

# 上市資訊

2019年9月号（总第40期）

发行上市服务中心

2019年10月8日

## 目录

### 【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

### 【交流动态】

安徽省六安市金融干部及企业家走进上交所

江苏省无锡市金融干部和企业家走进上交所

江西省上饶市金融干部和企业代表走进上交所

### 【专题研究】

异动公告可以有效抑制股价波动吗？

### 【市场前沿】

印度股票退市制度研究

## 【发行信息】

### ■ 股票发行上市信息

#### 1、股票发行融资情况

截至9月30日，今年上交所主板IPO上市企业41家，募集资金413.82亿元；科创板IPO上市企业30家，募集资金429.92亿元。

#### 2、在会审核企业情况

截至9月30日，证监会按周公布的在审企业共计547家。其中，上交所在审企业268家（主板173家，科创板95家），深交所 在审企业279家（中小板94家、创业板185家）。

#### 3、新增IPO申报情况

截至9月30日，今年新增IPO申报企业共计464家，其中，上交 所265家（主板106家，科创板159家），深交所199家。

### ■ 债券发行上市信息

#### 1、公司债发行情况

截至9月30日，本所2019年已完成公司债累计发行1598只，发行金额18386.66亿元。

#### 2、资产支持证券发行情况

截至9月30日，本所2019年已完成资产支持证券挂牌412只，挂牌金额4813.31亿元。

#### 3、债券上市情况

截至9月30日，上交所各类债券挂牌数量已达14517只，比去年底增加2428只，增幅20.08%；债券托管金额已达9.37万亿元，比去年底增加9904.7亿元，增幅11.81%。

## 【交流动态】

1、2019年9月25日，安徽省六安市金融干部及企业家代表团赴上交所学习交流。发行上市服务中心专家就多层次资本市场、企业上市、当前IPO审核形势等内容做了介绍，并和企业就具体问题进行了交流。代表团也参观了中国证券博物馆，近距离感受和学习中国证券行业的发展历程。大家纷纷表示，通过此次活动，更坚定了来沪上市的决心。（供稿人：周宇）

2、2019年9月25日，江苏省无锡市金融局组织区域内重点企业高管一行70余人走进上交所。学员们首先观摩了江苏优秀企业天奈科技的科创板上市仪式，表示希望未来有更多的江苏企业登陆科创板。仪式结束后，发行上市服务中心专家就资本市场动态、科创板最新形势和相关上市规则进行讲解梳理，并深入交流答疑解惑。（供稿人：傅诺）

3、2019年9月26日，江西省上饶市组织了重点产业急需人才（金融复合型）约60人走进上交所，引导江西省上饶市企业借力资本市场加速转型升级，促进实体经济发展，助力江西省“映山红”企业上市行动。学员们参观了证券陈列室、交易大厅，对我国资本市场及上交所的发展历程有了进一步了解。发行上市服务中心专家就当前资本市场形势动态及科创板最新情况进行授课，并与大家进行了交流。（供稿人：程新）

## 【专题研究】

# 异动公告可以有效抑制股价波动吗？

上交所资本市场研究所 缪斯斯

上市公司公告作为上市公司对外信息披露的主要载体，是投资者获取公司信息的重要途径，也是市场和监管机构密切关注的重点。真实、准确、完整与及时的信息披露不但有助于投资者采取合理的投资决策，降低投资风险，而且有利于降低资本市场信息不对称程度，维护市场公开、公平和公正。近期，科创板正式开板，进一步要求落实以信息披露为核心的注册制改革，树立以信息披露为中心的监管理念，建立严格的信息披露体系，这对于上市公司信息披露质量和监管工作提出了更高的要求。为了解当前信息披露工作的有效性，本文以 2014 年至 2019 年 6 月期间交易异常波动公告作为研究对象，研究交易异常波动公告发布前后对公司股价的影响，分析此类公告是否可以有效抑制股价异动，希冀为上市公司信息披露监管提供参考。

### 一、异动公告发布情况

根据沪深交易所交易规则规定，股票竞价交易出现下列情形之一，属于异常波动：（1）连续 3 个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到  $\pm 20\%$ ；（2）连续 3 个交易日内日均换手率与前 5 个交易日的日均换手率的比值达到 30 倍，并且该股票连续 3 个交易日内的累计换手率达到 20%；（3）本所或证监会

认定属于异常波动的其他情形。当出现上述情况，上市公司需要对外公告。由于股票交易异常波动公告（以下简称“异动公告”）属于信息披露直通车范围，沪深交易所对该类公告主要采取事后审核模式，在上市公司信息披露前只进行有限的合规性审查。2014年1月至2019年6月底，沪深两市近3400家上市公司累计发布异动公告约2万份。其中，沪市公司发布公告8200余份，深市主板公司发布公告2300余份，中小板公司发布公告近5000份，创业板公司发布公告4500余份。

