

企业真实财务风险水平衡量研究

李心合

摘要：财务风险衡量的真实程度对微观和宏观两个层面的金融及经济政策选择、资源配置结构和使用效率、风险管理体系的建立都具有直接的影响。遗憾的是，流行于国内外的常规财务风险衡量方法难以反映财务风险的真实水平。重构企业财务风险衡量体系以反映其真实水平，需要做三方面的创新：一是重新界定财务风险概念，把经营风险纳入财务风险体系，扩展财务风险边界，实现从“债务风险观”向基于财务报表的“大财务风险观”转变。二是重新选择财务风险衡量指标，建立覆盖战略风险、市场风险、运营风险和债务风险（狭义的财务风险）四类整体性经济风险的综合财务风险衡量指标体系。三是重新确定财务风险衡量指标计算口径，解决信息混淆对真实衡量财务风险的干扰。

关键词：真实财务风险；经营风险；债务风险观；大财务风险观

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838 (2021) 02-0003-12

一、引言

一场突如其来的新冠肺炎疫情，正在甚至已经彻底改变了世界。从2020年新冠肺炎疫情对宏观经济造成的巨大震荡和对很多微观企业造成的巨大破坏来看，未来企业的财务风险将会进入一个水平更高、波动更大、周期更长的新阶段。新阶段上，我们首先应当反思和矫正之前对财务风险及其真实衡量问题的轻视乃至误读。从为数众多的针对财务风险及其相关问题的研究文献看，似乎得不出学界轻视的结论，但是纵观文献对财务风险的定义和定位，很难找到摆对位置的文献。实际上，财务风险是企业重中之重的风险，是头等重要的风险。多数情况下，财务风险代表企业的“底线”或“生命线”。战略风险、市场风险、技术风

险、法律风险等的发生未必会让企业短期内死亡，但是财务风险却能让企业一夜间丧命。财务牵动的是资金流，财务风险显示的是资金紧缺、支付困难乃至无力支付的风险，而资金好比人的血液，血液流动与生命持续应该是同步的。

相比财务风险及其形成机理和经济后果的研究，有关财务风险衡量问题的研究更被学界轻视和忽视。中国海洋大学王竹泉教授于2019年针对“中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析”（发表在《管理世界》2019年第2期，简称《透析》）所做的开创性研究有两点极其重要的启发：一是应从微观和宏观的结合上重新把握财务风险衡量的现实意义。财务风险衡量的结果不仅直接影响微观企业财务与经营政策的选择及风险管理体系的建立，而且直接影响宏观经济政策的选择及实体经济乃至整个经济体系的

收稿日期：2021-03-07

作者简介：李心合，南京大学会计与财务研究院教授，博士生导师。

运行效率。财务风险衡量失真,将误判微观和宏观经济的运行状态,进而导致误导微观和宏观政策的选择与制定,导致资源错配和低效率使用,其现实意义之重大应该引起学界和实务界的高度关注。二是应打破常规重新研究和构建能够反映财务风险真实水平的衡量指标体系。习惯上,人们使用以资产为基础的资产负债率和财务杠杆(或资产杠杆)来衡量财务风险,《透析》在重新界定资产与资金、资本三个概念,并建立资本恒等式的基础上,提出了“资产负债率”和“资本杠杆”两个新概念和新指标^①。

不过,围绕财务风险的真实衡量这一主题,仍有很多具体问题需要进一步研究。诸如:究竟如何理解和定位财务风险,财务风险的衡量究竟应当以资产为基础还是以资本为基础,财务风险衡量指标究竟如何选择,财务风险指标的计算口径究竟是否应该扣除经营性负债,财务风险指标的计算基础究竟如何把握等等。本文将结合我国企业实际情况进行更具体的分析探讨。本文与王竹泉教授的《透析》一文的主题都是研究企业财务风险真实水平如何合理衡量,但视角不同。《透析》在维护现有财务风险概念的基础上致力于变革财务风险衡量指标(主要是负债率和财务杠杆)的计算口径,本文则对财务风险概念进行扩展性解释的基础上,通过建立覆盖范围更宽的企业整体性经济风险的指标体系,以及重新选择这些指标的计算口径和数据基础,达到真实衡量财务风险的效果。

二、现有财务风险水平衡量体系的重大缺陷

迄今为止,国际上能够检索到的公司财务风险水平衡量体系有两种类型:

一是单指标衡量模型。分为杠杆模型与非杠杆模型两种:(1)杠杆分析模型,依托财务报表数据、以资产负债率或财务杠杆为核心指标进行财务风险分析。如同宏观经济

增长使用GDP增长率衡量一样,财务学上通常把“资产负债率”高低作为衡量财务风险水平的最重要指标。一般认为,资产负债率越高,企业的财务风险水平越高。在有关资本结构和财务风险的文献以及政府的相关文件中,资产负债率的高低与财务风险水平通常被等同起来。比如去杠杆政策,就是把以负债率为核心内容的杠杆率作为衡量国有企业经营班子经营业绩的重要指标。(2)非杠杆分析模型,依托市场数据,通过分析概率(概率分析法)、计算方差(资本资产定价模型)等,对某类业务或市场风险进行分析。杠杆分析模型是对企业整体风险(债务风险)进行分析的模型,而非杠杆模型只是就某类业务或市场而非整体性风险的分析模型。

二是多指标衡量模型。其中又分为单变量模型与多变量模型两类:(1)单变量模型。单变量并不意味着只使用单一指标,仍然是多指标结合使用,与多变量模型的差别主要在于是否整合成一个系数或指数。单变量模型所用的分析指标,1966年威廉·比弗(William Beaver)提出时有4项,包括债务保障率(现金流量/债务总额)、资产负债率、资产收益率(净收益/资产总额)和资产安全率(资产变现率-资产负债率),后来经过了不断的变化。实践中,人们多以资产负债率和财务杠杆(或称资产杠杆)为主要指标,辅之以流动比率、速动比率、现金比率等指标进行财务风险分析。(2)多变量模型。是一种将多项指标综合成一个系数或指数衡量财务风险的分析模型,Altman的Z计分模型、多元线性判定模型、多元非线性回归模型、神经网络预警模型等均属此类。

