

不显著地异于零,表明这些公司并没有通过应计利润项目来管理盈余。

从表1与表2的比较分析来看,在第T-1年,样本公司的可操作性应计利润的平均值为-0.0372,而匹配样本公司的可操控性应计利润的平均值仅为-0.00302,两者存在显著的差异;在第T年,样本公司与匹配公司的可操控性应计利润的平均值分别为0.011440、0.00737,前者明显大于后者;在第T+1年,样本公司与匹配公司的可操控性应计利润的平均值均不显著地异于零,而且差异不明显。对比分析的结果进一步支持了发生控制权公司在控制权转移的前一年与当年存在明显的盈余管理行为的结论。

### 三、结论与政策建议

本文利用扩展的琼斯模型对2002年深市发生控制权转移的79家公司以及匹配样本公司进行了分析,结果发现样本公司在发生控制权转移的当年及前一年操控性应计利润的平均值显著地异于零,表明在这两年存在明显的盈余管理行为。进一步地分析发现,样本公司在控制权转移前一年存在明显地调减收益的盈余管理行为;而在控制权转移的当年存在人为调增收益的盈余管理行为。而国外的研究结果是:在控制权转移的过程中,高管人员的地位会受到威胁,于是利用可操控性的应计项目提高公司的经营绩效;随后,继任者在任职后先通过相反的方法调低利润,并在后续年限里调高利润。造成中外公司呈现出上述明显不同特征的原因,主要是由于我国控股股东的绝对控制地位、股权分置以及特有的净资产定价机制等。

基于此,我们提出如下政策建议:

(1)完善以董事会为中心的公司治理结构,强化董事的责任与义务,并建立对董事失职的追责机制。(2)改变现有以每股净资产为中心的国有股权转让定价机制,引入竞价机制,充分发挥市场的价格发现功能,使控制权转移成为阳光下的交易行为。(3)尽快解决股权分置问题,充分保护流通股股东的利益,同时建立对控股股东的追责机制。

作者单位:西安交通大学管理学院

(责任编辑 吴雪)

# 民营上市公司财务困境 路径分析\*

朱文

## 一、引言

迄今为止,国内外关于财务困境研究的特点是:第一,这些研究大部分基于不同的财务困境界定而分组样本,再用不同的统计类方法(如一元判别法、多元线性判别法、多元逻辑回归法等),或不同的非统计方法(如递归划分算法、神经网络模型、期权理论的预测方法等)以及综合分析方法,建立财务困境预测模型,但对民营企业财务困境起点的理论分析鲜见。第二,虽然国外少数学者对财务危机程度界定有所研究,如Laitinen(1991),认为财务困境上市公司失败可分为三个过程:慢性失败公司,收益失败公司,严重失败公司,但对民营控制型企业财务困境强弱程度划分以及内部动态演变路径的分析鲜见。

本文研究具有如下特点:第一,以我国上市公司相关法律、法规为理论依据,界定财务困境的起点;第二,以两个财务指标建立二维坐标系定量描述财务困境程度,并分析其内部的动态演化路径;第三,为民营控制型企业摆脱财务困境提供相关具有可操作性的策略。

## 二、理论分析

### (一)财务困境起点的定量界定。

财务困境的定量界定包括其起点界定和终点界定。财务困境的终点又分为财务困境的缓解和破产两种情形,学术和法律界能达成一致的是破产被清算作为财务危机的终点之一,但财务困境的起点界定尚无定论。本

文认为,上一年首次出现亏损的公司,即上一年被\*ST的公司,已出现亏损的ST和PT公司均为财务困境公司。其理论依据如下:

1.《公司法》规定,连续3年盈利的公司方可发行上市,上市公司有3年盈利记录后出现亏损,我们有理由认为该公司已经出现轻度财务困境。

2. ST制度。根据1998年3月中国证券监督管理委员会发出《关于上市公司状况异常期间的股票特别处理方式的通知》,若公司出现财务状况异常(连续两年亏损或每股净资产低于股票面值)或其他状况异常(自然灾害、重大事故等导致公司生产经营活动基本中止,公司涉及可能赔偿金额超过本公司净资产的诉讼等情况),就要予以特别处理。我们有理由认为该公司已经出现中度财务困境。

