

财报就像一本故事书

作者：刘顺仁

《星光居士严肃脸》及参考文献持续更新网址

<https://github.com/xingguangjushi/xgjsysl>

财报就像一本故事书

作者：刘顺仁

内容简介

循序渐进三大制胜秘籍，带你深入浅出玩透财务报表！

◎心法篇——内功练心法，破解通往财富之路的关键密码，轻松解析企业竞争力。

◎招式篇——外功练招式，轻松掌握资产负债表、利润表、现金流量表、股东权益变动表四大报表。

◎进阶篇——活学活用财务报表，锻炼五大神功。克敌，避开财报陷阱，保护自己；制胜，提升企业竞争力，武林称雄。

本书除了介绍编制财务报表的基本会计学原理外，还着重于点出会计数字背后的管理意涵，以及应该如何活用财务报表，区别造成组织成功或者失败的管理活动。

本书说明所使用的实例，也以企业的财务报表为主，其中大量引用了沃尔玛、Kmart、google、戴尔、惠普、通用电气等国际大企业，及ACER、华硕、台积电、五粮液、联想等海内外著名上市大公司的财务报表，让读者了解如何透过解读公司的财务报表，不断地改进企业缺失，提升经营绩效，强化企业竞争力，在市场中脱颖而出；相对地，也通过对财务报表的分析，了解到许多知名企业被市场淘汰的原因。

本书分成三部分：

第一部分是“心法篇”，主要是介绍财务报表背后重要的基本观念。

第一章把企业的财务信息看成是竞争活动下所产生的“密码”，这些密码将挑战经理人译码的智能、诚信和勇气。

第二章说明财务报表如何帮助经理人锻炼成为企业领袖的五种能力。

第三章则以仪表板为例，讨论如何从财务报表中吸收历史教训的精华，以提升经理人的管理能力。

第二部分是“招式篇”，包括第四章到第七章，说明企业的资产负债表、利润表、现金流量表及股东权益变动表等四大财务报表的基本概念，并且进一步讨论他们在企业管理上的应用。想要以最快的速度了解四大财务报表的读者，可以直接阅读第二部分。

第三部分是“进阶篇”，包括第八章到第十二章。

其中第八章讨论资产品质与竞争力的关系，第九章讨论以盈余品质作为衡量竞争力的可能性，第十章讨论以历久弥新的股东权益报酬率作为理解竞争力的指针。

简体版增加了一章，即第十一章《最重要的是，要随时保护你自己——避开财务报表陷阱》，告诉读者如何学会不被财报中的人为因素欺骗，防止企业财报陷阱，减少投资失败。

最后，第十二章以《聚焦联结，武林称雄》来说明财务报表与提升竞争力的逻辑关系，并且讨论如何由财务报表分析跨入管理会计学领域

作者介绍

刘顺仁，台湾大学经济学系学士、美国匹兹堡大学会计学博士，曾任美国马里兰州立大学助理教授，现为台湾大学会计学系暨研究所教授，并担任台湾大学“竞争力与创新研究中心”主任。主要研究兴趣为策略性财务报表分析、策略性成本管理、绩效评估制度对经理人行为及企业绩效的影响等，并长期关注企业、产业的竞争力分析。

刘教授于大一时修习初等会计学，因感觉会计是一门繁琐枯燥的学科，发誓这辈子再也

不碰会计课程。1985 年于匹兹堡卡内基美隆大学攻读博士时，由于该校强调学科整合，加上跨系所修课的缘故，一位会计学博士生让他猛然发现会计有趣又实用，因而“改行”，并发愿这辈子竭尽全力把会计学教得活泼精彩。

刘教授并于 2005 年发起成立台湾大学管理学院“竞争力与创新研究中心”，与美国哈佛大学迈克尔·波特（Michael Porter）教授主持的“策略与竞争力研究中心”（Institute for Strategy and Competitiveness）进行策略联盟。

各界评论

把策略与竞争力的观念数量化，并利用财务报表生动地比较竞争对手的强弱，这与我目前在哈佛商学院教学的重点不谋而合。我认为这种整合策略与会计观点的分析，对经理人非常有用，而采用这种写法的书籍，连美国也找不到，把他呈现给中国的读者吧！

哈佛大学教授、管理大师 迈克尔·波特本人在中国大陆、台湾及美国从事会计师及管理顾问工作二十多年，发现这是一本结合财务及企业竞争力的好书，也是一本轻松易懂的故事书，无论您是企业经理人、投资人、学生或会计专业人士，这都是一本值得一读的好书。

德勤华永会计师事务所北方区主管 颜漏有在大陆的股市，不读财报的投资者是大多数；不读财报而持续盈利的投资者则肯定是少数；其实，枯燥的财报一定是悲欢离合的财富故事的起点。读不下财报，可以先读一下刘先生的这本书，像读故事一样读财报。

《证券市场周刊》主编 方泉本书将财报与竞争力联结，这在会计学的教学及研究都是崭新且重要的观点。作者重新诠释部分传统的财务比率，并赋予它们“竞争力”的意涵。在当前无时、无处不竞争的经济社会中，这些讨论十分发人深省。

台湾大学管理学院教授 柯承恩本书结合会计理论、财务报表及优质企业的个案分析，借以检视企业的体质与竞争力，实为企业经理人及经营者必读的好书。

冠德建设董事长 马玉山刘教授运用自身专业与丰富学养所撰写的《财报就像一本故事书》，非常令人震撼，让会计学界及业界耳目一新，值得一读再读！

资诚会计师事务所所长 赖春田除此之外，还有 安利大中华区副总裁刘明雄 等也大力推荐此书。

推荐序

读故事，看财报，了解企业竞争力

一般关于财务报表的书，涉及太多的会计专业术语，文字艰涩难懂，对学习财务报表有兴趣与需求的读者，往往会望而却步，提不起兴趣。《财报就像一本故事书》由台湾大学会计系刘顺仁教授所著，用写故事书的手法，为我们蜕去财报难懂的外衣，轻松进入财报的世界。

刘教授在书中借由邓丽君的歌曲《何日君再来》、李安导演的电影《卧虎藏龙》、奥运 110 米栏田径赛冠军刘翔的奋斗历程与战国时代的小故事等，将生活中的真切体验与故事中的简明道理巧妙融为一体，讲述财报的基本概念及数字背后的含义，让读者在阅读时就像读故事书般地轻松有趣。

本人在中国、美国等很多国家和地区从事会计师及管理顾问工作二十多年，发现这是一本结合财务及企业竞争力的好书，也是一本轻松易懂的故事书。无论您是企业经理人、投资人、学生或会计专业人士，这都是一本值得一读的好书。

一、企业经理人

本书以沃尔玛、Kmart、戴尔、惠普、通用电气等国际大企业，及华硕电脑、台积电、五粮液集团、联想集团等海内外著名大公司为例，让读者了解如何透过解读公司的财务报表，

不断地改进企业缺失，提升经营绩效，强化企业竞争力，在市场中脱颖而出；相对地，也通过对财务报表的分析，了解到许多知名企业被市场淘汰的原因。本书亦可作为协助经理人从生硬的数字中透视经营的精髓、了解公司的竞争力优劣的入门书。

二、投资人

了解财报数字背后的含义，对于投资人来说，更是迫切需要的。投资大师巴菲特主张，投资人应把自己当成经理人，深入了解企业创造财富的活动。投资人可从财报解析企业竞争力，或从企业公布的财务数据发现其不合理之处，从而作出正确的投资决策。本书借国内实际案例剖析如何避开财务报表陷阱的九大贴士，更是对于投资人保护自己的利益提供了妙方。

三、商学院的大学生或研究生

会计学是一门较不易亲近但对商学院的学生却又十分重要的必修科目，有些学生因不了解它而排斥它，刘教授本人在大学时代也曾对会计学十分头痛，学习不得要领，故很能理解同学们的困扰。本书有严谨的框架、循序渐进的章节安排和有趣的故事引导，让学生掌握要领，轻松学习财报。

四、会计专业人士

本书以深入浅出的故事与简单明了的概念来描述专业深奥的道理，可以让不熟悉会计的企业经理人轻松了解财报数字的含义；会计师可透过简单易懂的财报概念与客户经理人建立相同的语言，加强双方的沟通，了解问题所在。企业经理人了解课责性的重要，也为会计师降低可能的审计风险。

《财报就像一本故事书》，深入了解会计数字背后的管理含义，刻画企业的兴衰，经理人写它，投资人读它，轻松解析四大报表的竞争力密码，绝对是一本值得您一读的好书。

颜漏有

德勤华永会计师事务所

中国北方区主管合伙人

自序(1)

读懂财务报表，创造丰厚财富

财报就像一本故事书，经理人写它，投资人读它。它吐露企业的竞争力，也刻画企业的兴衰。不论您的背景为何，本书请您以经理人及投资人双重的角度看待财务报表，唯有如此，您才能正确地评估企业的投资价值与可能风险。

2006年2月15日，中国财政部宣布与国际会计制度接轨的重大政策，由原本16项具体会计准则，扩展到1项基本原则和38项会计准则，并规定2007年1月1日起由中国上市公司开始优先适用。这项波涛壮阔的会计政策，不仅是宣示中国企业语言将要国际化，未来更将要求经理人及投资人，必须了解财务报表背后更深层的思考方法与价值观。

◆ 这是中国人创造财富的黄金时代

大史学家司马迁在《史记·货殖列传》中对财富的创造提出一针见血的论点：“无财作力，少有斗智，既饶争时。”（没钱靠体力，钱少靠智力，钱多靠掌握时机。）改革开放后的中国，释放出大量的劳动力，迅速成为所谓的“世界工厂”，但凭借体力只能造就个人温饱，无法累积财富。2001年，美国著名学者柯林斯（Jim Collins）在畅销书《从优秀到卓越》中一再强调，在商业竞争中能“让对的人上车”，并且拥有“态度谦逊但专业坚持”的经理人，是使企业绩效起飞的最重要关键。2006年，世界最大的人力资源管理顾问公司万宝盛华（Manpower）在题为“中国人才的矛盾”（The China Talent Paradox）的研究报告中指出，尽管有13亿人口，但中国经济成长最大的阻力将是中、高阶经理人的缺乏。因此，“投资自己”，成为奇货可居的企业经理人，是“少有斗智”创造财富的好策略。但真正能创造巨大财富的

是“既饶争时”，也就是追随金融市场对中国经济发展抱持高度评价的黄金时机，以创业家或投资人的角色创造千百倍的财富。而通往财富之路的关键密码，就是企业的财务报表。

◆ 教您轻松读懂财务报表

执全球企管教育牛耳的哈佛商学院，坚信人才对组织的重要性，其使命即是“教育能对这个世界做出贡献的领导者”。身为教育工作者，我也分享哈佛这个“人才至上”的理念，深信企业竞争力主要来自经理人的品质。而投资人致胜之道，就是投资诚信又优秀的经理人。因此，如何通过会计课程提升经理人的竞争力和投资人的决策品质，一直是我在台湾大学EMBA课程教学努力的重点。如何由财务报表判断企业竞争力高低，帮助经理人管好公司、帮助投资人选对标的？本书便呈现了我初步的思考成果。

通过本书，我希望实现三个目标：

- 教企业、政府、非营利组织的经理人轻松看懂基本的财务报表，并帮助他们活用财务报表，增加组织竞争力，为个人与企业创造财富。

- 教投资人透过财务报表趋吉避凶，增加投资报酬率，降低投资风险。

- 作为高校相关专业师生和会计师事务所财务报表分析课程的教育材料。

许多台湾大学EMBA的同学并没有任何会计学背景，如何利用非技术性的语言、生动活泼的例子，引导同学亲近令大多数人“望之生畏”的财务报表，是我在会计教学中最大的挑战。本书希望重现我教授课程时轻松、互动的气氛，又能保持财务报表分析的精华。而本书除了介绍编制财报的会计学基本原理外，也重视会计数字背后的管理含义，并讨论活用财务报表的方法，引导企业走向对的方向。为了提升读者的管理视野，我以许多世界级企业的财务报表为例，说明它们相对的竞争优势及劣势。

◆ 投资人应该了解企业竞争力

投资大师巴菲特（Warren Buffett）主张，投资人应把自己当成经理人，深入了解企业创造财富的活动。经理人是企业成功的关键因素，因此当本书讨论经理人的角色时，投资人应思考其对投资决策的意义。简单地说，投资企业其实就是投资企业的经理人；而财报分析其实就是经理人的竞争能力分析。

读完本书之后，我期待投资人能清楚地分辨，哪些企业经理人是在做“对”的事，可以增加企业的价值；哪些企业经理人是在做“错”的事，会降低或摧毁企业的价值。若能活用财务报表，借此分辨企业竞争力的强弱，投资人不仅可避免误踏地雷股，对真正的好公司，更能产生长期持股的信心。

◆ 本书架构

本书共分成三篇。第一篇是“心法篇”，包括第一章到第三章，以介绍财务报表背后的基本概念为主。第一章将企业财务资讯视为商业竞争活动的“密码”，这些密码将挑战经理人解码的智慧、诚信和勇气。第二章说明财务报表可以帮助经理人锻炼出担任企业领袖的五种核心能力。第三章则以仪表板为例，讨论如何自财务报表吸收历史教训的精华，提升经理人的管理效能及投资人的决策品质。

第二篇是“招式篇”，包括第四章到第七章，依序说明企业的资产负债表、利润表、现金流量表、股东权益变动表等四大报表的基本概念，并进一步讨论它们在企业管理上的应用。想以最快速度了解这四大报表的读者，可直接阅读本书的第二篇。在介绍这四大财务报表时，我将以许多世界级企业及大中华区的企业为实例，说明如何活用财务比率分析，清楚地看出企业竞争力的强与弱。

第三篇是“进阶篇”，包括第八章到第十一章。第八章讨论资产品质与竞争力的关系，说明无形资产对企业经营的重要性。第九章讨论决定盈余品质的五大要素，强调盈余品质可作为衡量竞争力的重要指标。第十章使用实例，讨论如何用股东权益报酬率来分析企业竞争力。第十一章则提出九个实用的贴士，帮助投资人避发生财报弊案的公司，以保护自己的财富。

最后，第十二章《聚焦联结，武林称雄》总结财务报表与提升竞争力的逻辑，也讨论如何由财务报表分析跨入“管理会计学”领域。

◆ 致谢

本书的完成首先要感谢哈佛企管大师迈克尔·波特(Michael Porter)多年来的鼓励与指导。他肯定我用财报数字分析企业竞争力的写作方向，并说：“这种写法连美国也找不到，把它呈现给中国的读者吧！”

其次，我要感谢台湾时报出版公司和山西人民出版社的各位编辑，他们以编辑和读者的双重立场，提供许多有用的意见。我的研究助理王俊杰、徐莹杰，学生韩建婷、郭俐君等人，在资料搜集和文稿校对上贡献良多，在此一并致谢。

最后，对于我的妻子婉菁，我满怀感恩。她用温柔、坚持与智慧，成全我热爱的每件事。我希望我的第一本书，会是她颈上珠链的第一颗珍珠。期盼有一天，我能用一整串的珍珠，回报她因我的写作所必须忍受的寂寞。

目录(1)

推荐序

读故事，看财报，了解企业竞争力 颜漏有

自序 读懂财务报表，创造丰厚财富刘顺仁

第一篇 心法篇

第1章 解读帕乔利的财富密码

以智慧解读帕乔利密码

以诚信编制帕乔利密码

用勇气面对帕乔利密码

看懂财务报表是企业领袖的必备素养

面对帕乔利密码的两极反应——当灰狗遇上小Q《易经》启示录：“简易”、“变易”及“不易”

第2章 用财务报表锻炼五大神功一个坚持两个方法三类活动四份报表五项修炼金庸七伤拳的启示

第3章 飞行中，相信你的仪表板善用会计信息引导正确的策略谨防因错误信息酿成决策的灾难财务报表是企业竞争的财务历史资本市场“预期”的强大力量会计数字的结构蒙住眼睛，要能操控你的飞行器

第二篇 招式篇

第4章 学习威尼斯商人的智慧与谨慎——资产负债表的原理与应用搞懂资产负债表的基本武功原理看看世界第一商家沃尔玛的资产负债表在资产负债表中看出企业竞争力别忘了其他重要资产议题别忘了其他重要负债议题中国大陆公司资产负债表介绍——五粮液面对真实的资产及负债状况

第5章 创造像刘翔般顶尖的跨栏成绩——利润表的原理与应用搞懂利润表的基本武功原理看看世界第一商家沃尔玛的利润表在利润表中看出企业竞争力透视资产周转率背后的玄机别忘了利润表的其他重要议题中国大陆公司利润表介绍——苏宁电器面对企业真实的经营绩效与竞争力

第6章 别只顾加速，却忘了油箱没油——现金流量表的原理与应用搞懂现金流量表的基本武功原理了解现金流量表的概念架构用两招编制现金流量表看看世界第一商家沃尔玛的现金流量表由经营活动现金流量看竞争力投资、筹资活动现金流量的管理意义四大企业类型中国大陆公司现金流量表介绍——联想集团古战场巡礼的启示

第7章 是谁动了我的奶酪——所有者权益（或股东权益）变动表的原理与应用搞懂股东权益变动表的基本武功原理看看世界第一商家沃尔玛的股东权益变动表股票选择权的争议中国大陆公司股东权益变动表介绍——国美电器由股东权益变动表中看出竞争力由融资顺序看企业前景首次公开发行股票的解读现金股利信息含义同舟共济话未来——调和股东权益与员工利益

第三篇 进阶篇

第8章 踏在磐石而不是流沙上——谈资产质量与竞争力无形资产决定长期竞争力“内在价值”与资产评估“内在价值”的广泛应用企业会计准则第八号公报——资产减值资产比负债更危险管理资产减损才是重点啥都没剩下！

第9章 卓越管理而不是盈余管理——谈盈余品质与竞争力盈余品质绩优生的堕落——房利美不再卓越企业会计准则第三十七号——金融工具列报比较与分析台湾：企业合并财务报表与第七号公报 Sunbeam 的转机？

遵守一般会计原则也能做账

延伸核心竞争力，创造盈余品质

第10章 精通历久弥新的股东（所有者）权益报酬率——谈经营质量与竞争力

小心检查企业经营的成绩单

细看股东权益报酬率的武功招式——定义及组成因子

谁是股东权益报酬率的高手——海内外企业实例分析

股东权益报酬率的限制

第11章 最重要的是，要随时保护你自己——避开财务报表陷阱的九大贴士

贴士一：注意股价“利多下跌”的警讯

贴士二：注意公司董监事等内部人大举出脱股票的警讯

贴士三：注意董监事或大股东占用公司资金的警讯

贴士四：注意公司更换会计师事务所的警讯

贴士五：注意公司频繁更换高阶经理人或敏感职位干部的警讯

贴士六：注意集团企业内复杂的相互担保借款、质押等行为的警讯

贴士七：注意损益项目中非营业利润百分比大幅上升的警讯

贴士八：注意应收账款、存货、固定资产异常变动的警讯

贴士九：注意具有批判能力的新闻媒体对问题公司质疑的警讯

朱镕基的未竟志业——公司不做假账

第12章 聚焦联结，武林称雄

专注才能创造竞争力

靠绩效才能保住饭碗

竞争力要靠绵密的企业活动网络

避开无法竞争的困境

企业活动网络与平衡计分卡

追求优质增长要有优先级

十大建议：应用财报增加竞争力

后记

帕乔利密码的由来

2003年，美国悬疑小说家丹·布朗（Dan Brown）出版了《达·芬奇密码》一书，历经3年多时间，全球畅销4000多万册。经由作者丰富的想象力，达·芬奇的不朽杰作《最后的晚

餐》和《蒙娜丽莎的微笑》，居然不是纯粹的艺术创作。这些画作里隐含了密码，借此传递了可以动摇基督教信仰基础的天大秘密。

如果也容我发挥一下天马行空的想象力，那么我想说，在《最后的晚餐》画作中，丹·布朗指证历历的那个隐藏的“M”，并不是抹大拉的玛丽亚（Mary Magdalene），而是“Money”（金钱）。这个推测可不是毫无根据，因为达·芬奇一直深受会计学之父卢卡·帕乔利（Luca Pacioli, 1445~1515）的影响。

根据历史记载，自1496年起，达·芬奇跟着意大利修士帕乔利在米兰学了3年几何学，据说他还因为太过沉迷而耽误了艺术创作。在达·芬奇遗留的手稿中，他多次提到如何把学来的透视法及比例学，运用在绘画创作中。为了答谢恩师，达·芬奇为帕乔利1509年的著作《神圣比例学》（讨论几何学所谓的“黄金比例”）画了六十几幅精美的插图。

1494年，帕乔利在威尼斯出版了会计学的鼻祖之作《算术、几何、比与比例概要》，系统地介绍了“威尼斯会计方法”，也就是所谓的“复式会计”（double entry bookkeeping）。正因为帕乔利的贡献，一切商业活动都可转换为以“Money”为符号的表达。下次当你欣赏达·芬奇的作品时，别忘了其中所隐藏的M字，可能深具会计学含义！

除了介绍会计方法，帕乔利还在书中大力宣扬商业经营成功的三大法宝：充足的现金或信用、优良的会计人员与卓越的会计信息系统，以便商人能够一眼看清企业的财务状况，他的建议到目前为止仍大体适用。例如，有“经营之神”美誉的台湾塑料公司董事长王永庆先生认为，企业经营的两大支柱是“计算机系统”和“会计制度”，而计算机系统的很大部分是用来支持会计制度的。

帕乔利所提倡的会计方法，可以把复杂的经济活动及企业竞争的结果，转换成以货币为表达单位的会计数字，这就是笔者所谓的“帕乔利密码”。这些密码拥有极强大的压缩威力，即使再大型的公司（如通用电气、微软及联想），它们在市场竞争中所创造或亏损的财富，都能压缩汇总成薄薄的几张财务报表。这些财务报表透露的讯息必须丰富、充足，否则投资人或银行不愿意提供公司资金。但是，这些财务报表又不能过分透明，否则竞争对手会轻而易举地学走公司的经营方法。因此，帕乔利密码所隐含的讯息往往不易了解。而本书最主要的目的，就是帮助大家活用帕乔利密码，进而培养个人及组织高度的竞争力；对于投资者来说，也能透过薄薄的几张财务报表，充分读懂企业透露的信息，提升投资报酬率。

首先，面对帕乔利密码，管理者要有“智、诚、勇”三种修养。

以智慧解读帕乔利密码

帕乔利密码对管理的最大贡献，不只是帮助经理人了解过去，更重要的是在于启发未来。事实上，一个杰出企业的发展，经常奠基于看到简单会计数字后所产生的智慧，而这些智慧开创了新的竞争模式。

麦当劳为什么爱卖汉堡？

1937年，麦当劳兄弟（Dick and Mac）在美国加州巴赛迪那（Pasadena）销售汉堡、热狗、奶昔等25项产品。1940年左右，他们做了个简单的财务报表分析，意外地发现80%的生意竟然来自汉堡。虽然三明治或猪排等产品味道很好，但销售平平。麦当劳兄弟于是决定简化产品线，专攻低价且销售量大的产品。他们将产品由25项减少为9项，并将汉堡价格由30美分降低到15美分。从此之后，麦当劳的销售及获利激增，为后来发展成世界级企业奠定了基础。

.....

因此，智者可以把帕乔利密码当成是“望远镜”，协助企业形成长期的竞争策略。

阅读财务报表可以激发竞争模式的创意，而通过帕乔利密码，经理人也许可学习华裔著名

鉴识专家李昌钰博士观察微细证据的本领。李博士累积了超过 8000 个刑事案件的处理经验，他提出鉴识学的三大关键要素：科学的态度、敏锐的观察力及逻辑推理能力。如果从鉴识学的角度来看，财务报表上的每个帕乔利密码，都是竞争与管理活动所留下的证据。一个有智慧的经理人，应该像李昌钰博士所说的，必须“让证据说话”，认识到“任何不合理、不寻常的地方，就隐藏着解决问题的关键”。例如当企业营收下降时，经理人必须加以追究，思考到底是因为总体经济的衰退所致，或是因为竞争对手侵蚀了自己的市场占有率，还是产品或服务质量出了问题等各种可能原因。

在后续的章节中，读者将发现有些看来正常、稳定的财务比率，原来是正反两股力量互相抵消的结果。经理人若不及早正视这股负面力量的杀伤力，企业在未来会遭遇困难。这些见微知著的本领，很像是现代警察以科学态度办案。当然，我们并不是要用会计数字来缉拿“凶手”，而是希望借由帕乔利密码透露的细微证据，改善企业的竞争能力及投资管理绩效。在拆解帕乔利密码的过程中，我们将知道要找哪一个人、做哪一种活动，才能创造营收及获利增长。因此，智者也可以把帕乔利密码当成是“显微镜”，协助企业产生改善管理活动的细腻作为，或培养投资决策中见人之所不能见的分析批判能力。

以诚信编制帕乔利密码

企业伦理是编制帕乔利密码的基础。简单地说，不谈“课责性”（accountability，指的是处于“负责”的状态），就没有会计（accounting）；只讲究会计的技术而不谈诚信原则，财务报表就失去灵魂。对企业经理人来说，在编制财务报表的过程中，正确的价值观与态度，远比会计的专业知识重要。

.....

