

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 做空背景下辉山乳业审计失败研究

研究生姓名: 朱玉婷

指导教师姓名、职称: 苏孜 教授 潘敏 高级会计师

学科、专业名称: 审计硕士

研究方向: 政府审计

提交日期: 2021 年 5 月 30 日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 朱玉婷 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 苏政 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 潘时 签字日期： 2021-6-12

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 朱玉婷 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 苏政 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 潘时 签字日期： 2021-6-12

Study on Audit Failure of Huishan Dairy under the Background of Short Sale

Candidate: Zhu Yuting

Supervisor: Su Zi Pan Min

摘 要

浑水公司成立以来，中概股企业一直是其主要的做空目标，它总能精准地找到企业光鲜亮丽财务报表后的“骗局”，在此情况下我国也多次出现了中概股审计失败的案例，导致会计师事务所以及中概股企业形象一落千丈，因此防范做空背景下中概股审计失败迫在眉睫。

本文通过对现有文献的研究发现对于审计失败问题国外学者更偏于实证研究对微观问题提出具体解决方式，国内学者通常从案例分析的角度进行研究并给出制度上的建议，但国内外学者们大多没有将做空与审计失败进行结合分析。企业的财务舞弊行为为审计失败提供了环境更是重大错报的来源，基于此本文运用委托代理理论及 GONE 舞弊理论，结合做空背景析辉山乳业审计失败问题并总结出以下导致审计失败的原因：1. 会计师事务所审计程序执行不到位过于依赖过往数据，且存在“旋转门”的现象。2. 中概股企业为了美化利润进行财务造假，且公司内控失效导致大股东私用公司资产。

为了提高中概股企业市场活跃度，本文针对辉山乳业如何在做空背景下防范审计失败提出对策，一方面会计师事务所学习做空机构的方法调整自身审计程序，同时证监会进一步加强监管环境使审计师保持实质独立和职业怀疑；另一方面中概股企业提升信息披露质量并适当激励管理层做好公司治理，同时做好做空预案及审计失败后的形象恢复。本文不仅对辉山乳业自身发展提供建议参考，而且为如何使做空机构在我国监管环境中发挥“鲶鱼效应”提供借鉴，为我国会计师事务所提升审计质量减少审计失败提供动力又有利于中概股持续发展丰富我国资本市场。

关键词： 审计失败 做空 注册会计师审计 辉山乳业

Abstract

Since the establishment of Muddy Waters, China capital stock has always been its main short target, which can always accurately find the scam behind the brilliant financial statements of enterprises. In this case, there have been many cases of audit failure of China capital stock, leading to the sharp decline of the image of accounting firms and China capital stock. Therefore, it is urgent to prevent audit failure of China capital stock under the background of short sale. Through the study of the existing literature, this paper finds that foreign scholars prefer empirical research to propose specific solutions to micro problems. Domestic scholars usually study from the perspective of case analysis and give institutional suggestions, but most scholars do not combine short with audit failure. So this paper uses the Principal-agent Theory and GONE fraud theory, taking Huishan Dairy as the object to study the prevention of audit failure by combining short sale with audit failure, and summarizes out the following reasons: 1. The audit procedures of accounting firms are not implemented in place and rely too much on the past data, and the “revolving door” exists. 2. In order to beautify profits, Chinese stock enterprises conduct financial fraud, and the failure of internal control of the company leads to the private use of the company’s assets by major shareholders.

In order to improve the market activity of China stock enterprises, this paper puts forward countermeasures on how to prevent audit failure under the background of short selling of Huishan dairy. About the measures, on one hand, accounting firms should learn from short institutions to adjust their own audit procedures, meanwhile, China Securities Regulatory Commission should further strengthen the regulatory environment so that auditors could maintain substantial independence and professional skepticism. On the other hand, Chinese stock companies should improve the quality of information disclosure and motivate the management appropriately to do a good job in corporate governance, meanwhile, they should prepare properly for short plan and image recovery after audit failure. This paper not only provides suggestions for Huishan dairy’s own development, but also provides a reference for

how to make short agencies play catfish effect in the regulatory environment of our country. It also can provide impetus for our accounting firms to improve audit quality, and is conducive to the sustainable development of China's capital market.

Keywords: Audit failure; Short sale; Audit by CPA; Huishan Dairy

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外研究现状.....	2
1.2.1 国外研究现状.....	2
1.2.2 国内研究现状.....	4
1.2.3 文献述评.....	7
1.3 研究内容和方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	10
1.4 论文的创新.....	10
2 相关概念和理论研究	11
2.1 相关概念.....	11
2.2.1 做空.....	11
2.2.2 信息披露.....	11
2.2.3 审计失败.....	12
2.3.4 职业怀疑.....	13
2.2 相关理论.....	14
2.2.1 委托代理理论.....	14
2.2.2 GONE 舞弊理论.....	15
3 做空背景下辉山乳业审计失败案例描述	18
3.1 会计师事务所审计失败现状.....	18
3.1.1 审计失败数量及趋势.....	18
3.1.2 审计失败处罚金额.....	19
3.1.3 被审单位主要舞弊方式.....	20
3.2 案例主要涉及方.....	21

3.2.1 浑水公司介绍.....	21
3.2.2 辉山乳业介绍.....	23
3.3 辉山乳业审计失败过程.....	24
3.3.1 发出做空报告.....	24
3.3.2 财务舞弊及股价下跌.....	26
3.3.3 独立性被质疑及审计失败.....	27
4 做空背景下辉山乳业审计失败成因分析.....	29
4.1 会计师事务所分析.....	29
4.1.1 了解被审计单位及其环境分析.....	29
4.1.2 事务所独立性分析.....	30
4.1.3 审计师职业怀疑情况分析.....	31
4.2 财务舞弊分析.....	31
4.2.1 原料来源造假，虚增利润.....	31
4.2.2 大股东股权质押，财务杠杆过高.....	34
4.2.3 通过关联方进行套现.....	38
4.2.4 毛利率过高.....	40
5 做空背景下防范审计失败的对策建议.....	43
5.1 对会计师事务所的建议.....	43
5.1.1 借鉴做空机构调整审计程序.....	43
5.1.2 切实发挥审计信息与保险作用.....	45
5.1.3 避免“旋转门”保持审计实质独立性.....	46
5.1.4 审计师保持应有的职业怀疑.....	47
5.2 对企业管理的建议.....	48
5.2.1 提升信息披露质量.....	48
5.2.2 发挥公司内部监管作用.....	49
5.2.3 适当激励管理层并做好企业管理.....	50
5.2.4 做好应对被做空的预案.....	51
5.2.5 审计失败后恢复企业形象.....	52
6 结论及不足.....	55

6.1 研究结论.....	55
6.2 研究局限.....	55
参考文献	56
后 记	61

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

中概股集体在 2010 年因为做空机构的调研报告成果而卷入到舆论的旋涡之中，这也使相应的企业在海外的信誉度受到了严重的损害，他们在面对做空调研之下，往往会出现股价断崖式下跌的问题，甚至会出现彻底退市的情况。我国在上市公司管理之中，于 2015 年优化了境内公司的境外上市机制，同时配套了完善的公司在港上市的机制，强化了我国企业在港上市的扶持力度，减少了上市所需要的时间，简化了多种手续办理流程，这也让很多国内公司都愿意到港开展上市活动，然而随着世界经济的全面发展，很多做空机构也开始针对中概股的港股上市情况进行分析，希望能够获取相应的利益，其发展核心也转移到了对应的港股市场之中。从实际情况来看，最近几年在港上市的国内注资企业有 21 家受到了这些做空机构的影响，面临着较为严重的经济损失。

2016 年 12 月 16 日以及 19 日，美国浑水公司对我国辉山公司开展了相应的调研活动，出具了调研成果并开展做空运作，这也让辉山乳业的市值直线下降，这也让我国国内企业在国际市场被做空的问题在一次呈现在人们面前，成为了人们关注的焦点问题。尽管辉山乳业针对浑水公司发出的做空报告进行了反击，但仍没有逃过股价暴跌的命运，并最终于 2019 年被强制退市。两份报告的发布辉山乳业的财务问题随之浮出水面，也说明了其事务所缺乏相应的能力对辉山乳业加以审计。回顾以往被做空的中概股企业不止辉山乳业一家存在审计失败的情况，比如曾经轰动一时的绿诺科技同样出现了审计失败的情况，SEC 不仅对涉案的企业停牌处理，也对审查失败的事务所进行了处罚；此外同是由浑水公司做空的嘉汉林业也被爆出审计失败，对其进行审计的安永事务所没有做好审计前的尽职调查未对其会计报表充分披露。基于种种例子，中概股审计与会计的诚信问题，会计事务所的独立性问题愈演愈烈，这也是本文的选题背景所在。辉山乳业在发展之处，一直都是国内乳制品的龙头企业，这也成为了浑水公司做空且出现相关

问题较具有代表性的案例。

1.1.2 研究意义

随着 2020 年 4 月初浑水公司针对瑞幸咖啡发出的做空报告，中概股再次出现信任危机。浑水公司在对瑞幸咖啡进行做空后紧接着又先后对爱奇艺、跟谁学发出做空举措。随着一些知名公司被做空的同时被坐实出现审计失败，因此中概股企业的发展面临着更大的风险，国内学者对此也高度重视。因此研究做空中概股背景下，分析如何在做空机构以及事务所之间避免财务造假和审计失败有着极强的现实意义与学术意义。本文重点是从会计师事务所和被审计单位去研究分析针对案例企业审计失败防范建议。具体意义如下：

1. 针对会计师事务所，有助于会计师事务所学习做空机构的手段调整审计程序，减少重大错报风险，并时刻警醒职业道德感差的注册会计师要保持审计独立性和职业谨慎避免出具虚假审计报告，逐步提升我国会计师事务所的审计质量减少审计失败的出现。

2. 针对中概股公司，因为本文选取的案例比较有典型性，所以对这一案例分析有助于我国企将做空的威胁转化为时刻检验自身的良性监督，也有助于减轻中概股公司审计失败造成的恶劣影响以及一旦出现审计失败的丑闻如何恢复企业形象稳定市场使公司能持久发展下去。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

1. 做空方面的研究

国外的专家和学者在做空方面的研究更多的是以信息披露的角度出发进行分析的，他们认为中概股很多情况下为了拓展融资渠道，往往不会遵循诚实守信原则地处理财务信息从而使财务报表看起来更加完美。Dechow, Patricia (1996) 在研究之中指出，财务舞弊公司往往具备了自身杠杆相对较高，债务违约现象较为频繁的特点。Summes, Sweeney(1998)则在研究之中提出了超过行业平均 ROA 以及增长率的企业更有可能涉及到财务信息舞弊问题，一般来说相同行业与领域

的公司在财务指标上更具有趋同性,而如果一家公司的财务参数远远超过同行业水平,其多项参数指标的真实性与合理性也就会受到相关人员的质疑。Beneish (1999)则在研究之中提出,企业如果面临着一定的经营危机,往往会通过财务造假的方式对信息披露报表进行处理,而财务报表本身有着整体性特征,如果一部分数据被修改,那么其他指标和参数也会呈现出一定的不合理性。LinLin Chen, Xiao (2012)发现了借壳上市的公司对应的信息披露质量明显更低的问题。

对于做空与审计收费的关系, Ole-Kristian Hope, Danqi Hu (2017)通过对目标公司的研究发现只有当审计师更关注破产风险,而管理层不太可能受到做空威胁时,做空行为对审计收费的影响才会存在,而且审计费用的增加主要是因为审计人员收取更高的保费,而不是因为他们增加了努力从而提高了审计质量。Qingbin Meng, Xinyu L (2019)研究了做空对企业财务约束的影响总结出以下三方面影响:负面信息效应、低估效应和威慑效应,前两种表明卖空与财务约束之间存在正相关关系,第三种表明融资约束存在负相关关系。Haiyan Jiang, Ahsan Habib (2020)在分析了现有文献后发现做空机构就是重要的信息中介,做空机构是能够预测未来总现金流和相关市场回报。他们还呼吁在国际背景下进行研究,因为它可能提供对制度因素和卖空之间的相互作用的更丰富的见解。

2. 审计失败问题研究

对于出现审计失败的原因 St. Pierre, Anderson (1984)在研究之中指出,审计失败的问题往往不在于整个流程是否合理,而审计人员是否结合必要的准则开展审计则是审计问题产生的主要原因,在其研究之中也发现很多审计方没有对企业存在的财务问题进行披露,尤其是在企业融资和应收账款管理的财务问题上,更是无法履行审计管理人员的职责。Palmrose (1988)则深度分析了1965年到1985年的会计诉讼案件,并在这些案件的分析之中发现,诉讼率与被审计公司的财务情况有着较为紧密的联系,如果说被审计客户的经营状态不够良好,那么事务所提出审计诉讼的概率也会得到提升,而在其研究之中也指出,有50%以上的案件是由于被审计企业资金流动情况不佳导致的。De Fuentes, Cristina Porcuna (2019)选取研究的个体审计师和审计公司涵盖了2002-2013年期间研究确定审计失败的主要因素为当前的辩论最近提出的欧盟监管审计师任期和经济政策,和

审计师的独立性问题。Akhidime, Augustine Ehijeagbon (2019) 研究主要发现审计失败的发生在于监管不足, 整个管理机制不够完善, 导致审计人员不会承担审计失败的责任, 和企业腐败的检测、审计标准显然未能使审计人员负责。欺诈性财务报告被认为是由企业腐败造成的。

Hongqi Yuan, Chujun Zhang (2019) 从中国 IPO 申请和批准发现在审计事务所经历审计失败后的三年内, 客户的 IPO 拒收率显著上升, 而且无论会计师事务所后来是否因审计失败而被处罚, 客户的 IPO 申请都会受到不利影响。Weiwei Zhai (2020) 运用管理者行为博弈模型分析了审计人的激励机制, 审计人员的行为影响因素以及监督管理之间存在的关联性, 并得出了应该强化对审计人员的监督与管理, 确保其能够发出廉洁的审计意见, 同时监督的程度与激励的程度可以相互替代的结论。Kabir. H., Su. L. (2016) 通过对新西兰金融公司审计失败案例分析得出结论: 即使在金融公司环境中, 四大提供的审计质量也高于非四大, 四大的审计师声誉也会成为更高质量审计的激励因素。同样的对于审计师或事务所声誉 Cristina De Fuentes, Rubén Porcuna (2018) 也进行了研究, 他们发现当如果公司面临着一定的财务管理问题, 审计人员对盈余数据没有全面把控, 审计结论由审计人员负责, 那么往往会导致审计失败问题的产生, 只有少数的审计人员在任期间与审计失败情况存在着正向联系, 审计师-客户的相对经济权重也与审计失败呈正相关, 这似乎是因为审计公司更关心与重大丑闻相关的声誉损失, 而不是屈服于来自客户的经济压力。Md. Jahidur Rahman, Yuhan Ying (2020) 认为审计失败会影响以下三个方面: 一是审计失败对审计公司的影响, 审计失败会对审计公司的声誉造成损害而且公司的审计失败会向其他公司负向转移。其次, 审计失败对政策和监管的影响, 审计丑闻可以导致政策和监管的改变。第三, 审计失败也会影响客户和市场, 例如安达信-安然事件就是一个审计失败影响其他客户的审计事务所的例子。

1.2.2 国内研究现状

中概股企业在 2010 年的海外上市项目屡屡遭受信誉问题, 不断的被做空机构所针对, 这也让国内的专家和学者将研究对象转移到中概股企业之上, 不断选取有代表性的被做空案例进行分析研究, 以便更好地帮助中概股企业走出危机,

重塑企业价值。本文主要从国内学者对中概股企业做空的手段、在做空环境下出现审计失败原因、中概股企业财务舞弊方式及应对以及事务所防范审计失败四个方面的研究进行总结。

1. 做空手段问题研究

对此问题的研究,国内学者主要根据美国浑水公司以及绿橡公司针对于东方纸业、绿诺国际、奇虎 360、瑞幸咖啡等较为知名的典型案例中总结其做空手段。

徐锬、王超凡(2014)认为通常被做空机构会以以下几个步骤进行做空行为:1. 选好目标公司后进行实地勘查以发现其存在的漏洞。2. 选择对冲基金进行合作,然后发出做空报告,做空基金,把握对应的时间节点公示做空报告,同时做好相应的期权投注管理工作。3. 做空后股东利益受损,美国方面的事务所会申请诉讼,从而使股价呈现出暴跌状态,确保相关机构获取预期的经济效益。再此基础上王祎煊(2015)归纳总结出,做空机构通常用案例分析与实地调查这两种方法进行取证。信息与信息之间并不是相互独立的,财务欺诈是环环相扣的,若想每一环天衣无缝,成本过高。因此做空机构对做空公司的财务报告、外界新闻等一切可获取的信息资料进行分析,就不难找出存在的问题。做空公司会通过深入调研的方式,到场地实际调研,分析企业的财务指标有效性,现场取证,可更全面了解其实际经营生产情况,并与其对外公开的信息进行比对,就可以找出问题所在了。随着瑞幸事件的发生,2020年学者们又对做空机构普遍采取的手段进行重新梳理。韩洪灵、陈汉文(2020)认为做空机构的方法不断丰富,主要有以下几种方式:1. 做空报告来源多样化 2. 做空机构与投资机构二者进行联合共同做空。