从年度分布来看，异动公告主要集中于2015年。上市公司发布异动公告主要集中在2015年，当年共有2221家上市公司发布公告，数量接近7000份，占比34%，平均每家公司发布3.1份公告；2014年，上市公司发布异动公告数量最少，864家上市公司共发布1599份公告，占比不足10%，平均每家公司发布1.9份公告。不同年份的差异主要基于市场环境变化，2015年A股市场出现“千股涨跌”、“千股跌停”的异常大幅波动情况，上市公司密集发布异动公告；2014年上市公司数量相对较少，市场上涨行情在年底才开始启动，上市公司出现股票交易异常波动的情况相应也较少。

从行业分布来看，涨跌幅较大行业发布异动公告相对更多。总体来看，累计发布异动公告数量最多的前五大行业是机械设备、化工、计算机、医药生物和电子行业，公告数量分别为1980份、1740份、1400份、1352份和1235份。从每家公司发布情

况来看，排名前五的行业分别是通信、轻工制造、传媒、机械设备和计算机行业，公司平均发布公告在 2.9 份至 3.1 份区间。在不同年份，当年涨跌幅较大行业也是发布异动公告较多行业。比如，2014 年，非银金融行业涨幅超过 120%，32 家公司共发布 64 份异动公告，公司平均发布公告 2 份，高于全市场平均水平（1.84 份）；2015 年，异动公告集中在轻工制造、计算机、通信等行业，公司平均发布公告在 4 份左右，当年计算机和轻工制造行业涨幅分别为 101%和 82%，位居行业涨幅前列。其他年份亦是如此。可见，异动公告数量较多行业也是当年涨跌幅较大行业，侧面反映了行业板块轮动情况。

从公司属性来看，民营企业和公众企业发布异动公告数量高于国有企业。2014-2019 年上半年，民营企业累计发布异动公告 1.3 万份，占比 66%，企业平均发布公告 2.9 份；国有企业累计发布公告 4680 份，占比 23%，企业平均发布公告 2.2 份；公众企业累计发布公告 958 份，占比 5%，企业平均发布公告 2.5 份；其他类型企业发布公告合计占比 6%。从历年公告发布情况来看，民营企业在 2015-2017 年期间发布异动公告最多，企业平均发布公告数量超过 3 份；公众企业在 2014 年、2018 年和 2019 年发布异动公告数量最多，企业平均发布公告数量在 2.2-3.1 份区间；国有企业则是历年平均发布公告数量最少的群体，平均每家企业发布公告数量仅在 2.1 份左右。总体来看，民营企业和公众企业发布异动公告更多，而国有企业发布异动

公告较少。这可能是由于国有企业通常业绩稳定、市值规模较大，股价运行相对平稳，而民营和公众企业小市值股票居多，容易被市场炒作，股价相对波动较大。

从公司规模来看，公司规模越小，发布异动公告数量越多。本文按公司股票市值规模将上市公司分为三组：市值规模在 50 亿元以下小市值公司，市值规模在 50-200 亿元的中市值公司，市值规模在 200 亿元以上的大市值公司。2014-2019 年上半年，小市值公司累计发布异动公告 1.8 万份，数量占比 92%，每家公司平均发布公告 2.7 份；中市值公司累计发布公告 1137 份，数量占比 6%，每家公司平均发布公告 2.4 份，大市值公司累计发布公告 322 份，数量占比 2%，公司平均发布公告 2 份。总体来看，规模越小的公司，股价波动幅度相对越大，发布异动公告的数量也越多。

## 二、股价异动公告对股价的影响分析

本文主要采用事件研究法来分析异动公告对公司股价的影响。事件研究法主要借助金融市场数据，分析某一特定经济事件对公司价值产生的影响，在本文的分析逻辑是：在市场有效的前提下，如果公司公告披露的信息确实可以改变投资者的预期，那么就能从超额收益的变化来检验公告的信息含量，公告信息所引起的变动程度越大，公告的信息含量就越丰富，对市场投资者来说也就更加有用。本文选取了 2014 年 1 月至 2019 年 6 月期间 A 股发布的异动公告，并剔除了 ST 股票、新股上

市首月的异动公告。本文将公告发布日期确定为事件日，并将事件发生日前后 5 个交易日 $[-5, 5]$ 作为研究窗口，通过统计股票的超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR），并进行显著性检验来分析公告对股价的影响。

