

国外上市公司困境研究及启示

王震

(北京大学 光华管理学院, 北京 100871)

摘要:本文系统地对外国有关上市公司困境实证研究的文献进行了评述。对这些文献的评述既有助于研究者对这一领域有一个概览性的了解,也可以为我国上市公司的利益相关者规避风险提供一些借鉴方法。

关键词:困境公司;预测;业绩;重组;公司治理

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)06-0019-06

证券市场上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之中,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而往往要采取一些方法来预测这些公司陷于困境的可能性,并研究公司陷于困境的原因、摆脱经营困境所采取的措施以及这些措施的效果和市场的反应等。因此,在成熟的证券市场上,有大量的文献从不同的角度对上市公司经营困境进行了实证研究。这些实证研究的结论不仅给我国上市公司的健康发展提供了一些借鉴措施,而且有助于推动我们对上市公司困境问题的实证研究。

一、公司困境的界定

经营困境一般包括财务困境(Financial Distress)和绩效恶化(Performance Decline or Operating Distress)两种情况。当一个公司的债务到期发生重大的支付困难时,这个企业被认为处于财务困境(Emery等,1998),如破产(bankrupt)、违约(in default)、失败(failed)、资不抵债(insolvency)等。在实际研究中的遴选标准也不尽相同:Altman(1998)从狭义的角度定义为公众持有的公司债券和权益证券已经是处于对债券违约或已按照美国破产法第11章申请了保护,广义上还包括那些公众所持有的按一个相当多的贴现价格出售,并能够获得一个相对于同期美国国债的非常显著溢价的债券,尽管这些债券并没有违约;Opler和Titman(1994)则认为当一个行业销售收入增长率为负数,而且股票收益率的中位数低于-30%时为处于困境中的证券。

绩效恶化的考察指标也有所不同:(1)经行业调整过的EBITDA(息税折旧摊销前盈余)与总资产的比率,如上一年该比率超过行业中位数,而在下一年该比值位于最后的25%以内为绩效恶化(Denis and Kruse,2000)。(2)股票收益率。Ofek(1993)所采取的遴选标准是业绩较差而且价值下降很快的公司,如一年前其股票业绩位于股市上的前67%,而当年其股票业绩为最差的10%;Lay和Sudarsanam(1997)在对英国上市公司的研究中也采用了非常类似的定义,只不过是要求这些公司必须在前两年位于前50%,而当年位于最差的20%。(3)会计指标。Kang等(1997)采用税前营业收入与总资产的比率作为标准,挑选该比值高于同行业相应值的中位数

收稿日期:2002-04-01

作者简介:王震(1969-),男,甘肃会宁人,北京大学光华管理学院博士生。

的公司,且营业收入与利息支出的比率必须大于1;Clark和Ofek(1994)的挑选标准是在接管前一年市场调整收益率为-15%或更低,或在接管前3年的市场调整收益率为-45%或更低。

二、公司困境的研究分析

国外关于困境公司的研究主要集中于困境公司预测或预警、市场对困境后的反应。陷于困境的原因和为摆脱困境而采取的措施等方面。

1. 公司困境的预测研究

通过选用一些指标和合适的方法可以对财务困境进行预测。如Fitzpatric(1932)和Beaver(1966)用单变量预测破产。Altman(1968)提出了Z-Score方法,Altman等(1977)建立了ZETA模型来研究公司的破产概率问题,并于2000年对该模型进行了修正,加进了新变量和行业因素的影响。Ohlson(1980,1989)使用Logit和Probit回归方法也发现至少有4个显著影响公司破产概率的变量:公司规模、资本结构、业绩和当前的变现能力。Aestebro等(2001)对有关债务困境预测的方法进行了讨论,他们认为财务困境的预测应该使用多元Logit模型,而且在选取匹配样本时应使用随机的而不是确定的标准。研究结果也的确证明多元逻辑回归模型要比二元逻辑回归模型更为有效。Kahya等(2001)提出了一个使用时间序列累积和CUSUM(Cumulative Sums)统计方法的财务困境模型,该模型能够区分出企业财务指标是因序列相关而改变还是由于财务困境的原因使指标间的结构永久移动而改变。检验表明CUSUM模型是随时间而稳健的,而且要比基于线性判别分析的方法和一般Logit方法的结果好。

