

中公教育融资与Z值模型风险测度

洪彩妮, 刘红仪, 许秀锦, 秦欣梅, 徐梅*

南昌大学科学技术学院, 江西 九江

Email: *826884336@qq.com

收稿日期: 2021年8月17日; 录用日期: 2021年9月19日; 发布日期: 2021年9月27日

摘要

党的十九大报告指出, 要将教育摆在优先发展教育高度, 提高教育的质量。随着对知识的需求不断扩大, 教育行业也在不断发展, 教育机构也正如雨后春笋般的出现。素质教育的推行, 给教育机构带来了新的发展机遇, 但同时也会带来一定的财务风险。2019年2月20日, 亚夏汽车公司正式更改名为中公教育, 成为中国A股市场上职业教育考试培训领域内第一家上市的公司。中公教育作为A股职业培训的龙头企业, 其发展历程值得被同行业借鉴, 本文运用Z值模型风险测度来分析中公教育发展中存在的财务风险问题。给存在类似财务风险的企业提供借鉴。

关键词

Z值模型, 财务风险, 中公教育, 融资

Offcn Education Financing and Z-Score Model Risk Measurement

Caini Hong, Hongyi Liu, Xiujin Xu, Xinmei Qin, Mei Xu*

Nanchang University College of Science and Technology, Jiujiang Jiangxi

Email: *826884336@qq.com

Received: Aug. 17th, 2021; accepted: Sep. 19th, 2021; published: Sep. 27th, 2021

Abstract

The report of the 19th National Congress of the Communist Party of China states that education

*通讯作者。

文章引用: 洪彩妮, 刘红仪, 许秀锦, 秦欣梅, 徐梅. 中公教育融资与 Z 值模型风险测度[J]. 可持续发展, 2021, 11(5): 661-671. DOI: 10.12677/sd.2021.115081

should be given priority in the development of education and the quality of education should be improved. As the demand for knowledge continues to expand, so does the education industry, and educational institutions are springing up. The implementation of quality education has brought new development opportunities to educational institutions, but it has also brought certain financial risks. On February 20, 2019, Asa Motor Company officially changed its name to Beijing Offcn Education & Technology Co., Ltd., becoming the first listed company in the field of vocational education examination and training in China's A-share market. As a leading enterprise of A-share vocational training, the development course of Offcn Education is worthy of reference by the same industry, and this paper uses Z-score model risk measurement to analyze the financial risk problem in the development of Offcn Education and to provide a reference for enterprises with similar financial risks.

Keywords

Z-Score Model, Financial Risk, Offcn Education, Financing

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 绪论

1.1. 研究背景

随着教育行业的相关政策落地，优质的教育将会不断注入新的资本。中公教育作为 A 股职业培训龙头企业，其借壳上市商业模式对了解和分析教育行业财务风险，是否持续经营，对教育行业未来的发展具有重要的意义。

1.1.1. 就业压力推动了职业教育的发展

现如今，整体的就业压力不断加大催生了职业教育的需求，教育行业不断步入正轨。各类教育行业也在不断地增加。一系列与职业教育的相关政策出台，对专业人才的需求也在不断地扩大。教育行业转型升级的需求也在日益的迫切。教育行业的毛利率高，潜在收益大，且在前期投入的成本较少。所以，虽然教育行业的发展空间大，但行业竞争的加剧会缩减盈利空间。

1.1.2. 线上教育模式拓宽了盈利空间

“互联网+”概念的推广，线上教育也在不断发展，线上课程不会受到时间和地域的约束。偏远地区的学生不用出门也可以听到名师讲课，节约了时间，交通，住宿等成本。线上课程的价格相对线下课程较低。传统教育行业也受到了相应的冲击。传统的线下授课模式无法正常满足当前社会的需要，这种模式不能满足企业盈利的需要。

