

对我国创业板新退市制度的思考

胡茜茜 朱永祥

(西南大学经济管理学院 重庆 400715)

【摘要】 本文简要阐述了完善创业板退市制度的意义,并对创业板新旧退市制度作了比较,针对新退市制度存在的问题提出了完善建议。

【关键词】 创业板 退市制度 投资者利益保护

一、完善我国创业板退市制度的意义

现行创业板退市制度(简称“旧退市制度”)是创业板成立之初参照主板市场的退市制度制定的。尽管该退市制度实行最初对提高创业板上市公司质量起到了一定的积极作用,但从目前情况来看,现行退市制度已逐渐显露出退市周期长、退市效率低下等弊端,进而导致了创业板的其他一系列问题。显然,从资本市场的长远发展来看,现行创业板退市制度已不合时宜,无论在实务界还是学术界均饱受诟病,因此现行条件下对现有退市制度作出改进和完善势在必行。

2011年11月28日,深圳证券交易所适时地发布了《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》(简称“新退市制度”)。此举意义重大,其作用表现在如下两个方面:

1. 完善创业板退市制度有利于增强市场资源配置能力。由于现行退市制度存在种种弊端,在实际运行中某些经营效率低下的上市公司利用各种手段使得公司“停而不退”,从而使得市场内资产质量较差的公司无法在优胜劣汰的市场机制中淘汰出局,严重影响了资本市场的运行效率,阻碍了资本市场资源配置功能的正常发挥。因此,改善现行退市制度,可以一定程度上使市场保持高效的淘汰机制,营造吐故纳新、动态平衡的投资环境,增强市场的资源配置能力,推动创业板的稳定发展。

2. 完善创业板退市制度有利于保护中小投资者利益。现行退市制度由于存在“停而不退”的现象,容易在市场上形成许多“壳资源”,这导致相关的内幕交易和市场操纵行为不断增多,对“壳资源”的恶炒也扭曲了市场对股票的正常估值。而大量不具有信息优势的中小投资者由于缺乏一定的风险意识和投资准则,可能在盲目跟风中投机而最终损失惨重。新的退市制度将注重培育投资者和整个市场的风险意识,遏制垃圾股过度投机,形成以业绩为基础的投资理念,让投资者学会“用脚投票”,帮助投资者形成正确的投资理念,保护中小投资者利益。

二、我国创业板新旧退市制度之比较

出于对创业板健康成长及可持续发展的考虑,深交所

借鉴了境内外成熟资本市场的经验,总结了过去的经验和教训,着手完善现行退市制度。本文对创业板新旧两个退市制度加以对比,通过分析可以发现其差异主要体现在六个方面(见表)。

创业板新旧退市制度对比

新旧制度差异	旧退市制度	新退市制度
新增两个退市条件	共11个退市条件	在原11个退市条件基础上新增两个退市条件: 36个月内累计受到交易所公开谴责三次; 连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值
恢复上市的审核标准更加严格	对利用非经常性损益调整净利润及通过借壳恢复上市的做法无规定或限制	新增两个审核要求: 扣除非经常性损益前后的净利润孰低为盈利判断标准; 不支持借壳恢复上市
缩短退市时间	连续两年净资产为负则暂停上市,连续两年半净资产为负则终止上市; 股票出现连续120个交易日累计成交金额低于100万股的情形即实施“退市风险警示处理”措施,其后再次出现连续120个交易日累计成交金额低于100万股的情形即终止上市	一旦经审计净资产为负则暂停上市,连续两年净资产为负则终止上市; 股票出现连续120个交易日累计成交金额低于100万股的情形即终止上市
新设“退市整理期”制度	无退市整理期制度	拟退市公司退市前移入退市整理板,给予30个交易日的退市整理期
改变退市风险提示方式	退市风险警示,即*ST制度	取消退市风险警示处理,强化退市风险信息披露,深化投资者适当性管理
明确退市公司去向安排	公司退市后无统一安排	公司退市后统一移到代办股份转让系统进行转让

从表中差异对比不难看出,新的退市制度相对于旧的退市制度在多个方面均已作出改进,如审核更严格、缩短了退市时间、给予30个交易日的退市整理期、明确退市公司去向安排等。

退市新构构建起了一套多层次、多元化的退市标准,呈现出较强的互补性与可操作性,与上市标准之间也形成了较好的对称性。

三、新退市制度存在的问题

新退市制度在现行退市制度基础上加以改进和完善,可以说又一次迈出了我国金融工作改革历程中重要的一步,也进一步明确了决策者和监管者改革的方向和决心。然而,在认真审视创业板退市具体新规之余,我们也不难发现其有待商榷的若干问题:

