

【工商管理】

企业财务状况质量三维综合评价体系的构建与检验

——来自我国A股制造业上市公司的经验证据

钱爱民, 张新民

(对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心, 北京 100029)

[摘要] 本文从企业价值驱动因素中寻找财务分析的新视角,应用“增长、盈利、风险”三维平衡原理,选择“有质量的适度增长”为评价标准,建立基于企业价值创造的财务状况质量三维综合评价理论框架,从而将财务分析视角从相对静态的短期层面延伸至较为动态的长期层面。在此基础上,本文结合新准则在会计信息披露方面的主要变化,构建出一套较为完整的企业财务状况质量评价财务指标体系,并采用我国A股制造业上市公司的财务数据对其有效性加以检验。

[关键词] 财务状况质量; 价值创造; 资产质量; 盈利质量; 资本结构质量

[中图分类号]JF230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2011)03-0088-11

一、问题提出

在企业追求价值最大化的今天,探讨企业价值的内在驱动因素、选择适当的价值创造能力衡量指标已成为财务管理领域的一个主流研究方向。传统的以杜邦财务分析体系为核心的财务(报表)分析体系,对企业财务状况^①的综合评价仅仅局限于偿债能力、盈利能力以及营运能力等一些较为分散而具体的问题,尚未上升到企业目标、经营战略这一高度,更没有采用动态的视角去衡量企业的长期发展能力,因而并没有真正从整体上对财务状况质量加以把握和评价。面对企业所遇到的来自各方面的挑战,财务分析的框架安排已具有明显的不适应性。扩展财务分析框架需要转换财务分析视角,包括价值创造、战略、价值链和生态化等,都应当纳入财务分析体系(李心合,蔡蕾,2006)。然而迄今为止,理论和实务界尚未建立一套基于价值创造的较为完整的财务分析指标体系。现有与

[收稿日期] 2011-01-20

[基金项目] 北京市哲学社会科学“十一五”规划重点项目“北京高新技术企业国际化经营与财务状况质量关系研究”(批准号 09AbJG302);教育部人文社会科学研究青年基金项目“政府治理、关系网络与家族企业成长机制研究”(批准号 10YJC630019)。

[作者简介] 钱爱民(1970—),女,辽宁沈阳人,对外经济贸易大学国际商学院教授,对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心研究员,经济学博士;张新民(1962—),男,北京人,对外经济贸易大学副校长,国际商学院教授,对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心主任,博士生导师。

^① 财务状况是指通过资产状况、债务风险状况、资本投入与积累状况、盈利状况以及现金流转状况等方面所揭示出来的企业基本财务状态,而财务状况质量分析则是对企业财务状况符合标准的程度进行评价,即从财务角度对企业经营活动的健康程度做出诊断。

衡量企业价值创造能力相关的一些指标,如 EVA、AV 等,均较为抽象而难以把握,不适于将其直接引入财务分析领域。

此外,在财政部 2006 年 2 月颁布的我国新会计准则体系中,许多方面都做出了重大调整,尤其是在资产的概念体系与计量属性、收益观点、利润的确认与计量以及财务报告格式与内容等方面均不同程度地发生了变化,这将会对企业财务状况质量评价产生根本性的影响。如何应对这些变化,重新构建新会计准则下的企业财务状况质量评价财务指标体系,进而更加科学地预测企业的发展前景和价值创造能力,是投资者、债权人以及企业管理者共同面临的一个现实而紧迫的研究课题。

二、财务状况质量三维综合评价理论框架的构建

Rappaport 模型可以很清晰地显示出企业价值模型是由增长、盈利、风险三维度构成的(汤谷良,杜菲,2004)。从企业价值的推动要素看,价值创造的能力主要取决于以下几个方面:一是溢价的大小,即企业赚取超额收益的能力;二是业务的增长,即资本投入和溢价的持续性;三是资本成本,即企业所面临的各种风险。从财务分析的角度说,前两个方面可具体表现为企业的成长性和盈利性;第三方面则表现为企业的风险性,包括经营风险和财务风险等多项因素,一般可通过资产结构、资本结构以及在企业运营过程中各项内容的相互协调程度等方面得以反映。因此,基于“增长、盈利、风险三维平衡”视角的财务状况质量综合评价体系正是以企业价值创造能力为基础,试图从企业价值的驱动因素中寻找财务分析的新视角,动态而综合地揭示出企业的可持续发展能力、利用现有资源进行价值创造的实力和潜力。以此为基础,所建立起来的财务状况质量评价财务指标体系应是对传统财务分析指标体系的发展与完善。

1. 管理增长

Robert C. Higgins(1977)发现,快速增长可能导致企业资源变得相当紧张,除非管理层意识到这一结果并且能够采取积极的措施加以防范,否则快速增长将会导致企业破产。国外研究表明,因增长过快而破产的企业与因增长太慢而破产的企业数量几乎是一样多。我国的实证研究也发现,企业超速增长显著地增大了企业发生财务危机的概率,并且超速增长率与财务危机发生概率显著正相关;而非超速增长的实际增长率与财务危机概率无显著相关性(崔学刚,王立彦,许红,2007)。