对债券的估值也是困境预测的一个重要方面。如将期权定价理论运用于有风险的贷款估值(Merton 1974,KMV 1993),J. P. 摩根等机构根据在险价值(VAR)开发的信用度量术(Credit-metrics),都是商业银行对其债权估值的直接方法。

2. 困境公告的市场反应研究

国外文献中关于困境公告的市场反应研究主要是针对破产公告的。这是因为其他用来判断经营困境的标准都是研究人员自己确定的,而只有破产申请需要公告。研究表明破产公告对申请破产企业的价值有一个明显的负反应。股票价格下跌是因为破产企业破产成本增加以及破产公告提供了企业资产和企业股东对资产清偿权的真实价值的消息。首先,破产成本现值的增加减少了现金流现值;其次,破产公告提供给投资者的企业利润比预期减少了,即破产公告的传染效应;最后,破产公告可能包含在一个行业内企业之间的相对业绩,即破产公告的竞争效应。Altman(1971)发现股东在破产公告前一个月到公告后一个月之间所损失的资本平均大约是26%;Clark和Weinstein(1983)研究了破产企业普通股的行为,通过使用月数据和日数据,对破产公告前后的超额收益进行了研究。在破产公告前1日到公告后1日的累计超额收益是-0.47%。这些研究表明尽管在公告前通过模型能够预测到企业的困境,但破产申请公告仍含有新的消息。Lang(1992)在研究破产公告对破产企业竞争对手权益价值的影响时,也发现从公告前5天到公告后5天之间以及从公告前1天到公告日当天破产企业经历了平均28.5%和21.66%的损失,同时Lang也研究了破产公告对行业内的传染效应和竞争效应。Fenn和Cole(1994)通过对保险业资产质量问题公告反应的研究也发现了行业的传染效应问题。

Andrade和Kaplan(1998)以陷于困境的高杠杆交易公司为样本,考察了因杠杆程度过高而造成的财务困境成本。实证结果发现,样本公司在陷于财务困境前后,收益率下降幅度为10%~15%,总的资本价值下降了10%~20%。

3. 困境和公司业绩的关系

Jensen(1989)认为高杠杆企业比低杠杆企业对企业价值的下降反应要快一些,因为一个较低的价值下降就会导致企业处于困境。Ofek(1993)研究了企业资本结构和企业经营财务与困

境反应之间的关系,特别是关于 Jensen 的高杠杆增加了对短期困境反应的概率。通过实证研究表明,出现困境的前一年企业的杠杆水平对于在困境年采取某些经营方面的措施有正的并显著的效应;高杠杆也显著地增加了困境后短期内债务重组和减少股利发放的可能性。Opler 和 Titman(1994)的研究也发现在处于低迷时期的行业中,高杠杆企业比杠杆较低的竞争对手要失去更多的市场价值,可能的原因包括顾客驱动、竞争者驱动和管理者驱动等。

4. 公司困境和重组

公司陷于困境后常常要采取一些措施来摆脱困境,常见的措施主要有资产重组、管理者替换、减少股利和杠杆重资本化等。(1)企业高层管理人员的更换。Gilson(1989)研究了陷于财务困境中的企业高层管理人员的更换,在给定的任何一年,样本企业中的 52% 当其因为违约、破产或为避免破产而对其债务进行重组时经历了高管人员的变动。(2)减少股利。Deangelo 等(1990)考察了纽约证券交易所上市的 80 个在 1980—1985 年期间陷于财务困境的公司,几乎所有样本公司都减少了股利。(3)资产重组。Ofek(1993)、Kang 等(1997)和 Lay 等(1997)分别研究了美国上市公司、日本企业和英国公司在业绩下降时的重组问题。通过对日本企业与美国相应样本企业的比较发现,两国企业在业绩出现下滑后有很多相似的经营措施,如通过出售资产、关闭工厂、减少资本支出和成本以及解雇员工等来缩小规模,但与日本企业不同,美国企业面临着外部接管的压力。英国的公司在业绩下滑时,也会采取类似的措施,更进一步的研究还发现英国的公司不愿意采取业务重组或资产出售等策略,而更愿意采用高管人员变动策略。Denis 和 Kruse(2000)考察了当企业业绩大幅度下滑时,对当前管理人员控制权减少的惩罚事件的发生与公司重组,研究发现随着企业业绩的下降,出现了相当多的公司重组,并使经营业绩有显著的改善。另外, Berger 等(1996)和 Burgstahler 等(1997)认为困境公司的权益价值的一个重要决定因素是放弃期权的价值。Hayn(1995)、Collins 等(1997, 1999)、Barth 等(1998)提供的证据表明,在这种企业中,用来代表放弃期权价值的资产账面价值要比盈余价值的相关性高。

