

分类号 _____
U D C _____

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 YC 公司多元化战略下财务困境
成因及治理对策研究

研究生姓名: 张雅迪

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 胡海全 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022 年 6 月 1 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： 张雅迪 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 胡弘 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 胡海全 签字日期： 2022.6.6

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： 张雅迪 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 胡弘 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 胡海全 签字日期： 2022.6.6

**Research on the Causes and Governance
Countermeasures of Financial Distress
under the YC Company's
Diversification Strategy**

Candidate:Zhang Yadi

Supervisor:Hu Kai Hu Haiquan

摘 要

面对激烈的市场竞争,许多公司往往尝试选择多元化战略来谋求长远健康发展。诚然,多元化战略的正确实施的确可以促使公司实现战略转型,达到拓展市场空间、拓宽公司发展领域的目标,并且能相应地产生协同效应,实现可持续发展。然而,多元化战略实施的过程中也伴随着一些风险:公司盲目进行多元化扩张以及经营管理不善,非但不能实现其发展目标,反而容易给公司带来严重的财务风险,甚至导致其陷入财务困境。其中,YC 公司作为一家房地产上市公司,就面临着这样的困境。公司 2008 年开始实行多元化发展战略,特别是 2014 年以来,其大规模扩张以及频繁的大举并购活动就备受瞩目,然而,公司的经营状况却随之持续走低,目前,YC 公司现金流量不足、资不抵债甚至连续亏损等,导致财务困境局面的产生。

基于上述背景,本文采用案例研究法,从多元化战略的角度探讨 YC 公司出现财务困境的成因及治理对策。首先,本文在结合文献研究成果的基础上,阐述了 YC 公司的经营状况以及实施多元化战略的概况,剖析了其出现财务困境的具体表现,即存在现金流量不足、债务负担沉重、偿债能力下降、盈利能力较差、存在“退市风险预警”的警示,并运用 Z-score 模型对 YC 公司财务困境进行测度,因此,本文认为 YC 公司已陷入财务困境之中。然后,论文从内部和外部因素分析了 YC 公司陷入财务困境的成因,内因主要从经营活动、资本运作、公司治理和风险管理这四个方面分析,外因从政策环境的变化、行业竞争的激烈、新冠疫情的影响和外部治理的不完善这四个方面分析。最后,提出了一系列摆脱 YC 公司财务困境的治理对策:公司应尽快进行资产重组,剥离公司严重亏损业务;优化产业布局,立足自身核心业务,提升盈利能力;拓宽资金来源渠道,控制债务规模;强化内部和外部治理;建立财务预警机制,提升应对财务风险的能力;并在今后科学把握投资时机及对象,避免盲目扩张,从而制定科学的战略。

关键词: 多元化战略 财务困境 成因 治理对策

Abstract

Today's industry is more competitive. And many companies are always trying to opt for flexible and versatile long-term growth strategies to compete in the marketplace. A diversification strategy helps companies achieve their strategic goals for change. Enlarge your marketing footprint and increase your business. We will work together effectively to achieve development. You can grow where it is necessary, but implementation presents different types of technical challenges. Blind Business Expansion Diversification Bad corporate governance is not the only obstacle to the proposed development. However, hedging against serious financial risks and financial troubles also faces a dilemma YC as a publicly traded real estate company. YC developed several development strategies in 2008. Most importantly, although we have seen extensive expansions and extensive mergers and acquisitions since 2014, the company's business environment continues to deteriorate. Now isn't enough to pay off long-term capital losses that cause economic problems.

Given the above points, in this paper, the causes and methods for overcoming the financial difficulties of YC based on the diversification strategy of YC were examined through a case study approach. This article provides general conditions for working with YC and adopting a diversification strategy, as well as the financial difficulties of the risk allocation process. Very low liquidity also prevents sewage and high debt, weak solvency, low earnings and some symptoms of "reduced accounting risk". Therefore, in this article, we will use YC for financial matters and use the model. Z-scores for assessing YC's economic loss the company implements several strategies. This article discusses the causes of YC's economic problems caused by intrinsic and extrinsic factors. Internal factors are investigated in four main areas: business, working capital, and corporate governance. External effects include changes in the political and competitive environment. The influences of the new Crown Rebellion and the imperfections of external jurisdictions were investigated in four parts. Several administrative measures have been proposed to address YC's financial problems, and businesses need to rebuild their business as soon as possible. Eliminate large,

unprofitable activities. Improve production models and increase profits according to their core business. Completely accurate and hassle-free. Design a timely financial settlement mechanism to strengthen internal and external management. To improve their financial risk management skills, researchers pay more attention to their investments and future goals. Avoid unprecedented proliferation and make the right strategic decisions.

Keywords: Diversification strategy; Financial distress; Cause; Governance countermeasures

目 录

| | |
|----------------------|----|
| 1 绪论 | 1 |
| 1.1 研究背景及意义 | 1 |
| 1.1.1 研究背景 | 1 |
| 1.1.2 研究意义 | 1 |
| 1.2 文献综述 | 2 |
| 1.2.1 关于多元化战略的研究 | 2 |
| 1.2.2 关于企业财务困境的研究 | 3 |
| 1.2.3 国内外文献述评 | 5 |
| 1.3 研究内容、研究方法及基础框架 | 6 |
| 1.3.1 研究内容 | 6 |
| 1.3.2 研究方法 | 7 |
| 1.3.3 基础框架 | 8 |
| 2 理论基础 | 9 |
| 2.1 相关概念界定 | 9 |
| 2.1.1 多元化战略 | 9 |
| 2.1.2 财务困境 | 11 |
| 2.2 基础理论 | 12 |
| 2.2.1 战略管理理论 | 12 |
| 2.2.2 现金流量理论 | 12 |
| 2.2.3 风险管理理论 | 13 |
| 2.2.4 资本结构理论 | 13 |
| 3 YC 公司案例介绍 | 15 |
| 3.1 案例公司背景介绍 | 15 |
| 3.1.1 案例公司简介 | 15 |
| 3.1.2 YC 公司经营概况 | 15 |
| 3.1.3 YC 公司股权结构与人员情况 | 16 |
| 3.2 YC 公司多元化实施概况 | 16 |
| 3.2.1 YC 公司多元化战略简介 | 16 |

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 3.2.2 YC 公司多元化战略历程..... | 17 |
| 3.2.3 YC 公司多元化程度度量..... | 18 |
| 3.3 YC 公司多元化战略实施动因 | 20 |
| 3.3.1 政府政策调控 | 20 |
| 3.3.2 分散经营风险 | 21 |
| 3.3.3 把握市场趋势 | 21 |
| 4 YC 公司多元化战略下财务困境成因分析 | 23 |
| 4.1 YC 公司财务困境表现 | 23 |
| 4.1.1 现金流量不足 | 23 |
| 4.1.2 债务负担沉重 | 25 |
| 4.1.3 偿债能力下降 | 27 |
| 4.1.4 盈利能力较差 | 28 |
| 4.2 YC 公司多元化战略下财务困境风险测度 | 30 |
| 4.2.1 财务困境风险测度模型的选择 | 30 |
| 4.2.2 Z-score 模型的财务风险测度 | 31 |
| 4.2.3 Z-score 模型的财务困境风险测度分析 | 32 |
| 4.3 YC 公司财务困境内部成因 | 33 |
| 4.3.1 经营活动方面 | 33 |
| 4.3.2 资本运作方面 | 36 |
| 4.3.3 公司治理方面 | 39 |
| 4.3.4 风险管理方面 | 42 |
| 4.4 YC 公司财务困境外部成因 | 44 |
| 4.4.1 政策环境的变化 | 44 |
| 4.4.2 行业竞争的激烈 | 45 |
| 4.4.3 新冠疫情的影响 | 45 |
| 4.4.4 治理机制的不完善 | 46 |
| 5 YC 公司财务困境治理对策 | 48 |
| 5.1 经营活动方面..... | 48 |
| 5.1.1 合理控制债务规模 | 48 |

| | |
|-------------------------|-----------|
| 5.1.2 加强成本管控 | 48 |
| 5.1.3 优化产业布局 | 49 |
| 5.2 资本运作方面..... | 49 |
| 5.2.1 进行资产重组 | 49 |
| 5.2.2 避免盲目扩张 | 50 |
| 5.2.3 科学把握投资时机及对象 | 51 |
| 5.3 公司治理方面..... | 51 |
| 5.3.1 完善内部治理制度 | 51 |
| 5.3.2 合理运用外部治理机制 | 53 |
| 5.4 风险管理方面..... | 54 |
| 5.4.1 拓宽融资渠道 | 54 |
| 5.4.2 建立财务预警机制 | 54 |
| 5.4.3 加强应对财务风险能力 | 55 |
| 6 研究结论与展望 | 56 |
| 6.1 研究结论..... | 56 |
| 6.2 不足与展望..... | 57 |
| 参考文献 | 58 |
| 致谢 | 62 |

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

近年来,随着我国经济持续快速增长,经济结构也面临着深刻变革。从全国范围来看,相当一部分房地产上市公司在谋求新的发展路径,积极探索多元化的发展战略,通过采取拓展和设立新产业或者收购等手段,对公司进行全方位的整合,利用业务范围和经营规模的扩张优势使公司的价值得到进一步的提升,从而实现共同发展的效果,同时还能达到发展过程中分散经营风险的目的。虽然有一些公司实施多元化战略取得成功,但也有很多公司由于盲目实施多元化战略,从而使公司出现严重财务亏损,财务风险加剧,甚至使企业陷入财务困境、破产重组的局面, YC 公司就是一个较为典型的陷入财务困境的房地产上市公司案例。

YC 公司 2007 年登陆上海证券交易所 A 股市场,作为云南第一家上市房企, YC 公司的多元化扩张之路就此展开。2014 年以来, YC 公司盲目依靠杠杆扩张,开展了会展、商贸、文旅、康养等一系列收购活动,产业链涉及日常居住、娱乐休闲、旅游、教育、养老、医疗服务等诸多领域,总交易金额达到 300 亿元以上,其中两次收购银泰商业项目和“蛇吞象”收购成都案未果尤为引人注目。一系列大手笔收购之后, YC 公司的营业收入和资产规模迅猛扩展,但同时财务风险也逐步加剧。2019 年 YC 公司领导层涉嫌严重违法,并且 2019、2020 年连续两年业绩亏损,存在资金流动性趋于枯竭、债务负担沉重、资金流动性不足、资产变现能力差等一系列问题,于 2021 年 4 月 28 日被上交所打上“退市风险警示”标签,面临破产风险,积重难返的 YC 公司如何走出财务困境值得探究。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

近年来,公司的多元化发展战略倍受热捧,虽然理论上认为其可以分散公司财务风险,但现实情况是,大多数公司选择多元化战略后前景并不乐观,由此带来的公司财务风险并无法得到及时缓解,反而使其加重,导致财务困境。因此,

本文以 YC 公司为例，从公司多元化战略和财务困境的角度入手，以期丰富多元化战略与财务困境的相关理论研究。

(2) 现实意义

本文采用案例研究法，通过案例公司在实施多元化发展战略以及实施过程中出现财务困境现状的成因进行了详细剖析与探究，为 YC 公司摆脱财务困境提出一些治理的对策。并以此作为依据，提出具有普适借鉴意义的建议，以期为其他类似公司在多元化发展过程中如何避免陷入财务困境、以及陷入财务困境后如何摆脱提供一些参考，有重要的现实意义。

1.2 文献综述

1.2.1 关于多元化战略的研究

(1) 多元化战略的概念及形式

关于多元化战略的概念，最初追溯到 1957 年的《企业战略》一书，是由 Ansoff 提出的。尹义省（1999）从我国实际出发，从动态和静态两个维度对多元化战略进行了阐释，指出动态多元化是企业克服自身局限、拓展市场，而静态多元化是保持现有的积极经营状态。高建来等人（2015）界定了多元化战略：主要有相关性及非相关性两类，表现为产品和经营管理战略上的多元。吴芄等（2017）把企业率先进入该市场、并逐渐向其他市场转移拓展新业务的战略称为多元化经营战略。孟尚飞（2019）提出了三种企业多元化经营的方式，分别是内部创业、收购和战略联盟。通过多元化战略，企业可以避免单一经营所带来的风险，为客户提供多样化的产品或服务，从而使企业在广阔的市场中得到更多的份额。

(2) 多元化战略实施的动因

黎群等人（2000）指出，大多数企业都是根据自身的核心竞争力，通过多元化经营来寻找新的经济增长点，选择同类行业发挥品牌影响力，以增强竞争的优势。Matasusaka（2002）根据企业发展的最终目标，提出多元化战略的实施是一个不断试错的过程，以寻找最适合的生产活动和追求利润最大化。张建君、李宏伟（2007）认为多元化战略可以提高企业的成长能力。Chao（2017）建立了一个“股东—管理”模型来调查管理层规避风险或私人利益是否可能是公司多元化的原因，得出结论为：领导层在制定多元化战略时只会在极少数情况下考虑公司

的整体发展，而在大多数情况下是为了更多的私人利益。朴叙希(2017)认为业务转型推动多元化经营，并通过转型新兴产业寻求新的发展机会。

(3) 多元化战略对企业的影响

多元化战略对企业的影响分为积极影响和消极影响。

积极影响方面。现代投资组合理论主张通过有效的资产组合在一定报酬水平下减少风险，以寻求最大回报。Amit (1988) 认为不完全相关的商业活动会降低现金流的波动性，从而使企业能够采取多元化战略，有效降低出现财务困境的可能性。张华青、张敏(2014)指出，公司多元化经营能够减小运营风险。更多关联公司面临较低的整体财务风险，这一观点也得到了黄晓波等(2016)的支持，他们研究表明，多元化战略可以将非系统性财务风险减少至最低点，进而提升运营绩效，并帮助公司合理地使用过剩的资源。Shen N 等人(2018)分析了几千家我国民营公司的财务数据，发现在全球金融危机期间，业务多元化的企业财务状况较好，财务风险负担较小。

消极影响方面。通常情况下，追求多元化战略的公司更倾向于通过债务融资来使杠杆效用发挥到最大化，但实际上却使得公司面临的财务风险加剧。Berger 等人(1996)发现与单一经营业务的公司相比，多元化经营更易造成公司的获利能力下降。Barton(1998)指出，当公司的经营业务跨领域较广且关联度不密切，经营风险就会加大。Jianhua 等(2011)发现，由于多元化带来的财务风险急剧增加，煤炭企业破产的情况增多，这也表明多元化战略具有负面后果。付彬(2014)认为多元化战略会给集团公司带来新的财务风险，如果管理层对风险管理不够重视，公司出现财务困境的风险将会大幅增加。徐鹿、孙莹(2015)和量化了相关趋势变化，证明企业多元化程度越深，其未来发展潜力就越低。孟善飞(2019)运用案例研究的方法，对暴风集团进行了深入研究，认为实施过于激进的多元化战略很容易引发财务危机。徐业坤等(2020)认为，实施多元化战略会增加股价崩盘的风险。

1.2.2 关于企业财务困境的研究

(1) 财务困境的概念及形式

经济学家 Penrose (1959) 认为公司多元化是扩大原有经营领域，增加新产

品,通过增加产品业务线、扩大涉足领域、提高企业竞争力和市场占有率。Beaver (1966)指出财务困境是指一家公司在其发展和运营中出现债务违约并处于破产边缘的情况。Laitinen (1987)把企业财务困境大致相当于财务危机,认为可以根据危机面临的程度来进行分类。纳谷祺,刘淑莲(1999)认为,如果一家公司陷入了财务困境主要表现在到期还没有能力偿还有关债务。厉国威(2010)认为出现以下迹象的公司就出现了财务困境:净利润、留存收益等连续几年为负数。Wilson (2013)认为只要是延续三年的资产清算或自愿清算以及停止上市就算出现财务困境。袁显平,马玲(2017)认为财务困境是在企业发展过程中,现金流难以支撑现有债务负担,从而导致财务危机和企业倒闭的可能性。叶作强(2017)研究得出,企业在面临财务困境时,可以有两种方式进行选择,分别是重组和破产,一旦企业出现了资产难以偿还债务的境况,就不可避免地陷入财务困境。

(2) 财务困境的成因

财务困境的产生有内部成因和外部成因。

内部成因方面。孙承业(2007)发现影响企业财务困境的内部因素包括高杠杆、过高的偿债风险、多元化投资、担保和诉讼以及决策不力等。Campbell 等人(2011)指出股票收益率是造成财务困境的首要原因,通过股市下跌的直观动态来判断公司是否处于财务困境。Cohen 等人(2017)认为,资源分配、债务比率和应收账款问题可能导致公司出现财务困境。Cordero (2017)从员工的角度出发研究,指出员工素质低下会导致公司出现财务困境。姜付秀(2018)发现,大股东损害公司利益、对外担保和过度分配业务领域等导致公司面临财务困境。赵壮(2019)认为单一的融资方式和巨额的利息压力是企业出现财务困境的原因。

外部成因方面。Andreff(2007)指出,政府针对各个行业采取的各种措施,在某种程度上会使得公司陷入财务困境的局面。孙承业(2007)认为外界影响会造成公司发生财务困境,主要有宏观环境变动、行业低迷、市场竞争激烈、会计准则变化和银行贷款政策变化等。丁志国(2018)认为政府政策调控、外部经济环境、市场竞争会影响公司的财务状况。

(3) 财务困境的测度

赖利(1967)对上市公司进行了实证分析,对多元化的分类主要是依据公司所经营的业务范围,判定公司的多元化经营类型采取的是专业化比率法(SR)^[14]。

吴世农、黄志忠（1987）得出，利用经营单元数法建立的企业破产预测模型能够有效反映破产企业与非破产企业的综合量化特征和差异，来对企业财务困境进行测度。陈静（1999）分别对 ST 和非 ST 公司进行了研究，得出基于资产收益率、负债率、流动比率、总资产周转率和总营运资金的模型可以预测企业破产风险。吴世农、卢贤义（2001）利用公司破产分析和预测模型，提出上市公司的财务指标数据包含的信息可以分析财务困境趋势，其财务困境是可测算的。张荣艳、廖萌（2012）通过财务预警模型，对上市公司进行了检验，结果表明，该方法在测度财务风险上存在一定的适用性。欧阳歆（2013）得出，Z-score 模型有九成以上的准确率，能够很好地识别公司的财务风险，表明该模型具有可行性。Bao 等（2015）分析了财务困境的累积特征，并基于空间状态模型的特点，对企业财务困境进行预警和动态监测。孔凡娜、高淑敏（2019）利用熵值法对财务指标进行了识别，对公司财务风险预警全面评价。

