

第一大股东特征、影响力异质与公司亏损逆转性

杜 勇¹, 陈建英², 权小锋³, 张 欢¹

(1. 西南大学 经济管理学院, 重庆 400715; 2. 西南大学 财务处, 重庆 400715;

3. 苏州大学 东吴商学院, 江苏 苏州 215006)

[摘 要] 本文运用契约理论分析了第一大股东在股权影响力、政府影响力以及控制影响力等方面的特质对亏损上市公司发生亏损逆转可能性的影响。本文的研究发现: 第一大股东在上市公司亏损后增持股票的比例越高, 上市公司在短期内发生亏损逆转的可能性越大, 但扭亏后第二年、第三年更有可能再次发生亏损; 第一大股东为国有身份的样本组在短期内亏损逆转的可能性上明显高于第一大股东为其他身份的样本组; 第一大股东的两权分离度越大, 上市公司在短期内发生亏损逆转可能性越小, 但第一大股东的产权性质和两权分离度并没有对上市公司扭亏后第二年、第三年再次发生亏损的可能性产生影响。本文从第一大股东视角展开对亏损逆转问题的研究, 丰富了公司治理与亏损逆转形成机理等相关领域的研究文献, 对企业防范财务危机、改善财务绩效及保持扭亏绩效的持续性具有重要的参考价值。

[关键词] 第一大股东; 影响力; 异质性; 亏损逆转; 财务危机; 公司治理; 机构投资者; 公司业绩; 上市公司

[中图分类号] F234.1 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2015)06-0069-11

一、引言

随着信息技术、网络科技的涌现, 企业面临的市场竞争空前激烈, 承受的经营风险也日益增强, 许多曾经辉煌一时的知名企业、行业领头羊公司也开始出现业绩下滑甚至亏损, 有些公司甚至破产倒闭, 这使得亏损持续性的研究成为当前紧迫和重要的议题。从已有的研究文献来看, 学者们主要从三个方面对公司亏损持续性的影响因素展开了研究: 其一是从会计信息的质量特征方面去分析亏损持续性的影响因素。其中, 比较有代表性的观点是将会计稳健性作为影响公司亏损持续性的因素之一, 该类观点认为, 会计稳健性导致了盈余及时性的非对称性, 最终使得盈余对坏消息的反应比好消息更早^[1-2]。其二是从亏损公司的亏损状态分析亏损持续性的影响因素。具体包括公司过去发生亏损次数、亏损公司过去亏损的程度、亏损公司过去的资产负债情况、研发支出情况、当期的财务和业绩情况等方面展开对亏损持续性的影响研究^[3-5]。其三是从公司外部视角分析亏损持续性的影响因素。已有的研究分别从公司所处的宏观经济环境、债务重组、经济周期、行业景气度、政府补助等方面对亏损持续性的影响进行了分析^[6-8]。

以上研究为亏损持续性的影响因素提供了广泛的证据, 但遗憾的是, 鲜有文献从大股东支持的视角探讨亏损持续性的问题。现实中, 作为利益共同体的大股东与上市公司往往有着互相依存、共同进

[收稿日期] 2014-11-04

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(71572153); 国家社会科学基金青年项目(13CGL050); 教育部人文社会科学研究青年项目(11YJC630243、12YJC630010、13YJC630027); 重庆市社会科学规划青年项目(2014QNGL44); 中央高校基本科研业务专项资金资助项目(SWU1509121、SWU1309202)

[作者简介] 杜勇(1977—), 男, 湖北麻城人, 西南大学经济管理学院教授, 硕士生导师, 博士, 工商管理博士后, 从事财务管理研究; 陈建英(1980—), 女, 四川资阳人, 西南大学财务处高级会计师, 从事财务会计、审计等方面的研究; 权小锋(1981—), 男, 陕西大荔人, 苏州大学东吴商学院副教授, 硕士生导师, 博士, 北京大学光华管理学院博士后, 从事财务管理研究; 张欢(1994—), 男, 四川安岳人, 西南大学经济管理学院学生, 从事财务管理研究。

* 作者感谢两位匿名审稿专家提出的宝贵意见和建议。

退的“亲密”关系。特别是处于转轨时期的中国资本市场中,当上市公司出现经营不佳或亏损状态时,其大股东出于保全自身利益的动机一般会积极有所作为。如*ST湖科在2008年凭借大股东在股改中的债务豁免,并将1400万元的债务重组利得计入当期收益而实现扭亏为盈(这一措施已被证监会公告2008年48号文件所限制),上海新梅2012年也因第二大股东兴盛集团以2521.1万元的价格购买了办公用房而避免了亏损。广济药业的实际控制人武穴市财政局在2010年至2013年分别给予了广济药业1221万元、694万元、1716万元、4092万元的政府补贴。由此可见,在中国现实的情境中,上市公司依靠其大股东扭亏为盈的现象普遍存在。那么,令人深思的是:大股东能够真正帮助上市公司实现经营业绩的改善吗?改善后的经营业绩又能够持续多久呢?

