

# 内部资本市场利益输出行为对 财务危机影响的实证研究

梁月凤 郭颖

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400030)

**【摘要】** 本文运用Logistic回归方法研究最终控制人利用上市公司内部资本市场所进行的利益输出行为及其对财务危机发生概率的影响并就此提出判别模型。研究表明:内部资本市场利益输出行为的存在加大了财务危机发生的概率;判别模型对上市公司利用内部资本市场提供担保的利益输出行为引致的财务危机判别作用显著,而对利用内部资本市场进行资金拆借和资产出售类的利益输出行为引致的财务危机判别作用不显著。

**【关键词】** 内部资本市场 财务危机 判别模型

## 一、研究假设

就我国而言,内部资本市场由上市公司与不同类型、不同性质的母子公司构成,交易主体包括直接或者间接控制的关联方。笔者首先概括出三个主要的内部资本市场交易行为类型:关联担保和抵押类、关联资金拆借与关联资产交易类以及关联股权、债权交易类交易行为。由于内部资本市场关联担保的参与主体在很多时候具有终极控制权,因此,关联担保交易的背后极有可能隐藏利用内部资本市场进行的利益输出行为。资金拆借和资产交易行为在内部资本市场运行中占很大比重,这一类关联交易与企业日常经营紧密相连,发生频率非常高。企业可以很容易通过关联账户来调整、控制自己的财务状况和经营成果,这使财务信息难以做到真实、公允,再加上目前披露制度的不完善,从而加大了财务风险。股权、债权在企业集团内部转让时会涉及转让价格的公允性、投资收益的确定等问题,而公允价格确定的模糊性为不正当利益的输出提供了可能。因此,最终控制人也可能利用此类交易来掏空上市公司的资源,致使上市公司面临财务困境。由于此类交易涉及重组、并购等重大事项,历时长、业务复杂、金额巨大,因此产生的影响可能更大。

由于关联担保抵押类、关联资金拆借与关联资产交易类以及关联股权、债权交易类交易行为的内部资本市场运作方式对上市公司财务危机均具有影响,因此本文拟分析三种交易行为对上市公司财务危机的影响机理,提出以下假设:

H0:内部资本市场利益输出型关联交易行为会加大上市公司发生财务危机的可能性。

根据交易类型分别提出以下三个子假设:

H1:若上市公司向关联方提供担保,会加大其陷入财务危机的可能性。

H2:若上市公司向关联方提供资金拆借或转让资产,会加大其财务危机发生的可能性。

H3:若上市公司向关联方出让股权、债权或进行投资,会

加大上市公司发生财务危机的可能性。

## 二、研究设计和样本选择

1. 研究设计。本文选用2007年ST上市公司和财务状况正常组的上市公司为样本,由于财务危机的形成是一个逐步的过程,所以用本年数据来预测是不合理的,因而将自变量组分别进行回归建立t-1、t-2和t-3年的Logistic多期预测模型组,并检验各个模型的预测精度。沿用Logistic回归对财务危机预测的实证思想,本文首先建立传统财务指标的Logistic判别模型:

$$p = \text{Constant} + \beta_1 \text{WP/A} + \beta_2 \text{RE/A} + \beta_3 \text{EBIT/A} + \beta_4 \text{Eq/Det} + \beta_5 \text{MBI}_t / \text{MBI}_{t-1} + \xi \quad (1)$$

在此基础上引入内部资本市场变量,构建含有内部资本市场行为变量的Logistic判别模型,目的在于考察其对财务危机的判别作用是否显著,其具体模型如下:

$$p = \text{Constant} + \beta_1 \text{WP/A} + \beta_2 \text{RE/A} + \beta_3 \text{EBIT/A} + \beta_4 \text{Eq/Det} + \beta_5 \text{MBI}_t / \text{MBI}_{t-1} + \beta_6 \text{D}_1 + \beta_7 \text{D}_2 + \beta_8 \text{D}_3 + \xi \quad (2)$$

