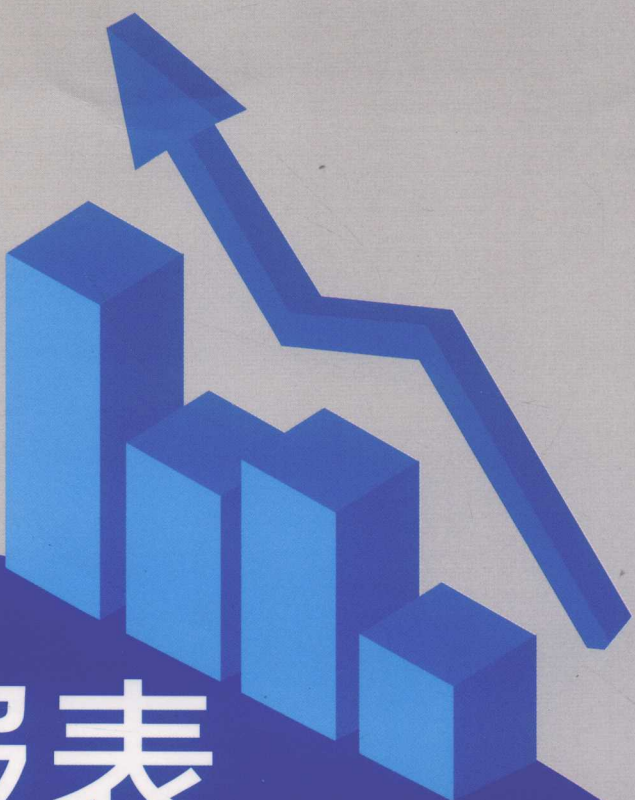


西安电子科技大学研究生精品教材建设项目



财务报表 分析

主 编 王 涛
副主编 姜晓兵 郎淳刚

西安电子科技大学研究生精品教材建设项目

财务报表分析

主 编 王 涛

副主编 姜晓兵 郎淳刚

西安电子科技大学出版社

内 容 简 介

本书系统地介绍了财务报表分析的基本理论、理念和方法,在吸收最新的财务分析成果的基础上,通过大量案例,介绍了财务报表分析的框架、步骤和内容。本书共 10 章,从理论基础开始,内容从分类报表持续延展到不同行业的研究,专门介绍了商业银行的财务分析。为方便学习,本书每章内容配有学习目标、案例导读、本章小结、思考与练习以及大量丰富的案例。通过阅读本书,读者可以从财务报表分析的理论基础到实践操作、从基础知识到进阶方法,对这门学科进行较为全面的了解和认识。

本书可作为经济、管理类专业研究生教材,也适合作为工商管理硕士(MBA)、公共管理硕士(MPA)、工程硕士(ME)专业培养中有关公司研究课程的教材,还可作为经济、管理类专业本科生的教材和教学参考书,对于广大经济、管理领域从事公司、投融资研究和实践的从业人员也极具参考价值。

图书在版编目(CIP)数据

财务报表分析 / 王涛主编. —西安: 西安电子科技大学出版社, 2019.5

ISBN 978-7-5606-5300-6

I. ① 财… II. ① 王… III. ① 会计报表—会计分析—教材 IV. ① F231.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 060120 号

策划编辑 戚文艳

责任编辑 王军梅 雷鸿俊

出版发行 西安电子科技大学出版社(西安市太白南路 2 号)

电 话 (029)88242885 88201467 邮 编 710071

网 址 www.xduph.com 电子邮箱 xdupfb001@163.com

经 销 新华书店

印刷单位 咸阳华盛印务有限责任公司

版 次 2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷

开 本 787 毫米×1092 毫米 1/16 印 张 21.5

字 数 511 千字

印 数 1~3000 册

定 价 53.00 元

ISBN 978-7-5606-5300-6 / F

XDUP 5602001-1

如有印装问题可调换

前 言

美国哥伦比亚大学商学院斯蒂芬·H·佩因曼教授在其著名的《财务报表分析与证券估值》一书中说过：“财务报表是商业的透镜，而报表分析能够帮助我们调整好这个透镜的焦距，从而认清商业的本质。”随着资本市场的发展壮大和企业经营的规模化和复杂化，市场对于企业信息的需求量和需求面也在逐渐扩大和深化，同时，有效地解读和分析企业的财务信息，已成为研究企业投资和经营行为的重要工具。经济运行的各个方面均需要通过对企业的财务报表分析，了解企业的经营业绩，预测企业的发展态势，评估企业的真实价值，并通过对财务报表信息的研究，为经营管理、资本运营和投资方向提供决策依据。

本书的编者从事企业财务数据分析的实务工作已经将近 30 年，开设“财务报表分析”的研究生课程也已近 10 年时间，深深地感受到各方面对于财务报表分析知识和技能的迫切需求。近年来，编者在硕士研究生课程的基础上，又在金融学本科教学课程中开设了“财务报表分析”课程，在国际留学生工商管理硕士教学中开设了“公司财务分析”课程，教学效果反映良好，选课人数逐年大幅增加，教学内容也在不断地增加和完善，逐渐地形成了这本教材的基本框架。本书就是在编者实践和教学积累的基础上形成的成果。

本书试图在理论上建立一个学习框架，帮助读者理解财务分析的理论内涵和实践内容，从宏观经济、行业环境、经营策略、会计分析、财务能力、竞争实力等角度帮助学生理解企业财务报表数据的经济意义，揭示企业经营的趋势和企业价值的本质。本书的撰写摒弃就方法而方法的分析观念，把研究对象放在不断变动的市场环境进行分析，从平衡与适应性的角度，构成研究企业价值和综合发展能力的方法框架，帮助学生理解财务信息对于资本决策和控制的影响。通过本书的学习，学生能够了解财务分析的基础程序和基本内容，熟悉企业评价的方法，掌握写作财务分析报告的核心内容和要点。

