

金融译丛

*Financial Statement Analysis:
A Practitioner's Guide, 3e*

财务报表分析

(第三版)

马丁·弗里德森 (Martin Fridson) 著
费尔南多·阿尔瓦雷斯 (Fernando Alvarez)

朱丽 译

中国人民大学出版社



金融学译丛

*Financial Statement Analysis:
A Practitioner's Guide, 3e*

财务报表分析

(第三版)

马丁·弗里德森 (Martin Fridson) 著
费尔南多·阿尔瓦雷斯 (Fernando Alvarez)

朱丽 译

中国人民大学出版社

· 北京 ·


WILEY

图书在版编目 (CIP) 数据

财务报表分析: 第3版/弗里德森, 阿尔瓦雷斯著; 朱丽译.

北京: 中国人民大学出版社, 2009

(金融学译丛)

ISBN 978-7-300-11290-9

I. 财…

II. ①弗…②阿…③朱…

III. 会计报表—会计分析

IV. F231.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 174622 号

金融学译丛

财务报表分析 (第三版)

马丁·弗里德森

著

费尔南多·阿尔瓦雷斯

朱丽 译

Caiwu Baobiao Fenxi

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州星河印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2010 年 3 月第 1 版

印 张 18.5 插页 1

印 次 2010 年 3 月第 1 次印刷

字 数 397 000

定 价 35.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



出版说明

作为世界经济的重要组成部分，金融在经济发展中扮演着越来越重要的角色。为了加速中国金融市场与国际金融市场的顺利接轨，帮助中国金融界相关人士更好、更快地了解西方金融学的最新动态，寻求建立并完善中国金融体系的新思路，促进具有中国特色的现代金融体系的建立，中国人民大学出版社精心策划了这套“金融学译丛”，该套译丛旨在把西方，尤其是美国等金融体系相对完善的国家最权威、最具代表性的金融学著作，被实践证明最有效的金融理论和实用操作方法介绍给中国的广大读者。

该套丛书主要包括以下三个方面：

(1) 理论方法。重在介绍金融学的基础知识和基本理论，帮助读者更好地认识和了解金融业，奠定从事深层次学习、研究等的基础。

(2) 实务案例。突出金融理论在实践中的应用，重在通过实务案例以及案例讲解等，帮助广大读者将金融学理论的学习与金融学方法的应用结合起来，更加全面地掌握现代金融知识，学会在实际决策中应用具体理论，培养宏观政策分析和进行实务操作的能力。

(3) 学术前沿。重在反映金融学科的最新发展方向，便于广大金融领域的研究人员在系统掌握金融学基础理论的同时，了解金融学科的学术前沿问题和发展现状，帮助中国金融学界更好地认清世界金融的发展趋势和发展前景。

我们衷心地希望这套译丛的推出能够如我们所愿，为中国的金融体系建设和改革贡献出一份力量。

中国人民大学出版社



对本书的赞誉

在掌握公认会计原则的坚实基础之上，我们必须穿过经审计会计数字所带来的迷雾，获得企业真实的财务健康状况。显然，弗里德森和阿尔瓦雷斯向我们展示了怎样做到它。本书我最为喜欢之处在于作者运用了实际生活中的失败案例，而这些案例都可以利用书中所介绍的方法以及保持合理的怀疑来预见。其分析财务报表的方法应该予以推崇。

——罗格斯商学院财经系主任，教授伊凡·布里克

有经验的投资者及新手都应该阅读这本书。弗里德森和阿尔瓦雷斯以非常可读的方式表明，认真的分析可以带来价值。最后，此书不仅包括了基础知识，还包括所有的细节以及管理层不希望你知道的所有一切。

——Neuberger Berman 公司投资组合经理，
注册金融分析师罗伯特·S·富兰克林

阅读它，消化它，并经常回顾。弗里德森和阿尔瓦雷斯以许多案例贯穿财务报表分析，其揭示了隐藏的事实，帮助我们评价证券的真实价值。

——Brown Brothers Harriman 公司高收益投资主管 Ron Habakus

弗里德森和阿尔瓦雷斯清晰地展示了为什么成功的财务分析师都会保持合理的怀疑。本书行文流畅、见解独到，包含了大量的实际案例，AIG（美国国际集团）所有的高收益债券分析师都应该阅读它。