在对内扩张模式下,企业增长往往表现为生产规模的增长,因而在企业增长的过程中必须关注新增固定资产的使用效率、存货的周转效率和增值潜力,即资产的内在质量,这才是增长产生效益的关键所在。同时,企业的快速增长还通常表现为销售规模的快速增长,而如果企业是以放宽信用政策的方式引起销售规模增长,当增长超过一定限度时,往往就会以损害债权资产的质量、发生大量坏账损失为代价,最终必然导致资金短缺。这时企业只能不断地筹集资金来支持增长,如果企业不能解决好增长与融资的关系,那么,企业就会陷入财务困境。在对外扩张模式下,企业增长主要是通过合并、收购或战略联盟等方式迅速提升市场竞争力,顺利地实现企业的战略目标。但过快的扩张速度往往使得企业在极度膨胀的过程中潜伏了巨大的财务风险,在资金链断裂的情况下就可能出现极为可怕的连锁反应。企业高速成长一般是企业失败的开始(郎咸平,2004)。

因此,在“增长”维度,对企业财务状况质量的评价应将“有质量的适度增长”作为评价标准,体现为增长速度和增长有效性两个层面。具体地说,可通过企业实际增长率与可持续增长率的长期偏离程度和资产质量两个层面来评价财务状况的增长性质量,这是预测企业未来财务状况发展趋势的重要依据。由于经营性资产^①是企业(尤其是制造业企业)从事自身经营活动的基石和物资保障,因而经营性资产的质量将在很大程度上决定企业的竞争优势和发展潜力。本文主要通过对经营性

^① 经营性资产应是指企业在开展自身生产经营活动过程中所拥有或控制的、在使用中能够为企业带来正常经营利润的资产,包括在总资产中扣除投资性资产(主要包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资等项目)之后的各项资产。

资产的质量评价来揭示企业对全部资产的质量管理水平。而对经营性资产质量的评价,可以从周转性、增值性和获现性三个方面加以展开。

2. 追求盈利

曹玉珊(2007)认为企业要想实现高水平的可持续发展,必须要以追求盈利能力的提升为前提。Cyrus et al.(2002)通过实证研究发现,尽管企业盈利能力指标通常会随着盈余或销售增长而增长,但如果增长超出了最佳增长点的限度而继续增长,企业价值就会降低,也会对企业盈利能力造成负面影响。目前,会计理论和实务界在分析企业盈利能力时已将会计利润与现金流量指标适当地加以结合,越来越关注企业的盈利质量,强调盈利质量是揭示企业真实经营业绩的关键因素。因此,企业应该从盈利数量和盈利质量两个维度去提升自身的盈利能力。盈利数量,即所谓的盈利水平或规模,是企业收入规模扩张的财务结果,是显性的盈利因素,它是企业增长的内部源泉和动力;而盈利质量^①则隐藏于盈利数量之中,是企业盈利水平的内在揭示,是隐性的盈利因素,它是企业“有质量的适度增长”的前提条件。符刚、蒋忆明、唐滔智(2006)和陈兴述、陈煦江(2007)实证研究发现,上市公司可通过盈利质量来衡量上市公司的可持续发展能力。因此,企业应该在保证盈利质量的前提下追求盈利规模上的稳定而持续地增长。

从一个会计期间看,盈利质量表现为账面会计利润的变现能力;从长远观点看,盈利质量则表现为各期利润持续发展的稳定程度(周晓苏,2004)。因此,基于企业的财务数据对盈利质量进行评价,可以大体上从盈利的获现性(或现金含量)和持续性两个角度进行。Ramakrishnan & Thomas(1991)认为,利润的不同组成成分有不同的持续性。Lev & Thiagajan(1993)的研究结果表明,盈利质量与其持续性呈显著的正相关关系,而主营业务利润比重又在很大程度上决定了企业的盈利质量和获利能力。蒋义宏、魏刚(2001)的研究也得出,我国上市公司主营业务利润比重与企业价值存在正相关关系。程小可(2005)的实证结论显示:盈利结构项目在预测企业未来盈利能力和未来现金流方面,均比总括盈余具有更加显著的预测能力,并且盈利结构在现金流预测方面也具有显著的经济学意义。由于盈利规模是一个绝对指标,在企业之间进行比较没有意义,本文将其与相应资产规模进行比较计算出资产报酬率,体现在相应资产的增值性上。因而在盈利性方面,本文只侧重对盈利质量进行评价,分别从盈利后果质量和盈利结构质量两个维度来考察盈利的获现性和持续性。

3. 控制风险

企业实施高速扩张隐藏着多种风险,特别是伴随着高速扩张过程的大量资金需求,企业的扩张性财务风险也由此形成并迅速扩大,因此,本文主要通过财务风险来反映和衡量企业的风险性水平。企业财务风险管理和控制的一个核心问题就是处理债务资本与权益资本的关系,即资本结构问题。由于我国证券市场融资成本较低,上市公司股权融资的比重大幅度上升,因资本结构所导致的企业财务风险问题已不再明显。但洪乐平(2004)的研究表明,资本结构问题仍然是形成我国上市公司财务风险的重要原因之一。张新民(2001)指出资本结构质量评价可以从企业资本成本的高低、企业资金来源的期限、企业财务杠杆状况和企业所有者权益内部的股东持股等四个方面入手。概括来说,这四个方面分别是企业的盈利能力与资本成本的对比、资产期限结构与资本期限结构的匹配、财务弹性^②以及股权结构等不同角度对企业的资本结构质量做出整体评价,从而在一定程度上揭示出企业对财务风险的管理和控制水平。

