

企业财务风险 传导机理研究

■ 胡翠萍 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

企业财务风险 传导机理研究

■ 胡翠萍 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

、 图书在版编目(CIP)数据

企业财务风险传导机理研究/胡翠萍著. —武汉: 武汉大学出版社,
2016. 11

ISBN 978-7-307-18793-1

I. 企… II. 胡… III. 企业管理—财务管理—风险管理—研究
IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 274939 号

责任编辑:陈 红 责任校对:李孟潇 整体设计:韩闻锦

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 虎彩印艺股份有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 10 字数: 143 千字 插页: 1

版次: 2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-18793-1 定价: 28.00 元

前 言

随着我国经济的快速发展，财务风险给企业造成的危害程度正在日益加深，不仅影响企业的生存和发展，也给相关利益者带来巨大损失。在企业理财系统内部，由于理财环节之间的密切相关性，一个理财环节的财务风险容易传导至另一个理财环节上，产生财务风险在企业的内部传导。同时企业还会通过供应链将财务风险传导至上下游相关企业，产生财务风险在外部供应链上的传导。因此，从财务风险传导源、传导载体和传导路径等多个方面系统研究企业财务风险传导机理，并提出财务风险传导控制策略，对完善财务风险管理理论和提高企业财务风险管理水平具有十分重要的理论价值和现实意义。

本书沿着“企业财务风险传导的基本理论——企业财务风险传导主体博弈过程——企业财务风险传导仿真模型构建——实证分析——企业财务风险传导管控策略”的逻辑思路展开研究，综合运用企业财务风险管理理论、系统论、风险传导理论、管理学等学科的知识，从风险传导的角度对企业财务风险进行了系统研究。分析企业财务风险传导的效应，并深入研究了企业财务风险传导主体的博弈过程，构建了企业财务风险传导仿真模型，并探讨了企业财务风险传导管控策略。

本书共分7章，具体如下：

第1章阐述企业财务风险传导机理的研究目的和研究意义。在深入研究国内外学者关于企业财务风险传导研究的基础上，提出了研究内容、研究方法和研究思路。

第2章在对企业财务风险的内涵进行研究的基础上，界定企业财务风险传导的概念和特征，多角度对企业财务风险传导进行分

类，研究了企业财务风险传导关键构成要素，同时阐述了企业财务风险传导的效应。

第3章对企业财务风险传导主体的博弈过程进行分析，在界定企业财务风险传导主体属性的基础上，重点分析了企业内部财务风险传导博弈过程和企业外部财务风险传导博弈过程。

第4章在绘制企业财务风险传导子系统因果关系图的基础上，构建企业财务风险传导模型。

第5章为实证分析。

第6章探讨了企业财务风险传导管控策略，主要包括控制财务风险源、阻滞财务风险传导路径、提高财务风险阈值三个方面的策略。

第7章是全书总结与研究展望。

由于作者水平有限，加之编写时间仓促，书中错误和疏漏之处在所难免，恳请读者批评指正。

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究的目的和意义	1
1.1.1 研究目的	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外研究现状	3
1.2.1 国内外财务风险研究现状	3
1.2.2 国内外有关风险传导研究现状	11
1.2.3 国内外有关财务风险传导的研究现状	16
1.2.4 国内外有关企业财务风险研究存在的主要问题	17
1.3 研究内容和研究方法	18
1.3.1 研究内容	18
1.3.2 研究方法	19
1.3.3 研究技术路线	19
第2章 财务风险传导的基本理论	21
2.1 企业财务风险传导内涵	21
2.1.1 企业财务风险传导概念	21
2.1.2 企业财务风险传导特征	22
2.1.3 企业财务风险传导的类型	25
2.2 企业财务风险传导关键构成要素	27
2.2.1 企业财务风险传导构成要素逻辑关系	27
2.2.2 企业财务风险传导风险源	29
2.2.3 企业财务风险传导载体	37
2.2.4 企业财务风险传导路径	41

