

# 经济困境、财务困境与公司业绩<sup>\*</sup>

## ——基于A股上市公司的实证研究

章之旺<sup>1</sup>, 吴世农<sup>2</sup>

(1. 南京审计学院 会计学院, 江苏 南京 210029; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:**文章选择沪深股市全部A股上市公司为研究样本,采用参数检验与非参数检验相结合的方法,考察经济困境、财务困境与公司业绩之间的经验关系。研究发现,在所处行业经历经济困境时,最高财务杠杆的两组公司销售增长率比最低财务杠杆的两组公司要低9%,而主营业务利润增长率则要低3.2%,换言之,当出现行业经济下滑时,选择高财务杠杆的公司将丧失更大的市场份额和利润。在考虑了经济困境的影响之后,文章支持财务困境对公司业绩存在负面影响的结论。

**关键词:**财务困境;经济困境;财务杠杆;企业业绩

**中图分类号:**F234.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)05-0112-11

### 一、文献评论

早期的经典文献并未考虑到财务困境对公司业绩(价值)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。

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,从而提高平均资本成本,最终降低公司的总价值。Baxter最早将财务困境(破产)成本划分为直接成本和间接成本,并认为“财务窘迫(financial embarrassment)对企业净经营收益流量的负效应”可能比直接成本影响更大。但Baxter也指出,要想区分企业销售和盈利的下降究竟是财务困境造成的,还是前者本身导致了财务困境的发生是非常困难的。

收稿日期:2005-02-28

基金项目:国家自然科学基金项目(70372035)、江苏省哲学社会科学研究“十五”规划基金项目(04EYC042)

作者简介:章之旺(1971-),男,安徽繁昌人,南京审计学院会计学院讲师,厦门大学管理学院博士生;  
吴世农(1956-),男,福建泉州人,厦门大学管理学院教授,博士生导师。

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。他发现,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 Warner 得出了破产成本无足轻重的结论。虽然 Warner 的研究样本选择了规模较大的铁路企业,克服了 Baxter(1967)研究样本规模较小的不足,但依然存在以下三方面的问题:其一是行业选择的局限性,因为铁路行业存在进入壁垒,铁路企业陷入财务困境的机会损失要小于其他行业的企业;其二是样本量小(11 家铁路企业);其三是没有考察财务困境(破产)的间接成本。以上局限性的存在致使 Warner 的研究结论不具一般性。值得肯定的是,Warner 的工作在构建财务困境相关成本测度和估计的方法论方面迈出了重要的第一步。

Altman(1984)首次对财务困境(破产)的间接成本进行计量。他选择 1970~1978 年间破产的 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两种预测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,在陷入破产的前 3 年财务困境(破产)成本达到企业价值的 11%~17%。应该说,Altman 对财务困境(破产)成本的估计较之以往的研究更为全面、准确,但早先 Baxter 所指的销售和盈利的下降与财务困境之间的因果关系问题在 Altman 的研究中依然没有被理顺。换言之,如果界定财务困境对公司业绩(价值)的影响未能剔除因业绩下滑(经济困境)而导致财务困境的情况,那么财务困境成本的计量必然有所偏误。

为了消除经济困境对财务困境的影响,Opler 和 Titman(1994)的设计将样本企业按所处行业区分为经济困境与非经济困境行业,研究高杠杆企业相对于低杠杆企业在行业不景气(industry downturn)时的业绩变化,他们发现,当行业不景气时,高杠杆企业相对于采取保守融资策略的同行业竞争对手企业失去了更大的市场份额,具体来说,最高杠杆组企业比最低杠杆组企业的销售额相对下降 26%,权益市场价值下降幅度基本相当。这一结果支持财务困境成本显著为正。

Andrade 和 Kaplan(1998)的研究也区分了财务困境和经济困境的不同影响。他们对美国 20 世纪 80 年代末期的 31 宗陷入财务(而非经济上)困境的高杠杆交易(Highly Leveraged Transactions)进行研究发现,综合考虑高杠杆交易的正效应和财务困境的负效应之后,企业的价值略有增加,也就是说高杠杆交易为企业创造了价值。财务困境成本估计占企业价值的 10%~20%,最保守的估计也不超过 23%。虽然全样本分析似乎找到了财务困境成本存在的证据,但 Andrade 和 Kaplan 进一步对未经历不利经济波动的企业子样本进行研究,发现扣除经济因素的影响之后,财务困境成本在统计意义上并不存在。

