

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 15620061151051

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司财务困境恢复影响因素研究

Research on Factors Affecting China Listed Companies  
under Emergence from Corporate Financial Distress

董保国

指导教师姓名: 魏巍贤 教授

专业名称: 金融工程

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

本文所讲财务困境是指公司财务状况严重恶化，以达到濒临破产的状态。国外学者对财务困境研究最早始于上世纪 30 年代的 Fitz Patrick,而对财务困境恢复的关注则开始上世纪 80 年代。我国对财务困境的研究伴随着我国上市公司实施 ST 制度便开始了，而对财务困境公司恢复的研究则较为鲜见。我国上市公司 ST 制度的完善、信息披露制度的健全，为从理论和实证角度研究财务困境及相关问题提供了广阔的平台。

本文首先对财务困境恢复、公司破产等相关理论回顾，并对重点文献进行了评述。其次，基于对文献的研究和分析，提出了自己的研究方法和实证假设。然后，本文以 1998-2004 年 172 家 ST 财务困境公司为样本，对前文所提假设运用描述性统计和 Logistic 模型分析方法进行验证。最后，在实证分析的基础上对文章进行总结和相关研究的展望。通过以上理论分析和实证研究，本文得出以下结论：公司偿债能力、盈利能力、宏观经济形势与财务困境恢复存在明显的正相关关系；公司发展能力和财务困境恢复在总体上存在正相关关系；公司经营能力、高管更替和财务困境恢复之间的相关性不明显。

本文对困境公司、投资者和监管机构都具有一定的现实意义。困境公司可以借鉴本文,实施相关措施帮助公司加快恢复进程；投资者，特别是希望通过投资特别处理（ST）公司获取高额回报的投资者，通过观察困境公司采取的施救措施，提高对困境公司恢复与否判断的准确性；监管机构同样可根据公司的财务状况和施救战略，判断公司恢复的可能性以增强监管的针对性。

**关键词：**财务困境恢复；财务指标；Logistic 模型

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## Abstract

In this paper, “financial distress” is defined as a financial condition so severe that failure is likely. The prediction of the occurrence of financial distress and corporate failure in international academic field has a long history in financial research. More recently, from about 1980s, a number of studies have turned to the problem of how financial information can be used to predict and assess the likelihood of emergence from financial distress. The research about financial distress in China is along with the implementation of special treatment (ST) rule, with a focus on financial distress; but seldom paying attention to financial distress turnover. With improvement in information disclosure and perfect execution of ST provision, new research perspective is provided for both theoretical and empirical study.

The paper is organized as follows. Section 1 provides the background information of this research. Related literatures are reviewed in section 2. The research method and hypotheses are discussed in section 3 and the empirical results are discussed in section 4. Empirical test results using a sample of 172 ST firms, including 81 recovered firms and 91 counterparts. In the empirical analysis, logistic model is adopted. The conclusions are presented in the final section. This paper finds out a significant positive relationship between Solvency, Profitability, Macro economy and the emergence from corporate financial. A generally positive relationship is between the growth potentiality and distress turnover. However, the relationship between operating capacity, managerial changes and financial distress is insignificant.

These findings have practical implications for companies, investors and regulatory authority. Corporate in financial distress can implement relevant measures suggested in this research to speed up the recovery process. Investors, particularly those who want to invest in financial distress corporate for high returns can use the research results. Regulatory authority can improve the effect of supervision by estimating the possibility of recovering.

**Key words:** Emergence from Financial Distress, Financial Indicators, logistic model

# 目 录

<b>1 导 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义.....	1
1.2 财务困境定义的界定.....	1
1.3 研究框架.....	2
<b>2 文献评述</b> .....	<b>5</b>
2.1 公司财务困境恢复基本理论.....	5
2.2 国外财务困境恢复文献评述.....	6
2.3 国内研究文献评述.....	12
2.4 公司财务困境恢复过程.....	14
<b>3 实证设计</b> .....	<b>17</b>
3.1 实证研究方法.....	17
3.2 主要指标.....	19
3.3 模型假设.....	25
<b>4 实证分析</b> .....	<b>29</b>
4.1 样本选取及数据来源.....	29
4.2 描述性统计.....	30
4.3 实证分析.....	39
4.4 基于实证研究的现实意义.....	48
<b>5 结论及展望</b> .....	<b>50</b>
<b>参考文献</b> .....	<b>52</b>
<b>致谢</b> .....	<b>55</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Contents