1.2. 研究内容

我们查阅了有关风险管控的相关文献和对 Z-score 模型有了相关的了解和认识。对其二者之间的关系做了梳理。将 Z-score 模型运用到中公教育的财务风险研究中。利用年报的具体财务指标且根据 Z-score 模型的计算指标对中公教育财务风险进行测度。再者，再次利用 Z-score 模型对同行业教育机构的财务风险进行测度。最后利用计算出的数值将两家公司进行对比。最后得出相应的结论。

1.3. 研究意义和研究方法

随着我国对教育行业相关政策落地，教育行业呈现出不同的商业发展模式，中公教育作为一家职业教育企业，在 2009 年为了顺应市场潮流的变化，也开始走向了 K12 教培和职教培训模式。在 2016 年年底修订了新民促法规定的民办教育机构可以自主选择其盈利性属性，2017 年我国颁布了营利性民办学校监督管理实施细则，中公教育在此背景之下成功登陆 A 股。本文以中公教育整体结构出发，依据中公教育目前情况中可能存在的风险进行研究，结合 Z-score 模型得出的数据来反映中公教育某一时点的公司情形，以进行对企业风险进行评估。

2. 融资风险相关理论

2.1. 融资风险概念

融资风险又称为财务风险，是非系统风险中的一种。当公司在举债经营的情况下，公司一定要按期付出固定数量的利息。因此，当经营状况良好的时候，经营的资本报酬率将会大大高于举债的利率，举债经营可为公司带来比较高的收益，该类公司的股票持有者也会因此获得较高的报酬。但是如果在经营状况不好甚至亏损的时候，公司也照样得付出这笔利息。因此，这将会使公司的收益下降幅度更大，同样也会使股票持有者受到损失。由于融资方法的不同，由此造成了资本结构的不同，给公司以及公司的股票持有人带来了融资风险。这种风险取决于不同公司的不同的经营战略，因此，融资风险是非系统风险，也就是说可是避免的风险。

2.2. Z 值模型相关理论

本文选取的模型基础是阿特曼教授的 Z 值模型，我们利用 Z 值风险预警模型对中公教育财务报表中的数据进行分析，从而得出其财务风险度量。Z 值模型是 1968 年美国纽约大学爱德华阿特曼教授首次在环球视线报刊上发布的一篇文章里提出来的，全称是 Z-score 模型[1]。

由于不同行业领域内企业受多种不同因素的影响，不同行业领域内企业的 Z 值临界值也是不同的。将目标企业计算出来的 Z 值与其所在行业领域内 Z 值临界值对比，就可以知道目标企业所存在的财务风险的程度以及是否存在财务破产清算的危险。阿特曼教授在 Z 值模型中所使用的 5 个财务比率，分别从资金的变现能力、企业的盈利能力、财务杠杆效率、企业偿还能力以及企业运营状况五个方面对企业的财务风险做出综合测量和评价。

当前，我国许多研究学者对我国企业财务状况进行分析的模型大多都是借鉴国外的模型，其中 Z 值模型是借鉴最多的。基于此本文采用 Z 值模型来对中公教育财务风险进行分析，从而来测度财务风险的大小。

$$Z \text{ 值模型的表达式为: } Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

其中： $X_1 = \text{营运资本/资产总额} = (\text{流动资产} - \text{流动负债})/\text{总资产}$ ，这一指标在能反映企业资产偿还能力的同时还能反映一个企业的规模， $\text{流动资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$ ，流动资本越多，说明不能偿债的风险越小。算出来的数值比流动比率更全面，尤其是能反映企业的短期偿债能力，表现为数值越大，企业的短期偿债能力越强[2]。

$X_2 = \text{留存收益/资产总额} = (\text{未分配利润} + \text{盈余公积})/\text{资产总额}$ ，这一指标既能反映企业积累的利润，又能一定程度反映企业经营的年限。

$X_3 = \text{息税前利润/资产总额} = (\text{利润总额} + \text{财务费用})/\text{总资产}$ ，该指标通过企业的税前总资产率来考察资产的盈利水平，也能反映企业资产的利用效率和经营管理水平。该比率越高，表明企业的资产利用

