



解析最严股票停牌制度

从整体来看，最严停牌制度相比以前无疑是巨大的进步和改善，同时对于不同群体有不同的影响，既有受益方，也有受损方。

文 | 唐杰

近期证监会发布了《关于完善上市公司股票复牌制度的指导意见》。这个文件被称为最严停牌制度，对于抑制股票停牌现象起到了立竿见影的效果。

停牌频遭滥用

证监会之所以出台停牌新规，是因为以前对于股票停牌的管理规定较为宽松，导致股票停牌门槛低、数量多、时间长。

自2014年二季度开始，停牌股票数量明显上升，达到200家左右。此后长期保持在较高水平。特别是在2015年7月10日，由于股市连续多日大幅下跌，众多股票试图通过停牌避祸，停牌股票数量达到历史最高值——1378家，出现千股停牌的罕见局面，占到当时股票总数的50%。此后停牌股票数量有大幅下降，但仍有数百家之多。这种现象一直持续到2018年上半年。2018年下半年，随着交易所加强对于股

证监会之所以出台停牌新规，是因为以前对于股票停牌的管理规定较为宽松，导致股票停牌门槛低、数量多、时间长。

票停牌的监管，股票停牌数量出现显著减少。

截至2018年11月6日，一共66家上市公司处于停牌状态，其中连续停牌天数超过30天以上的有34家、超过100天以上的有19家、超过150天的有9家。其中A股停牌时间最长的上市公司为*ST新亿。该股票自2015年12月7日开始停牌，连续停牌的交易日达到712天、自然日达到1065天。停牌时间第二长的是深深房A，自2016年9月14日开市起停牌，连续停牌的交易日达到520天。在停牌超过150天的股票中，包括上海莱士这样市值接近千亿元的白马股，并非只是小盘股、垃圾股。

除了连续停牌时间较长的情况，还有反复停牌的情况。康得新作为市值数百亿元的白马股，2018年多次停牌：2月5日停牌，4月27日复牌；6月4日停牌，11月6日复牌；11月8日停牌，11月15日复牌。照此计算，2018年停牌时间接近八个月。

最严新规颁布

在《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》中，证监会明确要求，以不停牌为原则、停牌为例外，短期停牌为原则、长期停牌为例外，间断性停牌为原则、连续性停牌为例外，不得随意停牌或者无故拖延复牌时间，并应采取有效措施防止出现长期停牌等情况。

证监会对于证券交易所提出明确要求：进一步减少上市公司可以申请股票停牌的重大事项类型；进一步缩短上市公司因重大事项申请股票停牌的期限；对于超过规定期限仍不复牌的，原则上应当强制其股票复牌；采取形式审核和实质审核相结合的方式，关注上市公司是否具备充足的停牌理由。

按照证监会的部署，上海证券交易所和深圳证券交易所都发布了停复牌业务指引（征求意见稿）。虽然这些业务指引尚未正式公布，

但作为证监会停牌新规的配套措施，政策取向已经显而易见。

以深圳证券交易所的指引为例，该指引减少了停牌事由，缩短了停牌期限：第一，取消了筹划不涉及发行股份的重组、非公开发行股票、对外投资、签订重大合同等事由的停牌，明确仅涉及发行股份的重组、控制权变更、要约收购、澄清有关事项等可以申请停牌；第二，筹划涉及发行股份的重组，最长停牌期限由6个月缩短至10个交易日；筹划控制权变更、要约收购的停牌期限由10个交易日缩短至5个交易日；澄清有关事项需停牌核查的，停牌时间不得超过5个交易日；破产重整期间原则上不停牌，确有需要停牌的，停牌时间不超过5个交易日；第三，调整例外条款，取消跨境交易和重大无先例事项的例外情形，将例外条款修改为“国家有关部门对相关事项停复牌时间另有要求的”，新增例外条款的停牌期限原则上不得超过25个交易日。

