

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 中国上市公司退市制度研究及中美比较分析

研究生姓名: 张健星

指导教师姓名、职称: 丁汝俊 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融投资与理财实务

提交日期: 2024 年 1 月 10 日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：张健星 签字日期：2024.06.02

导师签名：[Signature] 签字日期：2024.06.02

导师(校外)签名：\_\_\_\_\_ 签字日期：\_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI 中国知识资源总库或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：张健星 签字日期：2024.06.02

导师签名：[Signature] 签字日期：2024.06.02

导师(校外)签名：\_\_\_\_\_ 签字日期：\_\_\_\_\_

# **A Study on the Delisting System of Chinese Listed Companies and a Comparative Analysis of China and the United States**

**Candidate : Zhang Jianxing**

**Supervisor: Ding Rujun**

## 摘 要

本文是将中国上市公司退市制度作为主要的研究对象,将中国退市制度的实施效果进行实证分析并比较分析中美国上市公司退市制度,从而发现中国上市公司退市制度所存在的不足,以此借鉴美国发达市场退市制度,对中国退市制度的完善提出意见。

通过介绍中国上市公司退市制度的发展历程、退市标准、退市程序和实施效果等方面,并采用实证分析方法,基于 2012 年至 2022 年间的样本,分别针对 ST 股票、已退市股票、仍旧 ST 股票进行了展开分析,探讨了影响中国上市公司实施 ST(特别处理)与撤销 ST 的财务与非财务因素。通过结果分析出,上市公司被 ST 的主要原因是公司经营管理能力不足,偿债能力下降,财务弹性差,资产周转不畅,公司运营能力变差,最终导致盈利能力下降,面临财务困境。而许多公司因急于摘帽,从而通过各种非正常的手段来规避退市,财务造假,虚增利润。从本质上来看,ST 公司在摘帽后公司盈利状况并没有发生好转,大部分公司很难在短时间内恢复自身的发展状况和盈利能力,依然面临财务困境的可能。因此,现有的退市制度还未达到预期的优胜劣汰的效果。之后分析美国上市公司退市制度的概况,从而比较分析出中国上市公司存在的不足。

结果表明,中国上市公司退市制度在各个方面相较于美国成熟的退市制度来说仍然欠缺,实施效果也表明没有起到应有的效果。根据分析的结果,提出了相应的政策措施:完善退市标准,尤其是增加市场类量化指标的参与度,简化退市流程;健全投资者保护机,保护投资者的合法权益;积极推进注册制改革,加大执行力度;完善信息披露制度,确保市场的透明度和公平性等。

本研究旨在为中国证券市场的健康稳定发展提供参考和建议,促进其更好地服务于实体经济,通过优化退市制度,完善市场资源机制,优化市场资源配置,建立有效的退出机制,净化资本市场,提高上市公司的整体质量水平。

**关键词:** 上市公司 退市制度 Logistic 线性回归分析

## Abstract

This paper takes the delisting system of Chinese listed companies as the main research object, and conducts an empirical analysis of the implementation effect of China's delisting system and compares the delisting system of listed companies in the United States, so as to find the shortcomings of the delisting system of Chinese listed companies, and to draw on the delisting system of developed markets in the United States and put forward suggestions for the improvement of China's delisting system.

By introducing the development process, delisting criteria, delisting procedures and implementation effects of the delisting system of Chinese listed companies, and using empirical analysis methods, based on the data samples from 2012 to 2022, this paper analyzes ST stocks, delisted stocks and ST stocks, and discusses the financial and non-financial factors affecting the implementation of ST (special treatment) and the revocation of ST by Chinese listed companies. Through the analysis of the results, the main reasons for the listed company being ST are the company's insufficient operation and management ability, declining solvency, poor financial flexibility, poor asset turnover, and poor operating ability, which ultimately leads to a decline in profitability and financial difficulties. Many companies are in a hurry to take off their hats, so they use various abnormal means to avoid delisting, financial fraud, and inflated profits. In

essence, ST's profitability has not improved after the cap has been removed, and most companies are difficult to recover their development and profitability in a short period of time, and are still facing the possibility of financial difficulties. Therefore, the existing delisting system has not yet achieved the expected effect of survival of the fittest. Then, the general situation of the delisting system of listed companies in the United States is analyzed, so as to compare and analyze the shortcomings of Chinese listed companies.

The results show that the delisting system of listed companies in China is still lacking in all aspects compared with the mature delisting system in the United States, and the implementation effect also shows that it has not achieved the desired effect. According to the results of the analysis, corresponding policy measures are proposed: improve the delisting criteria, especially increase the participation of market-based quantitative indicators, and simplify the delisting process; Improve the investor protection mechanism and protect the legitimate rights and interests of investors; Actively promote the reform of the registration system and increase the implementation of the system; Improve the information disclosure system to ensure the transparency and fairness of the market.

This study aims to provide reference and suggestions for the healthy and stable development of China's securities market, promote it to better

serve the real economy, and improve the overall quality of listed companies by optimizing the delisting system, improving the market resource mechanism, optimizing the allocation of market resources, establishing an effective exit mechanism, purifying the capital market, and improving the overall quality level of listed companies.

**Keywords :** Listed Companies;delisting system;ST label;Logistic regression

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与意义.....	1
1.3 论文的研究思路、论文结构和研究方法.....	2
1.3.1 研究思路.....	2
1.3.2 论文结构.....	3
1.3.3 研究方法.....	3
1.4 主要贡献.....	4
1.5 文献综述.....	5
1.5.1 国外文献综述.....	5
1.5.2 国内文献综述.....	7
<b>2 中国上市公司退市制度</b> .....	10
2.1 中国上市公司退市制度的发展历程.....	10
2.2 中国上市公司退市制度的退市标准.....	11
2.3 中国上市公司退市制度的退市流程.....	13
2.4 中国上市公司退市制度的实施效果.....	14
2.4.1 ST 样本统计分析.....	14
2.4.2 退市原因分析.....	15
<b>3 中国退市制度实施效果实证分析</b> .....	18
3.1 上市公司实施 ST 的实证分析.....	18
3.1.1 样本选择与数据来源.....	18
3.1.2 模型选择.....	18
3.1.3 变量选择与描述性统计分析.....	19
3.1.4 相关性检验.....	21
3.1.5 Logistic 回归结果及分析.....	25
3.1.6 稳健性检验.....	27



3.2 上市公司撤销 ST 的实证分析	28
3.2.1 样本选择与数据来源	28
3.2.2 模型选择	29
3.2.3 变量选择与描述性统计分析	29
3.2.4 相关性检验	31
3.2.5 Logistic 回归结果及分析	32
3.2.6 稳健性检验	34
<b>4 美国上市公司退市制度</b>	<b>36</b>
4.1 美国上市公司退市制度的发展历程	36
4.2 美国上市公司退市制度的退市标准	37
4.3 美国上市公司退市制度的退市流程	40
4.4 美国上市公司退市制度的实施效果	42
<b>5 中美上市公司退市制度的比较分析</b>	<b>45</b>
5.1 中美退市标准和退市流程比较	45
5.1.1 中美退市标准比较	45
5.1.2 中美退市流程比较	45
5.2 中美退市制度实施效果比较	46
5.2.1 市场主体权力比较	46
5.2.2 退市规模比较	47
5.2.3 退市原因比较	47
5.2.4 投资者保护制度比较	48
5.2.5 上市公司对投资者态度比较	48
<b>6 结论与建议</b>	<b>49</b>
6.1 研究结论	49
6.2 对中国上市公司退市制度的建议	50
6.2.1 完善退市流程和退市标准, 加快清理垃圾股	50
6.2.2 建立集体索赔机制、优化监管机制	50
6.2.3 完善配套制度, 加大执行力度	51

6.2.4 完善信息披露制度,有效降低退市成本.....	51
6.3 论文的不足与研究展望.....	51
<b>参考文献.....</b>	<b>53</b>
<b>后记.....</b>	<b>57</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

在中国的资本市场体系建设中，退市制度相比于其他制度建设并没有得到足够的重视，相关研究也相对较少。上市公司的退出机制理论上属于经济学中的机制设计领域，在实践中是证券交易市场和金融监管的重要部分。由于不同国家的证券市场功能和制度基础存在差异，通过退出机制需要解决的激励问题也有所不同，因此在监管上体现出多样性，这使得上市公司退出机制的设计成为一个具有地方特色的全球性金融市场管理议题。

有效的退市制度对于成熟的资本市场是极为重要的一部分。这种制度能够淘汰不达标的上市公司，激励其持续改进公司治理、提高业绩、规范行为，确保上市公司群体的整体质量，并降低投资者的市场风险。反之，若退市制度运行无效，市场则可能出现质量参差不齐的状况，导致资本配置效率低下，普通投资者的利益难以得到保护。健康的证券市场能够提高上市公司的整体质量，确保市场的持续稳定发展。

随着中国经济的迅速增长和股票市场的快速扩张，A股市场总市值已超过86万亿美元，成为全球最大股票市场之一。然而，在中国股票市场快速发展的同时其存在的问题与不足也显露，尤其是在退市制度的规定方面，不完善的制度阻碍着市场的稳定持续发展。上市制度如同市场的“通行证”，与此对应的退市制度就是市场的“净化器”，筛除那些不满足上市条件、存在严重欺诈行为的公司。

只有上市制度与退市制度相互协同，才能使市场得到健康的发展。而与市场中的其他制度相比较来说，上市公司退市制度的完善对于市场的有效发展更为重要。

## 1.2 研究目的与意义

与欧美资本市场相比，中国的退市公司数量明显较少，这并非反映了中国企业的整体优势，实际上暴露出来了中国股票市场在退市制度方面存在的问题。中国目前的市场状况呈现出一种“容易进难出”的格局，导致大量低质量企业充斥

市场，使股票市场的发展受到了影响，资本配置效率减弱。因此，对中国股票市场退市制度的研究，对于尚处于发展阶段的中国资本市场具有重要的意义。

理论上，欧美等成熟资本市场的退市制度研究相对全面，而中国的退市制度尚处于发展阶段，受限于资料和数据不足，国内关于此领域的研究相对较少。这使国内学者拥有更加宽广的研究空间和发展机会。

从实践角度看，退市制度作为资本市场的重要环节，其核心作用在于淘汰市场中的低效企业，从而提升上市公司的整体质量。当前中国退市制度名义存在但实际效力有限，更加凸显了理论研究的必要性。改进和完善中国的退市制度，对于促进资本市场的健康运作，保护中小投资者权益，提高市场资源配置效率具有至关重要的影响。

此外，中国正通过注册制和退市制度的改革加强资本市场基础建设，目标是优化退出渠道，强化市场的自我净化功能。在新股供应增加、市场流动性分散的情况下，引导资金向优质企业集中是至关重要的。退市制度的改革被视为中国资本市场成熟发展的关键，确保市场能够有效运行、保持清洁，并实施奖惩机制。只有实现市场的有序进出，才能促进价值投资和资源的优化配置，将市场的决策权还给市场本身。

## 1.3 论文的研究思路、论文结构和研究方法

### 1.3.1 研究思路

对比美国股票市场的动态平衡机制，“进出自由”，中国股票市场呈现出“易进难出”的特点，导致部分经营不善或违规严重的企业难以从市场中退出，这既降低了资源的配置效率，也增加了市场风险，使市场秩序受到干扰，监管部门的信誉因此受影响。可以看出，中国上市公司退市制度的完善刻不容缓。

本文主要对中国上市公司退市制度进行研究，分析中国上市公司退市制度的退市标准、程序以及实施效果的实证分析，从而分析出现有的退市制度还未达到预期的优胜劣汰的效果，并分析美国上市公司退市制度的各方面概况，通过与美国上市公司退市制度的各方面进行分析，得出中国上市公司退市制度存在的缺陷，并在此基础上提出具体的政策建议来完善退市制度，提高资源配置效率，改

善市场整体环境，提升市场自我淘汰能力。

虽然中国的股票市场在效率与质量方面都取得了显著进步，但是退市制度的不完善对市场的发展会造成一定程度的阻碍，也反映出了市场体系中各方面仍存在缺陷与不足，以此会影响市场的稳定、持续、有效的发展。所以，中国上市公司的退市制度的完善与发展关乎整个市场体系的完善和市场健康的发展。

### 1.3.2 论文结构

本研究通过六章内容展开讨论，首章绪论部分着重介绍研究的背景、目标、及其重要性，阐述研究的逻辑框架、文章构成以及采纳的方法学；同时，概述了研究的主要发现及国际与国内相关文献的综述。第二章针对中国股票市场的退市机制，细致分析其发展历程、退市标准、流程和实施效果，并针对 ST 股票、已退市和仍为 ST 状态的股票进行详尽分析，探究退市原因。第三章通过实证研究方法，细致考察了 ST 实施效果，包括 ST 标记的实施与撤销分析，并提出实质性见解。第四章深入探讨美国股票市场的退市机制，包括其发展过程、具体标准、执行流程及成效。第五章将中美上市公司退市制度在退市标准、流程和实施成效等方面进行差异对比，并讨论了美国成熟的退市机制对中国制度改革的影响和启示。最后一章，即第六章，基于之前章节的分析，总结了上市公司退市制度存在的不足，从而对中国上市公司退市制度提出了政策和建议，并且说明了本文研究存在的不足与局限以及对未来研究进行展望。

### 1.3.3 研究方法

在本研究中，结合了规范分析、对比分析、定性和定量分析四种方法，对中国股市的退市制度进行了全面评估。

规范分析法着重于定义成熟退市制度的特征和评判标准，探讨不同国家资本市场适宜的退市机制。此方法基于特定价值观来设定分析标准，旨在探究如何达到理想的退市制度效能，同时将这些标准用于评估中国的退市制度优劣。

对比分析法利用美国股市成熟的退市体系作为参照，与中国当前的退市机制在原因分析、法律规定、程序标准以及效果实施等方面进行对比，旨在识别中国制度的不足之处。

定性分析法通过使用图表和表格，综合讨论中美两国退市制度的差异，从宏观和微观两个角度揭示中国退市机制存在的问题，并提出改进建议。

定量分析法运用描述性统计、相关性检验、Logistic 回归模型和稳健性检验等方法，系统性地评价中国上市公司特别是质量低下公司退市概率的影响因素，并对研究结果进行详细解读。

通过这四种方法的综合应用，本文旨在深入分析中国股票市场退市机制的现状，识别其缺陷，并基于发现提出具体的优化建议。

## 1.4 主要贡献

中国股票市场实施的 ST 制度，与国际做法存在显著差异，旨在为不达标的上市公司提供一段缓冲期，以寻求避免退市的机会。然而，这一制度导致大量低效能、问题公司滞留在市场中，占用宝贵的市场资源，妨碍了优质企业的市场准入和资金筹集，从而影响了证券市场的核心职能。因此，优化股票退市机制，确保其有效执行成为中国市场面临的紧迫任务。

对比数据显示，美国市场的年平均退市公司数量远高于中国，反映出中国退市制度的实际执行与发达市场存在较大差距。深入分析中外退市标准、程序及效果的差异，并对中国退市制度的执行成效进行实证研究，揭示存在的问题与不足尤为关键。特别是在迅速清除不良股票和维护投资者权益方面，美国市场的有效做法提供了值得借鉴的经验：及时清理低质股票，实现市场的健康轮换，同时确保投资者通过法律途径获得补偿，严惩违法行为。相反，中国市场在法律执行延迟、惩罚力度不足等方面仍需改进，以解决投资者面临的高诉讼成本和索赔难题。

创新方面，在时间上，选取 2012-2022 年，近 11 年我国实施 ST、撤销 ST 和退市公司情况，并以 2021 年退市制度新规开始正式实施为背景，可看出从 2021 年开始我国的退市比率有所增加。在样本上，将上市公司大体分为三大类进行研究，即制造业、房地产和综合类。在变量上，选取的变量类型多，范围广，更好的分析上市公司 ST 的影响因素。通过实证分析和对比分析，提出改进策略和建议，完善中国的股票市场机制，保障市场的健康运行和投资者权益。这对于提升上市公司的整体质量、优化资本市场环境、促进市场中的自然淘汰、加强投资者的风险意识和促进理性投资行为，具有重大的理论与实践意义。

