

我国上市公司财务困境

▶ 成本管理研究

颜秀春◎著

WOGUO SHANGSHIGONGSI
CAIWU KUNJING
CHENGBEN GUANLI YANJIU

 知识产权出版社



我国上市公司财务困境

▶ 成本管理研究

颜秀春◎著

WOGUO SHANGSHIGONGSI
CAIWU KUNJING
CHENGBEN GUANLI YANJIU

 知识产权出版社

内容提要

本书借助 Eviews、Excel 等软件,通过博弈理论、金融生态理论、财务管理理论对中国上市公司的财务困境成本的影响因素,财务困境成本的度量,财务困境成本的确认、计量和披露,解除财务困境的影响因素及财务困境成本管理策略等,进行系统、全面的分析和探索。

责任编辑:石红华

图书在版编目(CIP)数据

我国上市公司财务困境成本管理研究/颜秀春著. —北京:
知识产权出版社, 2009. 8
ISBN 978-7-80247-815-2

I. 我… II. 颜… 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 (2009) 第 146269 号

我国上市公司财务困境成本管理研究

颜秀春 著

出版发行: 知识产权出版社

社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号

邮 编: 100088

网 址: <http://www.ipph.cn>

邮 箱: bjb@cnipr.com

发行电话: 010-82000893 82000860 转 8101

传 真: 010-82000860-8240

责编电话: 010-82000860-8130

责编邮箱: shihonghua@sina.com

印 刷: 知识产权出版社电子制印中心

经 销: 新华书店及相关销售网点

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 9.375

版 次: 2010 年 7 月第一版

印 次: 2010 年 7 月第一次印刷

字 数: 217 千字

定 价: 28.00 元

ISBN 978-7-80247-815-2/F·267

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

摘 要

近年来,随着我国股票市场的发展、监管政策的日益完善、投资者的投资经验不断丰富,我国上市公司陷入财务困境所带来的财务困境成本问题,引起了国内外学术界、监管部门和广大投资者的广泛关注。财务困境成本是公司陷入财务困境后所发生的一系列成本,包括财务困境企业承担的财务困境成本、债权人的损失和其他利益相关者的损失。在我国目前,由于财务困境成本是一个较新的课题,我国学者对财务困境成本的研究主要集中在财务困境的界定、财务困境成本与公司业绩的关系等方面,研究的成果也不尽成熟,财务困境成本领域尚有一定的研究空间。本书正是在这一背景下提出的,并且定位于我国上市公司的财务困境成本问题,借助 Eviews、Excel 等软件,通过博弈理论、金融生态理论、财务管理理论对中国上市公司的财务困境成本的影响因素,财务困境成本的度量,财务困境成本的确认、计量和披露,上市公司解除财务的影响因素,上市公司解除财务困境的路径选择及上市公司的财务困境成本管理策略进行更加系统、全面的分析和探索。

本书主要包括九章内容,分别为:

第 1 章,主要介绍本书的研究背景、研究意义、研究的主要内容及技术路线、研究方法和研究特色。

第 2 章,主要对国内外财务困境成本理论的相关研究进行

综述分析,在此基础上提出以 ST 公司(因财务状况异常而被特别处理的上市公司)作为本书的财务困境公司样本进行分析。

第 3 章,在国内外学者们已有的研究成果的基础上,结合我国上市公司的实际情况,对我国的财务困境成本构成进行深入的分析,并从 ST 制度的演变、《企业所得税法》的出台、人民币汇率变动和新会计准则的实施等方面对中国上市公司财务困境成本的制度背景进行分析。

第 4 章,首先利用 Excel、Eviews3.1 软件,采用比较分析法对 2001—2005 年非 ST 公司和 ST 公司的主要财务指标进行比较分析,接着对 ST 公司股价与主要财务指标之间的相关性进行实证分析,最后运用博弈理论对 ST 公司的盈余管理行为进行分析。研究结果显示:相对于非 ST 公司来说,大部分 ST 公司的主要财务指标处于异常状态,实证检验了投资 ST 公司的风险比投资非 ST 公司要大得多的事实;每股收益和每股经营现金流量对股价的影响程度较大,每股净资产对股价的影响较小,而每股资本公积对股价的影响可以忽略不计;在 ST 公司盈余管理的博弈分析中,投资者的最优战略是不揭发 ST 公司的盈余管理行为,ST 公司了解这方面的知识后将诱使其从事盈余管理,有 r^* 比率的上市公司造假。

