收入净额[g]	1 422	1 336	1 268	1 458	1 452
期末商店总平方英尺数	2 850 000	2 254 500	1 965 200	1 197 600	680 700
可比商店销售收入增加百分比[h]	12.6%	10.3%	9.0%	20.8%	13.3%
资产负债表数据：					
营运资本	305 899	190 128	210 018	216 205	59 655
资产总额	909 337	641 329	522 501	449 399	211 550
长期债务，减本年到期部分	115 066	115 153	153 292	115 716	3 383
股东权益	325 905	186 704	160 372	163 869	86 072

a. 公司的会计年度为 52/53 个星期，各年结束于 6 月的最后一个星期六。结束于 1996 年 6 月 29 日的会计年度包含 53 个星期，结束于 1995 年 6 月 24 日、1994 年 6 月 25 日、1993 年 6 月 26 日和 1992 年 6 月 27 日的会计年度包含 52 个星期。

b. 有关公司收购 PCs Compleat 的说明，参见合并财务报表附注 2。

c. 有关公司重组费用的说明，参见合并财务报表附注 9。

d. 1992 会计年度包括提前偿还负债产生的非常损失 233 000 美元。

e. 普通股收益（损失）代表应归属于股东的公司收益（损失）。1992 会计年度，该金额通过在净收益（损失）的基础上调整一些可赎回证券的收益和股利支付需求后计算求得。所有这些收益和股利支付需求随 1991 年 12 月公司完成公开募股而终结。

f. 该表中的所有股数以及普通股和约当普通股每股收益都已经进行了追溯调整，以反映 1996 年 4 月 8 日公司董事会宣告的 2 送 1 的股票分割和公司对 PCs Compleat 的收购。

g. 用销售收入净额除以期末营业商店的总平方英尺数（按照该期营业月份数加权）计算求得。在计算该指标时，销售收入净额中不包括 PCs Compleat 的邮购销售收入，在 1993 会计年度第 4 季度前也不包括公司以前全资拥有子公司 Compudyne Direct 公司的邮购销售收入。自 1993 会计年度第 4 季度起，公司（不包括 PCs Compleat）的邮购销售收入已经由公司零售店完成并包括在商店的销售收入净额中。参见“管理层对财务状况和经营成果的论述和分析——概述”。结束于 1996 年 6 月 29 日的会计年度的每平方英尺平均销售收入净额按照 52 个星期计算。

h. 可比商店销售收入为指示期间和前一期间相同月份营业商店的销售收入净额，包括各期间迁址或扩展的商店。结束于 1996 年 6 月 29 日的会计年度的可比商店销售收入增加百分比是通过将结束于该日的 53 个星期的销售收入与结束于 1995 年 7 月 1 日的 53 个星期的销售收入相比较计算求得。

概　述

对 CompUSA 而言，1995 会计年度是一个转折点，其特征是使公司得以运用资源提高公司业绩

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的商店增长率下降。公司认为它已经基本完成了 1995 会计年度经营计划的转型阶段，1996 会计年度公司着重于经营业务的增长。

下表列示了公司的一些经营数据：

	会计年度		
	1996	1995	1994
年末营业商店数	105	85	76
年内开业商店数	20	9	28
年内迁址商店数	1	2	1
每平方英尺平均销售收入净额[a]	1 422	1 336	1 268
可比商店销售收入增加百分比[b]	12.6%	10.3%	9.0%

a. 用销售收入净额除以期末营业商店的总平方英尺数（按照该期营业月份数加权）计算求得。1996 会计年度的每平方英尺平均销售收入净额按照 52 个星期计算。

b. 可比商店销售收入为指示期间和前一期间相同月份营业商店的销售收入净额，包括各期间迁址或扩展的商店。结束于 1996 年 6 月 29 日的会计年度的可比商店销售收入增加百分比是通过将结束于该日的 53 个星期的销售收入与结束于 1995 年 7 月 1 日的 53 个星期的销售收入相比较计算求得。

1996 会计年度的每平方英尺平均销售收入净额比 1995 会计年度有所增加，主要是由于公司现有商店更加成熟以及公司直接销售、邮购和服务业务增加。服务业务包括客户培训和技术服务。成熟商店的每平方英尺平均销售收入净额通常高于新商店。1995 会计年度的每平方英尺平均销售收入净额比 1994 会计年度有所增加，主要是由于客户需求增加，公司商店更加成熟，以及 1995 会计年度经营计划执行带来的相关变化。

在一些情况下，公司在现有市场上新开计算机超市，从而导致销售收入从现有商店转移，进而使可比商店销售收入增长率下降。CompUSA 已经在现有市场中新开了很多商店，以增加市场占有率并为客户提供更便利和优质的服务。公司打算继续其在现有市场增开新计算机超市的计划，相应导致的销售收入从现有商店转移可能对公司可比商店销售收入产生不利影响。然而，公司认为这种战略能够提高公司在当地消费者中的知名度，增强公司在这些市场中的竞争地位，并提高广告和管理的效率，因而符合公司的长期利益。

经营成果

由于公司商店数量增加，各期财务成果比较可能意义不大，历史期间的经营成果可能不能预示未来期间的经营成果。此外，公司预计其季度经营成果将随新店开业的时间，新店创造的销售收入净额，与新店选址、租赁、建设和开业相关的成本发生的时间，以及季节性因素，产品引进和产品组合变化而发生波动。参见“季度数据和季节性因素”。

下表列示了指示期间一些项目在销售收入净额中所占比例：

	会计年度结束于		
	1996	1995	1994
销售收入净额	100.0%	100.0%	100.0%
销售成本和占用成本	86.5	87.7	88.1
毛利	13.5	12.3	11.9
商店营业费用	8.6	9.0	9.4
开办费	0.1	—	0.3
一般管理费用	2.0	1.9	2.2
与兼并相关的交易成本[a]	0.1	—	—

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	会计年度结束于		
	1996	1995	1994
重组成本	—	—	0.4
营业收益（损失）	2.7	1.4	(0.4)
利息费用和其他收益，净额	0.1	0.3	0.5
所得税前收益（损失）	2.6	1.1	(0.9)
所得税费用（收益）	1.0	0.3	(0.1)
净收益（损失）	1.6%	0.8%	(0.8)%

a. 有关公司收购 PCs Compleat 的说明，参见合并财务报表附注 2。

1996 会计年度与 1995 会计年度相比较

销售收入净额从 1995 会计年度的 29.4 亿美元增加到 1996 会计年度的 38.3 亿美元，增长 30%。销售收入净额增加是出于 1995 会计年度及以后开业的新店带来额外的销售量以及可比商店销售收入增长 12.6%。可比商店销售收入为指示期间和前一期间相同月份营业商店的销售收入净额，包括各期间迁址或扩展的商店。公司认为，可比商店销售收入增长主要是由于公司商店更加成熟，一些因素导致客户需求增加（其中之一是引进 Microsoft Windows® 95 操作系统），以及公司直接销售、邮购和服务业务增加。

1996 会计年度的毛利为 5.18 亿美元，占销售收入净额的 13.5%，而 1995 会计年度的毛利为 3.62 亿美元，占销售收入的 12.3%。毛利在销售收入净额中所占比例提高主要是由于产品毛利更高，存货损耗和运费等可控成本改良，每家商店平均销售收入更高产生占用成本杠杆作用，以及服务销售收入在总收入中所占比率上升。服务收入的毛利率通常高于商品销售收入。

1996 会计年度的营业费用为 3.28 亿美元，占销售收入净额的 8.6%，而 1995 会计年度的营业费用为 2.64 亿美元，占销售收入净额的 9.0%。商店营业费用在销售收入净额中所占比例下降主要是由于商店固定成本的杠杆作用和更多卖主参与导致的净广告费用减少。这些减少额的一部分被与服务收入增加相关的人事成本提高所抵消。尽管服务收入的毛利率通常高于商品销售收入，但与服务收入相关的商店费用也高于商店销售收入。

开办费主要包括商店开业前发生的人事成本和与商店开业相关的创办费用。公司的政策是在商店正式开业的当月将全部开办费记作费用。1996 会计年度，公司发生与新开 20 家店、1 家店迁址和 2 家 Training Supercenter Plus 开业相关的开办费 550 万美元；1995 会计年度发生与新开 9 家店、2 家 Training Supercenter Plus 开业和 2 家店迁址相关的开办费 250 万美元。公司 1996 会计年度新开 20 家店的平均开办费为每家店 260 000 美元，而 1995 会计年度新开 9 家店的平均开办费为每家店 240 000 美元。

1996 会计年度的一般管理费用为 7 550 万美元，占销售收入净额的 2.0%，与 1995 会计年度的 5 490 万美元和占销售收入净额的 1.9%相比有所上升。一般管理费用在销售收入净额中所占比例上升主要是由于 1996 会计年度第 3 季度发生了与公司对 Tandy 公司的 Computer City 部进行收购考察相关的专业费用和相关成本约 200 万美元。与这种可能收购相关的讨论于 1996 年 2 月结束。除与这种可能收购相关的 200 万美元专业费用和成本外，1996 会计年度发生的与提高激励报酬相关的一般管理费用被人事成本对更高销售收入的杠杆作用抵消。

1996 会计年度的利息费用和其他收益净额为 550 万美元，1995 会计年度为 960 万美元。利息费用和其他收益净额减少主要是由于 1996 会计年度更高的投资水平带来其他收益的增加。参见“流

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

动性和资本资源”。

1996 会计年度公司的实际税率为 40%，1995 会计年度为 22%。1996 会计年度的实际税率不同于联邦法定税率，主要是由于与公司收购 PCs Compleat 相关的州所得税和不可扣减交易成本被公司获得的税收减免利息收益所部分抵消。1995 会计年度的实际税率不同于联邦法定税率，主要是由于与 1994 会计年度损失相关的以前年度未确认税收利益的确认。

出于上述原因，1996 会计年度的净收益为 5 970 万美元，每股收益为 1.31 美元，与 1995 会计年度的净收益为 2 430 万美元，每股收益为 0.60 美元形成比较。

流动性和资本资源

1995 年 9 月，公司完成公开募股，出售 4 025 000 新发行普通股，收到约 7 680 万美元净收入（减去约 350 万美元发行成本后的净额）。

1995 年 12 月，公司以每股 14.89 美元的加权平均价格（扣除交易成本）回购 236 200 普通股作为库藏股。1996 年 2 月，公司为 401(k)计划拨付现金，以达到根据 1995 年计划公司所需拨款数额，该计划将该项拨款用于从公司购买 46 470 库藏股。

1996 年 6 月 29 日，总资产为 9.09 亿美元，其中 7.7 亿美元为流动资产，包括 2.08 亿美元现金和现金等价物。1996 会计年度营业活动提供的净现金为 8 770 万美元，1995 会计年度为 1.356 亿美元。1995 会计年度营业活动提供的净现金增加，是受到应付账款对存货比率从 1994 年 6 月 25 日的 57%上升到 1995 年 6 月 24 日的 91%的积极影响。这项指标改进的部分原因在于公司存货周转率从 1994 会计年度的 6.7 次提高到 1995 会计年度的 8.1 次。

在 1996 和 1995 会计年度，公司销售收入净额中约有 3/4 是公司在销售当时收到现金、支票或第三方信用卡的销售，其余部分主要是公司为公司、政府和教育机构客户提供信用条件的销售。

1996 会计年度的资本支出为 4 740 万美元，其中 1550 万美元用于 1996 会计年度新开商店；而 1995 会计年度的资本支出为 3 010 万美元，其中 880 万美元用于 1995 会计年度新开商店。1996 会计年度，公司新开 20 家计算机超市。不考虑新店开业的影响，公司最大的短期资本需求发生在第 2 季度，用于支持该季度更高水平的销售收入。短期资本需求主要通过可用现金和现金等价物以及卖主和银行融资来满足。

公司持有与银行财团签订的金额为 7 500 万美元的无担保信贷协议，该协议将于 1999 年 6 月到期。1996 年 6 月 29 日，根据该信贷协议，公司不存在未清偿款项。在扣除信用证后，公司拥有约 7 440 万美元可使用未来借款额度。公司还通过设备出租人为一些设备的购买融资。公司可以利用多种租赁融资渠道，把设备融资视做持续的补充融资来源。

公司认为其可用现金和现金等价物、营业活动产生的资金、目前可使用的卖方和开发融资、租赁融资以及根据信贷协议可使用的资金应足以用于为其 1997 会计年度末之前的持续经营和扩展计划融资及支付所有优先次级债券的利息。未来扩展的水平将视额外资本的可得性而定。

合并财务报表附注

1. 主要会计政策摘要

企业——CompUSA 公司是一家个人电脑硬件、软件、外围设备以及相关产品和服务零售商，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

主要通过计算机超市在美国从事经营活动。1996 年 6 月 29 日、1995 年 6 月 24 日和 1994 年 6 月 25 日，公司分别经营 105、85 和 76 家计算机超市。除提供零售销售外，公司的商店还从事其他业务，包括对公司、政府、教育机构和邮购客户直接销售、培训和技术服务。此外，公司还通过其商店和全资拥有子公司 PCs Compleat 公司从事邮购业务。

会计年度——公司的会计年度包括 52/53 个星期，各年结束于 6 月的最后一个星期六。结束于 1996 年 6 月 29 日的会计年度包含 53 个星期，结束于 1995 年 6 月 24 日和 1994 年 6 月 25 日的会计年度包含 52 个星期。

合并——财务报表包括公司及其全资拥有子公司的报表。所有重要的公司间交易已经被消除。

估计的使用——依照公认会计准则编制合并财务报表要求管理层作出一些估计和假设。这些估计和假设影响合并财务报表日资产、负债、收入和费用的报告金额以及或有损益的揭示。实际结果可能与这些估计有所差异。

现金和现金等价物——商店库存现金、银行存款和将在 3 个月或更短时间内到期的短期投资被视做现金和现金等价物。现金和现金等价物按接近公平价值的成本计列。

应收账款——应收账款表示公司因销售产品和提供服务应向客户收取的款项。这种应收款项通常是无担保的，而且通常应向位于美国各地的公司、政府和教育机构用户收取，因此信用风险并不集中。公司认为它已经对可能不能收回的账款建立了充足的准备。在结束于 1996 年 6 月 29 日、1995 年 6 月 24 日和 1994 年 6 月 25 日的各会计年度，公司的坏账费用分别为 878 000 美元、766 000 美元和 762 000 美元。

商品存货——商品存货按成本（加权平均确定）与市价孰低计价。

财产和设备——财产和设备按成本计列。折旧在各项资产的预计使用期限内按直线法计提。预计使用期限如下所示：

家具和装置	5—10 年
设备	3—5 年
租赁资产改良	租赁期限
资本租赁设备	租赁期限

广告费用——广告费用在发生当月记作费用，属于卖方付款的减项。在结束于 1996 年 6 月 29 日、1995 年 6 月 24 日和 1994 年 6 月 25 日的各会计年度，广告费用净额不是商店营业费用的重要组成部分。

开办费——开办费递延到商店正式开业日并在商店正式开业的当月记作费用。开办费主要包括商店开业前发生的人事成本和广告费用以及与商店开业相关的创办费用。

所得税——所得税按照财务会计准则公告（SFAS）第 109 号“所得税会计”计列，而递延所得税资产和负债产生于临时性差异。临时性差异是应税资产和负债与合并报表中报告的资产和负债之间的差异，这些差异将导致未来年度发生应税或可扣除金额。

每股收益（损失）——普通股和约当普通股每股收益（损失）使用各期流通在外普通股和约当普通股的加权平均数计算。如果计算每股稀释收益，则使用库藏股票法计算股票期权的影响。

1996 年 3 月 27 日，公司董事会宣告以股票股利的形式对 1996 年 4 月 8 日在册股东实行 2 送 1 的股票分割，股利支付日为 1996 年 4 月 22 日。股票期权和所有其他应以公司普通股支付的协议都

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

被修改，以反映股票分割。相当于已发行股票面值的金额已经由股票溢价转入普通股账户。

所有与股数相关的数据（除额定股数外）和合并会计报表及所附附注中的普通股和约当普通股每股收益金额都已经被追溯调整，以反映股票分割和公司对 PCs Compleat 的收购（附注 2）。

重新分类——一些以前年度余额已经被重新分类，以便与本年披露基础相一致。

6. 租赁

公司采用融资和经营租赁方式租赁设备，租约将于 2000 年前的不同日期到期。公司在根据不可撤销经营租赁协议租入的设施中经营，租约将于 2016 年前的不同日期到期，而且其中绝大多数包括续租选择权，要求公司支付一定比例的共同领域维护费。1996 年 6 月 29 日，初始或剩余不可撤销租赁期限超过 1 年的所有租约的未来最低租金支付款如下所示：

会计年度（以千美元计）	资本租赁	经营租赁
1997	4 991	45 480
1998	3 194	47 148
1999	1 488	47 540
2000	657	46 331
2001	146	43 355
其后	—	314 985
最低租金支付款合计	10 476	544 839
减利息	1 028	
最低租金支付款的现值	9 448	
减本年到期部分	4 382	
将于 1 年后支付的资本租赁债务	5 066	

7. 信贷协议

1996 年 6 月 29 日，公司持有一份与银行财团签订的无担保信贷协议，可以为公司提供最高不超过 75 000 000 美元的借款和信用证。该信贷协议取代了 1995 年 6 月到期的价值 50 000 000 美元的担保贷款额度。根据该信贷协议，借款有一个基数限制，等于（a）所界定的合格账户的 80%，加上（b）相当于合格存货 40%的金额，合格存货被界定为存货减去因购买合格存货发生的未支付商业应付账款（假设以上(b)中计算出的金额不能超过 20 000 000 美元），减（c）信用证（合计不能超过 35 000 000 美元）。1996 年 6 月 29 日和 1995 年 6 月 24 日，根据该信贷协议，公司不存在未清偿款项，公司分别拥有 74 400 000 美元和 60 000 000 美元可使用未来借款额度（在扣除信用证后）。

通过该信贷协议取得的借款由公司选择按照优惠利率（1996 年 6 月 29 日为年利率 8.25%）或基于伦敦同业拆放利率的利率（1996 年 6 月 29 日为 5.5%—6.125%）加特定的毛利率计息。公司还支付一定的承诺费和代理费。尽管该信贷协议将于 1999 年 6 月到期，但公司每年都有经银行批准将信贷协议展期一年的选择权。在按银行优惠利率计息前，根据信贷额度取得的借款必须是适当的。

该信贷协议要求保持一定的财务比率。如果公司不能保持一定的最低财务比率，银行可能要求未清偿的信贷协议借款由公司应收账款和一定的存货作担保。该信贷协议还对兼并和合并予以一定的限制，并禁止支付股利。该信贷协议下的债务由公司当前所有子公司在全部、无条件和附连带责任的基础上给予担保。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

8. 优先次级债券

1993 年 6 月，公司发行面值为 110 000 000 美元、利率为 9.5%、将于 2000 年 6 月 15 日到期的优先次级债券，利息于每年 6 月 15 日和 12 月 15 日半年支付一次。根据定义，优先次级债券的求偿权位于公司所有现有和未来优先债务之后。1996 年 6 月 29 日和 1995 年 6 月 24 日的优先债务分别共计约 387 000 000 美元和 293 000 000 美元，主要包括资本租赁债务、信贷协议下发生的债务和商业应付款项。

优先次级债券可以由公司选择按照面值的 102.714%（在 1998 年 6 月 15 日或之后）或面值的 100%（在 1999 年 6 月 15 日及其后）全部或部分赎回。根据规定，优先次级债券给予持有者在公司控制权发生变化时，要求公司按照面值的 101%加上应计利息回购全部或部分债券的权利。

与优先次级债券相关的契约限制公司及其子公司发生其他债务或发行优先股，支付股利和进行其他分配，出售或发行子公司股票的能力；限制作为担保人的子公司支付股利或进行其他限制性支付，从事关联交易，处理某些资产，合并或兼并，把财产和资产作为一个整体出售或转移给另一个实体，形成求偿权位于优先次级债券之前和公司所有其他债务之后的债务，以及创造其他留置权的能力。

优先次级债券由公司直接或间接全资拥有子公司在全部、无条件和附连带责任的基础上给予担保。这些子公司的合并摘要信息如下所示：

	在以下日期和结束于以下日期的会计年度	
（以千美元计）	1996 年 6 月 29 日	1995 年 6 月 24 日
公司间应收账款	—	92 293
其他流动资产	39 442	40 001
非流动资产	3 955	1 880
公司间应付账款	362	6 123
其他流动负债	22 775	15 009
长期负债	704	61
公司间收入	60 933	28 434
其他收入	221 536	123 304
成本和费用	218 742	122 004
净收益	42 302	15 611

在编制公司合并会计报表过程中，所有公司间账户已经被抵消。

根据市场报价，1996 年 6 月 29 日和 1995 年 6 月 24 日优先次级债券的公平价值分别约为 111 650 000 美元和 105 875 000 美元。

13. 补充现金流量信息

利息和所得税的现金支付款如下所示：

	会计年度结束于		
（以千美元计）	1996 年 6 月 29 日	1995 年 6 月 24 日	1994 年 6 月 25 日
利息	11 611	12 274	11 768
所得税	35 253	11 065	1 156

不影响现金的融资和投资活动如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（以千美元计）	会计年度结束于 1996 年 6 月 29 日	 1995 年 6 月 24 日	 1994 年 6 月 25 日
资本租赁下财产和设备增置	4 491	2 257	11 185

14. 补充季度财务数据（未经审计）

（除每股数据外，以千美元计）	第 1 季度	第 2 季度	第 3 季度	第 4 季度
会计年度结束于 1996 年 6 月 29 日：				
销售收入净额	781 978	983 228	1 065 731	998 849
销售成本和占用成本	684 090	852 177	916 837	858 578
营业收益	12 951	31 865	38 603	21 934
净收益	6 207	18 748	22 933	11 777
普通股和约当普通股每股收益	0.15	0.40	0.50	0.25
普通股和约当普通股加权平均数	42 535	46 509	46 287	47 109
会计年度结束于 1995 年 6 月 24 日：				
销售收入净额	614 097	791 863	805 580	724 361
销售成本和占用成本	540 498	696 616	702 865	633 966
营业收益（损失）	(1 204)	14 755	19 177	8 180
净收益（损失）	(2 943)	9 945	12 642	4 695
普通股和约当普通股每股收益(损失)	(0.07)	0.24	0.31	0.11
普通股和约当普通股加权平均数	39 679	40 757	41 270	41 762

独立审计师报告

CompUSA 公司董事会

我们审计了所附 CompUSA 公司（一家特拉华州公司）1996 年 6 月 29 日和 1995 年 6 月 24 日的合并资产负债表，以及截至 1996 年 6 月 29 日前 3 年各年的相关合并损益表、合并股东权益表和合并现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 CompUSA 公司 1996 年 6 月 29 日和 1995 年 6 月 24 日的合并财务状况，以及截至 1996 年 6 月 29 日前 3 年各年的合并经营成果和现金流量状况。

ERNST & YOUNG LLP
得克萨斯州达拉斯市
1996 年 8 月 14 日

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

计算机行业（1992 年）

现在是 1992 年中期。一批以“计算机系统”命名的企业在 20 世纪 70 和 80 年代迅猛增长，但现在处于混乱的状态。大多数公司收益下降，一些公司——包括行业巨头 IBM 和 Digital Equipment Corporation——发生了巨额亏损。从总体上看，该行业的盈利能力（通过权益收益率衡量）从 1988 年的 23%持续下降到 1991 年的 11%，过去两年的销售收入则比较平稳。然而，面对这种混乱的局面，一些拥有很好定位的生产线的公司正设法取得快速增长。例如，智能终端扩展市场的主要参与者 Sun Microsystems 在 1986—1991 年间的年均增长率达到 30%。

标准普尔公司对这种状况的描述如下：

> 计算机制造商已经习惯于为信息技术行业当前的不景气找出一些理由，这些理由包括：
>
> 1. 开放系统计算机网络的扩展是以标准行业要素为基础的，这些要素不能控制专利设计的内在毛利率。与大型计算机销售相关的毛利率可以高达 70%，而与个人电脑和智能终端销售相关的毛利率可能低于 30%。
>
> 2. 价格的持续下降和数据处理设备能力的提高使制造商的毛利进一步减少。每秒钟执行百万条指令的高绩效智能终端的价格不到 1 000 美元，而每秒钟执行百万条指令的大型计算机的价格通常超过 100 000 美元。对一些任务而言（但不是全部），可以使用低成本智能终端取代大型计算机。
>
> 3. 对计算机系统的需求下降……是由于市场中的一些领域饱和，对持续计算机化的结果不满意，以及（一些国家）利率过高。[1]

为应付行业中的变化，一些公司放弃了产品独特性、削减了价格并着重于成本降低，一些公司进行了大规模的重组，一些公司（包括苹果和 IBM）形成了新的联盟。

以下对 4 家计算机系统制造商的简要描述有助于总结该行业中的各种经验。

ATARI CORPORATION

Atari 生产个人电脑和电视游戏系统。公司的主要产品包括以摩托罗拉 68000 和 68030 系列微处理器为基础，同时使用 Atari 自身具有最新图形界面的 TOS 操作系统的 Atari ST 系列个人电脑；包括 1 镑 Atari Portfolio 和由 80386 微处理器驱动的 PC 兼容、以 MS-DOS 为基础的个人电脑；零售价不超过 100 美元的 Atari 8-bit 微型计算机；以及电视游戏系统。ST 电脑可以使用 8 000 多种软件和各种外围设备。各种产品销售收入净额所占比重如下所示：

该案例由 Victor L. Bernard 教授根据公开可得信息编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。

1 Standard and Poor's Industry Report Service (July 3, 1992), Vol. 3, No. 2, Sec. 2.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	1991	1990	1989
Atari ST 个人电脑	0.53	0.59	0.59
Atari PC 兼容掌上个人电脑	0.10	0.18	0.17
Atari 微型计算机	0.03	0.02	0.06
Atari 电视游戏系统	0.34	0.21	0.18

Atari 的 80%以上销售收入来自欧洲，持有欧洲个人电脑市场 5%的份额，排名位于 IBM、Commodore、Olivetti 和 Amstrad 之后，稍高于苹果和康柏。1991 年第 2 季度前，公司的主要产品在台湾生产，后来该项生产设施被出售了。从那时起，产品便由各独立的转包商安装，但在开始阶段遇到了一些问题。Atari 打算购买另一个场所从事生产经营，并恢复内部生产。

1991 年，Atari 的销售收入净额下降 37%。Atari 的首席执行官萨姆·特拉梅尔（Sam Tramiel）（持有 46%股份的所有者杰克的儿子）在写给股东的信中直截了当地说："我对公司 1991 年的经营成果很不满意，希望这封信能够准确传达我的不满意。"1991 年的净收益达到自 1987 年来的最高水平，但其中包括了出售台湾生产设施的税前收益 4 090 万美元。Atari ST 个人电脑销售收入自 1990 年起持续下滑，因为软件生产商对 Atari 泄露 ST 电脑的包装计划感到不满，将其努力转向苹果和 DOC 系统。

特拉梅尔指出了 Atari 战略的几项改进措施，所有这些措施将于 1991 会计年度末之前执行。这些变革包括：（1）成本降低和对存货水平的仔细监控；（2）改变广告的重点，定位于特定观众并减少成本；（3）重新界定研究和开发，转向重视大批量生产。Atari 还打算在 1992 年末将两种新产品投放市场，一种是 Falcon 030——一种更大功率的 ST 电脑，另一种是 Jaguar——第二代电视游戏控制台。

Atari 的近期财务业绩摘要如附录 1 所示。1992 年第 1 季度，公司发生了相当于期初权益 11%的损失。无法得到分析师对未来业绩的预测。

CRAY RESEARCH

Cray 是一家领先的超型计算机制造商，超型计算机主要用于天气预测、飞机和汽车设计、科学考察以及地震分析。1991 年末，共有 324 个 Cray 超型计算机系统处于使用中，其中包括 1991 年安装的 68 个。Cray 1991 年销售收入的大约一半来自美国，其余主要来自西欧和太平洋地区。Cray 持有 50%以上市场份额，无疑是世界领先的超型计算机制造商。然而，它不仅面临着来自其他超型计算机制造商的竞争，也面临来自"微型计算机"功率日益提高的竞争。

Cray 超型计算机通常依靠一个单一的微型处理器。然而，从高速处理向大量并行处理（MPP）的转变使很多微型处理器的同时使用成为可能。Cray 最近与 Digital Equipment Corporation（DEC）建立了合作关系，共同生产将于 1993 年出售的并行处理机。Cray 还宣布，从 1992 年起，公司的 EL 系统将不仅通过现有渠道销售，还将通过 DEC 的销售网络销售。EL 系统是"低档"超型计算机，售价约为 350 000 美元；一些 EL 系统购买者最终还需要向更高系统升级。Cray 的高档 C90 系统的售价为 3 000 万美元。

Cray 还与 Sun Microsystems 结成联盟，从而有助于促进 Cray 计算机与 Sun 智能终端的完美结合，也使 Sun 的 SPARC 芯片得以应用于 Cray 的新硬件。与此同时，Cray 于 1991 年引进 5 个新超

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

型计算机系统。在写给股东的信中，首席执行官和首席经营官将市场的反应称为“热烈”，并报告1991年新增用户58个，比以前任何一年都多。

'1991年间，Cray的收入增长7个百分点，但利润增长幅度不大。尽管这种业绩在正常情况下可能被视做不令人满意，但Cray在写给股东的信中这样说，“这种业绩产生在被很多观察家称为计算机行业历史上最糟糕的一年中”。基于Cray的业绩与行业总体业绩的比较，管理层指出：“这样的业绩意味着我们将不必在1992年把注意力转向“重构”或“重组”努力，而计算机行业中的其他企业几乎都不得不这样做。”

1992年第1季度，Cray安装了11个新系统和2个旧系统，创造收入1.65亿美元，比1991年第1季度提高15%。尽管如此，净收益下降到390万美元，下降26%，反映出高档系统的销量较低。1992年中期，Cray将开始以每月发运一个系统的速度发运其最高档的C90系统。分析师预计，希望在年末前尽最大努力安装系统的Cray将于下半年实现收益的回升。分析师预测1992和1993年销售收入将分别增加10个和11个百分点，各年权益收益率将分别为13%和14%。

Cray近年的财务报表摘要如附录2所示。

TANDEM COMPUTERS

Tandem在容错大型计算机和中档计算机市场从事经营，其产品（称为NonStop系统）应用于银行业、制造业、电信业、销售业、经纪和证券业以及其他行业的在线交易处理（OLTP）。NonStop系统的特征是多重独立的处理器同时工作，旨在于某一处理器出现故障时持续经营（这被称做“持续可用性”）。自1990年起，Tandem生产一种新的容错高绩效UNIX系统，该系统以高速精简指令集处理（RISC）技术为基础。Tandem还通过其子公司Ungermann-Bass生产当地通用网络。Tandem的几乎一半销售收入来自美国，其余主要来自欧洲，一些来自环太平洋和其他地区。

Tandem开辟了容错系统市场，是公认的世界领先容错系统生产商，拥有70%的市场份额。然而，它面临来自近年来进入该市场的Digital Equipment、惠普、富士通和日立的竞争，也面临来自一家更小的制造商Stratus的竞争。此外，一些标准的中档系统（由IBM和其他厂商生产）现在具有了容错能力，因此容错系统市场和主流系统市场的界限正在变得模糊。

1991年，Tandem的收入只有小幅上升，而收益下降。在Tandem 1991年度报告中，总裁兼首席执行官詹姆斯·特雷贝格（James Treybig）指出“我们对财务结果不满意”，并将公司的困难归因于“长期严重的普遍萧条”。他指出公司将通过削减职工人数、消除冗员、提高销售收入和营销努力的杠杆作用及重组公司来“改变经营的基本成本结构”。特雷贝格指出，Tandem将利用OLTP市场中的机会，而OLTP市场将通过“扩大在价格/业绩、开放网络和持续可用性方面的领先地位”持续取得增长。然而，由于一些基于RISC的新系统的生产周期刚刚开始，因而Tandem销售收入的大幅增长可能要等到几个季度以后。

1992年第1季度，Tandem记录了8 000万美元税后重组费用，而销售收入只有小幅增加。由于发生了上述变化，分析师预计1992年的股东权益收益率（ROE）将只有4.3%，但1993年将提高到8.1%。预计未来两年的销售收入增长率将为4%—5%。

Tandem的近期财务报表数据摘要如附录3所示。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

STRATUS COMPUTER

像 Tandem 一样，Stratus 也生产应用于 OLTP 的容错计算机系统，而且正在引进新一代基于 RISC 的容错计算机。Stratus 系统包括通过高速通信线路连接的 32 个处理模块，应用于证券业、银行业、销售业、工厂管理、旅店预订系统和电信业。Stratus 是世界上惟一一家完全着重于 OLTP 的持续可用性的公司，其 1991 年年度报告声称，在当年的 150 个最大投标中，“没有一种情况下竞争者能够显示出比 Stratus 系统更高的可用性”。

直到 20 世纪 80 年代中后期，Stratus 还是容错市场中一个不重要的参与者，但目前它已拥有 21% 的市场份额，仅位于 Tandem 之后。Tandem 的一半以上销售收入来自美国国内，其他收入主要来自欧洲。对 IBM 的销售收入（在 OEM 基础上销售 Stratus 设备）占 1991 年 Stratus 销售收入的 23%，比 1990 年的 26%和 1989 年的 35%有所下降。Stratus 正试图使其客户范围多样化，预计对 NEC（占 1991 年销售收入的 1.5%）和其他公司的销售收入将有所增加。

1991 年，Stratus 的收入增长 11%，但收益增长 34%。在其向股东提供的乐观年度报告中，Stratus 强调公司考察了其系统在线应用软件可用性的记录，并指出“主要在线应用软件的增长速度正在超过大多数卖主提供客户实际需要的可用性水平的能力，从而为 Stratus 提供了利用更多企业正越来越依赖其在线计算机系统的机会”。

1992 年第 1 季度，销售收入增长率下降到只有 9%，在很大程度上是由于对 IBM 的销售收入减少。然而，收益提高 40%。分析师预测公司 1992 和 1993 年的 ROE 将为 17%，1992 和 1993 年销售收入增长率将分别为 13%和 17%。

Stratus 的近期财务报表数据摘要如附录 4 所示。

思考题

1. 整个计算机行业的盈利能力（通过权益收益率衡量）从 1988 年的 23%持续下降到 1991 年的 11%，过去两年的销售收入则比较平稳。1992 年初，计算机行业的典型市盈率位于 9—12 之间，而典型的市价对账面价值比率位于 1.0—1.4 之间。

考虑可能决定案例中 4 家公司市盈率和市价对账面价值比率的因素。如果只根据案例中的信息，你能预计出 4 家公司的市盈率和市价对账面价值比率可能高于典型比率、低于典型比率，还是位于典型比率的范围内吗？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Atari Corporation——结构百分比财务报表和经挑选的比率

	1991	1990	1989	1988	1987
现金	0.275	0.135	0.166	0.272	0.200
应收账款	0.318	0.352	0.324	0.297	0.196
存货	0.321	0.419	0.393	0.348	0.380
其他流动资产	0.030	0.026	0.046	0.041	0.007
流动资产合计	0.944	0.933	0.928	0.958	0.783
财产、厂房和设备	0.038	0.050	0.042	0.025	0.128
其他长期资产	0.018	0.017	0.030	0.017	0.089
资产合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
应付票据	0.001	0.000	0.000	0.000	0.003
其他流动负债	0.312	0.449	0.506	0.532	0.416
流动负债合计	0.313	0.449	0.506	0.532	0.419
长期债务	0.191	0.180	0.234	0.222	0.258
其他负债	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
负债合计	0.505	0.629	0.740	0.754	0.677
股东权益	0.495	0.371	0.260	0.246	0.323
股东权益合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
资产总额（以百万美元计）	253	273	331	338	518
销售收入	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
销售成本	0.725	0.766	0.725	0.616	0.608
销售和一般管理费用	0.338	0.284	0.261	0.248	0.250
折旧前营业收益	-0.063	-0.050	0.015	0.136	0.142
折旧	0.010	0.012	0.006	0.005	0.009
利息费用	0.017	0.016	0.015	0.011	0.011
非营业收益/损失	0.024	0.030	0.012	0.008	0.029
特殊收益/损失	0.156	0.000	0.000	0.000	0.000
所得税前收益	0.091	-0.047	0.006	0.129	0.152
所得税备抵	0.000	0.004	-0.004	0.042	0.062
非常项目前收益	0.092	-0.051	0.009	0.087	0.090
净收益	0.099	0.036	0.009	-0.188	0.116
销售收入（以百万美元计）	258	411	424	452	493
EBI/销售收入	0.098	-0.044	0.015	0.091	0.094
收益/EBI	0.933	1.144	0.615	0.954	0.955
资产周转率=销售收入/平均资产	0.981	1.364	1.266	1.056	
杠杆=资产/权益（平均）	2.320	3.222	3.953	3.415	
ROE=以上的结果	0.209	-0.223	0.047	0.314	

EBI=息前税后收益。假设利息的纳税影响为 40%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

Cray Research——结构百分比财务报表和经挑选的比率

	1991	1990	1989	1988	1987
现金	0.034	0.071	0.072	0.182	0.194
应收账款	0.226	0.124	0.188	0.118	0.107
存货	0.227	0.191	0.212	0.238	0.214
其他流动资产	0.030	0.024	0.007	0.005	0.006
流动资产合计	0.517	0.409	0.479	0.543	0.520
财产、厂房和设备	0.333	0.367	0.325	0.291	0.242
其他长期资产	0.150	0.224	0.196	0.166	0.238
资产合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
应付票据	0.006	0.039	0.053	0.009	0.010
其他流动负债	0.186	0.177	0.175	0.192	0.176
流动负债合计	0.192	0.216	0.227	0.201	0.186
长期债务	0.100	0.112	0.151	0.111	0.120
其他负债	0.006	0.006	0.000	0.005	0.017
负债合计	0.297	0.334	0.378	0.317	0.323
股东权益	0.703	0.666	0.622	0.683	0.677
股东权益合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
资产总额（以百万美元计）	1 079	944	956	991	902
销售收入	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
销售成本	0.333	0.306	0.289	0.272	0.252
销售和一般管理费用	0.348	0.356	0.370	0.330	0.321
折旧前营业收益	0.320	0.338	0.341	0.398	0.426
折旧	0.131	0.137	0.130	0.110	0.105
利息费用	0.009	0.010	0.011	0.010	0.013
非营业收益/损失	0.009	0.022	0.023	0.031	0.029
特殊收益/损失	0.005	−0.004	−0.061	0.000	0.000
所得税前收益	0.193	0.209	0.162	0.309	0.338
所得税备抵	0.062	0.068	0.049	0.102	0.124
非常项目前收益	0.131	0.140	0.113	0.207	0.214
净收益	0.131	0.140	0.113	0.207	0.214
销售收入（以百万美元计）	862	804	785	756	687
EBI/销售收入	0.135	0.144	0.118	0.211	0.219
收益/EBI	0.973	0.972	0.964	0.980	0.976
资产周转率=销售收入/平均资产	0.852	0.847	0.806	0.799	
杠杆=资产/权益（平均）	1.458	1.553	1.532	1.471	
ROE=以上的结果	0.163	0.185	0.140	0.243	

EBI=息前税后收益。假设利息的纳税影响为 40%。



www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

Tandem Computers——结构百分比财务报表和经挑选的比率

	1991	1990	1989	1988	1987
现金	0.059	0.049	0.122	0.095	0.328
应收账款	0.258	0.264	0.259	0.270	0.263
存货	0.080	0.100	0.089	0.098	0.095
其他流动资产	0.054	0.047	0.063	0.026	0.024
流动资产合计	0.452	0.460	0.533	0.488	0.711
财产、厂房和设备	0.331	0.341	0.276	0.317	0.261
其他长期资产	0.218	0.199	0.190	0.194	0.028
资产合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
应付票据	0.022	0.016	0.024	0.007	0.002
其他流动负债	0.243	0.248	0.249	0.270	0.197
流动负债合计	0.265	0.263	0.273	0.277	0.198
长期债务	0.048	0.051	0.066	0.044	0.009
其他负债	0.041	0.045	0.050	0.029	0.047
负债合计	0.354	0.359	0.389	0.350	0.255
股东权益	0.646	0.641	0.611	0.650	0.745
股东权益合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
资产总额（以百万美元计）	1 932	1 877	1 619	1 318	967
销售收入	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
销售成本	0.328	0.294	0.306	0.309	0.298
销售和一般管理费用	0.575	0.541	0.516	0.517	0.489
折旧前营业收益	0.097	0.165	0.178	0.174	0.213
折旧	0.066	0.064	0.065	0.062	0.048
利息费用	0.011	0.010	0.007	0.007	0.002
非营业收益/损失	0.010	0.010	0.008	0.013	0.015
特殊收益/损失	0.000	0.000	0.000	−0.007	0.000
所得税前收益	0.030	0.100	0.114	0.111	0.179
所得税备抵	0.011	0.035	0.042	0.039	0.077
非常项目前收益	0.018	0.065	0.072	0.072	0.102
净收益	0.018	0.065	0.072	0.072	0.102
销售收入（以百万美元计）	1 922	1 866	1 633	1 315	1 035
EBI/销售收入	0.023	0.069	0.075	0.075	0.102
收益/EBI	0.812	0.940	0.964	0.961	0.993
资产周转率=销售收入/平均资产	1.009	1.067	1.112	1.150	
杠杆=资产/权益（平均）	1.554	1.595	1.591	1.449	
ROE=以上的结果	0.029	0.111	0.128	0.120	

EBI=息前税后收益。假设利息的纳税影响为 40%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 4

Stratus Computer——结构百分比财务报表和经挑选的比率

	1991	1990	1989	1988	1987
现金	0.256	0.133	0.117	0.142	0.223
应收账款	0.348	0.379	0.417	0.375	0.356
存货	0.169	0.217	0.166	0.228	0.190
其他流动资产	0.023	0.026	0.019	0.016	0.016
流动资产合计	0.769	0.755	0.719	0.760	0.786
财产、厂房和设备	0.171	0.199	0.245	0.209	0.196
其他长期资产	0.033	0.046	0.036	0.030	0.018
资产合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
应付票据	0.010	0.014	0.015	0.014	0.013
其他流动负债	0.157	0.210	0.207	0.240	0.240
流动负债合计	0.167	0.224	0.222	0.253	0.254
长期债务	0.007	0.044	0.107	0.051	0.042
其他负债	0.010	0.014	0.000	0.000	0.000
负债合计	0.184	0.283	0.329	0.304	0.296
股东权益	0.816	0.717	0.671	0.696	0.704
股东权益合计	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
资产总额（以百万美元计）	385	321	274	200	145
销售收入	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
销售成本	0.340	0.361	0.342	0.354	0.319
销售和一般管理费用	0.457	0.463	0.451	0.436	0.470
折旧前营业收益	0.203	0.176	0.207	0.210	0.211
折旧	0.064	0.049	0.049	0.040	0.044
利息费用	0.004	0.007	0.005	0.000	0.000
非营业收益/损失	0.010	0.008	0.009	0.003	0.005
特殊收益/损失	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000
所得税前收益	0.146	0.127	0.162	0.173	0.172
所得税备抵	0.035	0.036	0.058	0.062	0.066
非常项目前收益	0.111	0.092	0.104	0.111	0.105
净收益	0.111	0.092	0.104	0.111	0.105
销售收入（以百万美元计）	449	404	341	265	184
EBI/销售收入	0.112	0.094	0.106	0.111	0.105
收益/EBI	0.985	0.970	0.982	1.000	1.000
资产周转率=销售收入/平均资产	1.271	1.357	1.441	1.537	
杠杆=资产/权益（平均）	1.297	1.437	1.467	1.430	
ROE=以上的结果	0.183	0.179	0.219	0.243	

EBI=息前税后收益。假设利息的纳税影响为 40%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

化学制品行业的债券评级

理查德·曼德雷尔（Richard Mandrell）是一名刚被雇用的信贷分析师，他受聘于一家小型但快速成长、正在私募市场中发挥越来越积极作用的保险公司。在审查可能的投资机会时，该公司考察公开市场中类似债券的评级。这种评级在决定发行债券的收益率和可销售性方面发挥着重要作用。1991 年初，AAA 级公司债券的平均收益率约为 9.4%，而 BBB 级公司债券的平均收益率为 10.2%。当然，一些垃圾债券的收益率更高。

潜在投资机会的分析不可避免要涉及对企业一定程度的主观判断。然而，曼德雷尔意识到，在一些人看来，恰当确定某一债券的评级有时在很大程度上依靠一些主要财务比率。事实上，私募市场中曼德雷尔的一些竞争者使用定量债务评价模型作为信贷分析的重要基础。这种方法表明人们可以根据大量财务比率对不同的债券评级作出解释。这种观察激起了曼德雷尔极大的兴趣，他决定考察几种最近发行的公开债券，看一看他能否只根据对发行者财务报表的粗略考察“预测”这些债券的债务评级。

曼德雷尔选择作为分析对象的公司都处于化学制品行业，它们是：Fargo Chemical 公司、Texas Gulf 公司、MST 公司、Boland 公司和 Quotron Chemical 公司。尽管都属于化学制品行业，但这 5 家公司的资本结构和盈利能力有很大差别。

5 家公司业绩的广泛差别反映了化学制品行业内部的差异。投入品和产出品的价格都是易变的，而且常常不朝一个方向变动。因此，盈利能力关键取决于哪些价格对某一特定公司最重要。一些公司着重于基本化学制品——本质上是不同厂商生产的类似商品，对投入品市场和产出品市场的价格都没有控制权。其他公司着重于专业化学制品，往往拥有具有高度独特性的产品，专业知识和流程，以及密切的客户关系。在一些情况下，它们是某一特定化学制品的惟一供应商。这些公司一般不受投入品价格变动的影响，因为它们有能力将这种影响转移给客户。很多化学制品公司多样化基本和专业化学制品经营，有时在这个过程中实现一些生产协同。

化学制品行业的利润在 1988 和 1989 年达到前所未有的高水平，主要是由于价格朝有利的趋势变动。销售收入增长 10%，而净利率达到健康的 8%，股东权益收益率提高到 17%。然而，1990 年该行业没有这么幸运。很多投入品（包括石油产品）市场的价格在海湾战争期间上升。同时，世界范围的经济衰退导致对化学制品公司产出品的需求（包括来自建筑和运输等主要部门的需求）下降。化学制品行业的销售收入增长率大幅减慢，净利率下降到 7%以下。一些专业化学制品生产商保持很高的利润，但基本化学制品生产商在苦苦挣扎。由于 1991 年世界仍处于经济衰退，而且该行业面对着开始于 20 世纪 80 年代末高盈利时期的工厂扩张产生的一些额外生产能力，很多化学制品公司的近期盈利前景很一般。

该案例由 Victor L. Bernard 教授在 Mike Finn, Elise Kartchmar 和 Hans Littooy 的帮助下编写。案例中的公司情况是真实的，但公司名称是虚拟的。该案例用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

FARGO CHEMICAL 公司

Fargo Chemical 是一家领先的中间化学制品和专业产品国际生产商和经销商。该公司生产 3 种主要化学制品：用于家具、汽车和建筑业的聚氨酯泡沫和溶剂中的环氧丙烷和衍生品；用做辛烷强化剂的叔丁醇和衍生品；以及用在塑料和橡胶组分中的苯乙烯。

Fargo 是一家大石油公司在 1987 年进行以产易股时产生的，目前 Fargo 的大部分股份仍由该公司控制。1987 和 1988 年收益稳步增长，但 1989 和 1990 年下降，反映出化学制品行业普遍面临的困境和激烈的价格竞争。

Fargo 的长期债务包括 6 种公募和私募债券，曼德雷尔试图“预测”其评级的是 1990 年发行、将于 2005 年到期、价值 1 亿美元的公司债券。像 Fargo 发行的几乎所有其他长期债券一样，该公司债券是无担保、次级和“出于一般公司目的”发行的债券，不能提前赎回。

Fargo 的财务报表在附录 1 中列示。

TEXAS GULF 公司

Texas Gulf 是曼德雷尔考察的 5 家化学制品公司中最小的一个。该公司有一些高度一体化的商品和专业化学制品生产线，是领先的氯、苛性钠、氯酸钠、氯乙烯单体以及其他氯化物和酒精产品生产商。这些产品的最终用途多种多样：住房和建筑市场、溶剂、塑料制品和光纤、消费品、纸浆和纸及其他用途。

1988 和 1989 年，Texas Gulf 的毛利率非常高，不仅反映出产出品对投入品价格的有利关系，而且反映出 Texas Gulf 高度一体化生产过程的效率。Texas Gulf 认为自己是商品和专业化学制品的低成本生产商，并声称其生产率是该行业中最高的。然而，Texas Gulf 还是没能做到免受 1990 年市场低迷时期的影响，营业利润下降了近 25%。

为避免成为潜在的收购对象，Texas Gulf 于 1990 年 4 月进行资本结构调整，并于此后采纳毒丸协议（poison pill agreement）。资本结构调整涉及向般东分配每股 30 美元股利，通过发行 1.91 亿美元次级债券（发行给股东），取得 5.07 亿美元定期贷款，以及签订一份金额稍小（4 400 万美元）的周转信贷协议共同筹得。定期贷款和周转信贷协议是与一组金融机构商定筹得。定期贷款将于 1998 年前按季分期支付。

曼德雷尔考察的债务是发行的次级债券。该债券自 1995 年起可按面值赎回，将于 2000 年到期。当银行债务仍未清偿时，禁止提前偿还次级债券。这些债券是无担保的，但要求保持一定水平的财务比率。

Texas Gulf 的财务报表在附录 2 中列示。

MST 公司

MST 是这里考察的 5 家公司中最大的一家，也是美国最大的化学制品生产商之一。公司业务部包括农业、个人保健品、食品、建筑材料、塑料制品、树脂产品、橡胶和操作助剂及药品部。公司