2.3 企业财务风险传导效应.....	48
2.3.1 企业财务风险传导多米诺效应.....	48
2.3.2 财务风险传导耦合效应.....	51
本章小结	53
第3章 企业财务风险传导主体博弈过程	54
3.1 企业财务风险传导主体属性分析.....	54
3.1.1 企业内部财务风险传导主体属性.....	54
3.1.2 企业外部财务风险传导主体属性.....	55
3.2 企业内部财务风险传导博弈过程.....	56
3.2.1 企业与股东财务风险传导博弈过程.....	56
3.2.2 企业与经理人财务风险传导博弈过程.....	60
3.3 企业外部财务风险传导博弈过程.....	61
3.3.1 企业财务风险传导至上游企业博弈过程.....	61
3.3.2 企业财务风险传导至下游企业博弈过程.....	66
3.3.3 企业财务风险传导至银行等债权人博弈过程.....	68
本章小结	74
第4章 企业财务风险传导仿真模型构建	75
4.1 企业财务风险传导仿真工具与建模步骤.....	75
4.1.1 系统动力学应用于财务风险传导研究的适用性 分析.....	75
4.1.2 企业财务风险传导的系统动力学特征.....	77
4.1.3 企业财务风险传导仿真建模步骤.....	78
4.2 企业财务风险传导子系统因果关系图建立.....	80
4.2.1 筹资活动风险传导路径.....	80
4.2.2 投资活动风险传导路径.....	82
4.2.3 经营活动风险传导路径.....	84
4.2.4 利润分配活动风险传导路径.....	87
4.3 企业财务风险传导模型.....	88
4.3.1 筹资活动风险传导模型.....	88

4.3.2	投资活动风险传导模型	88
4.3.3	经营活动风险传导模型	89
4.3.4	利润分配活动风险传导模型	92
4.3.5	现金流量风险传导模型	93
4.3.6	企业财务风险传导系统模型	94
本章小结		99
第5章 实证分析		101
5.1	样本选取	101
5.1.1	企业基本概况	101
5.1.2	样本选择与数据选取	102
5.2	模型的基本假设与参数估计	102
5.2.1	模型的基本假设	102
5.2.2	模型的参数估计	103
5.3	企业财务风险传导仿真运行与分析	105
5.3.1	企业财务风险传导仿真模型的检验	105
5.3.2	单因素政策灵敏度分析	107
5.4	企业财务风险传导控制方案及仿真结果启示	113
5.4.1	方案控制原则	113
5.4.2	调整方案	114
5.4.3	JL 公司财务风险传导系统 SD 仿真结果启示	116
本章小结		117
第6章 企业财务风险传导管控策略		118
6.1	控制财务风险源策略	118
6.1.1	筹资风险源控制	118
6.1.2	投资风险源控制	119
6.1.3	营运资金风险源控制	120
6.1.4	收益分配风险源控制	121
6.2	阻滞财务风险传导路径策略	122
6.2.1	重点把握传导路径上的关键因子	122

6.2.2 加强财务风险动态监测分析,提高措施的预见性和有效性	124
6.2.3 把握财务风险传导系统内部运行关系	126
6.3 提高财务风险阈值策略	127
6.3.1 提高企业财务风险管理的柔性	127
6.3.2 避免降低企业财务风险阈值的事件发生	129
本章小结	130
第7章 总结与研究展望	131
7.1 总结	131
7.2 创新点	132
7.3 研究展望	133
参考文献	134
附录 摩托车行业6家上市公司2007—2011年财务指标	146

第1章 导 论

1.1 研究的目的是和意义

1.1.1 研究目的

企业面临着不断变化、极其复杂的社会经济环境，无法获得财务活动所需要的各种信息，使财务活动面临着不确定性，财务活动的结果也面临随机性和风险性，导致企业可能获取收益，也可能遭受损失，甚至倒闭。从美国爆发次贷危机到引发蔓延全球的金融危机不难看出日趋显著的经济全球化使企业间的联系更加紧密，企业之间风险的动态传递更加突出。我国及世界范围内因财务风险而导致的企业破产屡屡发生，众多大型企业集团产生财务风险甚至陷入财务危机，给各国社会经济发展带来了巨大的负面影响。加强企业的财务风险研究，尤其是财务风险传导机理研究，提出具有实践意义的财务风险传导控制策略，对完善企业财务风险管理体系显得非常必要。

