我国A股退市财务标准之完善

——基于2007年被特别处理公司的分析

任婷婷

（复旦大学管理学院 上海 200433）

【摘要】我国现行退市标准存在数量化退市标准太少、非数量化标准较含糊、可执行性不强等问题。本文对“二一二公司”和“*ST之后连续两年盈利公司”两类公司的主营业务利润、营业利润、净利润和净资产状况进行财务分析，从财务标准方面对完善我国A股财务指标退市标准提供建议。

【关键词】退市标准 二一二公司 净利润 净资产

一、引言

根据2008年9月第六次修订的《上海证券交易所股票上市规则》规定，退市的情形有多种，但是其中最具有代表性且最易于量化执行的标准只有一条：凡是连续两年亏损的上市公司，就要被*ST；如果连续三年亏损，即在被*ST的当年还不能扭亏的话，则自第三个亏损年度报告披露之日起，该股票将被“暂停上市”。如果该股票被“暂停上市”后，未能在法定期限内披露最近一期年度报告，或是在法定期限内披露的最近一期年度报告显示公司亏损，则该股票必须退市。

根据这一规定，一个上市公司走向退市也并非易事。不少*ST公司正是踩着“连续4年亏损才会被退市”这一底线大搞“报表重组”。为了规避“连续3年亏损”而“暂停上市”的厄运，许多上市公司在年度报告中玩起了“二一二”式变脸，即连续两年亏损，在第三年扭亏为盈，第四年、第五年再连续两年亏损，第六年扭亏为盈，如此循环。这样，一些垃圾股不仅能规避退市风险，而且连“暂停上市”的风险也得以规避，这类上市公司就是本文提到的“二一二公司”。

如何抑制这种怪现象，规范我国上市公司队伍，维护我国证券市场的稳定是值得深思的问题。本文拟对我国A股部分*ST公司的财务状况进行分析，进而从财务标准方面对于如何完善我国A股退市机制提出一些建议。

二、*ST公司财务状况分析

1. 数据来源及样本选取。沪深两市A股2007年因连续两年亏损而从正常交易到被*ST的公司数量是近几年中最多的，为保证所选公司的代表性，本文选取2007年被*ST的公司为样本。

为确保每一家被*ST的公司均有被*ST的前三年及被*ST当年和之后两年的数据，样本数据研究区间选择从2004年到2009年。数据来源于国泰安CSMAR数据库、中国上市公司资讯网和巨潮资讯网。剔除数据缺失和存在异常值的公司，最终符合上述条件的公司有51家。

公司由正常到被*ST之后的情况可分为5类：退市；产生“二一二”现象；*ST之后连续两年盈利；*ST之后一年亏损一年盈利；*ST当年未扭亏。具体来讲：在2007年被*ST的公司中，仅长城股份（000569）一家于2009年退市；“二一二公司”为16家，占比为31.37%；*ST之后连续两年盈利公司为22家，占比为43.14%。可见，“二一二公司”和*ST之后连续两年盈利公司在样本公司中占比最大。

本文将“二一二公司”和*ST之后连续两年盈利公司分别作为理应退市和财务状况恢复良好的公司代表，研究这两类公司被*ST前后的主营业务利润、营业利润、净利润（下文统称为“三类利润”）以及净资产状况，分析这两类公司的财务数据差异。

为了表述的方便，本文假设样本公司被*ST的年份为t年（2007年），并以此为基点依次倒计或顺计*ST前后年份，即2004年为t-3年，2005年为t-2年，2006年为t-1年，2008年为t+1年，2009年为t+2年。本研究主要集中对第t-2、t-1、t、t+1和t+2年这五年两类公司的三类利润以及净资产状况进行分析。

2. 对“二一二公司”和*ST之后连续两年盈利公司的三类利润的描述性分析。*ST之后连续两年盈利公司五年的三类利润平均值及其趋势见图1（单位：亿元，下同），“二一二公司”五年的三类利润平均值及其趋势见图2。