两类模型的适用范围和功能作用有所区别。单指标模型是对“现在”的财务风险的度量模型,而多指标模型是对“未来”的财务风险的预警性模型(见表1)。

目前的两类财务风险衡量体系,获得多项理论支持和

表1 企业财务风险的衡量模型

模型		功能
单指标模型	杠杆模型	度量企业“现在”的“整体性”的财务风险水平。
	非杠杆模型	度量企业“现在”或“未来”发生的某项业务的财务风险水平。
多指标模型	单变量模型	预测企业“未来”的“整体性”的财务风险水平。
	多变量模型	

^①资本恒等式:总资金=总资本=总资产-营业性负债=总资产-(总负债-金融性负债)=所有者权益+金融性负债。资产负债率=金融性负债/(所有者权益+金融性负债)。资本杠杆=总资本/所有者权益=(所有者权益+金融性负债)/所有者权益。

实践检验,其科学性和合理性应当被充分肯定,但亦非到位或不可改善。笔者的看法是,至少存在如下重大缺陷:

1. 对财务风险概念的理解不到位

根据王强(2002)在《企业失败研究》一书中所列西方相关文献整理,企业财务失败或财务风险依其后果的严重程度,可以划分为三种状态:第一种状态是支付困难,表现为当前现金流量不足以支付当期支付义务,或没有或减少股利发放。第二种状态是债务违约,表现为短期债务拖延支付,或违约偿还贷款。第三种状态是破产及清算,表现为净值出现负数,或破产保护与重整,或宣告破产清算。这三种状态,分别代表对财务风险的三种理解,分别用“支付危机观”、“违约风险观”和“清算风险观”表述。这三种财务风险观的差别在于,优先股股息或股利难以支付,不等于到期或短期债务就无力支付而出现债务或债券违约;而债务违约,也未必就达到“资不抵债”、申请破产重整甚至进入破产清算状态。三种风险观的共同点是:均以资本市场举债经营为背景,以资金与负债的关系为核心,不考虑经营性资金支付,实际上也可以概括为“债务风险观”。

受计划经济时代形成的企业财务观的影响,国内文献更倾向于从“财务活动”的视角定义和把握财务风险。一般认为,企业财务的对象是“资金运动”,其主要活动包括筹资活动、投资活动、资金回收活动和收益分配活动四个方面,对应的财务风险也就由筹资风险、投资风险、资金回收风险和收益分配风险构成。把财务风险理解成“财务活动的风险”,是国内相当一部分专家学者坚持的观点,本文称之为“财务活动观”。

尽管现有的解释都在一定范围内获得高度认同,但总体看依然存在一定缺陷:

缺陷之一是对财务风险的分析视角单一,且与“风险”概念的契合上存在问题。中外文献中,“风险”的概念至少有三类:一是从“损失”的角度把风险定义为“损失或损害的可能性”或“可能发生的损失”;二是从“不确定性”的视角把风险描述为“结果的不确定性”或“多种可能的结果”;三是从“不利事件”的角度把风险解释为“对目标实现产生不利影响的因素”。在多数场合,人们是把“损失”与“不确定性”整合到一起解释风险。然而“债务风险观”强调的是“资金支付”的不确定性,却轻视了“损失发生”的可能性。给人的错觉是:看待财务风险只需要考虑支付能力,似乎不需要考虑是否发生损失。然而事实上,“财务损失”始终是财务风险重要和常见的后果。

比较而言,财务活动观在对“损失”的确认上比债务风险观前进了一步。财务活动观强调的是“过程”,结果的损失已经隐含在对过程的描述之中。比如“资金运用”的风险就包括资金运用不当所造成的损失。然而客观地评价,“财务活动观”也还是不到位的。把财务活动概括为“筹资—投资—资金回收—收益分配”只是从“资金流量”的视角展开的,实践中客观存在的“资金存量”则不包括在内。资金存量包括尚未实现形态转化的“货币资金存量”和已经实现形态转化的“非货币资产存量”两大类。在过去,钱存在银行几乎是无风险的。2019年“包商银行”被央行接管事件的发生,表明钱存在银行也是有风险的。即使钱存在银行是无风险的,企业内部资金管理体系缺陷也会对资金存量造成巨大的风险,尤其是企业集团内部资金分散管理可能造成资金存量风险。随着众多集团化经营的企业内部资金管理纷纷走向“非货币性资产”,非货币性资产存量风险也会加大。从企业部门职责分工看,资产的价值管理通常也被纳入财务部门的职责范围。因此,不管是从资产负债的视角还是从财务活动的视角,我们都应当扩展风险范围,从动态财务风险向静态财务风险扩展,把财务风险界定为动态风险与静态风险的统一。

缺陷之二是囿于财务的框架内,忽视了经营风险与财务风险之间的因果联系。两类解释都是“就财务论财务”思维模式的产物。在风险的概念体系中,财务与经营、财务风险与经营风险、财务杠杆与经营杠杆,都是既联系又区别的。在多数情况下,财务风险与经营风险客观上存在一种因果联系,而且因果联系的常见形态是“经营风险导致财务上资金紧张乃至支付困难或财务危机”。于是,是把经营风险与财务风险并列为两类风险还是把经营风险作为财务风险的子项来看待,就有重新探讨的必要。

2. 财务风险衡量指标选择不尽合理

在现有的财务风险衡量体系中,用于度量企业“现在”的整体性财务风险的模型只是以资产为基础的杠杆分析模型,这个模型虽被常用,但也存在问题或缺陷,主要表现在:

第一,指标使用缺乏价值评估。在流行的“债务风险观”下,涉及以资产为基础的风险分析指标很多,如资产负债率、流动比率、速动比率、现金比率、财务杠杆系数、债务保障率、资产安全率、营运资金对总负债之比、长期适应比率、债务股权比率、现金流量对当期到期的长期负债之比等等。其中哪些指标的使用价值最高,或者这些指标按使用价值大小如何排序,尚无文献涉及,实践中亦无指引。

