

摘要

2020年12月31日，为了深化我国证券市场退市制度改革，提升上市公司质量和保护投资者合法权益，深圳证券交易所和上海证券交易所联合发布了由8份文件组成的股票上市规则（简称“退市新规”）。“退市新规”是我国新一轮退市制度改革的成果，截至2021年末“退市新规”实施一周年，全年共有27家上市公司退市（其中财务类强制退市10家，交易类强制退市7家，重组退市9家，主动退市1家），退市数量为历年之最，从严监管的信号明确释放。2022年将是进一步贯彻实施“退市新规”，助力构建“有进有出、优胜劣汰”的证券市场生态的关键之年。

宜华生活科技股份有限公司（简称：宜华生活）是“退市新规”下首只“1元退市”股，宜华生活的信息披露违法案件也是被证监会通报适用2019年新修订《证券法》进行处罚的三宗典型重大违法案件之一。因此，本文选取宜华生活强制退市事件进行案例研究。首先，本文对有关上市公司退市制度、上市公司强制退市的文献进行梳理评述，同时整理对比了我国证券交易所现行的强制退市规定，引入了制度变迁理论等相关理论，为后续研究奠定法规和理论基础。随后，介绍了宜华生活公司的基本情况、治理结构、强制退市过程，并对宜华生活强制退市的原因进行了分析。在具体分析过程中，鉴于宜华生活强制退市触发的是交易类强制退市规定中的“1元退市”规定，所以先结合宜华生活股票价格走势分析出其强制退市的表层原因是：经营业绩持续全面恶化、被出具无法表示意见的审计报告、涉嫌信息披露违法，然后进一步剖析出背后的深层原因是：“互联网+泛家居”扩张战略激进盲目、高溢价收购的华达利公司被低价出售、长期高额借贷财务费用侵蚀净利润、公司治理结构失效长期财务造假。最后，从对公司自身、对公司投资者、对公司所处资本市场三个方面对宜华生活强制退市的影响进行分析，得出：宜华生活强制退市使公司融资信誉降低、融资渠道变窄，损害了公司形象、使公司价值创造能力降低，使公司资本结构改善变难、抗风险能力降低；给投资者直接造成以亿元计的经济损失，极大影响其投资积极性；震慑了上市公司及其经营管理者，有利于遏止粉饰报表、违法进行信息披露的不正之风，警示上市公司慎重进行多元化战略扩张。

通过研究本文得出如下启示：上市公司负债经营要合理适度、多元化扩张要稳健理性、信息披露要合规守法；投资者要树立价值投资理念、提高风险意识、坚守自己的能力圈；监管部门要继续推进退市机制常态化发展、加强对投资者的教育、促进先行赔付制度落地。

关键词：宜华生活；强制退市；信息披露违法；案例研究

Abstract

On December 31, 2020, in order to deepen the reform of my country's securities market delisting system, improve the quality of listed companies and protect the legitimate rights and interests of investors, the Shenzhen Stock Exchange and the Shanghai Stock Exchange jointly issued the stock listing rules consisting of 8 documents (referred to as the "New Delisting Regulations"). The "New Delisting Regulations" is the result of a new round of reform of my country's delisting system. As of the first anniversary of the implementation of the "New Delisting Regulations" at the end of 2021, a total of 27 listed companies have been delisted throughout the year (including 10 forcibly delisted in the financial sector, 7 forced delistings in the trading category, 9 restructuring delistings, and 1 active delisting). 2022 will be a critical year for further implementing the "New Delisting Regulations" and helping to build a securities market ecology with "in and out, survival of the fittest".

Yihua Life Technology Co., Ltd. (referred to as: Yihua Life) is the first "1 yuan delisting" stock under the "New Delisting Regulations". Yihua Life's information disclosure violation cases is also one of the three typical major violation cases notified by the China Securities Regulatory Commission that apply the "Securities Law" newly revised in 2019 to punish. Therefore, this paper selects the forced delisting incident of Yihua Life as a case study. First of all, this paper reviews the literature on the delisting system of listed companies and the compulsory delisting of listed companies. At the same time, it organizes and compares the current compulsory delisting regulations of my country's stock exchanges, and introduces relevant theories such as the theory of institutional change, which lays the foundation of regulations and theory for subsequent research. Then, it introduced the basic situation, governance structure, and forced delisting process of Yihua Life Company, and analyzed the reasons for the forced delisting of Yihua Life. In the process of specific analysis, since the forced delisting of Yihua Life triggered the "1 yuan delisting" regulation in the mandatory delisting regulations for transactions, we first analyzed the surface reasons of the forced delisting based on the trading price trend of Yihua Life's stock. The reasons are: business performance continues to deteriorate in an all-round way, audit reports that cannot express opinions are issued, information disclosure is suspected of illegal. Then, the deep reasons behind it are further analyzed: the "Internet + pan-home" expansion strategy is radical, Huadali which acquired blindly and at a high premium was sold at a low price, long-term high borrowing and financial costs eroded net profit, and the corporate governance structure failed and long-term financial fraud. Finally, from the

analysis of the impact of the company itself, the company's investors, and the capital market where the company is located on the forced delisting of Yihua Life, it is concluded that the forced delisting of Yihua Life will reduce the company's financing reputation and narrow financing channels, damage the company's image, reduce the company's ability to create value, make it difficult to improve the company's capital structure, and reduce the ability to resist risks; directly cause economic losses of hundreds of millions of yuan to investors, greatly affecting their investment enthusiasm; deterred listed companies and their managers, curbed the unhealthy trend of whitewashing statements and illegal information disclosure, and warned listed companies to prudently carry out diversified strategic expansion.

Through the study of this paper, the following inspirations are drawn: Listed companies should operate in a reasonable and appropriate manner, diversify and expand should be stable and rational, and information disclosure should be compliant and law-abiding; investors should establish the concept of value investment, improve risk awareness, and stick to their own circle of competence; regulatory authorities It is necessary to continue to promote the normalized development of the delisting mechanism, strengthen the education of investors, and promote the implementation of the advance compensation system.

Key words: Yihua Life; Compulsory delisting; Illegal information disclosure; case study

目录

第 1 章 引言	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 关于上市公司退市制度的研究.....	3
1.2.2 关于上市公司强制退市原因的研究.....	5
1.2.3 关于上市公司强制退市影响的研究.....	5
1.2.4 文献评述.....	6
1.3 研究方法与内容.....	7
1.3.1 研究方法.....	7
1.3.2 研究内容.....	7
1.4 创新与不足之处.....	8
1.4.1 本文的创新之处.....	8
1.4.2 本文的不足之处.....	8
第 2 章 上市公司强制退市的一般理论诠释	9
2.1 上市公司退市的含义及类型.....	9
2.1.1 上市公司退市的含义.....	9
2.1.2 上市公司退市的类型.....	9
2.2 证券交易所关于上市公司强制退市的规定.....	9
2.2.1 交易类强制退市规定.....	9
2.2.2 财务类强制退市规定.....	10
2.2.3 规范类强制退市规定.....	11
2.2.4 重大违法类强制退市规定.....	11
2.3 上市公司强制退市的程序.....	12
2.3.1 退市风险警示.....	12
2.3.2 终止上市.....	13
2.4 上市公司强制退市制度的理论依据.....	15
2.4.1 制度变迁理论.....	15
2.4.2 利益相关者理论.....	16
2.4.3 公共利益理论.....	17
第 3 章 宜华生活强制退市的案例介绍	18

3.1 宜华生活的基本情况.....	18
3.1.1 宜华生活的历史沿革.....	18
3.1.2 宜华生活的业务概要.....	18
3.1.3 宜华生活的经营情况.....	19
3.2 宜华生活的治理结构.....	20
3.2.1 宜华生活的组织结构.....	20
3.2.2 宜华生活的股权结构.....	21
3.3 宜华生活的强制退市过程.....	24
3.3.1 第一阶段：被警示存在退市风险.....	26
3.3.2 第二阶段：触发交易类强制退市情形.....	27
3.3.3 第三阶段：被执行终止上市程序.....	27
第4章 宜华生活强制退市的原因及影响分析.....	28
4.1 宜华生活强制退市的表层原因.....	28
4.1.1 经营业绩持续全面恶化.....	28
4.1.2 被出具无法表示意见的审计报告.....	31
4.1.3 涉嫌信息披露违法.....	32
4.2 宜华生活强制退市的深层原因.....	36
4.2.1 “互联网+泛家居”扩张战略激进盲目.....	36
4.2.2 高溢价收购的华达利被低价出售.....	40
4.2.3 长期高额借贷财务费用侵蚀净利润.....	43
4.2.4 治理结构失效长期实施财务造假.....	45
4.3 宜华生活强制退市的影响.....	48
4.3.1 对宜华生活公司自身的影响.....	48
4.3.2 对宜华生活公司投资者的影响.....	49
4.3.3 对宜华生活所处资本市场的影响.....	50
第5章 宜华生活强制退市的案例启示与总结.....	52
5.1 对上市公司的启示.....	52
5.1.1 上市公司负债经营要合理适度.....	52
5.1.2 上市公司多元化扩张要稳健理性.....	52
5.1.3 上市公司信息披露要合规守法.....	53
5.2 对投资者的启示.....	53
5.2.1 投资者要树立价值投资理念.....	53
5.2.2 投资者要提高风险意识.....	53
5.2.3 投资者要坚守自己的能力圈.....	54

5.3 对监管部门的启示.....	54
5.3.1 继续推进退市机制常态化发展.....	54
5.3.2 加强对投资者的教育.....	54
5.3.3 促进先行赔付制度落地.....	55
5.4 总结.....	55
参考文献.....	57
致谢.....	60
个人简介.....	61

