

企业为什么会陷入 财务危机?

财务危机案例启示录

- 看财务危机形成原因
学会在企业管理中识别财务风险
- 学财务危机控制方法
提高管控财务危机的能力

李秉成◎著

企业为什么会陷入

财务危机

财务危机案例启示录

李秉成◎著



机械工业出版社
China Machine Press

本书作者李秉成长期致力于公司财务案例研究，尤其对企业财务危机的认识和理解等具有独到的见解，通过数年研究完成此书。本书通过对 15 个财务危机案例企业进行了深入剖析，归纳了企业财务危机形成的主要原因与过程，提出了预防和控制财务危机的方法。本书分析的案例企业涉及冶金、纺织与服装、房地产、电力、公路等不同行业，分析的问题涉及企业风险、金融危机、公司治理、系族企业、金融衍生工具等，很有代表性。

本书以案例为基础，提出的财务危机形成原因有助于我们在企业管理中识别财务风险；提出的财务危机控制方法有助于我们管控财务危机。阅读本书可为从事管理工作的人士提供借鉴，也可以帮助 MBA、MPAcc 等专业硕士拓宽视野，积累经验，提高分析问题和解决实际问题的能力。同时，本书也可以为高校及高管培训机构的案例教学提供案例背景资料。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目 (CIP) 数据

企业为什么会陷入财务危机？财务危机案例启示录 / 李秉成著. —北京：机械工业出版社，2012.5

(财务知识轻松学)

ISBN 978-7-111-38197-6

I. 企… II. 李… III. 企业 - 财务危机 - 案例 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 083467 号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑：蒋桂霞

版式设计：刘永青

北京市荣盛彩色印刷有限公司印刷

2012 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 14 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-38197-6

定价：39.80 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261；88361066

购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

企业财务危机类型及启示

案例企业	危机类型	所属行业	财务危机症结	警戒和启示
华联三鑫	企业风险	石油化工	高负债产能扩张，产业环境恶化	避免用高负债资金投资大项目，用衍生金融工具控制经营风险
汇源果汁		饮料	业绩大幅下滑，风险管理失败	企业既要关注不能偿还到期本息的债务违约风险，还应关注债务契约违约风险
合俊集团		玩具	贴牌生产，核心竞争力低	贴牌生产经营企业提高产品核心竞争力才是避免陷入财务危机的有效途径
日本航空		航空	政治因素，资源配置失衡	尽可能地优化航线和航班设置，优化飞机机型结构，预防财务风险转化为破产保护
中国金属	金融危机	冶金	高风险经营，银行催收贷款	在面对复杂经营环境时，应综合管控经营风险与财务风险，降低企业整体风险
江龙控股		纺织	管理粗放，金融环境突变	企业提高管理水平，改善公司治理机制是防范财务危机的重要措施
佑威国际		服装	店铺扩张，筹资失败	防止企业陷入“技术性”破产清算危机要善于权衡扩张速度与现金短缺风险
华源系	系族企业	医药、纺织等	股权抵押贷款，多元化兼并	在企业扩张兼并的过程中，应以自有资金为主，同时尽快提升被兼并企业管理水平
泰跃系		房地产	资本运作，大股东利益侵占	企业在发展过程中应照顾其他利益相关人的利益，创造和谐发展的环境
东北高速	公司治理	高速公路	大股东相斗，内部人控制	在公司治理结构中，应防止股权制衡导致管理控制失败，经营决策效率低下
ST 宏盛		商业	经营危机，控制权争夺	大股东争夺控制权不能损害中小投资者利益，违反《公司法》和公司章程等

(续)

案例企业	危机类型	所属行业	财务危机症结	警戒和启示
深南电	金融衍生工具	电力	油价上涨,“对赌”高盛	慎用套期保值控制因生产要素价格上涨导致的风险
碧桂园		房地产	股票回购,股份掉期交易	衍生金融工具具有规避风险和放大损失的双重效果。在使用衍生金融工具时,应对其可能带来的最大损失额加以限制
中国传动		机械制造	可转换债券筹资,回购成本控制	利用可转换债券筹资,应对各环节设计、实施一系列风险控制对策,组成一个完整的风险控制链
席梦思		家具制造	私募基金控制,金融危机	谨防私募基金贪婪本性,防止掏空行为

前 言

Preface

企业为什么会陷入财务危机

回答企业为什么会陷入财务危机这个问题涉及两个子问题：其一，是什么原因导致企业陷入财务危机的？其二，企业经过一个怎样的过程，最终陷入财务危机？即财务危机形成的过程是怎样的？

