

# 退市股交易制度现状及问题的实证分析

——以中小投资者保护为视角\*

朱力\*\* 王睿\*\*\*

**摘要:**2020年年底沪深交易所退市新规正式发布,上市公司强制退市的常态化、多元化趋势日显。而上市公司被终止上市后,仍持有公司股票的股东交易通道不畅,且监管不力使其权益更易遭受侵害。故本文以分析退市股交易制度在中小投资者保护中发挥的作用为论述路径,对现有退市后股票交易情况进行较全面、系统的梳理,归纳和分析在上市公司强制退市后股票交易制度存在的退市整理期制度缺陷、退市公司信息披露违法违规、退市股票长期停牌等严重侵害中小股东权益的问题,并据此为退市股交易制度的完善提供更明确的思路 and 方向。

**关键词:**强制退市 投资者保护 退市整理期 信息披露

## 一、引言

2019年以来已有26家上市公司被强制退市,是之前6年强制退市数量总和的2倍多,不断创下历史新高。同时,A股上市公司退市类型也逐渐呈现多元化的特征,“欺诈退”“破面退”“业绩退”“主动退”“重组退”等均有出现。随着2020年12月31日沪深交易所退市新规正式落地,我国资本市场未来的趋势必将向上市公司退市的市场化与常态化迈进。这势必给中小投资者保护制度带来巨大的挑战。结合以往案例以及相关制度演变过程来看,我国对资本市场中小投资者的保护仍存在不足。本

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

\*\* 上海交通大学法律(法学)硕士,现供职于深圳证券交易所巡回审理协作部。

\*\*\* 上海交通大学法律(法学)硕士,现供职于北京市金杜律师事务所上海分所。

文从中小投资者保护制度方面,对已有退市实例和退市制度进行梳理,分析上市公司强制退市给中小投资者带来的负面影响以及中小投资者保护现状。

在现有的制度安排下,上市公司被终止上市后将首先进入退市整理期,结束退市整理期后,该公司股票将转入全国中小企业股份转让系统进行交易。制度设计的初衷是让持有退市公司股票的投资者在公司退市后仍有交易的机会,是针对中小投资者的一种权益保护机制。然而无论是退市整理期制度还是股转交易系统,在制度实施过程中却并未起到预设的效果。

## 二、退市整理期的实践情况和问题

深圳证券交易所于2012年6月28日发布了《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》,首次规定了退市整理期制度。<sup>①</sup>在2018年7月27日,中国证监会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》再次强调了对强制退市公司设置退市整理期的规定,并明确了进入退市整理期交易的公司不可同时推进公司的并购重组事项。退市整理期制度的设计初衷是为持有退市公司股票的投资者的提供一个退出机制,起到保护退市公司投资者的作用,然而制度在实际实施过程中并未真正能让投资者规避风险,反而投资者因公司股票在退市整理期的连续跌停遭受损失。<sup>②</sup>

就退市整理期制度给予部分中小股东退出机制的目的来说,其与证券市场的场外股转系统的制度目的有所重合。该制度实际意义有限的原因在于,进入退市整理期的股票已经被交易所下了“死刑判决”,很难逆转回到主板市场,即便投资者有30个交易日可以转让股票,但巨大的投资风险恐难以吸引新的投资者进入接盘,因此,现实中大多数被终止上市的企业进入退市整理期后,都是以跌停板的方式下跌,对于投资者来说,非但没起到保护的作用,反而遭受更大的损失,自退市整理期实施至2019年年底,在被强制退市的15家企业中,有13家上市公司被终止上市后进入退市整理期,其股票无一例外地未逃脱暴跌的命运(见表1)。

---

<sup>①</sup> 深圳证券交易所于2012年6月28日发布的《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》中规定,在交易所对公司股票作出终止上市决定后,投资者可在“退市整理板”进行为期30个交易日的交易,交易期满后,公司股票将终止上市。该制度旨在给予投资者在公司退市前一定的交易机会。

