

博士



上市公司破产选择行为 及其效应研究

*Shangshi Gongsi Pochan Xuanze
Xingwei Jiqi Xiaoying Yanjiu*

杨秋波 ■ 著

西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

文庫





/ 责任编辑 / 张 瑞 蒲丽娟 余伟立 // 封面设计 / 大 涛 /



ISBN 978-7-81138-100-9



9 787811 381009 >

ISBN 978-7-81138-100-9

定价: 16.00 元

博士



上市公司破产选择行为 及其效应研究

*Shangshi Gongsi Pochan Xuanze
Xingwei Jiqi Xiaoying Yanjiu*

杨秋波 ■ 著

文庫



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

上市公司破产选择行为及其效应研究 / 杨秋波著. —成都: 西南财经大学出版社, 2008. 9

ISBN 978 - 7 - 81138 - 100 - 9

I. 上… II. 杨… III. 上市公司—破产法—研究—中国
IV. D922. 291. 924

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 134389 号

上市公司破产选择行为及其效应研究

杨秋波 著

责任编辑: 张 瑞 蒲丽娟 余伟立

封面设计: 大 涛

责任印制: 封俊川

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028 - 87353785 87352368
印 刷:	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸:	148mm × 210mm
印 张:	7.25
字 数:	170 千字
版 次:	2008 年 9 月第 1 版
印 次:	2008 年 9 月第 1 次印刷
印 数:	1—1000 册
书 号:	ISBN 978 - 7 - 81138 - 100 - 9
定 价:	16.00 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

内容摘要

2006 年是中国资本市场发展的一个重要转折点，中国资本市场在这一年发生了两件大事，一是股权分置改革的基本完成，二是新《企业破产法》的颁布。股权分置改革的基本完成使中国资本市场进入了一个新的发展阶段。上市公司数量不断增加，沪深股市成交量屡创新高，资本市场呈现出繁荣景象。但是，繁荣景象的背后却有大量的“垃圾股”、“问题股”长期充斥中国股市，这些不良股票代表的公司占据着股票市场大量的宝贵资源，使大量早已符合条件的优质公司难以顺利进入股票市场，出现了类似货币市场“劣币驱逐良币”的现象，股票市场的资源优化配置功能受到了严重破坏。新《企业破产法》的颁布解除了上市公司破产的法律障碍，也给国内大量的濒临破产的上市公司带来了选择。这些公司要解决其困境，主要有以下选择：一是隐瞒企业真实信息，进行盈余管理行为，尽量推迟破产申请；二是进行庭外债务和解；三是申请正式破产。

那么，这些困境公司是否会选择正式破产呢？其选择与否的动机是什么？如果选择破产，是选择策略性破产还是选择非

自愿性破产呢？其破产申请时机如何选择？依据新《企业破产法》第2条的规定，债务人不仅在已经发生破产原因时，而且在可能发生破产原因时就可以申请启动重整程序。挽救企业的时机大大提前，困境上市公司会在什么时候申请破产重整呢？是选择破产重整、破产和解，还是破产清算？各利益相关者又会如何抉择？什么样的企业有挽救价值？如何对其进行价值评估？上市公司破产选择的机会主义与效率各有多大？如何鉴别借重整之名行破产逃债之实？是否会出现滥用重整的现象呢？

如何解释和预测诸如此类的破产决策选择问题，是关系社会资源能否正确配置的重要课题，也是关系我国股票市场能否健康发展的重大问题。我国濒临破产的上市公司很多，这些公司的出路问题涉及到资源的配置效率及股东、投资者、债权人、政府、债务企业甚至是社会公众的利益。上市公司破产一直是中国证券市场的一个难题，新《企业破产法》刚刚公布实施，急需相关的指导性意见。国内围绕困境上市公司的理论研究主要集中在财务困境的预警、资产重组和股权结构的关系、资产重组的绩效、产生财务危机的原因以及PT和ST之后的生存方式等方面，对于上市公司处于困境后的出路研究得很少，更没有对准破产上市公司破产选择行为进行深入系统的研究。因此，如果能够从效率的角度分析指导准破产上市公司进行破产选择，并提出有价值的政策建议，将有助于优化股票市场，提高上市公司质量，提高整个社会资源的有效配置。这对于进一步完善财务困境理论、行为财务理论、时机选择理论及资源配置理论也将具有重大意义。