（4）财务困境的治理对策

Ellumi（2001）提出公司可以改善公司治理结构、转换经营模式，以摆脱财务困境。郎彦庆、孙伟艳（2010）对资本结构、董事会结构、经理层权利义务进行分析发现，摆脱困境的内部管理措施一是加强资本结构管理，二是对董事会加强治理；三是董事长和管理者实施两权分离；外部管理措施一是提高公司适应经济环境的能力，二是提高在市场中的竞争力，三是对法律法规严格遵守。Dowell（2011）指出，企业可以使其股权资本结构维持在合理水平，从而促使企业可以稳定和可持续经营。Zurada（2012）提出，企业为走出财务困境，可以适当地削减一部分股利。Nicola（2013）发现良好的债务结构可以帮助企业摆脱财务危机。和丽芬等（2013）认为，上市公司可以通过重组所持有资产，获得额外的优势资源来走出困境。何洋洋（2017）研究发现，企业可以通过对资产、战略运营和公司治理等多方面重组来摆脱财务困境。祝继高（2015）提出重组有四个层级：分别是管理、财务、资产和战略经营。杨华、张文华（2016）提出，必要时，企业可以根据现金流的实际情况实施退市重组。王超杰（2018）认为企业可以对资金进行科学使用来走出财务困境。

1.2.3 国内外文献述评

近年来,国内外学者对多元化战略进行了广泛地研究。大多数学者认为,多元化战略有相关和非相关,企业实施多元化经营大多是因为自身具有一定的市场优势,旨在通过发展新产业,拓宽企业经济来源,增加企业收益,增强企业在市场中的竞争力。然而,理论上认为多元化战略可以分散企业财务风险,但实际上对企业的作用却具有两面性,盲目采取多元化经营反而会增加企业经营压力,由此带来的财务风险并无法得到及时化解,使其陷入财务困境。

当前,国内外学者对财务困境进行了广泛研究,取得了大量成果,但是如何界定有多种不同的看法。从以往的研究结果来看,国外研究主要认为,如果公司面临破产清算的危机,就出现了财务困境,而国内学者却提出了不同的观点,财务困境的出现有多种表现,不能仅以公司是否面临破产作为评判的唯一标准。此外,多元化战略的实施与公司出现财务困境密切相关,公司出现财务困境有明显的预兆,财务指标的动态变化也是财务困境的表征信息,企业可以通过进行风险测度来预测财务危机风险,从而避免陷入财务困境。

1.3 研究内容、研究方法及基础框架

1.3.1 研究内容

本论文主要从六个部分来进行研究和探讨,具体内容如下:

第一部分:绪论。本章首先阐述了研究背景及意义,对将要研究的问题进行引入,然后针对国内外关于多元化战略和财务困境的研究结论,进行了归纳总结,最后介绍了研究内容、方法与基本框架。

第二部分:理论基础。本章介绍了多元化战略与财务困境的相关概念和基础理论,为后续具体内容的展开提供科学的理论前提。

第三部分:YC 公司案例介绍。本章主要结合当前经济环境,介绍案例公司的经营活动和治理结构,对其多元化战略的实施情况及动因进行阐述,为下文研究奠定基础。

第四部分:YC 公司多元化战略下财务困境成因分析。本章首先分析 YC 当前的财务困境现状;然后,对 YC 公司实施多元化战略前后的财务风险运用 Z-score 模型来进行测度,并对测度结果进行分析;最后,分析 YC 公司陷入财务困境的内因和外因,为下文做准备。

第五部分：YC 公司财务困境治理对策。根据上一章的研究可知，造成公司出现财务困境有内因与外因，而由于外部因素公司自身难以控制，因此治理对策主要从财务困境的内部成因即经营活动、资本运作、公司治理和风险管理四个方面提出，以期为 YC 公司摆脱财务困境提供参考。

第六部分：结论与期望。通过以上章节对案例公司实施多元化战略过程中造成财务困境的原因及采取的应对措施研究，得出本论题的研究结论，分析和说明现有研究的不足，并进行展望。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

通过学校图书馆、CNKI、万方数据库等平台搜索多元化战略和财务困境理论相关的书籍和文献，学习吸收与论文相关的内容；同时查看公司年报和行业报告，为撰写论文做好充分准备。

(2) 案例分析法

本文选取 YC 公司为研究对象，搜集案例公司相关资料，旨在对其在多元化战略下造成的财务困境进行分析，提出适合本企业的治理对策。

1.3.3 基础框架

本论题的基础框架如下图：

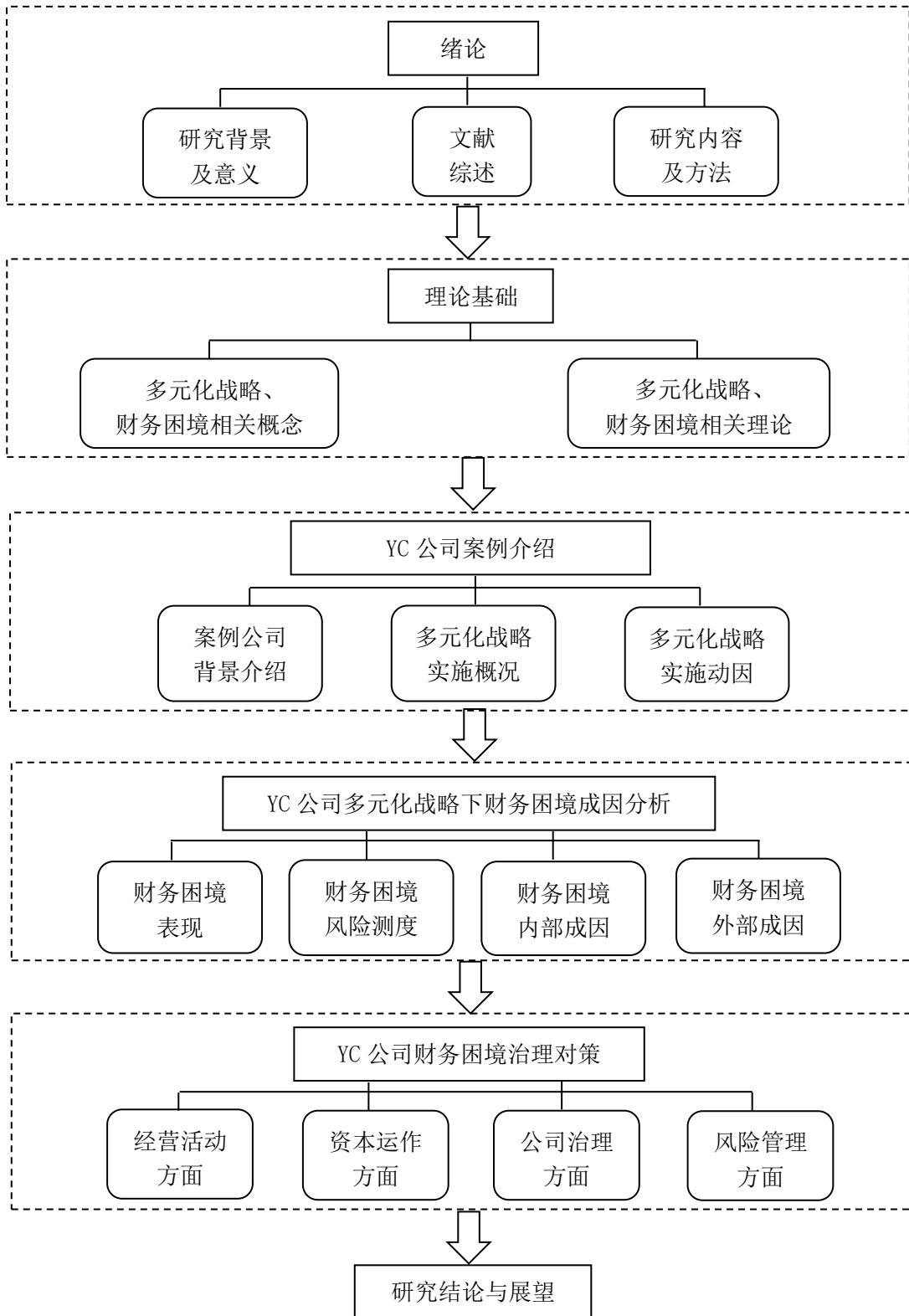


图 1.1 基础框架

2 理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 多元化战略

(1) 多元化战略的内涵

多元化战略是由学者 Ansoff 首次提出的企业经营策略。学者 Penrose 将多元化定义为扩大公司原有基础以包括新产品和新市场,这些新产品在性能和营销方式上与原有产品有很大差异,可以增加产品线,提高企业竞争力和扩大市场占有率,扩大参与领域^[17]。尹义省(1999)从我国实际出发,从动态和静态两个维度对多元化战略进行了阐释,指出动态多元化是企业克服自身局限,延伸经营领域;静态多元化是指企业保持目前运营活动情况^[47]。

因此,本文将多元化战略定义为:多元化战略是指企业在内部和外部因素的综合作用下,生产经营时同时涉足多个行业,是一种动态和静态相结合的经营战略,旨在实现企业的长期可持续发展和价值最大化。

(2) 多元化战略的类型

目前,多元化战略有相关和非相关两类。

相关多元化是指公司在原有行业经营的同时,在与现有行业相关的其他行业开拓新市场。例如,一家圆珠笔公司开始同时生产钢笔和铅笔等相关产品。相关多元化战略充分利用了公司所拥有的资源,将业务从原始行业扩张到了其他行业。

非相关多元化战略,一般来说,是公司开拓的新兴产业市场与原有业务行业几乎没有关系,其经营方式、生产模式、管理方式以及使用的客户和供应商与之前经营的行业差异很大,如餐饮企业进军互联网行业,保健品企业进军护肤品行业等,实施非相关多元化战略的目标通常是寻找生产力增长的新领域,实现公司价值最大化,但随之带来的是资源配置不合理、信息传递不可靠不及时等问题。

(3) 多元化战略的度量

企业一旦选择了多元化的战略方式,其所涉及的行业以及各个行业的发展程度就会有不同之处,对公司多元化程度的评估也有多种识别方法,这对于后续对公司财务风险水平的分析具有重要意义。

（1）经营单元数法

经营单元数法（N）是指企业经营多元化后开展的活动数量之和，实际经营单元数代表企业多元化程度。正常情况下，该值越大，企业的多元化就处于较高水平；否则，反之。当一家公司的业务单元数 N 等于 1 时，表示该公司实行单一的业务模式。以经营单元数量的方法评估多元化公司的多元化程度，仅限于公司所涉行业的数量，并不侧重于对行业的探索深度。因此，这种方法虽然简单可靠，但对多元化战略的总体评价比较片面。

（2）专业化比率法

专业化比率法以公司的专业经营比率作为评价依据，通过分析该指标来对多元化程度进行评价，将多元化经营分为四种：包括单一业务类型、主导业务类型、关联约束类型和多元化关联类型的多元化业务。专业化比率 SR 是公司主营业务年营业额与公司年总营业额的比值，虽然该方法可以对业务多元化类型进行一定的分类，但由于企业涉及的行业越来越多样，而这些领域的业务收入可能受某些环境因素和特定因素的影响，由此计算出的 SR 价值有失公允。

（3）熵值法

熵值法（E）评价一家公司的多元化程度时，分别考虑了该公司所涉及的行业总数、不同行业之间的关联程度及不同行业对总利润的贡献程度，以此来评估经济活动的程度。计算公式如下：

$$EDI = \sum_{i=1}^N P_i \ln(1/P_i) \quad (\text{式 2.1})$$

式 2.1 中，N 表示当前企业经营状况下业务多元化所涉及的行业数量， P_i 表示特定行业在业务多元化中占全公司收入的份额。因而，当 E 的计算值为 0 时，说明该公司经营业务单一，没有选择战略多元化模式；当 E 的计算值越高，表明公司的多元化程度就越高。该方法综合考虑了企业在实际多元化过程中的各种情况，但在实际评估中，由于计算过于复杂，计算结果较不准确，无法对企业多元化程度进行有效衡量。

（4）赫芬达尔指数法

赫芬达尔指数（HHI）最初时，用来作为评判企业发展到一定阶段后，多元化经营程度高低的尺度。该方法是通过计算各产业营业收入与企业营业收入总额、或各产业资产与企业资产总额的比值，最后对以上数据进行合计，以此来评判企

业多元化经营程度，公式如下：

$$HHI = \sum_{i=1}^n p_i^2 \quad (\text{式 2.2})$$

式 2.2 中， P_i 表示第 i 个企业的市场占有率， i 表示该行业内的企业数，指数的值从 0 到 1 不等，指数越接近 0，说明公司多元化战略的程度越大。反之，该指数越接近 1，则表明该公司施多元化的程度较浅。

由于采用经营单元数、专业化比率和熵值等方法存在一些缺陷，而采用赫芬达尔指数法可以有效解决上述方法出现的问题，有利于全方位对企业的多元化程度进行测量，因此这种方法被学术界广泛应用。该方法虽然计算过程复杂，但具有比较高的准确度，可以通过行业参与度和投资程度对多元化水平评价，并且目前上市公司披露的数据可以有效满足，因此本文使用该方法来评估 YC 公司的多元化战略实施程度。

2.1.2 财务困境

从国内外学者对财务困境的研究可以看出，当公司出现无力偿还债务或者盈利能力持续下降，甚至出现严重亏损的情况下，就面临破产风险，那么公司将面临财务困境。此外，破产和财务困境是两个不同的概念，后者描述的是财务状况不佳但还没有出现破产清算的状态。财务困境是一个渐进演进的过程，它不仅是企业在一定时期内的发展状态，而且是永久的、不确定的，不能在一定时期内形成，也不能在一定时期内完全解决。因此，当企业有陷入财务困境的征兆时就应引起足够重视，及时发现并做出调整，最终达到拯救公司的目的。

通过对国内外学者的研究进行归纳，本文认为当企业陷入财务困境时，具有以下表现：

(1) 现金流量不足

现金流量是企业生产经营过程中，与投资、融资等相关的现金流入量和流出量的总计，可以作为企业经营状况优劣的指示牌。当企业经营效益处于不良状态，陷入财务困境时，会使得现金流量存在不足，资金缺口增大，更对企业经营不利，导致面临破产危机。

(2) 债务负担沉重

获得最大利润始终是公司追求的发展目标，然而在此过程中，也可能对其经

营不利，使企业出现财务危机。企业采取各种方式进行融资来扩大资金来源，这就容易导致债务负担沉重，加之公司盈利能力差，债务增速远大于利润增速，易发生用旧债偿还新债的情况，这样长时间下去，易出现财务困境。

（3）偿债能力下降

偿债能力就是判断公司能否在合同期限内清偿债务的能力，可以分为短期和长期能力。偿债能力较好应该表现为公司目前所持有资产对负债有全额偿还的保证，然而，出现财务困境的公司往往在合同到期的情况下还清债务面临重重困难，随时存在破产风险。

（4）盈利能力较差

陷入财务困境的企业通常会在较长一段时间内出现了经营亏损的局面，净利润作为内部资本形成的重要来源，是企业弥补亏损的有效途径。但是，随着公司盈利能力的下降，获取利润严重不足，造成亏损的年限延长，易出现资金周转等问题，最终企业陷入财务困境。

2.2 基础理论

2.2.1 战略管理理论

战略管理是对企业未来发展的总体谋划，该理论的内容主要包括战略分析、制定与实施、以及评估与控制。

战略分析是通过识别和评估可能影响企业发展的影响因素来制定短期和长期业务战略。战略制定是在评估内外部环境以及自身优劣势之后而制定的规划，它回答了三个问题：如何使目标实现、如何提升竞争力以及如何获得持久的收益。战略实施是企业为达到战略目标而实施的一系列活动，通过这些活动可以实现目标成果。战略评估和控制是检验战略实施效果的方法之一，它有两种视角，一种是基于环境视角，从生产结构和战略定位评估；另一种是基于资源视角，从资源基础及其能力来评估。

2.2.2 现金流量理论

现金流量理论认为，现金流量主要由流入量、流出量和净流量构成。当企业流动资金增加、流入量多于流出量时，其现金流量就会随之增加，这样就使得公

公司的资金较为充足，有能力预防经营过程中的不利状况，应对风险能力就较强；反之，能力就较弱。因此，对企业来说，想要实现可持续健康经营，就要使现金流量保持在适当的范围内。

从现金流量角度来看，公司出现财务困境表现在以下几种情况：一是经营现金流不足，影响公司持续经营；二是短期流动性不足，表现在公司流动资金因公司偿债困难，偿债压力增加而受到影响；第三，现金存量不足，这主要表现为负债率严重失衡，即随着负债的增加，公司资金不足以偿还本金和必须偿还的利息。通常情况下，陷入财务困境的企业会经历上述三种困境中的一种或三种。本文将研究的 YC 公司就具有以上三个方面的特点。

2.2.3 风险管理理论

风险管理理论认为公司要预先防范公司各类风险的发生。其分为防范、管理和总结三个阶段。在经营风险防范预警阶段，公司应积极推进财务风险预警机制的建立，对公司管理者和职工的风险意识进行培养，增强相应能力，从而预见可能发生的经营风险，并提出处理预案；在风险管理阶段，管理者要主动处理困局，并适时采取适当措施，以有效降低损失，维护公司利益；风险总结阶段是克服困境后的自我分析，总结在预防和管理阶段待完善之处，进一步完善风险管理计划，从而更好地促进公司发展。本文基于风险管理理论，分析 YC 公司陷入财务困境的成因时，综合考虑公司可能面临的各种内外部因素，结合自身财务指标情况，得出 YC 公司不具备财务风险预警机制，并且员工风险管理意识薄弱。今后在公司发展过程中，要未雨绸缪，提高预警水平和规避风险的能力。

2.2.4 资本结构理论

资本结构是指一家公司的成本结构和各种资本的比值，反映出在一定时期将公司的各种财务进行了组合。

公司的长远发展有赖于其科学合理的资本结构。资本结构理论描述了公司权益和债务之间的关系，科学的结构可以在某种程度上对财务杠杆进行调节，达到抵扣利息税的目标，不过，如果公司募集资金后，债务或权益资本份额过大，会对资本结构造成影响。目前，企业吸引融资的方式有多种，主要手段是增发股票、

