



以退市新规净化股市生态

完善上市公司退市制度，将通过吐故纳新的动态调整过程，为证券市场注入新的生机和活力，促使资金资源从低效率的劣质公司流向高效率的优质公司，促进资源的合理有效配置。

文 | 刘纪鹏 林海燕 刘彪

长期以来，“只进不出”“退市难”成为A股市场的痼疾，大量财务状况严重不良，或长期亏损，或“僵尸企业”的上市公司成为A股市场的“老赖”。这些企业或为大股东限售期满套现，或为通过售卖壳资源获利，通过寻求政府补贴、年报做手脚、调节利润等手段，八仙过海、各显神通，年年上演保壳大战，造成市场机制的严重扭曲。

3月初，证监会就修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》公开征求意见。11日，沪、深交易所快速跟进，分别就修订《上市公司重大违法强制退市实施办法》公开征求意见。

此次修订重点关注和严厉打击上市公司欺诈发行、信息披露违法等严重损害证券市场秩序的违法违规行为，对重大违法强制退市判断标准、

决定主体、实施程序以及相关配套机制做了具体规定。更重要的是，在两份征求意见稿中，都明确了沪深两大交易所将切实担负起重大违法强制退市的决策主体责任。

健全基础性制度

上市公司退市制度是资本市场的一项基础性制度，其目的是保持证券市场的总体质量，把不合格的上市公司暂停、终止上市，最终淘汰出局。通过吐故纳新的动态调整过程，为证券市场注入新的生机和活力，促使资金资源从低效率的劣质公司流向高效率的优质公司，促进资源的合理有效配置。自中央结合中国经济发展的现状，提出“供给侧结构性改革”的战略方针以来，强调在适度扩大总需求的同时，在推进经济结构性改革方面做更大努力，着力提高供给体系质量和效率。而上市公司退市制度对于推进中国资本市场的供给侧结构性改革，促进优胜劣汰，提高上市公司整体质量具有重要作用。

结合国际规范看，建立上市公司退市制度是各国证券市场制度建设的重要内容之一，在国际成熟的证券市场，上市公司退出机制的建立已超过百年的历史。世界主要证券市场如纽交所、纳斯达克市场、东京交易所、香港交易所等，都明确规定了上市公司主动退市（上市公司实施私有化）、被动退市（上市公司触发终止上市的红线）的细化标准和基本程序，并赋予证券交易所对上市公司退市的决定权。在美国股市，退市公司的数量有时甚至超过新上市公司的数量，合理的退市制度保障了资本市场“有进有出”，健康循环。

2014年10月，证监会出台了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，从股本总额、股权分布、股票流动性、股票市值等角度明确了不满足交易标准要求的强制退市指标；从净利润、净资产、营业收入等方面明确了上市公司财务状况的强制退市指标；从主动退市

的途径和方式、内部决策程序、申请与决定程序等方面，初步健全了主动退市机制。

然而从实施情况看，当年的《意见》实施之后，相比上市公司“跑步、排队”的盛况，我国A股市场退市公司寥寥无几。整个A股市场自1990年成立以来，总计只有95家公司退市，其中因业绩连续三年亏损退市，“实在看不下去”的就有46家。截至2018年1月，A股市场共有78只股票被交易所实施风险警示，也仅占上市公司总数的2.25%。2017年，中国退市的上市公司仅欣泰电气与新都酒店两家，与欧美等成熟资本市场6%~8%的年均退市率相比，我国资本市场退市率总体还比较低，退市也远没有实现常态化。同时不少中国上市公司存在数据造假、信披不充分的违法违规行为，整个资本市场在退市一环上“缺乏正义”。

净化资本市场生态

再次启动退市制度修订，证监会、沪深交易所分别从设计层面、执行层面进行改革，打出了退市新规“组合重拳”。两市配合证监会推出的退市新规亮点诸多，设置多条“红线”，可谓稳、准、狠，不仅对重大违法行为全方位覆盖，不姑息、不迁就，着力维护市场健康秩序，同时在其他方面也迈开了步伐，催生出了正能量。