第 1 章 引言

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

退市制度是我国资本市场的一项重要基础性制度，深化退市制度改革是我国深化资本市场改革、加强资本市场基础性制度建设的重要环节。但是长期以来我国退市制度尤其是强制退市制度的实践却不尽如人意。截至 2021 年 12 月 31 日我国 A 股市场共有上市公司 4685 家，但剔除吸收合并、私有化等原因真正退出 A 股市场的还不到 100 家，相较美国证券市场上累计退市超过三万家公司而言，我国上市公司退市率明显偏低。之所以会如此，是因为我国证券市场制度还不够完善，这种不完善主要体现在两方面：一方面是我国退市制度不完善，存在指标不够严厉多元、程序执行不力等缺陷；另一方面是我国之前 IPO 采取的核准制比较僵化、门槛很高导致排队过会时间太长。这就使得一些有迫切上市需求的公司不得不通过买壳来上市，引发了壳股的炒作使得劣质壳股滞存市场，违背了资本市场合理配置资源的初衷。

资本市场就像是一个水池，要有入有出才能畅通，里面的生态才能良性循环、健康发展。当下，注册制和退市制度就是我国资本市场这个水池的“入口”和“出口”。“入口”方面，2019 年和 2020 年，随着我国 IPO 注册制改革的持续推进，上海、深圳证券交易所都顺利试点了注册制改革且收效不错，“十四五”期间注册制改革预期可在资本市场上实现全面覆盖。“出口”方面，退市制度的改革也被中央提上日程：2020 年 10 月 9 日，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，强调要健全上市公司退出机制；同年 10 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，强调要建立上市公司常态化退出机制；同年 11 月 2 日，中央全面深化改革委员会通过《健全上市公司退市机制的实施方案》，强调严厉打击证券市场违法活动，完善上市公司多元化退出机制。

2020 年 12 月 31 日，为了充分贯彻落实党中央和国务院的文件精神，上海证券交易所和深圳证券交易所围绕新一轮退市制度改革联合发布了由上交所上市规则、深交所上市规则等 8 项配套规则组成的史上最严退市制度（简称“退市新规”）。相较于旧的规则，“退市新规”的退市指标更加全面多元，退市程序更加精简，退市效率显著提高。2021 年全年共有 27 家上市公司退市（财务类强制退市 10 家，交易类强制退市 7 家，重组退市 9 家，主动退市 1 家），退市数量为历年之最，从严监管的信号明确释放。2022 年将是进一步贯彻实施“退市新规”，助

力构建“有进有出、优胜劣汰”的证券市场生态的关键之年。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

以往我国证券市场一直存在上市公司退市“难”、退市少等现象，反映出我国退市制度存在效力不高、指标不完善、执行不力、处罚不严等问题，学者们的研究也基本集中于指出这些问题并提出相应的建议。

但随着近些年我国注册制改革试点成功，党中央和国务院把退市机制改革也上升到顶层设计层面并下发了相应文件进行科学指导。在此情况下，沪深证券交易所积极领会党中央、国务院的文件精神，吸纳各方意见，于2020年12月31日联合发布了“退市新规”。作为我国新一轮退市制度改革的成果，“退市新规”指标更加完善、退市流程更加简化，宜华生活作为“退市新规”下首只“1元退市”股，又涉及重大信息披露违法被上海证券交易所高效清退，被中国证监会处以截至本案A股最高行政罚款和严厉的市场禁入措施，是“退市新规”落地后的一个积极强制退出成果，表明以往学者们集中指出的问题在“退市新规”下有了很好的解决且效果明显。因此本文以宜华生活为例进行的案例研究，对我国强制退市领域的文献研究来说一个新的个例补充，有积极的借鉴意义。

(2) 现实意义

第一，给上市公司提供教训借鉴，有助于警示上市公司稳健运营。上市公司强制退市有不少共性原因，宜华生活的情况绝非孤例，因此对宜华生活强制退市进行案例研究正是他山之石可以攻玉，有助于上市公司吸取相应教训、改正相应问题。具体来看，本文对宜华生活强制退市反映出来的扩张战略盲目激进、高度依赖借贷融资、内部治理失效长期财务造假等问题提出的相应建议，可以给其他上市公司提供参考，有助于其结合自身情况总结教训，进而改善经营情况或内部治理情况，实现持续稳健经营。

第二，给潜在信息披露违法上市公司以震慑，有助于资本市场的良性生态建设。以往由于我国退市规则不甚完善、退市执行不够严厉、违法处罚不够力度，使得资本市场上一直存在很多应退未退的劣质股公司，这些公司不把主要精力放在改善自身经营情况上，反而通过各种“财技”粉饰报表、规避监管，造成了极其恶劣的市场影响，十分不利于我国资本市场风清气正的生态建设。上海证券交易所高效清退宜华生活，中国证监会对宜华生活的重大信息披露违法处以的合计3980万元截至本案A股最高的行政罚款和相应的严厉市场禁入措施，向市场传递了严厉的监管信号，对于震慑上市公司潜在的信息披露违法行为、继续清退现存的应退未退劣质股公司意义积极且重大，有助于规范上市公司运营、推进资本

市场的良性生态建设。

1.2 文献综述

1.2.1 关于上市公司退市制度的研究

退市制度，是由证监会或证券交易所发布的一项证券市场基础性制度，主要包括暂停上市、终止上市等机制和风险警示、股份转让等配套机制。当前国内外学者对上市公司退市制度的研究主要在于退市制度的实施效果、现存问题、改进建议等方面。

(1) 在退市制度的实施效果方面

学界研究起初普遍认为我国退市制度效用低下。冯芸、刘艳琴（2009）^[1]通过对 ST 股票进行 Logistic 回归分析发现我国退市制度不够严厉，致使上市公司不够重视自身质量的改进提升，长期来看弱化了退市制度本应产生的正面效应。张宗新、杜长春（2012）^[2]提出我国股票市场进出不平衡，上市公司整体退市比例远低于发达股票市场，上市公司退市制度的政策效果不明显。赵海云、许可（2013）^[3]发现 ST 板块内的公司大都没能通过改进自身重新上市，ST 板块并未起到应有的风险警示作用反而变成了场外公司借壳入场的“劣质壳股炒作场”，加剧了证券市场投机风险，ST 制度运作效能低下。晏艳阳、赵民伟（2014）^[4]通过对退市制度中“先 ST 预警后摘牌”的退市程序的市场反馈进行实证研究发现，ST 预警制度虽然短期内能起到警示风险的作用但是中长期会助长投资者的投机炒作行为。冯科、李钊（2014）^[5]提出上市公司撤销“特别处理（ST）”的前一年和当年，得益于被 ST 之后的外部非经常性损益或重组收入等的影响，公司的长期绩效指标会明显跃升但不会持续，表明我国 ST 制度无法真正激励上市公司改善业绩。张美霞（2015）^[6]以 2011-2012 年沪深主板 A 股上市公司为样本，对 2012 年公布的退市制度进行政策效果对比研究发现，2012 年的退市制度有政策效力但效力取决于财务指标是否有效执行。

但随着我国资本市场的发展和退市制度的完善，学者们的研究逐渐认为我国退市制度的政策效果在逐渐提高，尤其是 2020 年底发布的“退市新规”更是被学界视为我国退市制度建设的一大成果。贾天明、雷良海（2016）^[7]通过实证研究发现，ST 制度的实施综合来看还是起到了警示作用，对合理投资有一定的引导作用。易胜、金道政（2018）^[8]通过对中美退市制度的对比研究，发现中国的退市制度虽然不如美国的成熟完善，但在逐步发展，政策效果也在逐渐提高。刘锋、韩燕（2021）^[9]提出，2020 年上海证券交易所、深圳证券交易所公布的新修订的“退市新规”标志着强制退市制度的全面落地，新规中对于原有的薄弱环节精准施

策，能更好地维护我国资本市场持续健康发展。

（2）退市制度存在的问题方面

学者们普遍认为我国退市制度存在退市指标不够严厉多元、退市规则不完善有投机空间、投资者利益保护制度不完善等问题。丁丁、侯凤坤（2014）^[10]提出我国退市制度存在退市标准不够多元、退市规范不统一等问题，因此才会出现退市难、退市效率低现象。关旭、王军法（2014）^[11]通过对银川广夏实业股份有限公司的案例分析报告得出我国退市制度效率极低，原因在于退市标准不严和监管部门监管不力。乔引花、彭科、游璇（2014）^[12]基于对长航油运的案例分析报告指出，我国上市公司退市方面的投资者保护法律法规太少，导致中小投资者因公司退市遭受损失时索赔损失的维权途径太少。方重、康杰、简思达（2016）^[13]提出尽管 2014 年的退市制度改革实施完成后形成了多元化的退市标准，但囿于当时市场并未形成常态化的退市预期，因此壳资源价值仍较高，ST 壳股仍是二级市场炒作热点。民生证券退市制度课题组（2018）^[14]指出我国退市制度存在量化的退市指标容易被规避、非量化的退市指标的操作存在弹性，退市的程序中市场化判断不足，投资者保护制度不完善等问题。郝雨时、周格旭、吴灵灵（2021）^[15]指出我国退市制度还存在退市程序难以严格执行、退市规则仍不完善、投资者保护不足等问题。伍坚、施羿言（2021）^[16]指出在注册制改革的背景下我国现行的“面值退市”制度过于“刚性”，缺少相应的配套补救措施。

（3）退市制度改革的建议方面

学者们的建议主要集中于完善退市指标体系、坚定执行退市规则、完善投资者保护配套措施、做好不同层次资本市场间转板衔接、推行注册制改革等方面。张继德、王嘉琦（2014）^[17]提出应结合我国国情严格执行退市制度、优化完善退市制度细节、从严处罚证券违法行为来提高清退效果。冯科、李钊（2014）^[18]通过对中国和美国退市制度的比较，提出我国应基于股票市场实情建立科学的退市标准体系、完善上市公司退出机制，同时要推行注册制改革来解决壳资源的炒作问题。董安生、吴建丽（2016）^[19]提出监管机构应对问题公司及时进行退市风险警示，严格执行退市规则，还应通过完善民事赔偿、投资者保护基金等相关配套制度来保护投资者权益。陈见丽（2019）^[20]提出上市公司退市制度改革应以保护投资者权益为核心，加快相关法律法规的立法修法，完善主动退市和强制退市制度指标体系和配套制度体系，做好强制退市标准与 IPO 发行上市标准、退市后重新上市标准的协调对接，以期实现退市常态化。徐帆（2019）^[21]³⁸⁻³⁹提出应通过建立多元化的强制退市制度、构建转板衔接机制、完善投资者保护配套措施的方式来解决科创板退市制度存在的缺陷。张跃文（2020）^[22]既要深化多层次资本市场建设，也要在注册制改革的同时配套推进退市制度改革，给上市公司创造退市