身为投资大师，同时也是美国伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Inc.）董事长的沃伦·巴菲特（Warren Buffett），针对课责性作了如下说明：“伯克希尔-哈撒韦旗下的首席执行官们是他们各自行业的大师，他们把公司当成是自己拥有般来经营。”巴菲特更在每年伯克希尔-哈撒韦的财务报表后面，附上亲手撰写的《股东手册》（An Owner's Manual）。他明确地告诉股东：“虽然我们的组织型态是公司，但我们的经营态度是合伙事业。……我们不能担保经营的成果，但不论你们在何时成为股东，你们财富的变动会与我们一致（因为巴菲特 99% 的财富集中于伯克希尔-哈撒韦的股票）。当我作了愚蠢的决策，我希望股东们能因为我的财务损失比你们惨重，而得到一定的安慰。”巴菲特对欺骗股东以自肥的管理阶层深恶痛绝，他也铁口直断，那些爱欺骗投资人的经理人，一定无法真正管理好一家公司，因为“公开欺人者，必定也会自欺”。

.....

讲究课责性的公司，也会替股东省钱。例如汇丰银行规定，出差在 3 小时内可飞达的航程，一律坐经济舱，连集团的首席执行官都奉行不渝。从进银行的第一天起，汇丰银行的员工就不断地被提醒，他们管理的是股东的钱，不是自己的钱。花旗集团在年报中则清楚地告诉股东：“我们把你们的钱当自己的用。”更以年度费用增长率显著低于年度营收增长率的事实，证明管理阶层对费用控制的努力。

从企业经营的历史来看，不讲究诚信原则的企业，虽然可能暂时成功，但是无法长期地保持竞争力。因此，编制财务报表便是企业实践诚信原则的第一块试金石。

用勇气面对帕乔利密码(1)

美国学者柯林斯（James Collins）在畅销书《从优秀到卓越》中提出所谓的“斯托克代

尔悖论” (Stockdale paradox), 颇值得经理人深入思考。吉姆·斯托克代尔是美国越战期间被俘的最高军阶的军官, 1965 年到 1973 年这 8 年间, 他被关押在被戏称为“河内希尔顿”的战俘营。在漫长残酷的囚禁岁月中, 斯托克代尔赖以存活的心法是“坚持你一定会成功的信念, 绝不放弃希望, 但必须勇于面对最严酷的事实”。企业的创业家或首席执行官, 通常乐观且充满冒险精神, 但往往缺乏信息与面对严酷事实的良好心态。2004 年 7 月 28 日由台湾股票市场下市的卫道科技董事长张泰铭先生曾充满悔意地说: “好大喜功, 没有财务观念, 是我最大的错误。”

推出《执行》及《增长力》两本深受好评的企管畅销书后, 博西迪 (Larry Bossidy) 与查兰 (Ram Charan) 于 2004 年出版了另一本好书《转型: 用对策略, 做对事》, 他们认为“应变力”是企业最重要的管理能力。“勇于应变”这四个字, 容易说却不容易做。即使是英特尔 (Intel) 这么优秀的世界级公司, 当它发明的“动态随机内存” (DRAM) 产品已经没有竞争力时, 要高阶经理人下达全面退出该市场的决定, 他们仍旧犹豫再三。1985 年, 就财务报表的数字来看, 英特尔对 DRAM 的投资与效益早就不成比例。当时英特尔的研发预算有 1/3 用在开发 DRAM 产品, DRAM 却只带给英特尔 5% 左右的营业额, 相比日本的半导体公司, 英特尔早已是 DRAM 市场不具竞争力的配角。后来英特尔壮士断腕, 放弃 DRAM 事业, 转而专攻微处理器, 才有 20 世纪 90 年代飞快的成长与获利。

无法勇于就财报数字采取行动的, 除了经理人之外, 也包括靠数字吃饭的财务分析师。2000 年 3 月 10 日, 美国纳斯达克 (NASDAQ) 指数达到历史高点的 5060 点, 较 1995 年增长了 5.74 倍。但在 2002 年中, 纳斯达克指数跌到 1400 点以下, 而标准普尔 (S&P) 指数在同期也跌掉了 40%。根据统计, 在 2000 年分析师的投资建议里, 80% 是买进建议, 一直等到纳斯达克指数跌了 50%, 美国企业财务报表数字明显地大幅变坏, 分析师才开始大量作出卖出建议。这也是慢了大半拍, 无法勇于面对严峻事实的实例。

根据 1990 年以来愈加受重视的“**行为经济学**”研究, 在进行投资决策时, 一般人有种明显的偏误: 当投资处于获利状态时, 投资人变得十分“风险规避” (risk-averse), 很容易在股票有小小的涨幅后, 急着把它出售以实现获利; 相对地, 当投资处于亏损状态时, 投资人却变得十分“风险爱好” (risk-taking), 尽管所买的股票已有很大的跌幅, 但仍不愿意将它出售、承认亏损。当投资人需要周转资金必须出售持股时, 他们通常出售有获利的股票, 而不是处在亏损状态的股票。这种“汰强存弱”的投资策略, 是一般投资人无法获利甚至遭受重大损失的主要原因。

美国芝加哥大学商学院的行为经济学家泰勒 (Richard Thaler) 博士, 把这种行为归之于“心理会计” (mental accounting) 作祟。泰勒指出, 要投资人结清心里那个处于亏损状态的“心理账户” (mental account) 是十分痛苦的, 因此他们往往不出售股票, 来逃避正式的实现亏损。他们宁愿继续接受账面损失的后果, 最后常以血本无归收场。在类似的“心理会计”情境中, 企业经理人面对转投资决策的失败, 往往也迟迟不愿承认错误, 甚至可能继续投入更多资源, 让公司陷入困境。

因此, 使财务报表成为协助经理人面对严酷事实的工具, 以掌握组织全盘财务状况, 也是本书的重要目的。财务报表是企业经营及竞争的财务历史, 而历史常是未来的先行指标, 它发出微弱的讯号, 预言未来的吉凶。然而, 如何正确地解读它、运用它以迈向成功, 考验着每个企业领袖的智慧与勇气。

对“不勇于”面对现实的公司, 资本市场有最后一道严酷的淘汰过程。因最早全力放空 (以股价下跌来获利的交易行为) 安然 (Enron) 而声名大噪的分析师查诺斯 (James Chanos), 是美国“秃鹰集团”的精英分子。2002 年 2 月 6 日, 他在美国众议院“能源和商业委员会”为安然案作证时, 说了一段颇令人深思的话: “尽管 200 年以来, 做空的投资人在华尔街声名狼藉, 被称为非美国主流、不爱国, 但是过去 10 年来, 没有一件大规模的企业舞弊案, 是证

券公司分析师或会计师发现的。几乎每一件财务弊案都是被做空的投资机构、或是公正的财经专栏作家所揪出来的！我们或许永远不受人欢迎，但是我们扮演秃鹰的角色，在资本市场中找寻坏蛋！”

查诺斯表示，他的公司专门放空三种类型的公司：

1. 高估获利的公司
2. 营运模式有问题的公司（例如部分网络公司）
3. 有舞弊嫌疑的公司

对于没有竞争力的企业而言，不仅竞争对手会持续打击你，别忘了还有一群饥渴又凶猛的秃鹰在头上盘旋！

看懂财务报表是企业领袖的必备素养

近年来几起恶名昭著的财务报表弊案，让人见证了资本市场的丑陋与残酷。2001年，美国发生了“安然案”，使安然总市值由2000年的700亿美元，在短短一年间变成只剩下2亿美元，总市值减少了99.7%以上，安然并于2002年1月15日下市。2002年，美国第二大长途电话公司——世界通信（WorldCom）弊案，使公司市值由1999年的1200亿美元，到2002年7月变成只剩3亿美元，总市值只剩下1999年的0.25%。

中国资本市场近年来也是弊案频传。银广夏1993年在深圳证券交易所发行上市，属于医药生物产业。除了号称中国第一的银广夏麻黄草基地外，银广夏也拥有国内最大的酿酒葡萄基地之一。上市6年来，公司资产总额从人民币1.97亿元增至24.3亿元，股本从7400万股扩张至50526万股，税后利润增长率达540%，同时还给投资者带来了丰厚的回报，成为证券市场极具影响力的上市公司。然而，2001年8月，《财经》杂志发表《银广夏陷阱》一文，银广夏虚构财务报表事件被曝光。2001年8月3日，证监会对银广夏正式立案稽查，发现高阶经理人及会计师涉嫌提供虚假财会报告和虚假证明文件。此案震撼中国资本市场，受害的投资人更是不计其数。

德隆案是另一个惨痛的教训。德隆集团旗下的“三剑客”（新疆屯河，1996年上海证券交易所上市；湘火炬，1993年深圳证券交易所上市；合金股份，1996年深圳证券交易所上市）曾经创造了中国股市中最为离奇的涨势。但到了2004年，由德隆一手打造的股市最大神话开始破灭。仅就德隆“三剑客”而言，2004年中市值已经蒸发了超过100亿元。这宗新中国成立以来最大的金融证券案于2006年4月29日在武汉市中级人民法院一审宣判完毕。主嫌唐万新被控非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪，被判有期徒刑8年并罚40万元；德隆系三家核心企业被控非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪、挪用资金罪，合计被罚103亿元。

这些蒸发的财富不只是数字，它可能是老年人一辈子的积蓄、年轻人的教育基金、儿童的奶粉钱，也可能是夫妻婚姻破裂的导火线。任何一件财务弊案，背后是许多投资人血淋淋的伤痛。

面对接踵而来的财务报表丑闻，全球证券主管单位莫不致力于提升企业防弊的广度及深度，首席执行官也由高高在上的企业英雄，蒙上可能成为经济罪犯的阴影。2003年4月，美国著名的《财富》（Fortune）杂志以《恬不知耻》（Have They No Shame?）为题，指控部分企业首席执行官明明经营不善，甚至有操纵财务报表的嫌疑，仍然厚着脸皮坐拥高薪。不过，我仍然相信，绝大多数的创业家或职业经理人，经营事业的出发点是追求成功，而非蓄意欺骗。许多财务报表弊案的产生，往往是为了粉饰经营的失败，并非只是纯粹的贪婪。本书虽然在第十一章会讨论“防弊”的部分，但我认为光是防弊无法真正创造价值，不成为地雷股也只是经理人的消极目标。我衷心地希望，经理人能活用财务报表，打造赚钱、受人尊敬、

又对税收有贡献的企业。2006 年，沃尔玛共缴了 59.62 亿美元的税金，占美国当年总税收的 1/442，我们需要多一点这样的企业。

.....

《易经》启示录：简易、变易及不易

《易经》蕴含了中国老祖宗高明的管理智慧，而“易”字便有“简易”、“变易”及“不易”三种意义。本书希望效法先哲，不但让内容能“简易”，也能透视会计数字“变易”的原因，最后还能呈现变动世界里企业兴衰一些“不易”的道理。

笔者将以全世界最大的零售商沃尔玛，作为财务报表分析的主要范例。近二十年来，沃尔玛是美洲地区业绩增长幅度最大的公司。它如何保持业绩的高度增长？沃尔玛自己的回答是：“借着在每一次的购买过程中，一心一意地对待每一位客户，使他们的购买经验超过预期。”在课堂上，我曾请台湾大学 EMBA 同学试以邓丽君的三首歌，诠释沃尔玛的经营模式。这里提供我称之为“邓丽君竞争力三部曲”的看法，让各位参考。

首部曲：我只在乎你

20 世纪 80 年代，“全面质量管理运动”（Total Quality Management，简称 TQM）盛行一时，TQM 的中心思想就是“以顾客为中心”。《我只在乎你》的歌词，可以描述沃尔玛员工对待顾客的温柔心态：“如果没有遇见你，我将会是在哪里，日子过得怎么样，人生是否要珍惜……”“我只在乎你”的观念看来虽是老调，含义却历久弥新。2005 年 5 月，英特尔新上任的首席执行官欧特里尼（Paul Otellini），是英特尔第一位非技术背景出身的首席执行官。他曾坦率地指出，研发团队过去太执著于追求微处理器运算速度的突破，反而忽视顾客在移动计算（mobile computing）时代对芯片散热、省电、轻薄短小的需求。2002 年之后，英特尔迅驰（Centrino）微处理器之所以成功，就是回归最基本的商业原理——满足顾客需求所致。

二部曲：何日君再来

沃尔玛的营收重点除了来自新卖场的销售金额外，还必须确认旧有卖场营业额的持续增加。这必须倚赖顾客的重复购买行为，也就是“何日君再来”的威力。不只是沃尔玛，任何企业的销售若不能产生顾客重复性购买行为，增长就注定不能持续。在沃尔玛的年报中，它清楚地区分多少营收增长来自新开张卖场，多少营收增长来自旧有卖场，并讨论新旧卖场的合理销售金额。

三部曲：路边的野花不要采

在结合低价、完备的商品选择及优良的服务质量下，沃尔玛使顾客产生强烈的品牌忠诚度。邓丽君这首《路边的野花不要采》，不仅是顾客忠诚度的写照，也提醒“家花”必须提升竞争力来对抗“野花”。但是，品牌忠诚度不仅来自于顾客面，也要看所有的供货商是否有足够的忠诚度，愿意持续地提供沃尔玛最好的产品。顾客的经营，并不只限于卖场中的交易行为，还包括积极经营沃尔玛卖场所处小区的公益形象。当你发现沃尔玛年报以大量篇幅介绍其供货商及小区慈善活动，不要以为这只是表面功夫，这些都是无形的耕耘，终究会变成财务报表上亮眼的营收和获利数字。

沃尔玛的管理活动虽然复杂，它的策略及经营原则却十分“简易”，财务报表也出奇的单纯。在“变易”的经济环境里，自 1971 年上市以来，沃尔玛始终保持营收获利的高度增长，直到 2006 年才开始有增长疲软现象。显然，沃尔玛知道一些经营企业的“不易”道理。为了使本书探讨的竞争力概念更加清楚，Kmart——沃尔玛最主要的竞争对手——其财务信息会经常地拿来与沃尔玛比较。在许多分析中，当读者同时看到两家公司的财务数字或比率，两者相对竞争力的强弱，不需要进一步说明就十分清楚。

下面，让我们好好地解读帕乔利的竞争力密码，展开一段莫基于课责性、全力追求经营成功的旅程！

何为五大神功

著名华人导演李安执导的经典作品《卧虎藏龙》，荣获 2001 年奥斯卡最佳外语片、最佳摄影、最佳服装与最佳音乐四项大奖，许多影迷对片中浓郁的人文气息、精彩创新的武打画面，一直津津乐道。在美国著名的商学院里（例如麻省理工学院的斯隆管理学院），《卧虎藏龙》却被多次用来当作企业伦理的个案讨论教材。你能想得明白这是为什么吗？那是因为：武功盖世、能飞檐走壁如履平地的大侠李慕白（周润发饰），在礼教观念的规范下，明明与女侠俞秀莲（杨紫琼饰）互相爱慕，表达爱意的最大尺度却仅止于握手而已。这里面有着十分强烈的自我克制精神。对企业的高阶主管而言，再严密的法律规范总有被破解的时候，只有建立在正确价值观之上所产生的自制行为，才是实践企业伦理的最好办法。因此，在《卧虎藏龙》一片中，当众人都在争夺神兵利器“青冥剑”，或想偷学武当派奇妙的武功招式“玄牝剑法”时，李慕白失望地将“青冥剑”扔到河里，感叹地说：“没有正派的武功心法，空有宝剑和招式又有何用？”而想要追求财富的投资人，最重要的是在资本市场中找到人品与武功都是上乘的“李慕白”。

每个企业经理人都想练就一身高强的管理武功，而财务报表可以协助理人锻炼出“五大神功”。这五大神功分别是：

1. 坚持正派武功的不变心法：虽然听起来有点儿八股，但是这个不变的武功心法值得一说再说——财务报表的核心价值是实践“课责性”。

2. 活用财务报表分析的两个方法：财务报表是利用“呈现事实”及“解释变化”这两种方法，不断地拆解会计数字来找出管理的问题。

3. 确实掌握企业的三种活动：财务报表最大的威力，是系统地呈现企业有关经营（operating）、投资（investing）与筹资（financing）这三种活动，并说明这些活动间的互动关系。

4. 深刻了解四份财务报表透露的经营及竞争讯息：任何企业活动都可以汇整成“资产负债表”、“利润表”、“现金流量表”与“所有者权益（或股东权益）变动表”四份财务报表。

5. 加强领导者必备的五项管理修炼：根据麻省理工学院著名的“斯隆领导模型”（Sloan Leadership Model），领袖必须具有形成愿景（visioning）、分析现况（analyzing）、协调利益（relating）、尝试创新（inventing）及激励赋能（enabling）五项核心能力。

财务报表何以能协助未来的企业领袖锻炼这五大神功？以下将进一步说明。

一个坚持(1)

财务报表最重要的使命就是实践课责性。《新约圣经·马太福音》中有个讨论课责性的有趣故事：

某个主人即将前往国外，就叫了仆人来，按照每个人的才干分配他们银子：一个给了 5000，一个给了 2000，一个给了 1000。那个领 5000 的随即拿去做买卖，另外赚了 5000；那个领 2000 的也照办，另外赚了 2000；那个领 1000 的却掘开地，把主人的银子埋起来。

过了许久，主人回来和他们算账。那个领 5000 银子的又带着另外的 5000 来，说：“主啊，你交给我 5000 银子。请看，我又赚了 5000。”主人说：“好，你这又良善又忠心的仆人，你在不多的事上有忠心，我要把许多事派你管理。”那个领了 2000 的也来，向主人说：“主啊，你交给我 2000 银子。请看，我又赚了 2000。”主人十分喜悦，也颇多嘉许。

那个领 1000 的却说：“主啊，我知道你是忍心的人，没有种的地方要收割，没有散的地方要聚敛。我很害怕，就把你的银子埋藏在这里，请看，你的原银子在这里。”主人回答：“你这又恶又懒的仆人，你既知道我没有种的地方要收割，没有散的地方要聚敛，就当把我的银子放在兑换银钱的人那里，到我来的时候，可以连本带利收回。”于是，主人夺过他这 1000 银子，给那个拥有 10 000 银子的仆人。主人的经营理念是：“因为凡有的，还要加给他，叫他有余；没有的，连他所有的也要夺过来。”

这个故事提供两个深刻的管理启示：

1. 故事中的主人不只要求资产价值的保持，更要求投资报酬率的提升。那个将主人托付现金（银子）埋起来的仆人，以现代标准来看，只算是胆怯或懒惰之人，比起涉及重大财务弊案的诸多现代经理人，那位埋银子的仆人还不是“恶仆”，至少银子并没有被他拿来中饱私囊！

2. 主人分配资源的逻辑，是按仆人投资绩效进行“汰弱存强”，而不是“济弱扶倾”。事实上，这就是现代资本市场的逻辑——资本追求提升投资报酬率的机会。经济社会中的强者会被分配更多的资本，而弱者将被剥夺所拥有的资本。所有强势的主人（股东）都是“忍心”的人，他们要求在“没有种的地方要收割，没有散的地方要聚敛”，这代表主人关心的重点是投资结果，不想听失败的借口。

企业的首席执行官及所有高阶主管，都应是忠于所托的仆人，在商业行为上也应展现高度的诚信原则。

具有诚信的声誉往往能大幅减少交易成本。关于这点，巴菲特分享了一个有趣的故事。

2003 年春天，巴菲特得知沃尔玛有意出售一个年营业额约 230 亿美元的非核心事业，该事业名为麦克林（McLane）。多年以来，巴菲特一直把《财富》杂志所调查“最受人景仰的企业”那一票投给沃尔玛，因为他对沃尔玛的诚信和经营能力有着高度的信心。当时整个收购交易出奇的简单迅速，巴菲特和沃尔玛的首席财务官面谈了两小时，巴菲特当场点头同意购买金额，而沃尔玛的首席财务官只打了通电话请示首席执行官，交易就宣告结束。29 天后，购买麦克林的 15 亿美元款项，就由伯克希尔-哈撒韦公司直接汇入沃尔玛账户，中间没有任何投资银行介入。这种交易是否太过于草率？巴菲特说，他相信沃尔玛财务报表所提供的一切数字，因此计算合理的收购价格对他轻而易举。事后也证明，沃尔玛提供巴菲特的各项数据的确坦诚无欺。

相对地，心理学家近期的研究显示，不诚信的商业行为（例如做假账、广告不实等），即使未遭遇政府罚款或诉讼赔偿损失，也会造成企业隐藏性的成本。这些隐藏性成本包括：

1. 因声誉受损导致的销售下跌。根据该项研究，相当多的消费者会因企业不诚实的商业行为，停止或减少对该企业产品与服务的消费。

2. 由于员工与企业组织的价值观发生冲突，会造成诚实的员工求去、不诚实的员工反而留下的“反淘汰”情形。当不诚实的员工比例增加，企业监督员工的成本会大幅增加，而企业因不诚实行为所造成的损失也会增加。

3. 当企业加强监控员工后，员工会产生不被信任的不满、生产力降低等负面影响。

由于这是一连串隐藏性成本，无怪乎世界著名的台湾集成电路公司董事长张忠谋竭力倡导“好的道德等于好的生意（Good ethics is good business.）”，并以“志同道合”作为求才首选。

两个方法

为了彰显对主人的课责性，《马太福音》中的仆人必须将手上的银子交由主人盘点，确认金额无误，这就是“表达事实”。仆人也必须详细说明他们从事何种经营活动、造成的收入与

支出各是多少，合理地解释银子数量为何增加或减少，这就是“解释变化原因”。倘若主人无法亲自查证银子数量，仆人便必须编制报表，对现有银子数量和增减项目进行说明。这种提倡课责性的活动就是“财务报告”（financial reporting），使用的工具就是财务报表。但是，这种主仆关系经常存在“信息不对称”的情况。假设主人没回国，看不到银子，主人就必须找一个具有公信力的第三者，检查仆人所宣称的银子数量，并确认仆人对经营状况的说明，这个第三者就是现在所谓的“会计师”。在撰写《马太福音》的两千年后，企业经济活动的复杂性远超过当时，但“表达事实”与“解释变化原因”，仍是达成财务报表课责性的两个基本方法。

虽然任用会计师必须经过主人（股东会）同意，但谁能当候选人，却通常是仆人自己决定的。此外，仆人可能会对会计师施以压力，要求他提供有利于自己的意见。不道德的会计师，还可能在利益引诱下与仆人勾结，一起欺骗主人，这又演变成另一个严重的问题。举例来说，安然案里一些回避证券主管单位监督的方法，就是安然的签证会计师安达信事务所（Arthur Andersen）协助构思的。

上述两种方法和财务报表的两种基本数量关系密切：

1. 存量（stock）：代表特定时点企业所拥有的财务资源，例如有多少现金及应收账款等。对于存量，我们要求“表达事实”，重点在于确认它的存在及数量正确。

2. 流量（flow）：代表一段特定期间内财务情况的变化，例如每年度的营收与获利金额。对于流量，我们要求能“解释变化的原因”。财务报表对经理人及投资人的最大功能，并不是直接回答问题，而是帮助他们提出问题，进而理清管理问题的核心。

台塑副董事长王永在先生在一次专访中提到，所有的管理现象只要抽丝剥茧，当你问到第六个小时时，几乎都能彻底理清。王永在先生的见解，并不是精确的科学定律，而是沙场老将多年的宝贵经验。这种精神与做法，就如郭台铭先生所强调的，经理人必须不断地拆解问题，直到深入了解每个细节为止，因为“魔鬼都躲在细节里”！

财务报表的主要功能是提供“问问题”的起点，而不是终点。毕竟财务报表呈现的数据通常加总性太高，无法直接确认管理中的问题所在。例如沃尔玛的总营收来源非常广，如果沃尔玛想了解营收变化的原因，可以从地理区域（美洲 vs. 欧洲）、顾客别（一般消费者 vs. 大盘商）、产品别（日用品 vs. 生鲜食品）等不同角度切入。因此，财务报表主要是管理阶层用来问问题的工具，而不是得到答案的工具。至于管理问题的真正答案，必须倚赖经理人更细致深入的剖析。

三类活动

在几年前的清明祭祖活动中，意外地，我自族谱中发现自己居然是帝王之后，祖先可向上追溯到汉高祖刘邦（前 256 年～前 195 年）。从此以后，关于这些“帝王级”祖先如何经营他们的“家族企业”，我一直抱持莫大的兴趣。在台湾大学上课时，我向学生们炫耀了自己显赫的列祖列宗，有位学生开玩笑说，刘家祖先的确不得了，但是后代子孙好像没那么高明。我立刻加以辩驳：“香港的著名影星刘德华与 2004 年在雅典奥运会勇夺 110 米栏金牌的刘翔，都是近代刘家了不起的知名人物哩！”

事实上，刘家王朝在管理思维上的确有过人之处。以商业观点比喻，汉高祖刘邦是中国历史上第一个“平民创业家”，他创业成功的关键是“用对的人”。关于自己何以成功，刘邦作了个精辟无比的分析：“夫运筹策帷帐之中，决胜于千里之外，吾不如子房（张良）；镇国家，抚百姓，给馈饷，不绝粮道，吾不如萧何；连百万之军，战必胜，攻必取，吾不如韩信。此三者，皆人杰也，吾能用之，此吾所以取天下也。项羽有一范增而不能用，此其所以为我擒也。”（《史记·高祖本纪》）

“用对的人”之所以重要，是因为他们会“做对的事”，而且会把对的事做好。以现代管理术语而言，身为领袖的刘邦，充分认识到企业三大类型活动的重要性，这三大类型活动也正好是财务报表描绘的主要对象：