<sup>②</sup> 参见皮海洲:《退市整理板不是“保护板”》,载《上海企业》2013年第2期。

表 1 进入退市整理期公司股票价格涨跌情况

序号	公司	退市时间	进入退市整理期 (元/股)	结束退市整理期 (元/股)	跌幅(%)
1	退市长油(600087)	2014年6月5日	1.47	0.83	43.53
2	国恒退(000594)	2015年7月13日	1.68	1.29	23.21
3	武锅B(200770)	2015年7月13日	3.86 美元/股	2.05 美元/股	46.89
4	退市博元(600656)	2016年5月13日	5.9	4.49	23.9
5	新都退(000033)	2017年7月7日	7.16	1.7	76.26
6	欣泰退(300372)	2017年8月28日	2.73	1.48	45.79
7	退市吉恩(600432)	2018年7月13日	6.07	1.47	75.78
8	退市昆机(600806)	2018年7月13日	5.8	1.47	74.66
9	烯碳退(000511)	2018年7月18日	4.74	0.61	87.13
10	中弘退(000979)	2018年12月28日	0.67	0.22	67.16
11	华泽退(000693)	2019年7月9日	2.98	0.37	87.58
12	众和退(002070)	2019年7月9日	3.53	0.71	79.87
13	退市海润(600401)	2019年7月12日	0.78	0.15	80.77

如表 1 所示,13 家被终止上市的公司进入退市整理期后,有 8 家股票跌幅超过 50%,其中华泽退(000693)股票跌幅高达 87.58%,另外 5 家公司股票跌幅均超过 20%,被终止上市的公司股票在退市整理期内的表现难以和保护中小投资者这一制度的设计初衷联系起来,结合制度本身和实施效果来看,退市整理期制度至少存在以下两个问题。

#### (一) 退市整理期并非针对投资者群体的保护

从投资者整体上来看,现有制度并未规定退市公司及相关责任方股份回购的义务,既然如此,在退市整理期间,退市公司的股票只是在投资者中间流转,已售出股票的投资者一定程度上可以避免股价再次暴跌遭受的亏损,而买入股票的投资者在某种意义上只是承接了其他投资者的亏损,退市整理期只是对部分投资者的保护,而非对投资者整体的保护。此外,“量大优先”的交易显然对机构投资者更为有利,中小投资者并不占优。<sup>①</sup> 退市整理期的股票亦存在巨大的投资风险性,从某种程度上说,这种投资风险的出现是“必然的”,同时也是中小投资者难以承受的。退市整理期制度

<sup>①</sup> 参见民生证券证券市场退市制度课题组、周晓萍:《我国证券市场退市制度的潜在问题与完善路径研究》,载《金融监管研究》2018年第4期。

的根本矛盾在于,监管层希望借此制度给予投资者一定的交易机会,帮助投资者及时退出,避免遭受重大亏损的风险。<sup>①</sup>然而退市整理板作为一个平衡市场,原有投资者的退市是需要以新的投资者进入为前提的。但面对连续不断的风险提示,退市整理板俨然成为价值大大缩水的折价交易板,失去了保护投资者的意义。按照监管层理想状态,倘若所有投资者都希望借此变现,便会出现无人接盘的窘境。在退市制度不断完善的当下,以往存在的退市公司通过重组恢复上市,股价暴涨的现象很难出现,尤其沪深交易所于2018年在各自的重大违法强制退市实施办法中均规定了因欺诈发行被强制退市的公司不得申请重新上市的规定。可见,在新的制度背景下,投资者想通过买入退市整理期的股票,实现“翻盘”的概率将大大降低,这更加弱化了退市整理期制度存在的意义。

从另一角度看,让处于信息知晓劣势的投资者在退市整理期作出投资判断和选择,实际上是在为真正需要承担责任的相关主体降低责任义务。这种责任的减轻在因重大违法而被强制退市的上市公司中显得尤为突出。与因亏损而被强制退市的上市公司不同,因重大违法,尤其是因欺诈上市被强制的公司而言,后者并未遵循资本市场规则,严重违反了资本市场诚实信用这一基本原则,对投资者以及整个资本市场的环境都产生了强烈的负面影响,而退市整理期制度减少了赔付对象。<sup>②</sup>

