

基于题材面事件的上市公司亏损特质研究

陈建英 杜勇 鄢波

(西南大学 重庆 400715 重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400030 广东海洋大学经济管理学院 广东湛江 524088)

【摘要】 本文分别从亏损上市公司发生的重组、高管变更、盈余管理、关联方交易及政府挽救等事件进行研究,发现上市公司在亏损当年发生的题材面事件频率较高、种类较多,且对公司的价值影响较大;对于亏损上市公司而言,其会计盈余的价值相关性相对较弱,而各类题材面事件的预期收益表现出较强的价值相关性。

【关键词】 题材面事件 重组 高管变更 盈余管理 关联方交易 政府挽救

题材一直是对上市公司股价有重要影响的因素,投资者都十分关注上市公司的每一个题材。亏损上市公司的题材面特质表现为:上市公司在亏损当年发生的题材面事件频率较高、种类较多,且对公司的股价影响较大。本文通过亏损上市公司发生的重组、高管变更、盈余管理、关联方交易及政府挽救等事件来说明题材对于亏损上市公司价值的影响。

一、重组事件

重组是指企业以资本保值增值为目标,运用资产重组、负债重组和产权重组方式,优化企业资产结构、负债结构和产权结构,以发挥企业现有资源最大能量的资源配置行为。企业资产重组,实质上是企业的经济结构调整。当企业发生亏损时,通常会采取重组、转行的办法来调整企业业务,扩大企业销售量,从而有可能使得企业扭亏为盈。牟旭东(1998)对1994~1997年度公布亏损会计报表的62家上市公司进行研究,发现在已发生经营亏损的62家上市公司中,有32家公司已经实施了重组,针对实施重组的亏损公司所做的各项统计表明:①亏损公司随着时间的推移数量不断增加,同时实施重组的公司数也在不断上升;②公司亏损持续时间越长,实施重组的比率也越高,发生经营亏损越早,则重组的比率也越高。如果投资者预期到重组会给公司以后年度带来更多的盈余这一财富效应,他们就会抬高亏损上市公司的股价。

檀向球、周维颖、夏宽云(2001)在综合借鉴西方比较成熟的市场股票定价方法的基础上,指出我国证券市场的亏损及亏损概念股、绩差股这两类股票的18个基本面指标中,对股价影响最大的是A股流通股的大小和流动比率,而作为上市公司基本面中最重要的盈利指标“每股收益”(EPS)却对股价基本上没有影响。对这两类股票而言,实际上投资者主要是看它是否能够在未来进行资产重组而实现扭亏为盈,从而获得配股资格。因此对这两类股票来说,股价的波动主要由各种题材因素(资产重组、庄家操纵等)来决定。

薛爽(2002)以1998~2000年我国证券市场中的A股上市公司为样本,研究了影响亏损上市公司股票价格的因素,检验结果表明:扭亏压力使得重组成为上市公司扭亏的捷径。重

组对亏损上市公司的股价有显著影响。他认为,如果亏损上市公司在发生亏损的下一个会计年度进行重组,其股票价格就会普遍高出未重组公司。这种现象的可能解释是公司的这种重组行为改变了投资者的预期:“亏损”不仅是一个表示公司盈利能力的数字,而且它很可能是接下来进行“重组”的信号。这可能就是为什么有些上市公司在亏损年报公告后,股票不跌反涨或在下跌后迅速反弹的主要原因。

二、高管变更事件

近年来,经理人约束机制成为研究的热点,研究的重点在公司高层管理人员替换与企业经营绩效的关系。研究的内容包括首席执行官更换、董事更换、董事长和总裁更换的影响。Jensen和Warner(1998)认为企业高管更换是理解对经理人约束力的关键变量。成熟资本市场的经验告诉我们,资本市场存在一种自动校正机制,它更换效率低下的经理,鼓励经理与股东的利益趋同一致,这种自动校正机制包括外部机制如市场监管和内部控制制度如监事会监督、公司经理之间的相互监督、大股东监督等制度,如果这些机制是有效的,那么公司业绩及高管人员的更换之间便存在一种负相关关系。