业界对指标的选择和使用仍显随意、盲目。

第二,核心指标选择过于简单。在多种风险指标中,尤以资产负债率指标最受重视,被作为核心指标对待。实证研究中更是多以资产负债率作为衡量资本结构和财务风险的主要指标甚至唯一指标。资产负债率指标存在的不足有:首先,这个指标更适合衡量企业清算时的偿债能力,而不是持续经营时期的偿债能力。这个指标被作为核心指标使用,是基于这样一个假设:全部资产都是可以并且必须用来偿债。仔细考量,这个假设实际上是与企业清算联系在一起。不是清算,企业是不会拿全部资产偿债的,甚至都不会用应收账款和存货还债。从这个意义上说,资产负债率是衡量“终极性财务风险”的指标。持续经营的企业对于偿债方式的选择主要是现金还本付息,很少甚至没有拿非货币资产抵债的,银行贷款时虽然要求企业用非货币资产担保,但是银行很少会乐于接受客户用所担保的非货币资产抵债,对于银行来说,持续经营的客户最好是用现金偿债。一旦企业试图用非货币资产(特别是固定资产)抵债或变现后偿债,基本上可以说明企业处于现金短缺或财务危机状态,不得不清算部分长期资产换取现金偿债;而一般企业打算用全部资产变现偿债,就说明企业已经处于整体清算状态。这两种情况,都是属于资产兜底性的清算式偿债,实际上也是“终极性财务风险”分析的内容,而不是企业在持续经营期间出现以资金支付困难为特征的暂时性财务风险的衡量指标。

其次,资产负债率是衡量整体性财务风险的指标。即使是债务风险,也不是只与总量或规模有关,债务结构始终是一个重要变量。债务结构包括两种:一是期限结构。在其他条件一定时,短期负债比重越高,财务风险就越大。二是来源结构。在其他条件一定时,金融性负债比重越高,财务风险就越大。检索有关财务分析或财务风险分析的文献不难发现,这两类结构性风险分析指标,很少被相关的文献所重视。

第三,指标选择局限于“就债务论债务”。债务的确是用资产偿还,但是仅仅关注资产与债务的关系,仍难以客观衡量和判断偿债风险。资产与债务的关系是静态关系,而用于偿债的资金是动态变化的,从企业内部看,动态变化的主要原因是内源融资——企业的经营盈利能力和资产使用效率。把盈利能力和现金流纳入债务风险的分析范围,就等于把经营与财务有机整合到一起,克服“就财务论财务”、“就债务论债务”的狭隘认识。

3. 财务风险衡量指标计算口径过于单一

以核心指标——资产负债率为例,计算口径通常是用账面负债与账面资产对比,很少有人论及指标数据的多元计算口径。资产负债率指标的计算至少存在如下问题:

第一,未考虑表外负债。企业全部负债包括表内负债和表外负债。表内负债又包括流动负债和非流动负债,表外负债项目很多,诸如担保、商业承诺、股票质押等。谨慎原则是财务风险分析的重要原则,谨慎的原则要求,在计算资产负债率时,要充分预计可能的负债,也就是要按全口径计算负债率才是适当的。

第二,未考虑报表编与用的数据差别。报表数据是按会计特有的原则程序和方法计算的,限于会计程序自身的缺陷,报表数据是根据账面数据确定的账面数,与实际数可能会相差较大。以资产为例,三个原因导致账面数可能严重偏离:一是虚资产。诸如待摊费用、长期待摊费用、递延所得税资产等,其实只是报表的平衡项目,并不是真正的资产项目,葛家澍先生称其为“财务项目”,笔者把这类项目合称“虚资产”。二是表外资产。很多实实在在的资产并未反映在资产负债表中,尤其是品牌资产、数字资产等,这些资产往往价值巨大。三是表内非货币资产计价不真。即使企业会计准则已经充分考虑了计提资产减值准备和按公允价值计量,试图解决资产账面真实性问题,但对于不动产来说,会计计价仍是“死穴”,尤其是对不动产价格近年较快上涨的中国,不动产的账面价值与真实价值背离程度之大,已经大大削弱了财务会计信息的可靠性和有用性,这与房地产价格长期呈现缓慢上升态势的美国完全不同。

第三,未考虑会计变更的影响。会计政策或估计直接影响资产负债表数据,自然也会影响以资产为基础的财务风险指标的计算。例如,一项10 000元的资产,分别使用平均年限法、双倍余额递减法、年数总和法三种方法折旧,第二年末的资产净值分别为64%、36%和46%,可以判断为对资产负债率的计算和财务风险的衡量产生重大影响。可遗憾的是,大多数的教科书未要求在度量财务风险时调整会计政策或估计变更的影响,以致于对于那些会计政策或估计变化较大的企业来说,资产负债率的可比性受到了削弱。

三、财务风险概念的新解释与新扩展

重构财务风险衡量体系的理论前提是重新界定财务风险概念和重新梳理财务风险概念与经营风险概念的关系。

在流行的概念体系中,财务风险与经营风险是两类平行且有关联的概念,其中财务风险被界定为“资金支付风险”(主要是偿债风险)或“财务活动风险”。这存在两个问题:首先,如上所述,流行的财务风险概念在内容上是不完整的,重动态财务风险、轻静态财务风险,重投融资等资金运动过程的风险、轻资产等资金运动结果的风险。其次,把财务风险与经营风险并列为同一层级的两类风险,既与现实不符,又与财务风险预警模型和理论的发展趋势相悖。

从现实看,经营风险与财务风险之间存在因果联系,这种因果联系可以判定为两者之间存在某种意义的从属或依附关系。财务失败或危机通常被确认为财务风险的一种极端化的严重形态。一般情况下,财务失败或危机总是表现为一种结果,而这种结果的形成,可能是财务的原因,更可能是非财务的经营原因。

经营引发财务危机的渠道或机制至少有两个:一是资金沉淀机制,也就是经营上的应收账款和存货等资金占用。在资金总盘子一定时,被应收账款和存货等占用或沉淀的资金越多,可用于周转的活资金就越少,越会出现资金紧张或财务危机。沉淀资金的数据相当巨大,根据国泰安数据库,至2019年年底,非金融类上市公司的“沉淀资金”净值(应收账款、应收票据、其他应收款和存货四项合计)就高达20.99万亿元,其中应收账款5.25万亿元、存货13.04万亿元。3705家上市公司中,有574家经营活动现

金净流量为负数。二是资金亏空机制,也就是通过经营亏损逐步消蚀资金。2008年国际金融危机期间,拥有百年历史的美国第一大汽车企业通用汽车公司轰然倒塌,2009年6月通用汽车提交破产保护申请时负债率高达210%左右。之所以如此,最主要的原因就是经营亏损。2005~2007年累计亏损820亿美元,2008年第二季度亏损155亿美元,创下企业季度亏损的世界纪录。到提交破产保护申请时,公司总资产仅剩823亿美元,而总债务却高达1728亿美元。

