我国主板上市公司退市制度之弊

——以银广夏为例

关 旭 王军法

（南京大学金陵学院 南京 210089 南京审计学院国际审计学院 南京 210029）

【摘要】广夏（银川）实业股份有限公司是一家曾经发生过重大财务舞弊事件、严重资不抵债、主营业务一度崩溃的企业，但十几年来却一直未曾退市，这说明我国退市制度效率极低。退市标准宽松是我国退市制度低效的表面原因，更深层次的原因是监管部门的妥协。基于此，本文对我国2012年推行的新退市制度提出了完善意见。

【关键词】上市公司 证券法 银广夏 退市制度 退市标准 退市程序 退市机制

一、引言及文献综述

2001年8月初，《财经》杂志发表了一组题为《银广夏陷阱》的系列调查报道，通过“不可能的产量、不可能的价格、不可能的产品”揭露了广夏（银川）实业股份有限公司（简称“银广夏”）的世纪骗局，将这只被寄托了千万中小股东梦想的“世纪绩优股”瞬间拉下了神坛。银广夏从此走上了漫漫的偿债和重组之路，完全丧失营业能力，然而该公司几经波折却并未退市，目前仍处于“停牌重组”状态。这样一只股市“不死鸟”让人不禁深思，我国退市制度是否有效？为什么这样的公司、这样的股票仍未退市呢？

对退市制度有效性的相关研究结论都认为我国退市制度效率低下、有效性不足。姜国华、王汉生（2005）通过模型分析认为，市场监管机构处理的是盈亏稳定性差而不是赢利能力差、不能为投资者带来长期回报的公司。该观点表明退市制度在执行中不能有效区分出劣质上市公司，退市制度效率比较低。周玮（2007）研究得出，2001～2010年间，我国退市公司数量最多的一年为12家，平均为每年7家上市公司退市，占上市公司比例最大为0.801%，平均比例为0.482%。与之相比，每年从美国证券市场退市的股票数量在700～1 300只之间，占上市公司总量的比例为8%～15%。由此可见，我国上市公司退市率非常低。董登新（2007）研究认为，由于制度缺陷与监管漏洞、壳资源需求与银行债务保全需要以及监管层对股民“父爱”般的“人道”误区，导致我国退市制度名存实亡。冯芸（2009）认为，在我国上市公司连续两年亏损后，如果能盈利一年就可申请摘掉ST，而多数公司选择通过各种盈余管理手段做到一年恢复盈利，继而逃脱退市。

对于退市制度效率低下的原因，李自然、成思危（2006）研究认为，我国现行的退市标准非常宽松，在退出程序和制度安排上存在困难。在实践中，助长了市场投机行为和股市泡沫的膨胀。倪馨（2009）研究认为，与发达国家退市制度相比，中国股票退市制度呈现退市规定操作性不强、过分依赖连续3年亏损指标、政府对上市公司过于“溺爱”等特点；在现行退市制度下，上市公司退市的主要原因是，在退市过程中面临较多的重组机会，最终是否退市是行政选择的结果。祝和国（2013）研究认为，我国上市公司退市难的原因主要有退市标准单一且难以操作、地方保护主义盛行、投资群体不理性。

二、我国的主板退市制度

我国退市制度的发展经历了一个从无到有的快速发展过程，以2001年证监会发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》、2005年《证券法》和2012年新退市制度为划分的标志。

1. 退市标准。2001年颁布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》中，退市标准主要是连续3年亏损。

2005年《证券法》中，退市标准进一步完善，主要包括：①公司股权结构、股本总额变化不再符合上市条件的。具体数量标准为：最低股本总额为3 000万元；公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；股本总额超过人民币四亿元的上市公司，公开发行股份的比例至少占公司10%以上。②不按照规定及时公布财务信息，披露虚假信息。③上市公司有重大违法行为。④公司连续三年亏损。

