



中国上市公司 财务管理热点问题审视

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
CAIWU GUANLI REDIAN WENTI SHENSHI

张继德 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国上市公司财务管理热点问题审视

张继德 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司财务管理热点问题审视/张继德著. —北京:
经济科学出版社, 2015. 12
ISBN 978-7-5141-6525-8

I. ①中… II. ①张… III. ①上市公司-财务管理-
研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 318355 号

责任编辑: 谭志军
责任校对: 郑淑艳
版式设计: 齐 杰
责任印制: 王世伟

中国上市公司财务管理热点问题审视

张继德 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.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京季蜂印刷有限公司印装

787×1092 16 开 21.5 印张 450000 字

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-6525-8 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

电子邮箱: dbts@esp.com.cn

本专著系北京市教委社科计划重点项目“混合所有制、董事会治理结构和治理机制”(SZ20161001106)、国家社科基金重大项目“国家治理视角下国有经营预算制度研究”(14ZDA027)、北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目(GZ20130801)、北京市教委社科计划重点项目“会计治理的实现路径及其评价”(SZ201210011007)、北京工商大学专业建设——专业综合改革(19005512059)、科技成果转化和产业化——北京市国有企业预算管理体系完善对策及实施(PXM2013_014213_000099)、财政部全国会计领军(后备)人才培养工程、基于会计的投资者保护评价体系及指数建设研究(11CGL025)等资助,在此表示衷心的感谢!

序

在当今世界经济一体化和资本流动全球化的背景下，企业是社会主义市场经济的重要组成部分，在利用社会资本、扩大就业、促进生产力发展、创造社会财富等方面发挥着重要作用。当前，我国经济社会发展进入新常态，处于调整转型期，经济下滑，各类企业面临严峻挑战，促进企业转变发展观念、创新商业模式，有效配置社会资源，帮助企业寻求摆脱困境的途径和方法，实现可持续发展已经迫在眉睫。

财务管理对企业战略目标实现的重要性毋庸置疑，在市场经济条件下，财务管理具有配置资源和价值创造功能，体现企业的核心竞争力。特别在当今竞争日益激烈，风险无处不在的市场经济环境下，企业财务管理显得更加重要、更加必需、更加紧迫。

现实情况是，我们现在缺乏真正意义上能够指导企业财务管理实务的指导资料。学者们的研究与实际有一定距离，而财务管理做得比较好的实干家又由于种种原因没有很好地进行总结、归纳和凝练。所以，从这个层面上讲本书的出版非常及时、非常必要。

本书的作者张继德副教授，曾获会计学博士、工商管理博士后，具有扎实的理工科、管理学和会计学学术背景，并具有十年特大型中央企业基层工作、管理经验，多年北京民营企业集团高管经历，具有扎实的实践基础。同时，他利用给中央企业和国家机关的会计人员做培训的机会，就财务管理问题与一些财务总监、财务经理和财务处（科）长进行了深入的交流、沟通和探讨，实地调研了很多有益案例，并经过认真的梳理、总结和提炼，使丛书既有较高的理论性，又有较强的实务性。这是我很高兴看到的。可以说，本书既是作者博采众专家之长、结合企业实际情况写成的，更是诸多学者、专家和实务人员智慧的结晶。该书有以下几个特点：

一是应用性。企业财务管理是应用性和操作性很强的学科，财务管理从业人员特别关注的是自身实际操作能力和应用能力的培养和提高。本书所选的案例涉及企业财务舞弊方法与预警，财务管理战略，国有产权转让、并购与重组，企业融投资管理，企业财务管理分析，企业信息披露与

学者进行了许多探讨,讲课期间及讲解以后又和许多学员进行沟通、交流和探讨,所以与其说本书的形成是我们研究的结果,倒不如说是我们的同仁和所交流过的专家学者、总会计师和注册会计师们、董事长和总经理以及其他会计从业人员智慧的结晶。

