

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 战略转型中的新华联公司财务
风险及对策研究

研究生姓名: 崔小丽

指导教师姓名、职称: 李培根 教授 郭春光 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 崔小丽 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 李培根 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2021.6.10

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 崔小丽 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 李培根 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2021.6.10

**The research on the financial risk and
Countermeasures of new Hualian company
in the strategic transformation**

Candidate :Cui Xiaoli

Supervisor:Li Peigen Guo Chunguang

摘 要

国家政策和经济形势不断变化,房地产行业竞争日益激烈以及市场集中度的不断提高,使得我国中小型房地产企业发展受到限制。为了企业的健康发展,不少企业试图通过战略转型寻找新的竞争优势。

战略转型的具体活动会带来企业财务状况的变化,关注战略转型中的财务风险并找出风险成因,有助于企业提出具有针对性的应对策略,对财务风险加以控制并改善战略转型具体活动,有利于战略转型的顺利进行。本文运用相关理论,以新华联公司为例,对战略转型期间企业财务风险及应对措施进行研究。首先对新华联的现状进行分析,描述了新华联战略转型动因以及转型历程,接下来,从资金运动过程分析企业的财务风险并对其进行评价,根据问题探讨风险成因,最后提出有针对性的应对策略。案例分析发现,新华联存在资产负债率高且短期偿债能力弱;固定资产大幅上升且周转率低;营业净利率持续下降,新业务对盈利贡献小以及股利支付能力不足等问题。通过财务风险预警模型对新华联的财务风险进行衡量得出企业存在严重的财务风险,甚至面临着破产的可能性。本文结合战略转型的具体活动对案例企业财务风险成因进行探讨,得出财务风险存在的原因有:产业布局需要大量资金但融资方式过于单一;投资投入与产出失衡,文旅产业依托重资产;收入过于依赖房地产业务,缺乏新业务经验等。最后,结合新华联在战略转型期间的财务风险和成因分析,提出了实现融资方式多元化并优化负债结构;制定科学合理的投资策略,引入轻资产模式;加速企业资金回流,大力发展新业务等具体的应对策略。通过对新华联在战略转型期间财务风险及对策的研究,有助于新华联公司控制企业的财务风险,实现企业的顺利转型,也可以为其他正在进行战略转型的房地产企业提供一定的借鉴。

关键词: 新华联 战略转型 财务风险 文旅产业

Abstract

With the continuous changes of national policies and economic situation, the competition of China's real estate industry is becoming increasingly fierce. With the increase of the concentration of the real estate market in China, the development of small and medium-sized enterprises is restricted. For the healthy development of enterprises, many enterprises try to seek new competitive advantages through strategic transformation.

The specific activities of strategic transformation will bring about changes in the financial situation of enterprises. Paying attention to the financial risks in strategic transformation and finding out the causes of the risks will help enterprises put forward targeted coping strategies, control the financial risks and improve the specific activities of strategic transformation, which is conducive to the smooth progress of strategic transformation. In this paper, the use of relevant theories, new Hualian company, for example, during the strategic transformation of enterprise financial risk problems and countermeasures. Firstly, it analyzes the current situation of the new Hualian, describes the motivation and process of the strategic transformation of the new Hualian, then analyzes the problems existing in the financial risk of the enterprise from the process of capital movement, evaluates it, discusses the causes of the risk according to the problems, and finally puts forward the corresponding strategies. The case study shows that there are some problems in New Hualian, such as high asset liability ratio and weak short-term solvency; substantial increase of fixed assets and low turnover rate; continuous decline of operating net interest rate, small contribution of new business to profitability and unstable dividend yield. Through the financial risk early warning model to measure the financial risk of new Hualian, it is concluded that the enterprise has serious financial risk, and even faces the possibility of bankruptcy. Combining with the specific activities of strategic transformation, this paper discusses the causes of financial risks of the case enterprises, and concludes that the reasons for financial risks are: the industrial layout needs a lot of funds, but the financing method

is too single; the investment input and output are unbalanced, the project investment strategy is unreasonable, the cultural and tourism industry relies on assets; the development of real estate business is ignored, and the new business experience is lacking. Finally, combined with the analysis of the financial risk problems and causes of the new Hualian in the period of strategic transformation, the paper puts forward some specific countermeasures, such as realizing the diversification of financing methods and optimizing the debt structure; formulating scientific and reasonable investment strategies, introducing the asset light model; increasing real estate sales, vigorously developing new business and so on. Through the research on the financial risk problems and Countermeasures of new Hualian in the period of strategic transformation, it is helpful for new Hualian to control the financial risk of enterprises, realize the smooth transformation of enterprises, and also provide some reference for other real estate enterprises in the process of strategic transformation.

Keywords: New Hualian; Strategic transformation; Financial risk; Cultural tourism industry

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及意义.....	1
1.2.1 研究目的.....	1
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 国内外文献综述.....	2
1.3.1 企业战略转型研究.....	2
1.3.2 财务风险研究.....	4
1.3.3 战略转型对财务风险的影响研究.....	6
1.3.4 文献述评.....	6
1.4 研究内容及框架.....	7
1.4.1 研究内容.....	7
1.4.2 研究框架.....	9
1.5 研究方法.....	10
2 相关理论概述	11
2.1 战略转型的相关理论.....	11
2.1.1 战略转型的含义.....	11
2.1.2 战略转型类型.....	11
2.1.3 战略转型途径.....	12
2.2 财务风险的相关理论.....	13
2.2.1 财务风险的含义及特征.....	13
2.2.2 资本结构理论.....	14
2.2.3 财务杠杆理论.....	15
3 新华联战略转型概况	16
3.1 新华联公司简介.....	16
3.1.1 公司历史沿革.....	16
3.1.2 公司组织架构及风险控制机制.....	16

3.1.3 战略转型前公司经营状况.....	18
3.2 新华联战略转型的动因.....	19
3.2.1 国家政策不利影响.....	19
3.2.2 房地产行业分化格局加剧.....	20
3.2.3 分散企业经营风险.....	20
3.2.4 寻找新的经济增长点.....	21
3.3 新华联战略转型历程.....	22
3.3.1 战略转型过程.....	22
3.3.2 战略转型途径.....	23
4 新华联战略转型中的财务风险分析.....	25
4.1 战略转型中的财务风险识别.....	25
4.1.1 筹资风险识别.....	25
4.1.2 投资风险识别.....	29
4.1.3 营运风险识别.....	32
4.1.4 收益分配风险识别.....	35
4.2 战略转型中的财务风险评价.....	36
4.2.1 新华联的财务杠杆系数.....	36
4.2.2 预警模型对财务风险的评价.....	37
5 新华联战略转型中的财务风险成因.....	41
5.1 筹资风险成因.....	41
5.1.1 产业布局需要大量资金.....	41
5.1.2 融资渠道过于狭窄.....	42
5.2 投资风险成因.....	43
5.2.1 项目投资收益较低.....	43
5.2.2 文旅产业布局依托重资产项目.....	44
5.3 营运风险成因.....	44
5.3.1 收入过于依赖房地产业务.....	45
5.3.2 缺乏经营新业务的经验.....	45
5.4 收益分配风险成因.....	46

6 新华联战略转型中的财务风险应对策略	47
6.1 筹资风险应对策略.....	47
6.1.1 实现融资方式多元化.....	47
6.1.2 优化负债结构.....	47
6.2 投资风险应对策略.....	48
6.2.1 制定科学的投资方案.....	48
6.2.2 引入轻资产经营模式.....	48
6.3 营运风险应对策略.....	49
6.3.1 加速企业资金回流.....	49
6.3.2 大力发展新业务.....	50
6.4 收益分配风险应对策略.....	50
6.5 建立新业务财务风险的预警机制.....	50
7 结论和不足	52
7.1 研究结论.....	52
7.2 研究不足.....	52
参考文献	54
后 记	57

1 绪论

1.1 研究背景

自 2010 年以来，我国针对房地产行业提出了相应的限制性政策，对房价和市场需求进行抑制。房地产企业的市场份额集中度不断提高，不少中小型的房地产企业难以维持或扩展市场份额，为了寻找新的发展机遇，进而进行战略转型。由于房地产行业对资金的需求量非常大并且存在资金回笼慢的问题，不少企业进行了轻资产战略转型，将占用资金大的项目进行外包或者进军金融行业等。也有不少企业进行产业转型，比如原来的房地产行业进入文旅产业等。随着生活水平的提高，文旅产业开始迅速发展起来，国家也提供政策或资金支持，尤其是在国家出台的相关文件中，肯定了其经济支柱的产业地位。新华联在房地产行业的发展中受到限制，于是在 2013 年启动了企业战略转型，进军文旅产业，并致力于将核心业务由商品房销售变成文旅业务。2016 年，新华联正式进入文旅产业，但是战略转型尚未结束。新华联的战略转型历时较长，对于研究战略转型期间财务风险的变化以及应对策略提供条件。进行战略转型的案例很多，有成功也有失败。为确保企业战略转型成功，对转型过程中的财务风险变化应当予以重大关注。因此，本文以新华联为例，研究在战略转型这一特殊时期中企业财务风险存在的问题，并分析原因，提出具有针对性的应对策略，以便新华联战略转型能够顺利进行。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

近年来，进行战略转型的企业非常多，有的企业能够转型成功，而有的企业却转型失败。在探寻战略转型失败的原因中，本文从财务风险角度分析，由于战略转型属于企业进行一次较大的变革，为实现战略转型所实施的具体活动带来的影响却可以通过财务数据反映出来。因此关注战略转型中财务风险，可以及时调整战略转型行为，避免战略转型失败。但是如果忽略对财务风险的关注，可能会

导致战略转型的失败。因此，关注战略转型期间的财务风险变化情况，关注特殊时期财务风险并分析成因，可以提出相应的应对策略，规避出现资金断裂或者破产的可能性，确保企业战略转型的实现。

1.2.2 研究意义

（1）现实意义

企业进行战略转型过程中，实施的具体活动会对企业的财务活动产生影响，而财务风险的变化可以反映出战略转型的实施情况。由于特殊期间的财务风险成因有其特殊性，因此应当对企业在转型期间的财务风险进行关注。如果财务风险过高，可以通过分析发现风险成因并进行有效控制，确保转型的实现。如果缺少对转型期间的财务风险的高度重视，可能难以提出合理的应对策略导致战略转型失败。因此，本文的研究可以为新华联的战略转型提供建议，也可以为其他类似企业提供借鉴。

（2）理论意义

研究财务风险的文献很多，研究角度也非常广泛，比如含义、评价方法，控制措施等。也有很多文献将财务风险区分行业类型进行研究。但是研究企业在特殊阶段中的财务风险问题的文献较少。战略转型期间处于企业变革期，企业的各种要素会进行重新的组合，进而引起企业财务风险变化，因此财务风险成因也具有有一定特殊性。本文研究新华联战略转型这一特殊阶段的财务风险问题及成因，并提出具有针对性的建议。在一定程度上丰富了研究财务风险的案例企业及研究角度。

1.3 国内外文献综述

1.3.1 企业战略转型研究

（1）战略转型概念研究

企业转型是指企业组织行为或战略等方面发生较为彻底的革命性的变革。国内外研究人员较为系统的研究了企业转型的问题，其中关于企业战略转型相关方面的研究就比较多，研究内容主要集中在战略转型的概念、类型、转型动因以及

路径等。一些国外学者首先对战略转型概念进行研究，Ansoff（1965）认为企业战略转型是通过一系列活动改变企业生产模式、核心竞争力、企业制度和组织结构等方面的问题并获得新的发展机遇的过程。Nakauchi&Wiersema（2015）在其相关研究文献中将战略转型的变化通过企业核心业务规模和销售额变化反应出来。Miller&Friesen（1978）从企业内外部环境考虑，将战略转型描述为资源的重新组合，这种组合要与企业内外部环境和资源相配比。Van&Poole（1995）认为当企业组织与其外部环境和内部资源不匹配时需要进行战略转型。因此，战略转型并不单单是指 Goodstein（1994）和 Yokota&Mitsuhashi（2008）在其相关文献中所指的业务类型及数量的增减，也不是 Boeker（1989）所指的竞争战略类型的变化，还包含 Greiner&Bhambri（1989）提出的组织结构的变化以及管理体系的创新等。

我国学者对于公司战略转型内涵的研究在时间上要晚于西方学者。朱俊和叶一军（2004）将当企业所处行业市场前景不乐观时，积极进入新市场的新产业并且逐步淘汰旧产业的过程认定为产业转型，在其相关文献中还指出企业的战略转型并不是单指产业转型，还包括企业新业务经营模式的改变、生产活动流程的再造以及新产业财务战略的调整等。芮明杰（2005）将战略转型视为企业通过特异性知识创新调整企业资源与市场环境不相符的状况，进而避免可能发生的生存危机的过程。姜勇和修国义（2007）认为战略转型是通过重新规划企业发展战略目标、设计转型途径及手段，最终开拓出新产品、新技术或市场的过程。周乔善（2006）则从产业、经营、技术、品牌和市场等方面对战略转型类型进行划分。此外，还有不少学者从战略转型的目的对战略转型的内涵进行定义。邓少军和焦豪（2011）认为战略转型的目的是为了应对企业面临的经营风险。傅玳（2011）认为是为了获得企业长期稳定发展与获得竞争优势以及唐孝文（2015）认为的战略转型是为了企业可持续发展等。

（2）企业战略转型的动因研究

关于转型的动因，有的国外学者将战略转型区分为主动的战略转型和被动的战略转型，Astley&VandeVen（1983）认为主动的战略转型是指企业面临的市场环境发生变化，为了满足经营需求而积极进行战略转型；而后者是指企业面临压力不得不被动转型以改变衰退现状。此外，Rouse（2005）的研究结合了价值缺

陷理论,从机会、威胁、竞争和危机四个价值维度探讨战略转型的动因。Purchase et al (2011) 研究服务企业的战略转型案例,将企业战略转型的关键动因分为以下五种:财务因素、客户因素、竞争因素、市场因素以及风险减少或风险转移因素。国内学者李焯(2005)认为企业实施战略转型的深层次动因是环境巨变破坏了企业内部系统和外部系统平衡状态,为了重新建立均衡联接而进行战略转型。此外,还有学者从内外驱动角度将战略转型动因分为外生动因为企业行业地位和环境变化;内生动因为其他行业的吸引力以及资金荣誉等。

1.3.2 财务风险研究

研究财务风险的文献众多,研究角度多样。本文从财务风险的概念、成因、评价方法以及控制四个方面对相关文献进行梳理。

(1) 财务风险概念研究

关于财务风险的概念研究,其概念内涵不断扩大,Fitzpatrick (1932) 最开始通过净资产收益率以及产权比率等指标反映企业财务风险,如果该指标都持续下降,说明企业面临财务风险。Van Horn John M (2001) 将企业存在难以还清债务并且无法实现利润分配的情况认定为财务风险。在此基础上,James C. Van Horne (2002) 和 Wachowicz Jr (2006) 又进一步扩大了其内涵,将资本结构变动带来的每股收益波动风险、每股税后利润波动风险也作为财务风险的具体表现形式。最后,Ross (2009) 将企业财务风险从四个方面进行了概况,分别为:财务破产、技术破产、法律破产和企业破产。

我国学者刘恩禄和汤谷良(1989)认为财务风险与企业经营活动息息相关,风险特征反映为实际经营成果无法达到预期收益,造成经济损失。其中关于财务风险最典型的两种观点是从狭义和广义来区分,汪平(2003)在其研究中将财务风险确认为筹资风险,其主要观点是指企业负债越高,企业风险越大,零负债则不产生财务风险,这是从狭义角度理解。而姚继敏(2013)将企业的财务风险定义为企业到期不能偿还债务的可能性。沈俊和邓明然(2007)从资本的来源和使用以及分配的利益相关者角度,分析企业财务风险的外部传导;从资本运动过程阐述企业财务风险的内部传导,从资本的筹集到退出企业整个过程中确认企业的财务风险。而李心合(2007)和黄婉婷(2013)从财务报表或财务报告的角度确

认财务风险。

（2）财务风险成因研究

对于财务风险成因的研究，向德伟（1994）认为客观的经营环境以及主观的决策失误和组织管理失误会带来财务风险。薛宏彬（2005）和王金莲（2007）认为产生财务风险的根本原因是举债；直接原因是资产流动不足，现金流量缺乏；经营活动不合理和投资决策失误会加速恶化财务风险；而资本结构失衡则是财务风险的综合表现形式。李小彦（2012）认为财务风险成因除上述之外，还存在股权与债务之间结构失调以及财务人员素质能力不足。刘海娟（2014）通过具体研究中小企业财务风险的成因，发现不完整的市场风险信息、经营方式的多样化也会导致财务风险的产生。

