

第 2 章

财务报表、税和现金流量

CHAPTER

2

引 文

公司销账常常意味着公司资产价值的减少。例如，通用汽车公司在2007年11月宣告公司将销账390亿美元，即公司当年第3季度的净收入将减少390亿美元。通用汽车公司销账的原因在于公司无法利用递延税额。公司的销账行为之所以不同寻常，是因为当时公司股票的总价值仅为200亿美元。换言之，销账金额几乎达到公司股票总价值的两倍！

通用汽车公司的销账金额虽然很大，但并不是最大的。史上最大的销账金额记录可能就是时代华纳所创造的销账，该公司在2002年第4季度的销账金额为455亿美元，而该公司之前发生的更大的销账金额达540亿美元。

那么，通用汽车公司的股东会因递延税额损失而损失390亿美元吗？答案可能是否定的。要弄清楚其中的原因，就需要掌握本章所介绍的主题，即“现金流”这一核心内容。

在本章中，我们考察财务报表、税和现金流量。我们并不强调财务报表的编制，而是意识到财务报表通常是财务决策的重要信息来源，因此我们的目的是简单地考察这些报表，并指出一些它们更为相关的特点。我们特别注意现金流量的一些实务细节。

阅读时应该特别注意两个重要区别：(1) 会计价值与市场价值的区别；(2) 会计利润与现金流量的区别。这些重要的界定将贯穿全书。

2.1 资产负债表

资产负债表 (balance sheet) 是企业的概貌。它是组织和归结企业在一个给定的时点上拥有什么 (企业的资产) 该欠什么 (企业的负债) 以及两者之差 (企业的权益) 的一个便利的方式。图2-1展示了资产负债表的构造。如图所示，左边列示企业的资产总价值，右边列示负债和所有者权益总价值。

2.1.1 资产：左边

资产分为流动资产和固定资产两类。固定资产具有相对较长的寿命。固定资产可能是有形的，例如货车或电脑，也可能是无形的，例如商标或专利。流动资产的寿命在一年以内。这就意味着这类资产将在12个月内转换成现金。例如，存货一般在一年之内购买和销售，因此被归入流动资产。显然，现金本身就是流动资产。应收账款 (客户欠企业的钱) 也是流动资产。

2.1.2 负债和所有者权益：右边

资产负债表的右边首先列示企业的负债。它们分为流动负债和长期负债。流动负债像流动资产一样，其寿命短于一年 (意思是必须在一年之内偿付)，并且列示在长期负债之前。应付账款 (企业欠供应商的钱) 是流动负债的一个例子。

到期时间长于一个会计年度的债务归入长期负债。企业将在5年内偿付的贷款就是一项这样的债务。企业从多种渠道举借长期债务。我们将用债券 (bond) 和债券持有者 (bondholder) 分别指代长期债务和长期债权人。

最后，通过定义，(流动与固定) 资产总价值和 (流动与长期) 负债总价值之差就是所有者权益，也叫普通股或业主权益。资产负债表的这种特点旨在反映一个事实：如果企业卖掉所有的资产，并用该款项偿还其债务，那么留存下来的剩余部分的价值就属于股东。因此，资产负债表“平衡”的原因在于右边的价值恒等于左边的价值。这就意味着企业资产的价值等于负债与所有者权益之和。¹

$$\text{资产} = \text{负债} + \text{所有者权益} \quad (2-1)$$

这就是资产负债表恒等式或方程，它永远成立，因为股东权益被界定为资产和负债之差。

2.1.3 净营运资本

如图2-1所示，企业流动资产与流动负债之差称为净营运资本 (net working capital)。当流动资产大于流动

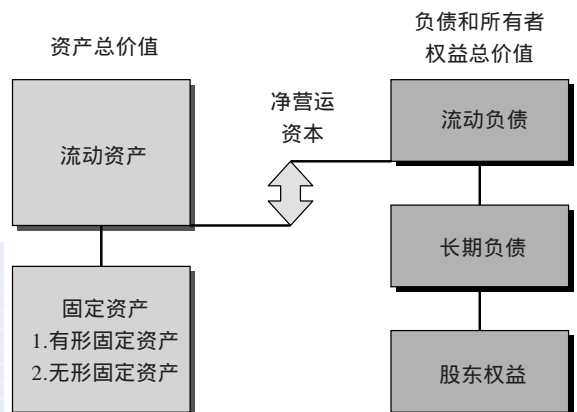


图2-1 资产负债表

¹ 业主权益、股东权益、持股人权益等术语用于指代公司的权益时可以互换。还可以用净值这一术语。此外还有其他变体。

负债时，净营运资本为正值。根据流动资产和流动负债的定义，它意味着在未来12个月内变为可用的现金超过同期必须支付的现金。因此，一个运转健康的企业，其净营运资本通常是正值。

例2-1

构建资产负债表

企业拥有流动资产100美元，固定资产净值500美元，短期债务70美元，长期债务200美元。资产负债表是什么样子？股东权益是多少？净营运资本是多少？

在本例中，总资产为 $100+500=600$ （美元），总负债为 $70+200=270$ （美元），因此股东权益为 $600-270=330$ （美元）。这样，资产负债表如下表。