5. 公司困境与公司治理

Jensen(1993)认为董事会对建立有效的内部控制系统是很关键的:“公司内部控制系统起源于董事会,作为内部控制系统顶点的董事会对企业的运转有最终的责任,更为重要的是董事会制定首席执行官游戏的规则。”他认为很多问题的产生是由于管理者和董事通常不拥有相当比例的公司权益,降低了董事和管理者寻求股东利益最大的激励,并提出首席执行官不能同时作为董事长,因为首席执行官无法把个人利益与股东利益区分开,关于首席执行官的持股比例,应该使首席执行官利益增加的同时能够增加股东的利益。Simpson 和 Gleason(1999)研究了银行企业董事会结构、所有权和财务困境后,得出了相反的研究结果,即董事长和首席执行官合二为一有可能加强银行企业的内部控制系统,从而减少企业出现财务困境的概率。

关于股权集中度的问题,Shleifer 和 Vishny(1986)认为大股东可以在公司中起很重要的作用,而且相当比例的股权使得大股东有动力去收集信息和监督管理者,从而可以避免常说的“搭便车”问题。Wruck(1989)、Franks 和 Mayer(1995)等从实证上得到了验证。

三、国外关于公司困境实证研究的启示

上市公司的不断推陈出新是一个证券市场不断成熟与完善的重要特征。成熟的证券市场应该建立一种机制,从而以最小的成本来帮助投资者或债权人较早识别困境公司,并为困境公司摆脱困境创造一个良好的环境。困境公司的实证研究有助于了解市场上各参与者的行为取向,有助于检验政策的实施效果,从而为制定更加合理的规则奠定基础。

1. 国外关于上市公司困境的研究对推动中国金融研究的借鉴

(1) 加强对上市公司困境预测的研究

从前面的文献中可以明显地看出,对上市公司陷于困境的预测方法一直在不断地改进,如何结合中国证券市场的目前实际情况,建立适用的预警或预测体系是很重要的。对于商业银行而言,它可以度量并跟踪信用风险,减少信贷损失;对于投资者而言,它有助于较为准确地对这些证券定价,以减少投资者的损失。我国对公司财务困境或失败的预测主要采用线性判别分析或概率回归分析方法,如陈静(1999)、陈瑜(2000)、陈晓等(2000)。这些线性方法本身的局限性以及我国证券市场本身的不规范性,使得预测的误差大大增加。因此,不断地使用一些新的预测技术,如神经网络系统、多元逻辑回归分析技术、时间序列模型等将是研究中的一个发展方向。

(2)经营困境公司重组的方式和绩效研究

目前国内上市公司资产重组的实证研究文献有短期效应的研究(如陈信元、张田余,1999)和兼并收购的可预测性研究(如赵勇、朱武祥,2000)。而关于困境公司资产重组研究的文献非常少,朱宝宪、唐淑晖(2001)只对上市公司债务重组的方式进行了定性的研究。

随着我国证券市场机制的不断完善和研究数据库的建设,这方面的研究将越来越紧迫。资产重组是困境公司摆脱困境的重要途径,资产重组能否给股东带来财富的增加,不仅要考察短期的效应,更应考察长期的绩效,还要考察资产重组方式与绩效之间的关系,对此可选用一般成对样本检验、线性回归分析、概率回归分析等分析方法,实证研究困境公司资产重组方式与公司资本结构、公司绩效与治理结构等之间的关系。

2. 国外关于公司困境研究的结论对发展中国证券市场的启示

(1)加强上市公司破产或重整的立法研究和实施进度

证券市场本来就是一个优胜劣汰的过程,上市公司停止挂牌,甚至因财务危机而进入破产清算,是保证证券市场健康发展的重要措施。由于我国缺乏一部完整的针对上市公司的破产或重整的法律,使得我国的上市公司缺乏被清算的压力。因此,必须加快上市公司退市和破产的立法或政策研究。在立法的制度设计上应该从保护利益相关者的角度出发,使对上市公司进入破产清算或重整的程序规范化。在美国当企业陷入财务困境时,可以根据不同的情况采取不同的措施,这些措施包括破产、非法定债务重组、问题债务重组和有第三方介入的债务重组。因此,上市公司在进入破产清算之前可以申请破产保护,使这些公司经过重整有重生的机会,从而最大限度地减少公司因经营不善或宏观原因而对社会造成的不利冲击。