### (二) 退市整理期剥夺了被终止上市公司重大重组的权力

根据沪深交易所退市整理期业务实施细则的规定,上市公司处于退市整理期时,不再给予筹划或实施重大资产重组的机会。若上市公司股票被暂停上市或存在其他被强制退市情形,重大资产重组已经董事会审议并公告的,公司是否进入退市整理期应由股东大会决定。可见,进入退市整理期和重大资产重组并不能同时推进,这对于上市公司退市后的发展显然不利。正因如此,2013年退市\*ST创智(000787)和\*ST炎黄(000805)均未选择进入退市整理期,避免了进入退市整理期股价出现大幅波动的风险。

## 三、强制退市后股票交易系统不完善

上市公司退市后,仍持有公司股票的股东无法在场内市场交易股票,其可通过场

---

<sup>①</sup> 深圳证券交易所:《投资者如何理解“退市整理期”》,载中国证券监督管理委员会官网,[http://www.csrc.gov.cn/fujian/xxfw/tzsyd/201304/t20130402\\_223027.htm](http://www.csrc.gov.cn/fujian/xxfw/tzsyd/201304/t20130402_223027.htm)。

<sup>②</sup> 参见肖岳:《退市制度再改革》,载《法人》2018年第4期。

外市场进行股份转让。中国证监会于2001年7月开办了代办股份转让业务,用于解决从主板退市的公司和原NET和STAQ系统的非上市公司(以下简称两网公司)的股份转让问题。而随着场外市场的不断发展,非上市公众公司的股份转让市场发展出现了严重的不平衡,为了统一非上市公众公司股份交易,国家先于2012年9月28日出台了《非上市公众公司监督管理办法》,该办法给予了非上市公司股份公开转让合法身份,随后于2013年1月16日正式挂牌了“全国中小企业股份转让系统”(以下简称股转系统),退市公司的中小股东也将通过该系统进行股份转让交易。

故上市公司被强制退市后将进入全国中小企业股份转让系统中的两网及退市公司板块(以下简称新三板)进行交易。但长期以来,新三板因股票交易量低,活跃度不够等问题饱受诟病。当然,其中一部分原因是退市公司自身“退市”标签对公司价值产生的负面影响,难以激发市场的投资积极性。但是,除这一难以摘去的标签外,投资者交易机会的损失更多来自退市公司的长期停牌。此外,除市场环境对投资者权益所产生的不确定影响外,就其信息披露制度而言,远远未能达到保护退市公司投资者的目的。目前,退市公司进入新三板交易后,信息披露的要求主要规定在全国中小企业股份转让系统有限责任公司(以下简称股转系统公司)于2013年2月8日发布的《全国中小企业股份转让系统两网公司及退市公司信息披露暂行办法》(以下简称《退市披露暂行办法》)中,而上市公司的信息披露要求主要参照中国证监会于2007年1月30日发布的《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《上市披露办法》)。相较而言,新三板针对退市公司的信息披露要求不甚严格,由此引发大多数退市公司在新三板挂牌后,未能及时就可能对投资者权益产生重大影响的事项进行及时、准确的信息披露的现象,侵害了广大中小投资者的权益。

#### (一)信息披露监督出现盲区

《上市披露办法》规定,中国证监会和证券交易所共同行使对上市公司及其他信息披露义务人披露信息行为行使监督权和督促其行使的权力。<sup>①</sup>但是《退市披露暂行办法》中并未明确对退市公司信息披露行使监督权的主体,只是规定披露的信息应向主办券商报告并在股转系统公司制定的信息披露平台进行公布。《退市披露暂行办法》规定,股转系统公司对公司及其他信息披露义务人违反披露义务的,对其处以自律监管措施和纪律处分。从字面理解来看,对退市公司信息披露的监督应由股转