异动公告对抑制股价波动具有明显作用，尤其是抑制股价连续上涨。异动公告发布当日，股价的超额收益率明显收窄，并在发布后第 2 日开始走势转向，之后超额收益率趋近于零，说明异动公告对股票异常交易具有明显抑制作用。进一步，本文发现，异动公告对股价大幅上涨作用更加明显，不仅发布当日股价回落更显著，超额收益率由 9% 大幅降至 1.9%，降幅相对更大，而且累计超额收益率在 $[-5, 5]$ 窗口期达 23.4%，由最高值 24.9% 减少 1.5 个百分点，趋近于公告发布前水平。可见，异动公告具有显著的风险提示作用，当股价持续上涨时，异动公告发出股票交易过热信号，提醒投资者谨慎交易。然而，当股价持续下跌时，异动公告发布会被市场视作利空信号，特别是公司披露相关风险后，可能导致股价进一步下跌。

不同市场行情下，异动公告的公告效应存在差异。考虑到 2014 年至 2019 年期间市场环境发生较大变化，本文将整体样本按年度划分，对比不同市场行情下，异动公告对股价的影响。对于股价连续大幅上涨情况来看，在 2014、2016 年和 2017 年市场平稳和缓慢上涨行情下，异动公告对股价抑制作用较为明显，公司股价在公告发布后大幅下降，超额收益率在公告发布

后第 1 日由正转负，累计超额收益率在 $[-5, 5]$ 窗口期也出现明显回落；在 2015 年市场大幅波动、2018 年市场持续下跌以及 2019 年市场快速上涨环境下，异动公告对股价的抑制作用相对较弱，特别是在 2015 年，公告发布后股价仍在持续上涨。对于股价连续大幅下跌情况来看，异动公告在 2015 年市场大幅波动时期作用显著，公告发布后超额收益率由 $-10.2\%$ 升至 $-3.2\%$ ，此后股价进一步回升，且累计超额收益率在 $[-5, 5]$ 窗口期大幅增长；在其他年份，异动公告发布后，虽然超额收益率跌幅有所收窄，但股价仍在持续下跌，且累计超额收益率跌幅不断扩大，没有出现回调，表明异动公告无法有效抑制股价下跌趋势。

异动公告对民营企业股价上涨相对有效，对国有企业股价下跌效果显著。本文将样本按上市公司属性划分，分民营企业 and 国有企业。从股价连续上涨情况看，异动公告发布后，国有企业和民营企业股价均出现大幅收窄，但民营企业累计超额收益率回调趋势更明显，由最高 $25.2\%$ 降至 $22.9\%$ ，国有企业的累计超额收益率仅从最高 $24.7\%$ 降至 $24.2\%$ ，这表明市场对民营企业发布的异动公告反应更为强烈。从股价连续下跌情况来看，异动公告发布后，国有企业和民营企业的股价均有所回升，然而，国有企业超额收益率降幅相对民营企业更大，且累计超额收益率由最低值 $-29.7\%$ 升至 $-23\%$ ，增加了 6.7 个百分点；民营企业超额收益率降幅较小，结果并不显著，且累计超额收益率在公告发布后仍在小幅增长。可见，国有企业公告的信息含

量相对更高，异动公告对股价连续下跌的抑制作用也更加显著。

异动公告对概念股炒作引发的股价上涨作用短暂。概念炒作一直是 A 股市场的顽疾。近年来，传媒影视、网红经济、石墨烯、稀土矿产、生物医药、锂电池等概念轮番出场，上市公司脱离基本面大涨大跌情况并不少见，更有甚者，部分公司主营业务并非属于炒作概念，但因公司名称或业务名字涉及热点概念，或者各类其他奇葩原因，也成为市场热炒对象。比如，坊间流传“某某通信：我们和 5G 没有关系。股民：闭嘴，你有”、“某某高新：我们就是搞房地产的。股民：闭嘴，你是创投老大。”等段子，充分说明了市场投机炒作氛围浓厚。为了进一步研究异动公告对概念炒作股票的股价影响作用，本文选取今年上半年市场热门炒作概念“工业大麻”作为研究对象。研究结果显示，公告发布前 5 日，概念股已出现股价大幅上涨，超额收益率超过 2%，最大达到 6.5%，累计超额收益率在[-5, -1]窗口期显著为正，达到 23.1%；公告发布当日，超额收益率重新降至 2.3%，并逐渐下降，在公告发布后第 2 日由正转负，接近于零，但结果并不显著，而在公告发布后第 5 日，股价又开始上涨，超额收益率显著为正，达 1.9%；同时，累计超额收益率在[-5, 5]事件窗口期内显著为正，达到 27.1%，较最高值仅减少 0.29 个百分点，大幅高于公告发布前的水平。可见，异动公告发布后虽然可以在短期内降低概念股的股价走势，但仍无法有效抑制股价上涨趋势，对概念股炒作的作用有限。

