

促进合法合规运作 切实履行退市机制

我国资本市场经过十几年的发展,逐步建立了一套全面有效的法律法规体系,但近年来,上市公司内幕交易案件、IPO 造假案件的层出不穷,中国上市公司在境外的连连碰壁,乃至近几年股市的低迷,IPO 的破发,都成为我国资本市场建设需要逐步完善的信号,对加强上市公司依法合规运作的监督机制的建立成为了当前的迫切需求。2012 年 6 月上海证券交易所、深圳证券交易所纷纷颁布了《上市公司退市制度的方案》,完善了现有退市制度,为打击上市公司违规行为制定了重要的依据。

一、上市公司违规现象引发监管升级

利用内幕信息违法获利。内幕交易违法犯罪是近年来重点打击对象,据证监会数据,仅 2012 年上半年便新增内幕交易案件 96 起。此阶段发生的内幕交易案件有以下三个特点:一是并购重组、年报、高送转等环节容易发案;二是涉案人员层级较高,金额巨大;三是案件由过去的个人内幕交易,向有组织的共同违法犯罪发展,一些内幕信息知情人和其他机构人员相互勾结,提前埋伏,实施有组织、有预谋的内幕交易。

IPO 造假。为了达到上市的目的,发行人伙同中介机构,大肆进行业绩造假或者粉饰包装的案例层出不穷,令市场触目惊心,而造假企业一旦上市即业绩变脸、败絮尽露,不仅令中小投资者防不胜防,也严重影响了投资者信心。统计数据显示,最近三年来,上市之后首份财报业绩大变脸的公司比例在不断增加。2010 年共有 347 只新股上市,其中有 81 只新股上市之后的首份财报宣布业绩开始下滑,业绩变脸比例为 23.34%;2011 年共有 282 只新股上市,其中 75 只新股上市后首份财报宣布业绩下滑,业绩变脸比例为 26.60%;2012 年受限于市场持续低迷,新股上市的数量缩水过半,为 128 只,但问题 IPO 的比例却不降反增。

近年来,以上现象得到了相关部门极大的关注与重视,随着上市公司监管的深入,自 2011 年至今,监管机构频频出击,通过加强 IPO 的审核、加强内幕信息知情人与关联方的监管、完善信息披露指引、强化事后监管等方式,努力提升

上市公司的信息的真实性与透明度，促使其合法合规经营，并保证在信息传递链条中处于弱势的中小股东的利益。

与此同时，退市制度的改革也在有序进行中，进退有序的市场机制体现着有始有终的价值评估，是资本市场长期、健康发展的必要条件，对治理以上资本市场顽疾有着不可磨灭的作用。

二、完善退市制度与强化上市公司合规性运作的关系

众所周知，优胜劣汰是保证一个组织活力的必要手段，在公司、团体内部如此，行业竞争中如此，资本市场中也如此。在资本市场中以类似商品角色而存在的上市公司股票，若想迎来众多买家，自然要具备一定的市场价值，除去供求关系等市场因素外，股票价值很大程度上来源于上市公司自身的价值。

在上市公司缺乏合规运作的情况下，具有信息优势的各方将不断蚕食上市公司的利益，使之转化为个人利益，当一个上市公司丧失了一定程度的价值之后便将无法在满足资本市场对它的需求，商品没有价值则必将遭到市场的淘汰。

退市，是治理违规上市公司最主要的手段。近年来，中国的海外上市公司以汹涌之态撤离美国市场，据美国证券交易委员会统计，仅 2011 年一年时间，在美国股市被长期停牌和已经退市的中国概念股总数就达 46 家，究其原因，不外乎是因与美国市场监管的冲突而导致违规行为的结果。2011 年—2012 年期间，不仅中国上市公司频频在美国退市，为其提供审计的中介机构也受到惩罚，中国上市公司在美国一度面临难以找到审计公司的尴尬。在香港市场，类似情况也频频出现，在香港上市的公司摘牌情况表明，越来越多的上市公司“栽”在合规性风险上，而投资者对合规性风险越来越警惕。大多数投资者都认为，合规性风险是企业风险管理策略最需要关注的问题。