——AIG 全球投资咨询高收益债券董事兼总经理戈登·马西

弗里德森和阿尔瓦雷斯给财务分析师、会计人员、投资者、审计师以及所有其他财经专业人士提供了学习的素材。其成功地以大量实际案例说明了财务报表分析的运用。显然，此书是必读的。

——安特卫普大学教授和德勤风险管理董事 Marc J. K. De Ceuster

弗里德森和阿尔瓦雷斯以实际的、可理解的方式表达了财务的概念。其选择的场景及娴熟的举例方式，展示了所有微妙的关系。他们利用数据表的形式，使读者容易接受，也能迅速适应新场景。若想快速提高财务能力，请购买此书，让弗里德森和阿尔瓦雷斯教给你财务建模的知识吧。

——巴布森学院史蒂芬·D·卡特勒投资管理中心主任约翰·埃德蒙

前 言

同前版一样,《财务报表分析(第三版)》希望能帮助读者应对当今商业社会的现实挑战。本书的目的是使具备基础会计技能的读者了解将书面知识应用于信贷和证券投资等现实情况时的复杂性。正如快速变迁的环境要求在第二版中作广泛的修改和补充一样,财务报表使用者新的担心和挑战伴随着21世纪应运而生。

首先,公司已经逐渐将管理层薪酬计划转变为根据“提升股东价值”来确定高管薪酬。该观点存在着一个缺陷。在此方案下,CEO面临着提升公司股价的较大压力,其不能再采取股票市场能察觉的财务报告伎俩来提高报告盈利,从而增加分红。因此,CEO必须设计更为隐蔽的方法来欺骗投资者,使投资者相信报告盈利是真实的。对此,我们对收入确认相关的技巧进行了调研。

此外,财务分析师还必须注意将股票市场流入确认为收入的做法。根据会计学理论,这种转换无异于炼金术。公司是通过销售商品或服务来赚取收入,而不是通过向公众出售股票。

但是,在20世纪90年代网络股泡沫时期,精明的经营者找到了避开该限制的方法。公司通过IPO获得资金,然后公司之间购买广告服务,并将资金循环确认为收入。对于该收入确认流程来说,客户是多余的。还有一种做法是,经销商卖出股票,将获得的资金借给特许经销代理人,然后立即以代理费的形式收回资金。通过该循环,融资获得的资金便变成了收入。

当读者从公司财务的角度来理解会计原理时,这些收入的虚假性便显而易见了。我们通过本书来实现二者的融合,并对经济学和商业管理也有所涉猎。此外,我们希望分析师能考虑财务报告的环境。公司压力会使得财务报表分析以及审计师对会计原则的解读与理论出现偏离。财务报表的发布者还能对财务原则的建立施加重要的影响,政客有时候会为其游说。

最后,本书还特别关注财务报表分析中的成功案例。只要能获得必要的资料,我们不仅说明了怎样通过基本分析技术来预测企业失败,还说明了分

析师应该如何提前察觉问题。我们希望通过这些案例能激发分析师进行真实的、目标导向的分析，而不是简单地计算标准的财务比率。并且，通过案例应使得分析师在发现问题时更加坚持自己的观点，而不要听信管理层的狡辩。（我们的财务报表是与 GAAP 相符的，并且已经通过世界上最大的会计师事务所之一的审计。我们不能允许一群贪婪的卖空者来破坏我们优秀的员工所创造的价值。）通常，随着管理层主张的升级，形势会出现恶化，对激进会计操作的指控会转变为对虚假财务报告的揭示。

从阅读本书的计划来看，读者不要强迫自己按照本书的顺序来掌握。为了帮助大家能立即开始中间部分的阅读，第三版增加了章节之间的联系，并且提供了更为庞大的词汇表。词汇表中给出定义的词在文中都以粗体出现。虽然跳读对于许多分析师来说可能是最有效率的一种方式，但是，本书的次序反映了一种合乎逻辑的思维。

第一部分读懂财务报表，我们说明财务报表不是简单地反映公司真实的财务业绩，并解释了原因。本部分探究了发行公司及其经理人员的复杂动机，并且研究了由组织环境所带来的信息失真。

第二部分基本的财务报表，对资产负债表、损益表和现金流量表中的信息进行了认真研究。细看之下，类似价值和收益等概念都变得更为模糊了。即使是现金流量也可能受到相关战略影响，以操纵投资者和债权人的想法。

