

我国证券市场股票亏损退市问题的 实证研究*

——以 2008 年及之后的亏损退市数量骤减问题
为研究中心

何廷财**

摘要:在 2008 年及之后,我国证券市场上因连续亏损而退市的股票数量骤减。分析可能的原因发现,2006 年定期报告披露规则出现了趋于宽松的调整,增加了公司通过非经常性收益实现盈利的期间;在 2008 年后恶化的经济环境下,暂停上市公司经营绩效相比之前并没有变得更好,但其恢复上市的操作更为规范;交易所在规则执行上宽严不同,总体上趋于宽松,在一定程度上减少了连续亏损退市的股票数量。综合分析发现,亏损退市制度本身的设计是 2008 年以后亏损退市股票数量骤减的根本原因,而退市规则的变动、交易所执行的

* 本文系华东政法大学研究生学术创新项目“中国证券市场中退市的若干法律问题研究”(项目编号 103064)的阶段性成果。本文的撰写得到华东政法大学罗培新教授、程金华教授的指导,并得到华东政法大学贾婷婷、王潇、齐楠、杨镇宇、迟庆明等同学在数据收集和整理上的支持,在此一并表示感谢。本文可能存在的错误由作者承担。

** 华东政法大学经济法硕士研究生。

变化等因素共同促成了这一结果。在制度检讨上,应结合我国特殊的体制、机制和环境逐步对亏损退市制度进行完善;正视证券市场功能,减少非经常性收益在股票恢复上市中的作用。

关键词:连续亏损退市 规则变动 经营绩效· 规则执行

一、引子:亏损退市数量骤减,原因何在

通过对1990年到2011年9月期间上海证券交易所(以下简称上交所)和深圳证券交易所(以下简称深交所)公布的所有终止上市股票的退市原因与退市时间的信息进行统计,形成下图。^①

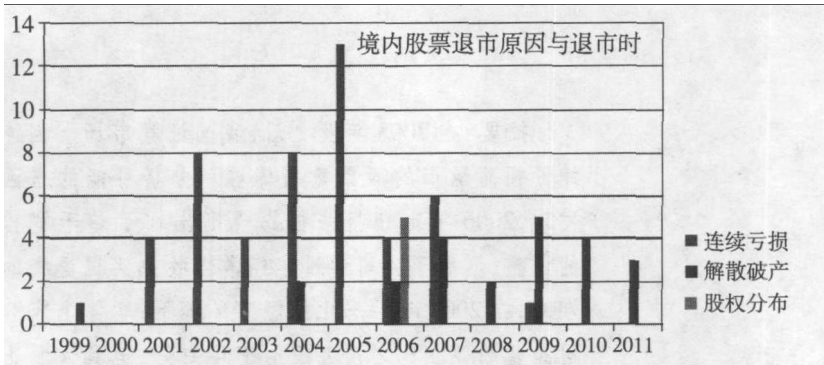


图1 沪、深股市股票的退市原因与退市时间(1999~2011)^②

^① 上海证券交易所和深圳证券交易所终止上市公司列表分别参见其信息披露, http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/SSEQueryStockInfoAct? keyword = &reportName = BizCompStockInfoRpt&PRODUCTID = &PRODUCTJP = &PRODUCTNAME = &CURSOR = 1 &tab _flg = 5 和 <http://www.szse.cn/main/marketdata/jypz/ztzssgs/#>, 2011年9月20日最后访问。

^② (1)分类标准为2005年《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第56条关于股票退市的四种情形。其中,“连续亏损”包含“连续数年亏损”、“在法定期限内未依法披露定期报告”、“注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告”等根源为连续亏损退市的情形;“解散破产”表现为因“吸收合并”和“分立注销”形成的退市;“股权分布”表现为因“要约收购”而退市的情况;“重大违法”是指“虚假披露”等形成的退市;(2)学界一般认为PT水仙为第一家退市股票,如李自然、成思危:“完善我国上市公司的退市制度”,载《金融研究》2006年第11期;张妍妍:“我国上市公司退市问题及对策”,载《中南民族大学学报》2011年5月。本文依据上交所和深交所的数据,以1999年琼民A为第一家退市股票。

分析发现,年度退市股票数量大致经历了一个从上升到下降的过程,并在2005年达到顶峰。从具体退市原因来看,“重大违法”下的退市极少,“股权分布”下的情况集中于2006年,而“连续亏损”和“解散破产”下的情况呈现出明显的集中性。图表清晰地显示,2008年及之后仅有一支股票因连续亏损退市。

对此我们感兴趣的是:2008年之后没有股票因连续亏损而退市是因为规则发生了不利于退市的变动还是因为上市公司经营绩效变好,抑或是退市规则执行出现问题,又或者还有其他的原因?在寻找到这一原因的基础上,本文将尝试分析现状的合理性问题和可能的制度完善问题。^③

二、亏损退市的规则变动、公司经营绩效的变化: 2008年前后之比较

本部分首先对2008年前后的连续亏损退市规则进行考察,寻找规则可能的变动,并探究这种变动与2008年前后亏损退市情况变化之间的关系;此后,我们将对2008年前后上市公司经营绩效进行宏观对比,以观察这种可能的变化对连续亏损退市的影响。

(一)连续亏损退市规则的变动:2008年前后之比较

通过初步考察,我们发现连续亏损退市规则在2008年前经历了一系列演变,且在2006年时变动较大,或许将对连续亏损退市问题产生影响。变动前和变动后的规则表现如下:

1. 2008年前主板市场连续亏损退市规则的规定

2001年中国证监会颁布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》及其修订稿(以下简称《办法》)对亏损退市问题作了系统性规定,标志着我国退市制度的正式实施。^④《办法》规定的具体情形为:

^③ 由于数据显示现已因连续亏损而退市的48支股票全部存在于主板,因此本文对中小板和创业板的股票退市问题暂不讨论。

^④ 参见冯芸、刘艳琴:“上市公司退市制度实施效果的实证分析”,载《财经研究》2009年1月刊。

(1)在法定期间未依法披露定期报告;(2)披露报告但未提出恢复上市申请;(3)提出申请但未被交易所受理;(4)申请被受理但未被核准;(5)披露报告但公司出现亏损;(6)被注册会计师出具无法表示或者否定意见的审计报告;(7)恢复上市次年未披露报告。《办法》颁布之后,《上海证券交易所股票上市规则》(以下简称《上交所上市规则》)和《深圳证券交易所股票上市规则》(以下简称《深交所上市规则》)中的亏损退市规则都以此为依据在2001年、2002年、2004年和2006年连续做了修订。^⑤

