

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 华兴源创重大资产重组的财务风险研究

研究生姓名：胡晶

指导教师姓名、职称：李培根 教授 魏才香 注册会计师

学科、专业名称：会计硕士

研究方向：注册会计师方向

提交日期：2023年6月19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：胡晶 签字日期：2023.5.30

导师签名：李培根 签字日期：2023.6.2

导师(校外)签名：魏才香 签字日期：2023.6.1

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：胡晶 签字日期：2023.5.30

导师签名：李培根 签字日期：2023.6.2

导师(校外)签名：魏才香 签字日期：2023.6.1

Study on financial risk of material assets reorganization of Huaxing Yuanchuang

Candidate : Hu Jing

Supervisor: Li Peigen Wei Caixiang

摘 要

重大资产重组作为企业扩张的重要手段之一，在其重组规模、所涉资金以及业务变动范围等方面都与一般的并购重组存在着差别。而财务风险作为企业经营风险的集中体现，当企业与经营相关的基础性条件发生重大变化时，其财务风险势必会随之波动。近年来，我国上市企业重大资产重组失败率不断升高，在企业重组失败的背后往往都承担了巨额损失，并与其最初的战略构想背道而驰，有些企业甚至陷入了财务造假的窘境，身陷诉讼纠纷。因此研究重大资产重组的财务风险问题对于企业财务风险防范具有重要意义，而科创板作为我国支持战略新兴产业发展的新设板块，在其开设同年就有企业公布重大资产重组预案，在此背景下，研究重大资产重组的财务风险也更具有代表性作用。

首先，本文采取案例研究法，选取科创板上市的第一股，同时也是科创板第一次进行重大资产重组的华兴源创作为研究对象，通过分析其内外经营环境而引出该公司的战略布局，进而阐明其进行重大资产重组的原因；其次，详细介绍华兴源创重组欧立通的过程，并分析了华兴源创重组欧立通的财务状况前后变化情况，以重组前后过程为节点将财务风险识别为定价、融资、支付以及整合等四个方面；再次，确定财务风险评价的指标选取原则，选取财务指标数据，采用熵权 TOPSIS 模型对其财务风险进行客观评价；最后，根据评价结果，分析华兴源创重大资产重组背后所带来的财务风险，并就华兴源创的实际情况提出财务风险防范建议。

根据上述研究过程，本文发现重大资产重组的财务风险重点体现在整合阶段，并且其财务风险变化并不会在重组当下期间内马上体现出来，而是具有一定的滞后性，此外，因为重大资产重组对于企业经营业务的影响，重大资产重组的财务风险贯穿于企业后续的经营管理过程之中。

关键词：重大资产重组 财务风险 熵权 TOPSIS 华兴源创

Abstract

As an important means of corporate expansion, major asset restructuring differs from general M&A restructuring in terms of the scale of the restructuring, the capital involved and the scope of business changes. Financial risk, as a centralized manifestation of enterprise operation risk, is bound to fluctuate when there are significant changes in the underlying conditions related to the operation of the enterprise. In recent years, the failure rate of major asset reorganization of listed enterprises in China has been increasing, behind which enterprises often bear huge losses and run counter to their initial strategic vision, and some of them even fall into the dilemma of financial fraud and are involved in litigation disputes. Therefore, it is important to study the financial risk of major asset restructuring to prevent the financial risk of enterprises. As a newly established board to support the development of strategic emerging industries in China, some enterprises announced their plans for major asset restructuring in the same year of the opening of the board.

Firstly, this paper adopts the case study method and selects Huaxing Yuanchuang, the first stock listed on the STB and also the first major asset restructuring on the STB, as the object of study, and introduces the strategic layout of the company by analyzing its internal and external business environment, and then elucidates the reasons for its major asset restructuring. The financial risk is identified into four aspects, such as

pricing, financing, payment and integration, using the process before and after the restructuring as nodes; again, the principles of selecting indicators for financial risk evaluation are determined, relevant financial indicators are selected, and the entropy TOPSIS model is applied to evaluate the financial risk; finally, based on the evaluation results, the financial risk behind Huaxing Yuanchuang's major asset restructuring is analyzed, and the actual reasons for Huaxing Yuanchuang's major asset restructuring are discussed. Finally, based on the evaluation results, the financial risks behind the major asset restructuring of Huaxing Yuanchuang are analyzed, and financial risk prevention suggestions are made with respect to the actual situation of Huaxing Yuanchuang.

Based on the above research process, this paper finds that the financial risk of major asset reorganization focuses on the integration stage, and its financial risk changes do not manifest immediately in the immediate period of the reorganization but with a certain lag. In addition, because of the impact of major asset reorganization on the business of enterprises, the financial risk of major asset reorganization runs through the subsequent business management process.

Keywords: Major asset restructuring; Financial risk; Entropy TOPSIS; Huaxing Yuanchuang

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 文献综述.....	2
1.2.1 重大资产重组的相关研究.....	2
1.2.2 财务风险的相关研究.....	4
1.2.3 重大资产重组财务风险的相关研究.....	7
1.2.4 文献述评.....	8
1.3 研究内容与方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	9
2 相关概念及理论基础	11
2.1 相关概念.....	11
2.1.1 重大资产重组.....	11
2.1.2 财务风险.....	11
2.1.3 熵权 TOPSIS 模型.....	11
2.2 理论基础.....	12
2.2.1 信息不对称理论.....	12
2.2.2 权衡理论.....	12
2.2.3 风险管理理论.....	13
3 华兴源创重大资产重组案例介绍	14
3.1 华兴源创基本情况介绍.....	14
3.1.1 经营环境.....	14
3.1.2 战略布局.....	19
3.2 华兴源创重大资产重组过程介绍.....	20
3.3 华兴源创重大资产重组前后财务状况变化.....	21

3.3.1 盈利能力分析	21
3.3.2 营运能力分析	23
3.3.3 偿债能力分析	24
3.3.4 发展能力分析	27
4 华兴源创重大资产重组的财务风险分析	29
4.1 重大资产重组的财务风险识别	29
4.1.1 定价风险	29
4.1.2 融资风险	30
4.1.3 支付风险	30
4.1.4 整合风险	31
4.2 重大资产重组的财务风险评价	32
4.2.1 重大资产重组的财务风险评价方法——熵权 TOPSIS	32
4.2.2 重大资产重组的财务风险评价结果分析	36
4.3 重大资产重组产生的财务风险概况	39
4.3.1 高额商誉带来定价风险	39
4.3.2 资源重组带来整合风险	39
4.3.3 企业经营影响财务风险	40
5 华兴源创重大资产重组的财务风险防范建议	41
5.1 建立健全财务风险预警机制	41
5.2 构建企业内部信息交流系统	42
5.3 购买有关金融产品转移风险	42
5.4 扩展延伸企业客户关系网络	43
6 研究结论与不足	44
6.1 研究结论	44
6.2 研究不足	45
参考文献	46
后记	52

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

并购重组作为企业整合资源、优化产业结构，实现规模扩张、协同发展的重要手段之一，随着我国资本市场改革的步伐，推动了我国企业发展。根据贝恩公司发布的《2022 年全球并购市场展望报告》可知，2021 年全球并购交易总额达到 5.9 万亿美元，突破新的历史记录，在此类交易中，相关战略交易的价值达到 3.8 万亿美元，比 2020 年增长了 47%。就我国而言，根据并购产业联盟公布的数据，从 2016 年至 2020 年，虽然 2020 年受疫情影响交易数量下降，但是 2021 年开始交易数量逐渐上升。根据普华永道公布的数据，我国国内并购在 2021 年创下历史新高，较 2020 年增长 21%，上市公司的并购重组数量约占国内并购总量的 60%。

从上述数据可知，国内外并购重组总量均呈增长趋势，这也说明了在资本市场上，上市公司依旧愿意通过并购重组来实现自身发展目标，但是重大资产重组作为上市公司进行并购重组的主要形式近年来呈现出下降趋势，且失败率也不断攀升。根据相关数据显示，2021 年 A 股市场共公布了 134 起重大资产重组事件，其中 68 家发布了终止重大资产重组事项的公告，占同期重大资产重组事项的 33.66%。此外，A 股市场从 2015 年开始重大资产重组失败率从 10% 开始攀升至 2017 年的 28%，而在后续几年中，2018 年有所回落，但 2018 年之后迅速回升至 30% 以上。究其原因，一方面我国监管审核部门就上市公司重大资产重组事项采取更为严格的态度；另一方面，随着 IPO 制度的完善，更多优质企业选择自行上市，市场上标的企业质量良莠不齐，加之重大资产重组会对企业的主营业务、资本结构、收入等造成重大影响，所以企业在进行重组时往往会选择业绩承诺，而业绩承诺的压力会迫使标的企业财务造假，更加加重了标的的质量参差不齐的局面。

就企业而言，重大资产重组虽能促进企业发展壮大，但是由于重大资产重组可以改变企业原来的资本结构、营业收入、现金流量等企业重要事项，并且对之影响程度较深，这也预示着企业在经营中将面临巨大的风险，而财务风险作为经营风险的集中体现，重大资产重组对于财务风险的影响也将是巨大的，加之整体资本市场上优质标的缺乏，进一步为企业财务表现埋下重大风险隐患。尤其对于我国 2019 年新设立的科创板而言，研究重大资产重组的财务风险问题对科创板建设具有现实意义。而在《科创板上市公司重大资产重组特别规定》于 2019 年 8 月发布不久后，华兴源创（688001）作为“科创板第一股”便开始了科创板重大资产重组的“破冰之旅”，耗时共计 60 天，成为科创板首例重大资产重组项目。故而，本文以华兴源创重大资产重组为案例研究对象，研究重大资产重组财务风险问题。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

财务风险的研究多集中于利用数理统计等知识进行实证研究，本文通过案例研究法，选取案例企业，以案例企业发生的符合研究背景的真实事件为导向，丰富了现有实证研究对财务风险识别预警的理论内容，进一步可能地充实了财务风险成因、特征以及影响因素的有关内容研究。

（2）实践意义

本文进一步的实践意义在于，遵循企业实际情况，运用科学合理的财务风险评价方法，评价企业的财务风险，并就财务风险防范措施提出切实可行的建议，尽可能的为其他面临相似状况的企业提供借鉴作用，推动企业达成战略目标，促进其可持续发展。

1.2 文献综述

1.2.1 重大资产重组的相关研究

（1）重大资产重组与绩效

关于重组与绩效的相关研究，国内外主要分为两个方面，一部分学者认为，

资产重组会促进企业绩效提升，为股东带来财富效应，如 Bhabra 和 Huang（2013）通过研究股票回报率，发现重组会增加股东财富；Tao 等（2016）通过研究跨国并购重组发现，不论企业性质是国企还是民营，通过重组企业都能获得超额收益；Sahu 和 Agarwal（2017）认为企业进行重组有助于提高其利润水平，增强业绩；就国内而言，张继德（2015）认为由于投资者过度关注企业重组公告日前后的有关信息会引起市场的过度反应，进而引起企业短期业绩提升；董德彪（2017）认为企业进行重组会持续性提高其业绩水平；张晓月（2019）认为资产重组可以扭转公司的亏损状况；另一部分学者认为，资产重组并不会推动企业绩效的有效增长，如 Emilia（2012）认为长期而言，因重组带来的短期性超额收益会被企业所消耗；Rekha（2016）研究发现了企业在重组完成后三年之内业绩不断下滑的现象；侯剑平（2015）通过研究上市公司与其关联方的重组交易发现重组绩效并不明显；盖建飞（2016）通过实证表明了上市公司的重大资产活动并未改善其业绩现状的结论；赵红丽和张刚（2018）也同样认为在实际情况下，企业资产重组效果不佳。

（2）重大资产重组与业绩补偿及股价波动

业绩补偿承诺作为在资产重组中维护交易公平、保护中小投资者的重要手段之一，被越来越多的企业所应用，但是实践中却往往出现夸大承诺的现象。陈瑶（2016）基于我国上市公司重大资产重组的数据运用实证研究分析了企业选择业绩补偿的动因；张冀（2017）利用统计分析，梳理了在重大资产重组当中监管所关注的重大问题；李翔等（2018）以我国上市公司重大资产重组的数据为基础，实证研究得出分析师对于拥有业绩承诺的上市企业判断更为准确，此外，董事会治理程度对分析师判断起到调节作用，若程度较弱，则分析师预测准确性更准。

关于重大资产重组与股价波动的研究，一方面是重大资产重组背景下发行股票的定价问题，蔡曼莉（2011）通过分析重大资产重组中的定价机制，指出存在的问题并提出相关建议；另一方面是重大资产重组对个体投资者的影响，王菲菲（2018）运用事件分析法，阐述了重大资产重组的预告信息对于我国个体投资者的影响；翟建强等（2014）通过实证分析研究了重大资产重组、股价波动与企业内幕交易的相关关系。

(3) 重大资产重组与信息披露

由于上市公司与投资者之间具有信息差，故而上市公司实时、客观、公正地披露有关信息有利于保护投资者的权益，但在实际市场背景下，上市公司信息披露严重滞后、披露内容缺乏实质性内容等问题层出不穷，投资者权益难以保障，有学者就此问题作出研究，李有星（2015）揭示了上市公司在重大资产重组中所存在的信息披露问题，并从制度层面提出有关改进建议；黄江东（2017）梳理总结了重大资产重组中信息披露有关的法律问题；还有学者建立实证模型研究了媒体报道与重大资产重组之间的关系，如陈泽艺（2017）选取2008年和2015年我国沪深两市进行重大资产重组的上市公司为样本数据建立模型，发现媒体负面性的报道起到了监督作用。

除过上述重大资产重组与绩效、股价波动、信息披露之间的相关研究外，关于重大资产重组还有学者研究了审计师在重大资产重组中的变更行为，如常京萍等（2014）、王睿等（2015）；此外，邓利梅（2015）、杨彬（2017）就重大资产重组所存在的问题进行分析并提出修改建议；另外，学者丁华（2019）利用实证分析阐释了财务政策选择对于资产重组的作用。

