# 基于绩效评价的上市公司退市多元化标准建模

祝锡萍　黄　愉

（浙江工业大学经贸管理学院　杭州　310023）

【摘要】本文运用金融学和财务管理的基本理论，选取退市标准作为重点研究对象，提出了一个基于绩效评价的多元化证券市场退市标准模型，并将其应用于创业板同行业的27家上市公司，由此评价其可行性与应用效果。希望本研究可以为我国证券市场退出机制的构建与完善提供一定的借鉴，使得我国证券市场退出机制更加科学合理。

【关键词】证券市场　退出机制　多元化退市标准　绩效评价

## 一、引言

2012年4月，深交所正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，其中包含了创业板的退市规则。由此开始，我国证券市场退出机制涵盖了沪深股市的创业板部分，这是我国证券市场退出机制的一大进步。证券市场退出机制的不断完善，表明我国对于证券市场退出机制构建的重视程度越来越高。完善的退市机制能够保持上市公司的总体质量，发挥证券市场优化资源配置的功能，实现证券市场上的优胜劣汰。退市标准作为退市机制的重要组成要素，是判断上市公司是否应该退市的依据，其是否科学直接影响到退市机制是否科学合理、是否具备可行性以及是否能够发挥其应有的作用。

与海外成熟证券市场相比，我国证券市场退出机制特别是退市标准存在诸多不完善之处，因此未能很好地发挥其作用。我国亟需建立一个涵盖多方面信息、综合考虑上市公司的财务与非财务信息、紧密联系证券市场及上市公司所处行业情况的证券市场退出机制。

## 二、相关理论和文献评述

退市，是指上市公司的股票在证券交易所摘牌而不再交易。随着退市的发生，股票被摘牌的公司就不再是上市公司了。本文讨论的上市公司的退出是上市公司因经营不善或违反法律法规和上市规则，由证交所根据相关的法律和规则进行强制摘牌，由此造成的被动结果。

证券市场的退出机制包括三个主要组成要素——退市权限、退市标准和退市程序。退市权限是指证交所在上市公司退市过程中所拥有的审批权限。在成熟的证券市场，证交所的审批权限往往很大，能够直接对上市公司的退市做出裁决。退市标准指上市公司是否应该退市的判断标准。成熟证券市场的退市标准细化、量化，具有很强的可执行性。退市程序指上市公司在退市过程中所要经历的步骤和程序。成熟证券市场的退市程序非常详尽和复杂，可操作性很强。在退市机制的三个要素中，退市标准是最核心的要素。

高效的证券市场退出机制，可以促进证券市场资源的有效配置，发挥市场的优胜劣汰作用，维护证券市场的良好有序发展（李治，2012）。从证券市场建立的大环境和历史情况来看，我国证券市场退出机制的发展还不成熟，在具体运行中难以产生实效。地方政府、证券监管机构存在保护主义情况，不希望看到由于上市公司破产而产生的股市震荡（周婕，2011）。我国股市定位上的偏差导致上市公司壳资源的稀缺性，证券市场的风险观念不成熟，信息不对称造成退市风险转嫁到中小股东的身上（郭智、杨春鹏，2004）等现象。这都对证券市场退出机制的运行造成了阻碍。

戈宏、惠佳颖（2001）在《从退市标准的差异看完善我国的退市制度》中通过分析国外成熟的证交所的退市标准，揭示了目前我国证券市场退出标准存在的问题，包括相关退市规定相对较松、可操作性弱；退市权限主要掌握在证监会手中，市场化程度不高；单一化的交易市场，没有场外市场为退市公司提供相应的服务。

常德鹏、张莉（2010）在《创业板上市公司退市制度建设的发展方向》中提到，连续亏损作为我国上市公司退市的主要标准之一，却由于种种原因在具体实施过程中效果不甚理想。文章归纳了我国证券市场退市标准存在的主要问题，如：以利润指标“连续亏损”作为退市标准较为单一；缺乏对上市公司持续经营能力和综合能力等方面衡量的指标等，指出退市标准应该朝着更为多元化的方向发展。