2001年的规则规定:(1)公司最近三年连续亏损,由交易所决定暂停其股票上市;(2)在暂停上市期间,交易所为该股票提供特别转让服务;(3)自暂停上市之日起45天内,公司可以向交易所提出12个月的宽限期的申请;(4)在宽限期内第一个会计年度有盈利的,可以向证监会提出恢复上市申请,审批期间宽限期可以延长;(5)公司决定不提出宽限期申请的、定期内未提出宽限期申请的、申请宽限期未获交易所批准的、不能在宽限期截止日公布第一个年度报告的或者第一个会计年度继续亏损的,由证监会决定股票终止上市。2002年和2004年的规则更为细致。相应变化主要体现在:(1)股票被暂停上市后,公司要聘请代办机构作为股票恢复上市的保荐机构;(2)取消了有关宽限期的规定,直接给予半年考察期;(3)在法定期限内披露了最近一期半年度报告并且显示公司盈利的,可以在披露后5个交易日内向交易所申请恢复上市;(4)交易所根据上市公司专家委员会的审核意见,决定是否核准恢复上市;(5)交易所可以要求公司补充相关材料,且期间不计入交易所作出决定的期限;(6)未能在法定期限内披露最近一期半年度报告或者恢复上市后最近一期年度报告、最近一期半年度报告显示公司亏损、披露报告但未在期限内提出恢复上市申请、申请未被受理或被审核等情形中,由交易所终止其股票上市。

2006年的规则进行了一些调整。这是因为2006年施行的《证券法》规定“公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利的,交易所将终止其股票上市”。由此2006年规则在恢复上市和终止

^⑤ 由于在主板市场上《上交所上市规则》和《深交所上市规则》的退市规则相同,后文对此不作区分。

上市的时间条件上都作了一定的调整,即将“最近一期半年度报告”更换为“最近一期年度报告”;同时新的规则进一步明确了证券交易所对股票上市、暂停上市和终止上市的审核权,扩张了交易所的自主权力。

2. 2008年后主板市场连续亏损退市规则的规定

2008年9月,《上交所上市规则》和《深交所上市规则》再次进行修改。但是,针对亏损退市这一问题,新规则没有变化。

3. 新旧规则与2008年前后亏损退市情况变动的关系

按照会计规则,年报的最终公布日期为每年的4月底,因此交易所对股票实行暂停上市也集中于这段时间前后。^⑥2006年5月的规则修改影响了之后的情况。从亏损退市数据上看,2006年剩下的几个月中有3支,2007年有6支,2009年有1支,其他年度不存在。

接下来我们对比新旧规则下的连续亏损退市的具体原因,以考察规则变动可能导致的影响。分析附表一发现,以2006年5月新规则的实施作为2008年之后连续亏损退市情况变动的转折点,这一假设并不具有充分的说明力,因为亏损退市戛然而止的情形出现在2008年之后,而2006年5月前后一段期间的退市情况并无明显区别,且2007年并未显示出骤减趋势。但是,2006年的规则对2008年之后的连续亏损退市情况仍旧具有非常明显的影响。2006年前的规则规定,3年连续亏损暂停上市后如果第4年第一个半年度报告显示仍然亏损的就会直接退市,审查更为严格;新规则规定需要等到第4年年报披露后看是否亏损再决定是否退市,因此较之宽松一些。规则的变动影响明显:在2006年5月前有23支股票因为半年报显示亏损而最终退市;而在2008年之后,没有股票因年度报告显示连续4年亏损而退市。

由此我们初步认为:规则的变动在一定程度上影响了2008年之后亏损退市的情况,但是这种影响可能不是最直接的,即2006年规则变动不是亏损退市数量骤减的直接转折点。

(二)上市公司经营绩效的变化:2008年前后之比较

关于上市公司经营绩效的变化,我们从两个方面进行考察,即宏观上的整体经营环境和微观上的个体绩效。整体经营环境关注的是宏观

^⑥ 参见《中华人民共和国证券法》第66条和《中华人民共和国会计法》第11条。

经济形势和证券市场状况;微观经营绩效关注的是作为个体的上市公司在因连续亏损而产生的暂停上市以及恢复上市中的具体绩效表现。

1. 整体经营环境考察

(1)通常来说,宏观经济形势的变化会影响社会投资和消费,从而影响上市公司的经营状况。就连续亏损退市这一问题而言,宏观经济形势变差应当会增加亏损的可能性,从而在当年无法实现恢复上市直至终止上市。表一显示,我国年度 GDP 增长率在 2007 年达到 13%,之后由于全球性金融危机的影响而出现下滑,并一度低于 7%。从逻辑上来看,宏观经济形势变差会使得退市股票的数量增加,但 2008 年后的实际情况却正好相反。

表 1 我国年度 GDP 增长率(1991~2010)

年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
增长率	9.2	14.2	14	13.1	10.9	10	9.3	7.8	7.6	8.4
年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
增长率	8.3	9.1	10	10.1	10.4	11.6	13	9	9.1	10.4

资料来源:《中国统计年鉴》。

(2)证券市场状况反映的是投资者对资本市场的信心,股票价值的下降会在一定程度上影响上市公司的融资和经营,从而影响公司的盈利和恢复上市。从中国股市整体走势来看,沪指在 2007 年和 2008 年左右经历了强烈的震荡。到 2008 年 5 月时,股市已经几乎跌至调整后的最低谷。在此背景下,救市已经成为资本市场上最大的呼声,上市公司之间的吸收合并情形大量出现,而股票退市的情况则较少受到关注。

总之,上市公司在 2007 年和 2008 年前后出现了整体经营环境上的较大变化。这一变化表现在股票市场的影响是,在 2008 年及之后有一支股票因连续亏损而退市,其余 15 支股票因吸收合并退市。^⑦