从财务风险模型或理论的发展趋势看,经营风险和其他非财务的重大风险已经逐渐融入财务风险的衡量模型,形成经营风险与财务风险一体化的格局。与以资产负债率为核心指标的单指标衡量模型所不同的是,在多指标衡量模型中,无论是单变量模型还是多变量模型,都把两项最主要的经营风险因素融入了财务风险计量模型之中:一是经营利润或营业收入;二是与经营密切相关的经营性资产(应收账款和存货)、经营性负债(应付账款)等。尤其是多变量模型,已经日趋完善(见表2)。

不过,笔者认为目前的模型尚有不足之处。把经营风险融入到财务风险概念体系中,从根本上说需要重新定义财务及财务风险。李心合(2009)曾从财务报表视角重新解释了企业财务管理概念,认为财务会计的功能是提供财务报表数据,财务管理则是对财务报表进行管理,财务和会计以财务报表为纽带连接到一起。财务报表视角的财务管

表2 财务风险衡量的多变量模型及其演进

模型	选取指标
Altman(1968)的Z计分模型	$Z=0.012X_1+0.014X_2+0.033X_3+0.006X_4+0.999X_5$ X_1 =营运资金对总资产之比, X_2 =留存收益对总资产之比, X_3 =息税前利润对总资产之比, X_4 =股票市场价值对负债账面价值之比, X_5 =销售额对资产之比
Edmister(1972)的Z模型	$Z=0.951-0.423X_1-0.293X_2-0.482X_3-0.277X_4+0.452X_5-0.352X_6-0.924X_7$ X_1 =(税前利润+折旧)/流动负债, X_2 =股东权益/主营业务收入, X_3 =净营运资金/主营业务收入, X_4 =流动负债/股东权益, X_5 =(存货/主营业务收入)/行业平均值, X_6 =速动比率/行业平均趋向值, X_7 =速动比率/行业平均值
Altman等(1977)的ZETA模型	$ZETA=ax_1+bx_2+cx_3+dx_4+ex_5+fx_6+gx_7$ 模型中的a、b、c、d、e、f、g,是通过判别分析方法(discriminant analysis)获取的系数。 x_1 =资产报酬率, x_2 =盈利稳定性(利润在5-10年估计值的标准误差), x_3 =利息保障倍数, x_4 =留存收益, x_5 =流动比率, x_6 =资本化率(股东权益/总资本), x_7 =规模(总资产的对数)
Gentry等(1985)的现金流量模型	来自经营活动的现金流量、营运资金、融资、固定设备成本(财务杠杆支出现金流量)、资本支出、股利支出、其他资产与负债的现金流量、现金及有价证券的变动
陈晓和陈治鸿(2000)	营运资金对总资产之比、留存收益对总资产之比、主营利润对总资产之比、非主营利润对总资产之比、应收账款周转率、负债权益比
Jones(2016)	经营现金净流量对总资产之比、现金流覆盖率、盈余质量度、现金头寸对总资产之比
Nadeem等(2016)	销售额对固定资产之比、销售额对流动资产之比、流动比率、企业规模、智力资本

理把企业财务管理的基本任务归纳为资产管理(资产负债表左边的管理)、权益管理(资产负债表右边的管理)、收益管理(利润表管理)、现金流管理或资金管理(现金流量表管理)。如果这个观点能够成立,则企业财务风险也就是财务报表所能展现的企业整体风险。

那么,财务报表能够显示企业的哪些整体性风险?从现实情况看,企业是一个具有多重属性的组织,具有政治、社会和经济等多重性质,从而也决定了企业具有政治风险、社会风险和经济风险等多种整体性风险。其中,整体性经济风险又通常被归纳为战略风险、市场风险、运营风险和财务风险四大类。并非所有的整体风险都可以通过财务报表来观察,财务报表只是企业经济业务活动过程和结果的综合反应,所能显示的整体性风险也只能是其中的经济性风险。需要强调的是,财务报表所能反映的整体经济风险,并非仅限于债务风险(或偿债能力),战略、市场、运营等经济性风险也必须能够借助财务报表反映出来。这些整体性的经济风险,都是依据财务报表进行观察,因此都可以归入广义上的财务风险概念,纳入财务风险的统一框架,本文称之为基于财务报表的“大财务风险观”。

四、财务风险衡量指标的新选择与新构造

目前,流行于国内外的财务报表分析体系是针对企业的偿债能力、营运能力、盈利能力和发展能力,也就是教科书中常见的“四能力分析模型”。这个模型涉及的企业风险只是债务风险(偿债能力),因此这个模型是与主流的债务视角的“债务风险观”在逻辑上是一贯的。但是,这个分析模型毕竟已经存续了近一个世纪,其间企业生存与发展环境的诸多变化从多方面冲击和挑战这个通用模型。比如,现代企业管理是战略导向的管理,财务分析也应当是战略导向的分析,但是“四能力分析模型”与战略分析是脱节的。又如,现代管理还是风险导向的管理,战略风险、市场风险、运营风险、财务风险(债务风险)和合规风险等整体风险,都应该是企业管理当局高度重视的风险,遗憾的是“四能力分析模型”只能观察到其中的财务风险(债务风险)。偿债能力以外的其他风险能不能借助财务报表观察?显然是可以的。比如战略及战略风险,管理学与会计学两门学科的分工情况应当是:管理学解决战略的选择问题,而一旦选择好战略,则战略的实现程度和落地效果,就要以财务报表为基础来分析和观察,并相应地判断出战略风险。

以财务报表为基础的四类整体经济性风险的分析方法

及指标选择如下:

1. 战略风险。战略一词有多种表述,但从国内外失败企业,尤其是近年来国内龙头民企陷入债务危机的情况看,最能体现战略风险的描述有两项:

一是多元化战略。从上世纪90年代巨人集团到后来的雨润集团再到精工集团,众多知名民企陷入债务危机风险的主要经历都是过早地进入不相关多元化发展阶段,并且进入的行业越多,出现风险的概率越大。近年来,一些龙头民企纷纷出现债务危机,一个最重要的原因就是多元化,尤其是不相关多元化。本文所用的多元化战略风险衡量方法是实证研究中常用的“多元化指数”。