带着对上述问题的回答,本文重点分析了第一大股东在股权影响力、政府影响力以及控制影响力三个方面的特质对亏损上市公司在短期和长期内亏损逆转性的影响。本文的研究结果表明,第一大股东在上市公司亏损后增持股票的比例越高,上市公司在短期内发生亏损逆转的可能性越大,但扭亏后第二年、第三年更有可能再次发生亏损;第一大股东为国有身份的样本组在短期内亏损逆转的可能性上明显高于第一大股东为其他身份的样本组;第一大股东的两权分离度越大,上市公司在短期内发生亏损逆转可能性越小,但第一大股东的产权性质和两权分离度并没有对上市公司扭亏后第二年、第三年再次发生亏损的可能性产生影响。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在亏损后第一年发生亏损逆转的可能性存在显著影响。

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背景下公司大股东特质与亏损逆转问题的研究文献。通过对第一大股东异质与公司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,完善和丰富了股权制衡理论和盈余管理理论,进一步拓展了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,应该认识到第一大股东在控股比例和产权性质上的异质性,有效发挥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主动扭亏的积极性。

二、制度背景、理论分析与研究假设

上市公司的大股东在股权影响力、政府影响力和控制影响力等方面存在异质性,这些异质性可能会对上市公司在亏损后的短期和长期亏损逆转性产生不同的影响。

(一)第一大股东股权影响力对上市公司亏损逆转性的影响

按照科斯的企业契约理论,在剩余索取权的分配上,大股东和中小股东没有权力上的差异,只是分享比例的区别而已。所以,相对于企业其他的利益相关者,获取更多单位份额的剩余收益是二者共同的目标,保持上市公司稳定持续的经营也是二者共同的期望^[9]。按此推理,持股比例不同的大股东只是在上市公司盈利后分享剩余索取权的比例上不同。然而,大股东与大股东之间的利益不可能完全相同,为了争取更多的剩余收益,各个大股东也会通过其拥有的股权比例对上市公司的经营决策进行干涉,使上市公司做出有利于自身利益的决策。特别是当上市公司处于亏损状态时,按照共生理论的思想,大股东的利益与上市公司的利益是息息相关的,出于资本保全和风险分散的考虑,各家大股东都具有很强烈的扭亏动机。然而,大股东之间在具体的扭亏动力、扭亏能力和扭亏机会上可能存在一些差异,这些差异会影响到上市公司的亏损逆转性。首先,从扭亏动力来看,持股比例的不同导致

各个大股东享有上市公司的利益分配和承担上市公司的经营风险高低不同,一旦上市公司处于亏损状态,那些股权影响力较大(即持股比例较高)的大股东将无法按照持股比例大小获取相应的收益,相反,会承担更多的风险。候晓红的研究发现,当上市公司陷入经营困境时,大股东可能通过减少自己的侵占行为而使公司具有偿债能力,甚至会用自己的资源进行支持以防止公司破产^[10];张远飞等的研究发现,随着家族大股东持股水平的提升,危机冲击下家族大股东对基于所有权控制积累的“社会情感财富”的损失感知程度越强,在危机期间的家族大股东支持效应越明显^[11]。因此,为了体现自己在控制权上的优势、规避承担更大的风险,那些股权影响力较大(即持股比例较高)的大股东比那些股权影响力较小(即持股比例较小)的大股东更有动力和意愿去帮助上市公司扭亏。其次,从扭亏能力和扭亏机会的角度来看,由于那些股权影响力较大(即持股比例较高)的大股东拥有对上市公司更多的控制权和经营决策权,再加上机构投资者逐渐成为可以制衡上市内部的控制性大股东的重要力量,随着这些大股东持股比例的大幅增加,机构投资者的投资理念正发生变化,即逐渐从过去的消极持股、用脚投票向“股东积极主义”行为转变,为了取得长期的超额回报,机构投资者会利用自己的专业优势,直接介入到上市公司的公司治理中去,以降低交易成本、改善公司决策、提升公司业绩^[12]。一旦上市公司发生亏损,这些机构投资者更有能力和机会通过关联交易、资产注入、债务豁免等方式帮助上市公司扭亏,最终可能导致第一大股东股权影响力较大(即持股比例较高)的亏损上市公司发生亏损逆转的概率比第一大股东股权影响力较小的公司大。由此,本文提出以下假设。

H1:第一大股东股权影响力较大的亏损上市公司比第一大股东股权影响力较小的亏损上市公司在短期内更有可能发生亏损逆转。

大股东和上市公司之间是互惠的利益共同体。许多学者的研究证明,大股东对上市公司存在掏空行为。如王亮、罗党论、姚益龙的研究发现,大股东对上市公司的利益支持行为并不具有持续性,支持更多地表现为“制度性驱动”,“保壳”和获得配股再融资资格是主要目的,大股东在支持后往往会伴随着明显的“掏空”行为^[13]。据此推断,当上市公司出现亏损时,大股东之所以伸出援助之手,可能是为了以后待上市公司业绩改善后能够持续从中进行利益掏空而事先付出的代价。这样的机会对于股权影响力较大的第一大股东而言更容易把握,由于他们在股东大会上具有绝对的发言权,而且他们对上市公司做出的支持行为对其他持股比例较低的大股东和中小股东往往能够起到示范和带动效应,他们只需用较少的自有资源就能够通过杠杆效应带动其他股东给予上市公司更多的扭亏支持,使其能够短期内较快实现亏损逆转,但当上市公司实现扭亏为盈后,又难免会被大股东继续进行利益掏空,从而更有可能再次陷入亏损境地。特别是当上市公司的投资回报率低于大股东的预期水平,或者预期上市公司无法继续生存下去时,大股东会以公司外部股东和债权人的利益为代价而对上市公司进行掠夺,这可能使得上市公司的扭亏难以持续。由此,本文提出以下假设。