^⑦ 很大部分表现为资源型国企的吸收合并,例如中国铝业吸收合并了 S 兰铝、包头铝业和 S 山东铝代表的 3 家公司;包括邯郸钢铁在内的 3 家钢企被其他 3 家钢企吸收合并;在此前后,中石油和中石化也吸收合并和要约收购了 7 家涉及石油化工的上市公司。

2. 微观个体绩效考察

2008 年左右作为个体的上市公司在连续亏损后的暂停上市和恢复上市中的具体绩效表现,可以在一定程度上反映出其间上市公司的经营情况。通过整理上交所和深交所截至 2011 年 9 月 20 日的信息,发现现有 28 支股票处于暂停上市阶段,其中上交所 8 支,深交所 20 支(详见附表三和附表四)。通过考察,我们发现以下问题:(1)除 *ST 嘉瑞外,这些股票在暂停上市当年都实现了盈利(净利润为正)。这意味着依照 2006 年和 2008 年《上交所上市规则》和《深交所上市规则》的规定,这些股票不需要在暂停上市后的第二年退市;(2)这些股票在暂停上市当年的利润无一例外都主要来自于非经常性收益,主营业利润极少或为负数。这意味着利润主要来自于政府财政补贴、不良资产剥离、优质资产注入等方面,而非营业所得,说明了企业的经营绩效实际上较差;(3)这些股票基本上都依法申请了恢复上市,但之后数年的年度报表显示其盈利状况较为严峻。在 24 支股票中,^⑧仅有 5 支股票出现过利润主要来自于营业所得的情形,^⑨而绝大多数股票的利润在持续数年的时间里都主要来自于非经常性收益。

这说明,这些正处于暂停上市和恢复上市审批中的股票的经营绩效并未变得更好,但在操作上都利用了“非经常性盈利”这一方式来满足恢复上市的规则要求。

(三) 小结

上文剖析了 2008 年前退市规则上的变动和经营绩效的变化对上市公司在 2008 年后连续亏损退市数量骤减的影响。分析结果显示,2008 年前退市规则发生了一定变动,表现为在技术层面上放松了上市公司连续亏损退市的要求,同时赋予了交易所更大的自主决定权,前者可能降低了连续亏损退市的数量,后者的实际效果需要在退市规则的执行过程中予以发现;就上市公司经营绩效来看,2008 年的全球金融危机明显造成了宏观经济环境的恶化,逻辑上应当降低上市公司的盈利能力从而产

^⑧ 除去新近暂停上市的 *ST 博通、*ST 海鸟、*ST 金城和 *ST 关铝 4 支股票。

^⑨ 这些股票在其他年度也有归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为负的情形。

生和扩大亏损退市的股票数目;同时,微观个体绩效显示,大多数公司在 2008 年之后的经营绩效并没有变得理想,现已暂停上市的公司基本上都通过非经常性收益来获得盈利从而避免终止上市的境遇。由此可见,退市数据显示出的在 2008 年之后亏损退市的股票不但没有增加、反而剧减到几乎不存在的情形,与上述两个因子有一定关系,但可能其他因子的作用更强、更直接,例如规则的执行问题。

三、退市规则的执行与连续亏损退市:2007 ~ 2011

诚如前述,两个因子与亏损退市数量变化之间的正相关和负相关关系都指向同一个对象,即退市决策主体在规则执行上可能产生的变化。那么,交易所是否存在违规让本应退市的股票留在市场上的情况?交易所在规则的执行上有哪些具体变化?这种规则执行上的变化在多大程度上影响了股票的退市状况?本部分,我们结合 2007 年至 2011 年期间交易所在股票恢复上市和现存暂停上市股票的规则执行中的表现进行分析。

(一)股票恢复上市情况与交易所的规则执行

通过整理 2007 年以来上交所和深交所所披露的股票恢复上市公告,发现共有 21 支股票恢复上市成功,且全部表现为 3 年连续亏损后的恢复上市,其中上交所 17 支,深交所 3 支(详见附表二)。由于深交所披露的信息相对不清晰且研究样本过少,因此本文主要以上交所披露的公告为研究对象。上交所的规则执行情况大致如下:

1. 这 17 支股票都在法定期间内公布了暂停上市后的最近一期年报。年报显示,这些股票都实现了盈利,并在法定期间申请恢复上市并得到交易所批准。因此这些股票不符合连续亏损退市的条件,交易所在这方面的规则执行没有问题。

2. 除少数几支股票的“暂停到恢复上市的期间”为 2 年以上外,绝大多数股票为 1 年 5 个月左右。由此推断,上交所可能依据某些相关规则执行恢复上市事务,并形成了惯例。

3. 从恢复上市的主要举措来看,在 17 支股票中,至少包括 *ST 昌

河等6支股票涉及国资委介入后的重大资产重组;包括*ST鲁北等3支股票直接涉及政府财政补贴;包括S*ST棱光等6支股票存在巨大历史亏损;包括“*ST秦丰”等在恢复上市后进行了改名,存在被借壳上市的情况。^⑩

总之,几乎所有股票暂停上市后的第一年盈利都不是来源于主营业务所得,而归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润通常表现为负。由此而言,恢复上市主要举措产生的效果更被关心,而主要举措的具体形式并未受到明显注意。

(二) 股票暂停上市情况与交易所的规则执行

从股票恢复上市的规则执行情况回溯到股票暂停上市的规则执行情况(参见附表三和附表四),我们发现以下信息:

1. 现存暂停上市的28支股票都在法定期间内公布了暂停上市后的最近一期年报。年报显示,这些上市股票的公司都实现了盈利,并在法定期间申请恢复上市,且都在交易所批准期间。这说明上交所和深交所在这方面的规则执行上没有问题。

2. 在上交所暂停上市的8支股票中,3支的“暂停上市到统计日的期间”已经超过了附表二归纳出的“暂停到恢复上市的期间”即通常1年5个月左右的时间;公告显示恢复上市正在进行之中。同时,公告已表明其他5支暂时上市期间低于1年5个月的股票中的2支在近期就会实现恢复上市。^⑪这表明,上交所基本上是按照退市规则执行的。