上述文献均试图就财务困境是否对公司业绩存在负面影响这一问题做出

回答,但研究结论不完全一致。事实上,财务困境带给企业的并非局限于不利方面。相反,财务困境也会带来一定的收益。Jensen于1989年在《公众公司的消失》一文中提出“财务困境收益”概念。他认为财务困境会迫使企业管理层采取积极行动以提高经营和管理效率,进而改善业绩。否则,作为公司内部控制机制的董事会会考虑变更高管人员。支持Jensen的财务困境收益假说的经验研究不乏其例。例如,Andrade和Kaplan(1998)的研究发现31家财务困境公司中有23家明显采取了削减成本和改善经营的措施,15家更换了董事会主席或CEO等高级管理人员。Whitaker(1999)的研究发现,在企业陷入财务困境之后,平均而言企业的经营业绩和市场价值都有所提高。

最近国内学者也涉足研究财务困境与公司业绩之间的关系,并取得初步成果。吕长江、韩慧博(2004)研究了1994~2001年间我国上市公司的财务困境成本。他们定义财务困境时认为,财务困境是指要同时满足以下两个条件:(1)1994年以后连续两年流动比率小于1;(2)这两年中至少有一年营业利润小于零。据此他们研究了我国上市公司的财务困境成本问题。他们认为,我国上市公司的间接财务困境成本显著为正,从总体来看,间接困境成本约占公司价值的25%~36.5%,而且资本结构对财务困境间接成本具有显著影响,即负债率越高的企业在困境期内将损失更大的市场份额和利润。<sup>①</sup>

与吕长江、韩慧博(2004)对财务困境的界定有所不同,吴世农、章之旺(2005)选择1998~2002年间沪深股市40家ST摘帽公司A股为财务困境企业样本,从“经营业绩观”和“权益价值观”两个角度考察我国上市公司是否存在财务困境成本,研究发现,从陷入财务困境之前到解除财务困境之后,企业经行业调整后的平均主营业绩虽然有所增长,但经过市场调整后的权益市场价值平均却下降了2.04%,表明投资者平均承担2.04%的财务困境成本。实证检验同时表明,当财务困境企业所在行业业绩不佳时财务困境成本更高。

必须指出的是,吕长江、韩慧博(2004)与吴世农、章之旺(2005)的研究结论在很大程度上不具可比性,原因在于对财务困境的界定不一致,前者仅仅从经营业绩观考察财务困境成本。但两篇文章均以实际上已陷入财务困境的企业为研究样本。本文认为,对于财务困境如何影响公司业绩的研究不应仅仅定位于财务困境企业。正如Altman在谈及破产成本时所指出的,“间接的破产成本并非局限于那些实际失败的企业,只要是存在高破产概率的企业,无论其最终失败与否,均会招致这些(间接破产)成本”。<sup>②</sup>同理,财务困境成本并非局限于那些实际陷入财务困境的企业,任何企业,只要有负债,财务困境的潜在压力或大或小总会存在。<sup>③</sup>另外,以实际陷入财务困境的企业为研究样本,还会造成无法区分经济困境和财务困境对公司业绩的不同影响。

为克服以上研究所存在的不足,本文选择全部A股上市公司为研究样本,并按是否经历行业经济困境和财务杠杆的高低进行样本划分,考察在行业

处于经济困境时高杠杆组企业的业绩是否比低杠杆组企业更差,从而说明财务困境是否会对企业业绩产生不利影响。通过本文的研究我们发现,当行业处于下滑阶段时,选择高杠杆的企业将比选择低杠杆的企业丧失约 9% 的市场份额和 3.2% 的利润,也就是说,在考虑了经济困境的影响之后,财务困境对企业业绩存在负面影响。

## 二、研究设计

### (一) 总体思路

为了消除经济困境对财务困境的影响,参照 Opler 和 Titman(1994)的设计思路,我们先将沪深股市自建市以来的全部 A 股上市公司按行业区分为经济困境行业和非经济困境行业,再将样本按财务杠杆的高低分类,考察在行业处于经济困境时高杠杆组企业的业绩是否比低杠杆组企业更差,即财务困境是否会对企业业绩产生不利影响。本文对经济困境的定义为行业平均(中位数)销售增长率为负值,即行业处于业绩下滑阶段。必须指出的是,我们对经济困境的定义与 Opler 和 Titman(1994)的有所区别,后者选择的标准是行业平均销售增长率为负,平均股票收益率低于-30%,两个条件需要同时具备。显然,Opler 和 Titman 的定义更为严格,但本文基于我国股市效率问题考虑,认为股票收益率标准并不适合于我国上市公司经济困境的定义。本文行业的选择参照证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》中以单字母加两位数字编码的大类分类标准。