H2:第一大股东股权影响力较大的亏损上市公司比第一大股东股权影响力较小的亏损上市公司在长期内更有可能再次发生亏损。

(二)第一大股东政府影响力对上市公司亏损逆转性的影响

第一大股东在政府影响力上的差异主要是由其身份是国有还是其他身份(包括民营和私有产权性质)所产生。国有大股东对政府的影响力显然高于民营和私有产权性质的大股东。第一大股东的国有身份决定了上市公司除了追求经济效益之外,还要考虑政府的政策目标,一旦上市公司处于亏损状态,政府官员会基于自己的政治立场,为解决当地的就业压力和满足经济发展的需要,通常会利用自己掌握的权利和政府资源对上市公司进行救助。事实上,已有的研究表明,为帮助上市公司渡过难关以保住上市“壳资源”,国有大股东可能通过关联交易、资产重组等交易安排向公司输送利益,帮助公司改善报表业绩^[14-15]。特别是当第一大股东是政府部门或代表国家的国有资产管理公司时,他们对亏损上市公司的支持力度就更大。如武穴市财政局作为广济药业的第一大股东在2010年至2013年向其提供了1221万元、694万元、1716万元、4092万元的政府补贴。相比之下,民营或私有产权性质的大股东与政府的关系相对较弱,往往不带有明显的政策性目标,也就无法享受与国有大股东同等

待遇的政府补助,尽管有些民企高管通过担任政协委员或人大代表建立了与政府的政治关联,但这一政治关联的强度相比于本身就是政府部门所管辖或所控制的国有性质而言显然脆弱得多,当政府可供分配的公共资源有限的情况下,国有大股东的上市公司显然会优选于民营或私有大股东的上市公司获得或更多地拿到政府公共资源。章卫东等的研究也发现,当政府控股上市公司被 ST 时,政府控股股东通过向国有控股上市公司注入资产支持上市公司的动机和力度比民营控股股东更加强烈,从而导致 ST 国有控股上市公司在资产注入之后业绩增长更快^[16]。因此,有理由认为,国有属性的第一大股东比其他属性的第一大股东对亏损上市公司的扭亏支持程度更大,从而导致第一大股东为国有身份的亏损上市公司发生亏损逆转的概率比第一大股东为其他身份的公司大。由此,本文提出以下假设。

H3:第一大股东为国有身份的亏损上市公司比第一大股东为其他身份的亏损上市公司在短期内更有可能发生亏损逆转。

优胜劣汰是市场竞争的法则。当上市公司出现业绩亏损时,通常情况下,上市公司要么可以通过降低生产成本、提高产品质量和市场竞争能力或者转型重组等方式来实现实质性的业绩改善或亏损逆转,要么也可能被其他更强的企业接管或破产而退出市场。然而,在国有控股的上市公司中,由于政府给予他们过度和频繁政府补助在一定程度上破坏了这一优胜劣汰的市场法则,让一些本身存在问题、市场竞争力弱的上市公司仍然能够幸存下来,导致市场资源的浪费和不合理配置。频繁和大量的政府补助在帮助国有控股的上市公司改善业绩的同时,滋生了公司管理层对政府的严重依赖心理,使得这些国有控股的亏损上市公司在亏损之后将更多的精力放在搞好政企关系、争取政府补助上^[17-18],他们并没有在降低生产成本、提高产品质量等方面下功夫,这极大程度上削弱了他们的市场竞争力,使得即便通过获取政府补助的短期亏损逆转难以维持。相比之下,民营企业则因为与政府的疏远而对政府补助的依赖心理弱得多,因此,他们会将更多的精力放在自身经营业务的改善上,进而更容易取得实质性亏损逆转,而且这样的亏损逆转持续性也会更强。章卫东等的研究也发现,当上市公司盈利时,政府控股股东通过向上市公司注入资产“掏空”上市公司的动机比民营控股股东更加强烈,从而导致盈利的国有控股上市公司在资产注入之后业绩下降更多。由此,本文提出以下假设。

