



新中国成立 60 周年学术论丛

总主编 黄蓉生

中国上市公司 的亏损问题研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
DE KUISUN WENTI YANJIU

杜 勇 著



西南师范大学出版社
SOUTHWEST CHINA NORMAL UNIVERSITY PRESS



新中国成立 60 周年学术论丛

总主编 黄蓉生

中国上市公司 的亏损问题研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
DE KUISUN WENTI YANJIU

杜 勇 著



西南师范大学出版社

SOUTHWEST CHINA NORMAL UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司的亏损问题研究/杜勇著. —重庆:西南
师范大学出版社, 2009. 10
ISBN 978-7-5621-4750-3

I. 中… II. 杜… III. 上市公司—亏损—研究—中国
IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 180529 号

新中国成立 60 周年学术论丛
中国上市公司的亏损问题研究
杜 勇 著

责任编辑:秦 路

书籍设计:周娟 刘玲

出版、发行:西南师范大学出版社
(重庆·北碚 邮编:400715
网址:www.xscbs.com)

印 刷:重庆东南印务有限责任公司
开 本:787mm×1092mm 1/16
印 张:14.75
字 数:257 千字
版 次:2009 年 10 月第 1 版
印 次:2009 年 10 月第 1 次印刷
书 号:ISBN 978-7-5621-4750-3

定 价:27.00 元



总序

今年是新中国成立 60 周年。60 年一甲子,60 年旧貌换新颜。新中国谱写了中华民族发展史上的壮丽篇章,必将作为人类争取自由解放和文明进步的光辉一页载入史册。在这一伟大历史进程中,我们党始终高度重视繁荣发展哲学社会科学。60 年来,哲学社会科学战线认真贯彻中央要求,与时代同步伐,与人民共命运,与实践齐发展,充分发挥了认识世界、传承文明、创新理论、咨政育人、服务社会的重要作用。

学校的哲学社会科学伴随着共和国前进的步伐和学校事业发展的进程,在探索中发展,在改革中前行,不断取得重要成果,涌现出了如吴宓、张敷荣、罗容梓、普施泽、方敬、邓子琴、高振业、孙培良、邓胥功、苏葆楨、刘一层等一大批著名专家学者。尤其是党的十一届三中全会以后,哲学社会科学事业进入了一个新的发展阶段。1983 年,邓小平提出“教育要面向现代化、面向世界、面向未来”。这其中蕴含的深刻理念,不仅成为中国教育改革与发展的根本性指针,也为哲学社会科学在新时期的繁荣发展指明了方向。学校哲学社会科学事业迎来了发展的春天。1992 年 10 月,学校召开了第一次科研工作会议,通过了《关于进一步深化科学技术体制改革的意见》,对科研工作的运行机制作了重大改革;明确哲学社会科学要加强建设中国特色社会主义的重大理论问题和实际问题研究,加强我国经济、政治、文化、教育以及改革开放中的重大问题研究。这一时期,在学科建设方面,获得了博士后科研流动站 1 个,二级学科博士学位点 3 个,硕士学位点 24 个,形成了课程与教学论、基础心理学、教育学原理、中国现当代文学等一批有影响的优势学科,走出了如熊正瑜、许可经、张宗禹、刘又辛、魏兴南、何剑薰、刘兆吉、任宝祥、杨群章、黄希庭等一批知名专家学者。

进入新世纪,党和国家更加强调和重视哲学社会科学事业的发展。2001 年至 2002 年间,江泽民在北戴河、中国人民大学和中国社会科学院发表了关于重视发展、繁荣哲学社会科学的重要讲话。2004 年,中共中央颁布《关于进一步繁荣发展哲学社会科学的意见》。2007 年 10 月 15 日,在党的十七大报告中,胡锦