3. 在深交所暂停上市的20支股票中,15支的“暂停上市到统计日的期间”已经超过1年5个月的“暂停上市到恢复上市的期间”。其中,有12支已经超过4年之久,并且没有信息显示这些股票可能恢复上市的具体时间。从前文“股票恢复上市情况与交易所的规则执行”来看,深交所2007~2011年期间,只有3支股票恢复上市。这表明,如果深交所不是具有其他法律依据的话,那就应当在在退市规则执行上出现了严重偏离。

^⑩ 同时,即将于2011年9月29日恢复上市的*ST白猫改名为N浙传媒。

^⑪ 实际上,在2011年8月18日、8月29日和9月8日,分别有*ST鲁北、S*ST万鸿和*ST夏新已经实现恢复上市。根据上交所2011年9月23日的公告,*ST白猫将于9月29日恢复上市,*ST华源将于10月11日恢复上市(统计时仍属于暂停上市)。

(三)2008年前后退市规则执行的简单对比

通过对比附表一与附表二、附表三、附表四,我们发现:

1. 在2007年及之前被终止上市的股票中,存在至少9支股票因申请恢复上市未获交易所受理或核准而退市,而在2008年之后不再存在这一情况,却有大量股票处于暂停上市状态。这在一定程度上说明2008年之后交易所在执行退市规则上较以前更为宽松。

2. 在2007年及之前,存在至少10支股票因“未披露暂停上市或恢复上市后第一个定期报告”和“被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告”等原因被终止上市,这一方面反映了2008年之后上市公司治理的相对规范性,另一方面反映了2008年前交易所在规则执行上的相对严格性。

(四)对现行规则执行的合法性和合理性简评

按照《上交所上市规则》和《深交所上市规则》的规定:(1)在暂停上市期间,公司于法定期限内披露了最近一期年报且显示公司盈利的,公司可以在年报披露后5个交易日内,以书面形式向交易所申请恢复上市;(2)交易所受到申请5个交易日内,作出是否受理的决定;(3)交易所受理申请后的30个交易日内作出是否同意恢复上市的决定;(4)在此期间,交易所要求补充材料的,可以确定相应期限,材料补充期间不计入作出决定的期限。由此而言,上市公司如果实现盈利并申请恢复上市,那么暂停上市日到申请期日加上受理期日、材料补充期日和交易所决定期日,一般不应超过1年5个月。^⑩以上数据显示,单从形式上的恢复上市条件的满足和程序上的规则执行而言,上交所基本上是按照这一退市规则来执行,而深交所基本上没有形成一个可预期的规则。

针对深交所执行规则中出现的让人困惑的情形,来自于技术上的合法性解释是:由于修订后的《深交所上市规则》赋予了交易所退市决定权,使得交易所可以充分利用“材料补充期间不计入决定期间”这一规则,使得暂停上市期间可受控制。因此单纯从形式上而言,这种操作方式并不违反规则,虽然这种审批导致大量股票无法进入证券市场进行交

^⑩ “1年5个月”还考虑到了两个年报之间可能存在的时间差距。举例而言,如果暂停上市当年的年报在1月公布,第二年在4月公布,那么就存在3个月左右的差距。

易。这反映出了交易所的某种考虑。而在2008年之前,有一些股票即使当年年报显示盈利,但交易所仍然将其终止上市,这反映了规则执行上的较大变化。

然而,从另外一个方面而言,深交所执行规则的方式却具有一定的合理性。如果我们从一开始就否定了规则本身的合理性,那么深交所通过行使自主决定权来规避规则或者说减小不合理规则带来的负面影响,那么这种否定的否定似乎就具有了实质上的合理性。具体而言,在深交所暂停上市的20支股票中,几乎所有上市公司都采用了财政补贴、借壳上市、资产重组等非经常性收益手段来实现盈利从而避免在暂停上市的次年被强制退市。然而在这些股票申请恢复上市的期间,其财务数据显示绝大部分公司一直依靠非经常性收益保持盈利状况,而没有实质性的经营性盈利。那么,交易所如果严格按照规则将这些股票恢复上市,那么有可能又会出现“劣币驱逐良币”的局面,可能再次出现连续亏损,最终损害的还是投资者和资本市场。而在2008年前后,严峻的经济形势可能不利于交易所作出退市决定,由此选择了拉长审核期间这种办法。由此而言,深交所的行为在客观上是有利于保护我国证券市场的。此外,结合深交所在2007年实施的《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》已经将“股东权益的正负”作为判断股票是否具备重新上市交易的意义,我们甚至可以揣测,深交所的行为似乎还可能受到退市理念转变的影响。

(五) 小结

在2007年之后的股票暂停上市和恢复上市阶段的规则执行上,上交所都较严格因而恢复上市的股票多,而深交所则较宽松因而仍处于暂停上市的股票多。虽然两个交易所都没有违反规则让本应退市的股票留在市场上,但没有也让暂停上市后虽然盈利但质量较差的股票退出股票市场,这是2008年以后规则执行上的一大变化。

四、结论:三大因子的共同作用与制度的检讨

(一) 亏损退市股票数量骤减:制度缺陷与三大因子的共同作用

在上文中,我们对假设的规则变化、经营绩效变化和规则执行变化

三个因子进行剖析,以探究 2008 年之后连续亏损退市股票数量骤减的真正原因。研究显示,真正决定连续亏损退市情况的是原有的亏损退市制度本身,而上述三个因子围绕规则发生作用,在 2008 年前后特殊的政治经济环境下促使了 2008 年及之后亏损退市数量的骤减。

