

· 立信会计丛书 ·

财务报表分析原理与技术

PRINCIPLES AND TECHNIQUES OF
FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS

熊楚熊 著

立信会计出版社

前 言

财务报表是企业对外交流的重要工具,是满足与企业相关的不同利益集团获取会计信息的主要载体,但是财务报表是按照会计准则编制的,并且是由一系列规范的和高度浓缩的指标体系所构成,会计信息的使用者并不能直接从财务报表中获得有关企业盈利能力、风险水平、经营效率、管理业绩等方面的全面信息,这些信息多数被隐藏在各种指标之中,会计信息使用者只有通过对这些指标及其指标之间关系的分析,才能层层深入,由表及里全面认识财务报表所包含的会计信息,并揭示隐藏在这些信息之下的更深层次的东西。财务报表分析正是为满足与企业相关利益集团的信息需要而对会计核算信息进行加工、深化的一门科学。

与企业相关的不同利益集团在追求各自不同经济利益的过程中,需要利用不同的会计信息。本书认为,企业价值是保障不同利益集团实现其不同经济利益的共同基础,影响企业价值的各种会计信息就是不同利益主体都需要和关心的会计信息。满足不同经济利益主体需要的财务报表分析体系,应该以企业价值为重心进行构建。企业价值首先受企业盈利能力和风险水平的影响,而盈利能力和风险水平又受企业的经营效率、管理业绩的影响。这样,财务报表分析就应围绕确定企业价值以及影响企业价值的各种因素而展开。具体地说,就应该围绕企业盈利能力、风险水平、经营效率、管理业绩以及这些不同因素的综合作用而展开。

本书的结构如下:第一章财务报表分析总论,重点讨论进行财务报表分析需要掌握的一些基础理论和技术方法,具体包括会计信息的特征、财务报表的作用、财务报表对企业价值和价格的影响、财务报表分析的基本技术方法等;第二章重点按照我国会计准则介绍财务报表的主要内容,加深对财务报表的理解,是正确认识财务报表所包含的会计信息和进行财务报表分析的前提,本章的财务报表也是本书后面各章分析的基本数据来源;为了财务报表分析的数据的真实可靠,本书专门安排了第三章和第四章,讨论如何对财务报表可信度进行分析,并进一步讨论对失真的财务报表进行调整的理论和方法,第三章重点讨论财务报表可信度分析和对被操纵利润剔除的问题,第四章重点讨论将历史成本基础的财务报表调整为现行成本基础的财务报表的理论和方法;第五章财务报表综合分析、第六章企业盈利能力分析、第七章企业风险水平分析、第八章企业盈利能力的构成分析、第九章企业经营效率分析、第十章企业管理业绩分析,这六章均围绕确定企业价值的具体理论

和方法而展开,是本书的核心内容。

本书既适用于高等院校经济管理专业作为学习财务报表分析的教材,也适用于一切希望通过财务报表来评估企业价值的人士(主要包括公司经理、财务与会计人员、投资者、债权人、证券等经纪人、各类企业经济分析师等)阅读。本书论述力求做到深入浅出,各类分析均辅以案例,并附有若干资料,希望读者在阅读本书的过程中,不但能掌握财务报表分析的相关理论与方法,而且还能获得更多的与财务报表分析相关的信息,以有利于将理论与实践相结合。

为了使读者能有的放矢地学习财务报表分析的基本理论和掌握财务报表分析的基本技术方法,作者建议读者能根据自己的兴趣,直接从证券市场上寻找相关上市公司财务报表,并以此为学习本书的基本习题资料。读者可按照本书各章习题中所提供的训练要求,逐步对所选择公司的财务报表进行深入的分析。作者还建议读者尽可能搜集所选择公司的行业财务资料和宏观经济数据,对公司价值进行评估,并结合所评估公司在资本市场中的股价表现对分析结果进行检验。总之,作者希望读者在学习本书的过程中,能通过现代的网络技术,广泛运用证券市场中的各种信息,直接结合证券市场中的各种案例,学习财务报表分析的基本理论和技术方法,使分析结果更贴近实际,能解决实际问题。

本书的顺利完成和出版,得到了立信会计出版社张立年先生的大力支持,没有张立年先生的支持,本书将难以在短期内与读者见面;本书在写作的过程中,得到了深圳大学财会学院众多教师的无私帮助,他们对本书提出了若干建设性的意见,使本书的错误大大减少;本书在写作的过程中,还得到了我所指导的学生马鹏和刘彬元先生的帮助,马鹏在搜集、整理数据方面做了大量的工作,使本书写作能顺利地按进度完成,刘彬元则对我提出的有关盈利能力质量假设进行了实际检验,得出了有价值的结论,丰富了本书的内容。在此,特对他们表示诚挚的谢意。

熊楚熊

2008年4月于深圳大学

第一章 财务报表分析总论

【本章提要】 财务报表是企业财务会计工作的结果,它本身包含有大量的关于企业生产经营活动过程和结果的信息,但是这些信息是高度浓缩和关联的,要深入理解这些信息,还必须进一步对财务报表所提供信息进行深加工。在对财务报表进行深加工时,往往还需要若干的其他信息资料。本章重点讨论会计信息及其意义、财务报表对资金市场的影响、以企业价值为重心的财务报表分析体系、财务报表分析的基本方法。