本文选择度量公司业绩的指标为经过行业调整的销售增长率和主营业务利润增长率。以销售增长率度量公司业绩的优点在于该指标比较客观,而且是企业在陷入经济困境和财务困境时业绩变化的最直接量度,但其价值相关性不及利润类指标。选择主营业务利润增长率度量公司业绩的依据在于两方面:(1)虽然 ROE 和 ROA 是证券监管机构和投资者所熟悉的度量公司财务业绩的重要指标,但是利润构成中的其他业务利润、营业外收支和投资收益相对于主营业务利润来说,更易于被陷入财务困境的企业所操纵;(2)主营业务利润更能反映一个企业基本的、持续的盈利能力。同时以销售增长率和主营业务利润增长率从不同的侧面度量公司业绩可以起到优点互补、相互印证的作用。

事实上,企业陷入财务困境往往会导致净权益减少,财务杠杆随之提高。为了消除财务困境对财务杠杆的这种内生影响,我们选择整个业绩度量期间之前的企业资产负债率定义财务杠杆,图 1 标出了企业业绩度量期间与财务杠杆选择之间的时点关系。举例来说,如果销售增长率和主营业务

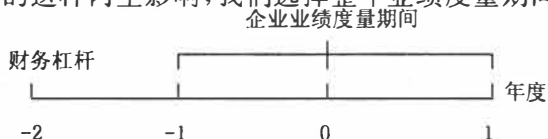


图 1 业绩度量与财务杠杆选择示意图

利润增长率度量的是 2002~2003 年度的公司业绩,财务杠杆选择的应是 2001 年初的资产负债率。其他期间依此类推。

(二) 样本选择

我们选择沪深股市自建立以来的全部 A 股上市公司为原始总样本。根据研究的需要,我们对原始总样本进行了如下处理:(1)金融类公司予以剔除;(2)横跨几个大类行业的公司予以剔除;(3)考虑到公司业绩需要经过行业平均值调整,行业内公司数目不足 5 家则予以剔除;(4)超出[-1,1]区间的奇异值予以剔除(此类奇异值占样本数的 5.8%)。最终获得研究样本共 4 171 家企业,其中非困境行业企业数为 3 613 家,困境行业企业数为 558 家。表 1 列出样本的年度分布以及按是否经历经济困境划分后的子样本数。本文的研究数据来自 2004 版 CSMAR 年报财务数据库。

表 1 样本的年度分布

年份	非困境行业企业数	困境行业企业数	困境行业数
1994	1	3	1
1995	5	10	2
1996	46	75	9
1997	165	36	6
1998	140	121	13
1999	333	98	9
2000	578	20	1
2001	618	70	8
2002	818	68	2
2003	909	57	4

(三) 多元回归模型及变量定义

为了检验财务困境对公司业绩的影响,本文构建如下多元回归模型:

$$PERF = a + b_1 DI SIND + b_2 HLEV + b_3 DI SIND \times HLEV + b_4 \ln(SALES) + b_5 PROFIT + b_6 I/K + e$$

因变量 PERF 表示公司业绩,分别以销售增长率或主营业务利润增长率作为替代变量,因此可得到两个回归模型:模型 1 和模型 2。DI SIND 是经济困境哑变量,若属于经济困境行业取 1,否则取 0。HLEV 是高财务杠杆哑变量。在此,我们将财务杠杆设置为哑变量而未使用连续变量,主要基于以往相关研究发现财务杠杆与公司业绩之间存在非线性关系的考虑。<sup>①</sup>关于财务杠杆哑变量的具体设计采取两种分组形式:其一,先按资产负债率的高低将样本分为 10 组,将资产负债率最高的前 3 组定义为高杠杆组,变量取值为 1,其余 7 组取值为 0;其二,在 10 个杠杆组合中仅取最高、最低各两组定义为高杠杆组合和低杠杆组合,变量分别取值 1 和 0,居中 6 个杠杆组合予以剔除。因此,根据 HLEV 哑变量的设计,我们又可以得到两个回归模型:模型 a 和模型 b。与公司业绩的两种度量指标相结合,最终共有四个回归模型,即模型 1(a)、1(b)和模型 2(a)、2(b)。DI SIND×HLEV 是经济困境哑变量与财务杠