龚玉池(2001)以1993年底前上市的175家非金融上市公司中的150家为研究对象,研究了这些公司1995~2000年各年董事长和总经理的变动情况,发现高管更换的可能性与公司绩效负相关,非正常更换与营业收入和净资产收益率降低显著相关,但与股票的超额收益的相关性不显著。另外,不同股权结构与公司绩效的相互作用变量对高层更换的敏感性是相同的。Firth、Fung、Rui(2002)通过对1998~2002年我国上市公司高管更换进行研究,发现我国企业内部控制制度对高管的严格要求是上市公司高管频繁更换的原因之一,虽然正常更换与经营业绩一般不存在相关关系,但研究结果显示,在高管正常更换和非正常更换的样本中,经营业绩与高管更换都呈显著正相关关系,股票收益与高管更换没有显著关系,说明在我国证券市场上股票收益不能很好地反映上市公司高管的能力,这与其他国家的研究结论完全不同。美国Warner、Watts和Wruck(1998)发现公司高层变动与股票收益之间呈

显著负相关关系,这和日本 Kang、Shivdasani(1998)发现高管变更与企业的回报之间存在显著正相关关系相吻合。

朱红军(2002)运用分组检验方法和回归模型研究了我国1996~1998年上市公司高管更换与经营业绩之间的关系,研究涵盖了高管更换前后两年公司经营业绩的变化情况,结果发现低劣的经营业绩能够对高管的更换产生显著的影响力,但是高管人员的更换并没有对公司的价值产生重大的提升作用,只是给公司带来了更多的盈余管理机会。

三、盈余管理事件

上市公司如果出现连续三年亏损的情况,那么,它将因此而受到暂停股票上市甚至终止股票上市的处罚。这对于这些上市公司本身及其股东、管理层和有关主管部门而言,其不利影响是显而易见的。因此可以推测,在上市公司面临财务危机的情况下,它们为了实现自身效用的最大化,会竭尽全力采取种种盈余管理手段,以免出现亏损或连续三年亏损的情况。这一现象已被许多学者的研究所证实。

陆建桥(1999)的研究表明,在亏损上市公司首次出现亏损年份,公司存在着显著的非正常调减收益的盈余管理行为,而在首次出现亏损的前一年度和扭亏为盈年度,又明显地存在着调增收益的盈余管理行为。这表明为了避免公司出现连续三年亏损而受到证券监管部门的严厉处理,亏损上市公司在亏损及其前后年度普遍会采取相应的调减或调增收益的盈余管理手法,而且这些盈余管理手法主要是通过管理应计利润项目来进行的,原因是管理应计利润项目一方面是现行会计准则和权责发生制会计所允许的,另一方面它还具有不容易被外部报表信息使用者所洞悉的隐蔽性。同时,在各类应计利润项目中,亏损上市公司又主要是通过管理短期的、与营业有关的应计利润项目来达到盈余管理的目的,因为亏损上市公司的营运资金项目在亏损及其前后年度有明显的被操控痕迹,由此可见,营运资金项目尤其是应收应付项目、存货项目等有可能是上市公司最主要的盈余管理工具。

蒋义宏(2002年)对亏损上市公司的盈余管理进行了实证研究,发现上市公司亏损前一年利用经常性应计项目调高收益,在亏损当年利用经常和非经常项目调减收益,在扭亏和摘帽年度利用经常和非经常项目调增收益。

李勤(2005)的研究发现,连续亏损两年和连续亏损三年的上市公司在亏损年度和扭亏年度均存在盈余管理行为,其主要手法是通过操控流动性应计利润项目、非流动性应计利润项目(特别是资产减值计提项目)、投资损益、处置资产损益和补贴收入等项目来实现扭亏目标。

四、关联方交易事件

上市公司关联方交易是指上市公司与其关联方之间转移资源、劳务或义务的行为。在关联方交易过程中,由于一方能够对另一方的财务和经营决策实施控制或施加重大影响,因而这种交易的基础往往是有失公允的,拥有控制权的一方可以采取各种手段将另一方的资源和利润剥离出去,从而损害了另一方及其他利益相关者的利益。Gordon、Henry和Palia(2004)研究了关联方交易与公司治理和公司价值的关系,指

