

# 我国亏损上市公司会计信息 价值相关性的实证分析

杨惠贤 柏灵

(西安石油大学 西安 710065)

**【摘要】** 本文对2007~2009年沪市A股亏损上市公司划分类别进行研究,通过研究发现:①单赤字公司首次亏损时股价不跌反涨,连续亏损和间隔一年亏损时,公司的表外事件与其股价显著相关。②虚双赤字公司首次亏损和间隔一年亏损时,每股净资产与其股价显著相关;连续亏损时,每股经营活动现金流量和表外事件与股价显著相关。③实双赤字公司首次亏损和间隔一年亏损时,每股经营活动现金流量与股价显著相关;连续亏损时,每股净资产和表外事件与股价显著相关。④三赤字公司首次亏损时,每股收益与股价弱相关;连续亏损时,每股收益和每股净资产与股价显著相关;间接亏损时,表外事件与其股价相关。

**【关键词】** 亏损公司 会计信息 价值相关性

## 一、文献回顾

Hayn(1995)最早对亏损公司会计盈余价值相关性的特殊性进行系统分析,他将样本公司分为盈利公司与亏损公司,分别考察会计盈余的价值相关性,发现亏损公司会计盈余与股票收益之间的相关关系弱于盈利公司,甚至为负相关。他将这种现象归因于亏损公司会计盈余的暂时性。Dennis J. Charners(1996)提供了首次亏损的会计盈余其信息含量的证据,并且进一步提供了亏损公司的信息含量与亏损的持续性相关。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数据为样本,得出了亏损与股票回报之间存在弱相关性的结论。这与Hayn(1995)的结论相一致。不过,他们又进一步拓展了这个结论,通过对财务健康型公司的亏损进行研究,发现亏损的弱盈余反应系数取决于股东对未来盈余逆转的预期,因为股东认为这些有潜力的公司可以通过管理者行为来达到扭亏为盈。Joos和Plesko(2004)考虑了投资者在对亏损公司进行定价时执行放弃期权的可能性,并利用其将亏损分为持续性亏损和暂时性亏损,认为不同项目的价值相关性在不同性质的亏损中并不一样。孟焰、袁淳(2005)采用价格模型对1998~2003年度的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,发现亏损公司会计盈余价值相关性要明显弱于盈利公司,同时也发现净资产变量的价值相关性同样偏弱,而决定亏损公司股票价格的主要因素在于亏损公司是否发生卖壳行为。

以上学者都没有明确对亏损公司分类进行研究,但其研究成果(如:持续性亏损和暂时性亏损对价值相关性的影响,亏损公司会计盈余相关性弱的原因等)为我们提供了新的研究思路。在我国关于亏损上市公司问题的研究中,学者杜勇首先开河将亏损上市公司按照亏损属性划分了四种类型进行研

究,并得出了有指导性的结论。这种亏损类型的划分为我们的研究提供了新的视角。本文借鉴杜勇的划分方法,将2007年至2009年沪市A股亏损公司按照亏损期限进一步细分,针对每种类型的亏损样本研究其会计信息价值相关性的特征,进而为投资者的投资决策提供依据。

## 二、研究设计

**1. 样本选择与数据来源。** 本文研究对象为2007至2009年沪市A股280家亏损上市公司,剔除财务数据不完整的公司8家、无法及时得到股价的公司6家,最后研究样本量为266家。本文所用数据来源于锐思财经金融研究数据库,巨潮资讯网和东方财富网,均为新会计准则下编制的上市公司年报中的数据。

**2. 亏损公司类型的划分及其分布状况。** 本文主要按照亏损属性和亏损期限进行双重划分。亏损属性是根据上市公司发生亏损时的状态将其按照每股盈余(EPS)、每股经营现金流量(CFOPS)以及每股净资产(BVPS)是否为负值分为单赤字公司( $EPS < 0, BVPS > 0, CFOPS > 0$ )、虚双赤字公司( $EPS < 0, BVPS > 0, CFOPS < 0$ )、实双赤字公司( $EPS < 0, BVPS < 0, CFOPS > 0$ )和三赤字公司( $EPS < 0, BVPS < 0, CFOPS < 0$ )四种类型(杜勇,2008)。亏损期限是根据其亏损当年是首次亏损、连续亏损还是间隔一年亏损来进行划分。下页表1是各种亏损类型的分布状况。

