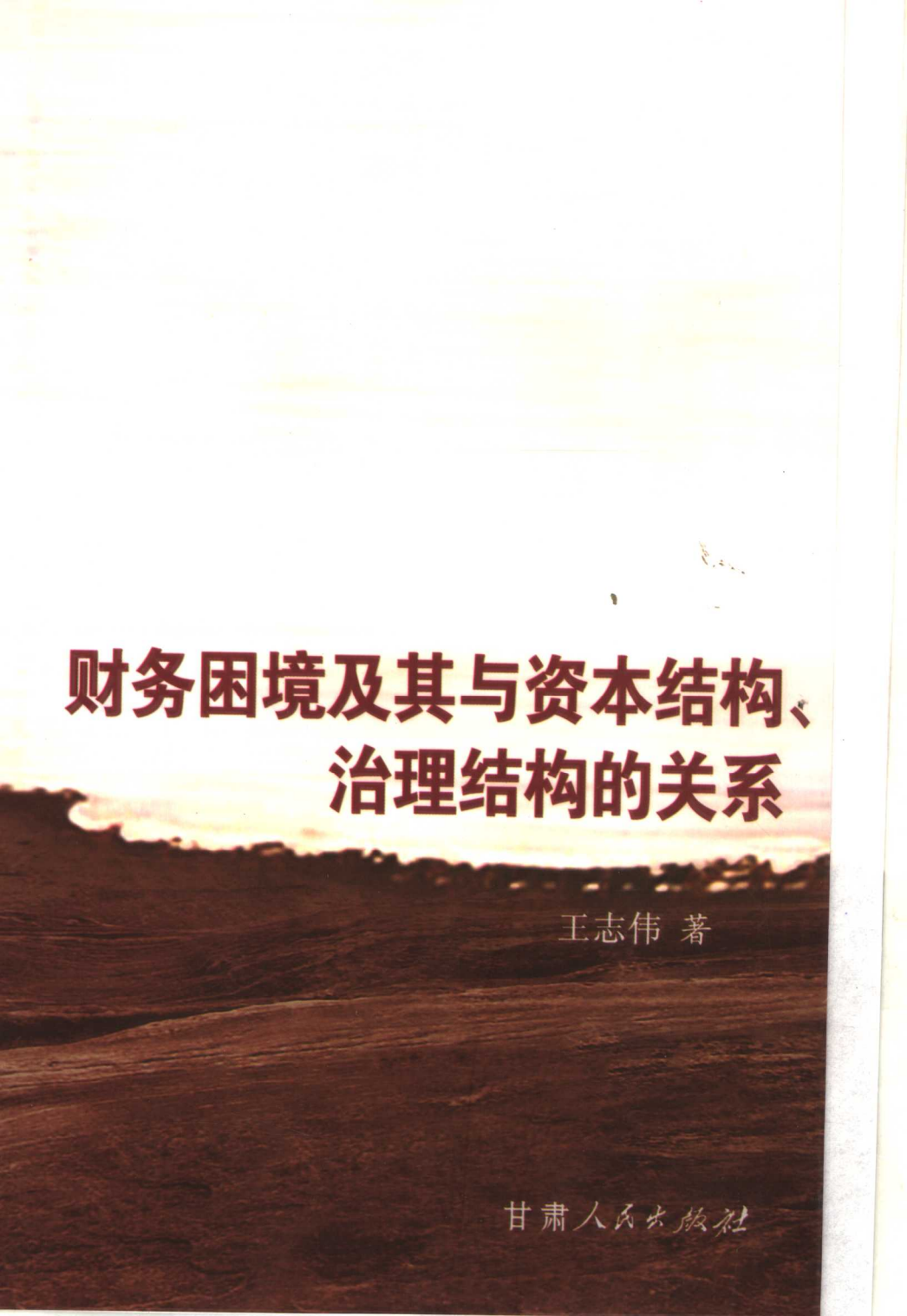




财务困境及其与资本结构、 治理结构的关系

王志伟 著

甘肃人民出版社

王志伟 著

财务困境及其与资本结构、 治理结构的关系

甘肃人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

财务困境及其与资本结构、治理结构的关系 / 王志伟
著. —兰州: 甘肃人民出版社, 2006.4
ISBN 7-226-03370-4

I. 财... II. 王... III. 公司-财务管理-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 021450 号

责任编辑: 宋学娟

封面设计: 王林强

财务困境及其与资本结构、治理结构的关系

王志伟 著

甘肃人民出版社出版发行

(730000 兰州市南滨河东路 520 号)