针对目前金融类企业在市场中的重要性，本书增加了商业银行的财务分析内容，同时，考虑到企业在市场中的资本关系以及财务数据的综合性要求，本书增加了合并报表分析的内容，从而提高了本书的应用范围。

本书的基本内容先后在两届硕士研究生课程、一届国际留学生硕士课程及一届本科生课程中进行了试讲，得到了学生很多的反馈意见，这对于本书的改进有很大的帮助。此外，众多从事相关实务的好友给予了积极的鼓励，从业务操作的角度也提出了很多好的建议，这些有益的观点和内容，已经被编者一一收纳至本书中，在此向他们表示深深的感谢！

本书的编写获得了西安电子科技大学研究生精品教材建设项目基金的资助，得到了西

安电子科技大学经济与管理学院、研究生院、高级财务管理中心等有关部门和同事的大力支持。编者研究团队的各届硕士研究生都参与了本书的相关工作，在此对这二十几位学生的认真工作表示深深的感谢！

在编写本书的过程中，编者参阅、借鉴了大量国内外相关文献资料和同类教材，主要的文献和教材已列于书后，在此，向所有相关作者表示深深的感谢！西安电子科技大学出版社戚文艳老师等相关人员为本书的出版付出了大量的汗水和辛勤的劳动，在此，向他们致以诚挚的谢意！

本书是编者多年来从事实践和教学工作的成果，由于个人能力的局限，书中不妥之处在所难免，恳请各位专家、学者、学生以及广大读者将宝贵的批评、意见和建议及时反馈给我们，编者的电子邮箱为 wangtao5999@163.com，在此表示衷心的感谢！

编 者 叩

2019年1月

目 录

第一章 财务报表分析的理论基础.....	1
1.1 公司价值与财务报表分析.....	2
1.1.1 财务分析的前提：应计制会计报表.....	2
1.1.2 财务报告的制度框架—— 财务报表分析的信息基础.....	3
1.1.3 会计收益的模糊性与收益质量分析.....	5
1.1.4 财务报表分析——搜寻内涵 价值的工具.....	8
1.2 信息不对称与财务报表分析.....	9
1.2.1 信息不对称理论的主要观点.....	9
1.2.2 信息不对称对资本市场的影响.....	10
1.2.3 信息披露——规范资本市场的 工具.....	10
1.2.4 信息不对称对财务报表分析的 涵义.....	11
1.3 公司的风险与财务报表分析.....	13
1.3.1 资本资产定价模型.....	13
1.3.2 CAPM 对财务报表分析的涵义.....	14
本章小结.....	14
思考与练习.....	15
第二章 财务报表分析的原理.....	16
2.1 财务报表分析的目标.....	16
2.1.1 财务报表分析的主体.....	16
2.1.2 财务报表分析的目的.....	18
2.1.3 财务报表分析的作用.....	19
2.2 财务报表分析的程序.....	20
2.2.1 财务报表分析的基本程序.....	20
2.2.2 战略分析.....	22
2.2.3 会计分析.....	25
2.2.4 财务分析.....	28
2.2.5 前景分析.....	28
2.3 财务报表分析的方法.....	29

2.3.1 水平分析法.....	29
2.3.2 垂直分析法.....	32
2.3.3 趋势分析法.....	35
2.3.4 比率分析法.....	40
2.3.5 因素分析法.....	45
2.3.6 综合分析法.....	48
本章小结.....	51
思考与练习.....	52
第三章 资产负债表分析.....	53
3.1 资产负债表的基本结构.....	54
3.2 资产与负债的计量.....	55
3.2.1 资产的确认及计量.....	55
3.2.2 负债的确认及计量.....	58
3.3 资产分析.....	58
3.3.1 分项分析.....	58
3.3.2 总括分析.....	66
3.4 负债与权益分析.....	68
3.4.1 负债分析.....	68
3.4.2 所有者权益分析.....	71
3.5 资产负债表综合分析.....	72
3.5.1 资产负债表水平分析.....	72
3.5.2 资产负债表垂直分析.....	75
本章小结.....	79
思考与练习.....	80
第四章 利润表分析.....	82
4.1 利润表的基本结构.....	83
4.2 收入分析.....	85
4.2.1 收入的性质和特点.....	85
4.2.2 收入的确认和计量.....	86
4.2.3 收入分析.....	87
4.2.4 收入操纵的常用手段.....	92

