

利润操纵背景下的 价值评价工具

Value Evaluation Tool under
the Environment of
Earnings Manipulation

上市公司价值增长评价模型

Evaluating Model of the Listed Companies
Value Growth

姚宏 著

 吉林大学出版社
JILIN UNIVERSITY PRESS

利润操纵背景下的价值评价工具： 上市公司价值增长评价模型

**Value Evaluation Tool under the Environment
of Earnings Manipulation: Evaluating Model
of the Listed Companies Value Growth**

姚 宏 著

吉林大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

利润操纵背景下的价值评价工具：上市公司价值增长评价模型/姚宏著. —长春：吉林大学出版社，2010.7
ISBN 978-7-5601-5339-1

I. ①利… II. ①姚… III. ①上市公司—经济评价—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 137529 号

书 名：利润操纵背景下的价值评价工具：上市公司价值增长评价模型
作 者：姚 宏 著

责任编辑、责任校对：孟亚黎
吉林大学出版社出版、发行
开本：787×1092 毫米 1/16
印张：13 字数：210 千字
ISBN 978-7-5601-5339-1

封面设计：孙 毅
吉林省吉财印务有限公司 印刷
2010 年 7 月第 1 版
2010 年 7 月第 1 次印刷
定价：28.80 元

版权所有 翻印必究
社址：长春市明德路 421 号 邮编：130021
发行部电话：0431-88499826
网址：<http://www.jlup.com.cn>
E-mail:jlup@mail.jlu.edu.cn

前 言

由美国次贷危机引发了全球金融领域和世界经济的“海啸”，当我们进入“后金融危机时代”，撇去资本市场上虚幻的价格泡沫之后，我们发现无论是企业并购、价值投资，还是产权改革、资产重组，均离不开“公司价值评价”这一基础和前提。一个公司到底值多少钱？它的价格可以像孙悟空拔下一把汗毛吹过去形成的亿万个幻影，但它的价值却是那些幻影背后真正的孙行者。

任何投资者都想知道亿万个幻影里哪一个才是真正的齐天大圣，企业真实的价值到底是多少。然而由利润操纵引发的会计信息失真越来越成为影响公司价值评价的障碍，同时传统的单一进行价值数量评价的方法不能满足上市公司战略决策以及外部利益相关者的信息需求。如何在利润操纵背景下科学、客观、公平、全面地评价上市公司的价值增长是目前财务管理理论界和实务界急需解决的问题。

本书首先探讨了利润操纵对企业价值评价方法的影响。在分析利润操纵产生的根源与表现方式的基础上，通过构建虚拟的资本市场，进行了外部监管环境、信息结构、声誉机制、操纵者的风险偏好等利润操纵行为影响因素的行为学实验研究，揭示了利润操纵的形成与作用机制，论证了其不可根除性。同时，通过对现金流量折现模型、经济增加值模型等主流价值评价方法的对比研究，指出由于基础数据易受操纵或前提条件不满足而造成的各种方法评价失真的后果。

其次，建立了基于自由现金流量折现的价值增长数量评价模型。本研究提出“战略相关性”和“价值相关性”的价值数量评价目标，论证了现金流量指标对于利润操纵行为规避的可能性。通过对深沪两市 680 家上市公司 1998—2005 年全样本实证研究，验证了自由现金流量具有优于经营现金流量和整体现金流量的价值相关性；解析自由现金流量，明确了企业价值驱动因素，将创值因子纳入战略管理范畴，建立了基于自由现金流量折现的价值增长数量评价模型，解决了价值评价与战略管理难以协调量化的问题。

再次,提出、建立并检验了价值质量评价模型。从质与量的辩证统一性入手,提出了企业价值质量定义、内涵和功能。基于 FAHP 方法建立了价值质量评价四维模型,其中运用主成分分析方法建立并实证检验了利润操纵识别模型以反映真实性,运用 R/S 分析方法建立价值走势指数以反映稳定性,运用 Logistic 回归模型建立并检验了上市公司在价值增长过程中的风险性,运用拉巴波特增长模型评价上市公司价值的可持续性。

