

会计与资本市场系列
Accounting and Capital Market Series

亏损上市公司实证研究

薛爽 著

Empirical Study on the Loss-firms

 复旦大学出版社
www.fudanpress.com.cn

会计与资本市场系列
Accounting and Capital Market Series

亏损上市公司实证研究

薛爽 著

Empirical Study on the Loss-firms

图书在版编目(CIP)数据

亏损上市公司实证研究/薛爽著. —上海:复旦大学出版社, 2005. 4
(会计与资本市场系列)
ISBN 7-309-04423-1

I. 亏… II. 薛… III. 上市公司 - 亏损 - 会计分析 - 研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 024187 号

亏损上市公司实证研究

薛 爽 著

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编:200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 王联合

总 编 辑 高若海

出 品 人 贺圣遂

印	刷	句容市排印厂
开	本	850 × 1168 1/32
印	张	8.125 插页 2
字	数	203 千
版	次	2005 年 4 月第一版第一次印刷
印	数	1—2 000

书 号 ISBN 7-309-04423-1/F · 979

定 价 18.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

前 言

2001年我将亏损公司作为自己博士论文研究对象的时候,股票市场还处在2000点以上的上升通道内。业绩不错的公司股票价格一路看好固然有道理,业绩差到亏损甚至被ST、PT的公司也纷纷上演鸡犬升天的闹剧,真是让人莫名惊诧。不过当时由于行情较好,似乎没有人注意到这些亏损公司的风险。如今,经过连续三年多的下跌之后,股票市场的投资风险暴露无遗。当年那些大红大紫的亏损股们大多已经风光不再,或者干脆已经成了三板市场上的“仙股”。

纵观亏损公司的历史,我们有许多疑问:为什么有许多公司上市后迅速由美丽的天鹅变成了丑小鸭?这些“风险”公司我们能够事先识别吗?在公司变脸的过程中,大股东扮演了什么角色?在与市场各方博弈的过程中,亏损公司会使用哪些手段以达到扭亏的目的?监管部门关于亏损公司的管制措施是否起到了预期的作用?亏损公司的股票价格为什么能节节攀升?是因为投资者的非理性还是制度的非理性?如果投资者是理性的,那么他们预期的依据是什么?本书力图对这些问题进行深入的探索,以期使投资者对市场风险有更好的认识 and 把握,同时也为监管部门制定政策提供实证支持,对上市公司的经营有所借鉴。

基于以上问题,本书的研究分为五个层次。第一个层次是关于制度背景的介绍。对中国股票市场稍有了解的人都知道,我国

的股票市场与发达国家股票市场有很大的差异,这些差异宏观地表现在游戏规则中、微观地表现在股权结构和公司治理中。所以一切关于中国资本市场的研究都不能离开这一制度框架。第二个层次是对亏损上市公司的基本情况描述,因为它们本书的主角。第三个层次是对公司亏损原因的分析,为了增加读者的感性认识,这部分不仅有大量的实证分析,也有很多案例。第四个层次是关于亏损公司股票价格及交易量波动情况和价格影响因素的研究。这一部分首先分析了监管部门要求公司预先披露亏损信息是否起到了分散风险的作用。其次,股票价格的变化是否引起了交易量的变化,或者说投资者预期达到一个新的均衡的过程中是否伴随着投资者预期分散程度的变化。最后,长期来说,亏损公司的股票价格受到哪些因素影响。第五个层次是对亏损公司盈余管理行为的研究。在特定的制度背景和市场条件下,亏损公司的盈余管理手段有哪些。这些行为造成的经济后果如何。

本书是在笔者博士论文的基础上,作了大量修改和补充完成的。为了加深读者的印象,我补充了很多案例。需要指出的是,为使有兴趣的读者进行相关研究的方便,我将部分重要的、需要大量时间手工收集的部分放在了附录中。希望有更多学者加入到相关的理论和实证研究中来。

本书出版之际,首先要感谢我的导师张为国教授。作为一个学者,先生对现代会计学脉搏有着准确把握。作为证监会首席会计师,先生对实务有着深入的了解。通过与先生的探讨,使得我的研究能更紧密地与实务相结合,研究的问题更具有现实指导意义。

清华大学特聘教授李志文老师对本书的研究提出了很多宝贵意见。在中国讲学十几年,他对中国会计学的发展倾注了大量的时间和心血,清华的学生无不受其影响且受益匪浅。而我有幸是受益最多的学生之一。

