

河北省社会科学基金项目研究成果 (HB13GL035)

我国财务困境公司重组 选择及恢复研究

WOGUO CAIWU KUNJING GONGSI CHONGZU
XUANZE JI HUIFU YANJIU

和丽芬 王传彬 朱亮峰

著

本书针对我国财务困境公司的行为选择入手，
从理论和实证两方面研究困境公司重组行为及其影响。
针对困境公司重组行为选择的制度环境进行分析，
实证重组选择对财务困境恢复的作用；
将重组选择方式与财务指标和公司治理指标相结合，
构建财务困境公司恢复的预测模型；
对不同重组选择模式而恢复的公司绩效进行衡量，
评价不同重组选择对困境恢复之后绩效的影响；
对困境恢复之后的绩效优化进行研究，提出相应绩效优化建议。



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

014036448

F279.246

427

本书由河北省社会科学基金项目资助（项目编号：HB13GL035）

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

我国财务困境公司重组 选择及恢复研究

WOGUO CAIWU KUNJING GONGSI CHONGZU
XUANZE JI HUIFU YANJIU



和丽芬 王传彬 朱亮峰 著



西南财经大学出版社



北航

C1715684

F279.246
427

图书在版编目(CIP)数据

我国财务困境公司重组选择及恢复研究/和丽芬,王传彬,朱亮峰著. —成都:西南财经大学出版社,2014. 1

ISBN 978 - 7 - 5504 - 1273 - 6

I. ①我… II. ①和…②王…③朱… III. ①上市公司—企业重组—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 280704 号

我国财务困境公司重组选择及恢复研究

和丽芬 王传彬 朱亮峰 著

责任编辑:刘佳庆

助理编辑:孙志鹏

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookej@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	170mm × 240mm
印 张	11.25
字 数	200 千字
版 次	2014 年 1 月第 1 版
印 次	2014 年 1 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 1273 - 6
定 价	38.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前言

世界上任何一个国家和地区,在其经济发展过程中都会遇到各式各样的问题。其中,企业财务困境是市场经济所面临的一个严峻的挑战。每年,各国都有很多企业由于各种原因而陷入困境,甚至破产。我国自20世纪90年代初沪深两个证券交易所成立至今,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。伴随着证券市场的发展,大部分上市公司也迅速成长。但是,也有一部分上市公司由于经营或其他原因而导致财务困境。可以说,财务困境是每一个企业在经营过程中都可能会遇到的问题,也是财务学研究的热点问题。但迄今为止,相关研究主要聚焦于如何构建更为精确的财务困境预测模型,对于公司陷入困境之后的恢复问题的研究则非常贫乏。公司陷入财务困境可能会遭遇股价下跌、退市甚至面临破产和倒闭,给股东、债权人、员工和国家等造成巨大损失。那么,究竟是什么原因引发财务困境?陷入财务困境的公司如何才能尽快摆脱困境并恢复正常经营?如何提高财务困境恢复公司的绩效能力和水平?这些都是当前市场经济环境下需要亟待研究和解决的问题。

本书首先从财务困境公司的现实制度背景出发,分析我国证券市场严格的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,依据财务困境形成理论、重组之于财务困境恢复理论,解释财务困境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财务困境恢复研究理论框架。在此基础上,利用logistic回归、因子分析法、多元线性回归等方法,探讨重组行为选择对财务困境恢复的影响、对财务困境恢复预测的作用。研究发现:重组是财务困境公司恢复和摆脱困境的最主要手段,财务困境公司重组的时间、成本、行为选择方式均对困境恢复产生影响。重组时间越早、成本越高,财务困境恢复的可能性就越大。资产置换与股权转让重组选择对财务困境恢复具有促进作用,兼并收购与债务重组等重组选择方式则不利于财务困境公司的恢复。重组方式的引入能够改善财务困境恢复预测模型的准确

率,财务困境公司的财务能力、公司治理也对恢复预测产生较显著影响。最后,本书实证分析了财务困境公司内部控制质量提升及其影响,发现内部控制不仅影响公司财务困境的产生,而且其对财务困境恢复同样具有相应作用。依据研究结论,本书分别从困境公司及其控股股东、投资者和监管机构角度提出包括关注资产重组效率、提高困境公司内部控制水平、强化公司治理等建议。