H4:第一大股东为国有属性的亏损上市公司比第一大股东为其他身份的亏损上市公司在长期内更有可能再次发生亏损。

(三)第一大股东控制影响力对上市公司亏损逆转性的影响

在现行的公司治理环境下,控股股东可以通过发行不同类型股票、金字塔式控股以及交叉持股等方式,以相对较少甚至很少的股权份额获得目标公司超越其现金流要求权的实际控制权,即产生控股股东超额控制的现象,此时,控股股东产生仅顾私利的道德风险的机会也就相应较高,引发的代理问题为控股股东对小股东的财富剥夺和对公司的掏空行为^[19]。Faccio 和 Lang 的分析表明,当控股股东拥有的股权比例小于 10% 时,最终控制人的现金流权与控制权的分离程度与企业绩效并不存在显著关系;当控股股东拥有的股权比例大于 20% 时,最终控制人的现金流权与控制权的分离程度与企业绩效显著负相关^[20]。我国上市公司的第一大控股股东的持股比例大多接近于 30%,最终控制人的控制权超过现金流权时,控股股东有足够的意愿和能力为自己谋取私利。然而,这种牟利的方式和时机可能要视上市公司的具体经营情况而定。当上市公司处于盈利状态时,多数学者的研究已表明,最终控股股东会通过关联并购、贷款担保、多元化投资等多种方式转移公司资源以追逐自身私利,侵害少数股东利益^[21];当上市公司处于亏损状态时,出于自己声誉和其他中小股东监督的考虑,控股股东可能会先进行利益输送,待公司扭亏为盈后再进行掏空。这样,控股股东的两权分离度越高,其在帮助上市公司扭亏的能力和动机上就越强,他们可能通过债务减免、关联方交易等途径对上市公司进行扶持,以帮助上市公司尽快扭亏为盈,从而有助于促进亏损上市公司在短期内尽快扭亏为盈。事实上,李增泉等的研究也发现,控股股东和地方政府在上市公司具有配股或扭亏动机时,进行的兼并活动具有支持性质,可以短期提高公司的业绩^[15]。然而,控股股东在上市公司亏损当期给予的扶持是为公

司以后经营好转时获取更多的私利,一旦上市公司经营状况好转了,控股股东通过超额控制权掏空上市公司的行为又会重现,因此,从长远来看,两权分离度的增加最终还是会降低上市公司的长期亏损逆转质量。由此,本文提出以下假设。

H5:第一大股东的两权分离度越高,亏损上市公司在短期内发生亏损逆转的可能性更大。

H6:第一大股东的两权分离度越高,亏损上市公司在长期内再次发生亏损的可能性更大。

三、研究设计

(一)研究样本的选择

考虑到中国证监会于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”,这些补充规定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2003年至2010年八年间发生亏损的上市公司作为研究总样本。另外,由于在计算长期亏损逆转可能性变量时要用到亏损后第一年、第二年以及第三年的数据,实际在计算各变量时跨越了从2003年到2013年之间的11个会计年度的亏损上市公司数据。具体样本筛选的过程如下。首先,由于外资公司控股的上市公司占上市公司总数的比例较小(不到4%),不具有代表性,因此本文从样本总体中剔除由外资公司控股的上市公司;然后,本文考虑到财务报表和管制性质的特殊性,金融保险行业的上市公司也被剔除;最后,我们还剔除了关键指标数据无法获得和数据异常的样本。此外,为消除极端值的影响,对于本文所使用到的主要连续变量,均按1%进行了Winsorize处理,以避免异常值影响。经过上述处理之后,我们的研究样本包括1149家公司年度观测值。由于样本是由不同公司在不同年度组成的混合数据,给定公司的年度观察值不满足独立性要求,这可能导致回归结果的统计显著性被高估,为了避免此问题,本文对全样本按照公司进行了聚类(clustering)调整。本文所使用的相关财务数据来自RESSET数据库、深圳国泰安信息技术有限公司开发的CSMAR数据库以及巨潮资讯网。

(二)被解释变量的设计

本文用全样本上市公司在亏损后第一年是否发生亏损逆转来度量其短期内发生亏损逆转可能性,并设置哑变量NZYF,如果上市公司在亏损后第一年发生亏损逆转,NZYF取值为1,否则为0。本文在衡量长期亏损逆转性时,对样本进行了如下的进一步选择:首先,选择第一年已经扭亏为盈的公司为样本,观察其在第二年是否再次发生亏损,以此来度量上市公司两年期的亏损逆转性;再次,选择第一年和第二年都已经扭亏为盈的上市公司为样本,观察其在第三年是否再次亏损,以此来度量上市公司三年期的亏损逆转性,并分别设置哑变量KSY2和KSY3,如果上市公司在亏损后第二年(或第三年)发生亏损,KSY2和KSY3取值为1,否则为0。

(三)解释变量的设计

为了反映亏损上市公司的大股东在股权影响力、政府影响力以及控制影响力三个方面的异质性,本文设置了以下解释变量:用上市公司在亏损后第一大股东增持的比例($Top1_add$)度量第一大股东的股权影响力^①,该值越大,表明第一大股东的股权影响力越大;用上市公司第一大股东的产权性质是国有还是非国有属性($CQXZ$)度量第一大股东的政府影响力,如果第一大股东是国有属性,则 $CQXZ$ 取值为1,表示其政府影响力较大,否则为0;用上市公司第一大股东控制权和所有权的比值(即两权分离度, $LQFL$)来度量第一大股东的控制影响力,该值越大,表明第一大股东的控制影响力越大。

^①本文之所以采用第一大股东持股比例的增加额(用亏损后第一年第一大股东持股比例与亏损当年第一大股东持股比例的差额)表示大股东影响力,是考虑到若仅用亏损当年第一大股东持股比例表示大股东影响力,只能反映出大股东影响力对公司亏损当年业绩的影响,而本文的研究目的是观察亏损后第一年公司业绩相对于亏损当年业绩是否发生亏损逆转(即是否扭亏为盈),这一变化可能更多的是源于第一大股东在亏损后第一年持股比例的变化(即增加额),而非取决于亏损当年第一大股东持股比例,即本文想验证的是上市公司在发生亏损后,第一大股东仍然增持的上市公司是否更能够扭亏为盈。

