

亏损异论

杜勇◎著

中国农业出版社



014035810

F279.246

426

亏损异质论

KUISUN YIZHILUN

杜 勇 著



中国农业出版社



北航

C1723105

F279.246
426

图书在版编目 (CIP) 数据

亏损异质论 / 杜勇著. —北京: 中国农业出版社,
2014. 2

ISBN 978-7-109-18890-7

I. ①亏… II. ①杜… III. ①上市公司-亏损-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 026668 号

中国农业出版社出版

(北京市朝阳区农展馆北路 2 号)

(邮政编码 100125)

责任编辑 刘明昌

北京中科印刷有限公司印刷 新华书店北京发行所发行

2014 年 2 月第 1 版 2014 年 2 月北京第 1 次印刷

开本: 720mm×960mm 1/16 印张: 14

字数: 260 千字

定价: 35.00 元

书出现印刷、装订错误, 请向出版社发行部调换)



北航

C1723105

本书系国家社科基金青年项目 (09CJ085) 的最终研究成果, 同时也是国家自然科学基金重点和面上项目 (71232004、71172082)、国家社会科学研究基金一般和青年项目 (13BJY015、13CGL050)、教育部人文社科研究青年项目 (13YJC630027) 的阶段性研究成果。本研究得到“西南大学哲学社会科学繁荣计划资助项目”的资金支持。

前 言

本书在对国内外现有的关于上市公司亏损异质性、亏损逆转性以及公司价值的研究文献进行梳理和评价的基础上,结合中国上市公司发生亏损的现实状态与制度背景,提出和分析中国亏损上市公司的异质性特征、亏损逆转质量的内涵以及公司财务价值的特征与财务属性,并运用证券监管理论、财务行为理论、多因素价值驱动理论就上市公司的亏损逆转性、亏损历史状态、当前财务状况、盈余管理行为、资产重组行为以及政策性变化等方面的价值驱动因素对亏损上市公司财务价值的驱动路径和驱动机理进行理论分析和提出相关的研究假设。在此基础上结合中国证券市场的亏损上市公司数据运用结构方程模型和中介效应分析法对各种类型的亏损上市公司财务价值驱动因素及其驱动路径进行分组检验,以此分析各组亏损上市公司之间的亏损异质性并提出相关的政策建议。主要结论如下:

(1) 亏损上市公司之间存在亏损异质性特征,这种特征不仅包含各类亏损上市公司在公司规模、行业属性、亏损历史、亏损原因等“形式”上的差异,更主要的是体现在各类亏损上市公司在亏损以后发生亏损逆转的可能性、亏损逆转程度的大小和稳定性、亏损公司财务价值高低、价值驱动因素及其驱动机理等“实质”上的不同。

(2) 政府的行政干预或其他控股股东的主动挽救大多数情况下只能给亏损上市公司带来短暂的账面盈余好转,并不能从实质上改变亏损上市公司的经营业绩。要合理评价中国亏损上市公司的亏损逆转质量,必须突破仅从是否发生扭亏这一单一视角,应该同时从

亏损逆转的概率、亏损逆转的程度、亏损逆转的速度、亏损逆转的效率以及亏损逆转的持续性等全方位、多角度对中国上市公司的亏损逆转质量进行评价,以防止其借助资产重组、关联交易等事件虚假扭亏而误导投资者。

(3) 中国亏损上市公司的财务价值受到较多投机成分和政策性扰动效应的影响,应该同时从公司外部视角看到的外部支援价值(如政府补贴、税收优惠、预期的题材事件带来的收益等)和从公司内部视角看到的内部潜在价值(如未来的销售增长、技术研发的提升、清算价值、人力资源的培训与开发等)两个方面去识别和评价亏损上市公司的财务价值。

(4) 中国亏损上市公司的财务价值受到直接和间接两类不同因素的驱动,其中,间接驱动因素对亏损上市公司财务价值产生的驱动效应是通过亏损逆转性这一中介变量的部分或者完全传导的,并且基于资产的安全性和资金的充裕性二维视角划分的各组亏损上市公司之间在其财务价值的关键驱动因素及其具体驱动路径上都是异质的。