杆哑变量的交乘项。该交乘项的设计目的在于,考察当行业经济不景气时使用高杠杆的企业是否比采取保守融资策略的企业业绩更差,也即财务困境是如何影响企业业绩的。

另外我们设置了三个可能对公司业绩变化有潜在影响的控制变量,即公司规模(SALES)、盈利性(PROFIT)、资本性投资比例(I/K)。考虑到总资产更易受到会计计价政策的影响,本文选择滞后基准年度 1 期的销售收入作为公司规模的替代变量。盈利性以滞后基准年度 2 期的营业利润与总资产之度量。资本性投资比例为 I/K,其中 I 表示固定资产(具体指资产负债表中固定资产原价、工程物资、在建工程三项之和)的增加值,K 表示期初固定资产净额,以滞后基准年度 1 期计算。资本性投资比例预期与公司业绩呈正向变化,因为当期的资本性投资往往会增加未来销售额和现金流量。e 为误差项。

为了消除行业差异的影响,上述 PERF、PROFIT 和 I/K 须经行业平均值调整,即定义为企业特定值扣除行业平均值(中位数)之后的净值。在计算主营业务利润增长率时,若上年度主营业务利润为负,则以 -PERF 进行替换。

### 三、实证结果及分析

#### (一)描述性统计分析

表 2 给出的是按有无经历行业经济困境分组的各变量的描述性统计量及组间均值检验的 t 值。由表 2 可知,非经济困境组的销售增长率为 11.35%,而经济困境组的销售增长率仅为 -4.44%,二者差异显著( $p < 0.01$ ),这验证了我们按照行业销售业绩的中位数是否为负来界定经济困境是合适的。虽然经济困境组公司的平均主营业务利润增长率比非经济困境组公司要低 1.79%,但并不显著。受行业经济下滑的影响,经济困境组公司的平均资本性投资比例比非经济困境组公司要低 4.42%( $p < 0.05$ )。另外在以主营业务收入表征的公司平均规模方面,经济困境组公司要显著小于非经济困境组公司( $p < 0.05$ )。值得注意的是,虽然为了避免经济困境和财务困境对财务杠杆的内生影响,财务杠杆的度量采纳了“事前”的概念,但经济困境组公司的平均资产负债率仍然比非经济困境组公司要显著高出 2.25%( $p < 0.01$ )。

表 2 按是否经历行业经济困境分组的各变量描述性统计及均值检验

	DISIND	四分位数			均值	t 值
		下分位数	中位数	上分位数		
销售增长率(%)	0	-4.78	11.00	29.12	11.35	10.823***
	1	-21.70	-6.29	12.82	-4.44	
主营业务利润增长率(%)	0	-10.22	9.52	31.78	12.61	0.776
	1	-27.82	2.14	33.18	10.82	
营业利润/总资产(%)	0	1.17	4.06	6.96	3.48	-0.203
	1	0.93	3.87	6.69	3.57	

续表 2 按是否经历行业经济困境分组的各变量描述性统计及均值检验

	DISIND	四分位数			均值	t 值
		下分位数	中位数	上分位数		
资本性投资比例(%)	0	1.38	12.96	38.03	22.93	1.976**
	1	-0.24	9.67	29.49	18.51	
主营业务收入(百万元)	0	234.84	497.80	1 066.68	1 062.40	2.243**
	1	197.87	462.27	998.15	871.95	
资产负债率(%)	0	30.64	42.40	54.90	43.17	-2.701***
	1	32.87	46.32	57.21	45.42	

注:(1)以上统计量均未经行业调整;(2)DISIND=0 表示非经济困境组,DISIND=1 表示经济困境组;(3)组间均值检验的 t 值计算基于等方差假设,因为显著性基本一致,故略去基于不等方差假设计算的 t 值,表 3 同此;(4)\*\*\*、\*\* 分别表示 1%和 5%的双侧显著性水平。

