



北方民族大学商学院博士文库

“凯歌公司”

真正摘帽公司的认定及其判别因素研究

A Study on Promising Companies and its
Discriminant Factors on the Base of
Influencing Factors of ST Company in China

李志坚 ◎ 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



北方民族大学商学院博士文库

本成果受到“宁夏回族自治区‘十三五’重点建设专业”项目资助

“凯歌公司”

真正摘帽公司的认定及其判别因素研究

A Study on Promising Companies and its
Discriminant Factors on the Base of
Influencing Factors of ST Company in China

李志坚 ◎ 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

“凯歌公司”：真正摘帽公司的认定及其判别因素研究/李志坚著. —北京：经济管理出版社，2016.10

ISBN 978-7-5096-4555-0

I. ①凯… II. ①李… III. ①股份公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 204104 号

组稿编辑：杨国强

责任编辑：杨国强 张瑞军

责任印制：黄章平

出版发行：经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址：www.E-mp.com.cn

电 话：(010) 51915602

印 刷：北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销：新华书店

开 本：720mm×1000mm/16

印 张：10.75

字 数：160 千字

版 次：2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5096-4555-0

定 价：48.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

序

博士学位论文是学生进入社会，进入其更高层次职业生涯最好的身份证明。我们可以通过了解每一篇博士学位论文了解得到学位的那些博士们的所见和所想，甚至于眺望其可做和可得的未来。

本书以怎样识别我国资本市场被特殊处理的公司，即 ST 公司为主要线索，对我国资本市场中的这种特别的组成要素进行了透彻、深刻的分析。本书采用在会计学博士论文中极为流行的“全实证”方法写成，对中国特有的这一问题进行了具有独特意义的开创性探讨。将本书与一些单纯将国外的研究“带进”中国的书籍相比，或者是与只是陈述道理，依靠逻辑和论据解决问题的传统图书相比，本书确实可以被确认为：既有一定的理论深度，又有很强的实际应用价值，既有理论意义，又有现实意义。

从本书最基本的着眼点看，本书用于实证的样本群，以“厚德”的“包容”，给各位读者展现了已成为中国资本市场弱势地位的 ST 公司群体，难道都以无情的方式将它们逐出证券市场吗？从本书的最基本要素，即本书的变量设置看，各个变量均有着较强的来自于中国的乡土气息，乃至至于公司所处的行业状况及其地区的富裕程度。这样的分析具有中国特色，能够针对中国至今仍存有的弊端以中肯地抨击。文章虽然是针对中国资本市场的弱势群体而写，却促使遇到困难公司看到自身的优势、找出本身已具备但尚未发挥出的力量，希望的是在无情的竞争中多留下几个曾经辉煌的同路，给处于困难征途中的掉队者多增加一些正能量。总之，我认为本书

的选题忠厚却有力，含蓄而刚强，应当属于我国研究资本市场的填补空白之作。

对书中的一些内容，比如，对经历过 ST 困扰的公司，在脱身之后冠以“凯歌”之名，也是本书主题的一种具启示性的体现。即公司在困难的时候，要经人点拨，看到自身的长处，找回自己的力量，这样，在其他各方识别“凯歌公司”的同时，这些公司也会经过奋斗而真正改变自身所处的不利地位。公司在经营过程中会经常遇到困难，只不过是困难有大有小，低潮时期有短有长，我们的企业界人士应当从李志坚博士的书中汲取力量，即使是公司遇到困难也能从容对待，时时把企业的凯歌奏响。

李志坚博士在西北长大，在获得博士学位后，离开我国最美的海滨城市再回西北任教，这也使作为他博士指导教师的我对他再添敬意！我真的希望李志坚博士能够对已经展开的画卷继续描绘下去，以他辛勤的工作在我国西北再结出累累硕果。