（一）企业财务危机形成原因

1976年，Argenti在案例分析的基础上出版了专著《公司困境：原因与症状》。该书总结出了导致企业陷入财务危机的八项原因和四项财务困境症状。八项原因是：①企业管理差。②会计信息未能反映企业实际经营情况或会计信息系统存在缺陷。③企业对经营环境变化不能采取恰当的应对措施。④公司存在一些制约因素，使得企业不能对环境变化做出迅速反应。⑤过度经营。⑥开发大项目。开发大项目包括兼并、多元化经营、项目扩张、开发新产品、引进新服务、研究开发等所形成的大项目。⑦高杠杆经营，即企业高负债经营。⑧一般性经营危险。在企业处于高风险状态时，一般

性经营危险也可能导致企业失败。四项财务危机症状包括：①财务比率出现异常征兆。②创造性会计。如企业粉饰财务报表或者财务造假。③非财务指标方面出现异常症状。④在清算前几个月表现出一些极端症状。

Dun & Bradstreet 分别对 1980 年和 1992 ~ 1993 年期间倒闭企业的倒闭原因进行了调查。结果表明，企业倒闭的原因有缺乏管理经验或管理经验有误、管理无能（见表 1），以及经济原因、经验原因、财务原因、疏忽、灾难、战略、欺诈等（见表 2）。

表 1 1980 年企业倒闭的原因

原因	缺乏管理经验或管理经验有误	管理无能	疏忽	欺诈	其他
占倒闭企业的百分比	50	44	4	1	1
累计百分比	50	94	95	99	100

资料来源：转引自《公司财务管理》，第 868 页，道格拉斯 R. 爱默瑞，中国人民大学出版社，1999。

表 2 1992 ~ 1993 年企业倒闭的原因

原因	经济原因					经验原因	财务原因			疏忽	灾难	战略	欺诈	其他
	行业疲软	利润不足	销售额不足	无竞争力	其他		财务负担过重	营业成本高	资本不足					
占倒闭企业的百分比 (%)	21	11	2	1	1	1	4	40	3	4	6	1	4	1
累计百分比 (%)	21	32	34	35	36	37	41	81	84	88	94	95	99	100

资料来源：转引自《公司财务管理》，第 868 页，道格拉斯 R. 爱默瑞，中国人民大学出版社，1999。

2002 ~ 2004 年期间，我们以我国上市公司中 ST 公司为研究对象，探讨了企业陷入财务危机的原因。结果表明，导致企业陷入财务危机的原因有：主营业务或主导产品缺乏竞争力，生产成本和费用过高，重大投资失败，控股股东占用 ST 公司资金，市场开拓力度不够，为其他公

公司提供债务担保,激烈的市场竞争和市场疲软,以及法律法规政策变化的不利影响等(见表3)。

表3 上市公司财务危机形成原因

上市公司财务困境形成原因	内部原因	主营业务或主导产品缺乏竞争力	主营业务不突出
			主导产品技术含量低或技术雷同
			产品结构不合理
		生产成本、费用过高	人工成本负担过重
			经营管理费用过高
		重大投资失败	
		资产质量差	应收账款质量低
			存货质量差
			固定资产质量差
			资产结构不合理
			货币资金短缺
		控股股东占用ST公司资金	
		市场开拓力度不够	
		为其他公司提供债务担保	
	外部原因	激烈的市场竞争	
		生产成本、费用过高	生产主要产品的原材料价格上涨
		政策、法规、法律的不利影响	
		市场疲软	

资料来源:转引自《企业财务困境研究》,第81页,李秉成,中国财政经济出版社,2004。

本书剖析了15个案例企业。这些企业均在近几年陷入了财务危机或者发生了财务危机事项。导致这些企业陷入财务危机的主要原因有如下几种:

(1) 管理差。因管理差而陷入财务危机的企业有东北高速、江龙控股、合俊集团、日本航空……

(2) 投资大项目失败。因投资大项目失败而陷入财务危机的企业有华联三鑫、江龙控股、华源系、泰跃系……

(3) 过度经营。因过度经营而陷入财务危机的企业有中国金属、佑威国际、汇源果汁……

(4) 负债高。因负债高而陷入财务危机的企业有华联三鑫、江龙控股、中国金属……

(5) 产品缺乏竞争力。因产品缺乏竞争力而陷入财务危机的企业有合俊集团……

(6) 经营环境（特别是金融环境）突变。因经营环境突变而陷入财务危机的企业有江龙控股、合俊集团、中国金属、佑威国际、深南电、碧桂园、席梦思……

(7) 金融衍生工具。因金融衍生工具而陷入财务危机的企业有深南电、碧桂园、华联三鑫、席梦思……

纵观不同时期企业陷入财务危机的原因，我们可以看到：第一，虽然在不同时期企业陷入财务危机的原因有些细微差异，但总体上讲，在本质上是相同的。即，从企业内部来看，导致企业陷入财务危机的原因有：管理差、投资大项目失败、过度经营、高负债、产品缺乏竞争力等；从企业外部来看，导致企业陷入财务危机的原因有：企业经营环境（如经济、金融等）发生突变、市场竞争激烈等。第二，由于现在企业越来越依赖金融市场筹集资金，更多的企业使用金融衍生工具，因此金融环境突变、金融衍生工具风险对企业财务危机的影响越来越大。

（二）企业财务危机形成过程

根据财务危机形成原因和症状之间的逻辑关系，Argenti 认为企业财务危机形成过程如下：如果一个企业的管理差，那么容易忽略会计信息以及会计信息系统存在的不足，更为严重的是面对环境变化不能做出迅

速的反应。一些公司，即使管理好的公司，也可能因为一些限制性因素而招致严重损害。管理差还会导致如下三个错误中的至少一个发生：企业过度经营、投资失败的大项目、高杠杆经营。高杠杆经营使一般性经营危险成为企业的经常性威胁。随着企业滑向清算之路，财务比率恶化，经理开始使用创造性会计，一些非财务症状也将出现，最后，可以看到失败前数月的典型症状。

Subhash Sharma 等人在 John Argenti 建立的企业失败原因及症状的逻辑关系基础上，建立了如图 1 所示的企业失败过程模型。Subhash Sharma 认为企业管理差会导致战略规划或实施错误，进一步导致业绩指标的恶化，不可预测事件也可能导致企业业绩指标的恶化。在缺乏正确的应对行动或采取了无效的应对行动情况下，企业最终将会破产。

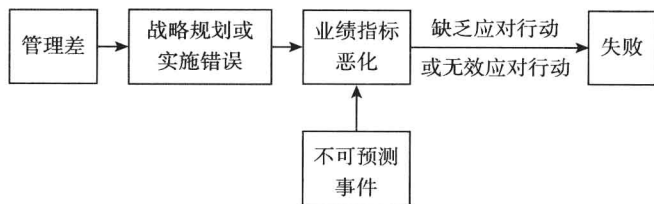


图 1 Subhash Sharma 企业失败过程模型

本书案例分析结论表明，企业首先存在战略管理失败的原因，导致企业处于高风险状态，然后在外部不利事件打击下最终陷入财务危机。例如，华联三鑫案例（见图 2）、中国金属案例（见图 3）、佑威国际案例（见图 4）；或者企业首先存在管理差的原因，导致企业业绩下滑，发展受阻，最终陷入财务危机，例如，东北高速案例（见图 5）。这方面的案例还有合俊集团、日本航空等。