二是扩张型战略。从动态看,战略分为扩张、稳定和收缩三种。联系近年来国内企业失败的情况,扩张型战略尤其是超常规增长的战略,是导致企业失败的常见原因,因此可以采用“规模扩张速度”来判断是否为超常规增长。同时,危机或失败企业的风险规律可以归纳为“两高一低”,即超常规高速增长、杠杆率快速提高、利润处于低水平状态。这种符合“两高一低”特征的战略,可以用“债务依存度”和“加速系数”来衡量。其中,债务依存度用于衡量扩张战略所增加的财务资源中多少来自举债,加速系数用于衡量财务资源投入所获得的效益水平。

2. 市场风险。市场化的企业总会面临市场竞争风险,并且市场化指数越高,企业的市场风险也就越大。某一行业市场化水平与行业内部的竞争强度有关,于是诞生了衡量行业市场化水平的指标——市场集中度。就行业内的某一企业而言,市场风险更直接地体现在客户和供应商的集中程度上。企业与客户或供应商的关系有两种类型:一是单纯商业契约关系,也就是单纯的购销关系;二是股权关系,企业与客户或供应商之间存在投资与被投资的关系,甚至是控股关系。一般情况是:在契约关系下,客户集中度/供应商集中度越高,市场风险越大;在股权模式下,客户集中度/供应商集中度越高,市场风险越小。

3. 运营风险。企业运营所需的资源主要是财务资源和人力资源。财务资源或资产的风险大小可以用流动资产周转率和高风险运营资产(应收账款和存货)比重来衡量。一般情况是:在其他条件一定时,高风险运营资产比重越高,应收账款挂账和存货积压过多,运营风险也就越大。从运营的角度看,财务上的流动性风险是最大的风险。而缓解流动性风险的关键是有充足的流动资金支持经营。现实地看,流动性程度取决于流动资产周转率和高风险运营资产

比重。从人力资源角度看,运营风险可以用劳动生产率来衡量,该指标是人均营业额。

4. 财务风险(债务风险)。举债经营是现代企业的基本特征之一。企业家们对举债可谓是既爱又恨、爱恨交加。当企业缺钱时,举债通常被认为是优先考虑的融资渠道,但当出现偿债困难甚至债务危机时,企业家们又会悔当初甚至痛不欲生。因此,举债必须适度。债务的度,通常用资产负债率来衡量。其实这是衡量举债引起的终极风险的指标,也就是因为举债过度所导致的引起企业破产清算的风险。从企业持续经营的角度看,债务风险主要表现为支付困难,不需要把全部的家底特别是不动产进行变现偿债,持续经营状态的风险最好用“债务保障率”来衡量。无论是终极的还是暂时性的财务风险,都与债务结构有关,最重要的两个结构是“金融性负债比重”和“流动负债比重”。

表3汇总了以财务报表为基础的企业经济风险(财务风险)的衡量指标。表中所列指标均是根据逻辑推理认为是最贴近风险内涵、使用价值最大的指标,未经实证检验,这可以作为今后的一个研究方向。以这些指标为基础,再运用适当方法确定各类各项指标的权重,便可以把四类经济性风险整合进一个综合系数或指数,这就是“企业综合财务风险指数”。

五、财务风险衡量指标计算的新口径与新基础

真实财务风险的衡量,既与风险边界的设定、风险指标的选择有关,又与指标计算的数据口径、数据基础和计算方法的合理性有关。依据财务报表数据直接计算财务风险衡量指标,这种做法虽常见但不合理。在多数情况下,财务报表的数据信息是混淆的数据信息,把混淆的数据信息

作为指标计算的依据或基础,计算结果难免会失真。

信息混淆是经济学的概念,基本含义是:可观察值 $Z(k)$ 由两个混合在一起并不可直接辨别的分量 $X(k)$ 、 $V(k)$ 合成。其数学模型为: $Z(k)=cX(k)+V(k)$ 。式中 c 是一个系数,可由具体问题决定其取值。混淆的信息经过“滤波”之后才能使用。所谓“滤波”,简单地说就是把混淆后的合成值运用一定方法分解出各个分量的过程。早在上个世纪70年代,理性预期理论的代表人物卢卡斯就研究过价格信息混淆与滤波问题,他将企业产品价格变化分为两个分量,即相对价格变化分量和通货膨胀变化分量,并认为企业的决策是依据相对价格变化作出的,因为只有相对价格分量的变化才提供市场供求的信息。卢卡斯的观点和分析方法被经济学家们普遍接受。目前信息混淆与滤波已成为经济理论中的专门领域,构成微观和宏观经济学的基础之一。

会计是一个信息系统。会计所提供的信息大量地存在混淆的现象。笔者早在20多年前(李心合,1997)就将经济学的信息混淆与滤波理论“移植”到会计学领域中来,分析了四种常见的会计信息混淆现象,包括名义数值与实际数值混淆(或账面数字与真实数值混淆)、权责关系信息混淆、再生性信息与非再生性信息混淆、趋势变化信息与暂时变化信息混淆。混淆的会计信息必须经过“滤波”后方可合理有效地使用,这就是本文所说指标计算的数据基础和数据口径应解决的问题。联系当今企业经营的新格局和会计准则的新变化,选择财务风险指标的数据基础和计算口径时,至少应当重点关注以下六个方面的信息混淆与滤波,也就是要做六个方面的数据区分:

1. 区分编报表与用报表的数据口径差异

表3 最有价值的企业综合财务风险衡量指标

风险类型	风险指标	备注
战略风险	多元化指数、债务依存度、加速系数、规模扩张速度	加速系数=资产增加额/净利润增加额 债务依存度=负债增加额/资产增加额 规模扩张速度=资产增长速度
市场风险	行业集中度、客户集中度、供应商集中度	行业集中度=市场集中度=N家最大企业的市场份额 客户集中度=N家最大客户的销售份额 供应商集中度=N家最大供应商的采购份额
运营风险	高风险运营资产比重、流动资产周转率、劳动生产率	高风险运营资产=应收账款+存货 流动资产周转率=营业收入/平均流动资产 劳动生产率=营业收入/员工人数
财务风险 (债务风险)	资产负债率、债务保障率、金融性负债比重、流动负债比重	资产负债率=负债/资产 债务保障率=经营现金净流量/到期债务

