

ST

中国ST公司脱困路径研究 基于重组选择视角

和丽芬 著

中国社会科学出版社

中国ST公司脱困路径研究

基于重组选择视角



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国 ST 公司脱困路径研究：基于重组选择视角 / 和丽芬著. —北京：

中国社会科学出版社，2015. 12

ISBN 978 - 7 - 5161 - 6958 - 2

I. ①中… II. ①和… III. ①企业重组 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 246376 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 宫京蕾
责任校对 邓雨婷
责任印制 何 艳

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京市兴怀印刷厂
版 次 2015 年 12 月第 1 版
印 次 2015 年 12 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 14. 75
插 页 2
字 数 224 千字
定 价 59. 00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话：010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书由河北省社会科学基金项目资助（项目编号：
HB14GL055）

本书由河北经贸大学学术著作出版基金资助

本书由河北经贸大学会计学院河北省重点学科会计学学
科建设基金资助

前 言

随着改革开放和市场经济进程不断完善，我国资本市场经过 20 多年的发展取得了不菲成绩：截至 2014 年 12 月，我国上市公司数量 2613 家，总市值 37.25 万亿元，流通市值 31.56 万亿元，2014 年股票成交总金额 74.39 万亿元，证券市场已成为我国企业资金筹集和流通的最重要场所。然而，伴随着证券市场的快速发展，市场化竞争也越来越激烈，每年，都会有一批上市公司由于各种原因出现亏损、资不抵债等财务状况异常现象，甚至陷入困境。沪深两市不断涌现的特别处理 ST 及 *ST 公司就反映了这一问题。

上市公司是我国资本市场的基石，也是整个国民经济健康发展的最有力支撑。每年由于各种原因而被 ST 或 *ST 公司在陷入困境之后面临严峻的考验：或遭遇股价下跌，或被暂停上市，甚至面临退市，给股东、员工、债权人造成巨大损失；同时，一些 ST 公司为尽早摘帽在盈余管理上大做文章，甚至不惜财务造假，严重影响了我国证券市场的健康稳定发展。面对复杂、多变的市场竞争环境，我们不可能做到令所有上市公司避免困境，但是，通过本研究，认识公司困境形成原因，分析困境公司最频繁的重组活动及其行为选择对脱困的影响，明确不同因素对公司脱困的作用，探求 ST 公司的脱困路径与业绩优化规律，从而采取措施使 ST 公司尽快脱困并提升业绩水平，不仅能减少利益相关者的损失，而且有助于提高我国上市公司的整体管理水平和经营质量。

本书首先从我国制度环境背景出发，分析证券市场严格的 IPO 制度、新退市制度与 ST、*ST 制度，以及证券市场历史所造就的法人

大股东集中控制，依据困境形成理论、重组之于脱困理论，解释 ST 公司频繁重组的客观现实及其本质，确定基于重组选择视角的 ST 公司脱困路径研究理论框架。在此基础上，利用 logistic 回归、因子分析法、事件研究法和多元线性回归等方法，探讨重组行为选择对 ST 公司脱困的影响，对脱困预测的作用，以及对脱困后的绩效影响。研究发现：重组是 ST 公司摆脱困境的最主要手段，ST 公司重组的时间、成本、行为选择方式均对其摘帽脱困产生影响。重组时间越早、成本越高，ST 公司脱困的可能性就越大。资产置换与股权转让重组选择对困境摆脱具有促进作用，兼并收购与债务重组等重组选择方式则不利于 ST 公司的脱困。重组方式的引入能够改善脱困预测模型的准确率，ST 公司的财务能力、公司治理也对脱困预测产生较显著影响。不同重组选择方式下，脱困公司的市场绩效存在差异。放弃式重组的短期市场效应最好，内部重组公司的短期市场反应最差；支持性重组的长期市场绩效最高，放弃式重组的长期市场绩效最低。此外，ST 公司脱困摘帽后的经营绩效较摘帽之前有显著改善，不同年度经营绩效水平在不同重组选择方式之间存在差异。摘帽当年，放弃式重组业绩最好，支持性重组业绩居中，自我重整公司的绩效水平最差；摘帽后第 1—2 年，放弃式重组依然保持了最高水平业绩，自我重组公司业绩提升至居中水平，支持性重组公司业绩下降至最差；摘帽后第 3—5 年，自我重整样本的绩效水平开始显著提升，并居于最高，放弃式重组业绩下降，第 3—4 年居中，至第 5 年甚至低于支持性重组的样本水平。从摘帽当年至摘帽后第 3—5 年的中长期绩效水平来看，放弃式重组获得了最高水平的中长期经营业绩，自我重整公司获得了最低水平的中期业绩和居中水平的长期业绩，支持性重组则获得了中等水平的中期业绩和最低水平的长期业绩。最后，本书实证检验了 ST 公司脱困之后的绩效提升影响因素，发现产业结构调整、机构投资者持股比例与经营绩效正相关，关联交易比重与经营绩效负相关，公司治理对脱困后绩效则未能发挥作用。依据研究结论，本书分别从 ST 公司及其控股股东、投资者和监管机构角度提出建议，包括实施产业结构调