最后,将价值增长数量评价与质量评价相结合,建立了能够最大限度规避利润操纵影响实现投资者保护的上市公司价值增长评价模型,并基于该模型对 2004—2005 年电力行业的 41 家上市公司进行了实证研究和竞争排序。结论表明模型解决了价值评价中数量与质量脱节的问题,能够多角度地反映价值增长和企业的核心竞争能力。本文还探讨了价值增长评价模型的可能扩展。

本书的研究成果有效地改进了上市公司价值评价方法的不足,为上市公司及其利益相关者进行价值评价和价值管理提供了一种新的思路和方法。

本书为国家教育部高等学校博士点专项科研基金新教师基金“投资者保护视角下管理者行为偏好对盈余管理的影响效应研究”(批准号 200801411064)、辽宁省教育厅 2010 年高等学校科研项目计划“上市公司盈余操纵的治理机制研究”(批准号 2010040)、大连理工大学人文社科基金(批准号 DUTHS2008408)和中央高校基本科研业务费专项项目(批准号 DUT10ZD107, DUT10RW107)以及一般项目“反映投资者保护程度的盈余管理动态监测模型研究”的阶段性研究成果。

目 录

摘 要	
第 1 章 利润操纵:无法绕开的投资陷阱	1
1.1 什么在影响价值投资的实现?	1
1.1.1 上市公司价值评价面临的挑战	1
1.1.2 研究问题的提出	3
1.2 基本框架与思路	5
1.3 基本结构与研究路线	7
1.4 研究结论与主要贡献	8
第 2 章 价值评价与利润操纵的相关领域研究现状与进展	11
2.1 企业价值理论的研究进展	11
2.1.1 基于不同价值导向的企业价值与价值增长	11
2.1.2 企业价值创造与增长理论	14
2.2 企业价值评价理论与方法的比较研究	17
2.2.1 企业价值评价的相关理论	17
2.2.2 企业价值评价方法的研究进展与比较	18
2.3 利润操纵行为的研究进展	21
2.3.1 利润操纵概念的界定	21
2.3.2 利润操纵研究的进展	21
2.4 研究进展的综合分析	25
第 3 章 冲击与干扰:利润操纵对上市公司价值评价的影响	27
3.1 上市公司的利润操纵行为产生的根源与表现	27
3.1.1 利润操纵行为产生的根源	27
3.1.2 利润操纵行为的表现与手段	29
3.2 利润操纵行为影响因素的实验研究	32

3.2.1	实验设计	33
3.2.2	实验步骤及统计指标	38
3.2.3	实验数据的统计分析	39
3.2.4	研究结论	50
3.3	利润操纵对上市公司价值评价的冲击	52
第4章	公司价值评价的基础:价值增长的数量评价模型	57
4.1	建立价值增长数量模型的基础	57
4.1.1	价值增长数量评价的目标	57
4.1.2	现金流量对利润操纵行为的规避与局限	59
4.1.3	三种现金流量的价值相关性	62
4.2	基于自由现金流量的价值增长数量评价模型	72
4.2.1	自由现金流量的计算	72
4.2.2	基于自由现金流量的价值增长驱动因素分析	75
4.2.3	基于自由现金流量折现的价值增长数量评价模型	79
第5章	价值评价的必要补充:价值增长的质量评价模型	91
5.1	价值增长质量的内涵	91
5.1.1	价值增长质量的相关理论	91
5.1.2	价值增长质量的构成与内涵	98
5.2	评价指标选择与关键技术	99
5.2.1	价值增长的真实性	99
5.2.2	价值增长的稳定性	111
5.2.3	价值增长的风险性	117
5.2.4	价值增长的可持续性	138
5.3	评价模型的建立	144
5.3.1	评价模型的设计原则	144
5.3.2	基于FAHP方法建立评价模型	145
5.3.3	价值增长质量评价模型的主要功能	151
第6章	揭开价值面纱:上市公司的价值增长评价模型	156
6.1	价值增长评价模型的建立	156
6.1.1	价值增长数量与价值增长质量的关系	156

