

Introduction to Business Analysis & Valuation

企業分析與評價

財務報表分析之應用

Palepu, Bernard, & Healy 原著

郭敏華 編譯



華泰文化事業公司

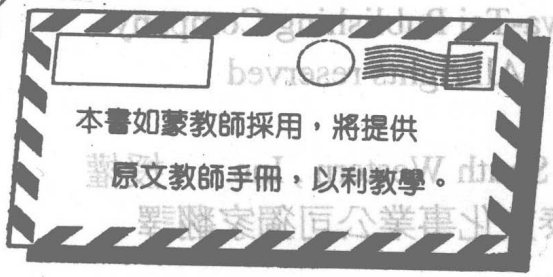
Introduction to Business Analysis & Valuation

企業分析與評價

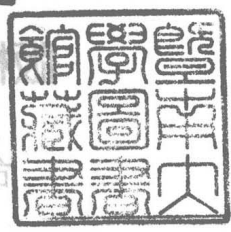
財務報表分析之應用

Palepu, Bernard, & Healy 原著

郭敏華 編譯



本書如蒙教師採用，將提供
原文教師手冊，以利教學。



華泰文化事業有限公司
台北市辛亥路三段五號
電話：五七七五
傳真：五七七五

華泰文化事業公司

版權所有 · 翻印必究

企業分析與評價-財務報表分析之應用

編 譯 / 郭 敏 華

發 行 人 / 吳 昭 慧

發 行 所 / 華泰文化事業股份有限公司

台北市辛亥路三段5號

電話/(02)2377-3877

傳真/(02)2377-4393

行政院新聞局局版北市業字第282號

□ 1999 (民國88)年 二 月 初 版

ISBN 957-609-112-8

基本定價：壹拾壹元壹角貳分

用感上休会来群燕相

By Krishna G. Palepu, Victor L. Bernard and Paul M. Healy

Copyright © 1997 by South-Western Publishing Co. Cincinnati, Ohio

South-Western Publishing Co. is an ITP Company.

The ITP trademark is used under license.

Chinese Translation Copyright©

by Hwa-Tai Publishing Company.

All rights reserved

由 South Western, Inc. 授權

華泰文化事業公司獨家翻譯

版權所有·翻印必究

台內字第 號

華泰外事業公司

作者簡介

郭 敏 華

國立政治大學企業管理博士，主修財務。

營利組織的財務報表，反映了該組織的經營績效與財務狀況。

欲掌握企業的經營狀況，掌握其財務資訊，應是最有效的一

經歷：曾於金融機構從事產業及財務分析工作，相關經驗豐富。

工作，一般人甚難一窺堂奧。然而，隨著全民投資理財時代的

現職：世新大學副教授，兼財務金融學系主任。學說是必備的

知識，甚或是必備的常識了。

何謂財務報表分析？有人說，顧名思義，就是針對工商企業的財務報表，做一番分析，以瞭解該公司的經營績效。此一定義，有其是者，亦有其非者。財務報表分析固然是針對財務報表加以分析，但絕不僥倖止於此，因為財務報表上的資訊，乃是個別公司其經營策略、產銷政策、行銷設計，乃至資本預算、財務政策等交互運作的結果。因此，在進行財報分析前，必須先對公司所處的產業環境、個別公司在業界中的相對優劣勢，以及其所採取的競爭策略，都具有程度的瞭解，才可能掌握住各項財務資訊而察諸下的內涵，如果只是針對財務報表的表面數字進行分析，對公司的產業地位、競爭策略却未之聞問，這樣的財報分析亦但不會有意義，甚且可能誤導對該公司的正確判斷。

以往關於財務報表分析的著作多偏向會計說明，或者偏重比率分析，本書則從財報分析回歸策略基本而加以介紹並應用於企業評價，讓人耳目一新。誠所難得，編譯者郭敏華博士，是本校財務金融學系系主任，平日不論是專業教學著述，或是日常生活解惑，咸能以學生之念為念，其編譯本書，亦能從讀者的立場與需要出發，藉由教學所累積之經驗及敏感度，對於發現在各種概念銜接處可能產生的困惑，特加譯註，以協助讀者

序

世界大學

營利組織的財務報表，反映了該組織的經營績效與財務狀況。欲掌握企業的經營狀況，掌握其財報資訊，應是最有效的一條捷徑。過去，分析財務報表，被認為是會計師或者分析師的工作，一般人甚難一窺堂奧。然而，隨著全民投資理財時代的來臨，財務報表分析與其說是一門專業學問，毋寧說是必備的知識、甚或是必備的常識了。