## 1.5 文献综述

### 1.5.1 国外文献综述

中国退市制度的发展相较于国外较晚，历程较短，中国的退市制度仍处于不完善，不全面的阶段，因此，借鉴国外的退市制度来促进中国退市制度的发展就显得尤为重要。当前，国外对于上市公司退市制度的研究分析主要基于以下几个方面进行探讨：上市公司退市制度的现状分析、上市公司退市制度受影响因素分析、上市公司退市影响分析等。

#### 1、上市公司退市制度的现状分析

Baker 和 Meeks (2004) 提供了对交易所上市和退市研究的综述与综合，总结了上市和退市对公司及其股东可能产生的长期和短期效应，通过构建框架来梳理退市制度复杂的体系流程。Ding Jia-jia (2007) 研究了上市公司如何根据退市规则的不同阶段调整其盈利管理政策。研究结果表明，退市规则的变化促使公司在特定时期内改变其报告利润的方式。

Daugherty 和 Georgieva (2011) 从跨国视角研究了萨班斯-奥克斯利法案 (SOX) 对公司跨国退市决策的影响。他们的发现突出了国际法律和监管环境对上市公司决策的重要性，尤其是在考虑跨国退市时。Martinez 和 Serve (2015) 综述了国外关于退市的文献，强调了退市操作的多样性，包括自愿退市和被动退市两种类型。在《萨班斯-奥克斯利法案》实施后，高额的成本成为自愿退市的主要因素。上市公司违反交易所的上市要求是被动退市的主要因素。此外，他们还探讨了退市对股东价值创造或破坏的经济后果，并指出了现有文献的缺口和未来研究的建议。

P. Maume (2015) 对比了欧洲两个最重要的金融市场中关于股东保护的规则变化，分析了退市情况下股东保护的政策原因和方法，发现英国金融市场管理局加强了少数股东的保护，而德国联邦法院减少了股东保护。Casper 和 Niklas Gasse (2017) 讨论了股东在退市过程中的保护问题，比较了州定规定与上市规则竞争两种模式对股东保护的效果。

Isabelle Martinez (2015) 和 Stéphanie Serve (2017) 通过理论和国际经验来分析退市制度的相关文献，研究了自愿退市和非自愿退市的动机和其对股东

价值的影响，指出了未来研究方向。

## 2、上市公司退市制度受影响因素分析

Macey 和 Pompilio (2004)的工作通过法律和金融的视角，详细分析了退市过程的法律框架和市场影响。他们的研究表明，退市过程中存在的法律问题对股票价格和公司治理产生显著影响。Eilnaz Kashefi Pour 和 M. Lasfer (2013) 对伦敦证券交易所里自愿退市的公司进行研究，分析出大部分公司是为了能够通过上市来重组自身的财务杠杆，并非以获得融资为目的。他们的发现强调了公司自愿退市背后的动机和市场反应。

Thitivadee Chaiyawat 和 Pornpan Samranruen (2016) 通过财务操作分析来预测泰国上市公司的退市风险，识别了可能导致退市的多种风险因素，如流动性风险和杠杆风险。Konno & Itoh (2018) 研究了上市公司自愿退市的原因，对建筑业和房地产行业进行了主要的研究分析。Yanyan Zhang (2019) 通过研究中国 A 股上市公司的数据，发现国有股比例、流通股比例、亏损程度和上市年龄是退市的主要影响因素。

## 3、上市公司退市影响分析

Sanger 和 Peterson (2003)以及 Harris 和 Panchapagesan (2006)分别从不同的角度实证分析了退市过程。Sanger 和 Peterson 集中于退市对股票价格和交易量的影响，而 Harris 和 Panchapagesan 则关注纳斯达克退市公司的后续表现，以上研究显示，公司和投资者会因退市而受到深远的影响。

P. Chandy, Salil K. Sarkar, & N. Tripathy (2004) 分析了已退市股票之后的流动特征和市场价格变化，从而发现退市导致股价跌落、买卖差价增大和交易量减少。Yang (2007)探讨了处于退市风险中的公司如何通过管理应计项目来避免被退市的问题。这项研究揭示了公司为保持上市资格可能采取的盈余管理行为，突显了退市标准对公司财务策略的影响。

Macey, O'Hara, & Pompilio (2008) 调查了退市过程的法律和经济理论，使用纽约证券交易所 2002 年退市的样本，发现退市成本巨大，股票价差扩大，波动性增加，但交易量异常高。Leyuan You, A. Parhizgari, 和 S. Srivastava (2012) 研究了跨国上市后随之退市对投资者的影响，发现退市对股价有负面影响，但长期来看这一效应会消散，同时退市降低了交易量。Li & Chen (2023) 基



于 2017 至 2022 年非金融类 A 股上市公司的数据, 研究了中国退市制度改革对上市公司财务风险决策行为的影响。

通过上述的分析研究, 学者们认为, 影响上市公司退市主要有三种因素: 其一, 违反了证券交易所对于上市公司的相关规定; 其二, 公司自愿退市, 此情况因退市会导致证券交易要求严格而较少发生; 其三, 因在数量标准上不满足规定或者由于兼并、重组、清算等而导致强制退市。对退市带来的影响进行分析时, 股价下跌是最显而易见的结果。有部分文献关注于股票价格、成交量与买卖价差的综合影响。上市公司退市后股价下降, 成交量减少, 对这种原因比较一致的理论解释是: 流动性的降低, 减少其投资价值, 进而引起股价显著降低。

## 1.5.2 国内文献综述

中国处于注册制改革的关键时期, 但中国证券市场仍不够成熟, 发展不稳定, 与其他国家的市场相比较来说具有其独特性和特殊性。直接生搬国外成熟的市场理论和体系是不合适的。对于研究中国证券市场的发展, 需要借助现在中国自身已经研究的理论和实际出发, 来分析和提出适合中国本土特色的发展体系与发展理念。目前, 中国学者已经开始重视对中国自身市场特点的研究, 众多文献的出现也证实了这一点, 对退市制度的研究主要从比较分析国内外退市制度的差异、国内退市制度存在的缺陷和完善退市制度的建议等方面进行探讨, 从而促进中国退市制度的发展, 市场体系的完善。

### 1、比较分析国内外退市制度的差异

随着中国资本市场的不断发展和国际化步伐的加快, 退市制度的未来发展趋势将更加注重与国际标准的接轨以及制度创新。张启富 (2001) 及周喜 (2001) 等的研究已经开始探讨证券市场退出机制的国际化意义和实践路径。未来的退市制度需要更加灵活、公正, 同时要能够适应国际投资者的需求和全球市场的变化。

对于中美退市制度的比较分析, 田欣冉 (2013)、刘员齐 (2016) 等提出了中美制度之间的差异和各自的特点。美国市场以其成熟的法律体系和严格的退市标准被认为是值得借鉴的对象。中美之间在退市制度的透明度、公正性、效率性方面存在明显差异, 这些差异的存在对中国退市制度的完善具有启示意义。

对中美退市制度的比较分析, 不仅局限于制度框架的差异, 还需关注两国制

度执行中的实际效果和市场反应的差异。杜菲（2012）和彭书会（2012）的研究提供了对中美退市制度比较的深入见解，尤其是在投资者保护和市场透明度方面的比较，使中国退市制度的完善拥有了更广阔的国际视角。

## 2、国内退市制度存在的缺陷

早期研究主要关注中国股市退出机制的构建思考和比较分析。如刘中文（2001）及张军立、王立新（2002）等学者对上市公司退出机制的建立进行了理论探讨，指出完善的退市制度对市场健康发展至关重要。市场在不断发展的过程中，学者们对退市制度的实施效果和其存在的问题开始进行相应的研究分析。

崔钊（2004）和张妍妍（2011）主要研究了中国上市公司退市制度存在的不足，重点分析了影响退市制度实施效果的因素。以此得出，要确保退市制度实施效果的有效性应该建立更快捷高效的退市流程和退市标准。对于中概股的退市问题，杨晓宇（2016）和江明秋（2018）通过实证研究中概股在美国退市的影响因素，可以看出中概股退市风险同中国上市公司存在明显区别。

张舒宇（2019）研究了当前的退市机制与盈余管理之间存在复杂的相互作用，可能导致资源错配。史家锴（2019）的研究探讨了我国上市公司退市标准的合理性，并指出现行制度可能未能充分发挥市场的优胜劣汰作用。

张璇（2020）和杨帅（2020）研究发现中国退市制度在标准制定、流程设计、信息披露等方面存在不足，应加强法律法规的建设，提高制度的透明度和执行力度。李嘉乐（2022）和胥帅（2022）通过对特定案例的分析，揭示了当前退市流程存在的瑕疵和退市标准的不足。

## 3、完善退市制度的建议

退市制度会对上市公司决策行为产生影响，从而使整个市场的资源配置效率受到长远影响。张爱民、祝春山和许丹健（2001）依据财务预测模型实证分析了通过退市制度来淘汰劣质公司，优化资源配置的做法。这些研究强调了制定科学合理退市标准的重要性，以确保市场能够有效地进行自我净化。

倪勇（2005）和张洪磊（2006）的早期研究对比较中国股票市场的制度分析提供了宝贵的历史视角，重点探讨了退市机制影响公司治理结构等方面的问题。指出了改善公司治理、促进市场健康发展的重要做法就是建立有效的退市机制。

成熟的证券市场拥有相应的投资者保护机制，退市制度如何在保障投资者合

法权益与维护市场秩序之间取得平衡，是其设计与实施中必须考虑的重要问题。刘佳（2010）、曹涛（2012）和周天然（2016）对我国股票市场退市机制的研究提出，强化投资者教育和信息披露，以及建立健全的法律救济机制是提升投资者保护水平的关键。

张军（2016）和刘硕（2016）建议优化退市流程、加强信息披露制度，以及增强制度的透明度和公平性。这些建议与杜菲（2012）和彭书会（2012）关于强化监管框架和市场纪律的观点不谋而合。

梁润平（2014）、张琰（2016）和杨琦（2017）对 ST 股票进行研究，得出退市制度对市场快速发展存在一定的阻碍作用，这违背了退市制度设立是为了提高市场整体效率的初衷。李金峰（2020）对中国的 IPO 注册制度和市场监管系统进行了研究，发现尽管注册制度开始全面实施，但主要仍是以审批制作为主要方式。该研究指出，对于不合规公司的退市难以做的应退尽退且投资者遭受重大损失。以此提出应完善《证券法》等法律体系、鼓励相应企业自愿退市等建议。

通过上述的研究分析，可以看出与国外成熟的退市制度相较而言，中国退市制度的发展仍存在许多的不足与缺陷，通过对中国退市制度现状进行比较分析和实证研究并提供具体的建议措施，对中国退市制度的完善和成熟化发展具有珍贵的指导作用。

同时，全面实施注册制改革使退市制度的要求更为严格。受注册制的影响，上市数量增多、效率加快、标准多元化。因此，退市制度常态化发展为注册制实施保驾护航，有利于股票在此背景下能够进行自我净化和完善，优胜劣汰，实现动态平衡，优化资源配置。对于违反退市标准的行为进行严厉打击，严格实施退市制度，加快推进常态化退市机制的实施和完善。

## 2 中国上市公司退市制度

### 2.1 中国退市制度的发展历程

从上海证券交易所成立至今，中国股市退市制度经历了近三十年的发展，根据各项重要法律法规的颁布时间，可以分为以下几个阶段：

(1) 退市制度探索期（1990-2001年）。上海证券交易所于1990年成立，这标志着中国的证券市场形成。解决融资难和促进国有企业改革为当时的主要目的。1993年，《公司法》成为第一部涉及退市规定的法律，而1998年中国特有的风险警示制度启动，同年《证券法》也得到颁布。特别转让制度（PT）在1999年引入，其目的是对已暂停上市的股票进行处理。尽管此阶段退市相关规定缺乏可操作性，未见公司退市，但法律法规的建立为退市制度的发展奠定了基础。

(2) 退市制度形成初期（2001-2012年）。中国证监会在2001年发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，这意味着退市制度的首次形成。之后的《特别处理规则》主要用来解决股票退市后的流通问题，使得PT水仙为中国第一家退市公司。2003年新增退市风险警示制度，对退市制度进行了再次的完善。在2012年出台新退市规则前，制度未再发生大幅度变化。

(3) 退市制度完善期（2012年至今）。沪深交易所在2012年提出退市制度改革方案：其一，将退市标准进行扩展完善，增加财务指标、合规指标和市场交易指标等，完善退市标准体系；其二，明确暂停上市和终止上市标准，统一退市各阶段标准，提高可操作性；最后，优化资源配套，明确退市流程。

沪深交易所在2014年更新了《上市规则》，增加自愿退市和因重大违法行为而被强制退市的规定，这既体现了对市场主体自主决策的尊重，也将诸如欺诈上市和严重违反信息披露规定的行为纳入强制退市的范围。2018年7月，长生生物疫苗事件推动了对强制退市规定的修订，扩大了适用范围，包括对公众安全构成严重威胁的重大违法行为，明确了强制退市的实施流程。

通过新版《证券法》的规定，在全面实施注册制的基础上，在中国证监会的指导下，两交易所在2020年公布了最新的退市制度。通过完善退市标准和简化退市流程，提升了退市的效率和市场的净化能力，同时加强了风险提示，促进了投资者的理性投资。沪深两市因新规的实施在退市制度的政策上更加统一高效。

实施新退市规则，使表现不佳的企业被市场淘汰，有利于营造一个既进入又退出、优胜劣汰的健康市场环境。这对优化资源配置、改善中市场结构具有积极作用。具体如表 2.1 所示：

表 2.1 中国退市制度发展历程

时间	阶段	制度内容
1994-2001	基本框架建立期	《公司法》与《证券法》中都规定了上市公司退市标准，但是未出现执行情况
2001-2005	制度建设初步启动期	中国证监会发布《亏损上市公司暂行上市和终止上市实施办法》PT 水仙因申请宽限期未获上海证券交易所批准，成为我国第一家被终止上市的上市公司。
2005-2012	制度不断完善期	随着中小企业板、创业板等多层资本市场诞生，与之而来的是多元化、完整化的退市制度
2012-至今	制度逐渐成熟期	2014 年证监会出台《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》被称为第一次“史上最严退市新规”。2018 年第二次“史上最严退市制度”出台之后 2019 年退市公司数量继续增加至 12 家。2020 年 3 月，新《证券法》将上市公司退市制度移交证券交易所。4 月，创业板退市改革简化了退市流程，一并取消暂停上市和恢复上市机制：引入“扣非净利润为负且营业收入低于一亿”的组合类财务退市指标；强化风险预警标识风险警示*ST 制度。2020 年 12 月，沪深交易所发布退市新规，优化了四类强制退市指标，包括财务类、交易类、规范类和重大违法类。简化了退市流程，同时强化了风险警示。

## 2.2 中国的退市标准

无论是从数量还是质量角度考虑，与美国股市相比，上海证券交易所的主板市场采取了分步执行的逐步退市机制，以此为退市风险警示阶段、暂停上市阶段和终止上市阶段。中国股市的退市规范在新修订的实施规则中取得显著改进，使标准更加具体，特别是在科创板和创业板的改革中，通过丰富和完善退市指标显示了这一点。例如，创业板改革将连续亏损的净利润指标调整为更为复杂的指标，

包括将扣非净利润为负且营业收入不足 1 亿元视为一项综合指标，同时，增加新的市场交易类退市指标和规范类退市指标等。应用这些财务类退市指标使退市标准更全面，两年作为触发退市的时间限制，提高了清理不良公司的能力。

中国的退市制度主要包括四个主要方面：其一，财务相关指标，如净利润、营业收入、净资产、审计意见等；其二，市场交易相关指标，包括股权分布、总股本、股票交易量、股价、股东数量等；其三，有违法行为的指标，如违反信息披露制度和欺诈发行等行为；其四，其他相关退市指标，如公司被强制解散、破产或受到公开谴责等。