整、提高资产重组效率、关注脱困后的整体绩效水平、强化公司治理和规范与控股股东之间的关联交易等。

本书立足于我国证券市场的 ST 或 *ST 公司，初步确立了 ST 公司脱困路径研究的基本思路：脱困前的影响（重组选择）—脱困中的预测—脱困后的绩效衡量与提升，从一定程度上弥补了我国 ST 公司脱困研究的空白，并为后续研究者们提供一个可资借鉴的研究框架。

在撰写本书过程中，我们参考了大量文献，引用了很多数据，获得启发并进行借鉴。感谢这些文献和数据作者的前期工作，对此，在引文中力求做到一一注明，如有遗漏敬请谅解。对于 ST 公司的脱困研究中，本书受到了河北省社会科学基金项目（HB14GL055）资助，是以作者的博士学位毕业论文为基础，经过课题组成员共同修改、调整、补充之后最终成稿。除本书主要著作人外，课题组其他两位成员：刘东英、张旭蕾参与了第三章、第六章、第七章中部分内容的撰写与修改。

ST 公司脱困在我国还是一个比较新的研究角度，直接文献较少。本书在该方面做了初步的探讨，还有很多问题需要后续研究者进行多方位、多角度思考。由于笔者水平所限，书中难免存在不足，希望广大读者予以批评和指正。

和丽芬

2015 年 8 月

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 研究背景	(1)
一 研究背景	(1)
二 问题提出	(5)
第二节 研究意义	(14)
第三节 相关概念界定	(15)
一 ST 公司脱困	(15)
二 重组选择	(18)
第四节 研究思路与方法	(21)
第五节 研究内容	(23)
第二章 研究现状	(25)
第一节 文献梳理与汇总	(25)
第二节 文献分类	(28)
一 困境预警研究	(29)
二 困境本身研究	(30)
三 脱困研究	(32)
第三节 研究体系架构	(35)
第四节 本章小结	(36)
第三章 制度背景与理论分析	(38)
第一节 制度背景	(38)

一	证券市场的 IPO 制度	(38)
二	退市制度与 ST 或 *ST 制度	(40)
三	法人大股东集中控制	(42)
第二节	理论分析	(46)
一	公司困境形成理论	(46)
二	重组之于困境脱困理论	(48)
三	本书的理论框架	(50)
第三节	本章小结	(51)
第四章	中国 ST 公司的重组行为选择影响	(53)
第一节	文献回顾	(53)
第二节	研究假设	(54)
第三节	样本选取与数据来源	(57)
第四节	样本公司的重组选择	(60)
一	重组选择总体情况	(61)
二	重组次数	(61)
三	重组金额	(63)
四	重组方式	(64)
第五节	实证分析	(65)
一	模型与变量设计	(65)
二	描述性统计	(68)
三	回归结果	(71)
第六节	本章小结	(76)
第五章	考虑重组选择方式的 ST 公司脱困预测研究	(77)
第一节	文献回顾	(77)
第二节	研究假设	(79)
第三节	研究设计	(82)
一	样本选择	(82)

二 指标设计	(83)
三 研究方法与思路	(85)
第四节 实证结果	(86)
一 不考虑重组选择方式的 ST 公司脱困预测模型	(86)
二 考虑重组选择方式的 ST 公司脱困预测模型	(96)
三 动态重组选择下的 ST 公司脱困预测模型	(100)
第五节 本章小结	(113)
 第六章 中国 ST 公司脱困后绩效衡量与提升	(115)
第一节 ST 公司脱困后的市场绩效	(115)
一 问题提出	(115)
二 样本选取	(117)
三 研究方法	(118)
四 实证分析	(120)
第二节 ST 公司脱困后的经营绩效	(138)
一 问题提出	(138)
二 研究设计	(139)
三 实证分析	(141)
第三节 中国 ST 公司脱困后绩效提升研究	(162)
一 研究现状与假设	(162)
二 样本选择	(165)
三 实证分析	(167)
第四节 本章小结	(171)
 第七章 结论与建议	(175)
第一节 研究结论	(175)
第二节 相关建议	(179)
一 对 ST 公司及其控股股东的建议	(179)
二 对投资者的建议	(180)