第 5 章,首先,对 1994—2005 年曾被 ST 的 181 家上市公司进行盈亏稳定性分析,并在此基础上分析我国 ST 制度存在的度量标准不合理等四个方面的局限性;其次,阐述金融生态环境对上市公司产生财务困境成本的影响;再次,指出上市公司财务困境成本的产生是上市公司内外部治理结构不合理等因素造成的,其表现为企业股权价值的损失、债权人的损失以及企业利益相关者的损失;最后,结合当前我国股权分置改革即

将结束的实际情况，分析股权分置改革对上市公司、债权人和其他利益相关者的利弊之处。

第6章，首先，通过选取2000—2005年度沪深股市33家成功摘帽的ST公司为财务困境企业样本进行分析，研究发现：从经营业绩的角度看财务困境存在正向积极效应，这种经营业绩的改善在我国中部地区企业得到投资者的认可，而在东部和西部地区企业并未被市场上的投资者所认同。其次，通过实证分析我国上市公司财务困境成本的决定因素，并从区域政策的角度对我国上市公司区域财务困境成本的差异进行分析；最后，以ST佳纸的实际财务数据作为案例进行分析，度量其财务困境成本的数值。

第7章，研究上市公司财务困境成本的确认、计量和披露问题。主要包括对财务困境成本会计进行定义、研究财务困境成本确认的条件以及直接财务困境成本的计量、间接财务困境成本的估计等内容。

第8章，通过选取2006年沪深股市成功解除财务困境的30家上市公司作为研究样本，采用杜邦分析法对样本公司进行财务综合分析。分析表明上市公司解除财务困境的关键在于主营业务收入的提高和净利润的提升，上市公司保持较好盈利能力的关键在于提高公司的资产运营效率。

第9章，通过选取沪深两市A股2002—2007年度44家成功解除财务困境的上市公司为研究样本，采用了参数检验与非参数检验相结合的方法，考察上市公司成功解除财务困境的影响因素。研究表明，盈利能力、总资产营运能力、公司规模大小对公司解除财务困境具有正面的影响作用，而财务杠杆的选择对公司解除财务困境的影响并不显著，但是高杠杆公司的主营业务增长率较之于低杠杆公司平均要高4%，在不考虑经济

困境的影响后，本书支持高财务杠杆对财务困境公司业绩存在一定促进作用的结论。

第 10 章，首先以东方航空和上海航空两家财务困境公司的合并重组为例，分析了两公司的财务困境状况及其所带来的重组效应，揭示其对财务困境上市公司解除财务困境的四点启示。接着从资产重组的定义、方式入手，对我国当前一些财务困境上市公司解除财务困境的路径选择进行简要的分析与评价。

第 11 章，从 ST 制度的完善、金融生态环境建设、上市公司治理结构、股权文化建设等方面研究上市公司的财务困境成本管理策略。主要包括：以“亏损和现金流量”同时作为财务异常的标准等四个方面完善 ST 制度；营造上市公司与其他金融主体之间以及上市公司与金融生态环境之间的和谐共荣关系，能有效降低上市公司的财务困境成本；完善的公司治理结构的支撑能促使上市公司内部控制体系更加完善，有利于减少上市公司和债权人的损失、增加利益相关者的股权价值；积极健康的股权文化有利于改善上市公司的财务困境程度，减少债权人和投资者的损失。

