

论企业财务风险的产业效应

陈志斌(博士生导师), 曹佳敏, 王诗雨(博士)

【摘要】近年来,企业财务风险在行业内发生扩散并对其竞争企业经营活动造成影响的事件频发,这对市场稳定性产生了负面影响。基于我国经济向高质量发展阶段迈进的背景,有必要关注企业财务风险对竞争财务风险水平的影响。通过介绍传染效应和竞争效应这两种财务风险产业效应的概念和作用机制,进一步探究财务风险产业效应的影响因素以及竞争企业对财务风险产业效应的应对策略。这对竞争企业提高风险管理水平、政府构建调控有度的市场机制具有理论与现实意义。

【关键词】企业财务风险; 产业效应; 传染效应; 竞争效应

【中图分类号】 F275 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)18-0003-7

一、引言

风险管理一直受到政府与企业的重视,随着经济全球化的紧密发展与市场竞争环境中不确定性的增加,企业与市场面临的风险也在不断变化。在我国经济向高质量发展阶段迈进的要求下,党的十九大报告中习近平总书记曾多次强调防控金融市场体系中风险的重要性。金融风险不是孤立的风险,而是企业财务风险经传导与放大至金融体系中的表现。单个企业因管理不善、投资失误等导致资金链断裂,若不能及时防范和控制企业财务风险可能造成的风险溢出,那么财务风险很有可能向行业中的其他企业乃至整个金融市场扩散,加剧经济的脆弱性,造成不可逆转的破坏。

以往关于企业财务风险的理论研究主要侧重于企业内部财务风险的形成原因、传导路径以及风险预警等方面,是对企业财务风险的狭义理解。随着全球经济的快速发展,传统的企业发展模式受到挑战,如今的企业并不孤立存在于市场上,而是与竞争企

业共同组成复杂的关系网络。关系网络上的企业(节点),都通过资金流、物流和信息流相互连接和影响。一旦网络上任意一家企业面临财务危机,风险不仅会贯穿于该企业内部生产经营的每个环节,还会顺着关系网蔓延至其他节点,从而影响行业中竞争企业的财务状况。因此,研究企业财务风险对竞争企业财务风险水平的影响,不仅对于完善财务风险管理理论体系具有促进作用,而且对于竞争企业更加科学地预防和控制风险具有重大现实指导意义。本文用企业财务风险的产业效应这一概念代指单个企业财务风险对竞争企业财务风险水平的影响。

二、文献综述

财务风险是指在企业的各项财务活动中,因企业内外部环境中难以预测和控制的因素影响,导致企业的实际财务结果与预期财务结果发生偏离,从而蒙受损失的可能性^[1]。由于财务风险客观且广泛存在于经济生活中,贯穿于企业生产经营的全过程,因此,国内外文献很早就开始关注财务风险及财务

【基金项目】 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”(项目编号:71872040); 江苏省高校哲学社会科学研究重大项目(项目编号:2017ZDXM003); 江苏省社会科学应用研究精品工程财经发展专项课题(项目编号:17SCA-01); 中央高校基本科研业务费项目(项目编号:2242019S10008、2242019S30017、2242019S30018、242018S30042)

危机,但研究的侧重点主要在于企业内部财务风险的形成原因、控制以及预警等方面。而对于财务风险在行业内的传导、延伸、波及问题(即本文研究的企业财务风险的产业效应)的研究甚少。

研究企业财务风险产业效应的代表性理论是Lang、Stulz^[2]提出的企业破产危机会产生传染效应和竞争效应两种产业效应。传染效应是财务风险扩散所产生的负效应,如市场对行业公司盈利能力的预期降低;竞争效应反映竞争对手从企业财务风险事件中获益,是财务风险扩散所产生的正效应,如获取市场份额和市场定价能力。此后学者们也基本从这两方面进行相关研究,本文沿袭这一思路,对研究这两种效应的文献分别进行探讨。

