

民营企业财务风险形成 与扩散机制研究

Formation and Diffusion Mechanism of
Private Enterprises' Financial Risk

◎ 郑和明 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

民营企业财务风险形成与 扩散机制研究

郑和明 著

中国财经出版传媒集团
经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

民营企业财务风险形成与扩散机制研究/郑和明著.

—北京: 经济科学出版社, 2016. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7056 - 6

I. ①民… II. ①郑… III. ①民营企业 - 企业管理 - 财务风险 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 149360 号

责任编辑: 凌 敏 程辛宁

责任校对: 隗立娜

责任印制: 李 鹏

民营企业财务风险形成与扩散机制研究

郑和明 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材分社电话: 010 - 88191343 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [lingmin@ esp. com. cn](mailto:lingmin@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京财经印刷厂印装

710 × 1000 16 开 12. 25 印张 210000 字

2016 年 7 月第 1 版 2016 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7056 - 6 定价: 36. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

在全球信贷危机外部冲击下，宏观经济环境不确定性因素持续增加，我国民营企业，尤其是外向型民营中小企业遭遇了严重冲击，陷入严重的经营困难和财务风险。尤其是高负债的民营企业在信贷供给冲击下更加脆弱，企业资金链紧绷，财务风险凸显。事实上，在全球范围内，企业破产很普遍，世通、安然、环球电信、长期资本管理公司、雷曼兄弟、新疆德隆、江龙控股、无锡尚德等曾经的明星企业都难逃厄运，申请破产保护，投资者遭遇严重损失。总之，企业可持续经营危机是一个重大的理论与实践命题。

在经济全球化和区域一体化背景下，微观经济主体之间的经济、贸易联系更加频繁，从而形成紧密的财务联系，例如，供应链企业商业信用、银企信贷、银行间贷款、企业互保与联保、企业集团内部资本市场的战略联盟和联合投资等。本质上，联系是一把双刃剑。一方面，联系能够使企业节约交易成本、分散风险和缓解融资约束；另一方面，联系也可能产生负外部性。尤其在企业遭遇严重未预期的不利外部冲击时，这些财务联系内是脆弱的，初始小的冲击可能发生传递、扩散和放大，引发企业违约集聚、连锁破产，甚至诱发区域系统性财务危机。

遵循“信贷关系网络—风险分担—违约相关性—财务风险系统性扩散”的逻辑分析框架，本书着重识别和检验我国民营企业财务风险的形成机制和扩散机理，以期建立起民营企业财务风险的预警与控制长效机制。首先，本书以 ST 企业为样本，运用动态 Logit 模型，实证检验我国民营企业财务风险的主要影响因素，试图从企业财务特征揭示民营企业财务风险形成机制。研究发现，企业现金流、负债及负债构成、债务期限、资产有形性等对我国民营企业财务风险具有显著影响。进一步研究还发现，企业现金流对企业财务危机发生具有长期预测能力，而短期负债具有短期预测能力。其次，在实证检验民营企业财务风险形成机

制的基础上,本书进一步识别基于关联方风险的财务风险扩散机制,即财务风险扩散是通过企业之间直接联系发生的。本书借助担保这一特殊机制,通过深入地剖析浙江省民营企业担保圈危机,试图刻画基于担保这一普遍存在的特定直接资金联系的民营企业财务风险扩散机制。最后,本书还提出了不存在直接资金联系的企业之间财务风险扩散机制的理论分析框架,作为贷款供给方的商业银行通过学习其他银行的类型可能产生协调失败,造成企业遭债权人银行挤兑。本书运用动态博弈分析框架研究民营企业财务风险扩散机制,银行策略互补、自实施信念更新是民营企业财务风险扩散的核心机制。

本书对我国民营企业财务风险预测与扩散研究主要有三方面可能创新:

第一,运用动态 Logit 模型实证检验民营企业财务风险的主要影响因素。研究发现,企业现金流、负债结构(负债构成和期限结构)等对企业财务风险具有显著解释能力。在较长预测区间内,持续预测变量(例如,企业经营活动所产生的现金流)更加重要。本书丰富和完善了公司投资、融资决策、资本结构选择、企业现金持有政策及风险管理等方面的研究。