(2)规范中国上市公司资产重组的行为,提高资产重组的效率

正如多数文献所表明的,资产重组是困境公司摆脱困境的重要措施,接管或兼并收购市场的建立对于资源的有效配置是很重要的。一个完善的接管市场不仅为困境公司提供了一条好的重组途径,而且也能使这些公司的管理层因常常受到公司控制权竞争的压力,不断地改进公司的绩效。Clark 和 Ofek(1994)、Hotchkiss 和 Mooradian(1998)的研究表明了困境公司在被接管后公司价值增加了。

资产重组也成了中国困境公司摆脱困境的重要措施,从1998年到2000年之间被实施特别处理的中国上市公司中,平均每家ST公司实施资产重组的次数高达1.26次。这些重组措施包括资产剥离或股权出售、股权转让、收购兼并、资产置换和债务重组等。由于中国上市公司中股权结构的特殊性,很多股份掌握在国家资产管理部门或国有控股的公司之中,而这些股份是不能够流通的,这就大大地影响了接管市场在中国证券市场应能发挥的作用。

一些实证研究发现中国困境公司重组后会计收益率得到了较大幅度的提高(原红旗、吴星宇,1998;孙铮、王跃堂,1999),但公司在经营本质上改进很小(戴娜,2001)。其主要原因在于我国还缺乏一个真正有效的上市公司接管市场和公司退出机制(如公司破产法规还没有健全起来)。为此,首先要逐步调整公司所有权结构,为形成一个有效的控制权竞争市场创造条件。不断降低第一大股东的持股比例,逐步增加十大股东中其它股东的比例。其次,应规范上市公司要约收购的相关法律、法规,逐步使要约收购的方式成为公司控制权市场上的一个重要手段,同时

还应探讨资产重组的其它方式,如管理层收购、杠杆重资本化等。再次,应逐步建立一个职业经理人市场。庞大的职业经理人队伍,不仅为建立有效的公司内部治理机制提供了条件,激烈的人才竞争也为改善上市公司的绩效提供了可能。大量文献表明管理者替换与公司困境是显著相关的。最后,规范上市公司资产重组的行为,以实质重组不断地代替报表重组,使上市公司通过重组能够真正提高绩效。

(3)逐步建立一个有效的公司内部治理机制

一个机能障碍的公司内部控制体系所产生的最终结果是导致企业的失败(Jensen,1993)。Simpson和Gleason(1999)的实证研究也验证了公司治理机制是导致公司失败的重要原因。由于我国的上市公司基本上都是由国有企业改制而来的,公司的治理机制存在的问题更多。笔者对中国在1998年到2000年间因为财务异常原因而被实施特别处理的公司进行调查后,也发现公司内部治理机制与这些公司陷入财务困境是相关的,并发现高层管理者的持股比例越高、总经理的持股比例越高,公司陷入困境的可能性也越低,而当董事会的规模越大、内部董事占董事会成员的比例越高、董事长与总经理职位合二为一时,公司就越容易陷入困境。但由于中国上市公司中管理层持股比例过低,甚至“零持股”现象普遍,导致研究的结果并不都很显著。总之实证研究结果与相关理论以及国外实证结论的一致性,充分表明完善我国上市公司内部治理机制是非常重要的。

因此,为了降低上市公司陷入财务困境的可能性,建立有效的公司内部治理机制,应采取以下对策:

第一,建立一个能够坦诚交流的董事会文化,从而防止经理班子控制董事会和逃避检查。

第二,董事会成员必须能够方便、自由地获取所有有关的信息而不是那些经过经理班子挑选过的信息。在典型的大公司中,严重的信息问题往往限制了董事会成员决策的效果。

第三,高层管理人员,包括总经理应该持有公司一定的股份,以激励他们能为股东价值最大化而努力。鼓励外部董事持有相当比例的股份也很重要,Jensen认为“最近以来所采取的用股票或期权来支付一些董事薪水的趋势是朝着正确方向努力的”。

