

财务困境公司重组脱困后如何提升业绩

和丽芬¹(教授), 张旭蕾²(高级会计师), 王巧义¹(副教授)

【摘要】 财务困境上市公司脱困后其业绩如何提升并保持相应增长,当前的学术界研究极少涉及。本文针对2003~2013年被ST的上市公司脱困后5年的业绩进行研究后发现:产业结构调整、机构投资者持股、关联交易对公司脱困后的业绩提升具有显著影响,然而公司治理对脱困后业绩未能发挥作用。因此,困境公司脱困以后其业绩的提升需要公司与外部的共同努力:公司应积极实施产业结构调整、提高重组效率、增加资本密集指数,外部则需发展机构投资者队伍、规范关联交易、强化公司治理。

【关键词】 财务困境公司; 重组脱困; 业绩提升

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)03-0031-5

近年来,财务困境上市公司的脱困研究成为学者的新着眼点,很多学者针对重组脱困后公司的业绩状况进行分析。James等(2000)认为困境公司重组后利润会升高,Bergstrom等(2002)的研究则表明重组后困境公司业绩并无显著改善。国内学者普遍认为财务困境公司的重组能带来短期市场效应,却不能改善其长期经营业绩;也有学者认为,重组会提升企业的业绩(李善民,2013)。以上研究一般以脱困公司的各指标均值(中位数)作为分析指标,对财务困境公司脱困之后的绩效改善与否进行判断。但脱困后,这些公司的业绩如何提升并保持相应的增长,研究者却极少涉及,本文将针对该问题展开探讨。

一、理论分析与假设

Madian(1997)曾提出,以产业结构调整与创新为目的的资产重组是困境公司恢复成长能力的有效途径。李秉祥(2003)的研究也发现,重组后业绩改善较明显的公司,一般都经历了从主营业务方向开始的一系列产业调整和改变。李杭(2004)在其研究中指出,重组以产业结构调整为目标,可以使企业突破已结构化的产业约束,并提高业绩水平。

公司陷入财务困境,很多情况是由于产品结构不合理、主营业务盈利较差甚至亏损所导致。因此,以重组为手段调整和优化产业结构是改善困境公司业绩的重要策略。基于此,本文提出假设:

H1:重组脱困后实施了产业结构调整的公司,其业绩水平优于未进行产业调整的公司。

关联交易在我国证券市场普遍存在,上市公司的控股股

东不仅有利用关联交易向上市公司输送利益的动机,还存在通过关联交易从上市公司转移利益的行为。很多研究表明,公司陷入困境,控股股东的关联交易大多是“支持”行为,而当公司无保壳之忧时,控股股东的关联交易则多是“掏空”行为。财务困境公司脱困之后,控股股东先前所付出的“支持”成本在此时要求进行弥补与回馈,并转化为“掏空”的利益驱动。这种“掏空”无疑会降低公司的业绩水平。基于此,本文提出假设:

H2:重组脱困后,公司与控股股东的关联交易会影响公司绩效,关联交易额越高,其业绩水平越低。

机构投资者对上市公司的治理与业绩也会产生较大的影响。Bushee(1998)提出,机构投资者会促使公司管理层考虑长期利益而加大研发费用投入;Guercio等(2008)的研究表明,机构投资者面对绩效较低的公司会采取联合行动,迫使董事会按照股东利益进行决策;李维安、李滨(2008)针对我国证券市场的研究结果显示,机构投资者持股比例与公司绩效和市场价值之间存在显著的正相关关系。基于此,本文提出假设:

H3:机构投资者持股对公司绩效具有促进作用,机构投资者持股比例高的公司,其脱困后的经营业绩水平较高。

自1932年Berle和Means提出公司治理结构这一概念以来,其一直被认为是保障科学决策和提升公司业绩与价值的重要工具。已有研究证明,弱化的公司治理结构会诱发财务困境,而完善的公司治理机制又会促进困境公司的成功逆转(Elloumi, 2001; Alpaslan, 2004)。那么,从理论上讲,财务困境

【基金项目】 河北省社会科学基金项目“财务困境公司脱困后业绩状况及提升研究”(项目编号:HB14GL055)