书中的案例都力求全面、准确、实用,具有代表性、引导性和示范性,考证工作非常繁杂。考证过程中,我也曾想到过放弃,但脑中经常浮现出学员们不远几百里赶赴讲课地听课的情景,闪现着课时学员们专注的眼神和开展财务管理活动时相关人员困惑无奈的表情,每想停笔又总是深深自责又继续努力工作到深夜。看到学员写给我们的 E-mail 和接到学员打给我们的讲述他们因学习而掌握企业财务管理方法的电话,心中顿有如释重负的感觉。学员对企业财务管理实务操作的需要对我们来讲实在是一种动力、一种紧迫、一种责任。

本书的出版得到了经济科学出版社领导、专家的帮助和支持,特别是吕萍总编辑的支持和谭志军老师细致认真的修改。感谢我的研究生尉建梅、周雪琪、何嘉华、张南南等在资料搜集、数据分析等方面作出的贡献。我国会计名家、北京工商大学副校长、博士生导师、教授谢志华博士一直非常关心本书的选题、组织和写作,并亲自为本书作序并撰写书评。我国著名经济学家、全国政协委员、财政部财政科学研究所原所长、博士生导师、教授贾康博士,2008 年中国财务战略管理专家、神华集团有限公司财务部总经理翟日成和金蝶国际软件集团董事局主席徐少春先生为本丛书撰写书评,在此表示衷心、诚挚的谢意!感谢中国有色金属建设股份有限公司副总经理兼董事会秘书杜斌先生、中国有色金属建设股份有限公司战略规划部经理林成义先生、李进博士;中国石化集团股份有限公司财务部王德华主任、中国石化集团股份有限公司风控处方春生处长、中国建材集团公司总会计师武吉伟先生对本书的帮助和提供的案例支持。

实用、全面、准确是本书写作的初衷、出发点和我始终努力追求的,但由于本人水平所限,不足之处敬请各位批评指正。您所有的意见、建议和鼓舞都将成为我的荣幸和新起点!

愿本书对于企业财务管理真正有所帮助!

张继德

2015 年 12 月 1 日于北京工商大学

目 录

第 1 章 企业财务管理舞弊方法与预警	1
1.1 财务管理舞弊方法与治理	1
1.2 财务管理预警方法	7
第 2 章 公司战略与分红问题	23
2.1 现代投资 (000900) 小股东利益保护问题	23
2.2 东方园林 (002310) 战略模式选择	29
2.3 兴蓉投资 (000598) 战略选择	40
2.4 金科股份 (000656) 战略分析	47
第 3 章 国有产权转让并购与重组	58
3.1 云内动力 (000903) 转让国有产权	58
3.2 ST 九发 (600180) “僵而不死”	65
3.3 从 ST 天一 (000908) 看我国上市公司涉矿并购动机	72
3.4 中粮集团 (COFCO) 股权结构优化改革	80
第 4 章 企业融投资问题管理	86
4.1 钱江生化 (600796) 委托银行贷款	86
4.2 一汽轿车 (000800) 亏损原因分析及应对策略	90
4.3 湘电股份 (600416) 投资决策失误	97
4.4 中国远洋 (601919) 两获“A 股亏损王”	104
4.5 从万科 A (000002) 看房地产企业融资渠道	119
4.6 从*ST 长油 (600087) 退市看如何优化资产结构	127
第 5 章 企业财务管理分析	133
5.1 久其软件 (002279) “变脸”原因分析及应对策略	133
5.2 从财务报表角度看三精制药 (600829) 净利润骤减	139
5.3 从财务数据角度分析浙江世宝 (002703) 业绩变脸	147

