



经济管理学术文库·财务类

# 企业财务危机研究

Financial Crisis Research

张艳秋 / 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·财务类

# 企业财务危机研究

---

Financial Crisis Research

张艳秋 / 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

**图书在版编目 (CIP) 数据**

企业财务危机研究/张艳秋著. —北京: 经济管理出版社, 2012.1

ISBN 978-7-5096-1699-4

I. ①企… II. ①张… III. ①企业管理: 财务管理—财务危机—研究—中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 239543 号

**出版发行: 经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京广益印刷有限公司 经销: 新华书店

组稿编辑: 徐 雪 责任编辑: 徐 雪

责任印制: 杨国强 责任校对: 陈 颖

720mm×1000mm/16 10.75 印张 170 千字

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

定价: 32.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-1699-4

**·版权所有 翻印必究·**

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

# 序

面对日益激烈的市场竞争，企业必须高度关注自身财务状况，尤其要时刻防范财务危机的发生，如何防范财务危机已成为企业必须关注的重大问题。在席卷全球的“金融海啸”和经济危机中，大批企业陷入财务危机的阴霾，一旦企业缺乏应对财务危机的能力就会走向破产的深渊，即使是被奉为典范的国际著名企业也同样不能幸免于难。华尔街上赫赫有名的投资银行雷曼兄弟经历了158年的辉煌历史，却在美国金融风暴愈演愈烈之时走到了尽头，不得不申请破产保护。世界第五大投资银行贝尔斯登同房利美、房地美等公司一样，由于流动性状况恶化、负债规模过大、负有巨额担保而陷入财务危机。这些事件对全球资本市场的影响是长远而深刻的。人们又重新意识到了“现金为王”，保持高效的现金流动性、避免财务危机越来越成为企业生存的不二法则。

财务危机不会突然出现，而是一个渐进发展的过程，从轻微的财务危机到严重的财务危机是有迹可循、逐渐演变的。有研究表明，在亚洲金融危机中破产的企业，早在危机前4~5年，就已经发出危机潜伏的预警信息了。财务危机处在潜伏期时，各种表现都比较隐性，容易被忽视，企业应该把握财务危机发生的征兆，对企业生产经营财务状况一些异常的表现进行定性分析；同时还应该建立财务预警模型，进行定量分析，将定性分析和定量分析有机地结合起来，以更加科学、更加有效地防范和阻止财务危机。一旦对财务危机的防范措施失效，就应该立即启动危机处理系统，针对不同危机状态，采取相应的措施，使企业免于破产，渡过危机。因此，如果企业能够尽早识别危机，对财务危机做出快速反应，正确地选择有效措施，则可以避免财务危机的恶化和扩散。

同时还应该看到，不同行业的企业，其现金流量的特征表现和生产经营



要求是不同的,因此,财务预警指标的选取、权重的设置、评估的标准等都会有所不同,分行业研究建立基于现金流量的财务预警模型,有利于提高预警的准确性和针对性。目前,我国在此方面的研究成果还比较有限,所以,借鉴国外学术研究成果,根据我国的实际情况,在区分行业的基础上,通过设置相应的现金流量指标体系,对上市公司实际数据进行统计分析和实证研究,建立符合我国国情和企业特色的基于现金流量的分行业财务危机预警体系十分紧迫,也具有重要的理论意义和应用价值。

本书的研究思路就是在吸收借鉴国内外研究成果的基础上,梳理企业财务危机的主要征兆、主要成因以及我国企业财务运作中存在的主要问题;分析现金流量在企业财务危机预警方面的特殊作用、分行业研究的重要意义和理论依据;利用我国上市公司 1999~2008 年 10 年间的财务数据和 SPSS 统计分析软件,运用多元 Logistic 回归方法,对选定的现金流量指标进行分行业差异性检验和比较研究,旨在挖掘现金流指标对财务危机预警的贡献度,构建一套适合我国市场的具有一定实用价值的财务危机预警模型,并随机选择若干上市公司进行预测分析以检验模型的准确性;最后结合我国企业实际提出应对财务危机的策略和措施。

