

2015.01.05

中小盘研究团队

退市制度改革方向：有进有退活水市场

中小盘 IPO 专题_退市制度研究

	白晓兰 (分析师)	孙金钜 (分析师)
	021-38674660	021-38674757
	baixiaolan@gtjas.com	sunjinju008191@gtjas.com
证书编号	S0880511110002	S0880512080014

本报告导读：

本报告系统分析了国外退市制度的特点，中国退市制度的改革历程以及目前的特点，总结分析我国退市制度的改革方向，提示关注壳价值下降与违规公司的退市风险

摘要：

- 我们认为股票退市与否应该用 3 条原则来判断：①股票失去价值，②股票失去流动性，③股票交易失去公允性。一旦上市公司股票不符合以上原则，那么股票就应该进入退市程序。
- 国外的退市制度有几个特点：①股票退市量大，年退市率 2%-10% 之间。②自主退市为主，纳斯达克占比 50%，纽交所占比 75%。③退市标准与上市标准相匹配，Nasdaq 多样化的上市标准对应了退市标准的多样化。④退市标准重视公司治理与股票流动性指标。⑤Nasdaq 的退市管理机构是交易所，其审核退市的管理层级多层次，以确保退市判定的正确性，而退市流程的时间规定则非常严格，最长不超过 360 天。⑥发达国家的退市证券往往退至场外市场进行交易。
- 我国退市制度的改革进展：我国退市制度的推出落后于发行制度 10 年，2012 年以后，我国退市制度进一步吸取了国外退市制度的特点，逐步开始完善，而目前正是非常关键的时期。根据发达国家尤其是 Nasdaq 的发行与退市制度研究，我国的退市规则也会与注册制发行规则相配合，我们认为我国的退市制度的改革方向将会是更多更灵活地考虑投资者利益。
- 我国退市制度的特点：①退市数量少，退市流程长：2001 年以来我国退市的 A 股共 81 只，年均退市比例 0.3%。我们认为原因是：中国的退市标准中对于时间的要求长，所以留下了很大的操作空间。在中国要连续 4 年亏损才会退市，因此很多公司就会出现亏损 3 年，微利 1 年（亏-亏-巨亏-盈利）这样的盈利调节方式，以规避退市。②退市标准单一：2001 年以来退市的 81 家公司中 43 家因为连续亏损，占比 53%。扣除集团上市等情况，真正退市的公司仅 46 家，占目前 A 股的比例仅 1.8%。暂停上市的 104 家公司中 103 家是由于发挥连续亏损。
- 我国退市制度的改革方向：①匹配发行注册制，增加标准缩短退市时长。②打击炒作壳资源，规范证券市场健康发展：我们采用 2 种方式衡量壳价值，显示目前壳价值大约在 18 亿元左右，而 2014 年 IPO 平均成本则不到 5000 万元，如果注册制推出以后发行等待时间虽短，上市标准多样化，那么可以预见壳价值将大幅下降。③规范公司合规性，整肃证券市场不法行为：目前有 32 家公司发布退市风险公告，涉及 18 只股票有机构或个人因涉嫌操纵股价被调查，政策改革对于不合规股票退市的可能性提高，提高证券市场公允性。④健全主动退市制，发挥证券市场合理定价。

孙金钜 (分析师): 021-38674757

证书编号: S0880512080014

邮箱: sunjinju008191@gtjas.com

王永辉 (分析师): 021-38674743

证书编号: S0880514080004

邮箱: wangyonghui@gtjas.com

白晓兰 (分析师): 021-38674660

证书编号: S0880511110002

邮箱: baixiaolan@gtjas.com

温阳 (分析师): 021-38674876

证书编号: S0880513080010

邮箱: wenyang010353@gtjas.com

郭睿哲 (分析师): 021-38674945

证书编号: S0880513080020

邮箱: guoruzhe@gtjas.com

相关报告

《证券研究报告_一张表看懂本批新股申购要点_20141214》2014.12.14
《积极申购国信证券》2014.12.14
《2015 年推行注册制概率大》2014.11.20
《一张表看懂本批新股申购要点》2014.11.18
《方盛、柳医涨幅大，华电重工收益高（更新版）》2014.11.17

目 录

1. 对退市制度的总体观点	4
1.1. 强制退市标准的原则	4
1.2. 我国退市制度的改革方向	4
2. 海外成熟证券市场的退市标准	4
2.1. 国外：退市上市双向流动，有进有出活水市场	4
2.2. 海外成熟市场退市类型：自主退市为主	6
2.3. 海外创业板市场退市标准特点与退市特点分析	8
2.4. 以 NASDAQ 为例：分析退市标准与退市流程	8
2.4.1. NASDAQ 强制退市标准特点：重流动性与公司治理	8
2.4.2. NASDAQ 退市流程：管理体系多层次，时间标准严格化	11
2.5. 海外退市股票的去处	13
3. 我国退市制度目前状况	13
3.1. 我国退市制度的改革进展	13
3.2. 我国退市制度目前的特点	15
3.2.1. 目前退市制度特点：退市流程长，操作空间大	15
3.2.2. 我国退市情况：退市数量奇少，亏损是最大原因	17
4. 我国退市制度的改革方向	18
4.1. 匹配发行注册制，增加标准缩短退市时长	18
4.2. 打击炒作壳资源，规范证券市场健康发展	19
4.3. 规范公司合规性，整肃证券市场不法行为	20
4.4. 健全主动退市制，发挥证券市场合理定价	21

图表目录

表 1: 2003-2007 年海外主要市场年均退市率概览	5
表 2: 海外创业板退市标准、侧重点及评价	8
表 3: NASDAQ 全球市场上市标准（单位：美元）	9
表 4: NASDAQ 全球市场持续上市标准	9
表 5: NASDAQ 资本市场上市标准（美元）	10
表 6: NASDAQ 资本市场持续上市标准（美元）	10
表 7: NASDAQ 数量与独立董事、审计委员会标准被打破时，整改时间要求	11
表 8: 部分海外国家退市后的去处：场外市场或退市不再交易	13
表 9: 我国退市制度的发展与特点、相关法律	13
表 10: 与我国退市制度相关的重要法律、规定、规则等	14
表 11: 目前我国交易所发布的退市标准	15
表 12: 中国与 NASDAQ 市场部分退市标准的比较	17
表 13: 我国不同年份退市、实施 ST、撤销 ST 的 A 股公司数量	17
表 14: 选择部分买壳上市公司的壳价值，均值在 18 亿元	20
表 15: IPO 与借壳上市的差异	20
表 16: 退市风险警告公司与涉嫌市场操纵被调查公司名单	21

图 1: 纳斯达克 95-12 年上市与退市公司数量对比：退市公司数量超越上市公司数量	5
图 2: 纽交所 95-12 年上市与退市公司数量对比：退市公司数量超越上市公司数量	5
图 3: 港交所主板 04-13 年上市与退市公司数量对比：上市公司数量大于退市公司数	6

图 4: 港交所创业板 04-13 年上市与退市公司数量对比: 退市公司数量与上市公司数量接近.....	6
图 5: 纳斯达克 98-04 年自主退市与强制退市公司数: 自主退市总体占比约 50%.....	6
图 6: 纽交所 98-04 年自主退市与强制退市公司数: 自主退市总体占比约 75%.....	6
图 7: 2002 年纽交所退市的 55 家公司的退市原因: 股价低于 1 美元、市值低于最低标准、公司发生破产清算往往会同时出现.....	7
图 8: 纳斯达克 98-04 年强制退市公司的退市原因分布: 股价与收入是最主要原因.....	7
图 9: 纽交所 98-04 年强制退市公司的退市原因分布: 股价与市值是最主要原因.....	7
图 10: NASDAQ 退市流程.....	12
图 11: 我国 1998 年以来退市公司根据原因分布: 亏损是第一大原因.....	18
图 12: 我国 1998 年以来实施暂停上市的 104 家公司中 102 家由于亏损而暂停上市, 显示退市标准的单一性.....	18
图 13: 目前处于风险警示板的上市公司壳价值判断.....	19

1. 对退市制度的总体观点

1.1. 强制退市标准的原则

我们认为退市制度是保障一个证券市场长久生命力的重要制度，一些为市场所抛弃的或者存在主观违法性质的公司从股票市场上退出，而将处于发展过程中需要资金支持的公司通过 IPO 引入股票市场，这才是活水市场。