6.1.2 兼顾数量与质量建立价值增长评价模型	158
6.2 价值增长评价模型的评价程序	159
6.2.1 模型的前提假设	159
6.2.2 评价程序	161
6.3 基于价值增长模型的上市公司价值评价实证研究	163
6.3.1 样本选取	163
6.3.2 电力行业企业价值增长的数量评价	164
6.3.3 电力行业企业价值增长的质量评价	171
6.3.4 电力行业上市公司企业价值增长的排序与评价	179
6.4 价值增长评价模型的可能扩展	181
6.4.1 价值增长的速度与路线	182
6.4.2 价值增长的效率评价	186
参考文献	190

第1章 利润操纵:无法绕开的投资陷阱

1.1 什么在影响价值投资的实现?

1.1.1 上市公司价值评价面临的挑战

(1) 利润操纵越来越成为上市公司价值评价的障碍

现代企业的特征之一是所有权和经营权分离,投资者与管理当局形成委托代理关系,由此导致信息不对称,利润操纵和财务信息失真引发了经营者的“道德风险”和“逆向选择”。不仅股东与管理当局,而且其他外部信息使用者与管理当局之间也存在着这种信息不对称。正如瓦茨和齐默尔曼指出的“只要存在契约和监督成本,管理人员对会计的操纵就不可能根除”^[1]。

由利润操纵引发的财务信息失真越来越成为上市公司价值评价的障碍。收益操纵成为使公司业绩满足分析师预测而被迫采取的手段^[2]。我国财政部发布的会计信息质量检查公告中指出^[3],2001年抽查192家企业,发现资产不实的达到115亿元,利润不实的达到24.2亿元,利润不实企业占被检查企业总数的53.6%。经过两年的监督治理,2003年财政部再次抽查了152家企业财务报表,发现资产不实达到85.88亿元,利润不实达到28.72亿元,利润不实企业82户,仍占被检查企业总数的53.95%,表明会计信息质量并无明显改善。同时,关联方资金占用现象目前在我国上市公司中较为普遍^[4],2003年中国1261家A股上市公司中,55.91%的公司存在关联方资金占用情况,占上市公司总资产的3.46%,占当年净利润的46.14%。由于关联方资金占用是利润操纵的主要手段之一,并且有将上市公司变为大股东“提款机”的嫌疑,给资本市场带来很大的不稳定因素。利润操纵的直接后果之一就是提供虚假的会计信息,误导利益相关者对公司价值的判断,干扰证券市场的正常秩序。正如美国前证交会主席阿瑟·利维特(Arthur Levitt)所说:“如果公司对其业绩、现状及未来发展不能向投资者提供有效信息,那么危害就会接踵而至:股东与公司间的信任被动摇,投

资者趋于忧虑,股价无缘无故地波动,作为资本市场基石的信用受到考验。”^[5]

由利润操纵引发的会计信息失真并非是我国不成熟证券市场特有的现象。近年来,美国“安然”、“世界通信”、“HPL”等许多震惊世界的会计舞弊案件,引发了世界性会计诚信危机。上市公司的利润操纵行为已成为其掩盖公司真实的财务状况和经营成果,虚构公司投资价值与发展前景的主要手段,不但对公司价值评价的前提与假设产生威胁,还严重干扰了公司价值评价的准确性与公平性。以公司价值评价为基础的各项市场行为主体的利益受损,不仅影响证券市场资源配置的效率,而且加大了证券市场的整体风险,严重干扰了证券市场的正常秩序和平稳发展,长此以往将动摇资本市场的基础。因此,研究利润操纵行为的作用机理,有针对性地建立能够规避利润操纵影响的公司价值增长评价方法迫在眉睫。