2. 做空环境中概股出现审计失败的原因研究

对于此问题,学者们主要从被审计单位、提供审计服务的事务所及其审计师和外部监管几个角度进行分析研究。

张然(2014)通过研究得出结论:中概股危机一部分原因来自于审计环节有缺陷,声誉差规模小的事务所不能完全发挥审计在信息披露中的作用,然而 PCAOB 的介入能提高审计质量降低审计失败和中概股财务舞弊行为。钱兵兵(2018)认为对于中概股企业,起审计失败原因还存在于跨境监管不便,很多事务所利会用跨境审计监管存在的漏洞。即便中概股企业信任危机爆发,中美一直进行协商,但是进展不大,主要对审计底稿是否交出进行争论。吴丹丹(2019)

除审计师和上市公司的原因外，重点强调了事务所导致审计失败的原因：事务所的质量控制体系不够健全，审计质量复合不够到位，而且对员工缺乏职业道德的教育和培养，对员工待遇略低使其积极性较差。罗卉（2019）通过对审计失败案例进行分析，总结出其失败原因为首先企业方的内部控制活动没有很好地执行以及风险管理活动没有得到落实。然后注册会计师没有始终保持怀疑态度和批判性思维去进行审计活动，过分依靠以往经验。魏敏哲（2020）则从审计的主客体以及环境的角度出发，探讨了导致审计失败的因素，具体内容如下：1. 审计主体角度，审计人员没有遵循审计准则。2. 审计客体角度，上市公司没有提高自身效益而是冒险造假财务数据，同时股权集中导致内控失效。3. 审计环境角度，市场上在不良竞争下审计质量严重受影响导致审计失败率上升。

3. 中概股企业财务舞弊方式研究

对于这个问题，国内学者通过对现有案例的分析归纳发现上市公司的财务舞弊主要集中在调高利润和降低成本等几个方面。

刘泽锋（2019）认为上市公司的财务舞弊都是有预谋地进行，有较强的隐蔽性，具体到舞弊方法也越来越多样化很难被发现。朱薇伊、管颖等（2019）通过对辉上市公司进行分析，总结出其舞弊手段一方面提高收入减少成本来使利润增加，其次虚增资本来弥补经营性现金流不足。对此难以发现的舞弊形式，在对被审计单位进行审计时，要特别重视分析性程序和细节测试，可以更好的分析和识别出异常数据。此外，上市公司应重视自身的企业文化塑造建立诚信的企业环境，减少舞弊的欲望。最后，税务部门、审计部门等加强监督和审查力度。刘义军、程晨（2020）则提出上市公司经常通过控制成本提升利润，并且增加固定资产价值、选择不同存货计价分摊方式等手段来进行财务调整。

4. 事务所防范审计失败问题研究

对此问题的研究，国内学者主要从跨境监管以及一些对被做空的中概股企业审计失败的事务所的独立性、职业道德等角度进行研究分析。

吴立萍（2013）认为会计师事务所虽然是独立的第三方，但其薪酬费用是被审计单位支付的，因此在经济上并不独立。对此结合我国的实际国情分析，企业每一年会缴纳相应的费用，这部分费用会进入到国家管理机构作为审计资金，然后由其为企业聘请事务所对企业进行审计。袁敏（2015）认为应对中概股危机我

国事务所与审计应提对高审计质量的关注。近年来美国 PCAOB、我国注册会计师协会等监管部门一直强调审计质量及其控制框架、审计准则完善的重要性，因此事务所更应从中概股危机中总结吸取经验教训，完善自身质量控制体系，提高执业质量，履行市场的“看门人”的义务。现代化的公司治理离不开注册会计师审计，面对中概股危机，事务所应把工作方向向正确把握被审计单位的财务报表，识别出可能潜在或隐藏的错误及舞弊转化。同时也要时刻关注做空机构的动态以及财经评论等媒体的报道，借鉴做空机构采用的方法来促进审计质量的提高。钱兵兵（2018）研究发现，多数被做空的公司是被境外的中介机构进行包装过的，规模不大，其财务舞弊方式也较为容易识别，但审计师却依旧出具无保留的审计意见。对此事务所的审计费用应根据审计质量进行结算，同时事务所要积极自律并遵守职业规范。门韶娟（2019）认为作为信息披露重要的一环，事务所等中介机构要保持其独立性建立制衡监督机制，提高其责任意识与标准，同时做好尽职调查，以及项目复核。

1.2.3 文献述评

针对中概股公司审计失败的研究，国内外学者的研究主要从 2011 年中概股危机发生后开始。国外学者从中概股被做空和审计失败两个角度进行了研究，国内学者除了研究中概股公司本身存在的不足外还对中概股危机的外部原因进行分析。国外监管体系以及资本市场的运行都较为完善，因此国外学者研究偏于实证研究、量化分析、逻辑回归，对微观问题提出具体解决方式。由于国内制度还并不完善，国内研究者通常从案例分析的角度侧重主观分析具体的当事主体，提出问题进行研究并给出制度上的建议，偏于制度建设及宏观。

然而，无论国内外的学者们都没有对做空行为的每一环节进行剖析，只有在瑞幸事件爆发后，进一步引发了学者们的思考，因此对做空产业链的梳理才较为清晰，也更明确了做空链条中不同参与方的角色。除此之外很少有学者将做空与审计失败结合进行分析。虽然做空与审计失败没有必然的联系，但包括浑水公司在内的很多做空机构其主要目标都是中概股企业，而且做空机构与会计师事务所同为做空链条下的参与方，两者之间也不完全无关。中国市场经济发展较晚但是发展速度很快，在此环境下催生了一批又一批的中概股企业。中概股公司审计失

败受到内外各种因素的影响，在中概股公司普遍受到做空威胁的环境下，本文将做空与审计失败结合，并对比做空机构从会计师事务所以及企业自身两个角度去分析审计失败的原因，并提出相应的防范应对建议。

1.3 研究内容和方法

1.3.1 研究内容

首先，本文对本次研究需要的理论进行了深入的分析，探究了做空、审计等相关名词的概念；其次本次研究以做空辉山乳业事件作为研究对象，分析了被做空公司审计失败的主要情况，以及多种问题产生的主要原因，深入分析了国内会计师事务所审计程序、独立性、职业怀疑等方面原因以及包括辉山乳业在内的中概股企业在信息传递、财务管理、公司内控等方面存在的问题。最后针对会计师事务所以及中概股企业今后发展提出相应的建议。

本文的写作思路及写作结构如下：

第一章：绪论。对本次研究的背景以及目的进行了探究分析，对已有文献进行整理并分析了本文的创新点以及需要解决的根本性问题。

第二章：相关概念和理论。本章主要对于做空相关的概念和理论进行介绍，例如做空的概念、审计失败的概念。然后对梳理与做空相关的理论，主要集中在委托代理理论和 GONE 舞弊理论。

第三章：做空背景下辉山乳业审计失败案例描述。本章首先对国内审计失败的现状进行简单总结然后对辉山乳业审计失败事件的始末进行梳理，重点介绍辉山乳业被做空后到审计失败的过程。

第四章：做空背景下辉山乳业审计案例分析。本章首先对为辉山乳业提供审计服务的事务所进行分析，然后对被审计单位辉山乳业进行分析从而得出其对辉山乳业的审计失败的原因。

第五章：做空背景下防范审计失败的对策建议。本章从做好详尽调查、发挥审计信息与保险价值、保持应有的职业怀疑等角度谈对事务所行业的建议；从提升信息披露质量、诚信经营、做好应对做空预案等方面谈对被做空方辉山乳业的建议。

第六章：结论及启示。总结由辉山乳业被做空以及出现审计失败的事件将对案例本身的研究结果上升到理论层次总结出对各方行业的启示和结论。

本文的研究框架如下：

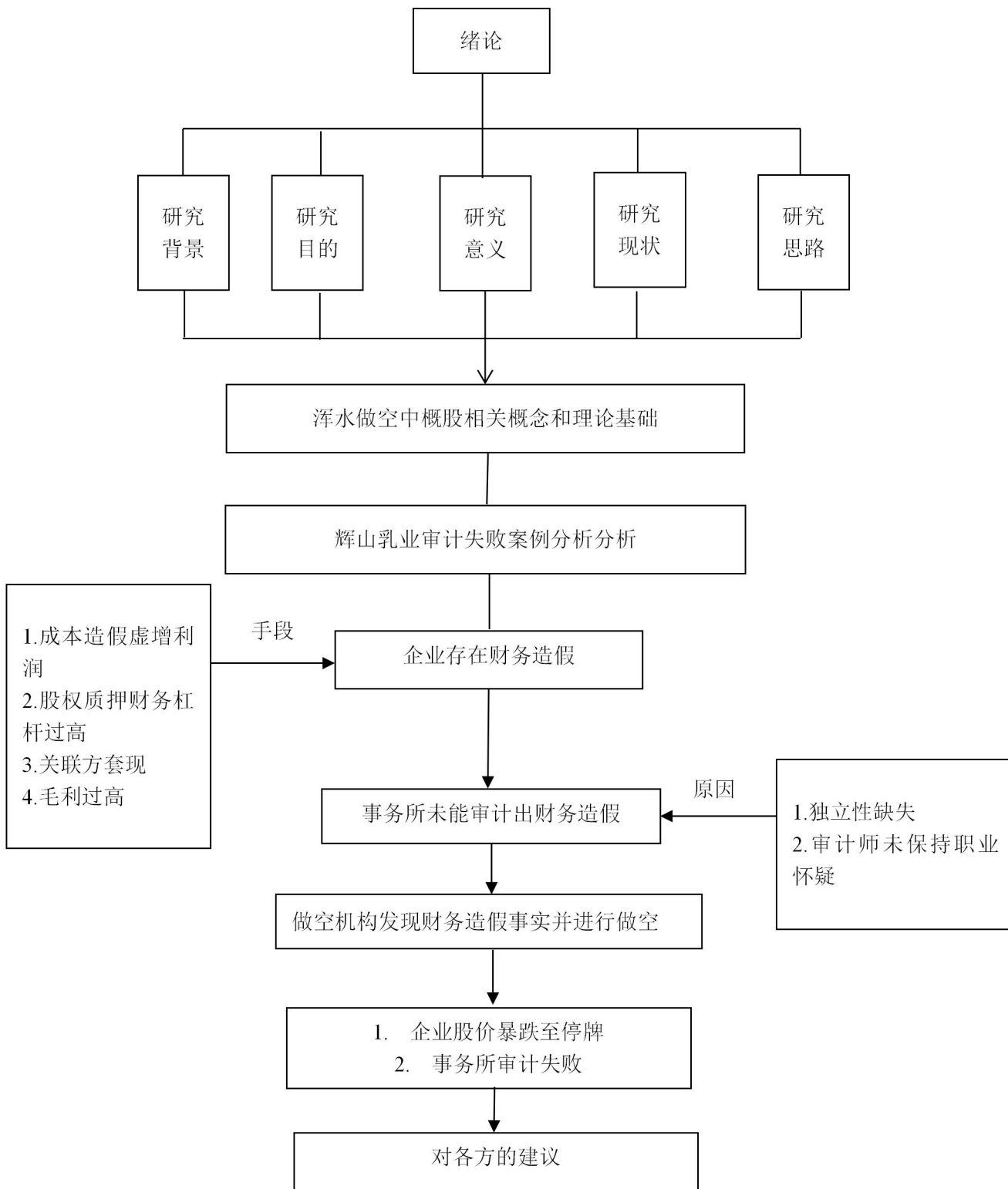


图 1.1 论文思路框架

1.3.2 研究方法

本文采用的研究方法主要有三种：（1）案例分析法，引入实际发生过的真实案例作为研究对象，并结合笔者的专业知识探寻案例之中折射出来的问题，列举真实的研究过程和相关数据信息，从而为本次研究提供必要的事实依据。本次研究探寻了中概股被做空并伴随审计失败的原因，从而分析提高中概股公司质量和审计质量方法从而促进我国资本市场完善发展的角度对浑水公司做空辉山乳业案例进行全面分析。（2）文献分析法，本次研究从实际情况出发，从知网数据库、维普数据库和学校图书馆获取了与本次研究相关的文献，并提取了不同专家学者的理论和观点，并将其作为本次研究的理论基础。（3）规范研究法，本文主要围绕浑水机构做空中概股原因、机制及影响进行规范研究。然后得出针对中概股企业、会计师事务所行业应对措施。

1.4 论文的创新

本文在研究角度方面，就审计失败而言，以往学者的研究点大多从公司财务状况、会计师事务所和境内外监管出发，但他们很少将做空与审计失败结合去分析。本文研究在做空背景下的审计失败，虽然中概股公司的审计失败并不是做空直接导致的，但中概股企业目前普遍面临被做空的威胁，且会计师事务所与做空机构同为做空链条下的参与者，对比做空机构的做法分析事务所出现审计失败的原因更有针对性。通过对做空背景下中概股企业审计失败原因分析能使原本不受大家欢迎的做空机构发挥出“鲶鱼效应”，这为提升我国会计师事务所的审计质量和中概股企业长久发展有借鉴意义。

2 相关概念和理论研究

2.1 相关概念

2.2.1 做空

做空是当前世界范围内较为成熟的资本市场之中常用的机制，其概念是与做多相对而言，指的是投资方在对市场整体或者市场之中某一部分保持着看空的态度，投资人采取的以保护自身权益或者趁机获取利益的方法措施，包含了相应的管理制度和管理行为，这些都是做空的具体内容。从做空形式来看，可以分成主动与被动两种形式，主动形式的做空是投资人发现自己持股在未来的资本运作之中可能出现下跌的情况，通过杠杆的方式从证券公司或者其他中介机构获取对应的股票，并承诺定期归还这些股票，然后将这些获取的股票以高价售出和低价购入的方式赚取差价。而被动性做空则是投资者在发现自己持股的走势不够乐观情况之下，准备撤离资本市场并将股票出售换成货币的过程。做空机构诞生的初期，往往是以独立的形式存在，能够为其他资本市场参与者获取更多的利润，而这也让世界之中一些投资银行、金融机构和事务所看到了获取利润的机会，他们在上市公司存续期之中都会在做空前后充分运用自身的资源获取最大化的利益。相应的公司和事物在整个过程之中往往处于较为被动的状态，造成的结果一般是上市公司被迫退市、破产清算或者诉讼前和解，这也是多方参与者运用信息进行博弈导致的。

2.2.2 信息披露

信息披露也就是指上市企业以定期公示的方式，对于企业运作过程之中的存在的多种财务数据和指标公布的活动，上市公司在披露之中，会将自身的生产经营现状、财务管理状况以及后续的发展方向，而投资者与大众获取公司披露信息一般会以大众媒体或者定期性的公示为主，而从资本运作的角度来看，信息披露对于优化市场管理资源有着较为重要的意义，能够对信息获取有效性加以保障，从而使投资者能够更好的分配自身资金，提升多种资源运用的合理性，而从公司

的角度来看,这种方式也强化了公司、市场与投资者之间的联系。对于投资者来说,这种方式能够让自己明确企业发展之中存在的问题,提前做好资金规划,从而保障投资人的合法权益。中概股海外上市之中存在的信誉问题也对我国所有的海外上市公司鸣响了警钟,提醒这些公司能够明确信息披露的意义,解决不符合实际要求信息存在的问题,从而为企业的可持续发展提供必要的保障。

根据传统的有效市场理论,股价的涨跌是由投资者对于资本信息变化做出的反映,而从信息商品的角度来看,企业必须持续的生产信息和公布信息,才能满足投资人的切实要求,进而使股价能够真实的体现出其应有的价值,提升市场资源配置的合理性。然而从实际情况来看,信息流动性不足的问题一直存在,因此完全且实时的信息披露很难实现的。而从当前的市场运作形式来看,公司的高层人员、投资者、各方面股东也会受到多种信息问题的影响,导致出现逆向选择行为和机会主义行为,这也将对资本市场的运作产生不利影响。提升信息披露的有效性能够解决信息不对称的问题,如果公司的决策者或者大股东通过自身的信息资源优势来获取效益,就将为做空行为的产生提供可乘之机,而强化信息披露的目的也在于提升信息的流动性,减少信息使用之中可能出现的问题,从而使资本运作有效性得到提升。

2.2.3 审计失败

秦荣生(1999)提出,审计失败问题是指在针对公司财务报表上存在的问题,审计人员没有提出解决意见或者提出了错误的意见。结合实际情况,我们可以看到审计人员在相关工作开展之中没有遵循对应的准则,是多种问题产生的根本原因,这一点也在我国专家学者之中达成了共识。刘明辉(2006)则指出,审计失败的主要原因在于相关工作人员在审计流程之中没有严格遵循审计要求,在公司相关信息存在着瞒报、漏报和错报的问题上,提出了一些不合理且无保留的建议。这种观点更加全面,内涵也更加丰富,包含了对前人研究成果的总结,同时也对相关理论进行优化。

因此可从以下几个方面来概括审计失败内涵:1. 是否符合审计准则规定。其核心在于审计人员给出了错误的审计建议,也就是说是否遵循审计准则是界定审计失败主要标准。2. 与被审单位的经营状况是否关联。企事业单位的管理人员