我还要特别感谢清华大学会计系主任陈晓老师。在他的主持之下,才有了我们第一届按照北美模式培养的会计博士生班。他为我们博士生从事研究创造了良好的内部和外部环境。有了他的鼓励和支持,我们才可能静下心来,老老实实、脚踏实地地做好研究。

本书得以出版,上海财经大学会计学院陈信元教授和蒋义宏教授也给了我很多指导和帮助,感谢他们对青年教师的提携和培养。

最后,我要感谢家人对我一贯的支持。谨以此书的出版作为我对他们多年付出的一份回报吧。

目 录

1 引言	1
1.1 研究的背景与主要问题	1
1.2 样本、数据和研究方法	3
1.3 研究的基本框架	4
1.4 主要研究发现	6
2 制度背景	8
2.1 亏损对上市资格的影响	8
2.2 我国退市制度与其他股票市场退市制度的比较	13
2.3 信息披露的特别要求	20
3 亏损上市公司的基本状况	22
3.1 亏损公司的亏损历史	22
3.2 亏损公司亏损的持续情况	25
3.3 亏损公司地区分布	27
3.4 亏损公司的行业分布	29
4 亏损公司的特征及亏损的内部原因	31
4.1 亏损上市公司的特征	31
4.1.1 上市时间越长,亏损比例越高	31
4.1.2 应收账款数额大,账龄长	35
4.1.3 股权结构相对分散,非经营性大股东比例较高	38
4.1.4 逾期贷款数额大,涉讼案件多	41

4.1.5 被出具非标准审计意见比例高	43
4.2 上市公司亏损的内部原因——单变量分析	44
4.2.1 亏损公司先天素质比较差	45
4.2.2 上市前盈余管理过度	49
4.2.3 大股东侵占上市公司资金	54
4.2.4 对外提供担保	60
4.2.5 涉足较多行业,主营业务不突出	62
4.3 上市公司亏损的内部原因——多变量分析	62
4.4 本章小结	65
附:从 ST 九州看亏损公司的特征及亏损原因	67
5 预亏公告的信息含量	80
5.1 文献回顾	81
5.2 研究设计	83
5.2.1 理论与假设	83
5.2.2 研究方法	85
5.2.3 数据	86
5.3 实证检验	88
5.3.1 假设 1 检验结果	88
5.3.2 假设 2 检验结果	92
5.3.3 假设 3 检验结果	93
5.3.4 假设 4 检验结果	94
5.3.5 假设 5 检验结果	96
5.4 稳健性检验	100
5.4.1 用 CAPM 和幼稚模型计算的超额收益率	100
5.4.2 上市地点的影响	101
5.4.3 行业影响	101
5.4.4 流通股比例的影响	102
5.4.5 主要股东变化的影响	103

5.4.6 分年度样本检验	103
5.5 本章小结	104
附:对本章的假设用分年度样本进行检验的结果	106
6 预亏公告的交易量反应	111
6.1 文献回顾	111
6.2 研究设计	112
6.2.1 超额交易量的计算	112
6.2.2 研究假设	113
6.2.3 数据与样本	114
6.3 实证检验	114
6.3.1 预亏公告前后股票的异常交易量	114
6.3.2 变量选择	116
6.3.3 分组检验	118
6.3.4 回归模型检验	121
6.4 本章小结	123
7 亏损公司股票价格的影响因素	124
7.1 文献回顾	124
7.2 相关制度背景	127
7.3 样本和数据	128
7.3.1 样本选择	128
7.3.2 样本的描述性统计	130
7.3.3 变量之间的相关关系	132
7.4 实证检验	133
7.4.1 简单盈余资本化模型	133
7.4.2 考虑每股权益账面价值的模型	135
7.4.3 会计盈余、权益账面价值对亏损和盈利股票 定价的相对重要性	138
7.4.4 重组对亏损公司股票价格的影响	139

7.5 本章小结	140
8 亏损公司的盈余管理	143
8.1 盈余管理的手段	143
8.1.1 改变会计方法	143
8.1.2 改变应计项	144
8.1.3 安排实际或会计交易	145
8.2 文献回顾	151
8.2.1 盈余管理的动机	151
8.2.2 非预期应计项目的估计方法	153
8.2.3 关于中国亏损公司盈余管理的研究	156
8.3 研究方法	157
8.4 样本和假设	159
8.5 实证检验	160
8.5.1 用应计项目来进行盈余管理	160
8.5.2 通过线下项目进行盈余管理	166
8.6 本章小结	176
9 研究结论与建议	178
9.1 研究结论	178
9.2 研究特色和主要贡献	180
9.3 研究局限性与后续研究	181
9.4 启示与建议	182
附录	185
附录一 规范亏损上市公司相关法律法规	185
附录二 历年亏损上市公司的审计意见	213
参考文献	240

