

上市公司财务风险的四重判断

——以广西 A 股上市公司为例

王伟¹(副教授), 陈剑²(教授)

(1.梧州学院经济管理学院, 广西梧州 543002; 2.梧州学院财务处, 广西梧州 543002)

【摘要】宏观经济弱周期低增速背景下, 实体经济面临着人民币升值、出口乏力、内需不足、流动性紧缩、资金成本上升、产能过剩等多重困难。困难累积的结果最终会以不同形式传导, 酝酿成为企业的财务风险。因此, 快速有效地识别上市公司的财务风险, 对投资者、经营管理者 and 债权人等利益相关方均具有重要意义。本文从负债规模是否适度、负债弹性是否合理、负债经营是否发挥正效益、负债偿还是否具有现金保障等角度, 提出了多维比较的四重判断方法, 并以广西 A 股上市公司为例进行了测算分析, 希冀能为经营管理者提供有益的参考。

【关键词】上市公司; 财务风险; 风险评级; 奈尔检验法

当前, 我国实体经济面临着国际国内发展的双重困难。从国际看, 后金融危机时代, 欧债危机使得欧美市场持续萎缩, 贸易保护主义加剧, 特别是在人口红利消减和人民币升值的双重压力下, 我国对外贸易受到了很大的压制, 出口增长已现疲态。从国内看, 宏观经济下行的压力依然很大, 产能过剩和消费不足的矛盾仍很突出, 特别是随着利率市场化进程的演进, 流动性收缩和资金成本上升, 成为实体企业需要破解的又一道难题。

在世界性金融危机阴影仍未消除的背景下, 从企业实际出发, 研究企业财务战略与市场环境及自身竞争力的匹配性, 就显得尤为重要。特别是负债经营的规模是否适度、财务杠杆能否发挥正效应、结构性偿债危机如何避免、财务风险怎样尽早识别等问题, 愈来愈成为企业内部管理者和外部利益相关方关注的焦点。有鉴于此, 本文提出了上市公司财务风险监管的四重判断方法, 希冀能为企业经营管理者决策提供有益的参考。

一、第一重判断: 看规模——比较资产负债率与行业平均水平

上市公司负债规模是否适度, 最直观的衡量指标是资产负债率。资产负债率(DAR)是指负债在总资产中的比重。DAR 过高, 表明企业执行高度杠杆化的负债经营战略, 财务风险较大; DAR 过低, 表明企业执行谨慎负债的稳健财务战略, 但同时杠杆弹性的缺失也可能抑制股东财富的最大化。因此, 判断企业债务水平是否合理、是否存在过度负债, 首先要关注资产负债率这个指标。但是, 最优的资产负债率并没有一个统一的标准, 不同行业特点、不同经营环境、甚至企业的不同发展阶段, 其 DAR 都会有非常大的差异。因此, 根据均数原则和中数原则, 我

们认为以行业平均水平为参考值是安全和稳健的。一般来讲, DAR 低于行业平均水平, 负债规模还有扩张的空间, 财务风险较小; DAR 高于行业平均水平, 负债规模进一步扩张的空间有限, 财务风险较高。因此, 以行业均值偏离度(目标公司与行业均值的差异/行业均值)作为衡量指标具有直观可行性。

为便于比较和判断, DAR 的行业均值表示为 DAR' , 构建如下评级体系: $(DAR - DAR') / DRA' \leq 0$, 负债规模低于行业平均水平, 财务风险较小, 属于稳健型, 评为 A 级; $10\% \geq (DAR - DAR') / DRA' > 0$, 负债规模扩张适度, 财务风险略有上升, 评为 B 级; 以此类推, $20\% \geq (DAR - DAR') / DRA' > 10\%$, 评为 C 级; $30\% \geq (DAR - DAR') / DRA' > 20\%$, 评为 D 级; $50\% \geq (DAR - DAR') / DRA' > 30\%$, 评为 E 级; $(DAR - DAR') / DRA' > 50\%$, 评为 F 级。下面以广西上市公司为例, 进行分析说明。

截至 2013 年年末, 广西在沪深两市 A 股的上市公司共有 30 家, 剔除属证券期货业的国海证券, 纳入分析样本共 29 家。根据中国证监会的行业分类标准, 我们将从国泰安数据库提取的样本公司相关数据进行整理, 结果如表 1 所示。其中, 行业均值为所处行业中能提取数据的所有上市公司剔除异常值, 即剔除资产负债率大于 100% 的资不抵债公司数据之后的算术平均数。