效果越好，经营管理水平越高。

$X4 = \text{优先股和普通股市值} / \text{总负债} = (\text{股票市值} \times \text{股票总数}) / \text{总负债}$ ，该指标反映企业的股权资本和债务资本的比例，即资本结构，不仅能反映企业财务结构的稳定性，也能体现股权资本对债权人投入的资本的保障程度，以此来考察偿债能力，反映企业基本财务结构是否稳定。数值能直接代表一个企业的风险程度。

$X5 = \text{销售额} / \text{总资产}$ ，该指标衡量企业的销售能力，考察企业的营运能力。表明企业资产利用的效果。该指标越高，表明资产的利用率越高，表明企业在增加收入方面有较好的效果[3]。

最后，根据实证结果和模型检验，计算出 z 值的判断准则，如表 1 所示：

Table 1. Z-score model critical value table
表 1. Z-score 模型临界值表

Z 值	短期出现破产的情况
$Z \leq 1.81$	破产区，可能存在较高财务危机的概率大
$1.81 \leq Z < 2.675$	灰色区，财务状况极不稳定，波动性较大
$Z \geq 2.675$	安全区，财务状况良好，产生财务危机概率较小

阿塔曼教授对此的解释是：Z 值越小，企业失败的可能性越大，Z 值 < 1.8 的企业很可能破产，Z 值越大，企业财务风险越小。

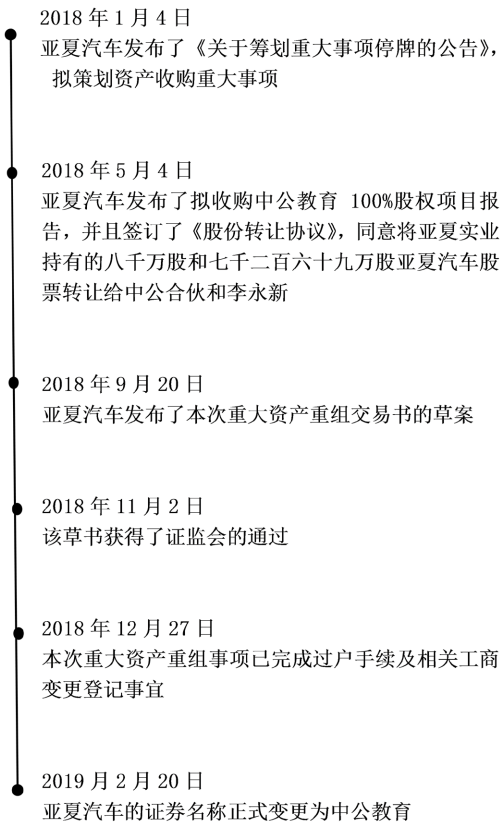


Figure 1. The timeline of Offcn Education's backdoor listing
图 1. 中公教育借壳上市的时间轴

3. 中公教育融资情况

3.1. 中公教育融资准备

中公教育在 1999 年成立,中公教育由一家北大毕业生创业的信息技术与教育服务机构,发展成为教育服务业的综合性企业集团,成为了集于面授教学培训,网校远程教育、图书教材以及音像制品出版刊行于一体的大型知识产业实体。中公教育的主营业务是从事非学历职业的就业培训业务。公司的主要服务人群为大学生或者大学毕业生等年轻就业人群。中公教育目前已经建立 701 个学习中心网点。2018 年,公司成立了 IT 专业委员会,对 IT 自主开发的体系进行了承前启后的优化且升级。

如今,民营企业上市的可供选择的方案依旧只有 IPO (首次公开募股)和借壳上市。但是由于 IPO 这种方案限制条件颇多,且成本较高,上市过程中的不确定因素很大,会给企业上市增加了一定的难度,导致很多想要上市的民营企业望而生畏。反之,借壳上市的整个流程则更容易操作、耗时更短,也就成为了很多民营企业的首选方案(图 1)。