甘肃方正纸业有限责任公司印刷

开本 850×1168 毫米 1/32 印张 8.125 插页 2 字数 200 千

2006 年 3 月第 1 版 2006 年 3 月第 1 次印刷

印数: 1—200

ISBN 7-226-03370-4 定价: 18.00 元

摘 要

虽然财务金融一直是金融学研究的热点,但财务困境确是财务金融领域中相对生僻的课题。对于财务困境研究的文献倒也并非完全鲜见,关于这方面的文献也是十分丰富,笔者在正文中的文献综述中作了比较完整的整理。金融学家们在这个领域方面莫衷一是:不仅对于财务困境的定义、成因并无统一的看法,到目前为止也没有一个完整的财务困境理论。相对而言,大量的研究财务困境的学术论文集中于财务困境的预测方面,并且基本上都是使用公司的财务指标来进行估计。姑且不论财务指标本身就是财务困境的表现,用事后的表现来预测财务困境本身是否在逻辑上存在矛盾,就是财务指标往往也存在披露时间上一定的滞后性。本文独辟蹊径,从财务困境发生的内在因素出发,考虑资本结构、治理结构这两个影响公司本质特征的指标与财务困境的发生与否的内在联系。

资本结构是财务金融领域中最古老、最重要也是研究最广泛的课题之一,20世纪50年代 Miller 和 Modigliani 所创立的 MM 理论的近半个世纪以来,以 MM 理论为研究的基础,资本结构理论不断推陈出新,异彩纷呈。20世纪70年代后,以产权理论、代理理论及信息不对称理论为核心的新资本结构理论出现,突破了 MM 定理研究框架的束缚,开拓了资本结构理论研究的一个更为广阔的领域。本文从资本结构对财务困境的影响角度来分析资本结构和财务困境的内在联系,既引用了前人研究的丰富成果,又从不同的角度丰富发展了资本结构的研究。

西方经济学界对公司治理问题的关注可以一直追溯到 AdamSmith (1776), 而 Berle 和 Means (1932) 在其《现代公司与私有财产》一书中则第一次明确提出了“所有权与控制权分离”的观点。公司治理的概念最早出现于经济学文献中的时间是在 20 世纪 80 年代初期。英国经济学家 Bob Tricker 在 1984 年出版的《公司治理结构》一书中, 首先论述了现代公司治理结构的重要性。对于公司治理结构的概念, 学界的观点也是不一而足。但是目前对于公司治理结构的研究在全球都成为热点。本文从治理结构对财务困境的影响角度来分析治理结构和财务困境的内在联系, 既引用了前人研究的丰富成果, 又从不同的角度丰富发展了治理结构的研究。

本书从资本结构和治理结构两个方面来分析财务困境及其相关关系。本书的内容分为八个部分, 第一部分引言提出了本文研究的对象、目的, 关于这一领域的研究回顾、研究方法和框架; 第二章是财务困境概论; 第三章分析影响财务困境的内在因素之一: 资本结构, 根据金融学界关于资本结构对财务困境的有无影响分类阐述了各个理论流派; 第四章是关于影响财务困境的另外一个重要因素: 公司治理结构的分析; 第五章根据资本结构和治理结构之间存在的决定和影响关系对两者进行了分析, 主要关注与资本结构对治理结构的决定作用; 第六章开始转入对中国的分析, 讨论了我国公司(企业)的资本结构、治理结构以及和财务困境的关系; 第七章专注于对我国上市公司中的财务困境一族: ST 公司进行分析, 运用了 Logit 模型分析了 ST 公司和资本结构、治理结构的相关关系。挑选了 158 个 ST 公司和 158 个可比正常公司进行对比分析, 认为我国上市公司的财务困境和治理结构存在相关关系。最后一部分为结束语, 对全文进行了总结和展望。

关键词: 财务困境 资本结构 治理结构

Abstract

Although corporate finance has for a long time been the focus of the financial study, It is relatively less frequently to find the study on the financial distress. Frankly, there are still many papers on this topic, QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) , as it only dealing with foreign fund flowing into domestic securities market, simple policy and supervision, covering limited field and resulting in less problems, provides a transitional regulation arrangement.