具体而言:(1)现有亏损退市规则并不排斥财政补贴、借壳上市、资产重组等非经常性收益的情况,而长期以来暂停上市的大多数公司都采用了这种方式来避免退市。“报表重组”是我国资本市场上的顽疾,却一直没有得到根治。退市问题受行政性因素主导严重,因此在亏损退市规则的执行上可以严格也可以宽松,只是说这一轮的宽松因为一些因素的产生而出现在 2008 年及之后的数年间。因此我们说真正决定连续亏损退市情况的是原有的亏损退市制度本身。(2)2006 年定期报告披露规则的变动对 2008 年及之后的退市情况有较强的影响,使得一些上市公司得以获得更多的时间,通过非经营性收益的形式实现盈利从而避免退市。(3)2007 年之后暂停上市的公司经营绩效上没有很大起色,而主要采用非经营性收益的形式实现盈利。不过,这些上市公司在恢复上市的程序上操作较为规范,在一定程度上避免了因年报披露、会计问题造成的退市。(4)从规则执行来看,2007 年之后交易所并不存在违规让本应退市的股票留在证券市场的情况。2008 年前后经营环境的恶化本应加快退市的发生,然而金融危机导致的一系列经济困难使得国家 GDP 增速严重下滑、股市出现重挫、失业严重、就业困难,使得无论来自于中央政府还是地方政府的现实需求都使得对连续亏损的企业产生了暂缓退市的要求,财政补贴、重大重组以及借壳上市等情形相比以前具有一定的合理性,更为宽松的退市规则使得交易所能够在不违反规则的情况下让连续亏损的公司得以恢复上市或者保持暂停上市的局面。

由此总结而言,亏损退市制度本身的缺陷是 2008 年及之后亏损退市股票数量骤减的根本原因,而 2008 年前后特殊的政治经济环境导致变动后的规则、经营绩效、公司更规范的行为以及交易所规则执行的变化等因素产生了亏损退市股票数量骤减这一结果。

(二) 亏损退市制度的检讨

长期以来,我国的证券市场缺少一个有效的上市公司退出机制。这样的制度设计造成了监管层面和上市公司治理层面各方激励约束的恶

性循环,不利于激励上市公司提高质量。^⑬在连续亏损退市制度上,这一问题表现得更为明显。

当然,我们并不是说证券市场上一定要有股票因为连续亏损而退市,这个规则和制度才是合理的。一个理想的股票市场应当是能“提供集中竞价的机会”,^⑭能发挥资源优化配置、筹集资本、投资增值、分散风险和转化机制等功能。^⑮相关研究已经表明,股票退市将导致股价的大幅度波动,对资本市场的投资者产生了很大影响;^⑯在我国特殊的环境下,股票退市还对上市公司的职工就业、国有资产保护、银行债权以及地方政府业绩都有很大影响,因此各方都不愿意股票退市。^⑰由此而言,股票只要能够满足上述这些功能定位并且自愿留在证券市场上,那么就不应当强制其退市。从这个意义上讲,在连续亏损这种情况中强制退市的股票越少越好。

然而现实的情况是,很多上市公司在经营过程中罔顾投资者利益,常常因为违规经营、缺乏激励等情况导致公司连续亏损;在股票暂停上市后,很多上市公司采用“报表重组”的方式实现盈利,而“对自身质量改进缺少足够的关注,最终导致退市制度所应产生的正面效应长期弱化”;^⑱在这种情况下,我们迫切需要改变现在证券市场上“有进无退”、“退而不出”的现象,才能真正建设一个健康有效的证券市场。

中国股票市场的进一步发展需要一个更易被接受的制度性框架,如此

^⑬ 参见李自然、戚思危:“完善我国上市公司的退市制度”,载《金融研究》2006年第11期。

^⑭ 参见蒋大兴:“谁需要证券交易所——中国证交所上市主体/产品的结构性改革”,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第1页。

^⑮ 参见倪勇:“中国股票市场退市机制研究”,复旦大学2004年产业经济学博士学位论文,第60~62页。

^⑯ See, ex, Gary C. Sanger and James D. Peterson, *An Empirical Analysis of Common Stock Delistings*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (1990), Vol. 25, pp. 261 - 272.

^⑰ 参见王丽娟、李亚宁:“完善我国证券市场退市制度的思考”,载《沈阳大学学报》2004年6月;倪勇:“中国股票市场退市机制研究”,复旦大学2004年产业经济学博士学位论文,第81~103页。

^⑱ 参见冯芸、刘艳琴:“上市公司退市制度实施效果的实证分析”,载《财经研究》2009年1月。

投资者才会对公共产权市场即股票市场产生信任。^{①9} 关于我国证券市场的股票连续亏损退市的规则完善问题,学界和监管决策机关已经进行了很多有益的探索。在此情况下,我们结合本文的实证研究,提出以下建议;(1)连续亏损退市制度应结合我国的特殊的体制、机制、环境来逐步完善,不应要求脱离国内现实完全参照国外资本市场,也不应要求一蹴而就;(2)正视证券市场的功能,在此基础上,国有企业改制还应进一步推进,使政府的归政府,企业的归企业,才能进一步减少上市公司在终止上市前给政府带来的压力和利益纠葛;(3)逐步改变主板市场中股票恢复上市的条件,借鉴中小板市场中以“股东权益为正”作为恢复上市的条件,以真正保护投资者的利益,减少我国资本市场的投机氛围;^{②0}(4)将交易所的功能定位在将投资者利益和市场信誉放在首位,^{②1}逐步赋予交易所更多的自主决定权和更独立的地位,以在股票亏损退市机制上有更灵活的探究。

附表一 连续亏损退市情况下具体退市原因(1990~2011)

退市具体原因	上交所	深交所	具体股票
未披露暂停上市或恢复上市后第一个定期报告	5	2	S * ST 国瓷、* ST 达曼、* ST 花雕、S * ST 精密、S * ST 龙昌、ST 宏业、* ST 环保
在期限内披露暂停上市或恢复上市后第一个定期报告,但定期报告出现亏损或未提出恢复上市申请	9	17	* ST 石化 A、* ST 石化 B、* ST 大洋 B、PT 南洋、ST 五环、* ST 南华、* ST 猴王、* ST 大菲、* ST 长兴、S * ST 佳纸、S * ST 托普、S * ST 云大、ST 国嘉、* ST 鞍成、* ST 华圣、* ST 数码、* ST 哈慈、* ST 中川、* ST 北科、* ST 信联、ST 银山、ST 九州、ST 海洋、ST 鑫光、PT 中浩 A、PT 中浩 B

^{①9} Zhiwu Chen, — Stock Market in China's Modernization Process - Its past, present and future prospects, Yale School of Management Working Papers, 2006.