第二,识别基于关联方风险的财务风险扩散机制。本书基于浙江省民营企业担保链特征分析,着重对联保贷款的作用机制、主要模式及风险特征等展开深入研究,并结合现有具有代表性的担保链,直观地刻画民营企业互保、担保风险的扩散机制。研究发现,银行抽贷是诱致担保圈危机发生的主要推手。本书还提出民营企业互保、联保博弈分析框架,以期更加深刻地理解联保贷款作用机制,为企业防范担保风险提供有益借鉴。

第三,识别基于银行预期的财务风险扩散机制。这使不存在直接资金联系的企业之间也可能发生财务风险扩散的机制,主要通过债权人学习过程,即对其他债权人的类型和行动的信念更新,债权人协调失败使企业遭挤兑,这样,通过共同债权人的学习过程,一企业遭遇财务危机增加了另一企业陷入财务危机的概率。概括地,这是基于信息的财务风险扩散机制。

郑和明

2016年6月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 研究框架	7
1.3 研究重点	9
1.4 研究方法	12
1.5 主要研究创新	13
第 2 章 文献综述	14
2.1 财务风险	14
2.2 财务风险预测	18
2.3 违约相关性	30
2.4 本章小结	34
第 3 章 民营企业财务风险影响因素的实证研究	37
3.1 理论分析与研究假设	38
3.2 研究设计	42
3.3 实证分析	46
3.4 现金持有决策	53
3.5 民营企业财务风险：理论分析	63
3.6 本章小结	80
第 4 章 基于担保链的财务风险扩散机制研究	83
4.1 互保、联保贷款	85

4.2	浙江省担保发展现状	89
4.3	浙江省民营企业担保链	92
4.4	担保扩散机制——银行抽贷	98
4.5	联保贷款：一个理论框架	99
4.6	本章小结	107
第5章	基于银行预期的财务风险扩散机制研究	109
5.1	模型设定	110
5.2	模型求解	114
5.3	财务风险扩散	120
5.4	比较静态结果	122
5.5	本章小结	126
第6章	案例研究及拓展研究：江龙控股财务危机与无锡尚德 财务危机	129
6.1	江龙控股财务危机	129
6.2	无锡尚德财务危机	139
6.3	民间借贷困局——动因、形成路径及其经济后果	146
6.4	互联网金融：创新、风险及其监管	152
6.5	影子银行监管	161
6.6	本章小结	168
第7章	结论与政策启示	172
7.1	研究结论	172
7.2	政策启示	173
7.3	局限与未来研究展望	174
	参考文献	175
	后记	187

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景和意义

经验事实充分表明,世界范围内的国家、市场和企业并不是孤立存在的个体,这些代理人之间的联系复杂、多样。在经济全球化和区域经济一体化下,微观经济主体之间形成了紧密的联系。本质上,联系是一把“双刃剑”。一方面,微观经济主体从彼此的相互联系中获得了收益,例如,企业之间签订贸易协定,能够节约企业交易成本、缓解融资约束、分散风险和促进技术研发等。另一方面,联系也可能产生负外部性,尤其在遭遇不利冲击下,初始小的冲击可能通过这些联系发生传导、扩散和放大,甚至可能引发多米诺骨牌效应,正是在这一意义上,这些联系构成了企业财务风险扩散的重要渠道。在最近的全球信贷危机中,违约风险和违约相关性引起了学界和业界的普遍关注,尤其是系统性风险。因此,权衡这些联系的收益与成本是非常重要的,而企业之间的资金联系是这些最重要的联系之一,微观企业在日常经营活动和国际贸易活动中形成了相互交织的复杂信贷网络,商业信用、银企信贷、国际贸易收支、企业集团内部资本市场等都很普遍,不一而足。