债务融资和质押资产等，但许多公司更倾向于选择债务融资，YC 公司就是一个典型的例子，公司在扩大业务时，自身拥有的资金不足以用来筹建新项目，于是，公司就采用向银行借款等方式进行融资，然而，近年来由于公司盲目扩张，导致借款金额过多，企业出现了巨大的资金负担，这已远远超过其偿债能力，一旦出现经营不利情况，公司将没有能力按时偿还本息，从而导致连续不断的亏损，最终就会陷入财务困境。

3 YC 公司案例介绍

3.1 案例公司背景介绍

3.1.1 案例公司简介

YC 公司成立于 1992 年 12 月，前身为云南光明（啤酒）有限公司，后更名为云南红河光明股份有限公司。2007 年初，YC 公司向红河光明初步表达了收购意向，仅仅四个月内，证监会就受理了其收购方案及股权分置改革方案，得到批准后，YC 公司以价值 6.42 亿元的优质资产置换红河光明原有总资产，至此，“YC 公司”股票替代了原先的“红河光明”股票，当年末，YC 公司通过借壳方式成功上市交易 A 类股票（股票代码：600239）。

从 YC 公司与红河光明最初的交易到最终上市，仅用了 6 个月时间就在国内资本市场实现了借壳上市，创造了记录。2021 年 4 月 28 日，上交所对其发布“退市风险警示”，YC 公司存在破产风险。

3.1.2 YC 公司经营概况

YC 公司自 2007 年上市以来，聚焦“融城”住宅、“魅力滇西”旅游地产和银泰商业三大类，产品线模式逐渐成型，公司涉及房地产、土地和销售与酒店运营等各类行业，目前正在开发的主要有商品房、写字楼、商业铺面以及酒店等产品，涉及地区有东北及华北、成都、西安、杭州、江苏、云南以及海南等地区。

（1）2020 年公司经营成果

根据企业披露的公开信息显示，截止到 2020 年，YC 公司资产总额为 803.39 亿元，但是所欠的债务总计却达到了 784.75 亿元，净资产 18.64 亿元，这样就导致其资产负债率高至 97.68%。实现销售收入达到 43.93 亿元，与上期同比下降了 29.69%，取得的净利润为-30.95 亿元，其中归属于上市公司为-25.86 亿元，同比增加 6.91%，公司取得经营收款 53.43 亿元，同比下降 26.84%。

（2）资产结构情况

在房地产日益严峻的金融环境下，公司加强了财富管理的能力，以应对行业资金紧缩的风险。其一，加强管控，细化目标，夯实各主体职责，积极减少库存，

加紧催收，使企业外部资金尽快收回；另一方面，面对管理中出现的较高负债和经营过程中出现的风险，公司及时采取对策，对公司发展过程中经营效益不佳的资产和相关业务进行剥离出去，到目前为止，公司已重新组合了苍南银泰等 11 家标的公司，并且准备把城投置地等 20 家标的公司的股权进行销售。通过这些举措希望能够解决企业当前所面临的困境。

3.1.3 YC 公司股权结构与人员情况

通过查询 YC 公司 2020 年的财务报告可以看出，排名前十位的股东持股比例相差不大，排名前四位的股东持股比例分别为 39.87%、2.03%、1.38%和 0.86%。需要注意的是，前四人合计持股比例为 44.14%，未达到 50%。可见，YC 公司的股权结构不集中，比较分散。

YC 公司的总部位于昆明市，现有职工 4000 人左右，在云南、海南、四川、黑龙江、浙江等地拥有全资或控股公司，分布广泛。具体而言，从职工的专业角度来看，开发人员占比为 25.68%；从职工的学历角度来看，高学历员工占比为 40.25%。

3.2 YC 公司多元化实施概况

3.2.1 YC 公司多元化战略简介

2014 年以来，YC 公司通过新建或并购等各种方式实现了企业的产业转型，并启动实施多元化战略，至此，成都、北京、深圳、西安等热点城市成为了 YC 公司多元化战略部署的重心。公司对银泰系列股份的收购始于 2016 年底，通过对银泰系列的整合，公司建立了日常生活、娱乐休闲、旅游、养老、教育、医疗等完整的产品服务链。同时，公司利用在健康休闲资源方面的优势，结合公司成熟的产品线，对三大业务实现了转型升级，包括传统地产、康养以及文化旅游。表现为：一是发展康养，利用现有优势，积极推进康养项目实施。二是促进文化旅游，把滇西地区作为战略重点地区，结合当地特色地理旅游文化资源，加大资金投入，促进相关设施建设；三是延伸产业链条，实现产业上中下游的全面采购。

3.2.2 YC 公司多元化战略历程

本文通过对 YC 公司的公开信息进行整合,梳理出公司多元化战略的实施过程。分析得出,2014 年是公司的一个重要转折点,在此以前,公司大多以房地产为主要投资目标,较少涉足酒店、商务管理等领域,下属子公司数量也较少。但 2014 年以来,无论是在资金投入额度还是在规模上,都加大了对外扩张的步伐,投标的位置从省内扩大到全国,特别是自公司 2015 年开展多元化经营后,YC 公司的投资不仅限于原有地产领域,而拓展到会展、康养、旅游等多个行业。仅仅用较短几年时间,公司无论在投资,还是在跨产业经营方面实现了大踏步的跨越。

如下图 3.1,展示了 YC 公司这 13 年跨区域、跨产品、跨行业的扩张历程。

| 时间 | 收购或新设 | 标的所属行业 | 标的所在位置 |
|--------|-------|--|--------------------------|
| 2008 年 | 1 家 | 房地产开发 | 昆明 |
| 2009 年 | 1 家 | 综合类行业、酒店、商业管理 | 昆明 |
| 2010 年 | 2 家 | 房地产开发 | 昆明、西安 |
| 2011 年 | 9 家 | 房地产开发、综合类行业 | 昆明、大理、西安、成都、天津 |
| 2012 年 | 2 家 | 房地产开发 | 昆明、成都、西安 |
| 2013 年 | 5 家 | 房地产开发、多领域控股 | 昆明、成都 |
| 2014 年 | 5 家 | 房地产开发 | 昆明、北京、成都、昆明、青岛 |
| 2015 年 | 6 家 | 房地产开发、特殊金融服务、多领域控股 | 昆明、北京、西安 |
| 2016 年 | 11 家 | 多领域控股、房地产开发、信息科技咨询与其他服务、建筑与工程、健康管理 | 昆明、宁波、淄博、哈尔滨、台州、杭州、成都、佛山 |
| 2017 年 | 15 家 | 房地产开发、多领域控股、房地产服务、会展、综合类行业、酒店、度假村与豪华游轮 | 昆明、大理、西双版纳、成都、西安、海口、三亚 |
| 2018 年 | 15 家 | 房地产开发、多领域控股、资产管理与托管银行、酒店、度假村与豪华游轮、建筑与工程、多样化房地产服务 | 昆明、大理、西双版纳、成都、西安、海口、三亚 |
| 2019 年 | 9 家 | 房地产开发、文化旅游、度假村、新能源技术研发、健康管理 | 昆明、西双版纳、成都、都江堰、西安 |
| 2020 年 | 4 家 | 房地产开发、商业管理 | 淄博、宁波、冕宁 |

图 3.1 YC 公司多元化战略发展概况

3.2.3 YC 公司多元化程度度量

基于前文理论部分的分析，故本文选择采用赫芬达尔指数法来衡量 YC 公司的多元化程度。赫芬达尔指数方法通过衡量参与多元化过程的特定行业的行业收入或资产百分比的平方和来反映公司的整体多元化程度。其计算公式如下：

$$HHI = \sum_{i=1}^n p_i^2 \quad (\text{式 3.1})$$

式 3.1 中， P_i 表示第 i 个企业的市场占有率， i 表示该行业内的企业数，指数的值从 0 到 1 不等，指数越接近 0，表明公司多元化程度越高。反之，该指数越接近 1，则表明公司多元化的程度较低。

表 3.1 YC 公司 2016-2020 年分板块主营业务收入情况

单位：万元

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 976,968.52 | 1,439,083.92 | 954,298.32 | 624,827.62 | 439,325.95 |
| 房地产 | 880,844.71 | 1,038,871.04 | 751,477.56 | 384,663.46 | 247,052.35 |
| 商业管理 | 55,266.50 | 207,188.18 | 81,467.72 | 104,479.27 | 80,187.39 |
| 酒店收入 | 1,003.75 | 16,806.02 | 33,513.34 | 38,893.16 | 28,468.58 |
| 物业管理 | 8,687.03 | 24,179.32 | 24,882.03 | 32,093.54 | 34,953.14 |
| 土地一级开发 | — | 82,051.05 | — | — | — |
| 商品房租赁 | 3,914.36 | 39,664.24 | — | — | — |
| 其他业务 | 27,252.17 | 30,324.09 | 62,957.68 | 64,698.18 | 48,664.48 |

数据来源：YC 公司年报

表 3.2 YC 公司 2016-2020 年分板块主营业务收入占比情况

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 房地产 | 90.16% | 72.19% | 78.75% | 61.56% | 56.23% |
| 商业管理 | 5.66% | 14.40% | 8.54% | 16.72% | 18.25% |
| 酒店收入 | 0.10% | 1.17% | 3.52% | 6.22% | 6.48% |
| 物业管理 | 0.99% | 2.33% | 3.31% | 5.14% | 7.96% |
| 土地一级开发 | 0.00% | 5.70% | — | — | — |
| 商品房租赁 | 0.40% | 2.76% | — | — | — |
| 其他业务 | 2.79% | 2.11% | 6.60% | 10.35% | 11.07% |

数据来源：YC 公司年报

从表 3.1 和表 3.2 可以得出, YC 公司在房地产获得的收入是其主营业务收入的最主要途径, 通过对 $SR = \text{房地产收入} / \text{主营业务总收入}$ 进行运算, 可以更好反映出企业的主要业务经营状况, 该数值从 2016 到 2020 年分别为 90.16%、72.19%、78.75%、61.56% 和 56.23%, 其中如果以 70% 作为划分标准, 可以看出 2019 年和 2020 年公司均低于该标准, 而 2016、2017 和 2018 这三年却远远高于此, 这是由于这些年公司发展为了收回资金, 将扩展的一些新兴产业比如会展业务进行了抛售, 重点发展健康文化旅游产业, 而该产业由于受多种因素影响尚未盈利, 从而导致房地产业务份额较高; 在 YC 公司经营管理收入中, 房地产收入与其他行业收入相比, 占比仍较高, 通过计算 $RR = (\text{房地产收入} + \text{经营管理收入}) / \text{主营业务收入总额}$, 可以看出相关联业务对企业经营的影响, 该数值从 2016 到 2020 年分别为 95.72%、86.59%、87.29%、77.87% , 分别为 74.48%。

| 多元化类型 | 专业化比率 (SR) | 企业经营特点 |
|-------|-----------------------|------------------|
| 单一业务型 | $SR \geq 95\%$ | 扩大原有业务规模 |
| 主导业务型 | $70\% \leq SR < 95\%$ | 多元化经营, 但有主导业务 |
| 相关业务型 | $SR < 70\%$ | 增加新业务及产品且与原有业务相关 |
| 无关业务型 | | 新扩展领域及行业与原有市场无关联 |

图 3.2 专业化比率法对多元化的分类情况

如图 3.2 所示, 美国学者赖利从公司业务的角度进行实证性分析, 运用专业化比率法 (SR) 对公司的多元化类型进行判定, 重新界定了公司多元化战略的类型, 得出以上划分标准^[14]。

参照以上数据, 在此划分标准下, 得出 YC 公司的 $SR < 70\%$, $RR > 55\%$, 将其归为相关业务型的多元化公司。

表 3.3 YC 公司 2016-2020 年赫芬达尔指数

| 年份 | 赫芬达尔指数 |
|--------|--------|
| 2016 年 | 0.82 |
| 2017 年 | 0.55 |
| 2018 年 | 0.63 |
| 2019 年 | 0.42 |
| 2020 年 | 0.37 |

数据来源: 根据公开披露信息计算整理

为直观呈现 YC 公司的赫芬达尔指数变化趋势，绘制折线图如图 3.2 所示：

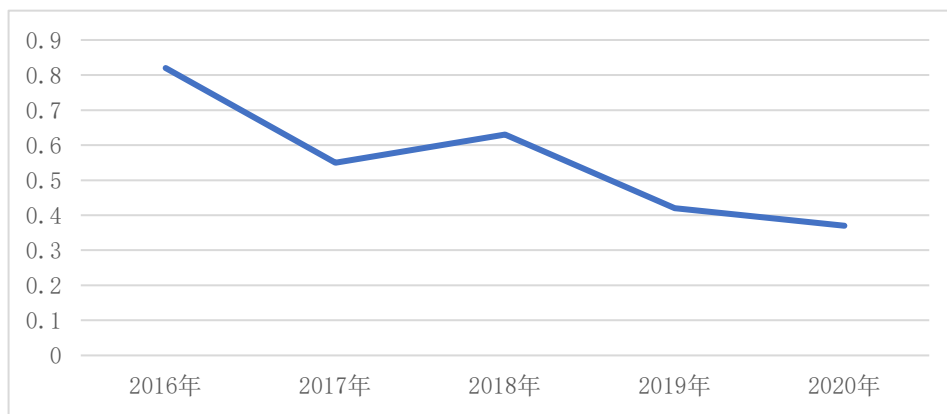


图 3.3 YC 公司 2016-2020 年赫芬达尔指数趋势

通过计算 YC 公司的赫芬达尔指数，从表 3.4 和图 3.3 可以看出，2016 年以来，YC 公司的赫芬达尔指数呈现波动下降趋势，这也表明公司的多元化经营程度逐渐减弱。YC 公司的多元化经营程度呈现了两个不同的发展过程，第一过程为 2016 年到 2017 年，其赫芬达尔指数维持在 0.6-0.8 之间，呈现较高水平，这一时期企业疯狂扩张，开始其多元化探索之路。而第二过程从 2018 年到 2020 年之间，公司的赫芬达尔指数下降到了 0.37，相较之前有了明显的下降，这是因为公司近年来收缩多元化经营和采取资产重组等措施，标志着 YC 公司专业程度也在进一步加深，这也进一步证实了赫芬达尔指数更准确地估计了企业多元化程度。

3.3 YC 公司多元化战略实施动因

3.3.1 政府政策调控

第一，在房地产政策方面。我国政府通过限制价格、数量、信用和购买条件等多种方式规范房地产业的发展，从 2010 年至 2013 年，政府对房地产行业实施了严格调控，在一系列措施的推动下，房地产行业逐渐步入了正常发展的轨道。然而，2014 年房地产市场供求关系出现了转换，供求远远大于需求，于是，政府及时调整调控方向，使市场逐步得到激活，过度饱和的趋势也得到了一定的缓解，中国房地产市场迎来了复苏，扭转了此前的低迷局面，2017 年之后，政府的房地产调控政策也更加弹性更加人性化，引导其健康发展，未来房地产这种“稳”的态势还将持续，这使得公司在房地产经营之外更多地向其他领域涉足。

第二，在旅游、教育、养生、医疗等行业。近年来，国家积极致力于发展战略的推动和指引，制定了可持续发展、创新驱动、健康中国等国家级战略和珠江三角洲、北部湾经济区等区域发展战略，形成了多元、立体和交叉模式。从独立的角度来看，每个战略都有自己的体系。但是，这些产业又可以融入到战略经济中，在实现自身发展的同时，更能有效地为国家战略的实施做出贡献。据此，中央和各部委也制定了一系列促进多产业融合发展的政策措施，发布了《国家健康养生旅游示范基地标准》、《关于促进全域旅游发展的指导意见》等文件，引导和保障产业整合发展，成为企业实施多元化战略、实施产业整合的催化剂。

因此，YC 公司也抓住宏观政策调控，大规模对外投资，在保持传统地产优势的前提下不断扩张，提供教育、养生保健等其他能为公司增加利润的服务，使得公司由原先仅依靠单一业务、转变为依靠多元产业经营，实现了跨越式发展。

3.3.2 分散经营风险

1998 年至 2007 年十年间，我国房地产市场无论是在价格还是数量，都在疯狂增长，即使在这之后，这种发展趋势有所减缓，但总体仍然向上，也是从这时开始，我国房地产行业逐渐出现了分化的状况。从宏观经济来看，全行业现行指标增速由此前的涨跌明显逐渐转为下行趋势，根据近十年的数据分析显示，房地产平均价格增速基本保持 10% 以下，新开工率也在放缓，整体增速处于比较稳定的态势。然而不利的是，这对于房地产企业来说，面临的经营风险也更加集中，行业平均资产负债率达到了 80% 的临界值，企业获得资金的难度越来越大，行业整体风险水平较高，这也不可避免地使得众多企业开始担忧自身未来的发展。

YC 公司在此市场环境下，也开始积极探寻自身出路，在保持原有经营优势的基础上，不断寻找新的产业来增加利润，针对目前行业形势，向多行业多方面延伸，从而减少公司风险。

3.3.3 把握市场趋势

一是近 20 年来，我国宏观经济长期向好发展，对物质和消费力的需求持续增长。数据显示，2000 年至 2020 年，中国 GDP 从 2000 年的 7.7 万亿元增长到 2020 年的 101.36 万亿元，增长了 13.16 倍，中国人均 GDP 从 0.56 万元增长到

7.24 万元，增长了 12.9 倍，居民人均可支配收入由 2253 元大幅增加至 32189 元，增长 14.29 倍，个人可支配收入的增加将不可避免地转化为支付能力的提高。与此同时，恩格尔系数也从 2000 年的 36.4% 下降到 2020 年的 30.2%，这意味着我国国民对经济的需求已经从数量转向到质量，需求层次也有了极大提升，这也为 YC 公司进行多元化经营创造了契机。

二是我国已出现人口老龄化趋势，老龄人口占比显著提升，老龄人占总人口的比重已超过 15%，这也促进了养老产业的发展，这意味着养老产业已经拥有了逐年扩大的市场空间，再加上人们追求生活品质的不断提高，养生旅游逐渐成为人们的选择，休闲综合体项目深受广大游客喜爱，随着老龄化的逐步加深，这一趋势还将持续，旅游业的持续增长也将健康、医疗、文化等产业紧密融合，共同促进了多产业的发展。