^{②0} 在主板市场一直坚持以“净利润”作为评判退市依据时,深交所 2007 年实施的《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》已经将“股东权益连续为负”作为暂停上市和终止上市的判断条件。虽然中小板迄今尚未存在股票终止上市,但是这一规则已经明显反映出监管层在连续亏损退市这一问题上出现了思想和理念上的改变。

^{②1} 参见梁定邦:“中国资本市场发展与监管的若干问题”,载郭峰主编:《证券法律评论》(第 1 期),法律出版社 2001 年版,第 11~12 页。

续表

退市具体原因	上交所	深交所	具体股票
申请未获交易所受理或核准	5	4	PT 金田 A、PT 金田 B、* ST 龙涤、* ST 华信、PT 水仙、* ST 斯达、* ST 龙科、* ST 联谊、S * ST 金荔
被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告	1	2	ST 中侨、ST 生态、* ST 比特
信息不详	1	2	PT 粤金曼、ST 鞍一工、* ST 本实 B
2006 年 5 月以后亏损退市公司信息： 未披露年报(S * ST 精密、S * ST 龙昌、S * ST 国瓷，上交所)； 恢复上市未获交易所核准(* ST 龙涤，上交所；S * S 金荔、* ST 联谊，深交所)； 连续四年亏损(S * ST 云大，上交所；* ST 佳纸、* ST 托普，深交所)； 信息不详(* ST 本实 B，深交所)。			

资料来源：作者根据上交所披露信息进行的整理。

附表二 上海证券交易所股票恢复上市名单(2007~2011)

序号	股票名称	股票代码	地区	暂停上市时间	申请恢复时间	恢复上市时间	暂停到恢复的期间
1	* ST 亚星	600213	江苏省	2006.04.28	不清	2007.07.05	1年3个月
2	S * ST 棱光	600629	上海市	2006.05.18	不清	2007.10.26	1年5个月
3	S * ST 源药	600656	上海市	2007.05.25	2008.06.23	2008.07.01	1年2个月
4	S * ST 天华	600745	湖北省	2007.05.25	2008.06.27	2008.07.08	1年2个月
5	S * ST 天颐	600703	湖北省	2007.05.25	2008.06.27	2008.07.08	1年2个月
6	S * ST 实达	600734	福建省	2007.05.18	2008.05.09	2008.12.26	1年7个月
7	* ST 秦丰	600248	陕西省	2007.05.25	2008.04	2008.12.26	1年7个月
8	S * ST 华龙	600242	广东省	2007.05.25	2008.05.08	2009.01.05	1年8个月
9	S * ST 聚酯	600259	海南省	2007.05.25	2008.05.07	2009.01.19	1年8个月
10	S * ST 黑龙	600187	黑龙江	2006.05.18	2007.05.16	2009.04.17	2年11个月
11	S * ST 天香	600225	天津市	2007.05.25	2008.05.09	2009.10.28	1年5个月
12	* ST 厦华	600870	福建省	2009.05.27	2010.02.24	2010.05.14	1年
13	* ST 昌河	600372	北京市	2009.05.11	2010.04.12	2010.09.20	1年4个月
14	* ST 三联	600898	山东省	2010.05.25	2011.03.16	2011.07.25	1年2个月
15	* ST 鲁北	600727	山东省	2010.05.25	2011.05.04	2011.08.18	1年3个月
16	* ST 夏新	600057	福建省	2009.05.27	2010.03.05	2011.08.29	2年3个月
17	S * ST 万鸿	600681	湖北省	2008.05.19	2009.05.12	2011.09.08	3年4个月

续表

上海证券交易所股票恢复上市的主要举措(2007~2011)			
序号	股票名称	恢复上市主要举措	披露的现存主要问题
1	*ST亚星	<ol style="list-style-type: none"> 1. 剥离城市客车厂闲置资产用于置换其他公司股份; 2. 收购扬柴的股份; 3. 清理原控股股东占用的资金; 4. 处置原分厂、子公司的资金; 5. 争取政府补贴 7000 万元; 6. 经营重组。 	
2	S*ST 棱光	<ol style="list-style-type: none"> 1. 积极寻找重组方,促成对公司的实质性重组; 2. 通过实施债务和解及资产重组,消除公司破产偿债风险; 3. 债务豁免,资产注入及分置改革; 4. 非公开发行股票,认购其他公司优质资产,充实公司主业。 	历史亏损近 7 亿元。
3	S*ST 源药	<ol style="list-style-type: none"> 1. 引入重组方; 2. 推进股权分置改革,引入重组方优质资产; 3. 重大资产重组、重新定位主营业务; 4. 剥离原有非核心资产; 5. 积极推进公司债务重组工作; 6. 加强内部控制制度体系建设,健全公司治理制度。 	逾期贷款余额 2.58 亿元。
4	S*ST 天华	<ol style="list-style-type: none"> 1. 启动资产重组暨股权分置改革。将原有的产权不明、权属资料欠缺、权利受到限制的资产置出上市公司; 2. 重组方注入公司的优质资产保证了公司的持续经营能力; 3. 公司股权分置改革方案与重大资产重组同步实施; 4. 完善企业治理结构。建立高级管理人员考评及激励机制。 	自 2004 年起,累计亏损约 6.11 亿元。
5	S*ST 天颐	<ol style="list-style-type: none"> 1. 破产重整; 2. 重大资产重组; 3. 股权分置改革; 4. 完善公司法人治理结构。 	2007 年扣除非经常性损益后的净利润 -5400 万元。
6	S*ST 实达	<ol style="list-style-type: none"> 1. 债务重组; 2. 在股东占用资金方面,收回资金; 3. 在生产经营方面,提高管理; 4. 在股改方面,积极推进; 5. 在资产重组方面,加大步伐; 6. 公司在 2007 年实现扭亏为盈。 	