□ 改革与发展

公司脱困之后的业绩状况也会受到公司治理结构的影响。

公司治理是一个多层次的体系框架,公司治理与绩效关系的研究也存在多个角度,股权制衡是其中一个重要的方面。Lehmann(2000),Benjamin(2005),白重恩等(2005)利用不同国家上市公司的数据证实,股权制衡能够约束控股股东的剥夺行为,提升公司业绩。然而,财务困境公司在该方面的表现则正好相反:股权集中有利于业绩提升并成功脱困,股权制衡与公司脱困呈负相关关系(Claessens,2000;赵丽琼,2008)。这是因为,股权集中有利于控股股东的“支持”。但是,当困境公司成功脱困、业绩好转之后,控股股东的“支持”开始逆向转化,股权集中会加速股东的掠夺行为,而股权制衡却可以达到相互牵制和抑制掠夺的作用。基于此,本文提出假设:

H4:股权制衡度高的脱困公司其业绩水平更好。

董事会被认为是公司治理结构的重要组成部分。然而,董事会特征与公司业绩的关系一直是学术界存在争议的问题。Chaganti等(1985)认为,较大规模的董事会能够带来多样化的专业知识,从而提升公司业绩并降低公司决策失败概率;William(1994)的研究也表明,董事会规模的扩大有利于治理效率的提高。然而,相反的观点却大量存在:Lipton and Lorsch(1992)就指出,大规模董事会可能会产生沟通与协调问题,从而降低了决策效率;Yermack(1996),Eisenberg(1998)的研究也证实了,董事会规模与公司绩效之间呈负相关关系。

除董事会规模这一特征影响公司业绩之外,在独立董事比例与董事长、总经理二职合一的研究上同样存在争议。Baysinger(1985)的研究表明,独立董事在董事会中的构成比例和公司业绩呈正相关关系。Agrawal等(1996)的研究得出相反的结论:独立董事比例高的公司,其业绩反而更差。Anderson,Lynn Pi和Daily分别就总经理的两职合一与公司绩效之间的关系得出不同的结论:Anderson(1986)认为两职合一会提升公司业绩,Lynn Pi(1993)则坚持两职合一与公司业绩呈负相关关系,然而Daily(1997)的研究发现,是否两职合一与公司业绩之间并无显著的相关关系。基于以上分析,本文提出以下假设:

H5a:重组脱困后,公司的绩效与董事会规模呈正相关关系。

H5b:重组脱困后,公司的绩效与董事会规模呈负相关关系。

H6a:重组脱困后,公司的绩效与独立董事比例呈正相关关系。

H6b:重组脱困后,公司的绩效与独立董事比例呈负相关关系。

H7a:重组脱困后,公司的绩效与董事长、总经理两职合一呈正相关关系。

H7b:重组脱困后,公司的绩效与董事长、总经理两职合一呈负相关关系。

高管激励对公司业绩也有显著影响。Barro等(1990)的研究发现,高管薪酬与公司业绩之间存在正相关关系,且存在高管变更的公司其业绩水平一般会提高。Morck,Shleifer and Vishny(1998)的研究则证实了高管持股与公司业绩之间的关系,他们发现,随着高管持股比例的增加,其利益与外部股东利益趋于一致,从而提升了公司业绩与价值。刘斌等(2003)认为,我国上市公司的CEO薪酬状况已体现了一定的激励约束机制,李瑞等(2011)的研究也证实,高管薪酬与高管持股对公司绩效产生正向影响。基于此,我们认为,高管激励对财务困境公司脱困后的经营业绩产生促进作用,并以此为基础提出以下假设:

H8:存在高管变更的公司,其重组脱困后的公司业绩较好。

H9:高管薪酬水平与重组脱困后的公司绩效呈正相关关系。

H10:高管持股比例与重组脱困后的公司绩效呈正相关关系。

二、样本选择与研究设计

(一)样本的选择

借鉴大多学者的研究,本文以上市公司被特别处理(被ST或*ST,以下统称ST)作为其陷入财务困境的标志,将这些公司的最终“摘帽”看作“脱困”。

以2003~2013年作为样本来源期,选择该期间内被ST或*ST公司。由于要分析这些公司脱困后5年的长期业绩表现,故从2013年底向前推5年,即以2003~2008年作为样本时间窗口,在此期间被ST的224家公司中,选择2008年底之前成功脱困的公司共77家,剔除摘帽两年后被吸收合并的1家公司,剩余76家样本公司。