1.2.2 财务风险的相关研究

(1) 财务风险的内涵

在讨论财务风险的内涵时，首先应该对什么是风险进行解释，西方古典经济学家认为风险伴随经营活动而生，获得的收入其实是对承担风险的补偿。Ulrich Beck（1986）认为风险是认识与现状所存在差异而带来的结果，具有虚拟性；Yates 和 Stone（1992）提出了风险结构的三因素模型，奠定了现代风险理论的基本概念框架；财务风险作为风险的一种，在风险理论的发展中，学者对财务风险的定义逐步完善，主要有狭义广义之分。狭义的财务风险主要有，Ross（1999）认为财务风险是企业因难以偿还到期债务而产生财务波动状况；Van Horn（2001）认为财务风险是指企业因大幅借入资金而导致投资人或债权人权益受损的不确定性；Wu 和 Olson（2015）认为财务风险是指企业加大杠杆而不能如期偿还债务所遭受损失的可能性；就国内研究而言，余绪缨在其著作《企业理财学》中表示，财务风险是指资本结构影响企业偿债能力的风险；蒋

琪发（2000）认为财务风险是指企业未能偿还债款而损害股东及债权人权益的风险；屠巧平（2002）认为企业为筹集资金而大量举债导致偿债能力下降引发财务风险的可能性；于维洋（2014）认为财务风险是指企业因其财务结构不稳定、融资方式不当而造成偿债能力缺失导致投资者预期收益下降的风险。而广义的财务风险观点有，刘恩禄、汤谷良（1989）认为财务风险是指企业在经营管理中因各种未知或不能控制的因素而使企业实际收益状况与预期相背离，承担经济损失的可能性；张殿峰（2014）认为财务风险是公司其他各种风险在企业财务层面上的集中体现；王庆华等（2015）则认为财务风险是由于各种不确定因素影响，企业价值运动受其影响而中断，被迫无法偿还到期债务的现象，是经营状况异常最终在财务维度的体现。

（2）财务风险的识别、预警与评价

国外针对财务风险的识别与分析经历了从单变量到多变量的过程，Fitzpatrick（1932）最早提出单变量模型拟预测企业破产；Altman（1968）基于多变量模型对财务风险进行识别，提出了 Z 值模型；Ohlson（1980）运用 Logistic 模型预测企业破产的可能性；Zmijewski（1984）引入 Probit 回归模型对企业的财务风险进行预测；Odom、Sharda（1990）运用神经网络理念构建财务风险预测模型；我国财务风险识别与预测的模型研究起步较晚，1996 年后才逐渐出现各种模型，周守华等（1996）选取相应数据，将现金流量指标引入 Z 值模型，从而建立 F 分数模型；张玲（2000）收集沪深两市的数据构建了风险判别模型；徐凤菊和王凤（2008）引入了主成分分析法识别风险；罗晓光等（2012）基于功效系数法对商业银行的财务风险作出评价；王庆华（2015）运用多分类 Logistic 回归分析阐述企业的财务风险；近年来，熵的概念也运用到财务风险评价当中，并将熵权法与 TOPSIS 方法相结合构建综合评价方法，尹夏楠（2017）基于熵权 TOPSIS 方法对生物制药行业作出财务风险评价；赵腾（2019）基于熵权 TOPSIS 法对酒鬼企业作出财务风险评价。

（3）财务风险的影响因素

关于财务风险影响因素的文献，多数研究集中于实证分析某一因素对企业财务风险的影响关系，如 Stiglitz（1985）、Shleifer 和 Vishny（1986）认为企业股权结构（股权集中度、机构投资者持股、是否国有）影响企业的风险；Denis 和

Sarin (1999) 认为董事会规模与企业财务风险具有相关关系; Pawlina 等 (2005) 认为外部机构投资者持股发挥监督作用的同时会降低企业财务风险; 于东智和池国华 (2004) 以我国上市公司为研究对象, 发现上市公司的董事会规模与其业绩之间呈现倒 U 型关系; 王跃堂等 (2006) 发现独立董事与公司业绩之间呈现正相关关系; 程新生 (2007) 认为独立董事对于企业具有监督作用, 可以达到较好的财务控制效果, 以防财务风险; 于富生等 (2008) 认为企业进行科学合理的公司治理结构调整可以降低财务风险水平; 詹雷 (2013) 认为管理层过度投资会增加企业财务风险, 而当企业对管理层激励不明显时, 管理层会加大投资; 张殿峰 (2014) 实证研究发现改善公司的治理水平会有效防范财务风险; 现代资产组合理论认为, 企业进行多元化经营可以有效分散其财务风险, 但是, 吴国鼎等 (2015) 认为多元化经营并不一定具备此种效果; 黄贤环 (2018) 发现金融资产配置与企业财务风险呈现正相关关系, 虽然短期内有降低财务风险的效果, 但长期而言会发生“挤出效应”, 增加企业财务风险。

(4) 财务风险管理与控制

风险管理理论历经多重理论发展, 1963 年梅尔和赫奇斯的《企业风险管理》以及 1964 年威廉姆斯和汉斯的《风险管理与保险》代表了传统风险管理理论; 而 Sharpe (1964) 提出了资本资产定价模型, 认为投资的回报与所承担的风险具有正向关系, 这项发现标志着现代风险资产定价理论开始; 此外, 随着 MM 理论发展, 关于收益与风险计量的方法也更加丰富, Hamada (1972)、Bowman (1981) 认为在完全有效市场、无风险债务、无税收的假设下, 相较于同等经营条件下无债务的企业, 有债务企业的贝塔系数会被财务杠杆以乘子的形式放大; 吴武清 (2012) 认为企业会在经营风险与财务风险之间作出权衡, 为达到一个合理的系统风险, 较高的经营风险会选择一个较低的财务风险; 内部控制理论作为风险管理理论的重要分支, 自多数内部控制数据可公开获得后, 大多学者开始着力于研究内部控制与信息披露、盈余质量以及内部控制的决定因素等内容, 还有部分学者研究内部控制与财务风险, 如 Lawrence R. Dicksee (1957) 认为企业财务信息的不准确、不及时以及不完整是由组织内部控制不完善所引起的, 从而会诱发财务风险; 鄂秀丽 (2008) 通过数据验证了时间以及法规政策不同的背景下, 企业内部控制对财务风险影响是不同的; 袁晓波 (2010) 认

为企业内部控制与财务风险存在明显的相关性；戴文涛（2014）认为企业内部控制质量越高则企业财务风险将会越低。

1.2.3 重大资产重组财务风险的相关研究

由于资产重组与并购在概念上有所重叠，而重大资产重组隶属于资产重组，从现有文献来看，大多数学者在研究财务风险时以并购为切入点研究并购过程中发生的财务风险，杰弗里·C·胡克（2000）认为在并购中，大量举债融资减弱了企业偿债能力，从而引发财务风险；Edmans（2009）研究企业并购完成后企业的管理效果与财务风险的关系，发现管理效果不佳会增加财务风险发生可能性；Robert J Borghese 等（2011）以组织适应性为切入点研究发现，企业组织适应性较差会增加资源整合难度，引发财务风险；陈共荣、艾志群（2002）认为并购的财务风险主要来自标的企业的价值评估、企业融资活动、资金流动、杠杆收购等方面；杜攀（2000）、赵宪武（2002）指出企业并购的财务风险资本结构变化而导致的财务危机；赵保国（2008）研究跨国并购，认为并购的有关定价、融资以及支付的决策会影响财务结果变化，引发财务风险；郑和平（2011）研究发现企业并购财务风险是指企业进行兼并购时举债融资而引发财务危机的可能性；高侠、张双巧（2012）认为财务风险会影响制约跨国并购的协同效应；李金田（2012）认为企业并购财务风险主要有定价风险、融资风险、支付风险和财务整合风险；侯林芳（2016）认为并购财务风险并不单一存在而是贯穿于企业并购全过程当中；徐玉芬（2017）利用 F 分数模型评估互联网企业并购的财务风险，发现并购完成后，财务风险明显增加；李阳一（2020）以我国高新技术企业并购重组为研究对象，分析了并购重组财务风险的特征、类型，并提出了有关防范风险的策略。但是也有学者从重大资产重组的角度出发，如张汨红（2019）认为企业进行重大资产重组可以得到外部资金支持会降低企业财务风险发生的可能性；段鹏飞（2021）则认为进行重大资产重组往往需要大量的资金，在重大资产重组中和重组后都会面临因财务问题而导致的风险。

1.2.4 文献述评

综上所述，关于重大资产重组的相关研究主要以绩效、业绩补偿承诺以及信息披露为主，还有部分学者会研究重大资产重组标的物的定价问题以及重大资产重组与个体投资者之间影响关系问题；而关于财务风险则主要包含四个方面，首先是财务风险的内涵，国内外并无统一的界定，但是国内外的研究普遍认为财务风险具有客观性、不确定性、总是与损失相关联等特征；其次是财务风险的预警、识别以及评价仍旧是目前关于财务风险研究的重大方面，往往以数理统计模型为基础，搜集大量数据为样本进行研究；最后是财务风险的影响因素以及财务风险的管理控制。

但是，关于重大资产重组的财务风险问题研究却只有少数文献才会涉及，主要是因为资产重组与并购在概念上相互重叠，学界对于二者概念也并未做详细区分，通常以并购作为关键词进而分析在并购过程中产生的财务风险。此外，重大资产重组作为资产重组突破一定标准的重要事项，对重组企业的资本结构、营业收入、现金流量等将产生重要影响，而财务风险作为企业经营风险的集合体，通过研究重大资产重组的财务风险问题，具有较强的实践意义，因此，本文将以重大资产重组为切入点，进而识别、评价、控制其财务风险。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文着重关注重大资产重组的财务风险问题，运用单一案例研究方法，以华兴源创重组欧立通为研究对象进而展开相关论述。具体内容安排如下：

第一章：绪论。在本章节中主要阐述本文所做研究的客观背景以及具有的意义，并通过梳理相关财务风险的文献资料，概述当前的研究现状以及发展趋势，从而得出本文的研究方向及研究内容，并确定本文所需的研究方法。

第二章：相关概念及理论基础。本章主要阐述文中所包含的专业性概念的界定，如财务风险、重大资产重组等与本文研究内容密切相关的概念。此外，详细介绍了本文所需理论的基础性内容。

第三章：华兴源创重大资产重组的案例介绍。本章首先分析了华兴源创的经营环境，并据此阐述了其战略布局；其次，介绍了华兴源创重组欧立通的具体过程；最后，就华兴源创重组前后财务状况变化作简要分析。

第四章：华兴源创重大资产重组的财务风险分析。本章为本文的主要研究内容章节，首先从华兴源创重组欧立通的定价、融资、支付以及财务整合等方面进行财务风险识别；其次，运用熵权 TOPSIS 方法，对华兴源创重大资产重组前后四年的财务风险作出评价；最后，根据评价结果及财务状况分析总结其产生的财务风险。

第五章：华兴源创重大资产重组的财务风险防范建议。针对第四章所阐述的财务风险有关内容，提出华兴源创财务风险防范建议。

第六章：研究结论及不足。本章是对全文研究内容的结论总结，并对文章具有的不足点作出说明。

1.3.2 研究方法

本文采取案例研究法，选取单一案例华兴源创为研究对象，以其重大资产重组为切入点研究其财务风险。近年来，上市公司进行重大资产重组的失败率屡升，有些企业因标的企业的质量问题面临管理困境，甚至一些企业因承担过高的业绩承诺而陷入财务造假风波，如康尼机电为突破自身经营范围而重组的标的企业龙昕科技，因财务造假使得康尼机电亏损近 30 亿元。在注册制改革的背景下，反观其他板块重大资产重组的种种问题，科创板作为我国推动战略性新兴产业发展的新设板块，研究重大资产重组的财务风险具有重要意义，而华兴源创作为“科创板第一股”，并在科创板开设不久后就进行了重大资产重组，以其作为案例研究对象也更加具有代表性。此外，本文采用熵权 TOPSIS 方法对重大资产重组的财务风险作出评价，从而提出有关财务风险防范建议。

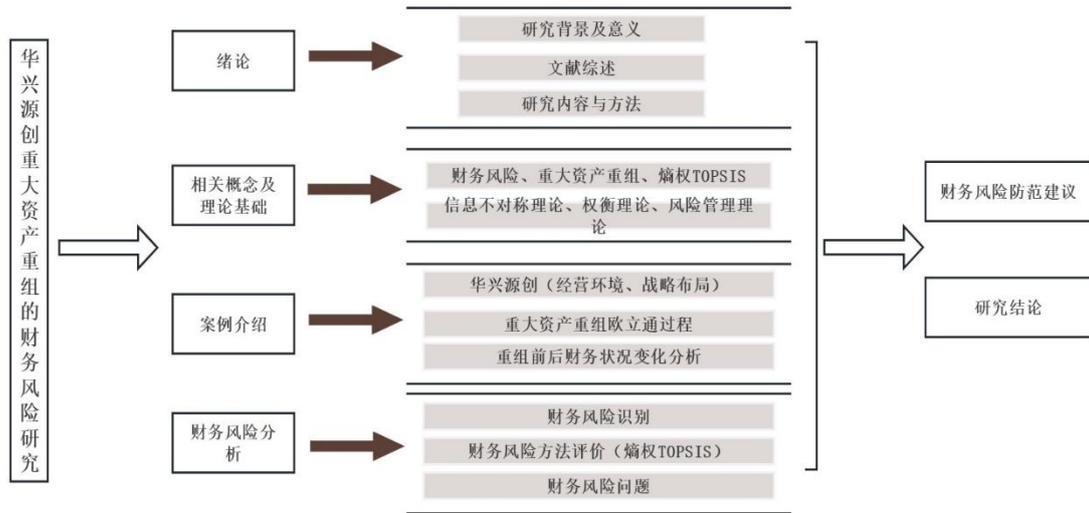


图 1-1 研究框架图

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 重大资产重组

重大资产重组作为企业扩张的重要手段之一，属于并购重组中资产重组的类别，在我国有明确的法规条文规定何种资产重组属于重大资产重组，即《上市公司重大资产管理办法》指出，重大资产重组是指上市公司及其控股或控制的公司进行的购买、出售资产的非日常交易行为，只要达到下述任一标准就可以认定为重大资产重组：①购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 50%以上；②购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占科创公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 50%以上；③购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到 50%以上。

2.1.2 财务风险

企业财务风险有广义和狭义之分，从狭义角度上来讲，企业财务风险是指企业在日常经营活动中因融资方式等原因导致企业资本结构不合理而使企业偿债能力降低致使投资者收益下降的可能性；而广义上来讲，企业财务风险是一种最终体现在财务结果上的损失可能性，受到企业在经营中众多不确定因素的影响，财务风险具有综合性、复杂性的特征，并且处于动态变化的过程当中，相较于狭义的财务风险，广义财务风险更加准确的描述了财务风险的表现以及本质特征，故而本文也从企业广义财务风险的角度出发去考虑文中问题。