而张莉（2002）在《对完善我国退市机制的探讨》一文中提出了退市标准的设计问题，主要包括退市数量标准和退市非数量标准。数量标准通过采取沃尔评分法来对企业的盈利能力、偿债能力和成长能力进行打分，由此得出对上市公司整体价值的正确评价。

陈峥嵘（2010）提出，退市标准除衡量财务状况、持续经营

能力、经营业绩、资产规模和股票累计成交量等侧重财务方面的公司基本量化指标外，还可以探索引入反映公司治理、信息披露义务履行情况等侧重内部治理方面的非量化指标和衡量公众股东人数、公众股东持股数量、市场流动性等的市场指标，以期完整地评价上市公司的综合能力。

综上所述，越来越多的学者对证券市场的退出机制进行相关研究，发现我国证券市场退市标准存在过于单一、没有量化和细化、标准模糊、难以判断等问题，并提出了要加强对公司持续经营能力的量化以及各方面社会责任履行情况的关注等措施，但还没有学者从多元化的退市标准角度构建一个完整的退出机制并进行效果验证。

## 三、退市标准模型的构建

本文提出基于公司绩效的多元化证券市场退市标准的模型，通过单项否决与综合否决两个标准评判上市公司持续经营能力，判断其是否存在退市的必要。

### （一）上市公司绩效评价体系概述

企业绩效是指一定经营期间的企业经营效益和经营者业绩，能够真实反映企业现实状况，预测未来发展前景。企业绩效评价指标体系是一系列相互联系、相互依存的，对企业整体经营业绩和运作效率进行综合性评价的指标集合体，主要有财务指标和非财务指标，评价的内容包括企业的偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力、股利分配能力以及社会责任履行情况等。企业绩效评价财务指标内容见表1所示：

表1　　企业绩效评价财务指标内容

| 评价能力 | 基本指标 |
|---|---|
| 偿债能力 | 流动比率 |
| 营运能力 | 应收账款周转率 |
| 盈利能力 | 销售净利率、净资产收益率、总资产收益率 |
| 成长能力 | 营业收入增长率、净利润增长率、总资产增长率 |

另外，在非财务指标方面，包括最近几年上市公司是否发生有可能导致其破产或解体的事件、是否有交易清淡的情况、是否有重大违法行为或重大安全事故发生及上市公司历年股利分配情况与股利分配政策等，从中评价上市公司是否履行应尽的社会责任及其股利分配能力等。

企业绩效评价指标权重的确定方法有两种。一是主观赋权法，主要是由专家根据经验主观判断而得到，如AHP法、Delphi法等。这种方法已较为成熟，但客观性较差。二是客观赋权法，其原始数据是由各指标在评价中的实际数据组成，它不依赖于人的主观判断，因而此类方法客观性较强，如变异系数法。变异系数法直接根据指标实测值经过一定数学处理后获得权重，当评价指标对于评价目标而言比较模糊时，采用变异系数法进行评定是比较合适的，适用各个构成要素内部指标权数的确定。

通过对上市公司进行绩效评价，可以更好地评价一个上市公司各方面的能力和业绩，从而淘汰掉一些绩效差、资不抵债或者难以继续生存的上市公司，促进我国股市的健康发展。对于投资者来说，可以根据对上市公司偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力、股利分配能力等的评价结果作出合理的投资决策。因此，企业的绩效评价对于证券市场具有一定的实用性，为退市标准的构建提供了依据。

### （二）证券市场新退市标准的构建

本文以单项否决与综合否决两种否决方式作为基础，初步构建一个多元化的证券市场退市标准体系。基本程序如下：首先，对证券市场中的所有上市公司进行单项否决标准检验，将检验不合格的上市公司列入退市名单。其次，检验合格的上市公司进入综合否决程序，综合否决程序系以绩效评价体系为依据建立，其结果由一个计算得出的综合指数呈现。按照综合否决的结果进行判断，对于综合指数小于-1的上市公司，建议对其予以退市处理；而综合指数大于-1的上市公司则判断其为合格，能够继续留在证券市场。此模型的创新之处在于综合应用了单项否决与综合否决的评价标准。

