

国家自然科学基金面上项目

“现金流价值创造与风险显现嬗变机理研究”（70972039）

国家自然科学基金面上项目

“政府规制、产品市场竞争网络与企业财务风险衍化”（71872040）

中国高质量发展综合评价研究院、东南大学现代管理会计创新研究中心专项研究报告

QIYE XIANJINLIU
FENGXIAN GUANKONGLUN

企业现金流 风险管控论

陈志斌◎等著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

国家自然科学基金面上项目

“现金流价值创造与风险显现嬗变机理研究”（70972039）

国家自然科学基金面上项目

“政府规制、产品市场竞争网络与企业财务风险衍化”（71872040）

中国高质量发展综合评价研究院、东南大学现代管理会计创新研究中心专项研究报告

QIYE XIANJINLIU
QIYEXIANJINLIU
RISKXIAN GUANKONGLUN



企业现金流 风险管控论

陈志斌◎等著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业现金流风险管控论/陈志斌等著. —北京: 中国财政经济出版社, 2018. 12
ISBN 978 - 7 - 5095 - 8699 - 0

I. ①企… II. ①陈… III. ①现金流量 - 风险管理 - 研究 IV. ①F820.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 284267 号

责任编辑: 马 真

责任校对: 李 丽

封面设计: 孙俪铭

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88191537

天猫网店: 中国财政经济出版社旗舰店

网址: <https://zgczjjcbs.tmall.com>

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 18.5 印张 446 000 字

2018 年 12 月第 1 版 2018 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 83.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8699 - 0

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88191661 QQ: 2242791300

序 言

风险与价值对于一个企业来说应该是一体两面的，然而在追求利润高速增长、规模不断扩张的企业发展范式下，风险管理却没有得到应有的重视。“新经济”要求经济由高速增长转向高质量发展。这就必然要求将企业风险管控提到一个新的高度，一方面，企业只有能够有效管控风险，才能保证存续，进而持续创造价值；另一方面，现金流是企业存续过程中的资金运动以及资金运动所反映经济关系的直接体现。因此，观察企业现金流运行特征实际上就是通过一个可以量化的、具有一定公允标准的“监视器”来考察企业在生产、经营、管理、治理等方面的货币化表现。作为本书的研究核心，企业现金流风险是企业一切生产经营、投融资、利润分配以及其他管理运行过程中的行为不确定性所导致的现金流波动、现金流错配以及现金流断流。以企业现金流风险的衍化规律为分析重点，方能见微知著；以企业现金流风险的管控策略为研究议题，能够为企业的持续健康发展起到“一木支危楼”的作用。

本书系作者与其合作研究者多年来以现金流风险管控为核心的系列研究成果。对于学术研究者而言，本书提供了丰富的规范研究、案例研究、实证研究参考。这其中包含了微观公司金融理论的运用、宏微观联动模型的构建、中外研究案例的比较、不同时空经验证据的对话，能够为相关领域同行提供比较、引用、批评、深化的研究素材。对于企业管理者而言，除了纯理论和学术的探讨外，本书提供了多元的、可以运用于实务工作的方法论指导。企业管理者可以将本书作为一张定位自身的地图，将企业所处环境作为经线，将企业特质作为纬线，定位自身、定位同业、定位竞争者和合作者，参照研究结论，制定出知己知彼的企业现金流风险管控策略。对于政策制定者而言，本书可以作为一个深入微观、了解微观的窗口。政策制定者既可以通过本书了解微观企业在现金流风险管控方面的个体实践和群体特征，也可以了解政策效应在宏微观之间传导的效应、时滞和异化。实际上，诸如“去产能、去库存、去杠杆”的政策均会对控制企业现金流风险产生重要影响。政策制定者能够从本书中发掘“宏观视角分析静态循环、微观视角分析交换活动”的基本逻辑，为更加精准的“供给侧”改革政策制定和政策实施提供参考。

