

第一章 导 论

第一节 企业财务危机研究的必要性和意义

企业，作为一种人工系统和有机体，其生存与发展始终处于各种风险之中。由于内部条件和外部环境的变化，长久来看企业很难避免出现危机乃至失败。特别是在遵循优胜劣汰、适者生存的“丛林法则”的市场经济条件下，企业出现财务危机甚至失败与破产是常见的现象。

Fortune 刊登的有关数据显示：美国中小企业平均寿命不到 7 年，大企业平均寿命不足 40 年，一般的跨国公司平均寿命为 10~12 年。世界 500 强企业的平均寿命是 40~42 年，而 1000 强企业的平均寿命为 30 年。欧洲与日本企业的平均寿命为 12.5 年。1917 年的 Forbes 百强企业，到 1987 年只剩 39 家。1955 年的 Fortune 500 强企业中，目前仍然存在的还不到一半。1957 年的标准普尔 (S&P's) 500 强企业中，只有 74 家企业到 1997 年仍然存在。麦肯锡企业资料绩效数据库 (McKinsey Corporate Performance Database) 于 1960 年建立时选择的 1008 家企业，到 1998 年只剩 160 家。随着全球化市场竞争的不断加剧，企业破产与失败正呈现结构性增加的态势。

自改革开放以来，中国经济呈现快速发展的态势，为中国企业的迅猛发展创造了良好的机遇。但由于经济体制转型、产业结构升级、外资企业的进入，以及中国加入世界贸易组织 (WTO)，中国企业面临的外部环境复杂多变；与此同时，很多企业，特别是国有企业，历史包袱很重、机制不灵、适应能力差。于是，中国企业呈现“其兴也勃，其衰也忽”的现象。据统计，中国大中型企业平均寿命不过 7~15 年，大部分民营企业平均寿命只有 2~3 年，全国的老字号企业已有 60%~70% “寿终正寝”了。2014—2016 年全国法院每年受理的企业破产案件数量分别为 2 031 件、3 568 件、5 665 件，2015 年较 2014 年增长了 75.8%，2016 年

比 2015 年上升了 58.8%。可以预见,随着处置“僵尸企业”步伐的加快,今后一段时间内这个数字还将增大。

企业财务危机会对企业本身及其利益相关者产生巨大影响,大量的企业危机也是宏观金融危机的重要微观基础。在我国,各种原因造成的财务危机和企业失败、破产频繁发生,造成了大量的职工下岗,严重影响了社会安定和金融稳定。单是国有企业,截至 2004 年 4 月,全国共安排企业关闭破产项目 3 377 项,核销国有银行呆账和金融资产管理公司债权损失 2 238 亿元,安置破产职工 620 万人,消灭亏损源 1 341 亿元,中央财政累计拨付破产补助资金 493 亿元;从 2004 年 4 月到 2005 年年底,又实施政策性关闭破产项目 281 项;在 2006 年的中央财政预算中,安排了 338 亿元用以推进国有企业政策性关闭破产和中央企业办社会工作的分离。与此同时,我国银行不良资产数额巨大,例如山西侯马农商行 2017 年不良贷款率高达 26.28%,而贵阳农商行、河南修武农商行和贵州乌当农商行的二级资本充足率甚至为负,蕴涵着较大的金融风险。国有企业遭受的严重困难和挫折,还在一定程度上动摇了我国社会主义制度的经济基础;上市公司的经营业绩恶化,更是直接损害广大股民的利益、危害社会安定。

目前能够解释财务危机原因且具说服力的规范性理论很少,并且这些理论模型对于企业陷入财务危机的原因及其过程并没有给出明确的解释,使得关于财务危机预警问题的各种研究没有一个统一的、被广泛接受的理论依据。因此,很多实证研究的假设缺乏具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。比如,财务比率是人们建立企业财务危机预警模型的主要依据,但目前各领域的研究结论并没能系统解释仅用企业的财务比率就可度量企业陷入困境的程度或预测企业遭遇失败的可能性,所有基于财务比率的预测模型缺乏理论上的依据,因为迄今为止尚无一个重要的理论能够说明财务比率在破产前的预测能力;由于理论的不完善性,一般根据不同的理论或相关研究、经验、直觉来选取预测指标,但企业是个非线性复杂系统,而复杂系统会产生“伪信息”,有些似乎强烈相关的因素之间并不存在任何直接的联系。“蝴蝶效应”表明,小得不起眼的原因也会形成惊人的结果,这些都要求重新考虑对经济预测模型中的解释变量的选取,不能仅仅依赖于相关系数的分析,还需要寻求理论上的依据。传统上依赖历史会计数据建立的模