1 引 言

1.1 研究的背景与主要问题

在中国的股票市场上,亏损上市公司之所以受到越来越多的关注,至少有以下三个原因:其一,股票市场最主要的功能是融资,即通过上市公司的融资过程完成对社会资源的配置。要实现资源的优化配置,就要求上市公司具有比较高的盈利水平和比较好的发展潜力。显然,如果亏损上市公司已经不具有这样的资质,那么它在资本市场上的存在就失去了意义。由此,要求证券市场有一个健康有效的退市机制,而这一机制的诞生在我国资本市场上曾经步履维艰。其二,中国上市公司中亏损公司的数目和比例越来越大。在1997年以前,亏损公司的比例在5%~6%,数目并不是很多,还没有受到监管部门和投资者的广泛关注。从1998年开始,亏损特别是连续亏损公司越来越多,连续亏损的公司开始被实行特别处理(ST)和特别转让(PT),这些“特别”的公司自然受到了投资者的特别关注。其三,在中国独特的制度背景之下,亏损公司往往存在更多特殊的交易安排,这些安排改变了投资的预期,进而影响了股票价格。

由此可见,亏损公司与盈利公司所处的环境有着很大的差别。正因如此,本书将亏损公司作为样本,研究它们的特征、股票价格和盈余管理行为。

公司上市要具备一定的条件并经过严格的审批,能够公开发

行股票的公司业绩一般较好,至少会计报表上的利润数字是比较好看的。那么,这些“优等生”为什么在上市后很快变成了“差等生”?是先天的缺陷,还是后天的营养不良?是内部原因还是外部原因?找出亏损公司的共同特征是了解亏损原因的前提条件。本书首先从分析亏损公司的特征入手,试图找出这些问题公司的问题所在。

无论亏损公司具有怎样的特征,它们在与监管部门博弈的过程中采取什么样的行动,市场的反应和评价最终都反映在股票价格之中。在投资者很少获得现金红利并倾向于短期投资的情况下,他们最关心的也正是股票价格。亏损公司要接受在交易上的特别安排,还要履行一些特殊的信息披露义务,其中最重要的是证监会和交易所要求公司在预计当年发生重大亏损或连续亏损时应提前预告。如果预亏公告含有新的信息,市场应该有所反应。那么市场反应的特点和影响因素如何?这是本书关心的第二个问题。

在对第二个问题的研究中,我们发现在公司发布预亏公告的前后几天内,市场有明显的负面反应,但很快股价就开始反弹。按照财务学理论,股票价格应该是公司未来提供现金流的现值之和,在实证研究中,经常以会计盈余作为未来现金流的替代。按照这一理论,亏损公司特别是连续亏损公司的股价应该很低。但我们知道,ST、PT公司的股票价格往往有着卓尔不群的表现。那么,在中国的资本市场中,是哪些因素影响了亏损公司的股票价格?这是本书所要研究的第三个问题。

对第三个问题检验的结果证明对股价产生影响的一个重要因素是重组。事实上,亏损公司中进行重组的比例达到50%以上。在特别处理和退市的压力下,濒临亏损边缘的公司一般会想方设法避免亏损,而在亏损年度则可能索性大亏一把来增加以后年度扭亏的可能性。在亏损以后的年度,则会通过各种手段达到扭亏

的目的。所以,在亏损当年及亏损前后,公司有较强的盈余管理动机,而各种形式的重组是进行盈余管理的主要手段之一。本书要考察的第四个问题是亏损公司是否存在盈余管理行为,如果存在,重组和其他盈余管理手段在公司扭亏中的作用又如何?