事实上,信贷网络具有两个显著特征,即相互联系和风险放大效应。具体地,相互联系是信贷网络的一个普遍特征。例如,在产品市场上,企业可能从银行获得贷款,也从供应商获得商业信用,这样,由于这些企业之间存在直接资金联系,该借款企业的财务状况直接影响银行和供应商的财务状况。此外,在金融市场上,相互联系主要来源于保险合约或者信用违约互换。例如,银行间贷款构成了保险合约,以平滑和抵御暂时的流动性冲击。此外,企业 B 向企业 A 出售信用违约互换,以保护企业 A 免遭其所持证券发生折价损失。如果该证券价格下跌且企业 B 破产,那么由于企业 B 无法兑现其所承诺的保险义务,企业 A 的财务状况将会恶化。

信贷网络的另一显著特征是风险放大效应，这可能在两个维度上发生作用。在水平方向上，一企业违约可能通过特定的财务联系向其关联方企业发生扩散，这样，初始小的冲击可能通过企业之间复杂的财务联系被放大，从而导致关联方企业也陷入财务风险，甚至破产。这些资金联系主要包括：供应链上供应商—客户之间商业信用关系、银企信贷关系、生产企业之间担保关系、企业集团内部资本市场、战略联盟或者联合投资等。此外，风险放大效应也表明，企业当期的财务状况变化可能使该企业未来财务状况也朝同一方向发生变化。例如，企业当期陷入财务风险，那么其债权人（银行、供应商、外部投资者）可能对该企业的发展前景、运营绩效和财务状况等进行重新评估。例如，理性银行可能对该风险企业施加更加严格监督，对其未来贷款申请审查更严格，具体表现在：提高利率、要求风险企业提供更多抵押、贷款期限更短甚至拒绝提供贷款。这样，企业融资成本显著上升，加重了企业所面临的融资约束。换句话说，企业财务风险可能跨期动态地影响企业自身的财务状况。如果企业当期陷入财务风险，那么该企业在未来也发生财务风险的概率可能更高。

