

# 控股链对持续经营信念的修复

赵子夜

(上海财经大学会计学院、会计与财务研究院, 上海 200434)

**摘要:** 亏损会引起市场对公司经营的持续性的怀疑, 进而, 亏损公司的报告盈余也就和股票价格失去了联系。本研究以中国的上市公司为样本, 考察了控股链对亏损公司的价值相关性的影响。检验结果表明, 当亏损公司的最终控制人通过多条控股链来持有公司股份, 其会计利润的价值相关性显著强于单链控制的情形, 暗示多链控股修复了投资者对亏损公司的持续经营的信念, 即上市公司从控股链上获得支持的概率有所提升。同时, 并没有证据表明亏损公司的控股层级对价值相关性有显著的影响。研究结论有助于我们理解公司组织结构对投资者估价行为的影响。

**关键词:** 价值相关性; 控股链; 控股层级

中图分类号: F830

文献标识码: A

## 一、引言

投资者如何利用会计信息来评估公司的价值, 一直是理论界和实务界所重点关注的议题。研究表明发现, 当公司出现亏损, 投资者在评估公司价值时会少用甚至不用会计信息, 会计盈余的价值相关性在公司亏损时消失了 (Hayn, 1995)。其解释是, 当亏损信息传递了公司经营难以持续的信号, 投资者便不再依靠会计信息来评价公司, 这也是理性的选择, 因为他们可以考虑终止投资, 即行使“遗弃权”。“遗弃权”理论开启了有关“亏损公司的价值投资”的研究议题, 在该理论的基础上, Joos 和 Plesko (2005) 的研究大大拓展了我们对亏损信息以及经营持久度的理解。他们的研究表明, 当公司亏损, 投资者并没有忽视所有的会计盈余, 而是精明将亏损公司根据亏损原因进行了分组, 将那些由于研发费用导致的亏损分为一组, 并认为这些公司可以持续经营。另一组是那些真正传递了公司难以持续经营的亏损, 他们的价值相关性真正的消失了。

对于“亏损公司的价值投资”这一议题, 中国的证券市场恰提供了宝贵的研究机会, 以供我们拓展亏损公司的投资理论。不同于“遗弃权”理论关注的美国公司, 中国的上市公司体现出明显的非整体上市的特征, 这意味着上市公司处于某个集团的内部而不是独立运作, 从而在亏损时可能受到来自集团的实体支持。比如, 李增泉等 (2005) 指出, 公司可能在陷入危机时以重组的方式获得支持。根据这一逻辑, 本文考察了亏损公司中控股链对公司价值相关性的影响, 检验结果表明, 相对于单链控制的公司, 多链控制的公司的价值相关性更强, 暗示投资者预期到多链控制有助于公司从亏损中恢复到持续经营。但是, 本文并未发现控股层级数对亏损公司的价值相关性有显著影响。

本研究的贡献主要体现在, 会计信息在投资决策中的重要性不言而喻, 但投资者对信息的使用程度会受到哪些因素的影响, 以及各因素的影响力的大小如何, 这些问题仍需更深入的证据予以解答。本研究提供的初步证据表明, 虽然亏损可能引发投资者对会计利润的弃用, 但亏损公司如果拥有了实体支持的结构基础 (如, 多链控股), 有可能会修复投资者

对亏损公司的持续经营的信念，这丰富了我们对于投资行为的理解。

## 二、控股链和公司持续经营信念的修复

会计信息因其计量价值的基本功能，而被广泛用于商业交易等经济活动。在典型的投资决策中，公司通过会计信息向投资者传递信号，投资者则根据会计信息判断公司创造财富的能力，双方的互动使得会计信息和公司的证券价值产生高度的相关性，即会计信息的价值相关性。价值相关性表明会计信息在资源的配置过程中起到了重要的作用，在此基础上，学术界发现投资者对会计信息的使用方式是权变的。