路径和转板机会，才能解决上市公司退市难的问题。李有星、侯凌霄（2021）^[23]建议将核准制下产物“重大违法退市”修改为“损害证券市场声誉退市”以适应注册制改革，同时建议证监会要保留部分有关强制退市的决策权。

1.2.2 关于上市公司强制退市原因的研究

学者们有关上市公司强制退市原因的研究相对较少，研究认为的原因主要有公司经营业绩恶化、财务指标表现不好、公司内部治理情况存在问题等，这其实就是强制退市标准在公司端的表现。

大多数学者研究发现上市公司主要是由于经营业绩恶化、财务指标表现不好被强制退市。Lehn K（1989）^[24]的实证研究表明，上市公司的经营业绩表现越差则退市概率越大。Lew and Ramsay（2006）^[25]认为上市公司退市也受上市成本过高或公司经营模式发生变化的影响。Leuz and Triantis（2008）^[26]得出的结论也类似，即公司营业收入增长率越低，被强制退市的概率越大。马丰宁、尹雪丽、谭庆美（2016）^[27]通过对 2009 年-2014 年间从香港联交所退市的 87 家公司进行定量分析，发现股东权益收益率对上市公司退市的影响效力大于资产净利率的。Isabelle Martinez*、Stéphanie Serve（2017）^[28]通过对文献的回顾，指出美股市场中上市公司强制退市的主要原因是违反证券交易所标准和表现不佳。

学者研究还发现上市公司退市也和上市公司的内部治理有关。Charitou and Louca（2007）^[29]认为公司治理层中的独立董事的存在会影响公司的退市风险，公司发挥作用的独立董事越多则退市风险越小。Marosi（2007）^[30]、Hostak（2013）^[31]认为公司退市也受公司治理层权力集中度的影响，公司治理层权力集中度越高则公司被强制退市的风险越大。张妍妍（2016）^[32]通过对 2001-2015 年间 43 家 A 股主板退市公司以及 43 家与退市公司同年 ST 但未被退市的公司进行实证研究发现，上市公司退市风险与公司的治理结构有关，好的治理结构更能帮助公司摆脱退市风险。

此外，公司退市还与其他一些原因有关。Cheng and Annas（2010）^[33]认为公司也可能受汇率波动的影响退市，比如零售业的公司。皮海洲（2016）^[34]提到上市公司造假 IPO 申请材料一经发现便会被强制退市，例如欣泰电气。

1.2.3 关于上市公司强制退市影响的研究

上市公司被强制退出交易市场，对与上市公司利益相关的各方均会产生巨大影响。学者们的现有研究主要是从上市公司退市对该公司价值的影响、对该公司的投资者尤其是中小投资者的影响、对资本市场的影响等方面展开。

对公司价值的影响方面，学者们的研究大都认为上市公司被强制退市会使其股票价格下降，而股价能直观地反映公司价值，因此公司价值也会下降。

Lamoureux and Wansley (1987)^[35]认为上市公司退市会使公司股票在证券市场上的流动性降低，进而降低该公司的股价，Chandy.P.R et al (2004)^[36]也支持这样的观点。Iliemena, Rachael O. (2019)^[37]通过对尼日利亚证券交易所 1998-2018 年间的退市情况分析得出，公司及股票在交易所退市对该公司市值有统计上显著的负面影响。

对中小投资者的影响方面，学者们的研究基本认为公司被强制退市会给中小投资者的权益造成巨大损害。Phillips (1988)^[38]基于对美股的研究发现，由于信息不对称的存在，和大股东相比上市公司强制退市给中小股东造成的损失最大，Park,J.P.Lee et al (2014)^[39]的研究也支持这一观点。Hansen (2009)^[40]则指出上市公司强制退市不仅会给投资者这样的直接利益相关者造成损失，也会给公司其他的利益相关者造成损失。

对资本市场的影响方面，学者们的研究一致认为退市制度的实施长期来看有利于资本市场实现优胜劣汰和发挥合理配置资源的功能。彭志胜、宋福轶(2015)^[41]认为实行温和的退市制度不会造成市场太大波动但是可能会不当激励当地政府和投机者，长期来看还是需要实行严格的退市制度。徐帆(2019)^{[21]34-35}认为在科创板试行注册制的背景下，标准更严且多元客观、流程更精简、执行力度更大的强制退市制度可以加快不良公司退出，营造有进有出的良好证券市场交易环境。吴晓求(2021)^[42]指出退市机制具有完善资本市场定价功能的核心作用，退市机制改革是注册制全面覆盖后我国资本市场制度建设的一项必要任务。

1.2.4 文献评述

从现有文献来看，学者们对于退市制度的研究主要在于退市制度的实施效果、存在问题、建议三方面，研究成果总结起来有：我国退市制度效能低下，但随着我国资本市场的发展和退市制度体系的完善，退市制度的实施效果在逐渐提高；退市制度起初存在的问题主要是指指标不够严厉多元、规则不完善、对投资者的制度保障不够，这三者在 2020 年底的新规中有所改进；建议也主要集中于完善退市指标体系、坚定执行退市规则、完善投资者保护配套措施、做好不同层次资本市场间转板衔接、推行注册制改革等方面。

有关上市公司被强制退市的原因，研究认为主要是经营业绩不佳、财务指标恶化、公司内部治理情况、违反法规等原因，其实就是退市指标在公司端的体现。

学者们也普遍认为公司被强制退市会降低公司价值、损害相关者的利益，但从资本市场层面来看强化退市制度建设对完善我国资本市场建设意义重大。

1.3 研究方法与内容

1.3.1 研究方法

(1) 文献资料法

本文通过在中国知网、互联网、图书馆等查阅、总结文献和资料，对上市公司退市制度、上市公司强制退市的原因和影响等方面的资料进行较为全面的梳理总结，从而了解相应问题的研究现状和相关的理论知识，为本文研究宜华生活强制退市案例提供理论和资料支持。

(2) 案例研究法

本文选取被上交所强制退市的宜华生活公司为案例研究对象，对宜华生活强制退市的原因及影响进行深入分析，随后提出相应的针对性参考建议。

(3) 对比分析法

本文在分析过程中，对宜华生活历年经营数据、财务指标等进行趋势对比分析、同业对比分析，使得原因分析过程更具说服力。

1.3.2 研究内容

本文选取宜华生活为案例研究对象，对宜华生活强制退市的表层原因、深层原因、影响进行详细分析，然后提出对证券市场上的其余上市公司、对投资者、对监管机构的针对性建议并进行简要总结。具体内容分为五大部分：

第一部分，引言。本部分主要是对宜华生活强制退市案例的研究背景和研究意义进行简要陈述，简要整理出国内外关于上市公司强制退市的文献研究并进行评述，同时简要说明本文的研究方法和内容、研究的创新和不足之处。

第二部分，上市公司强制退市的一般理论诠释。本部分主要是对上市公司退市的含义及类型、现行上市规则中的强制退市规定、上市公司现行退市程序和此前的退市程序、本次案例研究的相关理论进行介绍。

第三部分，宜华生活强制退市的案例介绍。本部分首先是从历史沿革、业务概要、经营情况三方面介绍了宜华生活的基本情况，随后从组织结构和股权结构两方面介绍了宜华生活的治理结构情况，最后按时间顺序从被警示存在退市风险、触发交易类强制退市情形、被执行终止上市程序三个阶段依次介绍宜华生活的退市过程。

第四部分，宜华生活强制退市的原因和影响分析。鉴于宜华生活触发的是交易类强制退市情形，所以本部分结合宜华生活的股票交易价格走势展开关于宜华生活强制退市的原因分析，首先分析出促使其股票交易价格不断下跌的表层原因是：经营情况持续全面恶化、被出具无法表示意见的审计报告、涉嫌信息披露违法，然后进一步分析出深层原因是：“互联网+泛家居”扩张战略激进盲目、高溢

价收购的华达利被低价出售、长期高额借贷财务费用侵蚀净利润、公司治理结构失效长期财务造假，最后分析宜华生活强制退市对宜华生活公司自身、对宜华生活公司投资者、对宜华生活公司所处资本市场三方面的影响。

第五部分，案例启示与总结。本部分基于对案例的研究得出对上市公司、对投资者、对监管机构的多点启示以供参考，并进行简要总结。

1.4 创新与不足之处

1.4.1 本文的创新之处

本文的创新之处是选取了新颖典型的宜华生活强制退市案例对“退市新规”的落地实施效力进行了个例佐证，表明之前学者们普遍指出的我国退市制度存在的退市效率低、执法不严厉等问题在“退市新规”下正在被有效解决，此前学者们的一些研究结论需要根据“退市新规”和“退市新规”落地后的市场实践适时进行更新了。具体来看，宜华生活强制退市从以下两方面佐证了“退市新规”的实施效力：第一，宜华生活是“退市新规”下首只“1元退市”股，无退市整理期直接被实施终止上市，体现了“退市新规”的清退效率；第二，宜华生活是被证监会通报的适用新修订《证券法》进行处罚的三个典型违法公司之一，而且被证监会处以截至本案时A股最高的合计3980万元罚款和严厉的禁入措施，执法十分严厉，警示震慑意义巨大。

1.4.2 本文的不足之处

本文是案例研究，分析和结论均是基于个体研究对象宜华生活公司得出，一方面视角比较微观，分析带有个体局限性；另一方面研究者本身的能力有限，得出的分析结论和参考意见可能不够成熟完善。

