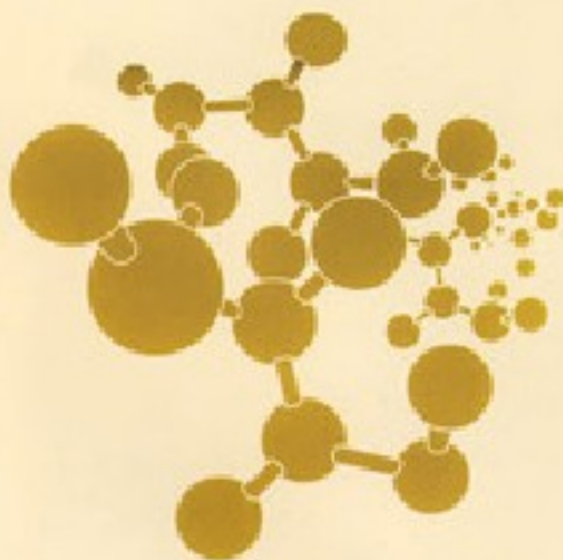


上市公司 财务困境研究

SHANGSHI GONGSI CAIWU
KUNJING YANJIU

赵国忠 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

上市公司财务困境研究

赵国忠 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

上市公司财务困境研究/赵国忠著. —北京:北京大学出版社,2009.9
ISBN 978 - 7 - 301 - 14249 - 3

I. 上… II. 赵… III. 上市公司 - 企业管理:财务管理 - 研究 - 中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 142306 号

书 名: 上市公司财务困境研究

著作责任者: 赵国忠 著

责任编辑: 何耀琴 陈佳波

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 14249 - 3/F · 2027

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者:

经 销 者: 新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 10.5 印张 181 千字

2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月第 1 次印刷

定 价: 25.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn



作者简介

赵国忠,博士,北京市经济管理职业学院会计系副主任、教授,学院学术委员会委员、中国注册会计师(CPA),北京“双高”(高级经济师和高级会计师)人才测评中心专家委员,北京市高等院校优秀中青年骨干教师,享受政府特殊津贴。在会计师事务所兼职8年,担任多家企业财务顾问。

主持创建了学院“会计实验室”,主持制订北京市教育委员会《北京市成人院校会计专业示范性教学计划》,合作制订教育部《管理会计课程教学基本要求》,主持的《深化高等职业教育,办好会计专业》课题荣获北京市政府优秀教育成果二等奖。

公开发表论文30余篇,编写教材和专著20余部,其中包括教育部普通高等教育“十一五”国家级规划教材——《会计报表编制与分析》,北京市教育委员会高等教育精品教材——《财务会计操作实务》和《财务管理实务》。



内容简介

随着我国资本市场的快速发展,上市公司质量日益受到重视。一些上市公司由于各种原因陷入财务困境。上市公司陷入财务困境不仅会使投资者、债权人遭受损失,还可能会影响经济和社会稳定。本书在原有上市公司财务困境研究的基础上,对上市公司财务困境的全过程进行了整体研究。

本书研究的主要内容是:(1)界定了财务困境的概念,确定了研究样本,对上市公司财务困境的特征进行了深入分析;(2)对上市公司财务困境的成因进行了分析;(3)主要采用多元判别分析和 Logistic 回归分析两种方法对财务困境进行了预测;(4)分析了上市公司财务困境的演化现状、过程和结果,并进行了典型案例分析,对被取消特别处理公司重组绩效进行了实证分析,提出了解决财务困境的对策。

本书的主要结论是:(1)公司发生财务困境的过程,包括困境预兆、困境发生和困境演化等;(2)导致公司陷入困境的两个内部因素——财务因素和治理结构因素的作用不同,财务因素是直接因素,治理结构因素是诱发财务困境的深层次因素;(3)财务困境发生前存在明显的困境特征,这种特征主要表现在财务和治理结构两个方面;(4)财务困境发生的可预测性;(5)财务困境演化的三个方向;(6)重组是解决财务困境的主要手段等。

