

三友会计 名著译丛

Sunyo Translation Series in Accounting Classics

▶ “十一五”国家重点图书出版规划项目

经营分析与评价

有效利用财务报表

(美) 克蕾沙·G.帕利普
维克多·L.伯纳德
保罗·M.希利 著

李延钰等 译

Krishna G. Palepu Victor L. Bernard Paul M. Healy

**Business Analysis & Valuation:
Using Financial Statements**

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

THOMSON
★

三友会计 名著译丛

Sunyo Translation Series in Accounting Classics

▶ “十一五”国家重点图书出版规划项目

经营分析与评价

有效利用财务报表

(美) 克蕾沙·G.帕利普
维克多·L.伯纳德
保罗·M.希利 著

李延钰 刘 月 张 萍
曹 霞 郑 明 陈玉媛 译

Krishna G. Palepu Victor L. Bernard Paul M. Healy

**Business Analysis & Valuation:
Using Financial Statements**



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

THOMSON

© 东北财经大学出版社 2006

图书在版编目 (CIP) 数据

经营分析与评价: 有效利用财务报表 / (美) 帕利普 (Palepu, K. G.) 等著; 李延钰等译. —2 版. —大连: 东北财经大学出版社, 2006. 9
(三友会计名著译丛·“十一五”国家重点图书出版规划项目)
ISBN 7-81084-855-0

I. 经… II. ①帕… ②李… III. 企业经济-经济评价 IV. F272.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 030206 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2006-68 号

Krishna G. Palepu, Victor L. Bernard, Paul M. Healy: Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements, First Edition

Copyright © 1997 by South-Western, a division of Thomson Learning, original ISBN 0-538-86620-9.

First published by South-Western, a division of Thomson Learning. Authorized Simplified Chinese Edition by Thomson Learning and Dongbei University of Finance & Economics Press. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Thomson Learning and Dongbei University of Finance & Economics Press.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由汤姆森学习出版集团授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连金华光彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 200mm×270mm 字数: 258 千字 印张: 15 1/2 插页: 1

1998 年 7 月中国第 1 版

2006 年 9 月中国第 2 版

2006 年 9 月第 2 次印刷

责任编辑: 李智慧 孙 平 田玉海

责任校对: 刘铁兰

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 32.00 元

前 言

财务报表是一系列企业分析的依据。对企业管理人员来说,财务报表可用以监督和判断与竞争企业相比较的本企业绩效状况,用来与企业外部投资者交流信息,用来帮助企业管理人员判断应采取何种财务政策,以及在投资决策过程中用来评估作为收购目标的潜在新企业。对证券分析人员来说,财务报表可用来评价和评估他们向客户推荐的公司。对银行业者来说,财务报表可用来决定是否向客户提供贷款及决定贷款期限。对投资银行业者来说,财务报表可作为评估和分析预期收购、并购的依据。对咨询人员来说,财务报表是为客户提供竞争性分析的依据。因此,我们发现许多商科专业学生强烈要求有一门课程能为他们提供应用于各种状况下运用财务报表数据进行企业分析与评估的理论框架。本书的目的就是为商科专业学生和从业人员提供这样一种理论框架。

I 重要特色

本书与其他有关企业及财务分析的书籍相比有若干不同之处。本书前两部分引入和建立了一套运用财务报表数据进行企业分析与评估的理论框架,第三部分说明如何将这一框架应用于各种决策过程中。我们以康柏电脑公司为例说明这一理论框架及其应用。该公司的年度报告在书中第四部分给出。第四部分还列举出可用以建立书中所探讨的观点的各种案例。

分析框架

在框架部分(第一、二部分),本书作了四种重要的分析:

- 经营策略分析

- 会计分析
- 财务分析
- 预期分析

第一种分析，即经营策略分析，是关于企业状况及竞争战略的分析；会计分析意味着考察会计规则和惯例如何体现企业经营状况和策略，并且在必要时，编制能反映企业绩效的调整后的会计数据；财务分析是运用财务比率和现金流量来衡量一公司相对于其竞争者或历史绩效的经营、融资及投资绩效；最后，关于预期分析，本书阐释如何编制预期财务报表，以及如何利用此预期财务报表估算企业价值。本书对有关评估的探讨既包括传统的现金流量方法，也包括那些更直接与会计数据相联系的方法。

