从创业板退市新政谈我国资本市场建设

陈家乐

（西南财经大学会计学院　成都　611130）

【摘要】创业板退市新政自2011年11月28日发布以来引起了学者和实务界的广泛关注和热议，本文通过对比分析创业板退市政策前后的变化，发现新政在退市标准的规定上仍不够严格，建议为了更好地促进资本市场的发展，应该严格立法执法，加强监督，打破相关利益主体的联合抗衡，营造公平、公正的市场环境。

【关键词】创业板市场　退市新政　退市标准

一、创业板退市政策的出台

2009年10月23日我国创业板市场在深市正式开通，这标志着我国多层次资本市场的建立。然而，面对上市公司“只上不退”这一特殊现象，对于新推行的创业板人们呼吁要严格制定退市制度，以推动我国资本市场健康、规范地发展。为此，2011年11月28日深交所发布了《关于完善创业板退市方案》（征求意见稿）。那么，创业板退市新政会给我国的资本市场带来什么样的变化呢？这一问题引起了学者和实务界的广泛讨论，本文从分析创业板退市标准的变化入手，提出相关建议措施，期许我国资本市场能更好、更健康地发展。

二、创业板退市新政出台前后退市标准的变化

创业板退市新政相比原退市标准的变化如表1所示（数据来源于深交所网站，下同）：

表 1　　创业板退市政策新旧对比

退市条件	暂停上市		终止上市	
	新制度	旧制度	新制度	旧制度
净资产为负	一年	两年	两年	两年半(中期报告)
连续120个交易日累计股票成交量低于100万股			连续120个交易日	出现第一个连续120个交易日先退市风险预警，再次出现连续120个交易日就终止上市
新增:36个月内累计受到交易所公开谴责三次			36个月内	
新增:连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值			连续20个交易日	

1. 净资产为负的退市程序。在2011年11月28日以前，创业板上市公司有退市风险预警（即*ST制度），但退市新政发布后，这一退市预警制度被取消，当上市公司净资产在一年的报表中显示为负值就直接暂停上市，如果第二年不能扭亏为盈，净资产仍旧为负，则该公司将终止上市。

通过退市新政对“净资产为负”这一条的改进，我们可以看出新政对退市标准的规定更加严格，加强了对上市公司的约束作用，把以前要经过两年半时间才能决定上市公司是否终止上市的时间缩短了半年，加大了退市压力，促使上市公司积极整改自身问题，尽快改善经营业绩。

2. 连续120个交易日累计股票成交量低于100万股。旧制度规定：出现第一个连续120个交易日累计股票成交量低于100万股时，先给予退市风险警示处理，当第二次还连续120个交易日出现这种情况时，便予以终止上市。而新政规定第一次出现这种情况时，马上就终止上市。从这一条规定可以看出对终止上市的时间周期缩短了，不给上市公司再一次犯错的机会，可见现行退市政策变得更严厉了。

3. 36个月内累计受到交易所公开谴责三次。这条新增的退市政策规定：创业板公司只要在36个月内累计受到交易所公开谴责三次，这家公司就将直接终止上市。初看这一条标准，仿佛退市新政变严了，但翻看历史，会发现这条政策由于可操作性并不强，因而执行起来往往会大打折扣。

下面根据深交所信息披露诚信档案记录，统计36个月内累计受到交易所公开谴责一次、两次、三次及以上等四种不同条件下的上市公司数目。采用数据的时间区间为1998年2月24日至2012年2月7日。其间创业板上市公司受到深交所公开谴责家数如表2所示：

表 2　　36 个月内受到公开谴责的上市公司家数

条件	36个月内累计受到交易所公开谴责一次的上市公司	36个月内累计受到交易所公开谴责两次的上市公司	36个月内累计受到交易所公开谴责三次的上市公司	大于36个月内累计受到交易所公开谴责x次(x=2,3…)的上市公司
数目	114家	16家	6家	13家
所占比重	76.51%	10.74%	4.03%	8.72%

由表2可以看出：在36个月内累计受到交易所公开谴责一次的上市公司114家，占所有被谴责公司的76.51%；36个月内累计受到交易所公开谴责两次的上市公司16家，占10.74%；在36个月内累计受到交易所公开谴责三次的上市公司6家，占4.03%；而大于36个月内累计受到交易所公开谴责x次（x=2,3…）的上市公司13家，占8.72%。

上述数据说明:大多数公司受到谴责后能积极改正错误,改善公司经营管理和内部控制,避免再次受到证交所的谴责,所以在36个月内累计受到交易所公开谴责三次的上市公司家数是最少的。但是这6家公司中只有1家即*ST环保终止上市,其他的仍旧上市。自2009年10月23日推出创业板至今仅有聚龙股份、南风股份和豫金刚石三家公司受到了深交所的通报批评,还没有一家创业板公司受到深交所的公开谴责。所以从整体上看,证交所的处罚措施和退市政策仍旧很宽松。

4. *连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值。*按照创业板退市制度征求意见稿的规定,创业板公司股票出现连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值的,其股票将终止上市。对于这条新政的由来,深交所解释为主要借鉴海外成熟证券市场的经验。但是,笔者不得不质疑:中国的资本市场仅仅只有20多年的历史,与英美200多年的成熟市场怎么相比?直接借用它们的退市制度是不是有点不切实际。况且在缺乏投资工具的中国资本市场中,要让流通股本只有千万股的创业板公司与流通股本高达几十亿股的主板公司一样,触及跌破面值的情况何时才能发生?显然这是一条虚规。