出在美国的证券市场上,关联方交易被视为一项潜在的利益冲突,股东并没有从中受益,并且投资者对关联方交易的反应也是消极的。而Kohlbeck、Mayhew(2004)通过对薪酬和收益的分析表明,有些关联方交易是与有效契约假设相关的,而其他类型的关联方交易与机会主义假设相关。

结合我国上市公司治理结构的特点,陈晓、于琨(2005)研究发现,由于关联方交易往往受到股权结构的影响,因而这为改善我国上市公司治理结构、保护投资者利益提供了思路。Jian、Wong(2003)证明在中国目前的公司治理结构、经济制度和法律体系下容易促使关联方交易的发生,导致控股集团利用关联方交易对上市公司进行盈余管理及掏空。

陈晓、戴翠玉(2003)以1998~2000年期间发生亏损的上市公司作为样本,发现关联方交易是亏损上市公司扭亏为盈的重要手段之一。洪剑峭、方军雄(2005)通过对2001年上市公司关联销售的研究分析,结果发现关联方交易与会计盈余信息有一定的价值相关性,即当上市公司向其关联方的商品销售达到较大比重时,其报告的会计盈余数据具有较低的价值相关性。然而,市场对较低比例的关联方交易似乎比较认可,并不影响盈余数据的价值相关性。但总体上看,盈余的价值相关性随着关联销售比重增加而显著地表现为一种倒U型的非线性关系,研究者进一步分析发现:从关联方交易本身非市场化的特性来看,关联方交易对企业的盈余质量有两方面的影响,即它一方面可以提高上市公司盈余的稳定性,另一方面又可以成为大股东操控上市公司盈余的手段。

五、政府挽救事件

当上市公司面临特别处理或即将退市时,地方政府为了保住其在资本市场的一席之地,以期带动地方经济发展,往往会向上市公司伸出援助之手,以种种名义给予其财政补贴或各种税收优惠。国有股权的属性决定了亏损上市公司具有被政府挽救的可能性,当带有国有股权属性的上市公司发生亏损时,出于社会责任、政治环境等因素的考虑,政府会通过对其采取减息、免税、补贴等挽救措施,尽量降低其亏损所带来的社会效应。因此,对于国有股权亏损的上市公司往往可以通过寻求政府挽救而达到止亏、扭亏甚至改头换面的效果。

据陈晓等(2001)统计,我国上市公司在1999年获得政府补助的占上市公司总数约55%,均值达557万元。可见,政府挽救对于那些身陷困境的公司来说成了一把有力的保护伞。胡旭阳、吴秋瑾(2004)通过对153家IPO公司进行实证研究发现,其中亏损上市公司在发生亏损以前年度,其国有股权形成治理模式的代理成本高于非国有股权形成治理模式的代理成本,由此决定了国有股权属性的亏损上市公司在亏损以前年度股价低于非国有股权属性的上市公司的股价;而在亏损当年及以后年度,尽管仍然存在国有股权形成治理模式的代理成本高于非国有股权形成治理模式的代理成本,但是对于国有股权属性的亏损上市公司而言,政府可能会通过减息、补贴等措施对其进行挽救,投资者预期其有绝处逢生的机会,由此决定了国有股权属性的亏损上市公司在亏损当年及以后年度的股价高于非国有股权属性的亏损上市公司的股价。

控制权私有收益测量方法综述

董丽萍

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221116)

【摘要】 大股东利用控制权攫取私有收益的行为往往会给上市公司造成十分严重的负面影响,它不仅侵害了中小股东的利益,影响了企业的融资效果,而且会影响资本市场的有序发展。因此,研究控制权私有收益问题对于改善公司治理具有重要意义。本文回顾了控制权私有收益测量的国内外研究文献,并结合我国的制度背景提出了该课题的未来研究方向。