Experiences of Taiwan and other newly emerging market taught us that QFII may be a good solution to open the domestic securities market while keeping tight control of the capital account. With the establishment of several relevant regulations adopted, China has implemented the basic framework of QFII, and made successful progress orienting to freedom securities market. QFII now is widely concerned not only because this kind of arrangement is able to optimize the investor structure and investment idea, to attract more fund into the domestic securities market, to stimulate the depressing market but also to align the domestic market with international convention. This step including the optimization of corporate governance of Chinese listed company, the advance of operation and management, the reform of accounting policy and information disclosure system. It is undoubtedly an important decision in the opening of China' s economy.

In my paper, a detailed analysis is given about the theory, effect, potential problems and solutions of QFII. It can be divided into five parts, the first part is introduction depicting the background, method and framework of research object ; next is the chapter I , the background of introducing QFII in the securities market; the following part is chapter II , which focusing on the international experiences of implementing QFII , mainly from the viewpoint of Taiwan , Korea and India. The characteristics, the stepwise market entry and effect of QFII is analyzed in this part; After that, the chapter III , from where we begin to take into account of the implementation of QFII in China, in this part, the evolution of QFII is reviewed in the beginning of chapter III. Then, more attention is paid to the basic framework of China' s QFII and the corresponding challenges it bring about ; chapter IV is about the potential defect in the china' s Provisional Measures on Administration of Domestic Securities Investments of Qualified Foreign Institutional Investors (QFII), and the offset juristical arrangements., a clear outlook of opening measures is portrayed at the end of chapter IV, that is the provisional QFII, followed by GFII, and GI the sublimite opening state of domestic securities markets; V VI VII The last part gives the conclusion and prospect of the paper.

Keywords: Financial Distress Capital Structure Corporate Governance

目 录

第一章 绪论	(1)
1.1 选题背景、目的及依据	(1)
1.2 研究财务困境的意义	(8)
1.3 关于破产、财务困境研究领域的文献回顾	(12)
1.4 研究内容与方法	(24)
1.5 本章小结	(24)
第二章 财务困境概论	(26)
2.1 财务困境的概念	(26)
2.2 国内外财务困境的研究综述	(35)
2.3 财务困境的成因	(51)
2.4 解决财务困境的对策	(55)
2.5 本章小结	(57)
2.6 本章创新点	(57)
第三章 财务困境内在影响因素：资本结构	(58)
3.1 资本结构的概念	(58)
3.2 资本结构对财务困境的影响	(60)
3.3 资本结构影响财务困境	(65)
3.4 非对称信息下过度负债产生财务困境模型	(78)
3.5 基于 EBIT 的动态资本结构模型	(82)
3.6 本章小结	(92)
3.7 本章创新点	(92)
第四章 财务困境内在影响因素：治理结构	(95)
4.1 公司治理结构的概念	(95)

4.2	国内外关于治理结构的研究	(99)
4.3	有无最优的公司治理结构	(107)
4.4	治理结构对公司业绩的影响机制	(113)
4.5	本章小结	(123)
第五章	财务困境的内在因素关系	(124)
5.1	债权结构影响公司的治理结构	(124)
5.2	股权结构对治理结构的决定作用	(130)
5.3	公司治理结构的相对独立性	(139)
5.4	股权结构和治理结构对公司业绩的综合影响	(140)
5.5	本章小结	(146)
第六章	我国的资本结构、治理结构和财务困境	(147)
6.1	我国的资本结构研究	(147)
6.2	中国公司治理结构特征研究	(168)
6.3	现阶段上市公司治理结构缺陷及财务困境	(184)
6.4	建立有效的公司治理结构	(194)
6.5	本章小结	(201)
第七章	我国上市财务困境公司 (ST) 研究	(209)
7.1	ST、PT 制度的概述	(209)
7.2	现有 ST、PT 公司概况	(211)
7.3	ST 公司与资本结构、治理结构的实证分析	(222)
7.4	本章小结	(232)
第八章	总结暨研究展望	(233)
8.1	全书总结	(233)
8.2	研究的不足和未来的展望	(236)
	Bibliography	(237)
	参考文献	(247)
	后记	(253)