(5) 传统的资本结构理论难以适用于亏损上市公司,在考虑政府行政干预和大股东挽救效应等因素之后,本书发现亏损上市公司的资产负债率对其公司财务价值存在显著的先降后升再降的非线性驱动效应,而且这种非线性驱动效应也是部分通过亏损逆转性这一中介变量传导的。

本书研究的创新之处在于:

(1) 本书运用证券监管理论、财务行为理论和多因素价值驱动理论对中国亏损上市公司的财务价值驱动因素进行研究具有一定的创新性。现有的国内外专门针对亏损上市公司价值驱动因素研究的文献并不多,鲜有的研究主要围绕研发支出、销售收入、现金流量等因素展开分析,本书则较为全面地分析了上市公司的亏损历史状态、当前财务状况、盈余管理行为、资产重组行为以及政策性变化

等方面的价值驱动因素对亏损上市公司财务价值的驱动机理。

(2) 本书基于亏损频率、每股盈余、每股净资产、每股经营现金净流量等财务指标对中国亏损上市公司进行分类比较,并对各类亏损上市公司在偿债能力、营运能力、盈利能力以及发展潜力四个方面的财务特征进行深入地对比研究具有一定的创新性。以前的学者很少单独对亏损上市公司的财务特征进行分析,更多的是在分析上市公司的财务行为时将亏损类公司作为异常样本删去,或者与盈利上市公司混合在一起进行研究,没有考虑到亏损公司与盈利公司在财务特征上的差异,更缺乏对亏损公司之间的亏损异质性特征进行分析。

(3) 本书的研究发现中国亏损上市公司的财务价值同时受到直接和间接两类不同因素的驱动,其中,间接驱动因素是部分或者完全通过亏损逆转性这一中介变量的传导作用对亏损上市公司的财务价值产生驱动效应的,并且认识到传统的资本结构理论难以适用于亏损上市公司,资产负债率对亏损上市公司的财务价值存在先降后升再降的非线性驱动效应,而且这种非线性驱动效应也是部分通过亏损逆转性这一中介变量传导的。

本书的研究还存在以下不足:

(1) 本书的研究没有考虑到经济周期、行业景气度以及地区经济发展状况等宏观因素和人力资源培训、技术研发投入等微观因素对亏损上市公司财务价值的影响,这可能使得本书的分析不够全面。

(2) 尽管本书就债务融资和资产重组两种财务行为驱动亏损上市公司财务价值的内在机理进行了较为深入的研究,但没有考虑到这两种财务行为之间可能存在的相互影响,这可能会遗漏一些更为具体而有意义的价值驱动规律。

(3) 限于中国上市公司信息披露的不健全所导致的具体亏损逆转数据收集困难,本书只使用了 Joos 和 Plesko (2005)、Kaisis (2008) 等学者提出的“是否发生亏损逆转”哑变量来度量其亏损逆

转性，并且以此检验了亏损逆转性在各类关键驱动因素对亏损上市公司财务价值驱动中的中介传导作用，如果能够同时从反映上市公司亏损逆转质量的逆转程度、逆转速度、逆转效率以及逆转的稳定性等多个方面去做中介效应分析，可能会使中介效应的分析结论更加全面和准确。

克服上述研究中存在的不足之处可能会使得本书的研究结论更有参考价值，对于完善我国公司治理结构、资本市场制度可能会更具指导意义，当然，这些缺陷和不足也是今后尚需进一步研究的方向和内容。

由衷地感谢重庆大学经济与工商管理学院刘星教授、四川大学商学院干胜道教授对本书在撰写过程中提出的宝贵建议和意见，同时也非常感谢西南大学经济管理学院各位领导和同事对本书在撰写过程中提供的热心支持和帮助。

