

# ST 上市公司成长性判断与血质指标设计与检验

## ——基于 1998 ~ 2013 年中国 ST 上市公司的经验证据

广西经济管理干部学院 赵序海

广 西 大 学 曾富全

广 西 投 资 集 团 何雪梅

DOI:10.16110/j.cnki.issn2095-3151.2015.41.017

被誉为我国“史上最严”的上市公司退市制度,即《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《退市新规》)从 2014 年 11 月 16 日起开始施行,新退市制度的震慑作用 2015 年以后将显示。随着 2014 年年报陆续披露,将会有上市公司触及退市底线,其中涉及重大违法而强制退市的条款将成为最具功效的退市条款。从经营业绩来看,2012 年、2013 年净利润已经连续亏损两年而被实施退市风险预警,且 2014 年前三季度仍然亏损的上市公司共有 11 家,以及两家创业板股票万福生科、天龙光电,这些企业将会面临较大的退市风险。而 2015 年的“准退市”企业或将达 50 家左右。

《退市新规》是否能最大限度地发挥作用,让垃圾股的壳资源分文不值,实施新退市制度后上市公司是否就不再操纵财务报表,卖壳重组游戏也将消失?除了目前的退市指标,还有无其他更优指标检测 ST 公司的长期成长性,进而甄别其未来是“好公司”还是“坏公司”?

本文拟以上市公司的戴帽摘帽频率和持续时间为判断标准,将 ST<sup>①</sup> 公司划分为成长型和衰退型两类,并形象地将企业成长性比作血质健康状况,设计了企业造血、输血、治血、活血和献血五类血质检测指标,利用 1998 ~ 2013 年中国 ST 上市公司数据运用这五类血质检测指标检验 ST 公司的长期成长性。

### 一、中国退市新规分析及中美比较——以中国主板市场与美国纳斯达克市场为例

#### (一) 中国新旧退市机制的对比分析。

2012 年 7 月颁布的《股票上市规则(2012 年修订)》“退市新规”主要有以下变化和发展:

1. 完善了退市流程,明确了退市后交易安排、增设了退市整理期、重新上市申请等程序。中国上市公司的退市机制可以总结为:(1) 特别处理→(2) 取消特别处理→(3) 暂停上市→(4) 恢复上市→(5) 终止上市→(6) 退市整理期→(7) 转入代办股份转让系统→(8) 重新申请上市等步骤。

2. 严格了暂停上市、恢复上市、终止上市的退市指标。如涉及欺诈发行、违规披露、不披露重大信息的违规公司暂停上市。上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员以及限售股东暂停转让或减持股份。

3. 保护了中小投资者利益,引入了治理指标、市场流动性指标。如上市公司社会公众持股比例不足公司股份总数的 25%,或者公司股本总额超过 4 亿元,社会公众持股比例不足公司股份总数的 10%,且在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件的将被强制退市。

#### (二) 中国上市公司退市流程、规则及标准。

1. ST 戴帽规则。(1) 财务标准:①净资产为负;②连续两年亏损,特别处理;③营业收入低于 1000 万元,退市

<sup>①</sup> ST 制度,是沪深交易对财务状况或其他状况出现异常的上市公司股票交易进行特别处理的一种制度。1998 年 4 月 22 日,沪深交易所宣布,根据 1998 年实施的股票上市规划,对财务状况或其他状况出现异常的上市公司股票交易进行特别处理(Special Treatment),在简称前冠以“ST”或“\*ST”。

警示。(2) 法律(审计、证监会)标准: ①年度审计报告被出具“无法表示意见”或“否定意见”的审计报告(\*ST); ②财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载,被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正,且公司股票已停牌两个月(\*ST); ③违规为其控股股东及关联方提供的资金余额超过 2 千万,或占净资产的 50% 以上(中小板); ④对外担保余额超过 1 亿元且占净资产值的 100% 以上(合并报表、主营业务为担保的除外)(中小板规则)。(3) 市场(流动性)标准: 股票连续 120 个交易日内,累计成交量低于 100 万股(创业板规则); 连续 20 个交易日收盘均价均低于面值; 或连续 120 个交易日内累计成交量低于 300 万股(中小板规则)。