由此可见，旅游、文化、养老、医疗和教育等产业创造了巨大的市场需求，存在着大量的潜在客户，而房地产行业本身就处在这些行业的上游，众多房地产公司都想要从中分得一杯羹，开始纷纷实施多元化经营，发展多种新兴产业。YC 公司也不甘示弱，顺势而为，在文旅和康养等方面疯狂拓展业务，产业涉足多个服务领域，并且公司在获取土地时可以获得适当的国家优惠补贴，一定程度上可以减少公司成本，从而增加企业利润，扩大品牌影响力，通过服务达到协同效应，增大市场份额，提高竞争优势，这样就使得 YC 公司的角色被赋予了更多的含义，既是项目建设者，又负责具体的运营和管理，迎来了更多的发展机会。

4 YC 公司多元化战略下财务困境成因分析

4.1 YC 公司财务困境表现

4.1.1 现金流量不足

经营中现金流量净额是现金流入量与流出量之间的差值,使用该指标可以反映公司的日常运营状况。公司在经济活动中,当现金流量增加、负债持续下降时,说明公司的经营效益不断提高,资金链运转良好。反之,则表明公司难以维持正常的生产经营,公司出现财务困境的可能性就大大增加。

表 4.1 YC 公司 2016 年-2020 年经营活动现金流量表

单位: 万元

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 499,119.81 | 1,082,720.46 | 894,673.42 | 730,394.90 | 534,342.63 |
| 收到的税费返还 | — | — | — | — | 4.18 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 94,734.71 | 242,905.29 | 171,547.31 | 136,545.97 | 175,106.56 |
| 经营活动现金流入小计 | 593,854.52 | 1,325,625.74 | 1,066,220.72 | 866,940.87 | 709,453.37 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 529,521.51 | 638,924.04 | 842,721.63 | 803,097.82 | 402,471.51 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 22,879.99 | 50,517.05 | 75,347.54 | 84,303.11 | 68,776.80 |
| 支付的各项税费 | 78,172.26 | 158,679.86 | 200,005.39 | 106,458.77 | 81,833.24 |
| 支付与其他经营活动有关的现金 | 156,766.52 | 110,667.31 | 172,509.22 | 146,780.32 | 100,580.90 |
| 经营活动现金流出小计 | 787,340.28 | 958,788.26 | 1,290,483.78 | 1,140,640.02 | 653,662.45 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -193,485.77 | 366,837.48 | -224,263.06 | -273,699.15 | 55,790.92 |

数据来源: YC 公司年报

如表 4.1 所示, YC 公司的经营现金流量净额在 2016 年、2018 年、2019 年分别为-193,485.77 万元、-224,263.06 万元和-273,699.15 万元,均为负值。虽然 YC 公司 2017 年产生了 366.837.48 万元的净现金流量净额,但是从公司财务

报表中对现金流量的描述可以看出, 2017 年公司从联营及合营企业收回借款本金和利息 16 亿元, 是导致经营现金流入量增加的主因, 但由于 2018 年收回金额较少, 所以现金净流量又有所减少。YC 公司的主营业务是房地产开发, 2020 年度, 房地产开发产生的现金额为 24.71 亿元, 同比下降 35.77%, 占经营净利润的比重由 2019 年的 61.56% 下降至 56.23%。主要是由于本期符合收入确认条件的销售面积比上期减少导致的。2020 年公司主营业务成本为 18.86 亿元, 降幅为 46.76%。

可见, YC 公司已经意识到了自身发展的问题。多元化战略的快速扩张使得资金流动性变差, 逐步开始实施归核化战略。但总的来说, YC 公司的现金流在未来还有很多不可预见的因素, 公司整体的经营业绩依然不尽如人意。

表 4.2 YC 公司 2016 年-2020 年货币资金部分资产项目

单位: 万元

| 年份 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 576,312.53 | 533,306.79 | 267,133.27 | 201,021.48 | 129,611.30 |
| 流动资产 | 5,197,303.83 | 5,559,221.49 | 5,555,106.96 | 5,785,743.38 | 5,102,513.66 |
| 总资产 | 6,414,289.52 | 7,880,301.50 | 8,486,811.30 | 8,888,068.57 | 8,033,692.22 |

数据来源: YC 公司年报

表 4.3 YC 公司货币资金部分资产项目比值

| 年份 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金/流动资产 | 11.09% | 9.59% | 4.81% | 3.47% | 2.54% |
| 货币资金/总资产 | 8.98% | 6.77% | 3.15% | 2.26% | 1.61% |

数据来源: YC 公司年报

公司在整个经营运作中, 如果流动资金占比超出了自身总资产, 无法在短期内筹集到更多的资金, 这样就会出现资金流动性趋于枯竭, 由于公司拥有的资金减少, 许多项目被迫停止生产和运营, 从而最终对公司整体的运转造成影响。此外, 公司对外业务的投资也没有足够的资金支撑, 在偿还债务方面, 能力较弱, 因此公司的声誉大大受损, 银行也会对其放贷提高门槛并进行限制, 进而造成公司更难获取资金, 并陷入恶性循环之中, 结果导致公司出现财务困境。

通常情况下, 15%到 25%是货币资金与总资产的合理比重, 如果严重低于该比重, 就会面临资金压力; 反之, 企业的盈利能力就会降低。按 YC 公司总资产的 15%来计算, 2016 年公司至少应该达到 962, 143 万元的货币资金才较为合理, 但实际上, 其货币资金却远远低于该数值, 仅为 576, 312 万元, 并且这一比例从 2016 年到 2020 年持续下降, 可见货币资金的总额并不乐观。表 4.3 显示, 货币资金占全部流动资产中的比重相对较少, YC 公司的应收账款比例较高, 说明公司未收回资金多, 资金严重不足。2016 年, 在流动资产中, YC 公司货币资金的比重仅为 11.09%, 并且该比重在 2016 年之后持续下降, 2020 年的比重仅为 2.54%。由此可见, YC 公司的现金不足也是造成财务困境的原因。

4.1.2 债务负担沉重

YC 公司目前债务负担沉重, 债务增速远超资产增速, 这也是其陷入财务困境的表现之一。

表 4.4 YC 公司 2016-2020 年资产负债表简表

单位: 万元

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 5,197,303.83 | 2,809,806.10 | 5,555,106.96 | 4,199,659.73 | 5,102,513.66 |
| 增长率 (%) | 36.42% | -45.94% | 97.70% | -24.40% | 21.50% |
| 固定资产 | 80,481.20 | 199,551.52 | 264,012.98 | 252,983.79 | 251,653.03 |
| 增长率 (%) | 133.03% | 147.95% | 32.30% | -4.18% | -0.53% |
| 资产总额 | 6,414,289.52 | 7,880,301.50 | 8,486,811.30 | 8,888,068.57 | 8,033,692.22 |
| 增长率 (%) | 41.93% | 22.86% | 7.70% | 4.73% | -9.61% |
| 流动负债 | 2,809,806.10 | 3,866,312.11 | 4,199,659.73 | 5,862,290.19 | 6,610,813.13 |
| 增长率 (%) | 39.44% | 37.60% | 8.62% | 39.59% | 12.77% |
| 长期借款 | 2,185,869.38 | 2,549,074.86 | 2,839,591.32 | 1,983,397.00 | 970,972.79 |
| 增长率 (%) | 37.27% | 16.62% | 11.40% | -30.15% | -51.04% |
| 负债总额 | 5,722,743.08 | 6,998,939.06 | 7,584,777.28 | 8,332,466.77 | 7,847,457.32 |
| 增长率 (%) | 44.49% | 22.30% | 8.37% | 9.86% | -5.82% |

数据来源: YC 公司年报

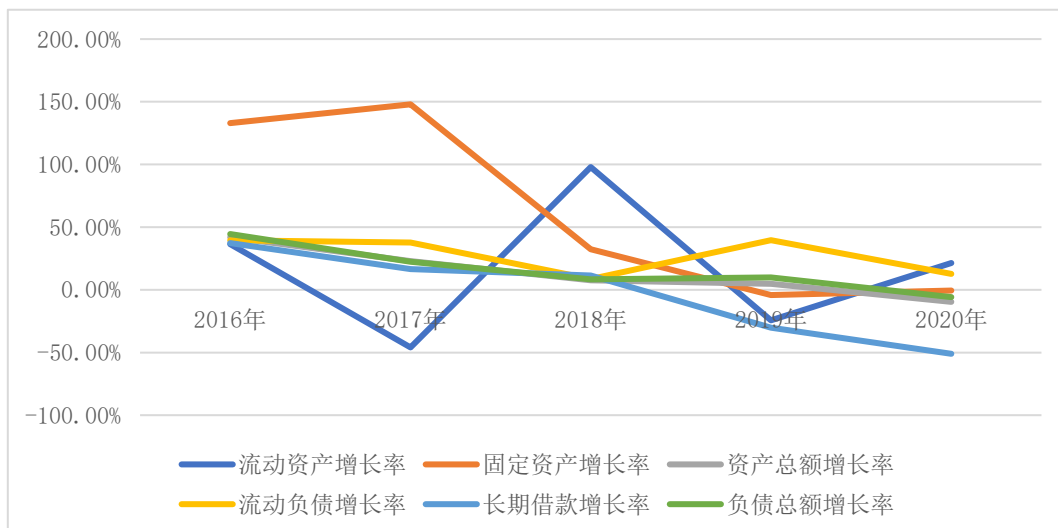


图 4.1 YC 公司 2016-2020 年部分资产和负债增长率情况

首先,如图 4.1 可知,在 2016 年到 2020 年期间,除了 2018 年和 2020 年以外,其余年份负债增速均超过资产增速,在资产总额和负债总额上,也都呈现上涨趋势。这是由于流动负债和长期借款过多,造成负债不稳定,而资产总额和流动资产增速迟缓,并均呈下降趋势,而同时期的流动负债却增长迅速,这样长期下去,公司必须通过向外不断筹资来弥补之前的缺额,最终资金难以偿还大量债务。另外,由于 2017 年将 YC 公司投资 11.88 亿元的在建工程全部转移到了固定资产,使得固定资产增加 11.92 亿元,增幅高达 147.95%,但这并不代表着 YC 公司的资产突然增长,而只是因其从多笔贷款和多项债券发行所获得,同时,由于固定资产的突然增长,会减缓 YC 公司的资产周转速率,从而提高了相应成本费用,因此这样的资产结构十分不合理。

其次, YC 公司流动负债增长率较高,2020 年流动负债率达到 84.24%,较 2016 年增幅为 135.28%。流动负债的波动主要是由于增加借款、偿还债务以及利息的变化导致,通过分析公司经营状况可知, YC 公司由于收购各类扩张项目,耗费了大量的借款,长期以往,公司营业收入就与所欠资金形成了巨大缺口。

最后,多项诉讼增加了财务风险。根据 YC 公司 2020 年年报显示, YC 旗下子公司因逾期未能偿还债务、未向关联方提供担保等原因被起诉 3 次,确认索赔金额 145,023 万元,公司因受到诉讼而承担了相应的债务,在纠纷结束并形成义务后,公司将被迫以资产进行清偿,毫无疑问这样使得公司的债务负担骤增,公司经营活动也受到严重的影响,甚至引发破产危机。

4.1.3 偿债能力下降

本文对 YC 公司的偿债能力采用短期偿债能力和长期偿债能力来衡量。

(1) 短期偿债能力

本文主要从流动比率和速动比率来分析 YC 公司的短期偿债能力。其中，公司流动比率是流动资产与流动负债的比值，速动比率反映了公司在扣除变现能力较差的流动资产后偿还流动负债的能力。

表 4.5 YC 公司 2016-2020 年短期偿债能力分析

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|----------|------------|------------|------------|-----------|-------------|
| 营运资金（万元） | 2387497.73 | 1692909.38 | 1355447.23 | -76546.81 | -1508299.47 |
| 流动比率 | 1.85 | 1.44 | 1.33 | 0.99 | 0.78 |
| 速动比率 | 0.36 | 0.29 | 0.19 | 0.10 | 0.08 |

数据来源：YC 公司年报

从表 4.5 可以看出，在公司的短期偿债能力方面，YC 公司自 2019 年至今营运资金均低于 0，表明在近两年间 YC 公司的营运资金一直不足。为了保证公司的顺利运作，公司可能会在错误的时间增加借款，致使出现了无法偿还债务的重大风险。

YC 公司 2016-2020 年的流动比率分别为 1.85、1.44、1.33、0.99 和 0.78。流动比率数值的大小体现出公司短期偿债能力的强弱，但 YC 公司的资产流动比率值却连年减少，表明公司的资产流动性不足，短期偿债能力较弱。

通常情况下，公司速动比率为 1 比较合理，说明公司每一元流动负债都被相应的可变现流动资产冲销，但 YC 公司过去五年的速动比率远远低于 1，表明短期内公司可以偿还债务的能力较弱，资产流动性不足。

(2) 长期偿债能力

本文对公司长期偿债能力选用资产负债率和利息保障倍数来衡量。其中，资产负债率反映的是公司负债总额在资产总额中的占比，占比越大，表明公司资产中需要支付的债务越多，长期偿债能力越强；反之，能力就越弱。利息保障倍数表示公司在欠款期满时支付本息的能力，当该比率小于 1 时，表示公司支付利息困难，偿债压力较大。

表 4.6 YC 公司 2016-2020 年长期偿债能力分析

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 89.22 | 88.82 | 89.37 | 93.75 | 97.68 |
| 利息保障倍数 | 1.48 | 1.44 | 1.38 | -0.44 | 0.15 |

数据来源：YC 公司年报

如表 4.6 所示，从资产负债率来看，YC 公司在近几年采取多元化战略后，资产负债率不断增加，公司动用大量资金实现兼并和收购，早在 2016 年，公司的资产负债率就达到了将近 90%，此后该指标一路飙升。如此高的资产负债率给公司带来了巨大的财务风险，一旦无法偿还贷款利息，就将容易出现财务困境。

从利息保障倍数来看，YC 公司该数值在近 5 年连续降低，2019 年甚至转为负值。主要是因为近两年公司扩张速度太快，使得该数值持续为负，导致贷款过多，说明公司在偿还债务方面，不仅存在不稳定性，而且也存在危险性的隐患。

4.1.4 盈利能力较差

本文选取营业收入、营业利润、总利润和净利润指标来分析 2016-2020 年 YC 公司的盈利能力情况。

表 4.7 YC 公司 2016-2020 年盈利能力指标

| 项目 | 单位：万元 | | | | |
|------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 营业收入 | 976,968.52 | 1,439,083.92 | 954,298.32 | 624,827.62 | 439,325.95 |
| 营业利润 | -33,034.27 | 59,038.01 | 67,679.93 | -305,510.39 | -240,755.66 |
| 利润总额 | 42,480.76 | 70,721.11 | 65,747.54 | -323,372.29 | -255,953.44 |
| 净利润 | 27,031.63 | 42,214.54 | 45,464.56 | -277,816.83 | -309,353.84 |

数据来源：YC 公司年报

如表 4.7 所示，YC 公司从 2016 年到 2020 年的营业利润增长并不乐观。2016 年营业利润为负，但营业收入突飞猛增，并在 2017 年达到顶峰。但 2018 年公司的财务状况又开始恶化。截止 2020 年，YC 公司的营业收入呈下降态势，2019 年和 2020 年两年，营业利润连续小于 0，达到将近-30 亿元，业绩出现严重亏损。

YC 公司业绩亏损的原因不一。一方面，受疫情影响，公司房地产销售收入及

租金收入减少，销售收入从 2019 年的 384,663.46 万元下降到了 2020 年的 247,052.36 万元，下降幅度达 35.77%，房地产租金收入由 2019 年的 73,175.11 万元下降到 71,365.19 万元，下降了 2.47%，财务费用增加，从 224,063.86 万元增加到 299,815.26 万元，增幅达 33.81%，有息负债规模持续扩大；与此同时，公司还降低价格，以加快回款，计提存货减值准备，导致今年经营业绩下滑。另一方面，非经常性损益对 YC 公司产生影响，公司 2020 年的非经常性损益如资产减值准备、资产盘亏、债务重组损失等共计 8.8 亿元，扣除非经常性亏损后的总盈利约为-36.3 亿元至-31.8 亿元，公司整体盈利能力明显不足。

YC 公司 2019 年和 2020 年净利润分别为-27.78 亿元和-30.94 亿元，连续两年亏损。上交所分别于 2021 年 1 月、3 月及 4 月发布了可能退市风险警示的三次提示性公告，公司面临严重的破产风险。

表 4.8 YC 公司 2016-2020 年盈利能力指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------|--------|--------|--------|----------|---------|
| 销售净利率 | 2.77% | 2.93% | 4.76% | -55.73% | -70.41% |
| 总资产净利率 | 0.49% | 0.59% | 0.56% | -4.01% | -3.66% |
| 净资产收益率 | 5.27% | 5% | 8.7% | 102.155 | — |
| 净利润增长率 | 6.48% | 7.70% | -7.03% | -591.86% | -20.85% |
| 总资产报酬率 | 2.03% | 2.92% | 2.83% | -1.11% | 0.55% |

数据来源：YC 公司年报

从表 4.8 不难看出，YC 公司销售净利率数值 2016 年-2020 年在缓慢上升，但从 2019 年到 2020 年连续亏损，销售净利率均为负值，2020 年甚至达到了-70.41%，公司盈利能力越来越差。总资产净利率从 2016 年的 0.49% 上升到 2017 年的 0.59%，在 2018 年又开始出现下降，在 2020 年下跌至-3.66%，表明公司当前业务发展受限，公司未来前景不明朗。2016 年至 2017 年净利润增速缓慢上升，2018 年首次出现下滑，2019 年降幅巨大，公司面临严重的破产危险。

净资产收益率，是利润与净资产的比值，能评估企业获取利润的能力。根据杜邦分析，可将公司财务状况分为四类：非常安全（大于 10%）、正常（5%-10%）、预警（0-5%）、财务困境（小于 0）。可以看出，YC 公司 2019 年开始一直处于财务困境，未来前景堪忧。

综上所述，YC 公司的各项财务指标均表明，其偿债能力、盈利能力和营运能力等均存在问题。近几年，YC 公司积极进行改革创新，在发展主体产业的同时，实施多元化战略进行疯狂并购活动，但是在此过程中，公司需要大量的资金，而自身资金链又严重不足，因此不得不对外融资，这样就导致公司经营风险增加，结合上文对 YC 公司的现金流分析，YC 公司很可能陷入了财务困境。