(四)控制变量的设计

借鉴 Hayn、Joos 和 Plesko、Klein 和 Marquardt、Franzen 等学者的研究,本文设置了是否首次亏损 (SHCK)、公司规模 (SIZE)、资产负债率 (FZQK)、公司成长性 (SIZE) 以及行业 (INDU) 和年度 (YEAR) 等控制变量。

(五)回归模型的设计

考虑到被解释变量是 0 和 1 的二元哑变量,本文设置了如下的二元 logit 回归模型:

$$LOGIT\left(\frac{P(Y)}{1-P(Y)}\right) = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 SHCK + \beta_3 SIZE + \beta_4 FZQK + \beta_5 INZJ + \sum_{i=1}^8 \beta_{5+i} YEAR_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{13+j} INDU_j + \varepsilon$$

上述模型中, Y 分别表示上市公司在亏损后第一年是否发生亏损逆转 (NZYF)、亏损后第二年是再次发生亏损 (KSY2)、亏损后第三年是否再次发生亏损 (KSY3); X 分别表示上市公司在亏损后第一大股东增持的比例 (Top1_add)、第一大股东是否为国有属性 (CQXZ)、第一大股东的两权分离度 (LQFL), ε 为随机扰动项,由此组成了 9 个二元 logit 回归模型。

四、实证分析

(一)各主要变量的描述性统计分析

表 1 各个变量的描述性统计结果

变量	N	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
NZYF	1149	0.650	0.477	0	0	1	1	1
KSYF2	747	0.273	0.446	0	0	0	1	1
KSYF3	543	0.171	0.377	0	0	0	0	1
Top1_add	1149	-0.005	0.059	-0.181	0	0	0	0.282
CQXZ	1149	0.547	0.498	0	0	1	1	1
LQFL	1149	4.782	7.011	0	0	0	9.201	24.91
SHCK	1149	0.310	0.463	0	0	0	1	1
SIZE	1149	20.84	1.089	18.13	20.18	20.80	21.51	23.96
INZZ	1149	-0.090	0.355	-0.966	-0.287	-0.087	0.097	1.126
FZQK	1149	0.768	0.609	0.086	0.509	0.658	0.806	4.465

注:KSYF2 是选择第一年已经扭亏为盈的公司为样本进行的描述性统计分析,KSYF3 是选择第一年和第二年都已经扭亏为盈的上市公司为样本进行的描述性统计分析。

从表 1 的全样本描述性统计结果可以看出,亏损后第一年亏损逆转与否变量的均值为 0.650,即发生亏损逆转的亏损上市公司占到样本总量的 65%,表明大部分亏损上市公司在亏损后第一年度扭亏为盈;亏损后第二年是否发生亏损变量的均值为 0.273,表明仅有 27.3% 的上市公司在第一年扭亏为盈后会在第二年再次发生亏损;亏损后第三年是否发生亏损变量的均值为 0.171,表明仅有 17.1% 的上市公司在第一年、第二年扭亏为盈后会在第三年再次发生亏损。就解释变量而言,亏损后第一大股东增持股票比例均值为 -0.5%,表明整体而言,上市公司发生亏损后第一大股东发生了减持股票的行为;大股东产权性质的均值为 0.547,说明有一半以上的亏损样本公司是国有性质的大股东;第一大股东的两权分离度均值为 4.782,且标准差为 7.011,表明在亏损公司中普遍存在第一大股东“超额控制”的现象,且各个亏损公司第一大股东的两权分离度存在明显差异;首次亏损与否的均值为 0.310,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,仅有约三分之一的样本公司是在当年发生首次亏损;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 -0.090,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;从样本公司的负债情况均值来看,亏损上市公司资产负债率均值达到 77%,最高达到 768%,表明亏

损上市公司资产负债率整体偏高,而且部分亏损上市公司处于资不抵债的境地。

(二)各主要变量的相关性分析

表2 主要变量的相关性分析结果

变量	NZYF	KSYF2	KSYF3	Top1_add	CQXZ	LQFL	SHCK	SIZE	FZQK
NZYF	1								
KSYF2	0.120***	1							
KSYF3	-0.058*	0.128***	1						
Top1_add	0.114***	-0.058*	-0.074**	1					
CQXZ	0.059**	-0.006	0.022	-0.055*	1				
LQFL	-0.079***	-0.025	0.007	-0.090***	-0.284***	1			
SHCK	-0.029	-0.049*	0	-0.013	0.087***	-0.045	1		
SIZE	0.022	-0.031	-0.057*	-0.039	0.234***	-0.041	0.308***	1	
INZZ	0.059**	-0.024	-0.070**	0.007	0.085***	-0.014	0.112***	0.125***	1
FZQK	-0.001	0.054*	0.055*	-0.021	-0.106***	0.061**	-0.201***	-0.261***	-0.082***

注:***表示在1%的水平上显著,**表示在5%的水平上显著,*表示在10%的水平上显著。

从表2列示的主要变量相关性检验结果可知,第一大股东增持比例、国有产权性质、两权分离度与亏损上市公司在亏损后第一年的亏损逆转可能性之间呈显著的相关关系,且相关系数都小于0.5,表明各解释变量和控制变量之间不存在多重共线性问题,为下面进行回归分析奠定了良好的基础。

