

大股东异质与上市公司的亏损逆转性

——基于 2005-2008 年中国亏损上市公司的经验证据

杜勇^{1,2}，鄢波³，陈建英⁴

(1 西南大学经济管理学院 重庆 400715；2 美国伊利诺伊大学香槟分校会计系 香槟 61820；

3 广东海洋大学经管学院 湛江 524088；4 西南大学财务处 重庆 400715)

摘要：本文研究了中国上市公司的大股东异质性对其在亏损以后发生亏损逆转的影响，实证结果表明：在所有亏损上市公司的样本中，无控股股东的亏损上市公司在亏损以后发生亏损逆转的程度明显高于有控股股东的亏损上市公司，说明股权分散产生的股东制衡效应能够促使上市公司在亏损以后积极主动地扭亏，而且亏损逆转的幅度更大；国有控股股东的亏损上市公司与其他控股股东的亏损上市公司之间、第一大股东为国有属性的亏损上市公司与第一大股东为其他属性的亏损上市公司之间在亏损逆转性上并无明显差异。

关键词：大股东异质；亏损逆转性；亏损偏好；国有控股；利益攫取

中图分类号: F234

文献标识码:A

一、问题的提出

近年来，随着次贷危机、地震灾害等事件的频繁发生，许多企业（即使是上市公司）都难以保持持续盈利的状态，更不用说保持持续增长的趋势，事实上，由于受到这些不利事件的影响，大多数企业都会陷入财务困境，这严重威胁到它们的生存和发展，影响到企业相关者各方的利益。由此，如何将这些陷入财务困境或处于亏损状态的公司解救于危难之际？如何缩短他们的亏损持续性使其尽快扭亏为盈呢？对此类问题的研究成为对当前公司管理层和利益相关者各方更为关心和更有意义的课题，这使得亏损逆转性的研究比盈余持续性的研究显得更为迫切和重要。然而，迄今为止，国内外却鲜有学者对此类问题进行深入研究。据笔者所查阅的国内外相关文献来看，国内尚未有学者专门对公司亏损逆转问题进行研究，国外学者也几乎都停留在对亏损上市公司是否能够发生亏损逆转的问题判断上，没有深入研究公司发生亏损逆转的真实性和亏损逆转的程度大小等问题。基于此，本文拟对上市公司的亏损逆转性问题展开深入研究。在我国，上市公司被大股东掌控是较为普遍的现象，那么，不同性质的大股东对上市公司发生亏损逆转的影响程度相同吗？如果不同，其差异和原因又是什么呢？带着对这些问题的思考，

本文重点分析了大股东异质性对上市公司亏损逆转性的影响。

就目前我们所涉猎的文献来看,几乎所有关于股东性质的研究都是基于控股股东或第一大股东的类型划分而展开,而且这类研究大多是探讨不同类别的控股股东性质与公司绩效或价值的关系(Shleifer and Vishny, 1997; 杜莹、刘立国, 2002; Durnev and Kim, 2005; 徐莉萍、辛宇、陈工孟, 2006 等),几乎找不到就股东性质与公司亏损逆转之间的关系展开研究的文献。就其原因,可能是亏损上市公司在上市公司中的比例较少,不具有代表性,容易被研究人员所忽视,事实上,很多实证研究的文献在选取样本时干脆删除了 ST、PT 或净利润为负的公司。然而,随着近年来突发事件、行业竞争等因素给公司带来的冲击不断增强,上市公司发生亏损的情形越来越普遍,这使得研究亏损逆转性的问题成为当前必要和紧迫的课题。本文试图通过对大股东异质性与亏损逆转程度的关系研究,在理论上,弥补盈余持续性研究中对亏损持续性研究的不足,完善和丰富盈余管理理论,进一步拓展财务预警管理理论和风险控制理论;在实践中,揭示造成上市公司发生亏损的根本原因和导致亏损持续性的关键因素,发现这些因素对上市公司亏损逆转的影响机理,有利于公司及时调整公司治理结构,以增强公司对财务危机的预警能力和抵御财务风险的能力,为投资者进行科学的投资决策和进一步完善我国上市公司的股票退市制度提供新的启示。

考虑到近年来我国上市公司发生亏损的比例逐渐增长,亏损的幅度也较以前有所增大,如何能够使亏损上市公司尽快扭亏为盈以保住其上市资格和可持续地发展成为许多公司日益关心和重视的问题,本文将研究重点放在了探讨亏损上市公司的各类异质性股东是如何影响其亏损逆转的程度上,主要从异质性大股东对上市公司亏损逆转的驱动机理和影响效果上进行了分析。鉴于先前学者对亏损逆转问题的研究仅仅关注的是亏损上市公司是否会在以后发生亏损逆转的情形(Joos and Plesko, 2005; Jiang and Stark, 2006; Kaisis, 2008),忽视了其发生亏损逆转的真实性和亏损逆转的程度大小(即本文所称的亏损逆转性),也没有考虑到不同性质的大股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度以及扭亏途径的选择上存在的差异,本文首先考虑到亏损上市公司大股东的异质性,对公司大股东进行了较为细致的划分,然后从亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度等方面分析各类大股东之间的异质性,以及他们对上市公司亏损逆转性的影响并提出相关假设,再结合我国 2005~2008 年亏损上市公司的经验数据对其影响机理进行实证检验,最后总结并分析其政策含义和局限性。

二、理论分析与假设提出

经典的股权制衡理论认为,股权适度集中且具有一定股权制衡特点的所有权结构,既能对大股东产生正向激励效应,从而解决股权高度分散的问题,又能在一定程度上抑制大股东侵害中小股东利益的行为(如利益攫取或掏空行为),这有利于提升公司的经营绩效和市值,因此,股权制衡是一种有效的公司治理机制(Shleifer and Vishny, 1986; La Porta et al., 1999; Bennedsen et al., 2000、2003; Maury and Pajuste, 2005; Boubakri, 2009)。然而,之前学者们的研究都是基于盈利性样本数据或者是盈利和亏损混合性样本数据分析得出的结论,对于处于亏损状态下的上市公司(这里称之为独立的亏损样本数据)而言,这种股权制衡效应能否正常发挥其治理作用还有待于进一步的分析和验证。当上市公司发生亏损时,大股东异质性主要表现在亏损偏好程度上的不同、扭亏的动机和支持程度上的差异等方面,这种异质性不仅会影响亏损上市公司发生亏损逆转的可能性,还会对亏损上市公司在未来发生亏损逆转的程度上产生影响。接下来的内容将具体分析大股东的异质性对上市公司的亏损逆转性¹产生影响的机理,并在此基础上提出相关假设。

1. 大股东在控股属性上的差异对上市公司亏损逆转性的影响

大股东在控股属性上的差异主要表现为对上市公司是否具有控制权,本文据此将亏损上市公司的大股东分为控股股东和非控股大股东两类,通过分析这两类大股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度等方面的差异来探讨他们对上市公司亏损逆转性的影响。

许多学者的研究表明,上市公司大多存在双重代理问题,即公司所有者(股东)和经营管理者之间

的冲突、控股股东对中小股东的利益侵占行为 (Shleifer and Vishny, 1986; La Porta et al., 1999; 白重恩, 2005 等)。如果公司业绩保持持续增长, 控股股东可以获取控制权带来的共享收益, 这使得他们有动机去监督公司的管理者, 降低代理成本, 提升公司价值, 同时中小股东的搭便车行为也能从中分享利益 (Laeven and Levine, 2007)。然而, 当公司业绩下滑, 特别是出现亏损时, 由于控股股东可能会利用手中的控制权来规避自己的损失, 或者通过关联方交易转移自己所应该承担的损失, 而非控股大股东往往对此无能为力, 他们的股票价格会受到亏损信息的负面影响而下跌, 一旦公司的亏损持续下去, 他们的股东财富会变得一文不值。因此, 从这个意义上讲, 非控股大股东比控股股东更加厌恶亏损, 这种亏损偏好上的差异会导致非控股大股东比控股股东扭亏的意愿更加强烈。此外, 国内有关盈余管理理论研究的文献表明, 如果公司在当年扭亏无望, 控股股东可能会支持管理当局通过操控应计项目 (陆建桥, 1999)、利用资产减值 (赵春光, 2006) 等反向盈余管理的手段, 使得上市公司“洗一个大澡”, 以为下一年的扭亏为盈做准备, 而且亏损越严重的企业在第四季度越倾向于“洗大澡” (张昕, 2008), 这说明控股股东的扭亏动机和能力要视亏损的严重性而定。当上市公司当年扭亏无望时, 控股股东出于长远利益的考虑, 可能会附和甚至支持管理当局暂时接受亏损 (即使是巨额亏损), 这导致他们缺乏扭亏动机和较低的扭亏支持程度, 而非控股大股东则因更多的关心短期利益而在任何时候都会更加积极主动地扭亏, 表现出强烈的扭亏动机和较高的扭亏支持程度, 这会导致无控股股东的亏损上市公司比有控股股东的亏损上市公司在发生亏损逆转的程度上更大。由此, 本文提出以下假设:

假设 1: 无控股股东的亏损上市公司在亏损逆转性上比有控股股东的亏损上市公司更强。

2. 控股股东在股东性质上的差异对上市公司亏损逆转性上的影响

控股股东在股东性质上的差异主要表现为控股股东是国有股东身份还是其他股东身份 (包括民营和私有产权性质的股东), 这里通过分析国有股东和其他股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度等方面存在的差异来探讨他们对上市公司亏损逆转性的影响程度。

在我国, 尽管国有股东控股的上市公司名义上是被国家控制, 但由于国有股东主体的虚位, 其实际控制权往往在相关的政府部门手中, 而国有股东控股的上市公司的现金流量权被高度分散于全体国民手中 (Shirley and Walsh, 2000; 徐莉萍等, 2006), 这使得掌控上市公司的政府部门并没有显著的现金流量权, 从而导致国有控股股东控制权和现金流权的分离。对于亏损上市公司而言, 这种分离会导致两种效应: 其一是亏损加剧, 由于国有控股股东会为自身利益而侵害中小股东利益, 他们的利己行为很可能导致已经处于困境的上市公司“雪上加霜”, 这体现出国有控股股东对亏损的偏好; 其二是亏损缓解甚至扭亏, 这是因为一方面控制权和现金流权的分离能减少政府对公司经营决策的过多干涉, 使公司绩效改善 (Shleifer and Vishny, 1993; Shleifer, 1998; Hellman et al., 2000), 另一方面由于分离有助于形成公司内部融资市场, 可以有效缓解外部融资压力, 降低融资成本 (Williamson, 1985; Stein, 1997), 这体现出国有控股股东对亏损的厌恶。从这两种效应来看, 国有控股股东对亏损的偏好程度上并不能一锤定音, 要视两种效应孰高孰低而定。相比之下, 其他性质控股股东 (如典型的自然人控股股东) 的控制权和现金流权相对统一, 他们自身的财富往往与他们所掌控的上市公司业绩息息相关, 因此, 他们当然希望自己所控制的上市公司业绩长青。从这种意义上看, 其他属性的控股股东会比国有属性的控股股东更加厌恶亏损。此外, 对于国有控股股东而言, 由于上述控制权和现金流权的分离, 同样会导致其在对亏损上市公司的扭亏动机上明显弱于其他属性的控股股东。从扭亏支持程度来看, 以政府部门为实际控制人的国有控股股东出于最大化自身部门的利益的考虑可能会对上市公司的亏损置之不理, 甚至对其落井下石, 运用转移价格、由上市公司提供债务担保、无偿占用上市资金等一些不正当的手段对已经处于困境的上市公司进行“掏空” (tunneling), 使得上市公司的扭亏更是难上加难。相比之下, 其他性质的控股股东与亏损上市公司的业绩联系得更为紧密, 他们可能会通过选择关联方交易、资产置换等方式对上市公司进行“支持” (propping), 尽管这种利益输送可能只是为其以后进行更多的利益掏空而事先付出的代价 (Riyanto and Toolsema, 2003; 佟岩、程小可, 2007; Jian and Wong, 2007), 是一种暂时的行为, 但起码会使得亏损上市公司的业绩即刻出现好转, 甚至是扭亏为盈。从这种角度来看, 其他属性的控股股东比国有控股股东对亏损上市公司的扭亏支持程度更大。由此, 本文提出以下假

设：

假设 2：在有控股股东的亏损上市公司中，其他股东控股的亏损上市公司在亏损逆转性上比国有股东控股的亏损上市公司更强。

3. 第一大股东在股东性质上的差异对上市公司亏损逆转性的影响

同样，对于无控股股东的上市公司，第一大股东在股东性质上的差异主要表现为第一大股东是国有股东身份还是其他股东身份，这里也通过分析国有股东和其他股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度等方面存在的差异来探讨他们对上市公司亏损逆转性的影响程度。

在无控股股东的亏损上市公司中，第一大股东属于既不拥有股东会层面又不拥有董事会层面的控制权（低股权低控制）的控制模式²。林建秀（2007）的研究表明，对于第一大股东不拥有股东会和董事会层面控制权的完全竞争型控制模式，面对相同的外部治理和投资者法律保护环境，不同产权性质的企业面临相同的效率损失，因此，国有第一大股东的上市公司与其他第一大股东的上市公司在经营绩效上应该没有显著差异。据此，本文有理由认为，当上市公司发生亏损时，这种“双低型”的控制模式会导致上市公司各个股东之间产生较强的股权制衡效应，这使得包括第一大股东在内的任何股东都很难利用自己的身份获取私人利益，因此，无论是国有第一大股东还是其他第一大股东，在亏损偏好程度上应该是一致的，即要么都是厌恶亏损，要么都是偏好亏损，这实际上等于将亏损偏好的选择权交给了上市公司管理当局，这使得他们在亏损扭转的偏好程度上无明显差异。此外，在无控股股东的上市公司中，由于股权高度分散，各个股东之间相互的制衡效应较大，使得第一大股东与中小股东之间的代理冲突不是很明显，但由于公司内部不存在控股股东，单个股东也没有足够的动机和能力去监督公司管理当局，导致管理层与股东之间存在严重的代理问题，这时，无论是国有第一大股东还是其他第一大股东，都只有“听从”管理当局的意愿。当上市公司发生亏损时，管理当局出于保住自身地位和名誉的考虑，可能会通过正向盈余管理尽力去扭亏，也可能通过反向盈余管理先“洗大澡”再扭亏³，这时，作为“听命于”管理当局的国有第一大股东和其他第一大股东，要么都具备扭亏动机和较高的扭亏支持程度（当公司扭亏有望时），要么都表现为缺乏扭亏动机和较低的扭亏支持程度（当公司扭亏无望时），即两类大股东在扭亏动机和支持程度上也无明显差异。由此，本文提出以下假设：

假设 3：在无控股股东的亏损上市公司中，国有第一大股东的亏损上市公司与其他第一大股东的亏损上市公司在亏损逆转性上无明显差异。

三、研究设计

（一）研究样本的选择

考虑到中国证监会于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着股权分置改革正式启动。2005年9月4日，中国证监会颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》，意味着股权分置改革从试点阶段开始转入积极稳妥地全面铺开的新阶段，这些政策的实施对亏损股本身在当年及以后年度造成的影响较大，因此，本文选择了从2005至2008年四年间发生亏损的上市公司作为研究总样本，实际在计算各变量时跨越了从2005年到2009年之间的五个会计年度的亏损上市公司数据。具体样本筛选的过程如表1所示。

表1 研究样本的筛选过程（样本期间：2005年~2008年）

观测年度	2005	2006	2007	2008	合计
全部亏损上市公司年度观测值	209	221	157	298	885
剔除：					
外资控股的亏损上市公司	26	26	19	23	94
金融保险类亏损上市公司	3	1	1	3	8

数据缺失的亏损上市公司	11	14	38	4	67
数据异常的亏损上市公司	9	7	24	6	46
最终选择的公司年度样本量	160	173	75	262	670
其中：					
有控股股东的样本组	80	69	29	125	303
国有股东控股组	63	54	21	89	227
其他股东控股组	17	15	8	36	76
无控股股东的样本组	80	104	46	137	367
国有第一大股东组	27	38	19	52	136
其他第一大股东组	53	66	27	85	231

（二）被解释变量的设计

考虑到我国资本市场的特殊性和张昕（2008）、Kevin（2010）提到季度盈余预测方法的优越性⁴，以及大多数公司在亏损后的第一季度会有更加明显的扭亏行为，本文选择亏损后第一季度资产标准化后的季度盈余（即资产净利率， $JROA_{t+1}$ ）与亏损当年第四季度资产标准化后的资产净利率（即 $ROAA_t$ ）之差（即 $JROA12=JROA_{t+1}-ROAA_t$ ）来表示亏损上市公司在亏损后发生亏损逆转的程度，该值越大，说明上市公司的亏损逆转性越强。另外，由于现金流量更能真实地反映上市公司的亏损状态，许多学者的研究发现现金流量多的亏损上市公司扭亏能力更强，本文还选择了亏损当年每股经营活动现金净流量（COPS）和亏损当年每股净现金流量（CFPS）作为反映亏损逆转程度的辅助变量。此外，考虑到季度现金流量包含的信息及时性，以及为排除应计制衡量的资产报酬率对度量亏损逆转程度可能存在的缺陷，本文还设计了亏损后的第一季度每股净现金流量（ $JCFP_{t+1}$ ）与亏损当年第四季度的每股净现金流量（ $CFPS_t$ ）之差（即 $JCFP12=JCFP_{t+1}-CFPS_t$ ）、亏损后的第一季度每股经营活动现金净流量（ $JCOP_{t+1}$ ）与亏损当年第四季度的每股经营活动现金净流量（ $COPS_t$ ）之差（即 $JCOP12=JCOP_{t+1}-COPS_t$ ）来表示亏损逆转的真实性。

