

有关我国创业板退市程序之探讨

谢 兵 厦门大学法学院

【摘要】合理的退市制度安排是证券市场合理健康运行的前提,是市场优化资源配置的基础,也是保护投资者利益的前提。而由于目前我国创业板退市程序设计不合理导致创业板运行混乱,投资者利益得不到保护。本文在分析合理退市程序对证券市场运行重大意义的基础上,探究现行我国创业板退市程序上存在的弊端,以创业板实行“宽进严出”的总体思路为指导,提出了一些退市程序设计的建议。

【关键词】创业板 退市程序 宽进严出 程序设计

制度是一个社会运行的根本,好的制度可以使坏人变成好人,坏的制度可以使好人变成坏人,我国证券市场亦不例外。2009年10月23日,新生的创业板运行。然而,三年过去了,其不但没有对我国证券市场的发展带来人们期望的改变,反而和主板市场一样弊病百出,究其原因之一乃是创业板市场没有合理的退市程序。由此,科学的退市程序设计,意义非同寻常。

一、合理的退市程序设计的意义

合理的退市程序设计是证券市场健康运行的前提,是保护投资者合法权益的重要途径,是解决我国创业板存在的问题的关键,完善创业板上市公司推出机制有着十分重大的意义:

1. 建立创业板合理退市程序是防止风险积累的必要措施。创业板市场有着很高的风险。如果创业板市场有良好的淘汰机制,则应该倒闭的劣质公司得不到有效地及时清理,证券市场的风险将会成倍的增大,最终危及证券市场持续健康的长远发展。

2. 建立创业板合理退市程序是优化资源配置的要求。市场经济要求一切制度优胜劣汰的规律,以达到资源配置的最优化,创业板的退市程序亦不例外,建立完善的退市制度,使上市公司能进能退,有生有死,才能有效发挥证券市场优化资源配置的功能。

3. 证券市场的实践证明有必要建立创业板合理退市程序。设立至今已有21年的A股市场,年均退市公司只有2家。主板市场在退市机制上存在的严重缺陷一方面导致证券市场资源配置功能遭到严重扭曲,另一方面也常常导致市场上内幕交易与借壳炒作十分盛行,不利于整个市场树立正确的投资理念。

二、我国创业板退市程序设计存在的弊病

1. 退市程序主要由行政主导,难以真正形成优胜劣汰的市场机制。一方面,证券交易所在退市处理权限上几乎没有操作空间。虽然《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》规定由证券交易所行使暂停上市、恢复上市和终止上市的处理权限,但是证交所如果没有妥善行使这些处理权限,证监会有权加以纠正或撤销。另一方面,由于我国证券市场现有退市标准过于模糊,特别是量化退市标准过少而且不尽合理,使得退市具体操作中的行政干预较为普遍,难以有效发挥市场机制的约束作用。

2. 退市程序周期长、不彻底,操作性较差。目前的退市程序比较复杂,退市周期较长,资产重组的预期给许多原本亏损的劣质公司戴上了光环,使得劣质公司得以苟延残喘,“僵而不死、腐而不朽”,难以对劣质公司形成足够的威慑和约束。这不仅扭曲二级市场定价机制,影响一级市场新股发行定价的合理有效性,弱化证券市场的资产定价功能,而且使借壳上市式的资产重组大行其道,上演一幕幕“乌鸡变凤凰”的闹剧。

3. “直接退市制度”未能推出。创业板直接退市制度的缺乏直接助长了上市公司重组、炒壳之风盛行,陈东征指出“创业板直接退市制度的核心,就是不允许重组,不允许借壳”。我国至今未能推出直接退市制度,并且在深交所2011年11月28日推出的《关于完善创业板退市制度的方案》中明确规定创业板公司终止上市以后拟统一平移至代办股份转让系统挂牌,给投资者提供一个可以进行股份转让的渠道和平台。

4. 创业板现行退市制度没有确立对投资者保护的规定。现行退市制度对于因上市公司及其高管人员严重失职导致公司退市而给投资者利益带来的损失如何进行补偿并没有作出专门规定,难以有效保护投资者的正当利益。我国现今的退市制度规则对投资者显然不利,缺乏责任追究机制,对于问题的“制造者”而言,几乎没有为“退市问题”承担任何责任,甚至造成了部分公司“上市或退市,两头都受益”的不正常现象。