---

<sup>①</sup> 《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第40号)第9条,中国证券监督管理委员会2007年1月30日发布。

系统公司行使。但在 2012 年 12 月 31 日,上海证监局相关责任人在上海宣读的《中国证监会对投资者关注的新三板 5 个核心诉求的答复》中提到,今后新三板公司将被纳入全国中小企业股份转让系统即新三板,这预示对老三板的监管权由原先的中国证券业协会转移到了中国证监会。由于监督主体的不明确,导致实践中对退市公司和两网公司的监管出现了盲区。在缺乏有效监管的情形下,大量退市公司未能就重要信息进行及时披露。就本文统计的自强制退市施行以来到 2019 年年底退市的 59 家公司中,以 2018 年报、2019 年一季报和 2019 年半年报披露时间为例,共计 24 家公司不同程度地出现披露不及时,甚至不披露等问题,部分公司也未能就该问题进行风险提示(见表 2)。

表 2 新三板公司信息披露情况

序号	公司	退市时间	股转系统挂牌日	定期报告情况
1	PT 中浩 A (000015)	2001 年 10 月 22 日	2002 年 10 月 25 日	中浩 A1 自披露 2018 年三季度后,后续未披露其他定期报告,持续风险提示
2	PT 中浩 B (200015)			中浩 B1 自披露 2018 年半年报后,后续未披露其他定期报告,未风险提示
3	PT 南洋 (000556)	2002 年 5 月 29 日	2004 年 5 月 28 日	2018 年年报;2019 年 8 月 28 日; 2019 年一季报;2019 年 8 月 28 日; 2019 年半年报;2019 年 10 月 1 日 报告延期,持续风险警示
4	ST 九州 (000653)	2002 年 9 月 13 日	2004 年 5 月 21 日	自披露 2006 年年报后,未能披露后续定期报告,持续风险提示
5	ST 五环 (000412)	2003 年 9 月 19 日	2004 年 5 月 26 日	自披露 2005 年三季度后,因生产处于停滞状态等原因,未能披露其他定期报告,持续风险提示
6	ST 国嘉 (600646)	2003 年 9 月 22 日	2004 年 3 月 17 日	自披露 2016 年三季度后,未披露其他定期报告,持续风险提示
7	* ST 石化 A (000013)	2004 年 9 月 20 日	2004 年 11 月 26 日	因经营活动处于停滞状态,最后一次披露完 2009 年年报后,未披露其他定期报告,持续风险提示
8	* ST 石化 B (200013)			因经营活动处于停滞状态,最后一次披露完 1999 年年报后,未披露其他定期报告,持续风险提示



续表

序号	公司	退市时间	股转系统 挂牌日	定期报告情况
9	* ST 比特 (000621)	2004 年 9 月 27 日	2004 年 12 月 3 日	2019 年半年报;2019 年 8 月 31 日; 因公司经营业务停顿多年且处于破产重整期 间,无法披露 2018 年年报及 2019 年一季报,持 续风险警示
10	* ST 达曼 (600788)	2005 年 3 月 25 日	2005 年 6 月 3 日	2018 年年报;2019 年 5 月 1 日; 因公司进入破产重组程序,工作复杂、烦琐,无 法披露 2019 年半年报,有风险提示,但未提及 2019 年一季报的情况
11	* ST 中川 (600852)	2005 年 9 月 16 日	2005 年 11 月 23 日	2018 年年报;2019 年 4 月 27 日; 2019 年一季报;未披露,未风险提示; 2019 年半年报;2019 年 8 月 31 日
12	* ST 信联 (600899)	2005 年 9 月 21 日	2005 年 11 月 28 日	自披露 2004 年年报后,因公司经营活动处于停 滞状态等原因,未能披露后续报告,风险提示 至 2013 年半年报
13	* ST 长兴 (000827)	2005 年 9 月 21 日	2005 年 11 月 28 日	公司披露 2006 年半年报后由于生产经营处于 停滞状态等原因未能披露后续定期报告,持续 进行风险提示
14	* ST 猴王 (000535)	2005 年 9 月 21 日	2005 年 11 月 28 日	2018 年年报;2019 年 4 月 30 日; 2019 年一季报;2019 年 8 月 29 日(补发,未进 行风险提示); 2019 年半年报;2019 年 8 月 29 日
15	* ST 大洋 B (200057)	2005 年 9 月 21 日	2005 年 11 月 28 日	自披露 2005 年半年报后,因经营处于停滞状态 等原因,随后所有定期报告均未披露,持续风 险提示
16	* ST 哈慈 (600752)	2005 年 9 月 22 日	2005 年 11 月 29 日	2018 年年报;2019 年 4 月 30 日; 2019 年一季报;2019 年 4 月 30 日; 2019 年半年报;因财务人员提出辞职,未能按 时披露,已风险提示
17	* ST 花雕 (600659)	2006 年 3 月 23 日	2006 年 6 月 2 日	2018 年年报;2019 年 6 月 21 日; 2019 年一季报;未披露,未风险提示; 2019 年半年报;2019 年 8 月 29 日
18	S * ST 精密 (600092)	2006 年 11 月 30 日	2007 年 2 月 2 日	2018 年年报;2019 年 4 月 26 日; 2019 年一季报;2019 年 4 月 26 日; 截至 2019 年 9 月 27 日,未披露 2019 年半年 报,也未进行风险提示