4.3 成本与费用分析.....	93	思考与练习	148
4.3.1 成本费用的性质及其构成	93		
4.3.2 费用的确认和计量	94		
4.3.3 成本与费用分析	95		
4.4 利润表综合分析.....	99		
4.4.1 利润表的水平分析	99		
4.4.2 利润表的垂直分析	101		
本章小结	102		
思考与练习	103		
第五章 现金流量表分析.....	105		
5.1 现金流量表的基本结构	106		
5.2 现金流量质量分析	113		
5.2.1 现金流量的质量特征	113		
5.2.2 现金流量质量分析的主要内容	114		
5.2.3 分析现金流量质量时应注意的 问题	118		
5.3 现金流量表综合分析	119		
5.3.1 现金流量表重点项目分析	120		
5.3.2 现金流量表的趋势分析	124		
5.3.3 利润质量分析	130		
本章小结	133		
思考与练习	133		
第六章 所有者权益变动表.....	138		
6.1 所有者权益变动表分析的目的与 内容	139		
6.1.1 所有者权益变动表的内涵	139		
6.1.2 编制所有者权益变动表的意义	139		
6.1.3 所有者权益变动表分析的目的	140		
6.2 所有者权益变动表主要项目的分析	141		
6.3 股利决策对所有者权益变动影响的 分析	144		
6.3.1 派现与送股对公司所有者权益的 影响	144		
6.3.2 股票分割对公司所有者权益的 影响	146		
6.3.3 所有者权益变动表中的库存股	147		
本章小结	148		
		第七章 财务能力分析	149
		7.1 偿债能力分析	159
		7.1.1 影响公司偿债能力的因素	160
		7.1.2 公司短期偿债能力分析	164
		7.1.3 公司长期偿债能力分析	169
		7.1.4 财务失败预测模型	172
		7.2 营运能力分析	175
		7.2.1 企业营运能力概述	175
		7.2.2 流动资产管理效果分析	176
		7.2.3 固定资产利用效果分析	184
		7.2.4 总资产营运能力分析	185
		7.2.5 其他分析指标	187
		7.3 盈利能力分析	188
		7.3.1 盈利能力分析的目的和内容	188
		7.3.2 影响盈利能力的主要因素	189
		7.3.3 盈利能力一般分析	190
		7.3.4 其他常见的市场评价指标	193
		7.3.5 盈利质量分析	196
		7.4 增长能力分析	199
		7.4.1 增长能力分析的内容	199
		7.4.2 单项增长能力分析	200
		7.4.3 整体增长能力分析	208
		本章小结	212
		思考与练习	212
		第八章 综合分析与评价.....	216
		8.1 综合分析与评价的目的和内容	218
		8.2 综合分析的方法	219
		8.2.1 杜邦财务分析体系	219
		8.2.2 沃尔评分法(财务综合评分法).....	231
		8.2.3 雷达图分析法	235
		8.3 公司价值评估	239
		8.3.1 以现金流为基础的价值评估	239
		8.3.2 以经济利润为基础的价值评估	254
		8.3.3 以价格比为基础的价值评估	257
		本章小结	262
		思考与练习	263

第九章 商业银行财务报表分析.....	266	10.1.3 企业合并的方式.....	304
9.1 商业银行财务报表的特点.....	267	10.1.4 企业合并类型的划分.....	306
9.2 商业银行资产负债表分析.....	268	10.2 合并财务报表分析概述.....	309
9.3 商业银行利润表分析.....	271	10.2.1 合并财务报表的作用.....	309
9.4 商业银行现金流量表分析.....	275	10.2.2 合并财务报表的特点.....	310
9.5 商业银行财务指标分析.....	279	10.2.3 合并财务报表的报告主体.....	311
9.5.1 盈利水平方面.....	279	10.3 合并财务报表项目的特点.....	313
9.5.2 流动性方面.....	282	10.3.1 合并资产负债表.....	313
9.5.3 现金流方面.....	284	10.3.2 合并利润表.....	316
9.5.4 资产充足性分析的主要指标.....	286	10.3.3 合并现金流量表.....	323
9.5.5 资产安全性方面.....	288	10.3.4 合并所有者权益变动表.....	327
9.6 商业银行财务综合分析.....	291	10.4 合并财务报表分析.....	330
本章小结.....	295	10.4.1 合并资产负债表分析.....	330
思考与练习.....	296	10.4.2 合并利润表分析.....	332
		10.4.3 合并现金流量表分析.....	332
第十章 企业合并财务报表分析.....	302	本章小结.....	332
10.1 企业合并概述.....	302	思考与练习.....	333
10.1.1 企业合并的动因.....	303	参考文献.....	336
10.1.2 企业合并的界定.....	304		

第一章 财务报表分析的理论基础



学习目标

- (1) 掌握财务报表分析的基础理论;
- (2) 理解不同公司理论视角下对于财务报表分析的解释和涵义;
- (3) 熟悉财务报表分析理论工具的逻辑起点和目的。



案例导读

被称为“现代证券分析之父”的本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham, 1894—1976)是华尔街的传奇人物,他的财务分析学说和思想在投资领域产生了极为巨大的震动,影响了几乎三代重要的投资者。他的投资哲学——基本分析法和“风险缓冲带”为沃伦·巴菲特、马里奥·加贝利、约翰·奈夫、米歇尔·普赖斯等一大批证券投资专家所推崇。沃伦·巴菲特作为格雷厄姆的学生兼雇员对格雷厄姆更是佩服得五体投地,他说:“格雷厄姆的思想,从现在起直到100年后,将会永远成为理性投资的基石。”