1. 战略规划活动（以张良为代表）：企业的战略规划，具体表现在财务报表上的是投资活动（investing activities）。投资活动决定企业未来能否成功，正确的投资能使企业保持良好的发展，创造更高的市场价值；不正确的投资不仅会造成短命王朝，甚至会使“股王”沦落为“毛股”。所谓的投资活动，不只是指把钱用在哪儿的决策，也包括把错误投资收回来

的决策（divest）。
2. 后勤支持活动（以萧何为代表）：后勤支持活动具体表现在财务报表上是筹资活动（financing activities），也就是资金流。现代企业的“粮道”就是资金流。资金充足流畅，经营或投资活动就能可攻可守，员工及股东才能人心安定。

3. 市场占有活动（以韩信为代表）：市场占有活动具体表现在财务报表上是经营活动（operating activities）。经营活动决定企业短期的成功，它的重点是营收及获利的持续增长，以及能由顾客端顺利地收取现金。

关于投资、筹资与经营等三种活动更进一步的定义，以及三者间相互的关系，将在第六章《别只顾加速，却忘了油箱没油——现金流量表的原理与应用》深入说明。事实上，会计数字只是结果，管理活动才是组织创造价值的原因。分析财务报表不能只看死板的数字，还要能看到产生数字的管理活动，并分析这些活动所可能引导企业变动的方向。

这三种活动的关系十分密切，成功的经营活动可能代表企业目前业务仍有广阔的投资空间，也会使得股东或银行乐于继续提供融资。

四份报表

任何复杂的企业，通过帕乔利密码的转换，都能利用下列四种财务报表叙述它的财务情况。许多企业人士喜欢膜拜“四面佛”，据说能保佑企业财运亨通。事实上，每个企业本来就“供奉”着四张财务报表，不妨将之视为引导竞争及管理活动的“四面佛”！

这四份财务报表分别简述如下（各份报表细节将于第四章至第七章中详述）：

1. 资产负债表（Balance Sheet）：它描述的是在某一特定时点，企业的资产、负债及所有者权益（或股东权益）的关系。简单地说，资产负债表建立在以下的恒等式关系：**资产 = 负债 + 所有者权益**。这个恒等式关系要求企业同时掌握资金的来源（负债及所有者权益）与资金的用途（如何把资金分配在各种资产上）。**资产负债表是了解企业财务结构最重要的利器。**

2. 利润表（Statement of Income）：它解释企业在某段期间内财富（股东权益）如何因各种经济活动的影响发生变化。简单地说，净利润（Net Income）或净损失（Net Loss）等于收入扣除各项费用。**利润表是衡量企业经营绩效最重要的依据。**

3. 现金流量表（Statement of Cash Flows）：它解释某特定期间内，组织的现金如何因经营活动、投资活动及筹资活动发生变化。现金流量表可以弥补利润表在衡量企业绩效时面临的盲点，以另一个角度检视企业的经营成果。**现金流量表是评估企业能否持续存活及竞争的最核心工具。**

4. 所有者权益（或股东权益）变动表（Statement of Stockholders' Equity）：它解释某一特定期间内，所有者权益（或股东权益）如何因经营的盈亏（净利或净损）、现金股利的发放等经济活动而发生变化。它是说明管理阶层是否公平对待股东的最重要信息。

广义的财务报告活动，还包括管理阶层对企业经营活动的讨论与会计师的签证意见。

普遍而言，一般公认会计准则的制定过程，除了参考会计的学理，也受到政府法令规范

及产业界压力。举例来说，美国科技产业长期以来反对将员工认股权（stock option）当成企业的费用。

1970 至 1980 年代的台湾知名歌星万沙浪先生，曾以一曲《风从哪里来》风靡海内外，若将这首歌的歌词稍微更动，把“风”字改成“钱”字，就变成说明财务报表的好口诀：“钱从哪里来，要到哪里去？有谁能告诉我，钱从哪里来？”**前两句歌词指的是资产负债表，它的目的是陈述组织资金的来源及用途。**后两句歌词是指其他三份财务报表，目的都在于解释企业财务资源或股东权益的变动。接下来的歌词，对经历过亚洲金融风暴、美国 911 恐怖袭击事件、SARS 疫情的企业经理人与投资人，一定使他们感触良多：“来得急，去得快，有欢笑，有悲哀……”

金庸七伤拳的启示

金庸武侠小说《倚天屠龙记》描述过一门奇特的武功“七伤拳”，特色是对付敌人虽威力无穷，但使用时也会伤害自己，亦即所谓的“伤人一寸，伤己一尺”。《倚天屠龙记》描写金毛狮王谢逊为替家人报仇，偷偷学会了七伤拳，但是当他重创敌人之际，严重的副作用也逐一浮现，他先是瞎了双眼，然后开始神智不清，有时近乎疯狂。

投资界有个共识，一旦一个企业开始做假账，就像人染上毒瘾，做假账的幅度只会愈来愈大，非常难以戒除。做假账就像练七伤拳，刚开始似乎只伤害了投资人，但终究伤害最大的还是自己和公司。做假账一开始使人盲目——没有公允的信息，就无法判断企业的真实状况；接下来，做假账会令人疯狂——没有优质的信息，企业就不能思考。在其他行业，发挥创造力往往会被大力赞扬，大概只有在会计学里，说企业的财务报表太有“创造力”，是极大的负面评价。简单地说，财务报表的核心价值是忠于所托、反映事实，这也是创造企业长期竞争力的基本条件之一。

《威尼斯商人》里的企管

如果出生在 400 多年后的今天，英国大文豪莎士比亚（William Shakespeare, 1564～1616）应该也会是位杰出的企管畅销书作家。在莎翁著名的喜剧《威尼斯商人》（The Merchant of Venice）中，通过活灵活现的描写，商人忧心资产价值缩水的忐忑不安、他们对资金融通的需求，在剧中一览无遗。现在，让我们一起欣赏《威尼斯商人》第一幕所隐藏的管理智慧。

萨拉里诺（年轻的商人）：“吹凉我的粥的一口气，也会吹痛我的心，只要我想到海面的一阵暴风将造成怎样一场灾祸。我一看见沙漏的时计，就想起海边的沙滩，仿佛看见我那艘满载货物的商船倒插在沙里，船底朝天，它那高高的桅樯吻着它的葬身之地。要是我到教堂去，看见那石块筑成的神圣殿堂，我怎么会不立刻想起那些危险的礁石，它们只要略微碰一碰我那艘好船的船舷，就会把满船的香料倾泻在水里，让汹涌的波涛披戴着我的绸缎绫罗。方才还是价值连城的，转瞬间尽归乌有。”

刘教授点评：对投资人和企业的经理人而言，难以捉摸的景气与剧烈的竞争，对资产价值的杀伤力，恐怕不下于海面上无情的风暴，或是浅滩上的礁石！

安东尼奥（年长的商人）：“我买卖的成败并不完全寄托在一艘船上，更不倚赖着一处地方；我的全部财产，也不会因为这一年的盈亏而受到影响，所以我的货物并不能使我忧愁。”

刘教授点评：这家伙显然做了点分散风险的工作，而且他的财务实力也经得起可能的损失。

投资人要提醒自己：这家公司是不是把成败“寄托在一艘船上”？

讲究义气的安东尼奥，一心想出钱帮助好友巴萨尼奥，追求一位名叫鲍西娅的富家千金，

但问题是……

安东尼奥：“你知道我的全部财产都在海上。我现在既没有钱，也没有可以变换现款的货物。所以我们还是去试一试我的信用，看它在威尼斯城里有些什么效力吧！我一定凭着我这一点面子，能借多少就借多少！”

刘教授点评：企业光有财产而没有足够的现金，还是会周转不灵的！

于是安东尼奥找上威尼斯当地最有钱、却一直饱受歧视的犹太籍银行家夏洛克。

夏洛克（银行家）：“啊，不，不，不，不！我说安东尼奥是个好人，我的意思是说，他是个有身价的人。可是他的财产还有些问题，他有一艘商船开到特里坡利斯，另外一艘开到西印度群岛，我在交易所里还听人说起，他有第三艘船在墨西哥，第四艘到英国去了，此外还有遍布在海外各国的买卖。可是船不过是几块木板钉起来的东西，水手也不过是些血肉之躯。岸上有旱老鼠，水里也有水老鼠；有陆地的强盗，也有海上的强盗，还有风波礁石各种危险。”

刘教授点评：这段尖酸刻薄的话语可是充满了管理的智慧。看来，要当个称职的银行家，对潜在客户的经营现况，还真要下点工夫。

在夏洛克眼里，所谓的资产都充满了风险。最后，他们谈成了一笔3000元的借款。为了报复过去被安东尼奥歧视的羞辱，夏洛克要求签订如下契约：当安东尼奥无法如期还款时，夏洛克可以割下他身上任何部位的一磅肉！

这项条件看起来十分的残酷，但是现在的资本市场难道会比夏洛克更仁慈？当企业传出可能有财务危机的消息时，不论是否属实，这个公司被银行全面抽银根的状况，其影响绝对不下一场暴风雨，经理人消瘦的也绝对不止一磅肉！企业经营失败经理人会失业，但背后的股东（投资人）却可能输掉所有的家当（资产）。

400多年来，为应付如威尼斯商人面临的资产与负债管理问题，我们仰赖“资产负债表”，也就是企业的财务状况表。

本章首先介绍资产负债表的基本原理和概念，其次以沃尔玛2006年的资产负债表为例，说明常见会计科目的定义（编者注：本书的科目是以企业原始报表的表达方式为蓝本并加以简化，因为两岸会计政策不同，科目表达上会有所差异，但这并不影响读者的理解；在财务报表的列示上，会保留原始报表的列示方式，以使读者在看完本书后，能够看懂国际报表，更具国际意义）；并以沃尔玛相对于Kmart、戴尔相对于惠普的部分财务比率，说明资产负债表与竞争力衡量的关系。其他重要、但未出现在沃尔玛报表中的资产及负债项目，也将进一步加以说明。最后，笔者将以宜宾五粮液股份有限公司作例子，介绍中国大陆企业资产负债表的特性。

搞懂资产负债表的基本武功原理

资产负债表表达的是会计主体（entity）在特定时点的财务状况。会计主体指的是组织或组织的某一部分，它是可以独立衡量其经济行为的单位。

就会计的概念来说，公司被视为一个与股东（所有者）分离的经济个体，它有能力拥有资源及承担义务。由于将公司与出资股东视为两个不同的个体，股东个人所积欠的债务与该公司毫无关系。

资产负债表的基本架构即是有名的“会计等式”（accounting equation）：

资产 = 负债 + 所有者权益

简单定义会计等式的名词如下：

资产（assets）

指的是为公司所拥有、能创造未来现金流入或减少未来现金流出的经济资源。

创造未来现金流入：例如**货币资金**（能取得利息）、**存货**（能通过销售得到现金）、**投资性房地产**（能得到租金）、**设备**（能制造货品以供销售）。

减少未来现金流出：例如**预付房租**、**保险费**等各种预付项目，由于已预先付清，未来可享受居住服务及保险保障，不必再付出现金。

.....

负债（liabilities）

指的是公司对外在其他组织所承受的经济负担，例如**应付及预收款项**、**应付职工薪酬**、**长期借款**等。负债也包括部分的估计值，例如公司需要估计法律诉讼案所造成的可能损失。

所有者权益（shareholders' equity）

指的是资产扣除负债后，由公司所有者享有的剩余权益，又称为“净资产”或“账面净值”。

本书所提到的公司均是上市公司，所有者是股东，因此它们的所有者权益即股东权益。

上述的会计等式其实是个恒等式（identity），因为它是公司资金来源与资金用途一体两面的表达。

会计等式右边

代表资金的来源（source of fund）。资金的来源可能是负债或是所有者权益。

负债与所有者权益的相对比率一般称为“财务结构”。负债越多，财务压力越大，越可能面临倒闭的风险。反之，部分公司可能会选择**完全没有长期借款（但仍有短期借款）**，一般称这种公司为“零负债公司”。

会计等式左边

代表资金的用途（use of fund）。资金可以用各种形式的资产拥有，例如货币资金、存货、应收及预付款项、固定资产等。

按照威尼斯会计表达的传统，资产负债表常把资产按照流动性，也就是转化成现金的速度快慢和可能性高低来排序，将流动性较高的资产排在前面。

资金来源与资金用途间有着密切的关系。例如人寿保险公司的主要资金来源是保险客户缴交的保费（属于公司的负债），若是经营良好的保险公司，客户续约率都在八成以上，因此客户一旦签订保险合约，就等于提供了公司长期稳定的资金来源。由于拥有长期稳定的资金，人寿保险公司可以大量购买不动产进行长期投资，没有短期变现的压力。**一般而言，比较不好的资金搭配方式，是短期的资金来源投资在中长期才能回收的资产上（所谓的“以短支长”），这样容易造成周转失灵。**

为了反应资金来源和资金用途之间的恒等关系，了解每一项经济活动的来龙去脉，我们一般使用“复式记账法”来记录经济业务内容、进行会计核算。西方的经济学家及社会学家，经常称赞“复式记账”能协助理人进行理性的商业决策，是欧洲资本主义兴起的重要功臣。它目前已成为世界通用的会计记账方法。

.....

世界第一商家沃尔玛的资产负债表

介绍了资产负债表的基本原理后，以下将以全球零售业龙头沃尔玛的资产负债表为释例（已经过简化，请参阅表 4-1）来分析相关的会计科目。

以沃尔玛为释例的优点有二：

1. 沃尔玛的策略单纯，因此财务报表也相对简单。
2. 通过对其财务报表的解析，沃尔玛的管理活动能提供给我们许多经营智慧。

与沃尔玛资产负债表相关的名词解释如下：

会计主体 (entity)

这份资产负债表所表达的会计主体 (或称“经济实体”), 是沃尔玛与它持股超过 50% 的子公司 (subsidiary) 的财务情况, 因此称为合并资产负债表 (consolidated balance sheets)。这种合并的表达方法, 显示了会计学着重经济实质 (economic substance) 而不重视法律形式 (legal form) 的特性, 即“实质重于形式原则”。就法律观点而言, 每个子公司各自为一个独立的法人; 但因为它们与母公司经济活动的密切关系, 会计学要求将它们合并在一起核算。一般来说, 合并财务报表的编制, 能防止企业把营运的亏损及负债隐藏在其他没有合并的受控制公司中 (可能是实质控制, 例如董事会与经营团队都是自己人, 而不是股权控制), 对增加财务报表的透明度非常重要。

货币计量 (monetary unit)

财务报表是以货币作为衡量与记录的单位, 例如沃尔玛的资产及负债等项目, 一律以百万美元为单位。

会计分期 (accounting period)

会计分期是指编制财务报表时, 将企业的经营活动划分段落 (称为会计期间), 以便计算此期间的损益, 一般的会计期间以一年最为常见 (称为会计年度)。至于会计期间的截止日, 各企业会斟酌行业特性而有所不同。一般公司财务报表选择的截止时点, 通常是每年的 12 月 31 日。但是, 沃尔玛财务报表选择的时点为 1 月 31 日。沃尔玛之所以这么做, 主要目的是要结算圣诞节与新年促销活动后的财务情况, 因为圣诞节及新年假期是美国零售通路业一年中最重要的销售旺季, 这些促销活动是零售业每年销售的重头戏。戴尔的资产负债表截止日则每年不同: 2004 年是 1 月 30 日、2005 年是 1 月 28 日、2006 年则是 2 月 3 日, 主因是戴尔选择次年的第四个星期五为报表截止日期, 以便于周薪结算。

以下将就沃尔玛资产负债表的各个会计科目, 依出现顺序加以说明。

资产部分

流动资产 (current assets)

通常是指一年内能转换成现金的资产。按照惯例, 流动性越高的资产排在越前面。

货币资金 (cash and cash equivalent)

财务报表中所指的现金, 与一般认知的现金不同, 具备高度流动性及安全性的资产就能列为货币资金。

除了银行存款外, 沃尔玛把预期 7 天内可收到的顾客信用款、刷卡款金额也列入货币资金项目, 因为通常沃尔玛在 2 天内可由信用卡消费中取得现金。此外, 3 个月内到期的短期投资 (如美国国库券) 也包含在货币资金中。2006 年, 沃尔玛的货币资金约有 64.1 亿美元, 占总资产 5% 左右。

应收账款 (receivables)

包括沃尔玛顾客刷卡超过 7 天以上才能取款的部分, 以及与其他供货商往来的应收账款。2006 年, 沃尔玛的应收账款约有 26.6 亿美元, 只占总资产的 2% 左右。

在应收账款科目下, 一般公司通常还会列出所谓的“坏账准备” (allowance for uncollectible accounts) 科目。坏账准备是用来抵消应收账款 (accounts receivable) 等应收项目的金额。坏账准备的功能是反映资产无法回收现金而成为坏账的风险程度, 通常由管理阶层提出预估数字, 经过会计师查核后确定。(编者注: 在中国大陆, 企业通常是根据会计准则, 按照一定的比例提列坏账准备。)

例如某公司在编制财务报表时, 共计有应收账款 10 亿元, 评估往来厂商的财务情况后, 认为可能约有 1 亿元无法回收, 因此坏账准备认列 1 亿元, 公司应收账款的净额则为 9 亿元。

沃尔玛的资产负债表并没有坏账准备科目，这不代表它完全没有坏账的问题，而是因为坏账金额很小，对评估资产质量的重要性不大，没有必要将应收账款及坏账准备分开表达，直接显示应收账款净额即可，这种做法就是采用所谓的“重要性原则”（materiality concept）。

.....

存货（inventory）

指沃尔玛准备用来销售的商品库存，是其流动资产中重要性最大的项目。沃尔玛 2006 年的存货金额高达约 321.9 亿美元，占总资产的 23% 左右。

沃尔玛的存货成本主要以“后进先出法”（Last in First out，简称 LIFO）计算。

.....

土地、厂房、设备

包括取得土地、厂房与设备的成本（含购买价款、税费等），以及使这些资产发挥预定可使用状态必须支付的代价（如运输费、装卸费等）。

它们又称为“长期资产”（long-term assets）或“固定资产”（fixed assets），因其流动性较低，一般假设需要一年以上的时间才容易出售，因此被归之为“非流动资产”。在这类资产中，沃尔玛拥有土地、房屋及房屋改良（如空调设施）、家具、办公设备及运输工具（例如往来于仓库及卖场间的送货卡车）等。

对于长期资产的初始计量，财务报表采取所谓的“成本原则”（cost concept），意思是会计上对资产或劳务的取得，以完成交易的成本来记录。这种原则的优点是客观，缺点是无法表达交易发生后市场价值的变化。

此外，为了表达长期资产账面价值的改变，会计学使用“累计折旧”（accumulated depreciation）的科目来处理。关于资产价值的消耗，有系统地分摊在每一个会计期间，以方便计算损益，这就是折旧（depreciation）的概念。例如公司买进机器设备后，营业使用会耗损机器设备的价值，因此每年提列折旧费用，以核算企业营业的成本（请参阅第五章），同时把每年的折旧费用累加起来，列为机器设备账面价值的减损。因此，在资产负债表中，**累计折旧是资产的减项，称为“抵消账户”（contra account）**。2006 年，沃尔玛土地、厂房与设备的账面金额为 973 亿美元左右，累计折旧金额约为 214.2 亿美元，土地、厂房与设备的净额约为 758.8 亿美元，占总资产的 55% 左右。

值得注意的是，**土地不提列折旧，归类为非折旧资产。**

融资租赁资产

指沃尔玛向其他资产拥有人租借营业使用的固定资产（例如土地及店面）。固定资产的租赁，按照所有权在实质上是否转移来划分，可以分为融资租赁和经营租赁两种方式。就会计的范畴来说，融资租赁是指在实质上转移了与固定资产所有权有关的报酬与风险，主要需符合下列三项要件之一；不符合融资租赁条件的固定资产租赁，均称为“经营租赁”（operating lease）。

融资租赁的条件：

1. 租期届满后，可以无条件取得租赁资产。
2. 承租人在租约期满后，享有以优惠价购买租赁资产的选择权。
3. 租赁期间占资产耐用年限的大部分。

这种融资租赁的观念，再次显示会计着重经济实质而不重视法律形式的特性（实质重于形式原则）。沃尔玛租来的资产，在法律上的所有权当然属于所有者，但是就经济实质而言，

沃尔玛等于“买”下了这些资产，必须承受它们带来的经济效益及风险。因此，企业会计准则要求沃尔玛把别人的资产登录在自己的资产负债表上。

至于经营租赁的会计表达，在利润表上直接承认当期的租金费用即可，并不要求公司把租来的资产列入自己的资产负债表。

凡是属于融资租赁的资产，与机器设备等资产相同，也必须核算资产长期使用所累计的耗损，承租人应当采用与自有应折旧资产相一致的折旧政策。因此，累计折旧也是融资租赁资产科目的抵消账户。2006 年，沃尔玛融资租赁资产净额约为 34.2 亿美元，约占总资产的 2% 左右。

商誉

沃尔玛拥有的土地、厂房与设备等属于有形资产，而商誉则属于公司的无形资产的一种。商誉是证明企业有赚得超额盈余的能力，很难用可靠及客观的方法衡量，所以只能在交易（例如并购）发生的时候认列商誉。沃尔玛资产负债表中的商誉科目是沃尔玛在购买其他公司股权时，付出去的价格高于该公司资产重估后净账面价值（资产减去负债）的部分形成的。（有关商誉金额的计算，本章稍后将有进一步讨论）。2006 年，沃尔玛的商誉科目账面金额为 121.9 亿美元，占总资产的 9% 左右。

负债部分

依照会计惯例，沃尔玛将负债按照必须偿还的时间长短排列，越快需要偿还的项目排在越上面。

流动负债（current liabilities）指沃尔玛一年内到期、必须以现金偿还的债务。2006 年，沃尔玛的总流动负债约为 488.3 亿美元，占总资产的 35% 左右，是负债项目中总金额最庞大的项目。

商业本票（commercial papers）主要指沃尔玛为筹措短期营运资金，经金融机构保证所发行的金融票据，又称为“融资性商业本票”。2006 年，沃尔玛的商业本票约为 37.5 亿美元，占总资产的 3% 左右。

应付账款（accounts payable）沃尔玛从供货商进货，主要采取赊购的方式，它所积欠尚未偿还的金额便称为应付账款。2006 年，沃尔玛的应付账款高达 253.7 亿美元，占总资产的 18% 左右，是沃尔玛最大的负债项目。

预计负债（accrued liabilities）沃尔玛将应付利息、应付水电费、应付职工薪酬等**已经发生支付责任、但尚未以现金支付偿还**的项目，加总起来放在这个综合科目里。2006 年，沃尔玛的应计负债约为 134.7 亿美元，约占总资产的 10% 左右。

（编者注：大陆资产负债表中，“应付工资”等科目是单独列示的，和沃尔玛不同。）**应计所得税（accrued income taxes）**沃尔玛资产负债表的期末时点设定为 1 月 31 日，但缴纳上年度税负的时间为当年 7 月份，因此沃尔玛会先在期末认列自行估计的应缴纳税金额。

2006 年，沃尔玛该项目约为 13.4 亿美元，占总资产的 1% 左右。

一年内到期的长期负债（long-term debt due within one year）原本属于一年以上到期的负债（例如十年到期的公司债），在一年内将到期的部分，都归入这个科目。2006 年，沃尔玛一年内到期的长期负债约为 48.9 亿美元，占总资产的 4% 左右。

长期负债（long-term debt）指一年以上到期的债务。在沃尔玛的资产负债表中，长期应付票据、应付抵押借款等一般长期负债科目，加总起来放在这个综合科目中。2006 年，沃尔玛的长期负债约为 264.3 亿美元，占总资产的 19% 左右。

长期融资租赁负债 (long-term obligations under capital leases) 对长期融资租赁而言, 在签订租赁契约以取得资产使用权之际, 除了记录融资租赁的资产金额外, 在负债方面也要同时认列未来应支付的租赁款项金额 (因为融资租赁其实很类似分期付款的形式)。由于应付融资租赁款属于长期契约, 代表未来长期应付而未付的负担, 所以归为长期负债类别。2006 年, 沃尔玛该项目为 37.4 亿美元, 约占总资产的 3%。

递延所得税负债 (deferred income taxes) 它指因为企业会计准则与税法规定的不同, 造成有些租税虽然现在不必支付给税捐单位, 但在一段时期后终究必须支付的金额, 因而也被归类为长期负债的一种。2006 年, 沃尔玛该项目为 45.5 亿美元, 约占总资产的 3%。

所有者权益部分

沃尔玛的所有者权益 (即股东权益) 主要分成普通股股本、溢价以及保留盈余三部分。

普通股股本 (common stock) 它是指已流通在外的普通股股权的账面价值。企业通过发行股票的方式筹集资本, 股票的面值与股份总数的乘积即为股本, 股本应当等于企业的注册资本。例如沃尔玛的普通股每股票面值为 0.1 美元, 流通在外的股数有 41.7 亿股, 因此沃尔玛的普通股股本为 4.17 亿美元。上海、深圳交易所发行的股票法定票面值每股为 1 元人民币, 倘若一个上市公司流通在外的股数为 1 亿股, 则该公司的股本为 1 亿元人民币。股本主要是法律的概念, 而不是经济的概念。公司上市后, 根据获利状况的优劣, 每股的市价可以远高于或远低于票面值。

溢价 (capital in excess of par value) 当股权发行时, 所收取的投资款超过面值的部分, 就称为股本溢价。

例如中国大陆企业若以每股人民币 4 元上市, 其溢价即为 3 元。(大陆将股本溢价列入资本公积的一部分, 有关资本公积的规定将于第七章进一步说明。)2006 年, 沃尔玛的溢价为 26 亿美元左右。

