



会计名家培养工程学术成果库——研究报告系列丛书

集团企业财务解读： 理论分析与经验证据

The Financial Interpretation
of Corporate Group:

Theoretical Analysis and Empirical Evidence

陆正飞 张会丽 王春飞◎著



中国财经出版传媒集团
经济科学出版社



会计名家培养工程学术成果库——研究报告系列丛书

集团企业财务解读： 理论分析与经验证据



The Financial Interpretation
of Corporate Group:

Theoretical Analysis and Empirical Evidence

陆正飞 张会丽 王春飞◎著



中国财经出版传媒集团
经济科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

集团企业财务解读:理论分析与经验证据/陆正飞

著. —北京:经济科学出版社, 2018.5

(会计名家培养工程学术成果库. 研究报告系列丛书)

ISBN 978-7-5141-9395-4

I. ①集… II. ①陆… III. ①企业集团—财务管理—
研究 IV. ①F276.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第121174号

责任编辑:宋学军 等

封面设计:秦聪聪

责任校对:王肖楠

责任印制:邱 天

集团企业财务解读:理论分析与经验证据

陆正飞 张会丽 王春飞 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址:北京市海淀区阜成路甲28号 邮编:100142

总编部电话:010-88191217 发行部电话:010-88191522

网址: www.cfeac.com.

电子邮箱: cfeac@cfemg.cn

天猫网店:经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

固安华明印业有限公司印装

787×1092 16开 15.75印张 270 000字

2018年8月第1版 2018年8月第1次印刷

ISBN 978-7-5141-9395-4 定价:48.00元

(图书出现印装问题,本社负责调换。电话:010-88191510)

(打击盗版举报热线:010-88191661, QQ: 2242791300)



会计名家培养工程学术成果库

编委会成员

主任：程丽华

副主任：朱光耀

委员：高一斌 杨 敏 王 鹏 郭道扬
孙 铮 顾惠忠 刘永泽 骆家骧
汪林平 王世定 周守华 王 华
樊行健 曲晓辉 荆 新 孟 焰
王立彦 陈 晓

出版说明

为贯彻国家人才战略，根据《会计行业中长期人才发展规划（2010~2020年）》（财会〔2010〕19号），财政部于2013年启动“会计名家培养工程”，着力打造一批造诣精深、成就突出，在国内外享有较高声誉的会计名家，推动我国会计人才队伍整体发展。按照《财政部关于印发会计名家培养工程实施方案的通知》（财会〔2013〕14号）要求，受财政部委托，中国会计学会负责会计名家培养工程的具体组织实施。

会计人才特别是以会计名家为代表的会计领军人才是我国人才队伍的重要组成部分，是维护市场经济秩序、推动科学发展、促进社会和谐的重要力量。习近平总书记强调，“人才是衡量一个国家综合国力的重要指标”“要把人才工作抓好，让人才事业兴旺起来，国家发展靠人才，民族振兴靠人才”“发展是第一要务，人才是第一资源，创新是第一动力”。在财政部党组正确领导、有关各方的大力支持下，中国会计学会根据《会计名家培养工程实施方案》，组织会计名家培养工程入选者开展持续的学术研究，进行学术思想梳理，组建研究团队，参与国际交流合作，以实际行动引领会计科研教育和人才培养，取得了显著成绩，也形成了系列研究成果。

为了更好地整理和宣传会计名家的专项科研成果和学术思想，



中国会计学会组织编委会出版《会计名家培养工程学术成果库》，包括两个系列丛书和一个数字支持平台：研究报告系列丛书和学术总结系列丛书及名家讲座等音像资料数字支持平台。

1. 研究报告系列丛书，主要为会计名家专项课题研究成果，反映了会计名家对当前会计改革与发展中的重大理论问题和现实问题的研究成果，旨在为改进我国会计实务提供政策参考，为后续会计理论研究提供有益借鉴。

2. 学术总结系列丛书，主要包括会计名家学术思想梳理，教学、科研及社会服务情况总结，旨在展示会计名家的学术思想、主要观点和学术贡献，总结会计行业的优良传统，培育良好的会计文化，发挥会计名家的引领作用。

3. 数字支持平台，即将会计名家讲座等影音资料以二维码形式嵌入学术总结系列丛书中，读者可通过手机扫码收看。

《会计名家培养工程学术成果库》的出版，得到了中国财经出版传媒集团的大力支持。希望本书在宣传会计名家理论与思想的同时，能够促进学术理念在传承中创新、在创新中发展，产出更多扎根中国、面向世界、融通中外、拥抱未来的研究，推动我国会计理论和会计教育持续繁荣发展。