陆正飞

教育部长江学者特聘教授

北京大学光华管理学院教授、博士生导师

2018年12月10日

前 言

本书围绕企业现金流风险管控展开研究。通过构建企业现金流风险诊断、评价理论模型，总结现金流风险衍化和嬗变的规律，提出靶向作用的现金流风险管控策略，并结合企业内外部环境因素的动态影响，对企业现金流风险管控的理论和实践展开了系列研究。

本书由上、中、下三篇内容组成：上篇为现金流风险管控规律，作为本书分析企业现金流运转状况和风险显现嬗变机理的理论模型。中篇为宏观政策与微观企业现金流风险管控，主要从宏观政策环境、金融环境、市场环境视角，分析不同静态环境中企业现金流风险的变化规律，提出企业在不断变化和发展的环境中应对现金流风险衍化的管控策略。下篇为企业特征与现金流风险管控，主要从企业规模、创造价值能力、市场地位、治理水平的视角，分析企业异质性和现金流风险衍化的联动关系，以及企业特征和现金流风险管控策略选择的对应关系。需要说明的是，本书在进行下篇研究时并没有与中篇探讨的宏观政策环境割裂开来，而是宏微观影响因素相融合，在特定的情境下展开微观企业特征与现金流风险管控研究，以期使研究模型能够更加准确地描摹真实世界，使研究结论能够更加灵活地运用于企业风险管理实践。

上篇现金流风险管控规律研究由六篇系列论文组成。第一篇论文带我们回溯到2008年，以全球金融动荡时期我国上市公司现金流波动为研究对象，为企业现金流管理和财务风险管控提供了经验证据。第二篇论文聚焦金融危机时期我国民营企业“倒闭潮”，以合俊集团倒闭事件为例，通过分析其现金流状况，探讨其现金流断流的原因，为民营企业找到应对现金流危机的对策提供对照。第三篇论文将金融危机时代的视角转向国外，转向金融行业，通过贝尔斯登破产的案例透析金融企业现金流管理的一般规律。第四篇文章将时间线推延到后危机时代，从现金流流向、流程、流量、流速四个方面的管理和控制入手，对企业现金流管理进行了探讨。第五篇论文展开了更加一般性的研究，采用多案例分析法，研究了实践中经历过现金流运行过程中价值创造和风险显现相互转换的我国企业案例，可以说是一份深入诠释“利险相随”的珍贵资料。第六篇论文是第五篇论文的理论化和模型化，从安全性、持续性、创造价值性等三个方面选取了19个指标构建了一个现金流状况的评价指标体系，构建出企业现金流状况评价模型，为企业提供了切实可行的现金流管理工具。

中篇宏观政策与微观企业现金流风险管控研究由十篇系列论文组成。第一篇论文总括性地解析了宏观政策的微观作用机理。第二篇和第三篇论文承接了上篇研究中金融危机的背景，分别探讨金融危机背景下财政政策和外贸政策作用于企业现金流风险的影响机制、传导链条和风险结果。第四篇至第八篇论文聚焦于金融资源配置政策效应（包括宏观货币

政策和金融政策),探究资本市场环境对企业现金流的影响。探讨的核心包括但不限于现金流风险,还包括与现金流风险密切相关的前因——现金—现金流敏感性——和后果——财务困境,以及不同资本市场环境中的企业现金流风险管控。第九篇和第十篇论文聚焦于产品市场环境对企业现金流风险的影响。其中,第九篇以融资约束为桥梁与资本市场有机联结;第十篇以政府质量为桥梁与政府规制有机联结。这两篇论文为竞争策略和现金流风险管控策略的动态一致选择提供了可供参考的经验证据,也为企业从管控现金流风险视角应对市场作用、应对政府作用提供了科学的方向。

下篇企业特征与现金流风险管控研究由五篇系列论文组成。第一篇论文借助采购、生产、销售中的存货流转活动,分析企业管理活动对现金流影响的传导机制,为企业分析各项管理活动对现金流的影响状况以及潜在的风险提供一般工具和可借鉴的思路。第二篇论文在产品市场竞争的场域因素讨论基础上,聚焦于体现微观企业异质性的企业竞争地位,研究了不同竞争地位的企业在产品市场竞争中现金流风险的衍化规律。第三篇至第五篇论文共同探讨了公司治理这一非常重要的企业内部因素对企业现金流风险及其管控的影响。其中第三篇将公司治理与企业现金流断流置于金融生态环境中进行了检验和分析;第四篇更加深入地、具体地探讨了公司治理机制——股权激励对企业现金流风险的影响;第五篇将公司治理与由企业现金流风险生成的财务风险置于产品市场环境中进行了检验和分析。