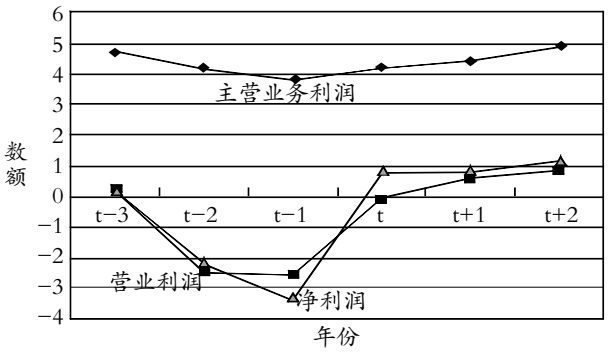

图1

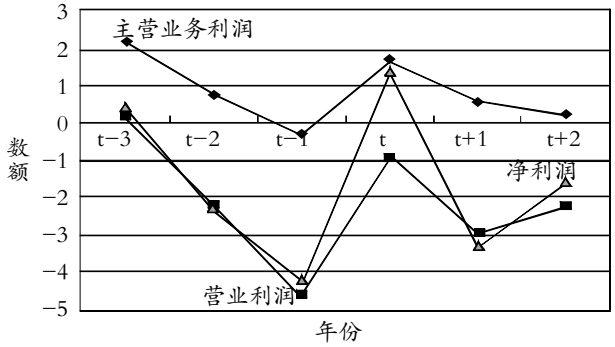

图 2

由图 1 和图 2 可以看出,除净利润变化趋势明显不同外,两类公司的主营业务利润和营业利润存在明显差异。“二一二公司”的主营业务利润和营业利润的波动性较大,虽然在被*ST 的当年成功扭亏为盈,但是净利润并未持续为正,反而在接下来的两年里连续为负。可见,虽然“二一二公司”没有连续三年亏损,进而成功地规避了“暂停上市”的风险,但是它们操纵净利润的痕迹非常明显,三类利润均在被*ST 当年大幅上升,而在下一年均不同程度下跌,并且在随后一年中也没有到达扭亏当年的水平。不但由主营业务反映的经营状况并没有好转,而且其营业利润更是在*ST 的当年都未能超过零,并且平均值连续五年均为负值,波动较大。再从“二一二公司”盈利能力以及经营状况来看,其无疑已不具有竞争力,然而由于目前我国退市制度的不完善,使得这类公司依然满足上市交易的条件而继续留在资本市场中运营。

相反,*ST 之后连续两年盈利公司虽然*ST 的当年仅产生微利,但净利润平均值在扭亏后的两年稳中有升。其主营业务利润六年里平均值持续为正,并且从 t−1 年开始其后四年保持稳定上升,营业利润平均值也在被*ST 之后稳定上升。虽然这类公司被*ST 之前连续两年产生了亏损,但经过努力可以扭亏为盈并且保持下去。

笔者分别计算了这两类公司的三类利润在被*ST 之后在 t+1 年和 t+2 年的增长额,并统计出三类利润在两年内连续下降的公司家数以及所占同类公司总数的比例。详见表 1:

表 1　　三类利润出现连续下降的公司

	二一二公司		*ST 之后连续两年盈利公司	
	公司家数	比例	公司家数	比例
主营业务利润	4	25.00%	1	4.55%
营业利润	4	25.00%	1	4.55%
净利润	7	43.75%	3	13.64%
并集合计	10	62.50%	3	13.64%

注:此处并集合计的意思是,三类利润中只要有一类利润出现了连续两年下降即被计入。

由表 1 可以看出,16 家“二一二公司”样本中,主营业务利润和营业利润连续两年下降的各有 4 家,而净利润连续两年下降的有 7 家,有 10 家公司的三类利润中至少有一类没能持续两年不下降,所占比例为 62.50%。而在 22 家*ST 之后连续两年盈利的样本公司中,该比例更低,只是有 3 家没能持续三年不下降。出现这种现象的原因是,虽然有些公司在扭亏年度之后的净利润持续为正,但是其并没能持续扭亏年度利润值,即并不能保证三类利润的持续性。

此外,根据对该两类公司主营业务利润的分析发现,不但一些公司的主营业务利润持续不佳且连年下降,而且部分公司的主营业务利润甚至已跌至负值且在被*ST 之后连续两年为负,具体情况见表 2:

表 2　两类公司在*ST 之后两年的主营业务利润状况

主营业务利润状况	二一二公司		*ST 之后连续两年盈利公司	
	公司家数	比例	公司家数	比例
连续两年为负	3	18.75%	0	0.00%
一年正,一年负(不分先后)	5	31.25%	0	0.00%
连续两年为正	8	50.00%	22	100.00%
合　计	16	100.00%	22	100.00%