第一章 绪 论

§ 1.1 选题背景、目的及依据

选题背景：国企的亏损和拯救

自 20 世纪 80 年代以来，我国国有企业改革先后走过了放权让利、承包经营责任制、股份制试点等阶段。国有企业的生产效率有了提高。但尽管如此，与整个国民经济的发展以及充满活力的经济增长相比，国有企业改革以来总的态势则相形见绌、令人堪忧。国有企业在一段时间内出现的财务困境问题集中体现在：亏损加剧、负债率过高。1978 年，全部国有企业中，亏损企业造成的亏损额为 115.3 亿元，到了 1997 年，已升至 1420.9 亿元。1978 年国有工业生产企业的亏损面为 23.9%，到了 1997 年，该比例上升为 43.9%。1997 年底，全国国有及国有控股大中型企业中亏损户为 6599 户。^①

为了解决国有企业的财务困境难题，决策当局出台了一系列拯救国企政策，特别是党的十五届一中全会提出，“用三年左右时间，通过改革、改组、改造和加强管理，使大多数国有大中型亏损企业摆脱困境，力争到本世纪末大多数国有大中型骨干企业初步建立现代企业制度。”；十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革与发展若干重大问题的决定》重申了国有企业改革

① 本部分所引用数据，如无特殊说明，均根据《中国统计年鉴》有关各期资料计算而得。数据参见盛华仁，努力实现国有企业改革和脱困三年目标，管理世界，2000（1）；国家统计局“国有大中型企业研究”课题组，对大中型国有工业企业摆脱困境的战略思考，中国工业经济，1999（1）。

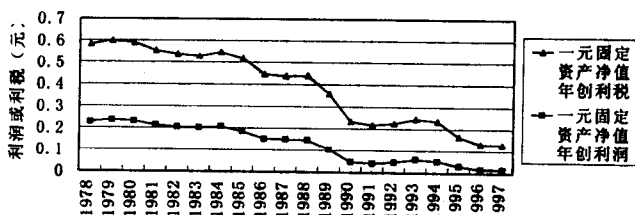
和脱困的三年目标,按照中央 1997 年提出三年目标时的情况,国有及国有控股大中型工业企业为 16874 户,其中亏损企业 6599 户,亏损面为 39.1%。经过三年的努力,争取到 2000 年底使国有及国有控股大中型工业企业的亏损面降到 20%左右。

从事后的效果上看,这些脱困措施是积极有效的,经过三年改革,国有企业的总体效益有所好转,取得了巨大成绩,但是国有企业摆脱困境,并不意味着完全消灭亏损。中国在经济体制转轨和经济发展方面的成就,国企的脱贫成果堪称奇迹。

过去的五六年中,扭亏增盈运动被认为取得了很大的成绩,特别 2003 年有数据显示,国企利润一季度比去年同期增长 1.2 倍。但是根据张春霖(2003)的分析显示,过去扭亏增盈运动的成绩是建立在资产迅速膨胀的基础上,没有国家大幅度的政策性投入和债务的增加,不会有这个成绩。国家为国企的扭亏增盈提供了很多“免费的午餐”,如“债转股”、人民银行 2000 多亿不良资产的冲销等等。另外,国企的利润相当一部分来自垄断行业。去年国企有 2500 多亿的利润,其中 1100 多亿来自石油石化行业。可见国有企业三年改革脱困虽已取得了明显的效果,但脱困的基础尚不牢固,国有企业生产经营中一些深层次的问题尚未根本解决,仍继续面临着一些新旧矛盾的困扰,当前国有工业企业仍未完全摆脱财务困境的威胁。