(一)传染效应的相关研究

有关企业财务风险产业效应的研究中,大多是通过实证研究发现了较为明显的传染效应,而竞争效应相对来说较为微弱,因此较主流的观点认为:总体而言,一家企业的财务风险会对同行业企业财务状况造成负面冲击。自Lang、Stulz^[2]在实证检验中发现传染效应比竞争效应更显著后,Stephen等^[3]进一步验证了破产公告产生的传染效应更为显著。随后许多学者开始关注传染效应具体的作用路径,例如:破产危机会增加竞争对手的融资成本,造成非破产竞争企业的现金流危机;企业财务风险流出的负面消息会影响具有相似资本结构的同行业企业的信用水平,因此会造成行业性的需求下降和银行信贷危机等。

企业财务危机对行业内其他企业成本的影响具体表现为融资成本增加、产品要价能力降低等。融资成本增加可以用贷款利差在行业中蔓延来解释^[4],由于产生财务风险的企业偿债能力降低,行业中其他企业也会遇到银行等信贷机构及债权人对贷款合同进行变更的情况,例如对企业信用和资本结构的重新评级和被要求提前还贷等,从而增加了企业融资的难度。同样,财务风险也会通过影响抵押价值而导致同行业其他企业的债务融资难度增加^[5]。

目前关于信用风险传染效应的研究大多集中于对信用危机事件的个案研究,即一家企业信誉恶化导致利益相关者怀疑其竞争企业的信用水平,由此企业的财务风险发生扩散。王永钦等^[6]研究发现,在我国一些主要的信任品市场中传染效应占主导,这表明监管不力和公众对监管制度不信任是造成我国信任品行业危机的重要原因。也有学者从产能过剩

影响银行偿债能力的角度分析得出,银行间通过相互业务往来形成的信用网络造成了财务风险的传染^[7]。

(二)竞争效应的相关研究

虽然大部分关于企业财务风险产业效应的研究都偏向于认为传染效应强于竞争效应,但由于研究背景、时间、样本等因素的差异,也有学者通过理论假设和实证研究证实了竞争效应较强的存在。Stephen等^[3]在分析财务风险产业效应强弱时,发现在观测中竞争效应不如传染效应明显主要是由于企业财务风险会传达正信息效应,这种信息效应可能表现在企业财务危机前后较长的时间区间内,因此不易观测。而Baranchuk等^[8]认为当企业破产披露了有关行业前景信息时,可以使竞争对手从中获益,例如,当公司是由于竞争能力下降导致破产时,破产公告反而给信息使用者传达了行业效率提高的好消息,因此降低了竞争对手的财务风险水平。此外,政府规制强度的不同也影响了产业效应的观测结果。王诗雨、陈志红^[9]基于我国规制环境和竞争环境对上市公司进行检验,发现在政府规制的影响下我国企业财务风险的竞争效应主导了传染效应。

综上所述,现有研究存在如下不足:一是国内外研究大多集中于金融市场或个别上市企业的个案研究,属于具体问题具体分析,然而对于企业财务风险产业效应的作用机理没有形成系统的研究体系,研究结果较为分散。二是传染效应和竞争效应的强弱关系尚未形成定论。虽然传染效应一直以来获得了较多的关注,但竞争效应的存在也不容忽视,因此需探究财务风险产业效应的影响因素以解释已有研究结果的差异。

三、理论基础与作用机理研究

(一)企业财务风险产业效应的概念界定

本文将企业财务风险的产业效应定义为单个企业的财务风险对行业内竞争企业的影响。单个企业产生财务风险后若进一步扩大,会导致行业范围内的产业财务危机,体现了财务风险由微观向中观的渗透和传导,扩大了财务风险的影响范围和深度。企业财务风险的产业效应基本可以分为传染效应和竞争效应。前者是财务危机事件对竞争企业的负面影响(使竞争企业财务风险水平提高),后者是财务危机事件对竞争企业的正面影响(使竞争企业从中获益,降低其发生财务风险的可能性)。