会计名家培养工程学术成果库编委会

2018年7月



前言

自2000年以来,我在北京大学光华管理学院为MBA、EMBA等项目持续讲授《财务报表分析》课程。在该课程的教学过程中,除了介绍和讨论财务报表结构和信息特征,以及财务报表分析的原理、方法和应用等基本问题,也不断尝试将一些相关学术研究的发现结合到课堂教学之中,以使教学内容既有个案经验总结,也有大样本统计分析,从而使学员能够更深入和具体地理解和认识《财务报表分析》课程的基本问题。

关于集团企业财务与会计问题的研究,虽然以前也有涉猎,但2010年以来才集中更多的注意力持续研究这一问题。在我主持的国家自然科学基金重点项目《会计信息与资源配置效率研究》(2012~2016)和财政部“会计名家培养工程”课题(2014~2016)的执行过程中,都比较着重于集团财务与会计问题的研究。本书旨在将过去几年间我和我的合作者有关集团企业财务与会计问题的学术研究成果,以尽可能通俗易懂的方式,转化为专题著作性质的教学参考资料,为那些希望深度认识集团企业财务报表分析问题的读者提供一本既具有学术深度又比较容易接受的严肃性读物。

从上述基本思想出发,我们设计了本书的基本框架。本书的内容安排和体系设计主要有以下几个特点:

(1) 本书内容的核心是关于集团企业财务解读。也就是说,希望本书能够为读者理解和认识集团企业财务状况提供一些理论分析和经验证据。

(2) 本书具体内容涉及集团企业的财务、会计和审计三大方面。但是,



其中关于会计和审计问题的分析与讨论，目的还是为了使读者能够更为深入地理解和认识集团企业的财务状况，而不是在于会计和审计问题本身。

(3) 本书共分八章，每章覆盖一个主题。其中，第3、6、8章分别只涉及一个具体问题；其余各章分别均涉及多个具体问题，但它们都围绕同一个主题，因此安排在同一章中介绍。本书之所以包括了目录所示的八个专题，主要原因是我和我的合作者在过去几年间所作的有关集团企业财务与会计问题的研究，涉及了这样八个主题。也就是说，在我们截至目前的理解之中，这样的八个主题对于理解和认识集团企业财务问题是最为重要的。至于这八个专题的排列顺序，虽然并非随机，但也不存在严格的逻辑顺序。我们在对它们进行排列时的唯一考虑是，尽可能将更为基础性的问题排在前面一些。但何者更为基础，其实也具有相对性。

(4) 由于第3、6、8章分别只涉及一个具体问题，而其余几章分别涉及多个相关问题。因此，各章目录在形式上并不完全统一。但事实上，关于每一个具体问题的分析和讨论，基本上都包括了以下几个部分：引言；历史经验/制度背景；理论分析；经验证据/我们的研究发现；结语。

(5) 本书主要目的不是向学术界介绍学术研究的具体技术过程，而是向那些需要应用学术界和我们自己的研究成果解读集团企业财务的读者提供理论分析和经验证据，因此，本书写作过程中尽可能简化了技术过程的一些细节，而重在介绍研究的理论思维逻辑和实证分析结果。

(6) 本书各章均配了一个案例，以使读者通过案例的讨论，更直观、更具体地理解和应用书中介绍的理论和经验。

需要说明的是，本书所介绍的学术研究成果的原作者，除了本书的三位作者之外，还有我的其他几位合作者。他们是（按姓名拼音顺序）：窦欢、何捷、胡诗阳、林安霁、王鹏、伍利娜、祝继高。正是有了他们的共同努力，才有了这些研究成果；正是有了他们的倾力支持，才有了本书的结集成册。在此一并表示衷心的感谢！