2.1.3 熵权 TOPSIS 模型

熵权 TOPSIS 模型是熵权法和 TOPSIS 矩阵的结合，是在 TOPSIS 多属性加权

规范化矩阵的基础上，运用熵的理念对评价某一对象而选取的评价指标进行客观赋权，进而构建了受人的主观意识影响较小的加权规范化决策矩阵，同时确定有关决策问题的正负理想解，并通过数学计算方法得出所评价对象与正负理想解之间的距离，从而对所决策问题进行排序，若评价对象与正理想解相距最近，而与负理想解相距最远，则将其评价为最优，反之则为最差。

2.2 理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论认为各类投资者、机构以及其他利益相关者因自身客观条件的限制而存在对于市场信息的理解性误差，这种误差会致使市场经济活动中的双方处于不同经济交易地位，对于充分掌握市场信息的主体而言，充足的信息往往意味着有更多的机会，往往处于更加优势的地位，而对于信息掌握并不完整的主体而言，信息差会导致主体误判的可能性增高从而增加成本带来损失；尤其是在资本市场中，信息不对称的现象更为明显，并且具有较高的信息成本，对于企业与其投资者及债权人而言，企业往往掌握更加充足的信息，利用与投资者及债权人之间的信息差，并通过一定手段降低信息风险而获取债权人及投资者的信任，这也就意味着，如若债权人和投资者掌握的信息越少，则其有关资金投入风险就会越大，为了保护自身的利益，投资者与债权人往往会提高风险溢价来补偿自身的风险成本。

2.2.2 权衡理论

权衡理论是继 MM 理论之后，属于现代资本结构理论的一种新发展理论。该理论以企业负债对企业产生的抵税效应与企业因破产而生成成本之间的权衡关系作为研究对象，来确定当前企业所处环境下的最优资本结构，并认为企业在日常经营过程当中增强自身的负债规模，会给企业带来相应的成本以及风险，并且其产生的成本会随负债的增加而增加，而且，在其他条件不变的情况下，具有较高经营风险的企业往往持有较低的负债规模。此外，该理论也认为，因为有形资产相较于无形资产更加容易变现，并且在财务状况波动时更不容易丧

失其价值，故而持有较多有形资产的企业往往负债规模高于持有多数无形资产的企业。

2.2.3 风险管理理论

风险管理理论是指企业为了达到将风险所带来的损失减少至可接受范围内，保证企业经营业绩受影响程度较低的目的，通过运用各种计划性、组织性、有效的手段和方法，最终确保企业风险事件消失或者是风险事件的影响完全可控的全过程控制。在这个管理过程当中，首先是调查分析企业存在的风险，进行有关风险识别；其次，根据识别的结果对风险大小及影响程度利用定性以及定量的方法进行科学合理的评价；再次，立足企业自身战略布局以及内外部经营环境，在满足企业实际需求的情况下，运用风险相关的管理工具，将有关风险进行转移规避，力求将风险降至最低；最后，及时做好风险调整，健全风险管理体系，查找风险管理当中的不足，作出优化调整，提升风险控制的有效性。

3 华兴源创重大资产重组案例介绍

3.1 华兴源创基本情况介绍

“华兴源创”全称为苏州华兴源创股份有限公司，于 2005 年成立，隶属于我国专用设备制造行业，是一家生产相关行业检测设备以及提供整线检测系统解决方案的高科技型企业，主营业务为平板显示以及集成电路的检测设备的研发、生产和销售，根据其服务对象可具体将其业务分为四个板块，平板检测业务、半导体检测业务、消费电子检测业务以及新能源汽车检测业务。

3.1.1 经营环境

(1) 外部环境——PEST 分析

①政治环境

随着全球现代化工业以及科学技术的发展，我国作为制造业大国，早在 2015 年国务院签发制定的《中国制造 2025》中就已规划了我国在未来将从制造业大国向制造业强国转变，最终实现制造业强国的战略路线，并在新一代信息技术产业领域发展中着重强调了封装以及测试产业的自主发展，华兴源创所专注的领域正好是集成电路检测设备的研发销售，对于其平板检测业务来说，根据国家统计局 2018 年发布的《战略性新兴产业分类》显示，“显示器件制造”作为“电子核心产业”重要环节，被列为国家重点发展对象，相关检测业务也随着整个新一代信息技术产业发展变得更加分工明确，并且处于行业发展的重要地位。此外，伴随我国生态文明建设的深入，新能源汽车行业蒸蒸日上。

除过产业政策指导外，我国也出具了税收优惠政策，2015 年《关于进一步鼓励集成电路产业发展企业所得税政策通知》表明，“符合条件的集成电路封装、测试企业等自 2017 年（含 2017 年）前实现获利的，自获利年度起第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照国家法定税率减半征收，并享受至期满为止。2017 年前未实现获利的，自 2017 年开始计算优惠期，享受至期满为止。”由此可见，国家对于平板显示、集成电路等行业的大力支持。

②经济环境

随着新一代信息通信技术发展，各类智能消费电子产品融入人们的日常生活，而平板显示作为消费电子产品的上游组成器件，随着消费电子产品的需求上升也迎来了新的发展空间，相关检测业务亦凸显重要之势。根据工信部公布的数据显示，“十三五”期间，我国平板显示相关生产线投资达 8000 亿，截至 2020 年年底，平板显示有关产能较 2015 年年底增长了 140.9%，我国 OLED、AMOLIED 等产品良率不断提高，2016-2021 年我国 AMOLED 面板市场的产品良率从 0.1%升至 13.2%，平板显示产业集聚效应明显。

随着半导体产业垂直分工模式发展完善，设计、晶圆代工、封测等环节均由独立的公司负责，即当上游公司设计完成整个集成电路模型，通过中游生产厂商进行生产、封测后，最终以芯片为载体，内含集成电路，应用于下游终端设备。华兴源创在此产业链中处于中游封测环节，主要研发生产对集成电路检测的专用设备。根据图 3-1 显示，自 2014 年以来，集成电路市场规模在全球市场中呈现稳健增长之势。就我国而言，图 3-2 说明，自 2014 年 913.75 亿美元的市场规模，已在 2021 年增长至 1925 亿美元，年复合增长率为 11.23%，并且在 2021 年中国市场销售额占全球市场销售额 34.6%，成为全球半导体销售的重要市场。

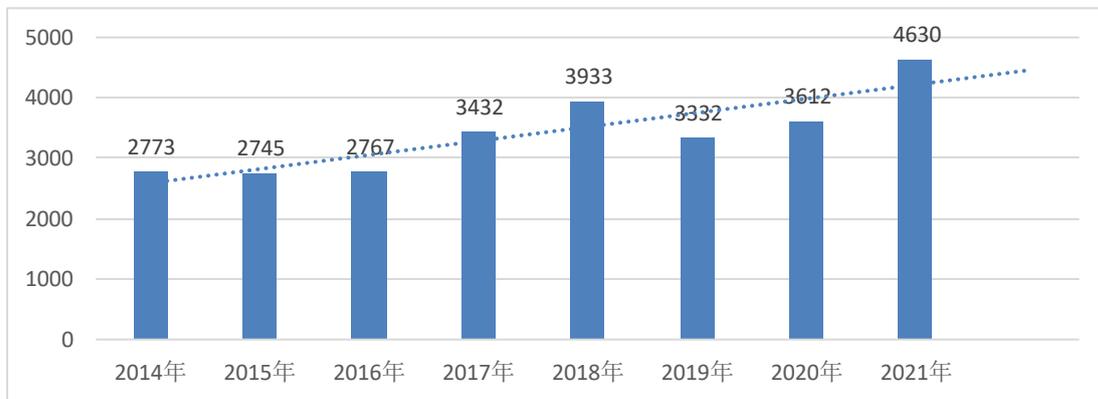


图 3-1 2014-2021 全球集成电路市场规模（亿美元）

数据来源：艾瑞行业研究报告

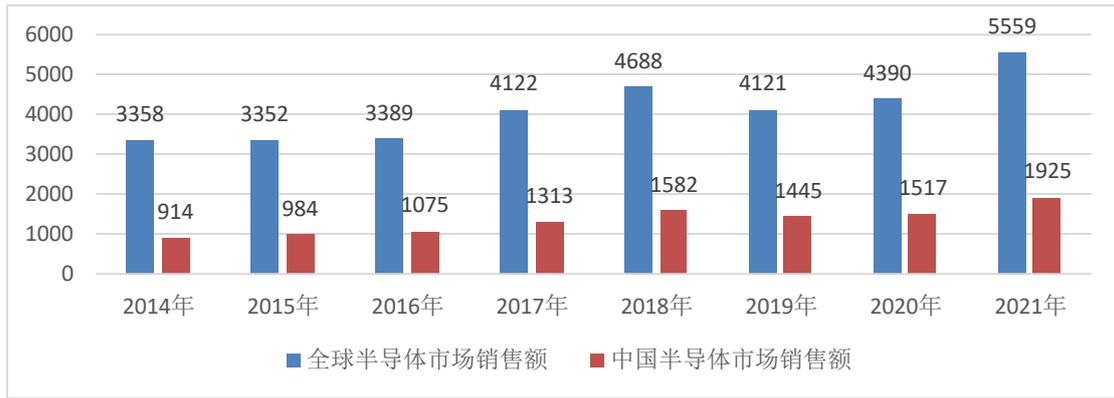


图 3-2 2014-2021 年全球半导体销售额以及中国半导体市场销售额（亿美元）

数据来源：艾瑞行业研究报告

而就新能源汽车行业而言，我国虽然仍处于发展初期，但目前已取得了巨大的进步，并且纯电动汽车在新能源汽车中占有较大比重，如图3-3所示，2019年已达到 310 万，占比 81.4%，虽然 2020 年以来受疫情影响销量有所下降，但长期而言具有十分广阔的成长空间。

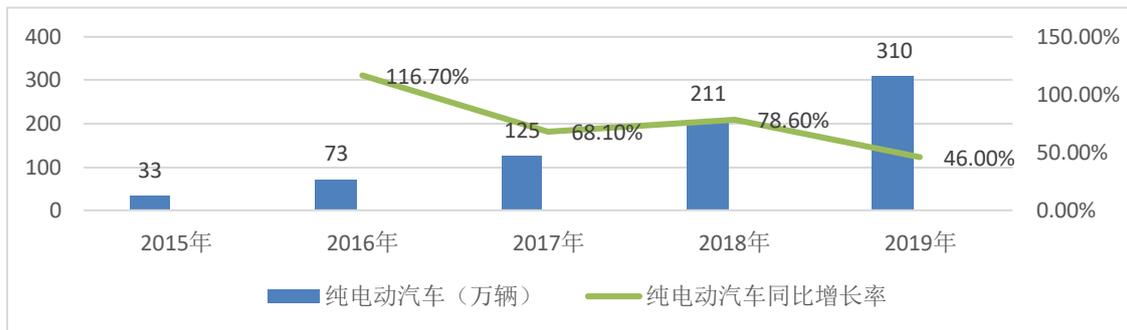


图 3-3 2015-2019 年中国新能源汽车（纯电动汽车）保有量

数据来源：艾瑞行业研究报告

③社会环境

通信工具的更迭，不仅促进了不同区域间的文化交流也推动了各地区经济发展，而且随着人们消费方式的改变，商业模式也随之发生变化，如电子商务、数字支付的普及，以及更多人关注的医疗健康领域，相应的也出现多种多样的消费电子产品，如监测人体健康状态的智能手环，在家居方面各类智能服务机器人、智能电视、智能门锁以及娱乐产品，如 VR 眼镜等。根据我国工业和信

息化部发布的《中国数字经济发展指数报告》可知，中国数字经济发展指数 2013 至 2021 年上升了 4610.6，年复合增长率 24.06%，远超过同期 GDP 指数增速。在这些发展的背后，都离不开核心元件如半导体 IC（集成电路）、平板显示的支持，故而检测这些元件是否合格的设备制造亦显示出重要的行业地位。

④技术环境

随着时代发展，人们在日常生活中对于各类科技产品依赖程度提升，并且对于产品显示要求更加严格，目前主流显示路径有 TFT-LCD 与 OLED 两种，而且 OLED 比 LCD 更具优势，智能手机主要以 OLED 为主，此外，随着 5G 技术全面推广，电视媒体也相应提高其分辨率，OLED 成为了超高清电视的标配。但就全球而言，目前 OLED 生产仍以韩国三星为主，2019 年出货量占全球总额 85% 以上。随着我国对平板显示产业的不断投入，加之我国在人工成本以及土地厂房等方面更为低价的优势，我国在 OLED 制作方面良品率不断提高，以京东方为代表的厂商在未来有望突破相关生产技术。除过上述两种技术，韩国三星公司首先提出了将 Micro-LED 应用于大尺寸智能电视，并实现量产的计划，进一步抢占市场先机。

在目前的电子消费市场中，众多智能化的电子产品都离不开核心的制作芯片，伴随半导体垂直分工模式的成熟完善，半导体产业链可分为上游设计，中游制作，下游应用，而就上游设计而言，目前依托的技术设计工具是 EDA，在此领域中，我国仍处于发展初期，大多 IP 授权仍依赖与国外，高端技术仍待突破；而在中游制造环节，主要是以生产及封装测试为主，相较于制造半导体生产设备的巨额资金投入以及高技术研发和人才壁垒，封测设备的制造和研发技术在我国更为成熟且体系更为完善。而在新能源汽车行业，随着我国资本市场针对其投资逐渐理性且多方资本纷纷布局，在技术层面我国获得重大突破，行业发展前景广阔。

（2）内部环境——VRIO 分析

①价值性（Value）

华兴源创所从事的平板显示及集成电路测试设备业务属于知识、技术密集型产业，随着全球平板新型技术更迭以及大量人力、工厂场地等成本的上升，全球平板显示的供给格局发生变化，据相关数据显示，2018-2019 年面板价格持

续下跌，日韩等国主要面板生产厂家营业利润大幅下滑，迫于营业压力开始退出 LCD 产线，并将之向其他地区转移，同时向盈利能力更高性能更好的 OLED 面板转型，我国大陆地区在此背景下迅速发展，在 2021 年 LCD 产能供给占全球的 67%。就华兴源创而言，经过历年的研发投入以及经验积累，不仅在此次全球供给格局转移的背景下牢牢把握住了 LCD 面板检测的核心技术，而且对于新型 OLED 面板的检测设备的研发贡献重要技术支持，尤其是柔性 OLED 的 Mura 补偿技术于 2017 年填补了国内空白，与全球行业知名的厂商达成长期合作。