（二）传染效应及传导机制

传染效应是指一个单位的不良财务状况对与其有关联的其他单位产生负溢出效应，使其蒙受损失。在行业范围内企业财务风险的传染效应具体可以表现为竞争对手股票市场的非正常股价下跌、企业声誉受损、融资成本增高、客户与供应商流失等对企业生产经营活动产生的不利影响。在财务危机产生后，与破产企业具有相似特征的企业会遭受更为严重的负面影响。比如，当竞争对手与破产企业在资本结构、信用关联、现金流特征、商业模式等方面相似度较高时，传染效应尤其强烈。

根据公司治理理论，财务风险在行业中扩散的根本原因是市场信息不对称。在现实中，有的企业刻意隐瞒其真实价值或者无法随时披露真实价值，市场不存在完全对称的信息条件。在信息不对称的情况下，投资者可以通过企业破产宣告的相关信息了解到危机企业的真实价值以及行业的预期走向。对于行业中其他竞争企业而言，它们的信息在此过程中遭到了一定程度的泄露，使得投资者怀疑竞争企业价值的真实性并重新评估其价值，造成竞争企业的企业价值下降。

除破产揭露的行业负面信息本身对同行业企业权益资本价值不利外，企业财务风险还会通过影响竞争企业供应商、客户、债权人等利益相关者的行为，间接对行业中竞争企业产生负面影响。供应商会在要求竞争企业提前偿还应收账款的同时提高材料要价，使企业生产成本提高；客户和下游分销商会对产品供应的及时性和质量的稳定性产生怀疑，减少产品需求，使企业的要价能力降低；债权人会为了预防风险而缩短偿债期限并修改债务条款，使企业融资难度增加；外部监管者会增加对行业的规制，给企业经营带来压力。可见，利益相关者的行为在一定程度上扰乱了竞争企业正常的生产经营活动，增加了其在筹资、融资、投资、生产、销售等各环节的困难，使财务风险从危机企业扩散至竞争企业。

（三）竞争效应及传导机制

竞争效应是指当企业出现财务危机时，其竞争对手可以从中获益从而提升企业价值的现象。竞争效应可以用行业财富的重新分配来解释，当陷入财务困境的企业遭遇市场需求下降时，产品的市场需求不会瞬间蒸发，而是转移到竞争企业中，给它们带来相对于危机发生前的竞争优势。这种需求转移主要发生于如下情况：①当企业财务风险成因是企业

自身因素而非行业共同原因时，财务危机不仅不会传达行业负面的前景信息，反而可以被解读为行业整体效率提升下危机企业被优胜劣汰的过程。因此，消费者预期竞争企业可以提供更优质的产品而转移市场需求，使得竞争企业获得需求转移的红利，并借机扩大自身市场份额。②企业财务风险事件本身也存在成本，财务风险导致危机企业内部各个生产经营环节的效率降低，在生产环节表现为边际成本上升、产出下降和被迫高价出售。根据供给与需求曲线，竞争企业间产品可互相替代，危机企业因成本上升被迫提升产品价格，竞争企业无论是借机提价还是保持原有价格都会获得更大的利润空间。

竞争效应的另一种传导机制是竞争企业通过把握投资机会来获益。危机企业因现金流短缺难以对新的投资机会及时做出反应，此时资产状况良好的竞争对手可以借机增加投资，获取更多利润。

（四）财务风险产业效应的作用机理

财务风险的产业效应本质上是竞争企业在财务危机事件的影响下自身财务风险水平发生变动。企业财务风险之所以会造成竞争对手企业整体价值的上升或下降，是因为危机企业的财务风险作为风险信号影响了竞争企业利益相关者对其价值的预期，提高或降低了竞争企业陷入财务困境的可能性。这种风险信号可以用违约相关性来解释，即一家企业的财务风险事件引起其他企业违约的可能性。当企业间因资产相关而存在违约相关性时，一个企业的财务风险事件就会影响到其他企业的财务风险水平。违约相关性具有中性特征，即企业间既可能发生违约正相关（传染效应），也可能发生违约负相关（竞争效应）。利益相关者为降低自身风险水平反过来对竞争企业施加影响，最终在竞争企业财务相关业务的功能节点结合形成各个环节的风险，导致竞争企业财务成果与预期目标偏离，产生价值损失。