【关键词】 控制权私有收益 测量方法 测量模型

一、控制权私有收益的含义及其研究背景

控制权私有收益是控股股东通过掌握的控制权所获得的额外收益。控制权收益包含共享收益与私有收益,与其相对应的是显性收益与隐性收益。其中共享收益是指控股股东治理作用带来的公司价值的提升,该部分收益中小股东也能从中分享,其体现为一般股权的价值,可以证券市场的股票价格来衡量,它是一种外部性的显性收益。而控制权私有收益往往是通过一些不为人知的“隧道”来获得的,不仅包含物质上的利

益,而且包括地位、声誉等精神上的好处,这种收益是隐性的、不能直接计量的,是一种隐性收益。

传统公司治理理论建立在股权分散情况下的所有者和管理者之间的委托代理关系之上。然而股权分散并非普遍现象,包括我国在内的多数国家和地区的上市公司股权不是分散而是相当集中的。在股权相当集中的公司中,大股东往往利用其控制地位侵占中小股东的利益。因此,学术界将大股东对公司治理作用的理论研究重点逐渐从减少大股东与管理层的代理

六、其他题材面事件

企业发生的一些特殊事件在财务报告披露前后会造成股价的波动。Freeman 和 Tse(1992)指出在上市公司年度盈余报告后发布的公告信息也会对其股票价格带来一定程度的驱动。他指出,投资者在盈余报告披露时不能确定盈余是否会持续增加或减少,因此他们不是很清楚是否应该调整他们对公司未来盈余的预期以及调整多少。James Alan Larson(1999)通过调查发现,小公司相对于大公司而言,其关键管理人员的突然死亡会给公司股价带来较大的负面驱动。Teppo Martikainen 等(1997)认为,不同的盈余计量方法会影响上市公司亏损发生的频率,进而改变盈余的分配关系。这说明亏损发生的频率会影响亏损上市公司的股价,并且发生亏损的频率越高,亏损上市公司股价波动的幅度就越大。

七、结论

资产重组、高管变更、关联方交易、盈余管理、政府挽救等题材会增强亏损上市公司的经营能力、提高公司的管理效率、降低代理成本、提高资源利用效率以及减少管制成本。因为投资者看中的是各类题材给公司可能带来的业绩变化,并没有过分关注上市公司亏损的信息,从而使得亏损上市公司的股价并没有马上出现下跌。与此相反,投资者对上市公司亏损后的收益预期可能使其最初做出逆向反应,抬高亏损上市公司的股价,直至他们认为公司未来应该具有的价值。因此,对于亏损上市公司而言,其会计盈余的价值相关性相对较弱,而各类题材的预期收益则表现出较强的价值相关性。从这一点来

讲,上市公司各类题材的信息不仅在题材事件发生时会影响上市公司的股价,而且可以用来预测上市公司的未来价值,从而使得投资者可以据此判断亏损上市公司的价值。

【注】 本文系国家社会科学基金项目“基于亏损异质的上市公司财务价值驱动因素研究”(项目编号:09CJY085)、国家自然科学基金项目“大股东控制下的中国上市公司资本配置行为研究”(项目编号:70772100)、教育部高校博士学科点基金资助项目(项目编号:20060611025)、教育部人文社科研究青年项目“我国海洋与渔业灾害风险防范的金融体系构建研究”和广东省哲学社会科学“十一五”规划项目(项目编号:08Y0-01)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Canla Hayn. The Information Content of Losses. Journal of Accounting and Economics, 1995;20
2. 檀向球,周维颖,夏宽云.“绩优成长股”股票定价模型研究.财经研究,2001;6
3. 薛爽.亏损公司的股票价格是如何确定的?中国会计与财务研究,2002;4
4. 孙国茂.公司价值与股票定价研究.上海:上海三联书店,2003
5. 孟焰,袁淳.亏损上市公司会计盈余价值相关性实证研究.会计研究,2005;5
6. 徐筱凤,李寿喜.企业盈亏、流通股规模与股票定价——来自中国证券市场的经验数据.经济经纬,2005;1