净营运资本为流动资产与流动负债之差，即 $100-70=30$ （美元）。

（单位：美元）

资 产		负债及股东权益	
流动资产	100	流动负债	70
固定资产净值	<u>500</u>	长期债务	200
		股东权益	<u>330</u>
资产总额	<u>600</u>	负债及股东权益总额	<u>600</u>

表2-1是虚拟的US公司的简化资产负债表。资产负债表中的资产按照正常经营条件下转换成现金所需时间的长短顺序排列。同样，负债按照正常情况下的偿付顺序排列。

特定企业的资产结构反映了企业所处的行业、持有多少现金和存货以及信贷政策、固定资产购买和其他管理决策。

资产负债表的负债方主要反映有关资本结构和利用短期债务方面的管理决策。例如，2009年US公司的长期资产总额为454（注意，单位均为100万美元）^①，权益总额为 $640+1\ 629=2\ 269$ （美元），因而长期融资总额为 $454+2\ 269=2\ 723$ （美元）。在这一数额中， $454/2\ 723=16.67\%$ 为长期债务。这个百分比反映了US公司管理层过去的资本结构决策。

在考察资产负债表时，应该记住特别重要的三点：流动性、负债与权益以及市场价值与账面价值。

表2-1 US公司2008年和2009年的资产负债表

（单位：100万美元）

	2008年	2009年		2008年	2009年
资产			负债及所有者权益		
流动资产			流动负债		
现金	104	160	应付账款	232	266
应收账款	455	688	应付票据	<u>196</u>	<u>123</u>
存货	<u>553</u>	<u>555</u>	小计	<u>428</u>	<u>389</u>
小计	<u>1 112</u>	<u>1 403</u>	长期债务	408	454
固定资产			所有者权益		
厂房和设备净值	<u>1 644</u>	<u>1 709</u>	普通股及溢缴股本	600	640
			留存收益	<u>1 320</u>	<u>1 629</u>
			小计	<u>1 920</u>	<u>2 269</u>
资产总额	<u>2 756</u>	<u>3 112</u>	负债及所有者权益总额	<u>2 756</u>	<u>3 112</u>

① 必须特别说明的是，本书中的金额单位大多数采用的是“美元”（\$），有的则特别标明“100万美元”或“1 000美元”。在未做特别标明的地方，部分数据如果直接看成是以“美元”为单位的，似乎有些不合情理，比方资产总额、折旧、利润、总投资额等项目的金额仅有几千甚至几百美元。考虑到书中的举例主要是对基本原理和方法进行具体讲解，因而实质上没有必要去深究数额是否合理。从另一个角度讲，如果金额太大，数字的位数太多，反而不便于阅读和理解。基于以上考虑，在翻译的过程中，一律尊重原文，除特别标明的地方以外，对其他所有的美元金额单位一律直接翻译成“美元”。——译者注

2.1.4 流动性

流动性 (liquidity) 指的是资产转换成现金的速度和难易程度。黄金是流动性比较高的资产；特定的生产设备则不是。流动性其实有两个层面：转换的难易程度和价值的损失。只要把价格降得足够低，任何资产都能迅速转换成现金。因而流动性高的资产是指那些能很快脱手而且没有重大价值损失的资产。流动性低的资产则是那些不大幅度降价就无法迅速转换成现金的资产。

资产通常在资产负债表中按其流动性递减的顺序排列，这样流动性最高的资产排在最前面。流动资产的流动性比较高，它包括现金和那些我们希望在未来12个月内转换成现金的资产。例如，应收账款表示销售已经完成但尚未向客户收取的金额。我们自然希望它们能在不久的将来转换成现金。存货或许是流动性最低的流动资产，至少在大多数企业是这样的。

流动性很有价值。一个企业的流动性越高，陷入财务窘境（指的是难以偿付债务或购买所需的资产）的可能性就越小。不幸的是，持有流动资产一般盈利能力较低。例如，持有现金是所有投资中流动性最高的，但是它们有时根本不能赚取报酬——只是放着。因此，就需要在流动性的优点和丧失的潜在利润之间做出权衡。

2.1.5 负债与权益

企业举借款项的情况下，它一般将对企业现金流量的第一索偿权给予债权人。权益的持有者仅仅能主张剩余的价值，即偿付债权人之后的部分。这种剩余部分的价值就是企业的股东权益，它恰好等于企业资产的价值减去负债的价值：

$$\text{股东权益} = \text{资产} - \text{负债}$$

从会计的角度看，这是正确的，因为股东权益被界定为这种剩余部分。更为重要的是，从经济学的角度看，它也是正确的：如果企业出售其资产并偿付其债务，不管剩下多少现金都属于股东。

在企业的资本结构中利用负债称为“财务杠杆”(financial leverage)。企业的债务越多（根据占资产的百分比），财务杠杆的程度越高。后文将要谈到，债务扮演着类似杠杆的角色，利用它能高度放大利得和损失。因此财务杠杆提高了股东的潜在回报，但同时加大了潜在的财务窘境和经营失败的风险。

2.1.6 市场价值与账面价值

资产负债表上列示的企业资产价值叫做账面价值，它一般并不是资产实际的价值。根据公认会计原则 (GAAP)，美国已审计的财务报表一般按照历史成本列示资产。换句话说，资产按照企业为它们所支付的金额“记入账簿”，而不管它们已经买了多久，也不管它们现在能值多少。