【学习目标】 通过本章学习,要求掌握和了解如下内容:(1)理解会计信息的基本特征及其意义;(2)理解财务报表对资金市场的影响;(3)理解财务报表对企业价值和价格的影响;(4)掌握企业价值基本评估模型;(5)理解财务报表分析体系;(6)掌握财务报表分析的基本方法。

第一节 会计信息及其意义

一、会计信息的基本特征

公司是拥有一定的从事生产经营活动的资金,具有独立的财务功能,追求盈利的经济组织。在现实生活中,无论公司形态如何千差万别,但均具有这一特征。公司经营状况的好坏,经济效益的大小,以及对公司本身的评价等,均不能用其他术语来综合反映,而只能用会计信息才能连续、系统、全面、综合地加以反映。

会计信息主要可以分为反映公司经营活动过程与结果和经济行为与经济结果之间的因果关系的这样两类信息:第一类会计信息,反映的是在某一个经营活动过程中公司是否获得了经济利益以及多少经济利益,希望解决的问题是与公司相关的各种利益主体间的利益分配关系问题;第二类会计信息,希望解决的问题是寻找经济行为与经济结果之间的因果关系,研究如何控制公司不利行为的问题。具体地看,会计信息包括会计核算信息、

会计分析信息、会计计划信息、会计控制信息等。

会计核算信息是指对经济业务的原始数据采集、记录、计算、分类、汇总等过程中所产生的能连续、系统、全面、综合地反映经济活动过程和结果的信息。这些信息是会计信息中最基本的信息,它们主要载于会计凭证,会计账簿和会计报表。这类信息主要由财务会计所提供,财务会计报表是财务会计一系列工作的产物,财务会计报表被称为对外报表。

会计分析信息是指在会计核算资料(以财务报表为主)基础上,对会计核算资料的加工、改制、延伸后的能更清晰反映经济活动过程和结果的会计信息。这类信息除了少量载于分析表外,其多数并无固定的信息载体,并且往往根据需要进行分析。

会计计划信息是指以会计核算和分析资料为基础,结合其他有关资料做出的预测、决策和计划等会计信息。这类信息多载于财务成本计划表和相应的附件。

会计控制信息是指反映不同责任主体所负经济责任的信息,这类信息载于企业内部的责任会计账簿和管理会计报表。

企业界称会计是企业的语言或商用语言,正反映了会计信息是公司对外交流或外界认识公司、评价公司的基本工具的特征。离开了会计信息,公司与公司之间、公司与投资者之间、公司与债权人之间、公司与政府之间、公司与员工之间、公司与社会之间的正常交流都将无法进行。很难想像如果没有语言,我们的人类社会将会是一个什么样子?同样也很难想像如果没有会计及会计所提供的会计信息,现代的商业社会将会是一个什么样子?

二、理解会计信息的意义

既然财务报表对企业生产经营活动过程和结果进行了全面的反映,因此要理解公司和公司的经营状况与结果,就必须利用财务报表。财务报表是企业对外交流的主要语言。理解企业语言,知道不同企业语言所表达的不同意思以及隐藏在表面语言之下的更深层次的经济含义,需要有一定的会计修养。会计修养是一个人对会计信息的理解和运用能力,其中阅读财务报表的能力是最基本的会计修养。一个有丰富会计经验的人与一个没有会计经验的人相比,前者可以从会计报表之中获得多得多的信息,从而能对公司的情况有更多的了解,使其作出的与公司有关的决策更符合实际情况,减少决策失误所带来的损失。

以公司经理为例,经理与会计信息的关系,宛如工程师与技术图纸的关系一样,技术图纸是工程师的语言,工程师的创造性劳动成果反映为一系列技术图纸,通过技术图纸来交流工程技术思想,技术图纸是检验一个工程师素质高低和能力强弱的重要标准。一个不懂制图和读图的工程师绝不是一名优秀的工程师。同理,一个不懂如何使用会计信息的企业经理也绝不会是一名优秀的职业经理。

与工程师同技术图纸的关系不同,会计信息不只是消极地反映经理创造性的劳动成果。健全的会计信息系统,可以为经理提供优质的咨询服务,有助于提高经理的素质和能力,使之卓越地完成任务。从经理应具备的素质来看,如经理有了较高的会计修养,善于运用会计信息,就容易发现经营中存在的问题,认清奋斗目标,产生较强的竞争意识。经济法规的质与量的规定性均能在会计信息中得到充分体现,有了较高的会计修养,可以增强经理的法制观念。所谓企业战略,不外是企业长期生存和发展的战略,企业的生存状况只能以会计信息来综合反映,而企业的发展状况也可以通过会计信息分析来了解。因此,有了较高的会计修养,也会使经理更具战略眼光。从经理应具备的能力来看,经理的决策、控制、协调、指挥、表达、计划等方面的能力,均离不开会计信息的支持;如果没有健全的会计信息系统,或者有了健全的会计信息系统但经理不知如何使用会计信息,经理将不能准确把握企业的状况,也不可能在这方面具有较高的能力。特别在企业经营日益社会化和企业内部联系复杂化的现代社会,会计信息的重要意义更显突出。正是如此,企业经理的人选才经历了从以技术人员出身为主到以销售人员出身为主,再到以财务人员出身为主的三个发展阶段。总而言之,良好的会计修养,有利于提高经理素质和能力,有助于经理完成任务。因此,经理应具备一定的会计知识,懂得如何使用会计信息。