财务报表数据是会计人员依据会计的原则、程序和方法计算出来的,属于“编报表”的“账面数据”范畴。报表上的有些数据可以直接用于分析判断公司情况,有些数据是不能直接使用,需要调整后使用。比如资产,需要做如下调整:真实资产=账面资产-虚资产+表外资产估值+资产持有期间增值估值。表外资产主要是指未纳入报表,但具有变现能力、投资能力和融资能力的资产。资产持有期间增值指资产持有期间公允价值上升到超过账面价值,而又没在表内反映的部分。再如负债,需要做如下调整:真实负债=账面负债-虚负债+表外负债。表外负债的项目很多,常见的有对外担保等。即使排除掉人为造假,报表上的账面资产和账面负债数据,在多数情况下也不代表“真实”的数字,而衡量公司的真实财务风险,所需要的数据基础只能是真实的资产和负债数据。

财务报表上的“虚资产”与“虚负债”有哪些项目,是个非常值得研究的问题。关于“虚资产”,除长期待摊费用、递延所得税资产、合同资产等项目外,商誉应归入实资产还是虚资产之列?笔者的看法是,商誉原本应该是一项“实资产”,但本文将其纳入“虚资产”范畴。这跟我国市场上商誉的生成机理有关。现值技术与收益现值法估值,原本是一些科学的估值技术和方法,但是一旦置于非理性的股票市场、收购双方均视收购事件为重大利好、被收购乙方为了高估值乐于签定对赌协议等背景条件,则现值技术的应用很可能会导致企业价值虚增,这就是近年来中国上市公司商誉迅猛增长的真正原因。根据国泰安数据库,2013年至2018年三季度,A股上市公司的总商誉由2113亿元上升到1.45万亿元,增长了6倍多,远超同期净利润、净资产的增速,而且多家上市公司的商誉对净资产之比都在100%以上。如此高的商誉估值,很难说都是真实的商誉资

产价值。

关于“虚负债”,除预计负债、合同负债、递延所得税负债等项目外,“预收账款”是否应当归入“虚负债”?笔者的看法是:预收账款在会计编表时是作为负债处理的,但在使用报表时应当视同“虚负债”予以剔除,原因是预收账款有别于真正意义上的负债。主要有两点:一是负债是增加风险的,而预收账款是降低风险的;二是负债不能过多,而预收账款是越多越好。

报表数据的“编”与“用”的差别不仅体现在数据的计算基础上,还体现在报表数据的分类上。编制报表时项目或数据的分类标准简单,资产按流动性分类为流动资产与非流动资产,负债按偿还期限分为流动负债与非流动负债,利润按来源渠道分为营业利润与营业外净收益等等。报表项目或数据的分类是有现实意义的,报表的流动性本身就是衡量财务风险的重要指标。但是仅有报表内的分类远远不能满足多样化的报表使用需求,有必要对报表项目重新分类。表4归纳了使用财务报表时对报表项目所做的重新分类,各种不同的分类都有其特定的意义。比如,把资产分为高风险资产与低风险资产,对于考量公司的财务和运营风险具有十分重要的现实意义。

2. 区分经营活动与金融活动

金融活动主要是筹资,是支出净费用,并没有产生净利润。从理财的角度看,金融资产是尚未投入实际经营活动的资产,不属于经营资产范围。与之相对应,金融费用也应从经营费用中剔除,这样才能使经营资产与经营收益相匹配。因此,只有正确区分经营资产与金融资产、经营收益与金融费用,才能正确计量企业的基础盈利能力。考虑到有息负债与无息负债对财务风险的影响程度差异,相关指标计算的基础和口径在改进的杜邦分析体系中已经做

表4 财务报表数据的多样化分类

	编报表时的分类	用报表时的分类
资产	流动资产与非流动资产	流动资产与非流动资产;实资产与虚资产;软资产与硬资产;有形资产与无形资产;高风险资产与低风险资产;优质资产与不良资产;商品经营资产与资本经营资产
负债	流动负债与非流动负债	流动负债与非流动负债;实负债与虚负债;经营性负债与金融性负债;高风险负债与低风险负债;借款类负债、债券类负债、商业信用类负债等
利润	营业利润、投资收益、营业外收支	经营利润与非经营利润;再生性利润与非再生性利润;实现利润与未实现利润;高风险利润与低风险利润;收现利润与非收现利润;优质利润与劣质利润

表5 改进的杜邦分析指标及其计算口径

指标名称	计算方法
净经营资产	=经营资产-经营负债=经营性流动资产+经营性长期资产-经营性流动负债-经营性长期负债=经营性营运资本+净经营性长期资产=净负债+股东权益
净负债	金融负债-金融资产
净利润	=经营损益+金融损益=税后经营净利润-税后利息费用=税前经营利润×(1-所得税税率)-利息费用×(1-所得税税率)
净经营资产净利率	税后经营净利润/净经营资产
净财务杠杆	净负债/股东权益
权益净利率	净利润/股东权益
税后利息率	税后利息费用/净负债
净经营资产周转率	销售收入/净经营资产
经营差异率	净经营资产净利率-税后利息率
杠杆贡献率	经营差异率×净财务杠杆

表6 甲乙企业的经营结构差异

指标	甲企业	乙企业
经营资产总量(万元)	10 000	10 000
其中:用于商品经营资产	5 000	2 000
用于资本经营资产	5 000	8 000
净利润(万元)	2 000	2 000
其中:来自商品经营净利润	200	2 000
来自资本经营净利润	1 800	0
经营净利率(%)	20	20
其中:商品经营净利率	4	100
资本经营净利率	36	0

了重大调整(表5)。

但是,只做两类活动的区分还是不够的。其中的“经营活动”内含了性质和风险有重大差别的两类经营——商品经营与资本经营,经营活动的数据信息是这两类经营的合成值或混淆值,若不加以“过滤”和区分,也会影响财务风险的真正衡量。通常情况下,资本经营比商品经营的收益高,但稳定性差、风险大。净利润是企业内源融资的主要来源,净利润不稳定的风险直接影响资金流转能力。表6的情况显示,区分与不区分两类经营活动,对于甲乙两个企业内源融资能力和资金流风险大小是有重大差别的,进一步说明了区分两类经营活动进行财务风险衡量的必要性。

