

# 再析财务风险与经营风险

胡振兴(博士)

(河南理工大学 河南焦作 454000)

**【摘要】** 本文从企业筹资者的角度,结合财务风险形成的原因,对企业经营风险与财务风险进行了深入剖析,并对经营风险与财务风险之间的内在联系进行了探析。

**【关键词】** 经营风险 财务风险 市场风险

## 一、经营风险与财务风险的定义剖析

目前划分企业风险最典型、最成熟、最常见的做法是遵从两条路径。

1. 从企业投资者的角度,结合风险的内在本质,将企业风险分为系统风险和非系统风险。系统风险是企业无法避免、无法控制、无法分散的风险,如政局动荡、经济周期波动、市场变化等,其中市场风险最重要,分为实物资产风险和金融资产风险。实物资产风险是因商品市场变化而引起实物资产价格发生剧烈波动所产生的风险,如产品价格波动风险、生产要素价格波动风险等。产品价格下降会引起企业收入下降;生产要素价格上涨会引起企业成本上升。金融资产风险是因金融市场变化而引起金融资产价格发生剧烈波动所产生的风险,如利率风险、汇率风险、股价风险等。利率上升会导致企业实际利息支出高于预期值,汇率提高会导致企业出口收入下降或者进口成本上升,股票价格上涨导致企业股票发行收入降低或者发行成本提高。非系统风险是企业可以避免、控制和分散的风险,如研发失败、市场萎缩、法律纠纷等。非系统风险只与特定项目或特定企业有关,其发生对企业来讲是随机事件,是由企业的生产经营活动造成的。因此,市场对企业承担的系统风险会给予一定补偿,但对企业内生的非系统风险不会给予任何补偿。

2. 从企业筹资者的角度,结合风险的形成原因,将企业风险分为经营风险和财务风险。

(1)经营风险有狭义与广义之分。从狭义上讲,经营风险是企业从事供、产、销等商业活动所带来的风险,亦称商业风险。从企业设立那天起,商业风险就始终伴随着企业经营活动,因而是企业的固有风险。商业风险往往是由企业管理层的经营行为(直接操纵)形成的,亦称管理层经营风险。影响管理层经营风险的最直接因素是供应、生产和销售环节出现问题而引发的风险。

从广义上讲,经营风险是由客观存在的、难以预料或无法控制的因素作用,致使企业未能达到经营目标的风险,除管理层经营风险外,也存在治理层经营风险。治理层经营风险产生于各种具有战略意义的商业活动之中,主要表现为经营战略

风险、经营行为风险和经营环境风险。经营战略风险是因企业经营战略制订或执行失效而引发的风险。经营行为风险是因经营行为不当而导致的风险,包括项目风险、研发风险、技术风险和人力资源风险等。经营环境风险是因经营环境发生变化而产生的风险,包括政治风险、法律风险和声誉风险等。

(2)财务风险亦有狭义与广义之分。从狭义上讲,财务风险是企业由负债融资带来的不确定性引起普通股股东收益变动而难以实现“股东财富最大化”财务目标的风险。狭义财务风险是由企业负债融资引起的,导致企业到期不能还本付息,亦称负债风险。负债风险产生的根源是财务杠杆,即没有负债就没有负债风险,因而是企业的附加风险;且它是由“两权分离”而引起所有者投资收益的不确定性,亦称所有者财务风险(所有权级财务风险)。当企业大量举债后,如果预期的资产报酬率不足以抵偿债务利率,势必导致股本蚀本,从而引起所有者财务风险。因此,影响所有者财务风险最直接、最综合的因素是财务杠杆(资本结构或财务结构)的变化,如企业偏离最佳资本结构而引起资本成本上升、企业股利分配政策不当而导致资本结构不合理等。

从广义上讲,财务风险是由客观存在的、难以预料或无法控制的因素作用,致使企业未能实现“企业价值最大化(相关者利益最大化)”财务目标的风险,除所有者财务风险外,也包括经营者财务风险(经营权级财务风险)。经营者财务风险产生于各种具有财务性质的交易之中,分为财务战略风险、财务行为风险和财务环境风险。财务战略风险是因企业财务战略制订或执行失效而引发的风险。财务行为风险是因企业财务行为不当而引发的风险,包括融资风险和投资风险。融资风险除负债风险外,是指由于股权融资而引发的风险。投资风险是因投资决策失误或投资控制失灵而招致的投资失败,是现代企业中最大的经营者财务风险。财务环境风险主要包括变现力风险和信用风险。变现力风险亦称现金流风险或流动性风险,是企业因现金流不足而难以满足其必要的日常经营支出或者是企业难以将手中的资产及时变现的风险。信用风险亦称违约风险,指企业不能按期足额收回应收账款或者交易对方在账款到期时不予支付的风险。

企业风险构成见下表:

分类标准	一级	二级	三级	四级
从筹资者角度并分类	经营风险	管理层经营风险 (商业风险)	固有风险	
		治理层经营风险	经营战略风险	
			经营行为风险	项目风险
				研发风险
				技术风险
			人力资源风险	
			经营环境风险	政策风险
		法律风险		
		声誉风险		
		财务风险	所有者财务风险 (负债风险)	附加风险
经营者财务风险	财务战略风险			
	财务行为风险		股权融资风险	
			证券投资风险	
财务环境风险	变现力风险			
	信用风险			
从投资者角度并分类	系统性风险	市场风险	实物资产风险	产品价格风险 生产要素价格风险
			金融资产风险	利率风险
		汇率风险		
		股票价格风险		
		其他风险	政治风险、经济风险、法律风险等	
非系统性风险				

