



ZHONGGUO JINGYING
KUNJING GONGSI
JIXIAO CHONGZU YU GONGSI
ZHILI YANJIU

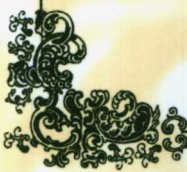


中国经营困境公司绩效、 重组与公司治理研究

王震 / 著



经济科学出版社



中国经营困境公司 绩效、重组与公司治理研究

王 震 著

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 田明圣 于海汛
责任校对：王肖楠 张春艳
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

中国经营困境公司绩效、重组与公司治理研究

王 震 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 6.5 印张 170000 字

2005 年 3 月第一版 2005 年 3 月第一次印刷

ISBN 7-5058-4756-2/F · 4028 定价：12.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

随着中国市场经济制度的建立和证券市场的发展，以及学术研究的日益国际化，公司财务研究近些年来在中国学术界和实务界都受到越来越多的关注。由于我国的市场经济是从传统的计划经济中脱胎而来的，中国上市公司和证券市场的制度设计在很多方面烙有深深的计划经济的痕迹，存在着诸多制度缺陷。其中典型者如流通股与非流通股股权分置、同股不同权的股权设置；上市公司资格的配额制；国有股股东作为超级大股东的绝对话语权，等等。这样一些制度特点以及投资者的不成熟，一方面使中国证券市场内在地产生了大量的问题，造成了中国上市公司和投资者行为的异常，影响了证券市场的功能发挥和上市公司的正常运行；另一方面又提供了发达市场经济国家所不曾有的特殊研究对象，为一些重要的学术问题的深入研究创造了条件。上述两个方面都为我国学者在公司财务（公司金融）方面进行独到的和有创造性的研究创造了条件。对于前者，我国的学者有义务深入研究中国证券市场的特殊体制因素究竟从哪些方面，造成了哪些问题，这些问题应如何应对和解决，为完善和改进中国证券市场行为提出有益的政策建议。对于后者，我国学者可以对公司财务领域内的许多重要问题在中国这一特殊的制度环境下进行研究，对公司财务研究做出自己的学术贡献。

王震在北京大学光华管理学院攻读博士期间，以公司财务作为自己的主要研究方向，并进一步将中国证券市场和上市公司作为自己的研究对象。中国于1998年开始对上市公司实施特别处

理 (ST), 实施这一政策的目的在于向市场传递信号, 以便及时提醒投资者注意对被特别处理的上市公司的投资。这种做法在国际证券市场上是独一无二的。在某种程度上, 中国的 ST 公司与国外的困境公司有相似之处, 但由于中国证券市场的特点和制度设计上的不完备性, 使得中国上市公司中的 ST 公司行为与国外困境公司的行为以及投资者的反应可能并不一样。因此, 对这些具有中国特色的 ST 公司进行系统的研究, 对于认识中国证券市场, 考察证券市场管制政策的实施效果具有重要的理论意义和现实意义, 并能够丰富关于证券市场和公司财务方面的研究成果。而且, 根据当时和目前掌握的资料, 尚未有人就这一问题进行全面和系统的研究, 有鉴于此, 王震博士选择了 ST 公司作为研究的题目。

经过艰苦的努力, 王震收集了大量关于 ST 公司的数据资料, 来源可靠, 资料详实, 并对国内外关于困境公司研究的相关文献做了认真的阅读与分析, 为自己的研究打下了扎实的理论基础和可靠的出发点。在此基础上, 作者就中国 ST 公司的股价行为、绩效、盈余管理、重组以及公司治理等问题进行了系统的研究。毕业之后, 王震博士在学位论文的基础上, 又扩充和更新了一些研究内容, 写成了本书。作者在中国 ST 公司价值相关性、ST 公司摘帽措施及绩效、ST 公司资产重组行为以及对财务困境与公司治理机制之间的关系的研究, 财务困境公司盈余管理等方面都取得了一些具有创新性的研究成果, 丰富了公司财务研究中关于困境公司的研究成果, 具有一定的学术价值。同时, 该书的一些发现和建议对于规范和发展中国证券市场也具有一定的参考价值。

本书 (论文) 的选题源于美国加州州立大学北岭分校陈超教授的启发和建议, 作为论文合作导师之一, 陈超教授对论文的写作始终予以关注, 在论文写作的各个阶段都给予了指导。由于论文选题的新颖, 得到了北京大学博士学位论文创新基金的资助, 并获得了“第九届全球金融学会优秀论文”和北京大学优秀博士学位论文等奖励。