是经营问题的主体负责人,而相关单位在出现经营失败问题时,相应的审计人员是否遵循了对应的准则,充分发挥自身职责则是判定审计失败的主要方法。3.从理论角度来看,审计人员的审计行为存在的瑕疵也是导致审计失败的根本原因。审计失败的形式包含了被审计单位的报表是真实合理的,然而审计人员在工作流程之中因为自身职业能力不足,导致其出现了否认报表有效性的意见,然而这种情况作为可能导致审计单位陷入不利境地的敏感因素,在实践之中往往会得到更加迅速的纠正。

2.3.4 职业怀疑

《中国注册会计师审计准则第 1101 号——注册会计师的总体目标和审计工作的基本要求》中指出审计师在计划和实施审计程序时要时刻保持职业怀疑,以便识别出潜在的导致财务报表发生重大错报的情形。审计师的职业怀疑是影响审计失败和审计质量的重要因素之一,更是审计人员应具备的职业素养。Quadackers (2009) 在已有的职业怀疑模型基础上提出更完善的审计职业怀疑模型,此模型由怀疑特征、客户风险和怀疑的判断决策三个部分组成,并指出审计师的职业怀疑受执业人员的性格特征和环境因素共同的影响。其中怀疑特征是指审计师的性格特征,是影响职业怀疑的第一个因素,主要包括人际信任、闭合需要、控制点和职业怀疑四个维度;在此基础上,客户风险即控制环境和特定任务的经验都会对审计师的职业怀疑产生影响。Quadackers 将管理层解释正确的可能性、舞弊的可能性、偏误解释的数量等作为怀疑判断的决策点。

由此可见,职业怀疑是审计师进行审计工作时的一种态度,本质上要求审计师进行审计工作时始终保持一种怀疑的态度,包括怀疑的思维方式、对舞弊行为而导致错报的现象保持警惕以及对审计证据和审计环境进行仔细评价。保持职业怀疑有助于审计师客观地评价被审单位的管理层和收集到的审计证据,并针对可能存在的重大错报合理确定重要性水平执行实质性审计程序来判断报表层的认定。以下图 2.1 为职业怀疑与审计失败的关系图:

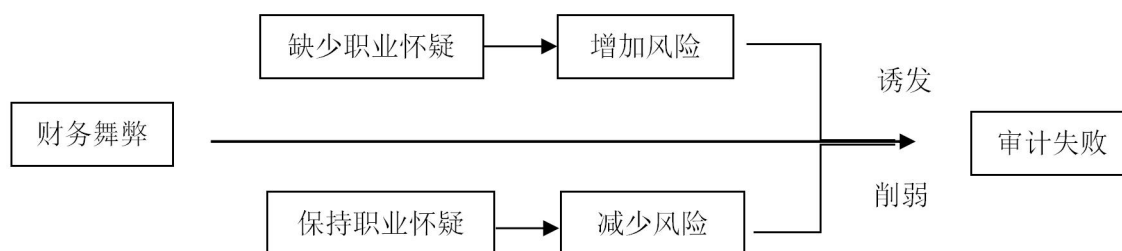


图 2.1 职业怀疑与审计失败关系图

2.2 相关理论

2.2.1 委托代理理论

这一理论构建于非对称信息博弈理论之上。非对称信息 (asymmetric information) 也就是说在信息传递的过程之中, 有一部分人可能会掌握大部分人所无法掌握的信息, 而这种情况可以分为时间和内容两个维度前者包含了签约活动开展之前和签约活动开展之后两种情况, 相应的形式统称为事前和事后的非对称信息模式。而从内容的角度来看, 非对称信息涵盖了参与者的活动情况, 这种情况也被定义为隐藏活动行为, 除此之外也有些参与者会刻意的隐藏相应的信息, 而针对这种情况进行研究的模型也被称为隐藏信息模型。

在委托代理之中提出了这种概念诞生于企业发展规模提升, 生产力水平更加先进的基础之上, 而生产力的全面发展也让分工趋于精细化, 而过去行使权利的人在这种情况下无法更好的行使权利, 除此之外, 更加专业化的分工也让一部分专业水平较高的人成为了代理人, 他们可以更好的完成被委托的任务。然而从本质上来看, 委托人和代理人的目标和需求都有差异存在, 委托人更期望获取更多的经济利益, 而代理人则希望用最少的付出换回最大的财富回报, 这也将导致二者的利益产生一定的矛盾。

在当前情况下, 委托代理已经成为了社会之中广泛存在的现象, 在多个行业与领域之中得到了较为普遍的影响。如在本文案例中, 杨凯作为辉山乳业最大的股东利用股权优势将公司资产私有化使用, 决策人员为了打造良好的品牌效益没有对公司的全部信息加以真实披露, 而在不对称的信息之下也导致公司股价的不断提升。在代理关系之中, 审计的双重效应将会导致外部审计成为委托者与代理

者交流沟通的重要桥梁，它对管理层提供调查角色，对委托人提供认证角色。毕马威事务所就没有发挥出外部审计的正向作用甚至出现公司管理层同流合污一边进行财务造假一边出具无保留审计意见报告最终导致审计失败的情况。

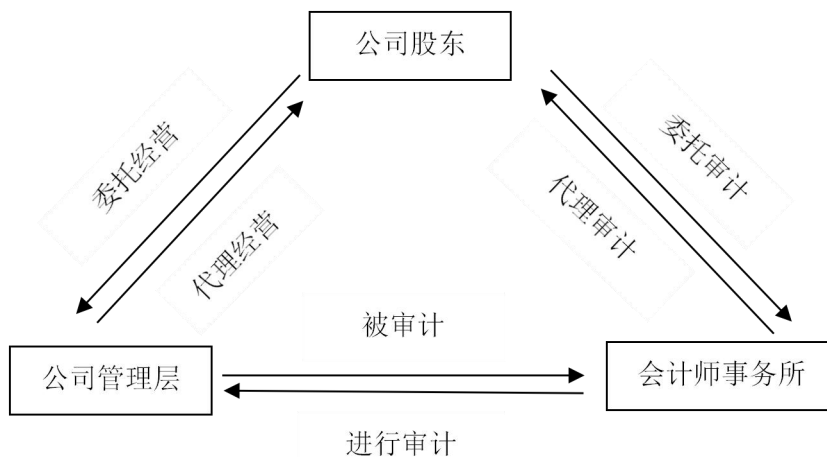


图 2.2 委托代理关系图

2.2.2 GONE 舞弊理论

“GONE”理论是由泊洛格 1993 年提出的，这种理论之下，财务舞弊由贪婪、机会、需要以及暴露四个因素组成，其英文首字母也分别对应的 GONE。这四种情况也囊括了所有财务舞弊问题所有的产生原因。这个理论对舞弊情况产生的主要原因进行了总结，认为相应的人员在较为贪婪、渴求财务并有着充分的机会且自身主观认为没有暴露的风险，那么他就一定会开展财务舞弊行为。在理论之中，前二者是由行为主体的主观意愿决定的，而后二者则是与外部环境存在着紧密的联系，从这方面来看，这种理论与二因素理论存在着相似的地方。而相比于三因素理论，四因素理论也将舞弊的动因精细化，将个人的主观意愿进行诠释，并对于后续可能暴露的风险造成的影响进行了分析，同时也提出了被发现后可能面临怎样的惩罚也将成为舞弊者权衡利弊的主要因素，如下图 2.2 所示：

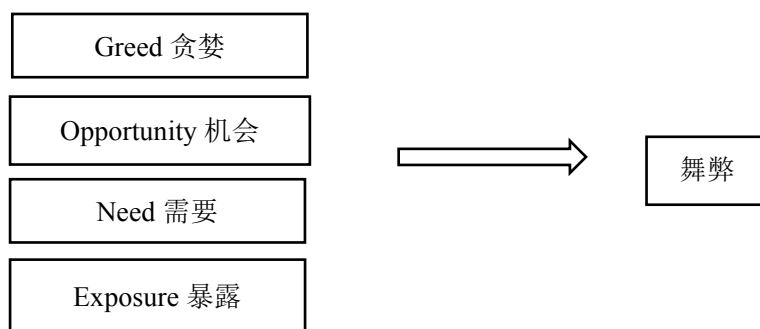


图 2.3 舞弊 GONE 理论关系图

“贪婪”这个因子在发展过程之中含义也得到了变化，这个因子具体是指道德水平相对较低的人，从财务舞弊的角度来看，道德是舞弊主体的心理活动情况，在舞弊现象产生与过程之中，将对其行为产生较为深远的影响。贪婪表现出的是行为主体自身的心理活动，是对相应事物的心理价值衡量过程，对于符合自身价值观念的行为就积极的实现，对于与自身价值观念不符的行为加以否决，舞弊者在道德意识上往往存在着一些不良的价值观念，他们在分析问题和判断问题时，会以自己的主观臆断为自己的舞弊行为找到借口，从而使会计舞弊这种行为与其价值观念相符。辉山乳业在 2013 年成功上市后经过发展至 2016 年，其董事长杨凯的个人资产达到 260 亿，在胡润富豪榜排名 66 位，为了其自身资产增值公司股价必须稳定财务指标必须“漂亮”。机会这个因子也会潜藏在舞弊人员在企业之中，与企业之中掌握的权力有着直接的关联性，权利越大，能够调度的人力资源和物力资源越多，信息优势和工作权限越高，都将导致其行为无法得到有效的监督和控制，这也将使其有机会通过会计舞弊的方式获取对应的利益。辉山乳业股权结构很不合理内部控制执行无效，虽然表面上是一家外资企业是辉山乳业的最大股东，但是杨凯却拥有了这家公司 90% 以上的股份，可以说杨凯在公司之中有着绝对的话语权，这也为会计舞弊行为的产生创造了有利的条件。

“需要”因子为会计舞弊行为最为根本的动因，需要“需要”与“贪婪”都与个体有关，是个人的需求，当产生了不正确的动机时在其他几个因子的作用下很容易产生舞弊。辉山乳业虽然在辽宁市场占有率较高，但随之其市场范围扩张业务范围变广，其资金需求量不断加大，因此需要通过虚增利润来维持股价和企业形象。

“暴露”因子则涉及到了两方面内容：(1) 会计舞弊的过程被发现的可能性以及被曝光的可能性；(2) 对这种行为的惩罚措施。舞弊行为本身具有一定的欺骗性，会通过多种方式演示会计舞弊行为的发生过程，而其他人发现会计舞弊行为的可能性将会对舞弊人员是否开展舞弊活动产生决定性的影响。配套的乘法措施也将对舞弊人员的判断和决策造成影响，能够达到震慑舞弊人员的目的，而在辉山乳业的会计披露之中存在着交易披露不完全的问题，很多交易内容被刻意的隐藏，这也大大减少舞弊问题暴露的可能性。

3 做空背景下辉山乳业审计失败案例描述

3.1 会计师事务所审计失败现状

研究审计失败案例，必不可少，本次研究根据审计失败的实际情况，获取了证监会于 2001 年到 2020 年的处罚信息，并结合审计失败的数量及其趋势、审计失败处罚金额、主要的财务舞弊手段几方面对审计失败现状进行分析。本次研究根据证监会审计失败的处罚情况深入分析了审计失败的根本原因以及实际情况，从公开的角度获取了证监会的相关信息，而这些处罚信息往往都是我国经济学专家在详细的研讨之下，有着足够的依据后才进行公示的，更有说服力及可靠性和权威性。

3.1.1 审计失败数量及趋势

在下表之中整理了 2001 年到 2020 年证监会对于出现审计失败的事务所进行处罚的公示情况，并以年为单位，对每一年度被处罚的事务所和审计师数量的实际情况进行了罗列。从表中我们可以看到，我国出现审计失败并被处罚的事务所以及审计师数量处于逐渐增长的状态并且到了 2017 年达到了峰值，受到处罚的事务所高达 9 个，受到处分的注册会计师也达到了 22 人。

表 3.1 2001-2020 被处罚事务所数量 单位：个（人）

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
事务所	7	4	5	5	3	2	4	6	5	3
审计师	18	13	10	12	7	4	8	15	13	5
年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
事务所	2	2	4	4	1	6	9	5	3	2
审计师	5	6	8	15	2	14	22	12	7	4

资料来源：证监会处罚公告

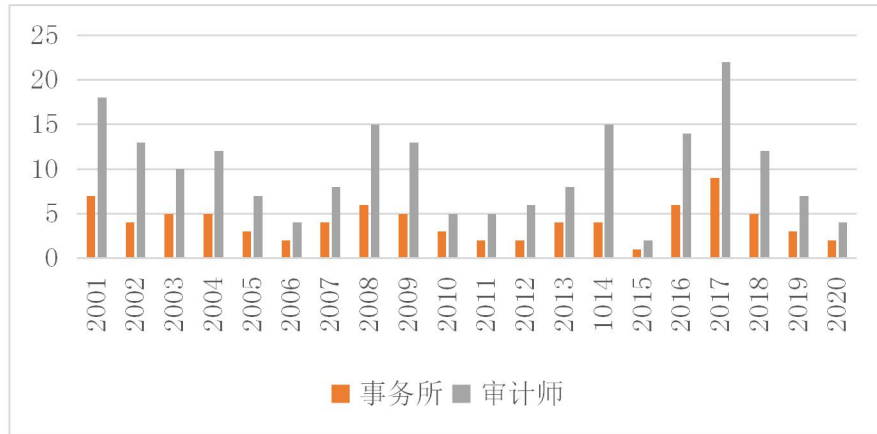


图 3.1 2001-2020 被处罚事务所数量变化图

此外，经过研究发现审计失败存在数量较集中的情况，即少数事务所出现审计失败占总审计失败案例一半以上，大部分事务所在此 20 年期间都是只出现一次或几次审计失败。比如利安达会计师事务所被处罚 8 次、而大信事务所、瑞华事务所、立信事务所、京都事务所以及兴华事务所被惩罚的次数分别为 5 次、4 次、5 次、4 次和 4 次，而且 2019 年被证监会查出四个审计失败案例，众华会计师事务所出现的审计失败就达到了两次。由此可见少数一部分事务所产生的审计是失败案例占大部分，进而可推断出审计失败的出现并非偶然而是与会计师事务所以及审计师有关的。

3.1.2 审计失败处罚金额

表 3.2 证监会对审计失败事务所处罚金额情况

金额	事务所数量	占比
0-50 万元	29	40.28%
50-100 万元	21	29.17%
100-150 万元	8	11.11%
150-200 万元	5	2.78%
200-250 万元	3	4.17%
250-300 万元	6	8.33%
300-350 万元	72	100%

资料来源：证监会处罚公告

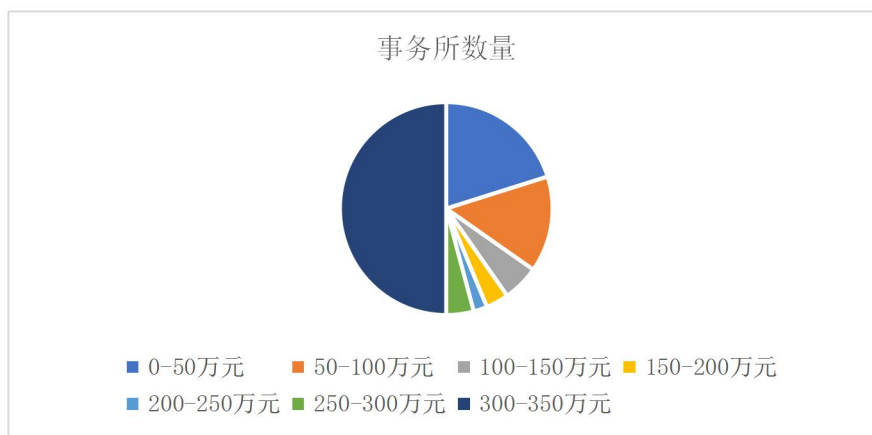


图 3.2 事务所罚款金额占比情况图

通过上表我们可以看到，证监会在处罚审计失败问题时，处罚金额往往在 0 到 100 万人民币之间，而受到对应处罚的事务所为 29 个，占据了 40.28% 的比例，50 万元到 100 万元的事务所为 21 个，占据的比例为 29.17%。除此之外，还有受到 100 万人民币到 150 万人民币处罚的事务所，数量为 8 个，占据的比例为 1.11%。从这 20 年的数据情况来看，所有被处罚的事务所为 72 个，而通过上述分析我们也可以看到，证监会的一般惩罚区间为 0 到 100 万人民币，这个费用为审计费用的 1 倍到 3 倍之间，而证监会处罚事务所较少出现超过 300 万人民币的情况。而从事务所总体收入来看，0 到 100 万人民币的处罚区间较为狭窄，违法的成本相对较低，这也助长了审计人员的嚣张气焰。虽然证监会的监管能力较强，监管力度较高，且没有出现过姑息审计失败问题的情况，这也是证监会在审计失败问题上保持的一贯原则。从总体上来看，设置的处罚金额相对较低，这也是事务所审计失败案例不断提升的根本原因，在这里证监会应该通过加大处罚力度的方式来控制审计失败的数量。

3.1.3 被审单位主要舞弊方式

在会计舞弊之中，最主要的形式为虚增和虚减利润，其他形式则是以不及时披露信息，没有结合对应的要求对资产变更情况信息加以披露。除此之外，证监会处罚之中，企业通过减少成本、减少负债、违规借款、提升自身信誉度和增加现金流量的违规问题占比较低。企业舞弊的根本原因在于信息披露的情况与实际生产经营情况严重不符，存在和虚增和虚减利润的情况。例如 2019 年发生的