本书的主要特色是:(1)对上市公司财务困境发生前、发生时和发生后的状况进行了整体研究,形成了较为完整的上市公司财务困境研究体系;(2)以困境事项为基础,采用“一体两翼”方式,初步建立了较为完整的上市公司财务困境的理论研究框架;(3)理论分析与实际案例剖析相结合;(4)横向对比与纵向对比相结合;(5)研究样本的时间跨度大、变量选择多。



序

随着我国资本市场的快速发展,一些上市公司由于各种原因陷入财务困境。上市公司陷入财务困境对公司的投资者、债权人、内部员工及其他相关利益者都会产生不同程度的影响,甚至可能会影响到经济和社会的稳定。因此,对上市公司财务困境的研究成为学术界研究的热点问题之一。

目前,对财务困境问题的研究尚未建立起比较完善的财务困境理论研究框架,这在一定程度上影响了对财务困境问题的深入研究。

本书是作者在其博士论文基础上修改完成的。作者以中国上市公司为研究对象,剖析了财务困境的成因,归纳了财务困境的特征,进行了财务困境的预测,分析了财务困境的演化,提出了解决财务困境的方法等,尝试建立起上市公司财务困境的理论研究框架。本书的主要特色与创新可以归纳为:

1. 本书不仅对上市公司财务困境发生前、发生时的问题进行了分析,而且对财务困境发生后的状况进行了研究,尝试建立上市公司财务困境理论研究框架。具体研究是以困境事项为基础,采用“一体两翼”方式,初步建立较为完整的上市公司财务困境理论研究框架。“一体两翼”是指以公司财务困境事项为主体,以财务困境发生前后为“两翼”。财务困境发生前主要研究财务困境概念的界定,财务困境原因的分析,财务困境特征的归纳以及财务困境的预测;在财务困境发生后,主要研究财务困境的演化趋势和解决困境对策。

2. 在研究方法上,能够做到理论分析与实证相结合、定性与定量相结合、典型案例与综合比较相结合、横向对比与纵向对比相结合。

尽管本书对中国上市公司财务困境问题的研究取得了一定成果,具有一定的理论意义和实践价值,但是仍然有些方面值得进一步研究,如上市公司财务困境的概念界定仍有待商榷等。

本书是一部较为全面研究上市公司财务困境问题的作品,它的出版会对进一步深入研究我国上市公司财务困境问题有积极作用。

吕长江

2008年8月

第1章 绪论	/1
1.1 研究背景和研究意义	/1
1.2 研究综述	/4
1.3 研究目的和研究内容	/6
1.4 研究方法和主要结论	/11
1.5 创新点与特色	/12
1.6 本书的结构安排和框架图	/13
第2章 上市公司财务困境特征研究	/15
2.1 财务困境含义界定	/16
2.2 数据来源及样本选择	/21
2.3 财务困境样本公司现状	/21
2.4 财务困境公司特征	/23
2.5 财务困境公司的特征分析	/39
2.6 本章小结	/49
第3章 上市公司财务困境的成因分析	/51
3.1 财务困境成因的基本分析	/52
3.2 导致公司陷入财务困境的内部因素具体分析	/58
3.3 本章小结	/70
第4章 上市公司财务困境预测分析	/71
4.1 文献综述	/72
4.2 上市公司财务困境财务分析	/81
4.3 本章小结	/89
第5章 上市公司财务困境演化与对策研究	/90
5.1 上市公司财务困境演化现状和过程分析	/91
5.2 个案研究	/105
5.3 被取消特别处理公司重组绩效研究设计	/113
5.4 被取消特别处理公司重组绩效实证分析	/122
5.5 本章小结	/127

第 6 章 研究结论及未来研究展望	/128
6.1 研究结论	/128
6.2 研究局限性与未来研究方向	/133
附录	/135
附录一:ST 公司样本与 NST 公司样本表	/135
附录二:四川长虹财务分析案例	/140
参考文献	/147
后记	/162



