

会计理论与应用 创新研究

主 编◎张立中

副主编◎顾 煜 秦江萍 王春华

KUAIJI LILUN YU YINGYONG
CHUANGXIN YANJIU

中国物资出版社

会计理论与应用创新研究

主 编 张立中

副主编 顾 煜 秦江萍 王春华

中国物资出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

会计理论与应用创新研究/张立中主编. —北京: 中国物资出版社, 2010. 12
ISBN 978 - 7 - 5047 - 3748 - 9

I. ①会… II. ①张… III. ①会计学—研究 IV. ①F230

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 239125 号

策划编辑 秦理曼

责任编辑 秦理曼

责任印制 何崇杭

责任校对 孙会香 杨小静

中国物资出版社出版发行

网址: <http://www.clph.cn>

社址: 北京市西城区月坛北街 25 号

电话: (010) 68589540 邮编: 100834

全国新华书店经销

中国农业出版社印刷厂印刷

开本: 787mm × 1092mm 1/16 印张: 18.75 字数: 445 千字

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978 - 7 - 5047 - 3748 - 9/F · 1443

定价: 38.00 元

(图书出现印装质量问题, 本社负责调换)

前 言

近年来，会计理论及其应用研究变化很大，尤其是2006年新修订的《企业会计准则》的出台，对国内外会计环境产生了巨大的影响，使会计工作面临许多新情况和新问题。为加快研究成果的推广与应用，更好地为社会提供会计服务，北京物资学院会计理论与应用创新研究团队、物流成本与价值管理研究团队依托学校的办学特色和学科优势，借助北京市平台项目，兼顾经济社会发展与会计学科建设的双重需求，持续地进行会计理论与应用的研究。本书是团队成员撰写的学术论文。

本书以现代会计理论和研究方法为指导，系统研究会计理论、方法和技术，探索上市公司的信息披露与内部控制、企业投融资与资本结构等问题，对公司财务风险与业绩评价进行了深入剖析。主要特点是内容丰富，特色鲜明，理论研究系统性较强，对策建议可行、具有操作性，研究成果具有一定的创新性，具有较高的学术价值和应用价值。

由于学识及时间限制，在研究深度和广度上难免存在缺陷，诚请会计界专家、学者和实践工作者指正。我们将在下一步针对相关问题进行深入研究，逐步形成一批特色明显、影响较大的研究成果。相信本书能起到抛砖引玉的作用，把会计理论与应用创新研究引向深入。

本书作者在分析和论证过程中应用和借鉴了国内外许多学者的相关研究成果，这些研究成果对本书的形成起到了极大的支撑作用，在此表示衷心的感谢；同时，感谢北京物资学院会计理论与应用创新研究团队、物流成本与价值管理研究团队、农业流通科研创新团队的全体成员的辛苦努力；感谢北京市教委和北京物资学院工商管理创新研究基地的资助；在本书的撰写和出版过程中，得到了中国物资出版社的大力支持，在此表示衷心的感谢。

张立中
2010年11月

目 录

财务与会计

行为财务理论的应用研究	(3)
杜邦财务分析法的重构	(10)
提高我国管理会计技术应用水平的思考	(18)
企业环境成本管理研究评述	(23)
行为财务理论框架研究	(30)
管理层赢利预测研究评述	(37)
企业并购估值中的实物期权法及其应用	(43)
企业所得税优惠对 IPO 估值影响的实证研究	(49)
Decision Tree Analysis in Supply Chain Risk Warning Model	(57)

业务与技术

房地产开发企业销售收入会计处理问题探讨	(65)
对企业会计准则中资产减值问题的探析	(73)
我国航运类上市公司的破产成本研究	(78)
企业所得税法与所得税会计的差异及调整	(84)
物流上市公司所得税负担问题研究	(92)
EVA 指标与企业价值管理的分析	(99)
平衡计分卡在企业价值评估中的应用	(105)
公允价值会计应用的思考	(113)
会计学专业实验课程标准化质量评价研究	(120)
公允价值对会计信息价值影响的实证研究	(128)