（3）财务风险评价研究

关于财务风险评价方法的研究文献主要从评价指标选取、模型改进等方面进行研究，Patrick（1932）提出单变量评价指标，将产权比率与净资产收益率作为判断财务风险的指标。William Beaver（1966）在其研究中拓展了评价指标，加入了“现金流量/负债”指标进行评价。单变量指标对于财务风险的衡量的准确性有限。因此，国内外学者建立并不断发展评价财务风险的相关模型。其中Altman（1968）构建Z模型用来评价企业是否存在破产风险，该模型通过五个财务指标计算得出数值来衡量财务风险。此外，还有学者将预期现值和风险溢价作为评价财务风险的考虑因素。

我国学者结合国内企业的具体情况，对评价财务风险的指标和模型进行了创新。周首华（1996）将Z模型发展为F值模型，考虑到现金流量对财务风险的影响作用，研究结果显示F值模型在评价财务风险的准确性上比Z值模型更可靠。此外，学者不断创新财务风险的评价模型与模型在不同行业以及企业中的具体运用。比如，Z模型、层次分析法、主成分分析法、熵权TOPSIS等在评价财务风险中的运用以及评价模型在不同行业中的具体运用。欧阳歆（2014）以物联网企业的财务数据为对象，采用Z模型对该行业的财务风险进行评价。尹夏楠（2017）和戚家勇（2018）分别采用了熵权TOPSIS方法和因子分析法对企业的财务风险进行分析。

（4）财务风险控制研究

向德伟（1994）和吴娅鸿（2012）根据财务风险资金运动四个过程提出财务风险的防控建议。张涛（1995）提出财务风险防控不仅要增强财务风险意识，还要健全财务风险机制。薛宏彬（2005）和王金莲（2007）认为企业财务风险的根源是负债经营，直观表现形式为资本结构失调。因此，提出通过采取适度负债、拓宽融资渠道等方式降低风险。刘儒昞和曾宙（2011）则从时间角度提出控制措施，根据事前、事中和事后分别提出相应的控制措施，比如事前注重风险预警机制的建设；事中采取措施控制或减少损失；事后需要查明原因，避免出现类似问题。

1.3.3 战略转型对财务风险的影响研究

对于研究企业战略转型与财务风险是否存在关系，研究在企业特殊阶段中财务风险的变化情况以及财务风险变化对企业战略转型的影响。Barr（1992）认为企业战略转型的结果与财务数据之间存在关系，这种关系主要表现为正相关关系。刘霞（2011）认为企业战略转型会影响财务风险，主要是通过转型方式和路径影响企业的财务活动，进而影响企业财务风险。但是战略转型的结果往往需要经过长时间才能显现出来，所以要对企业的显、隐性指标进行持续关注。向刚（2012）认为战略转型与财务风险存在关系，企业应该主动识别转型中的财务风险以确保企业能够顺利地实现转型。贾晓霞、张瑶（2013）认为资金需求在战略转型中非常重要，资金断流属于企业的重要财务风险特征，应当予以关注。邹毅晨（2019）采用案例研究方法以 A 企业为例，研究房地产企业在战略转型期间企业财务风险的变化情况并提出相应的解决措施。

1.3.4 文献述评

通过对国内外文献的梳理，发现研究财务风险的文献非常丰富，研究角度也非常多元化，主要从财务风险内涵、成因、评价方法以及防控等方面进行研究。有的文献研究不同行业的财务风险特征，提出不同的防控措施，并且对不同行业的财务风险采取评价方法进行改善。战略转型不仅包括产业战略转型还包括经营战略转型、技术战略转型、市场战略转型等。战略转型会带来企业资源的重新分配或组合，导致财务成果和状况发生变化。因此，研究战略转型中的财务风险具

有一定的意义。由于转型活动中的具体行为会导致企业的资金使用数量、时间和范围发生变化，对企业的财务风险产生影响，根据这一作用机制，可以通过分析企业在战略转型这一特殊阶段中财务风险，探究出财务风险的成因，结合成因提出合理的解决对策，保障战略转型的顺利进行。如果不能及时的关注财务风险的变化，对战略转型活动进行调整，可能导致财务压力增加。本文将新华联公司作为案例企业，对其进行战略转型过程中的财务风险进行分析，并提供相应的应对策略加以控制，保证转型的顺利进行。

1.4 研究内容及框架

1.4.1 研究内容

本文首先梳理了战略转型和财务风险的相关研究内容；然后提出了与本文研究主题相关的理论，为下文分析新华联在战略转型过程中的财务风险提供理论基础；接着分析新华联战略转型的动因并描述战略转型的过程；接下来对新华联战略转型期间的财务风险进行分析并找出风险成因，最后针对新华联在战略转型期间的特征提出具有针对性的控制措施。

内容包括七部分：

第一部分为绪论，主要介绍了研究背景、目的和意义。梳理文献综述，并提出了研究框架及方法。

第二部分为相关理论概述，首先提出战略转型的相关理论；然后提出财务风险的相关理论。为下文研究战略转型过程中的财务风险识别和控制提供理论基础。

第三部分为公司概况，对新华联的基本情况简介，然后分析新华联战略转型的动机并分析企业转型过程以及战略转型途径。

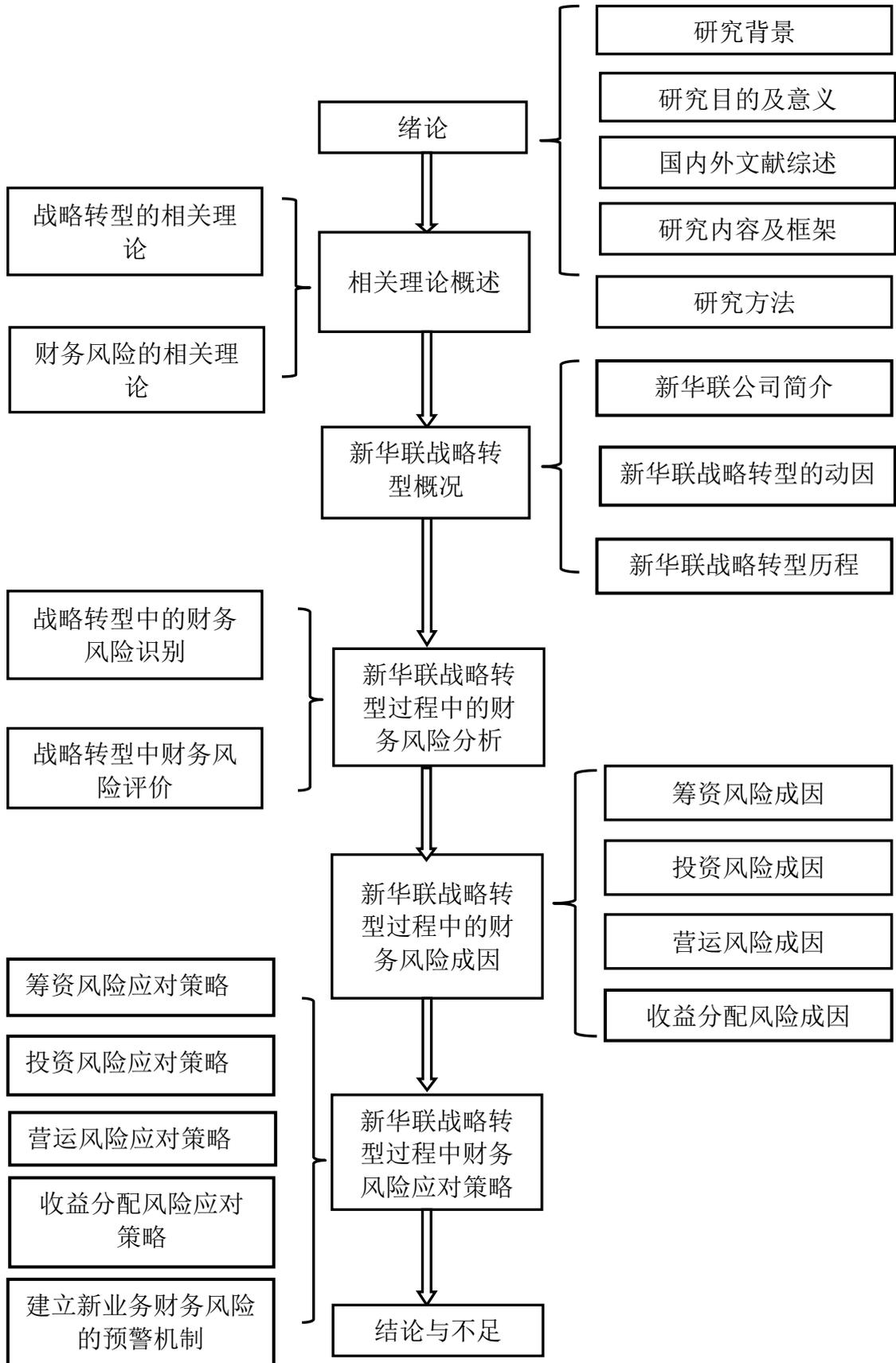
第四部分为财务风险分析，通过资金运动过程分析企业存在的各种风险，并通过相关财务指标或模型进行衡量。

第五部分为财务风险成因分析，针对第四部分新华联在战略转型期间的财务风险，分析财务风险存在的原因。

第六部分为提出风险应对策略，结合上一章的财务风险成因，并结合战略转型的特点提出具有针对性的控制措施。

第七部分为结论与不足，总结了本文的研究结果，并提出本文研究存在哪些不足之处。

1.4.2 研究框架



1.5 研究方法

本文根据新华联公司实施的战略转型事件，采用单案例的研究方法，分析新华联公司在特殊时期的企业财务风险问题，并提出有针对性的应对策略。由于本文关注战略转型的具体活动给企业带来的财务风险，采用适合回答“为何”以及“如何”的案例分析方法比较适宜。新华联从提出战略转型开始到目前已有7年之久，有利于对战略转型期间财务风险的研究。此外新华联公司是进军文旅产业较早的企业之一，因此，研究新华联在转型期间的财务风险具有一定的现实意义。本文以新华联公司为例，将公司公告和财经媒体的相关报道作为案例分析的数据资料来源。结合相关理论研究企业在战略转型期间的财务风险，根据战略转型途径探索财务风险成因，最后提出具有针对性的应对策略。

2 相关理论概述

2.1 战略转型的相关理论

2.1.1 战略转型的含义

本文根据战略转型的文献研究,将其概念认定为由于企业外部环境变化以及企业内部资源配置不当,影响企业经营环境以及发展前景,因此对企业的战略进行重大调整或对企业组织要素进行重新构造的过程。战略转型具体内容包括业务数量和类型的增减、竞争战略或组织结构的变化以及管理体系的创新等。

2.1.2 战略转型类型

本文从企业的经营活动出发,将战略转型的类型进行划分,具体类型包含以下几种:

产业战略转型是指企业将自身的各种资源从原来所处的行业投入到其他产业中,比如从房地产业转向金融产业、文旅产业等。产业战略转型既可以放弃原来的产业,也可以在保留原有核心业务的基础上,拓展出新的业务领域。由于任何产业都有生命周期,企业的核心竞争力可以被模仿而且也会因新市场的出现而丧失优势。因此,企业不仅要在现有产业内竞争,也要发展产业结构方面的竞争,结合产业生命周期调整战略,适时改变产业领域,发展新的产业和开拓新的市场空间。

经营战略转型是指企业对经营战略进行调整,最常见的经营战略转型为从多元化到专业化或者从专业化到多元化。其中归核化战略转型注重企业的核心技术、核心业务、核心市场等。关于多元化战略转型的业务拓展范围,可以是相关的也可以是不相关的。

技术战略转型是指企业就核心技术由主要依靠引进到实现自主创新的转变。如果没有核心技术,在市场中只能处于低端制造领域,没有竞争优势。因此,我国不少企业开始积极主动的进行技术创新,其中联想的战略转型道路为我们提供了经验。

市场战略包括低成本战略和差异化战略，低成本战略是指企业通过降低生产等各个环节的成本来增加企业利润以获得竞争优势；差异化战略是指企业提供产品差异、服务差异、品牌差异或者技术差异等以获取竞争优势。由于成本降低是有限度的，一旦超过底线，则会影响产品或服务的质量。因此，过度依赖低成本战略难以维持企业的竞争优势。不少企业会在发展过程中及时调整市场战略。

竞争战略转型是指市场竞争主体的范围发生变化，体现在竞争双方主体范围不同。以前可能是企业与企业之间竞争，现在可能是两条价值链之间进行竞争。随着市场经济的不断深入，企业个体资源有限难以适应当前复杂的市场环境，而如果通过企业间的资源重新分配整合，实现资源互补，形成协同优势，可以在一定程度上降低企业的经营风险。因此，战略联盟是竞争战略转型的主要方式。

2.1.3 战略转型途径

企业在确定新的战略后，需要考虑采取哪些措施、通过何种途径来实现企业新的战略。对于实施战略转型的途径，企业可以通过内部培育、并购和战略联盟，也可以通过剥离和收割等途径来实现公司战略转型，从而实现企业的可持续发展。企业确定转型战略后可以采用一种途径也可以采用多种途径实施战略转型。

内部培育。当企业进行技术战略转型和市场战略转型时，企业可以采取内部培育的方式，增加对自主研发、自主创新等方面的资金投入实现企业的技术战略转型。低成本战略一般适用于企业或行业的成长阶段，当企业进入发展阶段或成熟阶段时，很多企业会采取差异化战略提高企业的产品或服务的辨识度。内部培育是进行产品或服务创新，提升产品差异的主要途径，能创造新的利润空间，保持或提高企业的市场占有率。

并购和剥离。并购和剥离是企业实施产业战略转型和经营战略转型的重要途径。当企业制定进入新产业或者进入新产业并保留旧产业时或者进行多元化战略时，多采取并购方式。主要是因为并购能够帮助企业快速实现扩张和进入新产业或新产品领域。当企业制定完全进入新产业不保留原有产业时或者进行归核化战略，剥离原有的业务是快速实现战略转型的方法。

战略联盟。企业要进行竞争战略转型，通常采取战略联盟的方式。这种方式可以帮助企业发挥优势互补和资源共享的作用，也可以帮助战略联盟双方快速形

成规模效应。在同行业的战略联盟中，可以通过实现规模效应达到降低边际成本的目的，发挥产业协同优势降低交易成本，进而降低企业的经营成本。协议联盟是战略联盟的主要形式，但是战略联盟的联盟组织成员之间存在职责不明、稳定性不高的现象，使得联盟效果难以充分发挥，这也是战略联盟弊端之一。因此，在企业确定战略联盟时，企业应当确保获取主导地位。

2.2 财务风险的相关理论

2.2.1 财务风险的含义及特征

(1) 财务风险的含义

通过相关文献的梳理，财务风险最常见的两种定义：第一种将其直接认定为筹资风险，即企业债务到期但无法偿付债务本金及利息的风险；而第二种从资本的筹集到退出企业整个过程中确认企业的财务风险，具体表现为筹资、投资、营运以及收益分配风险。本文所要研究的财务风险主要是指第二种即新华联公司在战略转型期间，为实现战略转型而实施具体行为对整个企业的财务活动产生的影响。

(2) 财务风险的特征

财务风险的特征主要包含以下几个方面：

①客观性。根据财务风险的定义可以看出财务风险与企业的资金运动活动相关，企业只要发生资金运动，财务风险就一定存在。此外，企业的财务活动受行业情况、市场环境等影响，这些影响因素的存在也是客观的。

②不确定性。风险的不确定性是指影响事件发生与否的因素的不确定性，造成结果与预期目标不相符的可能性。财务风险是指企业的财务成果偏离财务预期的可能性。影响企业财务活动的因素非常多，比如市场环境的变化，竞争对手采取的经营策略及产品的变化等都会对企业产生影响。此外，企业的财务风险只能靠企业的专业知识和经验进行分析和预测，其结果的可靠性也存在不确定性。

③复杂性。财务风险具有复杂性主要体现在影响财务风险变化的因素非常多并且还存在着一些难以发现的潜在因素，财务风险的影响因素之间错综复杂并且存在着多重因素共同作用的情况，可能难以分析出主要的影响因素。因此，财务风险

具有复杂性。

④双重性。财务风险的双重性主要体现在经济利益的流入（收益性）和经济利益的流出（损失性）两个方面。如果能够及时有效的防控企业的财务风险，进行科学的决策可以提高企业的经营能力和盈利能力，这体现了财务风险的收益性；当企业发生严重的财务风险，为控制风险所采取的成本或未能控制风险而造成损失，可能使利益流出企业，这体现了其损失性。