从表 2 可以看出,“二一二公司”中仅有 8 家保持了在被*ST 之后两年的主营业务利润均为正,有 5 家公司的利润在零上下波动,有 3 家公司的主营业务利润连续两年为负。相比之下,*ST 之后连续两年盈利公司的主营业务利润则表现良好,22 家公司全部保持了连续两年为正的业绩。

3. 对“二一二公司”和*ST 之后连续两年盈利公司净资产状况的描述性分析。

表 3　　两类公司被*ST之后净资产的变化情况

	净资产变化值	二一二公司		*ST 之后连续两年盈利公司	
		公司家数	比例	公司家数	比例
△t+1	>0	2	12.50%	20	90.91%
	<0	14	87.50%	2	9.09%
△t+2	>0	1	6.25%	21	95.45%
	<0	15	93.75%	1	4.55%

注:△t+1 即为 t+1 年净资产减去 t 年净资产的数值;△t+2 即为 t+2 年净资产减去 t+1 年净资产的数值。

由表 3 可以看出,16 家“二一二公司”中,t 年到 t+1 年净资产增长的仅为 2 家,所占比例为 12.5%,其余 14 家净资产均下降,所占比例为 87.5%;而从 t+1 年到 t+2 年,净资产发生增长的公司家数仅为 1 家,所占比例为 6.25%,净资产下降的公司家数增至 15 家,占比为 93.75%。相比之下,22 家*ST 之后连续两年盈利公司净资产的变化状况要好很多。22 家样本公司中,t 年到 t+1 年净资产增长的有 20 家,占比为 90.91%,2 家净资产下降,占比为 9.09%;而从 t+1 年到 t+2 年,净资产发生增长的公司家数上升为 21 家,占比上升到 95.45%,净资产下降的公司家数减至 1 家,占比降至 4.55%。

表 4　　两类公司被*ST 之后净资产情况

净资产数额状况	二一二公司		*ST 之后连续两年盈利公司	
	公司家数	比例	公司家数	比例
t年之后连续两年为负	5	31.25%	2	9.09%
t+1年为正,t+2年为负	6	37.50%	0	0.00%
t年之后连续两年为正	5	31.25%	20	90.91%
合 计	16	100%	22	100%

由表4可以看出,16家“二一二公司”中,有5家公司在被*ST之后的连续两年里净资产为负，所占比例为31.25%;而22家*ST之后连续两年盈利公司中，仅有2家出现这一情况,所占比例为9.09%,显然低于“二一二公司”。

三、完善退市财务标准的建议

1. *加入三类利润的可持续性标准*。主营业务利润和营业利润是评价企业经营效益的核心财务指标，可以将两者纳入退市财务标准考虑范围。不仅要对三类利润的绝对数额提出要求,而且要对其持续性提出要求。尤其是主营业务利润,其是公司经营能力的核心指标和利润来源，相对于营业利润和净利润而言,主营业务利润在会计上不易被操纵。以往的研究结果也表明盈利的质量与其持久性呈显著正相关关系。

由于主营业务利润和营业利润并非企业的最终利润,所以不能以简单的正负来评价,可以利润的可持续性为标准。通常,公司利润会随着宏观经济指标上升而上升,新的财务标准应重点要求该指标不下降。考虑到准退市公司已连续两年亏损，紧随其后的扭亏年份的三类利润相对正常企业来讲并不高,因此对其提出利润可持续性的要求并不苛刻。对于一般公司来讲,由于经营政策或者宏观经济形势等的影响,这三类利润也有可能产生波动,但是被*ST的公司本身的经济效益已不是很稳定,所以更应加以严格的控制。

具体来讲，在t年公司扭亏为盈后,t+1和t+2年的三项利润应至少保持不下降。即扭亏之后两年的主营业务利润、营业利润以及净利润的增长额为正。如果不能在扭亏之后的两年内持续扭亏,则当年的利润额必定有问题,应责令该公司退市。根据上述设想,上述16家“二一二公司”已有10家公司的三类利润中至少有一类利润没能持续两年不下降，占比为62.50%,这10家公司已达到退市标准。而22家*ST之后连续两年盈利公司中也有3家利润没能持续两年不下降，这3家公司也应退市。出现这种现象说明,虽然有些公司在扭亏年度之后的净利润持续为正,但是其并没能保持扭亏年度利润值,即没能保证三类利润的持续性,这样的公司也应被责令退市,避免其继续占用市场资源,净化投资环境。