本书研究期间长达十年之久,是作者和合作研究者共同的智慧结晶。在此,我感谢所有合著者的宝贵贡献(排名不分先后):吴玲玲、张文忠、陈志红、张野、叶玲娜、刘静、曹屿峥、刘剑章、孔令伊、季伟伟、王诗雨、章贵桥、黄珊、高严、范圣然。感谢国家自然科学基金面上项目“现金流价值创造与风险显现嬗变机理研究”(70972039)“政府规制、产品市场竞争网络与企业财务风险衍化”(71872040)的资助,感谢所有课题组人员的支持。感谢所有为本书提供学术观点和批评建议的同事、同行、同仁。感谢我的家人给予的理解、关心和支持。

最后,感谢中国财政经济出版社对出版这本书的积极态度和辛勤工作。

陈志斌

中国高质量发展综合评价研究院院长
东南大学经管学院教授、博士生导师

2018年12月12日

目录

上篇 现金流风险管控规律

基于金融危机冲击的企业现金流运转状况分析·····	(3)
现金流管理水平与金融危机应对能力的考量	
——合俊坍塌案例研究·····	(14)
企业现金流断流与华尔街投资银行危机	
——基于贝尔斯登破产的案例研究·····	(21)
后危机时代企业现金流管理研究·····	(30)
企业现金流运行中价值创造和风险显现相互转变的影响因素研究·····	(39)
企业现金流状况评价模型构建研究·····	(62)

中篇 宏观政策与微观企业现金流风险管控

宏观政策的微观作用机理解析	
——基于西方国家应对金融危机政策的研究·····	(81)
金融危机背景下企业现金流运行中的政策影响研究·····	(92)
金融危机背景下企业现金流受外贸形势变化影响研究·····	(101)
金融政策对企业现金流的影响·····	(110)
货币政策、公司融资约束与现金—现金流敏感性	
——来自 A 股上市公司 2003—2011 年经验证据·····	(118)
货币政策、扩张效应与企业财务风险	
——来自 A 股上市公司 2007—2012 年经验证据·····	(136)
货币政策、预算软约束与现金—现金流敏感性	
——来自 A 股上市公司 2003—2011 年经验证据·····	(147)
银根紧缩、信贷资源配置非对称性与企业陷入财务困境可能性·····	(169)
产品市场竞争程度、融资约束与企业现金流风险·····	(187)
政府质量、市场化程度与现金—现金流敏感性	
——来自后金融危机时期的经验证据·····	(201)

下篇 企业特征与现金流风险管控

基于企业内部管理视角的现金流影响路径解析与管理探讨·····	(217)
产品市场竞争对企业现金流风险影响研究	
——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量·····	(229)
公司治理、金融生态环境与企业现金流断流·····	(244)
股权激励、代理成本与企业现金流风险·····	(253)
产品市场竞争、政府干预与财务风险	
——以企业财务治理为路径的中介效应检验·····	(265)

上篇 现金流风险管控规律

基于金融危机冲击的企业现金流运转状况分析

一、引言

金融危机直观上显示为国家或地区的全部或大部分金融指标的急剧、短暂和超周期的恶化。而克罗凯特（Crockett）从金融危机的表现形式上把金融危机解释为：金融体系出现严重困难，绝大部分金融指标急剧恶化、各类金融资产价格狂跌，金融机构大量破产。2008年美国金融危机就是这一解释的真实写照。众所周知，金融危机对经济有着巨大的破坏力，由次贷危机引发的美国金融危机席卷全球，世界范围内大量企业资金周转不畅，甚至引起现金流断流从而导致破产倒闭。危机是不是通过影响企业的现金流进而危及企业生命？危机究竟首先冲击实体经济的哪个部分，最致命的影响作用在什么地方呢？本文通过对金融危机所带来影响及其传导机制的理论研究和现实影响分析，指出金融危机对经济的影响集中表现在对企业现金流产生冲击，进而对企业造成致命的影响，并以此强调防范和应对企业现金流危机的重要性。