保留盈余 (retained earnings) 指企业历年来在生产经营活动中所实现的净利润尚未以现金股利方式发还股东、仍保留在企业的部分。2006 年, 沃尔玛的保留盈余高达 491.1 亿美元, 占总资产的 36% 左右。它也是股东权益中金额最大的项目, 占股东权益的 92% 左右。

扼要地解释沃尔玛资产负债表的会计科目后, 我们利用它 2006 年的数据, 简单地确认会计恒等式的成立: 资产 (1381.87 亿) = 负债 (850.16 亿) + 股东权益 (531.71 亿) 就沃尔玛的基本财务结构而言, 负债占总资产的 60% 左右, 而股东权益则占 40% 左右。

在资产负债表中看出企业竞争力(1)

接下来, 我们可试着用财务报表提出管理问题, 并检视一些基本的财务比率, 分析企业可能面对的竞争力挑战。

沃尔玛最重要的资产及负债

若以单项会计科目来看, 沃尔玛流动资产中金额最大的是存货 (2006 年约为 322 亿美元), 流动负债中金额最大的是应付账款 (2006 年约为 254 亿美元)。这种现象反映了零售业以赊账方式进货后销售、赚取价差的商业模式, 也显示出沃尔玛如果无法有效地销售存货、取得现金, 庞大的流动负债将是个沉重的压力; 其次, 庞大的存货数量也会造成相当大的存货跌价风险。如何管理这些风险, 便成为管理阶层与投资分析人分析沃尔玛资产负债表的重点。此外, 沃尔玛的土地、厂房及设备的净值 (扣去累计折旧) 高达 759 亿美元, 这部分产生的管理问题也是很大的挑战。对此, 沃尔玛成立专业的不动产管理公司, 凡是店面的扩充、迁移、关闭、分租等事项, 都由专业经理人处理。

如同前文所强调的，财务报表数字的加总性太高，不能直接提供管理问题的答案，只能协助管理者及投资人发现问题、深入问题。事实上，沃尔玛资产负债表的任何一个会计数字，背后都有一系列复杂的管理问题；一些常见的财务比率，往往吐露了更深刻的竞争力含义，例如流动比率就是个例子。

沃尔玛的流动性够吗？

衡量企业是否有足够的能力支付短期负债，经常使用的指标是“流动比率”（current ratio），流动比率的定义为：**流动比率=流动资产÷流动负债**。流动比率显示企业利用流动资产偿付流动负债的能力，**比率越高，表示流动负债受偿的可能性越高，短期债权人越有保障。一般而言，流动比率不小于1，是财务分析师对企业风险忍耐的底限。**此外，由于营运资金（working capital）的定义是流动资产减去流动负债，流动比率不小于1，相当于要求营运资本为正数。

然而，对沃尔玛而言，这种传统的分析观点恐怕不适用。长期以来，沃尔玛的流动比率呈现显著的下降趋势：20世纪70年代，沃尔玛的流动比率曾经高达2.4，近年来一路下降，到2006年居然只有0.9（438.24亿÷488.26亿）左右。这是否代表沃尔玛的流动资产不足以偿付流动负债，有周转失灵的危险？其实不然。

沃尔玛是全世界最大的通路商，当消费者刷信用卡购买商品2~3天后，信用卡公司就必须支付沃尔玛现金。但是对供货商，沃尔玛维持一般商业交易最快30天付款的传统，利用“快快收钱，慢慢付款”的方法，创造手头的营运资金。因为现金来源充裕且管理得当，沃尔玛不必保留大量现金，并且能在快速增长下，控制应收账款与存货的增加速度。由于沃尔玛流动资产的增长远较流动负债慢，才会造成流动比率恶化的假象。

对其他厂商来说，流动比率小于1可能是警讯，对沃尔玛反而是竞争力的象征。相对地，规模及经营能力都远较沃尔玛逊色的通路商Kmart，它的流动比率比沃尔玛高出许多。Kmart在2000年的流动比率甚至高达12.63（请参阅图4-1）。这难道代表Kmart的偿债能力大增？其实正好相反。事实上，因为Kmart在2000年遭遇财务危机，往来供货商要求Kmart以现金取货，或大力收缩Kmart的赊账额度及期限，在应付账款（流动比率的分子）快速减少之下，才会造成Kmart如此高的流动比率。

传统的财务报表分析强调企业的偿债能力，要求企业的流动比率至少在1.5以上。然而，由竞争力的角度着眼，能以小于1的流动比率（营运资金为负数）来经营，显示了沃尔玛强大的管理能力；至于突然攀高的流动比率（例如2000年Kmart的数字），反而是通路业财务危机的警讯。

戴尔电脑的启示

苹果电脑的首席执行官乔布斯（Steve Jobs）曾说：“苹果和戴尔是个人电脑产业中少数能赚钱的公司。戴尔能赚钱是向沃尔玛看齐，苹果能赚钱则是靠着创新。”乔布斯的评论极有见地，虽然戴尔电脑属于科技产业，它的营运模式却类似通路业者，因此戴尔与沃尔玛流动比率的变化趋势十分相似（其他相似之处将在后面章节讨论）。例如戴尔2000年到2006年间流动比率维持在0.98到1.4之间（请参阅图4-2）。对比之下，自1990年到2006年，惠普的流动比率则一直维持在1.38到1.60之间，在一般传统财务分析所认为的合理范围内。

戴尔向来以严格控制存货数量著称业界，它的平均付款时间由2000年的58天，延长到2005年的73天，和沃尔玛一样符合“快快收钱，慢慢付款”的模式，所以也造成流动比率逐年下降的现象。

传统商业思维是企业必须保持充裕的营运资金，因此要求流动比率起码在1.5至2之间。然而，沃尔玛和戴尔却告诉我们，他们能以“负”的营运资金有效率地推动如此庞大的企业体。

有关短期流动性的需求，企业可有“存量”和“流量”两种不同的对策。例如微软2003

年的流动比率高达 4.2，它是用大量流动资产的“存量”（约 589 亿美元），来应对可能的现金周转问题。一般而言，这是最正统、最安全的方式。虽然沃尔玛与戴尔的流动比率目前都小于 1，若进一步检视它们的现金流量表（请参阅第六章），读者会发现两者都有创造现金流量的强大能力，因此不会有流动性的问题。如果公司的流动比率很低，且创造现金流量的能力又不好，那么发生财务危机的机会就会大增。

这个例子提醒我们一件事——阅读财务报表必须有整体性，而且必须了解该公司的营运模式，不宜以单一财务数字或财务比率妄下结论。沃尔玛与戴尔流动比率的相似性也让我们了解，即使是不同产业的公司，仍可以有类似的商业模式与财务比率；在通路业中，流动比率也能成为衡量营运相对竞争力的参考。

沃尔玛整体的负债比率

要了解企业整体的财务结构，我们可观察“负债比率”，也就是总负债除以总资产的比率。近年来，沃尔玛的负债比率渐趋于稳定，约略在 0.6（850.16 亿 ÷ 1381.19 亿）左右。另外，财务结构也可用负债除以所有者权益的比率来表示。根据会计等式（资产 = 负债 + 所有者权益），这些财务结构的比率都能互相转换。例如沃尔玛的负债除以总资产的比率为 0.6，则股东权益除以总资产的比率为 0.4，而负债除以股东权益的比率为 1.5（0.6 ÷ 0.4）。Kmart 在 20 世纪 90 年代的负债比率与沃尔玛类似，都在 0.6 左右。在 1999 年之后，Kmart 遭遇严重的财务问题，结果造成负债比率持续攀升。2002 年，Kmart 赔光了所有的股东权益，陷入负债大于资产的窘境，负债占资产比率上升到 1.03（请参阅图 4-3）。

因营业活动及产业特性不同，企业的财务结构也会有很大的差异。例如银行业以吸收存款的方式，从事各项金融服务，因此负债比率非常高。

以全球知名的花旗集团为例，它的负债比率在 2005 年时高达 92%，股东权益只占总资产的 8% 左右。由于花旗集团资产风险相当分散，客户对花旗集团的信心坚定，背后又有美国存款保险制度的支持，不会发生存款客户同时要求提领现金的情况（就是所谓的“挤兑危机”），即使有如此高的负债比率，花旗集团也没有倒闭的危险。

.....

一般来说，观察一个公司财务结构是否健全，可由下列几个方向着手：

1. 和过去营业情况正常的财务结构相比，负债比率是否有明显恶化的现象。
2. 和同业相比，负债比率是否明显偏高。
3. 观察现金流量表，在现有的财务结构下所造成的还本及利息支付负担，公司能否产生足够的现金流量作为应对。

由负债组成结构看风险与竞争力

除了观察沃尔玛的整体财务结构外，也应分析它的负债组成结构。20 世纪 70 年代，沃尔玛流动负债占整体负债的比率约为 20%，随着展店成功、营收快速增长，这个比率在 80 年代快速拉升至 60% 左右。这显示沃尔玛在维持总负债比率约 60% 的前提下，利用其“大者恒大”的议价优势及竞争力，压缩供货商资金，使它在负债中可以使用较多没有资金成本的流动负债。相对而言，自 1990 年起，Kmart 流动负债占整体负债的比率一直低于沃尔玛，在 45% 左右。特别在 Kmart 出现财务危机后的 2001 年，这个比率突然降低到只有 5.76%（请参阅图 4-4），代表供货商担心可能倒账的风险，不愿以赊账方式出货给 Kmart。

至于戴尔的总负债比率高达 80% 左右（请参阅图 4-5），乍看之下让人捏了把冷汗。对比之下，惠普的负债比率只有 50% 左右，财务结构看来十分稳健。如果再进一步分析，2000 年后戴尔流动负债占总负债比率将近 85%（请参阅图 4-6），比沃尔玛还高。戴尔并不是债台高筑、财务脆弱，而是像沃尔玛一样，利用规模优势与经营效率，让往来供货商提供无息的

营运资金。相对来看，惠普的流动负债占总负债比率，自 1995 年起几乎都低于戴尔。2006 年，惠普该比率是 78% 左右，比戴尔低了将近 6%。因此，检视戴尔的流动负债占总负债比率，可看出它商业营运模式的效率和竞争力。不过，对营运效率和竞争力不佳的公司来说，流动负债比率增加会提高经营风险。

中国大陆公司资产负债表介绍：五粮液

在中国大陆白酒市场，五粮液在经营和品牌的表现是数一数二的，现在让我们借由它的资产负债表进一步认识大陆的财务报表。

五粮液 1998 年在深圳证券交易所上市，它的会计报表是依照中国大陆《企业会计制度》所编制，以人民币为记账本位币。

五粮液 2005 年的合并资产负债表（已经过简化，请参阅表 4-4），会计年度自 1 月 1 日至 12 月 31 日，我们可以看到它的格式和先前介绍的沃尔玛的资产负债表是很相似的，依照资产及负债的流动性由高到低依序来列出。在这里我们可以注意到固定资产这一个科目，由于土地国有化的政策，在中国大陆的会计报表里头，固定资产项目下没有“土地”这个项目，企业承租的“土地使用权”是作为“无形资产”的科目，这也是中国大陆会计报表和前面介绍的沃尔玛的资产负债表一个很大的不同。

会计报表除了因为不同的国家法令规定有不同的呈现外，不同的产业特性也会有不同的解读。例如在观察存货的时候，高科技公司的存货常要特别注意跌价的问题。多数的科技产品推陈出新的速度非常快，只要一有新的产品上市，就需要考虑旧规格产品的跌价状况。虽然五粮液的存货占总资产的 15%，但由于五粮液是从事酒类生产的公司，它的存货项目自然多是制酒的原材料、半成品及成品，酒类产品的保存期限通常较长，存货跌价的状况不像高科技公司这么严重。五粮液的存货跌价除了仅针对少数特定品牌提列外，由于品牌建立造成包装的更新替换，所以多是对包装物等附属产品提列跌价准备。另外，固定资产项目里主要是兴建的窖池、锅炉生产线及供水设备。从下表中我们可以发现五粮液的固定资产净额就占了全公司资产的 56%，可以说是将大笔的资金都作为构建固定资产之用。针对这样的产业特性，读者应该注意庞大的固定资产未来能不能带来丰富的收益增长。我们还要去思考，新建的窖池是要酿造哪一类的酒，是不是可以酿造出符合标准的高档类酒？因为高档类酒和低档类酒的利润相差很大。另外高档类酒多要经过长时间的培育期，规模扩张的同时，收益能不能马上实现呢？这些都是我们在看五粮液的固定资产的时候，可以一起来思考的问题。

就五粮液的负债项目而言，在流动负债中，预收账款的减少通常是因为企业出货的速度加快，或者是经销商预付的购货款减少；应付账款的增加则多来自于对厂商货款支付时间的延长，或者是采购的时点较晚，以致在期末尚未支付。而公司负债结构的选择，往往表现出它的经营性格。举例来说，五粮液的负债项目里几乎都是流动负债，从 1999 年至今，五粮液长期负债占总负债的比率未曾超过 2%，2005 年长期负债更仅占总负债的 0.03%，整个负债只占资产的 23%，显示五粮液的资金来源主要是来自股东投入（77%）而非银行借贷；另外五粮液每年营收维持稳定的增长，故利用销售商品等经营活动所获得的现金流量，来应对购买固定资产所需要的资本支出。这些都是我们在观察五粮液的财务报表时可以发现的企业特性。

面对真实的资产及负债状况

经理人及投资人最重要的训练之一，就是“面对现实”，而资产负债表便是修炼这项功夫的基本工具。在资产方面，目前海内外的投资人及证券主管机关，都十分重视“资产减值”

(asset impairment) 的问题。简单地说，就是担心经理人不愿承认部分资产已没有价值，因为这样的会计承认动作，往往代表公司当期必须提列巨额损失，影响经理人的绩效。至于负债方面，最令人担心的是：经理人刻意将部分负债项目转变成“隐藏性负债”(hidden liability)，使投资人看不到这些负债对公司可能造成的杀伤力。我们将在第八章《踏在磐石而不是流沙上》及第九章《管理而不是盈余管理》中，深入讨论这些重要课题。

经由本章相关的讨论，通过沃尔玛和五粮液的例子，我们除了认识资产负债表的科目、了解它的基本概念外，我们还能从中发现：在传统的财务比率背后，其实吐露着重要的竞争力讯息。就流动比率而言，它不只是公司能否支付流动负债的指标，对沃尔玛及戴尔来说，它更是其商业模式的缩影。沃尔玛和戴尔在上市后各花了 30 年及 15 年，才磨炼出以“负”的营运资金（流动比率小于 1），经营庞大企业体的能耐，可见竞争力的培养必须靠经年累月长期的锻炼。最后，提醒读者千万不要误会，以为笔者鼓吹企业保持低水位的流动比率。毕竟这样的数字有行业特性差异，也只有顶尖的企业才有能力与信心，以超级强力的现金流量（请参阅第六章）弥补流动资产存量过低的风险。

设定目标，逐步提升绩效

全球畅销经管书《执行》的作者拉姆·查兰，在 2004 年出版的著作《增长力》中疾呼“持续赢利，人人有责”，而且认为经理人对业绩也应该有“积少成多，稳健增长”的务实想法。

谈到如何设定目标，逐步提升绩效，最后达到卓越的地步，恐怕没有人比 110 米栏顶尖选手刘翔更在行。

1998 年，刘翔刚进入孙海平指导的田径队时只有 15 岁，是队里年龄最小的一个。在田径赛场，刘翔第一个目标是超越同队的师兄沈真声（曾获得 1998 年世界中学生运动会 110 米栏冠军）。在 2000 年的全国田径大奖赛南京站，刘翔实现了这个目标——他跑了 14 秒 06，获得第二名，而沈真声是 14 秒 27。接着，他把目标提升到同队的大师兄，当时连续 6 年称霸亚洲的“跨栏王”陈雁浩。2001 年 4 月，在全国田径大奖赛宁波站，刘翔又向前跨了一大步——他以 13 秒 45 超越了陈雁浩的 13 秒 47，获得了冠军。

终于，刘翔开始把目光移到他的偶像——美国选手阿兰·约翰逊(Allen Johnson)身上。在跨栏世界中，约翰逊是不折不扣的王者。在 110 米栏 20 个低于 13 秒的成绩中，有 9 个是他创造的。整个 2003 年，刘翔和约翰逊大大小小交手了 10 次，结果是全军覆没，没有取得一场胜利。但，刘翔苦等的那一天终于来了。2004 年 5 月 8 日，在日本大阪举行的国际田径大奖赛中，刘翔以 13 秒 06 的成绩第一次面对面地战胜了约翰逊。这种持续超越卓越对手的执行力，让刘翔怀抱着无穷的信心参加了 2004 年的雅典奥运会，并在 8 月 27 日以 12 秒 91 的成绩打破大会纪录，成为获得 110 米栏奥运金牌的亚洲第一人。2006 年 7 月 12 日，刘翔更在瑞士洛桑田径超级大赛中以 12 秒 88 的成绩打破了沉睡 13 年之久的 12 秒 91 的 110 米栏世界纪录。

在我们为刘翔逐步地把自己推到世界顶级高手的绩效喝彩时，也应该佩服老将约翰逊的持续力。已经 35 岁的约翰逊，2006 年创造了竞赛生涯的第二个高峰。他在该年的雅典世界杯田径赛中击败刘翔赢得冠军，并跑出 10 年来最好的成绩 12 秒 96。在 2006 年 11 月的美国《田径》杂志的封面专访中，约翰逊表示：“在雅典的国际田径赛中，我一直想击败刘翔……他是世界纪录的保持者，是世上最好的，我总想击败世界最好的对手，最后我做到了。”约翰逊认为旺盛的斗志与精确的跨栏技巧，是他能够克服年龄障碍，持续与刘翔拼斗的本钱。

如果一个企业的营收和获利，能像刘翔及约翰逊百米栏的成绩一样，保持高度的稳定性与持续性，我们就说它拥有高的“盈余品质”，而“盈余品质”就是竞争力最具体的展现。

2001 年，在遭遇 9·11 恐怖袭击事件后，美国航空业是受害最深的传统“惨”业。当时

全世界最大的航空公司——美国航空（American Airline）——立刻陷入巨额亏损；而经营绩效最卓越的西南航空（Southwest Airline），虽然也出现获利衰退，但至少仍持续赚钱（请参阅表 5-1）。这个例子告诉我们，身为经理人，即使遭遇外在不可抗拒的重大变故，也仍需交出具有稳定性的成绩单。

在资本市场中，投资人就像《新约圣经·马太福音》里的主人（请参阅第二章），必须有效率地分配有限的资金。但是想要正确地分辨“善仆”与“恶仆”，则需要正确的绩效评估工具，而利润表最主要目的就是提供绩效评估的功能。

本章首先介绍利润表（也称损益表）的基本原理和概念，其次以沃尔玛公司 2006 年的利润表为范例，说明常见会计科目的定义。接下来，笔者以沃尔玛相对于 Kmart、戴尔相对于惠普的部分财务比率，说明利润表与竞争力衡量的关系。最后，本章以苏宁电器股份有限公司为例子，介绍中国大陆财务报表中的利润表的特性，并补充部分重要的、但未出现在沃尔玛利润表中的项目。

看看世界第一商家沃尔玛的利润表(1)

具备了会计的基础知识后，让我们进一步检视沃尔玛的利润表。

利润表的最基本概念是“会计期间”（accounting period）惯例。由上一章分析我们可以得知，沃尔玛的会计年度即为当年的 2 月 1 日到次年的 1 月 31 日。

以下依沃尔玛利润表各会计科目出现的顺序，提供简单的介绍（请参阅表 5-2）：

收入（revenues）

一般指企业营业活动所提供的劳务或商品收入。沃尔玛主要的营业活动是销售商品，因此销售收入是主要的收入来源。

净销售（net sales）

净销售 = 销售收入 - 销售退回与折让 - 销售折扣

“销售退回”是指因卖出的商品有问题，被客户退货的金额；“销售折让”是指卖出的商品有问题，客户要求将售价降低、退还部分货款，由此产生的收入减少金额；而“销售折扣”则是指销售时希望买方早点支付现金而给予折扣，因此导致收入减少的金额。2006 年沃尔玛的净销售高达 3124.27 亿美元。

其他收入（other revenues）

除了出售商品的收入外，沃尔玛还有利息、租金等其他收入。2006 年，沃尔玛其他收入只有 32.27 亿美元，占总收入的 1% 左右，可见沃尔玛是十分专注于本业的公司。

成本与费用（costs and expenses）

在营业活动中，公司提供劳务或商品的相关成本。

销售成本（cost of sales）

是指当期出售商品的进货成本。2006 年，沃尔玛的销售成本高达 2403.91 亿美元，占总营收（即营业收入）的 76% 左右，是最重要的成本项目。

销售成本的计算因存货评价制度的不同，会产生相当大的差异。例如沃尔玛的存货主要以“后进先出法”来计算，假设最后购买的存货会最先销售出去，因此利润表上认列的销售成本是按照最近的进货价格核算的。

.....

营运、销售与管理费用（Operating, selling, general and administrative expenses）

指除了销售成本之外，营运销售（如运输成本、广告费用等）及管理费用（如水电费、管理人员薪资）等项目，统称为“营业费用”。2006 年，沃尔玛的营运、销售与管理费用为 567.33 亿美元，占总营收的 18% 左右。

营业利润 (operating profits)

销售毛利减去营业费用就是营业利润，它表达公司整体营运活动的利益，但不代表公司年度的总利润。2006 年，沃尔玛的营业利润为 185.3 亿美元，占总营收的 5.9%。

利息费用 (interest expense)

指沃尔玛短期商业本票及长期负债等产生的利息费用。

所得税费用 (income tax expense)

指沃尔玛预估当年美国境内及国际商业活动的所得税费用。

少数股东损益 (minority interest income)

在编制合并报表时，子公司股东权益中不属于母公司直接或间接持有的部分，称为少数股东损益。2006 年，沃尔玛扣除的少数股东损益（少数股权百分比×子公司当年的损益）只有 3.24 亿美元，表明沃尔玛拥有子公司绝大多数的股权。

继续经营部门净利 (profits from continuing operations)

是指营业利润减去利息、所得税费用和少数股权利益后的净利润。2006 年，沃尔玛的继续经营部门净利为 112.31 亿美元。这个数字是公司核心事业的获利衡量，也是绩效评估的重点。

停业部门净利 (profits from discontinued operations)

公司因特定因素将部分业务或某一部门停止营运，称之为停业部门。所谓的停业部门净利，是指当年度停止营业的部门，在该年度所产生的营业净利润。假设 2006 年 8 月 31 日时，沃尔玛决定男装部门停止营运，则男装部门在 2006 年 2 月至 8 月的营业净利润，即为停业部门净利。

净利润 (net income)

一般又称为“纯利”或“盈余” (earnings)，在非正式用语中也常被称为“底线” (bottom line，因为在利润表底部)。净利润是收入减去所有费用的剩余，也可分解成继续经营部门净利与停业部门净利的加总金额。2006 年，沃尔玛的净利润为 112.31 亿美元，占总营收的 3.6% 左右，相当的“薄利”。

每股收益 (earnings per share，简称 EPS)

它是衡量企业获利常用的指标， $\text{每股收益} = (\text{净利} - \text{优先股股利}) \div \text{平均流通在外股票数量}$ 。沃尔玛 2006 年的每股收益为 2.68 美元。

平均流通在外股票数量

2006 年，沃尔玛的平均流通在外股票数量为 41.83 亿股。如果在会计年度中增发新股或配发股票股利，会造成流通在外股票数目的变化，因此需要计算平均的流通股数。

举例来说，假设 2007 年 1 月 1 日时，某公司流通在外的普通股为 5000 股，7 月 1 日发行新股 3000 股，总流通股数成为 8000 股，则 2007 年的平均流通股数为 6500 股 ($5000 \times 6/12 + 8000 \times 6/12 = 6500$)。

每股现金股利 (Dividends per common share)

$\text{每股现金股利} = \text{该年度现金股利} \div \text{平均流通在外股票数量}$ 。沃尔玛 2006 年每股现金股利为 0.6 美元。

在利润表中看出企业竞争力(1)

以下将借由沃尔玛相对于 Kmart、戴尔电脑相对于惠普科技利润表的比较，探讨许多与竞争力相关的管理问题。

由营收及获利持续增长看竞争力

沃尔玛的竞争力主要来自它持续增长的动力，而营收获利的增长动力来自新店的不断拓

展，同时也能维持旧店营收获利的合理增长。1971年，沃尔玛在美国境内只有24家店；2006年则增加到3800家店，平均每年开设107家。沃尔玛的国际展店行动开始较晚，1993年在美国境外只有10家店，到了2006年则增加到2285家店，平均每年开设175家。这几年沃尔玛在欧洲开店的策略有所修正，由于欧洲市场较为成熟，加上许多环境保护的限制，目前沃尔玛以购并既有的欧洲通路商为主，不再倚赖自建卖场。因此每一次成功的购并案，都造成开店数的剧增。

随着快速展店，沃尔玛的营收急剧增加，由1971年的4400万美元，增加到2006年的3124亿美元（请参阅图5-1）；沃尔玛的获利也由1971年的200万美元，增加到2006年的112亿美元（请参阅图5-2）。自1971年至2006年，沃尔玛的平均销售增长率为31.2%，最高曾到达77%；从1996年至2006年，沃尔玛的平均销售年增长率约为13.4%，最低为2006年的9.5%，已有持续减缓的趋势。在如此快的展店速度下，如何做到增长而不紊乱，这有赖于沃尔玛妥善控制流动资产与流动负债的增长（即所谓的营运资金）。自1971年到2006年，沃尔玛的年获利增长率平均约为27.4%，最高曾达119%，唯一一次的获利衰退是1985年的一27%。