### 三、总结与建议

#### (一) 主要结论

上市公司公告是信息披露的重要载体，对投资者的交易决策有重要的指导意义。为了解市场对于公告信息的反应程度，并检验现有的监管方式和信息披露是否有效，本文以 2014 年以来 A 股上市公司发布异动公告作为研究对象，采用实证研究的方式分析了异动公告对公司股价的影响，以便监管机构进一步完善监管措施，提高监管效率。具体结论如下：

**第一，异动公告总体对股价大幅波动有抑制作用，而且对股价上涨作用更显著。**异动公告发布后，上市公司股价涨跌幅呈现收窄趋势，股票超额收益率逐渐趋近于零，而且累计超额收益率逐步回调，表明异动公告可以有效抑制股价大幅波动。异动公告对股价上涨情况的作用更加明显，这主要是由于异动公告具有风险提示作用，当股价持续上涨时，异动公告可以提醒投资者谨慎交易；当股价持续下跌时，异动公告反而被市场视作利空信号，可能导致股价进一步下跌。

**第二，在不同市场行情下，异动公告效果差异较大。**在不同行情下，异动公告的作用效果也不同。在 2014、2016 年和 2017 年市场平稳和缓慢上涨行情下，异动公告可以有效抑制股价持续上涨；在 2018 年至 2019 年市场急跌急涨时期，异动公告对股价上涨的抑制作用程度较小。在 2015 年市场整体异常波动时期，异动公告对股价下跌的抑制作用显著，但在其他年份，

异动公告无法有效抑制股价下跌。

**第三，异动公告对民营企业股价上涨情况有效，对国有企业股价下跌情况的作用更显著。**异动公告对不同属性公司在股价连续上涨和下跌情况的作用也各不相同。在股价持续上涨情况下，民营企业在异动公告发布后，股价涨幅回落更加明显，显示出市场对民营企业发布的异动公告反应更为强烈。在股价连续下跌情况下，国有企业发布异动公告后，股价回升幅度更大，但民营企业股价回升并不显著，显示出异动公告对国有企业股价下跌的抑制作用更显著，公告信息可以有效传递到市场。

**第四，异动公告对概念炒作股票上涨的警示作用较弱，而且公告影响时间短暂。**概念炒作一直是 A 股市场的顽疾，上市公司脱离基本面的大涨大跌背后，都有概念炒作的影子。但是，异动公告对概念炒作股票异常交易的作用效果不佳，虽然公告发布后概念股价格在短期内有所下降，但之后又重新上涨，许多公司也出现短期内接连发布异动公告的情况。这可能源于以下原因：一是 A 股融券渠道不畅，市场多空力量不平衡，导致股价出现单边上涨后，较少有投资者利用融券卖出方式来修正价格；二是在大资金拉升后，散户入市跟风，由于处置效应导致散户选择抱团而不愿卖出股票；三是上市公司信息披露不到位，许多公司并不了解股价异动原因，也没有进行合理有效的风险揭示。

## **（二）相关建议**

随着资本市场信息传播速度不断加快，市场对于信息披露时效性、准确性的要求不断提高。上市公司公告不仅是上市公司信息披露的主要手段，也是上市公司和监管机构维护股价稳定的一种手段。通过研究异动公告对公司股价的影响，本文认为异动公告虽然在大部分情况可以起到抑制股价波动的作用，但在市场异常火爆或者概念炒作等情况下，公告效果有限。对此，本文提出以下建议：

**第一，完善融券业务，建立交易所证券借贷平台。**A股市场一直以来缺乏有效的价格稳定机制，无法自发形成逆向调节力量和内在平衡机制，导致市场容易暴涨暴跌。作为市场稳定价格波动手段之一的融券和转融通业务，存在一定的市场垄断，交易成本较高、融券效率低下、券源不足，难以真正发挥市场缓冲器的作用。因此，本文建议交易所设立证券借贷平台，使证券出借人和借入人通过平台实现一对一交易，自主协商借贷的证券品种、期限和费率，一方面增加融券数量、降低融券成本，满足投资者多样化的证券借贷需求；另一方面简化融券交易程序，提高融券业务的市场化程度。

**第二，增加盘中风险标记和临停措施，配合异动公告抑制股价大幅波动。**由于异动公告发布在盘前或盘后的非交易时段，无法及时向市场揭示交易风险提示，因此，应加强信息披露与市场监察联动配合。在盘中交易时段，当股价区间振幅达到警示线时，及时发布风险警示标记，提醒投资者注意投资风险，

同时，借鉴科创板盘中临时停牌机制，在主板出现个股大幅波动时，采取盘中短时停牌，缓解市场过热的投机炒作氛围，使股价尽快回归合理区间。在盘后非交易时段，通过上市公司发布异动公告，向市场披露公司近期主要风险，帮助投资者形成合理的投资预期。