而在集成电路测试设备领域，华兴源创不断提高研发投入，增强核心技术，完成了用于 SOC 芯片测试机台的研发，在移动终端电池管理系统芯片测试技术、超大规模数模混合芯片测试平台等技术方面具有较强的市场竞争力，并已签署多条生产测试线的意向订单，获得了国际知名 CIS 厂商自建工厂的验证。

②稀缺性（Rareness）

华兴源创的主要产品具有定制化和非标准化特征，凭借丰富的技术储备和项目经验，该公司可以快速满足客户需求完成产品设计，行业竞争优势凸显，此外，由于平板显示、集成电路等相关产品的核心技术难度较高且较为复杂，再加之我国发展时间相对较晚，目前有关领域内不仅上游设计、IP 授权厂商深度依赖于国外，而且中游制造和封测的有关核心技术也依赖于国外，但随着我国对相关产业的大力支持以及全球制造的供给转移，目前国内生产专业测试装备的企业相对于其他厂商发展较为完善，华兴源创作为这批厂商之一，在不断竞争的形势下打造了专属华兴源创技术特点，在产品的生产效率和性能方面深得各大知名厂商青睐。

③不易复制性（Imitability）

平板显示与集成电路作为我国战略新兴产业，属于知识、技术、资金密集型产业，行业壁垒较高，其他厂商想要短期内迅速进入该行业发展需要更多的资金以及技术投入，尤其是在研发设备、生产设备等固定资产方面，会在短期内付出大量的成本，又因为下游终端消费电子应用市场更新换代快、产品周期短，会导致初期投入的大量成本难以收回，在一定时间内很难在行业立足。对于华兴源创而言这样的行业特点本身就是其自身的优点，除此之外，公司通过

不断发展已在平板显示领域积累的品牌优势，在兼顾成本的前提下满足客户要求，并按照客户需求制定测试方案，因此拥有相对较为稳定的客户，而且公司在平板显示领域维持行业地位的同时，不断提升集成电路测试设备的研发能力。

④组织性 (Organization)

华兴源创在企业发展过程中持续建立健全企业内部控制制度，进一步完善内控流程体系，通过对员工的内部培训及企业文化建设，将公司的成长与员工的发展有机结合，开展股权激励计划或员工持股计划，增强了员工对企业的认同感与忠诚度，促进了各项制度流程不断优化，在吸收管理、研发等方面人才的同时，加强了企业数字化建设，实现了横向端到纵向端系统拉通，并打造了线索商机-客户关系-销售管理系统、产品生命周期管理系统、项目管理系统、供应链管理系统、生产执行管理系统以及仓库管理系统，逐步推动构建业财一体化建设，纵向搭建底层 TOT 平台，从而推动企业内部各部门、各小组、各业务板块协同发展，有效提升了企业决策效率，优化了企业内部管理成本，从而切实推动企业可持续发展。

3.1.2 战略布局

综上所述，华兴源创在经营过程中不断面临着新的挑战 and 机遇，就外部经营环境而言，华兴源创所处的行业是我国目前大力支持发展的战略新兴产业，国家出台了诸多产业政策和税收优惠政策以推动行业发展。此外，近年来我国经济发展迅速，在半导体 IC 以及平板显示等领域潜在市场需求广阔，而且在双循环经济发展背景下，国内半导体以及平板显示需求进一步扩大。但就目前全球的技术发展格局而言，我国在核心技术领域仍处于被动地位，多数平板显示以及半导体 IC 相关生产核心技术依赖于国际大型企业，尽管在新一轮的全球供给格局的转变中，大量平板显示有关生产线向国内转移，但是随着我国的人力、土地成本不断上升，且转移过来的这些产线本就已经具备一定的技术落后性，因此，国内企业向前发展面临更多的压力，需要进一步的加大研发投入，竞争更为激烈。

就内部环境而言，华兴源创在这样的背景下，仍持续为平板显示及集成电路检测设备的研发生产加大资金和人力投入，通过快速满足客户多样化定制需

求以及内部组织高效率的沟通和协调，在保证产品产量以及性能优势的前提下，在市场竞争中脱颖而出，并与国内外知名厂商，如苹果、三星、京东方等保持商业合作关系。尽管如此，华兴源创仍面临巨大的挑战，随着技术进步以及终端电子应用产品的变化速度加快，华兴源创面临技术快速更迭发展的境遇，而在集成电路方面依旧面临国外厂商的垄断局面，为了进一步扩大企业盈利增长点，华兴源创寻求多方位布局，向多个赛道发力，随着“元宇宙”、虚拟现实等概念的提出，近年来 VR、智能手环、智能手表等智能穿戴消费电子行业快速发展，在此背景下华兴源创选择重大资产重组欧立通进入智能穿戴行业。而新能源汽车检测业务作为公司新业务之一，通过公司多年在监测业务的技术积累，目前已形成了多项自主研发专利。自此，华兴源创从平板显示、集成电路、消费电子、新能源汽车领域构建了多赛道的产品检测应用产品，完善了企业多方位的战略布局。

3.2 华兴源创重大资产重组过程介绍

作为华兴源创进军智能穿戴消费电子行业的重大事件，华兴源创对欧立通进行重大资产重组无疑是在其公司发展进程中重要的转折点。自 2019 年我国科创板设立以来，华兴源创乘着我国科创板首立的东风成为科创板第一股，同年，在上交所发布《科创板上市公司重大资产重组审核规则》一周后，华兴源创发布重大资产重组欧立通的预案。作为大热智能穿戴领域的欧立通，凭借多年的研发经验积累，成功进入国际大型消费电子品牌厂商的供应链体系。华兴源创此举完善了自身企业战略布局，多赛道追求企业盈利增长点。

从发布预案到华兴源创获得上交所审核通过仅仅耗时半年时间，以 2019 年 11 月 30 日为标的公司价值评估基准日，评估认定交易金额为 10.4 亿元，华兴源创通过发行股票支付此次交易对价的 70%，即 7.28 亿元，剩余 3.12 亿元以现金形式支付。除此之外，华兴源创与欧立通签订业绩承诺，承诺内容显示，欧立通 2019 年、2020 年和 2021 年累计承诺净利润不低于 3.3 亿元，占交易对价的 28.7%。根据《上市公司重大资产重组管理办法》第十二条以及 2019 年证监会发布的《科创板上市公司重大资产重组特别规定》第四条规定，结合表 3-1，可以认定华兴源创此举构成重大资产重组。

表 3-1 华兴源创最近一个会计年度有关财务指标及占比情况

项目（单位：万元）	华兴源创	欧立通	交易对价	占比
资产总额/交易对价	124,325.71	23,366.73	104,000	83.65%
资产净额/交易对价	91,130.11	21,095.19	104,000	114.12%
营业收入	100,508.35	24,150.70	-	24.03%

数据来源：华兴源创公告

3.3 华兴源创重大资产重组前后财务状况变化

3.3.1 盈利能力分析

华兴源创于 2019 年在我国科创板上市，上市不足一年其业绩波动明显，结合表 3-2 以及表 3-3 可以看出，华兴源创从 2017 年至 2019 年营业收入增速从 165.5% 降至 25.14%，2018 年增速直接为负，而净利润 2017 年、2018 年增速较为平稳，2019 年净利润却呈现为负增长。此外，经营活动现金流量净额于 2019 年也出现负增长，华兴源创经营业绩增长乏力，经营状况出现问题，官方对此给出的解释是，研发投入的不断增长并未在短期内产生经济效益，此外随着企业自有办公楼以及生产厂房的完成使用，2019 年度增加了较多的资产折旧，加之人力成本、市场开拓成本等不断攀升，故而造成了公司业绩下滑的情况。

根据表 3-4，反观此次重大资产重组的标的公司欧立通，其经营业绩增长明显、发展势头迅猛，作为一家专为智能穿戴设备生产检测设备的公司，随着近年来智能手表、无线耳机等消费电子产品的需求增长，欧立通展现出了可观的盈利能力，在华兴源创业绩增长乏力的当下，重组欧立通满足了华兴源创多方位布局的战略规划，也为华兴源创的业绩增长带来新的增长动力。根据图 3-4，在 2020 年华兴源创完成重组欧立通时，其毛利率以及净利率出现增长趋势，但在随后 2021 年、2022 年增速放缓，而净资产收益率以及总资产收益率却逐年下降，2019 年下降主要是因为华兴源创自身经营业绩放缓，营业收入减少而营业成本增加所致，而在 2020 年下降主要是因为总资产周转率放缓，并且非流动资产增加所致。华兴源创通过发行股份以及现金支付的手段重组欧立通，双方约

定交易价格为 10.4 亿元，而欧立通资产总额 1.9 亿元，资产净额 1.67 亿元，根据《企业会计准则》规定，华兴源创最终确认商誉 6.01 亿，占资产总额 16.49%。

总体而言，华兴源创在业绩放缓的时刻选择重组业绩发展大好的欧立通确实为企业经营业绩提供了助力，推动了营业收入以及净利润增长，但在随后的几年内，华兴源创业绩依旧出现放缓的趋势，而从净资产收益率来看，华兴源创盈利能力并未大幅提升，重大资产重组所形成的商誉为企业发展也埋下了财务风险的影子。

表 3-2 华兴源创 2017-2021 年经营业绩

年度/科目	营业收入 (亿元)	营收增速	归属净利润 (亿元)	归属净利润增 速
2017 年	13.70	165.50%	2.097	16.29%
2018 年	10.05	-26.63%	2.433	16.03%
2019 年	12.58	25.14%	1.765	-27.47%
2020 年	16.77	33.37%	2.651	50.25%
2021 年	20.20	20.45%	3.140	18.43%

数据来源：东方财富网

表 3-3 华兴源创 2017-2021 年经营活动现金流量净额

年度/科目	经营活动产生的现金流量净 额 (亿元)	变动幅度
2017 年	1.472	1.27%
2018 年	1.844	25.30%
2019 年	-1.073	-158.16%
2020 年	3.328	410.16%
2021 年	2.649	-20.40%

数据来源：东方财富网

表 3-4 欧立通 2017-2019 年业绩变动情况表

年度/科目	营业收入 (亿元)	营收增长率	净利润 (亿元)	净利润增速
2017 年	0.737	-	0.135	-
2018 年	2.41	227.001%	0.735	444.44%
2019 年	2.8	16.18%	1.200	63.26%

数据来源：东方财富网

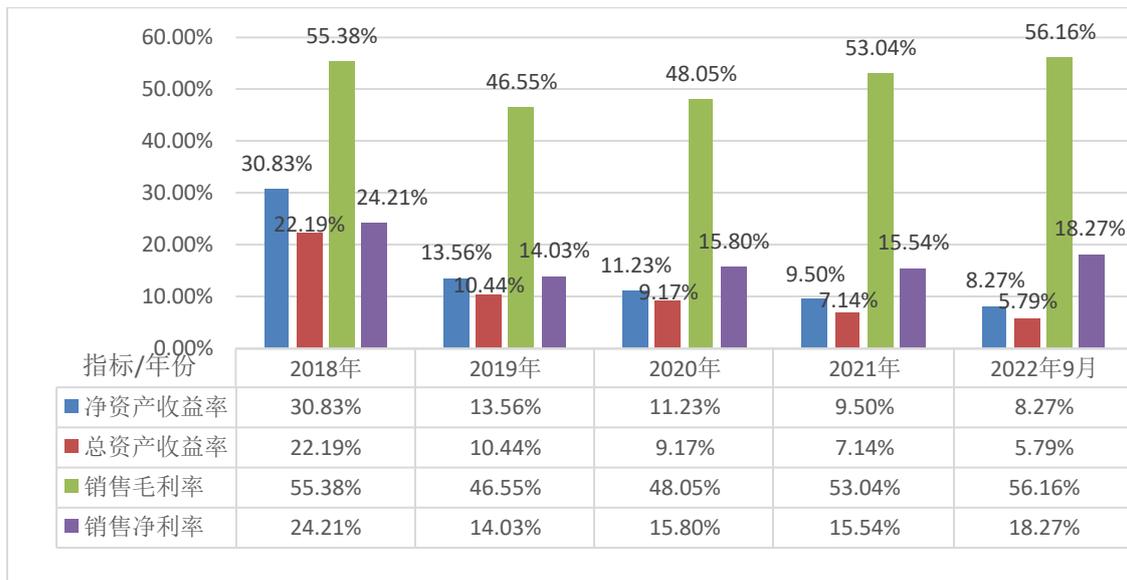


图 3-4 华兴源创 2018 年-2022 年 9 月盈利能力财务指标图

数据来源：东方财富网

3.3.2 营运能力分析

根据图 3-5 显示，华兴源创总资产周转率自 2018 年逐年递减，在 2019 年指标发生变化主要是因为华兴源创增加了对流动资产的投入，如购买了结构性存款 6.09 亿元形成交易性金融资产，此外应收账款的增加也导致了流动资产的增加，使得总资产周转率下降，而在 2020 年完成对欧立通的重组之后，形成了非流动资产商誉 6.01 亿元，加之以前年度的研发投入逐渐显现出结果，形成无形资产，使得华兴源创非流动资产增加，此外，随着欧立通的并入，其有关应收账款也并入企业合并报表，总体而言使企业总资产增加，而在销售能力增加不

明显的情况之下，总资产周转率出现逐年递减的趋势。从应收账款周转率的指标数额变化趋势也相应展现出了，华兴源创应收账款收回速度下降的局面。

但从存货周转情况来看，华兴源创 2018 年至 2020 年呈现出增长趋势，但在重组完成后的下一年明显下降，一方面，疫情的影响使得全球整体经济增长疲软，在大热的半导体相关产业内也受到了影响，各地生产厂家的停滞使得企业出现存货积压的状况，另一方面，华兴源创和欧立通是为有关消费电子终端产品提供检测设备的企业，此次重大资产重组虽然具有业务协同效应，但是同时二者都具备有关行业周期性的特点，随着下游终端产品需求的不断变化以及技术更迭，一些产品会不满足下游厂商当下新的业务需求，使得企业出现存货积压现象，加之华兴源创和欧立通有关业务依赖于单一客户，如苹果公司，而苹果公司相应供货商竞争激烈，使得这一现象更为显著。总体而言，华兴源创营运能力一定程度上受到重组影响。