（三）解释变量的设计

为了反映各类亏损上市公司的大股东异质性，本文设置了以下解释变量：

YNKG 表示上市公司是否存在控股股东，这里借鉴 La Porta 等（1999）、吴刚、刘丹（2008）的方法，依据单个股东持股比例是否等于或超过 30%，如果存在这样的股东，即为控股股东，则 YNKG 取值为 1，否则为 0。

CQXZ 表示亏损上市公司大股东的产权性质是国有股东还是非国有股东。在有控股股东的亏损上市公司中，如果控股股东是国有股东性质，则 CQXZ 取值为 1，否则为 0；这里直接依据第一大股东类别来判断该公司是否是国有股东性质还是其他股东性质；在无控股股东的亏损上市公司中，如果控股股东是国有股东性质，则 CQXZ 取值为 1，否则为 0；这里直接依据第一大股东类别来判断该公司是否是国有股东性质还是其他股东性质。

（四）控制变量的设计

考虑到除大股东性质之外的其他变量也可能对上市公司的亏损逆转性产生影响，本文设置了以下一

些主要的控制变量。

1. 亏损是否是首次发生的情况对亏损逆转性的影响。由于亏损状态的持续性直接决定着公司以后的业绩情况,因而各个公司发生亏损的历史情况在很大程度上会影响到其以后亏损逆转的可能性。从当年的亏损是否是首次发生来看,首次亏损的公司发生逆转的概率应该比非首次发生亏损的公司要高。Joos and Plesko (2005)的实证研究表明,上市公司过去亏损的频率和相对程度对公司第二年度发生亏损逆转的可能性会有重要影响。他们认为,如果上市公司当年亏损是首次发生的,亏损逆转的可能性较其他非首次发生亏损的公司更大。由此,本文认为当年度首次发生亏损的公司比非首次发生亏损的公司在第二年度发生亏损逆转的程度更大。这里引入上市公司是否首次亏损(SHCK)变量,如果上市公司在当年的亏损是首次亏损,则SHCK取值为1,否则为0,并预期首次亏损与否的情况对上市公司的亏损逆转性存在正面影响。

2. 公司规模对亏损逆转性的影响。许多学者都认识到公司规模的大小对公司发生亏损逆转的可能性和时间上存在影响。Satin (1992)^[4]认识到规模大的亏损公司比规模小的亏损公司更容易摆脱财务困境,因而继续生存的可能性要大些。Hayn (1995)^[1]的研究表明,规模大的公司相对于小公司发生亏损的频率要低得多,因此,其发生亏损逆转的概率会较高。Klein and Marquardt (2005)检验了从1951年到2001年间的55年、涉及259719个样本发生会计亏损的会计和非会计原因。小公司多元化程度越小,风险越高,扣除研发支出后的现金流回报负得越多。他们比大规模公司更有可能发生在商业周期期末,而且具备这些特征的公司在该年度更有可能发生会计亏损。由此,本文预期公司规模对亏损逆转性有正面影响,并用年末总资产账面价值的自然对数(SIZE)来衡量。

3. 公司负债情况对亏损逆转性的影响。从公司的资本结构来看,公司资产负债率过高,说明公司的偿债能力出现了实质性问题,其以后年度发生扭亏的可能性会较小,Pope and Wang (2004)、Joos and Plesko (2005)的研究表明,公司的债务负担越重,其发生亏损逆转的可能性越小。由此,本文预期公司负债情况对公司亏损逆转性有负面影响,这里引入了资产负债率(FZQK)变量来表示公司负债情况,并用亏损当年负债总额除以资产总额来衡量。

4. 公司成长性对亏损逆转性的影响。从公司的发展潜力来看,较高的销售增长率意味着公司有更多的资金去盈利,这预示着公司发生亏损逆转可能性会较大。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)会引起亏损公司的股价发生变化。Easton and Zmijewski (1989)以及Collins和Kothari (1989)通过经验数据分析也发现上市公司的亏损逆转性与公司成长性之间呈正相关关系。由此,本文预期公司的成长性对公司亏损逆转性有正面影响,这里引入了收入增长变量,并用营业收入增长率(INZJ)来衡量。

5. 公司所处的行业属性对亏损逆转性的影响。Sougiannis (1994), Lev and Sougiannis (1996), Lev and Zarowin (1998)等学者的研究均表明,如电子、制药等技术密集型亏损公司比其他劳动和资本密集型亏损公司具有更多的投资价值,而且,其未来的经营业绩与公司的研发支出之间存在关联性。Shortridge (2004)检验了制药行业的研发支出的价值相关性,发现研发支出与公司股票价格正相关,对于那些高研发产出率的公司尤为如此。Franzen (2006)发现,对于那些研发密集型亏损公司,负面盈余的经验模型将其解释力提高45%,其中负盈余和会计盈余模型的调整系数分别达到32%和22%。这里以采掘业(B)为基准行业,设置行业(INDU)为虚拟变量,以控制行业间的差异对亏损逆转产生的影响。

6. 公司所处的年度对亏损逆转性的影响。由于各个年度的经济周期、行业发展状况不一样,公司发生亏损逆转的程度可能会因为其所处的年度环境差异而不同,因此,本文对公司所处的年度也进行了控制。这里以2008年为基准年份,设置年度(YEAR)为虚拟变量,以控制年度间的差异对亏损逆转产生的影响。

(五) 回归模型的设计

研究大股东异质性的上市公司之间亏损逆转可能性差异的一种简单方法是直接比较组与组之间亏损逆转性的均值和中位数,并检验这种差异在统计上是否显著。本文将全部亏损样本按照是否有控股分

为有控股股东组和无控股股东组，其中，有控股股东的亏损上市公司又按照第一大股东性质分为国有控股股东组和其他控股股东组；无控股股东的亏损上市公司同样按照第一大股东性质分为国有第一大股东组和其他第一大股东组，这样分成三对进行匹配，对其进行相应的亏损逆转性比较。但是，这种简单的比较没有考虑控制变量的影响，而控制变量可能会对公司亏损逆转性产生较大的影响。因此，本文还进行了如下模型的回归分析，以剔除控制变量的影响。

亏损逆转的多元线性回归模型：

$$REVE = \alpha + \beta_1 YNKG + \beta_2 SHCK + \beta_3 SIZE + \beta_4 FZQK + \beta_5 INZJ + \sum_{i=1}^3 \beta_{5+i} YEAR_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{8+j} INDU_j + \varepsilon \quad (1)$$

$$REVE = \alpha + \beta_1 CQXZ + \beta_2 SHCK + \beta_3 SIZE + \beta_4 FZQK + \beta_5 INZJ + \sum_{i=1}^3 \beta_{5+i} YEAR_i + \sum_{j=1}^9 \beta_{8+j} INDU_j + \varepsilon \quad (2)$$

$$REVE = \alpha + \beta_1 CQXZ + \beta_2 SHCK + \beta_3 SIZE + \beta_4 FZQK + \beta_5 INZJ + \sum_{i=1}^3 \beta_{5+i} YEAR_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{8+j} INDU_j + \varepsilon \quad (3)$$

上述模型（1）用于全样本的回归分析，模型（2）用于有控股股东的亏损上市公司样本的回归分析，模型（3）用于无控股股东的亏损上市公司样本的回归分析。注意到，由于有控股股东的亏损上市公司年度样本只涉及 10 个行业，故此模型（2）中只设置了 9 个行业哑变量。这里，各模型中的 REVE 表示亏损逆转变量，这里主要用 JROA12 作为亏损逆转的代理变量。

四、实证分析

（一）各变量的描述性统计分析

表 2 是对上述模型中各个变量进行描述性统计结果。

表 2 各个变量的描述性统计表（全样本）

变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
JROA12	670	-0.030	1.814	0.163	0.244
JCOP12	670	-2.202	4.690	-0.095	0.481
JCFP12	670	-2.602	3.881	0.104	0.508
JCFP	670	-1.790	1.635	-0.006	0.248
CFPS1	670	-3.789	2.419	0.046	0.434
YNKG	670	0.000	1.000	0.452	0.498
CQXZ	670	0.000	1.000	0.542	0.499
SHCK	670	0.000	1.000	0.279	0.449
SIZE	670	14.108	25.827	20.806	1.310
FZQK	670	0.041	20.247	1.137	1.900
INZJ	670	-1.273	2.206	-0.112	0.370