什么是应该退市的股票？我们认为应该从 3 个大的原则去总结：

- 1、**股票失去价值**：公司的经营情况差，财务出现问题，比如资不抵债，业绩连年亏损等。
- 2、**股票失去流动性**：没有足够的股东人数；交易的活跃度很低，如日成交量、月成交量低到一定程度；股票的价格非常低，比如纳斯达克的 1 美元标准，一般这是股票失去价值与失去流动性的一种表现。
- 3、**股票的交易失去了公允性**：我们认为一些违法行为导致的股价波动会使得市场没有公允性，投资者没有处于“公平、公开、公正”的地位，这种事件的发生应该剥夺主动造成这类事件的上市公司的上市地位。典型的有：1）财务舞弊。2）操纵市场行为：比如目前被证监会批评的某些市值管理行为。

我们认为只要符合以上 3 条标准，那么相应的公司就应该退市。

1.2. 我国退市制度的改革方向

在总结了海外退市制度的特点以及我国退市制度的改革进展和特点后，我们认为我国的退市制度的改革方向是：

- 1、匹配发行注册制，增加标准缩短退市时长。
- 2、打击炒作壳资源，规范证券市场健康发展。
- 3、规范公司合规性，整肃证券市场不法行为。
- 4、健全主动退市制，发挥证券市场合理定价。

2. 海外成熟证券市场的退市标准

2.1. 国外：退市上市双向流动，有进有出活水市场

在成熟的证券交易市场，上市与退市是一种双向流动，这种双向流动才能保障一个证券市场始终代表着经济发展的方向，比如 NASDAQ 市场中从英特尔（Intel）到微软（Microsoft）到苹果（Apple），再到 2013-2014 年红极一时的特斯拉（Tesla），这代表了实体经济中正在发生的消费趋向变化。

根据国外市场的历史数据，海外交易所的退市率总体来说在 2%-10% 之间，其中新兴市场较低，香港、台湾在 2% 左右；成熟市场较高，如英美在 10% 左右。在成熟市场中，主动退市高于被动退市，退市数量和 IPO 数量基本达到平衡，有时 IPO 数量甚至会少于退市数量，如从 1985 年到 2008 年，美国纳斯达克有 11820 家 IPO，但同期退市数达到 12965 家；从 2001 到 2013 年，伦敦交易所 IPO 为 965 家，退市公司高达 2004 家。

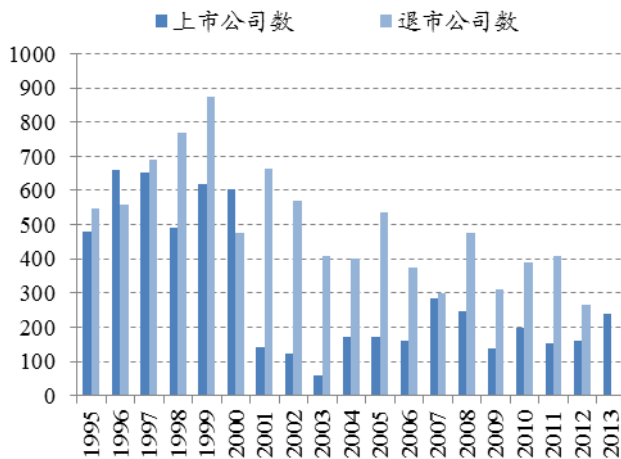
表 1: 2003-2007 年海外主要市场年均退市率概览

主板市场		创业板市场	
英国伦交所	11.4%	英国 AIM	11.6%
美国纽交所	6.2%	美国 NASDAQ	8.0%
日本大阪交易所	3.3%	日本 JASDAW	5.8%
韩国证交所	2.3%	韩国 KOSDAQ	2.3%
台湾证交所	2.2%	台湾柜台中心	2.0%
香港主板	1.1%	香港创业板	2.1%

数据来源: 深圳证券交易所、国泰君安证券研究

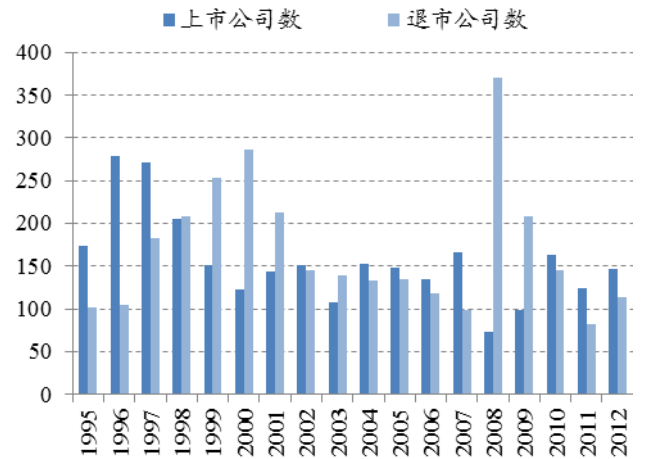
在我国有一个比较奇特的现象, 每次新股开闸往往会引起市场的恐慌, 最大的担忧是新股将分流市场流动性导致市场下跌。试想如果我国股市与纳斯达克、纽交所一样退市公司数与上市公司数的比例基本上是 2: 1~1: 1 的关系, 那么, 市场对新股的分流效应还会如此担心吗?

图 1: 纳斯达克 95-12 年上市与退市公司数量对比: 退市公司数量超越上市公司数量



数据来源: 《Down and out in the stock market: The Law and Economics of the Delisting Process》、《中美退市制度及其比较与分析》、国泰君安证券研究

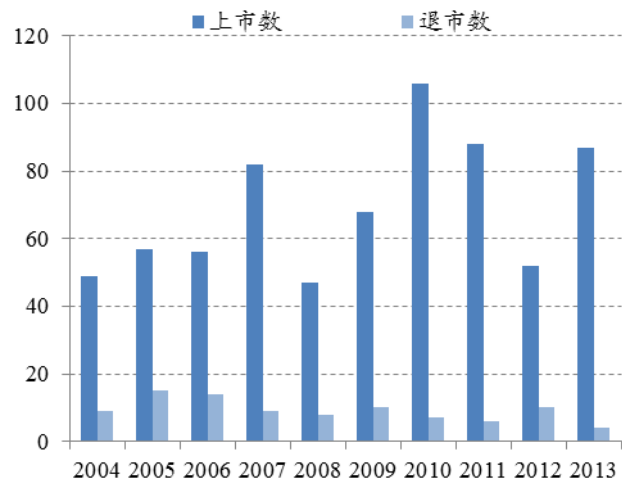
图 2: 纽交所 95-12 年上市与退市公司数量对比: 退市公司数量超越上市公司数量



数据来源: 《Down and out in the stock market: The Law and Economics of the Delisting Process》、《中美退市制度及其比较与分析》、国泰君安证券研究

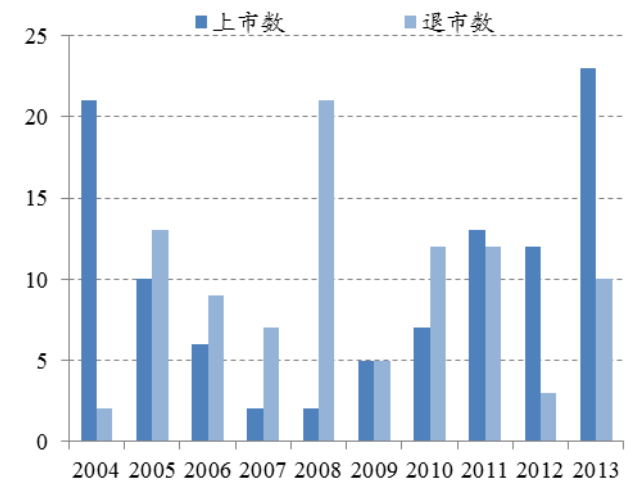
香港市场上, 主板的退市公司数量少, 创业板则是接近 1: 1 的关系, 也凸显了创业板市场高风险的特点。