式识别类的预警模型，仍缺乏有力的经济或金融管理理论的支撑，以及存在方法上的固有缺陷，致使其难以在公司财务管理中推广应用；而考虑微观与宏观因素之间联系的预警模型仍处在实验室阶段，也未发展到实际应用的程度。

究其根源，目前对企业陷入财务危机的解释还停留在表层上的因素分析、原因归类、过程描述上，没有从企业财务危机形成与演化的微观机理上展开深入的理论探究。这造成对企业财务危机的早期警报和早期控制，即财务危机预警管理存在诸多困难和误区，实证研究也由于缺乏理论指导而陷入“瞎子摸象”的困境。这些误区或缺陷突出表现为：基于财务比率的财务危机预测模型缺乏理论依据，对预警信息的性质缺乏系统认识，预警管理研究的重点错位。因此，系统揭示公司财务危机机理和规律，建立宏观层次要素和企业困境微观层次风险间的联系，以提高模型可信度和解释能力，是应用研究的基础；从理论上而不仅是从实证上分析财务比率对企业破产的预测能力，是学术研究的进一步方向。

本书在总结前人理论和先验知识的基础上，深入研究企业财务危机形成与演化的机理，深刻揭示企业财务危机的形成原因、演化规律，对合理解释财务比率在财务危机前的预测能力及其局限性、指导财务预测模型的构建和企业内部财务危机预警管理系统的建立，具有十分重要的理论和实践意义。

第二节 财务危机概述

对于人们通常谈论的“财务危机”一词，西方一般使用“Financial Distress”。《牛津高阶英汉双解词典》中对“distress”的解释是：（a）（cause of）great pain, sorrow, suffering, etc 极大的痛苦、悲伤、苦难等（的缘故）；（b）（suffering cause by）lack of money, food, etc 贫困、困苦等。state of being in danger or difficulty and requiring help 危难、困境，并无“危机（crisis）”之意。所以也有中国学者使用“财务困境”一词。本书在文献综述中不区分这两个词。

本节围绕财务危机的相关研究，分为财务危机的定义和界定、财务

危机成本、财务危机成因、财务危机的预测、财务危机处置、案例研究、其他研究、简评等八个方面进行综述。

一、财务危机的定义和界定

(一) 财务危机的定义

广义的财务危机是一种严重威胁企业的基本结构和价值的经济形势，在这种形势中企业决策集团必须在很短时间内，在极不确定的情况下作出关键性决策。也就是说，财务危机具有威胁性、不确定性、紧迫性。

从经济学角度出发，企业陷入财务危机通常是一个逐步的连续过程，多数学者认为不存在一个明确的分界点将企业分为陷入财务危机和没有陷入财务危机两类，因此国内外专家学者对财务危机有多种不同的定义方法，由此也有不同的判别标准。例如，Beaver (1966) 把财务危机定义为破产、拖欠优先股股息、银行透支和债券不能偿付^[3]；Odom 和 Sharda (1990) 将财务危机定义为：除非对经济实体的经营或结构实行大规模重组，否则就无法解决严重的变现问题^[4]。Ross (1995) 认为，应从以下四个方面定义财务困境：企业失败，即企业清算后仍不能支付债权人的债务；法定破产，即企业和债权人向法院申请破产；技术破产，即企业无法按期履行债务合同还本付息；会计破产，即企业账面净资产出现负数，资不抵债^[5]。总体而言，财务危机的定性描述大多集中在破产清算或无偿付能力等方面上。

国内暂时没有对“财务危机”给出一个准确的定义，但大多数学者将财务危机定义为一个过程，既包括较轻微的财务困难，也包括极端的破产清算，以及介于两者之间的各种情况。

(二) 财务危机的界定

财务危机的界定包括起点界定和终点界定。财务危机的终点又分为财务危机解除和破产清算两种情形。学者们在将破产清算或摆脱危机作为财务危机的终点上意见基本一致，但对于从何时起明确公司陷入财务危机分歧严重。