第三部分对利润的进一步研究，我们开始讨论资本主义系统的血液。我们主要关注夸大或虚构盈利的各种方法。至此，对财务报表进行合理、系统的分析，读者应该保持应有的怀疑。

应用是第四部分预测与证券分析的主题。信用评价和所有者权益估值都更侧重于向前看，而不是追溯过去。本部分介绍了提高预测准确性的方法，并且对专业证券分析师的实际预测进行了仔细研究。我们用批判的眼光来看标准财务比率和估值模型。

虽然金融市场将持续发展，但是特定现象却一再翻新出现。从这点上来说，公司将不断创新方法来歪曲其业绩。通过认真学习，分析师有可能对这些方法在未来可能的变形进行预测。

马丁·弗里德森
费尔南多·阿尔瓦雷斯

第一部分 读懂财务报表

第 1 章 财务报告的逆向选择性	3
1.1 财务报告的目的	4
1.2 推理中存在的缺陷	7
1.3 “大洗澡”	10
1.4 最大化增长预期	11
1.5 掩饰或有事项	15
1.6 保持怀疑态度的重要性	16
1.7 小结	19

第二部分 基本的财务报表

第 2 章 资产负债表	23
2.1 价值计量	24
2.2 可比性	25
2.3 价值的“瞬时”消失	26
2.4 商誉	27
2.5 旧经济模式下的价值损失	30
2.6 难以捉摸的真实权益	31
2.7 基于市场价值权益的利弊	33
2.8 未披露风险	35

2.9 共同尺度资产负债表	36
2.10 小结	38
第3章 损益表	39
3.1 让数字说话	39
3.2 这些数据有多真实	44
3.3 小结	70
第4章 现金流量表	72
4.1 现金流量表和杠杆收购	74
4.2 分析应用	78
4.3 现金流量和公司生命周期	79
4.4 财务弹性的概念	87
4.5 捍卫财务弹性	89
4.6 小结	91

第三部分 对利润的进一步研究

第5章 什么是利润?	95
5.1 真实利润与会计利润	95
5.2 什么是收入?	96
5.3 成本包括什么?	97
5.4 对观点的扩展	99
5.5 小结	100
第6章 收入的确认	101
6.1 Informix 困境的开始	101
6.2 识别信号	105
6.3 在分期付款的销售中误入歧途	110
6.4 确认会员费	111
6.5 其他不严谨的收入确认技巧	114
6.6 小结	125
第7章 费用的确认	126
7.1 美国在线公司寻找可自由利用的空间	126
7.2 IBM 公司革新性的费用降低方法	129
7.3 简单的分析揭穿了精心策划的骗局	130
7.4 牛津公司的计划误入歧途	132
7.5 小结	135
第8章 EBITDA 的应用和局限性	136
8.1 EBIT, EBITDA 和企业总价值	137
8.2 EBITDA 在信用分析中的作用	140

8.3	误用 EBITDA	143
8.4	一种更加全面的现金流量计算方法	145
8.5	营运资本给现金流量分析增加了新的视角	147
8.6	小结	149
第 9 章	审计和披露的可靠性	150
9.1	巧妙地处理	151
9.2	披露义务	154
9.3	铁腕艾尔	155
9.4	审计障碍	158
9.5	小结	159
第 10 章	并购会计	160
10.1	权益结合法	161
10.2	使并购后报告收益最大化	164
10.3	并购日	164
10.4	小结	166
第 11 章	养老金收益	167
11.1	证券交易委员会的相关要求	171
11.2	小结	172

