

# 财务困境成本理论与实证研究综述

章之旺 吴世农

(南京审计学院会计学院 210029 厦门大学管理学院 361005)

**【摘要】** 本文对财务困境成本的存在性、分类、计量以及经验估计等相关理论和实证研究进行综合评述,最后探讨财务困境成本的未来研究方向,指出基于公司财务特征、公司治理和股权结构等多维视角研究财务困境成本的影响因素,并提出构建预期财务困境成本指数具有理论意义和应用价值。

**【关键词】** 财务困境 财务困境成本 公司业绩

财务困境是公司财务学的一个重要而又复杂的研究领域。目前学者们对于财务困境预测研究只是在财务状态的划分、适用模型和变量选择上有所区别,而财务困境成本(Financial Distress Cost)始终是个颇具争议的概念和论题。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<sup>①</sup>前提下,如何准确计量财务困境成本?本文拟对财务困境成本的存在性、分类、计量以及经验估计等相关理论和实证研究进行综合评述,最后探讨财务困境成本的未来研究方向。

## 一、财务困境与公司业绩之关系

### 1. 财务困境无关联

早期的经典文献并未考虑到财务困境对公司业绩的影响,或者认为这种影响即使存在,也是微不足道的。例如,Modigliani 和 Miller (1958)在其正式模型中就没有考虑财务困境(破产)成本对企业加权平均资本成本(WACC)和公司价值的影响。Warner (1977)以 11 家美国破产铁路企业为样本研究发现,在平均意义上破产成本大约仅占破产之前第七年企业市场价值的 1%,即使到了破产申请日这一比例也只上升至 5.3%,考虑到低破产概率,预期破产成本会更低,以致可以忽略不计。因此 Warner 得出了破产成本无足轻重的结论。

Andrade 和 Kaplan (1998)对 31 宗陷入财务困境(而非经济困境)的高杠杆交易(Highly Leveraged Transactions)进行研究发现,综合考虑高杠杆交易的正效应和财务困境的负效应之后,企业的价值略有增加,也就是说高杠杆交易为企业创造了价值。从市场价值的角度估计财务困境成本约占企业价值的

<sup>①</sup> 由于学术界对财务困境与公司业绩之间的关系有三种不同看法,分别认为财务困境对公司业绩有正面影响、负面影响、无影响。本文使用“存在性”一词寓指财务困境成本的这一特征。

10%~20%，最保守的估计也不超过 23%。但 Andrade 和 Kaplan 进一步对未经历不利经济波动的企业子样本进行研究，发现扣除经济因素的影响之后，财务困境成本在统计意义上并不存在。

Bergström 和 Sundgren (2002) 以上世纪 90 年代初期瑞典经济衰退时期经历了财务困境的 28 家企业为样本考察了财务困境对公司业绩的影响。研究发现，财务困境企业在重组前后三年的对比期间里盈利性、流动性、资产管理效率等财务指标没有明显差异，从而认为财务困境对公司业绩的影响可以忽略不计。

## 2. 财务困境成本论

Altman (1984) 首次对财务困境（破产）的间接成本进行计量，研究表明，平均而言，在破产的前三年破产成本达到企业价值的 11%~17%。应该说，Altman 对财务困境（破产）成本的估计较之于以往的研究更为全面、准确，但早先 Baxter (1967) 所指的销售和盈利的下降与财务困境之间的因果关系问题在 Altman 的研究中依然没有被理顺。换言之，如果界定财务困境对公司业绩（价值）的影响未能剔除因业绩下滑（经济困境）而导致财务困境的情况，那么财务困境成本的计量必然有所偏误。

Asquith、Gertner 和 Scharfstein (1994)、Gilson (1997)、Hotchkiss (1995)、LoPucki 和 Whitford (1993)、Shleifer 和 Vishny (1992) 在对财务困境企业进行研究时均发现了财务困境成本存在的间接证据。但与 Altman (1984) 相同，这些文献的研究样本企业多数出现了经营亏损，其持续经营价值令人生疑，因此研究结果到底归结于财务困境成本，还是经济困境的负效应，抑或两者兼有不得而知。为了消除经济困境对财务困境的影响，Opler 和 Titman (1994) 设计将样本企业按所处行业区分为经济困境与非经济困境行业，研究高杠杆企业相对于低杠杆企业在行业不景气（industry downturn）时的业绩变化，结果发现，高杠杆企业相对于低杠杆企业在行业不景气时业绩更差，说明财务困境对公司业绩的影响是负面的，即存在财务困境成本。