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在几个业务部中持有主要品牌产品。

与化学制品行业中的其他公司相比，MST 的经营更加多样化，因而更可能免受当前行业状况的影响。但是，1990 年公司毛利率下降，利润也随之减少。

在 MST 发行的许多债券中，有一种价值 1 亿美元、出于公司一般目的发行的可提前赎回偿债基金公司债券。这种公司债券与几乎所有 MST 其他债券处于同等地位，属无担保和非次级债券。

MST 的财务报表在附录 3 中列示。

BOLAND 公司

Boland 是一家从事多样化经营的化学制品、金属和材料及军用相关产品生产商。在其化学制品业务部中，Boland 生产工业化学制品（包括苛性钠、聚氨酯橡胶和氯）、性能化学制品、自来水消毒化学制品和成像化学制品。其金属产品包括各种铜和铁材料。最重要的军用相关产品是军火。

1985—1989 年间，Boland 的收益稳步增长。然而，1990 年收益下降超过 30%， Boland 发现自己的产品销往受衰退影响最显著的经济部门。

Boland 的长期债务包括与各种金融机构商定的 3.41 亿美元债券、周转协议和其他债务，以及 1.25 亿美元公开持有次级债券。曼德雷尔打算考察的是次级债券。这种债券于 1987 年发行，将于 1997 年到期，无担保，而且不能提前赎回。发行这种债券是用于减少 1987 年初期发生的短期银行债务，为营运资本和长期投资融资。

Boland 的财务报表在附录 4 中列示。

QUOTRON CHEMICAL 公司

Quotron Chemical 是一家从事石化产品、丙烷和聚乙烯产品生产和零售的公司，是国内最大的丙烷零售商（占销售收入的 24%）和聚乙烯产品生产商（占销售收入的 54%）。聚乙烯业务的收益波动特别剧烈，因为投入品（例如乙烯）和产出品（聚乙烯）的价格有时不同向变动。丙烷业务也有一定的随意性，例如，丙烷销售收入的变动取决于冬天天气的严寒程度。

Quotron 的收益在经历了 20 世纪 80 年代初期和中期的停滞后，于 1987 和 1988 年取得显著增长，这在很大程度上是对聚乙烯、聚丙烯和其他石化产品的需求增加及这些产品价格提高的结果。然而，1989 年聚乙烯的毛利率下降，该年下半年的一场火灾导致一家主要工厂关闭——使 Quotron 的营业利润下降几乎 40%。这家工厂于 1990 年春天恢复经营，但价格继续朝不利的方向摆动，导致营业利润的另一次下降。

1989 年初期，公司采取了很多防止收购的行动。首先，公司进行了杠杆资本结构调整，包括向股东分配每股 50 美元股票股利和大量增加公司的长期债务。其次，公司采纳了“毒丸”股东权利计划。第三，公司采纳了员工持股计划（ESOP），导致公司股份的 14%掌握在 ESOP 受托管理人的手中。

Quotron 拥有 10 多种尚未清偿的债券，其中 7 种金额共计 12.5 亿美元的债券为非次级债券，

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

其余为次级债券。曼德雷尔决定在两类债券中各考察一种。第一种是 Quotron 发行金额最大的债券：价值 5 亿美元的无担保次级债券，在 1989 年资本结构调整时发行，将于 2004 年到期，自 1994 年起可以按照从 106.50 到逐渐下降到面值的价格赎回。曼德雷尔打算考察的另一种债券是 Quotron 发行金额第二大的债券：价值 3 亿美元的无担保非次级偿债基金债券，1988 年发行，将于 2018 年到期，自 1991 年起可以按照从 108 到逐渐下降到面值的价格赎回。

Quotron 的财务报表在附录 5 中列示。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Fargo Chemical 公司——财务报表

损益表

（除每股数据外，以百万美元计）	各年结束于 12 月 31 日			
	1990	1989	1988	1987
销售收入	2 830	2 663	2 700	1 952
销售成本	1 993	1 749	1 704	1 335
销售毛利	837	914	996	617
销售和一般管理费用	281	238	191	152
折旧前营业收益	556	676	805	465
折旧、损耗和摊销	117	93	83	67
营业利润	439	583	722	398
利息费用	75	37	51	41
非营业收益/费用	73	56	92	64
特殊项目	30	-3	0	0
税前收益	467	599	763	421
所得税合计	159	194	269	164
非常项目前收益	308	405	494	257
非常项目	43	0	0	0
净收益	351	405	494	257

资产负债表

（以百万美元计）	12 月 31 日			
	1990	1989	1988	1987
资产：				
现金和现金等价物	486	144	410	709
应收款净额	593	409	477	363
存货	289	286	271	207
其他流动资产	38	13	12	12
流动资产合计	1 406	852	1 170	1 291
财产、厂房和设备原值	2 467	1 851	1 565	1 427
累计折旧	699	588	487	443
财产、厂房和设备净值	1 768	1 263	1 078	984
权益投资	132	118	99	76
其他投资	270	11	8	0
递延费用	163	182	193	183
其他资产	0	229	0	0
资产合计	3 739	2 655	2 548	2 534

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以百万美元计）	12月31日 1990	1989	1988	1987
负债：				
将于1年内到期的长期债务	39	29	4	0
应付票据	40	102	256	650
应付账款	225	151	113	122
应交税金	45	48	71	31
应计费用	192	84	141	134
其他流动负债	0	0	52	39
流动负债合计	541	414	637	976
长期债务	1 181	390	271	166
递延税金	208	221	217	239
其他负债	51	39	48	37
非流动负债合计	1 440	650	536	442
负债合计	1 981	1 064	1 173	1 418
权益：				
普通股	100	100	100	100
资本溢价	864	864	864	869
留存收益	907	740	520	147
减：库藏股	113	113	109	0
权益合计	1 758	1 591	1 375	1 116
负债和权益合计	3 739	2 655	2 548	2 534

附 录 2

Texas Gulf公司——财务报表

损益表

（除每股数据外，以百万美元计）	各年结束于12月31日 1990	1989	1988	1987
销售收入	932	1 104	1 061	707
销售成本	646	742	689	498
销售毛利	286	362	371	209
销售和一般管理费用	41	48	46	28
折旧前营业收益	245	315	325	181
折旧、损耗和摊销	16	16	12	9

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股数据外，以百万美元计）	各年结束于 12 月 31 日 1990	1989	1988	1987
营业利润	229	299	313	172
利息费用	63	1	3	11
非营业收益/费用	3	2	3	1
特殊项目	-18	0	0	0
税前收益	150	300	312	163
所得税合计	55	108	119	71
非常项目前收益	95	192	194	92
非常项目	0	0	0	-10
净收益	95	192	194	82

资产负债表

（以百万美元计）	12 月 31 日 1990	1989	1988	1987
资产：				
现金和现金等价物	6	46	40	24
应收款净额	118	117	127	95
存货	86	75	85	55
预付费用	8	7	8	8
流动资产合计	218	244	260	182
财产、厂房和设备原值	316	300	245	184
累计折旧	101	91	76	64
财产、厂房和设备净值	215	209	169	120
递延费用	21	0	0	0
其他资产	3	20	28	6
资产合计	457	473	457	309
负债：				
将于 1 年内到期的长期债务	43	0	0	0
应付账款	75	63	81	56
应交税金	8	9	19	24
应计费用	35	27	28	20
其他流动负债	0	6	0	0
流动负债合计	161	106	128	100
长期债务	683	1	42	42
递延税金	36	36	31	25
非流动负债合计	720	37	73	66
负债合计	881	143	201	166
权益：				
普通股	0	1	1	1
资本溢价	2	36	27	23
留存收益	-427	427	302	125
减：库藏股	0	134	74	7
权益合计	-424	330	256	143
负债和权益合计	457	473	457	309

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

MST 公司——财务报表

损益表

（除每股数据外，以百万美元计）	各年结束于 12 月 31 日			
	1990	1989	1988	1987
销售收入	8 995	8 681	8 239	7 639
销售成本	4 901	4 597	4 537	4 334
销售毛利	4 094	4 084	3 756	3 305
销售和一般管理费用	2 485	2 342	2 135	1 957
折旧前营业收益	1 609	1 742	1 621	1 348
折旧、损耗和摊销	700	664	666	646
营业利润	909	1 078	955	702
利息费用	208	204	193	188
非营业收益/费用	120	151	138	136
特殊项目	0	0	0	32
税前收益	821	1 025	900	682
所得税合计	263	336	302	237
少数股权	12	10	7	9
净收益	546	679	591	436

资产负债表

（以百万美元计）	12 月 31 日			
	1990	1989	1988	1987
资产：				
现金和现金等价物	204	253	221	223
应收款净额	1 498	1 309	1 234	1 209
存货	1 270	1 197	1 170	1 081
其他流动资产	541	489	472	490
流动资产合计	3 513	3 248	3 097	3 003
财产、厂房和设备原值	7 620	6 937	6 926	6 730
累计折旧	4 128	3 764	3 780	3 654
财产、厂房和设备净值	3 492	3 173	3 146	3 076
权益投资	248	204	205	240
无形资产	1 425	1 682	1 790	1 953
其他资产	558	297	223	183
资产合计	9 236	8 604	8 461	8 455

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以百万美元计）	12 月 31 日			
	1990	1989	1988	1987
负债：				
将于 1 年内到期的长期债务	118	44	128	119
应付票据	464	461	428	420
应付账款	584	514	545	527
应交税金	95	126	124	101
应计费用	929	777	755	633
流动负债合计	2 190	1 922	1 980	1 800
长期债务	1 652	1 471	1 408	1 564
递延税金	640	621	588	584
其他负债	665	649	685	606
非流动负债合计	2 957	2 741	2 681	2 754
负债合计	5 147	4 663	4 661	4 554
权益：				
普通股	329	164	164	164
资本溢价	714	877	874	872
留存收益	4 609	4 144	3 714	3 382
减：库藏股	1 563	1 244	952	517
权益合计	4 089	3 941	3 800	3 901
负债和权益合计	9 236	8 604	8 461	8 455

附 录 4

Boland 公司——财务报表

损益表

（除每股数据外，以百万美元计）	各年结束于 12 月 31 日			
	1990	1989	1988	1987
销售收入	2 592	2 509	2 308	1 930
销售成本	1 936	1 811	1 664	1 337
销售毛利	656	698	644	593
销售和一般管理费用	382	353	347	326
折旧前营业收益	274	345	297	267
折旧、损耗和摊销	123	122	117	118
营业利润	151	223	180	149
利息费用	56	57	44	34
非营业收益/费用	25	22	15	12
特殊项目	-4	4	0	0

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股数据外，以百万美元计）	各年结束于12月31日			
	1990	1989	1988	1987
税前收益	116	192	151	127
所得税合计	32	68	53	49
净收益	84	124	98	78

资产负债表

（以百万美元计）	12月31日			
	1990	1989	1988	1987
资产：				
现金和现金等价物	6	12	25	34
应收款净额	419	453	437	362
存货	293	296	311	273
其他流动资产	16	29	28	11
流动资产合计	734	790	801	680
财产、厂房和设备原值	2 297	2 169	2 164	2 007
累计折旧	1 468	1 388	1 363	1 280
财产、厂房和设备净值	829	781	801	727
权益投资	145	144	149	137
无形资产	106	110	141	102
其他资产	52	79	48	39
资产合计	1 866	1 904	1 940	1 685
负债：				
将于1年内到期的长期债务	34	15	39	24
应付票据	70	140	172	26
应付账款	222	255	223	200
应交税金	9	4	4	11
应计费用	187	171	179	143
流动负债合计	522	585	617	404
长期债务	466	501	474	392
递延税金	48	60	60	49
其他负债	115	93	106	140
非流动负债合计	629	654	640	581
负债合计	1 151	1 239	1 257	985
权益：				
普通股	19	19	20	22
资本溢价	180	177	188	200
留存收益	505	469	475	478
普通股权益	704	665	683	700
优先股	11	0	0	0
权益合计	715	665	683	700
负债和权益合计	1 866	1 904	1 940	1 685

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 5

Quotron Chemical 公司——财务报表

损益表

（除每股数据外，以百万美元计）	各年结束于 12 月 31 日 1990	1989	1988	1987
销售收入	2 618	2 637	2 884	2 525
销售成本	1 991	1 790	1 770	1 772
销售毛利	627	847	1 114	753
销售和一般管理费用	217	224	207	232
折旧前营业收益	410	623	907	522
折旧、损耗和摊销	155	147	147	142
营业利润	255	476	760	380
利息费用	269	297	116	83
非营业收益/费用	47	0	-26	6
特殊项目	28	0	0	0
税前收益	61	178	618	303
所得税合计	39	64	258	159
终止经营前收益	21	114	360	144
终止经营	0	133	23	108
净收益	21	247	383	252

资产负债表

（以百万美元计）	12 月 31 日 1990	1989	1988	1987
资产：				
现金和现金等价物	13	104	219	25
应收款净额	467	361	428	434
存货	366	304	339	316
其他流动资产	51	99	354	61
流动资产合计	897	868	1 339	836
财产、厂房和设备原值	2 905	2 513	1 943	2 037
累计折旧	885	754	634	657
财产、厂房和设备净值	2 020	1 759	1 309	1 380
权益投资	32	129	60	60
其他投资	34	39	39	107
无形资产	83	94	26	62
其他资产	156	115	135	137
资产合计	3 222	3 004	2 908	2 581

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以百万美元计）	12月31日 1990	1989	1988	1987
负债：				
将于1年内到期的长期债务	14	8	3	21
应付票据	0	0	5	93
应付账款	137	133	157	134
应交税金	0	38	88	87
应计费用	277	324	326	242
其他流动负债	0	0	1 141	0
流动负债合计	428	503	1 720	577
长期债务	2 530	2 363	1 332	727
递延税金	230	160	174	150
其他负债	135	151	88	82
非流动负债合计	2 895	2 674	1 594	959
负债合计	3 323	3 176	3 315	1 536
权益：				
普通股	220	159	57	75
资本溢价	0	0	0	29
留存收益	−321	−331	−464	942
权益合计	−101	−172	−407	1 045
负债和权益合计	3 222	3 004	2 908	2 581

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Donna Karan International 公司

对 Donna Karan International公司而言，1996 年是激动人心而又富有挑战的一年……这一年公司取得了以下成就：部门销售业绩强劲，女装精品细分，男装业务取得增长，国际业务取得增长，以及首次公开募股。当我们为这些成就感到高兴之余，1996 年也见证了巨大的挑战和挫折。尽管我们的销售收入净额在增长，但是 1996 年营业收益和净收益相对于 1995 年显著下降……公司管理费用过高，对新细分和已有业务的投资增加，影响了公司的盈利……1996 年的财务结果是不令人满意的。我们正在确定和实施各项必要的革新，以抑制销售和一般管理费用增加，提高毛利率，在不牺牲质量、传统、“Donna Karan New York”和“DKNY”品牌形象的前提下取得持续增长。

摘自 Donna Karan International 1996 年年报中公司写给股东的信

在 Donna Karan International 公司第一个年报（附录 6）公布，也就是其成为上市公司满一年后不久，《每日新闻》（*The Daily News*）这样写到：

每年两次、持续一周时装表演的时尚周昨天晚上开始了。但是有一个变化，那就是这一周连续 60 场时装表演的焦点不完全集中在名流甚或时装上。相反，很多注意力将集中在另一方面：每个设计师表现出的形象，能否使那些买不起 5 000 美元套装的人，也能买 150 美元的银领带或者 60 美元一瓶的香水？引领时尚世界的最新趋势是这样一种感觉，靠上华尔街就能收益多多……Donna Karan 这家美国最高档时装设计公司，在 6 月份抓住了进入股票市场的机会，并从这场赌博中淘来了 5 800 万美元。但是，正如一个时尚杂志的编辑艾伦·米尔斯坦（Alan Millstein）所说的，这也使得 Karan 在今天下午处于非常尴尬的地位。“既然是上市公司，Donna 就时刻在众目睽睽之下，赌注比以前任何时候都要大。Donna 在过去 9 个月里，备受残酷命运的折磨。上市之初 24 美元的股票，已经跌到了 9 美元以下。任何人都可以算出公司丧失了 2/3 的股东信心。那是对心理的沉重打击。”[1]

Donna Karan International 公司（DKI）是一家国际时装设计行，由现任主席、首席执行官兼首席设计师唐娜·卡伦（Donna Karan）和她的丈夫兼联合首席执行官、雕塑家斯蒂芬·韦斯（Stephen Weiss）于 1984 年创建。公司由卡伦、韦斯和他们的资金后台 Takihyo 集团共同拥有。

该案例由研究助理 Sarayu Srinivasan 在 Krishna G. Palepu 教授的指导下编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1997 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-197-077。

1 摘自 Oria Healy, “Designers are up against a Wall Street,” Daily News, April 6, 1997, p. 31。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司设计、转包、营销、分销“设计师时装”和“桥式[2]时装”（比设计师时装便宜、更为流行并带有设计师形象的独立品牌）等两类以 Donna Karan New York 和 DKNY 作为商标的各式男女服装、运动衫、装饰品和鞋类。公司也开发、转包、营销、分销以 DK Men 和 Donna Karan New York 作为商标的各式男女香水、洗浴、美体和治疗产品。另外，公司还有选择地许可生产和分销以 Donna Karan New York 和 DKNY 作为商标的一些其他产品，如袜类、贴身内衣、眼镜和儿童服装。[3]

公司 1996 年的净收入为 6.128 亿美元，营业收益为 1 330 万美元，净收益为 2 500 万美元。附录 1 显示出 1996 年的收入滑坡。该年 7 月，卡伦打破时装界传统，将她的公司拿到市场上首次公开募股。

美国服装行业

1994 年，服装行业零售收入（包括国内批发销售收入、进口时装的价值和零售加成）为 2 110 亿美元。服装包括男士、女士和儿童的衣服和装饰品，但不包括鞋类。全部服装销售收入的一半以上来自女装，时尚产品（相对于季节性或基本服装）占整个市场的 35%。

美国服装市场分为全国性品牌和特定类品牌。全国性品牌占全部服装销售收入的 30%，由大约 20 个大公司生产，如 Fruit of the Loom 公司、Levi-Strauss 公司和 Liz Claiborne 公司。全国性品牌也包括美国制造商在海外生产的服装。许多全国性品牌公司生产多个品牌，一些甚至生产贴牌服装。特定类品牌或贴牌服装由包括几千家各种规模公司的高度细分的行业生产，占服装销售收入的其余 70%。[4]

服装需求具有周期性，但很难完全预测，由于对季节和时尚趋势较为敏感，女装需求起伏较大。影响服装销售的因素有 3 类：经济状况、消费趋势和人群特征、时尚。一般来说，当经济状况好的时候，消费者购买更多的服装。但是，高档服装需求对经济状况和可支配收入的变化基本上不敏感。一般大众的态度，如正在流行的职业便装趋势，也影响购买行为。最近的消费趋势反映了一种图便宜的心态，不愿意在服装上花过多的钱，从以前在百货商店购买（占服装销售收入的一半）转向在价格较低的大众商店（包括主要连锁店如 J.C. Penny 和 Sears 等）购买。最后，时尚历来就是影响女装购买的一个因素，但是不好确定和预测。

进入障碍小（资本需求不高，使用简单技术，固定资产少，通过转包控制产出的能力）使得该行业竞争激烈。劳动密集、利润率低和公司失败率高是该行业的主要特征。

20 世纪 90 年代，较为知名的大服装商拥有较大的竞争优势。百货商店等零售商正在整合和发展壮大，数量有所下降。由于只有为数不多的大零售商在经营，零售商对供货商（制造商）和购买者（消费者）的影响力量变强。大零售商减少与之打交道的服装制造商的数量，取消小制造商的货架，以便照顾那些能够支付场地费和能够生产大的流行品牌的制造商，而后者都是资金相对充足的服装制造商。

零售服装可以分为 5 种价格和市场类型：大众化、中档、中高档、桥式服装、设计师服装或者高价定做服装。像 Donna Karan 这样的设计行组成了高价定做服装细分市场，它们通过独立的品牌

2 桥式服装是指设计为独立品牌的服装精品，旨在反映更休闲的时尚特性，定价低于奢华的“设计师”时装精品，但保持了与设计师形象的联系。桥式服装市场与设计师服装市场相比较，市场更大且盈利能力更强。

3 Donna Karan International Prospectus, June 1996.

4 Standard & Pool's Industry Surveys, Textiles, Apparels and Home Furnishing, September 28, 1995.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

如 DKNY，也能够在利润丰厚、规模大的桥式服装市场上获得成功。

设计师服装市场

高价定做和桥式服装制造商通常拥有设计行和诸如 Calvin Klein、Donna Karan、Ralph Lauren、Chanel 和 Issey Miyake 等品牌的时尚设计师。预计该细分市场在未来几年里将增长 5%—10%。

设计师们彼此相互竞争，也与其他市场和行业细分市场竞争。例如，Donna Karan New York Collection 包括 Karan 价格最高的服装。它与其他设计师品牌竞争，也在一定程度上与包括低成本 Donna Karan 仿制品在内的整个服装市场竞争。Karan 的 DKNY 品牌与其他设计师桥式服装、中高档服装以及其他服装竞争。Karan 的装饰品和化妆品与其他设计师对手的产品和更大的非设计师市场竞争。设计师产品是奢侈品，所以竞争同时来自奢侈品和非奢侈替代品。

设计师之间的竞争主要在于独特性。每个设计师都具体、生动地表现一种独一无二的形象。独特性和设计师形象的表现是设计师的品牌。购买设计师的产品就是购买形象及其背后的生活方式。设计师可能生产几个产品系列和品牌，以满足不同细分市场的需求，但是所有产品背后的形象是统一的。设计师的形象和相关的品牌是设计师企业最关键也是最核心的资产。形象和品牌相互间密不可分。

例如，设计师卡尔文·克莱因（Calvin Klein）的特征是性感，而唐娜·卡伦的特征是现代女性的能力和潜能。设计师品牌是长期投资，需要很长一段时间才能树立起来，需要大量开支才能精确提升品牌背后的形象和感觉。对新的进入者来说，大量的时间和资本支出（通常在 1 000 万—1 亿美元之间）是很大的障碍。尽管行业的进入障碍和固定成本通常较低，但在设计师服装细分市场上，广告和营销是巨额和必要的投资，成为潜在竞争者的强大进入障碍。

品牌可以通过许可经营机制被进一步资本化。许可经营对设计师来说是一个有利可图的重要的增长手段。许可经营使得服装设计师们成为真正的设计行家。在设计师许可从床单到钟表等一系列产品都使用他们名字的同时，牢牢控制品牌的内容和使用范围，以维持和保护品牌的完整性、形象和价值，防止不必要的品牌贬值是最关键的。

设计师通常通过与国内外供应商签订合同获得原材料和生产能力。与供货商的良好关系能带来有益的（但不是关键的）规模经济效应，但更重要的是能对原材料和制成品的质量，准时装运和交割，以及确保未来供货的可靠性产生影响。

设计师通过自己的展览室、零售店、高级零售商的迷你店、时装店、商行等分销产品。零售商整合使零售商对设计师有了很大的优势。为数不多的零售商要把有限的店面在设计师品牌（通常需要建立一间“固定店面”——用定做的装置和家具布置成独立完整的空间，至少需要 5 000 平方英尺，以再现设计师的审美情趣并陈列商品）、全国性品牌和不知名品牌之间进行分配。

设计师品牌和全国性品牌对零售商来说很有吸引力，因为它们能够带来很高的毛利率。拥有知名度的吸引力，有能力支付广告费和进行打折活动，并能保证卖座，这些都是把商业利益看得很重的零售商所需要的。知名品牌也把百货商店与大众化商店和专卖店相区分。最后，百货商店历来就具有品牌集中的特点。出于这些原因，零售商宁愿以牺牲不知名品牌为代价，来陈列设计师产品。然而，一味强调知名品牌也造成了一些问题。大多数百货商店都接受同样的知名品牌，从而限制了广泛性。另外，设计师固定店面的豪华与整个店面不协调。最后，百货商店继续强化对设计师品牌

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的需求，使得设计师为其品牌争得一席之地日益演变为一场昂贵的政治游戏，导致有关各方之间的摩擦。[5]

Donna Karan International 公司

公司背景

唐娜·卡伦是 20 世纪 60 年代后期纽约 Parsons 服装设计学校的一名学生，从在美国时尚设计师行 Anne Klein 做实习生开始设计职业生涯。卡伦离开学校为 Klein 做全职工作，但仅仅在 9 个月后就被解雇。她最终又回来了，升任助理设计师，并在 1974 年 Klein 去世后接管了这个品牌。在 Anne Klein，卡伦成功地创作了 Anne Klein II 设计师服装精品。在 Klein 工作了 15 年后，卡伦开始做自己的公司，首先卖掉居所。1985 年，第一家 Donna Karan New York Collection 挂牌，并一举成名。

Donna Karan New York Collection 确立了 Karan 作为领先设计师和时尚设计行的地位。Karan 的精品服装全部采用豪华的面料，设计强调舒适合体，以 Karan 的“7 件舒适品”——紧身衣、裤袜、套裙、裙子、女衬衫、夹克、裤子及装饰品理念为基础，它们通过搭配能够产生和谐但各具风味的非常时尚的视觉感受。通过多年的努力后，Karan 同时拥有了很多设计奖和忠诚的客户，卡伦对她的设计受到大众追捧是这样评价的：

> 服装必须为我所用，不单单是一个绚丽的样式……我的服装代表着友善。无论身材高矮，无论年龄大小，无论其他的什么东西。一些服装稍显豪华，但并不明显……你不会说：是那件衣服使你显得很落泊。我的服装体现了这样一点：穿衣服的人和衣服的关系。[6] 当我设计的时候，我考虑的是穿衣服的女性——从来不会只想着衣服……对我来说，设计是对我是谁——妻子、母亲、朋友和商人——女性随时都需要权衡的很多角色的个性表达……要在投身到男人主宰的商业世界里的同时保持女性气质确实非常的难。我非常理解这一点，因为我也是一位女性，带有与生俱来的不安全感和脆弱。[7]

经营战略

公司通过以下一些战略从事经营：建立全球知名度和形象，品牌优势，国际拓展，保持品牌的惟一性，“从头到脚”装束。

- 建立全球知名度和形象。Donna Karan International 关注的中心是继续建立 Donna Karan New York 品牌和形象在设计师服装市场上的全球认可度，利用该品牌的名声和成功建立桥式服装 DKNY 品牌。
- 品牌优势。从历史上看，公司通常创作成功的设计精品，然后在较大的桥式服装市场上利用这种设计精品的成功及其设计天才的深度。这种方法被 DKNY 取得的成功所证明，DKNY 是一个由 Donna Karan New York 品牌延伸出来的品牌。公司利用这种战略进入了

5 David Moin, “Space Wars Worry Retailers,” Women's Wear Daily, October 31, 1996, p. s14.
6 Sidney Schaer, “A Design for Herself,” Newsday, May 6, 1991, p.44.
7 Julia Carty, “Interview with Donna Karan,” Look International Fashion and Nightlife Magazine, April 1995, p. 20.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

男装、香水和美容产品市场，相应增加了公司客户群和产品的引人注目性。

- 国际增长。Donna Karan 品牌在世界范围内得到认可。1996 年，公司国际业务收入占净收入的 37%。公司在欧洲、亚洲和中东成立了分部，通过许可独立的零售商店经营和投资基础设施以支持国外销售收入增长来扩大国际业务销售收入。
- 保持品牌的惟一性。公司采取一些战略来保护品牌形象的完整性和避免市场过度饱和。所有的广告、营销和公共关系活动都由纽约集中管理。另外，为了强化品牌的惟一性，公司将分销活动限制在经过选择的一些零售商店，包括较好的百货商店和迎合追求时尚的高消费客户的时装店。最后，公司精心安排许可经营，并在合作中发挥积极的作用。
- “从头到脚”装束。大量服装精品、品牌产品和系列产品使客户得以充分享受 Donna Karan 的豪华生活方式。配套的豪华产品，如香水、化妆品、鞋和装饰品等被创作出来，使全套 Donna Karan 生活方式齐备。这个战略也提高了品牌知名度和引人注目度，因为它促使持有 Donna Karan 产品的零售商扩大店面，以容纳新产品。

产品和品牌

Donna Karan New York。这些豪华的设计师精品囊括男女服装、鞋和女性装饰品。女装分成两种设计师精品：Donna Karan New York Collection（黑色商标）和 Donna Karan New York Signature（金色商标）。Collection 源自 Karan 最初的“7 件舒适品”，在每年春秋时装表演上露面。Signature 精品服装主要侧重于妇女职业装，价格要稍低于 Collection，以吸引更大的市场。Signature 的分销渠道也要比 Collection 多。1996 年，Collection 的一些门面[8]转变为 Signature 门面，以便将 Collection 进一步限制在豪华零售店那里。附录 2 列示了一些品牌的零售价格。

男装有两种精品：Donna Karan New York（黑色商标）和 Donna Karan New York Signature（金色商标）。黑色商标有 3 个系列：手工制作且很少被分销的 Couture，手工制作销往亚洲和欧洲市场的 Sartoriale，被广泛分销的 Donna Karan New York。Signature 的设计和质量与黑色商标相似，但是采用较低成本的面料，更具商业性，价格也较低。

装饰品包括珠宝、皮革制品和围巾。这个系列包括男性装饰品，正在形成一个不依赖于与工作室服装配套的独立的系列。

DKNY 精品。这个品牌创建于 1989 年，包括男女桥式服装、鞋和女性装饰品。DKNY 与 Donna Karan New York 豪华设计师形象相联系，代表价格较低、休闲、充满活力和时尚的精品服装。DKNY 服装被分销到持有该品牌的商店的各个部门。作为公司最大的分部，DKNY 占 1996 年净收入的 50.7%。

Donna Karan 女装最初有 3 个主要系列：提供裙子、衬衫、夹克、牛仔服、内衣和青春装的 DKNY，提供青春装的 DKNY Jeans，以及 DKNY Petite。DKNY 男性系列要比 DKNY 女性系列复杂些。在 DKNY 女性系列的总收入中，DKNY Jeans 所占的比例历来在 50%左右。1996 年 6 月，DKNY 品牌被重组成 5 个不同的部分。

美容部。开始于 1992 年，生产各种 DK Men 和 Donna Karan New York 品牌的男性和女性香水、乳霜、润肤液、洗发香波和肥皂，以使完全 Donna Karan 生活方式齐备。公司牢牢控制住产

8 一个门面就是一个零售店。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

品开发、生产、营销和分销，以保证质量和保护品牌的惟一性。新产品将被创造出来，并添加到现有系列中。

在美国，产品由公司直接分销，但在世界范围内，产品通过 17 份分销协议分销，分销协议要求分销商每年将销售收入的一定比例投资于广告和营销。美容部可以从服装品牌广告带来的协同效应中获利，1995 年为公司带来 3 000 万美元销售收入，1996 年增加到 4 400 万美元。

许可经营产品。许可经营商品包括连裤袜、短袜、女性内衣、儿童服装、纸质和布质样品，以“Donna Karan New York”、“DKNY”和“DKNY KIDS”商标在国内外被许可经营。许可经销商包括 Wacoal Amercia 和 Hanes Hosiery 等公司。在 1996 年底，公司共有 6 份许可经营协议，其中包括最近 DKNY Jeans 产品的生产和分销许可经营。

许可经营某种产品的决策取决于公司将产品引入市场的能力，能够获取的收入，以及当时可利用的公司资源。公司努力尽可能密切地控制被许可经营产品的设计、质量、广告、营销和分销，以防止商誉受到侵蚀，保证质量，保持统一的广告和营销形象。未来行动包括更积极地寻求许可经营机会。

Donna Karan New York、DKNY 和其他品牌商标由 Gabrielle Studio 公司所有，该公司的所有者是唐娜·卡伦和斯蒂芬·韦斯。Donna Karan International 公司与 Studio 公司有一个协议，该协议允许 Donna Karan Internationa 使用这些商标并转授这些商标的使用许可证，作为交换，Donna Karan Internationa 要向唐娜和韦斯支付一次性的 500 万美元和各年的年度许可权使用费。如果无力支付，Studio 公司可以终止协议。许可权使用费这样计算：每年销售收入中第一个 2.5 亿美元的 1.75%，加上接下来 5 亿美元的 2.5%，加上接下来 7.5 亿美元的 3%，再加上该年所有销售收入净额超过 15 亿美元部分的 3.5%。

品牌重组

在 1996 年秋天，公司在 Donna Karan New York 品牌下引入 Signature 精品，取代先前的 Essentials 精品，以迎合职业女性的需求，其价格比 Collection 低，目的在于获得更大的市场。Signature 精品将取代所有的 Essentials，并将 Collection 的分销只限制在最高端的豪华零售店。

1996 年，受欢迎的 DKNY 品牌被重组为 5 个商标（D、DKNY、DKNY Classic、DKNY Active 和 DKNY Jeans），以激活在 DKNY 母品牌下发展出来的不同款式，填补市场空白，获取更高市场份额，并提供不同价位的 DKNY。附录 2 列示了零售价格。

D 商标创造了一个介于设计师服装和桥式服装之间的新市场。D 作为最复杂的 DKNY 商标，以重视从头到脚的形象、做工精细和满足高级工薪阶层服装需求为特征。这个系列被有选择地分销。DKNY 商标是 DKNY 品牌的核心。它重视分门别类、用现代面料制作、质地柔软、满足女性日常需要，被设计用来适应更广泛的客户群。DKNY Classic 是一个按项目分类的系列，赞成从周一到周日穿着“7 天轻松运动生活装”。DKNY Active 提供功能和时尚季节性运动装。DKNY Jeans 侧重于粗布服装，包括牛仔服、裙子、夹克和像 T 恤衫之内的补充服装。

分　销

Donna Karan 通过执行精挑细选的有限产品分销战略选择高端零售商（Saks Fifth Avenue、Bergdorf Goodman、Neiman Marcus），时装店，商行和国际独立零售商店，以实现产品快速周转。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1996 年，公司最大 10 家零售商的销售收入占销售收入总额的 62.6%（1995 年占 60.8%）。

一般来说，从收到产品订单到向零售商交货需要 3—5 个月。产品从制造商发往世界各地的 5 个分销中心（2 个是公司拥有的），经过最后的质量检查，然后装运发给零售商。全球业务通过计算机连接起来，以提供快速的信息，追踪不同地区的存货和产品可得情况，检查生产、收货和装运安排。存货、订单、生产和装运业务每 2 周检查一次。

公司根据惟一性和成功推销精品的能力选择零售商。这可能需要按照公司的要求修饰商店或店内陈列品，具体到装修、家具或其他相关的硬件。公司通过会计主管与零售商及其雇员打交道，帮助每家零售商确定产品数量和产品组合，部分通过营销和扩大服务的努力来实现。公司通常只通过一些经严格挑选的零售商首次推出精品服装。为了刺激需求，公司还拥有 37 家商行，用来销售多余存货，这些存货都是零售商已经打折售卖的，因而不会影响零售商销售。公司没有独立的国内零售商店，但正在考虑通过许可协议或者合资协议建立。

在国外，公司通过合资拥有 41 家独立的第三方所有零售商店，并预计在 1997 年再增加 17 个这样的商店。这些商店在 Donna Karan New York、DKNY 和 Donna Karan 的名字下开展经营，每家店只经营与其名字相对应的产品系列。1995 年，Donna Karan International 出售了所拥有的 70% Donna Karan Japan 股份，但在 2000 年前仍将管理日本业务（以后周期性续约），并根据 Donna Karan Japan 的净收入收取报酬。Donna Karan Japan 只在日本分销产品和提供服务。根据规划，到 2000 年 12 月，将有 29 家商店通过特别协议在香港、中国大陆、菲律宾、韩国、台湾和日本相继开业。

采购、设计、广告和营销

采购。1996 年，公司 42%的原材料是直接从供应商处购得（大多数是纺织品、针织品和针织线），其余 58%由承包商从公司批准的工厂购得。一旦接到客户的订单，就开始启动生产，大多数购买的面料便投入使用。公司不拥有生产设施，而是将服装分包给与其拥有长期合作关系的 500 家制造商。没有一家承包商的产量超过总产量的 10%。将近 50%的原材料、劳动力和制成品来自香港和亚洲，30%来自美国，其余来自欧洲和其他地方。采购和生产由纽约监督。在世界范围内，采购和生产的各个阶段都进行质量控制。1994—1996 年间，因质量问题返回公司的服装不到 1%。

设计。设计师唐娜·卡伦是创造才能的核心来源，最终负责公司的战略规划、营销和整体时尚方向。她的创造力、眼光和面貌与公司密不可分。卡伦与 Donna Karan International 公司签订了一份雇佣合同，但她可以基于“合理”的理由而不用事先通知就中止雇佣关系。公司还雇用了一个 124 人组成的设计团队，分为 10 个设计组，每个组由一个首席设计师领导，承担创造精品服装的责任。为了补充设计能力，卡伦定期寻找合格的独立设计师。

广告和营销。这些活动是维持业务的最重要因素，由纽约集中安排，以便在世界范围内树立一个统一的公司和产品形象。1996 年该项支出共计 5 320 万美元（不包括产品许可商的支出）。广告采取印刷品、宣传册、户外广告媒体和店内展示录像等形式。为了控制经营布局和生产成本、确保形象统一和完整，用广告支持公司各部门，组织时装表演和推介会。公司通过策划部来集中安排广告。卡伦的国际名流地位使得她本人就成为一项重要的营销资产。

竞争者

公司认为竞争发生在时尚、质量和服务等各个方面。在设计师服装市场上，公司的主要竞争对

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

于是 Calvin Klein、Versace 和 Prada，在桥式服装市场上，DKNY 品牌与 Calvin Klein（CK）、Ralph Lauren（Polo）、Guess、Tommy Hilfiger 和 Anne Klein II 展开竞争。美容部与百货商店最畅销的 Estee Lauder 等美容产品品牌竞争，也与 Chanel、Issey Miyake 和 Calvin Klein 等其他设计师提供的产品竞争。没有一位竞争者提供的产品能够在全部行业销售收入中占很大比例。

增长战略

公司增长战略的核心是通过增加当前提供的产品继续开发其品牌和形象，通过增加门店数量、创建更多的独立零售商店、继续产品细分和扩张、扩大客户群和扩展许可经营强化国内外市场覆盖率。

- 增加门店数量。公司将集中于增加国内外门店数量来销售产品，特别是将增加经营新产品、男性服装和美容产品的国内门店。
- 创建更多的独立零售商店，公司计划通过许可、特许和合资等方式，在一些地区开设国内独立零售商店。1997 年公司预计在国外开设 17 家独立零售商店。
- 继续产品细分和扩张。公司将继续设计和引入新的细分产品，并计划扩展现有精品服装，创建新部门和引入新美容产品。这种战略使公司得以提供更广泛的产品，以满足“从头到脚”的 Donna Karan 生活方式理念。
- 扩大客户群。公司将努力通过细分和引入低价位的装饰品和美容产品，迎合更大的客户群。
- 扩展许可经营。Donna Karan International 预计向经选择的制造商授予新的产品许可证。这些新许可证可能涉及牛仔服及相关装饰品、游泳衣、DKNY 内衣、手表和家庭装饰品经营。

首次公开募股和作为上市公司的第一年

1993 年 11 月，卡伦打算通过高度大众化的首次公开募股方式将公司带到股票市场。据报道，由于收益低，新股发行市场疲软，对公司长期增长潜力估价不准确，以及卡伦及其财务合伙人 Takihyo Group 意见不一致，发行在最后一刻失败。

最近的“时装界”首次公开募股

一些时装界公司的股票在最近的市场上表现很好。目前表现较好者包括意大利设计行和奢侈品制造商 Gucci 以及男性休闲服装设计师 Tommy Hilfiger。其他公司，如高档女装零售商 Ann Taylor 市场波动较大。附录 4 和附录 5 列示了这些公司的股票和财务数据。

Gucci 拥有具有很高知名度的标识和强大的奢侈品品牌（这也滋生了大量仿冒产品），于 1995 年 10 月以每股 22 美元的价格上市。Gucci 生产有限的高质量、高价位奢侈品系列，而且大多数通过公司的商店分销。定做服装占 Gucci 销售收入的 20%，超过 50%的销售收入来自皮革制品和钟表。Gucci 在全世界各地拥有将近 70 家商店，销售收入均匀地分散在欧洲、美国和亚洲。公司计划增加百货商店覆盖率。

Tommy Hilfiger 是第二大男士桥式休闲服装系列，由 1 200 家零售商销售。Hilfiger 拥有多样化的客户，从关注一流设计师服装的客户到将 Hilfiger 服装作为“流行服”的中心城市少年。公司管

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

理团队被公认很强大，拥有超过 100 年的服装行业经验，还包括一家亚洲服装加工厂合作伙伴，是 Hilfiger 公司的生产基地。公司提供的服装包括 3 个系列：基本的不分季节的服装；被广泛分销的季节性服装和各种内衣；独家分销的时装精品。公司还向其他业务领域拓展，许可经营那些自己没有专家的产品，包括流行香水、游泳衣和儿童服装，并计划开设自己的零售商店。Hilfiger 于 1992 年 9 月首次公开募股，每股价格为 15 美元。

Ann Taylor 是一家高端专营女装的零售商，传统上通过遍布美国的商店和繁华商业街销售产品，客户定位于高收入职业女性。每家商店都提供古典、做工精细、保守和个人商标的标准设计师服装（占 Taylor 商品的近 90%）或价格稍低的非设计师服装。公司很少做传统的广告宣传，主要依靠经挑选的目录宣传册、口碑、理想的商店位置以及有限的杂志广告。Ann Taylor 将优秀的零售商（如 Saks Fifth Avenue）视做竞争对手，并常常在一个地区开设多家商店。

20 世纪 90 年代 Ann Taylor 经历了高级管理层的更替，带来一系列战略变化，但核心是强调增长。为了支持扩展，公司决定上市。Ann Taylor 在 1991 年 5 月首次公开募股的价格是每股 26 美元，到 11 月份下跌到 13.12 美元。价值下跌是由于缺乏明确的方向和可持续的扩张计划，结果表现为质量的明显下降：从 Ann Taylor 已经建立起声誉的传统的经久不衰的服装类型，转向时髦的寿命很短的服装；以及商店销售收入下滑。在公司努力提高质量、重新重视核心产品并重新赢得客户之后，公司股票于 1994 年 12 月获得升值，达到每股 38.25 美元。然而，公司还打算进入邮购、香水和装饰品商店，但市场再次发出不赞同的信号，1996 年 1 月股票价格暴跌至 9.25 美元。

再度进入

1996 年，Karan 再次打算通过 Donna Karan 首次公开募股进入市场。同行和分析师都对 Karan 的前景充满信心，预计增长率为 20%—25%。

1996 年 6 月 28 日，Karan 首次发行 1 075 万普通股，收盘价为每股 28 美元（比最初发行价每股 24 美元高出 17%），总共筹集 2.58 亿美元资金。在发行收入中，1.16 亿美元用于支付卡伦、韦斯和 Takihyo Group 持有的分配票据，7 200 万美元用于支付其他债务，500 万美元用于奖励公司总裁提供的服务，500 万美元用于一次性支付 Gabrielle Studios 的许可费。在发行后，卡伦和韦斯拥有 25%股份，Takihyo Group 拥有 20%股份。

1996 会计年度

尽管首次公开募股轰轰烈烈，但在华尔街首次露面后 4 个月，公司股票价格在 10 月 29 日跌至 15.50 美元。1996 年第 3 季度，1.734 亿美元的销售收入带来 1 300 万美元收益，每股收益 61 美分，而上一年度每股收益为 52 美分（1 180 万美元的收益）。尽管取得了增长，公司宣布第 4 季度的收益将下降 4 美分。下调的主要原因是美容产品部门的业绩差，比预计销售收入减少 500 万美元，使第 3 季度的每股收益从 63 美分下降到 61 美分。Karan 是这样评论该部门的：

> 我们认为美容产品业务一直非常成功。自涉足这个领域 4 年来，我们拥有了大量忠诚的消费者，获得了大量的行业奖项。最重要的是，我们保持了自己对该行业的见解，并且按照我们自己的高标准来发展它。[9]

9 "Donna Karan Announces Higher Third Quarter and Nine Month 1996 Revenues," PR Newswire, Oct. 28, 1996.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Donna Karan International 的总裁斯蒂芬·鲁佐（Stephen Ruzow）展望了该部门的未来：

> 董事会命令我们合资、出售或者许可经营美容产品，我们打算立即这样做……Donna 需要产品具有统一性，我们也为能够这样做而引以自豪。令人遗憾的是，我们今年的计划很积极，以致我们没有完成。

分析师同意鲁佐的观点：

> 在 Donna Karan，有很多才华横溢的人。他们的伟大之处在于创造品牌，做大手笔的服装，把销售收入做大。但是，经营美容业务不是他们的强项。[10]
>
> 美容产品部事实上已经损害了公司的收入，公司季度收入增长率也不是很令人满意。[11]

1997 年 3 月公司首次公开发表的年度报告也标志着最近达成的 DKNY Jeans 许可经营协议结束。[12] 3 月 4 日，公司中止了与 Designer Holdings 有限公司的许可经营合同，返还了已经支付的近 1 200 万美元许可费，并在 1996 年第 4 季度确认为费用。Karan 的股票随即在 3 月 5 日跌至每股 11.25 美元。附录 3 显示了公司股票走势。Ruzow 透露公司将自己开发牛仔服业务，并解释道：

> 我们对到 1997 年秋天做成这件事充满信心，但更大的问题是我们特别关注将许可经营什么样的产品。很明显，要达成使双方都能接受的条件，对 Designer Holdings 来说是不可能的。我们不希望他们遭受挫折，但同时我们也不能做有损于我们核心业务的事情。[13]

Designer Holdings 也为设计师 Calvin Klein 生产牛仔服，其首席执行官阿诺德·西蒙（Arnold Simon）反驳说：

> 我非常清楚这个产品系列是什么，但这个问题一直困惑着他们。我不要一件 T 恤衫，我需要一个 T 恤衫系列。我们不在意拥有不同质量和不同样式的 T 恤衫，但你需要的不止一件，他们应该认真考虑这个问题[14]……Calvin Klein 是一个非常专业的公司，他们知道如何做这件事，并且已经做了很多年。Donna Karan 以前没有跟许可商打过交道。[15]

返还许可费影响了 1996 年收益，这在年度报告中被认为是“不可接受的”。报告一再强调，公司承诺为美容业务寻找合适的合伙人或收购者，而且意识到要控制日益增加的费用。为了改善财务结果，应对目前的挑战，公司在写给股东的信中提出：

- 在考察业务组合后，削减成本并取消不盈利的经营活动。
- 关注盈利能力，只发展能够提供最高回报的业务。
- 从战略上把每个部门都视做独立的，认识到每个业务部门需要不同的解决问题方案。
- 投资于建立和强化管理团队和董事会，以便更好地利用增长机会。

---

10 同上(引自 analyst F. Landes)。
11 J. Westhoven 的分析师 Manish Shah, “Donna Karan Gets Discounted,” Reuters, October 29, 1996。
12 公司的许可经营协议共有 6 个，与年度报告中所述相同，因为达成了一个在亚洲生产毛巾的新协议。
13 Jennifer Steinhauer, “Dispute Ends Donna Karan Jeans License,” The New York Times, March 6, 1997, p. 4.
14 同上。
15 Lisa Lockwood, “Donna Doesn’t Do It,” WWD, March 6, 1997, p.1.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

但分析师、市场和媒体已经开始质疑公司和卡伦的商业才能，以及其兴趣是否在于最大化利润和创造股东价值：

> 我认为，从根本上看，该品牌是极好的，损害它们的是商业战略的实施。[16]
>
> 很显然，卡伦感兴趣的是服装的底边沿（样式），而不是损益表的底线（利润）。[17]

思考题

1. 评价 Donna Karan 的经营战略。公司面临的主要风险是什么？

2. 比较公司 1996 和 1995 年财务业绩。什么是决定公司 1996 年业绩的基本因素？

3. 你如何评价公司提出的旨在提高公司业绩的行动计划？你认为该计划能够使公司发生财务好转吗？

4. 你如何评价公司的未来？公司股票的内在价值有多大？在本案例发生的时间，该股票应当买入还是卖出？

16 Teri Agins, "A Designer Takes Stock," The Wall Street Journal, Nov. 14, 1996 中的投资者 Michael Green。

17 编辑 Alan Millstein 摘自 Tom Lowry, "Donna Karan Earnings Unravel," USA Today, Oct. 30, 1996, p38。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Donna Karan International 公司 1995 和 1996 年收入来源

（以百万美元计）

1995 年产品类别	收入	1995 年地域类别	收入
Donnna Karan New York Collection(女装)	77	美国	301
DKNY（女装）	271	日本	64
Donnna Karan New York Collection(男装)	40	欧洲和中东	57
DKNY（男装）	37	亚洲（除日本外）	23
美容产品	30	其他市场	10
商行和许可经营	55		

1996 年产品类别	收入	1996 年地域类别	收入
Donnna Karan New York Collection(男装和女装)	123	美国	342
DKNY（男装和女装）	378	日本	76
美容产品	44	欧洲和中东	73
商行和许可经营	68	亚洲（除日本外）	36
		其他市场	18

资料来源: Donna Karan International Prospectus and Annual Report, 1996。

附 录 2

经挑选的精品服装的零售价格（重组后的 DKNY 品牌，单位：美元）

精品服装	夹克	裙子和裤子	衬衫、内衣和针织衫	套裙（非晚礼服）	套装	运动上衣
女装：						
Donna Karan New York Collection	1 200—1 800	400—900	300—600	650—1 200		
Donna Karan New York Signature	750—1 100	300—600	200—400	500—950		
D	415—625	195—375	100—295	225—450		
DKNY	295—425	140—225	165—175	175—225		
DKNY Classic	220—365	105—175	45—130	130—175		
DKNY Active	95—225		55—85			
DKNY Jeans	115—225	45—125	65—115			
男装：						
Donna Karan New York Collection		300—400			1 350—1 850	950—1 750
Donna Karan New York Signature		225—275			875—995	595—750
DKNY		65—290			550—1 200	250—450