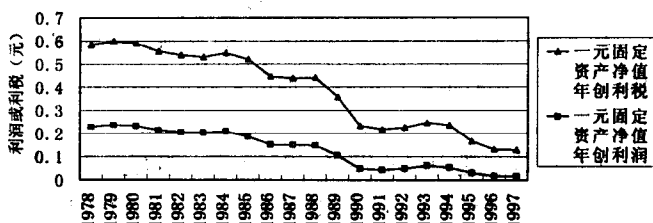
国有企业的财务困境情况参见下图:

图 1-1 国有工业企业经济效益情况



资料来源:《中国统计年鉴》有关各年,中国统计出版社

图 1-2 国有工业企业经济效益情况



资料来源：《中国统计年鉴》有关各年，中国统计出版社

(一) 亏损问题依然突出。三年来国有工业亏损严重的状况已得到有效遏制和缓解，但国有工业与非国有工业相比，亏损率依然过高。2000 年底，国有工业亏损面为 32.4%，比非国有企业高出 13.8 个百分点。从国有大中型工业企业来看，1997 年底，亏损企业 6599 户，到 2000 年底，亏损企业降为 3640 户。这里既有 2000 年宏观经济总体好转，一些政策性措施出台，企业扭亏增盈力度加大的因素，但也不排除企业为完成三年扭亏脱困目标而做假账的因素。据国家审计署对 1290 户国有大中型企业 1999 年度会计资料的审计，会计报表真实或基本真实的企业仅占企业总数的 31.5%，其中利润数据的差错率接近 100%。

在老亏损企业扭亏的同时，新增亏损企业依然较多。在 2000 年亏损的 3640 户国有大中型企业中，有 1469 户是 1997 年以来持续亏损的企业，而 2171 户则是三年来新增的亏损企业，这些企业的亏损额占总亏损额的 70.4%，户均亏损 1602 万元，比继续亏损企业高出 61.3%。

在 40 个工业行业中，食品加工业、纺织业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、普通机械制造业、专用机械制造业、交通运输设备制造业等七个行业不仅是脱困企业最集中的行业，同时又是新增亏损企业最集中的行业，三年新增的亏损企业都超过了 100 户，累计新增 1140 户，占全部新增亏损企业的

52.5%，新增亏损额的 38.3%。2000 年以来，由于原油价格的持续上涨，其下游产业的生产收益受到很大的影响，石油加工及炼焦业增加了 25 户亏损企业，但其亏损额却高达 50.8 亿元，户均亏损超过 2 亿元。

（二）企业盈利能力仍不够强。2000 年，国有企业实现利润大幅度增长，达到 2334.9 亿元，比上年增长 1.3 倍，新增利润 1337 亿元。但从影响利润增长的主要因素分析，政策因素及客观环境因素影响较大。2000 年由于原油涨价，石油及天然气开采业新增利润 800 亿元左右，占国有工业全部新增利润的 60%。实行债转股、停息和上年降息的时间差，使得当年国有企业利息支出净减少 160 亿元，占新增利润的 12%。提高出口退税率，2000 年工业企业出口退税多增的利润约为 200 亿元，占新增利润的 15%。三年脱困中国家拿出 1486.6 亿元呆坏账准备金，核销企业呆坏账，消灭了一批亏损源，从而也增加了整个国有工业的利润。初步计算，政策性、价格、宏观经济环境因素对国有企业利润增长的贡献率超过 80%。也就是说，在国有企业利润大幅度增长的背后，大部分国有企业盈利不强和一些企业经营困难的现象依然存在。2001 年，中国国有企业的总利润为 2810 亿元，其中盈利的国有企业创造了价值 4800 亿的利润，而亏损的国有企业消耗的价值达 1990 亿元。截至到 2001 年底，亏损的国有企业仍有 51.2%。此外，很高且仍在升高的流动资产与销售收入的比例表明国有企业存在的流动性问题。自 1997 年以来流动资产已上升到相当于 313~325 天的销售收入。除非国有企业维持大量的现金余额，这似乎是不大可能的，否则这将意味着越来越多的营运资本将可能成为呆滞的无法收回的应收账款和售不出的存货。