3.2. 中公教育融资财务状况

Table 2. China public education balance sheet

表 2. 中公教育资产负债表

资产负债表				
报告期	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产合计(元)	32.35 亿	72.02 亿	99.61 亿	144.19 亿
负债合计(元)	22.34 亿	42.48 亿	65.29 亿	101.44 亿
所有者权益合计(元)	10.00 亿	29.54 亿	34.32 亿	42.75 亿

1) 从表 2 数据得出,2017 年~2020 年中公教育的资产、负债、所有者权益都在持续增长。

2) 2018 年资产同比增长了 22.63%,2019 年资产同比增长了 38.30%,2020 年资产同比增长了 44.75%。由此数据可以看出,中公教育的资产正在迅速上升。

3) 2018 年负债同比增长了 90.15%,2019 年负债同比增长了 53.69%,2020 年负债同比增长了 55.37%。由此数据可以看出,中公教育的负债比例有所下降,并在 2019 年、2020 年保持相对稳定的增长。

4) 2018 年所有者权益同比增长了 195.4%,2019 年所有者权益同比增长了 16.18%,2020 年所有者权益同比增长了 24.56%。由此数据可以看出,所有者权益虽在 2018 年增长迅速,但在 2019 年与 2020 年保持相对稳定的增长。

综上所述,中公教育资产与所有者权益保持着相对稳定的增长,负债也得到稳定的控制,中公教育的财务状况良好。

4. 基于 Z-score 模型财务风险测度

本文以中公教育 2018~2020 年的财务报表作为基础。在运用传统的指标分析基础上利用 Z-score 模型量化对其财务风险进行了纵向和横向分析。

金融经济学家爱德华阿特曼(Edward)在 1968 年提出的 Z-score 财务风险模型,该模型常用于衡量公司财务状况,来预测企业财务失败或破产的可能性。Z 指数与公司的风险成反比,Z 指数越大,公司风险越小,Z 指数越小,表示公司的风险越大。根据国际经验,在 Z 指数小于 1.81 时,表明了该公司在短期内破产的概率较大,而当指数大于等于 1.81 时则我们认为该公司运行相对稳定。该模型选取了 5 种

基本财务比率作为财务危机的预测模型，从而来对企业的财务风险进行分析。

该模型将 5 个重要指标赋予了不同权重得出综合数值即为 Z 值，以反映企业整体的财务状况。对于上市公司来说，Z 模型公式为 $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$ 。

4.1. 中公教育 Z 值模型分析

企业财务风险是由于企业内外部经营活动存在不确定性，使得企业财务活动偏离预期目标，导致企业陷入财务困境的可能性。既然研究控股股东股权质押可能会对公司财务风险产生影响，那很有必要采用模型来衡量中公教育股权质押后总体财务风险的趋势。有关企业财务风险的研究，国内外学者主要集中在 Edward Atman 提出的 Z-score 模型之上的优化，使用改进之后的评价指标对企业财务风险进行量化。从国内已有的文献来看，主要从 Z-score 模型的适用性方面进行分析，认为 Z-score 模型广泛适用于各个行业。因此本文借助 Z-score 模型来对中公教育财务风险进行综合分析，对企业的风险进行综合评价。

Z-score 财务风险模型是金融经济学家爱德华阿特曼(Edward)在 1968 年提出的，该模型常用于衡量公司财务状况，预测企业财务失败或破产的可能性。Z 指数与公司风险成反比，Z 指数越大，公司风险越小，反之亦然。结合国际经验，Z 指数小于 1.81 表明该公司短期肉破产的概率较大，而大于等于 1.81 则认为该公司运行稳定。该模型选取 5 种基本财务比率作为财务危机的预测模型，反映企业的偿债能力、获利能力和营运能力。下表 3、表 4 以中公教育 2018~2020 年的财务报表中的数据作为基础，在运用传统的指标分析基础上利用 Z-score 模型量化对中公教育其财务风险进行了纵向和横向的分析[4]。

Table 3. Main financial data and Z-score calculation of Offen Education from 2018 to 2020
表 3. 2018 年至 2020 年中公教育主要财务数据及 Z 值计算