续表

序号	公司	退市时间	股转系统挂牌日	定期报告情况
19	S*ST 龙昌 (600772)	2006年11月30日	2007年2月9日	因公司生产经营业务长期处于停顿状态,管理人员及财务人员基本离职,自于股转系统挂牌起未披露任何定期报告,持续风险提示
20	S*ST 金荔 (600762)	2007年11月20日	2008年1月23日	因公司生产经营业务停顿,后期又进行债务清理重组工作等原因,自2007年起,所有报告均未披露,持续风险提示
21	*ST 创智 (000787)	2013年2月8日	2013年4月22日	2018年年报:2018年6月1日; 2019年一季报:2019年6月1日; 2019年半年报:2019年8月31日 报告延期,持续风险提示
22	*ST 炎黄 (000805)	2013年3月27日	2013年6月4日	公司自披露2018年一季报以来尚未披露后续定期报告,主板券商未收到公司后续报告,持续风险提示
23	退市博元 (600656)	2016年5月13日	2018年4月2日	因年报编制工作未完成,2018年年报、2019年一季报、2019年年报未披露,持续延期披露风险提示
24	新都退 (000033)	2017年7月7日	2019年7月26日	由于公司未聘任到审计机构对财务报告进行审计,在披露完2017年三季报后,未披露其他定期报告,持续延期披露风险提示
25	中弘退 (000979)	2018年12月28日	挂牌时间未定	2018年年报、2019年一季报、2019年半年报延期披露提示
26	华泽退 (000693)	2019年7月9日	预计最晚挂牌时间2019年12月4日	自披露完2018年三季报后,因公司未支付审计费用,相关审计工作未展开,因此未披露2018年年报。后续报告也未披露,且未进行风险提示

上市公司被终止上市后,公司后续任何财务信息、经营发展安排等重大事项都会影响剩余中小投资者的投资决策,退市公司能够及时、准确地进行信息披露是对中小投资者最大的保护。然而在现有制度下,对退市公司信息披露的要求和监管均存在不同程度的疏漏,本身就处于信息劣势的中小投资者更难以及时获知公司重要信息,影响其对投资作出准确判断。

## (二) 违规信息披露主体承担的责任较轻

《上市披露办法》和《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)中对违法违规信息披露的上市公司及相关责任主体规定了行政责任、民事责任以及刑事责任,责任类型相对完整。随着《证券法》新一轮的修订,对信息披露违法违规主体的惩处也