分析沃尔玛的利润表时，必须特别注意一点，假若展店无法带动总体营收增长，或营收增长无法造成获利增加，那么沃尔玛的营运就不正常。

通常我们也会看沃尔玛的旧店营收是否能保持持续增长，若出现新店稀释旧店营收增长的情形，便必须提高警觉。沃尔玛的营收增长主要分两个阶段：1971年至1992年，这段时期为沃尔玛的稳定增长阶段；1995年后，沃尔玛进入了快速增长阶段。沃尔玛未来的增长将主要来自国际市场上业务的拓展（购买土地、店面、设备等）。

相对于沃尔玛的营收与获利持续快速增长，Kmart的营收自20世纪90年代起呈现增长与衰退夹杂的不稳定状况，2000年起因关闭亏损店面，营收更逐年衰退（请参阅图5-3）。由于关店及营收衰退，Kmart的获利自2000年起也呈现连年亏损的局面（请参阅图5-4）。2002年更出现高达32.62亿美元的巨额损失。由此可见，长期稳定的营收及获利增长，是企业竞争力的最具体表现。

2004年11月，Kmart收购了美国Sears零售集团，成为美国第三大零售业者，我们从图5-3和图5-4中看到，Kmart的营收和净利都有逐渐上升的趋势，可见它的经营情况在逐渐地转好。未来，则持续注意Kmart能不能维持稳定的增长了。

由每人营业额增长看竞争力

持续的营收增长，是具有竞争力的重要指标。以美国第二大零售商家得宝（Home Depot）（主力业务是家庭DIY用品）为例，营收增长是家得宝经营的重点，它更以每人所创造的营业额，作为公司绩效衡量的重要指标。在这个指标的引导下，家得宝认为员工应该在第一线协助顾客购物，增加每个员工创造的营业额。顾客为了结账而大排长龙，对公司与顾客都没有附加价值。因此，家得宝在零售业中率先采用“自助式结账”（顾客自行挑选商品并至无人柜台刷信用卡结账），目前每年以自助式结账完成的交易约1.2亿美元，已有1272个卖场采用此结账方式，在节假日可以使平均结账时间减少约40%。家得宝也十分重视购物环境的改善，近几年积极进行店内改装（加强灯光照明、更新货物陈列方式、加强标示的明确性等）。家得宝衡量装修后的卖场销售区，较未装修前销售额增长40%。

由家得宝的这些作为，可以看出它十分强调以财报数据作为内部管理的参考；而每个员工创造的营业额，更可作为企业竞争力的重要衡量指标。

沃尔玛的成本控制

沃尔玛创办人沃尔顿认为，达到顾客满意的方法，最重要的就是做到价廉物美，也就是“每日低价”（everyday low price）。因此，沃尔玛成本控制的能力，是其竞争力的核心。

如何衡量成本控制的能力呢？以零售业而言，不外乎采购得便宜，销售和管理费用低。

可惜的是，通过利润表上的数字，无法直接看出沃尔玛的采购成本是否低于 Kmart。例如 1995 年至 1999 年之间，沃尔玛的销售成本约占销售收入的 80%，而 Kmart 为 78%（请参阅图 5-5）。这个比率不能直接用来比较二者采购成本的差异，理由是沃尔玛的采购成本可能比 Kmart 低，但是因为定价比 Kmart 低，所以销售成本占销售收入的比率反而较 Kmart 高。事实上，如果由**毛利率（毛利÷营收）**的变化（请参阅图 5-6）来看，沃尔玛在 20 世纪 90 年代的毛利率低于 Kmart，反映了沃尔玛以**“低毛利率”作为竞争利器的策略**。此外，沃尔玛的毛利率从 1970 年的 27% 左右，一路下降到 20% 左右，变化相对较为稳定；在 1998 年以后，Kmart 的毛利率快速下跌，显示它的竞争力大幅滑落。

很明显地，与 Kmart 相较，沃尔玛的相对竞争优势清楚地表现在**销售和管理费用比率（销售和管理费用÷营收）**低上。自 20 世纪 90 年代起，沃尔玛的销售和管理费用比率维持在总营收的 15% 至 16% 之间（请参阅图 5-7）；而 Kmart 的比率最低大约为 18%，最高可达到 24%。在利润微薄的通路业里（净利率 3% 至 4%），销售和管理费用最高可高出对手 5% 到 6% 的窘境，让 Kmart 注定只能处于挨打的局面。

规模经济的优势，让沃尔玛可以因为大量采购而买得便宜；严格的成本控制，则让沃尔玛的经营效率领先业界。然而，沃尔玛由上市到现在，**利润率（净利÷营收）**几乎都在 3% 至 4% 之间（请参阅图 5-8），近年来更是十分稳定地逼近 3%，这种“微利化”的策略，让对手感受到强大的压力。相对于沃尔玛稳定的利润率，Kmart 自 20 世纪 90 年代迄今的利润率都低于沃尔玛，2000 年后更出现了巨额的损失。

沃尔玛以“成本领导”（cost leadership）作为主要竞争策略，“差异化”（differentiation）则是另一种重要的竞争策略。不同的策略定位，在利润表上显示的数字通常大不相同。例如全球知名的消费者精品品牌路易威登（Louis Vuitton），2005 年集团毛利率高达 64% 以上，显示消费者认同其产品相比其他品牌具有高度差异性，愿意支付较高的价格。但是在**消费精品的经营上，营销管理费用往往十分昂贵**，占其营收 44% 以上，因此，路易威登集团（LVMH）的纯利率只有 12% 左右，比毛利率低了许多。又如台湾华硕电脑的主机板素以高品质著称，反映在 20 世纪 90 年代利润表上的则是高达 30% 左右的毛利率。因此，**毛利率的或高或低，是衡量企业采用“差异化”策略是否成功的良好指标。**

.....

透视资产周转率背后的玄机

零售业的核心竞争能力之一，即是利用资产创造营收的能力。这种能力称为**“资产周转率”**，定义为：**营收÷总资产（总资产可定义为“平均资产”或“期末资产”）**。

沃尔玛的竞争力

20 世纪 80 年代，沃尔玛的资产周转率曾高达 4 至 5 倍，近 10 年渐趋稳定，大约在 2.5 倍左右，几乎都高于 Kmart（请参阅图 5-10）。

沃尔玛表面上看来稳定的资产周转率，若将它拆分为**“流动资产周转率”（营收÷流动资产）**与**“固定资产周转率”（营收÷固定资产）**，我们会发现非常不同的变化趋势。

20 世纪 90 年代初期，沃尔玛的流动资产周转率约有 5 倍；在 2006 年，它已经高达 7 倍，呈现一路上升的趋势。相对地，沃尔玛的固定资产周转率却由 20 世纪 90 年代的 6 倍左右，一路下滑到 2006 年的 3.3 倍（请参阅图 5-11）。也就是说，我们看到稳定的资产报酬率，原来是两股相反力量互相抵消的结果。为什么固定资产周转率会不断下滑？财务报表无法回答这个问题，必须以公司内部更精细的资料来分析。

例如，这种固定资产周转率的不利发展，可能是卖场单位面积创造的营收下降所致（即所谓的“平效”降低），也可能是购买每一单位卖场面积的价格不断增高所致（例如在欧洲购

并其他卖场的成本相当昂贵)。不断地解析一个现象以求得答案,是进行竞争力分析必须使用的基本方法。

在沃尔玛的流动资产中,最重要的是存货,因而如何将存货快速售出,是沃尔玛非常重要的能力,“存货周转率”便是衡量此能力的常用指标。**存货周转率的定义是:销售费用÷期末存货金额(或销售费用÷平均存货金额)**。存货周转率越高,代表存货管理的效率越好,可以用较少的存货创造较高的存货销售量(以销售费用代表采购成本)。在1970年至1990年的20年间,沃尔玛的存货周转率约在4倍到5倍之间(请参阅图5-12)。1995年之后,则由5倍增长到目前的8倍左右。相对来说,自20世纪90年代中期迄今,Kmart的存货周转率大约在4倍到5倍之间,明显落后于沃尔玛。

戴尔电脑的竞争力

自成立以来,戴尔一直是个激进的价格破坏者,运用直销带来的低成本优势,以不断降低售价来刺激销售、扩大市场占有率。如果比较戴尔与惠普的成本结构,两家公司的相对竞争力就一目了然(请参阅图5-13)。戴尔的销售和管理费用占营收的比率,由1994年的15%左右,一路下降到2006年的9%;在同一时期,惠普的销售和管理费用占营收的比重,则由25%降到16%左右,虽然有显著进步,但仍旧比戴尔高出近7%左右。在净利率不足6%的个人电脑产业,这种成本结构的劣势,让惠普的竞争力落后于戴尔。

每股收益的迷思

每股收益是否愈高愈好?通常每股收益高代表公司获利能力良好,的确是个正面的现象;若每股收益逐年下降,则代表公司获利跟不上股本增加(如配发股票股利及员工无偿配股)的速度。然而,通过配发股票股利或股票分割(stock split,例如1股变成2股)使每股收益下降,有时是为了使每一股股价降低,提高股票的流通性,未必是获利衰退。

此外,过度注重每股收益也可能有负作用。例如为了使每股收益维持在高档,当净利增长时,刻意控制流通在外股数(亦即控制股本)不增长。然而,当企业不断成长时,负债也通常会一起增长(尤其是流动负债)。如果企业没有非常好的获利,使保留盈余与股东权益也跟着增长,利用控制股本追求每股收益的增长,可能使负债相对于股东权益的比率偏高,进而造成财务不稳定。

在投资决策上,每股收益常与“市盈率”(price-earnings ratio, PE ratio,指股价和每股收益的比率)搭配运用,以决定合理的股价。例如预期的每股收益为4元,而合理的市盈率为15,则合理的股价为每股60元(4×15),只有在股价显著低于60元时,理性的投资人才会愿意购买股票。巴菲特强调要拿捏至少25%的“安全边际”(margin of safety),也就是说,合理股价为60元的股票,只有在市场股价为45元(60×0.75)以下时才值得投资,预留可能因误判投资价值造成的风险。

运用每股收益进行投资可能存在的问题有两个:

1. **过分高估未来的每股收益:**保持每股收益的持续增长十分困难,当利润表显示当期亮丽的每股收益时,往往是该公司或该产业景气的顶点,未来每股收益会由盛而衰。这种情形特别容易发生在钢铁、半导体及塑化等景气循环型产业。

2. **未能注意市盈率持续下降:**当一个公司未来获利增长的速度变慢、经营风险增加,或整个经济体系的风险上升(如面临战争),其对应的市盈率便随之下降。例如台湾电子产业的平均市盈率,1995年至2000年间为20倍,目前已下降到10倍左右,主要是因为产业日益成熟、增长速度降低所致。

中国大陆公司利润表介绍:苏宁电器

除了了解世界最大的零售通路商沃尔玛的利润表之外，现在我们也来看看中国大陆大型家电连锁业苏宁电器的利润表。

2004 年苏宁电器在深圳证券交易所上市，在竞争激烈的家电连锁市场中，苏宁电器在 2006 年中报的门店有 286 家，较 2005 年底的 221 家又有大幅的增长。就像前面提到的沃尔玛靠着快速的展店获得大量营收一样，苏宁电器的主营业务收入约有人民币 159 亿元，较 2004 年增长约 75%，主营业务利润约 15 亿元，年增长率也大约为 74%，主要原因是连锁店数量的增加、纵向和横向市场布局的逐步深入、连锁网络规模的扩大和完善以及既有连锁店逐步趋于成熟，使得主营业务收入和主营业务成本均有一定幅度的增长。

表 5-4 是苏宁电器 2005 年的利润表，它的格式和先前介绍的沃尔玛的利润表也很相似。此外，我们可以从公司每年发布的年报中，获知许多和公司经营状况及财务相关的数据和资讯。

苏宁主要的营收是来自空调和黑色电器的销售，共占总营收约 45%，然而毛利率较高的是数码产品及 IT 设备，约有 15%。**我们除了要知道一家企业的营收主要产生自哪些产品外，还要了解哪些产品会帮企业赚钱。**

另外，如果分地区来看苏宁电器的营收，华东就占了总营收的约 54%，显示苏宁的主要经营区域是在江苏附近的一级城市，例如南京和上海。就像看沃尔玛的利润表一样，我们也要考虑来自同业大规模开店的竞争压力状况、城市市场的饱和度等因素。在快速展店的同时，营收是等比例地增长呢？还是店开得越多产生的成本越高，反而使得单店的利润越来越少？

另外也要和大陆大型家电连锁业另一巨头国美电器相比较。国美在 2006 年中报披露的门店已有 334 家，在 11 月与永乐合并后，门店数更将大幅提升。在 2005 年的财务报表中，国美营收大约 179 亿元，主营业务利润约 16 亿元，都和苏宁相去不远，销售品类主要也是影像产品和空调等家电，可见与苏宁竞争激烈。**国美整体的毛利率约 9%，较苏宁的 14% 低，显示国美低价竞争的策略可能比苏宁更凶悍。**按地区收入贡献来看，国美主要的营收也来自一级大城市，北京、天津、深圳及广州共占全部收入的 50%。另外，在大量增设门市及扩充零售网络的同时，也会增加大量的营销费用等支出，苏宁的销售和管理费用占营收比率为 11.6%，国美则为 8.3%。就像沃尔玛和 Kmart 在如此低毛利率的产业型态下竞争一样，我们可以发现国美以较低的营销费用使得利润率能有 4.3%，而相对地苏宁的利润率只有 2.2%，由此可以看出，国美目前似乎较占优势。

面对企业真实的经营绩效与竞争力

获利是企业经营绩效的最重要衡量指标，一般公认会计准则希望协助经理人及投资人公允地衡量获利。身为一个经理人，必须以更严苛的态度，面对企业“真实的”绩效。当你发现自己公司的关键竞争指标（例如**营业成本与营收的比率、资产报酬率或存货周转率**）长期、持续地输给主要竞争对手（例如 Kmart 之于沃尔玛、惠普之于戴尔），会不会有种心惊胆战的感觉？财务报表无法告诉你应该采取什么作为，但它直截了当地吐露企业相对竞争力的强与弱，促使经理人重新反省自己是否有效地执行管理活动。此外，**投资人也应该避开那些由财务报表就可以明显看出缺乏竞争力的公司。**

美国如何成为全球第一大经济强国

远在 1835 年，年轻、才气纵横的法国思想家托克维尔 (Alexis de Tocqueville, 1805～1859)，在其名著《论美国的民主》(Democracy in America) 一书中提出了一个问题：为什么

当时欧洲和美洲之间的贸易，大部分被美国的商船所垄断？他的答案是：美国商船渡海的成本，比其他国家商船的成本低。但是，想要进一步解释美国商船何以有这种成本优势时，可就有点儿困难了。美国商船的建造成本不比别人低，但是使用时间比别人短；更糟糕的是，美国商船雇用船员的薪水还比其他国家的商船高，表面上看来真是一无是处，毫无优势。托克维尔却认为：美国商船之所以拥有较低的成本，并非来自有形的优势，而是因为心理与智力上的优势。

为了印证这个论点，托克维尔在书中生动地比较了欧洲水手与美国水手航海行为的不同。欧洲水手做事谨慎，往往等到天气稳定时才愿意出海；在夜间，他们张开半帆以便降低航行速度；进港时，他们反复地测量航向、船只和太阳的相对位置，希望避免触礁。相较之下，美国水手似乎爱拥抱风险。他们不等海上风暴停止就急着拔锚起航，日以继夜地张开全帆以增加航行速度，一看到显示快靠近岸边的白色浪花，就立刻加速准备抢滩。这种不畏风险的航海作风，使得美国商船的失事率远高过其他国家的商船（这种风险颇能解释为什么要支付水手较高的薪资），但这种航海作风确实能缩短漂洋过海的时间，并大幅降低成本。

以 19 世纪初在波士顿进行的茶叶贸易为例，美国商船在将近 22 个月的航行中，除了到达目的地——中国广州采购茶叶之外，整个航行途中都不再靠岸补给，水手们只以雨水及腌肉果腹。相对地，欧洲商船一般会停靠几个港口，补给淡水与新鲜粮食。这种艰苦的航海生活，让美国商人的茶叶比英国商人的每磅便宜 5 分钱，取得价格优势，进而扩大了市场占有率。至于为什么美国商船建造质量不良，托克维尔在访问一个美国水手后豁然开朗。那位水手理直气壮地说：“航海技术进步得这么快，船只可以用就好，质量不必太好，反正用坏了就换。”看到美国商船狂热地追求速度及拥抱风险的行为，托克维尔当时就大胆地预测：“美国商船的旗帜现在已经使人尊敬，再过几年它就会令人畏惧……而我不得不相信，美国商船有一天会成为全球海权霸主。美国商人注定要主宰海洋，正如古代罗马人注定要统治全世界一样。”如同托克维尔所预言的，百年之后，美国果真成为全球第一大经济强权。

无形资产决定长期竞争力

托克维尔的观点是进步的，现代会计学界的研究也指出，对企业的经营而言，无形资产比有形资产更为重要。19 世纪时，美国商船的竞争力主要来自于他们的企业家精神。试想如果没有这种无惧沉船的冒险精神，他们如何与拥有经验丰富的水手、设备精良的欧洲商船竞争？又如何能以些微的成本优势，在大西洋的贸易战争中胜出？

美国水手所拥有的无形资产，是他们身为新兴民族自然流露的冒险犯难性格，并不需要额外的投资。然而，现代的企业如果想拥有高竞争力的无形资产，必须进行系统的、持续的投资。例如企业用于研究发展（R&D）的支出，虽然其未来效益的不确定性太高，基于会计学的谨慎性原则，被归类为当期费用而不是资产，但是研发活动确实是创造无形资产的重要来源。著名的会计学者莱夫（Brauch Lev）曾估计，每 1 元的研发支出，在未来平均可产生 20 % 左右的投资报酬率，效益能延续 5 至 9 年。因此，为了加强竞争力，国际级企业莫不积极从事研发活动。（表 8-1 汇整了 2005 年部分知名企业研发支出占营收的百分比。）因此，所谓企业经营的“磐石”，不是财务报表上的土地、厂房、设备，而是企业家精神和良好的管理制度，离开了这些，有形资产便很容易变成“流沙”。不论是有形资产还是无形资产，它们的价值都建立在“能为企业创造未来实质的现金流量”之上。针对这个观点，本章稍后将进一步阐述。

“内在价值”与资产评估

在资产价值评估中，最重要的观念是“内在价值”（intrinsic value），也就是资产价值中可以用未来获利能力合理解释的部分。更具体地说，内在价值指的是资产在它存续期间所能产生的现金流量折现值（present value）。

我们不妨用以下的例子，说明内在价值、折现等概念，以及如何衡量一个资产或一项投资案的内在价值。

.....

巴菲特强烈地主张，利用折现的概念来衡量投资案，是财务上最适当的做法，所有会计或财务学的教科书也和巴菲特的观点一致。但是，由本节的讨论可以发现，未来薪资、投资报酬率，甚至汇率变动等因素，都会造成内在价值的改变。

“内在价值”的广泛应用

内在价值有非常广泛的应用，凡是能产生未来预期现金净流入的资产，都适用通过折现来评估内在价值的方法。

如果一台机器每年可产生 5 万元的净现金流入，并且效益可持续 20 年，在市场利率水平为 10% 的假设下，这台机器的内在价值应该是多少？我们可套用前文将 5 万元现金折现 20 次后再全部加总的程序，计算出该机器的内在价值为 425 680 元。凡是理性的投资人，都会要求卖方以不高于内在价值的金额出售该机器，否则就不愿购买。

折现的道理也能用在企业购买其他公司股票（即转投资）的决策中。在第四章中，我们讨论了商誉（goodwill）的计算方法——购买其他企业股权的金额，超过它合理的账面净值（重估后的资产减去负债），超额就是商誉。如果一家公司每年能为你带来 5 万元的净现金流入，并且持续 20 年，在假设 10% 的投资报酬率之下，利用对未来现金流量的折现，推算出这个企业的内在价值是 425 680 元。如果你真的以 425 680 元购买这个企业，而它的财务报表的账面净值只有 200 000 元，便必须承认 225 680 元的商誉。

内在价值的观念也可用于负债金额的衡量。假设某公司发行一种特殊的债券，借以在资本市场筹措资金，这种债券不必还本，只要每年年底支付债权人 5 万元，连续 20 年，则发行此债券对企业真正的经济负担是多少？在这 20 年之间，虽然该企业总共必须支付债权人 100 万元，但就折现的角度来看，把 5 万元现金折现 20 次再全部加总，此债券对企业的实质负担是 425 680 元。又例如企业租用一台机器 20 年，每年必须支付租金 5 万元，而资金的机会成本（如市场利率水平）为 10%，按照折现的计算方法，该租约对企业造成的负债也是 425 680 元。

利率的变动对资产与负债都会造成重大影响。如果你拥有的资产使你享受每年年底固定 5 万元的净现金流入，而市场利率由 10% 下降至 5%，则资产的内在价值会从 425 680 元上升到 593 438 元（请参阅之前 EMBA 教育折现值的计算）。相反地，若一个保险公司必须支付保险人每年 5 万元退休金，连续 20 年，当市场利率由 10% 下降至 5%，该笔负债会由 425 680 元大幅增加到 593 438 元。

由此我们可以看出，即使没有交易发生，只要利率或汇率发生变化，就会对企业资产及负债产生重大影响。有时候，资产与负债同方向变动，且金额相当，如此就能抵消利率变动对公司财务结构的影响。企业通常会使用衍生性金融商品，以缓和利率或汇率对企业造成的财务冲击，这种行为称为“避险”。不过，如果衍生性金融商品操作不当，有可能越避越险，产生巨额亏损。

.....

