

新一轮退市制度改革来了

随着市场化、法治化、常态化的步调，广受关注的新一轮退市制度改革正式启幕。

12月14日，沪深交易所对《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》（以下简称《股票上市规则》）《上海证券交易所科创板股票上市规则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等多项配套规则进行修订，并发布修订后的相关规则征求意见稿（以下合称“退市新规”），公开征求意见。

本次退市制度改革对原有退市环节进行了调整，即按照退市情形分节规定，分为交易类、财务类、规范类、重大违法类等4类强制退市类型以及主动退市情形，并按每一类退市情形分节规定相应的退市情形和完整的退市实施程序。

4类强制退市指标

财务类

取消了原来单一的净利润、营业收入指标，新增扣非前后净利润为负且营业收入低于人民币1亿元的组合财务指标，同时对实施退市风险警示后的下一年度财务指标进行交叉适用。

上交所称，本次退市改革后，那些长期没有主业、持续依靠政府补贴或出售资产保壳的公司将面临股票退市风险，而主业正常但尚未开始盈利的科技企业，或因行业周期原因暂时亏损的企业将不会再次面临股票退市风险。

交易类

将原来的面值退市指标修改为“1元退市”指标，同时新增“连续20个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币3亿元”的市值指标。

以沪市为例，近两年来已有6家上市公司股票因为股价连续低于面值而退市，获得市场各方广泛认可。此次优化“面值退市”并新增市值退市指标，将进一步充实交易类退市情形，发挥市场化退市功能。

事实上，微小市值的公司往往缺乏投资价值，且存在被炒作的问题，将市值极低的公司清出市场，也有利于投资者理性选择，引导价值投资，实现市场优胜劣汰。

规范类

本次退市改革新增信息披露、规范运作存在重大缺陷且拒不改正和半数以上董事对于半年报或年报不保真两类情形，并细化具体标准。其中，重大缺陷具体情形包括，证券交易所失去公司有效信息来源；公司拒不披露应当披露的重大信息，严重扰乱信息披露秩序，并造成恶劣影响等。有专家指出，新增此类退市指标，可以在一定程度上丰富交易所日常监管的“工具箱”，提升监管的威慑性。

重大违法类

退市新规在原来信息披露重大违法退市子类型的基础上，进一步明确财务造假退市判定标准，即新增“根据中国证监会行政处罚决定认定的事实，公司披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，上市公司连续三年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的100%，且三年合计虚增净利润金额达到10亿元以上；或连续三年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的100%，且三年合计虚增利润总额金额达到10亿元以上；或连续三年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到10亿元以上（前述指标涉及的数据如为负值，取其绝对值计算）”的量化指标。

简化退市程序

三个主要修订调整

- 取消暂停上市和恢复上市环节，明确上市公司连续两年触及财务类指标即终止上市。
- 取消交易类退市情形的退市整理期设置，其他有退市整理期的首日不设涨跌幅限制，将退市整理期交易时限从30个交易日缩短为15个交易日。
- 将重大违法类退市连续停牌时点从收到行政处罚事先告知书或法院判决之日，延后到收到行政处罚决定书或法院生效判决之日。

完善退市指标

■科创板

在前期制度探索的基础上，结合此次退市制度改革的总体要求，同步优化退市指标和程序，包括进一步完善重大违法类退市指标，引入量化判断标准；同样实施财务类指标和审计意见类型指标的交叉适用，严格退市标准；取消因触及交易类指标的退市整理期，压缩退市时间；衔接上市条件，补充红筹上市企业的退市标准。

■创业板

在退市指标方面，新增依据行政处罚决定书认定的财务类退市风险警示情形，新增重大违法财务造假组合标准，新增半数以上董事无法对年报或半年报“保真”的规范类退市指标。在退市程序方面，将重大违法终止上市程序中上市委员会两次审核调整为一次审核。同时，将风险警示股票和退市整理期股票纳入风险警示板交易。

本轮改革实施后，创业板与主板（含中小企板）在主要退市指标、退市流程等安排上基本保持一致。

加强风险警示

■沪深交易所

在本次退市改革中均适度扩大了其他风险警示的适用情形。具体来看，沪深交易所新增“最近连续三个会计年度扣除非经常性损益前后净利润孰低者均为负值，且最近一个会计年度财务会计报告的审计报告显示公司持续经营能力存在不确定性”和“最近一个会计年度内部控制被出具否定意见或无法表示意见审计报告，或未按照规定披露内部控制审计报告”的其他风险警示（ST）情形。