(2) 单纯评价价值增长数量难以满足上市公司战略发展的需要

传统的企业生命周期理论认为,企业的生命周期是一个由初创期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段构成的闭区间。20世纪七八十年代以来,美国资深财务学家罗伯特·希金斯(Robert Higgins, 1977)、詹姆斯·范霍恩(James Van Horne, 1988)将可持续发展的概念从宏观经济学领域引申到微观企业层面^[6-7]。企业可持续发展能力是对企业发展总体趋势的反映,不是企业成长过程中相对独立的一个阶段。可持续成长型企业通过创新不断培育出新的竞争优势,使得竞争优势不断地更迭,使企业生命周期演变为从“成长”走向“另一阶段成长”,企业的可持续发展能力成为各个竞争优势连续积累的结果。

在企业“可持续发展”式发展中,单一评价价值增长对公司来说越来越缺乏意义。企业可持续发展的能力在财务上体现为公司价值的持续增长。一方面企业要实现价值增长与公司战略发展的协调一致,以实现短期的利润最大化和长期的价值最大化;另一方面企业要研究如何在充满竞争的市场环境下保持其持续、稳定、健康的成长能力。由此公司需要了解自身在行业中的价值地位以及价值增长潜力,以便更有针对性地制定或调整战略发展计划。因而,价值增长评价成为一个动态的过程,企业要学习如何管理价值增长,而非被动地接受企业价值的涨落。

对于上市公司管理层来说,企业价值增长评价反应了当前公司的经营

绩效与未来发展潜力。价值评价不但有助于衡量公司的经营绩效,而且是公司内部对中层管理者以及员工进行绩效考核的重要依据。进行企业价值的基本价值评价以及评价价值增长的持续性、可比性、行业竞争中的增长效率,对于企业制定和调整不同时期的战略计划,实现战略目标有着重要的参考价值。同时,企业长期价值的实现有赖于企业与客户、投资者、员工、政府、社会及其他利益相关者之间的关系。因此评价上市公司价值的增长既要重视价值数量指标,更要重视企业与社会环境的和谐程度,要满足股东、投资人、债权人、监管者等多方利益相关者对企业价值增长信息的需求。

1.1.2 研究问题的提出

上市公司价值评价所面临的挑战揭示出亟待研究的四个问题:

(1) 利润操纵行为的作用机理和约束条件是什么

利润操纵很难从源头上根除,需要寻求其作用机理以及客观的约束条件。利润操纵的形成和作用是基于一些客观条件的,对于我国证券市场来说,上市公司治理结构不完善、审计监督的有效性不足、注册会计师法律意识不强、监管机构监管力度不够以及会计准则自身的缺陷等客观因素在一定程度上为利润操纵行为的滋生提供了土壤。利润操纵行为归根到底是人的行为,从行为理论出发研究该行为的作用机理和可能的约束条件,一方面可以为治理上市公司利润操纵提供理论依据,另一方面有助于在价值评价过程中,最大限度地降低利润操纵行为的主观可能性。

(2) 利润操纵行为如何影响上市公司价值评价的实现

以往的公司价值评价方法没有考虑利润操纵行为的干扰和影响,事实上利润操纵已经渗透到商品市场与资本市场的方方面面。操纵行为导致利润等财务信息不能反映公司真实的经营成果,并使现存的评价方法和评价指标发生不同程序的钝化,如会计收益法、现金流量折现法、经济增加值、平衡计分卡、现金增加值、市盈率估价、股利折现、每股收益折现等方法均无法摆脱利润操纵带来的虚假信息,无法客观反映上市公司创造的真实价值。如果脱离利润操纵这一背景来研究上市公司的价值评价,就会影响价值评价的准确性,使价值评价成为一种数字游戏。只有在利润操纵背景下研究上市公司价值评价,并对利润操纵如何干扰价值评价的前提假设、相关数据