涛进一步将哲学社会科学的重要性提升到关系国家前途命运的战略高度,哲学社会科学得到进一步繁荣和发展,在深入开展马克思主义,特别是中国化马克思主义的学习、研究和宣传,在大力开展重大理论问题研究,在认真开展中国传统文化研究,在扎实开展学科和教材建设,在广泛开展学术交流等等方面都取得了显著成绩,发挥了积极作用。在 2003 年至 2008 年间,学校先后两次调整科研政策,狠抓制度建设,强化系统管理,加大了对哲学社会科学研究的投入,在学科建设、人才培养、学术研究、为区域经济和社会发展服务等方面都取得了令人瞩目的成就,产生了一大批具有创新意义的重大研究成果。目前,学校学科门类齐全,科研实力雄厚,特色明显,涵盖了哲、经、法、文、史、教、管七大哲学社会科学学科门类的全部学科,基本形成了以教育学、心理学、马克思主义理论、农林经济管理 etc 为主要特色的学科体系。迄止 2008 年底,学校哲学社会科学拥有 2 个国家重点学科,3 个一级学科博士学位授予点,3 个博士后科研流动站,28 个博士学位授予点,67 个硕士点,1 个专业博士学位点(我国 15 个首批教育博士专业学位授予权单位之一),7 个专业硕士学位点,建有 1 个教育部人文社会科学重点研究基地,11 个重庆市文科重点研究基地。据不完全统计:自重庆市直辖以来,学校先后承担各级各类科研项目 1500 多项,争取科研经费 8000 余万元,发表学术论文 7000 多篇,出版专著和教材 1500 多部,各类成果获得各层次奖励 220 多项。

实践证明,在波澜壮阔的 60 年中,特别是改革开放 30 年间,学校哲学社会科学事业得到长足发展,教育学、心理学等研究已达到国内领先水平,为提升学校的综合实力,培养中国特色社会主义事业的建设者和接班人发挥了举足轻重的作用,写下可圈可点的辉煌篇章。为了庆祝中华人民共和国成立 60 周年,进一步深化哲学社会科学研究,提升人文价值,塑造文明、开放、民主、科学、进步的民族精神,把中华民族伟大复兴的历史伟业不断推向前进,特推出《新中国成立 60 周年学术论丛》。论丛共六册,它既是学校广大哲学社会科学工作者多年研究的代表作,更反映了广大哲学社会工作者在构建具有中国特色、中国风格和中国气派的哲学社会科学中的责任与追求,探索与奋进。

《科学发展观若干问题论析》由马克思主义理论研究中心主任黄蓉生教授主编,共分十二个部分,包括科学发展观的历史形成、科学发展观的理论方位、科学发展观的实践基础、科学发展观的第一要义、科学发展观的核心、科学发展观基本要求、科学发展观的根本方法以及如何深入贯彻落实科学发展观等等,力求准

确全面地揭示科学发展观的内容和实质,做到框架体系独特,内容观点正确,语言文字活泼,是广大青年大学生深入学习实践科学发展观的重要辅助材料。

《重庆抗战诗歌研究》由西南大学新诗所吕进教授等著。该成果认为,目前抗战文学的历史价值和现实特殊的审美观照方式已经成为学术界探讨的重要话题,但抗战诗歌研究与抗战时期丰富的诗歌创作和活动形成了巨大反差,尤其是对抗战文化十分发达的重庆的诗歌研究更显不足。重庆抗战诗歌无论在诗歌思潮的引导上、诗人队伍的组成上,还是在诗歌主题、题材、风格的选择上,早就超越了地域界限,在诗歌史上具有全国意义的内涵,对重庆抗战诗歌的研究,对当下诗歌的健康发展具有重大的学术价值和现实意义。该成果从重庆抗战诗歌的研究现状、时代特色、诗学观念、文体形式以及对重庆抗战诗歌的发展产生重大影响的“文协”、七月诗派和诗歌刊物等方面对重庆抗战诗歌做基础性的史学清理和理论研究,从而改变重庆抗战诗歌研究的孱弱现状,以期引起学术界对重庆抗战诗歌的进一步关注。