本书立足于我国证券市场的ST或*ST公司,初步确立了财务困境公司行为选择及恢复研究的基本思路,并力图在以下方面有所创新:第一,理顺我国现有财务困境研究文献的分类关系,构建以事前预警研究、事中自身研究和事后恢复性研究为支撑的财务困境研究体系,界定财务困境研究的三类九层,并探讨未来不同层次学者应关注的领域,为后续研究提供指导;第二,在财务困境恢复预测中全面考虑财务与公司治理因素,并以此为基础引入重组选择指标,分别以静态样本与动态样本构建恢复预测模型,提高财务困境恢复预测的准确率及模型拟合优度水平,为投资者、债权人、公司管理者等相关利益群体的决策提供支持;第三,研究财务困境公司的内部控制质量提升及其影响,为财务困境公司的内部控制建设和发展提供依据。

全书共7章内容和2个附录:第1章绪论;第2章文献综述及研究框架体系;第3章制度背景与理论分析;第4章我国财务困境公司的重组行为选择及其影响;第5章基于重组行为选择的财务困境恢复预测研究;第6章我国财务困境公司内部控制质量提升及其影响;第7章结论及政策建议;附录1财务困境公司重组行为选择案例;附录2样本公司情况。本书写作的具体分工如下:和丽芬负责总体框架设计并撰写第1章、第3章、第4章、第5章、第7章;王传彬负责数据搜集与案例整合并撰写第6章及附录1;朱亮峰负责文献整理并撰写第2章。此外,河北师范大学财务处的徐莉芹同志、河北省人民医院财务处的陈永峥同志也积极参与了本书的数据搜集与参考文献梳理工作。

本书为笔者承担的2013年河北省社会科学基金项目“上市公司财务困境恢复研究”的最终成果(项目编号:HB13GL035),由河北省社会科学基金、河北省重点学科会计学学科建设基金资助。在本书撰写过程中,我们参考了很多国内外学者的著作和成果,由此获得启发并进行借鉴,在此向这些文献的原作者表示衷心感谢。由于我们的水平有限,加之财务困境恢复研究在我国还是一个比较新的研究角度,直接文献较少,需要后续多方位、多角度的思考,使得书中难免存在缺陷,希望广大读者予以批评和指正。

和丽芬

2013年12月

目 录

附录 2 样本公司情况 / 140

参考文献 / 159

1 绪论 / 1

1.1 概念界定 / 1

1.2 研究背景及问题提出 / 6

1.3 研究意义 / 17

1.4 研究内容及框架 / 18

2 文献综述及研究框架体系 / 20

2.1 文献综述 / 20

2.2 研究体系 / 24

2.3 本章小结 / 34

3 制度背景与理论分析 / 35

3.1 制度背景 / 35

3.2 理论分析 / 41

3.3 本章小结 / 46

4 我国财务困境公司的重组行为选择及其影响 / 47

4.1 文献回顾 / 47

4.2	研究假设 /	48
4.3	样本选取与数据来源 /	50
4.4	样本公司的重组选择 /	53
4.5	实证分析 /	58
4.6	本章小结 /	68
5	基于重组行为选择的财务困境恢复预测研究 /	69
5.1	文献回顾 /	69
5.2	研究假设 /	71
5.3	研究设计 /	73
5.4	实证结果 /	77
5.5	本章小结 /	104
6	我国财务困境公司内部控制质量提升及其影响 /	105
6.1	文献回顾与研究假设 /	105
6.2	研究设计与样本选择 /	107
6.3	实证分析 /	111
6.4	本章小结 /	116
7	结论及政策建议 /	117
7.1	研究结论 /	117
7.2	政策建议 /	119
7.3	主要贡献 /	121
7.4	研究局限及后续研究方向 /	121