2012年新退市制度规定更加细化，具体标准为：①连续四年亏损；②连续三年净资产为负；③连续三年营业收入低于1 000万元；④连续120个交易日累计成交量低于500万股；⑤连续20个交易日收盘价低于面值；⑥连续三年财务会计报告被出具否定意见或无法表示意见；⑦其他未能在法定期限披露报告股本总额或股权分布不符合

上市条件等相关情况。

2. 退市程序。我国上市公司退市程序主要包括退市风险警示、暂停上市、恢复上市和终止上市几个程序。其中退市风险警示环节多年来饱受诟病，取消该环节的呼声越来越高。2012年的新退市制度中，深交所已经率先取消了退市风险警示程序，上交所仍然保留。

三、银广夏案例概况

1. 银广夏舞弊案后公司主要发展脉络。2001年舞弊案发生后，银广夏资金链断裂，主营业务急剧下滑，全面出现巨额亏损，包括工商银行、中国银行、浦发银行、交通银行等多家银行纷纷开始向银广夏追债。

银广夏 2001 年财务报告中，发生了高达 4.19 亿元的巨额亏损，每股净资产仅为－1.66元。由于净资产低于股票面值，公司股票开始被实行特别处理。为追回贷款，银行通过向法院申请，开始要求对银广夏资产进行司法拍卖。银广夏几乎所有可以抵债的资产都被用于抵债。

2005 年 8 月，在监管部门的协调下，债权人成立债权人委员会解决银广夏的相关债务。但直到 2007 年 6 月，债权人委员会各方才达成一致意见，同意通过“以股抵债”的方式解决债务问题。拟以每 10元债务抵偿 1.4 股银广夏股份，股份来源为以资本公积金向特定股东定向转增股本所形成的公司股份。经股东大会同意后，2009 年 1 月完成了相关债权人的股权过户。

随后，相关债权人之一的九知行管理咨询有限公司向法院申请对银广夏实施破产重整。申请破产重整的理由是银广夏持续处于严重资不抵债状态。2010 年 9 月，银川市中级人民法院做出裁定，受理了九知行对银广夏的重整申请。此后，银广夏停牌，进入破产重整程序。

据统计，2003年至今银广夏已历经92次停牌，此次重整停牌更是从2010年11月4日起至今未复。2013年8月，公司公告称债务重组工作基本完成，等待后续处理。

2. 银广夏的业绩分析。从表1可看出舞弊事件爆发后银广夏财务状况全面恶化。从2001年起，每股收益和每股净资产持续为负，每股经营活动现金流量基本为0，资产负债率持续走高。公司主营业务完全崩溃，丧失营利能力和抵御风险能力，并且毫无成长性可言。从表2中能够看出，2000～2012年间，会计师事务所均发表了“无法发表意见”的审计意见，其信息披露的质量难以保障。

这些结果说明，财务舞弊案发后，银广夏已经不具备继续上市的条件，并且没有任何改善效果，早应该退出我国主板市场。但是银广夏在十几年的时间都并未退市，显然是我国上市公司退市机制出了问题。

表 1　银广夏2000～2012年部分会计指标

指标 / 年份	盈利能力指标			成长性指标		抵御风险能力指标		
	总资产收益率(%)	每股收益(元)	净利润(元)	营业收入增长率(%)	总资产增长率(%)	每股经营活动现金流量(元)	每股净资产(元)	资产负债率(%)
2000	15.57	0.83	415 989 700.8	—	29.69	0.25	2.39	57.12
2001	−29.72	−0.78	−419 100 589.4	—	−55.87	0.27	−1.66	159.58
2002	0.67	0.01	4 784 966.76	−180.29	−52.78	0.01	−1.05	179.49
2003	−9.78	−0.12	−62 090 464.5	−53.22	−6.57	−0.02	−1.11	190.83
2004	−61.8	−0.69	−346 924 675.5	−3.53	−17.12	−0.02	−1.83	282.07
2005	1.13	0.01	5 729 448.11	75.63	−1.30	0.01	−1.85	285.74
2006	−4.15	−0.03	−18 292 727.13	165.59	−24.24	0.00	−0.79	222.41
2007	4.58	0.03	17 630 060.93	844.88	2.61	0.04	−0.74	214.71
2008	−72.95	−0.39	−269 098 157.1	61.58	−10.88	0.00	−1.04	306.12
2009	65.97	0.27	184 479 678.8	−66.32	−39.13	−0.01	−0.29	194.02
2010	−54.71	−0.13	−91 953 040.02	—	−41.16	0.00	−0.41	324.87
2011	−199.7	−0.34	−231 197 344.1	—	−14.08	0.01	−0.74	577.83
2012	185.25	0.53	365 430 228.5	—	168.77	−0.08	−0.40	52.54