2.2.2 资本结构理论

MM理论从开始提出到发展成熟可以划分为三个阶段。第一阶段是指1958年MM理论的提出，此时的MM理论预设了一个比较严格的前提，就是指研究这个理论时不考虑税收与信息不对称这两个要素，得出企业价值与资本无关。第二阶段是指1963年MM理论的修正，剔除了不存在税收这一前提假设，在相关研究中将企业所得税纳入考虑范围，研究发现企业价值大小与资本结构相关并与财务杠杆系数呈正向变动关系。第三阶段是指1976米勒模型的构建，在其构建的模型中除了考虑企业所得税外，进一步考虑了个人所得税的影响，得出了企业价值与资本结构无关的结论。

在MM理论的基础上一些学者又进行了新的发展，提出了新的理论。比如提出了信号传递理论，该理论将资本结构的变化作为了解企业内部信息的一种途径。负债率的变化被外部投资者看作企业质量变化的重要指标。高负债表明企业表现好；低负债表明企业表现不佳。权衡理论认为企业存在资本结构的最佳配比方式，通过综合考虑债务的税盾效应、破产成本和代理成本后使企业价值最大的资本结构为最优。其中负债的边际效益会随着负债比重的不断增加而降低，而边际成本则会随之增加。债务融资也产生破产成本，但是在相关研究中发现破产成本相对于避税效益来说并不重要。优序融资理论认为企业应当首选内源融资，其次举债融资，最后才考虑股权融资。内源融资一般是指企业用企业的内部资本积累进行融资，该融资方式保持企业的股权结构不变，也不会向市场传递出企业经营的不良信息，影响企业市场价值，但是内源资金一般有限难以满足企业资金需求。当企业的留存收益不足需要向外部进行融资时，优选债务融资。因为举债具有抵税效应，其成本小于股权融资。最后选择股权融资是因为这种融资方式会改变企业

的股权结构，向市场传递企业经营状况不佳的不良信号。

2.2.3 财务杠杆理论

财务杠杆通常以资产负债率表示，能够发挥杠杆效应，一般通过财务杠杆系数大小反映出来。该系数除了能够反映财务杠杆效应大小之外，还能够反映财务风险大小。通常可以将该系数的公式表示为： $DFL = EBIT / (EBIT - I)$ 。通过分析发现，DFL 与 I 呈现正向变动关系，与 EBIT 呈反方向变动。财务杠杆系数的大小与两个因素相关。财务杠杆系数与财务风险存在以下关系：当 DFL 的值趋于(0, 1)，企业存在较大的财务风险；当 DFL 的数值趋于(1, 2)，说明财务杠杆作用明显并且财务比较安全；而当 DFL 的数值大于 2 时，企业存在高风险；当 DFL 的值趋向于 ∞ ，说明企业的财务风险非常大并且存在严重的破产风险。新华联公司没有发行优先股，因此本文只考虑企业通过进行举债运用财务杠杆。举债经营可以发挥其在减少税收方面的优势，但是过高的负债会增加企业的筹资费用，进而会侵蚀企业利润，给企业带来筹资风险，引发财务危机。企业的战略转型活动需要对企业资本重新组合，应当关注企业财务杠杆的变化情况以及对财务风险的影响，避免财务杠杆发挥负效应，侵蚀企业资产，引发财务危机，导致战略转型失败。

3 新华联战略转型概况

3.1 新华联公司简介

3.1.1 公司历史沿革

新华联文化旅游发展股份有限公司（新华联）是一家多行业综合发展的上市公司。其业务类型包含文旅产业的开发与运营、房地产项目开发建设、物业服务、酒店管理、金融产业等。成立于 1993 年，2011 年在深交所上市。2012 年新华联确定了新的转型思路：在住房开发的基础上发展商业地产、文旅产业。2013 年正式启动战略转型，确立战略转型目标为实现文旅产业为核心业务的多元化战略。在转型期间，2016 年新华联正式迈入文旅产业。此后不断加大战略转型力度，致力于实现核心产业由房地产转变为文旅的多元化产业战略布局。2019 年，新华联转型进入攻坚阶段，文旅项目全面投入运营，开始聚力发展文旅产业，加快实现核心业务转变为文旅产业。

3.1.2 公司组织架构及风险控制机制

（1）公司组织架构

新华联根据公司的发展要求结合业务类型特点，对企业的管理结构和部门的设置进行了较大的修改，尤其是在 2019 年对公司部门进行了增设。如图 3.1 所示，目前新华联公司的组织架构图中设置的部门一共包含了 18 个。这种变化的原因是由于在战略转型期间，新华联进行了多元化产业布局，其中包括金融产业和文旅产业。因此，在部门设置中增加了投资与战略发展部用来制定和分析企业投资项目。为了文旅产业的发展增加了旅游管理事业部、儿童乐园事业部以及演艺事业部等。

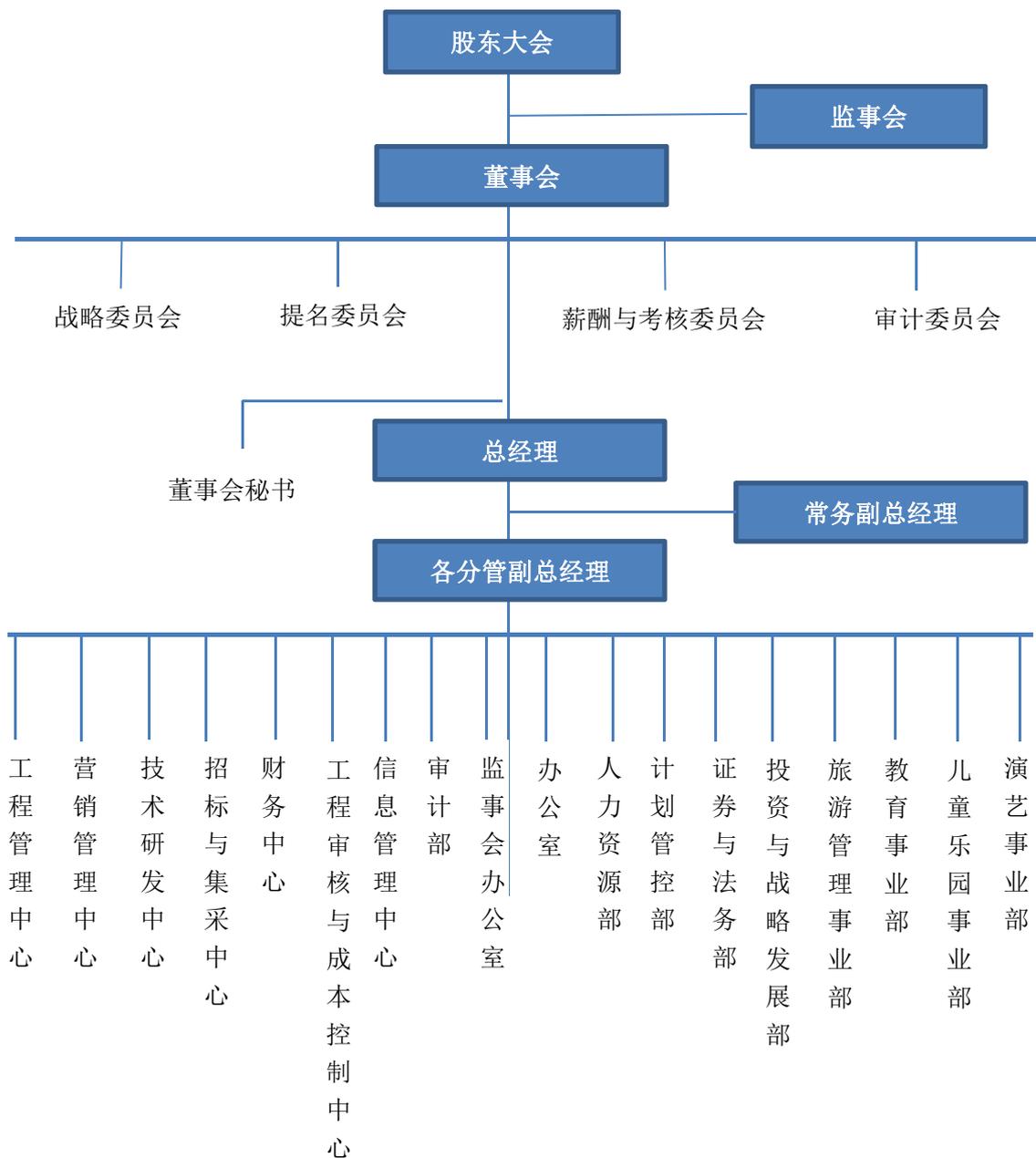


图 3.1 新华联公司组织结构

(2) 风险控制机制

新华联在战略转型期间不断的进行风险控制机制的建立,但在对于子公司风险控制和规章制度方面缺乏统一的规范和监督管理。此外,如图 3.2 可以看出新华联的风险控制机制是水平管理,彼此之间分离。但是对于经营过程而言,各个环节是彼此联系,不可分割的。在战略转型中,对于新华联引入的新业务缺乏专门的财务风险预警模型的建立,企业原有财务人员缺乏对于新业务风险的把控经

验，无法做到对转型时期随时可能出现的财务风险保持高度警惕。因此新华联公司对于风险的管理不能形成有效的相互监督控制机制。

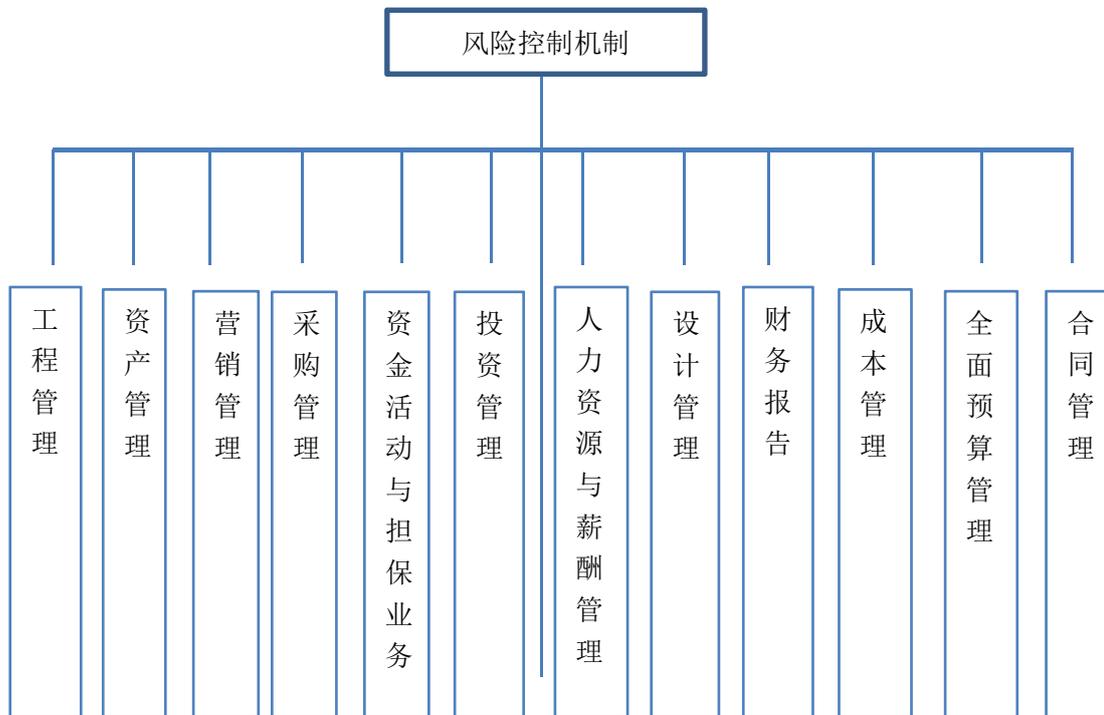


图 3.2 新华联公司风险控制机制

3.1.3 战略转型前公司经营状况

2012 年我国在房地产开发方面进行投资约为 7.2 万亿元，比 2011 年增长了 16.2%，但是增速相对于 2011 年回落了约为 12 个百分点。在房地产开发、销售以及土地购置方面，新增面积分别为 177334 万平方米、111304 万平方米和 35667 万平方米，同比增速分别回落了 7.3 个百分点、2.6 个百分点和 19.5 个百分点。这是由于政府提出的房地产调控政策抑制了需求量，房地产行业的市场供给量趋于饱和难以有进一步的发展，全国房地产行业开发与销售增速均呈现下降趋势。以商品房销售为核心业务的新华联公司也受到影响。由表 3.1 中可以看出，与 2011 年相比 2012 年主营业务收入虽然增加，但净利润明显减少，销售净利率比 2011 年降低 5%左右。此外，按行业划分新华联公司的经营业务，从表 3.2 中可

以看出新华联的主要经营收入来自于商品房销售，但由于政策和行业影响，商品房销售的金额与占营业收入比重均下降。新华联的核心业务的竞争优势有所削弱。

表 3.1 2011-2012 年新华联经营状况

报告日期	2012/12/31	2011/12/31
主营业务收入（万元）	246256	233565
净利润（万元）	51674	60432
销售净利率	20.98%	25.87%

数据来源：巨潮资讯网、新浪财经

表 3.2 2011-2012 年新华联各行业销售情况

行业分类	2012 年		2011 年		同比增减
	金额（万元）	占营业收入比重	金额（万元）	占营业收入比重	
商品房销售	220634.48	89.60%	226112.02	91.83%	-2.42%
建筑、装修业	17600.63	7.15%	12682.92	5.15%	38.77%
其他业务收入	8021.18	3.25%	7422.63	3.02%	8.06%
合计	246256.29	100.00%	246217.57	100.00%	---

数据来源：公司年报

3.2 新华联战略转型的动因

国家政策的调整、行业环境的变化以及企业自身资源的组合都会对企业的战略产生影响。因此，本文从以上三个方面具体分析新华联战略转型的动因。

3.2.1 国家政策不利影响

自 2010 年以来，我国出台关于房地产调控政策，对房地产企业的开发和销售产生了重大的影响。2010 年政府出台了“国十条”等限定政策；2011 年和 2012 年为了控制投机和投资性购房行为，通过提高第二套房的房贷首付比例和贷款利率以及限购范围等措施抑制市场需求；2017 年也出台了相应政策调整房地产市

场。在 2018 年，房地产调控进入高压状态。从全国范围内来看，实施限购政策、限贷政策和限售政策的城市或地区分别有 22 个、6 个和 7 个。最近几年，我国对房地产行业进行了大规模的调整，在一定程度上抑制了市场发展和需求规模。新华联作为以房地产开发销售为主要业务的上市公司，受国家政策的影响，房地产销售业务受到较大限制，核心竞争力在不断削弱，在国家政策和持续经营的压力下，新华联公司提出了战略转型。

3.2.2 房地产行业分化格局加剧

自房改以来，房地产企业进入发展的繁荣期，不少企业进军房地产行业，抢占市场份额，市场竞争非常激烈。2019 年，房地产上市公司总资产规模虽然有所扩大，但是增速同比有所下降。不少企业对发展的要求由追求规模转变为追求质量，尤其是龙头企业。在房地产行业行业分化越来越明显，资产规模大的大型房地产公司普遍处于企业的高速发展期，而资产规模较小的中小型房地产面临严峻的生存危机，部分企业通过出售资产保障资金流，确保企业安全。新华联的总资产规模在 500 亿左右，属于中小型企业，在房地产市场竞争中没有明显的竞争优势，难以保持或者开拓市场。然而，我国文化旅游产业正加速发展，于 2012 年旅游业总收入年均增长 14.9%。在旅游房地产方面，我国企业投资总额达到 1 万亿元，在参与旅游房地产开发的 100 强住宅企业中占三分之一以上。新华联也瞄准了向文旅产业转型。文旅行业的发展前景也为新华联向文旅产业转型提供了可能。

3.2.3 分散企业经营风险

战略转型前，新华联的销售收入来源主要依靠商品房销售，由表 3.3 中可以看出，商品房的销售金额占营业收入的比重达到 90%左右，而建筑、装修业和其他业务收入占营业收入比重只占 10%左右。新华联的业务构成比较单一，房地产行业受政策和行业分化影响，商品房销售市场和需求受到抑制。新华联核心业务的优势也在不断削弱。新华联公司意识到经营问题，迅速做出反应，在 2013 年开始启动战略转型，进军文旅产业并构建多元化业务布局，分散企业的经营风险。

表 3.3 2011-2012 年新华联经营状况

行业分类	2012 年		2011 年		同比增减
	金额(万元)	占营业收入比重	金额(万元)	占营业收入比重	
商品房销售	220634.48	89.60%	226,112.02	91.83%	-2.42%
建筑、装修业	17600.63	7.15%	12,682.92	5.15%	38.77%
其他业务收入	8021.18	3.25%	7422.63	3.02%	8.06%
合计	246256.29	100.00%	246217.57	100.00%	——