从表 1 可以看出, 广西 29 家上市公司整体财务战略偏于激进, 其中资产负债率高于行业均值的公司有 17 家, 占 58.62%; 低于行业均值的公司有 12 家, 占 41.38%。从行业均值偏离度及风险评价来看, 财务战略偏于稳健的 12 家 A 级公司中, 丰林集团、八菱科技、贵糖股份、桂林三金等公司资产负债率远低于行业平均水平, 负债规模相对

较小,财务战略偏保守,可考虑适当增加财务杠杆弹性;财务战略偏于激进的B、C、D、E、F级公司数量分别为1家、3家、3家、2家、8家。特别值得关注的是ST南化、北生药业、莱茵生物、国发股份、南宁糖业、五洲交通、河池化工、柳化股份等8家公司,其资产负债率远高于行业平均水平,过度负债现象严重,其中ST南化甚至已经资不抵债、北生药业负债率高达97%,这些都释放出此两家公司存在高风险的财务信号。加上两家E级公司,高度杠杆、过度负债的高风险公司已经占到广西上市公司的三分之一强。这说明广西上市公司整体财务战略偏于激进,财务风险较高,特别是在宏观经济弱周期、流动性收紧、资金成本上升的背景下,过度负债极易引发资金链条断裂等财务危机,值得引起高度警惕。

表1 2013年广西上市公司资产负债率、行业均值及其偏离度风险评级

公司代码	公司名称	所处行业	资产负债率	行业均值	偏离度	风险评级
000528	柳工	C73	0.577 607	0.386 344	0.495 06	E
000582	北部湾港	F07	0.549 908	0.495 202	0.110 47	C
000608	阳光股份	J01	0.595 973	0.632 419	-0.057 63	A
000662	索芙特	C43	0.329539	0.435 145	-0.242 69	A
000703	恒逸石化	C47	0.690 292	0.535 243	0.289 68	D
000716	南方食品	C03	0.425 959	0.374 584	0.137 15	C
000806	银河投资	C76	0.586 284	0.399 117	0.468 95	E
000833	贵糖股份	C31	0.258 289	0.534 747	-0.516 99	A
000911	南宁糖业	C01	0.744 314	0.387 252	0.922 04	F
000953	河池化工	C43	0.752 533	0.435 145	0.729 38	F
000978	桂林旅游	K34	0.442 821	0.365 539	0.211 42	D
002166	莱茵生物	C85	0.828 235	0.275 999	2.000 87	F
002175	广陆数测	C78	0.200 399	0.275 86	-0.273 55	A
002275	桂林三金	C81	0.180 766	0.356 617	-0.493 11	A
002329	皇氏乳业	C03	0.283 654	0.374 584	-0.242 75	A
002592	八菱科技	C75	0.224 719	0.485 329	-0.536 98	A
002696	百洋股份	A07	0.297 830	0.357 896	-0.167 83	A
600236	桂冠电力	D01	0.767 588	0.601 939	0.275 19	D
600249	两面针	C43	0.393 632	0.435 145	-0.095 40	A
600252	中恒集团	C81	0.391 013	0.356 617	0.096 45	B
600301	ST南化	C43	1.008 719	0.435 145	1.318 12	F
600310	桂东电力	D01	0.552 066	0.601 939	-0.082 85	A
600368	五洲交通	F03	0.759 365	0.444 611	0.707 93	F
600423	柳化股份	C43	0.681 266	0.435 145	0.565 61	F
600538	国发股份	C43	0.838 535	0.435 145	0.927 02	F
600556	北生药业	C85	0.974 992	0.275 999	2.532 60	F
600712	南宁百货	H11	0.510 663	0.564 729	-0.095 74	A
601003	柳钢股份	C65	0.763 820	0.679 302	0.124 42	C
601996	丰林集团	C21	0.137 401	0.409 753	-0.664 67	A

数据来源:国泰安数据库,下同。

二、第二重判断:看弹性——比较财务杠杆系数与行业平均水平

资产负债率的高低只能说明负债规模是否过度,但并不必然揭示财务风险。因为企业负债经营的风险水平除了和负债规模相关外,更涉及经营能力、资金成本等方面。而财务杠杆系数,则可以反映企业在特定经营能力和资金成本下的财务风险。