第 12 章，主要总结全书的研究结论，提出我国上市公司财务困境成本管理策略的几点建议。在此基础上，提出本书的不足之处和需要进一步研究的若干问题。

目 录

摘 要	1
第 1 章 导论	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.2 研究内容及逻辑框架	3
1.3 研究方法	3
1.4 本书的特色和创新	5
第 2 章 文献综述	6
2.1 财务困境研究综述	6
2.2 财务困境成本研究综述	19
2.3 经济困境、财务困境和财务破产	28
第 3 章 我国上市公司财务困境成本的构成及 制度背景分析	32
3.1 我国上市公司财务困境成本的构成分析	32
3.2 我国上市公司财务困境成本的制度背景分析	41
第 4 章 我国财务困境上市公司的财务特征及盈余 管理分析	64
4.1 ST 公司主要财务指标的特征分析	64

4.2	ST 公司股价与主要财务指标的相关性分析	77
4.3	ST 公司盈余管理的博弈分析	80
第 5 章	我国上市公司财务困境影响因素分析	90
5.1	ST 制度设计对财务困境上市公司的影响	90
5.2	金融生态环境建设对上市公司财务困境 成本的影响	100
5.3	上市公司治理结构对财务困境成本的 影响分析	108
5.4	股权分置改革对财务困境成本的影响分析	126
第 6 章	我国上市公司财务困境成本的度量	136²
6.1	我国上市公司区域财务困境成本的度量	136
6.2	我国上市公司区域财务困境成本的差异分析	149
6.3	ST 佳纸财务困境的形成及财务困境成本分析	156
第 7 章	我国上市公司财务困境成本的会计处理	177
7.1	上市公司财务困境成本概述	177
7.2	财务困境成本的确认和计量	182
7.3	财务困境成本的披露	192
第 8 章	我国上市公司解除财务困境的财务分析	195
8.1	样本与数据	196
8.2	解除财务困境上市公司财务分析的研究设计	196
8.3	上市公司解除财务困境的财务分析	199
8.4	结论	203

第 9 章 我国上市公司解除财务困境影响因素的 实证分析	206
9.1 研究设计	207
9.2 实证结果及分析	210
9.3 研究结论及启示	214
第 10 章 我国上市公司解除财务困境的路径选择	215
10.1 “东上合并”对上市公司解除财务困境 的启示	215
10.2 上市公司解除财务困境的路径分析	226
第 11 章 我国上市公司财务困境成本的管理策略	239
11.1 进一步完善 ST 制度的设想	239
11.2 构建良好的金融生态环境	242
11.3 基于公司治理的视角谈上市公司财务困境 成本管理	255
11.4 构建积极健康的股权文化	259
第 12 章 本书研究的主要结论和建议	271
12.1 本书的主要研究结论	271
12.2 我国上市公司财务困境成本管理的相关建议	277
12.3 研究的局限和后续研究思路	280
参考文献	282

第 1 章 导 论

1.1 研究背景及研究意义

“财务困境”（Financial Distress）又称“财务危机”（Financial Crisis），它是一个动态持续的过程，包括破产及破产前的一系列财务危机事项，破产是财务困境最严重的状态。财务困境是公司财务学的一个重要而又复杂的研究领域。

根据我国证监会及证券交易所的规定，当上市公司出现财务状况或其他状况异常，导致投资者难于判断公司前景，投资者权益可能受到损害时，应当对公司股票交易实行特殊处理，即在股票名称前冠以“ST”字样。ST 公司的股票交易应遵循下列规则：股票报价日涨跌幅限制为 5%、公司的中期报告必须经过审计。如果 ST 公司出现连续三年亏损，其股票即暂停上市。暂停上市的公司宽限期（通常为 12 个月）内第一个会计年度继续亏损的，由中国证监会作出其股票终止上市的规定。从以上的规定可以看出，如果上市公司出现财务状况或其他状况异常，公司将面临被 ST 或退市的风险，这将给上市公司和股东、投资者带来巨大的损失。所以上市公司财务状况是否异常，一直是广大中小股东、债权人、投资者、证券市场监

管机构、公司管理层及广大职工关注的对象，也是国内不少学者将其视为上市公司陷入财务困境标准的主要原因之一。

通常情况下，当企业现金流不足以支付到期偿还义务或者违约的可能性很高时，即为陷入财务困境。陷入财务困境的企业表现为：盈利能力差、资产质量差，财务、经营风险大，持续经营能力低。企业陷入财务困境后，根据不同企业的实际情况，可以采取的处理措施有：资产重组、破产清算、债务重组等。但无论采取何种模式来处理财务困境，都会产生相应的成本，即财务困境成本。财务困境成本是指公司陷入财务困境后所发生的一系列成本，一般分为直接财务困境成本和间接财务困境成本。

