

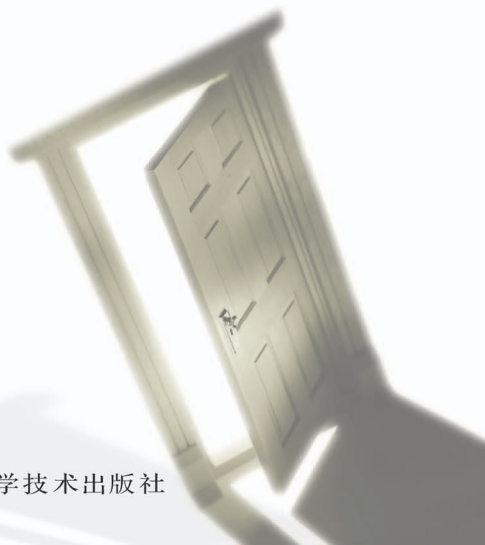
我国财务困境公司

赵丽琼
著

河北省社会科学基金项目

脱困行为研究

WOGUO CAIWU KUNJING GONGSI
TUOKUN XINGWEI YANJIU



河北科学技术出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国财务困境公司脱困行为研究 / 赵丽琼著. ——石家庄: 河北科学技术出版社, 2010. 8
ISBN 978-7-5375-4087-2

I. ①我… II. ①赵… III. ①上市公司—企业管理: 财务管理—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 144794 号

我国财务困境公司脱困行为研究

赵丽琼 主编

出版发行	河北科学技术出版社
地 址	石家庄市友谊北大街 330 号 (邮编: 050061)
印 刷	河北师范大学印刷厂
开 本	
印 张	
字 数	
版 次	2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷
定 价	元

前 言

国内学术界对财务困境公司脱困行为的研究几乎是处于空白状态，本书在借鉴国外研究的基础上，对我国财务困境公司为了摆脱困境在重组频率、重组时机及重组方式选择方面进行系统分析，同时进一步对脱离困境公司摘帽公告的市场反应及重组摘帽的长期绩效进行研究，为规范上市公司资产重组行为，提高资产重组效率及制定更严格的 ST 公司摘帽判断标准、加强上市公司破产或重整的立法研究和实施进度提供政策性建议。

研究的改进与创新工作如下：

第一，结合我国财务困境公司面临的市场与制度背景，提出目前亟须研究的课题，财务困境公司重组—市场反应—长期绩效，构建了一个较为完整的研究我国财务困境公司脱困行为的新框架。

第二，在我国特殊的制度背景下，通过对 ST 公司所进行的重组战略分析，发现摘帽公司比没有摘帽公司更积极、更多地采纳了有前景的、扩张的和聚焦在外部市场的兼并收购战略，而没有摘帽公司则忙于剥离、置换等激进战略。Logit 回归分析表明采取兼并收购战略有助于其摘掉 ST 的帽子，而采取资产剥离、资产置换等战略并没有增加其摘帽的几率，同时，负债程度对于 ST 公司的摘帽产生一定的负面影响。

第三，运用超额收益法发现投资者无论对整体样本还是对于按照年度、行业、交易所进行划分的各细分样本均做出了积极的反应。同时在控制了公司规模、资产负债率、流通股比例等因素

之后，运用多元回归法进行分析，也表明样本公司在不同摘帽年度、不同行业、不同交易所的系数均为正的，而且在 1%、5% 或 10% 水平显著，说明投资者对摘帽这一事件均做出了积极的反应，摘帽被广大投资者看好，ST 公司摘帽能够增加股东的短期财富效应。