2. ST 摘帽规则。财务标准: 净资产为正; 年报盈利, 主营业务正常, 扣除非经常性损益后的净利润为正值。

3. 暂停上市。(1) 财务标准: 连续 3 年满足 ST 戴帽规则中的财务标准。(2) 法律标准: ①年度审计报告被出具“保留意见”、“无法表示意见”或“否定意见”; ②欺诈发行, 信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 受到证监会行政处罚, 并且因违法行为性质恶劣、情节严重、市场影响重大, 在行政处罚决定书中被认定构成重大违法行为; ③因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关的; ④触及②、③情形的相关主体暂停转让股份。

4. 恢复上市规则。(1) 财务标准: ①满足 ST 摘帽规则中的财务标准; ②无主要银行账号被冻结; ③无公司生产活动受到严重影响且预计在未来三个月之内不能恢复的情形; ④重组资产持续经营且实现盈利。(2) 法律标准: ①年度审计报告未被出具“保留意见”、“无法表示意见”或“否定意见”; ②保荐机构发表明确意见认为公司具有持续经营能力和公司治理能力; ③无情形严重的控股股东及其关联方非经营性占用资金或对外违规担保。

5. 终止上市(退市)规则。(1) 财务标准: ①连续 4 年满足暂停上市规则中的财务标准; ②扣除非经常性损益前、后的净利润孰低者为负值; ③法院宣布破产。(2) 法律标准: ①暂停上市一年后符合暂停上市规则中的法律标准, 证监会做出退市决定; ②不能按时披露经审计的年度报告。(3) 市场标准: ①满足 ST 戴帽规则中市场标准; ②社会公众持股比例不足公司股份总数 25% 的上市公司; ③股本总额超过人民币 4 亿元, 社会公众持股比例不足公司股份总数 10% 的上市公司。

6. 退市整理规则。在其退市前给予 30 个交易日的股票交易时间。不再受理公司并购重组行政许可申请。

7. 退市后交易(旧三板市场)规则。退市公司原在交易所流通的股份将由一家具备代办股份转让业务资格的证券公司(主办券商)代办转让, 并在 45 个工作日之内

进入代办股份转让系统交易。

8. 申请重新上市规则。对申请重新上市事项做出决议, 股东大会决议须经出席股东大会的股东所持表决权的 2/3 以上通过。

(三) 中国主板市场与美国纳斯达克市场退市机制的对比分析。

通过纳斯达克与国内证交所的退市标准对比(见表 1), 可较客观总结中美退市制度的差异:

1. 可选择性。在纳斯达克上市的公司, 只要股东权益、市值、总资产/总收入三类标准满足其一, 皆可继续交易。而 A 股市场只要股东权益为负、销售收入小于 1000 万元、净利润连续两年亏损即刻被打入“ST”行列。

2. 市场性和流动性。纳斯达克主要通过公众持股的市值和流动性指标确保一定流动性条件下的市值客观性, 如“1 美元退市原则”; 而 A 股市场更依赖的是利润指标, 如比较繁琐的 ST 制度扣除非正常损益净利润为正时方可摘牌等。

3. 财务指标各有侧重。纳斯达克更侧重股东权益、总资产、总收入, 利润可以容忍连续两年亏损, 即使连续 3 年亏损只要保证一定市值和股东权益也可继续交易; A 股市场连续 2 年亏损则被退市警示, 连续 3 年亏损则被暂停上市。