财务杠杆系数(Degree of Financial Leverage, DFL)的经济含义是指普通股每股净收益变动率相当于息税前利润变动率的倍数,也叫财务杠杆程度,通常用来反映财务杠杆的大小和作用程度,以及评价企业财务风险的大小。其公式经转换可简化为:

$$DFL = EBIT / (EBIT - I)$$

式中:EBIT为息税前利润;I为利息额。

负债经营下($I > 0$),通过财务杠杆系数判断企业财务风险,需要分析以下几种情况:

1. 当 $EBIT \leq 0$ 时, $DFL \in [0, 1)$ 。 $EBIT < 0$ 说明企业在经营层面面临严重问题,如成本过高、产品滞销、管理混乱等,此时企业应着重解决经营问题、努力提升产品竞争力,而不提倡负债经营,因为负债经营只会增加企业财务费用,使企业负担加重,类似雪上加霜。因此当 $DFL \in [0, 1)$ 时,表明企业面临经营困难,在这种情况下,企业负债经营的财务风险极高,风险评价为F级。

2. 当 $I \geq EBIT > 0$ 时, $DFL \in [-\infty, 0)$,即 $DFL < 0$ 。此时企业的状况处于负债经营平衡点和非负债经营平衡点之间,即非负债经营情况下税前利润为正,但无法弥补负债经营的资金成本。因此, $DFL < 0$ 说明企业的经营水平仍需要提高,因为企业盈利能力还十分低下,负债经营的财务风险依然很高,风险评价为F级。

3. 当 $EBIT > I$ 时, $DFL \in (1, \infty)$,即 $DFL > 1$ 。这种情况下,企业息税前利润能够弥补资金成本,财务杠杆发挥正效应。通常,财务杠杆系数越大,权益资本收益率对于息税前利润率的弹性就越大,权益资本净利润率就越高。但是,财务杠杆系数也不是越大越好,过高的财务杠杆会增加企业的破产成本。特别是在经营环境变化的情况下,过高的财务弹性可能导致风险瞬间集聚。因此,适度的财务杠杆水平须结合行业特性加以确定。

为便于比较和判断,DFL的行业均值表示为 DFL' ,构建如下评级体系: $(DFL - DFL') / DFL' \leq 0$,财务杠杆低于行业平均水平,财务弹性较小,属于稳健型,评为A级; $10\% \geq (DFL - DFL') / DFL' > 0$,财务杠杆适度扩张,财务弹性略有上升,评为B级;以此类推, $20\% \geq (DFL - DFL') / DFL' > 10\%$,评为C级; $30\% \geq (DFL - DFL') / DFL' > 20\%$,评为D级; $50\% \geq (DFL - DFL') / DFL' > 30\%$,评为E级; $(DFL - DFL') / DFL' > 50\%$,评为F级。下面仍以广西上市公司为例,进行分析说明。

根据中国证监会的行业分类标准,本文将从国泰安数据库提取2013年广西上市公司财务杠杆系数及其行业均值和偏离度及风险评级相关数据进行整理,结果如表2所示。其中,为了保证经济合理性,还对DFL行业均值的计算做了一些技术处理。

(1)上述三种情况,其中 $EBIT \leq 0$ 和 $I \geq EBIT > 0$,均为企业处于亏损的非正常经营阶段,而计算DFL行业均值的目的在于树立正常企业的合理标杆。因此本文在计算DFL行业均值时,剔除了 $DFL \in [0, 1)$ 和 $DFL < 0$ 两种情况的数据,只考虑 $DFL > 1$ 的公司数据。

(2)在 $DFL > 1$ 的公司数据中采用奈尔(Nair)检验法进一步剔除了离群值的影响。具体做法分为四步:第一步,计算样本平均值 $\bar{X} = (X_1 + X_2 + \dots + X_n) / n$ 。第二步,计算统计量 $R_n = \frac{X_n - \bar{X}}{\sigma}$,式中 σ = 总体标准差。第三步,确定检出水平 α 为99%,并从奈尔检验表中查出临界值 $R_{1-\alpha}(n)$ 。第四步,根据计算统计量 R_n 和临界值 $R_{1-\alpha}(n)$ 的关系进行判断:当 $R_n > R_{1-\alpha}(n)$ 时,判定 X_n 为离群值,应予剔除;否则,判定未发现 X_n 为离群值,予以保留。