何謂財務報表分析？有人說，顧名思義，就是針對工商企業的財務報表，做一番分析，以瞭解該公司的經營績效。此一定義，有其是者，亦有其非者。財務報表分析固然是針對財務報表加以分析，但是絕不僅止於此，因為財務報表上的資訊，乃是個別公司其經營策略、產銷政策、行銷設計，乃至資本預算、財務政策等等交互運作的結果。因此，在進行財報分析前，必須先對公司所處的產業環境、個別公司在業界中的相對優劣勢，以及其所採取的競爭策略，都具有深度的瞭解，才可能掌握住各項財務資訊面象底下的內涵。如果只是針對財務報表的表面數字進行分析，對公司的產業地位、競爭策略却未之聞問，這樣的財報分析非但不會有意義，甚且可能誤導對該公司的正確判斷。

以往關於財務報表分析的著作多偏向會計說明，或者偏重比率分析，本書能將財報分析回歸策略基本面向以介紹並應用於企業評價，讓人耳目一新，誠屬難得。編譯者郭敏華博士，是本校財務金融學系系主任，平日不論是專業教學著述，或是日常生活解惑，咸能以學生之念為念，其編譯本書，亦能從讀者的立場與需要出發，藉由教學所累積之經驗及敏感度，對於讀者在各種觀念銜接處可能產生的困惑，特加譯註，以協助讀者

授用心之深，令

陈嘉庚

2

自序

過去約有六、七年的時間，從事財務分析之實務工作，在大學教授財務報表分析課程也有多年經驗。在此一領域中，深深感受到自財務觀點切入以分析企業的豐富與樂趣，另一方面，亦深為國內相關書籍之不足而感到遺憾。財務報表分析，表面看來自然是以財務報表作為分析的對象，因為財務報表所反映的是企業的經營情況，理論上，經由財務報表分析即可掌握一家企業的經營績效。然而，不同的產業有不同的經營特質、不同的發展潛力，表現在財務報表上的數字會呈現不同的特性；同樣地，即使在同一產業中，各公司如果採取不同的競爭策略，表現在財務報表上的數字也會呈現不同的型態。如果在財務報表分析之前，未能對產業先有所認識、對產業內的競爭態勢有所分析、對公司的策略有所瞭解，就無法大致勾勒出一個「正常的」財務表現作為評估與比較的基礎，既無從歸結出受評公司經營績效的好壞，更不可能掌握其未來可能的發展。在這種欠缺分析基礎的情況下，所有的財務報表分析都是沒有意義的。

此外，剖析歷史絕不是財務報表分析的目的。財務報表所記載的內容，基本上代表了已經發生的交易或即將實現的估計，而不是對未來的預測。但是，不論財務報表分析者的立場為何，債權人也好、投資人也好、專業分析師也好，最主要的目的都期望能從歷史中汲取未來發展的意涵，因此，所謂的財務報表分析不應以財務報表分析為已足，尚須發展出對未來的預測甚至評價。本書最動人處，即在其對分析基礎以及未來評估的著墨至深。自產業分析開始，經競爭策略分析、會計分析，才進入財務分析，並繼續討論預測與評價，為財務報表分析（或者更貼切地說，是企業分析）構成一套完整的分析程序，使財

報分析的豐富價值清清楚楚地展現出來，實為一本不可多得的好書。正由於本書豐富的內涵，使原本枯燥的翻譯工作，變得饒富興味。付梓之際，特別感謝世新大學成校長嘉玲對研究與著作譯述之鼓勵，並賜序嘉勉。譯書期間，李玉卿小姐在打字、表格與圖形處理上的費心，亦在此銘謝。

郭敏華

1999初春

目錄

第壹部份 概論

第一章 以財務報表進行企業分析之架構	1
前言	2
第一節 由企業活動到財務報表	3
第二節 由財務報表到企業分析	8
第三節 摘要與結論	12
問題思考	12

第貳部份 企業分析工具

第二章 經營策略分析	13
前言	14
第一節 產業分析	15
第二節 競爭策略分析	23
第三節 經營策略分析與後續分析之關聯	28
第四節 摘要與結論	29
問題思考	30
第三章 會計分析	35
前言	36
第一節 財務報告架構綜覽	37
第二節 會計分析之程序	43
第三節 會計分析陷阱	50
第四節 會計分析個案應用	51
第五節 摘要與結論	53
問題思考	53