2. *加入“主营业务利润在*ST之后持续两年以上为正”的标准*。只有扎根和壮大主业,提高核心盈利能力,不断提高主营业务利润的比重,才能增加公司价值。主营业务利润状况既反映了公司经营主体的行业特征，又反映了经营主体盈利水平以及公司是否具有持续增长的稳定性与抗经济波动的能力。而根据以上对两类公司的财务分析可以发现,不但一些公司的主营业务利润持续性不佳且连年下降，而且一部分公司的主营业务利润甚至已跌至负值且在被*ST之后连续两年为负。如果主营业务利润已为负值,公司的净利润还能怎么去保证呢?显然这类公司已基本丧失盈利能力,发展前景不容乐观。因此当*ST公司的主营业务利润在*ST之后持续两年以上为负时，监管机构应责令其退市。根据此设想,“二一二公司”有3家公司的主营业务利润连续两年为负,应退市。相比之下,*ST之后连续两年盈利公司的主营业务利润则表现良好,22家公司全部保持了连续两年为正的业绩。可见,加入该项指标不仅可以淘汰垃圾股,而且不会使具有发展前景的*ST公司陷入规则困境。

3. *引入“净资产退市法则”*。我国可以借鉴美国的退市法则。美国股市由于市场化程度较高,投资者整体素质也较高,因而美国股市实行了市场化退市标准。市场化退市是退市制度的最高标准,包括股价退市标准、市值退市标准、成交量退市标准、股东数退市标准等。美国股市的市场化退市标准中还设置有财务退市标准,包括总收入退市标准、净利润退市标准、总资产退市标准、净资产退市标准等。

由于我国股市市场化程度较低,投资者整体素质不高,市场化退市标准在A股市场采用尚不具备基础条件。因此,财务退市标准仍是我国目前唯一可采用的退市标准。上市标准方面,我国A股市场既有连续盈利要求,也有净资产准入标准,而在退市制度上,却只设计了“连续亏损退市法则”,完全没有对净资产提出相关要求,这是我国A股退市制度最大的缺陷。由于净资产是一个长期存量指标,不容易被人为短期操纵,因而实行净资产退市标准既科学又合理,与市场法则完全吻合。由于中美市场环境的差异,又考虑到*ST股退市成本较大,股东、债权人以及企业职工等各方利益难以协调,笔者建议不要求公司的净资产在某个具体数额之上，但至少不应在被*ST之后的两年内净资产连续为负。净资产为负,即资不抵债,而资不抵债也是理论意义上的“破产”,正好符合退市条件，所以t年之后净资产连续两年为负的公司应责令其退市。根据以上对净资产数额的分析,16家“二一二公司”中,有5家公司在被*ST之后的连续两年里净资产为负,而22家*ST之后连续两年盈利公司中仅有2家出现这种情况，显著低于前类公司。从保护债权人利益的角度出发,净资产为负且连续两年资产为负的公司股票已不再适合上市交易，这7家上市公司应被责令退市。

四、小结

目前,我国退市制度规定,上市公司连续亏损4年其股票才能被迫退市,“连续”二字的界定使这一退市制度存在明显的漏洞,给“二一二公司”钻了空子。另外,我国现行退市标准存在数量化退市标准太少、非数量化标准较含糊、可执行性不强以及非数量化标准覆盖范围太窄等问题。

基于以上分析,笔者从财务标准方面对完善我国A股退市标准提出以下建议:不但应满足净利润要求,而且应对主营业务利润和营业利润作出规定;净资产是衡量一家公司是否已资不抵债的标准,同样应加入退市标准,该标准可剔除部分垃圾股,有利于净化国内A股上市公司队伍,使我国资本市场资源配置更合理,维护我国证券市场稳定。

主要参考文献

1. 崔钊.证券市场退市问题研究.北京:红旗出版社,2004

2. 井涛.退市法律研究.上海:上海交通大学出版社,2004

3. 谢百三.证券市场的国际比较(下).北京:清华大学出版社,2003

4. 李哲,何佳.支持、重组与ST公司的“摘帽”之路.南开管理评论,2006;6