信息披露与内部控制

我国在美上市公司内控信息披露的现状与启示	(137)
我国上市公司内部控制信息披露问题探索	(145)
低碳经济条件下企业环境会计信息披露模式探究	(151)
自愿信息披露研究综述	(158)
对于会计信息失真问题的思考	(164)
关于我国中小企业会计信息化问题的探索	(174)
试论我国上市公司利润操纵	(182)
再论“会计委派制”	(189)
乳制品企业内部控制的问题探讨	(194)

财务风险与业绩评价

企业财务风险的成因及其防范	(203)
企业并购财务风险及其控制	(209)
房地产公司财务风险状况探析	(215)
我国国有企业绩效考核的演进探究	(223)
企业物流绩效的财务评价系统研究	(228)
风险管理与上市公司价值及业绩相关性的实证研究	(233)
基于供应链的业务流程再造风险及对策研究	(242)

投融资与资本结构

浅析公司治理与中小投资者利益保护	(249)
我国上市公司资本结构优化探析	(253)
上市公司所得税负担的区域差异再研究	(259)
美国企业并购浪潮的回顾和思考	(268)
股权融资与投资效率关系研究评述	(277)
物流上市公司股权结构与绩效实证分析	(283)

财务与会计



行为财务理论的应用研究

王 静

摘 要：行为财务理论是近十年来发展起来的财务学核心理论之一，在理论上解决了对传统现代财务学理论的质疑，经验检验完全摆脱了传统有效市场理论先入为主的检验框架，直接对现实世界的定价现状进行分析研究。本文分析了行为财务学理论的重要观点，对行为财务理论的应用研究进行了综述。

关键词：行为金融理论 资产定价 噪声交易 正反馈效应

一、引 言

经济学界认为，现实西方世界的金融市场如美国的债券或股票市场，是对传统现代财务学有效市场定义的完美诠释。有效市场理论的本质是可以在其上建立一种基于当前全部信息的交易系统，其中的资产预期收益或期望回报率大于均衡预期收益或回报率（Fama, 1970）。

1990 年以后，随着新理论和新证据的出现，行为财务学成为财务（金融）学的另一个核心理论。在行为财务学中，经济理论不再从“金融市场是如何有效的”去引导问题的理解和阐释，相反，行为金融学在经验意义上解释了不符合有效市场的反常现象，重新解释价格现象，进行市场预测。但是尽管如此，有效市场理论衍生出的研究体系和现实经济体系至今还在持续着。



二、行为财务学的全新理论

人们不总是完全理性的。从最表层的现象看，投资者在决策投资时，很多情况下都受到不相关信息的影响。Fischer Black (1986) 指出，投资者们的投资是噪声交易 (on noise)，而不是依据消息而行的理性交易。听从高手建议，卖出赢利股票、持有亏损股票，从而增加个人税收负担和交易成本；股票价格走势和一些股价模型引导投资者频繁调整股票的持有种类；购买高价基金等现实，说明信息不足的投资者期望获得的理性战略几乎不可能实现。

追溯传统现代财务基础理论，有三个渐进的假设。第一个假设：投资者是有理性的，因此对资产的定价是理性的。第二个假设：一些投资者在一定程度上是非理性的，由于非理性投资者的交易活动随机发生，因此，非理性交易对市场价格的影响相互抵消。第三个假设：投资者的非理性行为在一定程度上是相同的，在市场上遭遇到理性套利者时，理性套利者的套利行为消除了非理性交易行为对价格的影响。

投资者有理性是指投资者对每一种证券资产的估价是以这些证券的基础价值为依据的，也就是证券带来的未来现金流量进行风险贴现率贴现后的净现值。某种证券的基础价值发生变化的消息一旦被投资者获知，投资者就会对这些消息作出迅速反应，从而使证券价格随消息发生迅速反应，价格调整到新的现金流量贴现后的净现值水平。Samuelson (1965) 和 Mandelbrot (1966) 证明，在一个投资者风险中性的理性的竞争市场中，投资回报率是不可预测的，证券价值和证券价格随机变化。传统现代金融经典理论在量化了风险水平和风险厌恶程度后，就可以描述投资者风险厌恶条件下的有效证券价格。不少资产定价模型非常复杂，用数量金融学的方法描述了投资者行为，资产价格也不再是随机漫步的了。1970 年 Fama 指出，投资者理性的假设的一个必然结论就是，投资者不可能获得更高的风险回报。因此，有效市场假说第一次提出了一个重要论点：理性投资者构成的竞争市场将最终形成市场均衡。