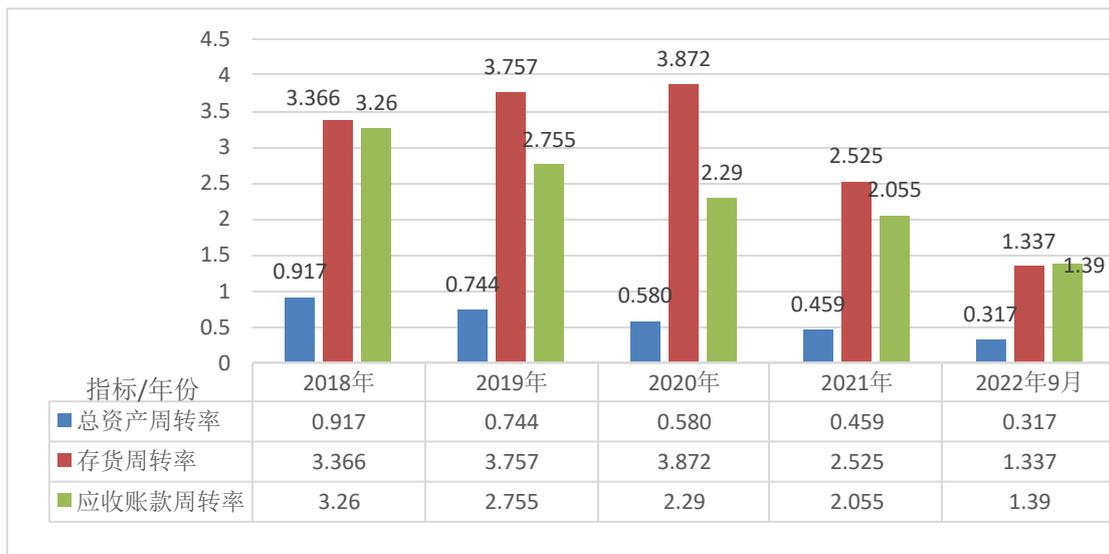


图 3-5 华兴源创 2018-2022 年 9 月营运能力财务指标图

数据来源：东方财富网

3.3.3 偿债能力分析

根据图 3-6，从华兴源创短期偿债能力来看，流动比率与速动比率在 2020 年重组完成后均出现下降趋势，结合表 3-5 可以发现在华兴源创重组欧立通之后

流动负债 2020 年同比增加 89.58%，2021 年同比增加 84.43%，而流动资产和速动资产增速较负债增速更低，故而出现了有关财务指标下降的现象，究其原因，一方面 2020 年新冠疫情肆虐全球，在整体经济受疫情影响的背景下，华兴源创内部也面临着企业开拓成本、人工成本不断上升，应收账款收回速度减慢的局面，另一方面，企业完成欧立通的重组，相关的资产与负债一并进入华兴源创财务报表，虽然欧立通处于大热的智能穿戴消费电子行业，有着广阔的市场空间，但是应收账款回收速度慢、行业发展存在周期性波动仍旧是欧立通所存在的问题，从而会影响华兴源创的整体财务状况。

而从现金比率和现金流量比率来看，华兴源创 2019 至 2020 年短期偿债能力有所提升，欧立通的并入确实丰富了华兴源创的货币资金以及经营活动现金流量净额，但是在 2021 年却出现下跌趋势，经营情况较重组那一年表现平平，总体而言，华兴源创具有一定的短期偿债能力，但如果后续华兴源创重大资产重组协同效应发挥并未达到预期，且随着各项成本不断增加以及研发的不断投入，其短期偿债能力未必可观。

从长期偿债能力来看，自 2019 年起资产负债率逐渐升高，喻示着华兴源创总体负债规模增速要大于总体资产规模增速，而在这背后还存在着因为重组欧立通而产生近六倍溢价的商誉，如果未来欧立通的业绩波动较大会引起商誉大幅减值，使华兴源创现有资产缩水，加之不断攀升的研发成本、开拓成本以及人工成本，长期偿债能力也随之不断下滑。从现金流量与负债比也可以看出，华兴源创虽然在 2020 年重组之际因欧立通使其经营情况有所改善，但是在随后的整合过程中，其经营业绩又不容乐观。总体而言，华兴源创长期偿债能力因重大资产重组而发生变化，使其短时间内迅速扩大了自身的资产、权益规模，但是企业经营并不是一时的，在重大资产重组过程中后续的整合过程才是企业经营情况是否变好或者变得更坏的炼金石。

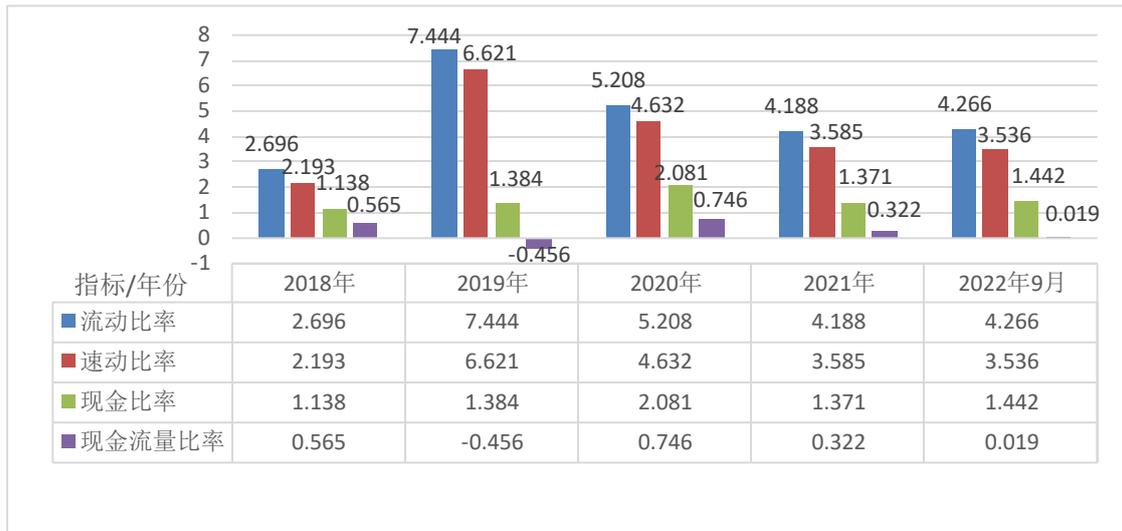


图 3-6 华兴源创 2018-2022 年 9 月短期偿债能力财务指标图

数据来源：东方财富网

表 3-5 华兴源创 2019-2021 年流动资产及流动负债增长率

年度/科目	流动资产 (亿元)	增长率	速动资产 (亿元)	增长率	流动负债 (亿元)	增长率
2019 年	17.51	-	15.296	-	2.352	-
2020 年	23.22	32.61%	20.316	44.27%	4.459	89.58%
2021 年	34.4	48.15%	29.31	32.82%	8.216	84.43%

数据来源：根据财务报表整理



图 3-7 华兴源创 2018-2022 年 9 月长期偿债能力财务指标图

数据来源：东方财富网

3.3.4 发展能力分析

根据图 3-8 的数据显示，华兴源创营业收入增长率、营业利润增长率以及净利润增长率在 2018-2019 年重组之前均出现过负增长，在 2020 年重组欧立通时扭负为正，但在随后的 2021 年，各项指标增速又逐渐放缓。首先，就华兴源创自身而言，随着企业研发成本、开拓成本、管理成本以及人工成本的上升，加之行业下游终端应用客户的技术需求变化较快，使得华兴源创产品销量波动明显，故而华兴源创业绩出现下滑趋势；其次，就华兴源创重大资产重组标的公司欧立通而言，根据表 3-4 资料显示，其在 2018-2019 年业绩表现良好，作为一家专为智能穿戴设备（如智能手表、无线耳机等）生产检测设备的企业，随着智能穿戴消费电子行业的发展，具有较为广阔的发展前景。根据有关公开信息表明，智能手表销量 2019 年同比增长 42%，无线耳机销量 2019 年同比增长 200%，智能穿戴消费电子产品作为新的赛道产品处于大热地位，潜在市场较大，故而在欧立通并入华兴源创的 2020 年，华兴源创整体业绩回升，但是在随后的一年中各项指标增速又逐渐回落，一大主要原因是受到疫情影响，终端电子消费产品需求下滑，而企业随着规模以及业务的扩张成本也陡然上升，使得华兴源创整体发展能力又出现下跌趋势。

总体而言，华兴源创的发展能力因欧立通并入出现短暂的回升，但随后又出现回落，在考虑所处行业的市场需求以及发展情况下，华兴源创具有广阔的发展前景，但是考虑到华兴源创所处的行业领域内竞争较为激烈，且华兴源创以及新并入的欧立通客户较为单一的情况，其发展能力有待商榷。

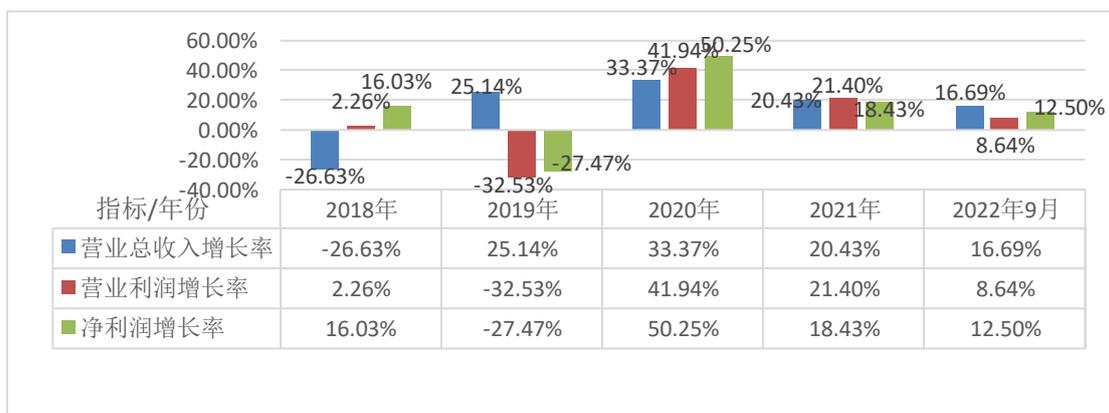


图 3-8 华兴源创 2018 年-2022 年 9 月发展能力财务指标图

数据来源：东方财富网

综上所述，立足四个财务指标分析维度，华兴源创在重组欧立通前后其财务状况发生变化，最明显的是资产规模的扩张，而其中包含了众多非流动资产，商誉更是占了较大比重，与此同时，华兴源创经营业绩发展速度并未加快，一定程度上影响了其盈利能力，此外，究其背后实际经营情况，华兴源创和欧立通都面临收入来源于单一客户的困境，也同时具有应收账款回收周期长的特点，加之其技术研发的属性，具备高额的研发成本，如若经营波动较大，其财务风险会呼之欲出，重组形成的规模也会大量缩水。虽然四大能力财务指标反映了华兴源创在重大资产重组前后的有关财务风险指标波动，但是并不能完整体现出财务风险的大小，也不能清晰地表现出重大资产重组的财务风险分类，故而本文在下一章节引入熵权 TOPSIS 模型进行更加具体的财务风险评价，并详细阐述华兴源创重大资产重组的财务风险。

4 华兴源创重大资产重组的财务风险分析

4.1 重大资产重组的财务风险识别

简单而言，重大资产重组是指企业与其标的企业在资产规模、主营业务分布、资本结构等方面进行整合的过程，在这个过程中，企业不但需要付出大量的资金以及时间成本，而且随着企业外部环境的不断变化，一定程度上会对企业经营情况造成影响，进而影响其财务状况，这种引起财务状况恶化造成损失的可能性称之为财务风险。对于重大资产重组整体过程而言，其财务风险并不是单独存在，而是贯穿于整体过程之中并对后期发展也有着影响，具有复杂性、关联性以及动态性等综合性特征。根据重大资产重组的过程可以将其财务风险分为以下四种。

4.1.1 定价风险

定价风险是指企业通过第三方机构对标的企业进行价值评估从而确定其交易价格，在双方信息不对称等外部因素影响下而产生的风险可能性，主要包括两个方面，一方面是在重组过程前，如果标的企业的价值评估偏离其实际价值，使评估价值低于其实际价值，这样可能会降低重组企业的重组成本，但对于标的企业而言较低的交易价格会使其放弃交易，造成重组失败的局面；另一方面，过高的价值评估虽然会促进交易完成，但也会推高重组成本，预示着高的溢价，在非同一控制下将形成大额商誉，如果未来标的企业经营业绩恶化，重组企业就会对商誉计提大量的减值，不利于财务的稳定，引发财务风险。

就华兴源创重组欧立通而言，从重组过程来看，华兴源创顺利完成了对欧立通的重组，但是也确定了相对较高的商誉，根据有关数据显示欧立通在重组前总资产账面价值为 2.3 亿，而最终以 10.4 亿的交易对价完成控制权转移，并形成 6.01 亿元的商誉。虽然欧立通所处智能穿戴消费电子产品行业未来发展前景广阔，并且与国际知名公司苹果等达成长期合作，但这也意味着欧立通客户单一，随着市场竞争加大以及受疫情影响消费需求下降，欧立通经营业绩受苹果业绩波动影响，此外苹果作为知名消费电子厂商，其有关产业供应商竞争较

为激烈，若欧立通失去苹果供应商这一资格，华兴源创的商誉以及确认的有关客户关系的无形资产会大量缩水减值，造成显著的损失，不利于华兴源创在智能穿戴行业的战略发展。

4.1.2 融资风险

融资风险是企业进行重大资产重组时因所需资金量巨大，企业不得不想办法融集更多资金而发生的相关风险，主要包括两种类型，一种是融资渠道风险，分为内部融资以及外部融资，内部融资以企业自身积累为主，相对而言成本较低，手续也较为简单，但是这类资金取决于企业的现金流周转情况并且数额有限，很难一次性满足重大资产重组的所需金额，若大量的占用这类资金，会使企业日常经营资金不足，影响企业日常经营活动；而外部融资一类是向外部金融机构等借款融资，另一类是企业通过发行股票进行融资，二者所融集到的资金数量较大，但相对而言资本成本较高，并且前者有偿还压力，后者虽不需偿还，但是建立在让渡企业控制权的基础上，会影响原有股东股权；另一种融资结构风险，以单一结构和多元化结构为主，单一结构往往单独使用一种渠道进行融资，而多元化结构选择多种渠道搭配融资，形式更为灵活，融入资金量较大，但是操作较为复杂，若融资组合不合理可能会导致融资成本升高，影响企业的最终收益。

就华兴源创重组欧立通而言，华兴源创选择了多元化的融资结构，即采用非公开发行股票以及现金支付混合的方式重组欧立通，虽然非公开发行股票弥补了华兴源创重组欧立通时的资金缺口，但也意味着华兴源创原股东的股权也在一定程度上有所稀释。