表 2　银广夏2000～2012年审计意见类型

年份	审计意见	审计事务所
2000	标准无保留意见	中天勤会计师事务所
2001	保留意见加说明段	上海上会会计师事务所有限公司
2002	无保留意见加说明段	中勤万信会计师事务所有限公司
2003	无法发表意见	中勤万信会计师事务所有限公司
2004	无法发表意见	中勤万信会计师事务所有限公司
2005	无保留意见加事项段	中勤万信会计师事务所有限公司
2006	无保留意见加事项段	中勤万信会计师事务所有限公司
2007	无保留意见加事项段	中勤万信会计师事务所有限公司
2008	无法发表意见	中勤万信会计师事务所有限公司
2009	无法发表意见	中勤万信会计师事务所有限公司
2010	无法发表意见	希格玛会计师事务所有限公司
2011	无法发表意见	希格玛会计师事务所有限公司
2012	无保留意见加事项段	希格玛会计师事务所有限公司

四、退市机制为何不能正常发挥作用

1. 退市标准宽松。多数学者研究认为，退市标准宽松是退市机制失效的重要原因。根据我国主板上市公司退市标准的变化，本文分三个时间段进行分析。

（1）2001～2005年。在这一阶段，连续亏损是衡量公司退市与否的主要标准，而无论是理论研究还是实践经验都表明，上市公司通过各种盈余管理手段调节净利润易如反掌。通过表1我们可以看出，银广夏的净利润呈现出亏损与盈利交替出现的状态，而其中盈利年份均是非经常性损益异常增加，以2002年、2005年为例，公司“盈利”的直接原因是收到了政府补贴收入，其中2002年金额为2 450万元，2005年金额为2 000万元。

（2）2006～2011年。在该阶段，上市公司退市标准有所

完善，增加了公司股权结构、股本总额的数量标准，同时也增加了两条非数量标准。

在这段时间内，银广夏公司的股权结构和股本总额符合上市要求。但其净利润仍呈现持续亏损的态势，其中2007年和2009年的盈利分别是由于利用的会计准则变更和破产法变更的契机，通过债务重组手段完成。其中2010年和2011年更是营业收入全部为零。

（3）2012年至今。2012年6月28日，上海和深圳两家证券交易所均发布了新的退市制度。在主板市场方面，从净资产、营业收入、审计意见、暂停上市后年度报告披露、股票累计成交量和股票成交价格等方面新增了六条操作性较强的退市标准。与前两个阶段相比，此次的退市标准显然严格了许多。如果按此标准，银广夏至少在营业收入、净资产和审计意见三个指标方面都符合退市标准。但遗憾的是，新规则发布后不追溯计算以前年度数据，以公司2012年的年报数据为最近一个会计年度的年报数据，应该说这是政策制定部门对历史问题的一种妥协。

从以上退市标准的几个发展阶段来看，我国退市标准宽松的确是银广夏十余年尚未退市的重要原因。如果按照2012年较为严格的新退市标准，银广夏已经完全达到了退市标准。但同时我们也应该注意到，2002年和2005年两次明显的盈余管理行为、2010年和2011年两年营业收入完全为零以及若干年度审计报告为“无法发表意见”，并不能简单归咎于退市标准宽松，而是监管部门对这些异常现象的不作为。