对流动资产而言，市场价值与账面价值可能多少还算接近，因为流动资产在相对而言较短的时间内购买和转换成现金。在其他情形下，这两种价值可能差距很大。更有甚者，对固定资产而言，如果某项资产的实际市场价值（这项资产能卖多少钱）等于其账面价值，那就纯属巧合。例如，一家铁路公司可能拥有几块一个世纪乃至几个世纪之前购买的土地。它为那些土地所支付的金额可能会低于那些土地现在价值的几百甚至几千倍。但资产负债表仍旧列示其历史成本。

市场价值与账面价值的区别对于了解报告利得和损失的影响很重要。例如，在本章开头，我们讨论了思科和其他一些著名的大型公司从盈利中列支巨额的费用。实际上所发生的事情是这些费用是因为会计规则的变更所导致的，它将会引起特定类型的金融资产账面价值的减少。但是，会计规则变更本身并不影响这些资产的实际价值。实际上，金融资产的市场价值主要取决于它们的风险性和现金流量，这些都与会计无关。

资产负债表对于许多不同的集团具有潜在的用途。供应商能够考察应付账款的规模，以了解该企业偿债的及时性。潜在的债权人可以考察流动性和财务杠杆程度。企业内部的经理可以追踪一些情况，例如企业持有的现金数额和存货金额。这些用途将在第3章中详细讨论。

经理和投资者通常对了解企业的价值感兴趣。这种信息在资产负债表中并没有。资产负债表按成本列示的事实表明列示的总资产与企业价值之间并没有必要的联系。实际上，企业可能拥有许多最有价值的资产，例如良好的管理、良好的声誉、优秀的职工等，都根本没有反映在资产负债表中。

同样，资产负债表中的股东权益数据与股票的真实价值可能没有关系。例如，在2008年年初，IBM所有者权益的账面价值大约是280亿美元，而其市场价值高达1 640亿美元。与此同时，谷歌的账面价值是230亿美元，而市场价值达到1 630亿美元。

对于财务经理而言，关注股票的会计价值并不是特别重要的，重要的是市场价值。因此，只要说到资产的价值或企业的价值，我们一般指的是市场价值。因此，举例而言，当我们说到财务经理的目标是提高股票价值时，我们指的是股票的市场价值。

例2-2

市场价值与账面价值

克林根公司拥有的固定资产的账面价值为700（单位：100万美元，下同），估计市场价值为1 000。账面净营运资本为400，但如果变现所有的流动资产，大约能实现600。克林根的长期债务的账面价值和市场价值均为500。权益的账面价值是多少？

市场价值是多少？

我们可以编制两份简化的资产负债表，一份站在会计（账面价值）角度，一份站在经济（市场价值）角度，见下表。

在本例中，股东权益的实际价值几乎是其账面价值的两倍。账面价值与市场价值之间的区分非常重要，因为账面价值与真实的经济价值之间的区别可能有如此之大。

克林根公司资产负债表（账面价值与市场价值）

（单位：100万美元）

	账面价值	市场价值		账面价值	市场价值
资产			负债及股东权益		
净营运资本	400	600	长期债务	500	500
固定资产净值	700	1 000	股东权益	600	1 100
	<u>1 100</u>	<u>1 600</u>		<u>1 100</u>	<u>1 600</u>

概念问题

- 2.1a 什么是资产负债表恒等式？
- 2.1b 什么是流动性？它为什么重要？
- 2.1c 财务杠杆指的是什么？
- 2.1d 解释会计价值和市场价值的区别。对于财务经理而言，哪一个更重要？为什么？

2.2 利润表

利润表（income statement）计量某一时期，通常是一个季度或一年的业绩。利润表等式为：

$$\text{收入} - \text{费用} = \text{利润} \quad (2-2)$$

如果你把资产负债表看做一张快照，那么你可以把利润表看成是涵盖介于前后两张快照之间的一段时期的录像带。表2-2给出了一张US公司的简化利润表。

利润表中首先报告的一般是来自企业主营业务的收入和费用。接下来的部分包括财务费用，例如支付的利息。支付的税单独列报。最后一项是净利润（所谓的底线）。净利润一般采用每股平均的方式表达，称为每股盈余（EPS）。

如表2-2所示，US公司支付了1.03亿美元的现金股利。净利润和现金股利之间的差额3.09亿美元是该年新

增的留存收益。该金额被加到资产负债表的累积留存收益项目之中。如果你回顾一下US公司的两张资产负债表，你就会发现这个金额增加到了留存收益中： $13.20+3.09=16.29$ （亿美元）。

表2-2 US公司2009年度利润表

（单位：100万美元）

销售净额	1 509
销售成本	750
折旧	<u>65</u>
息税前盈余	694
利息支出	<u>70</u>
应税所得额	624
税（34%）	<u>212</u>
净利润	<u>412</u>
股利	103
留存收益增加	309