《回归位育——教育行思录》由西南大学西南民族教育与心理研究中心张诗亚教授著。传统教育学认为,教育是单向“适应”社会发展的,或为政治服务,或以经济为中心,或为科学技术奠定基础,这一观念左右了教育政策、教育实践的方方面面。该成果认为,这种观念在理论上与“以人为本”的教育观不相容;在实践上严重误导教育事业的发展。故针对性地提出“位育”教育观。“位”者“安其所者”,“育”者“顺其生也”。“位育”的秩序强调了环境周围的世界对生命体的规定,而“育”是进步,强调了主体既调整自己,也改变环境以适应自己的进步。故而,从观念上强调了教育与社会的作用;强调了教育者与受教育者的相互作用,而非单向的谁“适应”谁的关系。继而,从实践上划分了位育教育的三个层次:人类与自然位育(即相互作用);人类群体与群体(如国家与国家、民族与民族、文化与文化等等)的位育;个体与个体的位育,以期从根本上调整以教育失当为特征的社会发展模式的失当。

《“湖广填四川”与清初四川社会》由西南大学历史文化学院蓝勇教授、三峡大学三峡文化与旅游规划中心黄权生讲师等著。该成果为教育部哲学社会科学规划项目的重要研究成果,对“湖广填四川”的历史过程从环境、移民、老四川文化角度进行了开创性的研究,特别是从移民地名、竹枝词中发现了大量移民历史的信息,复原了清代初年的四川社会经济文化状况,附有“湖广填四川”电视脚本和大量清代移民遗留下来的遗迹照片,是我国在“湖广填四川”移民研究方面将

田野考察与计量研究相结合的上乘论著。

《中国西部农村教育与经济协调发展问题研究》由西南大学经济管理学院温涛教授、西南大学常务副校长宋乃庆教授、西南政法大学王煜宇副教授著。该成果是国家社会科学基金项目(CGA060067)、重庆市教委重大软科学项目(KJ06CA1)和西南大学农业教育发展研究中心资助项目的最终成果。在深入考察西部地区农村教育与农村经济发展的客观现实基础上,作者实证分析了西部地区农村教育对农村经济发展各项指标的实际效应,揭示了新农村建设背景下西部地区农村教育发展面临的主要问题,并针对性地设计了西部地区农村教育的发展战略和制度创新框架,最后提出了适应西部地区社会主义新农村建设和城乡统筹发展的教育发展政策。

《中国上市公司的亏损问题研究》由西南大学经济管理学院杜勇博士著。该成果以中国亏损上市公司为研究对象,在对上市公司发生亏损的原因和发生亏损后的扭亏途径进行整理和述评的同时,重点对上市公司在发生亏损前的征兆,发生亏损过程中的特质和价值,亏损前、中、后三个阶段中影响亏损公司股价的因素等内容进行了分析和研究,以期完善上市公司内外部治理结构、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;为规范证券市场行为、提高证券监管部门的监管力度,使得“壳”资源得到合理优化的配置,从而减少中国股市的投机行为,维护中国证券市场的正常秩序提出建议和意见;使得投资者能够正确识别上市公司的亏损特质和真实价值,帮助投资者作出科学合理的投资决策。

古人云:“文明以止,人文也。观乎天文,以察时变,观乎人文,以化成天下。”这一传统绵延了几千年,从未中断。经过新中国60年特别是改革开放以来的发展,我们已站在一个新的历史起点上。面临哲学社会科学事业发展极为有利的条件,作为学校的广大哲学社会科学工作者,理应进一步增强责任感、使命感,把握正确方向,发扬优良传统,坚持改革创新,深入研究阐释中国特色社会主义理论体系,深入研究阐释中国特色社会主义道路,深入研究阐释社会主义的价值体系,深入研究阐释教育事业发展的重大现实问题,以严谨治学的态度打造精品力作,坚定信心,求真务实,继续推进人才培养、科学研究和社会服务各项工作,为繁荣哲学社会科学、为发展学校事业、为实现中华民族的伟大复兴作出新的更大贡献。