相比于之前的退市制度，当前的退市标准在三个方面有着明显的调整和改进：首先，将净资产、营业收入和非标准审计意见等指标加入其中；其次，借鉴国外成熟市场的做法，将成交量和收盘价等市场交易类指标也加入其中；第三，恢复上市条件更加严格，净利润受非经常性损益的影响减弱，从而使上市公司不能以此的盈利情况来满足恢复上市的条件。具体如表 2.2 所示：

表 2.2 中国现行退市标准

主动退市	私有化	主动向证券交易所提出申请，撤回其股票在该交易所的交易
	新设合并或吸收合并	不再具有独立主体资格并被注销
被动退市	财务类	连续四年亏损；净资产为负；营业收入<1000 万；审计报告为否定或无法表示意见
被动退市	交易类	连续 20 个交易日每日股票收盘价均低于股票面值；连续 120 个交易日成交量低于最低限额；上市公司股本总额发生不再具备上市条件；社会公共持股比例不足 25%，或公司股本总额超 4 亿元，社会公共持股比例不足公司股份总数 10%
	信息披露类	财务造假；欺诈发行；信息披露违规，在法定期限披露年报和中报；被暂停上市后在规定期限内未提出恢复上市申请，或未披露首个年报
	重大违法类	社会公共安全重大违法：涉及国家安全、公共安全和生产安全
	破产解散类	上市公司被法院宣告破产

数据来源：证监会，沪深交易所，国金证券研究所整理

### 2.3 中国的退市流程

在中国的退市流程中，值得注意的一环是上市公司在面临退市决定之前会先经历一段暂停上市的期间，这一阶段为众多陷入困境的公司提供了改善自身状况、争取“摘帽”的时间窗口。当前的退市机制主要围绕退市风险警示展开，使得公司从接到退市通知到最终退出市场，需经过一个相对较长的缓冲期。

在接到交易所关于停止上市的通知后，公司必须立即公布相关公告，同时详细说明其股票将进入退市整理期的具体事项，包括股票的注册、转让及管理细节，以及在退市整理期内股价波动的限制等信息。

从公司发出风险提示公告开始，公布股票终止上市的决定、退市的整理期限和最终结束的日期等重要内容，设定 15 个交易日为退市整理期。交易所在整理期结束后的 5 个交易日内，撤销公司股票上市地位，这标志着公司从市场上正式推出。如图 2.1 所示：

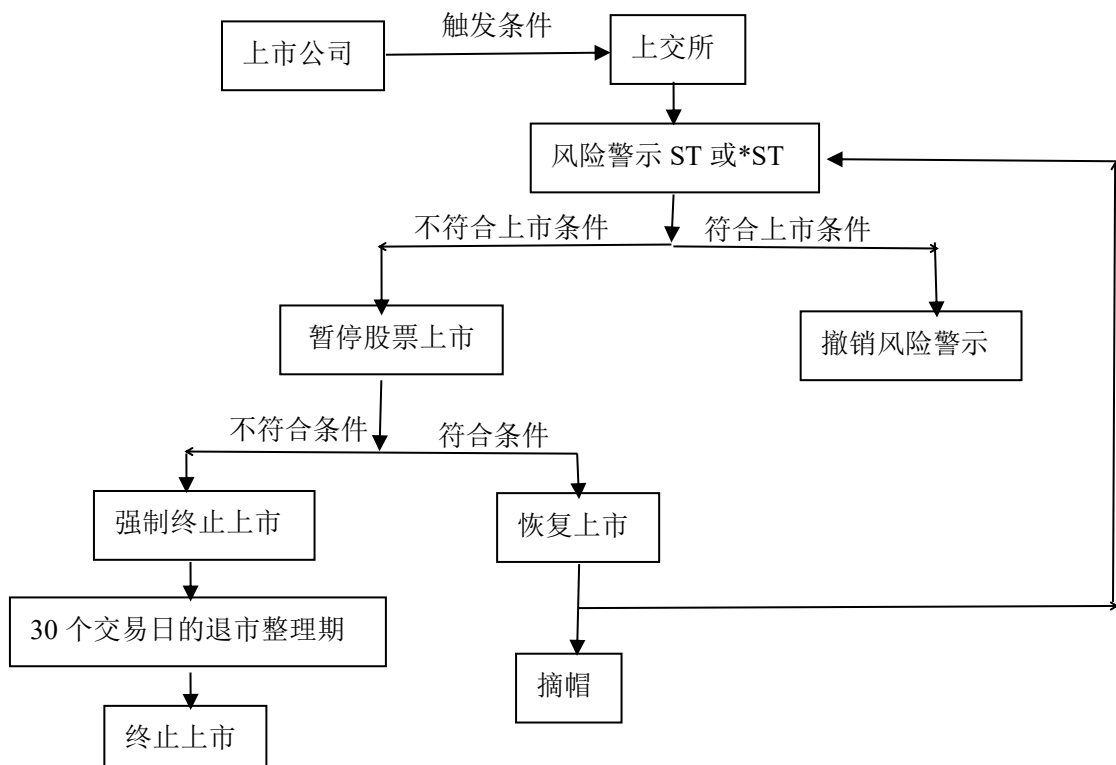


图 2.1 我国退市大致流程

## 2.4 中国退市制度的实施效果

### 2.4.1 ST 样本统计分析

在中国的证券市场中，不符合上市标准的上市公司，其股票不再满足上市条件时，会经历一系列退市程序，一般呈现出三种状态：实施 ST 后撤销 ST 的状态，仍处于 ST 的状态和已退市状态。

退市制度从 1998 年辽物资股票被特殊处理，成为第一家 ST 股票后，其得到了广泛实施。《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》在 2001 年开始实行，PT 水仙因连续四年亏损而成为首位被终止上市的公司，中国股市至此开始存在退市公司。距今为止，中国对于退市制度进行了多次改革调整。

通过提取 2012 年-2022 年上市公司数量、实施 ST 的个数、撤销 ST 的个数和退市的个数以及各个数据之间的比例关系进行更加细致地分析，更清晰明了的看出中国近 11 年退市制度的实施效果。如表 2.3 所示：

表 2.3 2012-2022 年中国实施 ST、撤销 ST 和退市公司情况 单位：个

年度	上市公司数量	实施 ST		撤销 ST		退市	
		个数	比例 (%)	个数	比例 (%)	个数	比例 (%)
2012	2494	27	1.08	72	2.89	6	0.24
2013	2489	24	0.96	80	3.21	7	0.28
2014	2613	38	1.45	52	1.99	3	0.11
2015	2827	42	1.49	35	1.24	10	0.35
2016	3052	61	2.00	42	1.38	2	0.07
2017	3485	60	1.72	53	1.52	5	0.14
2018	3567	55	1.54	41	1.15	5	0.14
2019	3777	89	2.36	21	0.56	10	0.26
2020	4140	105	2.54	20	0.48	16	0.39
2021	4682	78	1.67	95	2.03	20	0.43
2022	5079	57	1.12	63	1.24	46	0.91

数据来源:RESSET 金融研究数据库

分析上表 2.3 所列出的数据可以清晰地看出，2012 年-2022 年，中国上市公司数量整体上呈现上升趋势，在 2022 年已超 5000 家。从比例关系上来看，实施 ST 的上市公司个数从 2012 年到 2020 年整体上呈现增长趋势，在 2021 年和 2022 年相对下滑，其均值为 58 个，在 2020 年实施 ST 的公司个数为最高值，每年实



施 ST 上市公司数量占上市公司数量的比值在 1%-3%之间。撤销 ST 的上市公司个数呈现相对不规则的变化，撤销 ST 的上市公司数量均值在 52 个，在 2020 年其数量为最低值，撤销 ST 股票的比例在 0.5%-3.5%之间相对稳定。而对于退市公司的数量从 2016 年开始呈现上升趋势，其均值为 12 个，在 2022 年退市数量为最大值 46 个。从整体上来讲，退市年均数远小于上市公司实施 ST 的数量，并且退市公司数占上市公司数量的比例低于 1%。因此，可以得出绝大多数的公司在实施 ST 之后的缓冲期内进行操作调整使其撤销 ST，并且免于退市。

但是，对于国外的成熟的证券市场来说，上市公司的退市现象是普遍存在的。对比于美国成熟的退市制度，其每年退市比例在 4%-10%之间，而中国退市率不到 1%，这反映出中国的退市制度仍然没有达到很好的实施效果，仍然存在一些问题。但近几年中国上市公司退市数量相对显著增加也可看出中国在 2018 年和 2020 年进行的退市制度改革是有一定的效果的。

#### 2.4.2 退市原因分析

中国证券市场同美国成熟的市场相比，在退市原因方面有着明显的差异。分析美国上市公司的退市情况，将退市原因主要划分为三种类别：其一，是由于并购或私有化导致的自愿退市；其二，由于不满足持续上市的各项指标被强制退市；其三，管理者的失误和违法行为被强制退市。对美国上市公司退市的具体划分可分为自愿退市和被交易所强制退市两大类。

在纳斯达克交易市场的公司退市中，自愿退市与强制退市（包括违法犯罪情况）为 1:1。而在纽约证券交易所中，自愿退市与被迫退市的比例约为 3:1。对于被迫退市，NYSE 中强制退市的主要原因是市值退市、股价退市和破产退市，而在纳斯达克中，主要是因为股价退市、净资产或净利润退市和破产退市。

重要的一点是，美国拥有市场化的股市，投资者的选择通过股价的波动呈现出来。因此，在美国，股价和市值的退市标准是退市制度中极为关键的组成部分，也是其独特之处。相较之下，中国股市中主动退市的案例较少，多数是在无法挽救的情况下被迫退市。通过对中国上市公司的退市原因进行研究，主要归纳出五种退市原因类别。如图 2.2 所示：

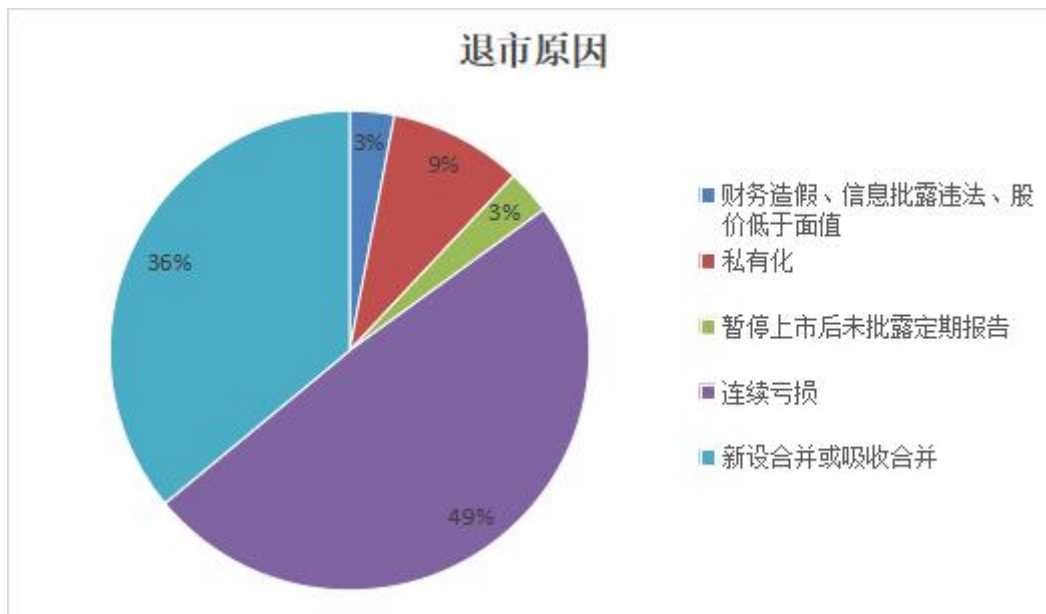


图 2.2 退市原因

从图 2.2 中可看出，上市公司因连续亏损退市的比率为 49%，其占了将近所有原因的一半，公司由于经营效益差不再符合上市标准而被强制退市。财务造假、信息披露、欺诈违法、股价低于面值的比率为 3%，暂停上市后未披露定期报告比率为 3%，二者都为客观因素，由于自身问题被强制退市。私有化比率为 9%，这主要是因自身想法，想要通过现金或有价证券的方式来将市场上的流通股份购回而进行主动退市，摘牌退市成私人公司。

新设合并和吸收合并的比率为 36%，这类公司大多因被其他公司收购或者与其他公司合并而自动退出证券市场。但其中也不乏公司因经营不善，而通过被吸收合并、换股合并的方式以另一种形式重新获得上市机会。而这种方式并没有达到淘汰劣质公司的意图，证监会等相关部门也应对这些“虚假退市”的公司进行更加严厉的监管。还有一点值得注意的是，在近几年当中，不少公司利用换股要约收购和吸收合并的方式退市，这说明此种退市方式俨然成为了退市的一个新的趋势。

由此可见，相较于美国主动退市占据着较大的比例，中国退市的大部分公司几乎都是已经破产和已濒临破产，没办法再弥补从而被迫退市。出现这种情况的原因，一方面与中国的股票市场的特性有着很大的关系，中国的上市公司在证券市场上上市的目的是为了更方便融资，并且融资带来的利益远高于成本，所以上市公司不惜一切成本保留上市的资格。另一方面，由于中国退市标准单一，退市流

程不清晰明了，通过资产重组、地方财政支持、关联交易和操作利润等手段规避了退市的命运。

因此，制定有效的退市标准、完善退市流程刻不容缓，并且证监会也应加强监督的力度，对资产情况恶劣的公司要了勒令其退市，同时也要完善相关方面的制度。此外，要给予上市公司自主决定退市的权力，要在制度上严格把关，在股票市场充分体现出“优胜劣汰”的机制，要使得上市的收益和风险并驱，加大一些资产不良的公司的上市成本，迫使其自动退市。

### 3 中国退市制度实施效果实证分析

在对中国的退市制度进行相应的研究时，通过整理国内外的文献可以知道，分析退市制度的实施效果离不开对上市公司财务的分析，将中国上市公司财务状况运用 Logistic 回归模型进行分析。在本文实证中，主要侧重于研究具备怎样性质和财务状况的公司会实施 ST 以及怎样性质和财务状况的 ST 公司能够撤销 ST，免于退市风险。

#### 3.1 上市公司实施 ST 的实证分析

##### 3.1.1 样本选择与数据来源

本文主要选取从 2012 年到 2022 年中国因财务状况异常而被特殊处理的公司，其中剔除了财务报表缺失和存在明显问题的公司，最后总共选取了 110 家被 ST 的公司，拥有相对较高的样本容量，从而降小样本容量少所造成的误差，同时本文选择了与之对应的财务状况良好，未 ST 的 110 家公司作为对照，这样一共选择了 220 家公司。并且，ST 公司样本行业和对照样本的行业相对应，从而避免行业间实施 ST 原因差异的影响。样本行业描述如表 3.1 所示：

表 3.1 样本所属行业描述

单位：个

CSRC 行业	ST 公司	非 ST 公司	合计
制造业	80	80	220
房地产	10	10	
综合类	20	20	

数据来源：国泰安金融数据库、金融研究数据库、中国上市公司咨询网等。

##### 3.1.2 模型选择

评价模型的优劣主要是通过其是否简单便捷、准确通用来进行分析。变量分析法和线性概率模型对于自变量或残差项服从正态分布有着较高的要求，而逻辑回归模型假设条件要求相对较少，并且也对于协方差阵、分布类型不需要严格的假设条件，准确率较高，所以，本文选择利用 Logistic 回归模型对上市公司实施 ST 进行实证研究。简而言之，逻辑回归模型是以样本公司财务指标为依据分析其财务特征，以此来研究上市公司实施 ST 的效果，这种方法满足模型优良的

评价标准，对于变量只有两种可能性的情况非常适合。

Logistic 回归是研究分类观察结果 (y) 与一些影响因素 (x) 之间关系的一种多变量分析方法。Logistic 回归分析的运用范围是：因变量 (y) 是互斥的二分变量，自变量 (x) 对因变量产生的影响不一定是线性。Logistic 回归模型，它的因变量取值只有“0”和“1”两种可能结果，但自变量可以有許多。