	2018 年(亿元)	2019 年(亿元)	2020 年(亿元)
流动负债	41.51	64.22	100.39
流动资产	30.70	48.36	94.23
总资产	72.02	99.61	144.19
盈余公积	0.45	0.45	0.45
未分配利润	16.60	20.47	28.71
留存收益	17.02	20.92	29.16
利润总额	13.40	20.89	26.61
财务费用	-0.0253	2.04	4.31
息税前收益	13.3747	22.93	30.92
营业收入	62.37	91.76	112.02
股票总市值	59.06	1102.73	2166.61
总负债	42.48	65.29	101.44
X1	-0.150	-0.159	-0.0427
X2	0.236	0.210	0.202
X3	0.186	0.230	0.214
X4	1.39	16.89	21.36
X5	0.87	0.92	0.78
Z 值	2.47	11.92	14.53

数据来源：其数据主要来源于同花顺及其财务报表。

通过计算出中公教育相对应的 Z 值, 可以得出 2018~2020 年 Z 值分别为 2.47、11.92、14.53。通过纵向对比可以发现, 中公教育在 2018~2020 年的 Z 值逐年提高, 2019 年、2020 年都高于 2.675, 处于安全区, 显示其财务状况良好, 出现破产的可能性较小, 其财务风险相当于来讲还是比较小的。

其中, X1 中净营运资本是负数, 这是因为中公教育的一个特色模式是“协议班”, 其协议班往往采取预付费的模式, 使得中公教育产生了大量的预收账款。从财务报表中可以看出中公教育 2018 年到 2020 年预收账款逐年在增加, 从 2018 年的 19.20 亿增加到了 49.25 亿, 占流动负债的比例分别为 46.24%、41.02%、49.06%, 流动负债中大比例是预收账款的存在, 而预收账款并不是以后要偿还的债务, 而是中公教育未来要提供的劳务, 从本质上来说不是刚性偿还风险。假设将预收账款从流动负债中剔除, 净营运资本分别为 7.88 亿、7.48 亿、43.09 亿, 剔除预收与合同负债的影响, 财务风险是在可控范围内的。

X2 = 留存收益/总资产, 留存收益是指企业从历年实现的利润中留存于企业的内部积累, 包括盈余公积和未分配利润两类, 是公司重要的资金来源, 可以增强公司实力。从中公教育财务数据中可以看出 2018、2019 年留存收益减少, 这是因为 18、19 年中公教育采取了高额现金分红, 这实际上是对公司不利的, 流动资产大额减少。而又从中可以看出 2020 年留存收益是增加的, 这是因为其少分红, 使得留存收益增加, 这对于中公教育未来的经营是非常有利的。

X3 = (利润总额 + 财务费用)/总资产, 其表示总资产所获取的报酬, 2020 年其 X3 值有所减少, 在一定程度上是受新冠疫情的影响, 造成收入和利润较 2019 年明显上升, 其公司效益有所减少。

X4 = (股票市值*股票总数)/总负债, 中公教育是 2019 年 2 月 21 日上市的, 当时股价为 3.270 元, 而 2020 年 8 月为? 元/股, 其股票的市值明显大幅度的增加。其中, 中公教育股票市值对 Z 值的影响是最大的, 其在上市后增值明显, 若不看股票市值, 单独看其他, 2018 年~2020 年 X2、X3、X5 是下降的, 而最终其 Z 值却是上升, 其中股票市值发挥了很大的作用。

X5 = 销售额/总资产, 从表中可以看出, 2020 年 X5 值有所下降, 中公教育 2020 年营业收入相对于 2019 年, 同比增加幅度有所减少, 这在一定程度上是由于受新冠疫情的影响, 2020 年教师招生考试较往年有所推迟, 招生人数同比有所下降, 且受到出行等方面的限制, 考生异地参加教师招录意愿有所降低, 对公司教师招录板块的业务收入有所影响。