从表2可以看出,29家样本公司中有5家缺失DFL数据,主要原因有两个:一是公司利息收入显著大于利息支出,如桂林三金、八菱科技、丰林集团、北生药业;二是公司汇率风险管理良好,有巨额汇兑收益,如恒逸石化。总之,上述原因造成财务费用为负,DFL失去了原有的理论含义,因此作为数据缺乏处理。但是,从财务弹性的角度看,上述公司明显是零杠杆甚至负杠杆,缺乏财务弹性,属稳健保守型,财务风险较小,故统一评为A级。其余24家样本公司中DFL高于行业均值的公司有12家,低于行业均值的公司有12家,各占50%。

从行业均值偏离度及风险评价来看,财务战略偏于稳健的12家A级公司,息税前利润对负债利息的覆盖能力较强,财务弹性较小,同时财务风险也较小。财务战略偏于激进的B、C、D、E、F级公司数量分别为0、0、1家、3家、8家。其中,索芙特、贵糖股份、柳化股份3家公司 $DFL < 1$,说明其盈利能力较差,企业经营面临困境,财务弹性较大,财务风险较高;而ST南化、五洲交通、银河投资、南宁糖业、桂林旅游等5家公司的DFL则远高于行业平均水平,其中ST南化财务杠杆系数甚至高达20倍,说明其财务弹性泛滥,息税前利润对负债利息的保障程度非常脆弱,财务风险极高,特别是在产品市场面临激烈的价格竞争时,相比低财务杠杆公司更容易陷入财务危机。

三、第三重判断:看效益——比较息税前总资产报酬率与负债资金成本

财务杠杆是企业利用负债来调节权益资本收益的手段。它以资本结构为支点,以息税前利润为作用力,撬起股东财富即权益资本收益率这个“重物”。也就是说,企业

表2 2013年广西上市公司财务杠杆系数、行业均值及其偏离度和风险评级

公司代码	公司名称	所处行业	财务杠杆系数	行业均值	偏离度	风险评级
000528	柳工	C73	1.512 375	1.801 801	-0.160 63	A
000582	北部湾港	F07	1.302 902	1.734 072	-0.248 65	A
000608	阳光股份	J01	1.029 180	1.361 795	-0.244 25	A
000662	索芙特	C43	0.859 323	—	—	F
000703	恒逸石化	C47	—	3.809 075	—	A
000716	南方食品	C03	1.728 617	2.041 803	-0.153 39	A
000806	银河投资	C76	3.618 811	1.566 901	1.309 535	F
000833	贵糖股份	C31	0.991 387	—	—	F
000911	南宁糖业	C01	3.029 023	1.643 220	0.843 346	F
000953	河池化工	C43	3.329 588	2.233 238	0.490 924	E
000978	桂林旅游	K34	6.185 858	1.220 979	4.066 311	F
002166	莱茵生物	C85	1.955 088	1.599 623	0.222 218	D
002175	广陆数测	C78	1.405 468	2.199 680	-0.361 06	A
002275	桂林三金	C81	—	1.364 244	—	A
002329	皇氏乳业	C03	1.248 023	2.041 803	-0.388 76	A
002592	八菱科技	C75	—	1.577 913	—	A
002696	百洋股份	A07	1.279 355	1.369 079	-0.065 54	A
600236	桂冠电力	D01	2.998 658	2.238 136	0.339 802	E
600249	两面针	C43	1.886 623	2.233 238	-0.155 21	A
600252	中恒集团	C81	1.070 049	1.364 244	-0.215 65	A
600301	ST南化	C43	20.145 95	2.233 238	8.020 959	F
600310	桂东电力	D01	3.036 751	2.238 136	0.356 822	E
600368	五洲交通	F03	2.795 324	1.839 009	0.520 017	F
600423	柳化股份	C43	-0.028 760	—	—	F
600538	国发股份	C43	1.607 099	2.233 238	-0.280 37	A
600556	北生药业	C85	—	1.599 623	—	A
600712	南宁百货	H11	1.362 741	1.616 931	-0.157 21	A
601003	柳钢股份	C65	2.709 473	5.071 126	-0.465 71	A
601996	丰林集团	C21	—	2.743 639	—	A

负债经营的决策目标,主要是希望通过财务杠杆的作用,使权益资本收益率ROE得到提高。

而负债经营决策目标能否实现,主要受两个因素的影响:一是负债经营下企业整体的盈利能力,即息税前总资产报酬率 ROA^* 。企业的盈利能力越强,则息税前总资产报酬率 ROA^* 就越高,企业提高权益资本收益率ROE的目标就越容易实现;反之,则相反。二是企业负债的资金成本,可表示为负债年利率 i 。只有在息税前总资产报酬率 ROA^* 大于负债利率 i 的条件下,负债经营才是有意义的,财务杠杆才能显现正效应,此时负债比例越大,权益资本收益率ROE就越高,企业的经营目标就越容易实现;反之,则相反。