中国人民大学博士生导师

耿建新

2016年4月21日于北京家中

前言

我国股票特别处理制度（以下简称“ST 制度”）是对股票的退市风险和其他风险的一种警示机制，是尽可能为保护投资者利益而在退市机制前一个环节设计的风险标示制度，是我国股市特有的制度设计。ST 制度是按照“异常—风险—投资者权益可能受损—特别处理”的逻辑思路设计的，因此，有关异常的认定标准就成为影响 ST 制度运行效果的关键因素。我国 ST 公司主要围绕着“两年连续亏损”这个“异常”认定标准，而公司亏损的原因是复杂多样的，这就形成了 ST 认定标准的简单“粗糙”和公司亏损原因复杂多样之间的矛盾。实践中，这种矛盾会使 ST 制度的运行形成这样的偏差：一些有发展前途和投资价值的公司被标示为 ST 公司，这不利于“保护投资者权益”这个终极目标的实现。因此，对已摘帽的“一进宫”ST 公司进行进一步细分，以从中界定出那些盈利稳定性表现较好的一类公司（本书将此类公司命名为“凯歌公司”），从 ST 公司中寻找有助于保护投资者权益的“正能量”和积极因素以纠正 ST 制度运行产生的偏差，对那些摘帽后再也不被特别处理的“凯歌公司”及判别因素进行研究就变得很有必要。

我国学者大多将上市公司股票特别处理看作是公司陷入财务困境的标志性事件而加以研究，但这些研究，都很少关注 ST 认定标准的单一性与亏损原因复杂多样性之间的矛盾，对于造成上市公司股票特别处理的实质性影响因素（行业特点、公司特点和产品特点）研究还远远不够，继而对

于摘帽后不会再被特别处理的“凯歌公司”的特点及其判别因素还不清楚。进一步说,已有的研究对下列问题还欠缺一个系统的回答:为什么有的公司会被ST;为什么有的公司先后两次甚至三次被ST(即“二进宫”和“三进宫”);如何判断ST公司的摘帽是真摘帽还是假摘帽;在已摘帽的ST公司中如何界定出不会再被ST的“凯歌公司”;我们是否可以在ST公司摘帽之时便捕捉到“凯歌公司”的信号以将其与一般ST摘帽公司加以区分和判别;等等。

正是沿着这样的设想和思路,本书以我国股票市场ST公司为对象,在ST公司影响因素分析和ST公司进一步细分的基础上,对摘帽后不再被特别处理的“凯歌公司”及其判别相关因素进行研究,并总结出“凯歌公司”的一般特征。

基于上述考虑,本书的具体内容安排如下。

第一章介绍本书的选题背景、选题意义、研究方法和创新点。

第二章梳理ST制度的变迁,并进行文献综述。

第三章是研究方案设计。本章在第二章和理论分析的基础上,综合运用战略、营销等管理学基本理论,从行业特点、产品特点和公司特点三个方面确定实证研究的自变量,构建实证模型,并提出假设。

第四章是ST公司影响因素分析。基于第三章的研究方案设计,本章首先对ST公司的财务特征做出评价;其次通过构建Logit模型对ST公司的影响因素进行实证检验,实证结果表明,ST公司受毛利率、实际控制人性质、董监高人数比例、董事长与总经理的兼任情况和人均负债等因素的显著影响;最后通过对ST公司面临的被特别处理的压力和动机分析,对“凯歌公司”存在的可能性进行了描述。

第五章是“凯歌公司”的判别因素研究。本章以第四章的分析为基础从三个方面展开。首先从盈利稳定性角度对ST已摘帽公司进一步细分并对“凯歌公司”做出具体界定,结论表明,“凯歌公司”是盈利稳定性指标在ST已摘帽公司中居于前列的公司。也就是说,“凯歌公司”的选定是在综合考虑盈利能力及其波动性两个因素之后从ST已摘帽公司中挑选出

来的一类在盈利稳定性方面较“好”的公司。其次对“凯歌公司”的特征进行描述性统计。最后通过构建 Logit 模型分析“凯歌公司”判别因素。这个分析先从影响“凯歌公司”形成的财务因素进行，再从非财务因素角度对“凯歌公司”判别因素进行分析。