图 1-1 和图 1-2 描述 2006 ~ 2011 年全国企业总数、私营企业总数及其增长率。

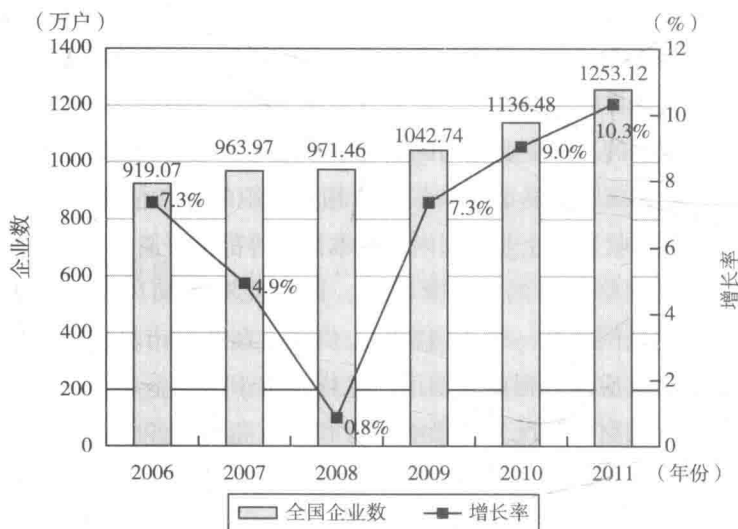


图 1-1 全国企业总数及其增长率

资料来源：根据国家统计局《中国统计年鉴（2012）》和《2012 年中小企业年鉴》相关数据整理获得。

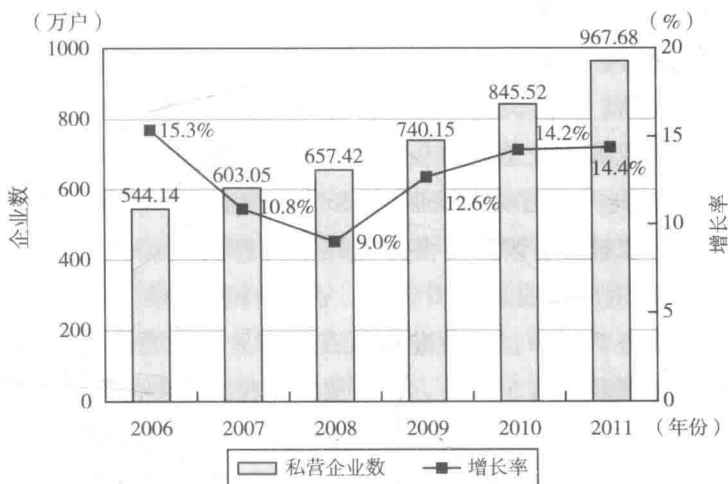


图 1-2 私营企业总数及其增长率

资料来源：根据国家统计局《中国统计年鉴（2012）》和《2012 年中小企业年鉴》相关数据整理获得。

从图 1-1 可以看出，全国企业总数持续增加，从 2006 年 919.07 万户猛增至 2011 年 1253.12 万户，其中 2008 年较上一年度仅仅净增加 7.49 万户，为样本期内历年增加最少。然而全国企业数量的年度增长率却呈现出不同特征，从 2006 年全国企业数量增长率 7.3% 降至 2008 年低点 0.8%，之后快速上升至 2011 年的 10.3%。这可能与 2007 年下半年肇始于美国次贷危机有关，其影响趋势基本吻合。次贷危机引爆了全球金融危机，外溢效应跨市场、跨境传递，对全球实体经济产生深远影响，并诱发全球经济陷入低迷。欧债危机持续发酵。在经济全球化背景下，我国企业无法独善其身，也遭遇全球金融危机的深刻影响，企业创办热情受外部环境的影响也很显著。

从图 1-2 可以看出，全国私营企业呈现出与全国企业总数相同特征，数量持续增加，从 2006 年 544.14 万户猛增至 2011 年 967.68 万户，其中 2008 年较上一年度仅仅净增加 54.37 万户，为样本期内历年增加幅度最少的。然而全国私营企业数量的年度增长率却呈现出不同特征，从 2006 年全国私营企业数量增长率 15.3% 降至 2008 年低点 9.0%，之后快速上升至 2011 年的 14.4%。从图 1-1 和图 1-2 比较可以看出，全国私营企业数占全国企业数从 2006 年的 58.1% 增加至 2011 年的 77.2%，约占 3/4 强，私营企业名副其实地成为我国企业的主体。

改革开放以来,凭借其体制、机制灵活优势,中国民营企业获得了迅猛发展,是我国国民经济和社会发展的主要力量。民营企业在吸纳劳动力就业、增加财政收入、科技创新、改善民生等方面都做出了重要贡献。2010年的统计数据显示,民营企业占我国企业总数的98%,GDP贡献率67%,税收贡献率71%,社会投资45%,解决80%劳动力就业,65%发明专利和85%新产品研发。《2012年中小企业年鉴》也披露,2011年年末全国共有规模以上中小企业(年主营业务收入2000万元以上的企业)31.6万家,占2011年规模以上工业企业总数的97.2%,从业人员占75.2%,工业总产值占69.2%,主营业务收入占67.4%,利润占67.3%,上缴税收占55.2%。从数量分布看,私营企业最多,共17.9万家,占总数的56.6%,工业总产值、主营业务收入、利润总额占规模以上工业的87%左右,占全部中小企业45%。

然而,在我国,相比规模众多的民营企业,我国国有企业享受了特殊待遇。对国有企业而言,由于存在国家隐性保证,金融机构基于资金安全性、盈利性和流动性考虑,更愿意为国有企业提供信贷支持,贷款条件(利率、期限)也更加优惠。此外,在不利外部信贷供给冲击下,国有企业比民营中小企业所受的影响可能更小。基于维持就业、税收和社会稳定等经济和政治目标,国有企业陷入风险时更可能获得政府救助,容易产生预算软约束。

由于民营企业所有权性质和存在严重信息不对称,民营企业遭遇了严重的融资约束,尤其在遭遇外部信贷供给冲击时很脆弱。2007年下半年以来,美国次贷危机持续恶化、扩散,宏观经济环境不确定性持续增加。在国内,经济下行压力也显著增加、人民币升值预期强烈、原材料及劳动力等要素价格持续走高,我国民营企业,尤其是外向型民营中小企业,面临严重的经营困难和财务风险、甚至资金链断裂风险,不少中小企业纷纷陷入减产、停产半停产状态。民营企业面临严重的经营风险(企业盈利不确定性)和财务风险(企业无法按时偿还债务本息,从而使企业遭遇损失),且企业经营风险和财务风险往往相互交织。具体表现在,民营企业面临经营风险。在国际金融危机冲击下,我国民营企业外贸出口环境持续恶化,对外依存度高的外向型民营企业遭遇了严重的外部需求冲击,企业外贸订单锐减,企业现金流生成能力显著下降,企业甚至陷入资金链断裂风险。