4. 转板通道畅通与否。在美国场外柜台交易系统(OTCBB)挂牌交易的公司只要每季度向美国证券交易委员会(SEC)提交报表, 达到一定条件后即可直接升入纳斯达克(NASDAQ)市场, 微软和思科就是此模式最成功的代表。在美国场外柜台交易系统(OTCBB)挂牌的中国概念股中, 也已有 70 家企业成功转板美国主板市场, 如诺华家具等。虽然中国的三板市场包括退市企业、原全国证券交易自动报价系统(STAQ)、网络(NET)系统挂牌公司(旧三板), 以及后来加入的中关村科技园区非上市股份有限公司(新三板), 然而目前已退市且成功重新上市升入主板的公司却凤毛麟角, 且重新上市后业务已面目全非, 新三板转入创业板和中小板制度也因缺乏相关法律政策而无法实现。在纳斯达克全球精选市场和纳斯达克全球市场的已上市企业, 如要继续挂牌, 必须达到下列(见表 1)三组(I, II, III)条件中的至少一组(见表 2), 否则, 该企业将被退市。在纳斯达克资本市场的已上市企业, 如要继续挂牌, 必须达到下列三组(I, II, III)条件中的至少一组(见表 2), 否则, 该企业将被退市。

## 二、中国退市制度的特点、影响及发展趋势

(一) 目前亏损退市占绝对比重, 未来对违规退市将严格实施。

当前暂停上市及退市的股票皆因个别财务状况恶化

表 1 纳斯达克全球精选市场和纳斯达克全球市场上市条件要求

	I. 股东权益标准	II. 市值标准	III. 总资产/总收入标准
股东权益(美元)	1000 万	无	无
股票市值(美元)	无	5000 万	无
总资产和总营业收入(最近一财年数据,或者最近三个财年中两年)(美元)	无	无	总资产 5000 万,并且总收入 5000 万
公众持股数量	75 万	110 万	110 万
公众持股的市值(美元)	500 万	1500 万	1500 万
每股价格(30 个连续交易日)(美元)	1	1	1
总股东数量	400	400	400
做市商数量	2	4	4
公司治理标准	要求	要求	要求

资料来源: Nasdaq 官方网站、上市标准和费率指引。

表 2 纳斯达克资本市场上市条件要求

	I. 股东权益标准	II. 市值标准	III. 总资产/总收入标准
股东权益(美元)	250 万	无	无
上市证券市值(美元)	无	3500 万	无
来自持续经营的净利润(最近一财年数据,或者最近三个财年中两年)(美元)	无	无	50 万
公众持股数量	50 万	50 万	50 万
公众持股的市值(美元)	100 万	100 万	100 万
每股价格(30 个连续交易日)(美元)	1	1	1
总股东数量	300	300	300
做市商数量	2	2	2
公司治理标准	要求	要求	要求

资料来源: Nasdaq 官方网站、上市标准和费率指引。

所致,目前暂无单纯因审计报告及违规而暂停及退市。《退市新规》颁布之前,证监会处罚仅限于对上市公司及责任人进行行政处罚和市场禁入。如广西北生药业股份有限公司收到中国证监会行政处罚和市场禁入决定书,公告[临 2014-071 号],对北生药业处以 30 万元罚款,对相关责任人分别处以警告及 10 万元以下罚款,5~10 年市场禁入,对公司并无暂停上市处罚,而从该公司被立案调查[临 2007-027 号]到正式下达处罚公告,历时长达七年有余,时过境迁处罚已难有震慑效果。

随着《退市新规》颁布,2014 年以来被立案调查的公司将难逃退市风险。2014 年以来,证监会对“博元投资”、“成城股份”、“ST 国恒”、“北大荒”、“皖江物流”、“中科云网”、“中银绒业”等上市公司和深圳鹏城会计师事务所、中磊会计师事务所等中介机构立案调查 43 起,已对“天丰节能”、“贤成矿业”、“南纺股份”等 16 家公司,光大证券股份有限公司、北京竞天公诚律师事务所等 5 家中介机构,171 名上市公司董事、高管及其他责任人员作出行政处罚,21 人被市场禁入。博元投资已率先刊登公告警示退市风险,或将成为国内首家因重大违法而退市的上市公司。