将愈加严厉。然而,处于老三板的退市公司信息披露违规,根据《退市披露暂行办法》的规定,股转系统公司可依据《全国中小企业股份转让系统业务规则》(以下简称《中小企业股转规则》)采取相应的自律监管措施和纪律处分。而在《中小企业股转规则》中,所谓的自律监管措施包括,要求相关责任主体对有关问题作出解释说明和披露、要求挂牌公司聘请中介对相关问题进行核查并发表意见、约见谈话、提交书面承诺、出具警示函、责令改正、暂不受理文件、暂停解除公司控股股东和实际控制人的股票限售、限制证券账户交易、向中国证监会报告违法违规行以及其他自律监管措施。所谓的纪律处分,包括对相关责任人给予通报批评、公开谴责、限制和暂停直至终止从事相关业务,并计入诚信档案。

相比之下,对信息披露违规的老三板退市公司及相关责任人来说,没有罚款,无须承担民事赔偿,更没有承担刑事责任的担忧。信息披露违规成本过低,难以产生惩戒、威慑及警示的作用,这就给重大信息知情人以谋私的机会。例如,退市公司计划申请重新上市时,一般由控股股东或实际控制人主张,他们可以利用信息优势在申请重新上市,以较低价格收购中小投资者持有的股份,而中小投资者因为处于信息知晓的劣势,容易错过因公司重新上市而带来的股票价值增长的利益。<sup>①</sup>如前文统计,大部分退市公司均存在信息披露不真实、信息披露不及时的情况,然而实践中并未出现对老三板的退市公司给予自律监管措施和纪律处分的案例。

### (三) 长期停牌

对于上市公司的停牌期限,2018年12月沪深交易所分别发布的《上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》有较明确的规定,<sup>②</sup>但是现行规定对处于股转系统的退市公司的停牌期限却没有明确的规定,仅规定公司出现违反《推荐恢复上市、股票转让协议书》或发生影响股票转让的其他重大事件时,全国股份转让系统公司或推荐公司股票挂牌的主办券商报经全国股份转让系统公司同意后可对退市公司股票暂停转让,直至导致暂停转让的原因消除后恢复转让。<sup>③</sup>对停牌期限缺乏限制,导致实践中大多数退市公司股票长期处于停牌状态,仍持有退市公司股票的中小股东长期无法

<sup>①</sup> 参见周超:《公司退市中的中小股东权益保护》,华东政法大学2015年硕士学位论文,第33~34页。

<sup>②</sup> 上海证券交易所2018年12月28日发布的《上海证券交易所上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》规定上市公司停牌原则上不超过10个交易日,特殊情况下可延长至25个交易日。

<sup>③</sup> 参见2019年9月11日实施的《全国中小企业股份转让系统两网公司及退市公司股票转让暂行办法》。

交易,截至 2019 年年底已退市的 58 家公司,<sup>①</sup>未考虑历史上已出现的停牌情况,仅目前仍处于停牌阶段的公司就有 26 家,接近一半的退市公司因筹划重大事项、进入重组程序或准备重新上市申请等原因长期处于停牌状态(见表 3)。

表 3 新三板公司停牌时间

停牌半年至 1 年	停牌 1 年至 2 年	停牌 2 年至 3 年	停牌 3 年至 4 年	停牌 4 年以上
2 家	5 家	4 家	9 家	6 家

2004 年 9 月退市的 \*ST 斯达在 2014 年 11 月 5 日因筹划重大事项停牌至今。根据退市公司公告的信息,大多宣称因保护中小股东而作出停牌的决定,然而如此漫长的停牌,中小股东无法卖出股票,不能解套获利,资金不断损失机会成本。加之停牌期间信息披露不充分,停牌期间,公司基本面恶化以及市场环境的变化极易造成公司复牌后股价出现暴跌的情况,给剩余中小投资者造成更大的损失。

综上所述,我国退市股票退出渠道不畅的问题主要体现在现有的退市整理期制度加剧了退市股股价下跌,在没有新的投资者接盘的情况下,公司剩余股东将承担更大的投资损失。此外,即便有新的投资者进入,该制度也无法起到有效止损的效果,损失只是在不同投资者之间转移。股票退出渠道不畅的第二大问题是退市后股票交易系统存在缺陷:一方面,退市公司长期停牌,剩余股东无法交易;另一方面,退市股交易平台缺乏有效监管,信息违法违规问题严重,严重侵害了剩余股东的权益。