由以上分析可见,比较息税前总资产报酬率ROA*与负债利率i的关系,有助于我们判断企业负债经营的效益如何,从而揭示财务风险。

息税前总资产报酬率 $ROA^* = (\text{利润总额} + \text{利息支出}) / [(\text{总资产期初余额} + \text{总资产期末余额}) / 2]$

利率水平i的计算比较复杂一些,因为从上市公司公开披露的信息来看,尚缺乏相关数据,难以准确计量。通常,采取以下两种处理方法:①对于拥有充分信息的内部经营管理者来说,可以通过计算付息负债加权资金成本来准确计量。②对于不能获取充分信息的外部投资者、供应商等利益相关者来说,万红波(2010)等学者曾采用“财务费用/负债总额”作代替变量来进行计算。

对于上述两种计算方法,笔者的看法是,财务费用是利息支出减去利息收入再加上汇兑净损益、金融手续费等,其中利息收入、汇兑损益等都与借款的资金成本没有直接关系,属于干扰项,因此建议用利润表附注“财务费用”中的“利息支出”项目来代替。而负债总额包括付息负债和非付息负债,债务资金成本主要是因付息负债产生,如果用“负债总额”则会摊薄债务资金成本,不利于管理者融资决策。因此,建议用付息负债(包括“短期借款”、“应付票据”、“一年内到期的非流动负债”、“长期借款”、“应付债券”等)的平均余额来大概估算。即企业负债的资金成本 $i = \text{当期利息支出金额} / [(\text{付息负债期初余额} + \text{付息负债期末余额}) / 2]$ 。本文采用第二种计算方法。

为便于比较和判断,根据相关文献及常规财务理念,构建如下评级体系: $ROA^* - i \geq 5\%$,负债经营效果良好,财务风险较小,评为A级;梯次类推, $5\% > ROA^* - i \geq 4\%$,评为B级; $4\% > ROA^* - i \geq 3\%$,评为C级; $3\% > ROA^* - i \geq 2\%$,评为D级; $2\% > ROA^* - i \geq 0$,评为E级; $ROA^* - i < 0$,评为F级。下面仍以广西上市公司为例,进行分析说明。

本文根据国泰安数据库提供的2013年广西上市公司总资产报酬率、负债资金成本及其风险评级数据进行整理,结果如表3所示。

从整体看,2013年广西上市公司盈利能力较差、负债经营效果不佳,财务风险堪忧。其中,息税前总资产报酬率ROA*小于负债利率i的F级高风险公司有20家,占总体样本的2/3强;而财务稳健,有效运用财务杠杆提高股东收益的A级公司则只有4家,不足总体样本的14%。除北生药业外,28家公司ROA*的均值为5.09%,i的均值为6.67%,息税前总资产报酬率无法覆盖负债资金成本,财务杠杆总体看发挥的是负效应。

从个体看,下列公司值得关注:

1. 北生药业,2013年付息负债为零、利息支出为零,没有运用财务杠杆,息税前总资产报酬率为64.65%。但是其高收益的真正原因并非超强的盈利能力,而是公司获得了浙江郡原地产股份有限公司的债务豁免收益3 200