虽然本书包含了企业分析与评估的所有四部分内容，但这些内容的应用还取决于用户具体的决策过程。例如，银行业者多应用经营策略分析、会计分析、财务分析，以及预期分析中的预测部分内容，而不大可能对未来客户进行评估。

框架在具体决策过程中的应用

本书第三部分包含如下具体决策过程：

- 证券分析
- 资信分析
- 并购分析
- 公司融资政策分析
- 企业管理人员与外部信息交流分析

以上内容的每一专题，我们都安排在相关章节的概论部分，以供课堂讨论之用。在允许的地方，我们讨论了相关机构详情及学术研究成果，这对应用第一和第二部分阐释的分析观点是很有用的。例如，在关于资信分析一章中，我们讲述了银行和评估机构如何通过分析财务报表数据进行贷款决策和评估公债发行。这一章还谈到如何分析一家公司是否存在财务危机的学术研究。

辅以案例的方法

我们发现，在企业分析与评估这一课程中，如果以案例为教学工具，不管对教师还是对学生来说，效果都非常好。学生们想把企业分析与评估方面的观点应用到与他们将来工作中遇到的相同的决策过程中去，取得第一手经验。案例将实际问题展现在学生面前，自然地实现了这一目标，而传统的教

室练习方法忽略了这些。我们的所有案例都是在特定的决策过程中提出企业分析与评估问题的，这使得本书更具有趣味性和挑战性。

II 本书用法

本书最适合作 MBA 二年级学生的选修课，或者本科商科专业的主干课的教材。

先行课程

为了充分利用本书，学生应先修完财务会计、金融以及经营战略（或商业经济学）的基础课程。本书对这些专题做了简要概述，主要是为案例准备的。但对于没有学过这方面课程的学生来说，光靠这些内容是不够的。每个案例中我们只写进一小部分经营战略方面的内容。

每个案例对学生会计方面知识的要求差异很大。有些案例只需要学生对会计方面的知识有个基本了解，而另一些案例则需要学生具有相当于中等财务会计课程水平的更详尽的知识。虽然如此，我们发现，如果辅以该专题的额外阅读材料，没有很强的会计功底的学生也可以学好这些更复杂的案例。《教师手册》为这些案例提供了相关会计问题的基础知识，教师可将这些材料发给学生来帮助学生案例。

课文及案例材料的使用方法

这些材料有多种使用方法。我们几乎完全用案例讲授这一课程，在必要时穿插相关的讲座。但是，也可以先安排讲座，再学习适当的案例，还可以将书中内容主要用于讲座，同时包含一些案例，用来演示书中所述观点；或者反过来，将讲座安排在案例之后，以便更清楚地讲述在案例讨论中提出的各种观点和问题。

在案例的设计上，我们使这些案例可以在各种层次上讲授。对于那些需要更多培训才能理解某一案例的学生，《教师手册》中准备好了一套详细的问题，以备教师在课前发给学生。对于那些不需很多培训的学生，每个案例的后面备有建议向学生提出的问题。

目 录

第一部分 导 论

1 用财务报表进行企业分析的理论框架	3
1.1 从企业活动到财务报表	4
1.2 从财务报表到企业分析	7
总结与结论	9

第二部分 经营分析工具

2 经营策略分析	13
2.1 行业分析	13
2.2 实际与潜在的竞争程度	14
2.3 投入市场和产出市场上的相对议价能力	17
2.4 行业分析应用：个人电脑行业	18
2.5 竞争策略分析	20
2.6 竞争优势的来源	21
2.7 取得并保持竞争优势	22
2.8 经营策略分析应用	22
总结与结论	24
注 释	25
3 会计分析	26
3.1 财务报告的制度框架概述	26
3.2 进行会计分析	31
3.3 会计分析陷阱	37

