

# 中国亏损上市公司的财务价值： 概念、特征与度量<sup>\*</sup>

杜 勇 陈建英

**内容提要** 文章先分析了中国亏损上市公司财务价值的概念与特征,然后以中国资本市场2003年到2009年之间发生亏损的1122家A股上市公司为样本,运用主成分分析法所得的因子综合得分值来度量亏损上市公司的财务价值,并基于负债情况、成长能力、亏损程度以及亏损频率的不同分析了各类上市公司在财务价值上的亏损异质性。

**关键词** 亏损 财务价值 主成分分析 异质

## 一、引言

在马克思主义的政治经济学中,价值<sup>①</sup>的本意是指凝结在商品中无差别的人类劳动,即产品价值。这一术语借用到公司这一独立的法人主体上,衍生出了公司价值的概念,它是指凝结到公司这一特殊载体上的无差别的人类劳动,其价值高低可以通过上市、并购、重组、破产清算等方式来体现。公司价值自提出以后,被实务和理论学者广泛使用,然而,他们对公司价值内涵的理解和度量并不完全一致,有的将市场价值看做是公司价值,有的将内在价值看做是公司价值,对于亏损上市公司而言,更多的是将清算价值看做是公司价值,这些概念该如何区分呢?特别是在中国现实的制度背景下,亏损上市公司价值的内涵是什么呢?其具有哪些特征呢?对于亏损上市公司的价值又应该如何去合理度量呢?带着对这些问题的回答,本

文对现阶段中国亏损上市公司的财务价值概念、特征以及度量方法展开了较为全面而深入的分析。

## 二、财务价值的概念与特征

### (一)财务价值的概念

对于中国的亏损上市公司而言,其公司价值既有内在价值的成分(因公司未来经营现金流量或成长机会带来的价值),同时又有外援价值的成分(因政府补贴、政策宽松性等产生的价值),因此,笔者提出用“财务价值”这一概念来表示中国亏损上市公司的真实价值。

笔者认为,传统的公司市场价值、公允价值等价值概念可以看做是从公司外部视角去考虑公司的价值问题,此类价值概念重点从市场投资者、外部并购交易过程中去分析公司的价值,可以看做是公司间接拥有的资源价值;而公司内在价值、会计价值以及账面价值等价值概念可以看做是从公司内部视角去考虑公司的价值问题,此类价值概念重点从公司直接拥有的资源价值去探讨公司的价值问题。由此可见,市场价值和内在价值之间既存在交叉重复计量的价值,也存在不重复、单独计量的价值。笔者提出的财务价值概念则同时从公司外部视角和内部视角去分析公司的整体价值,这里的财务价值既包含了从公司外部视角看到的外部支援价值(如政府补贴、税收优惠、预期的题材事件带来的收益等),也包含了从公司内部视角看到的内部潜在价值(如未来的销售增长、技术研

<sup>\*</sup>本文为2013年度教育部人文社会科学研究项目“投资者预期、亏损逆转性与负权益亏损公司价值”和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”的阶段性研究成果。

发的提升、清算价值、人力资源的培训与开发等),因此,财务价值概念可以说是市场价值概念和内在价值概念两者的结合体。

## (二)财务价值的特征

### 1、财务价值的依赖性

在中国现行的制度环境下,亏损上市公司的财务价值具有一定的依赖性。首先,从公司内部视角的潜在价值来看,由于存在较大的发展潜力和研发技术,或者是拥有一批优质的人力资源队伍,亏损上市公司可能仍然表现出较高的财务价值,但这一价值是依赖于公司拥有的发展潜力、研发技术以及优质人力资源的,一旦这些潜力不存在,如技术落后、人力资源流失等,那么这些潜力就不会存在,这时亏损上市公司内部的潜在价值自然就会降低甚至消失,由此,亏损上市公司的财务价值表现出对技术资源、人力资源等的依赖性;然后,从公司外部视角的支援价值来看,尽管亏损上市公司可能从政府部门获得一定的补贴、税收减免以及其他实惠,但这些支援价值的幅度和补贴范围等都是随着国家政策的变动而发生变动的,一旦国家的政策调整了,亏损上市公司的外部支援价值就会随之波动,从而也表现出对国家政策的依赖性。此外,当亏损上市公司扭亏为盈之后可能不再会享受政府补贴或税收减免等政策,这时也会导致亏损上市公司的财务价值发生变化。因此,亏损上市公司的财务价值表现出对公司内外环境较强的依赖性。