再以信贷人为例,信贷人贷款给公司,一定是建立在相信公司未来能还本付息基础之上的。问题是信贷人如何得知公司未来能否还本付息,是听公司的诸如“本公司信誉良好,经济效益极佳,实力特别雄厚,保证可以还本付息”之类的口号,还是看点其他的什么信息。显然,信贷人不可能仅仅依靠公司的上述口号,决定是否向公司发放信贷,而应该利用会计信息作为是否提供信贷的基础。

同理,任何一个与企业发生经济关系的人,如能具备一定的会计修养,可以读懂财务报表,能理解财务报表中反映出的与企业的有关经济问题,不言而喻,对他作出正确决策将有极大的帮助。

第二节 财务报表对资金市场的影响

现代财务会计也称为对外会计,其编制财务报表的主要目的是,为投资者和债权人提供有利于其作出正确投资和信贷决策的相关财务信息。财务报表对资金市场的影响就是财务报表对资金市场中各种金融资产价格的影响。在理性的资金市场中,投资人和债权人会根据财务报表中反映出的公司的盈利能力和风险水平作出投资和信贷决策,不同投资人投资行为和债权人借贷行为会影响到资金市场的供求关系,而供求关系决定着资金市场中各种金融资产的价格。资金市场中各类金融资产的价格会进一步对公司资金的筹集和其他经营活动产生重大影响,进而影响到公司的经济效益和理财目标的实现。以下分述财务报表对资金市场的影响。

一、财务报表对债权人借贷行为的影响

(一) 公司偿债能力和盈利能力对债权人借贷行为的影响

债权人借钱给企业,或购买企业债券,其最基本目的不外乎希望取得一定的利息收益,使自己暂时闲置的资金能够增值。因此,债权人必然关心公司的偿债能力和盈利能力。

从企业偿债能力与债权人借出资金的安全性的关系来看,两者之间存在着正比关系。即:一个企业的偿债能力越强,债权人借出资金的安全性就越有保障,债权人就越放心借钱给该企业或购买该企业的债券;反之,一个企业偿债能力越差,债权人借出资金的安全性就越没有保障,债权人就越不放心向该企业转让货币的使用权。

从盈利能力与债权人获取借款利息的关系来看,两者之间也存在着正比关系。即:一个企业的盈利能力越强,债权人获取合同规定的利息收入就越有保障,债权人就越放心借钱给该企业或购买该企业的债券;反之,一个企业盈利能力越差,债权人获取利息收入就越没有保障,债权人就越不放心向该企业转让货币的使用权。

(二) 公司偿债能力和盈利能力对债权性资产价格的影响

根据经济学的基本原理,市场价格由价值决定,并受供求关系的影响,围绕价值上下波动。即债权性资产价格是由债权性资产的价值和市场供求关系这两个基本因素决定的。下面分别讨论公司偿债能力和盈利能力是如何影响到决定债权性资产价格的这两个基本因素的。

1. 公司偿债能力和盈利能力对债权性资产价值的影响。

债权性资产的价值,就是它未来能为债权性资产持有者带来的现金净流入量的折现值。在市场收益率不变的条件下,该折现值受债权性资产所特有的盈利能力和风险水平的影响,而债权性资产所特有的盈利能力和风险水平是由发行债权性资产的公司偿债能力和盈利能力所决定的。

2. 公司偿债能力和盈利能力对债权性资产市场供求关系的影响。

债权性资产潜在的盈利能力和风险水平,会影响到各种现实的和潜在的债权人的借贷行为,而这种行为反过来又会对资金市场上的供求关系产生影响,进而决定了债权性资产的价格。债权性资产的价格,又会对公司资金的筹集活动产生重要影响。比如,当企业偿债能力弱和盈利能力低时,愿意购买该公司债券的人就会减少,而抛售该公司债券的人又会增多,使供求关系向不利于供的方向发展,最终使该公司债券的价格下降,实际收益率上升。显然,在这种情况下,公司发行新债券就会遇到较大的困难。这些困难包括债券难以成功发行,以及发行成本较高。负债成本提高,会使企业经营困难,造成企业经济效益下降和风险上升,使企业容易步入恶性循环。反之,当企业偿债能力强和盈利能力高时,企业不但负债筹资容易,而且筹资成本也会降低,从而有利于企业走上良性循环的

轨道。

（三）公司财务报表对债权性资产价格的影响

公司的基本财务报表由资产负债表、利润表、现金流量表组成。这些报表就是综合反映企业现有盈利能力和风险水平的报表，偿债能力只是风险水平的组成部分之一。如果对这些信息进行进一步分析，还可以了解公司潜在的偿债能力和盈利能力。资金市场上各种现实的和潜在的债权人会根据这些财务报表提供的信息，按照自身利益最大化的原则，进行借贷决策，这样，财务报表就对资金市场上各种现实的和潜在的债权人借贷行为产生了影响，而市场上全部债权人的借贷行为就决定了市场中各种债权性资产的价格。因此，可以这样说，债权性资产价格是受公司财务报表影响的。