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

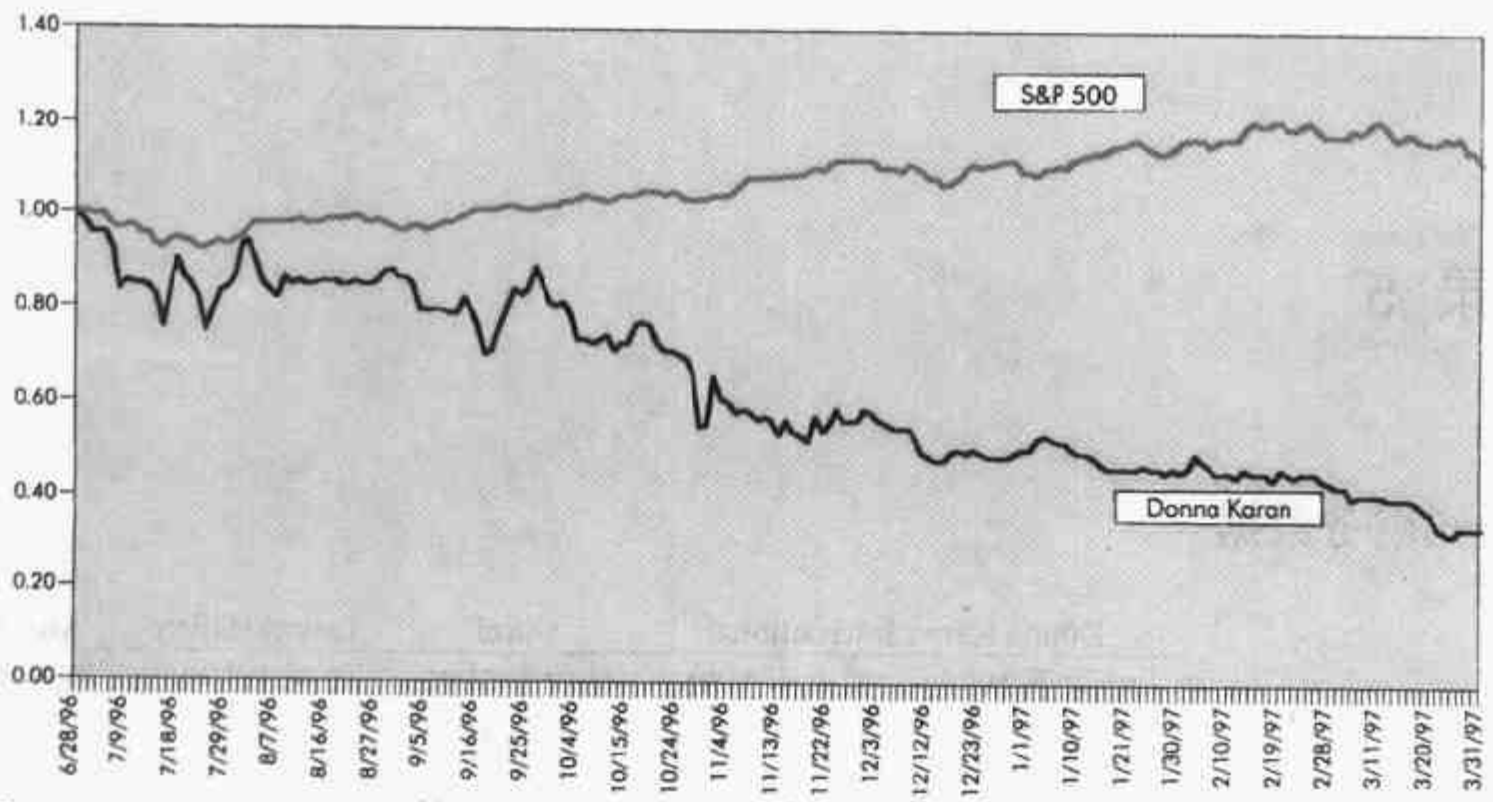
（续表）

精品服装	夹克	裙子和裤子	衬衫、内衣和针织衫	套裙（非晚礼服）	套装	运动上衣
装饰品精品	手袋	皮带	帽子	珠宝	皮革制品	
Donna Karan New York	350—1 500	80—250		200—800	75—300	
DKNY	40—525		15—175		15—150	
鞋						
Donna Karan New York（女装）	110—700					
DKNY（女装）	50—400					
Donna Karan New York（男装）	275—600					
DKNY（男装）	75—295					
美容产品						
定价介于 15 美元和 375 美元之间，中值价格为 85 美元和 85 美元以下。						

资料来源: Donna Karan International Prospectus and Annual Report, 1996。

附 录 3

Donna Karan International 公司股票价格与标准普尔 500 股票指数走势 1996 年 6 月 28 日—1997 年 3 月 31 日（1996 年 6 月 28 日均为 1.00）



1996 年 6 月 28 日：

短期国库券：5.16%

中期国库券：5.69%

Donna Karan 股票价格：28 美元

标准普尔 500 股票指数：670.63

β值：1.28

1997 年 3 月 31 日：

短期国库券：6.02%

中期国库券：6.92%

Donna Karan 股票价格：9.63 美元

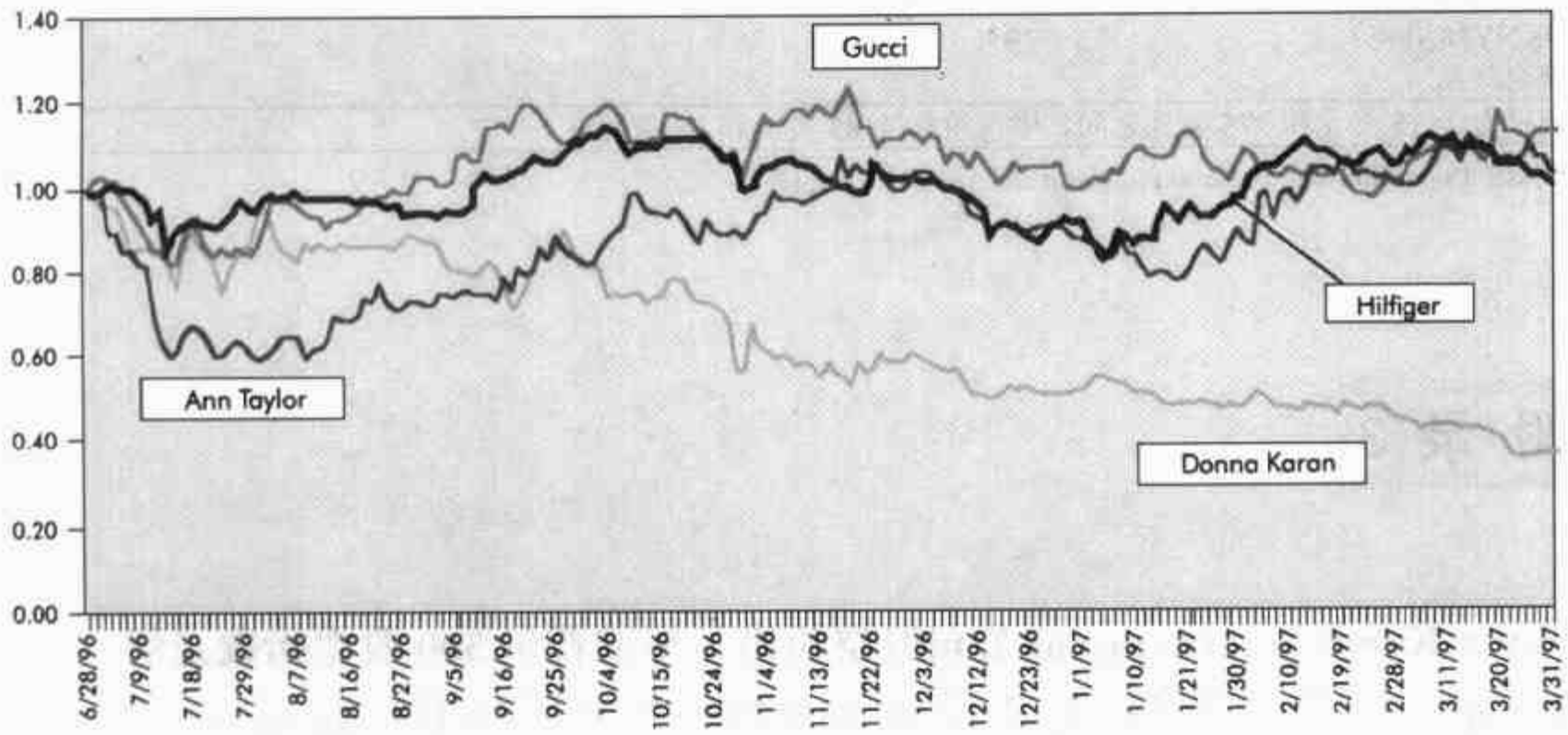
标准普尔 500 股票价格指数：757.12

β值：1.05

资料来源：Datastream International,Bloomberg。

附 录 4

Donna Karan International 公司与竞争者股票价格走势
1996 年 6 月 28 日—1997 年 3 月 28 日（1996 年 6 月 28 日为 1.00）



资料来源：Datastream International。

附 录 5

时装公司财务数据

	Donna Karan International		Gucci	Tommy Hilfiger	Ann Taylor
	结束于 1995 年 12 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 12 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 1 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 3 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 2 月 3 日的会计年度
销售收入(以千美元计)	510 126	612 840	500 064	478 131	731 142
销售成本(以千美元计)	330 689	412 064	170 660	258 419	425 225
毛利(以千美元计)	179 437	200 776	329 404	219 712	305 917
营业收益(以千美元计)	42 531	13 302	120 125	87 442	34 781
净收益(以千美元计)	53 675	25 036	81 392	61 500	(876)

（续表）

	Donna Karan International		Gucci	Tommy Hilfiger	Ann Taylor
	结束于 1995 年 12 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 12 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 1 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 3 月 31 日的会计年度	结束于 1996 年 2 月 3 日的会计年度
权益收益率：					
税前利润/销售收入(%)	8.33	2.17	24.02	18.2	4.75
×销售收入/平均资产	2.82	2.37	1.83	1.59	1.14
×平均资产/平均股东权益	2.80	1.81	10.54	1.17	1.95
×(1－平均税率)	0.96	N/A[a]	0.72	0.67	N/A
＝权益收益率(%)	63.14	9.3	333.57	22.68	10.55
×(1－股利支付率)[b]	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
＝可持续增长率(%)	63.14	9.3	333.57	22.68	10.55
毛利率：					
毛利润/销售收入(%)	35	32.7	65.8	45.9	41.8
销售和一般管理费用/销售收入(%)	26	30.5	41.8	27.6	37.08
利息收入(费用)/销售收入(%)	−1.49	−1.16	2.14	0.15	2.8
存货周转率	3.86	4.09	2.35	3.17	4.14
收账期(天数)[c]	44.52	44.13	18.77	52.25	35.14
应付账款周转期(天数)	59.41	65.01	145.9	13.35	36.83
每股价格(1997年3月31日)	N/A	9.62	72.12	49.25	20.37
流通在外股数(以千计)(1997年3月31日)	N/A	21.470	60.899	36.880	25.483
市盈率(1997年3月31日)	N/A	7.46	27.44	24.08	56.59

a. 在计算中没有考虑 Donna Karan International 公司 1996 年税率，原因在于公司本年度由私有公司转变为股份公开公司，从而产生一次性非经常税收利益，如果将其包括进去，将歪曲权益收益率。

b. 除两年都向首次公开募股前合伙人分配外，Donna Karan International 公司各年都未支付股利。

c. 假设 1 年为 365 天。

附 录 6

Donna Karan International 1996 年节略年度报告

写给股东：

对 Donna Karan International 公司而言，1996 年是激动人心而又富有挑战的一年。在 10 年多的时间里，我们已经从最初以“7 件舒适品”理念为基础提供女装精品发展成为创建世界领先的国际时装设计行。现在，我们提供 Donna Karan New York 和 DKNY 品牌男女服装、装饰品和鞋类，以及 Donna Karan New York 和 DK Men 品牌美容产品。我们的发展源于雇员、供应商、零售商和客户的贡献以及我们开发满足当今消费者生活方式需求的创新、高质量产品的努力。1996 年，我们通过

细分 Donna Karan New York 和 DKNY 女装精品、发展国际业务和进一步扩展在男装业务方面取得的成功继续创建并扩展我们的品牌。本年度的其他亮点事件包括我们首次公开募股，我们的王牌商店 Donna Karan New York 在伦敦开业，以及唐娜·卡伦当选美国服装设计理事会评出的年度女装设计师。

然而，发展与挑战并存。尽管我们对销售收入的增长和品牌认可度的提高感到高兴，但 1996 年度的收益并不令人满意。大量成本超支对财务业绩产生极大的负面影响。在这封信中，我们将回顾我们取得的成就，探讨我们面临的挑战，然后勾画出我们为股东、客户、供应商、零售商和雇员创造长期价值的计划。

1996 年亮点事件

1996 年因公司取得以下成就而引人注目：

部门销售业绩强劲——1996 年，我们的大多数部门销售收入增长强劲，特别是，DKNY 女装精品和 Donna Karan New York 男装精品的销售收入取得两位数的增长。净收入总额从 1995 年的 5.101 亿美元增加到 1996 年的 6.128 亿美元，增长 20.1%。1996 年我们取得的持续销售收入增长证明了公司的持续强势以及公司产品的全球吸引力。

女装精品细分——为明确提供产品的类别，强调精品的广泛性，并定位于特定价格范围的中心客户群，我们对现有 Donna Karan New York 和 DKNY 女装精品进行了细分。Donna Karan New York 精品被细分为 Collection（“黑色商标”）和 Signature（“金色商标”）系列，而 DKNY 精品被细分为 5 个商标：D、DKNY、DKNY Classic、DKNY Active 和 DKNY Jeans。目前以这些 DKNY 商标提供的产品以前也包括在公司精品中，但现在为消费者作出了更加明确的界定。每一个新商标都反映一种独一无二的个人设计方法，并以恰当的价位满足客户不断变化的生活方式的需要。零售商和消费者对这些细分精品的积极反应增强了我们对这些行动能够促进增长的信心。

男装业务取得增长——1996 年，Donna Karan New York 和 DKNY 男装精品继续取得引人注目的增长，销售收入分别增长 27.3%和 83.6%。我们认为，男装部将继续为整个企业带来大量销售收入和利润。

国际业务取得增长——国际业务部是我们取得长期发展最重要的手段之一。1996 年，国际销售收入增长 32.5%，占销售收入净额（不包括商行和许可经营销售收入）的 37.3%，大量增长来自欧洲、亚洲（不包括日本）及包括澳大利亚和南非在内的其他市场。产品销售收入通过许可独立商店和精选的零售分销渠道取得。由于我们的经销商新开了其他独立商店，而且我们将继续扩展国际零售网络，因此我们预计国际市场将为我们的产品提供大量增长机会。

首次公开募股——7 月，我们完成了首次公开募股并在纽约证券交易所上市。通过使公司更好地实现资本化，我们已经做好了利用各种增长机会的准备。

1996 年面临的挑战

当我们为这些成就感到高兴之余，1996 年也见证了巨大的挑战和挫折。尽管我们的销售收入净额在增长，但是 1996 年营业收益和净收益相对于 1995 年显著下降，部分原因在于以下 3 个事项影响了 1996 年度经营成果：

DKNY Jeans 许可协议终止——1996 年 9 月，我们与 Designer Holdings 有限公司达成 DKNY

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

牛仔装许可协议。1997 年 3 月，牛仔装许可协议经双方共同同意终止，主要原因在于对许可协议中包含的产品系列的范围界定存在分歧。对公司而言，牛仔装许可协议所界定的核心产品范围不能增加到影响核心 DKNY 业务的水平极为重要。由于终止该协议，我们在 1996 年第 4 季度确认了 320 万美元费用，因为我们从 Designer Holdings 购买了为牛仔装许可协议开发的销售和营销计划、样品和其他材料。我们现在致力于在公司内部继续发展和扩展 DKNY Jeans 业务，并将利用 Designer Holdings 开发的材料继续这种努力。

1996 年秋季的广告战——在为 1996 年秋季的广告战融资过程中，我们发生了大约 500 万美元超预算广告费。这场受到评论界赞扬的广告战受到广泛的关注，为我们提高公众对 Donna Karan New York 男女服装精品和 DKNY 产品的关注程度提供了绝好机会。几乎就在发动广告战的同时，我们预计公司将通过签订 DKNY 牛仔装许可协议确认一笔可观的收益。

美容产品业务的困境——尽管 1996 年销售收入净额增长 46.4%，但美容产品部门的销售收入却比我们内部的预期低，从而影响了经营成果。正如以前所宣布的那样，我们修改了美容业务长期战略。我们认为我们已经创建了一项巨大的资产，但该项资产需要大量资本投入支持其实现全部潜能。因此，我们已经开始探究可能的美容业务许可、合资和出售。我们正在致力于寻找对 Donna Karan 美容产品公司的看法与我们自身的战略相一致并将使 Donna Karan New York 和 DKNY 品牌潜力最大化的战略合作伙伴。

除这些项目外，较高的公司和管理费用以及对新细分和现有业务投资的增加也影响我们的盈利能力。我们新建了零售发展部，以便增强我们在零售业的竞争地位。我们还通过增加销售人员和合作广告投入加强了我们的核心服装业务和国际许可经营。

作为这些项目的结果，试算销售和一般管理费用在销售收入净额中所占比例从 1995 年的 25.7% 提高到 1996 年的 29.1%，试算营业收益从 1995 年的 3 010 万美元下降到 1996 年的 2 010 万美元，试算净收益从 1995 年的 1 840 万美元（每股 0.86 美分）下降到 1996 年的 1 260 万美元（每股 0.59 美分）。

结　论

1996 年的财务结果是不令人满意的。我们正在确定和实施各项必要的革新，以抑制销售和一般管理费用增加，提高毛利率，在不牺牲质量、传统、“Donna Karan New York”和“DKNY”品牌形象的前提下取得持续增长。计划和已经实施措施包括以下方面：

控制成本——尽管我们的销售收入一直呈强势增长，但我们在控制 1996 年费用增长方面遇到的困难导致财务业绩令人失望。为提高财务业绩，高级管理层正在对企业进行全面彻底地考察，并试图削减或消除制约盈利能力的领域。高级执行副总裁和管理总裁的主要职责是监控公司的战略计划实施和执行成本控制行动。

对有吸引力的机会进行排序——我们品牌的总体实力和世界知名度为我们提供了一系列令人羡慕的增长机会。然而，我们面临着组织和资本约束，要求我们专注于能够提供最高收益和增加股东价值的领域。实现对所作努力进行优先排序目标的第一步是出售、许可经营或合资经营美容部的行动。我们将继续对公司现有和新业务的替代经营方式进行分析，包括合资、战略联盟和许可经营。

开发针对各部门的解决方式——我们公司而临的挑战因部门而异。例如，DKNY 女装精品部通过对精品进行细分来应付桥式服装市场中日益加剧的竞争，而 Donna Karan New York 女装精品部着

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

力于提高经营效率。高级管理层正在与各部门总裁协力开发各自的战略，以更好地利用我们所拥有的各种增长机会。

扩展董事会规模并强化管理层队伍——在过去 6 个月中，为更好地利用更多的机会，我们建设了一个更强大的董事会和管理层队伍。我们新增了 3 名有才干的外部董事会成员：M·威廉·本尼德图（M. William Benedetto），安德烈亚·琼格（Andrea Jung）和安·麦克劳克林（Ann McLaughlin）。我们还推选新任高级执行副总裁兼管理总裁杜威·K·谢伊（Dewey K. Shay）担任公司董事会成员。

尽管上述项目和投资对 1996 年财务业绩带来一定的不利影响，但我们仍对未来充满希望。我们很多部门的销售收入正在取得强势增长，而且通过细分女装精品对未来作出了重要投资。此外，我们正在开发一个更加集中的发展战略并致力于控制成本。我们从零售商和客户那里收到的对我们新近由 DKNY 精品细分出的 Donna Karan New York Signature 和“D”的积极反馈，我们的 DKNY 儿童系列产品和其他许可经营机会的潜力，以及有关企业的内在兴奋点也使我们对未来充满乐观。我们想感谢所有雇员、零售商、供应商和忠诚的客户。我们期望在你们的帮助下，继续增强品牌的全球认可度和成功度。

唐娜·卡伦
董事长、首席执行官兼总设计师
斯蒂芬·L·鲁佐
总裁兼首席经营官

独立审计师报告

Donna Karan International 公司董事会：

我们审计了 Donna Karan International 公司 1996 年 12 月 29 日合并资产负债表，以及结束于 1996 年 12 月 29 日的会计年度的相关合并损益表、合并股东权益表和合并现金流量表。我们也审计了 Donna Karan Company 及其联营公司 1995 年 12 月 31 日的资产负债表，以及 1995 年 12 月 31 日前两年各年的相关合并损益表和合并现金流量表。我们还对索引中项目 14（a）中列示的财务报表明细表进行了审计。编制这些财务报表和明细表是贵公司管理层的责任．我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表和明细表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述合并财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Donna Karan International 公司 1996 年 12 月 29 日的合并财务状况和结束于 1996 年 12 月 29 日的会计年度的合并经营成果和现金流量状况，以及 Donna Karan Company 及其联营公司 1995 年 12 月 31 日的合并财务状况和 1995 年 12 月 31 日前两年各年的合并经营成果和现金流量状况。此外，我们认为，如果把相关财务报表明细表与基本财务报表作为一个整体考虑，这些明细表在所有重要方面公正地反映了其中所提供的信息。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

ERNST & YOUNG LLP
纽约州纽约市
1997 年 3 月 25 日

Donna Karan International 公司损益表（附注 1）

（除每股金额外，以千美元计）	各年结束于 1995 年 1 月 1 日	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
净收入	420 164	510 126	612 840
销售成本	271 172	330 689	412 064
毛利	148 992	179 437	200 776
销售和一般管理费用	119 995	136 906	187 474
营业收益	28 997	42 531	13 302
其他收益（费用）			
在联营公司收益中拥有权益	—	2 519	3 089
利息收入	—	—	548
利息费用	(8 862)	(7 650)	(7 125)
分销票据的利息费用	—	—	(1 957)
其他费用	(2 651)	—	—
出售联营公司股份收益	—	18 673	—
所得税前收益	17 484	56 073	7 857
所得税备抵（利益）	1 139	2 398	(17 179)
净收益	16 345	53 675	25 036
试算——未经审计：			
所得税前历史收益		56 073	7 857
除所得税外的试算调整		23 943	1 436
试算所得税前收益		32 130	6 421
试算所得税前备抵		13 705	3 537
试算净收益		18 425	2 884
试算每股收益		0.91	0.02
试算加权平均流通在外普通股		16 017 032	18 742 533

参见财务报表附注。

Donna Karan International 公司——资产负债表

（以千美元计）	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
资产		
流动资产：		
现金和现金等价物	12 153	40 550
应收账款，减 1996 年 12 月 29 日备抵 26 757 美元和 1995 年 12 月 31 日备抵 22 507 美元后的净额	62 231	73 770
存货	85 655	100 680
递延所得税	1 302	25 207
预付费用和其他流动资产	8 644	14 466
流动资产合计	169 985	254 673
财产和设备，按成本计价——净值	22 505	32 402
递延所得税	380	6 106
储备物资和其他非流动资产	11 105	18 514
	203 975	311 695
负债、股东权益和合伙人资本		
流动负债：		
应付账款	53 825	73 394
应计费用和其他流动负债	15 766	34 192

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
长期债务的本年到期部分	7 759	282
流动负债合计	77 350	107 868
长期债务	45 779	36
承诺款项和或有负债		
股东权益和合伙人资本：		
前任所持普通股	1 146	—
普通股，每股面值 0.01 美元，额定股数 35 000 000 股，已发行和流通在外 21 468 034 股	—	215
普通股 A 级，每股面值 0.01 美元，额定股数 18 股，已发行和流通在外	—	—
普通股 B 级，每股面值 0.01 美元，额定股数 2 股，已发行和流通在外	—	—
优先股，每股面值 0.01 美元，额定股数 1 000 000 股，未发行和流通在外	—	—
股本溢价	—	186 899
留存收益和合伙人资本	79 748	17 487
累积折算调整	(48)	(331)
	80 846	204 270
减库藏股，按成本计价（19 958 股）	—	(479)
股东权益和合伙人资本合计	80 846	203 791
	203 975	311 695

参见财务报表附注。

Donna Karan International 公司——现金流量表

（以千美元计）	1995 年 1 月 1 日	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
营业活动			
净收益	16 345	53 675	25 036
将净收益调整为营业活动提供（使用）的净现金，调整出售 Donna Karan Japan 的影响后：			
折旧和摊销	7 590	6 742	11 309
坏账备抵	773	3 122	62
在联营公司收益中拥有权益，减收到现金的净额	—	(2 519)	(1 734)
递延税金	—	—	(29 631)
授予股票红利	—	—	2 522
出售联营公司股份收益	—	(18 673)	—
出售财产和设备损失	—	32	—
营业资产和负债的变动：			
应收账款增加	(9 658)	(14 392)	(11 601)
存货增加	(6 410)	(29 611)	(15 308)
预付费用和其他流动资产增加	(2 253)	(2 876)	(5 822)
储备物资和其他非流动资产增加	(3 543)	(4 956)	(10 619)
应付账款、应计费用和其他流动负债增加	4 887	27 905	37 995
营业活动提供的净现金	7 731	18 449	2 209
投资活动			
购买财产和设备	(3 445)	(4 289)	(16 262)
出售联营公司股份取得的净现金	—	23 526	—
出售财产和设备收入	—	42	—
投资活动提供（使用）的净现金	(3 445)	19 279	(16 262)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	1995 年 1 月 1 日	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
计划活动			
支付周转信贷额度，净值	(40 903)	(3 253)	(7 961)
长期债务收益	50 000	10 000	—
支付资本租赁债务	(230)	(237)	(259)
支付长期债务	—	(15 000)	(45 000)
支付销售票据	—	—	(114 484)
发行普通股	—	—	236 020
购买库藏股	—	—	(479)
向合伙人分配	(10 770)	(20 813)	(25 387)
融资活动提供（使用）的净现金	(1 903)	(29 303)	42 450
现金增加额	2 383	8 425	28 397
年初现金	1 345	3 728	12 153
年末现金	3 728	12 153	40 550
补充现金流量信息			
支付利息	8 420	6 410	6 594
支付税金	942	2 444	5 884

参见财务报表附注。

Donna Karan International 公司——财务报表附注，1996 年 12 月 29 日

1. 披露基础和主要会计政策

业务活动

Donna Karan International 公司（“DKI”）及其子公司在一个业务领域从事经营、设计、分包生产、营销和分销时装、装饰品和美容产品。其产品主要销往美国各地的百货商店和专营店。公司的大量产品根据与独立分包商签订的协议在亚洲生产。因此，公司的经营活动可能受到导致承包商所处国家贸易瓦解的政治不稳定的负面影响，也可能受到与进口相关的附加关税或规则的影响。

公司业务受作为服装行业特色的一般季节性趋势的影响，每一个会计年度上半年的净收入和净收益往往都低于下半年。

公司的一些客户从事杠杆收购或使其发生大量负债的交易，一些客户曾经或当前正在联邦破产法的保护下从事经营。公司没有出售其应收账款，并保持信用保险以最小化坏账风险。

在结束于 1995 年 1 月 1 日、1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日的会计年度，公司对一位客户的销售收入占全年销售收入的 12.4%、12.3%和 12.8%。在结束于 1995 年 12 月 31 日的会计年度，公司对另一位客户的销售收入占当年销售收入的 11.1%。

首次公开募股

1996 年 7 月 3 日，公司在首次公开募股中出售 10 750 000 普通股。在扣除发行折扣、佣金和专业费用后，公开募股净收入共计 2.36 亿美元。在股票发行收入中，大约共计 1.164 亿美元用于支付分配票据和应计利息，大约共计 7 680 万美元用于偿还公司募股前的定期借款和周转信贷协议，500 万美元用于根据雇佣协议支付一定的一次性奖金（包括在销售和一般管理费用中），460 万美元用于

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

支付一次性许可费（包括在销售成本中）。3 320 万美元余款用于公司其他用途。分配票据于 1996 年 4 月向原有公司的主要股东和一些联营公司发行，代表自募股前公司创建到预计募股收盘日期间募股前公司累积未分配应税收益（税金已于募股前支付）的预计值。

披露基础

DKI 于 1996 年 4 月在特拉华州组建。随着公开募股的进行，募股前公司的前任主要股东及其联营公司用所持有募股前公司的全部股份和合伙人利益投入 DKI，以交换 DKI 普通股（重组）。

由于募股前公司被所有者共同持有，其财务报表在合并的基础上提供。合并财务报表视同各主体自成立之日起作为一个合并集团经营编制。由于 DKI 在重组前没有从事任何业务，它没有包括在募股前公司的经营成果中。

募股前公司资产负债表中的普通股金额代表募股前公司包括的各公司流通在外普通股的合并面值或设定价值。

损益表披露

结束于 1996 年 12 月 29 日会计年度的公司损益表反映了募股前公司 1996 年 1 月 1 日—1996 年 7 月 2 日的经营成果以及公司 1996 年 7 月 3 日（募股完成日）—1996 年 12 月 29 日的经营成果。

结束于 1996 年 12 月 29 日的会计年度的经挑选损益表数据如下所示（募股日被认为是 1996 年 7 月 1 日）：

（以千美元计）	1996 年 1 月 1 日—6 月 30 日	1996 年 7 月 1 日—12 月 29 日	结束于 1996 年 12 月 29 日的会计年度合并
净收入	277 226	335 614	612 840
毛利	90 006	110 770	200 776
营业收益	12 563	739	13 302
其他收入（费用）	(4 569)	(876)	(5 445)
所得税前收益（损失）	7 994	137	7 857
所得税备抵（利益）	445	(17 624)	(17 179)
净收益	7 549	17 487	25 036

试算调整（未经审计）

损益表中的试算财务信息列示了假设一些交易在 1995 年发生对历史财务报表的影响。这些调整为：（i）1995 和 1996 年根据许可协议将向由 2 个公司主要股东及其联营信托公司拥有的一家公司支付的特许费增加额 1 280 万美元和 720 万美元；（ii）1995 和 1996 年根据雇佣协议向公司 2 个行政人员支付报酬减少额 230 万美元和 150 万美元；（iii）1995 和 1996 年假设根据公司信贷协议使用募股收入减少实际未偿还债务导致的利息成本减少额 620 万美元和 350 万美元；（iv）1995 和 1996 年本该根据公司信贷协议随流通在外债务的偿还冲减的递延融资成本摊销减少额 60 万美元和 80 万美元；（v）假设公司在整个期间都交纳联邦和附加州所得税导致的所得税增加额 1 130 万美元和 2 070 万美元（参见附注 15）；（vi）1995 年 2 030 万美元的调整，反映假设出售所持 Donna Karan Japan 70%股份发生在 1995 年 1 月 2 日的影响。销售收益已经被排除在外，而且作为销售的结果，公司损益表已经被调整，以反映公司在 1995 年 1 月 2 日—1995 年 3 月 31 日（销售日）期间使用权益法对所持 Donna Karan Japan 股份进行会计处理（参见附注 8）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

会计年度

公司的会计年度包括 52 或 53 周，结束于最接近 12 月 31 日的星期天。

存　货

存货按照成本（先进先出法）与市价孰低列示。

折旧和摊销

机械、设备和装置的折旧（包括按照资本租赁进行会计处理的金额）使用直线法和加速折旧法在 5—7 年的预计使用寿命期内计算。租赁资产改良支出使用直线法在租赁期限（在一些情况下包括预计续租期）内摊销。公司承担的建设店内橱窗展示的成本被资本化，并使用直线法在 4 年的预计使用期限内摊销。公司根据特许协议承担的建设独立零售店的成本被资本化，并使用直线法在 8 年的预计使用期限内摊销。1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日，这些成本的未摊销余额分别为 2 034 000 美元和 10 848 000 美元，包括在所附资产负债表的“储备物资和其他非流动资产”项目中，在结束于 1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日的会计年度，这些成本的摊销费用分别共计约 40 万美元和 140 万美元。主要增置和改良支出被资本化，维修保养成本在发生当期冲减收益。

广告费

公司在相关广告首次露面（通常在生产成本发生后 6 个月内）时将广告成本记作费用。在 1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日，广告成本分别共计 1 334 000 美元和 1 288 000 美元，包括在所附资产负债表的“预付费用和其他流动资产”中。在结束于 1995 年 1 月 1 日、1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日的会计年度，包括与公司创意服务部相关成本在内的广告、营销和公关费用分别为 35 409 000 美元、33 831 000 美元和 53 191 000 美元。

收入确认

销售收入在产品装运时确认，如果由公司自有代销店销售，则在收到货款时确认。公司在销售时建立预计退回备抵。特许经营收益在赚取时确认，而且包括在净收入中。

现金流量表

为编制现金流量表，公司在购买将在 3 个月或更短期限内到期的具有高度流动性的投资时将其视做现金等价物。

预计的使用

根据公认会计准则编制财务报表要求管理层对影响财务报表编制日资产和负债报告金额及或有资产和负债披露，以及报告期间收入和费用报告金额的事项作出预计和假设。实际结果可能与这些预计有所差别。

2. 存货

存货包括以下内容（以千美元计）：

	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
原材料	16 369	16 780
在产品	11 697	11 030
产成品	57 589	72 870
	85 655	100 680

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

4. 借款

长期债务包括以下内容（以千美元计）：

	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
周转信贷协议	7 961	—
定期贷款 A	15 000	—
定期贷款 B	20 000	—
定期贷款 C	10 000	—
资本租赁债务	577	318
	53 538	318
减本年到期部分	(7 759)	(282)
	45 779	36

1995 年 12 月 31 日，公司拥有一份经修改的信贷额度协议，包括 60 000 000 美元定期贷款（定期贷款 A、B 和 C）以及可用于开立信用证、承兑票据或取得不超过 105 000 000 美元直接借款的周转信贷限额。根据周转信贷限额取得的直接借款按照高于牵头银行优惠利率 1.5%计算利息，而且以按照符合条件的应收账款、存货和信用证为基础计算的借款基数为限。

信贷协议提供各种借款利率选择权，包括按照高于伦敦同业拆放利率一定百分比计算的借款利率。

公司使用公开募股所得收入偿还了全部现有信贷额度下的应付款项。1996 年 9 月，公司签订一份金额 1.5 亿美元，期限 3 年的新周转信贷协议。根据新信贷协议，直接借款可以由公司选择按照牵头银行优惠利率或高于伦敦同业拆放利率一定百分比计算利息，而且以按照符合条件的应收账款、存货和信用证为基础计算的借款基数为限。新协议由公司应收账款、存货和一些无形资产以及公司子公司的所有股权担保。新协议还包括一些限制性的保证条款，要求公司保持一定的财务比率，并限制投资、额外债务和股利支付。1996 年 12 月 29 日，新信贷协议下没有未清偿的款项。

与这些信贷额度相联系，公司发生了一些融资成本，这些成本被递延或正在新协议的剩余期限内摊销。在 1996 年 12 月 29 日，未摊销融资成本约为 952 000 美元，包括在所附资产负债表的“储备物资和其他非流动资产”中。1995 和 1996 年的递延融资成本摊销额分别为 80 万美元和 350 万美元，包括在利息费用中。

公司根据长期不可撤销租赁协议租赁一些财产和设备，按照资本租赁进行会计处理。这些租赁协议在 1998 年前的不同日期到期。在 1996 年 12 月 29 日，未来最低租金支付款如下所示（以千美元计）：

1997	299
1998	37
	336
利息金额	18
全部未来最低租金支付款的现值	318
减本年到期部分	282
资本租赁债务的长期部分	36

在 1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日，尚未清偿的信用证和承兑票据分别约为 33 934 000 美元和 43 594 000 美元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

5. 应计费用和其他流动负债

应计费用和其他流动负债包括以下内容（以千美元计）：

	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
应计营业费用	8 590	12 779
应计所得税	2 351	8 010
应计报酬	885	6 260
应计许可权使用费	—	5 133
除所得税外的应计税金	2 244	948
其他	1 696	1 062
	15 766	34 192

7. 租赁

根据办公室，仓库和零售设施，以及设备的不可撤销经营租赁协议，在 1996 年 12 月 29 日，未来最低年租金承付款如下所示（以千美元计）：

1997	14 531
1998	13 942
1999	12 491
2000	10 490
2001	9 455
其后	30 139
	91 048

此外，一些租约包含续租 10 年的租赁选择权，其他租约包括以销售收入为基础的或有支付款。

在结束于 1995 年 1 月 1 日、1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日的会计年度，租金费用分别共计约 12 498 000 美元、14 105 000 美元和 15 037 000 美元。

8. 出售所持联营公司股份

公司通过 Donna Karan Japan 在日本从事经营。DSTF Japan Company 与 Donna Karan Japan 之间有一份利润共享协议（"DSTF 协议"）。根据该协议，Donna Karan Japan 税前收益的 90%分配给 DSTF Japan Company。1995 年 3 月 31 日，公司将在 DSTF 协议中所持 70%股份和在 Donna Karan Japan 中所持 70%股份出售给一家非联营公司。公司确认扣除交易成本后的净收益 18 673 000 美元。在该项出售后，公司记录在 Donna Karan Japan 公司通过所持 DSTF 协议中 30%股权拥有的 27%股份，以及在 Donna Karan Japan 公司通过所持其剩余股权拥有的 3%股份。因此，公司使用权益法对所持 Donna Karan Japan 公司 30%合并股权进行会计处理。在结束于 1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日的会计年度，权益收益分别共计约 2 519 000 美元和 3 089 000 美元。在进行出售股权交易的同时，公司与 Donna Karan Japan 达成一份协议。该协议规定根据 Donna Karan Japan 的销售收入净额收取一定的报酬。管理层报酬收益用于抵消销售和一般管理费用，在结束于 1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日的会计年度分别共计约 1 130 000 美元和 1 790 000 美元。1995 年 12 月 31 日和 1996 年 12 月 29 日对 Donna Karan Japan 的权益投资 2 531 000 美元和 3 076 000 美元包括在所附资产负债表的"储备物资和其他非流动资产"项目中。

9. DKNY Jeans 许可协议

1996 年 9 月 27 日，公司与其子公司 Designer Holdings 有限公司（被许可人）签订一份 30 年期

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

许可协议，许可其以“DKNY Jeans”商标独家生产、销售和分销男女和儿童牛仔装（除一些例外情况外）。根据该协议，公司从被许可人处收取 600 万美元初始支付款，用以偿还公司为创立和开发 DKNY Jeans 商标发生的一些相关成本。公司还有权在 2000 年前的 4 年期间内收取共计 5 400 万美元的额外支付款，年许可权使用费，以及按销售收入净额收取的管理费。

年末，公司及被许可人同意结束该协议。与该协议结束相联系，公司偿还先前收到的 600 万美元初始支付款和 130 万美元预收特许权使用费。此外，为确保 DKNY 牛仔装业务的平稳转型，公司以 320 万美元购买了为牛仔装许可协议开发的所有销售和营销计划、样品、织品和其他材料。在 1996 年 12 月 29 日，这些成本已经被累计起来，并包括在所附财务报表的销售和一般管理费用中。

10. 关联方交易

1996 年 7 月 3 日，公司与由 2 个公司主要股东及其联营信托公司拥有的公司 Gabrielle Studio 达成许可经营协议，Gabrielle Studio 授予公司使用“Donna Karan”、“Donna Karan New York”、“DKNY”、“DK”和所有其他商标的永续专营权。根据 Gabrielle 许可协议，公司按照使用许可商标产品的销售收入净额向 Gabrielle Studio 支付特许权使用费。在 1996 年 12 月 29 日前 6 个月中，公司发生 930 万美元许可权使用费，这些费用包括在销售成本中。此外，与达成 Gabrielle 许可协议相联系，公司向 Gabrielle Studio 一次性支付 460 万美元，这笔支出也包括在销售成本中。

15. 所得税

募股前公司包括的各企业是合伙企业或根据美国国内税法是作为 S 类公司纳税的公司，因此，在结束于 1995 年 1 月 1 日和 1995 年 12 月 31 日的会计年度以及 1996 年 7 月 2 日（募股前 1 天）前 6 个月，所附财务报表中没有预提联邦所得税备抵，因为这种税金是合伙人的负债。公开募股后，公司开始需要交纳联邦和额外州所得税。

公司根据财务会计准则公告（SFAS）第 109 号“所得税会计”对所得税进行会计处理，该公告要求所得税的会计处理采用资产和负债法。在资产和负债法下，通过将颁布的未来年度适用法定税率应用于出于财务报告目的计算的现有资产和负债的账面价值与出于税务报告目的计算的应税价值之间的差额，把“临时性差异”的税收影响确认为递延所得税。

在缴纳联邦和额外的州所得税的同时，公司依照 SFAS 第 109 号记录递延所得税，并在损益表中记录相应的税收利益。根据募股前公司的最终纳税申报表确定的实际金额约为 1 900 万美元，在募股日带来共计约 2 070 万美元递延所得税资产，其中包括一些按历史成本记录的联邦和州所得税资产。

所得税备抵包括以下内容（以千美元计）：

	各年结束于		
	1995 年 1 月 1 日	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
当年所得税：			
联邦所得税	—	—	8 605
州和地方所得税	1 113	2 242	2 717
国外所得税	386	278	1 130
	1 499	2 520	12 452
递延所得税	(380)	(122)	(29 631)
	1 139	2 398	(17 179)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

递延所得税反映出于财务报告目的计算的资产和负债的账面价值与出于税务报告目的计算的应税价值之间的临时性差异的净影响。包含公司递延所得税净资产的主要项目如下所示（以千美元计）：

	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
流动：		
存货资本化	70	1 046
可疑账款备抵和其他应收款相关准备	270	14 430
存货准备	—	2 990
其他账面应计项目	962	6 741
	1 302	25 207
非流动：		
折旧	380	6 106
	1 682	31 313

试算所得税备抵代表假设公司在整个期间都缴纳联邦和额外州所得税应当报告的所得税备抵。试算所得税备抵依照财务会计准则公告第 109 号计算。

试算所得税前试算收益的国外和国内组成部分如下所示（以千美元计）：

	各年结束于	
	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
国内	26 676	1 565
国外	5 454	4 856
	32 130	6 421

试算所得税备抵包括以下内容（以千美元计）：

	各年结束于	
	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
本期所得税：		
联邦所得税	12 215	11 642
州和地方所得税	4 936	4 777
国外所得税	643	1 130
	17 794	17 549
递延所得税	(4 089)	(14 012)
	13 705	3 537

下表列示了试算公司实际所得税率与美国联邦法定税率之间差异的调整：

	各年结束于	
	1995 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 29 日
联邦法定税率	35.0%	35.0%
州和地方所得税率，减联邦税收利益后的净税率	7.6	7.0
与国外收益相关的税率，减税收减免后的净税率	1.9	14.0
其他项目，净税率，每个项目的税率不超过联邦法定税率的 5%	(1.8)	(0.9)
	42.7%	55.1%

16. 各季度经营成果（未经审计）

以下是 1996 和 1995 年未经审计的各季度经营成果摘要（除每股金额外，以千美元计）：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	各季度结束于			
	3月31日	6月30日	9月29日	12月29日
1996				
销售收入净额	159 585	117 641	173 415	162 199
毛利	52 861	37 145	55 506	55 264
净收益（损失）	11 701	(4 252)	16 444	1 043
每股数据：				
净收益（损失）	0.73	(0.26)	0.77	0.05
加权平均或试算加权平均流通在外普通股股数	16 017 032	16 017 032	21 468 034	21 468 043

	各季度结束于			
	4月2日	7月2日	10月1日	12月31日
1995				
销售收入净额	120 693	102 731	152 389	134 313
毛利	44 203	31 112	56 162	47 960
净收益（损失）	26 726	(1 325)	20 022	8 252
每股数据：				
净收益（损失）	1.67	(0.08)	1.25	0.52
加权平均或试算加权平均流通在外普通股股数	16 017 032	16 017 032	16 017 032	16 017 032

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Echlin Versus SPX

1998 年 2 月 17 日，汽车检测设备制造商 SPX 公司以每股 48 美元出价购买 Echlin 公司——一家设备和汽车替代零件生产商的全部流通在外股份。然而，收购出价没有得到 Echlin 董事会的回应，从而促使 SPX 召集特别股东大会，通过投票表决取代 Echlin 董事会。

由于 Echlin 的董事会支持康涅狄格州立法机构通过使敌意收购者更难取代目标公司董事会的法案，两家公司管理层之间的敌对情绪进一步升级。SPX 的总裁兼首席执行官约翰·布莱斯通（John Blystone）的反应是：

> 在业绩不佳的公司中不存在工作安全性。（Echlin 的高级管理层）正悲观地试图利用康涅狄格州的旗帜保护自己，而不惜牺牲工人和股东的利益。[1]

Echlin 的总裁兼首席执行官拉里·麦柯迪（Larry McCurdy）反驳说：

> SPX 对 Echlin 及其董事会的攻击不仅是毫无根据的，而且是错误和骗人的。[2]……他们（SPX 的高级管理层）似乎一点不了解修理用零部件市场和零部件分销的要求。事实上，他们的一些计划是相当幼稚的，特别是削减 Echlin 雇员的打算。[3]

汽车零部件行业

20 世纪 90 年代，历史上一直高度细分的汽车零部件行业开始了合并的历程。在《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）的一篇报告中，对这种趋势作了以下解释：[4]

> 几乎所有汽车零部件行业中的主要参与者都在寻找收购机会……促使合并的原因在于汽车制造商开发和生产汽车的方式发生了根本性的变革。三大汽车制造商及其国外竞争对手都在推动零部件制造商承担更多的研究和开发以及涉及诸如刹车、内饰和悬架等主要汽车系统的设计职责。在汽车制造商完成几乎全部设计之前，要求供应商根据汽车制造商的设计图制作零部件。

因此，合并使汽车零部件制造商得以进行相关系统的协调、设计和制造，并利用这些活动的规模经济效应。例如，Lear 公司在收购了 ITT Seat Subsystems、Dunlop Cox、Borealis、Masland 和

该案例由研究助理 Penny Joseph 在 Paul M. Healy and Bjorn N. Jorgensen 教授的指导下编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1998, President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-199-010。

1 Thomas Scheffey, The Connecticut Law Tribune, March 9, 1998.
2 PR Newswire, March 8, 1998.
3 Ted Arnold, Automotive Marketing 27, No. 3, p. 68.
4 Arthur Cummins, Wall Street Journal, February 20, 1998.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Automotive Industries 后，能够为两家主要客户——福特和通用汽车公司设计和生产全部汽车内饰。合并还有利于提高全球零部件供应商的创造力，从而满足主要亚洲和欧洲市场汽车制造商的需求。最后，合并能够为零部件行业中的公司与汽车制造商谈判提供更大的优势。

在 1993—1997 年间，美国汽车零部件行业的销售收入增长率为健康的年均 7.3%。然而，1997 年行业销售收入增长率下降到 3.2%。替代品市场（尤其是重型卡车零部件市场）也因新汽车和替代零部件质量的提高延长了汽车的使用寿命而疲软。考虑到 1997 年亚洲的严重经济低迷和世界范围内汽车市场的生产能力过剩，行业增长率立即反弹的前景似乎并不乐观。

ECHLIN

Echlin 公司于 1915 年在旧金山创建，是一家世界领先的商用车辆组件和汽车液体处理系统供应商。公司的主要产品包括刹车和发动机替代零部件，客户包括仓储式分销商、零售商、汽车经销商、零部件制造商和轿车制造商。1997 年，Echlin 的销售收入超过 35 亿美元，其中 75%来自替代零部件销售，25%来自设备销售。

在保持几年优良业绩后，Echlin 的股票价格在 1994—1997 年处于停滞状态。高级管理层继续许诺提高利润，但经营业绩没有发生显著的变化。毛利率下降，产品退货率上升，需求疲软。1997 年，斯科特·格里尔（Scott Greer，总裁和经营总裁）辞职，弗雷德·曼彻斯基（Fred Mancheski，董事长兼首席执行官）退休。1997 年 3 月，拉里·麦柯迪担任首席执行官。麦柯迪于 1983 年作为财务部副总裁加入 Echlin，但 3 年后离开公司去担任 Moog Automotive 公司总裁兼首席执行官。他带着“改造它还是修正它”的计划回到 Echlin，并很快提出重新定位计划以提高股东价值。[5] 在概括重新定位计划时，麦柯迪说：[6]

> 该计划的要素包括退出业绩不佳或非战略性业务，工厂合理化，旨在提高利润的积极成本削减，加强资产管理和提高现金流量收益，以及实施 EVA 框架增加价值的坚定承诺。[7]

1997 年 9 月，麦柯迪宣布，他预计根据重组计划退出业绩不佳业务将带来 2.5 亿—3.5 亿美元现金。读卡机和进入控制系统制造商 Sensor Engineering 和聚乙烯螺杆压片机制造商 Preferred Plastic Sheet 随后被出售。公司还收购了几家其他汽车零部件公司，包括 Long Manufacturing（液体处理系统）、Nobel Plastiques（伺服控制生产线）、Brosol（燃料注入通道）、Iroquois Tool Systems（汽车刹车系统的鼓和片）和 ITT Automotive（刹车组件）的北美修理用零件部。

在附录 1 和 2 中列示的 Echlin 1997 年财务报表中，重新定位计划的影响是很明显的。公司发生了 2.54 亿美元重组费用，以反映工厂关闭与合并、业务退出和资产冲销。公司还报告了 4 690 万美元净损失。