### 2、财务价值的双因性

从各种公司价值概念属性来看,公司市场价值、公允价值等价值概念可以看做是从公司外部视角去考虑公司的价值问题,此类价值概念重点从市场投资者、外部并购交易过程中去分析公司的价值,其产生价值的原因主要是公司外部主体所致。而公司内在价值、会计价值以及账面价值等价值概念可以看做是从公司内部视角去考虑公司的价值问题,此类价值概念重点从公司直接拥有的资源价值去探讨公司的价值,其产生价值的原因主要是公司内部主体所致。对于亏损上市公司而言,其财务价值既包含了从公司外部视角看到的外部支援价值(如政府补贴、税收优惠、预期的题材事件带来的收益等),也包含了从公司内部视

角看到的内部潜在价值(如未来的销售增长、技术研发的提升、清算价值、人力资源的培训与开发等),因此,其价值源泉也是由公司内部主体和公司外部主体共同所致,即亏损上市公司的财务价值产生于公司内外两个方面的原因,应该同时由公司内外两类因素共同决定其价值。

### 3、财务价值的相对性

在亏损上市公司实施并购重组过程中,公司自身的壳资源价值也属于公司财务价值的一部分。而这一部分对于不同的并购主体而言,其财务价值的大小显然是不一样的。同样一家亏损上市公司,可能对于他的下游企业而言是宝贵的价值源泉,但对于那些与之不相关的企业可能分文不值。此外,对于不同的投资者而言,亏损上市公司的财务价值也可能不一样。这主要取决于投资主体对亏损上市公司内部的潜在价值(如技术、人力等)和外部的支援价值(如政府补贴、债务减免等)的预期和估计,而不同的投资主体由于风险偏好程度和风险承受能力不一样,他们对公司内外部价值的估计自然就会有所不同,因此,财务价值也会因投资主体的异质性而有所不同,这表现出财务价值具有一定的相对性。因此,笔者认为,在比较亏损上市公司的财务价值时,应该选择进行财务价值评估的视角,选择特定的投资主体,以确保亏损上市公司的财务价值具有现实的意义。

### 4、财务价值的多维性

由于亏损上市公司的财务价值包括了从内部视角评估的潜在价值和从外部视角评估的支援价值,而无论是内部视角评估还是外部视角评估,都会受到多个方面因素的影响,从而导致亏损上市公司的财务价值需要从多个维度去评价。钱爱民(2009)认为,从企业价值的推动要素看,价值创造的能力主要取决于增长、盈利、风险,她提出了基于增长、盈利、风险三维平衡视角对公司价值进行评价的新视角,以此动态而综合地揭示出企业的可持续发展能力、利用现有资源进行价值创造的实力和潜力。笔者认为,在中国的现实制度背景下,由于企业的价值创造途径和价值增长机会并非完全市场化,它们或多或少地会受到政府颁发的各种政策干扰,特别是对于中国的亏损上市公司而言,由于受到政府在上市、运行以及退市等方

面的刚性管制,加上近几年实施的股权分置改革、新会计准则的变化等一系列政策性因素,在不同程度上影响了亏损上市公司的财务价值,因此,笔者认为,结合中国现实的制度背景,亏损上市公司的财务价值应该从增长、资产质量、风险、政策扰动等多个维度去展开分析与评价,以此建立的中国亏损上市公司财务价值评估体系才具有一定的合理性和现实性。

### 三、财务价值的度量方法

从亏损上市公司财务价值的内涵与特征来看,传统的公司价值度量方法,如托宾Q值、市现率、市销率、市账率、市净率、市盈率、壳资源价值等指标虽然从不同的角度刻画了亏损上市公司的价值,但并不能对上市公司的总体价值进行完整地、合理地评价,因此,本研究在对以上各种公司价值的指标进行度量的基础上,利用主成分分析法合成亏损上市公司财务价值综合评价指标,以此来度量每一家亏损上市公司的财务价值大小,该指标值越大,表明亏损上市公司的财务价值越高。