正是基于上述基本认识，我选择了上市公司破产选择行为及其效应这一问题作为博士论文的研究主题。本书是在我的博士论文的基础上修改、补充完成的。

本书借鉴和吸收西方现有研究成果，对中国准破产上市公司的出路选择做一较为系统的理论分析，构建中国上市公司破

产选择的概念框架；分析与上市公司破产相关的各种选择行为，并对破产选择行为带来的效应进行理论分析及经验研究，给中国准破产上市公司及其利益相关者进行破产选择提供理论指导和现实依据，并对证券市场的监管、上市公司制度建设尤其是上市公司破产重整制度的建设和有效实施提供政策建议。

本书出版之际，我要感谢的是我的导师傅代国教授。先生对于现代会计学理论及实务都有相当深入的研究。本书从选题到提纲到最终定稿，得到了先生的悉心指导，倾注了先生大量的心血。谨以此书献给我的恩师傅代国教授！

我还要感谢家人对我一贯的支持。此书的出版也作为我对他们多年付出的一份回报。

由于时间、精力、能力及笔者掌握资料等诸多因素限制，本书的研究尚存在不少的缺陷及其他不尽如人意的地方，还望学界同仁和读者朋友给予指正。

杨秋波

2008年7月于成都

目 录

1 导论 1

- 1.1 研究背景 2
- 1.2 研究目的和意义 5
- 1.3 文献综述 6
 - 1.3.1 国外文献综述 7
 - 1.3.2 国内文献综述 27
- 1.4 主要内容与结构 30
- 1.5 研究对象与研究方法 32
 - 1.5.1 研究对象 32
 - 1.5.2 研究方法 34

2 上市公司破产选择的概念框架 35

- 2.1 上市公司破产的相关概念 36
 - 2.1.1 破产 36

- 2.1.2 财务困境 39
- 2.1.3 ST、PT、退市 41
- 2.1.4 准破产上市公司 43
- 2.2 上市公司破产选择的前提 52
 - 2.2.1 经济人假设 52
 - 2.2.2 有限理性假设 53
 - 2.2.3 机会主义假设 54
- 2.3 上市公司破产选择的主体 57
- 2.4 上市公司破产选择的动机 59
 - 2.4.1 效率性动机 59
 - 2.4.2 机会主义动机 60
- 2.5 上市公司破产选择的内容 63
- 2.6 上市公司破产选择的效率 64

3 上市公司破产时机的选择 67

- 3.1 上市公司破产与否的选择 68
 - 3.1.1 信息披露问题 70
 - 3.1.2 谈判成本与合作问题 73
 - 3.1.3 破产成本 75
 - 3.1.4 代理问题 76
 - 3.1.5 上市公司自身因素 79
 - 3.1.6 中国的现实情况分析 80
- 3.2 上市公司破产具体时机的选择 88
 - 3.2.1 破产时机选择的重要性 88
 - 3.2.2 破产时机选择的影响因素分析 90
 - 3.2.3 中国的现实情况分析 97

4 上市公司破产程序的选择 99

- 4.1 破产程序选择的理论模型与判断依据 100

4.1.1	破产清算与重整的法官决策模型	100
4.1.2	企业存续与否的判断依据	104
4.2	破产程序选择的现实矛盾	107
4.2.1	破产中的利益冲突	107
4.2.2	破产中的控制权冲突	111
4.2.3	破产中的价值评估	117
4.3	破产程序选择的博弈分析	128
4.3.1	破产程序中的博弈类型	128
4.3.2	债务企业与债权人的博弈分析	130
5	上市公司破产程序选择的效应研究	135
5.1	破产重整效率的实证分析	136
5.1.1	文献回顾	137
5.1.2	研究设计及数据来源	139
5.1.3	样本的描述性统计	140
5.1.4	实证检验及分析	143
5.1.5	主要结论	154
5.2	破产和解效率的案例研究	158
5.2.1	引言	158
5.2.2	案例的基本情况	159
5.2.3	案例分析	164
5.2.4	研究结论	167
6	上市公司破产与否的效应研究	169
6.1	破产公告的市场效应	170
6.1.1	文献回顾	171
6.1.2	研究假设	173
6.1.3	样本的选取及研究方法	174