---

5 John Couretas, “McCurdy Returns to Echlin with Fix-it or Sell-it Strategy,” Automotive News, March 31, 1997: 26D.

6 Business Wire Inc., February 17, 1998.

7 EVA 是在报告收益的基础上调整资本费用的一个财务指标。相对于收益而言，EVA 通常被视做能够增强管理层投资于提高股东价值的资本项目的动机（参见 G. Bennett Stewart III, Stern Stewart & Co., “EVA: Fact and Fantasy,” Journal of Applied Corporate Finance 7, No. 2, Summer 1994: 71）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

SPX

SPX 公司创建于 1911 年，最初名为 Piston Ring Co.。该公司起初专门为主要汽车制造商生产活塞环，但由于发生了一系列收购，它成为机动车辆经销商网络专业服务工具和设备制造商。在经历了 20 世纪 90 年代初期的暗淡经营业绩后，1995 年约翰·布莱斯通当选公司董事长、总裁兼首席执行官。布莱斯通拥有在通用电气长期而成功的工作履历。他于 1978 年进入通用电气，并升任 Nuovo Pignone 首席执行官和 GE Power Systems 的欧洲地区总裁。

布莱斯通到达 SPX 后不久，便在其 2 个经营单位：Service Solutions 和 Sealed Power 进行了一系列重组。Service Solutions 生产特制服务手工工具和设备，Sealed Power 生产活塞环、气缸套和凸轮轴。1995 年，Service Solutions 的 5 个部门被合并，而 Sealed Power 的德国工厂被关闭。1996 年，2 个单位都采纳了提前退休方案，Service Solutions 执行了一项成本削减动议。1997 年，SPX 再次对 Service Solutions 进行重组，包括合并 2 个部门和冲减 1 项资产。作为这些重组行动的结果，1995 年公司发生重组费用 1 970 万美元，1996 年发生重组费用 2 000 万美元，1997 年发生 1.165 亿美元。附录 3 列示了 SPX 的主要业绩指标摘要。附录 4 列示了 SPX 1995—1997 年现金流量表。

股票市场对 SPX 进行的重组反应积极，1995 年 12 月—1998 年 3 月间，公司股票价格提高了 5 倍。

对 Echlin 的计划收购

当 1997 年 SPX 购买 416 000 Echlin 普通股时，它首次公开显示出对收购 Echlin 的兴趣。1998 年 2 月 17 日，SPX 正式向 Echlin 董事会出价收购 Echlin 全部流通在外股份，收购价格为每股 48 美元，其中 12 美元为现金，其余使用 SPX 股票。

尽管 SPX 和 Echlin 侧重于汽车零部件行业中的不同市场，但它们的业绩受许多相同经济因素的影响，特别是对替代品零部件和汽车修理零部件的需求。此外，由于汽车经销商和修理厂既购买 Echlin 的替代品零部件，也购买 SPX 的工具，2 家公司的客户有所重叠。根据对替代品市场和新轿车市场发生的变化的了解，SPX 的管理层预计它将能够在第 1 年全年为 Echlin 带来至少 1.25 亿美元年成本节约额，其后可以通过削减员工约 3 000 人（Echlin 全球员工总数的近 10%）带来 1.75 亿美元的年成本节约额。SPX 还计划重组或剥离 Echlin 的不良资产，并加紧在整个公司实施基于 EVA 的报酬计划。

由于 Echlin 的董事会没有对 SPX 的出价收购作出反应，SPX 要求召集特别股东大会，通过投票表决取代 Echlin 董事会。这促使 Echlin 的董事会支持康涅狄格州立法机构的第 5695 号议会法案。根据这项被提议的新立法，即使所有股东投票表决同意取代目标公司现有董事会，该董事会也不能在 1 年内被取代。此外，该法案还提议，如果股东确实在敌意收购中投票表决同意替代董事会，则未来 5 年中，新董事会只能由现有董事会选举产生。

随着围绕计划收购产生的敌对情绪的加剧，两家公司的管理层都希望争取到 Echlin 股东的信任。拉里·麦柯迪正在考虑给 Echlin 的股东写一封信，解释为什么公司在现有管理层的控制下能够增加价值。约翰·布莱斯通也在思量如何使 Echlin 的股东确信他的管理团队应当获得使公司实现经

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

营好转的机会。

思考题

1. 假设你是约翰·布莱斯通。准备写给 Echlin 股东的一封短信，解释收购对公司的益处。
2. 假设你是拉里·麦柯迪。准备写给 Echlin 股东的一封短信，解释应当拒绝收购要约的理由。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Echlin 公司 1997 年度报告：摘自经营和财务状况回顾

1997 会计年度，Echlin 的销售收入从 31.3 亿美元增加到 35.7 亿美元，增长 14.1%。可比经营活动带来 2.0%的收益收入增长，其中包括价格提高（1.0%）和新产品（2.8%），一部分被业务量下降（1.4%）和不利货币折算差异（0.4%）所抵消；其余 12.1%来自收购和出售 2 个业务单位 Sensor Engineering 和 Preferred Plastic Sheet。

我们今年收购了 5 家大公司：Long Manufacturing、Nobel Plastiques、Brosol、Iroquois Tool Systems 和 ITT Automotive 的北美修理用零件部。我们的销售收入还包括来自 1995 年 12 月收购的 Handy & Harman 公司汽车分部的 12 个月收入。

去年，销售收入增长 15.1%。现有企业带来 4.1%的增长，其余增长来自被收购企业。业务量很平稳，但新产品和新价格分别带来 3.4%和 1.6%的增长。

国内业务收入增长 2.6%

不考虑收购，公司的美国营业收入增长 2.6%。产品引进使销售收入增长 3.0%，价格提高使销售收入增长 0.9%，同时，业务量下降使销售收入减少 1.3%。

几个行业因素导致业务活动消沉。首先，对修理用组件（特别是引擎下组件）的需求疲软。新生产出的重型卡车的销量也下降。此外，商品退货率超过正常水平，因为客户对萧条市场的反应是重新修整自己的存货。

1996 年，国内业务收入增长 3.7%。增长产生于产品引进（3.8%）和价格提高（1.3%），被业务量的下降抵消 1.4%，因为除汽车刹车和设备生产线外的所有领域都出现销售量下降。重型车辆零部件损失最重，因为北美拖拉机和拖车的产量削减了 25%。

离岸业务保持平稳

不考虑收购，公司的国外营业收入增长 0.4%。增长产生于新产品销售（2.2%）和新价格提高（1.1%），被业务量的下降抵消 1.7%。货币波动也使销售收入减少 1.2%。

1997 年期间，Echlin 的欧洲和墨西哥汽车公司经营得很好。但是，提供重型零部件的欧洲部门以及全世界范围内的其他修理用零部件部门的业务都很萧条。汇率的变动也使销售收入减少，因为在这一年中，美元对除英镑外的所有货币都贬值。这对德国子公司的影响最大。

去年，国际业务收入增长 5.1%。增长产生于业务量增加（3.2%）、价格提高（2.3%）和新产品销售（2.5%），一部分被汇率不利变动导致的收入减少（2.9%）抵消。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

毛利率下降 2.1 个百分点

1997 年，毛利率从 26.2%下降到 24.1%，下降 2.1 个百分点。毛利率下降的原因很多，大量退货以及客户和产品组合的变动是主要因素。我们发生的制造费用也比计划少，因为我们缩减了生产规模以适应需求的缓慢增长。此外，我们收购的一些企业是设备生产商，这些生产商实现的毛利通常低于修理用零部件供应商。

同样的因素影响了去年的毛利率水平。Echlin 1996 年的毛利率比 1995 年低 2.7 个百分点。

销售收入的增长速度超过费用

1997 年，销售和管理费用增长 11.4%。部分增长产生于研究和开发活动，因为我们扩展了研发活动，以便为未来车辆设计新产品。

尽管营业费用上升，但它们在销售收入中所占比重已经是连续第 7 年下降，从 1995 年的 19.5%下降到 1996 年的 18.4%，再到 1997 年的 17.9%。这反映出我们在削减成本方面取得的成功，也反映出我们的设备生产部门的影响，它们往往比替代品零部件提供部门拥有更低的费用对销售收入比率。

利息费用提高 20.4%

1997 会计年度，利息费用提高 20.4%。借款利率仍然与去年相同，但公司发生了更多的债务，主要用于为收购融资。利息收入也有所上升，因为我们在波多黎各的投资组合获得的收益提高。

1996 会计年度，利率下降，但债务水平提高使利息费用提高 11.8%。

报告的重新定位费用

今年，Echlin 采取了很多措施，以使公司重新定位并提升未来股东价值。我们记录了 2.541 亿美元税前费用，其中包括价值减损或闲置资产的冲销，工厂关闭和合并成本，以及非核心和低利润部门的出售。

1997 会计年度，我们还出售了 2 家企业:Sensor Engineering 和 Preferred Plastic Sheet。它们共提供 2 870 万美元税前收益。

这些行动共使净收益减少 1.643 亿美元，每股收益减少 2.63 美元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

Echlin 公司合并财务报表和经挑选的脚注

合并损益表

(除每股数据外，以千美元计)	各年结束于 8 月 31 日 1997	1996	1995
销售收入净额	3 568 572	3 128 728	2 717 866
销售成本	2 707 081	2 309 037	1 932 461
销售毛利	861 491	819 691	785 405
销售和管理费用	640 108	574 592	531 286
重新定位和其他特别费用	254 115	—	—
出售企业收益	(28 651)	—	—
营业收益（损失）	(4 080)	245 099	254 119
利息费用	52 914	43 933	39 313
利息收入	(12 246)	(10 990)	(15 674)
利息费用净额	40 668	32 943	23 639
税前收益（损失）	(44 748)	212 156	230 480
所得税备抵	2 158	69 946	76 058
净收益（损失）	(46 906)	142 210	154 422
平均流通在外股数	62 601	61 919	59 476
每股收益（损失）	(0.75)	2.30	2.60

合并资产负债表

（以千美元计）	各年结束于 8 月 31 日 1997	1996
资产		
流动资产：		
现金和现金等价物	22 239	16 106
应收账款，减可疑账款备抵 4 505 美元和 5 621 美元	438 558	370 837
存货：		
原材料和组件	179 599	167 215
在产品	92 389	87 140
产成品	422 650	425 027
存货合计	694 638	679 382
其他流动资产	54 134	42 687
流动资产合计	1 209 569	1 109 012
财产、厂房和设备：		
土地	39 216	36 881
建筑物	235 028	218 086
机械和设备	1 084 004	900 528

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	各年结束于 8 月 31 日 1997	1997
财产、厂房和设备成本	1 358 248	1 155 495
累计折旧	(635 717)	(534 186)
财产、厂房和设备净值	722 531	621 309
有价证券	82 418	83 578
无形资产	323 060	226 292
其他资产	36 625	90 563
资产合计	2 374 203	2 130 754
负债和股东权益		
流动负债：		
应付银行票据	42 746	21 596
长期债务本年到期部分	4 693	6 286
应付账款	296 123	264 532
应交税金	13 097	33 985
应计报酬	84 712	67 265
其他应计负债	232 652	130 563
流动负债合计	674 023	524 227
长期债务	710 422	468 013
递延所得税	76 057	129 640
股东权益：		
优先股，无面值：额定股数 1 000 000 股，未发行	—	—
普通股，每股面值 1 美元：额定股数 150 000 000 股，已发行 63 373 683 和 62 242 279 股	63 374	62 242
股本溢价	372 197	350 935
留存收益	557 153	658 235
外币折算调整	(82 725)	(61 953)
未实现投资收益净额	6 697	2 410
库藏股，按成本计价，270 264 股	(2 995)	(2 995)
股东权益合计	913 701	1 008 874
负债和股东权益合计	2 374 203	2 130 754

附录 2 资料来源：Echlin, Inc. 1997 Annual Report。

1995 和 1994 年 8 月 31 日总资产分别为 1 961 008 美元和 1 577 406 美元。1995 和 1994 年 8 月 31 日股东权益总额分别为 909 267 美元和 798 971 美元。

合并现金流量表

（以千美元计）	各年结束于 8 月 31 日 1997	1996	1995
营业活动产生的现金流量：			
净收益（损失）	(46 906)	142 210	154 422
将净收益（损失）调整为营业活动提供的净现金：			
折旧和摊销	113 938	90 875	76 609
重新定位和其他特别费用	252 041	—	—
企业出售收益	(28 652)	—	—
流动资产和流动负债的变动，不包括收购：			
应收账款	(11 056)	(83 286)	(9 448)
存货	(8 512)	24 427	(94 133)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	各年结束于 8 月 31 日 1997	1996	1995
其他流动资产	(5 146)	(11 892)	(5 314)
应付账款	4 590	44 486	576
应计税金	(23 252)	(6 660)	(4 173)
递延所得税	(54 847)	42 797	22 869
应计负债	(3 035)	(12 948)	(11 762)
其他	(5 907)	(3 001)	(22 602)
营业活动提供的现金	183 256	227 008	107 044
融资活动产生的现金流量：			
长期和短期借款	917 172	615 532	721 232
长期和短期借款的偿还	(690 454)	(647 626)	(524 664)
应收账款出售	—	75 000	—
普通股发行收入	4 560	2 770	5 200
支付股利	(55 623)	(51 806)	(46 987)
融资活动提供（使用）的现金	175 655	(6 130)	154 781
投资活动产生的现金流量：			
资本支出	(149 195)	(104 384)	(103 894)
财产、厂房和设备处置的账面净值	8 454	3 143	1 515
有价证券出售收入	9 823	22 592	13 087
企业出售收入	73 253	—	—
购买企业：			
营运资本净额	(80 021)	(93 232)	(25 382)
财产、厂房和设备及无形资产	(252 099)	(57 305)	(176 830)
承担债务	38 877	1 013	—
投资活动使用的现金	(350 908)	(228 173)	(291 504)
汇率变动对现金的影响	(1 870)	(4 299)	3 563
现金和现金等价物增加（减少）额	6 133	(11 594)	(26 116)
年初现金和现金等价物	16 106	27 700	53 816
年末现金和现金等价物	22 239	16 106	27 700

经挑选的财务报表附注

重新定位和其他特别费用

1997 会计年度第 4 季度，公司记录旨在提高公司竞争力和生产力的税前重新定位和其他特别费用 254 115 000 美元。预计重新定位行动将于 12 个月内完成。

重新定位费用包括与设施重新配置和合理化以及将待处置企业价值冲减至可实现净值（101 154 000 美元）相关的费用，包括解职费 14 507 000 美元。此外，与不再使用的商标相关的商誉被冲销（27 164 000 美元），与终止经营和被合理化的生产线相关的存货被冲减（43 606 000 美元），因设施关闭和生产线合理化而闲置的财产、厂房和设备被冲减（21 868 000 美元），其他投资和递延客户购置成本被冲销（60 323 000 美元）。

1997 会计年度重新定位行动的现金支出共计 2 074 000 美元，主要用于支付员工解职费。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

SPX 公司经挑选的财务比率

	定义	1997	1996	1995
销售收入（以百万美元计）		922.3	1 109.4	1 098.1
杜邦分析：				
权益收益率	净收益/期初权益	−13.0%	−38.4%	−3.3%
=销售收益率	税前净收益/销售收入	−1.50%	−5.6%	−0.5%
*资产周转率	销售收入/期初资产	1.50	1.33	1.18
*资产/权益	期初资产/期初权益	5.82	5.13	5.95
盈利能力：				
销售毛利率	(销售收入−销售成本)/销售收入	27.5%	23.4%	22.3%
营业收益/销售收入[a]		−4.6%	−1.5%	2.8%
营业收益/资产[a]	营业收益/平均资产	−7.3%	−2.8%	3.7%
周转率：				
固定资产周转率	销售收入/期初固定资产	7.5	5.2	5.1
应收账款周转天数	365/(销售收入/期末应收账款)	68.4	31.6	43.3
存货周转天数	365/(销售收入/期末存货)	50.7	46.9	64.5
应付账款周转天数	365/(销售收入/期末应付账款)	49.9	22.8	30.5
杠杆：				
债务对资本比率	(应付票据+长期债务)/(应付票据+长期债务+权益)	1.3	0.7	0.7
利息保障倍数（收益）	(净收益+利息费用+税金费用)/利息费用	1.5	(0.7)	0.9
利息保障倍数（现金）	(营业活动产生的现金流量+利息费用+税金费用)/利息费用	1.4	4.2	2.9

a.1997、1996 和 1995 年的营业收益分别包括税前费用 1.165 亿美元、8 790 万美元和 1 070 万美元。

资料来源：SPX 1997 和 1996 年度报告。比率由案例作者计算。

附 录 4

SPX 公司合并现金流量表

（以千美元计）	1997	1996	1995
营业活动产生的现金流量：			
营业活动产生的净收益（损失）	(13 748)	(62 271)	(5 276)
将净收益（损失）调整为营业活动提供的净现金：			
非常损失	10 330	6 627	1 078
折旧和摊销	24 977	40 764	43 522

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（以千美元计）	1997	1996	1995
少数股权	360	(5 288)	(558)
特别费用	116 500	—	10 724
企业出售收益	(71 895)	—	—
非现金商誉冲销	—	67 817	—
根据员工持股计划确认的报酬	4 238	4 421	3 026
递延税金	6 812	(5 240)	18 773
营业资产和负债的变动（减收购和处置企业影响后的净值）：			
应收账款	(73 116)	4 338	5 303
存货	(3 556)	18 218	2 761
预付和其他资产	(23 369)	17 089	9 353
应付账款和应计负债	2 057	(2 420)	(19 477)
应付所得税	7 336	5 763	(58)
长期负债	(894)	1 941	(6 904)
其他，净值	(1 955)	1 542	4 105
营业活动提供（使用）的净现金	(15 923)	93 301	66 372
投资活动产生的现金流量：			
对企业投资	(5 109)	—	—
企业出售收入	223 000	15 000	73 183
资本支出	(22 550)	(20 220)	31 009
财产、厂房和设备出售，净值	2 092	6 931	801
投资活动提供的净现金	197 433	1 711	42 975
融资活动产生的现金流量：			
借款（还款）净额——周转信贷协议	101 554	8 421	(63 000)
偿还长期债务	(130 007)	(99 295)	(32 887)
支付与债务偿还相关成本	(16 397)	(10 688)	(1 797)
购买普通股	(141 493)	—	—
根据股票期权计划出售的股份净额	6 630	6 817	1 435
支付股利	(1 424)	(5 518)	(5 274)
融资活动提供（使用）的净现金	(181 057)	(100 263)	(101 523)
汇率变动对现金的影响	(652)	494	(614)
现金和现金等价物增加（减少）额	(199)	(4 757)	7 210
年初现金和现金等价物	12 312	17 069	9 859
年末现金和现金等价物	12 113	12 312	17 069
现金流量信息的补充披露：			
现金支付的利息	16 438	32 602	40 237
现金支付（退还）的所得税净额	4 749	4 901	(21 631)

资料来源：SPX 1997 年度报告。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部公司

1985 年 4 月 17 日，比尔·埃亨（Bill Ahern）坐在自己的办公室里，思考一个需要在 2 天后就要作出决定的困难判断。两周前，比尔被邀请作为一名仲裁人，仲裁球员雇主委员会（OPC，26 支棒球大联盟球队在集体利益谈判时的雇主代表）和职业棒球球员协会（PBPA，球员联盟）之间的纠纷。

埃亨必须处理的问题是棒球大联盟球队的盈利性问题。球员觉得他们应该分享球队的利润，然而球队老板们坚持认为大多数球队实际上每年都赔钱，并提供了财务报表来支持其说法。球员们在检查了老板们的报表后认为，老板们通过许多会计技巧来隐藏利润，报表没有准确反映经济现实。埃亨对盈利性问题的裁决很重要，因为这影响到正在进行的合同谈判，特别是最低工资和球队支付的球员养老金等方面。

在 4 月 9 日，埃亨约见了 OPC 和 PBPA 的代表。他们都希望他能够关注 Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部的财务状况。这个俱乐部被选中作为调查对象，是因为双方都认为它的经营状况具有代表性，而且也是一个研究起来相对单纯和简单的例子：这家棒球俱乐部作为一个实体没有被另一家公司所有，它不拥有球队比赛用的球馆。另外，没有私人财务数据需要披露，因为该俱乐部是公开上市的公司。埃亨的任务就是查看 Zephyrs 的财务报表，听取球队老板和球员的意见，然后在 4 月 19 日星期五以前就球队盈利性作出一个判断。

棒球大联盟

美国棒球大联盟包括许多组成部分，它们是通过一系列协议和合同关系组织起来的。棒球大联盟的核心是 26 支大联盟球队。每个球队作为一个独立的经济主体运营，处理诸如与球员签约，推广比赛，出售球票，安排比赛球馆及其他必要的设施和服务，与地方电视台谈判比赛转播等问题。球队聚在一起制定共同的规则和比赛计划，举办冠军总决赛。

大多数球队的业务仅限于大联盟的活动，少数球队通过拥有自己的球馆或者青少年联盟球队来实现垂直一体化。大多数球队的组织形式是合伙或者独资公司，一部分球队属于大公司的子公司。尽管棒球是一项很大的商业活动，但是单个球队相对较小。对于大多数球队来说，每年收入在 2 000 万—3 000 万美元之间。

在赛季中，每个球队的现役球员名单由 24 名球员组成，加上 16 名“可供选择”的青少年联盟球员，他们在赛季中可以看大联盟的比赛。这使得在任何时候，一个球队都有 40 名签约球员。每

该案例由研究助理 Joseph P. Mulloy 在 Kenneth A. Merchant and Krishna G. Palepu 教授的指导下，根据公开可得信息编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1987 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-187-088。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

个赛季每个球队要打 162 场比赛，其中 81 场是主场，81 场是客场。

从总体上看，大多数行业管理规则由球队老板们制定。对他们加以约束的是大联盟协议（MLA），大联盟规则附属于该协议。规则详细阐明俱乐部同意的所有程序，包括与球员签约、交换和买卖球员。

根据大联盟协议，球队老板选举一个任期 7 年的棒球委员会。委员会作为整个行业的发言人，处理俱乐部和其他棒球实体之间的纠纷，制定行业政策，执行规则等。委员会拥有广泛的权力，以最大限度保护联赛的利益。委员会也管理大联盟中央基金，就大联盟比赛的全国转播合同谈判并从中取得收入。基金收入的一半以大致相等的比例直接分配给各个球队。

在棒球大联盟的整体结构下，26 支球队被分为两个联盟，每个联盟有自己的总裁和管理部门。美国联盟拥有 14 支球队，全国联盟拥有 12 支球队，Kansas City Zephyrs 就是其中之一。每个联盟控制各自特许权的配置和运作。除授予特许权外，联盟还开发比赛计划，与裁判签约，以及执行其他管理任务。联盟的资金主要来自俱乐部球票收入的很小一部分和通过世界巡回赛及冠军总决赛收取的款项。

除大联盟球队外，美国棒球产业还包括 150 支遍布美国、加拿大和墨西哥的青少年球队。青少年联盟球队有两个功能：它们是可以自主举办比赛等活动的实体，它们是大联盟球员的培养基地。通过签订球员开发合同，大联盟球队同意支付作为其附属机构的青少年联盟球队的经营费用和球员工资。

约见 Zephyrs 的老板

比尔·埃亨在星期二查看了棒球大联盟的历史和组成大联盟的各个实体之间的关系，然后在星期三约见了 Zephyrs 老板代表。

Zephyrs 老板代表向埃亨简单介绍了球队历史，并提供了球队 1983 年和 1984 年的财务报表（参见附录 1 和附录 2）。球队的当前所有者是一家由 5 名主要股东组成的公司，他们在 1982 年 11 月 1 日花 2 400 万美元买下了球队。Zephyrs 不拥有任何青少年联盟球队和自己的球馆，但 2 位 Zephyrs 老板是拥有棒球馆的个人公司的部分所有者。

埃亨花了一些时间研究财务报表，然后约见 Zephyrs 老板的律师基思·斯特朗（Keith Strong）。谈话内容可以概括为下面的对话：

比尔：我想了解你们的财务报表中有争议项目的更多情况。首先，能不能请你解释一下你们球员工资费用的构成。

基思：当然可以。这是我们现役球员的名单和去年我们支付给他们的工资（参见附录 3）。我们在 1984 年损益表中列示的总费用是 10 097 000 美元，其中大多数费用代表 1984 年的现金流出量，惟一的例外是附录最后一栏。对于最高薪球员，我们同意将一部分工资延迟 10 年支付，以帮助他们避税，为他们运动生涯结束后提供一些收入。

比尔：非现役球员保证合同费用是什么？

基思：那也是球员工资费用，但是我们把它单列出来，因为该项工资支付给非现役球员。工资是我们欠球员的数目，我们放走了这些球员，但还有长期保证合同。750 000 美元代表我们在 1984

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

年底仍然欠 2 位球员的工资数目（参见表 A）。乔·波托卡雷罗（Joe Portocararo）是我们的退役投手，去年签了 4 年期保证合同，但是赛季开始前严重受伤，乔和球队共同决定最好的办法就是他退役。我们在春季联赛中放走了 U·R·威尔逊（U. R. Wilson），希望有一支球队能接受他，但是没有球队这么做。

我们仍然欠这些球员合同中规定的数目。我们决定在 1984 年将其全部费用化，因为他们不是现役球员，不再对我们的当期收入有贡献。我们认为现在确认这些损失是更有意义的和稳健的，因为它们产生于过去决策的影响，而这些决策被证明是不当的。

表 A　非现役球员保证合同费用的计算（千美元）

	所欠数目			
球员	1984	1985	1986	合计
乔·波托卡雷罗	300.0	350.0	400.0	1 050.0
U·R·威尔逊	200.0			200.0
				1 250.0

比尔：我明白。我们再看看球员折旧费用。

基思：球队是在 1982 年买下的，当时购买价格的 50%——1 200 万美元被确认为球员的价值。这笔钱被资本化并在以后的 6 年中被摊销。

比尔：为什么是 50%呢？

基思：这是购买一支球队时，国内税法所允许的最大比例。

比尔：我明白了。报表中是否还有其他球员有异议的地方？

基思：没有，我认为没有了。我们会计的其他部分是非常直观明了的，大多数收入和费用直接就是现金流入或者流出。

比尔：好的，你回答了我所有的问题。谢谢。

基思：我还有一件有关总体棒球财务的事要说。人们似乎认为我们获得了巨额利润，因为我们处于相对垄断的地位，但是很明显，职业棒球联盟不是为了执行传统卡特尔职能而存在的。管理构成联盟的俱乐部的规则和条例对把联盟创建成一个实体是基本的，实际上与每个俱乐部的定价政策无关。合作协议的目的不是限制竞争，而是在赛季期间把联盟视做一个合资企业来推广棒球。没有这样的行动规则，联盟就不会存在。

当会见结束时，比尔·埃亨认为他已经对球队老板的会计方法有了很好的了解。

约见球员

接下来的星期一，埃亨约见 PBPA 的代表和他们的律师保罗·汉拉恩（Paul Hanrahan）。他们向埃亨提供了他们认为应该是什么样的 Zephyrs 1983 和 1984 年财务报表（附录 4）。埃亨在研究后发现，球员版的财务报表显示 1983 年税前利润 290 万美元，1984 年税前利润 300 万美元，而球队老板的报表中显示这两年分别亏损 240 万和 260 万美元。

埃亨与保罗·汉拉恩的谈话内容大致如下：

比尔：除了一些项目外，你们给我的损益表与球队老板的很相似。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

保罗：是这样的——大多数费用非常简单明了。只有为数不多的项目我们认为有争议，但这些项目对球队的整体盈利性有非常显著的影响。我们认为球队老板使用了3种技巧来隐藏利润：（1）现役球员折旧；（2）过高列支球员工资费用；（3）关联方交易。

比尔：那我们就从球员折旧开始，你们为什么要删掉它？

保罗：我们觉得这个数目是毫无意义的。只有当一个球队被出售时才会出现折旧费用，所以如果一家球队被卖掉而另一家没有，那么2支一模一样的球队会表现出明显不同的财务成果。我们认为折旧是不切实际的，因为大多数球员实际上都随经验的增加而提高技能，因此如果要列示的话，应当反映现役球员的价值随时间的推移而提高，而不是像折旧表明的那样下降。

比尔：好。我了解你的理由了，我要好好考虑这个问题。让我们看看下个问题。

保罗：下个问题是球员的工资费用。我们认为球队老板通过几种方法过高列支了球员费用。一种方法是在签约奖金支付的当年将其费用化。我们认为奖金仅仅是报酬计划的一部分，从会计目的来看，奖金应该在球员合同期限内分摊。

我们收集了过去4年奖金支付和合同期限的有关信息（附录5），然后调整球队老板的损益表，将其从当前现役球员工资费用移至新增的“奖金冲销”一栏。这一项调整的结果是使1984年收益增加373 000美元。[1]

比尔：但球队老板确实用现金支付了所有的奖金，而且不能保证所有球员都履行完合同。

保罗：这只部分正确。一些球员可能受伤，从而不能有效参加竞争，但不能履行完合同的球员数量非常小，我们认为假定他们将继续在整个合同有效期内为球队打球更加合理。

比尔：好的，下一个问题是什么？

保罗：我们对球员工资栏所作的第二个调整是不包括所有报酬的递延部分。很多球员，特别是那些高薪球员，在某一特定年份只收到工资的80%，剩下的部分要等到10年后收回（参见附录3）。我们觉得既然球队在这么长时期内支付这笔钱，那么把全部金额都视做当期费用是错误的。这项调整可以使Zephyrs 1984年收益增加1 521 000美元。前几年的递延工资费用没有加回是因为这种合同是最近才有的现象。

比尔：我看过合同，合同上写得很清楚，比如说，球员将收到500 000美元，其中100 000美元递延至1984年。这难道不意味着工资费用是500 000美元吗？

保罗：不，球队只支付了400 000美元现金。

比尔：难道球队不需要存一笔钱用于履行未来义务吗？

保罗：一些球队是这样做的，在这种情况下，我认为我们同意将这笔钱确认为当期费用。但是Zephyrs没有这么做。

比尔：好的。你们还对球员工资做了第三个调整。

保罗：是的。我们认为欠非现役球员的工资应该在支付现金而非球员离开时确认。除非这样做，否则收益数字会随球员离开和合同金额大小出现很大变动。此外，这些球员的合同将很可能被另一支球队重新续签，这时Zephyrs将必须进行相反的记录并确认一笔不菲的收入，因为它已经不再需要支付对应的负债。

比尔：我明白。让我们进入最后一个领域：关联方交易。你们列示的球馆支出是老板们记录费

---

1 1 320 000美元减947 000美元。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

用的 80%。为什么会这样？

保罗：你可能已经知道 Zephyrs 的 2 位老板也与球馆公司有关联，但是你可能不知道他们是球馆公司的惟一所有者。我们觉得球馆对球队索要了过多的租金，从而有助于形成棒球队的亏损。

比尔：你们是如何取得相关数据的？

保罗：这不太容易，但我们看了其他球队为球馆支付的租金。每个合同可能都有一些差异，但我们确信球队 5 个股东中 2 个从球馆定价协议中获得了很高的收益。

只要你仔细想想，这不是惟一的关联方交易，球队老板可以通过这种交易将利润转移出去。一些球队归媒体所有，结果它们不报告地方电视台转播收入。这些单个球队的损失被并入整个大联盟，从而使总损失被高估。我知道这很难处理，但是要公正地报告棒球队的真实状况，必须客观看待这些关联方交易。

我们对 Zephyrs 损益表进行所有这些调整后，公司从亏损转为盈利。1984 年，经营成果从 170 万美元亏损转变为 140 万美元盈利。在劳资谈判中，老板们坚持说他们在赔钱，不能接受我们认为合理的合同条件。我们认为事实不是这样。他们“赔钱”只是因为他们选择一些会计方法来隐藏利润。

比尔：哦，你们已经让我思考了很多问题。双方都有很好的理由。谢谢你献出的宝贵时间，我会很快作出答复。

比尔的决定

到 4 月 17 日星期三为止，比尔仍然非常困惑。为了澄清存在分歧的领域，他编制了附录 6 所示的简表，尽管数据很清楚，但纠纷的答案不清楚。比尔本来预想这个仲裁是很一目了然的，但他陷入了拥有很多难题的困境中，包括会计主体、折旧、无形资产摊销和关联方交易等。现在他面临着最后时限，他还不清楚对 Zephyrs 棒球俱乐部而言如何界定“好的会计方法”。

思考题

1. 比尔·埃亨应如何解决球队老板和球员之间的会计冲突？
2. Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部 1983 和 1984 年赚取的收益是多少？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部公司——损益表
雇主方数据（以千美元计）

	各年结束于 10 月 31 日	
	1983	1984
营业收入：		
球赛收入	16 526.0	18 620.0
国内电视转播	2 360.8	2 730.8
地方电视转播	3 147.9	3 575.1
特许	2 886.3	3 294.3
停车	525.1	562.0
其他	786.9	843.9
收入合计	26 233.0	29 626.1
营业费用：		
春季训练	545.0	594.0
球队营业费用：		
球员工资：		
现役球员	9 111.0	10 097.0
非现役球员保证合同费用	0.0	1 250.0
教练员工资	756.9	825.7
其他工资	239.0	260.8
杂费	2 655.9	2 897.3
球员发展费用	2 996.0	3 269.0
球队更新：		
球员折旧	2 000.0	2 000.0
青少年球队经费	672.8	734.0
球馆经营	4 086.0	4 457.0
球票和营销	1 907.0	2 080.0
一般管理费用	3 541.0	3 663.0
营业费用合计	28 510.6	32 127.8
营业活动收益	(2 277.6)	(2 501.7)
其他收益（费用）	(96.0)	(101.0)
税前收益	(2 373.6)	(2 602.7)
联邦所得税利益	855.9	944.2
净收益（损失）	(1 517.7)	(1 658.5)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部公司——资产负债表
雇主方数据（以千美元计）

	各年结束于 10 月 31 日	
	1983	1984
资产		
流动资产：		
现金	488.0	561.0
有价证券	6 738.0	7 786.1
应收账款	598.0	681.2
应收票据	256.0	234.0
流动资产合计	8 080.0	9 262.3
财产、厂房和设备	1 601.0	1 892.0
减累计折旧	(359.0)	(511.0)
财产、厂房和设备净值	1 242.0	1 381.0
最初球员	12 000.0	12 000.0
减累计折旧	(4 000.0)	(6 000.0)
最初球员净值	8 000.0	6 000.0
其他资产	2 143.0	4 123.2
特许权	6 500.0	6 500.0
资产合计	25 965.0	27 266.5
负债和股东权益		
流动负债：		
应付账款	909.2	1 020.2
应计费用	1 207.5	1 461.8
流动负债合计	2 116.7	2 482.0
长期债务	7 000.0	8 073.7
其他长期负债	2 443.3	3 964.3
股东权益：		
普通股，每股面值 1 美元，已发行 500 000 股	500.0	500.0
股本溢价	10 000.0	10 000.0
留存收益	3 905.0	2 246.5
负债和股东权益合计	25 965.0	27 266.5

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

球员工资摘要——1984 年（以千美元计）

球员	签约奖金	基本工资	业绩和加班奖金	报酬合计	1984 年工资递延到1994 年前支付部分
Bill Hogan	500.0	850.0	250.0	1 600.0	250.0
Corby Megorden	300.0	600.0	225.0	1 125	200.0
Manuel Vasquez	200.0	500.0	100.0	800.0	150.0
Jim Showalter		600.0	100.0	700.0	200.0
Scott Van Buskirk	150.0	400.0	100.0	650.0	150.0
Jerry Hyde	150.0	400.0	50.0	600.0	150.0
Dave Schafer		355.0	50.0	405.0	130.0
Leslie Yamshita		300.0	37.5	337.5	100.0
Earl McLain		220.0	37.5	257.5	50.0
Shannon Saunders		210.0	37.5	247.5	50.0
Gary Blazin		190.0	37.5	227.5	40.0
Rich Hayes		160.0	25.0	185.0	30.0
Sam Willett		140.0	17.5	157.5	21.0
Chuck Wright	20.0	115.0	12.5	147.5	
Jim Urquart		115.0	12.5	127.5	
Bill Schutt		115.0	12.5	127.5	
Mike Hegarty		115.0	12.5	127.5	
Bruce Selby		110.0	12.5	122.5	
Dave Kolk		110.0	12.5	122.5	
Bill Kelly		110.0	12.5	122.5	
Dave Carr		110.0	12.0	122.0	
Tom O'Conner		110.0	5.0	115.0	
Jake Luhan		110.0		110.0	
Ray Woolrich		100.0		100.0	
John Porter		100.0		100.0	
Dusty Rhodes		100.0		100.0	
Lynn Novinger		100.0		100.0	
Bill Williams		95.0		95.0	
Jim Sedor		95.0		95.0	
Ralph Young		95.0		95.0	
Ed Marino		95.0		95.0	
Ray Spicer		90.0		90.0	
Eric Womble		90.0		90.0	
Ron Gorena		90.0		90.0	
Gene Johnston		90.0		90.0	
Jack Zollinger		90.0		90.0	
Ken Karr		90.0		90.0	
Tom Crowley		80.0		80.0	
Joe Matt		80.0		80.0	
Bill Brunelle		80.0		80.0	
现役球员工资	1 320.0	7 605.0	1 172.0	10 097.0	1 521.0

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 4

Kansas City Zephyrs 棒球俱乐部公司——损益表
球员方数据（以千美元计）

	各年结束于 10 月 31 日	
	1983	1984
营业收入：		
球赛收入	16 526.0	18 620.0
国内电视转播	2 360.8	2 830.8
地方电视转播	3 147.9	3 475.1
特许	2 886.3	3 294.3
停车	525.1	562.0
其他	786.9	843.9
收入合计	26 233.0	29 626.1
营业费用：		
春季训练	545.0	594.0
球队营业费用：		
球员工资：		
现役球员	5 897.4	7 256.5
非现役球员保证合同费用	0.0	500.0
奖金摊销	716.0	947.0
教练员工资	756.9	825.7
其他工资	239.0	260.8
杂费	2 655.9	2 897.3
球员发展费用	2 996.0	3 269.0
球队更新：青少年球队经费	672.8	734.0
球馆经营	3 300.0	3 500.0
球票和营销	1 907.0	2 080.0
一般管理费用	3 541.0	3 663.0
营业费用合计	23 227.0	26 527.3
营业活动收益	3 006.0	3 098.8
其他收益（费用）	(96.0)	(101.0)
税前收益	2 910.0	2 997.8
联邦所得税备抵[a]	1 338.6	1 379.0
市和州所得税	236.0	253.0
净收益	1 335.4	1 365.8

a. 假设税率为 46%。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 5

签约奖金摘要（千美元）

	合同开始于以下年度的奖金			
合同期限（年）	1981	1982	1983	1984
4	240	550	350	800
3	210	200	250	200
2	360	250	170	320

附 录 6

雇主与球员之间有分歧项目摘要（千美元）

	1983			1984		
分歧项目	雇主方	球员方	差异	雇主方	球员方	差异
球员折旧	2 000.0	0.0	2 000.0	2 000.0	0.0	2 000.0
现役球员工资	9 111.0	5 897.4	3 213.6	10 097.0	7 256.5	2 840.5
签约奖金摊销	0.0	716.0	(716.0)	0.0	947.0	(947.0)
非现役球员担保合同费用	0.0	0.0	—	1 250.0	500.0	750.0
球馆经营	4 086.0	3 300.0	786.0	4 457.0	3 500.0	957.0
对净收益影响合计			5 283.6			5 600.5

对净收益影响（税前）	1983	1984
雇主方财务报表（附录1）税前收益	(2 373.6)	(2 602.7)
分歧项目合计	5 283.6	5 600.5
球员方财务报表（附录4）税前收益	(2 910.0)	2 997.8

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Murray Ohio 制造公司

1985 年 3 月，Commonwealth 投资集团的研发部主任黛安娜·西蒙斯（Dianne Simmons）在她的办公室里召见新来的分析师戴维·麦金托什（David McIntosh），提出了这样一个要求：

戴维，我刚收到 Murray Ohio 制造公司 1984 年度报告和股东签署的委托书。几年前我们为自己的股权收益基金购买了 Murray 股票，该基金主要面向偏好股利的投资者。到目前为止它一直是一项很好的投资，这要感谢 Murray 良好的股利支付记录。尽管如此，我认为现在我们应该重新审视 Murray 的最近业绩和未来前景。

我想要你去分析公司 1984 年度报告（附录 3），并提出建议。你会发现股东签署的委托书（附录 1）中报告的公司董事会的信息是很有用的。我也为你收集了有关最近几个月 Murray 股票价格的一些信息（附录 2）。这里还有一些关于公司业务的背景信息。

企 业

Murray Ohio 公司位于田纳西州纳什维尔的郊区布伦特伍德。公司的股票在纽约证券交易所上市。

Murray Ohio 制造并销售电动割草机和自行车。在 1982—1984 年间，这两种产品在公司销售收入和营业利润中所占份额如下所示：

	销售收入			利润		
	1982	1983	1984	1982	1983	1984
电动割草机	54%	53%	62%	73%	68%	88%
自行车	46%	47%	38%	27%	32%	12%

资料来源：Murray Ohio 1984 年度报告。

Murray 在位于田纳西州劳伦斯堡占地 57 英亩的制造工厂里生产所有产品。

自行车

Murray 作为一家自行车制造商创业于 1936 年。公司生产各种自行车，从儿童用的学步车到一般的赛车。自行车以 Murray 品牌和主要零售商的私人商标出售。几乎所有公司自行车都通过百货商店、折扣店、玩具店和其他大众化商品市场分销。

该案例由 Krishna Palepu 教授编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1987 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-187-178。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1984 年，Murray 制造的自行车约占美国制造的全部自行车的 1/3，公司与一些国内自行车制造商竞争，包括 Huffy、Roadmaster、Columbia 和 Ross。

行业趋势 对自行车的需求在很大程度上取决于可支配收入，因此高收入消费者占市场中的主要份额。近年来，生育高峰期出生的那一代已经长大成人，进入他们的收入高峰年龄；更多的女性开始工作，双收入家庭增多；这两个因素使得“高档次”消费者群体扩大。另一个对需求产生积极影响的因素是，移居西部和南部的人增多，那里的气候和通往度假地区的道路很适合户外活动。

自行车行业在 1972—1982 年 10 年间以年均 7.8%的增长率增长，1977—1982 年 5 年间的增长率为 0.6%。自行车和零部件的国内发运数量在 1983 年出现强劲反弹，而之前是该行业十多年来最糟糕的年份。按不变价格计算的自行车发运数量在 1983 年增长 15%，1984 年增长率下滑到 4%。1984 年国内发运量的下滑主要是由于来自远东低价格进口产品的竞争。即使 1984 年需求仍然保持强劲，但 1984 年 50%的进口增长对国内自行车生产厂家还是带来了不利影响。

下表概括了自行车行业的总发运数据：

	自行车和零部件发运量				
（以百万美元计）	1980	1981	1982	1983	1984
国内	649	733	565	644	683
进口	281	327	208	329	494

资料来源：美国商务部统计局。

据预计，对自行车的长期需求仍将保持强劲。国内生产厂家的市场份额取决于其与国外生产厂家，特别是来自台湾的厂家在价格上竞争的能力。进口增长还将受到美元汇率的影响。此外，台湾出口商面临关税立法提案和其他贸易补救措施等的压力，可能导致他们自愿削减出口。考虑到这些因素，1985 年国内自行车发运量预计增长 3%，以后 5 年预计每年增长 3.5%。

电动割草机

Murray 1968 年进入电动割草机市场，到 1984 年成为美国最大的电动割草机制造商之一。公司生产各种后推式和坐骑式割草机。一些割草机也可以带一些附件，如吹雪机、犁和翻土机。Murray 还生产各种翻土机，与电动割草机产品相配套。

1984 年以前，Murray 的电动割草机主要以 Murray 品牌通过全国性和地区性连锁店销售。1985 年初，公司成立了一家新营销子公司 Sabre 公司，向户外动力设备交易商销售割草机。这些交易商在价格较高的割草机市场上占有很大份额，面 Murray 以前没有涉足这个市场。

行业趋势 按照 1982 年制造业统计资料，美国有 152 家公司生产草坪和花园设备。然而，许多厂商规模很小，雇员人数不超过 20。除 Murray 外，主要国内制造商包括 Western International、Roper、MTD 和 Aircap。草坪割草机厂商往往专攻两个分销市场中的一个：大量、中低价格大众化商品市场，占整个行业销售收入的 2/3；或者高价格独立零售商，除销售机器外还负责维修。自 1978 年以来，通过全国性百货商店取得的销售收入下降，因为专业零售商和五金店正在取得更大的市场份额。

对草坪和花园设备的需求，就像对其他家用耐用品的需求一样，与实际可支配收入水平和住房市场的健康程度密切相关。在 1972—1979 年间，按不变美元价格计算，草坪和花园设备发运量年

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

均增长率为 5.5%。1979—1982 年间创纪录的高利率严重损害了住房市场，按照不变价格计算，草坪和花园设备装运量下降 31%，降低到自 1972 年以来的最低水平，随着实际可支配收入和住房市场反弹，割草机市场从 1983 年开始复苏。1984 年这种繁荣状况持续，估计草坪和花园设备装运量将增长 12%。

草坪和花园设备的贸易收支历来对美国厂商非常有利。然而近年来，进口产品开始席卷美国市场。1984 年，进口草坪和花园设备估计增长 178%，将继续自 1979 年日本厂商本田进入草坪割草机市场开始的趋势。

下表概括了草坪和花园设备行业的最近趋势：

	草坪和花园设备装运量				
（以百万美元计）	1980	1981	1982	1983	1984
国内	2 419	2 270	2 387	2 536	2 956
进口	26	30	40	66	184

资料来源：美国商务部统计局。

在 1984—1989 年间，按照不变美元价格计算的草坪和花园设备预计按 4%的年均增长率增长。住房市场开始增长，实际可支配收入增加，更新换代需求增加，共同推动了这种增长。鉴于在世界市场的领先地位，随着世界经济复苏和美元贬值，预计美国的该行业将扩大出口。预计美国进口的草坪和花园设备，特别是低价格品种也会继续增加。

财务业绩

在 1975—1979 年间，Murray 的销售收入从 1.266 亿美元增加到 3.271 亿美元，增长 158%；公司报告利润从 470 万美元增加到 1 060 万美元，增长 125%。在这一期间，公司的盈利能力相对稳定，平均销售收益率（ROS）为 3.5%，平均股东权益收益率（ROE）为 13.5%。

与 70 年代后半期的稳定增长相反，随着在产品市场上来自国外竞争的日益加剧，从 1980 年开始 Murray 的业绩变得漂浮不定。在 1979—1983 年间，公司的销售收入和利润只分别增长 31%和 16%。此外，公司的平均盈利能力显著下降，1980—1983 年间平均销售收益率和股东权益收益率分别只有 2.6%和 10.8%（有关 1975—1983 年间业绩的更多数据参见附录 3）。

1984 年对 Murray Ohio 而言是充满挑战的一年。公司的管理层解释道：

> 过去的一年，1984 年，对我们公司而言是很困难的一年。尽管销售收入总额与 1983 年基本持平，但收益率却大幅下降。主要是两个因素造成了收益率下降。
>
> 首先，1984 年自行车进口增长了 55%。增加的进口自行车大都销往大众化商品市场，对我们自行车的定价、生产和销售带来了不利影响。
>
> 其次，我们的两个产品系列——自行车和电动割草机都面临激烈的国内竞争，对我们产品的定价造成了很大压力，导致我们的毛利率下降。

Murray 割草机部门的业绩要比自行车部门好得多。销售收入在 1983 年达到创纪录的水平后，1984 年又增至新的高度，增长率达到 15%。相反，1984 年自行车销售收入下降 19%，同年营业利

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

润下降 72%。

Murray Ohio 的管理层宣布，他们将采取一些措施改善未来业绩：（1）采取更积极的自行车定价策略来重新赢得市场份额；（2）通过生产流程现代化、生产资源周密计划和更好利用人力资源提高生产效率；（3）引进新的创新产品，包括面向动力设备交易商的新型 Sabre 割草机系列；（4）与其他国内厂商一起游说美国国会，提高自行车的进口关税。

尽管这些措施被视做阻止公司市场份额进一步下降的必要手段，但公司管理层意识到毛利率压力可能继续存在，至少在短期会是如此。此外，生产效率提高方案预计需要大量资本开支。公司 1984 年资本开支增加 86%，达到 1 090 万美元，预计 1985 年还需要同样水平的投资。管理层概括了他们对未来的看法：

> 我们意识到了前途艰难。然而，过去的成绩表明了我们获取成功和盈利的能力。我们的资产负债表反映出公司拥有雄厚的财务实力，加上资源和员工的充分投入，使得我们对面临的挑战充满信心。我们的员工仍然是我们最大的力量，他们的创新能力、团队精神和支持为公司提供了必需的动力。在这个充满变革的年代里，他们的支持和帮助是无价之宝。

股利政策

戴维·麦金托什知道，Commonwealth 投资公司已经发现 Murray Ohio 股票对 Commonwealth 股权收益基金很有吸引力，因为它有可靠的股利政策。Murray 的每股股利从 1975 年的 0.67 美元稳步增长到 1980 年的 1.20 美元。尽管 1980—1984 年间公司业绩起伏不定，但股利仍然保持稳定。正如公司年度报告中所陈述的，Murray 的管理层以公司的股利历史为荣——过去连续 49 年里公司每季度支付的股利只增不减。麦金托什想知道在公司经营环境不断变化的情况下，Murray Ohio 能否继续保持这一纪录。Murray 业务性质的改变是否需要重新评价其股利政策？如果公司决定改变长期坚持的政策，投资者会作何反应？

思考题

1. 分析 Murray Ohio 的近期财务业绩和现金流量。如果经营环境不发生改变，公司能否维持现在的股利水平？

2. 评价管理层的未来经营战略。这个战略对公司未来现金需求意味着什么？在这个新战略下，公司维持当前股利政策的可能性有多大？

3. 为了增加股东价值，是否存在比管理层提出的战略更好的替代战略？公司当前管理层是否会采取这种替代战略？如果不采取替代战略，公司是否会是一个有吸引力的接管目标公司？

