

全面注册制，我们准备好了吗？

田轩

全面注册制渐行渐近。在7月密集召开的几场资本市场重要会议上，扎实做好全面注册制各项准备工作再次成为焦点。考虑到2022年仅剩最后几个月，从目前开始到年底，将成为全面推行注册制冲刺的关键阶段。

那么，我们真的准备好了吗？

本文将重点从退市这一侧面来进行分析。众所周知，作为注册制改革内部支柱建设的重要一环，退市制度是否完善健康，关系到整个资本市场盘子能否顺利实现良性自我循环。自2019年科创板开市以及2020年创业板注册制改革开启，市场化上市“入口”已经被成功打开，而有进有退，才能够真正实现注册制的本意——优胜劣汰。

目前来看，在一系列的改革举措推动下，我国资本市场注册制大部分的环节已经取得进展，比如信息披露、定价市场化以及压实中介机构的责任等。而目前还没有完成的，就是包括“标准完善、流程优化以及配套机制健全”等内容在内的退市制度的再造。

再造退市制度进展如何？虽然结果未达100%，但改革的探索一直在进行。实际上，在注册制不断深入推进的节奏下，我们在退市制度优化方面已经进行了一系列尝试：

2020年12月，沪深交易所对相关股票上市规则进行了修订，尤其是对交易类、财务类、规范类和重大违法类四个方面的退市标准进行了全面完善。

财务类指标中设置了组合标准，明确了与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入，从而使财务指标真正能够反映出公司长期盈利能力和

田轩，清华大学五道口金融学院副院长、金融学讲席教授、教育部“长江学者”特聘教授、国家杰出青年基金获得者、北京市卓越青年科学家获得者。



经营能力。并且，新规对审计机构提高了责任追究要求，对于靠粉饰报表、增加营收、资产转让等行为形成了针对性打击。

交易类指标增加了对股票市值的考虑，新增了ST、*ST风险警示安排，提高了市场对股票退市的决定权，也加强了风险揭示要求。

程序规范方面，连续两年触发财务退市指标的企业即面临退市，不再有暂停上市和恢复上市环节，大大缩短了退市流程。退市后续安排方面，新规要求，公司股票被终止上市之后，相关终止条件已经消除的情况下，首个年报披露后可申请重新上市。

此外，我国早已建立代办股份转让系统，可持续承担退市公司挂牌交易和持续监管工作。且随着多层次资本市场建设的日益完善，转板机制也在逐步健全。

从上述一系列改革调整的实际运行效果看，我国资本市场“出口”端的现状总结起来是“一升一降”：“升”的是数量和效率。退市企业数量创新高，退市效率提升，截至2022年8月22日，已有42家A股上市公司被强制退市。“降”的是退市容忍度。从已经完成退市、在退市调整期、已经面

临退市警戒线三类企业来看，多数触及了财务类退市指标，面临净资产为负或净利润为负，无扭转空间，审计报告被出具保留意见的情形。其中原因，不仅在于退市标准有了更为严格的要求，从披露的具体退市标的来看，退市的具体审查、执行，也明显加大了力度。

综上所述，我们可以判定：在注册制稳步推进的市场环境下，我国常态化的退市机制正在逐渐形成。

我们距离退市“健康”还有多远？所谓“正在逐渐形成”，意味着还有不少完善提升的空间。从目前我国资本市场整体退市情况来看，与成熟市场仍有一定差距，主要体现在以下几个方面：

强制退市标准仍显温和，退市执行力度不够，流程仍需简化。这将导致：企业规避退市仍有一定空间，在实操中通过重整、控制权变更等“保壳”操作不断，导致事实上真正退市的企业依旧不多。

与市场化程度较高的“入口”端相比，“出口”端未形成高度适配的市场化机制。主要表现为：退市程序衔接不畅、部分监管要求脱离实际，从而导致与退市公司生产经营现状不匹配、监管针对性不强、退市公司持续监管机制不完善等重点问题突出。

在配套机制上，对于投资者权益保障不足，多渠道维权与保障体系未健全，对于上市公司退市后的生存困难问题依然没有完备的解决机制。

接下来几个月，重点做什么？随着全面注册制目标的渐行渐近，接下来的几个月里，资本市场改革重点应该聚焦在“出口”端，让其跟上“入口”端改革的步伐。

首先，要进一步丰富强制退市标准：一是进一步明确监管部门分工，增加交易所必要的自由裁量权；二是采用定量+定性标准，为不同层级的上市公司设定相应的退市标准，加强退市标准的可执行性；三是丰富并细化规范类退市指标，如明确财务类退市指标中营业收入具体扣除事项，增加财务操

作“保壳”难度，引入会计师事务所对“摘帽”公司后续经营及盈利水平持续考核等。

其次，要进一步优化退市流程环节：一是明确退市流程的时间节点，压缩功能重叠的退市环节，加大加快退市的执行力度；二是强化交易所一线监管职能并丰富交易所一线监管手段，对上市公司信息披露实施“刨根问底”式的监管。

同时，要更加重视退市配套机制，通过完善退市配套措施和相应的转板机制，以北交所转板机制为枢纽，加快多层次资本市场转板通道建设，拓宽企业融资渠道，畅通企业退市的后续融资通道。

此外，要放开“父爱的手”，将监管“铁锤重拳”落于实处。退市制度最终的目标除了“退”，更重要的是对于违规违法行为的惩处。因此，对于上市发行后续配套的追责和处罚机制，要通过各监管部门联动严格执行。对于欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，要提高处罚力度，坚决严厉打击。同时，要进一步推进《刑法》的修订，追究个人责任，提高刑期上限，大幅提高证券违法犯罪的成本。

最后，要完善退市风险“软着陆”机制，既要退得狠，更要退得稳。总结好康美药业案普通代表人诉讼顺利启动的实践经验，进一步完善维权救济机制，建立投资者救济补偿机构和各参与方举报渠道，采取信息保护和激励措施，健全中国特色的集体诉讼制度。

应注意的是，“应退尽退”，并非一味追求退市的数量。比退市公司数量更重要的，是让市场力量真正成为资本市场吐故纳新的重要推手，让稀缺的公众资源真正配置在最优质的资产上。完善退市制度，也只是手段，不是目的。健康市场秩序的形成，并非一日之功，也需要历经一个自身调整完善的过程。最关键的，是让市场的焦点回归到上市公司质量，让资本的力量更加聚焦于激发企业创新成长的动力。🍷