拥有 n 个自变量的 logistic 回归分析模型公式表述如下：

$$\ln\left(\frac{P(y=1)}{1-P(y=1)}\right) = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n$$

$$P(y=1) = \frac{e^z}{1+e^z}$$

公式中  $b_0$  作为方程的常数项， $b_1$ 、 $b_2$ 、……、 $b_n$  为模型的参数，统称作回归系数 B。初步运算后解出  $b_0$ 、 $b_1$ 、 $b_2$ 、……、 $b_n$  这些回归系数，可以得到  $y=1$  时的概率值。

### 3.1.3 变量选择与描述性统计分析

因为被 ST 的上市公司原因繁多，难以通过少数财务指标来衡量全部被 ST 的公司财务状况；再有一点就是考虑到公司被特别处理（财务状况异常）与公司偿债能力相关，大部分公司被 ST 是由于偿债能力低下，最终本文选择了大量的偿债能力指标和现金流量指标来反映上市公司被特别处理的财务状况，并且确定选择 16 个财务指标。如表 3.2 所示：

表 3.2 指标体系

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
长期偿债能力	lev	资产负债率	年末总负债 / 年末总资产
	eml	权益乘数 1	年末总资产 / 年末所有者权益
	dlcr	长期资本负债率	非流动负债 / (所有者权益 + 非流动负债)
	roal	总资产净利润率 1	净利润 / 总资产平均余
短期偿债能力	liquid	流动比率	流动资产 / 流动负债
	quick	速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
	cashflow	现金流比率	经营活动产生的现金流量净额 / 总资产
	rec	应收账款占比	应收账款净额 / 总资产
盈利能力	roe	净资产收益率	净利润 / 所有者权益平均余
	netprofit	销售净利率	净利润 / 营业收入
	eps	基本每股收益	直接来源于上市公司年报的财

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
发展能力	growth	营业收入增长率	本年营业收入 / 上一年营业收入-1
	asset growth	总资产增长率	本年总资产 / 上一年总资产-1
	npg	净利润增长率	本年净利润 / 上一年净利润-1
营运能力	inv	存货占比	存货净额 / 总资产
	ato	总资产周转率	营业收入 / 平均资产总额
因变量	ST	样本区间内是否 ST	样本区间内 ST 为 1, 否则为 0

本文将所有样本划分为特殊处理（ST）样本和非特殊处理（非 ST）样本两类，其中 ST 样本为 1，控制样本即非 ST 样本为 0。采用 Stata18 对所有变量进行描述性统计分析，也就是通过均值，标准差，最大值，最小值等来描述数据的整体情况。如表 3.3 所示：

表 3.3 变量描述性统计结果

ST=0	N	Mean	SD	Max	Min
lev	1210	0.523	0.193	1.334	0.016
eml	1210	2.638	3.843	117.613	-15.601
dlcr	1210	0.208	0.197	2.279	-2.006
roal	1210	0.034	0.048	0.34	-0.364
roe	1210	0.051	0.655	2.29	-22.12
netprofit	1210	0.053	0.233	1.114	-5.16
liquid	1210	1.744	1.7	24.616	0.234
quick	1210	1.289	1.628	23.454	0.101
cashflow	1210	0.044	0.065	0.356	-0.227
rec	1210	0.094	0.11	0.604	0
inv	1210	0.17	0.159	0.833	0
growth	1210	0.185	1.362	33.072	-0.862
assetgrowth	1210	0.162	0.69	16.067	-0.628
npg	1210	-0.325	12.297	107.563	-291.155
eps	1210	0.452	0.805	8.09	-3.638
ato	1210	0.696	0.503	4.238	0.012

ST=1	N	Mean	SD	Max	Min
lev	1210	0.784	5.197	178.345	0.016
eml	1210	4.59	12.025	174.618	-180.815
dler	1210	0.261	0.516	6.14	-12.22
roal	1210	0	0.507	12.211	-9.117
roe	1210	-0.138	2.395	11.159	-45.506
netprofit	1210	-0.35	8.102	109.749	-218.335
liquid	1210	1.687	3.115	68.966	0.006
quick	1210	1.167	2.149	28.108	0.005
cashflow	1210	0.021	0.11	1.17	-0.748
rec	1210	0.088	0.099	0.592	0
inv	1210	0.173	0.186	0.939	0
growth	1210	1.396	22.337	665.54	-0.985
assetgrowth	1210	0.45	7.418	251.05	-0.961
npg	1210	-3.819	37.158	144.12	-1005.876
eps	1210	-0.028	1.03	10.51	-16.46
ato	1210	0.544	0.495	6.935	0.003

从描述性统计的结果可以看出,样本区间内 ST 的公司与非 ST 的公司各个变量的均值 (Mean), 标准差 (SD), 最大值 (Max), 最小值 (Min) 的数据, 其各个变量依次为 lev、eml、dler、roal、roe、netprofit、liquid、quick、cashflow、rec、inv、growth、assetgrowth、npg、eps、ato。

各个变量的均值主要反应了集中趋势统计量, 样本区间内非 ST 的公司其各个变量的均值分布比 ST 公司相对集中。标准差表示数据的波动大小, 即离散程度, 可看出样本区间内非 ST 的公司其各个变量的数据波动比 ST 公司相对较小。依据最大值和最小值, 二者作差称为极差, 能够表现出变量分布的变异范围和离散幅度。离散程度与极差成正比关系。

### 3.1.4 相关性检验

通过 stata 进行相关性检验, 结果如表 3.4 所示:

表 3.4 变量相关性检验结果

Variab les	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
ST	1.000																
lev	0.035 *	1.0 00															
em1	0.109 ***	0.0 08	1.000														
dlcr	0.067 ***	-0.0 08	0.206 ***	1.000													
roal	-0.04 7**	-0.5 39*	-0.03 2	-0.001	1.00 0												
roe	-0.05 4***	0.0 04	-0.06 1***	0.269 ***	-0.02 0	1.00 0											
netpro fit	-0.03 5*	-0.8 38*	-0.04 4**	0.024	0.54 1***	0.00 8	1.00 0										
liquid	-0.01 2	-0.0 44*	-0.08 2***	-0.099 ***	0.02 8	0.02 4	0.01 9	1.000									
quick	-0.03 2	-0.0 45*	-0.08 9***	-0.125 ***	0.03 5*	0.02 3	0.02 1	0.916 ***	1.000								
cashfl ow	-0.12 8***	0.0 13	-0.07 5***	-0.029	-0.06 4***	0.04 1**	0.03 7*	-0.00 5	-0.00 2	1.00 0							
rec	-0.03 0	0.0 09	0.008	-0.115 ***	0.03 1	-0.0 02	-0.0 22	-0.02 8	-0.00 4	-0.13 5***	1.00 0						
inv	0.008	-0.0 01	0.055 ***	0.118 ***	-0.01 0	0.01 6	0.00 5	0.061 ***	-0.15 4***	-0.09 6***	-0.1 01*	1.00 0					
growth	0.038 *	-0.0 01	0.004	0.012	0.06 8***	0.00 5	0.00 8	-0.01 0	-0.01 6	-0.02 0	-0.0 09	0.02 9	1.00 0				
assetgr owth	0.027	-0.0 05	-0.00 2	0.004	0.07 1***	0.00 6	0.01 7	-0.00 9	-0.00 6	-0.01 4	-0.0 09	-0.0 15	0.85 9***	1.00 0			
npg	-0.06 3***	0.0 00	0.013	-0.018	0.01 8	0.01 2	-0.0 62*	0.023	0.024	0.04 4**	0.00 7	0.00 5	-0.02 3	-0.01 6	1.000		
eps	-0.25 1***	-0.0 54*	-0.13 1***	-0.024	0.29 2***	0.03 2	0.18 4**	0.064 ***	0.068 ***	0.16 9***	0.01 5	0.03 6*	0.01 8	0.03 3*	0.038 *	1.00 0	
ato	-0.15 1***	-0.0 31	-0.07 2***	-0.163 ***	0.08 4***	0.04 2**	0.03 8*	-0.08 0***	-0.07 0***	0.119 ***	0.23 6**	-0.0 89*	0.07 5***	0.07 3***	0.026	0.15 8***	1.00 0

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$



从相关性检验的结果来看，除 liquid（流动比率）、quick（速动比率）、rec（应收账款占比）、inv（存货占比）、assetgrowth（总资产增长率）外，在 2012 年至 2022 年的样本区间内，有 11 个指标与上市公司被 ST 的风险显著相关。其中：

lev（资产负债率）相关系数为正，表示资产负债率越高，财务风险增加，进而增加了被 ST 的风险。这反映了高负债率增加了公司运营的不确定性和偿债的压力。其在 10% 的水平下统计显著，说明具有比较显著的解释能力。

eml（权益乘数 1）同样显示正相关，说明当公司的资本结构中债务占比较高时，所有者权益对总资产的比例减少，偿债风险增加，导致被 ST 的可能性增大。这一指标的显著性高，意味着产权结构对于判断公司健康状况至关重要。其在 1% 的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

dlcr（长期资产负债率）正相关性说明长期负债较多的公司面临更大的偿债压力和流动性风险，增加了被 ST 的可能性。这强调了长期财务稳定性对公司持续经营的重要性。其在 1% 的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

roal（总资产净利润率 1）负相关表明，高总资产净利润率反映出较高的资产运营效率和盈利能力，减少了被 ST 的风险。这指出了企业运营效率和成本控制能力在避免 ST 中的作用。其在 5% 的水平下统计显著，说明具有显著的解释能力。

roe（净资产收益率）相关系数为负，表示净资产收益率越大，企业投入净资产创造利润的能力越强，高净资产收益率的公司具有较强的盈利能力，降低了被 ST 的可能性。这突显了盈利能力在公司整体健康状况评估中的核心地位。其在 1% 的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

netprofit（销售净利润）相关系数为负，表示销售净利润越大，公司的收入获取能力越大，公司经营效率高、盈利能力强，因此减少了被 ST 的可能性。则公司的营收情况对于避免 ST 具有重要影响。其在 10% 的水平下统计显著，说明具有较显著的解释能力。

cashflow（现金流比率）相关系数为负，表示现金流比率越大，企业通过日常营业活动创造的现金流量偿还债务的能力越强，满足短期债务需求，显示出良好的流动性管理，从而降低被 ST 的风险。表明了现金流管理对于公司稳定运

营至关重要。其在 1%的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

growth（营业收入增长率）相关系数为正，营业收入的增长虽然代表公司发展态势良好，但统计上与被 ST 风险呈正相关，可能暗示过快的增长带来的风险未能得到有效控制，需关注增长质量。其在 10%的水平下统计显著，说明具有比较显著的解释能力。

npg（净利润增长率）和 eps（基本每股收益）相关系数为负，这两个指标的增加显示了公司的盈利能力和经营效率，减少了被 ST 的风险。这些指标表明，强劲的盈利增长和每股收益对于公司的健康发展至关重要，能够有效降低被 ST 的可能性。其在 1%的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

ato（总资产周转率）相关系数为负，高周转率表明公司资产利用效率高，能够通过有效的资产管理提高收益，进而减少被 ST 的风险。这证明了优秀的资产管理和经营效率对于降低 ST 风险的重要性。其在 1%的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

因此，利用回归模型研究出销售净利润、现金流管理、盈利增长、每股收益和资产周转率等指标是判断上市公司是否面临 ST 风险的重要指标。并以此来对上市公司财务报告的真实性和可靠性进行识别，判断上市公司被 ST 的可能。

在实证研究里，变量之间会因相关关系存在的可能性而造成模型估计的失真或估计错误。所以，对变量进行共线性分析必不可少。一般而言，VIF 的平均值低于 10 则表明其不具有共线性问题。本文实证的结果如表 3.5 所示：

表 3.5 变量共线性检验结果

Variable	VIF	1/VIF
quick	8.630	0.116
liquid	8.410	0.119
growth	3.860	0.259
assetgrowth	3.850	0.260
lev	3.770	0.265
netprofit	3.760	0.266
roal	1.640	0.611
inv	1.450	0.690
eps	1.260	0.796
dlcr	1.210	0.824
ato	1.160	0.861
cashflow	1.120	0.896

Variable	VIF	1/VIF
rec	1.110	0.900
roe	1.110	0.901
der	1.090	0.919
npg	1.020	0.977
Mean VIF	2.780	

虽然 VIF 的平均值比 1 大，但是从单独的系数 VIF 值来看都低于 10，由于我们主要在意的是整个方程被解释的能力，所以不用过多考虑多重共线性的问题。

### 3.1.5 Logistic 回归结果及分析

最终模型统计量如表 3.6 所示：

表 3.6 Logistic 回归结果

ST	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
lev	0.954	0.259	3.68	0	0.445	1.463	***
em1	0.024	0.009	2.55	0.011	0.005	0.042	**
dlcr	-0.173	0.196	-0.88	0.376	-0.558	0.211	
roa1	0.99	0.64	1.55	0.122	-0.264	2.245	
roe	-0.038	0.038	-1.03	0.305	-0.112	0.035	
netprofit	0.069	0.02	3.49	0	0.03	0.107	***
cashflow	-0.929	0.523	-1.78	0.076	-1.954	0.096	*
growth	0.125	0.037	3.38	0.001	0.053	0.197	***
npg	-0.005	0.004	-1.53	0.127	-0.012	0.002	
eps	-0.924	0.101	-9.13	0	-1.122	-0.726	***
ato	-0.561	0.101	-5.56	0	-0.759	-0.363	***
Constant	-0.055	0.139	-0.39	0.695	-0.327	0.218	
Mean dependent var		0.500	SD dependent var		0.500		
Pseudo r-squared		0.099	Number of obs		2420		
Chi-square		332.662	Prob > chi2		0.000		
Akaike crit. (AIC)		3046.170	Bayesian crit. (BIC)		3115.668		

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

从上表 3.6 可以看出，伪 R 方为 0.0992，LR 统计量为 332.66，相应的 P 值为 0，所以方程的全部系数（除常数项外）有着较高的联合显著性，模型的解释力度在零基础模型上有显著提高。

根据 Logistic 回归结果, 我们可以得出 lev (资产负债率)、em1 (权益乘数 1)、dlcr (长期资产负债率)、roal (总资产净利润率 1)、roe (净资产收益率)、netprofit (销售净利润)、cashflow (现金流比率)、growth (营业收入增长率)、npg (净利润增长率)、eps (基本每股收益)、ato (总资产周转率) 11 个变量的值, 以此来计算出在财务困境下, 上市公司被实施 ST 的概率。这些变量表明:

lev (资产负债率) 和 em1 (权益乘数 1) 与上市公司实施 ST 呈正相关性。lev (资产负债率) 增加一个单位时, ST 发生比会增加 1.6。em1 (权益乘数 1) 增加一个单位时, ST 发生比会增加 0.02。这两个变量可以解释为, 资产负债率增加或者权益乘数增加, 其可能是由于企业的经营管理能力不足, 导致资产流失或者收益下降, 从而使得负债的负担变得更加沉重, 导致资产负债率高、权益乘数大; 经济环境不佳, 企业需要通过举债来维持运营, 导致资产负债率高、权益乘数大; 资本结构不合理企业过度依赖债务融资, 而不是通过股权融资来平衡资本结构。高比率的资产负债率和权益乘数会限制企业在扩大生产能力、进行研发创新或应对市场变化方面的灵活性, 稳定性下降, 越可能面临财务困境而导致公司实施 ST。

dlcr (长期资产负债率) 与上市公司实施 ST 呈负相关性, 表示长期资产负债率增加一个单位时, ST 发生比会减少 0.2。依据资本结构理论, 财务杠杆效应作用, 上市公司的长期资产负债率与公司绩效呈正相关, 而与公司财务风险呈负相关, 当长期资产负债率对公司绩效的影响程度要大于其对公司财务风险的影响程度时, 公司效益相对增加。对比短期债务, 长期债务具有更长的偿还期限和更低的偿还压力, 有利于公司保持财务灵活性和稳定性, 减少因短期财务压力而被实施 ST 的可能性。

roal (总资产净利润率 1)、netprofit (销售净利润) 与上市公司实施 ST 呈正相关性。roal (总资产净利润率 1) 增加一个单位时, ST 发生比会增加 1.7。netprofit (销售净利润) 增加一个单位时, ST 发生比会增加 0.07。简单来说, 这两个指标反映了公司利用所有资产获得利润的能力, 指标高, 反映出公司盈利能力好, 经营状况健康。体现出企业管理水平的高, 也就是可以反映其经营风险的低, 企业经营状况良好, 盈利能力强。但是, 也存在企业为了避免被强制退市