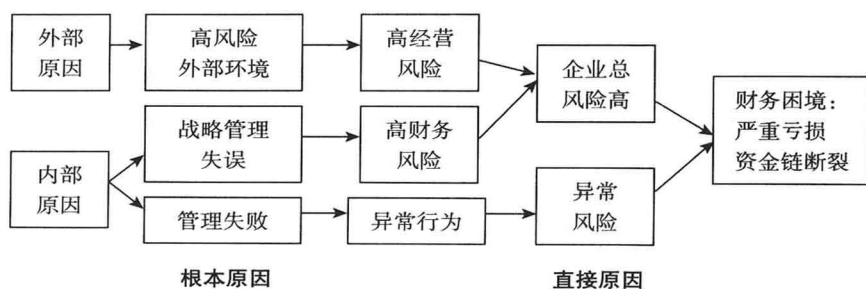


图2 华联三鑫财务危机形成过程

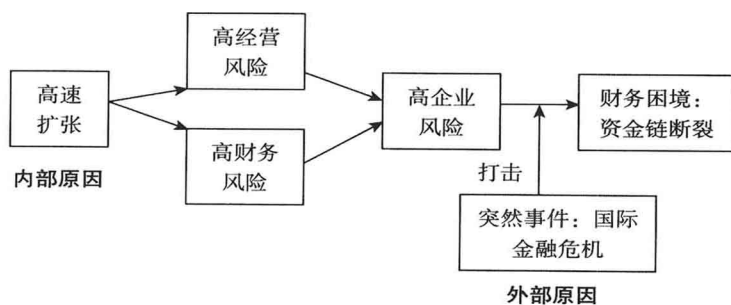


图3 中国金属财务危机形成过程

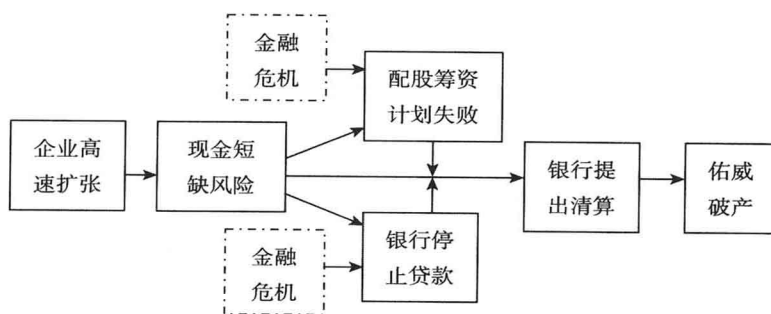


图4 佑威国际财务危机形成过程

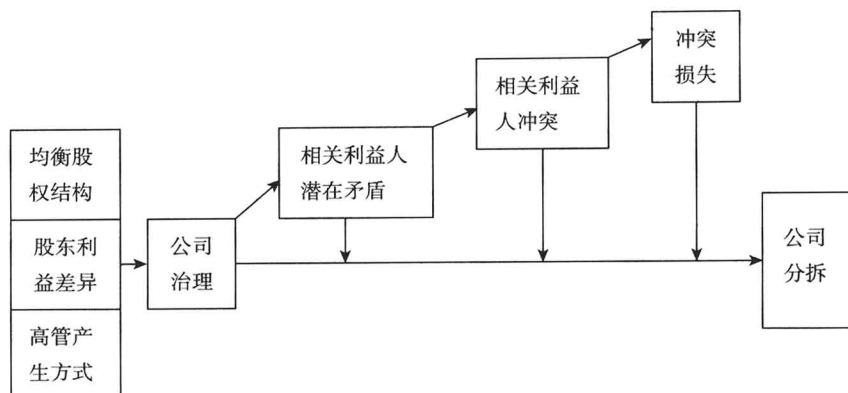


图5 东北高速分拆过程

无论国外学者 Argenti、Subhash Sharma 的研究结论，还是本书的案例分析结论，都表明：企业财务危机并不是突然发生的，而是存在一个形成过程。首先企业存在导致财务危机发生的原因，例如，管理差、战略管理失败；然后，出现财务危机征兆。例如，经营风险高与财务风险高，业绩下滑与企业发展受阻；如果企业面临的经济、法律法规、金融、市场等环境发生突变，最终将陷入严重的财务危机。

由于企业陷入严重财务危机有一个过程，而不是突发的（因地震、洪水等突发性自然灾害导致的企业失败除外），并且在企业财务危机形成过程中，首先存在财务危机形成原因，然后出现财务危机征兆，最终才陷入严重财务危机。因此，从财务危机形成原因和形成过程上讲，财务危机是可预测和控制的。

李秉成

目 录

Contents

前言 企业为什么会陷入财务危机

第一部分

企业风险与财务危机

- 第一章 华联三鑫案例：高负债产能扩张、产业环境恶化与财务危机 / 4
- 第二章 汇源果汁案例：业绩大幅下滑、风险管理失败与财务危机 / 18
- 第三章 合俊集团案例：贴牌生产、核心竞争力低与财务危机 / 29
- 第四章 日本航空案例：政治因素、资源配置失衡与财务危机 / 41

第二部分

金融危机与财务危机

- 第五章 中国金属案例：高风险经营、银行催收贷款与财务危机 / 60
- 第六章 江龙控股案例：管理粗放、金融环境突变与财务危机 / 74

- 第七章 佑威国际案例：店铺扩张、筹资失败
与财务危机 / 82

第三部分

系族企业与财务危机

- 第八章 华源系案例：股权抵押贷款、多元化
兼并与财务危机 / 96
- 第九章 泰跃系案例：资本运作、大股东利益
侵占与财务危机 / 109

第四部分

公司治理与财务危机

- 第十章 东北高速案例：大股东相斗、内部人
控制与财务危机 / 124
- 第十一章 ST 宏盛案例：经营危机、控制权争
夺与财务危机 / 136

第五部分

金融衍生工具与财务危机

- 第十二章 深南电案例：油价上涨、“对赌”
高盛与财务危机 / 154
- 第十三章 碧桂园案例：股票回购、股份掉期
交易与财务危机 / 169
- 第十四章 中国传动案例：可转换债券筹资、
回购成本控制与财务危机 / 181
- 第十五章 席梦思案例：私募基金控制、金融
危机与财务危机 / 192