5.4	从财务角度看海螺水泥大规模购买银行理财产品	153
第6章	企业信息披露与报告	160
6.1	从云内动力(000903)的补充公告看内幕交易的信息披露与防范	160
6.2	从*ST合臣(600490)发布增发预案看信息披露与报告	165
6.3	从重庆啤酒(600132)“黑天鹅”事件看企业信息披露与报告	171
6.4	从中航重机(600765)涉足3D打印看连续涨停	177
6.5	从华沐通途信息披露“疏忽”看企业财务报告舞弊的问题	185
6.6	科达机电(600499)内幕交易引发思考及对策分析	192
第7章	内部控制与财务风险管理	200
7.1	中银绒业(000982)决策程序履行分析	200
7.2	獐子岛(002069)事件中存货内部控制的研究	209
7.3	北大荒(600598)内部控制缺陷识别	218
7.4	上海家化(600315)被出具否定意见	228
7.5	紫鑫药业(002118)财务舞弊	235
7.6	集团结算中心资金管理模式内部控制案例	253
第8章	资金分配	269
8.1	ST金叶(000587)“一毛不拔”	269
8.2	同仁堂(600085)持续分红,提升企业价值	276
第9章	其他财务管理问题	283
9.1	董秘“闪辞”问题及分析	283
9.2	*ST公司终止上市制度分析	290
9.3	互联网金融大势所趋 传统银行当借力而行	313
9.4	贝尔斯登(600389)声誉风险管理	317
9.5	试论我国网络媒体现存的问题及其引导策略	322

第 1 章

企业财务管理舞弊方法与预警

1.1 财务管理舞弊方法与治理

在资本市场中，在投资者和上市公司之间、在上市公司和上市公司之间最重要的信息传递媒介就是财务报告。财务报告信息不仅是投资者进行投资决策的基本依据，而且是证券市场健康、有效运行、发挥优化资源配置功能的基础。遗憾的是，不少上市公司在巨大的经济利益诱惑下铤而走险，进行财务报告舞弊。上市公司财务报告舞弊行为日益猖獗，使证券市场赖以生存和发展的信用基础和“公开”、“公平”、“公正”的原则受到了极大的挑战，直接损害了广大利益相关者的经济利益，并导致严重的经济后果。

财务报告舞弊是指会计主体有意识、有目的地采用各种方式和手段，通过违背公认的会计准则，故意编制和披露虚假财务会计信息，对企业的经营活动作出不实陈述，以欺骗财务报告使用者，从而实现自身目的的违法犯罪行为。

1.1.1 上市公司的财务报告舞弊原因分析

1. 财务报告舞弊产生的直接原因在于利益驱动

利益简而言之就是指某种需要或愿望的满足。利益既会促使人们守法经营，取得合法权益，也会驱动人们铤而走险，获取非法利益。

(1) 上市公司的利益驱动

股权融资的低成本高收益对企业来讲是巨大的诱惑。由于我国证券市场的特殊融资制度，使得企业获得上市资格成为一种炙手可热的稀缺资源。许多不具备上市和配股资格的企业为了达到上市融资的目的，不惜通过财务报告舞弊来包装自己，使之符合上市所需的财务要求。上市后，可以通过短期炒作，借助虚假的财务报告来粉饰其经营状况，向外界传递积极的信号，操纵股价，形成稳定的资本来源，在更大范围内筹措大量资金。上市公司通过提供虚假财务信息来骗取投资者、债权人、供应商、银

行和政府等利益相关者的信任，并从中牟取暴利。

(2) 地方政府的利益驱动

在我国特殊的经济背景下，上市公司能否发行股票以及发行多少股数并非自主行为，而是由相关政府部门根据我国证券市场实际情况选择确定的。因此为了拿到更多的股票发行额度，为了当地财政税收方面的利益，甚至有些政府部门参与企业的舞弊行为。此外，由于许多地方官员的政绩与当地的经济发展水平挂钩，而经济发展状况很大程度上依赖当地各大企业的经营状况，从而这些企业的经济利益与政府官员的政治利益是一致的。因此，地方政府可能会默许企业的财务报告舞弊行为。

(3) 中介机构的利益驱动

由于管理当局自主选择会计师事务所以及支付审计费用，使得会计师事务所与其客户之间存在密切的利益关联，导致注册会计师忘却了信息使用者的存在，而只对被审计单位情有独钟。在这种情况下，注册会计师及会计师事务所不得不与管理当局“合作”，即使是那些最谨慎的注册会计师也会无意中扭曲财务数据，掩盖被审计单位真实的财务状况，从而损害投资者的相关利益。