#### 1、主成分分析方法的特点

主成分分析也称主分量分析,旨在利用降维的思想,把多指标转化为少数几个综合指标。在实证问题研究中,为了全面、系统地分析问题,我们必须考虑众多影响因素。这些涉及的因素一般称为指标,在多元统计分析中也称为变量。因为每个变量都在不同程度上反映了所研究问题的某些信息,并且指标之间彼此有一定的相关性,因而所得的统计数据反映的信息在一定程度上有重叠,甚至会掩盖事物的真正特征。主成分分析法正是基于此,将所有指标的信息通过少数几个指标来反映,在低维空间将信息分解为相关的部分以获得更有意义的解释。

#### 2、主成分分析方法的适用性

中国的资本市场正处于转轨经济时期,新兴经济体中存在诸多的不确定影响,上市公司在这种复杂的社会环境和不完善的制度背景中势必会受到多方影响的干扰,特别是对于亏损上市公司而言,由于干扰因素的种类繁多,而且各类因素之间也存在一定的相关性,因此,各种因素对亏损上

市公司的财务价值的影响存在一些交叉重叠的部分,这正迎合了主成分分析法的使用初衷,因此,笔者选择了主成分分析法来建立中国亏损上市公司财务价值的度量指标体系。

#### 3、主成分分析指标的选取与度量

##### (1)原始指标的选取

笔者提出以托宾Q值、每股市场附加值、市销率、每股收益、每股营业利润、每股净资产、每股经营活动现金净流量、每股营业收入以及资产净利率、销售净利率等指标为基础,运用主成分分析法来选取中国亏损上市公司财务价值的度量指标体系,以寻求对中国亏损上市公司财务价值的合理评价。各项指标的定义和计算见表1。

##### (2)相关性检验

在做因子分析时首先必须要对原有变量的相关性进行检验,本章仍然以2003年到2009年之间发生亏损的A股上市公司为基础样本,剔除缺失、异常样本以及金融保险类样本之后,保留1122家公司作为样本数据,采用KMO检验和巴特利特球形检验,对观测期数据的检验结果见表2。

由表2可以看出,原有变量的KMO值分别为0.644,超过通常的标准(0.600);巴特利特球形检验的相伴概率均为0.000,小于显著性水平0.10,检验结果表明所用样本适合做因子分析。

##### (3)公共因子的提取

本文采用主成分分析法提取公共因子,提取的因子数量为4,对观测期数据的分析结果见表3。

在表3中,方差贡献率用来衡量各个因子对原始数据的解释能力,累计方差贡献率用来衡量4个因子对原始数据总的解释能力。观察累计方差贡献率可以看到,前4个因子对原始数据总的解释能力分别为72.096%,这表明4个公共因子反映了原始数据的大部分信息,因子分析效果较为理想。

##### (4)根据各样本的因子得分函数计算各样本的各个因子得分

各样本的因子得分函数为:

$$FAC_{ij} = \alpha_{imj} X_{im} \quad i=1, 2, \dots, n \quad j=1, 2, 3, 4 \quad m=1, 2, \dots, 10$$

表1 公司财务价值的四个维度度量指标

指标代码	指标名称	指标计算公式
TBIQ	托宾Q值	Q值=(股票市值+净债务)/有形资产现行价值;其中,净债务=负债总额-应付工资-应付福利费-应付股利-应交税金-其他应付款-预提费用-递延税款贷项,股票市值=A股价格×流通A股+每股净资产×非流通股股份,有形资产=资产总额-待摊费用-无形资产及其他资产-递延税款借项
FJPS	每股市场附加价值	市场附加价值=公司股票市价总值-公司净资产总值 每股市场附加价值=市场附加价值/公司总股数
SHXL	市销率	市销率=股票市值/营业收入总额
EPST	每股收益	每股收益=净利润/期末总股本
LREP	每股营业利润	每股营业利润=营业利润/期末总股本
NCPS	每股净资产	每股净资产=净资产/期末普通股股数
CFPS	每股经营现金流	每股经营活动现金流量=经营活动产生的现金流量净额/期末总股本
SRPS	每股营业收入	每股营业收入=营业收入/期末总股本
ZCSY	资产净利率	资产净利率=净利润/平均资产总额×100%,平均资产总额=(期初资产总额+期末资产总额)/2
XSSY	销售净利率	销售净利率=净利润/营业收入×100%