然而，有效市场假说的成立与否，显然没有依赖于投资者是理性的这一假设条件。在很多投资者不是完全理性的情况下，市场依然是有效的。通常认为，市场上非理性投资者的交易是随机发生的，不存在消息追溯。当非理性投资者大量存在时，即使其交易策略不正确，他们对价格的影响也会彼此抵消。非理性交易者之间的资产交易，会大大增加市场交易量，但是市场价格仍然接近证券基础价值。这种观点的依据是非理性投资者彼此无关，他们的投资战略也缺乏相关性。

Milton Friedman (1953) 和 Fama (1965) 通过套利机制构建了上述有效市场，它是传统经济学界最感性的理论之一。套利是指在一个市场上购买一项资产，同时，在另一个不同的市场上出售同种资产或者基本相似的资产，从两个市场不同的价格中获得差价收益的行为 (Sharpe 和 Alexander, 1990)。实际上，如果完全竞争的市场上存在大量的同质股



票，套利行为又迅速、有效，那么股票的价格就不会远离其基础价值，套利者也不可能从自己套利行为中获得超常收益。同理，对于价格被低估的股票来说，为了赢利，套利者购买被低估的股票，同时卖空同质股票对冲风险，进而股票低估的状况被遏制。尽管有时投资者是非理性的，或者投资者的需求具有相关性，但是只要存在大量的同质股票，那么，套利的结果就是股票价格不偏离于股票的基础价值。

总而言之，传统理论认为人们如果是理性的，则市场是有效的。即使一部分人是非理性的，非理性交易者的交易对手也大多或全部都是非理性者，因此，即便没有理性投资者的反转交易，非理性交易对市场价格的影响也非常有限。但是这些反转交易实际上是存在的，总是将资产价格拉回到其基础价值上来。套利者们之间对超额收益的竞争将使价格的回归非常迅速。结果是，非理性交易者偏离资产基础价值的交易，伤害了自己，并导致自己最终退出市场。投资者的有理性假设和市场本身的力量，都保证了金融市场的有效性。

然而，实际上，投资者不理性的经济行为，是个普遍性的系统性偏差。Kahneman 和 Riepe (1998) 对这一事实进行了综述。标准决策模型不能描述人们的实际投资行为，不理性的系统偏离存在于很多基本领域，可以简单地把这些领域分为三类：风险态度、非贝叶斯期望、对问题构架的决策敏感性 (sensitivity of decision making to the framing of problems)。

第一，个人在评价风险行为时不遵循冯诺依曼—摩根斯顿准则。人们往往非常在意某些参考点上的收益与损失，而不看重最终财富。卡恩曼 Kahneman 和特沃斯基 Tversky (1979) 第一次描述并模型化了这一偏好倾向，这就是著名的展望理论 (Prospect Theory)。展望理论解释了不少金融市场的异常现象。卡恩曼认为，投资者由于害怕必须承担可能遭受的损失而产生了风险厌恶。特沃斯基认为，投资者是因为持有了股票而产生风险厌恶，这就是股权溢价之谜 (equity premium puzzle)。

第二，个人行为系统性的违反贝叶斯定律和其他统计学关于不确定结果的大数定律 (Kahneman 和 Tversky, 1973)。人们经常用短期数据和历史数据所涵盖的信息去预测未来的不确定事件。但是往往会忽视这种可能性，即过去事件是偶然事件导致的，而不是模型所描述的规律性事件。例如，一些公司在很短时间内收益增长非常迅速，投资者会据此预测未来收益，因此，这些短期内表现显著的公司的股票就会被高估。从统计学上讲，这与大树再怎么长也长不到天上去是同样的道理。过度反应会随着增长率的不可持续性而降低投资者的未来回报，最终使股票价格调整到合理价值上来。

