

上市公司的

变脸

现象探析

陈晓 等/著



企业管理出版社

国家社会科学基金项目 01BJY016

上市公司的“变脸”现象探析

陈 晓 著

企 业 管 理 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司的“变脸”现象探析/陈晓著. —北京: 企业管理出版社,
2003.9

ISBN 7-80147-926-2

I. 上… II. 陈… III. 上市公司—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 080572 号

书 名: 上市公司的“变脸”现象探析

作 者: 陈 晓

责任编辑: 丁 锋

技术编辑: 穆子 晓光

书 号: ISBN 7-80147-926-2/F·924

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 **邮编:** 100044

网 址: <http://www.cec-eda.org.cn/cds>

电 话: 出版部 68414643 发行部 68414644 编辑部 68701408

电子信箱: 80147 @ sina.com emph 1979 @ yahoo.com

印 刷: 北京市增富印刷有限责任公司

经 销: 新华书店

规 格: 850 毫米×1168 毫米 32 开本 8.375 印张 170 千字

版 次: 2003 年 9 月第 1 版 2003 年 9 月第 1 次印刷

定 价: 18.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

在上市公司中，业绩“变脸”是一个相当普遍的现象。“一年绩优，两年绩平，三年配股，四年绩劣”是不少上市公司业绩变化的真实写照。

那么，上市公司为什么会如此频繁地上演业绩大变脸？在分为四大部分共十五章的本书中，我们将沿着公司的上市历程来分析公司在 IPO、配股、扭亏过程中业绩的变化，并通过实证研究寻找对上市公司财务困境进行预测的方法。在各个部分中，我们除了运用大样本实证研究方法外，还列举了大量相关案例，以期增加读者对上市公司业绩“变脸”现象的感性认识。

在第一部分，我们选择所有亏损公司作为研究对象。首先分析了亏损公司的特征，包括上市公司的亏损时间、亏损比例、先天素质、应收账款、大股东欠款、股权结构、逾期贷款、诉讼等。在分析亏损上市公司特征的基础上，我们进而研究了公司出现亏损的原因，结果发现与配比样本相比，亏损样本在上市（IPO）过程中盈余管理程度更大，天生劣质和 IPO 过程中盈余管理的转回是这些公司在上市后出现亏损的主要原因。另外，上市公司对外提供担保和盲目多元化也对公司业绩有负面的影响。

对于上市公司的配股，监管部门对业绩有明确要求。如为了

达到利用配股来筹集资金的目的，上市公司一度必须做到连续3年的平均净资产收益率达到10%，且每年不能低于6%^①。在本书的第二部分，我们以配股公司为样本，研究了在配股后公司业绩的变脸现象。实证研究结果表明，上市公司配股以后存在着普遍的业绩下滑现象，而且以现金流量衡量的经营绩效在配股当年的下滑速度就显著高于同行业的平均水平。以公司配股后总资产报酬率相对于同行业平均水平的变化情况作为比较标准，我们将所有配股公司分为变脸公司和未变脸公司两大类，通过比较变脸公司和未变脸公司在配股前一年的财务状况和经营业绩，我们发现，变脸公司在配股以前的财务状况、资产周转能力和获利能力均显著低于未变脸公司，说明公司配股以前的财务状况越差，配股以后变脸的可能性也越大，从而证实了盈余管理假说。即配股以前财务状况差的公司，配股以后继续进行盈余管理的能力越差，从而使其配股以后立即变脸。

如果企业的资产结构或财务状况恶化，陷入财务困境，那么不仅权益投资者获得合理回报的机会大大降低，而且债权人的利益也会由于企业在危机期的冒险行为而受到损害。如果整个资本市场中劣质公司数量太多，有可能会引起逆向选择现象，不利于整个社会资源配置效率的提高。所以，提前预测上市公司财务状况恶化的可能性，无论是对于个体投资者维护自身利益，对于债权人保证自己债权安全，还是对于整个资本市场的监管机构维护