(二) 当前缺乏完整的转板制度,未来各层次资本市场将互通互融。

截至 2014 年 12 月,也只有为数不多的退市公司实现重新上市,如 000863 三湘股份、000156 华数传媒、600372 中航电子、000688 建新矿业、000670 盈方微、600629 棱光实业、600137 浪莎股份、600633 浙报传媒、600705 中航资本。因而在未来,一是将建立升降有序的转板制度,有利于充分发挥资本市场的市场化筛选机制,提高资源配置效率。二是有升有降的转板制度能有效解决当前 IPO 首次公开发行中存在的“三高”(高定价、高市盈率、高超募)问题。三是建立转板制度后,企业上市进程加快,将分散市场资金,有效遏制当前存在的炒作新股、退市重新上市暴跌暴涨现象。四是未来的多层次资本市场可实现资金、产权相互流转,融资融券,实现在层次、地域、品种、信用上的互融互通。

(三) ST 状态更迭频繁饱受争议,未来退市警示制度将面临改革。

ST 制度的负面影响主要体现在两种现象,第一是“错杀”现象,导致一些成长性好的公司因戴帽而导致融资受阻、商誉受损,而戴帽原因主要是受短期内外因素影

响:(1)经济周期的顺周期效应导致产品价格下降或原材料成本上升;(2)新项目建设和运营初期资本性支出产生的折旧与建设期经营现金流为负导致暂时性亏损。第二是“不死鸟”现象。以 ST 科健为例,为了避免退市,在 2005~2011 年期间\*ST 变 ST 出现频率竟达 7 次,这些股市“不死鸟”利用制度漏洞苟活于市场中,并频频成为资产重组的对象。通过资产重组改变企业利润和以短期利润为指标的退市特别处理机制早已成为阻碍上市公司会计信息质量健康披露的桎梏和纵容 A 股市场非法关联和内幕交易的温床。

(四)中国股票市场不成熟,未来将完善市值以外的成长性指标体系。

较之发达国家,中国资本市场仍未完全开放,普通投资者除了股市和楼市等主要理财渠道之外的选择有限。由于中国的证券市场仍处于发展初期,大股东侵占上市公司资金、内幕交易和投资者非理性投资导致公司估值偏高、证券市场波动剧烈和经济指标与股市相关度不高等现象。美国纳斯达克“1 元以下退市”原则很难适用于中国,截至目前,中国 A 股市场上还未出现过 1 元以下或因市值低于 1 元而退市的股票。与美国相比,中国 A 股市场市盈率偏高,且波动性大,曾在 2001 年 4 月、2007 年 10 月两次大牛市之巅峰分别达到 60.99 倍、69.6 倍,2014 年上半年市盈率曾跌破历史新低 10 倍以下。而美国标准普尔 500 指数市场平均市盈率达到大牛之顶的两次,在 1929 年 10 月、2001 年 6 月分别达到 32.6 倍、45.50 倍。市盈率虽然很好地反映企业的成长性,但也包含市场的非理性情绪,目前的退市机制需要引入资本性投入、权益资本融入等反映成长性的财务指标。

### 三、ST 上市公司成长性检测指标设计

#### (一)亏损公司成长性检测指标设计原则。

为更好地预测和评价亏损公司的成长性,应当借鉴西方发达资本市场经验结合我国证券市场运行实践,制定检测的新指标设计的一些原则:

1. 事先原则。企业的成长性不是基于历史的利润,也不是基于现行的市价,而是基于未来的股东的持续投入和资本性支出。购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金、市场开拓费用、PMI(采购经理人指数)等指标既是企业未来长期盈利的引擎,又不易产生制造短期利润的操纵动机。

2. 治理原则。检测指标应既体现内部治理,又体现外部治理。内部治理包括有无独立的内部控制部门和内部控制评价报告、独立董事、高级管理人员和技术骨干的离职人数、大股东的撤资、增资份额等;外部治理包含市场经济环境、法制环境和社会责任的治理,如大股东是否

侵占上市公司资金,公司是否被诉讼、处罚,公司是否产生捐赠和出具社会责任报告等。

3. 评级(可比)原则。新指标设计应具有可量化性、可比性、连续性、可评级性。旧指标中的二分法将上市公司直接划分为坏公司(ST)和好公司(非 ST),是否意味着盈利 0.01 元的就是好公司,亏损 0.01 的就是差公司?新的指标体系应在横向、纵向、行业、规模上具有可比性,多采用比例指标,少采用绝对指标,如资本性支出/折旧摊销指标,既能衡量新生产能力代替旧生产能力的程度,又能消除企业规模的影响。新指标评级不应直接定性,好差由投资者自行判断评说。