<b>1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1 Background .....	1
1.2 Definition of Financial Distress .....	1
1.3 Organization .....	2
<b>2 Theory and Literature Review .....</b>	<b>5</b>
2.1 Basic Theory about financial turnover.....	5
2.2 Review of Foreign Literature .....	6
2.3 Review of Domestic Literature.....	12
2.4 Financial Distress Turnover .....	15
<b>3 Empirical Design .....</b>	<b>17</b>
3.1 Research Method.....	16
3.2 Variables .....	18
3.3 Theoretical Development of Hypotheses.....	24
<b>4 Empirical Results .....</b>	<b>29</b>
4.1 Sample Selection and Data .....	28
4.2 Descriptive Statistics .....	29
4.3 Effect of Emergence from Financial Distress .....	38
4.4 Implications.....	47
<b>5 Summary and Conclusions .....</b>	<b>50</b>
<b>References .....</b>	<b>52</b>
<b>Acknowledgements.....</b>	<b>55</b>

# 1 导论

## 1.1 研究背景及意义

本文利用公司财务指标和公司治理等数据,研究了我国上市公司财务困境恢复的影响因素及困境公司如何采取措施走出困境。公司财务信息和公开的相关信息对研究公司财务困境和公司破产非常有用,它们是研究公司财务相关问题有效的研究方法和研究手段。但这些信息对已经陷入财务困境公司的恢复中是否有同样的预测能力呢,这还是一个有待解答的问题,同时也非常有现实意义。

财务困境状态对于公司的管理层、公司本身、公司股东及整个社会都具有高昂的成本。对公司管理层来讲,由于经营不善,公司管理层将面临更换的压力,同时也影响到经理人的社会声誉。对公司本身来讲,财务困境中的公司往往遭遇社会信任危机,面临这公司业务量流失等问题。对股东来讲,公司股价下跌会影响到股东的利益。公司面临财务困境时,公司可能会裁员,损害了公司员工的福利,带来了一系列的社会问题。

从以上分析可见,公司管理层在财务困境中会受到来自股东和社会舆论的内外压力,迫使他们采取一系列战略措施以便使公司尽快从财务困境中恢复。首先,管理层会增加公司的自由现金流量,增加偿债能力;其次公司会加强经营管理能力,提高公司的管理水平。

上文公司管理层可能采取措施只是在财务困境中公司通常采取方案的描述。本文通过对公司各方面的财务指标进行理论和实证考察,论证了反映公司不同能力的指标在影响公司财务困境恢复方面的作用是不同的。有些指标对困境公司恢复中起到关键作用,而有些则作用甚微。有些指标需要较长的时间才能起作用,而另外一些指标在短期中就能对财务困境公司的恢复起到积极作用。通过研究财务困境公司恢复过程,便能增强财务困境公司采取措施的针对性,帮助公司尽快走出财务困境,这便是本文的目的所在。

## 1.2 财务困境定义的界定

国外学者对于财务困境,目前还没有统一的定义。有的定义为企业处于经

营性现金流量不足以抵偿现有到期债务而被迫改正行动的情况 (Stephen A. Ross, 2003);<sup>[1]</sup>有的定义为企业无力支付其债务或缺乏支付其债务的手段的情况 (布莱克法律词典)。另外一些学者则认为, 财务困境是一种流量的经营不善、现金流短缺或存量的债务无力支付而濒临破产的状态 (Altman, 1968)<sup>[2]</sup>。Foster 在他的《Financial Statement Analysis》中指出: 所谓财务困境, 就是指公司出现了严重资产折现问题, 而这种问题的解决要依赖于公司经营方式或存在形式的改变。Amy Hing-Ling Lau (1987) 对财务困境的概念进行了发展, 他将企业财务状况划分为几个状态: 状态 0 为财务稳定; 状态 1 为开始取消或消减股利; 状态 2 为出现技术性违约和债券违约; 状态 3 处于破产法保护下; 状态 4 进行破产或清算。他认为状态 1 到状态 4 企业均处于财务困境状态, 并且严重性逐渐增加。可见, Amy Hing-Ling Lau 将财务困境划分为不同阶段, 并对各个阶段财务困境状态的涵义进行了界定。<sup>[3]</sup>

可见, 虽然国外学者对财务困境没有统一的定义, 但对财务困境却存在共同的想法: 第一, 都认为流动性不足, 无力偿还债务是财务困境概念的重要组成部分; 第二, 都认为破产是财务困境的严重阶段。本文认为, 将破产作为企业陷入财务困境的标志优点在于企业经营上的终止也代表了财务上的中止, 企业毫无疑问陷入了财务困境。同时, 企业破产具有可度量的优点, 方便确定事件发生的具体时间和选择研究样本。