第 1 章

绪 论

纵观世界企业发展史,有一些企业长盛不衰,也有一些企业陷入财务困境,甚至破产。北京双合盛五星啤酒集团公司就是典型的一例。该公司曾经有过辉煌的历史。它始建于 1915 年,是中国第一家啤酒厂,该厂的产品 1937 年在巴拿马国际博览会上获奖,并且多次被国家有关部委评为优质产品,五星商标也成为北京市著名商标,新中国成立后五星啤酒厂拥有连续 40 年盈利的历史,并通过并购成为当时国内最大的啤酒集团,其主导产品五星啤酒被指定为国宴用酒,并且出口到多个国家。但是到 20 世纪 90 年代后期,由于管理不善,产品质量下降,公司背上巨额债务,陷入财务困境。是什么原因引发了企业陷入财务困境,企业如何能摆脱财务困境,这是亟待分析和解决的问题,也是本书研究和写作的出发点。

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

现代市场经济是建立在法制基础上的信用经济,资本市场是现代市场经济的重要组成部分。近年来中国资本市场发展速度之快令人瞩目。1997 年年底上市公司数量达 745 家,总市值为 1.75 万亿元,证券化率(上市公司股票市值/国民生产总值)达到 23.44%;1998 年之后,上市公司的数量和规模更以前所未有的速度发展,截至 2007 年年底,上市公司总数量达到 1550 家,总市值达 32.71 万亿元,证券化率达 140%。上市公司成为中国经济运行中最具发展优势的群体,是资本市场投资价值的源泉。提高上市公司质量,是夯实资本市场基础,是充分发挥资本市场优化资源配置

功能的关键。^①

在发达国家,破产(bankruptcy 或 failure)企业数量常常被看做是衡量一个国家经济运行是否稳定的指标。近年来,在世界范围内出现了破产企业数量多、破产面广的趋势,甚至一些大型公司也无法幸免。企业破产会带来一系列的经济和社会问题,因而如何在企业破产之前预警并采取相应的措施是各国学者们研究的重点。早在1929年,伴随着严重的世界经济危机,美国就开始对破产企业的财务状况进行定量分析,以期提前对企业陷入财务困境发出预警。自20世纪60年代起,西方国家掀起了企业财务困境预测研究的高潮。经过几十年的发展,财务困境预测不仅在理论上形成了一套系统的研究方法,而且在政府外部监管、银行商业贷款评估、企业内部控制和投资者投资决策等领域得到广泛的应用。

中国市场经济体制的建立和资本市场的发展历史较短,证券法规体系不健全以及破产机制不完善,财务预警研究的起步较晚。直到20世纪90年代初我国才出现对企业困境的预警研究。1990年,国家自然科学基金委员会支持余廉等人从事企业预警研究,并于1999年出版了企业预警管理丛书。1999年国内学者开始对企业财务困境进行实证研究。如陈静(1999)在《会计研究》上发表的《上市公司财务恶化预测的实证分析》一文,是国内最早采用实证分析方法研究中国上市公司财务困境的文献。随着中国经济的快速发展,对企业困境问题的研究受到越来越多人的关注,而大家关注的焦点又都集中在中国的上市公司。这主要是因为一方面上市公司在国民经济中占有重要地位,另一方面上市公司要严格执行规范的信息披露制度,定期公布财务报告,研究者所得到的财务数据较为准确和可靠。

上市公司是资本市场发展的基础,其行为的规范和业绩的好坏直接决定了资本市场的兴衰。十多年来,尽管中国资本市场发展很快,但是受体制、机制、环境等因素影响,相当一批上市公司法人治理结构不完善、运作不规范、质量不高,这制约了资本市场的健康稳定发展。特别是一批长期业绩不佳的ST公司为了避免暂停或退市,不惜利用改变会计政策、增加关联交易的办法来粉饰财务报表,操纵利润。因此,需要通过对企业财务状况的分析,建立上市公司财务困境的预警系统。