这76个样本中,其中两家公司在摘帽第3年、第4年连续出现成本费用趋于0的奇异值情况,故将其剔除。最终样本构成为74家,具体见表1。

表1 样本公司情况

摘帽年度	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	合计
公司家数	10	17	11	15	21	74

(二)指标设计

对于衡量财务困境公司脱困后的业绩状况指标,最常用的是获利能力指标,如每股收益(EPS)、资产净利率(ROA)(万潮领,2001;赵丽琼,2010),也有学者将资产负债率、每股经营活动现金流量净额纳入考核范畴(吕长江等,2007),但并不多见。本文在前人的研究基础上,从盈利、风险、增长三维视角设计公司业绩衡量指标体系,尽可能全面地分析脱困公司未来经营状况,具体指标见表2。

表2 经营业绩衡量指标

指标类别	指标名称	指标符号	指标定义
盈利	盈利水平	资产净利率	ROA 净利润/平均资产总额
		净资产收益率	ROE 净利润/平均净资产
	每股收益	EPS 净利润/普通股总股数	
	每股净资产	NAPE 净资产/普通股总股数	
盈利质量	成本费用净利率	NPTC 净利润/(营业成本+期间费用)	
	净利润现金差异率	DBCP (经营活动现金净流量-净利润)/资产总额	
风险	经营风险	营业杠杆	DOL (营业收入-营业成本)/息税前利润
	财务风险	资产负债率	LEV 负债总额/资产总额
		流动比率	CUR 流动资产/流动负债
		营运资金比率	WCR (流动资产-流动负债)/流动资产
	舞弊风险	审计意见	AO 标准审计报告=5;带强调事项段无保留意见审计报告=4;保留意见审计报告=3;无法表示意见审计报告=2;否定意见审计报告=1
增长	资产增长	资产增长率 资本增长率	AGR EGR (本年资产-上年资产)/上年资产 (本年资本-上年资本)/上年资本
	收入增长	营业收入增长率	SGR (本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入

由于摘帽前1年,很多公司净利润数据为负,致使净利润增长率在摘帽当年失去意义,故在增长指标中没有设置净利润增长率,以营业收入增长率配合盈利质量中的成本费用净利率来反映净利润增长信息。

同时,本文采用因子分析方法,分别计算74家样本公司摘帽当年及摘帽后第1~5年的业绩得分,按照业绩得分将这些公司分为两组,即绩优组与绩差组。其中,绩优组包括6年绩效得分平均值高于均值的公司共26家,绩差组包括6年绩效得分平均值低于均值的公司共48家,这些样本公司的特征见表3。

表3 不同绩效水平样本公司的特征均值

特征变量	全部样本	绩优组样本	绩差组样本
公司规模(SIZE)	9.092	9.043	9.118
控股股东性质(CSN)	0.540	0.621*	0.496*
资本密集度(CCD)	2.921	3.394**	2.665**

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

由表3可见,74家样本公司中,6年绩效综合得分高于均值的公司即绩优组有26家,占比35%,低于均值的公司即绩差组有48家,占比65%。

再看样本公司特征:绩优公司的控股股东性质均值为0.621,绩差公司的控股股东性质均值为0.496,双方在10%的水平上存在差异,说明国有控股属性的公司其总体绩效水平更高;绩优公司的资本密集度均值为3.394,绩差公司的资本密集度均值为2.665,双方在5%的水平上差异显著,说明资本

密集度高的公司其脱困后经营业绩水平更高。此处的资本密集度指“单位产出资本密集度”,取“总资产/营业收入”,反映公司的资本产出比。而公司规模在绩优组与绩差组之间不存在显著性差异。

(三)模型与变量设计

根据前面的分析与假设,以74家摘帽样本公司的产业结构调整、关联交易、机构持股比例、公司治理情况(包括股权制衡度、董事会规模、独立董事比例、CEO的双重性、高管变更、高管薪酬、高管持股比例)为解释变量,以这些公司6年平均综合绩效得分为被解释变量,构建多元线性回归模型(1)与logit回归模型(2)。两模型的控制变量均为公司规模、控股股东性质和资本密集度。