作为他的导师，我很高兴看到王震的研究成果能够在博士学位论文的基础上，经过扩充与更新部分内容后公开出版。这是他刻苦钻研，努力研究的成果，同时也是他今后学术生涯的新起点。我相信这本专著的出版会促使王震博士今后更加努力地工作和研究，取得更多、更好的研究成果。另外，本书的内容对于那些有志于从事金融学研究的人也会有所启迪；对于在业界从事具体工作的人也会有一定的借鉴意义。

刘 力

于北京大学光华管理学院

2005 年 2 月

主要内容

上市公司不断推陈出新是证券市场走向成熟的重要保证。因此,在国外文献中有大量的关于上市公司经营困境的实证研究。与成熟证券市场不同的是,中国证券市场的发展只有短短的 14 年。从 1990 年开始,每年有相当数量的公司在中国的两个证券交易所挂牌,但直到 2001 年才开始对上市公司实施退市制度。在此之前,从 1998 年开始对上市公司实施特别处理,并在股票名称前加上了“ST”标志。实施这一政策的目的是向市场传递信号,以便及时提醒投资者。由于中国证券市场在制度设计上的不完备性,上市公司中的 ST 公司行为与国外的困境公司行为以及投资者的行为可能并不一样。因此,对这些具有中国特色的 ST 公司进行系统的研究对于认识中国证券市场以及考察政策的实施效果具有重要的理论意义和现实意义。

本书的研究对象是中国证券市场上被实施过特别处理的一类公司,研究的目标是市场对这类公司的判断和公司所相应采取的措施。因此分析的角度包括两个方面,即市场对这类股票的认识和这类上市公司的行为。这些分析的前提是对这类公司的差异性有一个基本的了解。因此,本书研究的立足点是 ST 公司的经营绩效与市场绩效,也包括公司陷于困境的治理机制上的问题。在对这类公司的基本面有了认识之后,就要研究市场上投资者是否对这类公司做出了相应的判断。这些公司为了摆脱困境,必然要采取相应的措施,特别是资产重组措施,因此对 ST 公司资产重组的短期效果、长期绩效以及这些公司资产重组方式的研究就是很有必要的。此

外，书中还给出了相关的政策建议。

本书的主要内容包括七章：

第一章简要地回顾了困境研究的文献，指出了在中国对上市公司经营困境研究的可能方向以及国外有关财务困境研究对完善中国证券市场的几点启示；

第二章讨论了 ST 公司的财务绩效和市场绩效。对 1998 年被 ST 的公司的研究发现，公司在 ST 前后的 5 年期间，尽管其财务收益率指标有明显的提高，但其经营现金流的变化幅度很小。通过对托宾 Q 比率与相关因素之间的关系以及对困境公司价值的相关性的研究发现，中国 ST 公司的股价更多地受到基本面以外因素的影响，盈利能力指标和权益账面价值指标或退出价值指标对这类公司股价的影响很小。而对于匹配样本非 ST 公司，其股价的相关性则完全不同，尽管其股价同样受到其他因素的影响，盈利能力对股价的影响还是很显著的。产生这种现象的根本原因在于中国上市公司的退市机制不健全以及股份公司破产清算的法律程序不完善，从而使得这些上市公司的市场价值过多地偏离了其基本面。

第三章选用因财务异常而被 ST 的公司作为财务困境的样本公司，分别运用了应计利润随机游走模型、修正的 Jones 模型、非经常性损益模型以及主成分分析模型，对财务困境上市公司在 ST 前后年度的盈余管理行为做了实证研究与检验。

第四章对 1998 ~ 2000 年期间被实施特别处理的上市公司公告的市场效应进行了研究，发现 ST 公告具有信息含量。对公告所产生超额收益的多元回归分析发现负债程度、ST 公告年份及被实施特别处理的原因等对超额收益均有显著影响。本章的研究结论表明 ST 政策的持续性较差。同时，研究结论也并不支持中国股票市场半强式有效的假设。

第五章通过对 ST 公司摘帽措施及绩效的研究发现，其会计利润的显著增加主要源于公司通过各种手段所增加的非经常性盈余，而非公司主营业务的真正改善。ST 公司摘帽事件研究也验证了并非像人们预