4 件审计失败的案例,相关企业都存在着虚假提升收入的问题。新绿股份以捏造与收入相关的资金流入形式,对当期的营销收入进行了篡改,导致其营业收入虚增到了 72507.43 万元,同时在 2015 年虚增了对应的存款额度为 5380.91 万元;而五洋建设集团则以工程建设项目款项舞弊的方式,虚报应收应付款项,这也使其在 2012 年到 2014 年虚增利润分别不少于 3052.27 万元、6492.71 万元、15505.47 万元;圣莱达企业在 2015 年捏造了不存在的业务,并编造了这些业务对应的收入,这也让其当期财务报表呈现出盈利的状态;2015 年雅百特虚增营业收入 20182.5 万元同时虚增当期营业利润 14967.52 万元。这也就需要相应的注册会计师应该针对这几种情况做出针对性的审计策略,相应的事务所也应该对审计人员开展有针对性的培训机制,从而使旗下注册会计师的专业水平得到提升,确保审计失败案件数量得到有效控制。

3.2 案例主要涉及方

3.2.1 浑水公司介绍

“浑水”是一家较为著名的做空公司,主要的做空目标就是中概股企业。卡尔森布洛克是浑水公司的创办者,根据“浑水摸鱼”一词为其公司命名,也就是说这位创始人本人认为在美国上市的中国企业往往都存在着弄虚作假的问题。浑水公司,其本质在于通过做空股价获取高额的利益,主要的形式是以攻击上市企业为主,因此其在发展过程之中不会大张旗鼓的出现在人们面前,往往会保持较为低调的事态。

浑水公司成立于 2010 年,其成立的目的是希望能够在美国资本市场之中找到那些弄虚作假的中国企业。浑水公司在发布的信息之中一直强调自己是盈利性机构,会为投资人提供产品和对应的服务,同时也会对相关公司进行全面的调研。在北美的资本市场之中,浑水公司也因为调研和披露了中国一些企业的财务舞弊问题而受到越来越多人的广泛关注,这个公司的核心管理成员一直处于中国地区。

浑水公司并没有在自己的网站之中写明公司的位置信息以及联系方式,而公司在香港办事处则注册于九龙尖沙咀。这个办事处成立于 2010 年中旬,其创办

人员的登记住址在上海洛川中路。根据知情人士透露，这位神秘的创办者之前做过物流相关的企业，然而因为种种阻碍导致其没有在物流领域获取成功，而在利益的驱使之下，他也投入了做空中概股的工作，尤其是在浑水公司成功完成了多家企业的做空，也让浑水公司在世界范围之内受到了较为广泛的关注。

表 3.3 被浑水公司做空过的企业表

	公司	时间	公司	时间
中概股公司	欢聚时代	2020.11	网秦移动	2013.10
	跟谁学	2020.05	新东方	2012.07
	爱奇艺	2020.04	傅氏国际	2012.04
	瑞幸咖啡	2020.02	分众传媒	2011.11
	安踏	2019.07	展讯通信	2011.06
	学而思	2018.07	嘉汉林业	2011.06
	圣盈信	2017.12	多元环球水务	2011.04
	敏华控股	2017.06	中国高速频道	2011.02
	辉山乳业	2016.12	绿诺科技	2010.11
	来宝集团	2015.04	东方纸业	2010.06
	奇峰国际	2014.11		
合计：21 占比 51.22%				
非中概股公司	MultiPlan Crop	2020.11	OSISystems, Inc.	2018.01
	Nano-X Imaging Ltd	2020.09	Prothena Corp PLC	2017.06
	eHealth Inc.	2020.06	Asanko Gold Inc.	2017.06
	Burford Capital Ltd	2019.08	St.Jude Medical, Inc.	2017.01
	NMC Health plc	2020.02	Nidec Corp.	2016.08
	Peti Dream Inc	2019.11	Ströer SE&Co. KGaA	2016.04
	Groupe Casino	2019.05	Telia Sonera AB	2015.10
	Guichard-Perrachon SA	2016.03		
	Inogen, Inc.	2019.02	Bolloré S.A	2015.02
	Manulife Financial Corporation	2018.10	American Tower Corporation	2013.09
IQE plc	2018.02	Olam International Limited	2012.11	
合计：20 占比 48.78%				

资料来源：浑水公司官网

从被浑水公司做空过的企业来看,可以看出浑水公司主要的做空对象还是中概股企业,从2010年至2020年,其主要业务对象就是中概股公司,业务规模在50%以上。浑水公司在其官网中介绍自己是实地免费发表投资研究报告的先驱,能够揭开事务所、审计师及腐败企业管理层的迷雾,并自豪于能够评价一家公司的真正价值,看穿管理层不够透明的操作,还介绍其研究方法就是结合不同的人才。浑水公司称其主要发布三方面的信息,包含了商务欺诈、财务舞弊和根本问题,商务欺诈的核心在于调研收入存在着虚报的发行者,财务舞弊则是调查以欺骗的方式虚增利润与业务的企业,根本问题则是探讨一些透明性不足的公司运行之中存在的没有被发现的问题。

3.2.2 辉山乳业介绍

中国辉山乳业控股有限公司(06863.HK)是以乳制品的生产销售为核心业务的中国公司。公司及其子公司通过三大分部运营。液态奶产品生产部门从事生产及销售巴氏奶、超高温处理奶、酸奶以及乳饮料业务。该公司在我国乳制品行业的影响力较大,发展能力较强,公司的垂直整合度较高,与其他专注于乳制品产业链单一领域的乳制品生产销售企业不同,该公司的业务流程能够将整个乳制品行业覆盖,遵循的是全产业链的发展原则,在确保原材料安全的基础上,引入了更加先进的设备和技术,确保乳制品生产的各个环节得到全面的整合,从而最大程度的获取上游和下游产业价值,这也是辉山乳业能够成为乳制品行业最高盈利水平的关键所在。

2016年,浑水公司公示了针对辉山企业的调研报告,并导致辉山企业股价呈现出断崖式下跌的情况,整体资金缩水了300亿港元。做空报告的发布使辉山乳业的一系列财务问题浮出水面,报告称辉山乳业是骗子公司价值为零。然而毕马威事务所审计报告却显示公司没有任何问题,这也昭示了事务所审计的失败。事件爆发后,辉山乳业暂停交易,尽管期间曾要复牌,但最终依旧未能逃过退市的命运。

在经历了三年多的动荡之后,辉山乳业终于迎来新生。2020年11月11日越秀风行正式重组辉山乳业,而越秀集团提供的重组方案也受到了辉山乳业大部分债权人的认可,这个方案也在当地的法院裁定之下具备法律效力。虽然说辉山企

业的重组之路并不顺畅，但是在 2020 年 9 月，越秀企业与新乳业公司都提交了针对该公司的重组方案，最终债权人同意了越秀集团的重组方案。

3.3 辉山乳业审计失败过程

3.3.1 发出做空报告

2016 年年末，浑水公司针对辉山企业发布了两条调研公告，认为辉山企业的股权管理存在着严重的问题，认为这家企业的资本运作过程本身就是一个骗局，并认为企业的股价马上就要进入到崩盘状态。在其第一份调研报告之中指出，其调研工作者已经走访了辉山乳业超过几个月，并对其中 35 个奶牛点和 5 个设备设施生产点进行了全面的调研，甚至对辉山乳业旗下正在修建的场所和已经进入到修建阶段的生产基地进行了调研。浑水公司在调查研究之中公示了调研人员的身份，其中存在着三名乳制品专业人员，有两名人员在中国乳制品管理和畜牧业之中有着较为丰富的经验。浑水公司在报告之中提出，调研过程之中通过无人机以及调查研究的方式，对多个省份的乳制品原料供应商进行了分析，这也是调研可信度的主要提现方式。在报告之中浑水公司针对辉山乳业的实际情况提出了以下问题：虚构出虚假的业务流程；虚增自身利润；通过资本支出的形式编造报表欺诈消费者，董事长存在着长期挪用公司资金的问题。而从这份调研报告来看，就算辉山乳业没有财务造假的嫌疑，然而其较高的财务杠杆以及较差的商业信誉，再加上 2016 年辉山乳业仅仅公示了一份持续经营方面的资质证明报告，这些都宣示着辉山乳业的资本运作进入了岌岌可危的地步。

这份公告一出，辉山乳业的股价立刻进入到断崖式下跌状态，总体股价从 2.81 港元每股跌落到 0.25 港元每股，总体跌落幅度高达 90%以上，甚至在午市收盘之后，跌落幅度依然达到了 85%。而浑水公司接下来发布的公告之中指出，辉山乳业的董事长挪用了超过 30 亿元人民币的上市公司资金，用于投入到房地产领域，这些资金无法得到回收，而在中国银行的审计报告之中，也指出辉山乳业大量的单据都是不合法的。

而辉山企业也对这种情况进行了回应，并指出杨凯并不存在着挪用资金和单据造假的问题，同时企业也提出中国银行并没有对辉山企业进行相应的审查，

也没有存在着单据造假问题和挪用资金问题，而浑水公司公开披露的相关调研信息存在着资料造假的情况，甚至对于浑水公司的每一条质疑都进行了回应，提出辉山乳业没有任何财务舞弊的现象，如果浑水公司不撤销这些公告，辉山乳业将通过合法手段维护自身合法权益。在相关公司复牌之后的第一天，浑水公司抓住时机发布了第二份报告，认定辉山企业存在着营销收入虚假、利润造假的问题，且提出造假金额较高的问题，而辉山乳业也不得不对这份调查报告进行全面的澄清。下图 3.3 是做空链条中做空机构、中概股公司以及事务所的关系框架：

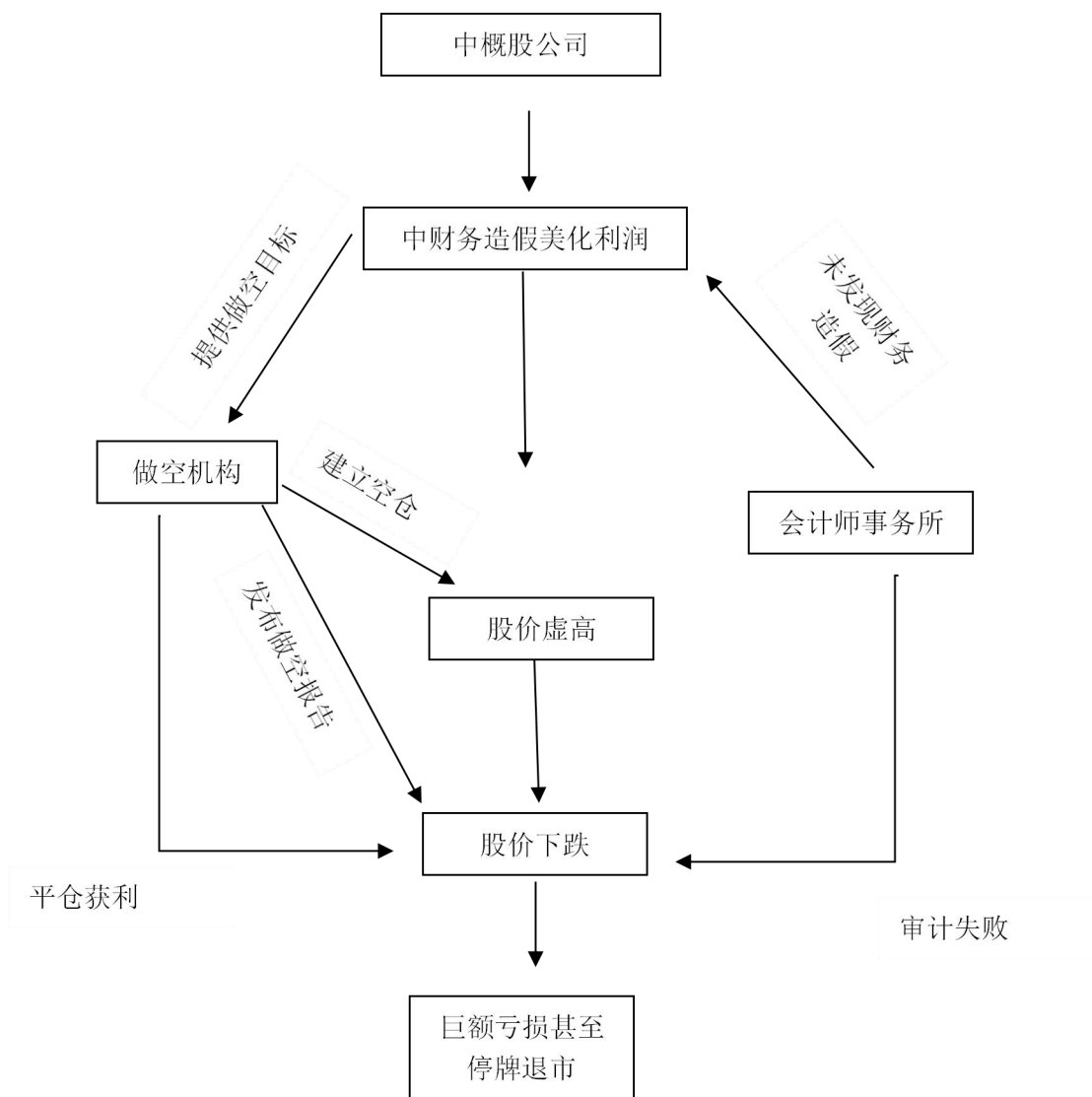


图 3.3 做空链条框架图

3.3.2 财务舞弊及股价下跌

在浑水公司针对辉山的第二份调查公示之中，列举了相应的证据，认定辉山乳业存在着财务舞弊、利润率虚报、业务流程和销售信息造假的问题，然而从股价上来看，第二份报告并没有取得相应的效果，辉山乳业股价的涨幅在 2% 左右。浑水公司认为辉山乳业收入方面存在着虚报的问题，并对辉山乳业销售成本进行了核算，计算了其成本之中占比最高的 4 家实体企业的增值税，并与企业公示的销售信息进行相减，在一系列计算之后，浑水公司提出辉山乳业真实财务信息将比披露的财务信息小 29.4%，而据此浑水公司已经认定辉山乳业存在着销售信息造假的问题。

辉山公司在 2014 年的信息披露之中提出，2014 该公司奶牛的单产在 9 吨以上，而浑水公司通过无人机在对其厂区进行调研和取证时，却发现辉山乳业的农场设备设施不够完善，卫生环境较差，设计存在着天然的缺陷，施工流程也存在着对应的问题，无法达到信息披露之中提出的高奶牛产量的要求，而这也是浑水公司认定辉山乳业奶牛产量造假的主要原因。除此之外，浑水公司在报告之中也指出，根据对辉山乳业的电子商务数据调研情况来看，当前乳制品进入电子商务领域之后，互联网领域的乳制品销售量并没有全面提升，而辉山企业的财务数据之中，互联网产品销售额增长率全面超过了蒙牛和伊利这两个中国乳制品企业，因此认定辉山企业存在着市场表现造假的问题。下图 3.4、3.5 为辉山乳业股价变化图。



图 3.4 辉山乳业股价图



图 3.5 辉山乳业股价图

从上图可看出辉山乳业 2017 年 3 月 24 日股价暴跌情况：开盘价为 2.95（-1.99%）港元，最高价为 3.00（0.33%）港元，最低价为 0.25（91.69%）港元，收盘价为 0.42（86.05%）港元，仅此一日股价骤跌 86.05%。

3.3.3 独立性被质疑及审计失败

尽管辉山乳业对浑水公司发布的两份做空调查都进行了澄清，然而依然无法扭转股价暴跌的局面，这样也证实了辉山乳业确实存在财务舞弊的行为。有相关报道介绍，辉山乳业股价暴跌的根本原因在于公司的股东挪用了大量的资金并注入到房地产投资领域，而这部分资金无法实现回收，最终被银行管理部门披露出来。而浑水公司在调研之中，也认为企业存在着严重的造假行为，包含业务流程、原材料生产、市场价格和资金管理都与实际情况不符，而在浑水机构出具调查报告之后，很多银行也针对辉山乳业进行了审计，最终中国银行发布了公告，该公司的很多单据都是不合法的，但辉山乳业公司 2014 年、2015 年、2016 年的审计工作都是由毕马威审计人员进行的，同时提出了无保留意见的审计成果。

辉山乳业一直在报表之中强调自己苜蓿的生产能够达到自身的使用要求，而在 2015 年的年报 PPT 之中也强调了这一说法。然而浑水公司则提出，根据调研来看，辉山通过第三方机构购入了大量的苜蓿，因此辉山乳业的利润存在着过于夸大的问题。而根据辉山乳业的回应来看，企业完全不需要从第三方获取苜蓿，

也不需要通过长途运输的方式运输苜蓿，这也是辉山财务报告之中利润率较高的主要原因。在其 IPO 股权说明之中，辉山企业指出，自己公司生产苜蓿的成本为 70 美元每吨，而进口产品的成本高达 400 美元每吨，这也成为了辉山乳业物流运输优势和成本优势所在。辉山乳业从短供应链的角度提出，苜蓿养殖与奶牛饲料生产以及奶牛厂的位置较为接近，这种情况能够改善饲料之中蛋白质流失的问题，解决了长途运输和处理过程之中养分消耗的问题，而从浑水公司的角度来看，辉山乳业公布的苜蓿数据能够节省 0.83 亿到 1.1 亿人民币的成本，每吨节省的成本在 600 元到 800 元人民币之间。