第六章是本书的研究结论，并阐述了研究的局限性和未来研究方向。

本书是国内迄今为止较早对 ST 公司进行进一步细分并提出“凯歌公司”这一说法及具体认定标准的书籍，也是较为全面地对“凯歌公司”判别因素进行研究的书籍。本书的主要创新之处表现在三个方面。首先，本书提出了“凯歌公司”这一说法和具体的认定标准。其次，本书运用 Logit 回归分析方法分析了“凯歌公司”判别的影响因素，此研究结果为投资者扩大投资对象优选范围和优化投资决策提供了一定的参考。最后，本书对股票 ST 公司影响因素的研究拓展到行业特性、产品特性和公司特性等实质性因素，不再只从财务指标等“表征因素”的层面进行分析，研究结果为监管方提高监管效果和效率，提升监管水平以更好地保护投资者权益提出了建议。

本书的成稿，首先要感谢我的授业恩师耿建新教授！有缘成为导师的一名弟子，跟着导师学做人、学做学问、学会独立思考！先生带我领略了无比精彩的学术思想碰撞，更是在那反反复复的文稿修改中让我体会到文字所拥有的精彩绝伦的表达魅力。我的博士论文从选题、构思到整体结构搭建中的每一个阶段、每一个细节、每一个关键点，处处凝聚着先生的心血，都无不体现出他对研究问题敏锐的洞察和深邃的思考。感谢我的师母郑德香老师！多少次，是师母的鼓励，让我能够坚定信心，鼓起勇气，向着目标前进。其次，感谢中国人民大学会计系所有老师！感谢北方民族大学商学院的领导！因为你们的理解和无私支持，才会有这本书的顺利出版！最后，感谢我的母亲，是您的教诲让我内心坚定！感谢我的家庭和朋友！你们给了我坚强的依靠，让我永远敢于接受挑战。

由于水平有限，编写时间仓促，书中错误和不足之处在所难免，恳请广大读者批评指正。

目 录

第一章	绪论	001
第一节	选题背景	001
第二节	选题意义	003
第三节	研究问题的界定	006
第四节	研究方法	006
第五节	本书的主要内容和结构安排	008
第六节	本书的创新点	011
第二章	ST 制度变迁与文献综述	013
第一节	制度变迁	013
第二节	文献综述	027
第三节	制度和文献的评述及对本书的启示	035
第三章	研究方案设计	043
第一节	研究思路	043
第二节	样本范围	044
第三节	自变量的初步确定	048
第四节	因变量的确定	056
第五节	研究假设的提出	057

第六节	研究模型的形成	058
第七节	本章总结	060
第四章	ST 公司特别处理影响因素的分析	061
第一节	ST 公司财务特征分析	061
第二节	ST 公司特别处理影响因素分析	085
第三节	ST 压力与动机分析——凯歌公司存在的可能性	098
第四节	关于 ST 制度的深入分析	100
第五节	本章总结	101
第五章	凯歌公司判别因素的研究	103
第一节	凯歌公司的认定	104
第二节	对凯歌公司的描述性统计	112
第三节	凯歌公司判别因素的初步分析	114
第四节	凯歌公司判别因素的进一步探讨	119
第五节	本章总结	123
第六章	研究结论、局限及未来研究方向	125
第一节	研究结论	125
第二节	研究局限	128
第三节	未来研究方向	129
附 录		131
附录 1		131
附录 2		146
参考文献		149

第一章 绪论

第一节 选题背景

长期以来，对投资者权益的保护始终是我国股市制度设计最根本的出发点之一。从投资者角度说，由于在退市或“摘牌”前后，上市公司的股价通常会有较大反应，但这种反应往往不是集中于正式宣告之时，而是在存在退市风险、相关传闻流传之时，因此，将上市公司退市风险的前期揭示对保护投资者权益不受侵害就显得尤为重要。这样，需要对发生异常公司的股票进行某种标记以警示投资者。股票的特别处理制度（ST 制度，下同）在这一背景下出台。