第 2 章 上市公司强制退市的一般理论诠释

2.1 上市公司退市的含义及类型

2.1.1 上市公司退市的含义

上市公司，是指经监管机构批准在证券交易所发行上市、进行股票交易的股份有限公司。我国证券法规定，股份有限公司要想上市必须符合以下条件：监管机构批准其股票发行、股本总额至少要有 3000 万元、公开发行股份的比例至少要有 20%（若股本超过 4 亿，则比例标准为 10%）、最近 3 年没有重大的违反证券市场法律法规的行为且财务报告没有违法披露等。

“退市”是一个与“上市”相对的概念，指上市公司出于自身原因主动退出证券交易所市场或不满足上市标准而被所在的证券交易所终止上市，从而退出证券交易所市场转变为非上市公司的情形。

2.1.2 上市公司退市的类型

退市包括强制退市和主动退市。

主动退市是指上市公司出现上市规则认定的不具备上市条件的情形，主动向其所在的证券交易所提出申请终止上市，证券交易所依法同意公司申请并终止其股票上市，使得该公司股票退出证券交易所市场转变为非上市公司的情形。主动退市中不具备上市条件的情形，包括股东大会决议主动撤回其股票在证券交易所的上市交易或申请转到其他交易场所交易，公司向股东、公司股东向所有其他股东、除公司股东外的收购人向公司股东发出回购股份要约导致公司不具备上市条件等。

强制退市是指上市公司触发上市规则规定的强制退市情形而被证券交易所强制执行终止上市程序，从而退出证券交易所市场的情形。上市规则中规定的强制退市情形，共有交易类、财务类、规范类、重大违法类四大类情形。

2.2 证券交易所关于上市公司强制退市的规定

2.2.1 交易类强制退市规定

根据我国证券交易所现行上市规则整理出上市公司交易类强制退市规定于表 2.1，因为沪深北交易所各板块交易类规定有所区别，所以表中进行了板块区分，其余表述内容一致的板块则未作区分。相较 2018 年的退市规定，在交易类强制退市规定方面沪深交易所现行规定主要有两项改进：一是将原来每日收盘价

退市标准中的“面值”进一步明确为“1元”；二是新增加了标准为3亿元的市值退市指标。北交所上市规则是首次发布的，所以暂无法进行过往比较。

表 2.1 沪深北交易所交易类强制退市规定

	上交所主板/深交所主板	上交所科创板/ 深交所创业板	北交所
强制退市规定	①仅发行A股，累计成交量连续120个交易日低于500万股，或每日收盘价连续20个交易日均低于1元；②仅发行B股，累计成交量连续120个交易日低于100万股，或每日收盘价连续20个交易日均低于1元；③发行A股、B股，两类股票的成交量或者收盘价同时触及①②中的情形；④股东连续20个交易日低于2000人；⑤每日收盘总市值连续20个交易日均低于3亿元；⑥其他	①累计成交量连续120个交易日低于200万股；②每日收盘价连续20个交易日低于1元；③每日收盘市值连续20个交易日低于3亿元；④股东连续20个交易日低于400人；⑤其他	①每日收盘价连续60个交易日低于面值；②股东连续60个交易日少于200人；③以预计市值和研发投入标准上市的公司，交易市值连续60个交易日低于3亿元；④其他

资料来源：沪深交易所2020.12.31上市规则、北京证券交易所2021.10.30上市规则

2.2.2 财务类强制退市规定

根据我国证券交易所现行上市规则整理出上市公司财务类强制退市规定于表2.2，因为沪深交易所各板块财务类退市指标一致，所以未对沪深交易所板块进行区分。相较2018年的退市规定，在财务类强制退市规定方面沪深交易所现行规定主要有三项改进：一是将净利润与营业收入指标替换为更科学的组合指标，对净利润增加了扣除非经常性损益的考量，将原来营业收入的标准提高到了1亿元，同时进一步明确了营业收入需要与主营业务相关、需要有商业实质；二是将审计报告意见与组合指标、净资产指标等多种指标交叉进行使用，退市力度进一步加大；三是在退市风险警示情形里增加了证监会通过立案调查查实处罚的财务造假情形。北交所上市规则是首次发布的，所以暂无法进行过往比较。

表 2.2 沪深北交易所财务类强制退市规定

	沪深交易所	北交所
退市风险警示规定	①追溯调整前后的最近一年净利润为负且营业收入低于1亿元，或者净资产为负；②最近一年的年报被出具无法表示意见或否定意见；③证监会处罚书认定最近一年年报存在违法事实触及①条情形；④其他	①中营业收入指标为5000万元；余下与沪深板块各项一致。

续表 2.2 沪深北交易所财务类强制退市规定

	沪深交易所	北交所
强制退市规定	①最近一年年报存在财务类风险警示情形第一第二项任一情形或被出具保留意见；②未在法定期限内披露最近一年年报或申请撤销退市风险警示；③半数以上董事无法保证所披露年报的真实准确完整，限期内未改正；④申请撤销退市风险警示未被同意	①因净利润和营业收入、期末净资产、信息披露违法触发退市风险警示后，次年继续触及该项情形；②满足撤销退市风险警示条件，未在限期内申请撤销；③不满足撤销退市风险警示条件，申请未被同意；④其他

资料来源：沪深交易所 2020.12.31 上市规则、北京证券交易所 2021.10.30 上市规则

2.2.3 规范类强制退市规定

根据我国证券交易所现行上市规则整理出上市公司规范类强制退市规定于表 2.3，因为沪深交易所各板块规范类强制退市规定一致，所以表中未对沪深交易所板块进行区分。相较于 2018 年的退市规定，在规范类强制退市规定方面沪深交易所现行规定主要有两项改进：一是在退市风险警示情形里增加了公司信息披露和规范运作等方面的认定情形；二是在退市风险警示情形里面增加了公司董事对年报签字保证情况的认定情形。北交所上市规则是首次发布的，所以暂无法进行过往比较。

表 2.3 沪深北交易所规范类强制退市规定

	沪深交易所	北交所
退市风险警示规定	①财报存在重大会计差错或者虚假记载，限期内未改正；②未在限期内披露半年报或者年报；③半数以上董事无法保证所披露定期报告真实准确完整，限期内未改正；④信息披露或规范运作等存在重大缺陷，限期内未改正；⑤股本总额或股权变化导致连续 20 个交易日不具备上市条件，限期内未解决；⑥可能被依法强制解散；⑦法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请；⑧其他	除第⑤项中交易日指标为“连续 60 个交易日”外，其余 7 项与沪深交易所规则一致
强制退市规定	被实施退市风险警示后，公司仍未按照要求进行披露、整改或未在限期内申请撤销退市风险警示或申请未被同意	

资料来源：沪深交易所 2020.12.31 上市规则、北京证券交易所 2021.10.30 上市规则

2.2.4 重大违法类强制退市规定

我国当下共有上海、深圳、北京三大证券交易所，关于上市公司重大违法类强制退市各交易所均有规定。其中，北交所的重大违法类强制退市规定共五项，

第一项与沪深交易所第二类重大违法行为对应的退市情形一致，第二三四项与沪深交易所第一类重大违法行为对应的第一二三项退市情形一致，第五项为其他认定情形。总体来说，北交所的重大违法强制退市规定是沪深交易所这方面规定的简化版，因此此处仅列出沪深交易所的此方面规定。

重大违法类强制退市情形中所指的重大违法行为，共有两大类。第一类，是指上市公司进行的会严重破坏证券市场正常运转秩序、危及公司自身上市地位的违法行为，例如以欺诈手段发行公司的股票、违法披露公司定期报告中的重要信息等行为；第二类，是指上市公司进行的会严重危害国家和社会利益、危及公司自身上市地位的违法行为，例如危及国家公共安全、生态生产安全、公众健康安全等的行为。

如果上市公司进行了第一类重大违法行为又出现以下任一情形，其股票就会被终止上市：①IPO、发行股份购买资产构成重组上市的申请文件或披露文件违法，被证监会行政处罚或被法院判决有罪；②年报披露违法被证监会认定并处罚，触及财务类强制退市情形；③特定财务数据、资产负债表连续两年披露违法被证监会认定并处罚，所涉及金额合计超过 5 亿元且超过该项目两年披露总金额的 50%（如为资产负债表，则此处指两年期末净资产合计）；④其他认定情形。

如果上市公司进行了第二类重大违法行为又出现以下任一情形，其股票就会被终止上市：①公司或其主要子公司被吊销营业执照、责令关闭、撤销、被吊销主营业务生产经营许可证或丧失此资格的其他情形；②其他认定情形。

相较于 2018 年的退市规定来说，在重大违法类强制退市规定方面沪深交易所现行规定主要有两项改进：一是在重大违法退市情形认定里新增了“5 亿元+50%”的组合指标，情形认定上更加量化可执行；二是明确上市公司触及重大违法类强制退市情形时，特定主体限制减持的情形，规定更加完善。

2.3 上市公司强制退市的程序

2.3.1 退市风险警示

如果上市公司的财务状况、信息披露、股价、股东人数等方面出现了异常，出现了可能会使公司股票被强制退市的风险，或者是上市公司出现了其他的重大风险使得公司的经营前景不明朗，使得投资者无法进行准确判断进而导致投资者权益可能被损害，该公司股票就会被证券交易所实施风险警示。

风险警示分为两种，一种是退市风险警示，一种是其他风险警示。第一种是指公司的股票存在被强制退市的风险，其股票简称前会被加上“*ST”标识，警示风险的同时和其他正常公司的股票做区分；第二种是指公司的股票存在其他的重

大风险，其股票简称前会被加上“ST”标识，警示风险的同时和其他正常公司的股票作区分。如果上市公司同时存在这两种风险，则证券交易所会对该公司股票同时实施两种风险警示，但仅在其股票简称前加上“*ST”标识，不进行双重标识。

如果在被实施退市风险警示后的规定时间内，上市公司能通过努力将警示情形对应的问题解决，就可以主动向交易所提出撤销风险警示的申请；如果上市公司在规定时间内没有解决警示情形对应的问题，或者解决了警示情形对应的问题但没有提出申请，或者提出申请的时间超出限期导致撤销申请没有被证券交易所同意，触及了强制退市情形，证券交易所就会依法做出终止其股票上市的决定。