在短时间内，这些停牌制度就已取得显著成效。11月19日晚间，银亿股份宣布第二天复牌，成为首个被强制复牌的深市A股上市公司。截至12月7日，沪深两市停牌公司数量下降到18家，以3582家A股上市公司来计算，停牌率仅为0.50%，创历史新低。

谁受益谁受损

从整体来看，最严停牌制度相比以前无疑是巨大的进步和改善，但对于不同群体有不同的影响，既有受益方，也有受损方。

国际投资机构是最严停牌制度的重要推动者，自然也是受益者。随着中国经济规模的迅速扩张和对外开放程度的不断加深，中国股票市场受到越来越多国际机构的关注。国际投资机构将中国的股票市场与其他国家的股票市场进行比较，发现中国股票市场停牌现象较

为严重，向中国证监会提出了限制停牌的诉求。

在中国 A 股加入 MSCI 国际基准指数的过程中，停牌制度的完善就是一项重要内容。作为全球知名指数供应商，MSCI 公司编制的指数是全球投资机构广泛采用的基准指数。据悉，目前全球以 MSCI 指数为标的的资产规模约 10 万亿美元，有近 1.5 万亿美元的资金以 MSCI 新兴市场指数为基准。如果中国 A 股加入 MSCI 国际基准指数，将会吸引以其为基准的国际资金。因此，MSCI 的态度具有重要影响力。

MSCI 认为，停牌将影响正常的市场交易，从而引发流动性问题，也就是想卖但卖不出去。在 2015 年目睹 A 股出现大面积停牌后，MSCI 于 2016 年提出 A 股停牌制度问题，当年因 A 股停牌新规效果不明等原因而推迟纳入 A 股。2017 年 6 月，MSCI 宣布，从 2018 年 6 月开始纳入中国 A 股，其中一个要求是所纳入标的在过去 12 个月不得停牌超过 50 天。

上述按地域划分投资者，突出了国际投资者的角色。普遍而言，两类投资者是最严停牌制度的受益者：一是较能充分利用市场行情、准确判断股价起落的投资者，二是因买房、看病等原因面临紧急的股票变现需求的个人投资者。对于后者，最严停牌制度使得停牌现象大为减少，有利于这些投资者通过卖出股票获得所急需的资金。对于前者，可以在股市出现下降趋势时及时卖出，而不是眼看着股市下行而束手无策。当股票长期停牌后再开盘补跌时，往往出现无量连续跌停的情况，即便是高手也无能为力。

然而，也有两类投资者并不乐于见到最严停牌制度。

一些投资者中长期内没有股票变现需求，又对股票涨跌比较敏感，看到股票下跌就心情不好。在大盘下跌的过程中，如果个股停牌，

停牌股票统计

股票名称	连续停牌时间（截至 11 月 6 日）	市值（亿元、按停牌前股价计算）
*ST 新亿	712	28
深深房 A	520	113
沙钢股份	519	355
信威集团	454	427
中天金融	295	341
*ST 天化	196	106
上海莱士	172	971
*ST 柳化	162	19
经纬纺机	162	127

> 资料来源：根据公开资料整理

可以保持个股股价不变，这些投资者可以获得心理上的安慰。

还有一些投资者（包括大股东）将其股权进行质押融资，所获资金要么投入其他项目，要么继续买入股票。如果股价大幅下跌，这些投资者面临补充融资保证金的压力，否则所质押股票可能会被强制卖出。通过股票停牌，就可以推迟上述情况的出现，因此有所谓“停牌避险”的说法。如果股票下跌属于短期异常波动，停牌避险还无可厚非；如果股票下跌属于中长期趋势，停牌避险就相当于鸵鸟把头埋在沙子里。

停牌现象自 2014 年以来较为泛滥，与股票质押融资的普及有密切关系。随着最严停牌制度的推出，这些投资者需要减少质押股票的数量，降低财务杠杆，对于股票市场的稳定也有好处。

从长远来看，最严停牌制度会造福所有投资者。□

（作者系本刊编委，王悦对本文亦有贡献）