综上所述,企业良好的财务状况质量应体现为“有质量的适度增长”,即实现在保持适当的负债水平从而控制财务风险基础上的可持续增长,这种增长必然以企业一定的盈利质量和资产质量作

① 国内文献中与盈利质量相似的概念有利润质量、盈余质量、收益质量等,而在西方文献中这些概念大都使用 Earnings Quality 一词,因此,本文在文献引用时将这些概念加以统一,采用“盈利质量”这一概念。

② 本文所指的财务弹性,是考察企业在所能承受的财务风险范围内,通过进一步举债等方式来改变现有资本结构以扩充资本规模、解决意外资金需求的可能性和难易程度。

为保证。在增长、盈利与风险的三维平衡机制中,风险管理的角色类似于在增长和盈利之间进行权衡时杠杆的支点,没有价值方向的增长和没有“刹车装置”的速度同样都是相当危险的。风险控制作为增长的制衡器,在一定程度上会打压增长、降低速度甚至缩水盈利,但这种态度将最终有利于企业的安全运营和健康发展(汤谷良,2007)。企业能否在其发展过程中长期保持增长、盈利、风险三维度的动态平衡,是判断其财务状况健康与否(即财务状况质量)的重要标准,是能否在未来实现可持续发展的重要保障,是企业价值创造能力不断提升的关键所在。既然增长、盈利和风险是企业理财金字塔形成的基石,是企业战略发展和资源配置的核心,是价值管理的升华(汤谷良,杜菲,2004),那么,它也应成为企业财务状况质量评价的基本依据,在此基础上形成财务状况质量综合评价的理论框架。

三、财务状况质量三维综合评价财务指标体系的构建

本文遵循重要性、全面性、先行性、可得性原则,按照“增长、风险、盈利”三个维度构建了企业财务状况质量综合评价的财务指标体系,如表1所示。

对上述财务指标体系,有以下几点需要说明:

(1)可持续增长率的测算采用 Higgins 可持续增长模型,虽然该模型有诸多的假设前提,也有一些缺陷,但它的优点在于明确了主要有哪些财务因素影响和制约企业的增长,并且模型简单,易于操作。

(2)狭义营业利润定义为营业利润扣除投资收益后的余额,是企业运用经营性资产从事自身经营活动所带来的收益。

(3)由于对企业资本成本的测算较为复杂,本文遵循数据可得性原则,只考虑资产报酬率因素,认为资产报酬率越高,其大于资本成本的可能性就越高。

(4)资本资产期限结构差异率用来衡量资本期限结构与资产期限结构的匹配情况,如果差异太大,便可认为资本结构质量可能存在一定问题,如出现“短贷长投”等现象。

(5)核心利润是指企业利用经营性资产从事自身经营活动所产生的直接利润,计算公式为:核心利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用。虽然财务费用本应属于财务成本,与经营活动无关,但为简化起见,本文仍沿用传统营业利润的计算方法,将财务费用予以扣除。此外,在比较时为保证与经营活动现金流量口径基本一致,可将核心利润调整为同口径核心利润,计算公式为:同口径核心利润=核心利润+固定资产折旧+其他长期资产摊销额+财务费用-所得税费用。

(6)相对于一定规模的债务来说,若企业能产生较为充裕的现金流量,则可认为企业对于债务具有较强的支付能力,有能力通过筹措新的资金以扩充企业的资本规模。因此,可以认为企业在现金充实度较高的情况下能保持较高的资本结构财务弹性。企业现金充实度可通过将企业现金流量与负债进行比较来衡量,而现金流量可以从经营性现金流量和自由现金流量这两个角度进行分析(黄世忠,2007)。

(7)未实现损益主要包括资产减值损失和公允价值变动损益等项目。未实现损益并不能带来相应的现金流量,企业盈利结构中未实现损益所占比重过大,势必会影响企业盈利获取现金的能力,致使企业造成大量的资产泡沫和盈利泡沫,当然在一定程度上会影响企业的盈利质量。“未实现损益”项目或正或负,为便于考察该项目的相对比例,本论文在计算中使用了该项目的绝对值。此外,“资产减值损失”、“公允价值变动损益”以及“营业外收支净额”等项目也存在类似情况,对此本论文均采用了相同的处理方法。