关于财务风险的研究，国内外文献更多关注于财务风险产生的原因、财务风险的控制，以及财务风险预警等方面，而关于财务风险传导的研究甚少，系统的研究几乎没有。本书研究的目的在于通过对企业财务风险传导概念的界定、传导过程的分析与传导模型的构建，深入研究企业财务风险传导的动因、传导载体与路径等问题，构建财务风险传导的评价与预测模型，从传导的角度出发，为

企业预防和控制风险，提高企业财务风险管理的质量与效率，提供理论指导和方法参考。

1.1.2 研究意义

(1) 理论研究意义。

现有对财务风险控制和管理的研究，侧重于从财务风险管理链条的后端入手，提出风险转移等风险控制和管理的路径和方法，而对财务风险动态传导过程的研究较少。目前财务风险在企业内部和外部传导已经是普遍现象。在理论界，对企业财务风险传导的特点、作用机理、应对方法也没有成熟的理论，因此，对企业财务风险传导进行理论上的研究是十分必要的。

企业财务风险管理领域已经形成了一定的体系，但是对于财务风险的动态传导性以及与之相关的研究却是严重缺少。对于企业财务风险的风险源、传导载体、传导路径等问题的研究甚少，这就使得对企业财务风险传导进行研究很有必要性。通过对财务风险传导一般规律的研究，从理论上可以弥补财务风险管理体系的欠缺，建立起完善的风险管理体系。

(2) 现实指导意义。

企业的财务风险绝非朝夕之间形成，往往是企业管理者对财务风险的监测和危机前的种种征兆重视不够，未能及时采取措施，以至于危机爆发，措手不及。对财务风险生成和传导机制的分析研究是企业财务风险管理的首要步骤，是实施财务风险防范与控制的前提条件。

对企业财务风险传导的机理进行研究，将揭示企业财务风险传导的一般机理和客观规律，有助于企业从隔离、截流、阻断、疏导和控制财务风险传导的角度出发，提高财务风险管理决策的质量与效率，更科学地预防与控制风险，加强企业自身对风险的防范和控制能力，具有重大的现实指导意义。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国内外财务风险研究现状

(1) 财务风险含义研究现状。

财务风险是一种经济上的风险现象,无论在理论界还是实物界都得到了广泛的重视。对财务风险概念的理解有狭义和广义之分。

狭义的财务风险通常被称为负债筹资风险,是指企业到期偿还债务的不确定性。这种观点认为财务风险是由负债经营引起的,没有负债便不存在财务风险。Whitake (1999) 认为财务风险是现金不足以偿还当前债务的表现^[1]。Ross 等人认为财务风险是指当一个企业经营性现金流量不足以抵偿现有到期债(例如商业信用或利息)时,而被迫采取了其他方法脱离的境况^[2]。余绪缨在其编写的《企业理财学》一书中认为,财务风险是指由于企业资本结构不同而影响企业按期还本付息能力的风险,企业财务杠杆系数越大,财务风险也就越大,企业在没有负债的情况下就不存在财务风险,因此,这种风险又被称为债务融资风险或筹资风险^[3]。这种解释也是国际上通行的认识。汪平(2003)认为财务风险是由于企业使用负债而增加了普通股股东的风险^[4]。换言之,财务风险产生的基本原因是企业在生产经营过程中使用了负债,负债越多,企业的财务风险越大,反之,如果没有负债,则企业不存在财务风险。