表3 2013年广西上市公司总资产报酬率、负债资金成本及其风险评级

公司代码	公司名称	所处行业	ROA*	i	ROA*-i	风险评级
000528	柳工	C73	0.029 65	0.028 57	0.001 08	E
000582	北部湾港	F07	0.178 95	0.065 06	0.113 89	A
000608	阳光股份	J01	0.050 83	0.074 58	-0.023 75	F
000662	索芙特	C43	-0.052 80	0.059 20	-0.112 00	F
000703	恒逸石化	C47	0.040 30	0.031 86	0.008 44	E
000716	南方食品	C03	0.064 55	0.090 85	-0.026 30	F
000806	银河投资	C76	0.035 11	0.066 29	-0.031 19	F
000833	贵糖股份	C31	-0.087 70	0.114 36	-0.202 11	F
000911	南宁糖业	C01	0.057 23	0.069 79	-0.012 56	F
000953	河池化工	C43	0.027 37	0.031 82	-0.004 44	F
000978	桂林旅游	K34	0.019 10	0.050 41	-0.031 31	F
002166	莱茵生物	C85	0.079 05	0.060 64	0.018 41	E
002175	广陆数测	C78	0.035 37	0.060 49	-0.025 12	F
002275	桂林三金	C81	0.198 57	0.047 31	0.151 26	A
002329	皇氏乳业	C03	0.046 74	0.057 46	-0.010 72	F
002592	八菱科技	C75	0.110 79	0.008 35	0.102 44	A
002696	百洋股份	A07	0.060 38	0.068 71	-0.008 33	F
600236	桂冠电力	D01	0.057 17	0.053 48	0.003 69	E
600249	两面针	C43	0.017 55	0.047 01	-0.029 47	F
600252	中恒集团	C81	0.176 27	0.074 09	0.102 18	A
600301	ST南化	C43	0.020 35	0.315 25	-0.294 89	F
600310	桂东电力	D01	0.038 32	0.056 68	-0.018 36	F
600368	五洲交通	F03	0.052 06	0.063 55	-0.011 49	F
600423	柳化股份	C43	-0.001 30	0.062 21	-0.063 49	F
600538	国发股份	C43	0.030 93	0.106 71	-0.075 78	F
600556	北生药业	C85	0.646 51	0	—	F
600712	南宁百货	H11	0.015 35	0.009 09	0.006 26	E
601003	柳钢股份	C65	0.034 39	0.036 97	-0.002 58	F
601996	丰林集团	C21	0.054 26	0.057 42	-0.003 15	F
—	平均值	—	0.050 90	0.066 72	—	—

万元。尽管公司2013年度的净利润约为3 264.48万元,但扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的每股收益仅0.003元,公司持续经营能力还有待加强。考虑到债务豁免收益的不可持续性,笔者计算了剔除该项收益之后该公司的ROA*约为4.53%,低于全体样本公司平均的资金成本6.67%,因此北生药业此项评级为F级。

2. ST南化,2013年公司付息负债的资金成本高达31.525%,造成财务状况上述异常的原因主要是,该公司之控股子公司南宁绿洲化工有限责任公司向公司之母公司南宁化工集团有限公司借入的无息借款按银行同期贷款利率计提了利息支出。

3. 贵糖股份,2013年公司付息负债的资金成本高达

11.436%,资金成本偏高可能是计算口径偏误所致,公司年初付息负债5 000万元,年末为零。由于偿还时间无法确定,按目前公式默认为年中偿还,而如果是年末偿还,则存在低估付息负债平均余额,进而高估资金成本的问题。不过,由于公司息税前总资产报酬率为负,因此并不影响其F级的高风险评级。

4. 八菱科技、南宁百货,这两家公司2013年的付息负债资金成本不足1%,分析其实际情况,这也与计算口径密切相关。这两家公司均存在短期借款期末大幅增长的现象,导致利息少量甚至尚未支出,但拉高了付息负债的平均余额,进而造成资金成本低估。

5. 桂林三金、北部湾港、中恒集团三家公司息税前总资产报酬率均在17%以上,即分别为0.178 95、0.198 57、0.176 27,说明其经营良好,财务稳健。

四、第四重判断:看流动性——比较经营活动现金净流量与当期偿债现金支出

在规模适度、风险适当、息税前总资产报酬率高于负债资金成本的情况下,负债经营通常是有益的,财务风险也是可控的,但是上述分析没有考虑现金流量,没有考虑流动性风险问题。有的企业整体或长期的投资收益很好,但由于现金流入与负债期限结构不匹配,也可能使企业面临时间性、结构性的偿债危机,甚至拖垮企业的资金链条,导致企业信誉受损甚至破产。流动性风险具有极强的破坏性,因此考察企业的财务风险,必须关注其经营活动现金净流量(ONCF)对当期偿债现金支出(ROCO)的保障程度,以避免企业陷入流动性偿债危机。

为便于比较和判断,构建如下评级体系:当 $(ONCF-ROCO)/ROCO \geq 50\%$ 时,负债经营的流动性管理良好,财务风险较小,评为A级;梯次类推,当 $50% > (ONCF-ROCO)/ROCO \geq 40\%$ 时,评为B级;当 $40% > (ONCF-ROCO)/ROCO \geq 30\%$ 时,评为C级;当 $30% > (ONCF-ROCO)/ROCO \geq 20\%$ 时,评为D级;当 $20% > (ONCF-ROCO)/ROCO \geq 0$ 时,评为E级;当 $(ONCF-ROCO)/ROCO < 0$ 时,评为F级。下面仍以本文选择的广西上市样本公司为例,进行分析说明。