4.2 YC 公司多元化战略下财务困境风险测度

4.2.1 财务困境风险测度模型的选择

企业的众多不确定因素贯穿于经营发展的始末，因此，企业活动必然存在一定的风险，这就需要在企业最初出现问题的迹象时，及时加以控制，否则，就可能造成严重后果，让企业本身陷入两难境地。一般来说，企业的财务危机是一个逐渐形成的过程，企业通过会计信息可以识别财务状况，因此企业应该及早建立财务风险预警制度，对公司的财务指标设立临界值，从而及时识别风险，防止企业陷入财务危机，对公司发展产生不利影响。学者 Altman 给出了著名的 Z-score 模型，这一模型已在不少国家获得广泛应用，并且得出的结果较为准确。

由于众多研究人员已经使用 Z-score 来分析企业财务风险和破产的可能，根据 YC 多元化战略实施过程中的各种问题，可以初步判断该公司可能陷入财务困境。因此，本文引入 Z-score 评分模型用于进一步的判定。

Z-score 模型是一种反映公司财务风险的指数模型，选取五组最能代表一家公司的财务风险指标，将计算的最终结果与实验数据按照加权系数算法进行比较，得出财务风险测度的阈值，用于推断公司财务风险的可能性。该模型的一般形式如下：

$$Z=1.2C1+1.4C2+3.3C3+0.64C4+0.99C5 \quad (\text{式 } 4.1)$$

| 变量 | 含义 | 计算公式 |
|----|----------|-------------------|
| C1 | 反映流动性 | (流动资产-流动负债)/资产总额 |
| C2 | 反应利润积累 | (未分配利润+盈余公积)/资产总额 |
| C3 | 反映资产生产能力 | 息税前利润/资产总额 |
| C4 | 反映财务结构 | (每股市价*股本总数)/负债总额 |
| C5 | 反映资产利用效果 | 营业收入/资产总额 |

图 4.2 Z-score 模型各指标含义及计算公式

根据图 4.2 所示,C1 反映了企业的营运能力,C2 反映了企业财富积累状况,C3 反映了企业的投资回报率,C4 反映了公司的贡献价值,C5 反映了公司资产使用效果。

| Z 值范围 | 模型分析结果 | 结论 |
|-------------------------|---------|------------------|
| $C < 1.8$ | 财务状况极差 | 企业财务风险大, 破产风险高 |
| $1.8 \leq C \leq 2.675$ | 财务状况不稳定 | 处于“灰色区域”, 存在财务危机 |
| $C > 2.675$ | 财务状况良好 | 破产概率非常小 |

图 4.3 Z-Score 模型的判别标准

通过从图 4.3 的判断标准算出的 Z 值,即可确定 YC 公司产生财务危机概率。

4.2.2 Z-score 模型的财务风险测度

如下表 4.9 为 YC 公司近 13 年来基于 Z-score 模型的财务风险测度结果。

表 4.9 YC 公司 2008 年—2020 年 Z 值计算结果

| 时间 | C1 | C2 | C3 | C4 | C5 | Z 值 |
|--------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| 2008 年 | 0.64 | 0.07 | 0.04 | 4.05 | 0.29 | 3.89 |
| 2009 年 | 0.03 | 0.03 | 0.05 | 1.09 | 0.22 | 1.15 |
| 2010 年 | 0.09 | 0.05 | 0.04 | 0.96 | 0.03 | 0.93 |
| 2011 年 | 0.52 | 0.04 | 0.02 | 0.41 | 0.01 | 1.01 |
| 2012 年 | 0.50 | 0.03 | 0.01 | 0.30 | 0.02 | 0.90 |
| 2013 年 | 0.38 | 0.04 | 0.03 | 0.23 | 0.12 | 0.89 |
| 2014 年 | 0.45 | 0.04 | 0.03 | 0.20 | 0.12 | 0.95 |
| 2015 年 | 0.40 | 0.03 | 0.02 | 0.19 | 0.09 | 0.78 |
| 2016 年 | 0.85 | 0.06 | 0.05 | 0.11 | 0.35 | 1.66 |
| 2017 年 | 0.21 | 0.02 | 0.03 | 0.12 | 0.18 | 0.64 |
| 2018 年 | 0.16 | 0.02 | 0.03 | 0.11 | 0.11 | 0.50 |
| 2019 年 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | 0.06 | 0.07 | 0.04 |
| 2020 年 | -0.36 | -0.04 | 0.01 | 0.05 | 0.05 | -0.39 |

数据来源: 根据公开披露信息计算整理

4.2.3 Z-score 模型的财务困境风险测度分析

如下图 4.4 和图 4.5 为 YC 公司近 13 年来 Z 值分数及其分解因素变化趋势折线图。

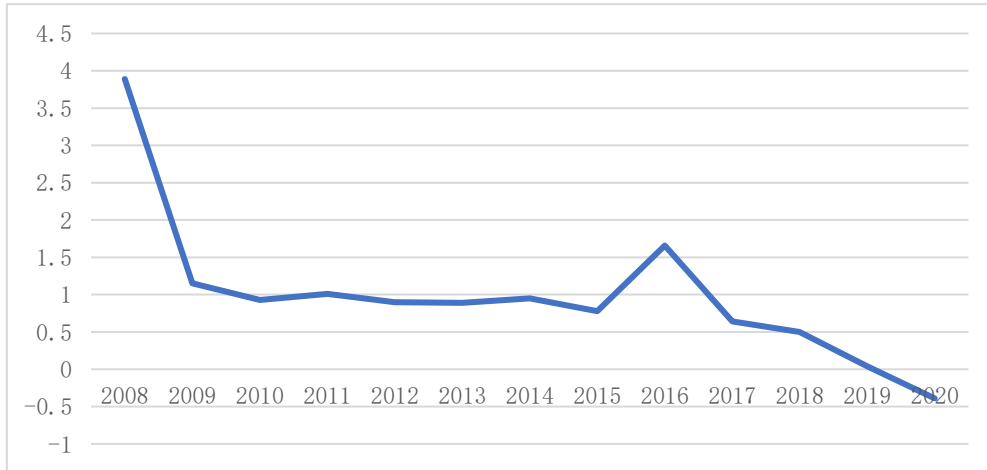


图 4.4 Z 值分数变化趋势

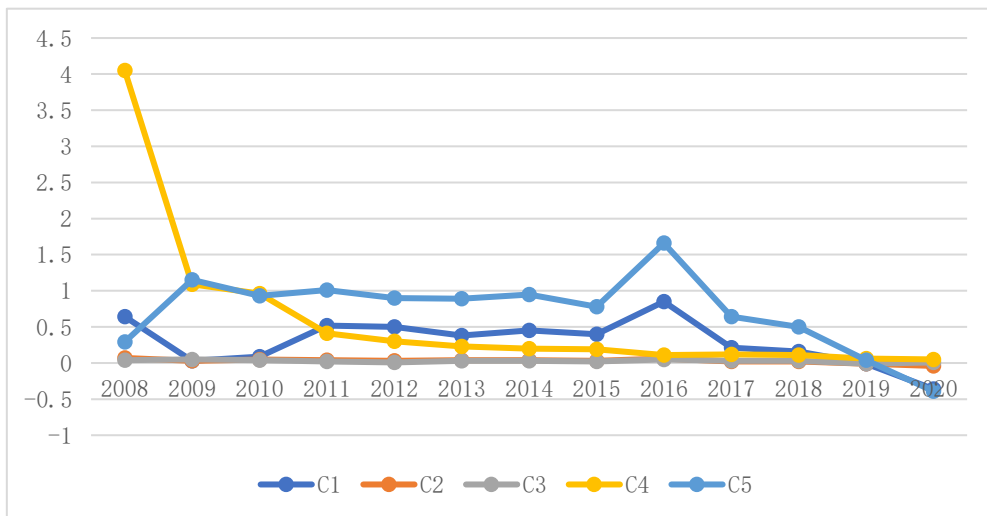


图 4.5 Z 值分数分解因素变化趋势

从以上的表 4.9、图 4.4 和图 4.5 可以看出，自 YC 公司上市以来，Z 值呈现减小趋势。其中，仅 2008 年和 2016 年高于 1.6 的标准值，2009 年到 2020 年持续下降，2016 年有短暂的上涨，但之后又继续下跌，临近危险值 1，2020 年甚至转为负值，这在一定程度上说明 YC 公司的财务状况波动较大，多元化经营坎坷重重。2017 年，公司市值仅为 50 多亿元，却妄图“蛇吞象”收购价值 236 亿元的成都会展中心，这场收购严重影响了公司的正常经营，其利息支出从 2015 年

的 3.77 亿元飙升至 2018 年的近 18.06 亿元，增加了 4 倍多，不论融资能力还是盈利能力都出现了大幅度下降，然而，面对经营危机，YC 公司却依旧疯狂扩张，一边通过收购大面积土地为业绩增长奠定基础，一边在加速推动康养产业的转型，成立合资公司，继续扩展业务布局。然而，在实际多元化经营时，却逐步成为了 YC 公司沉重的负担。

从 YC 公司 Z 值分数分解因素的变化图可发现，C3 值变动情况相对稳定，可得资产生产能力 C 值对 YC 公司的整体财务状况影响较小，而 C4 值在 2009 年、2010 年和 2011 年变化幅度都较大，但以后逐渐减小，与 Z 值变化情况基本一致，可见反映财务结构的 C4 值变化主要影响了 YC 公司 Z 值的变动，YC 公司财务结构不合理，C5 值变化呈现上升与下降的波动变化趋势，在 2009 年和 2016 年增加，在其他年份呈下降趋势，也反映出 YC 公司资产利用效果不合理，发展畸形。

综上所述，通过对 YC 公司财务风险的测度可以发现，随着多元化战略的不断扩张，公司在近几年已存在财务风险。可见，YC 公司财务困境状况的形成并不是一蹴而就的，而是有早期迹象的，是长期积累的结果。2019 年和 2020 年 YC 公司的财务风险总体上处于较高水平，面临财务困境，濒临破产。所以，YC 公司如何在多元化战略下打破当前财务困局，是亟待解决的问题。

4.3 YC 公司财务困境内部成因

4.3.1 经营活动方面

(1) 经营活动分散

YC 公司实施多元化战略旨在改变原来主要依靠传统业务的布局，公司通过寻求新的商业发展模式，利用新设立或收购等多种方式对现有资源进行整合，完成了公司业务转型。尽管 YC 公司大肆将传统房地产业务与会展业、医疗保健、娱乐休闲等其他相关业务结合，但不容忽视的是，YC 公司近年来的业务发展趋势不容乐观。

虽然 YC 公司在推进多元化战略后，经营业务也获得了相应的拓展，但房地产业务收入在营业收入的比重中，仍占主导地位。YC 公司 2016 年-2020 年营业收入占比 10%以上产品的毛利率情况如表 4.10 所示。

表 4.10 YC 公司 2016 年-2020 年营业收入占比 10%以上产品的毛利率情况

| 年份 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 房地产 | 22.50% | 29.28% | 30.75% | 27.26% | 47.56% |
| 商业管理 | — | 56.79% | 66.79% | 64.17% | 89.65% |

资料来源：YC 公司年报

如表 4.10 所示，YC 公司的主打产业房地产开发和经营管理，毛利率普遍增长，尤其是 2020 年经营管理毛利率大幅增加。主要是 2020 年 YC 公司受到疫情影响，此外，在经济出现下行、行业调控政策以及市场竞争加剧等多方面因素的叠加作用下，公司经营业绩和利润的不良状况均未得到明显缓解。因此，公司通过项目转让、项目协作、资产置换、解决历史问题、加大追债力度、节省资金和利息等多种方式，提高公司的资金状况；然而，重大资产重组和资产收购的进一步推进导致营业费用大幅减少，这与营业收入的增加无关。

由此可见，公司的传统产业主要还是依靠这两项主营业务，这也反映出公司在近几年的转型升级过程中，实质性进展并不乐观，公司营业利润凭借相关业务的回收较为有限。此外，根据 YC 公司过去 5 年的年报显示，在营业收入方面，公司从云南、成都、西安、海南及东北等地均大幅度下降。从中可以看出，YC 公司近几年的经营状况与其业务活动过于分散密切相关。

(2) 大量并购导致举债过多

表 4.11 YC 公司 2016-2020 年债务情况

单位：万元

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 短期借款 | 24,000.00 | 129,580.00 | 28,000.00 | 291,372.00 | 72,154.81 |
| 长期借款 | 2,185,869.38 | 2,549,074.86 | 2,839,591.32 | 1,983,397.00 | 970,972.79 |
| 现金流入总额 | 2,851,254.58 | 4,191,064.88 | 3,682,919.93 | 2,983,072.46 | 3,361,779.78 |
| 取得借款收到的现金 | 2,209,869.38 | 2,678,654.86 | 2,867,591.32 | 2,274,769.00 | 1,043,127.60 |

资料来源：YC 公司年报

如表 4.11 所示，2016 年至 2020 年，YC 公司的短期和长期借款均逐年增长，除了收购成都会展外，YC 公司的并购历程中出现了两次值得注意的收购，分别于 2016 年和 2018 年共花费 44 亿元的价格收购了 8 家银泰系公司。各种对外扩

张加剧，迫使 YC 公司为了得到大量资金而举债过多，财务风险加剧。YC 公司产生财务危机主要是由于过度的债务融资所导致，通过查阅 YC 公司 2016 年至 2020 年年报可以看出，公司近年来融资存在不合理结构，以银行借款为主的债务融资连年增加，说明 YC 公司的短期债务主要来源于银行贷款，但是由于银行贷款的还款期限是固定的，所以公司短期偿债能力较差，在此期间，公司的短期借款高于长期借款并不断增长，说明财务风险较大。因此，过度的债务融资可能成为企业财务危机出现的重要刺激因素。

(3) 成本控制薄弱

表 4.12 2016 年-2020 年 YC 公司营业成本情况

单位：万元

| 营业成本 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 主营业务成本 | 736,005.32 | 980,750.67 | 573,235.54 | 354,172.45 | 188,568.93 |
| 其他业务成本 | 11,520.17 | 5,421.98 | 49,272.53 | 45,027.60 | 40,196.53 |
| 总营业成本 | 747,525.49 | 986,172.65 | 622,507.07 | 399,200.05 | 228,765.46 |

资料来源：YC 公司年报

从表 4.12 可以看出，2016 至 2020 年，YC 公司营业成本总体上呈现减少趋势，其中主打产业成本也呈减少趋势，2019 年和 2020 年下降幅度较大，分别同比下降 38.22%和 46.76%，而 2016 年主营业务成本较 2015 年增加了 33.25%。虽然 YC 公司近几年的主营业务成本逐年下降，但这并不能反映公司的成本控制得当。主要是公司近年为拯救自身发展、对资本结构进行合理分配、增强抗风险能力，自 2017 年起进行资产重组。截止 2020 年底，云南证券交易所公开挂牌准备转让公司以及全资子公司天津银润公司的股权，出售杭州海威、苍南银泰、黑龙江银泰等大部分股份，对方采用支付现金方式购买标的资产，一定程度上，YC 公司的现金流有所增加，财务压力也有所缓解。也降低了商业地产的各种维护、管理等成本，因此近年来其成本才有所下降。

与此同时，近年来，YC 公司的销售、管理以及财务费用也发生了一定的波动，其中，财务费用增加的比例较大。下表是 YC 公司 2016 年至 2020 年间这三项费用金额，如下表 4.15。

表 4.13 YC 公司 2016-2020 年销售费用、管理费用和财务费用金额

单位：万元

| 营业成本 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 销售费用 | 16,975.89 | 39,309.39 | 41,842.79 | 44,802.02 | 30,801.50 |
| 管理费用 | 25,567.44 | 55,211.47 | 97,594.35 | 76,220.41 | 60,575.92 |
| 财务费用 | 87,747.20 | 159,081.82 | 175,034.39 | 224,063.86 | 299,815.26 |

资料来源：YC 公司年报

如表 4.13 所示，YC 公司 2017 年销售、管理、财务费用都有所增加，导致这部分费用主要是因为收购项目增加。2018 年三项费用项目也都在增加，这是因为公司 2017 年 9 月收购了 8 家银泰项目股份公司所导致的，本来同年 9 月份到 12 月份应该是损益表的合并期，但 YC 公司却错误地将 1 到 12 月的损益都纳入了合并范围，导致销售及管理费用上涨；财务费用上涨主要是由于行业政策所导致的，公司的融资渠道缩紧，融资成本也随之上升。2019 年销售费用增加主要是新项目开盘或预售以及广告费用增加所致，销售目标无法实现和员工薪酬减少导致管理费用减少，融资成本和费用化项目的增加与财务费用的增加有关。2020 年销售及管理费用有所减少。销售费用减少的主要是项目开工数量较上年减少所致，管理费用减少与项目转让和新收入准则的实施有关，而 YC 公司财务费用增加的原因是停工项目利息化。

其中，YC 公司的财务费用金额的变化最值得关注，从报表可以看出，2019 年和 2020 年，YC 公司的财务费用增速分别为 28.01% 和 33.81%，这种现象主要是由于短期借款及长期应付账款等利息的增加所导致，这也是导致 YC 公司出现财务困境的因素。

4.3.2 资本运作方面

(1) 资本疯狂扩张，收效甚微

作为一家房地产公司，2014 年，YC 公司的大规模多元化扩张战略便就此开始实施，实现了“以昆明云南布局为基础”向“以云南为中心，向西南地区、全国拓展”的区域发展格局，发起了大量金额庞大的并购和对外投资。从传统地产业务向健康养生、文旅、会展等业务转型，形成了传统地产、健康养生、健康文化、旅游产业和未来城市三大板块，在各个领域开展业务的公司，都有相应公司