期的那样，摘帽公告能够带给股东明显的财富增加效应。

第六章考察了 ST 公司的资产重组行为。研究发现，中国上市公司中的 ST 公司大量地通过资产重组行为来改善公司的绩效。短期效应和一年期经营绩效的研究表明，这些 ST 公司通过资产重组在一定程度上能够改善公司业绩。表现在公司的会计收益率指标均有不同程度的增长，但公司的经营现金流收益率的增长有限。通过对样本公司资产重组方式选择的研究发现，这些公司的杠杆程度、盈利情况、市场绩效以及所有权结构和公司治理机制都影响着重组方式的选择。案例研究表明，ST 公司要通过重组措施实现公司的产业转型，从而从根本上摆脱公司所处的不利行业环境，很难一步到位，必须要采取渐进式的重组措施。

第七章是关于财务困境与公司治理之间关系的实证研究。本章的实证研究表明公司内部治理机制与公司陷入财务困境是有关联的。特别是高层管理者的持股比例和总经理的持股比例越高，公司陷入困境的可能性就越低。董事长与总经理职位合二为一，公司陷入困境的概率就高。其他变量的影响虽然不显著，但一致的系数符号表明董事会的规模过大、内部董事占董事会成员的比例过高，对于公司的经营绩效并不一定有好处。该结果充分表明了完善我国上市公司内部治理机制对于防止公司陷入财务困境是非常重要的。

根据本书的研究结论，结合中国证券市场的现实，提出了以下几点政策建议：第一，加快上市公司破产或重整的立法研究和实施进度；第二，提高对于财务状况异常的 ST 公司能否摘帽的判断标准应当严格；第三，规范中国上市公司资产重组的行为，提高资产重组的效率；第四，逐步建立一个有效的公司内部治理机制。

关键词：ST（经营困境）公司 绩效 盈余管理 资产重组
公司治理

Performance, Restructuring and Corporate Governance Evidence from Chinese Distressed Companies

Abstract

This paper examines the stock price behavior, performance, earnings management, restructuring and corporate governance of publicly listed companies with a Special Treatment (here after abbreviated as "ST"). Since 1998, the Chinese stock exchanges (both the Shanghai Stock Exchange and the Shenzhen Stock Exchange) began to implement the "ST" policy to those distressed listed companies. According to the rule of publicly listed companies, there are two kinds of cases for "ST". One is the company with financial distress while another is with other type of distress such as pending legal lawsuits. Since the Chinese stock market is still an emerging market, delisting is still a new experience for listed companies and investors. As a matter of fact, there was no risk of being delisted prior to 2001. Therefore, studying the behavior of Chinese ST companies is relevant.

This paper includes seven chapters. Chapter 1 reviews the literatures in financial distress. Chapter 2 discusses descriptive statistics and the performance of ST companies. In chapter 3, I analyze earnings management of Chinese financial distressed companies. In Chapter 4, I examine the information content of the ST announcement. Chapter 5 analyzes the market reaction to the announcement of the removal of "ST". In Chapter 6, I examine restructuring behaviors of ST companies. The

relationship between financial distress and corporate governance are discussed in Chapter 7. Finally, the concluding remarks are followed.

The key findings of this book are summarized as follows:

1. The performance, the valuation of ST companies, the comparison with the matched simple firms indicate that the stock prices of ST companies are mainly influenced by many events other than corporate fundamentals. Earnings, book value, and liquidation value have little influence on ST companies' stock prices. The reason is lack of a sound mechanism or policy for delisting and bankrupt for non-ST companies, stock prices are also influenced by many events. However, earning has a significant influence on their stock prices.

2. In order to remove ST mark as soon as possible, most ST companies took many measures to turn around. However, these measures only make these companies profitable temporally. Their operating activities didn't make much progress. As a result, the announcement of the removal of "ST" didn't increase shareholder value significantly.

3. Empirical evidence indicates that most Chinese ST companies improve their performance by corporate restructuring. The short-term market reaction and one-year operating performance indicate that restructuring can increase shareholder value to some degree. At the same time, logistics analysis indicates that leverage, performance, ownership structure and corporate governance have significant influences on restructuring model.

4. This book also examines the effects of internal control mechanism on financial distress of public listed Chinese firms using logistic regression analysis. The following variables related to ownership and governance of firms are investigated: the ownership owned by top managers and the CEO, the number of directors, the percentage of insiders as directors, the CEO duality, and the ownership concentration. The empirical

Abstract

• 3 •

tests indicate that the higher of the ownership of top managers and the CEO, the lower probability of becoming financial distress. Although other factors show the expected sign, but are not statistically insignificant.