广义的财务风险是指企业在财务活动中,由于面临外部环境和内部系统中各种难以预计的不确定性因素影响,使企业在一定时期内的实际财务收益偏离预期目标而遭受损失的可能性。这种观点是从企业财务活动的整体概念和全过程来界定财务风险的。企业财务风险按全过程划分可分为筹资风险、投资风险、营运资金风险及收益分配风险。刘恩禄、汤谷良(1989)给出了财务风险的定义,他们认为财务风险是指企业在筹资、投资、利润分配等财务活动过程中,由于受外部或内部不确定性因素影响,使企业的实际收益偏

离预期目标并造成损失的可能性^[5]。兰艳泽（1999）认为财务风险就是指企业在财务活动中财务收益偏离预期目标的不确定性，换言之，财务风险客观存在于每一个企业中，并且对企业的经营状况好坏、盈利与否产生重要影响，要完全消除财务及其影响是不现实的^[6]。

（2）财务风险管理理论研究现状。

西方对财务风险管理理论的研究是由于西方企业面临的财务环境的变化而产生的。自19世纪末，伴随着生产规模的不断扩大，西方企业面临着如何筹措资本以扩大生产的问题，如何筹措资金成为企业发展面临的主要问题。因此，筹资风险管理和防范的制度建设是该阶段西方企业财务管理的重点。例如美国于1933年发布的《联邦证券法》和1934年发布的《证券交易法》对公司证券筹资做出了严格的法律规定。20世纪50年代以后，随着市场竞争的日趋激烈和买方市场的形成，财务管理人员认识到企业内部的财务决策成为最重要的问题。Machowicz（1952）提出了投资组合理论，为现代金融资产理论奠定了基础，他认为投资者对财务风险持厌恶态度，即投资者不愿承担没有预期收益的风险。在前期研究的基础上，Machowicz提出了证券组合的效率边界概念，即在相同风险前提下，效率边界上的组合收益最高，在相同收益前提下，效率边界的组合风险最小^[7]。

米勒和莫迪格利尼（1961）提出了著名的MM定理，他们指出在一定的条件下，企业无论是以负债筹资还是以权益资本筹资都不会影响企业的总体市场价值，从资本成本的角度论证了在财务杠杆效应的作用下，企业的收益与风险成正比，公司价值不受资本结构影响。MM定理是在高度抽象的研究基础上得出的结论，在实际运用时还存在一些不足的地方^[8]。针对MM理论在实际运用时存在的不足，Stiglitz等人（1981）引入市场均衡理论和代理成本、财务拮据成本等因素，对MM理论进一步加以完善^[9]。20世纪60年代中期，伴随着市场环境的日趋复杂和新技术的不断出现，投资风险不断加大，这一时期国外学者对财务风险的研究主要集中在投资方面。马科维茨将统计学中期望与方差的概念引入资产组合问题

的研究中,他首次研究了证券资产的投资组合问题,给出了在一定预期收益率水平下使投资风险达到最小化的最优投资组合计算方法。夏普和林特纳等人(1964)在马科维茨的已有研究的基础上进行了深入研究,提出了资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM),他认为企业在得到补偿的前提下愿意承担风险,风险与报酬是成正比的,风险越大则报酬越多^[10]。尽管CAPM模型对财务风险理论作出了巨大贡献,但在实际运用中仍存在明显的缺陷。Morton(1975)除了考虑市场因素外,还考虑了其他外部因素,对传统的CAPM模型进行了修正。哈洛针对马科维茨投资组合理论存在的缺陷,并结合Downside-Risk的风险度量思想,提出了基于LPMN的资产配置理论,实证表明该理论比Downside-Risk方法和马科维茨的投资组合理论在风险管理过程中更为有效。除了以上学者的研究外,关于财务风险管理的研究理论还有道格拉斯的文化理论、傅柯的优治理论以及贝克的社会理论。