再融资风险对我国民营企业也很普遍。银行短期贷款是我国民营企业重要的外部融资来源。另外,短期负债有利于约束公司管理层。然而,短期流动负债越

多,再融资频率更高,从而对信息也更加敏感。当遭遇信贷供给冲击时,企业融资成本显著增加,财务风险也增加。短期负债投资长期风险资产,这样债务期限严重不匹配容易产生再融资(债务展期)风险,尤其当企业发生现金流短缺时。

在我国,企业融资结构不尽合理,企业直接融资比例很低,民营企业股权融资和公债融资渠道狭窄,这主要是由于我国资本市场准入门槛较高,相比私人债务融资(银行贷款),股权融资成本更高。此外,我国企业债券市场发展严重滞后。在我国以银行为主体的金融体系下,银行贷款是民营企业最重要的外部融资来源,而银行信贷一般要求企业提供抵押和担保。然而民营企业财务制度不健全,缺乏信贷记录,盈利很不稳定,缺少土地、厂房、机器等可抵押资产,从而在严重的信贷供给冲击下我国中小民营企业其所遭遇的融资约束可能更加严重。

我国中小民营企业还面临关联担保风险。在现实经济活动中,民营企业互保、联保贷款很普遍,互保、联保贷款能够有效缓解企业融资约束。这主要是由于民营企业普遍缺乏抵押,没有规范的财务记录,不符合银行信贷硬信息要求,必须借助担保以获得银行信贷。然而,在不利外部冲击下,企业也可能由于担保关系而承担连带偿付责任,进而可能陷入财务风险,引发企业倒闭潮,近些年江苏、浙江、广东等地区发生了民间借贷危机,企业家逃逸废债,跨区域、跨行业担保链风险日益凸显,极易诱发区域系统性财务危机。在货币政策趋紧下,银行信贷供给显著下降,企业陷入了严重财务风险。由于有关企业的不利信息被公开,这在债权人中产生恐慌,债权人之间缺乏协调,这样使风险企业遭其债权人挤兑,即使企业基本面状况良好,也可能由于暂时流动性问题而陷入财务风险、甚至濒临破产。

毋庸置疑,风险是客观存在的,不以人的主观意志为转移。实际上,企业在日常经营过程中面临着诸多方面的不确定性,例如,宏观经济环境变化,行业现金流冲击,甚至未预期的个体信贷事件。财务风险也贯穿企业内部资金运动全过程,融资、投资、利润实现与分配等阶段都可能发生财务风险。违约风险是指债务人无法按期足额支付其债务,这对产品市场和金融市场上的投资者都是重要的风险来源。例如,公司债券市场上违约风险,世通公司发生破产,成为美国历史上最大公司破产之一。此外,对债权人而言,违约相关性是不确定性的又一重要来源。由于财务联系,冲击在市场上发生传递、扩散,加重了冲击的严重程度和持续性。

事实上,对企业而言,风险管理很重要。风险管理对公司产生真实收益,减

少破产和困境成本,减少期望税收支付,减少向利益相关者期望支付,减轻企业融资成本。企业对冲风险以减少现金流波动性,以保护企业免遭产品、外汇和利率等价格发生不利变化,这样风险管理增加了企业价值。例如,能源价格变化对石油和天然气企业的现金流产生了显著影响,石油制造商面临石油价格风险。航空公司进行对冲,避免飞机燃料成本上升产生不利影响。总之,企业对冲风险以减少企业价值波动和现金流波动。企业财务风险管理工具主要包括,企业现金储备和现金流(内部流动性)、银行信用额度和商业票据(外部流动性)和利率衍生品、汇率衍生品和商品衍生品(衍生品)等。