目 录

前言

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景与问题	1
1.2 研究目标与意义	3
1.3 研究内容与方法	4
1.3.1 研究内容	4
1.3.2 研究方法	5
1.4 研究思路与框架	5
1.4.1 研究思路	5
1.4.2 研究框架	6
1.5 数据来源与选择	6
1.5.1 数据来源	6
1.5.2 选择标准	7
第 2 章 理论基础与制度背景	10
2.1 理论基础	10
2.1.1 证券监管理论	10
2.1.2 财务行为理论	13
2.1.3 价值驱动理论	16
2.2 制度背景	22
2.2.1 有关亏损处理的制度分析	22
2.2.2 有关债务融资的制度分析	28
2.2.3 有关资产重组的制度分析	30
第 3 章 中国上市公司的亏损异质性特征分析	34
3.1 亏损异质性的内涵	34

3.1.1	亏损异质性在“形”上的表现	34
3.1.2	亏损异质性在“质”上的表现	35
3.2	国内外对亏损异质性的研究述评	37
3.2.1	亏损异质性研究的特征	38
3.2.2	亏损异质性研究的维度	40
3.3	中国上市公司的亏损异质性外显特征分析	46
3.3.1	基于行业门类划分的上市公司亏损状况比较	46
3.3.2	基于要素密集类型划分的上市公司亏损状况比较	48
3.3.3	基于信息透明度划分的上市公司亏损状况比较	50
3.3.4	基于政府管制强弱划分的上市公司亏损状况比较	52
3.3.5	基于亏损年度划分的上市公司亏损状况比较	53
3.4	中国上市公司的亏损异质性财务特征分析	54
3.4.1	基于亏损频率异质的亏损上市公司财务特征分析	55
3.4.2	基于每股盈余异质的亏损上市公司财务特征分析	66
3.4.3	基于每股净资产异质的亏损上市公司财务特征分析	74
3.4.4	基于每股净资产和每股经营现金流异质的 亏损上市公司财务特征分析	79
3.5	本章小结	90
第4章	中国上市公司亏损逆转质量评价指标体系的构建	92
4.1	亏损逆转质量的内涵与外延	93
4.1.1	亏损逆转质量的内涵分析	93
4.1.2	亏损逆转质量的外延分析	94
4.1.3	亏损逆转质量的财务属性	96
4.2	国内外亏损逆转质量研究述评	96
4.2.1	亏损持续性与盈余价值相关性	97
4.2.2	亏损持续性与亏损信息含量	97
4.2.3	亏损持续性与公司价值评估	98
4.2.4	亏损逆转性的影响因素研究	99
4.2.5	亏损逆转性的测度研究	100
4.3	中国上市公司亏损逆转的制度背景	102
4.3.1	资本市场刚性管制背景	102

4.3.2	股权分置改革背景	104
4.3.3	新会计准则实施背景	105
4.4	中国上市公司亏损逆转质量评价指标体系的构建	106
4.4.1	数据来源与研究方法	106
4.4.2	评价指标的选取和度量	107
4.4.3	评价指标的描述性统计	110
4.4.4	基于因子分析法的亏损逆转质量综合评价指标	111
4.5	基于聚类分析法的分组样本亏损逆转质量比较	113
4.5.1	快速聚类分组	113
4.5.2	组间均值 T 检验	115
4.6	本章小结	116
第 5 章	基于主成分分析的亏损上市公司财务价值度量与评价	118
5.1	财务价值的内涵与特征	118
5.1.1	现有的公司价值概念	118
5.1.2	财务价值的内涵	122
5.1.3	财务价值的特征	123
5.2	中国亏损上市公司财务价值的度量	125
5.2.1	现有公司价值度量方法的缺陷	125
5.2.2	主成分分析方法的特点与适用性	127
5.2.3	主成分分析指标的选取与度量	127
5.3	基于亏损异质的上市公司财务价值评价	130
5.3.1	基于负债情况的财务价值评价	130
5.3.2	基于成长能力的财务价值评价	132
5.3.3	基于亏损程度的财务价值评价	133
5.3.4	基于亏损频率的财务价值评价	134
5.4	本章小结	135
第 6 章	基于亏损异质的公司财务价值驱动机理研究	137
6.1	文献述评	137
6.2	理论分析、制度背景与研究假设	140
6.2.1	亏损逆转性对亏损上市公司财务价值的驱动	141