数据来源：公司年报

3.2.4 寻找新的经济增长点

房地产行业的市场集中度提高，行业内部格局分化明显，新华联难以保持和进一步拓展市场份额。部分房企开始在稳固自身地产主业的同时进行多元化业务布局，培育新的经济增长点，创造企业的“第二条曲线”。如世茂房地产一直致力于围绕地产打造酒店、商娱与物业业务板块，雅居乐也注重物业管理和环保两项多元业务的发展。根据图 3.3 中 30 家房地产上市代表公司主要多元化方向可以看出物业和商业是大多房企多元化首选的业务，此外金融和文旅业务也是很多企业的选择。近年来，国家对文旅产业的发展给予大力支持，新华联在核心业务商品房销售受到严重限制的情况下，将文旅产业发展为企业新的经济利润增长产业，并提出了同时发展商业地产、物业管理、金融产业等产业。

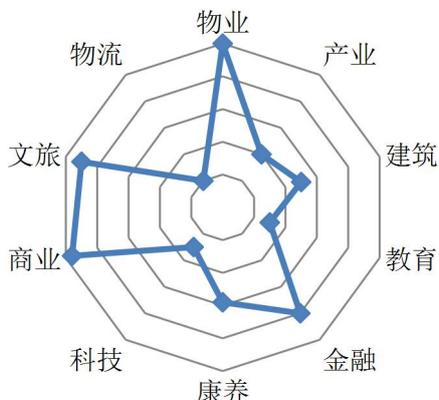


图 3.3 30 家房地产上市代表公司主要多元化方向

3.3 新华联战略转型历程

通过分析新华联的内外部环境，国家的房地产调控政策抑制了市场需求；行业集中度高；新华联的房地产销售业务难以进一步抢占市场份额；新华联的销售利润率下降以及主业竞争优势不断消失，使得新华联必须进行战略转型以实现企业的持续发展。而文旅产业的发展前景为新华联提供了战略转型的方向。因此，新华联制定了由房地产行业向文旅行业进行多元化战略转型的战略目标。接下来本文对战略转型的过程和采取的转型途径进行具体分析。

3.3.1 战略转型过程

新华联公司于 2012 年提出了战略转型思路。2013 年开始正式进行战略转型。2016 年公司制定了新的战略定位：在发展房地产的同时进行文旅产业的开发和金融产业的投入，进行房地产产业链的全面发展。公司在 2019 年进入了转型的关键时期，把转型的重心放在发展文旅产业，聚力转型发展升级，努力实现核心业务的转变。到目前为止，转型历时 7 年之久，可以将战略转型划分为两个阶段，如表 3.4 所示，第一阶段为 2013 年到 2017 年，以实现多元化产业布局为主要战略目标，目前已经实现了房地产整个产业链条的全面经营，并且也引入了其他产业，比如金融产业和文旅产业等。第二阶段是 2018 年至今，战略目标为实现核心产业由房地产向文旅转型。

表 3.4 新华联战略转型过程

转型阶段	转型目标	具体表现
第一阶段（2013 年-2017 年）	实现多元化战略	延伸产业链，实现房地产从开发建设到管理服务产业全覆盖的综合性企业；增加了文旅产业和金融产业。
第二阶段（2018 年-至今）	实现以文旅产业为核心业务	2019 年文旅产业四大项目全面运营，但尚未实现核心业务的转变。

3.3.2 战略转型途径

新华联在战略转型期间，通过自行开发建设、收购、战略联盟等途径实现战略转型目标。在此期间进行了大量的土地储备、项目开发和收购、设立公司等活动。

(1) 项目开发与建设

新华联项目的开发与建设主要是对商业地产和文旅项目进行开发建设。比如在 2013 年，新华联开始建设第一个文旅项目即芜湖文旅项目，该旅游景点建设内容包括海洋公园、老街和购物广场等。2014 年新华联开发了上海国际中心项目和悦谷项目。公司也获得了铜官窑文旅项目的开发批准文件。此外，在 2014-2015 年，公司也对商业地产进行了大力开发，在一些发展前景好的城市进行城市综合体项目开发建设。

(2) 并购与设立

公司通过收购等方式进行了大量的土地储备，比如 2012 年收购了 11 块建设用地，土地面积扩大了 146 万平方米左右。从 2013 年到 2017 年，基本每年都会增加土地储备量。2013-2017 年土地分别增加了 146.05 万平方米、240.46 万平方米、110.88 万平方米，219.40 万平方米，120.10 万平方米。2018 年-2019 年，新华联公司减缓了对土地的储备速度。

为了实现多元化战略，新华联收购了大量的公司，延伸了房地产产业链，比如在 2012 年以 100% 股权收购了一家建设工程公司，并且置入华建公司参股的长沙银行，也以 100% 股权收购了一家物业管理公司。在 2017 年收购了两个关于文旅产业方面的公司分别为文旅设计公司 and 海外旅游公司。为了发展金融行业，不断通过收购增加长沙银行的股份比例，也收购了关于金融信息服务方面的公司。为了实现文旅转型，新华联也进行了海外投资，将文旅产业扩展到海外市场。比如 2014 年公司在马来西亚成立了公司并进行度假中心项目开发，在韩国成立了会社并进行济州岛文旅项目开发，并于 2015 年收购了新丝路文旅等。

(3) 战略联盟

战略联盟是指企业通过联合的方式对彼此的资源进行重构使其发挥最大效用以增强企业在市场中的竞争力。2015 年新华联通过战略联盟方式与其他公司共同设立亚太再保险股份有限公司，这种方式不仅可以分担风险也可以共享彼此

资源。此外，为了实现文旅项目的顺利开展，新华联与北京政府签订了关于开发文旅项目的合作开发协议。在国际旅游项目开发方面，新华联与北京外国语大学签订了战略合作协议。为了更好的宣传和发展文旅产业，新华联与我国国内的旅行社形成战略联盟，与 OTA 渠道供应商、湖南卫视和潇湘电影制片厂形成友好的战略合作关系，对文旅项目进行宣传，可以提高企业旅游项目的知名度，吸引旅客，获得充足的客户来源。

新华联进行了大量的项目开发、收购和战略联盟活动，促进企业的战略转型。目前，新华联已完成了多元化战略布局，新华联的业务模式发生了变化，如图 3.4 所示，在战略转型前，新华联的核心业务为房地产销售，经营模式比较单一。在市场和行业环境的冲击下，新华联的这种业务模式必然会受到很大的影响。因此，新华联进行了战略转型，期望构建以文旅产业为核心业务的多元化战略布局。新华联通过并购、项目开发以及引入战略合作伙伴等方式，延伸了产业链并增加商业地产、文旅产业和金融等业务，实现了新华联多元化的战略布局。但是，目前新华联的核心业务仍然为房地产商品房销售，尚未完全实现转型目标，公司的核心业务还没有从商品房销售转向文旅产业。因此实现文旅产业为核心业务是战略转型攻坚阶段的主要任务。

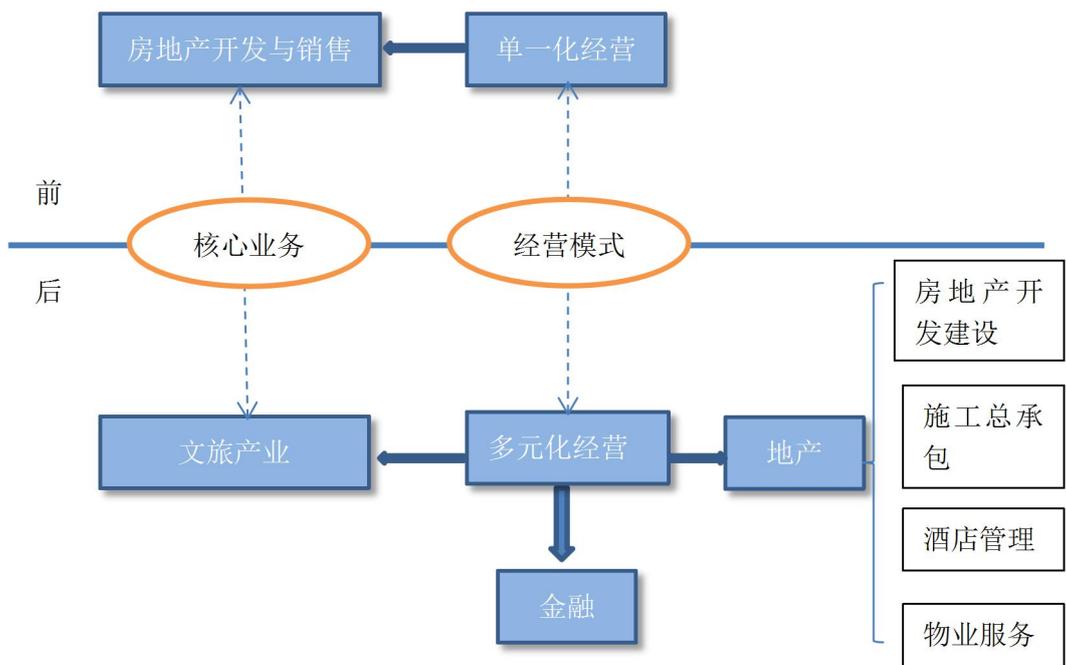


图 3.4 新华联战略转型前后产业布局

4 新华联战略转型中的财务风险分析

根据上一章对新华联的战略转型动因、转型过程以及转型途径的分析,新华联为转型实施的具体活动会带来企业财务活动的变化,对企业财务风险产生影响。本文研究思路是根据反映财务风险的财务指标变化识别战略转型期间财务风险问题,并结合财务风险评价指标对新华联公司在战略转型期间的财务风险进行评价。接下来本文从财务活动过程出发,通过相关指标识别企业在特殊时期财务风险有哪些。

4.1 战略转型中的财务风险识别

4.1.1 筹资风险识别

新华联公司一直致力于实现以文旅产业为核心业务的多元化战略,制定了“文旅+地产+金融”的战略定位。经过了2011年-2012年两年的酝酿期,于2013年正式开启战略转型之路。到目前为止,新华联公司的战略转型活动进入攻坚阶段。如图4.1所示,新华联在2013-2018年资产和负债规模不断扩大,而在2019年资产和负债规模有所减小。此外,新华联的资产规模和负债规模的增长幅度基本一致。新华联资产和负债规模不断扩大的原因是战略转型期间公司不断通过土地储备活动满足房地产、文旅产业和商业地产的土地需求,在2018年和2019年几乎没有新增土地,主要是因为在此期间文旅产业进入营运年,四大文旅项目全部投入运营阶段,对土地储备需求量减少。如图4.2所示,新华联公司在2013-2017年不断增加了土地储备,而新增文旅土地储备量占新增土地储备量的比重由6.67%增加到62.78%,其中2016年增加到84.10%。在此期间,对于文旅产业的土地储备开始不断占据主导地位。由于土地储备量的增加,导致企业对资金的需求量增大。而在商业地产、文旅项目的开发过程中,也需要大量的资金进行开发建设。而企业多通过自筹和银行借贷的方式进行融资,其中对于开发文旅项目所获取的资金来源如表4.1所示,四大项目的资金来源除了自筹之外,对于银行贷款的依赖也非常大,这也导致了企业负债规模不断增加。

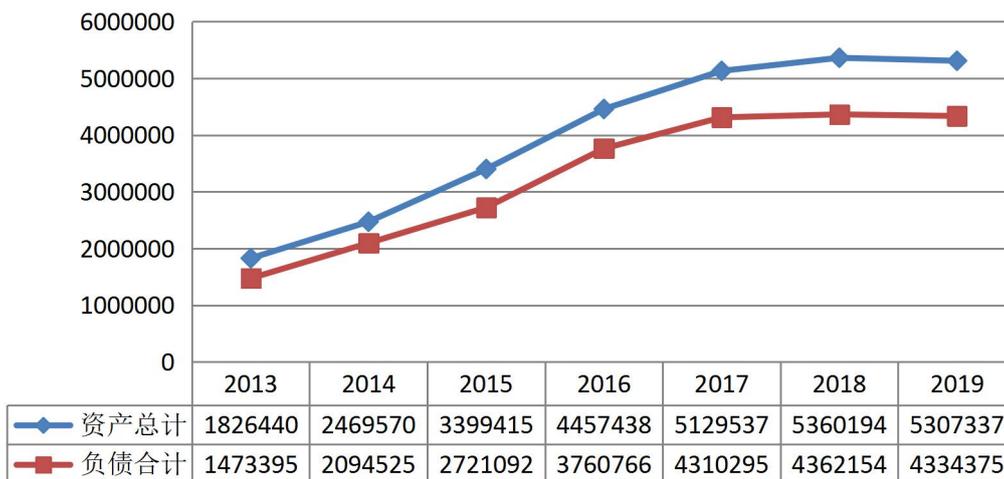


图 4.1 2013-2019 年新华联资产与负债规模变化情况

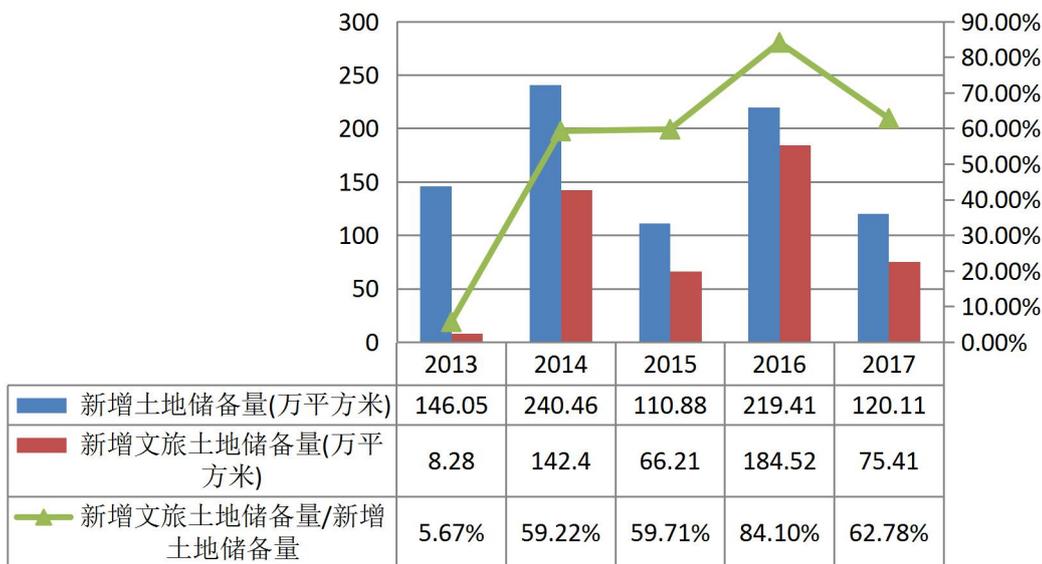


图 4.2 2013-2017 年新华联土地储备情况

表 4.1 新华联文旅项目开发资金来源情况

文旅项目	资金来源
芜湖鸠兹古镇	自筹+贷款
长沙铜官窑古镇	自筹+贷款
西宁童梦乐园	自筹+贷款
四川阆中古城	自筹

资料来源：公司年报

本文通过资产负债率与沪深房地产上市公司的行业均值进行对比,以行业均值为参考值,对新华联的资本结构状况进行分析。由于房地产行业销售模式主要采用“预售方式”,而预售阶段不符合会计确认收入的条件而不能确定收入,从而计入预收账款形成了企业的负债。但是,由于产生于经营活动且交付给债权人的是实物并非资金。因此,本文在计算其资产负债率时,应当剔除公司预收账款变成有效负债率,还原其真实的负债情况来分析企业的资本结构,从而能够更客观地评价其融资模式。

新华联在略转型之前的资产负债率在 60%-70%左右,但战略转型期间资产负债率不断攀升。如图 4.3 所示,负债率基本保持在 80%以上,触及了负债率红线。这表明了新华联公司存在很大的偿债风险。此外,新华联有效负债率在 2013-2019 年总体上呈现上升趋势,由 2013 年的 71.38%变成 2019 年的 72.62%,基本上保持在 70%以上,而沪深上市房地产公司的有效负债率基本在 50%左右,新华联的有效负债率高于行业均值也反映了公司在筹资方面不合理。新华联在战略转型期间的资产负债率高的原因是通过负债融资的方式满足战略转型的需要。但是过高的负债率,给企业带来了较大的筹资风险。