4.2. 与新东方 Z 值比较分析

Table 4. Calculation of Z-score of New Oriental's main financial data from June 1, 2018 to May 31, 2020 (unit: 100 million yuan)

表 4. 2018 年 6 月 1 日至 2020 年 5 月 31 日新东方主要财务数据 Z 值计算(单位: 亿元)

	2018 年	2019 年	2020 年
流动负债	113.33	129.86	160.49
流动资产	190.43	224.37	243.15
总资产	257.48	300.77	424.43
留存收益	0.093	0.115	0.130
利润总额	0.0204	0.0159	0.0232
营业收入	158.42	200.44	231.65
股票总市值	59.69	1337.59	2064.09
总负债	114.12	137.32	238.66
X1	0.299	0.314	0.195
X2	0.00036	0.00038	0.00031

Continued			
X3	0.000084	0.000053	0.000058
X4	0.523	9.741	8.65
X5	0.615	0.921	0.777
Z 值	1.29	7.14	6.20

数据来源：其数据主要来源于同花顺及其财务报表。

通过表 4 计算出新东方相对应的 Z 值,可以得出 2018、2019 和 2020 年新东方 Z 值分别为 1.29、7.14、6.20, 呈现先上升后稍微下降的趋势, 总体上 2020 年财务风险在一定程度上有所增加; 通过与表 3 中公教育比较可以得出, 中公教育 2018、2019 年和 2020 年 Z 值是都大于新东方的, 横向对比可以看出中公教育在其同行业中财务状况是较好的, 出现破产的可能性较小, 其财务风险相当于新东方来还是比较小的。

其中, 我们从新东方财务报表中可以看出其利息收入是大于利息支出, 从而得出财务费用是负的, 数字较小, 所以在计算时可忽略不计。

Table 5. Comparison of Z-score indicators between Offcn Education and New Oriental
表 5. 中公教育、新东方 Z 值指标对比

		2018 年	2019 年	2020 年
X1	中公教育	-0.150	-0.159	-0.0427
	新东方	0.299	0.314	0.195
X2	中公教育	0.236	0.210	0.202
	新东方	0.00036	0.00038	0.00031
X3	中公教育	0.186	0.230	0.214
	新东方	0.000084	0.000053	0.000058
X4	中公教育	1.39	16.89	21.36
	新东方	0.523	9.471	8.65
X5	中公教育	0.87	0.92	0.78
	新东方	0.615	0.921	0.777
Z 值	中公教育	2.47	11.92	14.53
	新东方	1.29	7.14	6.20

其中: X1 = 1.2*(流动资产 - 流动负债)/总资产, X2 = 1.4*留存收益/总资产, X3 = 3.3*息税前收益/总资产 = 3.3*(利润总额 ± 财务费用)/总资产, X4 = 0.6*优先股和普通股市值/总负债, X5 = 0.999*销售额/总资产。

Z 值指标越高, 说明公司的投资价值越高, 财务状况良好, 公司运行稳定, 产生财务危机的概率较小, 出现破产的可能性小; 我们从表 5 中通过与新东方对比中可以看出, 除 X1 外, 中公教育各项指标是都要优于新东方的, X1 = (流动资产 - 流动负债)/总资产, 中公教育其 X1 值小于新东方, 主要是由于中公教育存在着大量的预收账款, 使流动负债大比例增加, 导致其 X 值比较小, 呈现负数; 通过上表对比可以看出中公教育 2019 年和 2020 年其 Z 值都大于新东方, 所以从同行业对比中我们可以得出: 中公教育的财务风险较小, 企业出现破产的可能性小, 未来发展前景较好。

5. 中公教育风险规避与分析

5.1. 股权质押中存在的风险

企业进行股权质押融资是以取得现金为目的，公司通过股票质押融资取得的资金通常用来弥补流动资金不足的融资方式。下表是截止至 2021 年 3 月 31 日，中公教育流动资产和流动负债的合计情况如下：

Table 6. Total table of current assets and current liabilities of Offcn Education