由于本人水平所限,本书不足之处敬请读者批评指正。“路漫漫其修远兮,吾将上下而求索”,以此与帮助和关心我的所有人共勉。

作者

2011 年 12 月于北京

# 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 第一章 导论 .....                  | 1  |
| 第一节 研究背景与研究意义 .....           | 2  |
| 第二节 研究思路与研究方法 .....           | 5  |
| 第三节 研究内容 .....                | 6  |
| 第四节 主要创新与研究局限 .....           | 8  |
| 第二章 企业财务危机研究的文献综述及理论基础 .....  | 11 |
| 第一节 企业财务危机研究概述 .....          | 11 |
| 第二节 企业财务危机预警研究方法综述 .....      | 12 |
| 第三节 基于现金流量的企业财务危机预警研究综述 ..... | 18 |
| 第四节 企业财务危机研究的理论基础 .....       | 22 |
| 第三章 企业财务危机内涵、征兆及成因分析 .....    | 26 |
| 第一节 企业财务危机的内涵 .....           | 26 |
| 第二节 企业财务危机的征兆研究 .....         | 31 |
| 第三节 企业财务危机成因分析 .....          | 34 |
| 第四节 我国企业财务运作中存在的主要问题分析 .....  | 41 |
| 第四章 现金流量信息功能和分行业研究的理论分析 ..... | 45 |
| 第一节 现金流量的概念与特征 .....          | 45 |
| 第二节 现金流量信息的功能分析 .....         | 48 |
| 第三节 分行业研究的意义和理论分析 .....       | 50 |



|                                          |     |
|------------------------------------------|-----|
| 第五章 基于现金流量的分行业企业财务危机预测实证方法分析 .....       | 54  |
| 第一节 基于现金流量的财务危机预测实证分析方法选用 .....          | 54  |
| 第二节 基于现金流量的财务危机预测研究样本选择 .....            | 55  |
| 第三节 基于现金流量的企业财务危机预测关键指标选择 .....          | 59  |
| 第四节 基于现金流量的分行业企业财务危机预测研究<br>思路与步骤 .....  | 64  |
| 第六章 基于现金流量的分行业财务指标差异性检验 .....            | 67  |
| 第一节 制造业基于现金流量的财务指标差异性检验 .....            | 68  |
| 第二节 房地产业基于现金流量的财务指标差异性检验 .....           | 91  |
| 第三节 信息技术业基于现金流量的财务指标差异性检验 .....          | 96  |
| 第四节 三大行业现金流量指标差异性检验结果比较分析 .....          | 100 |
| 第七章 分行业财务危机预警模型构建及预测能力检验 .....           | 103 |
| 第一节 制造业现金流量财务危机预警模型构建及<br>预测能力检验 .....   | 103 |
| 第二节 房地产业现金流量财务危机预警模型构建及<br>预测能力检验 .....  | 110 |
| 第三节 信息技术业现金流量财务危机预警模型构建及<br>预测能力检验 ..... | 115 |
| 第四节 三大行业现金流量财务危机预测模型比较分析 .....           | 120 |
| 第五节 现金流量财务危机预测实证研究结论与启示 .....            | 123 |
| 第八章 企业应对财务危机的策略与措施 .....                 | 126 |
| 第九章 研究结论及需要进一步研究的问题 .....                | 138 |
| 附录一 制造业 ST 公司与非 ST 公司样本 .....            | 140 |
| 附录二 房地产业 ST 公司与非 ST 公司样本 .....           | 144 |



---

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| 附录三 信息技术业 ST 公司与非 ST 公司样本 ..... | 145 |
| 参考文献 .....                      | 146 |
| 后 记 .....                       | 163 |