模型中相关变量解释见表1:

变 量	解 释
P	属性变量,公司未发生财务危机时,p=0;发生财务危机时,p=1。
D <sub>1</sub>	哑变量,无担保类关联交易时,D <sub>1</sub> =0;反之为1。
D <sub>2</sub>	哑变量,无资金类关联交易时,D <sub>2</sub> =0;反之为1。
D <sub>3</sub>	哑变量,无股权、债权类关联交易时,D <sub>3</sub> =0;反之为1。
WP/A	营运资本/总资产=(流动资产-流动负债)/总资产
RE/A	留存收益/总资产=(盈余公积+未分配利润)/总资产
EBIT/A	息税前利润/总资产=(净利润+利息+所得税)/总资产
Eq/Det	优先股和普通股市值/总负债=股票市值×股票总数/总负债
MBI <sub>t</sub> /MBI <sub>t-1</sub>	主营业务收入增长率

2. 样本选择。本文将2007年因财务业绩方面原因被ST的上市公司作为财务危机企业样本,另选取财务正常组的上市

公司作为比较样本。财务危机组样本有32家,财务正常组样本有115家。数据来源于CSMAR数据库,统计分析采用SPSS13.0软件。

3. 描述性统计。鉴于篇幅有限,本文只列出2006年数据的描述性统计结果并对其进行分析,如表2所示:

表2 三种交易类型频率统计表

交易类型	财务危机组(ST组)			财务正常组		
	担保抵押	资金拆借与资产交易	股权、债权交易及其他	担保抵押	资金拆借与资产交易	股权、债权交易及其他
存在此类交易	25(78.13%)	13(40.63%)	3(9.38%)	51(44.35%)	68(59.13%)	23(20%)
不存在此类交易	7(21.87%)	19(59.37%)	29(90.62%)	64(55.65%)	47(40.87%)	92(80%)

注:25(78.13%)代表存在此类交易的公司数为25家,占所属样本组的比例为78.13%,其他类似。

从表2可以看出:①财务危机组中发生对外担保抵押的公司比例(78.13%)最大,且明显大于财务正常组的该比

表3 财务变量描述性统计表

变量	样本组	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
WP/A	ST组	32	-0.3547	0.0822	-1.9157	0.4116
	正常组	115	0.0487	0.0184	-0.4683	0.5630
	总体	147	-0.0390	0.0266	-1.9157	0.5630
RE/A	ST组	32	-0.3621	0.1226	-3.5054	0.1084
	正常组	115	0.1228	0.0074	-0.1972	0.3496
	总体	147	0.0172	0.0316	-3.5054	0.3496
EBIT/A	ST组	32	-0.2207	0.0573	-1.6436	0.0074
	正常组	115	0.0831	0.0050	-0.1621	0.2340
	总体	147	0.0169	0.0166	-1.6436	0.2340
Eq/Det	ST组	32	1.0304	0.1976	0.3158	6.2158
	正常组	115	1.7220	0.1500	0.2708	7.8223
	总体	147	1.5714	0.1269	0.2708	7.8223
MBI <sub>t</sub> /MBI <sub>t-1</sub>	ST组	32	-0.2691	0.0596	-0.9014	0.5530
	正常组	115	0.2761	0.0324	-0.6555	1.8274
	总体	147	0.1574	0.0339	-0.9014	1.8274