三 对政府监管机构建议	(180)
第三节 主要贡献	(183)
第四节 研究局限及后续研究方向	(184)
一 研究局限	(184)
二 后续研究方向	(184)
参考文献	(186)
附录 样本公司明细	(206)
后记	(223)

第一章

绪 论

第一节 研究背景

一 研究背景

自 1990 年沪深两个证券交易所成立至今，我国证券市场历经初创、试验、规范、转轨进而进入当前的重塑阶段。伴随证券市场的发展，上市公司的困境问题逐渐引起大家的关注。证券市场上 ST、*ST 公司的引致原因、脱困方式、脱困后业绩状况成为困境公司研究的着眼点。

ST 及 *ST 是英文 “special treatment” 的缩写。为保证投资者利益和相关信息及时披露，证监会于 1998 年 3 月 16 日以 “部门规章” 形式发布《关于上市公司状况异常期间的股票特殊处理方式的通知》，要求上交所和深交所根据其股票上市规则规定，对异常状况的上市公司股票交易实行特殊处理。事实上，上交所、深交所在 1997 年就已颁布了基本统一的《股票上市规则》，并于 1998 年 1 月 1 日正式实施。在《股票上市规则》中，专门就特殊处理问题做出详细规定，即第九章 “上市公司状况异常期间的特殊处理”。其中，9.1.1 指出：“当上市公司出现财务状况、其他状况异常，导致投资者对该公司前景难以判定，可能损害投资者权益的情形，对其股票交易实行特殊处理。” 9.1.2 对 “特殊处理” 予以了明确的解释：（1）对该公司股票及其衍生品种的交易行情另板公布，以区别于其他股票；（2）股票报价日涨跌幅限制为 5%；（3）实行特殊处理期间，公司中期报告必须

审计。而 9.1.3 则对特殊处理的性质做出说明：“特殊处理不属于对公司的处罚，公司权利和义务不变。”由此可见，ST 制度的核心内容，是针对日报价涨跌幅度的限制和信息披露要求所实行的特殊处理，简而言之，就是公司股票日涨跌幅度限制为 5%，中期报告必须经过审计。

1998 年 4 月 28 日，“辽物资 A”因 1996 年、1997 年连续两年亏损，被深交所实施股票交易特殊处理，股票名称前冠以“ST”，成为中国证券市场历史上第一只 ST 股票。从此，我国股票市场出现了一个特别板块：ST 板块。

我国《公司法》第 157 条明确规定：上市公司发生下列情形之一的，由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市：（1）公司股本总额与股权分布等发生变化不再具备上市条件；（2）公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载；（3）公司有重大违法行为；（4）公司最近三年连续亏损。对因连续两个会计年度亏损而被 ST 的上市公司，在特殊处理期间如果财务状况没能明显改善，出现了连续第三个会计年度亏损，根据《股票上市规则》第九章和第十章的有关规定，首先，该 ST 公司在收到连续亏损三年的审计报告后两个工作日内，向证交所和证监会作出报告，同时提交公司董事会对审计结果的书面意见，并作出公告；其次，证交所自收到报告下一个交易日起暂停该 ST 公司股票交易，并在暂停交易后三个工作日内就是否暂停其上市出具意见，报证监会批准；最后，证交所接到证监会作出的暂停该 ST 公司股票上市的决定后，于下一个工作日在证监会指定报刊上公布该事实，同时按照证监会要求采取相应的技术措施。

1999 年 7 月 3 日，上交所和深交所分别发布《股票暂停上市有关事项的处理规则》和《上市公司股票暂停上市处理规则》，根据《公司法》《证券法》和《股票上市规则》有关规定，对股票暂停上市做出具体的处理细则，并对此类公司股票的投资者提供“PT 服务”。“PT”是特别转让“particular transfer”的缩写，指连续三年亏损的上市公司被暂停上市之后，证交所和相关会员公司在每周星期五为投资