本文根据国泰安数据库提供的2013年广西上市公司经营活动现金净流量、当期偿债现金支出及其风险评级数据进行整理,结果如表4所示。

从整体看,2013年广西上市公司负债经营的流动性管理效果不佳,企业爆发流动性债务危机的可能性较高。其中,超额保障度 $(ONCF-ROCO)/ROCO$ 小于零的F级公司高达22家,占比超过75%,其资金链条紧张程度可见一斑,究其原因主要是受制于其疲弱的盈利能力。29家上市公司经营活动现金净流量合计6 239 572 577元,较当期偿债现金支出49 371 274 970元,出现了43 131 702 393元的巨大资金缺口,短期内只能通过债务重组、资产处

表4 2013年广西上市公司经营活动现金净流量、当期偿债现金支出及其风险评级

公司代码	公司名称	所处行业	ONCF(元)	ROCO(元)	超额保障度	风险评级
000528	柳工	C73	1 083 445 164	971 727 065	0.114 97	E
000582	北部湾港	F07	912 931 293	888 206 505	0.027 84	E
000608	阳光股份	J01	-447 792 000	450 150 000	-1.994 76	F
000662	索芙特	C43	-308 918 183	164 500 000	-2.877 92	F
000703	恒逸石化	C47	187 569 521	9 300 604 319	-0.979 83	F
000716	南方食品	C03	107 482 856	425 884 832	-0.747 62	F
000806	银河投资	C76	64 029 460	585 800 000	-0.890 70	F
000833	贵糖股份	C31	-18 673 260	170 000 000	-1.109 84	F
000911	南宁糖业	C01	790 906 411	3 753 600 000	-0.789 29	F
000953	河池化工	C43	8 925 819	463 350 000	-0.980 74	F
000978	桂林旅游	K34	276 203 067	421 909 997	-0.934 54	F
002166	莱茵生物	C85	-66 318 876	479 669 768	-1.138 26	F
002175	广陆数测	C78	10 257 400	170 000 000	-0.939 66	F
002275	桂林三金	C81	314 159 410	0	+∞	A
002329	皇氏乳业	C03	118 449 658	261 000 000	-0.546 17	F
002592	八菱科技	C75	80 652 394	0	+∞	A
002696	百洋股份	A07	100 308 138	311 443 904	-0.677 93	F
600236	桂冠电力	D01	2 391 121 928	5 400 740 000	-0.557 26	F
600249	两面针	C43	2 392 912	453 500 000	-0.994 72	F
600252	中恒集团	C81	945 099 661	916 488 320	0.0312 2	E
600301	ST南化	C43	-23 025 131	74 426 720	-1.309 37	F
600310	桂东电力	D01	276 518 333	1 052 780 000	-0.737 34	F
600368	五洲交通	F03	-348 458 381	1 840 887 752	-1.189 29	F
600423	柳化股份	C43	414 240 361	1 944 510 412	-0.786 97	F
600538	国发股份	C43	-4 948 439	104 322 472	-1.047 43	F
600556	北生药业	C85	5 929 507	0	+∞	A
600712	南宁百货	H11	81 509 772	0	+∞	A
601003	柳钢股份	C65	2 400 644 819	18 745 772 903	-0.871 94	F
601996	丰林集团	C21	66 217 460	20 000 000	2.310 87	A
—	合计	—	6 239 572 577	49 371 274 970	—	—

置、资本运营、再融资等途径解决。但从长期来看必须改善经营管理,提高企业自身的造血功能。

从个体看,2013年年末现金保障能力较强,流动性充裕的A级公司共有桂林三金、八菱科技、北生药业、南宁百货和丰林集团5家,其中4家公司本期未发生偿债性现金支出,分析其原因:一方面可能是没有到期债务偿付的压力,即期末没有需要现金偿还的债务;另一方面也不能排除无力偿还、债务重组甚至刚性违约的可能,如北生药业就是因为获得了浙江郡原地产股份有限公司的债务豁免收益3 200万元,才未发生偿债性支出。因此,应动态监测公司的未来偿债压力,并构建实时预警系统,未雨绸缪,以应对债务偿还期限不均衡的结构性问题。