附录 1 我国财务困境公司重组行为选择案例 / 123

附录 2 样本公司情况 / 140

参考文献 / 159

后 记 / 174

1.1 概念界定

1.1.1 财务困境及恢复

1.1.1.1 国外学者的研究界定

国外学者研究中对财务困境的理解主要包括五个方面：①破产；②现金流不足；③失败；④亏损；⑤持续负负债。

自 Altman (1968)《财务比率、判别分析和公司破产预测》一文开始，“破产”逐渐被纳入财务困境概念框架。Altman、Jones (1980)、Frydman、Altman 和 Kao (1983)、Aziz、Emanuel 和 Lawson (1988)、Aziz、Lawson (1989)、Harland (1994)、Coughlin (2003)均采用了“破产”、“申请破产”或“已破产”来表述公司财务困境状态。

与破产比较相近的概念是现金流不足。Wuok (1990)、Galar (1995)、Ward 等 (1997)分别将“经营现金流不足”和“由于现金流不足而导致贷款违约”界定为财务困境；Isac 等 (1999)认同“经营现金流不足导致到期债务的状态”为财务困境，并从现金流不足、流动资金不足、债务比例失衡、资本结构失衡来表述财务困境表现；Turetsky 等 (2001)也基于现金流角度讨论该问题，他们认为“持续经营现金流数量急剧下降是财务困境开始的情景”。

Deakin (1972)、Whum (1974)研究了公司的“失败”。Deakin (1972)认为“失败”包括破产、无力偿债或被迫于债权人利益的清算；Blum (1974)也认同“失败”是不能偿付债务、进入破产程序或与债权人达成债务减少协议。Apostol (1976)、Zimjeski (1984)、Crapp、Newman (1987)把以上“公司失败”的研究界定为“财务困境研究”。

1 绪论

1.1 概念界定

1.1.1 财务困境及恢复

1.1.1.1 国外学者的研究界定

国外学者研究中对财务困境的理解主要包括五个方面：①破产；②现金流不足；③失败；④亏损；⑤连续负 Z 值。

自 Altman (1968)《财务比率、判别分析和公司破产预测》一文开始，“破产”逐渐被纳入财务困境概念框架。Aharony、Jones (1980)，Frydman、Altman 和 Kao (1985)，Aziz、Emanuel 和 Lawson (1988)，Aziz、Lawson (1989)，Harland (1994)，Cecilia (2003) 均采用了“破产”、“申请破产”或“已破产”来表述公司财务困境状况。

与破产比较相近的概念是现金流不足。Wruck (1990)、Datta (1995)、Ward 等 (1997) 分别将“经营现金流不足”和“由于现金不足而导致贷款违约”界定为财务困境；Rose 等 (1999) 认同“经营现金流不足以抵偿到期债务的状态”为财务困境，并从现金流不足、流动资金不足、债务比例失衡、资本结构失衡来表述财务困境表现；Turetsky 等 (2001) 也基于现金流量角度讨论该问题，他们认为“持续经营的现金流量急剧下降是财务困境开始的信号”。

Deakin (1972)、Blum (1974) 研究了公司的“失败”。Deakin (1972) 认为“失败”包括破产、无力偿债或受迫于债权人利益的清算；Blum (1974) 也认同“失败”是不能偿付债务、进入破产程序或与债权人达成债务减少协定。Argenti (1976)、Zimijewski (1984)、Crapp、Srevenson (1987) 把以上“公司失败”的研究界定为“财务困境研究”。

Chalos (1985), DeAngelo (1990) 将亏损界定为财务困境, Hill、Perry 和 Andes (1996), Kahya、Theodossiou (1996) 以“累计亏损次数”作为财务困境判断标准; Platt 等 (2002) 认为财务困境是“连续几年负的经营收入”, 其本质也是亏损概念。

Altman、Haldeman 和 Narayanan (1977) 使用 Z 值模型判断企业是否陷入财务困境, Shrieves 和 Stevens (1979), Taffler (1983), Sudarsanam 等 (2001) 也使用 Z 值来定义财务困境, 即“如果企业在两个年度连续的负 Z 值后有一个最低 Z 值年度, 则企业处于困境之中”。