例2-3

计算每股盈余和每股股利

假设US公司2009年年末有2亿股发行在外的股份。根据表2-2所示的利润表，EPS是多少？每股股利是多少？

从利润表中，我们看到US公司该年度的净利润

为4.12亿美元。总的股利为1.03亿美元。因为有2亿股发行在外，我们可以计算EPS和每股股利如下：

$$\text{EPS} = \text{净利润} / \text{发行在外的总股数}$$

$$= 412 / 200$$

$$= 2.06 \text{ (美元/股)}$$

$$\text{每股股利} = \text{股利总额} / \text{发行在外的总股数}$$

$$= 103 / 200 = 0.515 \text{ (美元/股)}$$

在考察利润表时，财务经理需要记住三点：公认会计原则（GAAP）、现金与非现金项目以及时间与成本。

2.2.1 公认会计原则与利润表

根据公认会计原则编制的利润表将在发生时列示收入，而无须在现金流入时列示。一般原则（实现原则）是在盈利过程实质上已经完成、并且一项商品或劳务的价值已知或能够被可靠地确定时，确认收入。在实务中，这个原则通常意味着收入在销售时确认，而无须同时收到款项。

费用在利润表中按照配比原则确认。此处的基本观念是首先确定前面所描述的收入，然后将收入与相关的制造成本相配比。因而，如果我们生产一种产品，然后赊销出去，收入在销售时实现。与销售该产品相关的制造及其他成本也同样地在当时确认。同理，实际的现金流出可能发生在其他完全不同的时间。

收入和费用实现方法的结果是，利润表中所列示的数据可能并不完全代表在特定期间内发生的现金流入和流出。

2.2.2 非现金项目

会计利润有别于现金流量的首要原因在于利润表包含了非现金项目（noncash items）。其中最为重要的是折旧。假设一家企业购买了一项价值5 000美元的资产，并以现金支付。显然，在购买时企业有5 000美元的现金流出。但是，会计师并不把这5 000美元减记为费用，而是可能在5年期内对该项资产计提折旧。

如果折旧采用直线法，并且该项资产在该期间一直减记到0，那么每年减记5 000美元/5=1 000美元作为费用。²对于确认而言，重要的是减记的这1 000美元并不是现金——它只是一个会计数字。实际的现金流出发生在购买该项资产之时。

计提折旧只是配比原则在会计上的另一个应用。与一项资产相关的收入一般发生在一定长度的时间内，因

² “直线法”指的是每一年减记的折旧额都相等。“减记到0”指的是假设该资产在第5年末没有价值。有关折旧的讨论详见第10章。

此会计师试图把购买该项资产的支出与拥有它所带来的利益相比。

正如我们将要看到的那样，对于财务经理而言，现金流入和流出的确切时间分布对于合理估计市场价值是至关重要的，所以我们需要了解如何把现金流量同非现金账户区分开来。实际上，现金流量与会计利润的区别可能非常大。例如，以保险公司Conseco为例。2007财年，Conseco报告了1.94亿美元的净亏损。这听起来糟透了，但Conseco还报告了8.97亿美元的正向的现金流量！原因是该公司对其特定资产的价值下跌进行了大量的减记。这些减记只是会计调整行为，与公司该年产生的现金流量无关。

2.2.3 时间和成本

把未来看成具有下列两个不同的部分通常很有帮助：短期和长期。它们都不是精确的时期。这种区分要用来确定成本是固定的还是变动的。从长期看，所有的经营成本都是变动的。给定足够的时间，资产就能销售出去，负债就能偿还，如此等等。

如果我们的时间界限相对较短，有些成本实际上就是固定的——无论如何（例如财产税）都必须支付。其他成本，诸如工人的工资和供应商的货款则仍然是变动的。因此，即使在短期内，企业也能通过这些方面改变支出来改变其产量。

固定成本和变动成本的区分一般对于财务经理而言很重要，但是在利润表上报告成本的方法并不是区分成本的一个很好的指导。原因在于在实务中，会计师倾向于把成本划分为产品成本或期间成本。

产品成本包括原材料、直接人工费以及制造费用等。它们在利润表中被列为销售成本，但它们既包括固定成本，也包括变动成本。同样，期间成本发生在某一特定时期，可能被报告为销售、一般和管理费用。同理，某些期间成本可能是固定的，而其他的则可能是变动的。例如，公司总裁的工资是一项期间成本，而它可能是固定的，至少在短期内的确如此。

概念问题

- 2.2a 什么是利润表等式？
- 2.2b 在考察利润表时，应记住哪三点？
- 2.2c 为什么会计利润与现金流量不同？指出两点原因。

2.3 税

2.3.1 公司税率

2009年适用的公司税率如表2-3所示。在1986年的《税改法案》中规定并在1993年的《汇总预算调整法案》(Omnibus Budget Reconciliation Act)中增补的税制的突出特征是，公司税率并非严格上升。如表所示，公司税率从15%上升到39%，但当利润超过335 000美元时，又降为34%。然后又升至38%，最后又降至35%。

根据现行税法的本意，只有四档公司税率：15%、25%、34%和35%。38%和39%级距的产生是由于在34%和35%的税率之上征收的“附加税”。然而，税就是税，因此实际上就像我们看到的那样有六档税率。

税可能是企业所碰到的最大的现金流出之一。举例而言，2007财政年度，埃克森美孚公司的税前盈利大约718.8亿美元。它的税款，包括在全球支付的各种税，高达298.6亿美元，大约是税前盈利的41%。同年，沃尔玛的税前收入为68.8亿美元，支付税款后为21.4亿美元，平均税率为31%。