3. PT制度。1999年,沪深证券交易所根据《公司法》、《证券法》和《交易所股票上市规则》的有关规定,制定有关“特别转让服务”规则,即当上市公司出现最近3年连续亏损的,由交易所决定暂停其股票上市。公司股票暂停上市期间,交易所为投资者提供“特别转让服务”。我们有理由认为该公司已经出现深度财务困境。

4. 暂停上市和终止上市制度。2001年12月,中国证监会正式发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》的通知,对于已经被PT的上市公司,证券交易所提供的特别转让服务将在其宽限期结束后自动终止;暂停上市的公司,在暂停上市期间每月必须披露一次为恢复上市所采取的具体措施,只要在第一个半年度报告中

\*本文得到广东省高校人文社会科学规划项目资助(04GH79014 批准)。

显示其盈利就可以提出恢复上市申请,如果公司在每一个半年度里不能盈利,则直接退市。基于上市指标是稀有资源,如此大的惩罚力度,使我们有理由假定上市公司操纵净利润为负值的可能性为零。

5. 预亏或业绩预警制度。2001年12月,沪深证交所发出通知,在2001年会计年度结束后,如果上市公司预计可能发生亏损或者盈利水平较上年出现大幅变动的(利润总额增减50%或以上),上市公司应当在年度结束后30个工作日内及时刊登预告公告或业绩预警公告。我们有理由进一步确认上一点假定。

6. \*ST制度。2003年5月8日起执行的《关于对存在股票终止上市风险的公司加强风险警示等有关问题的通知》,规定了发生六种情形之一的股票为终止上市风险公司。其中第一种情形规定“最近两年连续亏损的为退市风险警示”公司,并冠以\*ST标记,此种情形区别于另五种情形,具有可测度性。我们有理由认为首亏型公司渐入财务困境。

## (二)财务困境程度的定量界定。

1. 每股净资产。根据证券交易所认定ST公司标准之一,每股净资产小于面值1元的公司被认定为ST公司,而每股净资产出现负数的公司从经济意义上来说已经是资不抵债,表明公司渐达财务困境的终点状况。因而本文把每股净资产大于0且小于1的公司定义为弱困境,每股净资产小于0的公司定义为强困境。困境程度从困境起点开始由弱到强依次排序为:首亏型公司,ST型公司(连续亏损两年的公司),PT型公司(2002年以前被认定为PT公司)。这三者之间的财务困境严重程度是显而易见的。

2. 流动比率。既然用每股净资产能识别财务困境的程度,但难以揭示财务困境的动态演变过程。究竟选择什么财务比率能更好地揭示财务困境的动态特征?本文从理论和实证两个视角进行分析。

第一,理论视角。以不能清偿到期债务为临界点,一直是学者的主流观点。后来又有人主张,将不能清偿、资不抵债均列为破产临界点。现根据新

闻媒介2004年12月所披露的原定的《新破产法》草案看,其中规定“债务人在不能清偿到期债务的同时也资不抵债,才视为发生破产”。按此种提法,说明破产发生的临界点要满足两个事实要件:①债务人不能清偿到期债务。②资不抵债。此两个事实要件,验证了本文选用二维坐标度量财务困境程度的合理性。本文用每股净资产对应要件②,只要其小于1,可视为“资不抵债”。“不能清偿到期债务”意味要刻画企业的偿债能力。而从财务会计的角度看,刻画偿债能力指标有总资产负债率、利息倍数或债务负担倍数、负债权益市值比以及流动比率。前三个比率基本上属于静态指标,难以体现财务困境动态变化特征,而最后一个流动比率很低,意味着公司无法通过收回资产以获取现金来偿还到期债务。从理论上讲,只要其小于1,上市民营控制型企业便进入困境阶段。流动比率小到何种程度,公司财务状况会进一步恶化而达到破产时点?吕长江(2004)认为流动比率较能体现财务困境的动态持续性,并认为只要其小于0.8,便可界定公司已步入破产时点。本文认为,由于上市公司指标是稀有资源,民营企业入市的一条捷径就是通过收购或重组绩差公司,当上市公司抵达破产公司时点,其流动比率极有可能比0.8还要小。