**第三，加强对异动公告内容事后审核，加大投资者风险教育。**目前，许多上市公司只是被动按要求进行信披，但对公告内容特别是相关风险没说清讲透，而且投资者对公告内容也存在片面解读等情况，导致信息披露引导方向和投资者实际交易行为相背离。因此，应加强对公告披露内容的事后把关，特别是基于上市公司的公司属性、行业类型和业务特点，针对性地监督公司做好信披工作，发挥公告风险提示功能，传递公司关键信息，使公告易读易解，便于投资者理解。同时，加强对投资者风险教育，引导投资者做出合理的投资决策。（摘编：黄玲）

## 印度股票退市制度研究

上交所资本市场研究所 陆佳仪 潘妙丽

1992年印度推行注册制改革,此后上市公司数量直线上升,随之产生了不断增长的公司退市需求。在2003年和2009年,印度证券交易委员会分别出台了《证券退市指引》和《印度证券交易委员会(股权退市)规则》,对证券退市的不同程序和退出价格做出了规定。本文通过对印度上市公司退市制度的分析、中印制度对比以及印度退市实践的总结,试图为科创板退市制度的进一步完善提供参考与建议。

### 一、印度退市制度简述

#### (一) 印度退市制度形成背景

1947年,印度独立,并在当年颁布了《资本发行(控制)法案》,规定在印度交易所上市的所有公司的股票发行与价格都由资本发行控制机构确定。1991年,面临支付危机的印度在IMF的要求下启动了自由化经济改革。1992年,《资本发行(控制)法案》被废止,印度证券交易委员会成立并颁布了《投资者保护与信息披露指引》,全面推行股票注册制改革。此后五年,新增上市公司分别为316家,549家,968家,1281家和1105家。

随着上市公司的不断增加,退市公司数量也逐渐上升。在2000-2002年间,有26家上市公司退市,另有90家公司计划退

市。印度仅在 1956 年出台的证券合同监管法案的条款 21A 中提及“经认可的证券交易所在记录原因后，可依本法，从任何经认可的证券交易所将证券摘牌”。由于缺乏完善的投资者保护机制，投资者并未在其持股的上市公司退市时得到足够的补偿。

在此背景下，2003 年 SEBI 出台了《证券退市指引》，对证券退市的程序和退出价格做出了规定。2009 年，SEBI 又出台了《印度证券交易委员会（股权退市）规则》。

## （二）主动退市与强制退市

《证券退市指引》和《股权退市规则》都将上市公司退市分为了主动退市与强制退市两种：

公司主动退市必须满足：一，上市时间达到三年以上；二，在上市公司退出所有全国性交易所的情况下，公众投资者需要被给予退出机会，退出价格需按照询价法制定。在程序方面，公司主动退市需先经董事会与股东大会多数决议通过，再向所上市的交易所提交申请。通过后，上市公司需公开发布声明，建立托管账户，并以信函形式将退市回购底价通知所有持股者参与竞价。公共持股人可报出高于该底价的卖出价格。申请退市公司可决定是否以发现价格回购所有报价低于或等于该价格的股份，若 6 个月后最终成交的股份数未达到退市的最低要求（回购公众持有股份的 90% 以上），则视为退市失败。

强制退市则是指在上市公司在未履行上市协议等情况下，任何经认可的交易所依法从任何经认可的证券交易所

将该证券摘牌。在 2003 年出台的《证券退市指引》中，上市公司的强制退市标准包括了（参见表 1）：

表 1 印度股票强制退市标准

1	流通股比例标准	公共投资者的持股比例低于 25%，同时参考公司现有实收资本、市场份额、股价高低、股票市值
2	流动性标准	股票流动性不足，过去三年未达到最低的交易水平要求
3	财务业绩标准	上市公司的财务表现不达标，例如公司净资产为负且连续三年亏损，公司过去 2-3 年的收入、利润、现金储备以及分红情况，以及公司有形资产规模都是衡量其财力的参考指标；
4	未遵守上市协议	上市公司未按约定履行上市协议所规定的责任与义务，例如按时提交审计或未审计的财务报告、支付上市费用、投资者服务等，超过 6 个月；
5	违法违规	上市公司发起人董事存在内幕交易、操纵市场等严重违规行为；
6	与交易所联系中断	上市公司发起人或董事消失或与交易所断联，或该公司地址失效，无法被交易所找到；
7	金融或运营风险	上市公司出现债务风险，无法再为经营提供足够的融资，或在过去 2-3 年内未支付本息，或已停业，已无员工或清算者