① 不同阶段的配股规定见第二部分。

资本市场的资源配置效率来说,都具有十分重要的意义。因此,本书的第三部分以我国上市公司作为研究对象,以因财务状况异常而被列为特别处理公司(ST公司)作为界定上市公司的财务困境标志,采用多元逻辑回归模型寻找最佳的利用公开财务数据预测我国上市公司财务困境的预测模型和变量。研究结果表明,尽管只有十年历史的我国资本市场中的会计数据质量不尽人意,但财务数据对投资者预测公司的财务困境仍然很有帮助。利用前一年报告的财务数据,我们所发现的最优模型能够从 ROE 低于 5% 的上市公司中正确预测出 76.3% 的在下一年进入 ST 板块的公司,而具有显著解释能力的财务指标则分别为:反映财务杠杆的负债/权益比,反映资产管理能力的应收账款周转率,反映盈利及回报能力的主营利润/总资产比和净利润/总资产比,以及反映股本扩张能力的留存收益/总资产比。

上市公司的“变脸”不仅仅会由红变黑,也可能由黑变红。在第四部分中我们以亏损上市公司扭亏事件为研究对象,通过单变量和多变量分析,系统考察了我国亏损上市公司以扭亏为动机(目的)的盈余管理的行为。结果发现与西方国家常见的利用应计科目实现利润操控的方法不同,我国亏损上市公司主要依靠关联交易和资产重组活动实现扭亏的目的。随着退市制度的正式出台,连续亏损的公司相比初次亏损的公司表现出了更为强烈的扭亏为盈的倾向。

目 录

第一部分：由盈利滑向亏损——红脸变黑脸

第一章 上市公司亏损的基本情况	(3)
上市公司亏损的历史回顾	(3)
亏损的时间长度分布	(6)
亏损公司的地区分布	(7)
亏损公司的行业分布	(9)
第二章 亏损上市公司的特征	(12)
上市时间越长，亏损比例越高	(12)
亏损公司“先天素质”比较差	(14)
应收账款账龄长	(19)
大股东欠款多	(23)
股权结构相对分散	(28)
逾期贷款膨胀、诉讼缠身	(33)
第三章 上市公司亏损的主要原因	(36)
上市前盈余管理（包装）过度	(37)
为关联方担保	(44)
主营业务不明	(46)
结 语	(48)

第二部分：富不过三年——配股公司的变脸

第四章 问题的提出	(53)
上市公司热衷于配股	(53)
有关配股的制度背景	(58)
配股后的变脸现象	(63)
第五章 文献综述	(73)
收益下滑理论	(73)
信息不对称理论	(74)
盈余管理理论	(75)
代理理论	(77)
对我国上市公司配股问题的有关研究	(78)
第六章 研究设计	(80)
研究假设	(80)
样本选择	(83)
研究方法	(85)
第七章 研究结果与分析	(93)
上市公司配股以后的业绩下滑现象	(93)
单变量分析：变脸公司与未变脸公司配股前的财务 特征差异	(101)
多变量分析：公司变脸的原因分析	(104)
结 语	(108)

附 注	(110)
-----	-------

第三部分 企业财务困境预测

第八章 财务困境预测的意义和定义	(115)
财务困境预测的意义	(115)
财务困境的定义	(119)
我国上市公司财务困境的界定	(121)
第九章 国外相关理论和实证文献综述	(125)
财务困境研究的规范理论 (Normative theory)	(125)
财务困境研究的实证理论 (Positive theory)	(134)
第十章 常用预测分析方法与局限性	(147)
判别分析	(147)
Logit (Probit) 回归模型	(151)
模型判别正确率的检验	(153)
财务困境研究所面临的问题	(154)
第十一章 我国上市公司的财务困境预测	(162)
样本与研究设计	(162)
统计分析结果	(169)
第十二章 对预测结果的分析与讨论	(181)
边际影响分析	(181)
对判别正确率的讨论	(189)
成本分析	(191)

结 语	(199)
-----	-------

第四部分 由黑脸变红脸——上市公司如何扭亏

第十三章 以“保壳”为目的的盈余管理	(205)
我国的退市制度	(205)
常见的盈余管理手段	(209)
第十四章 文献回顾和研究设计	(218)
文献回顾	(218)
研究设计	(222)
第十五章 实证结果与分析	(230)
描述性统计与单变量检验	(230)
多变量检验结果与分析	(237)
结 语	(243)
参考文献	(247)
后 记	(255)