4. Murray Ohio 对当前股东有什么影响？Commonwealth 投资公司应该怎么做？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Murray Ohio 制造公司董事会（1984 年）

姓名	主要职务、从业经历和其他上市公司董事任职	1985 年 4 月 2 日时年龄	任职时间
John N. Anderson	总裁兼首席执行官，田纳西州纳什维尔第三国民银行董事。	60	1979
Lovic A. Brooks,Jr	佐治亚州亚特兰大 Constangy, Brooks & Smith 公司高级合伙人（律师），多年来从事公司法律事务，并将继续下去。	57	1972
Sam M. Fleming	已退休，田纳西州纳什维尔第三国民银行董事会主席，田纳西州 Nashville Hillsboro Enterprises 公司董事。	76	1965
Robert A. Flesher	已退休，公司董事会前副主席。	66	1966
Charles W. Geny	田纳西州 Nashville Alexander & Alexander（保险与债券）副总裁。	71	1972
William M. Hannon	公司董事会主席、已退首席执行官，田纳西州纳什维尔第三国民银行董事。	65	1955
Thomas M. Hudson	投资家，Robinson-Humphrey 公司（投资银行）已退高级副总裁。Robinson-Humphrey 公司多年来为公司提供投资银行服务，并将继续下去。田纳西州 Nashville United Cities 天然气公司董事。	63	1980
William C. Keyes	已退休，公司前高级执行副总裁，田纳西州 Nashville Commerce Union 银行董事	65	1966
H. Theodore Meyer	Johns, Day, Reavis & Pogue 公司合伙人。该公司多年来从事公司法律事务，并将继续下去。	49	1985
Gerald E. Sheridan	田纳西州 Nashville Sheridan Construction 公司总裁。	60	1983
G. Cromer Smotherman	公司执行副总裁兼首席经营官，田纳西州劳伦斯堡第一国民银行董事。	59	1971
David K. Wilson	田纳西州 Nashville Cherokee 股权公司（控股公司）总裁，第一美国国民银行位于田纳西州纳什维尔的 Winners 公司和 Genesco 公司董事，阿拉巴马州伯明翰 Torchmark 公司董事	65	1983

公司所有董事和管理人员（26 人，包括上面提到的）拥有 10.4%的公司普通股。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 2

1984 年 1 月—1985 年 3 月 Murray Ohio 制造公司股票价格

月份	Murray Ohio 股票月末价格	标准普尔 400 工业指数月末值
1984 年		
1 月	21.75	184
2 月	21.5	177
3 月	22.5	180
4 月	22.625	182
5 月	21.625	171
6 月	23.25	175
7 月	20.25	171
8 月	20.875	189
9 月	21.25	187
10 月	20.25	187
11 月	19.25	183
12 月	19.5	186
1985 年		
1 月	20.625	201
2 月	20.625	203
3 月	20.375	202

Murray Ohio 普通股β=0.8（《价值线》估计值）

1985 年初利率：

3 个月期国库券：8.8%

20 年期国库券：11.7%

附 录 3

Murray Ohio 制造公司——1984 年年度报告（摘要）

写给股东的信

1985 年 3 月 4 日

过去的一年，1984 年，对我们公司而言是很困难的一年。尽管销售收入总额与 1983 年基本持

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

平，但收益率却大幅下降。主要是两个因素造成了收益率下降。

首先，1984 年自行车进口增长 55%。增加的进口自行车大都销往大众化商品市场，对我们自行车的定价、生产和销售带来了不利影响。

其次，我们的两个产品系列——自行车和电动割草机都面临激烈的国内竞争，对我们产品的定价造成了很大压力，导致我们的毛利率下降。

本年销售收入净额为 383 589 000 美元，比 1983 年下降 1%。电动割草机销售收入增长 15%，但自行车销售收入下降 19%。

经过临时性调整后，1984 年收益为 7 826 000 美元，比 1983 年下降 37%。如上所述，下降的主要原因是自行车部门业绩不佳。经过临时性调整后，每股收益从 1983 年的 3.53 美元减少到 2.01 美元，下降 43%。收益和每股收益变化率的差异主要是 1983 年发行 770 000 股普通股的结果。

1984 年的临时性调整来自消除国际销售业务递延税金（DISC）备抵和投资税减免确认方法变更的利益。这些税收利益分别带来 920 000 美元（每股 0.24 美元）和 1 404 000 美元收益（每股 0.36 美元）。

1984 年经历的盈利能力下降使 Murray 必须面对艰难的挑战。在第 3 季度报告中，我们宣布方案的第一步是提高盈利能力。这个步骤包括实行积极的自行车定价结构，旨在保持我们必要的生产水平，并重新夺回被进口蚕食的市场份额。我们的定价取向是成功的，将有助于 Murray 在 1985 年重新夺回失去的市场。

生产效率和市场营销——未来战略

在制定一个恰当的定价结构以重新获得市场份额的同时，我们启动了两个领域——生产效率和营销领域的主要方案，以提高我们两个产品系列的盈利能力。哪个方案也不可能在一夜之间创造成功，但两者都有助于使 Murray 的未来更为坚实和强大。

Murray 的生产效率方案涉及多个层面——生产流程现代化、生产资源规划（MRP）和提高人力资源生产效率。

1984 年，我们的资本支出共计 10 878 000 美元，比 1983 年增长 86%。资本支出的增长巩固了流程现代化持续方案。我们进行的主要投资包括安装现代化钢管切割设备、自动焊接机械手和计算机辅助设计系统，以及初建印花锻压车间。这些设施的现代化努力还将继续下去，我们正在规划 1985 年的相关支出。

1984 年，我们还安装了一个生产资源规划系统，该系统将降低存货水平，更好地控制和利用生产设施和流程，从而改善我们的经营成本。

在市场营销方面，Murray 的产品引进一直具有创新性。我们已经成功地将 BMX、山地自行车和自由式自行车引入市场。早在 1968 年 Murray 进入割草机行业时，就对坐骑式割草机的性能和设计进行革新，此后我们一直是行业中的创新者。1984 年，我们重申坚持创新的承诺。

自行车和电动割草机仍然是消费者需要的产品。我们认识到需要加倍努力，才能在这些市场上取得竞争优势。同时，我们正在分析当前和相关市场，以便寻找扩张机会。这些努力还在继续，而且这些努力的效果正开始显现在我们的市场营销计划里。

市场营销分析的一个结果是 1985 年春季引入 Sabre 割草机系列产品。Sabre 系列主要瞄准户外电力设备交易商，这些交易商在价格较高的割草机市场上占有很大份额，而 Murray 以前没有涉足

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

这个市场。这个新的产品系列将直接出售给交易商，为他们提供高质量的设备和提高利润率的能力。只要对我们的未来经营有利，Murray 将继续这种扩展及使产品多样化的行动。

我们的电动割草机产品继续取得很大的成功。1985 年，Murray 系列产品得到消费者的认可，我们预计使割草机销售在过去 15 年里稳定上升的动力仍将继续下去。

我们对今年再次获得 Sears“优秀合作伙伴奖”感到非常高兴。我们是连续 3 年获得这个奖项的 23 家公司之一，这个奖项用于奖励 Sears 产品制造商的卓越表现。Sears 拥有 12 000 多家供货商。

我们和我们的行业将继续在华盛顿努力，以引起他们对我们面临的来自进口自行车的不公平竞争的注意。行业在 5 月成功地向众议院提交了 H.R.5754 号议案，该议案提出对进口自行车和自行车零部件征收 24%的关税，这基本上与国外市场相当。该议案还没有表决，将再次在国会会议上提交。国内自行车行业的目标是使政府认识到并控制正在涌向国内的进口自行车洪流的冲击。

如果经济形势维持现状，我们 1985 年的销售收入应该有所改善。尽管我们的 1985 年和未来计划将有助于抵消 1985 年定价结构的影响，但我们预期仍将面临利润率压力。

董事会变动

在 1985 年 2 月的董事会会议上，我们非常遗憾地接受了大金·T·金德（Eugene T. Kinder）——Jones, Day, Reavis & Pogue 律师事务所一名刚退休的合伙人的辞职。尽管金德先生离开了我们的董事会，但在需要时他将继续提出卓越的咨询意见，正如他在董事会 12 年里所给予 Murray 的一样。

Jones, Day, Reavis & Pogue 合伙人兼现任 Murray Ohio 秘书 H·西奥多·迈耶（H. Theodore Meyer）被选举填补这个职位空缺。他的当选延续了自 1925 年以来的一个传统，即选举该律师事务所的一名成员在我们的董事会里任职。

未来发展的坚实基础

我们意识到了前途艰难。然而，过去的成绩表明了我们获取成功和盈利的能力。我们的资产负债表反映出公司拥有雄厚的财务实力，加上资源和员工的充分投入，使得我们对面临的挑战充满信心。我们的员工仍然是我们最大的力量，他们的创新能力、团队精神和支持为公司提供了必需的动力。在这个充满变革的年代里，他们的支持和帮助是无价之宝。

您们忠诚的朋友

W·M·汉农

董事会主席

约翰·N·安德森

总裁兼首席执行官

G·克罗默·斯马瑟曼

执行副总裁兼首席经营官

财务回顾

1984 年销售收入为 3.84 亿美元，比 1983 年公司历史上最高销售收入记录低 1%。其中，电动

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

割草机系列产品在先前记录基础上增长 15%，但自行车销售收入受到进口竞争的不利冲击，比 1983 年下降 19%。

在经过临时性调整后，净收益和每股收益分别为 780 万美元和 2.01 美元。在此基础上，利润率为 2.04%，平均股东权益收益率为 7.05%。

在过去 10 年里，Murray Ohio 花费了大约 5 900 万美元实现设施现代化和自动化，提高生产效率，以及扩大工厂生产能力，其中包括 1984 年为进一步追求上述目标发生的显著支出增加。

在过去 10 年里，公司显著扩大了在劳伦斯堡的电动割草机和自行车生产能力，包括扩建 600 000 平方英尺厂房。其他支出用于研究与开发设施和公司办公室扩建。1985 年资本支出预算为 970 万美元。

1984 年底，长期债务总额为 2 300 万美元，相当于公司资本化价值的 16.9%，而 1983 年相关数据为 2 600 万美元和 19.2%。1984 年 12 月 31 日，营运资本为 8 650 万美元，流动比率为 2.2:1。

每股股东权益在过去 10 年里连续增加，1984 年 12 月 31 日达到 28.93 美元，10 年里累计增长 91%。

1984 年，Murray Ohio 支付每股 1.20 美元的现金股利。Murray 的管理层以公司的股利历史为荣——过去连续 49 年里公司每季度支付的股利只增不减。1969 年和 1971 年，Murray 的股票分别在纽约证券交易所和中西部证券交易所上市，并一直保持上市至今。1969 年以前，Murray 在美国证券交易所上市。

过去 10 年里，Murray Ohio 支付的现金股利平均占净收益的 43%。在 1984 年末，公司共有 3 896 670 股流通在外普通股，其中 1 113 041 股（29%）由董事、管理人员和当前员工持有。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

10 年增长情况

经营成果摘要	1984	1983	1982	1981
销售收入净额	383 589 105	386 493 993	288 642 358	332 278 451
电动割草机及附件	236 421 047	205 036 387	155 415 363	161 076 211
自行车及附件	147 079 185	181 377 604	133 138 347	170 619 908
其他产品	88 873	80 002	88 648	582 332
产品销售成本	335 374 269	327 134 491	245 394 295	283 353 873
折旧和摊销	3 635 096	3 361 666	3 253 897	2 876 664
利息费用	4 689 476	4 336 223	6 847 499	7 217 509
所得税前收益	9 129 558	22 527 621	9 429 651	17 180 728
联邦和州所得税	2 708 000(b)	10 153 000	4 337 000	8 090 000
会计原则变更的累积影响前收益	6 421 558	12 374 621	5 092 651	9 090 728(d)
投资税收抵免会计原则变更的累积影响	1 404 000	—	—	—
净收益（a）	7 825 558(b)	12 374 621	5 092 651	9 090 728(d)
净收益对销售收入净额比率	2.04%	3.20%	1.76%	2.74%
平均股东权益收益率	7.05%	13.02%	6.39%	11.96%
会计原则变更的累积影响前普通股每股收益	1.65	3.53	1.63	2.93(d)
投资税收抵免会计原则变更的累积影响	0.36	—	—	—
普通股每股收益（a,c,e）	2.01(b)	3.53	1.63	2.93(d)
支付的现金股利	4 649 740	4 118 992	3 701 465	3 674 103
普通股每股宣告和支付的现金股利（e）	1.20	1.20	1.20	1.20
年末流通在外普通股（减库藏股后的净额）（c,e）				
股东人数（h）	3 896 670	3 873 748	3 134 565	3 099 527
员工平均人数	4 813	4 802	5 203	4 711
年末财务状况	3 500	3 403	2 868	3 534
资产合计	209 777 365	188 845 331	171 732 458	173 521 388
流动资产	157 938 259	142 782 974	127 822 330	132 297 984
流动负债	71 395 177	48 140 763	58 037 639	62 352 490
流动比率	2.2:1	3.0:1	2.2:1	2.1:1
营运资本	86 543 082	94 642 211	69 784 691	69 945 494
股东权益	112 721 223	109 368 410	80 741 336	78 713 813
普通股每股股东权益（e）	28.93	28.23	25.76	25.40
财产、厂房和设备（净值）	50 794 929	44 778 715	42 628 946	39 721 024
资本支出	10 878 234	5 862 985	6 277 156	6 104 077
长期负债合计	22 978 225	26 014 300	29 075 375	30 131 450
长期负债在资本化价值总额中所占比重	16.9%	19.2%	26.5%	27.7%

（a）按照修改后的投资税收抵免会计处理方法进行追溯调整得到的试算数据：

	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975
净收益（千美元）	6 422	12 521	5 184	9 242	8 566	10 704	7 936	8 435	5 768	4 850
普通股每股收益	1.65	3.57	1.66	2.98	2.76	3.46	2.56	2.73	1.86	1.57

（b）1984 年的所得税、净收益和普通股每股收益包括一些递延税金转回的临时性影响。详细说明可参见财务报表及管理层的论述和分析。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1980	1979	1978	1977	1976	1975
294 745 956	327 137 268	254 113 710	212 773 180	150 815 365	126 655 353
153 706 766	165 313 267	136 748 819	100 660 828	63 342 453	46 862 481
139 178 541	161 823 971	117 364 891	112 112 352	87 472 912	79 792 872
1 860 649	—	—	—	—	—
251 746 135	283 699 952	220 067 742	181 971 227	127 930 166	106 560 985
2 742 559	2 668 797	2 453 631	1 643 479	1 577 229	1 440 611
7 534 174	4 979 286	3 875 387	1 787 587	1 549 272	1 878 782
15 878 660	20 108 133	15 264 403	16 155 618	11 164 197	9 272 287
7 405 000	9 480 000	7 464 000	7 916 000	5 425 000	4 544 000
8 473 660	10 628 133	7 800 403	8 239 618	5 739 297	4 728 287
—	—	—	—	—	—
8 473 660	10 628 133	7 800 403	8 239 618	5 739 297	4 728 287
2.87%	3.25%	3.07%	3.87%	3.81%	3.73%
11.95%	16.42%	13.33%	15.46%	11.79%	10.41%
2.73	3.43	2.52	2.66	1.85	1.53
—	—	—	—	—	—
2.73	3.43	2.52	2.66	1.85	1.53
3 643 351	3 185 688	3 071 258	2 777 681	2 252 703	2 041 374
1.20	1.05	1.00	0.90	0.73	0.67
3 099 527	3 099 527	3 094 563	3 094 563	3 093 154	3 093 079
5 002	4 874	4 872	4 728	4 663	4 713
3 106	3 676	3 350	3 050	2 423	2 212
162 593 699	165 676 630	137 954 695(f)	118 184 974	96 521 505	77 703 626(g)
123 774 401	128 536 269	104 553 999(f)	92 158 408	74 098 444	56 496 582(g)
56 045 182	62 951 762	41 929 128	47 978 918	31 202 317	15 060 145
2.2:1	2.0:1	2.5:1	1.9:1	2.4:1	3.8:1
67 729 219	65 548 507	62 624 871(f)	44 179 490	42 896 127	41 436 437(g)
73 271 961	68 498 679	60 922 713	56 087 652	50 497 987	46 894 095
23.64	22.10	19.69	18.12	16.32	15.16
36 563 771	34 071 357	30 560 878	24 692 169	20 408 767	19 747 300
5 322 612	6 891 287	7 648 408	5 962 610	2 335 131	1 600 299
31 177 525	32 213 600	33 249 675(f)	12 470 000	13 480 000	14 485 000(g)
29.9%	32.0%	35.3%	18.2%	21.1%	23.6%

（c）普通股每股收益根据每年流通在外普通股平均数计算。1983 年流通在外普通股平均数（3 505 567）与流通在外普通股年末数存在显著差异，原因在于 1983 年 6 月新发行 770 000 普通股。

（d）1981 年净收益下降 3 047 000 美元（普通股每股 0.98 美元），原因在于存货的计价方法由先进先出法改为后进先出法。

（e）对 1977 年 8 月 31 日 3 送 2 的股票分割进行了调整。

（f）包括年利率为 9.25%的长期贷款 20 000 000 美元。

（g）包括年利率为 10.25%的长期贷款 5 000 000 美元。

（h）每年股利登记日——接近 12 月 15 日的在册股东人数。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

各季度经营成果

以千美元计（除每股数据外）

结束于 1984 年 12 月 31 日和 1983 年 12 月 31 日的会计年度各季度经营成果比较

	销售收入净额							
	电动割草机及附件		自行车及附件		其他产品		合计	
季度	**1984**	1983	**1984**	1983	**1984**	1983	**1984**	1983
第 1 季度	**114 820**	104 446	**40 664**	33 918	**22**	6	**155 506**	138 370
第 2 季度	**94 213**	70 445	**39 775**	48 387	**50**	16	**134 038**	118 848
第 3 季度	**12 641**	11 561	**32 908**	48 759	**11**	46	**45 560**	60 366
第 4 季度	**14 747**	18 584	**33 732**	50 314	**6**	12	**48 485**	68 910
合计	**236 421**	205 036	**147 079**	181 387	**89**	80	**383 589**	386 494

	收益									
	毛利[1]		会计变更的累积影响前收益（损失）		净收益（损失）		会计变更的累积影响前普通股每股收益（损失）		普通股每股收益（损失）	
季度	**1984**	1983	**1984**[3]	1983	**1984**[3]	1983	**1984**[3]	1983[2,3]	**1984**[3]	1983[2,3]
第 1 季度	**18 688**	17 625	**4 340**	4 953	**5 744**	4 953	**1.12**	1.58	**1.48**	1.58
第 2 季度	**15 147**	16 943	**2 460**	4 296	**2 460**	4 296	**0.63**	1.37	**0.63**	1.37
第 3 季度	**4 782**	10 146	**285**	1 693	**285**	1 693	**0.07**	0.44	**0.07**	0.44
第 4 季度	**6 300**	11 570	**(663)**	1 433	**(663)**	1 433	**(0.17)**	0.37	**(0.17)**	0.37
合计	**44 917**	56 284	**6 422**	12 375	**7 826**	12 375	**1.65**	3.53	**2.01**	3.53

（1）毛利等于销售收入净额减去与生产过程直接相关的成本（即人工成本和工厂发生的制造费用）

（2）由于出售普通股（参见附注 J），本年流通在外普通股平均数与各季度流通在外普通股平均数有很大差别。各期普通股每股收益是用净收益总额除以各期流通在外普通股平均数计算得出。因此，各季度普通股每股收益合计数不等于该年普通股每股收益数。出售额外普通股使每股收益增长比率低于净收益总额。

（3）结束于 1984 年 9 月 30 日的第 3 季度和结束于 12 月 31 日的会计年度的净收益反映了 920 000 美元（普通股每股 0.24 美元）（扣除与员工额外福利相关的费用后）的转回，该项转回是指以前年度为公司通过国内国际销售公司（DISC）实现的销售收入建立的递延所得税备抵的转回。

自 1984 年 1 月 1 日起，公司变更投资税收抵免的会计处理方法。这项会计变更的累积影响使 1984 年第 1 季度普通股每股收益增加 0.36 美元。除这项累积影响外，不存在其他对 1984 年各季度净收益和普通股每股收益的重大影响。

详细说明可参见财务报表及管理层的论述和分析。

普通股：市场和股利信息

	1984 年股价变动范围			1983 年股价变动范围		
季度	高	低	1984 年支付股利	高	低	1983 年支付股利
第 1 季度	24.625	20.375	0.30	23.75	20	0.30
第 2 季度	23.375	21.125	0.30	30.5	23.25	0.30
第 3 季度	23.75	20	0.30	31.25	26.125	0.30
第 4 季度	21.625	18.375	0.30	29.375	22	0.30
合计	24.625	18.375	1.20	31.125	20	1.20

公司长期债务协议最具限制性的条款对股利支付和公司普通股的购买和赎回给予了一定的限制（目前没有限制任何现有或预期公司政策）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财务状况表

（单位：美元）	12月31日 1984	1983
资产		
流动资产		
现金	1 424 761	1 318 101
商业应收账款，减备抵 300 000 美元	28 339 695	41 974 966
其他应收账款	501 387	764 285
存货	123 360 661	95 673 256
出于员工持股计划购买的公司普通股，按成本计价	767 737	777 518
预付费用	796 138	1 142 561
递延联邦所得税利益	1 163 467	1 132 287
退还的联邦所得税	1 584 413	—
流动资产合计	157 938 259	142 782 974
财产、厂房和设备		
土地	758 122	708 121
建筑物	31 054 300	27 619 109
机械和设备	53 154 907	47 477 011
折旧和摊销（扣除额）	(34 172 400)	(31 025 526)
	50 794 929	44 778 715
递延费用，投资和其他资产	1 044 177	1 283 642
	209 777 365	188 845 331
负债和股东权益		
流动负债		
应付银行票据	32 348 675	1 190 454
应付账款和其他负债	24 015 784	25 459 837
产品担保和产品负债准备	1 400 000	1 300 000
应计工资、佣金和其他报酬	8 722 810	12 803 699
应计利息、工资税和其他税金	1 387 602	1 494 495
联邦和州所得税	444 231	2 831 203
将于1年内到期的长期债务	3 076 075	3 061 075
流动负债合计	71 395 177	48 140 763
长期债务——减本年到期部分		
对保险公司发行的票据		
利率为 10.25%票据	2 075 000	2 400 000
利率为 9.25%票据	16 000 000	18 000 000
利率为 8%票据	1 750 000	2 000 000
利率为 6.25%票据	750 000	1 125 000
其他应付票据	93 225	84 300
租赁债务	2 310 000	2 405 000
	22 978 225	26 014 300
递延贷项		
投资税收抵免	—	2 121 877
递延报酬计划债务和其他递延贷项	705 685	747 427
递延联邦所得税	1 977 055	2 452 554
	2 682 740	5 321 858

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（单位：美元）	12月31日 1984	1983
股东权益		
系列优先股，无面值：额定股数500 000股，未发行		
普通股，每股面值2.50美元：额定股数8 000 000股；1984和1983年已发行3 904 565股	**9 761 413**	9 761 413
股本溢价	**42 292 504**	42 804 155
留存收益	**60 848 757**	57 672 939
	112 902 674	110 238 507
减库藏股成本（1984和1983年分别为7 895和30 817股）	**(181 451)**	(870 097)
	112 721 223	109 368 410
	209 777 365	188 845 331

参见财务报表附注。

损益表

（单位：美元）	各年结束于12月31日 1984	1983	1982
销售收入净额	**383 589 105**	386 493 993	288 642 358
收益抵减（增加）项目			
产品销售成本（不包括折旧和摊销）	**335 374 269**	327 134 491	245 394 295
折旧和摊销备抵	**3 635 096**	3 361 666	3 253 897
销售和一般管理费用	**30 941 548**	30 070 404	23 729 181
长期债务利息	**2 438 759**	2 627 100	2 711 077
短期借款利息	**2 250 717**	1 709 123	4 136 422
利息收入	**(180 842)**	(936 412)	(12 165)
	374 459 547	363 966 372	279 212 707
所得税前收益	**9 129 558**	22 527 621	9 429 651
联邦和州所得税	**3 628 000**	10 153 000	4 337 000
递延所得税转回	**(920 000)**	—	—
所得税净额	**2 708 000**	10 153 000	4 337 000
会计原则变更的累积影响前收益	**6 421 558**	12 374 621	5 092 651
投资税收抵免会计原则变更的累积影响	**1 404 000**	—	—
净收益	**7 825 558**	12 374 621	5 092 651
普通股每股收益：			
会计原则变更的累积影响前	**1.65**	3.53	1.63
投资税收抵免会计原则变更的累积影响	**0.36**	—	—
普通股每股收益	**2.01**	3.53	1.63
按照修改后的投资税收抵免会计处理方法进行追溯调整得到的试算数据：			
净收益	**6 421 558**	12 520 798	5 184 024
普通股每股收益	**1.65**	3.57	1.66
流通在外普通股平均数	**3 889 345**	3 505 567	3 115 750
年初留存收益	**57 672 939**	49 417 310	48 026 124
加：			
净收益	**7 825 558**	12 374 621	5 092 651
减：			
支付的现金股利，每年普通股每股支付1.20美元	**4 649 740**	4 118 992	3 701 465
年末留存收益	**60 848 757**	57 672 939	49 417 310

参见财务报表附注。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

营运资本变动表

（单位：美元）	各年结束于 12 月 31 日 1984	1983	1982
营运资本来源			
来自营业活动：			
净收益	**7 825 558**	12 374 621	5 092 651
非现金费用（贷项）：			
投资税收抵免会计原则变更的累积影响	**(1 404 000)**	—	—
折旧和摊销备抵	**3 635 096**	3 361 666	3 253 897
递延所得税，非流动性	**(118 474)**	1 364 331	1 782 871
其他	**88 084**	243 269	97 787
营业活动产生的营运资本合计	**10 026 264**	17 343 887	10 227 206
财产、厂房和设备处置账面净值	**1 226 924**	351 550	115 337
投资减少（增加）额	**239 735**	(15 711)	51 496
长期债务增加	**40 000**	—	—
发行普通股	—	21 270 179	603 205
实施非限定股票期权产生的税收利益	**308 105**	—	—
根据股票期权计划再发行的库藏股	**688 646**	—	—
其他	**37 675**	15 907	—
	12 567 349	38 965 812	10 997 244
营运资本运用			
财产、厂房和设备增置	**10 878 234**	5 862 985	6 277 156
长期债务减少	**3 076 075**	3 061 075	1 056 075
现金股利	**4 649 740**	4 118 992	3 701 465
使用重新购回的股票实施股票期权	**181 202**	71 445	—
使用库藏股票实施股票期权	**668 407**	—	—
收购库藏股	—	870 097	—
递延投资税收抵免的再分类	**717 877**	—	—
递延税金的再分类	**357 025**	—	—
其他	**137 918**	123 698	123 351
	20 666 478	14 108 292	11 158 047
营运资本增加（减少）额	**(8 099 129)**	24 857 520	(160 803)
年初营运资本	**94 642 211**	69 784 691	69 945 494
年末营运资本	**86 543 082**	94 642 211	69 784 691
营运资本组成内容的变动			
营运资本资产增加（减少）额：			
现金	**106 660**	(134 612)	(148 491)
应收账款	**(13 898 169)**	16 175 577	3 312 330
存货	**27 687 405**	(723 170)	(8 896 653)
退还的联邦所得税	**1 584 413**	—	—
其他	**(325 024)**	(357 151)	1 257 160
	15 155 285	14 960 644	(4 475 654)
营运资本负债增加（减少）额：			
应付银行票据	**31 158 221**	(27 104 946)	1 748 236
应付账款和其他负债	**(1 444 053)**	6 708 503	(1 366 321)
产品担保和产品负债准备	**100 000**	200 000	—
应计工资、佣金和其他报酬	**(4 080 889)**	6 239 607	(3 481 353)
应计利息、工资税和其他税金	**(106 893)**	126 068	(500 166)
联邦和州所得税	**(2 386 972)**	1 928 892	(725 247)
将于 1 年内到期的长期债务	**15 000**	2 005 000	10 000
	23 254 414	(9 896 876)	(4 314 851)
营运资本增加（减少）额	**(8 099 129)**	24 857 520	(160 803)

参见财务报表附注。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

财务报表附注

附注 A——会计政策

对公司财务报表重大因素产生影响的会计政策可以概括如下。为了与 1984 年的披露相一致，已经对财务报表中的一些项目进行了重新归类。

存货——存货按成本（按后进先出法确定）与市价孰低计列。公司根据陈旧过时或周转缓慢存货的可能损失调整存货账面价值。

财产、厂房和设备——财产、厂房和设备按成本计列。公司通常按年采用直线法对财产、厂房和设备计提折旧，旨在在各项资产的预计使用期限内（建筑物——20—40 年；机械和设备——15 年）摊销其成本。结构模具的成本被资本化并在 3 年的时间内摊销。当财产被处置时，相关成本和累计折旧在处置当时从账上冲减，相应的利得或损失反映为收益。

产品担保和产品负债——这些成本在发生当年记作费用。每年年末对相关准备加以考察，以确定与当年产品相适应的可能未来成本的合理性。

联邦所得税——对出于计算所得税目的和出于编制财务报表目的在不同期间报告的项目建立递延所得税备抵。公司自 1984 年起开始采纳当期计列法对投资税收抵免进行会计处理。在以前会计年度，出于编制财务报表目的，投资税收抵免在超过 10 年的期限内摊销；而在出于税收报告目的，投资税收抵免在发生的当年全额记作贷项。

普通股每股收益——普通股每股收益通过使用净收益除以本年流通在外普通股加权平均数计算得出。惟一的约当普通股是股票期权，股票期权对普通股每股收益没有重大的稀释影响。

附注 B——联邦和州所得税

在结束于 1979 年 12 月 31 日的会计年度，公司提交的联邦所得税纳税申报表已经得到美国国内税务局的审查和批准。

联邦和州所得税备抵包括以下内容：

（单位：美元）	1984	1983	1982
本期应付联邦所得税:			
总额	3 405 740	8 866 388	2 409 611
投资和其他税收抵免	(976 220)	(847 365)	(451 788)
净额	2 429 520	8 019 023	1 957 823
DISC 递延所得税转回	(920 000)	—	—
本期应付州所得税	502 150	1 002 000	325 000
递延联邦所得税	696 330*	1 131 977*	2 054 177*
	2 708 000	10 153 000	4 337 000

*加速折旧法导致 1984、1983 和 1982 年分别产生递延所得税 1 027 943 美元、976 000 美元和 820 609 美元。工具和模具摊销法导致 1984 年产生递延所得税 365 811 美元。DISC 导致 1982 年产生递延所得税 406 275 美元。

将美国法定税率调整为实际税率的过程如下所示：

	1984
法定税率	46.0%
投资税收抵免（减征收额后的净额）	(6.0)
PAYSOP 税收抵免	(4.1)
州所得税（减联邦税收利益后的净额）	3.0
其他（净额）	0.8

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

	1984
小计	39.7
DISC 递延所得税转回	(10.0)
实际税率	29.7

1983 和 1982 年的实际税率与法定税率差别不大。

结束于 1984 年 9 月 30 日的第 3 季度和结束于 12 月 31 日的会计年度的净收益反映了 920 000 美元或普通股每股 0.24 美元（扣除与员工额外福利相关的费用后）的转回，该项转回是指以前年度为公司通过国内国际销售公司（DISC）实现的销售收入建立的递延所得税备抵的转回。作为 1984 年颁布税法的结果，不再需要支付这些税金。依照财务会计准则委员会的声明，全部转回反映在第 3 季度经营成果中。

附注 C——会计变更（投资税收抵免）

公司自 1984 年 1 月 1 日起开始使用当期计列法对投资税收抵免进行会计处理，以前年度使用递延法。之所以进行这种变更，目的在于与美国主要行业实务相一致。当期计列法把这些减免额包括在当年赚取的收益中，而递延法将这些税收减免额在 10 年的期限内摊销。这种会计方法的变更（在扣除与额外福利相关的费用和相关税收影响后）使 1984 年净收益通过本年获得的税收减免增加大约 103 000 美元，通过变更的累积影响增加 1 404 000 美元；两种情况下普通股每股收益分别提高 0.03 美元和 0.36 美元。反映这种变更的追溯影响的试算净收益和普通股每股收益金额列示在损益表中。

附注 D——长期债务

公司在 1967、1972、1975 和 1978 年分别与保险公司集团协商取得利率为 6.25%、金额为 6 000 000 美元，利率为 8%、金额为 5 000 000 美元，利率为 10.25%，金额为 5 000 000 美元，利率为 9.25%、金额为 20 000 000 美元的长期贷款。根据这些贷款协议的规定，公司所持流动资产不得低于流动负债的 150%。

利率为 6.25%的贷款将于 1972 年 9 月—1987 年 9 月期间按年分期等额偿还；利率为 8%的贷款将于 1973 年 12 月—1992 年 12 月期间按年分期等额偿还；利率为 10.25%的贷款将于 1977 年 4 月—1991 年 4 月期间按年分期等额偿还；利率为 9.25%的贷款将于 1984 年 6 月—1993 年 6 月期间按年分期等额偿还。

资本租赁协议——在 1971—1978 年间，公司与田纳西州富兰克林城的工业发展委员会签订租赁债务协议，租赁办公楼及其附属设施。租赁债务的初始金额 1 600 000 美元将在结束于 1991 年的 20 年期限内偿还。第 2 期租赁债务金额也为 1 600 000 美元，将在 1998 年全额偿还。公司将于租赁期满取得办公楼的所有权，并将拥有于 1992 年 7 月 31 日后按市价购买办公楼所处土地的选择权。

长期债务的未来到期值如下所示：

	票据	租赁债务	合计
1985	2 981 075	95 000	3 076 075
1986	2 981 075	100 000	3 081 075
1987	2 981 075	105 000	3 086 075
1988	2 606 075	115 000	2 721 075
1989	2 575 000	120 000	2 695 000
1990 及其后	9 525 000	1 870 000	11 395 000

租赁费用和其他未来租赁承付款不被认为很重要。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1985 年早期，公司与田纳西州劳伦斯堡市工业发展委员会签订租赁债务协议，租赁其工厂的环境控制设施。租赁债务的初始金额 2 500 000 美元将在结束于 2000 年的 15 年期限内偿还。债券持有人拥有在 10 年后赎回债券的选择权。公司将在赎回债券后取得该项设施的所有权。这项租赁债务不包括在以上债务到期值表中。

附注 E——公司股票期权计划

符合条件的员工可以将其报酬的 5%投入公司股票期权计划，公司另外投入员工投资额的 50%。公司于 1982 和 1983 年投入部分金额，并于 1984 年投入全部金额。在 1984 年 12 月 31 日，有资格参与该计划的 2 220 名员工中的 1 092 人成为参与者。1984 和 1983 年 12 月 31 日，公司出于该目的持有的普通股分别为 35 669 股和 37 357 股。

公司未发行普通股在 1969、1973、1979 和 1984 年被留用，以根据经股东批准的股票期权计划发行。股票期权计划的条款规定，限定或非限定股票期权可以以不低于授予日股票市价的价格发行给包括管理人员在内的公司主要员工。股票期权通常可自授予日后 1 年起在后续 4 年内按比例实施，并在自授予日起不超过 10 年的期限内到期。限定股票期权必须在授予日实施。公司没有确认与这些股票期权相关的冲减收益的费用。

股票期权摘要如下所示：

股票期权	股数	期权价格
1984 年 1 月 1 日流通在外	283 982	9.33—28.00
1984 年实施	(65 237)	9.33—12.25
1984 年到期	(9 422)	11.50—28.00
1984 年 12 月 31 日流通在外	209 323	9.33—28.00
可实施股票期权：		
1984 年 12 月 31 日	167 193	
1983 年 12 月 31 日	204 107	
1982 年 12 月 31 日	190 731	
1983 年实施	8 374	9.33—20.88
1982 年实施	0	

1984 和 1983 年 12 月 31 日非股票期权股数分别为 513 369 和 203 947。

在根据公司股票期权计划授予股票期权的同时，可以授予股票升值权。公司每年记作收入或费用的股票升值权金额不大。

公司自 1970 年以来一直保持或有补充退休金收益计划，根据该计划，额外的退休金收益可以按年授予公司主要员工，就像董事会报酬委员会所指出的那样。这种收益的支付视雇佣条件而定。

附注 F——退休金计划

公司拥有几乎涉及所有员工的无需员工缴款退休金计划。公司按照相当于以前年度应计退休金费用的金额按年缴付退休金。

1984、1983 和 1982 年的退休金费用分别为 1 654 000 美元、2 417 000 美元和 2 552 900 美元。退休金费用下降主要是由于假定收益率提高和雇佣水平变动。

公司的顾问保险精算师预计了 1984 和 1983 计划年度的以下信息：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

	1984	1983
保险精算估价日：		
小时计划	1984 年 1 月 1 日	1983 年 1 月 1 日
工资计划	1983 年 12 月 1 日	1983 年 12 月 1 日
计划收益可用净资产	47 151 444	41 586 931
计划收益的保险精算现值：		
法定收益	27 463 800	27 411 600
非法定收益	4 496 200	4 362 600
假定收益率*：		
小时计划	8.0%	7.0%
工资计划	8.5%	7.0%

*用于确定计划收益的保险精算现值。如果收益率仍为 7%，计划收益的保险精算现值将高出大约 5 900 000 美元。实际计划收益不受影响。

除提供退休金利益外，公司还为退休员工提供一定的卫生保健和人寿保险利益。几乎所有根据公司退休金计划退休的员工都有资格享受这些利益。与退休员工卫生保健和人寿保险利益相关的成本在发生当时记作费用。1984 年，这种成本共计约 261 000 美元。

附注 G——短期信贷协议

根据与 11 家金融机构签订的短期债务信贷协议，公司可以在双方同意的基础上借入 111 100 000 美元款项。这些信贷协议没有终止日期，但每年都要对其加以审查，以便续约。在 1984 年 12 月 31 日，信贷协议的未使用金额为 78 751 325 美元。

根据与金融机构签订的各种非正式和非受限协议，各期都要对信贷限额和相关借款保持一定的补偿性存款余额。1984 年，这种补偿性存款余额平均约为 2 830 000 美元，几乎全部用流动资金支付。

附注 I——企业分部信息

在结束于以下日期的各会计年度，企业各部门的收入组成内容、营业利润和其他数据如下表所示：

1984 年 12 月 31 日	电动割草机及其附件	自行车及其附件	其他产品	合计
销售收入净额	236 421 047	147 079 185	88 873	383 589 105
营业利润（损失）	24 533 300	3 352 581	(27 349)	27 858 532
一般管理费用（1）	8 721 454	5 316 976	1 968	14 039 498
利息（2）	3 222 125	1 467 173	178	4 689 476
税前收益（损失）	12 589 721	(3 430 668)	(29 495)	9 129 558
可确指资产（3）	119 534 386	49 353 639	54 766	168 942 791
一般公司资产				40 834 574
				209 777 365
折旧和摊销费	1 797 348	1 613 597	0	3 410 945
一般折旧费				224 151
				3 635 096
可确指资本支出	5 792 543	4 246 449	0	10 038 992
一般资本支出				839 242
				10 878 234
1983 年 12 月 31 日				
销售收入净额	205 036 387	181 377 604	80 002	386 493 993
营业利润（损失）	25 057 921	12 000 318	(4 639)	37 053 600
一般管理费用（1）	6 505 761	3 682 691	1 304	10 189 756
利息（2）	2 595 403	1 740 577	243	4 336 223
税前收益（损失）	15 956 757	6 577 050	(6 186)	22 527 621
可确指资产（3）	84 424 799	51 061 136	305 592	135 791 527

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

1984 年 12 月 31 日	电动割草机及其附件	自行车及其附件	其他产品	合计
一般公司资产				53 053 804
				188 845 331
折旧和摊销费	1 632 805	1 537 759	4 027	3 174 591
一般折旧费				187 075
				3 361 666
可确指资本支出	2 682 958	2 954 450	0	5 637 408
一般资本支出				225 577
				5 862 985
1982 年 12 月 31 日				
销售收入净额	155 415 363	133 138 347	88 648	288 642 358
营业利润（损失）	18 603 595	7 086 836	(230 795)	25 459 636
一般管理费用（1）	5 815 558	3 365 070	1 858	9 182 486
利息（2）	4 577 197	2 269 850	452	6 847 499
税前收益（损失）	8 210 840	1 451 916	(233 105)	9 429 651
可确指资产（3）	94 912 121	39 142 707	348 421	134 403 249
一般公司资产				37 329 209
				171 732 458
折旧和摊销费	1 643 064	1 426 993	3 811	3 073 868
一般折旧费				180 029
				3 253 897
可确指资本支出	2 099 488	4 115 209	0	6 214 697
一般资本支出				62 459
				6 277 156

（1）一般管理费用直接按部门分配，按照各部门销售收入净额占全部销售收入净额的比例分配。利息收入、来自反托拉斯清算协议的收入和资本处置损失包括在一般管理费用中。这些项目共同使 1984 年一般管理费用增加 806 000 美元，同样的项目使 1983 年一般管理费用减少 1 466 000 美元，从而导致两年一般管理费用发生总变动 2 272 000 美元。增加额由很多不同项目组成，1982 年上述项目的金额不大。

（2）利息费用的一部分按照各部门可确指资产占总资产的比例分配，与一般资产相关的部分按照各部门销售收入净额占全部销售收入净额的比例分配。

（3）各部门可确指资产既包括可直接归属于经营活动的产成品和在产品存货，也包括共同使用资产的可分配部分。一般资产包括现金、应收款和其他不可分配资产。

1984 年，公司 3 家最大客户分别为公司带来 6 900 万美元、4 300 万美元和 4 300 万美元收入，1 家客户在 1983 和 1982 年通过同时购买电动割草机和自行车分别为公司带来 7 900 万美元和 6 800 万美元收入。

附注 J——资本账户变动

1984、1983 和 1982 年的资本账户变动摘要如下所示。

	流通在外普通股			
	数量	金额	股本溢价	库藏股
1982 年 1 月 1 日余额	3 099 527	7 748 818	22 938 871	—
根据股票期权计划发行的股票	35 038	87 595	515 610	
递延报酬贷项			33 132	
1982 年 12 月 31 日余额	3 134 565	7 836 413	23 487 613	—
通过回购股票实施的股票期权			(71 445)	
已发行额外普通股减发行成本	770 000	1 925 000	19 345 179	
购买的库藏股	(30 817)			(870 097)
递延报酬贷项			42 808	
1983 年 12 月 31 日余额	3 873 748	9 761 413	42 804 155	(870 097)
通过回购股票实施的股票期权			(181 202)	
根据股票期权计划再发行的库藏股	22 922		(668 407)	688 646
实施非限定股票期权的税收利益			308 105	
递延报酬贷项			29 853	
1984 年 12 月 31 日余额	3 896 670	9 761 413	42 292 504	(181 451)

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司在 1983 年 6 月公开募股中出售 770 000 普通股，出售股票净收入共计 21 270 179 美元。如果这些股票在 1983 年年初发行而且收入在当时用于偿还短期债务，则 1983 年普通股每股收益将为 3.31 美元，与报告金额每股 3.53 美元形成对比。

附注 K——存货和销售成本

存货的组成内容如下所示：

	1984	1983
产成品和在产品	121 931 069	90 822 673
原材料	6 695 859	8 859 494
物料用品	1 582 733	1 392 089
	130 209 661	101 074 256
减使账面价值降低到按后进先出法计算的成本的备抵	(6 849 000)	(5 401 000)
按后进先出法计算的存货	123 360 661	95 673 256

1982 年，一些存货的数量下降，导致上一年度按后进先出法计算成本的大量存货变现，从而使 1982 年净利润增加大约 130 000 美元。

附注 L——非货币性交易

在 1983 和 1982 年期间，公司使用一些存货交换获取的广告服务。这些交易没有产生大量利得和损失。在 1984、1983 和 1982 年 12 月 31 日，各年未使用金额 577 000 美元、935 000 美元和 1 321 000 美元被归入预付费用。

附注 M——杂项收入和费用

销售和一般管理费用包括杂项收入和费用，这些收入和费用的金额通常不大。然而，在 1984 年第 2 季度和 1983 年第 1 季度，公司分别收到大约 85 000 美元和 628 000 美元共同诉讼反托拉斯清算协议分配款，该协议涉及螺纹钢行业的一些成员。在 1984 年第 4 季度，公司因冲销一台无法运营的机器记录了 998 000 美元费用。

独立审计师和管理层报告

独立审计师报告

田纳西州布伦特伍德

Murray Ohio 制造公司董事会和股东

我们审计了 Murray Ohio 制造公司 1984 和 1983 年 12 月 31 日的财务状况表，以及 1984 年 12 月 31 日前 3 年各年的相关损益表、留存收益表和营运资本变动表。我们依据公认审计准则进行审计，并相应执行了检验会计记录和其他我们认为在该情况下必要的其他审计程序。

我们认为，除我们同意的财务报表附注中附注 C 所述投资税收抵免会计处理方法的变更外，上述合并财务报表在一致性的基础上遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Murray Ohio 制造公司 1984 和 1983 年 12 月 31 日的财务状况和 1984 年 12 月 31 日前 3 年的经营成果和营运资本变动状况。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Ernst & Whinney
田纳西州纳什维尔市
1985 年 1 月 28 日

管理层报告

Murray Ohio 制造公司管理层对财务报表中包含的所有信息和陈述的完整性以及年度报告的其他部分负责。公司财务报表根据公认会计准则编制，其中包含根据管理层的判断和估计确定的金额。

公司拥有一个内部会计控制系统，旨在为保护资产，按照管理层的授权实施交易，以及为财务记录作为编制财务报表的可靠基础提供合理的保证。该系统包括选择和培训合格员工，批准委托权利和责任的组织结构，确立和传达会计及经营政策和程序，以及全面的内部审计方案。所有内部控制系统都存在内在局限性，这种系统的成本不应该超过该系统能够带来的收益。我们认为公司的会计控制系统能够做到这一点。

公司的独立会计师 Ernst & Whinney 已经对财务报表进行了审查。作为独立会计师，他们还对管理层报告经营成果和财务状况职责的履行给予了客观评价。他们获得并保持对公司系统和程序的了解，而且在认为其对财务报表的公正性发表意见很必要时，执行包括测试内部会计控制系统在内的一些测试和其他程序。

董事会通过由 3 名外部董事组成的审计委员会执行财务报表监控职能。审计委员会在必要时与管理层、内部审计师和独立会计师会面。独立会计师和内部审计师可以在管理层不在场的情况下与审计委员会自由接触，以探讨内部会计控制、审计和财务报告问题。

管理层对财务状况和经营成果的论述和分析

1984 年的销售收入与 1983 年基本持平，原因在于占销售收入总额 62%的电动割草机销售收入增长 15%，而占销售收入总额其余 38%的自行车销售收入下降 19%。1983 年，电动割草机和自行车销售收入分别占销售收入总额的 53%和 47%。1984 年电动割草机销售收入增加是由于销量增加。公司自行车定价、生产水平和销售收入受到进口自行车增加和国内竞争激烈的不利影响。净收益在销售收入中所占比重从 1984 年的 2.0%下降到 1983 年的 3.2%。

1984 年净收益下降 37%，表现为电动割草机特别是自行车的营业毛利比 1983 和 1982 年下降。在 1984、1983 和 1982 年，电动割草机的营业利润在销售收入中所占比例分别为 10.4%、12.2%和 12.0%，自行车的营业利润在销售收入中所占比例分别为 2.3%、6.6%和 5.3%。两种产品系列在国内竞争的加剧是导致营业毛利降低的因素。然而，进口产品数量的增加，特别是来自台湾的进口产品的增加，对 1984 年自行车营业利润产生了额外影响。在 1983—1984 年间，普通股每股收益下降幅度高于相应的净收益下降幅度，原因在于 1983 年 6 月出售额外普通股导致流通在外普通股平均数增加。

1984 年的净收益反映了 920 000 美元或普通股每股 0.24 美元（扣除与员工额外福利相关的费用后）的转回，该项转回是指以前年度为公司通过国内国际销售公司（DISC）实现的销售收入建立的递延所得税备抵的转回。作为 1984 年颁布税法的结果，不再需要支付这些潜在的税金负债。详细说明可参见财务报表附注的附注 B。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

公司自 1984 年 1 月 1 日起开始使用当期计列法对投资税收抵免进行会计处理，以前年度使用递延法。这种会计方法的变更（在扣除与额外福利相关的费用和相关税收影响后）使 1984 年净收益通过本年获得的税收减免增加大约 103 000 美元（普通股每股 0.03 美元），通过变更的累积影响增加 1 404 000 美元（普通股每股 0.36 美元）。详细说明可参见财务报表附注的附注 C。

公司销售收入和净收益在 1983 年取得非凡增长。1983 年的销售收入和净收益比 1982 年有所增加，主要是由于总体经济状况改良带来销量增加。自行车和电动割草机产品系列都有助于 1983 年销售收入和净收益的增加。净收益在销售收入中所占比重从 1982 年的 1.8%提高到 1983 年的 3.2%。

1984 年的销售和一般管理费用基本与 1983 年持平。1984 和 1983 年的销售和一般管理费用分别下降大约 85 000 美元和 628 000 美元，原因在于收到涉及螺纹钢行业一些成员的共同诉讼反托拉斯清算协议分配款。1984 年，公司因冲销一台无法运营的机器而记录了 998 000 美元费用。广告费用增加以及与销售收入增加相关的成本增加使公司 1983 年销售和一般管理费用比 1982 年提高 630 万美元（26.7%）。