而虚增利润，最终导致企业财务造假，而被进行处罚并实施 ST。因此，这两个指标与上市公司实施 ST 呈正相关可以反映出，高资产净利率的公司可能存在财务造假的行为。长期来看，这种不可持续的盈利表现会被市场识破，导致公司最终面临 ST。

roe（净资产收益率）与上市公司实施 ST 呈负相关性，表示净资产收益率增加一个单位时，ST 发生比会减少 0.04。该指标作为财务分析的核心指标，反映了公司抵御风险的盈利能力，可以反映出该企业是否具有良好的发展前景，实现持续发展。净资产收益率越高，公司被 ST 的可能性越小。

cashflow（现金流比率）与上市公司实施 ST 呈负相关性，表示现金流比率增加一个单位时，ST 发生比会减少 1.5。这一指标表现出公司经营活动产生的现金流量能够支持偿债需求的能力。比率越高表明公司财务弹性越好，则公司被 ST 的可能性越小。

growth（营业收入增长率）与上市公司实施 ST 呈正相关性，表示营业收入增长率增加一个单位时，ST 发生比会增加 0.14。表明公司业务规模在快速扩张的同时市场占有率和影响力也会相应增大，然而也存在是由于降价、搞活动等短期营销推动的可能。增长的短期行为在一定程度上能够提升公司影响力，但对于利润和现金流的影响往往是负面的，从本质来看，这都是一种损伤，使公司越有可能存在被 ST 的风险。

npg（净利润增长率）、eps（基本每股收益）、ato（总资产周转率）与上市公司实施 ST 均呈负相关性。npg（净利润增长率）增加一个单位时，ST 发生比会减少 0.005。eps（基本每股收益）增加一个单位时，ST 发生比会减少 1.52。ato（总资产周转率）增加一个单位时，ST 发生比会减少 0.75。这些指标可以用来反映企业盈利能力和经营能力。指标越高，反映出公司资产管理和利用效率越高，获利能力越强，公司的内部条件与发展潜力越强，有利于可持续发展，因此，公司被 ST 的可能性越小。

### 3.1.6 稳健性检验

通过 stata 进行稳健性检验，结果如表 3.7 所示：

表 3.7 稳健性检验结果

ST	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
lev	0.961	0.261	3.69	0	0.45	1.472	***
eml	0.024	0.009	2.55	0.011	0.005	0.042	**
dlcr	-0.177	0.197	-0.90	0.369	-0.563	0.209	
roal	1.006	0.655	1.54	0.124	-0.277	2.29	
roe	-0.039	0.038	-1.03	0.305	-0.113	0.035	
netprofit	0.069	0.02	3.51	0	0.03	0.107	***
cashflow	-0.949	0.525	-1.81	0.071	-1.978	0.08	*
growth	0.125	0.037	3.38	0.001	0.052	0.197	***
npg	-0.005	0.004	-1.52	0.128	-0.012	0.002	
eps	-0.925	0.102	-9.10	0	-1.124	-0.726	***
ato	-0.56	0.101	-5.55	0	-0.758	-0.363	***
year	0.006	0.014	0.44	0.661	-0.021	0.033	
Constant	-12.326	27.993	-0.44	0.66	-67.191	42.538	

Mean dependent var	0.500	SD dependent var	0.500
Pseudo r-squared	0.099	Number of obs	2420
Chi-square	332.855	Prob > chi2	0.000
Akaike crit. (AIC)	3047.978	Bayesian crit. (BIC)	3123.268

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

利用补充变量法，补充虚拟变量，增加虚拟变量 year，对比表 3.6 和表 3.7 中的回归结果可得，稳健标准误和普通标准误相差不大，所以，模型设定无误。

从整体来讲，运用 Logistic 回归模型能够相对确切的识别上市公司在财务困境下被实施 ST 的可能，从而发现上市公司存在被特殊处理的潜在风险和退市风险。

## 3.2 上市公司撤销 ST 的实证分析

基于上一部分的分析，我们得出了上市公司被 ST 的原因。当上市公司被 ST 后，我们需更为严格的规定 ST 公司摘帽行为，防止不良公司进行反复戴帽和摘帽。所以，这部分实证其目的是对 ST 公司摘帽原因进行更加细致入微的探讨，特别是财务状况方面对公司摘帽的影响程度，以此来建立更严格有效的 ST 公司摘帽标准。

### 3.2.1 样本选择与数据来源

为了承接上一部分的分析, 本文将继续选取从 2012 年到 2022 年我国因财务状况异常而被特殊处理的公司, 其中剔除了财务报表缺失和存在明显问题的公司, 仍然为前面 110 家被 ST 的公司, 拥有较高的样本容量, 减小样本容量少而带来的误差。

本章的实证数据来源均选取于国泰安金融数据库、金融研究数据库、中国上市公司咨询网等。

### 3.2.2 模型选择

由于 Logistic 回归模型的逐步回归方法主要多用于因变量为两个互斥变量的分析, 同时 Logistic 回归模型对变量间多重共线性有很好的剔除效果, 故本文将继续用 Logistic 建立回归模型。含有  $n$  个自变量的 Logistic 回归模型可以表述成如下形式:

$$\ln\left(\frac{P(y=1)}{1-P(y=1)}\right) = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n$$

$$P(y=1) = \frac{e^z}{1+e^z}$$

其中,  $b_0$  为方程的常数项,  $b_1$ 、 $b_2$ 、.....、 $b_n$  是变量的系数。拟合方程运算后方程中的变量一栏会解出初步运算后解出  $b_0$ 、 $b_1$ 、 $b_2$ 、.....、 $b_n$  这些回归系数, 其中  $B$  为回归常系数即  $b_0$  的值,  $b_1$ 、 $b_2$ 、.....、 $b_n$  是各个变量的系数值。这些回归系数, 可以算出  $y$  取 1 的概率值。

### 3.2.3 变量选择与描述性统计分析

依据现有资料, 国内外学者大都利用财务指标对公司进行实证研究。虽然他们所选取的财务指标有所不同, 但是大体上都是从公司的偿债能力、发展能力、盈利能力、营运能力等方面进行分析。本文依据上一部分的分析, 最终选取 lev (资产负债率)、dlcr (长期资本负债率)、cashflow (现金流比率)、growth (营业收入增长率)、eps (基本每股收益)、ato (总资产周转率) 这六个指标作为研究变量。对于偿债能力、发展能力、盈利能力、营运能力, 摘帽公司的各方面能力是按照摘帽之前年度数值来表示的, 而对应的非摘帽公司各方面能力则是选择了被 ST 后年度数值来计量的。指标选取情况如表 3.8 所示:

表 3.8 指标体系

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
长期偿债能力	lev	资产负债率	年末总负债 / 年末总资产
	dlcr	长期资本负债率	非流动负债 / (所有者权益 + 非流动负债)
短期偿债能力	cashflow	现金流比率	经营活动产生的现金流量净额 / 总资产
发展能力	growth	营业收入增长率	本年营业收入 / 上一年营业收入-1
盈利能力	eps	基本每股收益	直接来源于上市公司年报的财
营运能力	ato	总资产周转率	营业收入 / 平均资产总额
因变量	STyear	样本区间内是否 STyear	样本区间内 STyear 为 1, 否则为 0

本文所有样本分为两类，即仍然 ST (STyear) 样本和摘帽 (非 STyear) 样本，其中 STyear 样本为 1，控制样本即非 STyear 样本为 0。采用 Stata18 对所有变量进行显著性检验，结果如表 3.9 所示：

表 3.9 变量描述性统计结果

STyear=1	N	Mean	SD	Max	Min
lev	227	1.67	11.969	178.345	0.047
dlcr	227	0.287	1.034	6.14	-12.22
cashflow	227	0.013	0.155	1.17	-0.748
growth	227	5.268	50.565	665.54	-0.985
eps	227	-0.146	1.697	10.51	-16.46
ato	227	0.467	0.425	4.179	0.004
STyear=0	N	Mean	SD	Max	Min
lev	983	0.579	0.237	1.957	0.016
dlcr	983	0.254	0.286	3.213	-1.81
cashflow	983	0.022	0.096	0.476	-0.556
growth	983	0.502	4.643	102.635	-0.952
eps	983	0	0.799	5.1	-7.52
ato	983	0.562	0.509	6.935	0.003

通过描述性统计的结果可分析出，样本区间内仍然 ST 的公司与摘帽的公司各个变量的均值 (Mean)，标准差 (SD)，最大值 (Max)，最小值 (Min) 的数据，其各个变量依次为 lev、dlcr、cashflow、growth、eps、ato。

表 3.9 中的各个变量的均值主要反应了集中趋势统计量，样本区间内非 STyear 的公司其各个变量的均值分布比 STyear 公司相对集中。标准差表示数据的波动大小，即离散程度，可看出样本区间内非 STyear 的公司其各个变量的数



据波动比 STyear 公司相对较小。依据最大值和最小值，二者作差称为极差，能够表现出变量分布的变异范围和离散幅度。离散程度与极差成正比关系。

### 3.2.4 相关性检验

通过 stata 进行相关性检验，结果如表 3.10 所示：

表 3.10 变量相关性检验结果

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) STyear	1.000						
(2) lev	0.082***	1.000					
(3) dlcr	0.025	-0.019	1.000				
(4) cashflow	-0.033	0.024	0.000	1.000			
(5) growth	0.083***	-0.002	0.010	-0.017	1.000		
(6) eps	-0.055*	-0.056*	0.017	0.130***	0.035	1.000	
(7) ato	-0.075***	-0.037	-0.122***	0.084***	0.107***	0.144***	1.000

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

从相关性检验的结果来看，除 dlcr（长期资产负债率）、cashflow（现金流比率）外，在 2012 年至 2022 年的样本区间内，有 4 个指标与上市公司是否摘帽显著相关。其中：

lev（资产负债率）相关系数为正，高资产负债率通常反映了公司财务风险的增加，可能导致公司面临更大的偿债压力，从而增加其持续处于 ST 状态的可能性。高负债水平可能限制公司的经营灵活性和对外部风险的应对能力，进而影响其摘帽的可能性。这反映了公司管理层在经营决策时应对负债的使用进行谨慎处理，避免过度借贷。其在 1% 的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

growth（营业收入增长率）相关系数为正，营业收入增长率的提高表明公司拥有较好的市场扩张能力和业务增长潜力，理论上应有利于改善公司的经营状况，增强摘帽的可能性。然而，这里的正相关性暗示增长过快可能伴随着增加的运营和财务风险，或者是增长质量不高（如通过降价销售导致的增长），这些因素可能反而增加了公司继续处于 ST 状态的风险。其在 1% 的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

eps（基本每股收益）和相关系数为负，表示基本每股收益越大，企业经营

能力和盈利能力越强，企业撤销 ST 的可能越大，企业仍然 ST 的可能性越小。其在 10%的水平下统计显著，说明具有比较显著的解释能力。

ato（总资产周转率）相关系数为负，ato 的提升表明公司具有较强的盈利能力和资产利用效率，其是公司健康发展的重要指标。较高的盈利能力和高效的资产利用可以帮助公司改善财务状况，增加现金流量，从而提高撤销 ST 状态的可能性。这指标正面影响强调了提升经营效率和盈利水平对于改善公司财务状况、实现摘帽的重要性。其在 1%的水平下统计显著，说明具有非常显著的解释能力。

这表明长期偿债能力、短期偿债能力、盈利能力、发展能力、营运能力对公司撤销 ST 具有相关关系和一定的影响程度。

在实证研究里，变量之间会因相关关系存在的可能性而造成模型估计的失真或估计错误。所以，对变量进行共线性分析必不可少。一般而言，VIF 的平均值低于 10 则表明其不具有共线性问题。本文实证的结果如表 3.11 所示：

表 3.11 变量共线性检验结果

Variable	VIF	1/VIF
ato	1.060	0.947
eps	1.040	0.961
cashflow	1.020	0.977
dlcr	1.020	0.983
growth	1.010	0.987
lev	1.010	0.994
Mean VIF	1.030	

虽然 VIF 的平均值比 1 大，但是从单独的系数 VIF 值来看都低于 10，由于我们主要在意的是整个方程被解释的能力，所以不用过多考虑多重共线性的问题。

### 3.2.5 Logistic 回归结果及分析

最终模型统计量如表 3.12 所示：

表 3.12 Logistic 回归结果

STyear	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
lev	2.147	0.322	6.67	0	1.516	2.777	***
growth	0.016	0.012	1.27	0.204	-0.009	0.04	
eps	0.136	0.072	1.88	0.06	-0.006	0.277	*
ato	-0.474	0.196	-2.42	0.016	-0.859	-0.09	**
Constant	-2.635	0.253	-10.42	0	-3.13	-2.139	***
Mean dependent var		0.188	SD dependent var			0.391	
Pseudo r-squared		0.065	Number of obs			1210	
Chi-square		75.651	Prob > chi2			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1102.554	Bayesian crit. (BIC)			1128.046	

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

从表 3.12 可以看出，伪 R 方为 0.0683，LR 统计量为 79.78，相应的 P 值为 0，所以方程的全部系数（除常数项外）有着较高的联合显著性，模型的解释力度在零基础模型上有相对提高。

根据 Logistic 回归结果，我们可以得出 lev（资产负债率）、growth（营业收入增长率）、eps（基本每股收益）、ato（总资产周转率）这 4 个变量的值，我们可以计算出上市公司撤销 ST 的影响因素及影响程度。这些变量表明：

lev（资产负债率）与上市公司仍然 ST 呈正相关性，表示资产负债率增加一个单位时，ST 撤销比会增加 7.58。该变量可以解释为，资产负债率增加，可能会导致资产收益下降，债务风险增大，过度依赖债务融资，限制了企业扩大生产的能力，使其很难在短时间内恢复企业自身的发展状况和盈利能力，可能依然因为财务困境的原因仍然处于 ST 状态下。

growth（营业收入增长率）与上市公司仍然 ST 呈正相关性，表示营业收入增长率增加一个单位时，ST 发生比会增加 0.016。说明企业营业收入的增加并不会在短期内使企业撤销 ST。营业收入的变动或许只是经营活动的表面现象，公司为了一定的目的而牺牲利润，或者冒着坏账的风险盲目增加收入，一方面可以提升短暂的营收，另一方面却会损坏公司利润。从实质上来看，这并不会使上市公司撤销 ST，反而会因此存在信用风险和投资风险，继续处于 ST 的状态。

eps（基本每股收益）与上市公司仍然 ST 呈正相关性，表示基本每股收益增加一个单位时，ST 发生比会减少 0.146。这个指标说明尽管基本每股收益率能够

反映企业的经营成果和盈利能力，但基本每股收益并非越高越好。存在一些公司为了达到某个目的，而故意隐瞒债务，提高每股收益，清理账本，这使基本每股收益存在短期的增长，但是并不能使公司因此而撤销 ST，其很大可能仍处于 ST 状态。

ato（总资产周转率）与上市公司实施 ST 呈负相关性。表示总资产周转率增加一个单位时，ST 发生比会减少 0.606。高效的资产管理和利用对于改善公司的财务状况、增强盈利能力具有积极作用。企业应通过优化经营策略和提高资产配置效率来增强总资产的周转率，从而增加撤销 ST 的可能性。

### 3.2.6 稳健性检验

通过 stata 进行稳健性检验，结果如表 3.13 所示：

表 3.13 稳健性检验结果

STyear	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
lev	2.184	0.323	6.77	0	1.551	2.816	***
growth	0.016	0.012	1.31	0.192	-0.008	0.04	
eps	0.144	0.072	2.00	0.045	0.003	0.286	**
ato	-0.492	0.196	-2.51	0.012	-0.877	-0.108	**
year	0.044	0.024	1.81	0.07	-0.004	0.092	*
Constant	-91.996	49.368	-1.86	0.062	-188.755	4.764	*
Mean dependent var		0.188	SD dependent var			0.391	
Pseudo r-squared		0.068	Number of obs			1210	
Chi-square		78.942	Prob > chi2			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1101.262	Bayesian crit. (BIC)			1131.852	