四、财务风险产业效应的影响因素

企业财务危机发生后，同行竞争企业会同时受到传染效应和竞争效应的叠加影响，但究竟哪种效应更明显，学者们尚未得出一致意见。由于企业财务风险的产业效应会受到企业内外部因素的影响，实证观测中由于样本等因素的差异，得出的结果也有区别。因此，近年来从影响因素角度进行财务风险的产业效应研究逐渐受到理论界关注，本文也从行业特征和企业特征两方面总结了财务风险产业效应的

影响因素。

(一)行业特征对财务风险产业效应的影响

1. 行业杠杆率。适度运用财务杠杆和经营杠杆可以放大投资的效果,提高企业的资金运用效率。但是过高的杠杆率也会埋下巨大隐患,财务杠杆中的负债经营理念会给企业未来收益带来不确定性,从而导致实际结果与财务目标发生偏离,引发财务风险。企业财务风险水平与财务杠杆系数密切相关,当行业整体杠杆率抬高时,破产传达的行业负面消息会导致竞争企业的股权价值下降比例增加,使得传染效应更明显。同时,行业杠杆率对竞争效应存在两种相反的影响作用。一方面,竞争效应会影响企业的总价值,高行业杠杆率使得股权价值相对于行业现金流弹性增大,因此竞争效应对企业总价值的提升效果更明显。另一方面,高杠杆率意味着企业负债比率较高、现金流灵活度不足,难以及时把握企业破产的竞争机遇并从中获利。综上所述,行业杠杆率提升对竞争效应的作用方向是不确定的。

综合行业杠杆率对两种产业效应的影响作用来看,杠杆率会明显放大传染效应,但对竞争效应的影响存在正负抵消的过程,因此,预计在较高行业杠杆率的行业中更易观测到以传染效应为主导的产业效应。在实践中这一表现也可以得到验证,如金融、证券以及房地产行业因杠杆率较高,更易发生财务风险在行业内的扩散,此类企业暴露在更大的同业风险敞口中,极易因一家企业发生风险而导致同行业公司相继受损。

2. 产业集中程度。产业集中程度是指用占行业绝大多数市场支配程度的少数企业市场份额来表示该行业竞争和垄断程度的指标。由于竞争效应的本质是竞争企业夺取危机企业出让的市场份额从而获益,因此在完全竞争市场中,出让的份额并不能带来收益,此时市场仅存在传染效应^[10]。当产业竞争程度降低,即产业集中程度较高时,竞争效应得到加强。而不完全竞争市场存在贸易壁垒,使得新竞争者难以进入,市场中原有的竞争企业在扩大市场份额的同时投资设备、厂房等资产获得规模效应,进一步降低了成本,因此表现为强烈的竞争效应。产业集中程度对传染效应的影响则稍显复杂,当产业集中程度降低时,产业企业间的相似性大概率提升,因此传染效应被放大;但产业集中程度越低的市場,信息不对称程度越低,而信息不对称的存在是导致财务风险产生的重要原因之一,因此传染效应减弱。可见,

产业集中程度对传染效应的影响方向并不明确。总体而言,在产业集中程度较高的行业中竞争企业获得明显的竞争效应,而在产业集中程度较低行业中竞争企业因竞争效应不甚明显而被传染效应主导。