6.1.4 实证结果 175

6.2 延迟破产的准破产上市公司的市场及经营绩效研究 180

6.2.1 准破产公司“破产”前后财务指标变动分析 182

6.2.2 准破产公司“破产”前后与配对公司经营绩效及市场绩效比较 187

7 结论与建议 197

7.1 本书的主要结论 198

7.2 主要政策建议 204

7.2.1 改善公司治理结构,降低代理成本,防止内部人拖延破产 204

7.2.2 强化破产清算的地位,避免“坏”企业借破产重整而转嫁负担 205

7.2.3 投资者理念创新及风险观念培育 206

7.2.4 建立多层次的资本市场体系,完善市场法制环境 207

7.2.5 加快破产法司法解释与配套措施的制定 208

7.2.6 制定破产会计制度,完善会计信息披露的监管制度 209

7.3 本书的局限性以及未来拓展方向 211

7.3.1 局限性 211

7.3.2 未来拓展方向 212

参考文献 213

1

导 论

1.1 研究背景

资本市场是市场经济国家主要的资源配置手段，资本市场的发育程度已成为一国市场经济发展程度的重要标志。证券市场作为资本市场的主要组成之一，按照有效市场理论，其核心功能是价格发现和资源配置。通过对我国证券市场十几年来运作轨迹的观察与思考，不难发现上述功能并未得到充分实现。由于市场定位偏重于为国有企业融资，加之市场化进程缓慢，价格发现机制无法实现，资源劣配置的结果与优化配置的心理预期相左。亏损股、ST（Special Treat）股、PT（Particular Transfer）股连创天价、天量，而真正业绩优良、成长性好的股票却得不到市场青睐，整个市场风险极高。原有不合理的上市制度强化了“壳资源”的稀缺性，而缺乏应有的淘汰机制又助长了市场的寻租行为，证券市场成为国有企业过度“放牧”的“公共地”。因此，为了实现证券市场的核心功能，必须引入优胜劣汰的退出机制，营造一个充分竞争的市场环境，通过市场化运作解决我国证券市场的诸多问题。

2006 年是中国资本市场发展的一个重要转折点，中国资本市场在这一年发生了两件大事，一是股权分置改革的基本完成；二是新《企业破产法》^① 的颁布。股权分置改革的基本完成使中国资本市场进入了一个新的发展阶段。上市公司数量不断增加，沪深股市成交量屡创新高，资本市场呈现出繁荣景象。但是，

^① 全称为《中华人民共和国企业破产法》，历经 12 年的起草和审议过程，2006 年 8 月 27 日经过十届全国人大常委会第二十三次会议表决获得了通过，并于 2007 年 6 月 1 日起施行。本书简称为“新《企业破产法》”。

繁荣景象的背后却存在大量的“垃圾股”、“问题股”长期充斥中国股市，这些不良股票代表的公司占据着股票市场大量的宝贵资源，使大量早已符合条件的优质公司难以顺利进入股票市场，出现了类似货币市场“劣币驱逐良币”的现象，股票市场的资源优化配置功能受到严重破坏。新《企业破产法》的颁布解除了上市公司破产的法律障碍，也给国内大量的濒临破产的上市公司带来了选择。

按照吕长江（2004）^①的分类，上市公司的财务状况可以分为五类：财务闲置（Financial Free）、财务充盈（Financial Full）、财务均衡（Financial Equilibrium）、财务困境（Financial Distress）和财务破产（Financial Bankruptcy）。财务困境是指企业偿付到期债务发生困难的状况。财务破产是指企业全部资产小于全部负债，经营困难，处于资不抵债的状态，资本成本最高。前三个阶段属于健康的阶段，后两个阶段属于困境或濒临破产的阶段。

中国证券市场存在大量处于后两个阶段的困境公司，在发布2007年中报的上市公司中^②，ST的公司有181家，发布第三季度业绩预亏公告的ST公司有91家。截至2007年，退市的上市公司有59家。当前，不少ST股不能清偿到期债务，特别是在代办股份转让市场（通常被称为“三板市场”）的个股更是如此。这些公司都连续亏损3年以上，净资产早已是负值，自身的资产质量非常差，甚至基本停止运营，无力改善经营状况，且不具备筹资功能，难有投资机构对其重组，处于破产的边缘。

新《企业破产法》的出台，给困境上市公司及其债权人带来了选择。根据新《企业破产法》的规定，债务人不能清偿到期债务，债权人即可向人民法院提出破产清算的申请。债

^①吕长江，赵岩．上市公司财务状况分类研究[J]．会计研究，2004（11）．

^②数据来自证券之星网站，仅限于已经发布2007年中报的公司。

务人如果不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力、有明显丧失清偿能力可能的，也可以向人民法院提出破产重整申请。新《企业破产法》在放宽了破产申请条件的同时又将适用范围扩大到上市公司，并给出三种破产程序：清算、重整、和解；还规定破产既可以由债权人提出，也可以由债务人提出。