表 1 企业财务状况质量综合评价财务指标体系

维度	项目	财务指标及计算公式	与质量的关系
增长	增长速度	$\text{可持续增长率} = \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{收益留存率}$ $\text{收入增长率} = (\text{营业收入}_t - \text{营业收入}_{t-1}) / \text{营业收入}_{t-1}$ $\text{偏离平衡增长程度} = (\text{收入增长率} - \text{可持续增长率}) / \text{可持续增长率} $	反向
	经营性资产质量	商业债权周转率 = $\text{营业收入} / \text{赊销净额} \times (1 + \text{增值税率}) / (\text{应收票据平均原值} + \text{应收账款平均原值})$	正向
		存货周转率 = $\text{营业成本} / \text{存货平均原值}$	正向
		有效经营性流动资产周转率 = $\text{营业收入} / (\text{流动资产平均余额} - \text{交易性金融资产平均余额} - \text{其他应收款平均余额} - \text{其他流动资产平均余额})$	正向
		经营性固定资产周转率 = $\text{营业收入} / (\text{固定资产平均原值} + \text{投资性房地产平均原值或平均公允价值})$	正向
		经营性资产周转率 = $\text{营业收入} / \text{经营性资产平均原值}$	正向
	增值性	$\text{经营性资产报酬率} = \text{狭义营业利润} / \text{经营性资产平均原值}$ $\text{经营性资产保值率} = \text{经营性资产平均净值} / (\text{经营性资产平均净值} + \text{经营性资产当期减值损失})$	正向 正向
风险	获现性	$\text{经营性资产获现率} = \text{经营活动现金净流量} / \text{经营性资产平均原值}$	正向
	资本结构质量	资本成本 $\text{总资产报酬率} > \text{资本成本}$ 其中: $\text{总资产报酬率} = \text{息税前利润} / \text{总资产平均余额}$	正向
		期限结构 $\text{资本资产期限结构差异率} = (\text{资本期限结构比率} - \text{资产期限结构比率}) / \text{资产期限结构比率}$ 其中: $\text{资本期限结构比率} = (\text{长期负债} + \text{所有者权益}) / \text{资产总额}$, $\text{资产期限结构比率} = \text{非流动资产} / \text{资产总额}$	正向
		财务弹性 $\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$ $\text{流动负债占比} = \text{流动负债总额} / \text{负债总额}$ $\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$ $\text{速动比率} = \text{速动资产} / \text{流动负债}$ $\text{现金比率} = (\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$ $\text{负债现金偿付比率} = \text{经营活动产生的现金净流量} / \text{负债总额}$ $\text{到期债务本息现金偿付比率} = \text{经营活动产生的现金净流量} / (\text{本期到期债务金额} + \text{利息支出})$ $\text{利息现金保障倍数} = \text{经营活动产生的现金净流量} / \text{利息支出}$ $\text{自由现金利息保障倍数} = \text{自由现金流量} / \text{利息支出}$ $\text{自由现金总负债率} = \text{自由现金流量} / \text{债务总额}$	反向 反向 正向 正向 正向 正向 正向 正向 正向 正向
		股权结构 $\text{第一大股东持股占比} = \text{第一大股东所持股份} / \text{总股本}(\text{份数})$ $\text{前五大股东持股占比} = \text{前五大股东持股比例之和} / \text{总股本}$ 将控股股东性质设置为哑变量, 如果控股股东性质是国有则为 1, 否则为 0	正向 正向
	盈利质量	$\text{净利润现金差异率} = (\text{调整后的经营现金净流量} - \text{净利润}) / \text{资产平均余额}$ $\text{核心利润现金获取差异率} = (\text{经营活动现金净流量} - \text{同口径核心利润}) / \text{平均经营性资产总额}$ $\text{投资收益现金获取差异率} = (\text{相应的现金回款额} - \text{扣除处置收益后的投资收益}) / \text{平均投资性资产总额}$	正向 正向 正向
		$\text{毛利率} = \text{毛利} / \text{营业收入}$ $\text{核心利润率} = \text{核心利润} / \text{营业收入}$ $\text{主营业务收入占比} = \text{主营业务收入} / \text{营业收入}$ $\text{核心利润占比} = \text{核心利润} / \text{营业利润}$ $\text{销管费用率变动率} = (\text{销管费用率}_t - \text{销管费用率}_{t-1}) / \text{销管费用率}_{t-1}$ $\text{资产减值损失绝对值占比} = \text{资产减值损失的绝对值} / \text{核心利润}$ $\text{公允价值变动损益绝对值占比} = \text{公允价值变动损益的绝对值} / \text{核心利润}$ $\text{营业外收支净额绝对值占比} = \text{营业外收支净额的绝对值} / \text{营业利润}$ $\text{未实现损益绝对值占比} = \text{未实现损益的绝对值} / \text{核心利润}$	正向 正向 正向 正向 正向 反向 反向 反向 反向 反向

资料来源:作者整理。

四、财务状况质量三维综合评价财务指标体系的检验与分析

1. 数据筛选

本文以沪深两市的制造业上市公司为研究对象,采用合并报表数据计算各项指标,财务数据来自 2006—2008 年的新准则年度财务报告,以及 2005 年按新准则调整后的年度财务报告。主要基于如下考虑进行筛选:①剔除财务报告审计意见非标准的样本。②剔除营业利润或核心利润为负的样本。③剔除评价指标中出现极端值的样本。④剔除数据不全的样本。最终样本容量为 397 个。数据主要来自于锐思金融研究数据库。