#### (二)ST 上市公司成长性血质检测指标设计思路。

1. 造血能力。指实体和资本项目的持续投入能力,以“利润最大化”作为财务目标。

(1)设计思想:资本性投入与累计折旧之比作为企业持续保持核心竞争力的重要动力。广告应作为一项重要的资本性支出,愿意投广告的企业更能证明品牌价值。新增的资本性支出比传统的净资产更能代表最新的科技生产力投入,折旧缩小表明旧的生产能力逐步淘汰。

(2)指标设计:(资本性支出+销售费用)/累计折旧(且 $\Delta$ 资本性投入 $>0$ )。

(3)判断标准:当指标值越大,说明造血能力越强,企业成长性越高。

2. 输血能力。指为项目提供融资渠道、金额及服务的能力,以“净资产收益率最大化”为财务目标。

(1)设计思想:长期亏损企业几乎每期都要偿还本金和利息,而长期盈利企业则长期存在现金盈余,甚至有自己的财务公司,但分红的强制性增加,因此企业日常业务产生的现金流如果大于企业所必须支付的利息,则企业的输血能力就越强。处于高成长期的公司拥有更强的融资能力和偿债能力。

长期亏损的企业面临更强的外部融资约束,而内部和外部融资约束将会进一步加大企业的亏损,而这一种融资约束较难被企业管理层操纵。资金筹集对于企业未来把握项目机会和应付市场融资政策提供保证。

(2)指标设计:(扣除非正常现金流入的经营现金流+股权融资增加额)/本期利息支出。

(3)指标判断:指标值越大越好。

3. 治血能力。指稳定而健康的机制(含公司运营、法律、治理、工具、商业模式)的运行能力,以“股东财富最大化”作为财务目标。

(1)设计思想:无违规、处罚、诉讼、纠纷,审计意见为无保留意见,无大股东重大撤资、股东治理结构合理的 ST 企业更有可能重新焕发生机。

(2)指标设计:①违规、处罚、诉讼、纠纷、重大担保的



次数或金额。②审计意见类型。③大股东的撤资比例。

(3) 指标判断: 违规的次数或金额越小, 公司的治血能力越强。

4. 活血能力。指资本交易市场等虚拟经济的活跃能力, 以“市值最大化”作为财务目标。

(1) 设计思路: 市值涨跌和市场收益率是投资者通过“用脚投票”方式对上市公司的信任度体现, 也是公司因“题材”关注度而推升股价的展现。

(2) 指标设计: 年度市场收益率。

(3) 指标判断: 股票增值越高, 市场认可度越高, 公司的活血能力越强。

5. 献血能力。指企业对相关利益者(客户、员工、供应商、社会、对外捐赠、国家利税贡献)的回报能力, 以“企业价值最大化”作为财务目标。

(1) 设计思路: 企业的生存和发展必须尊重市场的决定性作用, 然而也不能唯利是图、以损害整个社会的生存环境为代价, 真正的成长型企业应是择善而行、协同发展与合作共赢, 能力越大, 社会责任应更大。

(2) 指标设计: ①(社会捐赠 + 增值税 + 认股权证) / 总资产。②被媒体曝光的环境、安全等社会公众危害事件发生次数。

(3) 指标判断: 对社会的贡献(如捐赠、税收、就业)越大, 企业价值越大。

(三) 基于企业成长性的血质检测指标体系的创新性。

由于信息不对称, 我国资本市场上公开的上市公司信息存在较大的不确定性甚至虚假成分, 市场呈弱式有效甚至是无效的, 因此不能将股票溢价作为检验指标有效性的标准, 应更多地依赖财务经营过程指标, 来反映企业亏损后的长期经营质量。