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

利用补充变量法，补充虚拟变量，增加虚拟变量 year，对比表 3.12 和表 3.13 中的回归结果可得，稳健标准误和普通标准误相差不大，所以，模型设定无误。

从整体来讲，运用 Logistic 回归模型能够相对确切的识别上市公司在哪些财务状况下可以降低退市风险。证券市场中退市制度的目的就是让那些资产质量差、管理结构不合理、盈利能力低的公司退出股票市场，这些因素对于上市公司被 ST 是否可以撤销需是显著的，否则退市制度就存在不合理性。退市制度的核心目的是为了保持证券市场的健康和秩序，确保市场中运行的是资质良好、管理

规范、具备一定盈利能力的公司。实证分析的结果揭示了影响上市公司被 ST 和能否撤销 ST 状态的关键因素，这些因素的显著性指出，有效的退市机制需要能准确识别并淘汰那些资产质量差、管理结构不合理、盈利能力低的公司。

## 4 美国上市公司退市制度

### 4.1 美国退市制度的发展历程

在美国股市的初始阶段，公司被退市的情况极为少见。在纽交所成立初期，它对于其交易的股票在上市与退市问题上并没有书面的规定。遇到公司问题时，主要是基于公司的声誉进行判断。

1856年，NYSE 确立了股票上市的官方程序。当一个公司希望他们的股票在纽交所上市时，公司需要向交易所提出申请，并由公司代表提交一份关于其资本、股票数量、拥有资源等方面的详细报表及相关证明。随后纽交所将指定一个特别委员会，通过对企业声誉的调查与报表细节的研究，来决定是否接受其上市申请。

1869年，纽交所要求所有上市公司都要在交易所注册，纽交所发布了对于股票的上市要求，旨在确保市场参与者可以获得关于公司财务情况的准确信息，包括资本总额、发行债券、担负债务等。在随后的数十年的时间内，纽交所对于上市公司的披露要求不断提高。

1929年股市大崩盘及其引发的大萧条期间，美国国会及公众开始关注交易所成员的行为是否导致了市场的动荡，并开始质疑以交易所为中心的监管体制是否足够保护投资者利益。美国国会依次颁发了《证券法》和《证券交易法》，增加了对上市公司的注册要求，成立美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, SEC），标志着美国证券监管步入全面统一的新时代。

在美国股市的第二阶段，纳斯达克（NASDAQ）的兴起带来了退市事件的增多，有时退市的数量甚至超过了新上市的公司数量。

1982年，NASDAQ 开始试行多层次的市场结构，在不同的板块设立不同的上市与退市标准。对 NNM 中交易的股票提供实时的报价和交易量信息，其上市的量化标准甚至要严于当时 AMEX。而在当时还达不到 NNM 要求的公司则组成了 NASDAQ 小市值市场（NASDAQ SmallCap Market, SCM）。

1985年，NASDAQ 对 NNM 上市标准进行了修改，制定了两套可选的上市标准，一套侧重于公司的盈利能力，另一套对公司的资本规模要求更高；同时，NASDAQ 也相应提高了 NNM 的退市标准。在 1987年，NNM 也对其中的上市公司提出了与纽交所类似的关于公司治理方面的定性要求。

1990年6月，柜台市场公告牌（OTCBB）系统开始运行。上市公司一旦在NASDAQ被强制退市，就自动转入OTCBB进行交易。1991年，SCM提高了上市与退市的标准。在1992年，所有纳斯达克的股票都采用了新的交易系统，投资者在交易NNM与SCM的股票时几乎已没有区别。1997年，SCM的上市和退市标准再度提高，并将退市的股价标准扩展至整个纳斯达克市场，同时取消了豁免条件。2000年，NYSE也采用了1美元的最低股价标准。交易所对于股价达不到要求的公司都给予了一定的宽限期。

第三阶段：《萨班斯法案》：一度掀起退市热潮。

这项法案于2002年通过，旨在应对之前如安然和世通等公司财务欺诈导致的破产事件，通过提升上市公司的治理标准，明确了高层管理人员在财务报告中的责任，并加强了对公司内部控制的要求，尤其是强化了外部审计的独立性。

进入2012年，随着《促进创业企业融资法案》（JOBS Act）的实施，法案针对年销售额不超过10亿美元的新兴成长公司，简化了它们的上市程序并减轻了信息披露负担，直到上市五年后才需要遵守SOX法案的第404条款。

紧接着，纽约证券交易所（NYSE）和纳斯达克针对公司制度进行了改革，以适应金融全球化的趋势，并在全球市场中增强竞争力。纽交所吸取了纳斯达克的经验，发展了多个交易板块，并设定了一系列上市及退市的标准。自那以后，美国的股市退市标准基本保持稳定，未见重大变化。

## 4.2 美国的退市标准

纽交所对于自愿退市的标准规定较少，主要是对强制退市方面进行标准制定。强制退市以交易类指标、持续经营能力指标和合规性指标三类为标准。在纽交所上市的公司需满足持续上市的条件，倘若达不到标准，将会进行退市。对退市流程在股东结构、利润标准、市值收入和现金流标准、纯市值收入标准、以关联公司标准获得上市资格等方面进行要求。表4.1将纽交所的退市标准列出，上市公司的整体状况若满足其中之一则会触发退市流程。

据公开数据表明，纽交所年均退市率约为6%左右，其中三分之一是强制退市。美国市场强制退市标准是将定量和定性标准相结合。具体如表4.1所示：

表 4.1 纽交所定量和定性标准相结合的强制退市标准

定量标准	交易类指标	股东结构标准（满足条件之一）	股东总数<400 股东总数<1200 且近 12 个月月均交易量<10 万股 公众股东持股<60 万股
		股价标准	连续 30 个交易日平均收盘价<1 美元
		市值标准	连续 30 个交易日平均总市值<1500 万美元
		以税前利润标准获得上市资格	连续 30 个交易日平均总市值<5000 万美元 且股东权益<5000 万美元
		以市值+营业收入标准获得上市资格（满足条件之一）	连续 30 个交易日总市值<3.75 亿美元且总收入在过去 12 个月<1500 万美元 连续 30 个交易日平均总市值<1 亿美元
		以市值+营业收入+现金流标准获得上市资格（满足条件之一）	连续 30 个交易日总市值<2500 万美元且总收入在过去 12 个月<2000 万美元 连续 30 个交易日平均总市值<7500 万美元
		以关联公司标准获得上市资格	母公司或关联公司不再控股该上市公司或不再符合上市条件且连续 30 个交易日平均总市值<7500 万美元，股东权益<7500 万美元
定性标准	持续经营能力指标	经营资产因被出售、租赁、没收或公司停止经营等各种原因而终止其主要业务经营活动	
		破产或清算	
		权威性报告指出证券没有投资价值	
	合规性指标	注册不再有效	
		股东大会上为征询代理人意见	
		公司违背了与交易所的协议	
		违背公众利益	
符合交易所要求的审计委员会的权利没有得到维护			
公司财务的经营状况不令人满意；无法承担当前的债务义务或没有适当的财务运营能力			
最近独立会计师对有关财务报告出了不同意见			

数据来源：纽交所官网，兴业证券经济与金融研究院整理

纳斯达克上市标准主要分为 3 类：一是交易类指标，二是持续经营指标；三



是合规性指标。前两项是定量指标，后一项为定性指标，规定公司内部治理（财报披露、独立董事、审计委员会、高管薪酬等）。上市公司如果没有符合以上持续上市条件就会导致退市。全球市场上市标准相对较高，资本市场持续上市的标准相对宽松。市场中还规定了所谓的“一美元退市规则”，其内容是上市公司的股票价格如果在连续的三十个交易日内未大于或等于一美元，交易所则会发出亏损警告，上市公司在收到警告后的九十个工作日内需对股票价格进行提升，如果未进行补救措施，或补救措施无效，那么上市公司将面临退市的风险。这项规则的制定使纳斯达克市场的退市标准相比纽交所更为严格，所谓的“一美元”并非公司股票的实际价值，但可以以此来分析上市公司是否亏损，从而表现上市公司的真实内在价值。具体如表 4.2 所示：

表 4.2 纳斯达克分层次、差别化要求的上市标准（不符合则退市） 单位：万美元

上市板块	主要指标		股东权益标准	市值标准	总资产/总收入标准
	适用企业		以股东权益标准 获得上市资格	以市值标准获 得上市资格	以总资产/总收入标 准获得上市资格
全球精选和 全球市场	持续经 营指标	股东权益	1000	-	-
		股票市值	-	500	-
		总资产和总收入	-	-	总资产/总收入 5000
	交易类 指标	公共持股数量	75 万	110 万	110 万
公共持股市值		500	1500	1500	
每股价格		1 美元	1 美元	1 美元	
总股东数量		400 个	400 个	400 个	
资本市场	持续经 营指标	股东权益	250	-	-
		股票市值	-	3500	-
		总资产和总收入	-	-	500
	交易类 指标	公共持股数量	50 万	50 万	50 万
公共持股市值		100	100	100	
每股价格		1 美元	1 美元	1 美元	
总股东数量		300 个	300 个	300 个	

数据来源：兴业证券经济与金融研究院、纳斯达克官网等

纽交所拥有着相对悠久的历史，公司大都为优质型大型公司类别，上市标准严格，自愿退市为主要退市方式，但是在纳斯达克市场中自愿退市和强制退市对半开，两种退市机制发挥着较为平衡的作用。

### 4.3 美国的退市流程

纽交所和纳斯达克都建立了退市公司的申诉复核环节，纳斯达克给予了退市公司整改的宽限期，并整改了违反规则的行为，最大限度地维护公司的上市资格。当公司出现退市情形时，纽交所复核退市的流程环节较多，整改期限为允 18 个月，到期后若整改符合上市标准，则可恢复交易。如果公司没有满足持续上市标准，经过复议、听证等程序便会被摘牌。具体如图 4.1 所示：

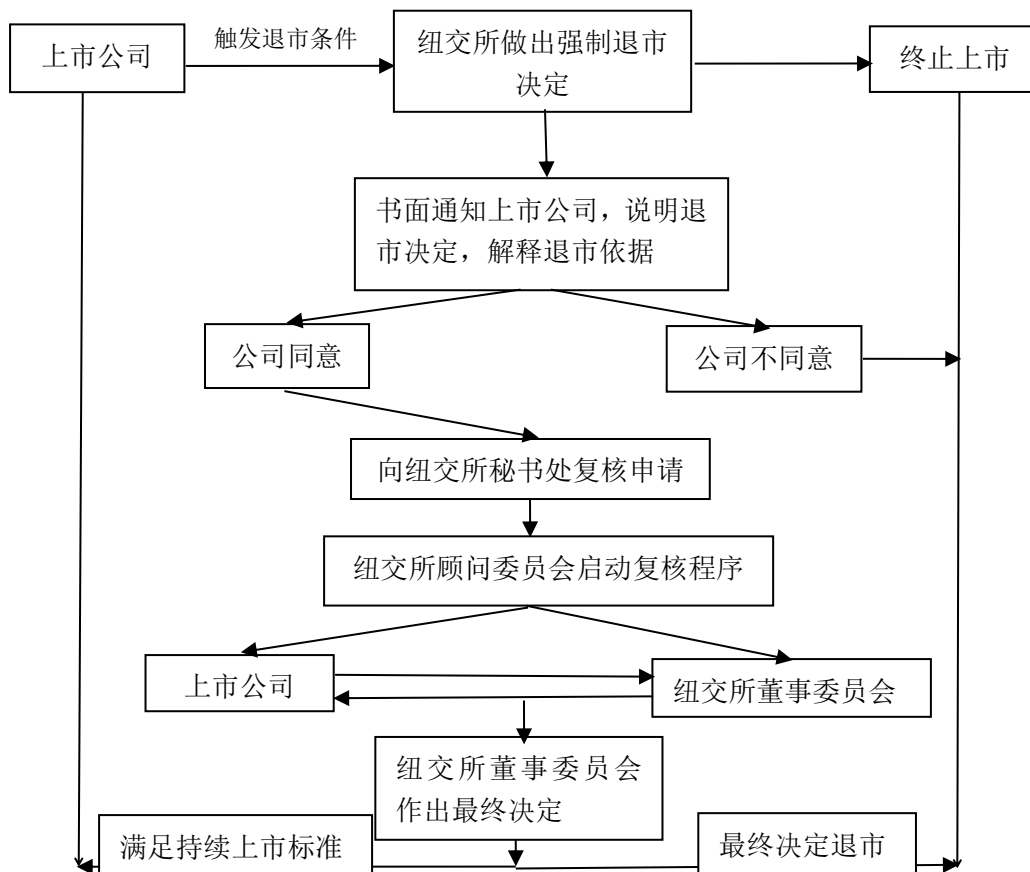


图 4.1 纽交所退市流程

在纳斯达克的退市流程中，整改和复议的步骤设计得比较直接。如果公司的股价在 30 个连续交易日内持续不超过 1 美元，纳斯达克便会向其发出警告信，

要求在 180 天内（对于未达到市值要求的公司为 90 天）采取必要措施，以将股价推回到 1 美元以上。此外，为了保证退市避免，公司的股价在限定期限结束前需要至少连续 10 个交易日保持在 1 美元以上。如果公司未能在规定时间内达到这一要求，纳斯达克将发送摘牌通知。

在收到摘牌通知后，公司可向纳斯达克的听证委员会申请上诉。上诉过程中，公司需向委员会呈递一份详细的计划，说明其如何达到上市要求。如果上诉未能成功，公司还可以向美国证券交易委员会（SEC）或联邦法院提起进一步的上诉，尽管此时退市过程基本上已成定局。对于那些面临退市风险的公司，纳斯达克提供了级别下降的选项，允许从全球精选市场或全球市场降级到资本市场。只有当公司连资本市场的持续上市条件也无法满足时，才会被退至场外交易市场，如场外柜台市场或粉单市场等。具体如图 4.2 所示：

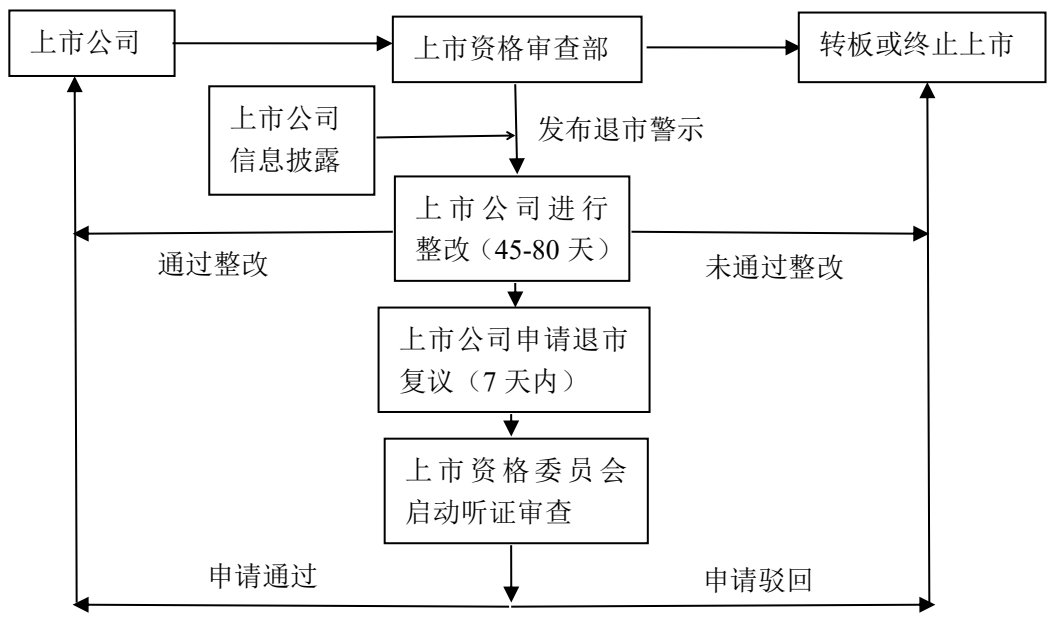


图 4.2 纳斯达克退市流程

在退市流程里，美国的投资者保护制度起着重要的辅助作用。在美国上市公司退市的过程中，美国证券交易委员会和行业自律组织将对公司进行监管。当投资者利益受损时，投资者可以通过证券集团诉讼寻求司法救济。