续表

上海证券交易所股票恢复上市的主要举措(2007~2011)			
序号	股票名称	恢复上市 主要举措	披露的现存 主要问题
7	*ST 秦丰	1. 获得杨凌示范区管委会财政补贴,2007 年盈利 6000 万元; 2. 启动实质性的重大资产重组,重组方注入公司的优质资产保证了公司的持续经营能力; 3. 完善公司法人治理结构。	
8	S*ST 华龙	1. 引入重组方,恢复持续盈利能力; 2. 破产重整,解决历史债务; 3. 2007 年度实现盈利; 4. 通过股权分置改革方案; 5. 完善公司法人治理。	
9	S*ST 聚酯	1. 完成了公司股权分置改革工作; 2. 结合股权分置改革,积极进行债务重组; 3. 积极寻求有实力的重组方,提高企业持续经营能力; 4. 完善公司法人治理结构。	
10	S*ST 黑龙	1. 广泛寻求实力重组方前来重组; 2. 遏制了大股东资金占用和巨额亏损; 3. 安置员工,对原有职工分别办理解除国有职工劳动用工身份、退休等手续; 4. 全部资产与负债以及与拟剥离资产相关的所有合同及其他附属性权利及义务一并转让给鹤城建投; 5. 国中(天津)水务有限公司签订了《股份转让协议》国中水务转让黑龙集团公司持有的黑龙股份 70.21% 的股份。	
11	S*ST 天香	1. 重大资产重组; 2. 股权分置改革; 3. 完善公司法人治理结构。	2007 年度扣除非经营性损益后仍为亏损。
12	*ST 厦华	1. 与中华映管发挥协同优势; 2. 加强管理,推行 PLM(产品生命周期管理)系统。	1. 短期借款折合 14.86 亿元,于 2010 年到期。 2. 截至 2009 年 12 月,公司的未分配利润为约为 -2.2 亿元。

续表

上海证券交易所股票恢复上市的主要举措(2007~2011)			
序号	股票名称	恢复上市 主要举措	披露的现存 主要问题
13	*ST 昌河	1. 协调、制订并完成重组方案,切实保护投资者利益; 2. 资产重组增强公司盈利能力; 3. 完善内部管理制度,加强法人治理、规范上市公司运作; 4. 完善组织架构,更换董事、监事和高级管理人员; 5. 公司董事会及时提出恢复上市申请。	
14	*ST 三联	1. 加大经营力度,提升盈利能力,力保公司主业发展; 2. 加强内部控制建设,规范公司运作; 3. 积极清理历史遗留问题,避免对公司业绩的负面影响; 4. 积极推动公司与实际控制人之间的同业竞争问题的解决。	
15	*ST 鲁北	1. 扭亏保壳,确保 2010 年度实现盈利。向三木集团出售公司电厂闲置资产的工作。向鲁北集团转让不良资产; 2. 财政补贴。无棣县财政局财政补贴 4000 万元; 3. 进行内部资产重组,确保公司可持续盈利能力。收购鲁北集团持有鲁北盐化 40% 的股权。购买鲁北集团的溴素业务; 4. 完善内控制度,加强规范运营,确保公司健康有序发展。	
16	*ST 夏新	1. 公司重整; 2. 公司董事会审议通过了向象屿集团及其一致行动人象屿建设发行股份购买其持有的厦门象屿物流集团有限责任公司。公司向象屿集团和象屿建设发行的 43,000 万股人民币普通股 A 股已经完成了股份登记手续,至此优质资产注入相关工作实施完毕,公司已经完全恢复了持续经营能力。	亏损额 3 亿多元。
17	S * ST 万鸿	1. 妥善做好员工安置工作; 2. 剥离、处置不良资产; 3. 解除对外担保,清理或有事项,积极推进债务重组; 4. 开展自我转型,发展房地产租赁、装修及园林绿化业务; 5. 积极推进重大资产重组工作; 6. 实施股权分置改革。	2010 年度净利润约 3000 万元,但扣除非经常性损益后的净利润约 - 1500 万元。

资料来源:作者根据上交所披露信息进行的整理。

附表三 上海证券交易所暂停上市公司名单(最后统计日期:2011年9月20日)

序号	公司代码	公司简称	暂停上市日期	暂停日到统计日的期间	暂停上市期间的盈亏状况和恢复上市进展
1	600556	*ST北生	2009.05.27	2年4个月	①2009年净利润约9亿4000万元,低于当年非经常性收益;②2010年净利润约485万元,低于当年非经常性收益;③申请恢复上市后被要求补充材料,公司于2010年10月28日进行答复,恢复上市正在进展。
2	600633	*ST白猫	2010.05.25	1年4个月	①2010年净利润约250万元,低于当年非经常性收益;②将于2011年9月29日恢复上市。
3	600094	*ST华源	2008.05.19	3年4个月	①2008年净利润约8.4亿元,低于当年非经常性收益;②2009年净利润约为120万元,低于当年非经常性收益,其中财政补助230万元;③2010年净利润约160万元,低于当年非经常性收益;④将于2011年10月11日恢复上市。
4	600313	*ST中农	2010.05.25	1年4个月	①2010年净利润约为4900万元,低于当年非经常性收益;②于2011年5月4日提出恢复上市申请。
5	600401	*ST申龙	2009.04.02	2年5个月	①2009年净利润约1300万元,严重低于当年非经常性收益;②2010年净利润约830万元,其中营业利润约为-1900万元;③后被要求补充相关材料,恢复上市正在进展。
6	600455	*ST博通	2011.05.16	4个月	
7	600634	*ST海鸟	2011.04.25	5个月	
8	600817	*ST宏盛	2010.04.09	1年5个月	①2010年净利润约7900万元,其中营业利润约4200万元;②2011年5月6日申请恢复上市,5月18日被交易所要求补充相关材料,恢复上市正在进展。

资料来源:作者根据上交所披露信息进行的整理。在本表中,“净利润”是指恢复上市所要求的归属于上市公司股东的净利润;“净利润少于当年非经常性收益”是指当年的利润主要来自于“非经常性收益”即可能来自于政府财政补贴、不良资产剥离、优质资产注入等情形;“净利润严重低于非经常性收益”是指非经常性收益为净利润的1倍以上或者多出1000万元,没有严格标准。附表四的定义与此相同。

附表四 深圳证券交易所暂停上市公司名单(最后统计日期:2011年9月20日)