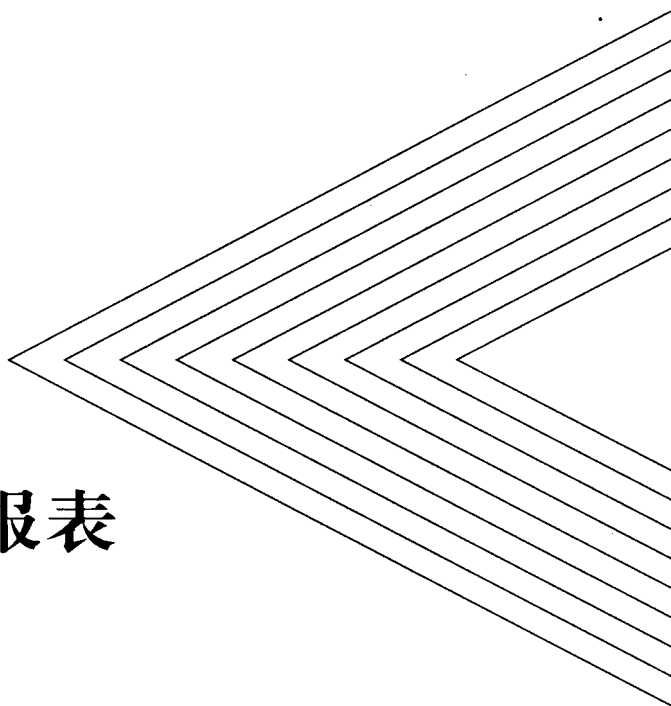
第四部分 预测与证券分析

第 12 章	预计财务报表	175
12.1	一年期预测	175
12.2	预计财务报表的敏感性分析	185
12.3	实践中如何准确地预测?	190
12.4	预测财务弹性	192
12.5	预估财务报表	193
12.6	多年期预测	201
12.7	小结	219
第 13 章	信用分析	220
13.1	资产负债表比率	221
13.2	损益表比率	230
13.3	现金流量表比率	233
13.4	组合比率	234
13.5	信用风险	239
13.6	小结	251
第 14 章	所有者权益分析	252
14.1	股利折现模型	252

14.2	市盈率	256
14.3	市盈率倍数不同的原因	258
14.4	杜邦公式	264
14.5	通过可能的重组进行估值	266
14.6	小结	270
	参考文献	271
	词汇表	273

第一部分

读懂财务报表



财务报告的逆向选择性

3 **财**务报表分析是进行投资管理、公司财务、商业贷款和授信等工作的一项基本技能。对于从事这些活动或者为个人投资目的而进行财务数据分析的人来说，有两种不同的财务报表分析方法。

第一种是遵循固有的程序，根据所给定的定义计算标准的财务比率，然后填列。分析人员也可能比上述简单的计算、填列多付出一点努力和思考以满足财务分析领域的诸多需求。但是，这种纯粹机械的方式，基本上不能体现专业的挑战性，而生搬硬套所有这些所谓“合适的”分析过程也不可能得出有用的结论。但一些人却认为这些问题都只是微不足道的缺陷而已。

本书针对的是采取第二种方法的分析人员。第二种方法是一种不断揭示被分析企业真实财务状况的方法，也是更受推崇的一种分析方法。由于财务报表隐藏的信息总是多过其披露的信息，因此，这种刨根问底是非常重要的。对于采用这种更为主动的分析方法的人来说，生成标准的电子表格只是一种手段而不是目的。表格中的数据不能直接支持投资决策，否则会给出不合时机的投资建议，投资者也是不会满意的。真正有价值的分析只有在所有常见问题得到解答后才会出现。实际上，高级分析师甚至还会提问一些非常规问题来增加其分析的价值。

4 我们有必要从一种将所有公司都置于标准的、客观的框架中进行分析的分析结构中跳出来。可能有些读者还不能马上认同这种必要性。笔者认为，当合理的分析取决于一系列的相关因素而不是标准财务比率之间的对比时，我们需要完全抛弃原有的分析结构，这种观念会让人退却。毕竟，可比性（comparability）是公认会计原则（generally accepted accounting principles，公认会计原则）的一个基础。由此，根据公认会计原则编制的财务报表也必

然会揭示出公允、有用的信息。

另外，给财务分析提供便利，从表面上看，编制财务报表的公司也会自然获益。为向外界传递其财务业绩方面的信息，公司花费了大量的成本。它们雇用投资关系经理（investor-relations manager），通过中报和公告与现有股东和潜在股东进行沟通，派高管与证券分析师会谈。既然公司如此希望股东获悉其经营成果方面的信息，它们就应该让分析人员能比较方便地对公司业绩的发展情况进行监控。由此，公司会以一种透明的、直接的方式来报告经营状况。

1.1 财务报告的目的

如果分析人员相信根据公认会计原则编制的的数据具有内在可靠性，且公司管理层具备良好的诚信，那么他们就误解了财务报告的本质。然而，这种概念上的错误并不表明分析人员在智力上的缺陷，他们只是照搬了会计课本上对财务报告目的所作的理想的而并不相关的阐述。即使是霍华德·施利特（Howard Schilit）（见后文关于 MicroStrategy 公司的讨论）这样一个财务报告批评家，也给出了一个较高的论断：

财务报告的主要目标是发布准确反映企业盈利能力和财务状况的财务报表。^①

上述定义没有指出“准确反映”是谁的主要目标。对于本章第一段中所列举的财务报表使用者来说，施利特的话很中听，但他们也不是进行财务报告的人。财务报告的主体是一般以公司（corporation）形式组织的营利性企业。^②