二、财务报表对投资者投资行为的影响

（一）公司偿债能力和盈利能力对投资人投资行为的影响

投资者购买公司的股票，或向公司投资，其基本目的有二：一是追求股利收益；二是追求股票升值带来的资本收益。这两个目的，受如下一些因素所影响：

1. 受公司盈利能力的影响。

只有公司盈利能力较高时，投资者才可能获得较高的股利收益和资本收益。公司盈利能力与投资者的投资积极性成正比。

2. 受公司投资安全性的影响。

投资安全性是指投资价值的可变性，投资价值的稳定性越强，安全性就越高。公司投资安全性与公司的偿债能力有关。企业偿债能力与公司投资安全性成正比。公司偿债能力的强弱，关系到公司日后经营条件的好坏。如果某企业通过大量负债，取得了较高水平的盈利，但是，造成了公司债务累累，偿债能力极差，那么，这样的企业，其应变能力必然会减弱，风险水平上升。偿债能力减弱的结果，不但难以保证在以后的年度获得较高水平的盈利，甚至还有可能因风险水平上升导致企业破产。在这种情况下，投资者的投资安全性就会降低。投资安全性降低，会很大程度上阻止投资者的投资意愿，使公司股票价值下降。

3. 受公司经营效率高下的影响。

公司经营效率的高低与投资价值成正比。在一般情况下，公司经营效率可用公司资产运用效率的指标，即资产周转率来反映。资产周转率越高，表明公司的经营效率越高，风险越小，公司的投资相应也就越大。反之，公司的投资价值则越大。

4. 受公司扩张能力的影响。

公司扩张的能力即公司发展壮大的能力也直接影响到投资者投资目的的实现。公司发展能力与公司的投资价值成正比。一般认为，企业发展速度与公司产品获得消费者认同的程度有关，只有其产品得到消费者广泛认同的企业，才可能获得迅速的发展，其股票升值的机会才会增大。反之，股票的前景则不妙。

（二）公司财务报表对股权性资产价格的影响

影响股权性资产价值的盈利性、安全性、经营效率和成长性等四个因素，都在财务报表中得到一定的反映，特别是通过对财务报表深入和详尽的分析，可以较为充分地揭示影响公司在这四个基本因素方面的特征，为预测股权性资产价值提供依据。投资者会根据自己对公司盈利性、安全性、经营效率和成长性等四个因素的认识，判断股权性资产的价值，并根据其判断的价值决定采取持有、买入、卖出等投资行为。市场上所有投资者的这些投资行为，就直接决定了股权性资产市场上的供求关系，进而影响到公司股票的价格。

（三）公司财务报表对股权筹资的影响

虽然股票投资是一种永久性投资，投资者无权从公司抽回投资，但是，这并不能说明股票市场价格变化与公司理财没有关系。这是因为：第一，公司理财的基本目的就是企业价值最大化，以及建立在此基础上的股东财富最大化。为了达到该目的，公司应该尽可能通过平衡公司的收益和风险，使公司股票的价值最大化。除此之外，还要考虑不同收益和风险的平衡方式对公司财务报表的影响，即要考虑到如何通过财务报表来改变市场对公司股票价值的认识，影响公司各种现实的和潜在的投资者的投资行为，促使公司股票市场价格最大化。第二，在公司发行新股票筹资时，必须对外披露详细的财务信息，这些信息会直接影响到股票投资者的投资行为，决定公司股票的价值和发行价格。股票发行价格的高低，既影响到股东财富最大化目标的实现，又影响着公司股票筹资量和筹资成本，是公司理财中需要重点考虑的问题。

第三节 财务报表与企业价值和价格的关系

财务报表之所以会对资金市场产生影响，是因为财务报表传达出了公司的盈利能力和风险水平的信息，影响到人们对企业价值判断。本节对企业价值的相关问题作进一步讨论。

一、关于企业价值的认识

（一）关于价值的源泉学说

什么是价值？产生的源泉是什么？这是经济学中一个基本课题。在经济学中，关于价值的争论一直不断，主要有劳动价值论（客观价值论）和边际效用论（主观价值论）两大流派。劳动价值论根据对劳动的不同认识，又提出了若干不同的价值观，如：重农学派认为只有农业劳动创造价值，重商学派认为商业活动也创造价值，亚当·斯密和李嘉图认为一切劳动都创造价值，马克思则认为只有提供剩余价值的劳动才创造价值，等等。而边际效用论发展出所谓的基数效用论和序数效用论等理论。

(二) 财务与会计学中的企业价值概念

在企业财务与会计学中,不讨论企业价值的源泉,只关注企业价值的量。企业财务与会计学中的价值是“值与不值”的意思,即现在的某项投资与投资该项目未来获得的利益是否等值的意思。换句话说,企业价值就是指投资者预期可以从被投资企业中获得的未来盈利的现实价值。

投资者用自己估计的企业价值来判断投资的可行性。显然,同一事物对不同的人,其“值与不值”是不一样的,因此,在财务与会计学中普遍承认价值具有主观性。具体地说,在财务与会计学中,同一企业对不同的人具有不同的价值。并且还进一步认为,正是同一企业对不同的人具有不同的价值,才使得不同的人都可以通过市场交换获得利益,产生所谓双赢或多赢的效应。因此,在财务与会计学中,关于企业价值的争论主要集中在关于企业价值的计量问题之上。

(三) 财务与会计学中的企业价值分类

在财务与会计学中,按购入、持有或是卖出为标准进行分类,企业价值可分为取得价值、经济价值、市场价值。取得价值是企业购置资产所花的代价,表现为会计账面上的价值。企业经济价值是对所有者而言的价值,具体地说,这种价值是企业为其所有者提供盈利能力的价值。它是确定企业在产权市场上转让价格的基础,表现为盈利能力和风险水平的函数。企业市场价值,即企业价格,是企业产权市场上买卖的价格。企业价值和价格按是否分割为标准,可以分为企业的总价值或总价格和分割为每一股后的价值或价格。本书着重讨论企业经济价值的判定问题,为了简化起见,在以后未作特别说明的企业价值就是指企业经济价值。