最后，愿本书的正式出版，能够为读者深度解读集团企业财务问题带来一些帮助。

陆正飞

2018年初夏于北京大学光华管理学院2号楼



目 录

第 1 章 合并报表与母公司报表信息的决策有用性 / 001

1.1 引言 / 001

1.2 合并报表和母公司报表盈余信息的决策有用性：股东角度 / 003

1.3 合并报表和母公司报表信息的决策有用性：债权人角度 / 012

1.4 合并报表和母公司报表信息的决策有用性：其他方面 / 018

1.5 结语 / 022

案例：中船防务：合并与母公司净利润差异及其对
信贷决策的影响 / 023

第 2 章 同业竞争与盈余信息质量 / 034

2.1 引言 / 034

2.2 我国上市公司同业竞争概况 / 036

2.3 同业竞争、盈余管理与利益输送 / 040

2.4 同业竞争、掏空与盈余持续性 / 046

2.5 结语 / 050

案例：沙河股份同业竞争困境 / 051

第 3 章 集团企业的现金分布 / 058

3.1 引言 / 058

3.2 历史经验 / 061

3.3 理论分析 / 064



3.4 经验证据 / 065

3.5 结语 / 070

案例：罗顿发展：失控的子公司 / 071

第4章 集团企业的过度投资 / 086

4.1 引言 / 086

4.2 集团成员企业与过度投资 / 088

4.3 现金分布、公司治理与过度投资 / 092

4.4 企业（集团）投资效率：来自独立非执董的治理作用 / 098

4.5 结语 / 102

案例：大唐集团：来自审计署的审计报告 / 103

第5章 集团企业的负债主体选择 / 116

5.1 引言 / 116

5.2 控股水平、负债主体与资本结构适度性 / 117

5.3 货币政策、负债主体与投资效率 / 125

5.4 结语 / 133

案例：“祸起萧墙”的皖江物流 / 133

第6章 集团企业的股利政策 / 152

6.1 引言 / 152

6.2 集团企业股利政策的理论分析 / 154

6.3 我们的研究发现 / 163

6.4 结语 / 166

案例：万向德农股份有限公司（600371）股利支付 / 166

第7章 集团企业的统一审计 / 175

7.1 引言 / 175

7.2 基本概念界定 / 178

7.3 审计市场的制度背景 / 181

- 7.4 企业集团统一审计与审计质量 / 184
- 7.5 企业集团统一审计与审计收费 / 192
- 7.6 企业集团统一审计、审计师变更与审计意见购买 / 195
- 7.7 企业集团统一审计与资本成本 / 197
- 7.8 结语 / 199
- 案例：中国电子信息产业集团有限公司 / 199

第8章 集团企业的过度负债 / 209

- 8.1 引言 / 209
- 8.2 理论分析 / 212
- 8.3 经验证据 / 215
- 8.4 结语 / 220
- 案例：中钢集团的高负债之路 / 221



第 1 章

合并报表与母公司报表信息的决策有用性^①

1.1 引言

财务报告的基本目标是向股东和债权人提供决策有用的信息，以使其在股票定价和信贷决策中能够利用公司过去的盈余信息对公司未来的盈利能力和风险作出预测（Finger, 1994; Rutherford, 2000）。然而，就企业集团而言，财务报告不仅包括合并报表，而且包括母公司报表。合并报表反映作为经济主体的集团（母公司和子公司）合并的会计信息，母公司报表则提供作为法律主体的母公司自身的会计信息。股东和债权人在其决策过程中应如何恰当利用合并报表和 / 或母公司报表信息，在理论界和实务界都是一个颇具争议的问题。

尽管人们通常认为，较之于母公司报表，合并报表可以为母公司的股东（特别是控制股东）提供更为有用的信息。但是，关于母公司报表是否对合并报表具有补充性的作用，则尚有争议。此外，合并报表对于债权人的有用性则更没有统一认识。一般认为，母公司和子公司的债权人对企业债权的求偿权是针对法律主体而非经济主体的，而合并报表实际上是母公司和各子公司报表数据的混合，并不能反映每个法律主体的偿债能力。因此，债权人主要应该关注

① 本章主要参考了下列论文：陆正飞、张会丽：《会计准则变革与子公司盈余信息的决策有用性》，载于《会计研究》2009年第5期；陆正飞、张会丽：《新会计准则下利润信息的合理使用——合并报表净利润和母公司报表净利润之选择》，载于《会计研究》2010年第4期；祝继高、林安霁、陆正飞：《会计准则改革、会计利润信息与银行债务契约》，载于《中国会计评论》2011年第2期。



母公司和子公司的个别报表。但是，当母子公司存在债务交叉担保，或银行对企业集团进行整体授信时，合并报表就可能为债权人提供更为有用的信息，但母公司报表对合并报表依然具有补充作用。