表 3 按财务杠杆高低分组的各变量描述性统计及均值检验

	HLEV	四分位数			均值	t 值
		下分位数	中位数	上分位数		
销售增长率(%)	0	-6.22	9.76	27.59	10.55	4.025***
	1	-13.17	7.24	26.04	6.13	
主营业务利润增长率(%)	0	-11.58	8.68	31.00	11.82	-1.179
	1	-12.07	9.91	34.10	13.76	
营业利润/总资产(%)	0	1.91	4.87	7.74	4.79	13.994***
	1	-0.31	2.28	4.64	0.43	
资本性投资比例(%)	0	2.25	13.95	39.68	25.26	5.907***
	1	-1.32	9.04	30.85	15.48	
主营业务收入(百万元)	0	219.35	449.81	927.25	933.56	-5.498***
	1	265.34	608.74	1 454.57	1 279.83	

注:(1)以上统计量均未经行业调整;(2)HLEV=0 表示低杠杆组,HLEV=1 表示高杠杆组;(3)t 值的计算同表 2;(4)\*\*\* 表示 1%的双侧显著性水平。

表 3 给出按高低杠杆分组的各变量描述性统计量及组间均值检验的 t 值。在此,杠杆分组采纳第一种分组形式,即将资产负债率最高的前 3 组定义为高杠杆组,取值 1,其余 7 组取值 0。<sup>⑤</sup>由表 3 可见,高杠杆组公司的平均销售增长率为 6.13%,显著低于低杠杆组公司的 10.55%( $p < 0.01$ )。在以营业利润/总资产表征的盈利性方面,低杠杆组公司明显优于高杠杆组公司(差额 0.43%, $p < 0.01$ )。低杠杆组公司用于资本性投资的比例平均达到 25.3%,而高杠杆组公司仅为 15.5%,差异很大( $p < 0.01$ )。在以主营业务收入表征的公司平均规模上,高杠杆组公司要显著大于低杠杆组公司( $p < 0.01$ )。

### (二)回归结果及分析

由于本文分别以销售增长率和主营业务利润增长率度量公司业绩,我们首先考察它们的相关性。通过计算,销售增长率和主营业务利润增长率之间的皮尔逊相关系数为 0.56,斯皮尔曼秩相关系数为 0.60,两个相关系数均达到 1%显著性水平。这说明两个指标对公司业绩的测度具有较大的一致性。

表 4 列出 2×2 分类回归模型的主要回归结果。本文重点关注财务杠杆的选择对公司业绩的影响以及有关更进一步的问题,即当行业处于经济困境

时财务杠杆对公司业绩的影响。对应于回归结果,我们应观察 HLEV 和交乘项 DISIND $\times$ HLEV 的参数估计值及其显著性。

根据销售增长率模型,HLEV 的参数估计值在两种杠杆分组分类模型中均显著为负值( $p<0.05$ )。这表明,在平均意义上高杠杆组的公司业绩比起采取保守融资策略(低杠杆)的公司业绩要差,具体而言,即使所处行业未经历经济困境,最高杠杆的两组公司销售增长率较之于最低杠杆的两组公司要低 3.6%。交乘项 DISIND $\times$ HLEV 的系数皆为负值,且在第二种杠杆分组情况下呈现显著性( $p<0.05$ ),这表明,当出现行业经济下滑时,选择高杠杆的公司将丧失更大的市场份额,具体而言,在所处行业经历经济困境时,最高杠杆的两组公司销售增长率较之于最低杠杆的两组公司要低 9%,即高杠杆组公司丧失了 9%的市场份额。因此,根据模型 1,在考虑了经济困境的影响之后,财务困境对公司业绩存在负面影响。

但是模型 1 的不足之处在于,当企业陷入财务困境时,销售业绩的下滑不一定归结于财务困境成本,相反,可能是 Jensen 所说的财务困境收益的体现,因为企业为摆脱财务困境可能会实施裁减冗员和支出、剥离非盈利资产等收缩战略,从而降低销售额,但却提高了经营和管理效率。基于此,主营业务利润增长率模型(模型 2)对于模型 1 是个很好的补充。

根据主营业务利润增长率模型,HLEV 的参数估计不显著,但 DISIND $\times$ HLEV 的系数皆为负值,且在两种杠杆分组情况下皆呈现显著性( $p<0.05$ )。这表明,当出现行业经济下滑时,选择高杠杆的公司将丧失更多的利润,最高杠杆的两组公司主营业务利润增长率较之于最低杠杆的两组公司要低 3.2%。因此,模型 2 的结果支持由模型 1 得出的结论,即在考虑了经济困境的影响之后,财务困境对公司业绩存在负面影响,换言之,财务困境成本显著为正。