据此，交易所将成立退市专门小组决定是否采取强制退市措施，该小组成员应包括两位交易所经理/官员、一位投资者代表、一位政府官员代表（来自国家公司事务与企业注册部）以及交易所的执行董事。在决定下达的 15 天内，上市公司可向证券上诉法庭提出申诉。若法庭认为退市决定缺乏合理性，可延长该上市公司退市期限，直至最高法院判决。

一旦强制退市决定生效，交易所需要任命独立的专业团队对公司资产进行评估，定出股票的公允价格。被强制退市公司必须以该价格向公共投资人回购股票，否则将面临惩罚。

## 二、中印退市制度比较

与我国现行的以退市风险警示为核心的退市制度相比，印

度退市制度在以下三点上存在差异：

### （一）权力主体差异

从强制退市程序来看，主要涉及三个权力主体：证券交易所、证券上诉法庭（SAT）与证券交易委员会（SEBI），这三大主体相互独立又互相制衡。

首先，各证券交易所是上市公司退市程序的启动者与主要决策者，由交易所组成专门小组决定是否对上市公司采取强制退市措施，其在强制退市决策中具有较强自主权与自由裁量权。

其次，证券上诉法庭作为内部监督机构，对交易所权力进行制约。上市公司或投资者不服交易所退市决定的，可在 15 日申诉期内向证券上诉法庭提起上诉。证券上诉法庭具有较强的司法独立性，相比于印度人民法院具有高效性。

最后，证券交易委员会对交易所适用规则具有最终解释权并向上市公司开放申请复议程序。在特定案例或情况下，出于保护投资者利益或市场利益的目的，有权对部分退市规则进行放松，或在案件全部相关事实进行分析判断后，对特定上市公司进行某一退市标准的豁免。

### （二）程序差异

#### 1. “过渡期”差异

印度交易所退市程序中不存在所谓的“过渡期”。一旦交易所认为上市公司有停牌的必要，经专门小组决议通过，其决议在 15 日申诉期过后立即生效。

## 2. 投资者保护差异

相比中国印度更注重投资者保护，在于退出价格制定机制。

在强制退市的情形下，印度证券交易所将委任独立的评估团队对被强制退市公司的股票进行估值，被退市公司必须以该团队的评估价格在退市决定下达的三个月内向所有公共持股者回购其公司股票，除非投资者自愿继续持有该公司股票。在发起人及董事在按照法律法规给与公众投资者退出机会前，不得出售、馈赠资产或进行分红、股权激励等。

在主动退市的情形下，股票退出价格由公众投资者共同决定，这一制度安排为印度独有。申请退市公司需在宣布退市后建立一个托管账户，根据计算得出的收购底价与需要回购的股票数量，将规定金额存入这一账户。在此后的一定期限（至少3天）内，回购窗口开启，公众投资者进行竞价。发起人可以选择是否接受发现价格，若接受则需以该价格回购所有报价小于等于这一价格的股票。若不接受，则退市失败。

## 3. 退市后果

中国上市公司的股票被终止上市后，若其终止上市情形已消除，且同时符合一定条件的，可以在连续三年满足一定财务要求的情况下申请重新上市。

在印度，公司被强制退市的惩罚非常严厉。当一家上市公司被强制退市后，该上市公司的董事、发起人以及他们所发起成立的所有公司，在10年内都不得以直接或间接方式进入证券

市场或申请重新上市。其董事及发起人不得在向社会公众投资者提供退出机会前担任其他上市公司董事。

### **（三）退市标准差异**

中国上市触发其退市风险警示标准可以归纳为（1）财务标准：对上市公司净利润、净资产或营业收入低于某一阈值；（2）信息披露标准：包括财务报告无法表示意见或否定意见、财务报告重大差错或虚假记载、未按时披露报告、披露虚假信息、欺诈发行等；（3）股权结构标准：股权结构需具备上市条件；（4）强制解散或破产清算；（5）其他标准。

与之相比，印度退市标准的维度更多，内容更丰富，且定性与定量相结合：（1）印度对上市公司股票的流动性与成交量、对上市协议的遵守合规情况、对操纵市场等严重违法违规情况，以及对公司金融债务风险都更加重视。定性标准更多，赋予交易所更高的自由裁量权；（2）印度退市标准对公司经营能力的认定更为全面与合理。中国退市标准主要包括了净利润、净资产与营业收入三个指标，印度则对收入、利润、现金储备、有形资产以及分红情况等反映公司财力的指标均有关注。印度标准更注重公司对市场的实际影响力。