1. 照搬国际经验,脱离中国国情。深交所新增退市条款之一“创业板上市公司连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值”是参照了国际经验制定的,但这个条件在中国其实是很难达到的。这是因为,从我国创业板设立至今,其股票历史收盘价均在 6 元以上,即使连续 20 个跌停板,也达到 2 元以上而不会低于每股面值 1 元。加上我国创业板上市公司上市之初发行市盈率、超募数量大是普遍现象,因此对于发行价大多在十元、几十元的创业板股票来说,每股跌到 1 元以下是很难实现的,这一新增退市条款不符合目前的中国国情,基本上形同虚设。

2. 新增退市条件过于宽松。本次完善方案中新增了“36 个月内累计受到交易所公开谴责三次”这一退市条件。深交所的处罚按严厉程度由低到高分别为内部批评、通报批评和公开谴责三类。而根据 2011 年 4 月实施的《创业板上市公司公开谴责标准》,要“受到公开谴责”,一般是要触犯内幕交易、信息披露违规等情节严重的错误才会被处罚。据深交所数据显示,在创业板设立至今的两年多时间内已有 285 家公司上市,然而仅有聚龙股份(300202)、南风股份(300004)、豫金刚石(300064)3 家创业板公司受到过交易所的通报批评,无一家被公开谴责。在深交所主板和中小板市场上,即使因为财务信息造假而臭名昭著的 *ST 广夏(000557)和已暂停上市的深本实(200041)两家公司也只是在 3 年内各自被公开谴责过 2 次,而这是深交所历史上对上市公司最重的处罚之一。因此,新增的这一退市条件显得过于“温柔”,难以对存在不良动机的上市公司产生实质性的威慑作用。

3. 缺乏对退市公司及利益相关者的问责惩戒制度。现实中,一些公司通过粉饰报表、披露虚假信息的手段实现了上市圈钱。一旦公司面临退市,由于目前缺乏对其披露虚假信息责任追溯和惩罚制度,退市公司不必为此付出任何代价,而投资者却会因此承担退市的最大成本。尽管出于保护投资者利益的目的,新退市制度增加了退市整理期和退市整理板,但实际上只要缺少问责赔偿制度,此举恐怕也难以真正保护投资者利益。

四、改进创业板退市制度的建议

针对创业板新退市制度所存在的问题,为使创业板更有效地进行资源配置,成为一个真正高效率的市场,笔者认为可以从如下几个方面加以完善:

1. 将新增的退市条件“连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值”改为“连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股净资产”。通常而言,优质股票的市价都会超出每股净资产许多。若连续 20 个交易日的收盘价都低于每股净资产的股票,往往反映公司出现了一定的问题,资产质量不够好。尽管“一元退市”是国际标准,但只有结合中国的国情才能真正管理好中国的市场。因此,在我国创业板上市公司“三高”盛行的当前局势下,将每股净资产作为退市标准也许更有实际意义。

2. “36 个月内累计受到交易所公开谴责三次”这一退市条件应适当严格。鉴于迄今为止我国主板市场、中小板市场以及创业板市场上均未能有一家上市公司触及这一底线,显示出其对于上市公司的约束力度非常有限。因此可以考虑在时间、处罚类别和谴责次数三个方面做出一定程度的调整,使得退市条件更加严格,以更有效地发挥其作用,提高创业板退市效率。

3. 建立起对退市公司及利益相关者的问责惩戒制度。此举是我国创业板退市制度完善的关键。对于那些过度包装甚至欺诈投资者上市圈钱的不合格公司,在一上市业绩就变脸、圈到钱就退市后,应当有一套事后的问责惩戒制度。对造假、渎职的大股东、公司高管以及相关的中介机构,采取严厉的惩戒措施,使之付出相应的经济代价。只有对违规者的不法行为作出严厉惩处,才能给创业板营造一个公平、公正、高效的市场环境。

五、结论

深交所发布的《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》对于创业板乃至整个资本市场都具有极其深远的意义。尽管与现行退市制度相比新退市制度作出了较多的改进,但依然存在许多不可忽视的弊病。退市新政在我国当前的市场环境下是否能真正提高创业板的活力和公司质量以及促进创业板健康发展,还有待市场检验。

【注】本文为西南大学中央高校基本业务费项目“中美创业板市场效率的比较研究”(项目编号:SWU0909627)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 深圳证券交易所.关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿),2011-11-28
2. 中国证券报.深圳证券交易所创业板股票上市规则,2009-06-06
3. 臧植辉.我国创业板市场退市制度研究.中国政法大学硕士论文,2011
4. 王晓津.海外创业板市场最新发展动态及启示.中国金融,2010;2
5. 李自然,成思危.完善我国上市公司的退市制度.金融研究,2006;11
6. 深圳证券交易所.创业板上市公司公开谴责标准,2011-04-01