图3: 港交所主板04-13年上市与退市公司数量对比:
上市公司数量大于退市公司数



数据来源: 香港联交所、国泰君安证券研究

图4: 港交所创业板04-13年上市与退市公司数量对比:
退市公司数量与上市公司数量接近



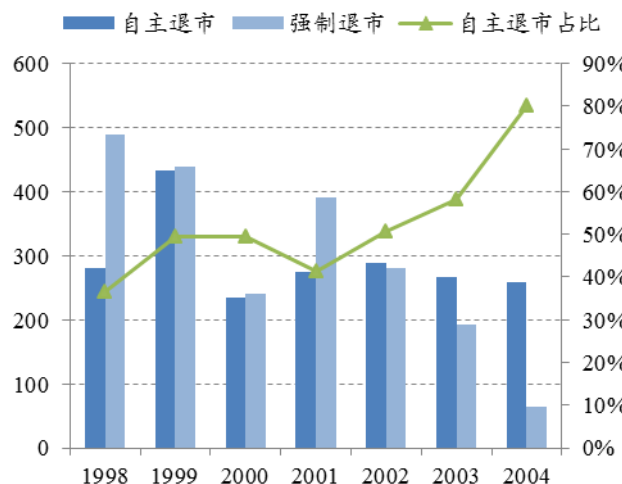
数据来源: 香港联交所、国泰君安证券研究

2.2. 海外成熟市场退市类型: 自主退市为主

1998-2004 年的数据显示, 纳斯达克自主退市公司 2037 家, 强制退市公司 2096 家, 基本上是 1: 1 的比例; 纽交所这个期间自主退市的公司占了约 75%, 达到 1032 家, 强制退市公司 349 家, 达到 3: 1 的关系。

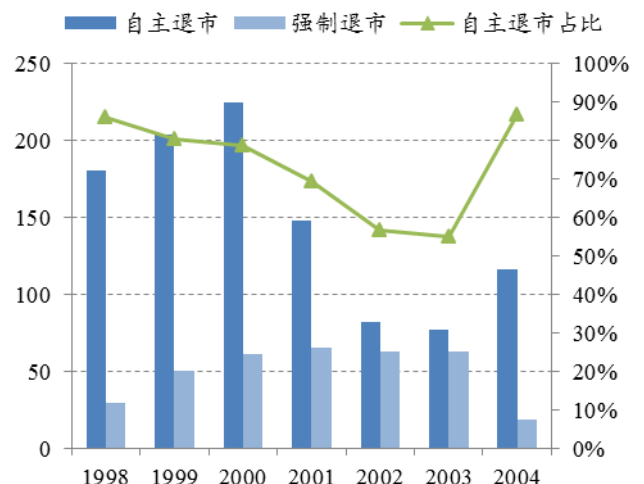
我们认为大量自主退市出现的前提在于: 上市成本比较低, 上市等待时间不长。正是这两个前提的存在, 会使得上市公司认为自身的价值被低估时选择主动退市, 也会让一些并购上市公司的企业直接并购后使标的退市, 不必为了保留一个“壳价值”而采用借壳上市。

图5: 纳斯达克98-04年自主退市与强制退市公司数:
自主退市总体占比约 50%



数据来源: 《Down and out in the stock market: The Law and Economics of the Delisting Process》、国泰君安证券研究

图6: 纽交所98-04年自主退市与强制退市公司数:
自主退市总体占比约 75%



数据来源: 《Down and out in the stock market: The Law and Economics of the Delisting Process》、国泰君安证券研究

实质上, 美国相对低的上市成本是一个方面, 另一个方面是作为上市公司有一个相对高的维持成本。2001 年安然事件后, 美国推出萨班斯法案 (SOX 法案), 其旨在提高公众公司财务报告及信息披露的及时性与准

确性，有效地保护公众公司投资者的利益。由于其对公司内控要求高，大幅增加了公司治理成本。

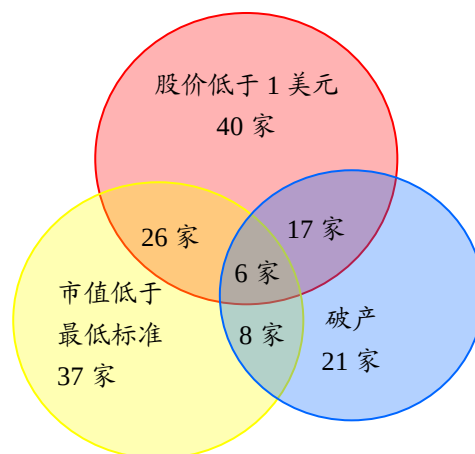
对监管机构来说，在企业自主退市的情况下，需要保障的是中小投资者的利益不受侵害，主要关注点是公司支付给投资者的对价是合理的。

纳斯达克与纽交所**强制退市原因**分析显示，最主要的原因是：

- 1、市场因素：股价低于 1 美元、市值低于最低标准。
- 2、净收入低于最低标准。
- 3、破产、清算。

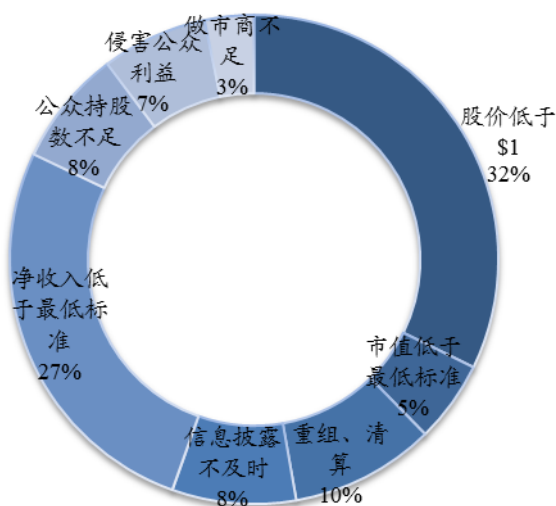
同时，我们也发现，其实股价低于 1 美元往往与市值低于最低标准同时发生，公司破产、清算等也常常会引发公司股价巨幅下跌。

图 7：2002 年纽交所退市的 55 家公司的退市原因：股价低于 1 美元、市值低于最低标准、公司发生破产清算往往会同时出现



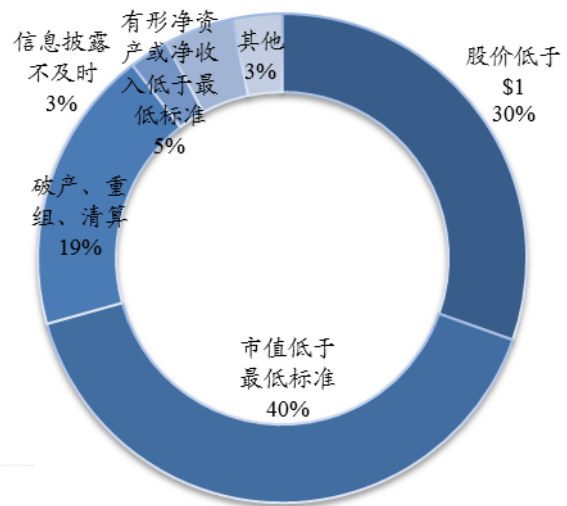
数据来源：《Down and out in the stock market: The Law and Economics of the Delisting Process》、国泰君安证券研究

图 8：纳斯达克 98-04 年强制退市公司的退市原因分布：股价与收入是最主要原因



数据来源：《Down and out in the stock market: The Law and Economics of the Delisting Process》、国泰君安证券研究

图 9：纽交所 98-04 年强制退市公司的退市原因分布：股价与市值是最主要原因



数据来源：《Down and out in the stock market: The Law and Economics of the Delisting Process》、国泰君安证券研究

2.3. 海外创业板市场退市标准特点与退市特点分析

海外创业板市场的退市标准有 3 大特点：

- 1、不注重公司盈利指标。
- 2、注重公司治理是否规范：随着退市理念的转变，对公司治理机制和治理结构的要求更加严格。
- 3、大量的公司的退市是由于被并购，所以并购是海外发达市场自主退市的重要原因。