年轻的格雷厄姆刚在华尔街工作时,已经开始明确地表述出他对价值投资理论的观点。当时,人们习惯以道氏理论和道·琼斯指数来分析股市行情,而对单一股票、证券的分析尚停留在较为原始、粗糙的阶段,而且普通投资者在投资时通常倾向于债券投资方式,对于股票投资,投资者普遍认为过于投机,风险太大,难以把握。投资者之所以做出如此选择,一方面是因为债券有稳定的收益,并且安全系数明显高于股票;另一方面主要是因为一般公司仅公布笼统的财务报表,这使投资者难以了解其真实的财务状况。格雷厄姆通过那些上市的股票、债券公司的财务报表,以及对那些公司资产的调查研究发现,上市公司为了隐瞒利润或在债券清理时逃脱责任,常常千方百计地隐瞒公司资产,公司财务报表所披露的是低估的资产,而这一做法造成的直接后果就是反映到股市上的股票价格往往大大低于其实际价值。于是,格雷厄姆把公司和产业报告看作寻找财富的藏宝图,通过研究和分析报告以寻求公司的内在价值。1926年,在研究了北方管道公司的年报后,格雷厄姆发现该公司握有每股约值95美元的国债。格雷厄姆认为,没有任何商业上的理由支持该公司继续持有这些国债。由于竞争加剧和收益下降,北方管道公司的股票不再被大家所看好。该公司的股价已下跌至65美元/股,有6美元的分红。格雷厄姆决定买进。之后,他会见了北方管道公司的管理者,指出公司不需要这些国债,而且他们支配的这些资金实际上是属于股东的。最后,在他的不懈努力下,北方管道公司卖掉了国债,并分给股东们70美元/股的红利,格雷厄姆后来卖掉了这只股票,盈利可观。

格雷厄姆在实践中逐步确立了价值投资理念,在他看来,投机并不是一项好的投资,因为投机是建立在消息基础上的,其风险非常高。当股价已升至高档的上端时,很难说哪一只股票没有下跌的风险,即便是绩优股也不例外。所以,从严格意义上来讲,基于事实本身的投资和基于消息的投机,两者所蕴含的风险是截然不同的。如果一家公司真的营运良好,则其股票所含的投资风险便小,其未来的获利能力一定比较高。那么,如何判断一家公司的营运情况和未来发展,如何预测公司未来盈余和股票内在价值呢?财务分析便是在寻求答案的过程中不可或缺的工具,也是以格雷厄姆为领军人物的秉承价值投资理念的投资者进行投资决策的制胜法宝。可以说,谁能运用财务分析获取更有效率的信息,谁就占有了信息优势。

可以如此理解,财务分析作为价值投资的第一步尤为关键,通过了解企业的获利、偿债等各方面的实力,从而进一步预测投资后的收益水平和风险程度,以做出正确的投资决策。目前,随着会计理论与实务的发展,会计报表等财务会计信息披露的内容与方法日趋复杂,财务分析会计职业的专业化程度越来越高,会计报表所提供的信息的阅读与理解也越来越需要专业化知识,财务分析的必要性也就越来越迫切。

1.1 公司价值与财务报表分析

财务报表分析的逻辑起点就是认为公司的内涵价值是客观存在的,因此,财务理论试图从理论的角度寻求一定的分析方法,以确保能够解读出公司的内涵价值。

1.1.1 财务分析的前提:应计制会计报表

现行财务报表体系(现金流量表除外)的一个重要特征在于它们是以应计制(而非现金制)为基础来编制的。财务学理论认为,投资者对财务报表有定期的需求,而现金制会计无法合理报告某一特定期间经济业务所带来的所有经济后果,因此仅仅报告现金流量是不够的,只有应计制会计才能提供有关公司经营业绩的更为全面的信息。但是,应计程序是模糊和难以定义的,财务报表中的许多主要事项均存在多种可选的应计方法,如存货计价的先进先出法和后进先出法、资产折旧的直线法和加速法等。

应计制会计的使用是导致公司财务报告出现许多复杂情况的根源。因为应计制的模糊性导致其在实际运用时具有较强的主观性,需要依靠大量的假设。特别是随着时代的发展,公司的组织结构日益复杂,关联方交易极为频繁,各种融资、投资方式不断被创新,这些直接加大了应计制会计的难度,使得应计制下的财务报表成为难以被投资者(他们当中绝大部分缺乏会计基础知识)所理解的“天书”。更为重要的是,由于公司管理层对实际经营情况了如指掌,具有相对的信息优势,因此,他们往往受托对应计制财务报表的编制做出估计和假设。这进一步增加了财务报表中的“噪音”,因为会计估计和判断中或多或少包含了公司管理层的私人动机。

基于上述原因,应计制财务报表对于普通投资者而言缺乏可理解性,这将严重影响财

务报表在证券市场上的信息传递作用,投资者面对日趋复杂的财务报表等相关信息的披露,往往感到无所适从、望而生畏。报表分析无疑犹如“解码器”,它能将财务报表中的复杂信号分解为投资者所能理解的简单信号。由此可见,在信息不对称的市场中,我们不仅需要完整的信息生产、传递系统,还需要相配套的信息解释系统。

应计制财务报表的复杂性为报表分析提供了两方面契机:

首先,我们可以利用财务报表分析排除技术性错误。如前所述,经济业务的复杂性使得应计会计需要大量的估计和预测,公司管理层虽然拥有相对的信息优势,但仍是“有限理性”,无法做出完全准确的判断。即使公司管理层在做出决策时是“最佳”判断,公司环境的变化和整体经济形势的发展也可能导致偏差。财务报表分析者虽然不具备信息优势,但专业优势有助其在排除这些技术性错误时发挥作用。

其次,我们可以利用财务报表分析纠正经理人员的会计政策选择。如前所述,公司管理层在进行会计政策的选择过程中,也会使会计数据产生噪音和偏误。因为他们有各种动机通过实施其会计斟酌处理权达到一定的目标,从而对公司财务报告产生系统性的影响。财务报表分析者客观公正的态度有助于他们纠正经理人员所做出的不当会计政策选择。

应计制财务报表的复杂性与易错性为财务报表分析提供了重要的机遇,也带来了挑战。尽管应计制会计信息系统比现金收付制会计包含了更多的信息含量,但这些信息极其复杂且充满杂音,只有通过有效的报表分析行为才能够“拨云见日”,才能正确解读出财务报表中的信息内涵。换言之,应计制财务报表就像一座“信息富矿”,但这座信息富矿深藏于迷宫之中,要想发掘这座信息富矿,就必须掌握财务报表分析这把“金钥匙”。