辉山乳业在信息披露上设置了苜蓿产量的相关项目，而从 2013 年到 2016 年的财务数据来看，苜蓿的收益占比是辉山乳业总体税前收益的 19%，从 2011 年到 2013 年的财务数据信息来看，这种低成本的运作模式也让乳品销售的利润率提升到了 59.8%。在 2013 年，国际大型的投资银行认为，辉山苜蓿种植模式能够为整个奶牛养殖行业贡献 EBITDA 22%，而浑水公司在调查过程中发现辉山乳业一直是安德森苜蓿供应公司的主要客户。从实际情况来看，安德森苜蓿供应的数量超过了辉山企业 2014 年公示的苜蓿产量的 50%，而且相关企业的中方代理也承认辉山企业有着三年以上的购买历史。辉山乳业也会同国内苜蓿厂家购买原材料，一家黑龙江的苜蓿供应商指出，他们已经连续不断为辉山供应苜蓿和牧草高达数年之久，并与辉山的营销部门保持着较为良好的合作关系。对此矛盾的情况毕马威事务所并没有做任何关注，依旧给出无保留审计意见报告。辉山乳业在 2017 年 3 月 24 日当日就进入了短暂停牌状态，一直到 2019 年年末，该企业正式宣布退市。直至 2017 年 7 月 21 日辉山乳业发出公告称将聘请德勤为独立的第三方鉴证审计师，对其 2016 年 10 月至 2017 年 3 月期间公司银行存款账户、公司交易以及担保进行鉴证调查，以证实其现金状况，加之浑水公司的调研报告揭示了辉山集团确实财务造假的问题，也意味着毕马威事务所的审计失败。

4 做空背景下辉山乳业审计失败成因分析

4.1 会计师事务所分析

4.1.1 了解被审计单位及其环境分析

在我国注册会计师审计准则之中提出，注册会计师在审计期间必须持续不断的了解被审计对象的实际情况，探究审计之中可能存在的问题，防止出现对于财务报表实际情况误判的问题，同时也要对相关的审计程序进行科学合理的设计，以避免错报。

毕马威在 2014-2016 年连续三年担任辉山乳业的审计师，获取了 600 万人民币以上的审计费用，而作为审计工作者，也应该要求辉山乳业对多项审计流程加以配合，并对各个部门的多层员工展开访谈活动，从而了解到公司账簿设置情况、原始单据管理情况、银行合作关系情况、供销管理以及市场表现情况，而相应的事务所连续三年没有发现公司存在的问题，并未像浑水开展详细的外围实地调查与测算。浑水仔细阅读与对比了辉山乳业三年间公开披露的信息，找出了其中存在的前后矛盾之处。以此为方向，进一步与政府人员、员工、管理层、供应商、客户进行实地走访调查，从而找到数据理由作为判断其造假的依据。在方法上并未使用审计准则以外的方法，只是最简单但是最有效的方法。例如图 4.1，浑水公司以无人机的方式拍摄了辉山饲养基地的照片，从照片之中可以看到，当地的设施较为简陋，而在调查的 35 个养牛场之中甚至还存在着两个没有任何建设规划迹象的生产基地。

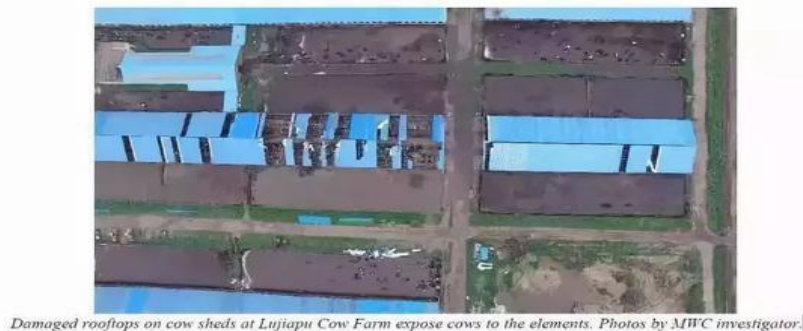


图 4.1 浑水拍摄辉山乳业养牛基地照片

对比可见，在了解被审计单位及其环境方面，浑水更多的使用调研，偶尔还会使用一些比如冒充潜在客户获得被访谈人的信任这些特殊的方式。而毕马威把更多的精力投入到坐在办公室进行机械化的数据处理，不能实现充分了解被审计单位及其环境的目的。

4.1.2 事务所独立性分析

审计人员必须遵循审计准则，以严格的职业操守要求自己，应该保持客观形式与精神实质上的双重独立性。其中，如果存在“旋转门”现象，即之前事务所审计人员转变为被审计单位的高管，极大的影响注册会计师的独立性。安然的CFO就来自安达信会计师事务所，最终造成了一起轰动的财务舞弊事件，美国甚至特意颁发了萨班斯法案，并组建了会计监察委员会。可能影响审计师职业道德的因素有以下几点：自身利益、自我评价、过度推介、密切关系及外在压力五个因素，其中密切关系包括了客户的董事及管理层等能对业务对象有重大影响的员工最近曾经是事务所的合伙人。

在辉山乳业的案件之中，我们可以看到较为严重的问题，会影响审计师的独立性。从时间顺序的角度来看，公司的总秘书之前任职融资主管，他是在2011年年末从毕马威公司离职的，并直接加入辉山乳业。独立非执行董事萧强伟，于2013年加入辉山乳业，此前1979-2002年一直任职于毕马威事务所，其职务最高为华北地区的合伙人，除此之外，另一位独立董事在2015年入驻辉山企业，而在2014年他在毕马威担任北京地区高级合伙人。辉山乳业的CEO由2017年入职公司，此前任职于毕马威公司，是沈阳地区的高级合伙人。

可见，从2011年开始，到2017年将近六年时间内，毕马威中的四位职员，跳槽到辉山乳业，进入管理层。尤其是在毕马威已经做到合伙人以及高级合伙人的三位高管，担任要职。在这种情况下，辉山乳业与毕马威事务所存在着过于亲密的关系，“旋转门”现象严重，直接影响审计师的职业道德和独立性，但是辉山乳业并没有考虑更换事务所，而是继续聘用毕马威作为其审计师，导致现有高管与审计师是前同事的关系，并支付高昂的审计费。很有可能对审计业务施加重大影响，是造成审计失败的一大因素，严重影响事务所的独立性。

4.1.3 审计师职业怀疑情况分析

在形式与实质上保持独立性的基础上,《中国注册会计师鉴证业务基本准则》对于审计人员提出了要时刻保持警惕,对任何数据以谨慎和质疑的态度加以分析,并以更高的逻辑性去获取直接或者间接的证据,提升证据的有效性,即使被审计对象有着详实的文件和资料,也要对这些文件资料的可靠性表示怀疑。秉持质疑的理念,以批判和质疑的精神去寻求事物的真实情况。

2014年-2016年,在毕马威担任审计师的三年中,辉山乳业的利润表最值得关注的的项目营收实现了大幅增长,高于同行业竞争对手。从收入确认的两大要素:单价与销售数量看,2014年与2015年辉山乳业的奶产品涨价显著,产量高于全国同行业平均水平。

对于产品售价,审计师完全可以借助各大电商平台查询同类同品质同规格产品售价,判断辉山乳业用于确认收入的产品价格是否在合理区间。辉山乳业2016年年报中称公司大力拓展了互联网线上销售业务,但从各大电商平台的数据可以看出,辉山乳业的品牌认知度低于乳制品行业头部品牌伊利、蒙牛等,线上销售促销活动与折扣力度比较大,售价低于其他乳制品品牌。

原奶产量也可以根据奶牛数量与每头奶牛平均产奶标准进行测算,如果产量远低于销量,那收入确认的另一大要素销量中肯定存在大量水分。而且需要进一步从明细账开始查起,查看相应的原始凭证,比如采购单、销售单、发货单、发票等,检查相应的数量与单价,从而检查营收确认的准确性,防止辉山乳业虚增收入,虚增利润,造成财务舞弊。

注册会计师必须保持高度敏锐的嗅觉,仔细检查相关证据资料,及时的防止财务舞弊的发生,减少审计失败事项,为投资者提供值得信赖的审计成果,避免投资者受到误导造成损失。

4.2 财务舞弊分析

4.2.1 原料来源造假,虚增利润

销售净利率是分析企业盈利水平的关键所在,而从下表来看,我们可以看到

辉山乳业的这项指标比蒙牛还要高出很多，成为行业内的佼佼者，可见其盈利能力的真实情况值得深究。

表 4.1 辉山乳业与蒙牛乳业利润对比

单位：千元

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
净利润	945370	1249229	875928	659589	602757
销售收入	3552438	3530419	3923384	4536533	2516434
辉山销售净利率	37.04%	35.38%	22.33%	14.54%	23.95%
蒙牛销售净利率	3.99%	4.29%	5.38%	5.14%	-1.51%

资料来源：辉山乳业与蒙牛乳业年报

辉山乳业采取的“全产业链”运营模式，因此在 2008 年多个品牌比如蒙牛、伊利被检查出产品之中含有三聚氰胺之后，也没有在辉山企业的产品之中检查到对应的成分。在此之前乳品行业大多数企业都不重视上游牧场的建设，大多数奶源来自对奶农的散奶收购，这部分奶制品的质量参差不齐，很难达到一致要求的标准。而辉山这种全产业链的经营模式，使得辉山的产品从源头到消费者的质量监控都牢牢掌握在自己手中，把关严格。

奶牛是一种草食动物，如果没有很好的草类饲料，会严重威胁到奶牛的健康以及奶源的质量，苜蓿是一种营养价值较高的饲料原料，一直被用作奶牛养殖的主要牧草，可以代替一部分精饲料的使用，而且有助于提高奶牛的产量与乳脂率。苜蓿在养殖奶牛的成本中大约可以占到一半以上大约为 60%-70%。然而国内苜蓿的产量与品质普遍较低，无法达到饲养奶牛的要求，行业内的大部分公司都主要采取进口的方式获取苜蓿。一旦涉及进口，成本就会包含汇率的变动、关税以及从海外运回国内的运费等因素，加入这部分进口费用之后，苜蓿的成本会大大增加。

根据 GONE 舞弊理论舞弊的四个因子在特定的环境中组合会形成重大不利影响，辉山乳业的信息披露并不完全符实，这在降低了舞弊行为被发现的概率的同时也为舞弊提供了“暴露”因子。例如在辉山乳业的 IPO 招股说明书中披露，辉山企业有着自主种植的苜蓿基地，自产自用成本为 70 美元每吨，如果进口则要 400 美元每吨，能够起到较为显著的成本节约效应，品质也更加优良。而且相关

企业在公开报告宣称他们会将苜蓿种植基地尽可能的靠近奶牛养殖场,使得运输成本进一步降低,也使得蛋白质降解减少,尽力保存蛋白质的含量。由于省去了进口环节,缩短了供应链长度,基于2014年披露的年产量,每年在成本上的节约大概有1亿元,大幅提升了辉山乳业的经营利润。

但是浑水公司通过对国内外多家供应商的调查,发现了辉山从2013开始就持续不断的在从美国安德森进口苜蓿,在2014年企业在安德森进口苜蓿的数量高达50%,安德森方面甚至将辉山乳业列为了主要合作客户。黑龙江省的苜蓿供应商也证明了自己与辉山乳业存在着苜蓿上的合作关系。辉山牧场的参观指示上,也列明了其喂养小奶牛的牧草来自美国进口,自相矛盾。从客观条件来讲,辉山所在辽宁的天气气候比较严峻,紧挨辽河,十年九涝。

表 4.2 辉山乳业饲料收益表

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
苜蓿草收益	240621	243219	224690	132851
其他饲料收益	0	116210	256329	308007
饲料总收益	240621	359429	281019	440858
税前收入	1012415	1249229	927831	693857
苜蓿草利润率	23.8%	19.5%	24.2%	19.2%

资料来源:浑水公司做空报告

从年报数据上来看,辉山乳业每年的苜蓿产量与牛群规模的比例也与其宣称的自给自足不相吻合。四年中,泌乳牛增加近一倍,小牛数量增加近三倍,但是报告中披露的企业生产苜蓿的种植区域面积却没有呈现出对应比例的提升,而从企业 IPO 之后,每年泌乳奶牛的苜蓿供应数量一直在下降,2014 年下降 9%,2015 财年下降 24%,2016 财年下降 53%。

以上证据可以证实,辉山乳业所宣称的原来苜蓿自给自足是虚假的,进而辉山乳业报表中从成本数据失真,毛利数据虚增。对于这种严重不配比的关系,应该能够引起审计人员的注意并开展对应的深入审查工作。

4.2.2 大股东股权质押，财务杠杆过高

我国在 1995 年颁发了对应的担保法律体系，允许公司的股权持有者以转让和质押的方式运作自己的股权，进而获取资金，然而在我国法律体系之中不要求股东对自己的股权进行转让处理，依然可以行使股东应有的管理权、决策权等，随着金融市场的发展，大家对这种股权质押越来越感兴趣，逐步成为大股东融资的重要选择。然而正是这种情况导致大股东会与企业的管理层合谋，隐藏公司的一些负面问题，降低信息披露的质量，不能及时披露真实的经营情况。

杨凯作为辉山乳业的董事长，其实际持股高达 73.72%，对公司的多项决策有着绝对的控制权，其妻子葛坤持股 0.01%，与杨凯作为一致行动人。2015 年 6 月 5 日，杨凯为了给冠丰公司融资，向平安银行借款 24 亿元港币，以手中所持辉山股份质押。在 2016 年 12 月 27 日，他又将这笔款项之中的 21.4 亿港元延期处理，延期期限为一年，到这个时间节点，中国平安银行之中被质押的实际股份为 34 亿股，已经占据该企业总体股数的 25%，但是关于这笔巨额贷款的流向与用途，我们在公开披露资料中并未找到。杨凯一直借用自己大股东的身份控制辉山乳业挪用公司资产为自己使用，这也为辉山乳业的舞弊行为提供了“贪婪”因子和“机会”因子。

辉山乳业在 2013 年上市时融资总额为 78 亿元，在之后的三年中，为了打造全产业链，在土地、奶牛、厂房设备、牧场中的投入已经高达 107 亿元，对于销售端所需的资金缺乏支持。而且后来公司为了发展多元化经营业务，转而跟风进入房地产领域，而此次跨领域投资并没有取得成功，使得辉山乳业资金压力进一步加重。参见下图，在 2013 年之外，该企业的货币性负债偿还满足率都在蒙牛企业之下，这项数据是衡量企业的财务风险，估量企业在偿还债务上的资金缺口，指标值越小，说明企业的还债压力越大，资金缺口也越大。随着债务压力逐渐加大，辉山乳业财务舞弊的最后一个因子——“需要”因子也形成了，这就在很大程度上造就了辉山乳业的各种舞弊行为。

表 4.3 辉山乳业与蒙牛乳业货币性负债偿还满足率 单位：千元

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
货币性资产	1499351	6367163	6225269	8110856	12055076
货币性负债	4394862	7598309	10393766	16746086	21113396
辉山货币性负债偿还满足率	34.12%	83.80%	59.89%	48.43%	57.10%
蒙牛货币性负债偿还满足率	121.27%	60.77%	82.42%	85.50%	79.36%

资料来源：辉山乳业与蒙牛乳业年报

大股东杨凯本人及其名下实际控制的公司，也都出现了大量的借款行为，这些借款基本都没有流入辉山乳业去填补现金缺口，大部分都为杨凯或者冠丰自身所用。而且辉山乳业在上市后股价出现过几次大跌，杨凯为了保持股价的稳定，个人做了 30 多次增持行为来保护股价，在整个股价大崩盘的前夕，杨凯开始质押自己与其实际控制公司所有的股份，来持续不断的获得融资。杨凯先用一部分股权质押给平安获得了第一笔大额的贷款，然后通过这笔贷款来增持辉山的股份，从而使企业的股价保持更高的稳定性，之后再将剩余的股权接着质押给其他银行或者其他融资机构来获得资金，最后杨凯手里的股权基本上都已经被质押，如下表所示杨凯本人的资金压力较大。

表 4.4 辉山乳业股权质押变化表 单位：千元

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
股权质押数	434529.1	597828.4	1268370.5	1308586.6
股权质押比例	30.16%	41.49%	90.84%	97.10%

资料来源：新浪财经

杨凯也在使用多种方式进行套现，填补辉山乳业的债务。公司实控人杨凯分五次大幅减持吉林九台农商行(06122.HK)H 股股权，套现 4.2 亿港元(合 3.7 亿元人民币)。从港交所提供的的数据资料来看，杨凯早在 3 月底和 4 月初就已经通过五次减持股份的方式进行套现，涉及金额高达 4.2 亿港元，持股比例也由原来

第一大股东的 15.55% 降至 3.57%。其中，嘉年华国际控股有限公司、中科创投有限公司分别在 3 月 28 日、4 月 5 日接盘了其抛售的相应股权，后者目前成为九台农商行第一大股东。

截至 4 月 18 日，杨凯已经退出九台农商行大股东的席位。除中科创投外，其他持有 H 股超过 10% 的股东为崔薪瞳，他是广泽地产的执行总裁和董事会副主席，总计拥有股份 14.65%，九台农商行的 H 股流通股比例较低，为 7.59 亿股，占据总股份的 19%，九台的融资也高达 13.5 亿元，在 3 月 28 日，九台也发布了公示，披露了与辉山公司的债务情况，银行也向辉山提供了两笔贷款资金，高达 13.5 亿元，这两笔资金没有产生过逾期问题，银行也没有计提减值方面的想法。