3. 区分经营性负债与金融性负债

实际上,经营性负债与金融性负债的区分已经内含在经营活动与金融活动这两类活动的区分之中,但是考虑到

“债”对财务风险的特殊意义,本文把两类债的区分作为单独的问题进行考察。债主要是在市场交易中形成的。现实地看,公司面对“两类市场”(金融市场与商品市场),相对应地形成“两类负债”(金融性负债和经营性负债)。从表7可以看出,两种负债的风险大小有差别,一般情况下,金融性负债的风险要大于经营性负债。正因如此,在计算财务风险指标和进行财务风险分析评估时,应当区分两类负债。

值得说明的有两点:

一是美国的财务教科书在计算资产负债率等相关指标和建构资本结构理论时不考虑区分两类负债的问题,是因为被美式教科书纳入“资本结构”和财务风险概念考察的“负债”其实只是金融性负债。之所以如此,一个重要的理论前提是“经营性负债为零”的假设。李心合等(2014)曾就这个假说的理论和现实基础做了解释。从理论上说,与美式财务学所限定的研究对象有关。检索美式财务学教科书不难发现,比较普遍的观点是把公司财务的对象界定为“公司与金融市场之间的现金流动”,公司财务学就是面向金融市场的财务学,在资本结构和财务风险衡量理论中也普遍忽略了“从该商品市场获得的负债”或“经营性负债”。这主要因为美国是典型的契约社会和高信任度社会,在这种社会背景下,“从商品市场获得的负债”或“经营性负债”很难成为企业重要的资金来源。相关的统计数据也揭示了金融市场上的外源融资是企业主要的融资渠道(汪昌云,2006),基于商业信用的“经营性负债”少到可以忽略不计的程度。

然而,我国的情况则有不同,考察公司债务无法回避

表7 经营性负债与金融性负债的比较

	经营性负债	金融性负债
债务来源	商品市场的经营活动	资本市场的融资活动
范围与内容	应付票据、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应付税费	短期借款、长期借款、应付债券、应付利息
债务条件	信用型债务：一般无附加条件，纯信用、无担保	担保型债务：苛刻的担保条件，包括抵押和质押等
债务成本	无息负债：低成本甚至无成本	有息负债：高成本——高息率和高费率
债务期限	弹性负债：期限有弹性和灵活性，违约事件频发又缺乏有效惩罚	无弹性负债：时间硬度大，一般很难违约拖延

表8 会计政策及估计变更对财务指标使用的影响

2018年账面利润	2019年账面利润	增加	会计政策变更对利润的影响	会计估计变更对利润的影响	调整后利润	对企业效益评价
1 000	1 200	200	0	0	1 200	业绩提高
1 000	1 200	200	+150	+50	1 000	业绩持平
1 000	1 200	200	+200	+100	900	业绩下降
1 000	1 200	200	-50	-40	1 290	业绩提高

和省略商品市场和由此产生的经营性负债。实践看，中国企业的“经营性负债”为数众多，对公司债务问题的研究无法回避和省略。根据国泰安数据，2019年年底，非金融类上市公司基于商业信用的三项经营性负债合计13.66万亿元，超过短期借款8.85万亿元，占流动负债比重45.99%，占全部负债的比重为32.84%。若加计应付职工薪酬、应付税金、其他应付款等项目，经营性负债的金额高达18.43万亿元，占流动负债和全部负债的比重分别为62.04%和44.30%。

二是区分两类债的目的不是为了剔除经营性负债，而是为了区分两类债的风险指数的差别。因为公司财务的核心问题是资金流转或现金流转，经营性负债虽然不来自资本市场，不需要付息，但在性质上仍是法律上认可的“债”，需要用资金偿付，一样会涉及到现金流转的问题，体现债务支付的风险，因此也都应该纳入财务风险的范围。

4. 区分经常性利润与非经常性损益

当我们运用利润指标评估公司财务风险时，应当考虑利润自身的风险强度。利润的风险强度与两个因素有关：一是利润结构。相对于非经常性损益而言，经常性利润是稳定性较好、波动性和风险性较小的再生性利润。经常性营业利润占比越高、非经常性利润占比越低，盈利风险强度越小。二是利润的收现水平。财务学通常假定收益性与流动性相统一，然而实际情况正是会计学所坚持的理念和原则，收益性与流动性时常是脱节的。应计制会计决定了

有利润并不代表“赚到钱”，利润并不一定带来现金流。上市公司的年报经常可以看到，有些公司净利润为正而经营活动净流量为负的情况。这就是利润的风险，因此，使用利润数字来判别公司财务风险，应当充分考虑两部分利润的差别。

从实践看，这两部分损益的金额是很大的。以上市公司为例，2018年非金融行业的上市公司，非经常性损益占归属于母公司利润的17.0%，有9个行业超过30%。有个别企业比例更高。很显然，区分还是不区分两类损益，对财务风险的真实衡量的影响很大。需要注意的是，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常性损益》(2007修订)的解释，认定非经常性损益的标准是“影响了真实公允地反映公司的盈利能力”，而不是“一次性或偶发性”的收支。《问答第1号》还把非经常性损益归纳为21项，这是我们进行判断的重要参考。

5. 调整会计政策或估计变更的影响

会计变更直接影响资产、负债、净资产、收入、成本费用和净利润等财务报表数据以及依据这些数据所计算的财务分析指标(或财务比率)。调整与不调整所得出的结论有时可能是差别巨大的(如表8)。调整的方法因项目而异，以利润为例，调整方法是：调整后净利润 = 账面净利润 + 会计变更减少的利润 - 会计变更增加的利润。

6. 统筹表内信息与表外信息

仅仅依据表内信息计算和判断财务风险也是不恰当

的,公司的全部与资金流有关的资产和负债,并不都是在报表上反映出来的,很多的资产和负债并不在资产负债表里。于是便出现了表外资产和表外负债。诸如品牌、人力资源、对外担保、大股东股权质押等表外项目。身在表外,心系表内,都有引起资金流动的能力。有时恰恰是表外的一个项目,如重大担保,导致公司陷入债务危机。所以,应当整合表内和表外相关信息,综合判断公司真实风险水平。