1940年，美国证券交易委员会（SEC）规定证券上市公司必须编制和提供合并报表。1959年，美国会计程序委员会（CAP）发布了首份规范合并报表的正式规范——《会计研究公报第51号——合并财务报表》（ARB 51）。ARB 51指出，当集团中一个公司直接或间接拥有其他公司的控制财务权益时，合并报表较母公司报表更有意义（ARB 51，第1段）。但在某些情况下，除了披露合并报表外，披露母公司报表也是必要的，以充分显示母公司的债券持有人和其他债权人或母公司的优先股股东的状况（ARB 51，第24段；APB 18，第14段）。美国财务会计准则委员会（FASB）于1987年发布的《财务会计准则公告第94号——所有拥有多数股权的子公司的合并》（SFAS 94）和2007年发布的《财务会计准则公告第160号——合并财务报表中的非控制权益：对ARB 51的修订》（SFAS 160）重申了上述观点，并主张合并报表是最恰当的报告方式。国际会计准则理事会（IASB）2008年发布的《国际会计准则第27号——合并财务报表与单独财务报表》（IAS 27）也规定，除满足特定豁免条件外，母公司应编制和披露合并报表。IAS 27没有强制规定哪些主体应当编制供公开使用的单独财务报表（即母公司报表）。如果主体选择或应当当地监管部门要求披露单独财务报表，仍应根据IAS 27编制供公开使用的合并财务报表。我国财政部于1995年发布实施了《合并会计报表暂行规定》，首次对合并报表的编制进行了规范。2006年发布的《企业会计准则第33号——合并财务报表》对其进行了修订。此次修订之后，我国会计准则关于母公司报表和合并报表编制的规定较以往发生了一个重要变化：母公司对子公司长期股权投资的会计处理由权益法改为成本法。这就使得合并报表净利润反映整个集团实现的归属于母公司股东的净利润，而母公司报表净利润则仅反映母公司自身实现的净利润（包括来自子公司的分红，下同）。因此，子公司已实现而未分配利润中归属于母公司股东的部分，就构成了合并报表净利润与母公司报表净利润差异的一个重要内容，从而导致合并报表净利润和母公司报表净利润之间差异（以下简称“合并—母公司净利润差

异”）的骤然扩大^①。也正因如此，如何合理使用合并报表和母公司报表利润信息，就更值得深入分析和思考了。

2014年我国再次修订了《企业会计准则第33号——合并财务报表》，强调以控制为基础确定合并财务报表的合并范围，并就如何判断控制提供了更为具体的原则和标准。此外，我国证监会要求作为母公司的上市公司同时提供母公司报表和合并报表。

由上可见，各个国家对母公司财务报告存在两种制度安排，即“单一披露制”和“双重披露制”。前者是以合并报表取代母公司报表，母公司只对外提供合并报表，而不提供其自身的财务报表，美国和加拿大等实行单一披露制；后者要求母公司同时提供合并报表与母公司报表，英国、法国、德国、日本和中国等实行双重披露制。总体而言，各国准则制定机构和相关证券监管机构对“单一披露制”和“双重披露制”的选择大多基于假定，并没有充分的理论和经验证据支持。

1.2 合并报表和母公司报表盈余信息的决策有用性：股东角度

1.2.1 历史经验

关于盈余信息决策有用性的已有研究，往往涉及不同企业特征对盈余信息含量的影响（Collins and Kothari, 1989; Francis and Ke, 2006），单个会计政策、会计方法所包含信息含量的比较研究（Aboody and Lev, 1998），不同会计报表项目的信息含量研究（Kerstein and Kim, 1995; Chen and Wang, 2004），以及不同会计准则体系下的会计信息决策有用性的比较（Auer, 1996; Harris and Muller, 1999; Leuz, 1999; 姜国华等, 2006; Barth et al., 2008）。但是这些文献均未分析会计制度改革对会计盈余信息决策有用性的影响。

^① 陆正飞、张会丽（2009）研究表明，在我国开始披露合并报表信息的最初几年，合并报表净利润与母公司报表净利润相等的公司占全部上市公司相当大的比例，随后呈现出逐年下降的趋势，但直至2006年，逐年下降的幅度都相当有限。然而，受新会计准则实施的影响，该类公司占全部上市公司之比在2007年出现了大幅度下降，即由2006年的28.04%下降至2007年的3.48%。同样，“合并—母公司净利润差异”程度的扩大，也主要发生在2007年。该差异的均值在1996年为126万元，2006年为1216万元，而2007年则高达9470万元。2007年发生的这些重大变化，主要是由于新准则下的“合并—母公司净利润差异”包含了归属于母公司股东的子公司当期已实现而未分配的净利润。



以我国会计准则改革为背景，罗婷等（2008）以所有 A 股公司为样本，考察了我国新准则执行后上市公司净资产的价值相关性改善程度，实证结果表明新准则提高了净资产的价值相关性。张然、张会丽（2008）基于合并财务报表编制理论的变迁，考察了少数股东权益和少数股东损益的信息含量变化，发现在新准则下，少数股东权益和少数股东损益的价值相关性均显著提高，从而为新准则中合并财务报表采纳实体理论的合理性提供了经验证据。基于会计盈余信息在投资者股票定价决策中的基础地位，我国的会计准则改革将对合并报表盈余信息的决策有用性产生怎样的影响？这是我们需要进一步加以研究的问题。