负责。由于 YC 公司的资本扩张项目太多，所以本节列出了公司在扩张高峰期的主要并购和对外投资情况，如图 4.6 所示。

| 日期 | 公司名称 |
|--------|--|
| 2014 年 | 北京市房开创意港股投资有限公司，YC 公司海东投资开发有限公司，成都民生喜神投资有限公司，青岛蔚蓝天地置业有限公司 昆明市盘龙区城中村改造置业有限公司 |
| 2015 年 | 云南艺术家园房地产开发经营有限公司，北京房开创意港投资有限公司，云南东方柏丰投资有限责任公司，陕西安得房地产开发有限公司 YC 公司龙瑞房地产开发有限责任公司，西安东智房地产有限公司 |
| 2016 年 | 昆明七彩云南城市建设投资有限公司，云南省土地储备运营有限公司 宁陕县云海房地产开发有限公司，苍南银泰置业有限公司，平阳银泰置业有限公司 杭州海威房地产开发有限公司，杭州理想银泰购物中心有限公司 宁波经济技术开发区泰悦置业有限公司，天津银润投资有限公司 成都银城置业有限公司，奉化银泰置业有限公司 |
| 2017 年 | 杭州云泰购物中心有限公司，杭州西溪银盛置地有限公司，台州银泰商业有限公司 台州银泰置业有限公司，宁波银泰置业有限公司，宁波银泰置业有限公司 黑龙江银泰置地有限公司，名尚银泰城(淄博)商业发展有限公司，北京银城置业有限公司 杭州银云商业管理有限公司，九江市云城旅游综合开发有限公司 深圳云城创建开发有限公司，深圳市云佳投资有限公司 YC 公司众和装饰有限公司，芜湖梦享(有限合伙)投资中心 |
| 2018 年 | 深圳前海云彩投资有限公司，上海云城置业有限公司，云南万城百年投资开发有限公司 西双版纳航空投资有限公司，杭州萧山银城置业有限公司，冕宁康旅投资开发有限公司 昆明欣江合达城市建设有限公司，深圳市云投置业有限公司，七彩(天津)贸易有限公司 九江市云城旅游综合开发有限公司，云泰商业管理(天津)有限公司 西双版纳云辰置业有限公司，东莞云投置业有限公司 国寿云城(嘉兴)健康养老产业投资合伙企业 |
| 2019 年 | 西双版纳文化旅游投资开发有限公司，陕西云城康旅投资开发有限公司 联康云养新生活科技有限公司，西双版纳航投置业有限公司 |
| 2020 年 | 云尚发展(淄博)有限公司 |

图 4.6 YC 公司 2014-2020 年扩张情况

如图 4.6 所示，2014 年 YC 公司启动了大规模的对外扩张，公司对外投资总额达到 4.81 亿元，其中股权投资 3.68 亿元，债权投资 1.13 亿元，以 250 万元新设北京市房开创意港股投资有限公司。2014 年时，公司还在扎实做好去存量、审慎控制增长、控制对外投资规模的工作。然而，到 2015 年，公司开始大幅增长对外投资，与同期相比增长 126%，其中股权投资 4.36 亿元，债权投资 6.48 亿元，增资 1 亿元收购云南东方百丰，并以 1.93 亿元收购陕西安得房地产 70%的

股权。此后，在 2016 年，YC 公司新成立了 3 家公司，价值 4.26 亿元，增资 1.19 亿元收购股权。

2017 年，YC 公司多元化扩张达到高潮，大举收购银泰系，YC 公司采用收购或者新型设立了 15 家公司，以 38.65 亿元收购 8 家银泰公司 70% 股权及杭州理想 20% 股权，公司新增对外投资 35.37 亿元，同比增长 148.12%。2017 年底，YC 公司两次大规模的收购总计耗资约 46 亿元，收购了 16 家银泰公司股份，实现了对其控股。更为夸张的是，YC 公司刚开始以 126 亿元收购成都会展中心 51% 的股权，并准备在 2017 年之前收购全部股权，交易价格定为 248 亿元。但当时 YC 公司的市值也只有 50 亿元左右，这场大张旗鼓的收购活动持续了将近两年，由于政府部门的干涉与管控，最终以失败的结果惨淡收场。

2018 年，对于 YC 公司来说，是进军中国企业 50 强目标的关键之年。因此 YC 公司收购或新成立了 15 家公司，在我国华东地区和华南地区设立了新的公司机构，拓展了机构业务活动范围，开拓了长江三角和珠江三角这两大区域市场，并且还收购了广东德广隆项目，完成了对海南国际会展中心综合体项目的股权收购，开拓了海南省的业务领域。截止该年底，YC 公司全国区域布局的战略板块构建基本完成。

2019 年，YC 遭遇金融危机，净利润为负。公司减少了多元化结构，新增对外股权投资约 5.5 亿元，对外投资同比减少。2019 年、2020 年连续两年亏损，2019 年和 2020 年归属于母公司的净利润分别为-27.78 亿元和-25.86 亿元，营运资金连续两年为负，分别为-7.65 亿元和-150.83 亿元。截至 2020 年底，归属于母公司股东的权益为-3.78 亿元，为减轻资金负担，其新增对外股权投资合同额仅为 5100 万元，同比下降幅度较大。并且，YC 公司 2020 年审计报告也清楚地表明，可能存在不确定事项，对在可预见的未来继续经营的能力产生重大怀疑。

显而易见的是，YC 公司的资本盲目扩张虽然短期内给公司带来了一些收益，但风险也在加剧，逐渐使公司陷入财务困境。

(2) 投资公司亏损

根据 YC 公司的披露信息可知，2019 年，YC 公司的多家控股公司中，净利润都存在 0.38-6.35 亿元左右的亏损，其中，YC 公司控股子公司云南家园涉及多起诉讼案，为减轻国有资产面临巨大额度损失的风险，保护公司正当权益，YC 公

司对其向法院提交破产清算；同时，受环保和新发展理念的统筹安排，云南子公司也净利润也严重不足，YC 公司对其进行了调整。

| 公司名称 | 2020 年净利润 |
|------------------------|-----------|
| 云南城投置地有限公司 | -1.58 亿元 |
| 云南安盛创享旅游产业投资合伙企业（有限合伙） | -0.77 亿元 |
| 成都民生喜神投资有限公司 | -2.15 亿元 |
| 云南城投海东投资开发有限公司 | -3.33 亿元 |
| 成都鼎云房地产开发有限公司 | -0.19 亿元 |
| 昆明云城西山旅游投资开发有限公司 | -0.23 亿元 |
| 海南天利度假酒店有限公司 | -1.41 亿元 |
| 海南天利酒店有限公司 | -0.03 亿元 |
| 云南艺术家园房地产开发经营有限公司 | -1.46 亿元 |
| 西双版纳云宇置业有限公司 | -6.13 亿元 |
| 云南中海城投房地产开发有限公司 | -0.21 亿元 |
| 云南金澜湄国际旅游投资开发有限公司 | -0.02 亿元 |
| 昆明七彩云南城市建设投资有限公司 | -0.12 亿元 |
| 鞍山云头高铁新城置业有限公司 | -0.07 亿元 |
| 成都银称置地有限公司 | -0.27 亿元 |
| 宁波银泰置地有限公司 | -0.51 亿元 |
| 杭州西溪银盛置地有限公司 | -0.53 亿元 |

图 4.7 YC 公司 2020 年部分子公司净利润情况

从图 4.7 可以看出，2020 年 YC 公司旗下的众多控股子公司和非全资子公司均出现严重亏损，面临破产风险，其他合营企业和联营企业的亏损已调整债权投资成本，其中比如鞍山云投高铁新城置业有限公司累计亏损 735.9 万元。与此同时，公司及子公司因逾期交付房屋 4600 万元，赔偿金额 0.46 亿元，因未及时交纳土地出让金，罚款 1.03 亿元，因执行亏损合同业绩期间亏损 0.71 亿元。可见，YC 公司子公司经营状况严重恶化。

4.3.3 公司治理方面

(1) 公司内部治理存在缺陷

1) 股东之间缺乏制衡

YC 公司的股权结构较为分散，公司股东排名前十中，只有一名股东持股 20% 以上，这种股权结构易出现“搭便车”现象。2020 年 YC 公司前十名股东持股情况见图 4.8。

| 序号 | 股东 | 持股数量 (单位: 股) | 持股比例 (%) | 2020 年增减变动情况 |
|----|-------------------|-----------------|-------------|--------------|
| 1 | 云南省康旅控股集团 有限公司 | 640,150,575 | 39.87 | 0 |
| 2 | 云南融智投资有限公司 | 32,613,687 | 2.03 | 0 |
| 3 | 云南省小龙潭矿务局 | 22,176,189 | 1.38 | 0 |
| 4 | 宋晓芳 | 13,762,390 | 0.86 | 915,520 |
| 5 | 江成林 | 12,705,312 | 0.79 | 3,113,909 |
| 6 | 叶秋云 | 6,948,200 | 0.43 | 2,286,650 |
| 7 | 邓学峰 | 6,594,855 | 0.41 | 5,503,604 |
| 8 | 将安奕 | 6,000,000 | 0.37 | 6,000,000 |
| 9 | 林振洪 | 5,256,300 | 0.33 | -8,493,132 |
| 10 | 李葛卫 | 5,000,000 | 0.31 | 5,000,000 |

图 4.8 2020 年前十大股东持股情况

股权制衡度可以在一定程度上反映公司股权结构的合理性，以 1 为标准，大于 1，表示公司股权结构制衡；反之，即为非制衡。股权在执行的过程中，控制权容易被几个大股东操纵，但由于内部存在制衡机制，利用该机制达到股东之间互相牵制的目的，这样就可以通过集中股权来避免大股东损害公司利益。

从图 4.8 可以看出，云南康旅股份比例为 39.87%，是 YC 公司的第一大股东，第二至第四位股东的总持股比率仅为 5.06%，股权制衡度为 0.06，由此可见，第一大股东在公司控制方面拥有绝对的控制力，其余股东控制权较弱，公司股权非制衡，因而小股东在股东大会上话语权不足。同时，也无法对公司管理层形成制约机制，如果其他股东的利益受到大股东侵犯的威胁，即使互相联手也难以抗衡。由此可见，公司的股本结构并不合理。

2) 高管频繁离职

2020 年共有 6 名高管从 YC 公司离职，6 名高管均因工作变动自愿离职，然而，公司高管的频繁离职，势必会对公司经营产生一定的影响。图 4.9 显示了 2020 年 YC 公司高级管理人员的离职情况。

| 离职时间 | 离职高管 | 离职原因 |
|---------|----------------------|------|
| 2020.02 | 公司副总经理郑永强 | 工作调整 |
| 2020.07 | 公司副总经理童一松 | 工作调整 |
| 2020.10 | 公司董事及董事会及下设专门委员会委员徐玲 | 工作调整 |
| 2020.10 | 公司副总经理谭正良 | 工作调整 |
| 2020.12 | 公司副总经理吴涛 | 工作调整 |

图 4.9 2020 年 YC 公司高管离职情况

2020 年 12 月，YC 公司唐正良、吴涛卸任公司副总经理一职，需要注意的是，YC 公司领导辞职并不是第一次，2020 年 2 月、7 月和 10 月，YC 公司不断公布高管层辞职的消息，其中，郑永强、童以松均卸任公司副总一职，徐玲也卸任相关职务，截止 2020 年底，YC 公司先后有 6 名高管或董事辞职。高管的频繁变动易使得公司管理层的集中力量无法得到发挥，公司凝聚力下降，战略决策方面的调整缺乏连续性，甚至可能出现断层，影响公司正常的经营运转，因此公司出现财务困境与管理者离职有密切关系。

3) 集团领导违规

在组织架构上，YC 公司没有成立相应的委员会以及部门来履行风险管理职责，风险管理实质上仅依靠高级管理层或监事会的薄弱意识作用来发挥，这就容易导致出现领导层违规现象的发生。2019 年，原 YC 集团党委书记及总裁涉嫌严重违纪违法，进一步加重了 YC 公司的风波。从调查结果来看，从 2015 年至 2019 年的四年时间里，YC 公司共计 307196 元的费用是由于所在集团有 12 名高管违规乘坐超标航班所产生的。超标 354683 元是由于 YC 公司集团下属公司领导违规乘坐头等舱所产生的，在这其中，经理层有 14 人。超标 44658 元是由于违规乘坐动车一等座位产生的。同时，YC 公司所在集团曾于 2019 年共有 5 名高管在 3 个月内被调查，均有违纪违法的嫌疑。

以上种种情况，均反映出该公司的内部治理方面存在严重的问题。

(2) 公司战略实施不当

YC 采取了多元化发展战略，从传统地产业务向健康养生、文旅、会展等业务转型，形成了地产、康养和文旅三大产业布局，在各个领域开展业务的公司，都有相应公司负责其运作。乍看之下，公司确实采取了多元化发展战略，扩大了规模，但实际上并非如此。YC 公司自 2007 年上市以后便尝试多元化战略，并于 2014

年开始大规模实施收购计划，一度推动其股价上涨至 34.2 元，然而公司的多元化战略实施并不恰当，大额的债务给公司增加了负担，存在大量超过期限但未偿还的债务，因此一些资金被银行冻结。与此同时，新拓展的子公司中，盈利效果不佳，影响 YC 公司 2020 年净利润 10%以上的有 5 家，并且有 2 家净利润均为负，由此看出，公司的多元化战略并不顺利，实际上未对公司经营产生促进作用；相反，子公司也因所欠债务巨大，未能按期偿还，导致同样境况，这对 YC 公司的财务困境也起到了一定的催化作用。

YC 公司自成立以来，践行以人为本的经营理念，建立了城市住宅以及旅游等产业的模式，形成了多元化产业链条，产业覆盖范围涉及到云南、四川、陕西等省份，对北京、杭州、西安等大城市完成了战略布局。但近几年受疫情和经济低迷影响，YC 公司的大规模并购导致存货过剩，存货结构主要集中在商业楼、写字楼和停车场等难以周转的资产，难以提升公司的营业额和经营业绩，无疑增加了公司的负担，无助于公司的进一步发展。

4.3.4 风险管理方面

(1) 风险管理制度不健全

1) YC 公司融资渠道单一

YC 公司主要以银行贷款这种债权融资为主，方式较为单一。由于商业银行受我国宏观政策和金融政策的影响较大，在这样单一的模式下，如果政策出现波动，就会对 YC 公司的融资链形成负面影响，一旦商业银行采取紧缩信贷政策时，公司融资的困难将增大，相应取得的额度也较小，加之银行贷款期限较短，难以长期满足公司的资金需要，为了获得源源不断的经营资金，公司便不得已再次向银行贷款，而公司业务变现能力差，导致无法按期偿还，由此使得 YC 公司陷入了死循环，给公司造成严重的财务危机。

2) 公司缺乏财务风险预警机制

从前文基于 YC 公司的 Z-score 模型分析可以看出，从公司成立之初的发展过程中，就显露出了一些财务风险的小苗头，如果此时公司能够尽早发现问题并加以控制，将其消灭在萌芽状态，可能使企业的经营呈现向好趋势。但公司却未能及时对风险进行预警，反而在 2014 年加大了多元化战略实施的广度和深度，使本就出现问题的公司雪上加霜，濒临破产边缘。

3) YC 公司监管过程不健全

目前, YC 公司旗下的子公司的管理工作已基本向战略管理工作过渡, 子公司发展完全依托母公司的多元化战略, 两者命运与共, 母公司通过收购成立了多种领域的子公司, 由此可见, 这些子公司主要是因为母公司的需要而存在。此外, 在公司管理方面, 由于 YC 公司下设的子公司由同一责任人管理控制, 加之控股子公司单独经营公司的具体事务, 使得公司的下设子公司往往无法充分纳入母公司的总体控制, 从而使得母公司在监管活动中出现了一些问题, 同时, 由于子公司对经营风险的识别与控制不足, 在发生了财务经营风险后, 往往无法进行自主处理, 而总是习惯于完全依靠母公司, 在这种情形下, 子公司的财务经营风险最终牵扯到了母公司, 从而导致母公司陷入了财务困境。

(2) 担保制度不健全

根据 YC 公司披露的风险信息来看, 在被担保公司中, 绝大多数是母公司与其子公司及其他相互关联的公司。采取这种关联担保形式, 无法将关联方公司在运作过程中出现的偿债风险转移到母公司以外, 恰恰相反, 使得这些公司的财务风险都会随之增加。事实上, 在公司运作的过程中, 母公司未对其所担保的子公司制定相关制度, 无法对其行为进行约束, 从另一个角度来说, 正因为有母公司的担保, 子公司在经营过程中, 债务风险意识较为淡薄, 从而埋下财务隐患的种子, 如果子公司经营业绩较差、财务效果不良, 甚至出现严重的亏损, 母公司因此就需要按照担保进行实际履行, 这无疑增加了母公司的债务风险。可见, 这种担保方式本身就在制度上存在风险。

从 YC 公司年报中披露的担保情况来看, 公司对外担保的违约可能由来已久, 无论是担保标的, 还是对控股股东担保的累计余额, 都可能存在违约嫌疑, 随着担保额度不断增加, 公司的担保风险显著增加, 由此看出公司的担保制度存在问题。根据 YC 公司披露的信息可知, 2017 年公司担保额为 148.25 亿元, 2018 年为 175.28 亿元, 2019 年为 197.42 亿元, 从 2017 年至 2020 年, YC 公司担保额增长了 33.17%, 2020 年担保金额高达 213.78 亿元, 从 2017 年到 2020 年, 担保金额占合并归母净资产的比重均超过了 70%以上, 按照证监会的规定, 严重超标, YC 公司披露的担保存在重大风险, 一旦被担保方出现了违约的情况, 公司就要按照担保约定严格履行, 这无疑大大增加了公司的财务负担, 对公司发展不利。

4.4 YC 公司财务困境外部成因

4.4.1 政策环境的变化

2009 年，政府相关主管部门制定了优惠政策来帮助各地的部门通过采取发放国债和中期票据等方法来筹集资金，并按照具体情况成立更多的投资公司，以便于让地方政府通过不同的投资项目，实现政府投资领域更多元化的目标。因此，国家投放了大批资金，近 4 万亿元投资揭开了城投公司经营发展的帷幕。全国各地部门也积极响应国家号召，设立了一大批投资公司。在客观层面上，城投公司的存在和发展具有一定的历史和必然性，其主要作用是为国家提供投资和金融服务，作为公共投融资的承载者，长期充分履行财富管理的相关职能，对有效扩大国有资产规模、充分发挥公共资产具有一定的增值效用。同时，由于城投公司与当地政府关系模糊，存在一些利益链条，依靠政府贷款审批和无形担保，加之自身特点和便利性，在一定程度上促进了公司的发展。

然而近年来，YC 公司的发展受制于许多政策的变化，表现为如下几个方面。

第一，土地政策存在落实难的问题。国家对土地的供应方式主要仍以商业和住宅为主，对企业多元化经营并没有土地政策上的实质性扶持，涉及商品房类的土地必须经公开市场竞拍得到，获取土地成本仍较高，实现土地规模的拓展具有一定的难度。