回归模型中的变量设定方法详见表4:

表4 变量设定表

变量符号	变量名称	变量设定
INDUR	产业结构调整	ST公司在最大影响重组之后发生主营业务变更、产品结构调整等,取值为1,否则取值为0
RPT	关联交易比重	摘帽ST公司与其控股股东之间所发生的关联交易总额占其总资产比重(摘帽后5年的平均值)
INSTIHR	机构投资者持股比例	机构投资者持股数/公司总股本数(摘帽后5年的平均值)
Z*	股权制衡度	第2至第5大股东持股比例/第1大股东持股比例(摘帽后5年的平均值)
BDS	董事会规模	董事会人数(摘帽后5年的平均值)
ODR	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数(摘帽后5年的平均值)
DUAL	董事长与总经理兼任	董事长与总经理二职合一,取值为1;否则取值为0(摘帽后5年的平均值)
TMC	高管变更	ST公司在恢复期内若发生董事长或CEO变更,取值为1;否则取值为0
TMS	高管薪酬	年薪最高前3名高管薪酬总额(摘帽后5年的平均值,单位:万元)
TMHR	高管持股比例	高级管理人员持股总数/公司总股本数(摘帽后5年的平均值)
SIZE	公司规模	公司总资产的自然对数(摘帽后5年的平均值)
CSN	控股股东性质	控股股东性质为国有,取值为1;否则取值为0(摘帽后5年的平均值)
CAIPN	资本密集度	总资产/营业收入(摘帽后5年的平均值)

$$LPERF_i = \alpha_0 + \alpha_1 INDUR_i + \alpha_2 RPT_i + \alpha_3 INSTIHR_i + \alpha_4 Z^*_i + \alpha_5 BDS_i + \alpha_6 ODR_i + \alpha_7 DUAL_i + \alpha_8 TMC_i + \alpha_9 TMS_i + \alpha_{10} TMHR_i + \alpha_{11} SIZE_i + \alpha_{12} CSN_i + \alpha_{13} CAIPN_i + \varepsilon_i \quad (\text{模型1})$$

$$P(LPERF_i = 1) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}}$$

$$Z_i = \alpha_0 + \alpha_1 INDUR_i + \alpha_2 RPT_i + \alpha_3 INSTIHR_i + \alpha_4 Z^*_i + \alpha_5 BDS_i + \alpha_6 ODR_i + \alpha_7 DUAL_i + \alpha_8 TMC_i + \alpha_9 TMS_i + \alpha_{10} TMHR_i + \alpha_{11} SIZE_i + \alpha_{12} CSN_i + \alpha_{13} CAIPN_i + \varepsilon_i \quad (\text{模型2})$$

□ 改革与发展

LPERF_i表示财务困境公司脱困后的长期经营业绩。在模型(1)中,LPERF_i指财务困境公司脱困后6年综合绩效得分的平均值,为连续变量。

在模型(2)中,LPERF_i为逻辑变量,指财务困境公司脱困后6年综合绩效得分的平均值是否高于全部公司6年综合绩效平均得分的均值,即该公司是否属于绩优公司。属于绩优公司,取值为1,否则取值为0。

三、实证分析

(一)描述性统计

表5列示了脱困公司的各变量均值。其中,长期经营业绩、关联交易比重在绩优公司与绩差公司之间存在1%水平上的显著差异,绩优组公司的长期经营业绩显著高于绩差组公司,而关联交易比重则显著低于绩差组公司;产业结构调整、机构投资者持股比例、高管变更在绩优公司与绩差公司之间存在10%水平上的显著差异,说明绩优组公司更多地调整了产业结构和发生了高管变更,且机构投资者对其的持股比例比绩差组公司要高。

表5 脱困公司各变量均值

变量	全部样本	绩优组样本	绩差组样本
LPERF	1.006	1.333***	0.829
INDUR	0.135	0.231*	0.083
RPT	1.466	0.797***	1.829
INSTIHR	0.033	0.053*	0.022
Z*	0.131	0.122	0.135
BDS	9.041	9.000	9.063
ODR	0.357	0.361	0.354
DUAL	1.811	1.769	1.833
TMC	0.568	0.617*	0.542
TMS	54.541	45.869	59.238
TMHR	0.006	0.001	0.009
SIZE	9.092	9.043	9.118
CSN	0.540	0.615*	0.500
CAIPN	2.921	3.394*	2.645