前 言

随着知识经济时代的到来,年报中披露亏损的上市公司数量日益增多,而且增加的幅度也比以前更大,这使得上市公司的亏损问题成为财务理论界探讨的一个热点。中国证监会 2009 年 5 月 20 日通报 2008 年国内上市公司年报披露情况。相比 2007 年,沪深两市 1624 家上市公司 2008 年的亏损面积扩大了近 8 个百分点,资产减值损失同比增加了 250%。截至 2009 年 4 月 30 日,除 *ST 本实 B 外,1624 家境内上市公司均如期披露了 2008 年年度财务报告。据初步统计,1624 家上市公司实现净利润数为 8208 亿元,比去年减少 16.82%。其中,1370 家上市公司实现盈利,占全部上市公司数量的 84.36%,254 家上市公司亏损,与 2007 年相比亏损面扩大了 7.99%^①。证监会称,由于 2008 年为新会计准则正式实施的第二年,虽然大部分公司能按规则履行年报披露义务,但依然存在若干问题。其中,通过权益性交易确认损益、借壳上市相关会计处理问题和因破产重整而进行的债务重组收益的确认问题,表现得尤为突出,是上市公司 2008 年报披露的监管重点。权益性交易方面,上市公司尤其是 *ST 公司的大股东经常使用代为偿债、债务豁免及直接捐赠资产的手法,对上市公司利润进行调控。此外,通过与控股股东进行非公允的关联交易来调控利润,也是部分公司包装业绩的主要手段。证监会指出,对实质为资本投入性质的经济交易,上市公司应将其作为权益交易,权益性交易不能确认损益,形成的利得计入所有者权益。另据深交所 2008 年 4 月 30 日统计,深交所主板 487 家如期披露 2007 年年度报告的上市公司中,有 47 家公司出现亏损,亏损面为 9.65%,与 2006 年报相比下降 5.86 个百分点;上交所主板 862 家如期披露 2007 年年度报告的上市公司中,共有 72 家公司出现亏损,占已披露年报公司总数的 8.35%,与 2006 年的亏损比例相比下降 3.45 个百分点。另据深交所 2007 年 4 月 30 日统计,已经披露 2006

^① 资料来源于 <http://www.sina.com.cn>,2009 年 05 月 20 日 06:59,《东方早报》。

年年报的 1404 家上市公司中,亏损的 143 家,亏损公司净利总额为一 287.6 亿元。亏损金额最高的东方航空亏损 27.8 亿元。另据深交所 2006 年 4 月 30 日统计,深交所主板 484 家如期披露 2005 年年度报告的上市公司中,有 115 家公司出现亏损,亏损家数较上年的 92 家增加 25%;而据上交所同期统计,沪市共有 134 家公司出现亏损,占已披露年报公司总数的 16.11%,比 2004 年上升 6 个多百分点。截至 2006 年 4 月 30 日,沪深两市共有 249 家公司出现亏损,占 1312 家披露年报公司的 18.98%,已经超过 2004 年 174 家亏损、2003 年 147 家亏损的数字,这一数字也超出了 1998 至 2002 年所有年份的亏损数^①。这些数据表明我国上市公司在数量、市场规模、指数纷纷创历史纪录的同时,“变脸”现象不断蔓延,上市公司质量问题令人担忧,这是我国股票市场优化资源配置功能尚不完备的一个信号。

那么,在当前所处的国际国内环境下,是什么原因引起我国作为优质企业的上市公司发生亏损呢?发生亏损的上市公司有哪些特征呢?各种上市公司发生亏损的情况是同质的还是异质的呢?对于各种类型的亏损上市公司而言,为什么有些亏损公司能够发生逆转,有些却不能逆转?究竟有哪些因素会影响到亏损的持续性?具备什么样特征的公司能够发生亏损逆转呢?亏损一定就意味着上市公司的股价下跌吗?频繁发生的公司重组、高管变更、关联交易等题材面事件对上市公司的价值有何影响呢?带着对这些问题的回答,本书专门针对中国上市公司的亏损征兆、亏损特质、亏损价值、亏损原因及扭亏途径等方面展开了较为全面、系统地分析和研究,以期完善上市公司内外部治理结构、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;为规范证券市场秩序、提高证券监管部门对于这类上市公司信息披露的监管力度,使得上市公司这块“壳”资源得到合理优化地配置,从而减少中国股市的投机行为,维护中国证券市场的正常秩序提出建议和意见;使得投资者能够正确识别上市公司的亏损特质和真实价值,以帮助他们做出科学合理的投资决策。