大量研究都描述了投资者的偏好与信念，这些研究都肯定了投资者行为的心理学特征而非规范的经济学模型。投资者情绪 (investor sentiment) 与贝叶斯理性不同，它把不符合标准模型描述的投资者称作“非专业者”，也称作“噪声交易者” (Kyle, 1985; Black, 1986)。

如果有效市场的理论完全依赖于个体投资者的理性假设，那么心理学证据本身就是针对这一理论的一个极其严重，甚至是致命的问题。Kahneman 和 Tversky 的研究完整解释了这些理论。人们的行为不仅偏离于随机漫步理性，而且偏离的方式也大致相同。非专业投



投资者对证券的需求结构，很大程度上是由他们自己的信念左右，股票的买卖也在他们之间高度相关。投资者之间的交易不是随机发生的，相反，很多人都几乎在相同的时间上要买进或卖出同一种股票。如果噪声交易者交易形成了社会性的交易活动，彼此之间形成一种错误策略，那么就会带来非常严重的后果（Shiller, 1984）。投资者情绪（investor sentiment）反映的是很多投资者的共同错误，这些错误不同于互不相关的随机错误。

个体投资者的投资战略很难做到有理性，专业化的基金管理者也是一种个体，当然也存在个体偏见，他们只是将金融市场上个体投资者和公司注入的大量资金进行了分配。但是他们又是管理他人资金的代理人，这一委托代理关系可能导致代理成本问题，其决策不能实现基金发起人的希望（Lakonishok 等，1992）。专业管理者也会发生羊群效应，喜欢选择其他管理者选用的证券，以免与同行相比落后和难看（Scharfstein 和 Stein, 1990）。他们也会把近期表现好的股票进入组合，把近期表现差的卖出去，到年底向投资者呈现的业绩就可以好看些。这些都是基金管理者的窗饰效应（Lakonishok 等，1991）。基金管理者的平均业绩小于理性投资战略收益（Ippolito, 1989; Lakonishok 等，1992），与代理成本理论相符。某些时候，他们自己可能就是相关性很强的噪声交易者。

这些问题的最终所指均为套利基础下的有效市场理论。非专业投资者之间的情绪彼此高度相关，而套利者可能没有心理学方面的偏见，但却会存在另一种非专业需求，从而将资产价格拉回至基础价值。从根本上讲，有效市场理论假设最终依赖于这些套利活动的有效性。

即使可以获得单个证券的替代品，然而套利者也会大大受制于基础风险的存在。首先，替代品非完美替代品。套利者实际上是为股价变化下了赌注，这个赌注却承担着另一种风险：他卖空的股票突然发生了利好变化，而持有的股票突然有利空消息。非完美替代品导致套利行为充满风险。这就是“风险套利”，因为它更多的是统计意义上的价格收敛，可能与单一事件结果正好相反。

套利如果是存在风险的，那么弗雷德曼的组合选择理论就将遭受质疑。当噪声交易者 and 套利者都承担着风险时，他们各自的风险程度和市场能够给予不同风险溢价将最终决定他们各自不同的风险回报率。而且，即使套利者的平均回报率超过噪声交易的平均回报率，从长期来看，前者也不是一定就会变得富有，而后者一定变得贫困。

总之，财务理论的研究已经不再是必然引导研究者认为市场有效性是真实假设的研究路径。至少行为理论研究可以引导研究者在一些关键问题上打开思路。

三、行为财务理论的实践检验

在 20 世纪 60 年代和 70 年代 EMH 的实证领域一般分为两类，第一类是当与资产价值相关的消息进入市场时，资产的价格就会出现快速、准确反应的实证。实证结果表明，资产价格对特定的信息不会反应不足或反应过度。第二类是针对没有出现与资产价值有关的