上市公司触及不同的强制退市情形，适用的处理程序也不同。对于交易类强制退市情形，上市规则规定触及此类情形的股票没有退市整理期，上市公司一旦触及将直接被终止上市。对于财务类强制退市情形，如果上市公司只是一个年度的财务指标触及此类情形，只会被实施退市风险警示，之后只要能够在规定时间内改善公司财务情况达到标准便可以提出撤销警示的申请；如果上市公司连续两个年度的财报指标都触及此类情形，便说明上市公司并未改善其财务状况或者其财务状况已经无法改善，其股票便会被终止上市。对于规范类强制退市情形，上市公司触及之初只会被实施退市风险警示，如果上市公司能在规定时间内解决警示情形对应的问题就可以申请撤销警示；如果上市公司没有能够解决相应问题或者解决的结果没有得到交易所认可，其股票便会被终止上市。对于重大违法类强制退市情形，由于这类情形对应的行为情节比较恶劣，相应后果也比较严重，所以上市公司一旦触及此类情形，其股票将直接被终止上市。

2.3.2 终止上市

证券交易所依法作出终止某公司股票上市的决定后，从决定公告当天起满 5 个交易日，该公司股票就复牌进入退市整理期交易，且其股票简称前会加上“退市”字样的标识。正常公司股票退市的整理期有 15 个交易日，但如果是交易类强制退市的公司股票，一般认为其风险已经得到释放，所以没有退市整理期直接退市。

在退市整理期期间，公司股票在风险警示板进行交易，同时公司负有定期进行提示的义务：在第 1 个交易日，公司需要发布公告提示投资者公司股票已经被终止上市，并向投资者说明退市整理期内公司股票的具体交易事宜；此后，公司需要每 5 个交易日发布一次公告提示投资者公司存在的风险直到前 10 个交易日届满；在最后 5 个交易日，公司需要每天发布公告提示投资者公司存在的风险；在届满当日，公司需要发布公告向投资者说明公司股票进入全国股转系统（俗称“新三板”）等其他证券交易场所进行交易的事宜。整理期一旦届满，交易所便会

在 5 个交易日内对公司股票执行摘牌退市程序。

证券交易所现行上市规则中关于上市公司退市程序的规定，相较 2018 年的上市规则是有所修改的，因此本文分别根据现行上市规则和 2018 年上市规则整理出上市公司退市程序图 2.1、图 2.2 进行对比。

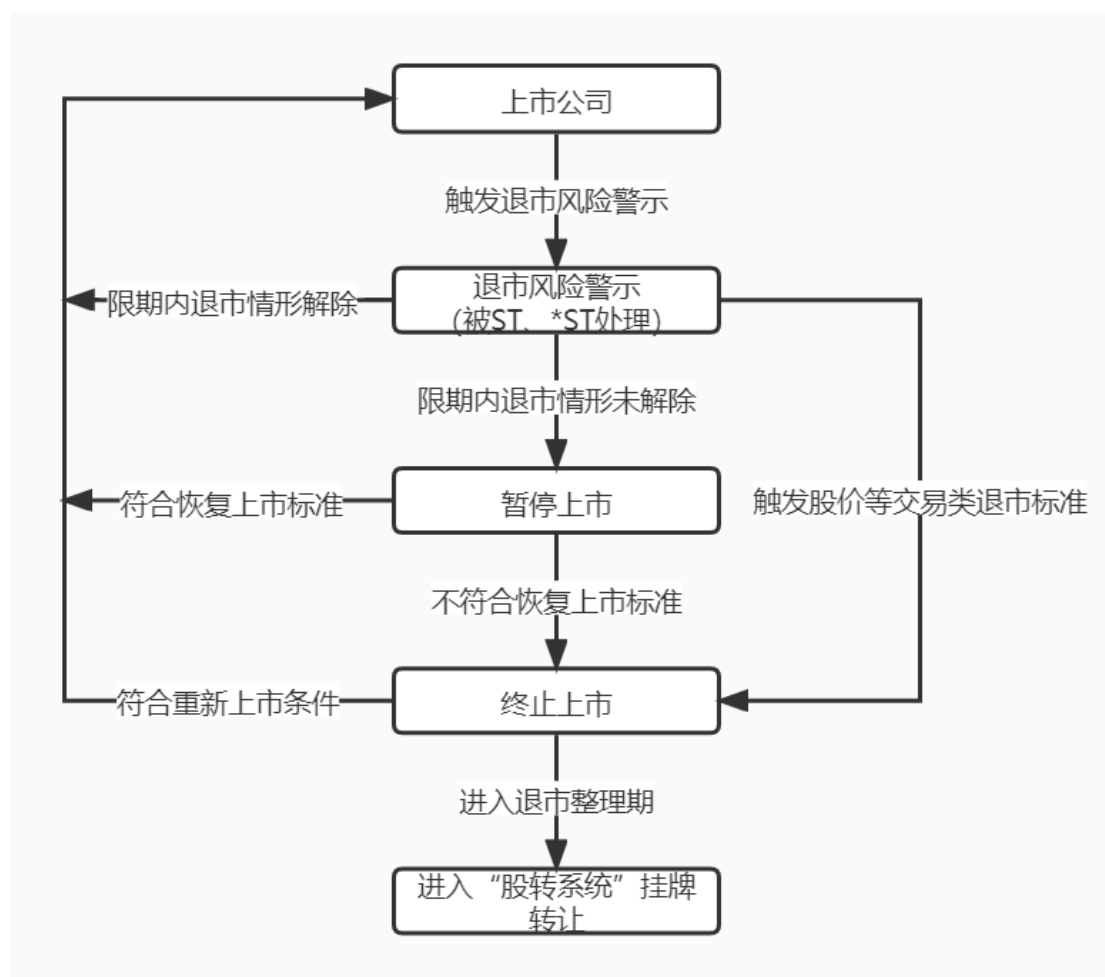


图 2.1 退市新规前上市公司退市程序

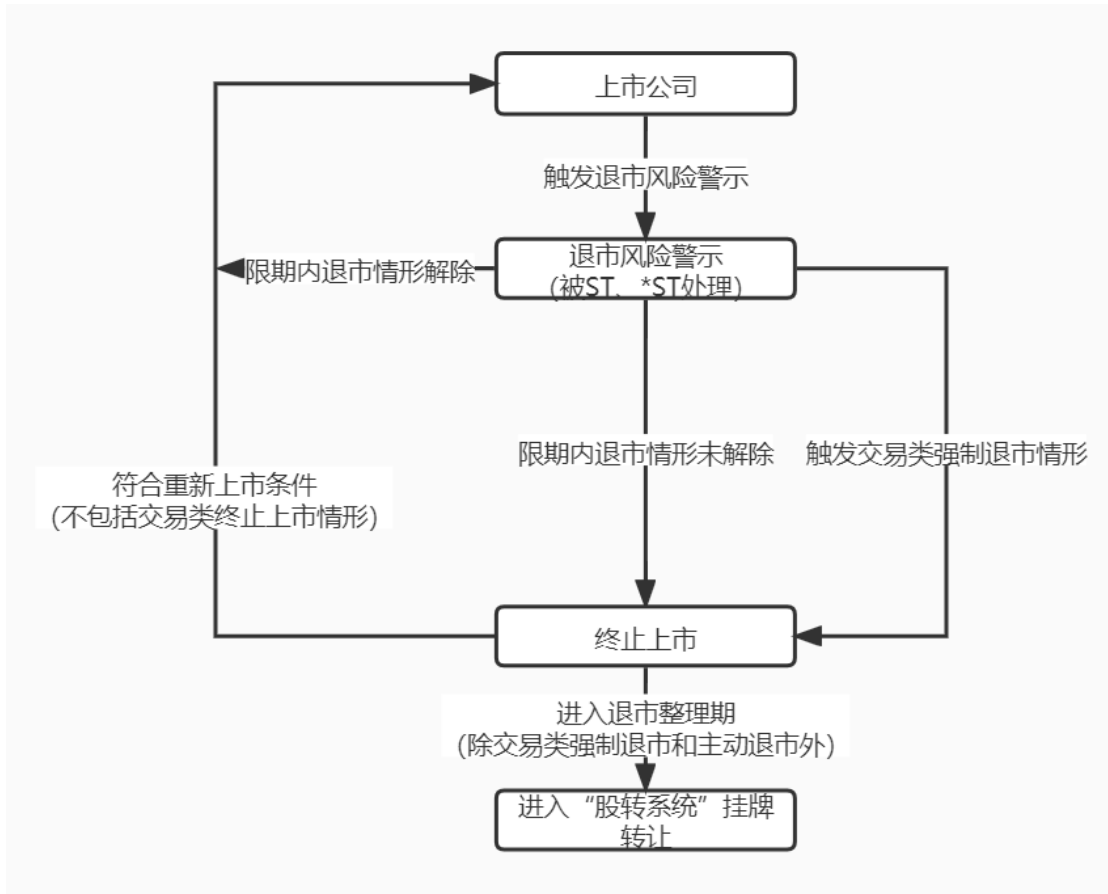


图 2.2 退市新规中的上市公司退市程序

资料来源：根据沪深交易所 2018 年修订、2020 年修订的《上市规则》整理

对比图 2.1、图 2.2 可知，相较 2018 年的上市规则，新的上市规则在退市程序主要作了以下改进：一是撤除了旧上市规则中的暂停、恢复上市的环节，退市程序更加简化；二是把退市整理期的时间缩短一半变为现行的 15 个交易日，同时明确交易类强制退市的股票直接挂牌转让，没有退市整理期，退市时间进一步缩短。

2.4 上市公司强制退市制度的理论依据

2.4.1 制度变迁理论

20 世纪 70 年代前后，美国经济学家诺斯在进行长期经济史研究的过程中发现了制度因素对经济增长的促进作用，于是逐渐改变了过往经济研究中将制度因素视为外生变量的思路，在对经济增长的分析纳入制度因素进行解释，提出制度变迁是经济长期增长的一种推动因素。诺斯所指的“制度变迁”即是制度的替代、转换和交易过程。诺斯的制度变迁理论指出，如果由外部性、规模经济、风险和