## 3. 财务困境收益论

事实上，财务困境对企业业绩的影响是多方面的。与上述学者只考察财务困境成本问题不同，也有很多学者提出了财务困境收益的观点，其中表述最好的可能是 Jensen (1986)。显然，Jensen 关于财务困境收益的观点与其提出的自由现金流量假说是一脉相承的。根据自由现金流量假说，债务很少且有大量的自由现金流量（满足 NPV 大于零的全部投资需求之后的剩余现金）的企业很可能会浪费资金。而财务困境企业的管理当局因其履行债务的任务更为紧迫，处境更为危险，资金被浪费的可能性大大降低。因此，在不存在其他激励制度安排的情况下，谨小慎微地偿还债务可能会对管理效率产生有益的影响。

支持 Jensen 的财务困境收益假说的经验研究不乏其例。Harris 和 Raviv (1990)、Wruck (1990) 等认为财务困境至少可以带来三方面收益：（1）赶走表现糟糕的管理层；（2）改善经营业绩；（3）促使企业剥离（卖掉）业绩不良的资产。Andrade 和 Kaplan (1998) 的研究发现 31 家财务困境公司中有 23 家明显采取了削减成本和改善经营的措施，15 家更换了董事会主席或 CEO 等高级管理人员。Whitaker (1999) 的研究也支持 Jensen 提出的财务困境收益假说。Whitaker 发现，在企业陷入财务困境之后，平均而言企业的经营业绩和市场价值都有所提高。

Alderson 和 Betker (1999) 对 1983—1993 年间经历了破产重组的 89 家企业的经营业绩进行考察。与 Hotchkiss (1995) 的研究设计不同，Alderson 和 Betker 基于现金流量视角定义经营业绩，他们发现，样本企业的现金流量收益率显著高于标准普尔 500 指数的收益率。Eberhart、Altman 和 Aggarwal (1999) 则以 1990—1993 年间经历破产重组的 131 家企业为样本考察其股票收益率的变化，研究发现，困境企业在破

产重组之后的 200 个交易日内股票的平均累积超额收益率 (ACAR) 至少达到 24.6%。上述两篇文献分别基于经营业绩和市场业绩的视角为财务困境收益论提供了证据。

## 二、财务困境成本的分类

### 1. 直接财务困境成本和间接财务困境成本

财务困境成本可以划分成直接成本和间接成本,应该说大多数研究者对于这种分类方法并无异议。Warner (1977) 则明确指出相关文献中提到的财务困境成本有直接成本和间接成本之分。直接成本包括律师和会计师费用、其他职业性费用,以及管理者消耗在破产行政管理事务上的时间价值。间接成本包括销售和盈利损失<sup>②</sup>,以及除非接受特别苛刻的条款否则无法获取信贷或发行证券的可能性。直接财务困境成本源于不同权益求偿人之间协商、谈判而导致的交易成本,因此必定会发生。虽然 Warner 提及间接财务困境成本是否产生取决于市场状况,但考虑到两方面的原因,间接财务困境成本的发生也是不可避免的。其一,当产品的潜在购买者意识到企业违约在即时,该企业的销售、盈利和市场价值将下降。这可能是因为产品的潜在购买者拥有不完全信息而以自己对企业财务状况的把握来评价其经营状况,财务困境向外界传递了企业生存寿命以及提供已销产品的配件和支持性服务的能力信息。其二,破产过程本身也会产生间接财务困境成本。破产重组委员会(受托人)作为法庭的代理人有权掌控企业的经营活动。这种委托——代理关系能否激励受托人有效经营财务困境企业,并以企业价值最大化为决策准则尚不清楚。但可以肯定的是,与管理者不同,受托人只需对法庭而不是企业的权益求偿人负责,因此受托人可以 not 按照权益求偿人的利益要求行动而导致非最优决策结果。这种机会损失归结为间接财务困境成本是恰当的。

与直接财务困境成本的范围十分明确相反,间接财务困境成本所包含的内容十分庞杂。例如 Robichek 和 Myers (1966) 指出财务困境所造成的投资机会损失相当可观。Myers (1977) 的分析表明,当投资收益只能归属于债券持有人时,企业很可能放弃这种盈利性项目,从而导致投资不足问题。所有这些都将使间接财务困境成本进一步上升。表 1 列示了间接财务困境成本可能的来源及结果。根据财务学的利益相关者理论,企业与供应商、客户、雇员和债权人等存在财务利益关系。当企业陷入财务困境时,这些维系企业生存的财务利益关系体系无疑会受到损害,从而产生间接财务困境成本。