### 2.1 亏损、经营持久度和价值相关性：一般性的分析框架

在一般性的价值相关性模型中，公司的报告利润和市场价格紧密相关，但一旦公司亏损，这种相关性骤然消失。Hayn（1995）用遗弃权（abandonment option）来解释价值相关性的消失现象。在正常情况下，当会计利润上升，财务报告传递了公司财富总量上升的信号，投资者也会上调对公司价值的预期，反之也是如此，当会计利润下降，投资者会相应下调对公司价值的预期，这就是我们通常所说的线性投资关系。线性投资关系的存在有一个重要的前提，那就是公司必须具有持续经营的能力。如果持续经营的前提不复存在，比如，公司发生亏损，非持续经营的信号彰显，投资者的投资行为集中就会多出“退出”这一选择。亏损公司的投资者一般不会忍受公司价值慢慢滑落到权益的变现价值以下，而会提前行使“遗弃”的权力。“遗弃”意味着线性投资被非线性投资所取代，其本质是亏损改变了投资者对公司经营持久度的预期。

如果从投资决策有用性的角度来审视遗弃权理论，可以看出亏损传递了有关经营持续性的信号，从而影响会计信息的被使用程度。在此基础上，Joos 和 Plesko（2005）的研究推动了相关理论的发展，他们对亏损的类型进行了梳理，将亏损分为临时性亏损和长期亏损，长期亏损又分为研发型亏损和经营失败型亏损。在这些亏损类型中，投资者真正忽视会计信息的亏损类型，只有经营失败型的亏损。的确，在临时性亏损和研发性亏损下，公司是有可能在短期或者长期内重新赢利的，而投资者也理性的对这类公司保留了线性投资的规则。

从以上研究结论可见，西方学术界就亏损公司的投资行为建立了系统的分析框架。除了前述问题，还有一些相关问题也得到了解答。比如，亏损是否是暗示公司的经营难以为继的唯一信号？答案是否定的，Subramanyam 和 Wild（1996）发现，公司会计利润的价值相关性和公司的失败风险负相关，这里的失败风险主要由非会计信息组成的指标来判定，故此，投资者可以从非会计的途径来预测公司前景。再比如，当公司的经营持久度下降，投资者是会使用非利润信息来评估公司价值？答案是肯定的，Burgstahler 和 Dichev（1997）的研究表明，当会计盈余相对于权益的账面价值而降低，公司将处于应变的状态，并可能随时改变现有资源的使用效率，这将使投资者从阅读会计利润转向分析权益的账面价值。

### 2.2 控股链对经营持续性的修复：基于中国制度背景的分析

本文试图将亏损状态的下的会计信息模型本土化到中国的证券市场。据此，一个特殊的问题值得关注，即亏损公司具有获得支持的结构基础，从而可能获得实际的资源。进一步而言，如果支持能够影响投资者对亏损公司的经营持续性的评价，那么我们将能够观察到不同于西方市场的投资行为。因此，本文可以以中国的证券市场为研究背景，为已有的理论框架做有益的补充。

相对于美国上市公司主流的整体上市方式，中国上市公司体现出明显的拆分上市的特点。在拆分上市的状态下，上市公司通常是集团公司的一部分，受其母公司的控制。同时，上市公司的母公司未必是集团公司的控制者，两者之间还可能存在着数层控股的层级，这样，就引发了上市公司的最终控制人的概念。而上市公司的外部股权结构，表现为类似于金字塔

的结构：上市公司的最终控制人处于金字塔的顶端，上市公司处于下方某一个层级。最终控制人未必通过一条路径持有上市公司的股份，比如，A 公司持有 B 公司和 C 公司的控股权，B 公司和 C 公司又同时持有上市公司 D 公司的股份，这样一来，A 公司构建了一个以 BCD 为子公司的集团公司，并通过两条股份链持有 D 公司股份。在金字塔控股集团中，控股链的数量越多，层级越多，集团的成员也就越多，具体见图 1。