从表 2 的全样本描述性统计结果可以看出，就亏损逆转变量而言，上市公司在亏损后第一季度的资产净利率总体上会有所增长，平均增长值为 16.3%，这说明大部分亏损上市公司在亏损后存在明显的扭亏行为，以使得其迅速发生亏损逆转；上市公司在亏损后第一季度的每股经营活动现金净流量总体上会有所减少，平均减少了 0.095 元/股，而上市公司在亏损后第一季度的每股现金净流量总体上会有所增

长, 平均增加 0.104 元/股, 这说明亏损后上市公司现金流量的来源主要是筹资和投资活动产生的; 上市公司在亏损后第一季度的每股现金净流量均值为负, 而亏损后第一年的每股现金净流量均值为正, 这说明亏损上市公司短期内现金净流量不足, 但长期来看现金净流量仍然是充足的; 就解释变量而言, 是否有控股股东和大股东产权性质的均值都接近于 0.5, 说明几乎有一半的亏损样本公司存在控股股东, 有一半以上的亏损样本公司是国有性质的大股东, 这表明大股东控股和国有大股东在亏损上市公司中是较为普遍的现象; 首次亏损与否的均值为 0.279, 说明样本公司中大部分公司在亏损以前年度已经发生过亏损, 仅有不到三分之一的样本公司是当年发生首次亏损的。从样本公司的负债情况均值来看, 样本公司总体资产负债率偏高, 大部分亏损上市公司处于资不抵债的境地; 从亏损当年的营业收入增长率均值来看, 样本公司在亏损当年的营业收入增长率均值为负数, 表明样本公司在亏损当年营业收入发生下降, 即亏损上市公司的成长性普遍较差。

(二) 各样本组间亏损逆转变量的均值和中位数比较分析

表 3 报告了有控股股东的亏损上市公司、无控股股东的亏损上市公司、国有股东控股的亏损上市公司、其他股东控股的亏损上市公司、第一大股东为国有股东的无控股股东类亏损上市公司和第一大股东为其他股东的无控股股东类亏损上市公司等样本组亏损逆转变量的均值和中位数, 表 4 报告了组与组之间亏损逆转变量均值和中位数的差异显著性检验结果。

表 3 各样本组的亏损逆转变量均值和中位数

大类	有控股股东的亏损上市公司						无控股股东的亏损上市公司						全样本 (670)	
次类	国有控股 股东 (GYKG, 227)		其他控股 股东 (QTKG, 76)		有控股股东 类(YKGG, 303)		国有第一大 股东 (GYDG, 136)		其他第一大 股东 (QTDG, 231)		无控股股东 类(WKGG, 367)			
亏损 逆转 变量	均 值	中 位 数	均 值	中 位 数	均 值	中 位 数	均 值	中 位 数	均 值	中 位 数	均 值	中 位 数	均 值	中 位 数
JROA1 2	0.109	0.077	0.160	0.085	0.122	0.079	0.137	0.084	0.232	0.116	0.197	0.099	0.16 3	0.09 0
JCOP1 2	-0.127	-0.100	-0.143	-0.055	-0.131	-0.100	-0.106	-0.078	-0.042	-0.013	-0.066	-0.027	-0.09 5	-0.04 4
JCFP1 2	0.071	0.048	0.236	0.099	0.112	0.055	0.059	0.028	0.120	0.028	0.097	0.028	0.10 4	0.03 9
JCFP	-0.038	-0.019	0.042	-0.004	-0.018	-0.009	-0.010	-0.004	0.011	-0.002	0.003	-0.003	-0.00 6	-0.00 5
CFPS1	-0.026	-0.003	0.088	0.012	0.003	0.000	0.114	0.011	0.062	0.001	0.082	0.002	0.04 6	0.00 1

注: YKGG 是指有控股股东的亏损上市公司, WKGG 是指无控股股东的亏损上市公司; GYKG 是指国有股东控股的亏损上市公司, QTKG 是指其他股东控股的亏损上市公司; GYDG 是指第一大股东为国有股东的无控股股东类亏损上市公司, WKGG 是指第一大股东为其他股东的无控股股东类亏损上市公司。

表 4 各样本组间亏损逆转变量的均值和中位数比较结果

亏损逆 转 变量	YKGG 与 WKGG		GYKG 与 QTKG		GYDG 与 QTDG	
	均值比较	中位数比较	均值比较	中位数比较	均值比较	中位数比较
JROA12	4.007***	3.146***	2.725***	0.666	2.953***	3.045***

JCOP12	1.755*	2.778***	-0.198	0.337	1.638	2.084**
JCFP12	-0.377	0.010	2.214**	2.419**	1.228	0.561
JCFP	1.095	1.311	2.259**	2.239**	0.871	0.518
CFPS1	2.341**	2.174**	2.099**	2.731***	-1.076	0.958

注：均值比较报告的是 T 检验的 t 统计量，中位数比较报告的是 Mann-Whitney U 检验的 Z 统计量，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平上显著。

从表 4 报告的各样本组间亏损逆转变量均值和中位数比较的显著性结果可知：

1. 在所有亏损上市公司样本中，有控股股东与无控股股东的样本组之亏损逆转性比较

从各项亏损逆转变量的均值和中位数比较结果来看，有控股股东的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的资产净利率变化均值和中位数均在 1% 的统计水平上显著低于无控股股东的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的资产净利率变化均值和中位数；有控股股东的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股经营活动现金净流量变化均值和中位数分别在 10% 和 1% 的统计水平上显著低于无控股股东的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股经营活动现金净流量变化均值和中位数；有控股股东的亏损上市公司样本组在亏损后第一年的每股现金净流量均值和中位数均在 5% 的统计水平上显著低于无控股股东的亏损上市公司样本组在亏损后第一年的每股现金净流量均值和中位数。这些证据初步表明无控股股东的亏损上市公司在亏损后产生的每股经营活动现金净流量比有控股股东的亏损上市公司更丰富，无控股股东的亏损上市公司在亏损以后发生亏损逆转的程度比有控股股东的亏损上市公司更大。不过，从两类亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股现金净流量变化均值和中位数、亏损后第一季度的每股现金净流量均值和中位数来看，有控股股东的亏损上市公司样本组与无控股股东的亏损上市公司样本组在统计意义上并无明显差异。

2. 在有控股股东的亏损上市公司中，国有股东控股与其他股东控股的样本组之亏损逆转性比较

从各项亏损逆转变量的均值和中位数比较结果来看，国有股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的资产净利率变化均值在 1% 的统计水平上显著低于其他股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的资产净利率变化均值，国有股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的资产净利率变化中位数尽管在统计水平上不显著但也低于其他股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的资产净利率变化中位数；国有股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股现金净流量变化均值和中位数均在 5% 的统计水平上显著低于其他股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股现金净流量变化均值和中位数；国有股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股现金净流量均值和中位数均在 5% 的统计水平上显著低于其他股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股现金净流量均值和中位数；国有股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一年的每股现金净流量均值和中位数分别在 5% 和 1% 的统计水平上显著低于其他股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股现金净流量均值和中位数。这些证据初步表明其他股东控股的亏损上市公司样本组在亏损后第一年的每股现金流量比国有股东控股的亏损上市公司样本组更为丰富，其他股东控股的亏损上市公司比国有股东控股的亏损上市公司发生亏损逆转的程度更大；但从两类亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的每股经营活动现金净流量变化均值和中位数来看，国有股东控股的亏损上市公司样本组与其他股东控股的亏损上市公司样本组在统计意义上并无明显差异。

3. 在无控股股东的亏损上市公司中，第一大股东为国有股东与第一大股东为其他股东的样本组之亏损逆转性比较

从各项亏损逆转变量的均值和中位数比较结果来看，第一大股东为国有股东的亏损上市公司样本组在亏损后第一季度的资产净利率变化均值在 1% 的统计水平上显著低于第一大股东为其他股东的亏损上

市公司样本组,这初步表明第一大股东为其他股东的亏损上市公司在亏损后发生亏损逆转的程度比第一大股东为国有股东的亏损上市公司要大;从表示亏损逆转的各项现金流量均值和中位数来看,第一大股东为国有股东的亏损上市公司样本组和第一大股东为其他股东的亏损上市公司样本组除亏损后第一季度的每股经营活动现金净流量变化中位数在 5%的统计水平存在显著差异之外,其他变量(包括亏损后第一季度的每股经营活动现金净流量变化均值、亏损后第一季度的每股现金净流量变化均值和中位数、亏损后第一季度的每股现金净流量均值和中位数、亏损后第一年的每股现金净流量均值和中位数)均无统计意义上的明显差异,这说明两类亏损上市公司发生亏损后在现金流量的丰富程度上并无明显差异。