The book also put forward some suggestions to improve Chinese security market efficiency.

1. Chinese government must strengthen the research and implementation of bankruptcy and restructuring law of public listed companies.

2. The Regulatory institution should enhance the standard of removing ST mark.

3. We should also establish a takeover market to standardize restructuring behavior of listed companies and to improve restructuring efficiency.

4. It is very important to build an effective internal control mechanism so as to improve companies' performance.

Key words: *Distressed Companies Performance Earnings Management Restructuring Corporate governance*

引 言

一、公司困境的含义及研究意义

国外文献中有大量的关于上市公司困境 (Distress) 的研究。因为任何一个证券市场中总有相当比例的挂牌公司因为自身原因或外部原因而陷于经营困境, 一些利益相关者 (如债权人或投资者) 为了避免自身遭受更大的损失, 往往要采取一些方法来预测这些公司陷于困境的可能性。上市公司也会采取一定的摆脱经营困境的措施。因此, 在成熟的证券市场上, 有大量的文献从不同的角度来对上市公司经营困境进行研究。

但是关于困境一词的含义在金融研究中的外延并不十分确定。由于研究的目的不同, 对经营困境的定义也不一样。研究中一般包括财务困境 (Financial Distress) 和绩效恶化 (Performance Decline or Operating Distress) 两种定义。财务困境的定义是: 当一个公司的债务到期并有重大的支付困难时, 这个企业被认为处于财务困境 (Emery 等, 1998)。用来描述财务困境企业的术语有很多, 最为广泛使用的有四个: 破产 (Bankruptcy)、违约 (Default)、失败 (Failed)、资不抵债 (Insolvency)。绩效恶化的定义一般是根据研究的目的和股票市场的实际情况而定义的。这些不同的定义是为了研究中样本收集的方便以及实现特定的研究目的。考虑到中国的实际情况, 本书研究中对经营困境的定义直接使用被特别处理公司。

这样做的好处就在于样本选取具体、明确。

对上市公司股票实施特别处理是从1998年开始的。1998年3月16日,中国证券监督管理委员会颁布了《关于上市公司状况异常期间的股票特别处理方式的通知》,规定当上市公司出现财务异常或其他状况异常,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,交易所将对其股票实施特别处理(Special Treatment,简称“ST”)。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。

2001年6月,经证监会批准,上海证券交易所和深圳证券交易所修改了股票上市规则,增加了对财务状况异常和其他状况异常的情形。其中9.2.1规定:上市公司出现以下情形之一的,为财务状况异常:(1)最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值;(2)最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益低于注册资本,即每股净资产低于股票面值;(3)注册会计师对最近一个会计年度的财务报告出具无法表示意见或否定意见的审计报告;(4)最近一个会计年度经审计的股东权益扣除注册会计师、有关部门不予确认的部分,低于注册资本;(5)最近一份经审计的财务报告对上年度利润进行调整,导致连续两个会计年度亏损;(6)经本所或中国证监会认定为财务状况异常的。9.3.1规定:上市公司出现以下异常状况之一的,本所对其股票交易实行特别处理:(1)由于自然灾害、重大事故等导致上市公司主要经营设

施遭受损失,公司生产经营活动基本中止,在3个月以内不能恢复的;(2)公司涉及负有赔偿责任的诉讼或仲裁案件,按照法院或仲裁机构的法律文书,赔偿金额累计超过上市公司最近经审计的净资产值的50%的;(3)公司主要银行账号被冻结,影响上市公司正常经营活动的;(4)公司出现其他异常情况,董事会认为有必要对股票交易实行特别处理的;(5)人民法院受理公司破产案件,可能依法宣告上市公司破产的;(6)公司董事会无法正常召开会议并形成董事会决议的;(7)公司的主要债务人被法院宣告进入破产程序,而公司相应债权未能计提足额坏账准备,公司面临重大财务风险的;(8)中国证监会或本所认定为状况异常的其他情形。