也有学者从另外角度进行的阐释, Lau (1987) 根据财务困境程度将其划分为 5 种不同状态: 财务稳定、减少股利、债券违约、处于《破产法》保护之下、破产和清算; Altman (1993) 将财务困境分为四种情形: 失败、无偿付能力、违约、破产; Morris (1997) 总结了企业陷入财务困境的 12 条标志; Jones、Hensher (2004) 在财务困境概念中引入“无法支付每年的上市交易费用和经营所需营运资金而被迫筹资”和“为偿债而调整资本结构”。但是, 比较经典、一直为后续研究者所使用的财务困境概念主要是前五种理解。

由于对财务困境的理解不同, 导致国外学者对财务困境恢复的解释也存在差异, 但主要立足于两个方面: ①从《破产法》第 11 章中走出来; ②亏损转为盈利。Bibeault (1982), Hong (1984) 将重组成功与破产清算作为区分恢复与未恢复公司的标准, Robbins (1992), Yehning、Weston 和 Altman (1995), Chatterjee 等 (1996), Ashta、Tolle (2004) 也分别将从《破产法》第 11 章中成功重组的公司定义为财务困境恢复公司; 而 Lai、Sudarsanam (1997), Barker、Patterson 和 Mueller (2001) 却阐释了不一样的理解, 他们将连续亏损转为连续盈利定义为财务困境恢复, DeAngelo 等 (2002), Lasfer、Remer (2010) 在选择恢复样本时也认同 3 年亏损转为连续 3 年盈利是界定财务困境恢复的标准。

1.1.1.2 国内学者的研究界定

国内学者对财务困境的界定从最初的多种解释并存到后来基本一致。吴世农、黄世忠 (1987) 在《企业破产的分析指标和预测模型》一文中将企业破产界定为“由于企业不能偿还到期债务而丧失法人资格的事件”, 并从“资产变现能力低, 负债状况不合理, 资产使用效率低, 盈利能力低”四个方面解释企业破产的原因。吕长江、周现华 (2005) 将该研究界定为我国较早的财务困境预测研究。可以看出, 我国最初对财务困境的理解与国外相同, 都是以企业的破产行为作为其陷入财务困境的标志。

之后,国内学者对财务困境的理解开始多元化:谷祺、刘淑莲(1999)将财务危机视为“企业无力支付到期债务或费用的一种经济现象,包括从资金管理技术性失败到破产以及处于两者之间的各种情况”的解释也被后来的很多研究者界定为财务困境研究(杨继伟,2007;赵丽琼,2010;赵冠华,2010);傅荣、吴世农(2002)沿用Deakin等的说法,从失败角度界定财务困境,将“连续2年净资产收益率低于0”视为企业失败。刘景瑞等(2002)也使用“失败”来界定财务困境;吕长江、韩慧博(2004)认为财务困境必须满足两个条件:①连续两年流动比率小于1;②两年中至少有一年的营业利润小于零;吕长江、徐丽莉、周琳(2004)还将“流动资产小于流动负债”定义为财务困境,具体选择财务困境样本时,要求“至少连续两年出现过 $0.8 < \text{流动比率} < 1$ ”的情况;李秉祥(2004)以“资不抵债”作为上市公司陷入财务困境的标志;章之旺(2008)曾使用“债务违约”来界定财务困境。

可以看出,以上学者对财务困境的理解多是以国外的界定为依据,基本上涵盖“破产”、“失败”、“流动性不足”、“亏损”等内容,但没有形成对财务困境统一的公认标准。

1999年,陈静首次采用27家ST公司与27家非ST公司连续三年的财务数据对公司财务恶化进行预测,取得较好的效果。虽然其研究中没有明确提出“财务困境”,但乔卓(2002)、章之旺(2004)、张培莉(2005)、孙铮(2008)、赵国忠(2009)以及其他一些学者都将其视为财务困境研究。之后,将上市公司被特别处理(ST、*ST)^①,特别是由于财务状况异常而被特别处理作为上市公司陷入财务困境的标志逐渐成为我国众多财务困境研究学者的惯例。吴世农、章之旺(2005),吕峻(2006),鲜文铎、向锐(2007),田菁(2008),潘越等(2009),廖义刚等(2010),徐全华(2011),章铁生、徐德信、余浩(2012)等众多学者均认同这种界定,并在自己的研究中将ST、*ST公司看做是陷入财务困境的公司。

