



公 司 财 务 困 境 新 探

南京 刘江峰 郑垂勇(博士生导师)

目前,关于财务困境的研究主要是依赖会计报表数据建立预测模型,但这种研究方法存在一些弊端。公司内部治理结构的弱化与财务困境是休戚相关的,研究它有助于更深层次地揭示公司陷入财务困境的原因。本文既对以往公司财务困境的研究成果进行了批判性回顾,同时也指出了公司财务困境与内部治理结构关系的研究方向。

一、公司财务困境研究中存在的问题

综观公司财务困境的研究成果,主要集中于财务困境的预测研究。这些预测方法绝大部分建立在公司会计报表数据的基础之上,通过计算各种财务比率来建立预测模型。不可否认,会计报表数据综合反映了公司的生产经营状况并具有较好的可获取性,但也存在以下几个弊端:

1. 会计报表数据的真实性。尽管真实性是公司财务会计的基本原则,注册会计师审计为确保公司会计报表数据的真实也起到了重要作用,但是上市公司中普遍存在的盈余管理问题却使会计报表数据的真实性大打折扣。不少处于财务困境的上市公司利用计提各项资产减值准备等手段操纵公司利润,粉饰公司的会计报表。利用经过粉饰的会计报表数据进行预测,建立的模型和得出的结论的可靠性当然得不到保证。

2. 会计报表数据的不完全性。随着公司之间交易的日趋复杂,会计报表已经不能完整反映公司的全部经营活动。与此相对应,表外数据以及其他一些辅助信息在反映公司生产经营状况中所起的作用则越来越明显。目前,对一些重大交易事项进行单独披露已在全球资本市场上达成共识,而这些重大交易事项可能对公司的生产经营状况产生重大影响。特别是在上市公司中,错综复杂的股权结构和关联方关系使得非理性担保、非正常关联方交易行为很难在会计报表中得到充分反映,这需要研究者从上市公司临时公告、年报等资料中发掘有用信息,以此作为会计报表数据的有益补充。

3. 会计报表数据的滞后性。会计报表尤其是利润表,反映了公司在一定时期内的经营成果,是一种事后反映,具有累积效应。当公司陷入财务困境时,往往很难从月报、季报中及时发现公司的真实状况。对公司财务困境的研究通常主要依靠的是年报,年报不仅在披露的时间上存在滞后性,而且年报中的资产负债表、利润表的编制遵循的是权责发生制原则,递延和待摊处理虽然体现了谨慎性原则,但也牺牲了数据的时效性。

4. 财务指标的解释能力。根据样本配对原则,考察困境公司与非困境公司在某些财务指标上是否具有显著差异,从而筛选出具有代表性的指标对困境公司进行预测是公司财务困境

预测研究的主要方法。虽然运用这种方法可达到较高的预测精确度,但将筛选出来的财务指标作为公司陷入财务困境的解释变量显然缺乏说服力。我们不能将公司的某些财务指标过低或过高说成是公司陷入财务困境的根本原因,这些指标只反映了公司陷入财务困境的一个表象。因此,仍然需要挖掘财务指标背后更深层次的原因。

除了会计报表数据的缺陷外,另外一个困扰财务困境预测研究的问题是模型的稳定性。在诸多财务困境预测模型中,很难确定哪一个预测模型是最优的。这主要是因为:①样本配对的随机性。根据行业相似、资产相近的随机配对原则,非困境公司进入预测样本具有很大的不确定性。针对不同的样本进行的预测,其结果往往存在差异。②分析方法的局限性。显著性分析是最常用的选择模型解释变量的方法,但从计量经济学的角度来看,显著性分析属于相关性分析的一种,很容易受样本局限性的影响。而且,显著性分析筛选出来的解释变量与财务困境的因变量之间并非存在必然的因果关系,这与财务困境理论研究的缺乏有很大关系。③会计报表项目和财务指标的多样性。无论是资产负债表、利润表还是现金流量表,众多的会计报表项目以及由此衍生的财务指标使得在解释变量的选取方面也存在很大的不确定性。因此,将财务困境预测模型进行横向比较显然是不科学的,挖掘导致公司财务困境的根本原因、探寻合适的解释变量才是解决上述问题的关键。