以及评价过程这一基本事实进行剖析,有针对性地开发一套能够规避或降低利润操纵的评价方法,才能为各项经济活动提供真实可靠的公司价值评价信息。

(3) 价值增长评价如何与公司内部发展能力和外部竞争环境联系起来

目前,公司价值评价多数是为企业提供绩效结果、内部绩效考核依据,或者在公司发生产权交易时,以评估价值作为交易参考价格。事实上,价值增长的评价对企业来讲具有更现实的意义。价值增长的评价和衡量有助于帮助企业把内部发展能力与外部竞争环境联系起来,把静态的价值增长评价与动态的战略发展目标结合起来,使企业对自身定位有清晰的把握。以往的价值评价方法和价值增长的理论、方法并未解决上市公司的这一现实需求,而仅仅将价值评价作为企业内部绩效管理和产权交易定价的一个补充,不能不说是一个缺憾。日益紧迫的竞争形势,使企业愈来愈重视以知识创新和资源整合共同打造企业的核心竞争力和可持续增长的能力,而这两种能力将集中体现于价值的增长上。在以往研究中,描述价值增长的一些定性指标难以量化,因而难以将企业价值的基本评价与价值增长的能力、价值增长质量结合起来。因而,对于上市公司价值增长进行科学、客观、系统性地评价,已刻不容缓。

(4) 价值增长评价的信息质量如何满足公司利益相关者的需要

作为公众公司,上市公司承担着向投资者和社会公众全面披露公司信息的义务。信息披露主要是指公众公司以招股说明书、上市公告书以及定期报告和临时报告等形式,把公司及与公司相关的信息,向投资者和社会公众公开披露的行为。1993年3月,中国证监会下达《关于股票公开发行与上市公司信息披露有关事项的通知》,要求指定报刊按规定刊登上市公司定期报告和临时报告,确保信息披露的内容真实、准确、完整而且没有虚假、严重误导性陈述或重大遗漏。此外,从1998年开始,证监会陆续发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》等一系列相关规定,对上市公司信息披露的编报规则和格式进行管理。但是仍有相当一部分上市公司通过利润操纵,调整会计信息,粉饰公司价值增长,以此误导上市公司利益相关人。

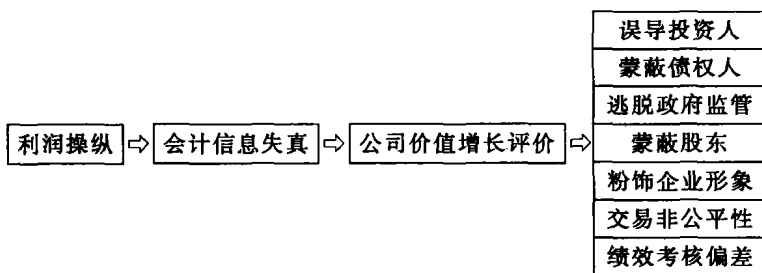


图 1.1 利润操纵行为对上市公司的影响

Fig. 1.1 The influence of earnings manipulation to listed companies

在利润操纵行为盛行的市场环境下,上市公司内、外部的利益相关者不但关注上市公司价值增长的评价值,而且更关心价值增长的真实性和稳定性、可持续性、风险性。因此,有必要向企业的利益相关者全面系统地提供上述价值评价信息。

1.2 基本框架与思路

利润操纵背景下的企业价值评价研究涉及经济学、会计学、市场学、计量经济学、行为金融学等相互交叉的多学科管理科学,价值创造理论、公司价值评价理论和信息经济学是本文的理论基础。由于主持了教育部高等学校博士点基金“投资者保护视角下管理者行为偏好对盈余管理的影响效应研究”(项目号:200801411064),同时参与了大连理工大学李延喜教授主持的、国家自然科学基金项目“创造会计背景下公司价值增长的现金增值模型”(基金号 70302008)、辽宁省博士科研启动基金项目“基于数据挖掘技术的企业利润操纵识别系统应用研究”(基金号 1050354)以及霍英东基金项目“信息失真背景下企业价值增长评价模型与方法研究”(基金号 101084)等相关研究工作,为本文研究提供了良好的理论与实践基础。