企业现金流是随机波动的,如果企业持有负债,那么当企业发生现金流下降时,企业不得不申请破产。破产产生了真实成本,例如,向律师和法院所支付的成本,这些破产成本减少了企业价值。如果企业能够实施降低破产风险的风险管理政策,从而增加企业价值。困境成本也一样,产生了真实成本。又如,当企业变得财务脆弱时,企业可能更加难以获得外部资金,以至于企业可能无法实施有利可图的投资,而无法进行有价值的投资对企业而言是一种真实成本。根据风险管理减少企业财务风险的程度,风险管理减少了财务困境成本的现值,从而增加企业价值。风险管理也会降低企业融资成本,考虑现金流短缺的企业,企业能够在资本市场上进行融资以应对暂时的现金流短缺。如果企业具有很大的负债能力,那么企业融资成本较低且容易获得融资。然而,对高负债企业而言,其融资成本较高且可能无法获得融资。因此,当企业发生现金流短缺时,负债对企业施加了真实成本,因为企业在需要融资时无法利用有利可图的投资机会。

深刻理解公司违约是如何相关的,即违约相关性的来源和程度,对企业风险管理特别重要。不同企业可能受共同因素的影响。例如,能源巨头安然公司和世界通讯公司因会计丑闻而发生违约,可能暴露了会计惯例存在瑕疵,这些可能也在其他企业中使用,这样可能使其他企业的会计负债测量精度突然显著下降,从而对其他企业的条件违约概率产生影响。在产品市场上,企业投资机会相关性程度也可能很高,这样,企业利润的相关性也高。当一企业遭遇现金流冲击时,这可能反映具有相似投资机会的企业也可能遭遇冲击。

企业之间资金联系普遍存在。例如,供应链上供应商—客户之间商业信用关系,或者银企信贷关系,或者生产企业之间担保关系,或者金融机构之间银行间贷款,或者企业集团内部资本市场,甚至产品市场上不同产业组织形式例如战略联盟或者联合投资,这些联系都可能构成违约相关性的主要来源。此外,在新兴

市场上,金字塔结构下企业集团是最重要的产业组织形态。在我国,20世纪90年代国有企业改革产生了大量大规模企业集团,最近民营企业也涌现许多系族企业,例如,德隆系、复星系、万向系等。像我国这样投资者保护较弱的新兴经济体,股权高度集中,企业集团内部资本市场在一定程度上替代了外部资本市场,一定程度上减轻了企业集团中成员企业的资金约束,然而,当遭遇未预期的外部不利冲击时,由于企业集团内所有权、交易活动、资金联系很复杂,担保关系也相互交织,企业集团中某一成员企业的财务危机可能向集团其他成员企业发生扩散,而这种效应是极具破坏性的,对企业运营、持续经营甚至生存都构成了严重威胁,可能引发区域系统性财务危机。

民营企业财务风险形成与扩散机制问题在当前中国经济发展背景下具有重要的理论意义和实践价值。产业集聚是当今世界最重要的经济现象之一,更是改革开放以来中国区域经济发展过程中所形成的重要经济现象,浙江、江苏、广东等地形成了大量产业集聚,为区域经济均衡发展做出了重要贡献。企业在特定区域内集聚,促进信息、劳动力、技术、资金等要素充分流动,分享交易成本节约、技术创新和制度创新等收益,这促进了分工进一步深化,正是这种循环互动效应形成了专业化产业区。本质上,专业化产业区是由众多关联企业所组成的复杂网络,是区域分工和产业分工最重要的结合形式。在专业化产业区内,供应链企业之间具有密切的运营联系和共同的地缘关系,上下游企业可能还进行产品赊购赊销,从而产生依附于产品关系的信贷合约关系,即商业信用。此外,为了获得银行信贷,不少民营企业抱团,互相提供担保,这加强了企业彼此之间的财务联系,一定程度上减轻了企业融资约束。然而,最近全球金融危机也揭示了这样的事实,相互交织的金融体系内在是脆弱的,联系可能产生负外部性,因此,识别产业集聚可能产生的风险,尤其是财务风险,成为一项十分紧迫的重要任务,识别民营企业财务风险发生与扩散机制,关系企业能否可持续经营和专业化产业区稳健发展,防范和控制区域系统性财务危机。