表 2：海外创业板退市标准、侧重点及评价

市场	监管理念	退市量化标准	退市非量化标准	基本评价	退市实施情况
美国 NASDAQ 全球市场	信息公开买者自负	每股最低买价为 1 美元；股东人数至少 400 人	公司治理执行情况未符合 NASDAQ 上市规则的规定；上市公司未要求履行信息披露义务；上市公司管理层、董事、股东存在不法行为；上市公司未支付上市费用等	无财务盈亏指标，不注重公司盈利，但非常重视公司治理	1985—2008 年共计 12965 家公司退市的主要原因是股价、流动性及市值等达不到要求
美国 NASDAQ 资本市场	信息公开买者自负	每股最低买价为 1 美元；股东人数至少 300 人；在外流通股数至少为 500,000 股；在外流通股市值至少为 100 万美元；至少两个做市商等		非常重视公司治理	1995 年—2009 年 7 月，退市 1700 家公司，退市的主要原因是并购重组
英国 AIM 市场	高度自律注重披露		公司被停牌超过 6 个月以上；AIM 公司没有指定保荐人，且未于一个月内改善	其退市标准主要针对保荐人是否履行责任，督促公司信息合规披露，不注重公司盈利	
香港创业板	披露为主买者自负	公众持股量不足，没有相当价值的资产	未能遵守上市规则；没有足够的业务运作；不适合上市等	实际执行中公司是否退市主要依据以往退市公司的判例作出决定，不注重公司盈利	迄今共有退市公司 70 家，其中转板 40 家，因违法违规而退市的有 16 家
日本 JASDAQ 市场	披露为本	一年内股东人数少于 150 人；连续 9 个月市值小于 5 亿日元或小于 2 倍的挂牌股数；1 年内负债大于资产等	银行交易停止，公司破产、重整、清算，营业活动停止，不恰当并购，不按时提交定期报告等	不注重公司盈利	所有市场每年 20 家左右退市。退市的主要原因为并购重组
台湾柜台市场	披露为本		转至台交所上市，公司破产，重整，营业范围有重大变更、不适于柜台买卖，以及出现违规行为等	不注重公司盈利	转板所占比例高达 68%，其他还包含被合并或参与股份转换而退市、管理股票下柜等原因
韩国 KOSDAQ	政府管制色彩浓厚	连续两个年度的销售额未达 30 亿韩元；连续 5 年亏损	破产/停止公司交易；以最近年度末为基准，股本全额减损；最近年度审计意见为无法表示意见/否定/限定审计范围的保留意见等；最近两年中，在法定期限之内连续 3 次以上未提交年度、中期、季度报告；经过退市实质审查会议执行的退市	退市标准较为多元，注重公司盈利	2009 年以来，有 17 家公司进入了退市审议委员会，其中 12 家退市退市的主要原因是审计意见和股本等达不到要求

数据来源：国泰君安证券研究

2.4. 以 NASDAQ 为例：分析退市标准与退市流程

2.4.1. NASDAQ 强制退市标准特点：重流动性与公司治理

我们以纳斯达克的退市标准为例，分析其特点：

- 1、**强调公司治理要求：**很多投资者看到一些将美国退市制度的文献以后往往会有一个误解，就是美国的退市制度仅关注股票流动性，其实这种认识是非常片面的。NASDAQ 非常强调上市公司的公司治理情况。公司治理属于非量化指标，体现在 NASDAQ 上市规则的 5600 中，规定得很详细。如果不符合相关公司治理要求，那么 NASDAQ 就会进入到退市流程，当然 NASDAQ 的退市流程很长，给予公司很多时间去纠正其不当行为。
- 2、**退市标准与上市标准相对应：**NASDAQ 是分层的市场，针对不同的市场其上市标准是多样性的，所以我们可以看到 NASDAQ 的退市标准也是多样性的，退市标准相比上市标准要求降低。
- 3、**淡化净利润指标：**在 NASDAQ 全球市场上（分为全球精选与全球市场 2 个子市场），退市标准的数量化指标里是没有净利润要求的，而在 NASDAQ 资本市场上，净利润标准是指“可持续业务的净利润在最近的一个财年或最近的是三个财年中的两个”出现低于 50 万美元。
- 4、**强调股票流动性指标：**在数量化指标中，最多的是代表股票流动性的指标，如公开流通股份、股票市值、流通市值、股价、股东数、做市商。

NASDAQ 的退市标准实际上分布在不同的章节中，当证券不符合维持持续上市的标准时，那么该证券就会进入到 NASDAQ 退市流程中去。

表 3: NASDAQ 全球市场上市标准（单位：美元）

标准（单位：美元）	利润标准 上市规则 5405(a)& 5405(b)(1))	权益标准 上市规则 5405(a)& 5405(b)(2))	市值标准 上市规则 5405(a)& 5405(b)(3))	总资产/总收入标准 上市规则 5405(a)& 5405(b)(4))
可持续业务的税前利润（最近的一个财年或最近的是三个财年中的两个）	100 万	不适用	不适用	不适用
股东权益	1500 万	3000 万	不适用	不适用
挂牌证券的总市值	不适用	不适用	7500 万	不适用
总资产且总收入（最近的一个财年或三个财年中的两个）	不适用	不适用	不适用	7500 万且 7500 万
公开流通股份（股）	110 万	110 万	110 万	110 万
公开流通股份的总市值	800 万	1800 万	2000 万	2000 万
交易股价	4	4	4	4

表 4: NASDAQ 全球市场持续上市标准

标准（单位：美元）	权益标准 5450(a)、 5450(b)(1)、 (2)	市值标准 5450(a)、 5450(b)(3)	总资产/总收入标准 5450(a)、 5450(b)(4)
可持续业务的税前利润（最近的一个财年或最近的是三个财年中的两个）	无	无	无
股东权益	1000 万	无	无
股票市值	无	5000 万	无
总资产和总营业收入（最近一财年数据，或三个财年中的两年）	无	无	5000 万，且 5000 万
公开流通股份	75 万	110 万	110 万
公开流通股份的总市值	500 万	1500 万	1500 万
每股价格（30 个	1	1	1

连续交易日)

股东数 (整手股东)	400	400	400	400	股东数	400	400	400
做市商	3 个	3 个	4 个	4 个	做市商	2 个	4 个	4 个
经营历史	不适用	2 年	不适用	不适用				
公司治理要求	是	是	是	是	公司治理要求	是	是	是

注: 公司治理要求体现在 NASDAQ 上市规则的 5600 规则中, 其中做了一系列详细公司治理规定, 达到 18,688 个字, 如果要保持上市, 就必须满足公司治理的要求。

数据来源:《中美退市制度及其比较与分析》、国泰君安证券研究

表 5: NASDAQ 资本市场上市标准 (美元)

表 6: NASDAQ 资本市场持续上市标准 (美元)

标准 (单位: 美元)	权益标准	挂牌证券总市值标准	净收入标准	标准 (单位: 美元)	权益标准	挂牌证券总市值标准	净收入标准
	上市规则	上市规则	上市规则		对应	对应	对应
	5505(a)	5505(a)	5505(a)		5550(a)	5550(a)	5550(a)
	&5505(b)(1)	&5505(b)(2)	&5505(b)(3)		&5550(b)(1)	&5550(b)(2)	&5550(b)(3)
股东权益	500 万	400 万	400 万	股东权益	250 万	不适用	不适用
市场流通股的总市值	1500 万	1500 万	500 万	公开流通股份的总市值	100 万	100 万	100 万
挂牌证券的总市值	不适用	5000 万	不适用	挂牌证券的总市值	不适用	3500 万	不适用
可持续业务的净收入(最近的一个财年或三个财年中两个)	不适用	不适用	75 万	可持续业务的净收入(最近的一个财年或三个财年中两个)	不适用	不适用	50 万
市场流通股 (股)	100 万	100 万	100 万	公开流通股份 (股)	50 万	50 万	50 万
交易股价	4	4	4	交易股价	1	1	1
股东数 (整手股东) 5	300	300	300	股东数	300	300	300
做市商	3 个	3 个	3 个	做市商	2 个	2 个	2 个
经营历史	2 年	不适用	不适用				
公司治理	是	是	是	公司治理	是	是	是

注: 公司治理要求体现在 NASDAQ 上市规则的 5600 规则中, 其中做了一系列详细公司治理规定, 达到 18,688 个字, 如果要保持上市, 就必须满足公司治理的要求。

数据来源:《中美退市制度及其比较与分析》、国泰君安证券研究

针对一些简单的数量标准、性质标准, NASDAQ 都给出明晰的打破的具体标准与时长规定, 并给出了完成整改的标准。

表 7: NASDAQ 数量与独立董事、审计委员会标准被打破时，整改时间要求

退市标准	出现时长	整改时间要求	延长期限
1 美元	30 个连续交易日	180 天中连续 10 个交易日大于 1 美元	180 天
做市商数量	10 个连续交易日	30 个自然日中有连续 10 个交易日满足做市商数量	
市值	30 个连续交易日	180 天中连续 10 个交易日满足条件	
流通股市值	30 个连续交易日	180 天中 10 个交易日满足条件	
独立董事	一旦出现，要在股东大会召开前/1 年以内（孰短）通知	如股东大会在 180 天以内举行，180 天内整改完成	
审计委员会	一旦出现，要在股东大会召开前/1 年以内（孰短）通知	如股东大会在 180 天以内举行，180 天内整改完成	