ST 制度与退市标准、交易安排及相关配套制度一起构成了股票市场的退市制度。1998 年，证监会要求对存在异常状况的上市公司股票进行股票特别处理，实行 ST 制度，深沪交易所制定的《上市规则》既是该制度的具体表现，也是我国《公司法》和《证券法》关于股票暂停上市在部门规章层次的具体延伸。我国从 1998 年开始实行股票的 ST 制度，在 2003 年实行股票退市风险警示 ST 制度，2012 年取消“特别处理”说法并以“风险警示”代替，在这个过程中，交易所制定的《上市规则》经过多达 7 次的修

改和完善。可以说，我国的 ST 制度在经过“特别处理—退市风险警示—风险警示”三个阶段的发展后，对股票特别处理术语的变化反映出人们尤其是监管方对 ST 制度的认识、相关概念和逻辑思路日趋完善。

公司退市对于投资者来说是存在风险的。如何使退市带来的损失降低，是促进退市机制顺利实施的重要环节。公司存在退市风险或进入退市阶段时，需要有不同于公司正常退市的风险揭示形式：日本交易所设立“监管板块”并实行另板交易；韩国 KOSDAQ 市场则是将公司的股票区分为“投资留意对象”或“重点监管对象”；我国主要通过特别处理的股票名称前加“ST”标记的方式进行警示以有别于处于正常经营状态的企业，从而提醒投资者注意风险，审慎采取投资措施。

综上所述，从 ST 的定义看，我国的 ST 制度设计遵从了“异常—风险—投资者权益可能受到损害—特别处理”逻辑思路，这决定了对“异常”的评价依据成为影响 ST 制度运行好坏的关键因素。从股市监管层面讲，我国股票 ST 制度是我国上市公司退市前对股票的退市风险和其他风险进行预警的警示机制，是为保护投资者利益在退市机制的前一个环节单独设计的风险标示制度，是我国特有的股市制度设计。从上市公司角度讲，在这个制度的影响下，对那些估计会陷入“两年连续亏损”、“所有者权益为负”等股票特别处理认定标准的“理性”公司而言，会提前进行包括盈余管理、资产重组等“布局”，从整体上进行制度博弈，将因股票特别处理所造成的不利影响降至最低水平。因此，从制度博弈的结果看，上市公司股票特别处理是这种“理性”的上市公司在穷尽其所能后的一种自然而然的无奈结局。从 1998 年 ST 制度开始运行至 2013 年末，我国累计有 493 家公司被特别处理，其中，有 352 家上市公司属于“一进宫”公司，有 66 家属于“二进宫”公司，有 2 家为“三进宫”公司，另外，还有 73 家公司退市。值得关注的是，在 493 家公司所形成的 543 家次 ST 事项中有 75% 的比例是因为两年连续亏损。

因此，证监会、交易所等监管方和上市公司等被监管方在股票特别处理制度及《上市规则》之下进行博弈。在此背景下，我国学者大多将上市公

公司股票特别处理看作是公司陷入财务困境的标志性事件而加以研究,相关的研究话题涉及 ST 公司的亏损原因分析、财务特征分析、财务困境预测、公司盈余管理、市场反应、摘帽方法以及股票 ST 制度评价等方面。可以说,在我国 ST 制度下的 ST 公司运行大背景下,已有的研究描绘出了当时的学术发展轨迹,反映出在当前制度环境下的学术思辨和学术智慧水平。但在研读这些文章后发现,以往对特别处理或风险警示制度的研究,无论从截面研究角度还是从时间序列角度,都只是风险警示制度完善过程中的一个片段而已,受到较强的制度约束而具有明显的时代烙印,其研究结论和观点因此显得不能令人信服。

1998 年以来,我国对 ST 公司的认定和评价依据始终围绕着“连续两年亏损”这个“异常”,而关于公司亏损的原因是复杂多样的,这就形成了 ST 制度的简单甚至“粗暴”和公司亏损原因的复杂多样性之间的矛盾。换句话说,是 ST 评价依据的单一性与公司亏损原因的复杂性之间的矛盾,这个矛盾形成了实践中的两种结果:一是一些有前途的、有一定投资价值的公司被标示为 ST 公司;二是由于利润的可操纵性而导致一些有投资风险的公司规避风险标示,而两种结果都不利于“保护投资者权益不受损害”这个终极目标的实现。2012 年 7 月修订后的《上市规则》和 2012 年 12 月《关于发布退市配套业务规则的通知》中设立风险警示板的决定是一次承上启下的制度性总结。因此,对 2003~2012 年期间的特别处理或风险警示股票进行有关上述问题的深入研究和总结就具有重要的意义。