# 第一章 导 论

在激烈的市场竞争环境中，任何企业的生存发展都不可能一帆风顺，在企业生存发展的整个生命周期内，危机无处不在、无时不有，其经营运转的过程，一定意义上也是一个不断化解风险、防范危机、谋求壮大的过程。在企业面临的诸多危机中，财务危机（Financial Crisis）与企业自身的经营管理紧密相关，既是企业面临的各种危机中相对具有确定性、便于进行预测的危机种类，也是威胁企业持续经营的根本性危机。有资料显示，《财富》杂志1955年公布的500强企业，到1997年已有70%被淘汰出局；1970年跻身美国《财富》“全球500强”之列的跨国公司，其中的1/3在1982年后销声匿迹了——不是被兼并就是被分裂为不同的小企业，或者与其他公司进行了合并。<sup>①</sup>还有统计，美国大企业和中小企业的平均寿命分别不超过40年和7年，日本与欧洲企业的平均寿命约为12.5年。我国第一批上市的十几家公司中，除少数几家外，绝大部分均已处于财务危机中，有的甚至已经退出股市。<sup>②</sup>财务危机是导致企业破产乃至消亡的主要原因和普遍因素。财务危机可怕，但更可怕的是没有强烈的危机意识，缺乏有效的预警手段，没有制定完善的防范策略，不能在危机处于萌芽状态时防微杜渐、防患于未然，这样企业就不可避免地走向失败乃至破产，这不仅会给企业相关利益人造成极大损害，也会给社会带来诸多不稳定因素。企业管理者和相关利益人只有敏锐洞察危机的征兆，准确预测危机的来临，及时防范危机的发生，有效化解危机的影响，才有可能化危为机，保持企业的持续健康发展。财务危机预警既

---

① 小乔治·斯托尔克：《企业成长策略》，赵锡军译，中国人民大学出版社、哈佛商学院出版社，1999年版。

② 袁益政：《失败的教训》，中国人民大学出版社，2006年版。



是经济运行的“晴雨表”，也是企业经营的“警示灯”，研究该问题具有较高的学术价值和广阔的应用前景，当前已经成为企业界和学术界关注的热点。

## 第一节 研究背景与研究意义

### 一、研究背景

我国对企业财务危机的研究起步于 20 世纪 90 年代，这些研究除了对财务危机的基本内涵、范围界定、机理分析等进行理论探讨和定性研究外，非常重要的一个方面是利用统计软件和定量方法，对企业财务危机预警进行实证研究，典型方法是基于企业财务数据，通过筛选一个或多个敏感性财务指标进行综合分析，同时考虑与企业相关的产业政策和环境、市场竞争状况、生产经营状况等，及时掌握企业财务状况的变化，以对企业各环节可能发生的经营风险和财务风险发出预警信号，为企业管理者和利益各方提供决策依据。

选择什么样的数据指标对企业财务危机进行分析研究，学术界和实务界一直存在多种观点和方法，就财务指标而言，总体上可以分为基于权责发生制和基于现金收付制两种类型。近年来随着诸多会计丑闻的曝光，特别是经过亚洲金融危机和近期的世界金融危机，人们对权责发生制下的会计信息质量疑惑越来越多，甚至产生了否定态度，认为以会计盈余为代表的基于权责发生制的会计信息，在企业诚信缺失的情况下，容易受到经营者的控制，经营者出于各种目的，通过调整会计政策等各种“会计戏法”来调节净利润的高低，导致会计信息严重失真，从而造成外界错误解读和分析研判企业财务信息。

20 世纪 70 年代以来，决策有用性会计目标研究逐步深入，现金流量信息的作用和功能受到了普遍关注和广泛认可。现金是企业生存的基础，企业的生产经营活动需要依靠现金，创造现金是企业的发展之基和动力之源，只



有流动资金持续增长的企业才能在竞争中立于不败之地。美国前证券管理委员会主席哈罗德·威廉斯曾说过：“如果让我在利润信息和现金流量信息之间作一个比较选择，那么，我选择现金流量。”日本经济杂志《日经商务》与美国摩根士丹利联合进行的“全球公司 1000 强排名”活动，其依据既不是销售额，也不是利润，而是现金收益，这也充分说明现金收益状况在衡量企业经营实力和发展潜力上的特殊作用。利润并不代表企业的真正财富，没有现金的利润如无源之水。从大量企业破产的原因看，企业是否会陷入财务危机，并不是取决于盈利的多少，而是取决于现金是否足够、现金支付能力是否与其经营规模相适应。这样的案例不胜枚举。早在 1975 年，当时美国最大的商业企业之一 W. T. Grant 公司宣告破产，这一结果出乎很多人的意料，因为该公司 1973 年年末股票价格仍是其收益的 20 倍，1974 年营业净利润近 1000 万美元，经营活动提供的营运资金达 2000 多万美元，银行扩大贷款总额达 6 亿美元，但短短一年之后就宣告破产，根本原因就在于现金流量出现了严重问题，因为早在破产前 5 年即 1970 年，该公司的现金净流量就已经出现负数。1997 年亚洲金融危机的教训也深刻表明，危机的根源在于企业过度负债、财务结构极不稳定、抗风险的现金支付能力极差，真正在这场危机中能生存下来的都是现金流状况较为优良的公司。2001 年美国安然公司破产案再次警示人们，对于企业而言，真正是“现金为王”（Cash Is King）。从 2008 年持续至今的金融危机中，世界第五大投资银行贝尔斯登、房地美、房地美等公司一样，也是由于流动性状况恶化、财务杠杆过高、负债规模过大、负有巨额担保而陷入财务危机。不仅国外如此，我国也同样如此，银广夏公司曾经在我国股票市场风光无限，在 2001 年的市值更是高居沪深两市第三名，从当时其财务数据、业绩指标来看都十分优秀，但最终也是由于在经营中现金流量出现问题导致被“特别处理”（ST）。