二、理论分析与文献回顾

（一）金融危机背景下我国企业的状态

与国外大量金融机构倒闭、被接管不同，我国由于人民币没有实行自由兑换，资本市场也没有对外开放等因素的存在，客观上为防范全球金融风险的入侵“修建了一条万里长城”，使得我国的金融机构并未受到破坏性的冲击，从本质上来说我国并不存在真正意义上的金融危机，而只是被金融危机的余波所扰。相反，由于实体经济的对外开放程度较高，以及在实体经济方面存在的结构性问题在金融危机的冲击下爆发出来，使得我国在此次金融危机中表现出来的特征为实体经济严重受创，尤其是对外依存度较高的企业。

（二）影响企业现金流转的因素

企业的经营活动都是经历筹集资金、投入资金以及收回资金这样一个周而复始的过程来完成的，而这一过程的运行在实现资金循环的同时实现价值创造。企业现金流管理模型包括内外两部分，投资性活动、筹资性活动、营运性活动三块，流向、流程、流量、流速四变量。投资性活动、筹资性活动、营运性活动三块现金流量在流向、流程、流量和流速

四个变量上的相互协调是企业现金顺利流转的保证，主要体现在现金流入以及现金流出在时间和数量上的协调（陈志斌，2007），当金融体系向实体经济注资受限后将会直接对企业的现金流产生压力，严重时甚至可能导致企业现金流干涸。

1. 行业对企业现金流的影响

行业对于企业影响的一个很重要的因素就是行业内的竞争程度对企业现金流管理造成的影响。根据波特的“五力竞争模型”，企业所处行业的竞争状态取决于五种竞争力：替代品的威胁、供应商的议价能力、买方的议价能力、潜在进入者以及行业内竞争对手。企业所处的竞争环境及其所处的竞争地位通过影响企业所处行业的价格、成本、投资收益等影响企业的盈利能力。企业所处行业的竞争越激烈，企业的压力越大，所承受的成本费用就越多，所造成的现金流出量越多。行业对企业现金流的影响还体现在行业的成长性上，企业所处行业的成长性不同，所面临的规模扩张机会及经营情况的稳定性可能存在显著的差异。对于那些具有良好发展前景与投资机会的行业，行业中的企业拥有更多的投资机会，更容易实现迅速扩张从而实现企业的发展壮大；行业的成长性还体现在良好的获利能力及议价能力。最后便是经营的稳定性以及周期性，不同的企业其现金流转的稳定性和周期性有着巨大的差异，有些企业现金流转相对稳定，表现平衡，没有很大的波动性。如公共事业行业中的水利、电力行业。另外一些行业的现金流波动性较大，如中国房地产业上市公司运营质量稳定性差，现金流波动幅度大，受开发周期外部环境突然改变的冲击就比较小，企业现金流的管理相对会比较容易。

2. 企业禀赋对现金流的影响

根据 Willian Haddon 的能力释放理论，风险对企业造成的损害不仅受到风险的破坏性强度的影响，同时也受到企业承受能力的影响。企业受到风险所造成的损害，与风险本身的破坏力正相关，而与企业的承受力负相关。风险的破坏力越强，风险对企业造成的损害就可能越大；而企业自身的承受能力越强，风险对企业造成的损害就可能越小。

企业风险承受能力受企业禀赋状态的影响，禀赋状态决定了企业的风险承受能力。在企业现金流风险管理中，企业的禀赋表现为企业应对风险的能力和承担损失的能力，一般包括企业的规模、企业与各利益相关者的关系等。因此，不同的企业禀赋导致企业具有不同的风险缓冲能力，受到相同的冲击时所产生的经济后果就会不同。