表 4 回归结果

	模型 1:销售增长率		模型 2:主营业务利润增长率	
	(a)	(b)	(a)	(b)
常数项	-0.514***	-0.598***	-0.339***	-0.248***
DISIND	0.033*	0.052	0.037	0.003
HLEV	-0.026**	-0.036**	0.003	-0.005
DISIND $\times$ HLEV	-0.045	-0.090**	-0.083**	-0.032**
Ln(SALES)	0.023***	0.028***	0.014***	0.008***
PROFIT	0.042	0.013	-0.246***	-0.004
I/K	0.138***	0.131***	0.101***	0.007
调整 R <sup>2</sup>	0.062	0.067	0.022	0.013
F 值	46.80	20.91	14.37	4.13
P 值	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
样本数	4 171	1 668	3 650	1 460

注:(1)模型(a)和(b)分别对应财务杠杆哑变量设计的两种分组形式。模型(a)是全样本回归,模型(b)则仅对最高最低各两个杠杆组子样本进行回归。(2)\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10%的双侧显著性水平。



(三)非参数检验

本文应用非参数检验对回归模型的参数检验进行补充。表5列出了经济困境行业与非经济困境行业之中超出行业平均业绩(中位数)的高杠杆企业比例的计算过程,末行是比例差异及其显著性水平。在四个回归模型对应的样本中,按是否经历经济困境分组,我们先统计各组的高杠杆企业数,再统计这些高杠杆企业中业绩超出行业平均值(中位数)的企业数,并计算其占高杠杆企业数的比例。从表5可以看出,对于两种业绩度量指标无论采取何种杠杆分组,在非经济困境行业中超出行业平均业绩的高杠杆企业比例均高于经济困境行业。其中,在销售增长率×杠杆分组(b)的情况下,经济困境行业中超出行业平均业绩的高杠杆企业比例为35.43%,非经济困境行业中超出行业平均业绩的高杠杆企业比例为42.15%,比例差异为6.72%( $p < 0.1$ );在主营业务利润增长率×杠杆分组(a)的情况下,经济困境行业中超出行业平均业绩的高杠杆企业比例为39.05%,非经济困境行业中超出行业平均业绩的高杠杆企业比例为46%,比例差异为6.95%( $p < 0.1$ )。非参数检验结果倾向于支持高杠杆企业在非经济困境行业中的业绩表现要好于经济困境行业,换言之,在行业处于经济困境时,财务困境对公司业绩存在不利影响。

表5 超出行业平均业绩的高杠杆企业比例计算表

		销售增长率		主营业务利润增长率	
		杠杆分组 (a)	杠杆分组 (b)	杠杆分组 (a)	杠杆分组 (b)
经济困境行业	企业总数	558	217	444	171
	高杠杆企业数	199	127	105	100
	超出行业平均业绩(中位数)的高杠杆企业数	75	45	41	43
	超出行业平均业绩(中位数)的高杠杆企业比例%	37.69	35.43	39.05	43
非经济困境行业	企业总数	3 613	1 451	3 245	1 289
	高杠杆企业数	1 046	707	1 124	630
	超出行业平均业绩(中位数)的高杠杆企业数	433	298	517	301
	超出行业平均业绩(中位数)的高杠杆企业比例%	41.40	42.15	46.00	47.78
比例差异%		3.71	6.72*	6.95*	4.78

注:(1)杠杆分组(a)和(b)对应于表4中的模型(a)和(b)所使用的样本;(2)以第3列的比例差异显著性检验为例,统计检验量  $z = (6.72\% - 0) \times [35.43\% \times (1 - 35.43\%) / 127 + 42.15\% \times (1 - 42.15\%) / 707]^{-1/2} = 1.451$ ,服从标准正态分布;(3)\*表示10%的双侧显著性水平。

四、研究结论及启示

本文选择沪深股市自建立以来的全部A股上市公司为研究样本,参照

Opler 和 Titman(1994)的设计思路,先将样本按行业是否经历经济困境区分为经济困境行业和非经济困境行业,再将样本按财务杠杆的高低分类,考察在行业处于经济困境时高杠杆组企业的业绩是否比低杠杆组企业更差,即财务困境是否会对企业业绩产生负面影响。我们选择度量公司业绩的指标为经过行业调整的销售增长率和主营业务利润增长率。与国内相关研究相比,我们的研究控制了行业经济困境对公司业绩的影响,而且采取了参数检验与非参数检验相结合的研究方法。