由表1看出,在单赤字和虚双赤字公司中,首次亏损公司的比例总是最高的,特别是在单赤字公司中,首亏公司占绝大多数。由于是首次亏损,投资者可能不会立刻放弃这类公司的股票,所以对于单赤字公司和虚双赤字公司而言,亏损信息的价值相关性可能会比较弱。在三赤字和实双赤字公司中,比例最高的都不是首次亏损的公司,而是连续两年亏损或者间隔一年亏损的公司。如果连续亏损或者间隔亏损的话,投资者就有可能

表1 2007、2008、2009各年亏损类型分布状况

属性		单赤字(145)				虚双赤(82)				实双赤(20)				三赤字(19)			
期限		首亏	两亏	三亏	间亏	首亏	两亏	三亏	间亏	首亏	两亏	三亏	间亏	首亏	两亏	三亏	间亏
2007年	数量(54)	15	6	1	3	7	6	2	7	1	1	1	1	0	2	0	1
	比例%	60	24	4	12	31.8	27.3	9.1	31.8	25	25	25	25	0	66.7	0	33.3
2008年	数量(117)	44	10	3	15	24	3	1	4	0	0	3	2	1	2	1	4
	比例%	61.1	13.9	4.2	20.8	75	9.4	3.1	12.5	0	0	60	40	12.5	25	12.5	50
2009年	数量(95)	24	10	5	9	12	11	1	4	2	7	0	2	2	4	1	1
	比例%	50	20.8	10.4	18.8	42.9	39.3	3.6	14.3	18.2	63.6	0	18.2	25	50	12.5	12.5

跟风放弃公司的股票,所以对这两类公司而言,亏损信息的价值相关性会比较强。

3. 研究假设。对于首次亏损公司来说,不论其从亏损属性上说是哪种类型的,投资者都有理由认为其是暂时性亏损,不会轻易放弃这类股票,所以我们提出如下假设:

假设一:首亏公司的每股收益与股票价格呈弱相关或者不相关。

假设二:单赤字首亏公司每股净资产对其股票价格的影响显著。

假设三:单赤字首亏公司的每股经营活动现金流量对其股票价格的影响显著。

假设四:虚双赤首亏公司的每股净资产对其股票价格的影响显著。

假设五:实双赤首亏公司的每股经营活动现金流量对其股票价格的影响显著。

当公司发生连续亏损或者间接亏损的时候,投资者不可能依据单一财务指标来做决策,还要考虑其他财务指标甚至是表外事件带来的影响,所以我们提出如下假设:

假设六:连续亏损和间亏公司的表外事件对股票价格的影响显著。

假设七:虚双赤连续亏损公司的每股经营活动现金流量与其股票价格显著相关。

假设八:实双赤间接亏损公司其每股经营活动现金流量与其股票价格显著相关。

假设九:虚双赤间接亏损公司的每股净资产与其股票价格显著相关。

假设十:实双赤连亏和三赤字连亏公司的每股收益与股票价格显著相关。

假设十一:实双赤连亏和三赤字连亏公司的每股净资产与股票价格显著相关。

4. 模型构建与变量定义。根据上述假设,我们构建如下模型(变量定义见表2):

- 模型一:  $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$
- 模型二:  $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVPS_{it} + \varepsilon_{it}$
- 模型三:  $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOPS_{it} + \varepsilon_{it}$
- 模型四:  $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NOT_{it} + \varepsilon_{it}$

三、实证分析

1. 描述性统计。

表2 模型中各变量定义

变量名	变量	变量定义
P	股票价格	公司第t+1年5月最后一个交易日的收盘价,若当日停牌,则向前追溯至年报公告日后有交易数据当日的收盘价
EPS	每股收益	公司第t年的基本每股收益
BVPS	每股净资产	公司第t年的每股净资产
CFOPS	每股经营活动现金流量	公司第t年的每股经营活动现金流量
NOT	表外事件	哑变量,如果第t年发生表外事件,取1,否则取0

表3 股票价格的描述性统计

类型	首亏公司	两亏公司	三亏公司	间亏公司
样本量	132	62	19	53
均值	8.578 409	7.548 043	6.198 947	7.779 434
标准差	4.626 549	5.134 784	2.293 612	3.689 174
最大值	43.06	34.73	12.1	17.5
中位数	7.25	6.1	6.62	6.82
最小值	3.39	3.76	2.78	3.14