表2 KMO检验和巴特利特球形检验结果

KMO值		0.644
巴特利特球形检验	卡方值	4496.708
	自由度	45
	相伴概率	0.000

其中,  $FAC_{ij}$  为第  $i$  个样本在第  $j$  个因子上的得分;  
 $\alpha_{imj}$  为第  $i$  个样本的第  $m$  个原始指标在第  $j$  个因子上的得分系数,其数值直接由因子得分系数矩阵得到;  
 $X_{im}$  为第  $i$  个样本的第  $m$  个原始指标,  $n$  表示各类样本量。

具体到4个因子上,其得分函数分别为:

$$\begin{aligned} FAC_{i1} &= -0.180 * TBIQ - 0.135 * FJPS - 0.079 * SHXL + \\ &\quad 0.256 * EPST + 0.242 * LRPS + 0.241 * NCPS + \\ &\quad 0.120 * CFPS + 0.086 * SRPS + 0.260 * ZCSY + \\ &\quad 0.056 * XSSY \\ FAC_{i2} &= 0.351 * TBIQ + 0.229 * FJPS + 0.338 * SHXL + \\ &\quad 0.282 * EPST + 0.294 * LRPS - 0.117 * NCPS + \\ &\quad 0.065 * CFPS - 0.177 * SRPS + 0.058 * ZCSY - \\ &\quad 0.039 * XSSY \\ FAC_{i3} &= 0.155 * TBIQ + 0.466 * FJPS - 0.058 * SHXL - \\ &\quad 0.061 * EPST - 0.076 * LRPS + 0.093 * NCPS + \\ &\quad 0.392 * CFPS + 0.629 * SRPS - 0.031 * ZCSY + \\ &\quad 0.089 * XSSY \end{aligned}$$

表3 因子方差贡献率

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.014	30.144	30.144	3.014	30.144	30.144
2	1.963	19.625	49.769	1.963	19.625	49.769
3	1.218	12.182	61.950	1.218	12.182	61.950
4	1.015	10.146	72.096	1.015	10.146	72.096
5	0.834	8.343	80.440			
6	0.700	6.996	87.435			
7	0.542	5.417	92.853			
8	0.411	4.107	96.960			
9	0.218	2.178	99.137			
10	0.086	0.863	100.000			



$$FAC_{i4}=0.003\ast TBIQ+0.135\ast FJPS+0.164\ast SHXL-0.049\ast EPST-0.059\ast LRPS+0.063\ast NCPS-0.361\ast CFPS+0.000\ast SRPS+0.145\ast ZCSY+0.883\ast XSSY$$

(5)根据各个因子的方差贡献率计算各样本在亏损当年的综合因子得分

各样本的综合因子得分函数为：

$$FAC_i=\beta_{ij}FAC_{ij} \quad i=1,2, \dots, n \quad j=1,2,3,4$$

其中， $FAC_i$ 为第*i*个样本在亏损当年的综合因子得分， $\beta_{ij}$ 为第*i*个样本在第*j*个因子上的方差贡献率； $FAC_{ij}$ 为第*i*个样本在第*j*个因子上的得分。

将各个因子的方差贡献率代入上式，有：

$$FAC_i=(30.144\% \ast FAC_{i1}+19.625\% \ast FAC_{i2}+12.182\% \ast FAC_{i3}+10.146\% \ast FAC_{i4})/72.096\%$$

据此，可分别计算出各个样本的主成分因子综合得分数值，以此表示各个亏损上市公司的财务价值高低。注意，由于在计算因子得分的过程中，原有因子进行了标准化处理，全部样本的财务价值综合得分均值为零，因此，某个样本公司的因子综合得分为负值，只是表示该公司的财务价值低于全部样本的均值，并不意味着该公司的财务价值实际为负数。

四、基于亏损异质的上市公司财务价值评价

(一)基于负债情况的财务价值评价

为比较不同负债情况下的亏损上市公司财务价值高低，本文首先按照资产负债情况对亏损上市公司进行了分组，其中，资产负债率低于50%的为第1组(低等负债组)，资产负债率介于50%(包含50%)到70%之间的为第2组(中等负债组)，资产负债率介于70%(包含70%)到100%之间的为第3组(高等负债组)，资产负债率在100%以上(包含100%)的为第4组(资不抵债组)，对各组变量进行均值比较，其单因素 ANOVA 的结果如表4、表5所示。