2. 研究设计

本文所研究的“高增长”或“低增长”并不是绝对的概念,而是相对的,即实际的增长率相对于可持续增长而言是高了还是低了。因此,本文参照崔学刚等(2007)的做法,设计了偏离平衡增长程度指标,计算公式为:偏离平衡增长程度指标= $|(收入增长率-可持续增长率)/|可持续增长率|$ 。该指标的绝对值越大说明实际增长率偏离可持续增长率的程度越高。根据该指标的大小排序把样本划分为“超速增长”、“适度增长”和“低速增长”三个类别,分别记为 H 组、M 组、L 组,样本容量分别为 132、133、132。本文首先通过 t 检验比较各原始指标的均值在三类企业间是否差异显著;其次对资产质量、风险、盈利质量指标分别做因子分析,利用因子得分计算资产质量、风险、盈利质量的综合评分,并分别考察三类企业的增长、资产质量、风险、盈利质量四个方面的组合特征;最后,比较了三类企业在价值创造上的差异。由于数据可获得性的限制,本文在研究中放弃了个别指标,包括:①投资收益现金获取差异率;②控股股东的性质;③资本成本。

根据综合评价体系计算出 2006—2008 年的指标值后,本文进一步计算了指标的 3 年平均值。考虑到偏离平衡增长程度指标是本文进行样本分组的关键,均值容易受极端值影响,而中位数比较稳健,本着谨慎性原则,本文选用了各企业 3 年内偏离平衡增长程度的中位值(即 2006、2007、2008 年偏离程度居中的那个值),把样本划分为 H、M、L 三个组。

3. 研究结果

(1)各分组指标均值差异比较。从表 2、表 3 和表 4 中可以看出:①在增长速度方面,适度增长组的收入增长率显著高于 L 组,显著低于 H 组;适度增长组的可持续增长率显著高于 H 组,但低于 L 组。这说明适度的扩张速度以及合理的可持续增长率对于企业的平衡健康发展来说至关重要。②在资产质量方面,适度增长组的经营性资产获现率和经营性资产报酬率显著高于 H 组,而存货周转率显著低于 L 组。适度增长组的经营性资产保值率显著高于 L 组,除此之外 M 组在资产质量的其他方面与 L 组并无统计意义上的显著差异。③在风险方面,适度增长组的总资产报酬率显著高于 H 组,第一大股东持股占比显著低于 H 组。适度增长组的负债现金偿付比率和自由现金总负债率高于 H 组,说明其经营现金流和自由现金流相对于负债总额的充足性要比 H 组好,体现出了较好的稳健性,相比之下,超速增长组的现金流增长落后于总债务的扩张,所以,这两个指标比适度增长组低。从流动负债占比来看,M 组显著低于 L 组,说明适度增长组面临的短期偿债压力比 L 组小,从而短期财务风险小。除上述指标外,M 组与其他两组差异并不显著。以上事实说明企业在适度增长的情况下更容易保持较好的资本结构质量,从而将财务风险控制在了所能承受的范围之内。④在盈利质量方面,适度增长组的毛利率、核心利润率显著高于 H 组,营业收入增长率、资产减值损失绝对值占比和未实现损益绝对值占比显著低于 H 组,这说明尽管 H 组有较高的收入增长率,但较高的销售增长并未带来较高的毛利率和核心利润率,而是伴随着较高的资产减值损失占比和较高的未实现损益占比,超速增长反而引起盈利质量的下降。而适度增长组的营业收入增长率和核心利润占比显著高于 L 组,这两方面体现出了比 L 组高的盈利质量。除上述指标外,M 组与其他两组差异并不显著。上述结果说明,适度增长更有利于企业取得好的盈利质量。

表 2 增长速度和资产质量指标的均值差异比较

指标名称	t(M-L)	t(M-H)	指标名称	t(M-L)	t(M-H)
可持续增长率	-0.75	7.42***	有效经营性流动资产周转率	1.45	-0.53
收入增长率	6.53***	-2.25**	经营性固定资产周转率	-0.56	0.85
偏离平衡增长程度	10.13***	-11.02***	经营性资产周转率	-0.51	-0.84
商业债权周转率	-0.52	0.88	经营性资产报酬率	-0.31	4.02***
存货周转率	-0.26	-1.83**	经营性资产保值率	2.37**	0.80
经营性资产获现率	0.93	2.52***			

注:t(M-L)表示M组均值与L组均值差异的t检验值;t(M-H)表示M组均值与H组均值差异的t检验值。t值大于零表示均值的差异为正,t值小于零表示均值差异为负。*表示在10%的水平下显著,**表示在5%的水平下显著,***表示在1%的水平下显著。

表 3 风险指标的均值差异比较

指标名称	t(M-L)	t(M-H)	指标名称	t(M-L)	t(M-H)
总资产报酬率	-0.31	4.45***	到期债务本息现金偿付比率	-0.98	-1.15
资产负债率	1.51	-0.39	利息现金保障倍数	-0.80	-0.40
流动负债占比	-2.30**	-0.93	自由现金利息保障倍数	-1.49	-0.55
流动比率	-0.98	0.69	自由现金总负债率	-0.28	2.09**
速动比率	-0.94	0.71	第一大股东持股占比	-0.49	-2.03**
现金比率	-0.99	0.55	前五大股东持股占比	0.63	0.85
负债现金偿付比率	0.59	2.09**	资本资产结构期限差异率	-1.70	1.15

表 4 盈利质量指标的均值差异比较

指标名称	t(M-L)	t(M-H)	指标名称	t(M-L)	t(M-H)
营业收入增长率	6.53***	-2.25**	资产减值损失绝对值占比	-0.52	-2.29***
毛利率	-0.97	2.74**	公允价值变动损益绝对值占比	-1.05	-0.21
核心利润率	0.40	3.64***	营业外收支净额绝对值占比	-0.61	-1.62
核心利润占比	2.60**	-1.07	未实现损益绝对值占比	-0.66	-2.16***
销管费用率变动率	-2.03	-0.05			