第四，运用会计研究法和长期事件研究法分析摆脱困境公司重组（摘帽）前后的长期绩效，发现无论采用哪种方法，其长期绩效均不理想。会计研究法结果表明，这些 ST 公司在重组当年业绩有较明显提高，从盈利能力上看经过重组达到了摘帽的要求，摘掉了 ST 的帽子，但实际上在重组摘帽后资金严重不足，没有持续发展能力，从长期看其业绩并没有真正提高；长期事件研究法表明，重组（摘帽）当月长期持有超额收益为正（3.86%），且在 1% 水平显著，这可能是受到重组（摘帽）公告的影响，公司股票在公告当月有良好的表现，重组（摘帽）公告后持有公司股票的长期持有超额收益呈下降趋势，重组（摘帽）的三年内股东财富水平下降了 2.32%（均值）。因此，从长期来看重组（摘帽）并没有给股东创造价值。

第五，建立 Logit 回归模型，详细分析了财务困境公司的治理结构特征对其重组摘帽的影响。研究发现：①在股权结构方面，股权集中度较大，或者说第一大股东持股比例较高的公司越有可能摘帽，因为这些大股东有能力也有动力积极应对困境，从而使公司有可能尽快摆脱困境；控股股东为国有股时也有利于公司尽快摆脱困境，这是因为银行对处于困境的国有控股公司往往遵从上级政府的指令，以维持就业和社会稳定，谈判成功的概率要远远高于非国有企业，供应商更情愿继续提供信用，顾客也更不可能担心各种明确的或者隐含的质量保证难以兑现而不再购买公司产品。因而，这些公司失去的市场份额与利润较少 [廖冠民、陈燕（2007）]，从而也就更可能恢复；保持一定程度的股权

集中，同时构建大股东多元化、股权制衡的治理机制，有助于困境公司尽快恢复。②在董事会特征方面，董事会中外部董事比例较高的公司更可能摘帽，因为外部董事能够提供技能、使用资本的权利和其他影响公司生存能力的重要资源，也能更好地监控高级管理人员，从而使公司脱离困境；具有适中的董事会规模的公司更容易摘帽，因为适中的董事会规模可以避免大规模董事会的反应迟缓及协调问题，也能收到比小规模董事会更多有益的建议，更有利于公司从困境中走出来；当 CEO 也担任董事会主席时公司更可能摘帽，这是因为这种决策与执行合二为一的领导结构可以保证公司对于危机情形迅速作出反应，从而使公司尽快摆脱困境；TMT 规模较大的公司更可能摘帽，这是由于大规模的 TMT 能够带来更多信息，作出更多关键决策，从而公司也就更可能恢复。③在高管激励方面，高级管理人员持股比例较高的公司更可能摘帽，这是因为高级管理人员持股将使他们的利益与公司利益一致起来，在公司陷入困境时更有动力采取积极措施，从而使公司脱离困境；高管年薪较高的公司更可能摘帽，这是因为较高年薪使得高级管理人员更关心公司的利益，在公司陷入困境时就会积极采取有力措施，使公司尽快脱离困境。另外，负债程度对于公司恢复也有一定程度的影响。

目 录

第一章 绪论	(1)
1.1 财务困境的界定	(1)
1.1.1 国外研究者的观点	(1)
1.1.2 国内研究者的观点	(2)
1.1.3 本书采纳的财务困境标准	(2)
1.2 研究背景与问题的提出	(3)
1.2.1 研究背景	(3)
1.2.2 问题的提出	(9)
1.3 研究内容及框架结构	(22)
1.4 研究的改进与创新	(24)
第二章 财务困境相关文献综述	(28)
2.1 国外相关财务困境研究	(28)
2.1.1 对困境公司的破产预测研究	(28)
2.1.2 对困境公司的估值研究	(29)
2.1.3 上市公司困境公告的市场反应研究	(30)
2.1.4 财务困境和公司业绩之间的关系研究	(31)
2.1.5 财务困境和重组	(32)
2.1.6 财务困境与公司治理研究	(33)
2.2 国内相关财务困境研究	(34)