交易成本变动所应当引起的收入增加在现行制度下不能实现时，那么现行制度就可能发生变迁，进而使实现这些收入增加成为可能。股票市场退市制度也是一种制度安排，因此制度变迁理论同样适用。

具体来看，制度变迁理论中关于路径依赖部分的论述可以更好地解释退市制度改革的必要性。诺斯根据主体的不同，将制度变迁区分为诱致性、强制性两类，前者是指由个人或群体主动组织施行的，后者是指由政府制定政策或法律强制施行的。而关于制度变迁的方向，诺斯认为是由该项制度带来的规模收益决定的，如果该项制度带来的收益递增普遍发生，那么该项制度就会不断自我强化，沿着良性轨迹变迁，这就是“诺斯路径依赖I”；如果该项制度带来的收益递增不是普遍发生的，那么该项制度就会处于无效率地状态，可能向着非绩效的方向变迁，这就是“诺斯路径依赖II”。

证券市场在一国金融体系中干系重大，证券市场进行制度变迁的成本也十分巨大，如果监管机构不进行规则制度上的规范和引导而是任由市场自由发展就很可能陷入“诺斯路径依赖II”，诱致性制度变迁难以向良性轨迹方向发展，因此需要证券监督管理部门结合市场情况制定政策或法律并强制施行，尽可能地使制度变迁能够沿着良性轨迹发展。本文中提到的“退市新规”正是证券交易所在充分了解我国股票市场情况的基础上所施行的强制性制度变迁，对于规范引导我国股票市场良性发展意义重大。宜华生活强制退市案例作为“退市新规”下的首只“1元退市”股，正是退市制度强制变迁下的典型个股退出成果。

2.4.2 利益相关者理论

利益相关者理论，最早是在1984年由弗里曼明确提出的。该理论认为，所有和公司利益相关的主体共同参与付出才有公司的发展成果，因此公司不能仅追求股东的利益，而是应该回报利益相关者的付出，追求整体的利益。只有把最大化利益相关者的整体利益作为公司的经营目标，公司才能充分展现其作为一个经济组织的存在价值。上市公司的利益相关者，除公司自身外还有投资者、监管部门、供应商、经销商等。

上市公司被强制退市后会产生广泛的负面影响，这种影响会波及几乎所有的利益相关者。首先，上市公司被强制退市会使公司股票无法在证券市场上继续流通，股东手中持有股票的价值会大幅减少，公司价值也会大幅减少，同时损害了公司自身和投资者的利益；其次，上市公司被强制退市会波及供应商、经销商等利益相关者，冲击其正常经营；最后，对于整个资本市场而言，上市公司被强制退市却是好事，及时清退不符合上市标准的劣质股票，发挥证券市场的优胜劣汰功能、促进退市常态化，才能使证券市场平稳健康发展。

2.4.3 公共利益理论

公共利益理论，来源于庇古等福利经济学家，自上世纪 60 年代以来就始终是监管理论的主要渊源之一，自然也是证券监管理论的主要渊源之一。公共利益理论认为市场并不是完美的，市场具有自然垄断、外部性、信息不对称等特征，使得资源的优化配置仅依靠市场机制是难以实现的，因此政府代表公共利益进行监管是有效的。

对应到证券市场上，上市公司可能通过欺诈发行、联合坐庄、财务造假等行为损害公共利益来维护自身利益。为了防止这种情况的发生，就需要证券监管机构发挥作用。证券监管机构通过监管来规范和引导上市公司的行为，弥补证券市场现实条件的不完美，能够减少证券市场摩擦、降低证券交易成本，能够减少证券市场上操纵市场、欺诈发行、财务造假等行为的发生，从而保护公共利益。

证券市场在不断变化，因此证券监管法规也需要适时进步。在注册制改革背景下沪深证券交易所联合发布“退市新规”，完善退市标准、简化退市流程，能更好更快地清退劣质壳公司、填补监管空白、保护投资者利益，使证券市场的“进”“出”相匹配逐渐形成“有进有出”的良性循环，更好地发挥证券市场资源配置作用，服务我国经济发展。

第3章 宜华生活强制退市的案例介绍

3.1 宜华生活的基本情况

3.1.1 宜华生活的历史沿革

宜华生活，全称“宜华生活科技股份有限公司”，是在2016年由宜华木业股份有限公司（简称“宜华木业”）更名而来，宜华木业则是由广东泛海木业有限公司改组而来，而广东泛海木业有限公司是由澄海市泛海木业有限公司更名而来，具体历史沿革如图3.1。

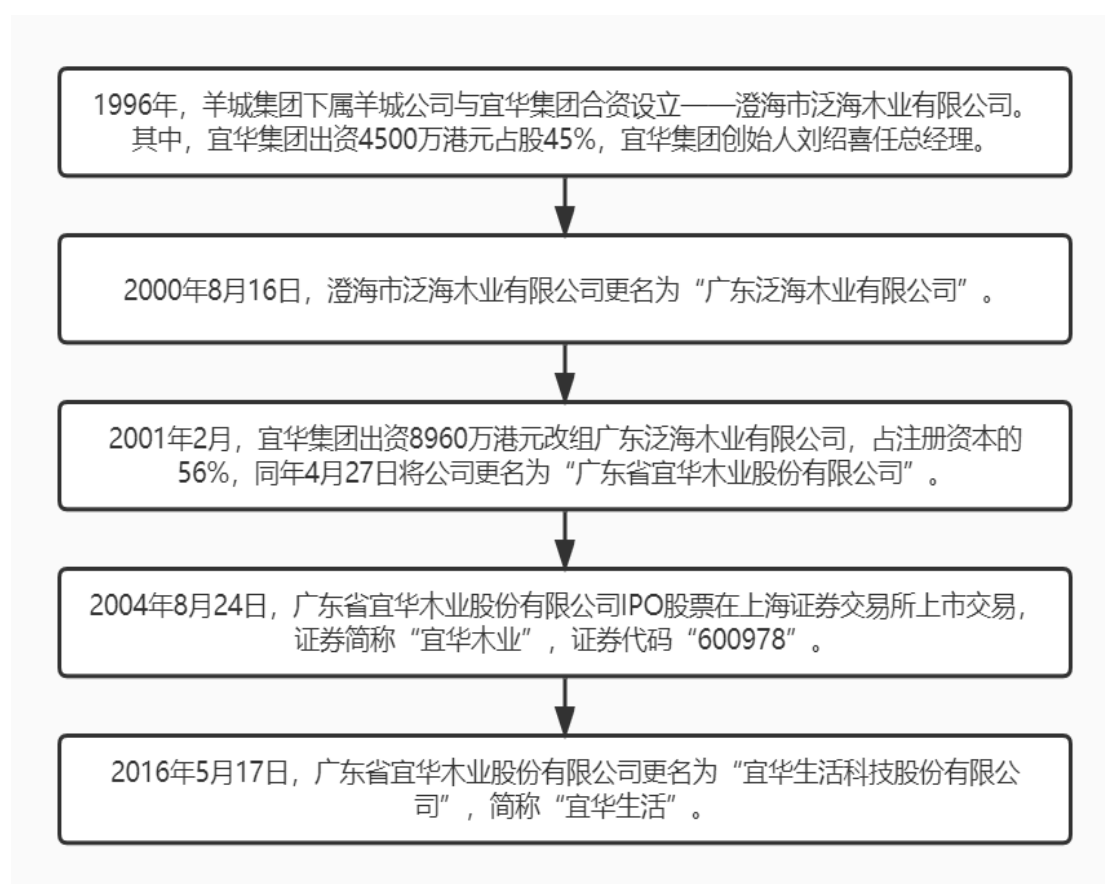


图 3.1 宜华生活历史沿革

3.1.2 宜华生活的业务概要

宜华生活所处行业为“家具制造业”，公司主要从事家居产品的一体化产销业务，公司的主导产品是原木家具、地板、沙发等，产品定位中高端。宜华生活旗下拥有沃棣家居、华达利等多个自主品牌，是我国家居业内少数能在国外市场上以自主品牌进行销售而不是只做代工的公司之一。宜华生活产业链完整，可以实现自有林业基地造林采伐供应木料、自有工厂研发加工制造、自有渠道销售的一

体化经营，这一点也是业内少有。得益于公司完整的产业链，宜华生活除主导产品外，还涉足了家纺产品、装饰材料、生活空间设计、家居信息咨询等业务。

宜华生活的家居产品在国内外市场均有销售，但在国内外市场上采取的经营模式不同。在国外市场上宜华生活采取的是批发的经营模式，即面向消费者的最终销售由海外的大型家具零售商和品牌连锁店等来完成，宜华生活只以批发形式向其供货，并负责除销售外的业务；在国内市场上宜华生活采取的是线上线下一体化销售的经营模式，宜华生活在各地设立承担品牌推广、产品展销和物流中心功能的体验中心，并在自我管理经销商的同时布局互联网尝试新型网络营销，线上线下全渠道向顾客提供“先体验互动再选择订购”的一体化销售服务。

3.1.3 宜华生活的经营情况

公司的经营情况，最直观的数据体现就是其年报披露的营业收入、净利润情况，根据宜华生活年报披露数据整理表 3.1 以观察其经营情况。

表 3.1 宜华生活 2014-2020 年经营情况数据（单位：万元）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业总收入	442663	459167	570017	802156	740181	524427	41906
营业总成本	379344	387252	484991	718901	695049	547178	152397
净利润	52730	61087	70781	74806	38560	-18915	-295946