(2)因子分析。本文采用方差极大化旋转法分别对资产质量、风险和盈利质量指标进行了因子分析,根据累积方差贡献率达90%以上选择因子个数。用各因子的方差贡献率除以所选择的所有因子的方差贡献率之和得到得分权重,用各因子得分值乘以得分权重再相加,就得到最终的综合得分,其中,计算资产质量得分时包括了方差贡献率排前6位的因子,风险得分和盈利质量得分采用了前8个因子。由于在做因子分析前已经将反向指标取相反数,转换成了正向指标,因此,得分值越高说明资产质量、盈利质量或风险状况越好。描述统计见表5:

表 5 分组综合得分情况统计

项目	资产质量得分	风险得分	盈利质量得分
L	-0.129	-0.041	-0.051
M	0.012	-0.051	0.086
H	-0.110	-0.132	0.056
全部样本	-0.058	-0.070	0.034

注:表中的值是各组得分值的中位数。

从表 5 中可以看到,M 组的资产质量和盈利质量综合状况好于其他两组,而风险比 L 组高,比 H 组低。M 组的企业整体上呈现出适度增长、高资产质量、高盈利质量、中等风险的特征。L 组的企业整体上呈现低增长、低资产质量、低盈利质量、低风险的特征。H 组呈现出高增长、高风险、中等的资产质量和盈利质量的特征。

(3)聚类分析。以增长速度为第一因素,资产质量、风险、盈利质量为第二、第三、第四因素,第一因素分为高、中、低三个级别,第二至第四因素分为高、低两个级别,将全部样本分成 24 类。每个小类用 4 个字母表示,以低速增长组为例,可进一步划分为八个小类:LHHH、LLLL、LLLH、LHLL、LHHL、LLHH、LHLH、LLHL。其中,第一个字母代表增长速度特征,第二个代表资产质量特征,第三个表示风险特征,第四个代表盈利质量特征,L 表示“低”,H 表示“高”,M 表示“中等”。分类结果见表 6。

表 6 增长—其他 3 个因素组合特征

		其他 3 因素组合特征								合计
		HLH	HHH	HLL	LLH	HHL	LHH	LLL	LHL	
增长特征	L	15	7	21	6	7	13	20	29	118
	占比(%)	12.7	5.9	17.8	5.1	5.9	11.0	16.9	24.6	100
	M	31	17	14	12	11	13	6	17	121
	占比(%)	25.6	14.0	11.6	9.9	9.1	10.7	5.0	14.0	100
	H	21	12	7	14	14	16	14	25	123
	占比(%)	17.1	9.8	5.7	11.4	11.4	13.0	11.4	20.3	100
	比重(%)	18.5	9.9	11.6	8.8	8.8	11.6	11.0	19.6	362

从表 6 中可以看出,从左到右,HLH 列是资产质量、风险、盈利质量三个因素的最佳组合,即“高资产质量—低风险—高盈利质量”的企业,LHL 列是三个因素的最差组合,即“低资产质量—高风险—低盈利质量”的企业。HHH、HLL 和 LLH 这三列是三个因素中有两个较好,一个较差的组合,状况尚可。余下的三列(HHL、LHH、LLL)是三个因素中有两个较差,一个较好的组合,状况较差。

①低速增长组的企业集中于 LHL、LLL 和 HLL 三个小类,除 HLL 类的状况尚可之外,其余两类属于状况最差和较差的企业。该类的特点是财务状况质量不佳的企业占主导,后四类企业数占该组的比例合计为 58.5%。②适度增长组的企业集中于 HLH、HHH 和 LHL 三个小类,HLH、HHH 是综合状况最好和较好的企业,LHL 类是状况最差的企业。该类中财务状况质量最好和较好的企业占主导,前四类企业数占该组的比例合计为 61.2%。③超速增长组的企业集中于 HLH、LHH、LHL 3 个小类,HLH 类是综合状况最好的企业,其余两类是综合状况最差和较差的企业。该类中财务状况质量不佳的企业占比也比较大,后四类企业数占该组的比例合计为 56.1%,与低速增长企业差异不大。④表 6 的最后一行是各小类企业数占总样本数的比例。可以看到样本上市公司分布集中于两端,最多的是 LHL 类,次多的是 HLH 类,这两类各占样本企业总数的近两成,这说明我国上市公司的财务状况质量两极分化比较严重,而且有相当部分的企业财务状况质量很差。⑤从各小类分布的绝对数来看,财务状况质量最好的 HLH 类集中在适度增长组,该组有 31 家 HLH 类企业,超速增长组有 21 家,低速增长组最少,仅有 15 家。财务状况质量次好的三个小类也集中在适度增长组,共有 43 家,其他两组分别为 34、33 家。财务状况质量较差的三个小类集中在超速增长组和低速增长组,分别为 44、40 家。财务状况质量最差的 LHL 类集中在低速增长组和超速增长组,分别为 29 家、25 家,适度增长组仅有 17 家。