表 1 间接财务困境成本的来源及结果

	来 源	结 果
供应商	供应商对财务困境企业的持续经营持怀疑态度将损害企业与供应商之间的业务关系	供货减少, 交易费用上升
客户	客户对财务困境企业的持续经营持怀疑态度将损害企业与客户之间的业务关系	企业的销售、盈利和商誉受损
雇员	企业陷入财务困境使雇员感觉工作不稳定, 更不谈升迁和加薪	优秀雇员流向竞争对手等其他企业
债权人	出于贷款安全性的考虑, 债权人往往不愿意向财务困境企业提供新的财务支持	贷款利率提高, 融资成本上升
管理者	财务困境企业被迫低价出售资产以偿债; 为了保持流动性, 不得不削减 R&D 和培训支出, 收紧信用政策, 降低存货水平; 财务重组使得管理者身陷各种重组事务之中, 影响到企业的运营效率	持续经营价值受损

<sup>②</sup> “盈利损失”指预期盈利减少形成的损失,如正常财务状态下可获得 100 万元利润,但由于发生财务困境,资金紧张,无法完成所有订单的生产,导致当期利润只有 60 万,则盈利损失为 40 万元。

## 2. 事前财务困境成本和事后财务困境成本

White (1983), Kalaba et al. (1984) 将财务困境成本区分为事前 (破产) 成本和事后 (破产) 成本。事前 (Ex ante) 成本指提交破产申请之前的成本, 具体包括债权人在破产之前力图减少破产时的损失而导致的企业经营决策扭曲, 以及企业风险的增加等。事后 (Ex post) 成本指提交破产申请之后的成本, 例如破产过程的交易成本等。

虽然第一种和第二种财务困境成本的分类方法在提法上迥异, 但实际上两者之间关联甚大, 即事后财务困境成本相当于直接财务困境成本, 而事前财务困境成本则相当于间接财务困境成本。

## 3. Branch 四分类法

前两种分类方法将财务困境成本定位在财务困境企业本身所发生的成本和损失, 实际上, 财务困境除了对企业本身的业绩存在负面影响之外, 对利益相关者以及其他社会主体都可能存在不利的一面, 这些都应纳入财务困境成本的范畴。Branch (2002) 从一个更广阔的视角来对财务困境成本进行分类, 他将财务困境成本分成四个部分: (1) 财务困境企业承担的实际成本; (2) 财务困境企业的权益求偿人 (而非企业自身) 承担的实际成本; (3) 财务困境企业的损失 (与竞争对手的获益相抵销); (4) 其他社会主体承担的实际成本。其中, 第 1、2、3 项对于权益求偿人来说都是相关成本。由于第 3 项仅对财务困境企业来说是一种损失, 必有另外的企业获益, 故不构成一项社会成本。社会成本仅包括第 1、2、4 项。图 1 勾勒出 Branch 四分类法及其与其他分类法之间的关联。

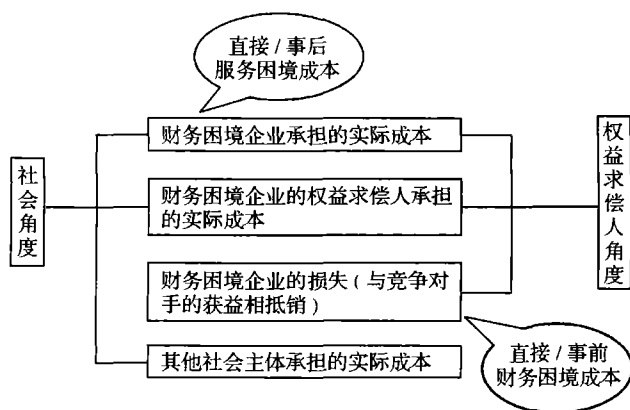


图 1 Branch 四分类法与其他分类法之间的关联

## 三、财务困境成本的计量方法

由于直接财务困境成本的测算简单明了, 因此财务困境成本的计量方法研究主要集中在间接财务困境成本的计量上, 且多为经验估计方法, 其中最有力影响的当属 Altman 在 1984 年的研究。

Altman (1984) 以破产企业在重组或清算过程中的实际支出度量直接破产成本, 数据来源于各个企业的破产纪录。当然, Altman 的贡献并不在于直接破产成本的计量, 而在于创造性地提出基于未预期销售和盈利的概念构建间接破产成本的计量方法。具体做法是通过估计破产之前三年的预期盈利, 然后与实际盈利 (损失) 相比较来确认间接破产成本。其中盈利的估计可以采用两种不同方法: (1) 回归分析法; (2) 证券分析师预测法。