税款的规模取决于税法，而且它经常被修订。在本部分中，我们考察公司税率以及如何计算税金。如果繁杂的税收规则看起来有点稀奇古怪或错综复杂的话，记住税法是政治力量而不是经济力量的结果。因此，没有理由要求它符合经济观点。

表2-3 美国的公司税率

应税所得额 (美元)	税率 (%)
0~50 000	15
50 001~75 000	25
75 001~100 000	34
100 001~335 000	39
335 001~10 000 000	34
10 000 001~15 000 000	35
15 000 001~18 333 333	38
18 333 334以上	35

2.3.2 平均税率与边际税率

在财务决策中，区分平均税率和边际税率往往很重要。你的平均税率 (average tax rate) 是你的税额除以你的应税所得额，换句话说，就是支付的税占你的利润的百分比。你的边际税率 (marginal tax rate) 是你多赚1美元所应多支付的税。表2-3所示的百分比税率都是边际税率，即表中所示的税率仅仅适用于指明范围以内的利润，而不是全部利润。

平均税率和边际税率的区别可以用一个简单的例子很好地加以说明。假设我们公司的应税所得额为200 000美元。税额是多少？利用表2-3，我们能够计算出税款（单位：美元）：

$$\begin{aligned}
 15\% \times 50\,000 &= 7\,500 \\
 25\% \times (75\,000 - 50\,000) &= 6\,250 \\
 34\% \times (100\,000 - 75\,000) &= 8\,500 \\
 39\% \times (200\,000 - 100\,000) &= 39\,000 \\
 &= \underline{\underline{61\,250}}
 \end{aligned}$$

所以，总的税额为61 250美元。

在本例中，平均税率是多少？我们的应税所得额为200 000美元，而税额为61 250美元，因此平均税率为 $61\,250 \text{ 美元} / 200\,000 \text{ 美元} \times 100\% = 30.625\%$ 。边际税率是多少？如果我们多赚1美元，这1美元上的税将为39美分，因此我们的边际税率为39%。

例2-4

深入理解税

Algernon公司的应税所得额为85 000美元。税额是多少？平均税率是多少？边际税率是多少？

从表2-3中，我们可以看到第一个50 000美元适用的

税率是15%；接下来的25 000美元适用的税率是25%；此后直至100 000美元适用的税率是34%。因此Algernon必须支付 $15\% \times 50\,000 + 25\% \times 25\,000 + 34\% \times (85\,000 - 75\,000) = 17\,150$ (美元)。从而平均税率为 $17\,150 / 85\,000 \times 100\% = 20.18\%$ 。边际税率为34%，因为如果应税所得额增加1美元的话，Algernon公司的税将增加34美分。

表2-4归纳了一些不同公司的应税所得额、边际税率和平均税率。注意平均税率和边际税率是如何在35%上达到一致的。

在单率税 (flat-rate tax) 下，只有一个税率，因而该税率对于所有利润水平都是一样的。此时，边际税率与平均税率总是一致的。美国的税制建立在修正的单率税基础上，在最高利润水平上变成真正的单率税。

在考察表2-4时，应注意公司赚得越多，支付的税占应税所得额的百分比越高。换言之，在现行税法下，平均税率永远不会下降，尽管边际税率会下降。如表2-4所示，对于公司而言，平均税率从15%开始，一直上升到最高值35%。

表2-4 美国公司税和税率

(金额单位:美元)

应税所得额(1)	边际税率(2)	总额(3)	平均税率=[(3)/(1)]
45 000	15%	6 750	15.00%
70 000	25%	12 500	17.86%
95 000	34%	20 550	21.63%
250 000	39%	80 750	32.30%
1 000 000	34%	340 000	34.00%
17 500 000	38%	6 100 000	34.86%
50 000 000	35%	17 500 000	35.00%
100 000 000	35%	35 000 000	35.00%

通常与财务决策相关的是边际税率。原因在于所有新的现金流量都将按照边际税率征税。由于财务决策通常涉及新的现金流量或现有现金流量的变动,因此该税率能够告诉我们该决策对于税额的边际影响。

关于税法,还有最后一点值得注意,因为它对公司有影响。可以很容易地证明如果我们的应税所得额超过1 833万美元,公司税额就正好是应税所得额的35%的单一百分比。同样,对于许多应税所得额介于335 000美元和10 000 000美元之间的中型公司而言,税率是单一的34%。因为我们讨论的通常是大型公司,所以除非特别说明,一般都能假设平均税率和边际税率均为35%。

在继续讨论之前,我们应该注意本部分我们所讨论的税率仅限于联邦税。如果考虑到具体的州、地方和其他税种,总体税率可能会更高。

概念问题

2.3a 边际税率和平均税率有何区别?