3. 市场有效性。金融界认为有效市场是指信息有效的市场,即若市场对信息的披露效率能使得企业的信息被及时吸收并体现在证券市场的资产价格中,则认为市场对信息是有效的。根据有效市场假说,市场有效性越强,企业资产价格反映出市场参与者的信息就越全面与迅速。当市场信息流渠道顺畅、信息不对称程度较低时,行业的预期走向和竞争企业真实价值信息已被证券市场真实反映,因此个别企业的财务风险事件不会影响投资者对竞争企业的已有价值判断。同时,有效市场假说认为,有效市场强度增加时,投资者不仅可以获得企业的历史信息,还可以获得企业所有的公开信息甚至内部信息,此时投资者在风险事件发生之前就可以提前通过预测形势进行应对,因此财务危机事件很难对行业市场造成强烈冲击,传染效应的产生受限。此外,当市场有效性增强时,信息失真导致的金融市场摩擦被弱化,市场资源配置效率提升,同行业公司金融市场上的交易成本降低,因此竞争效应更为明显。综上所述,当某行业的市场有效性提升时,传染效应的产生受限,竞争效应占主导地位。

4. 政府规制强度。受到强烈监管的企业出现财务危机会让投资者偏向于认为危机起因是行业共同的因素,因此行业前景被低估;而缺少监管的企业产生财务风险更可能被归因于企业自身发展问题,此时行业前景可能被高估。另外,若财务风险是由信用危机、丑闻事件等引起的,政府因其经济调节、市场监管、政策制定的职能所在,在企业财务风险事件发生后会通过规制政策主动管控财务风险在行业内的进一步扩散。行业监管加强造成了竞争企业较高的治理成本,使得企业利益受损。比如,我国食品卫生行业爆出安全问题后,地方政府会立刻加大食品质量安全检查力度,由此对地域性行业竞争对手造成监管成本增加的不利影响。因此,可以认为处在更强的政府规制下的行业中财务风险的传染效应会得到加强,政府规制对竞争企业总体形成了负向干预的作用。

此外,政府规制通过影响产业集中度这一中间变量最终影响竞争效应的强度。由规制理论可知,政府规制的重要作用之一就是对其产业内的竞争者

数量进行控制,防止少数企业控制市场造成行业垄断。在我国,集中度较高的行业一般被中央或地方政府机构监管的国有企业所领头,形成行政性垄断市场,因此政府规制可以通过对国有企业经营的引导和规范实现对该行业的管控,将行业集中度控制在合理范围内,进而导致竞争效应的强度受规制限制。但政府规制也会造成少数企业因竞争效应获益。例如,国有企业由于政府严格限制行业准入条件,其经营业绩显著高于行业中其他企业。另外,地方性保护政策和优惠措施致使部分区域内企业凭借政策优惠获得较大的竞争优势。

可见,一方面较强的产业规制抑制了行业向垄断市场发展,从而降低了竞争效应的强度;另一方面竞争企业因规制增强导致成本提升(如为提升产品质量使用报价更高的原材料、整改不合格生产线、违约成本提高等),进一步加大了传染效应。

(二)企业特征对财务风险产业效应的影响

1. 竞争企业与危机企业的相似度。竞争企业与危机企业的相似度是指在危机特征上的相似度,而非企业间的整体相似程度。当竞争企业表现在财务风险成因上的相似程度越高时,传染效应带来的负面影响越强烈。这一点可以用心理学上的同化对比效应来理解,当消费者将财务风险的产生归因于企业的某项特性(如产品质量瑕疵、技术失误、管理不当等),且竞争企业也存在相似特征时,就会使消费者形成以危机企业为标准的对比行为。越多的相似特征触发时,消费者对竞争企业的发展预期越不看好,这便是启动了同化效应。反之,企业间的相似度较低,被消费者判断为对比产品时,负面效应则很难溢出,此时竞争企业产品会作为替代品吸引消费者购买,形成了正面的竞争效应。

2. 竞争企业的资本结构稳定性及现金流状况。对单个企业而言,资本结构的稳定性降低意味着抗风险能力下降,流动比率降低时偿债能力也会下降,企业财务危机发生后其竞争企业对融资成本变动缺乏应对能力。从投资价值来看,市场中投资者更信赖规模较大、信用度较高、现金流状况良好的企业,因此在财务危机发生后此类企业易出现股票上涨趋势。综上可知,产业中资本结构稳定、现金流水平良好的企业可以获得明显的竞争效应,反之则表现为传染效应。