2. 财务报告舞弊产生的间接原因在于机会动因

(1) 公司治理结构失效

两权分离是指企业所有权与经营权的分离，即所有者拥有的资产委托他人管理运作，表现出一种委托—代理关系。所有者与管理层之间的信息不对称，使财务报告舞弊成为可能。国有股和法人股“一股独大”，带来“内部控制人”和“所有者缺位”的现象，致使上市公司的股东大会、董事会和监事会的制衡机制失效，从而管理层成为企业的真正“主人”。由于管理层和股东之间的利益不一致，当二者出现冲突时，管理层则会欺骗股东以实现自身利益最大化。

(2) 内部控制不健全

有效的内部控制是预防和发现财务报告舞弊的重要手段。岗位的设立，职责的分离，权限的设置，都是内部控制的重要内容。然而有些上市公司没有建立完善、合理的内部控制制度，特别是不相容岗位的未分离，则很难进行有效监控，导致分工不明、责任不清，使财务报告舞弊行为有机可乘。

(3) 外部审计无效

独立性是审计的灵魂。然而由于各方面的原因，我国会计师事务所还没有形成拒绝虚假会计信息的机制，注册会计师的独立性受到许多因素的干扰。一方面由于内部人控制的审计模式，公司管理层真正成为审计的委托人，然而同时负责审计机构的选择与审计费用的支付，使得审计机构处于被动地位。另一方面，面临日益激烈的竞争，会计师事务所会更多地选择让步上市公司，甚至与上市公司合谋舞弊。

(4) 监管力度不够

目前，虽然我国法律监管已经取得了一定的进步，但相关的法律法规并不完善，使得不法分子钻入欠缺的漏洞。而且会计监督、审计监督、税务监督等的监督标准不

统一,在管理上各自为政,甚至存在重复、冲突的地方,不能有效地发挥监督作用。由于我国上市公司数量增多,对于披露的虚假信息查不胜查,被披露的概率很小。即使被查出舞弊,其处罚的力度也不大,权衡低廉的舞弊成本与高收益,上市公司更倾向于舞弊来获得更大的收益。

1.1.2 上市公司财务报告舞弊的主要方式

1. 利用虚构经济业务来舞弊

虚构经济业务来舞弊的主要方式有以下几种:

(1) 虚构收入

虚构收入是性质最为恶劣也是最难以识别的舞弊方式之一。这种方式往往从原始的销售合同、发票开始全套造假,也是我国目前上市公司最常用的一种方式。上市公司为了达到虚增利润的目的,就会虚构经济业务,唆使财务人员编制虚假的合同票据。

(2) 虚构费用

同虚构收入相比,虚减费用更为隐蔽。有些成本的归类,如资本性支出与收益性支出的划分,则需要依赖会计人员的职业判断,这就给财务舞弊者提供了自由发挥的空间。将当期费用支出作为资本支出不仅隐蔽性好,而且还可以达到一箭双雕的效果,既可以虚增利润,又可以让投资者误以为企业具有良好的发展趋势。

(3) 虚构资产

上市公司有时通过制造虚假资产租赁合同、会计凭证等方式虚增或者虚减资产的账面价值,或者通过非正规程序的资产评估,对企业并不存在的资产、租赁的资产进行评估,来粉饰企业的财务报表。

2. 利用关联交易舞弊

由于关联方之间存在控制的关系,往往以不公平的价格进行交易,造成上市公司与关联企业之间的利润转移。具体来讲,舞弊的方式主要包括以下几种:

(1) 关联购销业务

关联企业以低于或者高于市场价格的价格向上市公司销售或者购买原材料、产品或者服务。

(2) 资产或者股权置换

将关联企业的优质资产与上市公司的劣质资产置换,或者将上市公司亏损的子公司或闲置资产高价出售给关联企业,从而达到粉饰上市公司财务报告的目的。

(3) 转嫁费用

当上市公司业绩不理想时,则会将管理费用、广告费用等转嫁给关联企业从而虚增利润。

(4) 获取不当资金占用费

目前关联企业间资金拆借现象较多。由于关联方之间发生的资金占用金额、收费标准未对外公告,外界很难判断其合理性,而且名目繁多、金额巨大,作为营业外收入使利润虚增。

3. 利用会计政策和会计估计舞弊

会计政策是企业会计核算和编制财务报告遵循的原则和方法。有些会计政策具有弹性,允许企业根据自身的情况选择其中一种进行会计处理,便给管理当局提供了选择的自由空间。某些上市公司为了达到操纵利润的目的而滥用会计政策。

