



**【锦心绣口】**

目前,主动退市中现金选择权的定价机制还不明确,由此也引发了一些市场争论。

## \*ST亚星主动退市的积极意义

熊锦秋

8月3日\*ST亚星披露,公司于近日收到控股股东雅迪投资的函件,其提议公司以股东大会决议方式主动撤回公司股票在上交所的上市交易,公司将于8月5日停牌。笔者认为,上市公司主动退市具有积极意义。

亚星客车2023年度经审计净资产为负值,根据上交所《股票上市规则》,公司股票被实施退市风险警示(\*ST)。今年一季度公司每股亏损0.02元,净资产又进一步减少。

今年4月中国证监会《关于严格执行退市制度的意见》提出,要畅通多元化退市渠道,支持市场化方式的主动退市。为强化主动退市的中小投资者利益保护,《意见》还提出,上市公司通过要约收购、股东大会决议

等方式主动退市的,应当提供异议股东现金选择权等专项保护。今年上交所《股票上市规则》规定,上市公司提出主动终止上市申请的,提交的文件中,应包括“为异议股东提供现金选择权等保护措施的专项说明”。

按照规则,主动退市需经股东大会审议通过,如果只对异议股东提供现金选择权,对主动退市的议案赞成票的中小股东却不提供现金选择权,这就可能出现反向激励,那很多投资者可能倾向于选择投反对票来寻求现金选择权,毕竟现金选择权相较于持股可能更有吸引力,由此主动退市议案反而难以通过。因此,主动退市为异议股东提供现金选择权,这其中存在一些争议。

现实中,一般上市公司会为所有中小股东都提供现金选择权,且现金选择权相对市价还存在一定溢

价,这样更容易获得中小股东赞成票(笔者认为这或可上升为制度规则);对于拟主动退市公司,其本身经营可能遇到一些问题,现金选择权的提供方往往为上市公司的控股股东或其关联方,主动退市上市公司也主要是国有控股上市公司,其中体现了国企的社会责任担当,争取避免形成多输局面。

主动退市,相较于被动强制退市,具有更多积极意义。强制退市公告一出,股价往往大幅下挫,中小投资者损失惨重,主动退市的现金选择权价格一般不低于市价,投资者即使有损失也可控制在一定范围之内。主动退市在重新上市方面也存在一定政策优惠,可以随时提出重新上市申请,而被强制退市公司则需要满足一定时间间隔条件。主动退市公司获得缓冲时间,可转

换发展战略、寻求新的发展空间,甚至实现以退为进。

目前,主动退市中现金选择权的定价机制还不明确,由此也引发了一些市场争论。比如,有投资者把净资产作为现金选择权定价的重要参照,认为现金选择权价格不得低于公司每股净资产。不过,净资产有时可能存在水分,包括应收款、商誉等科目可能落空,因此,净资产或只能作为现金选择权定价的一个辅助参照。

市场价格应该可以作为现金选择权定价的一个重要参考。对于一个有效市场,市场上的所有信息都被充分反映在股票价格中,市场价格具有重要参考价值。当然,为强化中小投资者利益保护,现金选择权可适当提供一定溢价。基于此,笔者建议,可规定,上市公司主

动退市的现金选择权价格,应不得低于股票停牌前三十个交易日的每日加权平均价格的算术平均值,以及停牌前最后一日股票收盘价格的115%两者之中的较高者。

当然,这也要求上市公司对信息予以全面、准确、及时披露,只有信息披露充分到位,由此形成的市场价格才有参考价值,才能作为决定现金选择权价格的参考之用,否则就需另觅他途,包括寻求专业机构的评估帮助等。

总之,在当前市场环境,陷入困境的上市公司主动退市并非坏事,不仅为市场腾出容量空间,而且可避免强制退市中投资者持股市值近乎归零的恶果,借助控股股东等方面之力,退市公司可再次积蓄能量,为今后赢得发展空间。

(作者系资本市场资深研究人士)



**【一家之言】**

随着“收储”工作的落地推进,市场对房地产行业前景预期将发生改变。

## 打好“收储”牌 实现“促需求+去库存”

吴家明

近日,一线城市中的深圳宣布将通过“收储”方式加快楼市去库存速度。

所谓“收储”,即通过政府公开征集或地方国企收购存量商品住房用作保障性住房,也是新一轮去库存的重要途径之一。近些年,全国商品房库存经历了先降后升的过程。与此同时,各地保障房筹建仍在较大规模推进。在此背景下,“以购代建”应运而生。

以深圳市场为例,据深圳贝壳研究院监测,截至7月末深圳新房

住宅可售房源48974套,住宅去化周期达到21.8个月,达到有统计以来(2014年1月以来)的较高水平,反映当前深圳新房市场成交活跃度偏弱。

如今的新房高库存与前几年的土地大量供应也有关系。目前,房地产市场已从“供不应求”的过热阶段转向需求动能不足的阶段,短期内亟需激发购房需求,但这需要政策持续推动以及花费较长时间。另一边,一线城市又是楼市的风向标,具有较强的示范效应。在此背景下,一线城市在此时加入“收储”行列,可以在更大