消息时，资产价格与资产价值相等，也就是说，资产价格不受资产需求量或供给量的影响，不随着消息的变动而变动。

价格对消息作出快速、准确反应的根本前提是假设过时的消息在市场上不存在任何获利的能力（Fama 1970）。财务学认为获利能力是指获取风险调整后的高额回报。利用过时消息获得一项正现金流量产生的平均回报，不能作为市场有效性的证据。因为投资者已经为该投资承担了风险，因此应该获得相应的风险回报。依据过时消息的三种类型，有效市场的形式有三种，即弱有效市场，半强有效市场，强有效市场。市场有效理论的实证研究，大多都同时检验市场的弱有效性和半强有效性，对强有效市场下的内部交易者赢利状况研究较少。其实，做违法交易的内部交易这本身就是有悖于强有效市场假说的。根据 Seyhun（1998）和 Jeng（1999）等人的研究，系统地实证了即使内部交易者进行完全合法的资产交易，也可以获得超出正常风险回报的收益。以前对这些理论进行的检验结果都广泛支持了有效市场假说。

然而，Shiller（1981）对股票波动性的研究表明，股票市场价格的波动远远偏离于预期股利净现值模型。随后大量异常现象的检验不再支持传统理论，而是遵循着行为财务理论而行。

对弱有效市场的检验，De Bondt 和 Thaler（1985）将两个不同的组合进行比较：按照三年的业绩，组合出极度亏损的和极度赢利的两种情况。可以看出，依据历史数据，过去极度亏损的组合回报率很高，而极度赢利的组合回报率很差。用极度亏损的组合风险性较高的理论是无法解释这一差异的，至少使用标准风险模型——资本资产定价模型是无法解释的。De Bondt 和 Thaler 的解释是股价反应过度。跟随 De Bondt 和 Thaler 的发现之后，研究者们又发现了不少方法预测证券回报率，特别是基于过去回报率对股票价格的预期。其中最重要的发现为动能效应（Momentum）。动能效应是 Jegadeesh 和 Titman 在 1993 年发现的，即个股在未来的 6~12 个月中价格趋势是一样的。也就是说，与 De Bondt 和 Thaler 发现的长期趋势反转不同，短期趋势是连贯持续的。

半强有效市场理论面临着同样的问题。最著名的是小公司股票收益率高于大公司股票的收益率。在 1926—1996 年的 70 年，纽约证券交易所最大公司股票的平均回报率是 9.84%，最小公司的平均回报率是 13.83%（Siegel, 1998）。而且小公司的高回报时间都集中在每年的 1 月，这个时间内，小公司的平均回报率高出大公司 4%。标准风险模型计算方法中，也没有证据表明 1 月小公司股票的风险更高些。而且公司的规模和 1 月出现的时间，这两项消息都是市场知道的，因此不符合半强有效市场理论。

以托宾 Q 来说，假设投资者用托宾 Q（公司市场价值/账面净资产值）来选择组合，可以把托宾 Q 简单地理解为股票贵贱的指标。托宾 Q 高，说明公司很有发展前途。因此对托宾 Q 低的公司进行投资有时也被称作价值投资（value investing）。按照 De Bondt 和 Thaler 的研究逻辑，高托宾 Q 可能正好反映了市场对公司历史利好消息过度反应，从而对未来的赢利能力过度乐观。不少学者的研究结果与过度反应的结论相一致，De Bondt 和 Thaler（1987）、Fama 和 French（1992）和 Lakonishok（1994）等人都发现，托宾 Q 高的



公司组合存在一个极速下降的回报率；而托宾 Q 低的公司组合，其回报率下降得没有那么快。而且，托宾 Q 高的组合显得市场风险较高，在市场规模小或是市场衰退时，这些组合的业绩非常差。

市场规模和托宾 Q 比率中所提到的基础风险是非常关键的问题，比市场本身的风险更为重要。Fama 和 French 认为，也许规模和托宾 Q 风险是财务困境风险的另一种表现，但是至今没有直接证据支持这一解释。Lakonishok 等人（1994）也发现，在非常不好的时期，也没有证据证明价值战略业绩不佳。