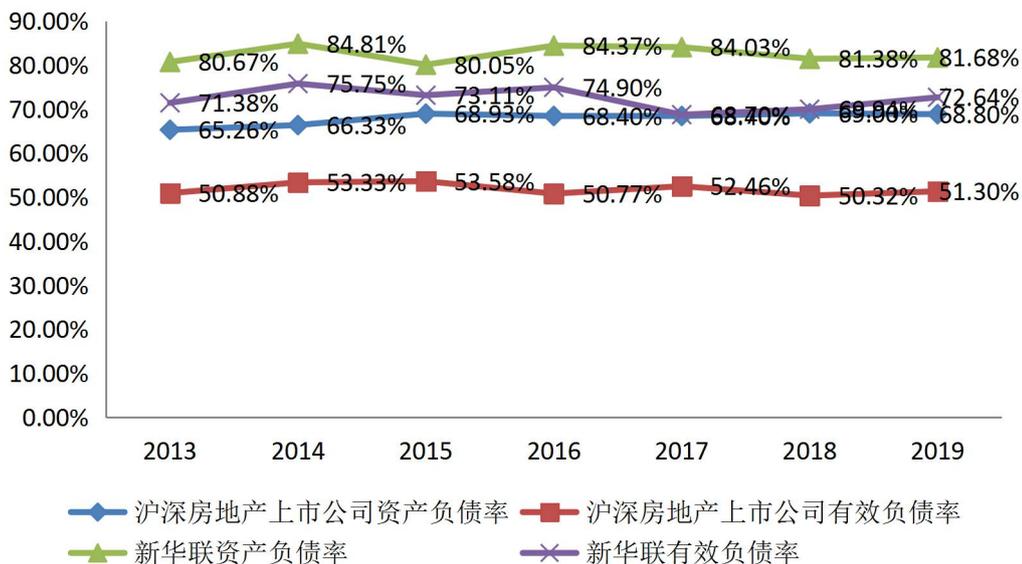


图 4.3 2013-2019 年新华联与沪深上市公司资产负债率对比

新华联负债中除了预收账款外,应付账款的金额也较大,为了进一步了解公

公司的负债结构, 本文通过有息债务占总负债的比重分析新华联负债结构。其中有息负债率越大, 说明举债成本越高。如下图 4.4 中, 可以看出有息负债率从 2013 年的 55.43% 上升到 2019 年的 57.77%, 上升了 2 个百分点左右, 其中 2015 年有息负债率达到 66.06%, 上升了 11 个百分点左右。可见, 在战略转型期间新华联需要承担利息的负债达到半数以上。说明在进行战略转型的过程中, 虽然利用了财务杠杆作用, 但是负债结构明显不合理, 加剧了偿债的风险。也反映了新华联公司为进行战略转型, 采用了更加激进的融资策略。



图 4.4 2013-2019 年新华联有息负债率变化情况

通过上述分析发现新华联采取较为激进的融资策略, 接下来本文通过流动比率和速动比率对新华联公司的短期偿债能力进行分析。通过图 4.5 可以看出新华联流动和速动比率从 2013 年到 2019 年下降趋势明显。流动比率由 2013 年的 1.99 下降到了 2019 年的 1.2; 而该企业速动比率从 2013 年至 2019 年一直处于一种低水平, 从 2013 年的 0.47 下降到 2019 年的 0.32。这两个指标呈现明显的下降趋势是由于企业进行金融行业布局增加短期借款以及进行项目开发活动进而增加企业的应付账款, 使得企业的流动负债增加。而存货在战略转型中的增长幅度较小但比重在 70% 左右, 房地产企业的存货主要是商品房, 由于商品房的销售不同于其他商品, 变现能力较差, 导致企业在战略转型期间存在严重的短期偿债风险, 短期债务到期可能没有充裕的资金予以偿还, 存在资金链断裂的风险。

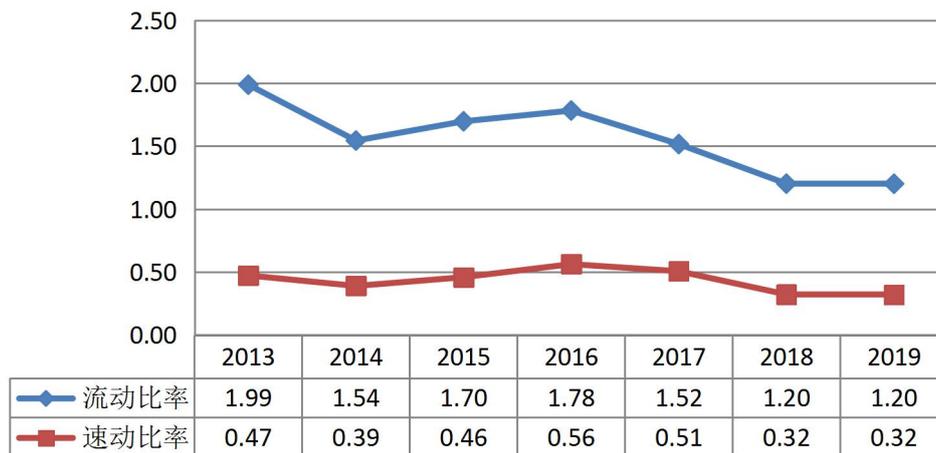


图 4.5 2013-2019 年新华联流动比率与速动比率变动情况

综上所述，新华联在战略转型期间的大量土地储备和项目开发活动增加了资金的需求，而资金来源尤其是四大文旅项目的开发多依赖于银行借款，导致新华联存在过高的负债率，增加了筹资风险；新华联进行商业地产以及文旅项目的开发建设增加了应付账款，为了发展金融行业，通过短期借款的方式增加长沙银行股份等活动，增加了流动负债，而新华联的存货过多且难以变现，导致流动比率和速动比率不断下降，新华联的短期偿债能力严重不足。因此，在战略转型期间新华联的筹资风险不断增加，甚至可能存在资金断裂风险。

4.1.2 投资风险识别

投资风险是公司在进行投资活动时，投资策略、投资规模等影响投资结果而使其发生偏差的风险。从图 4.6 中可以看出新华联 2013-2019 年投资活动净流量为负，并且呈现负增长趋势，其中 2018 年投资净流量最高。新华联的投资活动净流量为负主要是由于在获得土地储备、开发建设商业地产和文旅产业方面投入大量资金，而投资活动带来的收益低。投入和产出失衡带来企业投资风险，也反映了新华联在战略转型期间进行激进的投资策略。新华联为了进行金融产业布局，不断对长沙银行进行投资以增加持有股份，在 2016 年投资了新安金融和新安资本。此外，新华联也增加了对儿童梦乐园和西宁梦乐园的投资。如图 4.7 所示，在战略转型期间，新华联公司对外进行了大量的投资，长期股权投资从 2013 年的 51561 万元增加到 2019 年的 295384 万元。但对长沙银行、文旅产业的投资带

来的投资收益增长幅度较小，长期股权投资带来的投资收益率从 39% 下降到 16%，2017 年增加到 32%，主要是由于当年处置了新安金融和新安资本导致投资收益增加。总体而言，投资回报相对于长期股权投资，收益率比较低，说明新华联的对外投资存在投入产出失衡的情况。反映了企业的投资策略不合理。

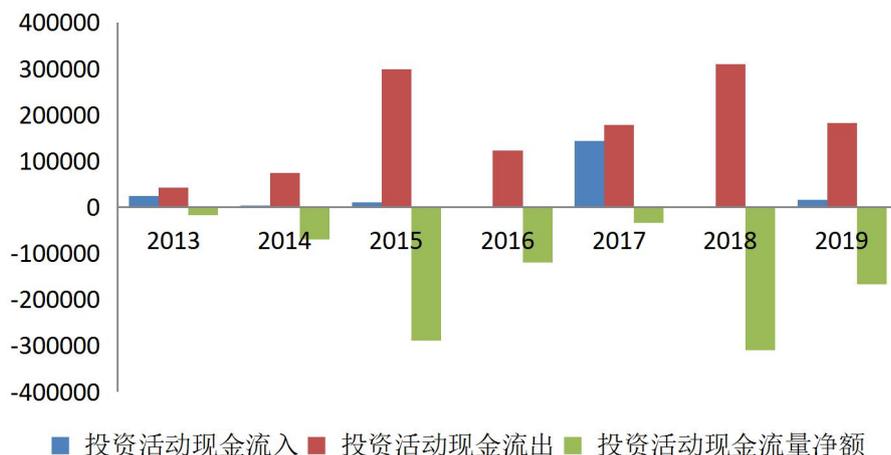


图 4.6 2013-2019 年新华联投资活动现金流变动情况

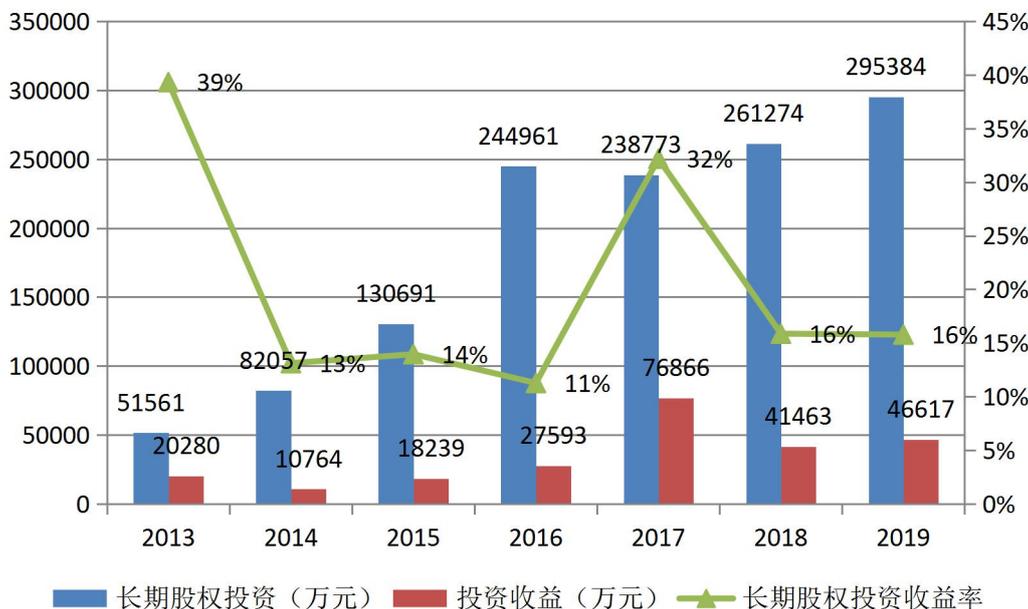


图 4.7 2013-2019 年新华联长期股权投资及投资收益情况

新华联除了进行大量的外部投资外，为了商业地产和文旅产业的发展，也进行了大量的固定资产投资。如图 4.8 所示，新华联公司的存货占资产总额的比重

在 2013-2019 年间不断降低,说明新华联公司加快去库存化速度。而新华联的文旅产业以“古镇+”模式进行运营,因此需要大量的地产开发,而商业地产的发展也依托固定资产的建设,在 2013-2019 年之间新华联固定资产和在建工程占资产总额的比重逐年上升,由 2013 年的 5.05% 上升到 2019 年的 23.96%。新华联内部投资比重增加。为了进一步分析固定资产的投资回收率,本文用固定资产周转率指标衡量固定资产使用情况。通过图 4.9 发现新华联的固定资产周转率从 2013 年到 2019 年呈现明显的快速下降趋势,说明虽然该企业的固定资产增加,但固定资产使用率低。由于新华联的商业地产和文旅项目存在开发时间长,资金需求量大且资金回收慢的特点,短期内占用了大量资金而没有转化为利润。投资回收率低使得新华联的资金链承压加重,存在较大的内部投资风险。

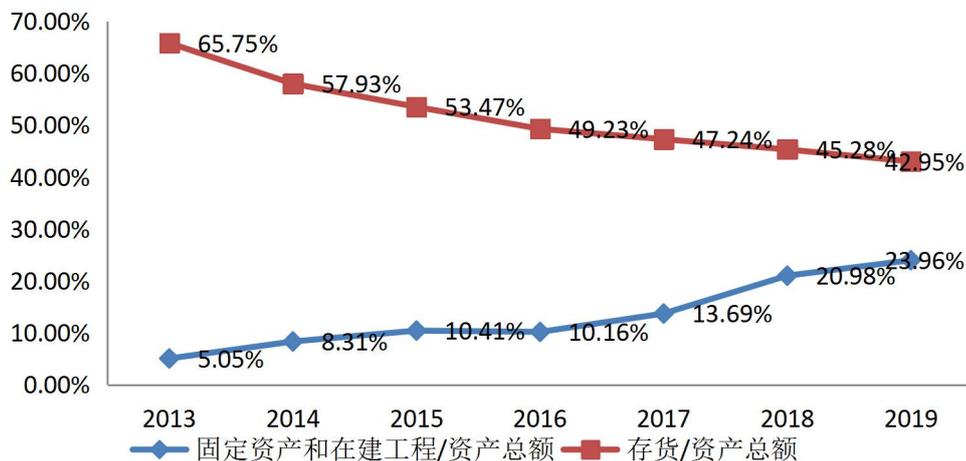


图 4.8 2013-2019 年新华联内部投资资产占总资产比重变化情况

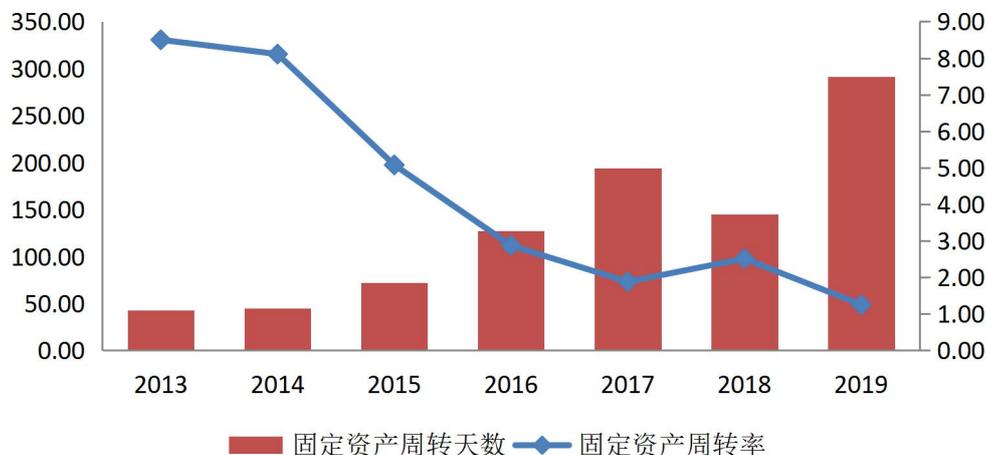


图 4.9 2013-2019 年新华联固定资产周转变化情况

综上所述,新华联增加金融产业和文旅产业的投资促使长期股权投资大幅增加,但投资所带来的收益比较低。而为发展商业地产和文旅产业进行的项目投资存在开发时间长,资金回笼慢的特点,固定资产周转率不断降低,大量资金被占用难以转化为利润。说明新华联的内外投资存在投资策略不合理以及投入和产出失衡的状况,大量资金占用难以转化为利润,进一步导致企业的资金链承压,加剧了企业的投资风险。

4.1.3 营运风险识别

分析新华联公司在战略转型期间的营运能力,可以判断企业的资金是否得到高效利用以及是否实现了企业资本的积累。本文通过存货周转率和总资产周转率,具体分析新华联的营运能力。如图 4.10 所示,在 2013-2019 年新华联存货周转率呈明显上升趋势,但在 2013-2017 年存货周转率一直低于行业均值,于 2018 年出现转折高于行业均值。由于新华联改善营销策略促进商品房的销售,加速推进房地产项目的去化速度,提高了企业的存货周转率。总资产周转率从 2013-2017 年不断下降并低于行业均值,在 2018-2019 年有所上升并超过行业均值。在 2016 年总资产周转率也有所上升,主要是由于新华联的的芜湖文旅项目一期(海洋公园)正式开业。四大文旅项目于 2018 年-2019 年开始全面投入运营,加上新华联加大了大宗物业的处置力度,大大提高了企业资产的使用效率。但是总体上新华联的总资产使用效率不高,还应当提高商业地产和文旅项目的营运能力。