程度上提振市场信心,促进市场供需平衡。

不能否认的是,“收储”模式虽可以实现一定程度的去库存效果,但在落地过程中也面临一些难题。例如,“收储”商品房落地的关键还在于收购价格和配售配租价格之间能否实现平衡,是不是能算得过来账。此外,地方国资下场收购,但各地筹资实力面临考验,地方“收储”对房企流动性的支持力度或较为有限。

从房企的反馈来看,一些房企对政策的反应也偏向保守。深圳一家民营房企的市场部人士告诉笔

者,如果是一线和重点二线城市,只要价格折扣到位(一般是七到八折),房源放在市场上也能够卖掉,这时房企手中房源被收购的意向就会相对较低。而且,很多城市的“收储”要求都是70平方米甚至更小的小户型,这几年房企的类似产品并不多,属于非主流产品。不过,在“收储”的过程中,房企也会发掘一些机会,例如在代建代管方面是否有合作的可能。

目前,“促需求+去库存”的政策方向已经明确,更大的意义在于推动市场情绪的恢复及增加保障性住房供给,但未来仍需相关政策进一

步完善。

笔者认为,“收储”工作一定要摸清需求的规模、分布和特征,也要做好品质、户型、配套等关键因素的把关,才能更好达到多方面目的。此外,现阶段消化存量房产,除了待售新房、在建工程和空置房屋等库存外,还要面对市场二手房挂牌数量居高不下、置换不畅对新房市场的影响。无论如何,随着“收储”工作的落地推进,市场对房地产行业前景预期将发生改变,但从地产调控思路的转变到取得实质性效果之间,仍然有较长的路要走。

(作者系证券时报记者)



**【市场曼语】**

港交所对长期无成交、长期停牌等占用市场资源的“僵尸股”,应该进一步将退市规则标准化和细化。

## “僵尸股”加速退出让港股市场更有活力

罗曼

截至8月8日,港股今年一共退市27家,42家新股上市。相比新股上市数量,香港“问题公司”正在加速“出清”。

事实上,港交所一直在持续完善港股退市制度,简化退市程序,强化退市监管力度,严格执行退市制度,构建“有进有出,优胜劣汰”的市场化、常态化退出机制。2018年,港交所修改上市条例,推出“快速除牌”机制,主板上市公司若连续停牌超过18个月(主板《上市规则》第6.01A条),GEM上市公司若连续停牌超过12个月(GEM《上市规则》9.14A条),港交所所有权取消公司上市地位,也可视个别停牌公司的具体事项和情况随时刊发除牌通知。港交所还会给停牌上市公司一个补

救期,如果在补救期内未能复牌,港交所就将其除牌。

统计数据显示,自2018年《上市规则》修改除牌程序生效以来,港交所勒令除牌的数量逐年激增,在过去的五年里(2019—2023年)合计除牌达到192家,是2011年以来被勒令除牌公司总数的8.7倍。2011年至2018年,合计除牌上市公司数量仅22家。

退市制度是资本市场一项基础性制度,通过设立退市标准对上市公司进行筛选和分类,有助于清除市场中的“僵尸企业”和“害群之马”,提高市场的整体质量和效率,即所谓的“请客人进来”也要把“屋子打扫干净”。

港股的退市分为“自愿退市”和“被强制退市”两种,自愿退市一般有两种原因:一是股东提出私有化

退市,二是撤回上市申请。而被强制退市则是上市公司触发了港交所的强制性退市机制引起的,即停牌天数超过相关规定。

对比美股退市制度,笔者认为港交所针对上市公司退市力度需要再大一点。美股无论是纳斯达克市场还是纽交所市场,均采用量化退市指标,侧重市值、股东人数及股价方面对退市条件做出明确规定,对财务指标规定较少,因此美股退市公司中,大约一半是被强制退市的,也因此,美股保持着良性的“新陈代谢”。而港股采用非量化退市标准,“强制退市”主要看停牌天数,被高等法院清盘、资不抵债或失去持续经营能力等,香港证监会及港交所对于企业是否退市拥有很大的主观判断权,因此通常在执行层面不够充分。

与此同时,港股退市机制中,并未设置如A股转三板市场或美股“粉单”的场外市场,供退市股票流通,而是采用“一退到底”机制,等同于一旦上市公司退市,股票价值顷刻间化为乌有,对公众投资者利益损害巨大,也使得监管部门对待退市异常谨慎。

纵观港股所有强制性退市案中,从公司停牌到发出退市通知,一般都是超过2年的时间,加上复牌补救以及行政复核等,有可能长达数年。而在美国纳斯达克,从发现公司不符合持续上市条件至决定发出退市通知,一般不超过75天,就算严格按照规定走完全部流程,也会在360天以内,不存在退市程序延期情况。