关于回归分析法的应用思路是, 首先应用预测年度之前十年的数据将破产企业的销售对所在行业销售

进行回归。例如,欲估计破产之前第三年的间接破产成本,对应的回归期间应是  $t-13$  至  $t-4$ 。回归模型建立之后,将  $t-3$  期行业销售数据代入回归模型,便得到破产企业的预期销售数据。在此基础上再乘以十年历史平均销售利润率即可得到预期盈利。实际盈利与预期盈利之差额即为间接财务困境(破产)成本。关于第二种盈利估计的方法——证券分析师预测法的应用思路是将企业破产前年度证券分析师(专家)对企业盈利的预期值与实际值相比较,得出间接财务困境(破产)成本。

为了将上述各期间间接财务困境成本转换成预期财务困境成本的现值,Altman 提出按无风险利率折现,再乘以基于 ZETA 模型计算出来的破产概率,即可得出预期财务困境成本的现值。后续的财务困境成本研究(例如 Andrade 和 Kaplan (1998) 等)基本延续了 Altman 的计量思路。Molina (2005) 以债务违约的历史概率乘以按 Andrade 和 Kaplan (1998)、Altman (1984) 的方法计算出的企业价值损失来计量事前财务困境成本。

但是,Almeida 和 Philippon (2005) 认为,前述文献在财务困境成本的计量方法上存在重大缺陷,即未考虑到财务困境成本的发生与宏观经济状况之间的关系,从而忽略了财务困境的系统性风险。Almeida 和 Philippon 指出,由于系统性财务困境风险的存在,经过风险调整之后的财务困境概率必然大于历史概率,因此财务困境成本的评估应使用低于无风险收益率的折现率。他们应用公司债券价差(spread)以及关于困境概率的历史数据两种方法估计经过风险调整的财务困境概率。研究发现,无论采用哪种估计方法,系统性风险的存在提高了财务困境成本的净现值,因此忽略系统性财务困境风险将导致财务困境成本的低估。

#### 四、财务困境成本的经验估计

##### 1. 直接财务困境成本的经验估计

Warner (1977) 以 1933—1955 年间进入破产程序的 11 家铁路企业为样本考察财务困境的直接成本,他发现直接财务困境成本约占破产之前一年度市场价值的 4%。Altman (1984) 的直接财务困境成本估计结果为 4.6%。看上去 Altman 与 Warner 的估计结果基本相当,但 Altman 认为,由于 Warner 的铁路企业样本拥有大量的公开发行债务,而他自己的研究样本却很少有公开发行的债务,因此,如果考虑外部债务的市值因素,直接财务困境成本应该更高。

Weiss (1990) 以 1979—1986 年间在 NYSE 和 AMSE 上市的 37 家破产企业为研究样本考察直接财务困境成本的大小。他发现直接财务困境成本约占破产申请之前的财政年度末期债务的账面价值和权益的市场价值之和的 3.1%。

Betker (1997) 基于 75 家依据传统破产法第十一章申请破产的企业和 48 家依据预包装破产法第十一章申请破产的企业估计的直接财务困境成本分别为 3.93% 和 2.85%。对这 123 家样本企业进行加权平均, Betker 估计直接财务困境成本约为 3.51%。Tashjian (2000) 对 49 宗预包装破产案件进行研究,结果表明,直接财务困境成本分别占表决前和表决后资产总额的 1.65% 和 2.31%。这一比例较低,原因在于预包装破产较之于其他破产程序耗时更短,且节约成本。

财务困境企业总是通过非正式的私下重组(workout)来避免或至少推迟破产申请。Gilson、John 和 Lang (1990) 研究了 26 家成功进行财务重组的企业的实际现金支出。他们发现交换发盘成本平均占困境企业账面资产价值的 0.65%。Betker (1997) 的同类研究结果是 2.51%。必须指出的是,这两项研究都是基于重组成功的样本。

综合上述文献,我们可以归纳出:(1)直接财务困境成本的度量一般以实际成本与财务困境企业的市场价值或资产总额相对比得到,公司规模大对直接财务困境成本存在稀释效应,因此直接财务困境成本与公司规模呈反向关系;(2)企业的财务困境程度显然影响到直接财务困境成本的大小。由上述文献的经验估计结果可以看出,破产企业的直接财务困境成本一般在 3.1~4.6% 之间,而预包装破产案件的直接财务困境成本则低一些,非正式的私下重组的直接财务困境成本为最低。

