

如何看待创业板退市制度？

李光青 ☎: (8610) 8357 1420

✉: liguangqing@chinastock.com.cn

近日，深圳证券交易所总经理宋丽萍披露了创业板退市制度的基本原则——直接退市、快速退市和杜绝借壳炒作。自创业板2009年10月31日运行之日起，交易所就一直在酝酿起草退市制度，但迟迟未能面世，现在终于有了“雏形”。如何看待该制度成为大家关注的话题，本文就其优越性和可能存在的问题谈几点看法。

一、创业板退市制度的优越之处

目前，我国主板市场退市制度存在诸多问题，如退市标准设置不够清晰、退市程序拖沓、对投资者利益保护不足等。针对上述问题，创业板退市制度有了比较明显的改善，主要表现在：

第一，新增了三种退市情形：“净资产为负”、“审计报告意见为否定或无法表示意见”和“股票连续一百二十个交易日累计成交量低于100万股”。创业板市场是面向高成长性的公司，而公司经营的可持续性尤其需要关注，因此，以净资产作为退市标准比“连续亏损”更合适；审计报告意见的引入，则是期望加入审计师的监督力量，一同协助规范创业板上市公司的财务行为；至于最后流动性标准的加入，明显是借鉴了美国纳斯达克市场的做法，试图以此防范流动性不足带来的市场效率低下和流动性风险问题。三种情形进一步强化了创业板对于安全性和流动性的要求，严格了创业板退市标准。

第二，对三种新增退市情形启动快速退市程序，即对“不按期披露定期报告”、“净资产为负”和“审计报告意见为否定或无法表示意见”的情形启动快速退市程序，这较之主板市场大大缩短了退市时间，明显强化了创业板市场对上市公司的经营约束，有利于提高市场运作效率。

第三，新增了公司直接退市标准。该标准是针对公司在主板和中小板市场退市后必须进入股份转让系统的规则而制定的，公司在创业板市场退市后，可自由选择是否在退市后申请进入代办股份转让系统。该标准的制定，主要是为了防止创业板发生主板市场“退而不出”等行为。

二、创业板退市制度存在的问题

虽然创业板退市制度设计已经较主板退市制度有了很大改进，但依然存在很多问题。

第一，退市标准设置不够合理细致，有些标准缺乏可行性。就“连续亏损”标准而言，创业板退市制度延续了主板退市制度“连续亏损”的标准，而且该标准没有进一步区分经营性亏损和非经营性亏损，这可能引发上市公司为避免退市而进行利润平滑等财务造假行为；就“审计报告意见为否定或无法表示意见”而言，鉴于我国审计师的独立性较差，恐怕很难达到协助监督上市公司的目的。

第二，快速退市和直接退市依然涉及到很多行政审批事项，有碍于实现真正的市场淘汰机制。由于我国上市公司比非上市公司享有诸多特权，因此即使公司已经成为空壳，却依然具有很大的价值，加之地方政府具有与“壳”资源相关的收益，致使其具有极大的保“壳”动力。虽然就目前国情而言，我国市场的良性发展还离不开一定的宏观调控和政策管理，但是浓重的行政化理念加上繁多的行政审批事项可能导致在退市审批过程中出现大量的人为操纵和经济寻租等不良行为。在此情况下，创业板退市制度的实施不但不能帮助市场达到优胜劣汰的理想状态，反而可能加剧市场对“壳”资源的利用和炒作，增大投资者风险。

第三，退市机制后续处理安排不尽合理，缺乏相应的投资者保护机制。保护投资者利益是证券市场监管的主要目标，而创业板退市制度中尚未涉及到公司退市后如何有效保护投资者剩余股权价值、如何确定经营者失误造成的退市损失、如何利用法律诉讼手段申请投资者财产保全等方面的相应规定。如果只是单方面的强化退市，而相应的配套投资者补偿机制跟不上的话，反而可能会使退市风险转嫁到投资者头上。

三、完善创业板退市制度的政策建议

（一）完善创业板市场退市标准

退市标准的设置，应该结合创业板公司本身的价值特征设计一套适合的指标体系。考虑到创业板公司具有高成长性的特点，退市标准可考虑以高持续性指标代表——“净资产”为主，以营利性、安全性和流动性指标代表为辅，同时加入公司治理标准等非财务性指标。就“审计意见”标准而言，

应该学习借鉴英国 AIM 的终身保荐人制度，建立包括保荐人、会计师事务所、律师事务所等中介机构在内的退市风险共担机制，依法追溯调整中介服务机构在退市过程中应付的相关社会责任，以利于加强中介机构对上市公司的社会监督。

（二）减少借“壳”上市频发

借“壳”上市、“壳”资源炒作等现象在主板市场的频频发生提醒我们，在创业板退市制度的设计运行过程中需要加强对“壳”资源上市的监控和限制。一方面，在可能的风险控制范围内，逐渐扩大公司上市的规模，降低“壳”资源的稀缺性；另一方面，提高对“壳”资源的认定识别能力，并在此基础上提高借“壳”上市的再融资标准，比如延长申请再融资年限等。

（三）完善投资者保护机制

创业板市场应该落实代表人诉讼制度。可以借鉴台湾司法救济制度的成功经验，成立投资者保护基金。在公司发生问题时，该基金负责人可以代表公司股东对公司经营者提起法律诉讼，争取投资者的合法权益。在此基础上，还应该引入经营者的追溯赔偿制度。创业板公司退市后，应该由监管部门对经营责任加以认定，对于因经营者发生违法违规等非正常经营行为而导致的退市损失部分应该由经营者补偿给投资者，提高经营者违规成本的同时降低投资者的退市损失。

参考文献

- [1] 李泱：《创业板直接退市制度探讨》，《中国金融》，2010，（16），66-68。
- [2] 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，（09），56-59。
- [3] 常德鹏和张莉：《创业板上市公司退市制度建设的发展方向》，《中国金融》，2010，（16），63-65。
- [4] 王晓国：《创业板上市公司退市制度安排与制度完善》，《中国金融》，2010，（16），61-63。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-83571403

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>