第二节 选题意义

从 1998 年实行上市公司股票 ST 制度以来,截至 2013 年末,我国累计有 493 家公司被特别处理,其中,有 352 家上市公司属于“一进宫”公

司，有 66 家属于“二进宫”公司，有 2 家为“三进宫”公司，另外，还有 73 家公司退市。在此期间，股票 ST 制度经历了“特别处理—退市风险警示—风险警示”三个阶段的发展后日趋完善，我国学者对 ST 公司的关注未见减少，其研究热情从未熄灭，研究的范围涉及面广，其中既有理论的分析，也有实证的检验。

基于与富有经验的专家学者、资深股市操盘人员的交流和访谈，本书认为既有的关于股票 ST 相关问题的研究存在如下两大特点：第一，人们始终对涉及股票 ST 的实质性影响因素的研究讳莫如深，少有较深层次和较全面的探讨；第二，在众多的“一进宫”且已经摘帽的 ST 公司中存在着一些盈利能力强、盈利波动性小的公司，这类公司最大的特点是它属于“一进宫”公司且其盈利稳定性表现较好，其在摘帽之时（实际从摘帽前一年）便奏起回归正常公司的凯歌，因此，本书对“一进宫”ST 公司进行了进一步细分并正式将此类公司命名为“凯歌公司”。关于凯歌公司的认定、特征及判别因素的研究在既有文献中鲜有涉及和讨论。

综上所述，在 ST 公司形成影响因素分析的基础上，本书以凯歌公司判别因素的研究为核心，采用定性与定量分析、规范与实证分析相结合的方法研究问题，具有重要的理论和现实意义。

一、提供一个新的研究视角，丰富研究内容

我国学者对上市公司特别处理的研究涉及 ST 制度的合理性、财务困境预警预测、ST 公司财务特征、ST 公司盈余管理、市场反应及摘帽方法等方面，这种研究暗含着一种假设，即被特别处理的上市公司都是存在财务困境或者有退市风险的“异常”公司。但无法否认，在 493 家被特别处理的上市公司，尤其是在 311 家“一进宫”且已经摘帽的 ST 公司中，有一部分公司属于盈利能力和营运能力较强、盈利波动性较小、摘帽后不再被 ST 的“凯歌公司”。那么，如何界定这类公司，这类公司有什么特点等，都需要从一个全新的视角思考。对这个新话题的分析与研究，无论对监管方，还是对投资者说，都是具有现实意义的。

二、提高监管水平，完善风险警示制度

股票 ST 公司是 ST 制度（或风险警示制度）的产物。而对 ST 公司实质性影响因素的研究有助于监管者发现、理解并掌握“异常—可能损害—风险警示”之间的内在关系，从而完善我国的风险警示制度。从国际范围看，境外市场的退市标准多围绕于上市公司的持续经营能力、运作是否正常以及市场或投资者的反应等指标；美国纽交所和 NASDAQ 市场、韩国 KSE 以及日本 Mothers 市场都含有股价标准；我国交易所 2012 年 7 月版的《上市规则》，对财务状况异常的认定标准中加入了收入规模因素，也是对 ST 影响因素认识的进一步加深而进行的一项完善举措。因此，以凯歌公司的认定及其判别因素的研究为对象，对 ST 公司实质性影响因素的研究是一个伴随着股市发展而不断完善的学习过程，这个学习过程对完善我国股票的风险警示制度具有重要意义。

对“凯歌公司”特征及其判别因素的研究成果，对监管方讲，可以提升对刚性的 ST 制度所规范下的利益相关方的各方博弈的规律性的认识，进而加深对“财务状况异常”或“其他异常”背后的规律性的认识，提高监管水平并最终完善风险警示制度。