资产比负债更危险

对一般人而言，资产代表有价值的事物，应该是好的；而负债代表存在的财务负担，应该是坏的。然而，对企业管理阶层来说，资产却比负债更加危险。理由很简单：资产通常只会变坏，不会变好；而负债通常只会变好，不会再变坏。很少会有银行或投资机构看到一个公司负债比率极高，而仍然勇于提供贷款，或者愿意进场投资。其实许多公司负债比率之所以偏高，常常是资产价值出乎意料地快速降低所造成。下面让我们检视几个资产价值恶化的例子。

资产通常只会变坏，不会变好

存货会因价格下跌造成重大损失

美国美光半导体（Micron）以生产 DRAM 为主要业务，因为自 2002 年第三季以来的 DRAM 产品价格下跌超过 30%，美光必须在第四季承认高达 1.7 亿美元的存货跌价损失，使得该年度亏损金额高达 4.7 亿美元。曾经是华尔街化工类股宠儿的 OM Group，2003 年 11 月 4 日发布高达 1 亿美元的存货跌价损失。一天之内，它的股价由 27 美元暴跌至 8.75 美元，跌幅达 68%。

创下信息产业存货跌价损失最高纪录的公司是著名的网络设备供货商思科(Cisco)。2001 年 5 月 9 日，思科宣布了高达 22.5 亿美元的存货跌价损失，这个巨额损失源自于管理阶层的误判。20 世纪 90 年代，思科营业额由 7 亿美元增长到 122 亿美元，平均年增长率为 62%。思科认为网络设备爆炸式的需求将持续，因此不断地增加存货，但是当景气突然反转时，这些存货的价值立刻暴跌。存货跌价损失的消息一经公布，当天思科的股价由 20.33 美元跌到 19.13 美元，下跌幅度为 6%。**一般而言，科技产业的产品生命周期较短，三个月到半年间若无法顺利售出，价值往往会荡然无存。**加上科技产业存货中的在制品质量难以查证，也很容易造成后续评价的误差或扭曲。

应收贷款会因倒账而造成重大损失

花旗银行 1967 年至 1984 年的首席执行官温斯顿 (Walter Winston) 留下这么一句名言：“国家不会倒闭。(Countries never go bankruptcy.)” 1982 年，即使墨西哥政府片面宣布停止对外国银行支付利息及本金，震惊国际金融界，温斯顿对回收发展中国家的贷款仍旧信心满满。正是因为这种信念，温斯顿在 20 世纪 70 年代才会率领美国银行团，大举放款给发展中国家。尽管后来美国政府介入斡旋好几年，仍看不到明显成果。之后，1987 年 5 月，花旗银行新任首席执行官里德 (John Reed) 率先向市场宣布，给发展中国家的贷款中，有 30 亿美元可能无法回收，占花旗银行拥有的发展中国家债权总金额的 25%。在花旗的带头下，美国贷款给发展中国家的前十大银行，纷纷进行类似的会计认列，光是在 1987 年第二季，它们所承认的坏账损失总计就超过 100 亿美元。在接下来的 20 世纪 90 年代，国际金融界一片凄风苦雨，多达 55 个国家出现还债困难，总共倒债 3350 亿美元，对发展中国家的放款平均 22% 左右无法回收。银行家曾以为，对国家放款的资产质量坚若磐石，结果却发现自己踩在流沙上。

长期股权投资因投资标的经营不善，成为壁纸。

部分公司经由现金增资或银行贷款取得巨额资金，转投资往往十分浮滥。更糟糕的是，**有些公司投资的子公司，主要目的是购买母公司产品，以虚增业绩进而操纵股价。**有些上市公司常以海外子公司作为塞货的工具，子公司向母公司所购买的产品，又往往无法顺利销售。这些海外子公司其实不具有经济价值，资产负债表却不能公允地呈现。

过分复杂的转投资，就算没有操纵母公司股价的动机，也会造成企业管理的死角。例如已经在台湾下市的太平洋电线电缆公司(太电)，它所转投资的子公司与子公司再转投资的“孙

公司”就高达 130 家以上，多半亏损累累。就连当时太电的首席财务官，也搞不清楚每家转投资公司的详细财务状况，更谈不上有效的管理。

资产质量与未来愿景

假设你是一个银行家或投资人，当知道以下资产负债表的信息后，试问你是否愿意贷款或投资这家公司：

A 公司资产总共是 21.6 亿美元，遗憾的是，经过多年的亏损，A 公司已经赔光了当初股东投入的所有资本，并产生负 10.4 亿美元的股东权益。经由会计恒等式得知，A 公司的总负债金额是 32 亿美元（21.6 亿+10.4 亿）。

对于一个上市的企业而言，这种负债远大于资产的情况很少发生。

前几年我在台湾大学教授 EMBA 的会计课程时，盖住 A 公司的名称，只显示上述的资产负债表给学生看，获得学生们压倒性的负面评价，类似“经营不善”、“地雷股”等警语不绝于耳。你是否也和我的学生们看法相同呢？当我宣布答案，告诉大家 A 公司就是大名鼎鼎的网络书店亚马逊之后，同学们纷纷改变看法，强调亚马逊未来获利的前景亮丽，这种因未来远景而忽略目前经营问题的心态在当时并不奇怪。

在网络泡沫还没吹破前，投资人普遍存在的热烈信心，使亚马逊在 1999 年每股股价曾高达 132 美元，市值为 1380 亿美元。当 2000 年网络泡沫破灭时，亚马逊最低股价曾跌到每股 6 美元，市值只剩下 28.5 亿美元。尽管亚马逊目前的股东权益仍是负数，但已脱离历史低潮。2006 年 11 月，亚马逊每股股价约 43 美元，市值到达 136 亿美元。一个亏损累累的公司，凭什么有这个市值？买亚马逊股票的投资人，是不是站在流沙上？如果依第四章关于商誉的说明，打算并购亚马逊的公司，必须把它的购买总值都列在商誉一栏。以一个经理人或投资人的立场来看，你会不会对这种无形资产心惊胆战呢？至于这个问题的答案，完全要看亚马逊能否在未来继续获利，并创造正的经营活动现金流量。

负债通常不会变坏

太多的负债绝对不是好事。但必须明白的是，负债通常只会变好（不用偿还），而不会变坏（最多按照原来金额偿还）。我们来看以下几个例子：

* 1982 年，墨西哥宣告无法支付其国际债务，引发发展中国家的负债危机。1994 年，通过美国政府的安排调解，最后 18 个发展中国家与各大银行达成协议，把高达 1900 亿美元的负债减免了 600 亿美元。

* 在亚洲金融风暴横扫时，由于韩国政府积极地介入协调，大宇集团（Daewoo Group）与外国银行团（以花旗银行为首，总共约 200 个银行）达成协议，取消平均约 60% 的银行负债，总金额高达 67 亿美元。

* 2003 年伊拉克战争后，伊拉克政府一直寻求完全取消其 1200 亿美元的外债。据报道，美国及其他工业大国倾向同意。日本在 2005 年 11 月时，同意免除伊拉克 80% 的债务，以协助该国的重建计划；2005 年 12 月时，伊拉克也与国际货币基金组织（International Monetary Fund，简称 IMF）协议在 18 个月内逐步免除其债务；目前美国、英国及俄罗斯均已在该协议中承诺免除伊拉克的债务。时至 2006 年，伊拉克的外债已经从 1200 亿美元降低到 300 亿美元。

高负债的确有害，但它的危害显而易见，企业或银行一般不会一开始就犯错。负债会成为问题，经常是因为资产价值缩水，或获利能力萎缩所造成。例如，2001 年台湾的亚世集团因旗下的大亚百货及环亚饭店发生财务危机而受到关注。在 20 世纪 70 年代，亚世集团董事

长郑周敏借着土地投资建立起多元化事业体系，全盛时期号称拥有千亿新台币以上资产。乍看之下，该集团 250 亿元的负债并不算高，但由于当时台湾房地产业长期低迷，资产大幅缩水，实际的负债比率远高于账面所显示的数字。更糟的是，大笔土地的流动性较低，想瘦身都十分困难。由此可知，**负债问题常是资产减损问题的延伸。**

.....

管理资产减损才是重点

公允地表达资产减损的情况，是近年来财务报表编制最重要的发展方向之一。但是，**对公司而言，根本之计还是管理资产减损，避免资产质量恶化。**以下列出两项重点加以说明：**控制存货跌价风险、控制应收账款倒账风险。**

控制存货跌价风险

不同类型的厂商规避存货跌价损失的方法也有所不同，例如通路商可能以“寄销”（consignment）来减少风险。寄销是指制造商完全负担存货跌价的风险，即使产品在通路商的卖场，所有权仍属于制造商；当产品销售出去，才由通路商与制造商拆账。这种寄销的形态，不只是通路商与制造商就个别商品所订定的销售契约，也可扩大为通路商的商业模式。也就是说，通路商只提供销售平台，不介入存货的买卖，**目前具有规模优势的通路商（例如沃尔玛），正全力朝着此方向迈进。**因此，在寄销的商业模式下，营收增长甚至不需要存货的增长。

此外，通过签订存货跌价保护契约的方式，通路商可让制造商补贴产品价格下跌的部分或全部损失，使本身的存货跌价损失得以减少。通路商除了先签订这种契约外，也须要求经理人能系统地执行这些条款，而不是徒具虚文，这就涉及到经理人的执行力。针对本身拥有的存货，要求加快出售现有存货的速度（存货周转率），是通路商管理的重点。最直截了当的做法，便是把存货周转速度列入卖场经理人的绩效评估指标。

至于制造商，它们主要以先下单后生产、增加存货周转速度来降低存货风险。20 世纪 80 年代，丰田汽车（Toyota）创造了“零库存”（just in time）的管理模式——有市场需求才制造汽车，在制造时才将零部件送上生产线。丰田汽车这种创新的管理流程，大幅降低了汽车成品、半成品及零部件存货的风险。20 世纪 70 年代晚期的克莱斯勒却是个鲜明的对比，由于对景气复苏过于乐观，克莱斯勒大幅增加生产，在需求不振的情形下，汽车存货暴增，甚至必须堆到仓库外面，被媒体嘲笑为“整个底特律都是克莱斯勒的停车场”。克莱斯勒差一点因此倒闭，后来通过美国联邦政府的协助，以及传奇首席执行官艾柯卡（Lee Iacocca）的救援行动，才起死回生。

20 世纪 90 年代，制造业通过供应链进行管理，最卓越的应该算是戴尔电脑。戴尔的存货控制由 2000 年的 6 天，下降至 2004 年的 3 天，为业界之冠。大中华地区科技厂商的存货管理，以台湾的鸿海（香港上市的富士康为其关系企业）最为著名。鸿海生产线执行严格的材料库存控制，创造了生产成本的竞争力。鸿海工厂的备料时间比同业短，当备料到了一定时间还没出货，就会被打成库存呆料，先折价一半。经理人如果没有严格执行生产计划时间表、准确地拿捏出进货时间，财务报表上的业绩就会变差，甚至会拿不到年终奖，这种机制使得经理人严格控制材料库存。由此可见，财务报表的每个数字，都必须以适当的管理机制扣紧企业活动，才能产生竞争力。

控制应收账款倒账风险

除了落实客户信用调查外，**为避免应收账款发生倒账风险，部分企业会将应收账款卖断给金融机构。**这种交易会使公司资产负债表的应收账款金额减少、现金金额增加。不过，卖断应收账款的做法，是否真能解除公司的信用风险呢？这可不一定。部分银行为求自保，在

应收款卖断的合约上故意留下灰色地带，要求现金必须存放在该银行，万一有倒账情况发生，银行可优先由该公司存款余额中直接扣款。如此一来，现金并非完全由公司自由支配，反而成为“受限制资产”（restricted assets）。就财务报表公允揭露的精神而言，现金中受到限制的部分，应该在附注中加以解释。就务实的管理来说，应收账款卖断能否达到风险转移的目的，经理人应在相关契约上加以理清。

此外，还有一个使应收账款倒账风险增加的原因：不恰当的绩效评估制度。如果销售人员的奖金完全根据业绩而定，可能会诱使销售人员只顾冲刺业绩，忽略客户是否有还款意愿与能力。信用风险的控制，不该完全推给后段的财务或稽核人员。销售人员站在第一线，通过与客户的直接接触，往往更能有效地评估其信用风险。至于销售人员的奖金发放，应该与应收账款能否回收联系起来，才是根本改善应收账款质量的方法。

啥都没剩下

2004年美国总统大选，寻求连任的共和党候选人布什（George W. Bush）和民主党候选人克里（John Kerry）竞争得十分激烈，两方阵营莫不挖空心思宣扬己方政绩，并攻诘对方，其中一个嘲讽布什的笑话相当经典。话说布什总统在竞选期间头痛欲裂，幕僚找来美国最权威的脑科医生替他诊断。用最精密的仪器彻底检查后，医生面色沉重地说：“总统先生，您有大麻烦了！”布什很紧张地问：“我脑袋瓜到底出了什么问题？”医生说：“正常人的脑袋分成右脑和左脑，总统您也不例外。但是，在您的右脑，没一样是对劲的；而在您的左脑，（In your right brain, there is nothing right. In your left brain, there is nothing left.）”这个笑话利用英文“右边”（right，也为“正确”之意）与“左边”（left，亦为“剩下”之意）的双关语，把有着西部牛仔粗线条形象的布什，狠狠地嘲讽了一番。

对学会计的人来说，在这个笑话背后，应该有个十分严肃的联想。读者还记得会计吗？在会计等式的右边，代表资金的来源，让人担心的是“没一样是对劲的（nothing right）”，例如企业的负债比例太高、以短期负债支应长期投资等。在会计等式的左边，代表资金的用途，也就是企业所持有的各种资产，让人害怕的是“啥都没剩下”（nothing left）。毕竟在公司资产中，不论是现金、应收账款、存货、固定资产、长期投资等各个项目，都存在着风险——坚硬的磐石可能突然变成流沙。

对于企业来说，无论是资产、负债或是所有者权益，都对于企业竞争力的评估有着重大影响，尤其是无形资产的评价，尽管看不到实体，却也潜藏企业的真实价值，又如EMBA提及的内在价值的计算，若不估计一个决策的实际价值是否超过负担的成本，又如何知道这样的决策是否有施行的必要。

经营企业不能不面对风险，也不能不控制风险。在讨论内在价值如何计算时，读者应该已经发现，我们所谓的资产的价值，主要是建立在假设“未来能创造的现金流量”之上。对企业而言，未来的现金流量，不是一连串可任意假设的数字，而是发挥竞争力、在市场中获得实际经营绩效的成果。170年前，托克维尔就清楚地指出，在19世纪大西洋的贸易战中，美国水手“在心理与智力上的优势”，造成了他们的竞争优势。由此可见，公司的磐石应该根基于：以无形资产结合优质有形资产，借以创造竞争力，再将竞争力转化为具有续航力的获利成绩。

盈余品质与竞争力(1)

2004年8月19日，美国网络搜索引擎的领导者Google，第一次在纳斯达克市场挂牌交易，创造了网络泡沫化之后最亮眼的股价表现。Google初上市的承销价为每股85美元，它

由资本市场总共筹措到 16.7 亿美元。Google 在 2006 年第三季相对于去年同期获利倍增，大幅超越了分析师所预估的 20% 的增长率。这种卓越的经营成果大大地刺激了股价，使该公司的市场价值突破 1400 亿美元，超过了更早上市的网络股老大哥雅虎与亚马逊书店，甚至也超过了 IT 产业的龙头英特尔及 IBM 的市值。

市盈率高达 62 倍（2006 年第 3 季股价约 480 美元，而预估每股收益约 7.7 美元）的 Google，会是另一个泡沫吗？

没有人敢如此断言，因为 Google 和其他先前狂飙的网络公司不同，它的确有惊人的获利增长。2003 年，Google 的营收是 14.7 亿美元，净利达 1.06 亿美元；2004 年，营收增长到 31.9 亿美元，净利达 3.99 亿美元；2005 年，营收增长到 61.4 亿美元，增长了 92.48%，净利达 14.65 亿美元，增长了 2.7 倍；到了 2006 年第三季，仅仅 9 个月的时间，Google 营收已经达到 74 亿美元，净利达 20.47 亿美元，至今仍呈现快速增长的趋势。

不少华尔街分析师对 Google 的商业模式极为欣赏，这些分析师认为，Google 在线广告的收费方式是近 50 年来广告界最大的革命。举例来说，如果你上了美国 Google 的网站，在搜索栏位打上折价汽车保险业龙头“Geico”（伯克希尔-哈撒韦公司旗下的汽车保险公司），Google 的搜索引擎一面找寻与 Geico 有关的资讯，一面搜索与 Google 签订广告合约的其他汽车保险公司。当搜索结果出来时，页面左边将显示“Geico”的资讯，右边则是其他保险公司的建议链接。每当你点选任何一个建议的链接，Google 就赚进 1.53 美元的广告收入；当合约期满后，广告商必须通过竞标，以决定下回每次点选的广告费用。当你使用《纽约时报》（New York Times）网络版的搜索引擎时，背后使用的也是 Google 提供的技术。若你在《纽约时报》网页通过搜索引擎点选任何广告链接，Google 也同样赚进一笔广告收入，当然这时必须和《纽约时报》拆账。

更令华尔街分析师振奋的是，在 2005 年当中，Google 的广告收入有 52% 是直接由自己网页所创造，这代表 Google 的品牌力量极强。在全球 100 多个国家中，Google 与数目众多的公司签订这种广告合约，当使用者免费享受威力巨大的搜索服务时，也同时让 Google 赚进大把钞票。目前《财富》杂志前 100 名的大型公司，在线广告业务大多交给 Google。但问题是，这种快速的营收及获利增长究竟能维持多久？

随着 Google 成为最有影响力的网络公司后，一连串诉讼案件也接踵而来，判决结果将影响 Google 的未来营收，也将影响获利增长的持续性，而过去几年 Google 已经为诉讼付出高额成本。例如，2006 年比利时法院要求 Google 停止转载未获授权或未付费的比利时报纸新闻头条。法新社也控告 Google 擅自采用法新社头条、照片和部分新闻内容，侵犯著作权，该案件目前正由美国华盛顿联邦法院审理。2005 年 2 月，法国精品大厂路易威登（LVMH）对 Google 提出的侵权诉讼，巴黎地方法院初审判决成立。Google 必须赔偿路易威登 20 万欧元，因为与路易威登搜索资料并列的广告链接，大多贩卖它的仿冒商品，法官认为路易威登的经济利益的确遭受损害。这个赔偿金额虽然不大，但在法国和欧盟其他国家，类似诉讼案件目前已大排长龙，挑战 Google 商业模式的合法性。

然而，对 Google 威胁最大的并不是这些诉讼案，而是四周虎视眈眈的超级竞争对手。2004 年 12 月，微软首席执行官鲍尔默（Steve Ballmer）接受《福布斯》（Forbes）专访时，不服气地宣称：“我们的网络搜索服务，目前虽暂时落后于 Google，但是一定会后来居上。”2005 年 2 月 1 日，微软终于摆脱对雅虎的技术依赖，推出属于自己的 MSN 搜索引擎。此外，雅虎、易趣、亚马逊等其他顶尖网络公司，也都大力加强自己搜索引擎的威力，企图瓜分日益重要的网络广告市场。

目前 Google 在搜索引擎的市场中，仍占有最重要的地位，也依旧是所有搜索引擎中获利能力最高者。面对竞争对手的压力，Google 也通过各种策略进行和解，例如，2005 年底 Google 与微软签订“微软、Google 诉讼停止的协定声明”达成和解。不过才不到一年的时间，微软

在 2006 年 7 月为了与 Google 竞争中国大陆市场，公开招募“竞争官”，看来 Google 还必须继续与竞争对手抗衡。

美国前证监会主席莱维特 (Arthur Levitt) 对美国上市公司以财务报表大玩数字游戏的情况，在 1998 年作过一段发人深省的评论：“我越来越担心，符合华尔街获利预期的动机已远超过对基本管理实务的关注。太多公司的经理人、会计师及财务分析师投身于数字游戏。在急迫地满足获利预期、营造平滑获利轨迹的心态下，一厢情愿的乐观数字凌驾于忠实的呈现之上。因此，我们看到盈余（参阅第五章对“净利润”概念的解释）品质的降低，进而导致财务报告品质的降低。管理被操纵取代，诚信不敌幻觉。当同业的财务报告游走于合法及犯罪的灰色地带时，要求经理人保持忠实的会计表达就变得极为困难。在这个灰色地带，会计的操纵充满诱惑，获利数字反映管理阶层的期望，而非公司真正的财务绩效。”

事实上，不论对经理人或投资人，盈余数字的高低固然是关心重点，盈余的品质 (earnings quality) 才能真正反映企业的竞争力，创造企业的长期价值。什么是盈余品质？**盈余品质一般由五项条件构成：盈余的持续性 (persistence) 越高，则品质越好；盈余的可预测性 (predictability) 越高，则品质越好；盈余的变异性 (variation) 越低，则品质越好；盈余转换成现金的可能性 (realization) 越高，则品质越好；盈余被人为操纵 (manipulation) 的程度越低，则品质越好。**以下将针对这五项重要因素进行讨论，并进一步说明盈余品质如何反映竞争力。

盈余的持续性

根据国际著名期刊《金融杂志》(Journal of Finance) 2003 年的一篇论文所述，自 1951 年到 1997 年之间，能维持每年盈余增长 18%、又持续 10 年之久的美国上市公司不到 10%，可见维持盈余持续增长的难度非常高。沃尔玛是盈余持续增长的最佳范例之一，自 1971 年上市以来，沃尔玛的盈余平均年增长率为 32%。这种纪录让投资人对它的管理阶层产生信心，认为只要沃尔玛能持续开店，营收、获利都会一直增长。伯克希尔-哈撒韦公司也是盈余持续增长的好例子，自 1969 年巴菲特担任首席执行官至 2004 年为止，伯克希尔-哈撒韦以每年平均盈余增长 50% 的速度，持续展现傲人的成绩。然而，不论是沃尔玛还是伯克希尔-哈撒韦，近年都遭遇盈余增长率下滑的瓶颈。例如沃尔玛 2006 年的盈余增长率只剩下 9%，而伯克希尔-哈撒韦 2004 年的盈余增长率更变成负的 10.34%。为此在 2004 年的年报上，巴菲特还特地发表一封给所有股东的特别信，让股东们了解问题的严重程度。

美国第二大零售商家得宝 (Home Depot) 首席执行官纳代利 (Robert Nardelli, 2004 年获选为美国《商业周刊》年度最佳首席执行官之一)，在 2004 年的年报上说：“家得宝的经营目标是可持续的获利增长 (sustainable profit growth)。”这句话道出了盈余品质的最核心要素。

的确，家得宝不仅持续地通过在全美各地扩店以占领市场，而且总是可以提供给顾客良好的购物体验，每次我到家得宝购物，都会发现一些惊喜。我第一次和定居美国的好友前居家得宝，是为了解决一个麻烦——防止小虫由院子草地爬到客厅地毯，服务人员热心地提供咨询，建议我们在大门底下装上有毛刷的长条挡缝条，后来发现这一招果然有效。让我惊讶的是，像这样的小东西，在家得宝的库存里竟有近 10 种选择，无怪乎光是普通家庭的 DIY 用品，就有接近 5 万种的商品库存。第二次到家得宝是为了买油漆，为客厅弄脏的墙壁补漆。我们碰到一点小麻烦——店里现成的油漆和原来客厅的油漆颜色不一致。幸好家得宝提供调漆的服务，我们携带一小片油漆颜色的样本，店里经验丰富的服务人员看过样本后，替我们调好一小桶颜色几乎一样的油漆。后来，我发现家得宝也开始进入非 DIY 市场，以外包技术工匠的方式帮顾客装地板、地毯、瓷砖，俨然成为解决家居问题的全方位公司。在这种不断

将核心能力向外延伸的模式下，它的盈余也持续增长，1985 年到 2005 年的平均年盈余增长率为 21.22%，也拥有良好的盈余品质。

2005 年，W. 钱·金 (W. Chan Kim) 与 勒妮·莫博涅 (Renee Mauborgne) 在《蓝海战略》(Blue Ocean Strategy) 一书中，强调要创造新的企业经营版图或商业模式，以帮助企业在缺乏竞争对手的蔚蓝海域中，得到更大的成长空间，并获得更具续航力的盈余增长。相对地，如果一个企业被局限在高度商品化（高同质性）的市场，互相以价格战作为主要竞争方式，就是陷入“红海战略” (Red Sea Strategy)、苦战不已的企业，通常它们的成长空间有很多限制，不易有良好的盈余品质。就作者观察，家得宝正是实行“蓝海战略”的代表性企业之一。一般而言，具有高度盈余持续性的企业，都会享有较高的市盈率，也都是产业中拥有高度竞争力的公司。

盈余的可预测性

除了应具有获利的续航能力之外，高度的盈余品质还要求盈余具有可预测性——亦即利用过去的盈余历史，可以相当准确地预测未来的盈余发展。例如**盈余以每年超过 30% 速度增长的，通常是快速成长的公司；以 10% 至 20% 速度增长的，则是稳定增长的公司。即使公司盈余完全没有增长，若能稳定地保持现状，每年固定发放定额现金股利，也可称为拥有好的盈余品质。盈余可测性高的公司，投资人容易评估企业的内在价值，因此可以用合理价格进行投资，不易产生投资亏损。**

华尔街有一句名言：“价格是你付出的，价值是你享有的 (Price is what you pay, value is what you get.)。”许多投资人投资优秀的公司，依然受伤惨重，原因是付出太高的价格，盈余可测性高的公司能大幅降低这种风险。

通常在较成熟产业（例如塑化、半导体）中的企业，无法每年保持盈余持续增长，而会出现景气循环的现象。若企业能在景气循环的过程中，依然保持可预测的盈余（例如赚两年亏一年），这种情形也算是具有可预测性。相对地，有些体质较差的企业，会在景气谷底被淘汰，就不具有盈余可预测性。

盈余的稳定性

笔记本电脑与液晶电视最主要的零件是液晶面板，而台湾上市公司友达是全世界液晶面板第二大的供应商。2004 年 10 月 27 日友达第三季的法人说明会中，董事长李焜耀先生公开向投资人道歉，因为在友达第二季的法人说明会里，他还自信地保证当年预估获利至少为每股 9 元新台币。然而第三季供过于求，液晶面板价格下跌了三成，导致友达第三季只能损益两平（获利新台币 400 万左右），第四季可能亏损超过新台币 10 亿元（实际亏损 22.3 亿元）。友达股价也由 2004 年 4 月 19 日的最高点新台币 73.55 元，跌到 11 月 2 日的 33 元。像这样的情形，最能说明液晶面板公司盈余高度的不稳定。

.....