1.2 研究框架

企业财务状况能够充分反映企业所面临的实际或者潜在的财务风险而保持持续经营的能力。财务风险是企业财务状况的一种特定表现形式,企业财务状况持续恶化可能使企业陷入财务困境,甚至兼并重组、破产。本质上,企业财务困境

发生是一个动态过程,可能是突发性债务危机,也可能是由企业财务状况逐渐恶化所造成的,一般经历了从财务状况正常,财务状况恶化到财务困境发生,直至破产、重组。在这一动态变化过程中,财务困境公司可能呈现与财务健康公司相异的特征,尤其是困境发生前一段时间企业财务特征对企业财务困境发生概率具有重要的预测作用。

自1990年上海证券交易所成立以来,我国资本市场获得了迅猛发展,截至2012年7月,已有上市公司2462家,总市值21.32万亿元。然而大多数上市公司治理结构不够完善、运作不够规范,严重制约我国资本市场稳健发展。由于财务状况异常或者其他状况异常而被特别处理(ST)或退市风险警示处理(*ST)企业,构成了我国上市公司中一类特殊企业。企业财务困境预测研究,对公司管理层防范财务危机、保护投资者和债权人利益、监管部门监管上市公司和证券市场风险,都具有十分重要的现实意义。本书以2007~2010年沪深两市A股新增ST企业为样本,通过对ST企业被特别处理之前四年的财务风险特征进行分析,试图发现财务困境公司在财务风险形成过程中可能呈现出什么样的显著特征,例如,企业融资决策、投资决策和风险管理、现金政策等,发现哪些因素对公司被特别处理事件具有短期或者长期的预测能力,在此基础上进一步研究民营企业财务风险扩散机制,以期为企业风险管理,尤其是企业财务风险防范和控制提供有益借鉴。

中国第一部破产法于1988年11月生效。许多企业尤其是非上市企业根据该法律宣布破产或者清算。但由于破产和清算过程由不同层级法院(例如,国家或者地方法院)执行,获得这些破产公司的财务数据实际上是困难的。2007年6月新破产法开始实施生效,适用于各类型企业。然而仅有极少数上市公司申请破产。这是法律意义上的破产。中国证券监督管理委员会于1998年实施特别处理政策,以此区分财务困境企业和财务健康企业,从而保护投资者和债权人利益。ST企业主要是因财务状况异常或其他状况异常而被特别处理。ST企业需要通过重组、并购等措施以改善其财务状况,被特别处理后下一年企业财务状况没有改善的ST企业将被特别转移警示(PT)。未能恢复的PT企业将强制退市。国内企业财务困境研究大多以上市公司为研究对象,把财务困境界定为企业财务状况异常而被特别处理(陈静,1999;张玲,陈晓和吴世农,2001)。

遵循“复杂信贷关系网络—风险分担—违约相关性—财务风险系统性扩散”的逻辑分析框架,本书尝试回答以下两方面的问题。一是民营企业财务风险形成

机制。本书基于 ST 企业为样本,运用动态 Logit 回归模型,实证检验了我国民营企业财务风险的主要影响因素,研究发现,企业现金流、负债结构(负债构成和债务期限结构)等企业财务指标对企业财务风险具有显著影响。进一步研究还发现,企业现金流对企业财务困境具有长期预测能力,而短期负债对企业财务困境则具有短期预测能力。二是民营企业财务风险扩散机制。本书识别了我国民营企业财务风险扩散的两种路径,借助担保这一特殊机制识别基于关联方的财务风险扩散机制(借款企业通过担保相互联系情形),以及基于银行预期的企业财务风险扩散机制(借款企业之间不存在直接联系情形)。结合浙江省代表性担保链,研究民营企业财务风险如何通过直接的资金联系而发生扩散。此外,运用动态博弈分析框架,研究了基于银行预期的企业财务风险扩散机制,银行策略互补和协调问题是企业财务风险扩散的最主要机制。