（三）金融危机对经济的影响

金融体系是企业资金融通的主要渠道，近些年的研究基本肯定了金融发展能够显著促进经济增长的结论（Pagano，1993；King 和 Levin，1993；Rajan 和 Zingales，1998）。黄达（1984）在国内较早指出让银行参与企业全额流动资金和固定资产投资贷款，对于加速经济增长是必要和可行的。贝多广（1989）、曹尔阶（1992）分别分析了信用扩张对于中国经济增长和宏观稳定有一定作用。相反地，当金融体系的渠道功能受到影响时，金融体系将会对实体经济产生负面的影响，主要表现在企业融通资金的能力受到限制。

金融危机极具传染性，全球金融、经济一体化使得世界范围内的国家在经济生活的各个方面相互依存。尤其是发展中国家，在经济发展过程中对发达国家有着很强的依存

性。一国发生的金融危机不仅会对该国经济和金融造成严重的后果，还极有可能很快扩散到他国，甚至给整个经济和政治蒙上阴影。林毅夫（2008）在分析此次金融危机产生的原因及其对发展中国家的影响时指出，此次金融危机对发展中国家的影响包括：（1）发达国家出现经济衰退，对产品的需求减少，从而使得发展中国家出口减少；（2）金融危机使得发达国家勒紧钱袋减少对外投资，同时收回已有的投资，从而使得发展中国家收到的投资减少；（3）石油等矿产资源的价格会下跌，由此导致资源密集型国家的收入降低。

（四）金融危机对企业现金流状况的影响

企业经营性现金流状况除了与企业自身运作能力、奉行的财务策略和融资能力等因素相关之外，也与企业所处的经济环境密不可分。金融危机造成我国企业订单减少、产品库存上升，致使企业盈利能力下降，导致营业收入减少，从而在赊销政策不变的情况下导致企业经营性现金流量的减少。另外，在金融危机背景下，企业应收账款的回收比率下降，坏账增加，企业经营性现金流量受到影响。投资性现金流量是企业为获取将来的收益而主动支出的现金，企业对这部分现金有很强的掌控能力，受外界影响较小。筹资性现金流很大程度上取决于债权人和投资者是否愿意借款或者投资。金融危机首先对金融行业造成冲击，商业银行为了防范风险，降低不良资产率，并且解决其自身在资金上的缺口，在贷款上更为谨慎，贷款额度降低，甚至提前收回贷款，从而使得企业筹资活动现金流量在各个项目上都会受到不同程度的影响，主要表现在银行短期借款、长期借款以及收到投资等项目。

企业以现金为依托进行自身的经营循环，同时充足的现金也是利益相关者与企业达成合作的必备条件。李爽、杨丽（1998）以1997年的金融危机为研究背景，发现凡是自有资本占企业资本的比重较大、负债率相对较低，特别是现金流量状况良好、现金充足的企业，承受金融风暴的能力要比那些负债率较高、现金流量状况不佳的企业大得多。陆庆春、卢小广（2008）研究发现，宏观经济的不确定性会使得公司降低投资现金流水平，同时还发现当期的投资现金流水平与上一期水平相关。根据这一研究结论，由于金融危机所引起的经济极大的不确定性会使得企业通过缩减投资，甚至是收回投资以实现企业现金流的平稳。高汉祥、万彊（2009）总结了“金融危机与公司财务”专题研讨会中各专家的观点，提到西南财经大学马永强副教授从企业风险缓冲的角度研究了金融危机下企业的财务状况，首先将金融危机的冲击划分为融资市场的冲击和产品市场的冲击两个方面，其次从发挥双向作用的杠杆因素和发挥单向作用的非杠杆因素两个方面分析了企业的风险缓冲能力。比如经营杠杆和财务杠杆大的企业，其风险缓冲能力更弱。另外，企业资本结构、资产结构、成本结构、治理结构、外部因素等方面都会对企业在金融危机中的缓冲作用造成影响。

对于金融危机和企业现金流状况的研究是学术研究的一个热点，前人在这两方面做了大量的研究，尤其是金融危机对经济的影响及其传导机制以及企业现金流影响因素这两个方面的研究。这些研究为本文的研究提供了一定的参考和借鉴。