2.3b 从较低税率的角度来看,最富有的公司是否得到了税收减免?并加以解释。

2.4 现金流量

至此,我们准备讨论或许是从财务报表中所能获取的最为重要的财务信息:现金流量(cash flow)。简单地说,现金流量指的是流入和流出金额之间的差额。例如,如果你拥有一家企业,你或许会对在给定年度内你实际从企业拿出多少现金很感兴趣。如何确定这个数额就是接下来要讨论的问题之一。

没有任何标准财务报表按照我们所希望的方式提供这类信息。因此我们将讨论如何计算US公司的现金流量,并指出这一结果与标准财务报表计算的区别。有一张名为现金流量表的标准财务报表,但从某种意义上讲它所关注的是另外一个问题,不能与本节所要讨论的问题相混淆。第3章将讨论现金流量的会计报表。

从资产负债表恒等式中,我们知道企业资产的价值等于企业负债的价值加上权益的价值。同样,来自企业资产的现金流量必须等于流向债权人的现金流量和流向股东(或所有者)的现金流量之和:

$$\text{来自资产的现金流量} = \text{流向债权人的现金流量} + \text{流向股东的现金流量} \quad (2-3)$$

这就是现金流量恒等式。它说明来自企业资产的现金流量等于支付给企业资本提供者的现金流量。它反映的是这样一个事实:企业通过不同的活动产生现金流量,而这些现金要么用于偿付给债权人,要么用于支付给企业的所有者。接下来我们讨论构成这些现金流量的不同事物。

2.4.1 来自资产的现金流量

来自资产的现金流量包括三个部分:经营现金流量(operating cash flow, OCF)、资本性支出(capital

spending) 和净营运资本变动 (change in net working capital)。经营现金流量指的是来自企业日常生产和销售活动的现金流量。与企业为其资产融资相关的费用不包括在内,因为它们并不是经营费用。

正如第1章所述,企业现金流量的一部分再投资到企业中。资本性支出指的是固定资产上的净支出(购入的固定资产减去售出的固定资产)。最后,净营运资本变动根据考察期内流动资产超过流动负债金额的净变动加以计量,它代表用于净营运资本上的金额。接下来将详细考察现金流量的这三个组成部分。

经营现金流量 为了计算经营现金流量(OCF),我们需要计算收入减成本,但不包括折旧,因为折旧不是现金流出;也不包括利息,因为利息是财务费用。我们需要将税包含在内,因为不幸的是,税是用现金支付的。

如果我们看看US公司的利润表(见表2-2),我们就会看到息税前盈余(EBIT)为6.94亿美元。这几乎就是我们所要的,因为它不包括利息。我们需要做两项调整。首先,记住折旧并不是现金支出。要得到现金流量,我们首先应该将6 500万美元折旧加回来,因为它们不是现金减少。另一项调整是减去2.12亿美元的税,因为它们是用现金支付的。其结果就是经营现金流量:

US公司2009年经营现金流量 (单位:100万美元)

息税前盈余	694
+ 折旧	65
- 税	212
经营现金流量	<u>547</u>

因此,US公司2009年的经营现金流量为5.47亿美元。

经营现金流量是一个重要数据,因为它从一个非常基本的层面上告诉我们企业来自经营业务的现金流入是否足以涵盖它的日常现金流出。正因为如此,负的经营现金流量通常是麻烦的信号。

当我们谈到经营现金流量时,有一个不情愿的混淆的可能性。在会计实务中,经营现金流量通常被定义为净利润加折旧。对于US公司而言,就会得出 $4.12+0.65=4.77$ (亿美元)。

经营现金流量的会计定义与我们所谈的有一个重要的区别:计算净利润时,扣减了利息。注意我们所计算的5.47亿美元经营现金流量与这个4.77亿美元之间的差额是7 000万美元,这个数额就是当年支付的利息。因而现金流量的这种定义将利息考虑为一项经营费用。而我们的定义将其恰当地处理为一项财务费用。如果没有利息费用,这两个定义将会一致。

为了完成对US公司来自资产的现金流量的计算,我们需要考虑这5.47亿美元经营现金流量中有多少再投资到企业中。我们先考虑固定资产上的支出。

资本性支出 净资本性支出正好是固定资产上的货币性支出减去销售固定资产收到的资金。在2008年年末,US公司的固定资产净值为16.44亿美元(见表2-1)。在该年度,US在利润表上减记(折旧)了价值6 500万美元的固定资产。因此,如果该企业没有买入新的固定资产,该年年末的固定资产净值将为 $16.44 - 0.65=15.79$ (亿美元)。2009年的资产负债表列示的固定资产净值为17.09亿美元,因而该年度US公司必定在固定资产上总计花费了 $17.09 - 15.79=1.3$ (亿美元):

(单位:100万美元)

期末固定资产净值	1 709
- 期初固定资产净值	1 644
+ 折旧	65
净资本性支出	<u>130</u>

这1.3亿美元是2009年的净资本性支出。

净资本性支出会出现负值吗?答案是肯定的。如果企业出售的固定资产多于购买的固定资产,这种情况就

会发生。此处的“净”指的是购买的固定资产减去出售的固定资产。你会经常看到把资本性支出称为“CAPEX”，它是“capital expenditures”的缩写。它们通常指的是一回事。

净营运资本变动 除投资于固定资产之外，企业还会进行流动资产投资。例如，回到表2-1列示的资产负债表，我们发现在2009年年末，US公司拥有流动资产14.03亿美元。在2008年年末，流动资产为11.12亿美元，因此，在这一年里，US在流动资产上的投资为 $14.03 - 11.12 = 2.91$ （亿美元）。