本书技术路线,如图 1-3 所示。

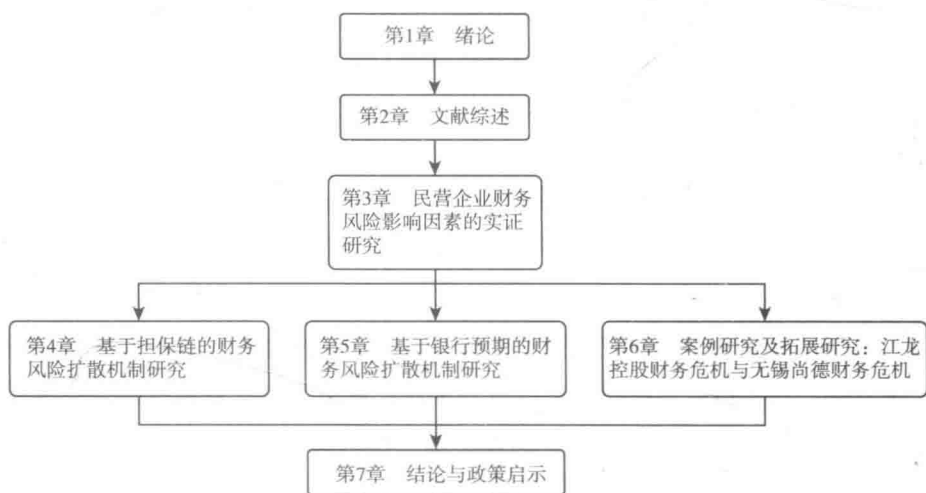


图 1-3 本书技术路线

1.3 研究重点

民营企业财务困局研究不仅局限于对企业财务风险的考察,着重从公司财务视角,通过对财务困境公司的财务特征的深入分析,研究民营企业的融资政策、投资决策和资本结构选择,甚至风险管理、现金政策、公司治理等,识别民营企

业财务风险的形成机制,进而考察企业财务风险扩散路径及违约相关性内在生成机理,以期建立起稳健的公司财务体系和财务风险预警及控制长效机制,防范区域系统性财务危机,促进微观企业和行业整体健康发展。

1.3.1 投融资决策

关于投资决策,民营企业的投资决策主要反映在运营资金管理上。由于企业进行过度规模扩张,短期融资作为长期投资使用,使企业的资产期限与负债期限严重不匹配,从而导致企业偿付能力弱,当遭遇不利内外部冲击时,容易引发流动性危机。在具体项目投资决策上,由于民营企业的公司法人治理结构不够完善,股权高度集中,并缺乏有效的监督和制衡机制,公司管理层在作投资决策时随意性大,投资效率也低,不是以追求股东利益最大化为目标,而是以追求其在职消费和自身职业考虑,具体表现在,企业盲目上项目、铺摊子,热衷于搞多元化经营,民营企业天性普遍具有投资冲动,即具有较强的激励投资高风险项目。事实上,企业激进的负债政策也容易导致企业投资决策发生扭曲。

银行贷款是我国民营企业最重要的外部融资来源。因其经营不确定性和存在严重信息不对称问题,民营企业面临较高的融资成本甚至遭遇银行严重信贷配给。经济事实表明,理性的银行一般是风险厌恶的,出于资金安全性、盈利性和流动性考虑,当且仅当企业还本付息后,银行才愿意为企业续贷。然而,在金融危机外部冲击下信贷供给急剧紧缩,基于资金安全性考虑,商业银行收回贷款后不再为民营企业续贷,这样民营企业面临严重的流动性短缺,可能引发企业资金链断裂风险。当无法从正规融资渠道获得企业日常运营和投资所需的资金时,民营企业不得不转向其他资金来源,例如,通过民间借贷渠道融入短期周转资金,以维持企业日常运营。然而,民间借贷一般利率较高、期限也短。一般地,民营企业能够承受短期高利率,但一旦民营企业无法再从正规融资渠道获得资金,那么作为短期周转资金使用的高利息的民间借贷就变成了企业的长期投资资金,这种短期融资用作长期投资的融资方式极易引发流动性风险和进一步财务危机。与正规金融部门相比,在信贷紧缩宏观经济环境下,民间金融作为银行信贷的重要替代来源,为民营企业正常运营、投资提供了融资,部分缓解资金饥渴的民营企业的资金约束。