第四,应该建立一个较小的董事会(Jensen认为七个或八个成员最好),以使它们能够更加有效地运作而不受控于总经理。同样,总经理应该是惟一的内部人,因为其它的内部人很容易受到总经理的影响。

第五,总经理和董事长不应是同一人。Jensen认为董事长的作用是主持董事会会议并监督对总经理的聘请、解雇、评价和薪酬的过程。很显然,总经理在涉及到其自身利益时,是不能够很好地执行这一任务的。

第六,应该发挥拥有公司债务和股份较大比例并且积极寻求参加公司战略决策的债权人和投资者的作用。Jensen认为积极的投资者对建立一个运转良好的公司治理体系是很重要的,这是因为与他们的切身利益相关而且是相对独立的,从而能够用一种公平的方法来审视企业的管理和决策。金融机构诸如银行、养老基金、保险公司、共同基金等是理所当然的积极投资者。

参考文献:

- [1]Altman, E. I. . Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA Models [R]. SSRN Working Paper Series, 2000.
- [2]Andrade G. , and Kaplan S. . How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed [J]. Journal of Finance, 1998, 53, 1443—1493.
- [3]Berger P. G. , Ofek Eli and Swary Itzhak. Investor Valuation of the Abandonment Option [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 42, 257—287.
- [4]Clark, Kent and Ofek Eli. Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 29, Issue 4, Dec. 1994.

- [5]Eberhart A. C. ,Altman E. I. ,and Aggarwal R. . The Equity Performance of Firms Emerging from Bankruptcy [J]. Journal of Finance,Nov. 1998.
- [6]Gilson Stuart C. . Transactions Costs and Capital Structure Choices: Evidence from Financially Distress [J]. Journal of Finance,Vol. LII, No. 1, March 1997.
- [7]Hotchkiss E. S. ,and Mooradian R. M. . Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11 [J]. Journal of Financial Intermediation, July 1998.
- [8]Jensen, Michael C. . The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems [J]. Journal of Finance, 1993, 48(3), 831—880.
- [9]Jensen, Michael C. , and Warner, Jerold B. . The Distribution of Power among Corporate Managers, Share Holders and Directors [J]. Journal of Financial Economics, 1998, 20, 3—24.
- [10]John Kose, Lang, Larry H. P. , and Netter Jeffrey. The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline [J]. Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 3 July 1992.
- [11]Kahya E. and Theodossiou P. . Predicting Financial Distress; A Time-Series CUSUM Methodology [R]. SSRN Working Paper Series, 2000.
- [12]Kang Jun-Koo, Shivdasani Anil. Corporate Restructuring During Performance Declines in Japan [J]. Journal of Financial European, 46(1997)29—65.
- [13]Lai J. and Sudarsanam S. . Corporate Restructuring in Response to Performance Decline; Impact of Ownership, Governance and Lenders [J]. European Finance Review 1(1997)197—233.
- [14]Ofek, Eli. Capital Structure and Firm Response to Poor Performance: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics 34(1993)3—30.
- [15]Ohlson, J. . Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy [J]. Journal of Accounting Research, 1989, Vol. 18, pp. 109—131.
- [16]Opler Tim C. , and Titman Sheridan. Financial Distress and Corporate Performance [J]. Journal of Finance, Vol. XLIX. No. 3 July 1994.
- [17]陈静. 上市公司财务恶化预测的实证分析[J]. 会计研究, 1999, (4).
- [18]陈晓, 陈治鸿. 中国上市公司的财务困境预测[J]. 中国会计与财务研究, 2000, (3).
- [19]陈信元, 张田余. 资产重组的市场反应[J]. 经济研究, 1999, (9).
- [20]陈瑜. 对我国证券市场 ST 公司预测的实证研究[J]. 经济科学, 2000, (6).
- [21]张爱民, 祝春山, 许丹健. 上市公司财务失败的主成分预测模型及其实证研究[J]. 金融研究, 2001, (3).

Literature Review on the Distress of Overseas Listed Companies and Implications

WANG Zhen

(Guanghua School of Management, Beijing University, Beijing 100871, China)

Abstract: This paper systematically reviews the literature of empirical studies on the distress of overseas listed companies. The systematic review can not only help researchers to have a general understanding of this field, but also provide those profit related people of China's listed companies with some methods to monitor risks.

Key words: distressed companies; forecasting; performance; reorganization; corporate governance