6.2.2	亏损历史状态对亏损上市公司财务价值的驱动	141
6.2.3	当期财务状况对亏损上市公司财务价值的驱动	143
6.2.4	盈余管理行为对亏损上市公司财务价值的驱动	146
6.2.5	资产重组行为对亏损上市公司财务价值的驱动	148
6.2.6	政策性变化对亏损上市公司财务价值带来的扰动效应	149
6.3	样本选择、研究设计与描述性统计	150
6.3.1	样本选择	150
6.3.2	变量设计与模型构建	150
6.3.3	各类变量的描述性统计分析	156
6.4	实证检验结果与分析	157
6.4.1	模型 (a)、(d)、(g) 的全样本检验	157
6.4.2	模型 (b)、(e)、(h) 的全样本检验	161
6.4.3	模型 (c)、(f)、(i) 的全样本检验	162
6.4.4	稳健性检验	168
6.5	基于亏损异质的公司财务价值驱动路径比较	173
6.5.1	基于资产安全性和资金充裕性的亏损类型划分	174
6.5.2	异质性亏损公司财务价值驱动路径的实证检验	175
6.5.3	异质性亏损上市公司财务价值驱动路径的比较	185
6.6	本章小结	190
6.6.1	研究结论	190
6.6.2	研究启示	191
第7章	研究结论与政策建议	193
7.1	研究结论	193
7.1.1	政策性变化对中国亏损上市公司的财务价值 存在明显的扰动效应	193
7.1.2	基于不同标准划分的异质型亏损上市公司 存在显著的财务特征差异	193
7.1.3	基于快速聚类法划分的亏损上市公司在亏损 逆转质量上高低不同	194
7.1.4	基于主成分分析法的亏损上市公司财务 价值之间存在明显的异质性	195

7.1.5 不同类型的亏损上市公司财务价值驱动路径是异质的	196
7.2 研究启示和政策建议	197
7.2.1 理论研究方面的启示	197
7.2.2 投资者保护方面的启示	198
7.2.3 公司管理方面的建议	199
7.2.4 证券监管方面的建议	200

参考文献	203
------------	-----

第 1 章 导 论

1.1 研究背景与问题

当今世界风云变幻，各家企业风起云涌，特别是近些年来，来自于自然界突发的地质灾害和人类社会频发的信用危机、金融危机以及战争灾难，给世界各国的经济带来了巨大冲击。公司作为社会的一个重要细胞，自然也会被这些突发的或者人为的环境变化所影响，以至于出现了一些优质上市公司即使是昔日行业中的“领头羊”（如日本的相机大王奥林巴斯、世界银行巨头摩根大通集团，日本松下、索尼和夏普三家用电器公司在 2012 年 2 月初披露的 2011 年度业绩预期，税后净亏损额将高达 1.29 万亿日元）也发生了巨额亏损的现象，这些处于发达资本主义国家的成熟资本市场上的优质上市公司尚且存在着利润下滑、业绩“变脸”的怪相，更何况是处于尚不成熟的中国资本市场上的中国上市公司。事实上，处于转轨经济期的中国，由于各种资本市场制度尚不健全，各种法律法规尚不完善，再加上过度的行政干预，上市公司出现“优而不值”“优而劣质”“优而不久”的现象更为普遍。盘点 2011 年的中国上市公司年度财务报告可以发现，在 2010 年获利 67.6 亿元、被誉为“亚洲最佳航运公司”的中国远洋集团，到了 2011 年就以 104 亿元的巨额亏损位居中国上市公司的亏损之首。无独有偶，中海集运公司 2010 年的财务报告显示盈利 42 亿元，到了 2011 年则以归属于母公司所有者的净利润亏损 27 亿元位居亏损公司第二；同样，曾经被市场称为“低估的龙头央企”“黑马”，并顶着专利数量居央企第一名帽子的大唐电信，截至 2011 年年底，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润亏损达 6 974 万元。这些数据让投资者触目惊心，他们会情不自禁地发问：昔日辉煌的优质上市公司为什么会突然出现亏损呢？为什么优质上市公司的辉煌业绩不能持续呢？处于亏损状态的上市公司还具有投资价值吗？如果有，那么其公司价值又是受到哪些因素的驱动呢？

