

创业板退市新规简评

李伟 电话: (8610) 8357 1322

邮箱: liwei_yjl@chinastock.com.cn

11月28日,深交所推出《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》(以下简称《意见稿》),向社会公开征求意见。

《意见稿》增加两个退市条件:1、创业板公司在最近36个月内累计收到交易所公开谴责三次的,其股票将终止上市。2、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。

除了退市方案更丰富,《意见稿》还完善了恢复上市的审核标准,不支持通过“借壳”恢复上市;缩短现行部分退市条件的退市时间,加快退市制度;改进创业板退市风险提示方式;实施“退市整理期”制度,设立“退市整理板”;以及明确退市公司去向安排。

创业板设立至今,由于其聚富效应突出,而退市机制缺位,因此导致创业板IPO收益过于丰厚,而相应的“犯错”成本却相对低廉。此次证监会出台的一系列措施,有助于使创业板企业加强内核、加强自省,长期来看具有积极的意义。

一、创业板退市新规的积极意义

创业板退市制度的完善,将通过优胜劣汰的市场化机制提高创业板上市公司整体质量,有利于减少目前扰乱资本市场的题材炒作和内幕交易,把投资者的关注重点引向企业的价值投资,进而形成正常的估值标准。笔者认为,新版创业板退市制度具有以下几大亮点:

1. 退市标准多元化,它包括连续亏损退市标准、资不抵债退市标准、成交量退市标准、股价退市标准、股本退市标准、谴责退市标准等。

2. 改进创业板退市风险提示方式,新版退市制度不再实施现行的“退市风险警示处理”方式,没有“ST、*ST”这样“披星戴帽”的过渡阶段,采取直接退市的规定较为严格。要求创业板公司

刊登退市风险提示性公告，以警示公司的退市风险。另外，实施“退市整理期”制度，给退市的创业板公司以出路，同时最大限度地减少投资者的损失。

3. 明确不支持暂停上市的创业板公司通过借壳的方式恢复上市。主板暂停上市公司通过借壳上市式的资产重组实现恢复上市的现象比较普遍，易发生内幕交易和市场操纵行为。不允许被借壳，能够抑制疯狂投机的怪圈，以避免“借壳炒作”的现象在创业板重现。

4. 明确以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为恢复上市的盈利判断标准，防止创业板公司通过一次性的交易、关联交易等非经常性收益调节利润规避退市的行为。

5. 明确一旦经审计的年度财务会计报告显示公司净资产为负，则其股票暂停上市；连续两年净资产为负，则其股票终止上市。相对主板、中小板退市制度的“连续亏损退市法则”而言，其退市条件具有较强的可操作性、客观性。因为净资产是一个长期存量指标，不容易被人为短期操纵，而净利润指标，只是一个短期流量指标，容易通过“报表重组”等规避退市风险。

二、创业板退市新规的不足之处

《意见稿》两个新增的退市条件略显空泛，实质性内容不多，或难起到有效的规范作用。“最近 36 个月内累计受到交易所公开谴责三次”和“120 个交易日交易量低于 100 万股”的退市条件属于柔性可寻租标准，有较大的操作空间，执行起来难度较大。

1. “公开谴责三次”难以贯彻执行

在退市制度中新增退市条款：“创业板公司在最近 36 个月内累计收到交易所公开谴责三次”。但是“公开谴责”是否能够贯彻执行是这一条款的关键所在。

深交所的处罚按严厉程度分为内部批评、通报批评和公开谴责。近 3 年来，深交所 22 次对上市公司进行公开谴责，其中，*ST 广夏和已暂停上市的深本实，在 3 年内也只被公开谴责过各 2 次，创业板却还没有一家公司受到谴责。要达到“3 年被公开谴责 3 次”这个条件，或比上市还难。

上市公司每一次被谴责，都是上市公司与交易所以及监管层之间多头博弈的结果。在退市制度流于形式之时，每一次被谴责的时间间隔都相对较长。可以想见，一旦退市与被谴责关联，谴责就成了一种有寻租价值的权利，被谴责就不会再成为常态，而退市就可能成为凤毛麟角。

2. “低于面值”不具备可能性

另一新增的退市条件是：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。尽管这一条款将股票的表现纳入了退市标准之中，但是股价“低于面值”并不具备可能性。

我国创业板股票每股面值为 1.00 元人民币，对于发行价大多分布在数十元人民币的创业板股票而言，跌破面值的几率甚微。目前 A 股尚无一只个股的股价低于 2 元，在创业板，最低为国联水产，股价为 8.14 元。另外，国内上市企业能够有很多办法，在 20 个交易日内提高股票成交价格，以回避意见稿中的条例。如果前 19 个交易日低于每股面值，第 20 日将股价拉升起来超过 1 元，第二条退市条件就无法满足。

三、完善创业板退市制度的建议

根据证监会相关官员的说法，尽管交易所出台了众多的退市条件，但自从我国施行退市制度 10 年来，沪深两市也只有 2% 的公司退出市场。按此比例计算，可能未来 10 年内创业板的 276 只股票最多也只有 5 家会“中招”。究其原因，主要仍然是相关的退市条件存在着一定的漏洞，让上市公司可以积极运作。

对于三年连续亏损则退市的规定，很多 ST 上市公司也学会了地方政府补助、债务重组等非常手段，在最后一年的神奇地“扭亏为盈”。而“财报作假且不更正、审计报告为否定或者拒绝发表意见”这些情况，在审计师实务操作中极为罕见。“股本及股东人数不符标准”也完全可以由公司自行调整解决，而“股票交易量不足”则可以通过股票对倒的方式进行规避。面对如此多的腾挪空间，要达到创业板退市条件，或者比上市还难。

针对如何完善创业板退市制度，笔者建议如下：

1. 对于包括包装上市、造假上市、虚假陈述在内的欺诈上市公司，以及上市后业绩出现急剧变脸公司，应作直接退市处理。新版退市标准，只能将那些资不抵债、已经无法运转的清除出场，但仅将此类公司清除出场还不够，还应将那些财务状况困难，部分或全部业务停止经营，大部分资产被查封、扣押、冻结、拍卖、变卖、租赁等，导致失去持续经营能力的公司也清除出市场，这也是海外老牌市场的惯例。

2. 要追究退市企业有关责任人的责任，赔偿投资者损失。目前主板公司退市，责任问题一退了之，根本不给投资者以赔偿。创业板公司退市必须追究责任人责任，由上市公司、保荐机构等责任方负责退还投资者认购股票的款项，并赔偿投资损失，改变目前这类公司上市后只挨罚不退市的做法。

3. 可尝试建立投资保险制度。为投资者办理投资保险，可相应地使投资风险部分转移给保险公司。保险公司具有人力、财力等方面的优势，更有力量监督上市公司，将更为迅速地发现上市公司存在的问题。投资风险发生后，投资者可直接从保险公司获得赔偿，由保险公司代为向退市公司追偿。

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：010-83571322

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>