4.1.3 支付风险

支付风险是指企业在重大资产重组过程中，涉及巨额资产转移而需要支付大量资金时，因支付方式、手段等选择不同对企业产生影响的风险，支付手段主要分为现金支付、股权支付、杠杆支付、混合支付。首先，单一的现金支付需要企业短期内以现金方式满足支付条件，虽然现金支付方便直接、可以有效避免突发事件干扰、并且财务处理也相对简单，但是巨额的现金支付会影响企

业目前的现金周转情况，若出现其他经营问题，短缺的现金流并不利于企业稳健发展；其次，单一的股权支付，虽然增加了企业的外部融资机会而且不具有还款压力，但存在稀释股权、控制权受到影响的情况；而单一的杠杆支付，偿债压力较大，并且可获得的资金有限；最后，混合支付是将各个单一支付手段的有效结合，灵活多变，达到取长补短的效果，但是也同样存在着财务处理复杂等现象。

华兴源创在重组欧立通时采用“股份支付+现金支付”相结合的方式进行重组，根据相关报道，华兴源创股份支付 7.28 亿元，现金支付 3.12 亿元，而华兴源创由于前期业绩有所下降，2019 年期末华兴源创现金及现金等价物为 3.246 亿元，在满足重大资产重组现金需求的同时，华兴源创现金所剩无几，若后续重组时间过长，华兴源创经营活动会受到影响。

4.1.4 整合风险

整合风险是指企业获得标的企业的控制权之后，在对标的企业有关资源进行整合的过程中，因二者在制度、企业文化、管理、人员结构等方面存在差异而产生的风险。对于重大资产重组而言，首先，企业进行重大资产重组会影响其原来的资本结构，一方面而言标的企业的加入会扩大企业原有的资本规模，而另一方面，在企业规模扩大的同时，企业的整体管理难度以及成本会有所升高；其次，企业进行重大资产重组不仅仅是财务报表上数字的整合，更深层次的是各项业务资源的整合，而在这背后会涉及到双方企业战略规划、组织结构、部门协调以及企业文化认同，若双方存在认同差异、信息交流效率较低、组织间协同较差等情况，可能会引起有关经营业务波动，进而体现在财务维度，表现为损失；最后，企业进行重大资产重组必然涉及到人员的整合，若新的岗位设置不能满足人员需求，造成岗位冗杂甚至是混乱，会大幅降低工作效率，进而影响企业有关业务活动，造成经营业绩波动的现象，不利于企业长期稳健发展。

对于华兴源创而言，在重组欧立通之后其资产规模、经营业务、现金流量等都发生了不同的变化，虽然华兴源创坚持了欧立通原有人员继续管理企业，一定程度上维持了双方组织结构的稳定，但是在整合过程中，欧立通的经营问

题也会随着其业务资源整合进入华兴源创企业内部，若欧立通后续经营出现较大的波动也会引起商誉减值，为华兴源创会带来重大损失。

4.2 重大资产重组的财务风险评价

4.2.1 重大资产重组的财务风险评价方法——熵权 TOPSIS

企业财务风险具有综合性、关联性以及复杂性等特征，并且随着时间以及企业内外部经营环境变化而变化，而重大资产重组对于企业而言并不是日常发生的业务，由于其涉及面较广，因此一旦发生势必引起企业有关资产规模、经营范围以及营业收入的变动，体现在财务维度，会引起企业盈利能力、营运能力、偿债能力以及发展能力的变动，故而本文在定量评价重大资产重组的财务风险时，从以上财务四个维度选取财务指标，首先用熵权法计算各个指标的客观权重，在运用 TOPSIS 矩阵计算方法得出华兴源创进行重大资产前后共计四年（2018 年~2021 年）的财务风险具体评价数值。具体计算步骤如下：

(1) 构建原始评价矩阵

设评价指标为 i ($i=1,2,3, \dots, m$)，评价对象为 j ($j=1,2,3, \dots, n$)。本文以企业四个能力为选取维度选取财务指标共计 15 个，并以重大资产重组前后共计四年为评价对象。根据表 4-2 具体数据构建原始评价矩阵 R_X 如下：

$$R_X = \begin{bmatrix} X_{11} & \cdots & X_{m1} \\ \vdots & \cdots & \vdots \\ X_{1n} & \cdots & X_{mn} \end{bmatrix}$$

(2) 指标标准化处理

因为所选取的财务指标是从企业盈利能力、营运能力、偿债能力以及发展能力四个维度进行选择，而不同的财务指标计算方式存在差异，为了解决所选财务指标量纲不统一的问题，需要对其进行标准化处理。首先根据指标性质，将所有指标分类为正、负向指标，正向指标是指数值越大代表企业情况越好的指标，反向指标则相反；其次，根据公式一以及公式二进行处理得到新的矩阵 R_X' 。

$$\text{正向指标: } X_{ij}' = \frac{X_{ij} - \min(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{mj})}{\max(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{mj}) - \min(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{mj})} \quad \text{公式一}$$

$$\text{负向指标: } X_{ij}' = \frac{\max(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{mj}) - X_{ij}}{\max(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{mj}) - \min(X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{mj})} \quad \text{公式二}$$

$$R_X' = \begin{bmatrix} X_{11}' & \dots & X_{m1}' \\ \vdots & \dots & \vdots \\ X_{1n}' & \dots & X_{mn}' \end{bmatrix}$$

(3) 确定熵值以及权重

首先，根据公式三计算第 j 个评价对象下第 i 个评价指标所占的比重；其次，根据公式四计算确定所选取财务指标的熵值；最后，根据公式五确定其权重。计算得出结果如表 4-3 所示。

$$P_{ij} = \frac{X_{ij}'}{\sum_{j=1}^n X_{ij}'} \quad (i=1,2,3 \dots, m; j=1,2,3, \dots, n) \quad \text{公式三}$$

$$e_i = -\frac{1}{\ln n} \sum_{j=1}^n P_{ij} \ln P_{ij} \quad (i=1,2,3 \dots, m; j=1,2,3, \dots, n) \quad \text{公式四}$$

$$W_i = \frac{1 - e_i}{\sum_{i=1}^m (1 - e_i)} \quad (i=1,2,3 \dots, m) \quad \text{公式五}$$

表 4-1 符号含义

符号	含义
i	评价指标
j	评价对象
m	评价指标数量
n	评价对象数量
R	矩阵
e _i	评价指标熵值
w _i	评价指标权重
r ⁺ 、r ⁻	正负理想解
d _j	欧式距离
C _j	相对贴近度
X ₁	净资产收益率
X ₂	销售净利率
X ₃	销售期间费用率
X ₄	销售成本率
X ₅	流动比率
X ₆	速动比率
X ₇	现金流量比率
X ₈	资产负债率

续表 4-1

X ₉	产权比率
X ₁₀	总资产周转率
X ₁₁	存货周转率
X ₁₂	应收账款周转率
X ₁₃	营业收入增长率
X ₁₄	净利润增长率
X ₁₅	净资产增长率

表 4-2 华兴源创财务指标原始数据

年份	财务指标 (%)														
	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅
2018	30.83	24.21	27.31	44.82	269.6	219.3	56.5	26.7	36.4	91.7	336.6	326	-26.63	16.03	36.606
2019	13.56	14.03	30.87	53.43	744.4	662.1	-45.6	11.19	12.6	74.4	375.7	275.5	25.14	-27.47	108.274
2020	11.23	15.8	31.88	51.97	520.8	463.2	74.6	13.1	15.1	58	387.2	229	33.37	50.25	66.913
2021	9.5	15.54	35.61	46.97	418.8	358.5	32.2	31.43	45.8	45.9	252.5	205.5	20.43	18.43	11.49

数据来源：根据华兴源创公开数据整理

表 4-3 各项财务指标的熵值及权重

财务指标	指标性质	熵值 (e _i)	权重 (W _i)
X ₁	正向指标	0.269	0.086
X ₂	正向指标	0.330	0.079
X ₃	负向指标	0.416	0.069
X ₄	负向指标	0.470	0.063
X ₅	正向指标	0.456	0.064
X ₆	正向指标	0.459	0.064
X ₇	正向指标	0.565	0.051
X ₈	负向指标	0.417	0.069
X ₉	负向指标	0.429	0.067
X ₁₀	正向指标	0.390	0.072
X ₁₁	正向指标	0.484	0.061
X ₁₂	正向指标	0.369	0.075
X ₁₃	正向指标	0.584	0.049

续表 4-3

财务指标	指标性质	熵值 (e _i)	权重 (W _i)
X ₁₄	正向指标	0.520	0.057
X ₁₅	正向指标	0.382	0.073

(4) 构建加权规范化矩阵

根据 TOPSIS 模型的构建步骤，首先，将原始矩阵 R_x 通过公式六转换成规范化矩阵 R_x^{''}；其次，根据表 4-3 所得出的权重 W_i，运用公式七，构建加权规范化矩阵 r。

$$R_x'' = \frac{X_{ij}}{\sum_{j=1}^n X_{ij}} \quad (i=1,2,3,\dots,m; j=1,2,3,\dots,n) \quad \text{公式六}$$

$$R_x'' = \begin{bmatrix} X_{11}'' & \dots & X_{m1}'' \\ \vdots & \dots & \vdots \\ X_{1n}'' & \dots & X_{mn}'' \end{bmatrix}$$

$$r = W_i R_x'' \quad (i=1,2,3,\dots,m; j=1,2,3,\dots,n) \quad \text{公式七}$$

$$r = \begin{bmatrix} r_{11} & \dots & r_{m1} \\ \vdots & \dots & \vdots \\ r_{1n} & \dots & r_{mn} \end{bmatrix}$$

(5) 确定正负理想解及欧式距离

首先，根据所选取财务指标的性质，将 r 矩阵中的指标进行正负指标的分类，将正向指标的最大值以及负向指标的最小值所构成的集合确定为正理想解 r⁺，将正向指标的最小值以及负向指标的最大值所构成的集合确定为负理想解 r⁻；其次，根据公式八、公式九计算评价对象到正理想解以及负理想解的距离为 d_j⁺、d_j⁻。

$$r^+ = \left\{ \left(\max_{1 \leq j \leq n} r_{ij} \right) \mid j \in J^+; \left(\min_{1 \leq j \leq n} r_{ij} \right) \mid j \in J^- \right\} \quad (J^+ \text{指正向指标}; J^- \text{指负向指标})$$

$$r^- = \left\{ \left(\min_{1 \leq j \leq n} r_{ij} \right) \mid j \in J^+; \left(\max_{1 \leq j \leq n} r_{ij} \right) \mid j \in J^- \right\} \quad (J^+ \text{指正向指标}; J^- \text{指负向指标})$$

$$d_j^+ = \sqrt{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - r^+)^2} \quad \text{公式八}$$

$$d_j^- = \sqrt{\sum_{i=1}^m (r_{ij} - r^-)^2} \quad \text{公式九}$$

(6) 计算相对贴近度

相对贴近度是指评价对象到正理想解以及负理想解的综合距离 C_j，通过公式十计算得出，并以此综合距离对评价对象排序，C_j 越大说明评价对象距离正

理想解越近而离负理想指标越远，反之则会距离负理想解越近，说明评价对象的财务风险越大。

$$C_j = \frac{d_j^-}{d_j^+ + d_j^-} \quad (j=1,2,3, \dots, n) \quad \text{公式十}$$

表 4-4 正负理想解及相对贴近度

评价对象	r+	r-	dj+	dj-	Cj
2018 年	{0.0258,0.0003}	{-0.0005,0.053}	0.070	0.106	0.602
2019 年	{0.0116,0.0001}	{-0.013,0.064}	0.031	0.144	0.822
2020 年	{0.018,0.0001}	{0.0001,0.064}	0.045	0.129	0.741
2021 年	{0.036,0.0003}	{0.0005,0.033}	0.104	0.068	0.396

4.2.2 重大资产重组的财务风险评价结果分析

首先，为了更好的说明熵权 TOPSIS 模型对于华兴源创财务风险的综合评价结果，本文将相对贴近度概念重新定义为财务风险安全指数，当财务风险安全指数越高时华兴源创面临的财务风险就会越低，表明当前企业发生财务风险的可能性就会越低，反之就会越高；其次，本文结合上述重大资产重组的财务风险识别，即定价风险、融资风险、支付风险、整合风险，同时基于重大资产重组的时间点，即重组前后两个阶段（华兴源创于 2019 年 12 月公布重组预告，在 2020 年将欧立通纳入合并报表，故而本文将重组前后的时间段分别划定为，2018 年至 2019 年末，2019 年末至 2021 年末），进而阐述财务风险的评价结果。如下所述：

（1）重组前的财务风险评价结果分析

财务风险与企业业绩水平、资本投入挂钩，融资风险与支付风险较低。根据表 4-5 的财务风险水平排序以及图 4-1 的趋势图显示，2018—2019 年期间，华兴源创财务风险安全指数升高，并于 2019 年达到了一个较高的财务风险安全水平。在 2019 年之前，华兴源创业绩水平不断下滑，结合表 3-2 可知，其营业收入曾出现负增长，此外，华兴源创的各类产品研发成本以及市场开拓成本也不断攀升，所研发的产品具有明显的周期性，且周期时间较长，不易在短期内发

挥经济效益，加之大型固定资产计提了大量折旧，体现在财务层面为亏损的状态，故而财务风险安全指数较低；

而在 2019 年，华兴源创在科创板发行上市，步入资本市场，拓宽企业融资渠道的同时也增加了企业的所有者权益，从而带动企业整体水平回升，表现为较低的财务风险。与此同时，正因为华兴源创进入了资本市场，其进行重大资产重组所需的巨额资金得到了充分保证，从而推动了重大资产重组的顺利进行。结合表 4-3 也可以发现，净资产增长率的权重在整体评价指标里较高，说明净资产的增长是影响财务风险的重要因素，而在 2019 年净资产增长率高达 108.274%，对于重大资产重组前期的融资风险以及支付风险而言，这是华兴源创有力的资本保证，故而华兴源创重大资产重组的融资风险以及支付风险较低。

（2）重组后的财务风险评价结果分析

财务风险与企业经营管理挂钩，受定价风险以及整合风险影响。结合表 4-5 以及图 4-1，在 2020 年重组完成期间，华兴源创财务风险安全指数较 2019 年稍有降低，但是波动不大，一方面华兴源创出于对自身经营战略的考量，进军智能穿戴领域，欧立通的并入扩大了企业的资产以及业务规模；另一方面，企业步入资本市场，融资渠道的拓宽保证了企业运用“股份支付+现金支付”的支付模式，促进了重大资产重组的完成，也尽可能的保证了企业现金情况的稳定，体现在财务层面，2020 年整体表现为良好的财务风险安全水平。