再以另一家台湾上市公司广达电脑为例，它是全球笔记本电脑第一代工大厂，1999 年刚上市时，广达的营收为新台币 753.1 亿元，税后净利为 92.5 亿元（净利率 12.2%）。2003 年，广达的营收为 2,922.9 亿元，获利为 132.5 亿元（净利率 4.53%）。

由于广达的客户分散，在微利时代仍能维持获利增长。比广达更早上市、曾风光一时的另一家台湾笔记本电脑厂商英业达，除了遭遇与广达相同的净利率快速下滑外，由于英业达的营收来源过分集中于康柏 (Compaq, 2001 年与惠普合并)，曾在 2001 年康柏销售不佳的情况下，一度出现营收大幅下滑的窘境（2001 年营收净额与 2000 年相较，下跌了 33.6%）。英

业达的盈余较不稳定，所以盈余品质比起广达要差。

有些企业因策略定位较佳或经营能力出众，较能抵挡产业景气循环，也较能抵挡外在突然变故对公司盈余的影响。例如第五章曾提及 9·11 恐怖袭击对航空业的影响，若以盈余稳定性的角度来看，西南航空的应变能力远比美国航空要好得多，因此西南航空拥有优于美国航空的盈余品质。

盈余转变成现金的可能性

对企业进行绩效评估的最主要方式——利润表——是建立在应计基础之上，而应计基础的特色是着重经济事件是否发生，不着重现金是否收到或是支出。在信用交易中，只要企业认为应收账款可以回收，就可在尚未收到现金时，将这一笔交易认列为当期收入，并增加当期盈余。当然，企业最后还是必须回收现金。无法回收的应收账款虽然虚增了当期盈余，未来终究还是必须承认坏账损失。有些企业过分着重于冲刺业绩、拼账面获利，容易造成信用管理松散、盈余空洞化而没有现金意义的危险状况。因此，企业盈余转换成现金的可能性越高，则它的盈余品质也越高。

有关盈余与现金的关系，在第六章已利用沃尔玛与戴尔的例子来说明。它们平均每 1 块钱的盈余，可转变成 1.3 至 1.5 元的经营活动现金流量，这种优质的管理能力，就是造就高度盈余品质的重要因素。

盈余品质与人为操纵

在第二章，我们了解会计数字的结构可分成经济实质、衡量误差、人为操纵三个部分。就盈余品质而言，人为操纵造成的杀伤力最大。但是，我们是否可以用最严格的会计规则来避免经理人操纵数字呢？例如，一般公认会计准则可规定应收账款必须固定提列 10% 为坏账费用，超过 6 个月没卖出的存货必须提列 50% 的存货跌价损失。如此一来，经理人操纵盈余的空间就大大减少。然而，假设你是沃尔玛、戴尔或 IBM 的供应商，你被这些国际级企业倒账的几率几乎是零，因此提列 10% 的坏账费用还嫌太多；反过来说，若企业的母公司塞货给海外子公司，以虚增营收的做账方式处理，对于这种授信浮滥的关系人，应收账款提列 10% 的坏账费用又嫌太少。对电子产业而言，半年未出售的产品可能变得完全没价值，因此 50% 的存货跌价损失仍嫌太少；相对之下，又有部分商品的价值十分耐久（例如路易威登的皮包及皮件），几乎没有存货跌价的问题，因此 50% 的存货跌价损失又嫌太多。

简单地说，机械性地要求一体适用的会计方法或会计估计，会使经理人丧失向投资人沟通企业活动真实状况的空间。因此，人为操纵是企业与资本市场沟通的“必要之恶”。近年来，企业操纵会计数字的例子不胜枚举，除了广为人知的安然、世界通信之外，本章将再提供一些足以令人警惕的例子。连续优生也作弊，最教投资人震惊！

绩优生的堕落：房利美不再卓越

2004 年 12 月，美国证券管理会正式要求美国最大的抵押贷款公司房利美（Fannie Mae）调整 2001 年以来的获利数字。证管会指控房利美在 2001 年到 2004 年之间，对其衍生性金融商品的处理，违反了一般公认会计准则。如果该项指控成立，房利美必须承认的损失高达 90 亿美元，而且会被金融监理单位列于“资本严重不足”的黑名单上。房利美一直是美国金融界的绩优公司，总资产金额高居全美上市公司的第二名，是全美最大的房屋贷款来源，也跻身在全球超大型金融服务公司之列。房利美的股票（FNM）在纽约和其他证券交易所挂牌上市，

是标准普尔 500 的成分股，可见房利美在资本市场的指标性和重要性。

2001 年，柯林斯从全美 1435 家公司里，挑选出 11 家“从优秀到卓越”的公司，由于房利美在 1984 年至 1995 年间卓越的股价表现，它被选为金融储贷业的绩效代表。1984 年至 1999 年之间，房利美的首席执行官麦斯威尔（David Maxwell）为公司创造了新的商业模式。他利用新发展的衍生性金融工具，大幅降低利率变化对公司带来的损失，使得房利美的经营蒸蒸日上。从 1999 年开始，房利美由雷内斯（Franklin D. Raines）接任首席执行官。雷内斯出身于劳动阶级家庭，毕业于哈佛大学法律系，于 1996 年至 1998 年期间，担任过克林顿总统的财政主任及内阁成员。在雷内斯的领导下，房利美持续保持 16 年来盈余增长的纪录，致力于产品的多样化，并稳住金融科技发展的领导地位。绝大多数人都想不到的是，连这种绩优公司都会出现财报丑闻。

以目前调查所得的证据来看，房利美高阶主管利用递延衍生性金融商品的投资损失，捍卫每年巨额的绩效奖金。美国证监会发现房利美违反会计规定后，2004 年 12 月 21 日，首席执行官雷内斯与首席财务官霍华德（Timothy Howard）被迫辞职下台。由此案例可以看出，企业领导者的一念之私，可以在短期内摧毁一家绩优公司的盈余品质。

企业会计准则第三十七号

金融工具列报比较与分析

从上述房利美的例子，可以看出衍生性金融商品给盈余品质带来的杀伤力。中国大陆有关衍生性金融商品的相关作业，现规范于《第三十七号公报——金融工具列报比较与分析》之下。由于第三十七号公报的相关规定十分复杂，连大型金融企业都曾私下表示，短期之内实在无法充分消化，何况是一般的经理人或投资人。有关衍生性金融商品的会计表达问题较为复杂，已经超出本书讨论的范围，但是经理人对衍生性金融商品应抱持两个基本态度：

1. 别想靠操作衍生性金融商品创造财务绩效。世界第二工业电脑大厂台湾研华科技，于 2003 年上半年操作衍生性金融商品，过度放空欧元选择权，导致汇兑损失金额高达新台币 7.3 亿元，和研华股本 34.13 亿元相比较，损失约达股本额的 21.4%，2003 年的税后净利也下跌至新台币 10.72 亿元，较 2002 年的实绩衰退 13.1%。事件发生后，研华除了股价跌到近年最低点，总经理也因此异动。在 2003 年的法人说明会中，研华董事长刘克振先生表示，这是研华成立 20 年来首次发生的重大亏损，并郑重宣布日后不再参与任何选择权操作，且规避风险的手段上仅限制于远期外汇的买卖。事件落幕后，研华除了延揽新的经理人，加强公司财务管理的专业性外，在经营方向及策略方面，也回归到专注本业与经营全球品牌。2004 年后，研华的营收及获利恢复增长，股价也恢复正常，2004 年至 2006 年第三季间，研华的市值从新台币 286.15 亿元稳定增加至 464.61 亿元。

再看另一个例子，2004 年底，在新加坡交易所挂牌的中国航油（系国有中国航空油料集团的子公司），因看空油价而操作衍生性金融商品失利，蒙受 5.5 亿美元损失，几乎等同公司市值，该公司股票因此遭停止交易，公司方面并申请债务重组。经过一年的拯救工作，中国航油终于在 2005 年底公布新注资方案，并且与债权人达成了债务重组协议。

2. 不要盲从于金融机构的营销手法。企业如果没有彻底了解衍生性金融商品的性质，就涉入大额的交易，即使初衷往往是为了避险，但结果却是“越避越险”。部分金融机构之所以推销衍生性金融商品，主要动机是增加自己的手续费收入，未必能就企业的立场及经营特色，思考衍生性金融商品对该企业的潜在风险。企业必须对此建立独立思考的专业能力。

.....

Sunbeam 的转机？

1996年，邓拉普（Albert Dunlap）受聘为Sunbeam（全球著名小家电公司）的总裁，2个月后他宣布大规模的组织重整，并承认了高达3.4亿美元的“重整损失”（restructure charge）。1997年，在宣布重整的14个月后，Sunbeam骄傲地宣称改造成功，具体成果包括31%的营收增长、每股收益由1996年的0.1美元变成1997年的1.41美元。因为这些振奋人心的消息，Sunbeam股价一路走高，1996年的股价为19美元，到了1998年3月则高达52美元。但是，随后一连串的获利衰退事件与重整的做账疑虑，重创Sunbeam股价，1998年第二季股价由52美元暴跌至10美元。Sunbeam被财务分析师认为有做账嫌疑的项目包括：

1. 销售已经冲销（write-off）的存货：1996年Sunbeam重整时，承认存货丧失销售价值的部分高达9000万美元，但是这些存货其实仍可销售，且于隔年靠出售这些账面价值为零的存货，创造了4500万美元的销售利润。

2. 由于1996年提列过量的保修费用，1997年的保修费用得以大量降低，使获利大幅增加了约1900万美元。

3. 降低固定资产的折旧：1996年将大量固定资产（约9200万美元）的账面价值降至零，因此于1998年无须再提折旧费用（约600万美元）。

4. 将营销费用资本化：一般公认会计准则要求将营销费用当成当期费用，但Sunbeam将之列为资产，分年提列折旧，所以当年的营销费用得以减少1500万美元。Sunbeam并且减少坏账准备的金额，尽管1997年销售增加19%，但坏账费用的提列却少了1500万美元。

5. 利用存货增加递延费用：1997年，Sunbeam的存货增加40%，达到9300万美元。过量的存货，有助于将固定费用递延到未来期间，利润因此增加了约1000万美元。关于这种做账方法的原理，将在稍后进一步讨论。

根据美国著名财经杂志《巴隆》（Barron's）的估计，1997年Sunbeam的获利，几乎全是通过各种会计调整做账产生的。

特别值得注意的是，凡是在前期进行大规模的组织重整或资产减损认列者，未来都可能有余盈品质问题。因为部分未来可能发生的费用提早认列，使得未来的经营绩效有虚增之嫌。

2002年，世界通信也利用类似Sunbeam的做账手法，虚增公司获利，成为企业史上扭曲财报数字金额最大的个案。世界通信所扭曲的主要项目包括：

1. 将当期39亿美元的电信维修费用，归类为资本设备支出，以便在未来40年间分摊提列巨额的折旧费用，虚增当期净利。

2. 大幅降低公司先前提列的各项坏账准备、法律诉讼准备等项目，且不当地以相关费用的减少与收入的增加，虚增当期获利，总金额高达38亿美元。

对经理人而言，上述个案提供的教训是：扭曲财务报表无法解决公司面临的竞争力及管理问题，只是将问题延后，并使问题恶化。对投资人而言，别太自信于自己能看穿企业的财务数字操纵（难度太高），应该专注地观察企业长期竞争力的变化，避开没有竞争力的公司。举例来说，即使在安然公司的做账事件被发现前，敏感、精明的投资人由财务报表就可估算其资金报酬率只有7%，远小于资金成本9%，显示它是一个在财务绩效上不具竞争力的公司。

遵守一般会计原则也能做账

除了以不法方式扭曲财务报表外，遵守一般公认会计原则也能达到做账的目的。例如对制造商而言，增加存货具有递延当期费用、进而增加当期获利的功能。以下将讨论《华尔街日报》（Wall Street Journal）报道过的实例（Sunbeam也用同样伎俩），读者可看出利用存货增加来转亏为盈有多么简单。

假设刘德华公司2003年生产且销售10万单位的产品，当年完全没有存货。在此假设材

料及人工费用是变动成本，即多生产 1 单位的产品，该项成本就增加 90 元；工厂租赁费用则是固定成本，即不管增加或减少生产量，公司每年都必须付出固定的租金。以此案例推论，刘德华公司的租赁费用为 2,100 万元（210 元 / 单位 × 10 万单位，请参阅表 9-1）。

该公司 2004 年将生产增加到 30 万单位，结果只销售了 10 万单位，产生了 20 万单位的存货，则公司净营业所得会变成什么样子？（请参阅表 9-2）

由结果来看，短短一年内，刘德华公司的获利就转亏为盈，增加了 1400 万元，但是公司经营真有如此大的改善吗？观察以上的资料，两年间的营收及其他管理费用皆不变，差别是生产成本由 3000 万元变成 1600 万元，降低了 1400 万元。因此，我们将分析集中在生产成本的改变。

2004 年，刘德华公司生产 30 万单位，单位工厂租赁费用由前一年的 210 元，降低为 70 元（2100 万元 ÷ 30 万单位）。该公司只销售 10 万单位，因此生产成本中的租赁费用只有 700 万元（70 元 × 10 万单位）。由于存货有 20 万单位，因此 2/3 的固定成本（高达 1400 万元，即 2100 万元 × 2/3）会留在资产负债表的“存货”项目，不会在费用中表现出来。由此可见，存货增加可递延固定成本的承认，进而造成 2004 年获利暴增 1400 万元的假象。

若这些存货持续无法出售，未来就必须承认存货跌价损失。《华尔街日报》所报道的这位经理人，在领取高额的工作奖金后，就向董事会提出辞呈，另谋高就了。

当经理人把重心放在“盈余管理”上，通过种种不适宜的会计方法或会计估计提升盈余，而不是从改善管理活动着手，这种做法注定失败。盈余品质的背后是管理品质，只有真正地改善管理活动，才能创造竞争力，进而达到“基业长青”的目标。

延伸核心竞争力，创造盈余品质

2004 年 12 月中旬，我前往哈佛大学商学院，参加由迈克尔·波特教授主持、有关提升企业及国家竞争力的讲习会。我离开波士顿时，在机场看到当地报纸商业版的头条，大幅报道哈佛大学图书馆将与 Google 联手，将哈佛收藏的 1500 万册藏书，逐步纳入 Google 在线全文搜索的范围，此计划也称为“Google 书籍搜索”（Google Book Search）计划。参加此计划的还有斯坦福大学、牛津大学、密西根大学与纽约公立图书馆等单位。然而在 2006 年 7 月时，Google 因为把英、美两地图书馆藏扫描、数字化和放到网上搜索的计划，与出版商再起冲突，出版商痛批 Google 的数字图书馆计划对著作权产生的影响。因此，在提升竞争力的同时，难免遭遇困难，这也是必须解决的难题。

记者为此专访 Google 创办人之一的佩奇（Larry Page），问他这是否为了增加 Google 的竞争力，欲甩开微软、雅虎、易趣、亚马逊等强敌在搜索引擎上穷追不舍，所采行的新策略。佩奇淡淡地说：“这和竞争无关，我们只是想实现 Google 创立之初的梦想——希望能在网际网络无所不‘搜’的梦想。”不管他愿不愿承认所面临的严峻竞争，Google 的确需要更多的“搜”主意和执行力，以确保获利的持续性及稳定性。盈余品质其实就是管理品质，如果竞争力不存在，就没有盈余品质可言。

对华尔街分析师来说，Google 一向采取特立独行的作风，严禁管理阶层向分析师提供任何财务预测，一切以实际交出的营收及获利成绩单为主。事实上，Google 上市时创办人就曾宣称，他们不会为了迎合华尔街的预期改变管理作风，也会为确保 Google 的长期发展，不惜牺牲短期的获利。2005 年 2 月 9 日，在 Google 上市后的第一次法人说明会中，佩奇清楚地表示：“我们会毫不留情地追求最高效率的经营方式。”因为自创业开始，他一直热切地想证明一点——网络公司是会赚钱的。

能赚钱不一定代表有竞争力，但是能持续、稳健地赚钱，就一定有竞争力。因此，盈余品质就是竞争力最有力的代言人之一。

避开财务报表陷阱的九大贴士

2004年奥斯卡最佳影片《百万宝贝》(Million Dollar Baby)叙述了一个激励人心但又令人遗憾的故事。片中的女主角麦琪出身于一个贫穷的家庭，没受过什么教育，从13岁起就开始在餐厅打工糊口。31岁时，麦琪决心脱离这辈子永远当女侍的命运，她发现自己生命中最热爱也最有潜力的是拳击。于是，她以锲而不舍的毅力，感动了孤僻但经验丰富的老教头邓恩，受其指导，正式练拳。

麦琪既有天分又肯苦练，技艺不断增强，正式参加职业拳赛后势如破竹，总是在第一回合就把对手击倒，但教练邓恩对此却大为忧虑，因为没有经过多个回合的考验，就无法显现出拳手的缺点。当邓恩不断指出麦琪打拳时不懂得保护自己时，她不太服气地回答说：“照你这么说不，我能不能被击倒，还真是个奇迹。”

麦琪终于等到她这一生最重要的机会——在美国拉斯维加斯(Las Vegas)向外号叫作“蓝熊”(blue bear)的世界女子重量级拳王挑战。

蓝熊不仅拳击技术凶狠泼辣，更以背后暗算对手的肮脏伎俩而恶名远播。在拳王争霸战中，麦琪在教练点醒下找到蓝熊的罩门，不断猛攻蓝熊背部的坐骨神经，逐渐取得优势。意想不到的，恼羞成怒的蓝熊竟在第三回合铃响的休息时间，从背后偷袭麦琪，麦琪受伤倒地，头部大力撞上休息区凳子的边缘，造成脊髓严重受损，全身瘫痪。麦琪醒来后，充满悔意地对教练说：“我忘了您再三的告诫——最重要的是，要随时保护自己。”全身不能动弹的麦琪眼看着自己的身躯逐渐萎缩退化，甚至因为血液循环不良而必须截肢。失去人生希望的麦琪一心求死，而视她如女儿的老教练邓恩最后万般不舍地成全她，亲手拔掉她的呼吸器……

这个令人唏嘘的故事，对投资人有着非常重要的启示。美国最著名的投资大师沃伦·巴菲特曾说：“投资有两大要诀：第一，绝对不要赔钱；第二，请不要忘记第一条。”以一个简单的例子来说明巴菲特的忠告：假设你以100万元在股市进行投资，如果赔了50%，只剩下50万元，再要恢复原来的财富，必须要有100%的投资报酬率；而如果你不幸投资在发生财务报表弊案的公司，赔了90%，只剩下10万元，那么你必须要有1000%的投资报酬率，才能回到原有的财富。这个例子告诉我们，为了弥补任何一个投资的错误，我们必须创造更高倍数的投资绩效，这难度极高。

追求财富是股市投资人共同的愿望，但别忘了股市就像是《百万宝贝》中的蓝熊，它凶险狡诈，不按牌理出牌，经常在你不注意时给你一记偷袭，让你前功尽弃，吐出之前所获得的所有投资利润，甚至造成巨额亏损。

在股市投资中，不仅要注意由于企业竞争力的消长所引起的风险，更必须留心人为的财务报表扭曲。当企业经理人刻意地操纵财务报表，甚至发生重大财务弊案时，财报就不再是投资人可以信赖倚重的“仪表板”，反而是造成错误投资决策的帮凶。由于财报数字是经营活动的滞后指标(lagging indicators)，因此投资人想要预见财务弊案并保护自己，必须同时注意相关的非财务报表信息。本章提出九个贴士，就是希望帮助投资人结合财务报表和非财报信息，学会“随时保护自己”。

贴士 1：股价利多下跌的警讯

所谓利多下跌，是指在有利多消息的情况下，股价却出现与趋势相反的滑落。一般而言，在出现利多消息时，股价应会随之上涨，以反映公司的成长性及获利能力。然而，股价若不升反降，很有可能是公司本身暗藏有某些隐蔽的问题。投资人应特别注意股价下跌背后所隐藏的负面信息，以避免地雷爆发所造成的巨额亏损。

个案解析：银广夏

银广夏 1993 年在深圳证券交易所发行上市，属于医药生物产业，该公司上市时的资产总额为人民币 1.97 亿元，7 年的营运使该公司资产总额增加了 20 多亿。股价则从 1999 年 12 月 30 日的 13.97 元，涨至 2000 年 12 月 29 日的 37.73 元，跃升为证券市场极具影响力的公司。

2001 年 3 月 1 日，银广夏宣称与德国诚信公司（Fidelity Trading GmbH）签订连续三年总金额为 60 亿元的协议。消息发布后，财经媒体普遍对于该合约的数量及价格多有怀疑，深入探究发现，该公司年报中也没有出口退税的项目。以此情况，如果不是银广夏财务报表揭露不详，就是有虚伪销货的可能。

该利多合约公布一周内，股价却下滑 1.09 元，政府相关部门因接获检举开始介入调查，银行也提前终止贷款。后经半年的搜证，查出银广夏从 1999 年开始编造虚假盈余，假造不实财务报表。2001 年 8 月，证交所发布银广夏停牌公告，2002 年 6 月 5 日公告下市。

操纵此骗局的幕后黑手即是银广夏总裁李有强等人。银广夏公司自创立以来，历年平均股价皆在 10 元左右。2000 年 4 月，新聘总裁李有强及董事局秘书丁功民上任后，通过捏造虚假盈余驱动股价以中饱私囊（该年银广夏的利润及股价皆攀升至高点，股价达 37.99 元），且多次宣告分红以图自利。最后两人因财务作假弊案而遭解任，并被依法判处有期徒刑。

其实弊案爆发前，银广夏股价已有警讯。请参阅图 11-1，观察该公司股价图的变化，可知：1999 年至 2001 年初，该公司股价逐渐向上攀升，吸引了许多的投资大众。自 2001 年 3 月媒体发布质疑信息一直到 2001 年 8 月该公司公告停牌前，股价的累计跌幅达 16%。

这 5 个月中，公司一再发布分红及转投资等利多消息。在这些利多消息之下，股价不但没有往上爬，反而分别在 4 月 13 日、5 月 10 日、7 月 16 日连续三次下跌。

投资者如果注意到这样的情况（可于证交所或投资顾问公司的网站上查询公司股价的变化），并评估相关报道提供的消息，就应及早采取保护措施。

贴士 2：内部人大举出脱股票的警讯

董监事是公司重要的决策者，对于公司的经营状况最为清楚，故他们对公司的持股比率常被视为一个重要的参考指标。另外，大股东及机构投资人皆属重要的内部人，也较一般股民具备专业知识和人脉，容易察觉公司的变化及获得相关信息。因此，当这些内部人开始大量抛售持股时，代表他们可能认为股价已超过公司该有的价值。

个案解析：银广夏

观察银广夏股价图，银广夏的股价自 1999 年开始向上攀升，2000 年 7 月至 2001 年 7 月皆维持在 30 元以上的高价。然而，在股价行情最好的这一年中，银广夏的董监事却陆续出脱持股，于 2000 年下半年出脱了 4 344 318 股，持股比率由 7% 下跌至 4%。

2001 年 3 月，《财经》杂志发布了对银广夏的相关质疑信息后，银广夏虽一再公开表示并无虚伪销货，且一再声称前景仍然看好，但由公司公告的重大信息中我们可以看到，其董监事出脱持股的情况越来越严重，至 2001 年 6 月，合计持股比率仅剩 1%，累计下滑共达 85%；大股东持股比率也下降了 8%。若银广夏情况真如管理者所声称，则董监事不应有出脱持股的动作；再者，当时的股价还维持在 30 元以上的高价。这种董监持股比率与股价背道而驰的情况确是投资人应该注意的警讯。

依证券交易法规定，公司的董监事或经理人转让持股时均须公告申报，故在上海及深圳证券交易所的网站中应有公告信息；另外，在公司的半年报及年报当中也有董监事、大股东及机构投资人的持股状况。投资人应注意这些内部人持股的转让情况，若发现异常状况，就应采取措施，及时保护自己。

贴士 3：大股东占用公司资金的警讯

大股东或董监事等内部人常滥用决策权，利用关联交易等方式侵占公司资金作为非营业之用，即内部人用公司的名义筹资，资金成本及其他财务风险却由公司代为承担，这种情况对公司的财务状况影响深远，也会损害一般投资大众的权益。

个案解析：托普集团

托普集团于 1998 年并购了四川长征机床股份有限公司后即更名为托普软件。2000 年 5 月，托普软件以人民币 28.91 元增发 3380 万股，共募集资金 9.54 亿元。此项增资活动不但每股价格偏高且增发股数多，使得短期间内，大量资金涌入公司。2000 年至 2002 年间，托普集团号称总资产达 100 亿元，拥有 3 家上市公司及 100 余家控股子公司。

然而，由于董事长宋如华滥用经营控制权，大举占用公司资金，托普集团 2000 年借由增资活动筹得的 9.54 亿人民币早已不敷使用。至 2003 年资金流动不良的问题非常严重，以致公司无法在财务报表中掩盖，在 2003 年年报中一口气认列了 3.89 亿元的亏损。

依据媒体报道，宋如华利用以下三种手法占用公司资金：1. 直接占用上市公司资金。2003 年 1 月到 2004 年 6 月间，托普软件与其控股子公司以外的关联公司之间进行了大量没有实质交易的资金划拨，金额达 21 亿多元。2. 提供担保。由托普软件提供担保而取得的贷款直接进入了关联企业，却由上市公司承担大量连带还款责任。3. 高价购买关联方资产。托普软件增发募集的资金 9.54 亿元大部分投向关联方，购买无形资产、股权等。

2004 年 2 月，监管部门开始追踪托普。2004 年 7 月 15 日，托普正式接到证监会成都稽查局立案调查通知，同年 8 月被打入特别处理公司，2006 年公告暂停上市。

综观中国大陆资本市场，公司资金占用的情况相当严重，在 2002 年上海上市公司年度报告中，发现在 730 家上市公司中，有 267 家的年报上反映有大股东直接占用上市公司资金的现象，占用资金总额达 203 亿元。

为促进信息透明以达成公平交易，上海证券交易所特别将各公司资金占用状况列于上市公司“诚信记录”栏内，以便投资人查询。

贴士 4：更换会计师事务所的警讯(1)

会计师的工作是依据查核后的结果，对公司财务报表出具意见。会计师如果认为财务报表恰当表达公司状况，会出具无保留意见；反之，会依情节轻重出具修正式无保留、保留或否定意见；若会计师因故无法对公司的财务报表进行查核，则会出具无法表示意见。通常，会计师在签发意见之前必须与公司管理层沟通，当管理层不同意会计师的看法时，就可能做出更换会计师的动作。另外，公司出现舞弊嫌疑时，会计师为求自保，也可能拒绝查核，造成公司被动更换会计师。

个案解析：金荔科技

金荔的前身是 1996 年 10 月于上海证券交易所上市的飞龙实业，1999 年更名为金荔科技（农业）。该公司在 2000 年因连年亏损一度被打入特别处理股，2001 年初却突然转亏为盈，并更换会计师事务所，申请撤销特别处理。后经查明，金荔利用财务报表作假手法于 2003 及 2004 年虚增利润共计人民币 1.5449 亿元。2005 年 3 月，该公司因挪用公款及提供虚假财务报告被停牌处分并再度被打入特别处理股。2006 年 7 月，上海证交所公布金荔暂停上市。

金荔公司创设时，由湖南开元会计师事务所查核，因连年的亏损导致 2000 年 4 月被打入特别处理股。2000 年 6 月，开元事务所仍对金荔的半年报出具保留意见。2000 年下半年，金荔为求翻身，另由深圳华鹏会计师事务所做审计；虽 2000 年 12 月的年报仍无法获得无保留意见，但该年净利已转亏为盈。2001 年起金荔改聘深圳鹏城会计师事务所审计，在鹏城事务所的查核验证下，该公司终于撤销特别处理，转回一般上市股。金荔公司历年来的审计意见

汇整如下：

.....