序号	公司代码	公司简称	暂停上市日期	暂停日到统计日的期间	暂停上市期间的盈亏状况和恢复上市进展
1	000038	*ST大通	2007.05.22	4年4个月	①2007年净利润约1600万元,少于当年非经常性收益;②2008年营业利润约-840万元,净利润约1540万元;③2009年营业利润约2500万元,净利润约2200万元;④2010年净利润约2700万元,多于当年非经常性收益;⑤2008年5月8日申请恢复上市,因要约收购事宜一直处于审核阶段。
2	000156	*ST嘉瑞	2006.04.13	5年5个月	①2006年净利润约-8300万元,少于当年非经常性收益;②2007年净利润约190万元,少于当年非经常性收益;③2008年净利润约1900万元,少于当年非经常性收益;④2009年净利润约8400万元,少于当年非经常性收益;⑤2010年净利润约1.8亿元,多于当年非经常性收益;⑥2007年2月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
3	000403	S*ST生化	2007.05.21	4年4个月	①2007年净利润约3500万元,严重少于当年非经常性收益;②2008年净利润约2亿元,多于当年非经常性收益;③2009年净利润约230万元,多于当年非经常性收益;④2010年净利润约2900万元,多于当年非经常性收益;⑤2008年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
4	000498	*ST丹化	2008.05.16	3年4个月	①2008年净利润约900万元,严重少于当年非经常性收益;②2009年净利润约2.7亿元,少于当年非经常性收益;③2010年净利润约60万元,少于当年非经常性收益;④已申请恢复上市。

② *ST嘉瑞 2006年的净利润在调整前为1400万元,调整后为-8300万元。

续表

序号	公司代码	公司简称	暂停上市日期	暂停日到统计日的期间	暂停上市期间的盈亏状况和恢复上市进展
5	000622	S*ST 恒立	2006.05.15	5年5个月	①2006年净利润约1000万元,严重少于当年非经常性收益;②2007年净利润约340万元,严重少于当年非经常性收益;③2008年净利润约280万元,严重少于当年非经常性收益;④2009年净利润约130万元,少于当年非经常性收益;⑤2010年净利润约-300万元,当年非经常性收益约4400万元;⑥2007年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
6	000657	*ST 中钨	2010.04.09	1年5个月	①2010年净利润约770万元,多于当年非经常性收益;②2011年3月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
7	000670	S*ST 天发	2007.05.25	4年4个月	①2007年净利润约7100万元,严重少于当年非经常性收益;②2008年净利润约250万元,多于当年非经常性收益;③2009年净利润约370万元,多于当年非经常性收益;④2010年净利润约1050万元,多于当年非经常性收益;⑤2008年4月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
8	000672	*ST 铜城	2007.05.11	4年4个月	①2007年净利润约3000万元,严重少于当年非经常性收益;②2008年净利润约560万元,少于当年非经常性收益;③2009年净利润约360万元,少于当年非经常性收益;④2010年净利润约460万元,少于当年非经常性收益;⑤2008年4月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
9	000681	*ST 远东	2009.03.24	2年6个月	①2009年净利润约410万元,严重少于当年非经常性收益;②2010年利润总额约63万元,严重少于当年非经常性收益;③2010年4月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。

续表

序号	公司代码	公司简称	暂停上市日期	暂停日到统计日的期间	暂停上市期间的盈亏状况和恢复上市进展
10	000688	* ST 朝华	2007.05.23	4年4个月	①2007年净利润约11亿元,少于当年非经常性收益;②2008年净利润约-1000万元,当年非经常性收益约2000万元;③2009年净利润约-1300万元,当年非经常性收益约3100万元;④2010年净利润约-2200万元,当年非正常性收益约3800万元;⑤2008年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
11	000693	S*ST 聚友	2007.05.23	4年4个月	①2007年净利润约2400万元,少于当年非经常性收益;②2008年利润总额约350万元,严重少于当年非经常性收益;③2009年净利润约-6700万元,当年非经常性收益约-1.7亿元;④2010年净利润约660万元,严重少于当年非经常性收益;⑤2008年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
12	000719	* ST 鑫安	2008.01.31	3年8个月	①2008年净利润约8000万元,严重少于当年非经常性收益;②2009年净利润约1800万元,严重少于当年非经常性收益;③2010年净利润约38万元,严重少于当年非经常性收益;④2009年4月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
13	000722	* ST 金果	2010.05.10	1年4个月	①2010年净利润约2500万元,少于当年非经常性收益;②2011年4月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
14	000757	* ST 方向	2007.05.23	4年4个月	①2007年净利润约1800万元,严重少于当年非经常性收益;②2008年净利润约-1.3亿元,当年非经常性收益约2.6亿元;③2009年净利润约960万元,严重少于当年非经常性收益;④2010年净利润为-1.2亿元,当年非经常性收益约2.5亿元;⑤已申请恢复上市及破产重组。

续表

序号	公司代码	公司简称	暂停上市日期	暂停日到统计日的期间	暂停上市期间的盈亏状况和恢复上市进展
15	000787	*ST 创智	2007.05.24	4年4个月	①2007年净利润约4300万元,少于当年非经常性收益;②2008年净利润约330万元,严重少于当年非经常性收益;③2009年净利润约41万元,少于当年非经常性收益;④2010年净利润约-1700万元;⑤2008年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
16	000805	*ST 炎黄	2006.05.15	5年4个月	①2006年净利润约100万元,严重少于当年非经常性收益;②2007年净利润约1亿元,严重少于当年非经常性收益;③2008年净利润约9000万元,严重少于当年非经常性收益;④2009年净利润约1700万元,少于当年非经常性收益;⑤2010年净利润约3300万元,少于当年非经常性收益;⑥2007年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
17	000820	*ST 金城	2011.04.28	5个月	
18	000831	*ST 关铝	2011.03.24	6个月	
19	000863	*ST 商务	2007.05.16	4年4个月	①2007年净利润约3000万元,少于当年非经常性收益;②2008年净利润约500万元,少于当年非经常性收益;③2009年净利润约800万元,少于当年非经常性收益;④2010年净利润约560万元,少于当年非经常性收益;⑤2008年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。
20	200770	*ST 武锅B	2010.04.09	1年5个月	①2010年净利润约820万元,少于当年非经常性收益;②2011年5月申请恢复上市,后被要求补充材料,恢复上市正在进展。

资料来源:作者根据深交所披露上市公司年度报告和恢复上市信息进行的整理。