除此之外，辉山公司有着 70 多家债权人，这之中包含了 23 家银行，涉及到的资金超过了 100 亿元。辉山公司在股市暴跌之后，进行了紧急停牌处理，并没有任何复盘的信息，杨凯也开始不断抛售自己该企业的股份。

在公司与大股东陷入双重资金重压下，大股东通过质押股份获得了大额资金，但是却没有将这部分现金投入企业生产。在信息不对称的市场中，管理层为了向市场投资者传递比较好的经营结果，通过舞弊对财报进行包装隐瞒真实情况，维持投资者对公司的信心，保持较高的股价估值与推荐等级，为不真实的信息披露行为提供了充分的动机。

辉山乳业在上市后，在融资方面也存在债务融资规模过大、融资方式单一以及融资期限过短的问题。如下表所示，辉山乳业的资产负债率逐年上升说明其资金压力越来越大，且高于行业内蒙牛乳业。

表 4.5 辉山乳业与蒙牛乳业资产负债率

单位：千元

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
负债总额	4627871	7824886	10649053	17086529	21161380
资产总额	10510815	21020080	24334094	29521769	34092391
辉山资产负债率	44.03%	37.23%	43.76%	57.88%	62.07%
蒙牛资产负债率	37.73%	55.35%	47.98%	47.46%	48.08%

资料来源：辉山乳业与蒙牛乳业年报

辉山乳业在上市以后，除了获得的首次募集资金外，一直采用的都是债务融资的方式。从 2013 年到 2016 年，从辉山乳业公开披露的年报中得出，负债总额从 46 亿一直上涨到 211 亿。其中的债务融资总额也随之攀升，从 44 亿上升至 202 亿，预示着辉山乳业到期需要偿还的债务压力很大，资金链很容易出现断裂。即使只使用债务融资，不使用股权融资，辉山乳业也没有开展多种方式的债务融资方式。融资渠道包含了贷款、债券发行等多种形式，但是辉山乳业一直在采用单一的银行借款方式。而且偿还期在一年以内的借款总额比例逐年上升，2016 年 9 月中披露的数据显示短期银行借款比例已经高达 70%，银行的借款是有固定的还款时间，而且能否展期的风险也比较大，固定还本付息的压力会给辉山乳业造成巨大的还款压力。从负债总额来看，辉山乳业在刚上市时，2013 年 3 月底短期负债共计 22.5 亿，长期负债 21 亿，大致还是一比一的配比。到 2016 年 9 月时，短期负债高达 153 亿，长期负债只有不到 50 亿，短期负债已经多于长期负债 100 亿，这些都给辉山乳业造成了巨大的还款压力，如下表所示。

表 4.6 辉山乳业短期负债与长期负债

单位：千元

	2013-3	2014-3	2015-3	2016-3	2016-9
短期负债	2253557	2868567	5201862	10499355	15286959
长期负债	2102787	4679156	5139808	5729219	4953617

数据来源：新浪财经

在 2016 年的财务报表之中，辉山公司披露了其短期借贷资金为 71.31 亿元，一年期限的资金为 12.02 亿元，这些借款的利率区间在 2.31% 到 8.88% 之间，而辉山公司的大规模举债也导致其每年额外负担的成本不断提升，到达 2016 年，辉山公司的融资成本为 6.82 亿元，同比增长高达 50% 以上，而辉山公司则对外宣称融资成本的提升来自于公司的借款产生的利息，这个数额为 5.05 亿元，截止到 2016 年 9 月末，辉山企业的负债权益比例已经不断攀升至 1.64，公司的资本结构与其长短期偿债能力明显欠佳，意味着财务报表层次的重大错报风险极大，但是作为审计师的毕马威事务所没有重点关注。

表 4.7 辉山资产冻结表

单位：港元

公司名称	受限冻结的资本金额
辽宁辉山乳业集团有限公司	1872000000
辉山乳业（沈阳）销售有限公司	1822824000
辉山实业发展（辽宁）有限公司	112520000
辉山新能源科技（辽宁）有限公司	112520000
辉山（上海）国际贸易有限公司	337560000
辉山（上海）融资租赁有限公司	191824000

资料来源：新浪财经

4.2.3 通过关联方进行套现

2016年12月19日，浑水公司公示了第二份调研结果，并提出辉山企业的实际控制人杨凯通过其大股东的绝对控制地位，非法窃取了公司1.5亿元以上的资金。为了保持投资者信心以及掩盖其非法侵占行为，联合公司管理层使用了好多财务舞弊手段。浑水公司力求证明大股东杨凯对于辉山乳业的侵占行为，而且由于大股东的该种行为导致了公司债台高筑、财务杠杆过高，公司的现金流量短缺，财务风险产生的概率较大，造成债务违约，更严重的会引起公司破产清算。基于这些分析事实，浑水公司认为辉山乳业的价值几乎为0。

杨凯借助其绝对控制权股东的地位先依靠股权质押来获得融资，再使用融资的资金来购买本工地的股票，股价稳定后，再进行新一轮的质押融资，使得辉山乳业不断的发展为东北的乳品行业领头羊，甚至在全国的乳品业都颇有影响力，在全国多个城市不断的扩张，打造国内前所未有的全产业链乳品生产企业。杨董事长的这种做法确实稳定了辉山乳业的公司股价，但是同时也使得公司的股价虚高，远高于公司的实际估值，在信息不对称的情况下，市场中投资经验与精力不足的中小投资者很容易受到欺骗，一旦公司股价因为公司突然曝出的丑闻暴跌，就会使得中小投资者产生不必要的投资损失。另外，杨凯本人作为第一大股东，手中本身就持有73.72%的股权份额，而且还在逐年提高，使得股票的分散性差，流动性从而也受到不利影响。

辉山乳业对浑水该份报告指控的回应是公司大股东杨凯并未侵占公司资金，但是从股价崩盘后的实际情况来看，辉山公司在银行的资产价值只有 4.7 亿元，这也与辉山公司之前发布的 29 亿元数据相差甚远。

在 2014 年年末，辉山乳业将其子公司富裕牧业转让给了富翰畜牧公司。看似平常的一宗交易，内里关系实则非常复杂。辽宁富翰畜牧有限公司的控制人为王冰，且王冰是全资控股。浑水公司通过调查推理得出王冰实则为辉山乳业控制人杨凯的代理人，所以相当于辉山乳业实际控制人杨凯通过这次未经公开披露的关联交易将辉山乳业的多种资产转移到了自己的名下，窃取了富裕牧业公司的资产。据浑水公司得出的调查报告，富裕牧业公司的资产价值不低于 1.5 亿元，并且还有大量表外的肉牛生物资产。

富裕牧业公司在 2014 年初创时，对外披露其是用于跟乳业有关的奶牛养殖产业，但是浑水的调查明显显示了，这个子公司一直在养殖肉牛，而不是当时说的奶牛。2012 年后随着国内乳品行业的产能过剩，牛奶的价格经历了大幅的下降，但是，此时牛肉的价格却一直在不断攀升。辉山乳业有着大量奶牛养殖的经验，此时养殖肉牛也具有巨大的经验与硬件优势，能够很好的抓住市场优势，提升公司利润。

在 2014 年后半年，根据当地政府的文件公告得出，辉山乳业在 2014 年年底已经完成了富裕牧场计划的全部四个牧场的建设工作。可见，在牧场建设完成后，富裕牧场在有可能抓住当时的市场行情，为辉山乳业贡献利润又为投资者带来财富，却被大股东杨凯迅速转移至自己实际控制的公司辽宁富翰畜牧有限公司。四个牧场每个牧场的价值不低于 3500 万，再加上初始投入资金的时间成本与各种材料成本相加，富裕牧场的价值最少 1.5 亿元，而且有相关人员证明在这项关联交易发生之前，辉山企业就已经将近 2000 头奶牛挪至富裕公司。所以，大股东杨凯通过此次关联转让至少盗用公司资产 1.5 亿元。

杨凯还在香格里拉小区有一套“杨家豪宅”，该小区的开发商是沈阳永丰房屋开发有限公司，根据工商资料，早在 2008 年该公司就经历过一次法人变更，而变更之前的法人就是杨凯，到了 2015 年，这家公司又进行了一次法人变更，而在这之前的法人姓名为刘朝彬，杨凯在香格里拉直属的物业公司有着 55% 的股份，而其名下也有 3 家房地产公司，其中一家房地产公司的实际控制人为杨凯与

之前提到的刘朝彬，其注册资金高达一千万元，而其股份占比为 60%和 40%，另外两家房地产公司的法人代表都是杨凯。由于投资房地产需要大量资金，全部来源于杨凯自身资金的可能性较小。

一个企业的其他应收款作为普遍认为的“垃圾桶”科目，由于其核算范围广泛，也是容易发生财务舞弊的一个重点科目。大股东有可能会利用其他应收款核算的复杂性来掩盖其不正当的交易目的，侵占上市公司的资产。辉山乳业的年报显示从 2014 年、2015 年、2016 年的其他应收款余额分别为 4.6 亿元、2.2 亿元与 11.9 亿元，在 2016 年这一年猛增将近 10 亿元之大，占总资产的比例也从 0.9% 上升到了 4%，绝对值与相对值的增长都很反常。间接证明了大股东在 2015-2016 年间，不断通过内部关联交易来占用上市公司的资金。

4.2.4 毛利率过高

表 4.8 同行业毛利率对比

公司	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
伊利	28.67%	32.54%	35.89%	37.94%
蒙牛	27.00%	30.8%	31.40%	33.70%
光明	34.75%	43.61%	36.11%	38.68%
毛利率均值	30.41%	32.65%	34.47%	36.77%
辉山	54%	62.40%	57.60%	56%
高于均值比例	23.86%	29.75%	23.13%	19.23%

资料来源：新浪财经

通过辉山乳业公开披露的财务数据可以看出，对比同行业排名靠前的三家乳制品龙头企业，2013 年辉山乳业毛利率高于平均值 23.86%，2014 年辉山乳业毛利率高于平均值进一步提升至 29.75%，2015 年辉山乳业毛利率高于平均值 23.13%，一直到 2016 年辉山乳业毛利率仍高于平均值 19.23%。在 2016 年，其公布的财务信息来看，企业营收为 25.16 亿元，同比增长了 17.7%，毛利率高达 51.7%，企业的应收一直在乳制品行业处于领先水平，而作为中国乳制品上市公

公司的领军企业，蒙牛的毛利率仅仅只有 33.7%，甚至在 2016 年产生了一定的亏损现象。辉山企业的毛利率在上市以来，毛利率连续三年超过行业龙头企业 19% 以上。作为一个致力于亲力亲为打造全产业链的传统乳制品企业，毛利率一直稳定在 50% 以上，并且在 2014 年还上升至 62%。会计师事务所审计时，凭借常识也会有一个问题引人深思即辉山乳业的售价比蒙牛伊利产品低，但能够打造如此高的毛利率，到底有什么过人之处？

奶制品行业的主要成本类的支出就是奶牛养殖所必须的草料的消耗。养殖奶牛普遍采用苜蓿，而国内苜蓿的产量与品质普遍较低，无法达到饲养奶牛的要求，行业内的大部分公司都主要采取进口的方式获取苜蓿。一旦涉及进口，成本就会包含汇率的变动、关税以及从海外运回国内的运费等因素，加入这部分进口费用之后，苜蓿的成本会大大增加。而辉山乳业一直致力于打造全产业链，以自主种植苜蓿的方式供应奶牛的饲养，打造了规模较大自主种植基地，并且披露其自主种植苜蓿有很大的成本节约，而且质量更优。这部分成本相较于其他企业依靠进口苜蓿，就会有大幅度的节约，对于毛利率的提升效果非常显著。

由于奶牛属于特殊的生物资产，产奶量很容易被认为操纵。辉山乳业在 2015 年年报中披露的每头奶牛的平均产奶量约为 9.1 吨，2015 年半年报中披露的每头奶牛的平均产奶量约为 8.7 吨，2016 年年报中披露的奶牛平均产奶量为 8.6 吨，而在 2016 年的披露信息之中，这个数字为 7.8 吨。这两年披露的平均产奶量之间波动较大，甚至在同一年中半年报与年报分别披露的产奶量也存在较大的差异。而且浑水公司通过调查，也发现这个数据跟国际与国内的产奶量平均值相比均有较大出入。另外，奶牛的产量高低也会收到所处牧场环境的影响。辉山乳业有被公开媒体爆出过牧场实际状况较差，但是企业年报披露的奶牛场的环境良好，产奶量也高于业界平均值。基于生物资产的特殊属性，奶牛的产量是很容易被认为操控来达到调节毛利直至利润的目的。在需要提升毛利的时候，可以虚增奶牛产量，平滑降低产品的单位成本。反之，在需要避税或者降低毛利指标时，就可以降低奶牛产量，提高产品的单位成本。辉山乳业不断波动的产奶量存在虚增利润的嫌疑。

辉山乳业的奶制品价格普遍不高，是典型的薄利多销营销策略，而在这种情况下毛利率也将处于同行业的较低水平，而这也与辉山企业对外公布的数字不符。

如果辉山企业出现了过多的借债现象，企业的利润无法与债务和利息相抵，销售产生的资金流将被债务所吞噬，最终需要企业以贷养贷，从而导致资金链出现断裂的问题，出现债务危机全面爆发的情况。

5 做空背景下防范审计失败的对策建议

审计失败的原因不仅在于企业的经营情况,更取决于对应的审计人员是否遵循了既定的审计准则来履行自身的职责。随着我国市场化体制的转型发展,我国加深了与海外资本市场的合作与交流。仅2010年一年时间,国内企业前往美国上市的数量已经达到了34家,占据了美国当年IPO企业数量总额的将近四分之一,而且在当年公布的前十家IPO公司中,来自中国的企业占据了四个名额。也是从2010年这一年开始,国内的很多上市公司也被国外的做空机构进行调研,投资人对于中概股也产生了一定的质疑问题,很多企业在做空机构调查报告出具之后,股价遭遇腰斩,有的甚至被摘牌后惨遭退市。而本案例所涉及的做空机构——浑水公司就是这其中的佼佼者,2010年成立以来短短几年针对中概股发布了40多份做空报告。

与此同时,上市公司发生财务舞弊的事件越来越多,手段与形式也越来越创新化、隐蔽化、复杂化。对上市公司审计的会计师事务所遭到指责甚至诉讼的事件也随之日益增多,这类事件会造成投资者信任危机。因此,提供审计的会计师事务所需要在承接审计业务前做好充分详尽的调查,对被审计单位的环境有全面的了解。遵守审计守则,进行详尽的独立性审查,除了形式上要保持独立,本质也要具备更强的独立性,相关工作人员必须遵循审计准则,保持较高的职业素养,发挥审计工作开展的作用和价值,维护资本市场的正常平稳进行。

5.1 对会计师事务所的建议

5.1.1 借鉴做空机构调整审计程序

在我国注册会计师的审计准则之中,明确提出了注册会计师需要在工作过程之中对审计企业的生产经营情况进行分析,做好财务风险和问题识别工作,有针对性的开展相应的审计活动,科学合理地提升审计工作质量。除了以传统的账务凭证审计与制度流程审计外,应该积极使用现代审计的风险导向审计思维,重点关注企业在目前发展阶段的主要风险点。将团队内有充足经验的同事与更多的审计时间分配给审计项目中风险较高的点上。作为本案例中的审计师毕马威会计师

事务所,应该遵循相应的审计准则,要求辉山企业能够对审计流程加以配合,对各个部门的工作人员进行细致的访谈,了解企业的账簿设置情况和单据处理情况,并及时与企业相关的银行和供应商取得联系,提升审计的精确性,而其审计过程却没有发现辉山公司存在的多种问题,没有通过更加有效的实地调研来了解公司的生产经营情况。

虽然做空机构有恶意做空的行为,但是只要其做空报告内容来源真实且企业确实存在财务问题就不能称作恶意做空。浑水公司之所以能够精准的做空一家又一家中概股企业,除被做空公司自身的问题外另一个主要原因就是浑水公司可以不计成本地对被做空公司进行实地调研。当下的事务所在执行审计程序时,虽然要考虑成本因素,很多时候为了节省成本审计前的尽职调查草草了事不够解被审计单位及其环境或是实质性审计程序执行过于拘泥,被审计单位的详细资料仅由被审计单位提供或从通过银行函证获得而对被审计单位上下游公司及同行业竞争者不予理会,甚至对被审单位的监盘等实地调查也是敷衍了事,导致很多做空机构都能发现的问题作为负责审计的事务所却发现不了。

从浑水的做空报告中可以看出其有一套比较完整的调查体系,浑水公司以资料分析与实地调研相结合的方式,调查内容及其细致,采访调查的对象涉及广泛,包括公司员工、客户、同行业竞争人员、领域内专家和学者等相关人员。查阅的资料广泛,包括招股书、年报、半年报、季报、官方网站、政府信息网站等,搜集到资料后进一步认真整理研读,就是这样才一步步顺藤摸瓜对辉山乳业的自相矛盾的说辞以及恶化的经营情况作出了合理的推断。从理论来讲,每一个信息点都有着较为全面的联系,肯定有密密麻麻的网络与支点将这些信息串联在一起。对于想要造假舞弊的企业来说,他编制一个谎言可能需要千千万万个谎言才能让所有的信息看起来是保持一致的、合理的,作假的成本会很高。所以存在舞弊的企业,很可能只会花费最大的精力去掩盖最大的漏洞,对于一些细微的漏洞无暇顾及。而从各项关联数据中发现这些细小的漏洞正是审计的突破点所在。