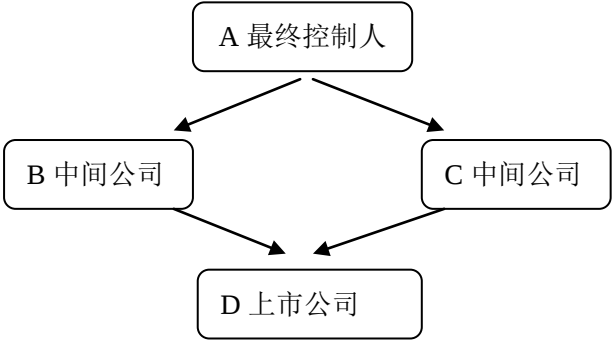


图 1 双链控股公司

从图中可以看出，随着控股链数量的增加，以及每条链中层级数的增加，亏损公司获得支持的理论来源也更多。这从逻辑上提供了金字塔控股中的上市公司在亏损时获得支持的基础。在中国的证券市场环境下，有研究证明了这一点，比如，李增泉等（2005）的研究表明，具有配股和避亏动机的公司能够以并购的形式获得外部支持。再比如，刘峰等（2004）的案例研究表明，上市公司可能因控制股东的资源输送而表现出良好的业绩。

2.3 经营持续性的信念修复

如果亏损公司的实体支持能够存在，那么接下来的问题是，这种支持的具体表现形式是什么呢？笔者认为，首先是资金支持，此类支持可以确保亏损公司维持正常的经营。资金支持可能是最重要的支持形式，其表现为集团公司的内部借贷（Shin 和 Stulz 1998； Stein 1997）。其次，集团公司可以对亏损公司所急需的物质资产进行支持，包括生产所需的原材料和加工所用的机器。再次，亏损公司可以获得人力资源形式的支持，比如技术员工，又比如高级管理人员，二种支持都有利于公司扭亏为盈。在经理人变更的实务中，尤其是公司亏损后发生的经理人员变更中，有很大一部分比例的继任者便来自于集团内部，即使不是来自集团内部，也会通过集团的资源来协同引入，这很好的说明了人力资源的支持。最后，亏损公司还可能获得技术支持，包括生产技术和管管理技术。对以上支持作一个简短的归纳，实体支持一般能给亏损公司带来可观的资源注入，只不过有的是直接增加公司财富，有的是间接的改善公司创造利润的能力，这对于亏损公司的投资者而言都是有利的。毕竟，实体支持通常不难被观察到，也很容易从实质上改善公司持续经营的能力。

实体支持以有形资源或无形技术的方式进入亏损公司，其预期效果都是改变公司未来的盈利状况，一旦这种改变使得公司的经营基本面得到质的改善，也就是创造财富的能力显著提升，那么公司的持续经营能力就会得到修复，投资者也可能继续使用亏损期的会计利润，其逻辑见图 2。从图中可以看出，当公司业绩出现问题，比如 A 点，投资者对经营持续性产生怀疑，从而放弃使用会计信息，使得投资线出现虚线段的非线性结构。而修复经营持续性的实体支持一旦实现，则能够重塑会计信息的线性投资性，使得虚线下移至实线段，从而重塑会计信息的有用性。值得一提的是，图中的斜率信息表明，笔者仅能根据公开信息去预测公司获得实体支持的概率，并假设这种预期会影响投资者的预期，所以该测试实际上难以完全消除噪音。此外，对于修复的程度而言，虚线和实线之间的距离代表支持起到的修复力量，