就困境上市公司而言，这些公司要解决其困境，主要有以下选择：一是隐瞒企业真实信息，进行盈余管理行为，尽量推迟破产申请；二是进行庭外债务和解；三是申请正式破产。

那么，这些困境公司是否会选择正式破产呢？其选择与否的动机是什么？如果选择破产，是选择策略性破产还是选择非自愿性破产呢？其破产申请时机如何选择？依据新《企业破产法》第2条的规定，债务人不仅在已经发生破产原因时，而且在可能发生破产原因时就可以申请启动重整程序。挽救企业的时机大大提前，困境上市公司会在什么时候申请破产重整呢？怎么知道破产申请是早还是晚？是选择破产重整、破产和解、还是破产清算？各利益相关者又会如何抉择？什么样的企业有挽救价值？如何对其进行价值评估？上市公司破产选择的机会主义与效率各有多大？如何鉴别借重整之名行破产逃债之实？是否会出现滥用重整的现象呢？

如何解释和预测诸如此类的破产决策选择问题，是关系社会资源能否正确配置的重要课题，也是关系我国股票市场能否健康发展的重大问题。处于困境状态的上市公司如果能够及早提出破产申请，困境公司可以得到挽救。但是，如果管理层为了自己的利益隐瞒企业财务状况恶化的现实，将企业的破产重整无限期推迟，将造成资产的巨大损失。同样，不具有重整能力的上市公司滥用重整，有可能使重整成为恶意逃债之门，损害债权人的利益。在进入破产程序后，清算和重整的选择极其

关键，不论是有效率的企业被清算还是无挽救价值的企业被重整，都会进一步损害股东和债权人的利益，造成巨大的社会成本，导致社会资源的巨大浪费，使资源配置效率低下，证券市场资源优化配置功能失效。

正是基于上述基本认识，本书选择了上市公司破产选择行为及其效应这一问题作为研究主题。

1.2 研究目的和意义

本书研究的主要目的是：借鉴和吸收西方现有研究成果，对中国准破产上市公司^①的出路选择做一较为系统的理论分析，构建起中国上市公司破产选择的概念框架；分析与上市公司破产相关的各种选择行为，并对破产选择行为带来的效应进行理论分析及经验研究，以便给中国准破产上市公司及其利益相关者进行破产选择提供理论指导和现实依据，并对证券市场的监管、上市公司制度建设尤其是上市公司破产重整制度的建设和有效实施提供政策建议。

理论意义：国内围绕困境上市公司的理论研究主要集中在财务困境的预警，资产重组和股权结构的关系、资产重组的绩效、产生财务危机的原因以及 PT 和 ST 之后的生存方式等方面，对于上市公司处于困境后的出路研究得很少，更没有对准破产上市公司破产选择行为进行深入系统的研究。因此，本书通过对上市公司破产选择行为及其效应的研究，构建起中国上市公司破产选择的理论方法体系。这对于进一步完善财务困境理论、

^①准破产上市公司是指达到破产程序启动的法定条件的上市公司。具体的概念界定见 2.1 节。

行为财务理论、时机选择理论及资源配置理论具有重大意义。

现实意义：我国濒临破产的上市公司很多，这些公司的出路问题涉及到资源的配置效率及股东、投资者、债权人、政府、债务企业甚至是社会公众的利益。上市公司破产一直是中国证券市场的一个难题，新《企业破产法》刚刚公布实施，急需相关的指导性意见。因此，如果能够从效率的角度分析指导准破产上市公司进行破产选择，并提出有价值的政策建议，将有助于优化股票市场，提高上市公司质量，提高整个社会资源的有效配置。

1.3 文献综述

上市公司破产选择实际上就是陷入财务困境、濒临破产的上市公司解决困境的出路选择。当企业陷入财务困境时，管理者主要有以下选择：一是私下协商；二是申请破产保护；三是采用拖延和隐瞒策略。这中间还包括是否发动策略性破产、如果发动其破产申请的时机是什么。另外，如果进入破产程序，还面临着破产重整与破产清算的程序选择。在国内由于上市公司破产还是一个新生事物，围绕它的系统研究比较少，而国外针对它的研究却相当系统和深入。因此，本书搜索的文献以国外文献为主，伴有少量国内文献。

国外关于上市公司破产选择主要是破产时机的选择、破产程序的选择、破产方式的选择等，鉴于在破产选择时要考虑破产程序的效率、破产成本、代理成本等，故本书对国外文献按以上几点进行综述。