二、公司财务困境与内部治理结构

自20世纪90年代亚洲发生金融危机以来,公司治理问题尤其是内部治理问题引起了全世界的关注。公司内部治理结构的弱化不仅导致了大量公司的破产、重组,而且对产业结构也造成了很大的影响。近年来,一些学者已经开始尝试从实证的角度研究公司内部治理结构与财务困境之间的关系,但更深层次的分析仍然是公司财务困境研究的难点。

1. 股权结构与财务困境。现代公司理论认为,公司的剩余控制权应该与剩余索取权相对应。在控制性股东存在的情况下,控制性股东除拥有最终剩余控制权外,还通过对董事会的控制间接获得决策控制权,通过向公司委派经理人而获得决策管理权。小股东因所持有的具有投票权的股票比例小而无法改变控制性股东的任何决策。由于控制性股东实际上拥有了较大的控制权,导致其利益分配权实际上也大于小股东的利益分配权。因此,控制性股东可以利用手中的控制权侵占小股东的利益。控制性股东的这种掠夺行为降低了公司的资源配置效率和公司价值,一定程度上增大了公司陷入财务困境

的可能性。

在实证研究方面, Tsun-Siou Lee 和 Yin-Hua Yeh 在对我国台湾上市公司的所有权集中情况进行考察后发现, 我国台湾上市公司和其他国家上市公司(不包括美国、英国、日本)一样, 所有权集中度非常高, 在 20% 的分界点上有 51.44% 的公司为家族所控制。研究结果显示, 控股股东在董事会中拥有的董事会席位百分比、控股股东用于银行抵押贷款的股票百分比、控制权和现金流量要求权的偏离程度三个变量与公司在下一年发生财务困境的可能性正相关。即使控制了债务比率和财务业绩可能产生的影响, 仍然会得到这样的结果。他们还发现: 在财务困境发生的前一年, 公司的治理结构会发生恶化。姜秀华、孙铮利用股权集中度作为公司治理的替代变量, 并结合财务变量分析了我国上市公司中公司治理的弱化与财务困境的关系。实证研究表明: 股权集中度越高的公司越不容易陷入财务困境。这一结论与 Tsun-Siou Lee 和 Yin-Hua Yeh 的结论截然相反。姜秀华、孙铮将其解释为股权越分散, 股东之间相互“搭便车”的动机就越强烈, 公司就越容易陷入财务困境。虽然实证研究的结论存在差异, 但都表明了企业的股权结构与财务困境有着密切的关系。

2. 董事会结构与财务困境。根据委托代理理论, 董事会接受股东的委托, 代表全体股东对管理层进行监督。但是, 这种委托代理关系使得董事会与其委托人——股东之间也会出现代理成本。董事会成员的机会主义倾向使他们不可能完全按照股东利益最大化的目标进行决策。同时, 董事会对经理人的约束机制也可能会因为逆向选择和道德风险的存在而被削弱。

在我国上市公司中, 董事会在运作过程中普遍存在的问题是: ①董事会制度形式化与内部人控制问题; ②董事会决策议事机制执行起来比较困难; ③独立董事缺乏独立性; ④董事会专门委员会基本上未能发挥作用。在董事会的独立性和有效性都缺失的情况下, 董事会的监管职能也将不复存在, 因此公司很容易陷入财务困境。

在实证研究方面, Fathi Elloumi 和 Jean-Pierre Gueyie 以加拿大 92 家上市公司为样本(46 家财务困境公司和 46 家非财务困境公司), 考察了董事会结构与公司财务困境之间的关系, 发现外部董事比例和公司陷入财务困境的可能性之间存在显著的负相关关系, 但董事长和总经理“二位一体性”在财务困境公司和非财务困境公司之间并不存在显著差异。王震等从董事会成员持股、董事会规模、内部董事比例、董事长和总经理“二位一体性”等方面对我国上市公司董事会特征与财务困境的关系进行了研究, 结果显示: 高层管理人员持股比例越高, 公司陷入财务困境的可能性就越小; 董事长和总经理“二位一体性”对公司是否会陷入财务困境存在显著的影响, 即董事长和总理由一人担任时公司陷入财务困境的可能性较大。这一结论和 Fathi Elloumi 等的研究结论相反。这些实证研究在一定程度上说明董事会的某些特征对公司是否会陷入财务困境存在显著的影响。