5 公司是为股东的利益而存在的。公司的目标不是为了报告它的财务状况，而是为了最大化股东价值（maximizing shareholders' wealth）。如果公司通过“发布准确反映其盈利能力和财务状况的财务报表”能实现该目标，那么原则上管理层应该这样做。然而，多数情况下，以透明、直接的方式报告财务成果只是达到目的的一种手段。

管理层可能会认为降低公司的资本成本（cost of capital）是实现股东财富最大化目标的一种更为直接的方法。简单地说，公司的借款利率越低或者

^① Howard M. Schilit *Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports*. New York: McGraw Hill, 1993. p. 153.

^② 虽然本书集中讨论的是营利性企业，但是非营利性企业和政府组织也编制财务报表。而且，千万不要认为它们就一定不会发生财务欺诈。因为，一方面，和营利性组织一样，非营利性组织也要筹集资金。当需要借入资金或者要向提供资助的机构证明其财务能力时，它们就具有粉饰财务报表的动机。而另一方面，非营利性组织有时候会尽量使自己看上去比实际情况要糟糕，以此来感动资助者提供资金。有时行政单位也会进行虚假的财务报告，来避免不利财政政策可能带来的政治效应。纯粹的利益驱动会导致歪曲的财务报告，这一点对于反资本主义的理想家来说是不能主张的。

向新投资人发行股票的价格越高，股东价值越大。从这个角度来说，最好的财务报表不是完整、公允地反映公司状况的报表，而是能带来最高信用评级（见第 13 章）和市盈率（见第 14 章）的报表。即使这样的报表不能准确地反映公司的财务状况，但出于对股东的受托责任，管理层也必须这样披露，而不管会计教材中是如何规范的。在这种情况下，最好的可能结果是公司将获得一个比实际水平更低的资本成本。从财务报表披露方的角度来说，这个明显不合理的论断可以概括如下：

财务报告的目的就是为了获得便宜的资金。

细心的读者马上会提出两点质疑。首先，通过不真实的财务披露来获取低于正常利率的资金，这本身就是一种欺诈行为。其次，一些人认为，从长期来看，对于企业来说，误导财务报表的使用者，并不是一种可持续发展的战略。在高估的历史数据的基础上来预测企业未来的盈利情况，投资者会发现结果往往不能达到预期水平。此后，他们便会通过预测一个较低的收益来调整这种高估所产生的偏差。结果是股票估价可能会低于企业进行真实报告时的水平。认识到这样做会事与愿违时，企业应该理智地制止高估财务业绩的行为。据此推理，财务报表的使用者是可以相信账面数值的，因为企业出于自身利益的考虑也会诚实地报告其经营成果。

而事实上财务报表并不总是真实地反映企业的业绩状况，这使得问题更趋复杂。报表的使用者经常会发现企业并没有提供易于理解的、准确的信息，财务数据虽然是按公认会计原则编制的，但是并不可靠。而更为糟糕的是，许多时候它却直接地违反了会计原则。作为分析人员的第二道防线，即使是独立审计人员认定财务报表遵循了公认会计原则，这也不能完全保证财务数据就是可靠的。近年来，大量的案例表明，使用者不能对财务报表过于信赖，否则会被严重误导。

1.1.1 水星公司股价暴跌

1997 年 1 月，据报道，水星公司（Mercury Finance）财务负责人在公司利润从先前报告的 1.207 亿美元调整为 5 670 万美元后即失踪。^① 该二手汽车借贷公司的创始人之一兼首席执行官约翰·布林卡特（John Brincat）认为，导致财务报表重编的会计违规显然是公司的主要会计负责人，即失踪的詹姆斯·A·多伊尔（James A. Doyle）对会计记录进行非法操纵的结果。^② 1 月 28 日，即利润调整的前一天，水星公司股票的收盘价为每股 14.875 美元。而 1 月 31 日开盘即已暴跌至每股 2.125 美元。

随着事件的发展，财务负责人多伊尔的代理律师出面否认关于他的当事人失踪的消息，并且表明“在征询相关法律意见后，他已经决定不再参与水

^① Floyd Norris. Auto Lender's Finance Chief Disappears; Profits Are Cut. *New York Times*, 1997-01-30 (D1, D5).

^② Mercury Finance Company Announces Discovery of Accounting Irregularities. *PR Newswire*, 1997-01-29.