浑水公司在实地调研方面也下了苦功,调研工作开展的极其有计划、有逻辑、细致周详。“耳听为虚、眼见为实”,浑水公司对上市公司进行调查时,一般都会结合公司的实际情况,访问各个层次的工作人员,提升公司经营现状了解的全面性,同时也会更加深入的开展生产环境调研、机械设备设施使用情况调研、库存

情况分析和工人工作情况分析以及周边居民这些外围信息的反馈,这样才能尽可能的了解到公司真实的运营情况。将实地调研所见所闻与上市公司公开披露的信息进行对比,发现了其中自相矛盾的地方,就得到了可以质疑上市公司舞弊的重要证据。在方法上并未使用审计准则以外的方法都是最简单但是最有效的方法,只是在实施过程中认真细致的去做了,而不是为了完成这个审计程序坐在办公室对着电脑与客户提供的资料打了几个对勾。在审计之前的调查环节,审计师应当充分学习浑水公司认真调研的态度以及细致全面的调研方式,只有在对客户充分了解的情况下,才能从中识别出重大风险,接下来合理分配资源实行风险导向的审计程序。

5.1.2 切实发挥审计信息与保险作用

审计保险理论之中认为,审计工作的开展能够为鉴证提供必要的依据,同时也能够为风险产生提供必要的预测功能。鉴证的发挥可以有效识别错报,降低舞弊风险。风险转移功能指的是在注册会计师发表审计意见之后,审计师相当于为这份财务报告提供了担保,会计师事务所出具的审计报告也可以形象化为保险行业的“保单”,也就是将本来应该由管理层承担的财务报表错报风险部分或者全部转移到了注册会计师与会计师事务所。这份保单如果生效,即上市公司发生错报或者舞弊行为导致投资者发生了损失,投资者就可以向上市公司与担任审计师的会计师事务所两方进行同时追偿。

由于审计具有这两项功能,所以会计师事务所在对审计对象进行收费时也会基于这两项功能进行审计服务的定价。这部分审计费会作为上市公司的费用列示,减少了上市公司的利润,也就是投资者为了使自己的投资更加的安全投了保险并支付了保险费。所以当上市公司为了达到各种违规的目的,进行了报表错报与财务舞弊,而审计师又没有通过审计工作来及时发现并且还还为财报的正确性作出担保时,投资者就很有可能因为信息不对称,基于公开披露的信息作出判断,从而产生了投资损失,投资者理应可以向担任审计师的事务所进行索赔。但是我国的投资者此类索赔很难实现,主要还是制度上不完善。

首先应该尽快完善投资者集体诉讼相关流程与制度,加强财务报表舞弊侵权相应上市公司管理层和审计师的立案受理。投资者的损失赔偿制度要尽快的落地,

不仅要追究上市公司管理层报表舞弊的侵权责任,也要追究担任审计师的会计师事务所的连带赔偿责任使双方的违规成本增加,也使得审计师审计工作的保险功能发挥的更加全面。

其次,应该推动现有的事物所的转型发展,确保审计人员明确自身岗位职责,加大赔偿责任。一旦审计师在执行审计程序的过程中存在过失导致投资者发生了不必要的损失,该审计师或者审计团队就应当承担对应的责任。我国目前正在开展事务所改革工作,而在改革过程之中,投资人会对赔付能力更强,资质更高事务所出具的审计结果有着更高的信赖,改制为特殊普通合伙制的会计师事务所在执业过程中考虑到自身承担了更大的风险,会更加谨慎的执行审计程序,从而在市场中自动形成一种良性循环。

5.1.3 避免“旋转门”保持审计实质独立性

辉山乳业的审计师与其好几名管理层是前同事,但是毕马威并没有就此展开相应的实质独立性审查。当审计师缺乏独立性时,就会影响职业怀疑与整个风险评估跟审计程序的设计与执行,进而最终会影响到审计质量。监管层应该颁布相关法律法规,对高管的“禁止期”进行适当延长并有明确规定。要能够从企业管理层出发,从源头上杜绝审计人员参与公司管理的问题,提升审计工作开展的有效性。监管部门也应该建立相应的检查机制,对公司管理层定期考核并与绩效挂钩,如反了“禁止期”的规定,则对该人员与所在部门共同惩罚。事务所自身也应该建立自身审计人员的社会关系备案制度。将事务所现有任职人员与新入职的员工都应该对个人经历进行填写,包括但不限于自己的学习经历,从业经历以及自己的家庭成员信息。这些经历都应该尽可能的具体,这样通过员工提交的信息大概也能识别出是否存在依靠关系当上高层管理的情况。同时,这些资料应该定期进行更新,以避免重要信息的遗漏。如果事务所自己识别出了审计师与被审计单位存在影响审计独立性的关系,应该及时引起足够的关注,尽量将审计师进行项目调换,加大监管,尽早处理。在影响到独立性之前,就应将影响独立性的审计人员与相关的审计过程隔离开来,源头上保证审计独立性。

另一个像辉山乳业这样财务总监为前事务所审计师而出现审计失败的例子就是著名的“安然事件”其丑闻出现后才有了萨班斯法案,美国通过会计监察委

员会的组织结构,要求所有的上市公司审计事务所必须注册为委员会的成员,通过组织的审查,从而使审计失败的问题得到了有效的控制。而从我国的实际情况来看,在审计中概股公司的事务所大部分为四大事务所的中国分所,但中国证监会并不允许 PCAOB 对其检查,这就导致中国的四大在中国较为宽松的监管环境下出现一次又一次审计失败的情况。我国应该整改现存的跨境监管问题,允许国内的事务所接受 PCAOB 的检查或者引入其检查模式由证监会进行检查使从事审计业务的注册会计师要遵守职业道德守则,应该保持客观形式与精神实质上的双重独立性。可以通过从业人员诚信档案的建立来明确审计人员的资质和能力。事务所将每年更新完善的档案应该上交至中注协,方便中注协对所有从业人员信息进行整合分析,更加便于监管跟审查。一旦发生了影响独立性的事实,就要在该审计师的登记档案上进行登记,从而起到强烈的警示作用。如果客户选择了存在征信污点的注册会计师,中注协也要起到及时的提醒作用,客户会考虑到投资者的信任程度尽可能避免聘请这些注册会计师,从而增加其铤而走险的成本,有利于提高整体的审计质量。

对于实际从事审计业务的审计师,也应该加强他们后续的继续教育。社会在不断进步,企业也步入了现代化管理和信息化管理的进程,作为审计工作者,必须要时刻保持学习的热情,不断的补充自身知识体系和专业能力。对行业发展情况进行持续的分析、熟悉最新的审计理念,实施适当的审计程序。

5.1.4 审计师保持应有的职业怀疑

我国的会计准则逐渐在与国际标准靠拢,不断增加会计估计与会计判断,想要确保审计报告的质量,提出更加行之有效的意见,就应该确保审计人员的独立性,在多种工作开展之中,都应该保持足够的职业怀疑与谨慎性态度。应该着重加强分析性程序的实施,在任何一个审计结果与环境审视过程中,都应该保持足够的职业怀疑。本案例中辉山乳业在毛利率、资产负债率等数据信息与同行业相关企业相比,有着值得关注的较大差异,但是本案例中的毕马威会计师事务所并没有对这些重大存疑项目进行进一步细致的审计工作。

分析性程序就是通过对被审计单位的审查,识别出会计报表中与根据事实作出的预期不符的地方,进一步获得相关的审计程序,从而判断财务报表合理性。

在实务中，注册会计师还是偏向于账务与流程审计，很少运用分析程序对异常数据作出解释，无法充分发挥分析程序的巨大作用。在本次案件之中，相应的审计人员没有遵循审计准则的要求，对明显有异常的一些数据没有进行深挖。

会计师事务所日常招聘的过程中，可以增加职业怀疑态度的考核，能够将更具有职业怀疑态度与素养的同事吸纳到审计的队伍中。需要他能够从多种渠道来获取相关资料，从多个方面来证实一个事项或者结论。这样经过前前后后的反复印证，能够提高审计结构的准确性，避免审计失败的发生。这样可以为事务所保证较高的审计质量奠定基础。

会计师事务所也应该重视员工审计知识与审计能力的提升。会计师事务所可以通过定期培训或者定期分享活动来提升员工的审计知识与技能。增强审计师识别常见错报的能力，通过交流沟通，也能够形成审计人员之间的交流与传承，共享风险识别中的宝贵经验。

在一个审计项目中，首先要对审计资源进行合理搭配，有丰富经验的员工应当与经验较少的员工配合执行审计任务。这样，审计经验丰富的员工可以在项目初期，对重大错报风险进行较为准确的定位，快速识别出以往见过的错报，并将这些经验传授给组内审计经验较为匮乏的同事，通过相互学习，不断提升整个项目组以及整个事务所的职业怀疑态度，降低审计失败的风险，提高审计质量。

会计师事务所同时也要重视审计手段的更新换代。经济业务发展的越来越创新，财务与业务软件不断复杂化自动化。传统手工账务审计的局限性越来越大，不少的事务所已经发展出智能系统与机器人进行信息 IT 审计，通过开发先进的电子审计工作，尽量减少人为差错，也能够解放出一部分审计人员的精力，更好的识别错报风险，保持职业怀疑，提高审计报告的质量。

5.2 对企业管理的建议

5.2.1 提升信息披露质量

造成审计失败很重要的因素是经济和环境因素，失真或不完整的会计信息很难真正显示出实现状态经理的委托经济责任，不仅会导致投资人和股东的利益受到损害，也将会导致企业的可持续发展受到严重影响，为宏观经济建设引入歪风

邪气。而从风险规避的角度来看，风险的提升大部分都是由于虚假信息披露问题引起的，容易让信息的阅读者做出不正确的决定。认真研读辉山乳业的公开披露信息，可以发现诸多值得关注的事项均未对外披露。本文案例中最为主要的人物为辉山企业的实际控制人杨凯，合计持股 73.72%，是公司的绝对控股股东，2015 年 6 月 5 日杨凯为了给冠丰公司融资，向平安银行借款 24 亿元港币，以手中所持辉山股份质押。在 2016 年 12 月 27 日，他将这笔贷款之中的 21.4 亿港元做延期一年处理，质押到对应银行的股份数量高达乳山企业总体股份的 25%。但是关于这笔巨额贷款的流向与用途，我们在公开披露资料中并未找到。

富裕牧业公司在 2014 年初创时，对外披露其是用于跟乳业有关的奶牛养殖产业，但是浑水的调查明显显示了，这个子公司一直在养殖肉牛，而不是当时说的奶牛。这两个明显的信息披露确实与信息披露错误，可以看出辉山乳业没有能够通过完善的信息披露架起跟投资者之间沟通的桥梁，内部负责此项事务的部门也没有执行自己跟踪、反馈与评价职能。也正是没有更严格的对外披露制度，才使得杨凯肆无忌惮的使用关联交易来为自己谋利，侵吞公司巨额资产。

信息不对称问题会导致投资人的投资热情消泯，丧失投资人对上市公司的信任与期待。因此上市企业应该能够不断完善企业的披露机制，提升内部治理环境，确保信息披露的质量达到预期要求。

5.2.2 发挥公司内部监管作用

在浑水公司的报告中披露了大股东杨凯通过股权质押与未曾披露的内部交易进行侵占上市公司资产的行为。这种行为产生的重要原因之一就是公司的内部监管存在问题。杨凯除了是最大的股东之外，同时还是公司的董事会主席，对于多种事务有着最高决策权，而其本身也兼职公司的 CEO，将对公司的运营和发展起到决定性的影响，这也让公司陷入到高度集权的管理状态之下，多种决策无法发挥群策群力的效果，很容易产生决策偏差。

同时辉山企业上市的过程之中没有成立监事会，仅仅设立了审计部门和独立董事，到了 2014 年，企业的高层管理者中就包括了毕马威的前任合伙人萧伟强和简裕良，对于整个审计工作的独立性产生了重大不良影响。而且简裕良还是审计委员会的核心分子，能够决定会计人员的去留问题，审计委员会在会议决策之

中都没有提出公司在发展和管理过程之中存在的问题,对于财务报表的不合理性也没有提出质疑,可以说审计部门没有起到应有的作用。

香港上市制度,只能由独立董事来起到监督作用,保护中小投资人的利益。在本案例中,杨凯拥有着最大股东、董事会主席与 CEO 的三重身份,已经处于绝对的控制地位,此时公司已经处于极大的经营风险中,很容易受其个人决策能力的局限性影响,作出错误的决策,去往不正确的发展方向。企业的内部管理机制无法左右杨凯的行为,再加上独立董事难以通过自身专业来为多种决策提供必要的支持,这也导致企业经营风险的不断提升,这也就需要相应的监督管理部门和政府机构能够出台对应的管理机制,确保相关问题得到合理解决。另一方面,对于无法履行自身监督管理职能的独立董事,也要通过对应的责任管理体系强制企业在管理过程之中对独立董事发表的意见和工作情况加以披露,确保其作用和价值能够得到充分发挥。

辉山企业在 2016 年中旬增加了高达 40 亿元的短期借贷资金,而同期其销售活动产生的资金仅仅只有 30.61 亿元,通过过大数额的短期借贷来满足公司运营的要求,往往会导致财务管理难度的提升,使企业面临着较高的财务风险。企业在资金管理过程之中应该对投融资活动给予更加科学的规划,结合企业的发展战略,制定更加有效的融资方案改变融资渠道,并配合短期阶段的模式来满足资金需求。上市公司需要针对这种问题构建投资管理机制,并针对不同数量和模式的项目进行管理机制的规范,提升对企业资金使用控制的力度,比如说资金超过一定数量,风险较大的资金管理应该由董事会加以决议,并由独立董事表达自己的建议,不断提升企业资金管理的高效性和及时性,提升多种资源利用的合理性,也能够规避企业资金被占用的问题。

5.2.3 适当激励管理层并做好企业管理

积极性通常可以用适当的激励手段去提升,并可以使管理者更明确自身的职责。每个上市公司都有自己的特点,企业管理者需要有较强的管理能力。根据外需层次理论,管理者的需求是不断提高的,管理者可以通过动态激励机制实现自身价值,因此有必要确认管理者所取得的成绩,从公司的发展机制和盈利模式角度出发,对管理人员的工作情况加以分析。公司股东要通过股东大会的召开,对

公司有着重大贡献的人员给予“股票期权”。此外，对管理者的绩效需要一个全面的评价体系有效的激励机制可以提高企业管理者的积极性，尤其是要以激励机制为核心构建完善的管理者薪酬机制。此外，对企业的发展形势、未来发展方向以及竞争力提升的核心要素进行评价，这也应该纳入到管理者评价体系之中。

中概股接连被做空机构盯上的主要原因就是上市公司没有遵守诚心经营的原则，在经营过程中以及公开披露内容中发布了不实言论，为了实现自身的相关利益，极力伪造发展态势良好的形象，欺骗监管机构与投资者。辉山乳业在上市之初发展态势良好，当时已经拥有了国内最大的上游资源，奶牛数量在整个行业内排名第二，是辽宁省最大的乳制品生产企业，并且经过多年全产业链的布局，在行业内遥遥领先。

在被浑水做空爆出财务舞弊之后，辉山乳业估价暴跌，相关高层领导相继离职，并于后期被港交所停牌。2017年12月4日，当地的法院也做出了对应的裁定，对乳山集团下属两个子公司进行破产清算和企业重组工作。在此之前与荷兰皇家菲仕兰公司合资创办的企业也被全资收购，苦心经营多年的原料奶供应链就此拱手让人。

2018年，国家发布了“推进奶业振兴，保障乳品安全”的工作指示，会对乳品行业加大政策支持，提供金融保障。如果辉山乳业没有爆出丑闻，而是脚踏实地的进行经营，加强内部管理，将更多的资金与精力投入到实际经营过程中，拥有更加强大大完善的供应链系统，此时正是天时地利人和，可以大展拳脚，走出东北，进一步扩大市场份额，增加企业利润，为投资者创造更多价值的机遇来临之时。可惜因为管理层不诚信经营，而是想超近道来欺骗市场上的投资者，被发现的那天，就把公司的前景葬送了。

5.2.4 做好应对被做空的预案

中概股公司应该从公司组织架构、制度设计、制度运行、保障措施四个方面进行体系建设，为预防和应对企业违规及控制各类风险建立一道防火墙。这不仅可以防范风险，而且能够创造价值虽然辉山乳业并没有被恶意做空，但从长远来看良好的合规体系不仅可以帮助企业抵御各类违规风险，降低损失，而且能够帮助企业降本增效、提高商誉、吸引人才，从而全面降低被做空的风险。

面对潜在的恶意做空,企业及时、准确、恰当的公关回应是极为必要的措施。在反击做空质疑时,企业应积极且主动、有针对性且有理有据地反击和澄清。此外,还应当充分发挥律师团队在公关回应环节的重要作用,以切实有效地帮助企业在制定策略、筛选证据、发布公告、回应争点、斟酌措辞等方面作出妥善安排。