(三) 各变量之间的相关性分析

对除年度、行业变量外的其他各变量作 Person 相关分析,其分析的结果如表 5 所示。

表 5 各变量间的 Person 相关系数矩阵

变量		JROA12	YNKG	SHCK	SIZE	FZQK	INZJ
JROA12	Pearson 相关性	1	-0.153**	-0.222**	-0.411**	0.624**	-0.261**
	显著性(双侧)		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
YNKG	Pearson 相关性	-0.153**	1	0.170**	0.245**	-0.092*	0.084*
	显著性(双侧)	0.000		0.000	0.000	0.017	0.030
SHCK	Pearson 相关性	-0.222**	0.170**	1	0.334**	-0.176**	0.176**
	显著性(双侧)	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000
SIZE	Pearson 相关性	-0.411**	0.245**	0.334**	1	-0.437**	0.219**
	显著性(双侧)	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000
FZQK	Pearson 相关性	0.624**	-0.092*	-0.176**	-0.437**	1	-0.195**
	显著性(双侧)	0.000	0.017	0.000	0.000		0.000
INZJ	Pearson 相关性	-0.261**	0.084*	0.176**	0.219**	-0.195**	1
	显著性(双侧)	0.000	0.030	0.000	0.000	0.000	

注:由于篇幅所限,这里只对表示亏损逆转程度的变量 JROA12 与其他解释变量之间的相关性分析结果进行了披露,其他亏损逆转的代理变量与各解释变量之间的相关性分析结果如需要也可以提供。**. 在 .01 水平(双侧)上显著相关。*. 在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

从表 5 列示的各变量之间相关性分析结果来看,亏损逆转变量(即 JROA12,亏损后第一季度的资产净率变化)与是否有控股股东变量(即 YNKG)、是否是首次亏损变量(即 SHCK)、公司规模变量(即 SIZE)、成长性变量(即 INZJ)之间均存在显著性水平为 1%的负相关关系,与负债情况(即 FZQK)之间存在显著性水平为 1%的正相关关系,这进一步表明无控股股东的亏损上市公司发生亏损逆转的程度比有控股股东的亏损上市公司更大,非首次亏损的上市公司比首次亏损的上市公司发生亏损的程度更大,规模越小的亏损上市公司发生亏损逆转的程度越大,成长性差的亏损上市公司发生亏损逆转的程度相对较大。在解释变量和控制变量的相互关系中,尽管它们之间大多数都存在较强的相关性,但在多重共线性诊断中,各变量的方差膨胀因素 VIF 均小于 2,因此对随后的多元线性回归不会产生影响。

(四) 模型的回归分析

利用 SPSS17.0 对反映各变量关系的模型利用全样本和分组样本数据进行多元线性回归分析,其结果如表 6 所示。从表 6 显示的回归结果来看,全样本和分组样本数据进行模型回归的检验结果 F 值均在 1%的统计水平上显著,说明线性回归模型拟合的效果较好;由于各测试变量和控制变量的方差膨胀因子最大值均小于 2,容许度都大于 0.5,说明各自变量之间不存在严重的多重共线性问题;各个模型的自相关 Durbin-Watson 值均接近于 2,说明各模型不存在一阶序列相关性。

表6 2005-2008 全样本和分组样本的 OLS 回归结果

变量	全样本				有控股股东样本				C
	(01)		(1)		(02)		(2)		
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	
截距	0.562***	4.165	0.565***	2.885	0.493***	4.336	0.439***	3.313	0.466*
YNKG	-0.027*	-1.816	-0.034**	-2.288					
CQXZ					-0.008	-0.525	-0.014	-0.904	-0.038
SHCK	-0.032*	-1.868	-0.034**	-1.980	-0.027**	-1.987	-0.025*	-1.774	-0.044
SIZE	-0.022***	-3.448	-0.022***	-3.131	-0.019***	-3.543	-0.017***	-2.893	-0.018
FZQK	0.069***	16.323	0.069***	16.203	0.046***	11.249	0.048***	11.256	0.079**
INZJ	-0.076***	-3.818	-0.072***	-3.585	-0.047**	-2.517	-0.051***	-2.618	-0.091*
年份	未控制		控制		未控制		控制		未
行业	未控制		控制		未控制		控制		未
样本	670		670		303		303		
F	101.805***		28.105***		44.615***		14.562***		57.
Adj R ²	0.430		0.435		0.419		0.433		0
Durbin-Watson	1.961		2.019		1.897		2.036		1
VIF _{max}	1.418		1.610		1.188		1.502		1

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著；年度虚拟变量和行业虚拟变量中的“控制”代表其参与了相应模型的回归过程，“未控制”代表其没有参与相应模型的回归过程，由于篇幅所限，本文没有将年度虚拟变量和行业虚拟变量的检验结果列示出来；限于本文篇幅，这里仅对表示亏损逆转程度的代理变量（JR0A12）进行了回归分析。

首先，从全样本的回归结果可以看出，

(1) 对于解释变量而言，无论是控制年度和行业变量的模型（即模型1）还是没有控制年度和行业变量的模型（即模型01），有控股股东与否（YNKG）变量的符号都与预期相符，且在统计上显著为负，这更进一步表明无控股股东的亏损上市公司在亏损后发生亏损逆转的程度比有控股股东的亏损上市公司更大，从而证实了前文的假设1。就其原因，可能是对于无控股股东的亏损上市公司而言，由于股权集中度相对较低，股权分散产生的股东制衡效应明显，这能够促使上市公司在亏损以后积极主动地扭亏；而对于有控股的亏损上市公司而言，由于控股股东普遍存在“趋利避害”行为，如果控股股东所控制的上市公司盈利了，他们会通过盈余管理、关联方交易等手段进行利益攫取（Barclay and Holderness, 1989; Bergstrom and Rydqvist, 1990; Claessens, Djankov and Lang, 2000; Bertrand, Mehta and Mullainathan, 2002; Bae, Kang and Kim, 2002; 李增泉、孙铮、王志伟, 2004; 刘峰、贺建刚、魏明海, 2004; 吕长江、肖成民, 2006; 高雷、宋顺林, 2007），但一旦他们所控制的上市公司发生亏损，为了减少自身的连带责任，维护自身的利益，控股股东可能会“视而不见”，甚至会“乘人之危”，采取减资、撤资或者转移资产等方式对亏损上市公司进行“釜底抽薪”，这无疑加重了亏损上市公司发生亏损逆转的难度，因此，即使其他非控股股东以及公司管理层竭尽全力去减亏、扭亏以及改善亏损上市公司的业绩，但其扭亏的效果和亏损逆转的程度并不理想，这使得有控股股东控制的亏损上市公司发生亏损逆转的程度明显低于无控股股东的亏损上市公司。这与Friedman, Johnson and Mitton(2003)、Riyanto and Toolsema (2004)、李增泉、余谦、王晓坤 (2005)、张光荣、曾勇 (2006) 宁宇新、柯大钢 (2006)、佟岩、程小可 (2007)、Jian and Wong (2007) 等学者的研究结论并不一致，Friedman, Johnson and Mitton (2003)认为在法律对投资者保护较差的市场环境下，上市公司的控制性股东具有利益输送(tunneling)动机，但当上市公司处于困境时也同样具有利益支持(propping)的动机，他们认为，控制性股东并不总是掏空公司，他们也有“支持”公司的时候（尤其在公司陷入财务困境时），控制股东对所控制的上

上市公司存在利益输送行为以帮助其脱离财务困境。就其结论不一致的原因,本文认为主要是由于样本选择的不同,几乎所有前期发现控股股东对处于财务困境的上市公司存在“利益支持”行为的研究文献所选择的样本都是盈利上市公司或者是盈利和亏损的混合样本(这其中盈利公司所占比例远远高于亏损公司),控股股东对于该类上市公司的前途普遍充满信心,看好其未来发展潜力和获利能力,因此,即使盈利上市公司出现暂时的财务困境,他们也会通过利益输送去帮助其缓解,但其根本目的是为了以后待该上市公司业绩好转时进行更多的利益攫取。对于亏损上市公司而言,特别是对于连续几年亏损或者亏损幅度较大的上市公司,控股股东可能认为该类上市公司前途渺茫,并没有像Friedman, Johnson and Mitton (2003)等学者所认为的那样,对其进行利益支持以帮助其渡过难关,而是恰恰相反,对其或是“置之不理”或是进行“釜底抽薪”。