金荔主体是两个农场，审计工作量并不大，但审计风险非常高。该公司在亏损年度频频更换会计师，甚至会计师事务所，可视为财报作假的警讯之一。有关公司更换会计师的说明，可于各大财经报刊杂志或证交所网站内公司重大讯息处察看。

贴士 5：频繁更换高阶经理人的警讯

高阶经理人是公司的重要资产，学术研究显示，公司频繁更换高阶经理人隐含着负面信息。除更换高阶经理人外，更换相关敏感职位也是一个警讯。这类敏感性职位，比如董事长秘书等，是最能了解公司实际状况的关键人物，如果是被迫换人，或许隐含着一些不为人知的问题，投资人应详加查证。

个案解析：西安达尔曼实业公司

西安达尔曼实业公司于 1996 年在上海证券交易所挂牌上市，募集资金共计 7.17 亿元人民币，该公司主要营运活动为珠宝、玉器的加工和销售。

从其报表数据看，在 2003 年之前，公司各项财务资料呈现均衡增长，达尔曼 2002 年的资立总额已比上市时增长了将近 5 倍之多。然而，2003 年公司突然出现净亏损达 1.4 亿元；同时，公司的重大违规担保事项也被曝光，涉及人民币 3.45 亿元、美元 133.5 万元；还有重大质押事项，涉及人民币 5.18 亿元。

2004 年 5 月 10 日，达尔曼被列为特别处理，同时证监会对公司涉嫌虚假陈述行为立案调查。公司公告显示，仅 2004 年前半年时间亏损即高达 14 亿元，公司总资产也从 2003 年的 22 亿锐减到 2004 年 6 月 30 日的 13 亿元。2005 年 3 月 25 日，达尔曼被终止上市。

达尔曼从上市到退市，造假时间长达 8 年之久。主导人是公司原董事长许宗林。经相关部门查证，1996 年至 2004 年期间，许宗林等人以支付货款、虚构工程项目和对外投资等多种造假手段，将十几亿元的上市公司资金腾挪转移。

达尔曼的公司治理结构形同虚设，存在严重的内部人控制问题，许宗林在达尔曼唯我独尊，人员任免、项目决策、资金调动、对外担保等重要事项全由其一一人控制。其公司财务主管频繁更换如下。

个案解析：托普公司

除了高阶经理人外，其他被更换的敏感性的职位也应列为观察的对象，例如，托普公司掌权人宋如华善于以更换敏感职位的方式操纵公司整体运作。公司上市之初的一年内连续更换两次董事会秘书，并更换过一次董事长，弊案爆发前频频更换董事长及董事会秘书，推测可能原因为：

(1) 弊案爆发前经理人因不愿成为代罪羔羊而纷纷提出辞呈。

(2) 宋如华本人为最大的幕后操控者，常利用关联交易方式，大举挪用资金，而董事会秘书是一个敏感职务，对此事应甚为了解。秘书一职既然与经营绩效没有直接关系，却又经常遭更换，应是一个不可忽视的警讯。

关于经理人的更换，投资者可于报刊杂志或证交所网站中查知。

.....

朱镕基的未竟志业：公司不做假账

前总理朱镕基先生施政风格清廉刚直，广为人所钦佩。朱镕基曾为自己约法三章——“不题词，不剪彩，不受礼”，但 2001 年 4 月 16 日，朱镕基破了戒。当他视察上海国家会计学院时，为该校题写“不做假账”，作为校训。而同年 10 月 29 日，朱镕基在视察北京国家会计学院之后，更进一步题字诠释他的理念——“诚信为本，操守为重，遵行准则，不做假账”。这

说明他对维持财务报表诚信的高度重视，朱镕基说：“市场经济的基础是信用文化，一个没有信用文化的国家怎么能够建立市场经济？”但有人开玩笑说，“不做假账”只是上联，没有写出来的下联是“那做什么”。这个笑话说明许多人对公司编制财务报表的高度不信任。由于部分中国上市公司的财务报表的确存在相当严重的质量问题，投资人千万别忘了本章的叮咛：“最重要的是，要随时保护你自己。”

本章列举避开财报弊案公司的九大贴士，并不代表只要该现象出现，公司必然就有弊案，但“随时保护自己”最好的作为，是在看到高度不确定性时，就应该先出脱手中持股以保留资金。从中国长期经济增长的趋势来看，一定还会有许多投资机会，但如果投资人因为误踩“地雷股”，使资金大幅减少，那么要再翻身就非常困难了。

缅怀艺术大师米开朗基罗

2004年6月，我率领台湾大学EMBA欧洲产业经济参访团，前往直意大利和法国考察创意设计产业。在米兰的斯福尔扎城堡（Sforza Castle），我们看到了文艺复兴时期艺术家米开朗基罗（Michelangelo Buonarroti，1475～1564）雕制的圣殇像（Pieta，即《圣母恸子像》）。米开朗基罗一生中共雕制了四座圣殇像，米兰收藏的是最后一座。这座圣殇像仍然是个粗胚，如果没有米开朗基罗的落款，一般人很难相信是出自他之手；由它所呈现的样貌与线条，我可以断言它和米开朗基罗以前的作品不同。我在雕像前伫立良久，内心充满了感动与尊敬。这尊作品雕制于1564年，出于对艺术的热情与专注，这位当年已89岁高龄的老人，仍持续地追求艺术的创新，甚至在临死前五天，还在这块坚硬的白色大理石上孜孜不倦地工作。

热情、专注与创新，正是米开朗基罗一生创作的写照。在1508年至1512年长达四年半的时间，他独自一人在离开地面约18米高的鹰架上绘制梵蒂冈西斯廷教堂（Sistine Chapel）的屋顶壁画《创世纪》。当他平躺身子仰天作画时，画笔的颜料不断滴落在他的身上、脸上甚至眼睛里。

完成《创世纪》后，米开朗基罗的背脊挺不直了，眼睛也昏花了，而那年他才37岁。从1538年到1544年的6年之间，在相同的创作环境中，他又完成了为西斯廷教堂创作的另一幅高70米、宽10米的壁画《最后的审判》。正是因为他极高的艺术天分及严格的工作纪律，500年之后，我们才能欣赏到 he 留下来的不朽杰作。

作为职业经理人，承担着股东与其他管理团队成员的期望，当你心态开始有所懈怠或是变得墨守成规时，不妨缅怀艺术大师米开朗基罗，学习他的热情、专注与创新！

专注才能创造竞争力

本书的主要目的在于探讨财务报表如何显现企业竞争力的强弱。通俗地说，能赚钱并不见得就有竞争力，因为许多企业赚的是偶发性或短期性的机会财；然而，能持续地、稳定地赚钱的企业，一定具有竞争力。对有竞争力的公司而言，获利是结果，从事具有高度附加价值的管理活动才是原因。获得2004年“亚洲年度经理人奖（Asian Businessman of the Year Award）”的丰田汽车首席执行官张富士夫（Fujio Cho），在致得奖感言时幽默地说：“我在丰田工作时，前辈们教我如何把成本降低，如何把制造流程弄得有弹性以避免存货堆积，但是他们从没教过我，当公司营收及获利远超过预定目标时，我该怎么办。我打算在下一辈子好好地向他们讨教这个问题！”丰田汽车能成为全球汽车业的领导厂商，绝不是靠着非经常性的交易来粉饰财务报表，而是如张富士夫所叙述的——不懈怠地在汽车设计、生产、营销等核心管理活动上下工夫。

不管是个人或企业，专注都是创造竞争力最基本的原则。

著名的运动心理学家汉森（Tom Hanson）与拉维扎（Ken Ravizza）曾在 2002 年提出“一次专注一球”（one pitch at a time）的概念，强调专注对运动员绩效的重要。所谓“一次专注一球”包含下列两个重点：

1. 运动员要专注于目前必须处理的事件，不要因为已经无法改变的事实而分心。例如一个棒球打击者最紧张的处境，是在第九局最后一个打次，面对两好三坏满球数，而且落后对手一分。这时，虽然他背负着决定比赛胜败的沉重压力，但他那时所必须面对的，其实只是投手投出的下一个球，而不是那时球场上的紧张情况，所以，此刻一定不要被压力所左右，要专注处理手中的球棒。

2. 运动员要实践完全的自我控制，包括控制自己的注意力及情绪。例如在棒球比赛时，当挥棒落空后，打击者必须控制自己的情绪，不要让前一次打击成果不佳的失望心情影响了下一次的挥棒。

杰出的运动员都具备专注的本领。美国大联盟全垒打纪录保持人汉克（Aaron Hank，纪录为 755 支）曾作过以下的自我评估：“我能每天全神贯注于打球的能力，造就我成为一个成功的球员。我想我是有点天分，但只靠天分，成就十分有限。我学会了专注，但这并不是与生俱来的能力！”

.....

作为高阶经理人，必须具备铃木一郎一样的热情与专注，也必须联结所有与策略目标相关的优点及技能，才能不断地交出每季、每年营收及获利增长的好成绩。

靠绩效才能保住饭碗(1)

竞争时如果无法聚焦联结且超越对手，会让经理人丢掉饭碗！2005 年 2 月 9 日，惠普董事会宣布菲奥莉娜（Carly Fiorina）即日起辞去首席执行官职务。导致菲奥莉娜被“开除”的主要原因是董事会对她改造惠普的绩效不满意。

1999 年 7 月，惠普礼聘菲奥莉娜担任首席执行官，次年又让她同时兼任董事长。身为国际级企业的第一位女性首席执行官，加上优雅果决的形象，菲奥莉娜立刻成为媒体注意的焦点。而真正使她声名大噪的，是她在 2002 年通过全体股东投票，击败由惠普创始人家族带头的反对力量，以 190 亿美元购并了康柏电脑。那么，为什么后来她逐渐失去了董事会的信任呢？是因为始终看不到有明显改善的经营绩效。根据著名营销调查机构 iSuppli 统计，2004 年的全球个人电脑市场增长了 13.4%，惠普的增长率却不到 11%。在惠普 2004 年的获利中，73% 仍来自于传统的打印机及影像业务，后来扩大的个人电脑业务则利润微薄。

惠普撤换菲奥莉娜后，聘任精于成本控制的马克·赫德（Mark Hurd）为首席执行官。赫德一上任，就以快刀斩乱麻的方式处理惠普的问题，以精减人员作为控制成本的手段，不管是有何背景的人或部门，一切以数字说话。从 2005 年 7 月至今，惠普全球已经裁减了 1.5 万名“非销售人员”，节约下来的近 10 亿美元的成本将有一半用于强化业务运营的再投入。截至 2006 年第三季，惠普的市场占有率提升了 1.5%，并从 2005 年第三季获利率仅 2.33%，逐渐攀升至 2006 年第三季的 3.82%，终于摆脱了过去 PC 事业获利率仅有 1.2% 的状况，在全球 PC 市场低迷甚至亏损的情况下还有增长的幅度。

苹果电脑首席执行官乔布斯一针见血地说：“在个人电脑产业中，苹果和戴尔是少数能赚钱的公司。戴尔能赚钱是向沃尔玛看齐，苹果能赚钱则是靠着创新。”惠普的经营效率不如戴尔，而创新能力则比不上苹果。苹果不仅非常成功地进入 MP3 随身听市场，还将 MP3 随身听与手机结合，2006 年更在电脑软件上做了与微软兼容的系统，试图以创新方式进入手机市场并进攻庞大的电脑软件市场。另外，如第六章所分析的，在 1994 年至 2003 年之间，戴尔通过直销经营模式，使销售和管理费用占营收的比例较惠普少了 5% 至 8%。菲奥莉娜在 1999

年上任后，并未改善惠普缺乏竞争力的成本结构。在一个净利率不到6%的产业，这种成本落后的幅度，使惠普在定价与销售上处于挨打的局面，而赫德上任后的成本控制策略使营收获得大幅改善。

以股东权益报酬率而言，戴尔一直保持在30%以上，2004年时更高达46%，但其中PC事业获利率走滑，2005年第二季为8.7%，2006年第二季则仅有5.5%。相形之下，购并康柏后，惠普的股东权益报酬率一直低迷不振，2004年才好不容易回到9%左右。虽然苹果2004年的经营绩效仍比不上惠普，股东权益报酬率为6%左右（2003年只有2%，进步惊人），但是它成功地踏入数字音乐领域，iPod于2004年及2005年持续热卖，让资本市场对苹果的创新信心大增，认为苹果是未来个人消费电子时代的领导厂商。2002年到2004年，科技产业只算是温和复苏，苹果的股价却大涨5倍。同一期间，戴尔的股价涨幅为80%，惠普的股价涨幅却只有30%，明显落后于竞争对手。虽然菲奥莉娜也不断强调创新，但是惠普研发费用占营收的百分比，始终比苹果低了1.5%到2%。从2003年至2005年间，它的研发支出不断减少，甚至因此流失不少优秀的研发人员。

总之，菲奥莉娜并没有把镁光灯的能量转化成实质的经营成果。惠普所面临的竞争对手——不论是强调经营效率（例如戴尔）、强调产品创新（例如苹果），还是强调高阶软件咨询服务（例如IBM），每个对手的策略定位都比惠普专注、清楚。因此，惠普未来的挑战除了加强执行力外，恐怕还得更精确地定位经营聚焦点，并把所有与聚焦点相关的管理活动联结起来。

.....

追求优质增长要有优先级

2004年，拉姆·查兰通过《增长力》一书疾呼企业应追求优质增长。所谓的企业优质增长，主要反映在同时且持续地达到营收增长、获利增长、经营活动现金流量的增长。这三者的相对优先级，随着企业的策略定位及发展阶段有所不同。经理人以财务报表进行自我评估或对其他公司的财报进行分析时，必须区分三种不同的优质增长类型。

1. 重视获利增长甚于营收增长：此类型的代表性公司是沃尔玛。沃尔玛的一贯策略是以降低成本及“每日低价”创造竞争优势。它最重要的经营目标之一，便是追求获利增长率高于营收增长率，如此才能确认成本控制的绩效。

2. 重视营收增长甚于获利增长：此类型的代表性公司，是目前亟欲改造企业文化的通用电气。通用在充满个人色彩的前任首席执行官韦尔奇（Jack Welch）的领导下，一直是个纪律严谨、以达成获利目标为重心的优质企业。然而，新任首席执行官伊梅尔特（Jeffrey Immelt）却发现，由于过分强调获利，使高阶经理人对开发新事业不够积极、害怕犯错，并倾向于通过改善作业流程、降低成本或利用财务操作来达成获利目标。因此，目前伊梅尔特把提高营收增长率（希望由5%提高到8%）的优先性放在达成获利目标之前；而通用高阶经理人绩效评估的最主要指标，也调整为“开创新事业的构想”、“顾客满意度”与“营收增长”，希望借此提高冲刺业务的动能。

3. 重视经营活动现金流量的增长，甚于获利及营收增长：此类型的代表性公司，为全球个人电脑龙头戴尔。总裁戴尔面对公司1993年的严重亏损时，才警觉到过去一直把注意力摆在利润表的获利数字上，却鲜少讨论现金周转的问题，但是现金周转才是企业能否存活的最终关键。从此以后，他将戴尔经营的优先级改成“现金流量”、“获利性”、“增长”。正如第六章所分析的，2000年以来，戴尔电脑每1美元的获利，平均可创造1.3美元的经营活动现金，成为全世界营运资金管理最有效率的计算机信息公司。

不论是沃尔玛、通用电气，还是戴尔，它们长期都能同时且持续地达到营收增长、获利

增长与经营活动现金流量的增长，因此三者都是优质增长的典范。企业领导者的任务之一，便是依公司策略定位及发展阶段，动态地调整营收、获利、现金流量的相对优先级。

相对地，企业劣质增长的指标有下列常见的两种，它们是经理人与投资人都应极力避免的：

1. 营收增长，但获利不仅没有增长，甚至是负增长。这种情况显示企业在追求增长的过程中失去对成本的控制，甚至陷入“为了增长而增长”的迷思中。

2. 营收及获利增长，但经营活动流入的现金持续萎缩，甚至出现现金净流出。快速增长型的企业如果没有好好控制管理应收账款或存货的增加，往往会陷入这种劣质增长的陷阱，甚至造成财务危机。

十大建议：应用财报增加竞争力(1)

在本书的结尾，笔者总结了十大建议，协助经理人应用财务报表达到“武林称雄”的目的，也协助投资人辨认具有长期竞争力的公司的特质。

1. “你是对是错，并不是建立在别人的认同之上，而是建立在正确的事实上。”

2005年春天，74岁的巴菲特接受《财富》专访时，引述这句来自其师（人称“现代投资学之父”的格雷厄姆〔Benjamin Graham〕）的告诫，他认为这句话是他这辈子得到的最棒的忠告。身为一个经理人，你之所以对，是因为财务报表上呈现的事实不断显示你做得对、想得对，而不是因为公司股票的涨或跌（代表投资界同意与否）。短期内股票超涨或超跌的现象十分常见，但是长期下来股价终究会回到“事实”上。著名的基金经理人林奇（Peter Lynch）说得好：“公司市场价值能增长，有三个要素，那就是盈余增长、盈余增长、盈余增长。”当经理人能创造盈余增长的事实时，就不怕得不到别人的认同。太容易屈就于市场的看法，会让经理人失去独立判断力。对于投资人而言，如果只见公司股价持续上涨，却看不到经营“正确的事实”（获利、现金流量等），则可能是有财务弊案的公司。

2. 必须让公司的财务报表尽可能快速地显示“经济实质”，减少“衡量误差”，并拒绝“人为操纵”。

财务报表的会计数字并非完美的沟通工具。首先，它存在着“衡量误差”。由于未来的不确定性，没有人能完全消除坏账准备、保修维修等项目的误差。值得注意的是，发生衡量误差并非都是会计部门的责任。因此部分公司会要求业务人员，运用面对客户的第一手观察资料，协助会计部门决定合理的坏账费用。这样做不仅是为了减少衡量误差，也加强了企业内部的沟通协调。但是切记，千万不要进行“人为操纵”，它会使经理人迷失在“做账”而非真正解决问题的恶性循环里。务必记住，“公开欺人者，必定也会自欺”。对于投资人，避开有做账嫌疑的公司，则是保护自己的第一要务。

3. 财务报表是问问题的起点，不是问题的答案。

财务报表的数字加总性太高，通常无法直接回答经理人关心的管理问题。然而，当你反复追问“事实是什么？为什么变成这样？”的问题时，你终究会找出解决问题的关键。财务报表无法告诉你该怎么做，经理人才是解开“帕乔利密码”的侦探。此外，不要轻信一般人宣称的“合理”数字。我们看到沃尔玛与戴尔的流动比率都小于1，但这并不代表它们有财务危机，反而显示了它们能够以“负”的营运资金推动企业的卓越竞争力。经理人必须有能力找出一组“合理”的关键财务数字，有效地管理企业。相对地，投资人虽然无法如此深入地分析公司的财务数字，但质疑财报合理性的习惯，绝对是必须具备的自保功夫。

4. 企业像是一个鼎，靠着三只脚（三种管理活动）支撑，任何一只脚折断，鼎就会倾覆。

企业的“三只脚”就是经营活动、投资活动及筹资活动。经理人和投资人必须利用财务报表确认这三种活动的健全平衡，而四大报表之一的现金流量表，就是以这三种活动说明现

现金流量的来源与去处。就企业的经营而言，短期要看经营活动的顺畅；中长期要看投资活动的眼光；在整个企业运转时，则必须确定筹资活动资金供应的稳定。

5. 活用财务报表吐露的竞争力密码，建构你的“战情仪表盘”。

企业随时处于战斗当中，因此必须利用财务报表建构一套“战情仪表盘”。这套仪表盘要能“究天人之际”——显示公司与主要竞争对手在市场占有率、营收、获利、现金流量及股东权益报酬率等重要指针的相对位置；也要能“通古今之变”——显示公司与竞争对手过去至今各项关键指标的变化。本书第二篇及第三篇的第十章，比较了沃尔玛与Kmart、戴尔与惠普的各种财务比率，可以作为建构企业“战情仪表盘”的参考例子。而投资人则应养成习惯，经常比较投资标的与其竞争对手的相对优缺点。

6. 企业的竞争力主要来自“贯彻力”、“增长力”与“控制力”等三种力量造成的优质增长。

经营活动现金流量的增长，代表企业具有“贯彻力”，因为收回现金是所有商业活动的最后一道考验。没有现金，就没有企业存活的空间。营收增长代表企业具有“增长力”，能不断地在新产品、新顾客、新市场之上攻城略地。营收不能增长、只靠着成本控制挤压出获利的企业，会变得沉闷、没有生机，也会流失优秀的人才。获利增长代表企业具有“控制力”，能在营收增长的同时，控制成本的增加，如此才能确定企业有“增长而不混乱”的本领（grow without chaos，英特尔前总裁格鲁夫名言）。这种“三力汇集”的企业才能创造持续的优质增长，也才是良好的长期投资标的。

7. 除了重视财务报表数字金额的大小，也要重视数字质量的高低。当经理人或投资人面对资产质量的问题时，要能“认赔”、“舍弃”及“重新聚焦”。

金额再高的资产，若质量不佳，可能会迅速地由磐石变成流沙；数目再大的获利，若盈余品质不佳，会使企业的绩效暴起暴落，变成“一代拳王”。当经理人或投资人面对资产质量不佳或投资标的选择错误时，要克服“认赔难，舍弃更难”的心理障碍（请参阅第一章“心理会计”的讨论），在投资失利中学习“重新聚焦”（例如诺基亚聚焦于无线通讯）。要经理人或投资人“取”比较容易，“舍”就比较困难，但是不舍弃就不能重新聚焦、东山再起。

8. 让财务报表成为培养未来企业领导人的辅助工具。

由斯隆模型来看，企业领导人必须具备五种关键能力（包括形成愿景、分析现况、协调利益、尝试创新及激励赋能，请参阅第二章），这些能力都能通过对财务报表的认识加以锻炼。企业应培养可能成为领导干部的经理人（尤其是没有会计、财务背景者），使其具有通过分析财务资料来判断企业竞争力强弱的能力。

9. 经理人与投资人必须养成阅读“经典企业”年报的习惯。

在学习成长的过程中，经理人往往太过依赖所谓的“管理大师”的企管著作，这些“大师”通常是管理顾问或学者身份。然而，真正的管理大师，其实是创造一个个卓越企业的首席执行官及其经营团队们。这些卓越企业所编制的年报，是这些管理大师“原汁原味”的、坦诚的自我检讨，并不只是例行的法律及公关文件而已。找出你心仪的企业，阅读它们从过去到现在的年报，尤其是面临重要策略转折前后期的讨论。持之以恒地阅读，你会看出财报数字背后更深沉的管理智慧。而投资人若能舍弃只听“明牌”（小道消息）的习惯，多看看好公司的财务报表，自然可以逐渐培养辨识优质企业的能力。

10. 别忘了正派武功的不变心法——财务报表必须实践“课责性”。

一个令人尊敬的企业，是一个能创造“多赢”及“共好”的组织。检验企业实践课责性的最好方法，便是观察公司对待小股东的态度。小股东在资本市场中处于财富与信息的弱势，当弱势群体也能公开透明地获得财务信息，被妥善照顾，这个公司实践课责性的努力就毋庸置疑。

财报就像一本故事书，经理人写它，必须聚焦联结，才能写得精彩；投资人读它，必须

确认所托得人（经理人），才会读得安心。

后记

乍看之下，我所撰写的《财报就像一本故事书》主要是给企业高阶经理人的进修读物。但内心深处，我由衷地希望这本书，能帮助大学部同学学好会计。先和大家分享一个小故事。

1978 年，我进入台湾大学经济系就读，当时最让我头痛的就是大一的《初等会计》（又叫作《财务会计》）。我期中考的成绩在及格边缘，但期末考试成绩却是突飞猛进，最后“初会”总算是有尊严地过关。我后来成绩突飞猛进的原因有点另类——这么枯燥无趣的课程，我绝对受不了再重修一次。当时，我发誓大学未来几年中，绝对不再选修任何会计课程，而我也真的做到了。我常和同学们开玩笑，你可以不喜欢会计，但千万不能乱发誓，否则“会计魔咒”发威，你的下场可能和我一样，要一辈子教会计！

现在再回想当年的“初会”课程，担任授课的是一位认真的好老师，采用的是一本好的原文教科书，但为什么我会学得这么辛苦？主要有几个原因：

——自己对商业完全没有概念，却立刻要进入会计学记账的繁琐细节。

——教科书的内容及释例生硬枯燥，不能激发学习兴趣。

——对会计学（或财务报表）与个人学习成长的重要性完全没有了解。

我希望当年学会计的痛苦经验，在同学们身上不要再重演。因此希望《财报就像一本故事书》能够做到：

——对企业经营的全貌，提供一个很快的导读，让同学们在最短时间内，能够又见林又见树。

——提供丰富有趣的商业竞争案例，以及取材自文学、电影、历史中和财务报表有关的精彩故事。我希望先激发同学们的学习兴趣，再进入会计学比较技术性的分析。

——由财务报表出发，深入浅出地讨论企业高阶经理人的“武功”修炼之道，希望能协助同学们在未来职场上能顺利地发展、成功。

《财报就像一本故事书》汇总了过去 10 年以来，我在台湾大学有关初会及财报分析课程教学的心得。我的目标很简单——帮助同学在快乐的学习过程中提升个人的竞争力。我竭尽全力准备了一桌有 12 道菜肴（全书共 12 章）的盛宴，我热切地邀请同学们来试吃、品尝，并且分享学习心得。

刘顺仁

2007 年 3 月