企业风险与财务危机

企业风险由经营风险和财务风险所组成。经营风险是指企业未来息税前利润的不确定性，而财务风险是指未来每股收益或者权益报酬率的不确定性。企业风险是一把“双刃剑”，既可能让企业和投资者获得丰厚的利润，也可能让投资者遭受巨额损失。影响企业经营风险的主要因素有固定成本以及产品变动成本、产品价格、产品销售量的变动等，影响财务风险的主要因素为利息以及息税前利润的变动。企业风险与财务危机的关系是：由于固定成本和利息的存在，当产品变动成本下降、产品价格和产品销售量上升时，企业和投资将获得更多的利润；而当产品变动成本上升、产品价格和产品销售量下降时，企业和投资者将遭受更大的亏损。企业若连续亏损或者发生巨额亏损将耗尽现金、侵蚀资产，最终陷入财务危机。华联三鑫、合俊集团、中国金属、日本航空等企业陷入严重的财务危机都与企业风险有关。

从企业风险影响因素来看，企业陷入财务危机的具体原因有以下几种。

(1) 固定成本与利息高。固定成本、利息与财务危机的关

系是：第一，当产品变动成本、产品价格和产品销售量发生不利变化时，固定成本和利息将放大这些不利因素对企业利润的不利影响，推动企业陷入财务危机。固定成本和利息在企业财务危机形成过程中起到了“落井下石”的作用。与固定成本相关的主要会计项目有企业固定资产折旧、管理人员工资等固定费用，与利息相关的主要会计项目是负债。若固定资产折旧、管理人员工资、负债等项目金额大，则固定成本和利息高，企业陷入财务危机的可能性增加。而固定资产折旧、管理人员工资高低与企业扩张速度及规模有关，负债的高低与企业的扩张方式有关。因此，企业高速扩张、负债扩张等将推高企业风险。华联三鑫、中国金属扩张速度快、日本航空规模大都导致了这些公司经营风险高。华联三鑫、中国金属、华源系等案例表明，借助银行资金投资项目和兼并收购导致了这些公司财务风险高。第二，固定成本、利息是企业利润的主要构成部分，当企业固定成本、利息迅速增加而收入不能增加或者增加缓慢时，这些成本费用也可能导致企业陷入财务危机。例如，华联三鑫投资 PTA 项目发生的巨额亏损、日本航空边远海岛航线的亏损就属于这种情况。

(2) 产品变动成本增加。在产品价格不变的情况下，若产品变动成本增加将减少企业利润，严重的情况下将导致企业陷入财务危机。产品变动成本主要包括人工成本、原材料和燃料成本等。合俊集团为世界大型玩具企业代工生产玩具。近几年生产玩具的主要原材料塑料价格上涨，员工工资增加，由于该集团缺乏谈判议价能力，价格不能上涨，企业盈利能力弱，在其他因素影响下最终陷入财务危机。华联三鑫生产产品 PTA 的原材料为 PX。在 PX 价格大幅上涨的情况下，由于 PTA 没有涨价，最终导致该公司巨额亏损。

(3) 产品销量与价格。在产品成本费用不变或者成本费用已经发生的情况下，若产品销量和价格大幅下降将减少企业利润，严重的情况下也

将导致企业陷入财务危机。例如，合俊集团在发生玩具“召回”事件之后，产量大幅减少；中国金属在国际金融危机发生之后，金属产品价格大幅下滑。产量和价格下降因素是这两个公司陷入财务危机的重要原因。

案例表明，企业预防风险演变为财务危机应注意以下几个方面。

第一，风险是一把“双刃剑”，既可以给企业带来收益，也可能导致企业陷入财务危机。因此，管理风险的关键问题是将企业风险控制在合理水平。从风险的构成来看，重点是将经营风险与财务风险的组合风险控制在合理水平。也就是说，如果企业经营风险高，那么应将财务风险控制在较低水平；反之，如果企业财务风险高，那么应将经营风险控制在较低水平。具体到企业战略层面，若企业扩张速度快、规模大，经营风险高，那么应降低债务，将负债所形成的财务风险控制在合理水平。如果债务水平高，财务风险大，那么应该控制扩张速度，降低经营风险。

第二，提高企业的管理水平和产品核心竞争力。提高企业的管理水平可以降低企业成本费用，提高企业的管理水平和产品核心竞争力可以提高产品议价能力，从而提高企业盈利能力，防止外部环境一旦出现不利影响时，将企业风险转换为财务危机。