(1) 变更折旧政策

上市公司通过调整折旧政策,延长固定资产的折旧年限,从而降低了本期的折旧费用,在收入保持不变的情况下,增加了本期账面利润,同时上市公司未来期间的经营状况也将受到影响。

(2) 变更坏账核算方法

坏账准备的计提方法分为账龄分析法、余额百分比法、个别认定法等,准则中规定不得随意变更其计提方法和比例,但是并没有明确地作出说明,会计人员需要根据职业判断,从而为舞弊提供了可能性。

4. 隐瞒或不披露重要事项

《证券法》规定,发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件,在投资者尚未得知时,上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告,并予公告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。从被处罚的违规事实来看,被隐瞒或不及时披露的重要事项主要包括:

(1) 或有事项

主要包括未决诉讼、产品质量保证和债务担保等,均属于上市公司的重大不确定事项,而上市公司隐瞒这项事项,会使投资者对公司的现状缺乏足够的认识而面临投资风险。

(2) 资产负债表日后事项

上市公司在资产负债表日后发生的签订重大合同、对外提供重大担保以及对外提供重大借款,都会使企业面临很大的风险。

1.1.3 防范上市公司舞弊的措施

经过认真分析,本文认为:上市公司财务报告舞弊的防范措施主要包括:

1. 完善上市公司的治理结构

(1) 优化股权结构，发挥股东大会作用

目前我国上市公司股权过于集中，针对内部“一股独大”问题，应该积极引入机构投资者、战略投资者形成合理的股权结构。首先由于证券市场信息的不完全，单个投资者明显处于弱势，优化的股权结构能在股东大会中形成有效的制衡机制，共同提高企业价值，从而保护了中小股东利益。其次，改进股东大会会议方式，尝试网络投票、网络会议，降低中小股东行使股东权利的成本。

(2) 完善独立董事制度

我国上市公司由高层管理者担任董事会成员的现象十分普遍，因此董事会很容易成为公司高管的代言人，这样会加大财务报告舞弊发生的概率。因此应在董事会中加强独立董事的作用，形成内部董事的制衡机制。首先应提升独立董事成员在董事会中的比例。在上市公司治理机制中，独立董事在保证财务信息披露真实性方面的监督是“内部人”所无法代替的。其次完善董事会的选聘制度。相关部门可以为各公司选派独立董事，直接对中小股东负责。独立董事的薪酬由相关部门直接发放，从而减少对大股东的依赖。

(3) 发挥监事会的职能

我国《公司法》规定监事会对公司的财务报告进行监督，但由于监事会成员大多为股东或公司职员兼任，缺乏独立性，而且监事会人员没有经过相关技能的专业培训，在信息优势方面难以与董事会和公司经理抗衡，因此未能发挥出应有的功能。我们应从以下几个方面完善监事会建设。首先，监事的聘用应得到股东大会的批准，增强监事会的独立性。其次提升监事会对重大事项决策的监督力度。对于上市公司做出的对外重大投资、重大贷款担保以及重大项目招投标等事项，监事会应该进行监督，保障公司和股东的利益。最后，提高监事会成员的业务素质。要加强监事会成员的专业知识体系构建，增强业务素质。

(4) 建立合理的经理报酬激励制度

改变国有上市公司的行政任命机制，建立以竞争为导向的公开选聘制度，完善职业经理人市场。这样会减少选择不称职经理的可能性，同时也为经营者建立了信誉约束机制。在激励方式上应改变目前以固定工资和奖金为主的现状，实行短期与长期激励相结合，将经理的报酬与企业的长期绩效联系起来，有利于避免经理人员在经营中的短期行为，在一定程度上减少舞弊的动机，保障了公司股东的利益。