3. 危机企业的绝对地位以及竞争企业与危机企业的相对地位。绝对地位是指在行业中根据市

场份额等公司实力指标对企业排序后的客观地位水平,相对地位是指竞争企业相对于危机企业处于行业中更高还是更低的水平。一般而言,绝对地位越高的企业产生财务风险对竞争企业的负面影响越大。设想某产业中占市场份额最大的企业发生财务危机,其作为该产业的典型品牌具有绝对影响力,与供应链上其他企业的合作关系最为密切,其发生的财务风险在波及范围与强度上都远超地位较低的企业。同时,产业领先企业的单个企业财务风险更易被利益相关者解读为产业衰落的预兆,挫伤投资者对整个行业中企业的投资信心。相对地位越高的竞争企业越容易从竞争效应中获益。面对财务危机释放的市场容量,只有地位更高、财务状况更好的企业才更容易把握竞争机遇,从投资和抢占市场份额中获益。

4. 危机企业破产清算或重组的选择。当危机企业财务风险衍化为重大财务危机事件时,危机企业出于保护股东利益会选择企业破产重组或清算。破产清算企业因释放其市场份额对其竞争企业产生正面的竞争效应。但破产重组企业实际上并未退出市场,反而通过节税等政策支持以及脱离企业恶性债务的形式,重新在市场上组建形成更具竞争力的企业,给竞争企业带来竞争压力,形成长期的传染效应。

对于我国上市公司而言,其在财务状况出现异常后还有一段特别处理(ST)的缓冲期。这一特别处理制度作为我国证券市场特有的制度,本质上是由于我国上市资格稀缺且退市制度尚不完善,因此对财务状况异常的企业“戴帽”以警醒投资者谨慎投资。但上市与退市的复杂性使得投资者相信企业一旦上市,即使绩效再差也很难退市,反而可以通过“壳资源”重新恢复正常,因此投资者往往盲目投资特别处理板块的公司。从这一角度而言,特别处理的上市公司类似于破产重组企业,其享受与正常公司无异的待遇,且股票市场每日涨跌幅限制也保证了其股票不会被恶意操控。同时,特别处理的公司可以将壳资源出售给想要上市的企业,以获得融资,改善企业财务状况,避免退市的威胁与风险。总体而言,特别处理制度的政策优待保护了危机企业的利益,但对竞争企业而言,相当于形成了更为强大的竞争对手,竞争程度增加导致传染效应增强。

五、竞争企业对财务风险产业效应的应对策略

特定市场中的企业互为竞争对手,通过对市场

竞争环境的适应和变化维持相对稳定的竞争关系。当因财务风险造成危机企业从市场退出时,无论其原本在市场中处于何种地位,其退出市场时释放的市场份额容量都会带来行业竞争结构的波动。根据动态竞争理论,竞争的过程是动态的,没有绝对、长期的竞争优势,竞争者们总是通过不断的出击和应对以获得市场的再度平衡。本文按市场竞争策略理论将行业竞争者按企业实力分为市场领导者、市场挑战者、市场追随与补缺者三种类型,其所占市场份额分别为40%、30%、30%,并进一步探究市场中不同竞争地位的企业对于财务风险的产业效应应采取何种应对策略。

(一)市场领导者——稳步扩张战略

市场领导者具有企业规模巨大、资本存量雄厚、与供应链上下游企业保持较高议价优势和合作共赢关系、顾客信用评价高等竞争优势。在危机企业产生财务危机后,投资者倾向于信赖市场领导者的产品质量和企业品牌,因此此类企业受到的负面溢出影响较小。同时,当市场领导者面对传染效应造成的短期成本急剧抬升时,能通过现有资本存量应对成本抬升造成的现金流危机,因为风险承受能力强的企业对财务风险的产业效应可以起到缓冲、降低与吸收的作用。