但是，根据图 4-1 显示，在重组完成的后一年，华兴源创财务安全指数骤降，低于 2018 年的财务风险安全指数。首先，就其定价风险而言，华兴源创在完成重组欧立通之时形成了高额商誉，商誉作为一项不具任何形态的资产，虽然会使企业资产规模扩张，但是容易受企业经营管理影响，如果未来标的企业的经营管理不佳会致使华兴源创计提大量商誉减值而造成资产缩水，引发财务损失；其次，就其整合风险而言，华兴源创将欧立通纳入合并报表并不意味着整合的结束，相反则意味着整合开始，双方在整合财务报表账面上所提供资源的同时，也需要对各自经营管理理念、组织结构、企业文化等进行整合，如果整合阶段耗费过高则意味着未能如期发挥重组的协同效应，此外，双方在整合期间的经营管理也会影响其整合风险，进而引发财务风险。结合表 4-3，可以发现影响财务风险的财务指标权重排名靠前的有净资产收益率、销售净利率、

应收账款周转率、总资产增长率、资产负债率以及销售期间费用率，而华兴源创在重组完成后的后续阶段，负债规模也随之扩张，带来相应的成本，在其净利润增长并不可观的情况下，大量的资产占用加速了总资产净利率以及净资产收益率的下滑，此外，因为华兴源创所处行业上下游存在着技术与终端用户需求断层滞后的特点，所以企业留有大量的应收账款，同时也存在着存货积压的现象，影响企业财务风险；最后，在重大资产重组的背景下，欧立通的有关情况会转移至其母公司华兴源创，欧立通也同样存在应收账款的问题，并且华兴源创和欧立通都依赖于单一客户苹果公司，经营状况严重受苹果公司的业绩影响，而且苹果供应商之间具有较强的竞争关系，若竞争力较弱，会为企业经营带来较为严重的后果，体现在财务上可能表现为业绩下滑，持续亏损造成偿债能力下跌，财务风险增强。

表 4-5 2018-2021 年华兴源创财务风险排序

年份	财务风险排序（1 表示风险最小）
2018 年	3
2019 年	1
2020 年	2
2021 年	4

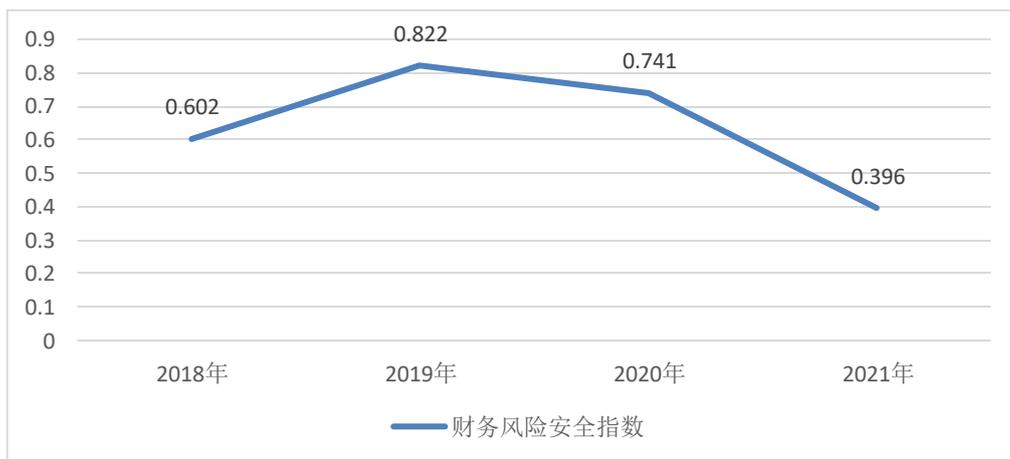


图 4-1 2018-2021 年华兴源创财务风险安全指数走势图

4.3 重大资产重组产生的财务风险概况

结合第三章华兴源创财务指标能力的分析以及熵权 TOPSIS 模型对于财务风险的评价，将华兴源创进行重大资产重组所产生的财务风险作出如下概括：

4.3.1 高额商誉带来定价风险

在重大资产重组的财务风险识别中，依据重组流程，定价是双方公布预案后最想着重考虑的部分，但是关于定价风险的影响却是会贯穿于企业后续整合乃至整个经营管理过程当中，因为当重组企业出资与标的企业账面价值形成较大差额时就会形成高额的商誉，而商誉往往与企业经营管理挂钩，如若标的企业业绩不佳，重组企业就会计提大量商誉减值，同时造成企业资产严重缩水，引起财务风险，造成损失与亏空。华兴源创在此次重组中确认了溢价净六倍的商誉，若欧立通后续经营管理不善并未达到预期经营期望，则意味着华兴源创的大量非流动资产开始计提减值损失，加之其他大型固定资产的每年折旧，对于华兴源创而言将会是较为严重的财务风险波动，故而在重大资产重组中高额的商誉会带来定价风险。

4.3.2 资源重组带来整合风险

重大资产重组之所以判定为重大，最主要的原因是重组所交易的资产规模以及所需的现金达到了影响重组企业自身运营的程度。此外，双方进行重组并不简单地意味着各类资源价值在合并财务报表上数字的合并，究其深层次原因还涉及了企业在现实经济背景下运营管理的方方面面，而企业整合风险往往存在于其结构整合和财务整合两个方面，在结构整合方面，往往涉及重组双方组织结构、经营策略、人力资源以及企业文化等多重非财务因素，若期间发生冲突则会影响企业整体的发展方向以及发展策略，造成机会成本以及时间成本上升，影响经营业绩的同时，间接作用于企业财务表现，引发财务波动。华兴源创为开拓新赛道实现多方位战略布局选择大火的智能穿戴领域的欧立通，具备积极作用，但同时也存在着管理不同业务而产生高额代价的风险，若双方各组织部门沟通效率低下，也不利于发挥重组协同效应；在财务整合方面，华兴源

创重组欧立通在扩展自身规模的同时，也并入了欧立通的有关负债及权益，重新调整了自身的资本结构，在此基础上，欧立通所存在的经营问题也会随之进入华兴源创，如应收账款回款速度较低，会在一定程度上加重华兴源创整体应收账款的回收问题，增大财务风险。

4.3.3 企业经营影响财务风险

除以上的重大资产重组所带来的定价风险以及整合风险之外，企业的经营管理会影响重大资产重组的财务风险，并且会影响上述的定价风险以及整合风险，华兴源创和欧立通此次重组之前都存在一个明显的经营问题，即收入来源严重依赖于单一客户苹果公司，在这样的情况下，其业绩波动就会受单一客户的业绩影响，而且苹果公司供应商遍布全球，供应商之间竞争激烈，如若失去这一供应商资格，在其他产品线研发的经济效益并未有效发挥出来的时期内，就会造成华兴源创业绩下滑，从而引起财务波动，造成财务风险。

5 华兴源创重大资产重组的财务风险防范建议

综上所述，在目前华兴源创顺利完成对欧立通重组的情况下，相较于融资风险和支付风险，其重大资产重组的财务风险体现在该企业对于欧立通的定价风险以及整合风险。首先，华兴源创运用“股份支付+现金支付”的方式将欧立通成功于2020年纳入其合并报表的实际情况，融资风险以及支付风险发生的可能性几乎不存在；其次，华兴源创重组欧立通，在定价的角度上出发，形成了高额的商誉，如若未来欧立通业绩波动较大，华兴源创将会计提大量的减值损失，造成亏损局面，故而存在定价风险并体现在未来期间；最后，华兴源创通过重大资产重组进军智能穿戴领域，这也预示着，短期内华兴源创将会面临资产、业务领域等的规模扩张，相应的企业管理难度会随之提升，进而提高管理成本，体现在整合阶段，难以发挥出重组的协同效应，引发财务风险。针对这些问题，本文提出华兴源创应当注意的风险防范措施建议。

5.1 建立健全财务风险预警机制

在整合期间，企业并非只受单一重大资产重组的因素影响，而是在整体经营环境下，企业进行重大资产重组会引起企业当前各类资源的改变，进而在现实经营各类因素的影响下体现出不一样的波动状况。对于华兴源创而言在重组之前其应收账款回款速度一直不容乐观，此次标的企业欧立通也存在这样的问题，此外，随着疫情变化以及整体行业周期性变动，市场需求有所减少，也会出现存货积压的状况，存货积压不利于企业资产流动性的提高，引起财务风险。对于这样的情况，华兴源创应在重组欧立通的同时，应结合自身的详细战略目标，建立有关的财务风险预警系统，在存货方面确定适合当前市场环境下合适的安全库存量，实施存货供应链管理；在应收账款方面制定合理的信用政策，并提前做好客户的资信调查，做好会计的核算以及监控，执行有效的催收方法；同时，做好企业现金风险预警机制，编制现金预算，在满足经营需要的前提下，降低现金的持有成本，从而保证企业现金流量的充足以及使用效率，防止财务风险的发生。

5.2 构建企业内部信息交流系统

整合阶段是企业重大资产重组后续过程中最重要的步骤，在此阶段中，企业需将自身以及标的资产所涵盖的资源等进行整合，是双方在组织结构、经营方式、企业文化以及人员管理等方面的磨合过程。而如果双方在此阶段中信息沟通不及时或者出现信息沟通受阻等情况，会造成双方资源整合的时间成本升高，进而影响双方的业务协同效应，作用在整体企业的财务状况上，会表现为盈利能力下降，业绩下滑。华兴源创为保护双方的经营特点而制定了保持原有欧立通的组织结构，母公司不干预过多的政策，在这样的背景下，为进一步发挥二者在业务领域的协同效应，华兴源创应在投入发展自身底层 TOT 平台的前提下，进一步巩固内部信息交流共享系统，打通横向以及纵向的交流壁垒，在整合阶段中，快速了解标的资产的详细情况，从而有效实施经营策略，推动整合过程平稳运行，将财务波动情况降至企业可接受范围，进而降低企业管理难度。

5.3 购买有关金融产品转移风险

财务风险的发生是指一种体现在财务层面变现为损失的一种可能性，具有不确定性的特征，而预防财务风险就是通过一定的措施将企业所面临的财务风险降至最低或者是企业当下可接受范围之内，除必要的抑制财务风险发生的手段之外，企业还可以通过金融产品来转移自身的财务风险因素，降低财务风险发生时所带来的损失。如上所述，企业重大资产重组的财务风险主要集中于整合阶段，而且受到经营环境的影响，如果企业经营效果较差业绩波动较为明显，根据相关的规定就必须对商誉等因重组而带来的长期固定性质的资产计提减值准备，为了防止这一现象发生，企业可以选择一些金融措施如套期保值、期权投资等来分散这些业绩波动带来的风险，也可以在经营过程中，通过签订合同等方式订立一些有法律保障措施的条款以维护自身的经营状况，从而推动企业重大资产重组战略行为发挥预期的经济效应。

5.4 扩展延伸企业客户关系网络

华兴源创经营业务以生产研发平板检测设备以及半导体检测设备为主，为了扩展公司业务规模并寻求新的盈利增长点，华兴源创通过对欧立通进行重大资产重组而进军智能穿戴设备的有关检测设备领域，根据资料显示，欧立通是苹果公司智能穿戴产品系列的供货商，并且大量营业收入均来自于苹果公司，客户关系较为单一，而华兴源创也存在依赖于单一客户的现象，并且多数收入依旧来源于苹果公司。依赖于单一客户并不一定是坏事，像苹果这样的国际知名企业，成为其供货商能够迅速提升自身企业的知名度，在客户技术要求不断提升的角度下也可以倒逼企业自身的研发成果进步，但是这样也会造成企业自身业绩严重依赖于苹果公司业绩，而且如果苹果公司运营策略发生变化，会影响本企业业绩在短期内造成大量损失，此外，苹果公司供应商遍布全球，竞争激烈，如果自身供应成本上升，很难不会出现客户另选其他供应商的情况。因此，华兴源创在拓宽自身经营业务范围的同时应当着重发展自身客户关系网络，不断提高自身研发成果转换的效率，在客户群体中形成品牌相应，在增强客户粘性的同时，扩大企业的客户关系网络。

6 研究结论与不足

6.1 研究结论

根据上述章节的分析论述，本文针对华兴源创重大资产重组的财务风险研究得出以下结论：

(1) 重大资产重组的财务风险重点体现在整合阶段

根据华兴源创重大资产重组的财务风险分析可以发现，华兴源创重大资产重组的财务风险主要体现在整合阶段，即在企业将标的企业纳入合并财务报表的后续双方资源不断融合的期间，相较于前期准备阶段的定价风险、融资风险以及支付风险，整合风险具有更大的范围，与重组双方在业务、组织机构、人员、企业文化等方面息息相关。此外，双方通过重大资产重组的整合并非只是简单的以数字形式体现在年度财务报表之上，是否产生如重组前预期的协同效应才是企业所关注的重点，而发挥协同效应一个重要的前提就是双方高效低成本的资源整合，如若双方资源整合效果欠佳，可能会体现为升高的成本水平，而降低的收益水平，产生损失，影响企业偿债以及营运能力。

(2) 重大资产重组的财务风险变化有其滞后性

综合以上华兴源创重大资产重组的财务风险分析，可以发现华兴源创财务风险重大波动是体现在重大资产重组完成的后续期间，而在完成期间财务风险水平波动幅度较小，这说明重大资产重组的财务风险具有在时间上的滞后性，主要原因是企业进行重大事项决定的影响结果并不是会马上体现在财务数据上的，而且以单一的财务指标评价财务风险具有一定的局限性，加之非财务指标又难以量化，故而通过当下现有的一些财务数据指标很难准确地将这一期间是否具有较大的财务风险状况表述出来，可能会在之后的期间内通过财务数据间的互相影响体现在财务指标上，故而具有一定的滞后性。

(3) 重大资产重组的财务风险贯穿于企业后续经营管理

财务风险作为企业经营风险的集中体现，具有复杂性、综合性以及动态性等特征，那么企业重大资产重组的财务风险也贯穿于企业后续的经营管理。一方面企业进行重大资产重组所确定的高额商誉会因未来的经营效益而是否决定

计提减值，如果后续经营表现为巨大的亏损，则会计提大量商誉减值，造成企业资产大量缩水的状况；另一方面，企业进行重大资产重组会影响其资产、现金流、业务等方面的规模情况，而这些要素作为企业经营的重要方面，会与企业的经营管理策略相挂钩，如果后续的经营管理并不适应重大资产重组后的情况，则会出现管理费用升高等现象，产生冗余成本，致使企业难以达到自身战略目标。