国外大多数研究将企业根据破产法提出破产申请的行为作为确定企业进入财务危机的标志，它们研究的对象也局限在法定的破产公司。

Morris (1997) 列出了严重程度依次递减的 12 条企业陷入财务危机的标志：债权人申请破产清算，企业自愿申请破产清算，或者被指定接收者完全接收；公司股票在交易所被停止交易；被会计师出具对持续经营的保留意见；与债权人发生债务重组；债权人寻求资产保全；违反债券契约，公司债券评级或信用评级下降，或发生针对公司财产或董事的诉讼；公司进行重组；重新指定董事，或者公司聘请公司诊断师对企业进行诊断；被接管（但不是所有被接管都预示企业陷入财务困境）；公司关闭或出售其部分产业；^①减少或未能分配股利，或者报告损失；^②报告比市场预期或可接受水平低的利润，或者公司股票的相对市场价格出现下降^[6]。

由于在实际的实证研究中，往往需要用客观的、可以观察到的标志来确定研究样本，因此国外研究人员往往将企业是否申请破产作为企业是否陷入财务困境的标志。但是破产是一个法律行为，除了受经济因素影响，还受政治和其他非市场因素影响；另外，陷入财务危机与企业是否破产并无确定的一一对应关系，在我国这一情况尤为突出。因此，也有学者提出无法明确有效地定义财务危机，而只能根据实证研究的具体内容确定。

与国外研究不同，我国学者以破产清算作为界定标志的文献比较少。邢精平、吕长江等是少数以破产来定义财务危机的国内学者。邢精平 (2003) 从中国人民银行 5 000 户企业景气调查系统中选样，选取了江苏省 1999 年 1 月 1 日至 2002 年 8 月 31 日破产与停产企业作为财务困境企业样本。其中，破产企业指已经向法院立案破产的企业，而停产企业指已经不能继续运营、已停止生产的企业^[7]；吕长江和韩慧博 (2004) 等把“流动比率持续小于 1”定义为财务危机，把“企业资不抵债”定义为破产，并研究了危机企业和破产企业之间的财务状况差异^[8]。

由于数据收集等方面的原因，国内绝大多数的实证研究将上市公司被特别处理 (ST) 作为标志。但也有例外，陈凯凡 (2005) 根据上市公司连续两年的财务状况，把首年发生亏损且于次年出现微利的情况界定为陷入财务危机，并以发生亏损的当年作为陷入财务危机的时点标志^[9]。

陈凯凡和陈英 (2004) 对财务危机预测实证研究标志事件选择问题进行了探讨，认为研究者必须首先定义财务危机的标志事件，也就是确定模型以什么标准认为一家企业陷入了财务危机，因为只有当预测模型

的标志事件与决策者需要预测的经济事件一致时，模型才能成为决策者的决策辅助工具。比如从债权人的角度来进行财务危机预测，建议使用以下财务危机标志：首年现金流量少于当期到期的债务，其中现金流量定义为经营利润加上非付现费用之和^[10]。

（三）财务危机程度划分

从财务危机出现的那一时点起直到公司破产都属于财务危机过程。在这个过程中，财务危机有可能得到缓解甚至摆脱，也有可能加剧恶化。不同程度的财务危机，其症状和表现也是不一样的。国外学者对财务危机程度也有界定，如 Laitinen(1991)将公司财务危机失败分为三个过程：

慢性失败公司； 收益失败公司； 严重失败公司^[11]。Lau(1987)按照财务困境的严重程度将研究样本分为五种状态：状态 0(财务稳定)；状态 1(不发或减少股息支付)；状态 2(技术性失败或违约偿还贷款)；状态 3(受破产法保护)；状态 4(破产或清算)。特定的多状态预测模型比传统的二分法预测模型更具有决策相关性^[12]。

在国内，大部分学者采用财务危机企业与非财务危机企业的分类。但也有例外，如赵智繁、王世民和曹倩(2016)将企业财务危机程度划分为“财务稳定企业”“财务不稳定企业”“财务较危机企业”和“财务危机企业”四个等级^[13]。

二、财务危机成本

（一）财务危机成本的定义

“财务危机成本(Financial Distress Cost)”是“破产成本(Bankruptcy Cost)”“清偿成本(Liquidation Cost)”等概念的延伸。早期研究中，人们使用的都是“破产成本”的概念，例如 Baxter(1967)^[14]、Warner(1977)^[15]、Altman(1984)^[16]等。自 20 世纪 90 年代以来，相关文献中更多出现的则是“财务危机成本”的概念。这一定程度上与美国市场 20 世纪 80 年代中后期杠杆交易频繁，很多企业因高额债务而陷入财务危机有关。破产毕竟只是财务危机的一种特殊形式。从破产到财务危机，从破产成本到财务危机成本，反映了资本结构理论的发展和演变。在国内，“财务危机成本”更多地被称为“财务困境成本”。殷尹、梁樑和吴成庆(2004)

