



## 完善退市制度比加强监管更重要

证监会应该大幅放宽 IPO 的门槛，同时强化业绩不佳的公司的退市规定，而非仅仅加强对违法违规企业退市的约束

最近，ST 博元（600656.SH）由于触犯规则而被强制退市，这预示着监管有加强的趋势，也彰显了监管层推进依法监管的决心。虽然推行更完善的退市制度仍存在诸多障碍，但其重要性远远超过改善股市监管治理以及股市发展的问题。退市制度的不完善以及极度低效的流程，是导致中国股市表现不佳最关键的因素之一。同样重要的是，除了违法公司应当被强制退市，还应该有更多的公司因盈利不达标而退市。

中国给全球观察家带来的一大困惑是，自上世纪 90 年代以来，中国是全球经济增长最快的国家之一，股市表现却异常糟糕。如果 2000 年时一位投资者用 1 元人民币依照价值加权的方法投资中国上市公司的股票，到了 2013 年底，他只能剩下 0.62 元，即会损失总资产的 38%。相比之下，同样从 2000 年开始计算，如果在全球范围内分散投资，最终可以获得 1.71 元。

与印度、巴西等其他新兴市场国家相比，中国股市长期持有回报率也要低得多。印度和巴西的股市市值在 2000 年到 2013 年间增长了 2 倍。中国股市的长期持有回报率甚至低于日本，特别是考虑到日本在这一时间段内经济、金融市场都面临着持续的紧缩，中国的这一状况

尤其令人担心。

这背后一个很重要的原因，就是中国上市公司的退市制度很难执行。每年中国股票市场只有 1% 的股票退市，其中不到 10 只股票是亏损所致。与之形成鲜明对比的是，其他国家的股市中，每年平均有 10% 到 20% 的股票退市。

中国一部分上市公司的业绩甚至不如其他国家已经退市的公司。Franklin Allen、钱军、陕晨煜和朱蕾 2015 年的研究认为，将中国本应退市的 ST 股与其他经济体中退市的股票相对比较为恰当。在中国的股市中，约有 25% 的股票曾被特别处理，成为 ST 股，而且近 5% 的股票一直处于 ST 状态，从未摆脱窘境。

这些持续保持 ST 状态的上市公司，业绩甚至比其他国家退市企业的业绩更为糟糕。这些 ST 公司从第一次 ST 的三年前开始，资产回报率就显著下滑，平均下降 5% 到 20%。其他国家退市企业的资产回报率并没有如此严重的恶化。与其他新兴经济体相比，结果就更令人惊讶。包括南非在内，其他金砖国家退市企业在退市前甚至都不存在净资产回报率。

中国股市不仅退市流程十分低效，上市流程也存在同样的问题，这些都造成了逆向选择。中国公司在上市之后，资产回报率明显下降，而且比其他国家

上市企业下降的幅度大得多。IPO 之后出现资产回报率下降是正常的现象，因为企业通常选择股票价格最高的时机上市。但是，中国企业 IPO 后，12% 的资产回报率降幅明显超过其他国家的 6%。不少公司为了满足上市条件，以牺牲长期增长获取短暂的盈利。一种解释就是为了满足上市标准，公司利用所有资源在 IPO 之前创造高额利润。一旦公司上市，由于透支了增长潜力，公司业绩开始下滑。

目前退市艰难有多种原因。一是上市门槛太高，使得壳资源宝贵。一旦企业上市，上市公司这一平台会被地方政府过于看重。如果有退市风险，各方都会尽量不让退市发生。经营不善的公司会成为资产方争相借壳的对象。

低效的退市制度和低效的上市流程紧密相关。上市的难度不仅造成逆向选择，还扭曲公司激励，导致壳资源宝贵，一些劣质公司自然不容易退市。问题重重的 IPO 流程和退市流程，让中国股票市场中的逆向选择问题更为严重。

因此，政策含义在于，证监会应该大幅放宽 IPO 门槛，同时强化业绩不佳的公司的退市规定，而非仅仅加强对违法违规企业退市的约束。为了让金融市场能够更好地服务于中国经济增长潜力，这样的改革至关重要。■