以上所要研究的关于中国亏损上市公司的问题中,除盈余管理已有几篇文献有所涉及外,有关其他几个问题的文献还较为少见。现有关于亏损公司盈余管理的研究也存在诸多局限,如在样本的代表性和变量的定义方面存在的问题等。本书的研究有助于加深我们对亏损上市公司特点、股票价格和盈余管理行为的认识 and 了解。

1.2 样本、数据和研究方法

本书研究的对象是1995—2000年所有亏损上市公司。为了说明亏损公司的特点,本文采用了比较的研究方法,将亏损样本与所有盈利样本或配比样本进行比较。例如,在分析亏损公司股票价格的影响因素时,将所有盈利的公司作为对比对象,研究亏损和盈利公司股价的影响因素有哪些不同。在分析亏损样本的亏损原因时,选取了配比样本进行对比,以便更好地了解亏损公司究竟“亏”在哪里。配比样本确定的方法是选取行业相同、规模和上市时间相近的公司。

本书实证检验所用股价数据来自于香港理工大学和国泰安信息技术有限公司合作出版的《中国股票市场研究数据库(CS-MAR)》,财务数据来自于深圳巨灵信息技术有限公司出版的《巨灵证券信息系统》。公告信息除《巨灵证券信息系统》外,还有《中国证券报》、《证券时报》等报纸及上市公司资讯网(www.cnlist.com)等财经类网站。

本书采用实证研究方法,在进行描述性统计分析的基础上,再根据财务理论及描述性分析结果建立模型,来检验书中的假设和

推断,最后得出结论并提出相应的改进建议。

1.3 研究的基本框架

本书共分9章,基本安排如下。

第1章,引言。

第2章,制度背景。主要介绍与本书研究相关的法律法规及政策。中国证券市场发展虽然只有十几年的历史,但政策的变化较大,其中很多规章制度具有鲜明的中国特色。在特定的制度背景下,上市公司有着很多特色的行为,所以了解背景是后续研究与分析的基础。

第3章,对上市以来公司亏损的情况进行描述性统计分析,比如亏损公司的年龄特征、亏损公司持续亏损的情况以及亏损公司的地区分布和行业分布等等。本章的目的是为亏损公司勾画一个大致的轮廓。

第4章,与配比样本进行对照,从亏损公司的特征入手,分析公司亏损的内部原因。为了增加读者的感性认识,我们还以ST九州为例分析了亏损公司中普遍存在的问题。

第5章,亏损公司在信息披露上有着特殊的要求,其中最重要的就是预亏制度。这一制度从1998年实行以来,日趋规范和严格。市场对此类信息的披露应该有负面反应,但其披露效应到底有多大,对股价的影响持续有多久,是我们在本章中所要研究的问题。

第6章,预亏对股价产生影响的同时,是否还会引起交易量的显著变化?本章内容与第五章分别从价格和交易量两个方面对“预亏”信息含量进行检验。

第7章,如何解释预亏公告市场反应的特点?本章从财务学理论和中国的制度背景出发,讨论影响亏损公司股票价格的一般因素和特殊因素。

第8章,对影响亏损公司股价特殊因素的研究表明亏损公司股价的表现与投资者对公司重组行为的预期有关。重组只是亏损公司盈余管理的手段之一。虽然盈余管理在上市公司中司空见惯,但亏损公司的盈余管理动机更为强烈,是否能扭亏可能关系到公司的生死存亡。退市制度的实施加大了公司扭亏的压力。在这种背景下,我们要讨论的是盈余管理的程度到底有多大、盈余管理的手段或途径有哪些、重组在盈余管理中的作用如何等。