认为，目前国外对财务危机成本的定义，实际上都是局限于财务危机给企业本身或者说股东价值造成的损失。实际上企业债权人和其他利益相关者也会承担成本。因此，按照成本承担者的不同，财务危机成本可以分为三个部分：危机企业承担的成本、债权人的损失和其他利益当事人的损失。他们都认为，财务困境会引起财富转移。一个公司陷入困境，可能会给其他公司带来机会。财务困境成本可能促使企业组织、管理和结构发生变化，使资源向更能产生价值的地方流动等。从社会福利的角度出发，在财务困境成本中，部分成本以财富转移的形式得到补偿^[17]。

对财务危机成本的定义有两个不同的角度，一是按事后成本来定义，如“资产重组或债务重组成本即为财务危机成本”；二是按事前成本来定义，财务危机成本是“使资产流动化的成本，包括营业收入和永续经营价值的减少，以及其他非直接成本如研发费用等”。财务危机的影响大部分都在违约之前发生。王今和张俊（2005）区分了预期财务危机成本和实际财务危机成本，并对预期财务危机成本的估算进行了研究，提出了三种估算方法：权衡理论下的预期财务危机成本估算、基于折现现金流的预期财务危机成本估算和基于实物期权的预期财务危机成本估算^[18]。

（二）财务困境成本构成和计量

Baxter（1967）将财务困境（破产）成本划分为直接成本和间接成本^[14]。直接财务困境成本包括与清偿或重组相关的法律、会计和管理费用；间接财务困境成本则指财务困境对企业经营能力的伤害，包括对企业产品需求的减少，债权人介入导致的管理决策权部分丧失，管理层为解决财务困境所花费的时间和精力等。

首次对财务困境（破产）的间接成本进行计量的是 Altman（1984）^[16]。虽然 Altman 的研究较之于以往关于财务困境（破产）成本的估计更为全面、准确，但其研究并未区分不利经济波动（Adverse Economic Shock）的影响。Andrade 和 Kaplan（1998）区分了财务困境和经济困境的不同影响^[19]。定量评估财务困境成本的大小是非常困难的，“处于财务困境的企业面临多变的情况，对企业价值和权利人的多重影响，加上请求权利人之间的利益冲突，使得如何估算成为一个信息难题”^[20]。

在国内，杨淑娥和魏明（2005）研究了企业财务危机成本形成机理及其间接成本的估量^[21]。万水林和张耀辉（2004）分析了影响财务危机

成本的产业因素： 企业规模。企业规模越小，出现危机时面临的困境越严重。 产品专用性。产品具有专用性相当于消费者在购买这种产品时进行了专用性资产投资，企业要对消费者终身负责，不断给消费者提供售后服务。 R&D 支出。 产业集中度。他们认为，我国企业现在正承受着信用环境受到破坏的成本，同样的财务危机下金融机构夸大财务危机成本，使企业财务危机成本增高，它也在破坏着我国企业的正常经营^[22]。

（三）财务困境对公司业绩（价值）的影响

关于财务困境对公司业绩（价值）的影响，学术界存在三种不同的观点：

（1）无相关论，即财务困境对公司业绩没有影响。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和公司价值的影响^[23]。Warner（1977）以 11 家铁路企业为样本测度财务困境（破产）的直接成本。Warner 发现，在平均意义上破产成本大约仅占破产之前第 7 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%，因此他得出了破产成本无足轻重的结论^[15]。

（2）财务困境成本论，即财务困境对公司业绩存在负面影响。Baxter（1967）对 MM 理论提出了批判，他认为在存在破产或丧失偿债能力可能性的情况下，过度运用财务杠杆将导致财务困境（破产）成本的上升，从而导致平均资本成本的提高，最终降低公司的总价值。但 Baxter 也指出，要想区分究竟企业销售和盈利的下降是财务困境造成的，还是企业销售本身导致了财务困境的发生是非常困难的，而且“毁灭风险是否提高了高杠杆企业的资本成本依然是个实证问题”^[14]。Altman（1984）选择了 1970—1978 年破产的 12 家零售企业和 7 家工业企业为研究样本，开创性地运用回归技术和证券分析师的预测两种估计方法计算预期盈利，再以预期盈利与实际盈利之差额度量财务困境（破产）的间接成本。Altman 的研究表明，平均而言，在破产的前 3 年破产成本达到企业价值的 11%~17%^[16]。Opler 和 Titman（1994）改进了研究方法，消除了经济困境对财务困境的影响，研究结果也支持财务困境成本显著为正^[24]。