股票价格对非消息没有反应的基本假设这方面的研究也有很多。与这一价格相关的最著名的经验是 1987 年的美国股市崩溃，这一天是 10 月 19 日，星期一，道·琼斯工业指数平均下降 22.6%，是历史上跌幅最大的一天，此前市场没有任何消息。事情发生之后，人们积极探寻，但是都没有找到令人信服的肇事消息。实际上，股票价格的剧烈变化很多都不是与重大消息相伴发生的。Culter（1991）等人对第二次世界大战后美国股价变动最大的 50 天进行了研究，发现其中很多并没有重要消息。当然，数据经验大多符合早期 Shiller 的股票回报率的过度波动理论，很多消息也都推动了股票价格的变动。

Richard Roll（1984，1988）的两次研究也得到同样结论：信息不是证券价格变化的原因，这一结果令人震惊。Roll 研究还表明替代品其实并不完全。

2008 年 10 月中国股市历经从 3200 点到 6140 点又暴跌回 3200 点，期间也没有重要的基础信息出现。

根据 Scholes 的理论，被指数囊括而对股票产生新需求，不应该引起股票价格的明显变化。但是反过来，根据市场无法获得完全替代品的观点，股票需求增加将会提高股价，因为股票出售者的需求是非线性的。Harris、Gurel（1986）和 Shleifer（1986）对这一现象进行了验证。1999 年 Wurgler 和 Zhuravskaya 发现被囊括在指数后，股票价格的增加是永久性的。这件事动摇了 EMH 的基础：非消息无反应（the non-reaction of prices to non-information）。而且与 Roll 的分析结果一致：需求改变价格，套利消除不了这些价格变化，因为市场没有完全替代品。

四、结 论

一个有意思的问题是，为什么到了 1980 年以后才出现了行为财务学方面的经验检验。Summers（1986）认为，以前的很多市场有效性检验，没有把有效性与非有效性形式区别开来。他认为，从实证角度很难区分时间序列是随机漫步还是均值回归过程（卖出隐含波动率高的选择权、买入隐含波动率低的选择权）。大量的理论和实证数据，都在逐步产生着全新的研究领域——行为财务学。

一般来说，行为金融学就是对竞争市场下人的错误行为的研究。它不是对观察到的哪些人愚蠢、哪些人困惑、糊涂，或哪些人有倾向性的现象进行简单解决，尽管准确理解这



些倾向性的本质属性非常困难。现实中至少有一些套利者是完全理性的，但是行为财务学还是对这个市场的偏差、不理性和混乱现象进行研究。在很多情况下，金融市场的预期并非有效。市场有效仅仅是其中的一个特殊状态，而不是在完全理论环境下总是保持的一个永久状态。

行为财务学的人类行为非理性研究有两个基础，第一个是有限套利；第二个是投资者情绪。投资者情绪就是关于投资者如何形成投资理念与定价原则以及更一般的证券需求理论。把投资者情绪与有限套利理论相结合，可以准确预测证券价格与回报的行为特征。

行为理论这两个研究基础非常重要。如果套利是无限的，那么套利者就可以适应无消息股票交易需求，也可以确认价格已经迅速准确地反映了消息。市场仍然保持有效，尽管很多投资者是非理性的。假设投资者没有情绪因素，就不存在对有效价格的干扰，也就不存在所谓有效价格的问题了。因此，行为理论要求非理性干扰和有效套利（有效套利不会被抵消）理论并存。

行为财务学这两大理论基础非常独到。有限套利的理论基础是有理性行为，也就是套利者的行为，而经济学家比较善于把这些理性者的套利行为模型化。投资者情绪的心理研究有不少，但是没有形成一个显而易见的方法去表明心理偏好的重要性。

行为金融学没有统一的模型。每个理论都有一个自己的模型为各自观点所用。这些理论不满足于同一个统一模型，但是与其他经济研究十分相似的是，各种理论模型与现实状况十分吻合，在某一个经济机制上围绕着各自的小模型展开研究。

参考文献

- [1] 徐高. 内部交易与价格操纵 [J]. 浙江社会科学, 2007 (5).