二、财务报表对企业价值和价格的影响

财务报表之所以会对资金市场产生影响,是因为人们可以通过财务报表认识公司价值。为了以后分析的方便,这里仅对企业价值和价格的影响进行简单的讨论。

在发达市场经济条件下,企业本身就是一种可以在产权市场上交易的商品,作为一种商品就有价值和价格。

企业价值是企业为其所有者提供盈利能力的价值。企业盈利能力受企业风险水平的影响,一般而言,人们均厌恶风险,一旦风险存在,人们便希望获得风险补偿,即要求有高于无风险获利水平的盈利,因此,企业价值可表述为企业盈利能力和风险水平的取函数:

$$\text{企业价值} = f(\text{盈利能力}, \text{风险水平})$$

企业价格是指企业这一特殊商品在产权市场上的换手价格。企业价值是确定企业价格的基础。企业价值对与企业相关利益主体经济利益的影响在很大程度上是通过企业价格实现的。企业价格除受企业价值的影响之外,还受产权市场上供求关系的影响。这种

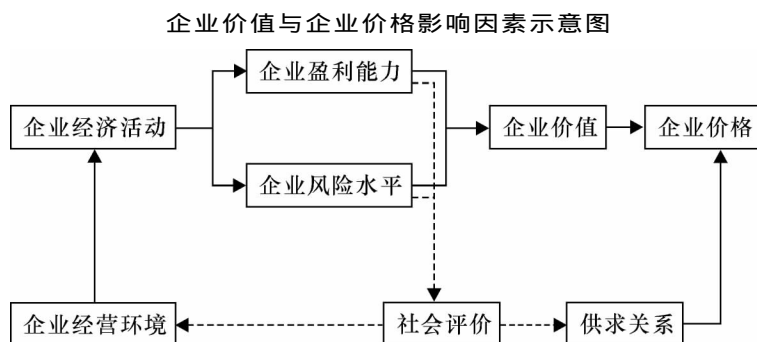
供求关系虽受宏观财政政策、货币政策、市场开放程度等诸多宏观因素的影响,但最直接的因素是供求双方对企业价值的估计。

对企业价值估计,实际上就是对现有盈利能力和风险水平的评价,以及对未来企业盈利能力和风险水平的预测。当社会普遍认为某企业盈利能力高、风险水平低时,供求关系就向有利于供的方面转化,导致企业价格上涨;相反,当社会普遍认为某企业盈利能力低、风险水平高时,在产权市场中愿购买该企业的投资者就会减少,同时该企业所有者对价格的期望值也会相应降低,从而导致该企业价格下跌。

社会对企业盈利能力和风险水平的评价,除影响到供求关系外,还会影响到企业经营环境。当社会普遍认为某企业盈利能力低、风险水平高时,该企业的经营环境就会趋于恶劣。比如,债权人可能会觉得债权的安全完整性和利息收益得不到保证而拒绝贷款,原材料供应商则不愿提供商业信用,要求现款现货,这就使企业融资环境变差,负债资金成本上升,从而进一步增大了企业的风险水平和降低了企业的盈利能力。更有甚者,当社会普遍认为某企业因盈利能力低、风险水平高可能影响到企业持续经营时,该企业的经营环境会更趋恶劣。比如,企业产品的采购商和消费者可能考虑到该企业产品的售后服务等问题,要求该企业提供商业信用或更大的价格折让,以降低经营或使用该企业产品的风险;优秀人才可能考虑到在该企业的发展前景问题,不愿加盟该企业等。这些因素最终会直接影响到企业未来经营活动的结果,对企业未来的盈利能力和风险水平产生不利影响。反之,当社会普遍认为某企业的盈利能力高、风险水平低时,该企业的经营环境就会趋优,从而对企业未来的盈利能力提高和风险水平降低产生有利的影响。

企业经营环境直接制约着企业经营活动,经营活动产生的盈利能力和风险水平,结果又决定了企业价值,并影响到社会对企业的评价,影响到产权市场上的供求关系,最终影响到企业这一特殊商品的价格。这样就形成了一种周而复始的循环,每一次循环都会产生不同的企业价值和企业价格,直接影响到与企业相关的各利益主体经济利益的实现。这种循环关系如图表 1-1 所示:

(图表 1-1)



上述图表 1-1 中,“—>”为直接影响,“---->”为间接影响。由此我们不难理解到现实中“强者恒强,弱者恒弱”的原因。企业经营者应该尽量避免企业产生弱势乘数,而应该追求强势乘数。

三、企业价值评估模型

企业价值的评估虽然对与企业相关的各种利益主体都很重要,但是企业价值又不能从财务报表中直接获得,其评估的方法并不成熟,下面将对企业价值评估的方法分类、基本模型和发展模型进行简单的介绍,以便更好地理解本书的相关观点。

(一) 企业价值评估方法分类

企业估值方法可以有多种分类。比如:按照对价值的认识分类,可分为内在价值法和相对估值法;按照价值与市场的关系分类,可分为市场价值法和非市场价值法;按照计算企业价值的基础分类,可分为市场法、收益法、成本法、剩余法等。这里只讨论按照对价值认识的分类,即内在价值法和相对估值法。