2. 建立健全外部监管机制

(1) 加强政府监督和各部门协调

加强政府监管可以有效地治理财务报告舞弊。政企分家，建立以上市公司为主体的法人治理机构，使上市公司真正实现自我发展，创造一个良好的市场经济环境。我国的很多监管部门都可以参与对上市公司财务报告的监督，如财政部门、审计部门、

税务部门以及证券监督等。各相关部门应该明确各自的职能和权限，加强沟通与合作，提高政府监管工作效率。

（2）强化会计师事务所的独立性

目前会计师事务所的经营模式使得在其自身利益遭受损失时，很难保证审计的独立性。因此，为了保证审计的真实性，首先可以要求上市公司定期更换会计师事务所。到期未更换的必须披露原因，且需要相关部门的审核；未到期就更换的，也必须披露其原因并作出合理的解释，否则不予更换。其次，审计费用可由相关部门直接发放，而不再受制于上市公司，可以减少会计师事务所对上市公司的依赖性。

（3）完善法律法规，加大处罚力度

对于一些法律漏洞，我国应该及时制定与惩处范围、方式相对应的法律法规，进一步明确处罚措施，增强可操作性，做到有法可依。加大处罚力度，对于带来巨大危害的真正舞弊者——幕后操作者，应该严惩不贷，不仅追回其非法获利，施以获利多倍的罚款赔偿，还要承担相应的刑事责任。

3. 优化企业内部环境

内部环境是企业实施内部控制的基础，有效的内部控制能够促进企业的健康发展。良好的内部环境，可以促进企业降低和规避风险，保证企业日常活动正常有序地进行，从而优化企业的内部控制管理。

（1）加强会计人员道德建设

上市公司财务报告舞弊与会计人员有着必然联系。因此加强会计人员的道德建设显得尤为重要。首先公司应该挑选高素质、专业能力强的会计人员，保证会计人员在基础知识扎实的基础上对会计职业道德进行全面了解，同时强化对相关法律的学习，了解违法违规所承担的法律后果。其次加强会计教育。在现行的市场环境下，相关会计政策和法规也在不断变化。会计人员必须定期参加培训，做到与时俱进，才能够胜任当前的工作。最后，为了应对新的挑战，会计人员需要注重学习财务报告舞弊的识别与防范，提高其职业道德素养。

（2）弘扬企业诚信文化

诚信是资本市场的立市之本，也是维护市场参与者各方利益的保障。弘扬诚信文化是建立和谐社会的重要内容，并且能从道德方面控制财务报告舞弊行为。上市公司应该建立诚信体系，开展诚信文化方面的活动，创造良好的诚信环境；建立有效的诚信奖惩机制，奖励诚信行为，严惩欺骗行为。

4. 投资者应理性投资，提高风险防范意识

上市公司披露的财务报告是投资者做出投资决策的重要依据。投资者应该树立正确的投资理念和意识，提高识别财务报告舞弊的能力，从而提高风险控制意识和控制能力。同时充分发挥机构投资者的作用，与普通投资者相比，他们拥有雄厚的资金实力和专业分析能力，通过对所投资的上市公司实施有效的监督、有效决策方式和正确

的投资理念提高上市公司的治理水平,提高信息的披露质量,从而对财务报告舞弊起到了一定的防范作用。

从内部控制的角度讲,舞弊行为无法绝对避免,但是我们可以构建“企业、社会和政府”三位一体的监管体系,道德与法律相结合、多管齐下,综合治理,减少舞弊行为的发生,为我国经济市场创造良好的发展环境。

1.2 财务管理预警方法

随着我国资本市场的不断发展和完善,评价企业财务质量的方式越来越多,而基于财务数据的财务分析是其中较为传统的方式之一。传统财务分析往往集中于事后分析,很难起到财务预警作用。本文选择在传统财务分析中展现出较强评价能力的类指标,通过系统的逻辑演绎推导出一套针对财务风险预警的全新指标体系,我们称之为异常指标簇。同时通过将异常指标簇应用于案例公司——雅戈尔,实现了对异常指标簇效度的检验。研究表明,在利用异常指标簇对案例企业的财务状况进行判断时,能够克服传统财务分析结论宽泛且无法对企业财务状况给出确切定论的缺陷。异常指标簇不仅是投资者进行企业财务风险分析的工具,而且可以为企业管理者及时发现企业经营短板提供便利的途径。