1. 本文融合公司财务战略、公司治理、金融投资、社会责任、生命周期等理论知识, 衍生出造血、融血、治血、活血、献血五种反映企业成长性能力的血质检测指标。相比传统财务指标, 这套基于企业成长性的血质检测指标体系更具创新性, 更能全面描述企业与市场、社会, 及企业内部组织的共生运行关系。

2. 通过指标剥笋式层层分解量化影响企业成长性的动因。通过财务目标设定、量化指标设计、指标判断依据, 丰富了基于五种能力的 ST 公司成长性指标体系, 为下一步血质指标的实证检验提供了理论指导依据。

3. 描述了不同财务目标所蕴藏的战略思想。企业的不同成长阶段应采取不同的公司财务目标, 经历“利润—财富—价值”三个阶段。企业在利润初创阶段采取“利润最大化”的目标以证明项目的市场性和可行性, 在利润成长阶段, 应充分利用财务杠杆实现“净资产收益率

最大化”;在财富瓶颈阶段, 应重视其内在机理运行、公司治理及商业模式的创新和变革, 在财富成长阶段, 应通过上市融资强化品牌和声誉, 实现企业“市值最大化”;在价值瓶颈阶段, 企业只有重视与相关利益者协同、合作, 肩负更多社会责任, 才能实现企业的价值最大化, 在价值成长阶段, 企业通过并购、重组, 化敌为友, 化敌为己, 实现集团的战略价值最大化。

#### 四、基于成长性的 ST 公司血质指标的实证检验

为检验上述指标的检验能力, 本文以实施退市预警制度开始的 1998 ~ 2013 年中国 ST 上市公司数据为例, 以企业的带帽摘帽频率和持续时间为判断标准, 将 ST 公司划分为成长型和衰退型两类, 对上述五类血质检测指标进行对比分析。

(一) ST 上市公司成长型和衰退型的选择标准。

当前的中国退市制度设计包括了退市警示、撤销退市警示、暂停上市、恢复上市诸多环节(见图 1), 这给了不愿退市且无实质业绩改善的企业包装或重组的喘息之机, 而美国退市制度则是对不符合上市标准的公司 90 天内无法实现“自救”后直接退市。但这一客观现象却可以为判断成长型公司和衰退型公司提供了天然标准, 可利用此将 ST 公司分成两类: 第一类是成长型公司(用“G”或“1”表示), 即短期内(当年或第二年)成功摘帽并不再戴帽的上市公司, 如江铃汽车 000550、莱茵置业 000558、华联控股 000036(去 ST: 20100604, \* ST: 20090429); 第二类是衰退型公司(用“R”或“0”表示), 即短期内无法摘帽或反复戴帽的公司(含退市), 诸如国农科技 000004, \* ST 科健 000035(\* ST: 20111012, \* ST 变 ST: 20110811, \* ST: 20100428, \* ST 变 ST: 20070615, \* ST: 20060509, \* ST 变 ST: 20050902, \* ST: 20050701)等这类在“生死”边缘也折腾了近十年才得以摘帽的公司。

本文将在退市警示制度实施以来(1998 ~ 2013 年) 415 家 ST 公司按照图 1 标准, 选出成长型公司(G) 134 家, 衰退型公司(R) 266 家, 其他由于戴帽年限较短暂时无法判断公司 15 家, G/R 数量比为 0.5, 即意味着在 3 家 ST 公司中, 大约有 1 家为成长型公司, 2 家为衰退型公司, 数据来源于锐思数据库。

(二) 实证检测结果及分析。

1. 造血能力检测。根据前述指标设计, 以(资本性支出 + 销售费用) / 累计折旧(且  $\Delta$  资本性投入  $> 0$ ) 作为造血能力的衡量指标, 当该指标值越大, 说明造血能力越强, 企业成长性越高。