2. 监管部门对企业利益相关者的妥协。1994年上市之初，银广夏是宁夏回族自治区的第一家上市公司，是宁夏回族自治区党政重点支持的21户优势骨干企业之一，被确定为自治区的生态建设示范基地，现代化中药材和农业产业化龙头企业。这十几年间宁夏政府给了银广夏强力的支持，每到危机时刻都有宁夏市国资委火线救援，居中协调各项赔偿事宜、两度以政府补贴的形式帮助银广夏扭亏、促成公司重组、为打包拍卖资产寻找买家。为了保留上市资源，宁夏政府不断地推动银广夏的重组工作，根据该公司2012年年报披露：“2013年2月末，银川中院（2010）银民破字第2-13号《民事裁定书》裁定公司《重整计划》执行完毕：拟定重组方宁东铁路按照《重整计划》向公司足额支付了32 000万元资金；公司全体股东让渡的100 430 245股股份已全部过户至宁东铁路名下；银川中院裁定的40 528.71万元债务已基本清偿完毕；对四年以上的应收账款和22家长期投资单位的股权进行了公开拍卖。”这次刚刚结束的重组中，政府色彩依然浓厚。首先，此次重组方宁东铁路是2008年才组建的大型国有企业；其次，银广夏打包出售资产组的购买方宁夏担保集团有限公司也是2008年成立的宁夏回族自治区最大的国有独立担保公司。净利润和净资产的瞬间突破也不过是地方政府支持下一场逃脱退市的游戏。

从信息披露质量来看，2008～2011年四年间，会计师事务所全部出具了“无法表示意见”的审计报告。虽然无法直接断定该公司未“按照规定及时公布财务信息，披露虚假信息”。但其披露的信息质量明显堪忧。但证监会对此也并未进一步追究，这其中的原因也颇耐人寻味。

本文认为，由于我国存在国有企业这一特殊群体，各级政府都希望保留上市资源，为地方争取利润最大化。上市公司退市制度效率低下的另一重要原因是监管部门对企业利益相关者妥协的结果。

3. 退市程序缺乏有效监管。我国的上市公司退市程序主要包括退市风险警示、暂停上市、恢复上市和终止上市，之后进入股票代办转让程序。一直以来，我国的退市程序弹性较大，强调要充分给予上市公司恢复和改正的机会，但这一系列过程中却缺乏必要和有效的监管。从2002年开始，银广夏就一直处于ST或*ST状态，监管部门却没有对其实施特别监管；2010年起一直重组停牌至今，也没有制定相关程序和由相关部门对其进行相应规范。

以美国为例，虽然也强调赋予上市公司缓冲改正的时间，但要求有明确实施步骤计划，并且对各阶段的实施计划严格监控。而我国退市程序的规定只是停留在各个步骤，缺乏有效的监控手段。加之我国上市公司资源的稀缺性，上市公司必然想尽办法逃脱退市。另外，我国的股份代办转让系统也很不完善，不利于上市公司退市后的进一步管理。

五、结论

银广夏这样一个曾经发生过重大财务舞弊案件、主营业务近乎崩溃的企业，始终未曾退市的原因是我国退市制度效率低下。退市标准宽松是退市制度效率低下的表层原因，更深层次的原因是退市机制监管部门与相关利益主体的妥协，以及退市程序缺乏有效监管。因此，仅依靠新出台更严格的退市标准，难以解决退市机制效率低下问题，更应着眼于退市程序的完善和加强监管。

主要参考文献

1. 姜国华，王汉生.上市公司连续两年亏损就应该被“ST”吗.经济研究，2005；3

2. 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

3. 葛帮亮.主板、中小板和创业板IPO抑价的比较研究.财会月刊，2013；16

4. 倪馨.退市制度供给与变迁中的政府行为.管理世界，2009；11

5. 周玮.上市公司退市机制有效性研究.西南财经大学博士论文，2007