## **三、 退市指引发布后印度退市情况**

### **（一）印度退市整体情况概述与两次强制“退市潮”**

长期以来，印度股票市场作为注册制改革成功的范例被争相推广，认为其实现了注册制下的“大开大合”，平均达到了“上

两家退一家”的动态平衡。然而我们发现过去 20 年中，约 4/5 退市清理集中在 2002-2004 年和 2016-2018 年这两个时间段；2015 年在孟买证券交易所上市的 5700 多家公司中，有 1449 家公司股票被暂停交易，其中 1000 多被暂停 7 年以上，大量应被清退股票仍滞留交易所内。法律规定与执行情况相去甚远。下文以孟买证券交易所自 1999 年至 2018 年上市公司退市情况为例，对印度退市实践进行深入探讨。

1999-2018 年间，孟买证券交易所的股票数量长期维持在 5000 只左右，不存在较为明显的趋势性变化，且在多数年份，当年新上市公司总数略大于退市公司数量。

20 年间，孟买交易所共发生过两次较大规模的上市公司“退市潮”，这两轮“退市潮”将发展历程分为三个阶段：

第一阶段发生于 2003-2004 年，即第一次退市潮发生《证券退市指引》颁布后第一年，共 851 家企业退市（上市公司总数 5296 家，退市公司占 16%），其中绝大多数公司因违反上市协议规定被暂停交易超过 3 年而退市。例如信息技术与软件公司 DSQ Software，电器制造商 Pentafour Products 和剧院 Pyramid Saimira Theatre 因未公开财务报告而被暂停交易，而 Global Solutions 则因未支付上市费用而被暂停交易；另有 400 多家“空壳公司”公司处“消失”状态。这些公司较大部分处亏损甚至清算状态，但仍有一部分企业经营状态良好且尚盈利。

整体来看，因未遵守上市协议被暂停交易是强制退市的主

要原因。根据统计，孟买交易所在 2001-2010 年间退市的 1522 家公司中，因违反上市协议处罚被强制退市的，共有 876 家，占比 57%；其次是因合并分立等重大资产重组退市的，共 243 家，占比 15.4%；再次是因破产退市的，共 228 家，占比 15%。

第二阶段为 2005-2015 年，孟买证券交易所的退市公司数量一直维持在 100 家以内，在 2010-2015 年更是维持在年均 26 家的低位，其中绝大多数为主动退市。这导致大量因违约被暂停的公司长期滞留在交易所内，未及时清退。到了 2015 年，在孟买证券交易所上市的 5700 多家公司中，有 1449 家公司的股票被暂停交易，其中 1000 多家公司被暂停 7 年以上。

第三阶段从 2016 年开始。2016-2018 年出现了第二波“退市潮”，由孟买证券交易所和印度国家证券交易所分几波清理被暂停交易多年的股票。在 2016 年 8 月至 2017 年 8 月被交易所强制退市的 555 只股票均已被暂停交易超过 10 年。暂停交易期间，公共投资者既无法交易股票，也无法获得合法的退出机会。2018 年 5 月后，交易所才正式将强制退市的实际门槛降低到了暂停交易超过 6 个月，共计强制退市 463 只股票。

集中的、非常态化的、大规模的股票强制“退市潮”遭到了大量投资者反对。尽管根据规定，退市公司股票将被转入特定板块，并向公众投资者提供公允价格下的退出机会，投资者依然认为这一举措向市场传达了负面信号，对投资者造成损失。其中大量公司已无法被交易所找到，另有一部分公司因不想支

付违约金而未撤销暂停交易状态。因此专家担心，别有用心之人将利用机制漏洞在牛市期间设立空壳公司诱骗投资者筹集资金，然后在三年后因发起人的任意故意违约行为而导致强制摘牌，导致公共投资者损失。交易所在采取强制退市措施前，会劝导被暂停交易的公司通过补缴罚金的方式重启交易。

## （二）主动退市情况与原因分析

一般认为，盈利能力较高的公司倾向于选择主动退市。但大量实证研究发现，选择主动退市的公司并未获得超过其他公司的超额回报率（Crocchi and Del Giudice, working paper），合规成本被更多地认为是公司选择主动退市的主要原因（Marosi and Massoud, 2007）。另有研究发现主动退市的公司上市期间的杠杆率以及内部控制人股份占比较高，盈利能力、流动性以及筹资能力等较低（Pour and Lasfer, 2013）。

以印度公司主动退市案例看，公司主动退市是发起人或内部股东综合衡量上市收益与成本后理性决策的结果。例如印度本土著名洗涤剂品牌 Nirma，2010 年，该公司在孟买证交所申请退市，并指出主动退市是主营业务调整需要更高内部控制权。

作为印度本土快消品牌的杰出代表，1969 年成立、1994 年上市的 Nirma 公司一度以低价策略从跨国公司手中赢得了印度洗涤剂市场，成为上世纪 80 年代的本土“市场奇迹”。然而随着洗涤剂市场增速下降、竞争加剧、利润摊薄，Nirma 逐渐失去了主营业务市场。到了 2009 年，Nirma 在印度洗涤剂市场的占