1.1.2 财务报告的制度框架——财务报表分析的信息基础

财务报表是外界投资者获取公司信息的重要来源,因此,公司管理层可能会通过选择会计程序来影响财务报表数据,从而误导市场,影响股价,导致市场无法区分高效率和低效率的公司,影响了资源的合理配置。因此,有必要对公司管理层的会计选择进行严格限制,甚至要求所有的公司采用同样的会计程序。这便为制定约束财务报表信息的制度框架提供了理论基础。为了更为有效地进行财务报表分析,必须深入了解这一制度框架。

1. 财务报告概念框架

财务理论认为,应当根据一套既定的概念、原则和目标来推导出正确的会计方法。因此,财务报告概念框架可以说是“准则的准则”。对于财务报表分析而言,概念框架是理解财务报表信息的重要基础。

目前大多数国家的概念框架都将财务报告的首要目标定位于:为现有和潜在的投资者、债权人以及其他使用者提供其做出理性投资、信贷和相似决策所需要的有用信息,并指出上述“有用信息”是指为现有和潜在的投资者、债权人以及其他使用者,提供有助于他们评估从股利或利息中获取预期现金收入的金额、时间分布和不确定性(风险)的信息。显然,这样的信息是带有“预测”性的。但问题的关键在于以历史成本为基础的财务报表在预测未来收益时是否有用?如何在公司过去业绩和未来前景之间建立某种联系?对于此问题概念框架给出了这样的解答:虽然投资和信贷决策反映了投资者和债权人对公司未来业绩的预期,但这些预期一般建立在评价公司过去业绩的基础上。因此,报表使用者可

通过分析当期财务报表来修正对公司未来盈利状态的预期。由此可见,经典研究学派坚持了这样一种观点:维持以过去为导向的、以历史成本为基础的财务报表信息对前瞻性的投资者是有用的,财务报表信息能够帮助投资者评估未来收益。或许可以用这样一句话作为概括:缺乏对过去的认知,预测的基础就不存在;缺乏对未来的关注,过去的认知就是僵死的。

概念框架还进一步探讨了如何使财务报表信息尽可能地帮助投资者预测未来收益,答案在于相关性和可靠性。理想环境下的相关性是直接的相关性,即直接告诉投资者未来的回报;非理想环境下,相关性的概念有所扩大,只要有助于投资者对未来回报预期的判断,即是相关。也就是说,相关的会计信息是指:通过帮助使用者预测过去、现在和未来事件的结果,或坚持或更正先前的预期并在决策中起作用的信息。信息对决策的影响是通过提高决策者预测能力,或提供对先前预期的反馈来实现的。通常,信息同时作用于二者,因为关于行为结果的知识往往能提高决策者预测相似未来行为的能力。可靠的信息是指真实、可验证和中性的信息。对可靠性的强调,是支持历史成本计量基础的重要理论依据。

总而言之,财务会计概念框架所采用的“决策有用观”使财务报表具备了价值相关性,这便为财务报表分析系统提供了有效的信息输入,并使利用财务报表分析帮助使用者提高决策能力成为可能。但是,在现实会计环境下,财务报表的决策有用性并不在于直接预测公司的未来收益,而是致力于提供相关和可靠的信息,从而帮助投资者形成自己的预期。因此其相关性是“间接相关”,而且由于固有局限,现行财务报表信息也非完全可靠,在这种情况下,如何利用存在一定误差的财务报表信息对未来进行合理预测,这就需要财务报表分析来起到“桥梁”的作用,以使投资者能够在公司过去业绩和未来前景之间建立起恰当的联系。可见,现行的财务报表信息“非完全可靠,非完全相关”的特点,决定了我们必须进行财务报表分析,而且能够通过恰当的财务报表分析帮助使用者提高决策能力。

2. 会计准则

为了限制公司管理层对财务报表的操纵,各个国家都制定了相应的会计准则来对资产如何计量、负债何时记录、收入何时确认、费用何时应计等重要会计问题进行约束。会计准则带来的“硬约束”,无疑增加了财务报表的可靠性和可比性,但是,会计准则也无法确保会计信息完全真实可靠,主要原因在于:

(1) 会计准则无法完全排除公司管理层的会计选择。会计准则日益增加的统一性和限制性是以牺牲公司管理层在报表中反映真实业绩的灵活性为代价的。对于会计处理并不取决于经理私有信息经济业务而言,严密的会计准则或许能够发挥最佳作用。但是现实中的对大量业务的经济评价往往涉及许多判断,这使得赋予公司管理层一定的会计选择权极具潜在价值,因为这种权利可以使得公司管理层在对外报表中披露内部信息,增加财务报表的相关性。此外,如果会计准则过于“刚性”,可能会诱使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。因此,现实中的制度安排是准则制定机构享有一般准则制定权,而公司管理层享有剩余准则制定权,即会计政策选择权。

(2) 会计准则通常只规定了最低的披露要求,并不限制经理自愿提供额外披露。公司管理层可以通过致股东信、管理层讨论与分析、报表附注等形式披露信息,而这些信息的披露也是影响财务报表质量的重要因素。