近年来，我国有一些学者开始涉足财务困境成本这一领域，并取得了初步的研究成果，但财务困境成本（Financial Distress Cost）一直是个颇具争议的概念和议题。财务困境成本问题的复杂性在于两方面：其一，财务经济学家对于财务困境与公司业绩（价值）之间的关系有着不同的理解，即财务困境成本是否存在的问题；其二，在认同财务困境成本存在的前提下，如何准确计量财务困境成本？如何评价公司的财务困境成本？

从总体上看，我国学者们对财务困境成本方面的研究主要集中在财务困境的界定、财务困境的预警、财务困境成本与公司业绩的关系等方面，而对于财务困境成本的度量、影响财务困境成本的内外因素、财务困境成本的会计处理（如财务困境成本的确认、计量）等方面研究较少，研究的成果也不尽成熟，财务困境成本领域尚有较大的研究空间。本书正是在这一背景下提出的。

1.2 研究内容及逻辑框架

1.2.1 研究的主要内容

本书研究的主要内容是：从财务指标、财务指标与股票价格的相关性、盈余管理三方面研究我国财务困境上市公司的财务特征；从制度设计、公司治理结构等视角来分析影响上市公司财务困境成本的因素；分区域研究我国上市公司的财务困境成本，并结合实际财务数据对上市公司财务困境成本的度量进行案例分析；从财务分析的角度研究上市公司解除财务困境前后主要财务指标的变化情况；对上市公司解除财务困境影响因素进行实证分析；以东航、上航合并为案例，分析上市公司寻求解除财务困境的路径；从制度的完善、上市公司财务因素与非财务因素等方面来研究上市公司降低财务困境成本的管理策略。

1.2.2 研究内容的逻辑框架

研究内容的逻辑框架见图 1-1。

1.3 研究方法

主要运用博弈论和财务管理理论，采用规范研究与实证研究、定量分析与定性分析相结合的方法，借助 Excel、Eviews 等软件，对财务困境上市公司的财务特征、财务困境成本的影

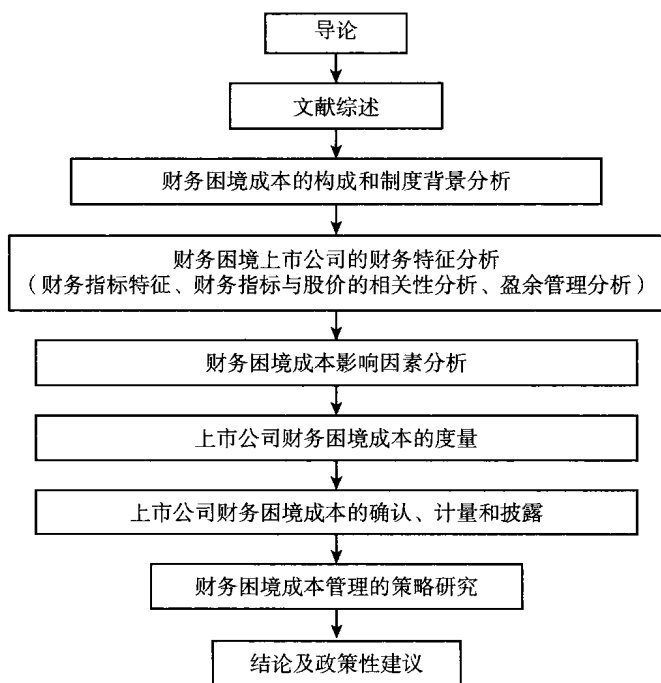


图 1-1 本书的逻辑框架图

响因素、财务困境成本的度量等进行深入的分析，对上市公司解除财务困境的影响因素进行财务分析与实证分析。通过对陷入财务困境的上市公司重组的案例分析寻求上市公司解除财务困境、降低财务困境成本的路径，提出上市公司财务困境成本的管理策略，为上市公司的决策提供帮助，为证券监管部门、投资者等提供相关决策建议，具有较高的学术价值和重要的现实意义。