通过对第一次戴帽(ST) 当年的亏损公司的造血检测指标进行分析, 对指标对数化处理(取  $\ln$ ) 后的平均

值、中位数、标准差进行比较,实证检验得出结论(见表 3):成长型公司普遍比衰退型公司拥有更强的造血能力,当指标值>1,表明成长型公司的未来财富成长潜力(资

本性支出表示新资产的潜在的财富成长,销售费用代表旧资产的财富成长)大于旧资产的维护成本。

2. 输血能力检测。以(扣除非正常现金流入的经营

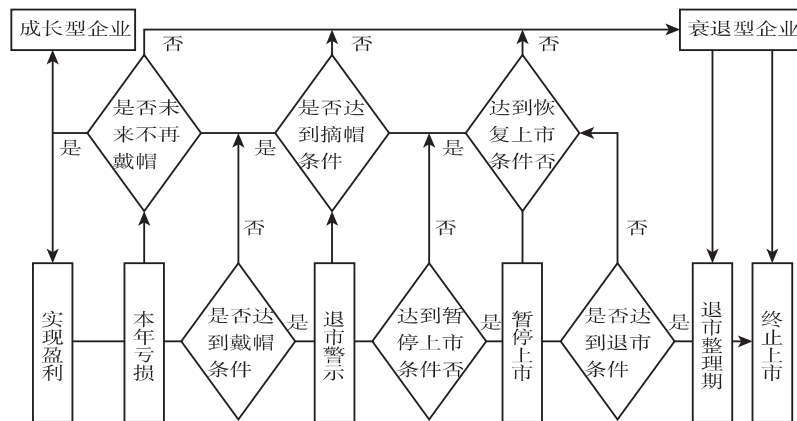


图 1 成长型企业和衰退型企业划分标准

现金流+股权融资增加额)/本期利息支出为输血能力检测指标,指标值越大,输血能力越强,企业成长性越好。通过对第一次戴帽(ST)当年的亏损公司的输血检测指标的平均值、中位数、标准差进行比较,实证检验得出结论(见表 4):成长型公司普遍比衰退型公司拥有更强的输血能力,当指标值>1 时,表明成长型公司的未来现金增长潜力(扣除非正常现金流入的经营现金流表示内源融资的现金成长潜力,股权融资增加额代表外源融资的现金成长潜力)大于当前的债务成本。

3. 治血能力。分别以 ST 公司违规、处罚、诉讼、纠纷、重大担保的次数和金额为治血能力检测指标,违规的次数越少或金额越小,公司的治血能力越强,企业成长性越好。

通过对第一次戴帽(ST)当年的亏损公司的治血检测指标的平均值、中位数、标准差进行比较,实证检验得出结论(见表 5):成长型公司普遍比衰退型公司拥有更强的治血能力,衰退型公司的处罚次数和处罚金额平均

值比成长型公司高。

4. 活血能力检测。以年度市场收益率为活血能力检测指标,市场收益率越高,股票增值越高,市场认可度越高,公司的活血能力越强,企业成长性越好。

通过对第一次戴帽(ST)当年的亏损公司的活血检测指标的平均值、中位数、标准差进行比较,实证检验得出结论(见表 6):成长型公司普遍比衰退型公司拥有更强的活血能力,其平均市场收益率高于衰退型公司,由于可能存在的信息不对称、资本流动性、重组预期、人为操纵等原因,个别市场衰退型公司出现极高的异常值,如石岷纸业(600466)2007 年市场收益率达到 425%、长江证券(000783)2007 年达到 453%,拉高了 ST 衰退型公司的平均值(22%),但这并不能说明投资衰退型 ST 公司就能得到较高的市场收益率,大部分公司仍是收益负回报(中位数-13%),不仅如此,投资衰退型 ST 公司还存在较大的不确定风险(标准差为 42.48)。

表 3 成长型与衰退型亏损公司造血能力比较

公司类型(第一次戴帽当年)	平均值	中位数	标准类
成长型公司(含销售费用)	0.48	0.59	1.43
衰退型公司(含销售费用)	-0.04	0.05	1.41
成长型公司(不含销售费用)	-0.74	-0.7	1.94
衰退型公司(不含销售费用)	-1.40	-1.24	1.88

表 4 成长型与衰退型亏损公司输血能力比较

公司类型(第一次戴帽当年)	平均值	中位数	标准类
成长型公司(含股权融资增加额)	0.52	0.99	1.04
衰退型公司(含股权融资增加额)	-0.02	-0.03	0.96
成长型公司(不含股权融资增加额)	0.51	-0.93	1.03
衰退型公司(不含股权融资增加额)	-0.06	-0.13	0.96