者提供的一种交易服务。1999年7月9日,PT双鹿、PT农商社、PT渝钛白、PT苏三山四只冠以“PT”的股票首次进行特别转让,使得中国证券市场又出现了一个新的特殊板块:PT板块。特别转让与正常股票交易有两点不同:一是交易时间上,特别转让仅限于每周五的上市时段内,而非逐日持续交易;二是价格形成上,特别转让的申报委托按不超过上一次转让价格上下5%的幅度进行(2000年6月17日,深沪两市取消PT股票特别转让跌幅控制),交易所于收市后按集合竞价方式对有效申报进行撮合,当天全部有效申报都以集合竞价所产生的唯一价格成交。转让信息由指定报刊设专栏在次日公告,不在交易行情中显示,不计入指数计算,成交数据不计入市场统计。

随着证券市场发展,投资者呼吁股票市场建立退出机制。2001年2月22日,证监会发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》,对连续三年亏损的上市公司的暂停上市、恢复上市和终止上市的条件、法律程序、信息披露和处理权限等做出详细规定。《办法》的实施,标志着我国股市的退出机制正式出台,证券市场上的“只进不退”的现象将成为历史。2001年4月23日,上交所的PT水仙被终止上市,同年6月15日,深交所的PT粤金曼被终止上市,这是两市的首家退市公司。退出机制的正式启动,掀开了证券史上新的一页,对实现上市公司的优胜劣汰和证券市场的健康发展具有重要意义。

2001年6月,上交所、深交所修改其股票上市规则,增加对财务状况异常和其他状况异常的解释。其中财务状况异常主要包括:(1)最近两个会计年度审计结果净利润均为负值;(2)最近一个会计年度审计结果股东权益低于注册资本;(3)CPA对最近会计年度报告出具无法表示意见或否定意见审计报告;(4)调整后最近一个年度股东权益低于注册资本;(5)调整后连续两个会计年度亏损;(6)其他财务状况异常。明确了特别处理的两大类别。

2002年1月,修改后的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》正式实施。2月,上交所、深交所再次修改上市规则,取消PT

制度，规定上市公司连续三年亏损，暂停其股票上市，暂停上市后其股票停止交易，证交所不再提供特别转让服务。

2003 年 5 月，沪深交易所第六次修订其股票上市规则，关于特别处理的规定如下：上市公司出现财务状况或其他状况异常，导致其股票存在终止上市风险，或者投资者难以判断公司前景，其投资权益可能受到损害的，证交所将对该公司股票交易实行特别处理：终止上市风险的特别处理（简称“退市风险警示”）和其他特别处理。退市风险警示的处理措施包括：在公司股票简称前冠以“*ST”字样，以区别于其他股票；股票报价的日涨跌幅限制为 5%。其他特别处理的处理措施包括：公司股票简称前冠以“ST”字样；股票报价的日涨跌幅限制为 5%。证交所对上市公司股票交易实行退市风险警示的情况很多，但主要包括“最近两年连续亏损或追溯调整后最近两年连续亏损”；证交所对上市公司股票实施其他特别处理的主要原因包括“最近一年净资产为负”。自此，我国证券市场上开始了终止上市风险特别处理（*ST）与其他特别处理（ST）并存的局面，每年证券市场都会出现因各种原因而被 ST 或 *ST 的公司。

ST 与 *ST 板块的设置，目的是使股民能够容易区分哪些股票存在退市风险与特别处理，便于做出投资决策。同时将证券市场上的劣势股票与优质公司区别开来，并将不能如期摘帽的公司依法暂停上市或退市。然而，制度实施以来，特别处理公司暂停上市的不少，真正退市的却寥寥。据上交所和深交所的数据统计，截至 2011 年年底，除了因吸收合并以及分立等特殊原因而退市的上市公司外，A 股市场真正意义上因监管规则而退市公司只有 42 家，占上市公司总数的 1.8%，从我国股票市场设立开始计算，年均退市公司只有 2 家。鉴于此，证监会在近两年开始大规模启动退市新规的运作和出台，2012 年 4 月，上证所、深交所下发《退市方案（征求意见稿）》，2012 年 6 月，《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》相继出台，标志着我国证券市场退市新规的正式启动。新的退市

制度主要聚焦在净资产指标、营业收入指标、审计意见类型和市场交易指标等四个方面,基于此,*ST公司被实施退市风险警示后又被暂停上市的,公司最近一个会计年度经审计的期末净资产为负,或经审计的营业收入低于1000万元,或其财务报告被会计师事务所出具否定意见、无法表示意见或者保留意见,或被暂停上市后未在法定期限内披露年报的,其股票应终止上市。可以说,新的退市规则对ST和*ST公司的摘帽时间、要求设置了硬性规定,各指标如期达到,则能继续交易,否则面临摘牌退市。这些ST、*ST公司的摘帽脱困面临更加严峻的挑战。