对于财务状况异常的,特别处理时间至少12个月,而对其他状况异常未限定,公司认为可行可早请撤销ST。为了进一步提醒投资者,注意投资的风险。依据《公司法》和《证券法》规定,上市公司出现连续3年亏损等情况,其股票将暂停上市。沪深交易所从1999年7月9日起,对这类暂停上市的股票实施特别转让服务,并在其简称前冠以PT,称之为PT股票。到2000年12月底为止,经过ST处理的公司有82家,其中有7家已经是PT公司。由此可以看出,T类股票已经成为中国证券市场上的一个重要的部分。对这类公司如何更好地监管、预防,如何提高上市公司的经营绩效,对进一步发展和完善中国证券市场都是至关重要的。

实证研究有助于了解市场上各参与者的行为,有助于检验政策的实施效果,从而为投资者制定投资决策、上市公司制定经营策略以及管理部门制定更加合理的规则奠定基础。从国外关于困境公司研究的文献来看,实证研究都是基于一定的市场环境假设之上的。我国的证券市场只有10多年的发展时间,很多规则还处在试验阶段,数据的连续性和稳定性都很不理想,关于上市公司破产或重组的相关法规也不系统、不完善。因此,国外关于困境公司的研究未必能够全部应用于我国的证券市场。但是,随着我国证券市场的不断

断完善和相关数据库的不断积累,进行一些相关研究有助于我们更加清晰地了解中国证券市场上各参与者,包括投资者和上市公司的行为。从而进一步完善对上市公司的监管、保护投资者的利益、提高上市公司的经营绩效、完善公司治理结构,并为投资者如何对困境公司进行投资提出建设性建议。

二、研究目标和主要内容

本书的研究目标是对中国上市公司中的 ST 公司进行系统研究,包括 ST 公司经营绩效、价值相关性、盈余管理、ST 公司摘帽措施、ST 公司资产重组行为以及财务困境与公司治理机制等。具体来说主要包括以下几个方面:

第一,通过对 ST 公司经营绩效及价值相关性的研究,更好地了解中国证券市场上上市公司的经营业绩以及价值决定因素,从而为政策制定和加强监管提供依据。

第二,通过对财务困境公司盈余管理行为的考察,可以更好地了解这类公司的真实业绩。

第三,通过对 ST 公告及 ST 摘帽公告市场反应的研究,了解中国证券市场上投资者的反应以及市场的效率,有助于更好地认识中国证券市场。

第四,通过对 ST 公司摘帽措施的研究,了解这些公司经营绩效是否得到了真正改善,从而为检验相关的政策实施效果提供一定的依据。

第五,通过对 ST 公司实施资产重组的研究,帮助我们了解 ST 公司资产重组方式的选择以及资产重组的绩效。

第六,通过对财务困境公司治理结构的系统研究,更进一步地从治理角度来解剖上市公司被 ST 的深层次原因,为完善上市公司治理机制、预防上市公司陷入困境提供依据。

三、研究方法

在市场经济体系比较完善、证券市场制度比较成熟的发达国家，有一套完整的有关上市公司收购兼并、资产重组以及破产和债务重整的法律和法规体系。上市公司由于受到证券市场上被收购的压力，其公司管理层对公司的市场表现非常关注。公司聘请的高级管理人员的待遇往往与公司的市场表现是联系在一起的。而且在这些比较成熟的证券市场上，有完善的中介机构和信息披露制度。因此，上市公司的经营情况基本上能够比较准确、快速地反映到股票价格上。公司的经营一旦出现了危机，其股价必然会做出迅速反应。因此，国外的大量文献在对困境公司进行实证研究时，所选用的方法主要以市场收益作为重要的研究对象。

中国上市公司被实施 ST 处理是根据当时的证券市场实际所制定的一项揭示投资风险的措施。但由于中国证券市场所有权结构的制约以及上市公司退市制度和破产法规的不完善，中国的 ST 公司行为可能不同于国外研究中一般意义上的困境公司行为。本文的目的就是要运用规范的研究方法来探讨中国 ST 公司的行为。在研究方法上，本书在主要借鉴国外文献中的一些实证方法的同时，也考虑了中国的实际情况。如对 ST 公司摘帽措施的研究中，由于样本较少，对这些公司的经营情况进行了逐一的分析而不是进行计量分析。本书研究中主要用到的实证方法包括统计分析、事件研究法、线性回归分析、Logistics 回归以及公司财务分析。

四、本书的逻辑框架

本书的研究对象是中国证券市场上被实施过特别处理的一类公司。研究的目标是市场对这类公司的判断和公司所相应采取措施的行为。因此分析的角度包括两个方面，即市场对这类股票的认识和