但在国内资本市场，优胜劣汰的机制则未能起到其应有的作用，出现了虽然违规、亏损、ST、*ST，但其股价依然屹立不倒的奇怪现象。我国资本市场自建设以来，很长一段时间缺乏运行顺畅的上市公司退市机制，虽然于 2001 年推出了《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》，但实际退市的公司却不多。而在海外老牌证券市场上，股票退市几乎与上市一样普遍。一个典型数据是，在美国纳斯达克市场上市的股票，数量最多时曾超过 5000 只，现在只有 3000 多只。近

几年来，纳斯达克市场退市股票远比上市公司还要多。因此近年来对退市制度的完善与切实推行愈发迫切。

应该说，一套严格的退市制度，是保证上市公司质量的重要手段，也是对上市公司监管的必要补充。唯有优胜劣汰，才能真正有效地发挥证券市场优化配置资源的作用，同时也能使股市规模保持在与流动性相协调的合理水平上。而正因为有了严格的退市制度，逼迫那些不符合条件的公司退市，才使得其市场规模不至于过度膨胀，保持着相应的活力，有足够的余力接纳新公司。这就可以看出，对于一个成熟的证券市场来说，退市制度在稳定其运行，并促进其合规发展上所起的作用有多么重大，其重要性丝毫不亚于上市。

三、我国退市制度的建设历程

中国证监会于 2001 年 2 月 23 日发布了《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》，之后又于 2001 年 11 月 30 日在原有办法基础上加以修订，规定连续三年亏损的上市公司将暂停上市，我国上市公司退市制度正式开始推行。

随着资本市场发展改革的逐步深化，原有退市制度在实际运行中逐渐暴露出了一些问题，主要表现为上市公司退市标准单一，退市程序相对冗长，退市效率较低，退市难现象突出，存在着上市公司通过各种手段调节利润以规避退市的现象，导致上市公司“停而不退”，并由此引发了“壳资源”的炒作，以及相关的内幕交易和市场操纵行为，在一定程度上影响了市场的正常秩序和理性投资理念。

数据显示，自 2001 年 4 月 PT 水仙被终止上市起，沪深两市迄今共有退市公司 75 家。其中，绩差公司因连续亏损而退市的有 49 家，其余公司的退市则因为被吸收合并，退市比例占整个 A 股挂牌家数的 1.8%。而美国纳斯达克每年大约有 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 12%。

2012 年 3 月 18 日，国务院转批发改委《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》的通知，提出深化金融体制改革，健全新股发行制度和退市制度，强化投资者回报和权益保护。

2012 年 4 月 20 日，深交所发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（2012 年修订），自 5 月 1 日起施行。创业板退市制度正式出台。其中规定创业板公司

退市后统一平移到代办股份转让系统挂牌，将不支持上市公司通过借壳恢复上市。

2012年6月28日，上交所，深交所公布新退市制度方案，触及指标的公司应终止上市：如连续三年净资产为负，或者连续三年营业收入低于1000万元，或连续20个交易日收盘价低于股票面值等。

四、对切实履行退市制度的操作性探讨

现在的退市制度与之前相比有很大进步，规定的更加详尽，此后的操作性将成为一个重要问题。退市牵涉的不仅仅是大股东，也不仅仅是实际控制人，还涉及到很多股民的利益。众所周知，国家政策近年来一直倾向于维稳，真正到需要退市的时候，要切实处理好退市与维护市场稳定之间的关系，保证制度的实施落在实处。

此外，要做好投资者权益保护的配套安排。退市制度改革从根本上保护了广大投资者的切身和长远的利益，对于我国证券市场是一个长期利好。为此，监管层应该在退市过程中尽可能地保护好投资者利益。如果一家公司是通过包装造假上市，而相关发起人股东在股市融到巨额资金后，又可以以辞职、抛股走人，同时有关中介机构也可以不用负任何责任，那这样的结果一旦真的形成，不论从责任与义务关系，还是从市场公平关系讲，对投资者、尤其是其中的散户投资者来说都是不公平的。因此，推出保护投资者正当权益、尤其是突出保护弱势散户投资者权益的制度，并进而将之与退市制度配套，或许对保证退市制度实施的公平公正性有所助益。

改革和完善退市制度，有利于净化市场环境、抑制绩差股、“壳资源”的炒作，实现公司价值的合理回归；有利于明确市场预期、培育健康理性的投资理念和文化。因此，广大投资者和市场则各方应该结合实际情况，从长远着眼，坚定不移地推进退市制度改革，共同营造良好的投资环境。

北京首创股份有限公司

二〇一三年十二月