^① 中国证券监督委员会,“中国资本市场发展报告(摘要)”,《证券日报》,2008年1月25日。

自1998年上海证券交易所和深圳证券交易所对上市公司状况异常期间的特别处理做出规定以来,一批因为财务状况异常或其他状况异常而被特别处理(ST)或退市风险警示处理(*ST)的公司构成了我国证券市场中的一类特殊群体,并且ST类公司在我国上市公司总量中仍然占据着一定的比重。加强对这类处于困境阶段公司的监控不仅有助于投资者和债权人的投资决策,而且对于保持我国证券市场的健康发展也有着积极的意义。

与西方发达国家完善的市场退出机制相比较,我国证券市场退出机制和条件还不完备。在市场退出机制还不能完全发挥作用的情况下,我们必须对证券市场中的困境公司给予更多的关注。

1.1.2 研究意义

随着全球经济一体化进程的加快,企业间的竞争日趋激烈。竞争失败的企业往往会陷入财务困境,这不仅会给企业投资者、债权人以及其他企业相关利益者带来经济损失,而且会影响社会稳定。找到上市公司陷入财务困境的原因,及时准确地预测其将来是否会陷入财务困境,以及发生财务困境后如何采取有效措施摆脱困境都是亟待解决的问题。

由于中国实行市场经济时间短,企业发展迅速,所以企业管理较薄弱。为了提高中国企业的抗风险能力,减少财务困境带来的损失,进行企业预警管理系统的研究意义重大。

企业的财务困境的发生是有规律可循的,发生财务困境的企业往往有先兆,所以财务困境是可以预测的。寻找企业发生财务困境的规律,通过构造适合中国上市公司财务困境的预测模型获得上市公司财务状况出现严重恶化的预警信号,不论对于投资者、债权人、经营者,还是监管者都有重大的意义。通过这样的预警,借贷者可以避免贷款的高风险,投资者可以在股票价格下跌前获得财务风险的警示,监管者可以对财务状况恶化的企业加强监管,这有利于证券市场的规范 and 健康发展。因此建立有效的企业财务困境预测模型,无论在理论上还是在实务上都有着重要的意义。具体来说,财务困境研究意义主要表现在以下几个方面:

1. 有助于投资者的投资决策

当公司陷入财务困境时,股票的投资价值会大幅度减少。因此,如果投资者能够事前获取公司财务状况变化信息,提前预知上市公司是否会陷入财务困境,就能及时采取措施,避免损失。

2. 有助于债权人对债权安全性进行评估

不良贷款的增加是银行经营的主要风险,而造成不良贷款发生的主要原因是企业陷入财务困境。当企业陷入财务困境时,银行等金融机构和其他债权人将面临无法全额收回债权、增加呆账坏账的危险。财务困境预测有助于债权人事前预知债务公司是否会陷入财务困境,判断其是否具备偿债能力,从而提前采取相应的措施,避免或减少损失。根据对企业财务困境的预测,银行可以一方面加大现有债权的清收力度,避免贷款损失;另一方面可以利用预测结果判定是否贷款,或制定更为科学的贷款条件、控制贷款额度等。债券持有人则可以根据预测结果了解所投资公司偿还本金、支付利息的能力。

3. 有助于公司间的业务合作决策

现代企业都是处在产业链中的某个环节,它需要与其他公司发生材料供应和产品销售等业务往来。一旦合作链条上的某个环节发生问题,就会产生一系列连锁反应。因此,通过预测能够事先获得业务合作公司财务状况变化的信息,有助于帮助合作者做出是否合作或继续合作的决策,避免由于合作企业陷入财务困境对本企业产生的不良影响。

4. 有助于上市公司改善经营管理

有效的财务困境预测有助于上市公司发现经济管理中存在的主要问题,及时调整经营及财务政策,避免或延缓财务困境的发生,减少财务困境所带来的成本。

5. 有助于监管部门加强监管

目前,监管机构对上市公司实施的特别处理制度,属于事后监管范畴,即上市公司财务状况恶化后才被特别处理,具有一定的滞后性。通过财务困境预测,监管部门可以利用上市公司多年财务状况的变化进行事前监控,对于出现财务困境征兆的上市公司给予更多的关注,从而实现事前监管。