(三)各个模型的回归分析

1. 第一大股东特质对上市公司短期发生亏损逆转可能性的影响

为了反映第一大股东在股权影响力、政府影响力以及控制影响力三个方面的异质性对上市公司在亏损后第一年发生亏损逆转可能性的影响,这里利用样本数据对各变量进行了二元logit回归分析,其结果如表3所示。

表3列示了第一大股东特质与亏损后第一年是否发生亏损逆转的回归结果。从表3的回归结果可以看出,第一大股东增持比例的回归系数在1%的水平上显著为正数,表明第一大股东持股比例越高,上市公司在亏损后第一年越有可能发生亏损逆转,这就证实了前文的H1;第一大股东产权性质的回归系数也在1%的水平上显著为正数,表明相比于其他身份的第一大股东而言,国有身份的第一大股东所在的上市公司在亏损后第一年更有可能发生亏损逆转,这就证实了前文的H3,第一大股东的两权分离度回归系数在1%的水平上显著为负数,这与预期的H5刚好相反,其原因可能是: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,第一大股东可能认为该类上市公司前途渺茫,想尽早摆脱与该类公司的关系以免受牵连,并没有像Friedman、Johnson和Mitton等学者所认为的那样,对其进行利益支持

表3 第一大股东特质与亏损后第一年是否亏损逆转的

变量	回归结果估计指标		
	(1)	(2)	(3)
	NZYF	NZYF	NZYF
Top1_add	3.248*** (2.963)		
CQXZ		0.419*** (2.993)	
LQFL			-0.022*** (-2.578)
SHCK	0.022 (0.143)	0.034 (0.228)	0.025 (0.168)
SIZE	0.059 (0.898)	0.015 (0.228)	0.045 (0.694)
INZZ	0.509** (2.349)	0.483** (2.276)	0.506** (2.360)
FZQK	0.056 (0.629)	0.064 (0.737)	0.056 (0.645)
年度效应	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制
_cons	-0.369 (-0.267)	0.249 (0.180)	-0.128 (-0.093)
N	1149	1149	1149
r2_pseudo	0.105	0.106	0.104
chi2	151.656	142.519	142.677
-2loglikelihood	-665.863	-665.164	-666.795

注:***表示在1%的水平上显著,**表示在5%的水平上显著,*表示在10%的水平上显著。

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”,从而使得第一大股东超额控制越严重,亏损上市公司越难在短期内发生亏损逆转。这正迎合了候晓红所认为的“如果上市公司的投资回报率低于大股东的预期水平,或者预期上市公司无法继续生存下去时,大股东会以公司外部股东和债权人的利益为代价而对上市公司进行掠夺”观点^[10]。

2. 第一大股东特质对上市公司长期亏损逆转性的影响

为了反映第一大股东在股权影响力、政府影响力以及控制影响力三个方面的异质性对上市公司在亏损后第二年、第三年是否再次发生亏损的影响,这里利用样本数据对各变量进行了二元 logit 回归分析,其结果如表 4 所示。

表 4 第一大股东特质与亏损后第二年、第三年是否亏损逆转的回归结果

变量	(4) KSYF2	(5) KSYF2	(6) KSYF2	(7) KSYF3	(8) KSYF3	(9) KSYF3
Top1_add	-3.712 *** (-2.646)			-4.326 ** (-2.130)		
CQXZ		-0.034 (-0.179)			-0.216 (-0.830)	
LQFL			-0.009 (-0.701)			0.027 * (1.670)
SHCK	-0.207 (-0.981)	-0.233 (-1.104)	-0.233 (-1.108)	0.059 (0.211)	0.039 (0.136)	0.043 (0.154)
SIZE	-0.105 (-1.222)	-0.091 (-1.059)	-0.095 (-1.112)	-0.165 (-1.331)	-0.132 (-1.052)	-0.146 (-1.191)
INZZ	-0.328 (-1.230)	-0.335 (-1.243)	-0.347 (-1.305)	-1.068 *** (-2.696)	-0.983 ** (-2.548)	-0.997 ** (-2.533)
FZQK	0.166 (1.186)	0.179 (1.307)	0.183 (1.341)	-0.016 (-0.069)	0.004 (0.016)	-0.010 (-0.044)
年份	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
_cons	1.887 (1.038)	1.649 (0.920)	1.716 (0.951)	2.590 (0.992)	2.107 (0.811)	2.287 (0.894)
N	747	747	747	543	543	543
r2_pesudo	0.052	0.044	0.045	0.095	0.086	0.089
chi2	40.658	37.732	38.709	41.578	40.763	39.429
-2loglikelihood	-414.171	-417.392	-417.198	-216.375	-218.597	-217.804

注:***表示在 1% 的水平上显著,**表示在 5% 的水平上显著,*表示在 10% 的水平上显著。

表 4 列示了第一大股东特质与亏损后第二年和第三年是否再次发生亏损的回归结果。从表 4 的回归结果可以看出,亏损后第一大股东增持比例对上市公司第一年扭亏后第二年是否再次发生亏损、第一年第二年扭亏后第三年是否再次发生亏损存在显著负影响,这与预期的 H2 刚好相反,其可能的原因是第一大股东增持股票向市场传递了公司潜在的发展机会,同时也表明大股东会更大幅度地通过资产注入、关联交易或债务重组等方式帮助公司改善业绩,从而降低了上市公司在扭亏后再次发生亏损的可能性。另外,第一大股东产权性质、第一大股东的两权分离度的回归系数都不显著,表明第一大股东在政府影响力和控制影响力两个方面的特质并没有对上市公司在亏损后的第二年、第三年再次发生亏损的可能性产生影响,即大股东特质并没有影响到上市公司的亏损持续性,这就无法证实前文的 H4 和 H6,其原因可能是:中国现行的连续两年亏损被 ST、三年亏损退市制度下,上市公司在亏损后第一年如果不能扭亏为盈,那么在第二年、第三年就具有更加强烈的扭亏意愿和动力,此时,即