数据来源：宜华生活 2014-2020 年年报

由上表可知，宜华生活 2014-2020 年 7 年间的整体经营数据呈“峰形”分布，以 2017 年为分界呈现明显的先升后降趋势。从营业收入数据来看，宜华生活的营业收入从 2014 年的 442663 万元逐渐上升至 2017 年的 802156 万元到达峰值，2017 年之后急速降低至 2020 年的 41096 万元；从净利润数据来看，宜华生活的净利润从 2014 年的 52730 万元逐渐上升至 2017 年的 74806 万元，2017 年之后巨幅下跌至 2020 年的-295946 万元。2015-2020 年净利润的同比增长率分别为 15.84%、15.86%、5.68%、-48.45%、-149.05%、-1464.61%，可以看出宜华生活的大幅盈利增长其实在 2016 年就基本止步了，2017 年只是与 2016 年持平，随后就急速大幅下降了。2017 年宜华生活的营业成本同比增幅 48.22% 大于营业收入的同比增幅 40.72%，使得营业收入增加 232139 万元的情况下净利润仅增加了 4025 万元，同比仅增加了 5.68%。总的来看，报表数据显示宜华生活的经营情况在 2016 年前呈现良好的增长态势，2017 年增长态势明显下滑但盈利还为正，自 2017 年开始公司的经营情况便急转直下，净利润断崖式下跌，2019 年净利润告

负，到 2020 年净利润已经巨亏-295946 万元。

2017 年之前宜华生活经营情况态势良好，2017 年开始情况就急转直下，业绩发生了“大变脸”。从时间上看，2017 年正是其“互联网+泛家居一体化”战略激进扩张的最后一步高溢价收购华达利公司完成，初步搭建完成其“Y+生态系统”后的第一年，经营业绩自此开始持续下滑正是其以高额负债方式超越自身承受能力盲目激进扩张的恶果。

3.2 宜华生活的治理结构

3.2.1 宜华生活的组织结构

宜华生活的组织结构情况如图 3.2，从纵向看共有股东大会、董事会、总经理、总经理下辖各部门四大层级，此外还设有监事会履行监督职能；从横向看，董事会设有董事会办公室协助处理董事会日常事宜，并下辖战略、薪酬与考核、提名、审计四大委员会，同时设有总经理办公室协助总经理处理日常事宜，总经理下又设有审计部、技术部、生态部、品牌部等职能部门。

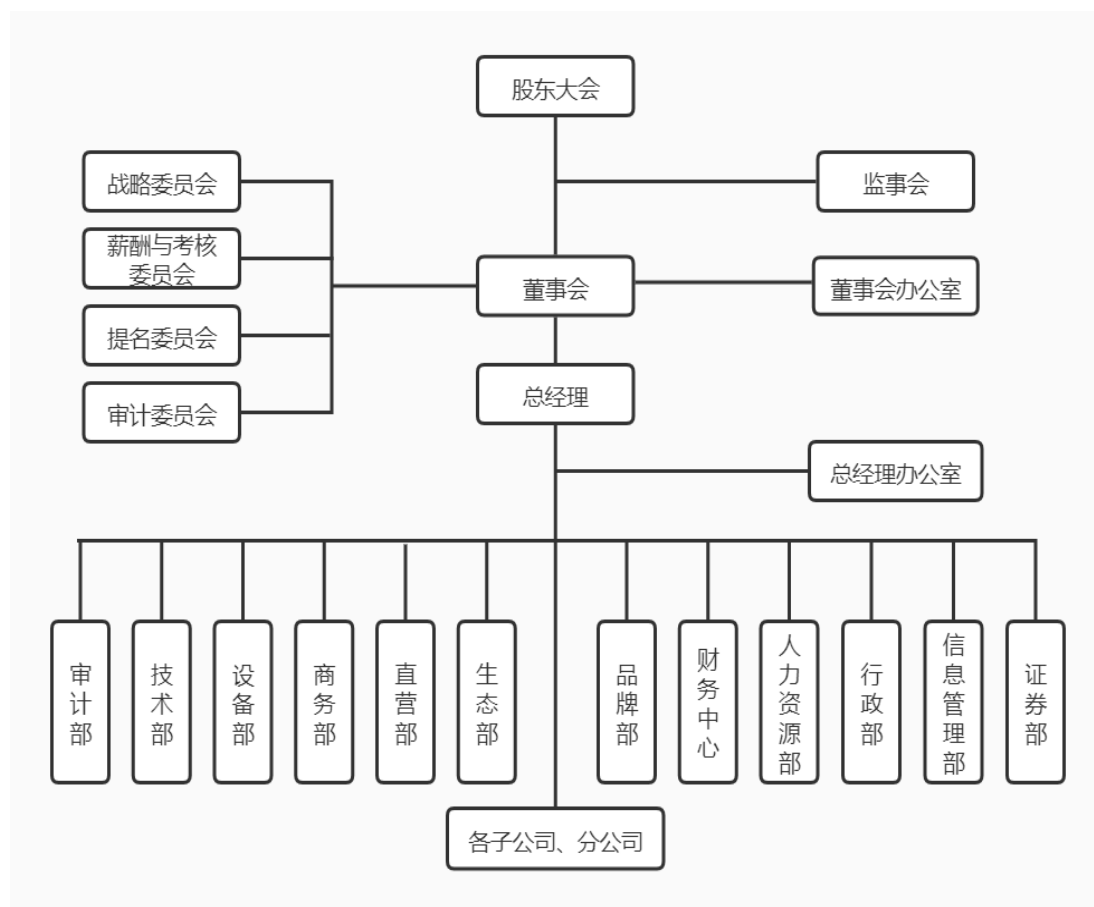


图 3.2 宜华生活组织结构

资料来源：宜华生活年报、债券评级报告

宜华生活的董监高任职情况如表 3.2，除去董事长和独立董事外，剩余五名董事中有四名兼任高管；三名监事中有两名兼任公司重要职务。董事会和监事会大量成员均在公司管理层中担任重要职务，造成公司董事会的决策职能、高管的执行职能、监事会的监督职能的重叠，不利于公司决策、执行、制衡工作的开展。

表 3.2 宜华生活董事、监事、高管任职情况

姓名	所属治理层	职务
刘壮超	董事会	董事长
万顺武	董事会	总经理、董事
刘伟宏	董事会	副总经理、董事会秘书、董事
黄国安	董事会	副总经理、董事
周天谋	董事会	财务总监、董事
刘文忠	董事会	董事
王克	董事会	独立董事
刘国武	董事会	独立董事
孙德林	董事会	独立董事
王维咏	监事会	监事会主席、总经理助理
王四中	监事会	监事、国外家具仓储部经理
陈楚然	监事会	监事
黄泽群	高管	副总经理

数据来源：宜华生活 2020 年年报

3.2.2 宜华生活的股权结构

宜华生活是典型的家族企业，其直接控股股东是宜华公司(集团)有限公司，实际控制人是宜华集团创始人刘绍喜。最终穿透来看，宜华生活共有刘绍喜、刘绍生、刘壮超三大自然人股东。其中，刘绍喜是宜华集团创始人，刘绍生是刘绍喜的弟弟，刘壮超是刘绍喜的次子，三人合计持有宜华世纪 100%股权，并通过持股宜华世纪控制宜华集团，进而控制宜华生活。具体控股情况如图 3.2 所示，刘绍喜以 80%的持股比例绝对控股宜华世纪，借此以宜华世纪对宜华集团 30%的持股比例加上其个人对宜华集团 56%的持股比例绝对控股宜华集团，最终绝对控股宜华生活。

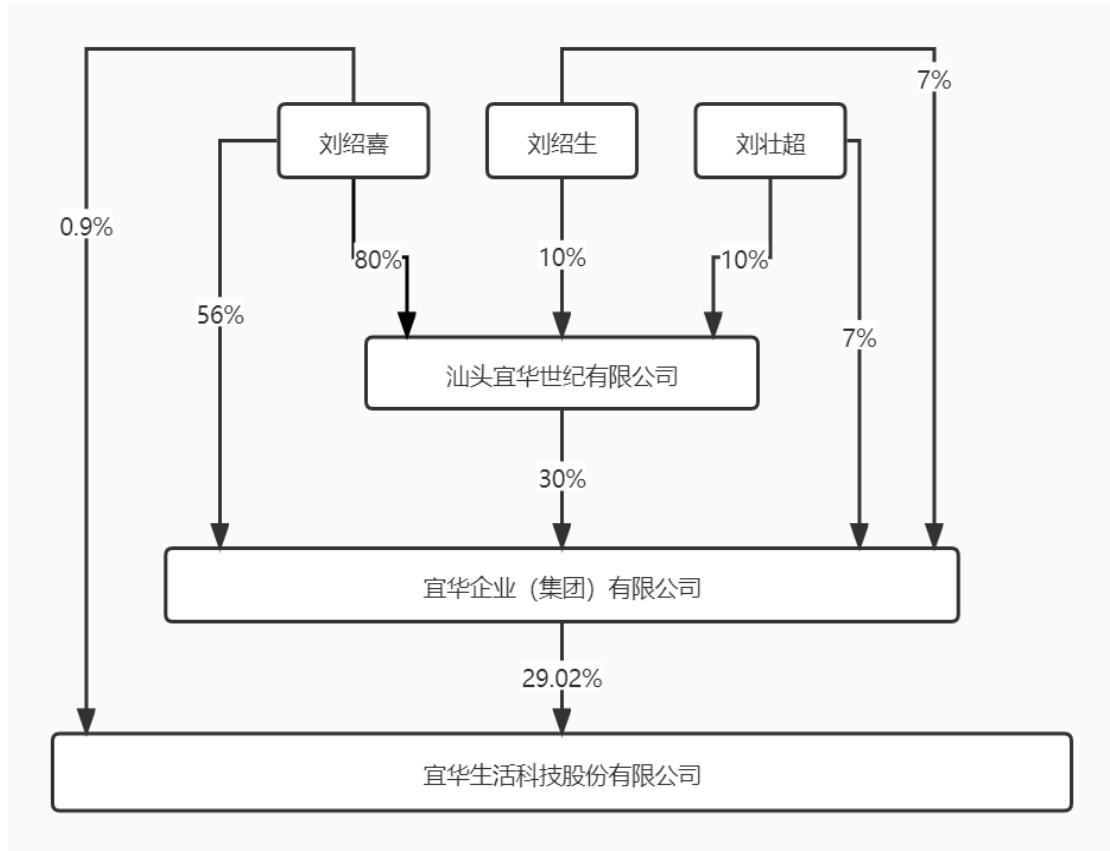


图 3.3 宜华生活股权穿透

资料来源：宜华生活 2019 年年报

通过股权穿透了解了宜华生活的控股情况后，整理出宜华生活前十大股东持股情况如表 3.3，对宜华生活具体持股情况进行分析。

表 3.3 宜华生活前十大股东持股情况

股东名称	期末持股数量	比例 (%)	股东性质
宜华集团	430399298	29.02	境内非国有法人
汕头雅华投资	44468498	3.00	其他
刘绍喜	13378493	0.90	境内自然人
赵春来	11297850	0.76	境内自然人
赵吉庆	8352200	0.56	境内自然人
云南省轻工业投资控股集团	6811821	0.46	未知
夏重阳	6700000	0.45	境内自然人
顾全梅	6007159	0.41	境内自然人
乌楣	5375100	0.36	境内自然人
陈建亮	4800000	0.32	境内自然人
合计		36.24	