第二,实证视角。2003年沪深全部246个民营控制型公司中有49例样本符合上述(一)所界定的财务困境起点,去掉由于其他原因被\*ST或被ST的8例样本,从而确定41例样本属于财务困境组,其余197例样本属于正常组。为实证得出正常变为困境时流动比率的临界点,设正常组与困境组流动比率的均值分别为 $\bar{x}_0(1.7227)$ 和 $\bar{x}_1(0.7449)$ ,标准差分别为 $\sigma_0(1.5316)$ 和 $\sigma_1(0.5355)$ 。因两组标准差不相等,根据距离判断法,故最佳判断点 $x^* = \frac{\sigma_0 \bar{x}_1 + \sigma_1 \bar{x}_0}{\sigma_0 + \sigma_1}$ ,经计算 $x^* = 0.998$ 。故实证了,当流动比率小于1,民营控制型公司陷入困境。

此外,为实证得出从困境变为破产时流动比率的临界值,现对41例困境组样本稍加处理,从中筛选流动比率小于1且每股净资产也小于1的样

本,共24例构成破产组,与正常组197例进行距离判断分析,按上述算法,计算得出流动比率的临界值为0.54。即对于财务困境的公司,当流动比例小于0.54,抵达破产边缘。故本文认为:流动比率大于等于0.54且小于1的公司属于微弱型的财务困境,流动比率小于0.54的公司属于较强型的财务困境,流动比率大于1的公司则一般不会陷入财务困境。

## 三、财务困境程度分析

### (一)静态分析——二维分类图。

现以流动比率为X轴,沿此方向表示财务困境程度由高到低;每股净资产为Y轴,沿此方向表示财务困境由高到低,从而得财务困境程度二维分类图,见图1。

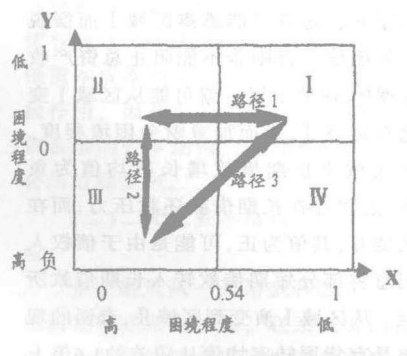


图1 财务困境程度二维分类图

区域I表示财务困境为微困型,区域II表示财务困境为较困型,区域III表示财务困境为强困型,区域IV表示流动比率大于等于0.54且每股净资产小于零。

### (二)动态分析——路径分析。

实证结果表明:落在第I、II、III和IV区域的分别有9例、6例、8例和1例。从区域I至区域III流动比率、短期借款增长率、主营收入毛利率、留成收益比总资产、每股净资产均值都越来越小,具体数据见表1。

1. 路径1。从区域I演变到区域II,流动比率逐步减少到0.54以下且每股净资产仍大于0,公司财务困境由微困演变到较困。一方面流动比率呈下降趋势,说明流动资产偿还流动负债的能力越来越小;另一方面短期借款增长率也呈下降趋势,说明企业试图

表1 各区域样本财务比率平均值

	区域 I	区域 II	区域 III	区域 IV
样本数(总数为 19 例)	9	6	8	1
流动比率均值	0.8678	0.3367	0.2150	
ROA均值	-0.1614	-0.0240	-1.1402	
短期借款增长率均值	1.2940	0.0633	-0.0217	
长期借款增长率平均值	-0.3046	0.0410	-0.1748	
主营业务收入毛利均值	0.2855	0.2641	-0.2414	
留成收益/总资产均值	0.4772	-0.5205	-1.5511	
主营收入增长率均值	0.0295	0.3969	0.0499	
存货周转率均值	1.6447	11.8724	2.5852	
总应收账款周转率均值	0.8180	1.1080	0.0989	
净应收账款周转率均值	1.4356	21.7619	1.1448	
每股净资产均值	0.3550	0.4863	-1.1815	

举新偿还旧债的能力也越来越小。此外,因区域 I 样本的留成收益与总资产比尚在0.5倍附近,企业储备了一定的家底,还有可能逃离区域 I 而摆脱财务困境,否则若不能阻止总资产收益率ROA的下滑,就可能从区域 I 变化至区域 II,进而加重财务困境程度。在区域 I 长期借款增长率均值为负值,说明存在长期借款还款压力;而在区域 II,其值为正,可能是由于债权人同意将部分短期借款转入长期借款所至。从区域 I 演变到区域 II,奇怪的现象是存货周转率均值从较差的1.6倍上升到近12倍之多,这是归功于重组并购,还是人为操纵?部分原因可能归功于降低成本费用,加快存货周转和总应收账款周转。但净应收账款周转率从1倍多增至21倍多,意味着净应收账款每半个月回收一次,故本文认为这是人为操纵所至!进一步考察区域 II 6 例样本,其中一半在2003年更换了会计师事务所,且在前3年内(2003、2002、2001年)也有一半更换了财务总监。