从表4的描述性统计结果来看，低等负债组和中等负债组的财务价值均值都为正数，高于全部样

表4 分组样本的财务价值描述性统计结果

组别	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	Minimum	Maximum
1	247	0.213	0.252	0.016	-0.936	1.040
2	380	0.131	0.269	0.014	-1.222	1.047
3	323	-0.032	0.445	0.025	-2.960	3.463
4	172	-0.535	0.965	0.074	-6.836	0.946
Total	1122	0.000	0.545	0.016	-6.836	3.463

表5 分组样本的财务价值比较结果(LSD)

(I)组别	(J)组别	Mean Difference(I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1	2	0.082**	0.040	0.040	0.004	0.160
	3	0.245***	0.041	0.000	0.164	0.326
	4	0.748***	0.048	0.000	0.653	0.843
2	1	-0.082**	0.040	0.040	-0.160	-0.004
	3	0.163***	0.037	0.000	0.090	0.235
	4	0.666***	0.045	0.000	0.578	0.754
3	1	-0.245***	0.041	0.000	-0.326	-0.164
	2	-0.163***	0.037	0.000	-0.235	-0.090
	4	0.503***	0.046	0.000	0.413	0.593
4	1	-0.748***	0.048	0.000	-0.843	-0.653
	2	-0.666***	0.045	0.000	-0.754	-0.578
	3	-0.503***	0.046	0.000	-0.593	-0.413

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

本的均值水平,高等负债组以及资不抵债组的财务价值均值都为负数,低于全部样本的均值水平,而且各组样本的财务价值均值依次降低。同时,从表5的均值比较结果来看,各组样本的财务价值均值由高到低依次为:低等负债组、中等负债组、高等负债组、资不抵债组,而且除了低等负债组和中等负债组的财务价值均值差异通过了5%的显著性水平之外,其他各样本组之间的财务价值均值差异均通过了1%的显著性水平,说明各组样本的财务价值均值存在明显差异。这反映了随着亏损上市公司负债水平的提高,其财务价值呈现出明显下降的规律。

(二)基于成长能力的财务价值评价

为比较成长能力不同的亏损上市公司财务价值高低,本文首先按照营业收入增长率情况对亏损上市公司进行了分组,其中,营业收入增长率为负数的为第1组(营业萎缩组);营业收入增长率介于0(包含0)到40%之间的为第2组(均衡成长组);营业收入增长率高于40%之间(包含40%)的为第3组(高速成长组);对各组变量进行均值比较,其单因素ANVOA的结果如表6、表7所示。

从表6的描述性统计结果来看,营业萎缩组的财务价值均值为负数,低于全部样本的均值水平。均衡成长组、高速成长组的财务价值均值都正数,高于全

表6 分组样本的财务价值描述性统计结果

组别	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	Minimum	Maximum
1	731	-0.069	0.592	0.022	-6.836	1.047
2	304	0.136	0.416	0.024	-2.754	3.463
3	87	0.109	0.416	0.045	-1.538	2.059
Total	1122	0.000	0.545	0.016	-6.836	3.463

表7 分组样本的财务价值比较结果(LSD)

(I)组别	(J)组别	Mean Difference(I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1	2	-0.205***	0.037	0.000	-0.277	-0.133
	3	-0.179***	0.061	0.003	-0.298	-0.059
2	1	0.205***	0.037	0.000	0.133	0.277
	3	0.027	0.065	0.683	-0.101	0.155
3	1	0.179***	0.061	0.003	0.059	0.298
	2	-0.027	0.065	0.683	-0.155	0.101

注:\*、\*\*、\*\*\* 分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

部样本的均值水平,而且高速成长组的财务价值均值低于均衡成长组的财务价值均值,这说明过快的成长速度并不一定给企业价值提升带来好处,这刚好符合郎咸平(2004)、钱爱民(2011)等学者认为的适度增长理论。同时,从表7的均值比较结果来看,营业萎缩组与均衡成长组之间、营业萎缩组与高速成长组之间的财务价值均值差异都通过了1%的显著性水平,说明均衡成长组和高速成长组的财务价值均值明显高于营业萎缩组,均衡成长组和高速成长组之间的财务价值均值没有通过显著性检验,说明它们之间的差异并不明显。总体而言,收入增长的亏损上市公司财务价值高于收入萎缩的亏损上市公司。