比为 15.2%，仅列国内第四。为寻求新的增长点，Nirma 公司开始多元化经营医药、加工矿产品 and 水泥等资本密集型业务。作为一家家族企业，Nirma 上市后内部股东股权占比长期稳定在 77% 左右，并不存在因股权稀释影响决策权问题。因此，仅仅从回收控制权的角度解释，并不全面。

在 Nirma 选择私有化的背后，原因可能包括：（1）公司整体财务状况良好，有 270 亿卢比的现金储备，对公众资本的需求不大；（2）主营业务疲软，公司没有大规模扩张生产线或产能的计划，不需要通过增发进行再融资，而上市筹资往往更适合每 2-3 年就需要进行再融资的公司；（3）公司股票在市场上不受欢迎，其股价在 2000 年一路下跌后，长期维持在低位，交易量也很低；（4）作为一个家族企业，上市合规成本较高。

除此之外，跨国公司也是近二十年中主动退市中的主力军。研究认为，跨国公司从印度证券交易所退市一般出于以下两个原因：其一，外商直接投资门槛的降低，可以对其本地子公司 100% 控股，不需要通过向印度投资者公开发行股票降低外资持股比例。其二，印度股票市场的合规成本较高，在母公司能够提供足够的融资支持的情况下，跨国公司往往会选择退市。

然而在印度退市制度安排下，并非所有主动退市都一帆风顺。如研发型生物制药公司 Astra Zeneca 公司最初在 2004 年申请退市时给出的底价为每股 825 卢比，但在投资者出价后，发现价格高达 3000 卢比每股。这迫使该公司放弃退市请求。造成

退出价格较高原因主要有两点：其一，持股量较大的大户故意抬高报价，操控价格；其二，投资者认为上市公司退市存在潜在收益，需为此支付相应价格。因此，在公司宣布申请主动退市后，该公司股价一般会快速上涨，导致主动退市成本较高。

## 四、结论与建议

### （一）结论

首先，从印度上市公司退市制度与中国退市的对比看，印度退市制度具以下特色：一，决策权力主体不同。印度退市制度下，证券交易所是退市发起人与主要决策者，具有较高灵活性、独立性及自由裁量权。二，法律程序不同。印度不存在“退市风险警示”期。印度退市制度对投资者的保护体现在退出机制上。强制退市惩罚较严厉。三，退市标准不同。印度证券交易所的退市标准定性与定量相结合，给交易所自由裁量空间。

其次，从印度退市指引颁布后的实际退市情况来看：一，印度历年企业新上市与退市公司数量较为均衡，基本形成了大进大出的流动机制。二，因公司未遵守上市协议强制退市占多数。最主要的原因是公司未遵守上市协议公布财务报告、支付上市费用等被交易所暂停交易 6 个月以上。有部分因违规停牌退市企业经营状态健康良好。三，前期强制退市执行力度欠缺，现已逐步进入常态化。四，主动退市往往是上市公司自主地综合考虑上市成本与收益后的结果，尤其是在公司再融资需求较弱、股票价值较低或流动性较差及上市合规成本较高的情况下。

## （二）建议

在印度退市制度与实践基础上，科创板应做到取长补短。

首先，从印度退市制度长处来看，它以退出回购及其定价机制保障了公众投资者的权益。在强制退市中，发起人须以专家评估公允价回购公众持股人股份，否则将严惩。主动退市则通过公众投资者询价方式定价，最终回购价往往包含较高溢价。

其次，印度退市制度采用了更多的定性标准。交易所具有较高的自由裁量权，理论上退市效率较高。但在退市实践中，交易所在启动强制退市程序的情况较少。这一方面由国家的法治程度与监管能力决定，另一方面也涉及到上市公司与监管方的博弈。从上市公司的角度来看，对投资者的保护相当于提高了公司的合法退市成本，加之印度上市合规成本相对较高，部分企业被停牌后的消极应对反而成了最优策略。另一方面，从监管方的角度来看，若对不遵守上市协议的企业一律采取强制退市措施，印度的法治体系与监管能力无法防止上市公司作为利益传输渠道转移资产的情况发生。因此，交易所一般先引导企业主动支付罚金撤销禁令恢复交易。

因此在退市实践中，交易所是否能在博弈中掌握主动权，不仅在于退市标准设计和交易所裁量权的大小，更需要考虑在实际环境下整套机制是否实现了激励相容。在保护投资者权益的同时，有效降低上市公司的合法退市成本，为上市公司提供畅通有效的退市渠道。（摘编：黄玲）

## 【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

### 发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构