明确了决策主体。退市新规将重大违法公司实施强制退市的决策权“下放”给交易所，明确了交易所承担重大违法退市的一线监管责任，强化沪深证券交易所实施强制退市的决策主体责任。

完善了退市标准。退市新规补充触及退市的违法情形，重点打击欺诈发行和信息披露违规行为；对欺诈发行的认定，从仅规定首次公开发行，延伸到了“借壳行为”，规定两种发行触及退市的均不得重新上市，同时补充了通过年报做手脚规避财务类退市指标，列为退市情形。

不少我国上市公司存在数据造假、信披不充分的违法违规行为，整个资本市场在退市一环上“缺乏正义”。

上市公司被强制退市情况

| | |
|----|---|
| 1 | 上市公司因构成证券交易所认定的欺诈发行、重大信息披露违法或者其他重大违法行为而暂停上市，被证券交易所依据其有关规则作出终止公司股票上市交易的决定 |
| 2 | 上市公司股本总额发生变化不再具备上市条件，且在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件 |
| 3 | 上市公司社会公众持股比例不足公司股份总数的 25%，或者公司股本总额超过 4 亿元，社会公众持股比例不足公司股份总数的 10%，且在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件 |
| 4 | 上市公司股票在一定期限内累计成交量低于证券交易所规定的最低限额 |
| 5 | 上市公司股票连续 20 个交易日（不含停牌交易日）每日股票收盘价均低于股票面值 |
| 6 | 上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告显示扣除非经常性损益前、后的净利润孰低者为负值 |
| 7 | 上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告显示期末净资产为负值 |
| 8 | 上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告显示营业收入低于证券交易所规定数 |
| 9 | 上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告被会计师事务所出具否定意见、无法表示意见或者保留意见 |
| 10 | 上市公司在证券交易所规定期限内，未改正财务会计报告中的重大差错或者虚假记载 |
| 11 | 法定期限届满后，上市公司在证券交易所规定的期限内，依然未能披露年度报告或者半年度报告 |
| 12 | 上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市，不能在法定期限内披露最近一个会计年度的年度报告 |
| 13 | 上市公司股票被暂停上市后在规定期限内未提出恢复上市申请 |
| 14 | 上市公司股票被暂停上市后其向交易所提交的恢复上市申请材料不全且逾期未补充 |
| 15 | 上市公司股票被暂停上市后其恢复上市申请未获证券交易所同意 |
| 16 | 上市公司被法院宣告破产 |
| 17 | 证券交易所规定的其他情形 |

简化了退市程序。退市新规规定上市公司退市与移送公安机关脱钩，只要行政处罚或者司法裁判认定存在重大违法事实，就可以启动强制退市，有利于简化程序，加快节奏，提高退市工作效率。同时，规定了重大违法退市暂停上市期 12 个月缩短至 6 个月；因重大违法被暂停上市，6 个月期满后将直接予以终止上市，不得恢复上市；重大违法公司重新上市间隔由 12 个月延长至 5 个会计年度等多项改革措施。

打击了壳资源炒作。退市制度对于抑制绩差股、“壳资源”炒作，实现公司价值的合理回归意义重大。建立和有效执行退市制度，可以有效遏制炒壳公司的乱象，给予壳公司退市压力，并有利于提高上市公司的整体质量、培育健康理性的投资理念和文化、提高资本市场优化资源配置的功能。

今年我国 IPO 审核趋严，但对业绩好、体量大的独角兽又开通 IPO 快速通道。虽然在企业选择上仍存在行政审批的痕迹，但从一定角度讲，表现了对未来生物科技、云计算、人工智能、高端制造在内的“四新”行业的政策倾斜，如果不断吸引优秀企业进入，同时又不不断剥离问题企业，就可以形成良好的资本市场“生态循环”。

保护中小股东权益

从投资者的角度看，退市制度改革保护了广大投资者的长远利益，对于我国证券市场是一个长期利好。此次修订的退市新规，主要针对经营业绩不合格或者有发行欺诈、财务造假等违法行为的上市公司。显然，实行强制退市、剔除害群之马，对目前上市公司造假现象屡禁不绝的 A 股市场有积极意义。