(2) 对于控制变量而言,无论是控制年度和行业变量的模型(即模型1)还是没有控制年度和行业变量的模型(即模型01),首次亏损与否变量(SHCK)的符号均与预期的相反,并分别在10%和5%的统计水平上显著为负,这表明首次亏损的上市公司在亏损以后发生亏损逆转的程度更小,而已经发生多次亏损、特别是连续亏损的上市公司在亏损以后发生亏损逆转的程度较大,就其原因可能是由于我国现行的关于ST、PT规定以及退市制度的约束所致,根据中国证监会于2003年3月18日颁布并实施了“关于执行《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》的补充规定”,上市公司如果连续2年亏损、亏损1年且净资产跌破面值、公司经营过程中出现重大违法行为等情况之一,交易所对公司股票进行特别处理,亦即ST制度;对ST公司,如果再出现问题,比如下年继续亏损从而达到《公司法》中关于连续3年亏损限制的,则进行PT处理;如果公司出现最近三年连续亏损且在限期内未能消除的情形,则公司会面临被终止上市的风险。对于那些非首次亏损的上市公司,出于规避被ST、PT处理而暂停上市以及退市风险的考虑,他们在亏损以后扭亏为盈的动机和扭亏力度会更大,因此,其亏损逆转的程度比首次亏损的上市公司更高。对于模型(1)和模型(01)而言,公司规模变量(SIZE)的符号均与预期的相反,并都在1%的统计水平上显著为负,这说明亏损上市公司的规模越小,其在亏损以后发生亏损逆转的程度就越大,这与Hayn (1995)、Klein and Marquardt (2005)的结论刚好相反,究其原因,可能是由于我国规模小的亏损上市公司自身包袱较轻,内部调整更为灵活,一旦发生亏损,其能够在短时间内迅速扭亏为盈,致使其比规模大的上市公司更为容易发生亏损逆转。对于模型(1)和模型(01)而言,公司负债情况变量(FZQK)的符号均与预期相反,且都在1%的统计水平上显著为正,这说明亏损上市公司的负债越多,其发生亏损逆转的可能性越大。这与Joos and Plesko (2005)的结论刚好相反,就其原因,可能是由于我国亏损上市公司的资产负债率普遍偏高(表4中的数据表明全样本的资产负债率均值达113.7%),并且多数亏损上市公司处于资不抵债的窘境,使得债权人出于保护自身利益的动机去督促或者通过减息免息、延长付款期限等方式帮助亏损上市公司尽快摆脱亏损困境,最终使得债务负担过重的亏损上市公司发生亏损逆转的程度更大。对于模型(1)和模型(01)而言,公司成长性变量(INZJ)的符号均与预期相反,且在1%的统计水平上显著为负,这说明成长性差的亏损上市公司发生亏损逆转的程度比成长性好的亏损上市公司要大,这与Easton and Zmijewski (1989)、Collins和Kothari (1989)的结论也刚好相反,就其原因,可能是由于我国亏损上市公司的营业收入增长率普遍为负数(从表4可知全样本的营业收入增长率均值为-11.2%),即多数亏损上市公司的营业收入下降了,对于那些营业收入下降幅度大(即成长性较差)的亏损上市公司而言,为了保住其壳资源的价值,公司管理层会更为积极主动地采取扭亏措施去改善公司的经营业绩,使得该类亏损上市公司发生亏损逆转的程度比那些营业收入下降幅度小(即成长性相对较好)的亏损上市公司更大。

其次,从有控股股东样本组的回归结果可以看出,

(1) 对于解释变量而言,无论是控制年度和行业变量的模型(即模型2)还是没有控制年度和行业变量的模型(即模型02),控股股东的产权性质(CQXZ)变量的符号都与预期相符,但在统计意义上并不显著,这表明尽管国有股东控股的亏损上市公司发生亏损逆转的程度比其他股东控股的亏损上市公司小,但这种亏损逆转上的程度差异并不明显,这就无法证实前文的假设2。就其原因,可能是由于无论是对于国有控股股东还是对于其他控股股东而言,当他们所控制的上市公司发生亏损时,他们出于“趋

利避害”的共同动机会不自觉地产生一致性的行为，即：对于那些暂时性的、亏损幅度小的亏损上市公司，他们都可能采取“利益支持”，待这类亏损上市公司发生亏损逆转之后再对其进行“利益攫取”；对于那些永久性的、亏损较为严重的亏损上市公司，他们可能都会通过减资撤资、转移资产等手段来减少其自身的损失，这无疑使得亏损上市公司“雪上加霜”。

(2) 对于控制变量而言，无论是控制年度和行业变量的模型（即模型 2）还是没有控制年度和行业变量的模型（即模型 02），是否是首次亏损变量（即 SHCK）、公司规模变量（即 SIZE）、公司负债情况的变量（FZQK）以及公司成长性变量（即 INZJ）在回归系数的符号与显著性水平上均与全样本的回归情况一致，这里不再重复阐述。

最后，从无控股股东样本组的回归结果可以看出，

(1) 对于解释变量而言，无论是控制年度和行业变量的模型（即模型 3）还是没有控制年度和行业变量的模型（即模型 03），亏损上市公司的第一大股东性质（CQXZ）变量的符号都与预期相符，但在统计意义上并不显著，这表明尽管第一大股东为国有股东的亏损上市公司发生亏损逆转的程度比第一大股东为其他股东的亏损上市公司小，但这种亏损逆转上的程度差异并不明显，这证实前文的假设 3。就其原因，可能是由于在无控股股东的亏损上市公司中，尽管第一大股东持股比例排名第一位，但由于各个股东对其所投资的上市公司均没有控制权，各个股东之间相互制衡的力度较强，使得第一大股东不能凭借自己的主观意愿决定上市公司的重大经营决策，因此，第一大股东的性质是国有还是其他股东类别，对其发生亏损逆转的程度并无显著影响。

(2) 对于控制变量而言，无论是控制年度和行业变量的模型（即模型 3）还是没有控制年度和行业变量的模型（即模型 03），是否是首次亏损变量（即 SHCK）和公司规模变量（即 SIZE）的符号均与预期相反，但在统计意义上并不显著，这不同于全样本回归的情形，就其原因，可能是由于在无控股股东的亏损上市公司中，各个股东持股比例相对均衡，他们之间出于利益均衡会产生较强的相互制衡和监督力度，这种制衡作用削弱了一些股东为自己谋利而故意增加或减少上市公司亏损逆转程度的动机，限制了这些股东故意增强或减弱扭亏效果的行为，使得无论公司是否是首次亏损、无论公司规模是大还是小，其在发生亏损逆转的程度上并无明显差异。公司负债情况的变量（FZQK）和公司成长性变量（即 INZJ）在回归系数的符号与显著性水平上均与全样本的回归情况一致，这里也不再阐述。

五、稳健性检验

为了考察上述研究结果的可靠性，本文还对是否有控股股东的解释变量采用了第一大股东持股比例的度量方法来直接刻画，其依据是第一大股东持股比例越高，说明存在控股股东的可能性越大，即该公司为有控股股东控制的上市公司的可能性也越大。另外，本文还对控股股东的产权性质和第一大股东的股权性质采用国有股所占比率来度量，其依据是：无论是在有控股股东的样本组还是无控股股东的样本组中，国有股所占比率越大，说明该上市公司的产权性质越偏向国有属性，反之，说明该上市公司的产权性质越偏向非国有属性。由此，本文重新对上述模型进行了回归分析，结果如表 7 所示。

表 7 2005-2008 全样本和分组样本的稳健性检验结果

变量	全样本				有控股股东样本				无控股股东样本			
	(01)		(1)		(02)		(2)		(03)		(3)	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
截距	0.596* **	4.45 0	0.615* **	3.15 2	0.489* **	4.31 7	0.437* **	3.30 2	0.502* *	2.12 7	0.579* *	1.95 3
YNKG	-0.033	-0.6 49	-0.071	-1.3 57								
CQXZ					-0.031	-1.1 54	-0.03 5	-1.2 77	-0.112	-1.4 00	-0.141 *	-1.7 44

SHCK	-0.034 **	-1.9 76	-0.035 **	-2.0 37	-0.028 **	-2.0 31	-0.026 *	-1.8 39	-0.041	-1.3 25	-0.039	-1.2 71
SIZE	-0.024 ***	-3.7 30	-0.023 ***	-3.3 60	-0.019 ***	-3.4 71	-0.017 ***	-2.8 64	-0.019 *	-1.7 12	-0.021 *	-1.8 02
FZQK	0.068* **	16.2 50	0.069* **	16.1 18	0.046* **	11.2 23	0.048* **	11.2 15	0.079* **	11.9 25	0.077* **	11.4 97
INZJ	-0.077 ***	-3.8 41	-0.073 ***	-3.5 99	-0.047 **	-2.5 25	-0.052 ***	-2.6 99	-0.093 ***	-2.9 54	-0.085 ***	-2.6 90
年份	未控制		控制		未控制		控制		未控制		控制	
行业	未控制		控制		未控制		控制		未控制		控制	
样本	670		670		303		303		367		367	
F	100.793***		27.783***		44.985***		14.651***		57.459***		16.827***	
Adj R ²	0.427		0.432		0.421		0.435		0.435		0.451	
Durbin-Watson	1.975		2.028		1.903		2.040		1.977		2.097	
VIF _{max}	1.393		1.588		1.193		1.503		1.520		1.690	