(作者单位: 北京物资学院商学院)



杜邦财务分析法的重构

方长江 付志亮

摘要：本文在对传统杜邦分析体系的产生和内容进行阐述的基础上，总结了其层次性和完整性的特点，指出其单一利用利润指标的不足。通过引入现金流指标和经济附加值概念，重构新的杜邦体系，完善分析方法，并且通过阿里巴巴公司的数据对新体系进行了有效性验证，最后得出新的评价体系更能够客观反映企业经营效果。

关键词：杜邦分析体系 利润 现金流 经济附加值

一、引言

一般而言，随着企业规模的不断扩大，只有财务分析能够迅速有效地评判企业经营过程的优劣，向投资者以及内部管理层提供有效信息。在现代财务管理理论中，被实践证明适用的并且被广泛使用的主要是杜邦财务分析体系。

杜邦财务分析体系因美国杜邦公司的皮埃尔·杜邦和唐纳森·布朗创造得名，并在20世纪20年代对通用汽车的并购中第一次被正式运用。当时，美国企业管理主要侧重利润的获取，以替投资者获得更高的利润回报为准则。因此，杜邦财务分析体系围绕着股东权益报酬率（ROE），构建了一个比较完整的分析架构，见图1。

从图1的架构看，可以知道：股东权益报酬率 = 资产报酬率 × 权益乘数，资产报酬率 = 销售净利率 × 资产周转率，因此，股东权益报酬率 = 销售净利率 × 资产周转率 × 权益乘数。

其中，销售净利率反映企业的经营状况，或者说主营业务的获利能力，是利润表的主要内容；权益乘数反映了企业的资本结构，是资产负债表的主要内容，这两个指标通过资产周转率联系在一起，综合反映股东权益报酬率的影响因素。

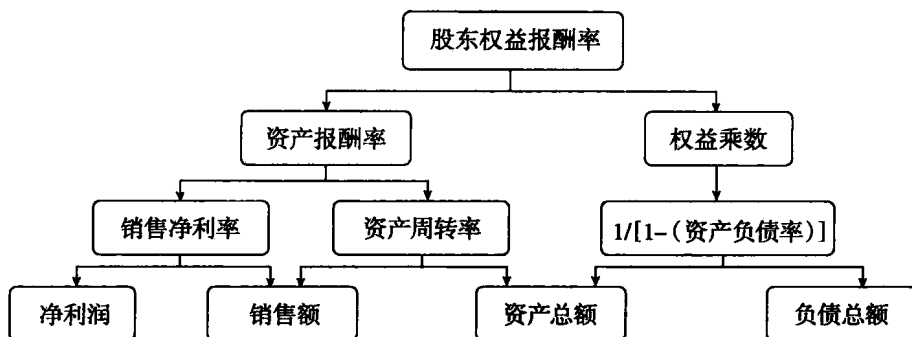


图1 传统杜邦体系

二、杜邦财务分析体系的特点

杜邦财务分析体系以股东权益报酬率为核心，围绕着该比率将整个企业的财务报表进行了综合利用和分析，反映出了企业获利能力和资本结构之间的联系，形成一个完整的系统。

（一）体现了财务分析的层次性

从图1可知，杜邦分析体系层次清晰、结构明确，从基本的会计科目到最后的指标有严格的顺序关系，中间的每一个层次的指标都有其自身的来源以及明确的使用关系，财务分析人员既可以从该体系中迅速得出核心结论，也可以从中得到专项的指标分析。这种清晰的层次结构，对于分析企业财务数据有很强的逻辑性。

（二）保证了财务分析的整体性

在财务比率分析方法中，单就赢利能力一项就有销售利润率、总资产收益率、基本赢利能力比率和普通股股权收益率等多项指标，但是这些指标通常都专注于一项内容，而忽视其他指标，从而容易导致“只见树木，不见森林”的困境。杜邦分析体系则从整体上考虑各项指标之间的联系，有效地展现了各项指标之间的钩稽关系，从而使得财务分析人员既可以了解各项独立指标之间的联系，又能发现他们之间的影响权重，从而寻找找到问题的关键。

以阿里巴巴股票代码（1688，HK）2010年中期以及2009年中期财务报表为例，具体数据见表1。