(3) 会计准则本身可能歪曲信息。财务报表具有许多潜在的经济后果,影响到财富在不同利益集团间的分配。各利益集团很难就何为“最佳”准则达成共识,因此,会计准则的制定很难完全按照概念框架来推导,它必然涉及各利益集团之间的平衡与协调关系。关于“最佳”会计准则的争论不仅强调传统的“技术”问题,例如何种方法才能促使收入和费用的最佳配比,而且也会涉及经济后果问题。正如泽夫(1978)所言,会计准则在许多情况下只是“微妙的平衡”,这种准则制约下的财务报表,必然包含着许多政治问题,并呈现出各种偏好,甚至是以牺牲报表信息的准确性为代价的。而且一些会计原则本身也可能导致报表信息失实,比如出于稳健性原则的考虑,会计准则往往要求研发费用计入当期损益,但对于许多高科技公司而言,巨额的研发费用对于提升公司价值极有帮助,将其费用化将会导致公司价值被低估。

由此可见,会计准则并非万能,希望利用会计准则的约束来达到财务报表信息的完全可靠相关是不可能的,会计准则体系制约下的财务报表中仍然存在诸多陷阱和不足,恰当的报表分析不应将原始报表数据视为“想当然”的信息输入,仍然需要通过一定的会计分析过程对其进行必要的调整。

3. 外部审计

外部审计的制度安排就是通过聘请独立的第三方(注册会计师)评价公司管理层编制的财务报表是否符合会计准则的要求、是否在所有重大方面公允地反映公司的财务状况、经营成果和现金流量,这就进一步限制了公司管理层歪曲财务报表的可能性,并且提高了财务报表的信息质量和可信程度。尽管外部审计的有效性有时会受到质疑,但注册会计师出具的审计报告通常被视为一种重要的财务报表派生信息。有效的财务报表分析要求在分析之前研读审计报告,对财务报表的可信程度形成初步印象。此外,“不干净”意见(如保留意见、无法表示意见和否定意见)的审计报告往往指出了财务报表中的“高危区域”,这有助于财务报表分析者确定相应的分析重点。

4. 法律责任

虽然提供前瞻性预测信息无疑有助于投资者的决策,但这样的信息披露的准确程度较低,且受到法律诉讼的威胁,从而降低了公司管理层披露前瞻性信息的积极性,影响了财务报表的信息含量。这意味着财务报表并非“万能数据库”,公司管理层也有许多难以在报表中披露的“难言之隐”,因此,应当注重对其他信息源的发掘。

1.1.3 会计收益的模糊性与收益质量分析

1. 会计收益与经济收益

收益概念一直是经济学界重要的关注对象。亚当·斯密(1890)将收益定义为财富的增加(Increase in Wealth)。林德尔(Lindahl)(1919)把收益概念理解为利息,即资本商品随着时间不断增值。费舍(Fisher)(1936)把收益定义为对应不同状态的一系列事件:精神收益享受、实际收益享受和货币收益享受。希克思(J.R.Hicks)(1946)利用林德尔和费舍引入的概念,发展了经济收益的一般理论,即收益是一个人在某一时期可供消费的数额,并且使他在期末的状况保持与期初一样好。希克思收益概念获得了相当广泛的认可,并对会计收益理论产

生了很大的影响。经济收益力图计量公司的实际收益而非名义收益,因此又被称为“真实收益”。

众多研究表明,会计收益是投资者最为关心的财务报表数据,因此,对会计收益的讨论也是经典研究文献中的热门问题。但是,在现实环境下,会计收益是不能被精确解释的经济术语。会计收益的确认和计量包括了对公司交易和事件的估计,因此,会计收益并非一成不变的确定金额,而是取决于所应用的假设和会计政策。会计收益一般指投入价值与产出价值之比,或者是产出大于投入的差额,即如果投入一笔资本,则超过资本额的报酬就是收益。根据传统的观点,会计收益一般被具体化为期间交易的已实现收入和相应费用之间的差额。可见,会计收益与经济收益存在明显的差异。经济收益根据期末期初净资本的差额确定,是基于实物资本保全观,所体现的是以现行价值或公允价值为基础的“资产负债观”;会计收益是基于财务资本保全观,强调已实现收入与相关历史成本的配比,所体现的是以历史成本和实现原则为基础的“收入费用观”。由于会计计价原则的局限性,且在会计收益的计算过程中涉及会计人员一系列的主观职业判断,因此会计收益与真实收益之间往往存在偏离,会计收益也被称为“观念收益”。

会计收益就是基于实际发生的交易,具有较高的可信性,一般比较稳健,但会计收益数据也存在下列缺陷:

(1) 由于受历史成本和实现原则的限制,会计收益无法确认在既定期间内持有资产的价值增减(这显然对公司价值有重大影响),从而不利于投资者了解本期的实际收益。

(2) 由于资产成本的计算方法不同,不同公司间的会计收益不便于比较。

(3) 稳健性原则可能导致收益数据的失真或误解,或为人为操纵期间损益提供了貌似合理的借口。

(4) 资产负债表仅仅反映了资产在特定的时间点的摊余成本,而非实际价值。

(5) 过分强调收益决定,将对资产负债表项目的计量造成困难。如难以解释递延税款和其他一些递延项目的分配等。

基于上述缺点,许多学者开始吸收经济学的收益概念来发展会计收益,促使会计收益逐渐趋向经济学收益。他们用资产的增减来定义收益,即收入代表一个会计期间内的资产增加或负债减少,而费用代表资产的减少或负债的增加,而且收益应包含资产的持有利得和损失。比如爱德华兹和贝尔就将资产的价值变动分为已实现和未实现两部分,并重新建立收益及其决定模式。根据这种观点,会计收益和经济收益就可以通过下列式子加以比较:

会计学收益+未实现的有形资产(增减)变动-前期已实现的有形资产(增减)+无形资产的价值变动=经济学收益

事实上,这两种收益概念的主要差别在于经济学收益比传统的会计收益有着更丰富的内涵。除了根据传统会计计量模式得出的已实现经营收益之外,经济学收益还包括在既定期间内未实现的有形资产和无形资产的价值变动。所以财务会计准则委员会(FASB)在1980发表的第3号财务会计概念框架(SFACNO.3)《公司财务报表的要素》中提出了两个不同的收益概念:盈利(Earnings)和全面收益(Comprehensive Income)。根据FASB的解释,盈利就是现行会计实务中的净收益,而全面收益则应包括“在一个期间内来自非业主交易的权益(净资产)的全部变动”,也就是包括已实现和未实现的业主权益(净资产)变动。FASB于1997年6月公布了第130号会计准则(SFAS130)《报告全面收益》,正式要求公司在财务报告中

报告全面收益。这标志着会计收益趋向经济学收益的观点逐渐在财务会计理论界和实务界获得认可。

2. 会计收益质量分析

由上分析可知,虽然会计收益的发展方向是逐渐趋向经济收益,但是,会计信息系统的固有限制决定了会计收益必然包含大量估计和判断,因此最多只能“逼近”经济收益,而无法完全等同于经济收益。由于会计收益很大程度上依赖于相关假设和所选择的会计政策,因此引发了对会计收益质量的探讨。会计收益质量可以理解为会计收益和经济收益的匹配程度,区分会计收益中不同组成部分质量的高低对于报表分析结果有重大影响。一般而言,高质量的会计收益应当具有以下特征:

(1) 收益的真实性。收益的真实性包括两个层次:① 收益的确认必须以实际发生的经济业务为基础并遵循会计准则和会计制度;② 应尽量与经济收益相接近。

(2) 收益的含金量。会计收益是某一期间收入和费用配比的结果,并不直接等同于实际现金净流入与真实财富增加。如果会计收益不能转化为足够的实际现金净流入,再高的会计收益也仅仅是“账面富贵”。

(3) 收益的持续性。目前的会计收益采用“损益满计观”,会计收益既包含经常项目带来的收益,也包括非常项目带来的收益,然而,不同收益构成项目对预计公司未来现金流量有不同的意义和价值。比如由会计政策变更引起的会计盈余变化既不影响公司当期的经营业绩,也不影响公司以后的经营业绩,仅仅是一种“纸上变化”(Paper Change)。显然,持续性会计盈余是公司综合素质和竞争能力的体现,对公司未来收益有较强的预测价值,是高质量会计盈余的重要特征。

(4) 收益的稳定性。收益的稳定性是指公司收益水平变动的基本趋势。如果公司某一期收益水平很高,但各期间波动幅度很大,那么高收益就无法说明公司的经营状况良好。稳定性和持续性是两个不同的概念,收益的持续性取决于收益项目的来源,经常性业务带来的收益具有持续性,而偶发交易和事项带来的收益持续性较低。稳定性则取决于公司的业务结构、商品结构和外部环境等因素。

(5) 收益的安全性。收益与风险对称是经济生活中的普遍规律。公司外部环境不确定程度、成本性态、资本结构、管理水平等不同组合导致公司面临不同的风险水平,从而决定公司未来收益的稳定性。风险是影响公司价值的两个基本因素之一,对会计收益质量进行评价必须充分关注公司所面临的风险大小。

鉴于会计收益质量影响因素的复杂性,我们可以从以下几个方面来分析会计收益质量的高低:

(1) 分析注册会计师出具的审计报告。在对审计报告进行分析时,必须关注与可能的收益质量有直接关系的一些审计报告异常。比如审计报告篇幅异常的长、含有异常的措词、提及重要的不确定性、公布的日期比正常的日期晚或者指出审计人员发生变化等。这些有可能意味着对于以何种方式反映一些交易,公司管理层和注册会计师的意见不一致。这些不一致通常与那些最终结果具有高度不确定性的交易有关。此外,还必须关注公司更换注册会计师的情况,公司更换注册会计师很有可能与公司管理层降低收益质量的企图有关,因为公司管理层可能会解雇那些不予配合的注册会计师。

(2) 分析公司生产经营政策的变化。在收益质量分析中, 需要重视公司生产经营政策的变化。例如, 管理成本中的广告费用总额或其与销售收入之间的相对数的变动应予以警惕, 为了使公司能够达到它的利润目标, 这些费用经常被人调整为; 又如, 应收账款的增长与过去的经验不一致, 为了达到收益目标, 公司可能正在使用信贷措施来创造销售额, 这些销售可能是提供给那些具有较高风险的客户; 再如公司毛利率的下降, 预示着价格竞争可能正在损害公司, 公司成本可能失去了控制, 或者公司的产品组合可能正在发生变化。此外, 在考虑公司经营政策变化对收益质量的影响时, 对于公司过分依赖核心业务以外的收入来源、一次性偶发收入的增加等都需要谨慎分析, 因为它们可能正在侵蚀公司的收益质量。

(3) 分析会计政策变化。会计政策的变化可能是公司经济状况发生变化的一个信号, 或者进行这种变化仅仅是为了创造更高的收益增长率。例如, 无形资产非正常的上升可能表明公司当期收入不足以吸收、消化应当归属于当期的开销花费, 而对费用进行不当的资本化处理; 又如公司当期发生非正常的大量举债, 可能说明公司依靠内部产生的资金已经难以满足目前的资金需要。在进行这类分析时, 对那些曾经有过利用会计政策变更达到收益预期行为的公司应尤为关注。