1.2 研究综述

1.2.1 财务困境界定

如何界定财务困境是进行财务困境研究需要考虑的首要问题,学术界

对此有多种不同的定义方法。国外绝大多数的研究将企业提出破产申请的行为作为确定企业进入财务困境的标志(Altman, 1968; Ohlson, 1971; Zmijewski, 1984),也有部分研究(Beaver, 1966)认为财务困境不应仅仅界定为企业破产,还应包括债券不偿付、银行透支、不能支付优先股等。

我国在财务困境方面的研究起步较晚,尚没有对财务困境进行一个准确的定义。由于破产法实施时间较短,破产公司的财务报表数据很难获得,所以绝大多数对财务困境研究都以上市公司作为研究对象。大部分研究将财务困境界定为财务状况异常而被“特别处理”(陈静, 1999; 张玲、陈晓和吴世农, 2001)。随着研究的不断深入,我国绝大多数学者以企业盈利能力受到实质性的削弱,并伴随着持续亏损的状态而被特别处理作为界定财务困境的标志。

1.2.2 样本选择

财务困境研究中样本的确定主要涉及如何确定陷入财务困境公司的样本组,如何确定作为配对公司的样本组,以及设计控制因素、分配样本数量等问题。国内外大部分的实证研究都采用一一配对抽样,即困境公司样本组和正常公司样本组包含相等的研究个体。控制因素主要考虑会计年度、行业和资产规模(Altman, 1968)等。

国内外学者大部分认为公司陷入财务困境的原因主要包括内部原因和外部原因,财务原因和非财务原因。如 John Argenti(1976)总结的导致企业失败的八项原因; Dun Bradstreet(1980, 1993)的问卷调查研究等,都说明了财务困境的原因。

1.2.3 预测变量与计量方法的选择

财务困境预测理论基础比较薄弱,缺乏一套能够进行准确困境预测的有强大理论支持的预测变量体系。研究者主要是根据自身经验选择判断财务困境公司财务状况恶化的指标,并将其作为实证研究的备选预测变量组,再通过大量的统计检验筛选出在模型中相对比较显著的变量,寻求判别率比较高的判别模型(Altman, 1968; 陈晓和陈治鸿, 2000)。通常使用财务比率作为预测变量。近年来,越来越多的学者尝试在财务危机预警指标系统中加入公司治理结构等非财务指标,来完善财务预警机制。

在财务困境预测的研究中,具体运用的方法有很多:回归分析法(regression analysis)、判别分析法(discriminant analysis)、条件概率分析法

(logit/probit analysis)和人工神经网络(artificial neural network, ANN)等。而在这些方法之中,判别分析法是财务困境预测分析中运用最多的一种方法,其次为逻辑回归方法,两者都是研究方法中的主流方法。

Fitzpatrick(1932)最早使用一元判别分析法研究财务困境问题。Beaver(1966)提出了单变量判定模型,Altman(1968)提出了多元Z值模型等。国内学者陈静(1999)使用Beaver(1966)和Altman(1968)的模型;吴世农、卢贤义(2001)应用单变量判定、多元线性判别和多元逻辑回归方法;姜秀华、孙铮(2001)运用主成分分析方法和Logit模型研究了企业治理的弱化同企业财务困境之间的作用关系等。