不同于财务困境初始理解的多元化,我国学者对财务困境恢复的界定非常统一。中国特别处理制度为财务困境公司的恢复研究提供了宝贵的数据资料,尽管研究数量非常有限,但现有研究全部是以ST或*ST的摘帽为困境恢复界定标准。(赵丽琼,2008、2009),路璐(2010),颜秀春、徐晞(2012)在财务困境恢复样本的确定上均采用了以上方法。

^① 2003年5月8日开始,证交所将对公司股票实行特别处理,包括两类:(1)终止上市风险的特别处理(简称“退市风险警示”,启用新标记*ST);(2)其他特别处理(ST)。自此,ST成为其他特别处理(ST)和退市风险警示(*ST)的统称。

1.1.1.3 本书的研究界定

从国内外概念分析看,西方学者对财务困境界定标准主要集中在破产、现金流不足、失败、亏损、连续负Z值几方面,尤其是破产这一标准,应用较多。因为西方有比较完善的破产法体系,以申请破产来界定财务困境的方法比较统一,且具有可操作性。我国的《破产法》实施较晚,1986年颁布《中华人民共和国破产法(试行)》,当时我国的资本市场尚未建立,该破产法只适用于全民所有制企业。2007年6月新《破产法》实施,适用范围扩大到包括所有类型企业,也包括上市公司。新《破产法》规定:“企业法人不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的,依照本法规定清理债务”。从1989至2009年,我国企业破产累计突破7.5万件,但破产率仅为0.1%左右,与国际1%的正常破产率水平差距很远,上市公司至今未有一家破产。因此,以申请破产作为财务困境标准在我国不具有可操作性。其他诸如“失败”、“流动性差”等,不同学者认定的标准又不统一,不能形成一致的意见,故而这些界定方法也不合适我国的现实情况。

我国证券市场因财务状况异常而被特别处理(ST和*ST)的公司大多是由于“最近两年连续亏损”或“最近一个会计年度股东权益低于注册资本”所导致,这种特别处理政策很大程度上是基于财务方面的;同时,正如陈晓(2000)所说:“特别处理是一个客观发生的事件,有很高的可量度性,从摆脱特别处理的公司看,大部分公司是通过大规模资产重组才摘掉帽子的,这说明特别处理确实一定程度上反映出公司陷入了财务困境”。鉴于此,本书沿袭国内学者研究的惯例,以由于财务状况异常而被特别处理(包括ST和*ST)作为上市公司陷入财务困境的标志。同理,根据已有的对财务困境恢复的研究惯例,本书将以上被特别处理(ST和*ST)上市公司的最终“摘帽”和恢复正常交易界定为财务困境恢复。

1.1.2 重组选择

1.1.2.1 国外学者的研究界定

国外主要从两个方面对重组进行界定:一是狭义重组,二是广义重组。狭义重组指兼并与收购。国外对兼并收购的研究比较早,对其概念界定和区分比较清楚。兼并由两个或两个以上的单位形成一个新的实体,收购则是被收购方纳入并融入收购方的公司体系。由于在收购中被收购方的融入经常使得收购方的结构发生重大变化,故而收购也往往被看做是一种兼并,或简称为并购(M&A)。这是早期狭义的重组概念。20世纪80年代,美国公司的重组活动频

繁,重组的范围也不断扩大,传统的并购概念开始被拓展到包括接管及其相关的资产重组、公司控制、所有权变更等问题,这些活动被统称为重组。广义重组概念出现,它包括公司利用资本市场对存量资产进行调节和重新组合的所有行为。1998年,Weston(1998)将公司并购分为扩张(expansion)、售出(sell-off)、公司控制(corporate control)、所有权结构变更(changes in ownership structure)四大类,这是对重组比较经典的定义,也是一个广义的重组概念定义。Wruck(1990)从财务困境公司角度认为重组包括缩减成本、高管变更、产品重新定位、缩减投资、聚合资金。Franks等(2005)的研究提出,财务困境公司重组应包括短期的经营、财务重组以及长期的管理重组。