第四章 財務分析	59
前 言	60
第一節 比率分析	61
第二節 現金流量分析	81
第三節 摘要與結論	88
問題思考	89
第五章 前景分析：預測	93
前 言	94
第一節 預測與其他分析的關係	95
第二節 預測技術	95
第三節 季節性與期中預測	112
第四節 摘要與結論	115
問題思考	116
第六章 前景分析：現金流量折現基礎的 評價技術	121
前 言	122
第一節 現金流量折現分析綜覽	123
第二節 現金流量折現分析	124
第三節 摘要與結論	141
附 錄	142
問題思考	144
第七章 前景分析：會計基礎的評價技術	149
前 言	150
第一節 盈餘折現分析縱覽	151
第二節 盈餘折現評價法之步驟	158
第三節 超常盈餘/ROE評價法與DCF評價法之比較	166
第四節 價格乘數評價法	167
第五節 詳細評價法與乘數評價法	175
第六節 摘要與結論	176
問題思考	177

第參部份 企業分析之應用

第八章 權益證券分析 181

前言	182
第一節 市場效率與權益證券定價	183
第二節 基金管理與證券分析方法	186
第三節 證券分析的完整程序	188
第四節 財務報表資料與證券價格	193
第五節 摘要與結論	197
問題思考	198

第九章 信用分析與財務危機預測 203

前言	204
第一節 信用市場	205
第二節 信用分析程序	208
第三節 財務分析與大眾型債券	216
第四節 財務危機預測	221
第五節 摘要與結論	223
問題思考	224

第十章 購 併 227

前言	228
第一節 購併動機	229
第二節 購併定價	233
第三節 購併融資	240
第四節 購併結果	244
第五節 摘要與結論	246
問題思考	247

第十一章 融資政策 251

前言	252
第一節 舉債政策的決定因素	253
第二節 舉債與權益最適長期組合	253
第三節 新投資專案的融資	261

第四節 股利政策之決定因素	264
第五節 摘要與結論	269
問題思考	270
第十二章 對投資人之溝通政策	275
前 言	276
第一節 與投資人溝通	277
第二節 藉由財務報告進行溝通	279
第三節 與投資人溝通的其他形式	284
第四節 摘要與結論	288
問題思考	289
附 錄	291

第一章

以財務報表進行企業分析之架構

前言

第一節 由企業活動到財務報表

第二節 由財務報表到企業分析

第三節 摘要與結論

業企計數表詳解規則 謝榮文編

財務報表分析具有極高的附加價值。

對於任何一家公司，不同的人所關心的重點不同，想瞭解的層面也不同。但是都可以利用一個相同的工具——財務報表分析——來滿足各自不同的需求。換句話說，財報分析可以協助不同的相關人士回答不同的問題。任舉數例：

財報分析可以協助不同的相關人士回答不同的問題。

- 證券分析師：該公司的績效如何？是否符合本人的原先預期？若否，何以致之？根據績效評估的結果，其股票價值應如何？——事實上，藉由財報分析創造內部資訊是分析師最盼望達成的目的之一。
- 授信主管：貸款給該公司所面臨的信用風險如何？該公司對流動性與償債能力的管理如何？其事業風險如何？其融資與股利政策是否使公司增加了額外的風險？——授信主管藉重財報分析訂定放款決策。
- 管理顧問公司：該公司所屬產業的結構如何？主要競爭者的策略如何？各公司的績效表現各如何？——管理顧問公司經由財報分析評估產業內的競爭態勢。
- 公司融資主管：投資人對本公司的評價是否正確？本公司對投資人的溝通策略與方法是否足以使本公司得到正確的評價？——融資主管藉著財報分析瞭解投資人對公司績效是否存在認知差距。
- 公司投資主管：某某公司是不是一個值得購併的潛在目標？如果購併下來，本公司的價值增加多少？如何融通所需的購併資

金？——投資主管利用財報分析尋找並評估有利的投資機會。

●會計師：該公司的財務報表，是否與本人對該公司的事業與近來績效的瞭解一致？是否允當表達了該公司的目前狀況以及主要的事業風險？——會計師更是直接對財務報表做檢查甚至稽核的工作。

財務報表將一家公司所有營運、投資，與融資活動，用具體的數字表示出來。管理當局對於公司的策略與結果了然於心，但是受限於各種機構性因素使得管理當局無法（或不願）對所有資訊做完全的揭露與表達，此時財務報表的價值便彰顯出來了。外部分析師就財務報表資料深入分析，期能藉此創造私有資訊，以瞭解公司的當前績效以及未來可能的前景。