第二，缺乏金融政策的扶持。2019 年以来，国家对房地产市场的监管逐渐严格，地产市场有所萎缩，销售降幅明显，在周期和结构方面存在突出的问题。YC 公司受各类监管政策及融资方式减少等影响，获得资金的成本不断增加，获取额度也相应减少，造成公司资金方面存在较大缺口，再加上之前公司需要偿还担保的压力较大，因而在完成项目时缺乏实际的资金保障，使其难以按期交付。截至 2020 年底，全国共有市政发债投资公司 2484 家，总资产 961431 亿元，总负债高达 97315.3 亿元，负债远远超过资产额。

第三，银行监管效用有限。商业银行作为地产公司的最大贷方，对地产业务流程并不了解，介入有一定难度，对公司缺乏监督，无法对日常经营进行跟踪调查和控制。与此同时，公司对现有贷款的使用不够规范，银行难以控制资金流向，尽管公司融资在资本结构中的比重较高，但这并没有导致代理成本的有效降低，

银行对公司的监管未能充分发挥。

4.4.2 行业竞争的激烈

目前, YC 公司主营业务所在的行业属于房地产业。国内房地产公司集中程度高, 随着近年来房地产市场的不断扩大, 尤其是大型房地产公司, 已经享有较高的声誉和丰富的资金, 这造成了房地产公司在社会市场上的竞争。2011 年开始, 中国房地产行业已在社会金融市场上发展迅猛了近十年, 近年来, 随着我国政府部门对该行业的市场监管不断加大, 也推动了我国地产行业的逐步发展与完善, 但产业过于集聚也导致了企业内部分化现象的突出。根据 2020 年全国房地产公司销售总额名次情况, 超过 100 亿元的公司有 167 家, 平均增幅达 15.4%; 在这些百亿公司中, 销售额为 10.8 万亿元, 市场份额约为 61.9%, 从整体来看, 位于前 3 名的公司门槛值为 7012 亿元, 前 10 名为 2893 亿元, 分别比 2019 年增加 750 亿元和 468 亿元, 这也说明整个房地产行业的竞争进一步加剧。

观察国内房地产行业的总体发展情况, 可以看出, 随着时间的推移, 经济基础扎实的公司会越来越强大, 大多数大型房地产公司拥有广泛的声誉和优秀的品牌, 依靠充足的营运资金和大量的合作伙伴, 才能在市场上站稳脚跟, 顺利应对各级城市调控周期的波动, 反之, 经济基础相对薄弱的公司则会处于弱势地位, 尤其近些年以来, 房地产公司之间相互收购、兼并的情况更加频繁, 此前公司收购的对象主要是中小型以及缺乏竞争力的小公司, 但如今即使是前 100 名的公司也存在互相收购的情况。数据显示, 房地产市场上市公司数量近些年呈下降趋势, 这在一定程度上反映了房地产行业的集中度和竞争加剧。

相较而言, YC 公司相比大型房地产公司来说, 经济实力较弱, 市场份额较小, 面对这样的行业环境和竞争态势, 明显处于不利地位, 而且公司还盲目扩张, 将产业延伸到诸如康养、文旅等更多领域, 而这些领域存在资金需要大量投入、技术含量要求高、资金回报周期长等现状, 发展这些多元产业使得公司的资金压力加大, 导致公司在激烈的行业的竞争中, 经营更加惨淡, 出现财务危机, 进而使公司陷入财务困境。

4.4.3 新冠疫情的影响

自从 2019 年新冠疫情爆发以来, 我国宏观经济运行存在下行压力, 房地产

行业也受到了明显冲击。

从当前市场供需来看。由于受到疫情影响，房地产行业进入低谷期，众多公司销售处于停滞状态，成交额显著下降。具体而言，在供应方面，疫情使得公司投资难度加大，复工复产迟缓使得开工效率降低，在物资、资金等方面较为缺乏，供应量明显减少，导致无法按期交付的风险加剧，合同违约情况增加，引起消费者投诉，导致买卖双方矛盾加剧，对企业经营不利；在需求方面，疫情使得全国经济低迷，人们的收入相对减少，消费欲望明显降低，更多人选择了保守型消费，购房需求短期内大幅度减少，成交量出现严重下滑，销售回款短时间内难以获得。同时，疫情的影响使得跨省、跨市的人员流动量明显减少，人们出行量大幅下降，这给我国旅游业造成了严重冲击，而在康养、文旅等产业积极拓展的 YC 公司也难以幸免，获利较少。

从资金的流入和流出角度来看。房地产公司对于资金的流动性要求极高，在资金流入方面，疫情使得存量房地产的正常贷款出现延后趋势，新增项目减少，加之在康养、文旅等多元化产业收回资金有限，导致获得新增贷款难度增加；在资金流出方面，企业近几年疯狂扩张，多元化产业遍布全国，工程款前期投入较大，但由于公司的融资性支出兑付弹性较小，偿还贷款的风险显著加剧，而且 YC 公司大量的固定资产变现周期又较长，导致企业现金流的流入和流出缺口加大，出现了资金链断裂的情况。

4.4.4 治理机制的不完善

(1) 控制权市场发展滞后

股权分置改革后，由于对外管理方式由从前的行政主导类型，而转变为市场主导类型，这一改革也使我国传统的证券市场在一定程度上获得了改变，原先一股独大、流通股比例低下的状况也有所缓和，不过在控制权市场方面，由于我国发展还比较滞后，同时，从融资角度考虑，直接性的融资比例基本小于间接性的融资，这也导致了控制权市场功能弱化，政府仍然发挥较大作用；并且，虽然小股东无法直接参与公司经营，但较为理想状况是其可以通过累计投票的方式监督管理层行为，使其提升公司绩效，但实际情况却并非如此，上市公司的股权结构制约了他们作用的发挥。

对于 YC 公司来说，绝大多数小股东难以直接获取公司资金经营状况，只有

等到公司进行公开信息披露时才能从中获取到利润为负的不良情况,但是由于公司缺乏相应制度来让小股东发挥作用,且小股东的话语权也较弱,所以此时错失了最佳的控制时机,使得 YC 公司无法及时调整经营,这也是导致公司陷入困境的重要因素。

(2) 债权人对公司发挥的监管作用有限

作为公司治理的一部分,债权人难以按时收回投资资金并获得利息是其面临的主要风险。截至 2020 年底, YC 公司的净利润为-30.94 亿元,并且 2019 年和 2020 年连续两年亏损,存在多项违规,公司面临被债权人强制破产的风险。与此同时,公司及其控制者还存在多项未还清的债务,其中还包括不少金额比较大的债务,2021 年公司被债权人起诉并冻结其资金,许多项目被迫停滞,然而,在实际经营中,债权人对公司的经营情况难以直接干预,仅仅只能依靠联系债务公司来提醒公司偿还贷款, YC 公司在经营过程中负债累累,资产负债率高,难以偿还大量资金,这就导致在一定程度上侵犯了债权人权益,使其难以有效发挥外部监管作用,无法及时识别公司的财务风险,及时实施治理对策。

5 YC 公司财务困境治理对策

5.1 经营活动方面

5.1.1 合理控制债务规模

公司在多元化发展过程中，日常地运营离不开大量的资金。总的来说，短期贷款是企业快速获得资金的有效途径，但是，如果公司在融资的过程中缺乏计划性，带有很强的盲目性，大量使用杠杆，就会出现公司的借债难以在规定的时间内进行偿还，进而影响资金的流动性。因此，在公司日常经营过程中，为了达到投资风险最小化的目标，更应严格控制债务规模、偿还期限及融资方式。

从 YC 公司的负债规模来看，公司的资产负债率较高，超过了警戒线。所以，这就给公司的高层提出了一些警示，提醒他们要定期关注公司的债务规模和现金流量情况，在日常运营过程中严格控制贷款额度，采取一切措施来达到融资成本最小化；一旦公司出现财务困境，应更加重视现金流管理，加强资金管理，对公司的债务结构进行合理优化，这样的话公司的偿债能力就得到一定程度的提升；还要审慎规划公司未来负债的规模和数量，避免过度投资和融资；也可以运用互联网技术对公司的债务上限进行数据分析，尤其要控制负债中短期借款的比重，一旦超过这个界限，就要及时发出一定的警示和提醒；同时，在资金管理政策方面不断进行优化，制定较为长远的借债计划，进行多方位的专业分析，通过分析结果使公司能够及时防范未来可能出现的财务风险，或者避免风险加剧。

5.1.2 加强成本管控

公司只有加强成本管控，才能增加利润，扩大市场份额。YC 公司出现财务困境的原因之一就是在多元化扩张过程中没有合理控制成本。因此，陷入财务困境的公司如果出现成本问题，一个重要的解决办法就是加强成本控制，以应对多元化经营风险。

YC 公司可以从以下三个方面加强成本管控。一是培养管理成本的理念，对公司领导班子和职工开展相关意识的宣传，在公司内部形成约束与激励；二是公司逐步完善公司信息系统，建立现代财务会计核算制度，整合公司各部门间的协同资源，形成信息交流平台，这样不但有助于健全公司的资产管理系统，还有助

于将管理过程变得透明化、规范化，从而降低公司经营中重复性浪费的出现，增加公司业务活跃度。三是公司可以在成本费用监控管理中导入战略成本管理的思想，综合行业政策、竞争对手变动等信息，减少公司成本。不过，并不是所有的公司都适合直接降成本的方法，公司应根据自身业务特点选择合适的方式，以免降成本影响公司最终收益。

5.1.3 优化产业布局

陷入财务困境的公司，应结合公司自身现状，同时根据时代和社会发展的变化及时对发展战略进行适当地调整。目前最紧迫的是，YC 公司要对之前疯狂的产业结构进行合理调整和优化，尽管理论上认为多元化发展可以借助公司的现有资源来使经营多样化，从而分散经营风险，也降低公司在管理中的风险，但实际情况是，YC 公司目前已经濒临破产，陷入财务困境，已经没有多余的资金和生产资料来创新产品。因此，公司应该逐步实施归核化战略，即摆脱非核心业务，着力将公司的发展重点回归传统领域，将资源从现有多元化产业集中到核心产业，对于难以为公司继续创造收益或未来难以产生持续价值的产业进行收缩或者关停；在面临政府政策调整和行业竞争时，公司要善于化被动为主动，把挑战转化为机遇，并寻找新的发展路径。目前，YC 公司也采取了一些措施，将原先多元化的经营业务归核到了房地产和康养产业上来，着力打造康养业务，努力在走好专业化经营的道路上进行探索。

同时，公司也要重视专业化经营后带来的市场萎缩问题，对内部资本市场建立有效的机制使其稳定，提高资金的使用效率，利用专有技术和现有业务资源适当整合，以提高公司持续盈利能力。

5.2 资本运作方面

5.2.1 进行资产重组

在多元化发展过程中，公司进行资产重组可以实现债务转移，在公司面临财务困境时，资产重组能够减轻现有的还款压力，提高投资公司的盈利能力。公司采用的重组方式灵活多样，然而，在进行资产重组时，需要注意的是，首先要选择好重组对象，科学制定方案，建立评价和管控体系，采取规范评估机构、培训

人员素质、改进评估程序、加强管控、完善公开制度等方式；还要健全财务内控机制，明确重组目的和财务主体，兼顾重组总成本，遵循财务收益分配原则；加强对重组后管理，设计整合方案，优化关联交易等。从而有效管理公司的不良资产，盘活存量资产，稳定核心业务，优化资本结构，扭转公司不良的经营形势，使公司发展潜力激活，实现长远持续性地发展。

近年来，YC 公司在资产重组方面，进行了大刀阔斧的调整，加大了资产重组的力度。公司于 2017 年就推出资产重组的计划，2020 年，相继促成了银泰系 11 个股权重组项目和其他资产置出项目，2021 年，公司出售 20 家下属公司股份，通过公开上市和非协议转让向外界出售 20 家标的股份。然而，面对财务危机日益加重的 YC 公司，其重组资产的道路任重而道远。

5.2.2 避免盲目扩张

公司的发展不仅受国家政策调整的影响，而且还与行业的变化趋势密不可分。公司不但要对短期内出台的一些政策提高敏感度，还要未雨绸缪，对未来的长期政策保持清醒的客观认识，特别是管理层在对资本方面进行决策时，要做出正确的科学规划，避免盲目扩张影响其发展。

YC 公司当前面临着严重的财务困境，究其原因就是没有对自身的优势和劣势进行合理分析，从而造成其发展定位有失偏颇，在后续发展中迷失了方向，进行疯狂扩张。这样的做法的确在短期内扩大了公司的规模和知名度，股价也随之有所上涨，但也带来了一些问题。YC 公司的经营情况表明，其投资的子公司亏损，债务和担保问题扩大，这些问题使得 YC 公司不堪重负。同时，从上文对 YC 公司多元化指标赫芬达尔指数的计算结果可以看出，公司在近几年多元化经营过程中，已经暴露出了一些问题，比如价值大幅下降、行业和市场份缩水等。这也启示了上市公司一定要关注整个扩张环节的流程，并做好研究，将其视为公司整体运营的重要一环，并充分考虑扩张前期可能出现的问题、在扩张过程中的资金投入及扩张后的复杂情形，在经营过程中，要合理调控多元化程度，使之能够在公司本身可以把控的范畴内进行发展，以保证公司资金链条不会中断，进而减少多元化的综合风险，避免盲目扩张带来恶果，引发财务危机。

5.2.3 科学把握投资时机及对象

企业在实施多元化战略时，要科学把握投资时机，并结合企业自身发展，深入审视行业发展前景，同时在投资时要注重把握投资进程，循序渐进，急功近利不但不能达成投资的目的，反而会使企业不堪重负。从上文的分析可以看出，YC 公司在近些年的投资布局中已经明确表明，其未能有效把握投资时机，在投资过程中操之过急，盲目投资过多领域，再加上核心业务经营不善，经营现金流全年为负，只能依靠贷款和金融投资来支持产业规划，陷入恶性循环。而在投资对象的选择方面，YC 公司在多种产业上纷纷布局，盲目选择投资对象，反而影响主营业务的发展，失去了市场竞争力。

因此，这就启示上市公司在投资前应进行可行性研究，详细研究公司情况，评估公司资金结构和管理情况，同时根据公司发展的历史和股价的变化，对公司进行深刻的认识。在投资过程中，注重投资对象的选择，谨慎选择多元化项目，综合考虑政策背景和行业竞争等多方面因素，尽量选择投资前景较好、风险较低的领域，以保证战略得到正常实施，使企业真正从经营中获得多种收益

5.3 公司治理方面

5.3.1 完善内部治理制度

(1) 完善股权结构

从深层次来看，在公司实施多元化战略过程中，缺乏股东之间的有效制衡是 YC 公司陷入财务困境的原因之一。这就表明，公司要想摆脱困境，就亟需改变公司存在大股东控制权力较大及结构不合理的缺陷，使股权分配较为合理，在治理结构方面趋于稳定。这就要在公司的内部治理中，严格管控股股东行为，尤其要防范因缺乏相互监督而出现错误决策，要建立防控机制，从而减少股东冲突。YC 公司在做出决策时，公司主要股东也应协调意见，在做出符合股东利益的决策时，大股东不能在损害公司利益的基础上满足一己私利，从而力求公司利益最大化。

同时，公司内部股东应按照公司章程履行职责，相互信任，保证沟通，公平诚实地处理公司事务，使公司股东和睦相处，这样才能使得公司在稳定的环境中更好地发展。YC 公司应该建立稳定的大股东制衡结构，这是防止股东之间发生

冲突的最有效方法，这不仅仅针对于陷入财务困境的公司，其他上市公司在日常经营中也应该注重改善股东结构。

(2) 完善监管体系，建立严格的担保授权审批程序

YC 公司陷入财务困境的原因之一就是多元化扩张过程中出现的违规担保情况较多，这就警醒公司要制定相应的制度来保证整个担保授权审批流程的规范性。YC 公司要设有独立的部门进行担保，在进行担保前，必须充分了解被担保公司的运营情况和财务变化状况，从而做出正确的判断，对公司未来可能发生的经营风险程度做出合理预估，并划分为相应的等级加以归类，一旦被担保公司的经营风险程度较重，就要及时将该业务通报公司管理层和股东会议，由其共同决定；公司的相关部门在草拟担保合同时，必须要充分考虑股东大会和董事会对外担保的建议；在出具保证后，根据出台《公司法》的有关条款规定，都应该严格执行，公司财务部门还应详细记载在担保过程中的资本变动情况，被担保公司还可能要在适当的时间进行反担保，以降低担保过程中可能导致的财务损失。在担保的具体流程中，应全面收集公司财务数据的信息，将评价结果与预测结果加以对比，及时修正差错和问题，从而减小财务风险。

同时，公司还要严格设置审批人员准入制度，提高其就业门槛，加强员工培训，在工作时遵守国家法律法规和公司的规定，审批时要相互制衡，避免单人进行，以防出现工作失误和违规操作，给公司带来不良后果。

(3) 健全高管约束与激励机制

从前文对 YC 公司的剖析可发现，在公司今后的管理流程中，健全高管的约束与激励机制势在必行。

在约束机制方面，YC 公司高管要加强自我约束，提高自身政治素养，廉洁自律，不滥用职权，不得利用自身职务之便谋取利益，为了公司的长远健康发展不计个人恩怨得失，不在金钱面前迷失方向，始终保持高管人员的定力；还要从制度方面进行约束，要建立公司内部约束制度，遵守相关规定，及时对违规行为进行处罚，具体措施比如对高管在职务和非现金消费中的违规行为加强监督，设立领导责任追究制度，一旦公司出现问题，就跟其绩效挂钩；要加强董事会和监事会对高管层的监督作用，避免出现掏空行为；还要加强内部审计约束，通过内部治理进行监督，从而保证公司整体利益的实现。

在激励机制方面，强调业绩激励，使其投入与公司的绩效相互联系；加强对股东的激励机制，使所有股东之间的共同目标保持一致，并为实现公司价值最大化而努力工作。同时完善相应精神激励制度，作为公司高管层，往往具备双重身份，不仅代表其个人，还代表整个公司的形象，公司要提高高管人员的政治地位和声誉，对有突出业绩的高管进行表彰，从而使他们在公司经营过程中，为了维护自身良好形象而避免产生不良行为，以此来激励他们更好为公司发展贡献力量。