3.4	会计分析概念在康柏电脑公司的应用	37
	总结与结论	39
	注 释	40
4	财务分析	41
4.1	比率分析	41
4.2	现金流量分析	57
	总结与结论	63
	注 释	64
5	前景分析：预测	66
5.1	预测同其他分析方法的关系	66
5.2	预测方法	67
5.3	季节性和临时预测	81
	总结与结论	83
	注 释	84
6	前景分析：折现现金流量价值分析	86
6.1	折现现金流量（DCF）分析概述	87
6.2	折现现金流量分析法第一步：预测活动现金流量	88
6.3	折现现金流量分析法第二步：预测超过“终年” 的现金流量	90
6.4	折现现金流量分析法第三步：折现预期的活动现金流量	96
6.5	折现现金流量分析法第四步：计算产权的价值	101
	总结与结论	103
	附 录	104
	注 释	106
7	前景分析：会计基础上的估价技术	109
7.1	折现非正常收益基础上的估价	109
7.2	根据价格系数的计价方法	116
7.3	具体估价与系数的使用	123
	总结与结论	123
	注 释	124

第三部分 企业分析应用

8	产权证券分析	129
8.1	市场效率与产权证券定价	130

8.2	基金管理 with 证券分析的方法	132
8.3	综合证券分析的程序	133
8.4	财务报表数据 with 证券价格	137
	总结与结论	140
	注 释	141
9	信用分析与财务危机预测	142
9.1	信贷市场	143
9.2	资信分析过程	145
9.3	财务报表分析与公债	151
9.4	财务危机和危机好转预测	155
	总结与结论	156
	注 释	157
10	兼并与收购	158
10.1	企业并购的动因	159
10.2	企业并购定价	162
10.3	企业并购的筹资	167
10.4	企业并购的结果	171
	总结与结论	173
	注 释	174
11	企业筹资政策	175
11.1	决定企业负债政策的因素	176
11.2	长期最优负债 with 权益资本组合	176
11.3	新投资项目的筹资	183
11.4	企业股利政策的决定因素	185
	总结与结论	190
	注 释	191
12	企业管理信息披露	192
12.1	企业与投资者的信息交流	193
12.2	财务报告的信息披露	195
12.3	企业管理人员 with 投资者沟通信息的其他方式	199
	总结与结论	202
	注 释	203

第四部分 康柏电脑公司

第一部分

导 论

用财务报表进行 企业分析的理论框架

本章目的在于为财务报表分析勾画出一个全面的理论框架。由于财务报表能最广泛地提供公众公司的经济活动数据，因此投资者和其他利益相关者都依靠财务报表来了解公司的计划和业绩以及管理人员。

在用财务报表进行企业分析时可以提出各种问题，下面举几个例子：

- 证券分析人员会问：“我所跟踪的公司业绩如何？是否达到我的预期？若没有，为什么？根据我对该公司现状和未来业绩的判断，公司的股票价值应该是多少？”

- 信贷员也许要问：“向这个公司放出这笔贷款风险有多大？该公司如何管理资金流动和清偿？公司的业务风险怎样？该公司由于筹资和红利政策所带来的附加风险怎样？”

- 管理咨询人员也许会问：“该公司所从事的行业结构怎样？该行业中各个参与者的战略是什么？该行业中不同公司的相对业绩如何？”

- 公司管理人员也许会问：“投资者对我公司的评估是否合理？我们与投资者的信息交流项目是否足以保证这一过程？”

- 公司管理人员也可能问：“这个企业是我们潜在的收购目标吗？若收购了，会增值多少？如何筹集收购资金？”

- 独立审计师也许想问：“这些财务报表与我了解的情况和公司的最近

业绩相符吗？这些财务报告反映了企业的目前地位和重要风险吗？”

如果管理人员能够完全了解公司的战略，而一些制度上的因素使他们不可能完全披露这些信息，那么进行财务报表分析就非常有价值了。外界的分析人员就试图通过对财务报表中的数据进行分析，创造“内部信息”，以便洞察公司目前的业绩和前景。