(三)基于亏损程度的评价

为比较亏损程度不同的亏损上市公司财务价值高低,本文按照每股盈余的大小对亏损上市公司进行了分组,其中,每股盈余小于或等于-0.7的样本组为重度亏损组(第1组),每股盈余介于-0.7元到-0.1元(包含-0.1元)的样本组为中度亏损组(第2组),每股盈余大于-0.1元的样本组为轻度亏损组(第3组),对各组变量进行均值比较,其单因素ANVOA的结果如表8、表9所示。

从表8的描述性统计结果来看,重度亏损组的财务价值均值为负数,低于全部样本的均值水平,中度亏损组、轻度亏损组的财务价值均值都为正数,高于全部样本的均值水平,而且各组样本的财务价值均值依次上升。同时,从表9的均值比较结果来看,三组样本的财务价值均值由高到低的顺序依次是:重度亏损组、中度亏损组、轻度亏损组,而且三组样本的财务价值均值之间均存在显著性差异,且通过了1%

的统计水平,这说明亏损程度不同的上市公司之间财务价值均值存在明显差异,反映了随着上市公司发生亏损的程度加重,其财务价值呈现明显下降的规律。

(四)基于亏损频率的评价

为比较亏损频率不同的亏损上市公司财务价值高低,本文首先按照上市公司累计亏损次数对亏损上市公司进行了分组,其中,1表示从1989年到亏损当年仅发生一次(即首亏)样本组,2表示从1989年到亏损当年累积亏损两次的样本组,3表示从1989年到亏损当年累积亏损三次的样本组,4表示从1989年到亏损当年累积亏损三次以上的样本组。对各组变量进行均值比较,其单因素 ANOVA 的结果如表 10、表 11 所示。

从表 10 的描述性统计结果来看,累积亏损二次的样本组和累积亏损三次亏损的样本组的财务价值均值为负数,表明其低于全样本的财务价值均值,仅发生一次亏损的样本组和累计亏损三次以上的样本组的财务价值均值为正数,表明其高于全样本的财务价值均值,仅发生一次亏损的样本组的财务价值均值高于累积发生二次亏损、累积发生三次亏损以及累积发生三次以上亏损的样本组,而且都通过了显著性水平,这表明首次亏损的上市公司财务价值

明显高于累积多次发生亏损的上市公司;累积发生二次亏损的上市公司财务价值均值与累积发生三次亏损的上市公司财务价值均值相同;累积发生三次以上亏损的上市公司财务价值均值高于累积发生二次亏损、累积发生三次亏损的亏损上市公司,而且也通过了 5% 的显著性水平,说明亏损次数累积达到三次以上的亏损上市公司财务价值较高,这可能是因为对于累计亏损次数达到三次以上的亏损上市公司迫于保壳和声誉压力,其管理层实施盈余管理或对业务调整的力度更大,同时受到地方政府和国家的补贴优惠较多。

五、研究结论与启示

对中国的亏损上市公司而言,其公司价值既有内在价值的成分,又有外援价值的成分,本文提出了使用“财务价值”这一概念来表示中国亏损上市公司的真实价值。这里的财务价值既包含了从公司外部视角看到的外部支援价值(如政府补贴、税收优惠、预期的题材事件带来的收益等),也包含了从公司内部视角看到的内部潜在价值(如未来的销售增长、技术研发的提升、清算价值、人力资源的培训与开发等),因此,财务价值概念可以说是市场价值概念和内在价值概念两者的结合体。进一步,本文还认识到中国亏损上市公司的财务价值具有依赖性、双因性、相对性和多维性等显著特征,并且以中国资本市场 2003 年到 2009 年之间发生亏损的 1122 家 A 股上市公司为样本,运用主成分分析法所得的因子综合得分值来度量亏损上市公司的财务价值,并基于负债情况、成长能力、亏损程度以及亏损频率的不同分析

表 8 分组样本的财务价值描述性统计结果

组别	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	Minimum	Maximum
1	298	-0.502	0.718	0.042	-6.836	0.807
2	659	0.135	0.301	0.012	-3.092	3.463
3	165	0.368	0.261	0.020	-0.064	2.059
Total	1122	0.000	0.545	0.016	-6.836	3.463