1. 单项否决标准。①最近三年连续亏损；在其后一个年度内未能恢复盈利；或某年的亏损额达到公司净资产的50%以上（以最近两年年度报告披露的当年经审计净利润为依据）。②最近连续两个会计年度的财务报告显示当年经审计净资产为负。③未在法定期限内披露年度报告或者中期报告。④最近一个会计年度的财务报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告，且企业拒绝更正。⑤出现可能导致公司解散的情形。⑥企业最近1年的年换手率小于150%。⑦公司连续3年不分配现金或股票股利。⑧公司出现重大违法事件。

2. 综合否决标准。在综合否决标准中，应用包括偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力等财务指标的财务绩效评价体系，得出综合指数并与行业平均值进行比较，确定退市临界值，作为判断标准。财务指标见表1。

对于综合指数的计算，通过与行业平均值进行比较，并考虑权数影响得出，通过查找数据，得到本文所选取的各项财务指标在各个行业下的行业水平。将目标公司所选取的指标与行业平均水平相比较，就可以评价目标公司偿债能力、盈利能力、成长能力在所处行业中的水平。本文将目标公司各个指标数值除以行业平均水平，再乘以该指标对应的权重，得到目标公司的一个最终得分，即综合指数。公式如下：

$$K=\sum\left(\frac{X_i}{\overline{X}_i}\times W_i\right)$$

其中：$K$表示目标公司绩效评价的最后得分，即综合指数；$X_i$表示目标公司第i个指标水平；$\overline{X}_i$表示第i个指标在特定行业下的行业水平；$W_i$表示第i个指标所对应的权重。

由公式可以发现，公司绩效评价最后得分$K$的大小有三种情况，即：小于1、等于1、大于1，反映了目标公司偿债能力、盈利能力、成长能力与行业水平之间的不同关系。$K$小于1，表明公司的偿债能力、盈利能力、成长能力低于行业平均水平；

反之,则表明公司的偿债能力、盈利能力、成长能力高于行业平均水平。K越大,目标公司的偿债能力、盈利能力、成长能力越强。

因此,K小于1的上市公司在其偿债能力、盈利能力、成长能力低于行业平均水平的情况下,往往不能为投资者带来足够的经济利益,其经济利益也往往低于行业平均水平。特别是一些与行业平均水平差距较大的上市公司,继续让其在证券市场中存在往往不能发挥证券市场的作用,不利于投资者权益的维护。我们把综合指数的退市标准暂定为小于等于-1,对于综合指数小于等于-1的上市公司,建议其退市。

## 四、实证检验和分析

1. 研究对象的确定。本部分对上述退市标准进行实证分析,以评价其可行性与实践效果。鉴于创业板退市机制在不久前推出,本文选用了创业板的机械、设备、仪表行业的27家上市公司作为分析对象,使用2011年财务报表的数据。通过应用新颖的多元化退市标准,通过单项否决和综合否决两个环节来判断其是否应该退出证券市场。

2. 单项否决标准的检验。对27家上市公司进行单项否决标准验证,表2中列出了27家公司单项否决结果,经过验证,新大新材(300080)因2011年的年换手率低于150%的标准,符合单项否决标准中的第三项,表明其交易清淡,建议予以退市处理。

3. 综合否决标准的检验。根据前面单项否决标准的检验,除新大新材外的另26家创业板上市公司通过单项否决检验标准,进入第二轮综合否决验证。表3是26家上市公司的财务绩效评价数据、权重及综合指数计算结果。