为了了解财务报表分析的作用，先了解影响财务报表的制度上的因素是十分重要的。因此，我们先概述一下这些因素，然后讨论分析人员从财务报表中提取信息、进行预测必须采取的步骤。

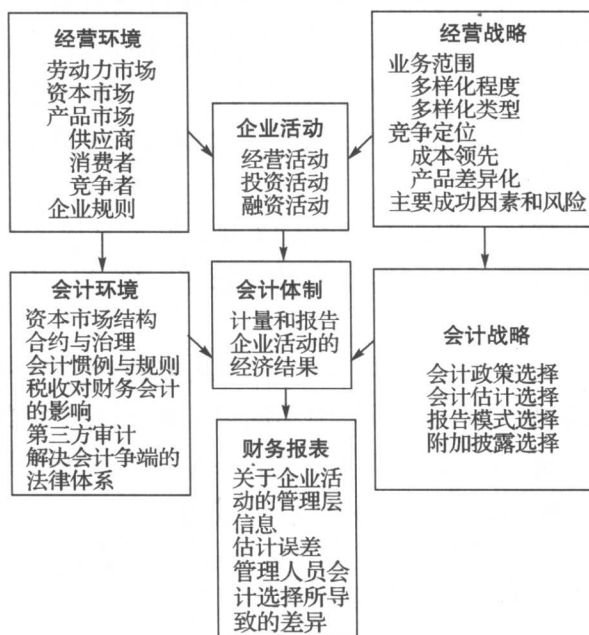
1.1 从企业活动到财务报表

公司管理人员负责从公司的环境中获得物质资源和财务资源并利用它们为公司的投资者创造价值。只有公司的投资收益超过资本成本，公司才能创造价值。管理人员为此目标制定经营策略，并在企业中实施这些策略。一个企业的经营活动受其所处的经济环境和自身的经营策略影响。经济环境包括公司所在的行业、投入与产出市场以及公司应遵循的规则。公司的经营策略决定了公司如何在它所处的环境中定位，以取得竞争优势。

正如图 1—1 所示，公司的财务报表总结了其业务活动的经济后果。公司的业务活动在任何时期都非常多，不可能逐个地将其报告给外界。而且，

图 1—1

从企业活动到财务报表



公司的有些业务活动在性质上是公司专有的，详细披露这些业务有害于公司的竞争地位。因此，公司的财会体制就提供了一种机制，通过这种机制，对企业的业务活动进行挑选、计量和合并，成为财务报表数据。

分析人员使用财务报表中的数据进行企业分析时，必须认识到财务报表受到公司的业务活动和公司的会计体制的影响。因此，财务报表分析的一个主要方面就是要了解会计体制对分析中所用的财务报表数据的影响。下面所讨论的会计体制的制度性特征决定了这种影响的程度。

1.1.1 会计体制特点之一：权责发生制会计

公司财务报告基本特点之一就是使用权责发生制会计，而不是收付实现制会计。与收付实现制会计不同，权责发生制会计将与经济活动有关的成本和收益的记录与实际的现金支出和收入区分开来。在权责发生制会计中，净收入是主要的阶段性业绩指标。在计算净收入时，经济活动的结果按预期的而不是实际的现金收支进行记录。提供产品或服务的预期现金收入被记作收入，与收入有关的预期现金支出被记作费用。

因为投资者要求的财务报表应该分期，所以需要采用权责发生制会计。由于公司的经济交易活动是连续的，人为武断地在报告期末结账会导致最基本的计量问题。既然收付实现制会计不能充分反映某一时期内的交易活动结果，那么权责发生制会计就被设计出来以便较全面地反映公司的阶段性业绩。

1.1.2 会计体制特点之二：会计准则和审计

权责发生制会计的采用是公司财务报告工作复杂性的原因，因为权责发生制会计是处理现在会计事项的将来现金结果的预期。这就带有主观性，并且需要各种各样的假设。那么应该授权谁来负责做出这些假设呢？因为公司管理人员熟悉公司的业务，所以被授权做出合适的估计和假设。

