



基于亏损异质的上市公司细分研究

杜勇¹(博士) 陈建英¹ 鄢波²

(1. 西南大学 重庆 400715 2. 广东海洋大学 广东湛江 524088)

【摘要】 本文首先分别对国内外学者关于亏损上市公司的价值评估研究成果进行了述评,并在此基础上分析了现有研究的不足。接着笔者基于亏损的异质性将亏损公司划分为四种类型,然后运用四象限分析法对每类亏损公司的财务特征、价值驱动因素进行了细分研究。

【关键词】 价值评估 亏损异质 投资者预期 述评

一、国外亏损上市公司价值研究述评

国外学者对亏损上市公司价值问题的研究,一般从分析会计盈余与股票价格之间的关系展开。自Ball和Brown(1968)开始研究未预期收入变化的幅度与股票价格调整之间的关系以来,许多学者都在探索会计盈余对公司价值的影响。Miller和Rock(1985)研究发现,资本市场对盈余公告的反应是持续性的。这一结论被Kormendi和Lipe(1987)通过实证分析所证实。他们研究还发现,盈余反应系数与盈余的持续增长性呈正相关关系,与贝塔系数和无风险收益率呈负相关关系。Rayburn(1987)通过实证研究发现,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价格之间的关系发生变化。尽管许多研究均表明,股票价格和会计盈余之间确实存在着一定的关系,但是仅用会计盈余去解释股票价格的变化显然是不够的。Beaver、Lambert和Morse(1980)的研究进一步揭示了会计盈余与股票价格之间存在微弱关系的原因。他们指出,由于会计盈余不能全面反映公司在未来期间所发生的潜在经济事件,因此,股票价格并不会随着会计盈余发生同步变化。

上述研究都努力地从盈余信息本身反映的质量上去寻找会计盈余与股票价格之间存在微弱关系的原因,在选择样本时并没有把亏损公司和盈利公司区分开来,误认为无论是亏损还是盈利,公司的会计盈余与股票价格之间的关系都是稳定的。

直到1995年,学者们才意识到研究对象的不同也会对会计盈余与股票价格的关系产生影响。Hayn(1995)开创性地将亏损公司与盈利公司分离开来进行研究,发现亏损公司的会计盈余与股票价格之间的相关性不强。Jan和Ou(1995)的研究也发现会计盈余与股票价格之间的相关关系在亏损样本与盈利样本中存在差异。

Collins、Pincus和Xie(1999)利用简单盈余资本化模型对1975~1992年美国的上市公司进行检验,得出了与Hayn(1995)、Jan和Ou(1995)相似的结论。同时他们还发现,在模型中考虑净资产账面价值之后,原模型中亏损公司的会计盈余

与股票价格之间的负相关关系转化为正相关关系,同时权益账面价值对股票价格具有很强的解释力。Samantha Sin和Edward Watts(2000)以1983年到1993年在澳大利亚股票交易所上市的公司为样本进行研究,得出了亏损与股票价格之间存在弱相关性的结论。

二、国内亏损上市公司价值研究述评

国内学者对会计盈余与股票价格相关性问题的研究起步较晚,直到20世纪末才有少数学者专门对上市公司盈余信息含量进行研究。赵宇龙(1998)、陈晓、陈小悦和刘钊(1999)、李增泉(1999)等运用实证研究方法探讨了我国上市公司会计盈余的信息含量。吴世农、李常青和陈碧华(2001)则采用回归分析法,研究了在会计盈余和现金流量信息公布前后的市场反应。李常青、张兆伟(2003)的实证研究表明,扣除非经常性损益后的每股收益指标含有与价格相关的信息。在某些情况下,该指标含有除每股收益指标之外的增量信息,这说明扣除非经常性损益后的每股收益指标能够为投资者提供有用的信息。然而,这些研究都还是将亏损样本和盈利样本混合在一起进行考察,并没有人研究亏损信息对股票价格的影响。

直到2002年,薛爽以1998~2000年A股上市公司为样本进行实证检验,才开始了专门针对亏损信息含量的研究。她研究发现,公司权益账面价值、会计盈余以及公司发生的重组事件等对亏损上市公司股票价格有显著的影响。孟焰、袁淳(2004)对1998~2003年的5705个研究样本中亏损公司会计盈余价值相关性的特性进行了实证分析,发现亏损公司的会计盈余价值相关性要明显弱于盈利公司。

袁淳(2005)通过对深市上市公司2001~2003年共计1534家公司年报披露的信息进行实证研究,发现会计信息披露质量越低,现金流量的增量价值相关性越强。特别是对于亏损上市公司,现金流量的增量价值相关性要明显强于会计盈余的价值相关性。薛爽(2008)以1993~2005年的亏损公司为样本,研究了宏观经济周期、行业景气度对亏损公司定价的影响,发现亏损公司的股票价格与宏观经济走势负相关,与行业景气度正相关。

三、现有研究的不足及启示

1. 现有研究的不足。上述学者均认识到各亏损公司在性质上存在差异,但都未将亏损公司进行细分。事实上,各类亏损公司在财务特征、价值变动等方面存在诸多差异,因此有必要进一步细分。

笔者认为,现有的国内外学者对亏损上市公司价值问题的研究还存在以下几个方面的不足:

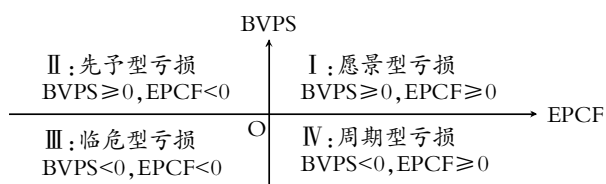
(1)研究角度。现有研究大多是从公司自身的角度去寻找各类影响盈余信息含量的因素,并没有考虑影响公司价值变动的因素(如投资者预期、公司治理结构调整等)。