面对竞争效应带来的市场份额扩张机遇和投资机遇,市场领导者也有充足的现金流储备来应对,此时其可先发制人地采取如下掠夺性措施:①扩大生产设施投入,进一步形成生产规模效应。规模效应下企业可以降低生产成本、提高生产效率,同时压低市场同类产品价格,以降价攻势压缩下游企业产品利润空间。②加大营销与研发力度,通过提升产品质量、企业信誉,对下游企业的市场需求和客户资源进行掠夺。例如采取品牌差异化战略吸引消费者,弱化产品同质性下财务风险水平的提升。③与供应链中其他企业联合进行掠夺,通过抬升产品市场和供应链上下游的交易成本,进一步加深下游企业的财务困境。④加大投资力度,利用充足的资金储备把握行业中释放的投资机会和市场份额。市场领导者由于自身资本结构优势,能有效把握竞争效应的良机,通过“易守为攻”实现市场份额的稳步扩张。

(二)市场挑战者——“上防下夺”、建立联盟战略

市场挑战者出于对更大市场份额的渴望,管理者往往愿意采取激进的进攻策略挑战市场领导者的权威,但由于政策保护及市场领导者的防御壁垒,进

攻战略的成效颇微。现实中市场挑战者只能通过运用差异化战略,挖掘自身品牌的独到之处,逐步积累客户量,伺机而动进行“行业洗牌”。一般而言,市场挑战者的企业规模处于市场中上水平,有一定的资本存量,与利益相关者存在较为平等、但议价能力稍显不足的关系,在核心特色产品市场的信用度较高。

由于市场挑战者的管理风格更为激进,同时其在研发新产品、拓展新渠道等方面需要承担巨大的成本和风险,因此受到的传染效应更为严重,生产经营进度会因资金流通受阻而出现滞涩,如果企业无法通过资本存量进行合理弥补,则会产生现金流危机。在信用传染方面,由于市场挑战者的产品风格吸引的客户忠诚度很高,虽然其信用水平不如市场领导者坚固,但客户粘性不会急剧下降,客户流失量较少。竞争效应本来对市场挑战者而言是迅速抢占市场份额的绝佳机会,但在生产经营受阻的情况下很难有空闲资金与市场领导者抗衡,同时信贷链上成本也因传染效应而被抬高,市场挑战者很少会选择通过增加贷款背水一战抢占市场份额,只能舍弃竞争效应下的市场扩张机遇。

市场挑战者企业一般对上游企业采取如下防御与躲避策略:①保护企业关键环节,不让市场领导者找到“突破点”。比如对于市场领导者可能与供应商联合掠夺的行为,市场挑战者应加强与关联企业的沟通与合作,必要时通过谈判与签订不等条约“挽留”合作关系,确保生产经营环节能顺利进行。而在价格战中可以通过改进产品性能、质量,避免与竞争产品同质化,降低企业产品在产品市场中的竞争程度。②强化企业竞争优势,市场挑战者独特的产品卖点和顾客粘性可以化解高位企业的掠夺压力。由于国有企业往往采用低成本战略扩展市场,市场挑战者面对价格战只能抵御一时,长时间低价出售造成的利润损失会加剧其经营风险。因此,挑战者需要从产品特色方面突击,例如对忠实客户群推出新系列产品、加大产品附加服务的营销力度等。

市场挑战者在面临不利的市场竞争状况时还会采取建立联盟、互相抱团的策略,通过集聚多个企业的资源力量,共同应对高位企业的掠夺行为。例如:通过打通信息壁垒、进行资源共享等减少信息不对称,进而降低财务风险水平;或是错开产品的设计与研发方向,防止抱团企业间的竞争加剧。对于地位更低、抗风险能力更脆弱的市场追随与补缺者,市场挑战者可以借市场领导者的掠夺力量向下游企业施行