数据来源：NASDAQ 上市规则 5600 标准、国泰君安证券研究

2.4.2. NASDAQ 退市流程：管理体系多层次，时间标准严格化

NASDAQ 退市流程凸显出 3 大特点：

1、**NASDAQ 对证券退市充分审慎化管理，交易所内部分为 4 个管理层次，并且严格规定不同层次的管理小组不能由同一个人，或者有关系的人担当，以保证处理公正公平独立。**NASDAQ 进入退市流程的 4 个审核小组分别是：

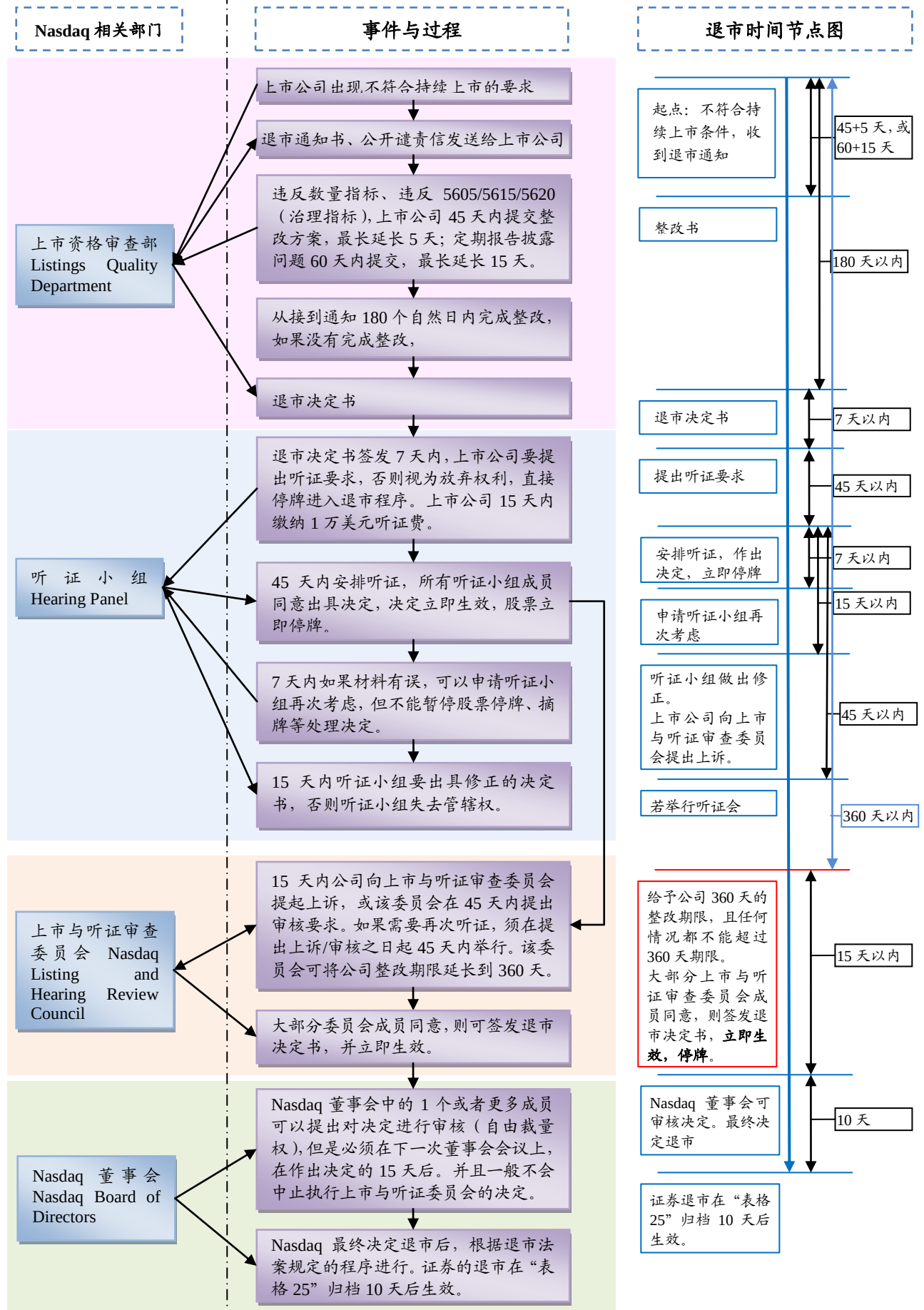
- 上市资格审查部（Listings Quality Department）：发出退市通知书，要求进行整改，整改未达到要求，出具退市决定书。
- 听证小组（Hearing Panel）：需在上市公司提出后，审核上市资格审查部的决定是否正确，并考虑新的方面，要求所有听证小组的成员都同意才能达成最后的决定。听证小组审核时，股票可以暂不停牌或退市，但是听证小组一旦决定，则决定立即生效，股票立即停牌。
- 上市与听证审查委员会（Nasdaq Listing and Hearing Review Council）：上市公司提出后，或者该委员会自主提出后，审查听证小组的决定，并考虑新的方面，大部分成员同意就能达成最后的决定，一旦判定退市，则立即生效。
- Nasdaq 董事会（Nasdaq Board of Directors）：具有自由裁量权，可以要求审查上市与听证委员会的决定（根据文件，我们理解为并非是上市公司申诉）。一旦最终决定，立即退市。

在退市流程中规定了，**每上一个层次，其小组所考虑的方面就会更多，要求也会更加严格**，所以如果是针对同一事件且没有发生信息提供错误，在第一层次就被判令退市，那么就很难指望更高层次能够判令维持上市。

2、**每一个流程的时间界限非常清晰严格，并且严格规定整个流程不能超过 360 天**，不会出现退市程序可以无限期拖延下去的情况。

3、**退市的决定完全在交易所层面作出**，在证监会层面只是提供了一个退市法案，NASDAQ 需要根据该法案完成退市程序。

图 10: NASDAQ 退市流程



数据来源: NASDAQ 上市规则 5600 标准、国泰君安证券研究

2.5. 海外退市股票的去处

越是成熟、活跃的市场，其上市公司退市以后，往往有可以交易的场所，大多进入到场外市场进行交易，但是我们也看到仍然有不少国家的证券市场上退市的公司是一退到底的。

表 8：部分海外国家退市后的去处：场外市场或退市不再交易

国家/地区	退市渠道	退市后去向（%）
美国	OTCBB	49%
	粉单市场	28%
	其他市场或者不再公开交易	23%
英国	不再公开交易	56%以上
	Plus 或其他市场，如 Alternext/Tsx-v	约 25%
韩国	Freeboard（KOTCBB）	50%以上
	不再公开交易	50%以下
日本	绿单	部分
	其他市场或者不再公开交易	部分
中国香港	无场外市场，公司一退到底。	

数据来源：《我国上市公司退市机制研究》、国泰君安证券研究

3. 我国退市制度目前状况

3.1. 我国退市制度的改革进展

我国的退市制度并不是从股票市场诞生起就诞生的，我国的退市制度的发展相对来说略有滞后，2001 年我国发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》以后，才出现了第一个退市的股票——PT 水仙电器，与股票市场建立相距 11 年。2001 年以前，我国的退市制度处于初步探索的时期，相关制度是缺位的。2001-2011 年这个期间，我国逐步推出了 ST 制度等，退市制度才刚刚建立起来。2012 年以后，我国退市制度进一步吸取了国外退市制度的特点，逐步开始完善，而目前正是非常关键的时期。

表 9：我国退市制度的发展与特点、相关法律

发展阶段	时间	特点	代表性法律
零星准备期	1990-1998	上市公司大多属于大配额制度下的政府企业。	1997 年《上市公司状况异常期间的特别处理》
探索准备期	1998-2001	退市制度的缺位，我国监管层推出 PT 制度。PT 制度最开始的目的向投资者警示股票的投资风险，市场信息公开透明，避免可能产生的股价异常波动，减少市场投机成分。由于市场上政府企业无退市风险，投资者对风险认识不足，PT 制度起到了与当初设想相反的作用，在 ST、PT 类股票“资产重组”强预期概念下，充分激发了市场的投机风气。完成了第一个股票退市——PT 水仙。	2001 年《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》
初步建立期	2001-2011	1998 年东南亚金融风暴等经济震荡后，给了我国证券市场一个	2001 年 12 月 5 日，中国证监会