■深交所

还设立了包含风险警示股票和退市整理股票在内的风险警示板，对风险警示股票予以“另板揭示”。同时优化风险警示股票的适当性管理和交易机制安排，强化风险揭示和投资者保护力度。

投资者适当性管理方面

新增普通投资者首次买入风险警示股票签署风险揭示书的要求。

交易机制方面

对风险警示股票设置交易量上限，投资者每日通过集中竞价、大宗交易和盘后定价交易累计买入单只风险警示股票的数量不得超过**50**万股。

过渡期安排

伴随退市新规的出炉，新老划断问题也随之成为关注焦点。沪深交易所明确，对于股票已暂停上市的公司，在2020年年报披露后，仍按照此前股票上市规则相关规定判断其股票是否符合恢复上市条件或触及终止上市标准，并按照前述规则规定的程序实施恢复上市、终止上市。对于股票已被实施退市风险警示或其他风险警示的公司，在2020年年度报告披露前，其股票继续实施退市风险警示或其他风险警示。

专家分析

大幅提高退市效率 避免僵而不退

12月14日，沪深交易所就“退市新规”公开征求意见，标志着本轮改革中的核心部分“完善退市标准、简化退市程序”即将落地。

专家认为，本次退市改革开出了市场化、多元化、法治化、强化投资者保护“四剂良方”，并以此为指导完善退市标准，简化退市程序，拓宽多元退出渠道，建立配套投资者保护制度，将对我国资本市场退市生态产生重大积极影响。可以预期，本次退市改革将推动常态化退市机制加速形成。

完善退市标准 增强退市刚性

除了通过拓宽多元退出渠道推动化解金融风险、优化资源配置以外，通过完善退市标准、简化退市程序增强退市刚性，对那些不适合继续留在资本市场的公司实现应退尽退，是本次改革的重点工作之一。交易所根据新证券法，在注册制的理念下对四类强制退市标准（财务类、交易类、规范类、重大违法类）进行了优化完善。一方面，充分发挥市场定价功能，推动股价、市值等交易指标类退市发挥更大作用；另一方面，完善财务类、重大违法类、规范类指标，强化对企业持续经营能力考察，加大对重大违法违规行为监管力度。

华泰联合董事总经理劳志明认为，本次改革的三个亮点包括：用“扣非净利润+营业收入”代替“连续亏损”退市指标，与注册制相衔接；上市公司被*ST后交叉适用非标审计意见退市标准，堵住了通过财务造假和非标审计意见恶意规避退市的漏洞；取消暂停上市程序，大幅提高退市效率，避免僵而不退。

专家指出，本次改革进一步细化了重大违法退市量化标准，增加“连续三年虚增净利润（利润总额）比例超过100%，且连续三年财务造假金额超过10亿；或连续三年资产负债表各科目造假金额超过净资产50%，且造假金额超过10亿”的新标准。该标准实施后，个别重大、恶性造假案件将被强制退市。

退市公司结构将更合理

专家认为，预计新规实施几年后，退市公司结构将更趋合理。

“顺应注册制趋势，新规标准下退市导向发生变化，不再重点针对连续亏损公司，引导上市公司更加注重持续经营能力，但垃圾股的含义将发生变化，僵尸公司、空壳公司和重大财务造假的害群之马将面临退市风险，新规下有持续经营能力的亏损公司不退市仍然与打击垃圾股是有机统一的。”董登新指出。

董登新举例，有主业但只是单纯连续亏损的公司，在成熟资本市场都不会被退市，例如亚马逊等美国科技巨头曾连续多年亏损。目前，类似中芯国际等科创板优质公司，扣除非经常性损益也多年亏损。

新规财务类退市指标改用“扣非净利润+营业收入”的复合指标，取代此前单纯考量连续亏损的指标，部分在旧规下面临退市风险的公司将不再面临退市风险，但是那些无主业靠政府补贴、卖房等保壳公司等在新规下无退市风险的公司在新规下将面临退市风险。劳志明评估：“总体上看，新规实施后面临退市风险的公司总体数量短期不会发生重大变化，但结构将发生较大变化，且更为合理。”

“需要注意的是，新证券法取消暂停上市环节，实际上是监管从严了。”东方证券首席经济学家邵宇指出，新规下两年触及退市标准即退市，使得被*ST即相当于旧规下的被暂停上市，退市程序大幅简化，意味着退市风险更高。