即使这种差距是显著地，夜很难说会计信息的价值相关性能够得到完全修复，所以 A 点仍然是稳定的拐点。

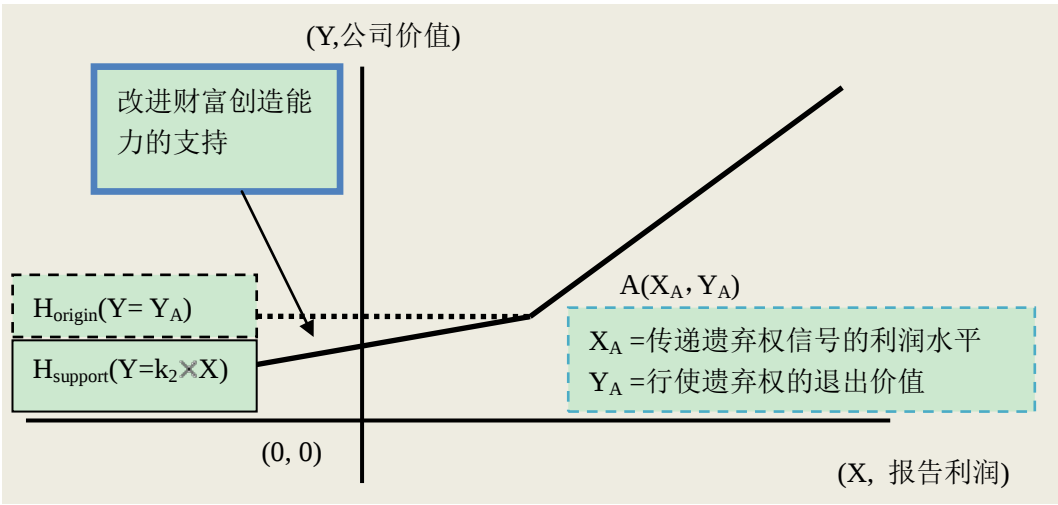


图 2 支持和经营持续性的修复

### 三、研究方法

为检验控股链能否修复投资者对经营持续性的预期，本章用价值相关性模型中的关联价格模型来进行检验。以一系列证明中国证券市场存在价值相关性的文献为基础（Eccher 和 Healy 2000；Chen 等 2001；Chen 和 Wang 2004），研究模型如下：

$$PRICE = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 BVPS + \beta_3 SIZE + \beta_4 DUM05 + \varepsilon$$

$$PRICE = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 SUP + \beta_3 SUP \times EPS + \beta_4 BVPS + \beta_5 SIZE + \beta_6 DUM05 + \varepsilon$$

其中，PRICE 为样本公司年报发布期限月末的交易价格，如果样本的月末交易数据日期早于 4 月 20 日则被剔除，因为这些样本可能和其他样本存在系统差异。EPS 为每股盈余。SUP 刻画了公司获得支持的概率，本章用两种方法予以计量，一种是最终控制人是否通过多条控股链持有上市公司股份，如果是则 DAUX 取 1，否则 DAUX 为 0。第二种是主控股链的层级数 LEVEL。中国上市公司自 2004 年起需在年度报告中披露最终控制人和控股状况，以公开信息为基础，笔者对 2004 年和 2005 年年报披露的控股图进行了阅读，并且对亏损公司的控股链和控股层级进行了梳理。控股层级的判定标准是，按照控股图中最主要的控股链进行层级统计，最主要的控股链一般指对上市公司持有最高比例的直接股份的那条控股路径。注意，有些公司披露的层级中用了授权经营而非持股，在本研究中依然算作一个层级。显然，DAUX 取 1 或者 LEVEL 越高，均意味着控制人可以动用更多的资源来支持亏损公司。当然，这些变量仍然存在噪音，比如控制层级的增加也可能增加协调成本，而不是单纯的增加支持的概率。SUP×EPS 的预期符号为正，也就是亏损公司越有可能获得支持，其经营持续性受到的修复力也越强，公司报告的利润的价值相关性也越高。BVPS 为每股净资产，SIZE 为年末总资产账面价值的自然对数。DUM05 控制了年度差异。模型测试的样本为 2004 年和 2005 年的亏损公司，数据来自深圳国泰安信息技术有限公司的中国证券市场研究数据库（简称 CSMAR，版本号 3.1，下同）。在剔除了因变量缺失而获得了 391 个有效的研究样本后，笔者对除 LEVEL、DAUX 和 TOTAL 以外的连续变量在 1% 的水平上进行了缩尾。极值处理后的特征变量的描述性统计见表 1。从表中可以看出，DAUX 的均值为 0.128，说明