表2　27家创业板上市公司单项否决结果

| 上市公司 \ 单项否决标准 | ① | ② | ③ | ④ | ⑤ | ⑥ | ⑦ | ⑧ | ⑨ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 300001特锐德 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 399 | 否 | 否 | 通过 |
| 300003乐普医疗 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 171 | 否 | 否 | 通过 |
| 300004南风股份 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 285 | 否 | 否 | 通过 |
| 300007汉威电子 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 373 | 否 | 否 | 通过 |
| 300011鼎汉技术 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 669 | 否 | 否 | 通过 |
| 300018中元华电 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 635 | 否 | 否 | 通过 |
| 300021大禹节水 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 1 562 | 否 | 否 | 通过 |
| 300023宝德股份 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 816 | 否 | 否 | 通过 |
| 300024机器人 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 319 | 否 | 否 | 通过 |
| 300029天龙光电 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 778 | 否 | 否 | 通过 |
| 300030阳普医疗 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 472 | 否 | 否 | 通过 |
| 300034钢研高纳 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 413 | 否 | 否 | 通过 |
| 300035中科电气 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 299 | 否 | 否 | 通过 |
| 300040九洲电气 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 255 | 否 | 否 | 通过 |
| 300048合康变频 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 399 | 否 | 否 | 通过 |
| 300056三维丝 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 436 | 否 | 否 | 通过 |
| 300062中能电气 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 770 | 否 | 否 | 通过 |
| 300064豫金刚石 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 194 | 否 | 否 | 通过 |
| 300066三川股份 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 304 | 否 | 否 | 通过 |
| 300068南都电源 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 458 | 否 | 否 | 通过 |
| 300069金利华电 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 326 | 否 | 否 | 通过 |
| 300080新大新材 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 148 | 否 | 否 | 否决 |
| 300090盛运股份 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 449 | 否 | 否 | 通过 |
| 300091金通灵 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 556 | 否 | 否 | 通过 |
| 300092科新机电 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 1 009 | 否 | 否 | 通过 |
| 300129泰胜风能 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 705 | 否 | 否 | 通过 |