1.2.1 引言

财务分析的历史由来已久。严格意义上讲自企业组织出现以来财务分析的历史便已开始谱写。财务分析起初仅服务于企业的所有者(两权合一时代),随着企业组织形式、所有权结构等的不断发展,财务分析的内涵与外延也随之变得越发宽泛。如今财务分析已发展成为具有目的的宽泛性、方法的多样性以及分析主体的多元化等特点的技术工具,然而也因其所具备的该类特征让传统基于财务报表的分析无法一一满足各个分析主体的需求。

在众多财务分析主体中,对财务报表数据使用最为充分且所用分析技术相对较为先进与完善的一类主体当属企业融资对象。从信贷提供者角度而言,其关注的焦点在于企业的财务安全性,因而该类主体的财务分析也可称为财务风险预警。信贷角度出发的企业安全性评估经过多年的研究与发展,逐步凸显了许多优秀的理论与应用技术。从定量分析到定量与定性分析相结合,从简单数理模型到高级概率类数理模型的发展,财务风险预警可选择的方法变得越来越丰富。实务界的企业信贷提供者因拥有丰厚的人力资源储备,对于理论界不断发展深化的风险预警技术可以较好地进行转化应用。但是,企业的融资对象并不单纯是信贷机构,股本资本提供者是一个不容忽视的团体。从历史沿袭的角度看来,任何事物的发展都是逐步走向完善的,我国的资本市场发展同样遵循此规律。对于股本资本提供者而言,价值投资终究会随着资本市场

的不断发展完善而逐步回归。因而股本资本提供者对于企业财务风险信息的需求必然随着时间的推移而不断的增进。就目前财务风险预警方法的发展趋势看来,其跨学科性及对数理知识要求的严谨性特征,使得并未受过专门训练的投资者能够熟练运用当今前沿的风险预警模型变得并不简单。

从另一个角度而言,现有基于数理模型的财务风险预警方法,根据某一时间区间的数据计算模型得分的分析路径始终是其主要的分析方式。该类分析方法更注重具体企业财务指标得分与经过大样本统计分析后的数值进行对比,从而根据企业财务指标得分所落入的概率区间来判断企业是否存在风险。然而以人的生长机理为例,当人体某一项指标出现明显的异常反应时,往往可以断定此人身体定然将出现某些不适,某一项指标的异常必然具有预警功能。而若当身体多项指标经过建模测算已经进入统计显示的危险区时,往往此人的病情已远非仅停留在初发阶段了。同理,企业的成长如同人体的成长,正常的企业发展其各项指标的同比或环比增减幅度应具有相对平滑的特征,过度变动的指标很可能就是企业运行出现问题的前兆。如前所述目前国内研究多数停留在对平面报表数据建模计算的阶段,利用财务异常变动数据进行企业风险预警的研究在国内非常少见,这就为本文的研究提供了突破点。同样,本文拟推导的异常指标簇并不涉及复杂的数理运算,更便于单一股本资本提供者的分析与利用。本文拟通过逻辑推演出异常指标簇分析体系,并通过运用于案例公司的财务分析实现指标体系的效度检验。

本文的行文结构安排如下:第二部分进行财务分析与财务风险预警文献回顾。第三部分推导介绍异常指标簇。第四部分案例分析与讨论。第五部分结论与讨论。

1.2.2 财务风险预警国内外研究回顾

1. 传统基于数理知识的风险预警方法

传统风险预警方法,起初便是定量分析的天下。最早进行财务风险预警定量分析的当属 Fitzpatrick (1932),其利用对比分析的方法,通过选取部分破产组与非破产组的数据指标,对比哪项指标在两者间差异更为显著从而更具有预测力,其研究发现净利润与股东权益比和股东权益与负债比两项指标在对比样本中差异最为明显,因为具有更高的风险识别力。