从企业价值的推动要素来看，企业价值创造的源泉主要是由盈利、增长和风险三类要素构成（钱爱民，张新民，2011）。对于亏损上市公司而言，由于其处于亏损状态中，其盈利能力表现为亏损逆转的质量。这里的亏损逆转质量

包括亏损逆转的速度、程度、稳定性等方面的含义。因此,如果亏损上市公司能够在较短的时间内发生亏损逆转,即亏损逆转速度较快,则可以认为其盈利能力较强;此外,如果亏损上市公司在亏损之后发生亏损逆转的程度较高,即不仅能够减亏而且能够扭亏为盈,则说明该亏损上市公司的盈利能力也可能较强。事实上,很多学者发现,在中国的资本市场上,一些亏损上市公司的亏损状态呈现出“二一二一”的钟摆规律,即先亏损两年后微利一年,然后又亏损两年接着又微利一年,这些公司的亏损逆转很多时候并不是实际的经营好转,而且管理层出于保壳护壳进行利润操纵的结果,公司的业绩实质上并未好转。人们不禁要问:为什么那些亏损上市公司在经过短暂的盈余扭转后又陷入亏损境地,这些发生亏损逆转的上市公司质量究竟如何?从理论上讲,亏损不应该持续,因为扭亏为盈是满足持续经营假设下财务报告得以披露的前提(Joos和Plesko, 2005),而且公司可以采取一些避免持续亏损的措施,如清算那些引发亏损的资产等(Hayn, 1995)。基于此,本书对上市公司亏损逆转的质量展开研究,拟弄清楚究竟应该从哪些方面去评价亏损上市公司发生亏损逆转的质量?影响上市公司亏损持续的原因有哪些?应该采取哪些措施尽量缩短上市公司的亏损持续性而提高其亏损逆转的质量?此外,公司财务上的延续性直接决定了公司发生亏损逆转的经济基础。按照会计核算的原则,公司的亏损只是表示以权责发生制为基础核算的当期会计利润为负,但并不代表公司的现金流就一定为负数或公司的资产质量低劣。实际上,那些能够发生亏损逆转的公司大多存在充足的现金和优质的资产,这些为公司以后的扭亏以及价值的提升提供了强大的资源保障。那么,亏损上市公司过去发生的亏损状态以及当期的财务状况对亏损上市公司在亏损以后发生的亏损逆转性及其亏损当年的财务价值存在怎样的影响呢?

按照中国现有的资本市场制度规定,一旦上市公司陷入持续亏损状态,特别是那些已经被ST的上市公司,如果不能在短时期内实现扭亏为盈,就将面临退市的风险。因此,许多亏损上市公司在自身经营难以好转的情况下,实施了盈余管理、资产重组等行为。对它们而言,盈余管理、资产重组或许是帮助其扭转业绩、起死回生的有效手段。然而,亏损上市公司在亏损当年发生的盈余管理行为、资产重组行为会给亏损上市公司在亏损当年和亏损以后年度的财务价值带来影响吗?如果会,是正面还是负面影响呢?其驱动机理又是怎样的呢?此外,许多亏损上市公司都有较高的负债比率,即它们都发生了债务融资行为,而且这种行为发生的程度较大,据2010年上市公司年报显示,出现亏损的上市公司中大部分公司的资产负债率高达100%以上,即处于资不抵债的境地,那么,对于处于高额负债状态的上市公司而

言,公司的债务融资行为究竟对亏损上市公司的财务价值是否存在驱动效应?如果存在,其驱动路径和影响机理又是什么呢?是否所有的亏损上市公司在其财务价值驱动因素和驱动路径上都是相同呢?如果不同,即存在着亏损异质性,那么不同类型的亏损上市公司在财务价值、驱动因素及其驱动机理上又有何不同呢?