1.1.2.2 国内学者的研究界定

国内对重组的理解包括兼并收购、资产重组、资本重组等,其中比较广泛使用的概念是资产重组。张新(2003)的研究中将重组理解为兼并收购,对其价值效应进行分析;陈惠谷、张训苏(1998)认为,重组包括对企业已有存量资产的重新配置和对增量资产的经营重组;魏杰(1999)界定重组是通过对不同法律主体的财产权、出资人所有权和债权人债权进行符合资本最大增值目标的调整 and 改变,以实现实物资本、金融资本、产权资本以及无形资本的重新组合;汤谷良(2001)认为重组是出资者或授权经营者以企业战略目标为导向,以长期资产或资源为对象,以控制权的转移为核心所进行的资源重新组合和优化配置行为;万潮领等(2001)将上市公司重组分为四类:扩张式重组、收缩式重组、公司控制权转移、公司内部重整;朱宝宪、王怡凯(2002)认为并购是一个“多重理解的概念”,广义并购包括兼并、收购、股权转让、资产置换、债务重组等行为,狭义并购则仅指获得控股权的收购或转让;李善民、李珩(2003)把重组分为收购公司的收购兼并、目标公司的股权转让和资产剥离。李秉祥(2003)认为财务困境公司的重组包括整合产业链、优化产品结构、整合公司治理。

从以上研究可见,我国对重组概念的界定还未形成统一意见,但近些年上市公司重组活动频繁发生,使得学者们对重组的概念与分类逐渐形成一种自动的约定俗成印象,即重组是一种广义概念,股权转让、收购兼并、资产剥离、债务重组、资产置换以及其他类型的重组都被涵盖纳入公司重组的范畴。

1.1.2.3 本书的重组及重组选择界定

由上述分析可知,重组是指公司扩张、收缩、所有权结构变更、内部业务重整等广泛意义上的行为与活动的总称,进行重组的公司既包括具有市场优势的大规模公司,又包括那些因多方面原因而陷入困境的劣势企业。基于本研究

的需要,我们将公司重组定义为广义的重组。同时,本研究中所提到的重组选择特指因财务原因而被 ST 或 *ST 公司在面临困境时所做出的支持抑或是放弃的重组行为选择。即当上市公司被戴帽披星而陷入困境之后,这些 ST 或 *ST 公司采取了何种方式去应对困境,是内部重整、还是大股东支持下的非控制权转移重组,或者是控制权转移式重组?基于此,我们对困境公司的重组行为分为三大类:

内部重组,也称为内部重整,指通过公司自身的管理效率提高和业务整合而应对困境的一种重组行为,在内部重组下,公司与其他法人主体之间不发生资产转移、股权转让等联系。

支持性重组,指 ST 或 *ST 公司在股东支持下发生的各种资产重组,具体包括兼并收购、债务重组、资产剥离、资产置换、非控制权转移的股权转让。

放弃式重组,指控股股东将所掌握的 ST 或 *ST 公司的控制权进行转让,由新的股东来控制该困境公司,并帮助其尽快脱困,其实质是控制权转移的一种股权转让重组方式。其中,支持性重组与放弃式重组均属于外部资产重组。

1.2 研究背景及问题提出

1.2.1 研究背景

随着改革开放和市场经济进程不断完善,我国资本市场经过二十多年的发展后也取得了斐然的成绩:截至 2012 年 12 月,我国上市公司数量达到 2494 家,总市值 23.04 万亿元,流通市值 18.17 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。

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、1997 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、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 2 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 3 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开市时间段内，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、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；③CPA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。此解释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、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。这些陷入财务困境公司的恢复更加面临严峻的挑战。

1.2.2 问题提出

从1998年我国实施特别处理制度以来,至2012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。我们先对这些困境公司的总体情况进行特征分析,然后提出本书的研究问题。