五、上市公司财务风险的综合判断

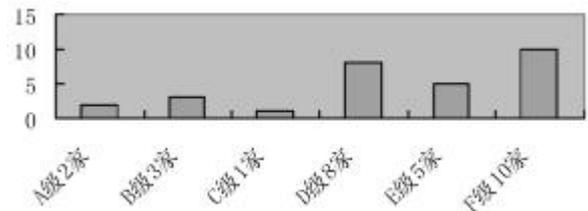
本文运用四重判断,分别对上市公司负债经营的规模、弹性、效益和流动性进行了评价。不足之处是,还缺乏整体的综合判断,实务中可以结合公司具体情况,采用层次分析法对四重判断的重要性进行赋权,然后约定各级的分值,即可进行财务风险的综合判断。

为统一评价标准,便于横向比较,笔者咨询了相关财务专家及实务中的财务高管,权衡确定四重判断的权重依次为15%、25%、40%和20%,ABCDEF各级对应的分值依次为90、80、70、60、50、30,综合评级约定ABCDEF各级对应的分值下限依次为85、75、65、55、45、0。以柳工为例,其四重判断评级分别为EAEE,则其综合分值=50×15%+90×25%+50×40%+50×20%=60分,60分介于55和65之间,综合评级属于D级。以此类推,如表5所示:

表5 2013年广西上市公司财务风险四重判断的综合分值及风险评级

公司名称	四重判断	综合分值	综合评级
柳工	EAEE	60	D
北部湾港	CAAE	78	B
阳光股份	AAFF	57	D
索芙特	AFFF	42	F
恒逸石化	DAEF	58	D
南方食品	CAFF	53	E
银河投资	EFFF	34	F
贵糖股份	AFFF	42	F
南宁糖业	FFFF	30	F
河池化工	FEFF	35	F
桂林旅游	DFFF	36	F
莱茵生物	FDEF	44.5	F
广陆数测	AAFF	57	D
桂林三金	AAAA	90	A
皇氏乳业	AAFF	57	D
八菱科技	AAAA	90	A
百洋股份	AAFF	57	D
桂冠电力	DEEF	48	E
两面针	AAFF	57	D
中恒集团	BAAE	80	B
ST南化	FFFF	30	F
桂东电力	A EFF	47	E
五洲交通	FFFF	30	F
柳化股份	FFFF	30	F
国发股份	FAFF	45	E
北生药业	FAFA	57	D
南宁百货	AAEA	76	B
柳钢股份	CAFF	53	E
丰林集团	AAFA	69	C

经过四重判断和综合评级,广西上市公司2013年财务风险各级别分布如下图所示:



2013年广西上市公司财务风险各别分布

由表5和上图可见,2013年广西上市公司整体财务风险较高,综合评价E、F级的高危公司超过了50%,尤其是高度杠杆、高度负债的公司已占到广西上市公司的三分之一强。因此,改善经营环境、提高盈利能力、调整财务杠杆已经迫在眉睫。当然,本文在各级次评级标准的设定以及四重判断赋权等方面都有一定的主观性,负债资金成本的计算口径也会在付息负债期初期末剧烈变动的特殊情形下失灵。个别公司的评价结果难免存在一定误差,希望在后续的研究中能够得以改进。

主要参考文献

徐春立.论企业可持续发展能力的财务杠杆政策利用[J].当代财经,2006(9).

黄志忠,白云霞.上市公司举债、股东财富与股市效应关系的实证研究[J].经济研究,2002(7).

陈日生.管理决策中异常值探测及检验的探索[J].中国管理信息化,2007(8).

钟田丽,范宇.上市公司产品市场竞争程度与财务杠杆的选择[J].会计研究,2004(6).

杨淑娥,胡元木.财务管理研究[M].北京:经济科学出版社,2002.

万红波,阮铭华,王蓓蓓.负债融资、债务契约与盈余信息质量关系研究——基于中国上市公司面板数据的实证分析[J].首都经济贸易大学学报,2010(5).

胡援成,刘明艳.中国上市公司债务期限结构影响因素:面板数据分析[J].管理世界,2011(2).

张继德,郑丽娜.集团企业财务风险管理框架探讨[J].会计研究,2012(12).

陆建芬.企业财务风险评价方法思考[J].财会月刊,2014(20).

李兴尧,钱琴.基于因子分析模型的上市公司财务风险评价[J].会计之友,2011(7).

【基金项目】广西高校科学技术研究项目“宏观经济下行风险与广西上市公司抗风险指数构建研究”(项目编号:LX2014371);广西高校人文社科重点研究基地基金资助项目“西江经济带特别试验区产业发展研究”(项目编号:桂教科研[2015]6号)