1. 内在价值法。

内在价值法认为,企业价值等于未来现金净流入量的折现值,即:一项资产的价值等于该资产预期在未来所产生的全部现金流量的现值总和。未来现金净流入量的折现值法是评估企业价值的基本方法。从理论上讲,内在价值法是科学的;但从实际操作层面上看,用未来现金净流入量折现值法评估企业价值,需要估计每一期间的现金净流入量、折现率、全部的折现时间,而对这些因素的估计,不可避免地会存在很大的主观随意性,因此,可操作性不强。

2. 相对估值法。

相对估值法也称可比企业价值参照法,它是市场上与被估计企业相类似企业的企业价值作为参照物,来确定被估计企业的企业价值的估价方法。相对估值法首先认为企业无所谓内在价值,或者即使有,人们也无法找到它;其次假设同一行业的企业之间具有一定的可比性,其不同企业的价值可以互相参照。相对估值法其实就是一种价格类比法。

用相对估值法评估企业价值的基本步骤如下:第一步是确定标准价格,即对不同企业的共同评价标准,如市盈率、价格与账面价值比、价格与销售收入比等。第二步是寻找在经营和财务方面相类似企业,经营方面的类似主要考虑的因素有行业、产品、销售渠道、市场、客户、生产销售的季节性、经营的周期性和经营策略等,财务方面的类似主要考虑的因素有资产规模、销售收入、营业利润、净利润、负债率、股东结构、股利政策以及销售收入、净利润的增长率等。可比企业必须是同一行业或同一业务的企业,最好是同一市场的企业,有关财务、技术指标大致相当。第三步是在控制基本变量差异的情况下比较标准价格,解释可比企业之间的差异。

会计学中的所谓公允价值,基本上就是运用相对估值法获得的。比如,美国财务会计

准则委员会(FASB)对公允价值的定义是:公允价值是双方在当前的交易(而不是被迫清算或销售)中自愿购买(或承担)或出售(或清偿)一项资产(或负债)的金额;国际会计准则委员会(IASC)将公允价值定义为:在公平交易中,熟悉情况的当事人自愿据以进行资产交换或债务清偿的金额;我国企业会计准则将公允价值定义为:在公平交易中,熟悉情况的双方自愿进行资产交换或债务清偿的金额。总而言之,公允价值就是公允市价、公允价格,是熟悉情况的买卖双方公平交易的条件下所确定的价格,或无关联的双方在公平交易的条件下,一项资产可以被买卖的成交价格。

虽然仅从操作层面上讲,相对估值法比内在价值法更具可操作性,但相对估值法具有不可忽视的缺点,主要包括:第一,该法只能说明可比企业之间的相对价值高低,对于这些可比企业的绝对价值是否全部被低估或高估则无法判断。比如说,当股票市场处于牛市时,可能整个市场的股票都被高估,而当股票市场处于熊市时,可能整个市场的股票都被低估,这样运用相对估值法就可能得出错误的估价结论。第二,在现实中完全可比的企业几乎没有,即使是在同一个行业,每个企业都不可避免地存在各自的特点,这样,用相对估值法估计企业价值,就找不到完全可比的参照系,这就限制了它的适用性。第三,建立在价格类比法基础上的相对估值法,缺乏科学的理论依据,无法在动荡的市场中准确评估企业价值。

3. 常用的企业价值评估方法。

在实务中,虽然对企业估值方法多种多样,但站在财务与会计的角度考察,企业价值的评估方法主要有:

(1) 资产负债表估值法。该估值方法的基本原理是将以历史成本法为基础的资产负债表调整为以现行成本为基础的资产负债表。具体方法包括:账面价值、调整账面价值、清算价值、重置价值等。

(2) 损益表估值法。包括多因素分析法、市盈率分析法、价格销售比模型等。

(3) 现金流量折现法。包括自由现金流量折现法、股权现金流量折现法、股利折现法、资本现金流量折现法等。

(4) 价值创造法。包括经济增加值、经济利润法和现金价值增加法等。

本书第四章《财务报表调整的理论和方法》,其实就是通过将历史成本为基础的财务报表调整为现行成本为基础的财务报表来评估企业价值。本书其他章节涉及企业价值评估的则是建立在未来现金净流入折现值法理论基础上的,只不过重点讨论的问题是如何运用盈利能力和风险水平调整的方法来克服未来现金净流入折现值法的预测难题,以更加简化的方法评估企业价值。认识企业的盈利能力和风险水平,并在此基础上通过调整企业的盈利能力和风险水平估计企业价值是本书的重要内容。

(二) 基本模型

准确判定企业经济价值是决定投资成败的关键。但经济价值的判断存在着各种不确

定性,因此,确定企业经济价值便成为投资决策的一大难题。为了解决企业经济价值的估计问题,在众多的经济学家、管理学家、财务与会计学家等的共同努力下发展出一系列的估计企业经济价值的理论和方法。这些理论和方法主要有现金股利折现模型、现金净流入量折现模型、会计收益估价模型、剩余收益估价模型、期权估价模型等。

企业经济价值评估最基本的模型是企业未来现金净流入量的折现模型,即:

$$\text{企业价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{现金净流入量}_t}{(1+\text{折现率}_t)^t} \dots\dots\dots \text{公式 1}$$