表 5 成长型与衰退型亏损公司治血能力比较

公司类型(第一次戴帽当年)	平均值	中位数	标准类
成长型公司违规处罚次数	1.66	0	1.18
衰退型公司违规处罚次数	0.96	1.79	1.44
成长型公司违规处罚金额(求对数)	4.34	0	4.98
衰退型公司违规处罚金额(求对数)	2.82	0	5.63

表 6 成长型与衰退型亏损公司活血能力比较

公司类型(第一次戴帽当年)	平均值(%)	中位数(%)	标准类
成长型公司市场收益率	48	16	5.24
衰退型公司市场收益率	22	-13	42.48

5. 献血能力。以(社会捐赠+各项税费支出+认股权证)/总资产为献血能力检测指标,该指标越大,对社会的贡献(如捐赠、税收、就业)越大,企业价值越大,企业成长性越好。

通过对第一次戴帽(ST)当年的亏损公司的献血检测指标的平均值、中位数、标准差进行比较,实证检验得

出结论(见表7):成长型公司在纳税贡献、捐赠支出绝对金额上比衰退型公司拥有更强的献血能力,然而若对比企业规模(除以总资产),成长型企业的贡献并不明显比衰退型企业高,且从比值来看,累计捐赠金额占总资产的比例都过低(约占总资产0.08%),中国的企业社会责任和慈善公益规模还有待发展壮大。

表 7 成长型与衰退型亏损公司献血能力比较

公司类型(第一次戴帽当年)	平均值	中位数	标准类
成长型公司各项税费支出(元)	118 867 293.94	23 603 322.62	42 041 839.83
衰退型公司各项税费支出(元)	25 483 811.60	11 765 054.64	347 082 955.38
成长型公司累计捐赠绝对额(元)	1 395 004.96	256 147.04	4 497 738.11
衰退型公司累计捐赠绝对额(元)	469 865.32	76 727.25	1 319 341.68
成长型公司累计捐赠额/当年总资产(%)	0.079	0.0257	0.1350
衰退型公司累计捐赠额/当年总资产(%)	0.078	0.0126	0.2346

## 五、结束语

通过对1998~2013年中国ST上市公司数据的分析,得出了以下结论:成长型ST公司(亏损后正常摘帽且不再戴帽)比衰退型ST公司(持续或反复戴帽的上市公司)具备更强的输血、造血、治血、活血与献血能力,对全面揭示陷入困境或亏损企业的经营风险有着借鉴意义。在未来的自愿性披露改革过程中,可借鉴此标准制定《中小企业成长性血质检测报告》并进行等级评价,更好地维护债权人、中小投资者、客户、员工等相关利益者的权益。

文章阐述了目前我国退市机制的不足和改进方向。在未来退市制度改进时,应进一步简化并严格退市标准,构建多层次互通互融资本市场;在退市风险警示中加入反映企业血质的成长性指标,将ST特别处理制度改进为退市警示评级制度,以利于指标科学化、动态比对和公正披露;在血质检测指标中加入社会责任、诚信等指标,

摒弃指标单一化、唯利润化,提倡指标多元化、市场化、治理化、法制化。⑦

## 参考文献

- [1] 张晓玫、马文睿、宋卓霖《企业生命周期、银行贷款与现金持有行为——基于非上市民营中小企业的实证研究》,载于《中国经济问题》2015年第1期。
- [2] 赵序海《大数据时代基于多维会计的财务报告变革》,载于《财会月刊》2014年第6期。
- [3] 孟焰火、袁淳、吴溪《非经常性损益、监管制度化与ST公司摘帽的市场反应》,载于《管理世界》2008年第8期。
- [4] 陆正飞、韩非池《宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究》,载于《管理世界》2013年第6期。
- [5] 深圳证券交易所《中小企业板规则汇编》,2012年12月版。

(责任编辑:唐景妮)