但是，退市新规在在对上市公司“惩恶”的同时，也应当注重投资者层面的“扶弱”。监管层应该做好投资者权益保护的配套安排，在退市过程中尽可能地保护好投资者利益，补充保护力

度大、可操作性强的投资者权益保护相关规定，不能让中小投资者成为坏企业退市过程中的牺牲品。而退市制度保护中小投资者权益的关键，主要在于以下三个方面。

第一，退市标准执行刚性化。刚性退市必须首先是程序性退市，做到退市标准规范化、流程透明化，退市新规对于退市标准、退市流程进行了细化，但如何使之执行到位、发挥实效，是对证监会、特别是交易所监管能力、处置能力的考验。

第二，投资者赔偿措施法治化。虽然投资自负盈亏是股市的规则，但对买入虚假发行退市股的投资者来说则不公平。发行上市必须建立在信息真实、公开、透明的基础上。对于连续亏损的企业而言，只要其如实披露财务信息，投资者的投资后果应当自负，但对于虚假上市、信披违规的退市公司，则不应当让投资者承担“被欺骗”的投资损失。因此，应当建立退市责任追究和投资者适当补偿机制，体现公平交易原则。同时，应推动集体诉讼制度、行业自律制度建设，降低投资者维权成本。

第三，违法行为惩治系统化。保障退市制度运行的重中之重，是在勒令退市的同时，提高欺诈发行的违法成本。一是把对作恶者处以严惩和对投资者进行补偿结合起来，二是把行政处罚和刑事处罚、民事赔偿结合起来，三是把违法违规行为中的上市公司、大股东、中介机构监管处罚结合起来。香港洪良国际案中，大股东被要求以股票回购的方式补偿股民，共计 10.3 亿元，而中介机构被罚 2500 万元，保荐代表人被罚 150 万元、并且永远罚出场外。中国退市制度中的违法行为惩治也要系统化。

充满活力的资本市场，既要通过完善退市制度来“激浊扬清”，也要推进发行制度的改革获得“源头活水”，两者缺一不可，必须相辅相成。因此，只有落实退市制度，疏通资本市场的“出口”，才能放心大胆地敞开资本市场的注册制“入

上市公司主动退市情况

| | |
|---|--|
| 1 | 上市公司在履行必要的决策程序后，主动向证券交易所提出申请，撤回其股票在该交易所的交易，并决定不再在交易所交易 |
| 2 | 上市公司在履行必要的决策程序后，主动向证券交易所提出申请，撤回其股票在该交易所的交易，并转而申请在其他交易场所交易或者转让 |
| 3 | 上市公司向所有股东发出回购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，其股票按照证券交易所规则退出市场交易 |
| 4 | 上市公司股东向所有其他股东发出收购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，其股票按照证券交易所规则退出市场交易 |
| 5 | 除上市公司股东外的其他收购人向所有股东发出收购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，其股票按照证券交易所规则退出市场交易 |
| 6 | 上市公司因新设合并或者吸收合并，不再具有独立主体资格并被注销，其股票按照证券交易所规则退出市场交易 |
| 7 | 上市公司股东大会决议解散，其股票按照证券交易所规则退出市场交易 |

口”；只有使退市制度真正发挥效力，才能给未来注册制的实施奠定市场基础，中国的资本市场也才能实现溯本清源、腾笼换鸟。

3月22日，国务院办公厅发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，中国存托凭证 CDR 呼之欲出；3月30日，证监会又公布了 2018 年度立法工作计划，对全年的立法工作做了总体部署。一系列“动真格”的新规之下，我们看到的是，中国资本市场的监管机构在总结多年来监管经验的基础上不断迈出国际化、法治化步子，而这个步子正越走越远，越走越稳。□

（刘纪鹏系中国政法大学商学院院长、资本金融研究院院长；林海燕、刘彪系中国政法大学资本金融研究院研究员）

从投资者的角度看，退市制度改革保护了广大投资者的长远利益，对于我国证券市场是一个长期利好。