本书的研究侧重于在上市公司价值增长评价过程中,如何有效地规避利润操纵行为,客观准确地反映公司价值。

针对上述提出的四个问题,定性研究与定量研究、实验研究与实证研究等方法相结合,运用经济计量、统计分析等多种统计工具,进行了如下相关研究:

(1)通过文献研究与理论回顾,对企业价值、企业价值增长、利润操纵等

论文研究所涉及的重要概念进行了界定。通过对价值创造与增长理论、价值评价理论的定性研究,对于价值增长来源、内涵等研究基础进行了归纳和分析,并以此为依据,建立了价值增长数量与价值增长质量相结合的研究框架。基于上市公司价值增长评价模型,通过实证方法,对深沪两市的电力行业上市公司进行了价值增长的评价,并进行了价值增长的排名和追踪检验,为投资者和其他利益相关者提供了一套实用的价值评价工具。

(2)定性研究与定量研究、实验研究与实证研究相结合,探讨了利润操纵对企业价值评价方法的影响。通过定性研究分析了利润操纵产生的根源与表现方式;通过实验研究构建了具有不同信息结构的市场环境,进行了利润操纵行为的相关实验。在实验数据的基础上分析外部监管环境、操纵者风险偏好、市场声誉机制对利润操纵行为的交叉影响和约束效果,探究利润操纵者的心理动因和行为模式。同时,对现金流量折现模型(DCF)、经济增加值模型(EVA)、市盈率模型等上市公司价值评价的主流方法进行对比研究,指出不同的评价方法由于基础数据易受操纵或前提条件不满足而造成的评价结论不一,评价结果失真的后果。

(3)价值增长数量评价模型主要探讨什么样的评价模型能够尽可能小地受到利润操纵的影响。本研究提出“战略相关性”和“价值相关性”作为价值数量评价的目标,首先论证了现金流量指标对于利润操纵行为规避的可能性和合理性;其次通过对深沪两市 680 家上市公司 1998—2005 年的全样本实证研究,比较了自由现金流量、整体现金流量与经营现金流量在价值相关性上的差异,分析了自由现金流量对于利润操纵行为规避的可能性和充分性;再次,对自由现金流量的构成进行解析,深入探讨了企业价值的驱动因素,将创值因子纳入战略管理范畴,建立了基于自由现金流量折现的价值增长数量评价模型,解决了价值评价与战略管理难以协调量化的问题。同时,在进行自由现金流量折现前先利用平滑移动平均模型对相关历史数据进行平滑处理,消除随机因素的影响;在自由现金流量预测过程中采取指数曲线预测模型、成长曲线预测模型和多项式拟合模型等多种预测技术相结合以保证预测的精确性,这些方法进一步增加了价值增长数量评价模型的客观性和科学性。

(4)价值质量评价模型主要探讨如何全面评价企业的价值增长质量。首先,运用规范研究的方法,从质与量的辩证统一性入手,提出了企业价值

质量的定义、内涵和功能。价值增长质量评价模型主要研究价值增长的真实性和稳定性、可持续性与风险性。这些质量维度一方面能够弥补传统公司评价单纯进行数量评价,难以满足公司战略决策的不足;另一方面为上市公司的各方利益相关者提供了多样化、多角度的价值增长质量信息,实现价值增长评价的全面性和客观性。对于真实性评价,以1999—2004年被证监会查处的上市公司及其同行业同规模的无操纵行为的上市公司为样本,运用主成分分析方法建立并检验了利润操纵行为识别模型;对于稳定性的评价,主要基于R/S分析方法判断价值走势的指数,以该指数是否大于0.5作为判断未来价值走势的显著性指标;对于风险性的评价,主要以2002—2005年深沪两市首次被ST的上市公司及其配对公司为研究样本,以118家样本的首次ST前三年、前两年、前一年的数据作为基础数据,基于Logistic回归模型建立财务危机预警模型并进行了实证检验;对于可持续增长的评价,主要辨析和比较了目前用于可持续增长的四类模型,论证并选择拉巴波特增长模型进行价值可持续性的评价。