由上可见,选择预测变量和计量方法要视研究样本具体情况而定,目前还难以断言哪一种是最恰当有效的研究方法。

以上只是对国内外财务困境研究简要综述,详细内容见各章。

1.3 研究目的和研究内容

1.3.1 研究目的

保持持续经营的能力是公司生存和发展的必要条件,公司持续经营能力强弱是界定财务困境的基础,而公司财务状况的好坏是反映持续经营能力强弱的重要标志。企业财务状况反映的是企业针对现实或可能的财务风险而保持持续经营的能力,这种能力表现为有多大的可能性保持企业持续经营(吕长江、赵岩,2004)。财务状况恶化将使公司陷入财务困境,但是公司陷入财务困境是一个过程,包括困境征兆(财务状况欠佳),困境表现(发生),以及困境演化等环节。国内外学者大量的研究成果确实能够较为准确地预测出上市公司是否陷入财务困境,但是预测财务困境仅仅是进行财务困境研究的开始,公司财务困境演化方面的研究是进行财务困境研究的延续。大量陷入财务困境公司的“脱困”或持续恶化直至“退市”(甚至可能发生破产)的事例使我们进一步关注财务困境公司财务状况的变化。

本书的研究目的在于分析公司在发生财务困境过程中(即困境预兆、困境表现、困境演化)所体现出来的特征和原因,探寻企业陷入困境以及摆脱困境的影响因素,发现困境企业发展中存在的问题,形成一个对财务困

境周期性变化规律的认识,以期利于利益相关人在企业陷入财务困境前利用上市公司的财务数据,采用有效方法对上市公司财务困境进行预测,揭示潜在的风险并及时采取有效的防范风险的措施,避免或化解可能出现的财务困境,以降低企业投资者、债权人以及其他的利益相关人的经济损失,同时也可以为监管者加强监管提供一些值得借鉴的理论和实证资料。

1.3.2 研究的内容

上市公司财务困境理论的研究涉及面较广,主要包括财务困境概念的界定、产生原因的剖析、预测方法的选择、产生财务困境的成本计量、财务困境有关公告所引起的市场反应、财务困境的演化和解困对策等。但目前对于上市公司财务困境的研究主要集中在上市公司财务困境的成因、产生财务困境的成本计量、财务困境有关公告所引起的市场反应和预测等方面,即主要集中在对发生财务困境前或发生财务困境时的研究,较少涉及发生财务困境后的研究,从而未形成一个广泛公认的财务困境理论体系。

针对目前上市公司财务困境研究存在的不足,本书以上市公司为研究对象,分析公司发生财务困境过程中(即困境预兆、困境表现、困境演化)所体现出来的特征和原因,探寻企业陷入困境以及摆脱困境的影响因素,发现困境企业发展中存在的问题,形成一个对财务困境周期性变化规律的认识。

1. 上市公司财务困境概念的研究

对上市公司财务困境概念的研究,主要的目的是在对财务困境概念界定清楚的基础上,确定本书的研究范围和对象,为进一步研究上市公司财务困境打下基础。本书将首次亏损公司界定为具有财务困境征兆公司,连续两年亏损的公司界定为陷入财务困境公司。这些情况的出现说明公司的财务状况已经不稳定,可以认定它们的盈利能力已经受到实质削弱。本书以上市公司作为研究对象,将公司因财务状况异常而被特别处理(ST)作为企业陷入财务困境的标志。这不仅符合中国的实际情况,而且与国内大部分研究保持一致,便于相互比较。

2. 运用财务因素和非财务因素进行上市公司陷入财务困境前的研究

从财务和非财务两个方面分析了上市公司财务困境的内涵、剖析了财务困境形成的原因,归纳了财务困境的特征,选择了有效预测财务困境的方法,初步建立了上市公司陷入财务困境前的研究体系。

3. 对上市公司陷入财务困境后的状况进行分类研究

将上市公司陷入财务困境后的变化情况进行分类,分为财务状况好转、财务状况没有明显改善和财务状况进一步恶化三类,所对应的公司分别为“摘帽”公司、“尚未摘帽”公司和“暂停上市或终止上市”公司。总结出各类公司财务状况变化的特征和原因,确定财务困境演化的研究结果。

4. 运用重组理论,提出有效解决财务困境的对策

通过对财务状况好转的“摘帽”公司连续追踪和对这类公司财务状况变化的特征和原因进行深入分析,提出重组是目前解决财务困境最具体有效的对策。

本书采用理论分析与实际案例剖析相结合、横向对比与纵向对比相结合的方法对上市公司财务困境发生前、发生时和发生后的状况进行了整体研究,形成了较为完整的上市公司财务困境研究体系。