2.2.1	财务困境的预测研究·····	(35)
2.2.2	财务困境与公司业绩之间的关系研究·····	(35)
2.2.3	财务困境与重组·····	(36)
2.3	国内外关于财务困境研究对我们的启示·····	(37)
第三章	财务困境公司破产与重组的选择机制 ·····	(39)
3.1	引言·····	(39)
3.2	破产还是重组——选择机制的理论分析·····	(42)
3.2.1	从债权人角度解析企业的破产与重组·····	(42)
3.2.2	股东与债权人之间的利益均衡·····	(51)
3.3	本章小结·····	(56)
第四章	财务困境公司重组的理论基础 ·····	(58)
4.1	公司重组理论·····	(58)
4.1.1	效率理论·····	(58)
4.1.2	信息信号理论·····	(65)
4.1.3	代理问题和管理主义理论·····	(66)
4.1.4	自由现金流量假说·····	(68)
4.1.5	其他理论·····	(69)
4.1.6	对以上理论的简要评价·····	(70)
4.2	我国上市公司重组历史回顾·····	(72)
4.2.1	启动阶段(1993 至 1996 年末) ·····	(72)
4.2.2	探索与分化阶段(1997 年至 1999 年) ·····	(74)
4.2.3	强化管制阶段(1999 年末至 2002 年) ·····	(78)
4.2.4	在规范中发展阶段(2002 年 9 月至今) ·····	(80)
4.3	本书重组内涵的界定·····	(83)
4.3.1	公司重组的内涵·····	(83)

4.3.2	公司重组的分类·····	(85)
4.3.3	本书重组的内涵与分类的界定·····	(86)
4.4	本章小结·····	(87)
第五章 我国财务困境公司重组战略研究 ·····		(88)
5.1	重组对公司价值的影响·····	(88)
5.1.1	股权收购对公司价值的影响·····	(88)
5.1.2	兼并收购对公司价值的影响·····	(89)
5.1.3	资产剥离对公司价值的影响·····	(90)
5.1.4	资产置换对公司价值的影响·····	(90)
5.1.5	债务重组对公司价值的影响·····	(91)
5.2	文献回顾·····	(91)
5.3	实证分析·····	(92)
5.3.1	样本选取·····	(92)
5.3.2	研究假设·····	(94)
5.3.3	Logit 回归分析 ·····	(94)
5.4	本章小结·····	(99)
第六章 我国财务困境公司重组摘帽公告的短期效应研究 ·····		(101)
6.1	文献回顾 ·····	(101)
6.2	研究方法 ·····	(102)
6.2.1	短期事件研究法 ·····	(102)
6.2.2	多元线性回归法 ·····	(103)
6.3	样本和数据的选取 ·····	(103)
6.4	实证分析 ·····	(105)
6.4.1	样本公司特征 ·····	(105)

6.4.2 整体样本摘帽公告的短期效应分析	(106)
6.4.3 细分样本摘帽公告的短期效应分析	(109)
6.4.4 多元回归分析	(112)
6.5 本章小结	(115)

第七章 我国财务困境公司重组摘帽前后长期绩效研究

.....	(116)
7.1 文献回顾	(116)
7.1.1 基于长期事件研究法的相关文献	(116)
7.1.2 基于会计研究法的相关文献	(118)
7.2 样本和数据的选取	(119)
7.3 研究方法	(121)
7.3.1 长期事件研究法	(121)
7.3.2 会计研究法	(122)
7.4 实证分析	(124)
7.4.1 会计研究法结果分析	(124)
7.4.2 长期事件研究法结果分析	(130)
7.5 本章小结	(133)

第八章 公司治理因素对财务困境公司重组摘帽的影响

.....	(134)
8.1 引言	(134)
8.2 理论分析与研究假设	(135)
8.2.1 股权结构	(135)
8.2.2 董事会特征	(137)
8.2.3 高管激励	(141)
8.3 实证分析	(143)