基于上述这些质量维度的评价技术和评价结果,运用模糊层次分析方法(FAHP方法)建立了价值质量评价的四维模型,不但可以对上市公司增长质量的四个方面分别进行分析与判断,而且通过确定各质量维度的权重,将上述质量评价的四个维度综合为质量评价系数。

1.3 基本结构与研究路线

全书共分为五章,第一章主要介绍研究的背景和研究内容、主要贡献;第二章介绍企业价值评价的基本理论和利润操纵研究的国内外进展,这一部分是全书的理论基础;第三章主要从影响机理、影响途径、影响效果的角度,研究利润操纵是如何影响上市公司价值评价的主要方法是通过行为经济学的实验研究以及规范研究中的比较分析方法;第四章主要从评价目标、评价基础、评价模型的系数等几个方面,探讨如何建立价值增长的数量评价模型;第五章主要从价值增长的质量内涵、价值增长评价体系的确立、评价方法的选择等几个方面,探讨如何建立价值增长的质量评价模型;第六章将数量评价与质量评价模型通过FAHP法整合为一套模型,并以上市公司中的电力行业的数据进行实证,检验了该模型的使用效果。

全书的研究路线如图 1.2 所示。

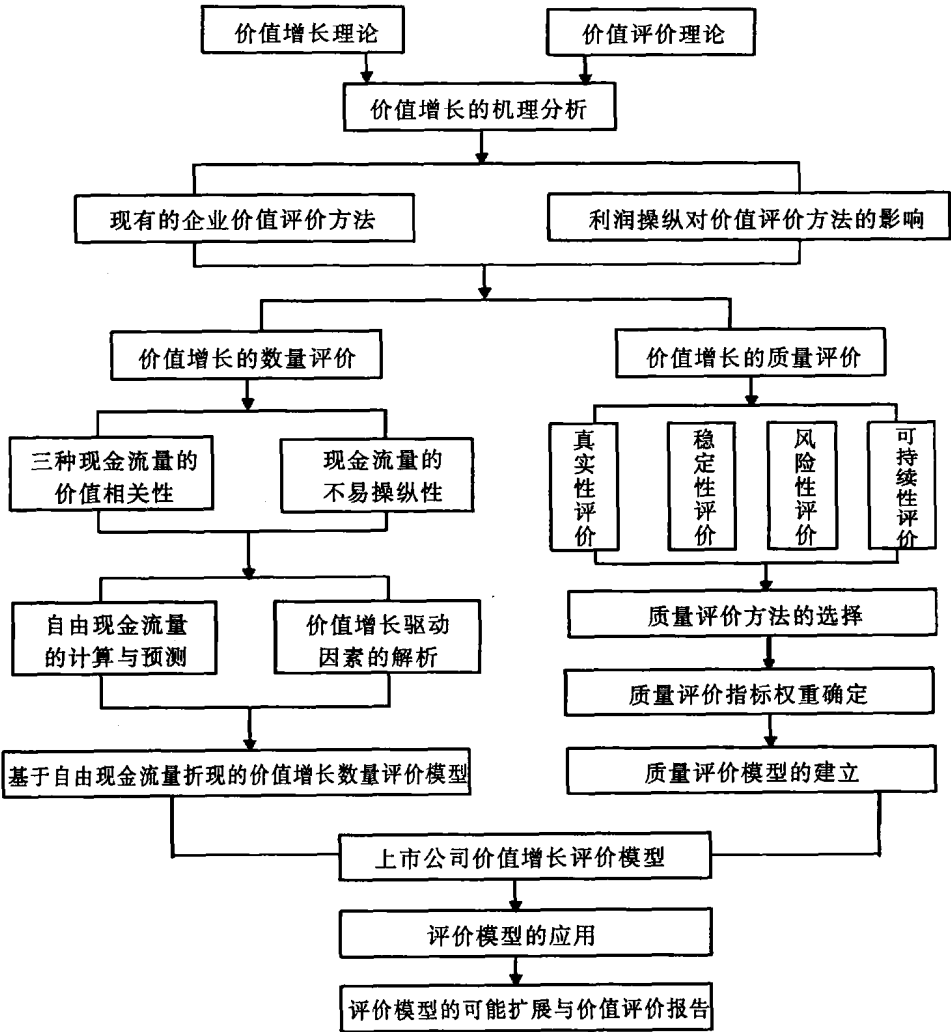


图 1.2 研究的技术路线

Fig. 1.2 Research Frame

1.4 研究结论与主要贡献

本书通过规范性研究和实证研究探讨了利润操纵背景下上市公司价值增长的评价问题,分别研究了利润操纵的影响因素和制度约束,上市公司价

值数量评价问题以及基于价值增长数量的上市公司价值质量评价问题,并得到主要研究结论如下:

(1)利润操纵行为的形成根源是所有权和经营权分离后形成委托代理关系的存在及由此造成的会计信息不对称,同时应计制(权责发生制)的固有缺陷为利润操纵提供了可能性与作用机制。通过实验研究,验证了利润操纵行为的经济后果以及利润操纵的信息含量,证实利润操纵在操纵者行为方面,受主体风险偏好和追求利益最大化影响,在市场中受外部监管环境、信息结构、信息传播方式、声誉制度的约束。