表4 每股收益的描述性统计

类型	首亏公司	两亏公司	三亏公司	间亏公司
样本量	132	62	19	53
均值	-0.439 64	-1.017 1	-0.843 68	-0.55
标准差	0.518 546	2.762 926	0.898 97	0.629 951
最大值	0	-0.02	0	-0.03
中位数	-0.29	-0.47	-0.61	-0.36
最小值	-3.18	-21.86	-3	-3.54

从表3和表4中看出,不同类型亏损公司的股票价格变动浮动不是很大,而每股收益变动幅度比较大。从股票价格和每股收益变动的排序上来看,不同类型亏损公司的每股收益和股票价格的相关性是不同的。

2. 回归结果及分析。对上述四个模型分别进行回归检验,回归结果如表5到表8所示。

Eviews系统为每个系数的t检验提供了收尾概率 Prob.,我们只需要观察P值,就可以做出判断。当P值小于给定的显著性水平(0.01、0.05或0.1),则检验通过,表示该自变量对因变量有显著影响。

从模型一的回归结果来看,每股收益只对单赤字首亏公司、实双赤连亏和三赤字连亏公司的股票价格有显著影响,对

表5 模型一回归结果

亏损类型	$\alpha_1$	AdR <sup>2</sup>	F	T	Prob	
单赤字	首亏	-0.96 1973	-0.00 8957	2.722 081	0.521 614	0.043 4
	连亏	-3.470 672	0.047 042	2.678 385	-1.636 577	0.111 2
	间亏	-1.087 165	-0.033 676	0.152 954	-0.391 094	0.699 0
虚双赤	首亏	-0.083 951	-0.024 234	0.006 243	-0.079 014	0.937 4
	连亏	-0.065 167	-0.044 798	0.013 835	-0.117 623	0.907 4
	间亏	-2.143 050	0.004 425	1.062 222	-1.030 641	0.321 5
实双赤	首亏	0.533 493	-0.325 651	0.408 693	0.713 227	0.605 6
	连亏	-0.439 949	-0.052 055	0.455 731	-0.675 078	0.014 9
	间亏	0.598 908	-0.161 896	0.442 649	0.665 319	0.553 4
三赤字	首亏	0.912 187	-0.869 662	0.069 712	0.264 030	0.835 7
	连亏	0.235 435	0.016 226	1.448 444	1.071 655	0.045 1
	间亏	3.102 432	0.053 639	1.283 396	1.132 871	0.320 6

表7 模型三回归结果

亏损类型	$\alpha_1$	AdR <sup>2</sup>	F	T	Prob	
单赤字	首亏	4.990 904	0.331 116	41.592 33	6.449 212	0.000 0
	连亏	-0.994 206	-0.027 115	0.102 438	-0.320 060	0.750 9
	间亏	-0.183 448	-0.039 648	0.008 472	-0.092 042	0.927 4
虚双赤	首亏	-0.594 107	-0.020 328	0.163 242	-0.404 032	0.688 3
	连亏	0.382 981	-0.042 498	0.062 391	0.249 782	0.080 5
	间亏	-2.306 485	-0.027 605	0.623 910	-0.789 880	0.443 8
实双赤	首亏	2.695 964	0.893 226	17.731 08	4.210 829	0.048 4
	连亏	4.051 860	0.874 663	0.046 113	4.683 522	0.142 7
	间亏	-0.761 101	-0.313 149	21.935 38	-0.214 740	0.043 7
三赤字	首亏	-34.305 65	0.198 368	1.494 912	-1.222 666	0.436 4
	连亏	4.042 422	-0.051 661	0.557 888	0.746 919	0.476 5
	间亏	0.097 753	-0.249 959	0.000 130	0.011 393	0.991 5

单赤字首亏公司是较为明显的负面影响。因为单赤字首亏公司每股净资产和每股经营活动现金流量都大于零,而且投资者认为其是暂时性亏损,扭亏为盈的可能性很大,于是对这类股票寄予很大希望。实双赤和三赤字公司的每股净资产小于零,已经资不抵债,又发生了连续亏损,这时每股收益对其股票价格的影响会比较显著。这否定了假设一,肯定了假设十。