1.3.3 研究应用的理论体系

研究财务困境应用的理论众多,本书主要涉及的理论包括:经济周期理论、内部控制理论、现金流量理论、过度负债理论和代理成本理论等。

1. 经济周期理论

经济周期是指总体经济活动的扩张和收缩交替反复出现的过程。经济周期一般是由繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段组成。企业的生产经营活动会受到经济周期波动的影响,经济衰退阶段通常表现为:投资与消费者需求下降,企业利润大幅度减少。在这个阶段,容易引起企业财务危机。

2. 内部控制理论

1992年,COSO(Committee of Sponsoring Organization of The Treadway Commission)委员会发布报告《内部控制—整体框架》,即《COSO报告》,该报告具有广泛的适用性。1996年美国注册会计师协会发布《审计准则公告第78号》(SAS 78),将内部控制定义为:内部控制是由企业董事会、管理层和其他员工实施的,为营运的效率效果、财务报告的可靠性、相关法令的遵循性等目标的达成提供合理保证的过程。其构成要素包括控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和监督。中国《内部会计控制基本规范》定义的内部控制为:内部控制是指单位为了保证各项业务活动的有效进行、确保资产的安全完整、防止欺诈和舞弊行为、实现经营管理目标等而制定和实施的一系列具有控制职能的方法、措施和程序。由此可见,内部控制旨在完善内部控制环境,优化内部控制要素,加强控制活动与信息沟通,强

调风险评估和监督,改善公司经营状况。内部控制的有效与否直接关系到一个企业的兴衰成败。

3. 现金流量理论

现金流量的重要性与会计发展史上人们对企业偿债能力的关注有直接关系。在 20 世纪 70 年代初期,人们开始高度重视企业的短期资产以及短期债务。因为管理者和投资者认为,在企业中短期资产和短期债务的流动性最大,真正可以供企业周转使用的资本是营运资金(流动资产 - 流动负债)。如果营运资金满足不了企业日常周转的需要,企业正常的经营活动就要受到影响。因此,这一时期很多国家要求企业在财务报告中揭示营运资金的来源与运用情况。然而几十年后,人们从企业的财务活动实践中了解到,一些企业有盈利且有充足的营运资金,但却破产了。经分析发现是由于这些企业的净现金流量(现金流入 - 现金流出)是负值,企业没有足够的现金偿债,才导致破产。因为虽然营运资金充足,但大部分是流动性和变现能力较差的应收账款和存货。流动性不足成为导致企业破产的主要原因之一,因此现金管理的重点在于对流动性进行管理。

Blum(1974)是第一个为企业的失败预测研究建立理论框架的人,他的研究首次为财务困境的预测建立了一套理论基础,此后的研究人员在对变量的选取上,多采用测试各种比率的有效性的方法。Blum 所构建的“现金流量模型”,以现金流量理论为指导理论,把企业看做流动性资产的蓄水池(pool),以流动性(liquidity)、获利性(profitability)和变异性(variability)三类指标来建立模型。他认为,公司债券到期未支付、进入破产程序、债权人同意减少负债的状况就是财务困境。根据这种理论,对企业生存的观察重点就是要维持“蓄水池”流入与流出的某种比率。

4. 过度负债理论

Irving Fisher(1933)发展了由 Veblen(1904)和 Hawtrey(1926)提出的债务—通货紧缩理论,该理论认为金融危机是周期性的造成过度负债状态,并引起债务—通货紧缩过程的一些金融事件。Fisher 认为,一些外生事件引起了经济的扩张过程,因为这些外生事件为经济的关键部门提供了新的盈利机会,使得这些部门投资增加,也诱发了为获得资本利得而进行的投机。这个过程主要是通过债务融资的,其中最重要的途径是银行贷款。

5. 代理成本理论

Micheal Jensen 和 William H. Meekling(1976)在《企业理论:管理行