这种问题导致的后果就是港股市场鱼龙混杂,尤其长期滞留在市

场的“壳股”、“老千股”和“僵尸股”横行。统计数据显示,8月8日港交所零成交额个股达到760只,占整个港股公司数量的29%,成交额在1万港元以下的股票达到1056只,占比40%。此外,停牌公司数量99家,其中停牌超过3个月的公司达到85家。

笔者建议,港交所对长期无成交、长期停牌等占用市场资源的“僵尸股”,应该进一步将退市规则标准化和细化。港股作为一个国际化市场,资本市场有序运行必须双向开放,有进有退,资本市场由市场准入、市场竞争、市场交易、市场退出等机制组成。市场退出机制是一种有效的市场经济运作机制,通过持续的动态调整,保持港股资本市场应有的活力。

(作者系证券时报记者)



**【环宇杂谈】**

在改造清单、扶持政策、财政补助等方面,政府要提供“菜单式”、稳定的公开信息,拒绝任何兜底念头,让老百姓形成稳定的预期,夯实参与意识。

## 老旧小区改造期盼走出新路子

李宇嘉

近一段时间,很多城市的老旧小区卖得很好,比如杭州、天津等城市面积在90平米以下的二手住宅销售占比在50%以上。据说,很多购房者是基于“博拆迁”、“博旧改”考虑才买这类房子。一个浅显的道理是,涉拆迁、涉旧改的房子,意味着开发商或政府要投入大量资金,假以时日,房子和小区将“换新颜”,其价值也会扶摇直上。

不过,这种想法可能过时了。近日,国家发布的新型城镇化战略五年行动计划中,把推进城镇老旧小区改造作为重点任务之一。对于如何抓好落实,新闻发布会上提出,要走好新时代党的群众路线,小区改什么、怎么改,都与小区居民一起商量,多方合力把好事办好。也就

是说,老旧小区改造是全体业主自己的事儿,不是政府无限责任或过度责任的全盘兜底。

道理很简单:房子是私产,即便是福利分房年代遗留下来的公房,也都经过市场化成了个人或家庭财产。由一套一套私人房产组成的楼栋、社区,涵盖楼道、电梯、消防井以及道路、排水、垃圾分类等等,构成了居住命运有机共同体。陌生人也好,熟人也罢,这一有机共同体运维得好不好,不仅仅关系到居住福利,关系到居民财产安全,更关系到基层社会运转的质量。

房地产告别高速增长,房子的流通速度放缓,加上人口平均年龄增长,我们居住的小区,可能成为大半生或一生的居住地。而房子也像人一样,普遍开始进入中年、中老年。过往,互为邻居,但多数彼此较

为陌生的人群组成的社区,迫切需从更关注私产转到公共意识的成长,维护居住命运共同体,从而提升每个人的居住福利和资产安全。

自从2019年开启大规模老旧小区改造以来,不管是市政公用及配套设施,还是小区公共部分或配套设施,抑或建筑物本体,政府财政或准财政(管线单位)投资占了相当大的比例。即便是开发商投资,面对额外的成本,往往也是通过提高容积率、改变用地功能,建设商品房回补成本。未来,更强调人居环境、高质量发展,加上房子也够多了,这种模式不可行了。

下一步,老旧小区改造的重点,比如补齐公共设施短板、夯实安全运行、适老和适儿化改造等,都是花钱的地方。此次五年行动计划还提出,为房屋体检、房屋维修、房屋保

险提供资金保障,要建立房屋养老金制度,将“钱”的问题上升到制度层面。而且,老旧小区是相对的,现在面还不错的小区,未来都会变成老旧小区。在钱的问题上,必须建立长效机制。

主要就是树立“谁所有、谁负责,谁付出、谁收益”的权责一致理念,以产权人自我出资为主要资金渠道,以主人翁姿态建立业主间的合作机制。同时,政府提供三方面支持,规划和用地支出(如部分用地功能转为商业、容积率区内平衡)、历史文化和环保等财政支持,区、街道、社区三级动员支持,最终激活业主参与、激活空间价值,激活市场投资的空间。

显然,业主“参与主体”的地位认知最关键。因为,要我改,全是问题;我要改,全是办法。基于此,地

方政府不能基于要完成多少改造任务的刚性指标而推进改造,不能因为诸如业主投诉垃圾堆成山而担心创卫、担心业主发帖发视频、担心上级问责而担起改造的主体责任。而是要让问题充分暴露,影响到每一个人的利益,从而唤醒全体业主对小区命运的清醒认识。

案例的示范效应,更能激发公共意识的成长。某小区改造后产生的美好人居效应、房价稳定效应,让周遭看到,业主自我出资、“我要改造”,这个账不管怎么算,都是划算的;业主参与意识弱的案例,长期看是不划算的。同时,在改造清单、扶持政策、财政补助等方面,政府要提供“菜单式”、稳定的公开信息,拒绝任何兜底念头,让老百姓形成稳定的预期,夯实参与意识。

(作者系房地产资深研究人士)