表 9 分组样本的财务价值比较结果(LSD)

(I)组别	(J)组别	Mean Difference(I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1	2	-0.637***	0.031	0.000	-0.698	-0.575
	3	-0.870***	0.043	0.000	-0.955	-0.785
2	1	0.637***	0.031	0.000	0.575	0.698
	3	-0.234***	0.039	0.000	-0.310	-0.157
3	1	0.870***	0.043	0.000	0.785	0.955
	2	0.234***	0.039	0.000	0.157	0.310

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

了各类上市公司在财务价值上的亏损异质性。分组样本均值T检验发现,随着亏损上市公司负债水平的提高,其财务价值呈现出明显下降的规律;收入增长的亏损上市公司的财务价值高于收入萎缩的亏损上市公司,随着上市公司发生亏损的程度加重,其财务价值呈现明显下降的规律;首次亏损的上市公司财务价值明显高于累积多次发生亏损的上市公司,累积发生二次亏损的上市公司财务价值均值与累积发生三次亏损的上市公司财务价值均值相同,而累积发生三次以上亏损的上市公司财务价值均值高于累积发生二次亏损、累积发生三次亏损的亏损上市公司,这可能是因为迫于保壳和声誉压力,累计亏损次数达到三次以上的亏损上市公司管理层实施盈余管理或对业务调整的力度更大,同时受到地方政府和国家的补贴优惠较多。

中国的资本市场正处于不断完善的过程中,

为迎合新兴经济的发展需求,旧有的一些制度不断摈弃或修改,新制度不断涌现和完善,这些制度的变化势必会对上市公司的价值带来一定的影响。以前的公司价值评估往往局限于利用每股盈余、每股净资产、每股经营现金流量等传统财务指标的分析,而忽视了对上市公司重组、盈余管理行为以及债务展期或和解等非财务信息以及股权分置改革、新会计准则实施等政策环境变化的分析,这有可能使投资者丧失良好的投资机会。本文的研究表明,在对中国亏损上市公司的价值判断时,投资者应该转变传统的仅仅看其现有业务未来现金流量的现值总和的投资理念,更加关注其各种未来投资机会的现值总和。在中国独特的制度背景下,亏损上市公司往往存在着许多特殊交易的安排,正是这些安排改变了投资者的预期,赋予了亏损上市公司新的价值卖点,从而影响了亏损公司的股票价格。因此,在给亏损上市公司的股票进行定价时,不应单一地考虑某一个或几个方面的因素,而应该站在投资者的角度,综合考虑高管变更、盈余管理等各种预期因素去探讨它们对各类异质性亏损上市公司的价值驱动路径,特别是要重视制度变化对亏损上市公司财务价值带来的政策性扰动效应,从而对亏损上市公司的财务价值作出全方位、合理的评价。

表 10 分组样本的财务价值描述性统计结果

组别	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	Minimum	Maximum
1	356	0.118	0.504	0.027	-6.836	3.463
2	291	-0.093	0.523	0.031	-0.902	0.966
3	207	-0.093	0.619	0.043	-2.862	2.059
4	268	0.016	0.532	0.032	-3.092	1.040
Total	1122	0.000	0.545	0.016	-6.836	3.463

表 11 分组样本的财务价值比较结果(LSD)

(I)组别	(J)组别	Mean Difference(I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1	2	0.211***	0.043	0.000	0.127	0.294
	3	0.211***	0.047	0.000	0.119	0.303
	4	0.102**	0.044	0.019	0.017	0.188
2	1	-0.211***	0.043	0.000	-0.294	-0.127
	3	0.000	0.049	0.993	-0.096	0.096
	4	-0.108**	0.046	0.018	-0.198	-0.019
3	1	-0.211***	0.047	0.000	-0.303	-0.119
	2	0.000	0.049	0.993	-0.096	0.096
	4	-0.109**	0.050	0.029	-0.206	-0.011
4	1	-0.102**	0.044	0.019	-0.188	-0.017
	2	0.108**	0.046	0.018	0.019	0.198
	3	0.109**	0.050	0.029	0.011	0.206

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。



参考文献：

何国亮：《对亏损及周期性企业公司价值评估方法的探讨》西安交通科技大学硕士学位论文，2002年。

刘小平：《证券市场亏损股价值分析》，湖南大学硕士学位论文，2003年。

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》2004年第9期。

薛爽：《亏损公司的股票价格是如何确定的》，《中国会计与财务研究》2002年第4期。

Bhojraj, S. and Lee, C.M.C., Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. Journal Of Accounting Research, Vol.40, No.2, 2002.