第一部分 由盈利滑向亏损

——红脸变黑脸

自1990年12月19日和1991年7月3日，上海证券交易所和深圳证券交易所分别成立并提供股票交易服务以来，中国证券市场经历了从无到有，从小到大快速发展的历程。在这一快速发展过程中，上市公司演义了许多故事——美妙的、戏剧性的和荒唐的。投资者对这些故事从最初的难以置信到今天的习以为常，付出了高昂的代价。在上市公司众多的“变脸”游戏中，最令投资者难忘的莫过于上市前在招股说明书中被描绘为白天鹅的一家又一家公司，在上市后不久就变成了丑小鸭，业绩由上市公告中的10%以上的预期净资产收益率迅速变为亏损，即由“红脸”变为“黑脸”。

在第一部分，我们以1995~2000年亏损公司为样本，首先对这些“黑脸”公司的分布情况进行了统计描述，而后以上市（IPO）时间为基准点，对亏损公司的基本特征和亏损的主要原因做了比较详细的统计分析和检验。本部分由三章构成，在第一章中，我们回顾了上市公司亏损的历史，总结了不同上市年龄公司中亏损公司的比例，分析了亏损公司的地区分布和行业分布。在第二章中，我们总结出了亏损上市公司的六个特征。在第三章，则从亏损公司自身特点出发，研究了导致上市公司亏损的主要原因。

第一章 上市公司亏损的基本情况

上市公司亏损的历史回顾

1993年,我国资本市场中出现了首家亏损的上市公司——世纪星源(000005)。1994年,也只有2家深市上市公司出现亏损,分别是深深宝(000019)和琼能源(000502)。这两家公司都是在1992年第4季度上市,上市2年即出现亏损。其中深深宝以生产饮料为主业,1994年由于受到洪水影响,导致饮料销量减少,琼能源则是由于投资房地产失误导致亏损。自1994年以后,上市公司中亏损的家数逐渐增多,占上市公司的比重也不断增加(见表1-1)。从1995年到1997年的3年中,亏损公司增加速度与上市公司总数的增加速度大体相同,亏损公司比例保持在5%~6%之间。1998年,亏损公司数量骤然增加,从1997年的40家增加到1998年的85家,亏损比例也从5.56%增加到10.29%。1998年到2000年,亏损公司比例变化不大,在8%~10%之间。

表 1-1 1994~2000 年上市公司亏损比例

年 份	亏损公司数	深市	沪市	A 股公司总数	亏损比例
1993	1	1	0	177	0.56%

续表

年 份	亏损公司数	深市	沪市	A股公司总数	亏损比例
1994	2	2	0	287	0.70%
1995	17	11	6	311	5.47%
1996	30	17	13	513	5.85%
1997	40	25	15	720	5.56%
1998	85	43	42	826	10.29%
1999	83	46	37	924	8.98%
2000	96	49	47	1061	9.05%

在亏损公司比例不断增加的同时，亏损的幅度也呈上升趋势。从表 1-2-A 可知，亏损公司的每股收益从 1994 年的 -0.13 元下降到 1999 年的 -0.63 元，净资产收益率从 -6.5% 降低到 1999 年的 -77.8%。2000 年的亏损幅度略有减小，每股收益为 -0.54 元，净资产收益率为 -75.0%。在亏损幅度不断加大的同时，亏损公司的每股净资产不断减少。除 1994 年外，亏损公司的每股净资产从 1995 年的 2.04 元一路下滑到 2000 年的 0.72 元。由于我国上市公司的每股股票账面价值为 1 元，因此，从 1999 年开始亏损公司的平均每股净资产已经低于面值。

表 1-2-B 对亏损公司已上市年限和股权结构进行了统计。随着证券市场历程的增加，亏损公司的“年龄”也在不断增长。1994 年的 2 家亏损公司都是 1992 年上市的公司，亏损时上市只有约 2 年时间。到 2000 年，亏损公司的平均上市年龄达到了 5.35 年。