使第一大股东不予扶持,公司管理层通常也会通过盈余管理手段来实现第二年、第三年的扭亏为盈,以此避免上市公司出现连续两年或连续三年亏损的情形发生,因此,第一大股东特质对亏损上市公司在亏损后第二年、第三年业绩改善的影响并不明显。

(四) 稳健性检验

首先,考虑到第一大股东可能本身就偏好亏损逆转可能性较大的公司,即那些亏损逆转可能性较大的公司可能会吸引更多的大股东持股、吸引国有控股股东进行投资,因此,第一大股东特质与亏损逆转可能性之间可能存在内生性问题。这里借鉴李增泉等的方法用两阶段回归对内生性问题加以控制^[15]。检验的结果表明本文的研究结果并非由于第一大股东特质与亏损逆转可能性之间的内生性问题而引起,即证明了前述研究结论具有较好的稳健性。

其次,为了考察上述研究结果的可靠性,本文还对第一大股东在公司亏损后第一年增持股票的比例采用第一大股东是否增持股票(*Top1_add2*)这一哑变量来度量,重新对上述模型进行了稳健性回归分析。回归的结果表明,第一大股东是否增持股票对亏损后第一年发生亏损逆转的可能性仍然在1%的水平上显著为正,说明第一大股东股权影响力对上市公司短期亏损逆转性存在显著正向影响,第一大股东是否增持股票对上市公司扭亏后第二年、第三年再次发生亏损的可能性尽管不显著,仍然是负向影响,即证明了前述研究结论没有发生实质性变化。

再次,考虑到2005年开始实施股权分置改革可能会引起上市公司之间亏损逆转性的差异,删去2003年、2004年的样本,然后用2005—2010年(实际跨越2005—2013年)的样本数据对上述模型进行了重新回归检验。从稳健性检验结果来看,第一大股东持股比例无论是模型(1)的回归还是模型(2)的回归结果都不显著,这跟先前的结论一致;第一大股东产权性质的回归系数在两个模型都保持了较好的显著正相关性,说明第一大股东为国有身份的亏损上市公司确实比第一大股东为其他身份的亏损上市公司发生亏损逆转的可能性高,这表明先前有关解释变量的实证结果具有较好的可靠性。

最后,为了验证亏损逆转性度量方法的合理性,本文还选取了亏损后第一年的资产净利率、亏损后第二年的资产净利率以及亏损后第三年的资产净利率分别替代亏损后第一年是否发生亏损逆转以及亏损后第二年、第三年是否再次发生亏损,然后重新对上述模型进行了回归分析,其结果基本保持不变。

综合上述四种稳健性检验的结果来看,前文回归分析得到的研究结论具有较好的稳定性。

五、研究结论与启示

鉴于先前学者对亏损逆转问题的研究没有考虑到不同产权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,本文考虑到亏损上市公司第一大股东在股权影响力、政府影响力以及控制影响力等方面的异质性,分析了这些异质性特征对上市公司在亏损以后发生亏损逆转的可能性带来的影响,再结合中国证券市场上2003—2010年间(跨越了从2003年到2013年之间的11个会计年度)发生亏损的1149家上市公司年作为样本数据,依据其第一大股东持股是否是控股股东、第一大股东是否具有国有属性以及两权分离度将其进行了分组研究。本文的研究结果表明,第一大股东在上市公司亏损后增持股票的比例越高,上市公司在短期内发生亏损逆转的可能性越大,但扭亏后第二年、第三年越有可能再次发生亏损;第一大股东为国有身份的样本组在短期内亏损逆转的可能性上明显高于第一大股东为其他身份的样本组;第一大股东的两权分离度越大,上市公司在短期内发生亏损逆转可能性越小,但第一大股东的产权性质和两权分离度并没有对上市公司扭亏后第二年、第三年再次发生亏损的可能性产生影响。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在亏损后第一年发生亏损逆转的可能性存在显著影响。

本文的研究结论证实了大股东特质对亏损上市公司扭亏绩效的影响效果。从短期来看,大股东在股权影响力、政府影响力以及控制影响力三个方面的特质对上市公司发生亏损逆转的可能性产生显著影响,但长期来看这种影响并不明显,说明大股东特质对亏损上市公司的业绩改善并不能持续。因此,要从根本上改善上市公司业绩、保持上市公司亏损逆转的持续性,必须从公司内部运营上下功夫,而不能一味地依赖于大股东的支持。具体而言,从公司自身角度来讲,在争取大股东通过关联交易、资产注入、债务豁免等方式帮助上市公司扭亏的同时,必须要积极调整自身的经营业务、重组资产结构、增强研发能力从而实现自身业绩的实质性好转;从大股东(特别是政府部门)角度来看,在向上市公司注入资产、提供税收减免的同时,必须注重从政策制定上引导上市公司将获得的政府资源用在增强公司的盈利能力上,鼓励他们充分挖掘自身潜力、用好公共资源,同时要做好对财政补贴款在补前发放过程中的资格审核和在补后使用过程中的跟踪监督。