(4) 分析其他非正常事项。收益质量分析是一项高成本的分析性活动, 把主要精力集中于最有可能发现收益质量下降的情形, 关注那些异常的变动, 可达到事半功倍的效果。需要重点关注的异常事项包括: 公司已经取得巨大的市场份额, 但销售增幅仍然高于行业平均水平; 公司业绩让人难以置信地好, 这可能同公司特定的销售安排或以创造性的存货转移来制造销售假象有关; 公司规模扩展异常迅速, 在规模扩展过快的时候, 公司的内部控制往往难以满足规模扩展的需求, 因此也较难发现会计舞弊行为; 商业性应付款项的展期信用与过去经验不一致, 或者比正常的商业信用期间长; 冲销或转回引起的准备金减少, 这意味着公司可能通过转回准备金来创造利润。

此外, 财务报表分析者还可以通过主营业务比率、营业利润比率、非经常性损益比率、主营业务毛利率、主营业务收入现金比率等财务指标对收益质量进行定量分析。

总之, 会计收益质量分析是一个极其复杂的过程, 也是财务报表分析过程的必要步骤和难点所在, 需要结合公司的整体经营环境, 综合财务报表、报表补充资料、报表注释、管理层分析与讨论以及审计报告等多方面信息加以分析, 并且这个过程具有一定的主观性。因此, 对于何谓高质量收益并没有统一的标准。事实上, 证券市场对不同收益质量的反应也不是一成不变的。充分了解目前证券市场对公司收益质量的整体要求, 有助于对收益质量以及收益质量与获利能力及股票价格关系的深入理解。

1.1.4 财务报表分析——搜寻内涵价值的工具

由于种种局限(如会计收益与经济收益的背离), 财务报表不能完全正确地反映出公司的内涵价值。那么, 上市公司的市场价格是否就是其内涵价值? 对于此问题, 财务理论认为市场价格总是以财务报表“面值”做出反应, 无法看穿财务报表面值之下蕴涵的实质内容, 因此, 市场价格往往与内涵价值相背离。

虽然财务报表不能直接揭示出公司的内涵价值, 但是, 理性的投资者可以利用财务报表分析, 以财务报告为基础, 结合战略分析, 全面了解公司经营环境和经营状况, 预测公

司未来收益,并在此基础上进行时间价值和风险价值贴现,最后评估出股票内涵价值的一个合理的区间。

利用财务报表分析估算公司内涵价值对投资决策、信贷决策、管理决策等都具有重要意义。比如在投资决策中,尽管股价的高低受到诸多主观和客观因素的影响,但归根结底还是要回归于内涵价值。因此理性的投资者可以根据对内涵价值的评估来判断股价是否被高估或低估,进而设计出合理的交易策略。

通过财务报表分析搜寻内涵价值,并以其作为基础的交易行为对证券市场而言是十分重要的。因为证券市场上对于股票价值往往存在许多不同的观点,其中许多观点缺乏系统性的思想和非理性的认识,这往往会对投资者产生极大的误导,甚至造成“投机热”(Speculative Mania)和“非理性热”(Irrational Exuberance),使得股票价格过分脱离其内涵价值,从而影响证券市场的资源配置作用。一个典型的例子就是 1998 年开始的网络股狂热,美国在线(America Online)的股价从 20 美元涨到了 150 美元,市盈率和价格销售比率分别为 649 倍和 46 倍,市价总值是通用汽车公司的 2.5 倍。这是美国在线内涵价值的真实反映吗?只需对财务报表进行分析就可轻易发现,按照美国在线当时的年销售收入(31 亿美元),如果保持 8%的销售收入利润率和 46 倍的价格销售比率,那么 10 年后美国在线的销售收入必须达到 2 910 亿美元,换言之,美国在线 10 年内必须保持年 57%的销售增长率。稍具财务常识的人就可以发现这样的财务报表预测数字明显不切实际,或者说股票价格已经大大超出了其内涵价值。由此例可见利用财务报表分析搜寻内涵价值在防止“投机热”和“非理性热”中的重要作用。伯恩斯坦(Bernstein)和怀尔德(Wild)在 2001 年曾做出以下精辟比喻:它(财务报表分析)提醒人们在依据过去和现在业绩评估未来潜力时注意必要的戒律,它是防止人们陶醉于投机事业的快感中而不断出现判断错误的卫士。

值得注意的是,内涵价值是一个难以把握的概念。格雷厄姆和多德在《证券分析》一书中指出:内涵价值是一种有事实作为依据的价值,这样的事实包括资产、收益、股息、明确的前景等等,它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。威廉姆斯在其投资价值理论中指出:任何股票的价值取决于在资产的整个剩余期间所能产生的、以适当的利率贴现的现金流。虽然内涵价值没有明确的定义,但总体而言,内涵价值是与公司的未来紧密相连的,所以“买股票就是买未来”。

内涵价值的模糊性并不影响其作为财务报表分析的主要目标,因为财务报表分析的目的并不是要确定某一证券的内涵价值的“精确值”是多少,而是想以此作为一个“标杆”(Benchmark)判断出市场价格相对于内涵价值是高估还是低估。出于这样的目的,一个近似的内涵价值判断就已足够。换言之,利用恰当的财务报表分析过程搜寻出公司内涵价值的合理区间,显然有助于各种决策判断。

1.2 信息不对称与财务报表分析

1.2.1 信息不对称理论的主要观点

哈耶克(2001)指出,资源的任何配置都是特定决策的结果,而人们做出任何决策都是