三、我国创业板退市程序设计之完善

与我国创业板比较,海外创业板市场的退市有三大特点:一是宽进严出,退市制度严格;二是以证券交易所为主进行退市管理;三是在严格信息披露的基础上,投资者可以对有效的维护自己的合法权益。借

鉴海外创业板市场的经验,笔者认为我国创业板退市程序设计的完善应对我国创业板的功能重新定位,具体来说,我国创业板应当宽进严出,明确支持中小企业创业的市场功能:一方面可适当降低创业板的门槛,让更多的中小企业享受上市资源,使得更多需要资金的企业有融资的机会,也让不同风险偏好的投资者有更多的投资选择。另一方面创业板应当加强监管,实行严格退市制度,上市公司一旦不符合上市标准,即行退市,防止创业板上市公司壳资源成为炒作的对象,减少内幕交易等违规行为的发生。对于退市程序设计的完善措施,可以从以下五方面着手:

第一,将退市决定权逐步下放给交易所,充分发挥交易所自律监管职能,减少退市程序的行政干预。在证券交易所被赋予退市处理权限的前提下,建议修订有关法律,消除法律实质性条件的约束,淡化证监会的行政监督,使证监会完全、彻底放权,将其手中掌握的退市处理决定权下放给证交所。同时,证监会依据法律赋予的监管证券市场的职能,对证交所作出的退市决定进行合规性审核,而非实质性审核。

第二,落实创业板直接退市制度,同时注意减少直接退市对市场的冲击。一方面,我国创业板市场应当实行直接退市和快速退市,减少退市实践中不必要的中间环节,优化退市程序,缩短退市时间,强化该制度对劣质公司的威慑力和制约力,从而真正实现创业板市场的优胜劣汰;另一方面,应当“多管齐下”,综合治理,加强借壳重组监管,严控限制借壳重组,有效遏制市场的过度投机气氛,维护公平、透明和有序的市场秩序。

第三,明确规定退市后上市公司的责任追究机制,落实投资者索偿机制,切实有效保护中小投资者利益:(1)建立退市风险抵押金制度。每年定期地从上市公司利润和高管人员薪酬中按一定比例提取退市风险抵押金。一旦公司退市,将退市风险抵押金补偿给因公司退市而利益受损的投资者。(2)应当明确退市损失的责任分摊,如果上市公司财务造假、包装上市甚至恶意退市,其导致的损失应该由控股股东和保荐机构、会计师事务所、审计事务所、律师事务所等中介机构承担连带赔偿责任,对于未尽职责的保荐代表人、会计师等,也要视违规情节予以惩戒。(3)在对上市公司和上市中介机构责任明确的前提下,证监会应积极协调相关部门完善证券市场投资者对相关责任人的诉讼追偿机制。以上制度的规定,一方面可以加大对上市公司违规行为的处罚,提高上市公司的违法成本;另一方面可以明确上市公司等各方的法律责任,落实对中小投资者利益的保护。

长期以来,以便利国企改革和融资为主要目标下的证券市场监管框架,缺少一个有效的退市程序,导致证券市场弊病百出。只有建立完善的退市程序,使上市公司能进能退、有生有死,才能有效发挥证券市场优化资源配置的功能,才能有效地保护投资者的合法权益,才能使新生的创业板市场健康的发挥其功效。然而,在当今中国的体制下,制度的完善与变革并非一朝一夕之事,既得利益者不会轻易让利,但是,作为学者的我们仍要积极呐喊,为推动制度的完善不懈努力,相信在我们的努力下中国的证券市场距离健康有序发展的那一天不再遥远。

参考文献:

[1]王一军:《创业板市场的运行秩序》,经济科学出版社2011版,第133页。

[2]陈峥嵘:“完善创业板退市制度真正建立优胜劣汰的市场机制”,载《科学发展》,2010年9月。

[3]陈杰:“海外创业板退市制度分析及对我国的借鉴与启示”,载自《武汉金融》,2009年第10期。

[4]《关于完善创业板退市制度的方案》(征求意见稿),深圳证券交易所,2011年11月28日。

[5]“专家解读创业板退市制度:终结‘貔貅’式市场”,载于《燕赵都市报》,2011年11月30日。

[6]朱慈蕴:“论证券交易所与会员公司的法律关系—两者关系法律构造的问题点”,载《法商研究》,2001年3月。

作者简介:谢兵,男,厦门大学法学院,硕士研究生,研究方向为证券法、金融法,1988年12月生。