1.4 本书的特色和创新

本书的研究特色与创新主要体现在以下几方面：

(1) 本书从制度设计、将财务领域与管理领域、公司治理、金融生态等角度来研究财务困境，公司治理领域相结合，拓展了财务困境的研究视角。

(2) 财务困境成本度量的实证研究。现有的研究只针对财务困境上市公司的财务困境成本的总体进行研究，没有针对不同区域和具体上市公司分析财务困境成本的度量问题。本书以近年来上市公司的财务数据为依据，对不同区域上市公司财务困境成本进行度量和分析，并结合近期陷入财务困境的 ST 佳纸进行案例分析，深化了财务困境成本定量分析。

(3) 上市公司解除财务困境的路径分析。现有的研究对上市公司解除财务困境的分析比较零散，本书通过实证分析上市公司解除财务困境的主要影响因素，并通过“东上合并”等案例简要分析上市公司解除财务困境的路径选择。

(4) 提出上市公司降低财务困境成本的管理策略。本书主要从 ST 制度的完善、提高公司治理效率等方面提出上市公司降低财务困境成本的管理策略。

第 2 章 文献综述

2.1 财务困境研究综述

2.1.1 国内外学者对财务困境界定的研究

1. 国外学者对财务困境界定的研究

Beaver (1966) 将财务困境界定为破产、拖欠优先股股利、拖欠债务和银行透支^①。Altman (1968) 将财务困境定义为“进入法定破产程序的企业”^②，Deakin (1972) 认为财务困境“仅包含已经历破产、无力偿债或为债权人利益而进行清算的公司”^③。Carmichael (1972) 认为是企业履行义务时受阻的表现，具体表现为流动性不足、权益不足、债务拖欠及资

① Beaver, W. Financial Ratios as Predictors of Failure [J]. Supplement to Journal of Accounting Research, 1966, 71 - 111.

② Altman, E. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy [J]. Journal of Finance, 1968 (23): 589 - 609.

③ Deakin, E. B. A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure [J]. Journal of Accounting Research, 1972 (Spring): 167 - 179.

金不足四种形式^①。Bribham (1980) 将企业失败按轻重程度划分为“技术型失败”与“破产式失败”。前者仅代表企业不能偿还其流动负债,而后者则是指公司的负债已经超过净资产,出现资不抵债的情况^②。Altman (1993) 综合了学术界对财务困境的定义,将财务困境分为四种情形:(1) 失败(Failure)。典型代表是商业统计公司 Dun & Bradstreet 采用的“经营失败”(Business Failure) 概念,指公司经营因为破产而停止,或者处置抵押品后仍对债权人造成损失;无法按期偿付债务,由于法律纠纷被接管重组等情况。(2) 无偿付能力(Insolvency)。包括技术上的无力偿付和破产意义上的无力偿付。前者是指企业缺乏流动性,不能偿付到期债务,主要用净现金流量是否能满足流动负债的支付需要作为判别技术上是否无偿付能力的标准;而后者是指企业资不抵债,净资产为负等情况。(3) 违约(Default)。可以是技术上的或法律上的违约,前者是指债务人违反合同规定并可能招致法律纠纷,后者则指债务人到期无法还债。(4) 破产(Bankruptcy)。指企业提交破产申请后被接管清算。Ward TJ (1997) 将财务困境称为公司失败或破产,其含义可分为三个层次^{③④}:(1) 失败,资本投资收益明显并持续低于市场同类投资;(2) 不能履行到期偿付义务,表现为流动性不足;(3) 破产,资产处于

① Carmichael, D. R. The Auditor's Reporting Obligation [J]. Auditing Research Monograph, 1972 (1): 94.

② 胡汝银. 中国上市公司成败实证研究 [M]. 上海: 复旦大学出版社, 2003.

③ Altman E I. Corporate financial distress [M]. New York: John Wiley, 1993.

④ Ward TJ, Foster B P. A note on select a response measure for financial distress [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 1997, 24 (6): 869-879.