（三）制度创新、体制转换滞后。国有企业三年改革脱困目标中，很重要的一点就是到 2000 年末，要使大多数国有大中型骨干企业基本建立起现代企业制度。从这点来衡量，三年改革脱困，

国有企业在制度创新、转换经营机制方面的进展，就不如经济指标变化那么明显。三年脱困可以说更多的是体现在对国有企业的客观政策扶持和优惠上，而在制度改革、内部经营机制转换上，进展较为缓慢。一些改制或组建的公司，并没有真正实现规范化的公司运作，法人治理结构还没有真正建立。相当一部分企业的用人机制、分配机制、管理机制、决策机制、制约机制等都没有真正有效的建立，并以市场化的方式运作。许多国有企业仍旧沿用计划经济下的行政管理方式。因此，这种机制不活、体制转换滞后的现象，必将影响到国有企业改革长期效应的发挥。

（四）是扭亏政策的滞后影响。三年脱困中，针对减轻国有企业债务负担实施的债转股，大多数债转股企业都与金融资产管理公司签定了股权回购协议，回购期限在 5 至 7 年。今后几年，企业虽在此期间无需支付债务利息，但如果在经营上没有明显的改观，到期股权回购的压力是很大的。根据我国加入世贸组织的协议，5 年之后，我国对大多数产业的保护政策将会取消或大幅度减少，这些债转股企业仍将面临着内部和外部的双重压力。根据对债转股企业的调查，2000 年 1~8 月份，债转股企业比上年同期减亏增盈的利润部分，尚不及由于债转股而减少的利息支出。这说明企业在负担减轻的同时，经营效率仍没有明显的提高。如果这样下去，五年以后，这些企业是难以实现债务回购的，到时仍需要国家解决新的债务负担。

（五）忽视了资本出资者的利益。这个问题表现在前国家经贸委管理的“计划内破产”和 580 多家国有企业的“政策性债转股”中，也表现在许多其他涉及国有企业的兼并、收购、重组过程中。政府尤其是代表债务人利益的地方政府通过行政手段操作破产、债转股，严重地阻碍了市场机制作用的发挥，软化了多年来金融改革所硬化的企业预算约束，使得国企的资本结构得不到优化，国企的委托代理问题继续僵持。

(六) 公司治理结构薄弱。1994 年以来, 国企改革在建立现代公司制度和公司治理机制方面取得了相当的进展。目前大部分大型国企已经实行了公司制度, 最近两年, 1000 多家从国有企业改造过来的上市公司在公司治理方面也有了很大进步。但由于国有资产管理体制改革一直处于停滞状态, 应当说根本性的、内在的公司治理结构薄弱问题还远没有解决。

另外, 三年脱困中, 国家实施的降息、提高出口退税、打击走私、关闭五小、治理经济环境等政策措施, 随着时间的推移, 有的政策效应已完全失效, 有的作用将逐步减小, 这些将不再构成企业新的利润增长点。三年脱困只是短期目标, 旨在使国有企业恢复元气, 而国有企业长远发展的关键是要形成一种机制, 真正建立现代企业制度。可是说制约国有企业的重大问题如果不能得到根本解决的话, 当前的国企脱贫解困也只是短暂的, 国有企业很可能在一段时间后又陷入财务困境的局面。

表 1-1 国有企业的盈利性和流动性 (百万元人民币)

	1997	1998	1999	2000	2001
销售收入	6813200	6468510	6913660	7508190	7635550
国有企业亏损	-	(306650)	(214490)	(184600)	(199360)
净利润率	1.2%	0.3%	1.7%	3.7%	3.7%
亏损百分比	65.9%	68.7%	53.5%	50.7%	51.2%
盈利国企数	89000	74000	101000	94000	85000
亏损国企数	173000	164000	116000	97000	89000
国有企业总数	262000	238000	217000	191000	174000