5.3.2 合理运用外部治理机制

(1) 完善控制权市场

在多元化发展过程中，由于外部监督缺失，许多经营问题没有被及时披露，导致 YC 公司逐渐陷入困境。其实，YC 公司并不是个例，目前，很多上市公司也存在由于缺乏可靠的外部治理机制，导致业务问题无法及时发现，导致公司逐步陷入财务危机和财务困境，这就警示建立可靠的外部治理机制势在必行。鉴于当前情况，我国需要一个更具活力的控制权市场来完善外部管理，我国证券市场的收购兼并功能有待完善，披露程序必须更加严格，保障中小股东利益；应放低相应的基金、私募股权等机构的市场准入门槛，支持合法投资者，为其创造良好的退出渠道，使机构投资者特别是战略投资者成为重要的外部治理主体，从而有效地约束经营者的活动。同时，YC 公司要制定相应的制度保障中小股东的知情权，定期进行信息披露，公布公司经营和财务情况，一旦出现经营不佳的情况或者亏损，就要发挥中小股东的力量进行决策，改善公司绩效。

(2) 加强债权人监管

YC 公司目前处于财务困境，存在大量坏账，但是在此之前，债权人难以及时获得公司损益信息，同时也无法控制公司内部的经营活动，当公司面临沉重的债务负担，大量的债务难以按期清偿，这时债权人只能借助法律途径维护自身正当利益。因此，引入债权人参与公司治理，合理运用外部治理机制就势在必行。YC 公司要建立债权人制度，建立相应的机构，将包括银行等其他全体债权人纳入其中，加强对公司商业运作的监管，对公司股东和经营者起到约束作用，在公司解决债务事项时，债权人和公司管理层及董事会要加强沟通和交流，共同行使决策权。当公司处于良好运作时，债权人无需干涉公司债务决策；当公司经营不佳时，债权人制度就要发挥重要作用，积极参与公司有关债务事项的决策和审议，这样

就有利于公司尽早发现经营问题，将风险降到最低，防止进一步扩散，也在最大程度上保障了债权人的合法利益。

5.4 风险管理方面

5.4.1 拓宽融资渠道

在对 YC 公司融资现状分析的基础上，发现公司主要采用债权融资的方式，融资渠道相对单一。这种经营模式虽然可以提供一定的杠杆作用，但公司面临的偿债风险也较大。因此，选择合理的融资结构对 YC 公司来说至关重要。

YC 公司要创新多种融资方式，多方位运用融资策略，既要重视内源性融资，同时也要完善外部融资结构。在内源性融资方面，YC 公司要加快回收资金，进行谨慎科学的资金规划，积极寻求主动性；在综合分析公司自身特点、内外部环境、资金需求以及追加融资模式等前提下，对多元化融资模式进行测试和组合。在外部融资方面，企业可以选择债权和股权融资相结合，结合长短期金融资源，合理配置资金，提高创新能力，尝试新的非传统融资模式，并积极选择房地产众筹、资产证券化、房地产信托管理等方式融资。房地产众筹要加强与互联网平台的合作，从而降低融资成本，提高效率，及时关注项目进展，使投资者谨慎使用资金，保护了众筹的权益；资产证券化由于受局限较小，便于公司筹集足够的开发资金，降低筹资成本；房地产信托融资可以克服公司依靠银行贷款的流程繁琐、控制严格等弊端，使筹资方式更加灵活，通过以上多种方式可以达到优化资本结构的目的，从而持续提升公司融资能力。

5.4.2 建立财务预警机制

在 YC 公司近几年的多元化经营发展过程中，财务风险已经逐渐显露，然而，公司却未能及时预见，这也说明公司并未建立相应的财务预警机制。因此，对于公司来说，建立财务预警机制势在必行。公司要必须正确根据外界环境，审视自身真实财务状况，进行全方位调研，确定预警目标，进行统筹规划；要充分运用大数据技术，及时收集公司相关信息，强化数据库建设，利用信息技术确定公司各项相关财务指标的临界值，一旦指标高于临界值，就说明公司可能出现了经营问题，这时就要及时采取应急预警机制，防止公司情况恶化。在此过程中，还要

关注一些非财务指标的变化，比如新产品开发能力、市场份额等。并且在后续的监督 and 预警中，加强对评价指标的完善与修订，使其更加合理科学；要建立专门的财务风险预警机构，针对大数据分析出来的问题制定相应的防范对策，并及时与管理层沟通交流，为公司管理层和董事会在决策时提供参考；还要完善相关制度和配套机制，注重分类别监管，进行多角度分析，更好进行预警。

需要注意的是，财务风险预警机制并非一成不变，它要根据 YC 公司现有财务风险状况而设立，要随着外部环境和公司经营状况的变化而不断进行调整，这样才能使预警结果更加准确和有效，为公司经营以及防范陷入财务困境更好地提供数据支撑。

5.4.3 加强应对财务风险能力

公司因自身经济状况以及外部环境的差异，投资风险众多，YC 公司的子公司严重亏损也是出现财务困境的原因。尽管市场上不存在绝对可靠的投资，但在投资时，公司也应注意规避投资风险。因此，YC 公司应科学评估投资风险，进行风险管理，制定规划，避免短视行为给企业带来经营风险。

公司在经营运作的过程中，风险是随时可能存在的，如果早期没能意识到可能存在的风险，未能有效进行处理，由此会导致财务风险加剧。YC 公司的财务困境是长期由量变到质变的渐进式过程，是内外诸多因素作用的结果，随着公司经营业务的广度和深度进一步发展，面临的风险愈来愈多，因此对公司的风险进行管控至关重要。以 YC 公司想要多元化发展为例，要充分掌握公司的经营业务，全面认识可能出现的经营风险，从而形成合理的经营风险管控机制；管理者亦须注重区分，将传统经营与多元化业务当成一个单独的实体加以管理，唯有形成正确的意识，才有机会将损失减至最小化，唯有运用合理的风险控制措施，方可使公司稳步发展；在 YC 公司风险管理意识增强的基础上，也需要加强企业资产管理；应该建立独立的资产管理机构来处理业务中与资产的相关问题，在解决这些问题的过程中，严格遵守资产管理制度，推动战略规划更加积极地实施。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

企业发展到一定阶段后,就有必要对发展战略进行适时科学地调整,促进企业健康长远发展。而多元化战略既可以提升企业竞争优势,也可能使企业负担加重,对经营产生不利影响,甚至会成为企业陷入财务困境的诱因。所以企业要审时度势,三思而后行,科学制定经营战略,及时根据问题进行改进和调整。本文从多元化战略与企业财务困境关系的角度出发,对 YC 公司多年来实施多元化经营历程进行了梳理,针对其陷入财务困境后存在破产风险的情况,剖析造成其财务困境的成因,提出治理对策,主要得出以下结论:

首先, YC 公司由过去曾经一度辉煌到如今陷入财务困境,是一个渐进发展的过程,是公司财务状况向不良方向发展的结果。当公司出现现金流量不足、债务负担沉重、偿债能力下降、盈利能力差且企业连续亏损、甚至濒临破产边缘等情况时要警惕公司面临陷入财务困境的风险。

其次,本文从内外两方面对 YC 公司陷入财务困境的成因进行了剖析。前文分析表明,虽然外界因素对公司财务困境的产生有一定负面影响,但这些因素公司却自身无法控制,因此内部因素才是造成公司出现财务困境的最主要因素。

再次,鉴于公司目前财务困境现状,提出以下治理对策:

一是从公司短期来看, YC 公司必须要及时调整经营发展战略,由多元化战略向归核化战略转变,剥离目前对公司发展不利的负利润业务,减少公司业务覆盖面,稳定核心业务,实施资产重组,通过项目转让协作、资产置换等方式有效处置不良资产,加强重组前、中、后管理,从而盘活存量资产,优化资本结构,扭转公司不良的经营形势;公司要拓宽融资渠道,转变单一化融资模式,重视内源性融资,创新融资工具,还要健全资金融入机制,缩短融资周期,提高资金周转率,全方位运用融资策略,持续提升公司融资能力;公司要加强对成本的管理和控制,制定合理的成本控制方式,规范操作流程,项目部门与成本部门要紧密联系,加强沟通和集成管理,避免部门各行其是,加强资产管理,提高资金在使用过程中的规范化和透明化,避免出现过度浪费的不良行为,实现公司整体成本的有效控制。

二是从公司中期发展来看,要加强公司内外部治理,完善股权结构,保障中小股东话语权,避免股东冲突造成负效应,建立股权委托机制,比如通过投票的方式让其促进独立董事制度的完善,还要充分发挥机构投资者和银行的作用,扩充法人股权,建立经理人期权制度来避免出现内控问题,从而达到公司股权结构的彼此制衡和最终完善;健全内部担保制度;规范管理层行为,对高管在职务和非现金消费中的违规行为加强监督,设立领导责任追究制度,完善相应激励制度,促使高管进行自我约束;建立财务预警机制,利用大数据技术对公司的经营状况和财务指标监控,一旦出现异常情况,及时发现公司问题,加强应对风险的能力。

三是从公司长期发展来看,多元化战略是一把双刃剑,根据战略管理理论,公司在发展过程中最重要的就是要结合自身实际情况,对于刚刚成立的公司来说,多元化战略并不是其发展的最好选择,此时公司应该稳扎稳打,着力专注好自身基础产业的经营,而不是急功近利,盲目扩张,同时在投资时要在自身实力允许的范围内进行,对投资市场环境进行精准识别、慎重分析,对投资对象能否为公司盈利进行科学评估,避免盲目扩张对公司发展产生负面影响。

最后,通过以上治理对策的提出,希望对类似陷入财务困境的公司提出一些借鉴和参考。

6.2 不足与展望

论文数据大部分来自 YC 公司发布的公开信息,但难以对该公司开展现场调研,信息资料来源不充分,论文的研究内容有待进一步深化。因此,论文将继续着眼于多元化战略与财务困境的角度,进行持续性研究,做进一步的补充和完善。

参考文献

- [1] Amit R, Livnat J. Diversification and the Risk-return Trade-off[J]. Academy of Management Journal, 1988, 31(1):154-166.
- [2] Andreff W. French FooYCall: A Financial Crisis Rooted in Weak Governance[J]. Journal of Sports Economics, 2007, 8(6):652-661.
- [3] Bao X, Tao Q, Fu H. Dynamic financial distress prediction based on Kalman Filtering [J]. Journal of Applied Statistics, 2015, 42(2):292-308.
- [4] Beaver W H. Financial ratios as predictors of fail-uses[J]. Journal of Accounting Research, 1966(1):71-111.
- [5] Berger B. G., Ofek E., Investor valuation of the abandonment option [J]. Journal of Financial Economics, 1996.
- [6] Campbell J Y, Hilscher J, Szilagyi J .Predicting Financial Distress and the Performance of Distressed Stocks[J]. The Journal Of Investment Management, 2011, 9(3).
- [7] Chaodong Han. An empirical examination of the direct and indirect effects of geographic diversification on stock market and financial performances of multinational corporations[J]. International Journal of Physical Distribution & Logistics Management, 2017, 47(6).
- [8] Cordero, Manuel, Tzeremes N G. Financial crisis and hotels' labour productivity growth:evidence from Spanish islands[J]. Applied Economics Letters, 2017:1-7.
- [9] Costanzo S, Massa G D. Near-field focusing technique for enhanced through-the-wall radar[C]. European Conference on Antennas & Propagation, 2017.
- [10] Dowell, Shackell, Margaret B, Stuart, Nathan V. Boards, CEOs, and surviving a financial crisis:Evidence from the internet shakeout[J]. Strategic Management Journal, 2011, 32(10):1025-1045.
- [11] Elloumi F. Financial distress and corporate governance:an empirical analysis [J]. Corporate Governance, 2001(1):171-180.
- [12] Jianhua Wang, Aihong Cao. Research on the financial risk prevention of the coal enterprise diversification[P]. Artificial Intelligence, Management

- Science and Electronic Commerce(AIMSEC),2011 2nd International Conference on, 2011.
- [13]Laitinen.A Five-state financial distress predictionmodel[J].Journal of Accounting Research,1987(1):127-138.
- [14]L.L.Wrigley. Divisional Autonomy and Diversification [J]. DBA Thesis, Harvard Univ.1970:47-49.
- [15]Matsusaka J G,Nanda V.Internal Capital Markets and Corporate Refocusing [J].Journal of Financial Intermediation,2002,11(2):176-211.
- [16]Nicola Gennaioli & Stefano Rossi.Contractual Resolutions of Financial distress [J].The Review of Financial Studies,2013(03):602-634.
- [17]Penrose,E.T. The theory of the growth of the firm[M].New York:Sharpe,1959. Press,Cambridge,MA.
- [18]Shen N.,Au.K.and Yi.L.,Diversification Strategy,Ownership Structure,and Financial Crisis:Performance of Chinese Private Firms.Asia Pac J Finance Study,2018,47:54-80.
- [19]Sidney L.Barton,Paul J.Gordon. Corporate Strategy and Capital Structure [J].Strategic Management,1998,9(6):623-632.
- [20]Tinoco M,Wilson N.Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables [J].International Review of Financial Analysis,2013(430):394-419.
- [21]Zurada D.Management entrenchment:The case of dividend[J].Strategic Management Journal,2012(14):77-83.
- [22]陈静.上市公司财务恶化预测的实证分析[J].会计研究,1999(04):32-39.
- [23]丁志国,耿迎涛,赵晶,丁钰洋.上市公司财务困境时间效应的实证判别与理论猜想[J].会计研究,2018(02):62-68.
- [24]付彬.基于多元化经营的企业财务风险控制探讨[J].财会通讯,2014(35):110-111.
- [25]高建来,梁润.企业财务困境的演化机理研究[J].风险与内控,2015,(19):68-72.
- [26]纳谷祺,刘淑莲.财务危机企业投资行为与对策[J].会计研究,1999(10):28-31.
- [27]何洋洋.北大荒股份公司财务危机成因与对策研究[J].财会通讯,2017(14):93-95.

- [28]和丽芬,朱学义,杨世勇.重组选择与财务困境恢复——基于 2003-2011 年沪深 A 股 ST 公司数据[J].河北经贸大学学报,2013,34(5):53-58.
- [29]黄晓波,张亚茹,谢畅.农业上市公司多元化经营对财务风险影响研究[J].农业经济,2016(05):104-105.
- [30]姜付秀,蔡欣妮,朱冰.多个大股东与股价崩盘风险[J].会计研究,2018(1):68-74.
- [31]孔凡娜,高淑敏.基于熵值法与功效系数法的万科集团财务风险预警研究[J].产业科技创新,2019,1(17):73-74.
- [32]郎彦庆,孙伟艳.我国上市公司财务困境成因及治理对策探讨[J].黑龙江八一农垦大学学报,2010,22(03):104-107.
- [33]黎群,贺毅,秦雪红.从核心能力论企业多元化经营战略[J].铁道物资科学管理,2001(03):29-30.
- [34]厉国威,廖义刚,韩洪灵.持续经营不确定性审计意见的增量决策有用性研究——来自财务困境公司的经验证据[J].中国工业经济,2010(2):150-160.
- [35]孟善飞.企业多元化扩张中财务危机成因分析——以暴风集团为例[J].财会通讯,2019(17):41-44.
- [36]欧阳歆.基于 Z 模型的财务风险预警模型运用[J].财会通讯,2013(32):117-119.
- [37]朴敝希.传统产业战略转型问题研究[J].沈阳工业大学学报(社会科学版),2017,10(01):43-49.
- [38]孙承业.企业财务困境的成因及防范[J].沿海企业与科技,2007(11):112-113.
- [39]王超杰.集团财务管理工作的困境与对策研究[J].财会研究,2018(24):121.
- [40]吴芑,顾婷婷,李晓,赵书冬.盈余管理策略与财务困境的关系研究——基于持续经营审计意见和特别处理的视角[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2017,(02):77-91.
- [41]吴世农,卢贤义.我国上市公司财务困境的预测模型研究[J].经济研究,2001(06):46-55+96.
- [42]吴世农,黄志忠.企业破产的分析指标和预测模型[J].中国经济问题,1987(06):8-15.
- [43]徐鹿,孙莹.多元化经营下代理成本对企业绩效的影响[J].会计之友,2015(07):61-63.
- [44]徐业坤,陈十硕,马光源.多元化经营与企业股价崩盘风险[J].管理学报,2020,17(03):439-446.
- [45]杨华,张文华.我国上市公司风险警示制度的实施与改进[J].财务与会计,2016(14):49-

50.

- [46]叶作强. 企业财务困境分析及对策——基于某铁矿开发有限公司的案例研究[J]. 产业经济, 2017(12):60-61.
- [47]尹义省. 适度多角化[M]. 上海:生活·读书·新知三联书店, 1999.
- [48]袁显平, 马玲. 煤炭企业公司特征与财务绩效相关性的实证研究[J]. 经济管理, 2017(8):29-21, 46.
- [49]张华青, 张敏. 农业上市公司多元化经营的财务风险实证分析[J]. 财会月刊, 2014(24):18-22.
- [50]张建君, 李宏伟. 私营企业的企业家背景、多元化战略与企业业绩[J]. 南开管理评论, 2007(05):12-25.
- [51]张荣艳, 廖萌. Z 计分模型在房地产上市公司财务预警中适用性检验[J]. 财会通讯, 2012(30).
- [52]赵壮. 浅析铁路运输企业的财务困境及其对策——以中国铁路总公司为例 [J]. 湖北经济学院学报(人文社会科学版), 2019, 16(01):83-85
- [53]祝继高, 齐肖, 汤谷良. 产权性质、政府干预与企业财务困境应对——基于中国远洋、尚德电力和李宁公司的多案例研究[J]. 会计研究, 2015(05):28-34.

致谢

转眼又是一个六月天，我的研究生学业生活即将圆满完成。告别之际，我要感谢老师、父母、同学以及支持过我的人。

首先，我要感谢我的导师。胡老师在我的学习生活中，在方方面面给予我极大的帮助，老师在灯盏下指导论文的一幕幕画面……我都铭记于心。我还要感谢所有关心和帮助过我的老师，使我收获满满。

其次，我要感谢我的父母。感谢父母无微不至的关怀，让我能够更加无忧无虑的在象牙塔里学习，未来也要更加拼搏努力，带着你们的期许乘风破浪，一往无前。也祝愿我亲爱的家人们身体健康，子欲养而亲还待。

再次，我还要感谢我的同学。感谢师兄师姐和朋友的帮助，感恩缘分，让我们有幸相遇在黄河之滨——金城，并相识、相知，长路漫漫，祝你们今后的人生道路上尽是坦途。

最后，我也要感谢不曾放弃的自己。19 载校园生涯即将迎来终点，但学无止境，未来我依旧要保持初心，乘风破浪，勇敢地面对人生中更多的挑战。

至此，感谢所有的相遇，愿此去经年，顶峰相见！