基于此,本书的研究共划分为四篇:第一篇是亏损预测论;包括第二章,主要对上市公司发生亏损前的征兆进行研究,其目的在于对上市公司内外部亏损征

① 这些数据分别来自于沪深交易所盘点 2005 年、2006 年、2007 年上市公司年报统计的结果。

兆进行识别和分析,以实现事先的预测和采取有效的亏损防范措施,尽量将上市公司的亏损从源头上控制或者消除;第二篇是亏损状态论,包括第三章和第四章,主要对上市公司发生亏损中的特质和价值进行研究,其目的在于为上市公司的亏损控制和扭亏为盈以及投资者识别和判断上市公司的真实价值提供信息基础;第三篇是亏损反思论,包括第五章和第六章,主要在上市公司发生亏损后对其亏损原因和扭亏途径的研究,其目的在于弄清楚引起我国上市公司发生亏损的主要原因何在,从公司内部和外部对各种可能的扭亏途径和方法进行较为全面的分析和总结;第四篇是亏损过程论,包括第七章和第八章,是对上市公司亏损之前、之中、之后的综合分析,主要对亏损公司股价影响因素进行研究和以敦煌种业有限公司为对象进行案例研究,其目的在于明确和识别影响亏损上市公司股价的各种财务和非财务因素,总结基于亏损类型细分的亏损上市公司财务价值评估的一般步骤,进一步理清对亏损上市公司的财务价值进行评估的思路和方法,以帮助投资者识别亏损上市公司的真正价值。

本书是本人前一阶段学习公司财务理论和研究企业财务问题的一个总结,是本人自2005年开始关注亏损上市公司的相关问题并陆续形成的一系列关于公司亏损问题的研究论文的整理和扩充。本人希望通过此书把个人论文所表述的零星观点综合成为一种较为完整的研究思路,借此求教于各位前辈、同仁。

在本书出版之际,我心情感慨万分!我首先要感谢我的博士生导师——干胜道教授,从本书的研究视角、思路、定位到论述问题的方式、关键概念的内涵和解释力等等,导师都一一指点迷津。每一次的请教都大大加深了我对问题的理解,明确了努力的方向。导师在公司财务领域和实证会计领域的丰硕成果和对科学研究的崇高追求时时激励着我,使我顽强地前进在博士研究生求学之路上,就此表示诚挚的谢意!在本书写作期间,重庆大学经济与工商管理学院刘星院长、四川大学工商管理学院的赵昌文教授、徐玖平教授、任佩瑜教授、毛道维教授、章成蓉教授、汝莹教授等老师对本书的选题、研究框架的确定等提出了许多宝贵的意见,西南大学经济管理学院各位领导和同事给了我关心和帮助,感谢他们的指导和帮助。感谢西南师范大学出版社全体同志给予的悉心指导和帮助,另外,各位同门和友人给予了我很多研究上的启迪和帮助,他们是胡建平博士、黄本多博士、马会起博士、陈霞博士、郭敏博士、符蓉博士、林敏博士、钟朝宏



博士、花冯涛博士等。在这里对支持和帮助过我的所有老师、同学和友人表示感谢！

最后,我还要特别感谢我的家人。我的父母、岳父母,他们时常惦记我的身体和学业,对他们的关心深表感谢!我的爱人陈建英女士对我无微不至的关心、爱护和支持是我完成博士学业最有力的后盾。我的兄弟杜军、弟妹鄢波对我的关心、帮助也给予我极大的鼓舞和信心,我的儿子杜泽铭给我带来的快乐使我在漫长的写作过程中能够不断闪出新的灵感,推动着我全力以赴地完成本书的撰写。

谢谢所有关心和帮助我的老师、同学、友人和家人!