#### 4.4 美国退市制度的实施效果

美国的股票市场作为全球规模最大的市场，其退市的规模也为最大。通过下表 4.3 可知，美国市场 2012 年-2022 年的退市股票的数据可知：2012 年-2022 年美股退市数量已趋于稳定水平，纽交所退市数相对低于纳斯达克的退市数量。纽交所、纳斯达克的年均退市数量分别为 128 家和 200 家。自 2012 年-2022 年美国市场的年均上市公司数量约为 4300 家，纽交所与纳斯达克总的年均退市公司数量为 328 家，则平均退市率为 7.6%。对此可以看出，美国上市公司的退市机制具有优胜劣汰、提升上市公司质量的积极效果。

表 4.3 美国市场退市的公司数量

单位：个

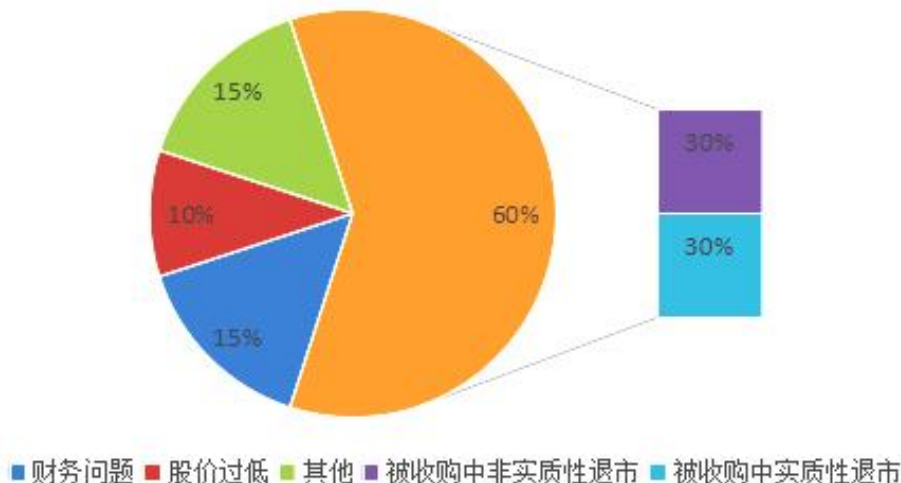
年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
纽交所	114	95	103	148	181	141	122	128	145	102	135
纳斯达克	183	155	186	179	244	202	207	189	227	216	204

数据来源：世界交易所联合会 WFE 网站、Choice 数据

相较于上市要求，退市标准在美国股市中设定得更为严格，导致退市成为常态。美国股市经历了多次兴衰，期间一些负面事件对股市造成了重大影响，导致在特定时期退市公司数量激增。在此期间内，美国市场的退市公司数量达到了极值。每年会有众多上市公司退出市场，甚至存在退市公司数量多于上市公司的情况。同时，据已有数据显示，美国证券市场中，上市公司普遍在上市后的第三年和第四年退市，有将近四成的公司选择在上市后的五年之内退市。并且，一家公司上市时间越长，未来退市的可能性会逐渐减小。已上市 9 年的公司，未来退市概率约为 20%，已上市 14 年的公司，未来退市概率约为 10%。

分析美国证券市场上市公司退市的原因，总体上有两种：因为兼并或私有化而进行的主动退市和因为达不到上市公司持续上市的要求，或是因为存在违法行为而进行的被动退市。从下图 4.4 可知，美国上市公司有将近 60%是因为被并购而退市，在这中间又有将近一半的公司是被上市公司进行收购，故其资产仍在二级市场上进行交易，并未发生实质性的退出市场，这也是美国市场中存在许多科技型大公司的原因之一。另外，因财务问题而进行退市的占将近 15%，股价过低

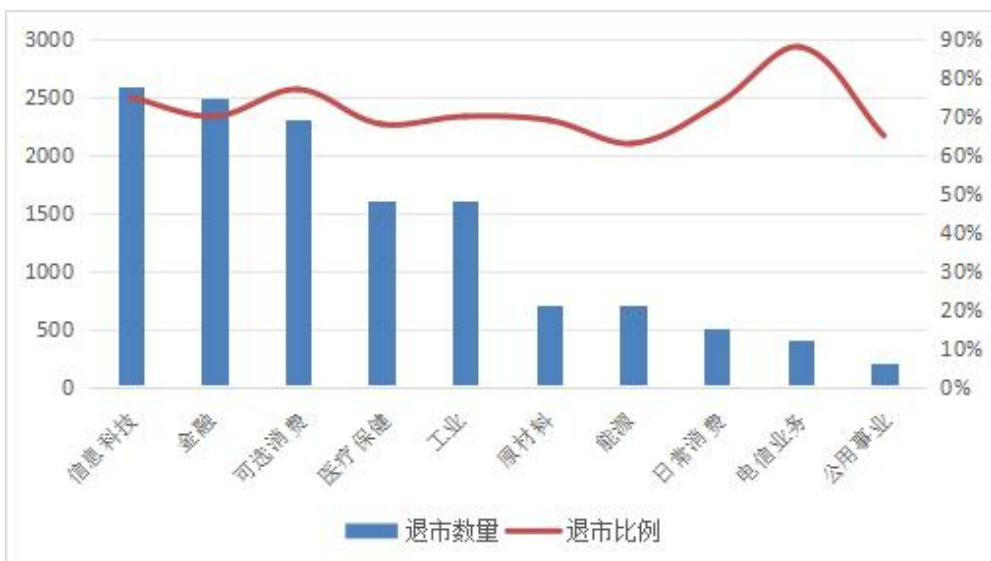
而导致退市的占将近 10%，其他因素占 15%。纳斯达克相比于纽交所来说，其上市公司因财务问题或股价过低的问题而退市的比重更大。并且纳斯达克证券市场中，自愿退市的比例也相对较高。对于上市门槛比纽交所较低的纳斯达克证券市场，上市公司进行新陈代谢的速度更快，因此出现财务问题或价值过低而遭到淘汰的可能性会更大。



数据来源：世界交易所联合会 WFE 网站、Choice 数据

图 4.4 退市原因

在美国市场中，信息科技和金融行业的退市公司数量占主要部分。因这两个行业在上市公司数量中的占比最大，所以其退市数量也相对较多。其余各行业退市数量占总数的比例趋于水平，大约在 75%左右。如图 4.5 所示：



数据来源：世界交易所联合会 WFE 网站、Choice 数据

图 4.5 各行业退市公司的数量和比例

不同的行业，退市原因也存在结构性差异。财务问题和股价过低而导致退市的，主要集中在较为传统的行业中，且被合并退市所占的比例较低。可见，传统行业并未使投资者们看好，都持有保守或消极态度。在金融公司与科技公司退市原因中，因财务问题和股价过低的原因而退市的公司数量较少，其退市主要是以被合并为主要因素。这主要是由于投资者们对于金融科技相关领域的前景更加的乐观、容错率高，更持看好状态。被并购的占比大这在一定程度上会使相对较多的资产仍旧留在市场中，使行业能够进一步变大变强，这代表了未来产业的发展方向和升级活力。

## 5 中美上市公司退市制度的比较分析

### 5.1 中美退市标准和退市流程比较

#### 5.1.1 中美退市标准比较

美国股市的退市机制相较于中国显示出更广泛的多样性，特别是在对上市公司资产和现金流的详尽要求方面。相反，中国采纳了更加统一的标准，未专门设定有关公司负债超过资产的具体规则。在中国，部分上市公司尽管资不抵债，但因尚有微弱盈利而未触发退市门槛，继续留在市场上，这影响了市场的整体质量和活跃度。

就非量化指标而言，美国股市注重企业的运营和治理情况，比如财务报告的透明度、经营资产的充足性及企业的法律遵守等；而中国股市则侧重于公司信息披露的准确性和合规性，如审计意见、及时准确披露的公司信息等。美国市场设定的非量化退市标准更为严格和全面，而中国在此方面的规定尽管较为详尽，但实际上显得模糊且难以操作，与量化标准未能形成有效互补。

对于量化指标来讲，美国股市注重市场数据，而中国股市更加重视财务数据。美国股市身为全球化程度最高的市场，退市规则更加市场化，在市值、股东数量、股价、股息等各方面都制定了确切的退市条件，而对财务指标的要求相对较少。比较而言，中国股市主要是在净利润、净资产和营业收入等方面进行规定。这导致，根据净利润判断的亏损公司数量在 A 股市场较多，存在通过调整非经常性损益来回避退市风险的情况。

美国对股本总量、股东人数和总资产等设置了具体细致的规则，而中国在这些方面的要求不够详细。此外，美国对连续五年亏损或不分红的公司采取直接终止上市的措施，相较之下，中国的标准更为宽松，采取分步骤的退市过程。这种不一致性使得部分本应退市的企业通过调整非经常性损益逃避退市，中国股市也缺乏关于红利派发的制度规定。综上，A 股市场未来发展的方向应为结合定量与定性指标的多元化退市制度。

#### 5.1.2 中美退市流程比较

美国拥有成熟的退市流程，每一个阶段有相应的退市标准，程序的设置较为

细致详尽，将程序阶段化细分，相互连接，相互配合，对于终止上市的决定也非常谨慎，一旦确定某上市公司需要退市，就会快速进入到退市流程中。决定是否退市时，美国上市的公司拥有听证申请等权利，以此确保程序的公平公正。

而中国的退市程序在时间上并没有给出详细的标准，且在对于退市中存在异议的部分仅有一次机会进行复议，与美国的听证制度相比，存在一定的不足。退市流程在被进行特别处理时开始，并为上市公司设置缓冲期，且在规定的期限内符合所制定的重新上市标准就能够申请撤销特别处理，重新上市，反之则面临退市。尽管缓冲期的设置在一定程度上起到了风险预警的作用，但是也给劣质的公司带来了缓冲机会。这部分公司可以通过各种手段以此来达到重回股市的目的，使退市制度不能很好的起到清理的作用。

美国的证券市场层级从高至低依次是纽约证券交易所、纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场、纳斯达克资本市场、场外交易系统（OTCBB）和粉单市场（Pink Sheets）。退市的企业可以选择在 OTC 市场或粉单市场继续交易，纳斯达克的分层机制增加了上市企业的流动性。

相比较而言，中国股票市场中被强制退市的公司只能够转至流动性较低的新三板市场。退市并非意味着股票完全离开资本市场，若公司未破产，其股票仍可进行交易，只是退出了正式交易市场。若能为退市公司股票在场外市场提供服务，这些股票也可能有重新上市的机会。比较而言，美国资本市场体系的多层行和灵活性有助于退市公司进行选择，而中国股市的退市去向相对单一，缺乏充分流动性的场外交易市场尚未形成完善体系。

## 5.2 中美退市制度实施效果比较

### 5.2.1 市场主体权力比较

美国成熟的证券市场其拥有较大的退市决定权，相应的退市规则由市场主体制定，能够在约束上市公司的同时保障公司质量，具有很强的实践性和可操作性，而中国证券市场只拥有执行权，上市公司的退市是由证监会决定，交易所仅是执行证监会决定的主体，且对于退市规则的制定也是通过立法机关制定出法律规则，再由交易所在此框架内补充，这使证券交易所的积极主动性很难发挥，制定的相关退市规则也不够全面合理。



## 5.2.2 退市规模比较

自 2012 年开始,美国的年均退市公司数近 330 家,年均上市公司数量近 4300 家,平均退市率大约为 7.6%。但中国的年均退市公司数仅为 12 家,年均上市公司数量约为 3500 家,年平均退市率大约仅为 0.3%。即使从 2020 年起,中国的退市率有所上升,2022 年达到了 0.91%,但无论是整体还是部分年份,其退市率都远低于同期的美国。这一低退市率的现象导致了小市值公司的积聚,阻碍了资本市场形成良性的“进进出出、优胜劣汰”机制。虽然高退市率并非完善退市制度的直接目标,但从长远看,一个适宜的进出机制,将不合格的公司排除出市场,不仅能够保护中小投资者的利益,而且有助于资本市场的稳定发展。

美国证券市场作为全球最成熟的市场之一,上市公司数量趋于稳定,年均上市与退市公司数比例大约为 1:1。相比之下,中国的退市率不足 1%,未能充分发挥预期中的市场清理作用。与美国相比,中国市场呈现出“有进无出”的状况,导致所谓的“壳资源”特有现象。在中国,由于 IPO 成本高昂,一旦 IPO 进程被暂停,公司可能遭受重大损失。因此,部分企业选择通过反向并购等方式取得上市地位,而非直接排队 IPO,导致“壳资源”被高度追捧,一些质量不佳的股票难以退出市场,破坏了资本市场的自然选择机制。

## 5.2.3 退市原因比较

同美国上市公司相较,中国上市公司退市率低,自愿退市率更低。美国自愿退市的比例一般在 60%以上,在退市原因中,被收购的比例占了一半以上,其中的非实质性收购比例为 50%。在美国,主动退市通常由于公司并购、私有化或是自行决定清算等原因,而被迫退市则依据公司是否能维持活跃交易、持续经营能力及合规要求来决定。但中国除了强制退市,很少有自愿退市的情况,且在退市原因中因连续亏损而导致退市的比例占据将近一半。自愿退市的原因主要是证券置换、吸收合并和私有化,强制退市的标准分为财务类、规范类、交易类和存续类标准。

可以看出,美国上市公司退市效率高,执行力强,且能够使资产更有效的在市场中运转,而中国的上市公司退市效率严重不足,执行力差,且存在侥幸心理,资产不能够更有效的在市场中运作,因自身经营不善或不正当的行为而造成退市的比例很大。

#### 5.2.4 投资者保护制度比较

美国拥有成熟的投资者保护体系和集体诉讼机制，为投资者提供了强大的权利保护。该制度让很多受损的小额投资者能够有效、快速地获得赔偿，主要得益于美国完善的诉讼流程。在美国，集体诉讼通常由律师主动发起，他们会积极寻找潜在的诉讼案例并征集受害者，代表他们集体提起诉讼。这种做法尤其适用于那些受害者众多但散布广泛的情况，对证券市场的适用性尤为显著。与此相对，中国的投资者保护机制主要以行政处罚为主，如警告、罚款等，民事责任赔偿体系尚处于发展阶段。

借鉴美国的集体诉讼，根据风险代理的模式进行收费，在案件执行前不支付代理费，案件执行后根据赔偿金额的比例支付代理人相应的代理报酬。然而，依据《律师服务收费管理办法》，群体性事件并非根据“风险代理收费”。并且，其他案件尽管根据“风险代理收费”，但收费也不能高于合同标的额的30%。无利不起早，律师没动力集体诉讼。并且中国对群体性事件的敏感性，使集体诉讼很难实施，对公司的惩罚力度不到位。

#### 5.2.5 上市公司对投资者态度对比

在美国，上市公司普遍采用现金分红的方式，而且大多数公司遵循季度分红的模式，即每年进行四次分红，分红的时间间隔和金额基本保持一致。尽管存在一些公司年度分红一次或两次，还有部分公司不执行分红政策，但美国市场上的公司通常秉持同股同权的原则，确保所有股东无论大小都能享受到公司价值增长的成果。这种做法促进了股东之间的利益一致性，强调公司价值的最大化，并将分红情况作为评估公司退市标准的一部分。

与美国相比，中国上市公司在分红方面存在明显的差异。由于股权分置问题，不同类型的股票持有者的利益方向可能不同，国有股持有者的行政化特征可能影响了公司的决策。中国上市公司一般不按照季度分红，公司通常一年进行一次分红，并且分红水平相对较低。更有甚者，有许多公司长期不进行分红。这种情况反映了美国和中国上市公司在股东回报策略上的根本差异：美国公司注重股东回报，而中国公司更侧重于资本运作。通过这种差异可以看出中国的退市机制仍未完全发挥其应有的作用。