| 300153科泰电源 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 466 | 否 | 否 | 通过 |

注:否决标准①~⑧参照文章第三部分的单项否决标准,⑨为单项否决判断结果。

表3　26家创业板上市公司综合指数计算结果

| 上市公司 \ 综合否决标准 | 流动比率 | 销售净利率 | 应收账款周转率 | 净资产收益率 | 总资产收益率 | 营业收入增长率 | 净利润增长率 | 总资产增长率 | 综合指数 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 300001特锐德 | 4.92 | 0.16 | 1.38 | 0.09 | 0.08 | 0.21 | -0.07 | 0.11 | 0.17 |
| 300003乐普医疗 | 6.65 | 0.51 | 3.15 | 0.21 | 0.2 | 0.19 | 0.15 | 0.1 | 1.26 |
| 300004南风股份 | 5.54 | 0.18 | 1.22 | 0.1 | 0.08 | 0.33 | 0.31 | 0.12 | 1.47 |
| 300007汉威电子 | 4.35 | 0.25 | 2.37 | 0.12 | 0.1 | 0.5 | 0.53 | 0.17 | 2.35 |
| 300011鼎汉技术 | 9.57 | 0.23 | 1.31 | 0.1 | 0.08 | 0.05 | 0.02 | 0.06 | 0.46 |
| 300018中元华电 | 10.45 | 0.26 | 0.26 | 0.01 | 0.01 | 0.58 | 0.09 | 0 | 0.61 |
| 300021大禹节水 | 1.29 | 0.07 | 2.02 | 0.07 | 0.03 | 0.22 | 0.02 | 0.43 | 0.72 |
| 300023宝德股份 | 12.16 | 0.1 | 0.76 | 0.02 | 0.02 | 0.19 | -0.38 | 0.07 | -0.93 |
| 300024机器人 | 4.48 | 0.2 | 3.26 | 0.14 | 0.11 | 0.42 | 0.48 | 0.16 | 2.21 |
| 300029天龙光电 | 3.16 | 0.07 | 1.98 | 0.05 | 0.04 | 0.86 | -0.27 | 0.23 | -0.26 |
| 300030阳普医疗 | 9.31 | 0.13 | 0.67 | 0.01 | 0.01 | 0.52 | 0.01 | 0 | 0.3 |
| 300034钢研高纳 | 12.72 | 0.17 | 5.89 | 0.07 | 0.07 | 0.15 | 0.39 | 0.08 | 1.84 |
| 300035中科电气 | 5.63 | 0.17 | 1.16 | 0.06 | 0.05 | 0.31 | -0.08 | 0.16 | 0.19 |
| 300040九洲电气 | 3.34 | 0.03 | 0.19 | 0 | 0.07 | -0.09 | -0.17 | 0.02 | -0.45 |
| 300048合康变频 | 4.79 | 0.22 | 1.52 | 0.09 | 0.08 | 0.53 | 0.28 | 0.18 | 1.49 |
| 300056三维丝 | 1.7 | 0.1 | 1.89 | 0.08 | 0.05 | 0.67 | 0.31 | 0.33 | 1.69 |
| 300062中能电气 | 6.55 | 0.17 | 1.61 | 0.08 | 0.06 | 0.33 | 0.13 | 0.01 | 0.77 |
| 300064豫金刚石 | 1.84 | 0.3 | 52.55 | 0.12 | 0.1 | 0.82 | 0.86 | 0.31 | 5.41 |
| 300066三川股份 | 8.77 | 0.13 | 5.66 | 0.07 | 0.06 | 0.22 | -0.05 | 0.15 | 0.45 |
| 300068南都电源 | 4.07 | 0.04 | 2.12 | 0.03 | 0.02 | 0.16 | -0.13 | 0.12 | -0.11 |
| 300069金利华电 | 2.82 | 0.15 | 1.04 | 0.05 | 0.04 | 0.06 | -0.19 | 0.16 | -0.26 |
| 300090盛运股份 | 1.34 | 0.11 | 2.24 | 0.08 | 0.04 | 0.57 | 0.35 | 0.39 | 1.86 |
| 300091金通灵 | 1.92 | 0.08 | 1.86 | 0.07 | 0.05 | 0.25 | 0 | 0.12 | 0.37 |
| 300092科新机电 | 4.87 | 0.12 | 1.84 | 0.05 | 0.04 | 0.11 | -0.19 | 0.11 | -0.27 |
| 300129泰胜风能 | 6.26 | 0.09 | 2.97 | 0.04 | 0.03 | 0.08 | -0.51 | 0.09 | -1.3 |
| 300153科泰电源 | 6.17 | 0.08 | 3.09 | 0.04 | 0.04 | 0.11 | -0.21 | 0.09 | -0.32 |
| 行业平均值 | 5.56 | 0.16 | 4 | 0.07 | 0.06 | 0.32 | 0.06 | 0.15 | |