杜 勇

二〇〇九年七月于山城

目 录

●
1

目
录

总序

前言 (1)

第一章 绪 论 (1)

第一节 研究背景和意义 (1)

第二节 国内外关于亏损问题的研究述评 (2)

第三节 研究内容和目的 (11)

第四节 数据来源与研究方法 (13)

第五节 研究思路和特色 (16)

第一篇 亏损预测论 (19)

第二章 上市公司的亏损征兆研究 (19)

第一节 上市公司的亏损征兆研究述评 (19)

第二节 上市公司内部的亏损征兆分析 (29)

第三节 上市公司外部的亏损征兆分析 (44)

第二篇 亏损状态论 (49)

第三章 上市公司的亏损特质研究 (49)

第一节 上市公司自身的亏损特质 (49)

第二节 上市公司的亏损年度和行业分布特质 (64)

第四章 上市公司的亏损价值研究 (83)

第一节 上市公司亏损的价值评估理论和模型述评 (83)

第二节 投资者预期理论和财务价值理论分析 (99)

第三节 基于亏损类型细分的上市公司价值评估研究 (105)



第三篇 亏损反思论 (116)

第五章 上市公司的亏损原因研究 (116)

第一节 上市公司亏损的经营性原因 (116)

第二节 上市公司亏损的制度性原因 (125)

第三节 上市公司亏损的意愿性原因 (130)

第四节 上市公司亏损的政治性原因 (132)

第五节 上市公司亏损的环境性原因 (134)

第六章 上市公司的扭亏途径研究 (138)

第一节 经营性扭亏途径分析 (138)

第二节 操纵性扭亏途径分析 (140)

第三节 制度性扭亏途径分析 (146)

第四节 外部性扭亏途径分析 (150)

第四篇 亏损过程论 (154)

第七章 亏损上市公司的股价影响因素研究 (154)

第一节 国内外亏损公司股价影响因素研究述评 (154)

第二节 基于投资者预期的亏损上市公司股价影响因素研究 (163)

第八章 上市公司的亏损案例研究 (173)

第一节 案例背景 (173)

第二节 亏损类型的判断 (176)

第三节 亏损公司的财务价值驱动因素分析 (177)

第四节 本章小结 (184)

第九章 研究结论与建议 (186)

第一节 研究结论 (186)

第二节 创新之处及局限性 (195)

第三节 启示与建议 (197)

参考文献 (204)

第一章 绪 论

第一节 研究背景和意义

一、研究背景

截至目前,学者们对亏损上市公司相关问题的探讨大多数集中在对其亏损原因的分析及对其进行盈余管理的动机和方法的研究上,涉及亏损上市公司价值评估问题的研究却很少。年报亏损是否就意味着上市公司的股价下跌呢?会计盈余是否能够反映亏损上市公司的真实价值呢?亏损的持续性、年报披露的各种题材事件等会对亏损上市公司的价值产生影响吗?如果会,其影响机理又是怎样的呢?国外有学者对此类问题的回答给出了一些解释,如放弃期权理论、调整期权理论、违约期权理论等,然而这些理论是否能够适应于国内的资本市场?如果不能,又该如何去评价中国亏损上市公司的价值呢?本书正是带着对这些问题的回答,对中国上市公司的亏损问题展开深入研究。笔者认为,投资者之所以愿意承担亏损股较其他股票更高的风险,是因为亏损股存在巨大的潜在价值,由于各种题材面因素的存在,一旦时机成熟,亏损上市公司很有可能会发生从乌鸦到凤凰的“蜕变”,从而给投资者带来巨额收益。随着国内证券市场的日趋成熟和国内国际竞争的日益激烈,中国股市中发生亏损的上市公司有增无减,若不能对这些亏损上市公司的公司价值进行合理估价,其公司的股票价格就难以确定,从而使得上市公司这块“壳”资源得不到合理优化的配置。这样势必会加大中国股市的投机行为,扰乱中国证券市场的正常秩序,从而引起中国证券市场的“动荡”,最终使得股票的机构投资者和散户的共同利益都受到不同程度的侵蚀,使得国家和社会的资源被浪费。