第9章,研究结论与建议。归纳本研究的主要发现,并根据研究所得的结果提出意见和建议,指出本书研究的局限性。

综上所述,本书的总体研究框架图示如下(见图1-1)。

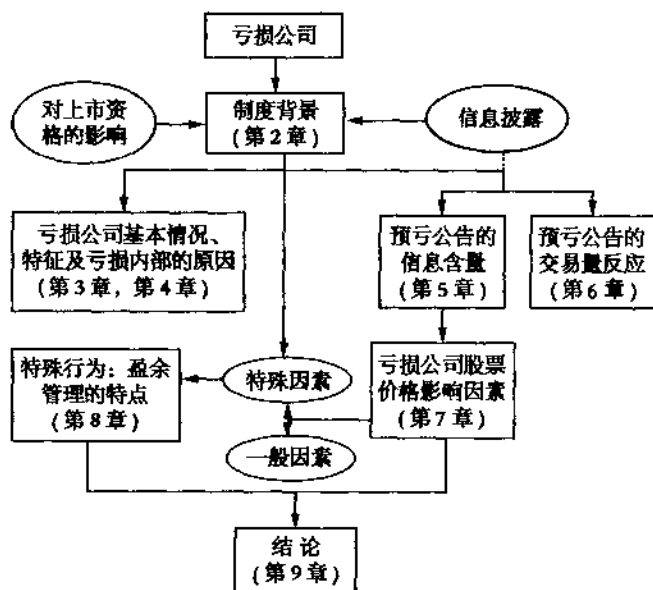


图1-1 本书的总体研究框架

1.4 主要研究发现

(1) 与配比公司相比,亏损公司的特征首先表现在上市时间比较长。其次,亏损公司的资产质量比较差,账龄超过1年的应收账款和其他应收账款的比例较高。亏损公司的第三个特征是第一大股东持股比例相对较低,另外,大股东中为国资局、国有资产管理公司或金融机构的比例也更大。大股东持股比例低,帮助上市公司安排关联交易的动机就比较弱,而非经营性机构或金融机构的大股东则是没有能力通过安排关联交易来达到帮助上市公司避免亏损的目的。亏损公司的第四个特征是逾期贷款比例较高,不能按期归还贷款表明公司可能已经发生财务危机。第五个特征是亏损公司更多地被注册会计师出具非标准审计意见。亏损公司的前两个特征与导致公司业绩不佳的原因有关,后两个特征则显然是亏损造成的后果。

(2) 公司亏损的内部原因一是亏损公司的质地本来较差,如上市前的盈利能力较低、负债率较高、流动性和资本运营效率较低等。二是亏损公司在IPO过程中的盈余管理的程度更大,上市后由于继续管理的空间减小或以前年度盈余管理逐渐转回,使得公司出现亏损。事实上,这些公司如果不进行大幅度的盈余管理,很可能得不到上市机会。三是大股东占用上市公司资金使得上市公司资金短缺,资产虚置,对公司业绩造成负面影响。四是对外担保给公司带来的风险和损失也可能导致或加剧公司的亏损。最后,亏损公司涉足相对较多行业,主业不突出,也是造成公司亏损的原因之一。

(3) 市场对预亏公告有显著的负面反应,在公告前后,股票价格大幅下降。预亏对分散年报风险起到了一定作用,但这种分散作用是非常有限的,实际上是将年报风险的大部分转移到了预亏公告前后。市场对预亏公告市场反应的特点说明尽管在短时间内

市场对“亏损”的评价是负面的,但这种负面影响很快会被投资者对重组行为的预期所弥补。

(4) 股票的超额收益反映的是投资者预期变化的平均水平,而异常交易量反映的是投资者预期变化的总和。本书对预亏公告的异常交易量进行了实证研究,结果发现在预亏公告的 $[-1, +1]$ 窗口内,样本股票的交易量明显放大,超过正常水平 2.68 个百分点。检验结果还表明,亏损公司在预亏公告时的异常交易量与股票风险系数的改变、公司规模、未预期盈利水平和累积超额收益率都没有显著的相关关系,而是与预亏日的股票价格显著正相关。

(5) 对亏损公司长期股价影响因素的检验证明了上述关于投资者预期的假设,即重组行为对亏损公司股价有显著的正面影响。影响亏损公司股票价格的因素与盈利公司不同。会计盈余不能作为亏损公司未来所能提供的现金流的替代变量。在这种情况下,股票的账面价值在定价过程中起到了更重要的作用。实证研究的结果表明股票的账面价值代表了公司的清算价值。另外,在市场供小于求、庄家众多、热衷于题材炒作、上市公司流通股和非流通股并存的现实条件下,亏损公司的股票价格除了受到重组影响外,公司规模和流通股比例与股票价格之间存在显著的负相关关系。

(6) 重组实际上是亏损公司用来快速扭亏的手段,是亏损公司进行盈余管理的途径之一。亏损公司的盈余管理行为不仅存在于扭亏年度,在亏损前和亏损年度同样存在。在亏损前 1 年,为了推迟亏损的时间以及由此所带来的后果,上市公司会通过提高经营性应计项目或安排各种形式的重组来做高利润。在亏损年度,由于亏损在所难免,公司索性调低经营性应计项目或线下项目来一次性挤干水分,为以后年度扭亏预留空间。平均来说,首次亏损的公司在亏损年度盈余管理的程度要低于连续亏损的公司。亏损公司有 50% 是通过主营业务达到扭亏目的的,另外 50% 是通过安排影响线下项目的交易如资产重组、债务重组和政府补贴来扭亏的。