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平上显著；年度虚拟变量和行业虚拟变量中的“控制”代表其参与了相应模型的回归过程，“未控制”代表其没有参与相应模型的回归过程，由于篇幅所限，本文没有将年度虚拟变量和行业虚拟变量的检验结果列示出来；限于本文篇幅，这里仅对表示亏损逆转程度的代理变量（JR0A12）进行了回归分析。

从表 7 列示的稳健性检验结果来看，在全样本和有控股股东的样本组回归中，无论是控制年度和行业变量的模型（即模型 1 和模型 2）还是没有控制年度和行业变量的模型（即模型 01 和模型 02），解释变量（是否有控股股东，YNKG；控股股东性质，CQXZ）均表现出与被解释变量（亏损逆转与否，YNRE）之间呈负相关关系，尽管在统计意义上不显著，但其变动方向与多元线性回归结果一致，在无控股股东的样本组回归中，没有控制年度和行业变量的模型（03）回归的解释变量（第一大股东性质，CQXZ）系数也为负数，同样在统计意义上不显著，但在控制年度和行业变量的模型（3）中，解释变量（CQXZ）的系数在 10%的统计水平显著为负，这在一定程度上说明了先前有关解释变量的实证结果的稳定性。从各样本组的控制变量回归结果来看，除了在无控股股东的样本组回归中首次亏损与否变量（SHCK）的系数没有表现出统计意义上的显著为负之外，其他控制变量回归的系数符号都与先前的多元线性回归结果相同，而且在显著性水平上也基本类似，这证实先前有关控制变量的实证结果的可靠性。总之，这些稳健性检验的结果进一步证明了本文实证研究结果的稳定性和可靠性。

六、研究结论及政策含义

鉴于先前学者对亏损逆转问题的研究仅仅关注的是亏损上市公司是否会在以后发生亏损逆转的情形，忽视了其发生亏损逆转的真实性和亏损逆转的程度大小，也没有考虑到不同性质的大股东在对待亏损的态度、扭亏动机和支持程度以及扭亏途径选择上存在差异，本文首先考虑到亏损上市公司大股东的异质性，对其从多个角度进行了更为全面和细致的划分，然后分析了各类大股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度及扭亏途径选择上的差异，以及这些差异对上市公司在亏损以后发生亏损逆转的程度产生的影响，再结合中国证券市场上 2005~2008 年间发生亏损的 670 家上市公司作为样本数据，依据其是否存在控股股东和大股东是否具有国有属性将其进行分组研究（包括 303 家有控股股东组和 367 家无控股股东组），通过独立样本的差异性检验证实了两类亏损上市公司的大股东异质性会导致其在发生亏损逆转的程度上存在明显差异。实证研究结果表明：在所有亏损上市公司的样本中，无控股股东的亏损上市公司在亏损以后发生亏损逆转的程度明显高于有控股股东的亏损上市公司，说明股权分散产生的股东

制衡效度能够促使上市公司在亏损以后积极主动地扭亏,而且亏损逆转的幅度更大;在有控股股东的分组样本和无控股股东的分组样本中,国有控股股东的亏损上市公司与其他控股股东的亏损上市公司之间、第一大股东为国有属性的亏损上市公司与第一大股东为其他属性的亏损上市公司之间在亏损逆转的程度并无明显差异,这说明,在股权相对集中的有控股股东的亏损上市公司中,无论是国有控股股东还是其他控股股东而言,他们出于“趋利避害”的共同动机会不自觉地产生一致性的行为;在股权相对分散的无控股股东的亏损上市公司中,无论是国有第一大股东还是其他第一大股东,他们与其他中小股东之间相互制衡的效度都比较明显。此外,本文的研究还表明,公司是否是首次发生亏损、公司规模、公司的债务负担以及公司的成长性等因素均对亏损上市公司以后发生亏损逆转的程度存在显著影响。

本文的研究丰富了国内目前尚且缺乏的公司亏损问题研究的文献,特别是基于转型市场经济条件下公司股权性质与亏损逆转问题的研究文献。通过股东异质与亏损逆转性的关系研究,在理论上,弥补了盈余持续性研究中对亏损持续性研究的不足,完善和丰富股权制衡理论和盈余管理理论,进一步拓展财务预警管理理论和风险控制理论;在实践中,可以揭示造成上市公司发生亏损的根本原因和导致亏损持续性的关键因素,发现这些因素对上市公司亏损逆转的影响机理,有利于公司及时调整公司治理结构,以增强公司对财务危机的预警能力和抵御财务风险的能力,为投资者进行科学的投资决策和政府监管部门更好地认识上市公司的亏损问题以及进一步完善我国上市公司的公司治理制度和退市制度提供了新的启示。在我国转型经济时期,无论对于有控股股东的亏损上市公司还是无控股股东的亏损上市公司,都要充分发挥中小股东对大股东(或控股股东)的监督制衡作用,抑制大股东(或控股股东)利用自己的控制权优势侵害中小股东利益的行为。上市公司在扭亏过程中,应该认识到大股东的异质性,有效监督和激励国有大股东在扭亏过程中的主导作用,充分调动其他大股东对亏损防范和扭转的积极性。另外,基于本文实证结果发现,上市公司在亏损以后的第一季度盈余变化比亏损后第一年度更为明显,而且亏损上市公司普遍在亏损当年的第四季度存在较为严重的盈余操控行为,本文建议按照季度连续亏损的情况重新制定对上市公司进行 ST、PT 及最终退市的标准,根据上市公司季度盈余的变化情况制定更为具体和可操作性的监管措施细则。

本文研究的局限性是:由于亏损样本数量过少,本文没有对国有控股股东的性质进行进一步的划分,事实上,如果依据国有产权的性质对国有控股的亏损上市公司可以进行更为细致的划分,分为国有企业控股的亏损上市公司和国有资产管理机构控股的亏损上市公司,由于国有企业控股和国有资产管理机构控股股东在亏损偏好程度、扭亏动机和能力及对公司价值驱动效应等方面同样可能存在差异,导致国有企业控股的亏损上市公司和国有资产管理机构控股的亏损上市公司在亏损逆转的可能性上也可能会有所不同。如果再进一步的考虑,还可以借鉴徐莉萍、辛宇、陈工孟(2006)、中山大学管理学院课题组(2008)的分类方法,就国有企业控股股东身份的不同,对国有企业控股的亏损上市公司进行再进一步地划分,分为中央直属国有企业控股的亏损上市公司和地方所属国有企业控股的亏损上市公司,同样,由于中央直属国有企业控股股东比地方所属国有企业控股股东在亏损偏好程度、扭亏动机和能力及对公司价值驱动效应等方面同样可能存在差异,导致中央直属国有企业控股的亏损上市公司和地方所属国有企业控股的亏损上市公司在亏损以后发生亏损逆转的可能性上也会有所不同。当然,这些假设仅仅是笔者依据同类型研究做出的猜测,至于能否成立还要结合样本数据进行实证检验。事实上,笔者曾经试探着这样去区分,但由于中央直属国有企业控股的亏损上市公司样本数量过少(从 2005 年到 2008 年之间每年这样的亏损上市公司还不到 10 家),无法满足统计检验的样本要求,只有等待以后收集更多的亏损样本数据后再做进一步的实证检验来判断其假设成立与否。另外,本文在选择控制变量时,没有将对亏损逆转程度可能存在影响的经济周期、地区差异等变量纳入控制范围,而对此,薛爽(2010)的研究认为公司所处的经济环境(包括宏观经济周期、行业景气度、国家的货币政策和财政政策等)与亏损定价之间存在一定的关联性⁵,这可能会对本文的研究结论造成一定的影响。

注释:

1 本文的亏损逆转性主要是指上市公司在年度亏损以后的第一年度(或第一季度)发生亏损逆转的程度。

2 林建秀(2007)以控制模式反映第一大股东在股东会层面和董事会层面控制权的不同组合,即第一大股东在股东

会层面是否拥有控制权和在董事会层面是否拥有控制权，将其分成四种不同的控制模式：同时拥有股东会层面和董事会层面的控制权（高股权高控制）、既不拥有股东会层面又不拥有董事会层面的控制权（低股权低控制）、拥有股东会层面控制权但不拥有董事会层面控制权（高股权低控制）、不拥有股东会层面控制权但拥有董事会层面控制权（低股权高控制）。如果按照林建秀提出的四种控制模式划分，本文这里的第一大股东仅指低股权低控制类模式，其他三种模式都归属于控股股东类别。

3张昕（2008）的研究表明，中国上市公司的管理层在亏损当年的第四季度会进行盈余管理以避免亏损。一方面，如果上市公司当年扭亏有望，他们会选择在第四季度增加盈余实现当年扭亏为盈；另一方面，如果上市公司当年扭亏无望，他们会选择在第四季度增加亏损为实现下一年度扭亏为盈做好准备。