带着以上这些问题的回答,本书对中国上市公司的亏损异质性、亏损逆转性进行深入剖析,对中国亏损上市公司的财务价值进行合理评价,在此基础上对各种类型的中国亏损上市公司财务价值的关键驱动因素及其驱动路径进行比较研究,最后提出相关的政策建议。

1.2 研究目标与意义

本书的研究目标在于:深入剖析中国资本市场上各类亏损上市公司之间的亏损异质性和亏损逆转性,挖掘和分析影响中国亏损上市公司财务价值的各类驱动因素,弄清楚各类驱动因素对不同类型亏损上市公司在财务价值的驱动路径和驱动机理上的异质性,并提出相关的政策建议。本书的研究意义在于:

在理论上,通过对中国亏损上市公司在财务价值驱动因素及其驱动机理上的异质性进行研究,将弥补盈余持续性研究中对亏损持续性研究的不足,完善和丰富盈余管理理论,进一步深化和拓展财务预警管理理论和风险控制理论,从而为完善公司盈余预警机制、公司应急预案、公司风险补偿保障机制等提供理论上的指导。同时,本书结合中国上市公司发生亏损的现实状态与制度背景,理论推演和揭示各类驱动因素、亏损逆转性与公司财务价值之间的关系和作用机理,并建立实证模型进行分析检验,以拓展和充实中国现有的公司价值评估研究,丰富现代公司治理和公司财务理论体系。

在实践中,本书的研究将揭示造成上市公司发生亏损的根本原因和影响上市公司发生亏损逆转的关键因素,发现这些因素对上市公司亏损逆转及其财务价值的驱动机理,有利于公司及时调整经营策略、改变经营方式,以增强公司对财务危机的预警能力和抵御财务风险的能力,也将为完善上市公司治理结构、防止上市公司业绩变脸、提升上市公司业绩提出可行的解决方案和措施,同时,也为国有企业和非上市公司寻求摆脱亏损困境的途径提供建议和参考。另外,对亏损上市公司财务价值驱动因素与驱动机理的研究有利于外部信息使用者对公司价值做出科学合理的预测,这将降低政府部门与公司之间、公司与投资者之间信息不对称的程度,以增强公司对财务危机的预警能力和抵御

财务风险的能力,同时,也为政府监管部门加强对亏损上市公司在内部运营、公司治理、财务制度以及并购重组等重要领域的监督和管理提供实质性的帮助,也为投资者进行科学的投资决策和进一步完善中国上市公司的股票退市制度提供新的启示。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本书对中国上市公司的亏损异质性特征、亏损逆转质量进行深入剖析,对中国亏损上市公司的财务价值进行合理评价,在此基础上对各种类型的中国亏损上市公司财务价值的关键驱动因素及其驱动路径进行比较研究。具体内容

包括:

(1) 结合中国上市公司发生亏损的现实状态与制度背景,主要从亏损频率、每股盈余、每股净资产、每股经营现金净流量等财务指标上对中国亏损上市公司进行分类比较,并对各类亏损上市公司在偿债能力、营运能力、盈利能力以及发展潜力四个方面的财务特征进行深入地对比研究,以此揭示中国上市公司的亏损异质性内涵特征。

(2) 深入挖掘中国上市公司亏损逆转性的内涵与外延特征,在理论分析的基础上构建中国上市公司亏损逆转质量的综合评价指标体系,通过因子得分数值来衡量和识别中国亏损上市公司发生亏损逆转的质量高低,并通过聚类分析法将亏损上市公司按照亏损逆转质量的高低进行分组比较,以此寻找和剖析亏损逆转质量不同的亏损上市公司之间的差异性。

(3) 在对传统公司价值概念的内涵进行分析的基础上提出和明确财务价值概念的内涵与特征,建立基于主成分分析法的亏损上市公司财务价值评价指标体系,并运用因子分析法降维得到公共因子,然后以因子综合得分数值来度量各家亏损样本公司的财务价值高低,并分别基于负债情况、成长能力、亏损程度以及亏损频率的不同分析各类上市公司在财务价值上的亏损异质性。

(4) 在对国内外已有的亏损上市公司价值评估理论进行梳理和分析的基础上,结合中国转轨经济时期的资本市场特征和制度背景,重点从亏损上市公司的亏损逆转性、过去的亏损严重性、当期的财务状况、实施盈余管理的方向与程度、实施资产重组的情况等维度对中国亏损上市公司财务价值的驱动因素展开理论分析和实证研究,以此探寻中国亏损上市公司财务价值的驱动因素及其具体驱动路径。