表 1-2 1994~2000 年亏损公司部分指标统计

A	EPS	NAPS	NI(万元)	TA(万元)	NA(万元)	ROE	
1994	-0.13	1.84	-1642	65937	25821	-6.5%	
1995	-0.21	2.04	-4066	10332	40276	-10.3%	
1996	-0.44	1.79	-6898	99966	32550	-24.6%	
1997	-0.54	1.69	-12393	123432	43532	-40.0%	
1998	-0.6	1.31	-15763	174764	62158	-46.0%	
1999	-0.63	0.81	-11638	97387	25315	-77.8%	
2000	-0.54	0.72	-14294	124376	32751	-75.0%	
B	TIME	GJG	FRG	LJG	TGJG	TFRG	TLTG
1994	2.1	27%	37%	36%	43%	21%	21%
1995	2.5	25%	42%	33%	39%	23%	21%
1996	3.58	35%	21%	33%	35%	26%	22%
1997	3.26	35%	15%	24%	32%	29%	23%
1998	4.38	28%	23%	18%	34%	27%	24%
1999	4.63	33%	14%	29%	36%	25%	26%
2000	5.35	29%	20%	28%	35%	21%	29%

EPS 每股收益;NAPS 每股净资产;NI 净利润;TA 总资产;ROE 净资产收益率;TIME 上市时间;GJG 国家股比例;FRG 法人股比例;LJG 流通股比例。TGJG、TFRG、TLTG 分别为全部 A 股上市公司国家股、法人股和流通股比例。

从亏损公司的股权结构看，亏损上市公司的国家股比例在7年中有6年都小于非亏损上市公司。与非亏损公司比较，流通股比例在7年中有5年偏高，法人股比例则没有明显差异。可能的原因是国家股比例偏低的上市公司在亏损时，得到国有大股东帮助的机会比较小。

亏损的时间长度分布

表1-3列出了从1995年到2000年亏损上市公司亏损的持续情况。表中的连续是指在亏损年度后不间断地继续亏损的年数；亏损总年数是指从亏损年度起到2000年为止亏损的总年数，包括连续和非连续的情况。

表 1-3 亏损的持续情况

年份	亏损公司数		1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
2000	96	连续	100%				
		亏损总年数	—	—			
1999	83	连续	55%	45%			
		亏损总年数	—	—			
1998	85	连续	61%	17%	22%		
		亏损总年数	52%	26%	22%		
1997	40	连续	50%	33%	5%	13%	
		亏损总年数	38%	35%	15%	13%	
1996	30	连续	73%	17%	0%	3%	7%
		亏损总年数	33%	33%	7%	20%	7%
1995	17	连续	29%	53%	6%	12%	0%
		亏损总年数	18%	24%	35%	18%	6%

a. “连续”是指包括亏损当年及以后年度连续亏损的年数；

b. “亏损总年数”是指在亏损年度到2000年为止的时间内总共亏损的年数，不一定连续。

由于2000年为我们研究的最后一年，因此离该年越近的年度亏损持续年数的统计时间越短。比如对1999年亏损的公司，我们只能统计最多连续2年亏损的情况。在数据时间长度的约束下，较早年份的统计更具代表性。以1996年的亏损公司为例，在30家亏损公司中，有1/3只亏损了1年，1/3的公司到2000年为止亏损了2年，而另外1/3的亏损公司在6年中至少有3年亏损。从表1-3中我们看到，在各年中，有约20%~50%的亏损公司至少连续亏损2年。有些公司甚至连续亏损5年，其中包括PT农商社（600837），PT白猫（600633）和已经退市的PT中浩（000015）。

亏损公司的地区分布

我国上市公司的地区分布极不均匀。如2000年，上海和广东A股上市公司数分别占上市公司总数的11.6%和11.8%，而西藏、青海、宁夏等地的上市公司数还不到全部上市公司总数的1%。同样，亏损公司的地区分布也不均匀，统计结果见表1-4。

从表1-4可知，上市公司亏损比例最高的地区是广东和海南。这两个地区1995~2000年连续6年相对亏损比例（即当地上市公司总数在全部上市公司中所占比例减去当地亏损公司数占全部亏损公司的比例）为负数。广东省在6年中平均亏损比例超出其在上市公司中所占比例的9.7%。除这两个地区外，四川、重庆和辽宁的上市公司亏损情况也比较严重。相对亏损比例连续6年为正数的地区包括安徽、甘肃、广西、黑龙江、江西、宁