大量企业财务危机乃至破产的案例充分说明，健康稳定的现金流量是企业生存发展的基础和前提，对保障企业正常运转具有不可替代的重要作用。现金流量信息作为企业实体资源和财务运营状况最直接、最实际的反映，对于陷入财务危机的企业与未陷入财务危机的企业具有很强的财务判别和预警作用。基于现金流量的财务危机预警更能真实揭示企业财务的客观状况，而且不容易被人为操纵和粉饰，能够增强财务预警指标信息的真实性，从而提



高财务危机预警的准确性，正是在这样的背景下，基于现金流量进行财务危机预测越来越成为理论界和实务界研究的重点。

## 二、研究意义

我国财政部 2006 年颁布的新《财务通则》第 63 条规定：企业应当建立财务预警机制，执行确定财务危机警戒标准，重点监测经营性现金流量与到期债务、企业资产与负债的适配性，及时沟通企业有关财务危机预警的信息，提出解决财务危机的措施和方案。随着我国经济的不断发展，新环境、新问题、新矛盾不断涌现，企业作为自负盈亏、自主经营的经济主体，如何防范财务危机已成为必须时刻关注的重大问题。同时，由于企业投资人和债权人多元化，利益相关者显著增多，特别是随着国际金融市场融资非中介化、证券化趋势的不断增强和我国金融证券业务的逐步深化拓展，对企业财务健康与否乃至陷入危机的风险识别和分析评估对企业、金融证券机构和投资人等都显得尤为重要。对于企业而言，它能及时采取措施防范企业可能的风险和危机，确保企业的正常运转；对于银行而言，它可以度量并跟踪信用风险，减少信贷损失；对于投资者而言，它有助于较为准确地对企业的债券和股票进行定价，以减少投资损失。

虽然国外学者在企业财务危机方面的研究成果不少，但全部运用现金流量指标分析的却不多，大都是在研究中选取一个或几个现金流量指标。并且由于我国企业具有中国特色，所处的环境、自身的特点、运行的机制等都与外国企业有较大不同，一些国外研究中的现金流量财务预警指标在我国并不完全适用。同时还应该看到，不同行业的企业其现金流量的特征表现和生产经营要求是不同的，因此用于财务预警指标选取，权重设置、评估的标准等都会有所不同，分行业研究建立基于现金流量的财务预警模型，有利于提高预警的准确度和针对性。目前，我国在这方面的研究成果还比较有限，因此，借鉴国外学术研究成果，根据我国的实际情况，在区分行业的基础上，通过设置相应的现金流量指标体系，对上市公司实际数据进行统计分析和实证研究，建立符合我国国情和企业特色的基于现金流量的分行业财务危机预警体系十分紧迫，也具有重要的理论意义和应用价值。



## 第二节 研究思路与研究方法

### 一、研究思路

本书的研究思路是在吸收借鉴国内外研究成果的基础上,梳理企业财务危机的主要征兆、主要成因以及我国企业财务运作中存在的主要问题,分析现金流量在企业财务危机预警方面的特殊作用、分行业研究的重要意义和理论依据,利用我国上市公司 1999~2008 年 10 年间的财务数据和 SPSS 统计分析软件,对选定的现金流量指标进行分行业差异性检验和比较研究,建立基于现金流量的分行业财务危机预警模型,并随机选择若干上市公司进行预测分析以检验模型的准确性,最后结合我国企业实际提出了应对财务危机的策略和措施。总体研究思路和框架如图 1-1 所示。