2. 路径2。从区域 II 演变到区域 III,流动比率保持在0.54以下且每股净资产从正值降到负值,公司财务困境由较困演变到强困,其动态特征表现为,一方面ROA的均值呈下降趋势,每一元资产所产生净利润的能力越来越低;另一方面主营业务收入毛利率均值也呈下降趋势,若企业不能提高主营业务收入毛利率并使大幅降低经营成本,则将会从区域 II 演变至区域 III,进

而加重财务困境程度。在区域 II,短期借款增长率和长期借款增长率的均值为不超过7%的较小正值,说明公司尚有一定的融资能力,而在区域 III 这两个比率均值皆为负值,说明公司面临短期和长期借款的还款压力,如果公司的资金流得不到改善,公司就将陷入强困型。此外,留成收益/总资产、主营收入增长率、存货周转率、总应收账款周转率的均值也都是一致减少的,未发现有操纵痕迹。

3. 路径3。从区域 I 演变到区域 III,流动比率从大于0.54降低到0.54以下且每股净资产降低到负值,公司财务困境从微困直接演变到强困。流动比率与每股净资产收益率同时大幅下降,出现严重程度的资不抵债且可动用的家底所剩无几或荡然无存。在区域 I 短期借款增长率平均值为大于1的正数,公司尚可以举新债还旧债;而在区域 III,此比率为几乎等于0,故公司不可能采用此策略改变困境,公司只能动用留成收益(从区域 I 到区域 III,留成收益比总资产的平均值从正值到负值)弥补亏损。考察区域 I 到区域 III 总应收账款的均值,从0.8倍大幅下降至0.1,说明公司若不能加快应收账款的回收,势必加快从微困型向强困型演变的步伐。

值得一提的是上述各路径是可逆的。此外,图1存在有意思的现象是仅一例财务困境公司落在区域 IV。这是否意味着在公司财务困境演变的路径

中,流动比率尚可而每股净资产直接由正值变为负值的可能性微乎其微呢?是民营控制型企业特有的现象,还是非民营企业也具有这一现象?本文认为除非公司面临债权人强烈的还款要求,或是公司自身的意愿而申请破产,才会发生从区域 I 直接演变至区域 IV。分析落在区域 IV 的样本,其长期借款增长率高达190.8%,极有可能是由不能偿还到期的短期借款累积所引起。当然,这些问题有待于随民营控制型企业持续经营积累时间序列数据,而做进一步研究。

#### 四、结 论

本文从理论分析入手,界定了民营控制型企业财务困境的起点,并用二维坐标系区分了财务困境存在三种类型:微困、较困和强困型。财务困境的程度表现为流动比率和每股净资产的变化及其相互之间的作用。此三种类型之间的演变是动态可逆的,且依从三条路径而动态演变。

1. 财务困境起点表现为公司首次亏损,使得构建财务困境判断模型选择样本有据可依。财务困境强弱程度用二维坐标进行识别,可使困境组样本的选择均匀化,而提高模型的判断能力。

2. 财务困境程度强弱程度存在动态演变路径。实证表明,民营上市公司一旦流动比率小于临界点0.54,随之每股净资产略有下降,财务困境依从路径1而演变为较困型;其次,一旦每股净资产再快速下降,财务困境依从路径2而变化,演变为强困型,企业资不抵债,从而使公司沦入破产清算的境地。此外,尽管理论上存在路径3,但民营上市公司财务困境一般不会立即从微困型直接演变为强困型。

3. 揭示解释财务困境内部动态演变路径,还有另外三个财务比率具有较好的解释意义。民营控制型企业财务困境从路径1,经路径2、路径3动态演变为强困型,表现为财务短期借款增长率、主营业务收入毛利率和留成收益比总资产同步下降。

作者单位:广东技术师范学院  
(责任编辑 刘静武)