3. 经理人激励约束机制与财务困境。在委托代理关系中, 委托人(包括股东、董事会)对经理人进行激励存在一个成本和收益的问题, 只有净收益为正的激励机制才是可行的。约

束机制是为了保证经理人违规越权的行为能够被委托人及时发现并有效制止。控制权市场理论认为, 公司中存在一种特殊的收益——控制权收益。由于控制权是一种状态依存权, 因此控制权收益也存在着相机转移的特点。在委托代理关系下, 经理人的逆向选择和道德风险使得公司的生产经营行为可能脱离公司价值最大化的目标, 其部分损失以控制权收益的形式转变为公司经营管理者私人收益。这将直接导致公司管理的混乱和无效, 加大公司陷入财务困境的可能性。在实证研究中, Panayiotis 等将管理的有效性作为财务困境的重要解释变量, 并得出无效管理与财务困境公司被并购的概率正相关的结论; Whitaker 等指出许多公司陷入财务困境更多的是缘于其薄弱的管理而非经济上的困难。

因此, 解决上述问题的一个有效方法是实行股权激励。王震等的研究表明, 管理层持股比例和总经理持股比例对公司陷入财务困境的概率有显著影响。

三、几个新的研究方向

1. 建立基于公司内部治理结构的财务困境分析框架。目前, 财务困境的理论分析主要基于以下几种理论: ①期权定价理论; ②企业破产理论; ③财务困境的非均衡理论; ④现金流量理论; ⑤资本结构理论。这些理论模型对于公司陷入财务困境的原因及其过程并没有给出明确的解释, 因此很多实证研究的假设缺乏有足够说服力的逻辑推理, 也就很难从实证上形成对已有理论的支持。

大量的实证研究显示, 公司内部治理结构的弱化与财务困境是休戚相关的。从逻辑关系上看, 内部治理结构与财务困境之间存在这样一种关系: 公司内部治理结构的弱化——非理性利益转移行为——财务困境。公司内部治理结构的弱化将会增大公司内部各种非理性利益转移行为发生的可能性, 公司价值进一步降低, 表现为公司绩效的下滑, 最终导致公司陷入财务困境。这种逻辑关系与产业经济学中的 SCP 范式的分析逻辑存在一定的相似性, 它为研究公司内部治理结构与财务困境的关系提供了一个新的分析框架和思路。

2. 各种非理性利益转移行为对财务困境的影响。虽然内部治理结构的弱化是公司陷入财务困境的根本原因之一, 但正如逻辑关系揭示的一样, 它主要是通过公司中的各种非理性利益转移行为来发生作用, 体现了公司陷入财务困境的过程。因此, 有必要对公司中的非理性利益转移行为(包括大股东对小股东的掠夺、非正常关联方交易、非理性对外担保等行为)进行深入研究, 这样有助于揭示公司内部治理结构与公司陷入财务困境的深层次关系。

3. 公司内部治理结构与财务困境成本。财务困境成本是衡量财务困境对公司影响的一个重要指标。从财务困境成本的角度看, 不同的财务困境公司的内部治理结构存在一定的差异。不同的公司内部治理结构下财务困境成本的特征也会呈现出一定的差异。如果将建立基于公司内部治理结构的财务困境分析框架视为一种横向的研究, 那么公司内部治理结构与财务困境成本的关系研究则更多地体现了一种纵向的研究。因此, 对公司内部治理结构按照一定的标准进行划分, 研究不同状态水平下的公司财务困境成本可以揭示公司内部治理结构与财务困境关系的隐性特征。□