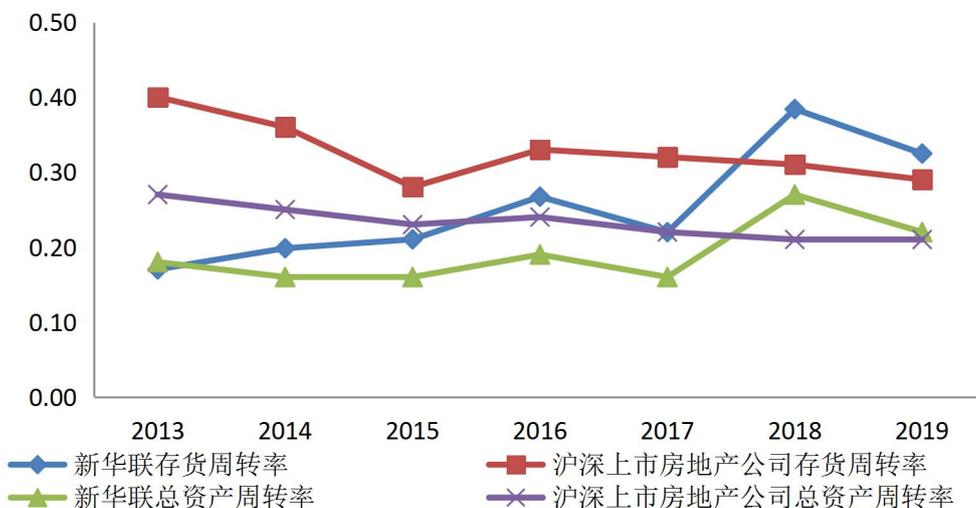


图 4.10 2013-2019 年新华联与行业存货周转率和总资产周转率对比情况

企业盈利能力的高低反映企业抵御财务风险能力的大小。本文进一步分析了新华联的盈利能力。从表 4.2 中可以看出新华联营业收入仍然主要依靠商品房销售业务支撑，而文旅业务和金融业务所在的其他业务收入所占的营业收入的比重比较低，虽然从 2013-2019 年比重不断上升，但是商品房销售在营业收入中的比重超过 76%，最高甚至达到了 90%以上。所以企业的营业利润仍然依靠传统业务，文旅和金融业务对新华联的盈利贡献低。如图 4.11 所示，该企业的营业收入从 2013-2019 年总体呈上升趋势，2019 年有所下降；销售毛利率从 2013-2014 年大幅下降，而从 2014-2019 年开始逐年上升，但低于 2013 年的 39.14%。企业的营业收入主要来源于房地产销售，说明企业的毛利的变化主要来源于房地产的销售业务。由于房地产销售受到政策和调控和融资政策的影响，房地产的开发建设成本上升，使得企业的毛利率总体上比较低。

表 4.2 2013-2019 年新华联相关业务占营业收入比重变化情况

项目/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
商品房销售/营业收入 (%)	80.78%	90.43%	89.50%	87.71%	82.53%	81.10%	76.03%
其他业务收入占营业收入(%)	6.82%	6.10%	8.54%	10.94%	16.70%	18.59%	23.82%

数据来源：公司年报

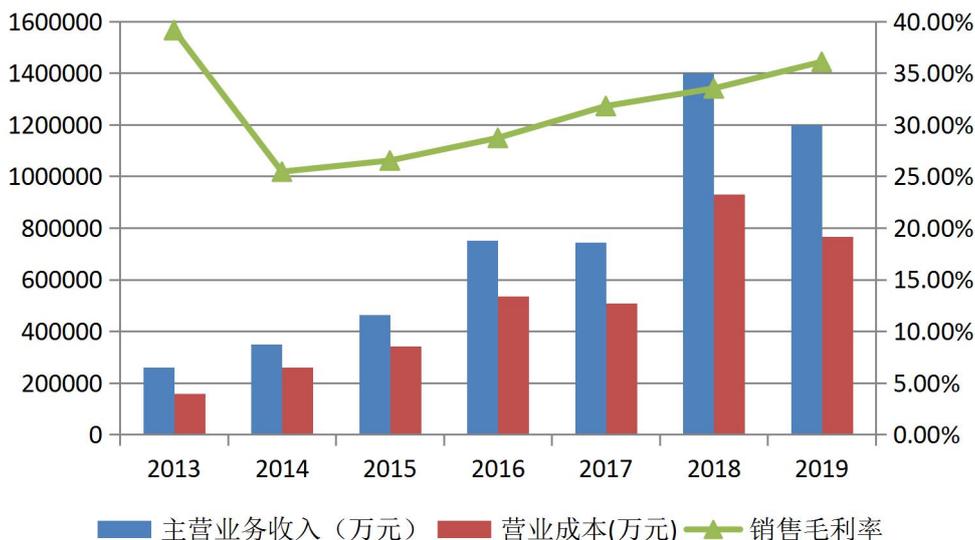


图 4.11 2013-2019 年新华联相关财务指标变化情况

根据表 4.3 显示,新华联在战略转型期间企业的期间费用大幅增加,尤其是财务费用变化非常大。主要是由于在战略转型期间进行大量的筹资活动,承担了较大的债务利息。图 4.12 反映了期间费用的增加导致企业的营业净利润下降并且低于行业均值,新华联的盈利质量下滑。由于政府政策对房地产的调控,新华联不断创新销售模式以及缺乏经营新业务经验带来企业销售费用的增加。而新华联进行并购活动增加了企业的管理成本以及筹资进行土地储备和项目开发增加了企业的财务费用。这些综合导致了企业营业利润降低。从中可以看出新华联文旅产业、商业地产在前期的开发过程中会侵蚀房地产业务带来的利润,战略转型活动的进行依赖于传统业务的反哺。

表 4.3 2013-2019 年新华联期间费用变化情况

项目/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售费用(万元)	15019	19406	28584	40924	46075	89332	69219
管理费用(万元)	16248	23150	38128	53078	63278	76992	78623
财务费用(万元)	6565	3423	18703	24462	61008	78316	104003

数据来源: 新浪财经

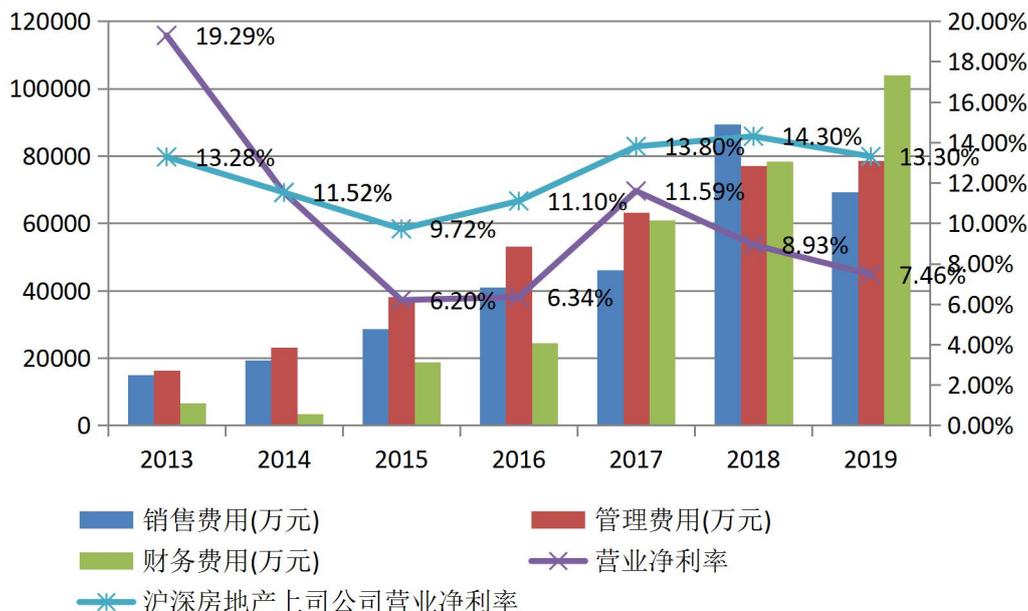


图 4.12 2013-2019 年新华联相关费用与营业净利率变化情况

新华联在战略转型期间，文旅项目的开发与建设频繁收到政府补助。如长沙铜官窑曾在 2018 年 12 月收到 2 亿元政府补助，2019 年 3 月份也收到 1.33 亿元，2019 年 10 月和 11 月份，公司收到芜湖财政局的补贴 1.04 亿元。政府对新华联的补贴构成企业的损益项目，增加了企业的税前利润。新华联的文旅产业过于依赖政府补助。从表 4.4 中可以看出新华联在 2013-2019 年政府补助对企业净利润的贡献，尤其是在 2015 年和 2019 年，政府补助对企业的净利润贡献非常大。在 2018-2019 年，文旅项目正式投入运营，包含文旅项目在内的新业务带来的利润在对净利润中的贡献在 2018 年和 2019 年分别为 29%和 14.8%。而政府补助在 2018-2019 年分别达到了 18.13%和 31.47%。2019 年文旅项目带来的利润贡献低于政府补助，从中反映出了文旅项目经营业绩不佳，对政府补助依赖较大。

表 4.4 2013-2019 年新华联政府补助对净利润的贡献变化情况

项目/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
政府补助（万元）	94	5821	11690	3021	3607	22657	27801
净利润（万元）	50177	40330	28792	47656	86277	124966	88335
政府补助/净利润（%）	0.19%	14.43%	40.60%	6.34%	4.18%	18.13%	31.47%

数据来源：巨潮资讯网、年报

4.1.4 收益分配风险识别

收益分配是指对企业的未分配利润及盈余公积的分配，一方面要对投资者进行分红，以增加投资者的信心保持所有者权益的稳定。另一方面需要留存收益以确保企业有充足的内部资金以供生产经营和投资等活动。如果将大部分收益留存企业用来减轻资金紧张情况，则会减少向股东分配的利润，会损害股东利益。但是如果企业提高分配比例作为股东分红，可能造成企业经营资金不足需要外部资金的弥补，带来资本成本的增加。现金流量比率可以用于衡量股利支付能力，现金流越充足，支付能力越强，如果现金流不足以偿还债务，则企业进行的股利分配也会缺乏充裕的现金支持，股利支付能力不足，企业收益分配风险增加。

根据上市公司三年内累计分配的现金股利不少于年均可分配利润的 30%这一规定，通过表 4.5 可知，新华联在 2013-2019 年，除了 2014 年外，每年都进行

了股利分配，并且股利分配率基本保持在 30%以上，说明企业注重股东利益。但根据现金流量比率在 2013-2016 年为负，2017-2019 年上升但远低于 50%，可以看出企业短期偿债压力大，现金流难以偿还债务。公司进行股利分配活动可能没有充裕的现金用于支付，企业的收益支付风险增加。此外，在战略转型期间，企业的利润多用于股利分配，难以满足战略转型的需要，企业利润用于股利分配，留存收益不足，导致内部资金减少，而战略转型需要进行项目开发和并购活动却依赖于企业大量外部筹资，增加了企业的资本成本，股利分配政策在一定程度上不合理。

表 4.5 2013-2019 年新华联股利分配情况

项目/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利润（万元）	50177	40330	28792	47656	86277	124966	88335
分配股利（万元）	15980	-	18967	18967	18967	37934	37934
股利分配率（%）	31.25%	-	58.82%	35.71%	22.22%	31.75%	46.51%
现金流量比率（%）	-45%	-16%	-20%	-6%	4%	14%	12%

数据来源：巨潮资讯网、新浪财经

4.2 战略转型中的财务风险评价

通过对新华联公司战略转型期间财务风险的识别，发现新华联主要风险存在于资产负债率指标过高，短期偿债能力不足；项目投资收益低；而收入过于依赖房地产业务且营业净利润率不断下降，文旅项目收益过于依靠政府补助导致营运风险比较大；现金流不足导致企业收益支付能力不足等。根据上述企业存在的风险，本文运用财务杠杆系数和 Z 模型以及 F 模型相互印证来评价企业的财务风险的大小。

4.2.1 新华联的财务杠杆系数

财务杠杆一般通过资产与负债之间的比例关系反映，财务杠杆系数可以用来反映杠杆效应大小，系数越大，说明杠杆效应越大。此外，也可以用于反映企业财务风险。财务杠杆系数的公式： $DFL = EBIT / (EBIT - I)$ 。新华联从 2013-2019 年

之间的财务杠杆系数变化情况如表 4.6 所示：该系数从 1.09 不断增加到 1.75 都处在 (1, 2) 的安全区域内，该指标主要反映企业的筹资风险情况，总体上反映企业的筹资风险比较低，企业财务风险安全。但是该指标不能反映出企业的负债结构的具体情况，尤其是难以反映出企业的短期偿债能力对企业筹资风险的影响，因此，单用该指标评价企业财务风险状况过于片面。而且本文研究的财务风险不仅仅是指筹资风险，而是指资金运动中的所有风险，该指标难以反映。

表 4.6 2013-2019 年新华联财务杠杆系数变化情况

项目/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
财务费用 (万元)	6565	3423	18703	24462	61008	78316	104003
息税前利润 (万元)	76271	60059	57855	98441	178210	268046	242709
DFL	1.09	1.06	1.48	1.33	1.52	1.41	1.75

数据来源：巨潮资讯网、新浪财经

4.2.2 预警模型对财务风险的评价

上文用财务杠杆主要衡量了企业的筹资风险，总体上反映了筹资风险比较安全，但是单从财务杠杆指标来分析过于片面。因此，本文将 Z 模型与 F 模型结合，从企业整体角度检查企业财务状况，对企业的财务风险进行评价。

(1) Z 模型对财务风险的评价

Z 模型广泛的用于企业财务风险的衡量。该模型对于财务指标选取比较简单易于操作，而且可以较为综合的反映企业的财务状况。该模型通过五个财务指标构成一个多元线性函数： $Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.999X_5$ 。表 4.7 对各个变量所表达的计算公式及作用进行汇总，该模型综合考虑了企业营运资金状况、流动性、营运和盈利能力以及资本结构等。

表 4.7 Z 值模型各变量公式表达及作用

变量	计算公式	作用
X_1	$(\text{流动资产}-\text{流动负债})/\text{资产总额}$	该指标可以反映企业营运能力大小，主要用于衡量企业短期偿债能力。该指标越高，表明营运能力越强，企业的偿债能力也越强，但是，如果该指标过高会影响企业资本的获利能力。
X_2	$(\text{盈余公积}+\text{未分配利润})/\text{资产总额}$	该指标反映企业累计利润在总资产中的比重，主要用于衡量企业内部积累对持续经营的贡献。
X_3	$(\text{税前利润}+\text{利息费用})/\text{资产总额}$	该指标反映企业利用债务和所有者权益资金获取利润的情况，资金投入产出比越大，企业盈利能力越强。
X_4	股权市值/负债总额	该指标可以用来衡量企业业绩表现以及财务结构的稳定性。由于该指标是动态变化的，在企业负债保持稳定的情况下，该指标越大，反映企业的业绩越好，股价越高。
X_5	主营业务收入/资产总额	该指标反映企业资产的使用效率，可以用于衡量企业的营运能力。该指标越高，表明资产的利用率越高，创造的企业收入越多。

Z 值在不同的值域范围内所体现的财务风险水平有所不同。具体情况如下表 4.8 所示：

表 4.8 Z 值取值区域

Z 值	判断标准	结论
$Z < 1.81$	破产区域	有破产风险
$1.81 \leq Z < 2.67$	未知区域	警惕财务风险
$2.67 \leq Z$	安全区域	破产风险小

根据 Z 模型的相关理论,本文采用 Z 模型对新华联战略转型期间的财务风险进行衡量。从下表 4.9 中,可以看出新华联的 Z 值在 2013-2019 年一直小于 1.81,并且 Z 值下降幅度非常明显,这说明新华联在转型期间财务状况不佳,风险大而且没有对企业的风险状况高度重视。

表 4.9 2013-2019 年新华联 Z 值变化情况

变量/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
X ₁	0.43	0.27	0.30	0.32	0.24	0.10	0.10
X ₂	0.15	0.12	0.10	0.08	0.08	0.09	0.10
X ₃	0.04	0.02	0.02	0.02	0.03	0.05	0.05
X ₄	0.60	0.56	0.70	0.43	0.25	0.17	0.18
X ₅	0.14	0.14	0.14	0.17	0.15	0.26	0.23
Z	1.36	1.05	1.11	0.99	0.81	0.78	0.74

数据来源:巨潮资讯网

(2) F 模型对财务风险的评价

上述通过 Z 模型对新华联战略转型期间的财务风险进行衡量,根据 Z 值结果显示新华联财务风险大。但是 Z 模型在评价风险方面存在缺陷即缺乏对现金流量影响因素的考量,因此,周首华等学者在 Z 模型的基础上重新构建了新的模型即 F 模型,在该模型中加入了对现金流量的考量。F 模型的公式表达为: $F = -0.1774 + 1.1091X_1 + 0.1074X_2 + 1.9271X_3 + 0.0302X_4 + 0.4961X_5$ 。与 Z 模型相比,变量中的 X₃ 和 X₅ 与其存在区别, X₃ 的分子变成了净利润+折旧额; X₅ 的分子变成了净利润+利息+折旧。这两个变量考量到了现金流量对财务风险的影响。F 模型将 0.0274 作为划分风险水平的临界点,当 F 值高于 0.0274 时,企业财务风险水平高,有破产的可能性;而低于 0.0274 时,企业财务比较安全,风险比较低。