逐步完善期	2012 年以 后	相关交易所制度开始逐步建立，但在内容方面还相对薄弱	重要警示。2001 年底，证监会取消“PT”制度，增加提示“*ST”制度。	发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订版）》，
				2012 年 6 月 28 日，上交所、深交所发布退市制度。
				2014 年 10 月发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》

数据来源：深交所、上交所、《主板上市公司退市制度研究》、国泰君安证券研究

2012 年 6 月，深交所、上交所分别发布了“交易所退市规则”，这套规则的改革方向是：1）提高退市规则的可操作性。2）保护投资者权益，提出风险警示板、退市整理板、退市公司股份转让服务、退市公司重新上市等退市衔接安排。3）退市流程中的时间安排更为具体。4）增加多种指标。

2014 年 11 月 16 日，证监会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》生效，该规则的特点是：1）提出自主退市制度建设，2）强化重大违法公司的强制退市。

根据发达国家尤其是 NASDAQ 的发行与退市制度研究，我国的退市规则也会与注册制发行规则相配合，我们认为我国的退市制度的改革方向将会是更多更灵活地考虑投资者利益。

表 10：与我国退市制度相关的重要法律、规定、规则等

时间	发布机构	法律、规定等	主要内容
1994 年	人大	《公司法》	该法第 157 条规定了股票暂停上市的事由,第 158 条进一步规定了股票终止上市的事由。
1997 年	沪深交易所	上市规则第九章:《上市公司状况异常期间的特别处理》	设立 PT 制度,起到对退市机制的缓冲作用,但事与愿违。PT 制度实行后,市场上出现了炒作 PT 股票的不正常现象,引发市场秩序的混乱。这一制度的存在本身是一个矛盾:转让的对象是已被暂停上市的公司股票,暂停上市是市场监管部门给上市公司的惩罚,PT 制度却给这些公司的股票成立专门的交易场所,与退市机制的惩罚性指向背道而驰。因此,证监会于 2001 年取消了 PT 制度。
2001 年 2 月 22 日	中国证监会	《亏损企业暂停上市和终止上市实施办法》	规定了上市公司退市的一系列制度安排,,具有可操作性,重大意义是该制度发布后 PT 水仙电器成为中国第一个退市的股票。
2001 年 12 月 5 日	中国证监会	《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》	1) 将公司暂停上市、恢复上市和终止上市的决定权授权给证券交易所。2) 取消了之前给予暂停上市公司的宽限期。3) 取消了之前备受市场争议的 PT 制度。
2003 年 3 月	中国证监会	《关于执行〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的补充规定》	设定了终止上市后的股票转至股票代办系统的相关程序。
2006 年 1 月 1 日	人大	《证券法》	1) 授予证券交易所股票的暂停上市和终止上市的决定权。2) 增加了权利救济机制,被决定退市的上市公司可向

			证券交易所申请复核。3) 增加了股东诉讼的相关规定。
			实施退市风险警示制度,股票上市、暂停上市和终止上市的审核权不再由证监会行使,而改由证券交易所行使。
2006 年 5 月	沪深交易所	《股票上市规则》	
2006 年 11 月 29 日	深交所	《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》	规定了中小企业板公司的股票暂停上市、终止上市的规定与流程
2011 年 4 月	深交所	《深圳证券交易所创业板上市公司公开谴责标准》	深交所规定了公司如果受到了 2 次公开谴责,那么就需要退市警示,这是对公开谴责的标准界定。
2012 年 4 月 30 日	深交所	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》2012 年修订	详细规定了暂停上市、恢复上市与终止上市的标准与流程
2012 年 6 月 28 日	深交所	《深圳交易所退市制度》	总结了退市制度实行 20 多年来的经验教训,同时借鉴了国外成熟证券市场的经验
2012 年 6 月 28 日	上交所	《上海证券交易所退市制度》	
2014 年 11 月 16 日	中国证监会	《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》	提出自主退市制度建设,强化重大违法公司的强制退市

数据来源:深交所、上交所、《主板上市公司退市制度研究》、国泰君安证券研究

3.2. 我国退市制度目前的特点

3.2.1. 目前退市制度特点: 退市流程长, 操作空间大

经过 2012 年退市制度的改革,我国借鉴了国外的退市标准,增加了股票价值指标(净资产、营业收入)、股票流动性指标(价格、成交量)与保障公允性指标(及时披露、审计报告类型),应该说在 2012 年退市制度改革以后,我国的股票退市的标准相比之前已经有了比较大的改进。

表 11: 目前我国交易所发布的退市标准

标准	暂停上市			终止上市		
	主板	中小板	创业板	主板	中小板	创业板
连续亏损	三年	三年	三年	四年	四年	四年
净资产为负	两年	两年	一年	三年	三年	两年
36 个月累计受到交易所公开谴责 3 次	/	/	/	/	36 个月内 3 次	36 个月内 3 次
审计报告为否定意见或无法表示意见	两年	两年	两年	三年	三年	两年半
连续 120 个交易日股票累计成交量过低	/	/	/	累计成交量低于 500 万股	累计成交量低于 300 万股	累计成交量低于 100 万股
营业收入低于 1000 万元	两年	两年	/	三年	三年	/
因财务类退市指标触及退市情形,未在法定期限内披露年报	/	/	/	被暂停上市后,未在法定期限内披露年度报告	被暂停上市后,未在法定期限内披露年度报告	被暂停上市后,未在法定期限内披露年度报告
未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载	四个月	四个月	四个月	六个月	六个月	六个月
未在法定期限内披露年度报告或中期报告	四个月	四个月	两个月	六个月	六个月	三个月
连续 20 个交易日每日收	停牌	停牌	停牌	停牌 15 个交易日	停牌 15 个交易日	停牌 15 个交易日

盘价均低于每股面值				日内决定	日内决定	日内决定
连续 20 个交易日股权分 布不符合上市条件	方案公布后 六个月仍不 符合上市条 件	方案公布后 六个月仍不 符合上市条 件	方案公布后六 个月仍不符合 上市条件	暂停上市后六 个月仍不符合 上市条件	暂停上市后六 个月仍不符合 上市条件	暂停上市后六 个月仍不符合 上市条件
公司股本总额发生变化 不再具备上市条件	一旦发生， 即暂停上市	一旦发生， 即暂停上市	在规定的期限 内不能达到上 市条件，即暂 停上市	在规定的期限 内仍不能达到 上市条件	在规定的期限 内仍不能达到 上市条件	在规定的期限 内仍不能达到 上市条件
宣告破产	/	/	/	被法院宣告破 产	被法院宣告破 产	被法院宣告破 产
公司解散	/	/	/	公司因故解散	公司因故解散	公司因故解散
未在规定期限内补充恢 复上市申请材料	/	/	/	30 个交易日内	30 个交易日内	30 个交易日内
因财务类退市指标被暂 停上市后不具备申请恢 复上市的条件	/	/	/	审计报告：保 留意见、或否 定意见或无法 表示意见	审计报告：保 留意见、或否 定意见或无法 表示意见	提出恢复上市 申请的基准年 度被出具非标 准无保留审计 意见、净资产 为负

注： 1、紫色底纹的前 5 项为相比 NASDAQ，我国沪深交易所所特有的退市标准。

2、上交所主板与深交所主板基本一致，这里统称为主板市场

数据来源：深交所、上交所、国泰君安证券研究

中国股票市场有个特点：上市难，退市更难。2001 年以来，我国退市的 A 股共 81 只，年均退市比例 0.3%。我们认为究其原因：**中国的退市标准中对于时间的要求长，所以留下了很大的操作空间。**

中国退市的第一大原因是连续亏损。但是在中国要**连续 4 年亏损才会退市**。纳斯达克的退市标准是多样性的（对应其上市标准），本身不强调盈利，其全球市场有一个总资产和总收入的指标（各 5000 万美元），其资本市场有一个净利润的指标（50 万美元），但是这两个指标规定都是“最近一财年数据，或者最近三个财年中的两年（上市规则原文：in the most recently completed fiscal year or in two of the three most recently completed fiscal years.我们认为是考虑了追溯调整。）”，也就是一旦上市公司的某一年收入/资产、净利润不符合规定，那么该公司就进入退市程序，而 NASDAQ 规定的退市程序最长不能超过 360 天，也就是如果公司在下一个会计年度仍然不达标，就会面临退市。