掠夺。

(三)市场追随与补缺者——寻求并购战略

市场追随与补缺者的数量极多但规模均较小。市场追随者复制套用市场挑战者的经营模式,且因为相对于市场挑战者省去了大量研发投入而在与其抗衡时存在利润优势。市场补缺者表现为在需求量很小的细分市场上弥补供给空缺,往往处在行业的进出市场边缘。财务风险的产业效应在这些企业中表现为明显的传染效应。一方面巨大的企业数量导致在此竞争水平上的市场趋向于完全竞争市场,竞争效应被弱化;另一方面此类企业存在杠杆水平较高、信用水平低下的共性,强化了传染效应的风险。

除了受到产业效应的负面冲击,这部分企业面对高位企业的掠夺战略时也缺少抵抗能力。它们由于在企业资本结构、客户存量、信用水平、议价能力等方面都没有资源与信息优势,往往成为被掠夺的对象。这些企业由于资源过于分散,也难以在同类企业中抱团,只能求助于市场领导者或市场挑战者,通过被高位企业合并与收购暂时化解财务风险,保持企业的存续。而未能抵御传染效应以及一系列掠夺行为的企业最终将退出市场。

六、研究结论与启示

本文在对企业财务风险产业效应的相关文献进行梳理的基础上,对财务风险产业效应的概念界定、传导路径和作用机制进行了介绍,并进一步探究了财务风险产业效应的影响因素和竞争企业对财务风险产业效应的应对策略。可以看出,企业财务风险不仅对其自身价值造成了损伤,还会影响其竞争企业的财务风险水平,甚至可能对市场稳定性造成破坏。因此,竞争企业与监管者都要及时防范与控制财务风险产业效应进一步扩大产生的负面影响。

竞争企业管理者在危机企业的财务风险问题显露后要及时对风险成因、与危机企业的相似度、所处行业和企业竞争地位进行判断,预测企业是否会受到传染效应的冲击,还是存在竞争机遇可提升企业价值。监管部门既要防止产业垄断势力的形成,也要避免过度竞争下企业同质化带来的风险传染,政府可以通过降低信息不对称来防范传染效应,例如建立更多企业征信平台和产业信息平台。此外,针对信息违约风险,可以建立合理的金融保险制度,减少违约事件的发生。对于重大财务风险事件,政府也应针对

风险成因加强管理、规范行业市场,从长远来看可稳定市场产品质量以及获得消费者与投资者的信赖,促进产业良性发展。

主要参考文献:

- [1] Edward I. Altman, Edith Hotchkiss. Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt [M]. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2011: 1~20.
- [2] Lang L. H. P., Stulz René M.. Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1992(1): 45~60.
- [3] Stephen P. Ferrisa, Narayanan Jayaramanb, Anil K. Makhijac. The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects [J]. Journal of Corporate Finance, 1997(4): 1~395.
- [4] Hertz M. G., Officer M. S.. Industry contagion in loan spreads [J]. Journal of Financial Economics, 2012(3): 493~506.
- [5] Efraim Benmelech, Nittai K. Bergman. Bankruptcy and the collateral channel [J]. The Journal of Finance, 2011(2): 337~378.
- [6] 王永钦,刘思远,杜巨澜. 信任品市场的竞争效应与传染效应:理论和基于中国食品行业的事件研究[J]. 经济研究, 2014(2): 141~154.
- [7] 钱水土,金崇赞. 我国银行间市场双边风险传染效应研究——基于产能过剩行业波动冲击的视角[J]. 浙江学刊, 2016(6): 173~183.
- [8] Baranchuk N., Rebello M. J.. Spillovers from good-news and other bankruptcies: Real effects and price responses [J]. Journal of Financial Economics, 2018(2): 228~249.
- [9] 王诗雨,陈志红. 企业财务风险衍化及其产业效应——基于规制环境和竞争环境的双重情境分析[J]. 会计研究, 2018(11): 56~62.
- [10] Aharony J., Swary I.. Contagion effects of bank failures: Evidence from capital markets [J]. Journal of Business, 1983(3): 305~322.

作者单位:东南大学经济管理学院,南京211189