### 二、研究方法

在研究方法的选择上,本书选用规范研究与实证研究相结合、定性研究与定量研究相结合的研究方法。首先在文献研究的基础上从规范角度建立研究思路和分析框架,然后搜集我国上市公司 1999~2008 年 10 年间的财务数据资料,采用实证研究方法构建模型并加以验证和比较分析。由于财务危机预测需要通过选定的财务指标来实现,而财务指标本身是一个量化的概念,因此在研究过程中本书将以定量研究为主,在综合比较分析的基础上,选择不需要严格假设条件、对研究变量分布没有严格要求的定量分析方法——多元 Logistics 回归方法进行实证研究。

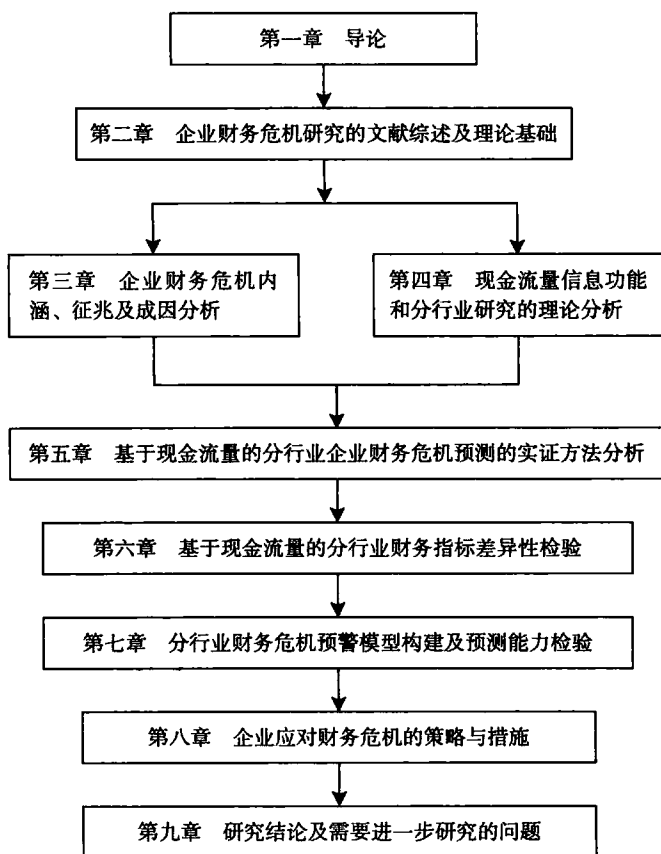


图 1-1 研究思路和框架结构

### 第三节 研究内容

全书共分为九章，各章的主要内容安排如下：

第一章为导论，重点阐述选题的研究背景和研究意义，力图理清主要研究思路、概括性介绍研究方法和主要研究内容，并分析本书的主要创新点和研究工作存在的局限。

第二章为企业财务危机研究的文献综述及理论基础。本章对企业一般财



务危机研究和基于现金流量的财务危机研究的相关成果进行较为全面的梳理,并且对企业财务危机研究有指导意义的相关理论进行分析。

第三章为企业财务危机内涵、征兆及成因分析。本章首先界定企业财务危机的基本内涵,综合分析企业财务危机的主要征兆与表现,从多个角度分析引发和导致企业财务危机的主要原因,并结合我国经济环境和企业现状,研究分析了我国企业财务运作中存在的主要问题。

第四章为现金流量信息功能和分行业研究的理论分析。本章在厘清现金流量的概念与特征的基础上,研究现金流量在企业财务危机预警方面的独特作用和功能,并对分行业研究的重要意义和相关理论进行分析,为后面三章的实证研究工作奠定基础。

第五章为基于现金流量的分行业企业财务危机预测的实证方法分析。本章首先分析了基于现金流量的财务危机预测所选用的实证分析方法,之后阐述了研究样本的选择,即选取样本量较多的三大类行业——制造业、房地产业、信息技术业作为研究样本,分析研究样本的选择方法、合适配对样本的选取,并筛选出5大类19个现金流量相关指标作为实证研究的关键指标,最后分析基于现金流量的分行业财务危机预测实证研究的具体思路和步骤。