8.3.1	样本选取	(143)
8.3.2	变量定义	(144)
8.3.3	变量描述性统计	(145)
8.3.4	Logit 回归分析	(147)
8.4	进一步分析	(152)
8.4.1	关于 CEO 双重性问题	(152)
8.4.2	关于董事会问题	(153)
8.4.3	关于高层管理队伍(TMT)问题	(153)
8.5	研究结论	(153)
第九章	研究结论及政策性建议	(156)
9.1	研究结论	(156)
9.1.1	财务困境公司的重组战略	(156)
9.1.2	财务困境公司重组摘帽公告的短期效应	(157)
9.1.3	财务困境公司重组摘帽前后的长期绩效	(157)
9.1.4	公司治理对财务困境公司重组摘帽的影响	(158)
9.2	政策性建议	(159)
9.2.1	规范上市公司的资产重组行为,提高资产重组的效率	(159)
9.2.2	对于 ST 公司能否摘帽应制定更严格的判断标准	(159)
9.2.3	加强上市公司破产或重整的立法研究和实施进度	(160)
9.2.4	完善公司治理方面的法律法规,逐步建立有效的内部治理机制	(160)
9.3	本书研究的局限性及进一步研究的问题	(161)

参考文献..... (162)

附录..... (190)

 1. 相关法律法规 (190)

 2. 2003—2007 年 ST 公司情况 (235)

后记..... (290)

第一章 绪论

1.1 财务困境的界定

从财务困境相关研究文献来看，由于不同研究人员对财务困境的研究重点不同，采用的研究方法不同以及所处的研究环境不同，对财务困境概念有不同的界定与解释。

1.1.1 国外研究者的观点

在 Beaver (1966) 的研究中，79 家财务困境公司包括 59 家破产公司、16 家拖欠优先股股利公司和 3 家拖欠债务的公司。由此可见，Beaver 把破产、拖欠优先股股利、拖欠债务界定为财务困境。Altman (1968) 定义的财务困境是“进入法定破产的企业”。Deakin (1972) 则认为财务困境公司“仅包括已经破产、无力偿还债务或为债权人利益而已经进行清算的公司”。Carmichael (1972) 认为财务困境是企业履行义务时受阻，具体表现为流动性不足、权益不足、债务拖欠及流动资金不足四种形式。Froster (1986) 将财务困境定义为“除非对经济实体的经营或结构实行大规模重组否则就无法解决的严重变现问题”。Ross 等 (1999) 则认为可以从四个方面定义企业的财务困境：第一，企业失败，即企业清算后仍无法支付债权人的债务；第二，法定破产，即企业或债权人向法院申请企业破产；第三，技术破产，即企业无法按期履行债务合约付息还本；第四，会计破产，即企业的账面净资产出现负数，资不抵债。

1.1.2 国内研究者的观点

谷祺和刘淑莲（1999）将财务困境定义为“企业无力支付到期债务或费用的一种经济现象，包括从资金管理技术性失败到破产以及处于两者之间的各种情况。由于资金管理技术性失败而引发的支付能力不足，通常是暂时的和比较次要的困难，一般可以采取一定的措施加以补救，如通过协商，求得债权人让步，延长偿债期限，或通过资产抵押等借新债还旧债”。陈静（1999）、张玲（2000）、陈晓（2000）、吴世农（2001）等一般将上市公司被特别处理（ST），特别是因为财务状况异常而被特别处理作为陷入财务困境的标志。

1.1.3 本书采纳的财务困境标准

纵观大多数西方财务困境实证研究，界定“财务困境”的标准往往都集中在流动性较差、无力支付债务、破产这几条中，尤其是申请破产和破产清算，因此财务困境研究常被称为破产研究。我国1986年的《中华人民共和国破产法（试行）》适用于全民所有制企业，第一章第三条对破产进行界定，“企业因经营管理不善造成严重亏损，不能清偿到期债务的，依照本法规定宣告破产”。2007年6月1日起开始实行的新《破产法》将适用范围从全民所有制企业扩大到了所有类型的企业，包括上市公司。亦即如果上市公司符合破产条件，也要破产。我国对破产和清算的定义也类似于国外的标准。然而，我们的证券市场尚无一家上市公司被破产清算，以破产为标准的研究是不可能的。