#### 四、退市股票交易制度的反思

强制退市情形下中小投资者的保护,应充分关注仍持有退市公司股票中小股东的交易保障问题。当下亟须解决的问题主要可以归纳为两方面:一是退市整理期制度的去留;二是规范新三板相关制度。

##### (一) 建议取消退市整理期制度

退市整理期制度的设计初衷是提供给中小投资者在上市公司退市后退出交易的机会,起到及时止损的作用。但是,在实施过程中这一制度不仅极大地偏离了投资者保护的目标,且为中小投资者带来了更大的风险。原退市整理期制度有 30 个交易

<sup>①</sup> 本文统计的截至 2019 年年底已退市公司有 59 家,但 2007 年退市的 \*ST 云大(600181)为进行股份转让代办活动,而与太平洋证券进行股权置换。

日,但从前文统计数据来看,进入退市整理期的上市公司股价均呈直线下跌,无一幸免。显然,在公司已病入膏肓、被宣告“死亡”的情况下,有多少投资者还能报以信心以及买入的勇气是个疑问,退市整理期事实上是在制造新的风险。2020年年底沪深交易所也已将退市整理期的交易日缩减至15个交易日,<sup>①</sup>但从制度根源上而言,其和老三板交易在设计目的和作用上仍是高度重合。因此,在规上进一步取消退市整理期,规范老三板相关制度才是未来制度发展的思路。

## (二)规范老三板相关制度

在结束退市整理期的交易后,退市公司会进入老三板进行交易,老三板交易萎靡一直饱受市场诟病。通过前文分析,交易萎靡除受到公司退市这一负面因素影响外,退市公司长期停牌这一“人为因素”更是加剧了市场萎靡的问题。因此,未来应对退市公司停牌时间作出明确的限制,避免因长期停牌给中小投资者带来的重大不确定性。此外,应强化退市公司的信息披露义务。长期以来,监管重点始终停留在对上市公司相关行为的监管层面,对于退市公司在老三板的交易监管问题并未太多关注和重视。由此导致退市公司就相关信息不能及时、准确地进行披露,影响中小投资者的投资决策,制造了正常风险以外的投资风险。因此,需要明确退市公司信息披露的监管主体,并且加强对信息披露违法、违规问题的监管力度。

## 五、结 语

随着我国退市制度改革不断深入,退市公司数量明显增多且退市类型日趋多元化,这显然已是退市常态化的前兆。就此背景下中小股东所持余股退出渠道不畅的问题,本文主要总结了以下两个方面的问题:一是退市整理期制度加剧了退市股股价下跌,在没有新进投资者接盘的情况下,公司剩余中小股东将承担更大损失。即便有新的投资者进入,该制度也无法起到有效止损的效果,损失只是在不同投资者之间转移。二是退市后股票交易系统存在缺陷,一方面,退市公司长期停牌,剩余股东无法交易;另一方面,退市股交易平台缺乏有效监管,信息违法违规问题突出,严重侵害了剩余股东的权益。

长期以来,我国历次的退市制度改革都未能从根本上解决中小投资者保护制度

---

<sup>①</sup> 《深圳证券交易所股票上市规则(2020年修订)》第14.7.2条,深圳证券交易所2020年12月31日发布。

方面的不足,而投资者保护制度的不足又在很大程度上阻碍了强制退市制度改革的深入推进。因此,设计合理的退市股票交易制度,不仅须进一步探索完善乃至逐步取消退市整理期制度,更要通过细化退市公司停牌制度以及强化退市公司信息披露义务等规范老三板的交易活动。退市制度改革的成效在很大程度上将依托于完善、有效的中小股东保护制度,只有先完善投资者保护制度,退市常态化才有最终实现的可能。