6.2 研究不足

企业进行重大资产重组是企业短期内拓展规模、增强自身实力的有效策略，本文运用案例研究法从重大资产重组的角度出发研究企业的财务风险，虽然采用熵权 TOPSIS 模型尽可能客观地评价了华兴源创进行重大资产重组的财务风险，但对于重大资产重组的财务风险研究仍存在一些不足。

首先，本文以案例研究法为基础研究方法，通过选取科创板代表性企业华兴源创进而研究其重大资产重组的财务风险，虽然案例研究法可以清晰阐述该企业的具体问题，但是因案例研究法的单一性，故而在研究结论中具有一定的局限性，并不能涵盖所有重大资产重组的财务风险问题也并不能代表行业问题，只能为相似企业作借鉴之用；其次，熵权 TOPSIS 模型通过数学计算方法尽可能客观地评价了企业重大资产重组的财务风险，但是，财务风险受多重因素影响，分为财务指标和非财务指标，一些非财务指标难以量化，并且有关企业内部数据也无法通过网络获得，只能搜集公开数据，故而指标选取以财务指标为主并受人为主观影响；最后，虽然论文前期做了大量文献梳理工作，保证了本文研究有据可依，但在分析论证过程中，由于自身对有关领域的知识储备有限，所做分析的深度和广度还有待提高。

参考文献

- [1]Altman, E.L. Financial Ratios, Discriminate Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. *Journal of Finance*, 1968(9): 589-609.
- [2]Bhabra Hs, Huang J. An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997-2007[J], *Journal of Multinational Financial Management*, 2013,23(3):186-207.
- [3]Bowman R. The theoretical relationship between systematic risk and financial (accounting) variables – reply[J]. *Journal of Finance*, 1981, 36: 749-750.
- [4]Denis D. A. Sarin Ownership and board structure in publicly traded corporations. *Journal of Financial Economics*, 1999.
- [5]Edmans A. Block holder trading, Market efficiency, and Managerial myopia [J]. *The journal of finance*,2009,64 (06): 2481-2513.
- [6]Emilia Titan, Daniela Todose, Alexandra Titan, *et al.* On the persistence of the Over-reaction of merger and Acquisition Announcements: Evidence from the U.S Stock Market between 2003and2007 [J]. *International Journal of Operational Management, Marketing and Service*, 2012,2(2):499-505.
- [7]Fitzpatrick. A. Comparison of Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Firms [J]. *Certified Public Accountant*.1932: 589-605, 656-662, 727-731.
- [8]Hamada R S. The effects of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks[J]. *Journal of Finance*, 1972, 27: 435-452.
- [9]Rao-Nicholson, Rekha, Salaber, *et al.* Long-term performance of mergers and acquisitions countries [J]. *Research in International Business & Finance*, 2016(36):373-387.
- [10]ROSS L. Anderrei Shleifer. Corporate Ownership Around the World [J]. *The Journal of Financial*, 1999,4(12):471-517.
- [11]Sahu sk, Agarnal N. Inter-firm differences in mergers and acquisitions: a study of the pharmaceutical sector in India [J]. *Journal of economic studies*, 2017,44(5): 861-878.
- [12]Tao F, Liu X, Gao L, *et al.* Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms [J]. *International Business Review*, 2016(06):65-71.
- [13]Wang Y. The problems and countermeasures of financial management of

- institutions under the new situation [J]. Economic Research Guide, 2015.
- [14]Whitaker RB. The Early Stages of Financial Distress[J]. Journal of Economics and Financial, 1999,23(2):123-133.
- [15]William F Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk [J], Journal of Finance, 1964, 19(3): 425-442.
- [16]Yates, JF& Stone ER. Risk appraisal[A]. In J.F. Yates (Eds). Risk taking behavior [C]. New York: John Wiley & Sons Ltd., 1992:387-408.
- [17]蔡曼莉,徐翌成,陈洁.关于完善重大资产重组股份发行定价机制的思考[J].证券市场导报, 2011(06):4-8.
- [18]常京萍,侯晓红.重大资产重组、审计师行业专长与审计师变更[J].审计与经济研究,2014,29(04):30-39.
- [19]陈共荣,艾志群.论企业并购的财务风险[J].财经理论与实践,2002(02):69-71.
- [20]陈卫.企业财务风险的成因及防范刍议[J].当代经理人,2006(17):56-57.
- [21]陈瑶,杨小娟.上市公司重大资产重组业绩补偿承诺研究[J].财会通讯,2016(18): 42-46.
- [22]陈泽艺,李常青,魏志华.媒体负面报道影响并购成败吗——来自上市公司重大资产重组的经验证据[J].南开管理评论,2017,20(01):96-107.
- [23]程新生,季迎欣,王丽丽.公司治理对财务控制的影响——来自我国制造业上市公司的证据[J].会计研究,2007(03):47-54+94.
- [24]邓利梅.上市公司资产重组存在的问题及对策——以 2013 年发生重大重组的部分公司为例[J].财会月刊,2015(34):67-70.
- [25]翟建强,李小蓉.资产重组、股价波动与内幕交易——来自中国 A 股市场重大资产重组的证据[J].北京社会科学,2014(03):34-40.
- [26]丁华,张祥华.企业重大资产跨国并购财务政策选择研究[J].会计之友,2019(09): 32-37.
- [27]董德彪.煤炭企业研发投入、政府补贴与企业绩效关系研究——基于兼并重组战略转型视角[J].中国煤炭,2017,43(09):15-21.
- [28]杜攀.企业并购风险的研究[J].中国建材,2000(02):17-19.
- [29]鄂秀丽.从会计要素的变化谈企业财务风险的可控性[J].财务与会计,2008(03): 38.
- [30]盖建飞.上市公司重大资产重组绩效实证研究[J].会计之友(下旬刊),2010(06):

- 79-82.
- [31]高侠,张双巧.跨国并购财务风险与财务协同效应探析[J].会计之友,2012(29):80-82.
- [32]侯剑平,李媛媛,倪虹.机构股东持股、两权分离与关联方资产重组溢价[J].经济经纬,2015,32(02):87-92.
- [33]侯林芳.企业跨国并购财务风险评估与控制研究——以三一重工并购普茨迈斯特为例[J].会计之友,2016(13):60-64.
- [34]黄江东.重大资产重组信息披露法律问题[J].中国金融,2017(16):61-62.
- [35]黄锦亮,白帆.论财务风险管理的基本框架[J].财会研究,2004(06):35-37.
- [36]黄婉婷.企业财务风险控制研究[J].会计之友,2013(23):77-79.
- [37]蒋琪发.财务风险的特征及其控制途径[J].江西财经大学学报,2000(03):44-47.
- [38]李金田,李红琨.企业并购财务风险分析与防范[J].经济研究导刊,2012(03):114-116.
- [39]李维安,戴文涛.公司治理、内部控制、风险管理的关系框架——基于战略管理视角[J].审计与经济研究,2013,28(04):3-12.
- [40]李翔,陈剑宇,刘健,牛玉凝.业绩承诺、董事会治理与分析师预测准确性——来自公司重大资产重组的经验证据[J].山东社会科学,2018(10):157-161.
- [41]李焰,陈才东,黄磊.集团化运作、融资约束与财务风险——基于上海复星集团案例研究[J].管理世界,2007(12):117-135.
- [42]李阳一.企业并购中的财务风险防范[J].财会月刊,2019(S1):72-87.
- [43]李有星,冯泽良.论重大资产重组信息披露制度的完善[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2015,45(03):47-55.
- [44]李长山.基于 Logistic 回归法的企业财务风险预警模型构建[J].统计与决策,2018,34(06):185-188.
- [45]刘炳茹,吴君民.企业跨国并购财务风险管理与控制[J].财会通讯,2016(20):101-103.
- [46]刘恩禄,汤谷良.论财务风险管理[J].北京商学院学报,1989(01):50-54.
- [47]罗晓光,刘飞虎.基于功效系数法的商业银行财务风险评价研究[J].科技与管理,2012,14(05):93-98.
- [48]屠巧平.杠杆收购财务风险的分析与控制[J].经济经纬,2002(03):65-67.

- [49]汪忠,黄瑞华.国外风险管理研究的理论、方法及其进展[J].外国经济与管理,2005(02):25-31.
- [50]王超.基于模糊层次分析法的财务风险评价研究——以 X 医药企业为例[J].会计之友,2018(03):115-119.
- [51]王东.国外风险管理理论研究综述[J].金融发展研究,2011(02):23-27.
- [52]王冬梅,王旭.企业财务风险评价:误区与框架重构[J].财会月刊,2016(31):22-27.
- [53]王庆华,杨杏,基于多分类 Logistic 回归模型的企业财务风险影响因素探析 [J].财会月刊, 2015(18):64-68.
- [54]王睿,林书宇.重大资产重组对审计师变更影响研究[J].财经问题研究,2015(08):83-89.
- [55]王苑琢,王竹泉,孙莹,孙建强,杜媛.中国上市公司资本效率与财务风险调查:2016[J].会计研究,2017(12):66-72+97.
- [56]王跃堂,赵子夜,魏晓雁.董事会的独立性是否影响公司绩效?[J].经济研究,2006(05):62-73.
- [57]吴国鼎,张会丽.多元化经营是否降低了企业的财务风险?——来自中国上市公司的经验证据[J].中央财经大学学报,2015(08):94-101.
- [58]吴武清,陈敏,刘伟.中国股市时变贝塔的统计特征及其在股指期货中的应用[J].系统工程理论与实践,2008(10):14-23.
- [59]向德伟.财务风险管理的基本理论与方法[J].财政研究,1995(05):43-47+28.
- [60]向德伟.论财务风险[J].会计研究,1994(04):21-25.
- [61]徐伟,陈丹萍.财务风险预警建模原则及几种预警新模型[J].统计与决策,2016(08):150-153.
- [62]徐义明,孙方社.企业财务风险识别研究[J].财会通讯,2015(17):96-98.
- [63]徐玉芳.互联网企业并购财务风险分析[J].财会通讯,2017(17):109-111.
- [64]严真红.我国企业财务风险的成因及其防范[J].江西财经大学学报,2001(04):38-40.
- [65]杨彬.上市公司重大重组的现状、存在的问题及完善建议研究[J].中国注册会计师,2017(08):80-83.
- [66]殷鹏飞.上市公司重大资产重组背景下的中小投资者保护[D].华东政法大学,2021.

- [67]于东智,池国华.董事会规模、稳定性与公司绩效:理论与经验分析[J].经济研究,2004(04):70-79.
- [68]于富生,张敏,姜付秀,任梦杰.公司治理影响公司财务风险吗?[J].会计研究,2008(10):52-59+97.
- [69]于维洋.公司财务风险综合评价及应用研究[J].会计之友,2014(25):2-8.
- [70]袁晓波.内部控制与财务风险——来自中国沪市制造业上市公司的经验证据[J].经济与管理研究,2010(05):60-68.
- [71]詹雷,王瑶瑶.管理层激励、过度投资与企业价值[J].南开管理评论,2013,16(03):36-46.
- [72]张殿锋.公司治理对财务风险的影响研究——来自我国上市公司的经验证据[J].财会通讯,2014(03):53-56.
- [73]张继德,张荣武,徐文仲.并购重组公告的短期财富效应研究——基于投资者有限注意的视角[J].北京工商大学学报(社会科学版),2015,30(06):77-85.
- [74]张继德,郑丽娜.集团企业财务风险管理框架探讨[J].会计研究,2012(12):50-54+95.
- [75]张冀.深市重大资产重组业绩承诺及商誉情况分析[J].证券市场导报,2017(11):28-32+40.
- [76]张汨红.重大资产重组对企业资本结构影响实证分析[J].中国注册会计师,2019(10):51-54.
- [77]张晓月,赵思维,龚玉.上市公司资产剥离式扭亏对创新绩效的影响研究[J].金融理论与实践,2019(10):27-34.
- [78]张友棠,黄阳.基于行业环境风险识别的企业财务预警控制系统研究[J].会计研究,2011(03):41-48+95.
- [79]赵保国,李卫卫.中国企业海外并购财务风险分析与对策研究[J].中央财经大学学报,2008(01):75-79.
- [80]赵红丽,张刚.供给侧改革背景下的上市公司并购重组研究[J].西南金融,2018(09):71-76.
- [81]赵腾,杨世忠.熵权 TOPSIS 法在企业财务风险评价中的应用——以酒鬼酒公司为例[J].财会月刊,2019(03):9-16.
- [82]郑和平.企业并购的财务风险及其防控[J].财会研究,2011(10):47-49.

- [83]郑茂.我国上市公司财务风险预警模型的构建及实证分析[J].金融论坛,2003(10):38-42+50.
- [84]周霞,陈光明.后金融危机时代房地产企业财务风险控制分析[J].会计之友,2012(01):29-30.

后 记

行文至此，一年四季的更替也进入了最后一个环节，窗外寒风凛冽，室内电脑的屏幕上显示出了本文的最后一行文字，这也预示着“人生之书”属于我研究生三年的篇章即将翻到末尾，在翻页之前，回忆好像打开了时间的缝隙扑面而来。

首先，我想对支持我的父母说一声感谢，在我所处的环境中，父母给了我关于我人生最大的自由选择权，在读研期间也为我提供了最大的精神鼓励；其次，我要感谢我的导师，李培根老师对于学生认真负责，三年来的学习交流中，老师对于会计专业知识的认知以及思考方式也深刻影响了我，启迪我进一步去探索去踏踏实实的学习专业知识，此外，我还要感谢学校其他各科教学老师，在他们的课堂上我也获益良多，让我深刻意识到多方面发展、多维度思考的重要性，也让我懂得了通过不同角度分析问题的必要性；最后，我还要感谢我的同学、朋友，论文写作是一个较为长期的过程，在这个过程中也曾遇到一些问题，通过咨询朋友和同学，也顺利解决有关问题，再次特别感谢他们的帮助，而且他们也在撰写论文期间给予了我很大的鼓励，让我坚持走到这一步。

“因为时间永远分岔，通向无数的将来。”选择就像是我扔向深海的石子，听不见声响，看不见由它掀起的波纹，但站在此刻，曾经无数次的选择经过时间的冲刷在海底慢慢沉积成为一座初现海面的小岛，它顽强生长，携带着过去的经历变得丰富，或许“人生之书”没有参考答案，但海底的小岛终会证明一切。最后，致那个走过无数个长夜的自己，谢谢你跋山涉水。