三、数据及统计变量选取

(一) 研究时点的选择

虽然理论界对此次金融危机产生时期的界定存在一定差异,但大多数都以2007年4月2日美国第二大抵押贷款机构新世纪金融公司的破产作为金融危机爆发的时点,而将2008年9月15日雷曼兄弟的破产作为金融危机加重的标志。

本文主要研究不同宏观经济阶段的企业的资金链状况,因此,选用一致同步指标作为划分阶段的依据。对于一致同步指标有不同的指标群。美国的同步指标包括:非农产业就业量、失业率、国民生产总值、工业生产、个人收入、制造业与商业销售额等。我国常采用工业总产值、工业企业销售收入、社会商品零售额、国内商品纯购进、国内商品纯销售、海关进口额、货币流通量、广义货币M2、银行现金收入等指标作为一致同步指标。本文综合美国的同步指标、滞后指标以及我国的同步指标、滞后指标,考虑指标的可得性选取:企业家信心指数、工业增加值增长率、国内生产总值、固定资产投资额等指标进行综合分析。

从表1—表4可以看出,工业增加值增长率和企业家信心指数在2008年第四季度达到最低,另外工业品出厂价格指数、生产资料价格总指数等也都在2008年第四季度开始下降,并且降幅明显。国内生产总值的同比增长率也在2008年第四季度急剧下降。以上数据分析的结果与公众对金融危机对我国企业的冲击直观感受基本一致。由此,本文以2008年第四季度的企业各项数据为研究对象,并以2008年第二季度和2007年第四季度数据与2008年第四季度的数据进行比较研究。

表1 社会整体及各行业企业家信心指数

时间	社会整体指数	工业	建筑业	交通运输、 仓储和邮政业	批发和零售业	房地产业	社会服务业	信息传输、 计算机服务和软件业	住宿和餐饮业
2009年2季度	110.2	106.3	126.2	106.6	114.5	116.7	99.6	143.2	100.6
2009年1季度	101.1	96.5	114.4	100.1	109.2	90.0	98.8	141.2	95.4
2008年4季度	94.6	87.2	114.5	95.6	106.2	81.9	102.4	137.2	102.0
2008年3季度	123.8	122.5	127.7	123.7	131.2	96.4	113.6	146.2	122.3
2008年2季度	134.8	135.0	133.6	131.9	139.0	118.4	123.1	159.2	124.6
2008年1季度	140.6	138.4	145.0	138.6	147.2	131.1	139.5	162.2	137.6
2007年4季度	139.6	138.4	138.5	137.2	146.6	137.9	138.7	155.4	134.0
2007年3季度	143.0	142.2	142.1	142.2	145.2	146.6	141.0	158.4	136.0
2007年2季度	143.1	143.2	140.4	138.5	145.9	145.5	136.8	157.5	135.4

注:表1至表4的数据均来源于CCER数据库。

表 2 工业增加值同比增长率

月度 增长率	07.4 17.4%	07.5 18.1%	07.6 19.4%	07.7 18%	07.8 17.5%	07.9 18.9%	07.10 17.9%	7.11 17.3%	07.12 17.4%
月度 增长率	08.1 ?	08.2 17.4%	08.3 17.8%	08.4 15.7%	08.5 16%	08.6 16%	08.7 14.7%	08.8 12.8%	08.9 11.4%
月度 增长率	08.10 8.2%	08.11 5.4%	08.12 5.7%	09.2 8.3%	09.3 7.3%	09.4 8.9%	09.5 8.9%	09.6 10.7%	

表 3 其他宏观经济指标 (1)