虽然从理论上讲只要能较准确地预计出企业未来创造的现金净流入量,那么,用公式 1 就可以比较准确地估计出企业价值。但是在现实中由于现金净流入量是离散变量,本身波动大和无相关可靠的会计信息作支持,因此预测难度极大。这就使直接运用公式 1 估计企业价值变得非常困难。为了解决该问题,在实务中普遍采取以会计收益来替代现金净流入量的做法。由于按权责发生制计算出的会计收益比按收付实现制计算出的现金净流入量的稳定性强,且可以直接利用会计报表上的资料进行预测,因此预测的准确性较高。在用会计收益替代现金净流入量之后,公式 1 便变为如下公式 2:

$$\text{企业价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{会计收益}_t}{(1+\text{折现率}_t)^t} \dots\dots\dots \text{公式 2}$$

如果存在一个会计收益的年平均增长率,那么就可以将离散会计收益变量转变为一个连续函数,即:会计收益_t = 会计收益₀ · (1 + 会计收益年均增长率)^t。这样就可以将公式 2 变为公式 3:

$$\text{企业价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{会计收益}_0 (1 + \text{会计收益年均增长率})^t}{(1 + \text{折现率}_t)^t} \dots\dots\dots \text{公式 3}$$

在该式中,如果存续期趋近于无穷大,且用社会同风险平均收益率作为折现率;那么,运用数学归纳法,该式就可以进一步简化为如下的会计收益资本化模型即公式 4:

$$\text{企业价值} = \frac{\text{第 1 年会计收益}}{\text{社会同风险平均收益} - \text{会计收益年均增长率}} \dots\dots\dots \text{公式 4}$$

在现实工作中,用该模型来估计企业价值比未来现金净流入量折现模型要简单得多,因此得到极为广泛的运用。在会计收益资本化模型中,当会计收益年增长率为零时,则有公式 5:

$$\text{企业价值} = \frac{\text{年均会计收益}}{\text{社会同风险平均收益率}} \dots\dots\dots \text{公式 5}$$

公式 5 是一个更为简化的模型,普遍运用于会计资料不足时的企业价值预测。该公式的分子存在若干形式,比如,年会计收益可以是本年的会计收益、过去几年的平均会计收益、预测的近期会计收益等。当然模型中的年会计收益越能反映实际情况,用该模型预

测出的企业价值也就越准确。

企业价值估计从现金净流入量估价模型转为会计收益估价模型后,盈利能力(会计收益)便成为确定企业价值最重要的因素。由于基期会计收益是可以确定的,因此,企业价值估计的准确性主要取决于对盈利能力的未来年平均增长率预测的准确性。盈利能力的年平均增长率受盈利能力质量的影响。所谓盈利能力质量,是指盈利能力的稳定性。盈利能力稳定性越强,盈利能力的质量越高;反之,则越低。同一盈利能力价值的大小受其质量高低的影响,质量高者价值大,质量低者价值小。

根据盈利能力的质量特征,可以以盈利能力质量为基础,再结合其他相关资料来预测盈利能力的年平均增长率或调整年平均会计收益。比如对盈利能力质量高的,可以按其以前年度盈利能力的平均增长率作为计算企业价值所用的年平均增长率,或调增年平均会计收益;而对盈利能力质量较低的,则需要对以前年度的盈利能力平均增长率打折后,才能作为计算企业价值所用的年平均增长率或调减年平均会计收益。这样,既可以使对会计收益的预测简化,又可以得到较正确的预测结果。

(三) 模型的发展

无论现金流量折现模型还是年会计收益资本化模型,都是建立在较长期或无限期折现基础上的,其假定条件难以全部成立,对模型中各因素的预测也难以准确。这两类模型在实际运用中均会遇到不少问题,难以准确反映企业的真实价值。因此,有不少学者致力于寻找新的企业价值评估模型。下面仅介绍一些主要的研究成果。

1. Penman 和 Sougiannis 的会计数据模型。

Penman 和 Sougiannis 在 1997 年利用美国过去的财务数据,用一定模型对企业评价结果与实际股票价格相比较,发现根据会计数据评价企业价值的数学模型比其他模型准确,而且与其他模型相比,可以用更短期间(六至八年)使评价误差接近于零^①。这个结果证明,在对企业进行实际评价时,根据会计数据评价企业价值的数学模型比其他评价模型更为可靠,其原因在于会计收益核算过程中所使用的权责发生制,考虑了未来事项对现在的影响,比现金流量更有利于评价企业。这个研究结论也是对现在流行的估计企业价值过分看重现金流的批驳。

根据会计数字评价企业价值的数学模型,主要有如下三种:

$$(1) P_t^T(CM) = (\rho^T - 1)^{-1} E \left[\sum_{\tau=1}^T \tilde{X}_{t+\tau} + \sum_{\tau=1}^T \tilde{d}_{t+\tau} (\rho^{T-\tau} - 1) \right]$$

$$(2) P_t^T(RIM) = B_t + \sum_{\tau=1}^T \rho^{-\tau} E \left[\tilde{X}_{t+\tau}^a \right]$$

$$(3) P_t^T(COMBO) = B_t + \sum_{\tau=1}^T \rho^{-\tau} E \left[\tilde{X}_{t+\tau}^a \right] + \frac{\rho^{-T}}{\rho^s - K_s} E \left[\sum_{\tau=1}^s \tilde{X}_{t+T+\tau} + \sum_{\tau=1}^s (\rho^{s-\tau} - 1) d_{t+T+\tau} \right]$$