表 6. 中公教育流动资产和流动负债的合计表

公司	流动资产合计	流动负债合计
中公教育	69.01 亿	108.83 亿

从表 6 得出，中公教育的流动负债远远超过流动资产。其主要原因是，中公教育的经营模式采取预收学员学费的方式导致预收账款大。预收款项计入到负债中，且教育行业是轻资产企业，相对于其他经济实体而言，中公教育的总资产略低。同时中公教育还存在着许多的借款，是因为近年公司采取了较高比例的现金分红的方式回报资本市场。中公教育预收账款的模式存在周期性和季节性问题的，会导致现金流出现空档期，在一定程度上削弱企业的抗风险的能力。且中公教育有着比例相当高的协议班。普通班会在完成培训服务后全部确认为收入，但协议班则是学员和公司之间签署协议，若达到招录目标便不退费，但若未通过就会按照协议进行退费。这与普通班相比，协议班的服务更优，收费更高，但退款风险也更大。因此，中公教育预收账款的运用模式给企业带来大量的资金，但同时也存在着巨大的退费风险。面对这番风险和流动负债远远大于流动资产的情况，中公教育选择股权质押的融资方式解决资金短缺的问题。这种方式目前解决了资金短缺问题，给股东带来了可观的收益。但一旦退款风险爆发，企业的声誉受到影响，股价下跌，将会引发相应的财务风险。

5.2. 集中控股是否带来风险

Table 7. Distribution of Equity of Offcn Education

表 7. 中公教育股权分布

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
鲁忠芳	-	-	2,237,073,492	40.60%
李永新	-	-	1,001,293,104	18.17%
中公合伙	-	-	80,000,000	1.45%

从表 7 可知，在收购亚夏汽车之后鲁忠芳和李永新占中公教育的股份总和达到 58.77%，从传统意义上来看，中公教育是一个家族企业。股权集中在鲁忠芳和李永新母子手中。股权集中的优点，大股东持有公司相对较多的股份，掌握着公司的决策，可以大大提高决策的效率。并且，大股东与公司利益相关度较大，公司的盈亏会对大股东会造成较大的影响，因此大股东参与公司事务的积极性更大，有助于公司的良好运转。缺点：股权集中，大股东的权力得不到牵制，决策过程缺乏民主性，容易发生由于决策者的模棱两可而导致的决策失误，甚至会出现大股东利用手中权力侵害公司利益的行为。大股东通常会顾及自身的利益，而侵害到中小股东的利益。而中小股东大多数只注重交易的价格，而忽视公司的整体

利益，他们观察股票价格的变动，适时地转让股份，利用股份转让的差价来实现资本增加或者减少损失，中小股东频繁地转让股份，将会导致股票价格不稳定，将会给公司的股价带来一定的影响，从而带来一定的财务风险。

5.3. “协议班”产生的财务风险

中公教育的教学模式主要是采用预收学费的方式。其中公务员面授培训教学的一个特色模式就是“协议班”，“协议班”是指在报名前向考生承诺“不过退款”，即为如果考生没有通过考试，则扣除部分费用或者直接 100% 全额退款，协议班往往采取预付费的模式，而这种模式教育行业当中较为常见，“预付费”模式为中公教育贡献了较大的可周转资金。

据了解，中公教育承诺的协议班的退款周期是 30~45 个工作日，这也就意味着学员从报名、参培，到获得考试结果，最后申请退款会经历两个月到一年的时间，这期间中公教育会有大量现金“躺”在账面上，使得中公教育产生了大量的预收账款。

Table 8. Accounts received in advance and current balance sheet of Offcn Education (unit: 100 million yuan)

表 8. 中公教育预收账款和流动负债表(单位: 亿元)

中公教育	2018 年	2019 年	2020 年
预收账款	19.20	26.34	49.25
流动负债	41.51	64.22	100.39

如表 8 可知：中公教育 2018 年到 2020 年预收账款逐年在增加，从 2018 年的 19.20 亿增加到了 46.25 亿，流动负债中大比例是预收账款的存在。