## 6 结论与建议

### 6.1 研究结论

通过对中国上市公司退市制度的发展历程、退市标准、退市流程和实施效果等方面，并采用实证分析方法，探讨了影响中国上市公司实施 ST 与撤销 ST 的财务与非财务分析。之后分析美国上市公司退市制度的概况，比较中美退市制度的差异，最终得出以下研究结论：

1、通过实证分析表明，如 liquid、quick、rec、inv 和 assetgrowth 等指标对 ST 执行无显著影响，而 lev、eml、dlcr、roal、roe 等指标对 ST 执行有显著影响，说明公司流动性和盈利能力与 ST 实施的联系不紧密。另一方面，dlcr 和 cashflow 对撤销 ST 无显著影响，lev、growth 等对撤销 ST 有显著影响，表明公司偿债能力与撤销 ST 关系不大。这反映了中国退市制度的不完善，未能实现应退尽退，未充分发挥退市制度效用。

2、ST 公司陷入困境的原因通常与流动性短缺有关。这影响了它们的债务偿还能力，资产流转和运营效率，进而导致盈利下滑。尽管这些 ST 公司没有破产，仍有恢复的可能性，但许多公司在被贴上 ST 标签后，迫于压力迅速摘帽，通过会计手段避免退市，而非实质性地改善运营。此外，部分公司在上市过程中伪造财务报表，上市后依旧利用规避手段混迹于 ST 板块，但未见明显好转。

3、从理论上讲，任何竞争充分且高效的市场都会伴随风险，没有风险的市场无法成为规范市场。美国市场展示了收益与风险成正比的关系，并通过与退市制度相关联的红利分配规则来平衡各方利益，保护小投资者。

与美国相比，中国的退市标准和流程需进一步完善，特别是在上市公司退市标准的量化方面。同时，在退市原因上，美国自愿退市的比例高，中国的自愿退市数量屈指可数，退市率也远低于美国市场。美国市场拥有自主决定权，而中国仅拥有执行权。对投资者的权益保护，美国有集体诉讼制度，投资者可以监督市场的合法化，而中国对财务造假的惩罚过轻，对违法行为起不到有效的惩治作用，对于维护中小投资者权益的效果欠佳。

4、中国的退市机制应该促使上市公司的上市的成本和上市的收益相一致，加大上市的成本，鼓励不合格公司自愿退市，严格管理退市“出口”，并保护投

投资者利益。完善退市制度、淘汰劣质公司、优化资源配置，促进股市健康持续发展，有利于提升上市公司自身质量，增强市场竞争力和活力。

## 6.2 对中国上市公司退市制度的建议

通过上述的研究可以看出，我国相比于美国成熟市场的退市制度仍存在众多问题，证券市场应作为一个为资金供应者提供投资获利机会的平台，实现储蓄向投资转化和优化资源配置，而非是一个公司融资套利的平台。通过借鉴美国成熟市场的退市制度，对中国上市公司退市制度提出以下建议。

### 6.2.1 完善退市流程和退市标准，加快清理垃圾股

通过对指标细分和动态化调整，使非量化指标能够与量化指标有机结合，相互补充，提高市场的有效性和可操作性。规定退市整理期，明确具体的时间期限和操作流程，上市公司内部自主决定是否进入退市整理期，交易所对其决定做出相应的安排。以此来降低公司重组成本，防止投资者以投机为目的进行退市公司的股票交易。

其次，可以建立保荐人制度。保荐人制度由英国证券市场首创，主要作用是为了保证证券市场能够有效运行。将中国证券市场自身的发展特点与该制度相结合，称其为终身制。上市公司需要保荐人来确保该公司从上市至今都满足各项指标标准，如若不满足则该公司股票不得进行交易。此制度能够减少交易所的任务量，增强投资者对证券市场的信任。中国可以将此制度用于不良公司身上，以确保市场能够及时发现问题，及时解决问题。

### 6.2.2 建立集体索赔机制，优化监管机制

加大对退市公司投资者的合法权益保护，在退市的各个环节落实权益保护的要求，引进集体诉讼机制，降低诉讼成本，引进证据倒证原则，降低投资者维权难度，提升投资者的索赔效率，完善民事赔偿机制，简化前置条件的设置，提供维权便利，要让集体诉讼制度成为保护中国投资者的利器，使之上市公司所忌惮。

实施灵活的转板机制：促进各层级市场间的流动性，允许企业根据自身成长 and 市场需求在不同层级市场间自由转换。区别于重新 IPO 的复杂过程，转板机制应更为简化和直接，以支持企业发展。

### 6.2.3 完善配套制度，加大执行力度

证券监管机构在资本市场中担当着对上市公司进行监督管理、维护投资者权益的核心角色。通过完善市场运行规范和法律法规体系，监管机构促使监管人员严格执行这些规定，保障资本市场的效率、公平性及透明度，促进其健康和稳定发展。

考虑到监管资源的有限性，需加大对违反规则者的惩罚力度，遏制违规行为的发生，提升违规的代价。对于违法成本低的现象，应进一步修改完善《证券法》、《刑法》等相关法规，加大违法行为的罚款和罚金额度，对严重违规情况施以刑事处罚；加大对于欺诈公司高层管理人员的处罚，严厉禁止违规者在今后担任上市公司的董事、监事或高级管理人员，同时，除强制退市的公司外，禁止严重违法的公司之后提出重新上市的申请。

### 6.2.4 完善信息披露制度，有效降低退市成本

增强董事会在信息披露上的职责，通过董事会的决定披露公司的相关规定。并且对董事会的法律责任进行相应的规定，信息披露如果不符合规定且违反法规，则董事会需承担相关的责任。这样严格的制度可以加强信息的有效披露，并明确了董事会职责，促进上市公司与交易所和投资者的交流。应赋予会计师事务所更多的职能，明确相应的责任。

另外，应当排除财务报告中可能存在的异常信息，对不实的资产、负债及未实现利润等信息进行适当处理，以减少异常数据对分析结果的影响。构建完整的信息披露管理体系，清晰界定上市公司必须披露的信息范围和标准，制定科学的评价体系，倡导主动披露原则，促进独立第三方的审核活动，提升公司信息披露的质量，确保上市公司信息披露的规范性与透明度。

## 6.3 论文的不足与研究展望

各个国家的政策和机制的实施效果会受到多种因素的影响，其他国家的制度并不一定完全适合中国证券市场的发展。并且受限于数据获取与信息来源，对比分析很难将中美两国的退市制度差异以及各自的实施效果分析细致。

通过对国内外退市制度的分析，本文也得出了部分结论，但是还有许多地方

需要细化和深化，主要包括：

（一）第二章对于 ST 公司的研究有部分现象没有完全阐释清楚，比如说退市原因这一部分，有待进一步深化。

（二）第三章实证分析部分，上市公司实施 ST 分析和上市公司撤销 ST 分析都是采用的 Logistic 回归分析，实证方法相对来说比较单一，国内有许多学者也采用过不同的分析方法对上市公司财务问题进行了分析研究，包括主成分因子分析，神经网络模型等。同时，第二部分上市公司撤销 ST 的实证研究，在指标选取上相对较少，希望在以后的研究过程中加以改善。

（三）ST 股票摘帽现象可以进行更深入的分析，比如说从政府补贴收入，资产重组，关联交易等方面考虑盈余管理的程度。

（四）国内外退市制度比较方面，由于国外相关数据相对难以获得，所以希望以后的研究中能够找到更多国外上市公司退市的一些情况。

总而言之，上市公司退市制度的完善本身上就是一个难题，同时涉及面广，对退市制度的完善是一个长期过程，也是未来中国发展的一个重要课题。我们需要通过不断的探索 and 发现，弥补和完善研究的不足，从而使中国证券市场愈来愈好的发展下去。

## 参考文献

- [1]刘员齐. 中美上市企业退市制度比较分析[D]. 广东外语外贸大学, 2016.
- [2]田欣冉. 中美退市制度及其比较与分析[D]. 东北财经大学, 2013.
- [3]彭书会. 基于 ST 板块的上市公司退市制度研究[D]. 江西财经大学, 2012.
- [4]杜菲. 我国上市公司退市机制研究[D]. 西南财经大学, 2012.
- [5]张启富. 建立证券市场退出机制的五大意义[J], 商业时代 C 版, 2001.
- [6]周喜. 关于中国证券市场退出机制的探讨[J], 北方经贸, 2001.
- [7]李嘉乐. 基于 CRIME 理论的\*ST 新亿财务舞弊研究[D]. 河北农业大学, 2022.
- [8]胥帅. \*ST 新亿被爆炒应简化退市流程、缩短时间 [N]. 每日经济新闻, 2022-04-01 (001).
- [9]刘中文. 上市公司退出机制建立的思考[J], 经济问题, 2001.
- [10]张军立、王立新. 企业市场退出[J], 企业管理出版社, 2002.
- [11]张璇. 中国股票市场制度有效性研究[D]. 吉林大学, 2020.
- [12]杨帅. 中弘股份面值退市案例研究[D]. 沈阳工业大学, 2020.
- [13]张舒宇. 退市机制、盈余管理与资源错配[D]. 郑州航空工业管理学院, 2019.
- [14]史家锴. 我国上市公司退市标准合理性研究[D]. 河南财经政法大学, 2019.
- [15]江明秋. 中概股美国退市影响因素实证研究[D]. 深圳大学, 2018.
- [16]杨晓宇. 互联网中概股美国退市影响因素研究[D]. 上海师范大学, 2016.
- [17]张妍妍. 我国上市公司退市问题及对策[J]. 中南民族大学学报(人文社会科学版), 2011 (5).
- [18]崔钊. 我国上市公司退市问题分析, 证券市场退市问题研究[M]. 北京: 红旗出版社, 2004.
- [19]张爱民、祝春山、许丹健. 上市公司财务失败的主成分预测模型及其实证研究[J], 金融研究, 2001.
- [20]张洪磊. 中国股票市场比较制度分析[D]. 对外经济贸易大学, 2006.
- [21]倪勇. 中国股票市场退出机制研究[D]. 复旦大学, 2005.
- [22]刘佳. 我国股票市场退市机制研究[D]. 河北大学, 2010.

- [23]曹涛. 中国股市退市机制有效性研究[D]. 东北财经大学, 2012.
- [24]周天然. 基于博元投资保壳现象对我国强制退市新规的探究[D]
- [25]张军. 我国上市公司退市制度研究[D]. 郑州大学, 2016.
- [26]刘硕. 我国主板市场退市制度的缺陷与对策[D]. 西南财经大学, 2016.
- [27]张琰. ST 股票主动退市案例分析[D]. 西南财经大学, 2016.
- [28]梁润平. 基于 ST 股的退市机制研究[D]. 河南工业大学, 2014.
- [29]杨琦. 完善我国股市退出制度对策分析[D]. 辽宁大学, 2017.
- [30]Baker, S E Meeks. Research on Exchange Listings and Delistings:a review and synthesis[J].Financial Practice and Education,2004,P57-71
- [31]Li X L, Ding J J. An empirical research on how the delisting rules influence the profit management of listed companies[J]. Journal of Anhui University (Philosophy and Social Sciences), 2007, 31: 148-153.
- [32]Mary Daugherty, Dobrina Georgieva. 2011. Foreign cultures, Sarbanes - Oxley Act and cross-delisting. J. of Multi. Fin. Manag. 21 (2011) 208 - 223.
- [33]Martinez I, Serve S. Reasons for delisting and consequences: A literature review and research agenda[J]. Journal of Economic Surveys, 2017, 31(3): 733-770.
- [34]Maume P. The parting of the ways: delisting under German and UK law[J]. European Business Organization Law Review, 2015, 16: 255-279.
- [35]Casper M, Gasse N. Delisting Rules in the Context of Corporate Governance: Can the Protection of Shareholders Be Effected by a Competition of Listing Rules or Are State-Made Provisions Required?[J]. Corporate Governance Codes for the 21st Century: International Perspectives and Critical Analyses, 2017: 209-230.
- [36]Macey Jonathan and David Pompilio. Down and out in the stock market: The law and finance of the delisting process [J]. Cornell Law School, Working Paper, 2004.
- [37]Pfister M, von Wyss R. Delistings of secondary listings: price and volume effects[J]. Financial Markets and Portfolio Management, 2010, 24: 395-418.
- [38]Konno Y, Itoh Y. Why do listed companies delist themselves voluntarily? An empirical study of the Tokyo Stock Exchange and the construction and real



- estate industries[J]. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 2018, 23(2): 152-169.
- [39] Zhang Y. Research on the Factors Affecting the Delisting of Chinese Listed Companies[C]//*Proceedings of the Thirteenth International Conference on Management Science and Engineering Management: Volume 2* 13. Springer International Publishing, 2020: 546-556.
- [40] Pour E K, Lasfer M. Why do companies delist voluntarily from the stock market?[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(12): 4850-4860.
- [41] Chaipayat T, Samranrueen P. Delisting Risk Analysis: Empirical Evidence from the Thai Listed Companies[J]. *Technology*, 2011, 2(2,212,584): 12.
- [42] Chandy P R, Sarkar S K, Tripathy N. Empirical evidence on the effects of delisting from the national market system[J]. *Journal of Economics and Finance*, 2004, 28: 46-55.
- [43] Yang, Y. Do at-risk firms with good prospects manage accruals to avoid delisting, *Journal of Finance*, 2007.
- [44] Macey J, O'Hara M, Pompilio D. Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process[J]. *The Journal of Law and Economics*, 2008, 51(4): 683-713.
- [45] You L, Parhizgari A M, Srivastava S. Cross-listing and subsequent delisting in foreign markets[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2012, 19(2): 200-216.
- [46] Li Y, Chen L. The Effect of Delisting Reform on Financial Risk Decision-making Behavior of Listed Companies in China: The Progressive Did Test Based on Empirical Data[J]. *Financial Engineering and Risk Management*, 2023, 6(8): 49-62.
- [47] Sanger, G.C., and J.D. Peterson. "An Empirical Analysis of Common Stock Delisting." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003
- [48] Jeffrey H. Harris, Venkatesh Panchapagesan. Off but Not Gone: A Study of Nasdaq. Delisting [J], University of Delaware, Working Paper, 2006.
- [49] Macey J R, O'Hara M, Pompilio D. Down and out in the stock market: The law and finance of the delisting process[J]. Available at SSRN 583401, 2005.

- [50] Campbell L, Knowles R, Martin K. Disappearing Act: Insight for the Management Accountant on Recently Delisted US Companies[J]. *Management Accounting Quarterly*, 2014, 15(2).
- [51] Kurniawan K, Hirsanuddin H, Sili E B. Issuer Responsibilities Due to Securities Delisting on the Exchange[J]. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 2020, 7(11): 392-401.
- [52] Li J. Research on the Market Supervision System of China's IPO Registration System — Based on Capital Asset Pricing Model[C]//2020 2nd International Conference on Economic Management and Model Engineering (ICEMME). IEEE, 2020: 729-734.

## 后 记

时光荏苒，研究生的学习生活在不知不觉中就将结束，回想过往，有过苦涩迷茫，有过幸福充实。除了怀念学生时代的简单自由，剩下的是要感谢一些人、一些事。

首先，感谢我的母校兰州财经大学，是她给了我一个温馨的集体，一个成长的平台。其次，感谢导师丁汝俊老师，在学习和生活上给我莫大的关怀和帮助，一朝沐杏雨，一朝念师恩。本论文从选题、开题、写作到最后定稿都离不开丁老师的专业指导和耐心帮助，也因此我才能顺利地完成本文。

同时，感谢研究生院金融系的各位老师，是他们传授给我专业的学术和做人的情操。还要感谢一路陪我走来的伙伴和朋友，谢谢你们给的帮助和宽容，因为有你们，研究生时光才如此快乐和精彩，愿岁并谢，与友长兮。

最后，感谢我的家人，父爱如山，母爱如海，父母之爱子，测为之计深远。你们无私的养育和一路的默默相伴、支持和鼓励才有了我今天的成长。毕业，是一个结束，也是一个开始。我会在以后的日子里不忘初心，在人生路上不息奋斗，将所学所成回馈社会。