控制变量中,控股股东性质与资本密集度在绩优组公司与绩差组公司之间存在差异,且在10%的水平上显著,说明具有国有控股属性和资本密集度高的公司其长期经营业绩更优。

此外,股权制衡度、董事会规模、董事长与总经理兼任、高管薪酬、高管持股比例、公司规模在绩优组公司的均值比绩差组公司的指标均值要低,而独立董事比例在绩优组公司的均值比绩差组公司的均值要高,但它们的差异在统计上都不显著。

(二)回归结果

对74家摘帽脱困公司的财务数据进行多元线性回归与logit回归,得到模型的回归结果见表6。

表6 模型(1)、(2)的回归结果

变量	模型(1) (多元线性回归)		模型(2) (logit回归)	
	B	t值	B	sig.值
Constant	1.726	1.620	3.339	0.724
INDUR	0.190*	1.782	1.343*	0.093
RPT	-0.065**	2.117	-0.457	0.103
INSTIHR	1.686*	1.813	2.679*	0.070
Z*	0.240	0.663	-1.898	0.571
BDS	-0.011	-0.455	0.097	0.713
ODR	0.762	0.967	0.196	0.147
DUAL	-0.077	-0.782	-0.966	0.244
TMC	-0.034	-0.448	0.100*	0.089
TMS	0.001	0.636	0.011	0.184
TMHR	-1.505	-1.373	-1.388	0.477
SIZE	-0.123	-1.172	-1.070	0.223
CSN	0.144*	1.882	0.882*	0.064
CAIPN	0.042***	4.148	0.157*	0.071
F值/-2log likelihood	2.490		74.707	
Adj. R ² /Nagelkerke R ²	0.210		0.343	

表6中,产业结构调整、机构投资者持股比例与公司绩效正相关,且在10%的水平上显著,说明进行产业结构调整的公司其业绩水平优于未进行产业调整的公司,机构投资者持股对经营绩效具有促进作用,机构投资者持股比例高的公司,其摘帽脱困之后的经营业绩水平要高,假设1、假设3得到验证。

关联交易比重在多元线性回归与logit回归中的系数均为负,且多元线性回归中该变量在5%的水平上显著,说明脱困公司与其控股股东的关联交易会影响公司绩效,关联交易额越大,比重越大,公司业绩水平越低,本文的假设2得到验证。

高管变更在多元线性回归中系数为负,但不显著,在logit回归中系数为正,且在10%的水平上显著,说明高管变更对脱困之后的业绩提升有促进作用,不过这种作用没有得到完全验证。独立董事比例、高管薪酬在两模型中的系数均为正,董事长与总经理兼任的系数为负,说明独立董事比例与高管薪酬水平能在一定程度上促进摘帽公司的业绩提升,而董事长与总经理的二职合一不利于业绩水平的提高,且在统计上都不显著。股权制衡度在两模型中的系数符号不一致,在线性回归中为正而在logit回归中为负,董事会规模在两个回归模型中的系数也存在差异。高管持股比例系数在两个回归模型中都为负,但并不显著,说明董事会特征、高管薪酬与股权激励对于我国证券市场的ST公司业绩提升并未发挥其应有的效果。因此假设5、假设6、假设7、假设8、假设9、假设10均未得到验证。

控制变量中,控股股东性质、资本密集度的系数全部为正,且至少在10%的水平上显著,说明国有控股的公司其摘帽后的业绩水平更好,而资本密集度越高,业绩水平越高。我们认为,国有控股股东的“掏空”行为在一定程度上为制度所规范,其对上市公司的“支持”大于“掠夺”,故而导致ST公司脱困后的业绩水平较好。