从模型二的回归结果看,每股净资产对单赤字首亏公司、虚双赤首亏和间亏公司、实双赤连亏和三赤字连亏公司的影响比较显著。虚双赤首亏和间亏公司的每股经营活动现金流量小于零,但由于其每股净资产仍然大于0,并且没有发生连续性的亏损,所以投资者会继续看好这类公司股票。实双赤连亏和三赤字连亏公司的每股净资产小于零,投资者随时可能执行清算期权,决定股票价值的主要是其每股净资产价值。这证实了假设二、假设四、假设九和假设十一。

从模型三的回归结果看,每股经营活动现金流量仅对单赤字首亏公司、虚双赤连亏公司、实双赤首亏和间亏公司的股票价格有显著影响。对于单赤字首亏公司而言,每股净资产大于0,又有充足的现金流,这些因素都对投资者有重要影响。虚双赤连亏公司每股经营活动现金流量小于0,现金流已经

表6 模型二回归结果

亏损类型	$\alpha_1$	AdR <sup>2</sup>	F	T	Prob	
单赤字	首亏	1.982 044	0.324 358	40.365 98	6.353 423	0.000 0
	连亏	0.875 807	0.018 039	1.624 590	1.274 594	0.211 4
	间亏	1.389 858	0.058 339	2.610 789	1.615 794	0.118 7
虚双赤	首亏	1.073 262	0.153 860	8.637 159	2.938 904	0.005 4
	连亏	0.085 823	-0.043 840	0.034 026	0.184 461	0.855 3
	间亏	2.063 486	0.166 634	3.799 338	1.949 189	0.073 2
实双赤	首亏	0.112 706	-0.858 961	0.075 870	0.275 445	0.828 9
	连亏	0.302 402	0.030 686	4.348 232	1.161 134	0.072 6
	间亏	1.061 250	0.379 419	3.445 568	1.856 224	0.160 4
三赤字	首亏	1.443 746	-0.695 966	0.179 269	0.423 402	0.745 0
	连亏	0.115 234	-0.060 065	1.490 046	0.700 033	0.050 5
	间亏	1.105 561	0.067 998	1.364 794	1.168 244	0.307 6

表8 模型四回归结果

亏损类型	$\alpha_1$	AdR <sup>2</sup>	F	T	Prob	
单赤字	首亏	-1.268 485	0.001 524	0.225 669	-1.060 745	0.292 0
	连亏	0.950 229	-0.023 305	2.030 042	0.475 046	0.037 9
	间亏	-2.128 294	0.038 107	1.125 180	-1.424 795	0.066 6
虚双赤	首亏	-0.282 060	-0.023 050	0.053 728	-0.231 793	0.817 9
	连亏	-1.615 429	0.156 362	5.262 874	-2.294 095	0.031 7
	间亏	-1.253 000	-0.049 550	0.339 054	-0.582 284	0.570 3
实双赤	首亏	-0.580 000	-0.783 052	0.121 672	-0.348 816	0.786 3
	连亏	1.657 429	0.180 301	3.419 552	1.849 203	0.094 2
	间亏	-2.868 333	0.277 702	2.537 883	-1.593 074	0.209 4
三赤字	首亏	4.860 000	-0.200 966	0.665 326	0.815 675	0.564 4
	连亏	-1.969 524	-0.072 176	0.394 142	-0.627 807	0.547 6
	间亏	-10.328 00	0.895 432	43.815 63	-6.619 338	0.002 7

严重不足,再加上发生连续亏损,投资者有理由认为其股票不具有投资价值,因此股票价格会被显著影响。实双赤首亏和间亏公司的每股经营活动现金流量大于0,虽然其已经资不抵债,但充足的现金流是扭亏为盈的根本保证,所以投资者在作出决策时更看重其现金流状况。这证实了假设三、假设五、假设七和假设八。

从模型四的回归结果来看,表外事件对单赤字连亏和间亏、虚双赤连亏、实双赤连亏和三赤字间亏公司均有显著影响。相对于其他类型的亏损公司,单赤字首亏公司是投资者普遍看好的一类公司,当单赤字公司发生连续亏损或者间接亏损时,投资者将不得不考虑资产重组、关联方交易、卖壳、管理者变更等表外事件的影响。对于虚双赤和实双赤的公司来讲,即便发生连续亏损,其净资产价值或者充足的现金流都能在一定程度上“挽留”投资者,这时候投资者就会考虑其发生的表外事件,综合考虑各种因素来做出决策。这样就否定了假设六。