財務報表分析具有很高的價值，欲充分發揮此一價值，必須先瞭解影響財務報表的各項機構性因素。以下即就企業活動與財務報表間的關係做一雙向說明。先簡單描述影響報表的各項機構性因素，以明白各式各樣的交易活動如何整理成具有可讀性與可分析性的報表，在此整理過程中又受到什麼因素所影響；再說明如何由充滿了阿拉伯數字的幾張報表來推斷其背後繁雜豐富的策略與活動。

第1節 由企業活動到財務報表

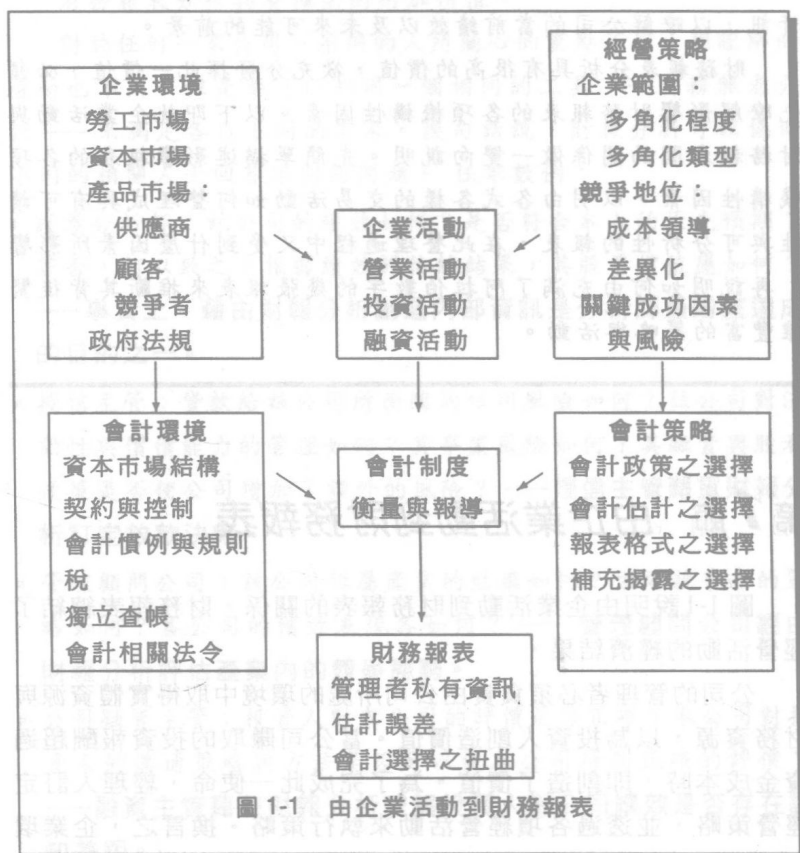
圖 1-1 說明由企業活動到財務報表的關係。財務報表總結了經營活動的經濟結果。

公司的管理者必須負責由公司所處的環境中取得實體資源與財務資源，以為投資人創造價值。當公司賺取的投資報酬超過資金成本時，即創造了價值。為了完成此一使命，經理人訂定經營策略，並透過各項經營活動來執行策略。換言之，企業環境與經營策略共同形成企業活動（包括營業、投資、融資三種活動）。而所謂企業環境，包括公司所屬的產業、投入與產出市場、資本市場，以及政府法規等；至於經營策略，則決定了公司在此環境中如何定位以獲取競爭優勢。

財務報表總結了經營活動的經濟結果。

由於企業日常營運活動至為繁瑣頻仍，無法一一對外界人士詳細說明，何況有些活動具有相當的私密性，隨意揭露反而可能損及公司的競爭態勢。會計制度提供了一個適當的機制，對企業活動加以篩選、衡量、記錄，並彙總成為財務報表。

會計制度係由會計環境、會計策略、與企業活動所共同形成，各種企業活動透過會計制度最後整理成財務報表。然而在呈現出來的財務報表中固蘊涵了管理當局可貴的資訊優勢，却也包括了管理者的估計誤差，以及因會計選擇、甚至別具用心所造成的扭曲。



財務報表中固蘊涵了可貴的資訊，却也隱藏著誤差與扭曲。

在圖 1-1 中有三個重點必須點明出來：

1. 經營策略決定廠商在環境中如何定位以獲致競爭優勢。