4张昕（2008）、Kevin（2010）将研究亏损异质性的时间周期由年度进一步细分为季度，增加了样本观察的频率，从而更为准确地捕捉了各类亏损公司在各个季度通过盈余管理进行扭亏的情况和亏损持续性等方面的性质差异。但张昕（2008）的研究只关注了亏损上市公司在亏损年度的第四季度是否存在平滑利润或“洗一个大澡”的盈余管理行为，没有深入研究亏损公司在亏损以后季度可能发生的亏损逆转行为及其影响因素。Kevin（2010）的研究尽管考虑了亏损公司在亏损以后季度发生亏损逆转的可能性，但其关注的影响因素仅包括亏损历史、股利支付情况、销售增长及特别项目支出等财务信息，没有考虑公司治理、审计意见、特殊事件预期等非财务信息，因而分析并不全面，而且其选择的样本与中国的亏损公司差异较大，其研究结论显然也无法适用于中国证券市场。

5薛爽（2010）的研究发现，在宏观经济处于繁荣期但行业景气度较低时，亏损公司的定价最低。因为此时投资者对行业和公司的前景最不看好，预期亏损公司在未来扭亏的可能性大大降低。相反，在宏观经济处于衰退期但行业景气度较高时，投资者对整个行业的信心会增强，对股票的定价也较高。即亏损公司的价值与宏观经济走势负相关，与行业景气度正相关。另外，她还发现，积极的财政政策和宽松的货币政策可以减少亏损或者增加扭亏的概率，因此，对亏损公司股票价格有着正面影响。

参考文献

[1]白重恩：《中国上市公司治理结构的实证研究》，《经济研究》，2005年第2期。

[1]杜莹、刘立国：《股权结构与公司治理效率：中国上市公司的实证分析》，《管理世界》，2002年第11期。

[2]吴刚、刘丹：《控股股东类型与公司价值》，《证券市场导报》，2008年第8期。

[3]徐莉萍、辛宇、陈工孟：《控股股东的性质与公司经营绩效》，《世界经济》，2006年第10期。

[4]薛爽：《经济周期与亏损公司定价——理论与实证研究》，《上海财经大学出版社》，2010年1月。

[5]朱明秀：《第一大股东性质、股权结构与公司治理效率研究》，《统计与决策》，2005年第12期。

[6]陆建桥：《中国亏损上市公司盈余管理实证研究》，《会计研究》，1999年第9期。

[7]赵春光：《资产减值与盈余管理》，《会计研究》，2006年第3期。

[8]张昕、胡大源：《亏损上市公司是否会在第四季度平滑利润？》，《中国会计评论》，2008年第3期。

[9]李增泉、余谦、王晓坤：《掏空，支持与并购重组》，《经济研究》，2005年第1期。

[10]Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., 2000, "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, pp.81~112.

[11]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, pp. 471~517.

[12]Shleifer, A., and R.W. Vishny, 1997, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52, pp.737~783.

[13]Jayati Sarkar. and Subrata Sarkar., 2000, "Large shareholder activism in developing countries: Evidence from India", *International Review of Finance*, 1, pp.161~194.

-
- [14]Beatty, A. L., B. Ke and K. R. Petroni, 2002, "Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks", *The Accounting Review*, 3, pp .547–570.
- [15]A. Klein and C.A. Marquardt., 2006, "Fundamentals of accounting losses", *The Accounting Review*, 81, pp. 179–206.
- [16]Franzen, Laurel and Radhakrishnan , Suresh, 2006, "The Value-relevance of Earnings and Book Value across Profit and Loss Firms: The Case of R&D Spending", working papers.
- [17]Hayn,C, 1995, "The Information Content of Losses", *Journal of Accounting and Economics*,20, pp.l25–l53.
- [18]Peter Joos and George A.Plesko., 2005, "Valuing Loss Firms", *The Accounting Review*, 80, pp. 847–870.
- [19]Jiang, W., Stark, A., 2006, "Factors Affecting the Valuation of Loss-Relative to Profit-Making Firms in the UK", working papers.
- [20]George Kaisis, 2008, "a thesis submitted for the degree of Masters of Philosophy", School of Social Sciences, Brunel University, 5.
- [21]Jiang, W., Stark, A., 2009, "Determinants and Predictions of Loss Reversals in the UK", Manchester Business School, Working Paper.
- [22]Collins, D.W. and Kothari, S.P., 2002, "An analysis of the inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, 11, pp.143–181.
- [23]Riyanto, Yohanes E., and Linda A. Toolsema, 2004, "Tunneling and propping: a justification for pyramidal ownership", Working Paper.
- [24]Dechow, P., 1994, "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp.3–42.
- [25]Mishkin, F., 1983, "A Rational Expectations Approach to Macro econometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient Markets Models", Chicago, IL, University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.
- [26]Darrough, M., and Ye, J., 2007, "Valuation of Loss Firms in a Knowledge-based Economy", *Review of Accounting Studies*,12, pp.61–93.
- [27]Dan S. Dhaliwal, Steven Kaplan, Rick Laux, Eric Weisbrod, 2009, "The Information Content of Tax Expense for Firms Reporting Losses", working paper.
- [28]Barclay and Hoderness, 1989, "Private Benefits from the Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics*, 25, pp.371–395.
- [29]Bergstrom, C. and Rydqvist, K., 1990, "The Determinants of Corporate Ownership: An Empirical Study on Swedish Data", *Journal of Banking and Finance*, 14,pp.237–253.
- [30]P., Claessens, S. and Djankov, S., 2000, "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of International Money and Finance*, 16, pp.189–209.
- [31]Bertrand, M., P. Mehta and S. Mullainathan, 2002, "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *The Quarterly Journal of Economics*,1, pp.121–148.

Large Shareholder's Heterogeneity and Loss Reversal of Listed Companies ——Evidences Based on Loss Listed Companies in China from 2005 to 2008

Du Yong^{1, 2} Yan Bo³ Chen Jianying⁴

(1 Economics and Management School of Southwest University, Chongqing, 400715;

2 Department of Accountancy University of Illinois at Urbana-Champaign, Champaign, USA,61820
3 Economics and Management School of Ocean University of Gudong, Zhanjiang, 524088;
4 Financial Department of Southwest University, Chongqing, 400715)

Abstract: This paper studies the effect of the heterogeneity of major shareholders of listed companies in China on the loss reversibility after they occur loss, the empirical results show that in the sample of all the losses listed companies, the extent of loss reversal occurred of non-controlling shareholders of listed companies after loss was significantly higher than the losses listed companies of controlling shareholders, that have dispersed ownership and validity checks and balances to shareholders of listed companies to make proactive in losses after losses, but even larger losses reversed; the losses of state-owned controlling shareholders controlling shareholders of listed companies and the loss of other listed companies, the largest shareholder of the loss of state property the largest shareholder of listed companies and the loss of other property companies listed on the extent of the loss is not significantly reversed.

Key words: large shareholder heterogeneity; loss of reversibility; loss of preference; state-controlled; interests seized

基金项目： 该论文系教育部人文社科研究项目“投资者预期、亏损逆转性与负权益亏损公司价值”(2013)、教育部人文社科研究项目“公司治理效率、亏损逆转性与亏损公司价值”(11YJC630243)、教育部人文社科研究项目“亏损逆转性在大股东异质对公司价值驱动过程中的中介效应研究”(12YJC630010)、中央高校基本科研业务费专项资金重点项目“中国上市公司亏损逆转的驱动因素及其路径研究”(SWU1309116)的阶段性研究成果。

作者简介：

杜勇(1977~),男,汉族,湖北麻城人,美国伊利诺伊大学香槟分校会计系访问学者,重庆大学工商管理流动站博士后,西南大学经济管理学院副教授,管理学博士,硕士生导师,主要从事财务管理方面的教学和科研工作。

通讯地址:重庆市北碚区天生路2号 西南大学经济管理学院 邮编:400715

联系电话:13637829276 EMAIL: dy772012@126.com

鄢波(1978~)(通讯作者),女,汉族,湖北宜昌人,广东海洋大学经管学院副教授,暨南大学管理学院博士生,主要从事财务管理、会计方面的教学和研究。

通讯地址:广东湛江市经济开发区绿华路16号城市假日B区1栋B座1101室 邮编:524000

联系电话:13652867827, 0759-3238785 EMAIL: dujun58@126.com

陈建英(1980~),女,汉族,四川资阳人,中国注册会计师,硕士,西南大学财务处,主要从事于财务会计、审计等方面的研究和实践工作。

通讯地址:重庆.北碚.西南大学财务处 邮编:400715

联系电话:13667667980 EMAIL: chjy80@swu.edu.cn