资料来源:上市公司2011年年报。

接下来对26家上市公司综合指数进行汇总分析,根据表3中的计算结果,用折现图(见图1)表示各个公司综合指数的分布情况,并用直方图(见图2)表示其所处的区间。通过分析其分布规律,找出指数低于正常范围较大(小于-1)的上市公司并将其罗列出来,建议其退市。

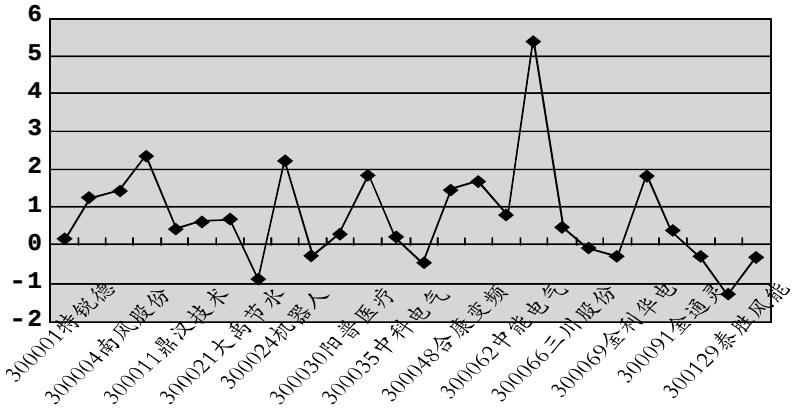


图 1 创业板 26 家上市公司综合指数分布折线图

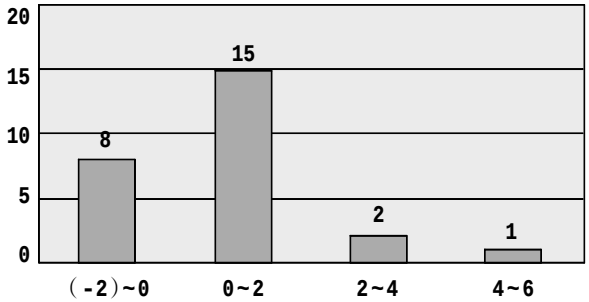


图 2 26 家创业板上市公司综合指数分布直方图

图2显示了26家上市公司综合指数分布情况,其中,分布在0~2区间的为15家,占总数的58%。综合指数在-2~0区间的上市公司有8家,占31%左右。另外,综合指数在2~4区间、4~6区间的分别占8%、3%左右。其中,综合指数在0~2区间的公司数量最多。由于本指标是正向型指标,指标越大表示其所代表上市公司的偿债能力、盈利能力、成长能力越强。同样地,综合指数越小的公司其偿债能力、盈利能力与成长能力越弱,在证券市场当中的发展潜力越小,也越难给投资者带来收益。

根据优胜劣汰的市场规则,综合指数越小的上市公司越应该退市。结合图1可得出,综合指数低于-1的上市公司是300129泰胜风能(-1.30)。此家上市公司综合指数过低,满足了综合否决的退市标准,建议列入退市范围。

4. 对证券市场新退市标准的评价。通过上述实证检验可以看到,本文提出的证券市场退市标准结合了单项否决和综合否决两种方法的优势,从而使得退市机制标准更加科学化、合理化,其可行程度也很高。单项否决的判断标准少,判断时的工作量少,能够督促上市公司注意各方面的发展。而综合否决中计算出的综合指数结合了企业多方面的情况,全面、客观、真实地反映了企业的综合能力,因此作出的判断更为合理。

但与此同时,在应用证券市场新退市标准时,应注意以下问题,以保证退出机制的良好运行。第一,评价信息应尽量从无关联的第三方获得,多渠道、多方面了解所需信息,以此来保证所获取的评价信息的真实性、可靠性。第二,对于一些存在特殊情况的上市公司,应允许对标准进行适当与合理范围内的调整,过于绝对或死板不利于其效果的体现。第三,评判标准应该根据证券市场的发展适时进行调整。证券市场的状况是千变万化的,无论是行业还是上市公司本身,其各方面都在发生着日新月异的变化。在这样的变化下,退市标准也不能一成不变,应该随着实际情况的变化进行必要的调整,否则便无法更好地发挥其作用。

## 五、结论

前文四个部分的分析,提出并验证了基于绩效评价的证券市场退市标准的构建。从可行度上来看,将成熟的上市公司绩效评价体系运用于退市标准,能够较为全面地考虑上市公司及其行业各方面的状况,并且操作性强,取得成本低,可以克服现有退出机制的不足,促进我国证券市场走向成熟和科学化。同时,基于绩效评价的证券市场退市标准具有高效性。通过新的绩效评价体系,证券市场监管者可以及时发现上市公司存在的问题并做出反应,净化证券市场;上市公司能够检视自身的经营情况,并在经营管理上做出调整,帮助企业扭亏为盈;投资者可以此为据,选择具有发展潜力的股票,降低投资风险,实现保值增值。

但是单项指标的内容、财务指标的选取等都是有待商榷的问题,要根据证券市场的发展形势和各行业的不同情况作适当调整。我国证券市场退出机制是一个重要的研究课题,退市标准仅仅是退出机制的一部分,具体操作还要与证交所的审批权限和具体的退市程序相结合。

## 主要参考文献

1.张莉.对完善我国退市机制的探讨.广东经济,2002;1

2.戈宏,惠佳颖.从退市标准的差异看完善我国的退市制度.金融论坛,2001;7

3.李治.我国证券业进入与退出规制目标及其动态优化.商业时代,2012;29

4.周婕.简议中国证券市场上市公司退出机制的运用.科技风,2011;9

5.郭智,杨春鹏.我国上市公司退市机制的运行现状及完善.价值工程,2004;9

6.陈峥嵘.完善创业板退市制度真正建立优胜劣汰的市场机制.科学发展,2010;9