国内学者对财务困境的表示也各不相同。谷祺和刘淑莲 (1999) 将财务困境定义为“企业无力支付到期债务或费用的一种经济现象, 包括从资金管理、技术性失败到破产以及处于两者之间的各种情况。”<sup>[4]</sup>陈静 (1999) 将上市公司被 ST (特别处理作为公司陷入财务困境的标志; <sup>[5]</sup>陈晓和陈治鸿 (2000) 则界定为因财务状况异常而被 ST 的公司为财务困境公司, <sup>[6]</sup>张鸣、张艳 (2001) 研究对财务困境做了类似于前者的界定。<sup>[7]</sup>

根据以上定义, 本文认为财务困境是指公司财务状况严重恶化, 以达到濒临破产的状态。在这种状态下, 企业流动性严重不足, 存在严重的偿债压力, 同时公司管理水平、技术水平都存在严重问题

### 1.3 研究框架

本文的研究思路按照从理论研究到实证研究的方式顺次展开的，首先是使用文献研究，梳理出目前国内外关于财务困境恢复所处的研究阶段和研究方法；然后在其他学者的研究的基础上提出本文的实证假设；其次在其他学者研究的基础上通过实证分析，对提出的实证假设进行检验并得出结论；最后指出在本文基础上如何进一步进行研究，即文章结论和研究展望。文章的研究框架如下：

第 1 部分：导论。导论部分介绍了文章的研究背景和意义，并对财务困境恢复的概念进行界定。在界定财务困境恢复的基础上，描述财务困境恢复的过程和各阶段的主要任务。

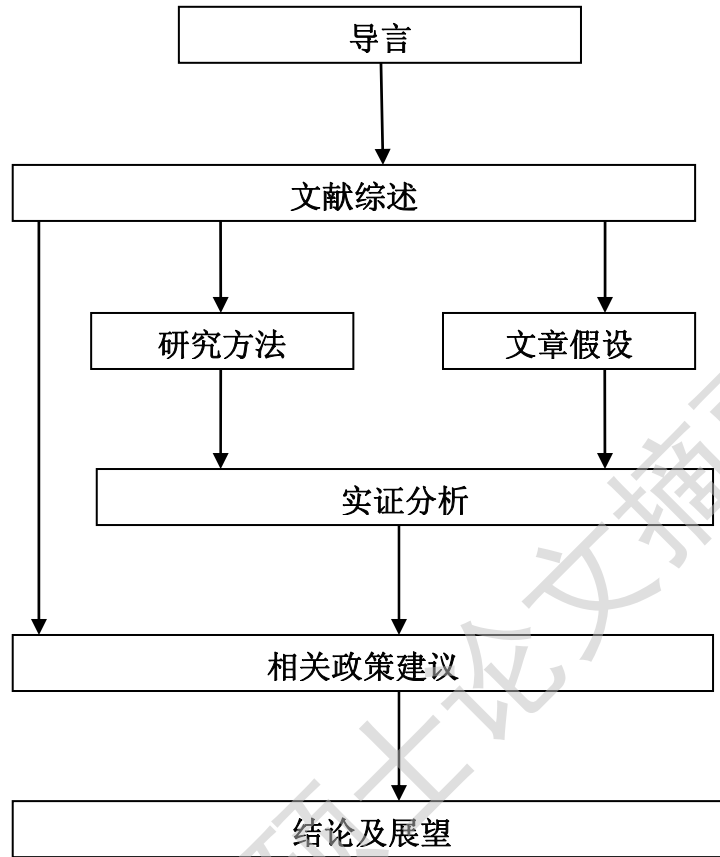
第 2 部分：财务困境恢复的文献综述。首先介绍财务困境恢复的规范分析理论——破产理论，包括非均衡分析理论、财务模型理论和企业契约理论。然后，对国内外财务困境恢复进行了文献综述，对别人的研究方法和研究角度进行综述，并对重点文献进行评述，本文将以前的研究文献分为从公司财务、公司治理和公司经营等角度进行分析。

第 3 部分：研究方法和模型假设。首先分析了国内外研究方法的差异。国外财务困境的判断是通过 Z 值等指标计算所得，通过具体分值判断公司是否陷入财务困境。我国财务困境的研究主要是借助于我国 ST（上市公司特别处理，下同）制度，认为财务困境公司为 ST 公司的子集。基于国内外公司财务困境判断标准的不同，本文对我国的研究方法作具体的介绍。其次，对所使用的财务指标的描述，对重点财务指标的含义做相应的解释。最后，在文献研究的基础上，根据以往学者的研究提出了若干假设。

第 4 部分：实证研究。首先是对实证研究所用研究样本的说明。然后通过描述性统计和 Logistic 分析方法，对上文提出的假设进行定量分析，得出相关实证结论，并据此得出对现实有指导意义的结论。

第 5 部分：结论及展望。根据以上所做研究，分析指出文章的创新和不足之处，财务困境恢复的研究视角和方法。

图 1-1 文章研究框架





Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库