值得关注的是大股东的股权质押,近年来已经成为上市公司融资以解决资金流动性的常用方式,呈现爆发式增长态势,几乎呈现“无股不押”格局。至2018年年底,A股4238家上市公司中,第一大股东累计质押数占持股数比例超过50%有1140家,占比26.90%,其中126家第一大股东累计质押数占持股数比例为100%。面对股市震荡下行特别是部分个股爆雷、股价下挫的行情,大比例股权质押已经成为大股东乃至上市公司的重大风险点。股东股权质押带来的爆仓风险,作为重大利空必然对公司股价乃至整体资金流产生较大冲击。从这个意义上说,可以把股权质押按其所融得的资金数额视同“表外负债”纳入全口径负债体系。

六、结论与展望

本文的主题并非笔者首创,但文中的许多结论性的意见或观点则是笔者一贯坚持的观点,其中有些观点是本文首次提出。

结论之一是:对企业而言,财务风险有可能使类似血液循环功能的资金断流因而成为企业重中之重和头等重要的风险。财务风险衡量作为一项基础性工作,其真实程度对微观和宏观两个层面的金融及经济政策选择、资源配置结构和使用效率、风险管理体系的建立都具有直接的影响。但是遗憾的是,迄今为止,学界和实务界仍旧习惯性地遵从自上个世纪初期在美国形成并沿用至今的财务风险概念和财务风险衡量指标及其计算方法,结果在多数情况下人们所计算和使用的是个不真实的财务风险量化水平,可以说这也是导致从微观到宏观出现资源错配和使用低效的重要原因。

结论之二是:真实衡量和反映企业的财务风险水平,需要我们在反思乃至检讨财务风险的常规衡量模式的基础上,重构企业财务风险的衡量体系。为此需要做三方面的创新:一是重新界定财务风险概念的内涵,实现“债务风险观”向“财务报表风险观”的转变。重新梳理流行的财务

风险概念与经营风险概念的关系,把经营风险纳入财务风险体系,扩展财务风险边界,扩大财务风险的覆盖面,使“财务风险”的概念口径能够覆盖真实财务风险水平的口径。二是重新选择财务风险衡量指标,建立覆盖战略风险、市场风险、运营风险和债务风险(狭义的财务风险)四类整体性经济风险的综合财务风险衡量指标体系。三是在明确编报表与用报表之数据分类和数据口径应当有所差别的基础上,重新确定财务风险衡量指标计算基础、计算口径和计算方法。

本文旨在搭建一个概念框架,相关的结论尚须进一步的数据验证、实证检验和案例支撑。即使是概念框架,仍有进一步丰富和扩展的空间。财务风险与经营风险的关系究竟如何梳理,能否将经营风险融入财务风险,建立覆盖企业整体经济性风险的“大财务风险观”,还有待于进一步更充分地理论论证和解释。其次,从理论到实践两个方面寻求优化财务风险衡量指标体系并进行科学整合的路径和方法,也是未来值得关注的新的学术增长点。再次,伴随企业会计准则的持续修订和财务报表列报制度的改革,财务风险衡量指标的计算口径还会进一步调整。最后,希望财务风险衡量失真的形成机理及其经济后果和治理对策的研究,能够成为今后一段时间内的一个学术热点,为我国企业化解债务风险、实现健康发展提供理论支撑。

主要参考文献:

- [1] 陈晓,陈治鸿.企业财务困境研究的理论、方法及应用[J].投资研究,2000,(6):29-33.
- [2] 李心合.会计信息的混淆与过滤[J].会计研究,1997,(11):26-29.
- [3] 李心合.确认、计量和报告:会计概念与财务概念的分裂[J].财务与会计(理财版),2009,(9):72-74.
- [4] 李心合,王亚星,叶玲.债务异质性假说与资本结构选择理论的新解释[J].会计研究,2014,(12):3-10.
- [5] 汪昌云.公司财务政策与公司治理:中国的实践[M].北京:中国人民大学出版社,2006.
- [6] 王强.企业失败研究[M].北京:中国时代经济出版社,2002.
- [7] 王竹泉,王苑琢,王舒慧.中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水水平不高的症结何在?[J].管理世界,2019,(2):58-73.
- [8] Altman, E.I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4): 589-609.
- [9] Altman, E.I., Haldeman, R.G., Narayanan, P. ZETATM

- analysis A new model to identify bankruptcy risk of corporations[J]. Journal of Banking & Finance, 1977, 1(1): 29-54.
- [10] Edmister, R.O. An empirical test of financial ratio analysis for small business failure prediction[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1972, 7(2): 1477-1493.
- [11] Gentry, J.A., Newbold, P., Whitford, D.T. Classifying bankrupt firms with funds flow components[J]. Journal of Accounting Research, 1985, 23(1): 146-160.
- [12] Jones, S. A cash flow based model of corporate bankruptcy in Australia[J]. Journal of Applied Management Accounting Research, 2016, 14(1): 23.
- [13] Nadeem, M., De Silva, T.A., Kayani, U.N. Predicting corporate financial distress for New Zealand listed firms using intellectual capital indicators[J]. New Zealand Journal of Applied Business Research, 2016, 14(2): 1-15.

Research on Measuring the Real Financial Risk of Enterprises

LI Xin-he

Abstract: The real degree of measuring financial risk has a direct impact on the choice of financial and economic policies, the structure and efficiency of resource allocation, as well as the establishment of risk management system at both micro and macro levels. However, it is a pity that conventional methods of measuring financial risk popular around the world are difficult to reflect the real level of financial risk. In order to reconstruct the measurement system of the company's financial risk reflecting real level, it is necessary to innovate from three aspects. Firstly, redefine the concept of financial risk, incorporating the business risk into the financial risk system and expanding the boundary of financial risk, which enables the transition from a view of "Debt Risk" to "General Financial Risk" based on financial statements. Secondly, reselect financial risk indicators and establish a comprehensive measurement system, which covers four types of overall economic risk including strategic risk, market risk, operational risk and debt risk (financial risk, in a narrow sense). Thirdly, reconfirm statistical dimensions of financial risk indicators to solve the interference of information confusion on the accuracy of measurement.

Key words: the real financial risk; operational risk; the view of "Debt Risk"; the view of "General Financial Risk"

(责任编辑 周愈博)