表4 财务危机 Logistic 判别模型

变量	2006年				2005年				2004年			
	系数	Wald	系数	Wald	系数	Wald	系数	Wald	系数	Wald	系数	Wald
Constant	1.541	2.727	10.247	3.890	-0.008	0.001	0.526	0.028	0.256	0.052	0.913	0.497
WP/A	6.733 *	3.781	10.516 *	3.675	0.764	0.058	0.411	0.015	1.178	0.594	1.447	0.855
RE/A	9.704 *	3.522	33.396 **	4.463	20.885 **	3.070	21.520 *	2.693	6.385 *	3.175	6.878 *	3.525
EBIT/A	29.397 ***	8.388	30.331 **	4.009	29.484 **	5.508	30.372 **	4.780	14.710	2.595	12.717	1.849
Eq/Det	0.235	0.248	0.376	0.186	-2.545	0.446	-2.461	0.357	-1.512	0.719	-1.903	0.981
MBI <sub>t</sub> /MBI <sub>t-1</sub>	2.970	1.258	8.828 *	3.528	4.523 **	5.785	4.491 **	4.947	1.230 *	2.929	1.336 *	3.224
D1			-10.948 *	3.729			-4.547 **	5.227			-0.271	0.212
D2			-2.731	1.290			-0.745	0.425			-0.066	0.012
D3			-6.966	0.721			-0.193	0.019			-1.068 *	2.852
-2LL	17.600 ***		27.000 ***		27.280 ***		37.790 ***		40.356 ***		53.189 ***	
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0.891		0.913		0.826		0.898		0.614		0.642	

注:\*\*\*为显著性水平1%;\*\*为显著性水平5%;\*为显著性水平10%。

例(44.35%);②在财务正常组中资金拆借与资产交易发生频率最高(59.13%);③两组中股权、债权交易及其他类交易均占最小份额。

从表3(正常组即为财务正常组,下同)可以看出:ST组均值均明显低于财务正常组均值,ST组标准差均大于财务正常组标准差,显然财务正常组的指标均值优于ST组的,且更具稳定性,即风险更小。进一步作均值检验,采用Mann-Whitney Test的方法进行非参数检验,结果表明财务正常组的财务指标均值明显优于ST组的。全部财务变量均显示出了ST组和财务正常组两个样本组的差异。

与2006年类似,对2005年和2004年的描述性统计结果(表略)进行分析,得出以下结论:

(1)三种交易类型的发生频率统计结果显示:2005年和2006年的结果基本一致,即ST组中发生对外担保抵押的公司比例最大,且明显大于财务正常组的,财务正常组中发生资金拆借与资产交易的公司最多,两组中的股权、债权交易及其他类交易均占最小份额。但2004年略有变化,体现在以下两点:①股权、债权交易及其他类交易的发生比例ST组的大于财务正常组的,与2006年和2005年的情况相反;②ST组中资金拆借与资产交易发生频率最高。

(2)从描述性统计结果可以看出:2005年的分析结论未发生变化,但2004年两个样本组的均值差距缩小,表明距离时间越长差异越小。

### 三、Logistic判别模型

根据实证研究设计,本文建立的财务危机Logistic判别模型如表4所示。表4结果显示:2006年WP/A与RE/A在10%的水平上显著,EBIT/A在1%的水平上显著,说明在财务危机发生前一年,企业的短期偿债能力、内源融资能力越好以及在不考虑税收、利息情况下资产的获利能力越强时,越不容易发生财务危机;反之,则越有可能陷入财务困境。而反映长期偿债能力和企业成长速度的自变量Eq/Det、MBI<sub>t</sub>/MBI<sub>t-1</sub>在这里之所以没有表现出显著性,是因为在财务危机发生的前一年,此



# 金融危机下资产减值问题探讨

安 慧

(郑州轻工业学院 郑州 450002)

**【摘要】** 本文在研究金融危机下资产减值的成因及如何判断减值迹象的基础上,分析说明现值是在动荡金融环境中计量资产减值额的合理方法,并重点阐述了采用现值时应注意的几个关键问题。

**【关键词】** 金融危机 资产减值 现值

## 一、金融危机下资产减值的成因及减值迹象的判断

1. 资产减值的成因分析。导致资产减值的因素很多,归纳起来可以分为内部因素和外部因素两类。

(1)导致资产减值的内部因素及其减值迹象。导致企业资产减值的内部因素可以从资产的物理存在状况、资产的运行状态、资产的质量水平及企业的管理水平等方面来考虑。当影响资产减值的因素发生作用后就会产生资产减值的迹象,内部因素所产生的减值无论具体表现为资产的陈旧过时、实体损坏或者资产被闲置,都可能会造成企业的资产运营效率下降,资产产生的现金流量不能补偿企业为获取资产而发生的