授权会计给管理人员带来潜在的好处，因为这使管理人员能在财务报表中反映出公司的内情。但是，由于投资者把利润视为评价管理人员业绩的尺度，所以管理人员就会利用会计授权做些带有偏见性的假设来扭曲所报告的利润。而且，公司与外界在合同中要用到一些会计数字，这是管理人员篡改会计数字的另一个动机。收益管理也会扭曲财务报表中的数据，使之对外界使用者来讲，用处变小。所以，授权财务报表决策于公司管理人员，成本与效益皆有之。

会计惯例就是用来保证管理人员运用会计灵活性来总结他们对公司业务

活动的了解，同时又不会为私利而掩盖事实。例如，会计可比性和稳健原则是会计防止管理人员潜在的过于乐观的对策。这些惯例在试图限制管理人员乐观偏见的同时往往加上自己的悲观偏见。

由财务会计准则委员会（FASB）颁布的公认会计原则（GAAP）也防止了管理人员在报告中可能对会计数字的扭曲。在其他国家也有相似的准则制定机构。公认会计原则试图避免管理人员对相同的经济交易采取不同的记录方法，或者在时间上，或者在公司之间。

然而，会计准则统一性的不断加强，削弱了管理人员在财务报表中对企业差异进行真实反映的灵活性。刻板的会计准则对于那些在会计处理上不需要管理人员的专有信息进行预测的经济交易较适合，但是当涉及对交易的经济结果进行业务判断时，刻板的会计准则由于阻止了管理人员运用他们卓越的业务知识而不灵了。如果会计准则过于死板，就会诱使管理人员耗费大笔经济资源来调整业务交易，达到理想的会计结果。

广义上讲，审计是指由财务报表准备者以外的人对财务报表的真实性进行判断，确保一段时间内管理人员所用的会计规则和惯例前后一致，会计估计合理。所以审计提高了会计数据的质量。

第三方审计也会削弱财务报告的质量，因为它强硬地坚持长期延续下来的会计规则和惯例。例如，财务会计准则委员会坚持按照准则制定的程序来考虑审计人员的意见，审计人员很可能反对那些给审计带来困难的会计准则，虽然这些规则能为投资者提供相关的信息。

裁定管理人员、审计人员和投资者之间的会计纠纷的法律环境也对报告中的数字质量有着深刻的影响。有可能被诉诸法律和受到惩罚的威胁有益于提高披露的准确性。但是，因为可能承担重大的法律责任，使得管理人员和审计人员不敢提出有重大风险的会计建议，如预期披露。

1.1.3 会计体制特点之三：管理人员报告策略

由于那些限制管理人员扭曲会计数据的机制增加了会计噪声（偏差），最佳方案就不应该用会计规程完全消除管理人员的灵活性。所以在实际工作中，会计体制为管理人员留了些影响财务报表中数据的余地。公司的报告策略，即管理人员使用会计授权的方式，对公司的财务报表有着重大影响。

公司管理人员可以选择自己的会计和披露策略，使财务报表的外界使用者在了解公司的经济情况时或多或少有些困难。会计准则往往提供一系列选项供选择，而且管理人员在实施会计政策时可以做很多估算。会计规程通常规定了最低的披露要求，但并不限制管理人员自愿提供更多的披露。

好的披露策略能使管理人员与外界投资者交流公司的真实情况。公司披露策略的一个重要限制是产品市场上的竞争动力，披露公司经营策略和预期经济结果的一些专有信息对公司的竞争地位不利。受此限制，管理人员只能用财务报表向投资者提供信息，帮助他们了解公司的真实业绩。

管理人员也可以利用财务报告策略控制投资者对公司的看法。管理人员利用会计授权可以在一段时间内使投资者无法确定公司的劣绩。例如，管理人员可以通过选用会计政策和不同的会计估计乐观地评价公司的业绩。他们也可控制自愿披露信息的程度，使得投资者了解公司真实业绩的成本变大。

财务报表反映公司业务真实情况的程度因公司不同而不同，对于给定的公司因时间不同而异。会计质量的这种千差万别为企业分析提供了重要机会和挑战。下面将讨论分析人员如何从财务报表中排除会计噪声，洞悉企业真实情况的过程。