季度	国内 生产 总值	国内生 产总值 同比增 长	固定资 产投资 完成额 (亿元)	进口商品 总额 (亿 美元)	出口商品 总额 (亿 美元)	金融机 构工 商贷 款余 额 (亿元)	金融机 构工 商贷 款余 额 环比 增长 (亿元)
2007年2季度	59400	20.75%	16990.6	763.6	1032.7	49170.3	1256.1
2007年3季度	61970	21.61%	-634.8	885.7	1124.8	50205.21	1034.91
2007年4季度	82878	23.05%	6998.11	917.3	1144.2	69289.98	19084.77
2008年1季度	63475	19.63%	18316.94	955.9	1089.2	53628.26	-15661.72
2008年2季度	71251	19.95%	21802.1	1001.8	1211.8	54552.48	924.22
2008年3季度	73299	18.28%	1315.69	1070.7	1364.3	55629.17	1076.69
2008年4季度	92645	11.78%	6861.76	721.8	1111.6	53875.11	-1754.06
2009年1季度	65745	3.58%	23562	717.2911	902.9054	58256.06	4380.95
2009年2季度	74117	4.02%	30974.354	955.1203	955.1203	58539.34	283.28

表 4 其他宏观经济指标 (2)

月度	粗钢产 量 (万 吨)	钢材产 量 (万 吨)	发电 量 (亿度)	国内生 产总值 同比增 长 (%)	全国居 民 消费 价格 指数 (%)	工业品出 厂 价格 指数 (上 年同月) (%)	生产资 料 价格 总指 数 (%)	广义货 币 (M2) 余 额 (亿元)
200703	4015.70	4695.50	2472.00	102.70	103.3	102.7	102.9	364104.7
200706	4212.10	4949.00	2715.60	103.20	104.4	102.5	102.5	377832.2
200709	4271.23	4859.29	2760.05	104.10	106.2	102.7	102.5	393098.9
200712	4131.41	4980.40	2946.87	104.77	106.5	105.4	106.0	403401.3
200803	4486.84	5236.64	2897.84	108.04	108.3	108.0	108.7	423054.5
200806	4694.44	5387.27	2934.47	107.902	107.1	108.8	110.1	443141.0
200809	3961.42	4592.08	2892.45	107.01	104.6	109.1	110.8	452898.7
200812	3779.16	4881.62	2739.61	105.90	101.2	98.9	98.1	475166.6
200903	4510.10	5308.60	2833.60	99.40	98.83	94.0	92.57	530626.7
200906	4942.47	6162.18	3100.09	98.94	98.33	92.18	90.4	568947.9

(二) 数据选取

本文考虑行业因素对企业现金流在金融危机中所受冲击的影响, 所以从 CCER 和

WIND 数据库中选取 2007—2008 年沪深两市上市公司的数据,剔除在 2007—2008 年数据不完整的上市公司以及金融行业上市公司,最终样本为 927 家上市公司。

(三) 指标选取

有学者研究认为,此轮波及实体经济的金融危机在一定程度上对我国企业产生了影响。其中,对企业经营性现金流的影响表现最为明显。为了准确说明有关问题,本文以沪深两市上市公司为样本,对其经营现金流情况进行数据分析,本文选取偿债能力、收益质量、营运能力、盈利能力、资本结构等指标,从企业的收益质量、营运能力、盈利能力等三个方面来评价我国上市公司在 2008 年金融危机冲击下的现金流转状况。

在对现金流量评价指标的选取上,从研究的实际需要出发,本文综合了吕长江和赵岩(2004)、李小燕和田也壮(2006)、江苏省电力公司和南京大学会计系(2005)对现金流转状况的评价指标,从三个不同的层面选取现金流评价指标。首先,选取经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量三个指标;其次,根据企业现金流转的整体状况来研究金融危机的不同阶段我国上市公司受到的冲击,文中主要针对企业的偿债能力选取诸如流动比率、速动比率、现金流动负债比、现金债务总额比等流动性管理指标加以分析;最后,为了研究经营活动受危机的影响与现金流转所受影响的同时性,选取了主营业务收入和营业利润指标加以考察。

(四) 统计方法及步骤

本文采用分行业进行统计分析,考虑到不同行业的各自的特性,统计中采取以下五个步骤:

第一,对沪深两市上市公司的现金流量状况进行总体分析,主要通过通过对上市公司经营活动现金流量、投资活动现金流量以及筹资活动现金流量进行同比、环比的比较,分析几个阶段中现金流量状况的变化情况。