中国的亏损指标给予了 4 年的期限，因此很多公司就会出现亏损 3 年，微利 1 年（亏-亏-巨亏-盈利）这样的盈利调节方式，以规避退市。为了规范上市公司的行为，我国深交所规定了公开谴责制度，但是仅针对中小板与创业板公司，并且要在 36 个月中连续 3 次。

表 12: 中国与 NASDAQ 市场部分退市标准的比较

中国	NASDAQ 全球市场	NASDAQ 资本市场	评论
财务指标	最近一财年数据, 或最近三个财年中的两年: 总资产和总营业收入均低于 5000 万美元	最近一财年数据, 或者最近三个财年中的两年: 净利润各低于 50 万美元	中国的财务要求长达 4 年, 而 NASDAQ 正常 2 年不符合规定就要退市, 造成了中国退市的冗长。 中国的这个制度本意是为了防止一些周期性的公司被不合理退市, 我们认为其实这可以采用多样化上市标准以及退市标准来规避, 不必使用盈利指标作为一刀切手段。
审计	审计报告为否定意见或无法表示意见 2 年停牌, 3 年退市	必须有独立审计, 下个审计年度必须有, 否则进入退市程序	事实上, 我们认为如果审计意见为否定或者无法表示意见, 那么公司治理就出现了比较严重的问题, 这种情况下, 公司应该立即进入退市程序。NASDAQ 不强调审计意见, 让市场去判断审计意见与公司价值, 但是如果公司治理出现问题, 那么公司也会进入退市程序。
净资产	净资产为负: 主板、中小板 2 年停牌, 3 年退市; 创业板 1 年停牌, 2 年退市。	没有净资产为负的规定。	根据美国市场的特点, 如果净资产为负, 恐怕每股股价会出现 1 美元以下, 股票的流动性也极可能不达标, 做市商数量也很可能不足。
公司治理	中小板、创业板: 36 个月累计受到交易所公开谴责 3 次	有详细的公司治理要求 (SOX 法案, 为了降低中小企业的上市成本有 Jobs 法案)	NASDAQ 对公司治理规定严格, 我国上市规则中对公司治理没有单独提及, 我们认为这会是一个改革的方向。上市公司应该以完善的治理结构, 透明的披露, 清晰的商业模式让投资者所了解, 然后让投资者根据这些信息去判断投资价值。
做市商	主板、中小板、创业板均没有	2 家或 4 家做市商。	做市商制度保障了只有被一定数量的做市商认可的公司, 才有可能在市场上交易流通。为了获得初始做市股份, 做市商首先就需要出资购买, 因此做市商一定会筛选公司。

数据来源: 深交所、上交所、NASDAQ、国泰君安证券研究

3.2.2. 我国退市现状: 退市数量奇少, 亏损是最大原因

2001 年以来, 我国 A 股退市的全部公司数量是 81 家, 仅占目前全部上市公司的 3%。

表 13: 我国不同年份退市、实施 ST、撤销 ST 的 A 股公司数量

年份	上市公司数据 (A 股)	实施 ST		撤销 ST		退市 (A 股)	
		个数	比例 (%)	个数	比例 (%)	个数	比例 (%)
2001	1130	24	2.12	18	1.59	3	0.27
2002	1199	48	4.00	17	1.42	7	0.58
2003	1259	57	4.53	15	1.19	4	0.32
2004	1349	41	3.04	28	2.08	10	0.74
2005	1355	34	2.51	38	2.80	10	0.74
2006	1398	63	4.51	20	1.43	13	0.93
2007	1507	61	4.05	32	2.12	10	0.66
2008	1581	25	1.58	41	2.59	2	0.13
2009	1678	29	1.73	30	1.79	5	0.30
2010	2041	39	1.91	23	1.13	4	0.20

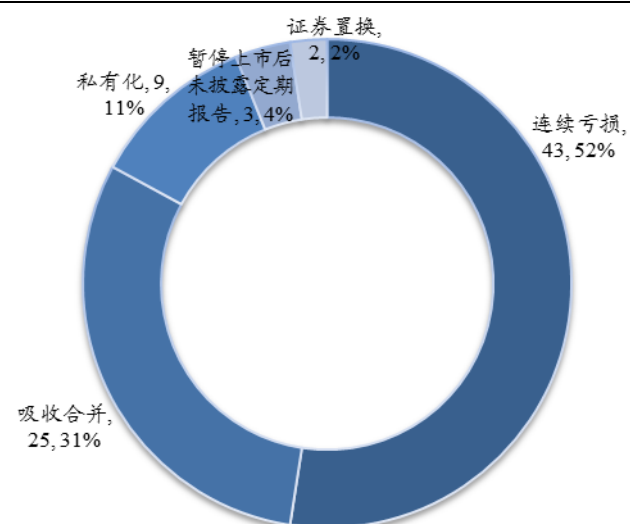
2011	2320	16	0.69	35	1.51	3	0.13
2012	2472	26	1.05	68	2.75	3	0.12
2013	2468	23	0.93	73	2.96	6	0.24
2014	2571	35	1.36	45	1.75	1	0.04
总共退市						81	

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2001 年以来退市的 81 家公司中 43 家因为连续亏损, 占比 53%; 吸收合并退市 25 家, 占比 31% (注意: 吸收合并其实是换一个集团主体上市, 大多采用换股吸收合并, 子公司的上市代码注销, 集团赋予一个新代码, 其实质并非退市); 私有化退市公司 9 家, 占比 11% (但是私有化退市中 7 家是石油、石化公司, 我们估计主因是为了解决与中石油、中石化同业竞争问题)。所以, **A 股 2001 年以来真正退市的公司仅 46 家, 占目前 A 股的比例仅 1.8%。**

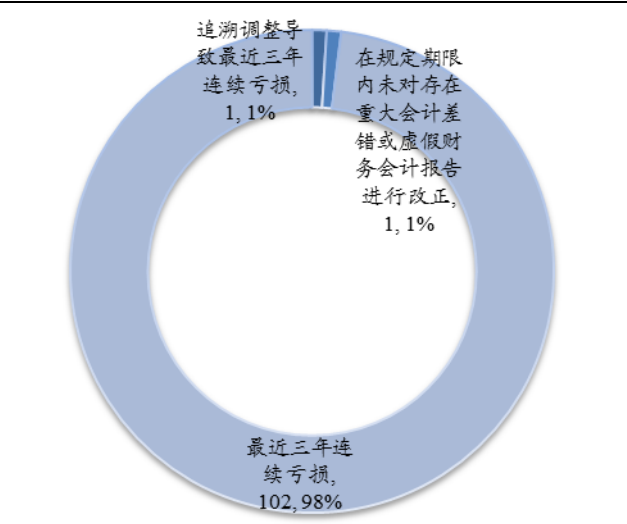
我国实施暂停上市的 104 家企业中有 103 家是由于发生了连续亏损。可见我国退市标准的单一性特点, 我们认为 **2012 年交易所规定的退市制度** 虽然在一定程度上实现了退市标准的多样化, 但是实际中, 其他退市规则目前并没有发生作用。

图 11: 我国 1998 年以来退市公司根据原因分布: 亏损是第一大原因



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 12: 我国 1998 年以来实施暂停上市的 104 家公司中 102 家由于亏损而暂停上市, 显示退市标准的单一性



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4. 我国退市制度的改革方向

4.1. 匹配发行注册制, 增加标准缩短退市时长

根据国外相对成熟的证券市场的退市制度的特点, 退市制度一般与上市制度相对应, 比如 Nasdaq 全球市场上市的 4 套标准: 利润标准、权益标准、市值标准、总资产/总收入标准分别对应了 3 套退市标准: 权益标准、权益标准、市值标准、总资产/总收入标准 (注: Nasdaq 上市的利润标准对应了退市的权益标准)。

目前我国的发行制度中与其他国家很大的一个不同在于上市标准的单一化，重收入与盈利指标（参见《2015 新股发行市场展望与新三板市场分析》一文），因此导致了中国的退市标准最主要是扣除非经常损益以后归属于母公司的净利润是否为正。指标的过于单一会沦为易于调节，最终导致退市标准发挥的作用有限。