我国学者对财务风险管理的研究始于20世纪80年代末,起步较晚。

我国台湾地区的学者宋明哲(1984)在《风险管理》一书中对财务风险管理的相关理论进行了阐述^[11]。刘恩禄、汤谷良于1989年发表《关于企业财务风险界定的探讨》一文,首次全面地阐述了财务风险的定义、特征以及财务风险管理的步骤和方法。竺素娥(1988)在《浅议财务风险及其管理》一文中给出了财务风险的定义,剖析了财务风险产生的原因,并对如何管理财务风险给出了建议^[12]。赵秀英(1994)在《略论企业风险管理》一文中论述了加强企业财务风险管理的必要性,并给出了预测和控制财务风险的几种方法和措施^[13]。韦孟文(1996)指出财务风险管理的关键在于不断提高企业决策和管理的质量水平,并树立正确的财务风险意识^[14]。陈元燮(1998)认为企业财务风险的防范可以从投资风险的防范、行业风险的防范、经营风险的防范、市场风险的防范、信用风险的防范和政策风险的防范几个方面进行^[15]。文涛(2005)认为企业要有效地控制财务风险,必须完善财务控制制度,不断创新各种相关制度^[16]。汤谷良(2009)从加强财务预警

与财务危机防范、建立有序的对账制度、加强存货管理、建立合理的组织机构四个方面对如何加强企业风险管理提出看法和建议^[17]。

(3) 财务风险预测模型研究现状。

国内外对企业财务风险识别的研究主要集中在识别方法和识别变量方面,而且这些研究成果主要是用于企业财务危机预警模型的构建。

关于财务风险的预测模型众多,根据预测模型对总体的分布限制可以分为参数模型和非参数模型。参数模型主要包括单变量分析模型和多变量统计分析模型。

①参数模型。

其一,单变量分析模型。单变量分析模型是通过个别财务指标来预测财务风险的。当所选取的个别财务指标出现异常时,通常是企业产生财务风险的前兆。

Fitzpatrick (1932) 最早运用单变量判定对财务风险进行预测,他以破产公司与非破产公司为研究样本,运用单个财务指标对财务风险进行判定,研究结果发现“净利润/股东权益”和“股东权益/负债”两项指标判别财务风险最为有效^[18]。Bever (1966) 运用单变量分析方法建立了财务危机预警模型,发现判别财务风险能力最强的两项指标是“现金流量/总负债”和“净利润/总资产”,判别成功率分别达到 90% 和 88%^[19]。为了克服 Beaver 模型的缺陷,其他的单变量模型,如赌徒理论 (*Gamblers' Ruin*)、资产负债分解模型 (*Balance Sheet Decomposition Model*) 等应运而生。

我国学者陈静 (1999) 使用中国 27 家 ST 和非 ST 上市公司为样本,通过对流动比率、负债比率、总资产收益率、净资产收益率 4 个指标进行单变量分析,得出误判率最低的两项指标为流动比率和负债比率^[20]。吴世农、卢贤义 (2001) 以 140 家公司为研究样本,其中处于财务困境的公司和未处于财务困境的公司各占 50%,选择净资产报酬率、负债比率、营运资产与总资产的比例和资产周转率 4 个财务指标分别建立 4 个单变量预测模型,研究在财务困境出现的前 1 至 5 年里两类企业 21 个财务指标的异常^[21]。尽管运用单变量分析模型对企业财务风险进行预警较为有效,但作用却有

限,其缺陷主要体现在以下几个方面:首先,单变量分析模型只能判别公司是否处于财务危机之中,但是不能有效预测企业是否会破产以及破产的时间;其次,运用单个财务指标来预测财务风险具有局限性,没有综合考虑到其他财务指标的作用。