5. *不支持暂停上市的公司通过借壳实现恢复上市。*上市公司壳资源作为一种稀缺资源,一直以来在资本市场上被大肆炒作,通过资产重组、债务重组等方式借壳上市者屡见不鲜,这样不仅免去了复杂的IPO程序,而且没有上市的公司还可以"借鸡下蛋"、"借腹生子",即便面临退市危机的公司也有可能通过"借尸还魂"的方法重回资本市场。因此,壳资源产生的问题一直被市场诟病。从创业板退市新政的这一规定可以看出,深交所极力营造一个公平的市场环境,遏制借壳上市。但是仅仅"不支持"是不够的,应该表明坚定反对的决心,明令禁止暂停上市的公司借壳恢复上市。推出这条措施的用意当然是好的,但切实执行才是关键。

6. *实施退市整理期制度,明确退市公司去向。*这条政策具体是指:在交易所做出公司股票终止上市决定后,给予退市公司30个交易日的"退市整理期",在"退市整理期",其股票移入"退市整理板"进行另板交易,交易规则仍旧与未退市前的规则一致。从这条规则中可以看出,在公司退市之前通过退市整理板能够给予投资者以缓冲和卖出股票的机会,从而减少公司退市带来的损失,缓解退市风险,有利于保护投资者的权益。但是这个退市整理板尚处于探索阶段,流动性依然不强,还有很多配套设施需要完善,比如出现爆炒股价、市场恐慌性抛盘等情况该怎样应对,交易监察和交易系统技术如何完善等,因而这条政策的具体执行还有待细化。

三、促进资本市场发展的几点建议

1. *严格执法,加强监管。*经过20多年的发展,我国资本市场相关法规已经比较健全,现在的关键问题是有法要依、执法要严。创业板退市新政的核心并不是迫使公司退市,而是通过法律的强制力约束上市公司,希望培育出真正优秀的企业。但是,多年来尚少见有影响力的中国企业,见的更多的是内幕交易、欺诈市场、套牢中小股民等负面消息。究其原因,还在于大部分公司把上市看做捞钱的手段,而不是创新、提升自我实力的平台。所以,监管机构应该强化信息披露,严厉打击内幕交易,打击大股东侵占上市公司资产的行为,加强监管,有法必依,执法必严,促进我国资本市场健康发展。

2. *把好上市审核关。*创业板退市新政虽然宽严兼备,但并没有从根本上触及退市制度的核心问题。我们的着眼点不是退市而是上市。比如中国绝大部分的上市公司在上市之前就存在过度包装,这对投资者来说已经构成了欺诈,如果一家上市公司在上市之前的行为就已经构成了欺诈,那么无论是否在36个月内累计受到交易所公开谴责三次,是否它的股票交易值低于面值,都应该追究它的法律责任,终止其上市资格,这才是最核心的。所以,我们在发行阶段就应严格监管,杜绝一切弄虚作假行为,再辅以上市后的严格监管,出现问题后按照相关法律执法,这比建立退市制度的意义更大。

3. *打破相关利益主体的联合抗衡,营造公平、公正的市场环境。*上市公司数量的多少,往往是地方政府业绩的一个反映。比如很多地方政府专门成立了上市公司指导委员会,负责对公司上市进行专门辅导。为了保上市,拟上市公司和政府机构结成利益联合体,公司上市后一旦出现经营不善、弄虚作假等问题面临退市时,各利益相关主体就会百般力保它不退市,最终造成上市难、退市更难的局面。据统计,自2001年初实行"第一版"退市标准后,A股退市公司总计40余家,占目前A股挂牌家数的1.8%,差不多可以算作一种"零淘汰"的退市制度。而美国纳斯达克每年大约8%的公司退市,美国纽约证券交易所的退市率为6%;英国AIM的退市率更高,大约为12%。本来退市制度是资本市场一个重要的制度安排,它能从制度层面保证资本市场的优胜劣汰和社会资源优化配置。但是,在利益面前,我国退市制度形同虚设,难以有效执行。

其实,这里面不免又牵涉到政府机构职能问题。在一个健全的市场经济环境中,政府只是起指导、监督的作用,而不需要任何事都管、任何事都做。只要营造好了一个公平、公正的市场环境,制定好了市场法则,就应该放手让企业公平博弈,优胜劣汰,而不应该总是牵着企业的鼻子走。所以说,我们除了要打破利益相关体,还应积极营造公平的市场环境。

总之,目前的创业板退市政策宽严兼有。当然,其最终目的还是促进资本市场健康地发展,培育出一大批优秀的中国企业。因此,我们应积极践行新制度的规定,严格执法,同时对不足的方面加以改进,使之更加完善。

主要参考文献

1. 屈红燕,刘伟.主板退市制度改革胎动 乌鸦变凤凰游戏结束.上海证券报,2012-02-22

2. 李勇.纸上谈兵的创业板退市新规.中国经济周刊,2011;48

3. 陈峥嵘.完善创业板退市制度的政策建议和配套措施.国际融资,2010;9

4. 王国刚.创业板市场的三个基本问题.高科技与产业化,2007;9

5. 杨宏.我国创业板市场发展建设若干问题研究.中国社会科学院研究生院硕士论文,2011