研究表明,当出现行业经济下滑时,选择高杠杆的公司将丧失更大的市场份额和利润。具体而言,在所处行业经历经济困境时,最高杠杆的两组公司销售增长率较之于最低杠杆的两组公司要低 9%,而主营业务利润增长率则要低 3.2%。非参数检验结果也倾向于支持高杠杆企业在非经济困境行业中的业绩表现要好于经济困境行业。总之,在考虑了经济困境的影响之后,本文支持财务困境对公司业绩存在负面影响的结论。本文的研究结论对于我国企业制定财务政策具有一定的指导意义。虽然财务杠杆的运用可以为企业带来节税收益,降低加权平均资本成本,但对于那些面临较大经营风险的企业务必慎用财务杠杆。

\* 本文为吴世农教授主持的国家自然科学基金项目《我国上市公司财务困境风险的计量和预测研究》和章之旺主持的江苏省哲学社会科学研究“十五”规划基金项目《财务困境与公司业绩》的阶段性研究成果。

**注释:**

- ①虽然这一结论与 Opler 和 Titman(1994)完全一致,但吕长江、韩慧博(2004)的研究设计未能剔除经济困境的影响。
- ②参见 Altman(1984)第 1071 页第 36—38 行。
- ③无论是基于流动比率小于 1 且营业利润小于零的定义,还是基于 ST 的定义,均表明企业已实际陷入财务困境,而非仅仅面临潜在财务困境的威胁。
- ④例如,Lennox(1999)发现财务杠杆与破产概率之间存在非线性关系。
- ⑤第二种杠杆分组形式得到的有关统计量组间均值差异的显著性与第一种分组形式完全一致,限于篇幅,不做赘述。

**参考文献:**

- [1] 吕长江, 韩慧博. 财务困境、财务困境间接成本与公司业绩[J]. 南开管理评论, 2004, (3): 80—85.
- [2] 吴世农, 章之旺. 我国上市公司的财务困境成本及其影响因素分析[R]. 厦门大学管理学院工作论文, 2004.
- [3] Altman E I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question [J]. Journal of Finance, 1984, 39:1067~1089.
- [4] Andrade G, S N Kaplan. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed [J]. Journal of Finance, 1998,

53:1443~1493.

[5] Baxter N. Leverage, risk of ruin and the cost of capital [J]. *Journal of Finance*, 1967, 22:395~403.

[6] Jensen M C. The eclipse of the public corporation [J]. *Harvard Business Review*, 1989, 5:61~74.

[7] Lennox C. Identifying failing companies: A reevaluation of the logit, probit and DA approaches [J]. *Journal of Economics and Business*, 1999, 51:347~364.

[8] Modigliani F, M H Miller. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment [J]. *American Economic Review*, June 1958, 48:261~297.

[9] Opler T C, S Titman. Financial distress and corporate performance [J]. *Journal of Finance*, 1994, 49:1015~1040.

[10] Warner J. Bankruptcy costs: Some evidence [J]. *Journal of Finance*, 1977, 32:337~348.

[11] Whitaker R B. The early stages of financial distress [J]. *Journal of Economics and Finance*, 1999, 23:123~133.

## Economic Distress, Financial Distress and Corporate Performance

——An Empirical Study Based on A-Share Listed Firms

ZHANG Zhi-wang<sup>1</sup>, WU Shi-nong<sup>2</sup>

(1. *Nanjing Audit University, Nanjing 210029, China;*

2. *School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China*)

**Abstract:** Based on a sample of all A-share stocks listed on SSE and SZSE and the parameters and non-parameters tests, this paper examines the empirical relationships between economic distress, financial distress and corporate performance, and finds that firms in the top 2 deciles of leverage in economic distress see their sales and profits decline by 9% and 3.2% respectively, more than do firms in the bottom 2 deciles. In a word, highly leveraged firms lose more market share and profits in industry downturns. With economic distress consideration, this paper supports the view that financial distress has a negative influence on corporate performance.

**Key words:** financial distress; economic distress; financial leverage; firm performance

(责任编辑 金 澜)