只有不足 15%的亏损公司被多链控股，LEVEL 变量的中位数为 2，说明至少一半的公司的控股层级并不长，但如前述分析可知，即使在 2 层的控股链下，也存在两个可以对上市公司提供支持的资源拥有者。

表 1 特征变量描述性统计

| 变量名   | 样本数 | 标准差   | 最小值    | 最大值    | 均值     | 中位数    |
|-------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|
| DAUX  | 391 | 0.334 | 0.000  | 1.000  | 0.128  | 0.000  |
| LEVEL | 391 | 0.839 | 1.000  | 6.000  | 2.412  | 2.000  |
| PRICE | 391 | 1.212 | 0.680  | 7.450  | 2.630  | 2.390  |
| EPS   | 391 | 0.911 | -5.900 | -0.022 | -0.745 | -0.464 |
| BVPS  | 391 | 2.226 | -9.672 | 5.276  | 1.205  | 1.424  |
| SIZE  | 391 | 1.013 | 17.484 | 23.764 | 20.720 | 20.747 |

LEVEL：上市公司最终控制人主要控股链层级数；TOTAL：上市公司控股图中出现的投资体总数；DAUX：如果最终控制人通过不止一条控股链持有上市公司股份取 1，否则为 0；PRICE：年报发布截止月末的交易价格；EPS：每股净利润；BVPS：每股净资产账面价值；SIZE：样本公司期末总资产的自然对数。

四、检验结果

要检验持续经营信念修复的效果，笔者首先就不纳入控股变量的价值相关性模型进行了测试，测试结果见表 2 的 A 栏。然后，笔者用对两种控股变量的调节效应进行了测试，检验结果见表 2 的 B 和 C 栏。

表 2 实体支持的市场评价

| SUP                | A             |             | B            |             | C            |             |
|--------------------|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
|                    | 系数            | P 值         | LEVEL<br>系数  | P 值         | DAUX<br>系数   | P 值         |
| 截距                 | 5.758         | 0.00        | 5.789        | 0.00        | 5.893        | 0.00        |
| EPS                | <u>-0.022</u> | <u>0.75</u> | -0.050       | 0.80        | -0.084       | 0.27        |
| SUP                |               |             | -0.038       | 0.66        | 0.541        | 0.01        |
| SUP×EPS            |               |             | <u>0.010</u> | <u>0.89</u> | <u>0.308</u> | <u>0.05</u> |
| BVPS               | 0.251         | 0.00        | 0.250        | 0.00        | 0.256        | 0.00        |
| SIZE               | -0.175        | 0.01        | -0.172       | 0.01        | -0.186       | 0.01        |
| DUM05              | 0.314         | 0.01        | 0.316        | 0.01        | 0.306        | 0.01        |
| 样本                 | 391           |             | 391          |             | 391          |             |
|                    |               |             |              |             | F=2.48       |             |
| F: EPS+SUP×EPS     |               |             |              |             | P=0.12       |             |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.1606        |             | 0.1573       |             | 0.1716       |             |
| F 值                | 19.65***      |             | 13.13***     |             | 14.46***     |             |

模型A:  $PRICE = \beta_1 EPS + \beta_2 BVPS + \beta_3 SIZE + \beta_4 DUM05 + \varepsilon$ ；模型B-C:  $PRICE = \beta_1 EPS + \beta_2 SUP + \beta_3 SUP \times EPS + \beta_4 BVPS + \beta_5 SIZE + \beta_6 DUM05 + \varepsilon$ ；LEVEL：上市公司最终控制人主要控股链层级数；DAUX：如果最终控制人通过不止一条控股链持有上市公司股份取 1，否则为 0；PRICE：年报发布截止月末的交易价格；EPS：每股净利润；BVPS：每股净资产账面价值；SIZE：样本公司期末总资产的自然对数；DUM05：观测样本为 2005 年取 1，否则为 0；