合并报表编制过程中的调整、归并以及加总等技术会导致一定程度的信息遗失（information loss）已成为不争的事实（Francis, 1986），因此，投资者若只关注合并报表净利润，势必会导致定价决策的不完善。巴特和克林奇（Barth and Clinch, 1996）发现美国上市公司采用本国会计准则核算的会计盈余与经英国 / 澳大利亚会计准则调整后的会计盈余之间的差异对股票回报具有解释力；弗罗斯特和金尼（Frost and Kinney, 1993）以 25 家在美国上市的加拿大公司为样本，发现经加拿大会计准则调整后的盈余差异具有信息含量。这些情况表明，投资者不只是关注合并报表净利润，而且也会关注各种渠道的盈余差异，用以辅助定价决策。

合并报表与母公司报表盈余之间的差异是否同样会对投资者具有决策有用性呢？美国等发达市场经济国家实施的“单一披露制”，导致单独的母公司报表数据无法获取（Harris et al., 1997；Hevas et al., 2000）。而在实行“双重披露制”的国家（如 2006 年前的中国），由于母公司报表中往往也采取权益法核算对子公司的长期股权投资，母公司利润表和合并利润表的分工不合理，导致母公司报表以及合并报表信息的重叠（例如，Hevas et al., 2000；戴德明等，2006）。这些披露制度特征使得研究者很难获得考察上述问题的数据。赫尔曼（Herrmann, 2001）等和哈瓦斯（Hevas, 2000）等分别就日本、希腊两个国家的市场考察投资者对“合并—母公司净利润差异”的定价行为。虽然他们计算出了与我国新准则下相同的“合并—母公司净利润差异”，但是，由于他们的研究是在静态环境下进行的，无法区分合并抵销事项与子公司盈余信息各自对股票定价产生的影响，故其结论并不能十分可靠地说明子公司盈余信息的定价作用。

1.2.2 我们的分析

投资者^①对上市公司股票定价决策的实质,就是利用过去的利润信息对公司未来的盈利能力和风险作出预测(Finger, 1994; Kormendi and Lipe, 1987; Ramesh and Thiagarajan, 1993; Rutherford, 2000)。然而,当上市公司普遍以母公司形式存在,并控制着越来越多的子公司时,母公司、子公司及集团合并报表的利润信息分别在母公司股票定价中扮演着什么样的角色,是学术界尚未打开的“黑箱”。已有文献在研究净利润的定价功能时均按惯例采用合并报表净利润^②,其中蕴含的假定是母公司股东作决策时会将集团内不同法律实体的利润信息不加区分地同等看待。而现实中,由于母子公司间的利润转移将受到税收等因素的成本制约(Hevas et al., 2000),上述假定显然并不符合经济事实。截至2007年末,我国约96.52%的上市公司合并报表中归属于母公司股东的净利润与母公司报表净利润之间存在差异。因此,打开投资者如何利用子公司利润信息进行股票定价的“黑箱”,对于我们了解投资者的定价决策行为和研究集团内不同法律实体会计信息对于母公司股票定价的决策相关性具有重要意义。

解决上述问题的关键就在于认清投资者是否会对母子公司盈余信息进行甄别定价。如果我们能够发现子公司盈余在合并报表净利润的基础上具有增量信息含量,就说明投资者在决策时仅利用合并报表净利润信息是不够的。这就意味着,投资者需要在利用合并报表净利润信息的基础上,进一步关注合并报表净利润与母公司报表净利润之间的差异,亦即关注包括在合并报表净利润但未包括在母公司报表净利润中的子公司盈余。由于合并财务报表编制过程中的调整、归并以及加总等技术会导致母子公司个体信息的遗失,因此,要对上述问题进行深入考察,就离不开单独的母子公司利润信息(Pendlebury, 1980; Francis, 1986)。然而,美国等发达市场经济国家实施的“单一披露制”,导致单独的母公司报表数据无法获取(Harris et al., 1997; Abad et al., 2000; Hevas et al., 2000)^③。而在实行“双重披露制”的国家(如2006年前的中国),由于母

① 本章中,若无特别说明,专指作为母公司的上市公司的股票投资者。

② 确切地说,是指合并报表中反映的“归属于母公司股东的净利润”。下同。

③ 此处借鉴戴德明等(2006)的说法,“单一披露制”要求以合并报表取代母公司报表,母公司只对外提供合并报表而不提供自身的财务报表;“双重披露制”要求母公司同时提供合并报表和母公司报表。