通过下表 4.10 可以看出新华联 2013-2018 年 F 值高于临界值,财务相对安全。但是 F 值在此期间呈现出明显的下降趋势,说明财务风险变大。其中 F 值在 2019 年明显低于 0.0274,这反映了新华联公司的财务状况恶化,出现了较大的财务危机,应当予以重视。

表 4.10 2013 年-2019 年新华联 F 值变化情况

变量	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
X_1	0.4287	0.2730	0.3010	0.3158	0.2414	0.1040	0.0985
X_2	0.1476	0.1198	0.0960	0.0806	0.0754	0.0906	0.0996
X_3	0.0512	0.0284	0.0240	0.0281	0.0385	0.0513	0.0203
X_4	0.5965	0.5623	0.7047	0.4277	0.2508	0.1700	0.1772
X_5	0.0446	0.0252	0.0261	0.0294	0.0451	0.0573	0.0361
F 值	0.4528	0.2224	0.2473	0.2632	0.2026	0.0800	0.0049

数据来源：巨潮资讯网

本节通过财务杠杆评价新华联公司的财务风险，发现企业的筹资风险比较低，但由于难以衡量企业具体的负债结构对财务风险的影响，该指标具有一定的局限性。因此，本文通过 Z 模型和 F 模型对新华联的总体财务状况进行分析，得出了新华联存在比较严重的财务风险。通过对 Z 模型和 F 模型中的相关指标的分析，其中 X_1 和 X_4 变化最为明显， X_1 在 2013-2019 年之间呈现不断下降趋势，该指标的表达式为（流动资产-流动负债）/资产总额，其中流动负债的增长幅度快于流动资产，使得企业的运营资本减少，新华联公司为了增加对长沙银行的股份，通过银行短期借款进行筹资使得流动负债显著增加，导致新华联公司用于运营的资本减少，盈利能力下降。此外，新华联公司为了开发文旅项目和进行多元化布局通过筹资活动筹集大量资金进行项目投资，增加了企业的固定资产和长期股权投资。该指标的大幅下降反映了新华联公司存在较严重的短期偿债风险，企业的筹资风险增加。 X_4 在 2013-2019 年也呈现明显的下降趋势，该公式的表达为股权市值/负债总额，该指标反映企业市场的业绩表现，从表 4.9 和表 4.10 中，可以看出，在 2013-2019 年该指标不断下降，说明在战略转型期间，投资者并不看好新华联公司进行的战略转型活动。导致该指标不断下降，企业的财务状况不够稳定，影响投资者的投资积极性。

5 新华联战略转型中的财务风险成因

根据上一章对新华联战略转型期间的财风险的识别，并结合财务杠杆系数、Z 模型和 F 模型相互印证得出新华联存在较大的财务风险。接下来，本文结合战略转型的具体活动从资金运动过程对新华联财务风险存在的原因进行具体分析。

5.1 筹资风险成因

根据新华联筹资风险识别，发现新华联在战略转型期间大量土地储备和项目开发活动增加了资金的需求，而资金来源尤其是四大文旅项目的开发多依赖于银行借款，导致新华联存在过高的负债率，增加了筹资风险；新华联进行商业地产以及文旅项目的开发建设增加了应付账款；为了发展金融行业，通过短期借款的方式增加长沙银行股份等活动，增加了流动负债，而新华联的存货过多且难以变现，共同导致了企业流动比率和速动比率不断下降，新华联的短期偿债能力严重不足。

5.1.1 产业布局需要大量资金

通过对新华联筹资风险的识别，发现新华联为了实现以文旅产业为核心业务的多元化战略转型，运用了大量的资金进行产业布局。新华联的产业布局涉及到房地产行业、金融行业、文旅产业等，其中在地产方面从开发建设到管理服务，实现产业链链条的全覆盖。

为了稳定商品房销售、发展商业地产以及引入文旅产业，新华联进行了大量的土地储备。比如在 2012 年新华联新增约 145 万平方米的土地；在 2013 年-2017 年分别增加了大约 145 万平方米、240 万平方米、110 万平方米、219 万平方米、120 万平方米。而在 2018 和 2019 年新增土地有所放缓。其中为了发展文旅产业在 2013-2017 年新增的土地储备分别为 8.28 万平方米、142.4 万平方米、66.21 万平方米、184.52 万平方米和 75.41 万平方米。而 2018 年-2019 年文旅产业进入运营年，土地储备量减少。为文旅产业的顺利开展，新华联的在项目开发的前期准备工作中进行了大量资金投入。

为了实现多元化战略，延伸产业链布局，企业进行了大量的收购。比如 2012 年收购了湖南的一家建设工程公司延伸产业链前端；而在 2013 年度收购了北京的一家物业管理公司，向后延伸了企业的产业链。此外，2015 年收购新丝路文旅；2018 年并购四川阆中古城等。

在金融方面，2012 年通过置入华建公司参股长沙银行并不断增加持有股份。此后不断增加对长沙银行投资，并于 2016 年增加了对新安金融和新安资本的投资。此外，在 2015 年以战略联盟方式与其他公司共同设立再保险公司。2017 年新华联以 100% 股权收购了金融信息技术服务公司。

根据新华联的战略要求，新华联公司通过土地储备、项目开发和收购及设立公司等活动来完成多元化产业布局，因此对资金的需求量大，而增加长沙银行股份的资金来源主要是通过银行增加短期借款，而商业地产和文旅项目的开发也多依赖于银行贷款。因此，造成了新华联在战略转型期间的负债率高，资本结构不合理。

5.1.2 融资渠道过于狭窄

分析企业通过哪些途径进行筹资活动，由表 5.1 可知，新华联公司取得借款占筹资总流入的比重除了 2015 年为 41.91% 之外，均达到 90% 以上。这表明新华联的筹资主要来自于借款，反映出来新华联筹资渠道过于狭窄。新华联开发四大文旅项目的资金来源主要依赖于自筹和银行借款，而对于金融行业的发展尤其是长沙银行的发展也多依赖于银行短期借款获得资金。此外，华联公司进行项目开发和并购行为也以银行贷款为主要的融资方式导致企业的筹资风险水平高度集中。从上文可知企业的流动比率和速动比率比较低，在战略转型期间呈现不断下降趋势。一方面由于新华联公司的存货多且难以变现，另一方面由于企业存在占用流动资金用于非流动资产建设的情况，造成了企业短期偿债能力不足的风险。由于新华联公司受到房地产企业融资政策限制方面的影响，导致企业在战略转型期间资金来源过于依赖银行借贷，融资方式不够多元化，反映了企业在融资渠道方面过于狭窄。企业应当积极的拓宽渠道，实现多元化的融资策略来降低企业的风险。

表 5.1 2013-2019 年新华联筹资活动变化情况

项目/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
取得借款收到的现金 (万元)	753545	639324	562811	1471711	1798263	868365	1393799
筹资活动现金流入 (万元)	766545	646834	1343024	1572911	1799206	868474	1486817
取得借款/筹资总流入 (%)	98.30%	98.84%	41.91%	93.57%	99.95%	99.99%	93.74%

数据来源：巨潮资讯、新浪财经

5.2 投资风险成因

通过对新华联投资风险的识别，新华联增加金融产业和文旅产业的投资促使长期股权投资大幅增加，但投资所带来的收益比较低，而为发展商业地产和文旅产业进行了大量的项目投资，导致固定资产周转率不断降低，大量资金被占用难以转化为利润。说明新华联的内外投资存在投资策略不合理以及投入和产出失衡的状况，大量资金占用难以转化为利润，进一步导致企业的资金链承压，加剧了企业的投资风险。接下来本文对新华联在战略转型期间的投资风险的成因进行具体分析。

5.2.1 项目投资收益较低

通过对投资风险的识别，新华联为了发展金融行业和文旅产业进行了大量的长期股权投资和固定资产投资。但是长期股权投资所带来投资收益相对于企业的投资规模增长较低。项目投资投入与产出失衡，投资策略不合理，尤其是在 2016 年投资了新安金融和新安资本，但是没有给企业带来投资收益增加，导致企业在 2017 年处置了两项长期股权投资，说明企业在制定投资策略时缺乏合理的规划。此外，文旅项目具有开发周期长，资金占用大且回笼慢的特点。其中鸠兹古镇和铜官古镇从 2013 年便开始陆续投入资源进行开发建设，到 2019 年才得以实现落地开始运营。四川省阆中古城于 2018 年被新华社收购，第二年才正式接管。西宁梦童乐园到 2019 年下半年才正式开业。新华联的文旅项目基本上从 2018 年才

开始陆续投入运营，这也就意味着在过去 5-6 年间，新华联投资的文旅项目基本无法带来同等的回报，而且还要依赖于企业的房地产销售助力企业的文旅产业。投入与产出严重失衡。企业的营业净利润率在战略转型期间逐年下降，也说明了新华联没有很好的整合各种资源和形成协同效应。从而带来较大的投资风险。

5.2.2 文旅产业布局依托重资产项目

新华联战略转型期间主要是在长沙、四川、芜湖和西宁四个城市进行文旅项目的开发，项目类型为三大古镇即铜官窑、阆中古镇以及鸠兹古镇和西宁梦童乐园，具体包含十几种业态的文旅项目。新华联的文旅项目依靠的是房地产进行开发，因此，要进行文旅产业转型的前提是新华联拥有足够的土地储备量以满足项目开发，然后具体进行项目开发建设工程。从本质上讲，新华联的文旅产业的铺设和房地产开发一样对土地的依赖很大。此外，对于文旅业态项目的开发，如古镇、剧院、儿童乐园等需要大量的固定资产的建设。如表 5.2 所示，从 2013-2019 年间新华联对在固定资产项目上的投资建设规模非常大。比如新华联斥资 70 个亿进行铜官窑项目开发，对于西宁梦童乐园和芜湖鸠兹古镇项目分别投资了大约 50 个亿和 33 个亿，这三个文旅项目投资总额大约要 153 个亿。新华联的非流动资产剧增，占用大量的资金，使得资金的流动性不足，难以产生经济利益。新华联的文旅项目的开发建设需要以大量的固定资产建设作为依托。再加上文旅项目开发周期长且资金回笼慢的特点。导致新华联大量资金占用难以转化为利润，带来资金链承压，增加了企业的内部投资风险。

表 5.2 2013-2019 年新华联固定资产及在建工程项目变化情况 单位：万元

项目/日期	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
固定资产	45102	41233	141810	381452	409587	704827	1208439
在建工程	47077	163986	211951	71202	292767	419615	62679

数据来源：巨潮资讯、新浪财经

5.3 营运风险成因

通过对企业营运风险的识别，发现新华联在战略转型期间收入主要依赖房地

产销售但营业净利润下降，开发新业务带来销售费用、管理费用和财务费用的增加导致企业营业净利润率下降并低于行业均值。此外，文旅项目收益过于依赖政府补助。因此，新华联在战略转型期间的营运能力和盈利能力不足导致企业存在较大的营运风险。新华联战略转型期间的营运风险成因包括收入过于依赖房地产业务以及缺乏经营新业务经验等。

5.3.1 收入过于依赖房地产业务

通过营运风险识别，新华联在战略转型期间的收入来源主要依靠企业的商品房销售，但房地产的销售毛利率在战略转型期间较低，主要是由于政府调控政策对房地产行业发展的抑制加上建筑成本以及销售成本的增加也挤占了商品房销售利润空间。在战略转型期间，新华联公司希望将核心业务由房地产销售转变为文旅产业，但是文旅产业等新行业带来的销售收入和利润低，尤其是文旅项目的收益来源过于依靠政府补助，在 2018-2019 年带来的利润低于政府补助对利润的贡献，新行业盈利能力不足。战略转型的内部资金供给仍然依靠房地产的销售，然而新华联房地产销售业务存在增收不增利的情况，企业的营业净利润率在战略转型期间存在明显的下降趋势并且显著低于行业均值，房地产业务的盈利能力下降。由于企业收入增长过于依赖房地产业务，而房地产带来的营业利润的降低可能会导致企业营运风险增加。因此，企业应当调整企业的经营策略，合理规划企业各业务板块业绩实现比重，提高新行业对收入的贡献。

5.3.2 缺乏经营新业务的经验

新华联在产业布局中将物业管理、金融产业、文旅产业等纳入其中，多元化经营的范围比较广，但是缺乏经营文旅产业、金融产业等行业的经验。在 2013—2019 年间，企业的其他业务对企业营业收入的贡献不断增加，由 2013 年的 6.82%到 23.82%，虽然其他收入占营业收入的比例在增加，但是相对来说，增长速度比较慢。营业收入的主要来源仍然依靠商品房销售，想要实现核心业务由商品房销售转变为文旅产业，还需要很长时间。新华联四大文化旅游项目于 2019 年正式全面开工，但新业务 2019 年对净利润的贡献只占 14.8%，甚至低于政府补助对净利润的贡献。此外，新华联公司的员工在部门分配中，文旅产业的人员

只占总人数的百分之十。相对于四大项目的运营来说，人员配备不足，难以应对四大文旅项目的全面经营。企业负责管理金融行业的员工非常少只占公司总员工人数的百分之一。除此之外，在财务方面，人员基本是原来处理房地产开发销售业务方面的人员，可能缺乏对文旅业务的经验。不利于企业财务方面的管理。

5.4 收益分配风险成因

企业在收益分配风险识别中，发现新华联的收益分配风险主要来自于股利支付风险以及股利分配政策不合理。通过现金流量比率指标可以看出企业经营活动带来的现金流量较少，现金流量虽然由负转正但远低于 50%，说明企业的现金流难以偿付企业的短期借款，现金流不足，企业存在较大的股利支付风险，可能会影响股东的投资积极性。此外，新华联基本每年进行股利分配，减少企业的内部资金留存度，然而在 2013-2019 年新华联公司处于战略转型期间，企业的转型投入、规模扩张等都需要足够的资金支持。而企业将很大一部分利润分配给企业所有者，导致留存收益不足，进而导致新华联公司进行大量的外部筹资活动筹措资金，资金成本增加，加剧财务风险。

6 新华联战略转型中的财务风险应对策略

6.1 筹资风险应对策略

新华联筹资风险是由于企业进行的产业布局需要大量的资金而融资渠道狭窄，开发与经营新业务的资金多依赖于自筹和借款，导致企业负债率高。而存货难以变现以及流动负债增加导致企业短期偿债风险加剧。对此，新华联可以通过实现融资方式多元化和优化负债结构的方式控制企业的筹资风险。

6.1.1 实现融资方式多元化

新华联公司主要通过自筹和银行借款的方式进行融资以满足战略转型的需要。在转型期间，新华联大量资金需求依赖于银行借款，加大了企业的筹资风险。因此，企业应当通过拓宽融资渠道的方式实现融资结构多元化分散企业的筹资风险。在本文中新华联通过进入金融行业，投资了长沙银行，并且投资 20 亿元与其他公司共同参与设立了亚太再保险公司等拓宽融资渠道，但是投资大，所占的股份小，所带来的资本较少。因此，新华联可以加大对相关银行的股份并实现控制。新华联可以增加自有资金，增加可持续经营能力，实现内源融资。也可以通过减少间接融资，增加直接融资。比如新华联可以以引进战略投资者和债转股等方式增加企业的资本。此外，还可以通过改善负债融资方式，不仅可以通过借款和发行债券，也可以借入外资和保险资金等。新华联通过以上方式实现融资方式多元化，缓解融资方面的压力，有利于降低企业对银行借款的依赖，优化企业的资本结构。

6.1.2 优化负债结构

除了拓宽资金来源的渠道外，企业也应当注意负债结构，比如长期负债和短期负债的配比以及构成长短期负债的各种负债方式。如果长短期负债配置不合理，尤其是短期负债过高但流动资产难以偿还全部短期负债，而企业的长期资产又难以及时变现，可能造成企业的资金链断裂，面临破产的可能性。新华联公司的短期负债在总负债中的比重达到半数以上，而流动资产难以覆盖全部短期负债，其

中的存货为商品房存在难以变现的特点，一旦企业面临大量的偿还债务，企业可能很难获取充足资金予以偿还。因此，企业应当注重短期负债在企业负债中的合理比重。而在长期负债中，企业要注重筹资的担保方式、尤其是质押借款、抵押借款在长期借款的比重，过高可能影响企业资金的变现能力。也要合理的分配各种长期借款的借款期限和偿还期限。