数据来源：宜华生活 2020 年年报

通过表 3.3 可知，宜华生活前十大股东合计持股 36.24%，其中宜华集团持股 29.02%，占前十大股东持股数合计的 80%左右。除去宜华集团外，宜华生活的前十大股东中有七名是自然人股东且持股比例极少，公司股东中一家是云南轻工业投资仅持股 0.46%，另一家汕头雅华持股 3%。而汕头雅华是宜华生活的高管共同成立的用以进行管理层激励的投资公司，时任负责人万顺武曾负责了宜华生活上市时会计方面的工作，更是宜华生活的现任董事和总经理，所以汕头雅华是宜华生活的关联公司。

宜华生活前十大股东中真正意义上的大股东只有宜华集团和汕头雅华投资，其余几乎都是持股极少的自然人股东，而前十大股东之外的股东持股 63.76%，占比很高。为进一步了解公司股权构成情况，需要观察公司此时的前十大股东持股是否经历过变动调整，因此整理出宜华生活退市前五年（2016 年-2020 年）的前十大股东变动情况表 3.4，作进一步分析。

表 3.4 宜华生活前十大股东变动情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
宜华集团	24.85	宜华集团 29.02	宜华集团 29.02	宜华集团 29.02	宜华集团 29.02
中国证券金融公司	1.53	华信信托股份有限公司 3.49	华信信托股份有限公司 3.49	汕头雅华投资 3.44	汕头雅华投资 3.00
中国人寿保险	1.47	中国证券金融公司 2.99	汕头雅华投资 3.49	中国证券金融公司 2.99	刘绍喜 0.90
华泰证券	1.37	汕头雅华投资 2.43	中国证券金融公司 2.99	刘绍喜 0.90	赵春来 0.76
富诚海富通资管	1.19	厦门国际信托有限公司 2.09	兴证证券资管 1.18	赵吉庆 0.55	赵吉庆 0.56
兴证证券资管	1.18	厦门国际信托有限公司 2.02	陈泽铭 0.96	香港中央结算公司 0.48	云南省轻工业集团 0.46

续表 3.4 宜华生活前十大股东变动情况

	2016年		2017年		2018年		2019年		2020年
富诚海富通资产	1.12	兴证证券资管	1.18	高春雷	0.92	云南省轻工业集团	0.46	夏重阳	0.45
华润深国投信托	1.11	华润深国投信托	1.11	刘绍喜	0.90	顾全梅	0.41	顾全梅	0.41
刘绍喜	0.9	长安国际信托	1.01	中国农业银行	0.87	钱晓红	0.37	乌楣	0.36
中国人寿保险	0.76	刘绍喜	0.90	香港中央结算公司	0.64	王国峰	0.36	陈建亮	0.32
合计	35.48		46.24		44.46		38.98		36.24

数据来源：宜华生活 2016-2020 年年报

观察上表并结合年报可知：公司最大股东宜华集团持有股份比例 2014 年、2015 年为 23.84%，2016 年增持为 24.85%，2017 年增持为 29.02%，2018 年至 2020 年保持 29.02%；宜华集团创始人刘绍喜则一直是持股 0.90%；汕头市雅华投资合伙公司为 2017 年增持进入十大股东，持股 2.43%，2018 年增持至 3.49%，2019 年减持为 3.44%，2020 年减持为 3.40%。2016-2020 年前十大股东中除去前述三个，其余股东基本都是金融机构或金融机构以资管产品形式短期持有且均在 2018-2020 年减持退出。从前十大股东构成和合计持股比例的变动来看，金融机构投资者自 2018 年开始几乎全部减持宜华生活股票退出，汕头雅华公司也自 2019 年开始不断减持宜华生活的股票，尽管公司最大股东宜华集团自 2016、2017 年连续增持后持股比例一直稳定在 29.02%，但宜华生活前十大股东合计持股比例也随着金融机构投资者的退出不断减少，从 2017 年合计持股 46.24% 不断减少至 2020 年的合计持股 36.24%。

前十大股东构成和合计持股比例的变动表明，由于公司经营业绩不断下滑，尽管宜华集团增持宜华生活股份后稳定持股比例试图向市场传递稳定信号，但宜华生活公司高管和专业的金融机构投资者却并不买账，不断减持退出，这样的“用脚投票”现象其实是公司情况恶化的市场反馈。

3.3 宜华生活的强制退市过程

鉴于宜华生活触发的是交易类强制退市情形中的“1 元退市”，因此其退市与

股价走势密不可分，但宜华生活被警示存在退市风险前的股价并非是一直稳定的，因此需要先对其被警示存在退市风险前的股价走势情况进行简要分析说明。



图 3.4 宜华生活 2014-2021 股价走势

数据来源：巨潮资讯网

由图 3.4 可知，宜华生活股票价格于 2015 年 1 月份开始大幅攀升，至 2015 年 6 月 17 日收盘价为 22.44 元/股，达到顶点。这段时间公司股票价格攀升，主要是以下事项向市场传递了利好信号：①2015 年 1 月 7 日公司发起了员工持股计划；②2015 年 1 月 26 日恒安兴主动终止了宜华生活以 5.7 亿元收购其 100% 股权的协议，由于恒安兴主要客户为高端酒店而当年高端酒店行业不景气，所以此次终止对宜华生活有利；③2014 年公司实现净利润 5.3 亿元，同比增长 29.04%；④2015 年一季报披露公司实现净利润 1.2 亿元，环比增长 49.48%；⑤2015 年 4 月 29 日刘绍喜增持公司股份。

2015 年 6 月 19 日至 2016 年 1 月 20 日公司股票停牌，前期停牌主要是进行非公开发行；后期停牌主要是收购新加坡知名沙发制造商华达利公司。因为宜华生活耗费 18.3 亿元现金收购华达利溢价过高且华达利公司资质不好，加之收购华达利后初步打造成的“Y+生态系统”内的公司分散独立并无实质性合作，所以市场反应迅速且消极。公司股票自 2016 年 1 月 21 日复牌后便迅速下跌，1 月 28 日跌至 11 元/股，此后 2016 年度便在这个价格水平波动，2017 年才开始继续下行。

总结来看，2014-2016 年公司股票价格虽然有很大波动但都有迹可循，股价在 2016 年初下跌后已经稳定维持在约 11 元/股，明显的风险已经在股价上得到了释放，期间并无明显持续的退市风险，真正明显持续、最终引发强制退市的股

价下行自 2017 年才开始伴随着业绩明显下滑逐渐显现。

3.3.1 第一阶段：被警示存在退市风险

2017-2019 年，宜华生活经营业绩持续下行，三年净利润依次为 74806 万元、38560 万元、-18915 万元，股价也一路下行，从 2017 年 1 月 3 日约 10 元/股（上月收盘 10.65 元/股，本月开盘价 10.65 元/股）一路下跌至 2020 年 1 月 2 日约 3 元/股（上月收盘价 2.97 元/股，本月开盘价 2.99 元/股），股价已累计下跌了约 70%。

2020 年 1 月 23 日宜华生活发布业绩预亏公告，预告公司外销北美的批发订单受中美贸易摩擦和年底突发疫情的影响大幅减少，而公司半数以上业务收入来自海外市场，海外市场又以北美市场为重，因此北美外销订单大幅减少导致公司 2019 年的海外市场业务收入大幅下降，归属于股东的净利润将亏损 1.08-1.59 亿元，扣非后归属于股东的净利润将亏损 1.2-1.75 亿元。公告一发布，宜华生活公司的股价迅速自约 3 元/股下跌，2 月 3 日时已下跌至约 2.5 元/股。

2020 年 4 月 24 日，证监会根据证券法规定向宜华生活下发了深专调查字 2020164 号调查通知书，对其信息披露违法行为立案调查。

2020 年 4 月 29 日宜华生活披露 2019 年度财报，受托审计机构亚太会计师事务所出具了无法表示意见的审计报告。出具原因主要有两个，一是此时证监会对宜华生活的立案调查尚未结束，亚太会计师事务所无法准确判断调查结果对公司年报审计的影响程度；二是亚太会计师事务所获取的审计证据表明宜华生活内部控制中的货币资金方面存在重大缺陷。无法表示意见的审计报告一经披露，上海证券交易所立即对宜华生活下发问询函，针对公司货币资金、预付账款、债务偿还方面的异常情况展开问询。

根据上市规则，上市公司如果最近一年的年报被出具了无法表示意见或否定意见，证券交易所就会对该公司实施退市风险警示。因此，2020 年 5 月 6 日上海证券交易所对宜华生活公司实施了退市风险警示，公司股票简称也披星戴帽变为“*ST 宜生”。

2020 年 5 月 29 日，鉴于宜华生活对第一次问询函多次申请延期回复，上海证券交易所再次下发问询函。此次问询更加具体，涉及宜华生活 9 项存疑或异常的会计科目、持续亏损的经营业绩、偿债压力情况，并勒令宜华生活于 6 月 17 日前披露回复。2020 年 6 月 18 日，宜华生活披露回复，基本承认了上海证券交易所第二次问询函中提到的问题但仍辩称问题是合理的，但随着再次的问询宜华生活的问题进一步暴露，公司股价继续下跌。

从被证监会立案调查到被实施退市风险警示期间，宜华生活的股价由约 2.5

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/727161110010006031>