本文的局限性是:由于亏损样本数量过少,本文没有对国有控股股东的具体类别进行更详细的划分。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。另外,本文在选择控制变量时,没有将对亏损逆转性可能存在影响的经济周期、地区差异等变量纳入控制范围,这可能会对本文的研究结论造成一定的影响。

参考文献:

- [1] Basu S. The Conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24:3-37.
- [2] Pope P F, Wang P. Earnings components, accounting bias and equity valuation [J]. *Review of Accounting Studies*. 2005,10(4):387-407.
- [3] Peter J, George A. Valuing loss firms[J]. *The Accounting Review*, 2005, 80: 847-870.
- [4] Jiang W, Stark A. Determinants and predictions of loss reversals in the UK[R]. Working Paper, 2009.
- [5] 杜勇. 亏损异质性研究:概念、特征及维度[J]. *经济管理*, 2011(7):182-192.
- [6] Klein A, Marquardt C. Fundamentals of accounting losses[J]. *The Accounting Review*, 2006, 81: 179-206.
- [7] 薛爽. 经济周期、行业景气度与亏损公司定价[J]. *管理世界*, 2008(7):145-150+167.
- [8] Gertner R, David S. A theory of workouts and the effects of reorganization law[J]. *Journal of Finance*, 1991, (46):1189-1222.
- [9] 杨松令, 刘享立. 基于共生理论的上市公司股东行为研究——一个研究框架及设想[J]. *会计研究*, 2009(1):81-87+97.
- [10] 候晓红. 大股东对上市公司掏空与支持的经济分析[J]. *中南财经政法学报*, 2006(5): 120-125.
- [11] 张远飞, 贺小刚, 连燕玲. 危机冲击、损失规避与家族大股东支持效应[J]. *财经研究*, 2013(7):122-133.
- [12] 孙容. 上市公司大股东支持行为与效果的实证研究[D]. 首都经济贸易大学, 2012.
- [13] 王亮, 罗党论, 姚益龙. 股权分置改革、大股东支持的动机与后果——来自中国上市公司的经验证据[J]. *山西财经大学学报*, 2010(11):94-101.
- [14] Friedman E, Johnson S, Mitton T. Propping and tunnelling[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003(31): 732-750.
- [15] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. *经济研究*, 2005(1):95-105.
- [16] 章卫东, 张洪辉, 邹斌. 政府干预、大股东资产注入:支持抑或掏空[J]. *会计研究*, 2012(8):34-40+96.
- [17] 倪昌红, 邹国庆. 高管团队的政治联结能改善企业绩效吗——基于战略视角的分析[J]. *财经科学*, 2010(7):79-86.
- [18] 肖兴志, 王伊攀. 政府补贴与企业社会资本投资决策——来自战略性新兴产业的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2014(9):148-160.
- [19] 邓德军, 周仁俊. 公司最终所有权结构与绩效关系研究综述[J]. *外国经济与管理*, 2007(4):18-23+32.
- [20] Faccio M, Lang L. The ultimate ownership of western European corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65: 365-395.
- [21] 徐浩峰, 朱松, 余佩琨. 企业竞争力、盈余持续性与不对称性[J]. *审计与经济研究*, 2011(5):77-85.

[责任编辑:高 婷]

Characteristics of First Major Shareholders, Influence Heterogeneity and Company's Loss Reversal

DU Yong¹, CHEN Jianying², QUAN Xiaofeng³, ZHANG Huang¹

(1. School of Economics and Management, Chongqing 400715, China; 2. Department of Finance, Southwest University, Chongqing 400715 China; 3. School of Dongwu Business, Suzhou University, Suzhou 215006, China)

Abstract: In this paper, using the contract theory to analyze the effect of the largest shareholders trait in equity influence, influence and control other of government power on the possibility of listed companies' loss reversal. This research found that the higher the proportion of the first shareholder is, the greater the possibility of loss reversal in the short term; But the loss may occur in the second year and the third year. The sample of group of the first largest shareholder is state-owned identity loss reversal in the short term. It is obviously higher than that of the first major shareholders' other status; the greater the degree of separation two rights of the first major shareholder in the short term, the less likely the listed companies' loss reversal. This paper makes a study of the problem of loss reversal from the first big shareholders perspective, in order to enrich in the literature of corporate governance and loss reversal formation mechanism, and it is useful for enterprises to prevent financial crisis and improve the financial performance and maintain the sustainable business performance.

Key Words: first major shareholder; influence; heterogeneity; loss reversal; financial crisis; corporate governance; institutional investors; corporate performance; listed companies

《审计与经济研究》杂志页码变更通知

《审计与经济研究》杂志自创刊以来深受广大作者、读者的支持与厚爱,随着期刊的发展,本刊收到的稿件越来越多,在保证期刊质量的同时,为了尽快将作者的最新研究成果发表出来,满足广大作者的需求,同时确保本刊的工作效率,保证期刊内容的时效性,经本刊编辑部商议,在征得主办单位同意并向江苏省新闻出版局备案后,本刊将于2016年第1期开始,将现在的每期112页变更为每期128页,特此通知。