而我国证券市场被特别处理（ST）的股票大多是由于“最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值或每股净资产低于股票面值”使然，“ST”政策基本上是基于财务指标方面；其次，“ST”是一个客观发生的事件，有很高的可度量性；最

后，从摆脱“ST”的公司来看，大部分公司是通过大规模的资产重组才能“摘帽”。这说明，“ST”公司确实一定程度上陷入了财务危机之中。因此，本文按照国内研究惯例以上市公司因财务状况异常而被特别处理作为陷入财务困境的标志。

1.2 研究背景与问题提出

1.2.1 研究背景

1998年，中国股市迎来了她正式诞生8周岁的生日。8年的中国股市，走过了西方国家股市几十年，甚至上百年的历程。也许就是由于走得太匆匆，中国股市遗留了太多的所谓“问题”，比如说，股份制改造走过场或者说不彻底，国家股、国有法人股暂不上市，过度包装上市等等。也许就是由于这太多的“问题”，在中国经济加速开放的年代，在金融危机此起彼伏的时期，伴随着国内经济“软着陆”之后的续软，导致了一部分上市公司的经营面临严重的困难，不是连续两个会计年度亏损，就是资不抵债。这些上市公司异常的财务状况，往往会引起公司股票价格在二级市场上异常波动，突然10%涨停，或突然10%跌停。对于那些接近内幕机构或炒手来说，他们比较容易控制风险，掌握主动。但是，由于中国证券市场是一个以中小股民群体为绝对基础的股市，而这类投资者不太了解公司的实际情况，也难以判断公司的前景，主要跟随所谓“消息”来做交易，股价的突然剧烈异动极有可能会损害他们的权益。为了稳定繁荣股市、保护中小投资者的投资利益，1998年3月，中国股市的管理层引进了一种监管制度——“ST制度”，对状况异常的上市公司实施特别处理，予以特别的监管，以控制这类公司股价的异动，并保护广大投资者的利益。

所谓“ST”是特别处理的英文“special treatment”的缩

写。1998年3月16日,中国证券监督管理委员会以“部门规章”类别的形式发布了《关于上市公司状况异常期间的股票特别处理方式的通知》。在该通知中,中国证券监督管理委员会要求上海证券交易所和深圳证券交易所,根据证券交易所股票上市规则的规定,应对状况异常的上市公司股票交易实行特别处理。特别处理的具体内容是:在指定的报刊上刊登特别处理公告;股票价格的日涨跌幅限定在5%以内;在股票前添加“ST”标志;在指定报刊中另设专栏刊登特别处理股票的每日行情;中期报告必须经过审计。这种特别处理的情形有两种:一是财务状况异常,包括近两个会计年度净利润为负值;近一个会计年度净资产低于面值。二是其他状况异常,具体包括以下五种情况:重大灾害事故导致重大损失,3个月不能恢复的;涉及重大诉讼或仲裁或涉及赔偿金额超过净资产的;主要账号冻结的;其他异常,董事会认为必要的;已被暂停上市,整顿期后恢复上市的。事实上,上交所和深交所在1997年就已颁布了基本统一的《证券交易所股票上市规则》,并自1998年1月1日正式实施。在《股票上市规则》中,专门有一章就特别处理问题作出了详细规定,那就是第九章《上市公司状况异常期间的特别处理》。其中,第一节就特别处理的基本原则进行了规定。第一条9.1.1指出:“当上市公司出现财务状况、其他状况异常,导致投资者对该公司前景难以判定,可能损害投资者权益的情形,本所将对其股票交易实行特别处理。”第二条9.1.2中对“特别处理”予以了明确的解释:本章所称特别是指:(一)对该公司在本所挂牌上市的股票及其衍生品种的交易行情另板公布,以明显区别于其他股票;(二)该股票的报价日涨跌幅限制为5%;(三)实行特别处理期间,该公司的中期报告必须审计。而第三条9.1.3则对特别处理的性质作出了说明,“本所按本规定实行的特别处理,不属于对公司的处罚,其权利和义务不变。”由此可见,ST制度的核心内容,