1984 年的短期借款利息费用比 1983 年有所增加，原因在于平均借款水平和利率提高。1984 年短期借款比 1983 年增加是由于 1984 年平均存货水平提高，而且 1983 年公司用普通股募股收入偿还了短期债务。

1984 年 12 月 31 日存货明显高于 1983 年 12 月 31 日存货，主要是由于 1984 年电动割草机存货水平代表对 1985 年坐骑式割草机系列产品订货增加的预期。应付票据也因存货水平增加而相应增加。

1984 年年末未收回应收账款比 1983 年有所减少，主要是由于 1984 年第 4 季度销售收入下降。从历史上看，每年最后 45 天实现的销售收入使应收账款相应提高。

应计工资、佣金和其他报酬从 1983 年的 1280 万美元下降到 1984 年的 870 万美元，主要原因在于净收益、年末雇佣水平和相关员工额外福利下降。

1984 年的实际所得税率 29.7%明显低于 1983 年的实际税率 45.1%和 1982 年的实际税率 46%。1984 年的实际税率与法定税率有所差异，主要是由于税收抵免和 DISC 税金转回的影响。公司将在恰当的时候继续考察并采纳税法规定的税务会计方法，从而使公司得以递延所得税支付，进而增加现金流量。

公司的经营周期引起对现金流量需求的波动，原因在于公司预期经营高峰期发运量增加而购建存货，并在发货后产生大量应收账款。公司过去使用信贷协议额度偿还短期债务，以满足其现金流量需求。有关这些协议的详细情况可参见财务报表附注的附注 G，它们为公司提供了即时和持续性的流动性资金来源。

1983 年 6 月，公司通过公开募股以每股 29.25 美元出售额外普通股 770 000 股，净收益共计约 2 100 万美元，用于偿还存在营运资本需求的未清偿短期证券。1983 年短期借款的利息费用下降和利息收入增加反映了对普通股出售收入的使用。

管理层认为，除现金流量和现有信贷额度外，还可以使用其他方式满足公司的未来现金需求，包括举借其他短期债务、签发商业票据和发行权益性证券。公司稳健的债务对资本比率使其处于发行新债务和权益证券的有利位置。公司在持续的基础上考察现行市场和经济环境下的各种可能筹资机会。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1984 年的资本支出共计 1 090 万美元，而 1983 年为 590 万美元。主要支出包括安装现代化钢管切割设备、自动焊接机械手和计算机辅助设计系统，以及初建印花锻压车间。公司 1985 年资本支出预算为 970 万美元。该预算是以现行经济状况为基础，同时考虑了宏观经济和公司业绩的重大变化后得出的。该预算包括进一步实现生产流程现代化和自动化，以及继续实现垂直一体化的方案。预期这些项目将主要通过营运资本融资。在 1985 年早期，公司与工业发展委员会签订金额为 250 万美元的租赁债务协议，发行工业发展收入债券为其工厂的环境控制设施融资。详细信息可参见财务报表附注的附注 D。

几乎全部成本和费用都根据名义通货膨胀率计算，公司正在继续寻找应付这种影响的方法。通货膨胀对公司经营成果的影响在财务报表附注的附注 H 中概括和讨论。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Olympic 财务公司

仅仅在一次来势凶猛的抛售（随着一位股票分析师对某个具体公司很少作出的“脱手”建议）后 2 天，作为对穆迪投资服务公司下调其债务评级的反应，Olympic 财务公司的股票跌至 20 个月来的低点。Olympic 的高级债务级别被下调一级，从已经低于投资级的 B1 级下调至 B2 级（次级债务从 B2 级下调至 B3 级）。穆迪说，它之所以下调汽车金融公司的评级，是因为公司“持续扩大”非优质信贷，以及来自其不良汽车贷款的“逾期贷款和信贷损失增加”。

Olympic 对此作出的反应是认为它受累于竞争对手 Mercury 金融公司发生丑闻带来的汽车金融行业形象被败坏。Mercury 的总裁在星期一辞职，当时联邦调查局派遣的人员正在对其会计违规行为进行检查。“我们看到的是多米诺骨牌效应，” Olympic 的发言人说，“差别在于 Olympic 的会计原则是可靠的。”[1]

公司背景

Olympic 财务公司由杰弗里·C·麦克（Jeffrey C. Mack）创建于 1990 年，是一家消费者金融公司，购买、证券化和服务于由超过 7 000 家美国汽车交易商提供的消费者汽车贷款。

麦克在 80 年代期间还是一位商业银行家，他发现了除银行和汽车制造商以外的另一种汽车融资来源市场。出于一些原因，银行不是汽车交易商可靠的融资来源。首先，银行进入和退出汽车融资完全受需求驱动，因此不是交易商稳定的融资来源。其次，银行在晚上、周末和假日停业——这恰恰是交易商最忙的时候。第三，银行和汽车制造商主要向低信用风险客户提供贷款，并且只对新车提供融资。最后，银行历来只基于被融资资产的收回价值来提供信贷。

根据麦克的观察，他认为存在一个为潜在购车者提供融资的机会。这种融资的特征是贷款审批快，营业时间与交易商和购买者相衔接，贷款条件灵活，以及投资于汽车购车者而不是购买的资产。公司希望做成交易，而不是拒绝交易。借款人不需要保持优良的或者甚至不需要保持好的信用历史记录。麦克的公司 Olympic 财务公司在 1992 年成为股份公开公司。1996 年，公司购买的贷款总额为 27 亿美元。附录 2 显示了 Olympic 的 1996 年财务报表。

经营和营销战略

Olympic 的目标是最大化所购买贷款的数量和盈利能力。交易商是目标能否实现的关键，公司把他们视做主要客户。为交易商提供可以信赖的融资渠道是非做不可的事。Olympic 为购买新旧车

该案例由研究助理 Sarayu Srinivasan 在 Krishna Palepu 教授的指导下编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。Copyright © 1997 by the President and Fellows of Harvard College。Harvard Business School case 9-197-087。

1 根据 J. Barshay's "Moody's Rating Sends Olympic Shares Down," The Star Tribune, February 7, 1997 改写。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

提供融资，1996 年 71.3%的 Olympic 贷款用于购买二手车。

如果潜在购车者希望通过交易商为购车融资，双方考察包括 Olympic 在内的各种融资选择。如果被选做融资渠道，Olympic 将运用专有的信用打分系统，评估购车者的信用历史记录、收入来源和可信度，通常在收到信贷申请 1 个小时以内将决定的结果通知交易商。如果贷款条件被接受，购车者就签订一份分期付款合同，向债权人支付本金和利息，从而形成 Olympic 从交易商处购买贷款。Olympic 通过信贷额度和以资产担保的商业票据发行为贷款购买提供融资。

Olympic 通过 14 个州的 17 个地区中心购买贷款并提供贷款服务，而且有一个覆盖 38 个州的交易商网络。地区中心像“毂”一样运作，实施营销和销售行动，为所在地区提供贷款服务。每个毂为“轮辐”——附近的新市场服务——扩展地区范围。通过这种毂和轮辐战略，Olympic 获得了对当地地区状况、经济状况和交易商状况的了解，从而有助于其作出更好的信贷决策。

所购贷款由公司自己持有或汇集成大量金额以转移风险，集中的贷款随后被重新包装，由专门的保险公司提供担保，并作为担保证券承销和发行。把贷款和其他应收账款整合转化为资产担保证券在公开市场上销售的过程被称为“证券化”。在证券化后，Olympic 仍然负责为贷款提供服务。

Olympic 主要盯住最高信用等级市场和一般信用等级市场构成者：信用评级低于 A 级（最高信用级别）但高于 D 级（高信用风险，次级市场）的购车者。在提供信贷时，公司不要求购车者支付首付款，但按照分类定价系统为贷款定价。该系统按照公司信用打分系统确定的购车者信用特征将其分类。贷款以两个项目营销：一般贷款和优质贷款。优质贷款客户的信用状况好，一般按 8%—16%的年利率（APR）付息。一般贷款客户具有较高的信用风险，因此一般贷款的定价要高于优质贷款，年利率为 16%—23%，以反映较高的预期风险和损失。如果购车者违约，汽车将被收回，并通过零售渠道再出售。

收入的产生

Olympic 从购买、证券化和为汽车贷款提供服务中获得收入。Olympic 的大部分收入主要来自利差，即其贷款利率和借款利率之差。

当 Olympic 从交易商那里购买贷款时，交易商因组织贷款而收到一笔手续费。手续费通常是购车者作为信贷成本支付的 APR 的一定比例，余下的部分是 Olympic 购买贷款的“购买利率”。APR 与 Olympic 为业务融通所支付的利率之间的差价就是收入。

Olympic 通过两个方法为购买贷款筹资（参见附录 1）。首先，贷款可以通过使用银行资金来融通。通过这种融资方式取得的贷款创造的收入来自净利差：为银行贷款支付的利率和从购车者那里收到的 APR 之间的差额。另一种方法是，公司将大量所购贷款集中起来并加以证券化，然后作为资产担保证券出售给投资者。证券销售所得为将来购买贷款筹资。通过这种融资方式取得的贷款创造的收入来自毛利差——支付给债券持有人的证券化利率和购车者支付的年利率之间的差额。

毛利差要大于净利差。证券化数以百万美元计的贷款资产组合要求该组合能够满足特定的要求，包括承销、审计和损失准备金等。通过证券化应收款，Olympic 可以扩大应收款出售的利差，因为支付给债务持有人的资本成本要低于通过银行筹资的资本成本。因此，证券化是公司偏好的筹资方式。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

收入也来自为贷款提供服务和为贷款证券化提供准备。Olympic 继续为已经作为证券卖给投资者的贷款提供服务，并收取手续费。等待证券化和公司资产组合中的贷款为公司带来净利差收入。

每月支付的贷款本金和利息被收集起来，分别流向证券投资者、信贷机构和公司利差账户支付。公司计算并保持准备金，以弥补与信贷活动相关的逾期贷款、违约和损失。

会计实务

当汽车贷款被证券化时，Olympic 记录贷款出售收益，并建立一项应收财务收益资产。出售收益是证券化产生的预期未来现金流量用市场基础利率贴现的现值。证券化资产出售的收益被计算出来，以反映历史资产组合的业绩和回收汽车的处置。出售收益的计算也要考虑欠投资者和交易商（贷款组织）的金额，证券化成本，以及预计贷款提前偿还和损失。

除销售所得收益外，应收财务收益还包括待售贷款的未收回应计利息，与证券化活动有关的利差账户上的利息，以及先前贴现现金流量所获得的利息。当利差账户上收到现金流量时，这种资产减少。贷款服务费收入不构成应收财务收益，在证券化期间内赚取时确认。

Olympic 根据行业标准，先前经验，未来预期贷款的提前偿还、损失和逾期贷款情况，通过预测整个贷款有效期内的预期损失来估算贷款损失准备金。这种损失准备金要从计算的贷款出售收益中减去，相关的备抵成为应收财务收益的一部分。汽车回收导致的损失冲减备抵。1996 年 12 月，公司提取 9 500 万美元，相当于所服务的资产组合的 2.51%，作为损失准备金。而在 1995 年 12 月，准备金数量是 4 230 万美元，相当于资产组合的 1.86%。

汽车贷款商收回的大多数汽车通过拍卖等批发方式处理，而 Olympic 通过寄售旧车交易商等零售渠道再销售收回的汽车。Olympic 选择零售市场是因为能够获得更高的残值，而且能够获得为汽车的新买家提供再融资的机会。尽管如此，零售回收汽车意味着更高水平的待售存货和零售计划投资，从而构成了资本占用。

1996 年的 Olympic

Olympic 的总收入从 1995 年的 1.087 亿美元增长到 1996 年的 2.134 亿美元，净收益从 1995 年的 2 540 万美元增长到 1996 年的 6 030 万美元。1996 年销售贷款获得的收益为 1.157 亿美元，贷款服务费收入为 2 820 万美元，净利差为 6 290 万美元。逾期贷款从 1995 年的 3 020 万美元升至 1996 年的 1.001 亿美元。回收汽车从 1995 年的 5 020 辆增加到 1996 年的 14 403 辆。净损失从 1995 年的 1 030 万美元升至 1996 年的 2 990 万美元。1996 年公司的资产组合增长了近 70%。

债务发行 1995 年 4 月，公司发行了总额为 1.45 亿美元的高级定期票据，1998 年 5 月 1 日后可随时通知回购，2000 年到期。高级定期票据没有担保，每半年付息一次。1996 年 3 月，Olympic 公开发行本金为 3 000 万美元、利率为 10.12%、将于 2001 年到期的无担保次级票据，筹得资金 2 900 万美元。公司还发行了低级次级票据．期限从 30 天—10 年不等，1996 年底共有 2 370 万美元尚未清偿。1996 年 12 月 31 日，公司流通在外的次级票据共计 5 360 万美元。

一般客户贷款项目 1995 年，Olympic 引入一般客户贷款项目，目标瞄准信用历史低于次优——信用风险最高的购车者。这个项目满足有瑕疵的信贷市场（该市场的借款者信用历史有污点，从经常

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

不按时还款到干脆破产都有）显著增长的需求，为上述日益扩大的人群提供融资渠道。有瑕疵的信贷市场中包括病残者、失业工人、移民以及骗子，由于公司重组和消费者债务日益上升，预计该市场将继续快速增长。由于承担的风险较高，公司要求较高的利率，以加大利差。一般客户贷款的平均 ARP 为 18%。

逾期贷款、违约和损失 1996 年逾期贷款总额（超过 30 天）占所服务贷款组合的 2.64%，1995 年占 1.33%。1996 年损失总额占所服务贷款组合的 0.99%，1995 年占 0.67%。这些比率的上升是由于一般客户贷款和回收汽车再融资项目的快速增长（两者都有较高的逾期率和损失率），以及所服务贷款资产组合（包括大量一般客户贷款）进入偿还高峰期，也就是进入违约和逾期的概率最高的时期（通常在放贷后 6—14 个月间）。

一般客户贷款和回收汽车再融资共占所服务资产组合的 4.3%，但是占 1996 年逾期贷款、核销和净损失的 20%。其中回收汽车再融资贷款的逾期率就为 13%，而所有贷款的逾期率只有 1.95%。这两类贷款的损失率为 3%，而所有贷款的损失率为 0.87%。[2]

回收汽车及其处理 尽管用零售方式处理回收汽车能使 Olympic 收回更高的汽车价值（大约比批发方式高 30%），但同行对公司的零售战略表示了担忧，因为这涉及在账簿上保持存货记录，占用宝贵的现金，而且如果汽车市场下滑就会成为一个问题。为零售方式处理回收汽车融资表明 Olympic 将被鼓励降低信用标准，以承担把存货从账簿上注销的更大风险。

1996 年，公司回收汽车的近 70%通过零售方式再出售，其中 90%得到 Olympic 的再融资。零售回收汽车贷款占所服务资产组合的 2.56%（9 690 万美元），而 1995 年只有 2 570 万美元（占资产组合总额的 1.1%）。这种增长加上公司通过 10 家大的零售商行分销回收汽车的零售战略，使得存货水平逐渐提高。为提高存货周转率，公司于 1996 年改变其零售战略，终止与大商行的交易，以便通过更多的小商行分销。

管理层变动 1996 年 8 月，Olympic 董事会投票决定将公司公开上市，以期降低资本成本，获得较高的信用评级。这个计划遭到 Olympic 创建人、首席执行官、总裁兼董事会主席杰弗里·麦克的反对。由于双方都不愿妥协，麦克辞职。在即将上市的消息公布的当天，Olympic 的股票从 15 美元飙升到 25 美元，证实了董事会认为市场会接受这一想法的判断是正确的。然而，到 12 月份，公司仍然处于待售状态，也没有任命新的首席执行官。许多行业观察家认为，公司在贷款组合管理方面出现了问题，而且这种情况吓走了潜在的购买者。尽管出现了混乱且没有领导者，1996 年 Olympic 的利润还是翻了一番，达到 6 030 万美元。

1996—1997 年行业事件

汽车融资行业总价值为 4 100 亿美元，[3] 服务于次优借款人的子市场价值为 770 亿美元。[4] 尽管次优汽车融资行业不稳定、高度竞争，而且市场是分割的，但该市场的增长速度惊人，进入障碍少，

2 John Elsen, "Battle of Olympic Proportions Is Brewing," Mergers & Acquisitions Report, September 16, 1996, p.1.
3 Carla Solberg, "Nonbanks Give Run for the Money," Minneapolis-St. Paul CityBusiness, August 2, 1996, p. 9.
4 J. Schmeltzer, "New Mercury Leader Probes for Answers," Chicago Tribune, February 9, 1997, p. 1.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

利润也非常丰厚。从 1985 年开始，几百家公司进入该行业，其中 25 家次优贷款人陆续上市。为了在日益激烈的竞争环境中求得发展，这些公司降低信用标准以扩大正在缩水的毛利率，但忽视了服务能力的限制。到 1997 年，一些这样的贷款人占据了新闻头版头条的位置。

1997 年 1 月，次优二手车贷款人 Mercury Finance 在宣布 1996 年利润为 1.207 亿美元之后，在联邦调查局的审查监督下，披露公司自 1993 年来虚夸了 9 000 万美元收益，随后将 1996 年利润调整为 5 670 万美元。这个消息引起一片哗然，因为该公司一直损失率很低，收益率高，而且支付模式很好。Mercury 是行业领头羊，以管理层精明能干和服务周到细致而闻名，拥有 15 亿美元未到期贷款，全部以资产组合形式持有。公司的股票曾经进行 6 次拆股。当贷款价格虚设和损失准备金不足等会计欺诈和糟糕的会计处理方法被揭露时，整个行业都惊呆了。当出现违约时，公司通过借新债来掩盖不良贷款，但是记录为正常交易。穆迪将 Mercury 的债务评级从 P2 级（优先投资级）下调到 NP 级（非优先、非投资级）。债权人抽走信贷，把 Mercury 推到破产边缘，使其股票从每股 14.87 美元猛跌至 1.87 美元，损失了 85%的价值，公司价值在一天内从 26 亿美元变成 3.33 亿美元。

在 Mercury 事件曝光的第二天，一家快速发展的次优贷款人 Jayhawk Acceptance 在 1996 年的账户上记录了 1 550 万美元费用，以弥补交易商预付款收不回来造成的损失，导致 1996 年第 4 季度发生净损失 790 万美元。Jayhawk 随后申请破产保护，以便中止信贷协议（1996 年第 4 季度总收入为 1 610 万美元，1995 年第 4 季度收入为 750 万美元，利润 179 万美元）。Jayhawk 从交易商那里以非常大的折扣购买"D"级二手车贷款，并向交易商预付部分贷款本金。剩下的本金由 Jayhawk 保留，当贷款被集中等待证券化时，用来弥补贷款损失。当收到现金流量时，款项被分割为两块，分别归交易商（80%）和 Jayhawk（20%）。公司使用打分模型预测违约率，决定是否同意贷款，并计算交易商预付款。在 Mercury 消息公布当天，Jayhawk 股票损失了 17%的价值，现在又进一步缩水了 55%，股票收盘价为 3.62 美元。

Cityscape 财务公司组织、购买、证券化和提供次优住房产权抵押贷款服务。满身债务的消费者之所以使用住房产权贷款，因为它的利率低，而且可以用来抵减所得税。Cityscape 从银行和独立的不动产抵押经纪人那里组织贷款。在购买前，Cityscape 和经纪人一起评估贷款的价值，因为如果估价不准确，经纪人可能要购回贷款。到 1995 年，公司组织的贷款翻了一番，而逾期贷款率只有很低的 4%。1996 年前 3 个季度的收入为 1.255 亿美元，净收益为 3 480 万美元，而 1995 年同期分别为 3 080 万美元和 720 万美元。1996 年 9 月，一桩公司的一名顾问与一个诈骗犯有牵连的丑闻和公司重新公告第 2 季度收益（将 500 万美元收购重组费用调整为商誉，并记录 1 700 万美元递延所得税资产）导致公司股价下跌，投机盛行，卖空压力激增。就在几天前，穆迪还把该公司的债务评为 B1 级。

《金融时报》概括了最近行业发生事件的影响：

> 有证据表明，这些事件是由对整个次优贷款部门信心的急速丧失引发的。大公司的股价下跌了 30%以上，其中一些被评级机构下调了信用评级，它们都有大量债券在资本市场上销售。至少从目前来看，一个快速增长的阶段已经结束。[5]

5 根据 J. Authers, "Used-Car, Bad-Loan Road to Riches: Or Ruin," Financial Times, February 13, 1997, p. 4 改写。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

争 论

在 1996 年和 1997 年间，债务评级机构穆迪宣布了对 Olympic 发行债务的一系列评级行动。附录 3 列示了全部评级公告。1996 年 5 月 1 日，穆迪在展望 Olympic 的长期债务评级时由稳健改为积极，以反映公司筹集 1.48 亿美元的股票发行。2 个月后，穆迪证实了 5 月展望，将 Olympic 的高级债务评级从 B2 级上调至 B1 级，将次级票据评级从 B3 级上调至 B2 级。

然而，到 1996 年 8 月 26 日，在麦克辞去首席执行官一职和公司准备出售的消息之后，穆迪对 Olympic 的评级进行检查并定为“方向不明确”。1997 年 1 月 24 日，穆迪确认上述高级债务 B1 级和次级债务 B2 级的评级，但是前景展望是消极的，因为存在诸如资产组合业绩恶化、集中于高风险贷款和回收汽车处置方法等担心。1997 年 2 月 6 日，仅仅在上调公司评级 7 个月后，穆迪将公司高级票据从 B1 级下调至 B2 级，将次级票据从 B2 级下调至 B3 级。评级机构再次援引了上面两点，即资产组合中高风险贷款快速增长导致的公司损失上升和不能有效管理回收汽车的处置方法。

与此同时，一名股票分析师在评价公司时用一个很少用的“脱手”评级，批评公司的损失假定和零售战略。报告认为，Olympic 最近一次的证券化损失已经超过了 2.5%（仅仅在证券化后 10 个月），而损失准备金只占被证券化资产的 1.88%。此外，就连这不足以弥补损失的 1.88%也是 1996 年第 4 季度才达到的，此前的水平只是 1.66%。报告宣称，公司自从 1995 年以来就没能正确对待风险准备金，损失率在快速上升。报告还说，使用 8%的贴现率来计算贷款出售的收益，夸大了收益，有失妥当，而其他同类公司使用 12%的贴现率。至于回收汽车问题，报告指出，标准的拍卖可以使损失立即量化，把不良贷款从账簿上冲销，而零售方式通过快速出售这种假买哄抬了损失，降低了资产组合的信用质量，制造了更大的未来损失。报告认为，快速增长掩盖了正在滋生的问题，但是这只是个时间问题，过去的不良贷款迟早会浮出水面。[6]

面对数不清的坏消息、债务评级下调和股票疲软，Olympic 宣称它无缘无故地受到了惩罚。公司否认从事次优贷款。1 月底，公司重新任命了一名新的首席执行官，并将公司重新命名为 Arcadia 财务公司，表明并没有准备卖掉公司，而且 1996 年公司利润翻了一番。尽管公司预期损失率将上升，但它将部分原因归于全美范围内逾期贷款率上升。[7] 针对折磨汽车融资行业的丑闻，Olympic/Arcadia 指出它将不会像 Mercury 那样公布未经审计的收益数据。[8] 公司还说，贷款集中证券化每月都进行审计，要求认真准确地记账。Olympic/Arcadia 的新首席执行官理查德·格林沃尔特（Richard Greenwalt）总结道[9]：“针对目前汽车融资业务市场的混乱状况，我们想向我们的股东保证，Olympic 已经完成了年末审计程序，并公布了有关业务的所有信息。”

---

6 Steve Eisman, Report on Olympic Financial, Oppenheimer & Co., February 6, 1997 .
7 Jill Barshay, “Olympic Gets New Name,CEO,” Star Tribune, January 29, 1997.
8 Heather Timmons, “Sub-Prime Lenders: It Can’t Happen To Us,” American Banker, January 31, 1997, p.24 .
9 Reuters Financial Service, “Olympic Financial Completes Year End Audit,” February 10, 1997.

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

思考题

1. 你如何评价次优贷款行业的长期潜力？对于这个行业中的公司而言，获得成功的主要因素有哪些？

2. 列出在这个行业中发挥重要作用的所有资本市场中介机构。它们在该行业的快速发展中发挥了哪些作用？

3. 你如何评价 Olympic 的现在和未来业绩？

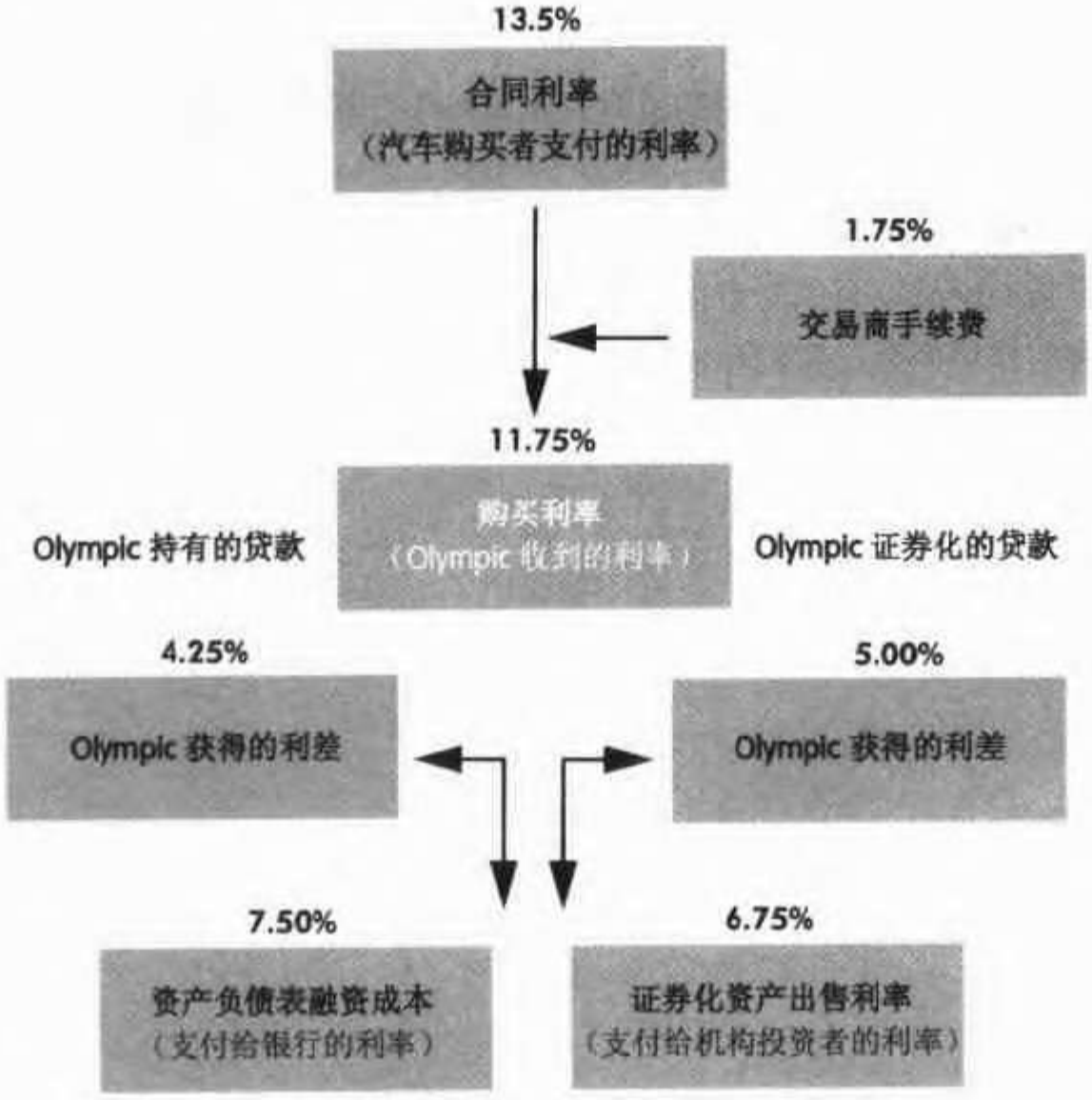
4. 你如何评价与 Olympic 有关的市场中介机构的业绩？影响它们业绩的主要因素有哪些？

5. 就中介机构的作用而言，我们可以从本案例中得出哪些启示？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

Olympic 的融资战略（说明性的比率结构）



资料来源：Olympic Financial 1994 Annual Report。

附 录 2

Olympic（Arcadia）财务公司 1996 年节略年度报告*

*此后 Olympic 财务公司将被称为 Arcadia 财务公司

重要财务数据

（除每股金额外，均为千美元）

年度	1996	1995	1994	1993	1992
总收入	213 495	108 732	28 788	11 884	3 858
净收益（损失）[a]	60 316	29 317	4 185	1 395	(1 342)
每股收益（损失）[a]	1.65	1.11	0.17	0.11	(0.24)
购入汽车贷款	2 750 553	2 052 413	743 256	305 823	97 819
贷款证券化	2 787 412	1 933 525	712 211	336 077	79 759

年末	1996	1995	1994	1993	1992
总资产	778 320	397 794	219 288	116 256	81 167
股东权益	393 093	180 813	60 862	58 699	30 072
普通股每股账面价值	10.79	7.05	3.39	3.20	3.09
平均资产收益率[a]	10.26%	9.50%	3.59%	1.41%	(2.21%)
股东权益收益率[a]	21.02%	24.26%	10.09%	3.14%	(9.50%)
合同特许经销商	7 727	5 110	2 344	857	339
服务组合	3 791 857	2 267 107	837 095	316 933	103 507

a 非常项目前。

写给股东的信

各位股东同仁：

1996 年，Arcadia 财务公司应对公司增长带来的挑战，取得了利润丰厚的经营业绩。尽管公司可能被卖掉造成一些动荡，但还是获得了创纪录的利润。我们对 1996 年的财务成果感到欣慰，但这一年我们业务的一些核心领域还有待加强，以确保能够为我们的股东创造有吸引力的回报。这些方面包括更清晰的政策、更完善的流程、更好的培训、更牢固的控制和更强大的体系。

Arcadia 所在行业——独立汽车融资行业——在 1997 年初陷入混乱，一些公司的问题引起投资者对整个行业的担心。就 Arcadia 而言，这种担心是多余的。首先，作为一个专注于最优信用等级和较差信用等级借款人市场的贷款人，Arcadia 为较高信用质量的子市场服务，而这一年服务于次优贷款市场的贷款人正在经历财务困难。此外，我们的股东可以放心，Arcadia 与其筹资和信用增强的主要渠道（包括 Bank of America、J. P. Morgan 和 Financial Security Assurance 公司）继续保持稳定可靠的关系。能够继续获得它们的信贷额度和信用对 Arcadia 依然重要。为了在将来赢得它们的支持，我们全面强化了资产组合管理的流程和体系。

事实上，强化 Arcadia 以加强我们为核心市场服务的能力是我们 1997 年的头等大事。我们当前的贷款项目所瞄准的借款人大约占高度分割的 4 100 亿美元汽车融资市场的 2/3。很明显，这个行业与其他消费者融资市场一样，存在可以控制和有利可图的增长空间。

1996 年财务结果

在这一年，收入翻了一番，净收益翻了一番还多，分别达到 2.135 亿美元和 6 030 万美元。1996 年充分稀释的每股收益为 1.65 美元， 比 1995 年非常收益前的 1.11 美元增长 49%。年末股东权益共计 3.93 亿美元，比 1995 年末的 1.81 亿美元增长 117%，这得益于我们创纪录的收益和 1996 年 4 月的募股成功。

Arcadia 的 1996 年财务业绩反映了公司对其客户——公司服务的全国范围内的汽车交易商和信贷质量的双重关注。Arcadia 依靠自身确定和满足交易商融资需要的能力，在各种汽车融资来源

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

中声名卓著。此外，在继续改进全面资产组合管理实务的同时，我们已经成功地将逾期贷款和贷款损失率控制在我们的预期以内。

强化我们的经营

Arcadia 所服务的资产组合的增长增加了对我们的贷款服务协作和体系的需求。因此，我们正在增加提供服务的员工并全面改进服务资源和基础设施。贷款资产组合的增长也带来了零售再营销业务的增长，Arcadia 通过该项业务把大量回收汽车放在一些经选择的交易商处寄售。只要这个项目还有引人注目的经济效益，我们将继续采用零售再营销回收汽车方式作为核心战略，以最大化回收价值和最小化贷款损失。来自零售市场的较高贷款回收价值足以弥补持有待售回收汽车存货和管理零售再营销方案的成本。我们正在采取各种措施强化各种服务和收贷业务，这在本年度报告第 5 页开始的资产组合业绩和信贷质量部分说明。

保护股东的利益

1996 年 8 月，某第三方向董事会提出收购公司的意向。为了履行对股东的委托义务，董事会聘请独立的财务顾问帮助评估这个意向和其他合并收购的可能。

10 月中旬，董事会宣布，与可能收购方的商讨没有形成一个明确的收购公司要约。公司目前正试图作为一个独立的法律实体最大化股东的价值。

为了使股东避免不必要的控制权变化，公司于 1996 年 11 月采纳了一个股东持股权计划。在这个计划中，优先股购买权被分配给 1996 年 11 月 22 日登记在册的股东，分配比率为每股普通股享有 1 份优先股购买权。这样，所有已经发行和将要发行的普通股都是一股一权。

展望未来

1997 年，我们的重点是改进结构和流程，旨在加强我们的核心业务，使投资者对可预测、可控制和管理得很好的效益增长感到满意和有信心。我们将特别重点强调对贷款项目的风险进行正确定价。我们还将控制成本、强化收贷流程，改进体系，管理零售再营销计划，以防止损失和保有现金。考虑到在这些方面的优先地位，我们将调整贷款规模的增长速度，以保证有充足的可得资源实现有利可图的增长。我们的首要目标是牢牢控制经营的所有关键因素，以获得融资渠道、评级机构、信用保险者和投资者的继续支持。

我们的这些努力将得到一支经验丰富且士气高涨的管理团队的帮助。这支团队包括高级业务人员、信贷人员、融资人员、交易商公关人员和战略开发人员，他们保证了公司到目前为止的成功。最近加入这支团队的人员承诺在基本业务的基础上进一步扩张。随着我们的效益增长，我们更加关注我们在公司的投资，以及所有员工的福利。我们未来的成功取决于团队中每一名成员的信心、奉献精神和创新的观点。

我们对未来充满信心。尽管管理我们的增长是一个挑战，但发展规模同时也为我们提供了弹性、规模经济、更广泛的战略选择和更多的机会。其中蕴藏着建立强大的客户关系，为我们的员工创造有吸引力的报酬丰厚的职业，以及增强股东价值的机会。我们衷心感谢股东的支持。

董事会主席　沃伦·坎特

总裁兼首席执行官　理查德·格林沃尔特

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

管理层的论述和分析

概　述

公司从购买、证券化和提供汽车贷款服务中获得几乎全部收益。在购买每一笔贷款时，公司将债务人支付的年利率（“APR”）的一部分支付给组织贷款的交易商（“交易商参与费”）。为了在证券化之前给贷款融资，公司使用其可用现金余额以及与金融机构和机构贷款人签订的短期借款和回购协议（“融资便利”）。在证券化之前，公司持有的待售汽车贷款产生净利息收入，等于公司待售汽车贷款赚取的利率与公司短期借款相关的利息成本之差（“净利差”）。

公司按照分级定价体系购买贷款，即按照借款人的信用状况来对贷款定价。公司为贷款产品定价的目的在于相对于每个级别的预期净损失，使毛利差最大化。1996 年购买的一般客户贷款占购买总量的 36%，而 1995 年和 1994 年分别占 17%和 4%，该种贷款的 APR 通常在 16%—23%之间，而优级客户贷款项目中所购贷款的 APR 通常为 8%—16%。一般客户贷款项目中的较高 APR 旨在用于补充与该种项目相关的较高预期逾期贷款、违约和损失率，公司通过提取较高的贷款损失准备金处理这种项目。1996 年 12 月 31 日，公司保持 9 500 万美元贷款损失准备金，相当于所服务贷款组合的 2.51%，而 1995 年 12 月 31 日的相关数据分别为 4 230 万美元和 1.86%。

公司将所购汽车贷款集中起来，然后卖给一个信托单位，后者再向投资者出售资产担保证券，这样公司就能够将所购汽车贷款的 APR 与所售资产担保证券的利率（“证券化利率”）之间的初始利差（“毛利差”）固定下来。当公司证券化汽车贷款时，它记录一笔销售收益，并建立一个应收财务收益资产项目。销售收益代表公司收到的预期未来现金流量按照市场基础利率贴现的现值，并考虑公司历史贷款资产组合经验和回收汽车处置方法。销售收益的计算考虑到：（1）债务人的合同义务；（2）对资产担保证券投资者的支付；（3）对交易商的交易商参与费的支付；（4）各种证券化成本，包括套期保值交易的结果；（5）现金流量的调整，以反映预计的贷款提前偿还，与违约相关的损失，以及所售贷款加权平均 APR 的相应下降。在证券化之后，公司继续为被证券化的贷款提供服务，并在整个证券化期间内赚取服务费收入时确认。

除证券化产生的预计未来现金流量的现值（销售收益）外，应收财务收益还包括：（1）所持待售汽车贷款的应收利息，但在出售日前尚未收回；（2）与证券化有关的利差和其他现金账户上的利息；（3）先前贴现现金流量中获得的利息，用现值贴现率计算，用于确定销售收益。如上所述，未来服务费收入在赚取时确认，不包括在应收财务收益中。应收财务收益随公司利差账户上超额现金流量的分派而减少。公司综合使用其历史经验、行业统计数据和对未来业绩的预期，估计提前偿还和损失的大小和时间，并将其与公司的预计值比较。根据公计会计准则，对于来自初始估计的有利变动，公司不增加应收财务收益的账面价值，应收财务收益的相应减少则反映为当期收益的减少。

结束于 12 月 31 日的 1996、1995 和 1994 年

经营成果

净利差收入。公司的净利差是下列各项的汇总：（1）根据净利差计算的所持待售贷款的净利息；（2）短期投资、利差账户和其他与证券化相关的现金账户上的投资收益；（3）先前贴现现金流量的利息部分的确认，按照用于确定销售收益的现值贴现利率计算。在结束于 1996 年 12 月 31 日的前 3 年中，净利差收入的各个组成部分如下所示：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（千美元）	1996	1995	1994
贷款的利息收入，净额	29 614	16 038	3 544
短期投资、利差账户和其他现金账户上的利息收入	15 233	7 942	3 620
确认的贴现现值	18 890	7 368	2 664
所持待售贷款的损失准备金	(774)	(156)	—
净利差收入	62 963	31 192	9 828

净利差收入 1996 年增长了 102%，1995 年增长了 217%。净利差收入的增长主要是由于：（1）证券化前所持待售贷款的平均余额增加；（2）证券化前所持待售贷款的净利率上升；（3）公司证券化交易的数量增加。

所购贷款数量增加主要得益于公司持续的地理范围扩张，以及通过扩大交易商网络而实现的市场渗透力提高。1996 年 12 月 31 日，公司有 17 个地区贷款购买中心，而 1995 年和 1994 年同期分别为 15 和 12 个；交易商网络中的交易商增加到 7 727 个，而 1995 年和 1994 年同期分别为 5 110 和 2 344 个。在结束于 1996 年 12 月 31 日的前 3 年中，公司贷款购买和证券化数量如下表所示：

（千美元）	1996	1995	1994
优级客户贷款	1 768 933	1 699 874	716 308
一般客户贷款	981 620	352 539	26 948
所购汽车贷款总额	2 750 553	2 052 413	743 256
证券化汽车贷款	2 787 412	1 933 525	712 211

1995 年，公司启动增加贷款组合中一般客户贷款份额的方案，旨在相对于每个信用档次的预期净损失使总利差最大化，并扩大汽车贷款市场份额，减少相对于优级客户贷款的初始现金要求，因为公司一般客户贷款中交易商参与费较低。1996 年 12 月 31 日，公司所购贷款总额中约有一半属于一般客户贷款项目。公司将经常和随时改变贷款组合。

所购贷款数量的增长导致所持待售贷款每月平均余额增加，从 1995 年和 1994 年分别为 1.627 亿美元和 4 110 万美元增加到 1996 年的 2.195 亿美元，在这些贷款被证券化前公司获得净利差。1996 年获得的加权平均利差升至 7.84%，而 1995 年和 1994 年分别为 6.71%和 6.59%。所持待售贷款净利差的上升主要得益于公司较高利率的一般客户贷款项目扩张导致债务人支付的年均利率上升。

短期投资、利差账户和其他与证券化有关的现金账户的利息收入在 1995—1996 年间增长 92%，在 1994—1995 年间增长 119%。这种增长主要得益于证券化规模更大导致的利差账户和其他与证券化有关的现金账户的平均余额增加。来自贴现现值确认的收入的增长也得益于证券化规模的扩大。

贷款销售收益。在 1996、1995 和 1994 年，贷款销售收益分别提供了 1.158 亿美元、6 220 万美元和 1 360 万美元的净收入，反映出 1995—1996 年间 86.2%的增长和 1994—1995 年间 357%的增长。贷款销售收益的增长主要得益于上面提到的贷款证券化规模扩大，总利差加大，以及支付给交易商组织贷款的参与费率下降，但是部分被贷款损失准备金的增加所抵消。

下表概括了结束于 1996 年 12 月 31 日前 3 年公司总利差的情况：

	1996	1995	1994
被证券化贷款的加权平均 APR	14.56%	14.22%	12.50%
加权平均证券化利率	6.31%	6.38%	6.32%
总利差[a]	8.25%	7.84%	6.18%

a. 套期保值损益前。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

1995 和 1996 年总利差的上升主要得益于提供较高收益的一般客户贷款份额增加，导致所购买并随后被证券化的贷款获得的 APR 提高。1996 年一般客户贷款规模扩大导致的加权平均 APR 上升被该年前几个月消费信贷市场利率的下降所部分抵消。

支付给交易商的未摊销参与费余额在相关贷款被证券化时费用化，并记作销售收益的减项。由于要求的参与费率通常较低的所购一般客户贷款增加以及优级客户贷款项目中的最大参与费率下降，参与费在所购贷款本金余额中所占比重从 1995 和 1994 年分别为 4.21%和 3.98%下降到 1996 年的 3.45%，结果导致销售收益增加。

1996 和 1994 年，套期保值交易的已实现毛收益分别为 470 万美元和 140 万美元，这使贷款销售收益进一步增加；1996、1995 和 1994 年，套期保值交易的已实现损失分别为 500 万美元、1 170 万美元和 50 万美元，这又使贷款销售收益减少。1995 年没有已实现套期保值毛收益。

服务费收入。公司通过为卖给投资者的证券化贷款提供服务获取服务费收入。设定的服务费率（所服务贷款余额的 1%）与汽车贷款服务的行业标准是一致的。服务费收入从 1995 和 1994 年分别为 1 400 万美元和 450 万美元增加到 1996 年的 2 830 万美元。

下表反映了公司所服务的资产组合在 1994 年 12 月 31 日—1996 年 12 月 31 日这一期间的增长情况：

（千美元）	1996	1995	1994
所持待售汽车贷款本金余额	35 365	113 840	22 918
所服务证券化贷款本金余额	3 756 492	2 153 267	814 177
所服务的资产组合	3 791 857	2 267 107	837 095
平均未清偿本金余额（实际美元数）	12 537	12 239	11 271
所服务贷款数目	302 450	185 241	74 267

公司所服务的资产组合在 1995—1996 年间增长 67%，在 1994—1995 年间增长 171%，反映了公司所购贷款和随后证券化规模的持续增加。平均未清偿贷款本金余额的上升反映了汽车贷款行业的整体价格上涨。

其他非利息收入。其他非利息收入从 1995 和 1994 年分别为 140 万美元和 90 万美元增加到 1996 年的 650 万美元，反映出 1996 年间增长 372%，1995 年间增长 56%。非利息收入的增长主要来自滞纳费和资金不足收费，反映了逾期贷款率的上升。

工资和福利费。工资和福利费从 1995 和 1994 年分别为 2 010 万美元和 910 万美元增加到 1996 年的 4 080 万美元，反映出 1996 年间增长 103%，1995 年间增长 122%。这种增长主要源于员工数量增加。

公司所服务资产组合的快速增长以及扩大一般客户贷款项目中所购贷款份额的决策导致公司对工作人员和体系需求的增加。公司支持、管理和控制持续增长的能力取决于其聘用、培训、监督和管理庞大员工队伍的能力。此外，公司管理资产组合逾期贷款和损失率的能力取决于维持有效的收贷和清收流程以及充足的人手。参见“逾期贷款、贷款损失和清收经验”。

一般管理费用和其他营业费用（“其他营业费用”）。1996 年其他营业费用升至 5 150 万美元，而 1995 和 1994 年分别为 226 万美元和 830 万美元。其他营业费用包括固定资产占用和设备租赁费、折旧、外部专家费、通讯费用、服务和收贷费用、营销费用、招聘和安置费、差旅费、办公用品费等。许多这种费用，如通讯费、服务和收贷费及办公用品费等，随着所购贷款和所服务资产组合的增长而

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

增加。固定资产占用和设备费增加是由于持续的地理范围扩张，表现为 1995 和 1996 年开设了新的地区贷款购买中心，以及 1996 年公司服务和收贷业务的地区化。1996 年公司外部专家费显著上升，主要是与一种潜在租赁产品和各种信息系统改进有关的开发费用。1996 年公司招聘和安置费增加，这主要与搜寻各种收贷、服务和管理人才有关。上面所提到的这些项目使得包括工资和福利费在内的营业费用总额上升到平均所服务资产组合的 3.06%，而 1995 年为 2.78%，但仍然低于 1994 年的 3.28%。

长期债务和其他利息费用。1996 和 1995 年长期债务和其他利息费用分别增加 46.7%和 217%。这种增长主要是由于 1995 年 4 月发行了利率为 13.0%、价值 1.45 亿美元的高级定期票据，以及 1996 年 3 月发行了利率为 10.125%、价值 3 000 万美元的次级票据。

所得税费用。1994 年第 3 季度，公司充分利用了账面营业净损失移后冲减，发生了出于会计报表目的所得税费用。以前期间没有发生所得税费用。由于出于财务报告目的和所得税目的计算的应收财务收益之间存在差异，公司还有 7 410 万美元可以利用的营业净损失移后冲减，其中一部分可用于抵消 1997 年和以后年度的所得税。1996 年 3 570 万美元的所得税费用主要反映了 1996 年 12 月 31 日公司预计递延税负债的增加。

非常项目。1995 年 2 月，公司签订一份短期融资协议。根据该协议，公司可以通过发行高级票据借入最高达 7 000 万美元资金。在公司初次高级票据发行所获得的 5 000 万美元总收入中，3 460 万美元用于偿还利率为 11.75%的 3 000 万美元高级担保票据，包括 50 万美元应计利息和大约 410 万美元的提前偿还费用。1995 年 4 月公司又发行了 500 万美元高级票据。

1995 年 4 月 28 日，公司收到大约 2.31 亿美元普通股和高级定期票据发行收入，其中 5 620 万美元用于按照面值加应计利息偿还以前的高级票据，1 560 万美元用于偿还公司利率为 9.875%的高级次级票据，包括 10 万美元应计利息和 50 万美元提前偿还费用。

与利率为 11.75%的高级担保票据和利率为 9.875%的高级次级票据相联系的以前债务的提前偿还费用和资本化债务融资成本的冲销被记入非常项目。

公司已经着手进行一个高级定期票据投标拍卖，并提出在此次高级定期票据发行合同中取消几乎全部财务保证条款的请求。参见“资本性资源”。

优先股股利。1996、1995 和 1994 年，公司分别支付流通在外的优先股（1996 年 12 月转换为普通股）股利 120 万美元、220 万美元和 230 万美元。1996 年支付的股利之所以比 1995 年少，原因在于优先股被转换为公司普通股。到 1996 年 12 月 31 日，所有优先股都已经被赎回或转换。

财务状况

证券化信托单位的欠款。1996 年 12 月 31 日，公司将 1.771 亿美元贷款交付给一个证券化信托单位，1997 年 1 月交易在法律上结束的同时从该信托单位收到现金。1995 年 12 月 31 日，没有交付给证券化信托单位等待交易在法律上结束的贷款。

所持待售汽车贷款。公司在证券化之前，在其资产组合中持有待售汽车贷款。公司所持待售贷款组合从 1995 年 12 月 31 日的 1.186 亿美元下降到 1996 年 12 月 31 日的 3 630 万美元，主要源于与公司证券化相关的贷款交付时机安排。

应收财务收益。应收财务收益从 1995 年 12 月 31 日的 1.86 亿美元增加到 1996 年 12 月 31 日的 3.629 亿美元。95%的增长代表了 1996 年与预计现金流量现值相关的证券化交易完成产生的资本化金额。当证券化信托单位通过其全资拥有子公司 Olympic 应收账款财务公司（“ORFC”）向公司支

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

付超额现金时，资本化金额被抵消。证券化贷款的损失准备金记作应收财务收益的一个组成部分。

家具、固定装置和设备。家具、固定资产和设备从 1995 年 12 月 31 日的 630 万美元增加到 1996 年 12 月 31 日的 1 360 万美元，增长 115%，主要原因在于为加强收贷业务，公司于 1996 年新开了 2 家地区贷款购买中心，并重新安排了 4 个地区机构的服务和收贷业务。

资本租赁债务。资本租赁债务从 1995 年 12 月 31 日的 390 万美元增加到 1996 年 12 月 31 日的 770 万美元，增长 97%，主要原因在于上面提到的持续地理范围扩张。

递延所得税。由于出于财务报告目的计算的营业净损失移后冲减的净税收利益被充分利用，公司从 1994 年第 3 季度开始记录所得税费用。递延所得税资产和负债反映出于编制财务报告目的和出于计算所得税目的确定的资产和负债账面价值之间的临时差异产生的税收影响，主要是出于所得税目的计算的营业净损失移后冲减和应收财务收益。1996 年 12 月 31 日，公司估计的递延所得税负债净额为 5 440 万美元，而 1995 年同期为 1 870 万美元。