我们认为随着注册制的逐步推出，多样化的上市标准必然会推出，比如目前市场期望非常高的未盈利高科技企业将可能上市，这类企业恐怕并不适合采用简单的盈利指标来衡量其是否应该退市。所以，我们认为退市制度一定会伴随着上市标准的多样化而呈现多样化。我们判断新的退市标准可能会缩短退市所需的时间，并增加退市公司的数量，那么炒作壳资源的风险将进一步增大。

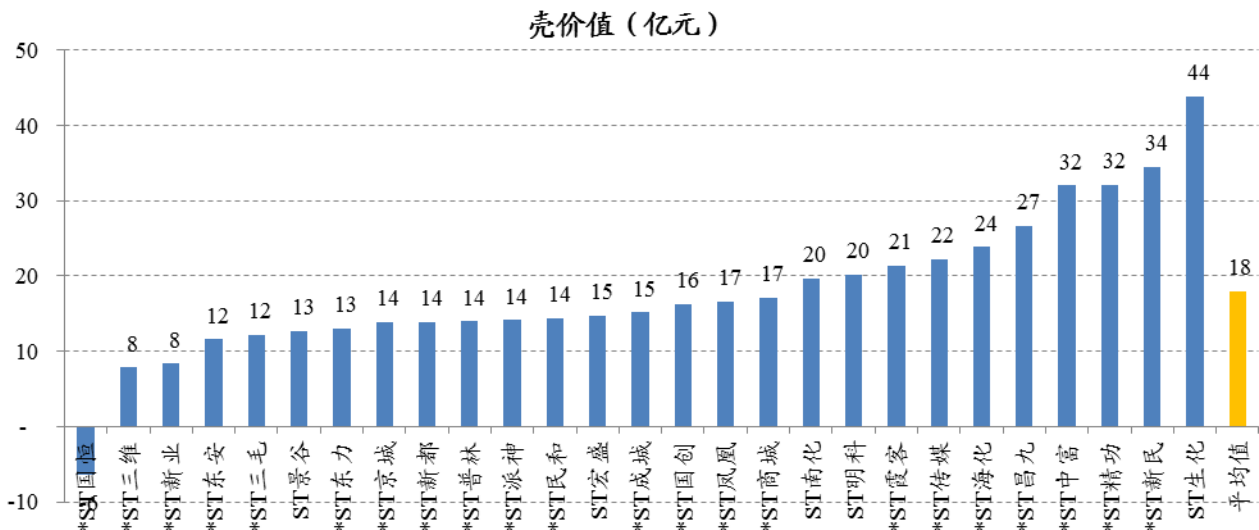
4.2. 打击炒作壳资源，规范证券市场健康发展

目前对壳资源到底价值多少没有确定的说法，我们认为可以从 2 个方面去理解：

1) 市值-净资产价值=壳价值

上市公司没有实质业务或可持续盈利业务，但净资产仍然存在一定价值，其市值扣减净资产就是壳价值。以目前处于风险警示板的尚未重组的 A 股公司的价值衡量，目前的壳价值平均为 18 亿元。

图 13： 目前处于风险警示板的上市公司壳价值判断



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2) 被稀释的股权价值：完成借壳后原股东持股市值-借壳前市值=壳价值

买卖双方将原本 100%控股的资产注入壳，注入以后一部分权益为壳公司的原股东所分享，扣减掉注入以前该壳的市值，可以认为这部分价值就是买壳方支付的成本。我们选取的样本均值是 18 亿元（与前种方法相同完全是偶然性）。

这里有个关键假设，就是壳的价值是必然存在的，当借壳的股东想把壳再度卖掉的时候，价值仍然是本次借壳完成以前的价值。需要警惕的是，一旦壳价值下降（=0），那么买壳方所承担的成本很可能就是原股东无偿得到的这部分注入资产的股权价值，我们选取的样本均值是 36 亿元。而 2014 年完成 IPO 的公司的发行成本均值仅为 4388 万元，可见借壳上市的成本极高。

表 14： 选择部分买壳上市公司的壳价值，均值在 18 亿元

股票代码	股票名称	首次披露时的股票均价（元）	披露后半年股价（元）	原股东重组后持股比例（%）	借壳完成前价值（亿元）	披露半年后价值（亿元）	壳价值（亿元）
600654.SH	飞乐股份	5.09	6.60	65.60	38.43	49.83	11.40
002624.SZ	金磊股份	7.70	17.30	41.01	15.40	34.60	19.20
002280.SZ	新世纪	14.64	37.00	44.17	15.66	39.59	23.93
002143.SZ	高金食品	7.36	19.45	18.86	15.36	40.58	25.22
600483.SH	福能股份	4.93	6.31	22.93	14.22	18.21	3.98
600566.SH	洪城股份	8.14	22.12	20.32	11.25	35.12	23.88
						36.32	17.93

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

目前借壳上市的最大好处是时间成本的下降，上市的确性高。一旦注册制推行，上市的周期可能会大幅缩短，上市的标准也可能更为多样化，那么借壳上市的需求必然大幅下降。前文提到的退市的时间长度可能缩短，退市公司数量增加，炒作壳资源的风险也将增大。这两方面最终将导致壳价值的大幅下降。风险增大而价值下降，那么对壳价值的炒作必然下降。

表 15： IPO 与借壳上市的差异

	IPO	借壳上市
上市成本	2014 年发行费用均值是 4388 万元	借壳费用大，目前壳价值在 18 亿元左右
上市周期	周期很长，目前等待周期 3-4 年。	周期很短，一般 1 年左右的时间
发行审核	发审委审核，审核比较严	并购重组委审核，2014 年新的并购重组办法执行后，审核程序简单。
经营风险	只关注公司的本身经营状况	壳资源本身的债务问题、诉讼问题可能难以解决。

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

4.3. 规范公司合规性，整肃证券市场不法行为

2014 年 10 月 15 日中国证监会发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，已于 2014 年 11 月 16 日起施行。此退市制度改革中比较突出的意义在于：原来上市公司的虚假记载、误导性陈述或重大遗漏这些行为需要被法院判决有罪以后才能退市，而新规中只要被移送公安机关，或者被证监会作出行政处罚决定起 1 年内，交易所就可以决定让公司退市。我们认为，这项规定可以遏制上市公司的财务作假行为。遏制上市公司的财务作假行为可以进一步控制目前濒于退市的公司不断的财务调节行为，让该退市的公司正常退市。

2014 年 11 月 24 日到 12 月 15 日，共有 32 家公司发布了存在退市风险公告。证监会已经发出信号，希望上市公司能“有进有退”，而不是以往那种即便业绩不佳、违规虚假还能当“不死鸟”。

2014 年 12 月 19 日，证监会发布了涉嫌市场操纵行为的 18 只股票的涉案机构和个人进行立案调查。市场操纵严重破坏“三公”原则，损害投资者利益，是引发资本市场系统性风险的常见因素之一，是《证券法》、《刑法》中明确禁止、规制的违法犯罪行为，我们认为和泪公司都将有可能面临退市风险。

表 16： 退市风险警告公司与涉嫌市场操纵被调查公司名单

32 家公告退市风险公司	18 家涉嫌市场操纵被调查公司
上海家化、仰帆控股、皖江物流、*ST 三毛、*ST 锐电、天目药业、风神股份、青鸟华光、ST 国创、大元股份、创兴资源、ST 成城、五洲交通、大有能源、ST 大荒、上海物贸、博汇纸业、博元投资、康达尔、ST 生化、*ST 传媒、*ST 广夏、三木集团、*ST 中富、荣丰控股、北大医药、恒星科技、 中科云网 、键桥通讯、科伦药业、勤上光电、迪威视讯	中科云网 、百圆裤业、兴民钢圈、山东如意、湖南发展、铁岭新城、宝泰隆、宝鼎重工、元力股份、东江环保、中兴商业、山东威达、宁波联合、远东传动、科泰电源、新海股份、九鼎新材、珠江啤酒

数据来源：Wind、证监会、国泰君安证券研究

4.4. 健全主动退市制，发挥证券市场合理定价

2014 年 10 月 15 日中国证监会发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》中强调了主动退市机制。我们认为这是健全退市制度的一个重要方面，因为在国外主动退市的比例在 1: 1 以上，显示①当公司的股价被不合理低估，②公司被并购，③上市的维持成本过高，时，公司就会理性选择退市。一旦我国的上市与退市机制理顺，那么主动退市也必然会成为常态，以发挥资本市场合理定价的功能。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		