第六章为基于现金流量的分行业财务指标差异性检验。本章分别对制造业、房地产业、信息技术业的样本公司进行5大类现金流量指标的Wilcoxon符号秩检验和T检验,筛选出其中具有显著差异的现金流量关键指标,用于下一章财务危机预测模型的构建。

第七章为分行业财务危机预警模型构建及预测能力检验。在第六章差异性检验结果的基础上,首先对三大行业筛选出的指标进行相关性指标筛查,之后以筛查后的现金流量指标建立财务危机预测的Logistic回归模型,对预测模型进行回代判定,并随机选取样本进行预测,以检验和分析财务危机预测模型的预测能力。

第八章为企业应对财务危机的策略与措施。主要从建立现金流量财务危机预警系统、现金流量的全局运筹和综合管控、多手并举着力提高企业核心竞争力、着力强化以风险预警和过程控制为重点的全面风险管理、充分利用资产置换和资产重组等多个角度,对企业应对财务危机提出主要思路和策略途径。



第九章为研究结论及需要进一步研究的问题，主要是总结了前面的实证研究成果，然后提出在以后的研究中需要进一步关注的问题。

## 第四节 主要创新与研究局限

本书试图从研究切入角度、研究方法等方面加以创新，以得出关于企业财务危机研究的更加丰富客观的结论。但由于各种因素的限制，本书难免存在不足之处，这也是后续研究需要着力拓展的空间。

### 一、本书的主要创新点

经过探索和研究，本书在以下几个方面形成了创新点，希望能对企业财务危机研究的既有成果进行丰富与补充。

#### 1. 研究切入角度的创新

本书从一个新的视角——现金流量入手，全面、系统地研究企业基于现金流量的财务危机问题。分析现金流量在企业财务预警方面的特殊作用，研究财务危机企业的现金流量特征，选择具有显著差异的现金流量指标构建企业现金流量财务预警模型，并加以预测，以检验模型的预测能力。

#### 2. 分行业的企业财务危机预测指标的差异性检验和比较研究

不同行业因其财务特征的不同，其可用于构建现金流量财务危机预警模型的指标也有差异。本书开展分行业研究，对我国上市公司的三大行业——制造业、房地产业、信息技术业进行5大类现金流量指标的分析，分别应用非参数检验中的Wilcoxon符号秩检验和参数检验中的T检验进行差异性检验，以提高分析的准确度，并对检验结果进行综合对比分析，为构建分行业的现金流财务危机预测模型奠定基础，进一步提高模型的针对性和有效性。

#### 3. 基于现金流量的分行业财务预警模型的构建和预测能力检验

在理论研究和差异性检验的基础上，确定制造业、房地产业、信息技术



业基于现金流量的财务预警关键指标，构建基于现金流的分行业财务预警的 Logistic 回归模型，将构造样本数据代入预测模型进行回代判定，并随机选取测试样本进行预测，以检验和分析财务危机预测模型的预测能力和外推能力。

## 二、研究局限

本书在实证设计和研究过程中存在着一定的局限，这些局限有待于在后续研究中加以改进。本书的局限性主要表现在：

(1) 界定标准的局限性。本书将被特别处理的企业即 ST 企业定义为财务危机企业，但在随机选取的非 ST 公司中会存在一些已经陷入财务危机但问题还没有暴露的公司，使得研究样本中的 ST 企业 and 非 ST 企业之间的差异变小，财务危机预警模型的预测精度也会在一定程度上受到影响。我国证券市场不断发展成长，ST 的确定标准也随之发生变化；同时，研究样本中的 ST 企业被特别处理的原因也有所不同，也会影响到财务危机预警模型的预测精度。

(2) 指标选取的局限性。在研究过程中考虑到财务数据的完整性、易获取性，对现金流量指标体系中一些比较重要的指标如现金流量与到期债务比等采取了回避，选择的财务指标考虑的因素可能不够全面；因本书的研究基于现金流量，选择的均为财务指标，未涉及非财务指标，这在一定程度上会影响预测模型的精度和效果。

(3) 样本选取的局限性。由于上市公司的数据较容易取得，本书研究对象主要集中于我国上市公司，而并未涉及非上市公司，这会影响财务危机预测模型的适用程度。由于 ST 企业的数量有限，样本数量不够大，仅有 268 家，这对实证结果也会产生一定影响。