## 2. 间接财务困境成本的经验估计

虽然在 Altman (1984) 之前很多学者意识到了间接财务困境成本的重要性,但是 Altman 却是最早估算间接财务困境成本的学者。他基于破产之前三年的未预期盈利损失估算 12 家零售企业和 7 家工业企业的间接财务困境成本,结果表明,间接财务困境成本平均约占破产之前一年度末期企业价值的 6.55%。Opler 和 Titman (1994) 基于大样本研究了在行业经济不景气时选择不同财务杠杆的企业组合的业绩表现。具体来说,将全样本按财务杠杆的高低划分成十个组合,最高杠杆组合的销售额损失比最低杠杆组合的销售额损失多出 26.4%,权益的市场价值也出现相同程度的下降。

Chen 和 Merville (1995) 基于 1992 年度 Compustat 数据构建了 1041 个企业的研究样本。他们将样本企业按照 Altman 的 Z 分值变化趋势分为三类。其中 A 类是由财务健康转向财务困境的企业组合,而 C 类则是由财务困境转向财务健康的企业组合,B 类属于 Z 分值无显著变化的企业组合。研究发现,A 类企业在陷入财务困境时市场价值的下降幅度占其总资产的 8.3%。Andrade 和 Kaplan (1998) 考察了财务困境对 31 家高杠杆交易企业的经营收益的影响,结果显示间接财务困境成本约在 10%~17% 之间,尽管他们认为这一数字可能存在高估的偏差。

对比间接和直接财务困境成本的经验估计文献,可以看出:(1)间接财务困境成本的估计主要针对非破产企业,而直接财务困境成本的估计主要侧重于破产企业,原因在于破产企业的直接财务困境成本项目非常明确、具体,而且相关数据易于获得;(2)由于间接财务困境成本的估计难度较大,因此从上述估计结果来看,其估计差异明显要大于直接财务困境成本的估计差异。

## 3. 我国上市公司财务困境成本的经验证据

最近国内的学者也开始涉足财务困境成本这一研究领域,并取得了初步研究成果。吕长江、韩慧博 (2004) 基于流动比率和营业利润标准定义财务困境,研究了我国上市公司的财务困境成本问题。他们认为,我国上市公司的间接财务困境成本显著为正,从总体来看,间接困境成本约占公司价值的 25%~36.5% 之间,而且资本结构对财务困境间接成本具有显著影响,即负债率越高的企业在困境期内将损失更大的市场份额和利润。吴世农、章之旺 (2005) 基于 ST 摘帽公司的研究也得到了我国上市公司存在财务困境成本的证据。

上述两篇国内文献尽管结论有差异,但有一点是一致的,即均以实际上已陷入财务困境的企业为研究样本。实际上,对于财务困境如何影响公司业绩的研究不应仅仅定位于财务困境企业。财务困境成本并非局限于那些实际陷入财务困境的企业,任何企业,只要有负债,财务困境的潜在压力或大或小总会存在。另外,以实际陷入财务困境的企业为研究样本,还会造成无法区分经济困境和财务困境对公司业绩的不同影响。笔者 2005 年研究发现,在所处行业经历经济困境时,最高杠杆的两组公司销售增长率比最低杠杆的两组公司要低 9%,而主营业务利润增长率则要低 3.2%。换言之,当出现行业经济下滑时,选择高杠

杆的公司将丧失更大的市场份额和利润。在考虑了经济困境的影响之后,该研究支持财务困境对公司业绩存在负面影响的结论。

## 五、未来研究展望

### 1. 关于财务困境成本的影响因素

现有的西方文献关于财务困境成本影响因素的研究比较零星、分散,一般认为公司特征因素会影响到财务困境成本的大小,这些因素包括 Tobin's Q、产品独特性、资产专用性、资产担保价值、债务结构复杂性等。作者认为,除了考察上述公司特征变量对财务困境成本的影响之外,基于中国上市公司的制度背景,考察公司治理特征(董事会特征、高管激励等)和股权结构(第一大股东持股比例、是否国有控股等)对财务困境成本的影响更具有现实意义。这种多维视角的财务困境成本影响因素研究将成为未来财务困境成本研究的重要方向。