四、结论与建议

(一) 本文结论

以上分析表明:产业结构调整、机构投资者持股、资本密集度对财务困境公司脱困后的业绩提升具有促进作用;与控股股东的关联交易会降低脱困公司的业绩水平;高管变更、独立董事比例、高管薪酬水平与公司脱困后的业绩具有正向影响,董事长与总经理两职合一、高管持股与公司业绩具有反向影响,但在统计上都不显著;股权制衡度、董事会规模对公司业绩的作用不明晰。即董事会特征、高管薪酬与股权激励等公司治理对财务困境公司脱困后的绩效提升未能发挥出作用。

(二) 相关建议

基于以上分析,本文从公司角度和外部治理角度分别提出以下建议:

1. 公司角度。首先,以摘帽为契机,以重组为手段,加强内部管理,实施主营业务变更、新增优势产品、调整产品结构等产业结构调整策略,优化资源配置和提升公司业绩水平。其次,提高产品技术含量,增加资本密集度指数,尤其是一些传统的劳动密集型企业,在可能的范围内可以加大无形资产投入,尽快完成劳动密集向知识和资本密集的转化。

2. 外部治理角度。第一,发展机构投资者队伍,鼓励机构投资者持股。机构投资者能够促进上市公司规范运行、提升脱困公司的经营业绩和发挥资本市场稳定器作用。因此,建议在现有信托投资公司、证券公司的基础上,引入商业性养老基金、共同基金、保险基金及境外投资机构,实现机构投资者多元化,鼓励其在资本市场上的增持行为,发挥机构投资者的监督和治理作用。

第二,规范和限制关联方交易。对上市公司,尤其是摘帽脱困公司与其控股股东的关联方交易进行限制与规范,可通过歧视性税负政策、额外设置披露规则、发挥新闻媒体的监督力量、提高产品市场竞争程度等方式,限制和规范关联交易,遏制控股股东对脱困公司的掏空。

第三,加强公司治理。上市公司可以考虑从以下三个方面着手:

(1)发挥董事会、独立董事作用。董事会是公司治理结构的重要组成部分。然而,我国证券市场上,董事会对公司效率的提升作用并未得到证实。董事会规模及独立董事对于困境

公司脱困后的业绩提升也未能发挥其应有的作用。上市公司董事会与独立董事设置更偏重于符合国家的政策要求,而不是发挥其治理效果。因此,推进董事会尤其是独立董事在公司治理中的积极作用和影响,目前仍是公司治理改革的重要内容。

(2)培养股权制衡机制。股权集中和控制权掠夺是上市公司在正常运营状态下普遍存在的问题。尽管对于已处于财务困境的上市公司,控制权由“掠夺”转为“支持”,但这种支持具有明显的逆向动机。即财务困境公司摘帽脱困步入正常之后,控股股东的掠夺和利益侵占又随之而来。因此,本文建议在股权分置改革的基础上,继续简化国有股减持审批程序,引进战略投资者,为大宗股份转让提供专门的市场和相关服务,培育多元化股权制衡机制,以形成对控股股东掠夺行为的制衡。

(3)构建公司治理指数。目前,上市公司的公司治理程度仍没有一个公认的评价标准和评价体系,而公司治理作用的发挥也缺乏统一的度量。因此,本文建议针对我国实际情况,找出公司治理中发挥真正治理作用的因素,构建综合公司治理指数,评价、衡量公司治理状况及其效果,促进上市公司整体治理水平的提高。甚至可以在ST公司摘帽条件的设置中,考虑增加必要的公司治理条件,保证其摘帽脱困之后的治理效率。

主要参考文献:

James R., David G.. Financial distress, reorganization and corporate performance[J]. Accounting and Finance, 2000(3).

李善民,史欣向,万自强. 关联并购是否会损害企业绩效?——基于DEA-SFA二次相对效益模型的研究[J]. 金融经济研究, 2013(3).

Guercio D., Seery L., Woitke T.. Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”? [J]. Journal of Financial Economics, 2008(1).

李维安,李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGI^{NS}的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008(1).

Benjamin M., Pajuste A.. Multiple large shareholders and firm value[J]. Journal of Banking and Finance, 2005(7).

白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(2).

李瑞,马德芳,祁怀锦. 高管薪酬与公司业绩敏感性的影响因素——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 现代管理科学, 2011(9).

作者单位: 1. 河北经贸大学会计学院, 石家庄 050061; 2. 河北建设投资集团有限责任公司, 石家庄 050051