配合公关手段,企业可通过内外部多重增信措施进一步提高企业信誉,维护股价,以达到稳定市场信心的目的。如大股东、管理层或者实际控制人购买、增持本公司股票,或者聘请独立调查机构来证实自身数据的真实程度。例如,在某广告传媒企业与做空机构的交战中,浑水坚称该广告传媒企业 LCD 屏幕数量有假,而该企业坚称自己数据真实。此后,该企业聘请独立的第三方进行调查来证实自己数据的真实,有力回应了做空机构的攻击。

由于中概股公司在公司治理、财务管理、信息披露、企业文化等方面和美国公司存在一定差异,海外投资者对中概股公司和中国市场的实际情况不够了解,容易被做空机构误导。中概股公司若能够与海外公司达成战略合作,能够在一定程度上弥合与投资者之间的文化差异,减少信息不对称诱发的做空风险。

中概股公司在遭到财务造假、信披违法等做空攻击后,可能面临随之而来的调查执法,甚至集团诉讼。有技巧地从速“灭火”是解决此类问题的关键。在面临美股市场信任危机时,中概股公司亦可结合自身长远战略,考虑私有化退市,选择 A 股市场并亦会有助于释放企业的真实价值,为企业后续赢得更大的资本运作空间,可谓“塞翁失马,焉知非福”。

5.2.5 审计失败后恢复企业形象

近年来,中概股企业屡屡遭做空并出现审计失败的现象,中概股面临着前所未有的信任危机,对于中概股企业来说,面对审计失败的风险事前的预防很重要,事后的补救措施同样也很重要。一旦出现了审计失败的问题,重新树立企业形象,留住消费者才是企业能够存续下去的根本。就像此次辉山乳业事件,先被浑水公司做空后,又被证实出现审计失败事件,以至一度暂停交易直至被强制退市。但辉山乳业还是有其自身价值的,主要集中在其养殖链。辉山至少有 16 万头牛,其上游供应体系非常完备,包括牧草种植加工、奶牛饲养等,整个牧业资源价值非常大,此外还包含很多政府红利,因此主流的乳制品企业都想收购辉山企业。

在退市后的第三年，辉山企业也焕发了全新的生机，在 2020 年年末，越秀集团重组辉山乳业启动大会隆重开幕，这也象征着过去辉煌一时的辉山企业正式进入重组阶段，而越秀集团提供的资产整合方案也受到了大部分债权人的青睐，由当地的中级人民法院裁定后生效。虽然辉山企业经历过强制退市的阶段，然而其可以通过重组事项可以在 A 股上市，无疑保住了企业形象，使企业得以存续下去。

在辉山乳业的造假事件曝光后，辉山乳业被推到了风口浪尖。但事实上并没有出现想象中辉山停止生产、粉丝怒而取关公司大幅度裁员濒临破产的情况。然而在财务丑闻事件发生后，市场上仍有辉山的一系列产品的出现，超市里的奶制品货架上辉山的产品也并没有下架停售，其送奶站也正常运转，可见辉山的运营看起来一切正常，辉山公司内部也上下井井有条。对于消费者这方面，似乎辉山事件，消费者对此并不“感冒”。虽然辉山乳业在资本市场被谴责为骗子没有价值，但也无法撼动辉山乳业在消费者心目中的地位，尤其对于辽宁的消费者来说，辉山乳业的奶制品是大部分 90 后从小喝到大的产品，浓浓的情怀使他们始终支持辉山乳业。自报导出财务造假事件以来，辉山乳业并没有停止产品的研发，不断推出新产品来稳定市场，同时参加公益活动提升企业社会形象，提高了消费者的满意度。



图 5.1 辉山乳业微博图



图 5.2 辉山乳业微博图

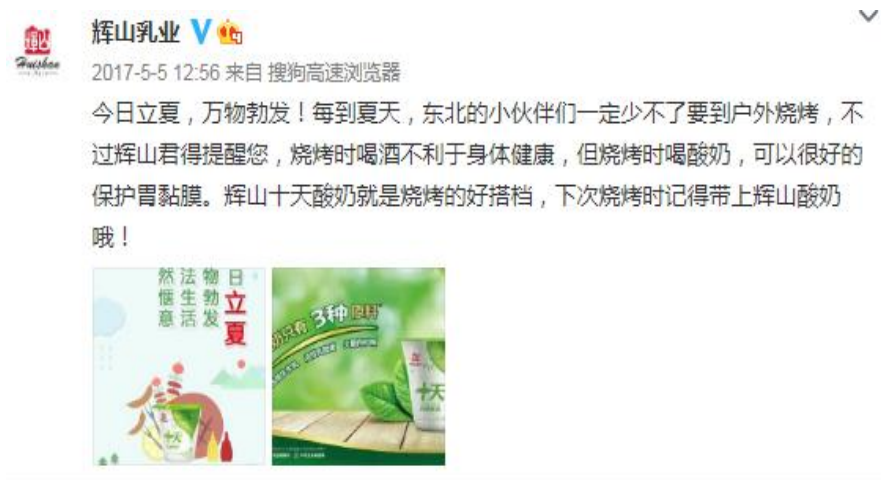


图 5.3 辉山乳业微博图

在辉山乳业的官方微博发里，网友们都表示出对辉山产品的喜爱和支持。由此可见对于消费者来说他们更在乎的是企业的产品是否继续生产、质量是否依旧，因此这也为广大中概股企业提供参考，一旦公司出现财务丑闻出现审计失败，一方面可以利用企业自身固有价值进行重组上市继续经营下去，另一方面要稳固市场，留住消费者。

6 结论及不足

6.1 研究结论

本论文以做空中概股作为背景选取了较为有代表性的辉山乳业作为分析对象,系统地分析了其被做空后出现审计失败的原因。总体来说,审计失败并非由于某一单方面原因造成的,本文从会计师事务所以及辉山乳业自身两个角度去分析审计失败的原因,包括审计师的实际独立性、职业怀疑度、审计程序执行情况等因素。此外,被审计单位内部治理不够完善出现一股独大的情况且有选择性地披露信息也会造成审计失败。

任何事物的存在皆有两面性,虽然做空机构的存在对企业来说就像“定时炸弹”但是如果发挥做空机构的正面作用以产生“鲶鱼效应”无疑会使资本市场进一步发展。面对当下中概股企业频繁被做空出现信任危机以及会计师事务所时常爆出审计失败的现状,一方面会计师事务所可以学习做空机构的调查方法来调整自身的审计程序以便更全面真实地了解被审计单位的情况做好实质性程序和细节测试,另一方面类似辉山乳业的中概股企业可以将做空机构作为时刻检验自身发展的镜子以确保公司有效运行。此外监管部门应进一步强化当前的监管环境,证监会可以与PCAOB共同监管在华四大同时学习PCAOB检查模式来管理我国本土事务所以此提升其审计质量减少审计失败的出现。中概股企业也应做好应对做空的预案同时一旦审计失败后恢复公司形象留住市场和消费者才能持续发展下去活跃于资本市场中。

6.2 研究局限

本文在写作过程中也存在很多不足之处,主要有以下几点:1. 研究资料不够详实,仅限于案例企业公开披露的数据、新浪等财经网站及做空机构官网等数据,并且对于审计失败数量的总结也仅限于证监会处罚公告并未有其他补充案例。2. 研究结果代表性不足,本文以单一案例为研究对象,因此代表性有局限。

参考文献

- [1] Akhidime, Augustine Ehijeagbon. Drivers of Audit Failure and Fraudulent Financial Reporting: Evidence from Nigerian Distressed Banks[J]. *Management & Accounting Review*, 2019, (8): 1-23.
- [2] Benish, Messod D. Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP[J]. *The Accounting Review*, 1999, 74(4): 425-457.
- [3] Cristina De Fuentes & Rubén Porcuna. Predicting audit failure: evidence from auditing enforcement releases[J]. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 2018, Vol. 48: 274-305;
- [4] Hongqi Yuan & Chujun Zhang. The consequence of audit failure on audit firms: evidence from IPO approval in China[J]. *Pacific Accounting Review*, 2019, Vol. 7: 245-269;
- [5] Kabir, H. & Su, L. Audit failure of New Zealand finance companies-An exploratory investigation[J]. *Pacific Accounting Review*, 2016, Vol. 28(3): 274-305;
- [6] Yuhan Ying & Linjie Zhu. What Do We Know About Audit Failure So Far?[J]. *International Conference on Image, Vision and Computing*, 2020, Vol. 10: 163-192;
- [7] Weiwei Zhai. Research on the Audit Failure Based on the Perspective of Manager Behavior Game[J]. *Accountancy Business and the Public Interest*, 2020, Vol. 5: 307-311;
- [8] Jian Huang & Lei Wang. Short selling prior to going concern disclosures[J]. *Accounting and Business Research*, 2020, Vol. 10(3): 1-31;
- [9] Haiyan Jiang & Ahsan Habib. Short Selling: A Review of the Literature and Implications for Future Research[J]. *European Accounting Review*, 2020, Vol. 8(24): 1-31;
- [10] Ole-Kristian Hope & Danqi Hu. Third-Party Consequences of Short-Selling Threats: The Case of Auditor Behavior[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2017, Vol. 63: 479-498;

- [11] Qingbin Meng&Xinyu Li. Does short selling affect a firm's financial constraints?[J]. *Journal of corporate finance*, 2020, Vol. 60: 1-65;
- [12] Chen, K. C., Cheng, Q., Lin, Y.C., Lin Y. C., Xiao, X. Does foreign firms' shortcut to Wall Street cut short their financial reporting quality? Evidence from Chinese reverse mergers. Working paper. Singapore Management University, 2012.
- [13] Dechow, Patricia M, Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1996, 13(1): 1-36.
- [14] De Fuentes, Cristina Porcuna, Rubén. Predicting audit failure: evidence from auditing enforcement releases[J]. *Spanish Journal of Finance&Accounting / Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 2019(48): 274-305.
- [15] Isaac Akomea-Frimpong, Charles Andoh. Understanding and controlling financial fraud in the drug industry[J]. *Journal of Financial Crime*, 2020, (27): 337-754.
- [16] Palmrose. An analysis of auditor litigation and auditor service quality[J]. *The Accounting Review*, 1988, (3): 77-79.
- [17] St. Pierre K, J. Anderson. An analysis of the factors associated with awsuits against public accounts[J]. *The Accounting Review*, 1984, (4): 242-263.
- [18] Summers, Scott L., John T. Sweeney. Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis[J]. *The Accounting Review*, 1998, 73(1): 131-146.
- [19] 陈佳声. 上市公司、审计师与监管机构的财务舞弊博弈研究[J]. *审计研究*, 2014(04): 89-96.
- [20] 程晨. 上市公司财务造假成因分析——以 A 公司为例[J]. *科技经济导刊*, 2020, 28(16): 187-188.
- [21] 戴丹苗, 刘锡良. 中概股公司财务舞弊的文献综述[J]. *金融发展研究*, 2017(01): 11-19.
- [22] 杜珊. 上市公司审计失败的破窗效应分析——以辉山乳业事件为例[J]. *中国*

- 注册会计师, 2017(12):87-90+2.
- [23]管颖, 骆公志. 辉山乳业财务舞弊动因研究[J]. 中国集体经济, 2019(19):145-146. [J]. 中国乡镇企业会计, 2019(06):206-207.
- [24]韩洪灵, 刘思义, 鲁威朝, 陈汉文. 基于瑞幸事件的做空产业链分析——以信息披露为视角[J]. 财会月刊, 2020(08):3-8.
- [25]洪蕊, 胡华夏, 郭春飞. 基于 GONE 理论的上市公司财务报告舞弊识别研究[J]. 会计研究, 2012(08):84-90+97.
- [26]黄世忠, 叶钦华, 徐珊, 叶凡. 2010~2019 年中国上市公司财务舞弊分析. 财会月刊, 2020:1-8.
- [27]蒋晓蕾. 中国辉山乳业控股有限公司审计失败案探究[D]. 长春: 吉林财经大学, 2018.
- [28]江笑云. 上市公司财务报表舞弊及信息披露违规案例分析和启示[J]. 改革与开放, 2018(13):4-7.
- [29]李娜. 辉山乳业审计失败成因及对策研究[D]. 大连: 东北财经大学, 2018.
- [30]李晓慧, 周羽杰. 对注册会计师职业怀疑缺失的问题分析及建议——以利安达对天丰节能 IPO 审计失败为例[J]. 中国注册会计师, 2015(11):35-41+3.
- [31]李晓琳. 上市公司的财务舞弊分析及启示[J]. 财会学习, 2016(19):39-40.
- [32]刘义军. 关于上市公司财务舞弊问题研究及监管对策分析[J]. 财会学习, 2020(12):44-45.
- [33]刘泽锋. 上市公司财务舞弊动因及审计对策分析[J]. 中国乡镇企业会计, 2019(10):279-280.
- [34]罗卉. 辉山乳业审计失败原因分析[J]. 产业与科技论坛, 2019, 18(22):99-100.
- [35]门韶娟, 何春洋. 做空中概股的探因及启示——以辉山乳业为切入点[J]. 商业会计, 2018(08):27-29.
- [36]钱兵兵. “中概股”公司审计失败成因及对策研究[D]. 昆明: 云南大学, 2018.
- [37]屈小兰, 张继勋. 审计职业怀疑研究综述[J]. 审计研究, 2012(03):69-75.
- [38]孙铮. 中国企业境外上市、会计准则趋同与会计审计跨境监管——由中概股

- 风波谈起[J]. 新会计, 2014(02):2-6+20.
- [39] 王弘敏. 上市公司财务舞弊分析与审计对策[J]. 商业经济, 2016(12):146-148.
- [40] 王婧玮. 浑水公司做空中国概念股的财务分析方法研究[D]. 北京:首都经济贸易大学, 2013.
- [41] 王梦莹. 农业类上市公司注册会计师审计质量研究[D]. 天津:天津科技大学, 2018.
- [42] 王晓珂, 王艳艳, 于李胜, 赵玉萍, 张震宇. 审计师个人经验与审计质量[J]. 会计研究, 2016(09):75-81.
- [43] 王祎煊. 做空中国概念股现象的研究[D]. 南京:东南大学, 2015.
- [44] 魏敏哲. 审计失败的成因及防范策略分析[J]. 中国集体经济, 2020(07):65-66.
- [45] 吴丹丹. 审计失败原因与对策探讨[D]. 北京:北京交通大学, 2019.
- [46] 谢德仁, 廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究, 2018(08):21-27.
- [47] 徐锬, 王超凡. 美国做空杀手的做局模式[J]. 经理人, 2014(07):38-42.
- [48] 许子昊, 周晓剑. 透视“浑水”做空中资企业[J]. 企业管理, 2020(04):52-56.
- [49] 尹姝君. 辉山乳业财务舞弊案例研究[D]. 上海:东华大学, 2018.
- [50] 袁敏. 中国概念股危机对审计行业的影响——基于美国SEC与中国“四大”和解的启示[J]. 中国注册会计师, 2015(04):83-88+2.
- [51] 翟颖越. 基于GONE理论的我国上市公司财务舞弊研究[D]. 石家庄:河北师范大学, 2020.
- [52] 张俊瑞, 余思佳, 程子健. 大股东股权质押会影响审计师决策吗?——基于审计费用与审计意见的证据[J]. 审计研究, 2017(03):65-73.
- [53] 张然, 陈思, 雷羽. SEC意见信与财务造假——基于中概股危机的实证分析[J]. 会计研究, 2015(07):11-17+96.
- [54] 张然, 陈思, 汪剑锋. PCAOB审计检查、审计师声誉与中概股危机[J]. 会计研究, 2014(02):71-78+95.

- [55] 张志强. 基于公司治理的中国概念股信息虚假披露研究[D]. 长春: 吉林大学, 2012.
- [56] 赵保卿. 中国概念股企业审计失败案件及思考[J]. 财务与会计, 2013(09): 38-39.
- [57] 郑登津, 闫晓茗. 事前风险、审计师行为与财务舞弊[J]. 审计研究, 2017(04): 89-96.
- [58] 周萍, 项军. 上市公司审计失败现状、成因及规避措施——基于 2008—2018 年证监会处罚决定的统计分析[J]. 会计之友, 2020(02): 141-145.
- [59] 朱春悦. 基于做空视角的信息披露问题研究[D]. 开封: 河南大学, 2018.
- [60] 朱薇伊. 财务舞弊审计识别与应对[J]. 合作经济与科技, 2018(17): 162-164.

后 记

少年易老学难成，一寸光阴不可轻，至此我的学生时代即将结束。回首过去，上过的一堂堂课、熬过的一个个夜晚都是我在学校留下的痕迹。在校读研期间，我的专业知识有了很大的进步，也养成了较好的学习习惯，这都要归功于母校为学生们提供的舒适的学习环境和发展平台。

随风潜入夜，润物细无声，导师对我的关爱和指导就像春雨在不知不觉间滋润着我使我砥砺前行。感谢导师在学习上对我的谆谆教诲使我百尺竿头更进一步，时刻都严于律己。在生活上老师也给予我温暖的关爱让我在远离父母的地方也不再想念遥远的故乡。其次感谢我的师兄师姐和我的同窗，他们陪伴我走过了最后一段难忘充满回忆的学生时光，在学习和生活上也给予我陪伴和帮助，使我收获了很多友谊和温暖。最后，我还要感谢一直以来始终支持我的家人们，他们无条件的支持是任何事物都不能替代的，无论我在哪里他们永远是最坚强且温暖的后盾！