三、提高投资者决策水平，保护投资者权益不受损害

对投资者尤其是中小投资者权益的保护是健康资本市场良性发展的标志，而提高投资者决策水平又是保护资本市场投资者权益不受损害，维护我国证券市场长期稳定、健康发展的需要。

从投资者角度，如何发现投资机会，确定目标投资公司是一个重要的任务。而从普遍被认为是陷入财务困境的股票 ST 公司中发掘投资机会并确定投资对象看起来更是难上加难的事情。

本书采用定性分析方法对退市风险警示的逻辑和 ST 公司面对特别处理的动机及压力进行了分析说明，有助于投资者从更高的制度层面理解 ST 制度的设计初衷及其运行后果，更有助于投资者利用本书的研究成果从众

多上市公司甚至于 ST 且已摘帽公司中“沙里淘金”，判断并识别凯歌公司及其“凯歌信号”。

第三节 研究问题的界定

本书拟从 ST 已摘帽公司中认定的“凯歌公司”为研究对象，研究 ST 公司形成及“凯歌公司”判别因素问题。这里的 ST 公司，指 1998~2013 年被 ST 或风险警示的 A 股上市公司。本书对 ST 公司影响因素的探讨，将通过对 ST 公司的财务特征入手，采用类似于“问症而诊”的诊病方法逐渐深入，最终对影响 ST 公司的实质性因素进行判断与甄别；然后，从已摘帽公司中界定出“凯歌公司”并对此类公司形成的影响因素进行分析，以期发现判别凯歌公司的“凯歌信号”。

第四节 研究方法

从上述选题背景、意义和文章的层次安排等的描述中可以知道，本书将从不同层面采用多个视角论述和研究问题，主要包括以下方法的综合运用。

一、跨学科研究法

对 ST 影响因素以及摘帽方法的研究，不应仅仅从 ST 公司一个角度看待。如上所述，由于“理性”的上市公司、申请 IPO 的公司、投资者以及

监管层等利害关系人之间的博弈关系，使得对该问题的研究已经超越了任何一个单独学科的研究范围。因此，本书在探讨研究框架时，同时运用了博弈论、营销学、制度经济学等相关理论，在综合运用这些学科基本理论的基础上，从理论和实证两个方面对研究问题展开论述。

二、定性与定量分析方法相结合，以定量分析方法为主

从本书的整体框架看，本书的主体部分：第三章对文章的研究方案进行了总体设计；第四章首先对 ST 公司的财务特征进行分析，以期对后续的分析所采用的变量进行探究和筛选，然后对 ST 公司形成影响因素进行了分析，并通过对 ST 公司面对 ST 威胁的动机和压力进行分析，对凯歌公司存在的可能性进行了研究和分析；第五章围绕凯歌公司的认定、财务特征及其判别因素进行分析。第四章和第五章是按照实证研究的规范格式设计的，但对这些章节展开更进一步的论述时，采用了定性分析与定量分析相结合的方法，首先从相关学科的基本理论出发探讨 ST 公司形成和凯歌公司判别的影响因素，其次在此基础上选定研究变量、设计理论模型和提出假设，最后分别对上述问题进行实证分析。因此，定性分析与定量分析相结合的研究策略，最终使得本书得出的相关结论具有一定的“生命力”，经得起实践的检验。

三、规范研究与经验研究方法的结合

本书对主体部分的推理和论述，同时也是规范研究方法和检验研究方法的具体综合运用。由于本书从 ST 公司形成影响因素分析基础上的凯歌公司判别因素研究所选择的变量，更多的是从富有股市指导经验的学者、股市操盘手、管理层以及市场营销人员的访谈交流中找到素材和依据，已经不再局限于以往研究所主要依赖的财务指标的范畴，这样，在确定了凯歌公司判别因素即自变量后，运用相关数据进行实证分析，然后针对实证分析的结果形成基本判断，提出相应的政策建议。因此，规范研究和检验研究方法在本书的结合应用，使得本书的结论更加全面、严谨和富有生命力。