二、研究意义

本书的研究意义在于:突破传统金融理论“理性投资”的研究范式,注重对投资者个体行为的研究,运用现代行为金融学中的主观预期理论对亏损上市公司

问题进行研究,为解释证券市场中出现的“反应过度”和“反应不足”等股价异常现象提供有力工具;将心理学、社会学、行为经济学、决策理论、预期理论等其他学科知识融入证券投资领域的研究中来,拓宽财务金融研究工作者的研究视野,使其研究结论更加符合现代金融市场的实际;对亏损上市公司的价值和股票影响因素进行研究,将进一步完善公司价值评估理论体系,同时有助于投资者和证券管理部门对这些亏损上市公司的价值进行合理估价,以稳定其公司的股票价格,使得上市公司这块“壳”资源得到合理优化的配置,从而减少中国股市的投机行为,维护中国证券市场的正常秩序;对投资者预期因素与上市公司股价变动关系的研究有利于及时披露有关上市公司重组、高层变更、大股东占用资金、对外担保等信息,以尽量降低亏损公司信息不对称的程度,提高亏损公司股票价格反应市场信息的效率,从而为规范证券市场行为、提高证券监管部门对于这类上市公司信息披露的监管力度、维护市场投资者的根本利益提出建议和意见;对亏损上市公司发生亏损的原因、亏损特质及扭亏途径进行研究,将为完善上市公司内外部治理结构、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,也为国有企业和其他非上市公司寻求摆脱亏损困境的途径提供建议和参考。

第二节 国内外关于亏损问题的研究述评

一、国外亏损问题研究述评

国外关于上市公司亏损问题的研究主要集中于对会计盈余价值相关性问题的探讨。会计盈余价值相关性主要是指公司的会计盈余与股票收益之间的相关关系。学术界关于此类问题的研究始于20世纪60年代末,自Ball和Brown(1968)开始研究未预期收入变化的强度和股票价格调整之间的关系以来,国外许多学者都一直在探索会计盈余对公司股票价格的影响。大量的理论和实证研究均表明会计盈余与股票回报之间的关系(通常用盈余反应系数“ERC”表示)是交替变化的。Miller和Rock(1985)的研究进一步表明资本市场对盈余公告的反应是持续性的,这一结论同时被Kormendi和Lipe(1987)、Easton和Zmijewski(1989)以及Collins和Kothari(1989)通过经验数据分析所证实。他们的研究还发现:盈余反应系数与盈余的持续性和增长性呈正向相关关系,与贝塔系数和

无风险收益率之间呈负相关关系。另外, Rayburn(1986)通过实证研究还发现:许多公司的特殊要素(如公司的规模、成长性及债务风险等)也会引起会计盈余与股票回报之间的关系发生变化。Hayn(1995)、Jan 和 Ou(1995)、Ohlson(1995)、Burgstahler 和 Dichen(1997)、Samantha Sin 和 Edward Watts(2000)等也通过实证研究得出了亏损与股票回报之间存在弱相关性的结论。从国外现有的这些研究成果来看,关于上市公司亏损问题的探讨内容和范围大体可以分为两个阶段:单纯的会计盈余与股票价格相关性研究阶段和影响会计盈余价值相关性因素的探讨阶段。

(一)单纯的会计盈余与股票价格相关性研究阶段

早期关于会计盈余价值相关性问题的研究主要集中于单纯地对会计盈余与股票价格之间关系进行研究上。从已有的研究文献来看,会计盈余与股票价格之间主要存在以下两种类型的相关关系:

1. 线性相关关系

长期以来,为了研究会计盈余的信息含量,许多学者将注意力集中在对未预期盈余(Unexpected Earnings)和超额股票回报(Abnormal Stock Returns)之间的关系探讨上。以 Beaver(1980)、Freeman(1983)及 Lipe(1986)等为代表的国外学者们利用股利贴现价值模型推导出未预期盈余与股票回报的线性模型:

$$UR_{it} = \lambda_{it} + \sum_{k=1}^{\infty} \lambda_{it+k} \prod_{\tau=1}^k \{1/[1 + E(R_{it+\tau})]\} UX_{it}/P_{it-1}$$
, 他们大多采用关联研究的实证方法证明了未预期盈余与未预期股票回报之间存在显著的线性相关性。国内关于会计盈余信息含量的研究文献也大多数是集中于线性盈余回报关系模型的探讨上,所不同的是他们大多采用事件研究(Event Study)的方法,如 Harrins(2004)利用事件研究法探讨了我国沪市上市公司各年度会计盈余数据的披露与股票非正常报酬率的关系,结果表明未预期会计盈余的符号与股票非正常报酬率的符号之间存在统计意义的显著线性相关性。