在企业变动其流动资产投资的同时，其流动负债通常也会发生变动。为了确定净营运资本变动，最简单的方法就是算出期初和期末净营运资本（NWC）的差。2009年年末的净营运资本为 $14.03 - 3.89 = 10.14$ （亿美元），同理，2008年年末的净营运资本为 $11.12 - 4.28 = 6.84$ （亿美元）。有了这些数据，我们就能得出：

（单位：100万美元）

期末NWC	1 014
- 期初NWC	<u>684</u>
NWC变动	<u>330</u>

因此净营运资本上升了3.3亿美元。换言之，US公司该年度在NWC上的投资净额为3.3亿美元。NWC的这种变动通常称为“追加的”NWC。

结论 根据我们得出的数据，我们已经计算出来自资产的现金流量。来自资产的现金流量总额等于经营现金流量减固定资产投资金额和净营运资本。因此，对于US公司而言，就有：

US公司2009年来自资产的现金流量

（单位：100万美元）

经营现金流量	547
- 净资本性支出	130
- NWC变动	<u>330</u>
来自资产的现金流量	<u>87</u>

根据前面给出的现金流量恒等式，我们知道这8 700万美元的来自资产的现金流量等于企业流向债权人的现金流量和流向股东的现金流量之和。随后我们将考虑这些问题。

成长中的公司出现负的现金流量根本不足为怪。后面我们将要看到，负的现金流量意味着企业在该年度里通过借债和发售股票筹集的资金多于其支付给债权人和股东的资金。

关于“自由”现金流量的说明 来自资产的现金流量有时以一个不同的名字出现：自由现金流量（free cash flow）。当然，并没有真正的“自由”现金。（我们倒希望有！）而这个名字是指企业可以自由地用于偿付债权人和股东的现金，因为它无须用于营运资本和固定资产投资。我们仍将采用“来自资产的现金流量”来作为对这个重要概念的称谓，因为在实务中，确切地说计算自由现金流量的方法存在差别：不同的使用者采用不同的方法计算。不管怎样，当你听到“自由现金流量”这个词的时候，你应该知道所讨论的是来自资产和其他类似项目的现金流量。

2.4.2 流向债权人和股东的现金流量

流向债权人和股东的现金流量代表该年度对债权人和股东的净支付额。它们的计算类似于来自资产的现金流量。流向债权人的现金流量（cash flow to creditor）为利息支出减去新的借款净额；流向股东的现金流量（cash flow to stockholder）为派发的股利减去新筹集的净权益。

流向债权人的现金流量 看看表2-2所示的利润表，我们会发现US公司支付给债权人的利息为7 000万美元。从表2-1的资产负债表中，我们看到长期债务增长了 $45 400 - 40 800 = 4 600$ （万美元）。因而，US公司支付的利息为7 000万美元，但借款增加了4 600万美元。因此，流向债权人的净现金流量为：

US公司2009年流向债权人的现金流量 (单位:100万美元)

利息支出	70
- 新的借款净额	<u>46</u>
流向债权人的现金流量	<u>24</u>

流向债权人的现金流量有时也称为流向债券持有者的现金流量；我们将可以互换地使用这两个术语。

流向股东的现金流量 从利润表中，我们看到支付给股东的股利总计1.03亿美元。要得到新筹集的净权益，我们需要考察普通股和溢缴股本账户。该账户告诉我们公司发售了多少股份。在该年度里，该账户增加了4 000万美元，因而筹集到了4 000万美元新的净权益。这样，就有：

US公司2009年流向股东的现金流量 (单位:100万美元)

派发的股利	103
- 新筹集的净权益	<u>40</u>
流向股东的现金流量	<u>63</u>

因此，2009年流向股东的现金流量为6 300万美元。

我们需要做的最后一件事是证实现金流量恒等式，以确保我们没有出任何差错。从前文中，我们知道来自资产的现金流量为8 700万美元。流向债权人和股东的现金流量为2 400+6 300=8 700 (万美元)，这样，就全部检验无误。表2-5概括了不同现金流量的计算，以备将来参考。

表2-5 现金流量概要

1. 现金流量恒等式
来自资产的现金流量=流向债权人(债券持有者)的现金流量
+流向股东(所有者)的现金流量
2. 来自资产的现金流量
来自资产的现金流量=经营现金流量
- 净资本性支出
- 净营运资本变动
式中，经营现金流量=息税前盈余(EBIT)+折旧-税
净资本性支出=期末固定资产净值-期初固定资产净值+折旧
净营运资本(NWC)变动=期末NWC-期初NWC
3. 流向债权人(债券持有者)的现金流量
流向债权人的现金流量=利息支出-新的借款净额
4. 流向股东(所有者)的现金流量
流向股东的现金流量=派发的股利-新筹集的净权益

就像我们的讨论所隐含的那样，企业关注其现金流量十分必要。下列材料提醒我们为什么这样做是个好主意，除非企业的所有者想关门大吉。

2.4.3 举例：Dole可乐公司的现金流量

这个附加的例子涉及本章所讨论的各种现金流量的计算。它还展示了一些可能出现的变化。

经营现金流量 Dole可乐公司2009年度的销售收入和销售成本分别为6亿美元和3亿美元。折旧为1.5亿美元，支付的利息为3 000万美元。税直接按34%计算。股利为3 000万美元。Dole可乐公司的经营现金流量为多少？它为什么与净利润不相等？