来源: 中国财政年鉴. 2002

§ 1.1.2 问题的提出和选题目的

从根本上一劳永逸地解决国有企业的经营效益问题, 就需要找到问题的症结, 企业尤其是国企的效益低下有各种原因, 有地方保护主义、外资企业的超国民待遇、不规范的市场竞争秩序

等外部环境原因，也有国企自身的债务、冗员包袱过重等原因，这些因素经过“三年脱贫”措施后相应有所缓解，但根本性的问题尚未完全解决，如国企的委托代理问题，国有企业面对的代理问题是最复杂的一种。假设一个全资拥有其企业的私人业主聘用经理，他所面临的代理问题比较简单。但在一个大型上市公司，一边是成千上万股权分散的股东，一边是企业管理层，代理问题复杂得多；如果还有成千上万的投资者投资于养老基金或投资基金，而这些基金又成为某一大型上市公司成千上万股东中的一部分，问题就会更复杂，因为不仅基金和公司管理层之间存在代理问题，而且在投资者和基金管理者之间也有代理问题。代理问题不仅存在于作为所有者的国家和国有企业管理层之间，而且存在于作为最终所有者的全体人民与作为代理人的国家之间。到目前为止，国有企业改革基本上还没有触及后者，即全体人民和国家之间的代理关系，而只是集中于国家和国有企业管理层之间的代理关系。

中国二十多年的市场取向改革已经创造出具有较高程度自主权的经济主体。然而，迄今为止，所有制多元化和公司化对于企业行为的影响却十分有限。银行体系高比例不良贷款、大部分产业部门生产能力过剩以及股票市场高波动性和高投机性以及加入世界贸易组织的承诺等因素将使中国的企业面临更为迫切的机遇和挑战，从而使得全面系统研究和解决资本结构和公司治理结构问题显得更加紧迫。

未来的国有企业改革应该路向何方？应该采用何种改革模式？资本结构和公司治理结构如何分布才会导致企业更有效率？这些都是国企改革必须解决的问题。我们相信，要回答这些问题，有必要研究既有改革的结果。而且，作为一个处于激烈变革时期的国家，我国如其他过渡经济国家一样，为资本结构和公司治理结构与经营业绩关系的理论研究提供了天然场所，相信以中国为

背景的实证研究,可以为这一方面的研究提供有力的经验证据。因此,基于现实意义和其所蕴涵的理论意义,我选择了“财务困境、资本结构、公司治理结构”作为我的博士论文选题。本文则针对国企改革中的薄弱点,从财务金融研究中公司的基本特征,特别是在资本结构和公司治理结构着手,探讨财务困境和资本结构和公司治理结构的相互关系,以期对我国的经济体制改革和现代公司制度的建立,提供一些值得借鉴的理论和实证资料。

§ 1.2 研究财务困境的意义

一、有利于投资者的投资决策

现行的预亏预警制度都是针对上市公司出现财务困境以后的相关措施,其发布与否以及发布的确切时间都取决于上市公司,上市公司调控的余地很大。而投资者在进行投资决策时,更多的是需要一种事前信息。他们想知道盈利的上市公司是否会突然亏损,亏损一年的上市公司是否会连续两年亏损,亏损两年的上市公司是否会连续三年亏损,他们也想知道每股净资产低于面值 1 元的公司是否会出现资不抵债情形。从保护投资者利益出发,中国证券监督管理委员会和交易所制定了一系列防范和化解财务困境风险的制度。若能建立一套财务困境、财务困境恶化预警及财务困境处理系统,对投资者的投资决策有着重要意义。

二、有利于证券监管部门更好地推进监管工作,并从实证研究角度上支持和加强证券监管部门的监管工作

为了提示不同程度的财务困境风险,证券监管部门制定了一系列制度,如对连续亏损两年的上市公司实行 ST 制度,对于连续三年亏损的上市公司实行暂停上市和退市制度。这些制度所约束的条件都是以上市公司亏损程度为基础的。是否存在其他能有效反映上市公司财务困境的财务指标?是否能从历史财务指标的变化中判断出上市公司发生财务困境的征兆,从而加强事前监管?