我们注意到,所有这些表明会计盈余与股票回报之间存在线性相关性的研究均存在一些基本假设,即它们均把会计盈余看做是公司未来业绩的唯一替代变量,假设会计盈余与未来股利相关,当盈余发生变化时会导致投资者对未来股利预期的修正,从而导致股票价格发生相应的线性变化,并假定未预期盈余的各绝对水平是同质的,这些假设可能与许多实际情况不符。首先,由于会计盈余存在异常变化的情况(如亏损上市公司经常会发生亏损逆转的现象),导致会计盈余与未来股利之间并不一定存在相关性,进而影响到会计盈余与股票价格之间的线性相关关系。其次,未预期盈余按照其持续能力存在永久性和短暂性两种

属性,这与将未预期盈余的各绝对水平看成同质的假定显然不符。此外,把会计盈余与股票回报之间看做简单的线性相关关系的研究仅仅关注了盈余信息对股票价格的影响,忽视了其他可能对公司股价带来影响的潜在因素,如公司规模、债务风险、重组信息等,而这些被后来学者的研究证实确实存在对股票价格的影响。

2. 非线性相关关系

考虑到会计盈余与股票回报之间线性相关关系的微弱性以及相关假设的局限性,许多学者利用各种曲线去拟合未预期盈余与股票异常收益之间的关系,试图探寻它们之间是否存在的非线性相关关系。Freeman 和 Tse(1992)率先利用反正切函数检验了未预期盈余与未预期回报之间的关系,并与线性模型进行了对比。他们发现非线性模型比线性模型更加准确地拟合了会计盈余与股票回报之间的关系,并且认为会计盈余与股票回报之间的非线性关系源自盈余的持续能力与未预期盈余的绝对水平之间存在相关性,正是这种非线性关系导致了亏损上市公司股价的异常变化。Das 和 Lev(1994)提出了利用一些非线性估计方法(如反正切形式、二次曲线、局部加权回归等)去描绘会计盈余与股票回报之间的关系,并检验了不同形式的非线性盈余回报模型,但他们运用了许多测试均无法判断这些方法的优劣。另外,他们还调查了非线性盈余回报关系是否源自暂时性盈余项目,当他们从盈余中扣除非正常项目以及特别项目之后,发现仍然存在着非线性的盈余回报关系,他们认为这是由于研究过程中不能准确地将所有暂时性盈余项目从经营利润中去掉所致。Subramanyam(1996)研究了当信息的准确度存在不确定性时信息对股票价格的效应问题。当考虑到信息准确度的不确定性时,价格对信息的反应既不是线性的,也不是简单递增的,因为市场是建立在信号实现的基础上对预期进行调整,他们认为非线性关系发生的原因是市场认为极端消息的准确度较低,当信息的准确度以伽马函数形式分布时,每个象限内的回报函数应该是单峰曲线,并且在极端值处具有负的斜率。当基本信息结构具有条件多元正态性时,股票价格对会计盈余的反应是非线性的,而且这种反应系数随着非预期盈余绝对水平的增加而减少。另外,Ashton、Cooke 和 Tippet(2003)也通过实证研究得出了“股票价格与会计盈余之间存在的非线性相关关系”这一相同结论。

我们注意到,尽管将股票回报和会计盈余之间看做是非线性相关关系的研究比单纯的线性关系的研究更为深入,考虑到了盈余逆转的特殊性和盈余信息本身的异质性,但是它们在研究范围上仍然没有脱离仅仅用会计盈余去解释股票回报的狭隘视野,仍然忽视了对其他可能会给公司股价带来影响的潜在因素