此处最简单的办法是直接编制一张利润表。然后，我们就可以找出所需的数据。Dole可乐公司的利润表为：

Dole可乐公司2009年度利润表 (单位: 100万美元)

销售净额	600
销售成本	300
折旧	<u>150</u>
息税前盈余	150
利息支出	<u>30</u>
应税所得额	120
税	<u>41</u>
净利润	<u>79</u>
股利	30
留存收益增加	49

因此Dole可乐公司的净利润为7 900万美元。现在我们得到了所需的全部数据。参照US公司的例子和表2-5可以得出：

Dole可乐公司2009年经营现金流量 (单位: 100万美元)

息税前盈余	150
+折旧	150
- 税	<u>41</u>
经营现金流量	<u>259</u>

如本例所示，经营现金流量并不等于净利润，这是因为在计算净利润时扣除了折旧和利息。你会回忆起前文的讨论，在计算经营现金流量时，我们并不扣除这些项目，因为折旧并不是现金支出，利息支出则属于财务费用，而不是经营费用。

净资本性支出 假设期初、期末的固定资产净值分别为5.00亿美元和7.50亿美元。该年度的净资本性支出为多少？

我们从Dole可乐公司的利润表中得知，该年的折旧为1.50亿美元。固定资产净值增加了2.50亿美元。因而Dole可乐公司耗费了2.50亿美元外加1.50亿美元，总计4.00亿美元。

净营运资本变动及来自资产的现金流量 假设Dole可乐公司年初的流动资产为21.30亿美元，流动负债为16.20亿美元，相应的年末数分别为22.60亿美元和17.10亿美元。该年的NWC变动为多少？它比净利润相差多少？

年初的NWC为 $21.30 - 16.20 = 5.10$ (亿美元)，年末的NWC为 $22.60 - 17.10 = 5.50$ (亿美元)。因此新增的NWC为 $5.50 - 5.10 = 0.40$ (亿美元)。总括Dole可乐公司的所有信息，得出：

Dole可乐公司2009年来自资产的现金流量 (单位: 100万美元)

经营现金流量	259
- 净资本性支出	400
- NWC变动	<u>40</u>
来自资产的现金流量	<u>- 181</u>

Dole可乐公司来自资产的现金流量为 - 1.81亿美元。净利润是7 900万美元。这种来自资产的现金流量为负值的事实是否会引发警惕？不必。此处现金流量为负值主要是因为大额的固定资产投资所致。如果这些投资良好，那么得出负的现金流量就毋庸多虑。

流向股东和债权人的现金流量 我们知道Dole可乐公司来自资产的现金流量为 - 1.81亿美元。它是负值意味着Dole可乐公司在该年度里以新的债务和权益的形式筹集的资金大于其支出。例如，假设我们已知Dole可乐公司该年没有发售新权益。流向股东的现金流量是多少？流向债权人的呢？

由于没有筹集新的权益资本，Dole可乐公司流向股东的现金流量正好等于支付的现金股利：

Dole可乐公司2009年流向股东的现金流量 (单位：100万美元)

支付的股利	30
- 新筹集的权益净额	<u>0</u>
流向股东的现金流量	<u>30</u>

至此，根据现金流量恒等式，我们得知支付给债权人和股东的现金总计为 - 1.81亿美元。流向股东的现金流量为3 000万美元，因此流向债权人的现金流量应为 $- 1.81 - 0.3 = - 2.11$ (亿美元)：

$$\text{流向债权人的现金流量} + \text{流向股东的现金流量} = - 1.81 \text{亿美元}$$

$$\text{流向债权人的现金流量} + 3\,000 \text{万美元} = - 1.81 \text{亿美元}$$

$$\text{流向债权人的现金流量} = - 2.11 \text{亿美元}$$

既然知道流向债权人的现金流量为 - 2.11亿美元，利息支出为3 000万美元（从利润表中得知），我们能够确定新的借款净额。Dole公司在该年度为新增固定资产融资，应该借入了2.41亿美元：

Dole可乐公司2009年流向债权人的现金流量 (单位：100万美元)

利息支出	30
- 新的借款净额	<u>- 241</u>
流向债权人的现金流量	<u>- 211</u>

概念问题

- 2.4a 什么是现金流量恒等式？请加以解释。
- 2.4b 经营现金流量由哪些部分组成？
- 2.4c 利息支出为什么不是经营现金流量的一个组成部分？

2.5 概要与总结

本章向你介绍了有关财务报表、税和现金流量的一些基础知识。在本章中，我们得知：

1. 会计资产负债表的账面价值可能与其市场价值相差很大。财务管理的目标是最大化股票的市场价值，而不是账面价值。
2. 利润表中所计算的净利润并不是现金流量。主要原因之一是计算净利润时扣减了折旧和非现金费用。
3. 边际税率和平均税率可能不同，与大多数财务决策相关的是边际税率。
4. 利润最高的公司所负担的边际税率是35%。
5. 就像资产负债表恒等式一样，有一个现金流量恒等式。它指出来自资产的现金流量等于流向债权人和股东的现金流量。

从财务报表中计算现金流量并不难。在处理非现金费用，例如折旧时应加以注意，此外，不要混淆经营成本与财务成本。最为重要的是，不要混淆账面价值与市场价值，以及会计利润与现金流量。