二 问题提出

从1998年我国实施特别处理制度以来,至2012年年末,沪深两市先后被特别处理的上市公司共计601家次(见图1-1),其中因财务原因而被ST或*ST共569家次,因其他原因而被ST或*ST共32家次,有77家公司两次被特别处理,2家公司三次被特别处理,涉及公司共计520家,占上市公司总量的20%左右。我们先对这些被特别处理公司的总体情况进行特征分析,然后提出本书的研究问题。

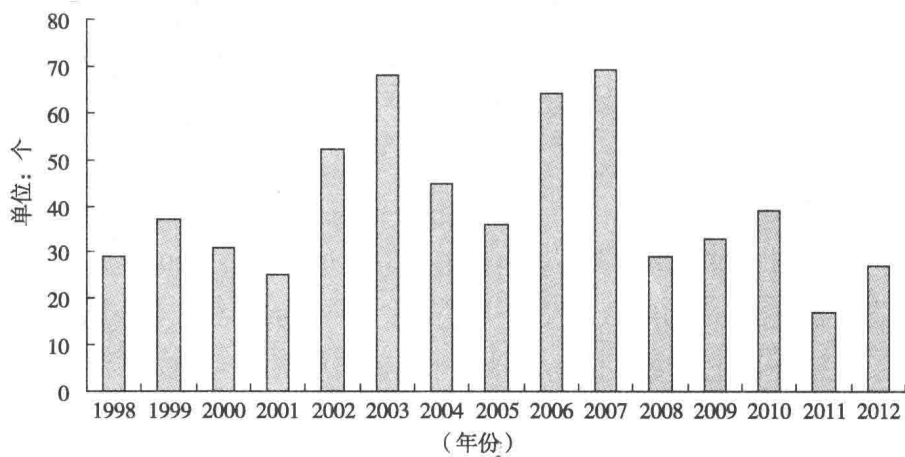


图1-1 1998—2012年各年被特别处理公司家数

数据来源:根据国泰安数据库“中国特殊处理与特别转让股票研究数据库”资料整理得到。

（一）我国 ST 公司总体特征情况

第一，看各年 ST 或 * ST 公司数量。由图 1 - 1，从 1998 年特别处理制度实施以来，我国证券市场每年被 ST 或 * ST 公司数量经历了一个由低至高再降低的总体趋势过程。1998—2001 年，每年被 ST 公司数量没有较大变化。2002 年、2003 年 ST 或 * ST 公司数量突然激增，到 2008 年，ST 或 * ST 公司数量又出现较大幅度下降，一直至 2012 年没有明显增长。这是因为：2001 年下半年开始，全球经济增速出现减缓，上市公司作为国民经济的晴雨表反映最为明显。2001 年度，上市公司重要财务指标较之前都有不同程度下滑（见表 1 - 1）。另外，2001 年财政部颁布的新会计制度开始实施，新制度对债务重组利得不能计入当期损益的相关规定和追溯调整使得很多企业陷入亏损，导致在接下来的 2002 年及以后年度中 ST 或 * ST 公司数量比较高。

表 1 - 1 上市公司重要财务指标

指 标	1999 年	比上年增长	2000 年	比上年增长	2001 年	比上年增长
每股收益 (元/股)	0. 2	5. 26%	0. 2	0%	0. 13	- 35%
净资产收 益率 (%)	8. 23	10. 47%	7. 63	- 7. 29%	5. 35	- 29. 88%
净利润 (亿元)	628. 88	34. 67%	768. 22	22. 16%	694. 22	- 9. 63%

数据来源：中国证券监督管理委员会：《中国证券期货统计年鉴（2011）》。

2007 年度我国居民年消费价格指数明显上涨，上市公司总体营业收入增加带动净利润增长，创出史上最辉煌年报业绩。2008 年，以美国为首的金融危机并未对我国上市公司造成影响，相反，由于出口优势，上市公司业绩反而上升。2008 年我国新所得税法实施，企业税负减轻，加上奥运经济的促进，使得 2008 年、2009 年度被 ST 或 * ST 上市公司数量大幅度减少。

第二，我们看这些 ST 或 * ST 公司的构成。从来源看（见图 1 - 2），深交所、上交所数量相差不大；A 股占据了 94%，B 股仅为