6.2 投资风险应对策略

根据上文中对投资风险成因分析，发现新华联存在项目投资收益低，投入与产出失衡的问题。此外，企业还存在文旅项目投资过于依赖地产，存在开发周期长和资金回收慢的风险。因此，本文从科学制定投资方案和引入轻资产经营模式两个方面提出相应的应对策略。

6.2.1 制定科学的投资方案

在投资风险分析中发现新华联对外投资项目投入大，收益小，并且存在置入资产短期内就进行处置的情况。说明了新华联在制定投资方案时，缺乏合理的规划。新华联进行的大量投资没有形成整合优势。因此，新华联在进行内外投资的活动时应当制定合理的投资方案，并对方案的可行性进行分析。本文认为新华联应当评估投资方案的可行性和合理预测投资项目的价值，降低投资活动给企业带来的风险。企业要理性分析投资项目是否符合战略转型目标，能否有助于企业战略转型的实现，尤其是在投资文旅项目和并购企业时，应当重视相关项目的投资是否能够促进文旅产业的发展要求。此外，企业还应当正确评估投资项目的价值，新华联在投资过程中，2016年置入新安金融和新安资本，置入资产没有给企业带来价值还给企业带来管理和经营上的压力，因而在2017年就进行处置。因此，企业应当在投资过程中理智评价投资项目的价值。

6.2.2 引入轻资产经营模式

新华联进行战略布局和文旅“古镇+”经营模式主要依托的是房地产等固定资产，四大文旅项目的建设基本依托重资产。在战略转型时期短时间内进行了多

次收并购和项目开发行为使得新华联的资产结构发生改变，固定资产的比例在短时间内大幅提升，产生了投资风险。重资产的方式使得企业的资产存在投入产出失衡的状况，会造成企业短期内缺乏资金难以维系企业正常经营的情况。因此企业应当采取合理的经营模式，企业可以通过引进轻资产经营模式改变企业重资产面临的困境。新华联的战略转型目标是实现核心业务由房地产销售转变为文旅产业的多元化战略目标。本文认为新华联可以通过租赁的方式减少固定资产对资金的占用，也可以通过引入战略合伙人的方式以提供技术和管理经营的经验入股等。此外公司的金融业务的发展也有利于企业发展轻资产模式。新华联在金融业务模块的发展力度不足，应当大力发展金融业务。通过投资、并购以及战略联盟等途径吸收金融资产或经营金融产业，推动公司在金融领域发展并为企业的其他产业经营提供资金。

6.3 营运风险应对策略

新华联的营运风险主要体现在企业在战略转型期间经营收入依赖房地产销售，但企业房地产业务存在增收不增利问题，企业的营业净利润不断下降；资产使用效率不高，营运能力不足。而对于引进的文旅产业和金融产业等新业务缺乏经营经验。因此，本文从加速资金回流和大力发展新业务两个方面提出相应的应对策略。

6.3.1 加速企业资金回流

由于国家政策对房地产的调控，使得房地产的销售收入受到很大的影响。新华联的存货主要为商品房，由于商品房存在变现慢且资金回收时间长的特点，在行业环境不佳的情况下，新华联的存货积压较为严重，大量存货占用资金，导致企业的营运资金不足，出现较大的财务风险。企业应当加强存货管理，加速推进房地产项目的去化速度并且加速应收账款的回流，实现企业的资金快速回流。此外，在战略转型期间，企业进行文旅产业项目开发，增加了大量的固定资产，固定资产占用大量资金是新华联资金链紧张的一个重要原因。因此，新华联应当提高文旅产业的运营效率，提高资产周转率。此外，新华联应当创新经营策略引进轻资产经营模式，减少固定资产对资金的占用，加速资金流动。

6.3.2 大力发展新业务

在战略转型期间，新华联的主营业务占收入的比重基本在 80%以上，包含文旅产业和金融产业的其他收入比重比较低。新华联的文旅产业作为公司转型的目标核心产业，但在战略转型期间不仅对企业盈利的贡献非常低，而且还依靠房地产销售收入用于项目开发。但政府政策对房地产的调控以及房地产的开发建设成本上升，缺乏经营新业务经验带来企业销售费用的增加；新华联进行并购活动增加了企业的管理成本以及筹资进行土地储备和项目开发增加了企业的财务费用等，这些综合导致了企业营业利润降低。为了实现企业的顺利转型，企业应当注重文旅产业以及金融产业的发展，发挥企业的资源整合优势，提高新产业的营运能力和管理能力，增加企业的收入，实现企业盈利能力的提高。此外，新华联应当通过引入和培养具有相关业务经验的人员，为管理和经营新业务提供支持。同时加大对文旅产业的宣传力度，加强与各大旅行社、广告媒体之间的合作关系，积极提高文旅产业的知名度，增加客源。此外企业还应当发挥新业务之间的协同作用，尤其是商业地产与文旅产业之间的资源互补优势等。

6.4 收益分配风险应对策略

根据前文对新华联财务风险分析可以发现，新华联公司收益分配风险的主要是来自于股利支付风险以及留存收益不足。公司在制定自身收益分配方案时，不应当只考虑股东等投资者短期的需求，而是要具备顾全大局，考虑市场经济环境的变化及企业持续发展的要求，在合理保障企业的内部资金需求的前提下，向股东分配利润。股利政策的稳定，能够向市场反映出企业经营状况，因此应当提高收益分配管理能力，注重及时调整企业的股利分配政策并保证其稳定性，降低自身的收益分配风险。此外增强企业的营运能力和盈利水平，增加企业经营活动的现金流入，提高股利支付能力。增加企业可以支配的资金是企业提高融资的最佳方式，也有利于平衡企业与股东之间利益分配，降低企业的收益分配和支付风险。

6.5 建立新业务财务风险的预警机制

新华联由单一的房地产销售业务拓展为以“文旅+金融+地产”为主的多元化

业务。由于新业务的引进需要整合加以优势互补，才能变成企业的优势。如果不能很好的整合各种资源，可能会带来反效果，造成企业的资金浪费，吞噬企业的利润。从前文中可以看出，在战略转型期间，新华联公司的战略转型活动导致企业的财务风险不断加剧，公司没有很好的控制引入和经营新业务给企业带来的财务风险。新华联目前的风险控制机制是水平管理模式，企业各环节以及各业务之间的风险控制缺乏联系。此外，企业的财务人员可能缺乏对新业务财务风险的把控，企业应当培养或引入具有新业务经验的财务人员，识别新业务的风险点，关注战略转型中经营新业务可能产生的财务风险，并建立相应的风险预警机制，及时发现并控制新业务给企业带来的财务风险问题。

7 结论和不足

7.1 研究结论

企业为了扭转市场竞争中的不利地位，一般通过战略转型对企业进行变革，战略转型对企业发展有重要影响。如果转型失败可能会导致企业破产。战略转型过程中实施的具体活动会引起企业财务变化。因此，关注战略转型中的财务风险并提出有针对性的应对策略，有利于战略转型的顺利完成。本文以新华联为案例企业，根据财务杠杆、资本结构等相关理论，结合新华联 2013-2019 年的财务数据，分析新华联财务风险及对策。主要得出以下结论：

第一，本文从资金运动过程的四个方面分析了新华联的财务风险并通过财务杠杆、Z 模型和 F 模型交相印证，得出新华联在战略转型期间存在较大的财务风险。

第二，本文结合新华联战略转型的具体活动即转型过程，分析新华联在转型这一特殊时期的财务风险成因。发现新华联为了实现以文旅产业为核心业务的多元化战略进行了大量的并购和项目开发活动。这些活动实施需要大量的资金，而新华联的筹资渠道过于狭窄主要依靠银行借款，导致企业的资产负债率高，短期偿债压力大；在经营方面存在：收入过于依赖房地产业务，再有文旅产业项目开发时间长、资金回笼慢，并且缺乏经验等原因，综合导致了新华联财务风险水平偏高，存在较大的财务危机。

第三，本文结合战略转型中的新华联公司财务风险的成因，提出有针对性的应对策略对其财务风险加以控制。具体包括实现融资方式多元化，优化负债结构；制定科学合理的投资策略，并引入轻资产模式；加速企业资金回流和大力发展新业务；制定合理的收益分配政策，并发挥内源融资作用；新华联还应当建立新业务财务风险预警机制，对新业务产生的财务风险进行及时防控，并且完善财务风险控制机制。

7.2 研究不足

本文通过新华联战略转型这一案例研究企业在战略转型期间的财务风险及

对策，在一定程度上丰富了财务风险的研究也可能存在一定的现实意义。但是能力有限，在对新华联这一案例的财务风险进行研究时，对一些知识的理解相对而言不够深刻，相关知识以及数据的分析未能深入透彻。因此，本文的研究结论具有一定的局限性。鉴于以上原因，本文对新华联财务风险的研究将主要重心放在严重程度比较高并且相对比较明显的问题上，所以可能还存在某些本文中未能深入探讨或是将其遗漏了的一些问题，然而这些问题有可能会构成影响新华联财务风险的因素，因此还需更多学者进行研究。

参考文献

- [1] Altman E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The journal of finance, 1968, 23(4): 589-609.
- [2] Ansoff.H.Igor, Antoniou Perter H.and Sullivan ,Patreek. Strategic Rsadiness Diagonosis[J].San Diego:United States International Univerdity,1965.
- [3] JensenM. Agency costs of free cash flow[J]. American Econom Review,1986,76(2):323-329.
- [4] OdomM.D.Shard R. A neural network model for bankruptcy prediction[C]//Neural Networks, 1990, 1990 IJCNN International Joint Conference on. IEEE, 1990: 163-168.
- [5] Ohlson J. A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy[J]. Journal of accounting research, 1980: 109-131.
- [6] Patrick P. A. comparison of ratios of successful industrial enterprises with those of failed firms[J]. Certified Public Accountant, 1932, 2: 598-605.
- [7] QuigleyT. J. Hambrick D C. When theformer ceostaysonas boardchair:effects on successor Quigley Tt discretion,strategic change,and performance[J].Strategic Management Journal,2012,33(7):834-859.
- [8] Sandow S. Zhou X. Data-efficient model building for financial applications: A semi-supervised learning approach[J]. The Journal of Risk Finance, 2007, 8(2): 133-155.
- [9] Scott J. H . Bankruptcy,Optimal Capital Structure[J]. Journal of Finance, 1997, 32(1):1-19.
- [10] Strong R. A. Steiger N M, Wilson J R. Introduction to financial risk assessment using Monte Carlo simulation[C]//Winter Simulation Conference. Winter Simulation Conference, 2009: 99-118.
- [11] Thomas J.B,Clark S M,Gioia D.A.Strategic Sense Making and Organizational Performance:Linkages Among Scanning,Interpretation,Action and Outcomes[J]. Academy of Management Journal,1993, (36):239-270.

- [12] Titman S. Wessels R. The Determinants of Capital Structure Choice[J]. *Journal of Finance*, 1988, 43(1):1-19.
- [13] 鲍克祥. 华谊兄弟战略转型中的财务战略研究[J]. *财会通讯*, 2019(08):71-75.
- [14] 邓少军, 焦豪, 冯臻. 复杂动态环境下企业战略转型的过程机制研究[J]. *科研管理*, 2011, 32(01):60-67+88.
- [15] 黄婉婷. 企业财务风险控制研究[J]. *会计之友*, 2013(23):77-79.
- [16] 姜勇, 修国义. 企业战略转型的本质及其影响因素分析[J]. *科技与管理*, 2007(02):51-53.
- [17] 孔伟杰. 制造业企业转型升级影响因素研究—基于浙江省制造业企业大样本问卷调查的实证研究[J]. *管理世界*, 2012(9):120-131.
- [18] 李廉水, 吴利华, 徐彦武, 郁明华. 公司跨行业转型:特征分析与风险控制——以中国上市公司跨行业转型成功与失败的典型个案为例[J]. *管理世界*, 2004(01):118-129+156.
- [19] 李小彦. 企业财务风险管理探析[J]. *会计之友*, 2012(23):10-12.
- [20] 李心合, 李风云. 全面管理财务风险[J]. *财务与会计*, 2007(18):63-65.
- [21] 刘恩禄, 汤谷良. 论财务风险管理[J]. *北京商学院学报*, 1989(01):50-54.
- [22] 刘儒昞, 曾宙. 企业财务风险控制浅析[J]. *财会通讯*, 2011(23):139-140.
- [23] 欧阳歆. 基于 Z 模型的物联网企业财务风险评价研究[J]. *会计之友*, 2014(04):70-72.
- [24] 戚家勇, 蔡永斌. 房地产上市公司财务风险评价研究[J]. *财会通讯*, 2018(26):114-118.
- [25] 芮明杰, 胡金星. 企业战略转型中组织学习的效用分析[J]. *研究与发展管理*, 2005(02):99-104+118.
- [26] 沈俊, 邓明然. 企业财务风险传导及其载体研究[J]. *财会通讯(综合版)*, 2007(07):25-26.
- [27] 唐健雄. 企业战略转型能力研究[D]. 中南大学, 2008.
- [28] 唐孝文, 刘敦虎, 肖进. 企业战略转型过程、要素及作用机制研究[J]. *科技管理研究*, 2015, 35(10):120-126.
- [29] 汪平. 论经营风险与财务风险:概念辨析与评价技术[J]. 首都经济贸易大学

- 学报, 2003(03):12-17.
- [30] 王金莲. 企业财务风险的成因及防范[J]. 财会通讯(理财版), 2007(01):73-74.
- [31] 王军, 李学强. 战略导向下的全面风险管理转型——以 A 公司为例[J]. 管理会计研究, 2018, 1(03):39-47+87.
- [32] 吴娅鸿. 论我国企业财务风险成因及其管理措施[J]. 金融经济, 2012(16):172-173.
- [33] 向德伟. 论财务风险[J]. 会计研究, 1994(04):21-25.
- [34] 向刚, 陈志超, 李宁. 创新型企业战略转型过程中的重大风险分析与应对研究[J]. 中国科技论坛, 2012(03):63-67+103.
- [35] 肖游. 试论财务风险的控制[J]. 商业研究, 2006(13):87-90.
- [36] 肖作平. 中国上市公司外部治理结构特征分析[J]. 财政研究, 2007(03):66-69.
- [37] 薛宏彬. 企业财务风险计量识别与防范[J]. 会计之友(B), 2005(03):29-30.
- [38] 姚继敏. 浅谈企业财务风险管理[J]. 财会通讯, 2013(14):118-119.
- [39] 尹夏楠, 鲍新中. 基于熵权 TOPSIS 方法的高新技术企业财务风险评价——以生物制药行业为例[J]. 会计之友, 2017(04):70-74.
- [40] 张高胜. 小微企业信用风险评价模型构建——基于因子分析-熵权评价模型[J]. 财会通讯, 2017(17):100-105.
- [41] 张涛. 试论企业财务风险管理[J]. 财会通讯, 1995(09):7-8.
- [42] 张媛媛. 基于战略转型的电商企业财务风险控制[D]. 天津财经大学, 2017.
- [43] 周首华, 杨济华, 王平. 论财务危机的预警分析——F 分数模式[J]. 会计研究, 1996(08):8-11.
- [44] 朱俊, 叶一军. 动态环境下的企业战略转型研究[J]. 武汉理工大学学报(信息与管理工程版信息与管理工程版), 2004, (06):62-65.
- [45] 邹毅晨. 我国房地产企业战略转型期间的财务风险研究[D]. 中南财经政法大学, 2019.

后 记

时光转瞬即逝，三年的研究生学习生活短暂而充实。临近毕业之际，心中无限感慨。在这三年时光里，我有幸结识了很多良师益友，他们不论是在学习上，还是在生活中给我提供了很多的帮助。

我首先要感谢我的导师对我们的悉心指导，无论在学习亦或生活方面都给予我很大的支持。从刚刚踏入研究生生活开始，导师就引导我们如何进行学术研究，并对我们的学习进行督促。尤其在毕业论文的写作过程中，老师更是不遗余力的指导我们，不断修改直至最终定稿。在此，非常感谢导师对我们的谆谆教诲。此外，也非常感谢很多悉心教导过我的老师，让我收获了更多的专业知识，也学到了更多的生活道理。在此，祝愿各位老师身体健康，桃李天下。

其次，也非常感谢我的同学们，在学习上相互敦促、相互进步；在生活中也相互鼓励和相互陪伴。也因为志趣相投收获了很多友谊，生活变得多姿多彩。在此，祝愿各位同学万事如意，前途似锦。

最后，我要感谢在背后默默支持我的父母，他们不仅在物质上给我提供支持，更在精神上给予我极大的关怀。在此，祝愿我的父母身体健康，平安喜乐。