是针对日报价涨跌幅度的限制和信息披露要求所实行的特别处理，简而言之，就是公司股票日涨跌幅度限制为 5%，中期财务报告必须经过审计。

1998 年 4 月 28 日 9 点 25 分，“辽物资 A”（000511）——这家 1993 年 5 月 18 日在深圳证券交易所上市的公司，因 1996 年每股收益为 -0.23 元，1997 年每股收益为 -1.16 元而连续两年亏损，正式在深交所实施股票交易特别处理，股票名称前冠以“ST”，成为中国证券市场有史以来第一家被实施股票交易特别处理的公司，成为中国股市历史上第一只 ST 股票。从此中国股市上出现了一个时而众目聚焦、时而熟视无睹特别板块——ST 板块。

我国《公司法》第一百五十七条进行了明确规定，“上市公司有下列情形之一的，由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市：（一）公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件；（二）公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载；（三）公司有重大违法行为；（四）公司最近三年连续亏损。”对因连续两个会计年度亏损而实行 ST 制度的上市公司，在特别处理期间内，财务状况没有明显改善，出现了连续第三个会计年度亏损的情况。根据《股票上市规则》第九章和第十章的有关规定，首先，该 ST 公司应在收到连续亏损三年的审计报告后 2 个工作日内，向证券交易所和中国证监会作出报告，同时提交公司董事会对审计结果的书面意见，并作出公告。其次，证券交易所将自收到报告的下一个交易日起暂停该 ST 公司股票交易，并在暂停交易后 3 个工作日内就是否暂停其上市出具意见，报中国证监会批准。最后，证券交易所在接到中国证监会作出的暂停该 ST 公司股票上市的决定后，于下一个工作日在中国证监会指定的报刊上公布该事实，同时按照中国证监会的要求采取相应的技术措施。

1999年7月3日,上交所和深交所分别发布了《股票暂停上市有关事项的处理规则》和《上市公司股票暂停上市处理规则》,根据《公司法》、《证券法》和《股票上市规则》的有关规定,对股票暂停上市作出了具体的处理细则,并对此类公司股票的投资人提供了“PT服务”。所谓“PT”是特别转让的英文“particular transfer”的缩写,特别转让是指连续三年亏损的上市公司被暂停上市之后,证券交易所和相关会员公司在每周星期五为投资人提供的一种交易服务。根据《公司法》第一百四十三条的规定,“股东持有的股份可以依法转让”,据此,股份转让权是股东的一项法定权利,股票暂停上市的公司股东,也有同样的权利。而股票暂停上市的公司仍然是依法存续的股份有限公司,在其股票暂停上市期间,仍然应当依法履行上市公司的持续信息披露义务,因此,投资人有权根据公司的公开信息作出投资判断,以合法的形式买卖股票。所以可以这样说现在的“PT”服务是利用证券交易所的现有资源,为持有暂停上市公司股票的投资人提供一个规范、安全的交易渠道,进行不同于正常股票交易的特别转让,是上交所与深交所作出的符合中国国情和国际惯例的、客观而现实的选择。在沪深交易所分布的有关股票暂停上市的处理规则中,都明确规定了PT制度的“六条”: (1) 公司股票简称前要冠以“PT”字样; (2) 投资人只能在每周星期五(法定节假日除外)开市时间内(不包括9:15时至9:25时的集合竞价申报时间)申请转让委托; (3) 申报价格不得超过上一次转让价格上下5%(上一次转让价格显示在行情系统中的昨日收盘价栏目中),超过此限制幅度的申报为无效申报; (4) 每周星期五收市后,证券交易所对有效申报按照集合竞价方法进行撮合成交,并向有关会员发出成交回报; (5) 转让信息不在交易行情中显示,由指定报刊设专门栏目在次日公告; (6) PT公司股票不计入指数计算,成交数据不计入市场统计。有关清算交收及