第二,分行业重复步骤 1,分析不同行业企业现金流状况。将上市公司的现金流状况及其变化与同阶段的企业利润状况及变化进行比较,通过利润状况和现金流状况的比较,验证金融危机背景下企业首先受到冲击的是否是现金流转。

第三,分行业用反映企业现金流转质量的收益质量指标、盈利指标、营运能力指标等对企业现金流转各具体能力进行分析,将现金流整体状态进行分解。

第四,规模较大企业的自我调节能力一般较规模小的企业强,其现金流转状况的自我修复能力也可能较强。由此,本文考虑在此次金融危机中,现金流状况所受影响是否与企业自身的规模有关。这里根据 CCER 对上市公司的分类将样本公司分成中小企业和非中小企业两类。

第五,2007—2008 年,我国浙江、广东等沿海地区大量民营企业在这次金融危机的冲击下,因现金流转不畅而陷入困境甚至破产,这其中不乏规模大、业绩好的优质民营企业,如江苏兴利来特钢有限公司、浙江飞跃等,而甚少有国有控股的企业陷入现金流困境的消息。国有控股企业鉴于国家背景可能较为容易地从银行融资而减轻现金流转不顺的压力。因此,本文通过对不同最终控制人的企业进行分别统计,分析不同背景的企业受到冲

击的程度是否相同。同样根据 CCER 对最终控制人的分类,将样本公司分为国有控股、民营控股、外资控股、集体控股、社会团体控股、职工持股会控股、不能辨别七类。

四、分析结果

(一) 金融危机下现金流整体受损

本文以 2008 年第二季度经济形势很好时的情况与 2008 年第四季度的具体数据进行比较,研究在全球金融危机背景下我国上市公司的现金流状况;以 2007 年第四季度的数据与 2008 年第四季度的数据进行比较,研究同比增长情况。

1. 2008 年第四季度数据与 2008 年第二季度的比较

通过对 2008 年第四季度与 2007 年第二季度的数据比较,本文发现:

(1) 经营活动现金流情况:461 家上市公司的经营活动现金流入量有不同程度的下降;516 家上市公司经营活动现金流出量出现了下降,360 家上市公司经营活动现金净流量出现下降。

(2) 投资活动现金流情况:全部样本 927 家上市公司中有 791 家公司投资活动现金流入量出现了增加,并且有超过 626 家企业的升幅超过 100%,其主要途径是收回投资和处置固定资产;400 家企业缩小了投资规模使得投资活动现金流出下降;上市公司投资活动产生的现金流入量较 2008 年第二季度大幅上升。

(3) 筹资活动现金流情况:440 家上市公司筹资活动现金流入量出现了不同程度的下降,其中降幅超过 50% 的有 260 家;465 家上市公司筹资活动现金流出量出现上升;510 家企业筹资活动净现金流入量出现下降。

(4) 现金净流量情况:420 家上市公司现金净流量出现下降。

(5) 经营状况:927 家上市公司中的 542 家主营业务收入下降,占全部样本公司的 55%,131 家主营业务收入降低 50% 以上;927 家上市公司中的 685 家营业利润出现了下降,其中 560 家降幅超过 50%。

以上五个指标的变化说明,此次金融危机对我国上市公司造成了不同程度的影响,并且首先影响的是销售业务,金融危机降低了产品的销售水平,从而对现金流状况产生影响。在这一环境下,我国上市公司主要采取降低投资水平并且收回部分投资来进行整体的应对,因缩减投资规模以及减少投资所增加的现金流入在一定程度上稳定了企业的现金流状况。

2. 2008 年第四季度与 2007 年第四季度的同期分析

(1) 经营状况:与 2007 年同期相比,540 家上市公司中的主营业务收入下降;几乎所有公司的主营业务成本提高,收入的降低和成本的提高使得 709 家公司营业利润有不同程度的下降。

(2) 经营活动现金流:大量应收账款的回收抵消了经营状况恶化对企业现金流状况的影响,仅有 120 家企业经营活动现金流入下降,422 家企业经营活动现金流出量上升,从而使得 400 家上市公司经营活动现金净流量下降。

(3) 投资活动现金流量:382 家上市公司投资活动现金流入量上升,506 家公司投资