虽然本表为了把握企业风险的本质和成因而进行了全面和深入的分类,但人们常将所有者财务风险称为财务风险;将经营者财务风险、管理层经营风险和治理层经营风险统称为经营风险。以下讲的财务风险是指所有者财务风险。

## 二、经营风险与财务风险的内在联系

经营风险与财务风险的内在联系可以从三个方面来考察:

1. 从经营风险与财务风险的合理搭配看,两者互逆。经营风险与财务风险的搭配不外乎四种情况:一是高经营风险与高财务风险,如创业企业实行高负债比率政策,这种搭配往往不符合债权人的要求而无法实现。二是高经营风险与低财务风险,如创业企业实行低负债比率政策,这种搭配由于可以同时满足股东和债权人期望而容易实现。三是低经营风险与高财务风险,如成熟企业实行高负债比率政策,这种搭配也由于可以同时满足股东和债权人期望而容易实现。四是低经营风险与低财务风险,如成熟企业实行低负债比率政策,这种搭配往往不符合股东的要求而无法实现。可见,只有第二、三种情况是合理搭配,要么是高经营风险与低财务风险配对,要么是低经营风险与高财务风险配对,也即经营风险与财务风险是一种互逆关系。

2. 从经营风险与财务风险的数量关系看,后者是前者的D/S倍。解析财务风险与经营风险的数量关系,有五个步骤:

第一步,计算总资产报酬率。总资产报酬率=息税前利润÷总资产=息税前利润÷(股权资产+债权资产),即:

$$R_A = EBIT \div A = EBIT \div (S + D) \quad (1)$$

其中,EBIT是实际发生数,是随机变量,故 $R_A$ 也是随机变量。

第二步,计算净资产报酬率。将(1)式稍作变形,得出净资产报酬率,即:

$$R_S = (EBIT - I) \div S = R_A + (R_A - K_D) D / S \quad (2)$$

其中, $R_S$ 也是随机变量,即实际报酬率。 $D/S$ 为财务杠杆,当 $D=0$ 时, $R_S=R_A$ 。

第三步,计算净资产期望报酬率。将(2)式两边同时取均值,得到净资产的期望报酬率,即:

$$E(R_S) = E(R_A) + [E(R_A) - K_D] D / S \quad (3)$$

从(3)式可以得知,当 $E(R_A) > K_D$ 时, $D/S$ 越大, $E(R_S)$ 越大,具有正杠杆效应;当 $E(R_A) < K_D$ 时, $D/S$ 越大, $E(R_S)$ 越小,具有负杠杆效应。在有效资本市场下,净资产的必要报酬率等于其期望报酬率,即:

$$K_S = K_A + (K_A - K_D) D / S \quad (4)$$

第四步,计算净资产报酬率的波动率。将(2)式两边同时取方差,得到净资产报酬率波动率,即:

$$\text{Var}(R_S) = (1 + D/S) \text{Var}(R_A) \quad (5)$$

当 $D=0$ 时, $\text{Var}(R_S) = \text{Var}(R_A)$ 。可见,负债使企业风险增加,负债企业的风险比无负债企业的风险增加了 $D/S$ 倍。

第五步,解析经营风险与财务风险的关系。根据(5)式,无负债时的资产风险称为经营风险,即 $\text{Var}(R_A)$ ;有负债时股东承担的附加风险称为财务风险,即 $D/S \cdot \text{Var}(R_A)$ 。可见,在经营风险一定的条件下,财务风险与负债比率成正比,且财务风险是经营风险的 $D/S$ 倍。

3. 在企业风险一定条件下,经营风险与财务风险具有互补关系。从经营杠杆系数与财务杠杆系数的关系看,经营杠杆系数与财务杠杆系数的乘积等于综合杠杆系数,即:

$$DTL = DOL \times DFL$$

可见,综合杠杆系数越大,企业风险越大,债权人和股东要求的投资收益率就越高,经营风险和财务风险也相应增大。

在实际工作中,企业运用经营杠杆和财务杠杆通常采用各种不同的组合。如果企业较多地使用了财务杠杆,为了维持某一适度的综合杠杆系数,就会用较低的经营杠杆系数来消除财务杠杆系数过高的影响。反之,如果企业较多地发挥了经营杠杆的作用,就会通过减少使用财务杠杆系数来加以平衡。因此,在综合杠杆系数一定的条件下,经营杠杆系数与财务杠杆系数具有互补关系,即在企业风险相对稳定的情况下,经营风险与财务风险具有此消彼长关系。

### 主要参考文献

1. 陈龙江,黄祖辉,陈立辉.企业汇率风险反应行为与对策研究概览.财会月刊,2010;21
2. 夏喆.论企业财务风险的传导机理.财会月刊,2009;21
3. 贾炜莹等.上市公司治理机制对风险管理影响的实证研究.财会月刊,2009;21