#### 四、研究结论

1. 单赤字首亏公司是投资者最看好的一类公司,其股票价格不跌反涨,股价变动与每股净资产、每股经营活动现金流

# 产业集群下跨组织成本管理研究

——基于浙江块状经济向产业集群转型升级的探讨

彭海颖

(浙江万里学院 宁波 315100)

**【摘要】** 跨组织成本管理是供应链环境下产业价值链管理的重要方法,它的实施将促使浙江块状经济向产业集群发生实质性转移。本文根据产业集群与块状经济在成本管理上要求的差异,以提高成本协同管理认识为先导、以构建跨组织成本管理的组织机构为保障、以搭建信息共享平台为基础和以应用和创新先进的成本管理方法为手段,从四个方面提出了跨组织成本管理的具体措施。

**【关键词】** 产业集群 跨组织成本管理 成本协调

块状经济向产业集群转移是浙江省委和政府为“浙江制造”的未来发展确定的转型升级路径。它是对块状经济模式存在问题深刻反思的结果,旨在促进浙江经济再创新。任何组织模式的创新必然会引起管理模式创新。块状经济下,企业成本管理主要是基于组织内的管理,而产业集群下的企业价值创造越来越依靠由不同企业组成的供应链来完成。20世纪90年代以来,随着信息技术的发展,价值创造逐渐从以组织内分工转变为跨组织的供应链分工。作为价值管理重要内容的成本管理也将随着价值分工的演进逐渐突破企业边界,从单一企业成本控制转变为由多个企业组成的供应链成本控制。因此,如何构建跨组织间的成本管理成为浙江经济从块状经济向产业集群转型升级中的重要研究课题。

## 一、块状经济及其特点

块状经济是同一产业内大量相关企业在一定区域范围内

量都显著相关。单赤字连亏和间亏公司的表外事件与其股价显著相关。

2. 虚双赤公司  $BVPS > 0, CFOPS < 0$ , 当发生首次亏损和间隔一年亏损时,每股净资产对其股价影响显著;当发生连续亏损时,每股经营活动现金流量和表外事件对其股价影响显著。

3. 实双赤公司  $BVPS < 0, CFOPS > 0$ , 当发生首次亏损和间隔一年亏损时,每股经营活动现金流量对其股价影响显著;当发生连续亏损时,每股净资产和表外事件对其股价影响比较显著。

4. 三赤字公司  $BVPS < 0, CFOPS < 0$ , 当发生首次亏损时,亏损信息与股价弱相关;当发生连续亏损时,每股收益和每股净资产与股价相关;当发生间接亏损时,表外事件与其股价相关。

## 主要参考文献

1. 赵国忠. 中国上市公司财务困境成因及相关对策实证

相对集聚的一种产业组织形式。从经济学意义上近似于产业集聚,它基本上是基于自下而上的市场所决定的,由当地的企业家资源和企业家精神所支撑,根植于当地的历史、文化社会传统,并由交易成本降低,外部规模效应扩散所引领的一种经济现象,常常表现为“一镇一品、一乡一品”的形式。

块状经济自改革开放以来是支撑浙江经济发展的重要产业组织形态。以制造业为主的块状经济已占浙江省全部工业总产值的50%以上,在强化专业化分工协作、优化资源要素配置、吸纳劳动力就业、提高产业竞争力等方面发挥了重要作用。但经过一定时期的发展后块状经济也暴露出了一些固有弊端,如低水平重复、缺乏差异化竞争的优势和集体行动的规则,呈现“千军万马过独木桥”的状况。且其盈利能力低下、产能过剩等制约了浙江经济的进一步发展,浙江省企业调查队曾对全省工业企业进行专项调查,认为“行业恶性竞争”是影

研究.吉林大学,2008;4

2. 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

3. 杜勇.亏损属性——会计盈余与股票价格.华东经济管理,2008;4

4. 杜勇.公司亏损就意味着股价下跌吗?——基于2004~2006年度中国亏损上市公司的数据.经济管理,2008;1

5. 唐国琼.亏损公司会计盈余价值相关性实证研究.金融研究,2008;11

6. Hayn. C. The Information Content of Losses. Journal of Accounting and Economics, 1995;20

7. Samantha Sin, Edward Watts. The Information Content of Losses: Shareholder Liquidation Option and Earnings Reversals. Australian Journal of Management, 2000;11

8. Joos P., G. A. Plesko. Valuing loss firms. Working paper, MIT Sloan School of Management, 2004