(2)研究对象。尽管选择的样本已由混合公司样本转移到将亏损公司和盈利公司分离的分组样本,但并没有根据亏损(或盈利)的属性,对各种类型的亏损(或盈利)公司进行更为细致的研究。

(3)研究内容。尽管已从单纯研究会计盈余对公司股价的影响扩展到分析影响会计盈余价值相关性的因素,但对各种影响因素缺乏系统深入的分析。

(4)研究结论。尽管已由单纯的线性相关性过渡到非线性相关性,由公司内部的盈余信息、公司特征扩展到公司外部的题材事件、信息监管等,但最终均没有对会计盈余价值相关性下定论,而且也缺乏对各影响因素的比较分析。

2. 启示。考虑到各类亏损公司性质上存在差异,笔者从投资者预期的角度运用定性和定量的方法,将亏损上市公司按照每股盈余(EPS)、每股经营现金流量(EPCF)以及每股净资产(BVPS)的取值状态分为愿景型亏损公司、先予型亏损公司、周期型亏损公司和临危型亏损公司四种类型。具体如下图所示:



亏损上市公司的四种类型

按照上图所示,笔者将所有亏损上市公司以每股经营现金流量和每股净资产为坐标轴进行了四个象限的划分:

第Ⅰ象限为愿景型亏损公司,其特点是:EPS $<$ 0,BVPS \geq 0,EPCF \geq 0。这表明该类公司尽管当年发生了亏损,但其经营活动的资金较为充裕,公司的净资产仍然为正数。对于愿景型亏损公司,由于投资者认为其亏损是暂时的,扭亏为盈的可能性很大,因此其股票价格不会受到亏损信息较大的影响,而是与投资者对公司可能发生的卖壳、重组、关联方交易、高管变更、大股东资金占有和担保等事件的预期收益相关。对于愿景型亏损公司而言,其会计盈余的价值相关性相对较弱,而各类事件的预期收益表现出较强的价值相关性。

第Ⅱ象限为先予型亏损公司,其特点是:EPS $<$ 0,BVPS \geq 0,EPCF $<$ 0。这表明该类公司当年发生亏损,而且当年末经营活动现金流量严重不足,但公司的净资产还是正数。先予型亏

损公司的经营活动现金流为负数,说明公司的资金无法满足日常经营活动所需。但由于其净资产仍然为正数,因此公司还有扭亏为盈的可能。这一点已经被Joos和Plesko(2005)的研究所证实。他们的研究结果表明,许多亏损公司对研发的投入比较大,且这些公司根据会计的谨慎性原则将研发支出计入了当期费用,这是公司亏损的主要原因之一。他们认为对于那些持续经营多年的亏损公司存在四种潜在的价值驱动因素:非常开支、研发支出、增长策略和幸存的可能。由这些因素可知,当期较差的业绩预示着未来潜在的盈利机会。所以,先予型亏损公司的会计盈余价值相关性也很微弱,而是否有较大项目的投资以及研发支出等信息对该类亏损公司的股票价格影响较大。

第Ⅲ象限为临危型亏损公司,其特点是:EPS $<$ 0,BVPS $<$ 0,EPCF $<$ 0。这表明该类公司当年发生亏损,而且当年末经营活动现金流量严重不足,公司已经出现资不抵债的状况,陷入了财务困境。按照清算价值理论,即使上市公司发生亏损,但只要亏损上市公司的市场价值不低于其清算价值,股东就不会轻易放弃手中的股票。这时亏损公司的财务价值包括两部分,一部分是与其会计盈余相关的价值,另一部分是其拥有的清算价值。当上市公司的价值因亏损下跌到清算价值以下时,股东就会放弃手中的股票,这时公司的价值就由其清算价值决定了。临危型亏损公司出现的正是清算价值假说中的前一种情形。因此,对于该类公司而言,其股票价格主要取决于公司外部并购市场、政府、债权人等力量的介入为其带来的外部调整价值,公司壳资源价值、清算价值、政府补救及债务展期或和解等因素对该类亏损公司的股票价格影响较大。

第Ⅳ象限为周期型亏损公司,其特点是:EPS $<$ 0,BVPS $<$ 0,EPCF \geq 0。这表明该类公司当年发生亏损,尽管当年经营活动所需的资金还能满足,但公司已经濒临破产清算的边缘,随时可能被申请破产清算。在周期型亏损公司中,其每股净资产为负数,说明其已经出现资不抵债的情形。这时投资者普遍认为该类公司已经陷入经营困境,而承受能力不强的投资者就会减持或抛售手中的股票,从而导致该类公司的股票价格下跌;但对于那些风险承受能力较强的投资者而言,由于其经营活动现金流量比较充足,他们仍然会对该类亏损公司抱有一线希望,因此他们会继续持有该类公司的股票。可见,周期型亏损公司的股票价格受到亏损信息的正面影响较为明显,但弱于临危型亏损公司的盈余价值相关性。同时,此类亏损公司的净资产、调整期权等因素对其股票价格的影响也较大。

【注】本文系2009年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)的阶段性研究成果。

主要参考文献

- 姚洋,章奇.中国工业企业技术效率分析.经济研究,2001;10
- 何玮.我国大中型工业企业研究与开发费用支出对产出的影响——1999~2000年大中型工业企业数据的实证分析.经济科学,2003;3