继 Fitzpatrick (1932) 对定量分析的开创性研究以来,随后相继有众多学者致力于通过对比陷入财务困境与正常企业的财务指标,从而选出差异更为明显的财务指标作为预估企业是否存在财务风险的技术指标。Beaver (1966) 首次运用了统计分析方法,选取了 30 项财务比率进行对比分析得出现金流量与债务总额比、净收益与资产总额比、债务总额与财务总额等指标最具有预测力,并且建立了单变量财务预警模型。此阶段的风险预警主要为单变量判别分析,单变量分析法的运用相对简单,但不同学者研究最具预测性的指标不同,存在利用不同比率出现不同分析结果的可能,且

依据单一指标对企业整体财务状况作出断定始终存在着不严谨性,因而单变量财务分析逐步走向了多变量分析发展的方向。

多变量分析中模型解释力较强、影响力深远的当属 Z 值模型。Z 值模型是由 Altman (1968) 提出,同样通过对比分析 Altman 选择了 5 个财务指标作为模型构建基础,通过严密的统计推导,赋予不同指标相应的系数值,从而构建了 Z 值模型。通过代入相应企业的各项指标计算得分并与 Z 值评价标准进行比较进而得出结论。后经过多年的实践运用,Altman 连同其他学者一起对 Z 值模型进行了改进,推出了 ZETA 信用风险模型。

最早运用概率模型进行财务风险预警的是 Martin (1977),在 Martin 的研究中其重点在于比较不同多元预测模型的评价效度。以财务危机银行为研究对象,选取相应指标进行测算分析,得出 Logit 模型的评价效度高于 Z 值及修正 ZETA 模型的结论。随后 Ohlson (1980)、Zmijewski (1984)、Aestebro et al (2001) 均利用 Logit 模型对企业财务危机预警进行过相应研究。

同 Logit 模型原理基本相似的是 Probit 财务风险预警模型,Ohlson (1980) 首先利用 Probit 模型对企业财务风险预警进行研究分析。Probit 模型与 Logit 模型的主要区别在于计算方法的差异,前者使用微积分原理而后者主要使用对数求解。

在国内学者的研究中,更多的是注重对国外预警方法的套用或进行有效性检验。也有学者专注于对国外预警模型的修正与补充,其中认可度较高的是周首华 (1996) 对 Z 值模型的修正,从而提出自有的 F 分数模型。其在 Z 值模型中补充加入衡量现金流量比率的指标,从而提升了 Z 值模型预测的精确度。

2. 新型财务风险预警方法

随着科学技术的不断发展,交叉学科的边缘日益模糊,在传统的财务风险预警的研究领域,众学者不断引入不同学科的研究方法,丰富了财务风险预警的方法体系。另外财务风险预警也远非仅仅停留在报表层面的财务数据分析阶段,随着研究的不断深入,研究者开始引入非财务数据,意图增进基于财务数据的模型的解释力。

神经网络分析法 (Artificial Neural Networks, ANN) 是财务风险预警研究跨学科化的典型代表。神经网络分析法几乎同时由 Bell、Ribar 和 Verchio (1990)、Odom 和 Sharda (1990) 引入财务风险预警体系。该模型的特殊之处在于其通过运用先进的计算机技术模拟人类大脑神经运作模式,在其后的 Tam 和 Kiang (1992) 对美国得克萨斯州的银行的分析以及 Coats 和 Fant (1993) 对美国公司和银行的分析及 Altman, Marco 和 Varetto (1994) 对意大利企业的财务危机预测中都展现了一定的预测力,且研究表明其正确率相对较高。

近年来在我国学者对财务风险预警模型的研究发展进程中,开始更多的关注加入非财务变量调整后的预警模型的准确度,其中讨论最为宽泛与深入的非财务变量当属公司治理类变量。在公司治理的广泛议题内,有关股东特征、董事会特征对公司财务预警的研究数量居多。王克敏、姬美光 (2006) 研究表明:非财务变量中国家股比