Burgstahler, D. and Dichev, I., Earnings, adaptation and equity value. Accounting Review, Vol.72, No.2, 1997.

(上接第89页)动下滑的趋势。而非体现式技术进步的增长却一直较为缓慢，这与我国自主创新能力不高是吻合的，同时也是我国下一步努力的方向。

3、从产出增长率的方差分解可以看出，体现式技术进步对经济增长率的贡献要大于非体现式技术进步的贡献率，这种相对重要性与前面模型分析的结果是吻合的，说明我国目前技术进步的贡献主要表现在体现式技术进步中。

技术进步将会影响一国长期经济增长的质量，这也是我国经济增长中最关键的问题，所以针对在当前时期如何提高我国技术进步和投资效率的问题，本文提出以下政策建议：

1、注重引进技术的扩散和应用。我国当前的技术政策多是在对创新的扶持、资助方面，而实际上技术扩散和应用才能体现技术对经济增长的推动作用，我国在引进大量外国先进技术设备的同时，应在模仿的基础上注重再研制、再开发，同时应利用技术的外溢效益，更加注重和支持新技术向相关行业和领域的扩散和应用工作。

2、加快自主创新投资的力度。尽管技术引进和技术模仿可以充分发挥发展中国家的后发优势，但是缺少了基础性技术创新将很难实现对发达国家的赶超，因此政府投资要在保证基础设施建设的同时加大对基础科学自主研发的投入，培植自主创新的能力，为科技实力的厚积薄发打牢基础。

3、继续完善技术创新体系。应尽快完善我国科技创新体系的相关政策，可借鉴国外经验，以形成公共科学和经济领域自主性的制度条件，促进研究资

Core, J.E. and Schrand, C.M., The effect of accounting-based debt covenants on equity valuation. Journal Of Accounting And Economics, Vol.27, No.1, 1999.

Hayn, C., The information content of losses. Journal Of Accounting And Economics, Vol.20, No.2, 1995.

Jenkins, D.S., The transitory nature of negative earnings and the implications for earnings prediction and stock valuation. Review Of Quantitative Finance And Accounting, Vol.21, No.4, 2003.

Joos, P. and Plesko, G.A., Valuing loss firms. Accounting Review, Vol.80, No.3, 2005.

(作者单位 西南大学经济管理学院、西南大学财务处)  
责任编辑 希 雨

源的合理配置，以保证我国基础科学和应用技术领域都取得更好的成果。

参考文献：

陈昆亭、龚六堂、邹恒甫：《基本RBC方法模拟中国经济的数值试验》，《世界经济文汇》2004年第2期。

林毅夫、任若恩：《东亚经济增长模式相关争论的再探讨》，《经济研究》2007年第8期。

秦朵、宋海岩：《改革中的过度投资需求和效率损失》，《经济学(季刊)》2003年第3期。

史永东、齐鹰飞：《中国经济的动态效率》，《世界经济》2002年第8期。

宋冬林、王林辉、董直庆：《技能偏向型技术进步存在吗？》，《经济研究》2010年第5期。

孙克：《中国资本体现式技术进步估计》，《经济科学》2011年第3期。

王兵、颜鹏飞：《技术效率、技术进步与生产率增长：基于DEA的实证分析》，《经济研究》2004年第12期。

翁媛媛、高如熹：《中国经济高增长模式质量与动态效率判断》，《经济与管理研究》2011年第9期。

王卓：《基于超效率DEA模型的我国工业企业效率评价》，《科学管理研究》2007年第6期。

张军：《改革以来中国的资本形成与经济增长：一些发现及其解释》，《世界经济文汇》2002年第1期。

①赵志耘、吕冰洋、郭庆旺：《资本积累与技术进步的动态融合》，《经济研究》2007年第11期。

(作者单位 东北财经大学投资学院、河南城建学院工商管理系)

责任编辑 徐敬东