现金流和随后为经营或维护该资产而发生的现金流,资产的价值创造能力容易下降或丧失。

(2)导致资产减值的外部因素及其减值迹象。导致资产减值的外部因素包括国家宏观经济运行情况、金融环境、物价水平以及资产所处行业风险等。当上述外部因素发生作用后,资产减值的迹象具体表现为:①企业经营所处的经济、技术或法律环境以及资产所处的市场环境发生重大变化,进而使得企业资产创造价值的能力减弱,收益下降;②资产的市场价格大幅下跌,其跌幅明显高于因时间的推移或者正常使用而预计的下跌;③市场利率或其他投资报酬率的提高,从而影响企

类长期性和趋势性财务比率所衡量的能力对财务危机的预测作用还未显现出来,相对而言,短期性指标如 $WP/A$ 、 $EBIT/A$ 以及积累性指标 $RE/A$ 的影响则较为明显。2005年 $RE/A$ 、 $EBIT/A$ 仍然显著,但 $MBI_t/MBI_{t-1}$ 代替了 $WP/A$ 且在5%的水平上显著,2004年 $EBIT/A$ 也不再显著,这是因为随着研究时间的推进,长期性和趋势性财务比率所衡量的能力对财务危机的预测作用逐渐凸现,相对而言,短期性指标如 $WP/A$ 的影响则明显弱化。

从表4可以看出,2006年、2005年 $D1$ 分别在10%和5%的水平上显著为负,2004年 $D3$ 在10%的水平上显著为负,可以证实假设 $H1$ 和假设 $H3$ 。 $D2$ 不显著为负,则应拒绝假设 $H2$ 。拟合度检验结果显示,三年中内部资本市场的存在性变量均能够在10%的显著性水平上提高模型拟合优度,模型中引入内部资本市场变量后,对数似然度显著提高,故支持假设 $H0$ 。

运用加入内部资本市场(ICM)变量的Logistic财务预警模型,代入待判样本,判别结果见表5,显示加入内部资本市场变量后模型对于ST组和财务正常组的预测率均有不同程度的提高。

## 四、结论

本文实证研究内部资本市场交易对上市公司财务危机的影响,其结果表明:利益输出型内部资本市场的存在加大了财务危机发生的概率;上市公司提供的担保占总资产的比例越高,转让债权、股权的金额越大,越有可能陷入财务危机,而资

表5 Logistic 财务预警模型回归判别结果

年度	只含有财务变量的 Logistic 模型			加入 ICM 变量后的 Logistic 模型		
	ST 组	正常组	样本总体	ST 组	正常组	样本总体
2006 年	90.6%	98.3%	96.6%	93.8%	98.3%	97.3%
2005 年	86.2%	97.2%	95.7%	86.2%	98.1%	96.1%
2004 年	51.7%	92.0%	82.8%	72.4%	93.2%	88.0%

注:临界点为 0.3。

金拆借与资产交易的判别对财务危机的影响作用不显著。以往对内部资本市场的研究主要集中在其动因、效率、规模等领域内,对其负面影响的研究也多限于对企业价值作用方向和投资效率的探讨,而对财务危机领域鲜有涉足。本文通过对现实经济现象的观察与分析发现,两者之间确有因果相关的作用机理存在,因此将这两个研究问题结合起来,形成独特的视角,本文的研究结果就我国上市公司的内部资本市场交易对财务危机的影响具有一定的参考价值。

**【注】** 本文系国家自然科学基金资助项目(项目编号:70502013)的研究成果。

## 主要参考文献

- 陈晓,陈治鸿.中国上市公司的财务困境预测.中国会计与财务研究,2000;9
- 吴世农,卢贤义.我国上市公司财务困境的预测模型研究.经济研究,2001;6