其二,多变量统计分析模型。多变量统计分析模型选取多个财务指标作为自变量,与单变量模型相比,多变量统计分析模型更能全面地反映出企业的财务状况,具有更强的适应性。

国外学者建立了多种多样的多变量统计分析模型:美国纽约大学奥尔曼(Altman)教授(1968)首次将多元判别分析法(Multiple Discriminate Analysis, MDA)方法引入财务困境预测领域^[22],选取22个财务指标作为备选变量,以1946年至1965年期间的33家破产公司和相同数量的配对健康公司为研究样本,选取总销售额资产总额、留存收益资产总额、息税前利润资产总额、营运资本资产总额、所有者权益市价负债总额5个变量构建了Z-Score模型。该模型的原理是通过进行加权汇总后得到一个总的判别分,称为Z值。研究发现,Z值的大小与公司发生财务危机的可能性成反比。当 $Z < 1.2$ 时,企业属于破产的范畴,当 $1.2 < Z < 2.9$ 时,企业属于处于财务危机的“灰色区域”。由于每个国家的经济状况不一样,Z值的临界值也各不相同,因此,很难简单的根据Z值来判定企业是否破产。后来,又有学者考虑到现金流量的变动对企业财务有重要影响,在Z-Score模型的基础上加入现金流量指标构建F分数模型,该模型需要更多的样本量。由于Altman教授构建的多变量线性判别模型要求变量符合严格的联合正态分布,而实际中大多数企业的财务指标无法满足这一要求。为了克服这一缺陷,以Ohlson为代表的一些学者提出用Logistic回归判别方法提高财务危机预警能力。Ohlson(1980)运用条件逻辑模型来建立财务风险预警模型,研究结果表明,与企业发生财务危机的概率有着高度相关性的四个因素分别为公司规模、资本结构、流动性以及经营绩效^[23]。自20世纪80年代以来,Logistic回归分析代替判别分析法,在财务风险预测研究领域占据主流地位。

1996年以后,我国学者才开始陆续以企业财务数据构建财务

危机预测模型。周首华等（1996）借鉴 Altman 的 Z-Score 模型研究成果，在此基础上考虑了现金流量指标，选取 31 家破产公司和 31 家健康公司为样本，建立了 F 分数模型，并以 4160 家公司的数据作为检验样本对此模型进行了验证，研究结果表明该模型的准确率达到 70%^[24]。张爱民（2001）以我国 40 家 ST 公司和非 ST 公司为估计样本，选取了 8 个财务指标，采用主成分分析法对企业财务预警进行了研究^[25]。姜秀华等（2001）选取了被 ST 的 42 家上市公司，同时选取了 42 家非 ST 配对公司，筛选出短期借款与总资产的比率、毛利率、股权集中系数及其他应收款与总资产的比率四个指标，运用 Logistic 回归建立上市公司财务危机的预测模型，该模型在财务危机发生前 1 年对 ST 公司与非 ST 公司的预测准确率分别为 88.1% 和 80.95%^[26]。吴世农、卢贤义（2001）选取 1998—2000 年中的 140 家公司作为样本，其中 ST 公司和非 ST 配对公司各占 50%，从盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力和企业规模等角度选取了 21 个财务指标，首先运用单变量判定分析研究财务危机前 5 年内各年 ST 公司和非 ST 公司 21 个财务指标的差异，最后确定了差异程度最大的 6 个指标作为判定分析的变量，即资产报酬率、盈利增长指数、营运资本与总资产比、长期负债与股东权益比率、流动比率和资产周转率，分别构建了 Fisher 线性判别分析模型、多元线性回归模型和逻辑回归分析模型，研究表明这三种模型均能对财务危机做出较为准确的判断，但相比较而言，逻辑回归模型的预测准确率最高，在 ST 前一年的预测准确率为 93.53%^[27]。黄岩、李元旭（2001）以沪深两市的上市公司为样本，在对指标进行聚类分析和判别分析的基础上建立了中国工业类上市公司财务破产预测模型，并给出了样本公司的 Z 值范围^[28]。向德伟（2002）对 Z-Score 模型中的五项指标的设定作了调整，选取沪深两地证券市场共 80 家企业 A 股作为样本进行了实证研究，研究结果大部分支持 Z-Score 方法在中国股市的有效性，但个别公司出现异常，由此他认为 Z-Score 方法对某个行业或某类企业的经营风险进行整体分析的效果较强^[29]。杨淑娥（2003）在 Z 计分模型的基础上，选取了 134 家公司作为研究样本，其中 ST 公司和非 ST 公司各