综上所述,聚类分析的结果可以得出如下结论:适度增长组的财务状况质量优于超速增长组,超速增长组的财务状况质量优于低速增长组。

五、财务状况质量与企业价值创造关系的检验与分析

1. 研究设计

本文采用 Q 值来研究上市公司的价值创造状况,其计算公式为, $Q=(\text{流通股价格}\times\text{流通股股数}+\text{每股净资产}\times\text{非流通股数}+\text{总负债})/\text{总资产}$ 。为了尽可能减少股市周期性波动对 Q 值的影响,本文分别计算了样本企业 2005—2008 年 4 年的 Q 值,取其平均值作为代表,研究不同的财务状况与价值创造之间的关系。

本文采用均值差异的 t 检验来研究不同组别企业的 Q 值的平均水平有无显著差异,为保证 t 检验的有效性,首先剔除了 Q 值异常的样本。其次,考虑到样本容量的限制,本文选择样本企业数较多的类别进行比较,而不是对 24 个分组都进行比较。最后,在选择具体的组别时,兼顾典型性与代表性,按照最好、一般、最差的顺序选取。

本文控制增长速度,考察其他三个因素的影响,即在同一增长类型里比较资产质量—风险—盈利质量组合状况最好、一般、最差的企业的 Q 值,其中,最好的选 HLH 组,最差的选 LHL 组,一般组则在除最好、最差外的其余 6 个分组中挑选企业数最多的作为代表。挑选出的 9 个组分别以 H1、H2、H3、M1、M2、M3、L1、L2、L3 表示,1 代表最好组,2 代表一般组,3 代表最差组。各指标值的描述统计结果见表 7,比较结果见表 8。

表 7 典型组的 Q 值描述统计

增长速度	组别	均值	标准差	离散系数	样本个数
H	H1	2.239	1.521	0.679	21
	H2	1.387	0.340	0.245	16
	H3	1.550	0.393	0.254	25
M	M1	2.092	1.329	0.635	31
	M2	1.721	0.681	0.396	17
	M3	1.671	0.660	0.395	16
L	L1	3.150	1.496	0.475	13
	L2	2.213	1.421	0.642	21
	L3	1.733	0.617	0.356	28
	全部样本	1.940	1.112	0.573	188

表 8 组间均值差异的 t 检验结果

比较对象	t 值	显著水平
H1-H2	2.49	0.04
H1-H3	2.02	0.03
H2-H3	-1.41	0.18
M1-M2	1.07	0.29
M1-M3	1.19	0.24
M2-M3	0.21	0.83
L1-L2	1.83	0.08
L1-L3	3.29	0.00
L2-L3	1.45	0.12

2. 研究结果与分析

从表 7 可以看到,①所有类别企业的 Q 值的平均水平都大于 1,甚至低增长—低资产质量—高

风险—低盈利质量的企业也如此,本文认为这不表示财务状况最差的企业也有正的价值创造,而是因为我国的资本市场不成熟,投机气氛较浓,因此,绩差企业往往被高估, Q 值对评价此类企业的价值创造并不适用, Q 值并不具有普遍和绝对意义上的合理性。②在增长速度相近的企业中,资产质量—风险—盈利质量组合状况最好的企业的 Q 值要比综合状况一般和最差的企业高,无论是 H、M 还是 L 组都体现出了这一特征。这说明在增长速度相近的企业中,财务质量高的价值创造较高,体现出相对合理的特征。从表 7 可以看到,市场对不同增长类型的企业的估值方式是不同的, Q 值不具有跨类的可比性,因此,本文侧重于分析相同增长类型下的组间差异,结果见表 8。

在表 8 中, t 值大于零则说明前一组的 Q 值均值大于后一组的均值, t 值小于零则相反,显著性水平的值越小,说明差异越显著。从表 8 可以得出如下结论:①除 H2—H3 之外,其余比较的 t 值都大于零,这说明在增长速度相近的企业中,财务状况综合质量对 Q 值有正向影响,基本符合理论预期,即按照“增长、盈利、风险三维平衡”理论构建出的财务状况质量评价财务指标体系所得出的评价结果与企业的价值创造能力基本一致。②H2 组的 Q 值反而不如 H3 组高,说明市场对资产综合质量不好、但销售收入增长较快的企业估值过高,不过这种偏差在统计上并不显著。③从显著性水平来看,高速增长组和低速增长组的组内差异比较明显,而适度增长组的组内差异不明显,可能的原因是高速增长组和低速增长组的财务状况或多或少都存在着某些失衡隐患,未来发展趋势存在不确定性,从而导致市场对其估值差异较大;而适度增长型企业的整体财务状况质量较好,发展趋势较为明朗,因而市场估值差异并不明显。

六、研究结论与局限

1. 研究结论

(1)增长速度—资产质量—风险—盈利质量四个因素之间存在着权衡关系:超速增长和低速增长均无益于企业的可持续发展,企业良好的财务状况质量应表现为“有质量的适度增长”,即实现在控制财务风险、保证盈利质量和资产质量基础上的可持续增长,保持“增长、盈利、风险”的三维平衡。本论文所构建的企业财务状况质量三维综合评价体系可以在相当程度上揭示企业的价值创造能力,因而较为科学和有效。