^① 于永春编译:《根据会计数字评价企业价值》1998 年第 11 期《会计研究》。

式中： $\rho_t^T(\cdot)$ 为期末，使用预计的 T 期末前的数据根据模型计算的内在价值

B_t 为 t 期末的自有资本

ρ 为资本成本

\tilde{X}_t 为 t 期会计收益

\tilde{X}_t^a 为的剩余收益 $[\tilde{X}_t - (\rho - 1)B_{t-1}]$

\tilde{d}_t 为 t 期的分红(含资本交易和流出)

Sougiannis 和 Yaekura 在 1997 年利用证券分析家提供的五年的预计收益，按以上三种模型对企业价值进行评价，其结论是从总体上看模型(3)相对优越。但由于企业特点不同，不同类型企业存在着不同的最优模型。

2. 资本资产定价模型(CAPM)。

$$E[R(x_j)] = \beta_x \{E[R(m^*)] - R(x_0)\}$$

式中： j 为 1, 2, 3...k

β_x 为 $Cov[R(x), R(m^*)]/Var[R(m^*)]$

该式由线性报酬、协方差参数和预期参数组成。

资本资产定价模型又因 β 的性质不同而有许多变种，主要包括：市场 β 系数的资本资产定价模型，消费 β (Beta)系数的资本资产定价模型，有效资产组合的资本资产定价模型，均值——方差有效性，阿尔法方法的资本资产定价模型，无风险资产的资本资产定价模型，无联合正态分布报酬的资本资产定价模型，非齐次预期和税金因素的资本资产定价模型，存在非上市资产的资本资产定价模型。

资本资产定价模型的进一步扩展是多期间资本资产定价模型，该多期间资本资产定价模型主要用多因素 β 系数的资本资产定价模型表示。

但是资本资产定价模型实际上要解决的问题并不是确定资产的价值，而只是确定资本的成本，而资本成本是确定企业折现率的基础。从某一个角度来说，该模型是隶属于未来现金净流入量估价模型的。

3. 套利定价理论(APT)模型。

$$E_i[r(x_j)] \approx r(x_0) + \sum_{k=1}^K \lambda_j k [E_i(f_k) - r(x_0)]$$

除了上述基本套利定价理论(APT)模型外，还有 Ross 的套利定价理论(APT)均衡模型。

4. 期权定价模型(OPT)。

$$C = SN(d_1) - Ke^{-r_f T} N(d_2)$$

式中： d_1 为 $\frac{\ln(S/N) + r_f T}{\sigma \sqrt{T}} + \frac{1}{2} \sigma \sqrt{T}$

d_2 为 $d_1 - \sigma \sqrt{T}$

上述的资本资产定价模型、套利定价理论、期权定价模型与利用会计信息作为确定企业价值的基础的思路不同,它们可以完全不考虑会计信息,而仅根据企业(股票)历史市场价格信息得出资产定价的结论。本书不考虑这种价值评估理论,坚持以会计信息为基础来评估企业价值。

第四节 以企业价值为重心的财务报表分析体系

公司财务报表是由若干不同的数据组成的反映企业经营活动过程和结果的报表。这些数据从不同侧面反映了企业的资产、负债、所有者权益、收入、成本、费用、利润、现金流量等现状,但它并没有直接回答企业的财务状况如何、盈利能力怎样、风险水平高低、经营得失、企业价值大小、企业价格高低等一系列财务报表使用者所关心的问题。因此,需要对财务报表进行分析。

一、财务报表分析应以企业价值为重心

(一) 企业价值与各种利益主体之间的关系

在市场经济条件下,企业作为一种商品,本身具有价值和价格,企业价值是决定企业价格的基础,并与企业相关利益主体的经济利益密切相关。这一点可以从与企业相关利益主体的经济利益来源来分析。与企业相关的利益主体主要包括投资者、债权人、经营者、职工、国家税务机关等。这些不同的利益主体各自的主要利益来源均与企业价值相关。

投资者是企业财务和实物资本投入者,是企业净资产的所有者,其利益来源于资本收益和股利收益。资本收益表现为资本市场上企业资本价格的上扬,股利收益则是企业将获取的利润按一定比例分给投资者的现金或实物资产。这种利益密切地与企业的盈利能力、风险水平、经营效率和发展潜力相关,即与企业价值大小相关。

债权人是企业债务的所有者,其利益来源于持有债权的安全完整性和利息收益。首先,债权的安全完整性,与企业的偿债能力和风险水平相关,偿债能力越强,风险水平越低,债权就越安全;其次,债权的利息收益直接与企业盈利能力相关,与企业盈利能力大小成正比。这说明,企业价值与债权人的利益存在着密切关系。

经营者是受企业所有者之托经营企业的专业人士,其利益来源与完成受托责任的好坏相关。受托责任是所有者赋予的,与保证所有者的利益实现相关。所有者的利益与企业价值相关,自然经营者的利益也就与企业价值相关。如资本增值、利润等具体的受托责任指标,都是从某个角度反映企业价值的指标。

职工的利益来源于企业支付的工资、奖金和福利。虽然这些利益不完全与企业价值相关,但是,仍有部分受企业经济效益的影响。当企业经济效益高,可能支付的工资、奖金