我们根据中公协议班上说过的“不过退款”展开了调查，从投诉平台上翻阅发现，网友指控的核心集中在中公教育各式协议班拖延退费问题。有多名投诉者表示，中公教育所说的承诺申请退费起 30~45 个工作日完全退费，但是在实际退款时间上严重超时，学员也没有得到合理的解释，甚至涉及的金额动辄在万元以上。此外，还有学员称从去年 3 月开始就要求退费，但一直被拖 6 月份仍旧没有结果。并且在黑猫投诉平台上了解到，截至到目前为止，中公教育的投诉量高达 3242 次，由此可以看出中公教育预收账款有比较大的风险，若中公教育存在大量的退费难，虚假宣传或者培训内容与实际包办情况不符的情况，那么会对公司经营业绩、资金状况及业绩承诺达成产生最大不利影响，会带来较大的财务风险。

5.4. 实施高额分红带来的风险

值得一提的是，在被曝退费难的另一面，中公教育高额分红，创始人财富大幅增长。近两年，中公教育实施了高额现金分红，合计分红 32 亿元。中公教育 2019 年度的分红预案是，拟每 10 股派发现金股利 2.40 元(含税)，共计派发现金股利 14.8 亿元，继已经完成的 2018 年度 14.19 亿元现金分红之后，再次大比例分红。略作数据对比可见，2018 年、2019 年，中公教育的现金分红金额分别占当期净利润的 123%、82%，占当期末可供分配利润的 99%、97%，这意味着，此种分红方式基本上属于不留一点家底的分红，基本上中公教育赚的钱都拿去分红了。

年报显示，中公教育持有 5% 以上的股东分别为鲁忠芳、李永新、王振东，鲁忠芳、李永新为公司实际控制人，王振东为公司董事、总经理，三人持股比例分别为 41.36%、18.35%、15.61%。按照持股比例计算的话，鲁忠芳、李永新、王振东在 2019 年将分别获得 6.12 亿元、2.72 亿元、2.31 亿元，三人共计

可拿到现金分红 11.15 亿元。这意味着，通过巨额现金分红的形式，公司现金转变成了大股东资金，大股东资金压力得到缓解，但中公教育资金状况却不容乐观，流动资产大额减少。

6. 结束语

根据 Z 值模型对中公教育企业的财务风险度量结果可以看出，中公教育整体财务状况良好，存在可能导致财务危机可能性较小，通过与同行业新东方横向对比中可以看出，中公教育在其同行业中财务状况是较好的，出现破产的可能性较小，其财务风险相当于新东方来还是比较小的。但是我们不可以忽视其本身在融资方面的风险，其特色模式“协议班”，每年产生了大量的预收账款，存在收不回来的风险，还有其采用高额现金分红的形式，使大股东资金压力得到缓解，但中公教育资金状况却不容乐观，流动资产大额减少，其偿还短期负债能力不强；还有集中控股下，大股东若是利用权力集中决策缺乏民主性，则会伤害小股东的权益，但若是大股东优柔寡断地决策，则会使公司的决策不确定性因素增加。因此，从这几方面都会给公司带来相应的财务风险，所以虽然与同行业新东方对比得出中公教育其财务风险较小，但是我们还应该重视其在融资和管理方面的风险。

开放性实验项目

此论文来自于南昌大学科学技术学院 AT 学会开放性实验课研究成果。

参考文献

- [1] 任冰玉. 基于 Z-score 模型的财务风险分析——以上汽集团为例[J]. 现代商业, 2019(28): 48-49.
- [2] 孔德瑞. 基于 Z 值模型下的塑料行业上市公司财务风险预警检验[J]. 生产力研究, 2018(5): 155-160.
- [3] 赵睿, 李倩. 基于 Z 值模型的创业板上市公司财务风险探究[J]. 内蒙古科技与经济, 2016(18): 45-46.
- [4] 邢莎. 股权质押公司财务风险案例研究——以千山药机为例[D]: [硕士学位论文]. 蚌埠: 安徽财经大学, 2019.