但当信息结构作为外部公平性的显性元素,声誉机制作为隐性激励的信号发送机制,惩罚措施作为外部监管力和执行力的有效机制纷纷弱化甚至失去作用时,在目前的市场条件下,利润操纵行为是不可能杜绝的。

(2)利用价格模型和收益模型对自由现金流量、经营现金流量和整体现金流量进行了价值相关性的实证研究以及对价值驱动因素的解析模型,证实了自由现金流量是三者中价值相关性最强,同时最能反映企业战略相关性的指标。在论证了现金流量对利润操纵行为的规避效应前提下,以自由现金流量折现模型为基础构建了价值增长数量评价模型,并以2004—2005年电力行业上市公司为样本,结合平滑处理基础数据、利用指数曲线、成长曲线、多项式拟合等预测技术进行了价值数量评价的实证。

(3)利用模糊层次分析法和专家确定权重构建了包含价值增长真实性、稳定性、风险性和可持续性的价值质量评价四维模型,确定并实证验证了上述四维质量模型各质量评价单元的可行性和适用性,并以2004—2005年电力行业上市公司为样本,进行了上市公司价值增长的质量评价,对上市公司在四个质量评价维度下的评价结果以及综合评价结果进行排序,以反映和比较其价值增长的内在质量。

(4)以电力行业上市公司为样本,建立并通过实证研究验证了上市公司价值增长评价模型的实用性和可行性。同时,通过价值增长评价模型的扩展研究,进一步解决上市公司价值增长速度与同行业公司增长效率评价等问题,最终建立价值评价报告,作为对现行财务报告的有益补充。

从整体上看,本书的贡献主要体现在以下三个方面:

(1)提出并建立了一种上市公司价值增长评价模型

本书通过建立价值增长数量与价值增长质量相结合的评价模型,增加了对企业价值增长的真实性、稳定性、风险性和可持续性的评价,并以电力行业为对象,进行价值增长评价和竞争排序,证实上市公司价值增长评价模