(2)研究发现,在我国的上市公司中,保持了适度增长速度的企业的整体财务状况质量是最好的,大部分适度增长的企业资产质量—风险—盈利质量特征组合比较理想,体现出了可持续均衡发展的特点。大部分低速增长和超速增长的企业财务状况比较失衡,存在发展隐患,甚至有不少的低资产质量—高风险—低盈利质量的企业,财务状况不容乐观,这些企业的管理者应当高度重视,采取有效的措施尽快摆脱不利的局面。

2. 研究局限

(1)由于新会计准则实施时间尚短,数据积累并不充分,因而本文基于我国 A 股上市公司 2006—2008 年财务数据的研究结果只检验了我国上市公司近期内的财务状况;至于长时期内的财务状况如何评价,需要做哪些方面的调整,还有待于进一步的研究。

(2)本文检验对象实际上仅限于经营情况相对正常的企业,而对于那些核心利润或营业利润为负的企业来说,其盈利持续性如何加以分析与评价,还需要进一步的研究论证。

(3)本文设计的一些指标,比如周转率在不同的行业间不具有可比性,在制造业的细分行业间差异也较大,因此,理想的研究方法是对制造业企业进行行业细分后再进行研究,但由于样本容量有限,本文并未对样本进行进一步的行业细分。

〔参考文献〕

- [1]Bai, C. E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., and Zhang, J. X. Corporate Governance and Firm Valuations in China[R]. Working Paper, University of Hong Kong, 2002.

- [2]Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen, Alan Jung. Growth, Corporate Profitability and Value Creation [J]. Financial Analysts Journal, 2002,(November/December).
- [3]Lev B., S. R. Thiagarajan. Fundamental Information Analysis[J]. Journal of Accounting Research, 1993, (31).
- [4]Ramakrishnan R. T. S., J. K. Thomas. Valuation of Permanent, Transitory and Price-Irrelevant Component of Reported Earnings[R]. Working Paper, Social Science Research Network, 1991.
- [5]Robert C. Higgins. How Much Growth Can a Firm Afford[J]. Financial Management, 1977,(6).
- [6]曹玉珊. 企业增长速度的成因与中国上市公司的证据[J]. 当代财经,2007,(4).
- [7]陈兴述, 陈煦江. 上市公司盈利质量与可持续发展能力研究[J]. 经济问题,2007,(10).
- [8]程小可. 中国上市公司盈余结构的业绩预测能力[J]. 经济科学, 2005,(4).
- [9]崔学刚, 王立彦, 许红. 企业增长与财务危机关系研究——基于电信与计算机行业上市公司的实证证据[J]. 会计研究,2007,(12).
- [10]崔学刚. 企业增长、盈利与价值创造——基于电信与计算机行业上市公司的实证证据[J]. 当代财经,2008,(8).
- [11]符刚, 蒋忆明, 唐滔智. 基本财务信息、盈利质量与可持续发展能力[J]. 财会月刊(综合版), 2006,(12).
- [12]谷祺, 邓德强, 路倩. 现金流权与控制权分离下的企业价值[J]. 会计研究, 2006,(4).
- [13]洪乐平. 对我国上市公司资本结构与财务风险的反思——来自沪、深两市的经验数据[J]. 当代财经,2004,(4).
- [14]蒋义宏, 魏刚. 主营业务利润、核心盈利能力和企业价值[J]. 证券市场导报, 2001,(4).
- [15]李心合, 蔡蕾. 企业财务分析:框架与超越[J]. 财经问题研究, 2006,(10).
- [16]钱爱民, 张新民. 新准则下利润结构质量分析体系的重构[J]. 会计研究, 2008,(6).
- [17]钱爱民, 张新民. 经营性资产:概念界定与质量评价[J]. 会计研究, 2009,(8).
- [18]苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值[J]. 经济研究, 2003,(8).
- [19]汤谷良, 杜菲. 试论企业增长、盈利、风险三维平衡战略管理[J]. 会计研究, 2004,(11).
- [20]汤谷良. VBM 框架下财务管理理论体系重构[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2007.
- [21]童盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005,(5).
- [22]汪辉. 上市公司债务融资、企业治理与市场价值[J]. 经济研究, 2003,(8).
- [23]徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对企业治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究, 2003,(2).
- [24]周晓苏. 基于关联规则分析的微利企业利润质量评价研究[J]. 会计研究, 2004,(2).
- [25]张新民. 企业财务状况质量分析理论研究[M]. 北京:对外经济贸易大学出版社, 2001.

Construction and Testing of Three-dimensional Composite Evaluation System of Enterprises' Financial Situation——Evidence from China's A Share Listed Companies in Manufacturing Industry

QIAN Ai-min, ZHANG Xin-min

(University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: This paper tries to find a new perspective of financial statement analysis from the driving forces of value creation, establishes a value creation based theoretical analysis framework for the quality of financial position with the standard of “suitable growth with quality”, which based on a growth, earnings and risk three-dimensional balanced angle, extending the way of financial analysis to a relatively dynamic and long-term aspect from a relatively static and short-term one. After that it builds up a more complete assessment system with a set of financial indicators to evaluate the financial quality on top of introducing the major changes of new accounting standards in terms of information disclosure, and verifies the validity using the financial data coming from China's A-share listing companies in the manufacturing industry.

Key Words: quality of financial position; value creation; quality of assets; quality of earnings; quality of capital structure

[责任编辑:鲁舟]