1.2 从财务报表到企业分析

因为管理人员对企业内情的了解既是价值的源泉，也是扭曲会计数据的祸根。所以财务报表的外界使用者很难区分真实信息和扭曲信息或会计噪声。由于不能完全纠正会计扭曲，投资者就会对公司报告的会计业绩大打折扣。他们对公司报表数字反映经济事实的程度也做了概率性的估计。结果，投资者对某个公司的业绩的了解只能是不准确的，财务分析人员可以通过提高投资者对公司目前业绩和前景的了解，增加一些有价值的信息。

有效的财务报表分析非常有价值，因为可以从财务报表的数据中得到管理人员的内部消息。分析人员不会直接接受这些会计数据，他们靠对公司所处的行业和公司竞争策略的了解来解释财务报表。成功的分析人员应该至少和公司管理人员一样谙熟行业经济，并对公司的竞争策略了如指掌。虽然局外的分析人员在占有信息上相对于管理人员处于劣势，但他们在评估公司投资和经营决策的经济结果上比管理人员更客观。图 1—2 系统说明了企业分析人员如何应用财务报表完成如下四个步骤：（1）经营策略分析；（2）会计分析；（3）财务分析；（4）前景分析。

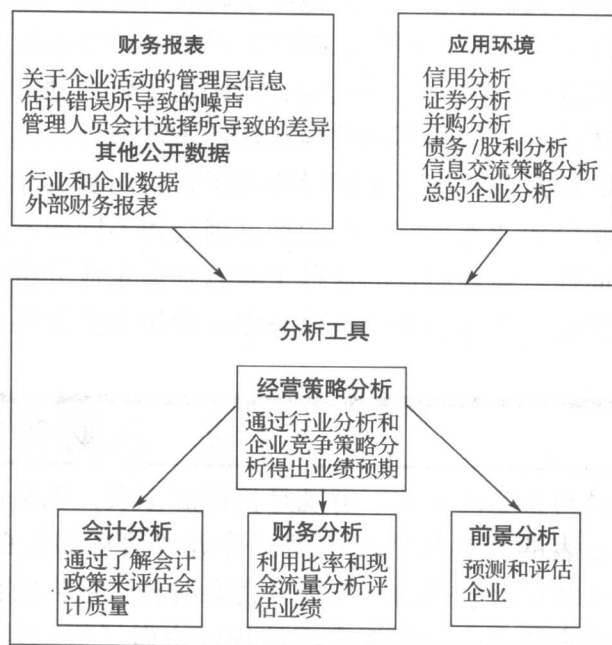
1.2.1 分析步骤一：经营策略分析

经营策略分析的目的就是确认利润动因和业务风险，对公司的潜在利润有质的了解。经营策略分析包括分析公司所处的行业和企业创造持续的竞争优势的策略。这是质的分析非常必要的第一步。它为分析人员进行下面的会计分析和财务分析提供了一个框架。例如，确定了主要的成功因素和业务风

险才能确定会计政策；了解了公司的竞争策略才能判断目前的利润率能否持续。最后，经营策略分析使得分析人员在预测将来业绩时能做出合理的假设。

图 1—2

利用财务报表进行企业分析



1.2.2 分析步骤二：会计分析

会计分析的目的是评价公司会计反映其实际业务的程度。通过确认会计灵活性所在，通过评价公司会计政策和会计估计合适与否，分析人员可以知道公司会计数字的扭曲程度。会计分析的另一个重要步骤是通过重造会计数字“纠正”会计扭曲。可靠的会计分析可以提高财务分析结论的可靠性。财务报表分析的下一步骤就是财务分析。

1.2.3 分析步骤三：财务分析

财务分析的目标是利用财务数据评估公司当前和过去的业绩，并了解其持续性。财务分析有两个主要技巧：第一，财务分析应是系统的和有效率的。第二，财务分析中，分析人员应用财务数据解决企业的业务问题。比率分析和现金流量分析是两个最常用的财务分析工具。比率分析着重评估公司在产品市场中的业绩和财务政策；现金流量分析则着重分析公司的流动性和财务的灵活性。