其他负债。1996 年 12 月 31 日，应付账款和应计负债增加到 1 320 万美元，1995 年 12 月 31 日为 980 万美元，34%的增长主要是由于交易应付账款和其他营业应计款项增加，反映了公司业务和相关营业费用的增加。

逾期贷款、贷款损失和清收情况

公司经营业绩、财务状况和流动性在很大程度上受公司所购和证券化汽车贷款业绩的影响。与提供汽车贷款服务相联系，公司负责管理逾期贷款，清收违约事件中的担保品，以及出售收回的担保品。公司按照管理层确定的一个比例建立汽车贷款信贷 1 损失备抵，以便用于弥补公司现在和未来可能发生的损失。公司在证券化时，按照紧急问题工作组 1992 年 2 号文件“转移者计量附追索权的应收账款转移损失账户”为已出售贷款建立信贷损失备抵。信贷损失准备金冲减所售贷款的销售收益。这些信贷损失的相关备抵构成应收财务收益的一个组成部分。

下面两张表分别描述了在结束于 1996 年 12 月 31 日的前 3 年中，公司所服务的资产组合的逾期贷款、信贷损失和清收情况。贷款逾期可能导致回收汽车和终止贷款担保品的赎回权。清收和处理汽车的损失从相应的备抵中列支，管理层每月审查一次。

逾期贷款情况[a]（千美元）

	12 月 31 日					
	1996		1995		1994	
	贷款数目	余额	贷款数目	余额	贷款数目	余额
期末服务的资产组合	320 450	3 791 857	185 241	2 267 107	74 267	837 095
逾期贷款：						
31—60 天	3 884	47 225	1 536	17 677	393	4 142
61—90 天	1 255	15 877	520	5 694	129	1 557
91 天及以上	2 911	37 019	614	6 881	113	1 197
逾期贷款合计	8 050	100 121	2 670	30 242	635	6 896
逾期贷款率[b]	2.66%	2.64%	1.44%	1.33%	0.86%	0.82%
回收汽车的金额[c]	4 651	64 929	1 489	17 676	102	570
逾期和收回金额合计[b]	12 701	165 050	4 159	47 918	737	7 446

a 所有金额和百分比都是根据每笔贷款计划要偿还的本金计算。表中的信息包括公司继续提供服务的先前出售贷款。

b 列示的金额不包括逾期不超过 31 天的贷款。

c 回收汽车的金额表示已经被收回但还没有被清偿的汽车。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

信贷损失/清收情况[a]（千美元）

	结束于 12 月 31 日的年度		
	1996	1995	1994
平均未清偿资产组合	3 015 411	1 534 720	528 577
平均未清偿贷款数目	242 419	128 783	49 566
回收汽车的数目	14 403	5 020	1 005
回收汽车的占比	5.94%	3.90%	2.03%
总核销额[b]	35 642	11 247	4 446
收回价值[c]	5 653	911	974
净损失	29 989	10 336	3 472
总核销额占资产组合的百分比	1.18%	0.73%	0.84%
净损失占资产组合的百分比	0.99%	0.67%	0.66%

a 所有金额和百分比都是根据每笔贷款计划要偿还的本金计算。表中的信息包括公司继续提供服务的先前出售贷款。

b 总核销额代表在考虑预期收回资产处理所得和出售费用后，管理层预计不能收回的数目。在估计收回存货的价值时，管理层根据行业公布的二手车零售和批发价格的报告，确定一个管理层认为能够反映当时市场情况和公司存货处理战略的预计收入范围。

c 包括从先前核销贷款上收到的处理后金额。

1996 年，公司优级客户贷款和一般客户贷款项目都经历了逾期贷款、总核销、净损失和汽车回收等各种比率的上升，主要原因在于：（1）作为所服务资产组合快速增长和一般客户贷款项目持续扩张（通常比优级客户贷款项目要求更高的收贷努力）的结果，对公司服务和收贷资源的需求增加；（2）公司已经停止的对首次购车者的一般客户贷款项目和汽车回收融资项目，与公司其他产品和项目相比，有着高得多的逾期贷款、汽车回收和损失率；（3）公司所服务的资产组合相继进入成熟期，其中包括很大一部分贷款，特别是一般客户贷款，进入逾期和违约概率最高峰时期（通常在贷款组织后 6—14 个月）。

为了应付日益增长的服务和收贷业务的需求，1996 年公司开始采取措施提高其服务和收贷能力。自 1995 年 12 月以来，公司服务和收贷人员增加了一倍多；1996 年 10 月，公司对服务和收贷业务进行重组，将全美国划分为 4 个地区。此外，公司聘请外部顾问评价公司当前收贷战略，帮助设计和实施新的收贷体系。

1996 年，公司回收汽车融资项目下的贷款和针对首次购车者的一般客户贷款产品（1996 年 3 月已停止），与公司所服务资产组合中的其他产品相比，有着更高的逾期贷款、总核销、净损失和回收汽车比率。1996 年 12 月 31 日，这些项目占所服务资产组合总额的 4.3%，但却占了当年逾期贷款、总核销和净损失的 20%左右，管理层认为，回收汽车融资贷款的业绩不好主要应归因于 1995 年第 4 季度和 1996 年第 1 季度的存货减少项目和公司一些最初寄售汽车交易商的实务做法不当，公司因此终止了与他们的业务关系。公司已经对回收汽车融资项目建立了更为全面的管理，包括向公司的 4 个地区服务和收贷中心派遣经过培训的工作人员来承销和购买这种贷款。

逾期贷款情况表中显示回收汽车存货水平显著上升，原因在于公司所服务的资产组合增长，以及公司转向零售回收汽车方式。1995 年全年和 1996 年初，公司主要依赖几个大的零售寄售商行出售存货，但是回收汽车存货周转率没有达到公司认为使用这种方式可以达到的水平。1996 年初，公司终止了与一些寄售商行的关系，决定通过遍布美国的众多小商行来扩张回收汽车分销渠道。公司扩张了再营销部门，以开发和管理与新增零售商行的关系，以及迅速完成回收汽车的处置。1996 年 12 月 31 日，公司与 67 家较小的零售寄销商行建立了联系，而 1995 年同期只和 10 家大商行有联系。公司正

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

在积极寻求更多的关系，以便进一步增强再营销能力。1996 年，公司通过零售市场出售了约 70%回收汽车存货，其中约 90%得到公司的融资。公司将不时通过批发拍卖方式处理回收汽车存货。

贷款逾期率和汽车回收率的上升，可能使公司超出未清偿高级定期票据监控协议中规定的某些业绩测试。如果在任何一个月末，公司前 6 个月所服务资产组合的汽车贷款核销金额（减回收数后的净额）乘以 2 超过前 7 个月平均资产组合总额的 1.65%（资产组合损失率），则公司购买的新汽车贷款不得超过公司经调整合并现金流量（正如高级定期票据协议条款中定义的）加上备用贷款额度和其他一些可用现金的 20%。如果资产组合损失率连续 2 个月超过 1.65%，那么经调整合并现金流量的 50%必须用于按照面值回购高级定期票据。此外，如果任何一个月末资产组合损失率超过 2.5%，或者公司逾期贷款水平超过 3.5%，就构成对公司 2 份未清偿备用贷款额度的违约事件。逾期贷款水平按照超过 30 天应付而未付的未清偿本金与公司拥有或者证券化的全部汽车贷款余额之比计算。一旦对备用贷款额度违约的事件发生，债权银行可以要求加速偿还贷款，同时没有进一步提供额外信贷的义务。此外，这种违约事件可能引发公司其他未清偿债务的交叉违约，从而可能导致有关贷款的加速偿还。1997 年 1 月 21 日，公司公开招标购买所有未清偿高级定期票据。参见公司合并财务报表附注 14。

流动性

公司的经营需要大量现金来支持其业务活动，主要现金需求包括：（1）购买和融通等待证券化的汽车贷款所需资金；（2）交易商参与费；（3）为支持证券化在限制性利差账户中不时持有的现金、备用贷款额度和其他证券化费用；（4）预付给证券化信托单位的利息；（5）利息费用。公司还需要大量现金作为营业费用。公司的现金主要来自证券化前持有贷款的利息，来自证券化信托单位的超额现金流量，以及为信托单位持有的贷款提供服务获得的手续费。公司在一个负的营业现金流量基础上经营，只要公司所购贷款规模继续快速增长，预计公司将继续保持原有现金流量模式。由于受到各种债务保证条款的限制，公司历来而且预期将继续主要通过向金融机构借款、出售股权证券及出售高级和次级票据为负的营业现金流量融资，尽管不能保证公司未来将进入资本市场或者得到的融资足以满足公司经营和偿债义务及未来增长需要。参见“资本性资源”。

现金在营业活动中的主要用途

购买和融通汽车贷款。购买汽车贷款是公司最大的现金需求。公司主要通过备用贷款额度为购买贷款筹资。然而，由于备用贷款额度的预付款通常只能提供相当于贷款本金余额 95%—97%的资金，因此公司还需要利用其他可用现金资源为所购贷款其余部分筹资。1996 年公司购买了 28 亿美元贷款，1995 和 1994 年分别购买 21 亿美元和 7.433 亿美元。根据备用贷款额度取得的借款用贷款证券化所得支付。公司定期完成证券化，以便优化可用备用贷款额度的使用和公司对所持待售贷款的现金投资。

交易商参与费。与行业做法一致，公司向出售贷款给公司的交易商支付参与费。当贷款被证券化时，相关的交易商参与费被费用化，并随后在预计的贷款寿命期内用公司从证券化信托单位得到的超额现金流量冲销。1996 年公司向交易商支付的参与费为 9 490 万美元，1995 和 1994 年分别为 8 650 万美元和 2 960 万美元。这些参与费通常要求公司向交易商预付一个前端费，1996 年参与费相当于所购贷款本金余额的 3.45%，1995 和 1994 年分别为 4.21%和 3.98%。交易商参与费率占比的

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

下降反映了一般客户贷款项目下所购贷款的增加。一般客户贷款项目通常要求较低的参与费率，而且要求 1995 年起实施的优级客户贷款参与费率上限下降。如果贷款在某一特定时间内提前偿还或违约，则公司拥有有限的能力通过抵消未来参与费从交易商那里收回参与费。然而，只要贷款在特定时间内没有提前偿还或违约，公司预计能够用从证券化利差账户中获得的超额现金流量，在贷款的预计寿命期内收回支付给交易商的手续费现金。支付给交易商的前端费和通过收回超额现金流量递延的回收额之间的关系表明，公司继续扩张所购贷款规模需要大量资本性资源。

汽车贷款证券化。与证券化相联系，公司要为与每次交易有关的利差账户筹资。公司通过放弃超额现金流量款项为利差账户筹资，直到利差账户余额超过预定的水平（通常在证券化信托单位成立 14 个月以内）。在某些证券化过程中，公司还需要为利差账户提供初始现金存款。为每个利差账户进行初始融资需要的时间取决于很多因素，包括但不仅限于下列因素：（1）初始存款放在何处；（2）毛利差；（3）违约率；（4）逾期贷款率；（5）损失率；（6）回收汽车存货周转率。1996 年 12 月 31 日，公司利差账户中拥有 1.43 亿美元受限现金，1995 年同期有 6 360 万美元。公司还发生一些与证券化相关的费用，包括承销费用、信用增强费用、信托费用和其他成本，大约相当于资产担保证券本金的 0.55%。

净利差。尽管公司在赚取净利差时予以记录，但利息收入部分通常是在证券化信托单位存续期内收到的超额现金流量形式的现金，而利息费用部分（主要是备用融资利息）是在证券化之前支付的。

支付给服务商的预付款。作为证券化过程中所出售贷款的服务商，公司定期向证券化信托单位预付利息，以备借款人延迟支付利息款项时使用。按照服务协议，只有在公司预期能够通过贷款存续期内债务人的最终支付收回预付款的情况下，公司才进行预付。1996 年 12 月初，公司服务协议被修改，只有在相关贷款逾期 31 天以上的情况下才需要预付利息。

回收汽车存货。1996 年 12 月 31 日，公司持有用于再出售的回收汽车存货为 6 490 万美元，1995 年同期为 1 770 万美元。回收汽车周转率影响证券化信托基金利差账户中的可用现金，进而影响分配给 OREC 的可用超额现金。1996 年 12 月 31 日，回收汽车存货为所服务资产组合总额的 1.7%，而 1995 年同期为 0.8%。

营业活动中的主要现金来源

超额现金流量。公司从证券化信托单位收到超额现金流量，包括销售收益的实现，交易商参与费的回收，以及所持待售贷款尚未收到的应计已赚取利息的回收。交易商参与费和应收利息的回收发生在整个证券化期间，导致应收财务收益的减少，由于它们已经在最初确定贷款销售收益时被考虑，在从证券化信托单位收到参与费和利息的当年不对公司营业结果产生影响。1996 年，公司收到 4 340 万美元的超额现金流量，1995 和 1994 年分别收到 2 110 万美元和 1 770 万美元。1996 年的超额现金流量增长率超过被证券化的贷款增长率，主要原因在于与 1995 年证券化相关的利差账户达到了要求的准备金水平，已经开始在当年释放现金。这些债务通常要在证券化信托单位成立 14 个月内达到预定的利差账户水平。1996 年证券化信托单位释放的超额现金流量，因公司采用零售回收汽车战略导致回收汽车存货周转率变慢而减少。

服务费。公司还从证券化信托单位持有的贷款中收到服务费收入，相当于剩余本金余额的 1%。1996、1995 和 1994 年，公司从这类服务中收到的现金分别为 2 700 万美元、1 270 万美元和 450 万

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

美元，在赚取时反映为公司收入。

资本性资源

公司主要通过以下渠道为购买汽车贷款融资：（1）备用贷款额度，依此贷款被临时出售；（2）贷款证券化，依此贷款被作为资产担保证券出售。公司营业还需要其他融资渠道。

备用贷款额度。所持待售汽车贷款主要通过短期备用贷款额度融资。1996 年 12 月 31 日，公司拥有 3 份来自不同金融机构和机构贷款人的备用贷款额度，融资总额可达 8 亿美元，其中 6.889 亿美元没有使用。这些贷款额度可以由贷款人选择在 1997 年的不同时期续约或者展期。证券化收入通常在证券化交易分割日后 7—10 天内收到，可用于投资额外的贷款购买和支付备用贷款额度的未清偿金额。

证券化方案。公司一个重要的资本性资源是其通过证券化在二级市场上出售汽车贷款的能力。下表概括了 1996 年 12 月 31 日前 3 年中公司证券化情况，所有的证券都公开发行并被评为“AAA/Aaa”级。

公司利用证券化净收入投资于额外的贷款购买和偿还备用融资债务，以使得备用贷款额度可用于下一步汽车贷款购买。自 1990 年公司成立到 1996 年 12 月 31 日，公司已经证券化了大约 58 亿美元汽车贷款，剩余余额约为 38 亿美元。

日期	初始余额	1996 年 12 月 31 日剩余余额	剩余余额占初始余额百分比	当前加权平均年利率（APR）	加权平均证券化利率	毛利差
19994 年 3 月	260 000	72 580	27.92%	11.13%	5.66%	5.47%
1994 年 9 月	430 000	165 351	38.45	12.80	6.81	5.99
1995 年 2 月	158 400	68 650	43.34	13.87	7.88	5.99
1995 年 3 月	300 000	134 341	44.78	14.41	7.31	7.10
1995 年 6 月	470 000	242 987	51.70	14.19	6.20	7.99
1995 年 9 月	525 000	307 926	58.65	13.77	6.03	7.74
1995 年 12 月	600 000	389 884	64.98	13.77	5.88	7.89
1996 年 3 月	600 000	437 653	72.94	13.72	5.81	7.91
1996 年 6 月	650 000	540 368	83.13	14.46	6.62	7.84
1996 年 9 月	725 000	664 248	91.62	14.83	6.75	8.08
1996 年 12 月[a]	730 000	683 333	93.61	15.19	6.08	9.11
	5 448 400	3 707 321				

a 1996 年 12 月 31 日，6.926 亿美元汽车贷款被交付给信托单位，3 740 万美元现金仍然保留在信托单位的提前筹资部分。1997 年 1 月，公司向信托单位交付了足够的贷款，释放出信托单位提前筹资部分的保留现金。参见下面的“套期保值和提前筹资战略”。

所有公司证券化信托单位和融资便利中的债券都通过融资证券担保公司（FSA）发行的财务担保保单得到信用增强，这些保单能够确保与资产担保证券相关的本金和利息支付。FSA 承保的资产担保证券被标准普尔评为 AAA 级，被穆迪评为 Aaa 级。1996 年 12 月 31 日，FSA 承保了本金价值大约为 58 亿美元的公司发起资产担保证券。在 1996 年期间，考虑到对 FSA 保险费的一些限制，公司同意在 1998 年 12 月前将 FSA 作为证券化所发行的资产担保证券的承保人。FSA 没有义务为公司的未来证券化承保。为获得 FSA 的承保，公司有义务对每个被承保的贷款证券化建立利差账户，并通过对被证券化的贷款产生的超额现金流量的收集和限制，将利差账户维持在预定的水平之上。这些利差账户在需要时通过初始存款融通资金，并且使用来自相关证券化信托单位的超额现金流

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

量。其后，Olympic 应收账款财务公司每月来自所有被保险证券化信托单位的超额现金流量，首先被用于将利差账户补足至预定水平，然后再划到公司。如果来自被承保证券化信托单位的超额现金流量不足以补充利差账户，公司当月就不能从 Olympic 应收账款财务公司得到现金流量。利差账户也可以用违约应收账款下回收汽车变现收到的现金加以补充。然而，这种现金通常在违约后数月才能收到，因而可能导致与公司收到超额现金流量之间的时间性差异。每个被承保证券化信托单位的利差账户与公司其他被承保证券化信托单位的利差账户是交叉担保的。来自由 FSA 承保的良好证券化信托单位的超额现金流量，可以用来支持由 FSA 承保的不良证券化信托单位的负现金流量和补充利差账户赤字。针对被承保证券化和融资便利中的债券而言，公司对 FSA 的义务限制在利差账户存款的金额和超额现金流量上。与证券化相联系，公司继续寻求改善结构，以减少前端费和使公司可用超额现金流量最大化。公司可以考虑其他证券化结构，包括高级/次级分档，以及信用证和保证债券等其他信用增强形式。例如，在 1995 和 1994 年，公司通过在其 1995 年 9 月和 1994 年 9 月的证券化中出售纯利息产品，实现了一部分应收财务收益。1995 和 1994 年，纯利息产品出售所得分别约为 610 万美元和 700 万美元。1996 年没有出售纯利息产品。每次贷款证券化销售的结构取决于市场状况、证券化成本和公司可以使用的信用增强方式。

套期保值和提前融资战略 公司使用套期保值战略管理其毛利差。通过使用套期保值战略，公司能够在购买贷款前或购买贷款时将融资成本大致确定下来，从而使毛利差保持在一个理想的范围内。由于当其他短期利率变动时，汽车贷款资产担保证券的利率也随之升降，在缺乏套期保值战略的情况下，证券化前利率的大幅上升可能对公司证券化的盈利能力产生负面影响。公司也通过提前融资战略来减轻利率风险敞口，即在出售未来贷款的同时，证券化一部分所持待售贷款。在提前融资证券化中，证券化发行的资产担保证券本金数量高于最初交给证券化信托单位的贷款本金余额。提前融资部分所得由信托单位持有，获得货币市场收益率，直到剩余贷款到位为止。公司同意将金额合计等于资产担保证券本金高于最初交付的贷款本金余额的额外贷款按时（通常按月）等额交付证券化信托单位。在提前融资证券化中，公司事先确定贷款的借款成本，随后购买贷款并交付给证券化信托单位。然而，在提前融资证券化的过程中，公司也发生一种费用，金额等于贷款交付给信托单位之前信托单位所持所得的货币市场收益与资产担保证券支付的利息之差。

尽管公司的发售利率对利率波动的敏感程度要低于融资成本，但如果公司在从事提前融资证券化之后发售利率下降，则公司也面临利率下降的风险。

公司还出售远期美国国库券，期限与公司所持待售贷款组合的平均期限非常接近。通过这样做，公司能够获得套期保值贷款与美国国库券市场的反向关系。套期保值损益从贷款出售收益中扣减。这种套期保值包括一些风险，风险产生于套期保值工具和相关证券化之间的现金对非现金关系。之所以出现这种关系，是因为美国国库券远期合同使用当期现金交割，贷款出售收益代表估计未来现金流量的现值。只要来自美国国库券远期合同的损益很大，相应的现金收支就会影响公司的流动性。1996 和 1995 年，套期保值交易使用的现金净额分别为 30 万美元和 1 170 万美元，而 1994 年提供了现金 80 万美元。

管理层制定了控制和政策措施，以评估和监控套期保值活动的风险。管理层采取对将在未来 120 天以内购买或者预期交割的贷款进行套期保值的政策。管理层分析美国国库券市场的利率走势，每天收到一份跟踪这种走势的内部报告。管理层每月收到一份利率报告，不仅描述利率走势，而且描

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

述包括套期保值证券化价值的相应增减，大多数公司套期保值交易的期限在 75 天以内。套期保值交易的数量和时间安排由公司高级管理层有关成员决定，并经公司首席执行官批准。管理层需要对包括利率状况、贷款生产水平和当期套期保值的未平仓头寸在内的因素进行评估。

其他资本性资源

公司以前一直利用各种债务和股权融资，以抵消负营业现金流量，支持贷款规模的持续增长以及交易商参与费、证券化和一般营业费用的增加。

1996 年，公司公开募集 805 万股普通股，取得约 1.46 亿美元净收益。1996 年 3 月，公司公开发行本金共计 3 000 万美元、利率为 10.125%、将于 2001 年到期的次级票据系列 1996-A，取得约 2 900 万美元净收益。1996 年募股所得被用做购买贷款和日常经营的营运资本。

1995 年 2 月，公司达成一个临时融资便利（temporary financing facility），以便为下述普通股和高级债务发售提供现金准备，并偿还 3 000 万美元未清偿高级担保票据。根据这一融资便利，公司通过发行高级无担保累进利率票据（Senior Unsecured Increasing Rate Notes）借入资金 5 500 万美元，1995 年 4 月，下述普通股和高级定期债务发售所得被用于偿还根据融资便利发行的票据面值加应计利息。

1995 年 4 月，公司公开发行 984.99 万股普通股和本金为 1.45 亿美元的高级定期票据。公司从普通股和高级定期票据发行中总共收到大约 2.31 亿美元净收益，其中 5 620 万美元用于偿还临时融资便利和应计利息，1 560 万美元用于偿还公司利率为 9.875%的高级次级票据（包括 50 万美元提前偿还费用和 10 万美元应计利息），940 万美元用于为高级定期票据未来利息支付建立准备金账户。其余 1.498 亿美元用做购买贷款和日常经营的营运资本。

公司每半年支付高级定期票据利息一次，支付日为每年 11 月 1 日和 5 月 1 日。高级定期票据在 1998 年 5 月 1 日前不能赎回。此后，高级定期票据可以由公司选择，在自 1998 年 5 月 1 日和 1999 年 5 月 1 日起的 12 个月内，分别按照面值的 108.5%和 104.25%加上赎回日应计未付利息全部或部分赎回。如果与资产出售、控制权变动或者年度净损失有关的保证条款（高级定期票据契约中所界定的）被违反，公司有义务按照面值的 101%的价格，要约收回所有未清偿高级定期票据加购买日应计未付利息。高级定期票据是公司的未担保债务（除相当于未清偿高级定期票据本金余额一期利息的准备金外），级别高于公司所有未清偿次级票据，求偿权与公司所有无担保非次级债务不分先后。1997 年 1 月 21 日，公司要约购买所有未清偿高级定期票据。参见公司合并财务报表附注 14。

公司在 1992—1994 年间发行高级担保票据和高级次级票据的同时发行了认股权证。由于一些认股权证持有者要求认股权证注册权，公司在 1995 年 4 月和 10 月分别制作了涉及 213 000 和 3 871 364 普通股的独立申请上市注册报表。如果持有者决定实施认股权证，上述股票可以在二级市场上发行。如果所有认股权证都被实施，公司将共收到约 1 700 万美元收益。到 1996 年 12 月 31 日，公司因认股权证实施而发行 2 405 089 普通股，收益共计 1 000 万美元。1994 年 9 月，公司启动一个项目（“票据项目”），不间断地公开出售 5 000 万美元无担保次级票据（“低级次级票据”）。根据票据项目发行的低级次级票据受到高级定期票据契约的制约。票据项目包括投资者可展期的期限为 30 天、60 天、90 天、180 天和 1 年的低级次级票据，以及到日期为 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年和 10 年的定期低级次级票据。未售低级次级票据的利率由公司根据市场状况不时调整。可展期低级次级票据的利率可以在滚动日调整。在 1996 年 12 月 31 日，公司共有 2 370 万美元未清偿低级次级票据。根据其

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

他要求和一些例外情况，高级定期票据契约中的条款对一些支付进行了限制，包括普通股和优先股股利支付不得超过合并现金流量的 50%。合并现金流量被界定为限制支付提议前 4 个季度的营业现金收入减去现金费用。只要所购汽车贷款规模继续增长，公司合并现金流量就为负并将持续为负。

1996 年 12 月 31 日前 4 个季度的合并现金流量如下表所示：

（千美元）	1996 年 12 月 31 日前 4 个季度
营业现金收入：	
从证券化信托单位取得的超额现金流量	43 351
服务费收入	27 018
其他现金收入	7 959
营业现金收入合计	78 328
减去现金费用：	
交易商佣金	94 938
付现营业费用	98 644
备用贷款额度和其他债务利息	33 448
优先股股利	1 688
现金费用合计	228 718
合并现金流量	(150 390)

1996 年 12 月 31 日，公司的资产组合损失率（如高级定期票据契约中所界定的）为 1.12%，公司净值（如高级定期票据契约中所界定的）为 3.887 亿美元。

展望陈述

前面管理层对公司财务状况和经营成果的论述和分析中包含某些《1995 年私人证券公告改革法案》中提出的“展望陈述”，这些展望陈述可以通过一些展望术语来辨别，如“可能”、“将”、“预期”、“预计”、“估计”、“应该”、“继续”，或者上述的否定说法、其他变动说法或类似说法。年度报告 10-K 表的**附录 99.1** 中 “审慎陈述”标题下的内容指出了与这些展望陈述相关的重要因素（包括某些可能导致实际结果与展望陈述不一致的风险和不确定性）。

合并资产负债表

（除每股数据外，均为千美元）	12 月 31 日	
	1996	1995
资产		
现金和现金等价物	16 057	1 340
应收证券化信托单位款项	177 076	—
所持待售汽车贷款	36 285	118 556
应收财务收益	362 916	186 001
利差账户中的受限现金	142 977	63 580
家具、装修与设备	13 630	6 346
其他资产	29 289	21 971
资产合计	**778 230**	**397 794**
负债与股东权益		
应付备用贷款额度	111 140	26 530
高级定期票据	145 000	145 000
次级票据	53 689	13 005
资本租赁债务	7 729	3 924

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（除每股数据外，均为千美元）	12 月 31 日 1996	1995
递延所得税	54 387	18 700
应付账款和应计负债	13 192	9 822
负债合计	**385 137**	**216 981**
承诺和或有负债		
股东权益：		
资本股，每股面值 0.01 美元、额定股数 1 亿股；股息率为 8% 的累积可转换优先股，已发行且流通在外 1 071 036 股		
普通股，分别为 22 038 567 股和 36 416 802 股，已发行且流通在外	—	11
股本溢价	364	220
留存收益	310 187	157 204
	82 542	23 378
股东权益合计	**393 093**	**180 813**
负债与股东权益合计	**778 230**	**397 794**

合并损益表

（除每股数据外，均为千美元）	各年结束于 12 月 31 日 1996	1995	1994
收入			
净利差	62 963	31 192	9 828
贷款出售收益	115 773	62 182	13 579
服务费收入	28 284	13 987	4 502
其他非利息收入	6 475	1 371	879
收入合计	213 495	108 732	28 788
费用			
工资和福利费	40 751	20 079	9 060
一般管理费用和其他营业费用	51 547	22 648	8 282
营业费用合计	92 298	42 727	17 342
长期债务和其他利息费用	25 193	17 170	5 416
费用合计	117 491	59 897	22 758
所得税和非常项目前营业收益	96 004	48 835	6 030
所得税备抵	35 688	19 518	1 845
非常项目前收入	60 316	29 317	4 185
非常项目	—	(3 856)	—
净收益	60 316	25 461	4 185
每股基本收益			
非常项目前普通股每股净收益	1.79	1.35	0.17
普通股每股非常项目	—	(0.19)	—
普通股每股净收益	1.79	1.16	0.17
每股完全稀释收益			
非常项目前每股净收益	1.65	1.11	0.17
每股非常项目	—	(0.15)	—
每股净收益	1.65	0.96	0.17
流通在外普通股和约当普通股加权平均数：			
基本	33 065 473	20 029 769	10 818 908
完全稀释	36 449 995	26 455 876	16 683 380

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并现金流量表

（千美元）	各年结束于12月31日 1996	1995	1994
营业活动产生的现金流量：			
净收益	60 316	25 461	4 185
将净收益调整为营业活动使用的净现金：			
折旧和摊销	4 286	1 881	551
家具、装修和设备出售损失	119	153	—
资产（增加）减少：			
所持待售汽车贷款			
汽车贷款购买	(2 750 553)	(2 052 413)	(743 256)
汽车贷款出售	(2 787 412)	1 933 525	712 211
汽车贷款偿还	45 412	24 200	7 849
应收财务收益	(176 916)	(127 461)	(32 293)
利差账户中的受限现金	(79 397)	(42 172)	(6 299)
应收证券化信托单位款项	(177 076)	88 481	(22 095)
预付费用和其他资产	(5 787)	(10 402)	(3 121)
负债增加（减少）：			
递延所得税	35 688	16 947	1 845
应付账款和应计负债	3 369	6 141	1 647
营业活动使用的现金合计	(253 127)	(135 659)	(78 774)
投资活动产生的现金流量：			
家具、装修和设备出售收益	26	37	68
家具、装修和设备购买	(5 108)	(1 089)	(362)
次级票据购买	(2 596)	(2 046)	(962)
次级票据收回	1 078	510	339
投资活动使用的现金合计	(6 600)	(2 588)	(917)
融资活动产生的现金流量：			
普通股发行净收入	152 079	95 866	288
股息率为8%的可转换优先股发行净收入	—	—	(10)
股息率为8%的可转换优先股的股息支付	(1 152)	(2 213)	(2 300)
取得备用贷款额度借款收入	2 159 523	1 605 583	426 161
偿还备用贷款额度借款	(2 074 913)	(1 685 241)	(342 082)
无担保次级票据净额	40 684	12 699	306
长期债务发行收入	—	—	12 000
偿还长期债务	—	(30 000)	—
高级票据发行收入	—	(55 000)	—
偿还高级票据	—	(55 000)	—
高级定期票据发行收入	—	145 000	—
偿还高级次级票据	—	(15 000)	—
递延债务发行成本，净额	(13)	(2 541)	(259)
资本租赁债务减少	(1 764)	(1 183)	(532)
融资活动提供的现金合计	274 444	122 970	93 572
现金和现金等价物净增加（减少）额	14 717	(15 277)	13 881
期初现金和现金等价物	1 340	16 617	2 736
期末现金和现金等价物	16 057	1 340	16 617
现金流量信息的补充披露：			
非现金活动：			
资本租赁增加	5 569	3 609	1 524
支付的现金：			
利息	33 448	19 630	6 386
税金	—	92	—

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并财务报表附注

1. 主要会计政策概述

Arcadia 财务公司在一个行业从事经营、购买、证券化和服务于消费者汽车零售分期贷款，这些贷款主要由与国内外大汽车制造商联营的交易商组织。公司向 7 700 多家汽车交易商提供竞争性的和一致性的零售融资渠道，以方便这些交易商的客户购买新旧汽车和轻型卡车。公司从任何一家交易商购买的贷款都不超过所购贷款总额的 1%。从 1990 年 3 月成立以来，公司已经在亚利桑那州、加利福尼亚北部、加利福尼亚南部、科罗拉多州、佛罗里达州、佐治亚州、马萨诸塞州、明尼苏达州、密苏里州、纽约州、北卡罗来纳州、俄亥俄州、田纳西州、得克萨斯北部、得克萨斯南部、得克萨斯州西部和华盛顿州建立了 17 个地区贷款购买中心。公司的交易商网络覆盖 39 个州的交易商。1996 年 12 月 31 日，公司所服务资产组合的主要集中地是得克萨斯州，占所服务资产组合的 22% 左右。管理层认为，公司目前不存在地理或者交易商集中情况。

披露基础

合并财务报表包括公司及其全资拥有子公司的报表，所有重要公司间账户和交易已经被抵消。合并财务报表依照公认会计准则编制。

1995 和 1994 年 12 月 31 日的余额已经被重新归类，以便与当期披露相一致。

现金和现金等价物

公司将所有初始期限为 3 个月以内的主要投资视做现金等价物。

估计值的使用

根据公认会计准则编制财务报表要求管理层对影响财务报表编制日资产负债报告数字和报告期间收入费用报告数字的因素作出估计和假设。实际结果可能与这些估计值有所不同。

应收证券化信托单位款项

根据 Arcadia 的证券化结构，公司将贷款交付给一个证券化信托单位，随后在交易法定结束日，通常在贷款交付后 6—10 天，从信托单位收取现金。向信托单位转移资产的所有条件在贷款交付时是确定的或可确定的。

所持待售汽车贷款

贷款按照包括相关预收交易商参与费在内的未清偿本金（摊销成本）和市场价值中的较低者记录。市场价值根据所持待售贷款的特征和公司完成的类似贷款的最近销售条件预计。这些贷款的利息被预计并根据每天未清偿本金冲减利息收入。

按照新问题工作小组（EITF）92—10 号公告“涉及多种筹资安排的贷款购买”，新问题工作小组提出了区分贷款购买者和组织者的特定标准。出于财务报告目的，公司基本上属于汽车贷款的组织者。因此，按照财务会计准则公告（SFAS）第 91 号“与组织或购买贷款相关的不可退还费用和成本以及租赁的初始直接成本会计”，支付给交易商的参与费被递延并在贷款的有效期内摊销。在贷款出售时仍未摊销的递延成本被视做所持待售贷款的一部分，作为随后贷款出售损益的一部分计作费用。

交易商参与费通过按照汽车交易商向汽车购买者索要的利率和公司向交易商提出的利率摊销客户贷款计算，两者的差额确认为交易商参与费。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

交易商参与费在贷款初始购买日或接近贷款初始购买日向交易商支付。如果在交易商协议规定的特定时期内发生违约或者提前偿还，参与费的一部分通常可以从交易商那里收回，余额作为从证券化信托单位释放的超额现金流量的一部分，随时间的推移逐渐收回。

应收财务收益

应收财务收益包括：（1）证券化交易产生的未来现金流量的估计现值（“贷款出售收益”）；（2）所持待售贷款的应收应计利息，在贷款出售时尚未收回；（3）公司为证券化建立的利差账户和其他现金账户赚取的利息；（4）以前贴现的现金流量赚取的利息。应收财务收益由公司回收，在证券化贷款的有效期内，随现金流量收益超过利差账户需要而减少。

应收财务收益不包括递延服务费收入，递延服务费收入代表将在公司所服务的证券化贷款有效期内确认为已赚取收入的未来现金流量。

应收财务收益中包括的贷款损失准备代表预计将于证券化交易中包含贷款的有效期内发生的贷款损失估计数。

应收财务收益的账面价值被定期检查，以确定各资产负债表日估计和实际信贷损失、提前偿还率和加权平均年利率之间是否存在差异。此外，公司还同时评估这些估计值变动对应收财务收益账面价值的影响。公司通过分析，确定应收财务收益没有超过估计剩余超额现金流量的现值。如果发生好于最初估计值的有利变动，公司不增加应收财务收益的账面价值；但如果公司的实际提前偿还率或损失超过估计值，或者所售贷款的加权平均年利率比预期有更大的下降，就需要调整应收财务收益，应收财务收益的减少额反映为当期收益的减少。在 1996 年 12 月 31 日的前 3 年，没有对应收财务收益的账面价值进行重大调整。由于修正未来估计值进行的调整根据每次资产证券化交易逐个确定。

利差账户上的受限现金

公司必须开立利差账户，以保护证券化交易中的投资者和增加信贷者免受信贷损失。在利差账户余额增加到被证券化贷款的一定比例之前，每次证券化的初始存款和证券化交易产生的超额现金流量只能留在账户上。超过这个特定比例的资金在证券化的剩余期限内，通过全资拥有子公司 Olympic 应收账款财务公司（“ORFC”）划到公司。对于每个证券化信托单位而言，不存在对公司超过利差账户余额或者信托单位未来收益资金的追索权。

家具、装修和设备

家具、装修和设备按照成本减累计折旧和摊销计列。自有财产在使用期内按直接法计提折旧，资本租赁资产在租赁期内按直接法摊销。

作为服务商的预付款

作为证券化过程中出售贷款的服务商，公司定期向证券化信托单位预付利息，以便为借款人临时拖延利息支付预作准备。按照服务协议，只有在预期能够通过贷款存续期内债务人的最终支付收回预付款的情况下，公司才会进行预付。

递延债务发行成本

公司资本化与发行长期债务相关的成本。这些成本在相关债务的合同有效期内按照直线法递延和摊销，并被确认为利息费用的一部分。

所得税

由于资产和负债的当前账面价值与应税价值之间的差异会带来未来税收影响，递延所得税资产

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

和负债被确认。递延所得税资产和负债，按照这些时间性差异被收回时应税所得所适用的税率计算。

净利差

公司的净利差是下列各项的汇总：（1）根据净利差计算的所持待售贷款的净利息；（2）短期投资、利差账户和其他与证券化相关的现金账户的投资收益；（3）先前贴现现金流量的利息部分的确认，按照用于确定出售收益的现值贴现率计算。

每股净收益

每股基本收益对股息率为 8%的可转换优先股股利进行了调整，根据普通股和稀释约当普通股的加权平均数计算。稀释约当普通股是假设流通在外的认股权证和股票期权（按照库藏股票法计算）实施的普通股数量。1996 年以前各年的完全稀释每股收益数据，按照普通股和假设股息率为 8%的可转换优先股转换增加的约当普通股的加权平均数计算。公司所有股息率为 8%的可转换优先股已经在 1996 年 12 月 31 日被赎回或转换。如果公司所有股息率为 8%的可转换优先股在 1996 年初被转换，结束于 1996 年 12 月 31 日的会计年度的每股基本收益为 1.67 美元。对各季度每股基本收益的影响不大。为了计算约当普通股每股净收益，发行的所有认股权证和股票期权在各自最初发行日就被视为转换成普通股。

金融工具的公平价值

按照财务会计准则公告第 107 号“对金融工具公平价值的披露”，公司的金融工具包括现金和现金等价物、应收证券化信托单位款项、应收财务收益、利差账户中的受限现金、应付备用贷款额度，以及初级次级票据。这些金融工具按照历史成本记账，因为根据它们的性质，其历史成本接近公平价值。所持待售汽车贷款按摊销成本与市价孰低核算。公司高级定期票据和利率为 10.125%的高级次级票据的公平价值，通过可得市场价格确定。在 1996 和 1995 年 12 月 31 日，公司流通在外的高级定期票据为 1.45 亿美元，估计公平价值分别为 1.61 亿美元和 1.581 亿美元。公司还拥有 1996 年发行且于 1996 年 12 月 31 日流通在外的高级次级票据 3 000 万美元。高级次级票据的账面价值接近公平价值。

3. 所持待售汽车贷款

1996 和 1995 年 12 月 31 日，所持待售汽车贷款的加权平均利率分别为 15.22%和 14.04%，所持待售汽车贷款的应收应计利息分别为 20 万美元和 60 万美元。

4. 应收财务收益

下表列示了 12 月 31 日的应收财务收益的构成：

（千美元）	1996	1995
所售贷款的预计现金流量，减预计提前偿还金额后的净值	549 876	285 517
递延服务费收入	(59 473)	(37 780)
贷款损失准备	(95 005)	(42 270)
所售贷款的未贴现现金流量，减预计提前偿还金额后的净值	395 398	205 467
贴现到现值	(32 482)	(19 466)
	362 916	186 001
贷款损失准备占所服务资产组合的比例	2.51%	1.86%

下表列示了 1996 年 12 月 31 日前 2 年的应收财务收益余额：

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（千美元）	
1994 年 12 月 31 日余额	58 540
所售贷款的超额现金流量，减预计提前偿还金额后的净值	141 147
超额现金流量的收益	(21 054)
现金流量现值影响的确认	7 368
1995 年 12 月 31 日余额	186 001
所售贷款的超额现金流量，减预计提前偿还金额后的净值	201 376
超额现金流量的收益	(43 351)
现金流量现值影响的确认	18 890
1996 年 12 月 31 日余额	362 916

5. 家具、装修和设备

12 月 31 日，家具、装修和设备情况如下：

（千美元）	1996	1995
自有		
办公家具和设备	6 637	2 385
汽车	313	220
计算机设备	1 003	319
合计	7 953	2 924
资本租赁		
办公家具和设备	4 280	2 677
计算机设备	5 545	2 621
合计	9 825	5 298
家具、装修和设备合计（成本）	17 778	8 222
减：		
累计折旧和摊销	(4 148)	(1 876)
家具、装修和设备净值	13 630	6 346

在结束于 1996、1995 和 1994 年 12 月 31 日的各会计年度，包括资本租赁资产摊销在内的折旧费用分别为 320 万美元、100 万美元和 50 万美元。

6. 其他资产

12 月 31 日，其他资产情况如下：

（千美元）	1996	1995
作为服务商的预付款	8 140	9 046
递延债务发行成本	4 438	4 444
次级票据投资	4 329	2 811
应收服务费	3 121	1 855
预付费用	2 755	1 545
收回汽车资产	1 577	431
其他资产	4 929	1 839
	29 289	21 971

7. 应付备用贷款额度

1996 年 12 月 31 日，公司拥有与不同金融机构和机构债权人达成的 3 个备用贷款额度，总融资能力为 8 亿美元，其中 6.889 亿美元是可用的。通过这些备用贷款额度取得的借款由所持待售贷款担保。在 1996 和 1995 年 12 月 31 日，根据这些备用贷款额度取得的未清偿借款的加权平均利率分

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

别为 6.27%和 7.23%。

1996 年 12 月，公司获得美洲银行授予的商业票据通道贷款额度。根据这个贷款额度，公司全资拥有的特定目的子公司可以向 Arcadia 应收账款发行公司（“ARCC”）出售最高可达 3 亿美元的零售汽车贷款，后者是公司拥有的一家特定目的公司。ARCC 购买所需资金可以通过向美洲银行管理的一家特定目的公司——应收账款资本公司（“RCC”）借款来融通，后者再通过发行商业票据为借款筹资。这个贷款额度可以在 1999 年 12 月前按年展期。

也是在 1996 年，公司与美洲银行牵头的银团达成一个信贷协议。根据该协议，公司最多可借入 1.7 亿美元。根据一些资产组合业绩测试，公司以合格汽车贷款作为担保，可以借入相当于担保贷款 95%的资金。公司的信贷协议于 1997 年 7 月到期。

另外，公司通过其特定目的子公司 Olympic 应收账款财务公司 II（“ORFC II”），获得了一个 3.3 亿美元的应收账款备用贷款额度，该贷款额度利用 J. P. Morgan 授予的商业票据通道。根据公司和 ORFC II 之间达成的应收账款购买协议，公司同意向 ORFC II 出售汽车贷款，后者通过根据回购协议向一个所有者信托单位出售汽车贷款为购买融资。所有者信托单位通过从 J. P. Morgan 的商业票据公司——Delaware 融资公司（“DFC”）取得借款实现融资，Delaware 融资公司再通过发行商业票据为借款融资。1997 年 1 月，公司同意将 J. P. Morgan 贷款额度的融资能力从 3.3 亿美元减少到 2.5 亿美元，并将这个 1997 年 12 月到期的贷款额度通过年度展期选择延期到 1998 年 12 月。

8. 长期债务

高级定期票据

1995 年 4 月，公司公开发行面值 1.45 亿美元、利率为 13%、将于 2000 年到期的高级定期票据。高级定期票据自 1995 年 11 月 1 日起每半年付息一次，付息日分别为每年 11 月 1 日和 5 月 1 日。高级定期票据在 1998 年 5 月 1 日前不能赎回。此后，高级定期票据可以由公司选择，在自 1998 年 5 月 1 日和 1999 年 5 月 1 日起的 12 个月内，分别按面值的 108.5%和 104.25%加到赎回日为止的应计未付利息全部或部分赎回。如果与资产出售、控制权变动或者年度净损失有关的保证条款（高级定期票据契约中所界定的）被违反，公司有义务按照面值的 101%的价格，要约收回所有未清偿高级定期票据加购买日应计未付利息。

除相当于未清偿高级定期票据本金余额一期利息的准备金外，高级定期票据是公司的未担保债务，级别高于公司所有未清偿次级票据，求偿权与公司所有无担保非次级债务不分先后。1997 年 1 月 21 日，公司要约购买所有未清偿高级定期票据。公司可以使用准备金购买汽车贷款，预付金额为用做高级定期票据担保的所购贷款本金的 90%。参见附注 14 的后续事件。

次级票据

12 月 31 日，未清偿次级票据情况如下：

（千美元）	1996	1995
高级次级票据，1996-A 系列	30 000	—
低级次级票据	23 689	13 005
	53 689	13 005

1996 年 3 月，公司公开发行本金共计 3 000 万美元、利率为 10.125%、将于 2001 年到期的次级票据系列 1996-A。高级次级票据的利息自 1996 年 5 月 15 日起按月支付。在 1998 年 5 月 15 日以

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

前，公司不得赎回高级次级票据。在这一天或其后，公司可以选择在 1999 年 5 月 15 日以前和以后（包括当天），分别按照高级次级票据面值的 101.5%和面值的 100%加到赎回日为止的应计利息全部或部分赎回。高级次级票据是公司的无担保一般债务，求偿权位于所有现存和未来高级债务（如高级次级票据契约中所界定的）之后。

1994 年 9 月，公司完成了最高可发行 5 000 万美元低级次级票据的备案登记。低级次级票据按照最低面值为 1 000 美元发行，包括期限从 30 天—1 年的可展期票据和从 1—10 年的定期票据。公司可以根据市场状况，在票据出售前调整未出售票据的利率，在展期日调整可展期票据的利率。1996 年 12 月 31 日，无担保次级票据的加权平均期限和利率分别为 14.2 个月和 9.50%。

1996 年 12 月 31 日，未清偿长期债务的到期情况如下：

（千美元） **截止年度**	
1997	12 516
1998	7 747
1999	522
2000	145 616
2001	32 018
2002 及以后	270
合计	198 689

9. 承诺与或有负债

公司根据租期超过 1 年的资本和经营租赁协议租赁家具、装修和设备。此外，公司以经营租赁方式租赁办公场所。在结束于 1996、1995 和 1994 年 12 月 31 日的会计年度，经营租赁的租金总额分别为 470 万美元、180 万美元和 90 万美元。

1996 年 12 月 31 日，根据租期为 1 年或 1 年以上的资本租赁和不可撤销经营租赁协议，要求支付的未来最低租金为：

（千美元）	资本租赁	经营租赁
截止年度		
1997	3 168	6 337
1998	2 924	6 405
1999	1 371	5 874
2000	1 089	4 559
2001	697	3 240
2002 及以后	44	2 574
合计	9 293	28 989
减所含利息	(1 564)	
最低净租金的现值	7 729	

根据通过证券化交易完成的汽车贷款销售条件，如果资产未能达到规定标准，公司可能有义务购回某些汽车贷款。公司可以用其他资产替代那些因未达到规定标准而购回的资产。如果公司对违约汽车贷款的潜在义务成为现实，预计将通过动用证券化交易下的现金担保账户来偿付。公司不能用其他资产替代违约汽车贷款。

在结束于 1996、1995 和 1994 年 12 月 31 日的会计年度，被记作销售收入的附有限追索权汽车贷款转移收入分别为 28 亿美元、19 亿美元和 7.122 亿美元。在 1996 年 12 月 31 日，自公司成立以

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

来与证券化交易相关的被转移汽车贷款未清偿余额为 38 亿美元。

12. 所得税

截至 1996 年 12 月 31 日前 3 年，所得税费用的构成情况如下所示：

（千美元）	1996	1995	1994
递延所得税备抵：			
联邦	32 641	17 078	1 614
州	3 047	2 440	231
所得税备抵	35 688	19 518	1 845
非常项目的税收影响	—	(2 571)	—
非常项目后所得税	35 688	16 947	1 845

截至 1996 年 12 月 31 日前 3 年的所得税费用与按照 35%的法定联邦所得税率计算的所得税金额之间的调整如下所示：

（千美元）	1996	1995	1994
按法定税率计算的联邦所得税	33 601	17 078	2 054
州所得税，减联邦利益后的净额	3 715	2 440	253
估价备抵转回的影响	—	—	(688)
其他	(1 628)	—	226
所得税备抵	35 688	19 518	1 845
非常项目的税收影响	—	(2 571)	—
非常项目后所得税	35 688	16 947	1 845
实际所得税率	37.2%	40.0%	40.0%

递延所得税备抵是为出于财务报告目的计算的税前收益与出于税收报告目的计算的应纳税收益之间的临时差异建立。产生税收影响的临时性差异和移后冲减构成公司递延所得税资产和负债的主要内容，具体情况如下所示：