表中 A 栏列示了未加入控股变量的统计结果，该结果揭示了亏损公司的会计利润的价值相关性。从中可以看出，在不考虑调节效应的情况下，EPS 的估计系数不显著非零，表明投资者基本弃用了亏损公司的会计利润。表中 B-C 栏列示了加入股权调节变量后的统计结果，当 SUP 定义为控股层级 LEVEL，LEVEL×EPS 的估计系数为正但不显著，没有支持研

究预期。另一方面， $DAUX \times EPS$  的估计系数正显著，符合预期。也就是说，相对于单链控股的亏损公司，多链控股的公司的会计利润并未被投资者所弃用。进一步的， $EPS + DAUX \times EPS$  的估计系数仅在 12% 的水平上通过显著性检验，说明投资者的持续经营信念基本得到了修复。

## 五、结论

亏损公司的价值相关性因经营持续性受到质疑而消失。但是，美国的研究表明，如果亏损是因为计提研发费用所致，那么投资者仍然相信该公司会恢复经营。中国的上市公司和美国不同，作为集团公司的一部分，上市公司在亏损时可能受到集团内部的支持。由于获得的实际支持难以衡量，本文用控股链和控股层级来替代亏损公司获得支持的概率，结果发现，相对于单链控股的公司，多链控股的亏损公司的价值相关性显著的强于单链控股的公司，说明多链控股修复了持续经营的信念。没有证据表明控股层级能够修复持续经营的信念，可能的原因是，控股层级在刻画上市公司获得支持的力度上有所偏差。受限于数据难以获得，本研究仅测试了投资者对亏损公司的持续经营信念的修复，并未能够实际检验亏损公司获得的支持，这也是本文的主要局限。

#### 参考文献:

- [1]李增泉、余谦和王晓坤. 2005. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究, 第1期: 95-105.
- [2]刘峰、贺建刚和魏明海. 2004. 控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究. 管理世界, 102-110.
- [3]Burgstahler, D., Dichev, I.1997. Earnings, adaptation, and firm value. The Accounting Review, April: 187-215.
- [4]Chen, C. J. P., Chen, S., Su. X. 2001. Is Accounting Information Value-Relevant in the Emerging Chinese Stock Market? Journal of International Accounting, Auditing, & Taxation, 10(1): 1-22.
- [5]Chen, S., Wang, Y. 2004. Evidence from China on Value-Relevance of Operating Income vs. Below-the-Line Items. The International Journal of Accounting, 39 (4): 339-364.
- [6]Eccher, E., Healy, P.M. 2000. The Role of International Accounting Standards in Transitional Economies: A study of the People's Republic of China, Working paper: MIT Sloan School of Management.
- [7]Hayn, C. The information content of losses. 1995. Journal of Accounting and Economics, 20: 125-153.
- [8]Joos, P., Plesko, G. A. 2005. Valuing loss firms. The Accounting Review, 80(3): 847-870.
- [9]Shin, H., Stulz, R.1998. Are Internal Capital Markets Efficient? Quarterly Journal of Economics, 113: 531-552.
- [10]Stein, J. C. 1997. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. Journal of Finance, 52: 111-133.
- [11]Subramanyam, K., Wild, J. 1996. Going-concern status, earnings persistence, and the informativeness of earnings. Contemporary Accounting Research: 251-273.

## Shareholders' controlling chains and expectation of company's going-concern

Zhao Zi-ye

(Shanghai University of Finance and Economics, School of Accountancy, Shanghai , 200439)

**Abstract:** Prior research posit that loss firms' value relevance disappears due to the problem of going concern. This paper investigate whether shareholders' controlling chains affect the expectation of company's going-concern abilities. I find that value relevance of firms controlled by multiple chains is much higher than that of the firms controlled by single chain. I am unable to find any influence of levels of shareholder's chain.

**KeyWords:** value relevance; controlling chains