### 2. 预期财务困境成本指数的构建

现有文献对财务困境成本的计量均以实际陷入财务困境的企业为研究样本,属于实际财务困境成本的计量研究。这类研究的意义在于,如果财务困境实际发生时损害了公司业绩(价值),财务困境成本理应成为事前资本结构决策的重要变量。但是毕竟实际财务困境成本与预期财务困境成本有所区别,而且只有预期财务困境成本才是决策的真正依据。因此,研究如何构建财务正常状态下企业的预期财务困境成本指数,并基于该指数考察财务困境成本对公司财务政策的影响,以及财务困境成本在债务违约预测模型中的信息含量更具有现实意义。

## 主要参考文献

- 吕长江,韩慧博. 2004. 财务困境、财务困境间接成本与公司业绩. 南开管理评论, 3: 80 ~ 85
- 吴世农,章之旺. 2005. 我国上市公司的财务困境成本及其影响因素分析. 南开管理评论, 3: 101 ~ 105
- 章之旺,吴世农. 2005. 经济困境、财务困境与公司业绩. 财经研究, 5: 112 ~ 122
- Alderson, M. and B. Betker. 1999. Assessing Post-Bankruptcy Performance: An Analysis of Reorganized Firms' Cash Flows. *Financial Management*, 28: 68 ~ 82
- Almeida, H. and T. Philippon. 2005. The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. Working paper, New York University
- Altman, E. I. 1984. A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *Journal of Finance*, 39: 1067 ~ 1089
- Andrade, G. and S. N. Kaplan. 1998. How Costly is Financial (Not Economic) Distress? *Journal of Finance*, 53: 1443 ~ 1493
- Bergstr m, C. and S. Sundgren. 2002. Restructuring Activities and Changes in Performance Following Financial Distress. SNS Occasional Paper No. 88
- Branch, B. 2002. The Costs of Bankruptcy: A Review. *International Review of Financial Analysis*, 11: 39 ~ 57
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323 ~ 329
- Molina, C. 2005. Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities. *Journal of Finance*, 60: 1427 ~ 1459

## **Split Share Structure, Private Benefits of Control, and Financing Cost of Controlling Shareholder**

*He Dan & Zhu Jianjun*

This paper conducts an in-depth reviews that seasoned equity offering (SEO) can increase private benefits of control of controlling shareholder under the system of split share structure in Chinese stock market and under the existence of exploration of other shareholders by controlling shareholders, expands the definition of financing cost, calculates the cost of equity and debt in order to analyze the cause of equity financing preference of listed company from the perspective of the characteristics of Chinese stock market and corporate governance.

## **Information Structure, Risk Preference and Earnings Manipulation Behavior-The Result of An Experimental Study**

*Yao Hong et al*

By using the economic experimental methods, we establish the market environments under different information structures to examine the impact of risk preference and external supervising on earnings manipulation behavior. The results indicate that external supervising has a restriction effect on earnings manipulation behavior remarkably: external supervising coefficient, the combination of punishment coefficient and spot test probability, has an integrative effect, which is higher than the effect respectively; Under the conditions of information asymmetry, information obtained by the insiders can be diffused through the market. Relied on information superiority, the insiders can avoid risks and acquire surplus earnings; Non-insiders have overconfident performance; Information structures don't affect manipulation wills of the person with the risk preference, but have a conjunct influence on the ultimate earnings with the external supervising.

## **Commentary on Financial Performance Reporting Mode of USA**

*Wang Yuetang et al.*

As an information product provided by the accounting industry, financial reporting affects the existence and development of the profession directly among its competition in the information industries. Financial performance reporting is core of the reporting system, and how to innovate it to improve its competitive ability is becoming a desiderating issue in the academia. This paper reviews the history of American reporting system and comments on its new direction, from which we can make a discussion on the policy issues of financial performance reporting system in china.

## **Review on Theoretical and Empirical Study of Financial Distress Costs**

*Zhang Zhiwang & Wu Shinong*

As a branch of firm's financial distress study, financial distress costs have important theoretical and implementation value. This paper gives a comprehensive review on the existence, classification, measurement, and empirical estimation of financial distress cost. Also some further fields of this study are presented. These include (1) the determinants of financial distress costs from the viewpoint of financial variables, corporate governance, and ownership structure; (2) constructing expected financial distress cost index of firms based on China's background.

## **Research on CPA Professional Supervision and International Harmonization of Accounting and Auditing Standards in Canada**

*Program Group*

The article introduces the basic status of CPA professional supervision and international harmonization of accounting and auditing standards in Canada. The research project in Canada will be helpful for us to make some suggestions on how to make further progress in CPA professional supervision and international convergence of accounting and auditing standards in China.