	12 月 31 日	
（千美元）	1996	1995
递延所得税资产：		
证券化费用	5 089	4 245
其他	1 364	—
递延所得税资产总额	6 453	4 245
递延所得税负债：		
证券化收益	(84 595)	(41 025)
其他	(3 796)	(411)
递延所得税负债总额	(88 391)	(41 436)
临时差异净额	(81 938)	(37 191)
净营业损失移后冲减（2006—2011 年到期）	27 551	18 491
递延所得税负债净额	(54 387)	(18 700)

在 1996 年 12 月 31 日，公司出于联邦所得税报告目的拥有净营业损失移后冲减 7 410 万美元，可用于抵消未来联邦应纳税收益，将于 2006 年以后到期。1996 和 1995 年 12 月 31 日不需要建立估价备抵，因为递延所得税资产很可能可以用于冲减未来应税收益。根据美国国内税法第 382 段，与净营业损失移后冲减相关的所得税利益的实现以年为基础确认。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

13. 衍生金融业务和表外风险

截至 1996 年 12 月 31 日前 3 年，公司通过套期保值交易管理所持待售贷款的毛利差。公司同意出售期限与公司所持待售贷款组合平均期限非常接近的远期美国国库券。套期保值损益在贷款出售日被确认为贷款销售收益的一部分。1996 和 1995 年 12 月 31 日，公司达成出售 2 年期美国国库券的以下协议：

（千美元）	1996	1995
未清偿名义本金	700 000	450 000
未清偿套期保值交易的未实现收益（损失）	484	(574)

1996 年 12 月 31 日的未清偿套期保值交易预期将于 1997 年 3 月结束。

截至 1996 年 12 月 31 日前 3 年的套期保值已实现收益（损失）情况如下：

（千美元）	1996	1995	1994
已实现收益（损失）	(349)	(11 719)	821

在套期保值交易中，公司通常在交易对手那里保持相当于被套期保值金额 0.5%的保证金现金账户。参见“管理层对财务状况和经营成果的论述和分析——资本性资源——套期保值和提前融资战略”。

14. 后续事件

1997 年 1 月，公司要约收购利率为 13%、将于 2000 年到期的全部高级定期票据，收购价格为面值 1 000 美元的 111.75%加到购买日为止的应计未付利息。在要约收购的同时，公司正在请求利率为 13%的高级定期票据持有人同意免去该票据所附的几乎全部财务保证条款。如果持有人同意接受请求，公司将对票据持有人的每 1 000 美元面值支付 20 美元现金。公司以后不再有义务购回利率为 13%的高级定期票据，除非发生以下情况：（1）公司或其附属机构未拥有的大部分高级票据被招标收购；（2）合同修正请求被通过；（3）公司的托管资金足以购买所有被招标收购的高级定期票据，托管资金来自总额不低于 1.7 亿美元的计划高级票据公开发行收入，或者公司可以接受的其他新融资来源。与此相联系，公司计划公开发行面值可高达 3 亿美元的高级票据，发行收入用于回购面值 1.45 亿美元、利率为 13%的高级次级票据以及用于一般公司业务活动。预期这次公开发售将于 1997 年 2 月 3 日这一周开始，将根据经修正后的 1933 年证券法案下的备案登记表以募股说明书方式进行。除非延期，否则公司要约收购利率为 13%的高级定期票据将于 1997 年 2 月 20 日美国东部标准时间下午 5 点钟过期。

15. 未经审计的经挑选季度数据

第 4 季度经营成果

1996 年第 4 季度，公司购买 7.409 亿美元汽车贷款，证券化 7.202 亿美元汽车贷款；1995 年同期购买和证券化贷款分别为 5.887 亿美元和 5.745 亿美元。1996 年第 4 季度净收益为 1 740 万美元，1995 年同期为 1 020 万美元。1996 年第 4 季度，公司平均所持待售贷款增加，净利差加大，导致净利差收入从上年同期的 940 万美元增加到 1 750 万美元。1996 年第 4 季度的非利息收入从上年同期的 60 万美元增加到 190 万美元，主要原因在于手续费推后和融资费用不足。1996 年第 4 季度的营业费用从上年同期的 1 340 万美元增加到 2 900 万美元，这主要是由于联属公司增加一倍导致工资和福利费用增加。此外，营业费用增加是由于所服务资产组合增加和一般客户贷款规模上升导致服务和收贷成本增加。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

未经审计的经挑选各季度数据

（除每股数据外，均为千美元）	各季度结束于 1996 年 12 月 31 日	1996 年 9 月 30 日	1996 年 6 月 30 日	1996 年 3 月 31 日
收入：				
净利差	17 499	18 079	15 085	12 300
汽车贷款出售收益	34 979	30 113	25 452	25 229
服务费收入	8 510	7 474	6 557	5 743
其他非利息收入	1 896	1 406	2 449	724
收入合计	**62 884**	**57 072**	**49 543**	**43 996**
费用：				
工资和福利费	12 555	10 286	8 813	9 097
一般管理费用和其他营业费用	16 397	13 107	11 124	10 919
长期债务和其他利息费用	6 584	6 660	6 433	5 516
费用合计	35 536	30 053	26 370	25 532
所得税和非常项目前营业收益	27 348	27 019	23 173	18 464
所得税备抵	9 982	9 862	8 458	7 386
非常项目前收益	17 366	17 157	14 715	11 078
非常项目	—	—	—	—
净收益	17 366	17 157	14 715	11 078
每股基本收益：				
非常项目前普通股每股净收益	0.46	0.47	0.43	0.41
普通股每股非常项目	—	—	—	—
普通股每股净收益（损失）	0.46	0.47	0.43	0.41
每股完全稀释收益：				
非常项目前每股净收益	0.45	0.4	0.40	0.37
每股非常项目	—	—	—	—
每股净收益	0.45	0.44	0.40	0.37
流通在外普通股和约当普通股加权平均数：				
基本	37 873 845	35 896 149	33 508 215	25 741 672
完全稀释	38 935 961	39 423 446	37 205 287	30 218 329

	1996 年 12 月 31 日	1996 年 9 月 30 日	1996 年 6 月 30 日	1996 年 3 月 31 日
资产：				
现金和现金等价物	16 057	3 593	22 575	22 552
应收证券化信托单位款项	177 076	188 373	151 635	115 000
所持待售汽车贷款	26 285	18 925	52 300	82 857
应收财务收益	362 916	307 953	264 466	232 007
利差账户中的受限现金	142 977	122 071	101 948	79 779
其他资产	42 919	42 910	37 735	33 542
资产合计	778 230	683 825	630 659	565 737
负债和股东权益：				
应付备用贷款额度	111 140	38 486	17 837	127 224
高级票据	145 000	145 000	145 000	145 000
次级票据	53 689	53 563	52 288	46 595
资本租赁债务	7 729	8 049	7 446	6 635
递延所得税	54 387	44 405	34 543	26 085
应付账款和应计负债	13 192	20 059	16 748	21 633
股东权益	393 093	374 263	356 797	192 565
负债和股东权益合计	778 230	683 825	630 659	565 737

资料来源： Arcadia 财务公司 1996 年年度报告。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

未经审计的经挑选各季度数据

（除每股数据外，均为千美元）	各季度结束于 1995年 12月31日	 1995年 9月30日	 1995年 6月30日	 1995年 3月31日
收入：				
净利差	9 423	9 601	7 630	4 538
汽车贷款出售收益	21 235	17 587	14 303	9 057
服务费收入	4 812	3 872	3 003	2 300
其他非利息收入	569	405	238	159
收入合计	**36 039**	**31 465**	**25 174**	**16 054**
费用：				
工资和福利费	6 361	5 146	4 627	3 945
一般管理费用和其他营业费用	7 083	6 097	4 973	4 495
长期债务和其他利息费用	5 546	5 205	4 574	1 845
费用合计	18 990	16 448	14 174	10 285
所得税和非常项目前营业收益	17 049	15 017	11 000	5 796
所得税备抵	6 820	6 007	4 384	2 307
非常项目前收益	10 229	9 010	6 616	3 462
非常项目	—	—	(512)	(3 344)
净收益	10 229	9 010	6 014	118
每股基本收益：				
非常项目前普通股每股净收益	0.39	0.34	0.29	0.23
普通股每股非常项目	—	—	(0.02)	(0.27)
普通股每股净收益（损失）	0.39	0.34	0.27	(0.04)
每股完全稀释收益：				
异常项目前每股净收益	0.34	0.30	0.25	0.19
每股异常项目	—	—	(0.02)	(0.18)
每股净收益	0.34	0.30	0.23	0.01
流通在外普通股和约当普通股加权平均数：				
基本	24 547 195	24 528 119	20 656 566	12 505 372
完全稀释	30 368 723	30 406 065	26 661 621	18 185 965

	1995年 12月31日	1995年 9月30日	1995年 6月30日	1995年 3月31日
资产：				
现金和现金等价物	1 340	9 169	14 839	5 654
应收证券化信托单位款项	—	50 398	75 018	135 013
所持待售汽车贷款	118 556	108 808	61 801	500
应收财务收益	186 001	150 538	118 113	86 848
利差账户中的受限现金	63 580	48 160	36 292	28 326
其他资产	28 317	23 663	16 971	12 647
资产合计	397 794	390 736	323 034	268 988
负债和股东权益：				
应付备用贷款额度	26 530	41 281	226	130 816
高级票据	145 000	145 000	145 000	50 000
次级票据	13 005	9 191	4 706	17 321
资本租赁债务	3 924	2 822	1 898	1 737
递延所得税	8 700	11 880	5 966	1 924
应付账款和应计负债	9 822	15 982	9 358	6 430
股东权益	180 813	164 580	155 880	60 760
负债和股东权益合计	387 794	390 736	323 034	268 988

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

独立审计师报告

Arcadia 财务公司董事会： 1997 年 1 月 21 日

我们审计了 Arcadia 财务公司（以前名为 Olympic 财务公司）1996 年 12 月 31 日和 1995 年 12 月 31 日的合并资产负债表，以及截至 1996 年 12 月 31 日前 3 年各年的相关合并损益表、股东权益变动表和现金流量表。编制这些财务报表是贵公司管理部门的责任，我们的责任是根据我们所作的审计对这些财务报表发表意见。

我们依据公认审计准则进行审计。准则要求我们通过规划并执行审计，就财务报表是否存在重大的虚假陈述获取合理证据。审计包括通过测试检查财务报表中金额和披露的正确性，还包括对管理部门所用会计原则和所作重大估计进行评定，以及对财务报表作出整体评价。我们认为审计为我们所发表的意见提供了合理的依据。

我们认为，上述财务报表遵照公认会计准则，在所有重要方面公正地反映了 Arcadia 财务公司 1996 年 12 月 31 日和 1995 年 12 月 31 日的合并财务状况，以及截至 1996 年 12 月 31 日前 3 年各年的合并经营成果和现金流量状况。

Ernst & Young LLP
明尼苏达州明尼阿波利斯市

管理层报告

Arcadia 财务公司（以前名为 Olympic 财务公司）及其子公司的管理层对所附合并财务报表的编制及其完整和客观负责。合并财务报表依据公认会计准则编制，其中包括根据管理层的判断和最佳估计确定的金额。

合并财务报表已经经过 Ernst & Young LLP 审计，挑选这家事务所作为独立审计师已经经过 Arcadia 财务公司董事会的批准。

Arcadia 财务公司及其子公司已经建立并保持了旨在确保资产安全以及交易恰当授权和记录的内部控制系统。独立审计师考察了公司的内部控制结构，以便确定其审计程序并对合并财务报表发表意见。

Arcadia 财务公司董事会的审计委员会（不包括外部董事）与管理层和 Ernst & Young LLP 的代表会面，对公司审计、内部控制、会计和财务报告问题进行了评价。

管理层认识到其职责应是创造浓厚的道德氛围，以便 Arcadia 财务公司依照职业和业务准则的最高标准执行事务。

理查德·A·格林沃尔特
总裁兼首席执行官
约翰·A·威瑟姆
执行副总裁兼财务总监
布赖恩·S·安德森
高级副总裁兼公司会计主管

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 3

穆迪对 Olympic 财务公司的评级公告（1996 年 5 月—1997 年 2 月）

穆迪投资服务公司

全球信用调查

意见更新

Olympic 财务公司

发表于 1996 年 5 月 1 日

穆迪已经将 Olympic 财务公司的长期债务评级展望从稳定调整为积极。评级展望的变更适用于 Olympic 的 B2 级高级债务和 B3 级次级债务。我们变更评级展望是基于 Olympic 1.48 亿美元普通股的成功公开发行以及这次募股对公司流动性和美元资本头寸的积极影响。Olympic 近期仍然面临管理不断增长的高风险“一般客户”贷款项目，保持资产流动性，以及在竞争日益激烈的汽车融资市场上从事经营的挑战。

穆迪投资服务公司

全球信用调查

评级行动

Olympic 财务公司

发表于 1996 年 6 月 21 日

穆迪将 Olympic 财务公司高级和次级债务评级上调至 B1 和 B2 级

大约涉及 1.75 亿美元债务证券

纽约，6/21/1996 穆迪投资服务公司将 Olympic 财务公司的高级票据评级从 B2 级上调至 B1 级，次级票据评级从 B3 级上调至 B2 级。上调债务评级是基于 Olympic 1.48 亿美元普通股的成功公开发行以及这次募股对公司流动性和美元资本头寸的积极影响。此外，上调债务评级反映了穆迪管理层正在采取正确的措施最小化与高风险“一般客户”贷款项目相关的风险以及“一般客户”贷款项目对现金流量和盈利能力的好处充满信心。

Olympic 已经作出将高风险“一般客户”贷款项目从最初占贷款总额的 25%增加到 50%的战略决定。这种调整的好处是通过降低交易商参与费改善现金流量和通过实现较高的风险调整收益提高盈利能力。为了降低与“一般客户”贷款相关的风险，Olympic 已经通过取消面向首次购买者的“一般客户 2”项目改善承销状况，并预期通过从息票账簿转向提供月度对账单以及更积极清收逾期贷款来提高服务水平。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

穆迪投资服务公司

全球信用调查

评级行动

Olympic 财务公司

发表于 1996 年 8 月 26 日

穆迪已经审查了 Olympic 财务公司的评级：方向不明确

纽约，8/26/1996 穆迪投资服务公司在审查 Olympic 财务公司的评级时将其定为方向不明确，因为公司宣布收到一份有兴趣购买公司的意向书，而且 Olympic 现在正在考虑其战略选择。这一评级行动适用于 Olympic 当前评级分别为 B1 和 B2 的高级和次级票据。

审查将关注：如果收购发生，收购公司的实力如何；如果公司追求其他战略选择，结果会对 Olympic 的财务实力和财务弹性产生什么影响。相关的事态发展还包括：杰弗里·麦克辞去董事会主席、总裁、首席执行官和董事职务，Olympic 前任董事沃伦·坎特被任命为执行委员会主席。

穆迪投资服务公司

全球信用调查

评级行动

Olympic 财务公司

发表于 1997 年 1 月 24 日

穆迪确认 Olympic 财务公司的评级（高级债务为 B1 级）：将展望调整为消极

大约涉及 2 亿美元债务证券

纽约，1/24/1997 穆迪已经确认 Olympic 财务公司高级债务和次级债务保持 B1 级和 B2 级的评级不变。在公司宣布正在考虑一个匿名方的收购后，穆迪曾经在 1996 年 8 月 26 日考察评级时将其定为方向不明确。

穆迪指出，确认评级是因为 Olympic 任命了一位新的首席执行官，而且有关合并的谈判结束。然而，穆迪声明，对 Olympic 的评级展望被修正为消极。评级展望调整是基于一些因素，包括对公司所服务资产组合整体业绩恶化的担心，以及新产品持续转向更高风险的次级优惠汽车贷款（这部分贷款的期限相对较长）。其他风险因素涉及公司通过交易商寄销出售回收汽车的做法以及围绕这个项目的控制问题，还有公司过高的财务杠杆水平。消极展望也反映了公司营业现金流量持续为负的状况，以及穆迪担心上面提到的某些因素的恶化会降低公司继续以相对优惠的条件进入资产担保证券市场的能力。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

穆迪投资服务公司

全球信用调查

评级行动

Olympic 财务公司

发表于 1997 年 2 月 6 日

穆迪下调 Olympic 财务公司的评级（高级债务降为 B2 级）

大约涉及到 2 亿美元债务证券

纽约，2/6/1997 穆迪投资服务公司将 Olympic 财务公司的高级票据评级从 B1 级下调至 B2 级，次级票据评级从 B2 级下调至 B3 级。上次评级被确认于 1997 年 1 月 24 日，基于 Olympic 声明公司不会被出售。那时，评级展望被调整为消极。

穆迪指出，评级变化反映了公司资产组合继续向长期“一般客户”或次级优惠贷款倾斜，以及公司在管理这一领域过快增长方面面临的相应挑战。穆迪还指出，这种资产组合调整带来了逾期贷款和信贷损失的增加。尽管公司已经采取了重大举措来改善收回汽车的盘活，但这一领域的过去业绩对这种方法的长期效果提出了质疑。穆迪指出，这些因素可能最终影响公司进入证券化市场的条件，而且可能降低公司的整体融资弹性。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Revco D.S.公司

时间是 1986 年下半年，Revco 将在一个月内经历一场杠杆收购。作为一家高收益债券基金的分析师，杰奎琳·沃克（Jacqueline Walker）专门分析 Revco 的状况。从表面上看，Revco 能够提供沃克所在的基金正在寻找的债券：收益率在 12%—14%之间的各种中期债券，风险很大但易于管理。然而，她希望在深入调查后，作出更为全面的估计。她打算进行一些现金流量和收益预测，同时进行敏感性分析，从而有助于评估杠杆收购后 Revco 面临偿还债务困难的可能性。如果基金持有该公司债券，将收益预测值与 Revco 的报告披露后业绩进行比较也是非常有用的。

当时，可以得到截至 1986 年 8 月 23 日前一季度的 Revco 财务报告，从杠杆收购证券募集说明书和在杠杆收购前股东签署的委托书中也可以得到各种信息。截至 1986 年 11 月 16 日前一季度的收益数据还没有公布，但沃克和其他追踪公司情况的人都认为每股收益率可能在 0.25—0.35 美元之间（有关预测的详细情况不得而知）。沃克计划与财务总监办公室的代表接触，但她必须首先通过初始分析来给问题排序。

公司背景

Revco 是全美最大的折扣药品连锁店，1986 年 8 月 23 日在 30 个州拥有 2 049 家药店。这些药店不仅出售各种处方药和非处方药，也经销保健和美容辅助品、化妆品、维生素、烟草产品、日杂和各种其他产品。从 1984 年以来，Revco 还经营“高折扣”零售连锁店（Odd Lot Stores），专门经销低价格的促销商品、制造商的超产产品和处理商品。

1984 年以前，Revco 的收益和销售收入稳步增长。然而，在结束于 1985 年 5 月和 1986 年 5 月的会计年度收益没有达到前期水平。至少部分困难与 Odd Lot 的经营有关，它在 1985 年和 1986 年发生了营业亏损。过去两年的困难与同时出现的管理层丑闻一起，导致了杠杆收购。Revco 的董事长兼首席执行官西德尼·德沃金（Sidney Dworkin）认为，杠杆收购为他提供了帮助公司走出当前困境的最好方法。

药店行业状况

药店行业包括两种：小的独立药房和连锁店。前者主要在个性化服务方面展开竞争，而后者侧重于价格竞争和各种日常商品的提供。主要连锁店——Revco、Eckerd、Walgreen、Fays、Genovese、Perry、Rite Aid 等的成本效率使得它们越来越居于主导地位。作为集团，这些连锁店连续很多年一

该案例由 Victor L. Bernard 教授根据公开可得信息编写，用于进行课堂讨论，而不是用于阐述对某种管理状况的有效或无效处理。经挑选的信息以出于教学需要未在案例中披露的公开发表资料为基础。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

直有着稳定的利润。在 1974—1984 年间，Revco 同行（除 Revco 以外的上述 6 家连锁店）的合并毛利率——息税前利润对销售收入比率——在 4.2%—6%之间，平均约为 5.2%。当然，单个公司毛利率比整个行业毛利率的波动要大得多，标准差约为 1.3%。如果毛利率是 5%，结合这些公司较高的资产周转率——通常在 2.5—3 之间，平均税前资产收益率可以达到可观的 14%—15%。而且，尽管收益在 20 世纪 70 年代中期和 80 年代初期的经济衰退期间有所下降，但与大多数行业相比，下降幅度很小。

随着该行业进入 80 年代中期，收益的压力日渐显现，该行业经历了大量合并和重组。Revco 的同行——6 家连锁店的毛利率整体下降，从 1984 年的 6%下降到 1986 年的不到 5%。药房发现它们面临来自保健组织的直接竞争，而且受到药品成本第三方补偿的制约。连锁药店在人口集中的大城市开了很多“高折扣店”，其他行业的零售商——包括食品店和超型市场——也在它们的经营场地开药房。许多“混合”店被创造出来，将副食店和药店开在一起，为消费者提供低价格和方便的“一站式”购物服务。到 1986 年，激烈的竞争迫使一些店退出高折扣市场，但从整体上看，增长还在继续。

行业重组以大量杠杆收购形式出现。在一些案例（如 Jack Eckerd 公司）中，管理层和其他私人投资者共同使公司退市。其他杠杆收购涉及接管。例如，K-Mart 买下了 Payless Drugstores，而 Kroger 公司买下了 Hook Drugs。有关 80 年代中期主要接管型杠杆收购（一些先前盈利的连锁店也被牵入其中）的信息如下表所示：

杠杆收购前公司名称和会计年度	收购前 1 年销售收入(百万)	息税前利润对销售收入比率		销售收入周转率		收购价格与下列项目相比的乘数	
		前 1 年	前 2 年	前 1 年	前 2 年	销售收入	息税前利润
Jack Eckerd（1985）	2 508	0.052	0.076	2.3	2.3	0.55	10.6
Thrifty（1985）	1 405	0.052	0.051	3.0	3.0	0.75	14.3
Hook Drugs（1984）	351	0.048	0.054	3.6	3.6	0.50	10.4
Payless Drug Stores（1984）	855	0.068	0.061	2.5	2.5	0.70	10.1

Revco 的业务活动

Revco 的主要业务——占销售收入的 75%——是经营“必需品”，如药品、保健和美容辅助品及化妆品；管理层认为这种集中于主业有助于公司抵御经济下滑的冲击。处方药给 Revco 带来的毛利率比其他药品要高得多，占 1986 年药店部门销售收入总额的 31%，比 1984 年和 1985 年稍有提高。Revco 认为其处方药在销售收入中所占比重比行业里所有其他连锁店都要高。

Revco 是折扣销售的开拓者，早在 50 年代初就打出“每天都有低价格”战略广告——即价格总是低于制造商建议的零售价格和少部分“特卖品”。Revco 还是最早 7 天都开业的药店之一，药店从星期一到星期六营业 12 个小时，星期天营业 8 个小时。除了在价格和便利方面竞争外，Revco 提出的竞争战略还包括仔细选择药店的位置。按照现行行业标准，Revco 药店属于中小型，通常位于人口不到 25 000 这样城市的沿街商业区的商业中心。大多数药店分布在中西部、西南部和东南部。Revco 认为，在较小市场上的优越位置有助于使其避开高折扣店的竞争，后者需要依靠中心城市的

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

大量人口来保证经营活动有利可图。

尽管 Revco 是一个相对老牌的连锁药店，从 1956 年就开始营业，但是其 75%的药店是新的或者在最近 5 年里被扩建和改建。随着新药店的开业、收购和关闭，Revco 连锁店从 1981 会计年度末的 1 514 家发展到目前 2 049 家的规模。

在 1986 会计年度期间，130 多家新药店开业。一家新药店的开业成本（包括存货和固定设施）平均约为 30 万美元。进一步扩张的计划已经出台，在未来 5 年里，每年大约新开 100 家药店。有关 Revco 增长的详细计划如下所示。

结束于 5 月 31 日的会计年度	药店数量	总零售店面积（千平方英尺）	总零售店面积的增加率
1981	1 514	11 448	—
1982	1 593	12 227	7%
1983	1 661	12 849	5%
1984	1 778	13 909	8%
1985	1 898	15 148	9%
1986	2 031	16 694	10%
8/23/1986	2 049	16 900	1%

在增开新药店的同时，Revco 还审查现有业务，将效益不好的药店剥离出去。在 1985 年以前，这种剥离很少，但在 1985 和 1986 年间，共有 69 家店被关闭，还有大约 100 家店计划在不久的将来关闭。

在 1985 会计年度后期，Revco 开始试行非处方药削价方案。该方案降低了毛利率，但没有带来预期的销量增加。Revco 在 1986 会计年度中期放弃了这一方案。

收购 Odd Lot Stores

Revco 于 1984 会计年度末投资 1.13 亿美元收购 Odd Lot，进入经销处理商品领域。Odd Lot 从不再生产某种产品或出于其他原因希望处理大量存货的制造商，已经终止经营的批发商或制造商，以及其他渠道获取商品。商品包括家用器皿、玩具、文具、快餐、礼品、保健和美容辅助品及各种其他商品。Odd Lot 然后通过分布在中西部和东北部的 153 家店销售这些商品，价格比正常的零售价格低很多。Odd Lot 面临来自遍布全国的 25 家连锁店经营的大约 500 家店的竞争。

自从收购以来，Odd Lot 在 Revco 销售收入中大约占 5%。然而，它是盈利的一个主要障碍。1985 年，Odd Lot 发生 5 300 万美元税前亏损，其中包括 3 500 万美元存货冲销。1986 年，Odd Lot 公布税前亏损 1 550 万美元。1987 会计年度第 1 季度，Odd Lot 再次发生亏损，金额为 220 万美元。

Revco 1986 年状况和未来计划

Revco 的近期业绩不太稳定。1985 和 1986 年营业毛利率（息税前利润对销售收入比率）分别下降到 3.4%和 4.7%，每股收益分别为 1.06 美元和 1.54 美元。然而，一些迹象表明 Revco 的业绩在 1987 会计年度将有所改善。1986 会计年度下半年开始相对好转，每股收益达到 1.24 美元，与 1985 会计年度下半年和 1986 会计年度上半年的每股收益 0.32 美元和 0.44 美元形成对比。这种改善主要是因为放弃实验性削价计划后毛利率提高，而且药店销售收入增长。然而，由于整个行业销售疲软和 Odd Lot 的问题没有得到解决，Revco 1987 会计年度第 1 季度业绩较差（每股收益为 0.20 美元）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Revco 的近期销售收入、收益和每股收益数据如下所示。

Revco 1980—1986 年和 1987 年第 1 季度的季度销售收入、收益和相关数据

销售收入（百万美元）

季度结束于	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
8 月	228	269	332	379	453	551	586	628
11 月	240	279	341	392	481	527	602	
2 月	272	321	383	439	571	605	708	
5 月	353	441	499	583	723	753	848	
年销售收入	1 093	1 310	1 555	1 793	2 228	2 396	2 744	

收益（百万）及相关数据

季度结束于	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
8 月	7.63	9.14	9.82	11.97	16.42	15.30	9.29	6.39
11 月	8.06	9.54	10.20	12.68	18.32	10.36	5.53	
2 月	10.32	12.09	12.47	16.07	28.29	16.35	19.66	
5 月	12.90	14.35	17.16	25.75	30.38	-3.10	22.46	
年收益	38.91	45.12	49.65	66.47	93.41	38.91	56.94	
年 EBIT	73.05	85.32	97.52	129.50	117.58	81.13	128.16	
EBIT 对销售收入比率	0.067	0.065	0.063	0.072	0.080	0.034	0.047	
税前 ROA	0.215	0.209	0.203	0.228	0.254	0.098	0.138	
ROE	0.196	0.194	0.186	0.201	0.228	0.086	0.134	

每股收益

季度结束于	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
8 月	0.25	0.30	0.32	0.39	0.44	0.42	0.27	0.20
11 月	0.26	0.31	0.33	0.41	0.50	0.28	0.17	
2 月	0.34	0.39	0.41	0.52	0.77	0.44	0.60	
5 月	0.42	0.47	0.56	0.81	0.83	-0.08	0.68	
年 EPS	1.28	1.47	1.61	2.13	2.54	1.06	1.72	

展望未来，《价值线》的杰罗姆·卡普兰（Jerome Kaplan）预测 1987 会计年度的每股收益将为 1.90 美元，销售收入为 30 亿美元。卡普兰预测的第 2、第 3 和第 4 季度每股收益分别为 0.25 美元、0.75 美元和 0.70 美元。他对公司的长期前景非常看好，预计到 1990 年销售收入将增至 41.5 亿美元，收益将达到 1.15 亿美元，每股收益将为 3.55 美元。这些预测没有考虑杠杆收购债务的高利息，流通在外股票数量的变动，以及其他一些杠杆收购的影响；在多大程度上考虑了杠杆收购提案中讨论的效率提高的影响还不清楚；同时没有考虑 1986 年税收改革法案的影响，该法案将使 Revco 的联邦公司所得税率从 1986 年的 46%下降到 1987 年的大约 40%以及其后的 34%。

Revco 的管理层没有对销售收入或者收益作出公开展望，但是在杠杆收购投票前用于告知股东的 1986 年股东签署的委托书中作出了预测。下面给出的预测是向潜在投资者和债权人展示的，由 Revco 管理层编制，但没有经过其他方面的审查和认可。管理层假设，从 1988—1991 年间，销售收入净额每年增长 12%，息、税和折旧前利润每年增长 7.7%。预计销售收入增长率假设现有药店的销售收入将增长，新药店将以每年增加 10%零售空间的速度增加。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

Revco 的预计合并财务数据

（除每股数据外，均为千美元）	会计年度结束于				
	1987	1988	1989	1990	1991
销售收入净额	3 017 181	3 379 243	3 784 752	4 238 922	4 747 593
折旧前营业利润	207 579	260 202	291 426	326 397	365 565
折旧	36 505	38 505	40 505	42 505	44 505
净利息费用	31 691	30 700	27 900	27 500	26 200
税前收益	139 383	190 997	223 021	256 392	294 860
所得税	66 555	87 858	102 590	117 940	135 636
净收益	72 828	103 139	120 431	138 452	159 224
流通在外平均股数	32 500 000	32 626 000	32 706 000	32 796 000	32 906 000
普通股每股：					
净收益	2.24	3.16	3.68	4.22	4.84
现金股利	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80

预计表并不旨在反映某些因素。没有考虑的最重要因素是杠杆收购融资的影响，与杠杆收购有关的剥离，以及在杠杆收购时需要进行的会计调整。它们也没有考虑 1986 年税收改革法案的影响。

杠杆收购提案

Revco 过去两年的困难一直伴随着管理层内部以及管理层与意见相左的股东之间的一些丑闻。到 1986 年 3 月，以董事长西德尼·德沃金和总裁威廉·爱德华为首的内部人集团开始讨论杠杆收购的可能性。最初的出价每股 33 美元被一个代表外部股东的委员会否决，但随后每股 38.50 美元的出价被接受。收购计划在 1986 年 12 月 29 日生效。

为杠杆收购所做的准备工作

尽管 Revco 是一家上市公司，但首席执行官西德尼·德沃金只拥有 3%股权，因而普遍认为该公司的经营模式就像一个家族企业。德沃金是 Wayne 州立大学的毕业生，拥有会计学学位，从 1956 年开始进入公司的前身 Regal D.S.工作。到 60 年代中期，快速增长的公司以 Revco 为名公开上市，德沃金成为首席执行官。

德沃金的两个儿子都在 Revco 工作。麦克·德沃金（Marc Dworkin）1968 年进入公司，时年 22 岁，并最终成为负责营销的执行副总裁。埃利奥特·德沃金（Elliot Dworkin）1972 年进入公司，时年 23 岁，后来成为负责采购的副总裁。

尽管 Revco 快速发展，成为全美最大的连锁药店，但是西德尼·德沃金（Sidney Dworkin）因任人唯亲而备受指责。1983 年批评愈演愈烈，Revco 因 38 个婴儿死亡而被控诉，原因是 Revco 一个子公司生产和销售的维生素导致了婴儿死亡。

1984 年，为了防止潜在的收购，德沃金将 Revco 和 Odd Lot Stores 公司合并起来，Odd Lot 是德沃金的最要好朋友伯纳德·马登（Bernard Marden）和艾萨克·珀尔马特（Isaac Perlmutter）拥有的公司。合并使 Revco 12%的股份掌握在善意者的手中。然而，合并结束几周后，马登和珀尔马特就开始抱怨西德尼和埃里奥特·德沃金对 Odd Lot 管理不当。最终，Revco 出钱收购了 Marden 和 Perlmutter 的股份，以努力解决矛盾冲突。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

与此同时，Odd Lot 的亏损继续扩大，对德沃金的批评也愈演愈烈。Revco 董事会责令德沃金雇佣爱德华作为新的总裁和 COO，爱德华曾经使底特律一家小连锁药店起死回生。当地投资银行家格伦·戈兰贝格（Glenn Golenberg）使德沃金相信，重新获得控制权的最好战略是使公司私人化。一个打算这样做的计划被安排出来，杠杆收购的大部分股权融资来自 Salomon Brothers 和一个外部投资集团 Transcontinental 公司。

经营改进计划

在收购提案中，Revco 的管理层列举了许多预期未来盈利情况要好于 1985 年和 1986 年的理由。预期改进的方面如下：

1. 剥离方案。Revco 指出，它决定剥离除药店和 Odd Lot 以外的几乎所有业务，包括几个分销中心和可以出售的其他不动产（或者出售后再租回）。此外，大约 100 家药店将被出售。在 1986 会计年度，与剥离有关的业务产生销售收入 2.5 亿美元，息、税、折旧和摊销前利润 2 400 万美元。这些业务的账面价值为 1.76 亿美元。

该计划预计产生 2.25 亿美元的税后收入，所有收入都将用于支付杠杆收购债务。银行杠杆收购保证条款要求 Revco "尽最大努力" 处置除存货外的资产，到 1989 会计年度第 2 季度，这些资产将产生至少 2.55 亿美元净收入。

2. 扩张计划。在未来 5 年里每年将新开大约 100 家新店，这些新店主要位于小城市。

3. 减少资本开支。考虑到最近许多 Revco 药店已经改建完毕，管理层预期 1987 会计年度的资本开支不超过 3 750 万美元就可以有效支撑经营——这是杠杆收购银行债务保证条款中的一个限制条件。保证条款声明，从 1987 年直到债务到期的 1992 年，资本开支不得超过 3 000 万美元或者更小的一个数目（取决于利息和折旧前利润的水平）。1986 年的资本开支为 9 500 万美元。

4. 存货和销售费用减少方案。Revco 已经开始努力减少存货和销售费用。它预计存货对销售收入比率将比历史水平有所下降，相对于历史可比的水平，1987 年存货将减少 7 500 万美元，销售和一般管理费用将下降 2 400 万美元。

杠杆收购银行债务保证条款要求存货对销售收入比率在各季度中不得超过 20%，在会计年度结束时不得超过 17%。

5. 解决 Odd Lot 矛盾。为了彻底解决与 Odd Lot 管理层的冲突，Revco 在 1985 年 7 月以 22.50 美元的价格购回 Odd Lot 先前所有人（马登和珀尔马特）的股份。[1]Revco 的管理层预期，Odd Lot 矛盾的解决将改善业务经营，因为高级管理层不再需要分散时间和精力去处理与马登和珀尔马特的争执。

杠杆收购银行债务保证条款要求，如果在任何一年里，Odd Lot 的息税前利润没有达到其总资产的 5%，就必须在 6 个月内卖掉。

杠杆收购提案的财务结构

如下所示，杠杆收购涉及到 14.49 亿美元融资。大多数融资（12.53 亿美元）将用于购买 Revco

1 马登和珀尔马特随后提起诉讼，声称 Revco 蓄意压低收益以降低价格。原告试图阻止 Revco 完成收购并要求赔偿损失。1986 年 12 月初，给予被告预发禁制令的要求被否决，Revco 认为该项诉讼没有任何益处。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

的流通在外普通股（包括库藏股），购买价格为每股 38.50 美元。另外 1.17 亿美元将用于偿还平均利率为 10%的现有债务，7 800 万美元将用于支付与新发行证券承销和构造交易等相关的费用。

14.49 亿美元杠杆收购资金主要来自以下渠道：

1. 1 100 万美元 Revco 的现金。

2. 4.55 亿美元银行定期贷款。利率是 LIBOR 加 2.75%，当前 LIBOR 为 6.5%。银行债务要定期偿还，每年支付计划如下所示：

会计年度	计划偿还金额（百万美元）	剩余本金（百万美元）
1987	45.0	410.0
1988	142.5	267.5
1989	117.5	150.0
1990	50.0	100.0
1991	60.0	40.0
1992	40.0	0.0

在把银行定期贷款计划偿还本金考虑在内后，贷款利息费用在 1987 会计年度剩下 5 个月预计将为 1 800 万美元，在 1988 会计年度预计将为 3 400 万美元。

3. 8.34 亿美元公开发行证券。包括：

- 4 亿美元优先次级票据，利率为 13.125%，1994 年到期。
- 2.1 亿美元次级票据，利率为 13.30%，1996 年到期。
- 9 400 万美元低级次级票据，利率为 13.30%，自 1997 年起每年偿还 1 900 万美元。发行的每 1 000 美元票据附带 4 股普通股和 4 股普通股卖出期权。
- 1.3 亿美元累积优先股，股利率为 15.25%。

4. 8 500 万美元可转换优先股。主要由 New York Life、Morgen Guaranty 和其他公司持有，股利率为 12%。每 39 美元的优先股可以转换为 1 股普通股。

5. 3 000 万美元低级优先股。主要由 Transcontinental（外部投资者集团）和 Salomon Brothers 持有，股利率为 17.6%。

6. 3 430 万美元普通股。在杠杆收购后，新普通股的持有者分布如下：

管理层（主要是西德尼·德沃金和威廉·爱德华）	10.2（百万美元）
Transcontinental	18.9
Salomon Brothers	4.8
Golenberg and Co	0.5
合计	34.3

管理层所有权股份将从当前的 3%水平显著增加。即使把与低级次级票据相联系的普通股和可能的优先股转化为普通股都考虑在内，管理层在杠杆收购后的公司中仍持有 19.5%的股权。然而，从投入财富的角度来看，管理层的所有权将下降。按照 38.50 美元的收购价格计算，管理层当前 3%的股份大约价值 4 100 万美元。其中，1 020 万美元将被投资于 Revco 的杠杆收购（160 万美元来自西德尼·德沃金）。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

杠杆收购提案的会计和税收影响

当杠杆收购发生时，所有资产的账面价值都将使用与收购发生时相同的处理方法——购买法被调整，以反映当前价值。作为结果，一些资产：存货、厂房和其他长期有形资产以及商誉（主要部分）的价值将被提升。Revco 的杠杆收购融资募集说明书指出，如果相关的账面价值提高被追溯反映，1986 年的折旧和摊销将增加 3 540 万美元，1987 会计年度第 1 季度的折旧和摊销将增加 820 万美元。然而，从税收角度看，公司无需对该项交易纳税：没有公司资产升值、因此不进行可扣减费用的调整。

其他 Revco 的相关财务信息在附录 1 和附录 2 中给出。

思考题

1. 分析 Revco 1986 年盈利情况。相对于竞争对手来说，药店部门的盈利能力怎么样？Revco 在行业中是否显示出竞争优势？你怎样评估 Revco 的未来盈利能力前景。

2. 杰奎琳·沃克获得了杠杆收购前管理层展望和杠杆收购前分析师预测。讨论在进行分析时，她应对这些信息给予多大关注。

3. 预测 1987 和 1988 会计年度的销售收入和收益。

4. 预测 1987 和 1988 会计年度的营业活动产生的现金。

5. 在 Revco 的杠杆收购中，“边际错误率”有多大？也就是说，在 Revco 不能履行偿债义务之前，现金流量可能低于预测水平多少？

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

附 录 1

结束于 1986 年 5 月 31 日的会计年度 Revco D.S.经审计的财务报表摘要

合并资产负债表

（千美元）	1986 年 5 月 31 日	1985 年 6 月 1 日
资产		
流动资产：		
现金，包括临时现金投资	45 074	8 152
应收账款，分别减去 3 074 美元和 1 543 美元可疑账款备抵	68 534	75 429
存货	501 956	491 583
预付费用	24 022	26 271
流动资产合计	639 586	601 435
财产和厂房	428 031	344 590
减累计折旧和摊销	126 684	101 738
财产和厂房净值	301 347	242 852
其他资产	46 021	30 605
	986 954	874 892
负债与股东权益		
流动负债：		
短期借款	—	120 939
长期债务的当年到期部分	4 490	4 117
商业应付账款	155 179	144 769
其他应付账款	21 904	21 452
应计工资	22 705	18 998
其他应计负债	42 861	27 216
联邦、州和地方所得税	6 442	7 706
流动负债合计	253 581	345 197
长期债务，减当年到期部分	304 885	44 781
递延所得税	35 958	27 640
股东权益：		
普通股，每股面值 1 美元，额定股数 1 亿股，分别已发行 36 742 762 股和 36 640 741 股	36 743	36 641
股本溢价	41 764	39 194
留存收益	411 729	381 519
	490 236	457 354
库藏股，按成本计价	(97 706)	(80)
股东权益合计	392 530	457 274
	986 954	874 892

参见所附合并财务报表附注。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

合并损益表

（除每股金额外，均为千美元）	会计年度结束于 1986年5月31日	1985年6月1日	1984年6月2日
销售收入净额	2 743 178	2 395 640	2 227 510
销售成本，包括占用成本	2 022 275	1 794 734	1 602 150
仓储、销售和一般管理费用	595 560	519 781	447 777
	2 617 835	2 314 515	2 049 927
营业利润	125 343	81 125	177 583
利息费用	(28 989)	(14 796)	(6 402)
利息收入	2 465	1 777	3 363
特殊项目	2 815	—	—
	(23 709)	(13 019)	(3 039)
税前收益	101 634	68 106	174 544
所得税：			
联邦			
当期	21 501	17 441	64 351
递延	14 399	5 659	8 759
	35 900	23 100	73 110
州和地方	8 800	6 100	8 023
	44 700	29 200	81 133
净收益	56 934	38 906	93 441
每股普通股净收益	1.72	1.06	2.54

参见所合并附财务报表附注。

合并财务状况变动表

（千美元）	会计年度结束于 1986年5月31日	1985年6月1日	1984年6月2日
营运资本来源：			
净收益	56 934	38 906	93 411
不使用(提供)营运资本的项目：			
折旧和摊销	33 701	28 250	22 534
财产和设备处置损失（收益）	299	273	(21)
部门出售收益，减税金后的净额	(6 166)	—	—
	8 546	5 375	9 665
递延所得税	195	367	499
限定股票期权计划的报酬			
营业活动提供的营运资本	93 509	73 171	126 088
发行长期债务收入	261 399	10 453	—
出售财产和设备收入	1 795	6 345	1 005
股票期权计划的收入	1 397	327	617
股票期权计划带来的联邦所得税利益	771	133	555
其他	8 739	—	100
	367 610	90 429	128 365
营运资本的运用：			
收购 Carls Drug 公司，不包括营运资本：	23 164	—	—
购买普通股作为库藏股	98 778	—	—
财产和设备增值	82 415	90 173	57 880
现金股利	26 724	29 282	21 859
长期债务偿还	5 043	5 080	7 040
其他变动，净额	1 719	3 998	2 676
营运资本增加（减少）额	129 767	(38 104)	38 910
	367 610	90 429	128 365

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（千美元）	会计年度结束于 1986年5月31日	1985年6月1日	1984年6月2日
营运资本构成变动：			
流动资产增加（减少）额：			
现金，包括临时性现金投资	36 922	(10 439)	(32 747)
应收账款，净额	(6 895)	21 749	6 975
存货	10 373	19 712	142 358
预付费用	(2 249)	7 654	2 232
	38 151	38 676	118 818
流动负债增加（减少）：			
短期借款	(120 939)	70 031	49 108
长期债务的当年到期部分	373	541	(115)
应付账款	10 862	7 256	33 155
应计负债	19 352	5 411	1 723
联邦、州和地方所得税	(1 264)	(6 459)	(3 963)
	(91 616)	76 780	79 908
营运资本增加（减少）额	129 767	(38 104)	38 910

合并财务报表附注

1986年5月31日、1985年6月1日和1984年6月2日

1. 主要会计政策概述

（a）合并基础

合并财务报表包括公司及其几乎全部全资拥有子公司的报表。所有重要的公司间利润、交易和账户余额在合并时被抵消。

（b）会计年度

公司的会计年度结束于最接近5月31日的星期六。结束于1986年5月31日的会计年度和结束于1985年6月1日的会计年度包括52周，而结束于1984年6月2日的会计年度包括53周。

（c）存货

存货主要包括购入准备再出售的商品，以各会计年度末进行的实地盘存为基础。

存货按成本与重置价值孰低计价。约有90%存货的成本在后进先出法基础上计算。

（d）财产、设备和租赁资产改良

各种资产在各自的预计使用期限内按应计提折旧价值全额计提折旧。折旧率主要根据直线法确定。租赁资产改良按相关资产的寿命期或租赁期限孰短摊销。折旧和摊销费用包括与资本租赁相关的摊销。

（e）商誉

收购价格与被收购子公司净资产价值之间的差额包括在其他资产中，在40年的期限内按直线法摊销。

（f）商店开办费用

新店开办费在发生当时记作一般管理费用。

（g）所得税

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

递延所得税反映出于财务报告目的和出于税务报告目的记录交易发生的时间性差异。

2. 计划收购

1986 年 8 月 15 日，公司董事会批准公司与 Anac Holding 公司签订兼并协议。Anac Holding 公司由以公司一些管理人员为首的投资者集团组成。在兼并中，公司普通股股东将收到每股 38.50 美元现金。兼并协议视融资和其他状况而定，包括大多数流通在外普通股持有者的同意。提案将于 1986 日历年度末提交给股东。

3. 存货

1985 年第 4 季度，公司子公司购买的计算机游戏驱动器、计算机外围设备和其他商品的价值被冲减 3 500 万美元。该项冲减使 1985 年净收益减少 1 800 万美元（每股 0.49 美元）。

如果使用存货计价的先进先出法，1986 和 1985 会计年度末的存货价值将分别比报告价值高 128 100 000 美元和 118 000 000 美元。

附 录 2

结束于 1986 年 8 月 23 日的季度 Revco D.S.未经审计的财务报表

简明合并资产负债表

（千美元）	1986 年 8 月 23 日	1986 年 5 月 31 日
	未经审计	
资产		
流动资产：		
现金，包括临时性现金投资	39 233	45 074
应收账款——商业和其他	71 081	71 608
减可疑账款备抵	3 149	3 074
	67 932	68 534
存货	512 575	501 956
预付费用	31 826	24 022
流动资产合计	651 566	639 586
财产、设备和租赁资产改良，按成本计价	434 184	428 031
减累计折旧和摊销	134 655	126 684
	299 529	301 347
其他资产	46 773	46 021
	997 868	986 954
负债与股东权益		
流动负债：		
长期债务的当前到期部分	4 365	4 490
应付账款	188 924	177 083
其他流动负债	75 654	72 008
流动负债合计	268 943	253 581
长期债务减当年到期部分	304 432	304 885
递延所得税	37 897	35 958

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（千美元）	1986 年 8 月 23 日	1986 年 5 月 31 日
	未经审计	
股东权益：		
普通股，每股面值 1 美元，额定股数 1 亿股，分别已发行 36 744 903 股和 36 742 762 股	36 745	36 743
股本溢价	42 031	41 764
留存收益	405 144	411 729
	483 920	490 236
库藏股（按成本计价）	(97 324)	(97 706)
股东权益合计	386 596	392 530
	997 868	986 954

参见所附简明合并财务报表附注。

简明合并损益表
（未经审计）

（除每股金额外，均为千美元）

	结束于以下日期的前 12 周	
	1986 年 8 月 23 日	1985 年 8 月 24 日
销售收入净额	627 910	585 500
成本和费用：		
销售成本，包括占用成本	465 342	435 569
仓储、销售和一般管理费用	143 419	128 545
利息费用	7 448	4 825
利息收入	(518)	(305)
成本和费用合计	615 691	568 634
税前收益	12 219	16 866
所得税	5 834	7 581
净收益	6 385	9 285
普通股每股收益	0.20	0.27
普通股每股股利	0.20	0.20
流通在外股票平均数	32 501 596	34 581 013

参见所附简明合并财务报表附注.

简明合并财务状况变动表
（未经审计）

（千美元）

	结束于以下日期的前 12 周	
	1986 年 8 月 23 日	1985 年 8 月 24 日
营运资本来源：		
净收益	6 385	9 285
不使用营运资本的项目：		
折旧和摊销	8 593	7 354
其他项目	2 103	2 379
营业活动提供的营运资本	17 081	19 018
股票期权计划的收入	51	46
财产和设备出售收入	565	66
发行长期债务收入	—	35 000
转化为利润共享和储蓄计划股票的库藏股	600	—
	18 297	54 130
营运资本的运用：		

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书

（续表）

（千美元）

	结束于以下日期的前 12 周	
	1986 年 8 月 23 日	1985 年 8 月 24 日
购买普通股作为库藏股	—	98 458
所购公司的非流动资产净额	—	22 493
财产和设备增值	7 492	19 721
现金股利	12 970	13 784
长期债务偿还	453	609
其他变动，净额	764	2 168
营运资本减少额	(3 382)	(103 103)
	18 297	54 130
营运资本构成变动：		
流动资产增加（减少）额：		
现金，包括临时性现金投资	(5 841)	$2 646
应收账款净额	(602)	(15 941)
存货	10 619	21 544
预付费用	7 804	12 219
	11 980	20 468
流动负债增加（减少）额：		
短期借款	—	101 794
长期债务的当年到期部分	(125)	449
应付账款	11 841	5 172
其他流动负债	3 646	16 156
	15 362	123 571
营运资本减少额	(3 382)	(103 103)

参见所附简明财务报表附注。

www.55188.com 理想证券网图书馆藏书