

退市新政下的ST公司

ST公司绝地求生 与时间赛跑

来自ST公司对退市制度的意见集中于营收、缓冲期以及政策环境和效率三个方面

证券时报记者 张莹莹 张伟建
刘昆明 华雪

退市制度征求意见稿惊涛拍岸，两市ST公司激流暗涌。证券时报记者对数十家颇具代表性ST公司的调查显示，此次征求意见稿中最令ST公司关注的是“营业收入”这项指标的硬性规定。此外，给予的缓冲期太短、政策环境和效率影响重组也成为ST公司集中反馈的焦点问题。

ST公司上演生死时速

据证券时报记者了解，上海上市公司协会近日组织当地ST公司参加研讨会，研讨的主题正是关于退市制度的征求意见稿。该会议的工作人员向记者证实，上海10家ST公司悉数到场。

据悉，上交所也已向相关上市公司发出调查问卷，其征求意见稿将于5月20日截止；深交所不仅就其征求意见稿开展了网上问卷调查活动，还发放了调查问卷，相关意见反馈于5月15日截止。

一消息人士透露，有关退市制度的征求意见稿反馈结束后，《退市新规》将会尽快推出，而正式实施的时间将会定在2012年上市公司年报结束后。

一时之间，退市新政引发的冲击波不仅令不少ST股连续下挫，也使得重组推进不顺利的ST公司如坐针毡。多家ST公司高管在接受证券时报记者采访时均表示，此次征求意见稿中最令公司措手不及的是“营业收入”这项指标条款，在退市新政实施后不仅时间紧、任务重，其难度也大大增强，这已迫使不少ST公司正紧急彩排一部生死时速的动作大片。

营收1000万的门槛

营收1000万这个标准来得太突然了，对上市公司杀伤力很大。”在深交所上市的某北方ST公司的高管表示。

据同花顺数据统计，目前已有7家ST公司连续三年营业收入低于1000万，其中还包括最近傍上一汽的*ST盛润A，根据退市新政，它们将面临暂停上市风险。

*ST星美相关负责人认为该门槛还算低了，退市新政营业收入的门槛金额至少应达到3000万，并且需要明确界定收入来源，以杜绝上市公司利用关联交易达标。”

该负责人表示，应对营业收入进行明确的界定，如果不界定的话，上市公司完全可以与大股东或其他关联方做几笔关联交易的业务，这个指标是很容易达到的（尽管关联交易的利得不计入当期损益）。

上述北方ST公司高管对此提出明确的反对意见，认为1000万的营收门槛还可商榷。如果上市公司因原主营业务萎缩而转型，那么前几年主营业务收入肯定不稳定。倘若营收门槛太高就可能出现这样的结果：三年以后，公司转型成功，业绩得以腾飞，公司却在此时退市。”该高管表示。

记者统计发现，如果将近三年营业收入均低于1000万元的，其股票应暂停上市”这一门槛提高到2000万，将有13家ST公司深陷暂停上市危机，其中包括*ST星美。

关于营业收入1000万的指标，我觉得没有多大意义。”深圳一ST公司高管认为，企业通过出售资产等方式，回笼起来很容易，所以这一条有点多此一举。公司营收比规定指标差得不多，今年让它达标就可以了。但是即便这项达标了，公司也还是那样，现状也难于改变。

缓冲期太短

根据征求意见稿，新规实施后，退市标准中涉及净资产、营业收入和审计意见类型等三项指标的，以2012年为最近一个会计年度，以2011年、2012年为最近两个会计年度，最近三个会计年度及最近四个会计年度以此类推。

上述北方ST公司高管表示，如果最近一个会计年度以2012年为例，



CFP/供图

那就基本上没给ST公司留时间，实际上留给不少ST公司的只有半年左右的时间。

时间太紧！”这是证券时报记者调查采访中听到的最多的表述。

*ST金泰的一位负责人表示，营业收入计算要一个完整的会计年度，从推出意见稿到2012年结束只有半年时间。而新政策下来，上市公司有一个学习过程。他认为应以2013年为最近一个会计年度较为合适。

此外，对于征求意见稿中最近两年年末净资产均为负债直接终止上市，不少ST公司认为，这令公司丧失了喘息的机会。

政策的出发点是好的，但这样仓促的时间表，没有任何缓冲，似乎与政策的初衷不相符。”*ST金泰的该负责人表示。

重组时间不够

不少ST公司负责人均异口同声地认为，ST公司要摘帽，最常走的一条路是重组，但从寻找重组对象到各种审核完成，半年时间绝对不够，即便重组方案顺利完成，也往往因为审批程序等因素无法在短期内彻底实施。”

对此，西南某ST公司给出建议：对于已经获得重组批准文件的公司，最好能给予9个月以上的宽限

期，用于人员安置、税收清理等。否则即使当年6月重组获得批准，接下来半年也根本不够完善手续。”

对于业务的转型，不少ST公司认为也需要一个过渡期。

上述北方某ST公司认为，这几年国家经济形势也不是很好，欧债危机令世界经济也不乐观，上市公司的主营业务出现萎缩谋求转型，比如由以前的传统行业转向高科技公司，在转型的开始肯定是没有收入的，这不是半年、一年可以解决的，但这样的公司可能面临退市。虽然还有再次回归A股的可能，但融资渠道已被堵死，转型需要的资金更加难以解决。

政策环境和效率影响

证券时报记者在调查采访中还发现，政策环境影响及效率问题也成为不少ST公司觉得委屈的话题。

某有色金属行业ST公司负责人告诉记者，该政策的大方向是好的，但这个政策有点“刀切”的味道，这对于周期性的行业非常不利，例如有色金属冶炼板块，整个行业近期都是处于低谷，营业状况不太好，甚至可能持续好几年，如果按照意见稿的指标执行，那么处于低谷期行业的公司可能会面临整体退市的风险。”

上述有色金属行业ST公司还建议，可以在收入等指标上设定一些限制，从而界定哪些公司是有实际经营的，而不是单纯的壳公司，应当让有实际经营的公司处于行业低谷的时候，不会面临退市风险。

还有ST公司认为，现今由于国家

宏观政策调控，导致部分ST公司重组暂停，譬如房地产的重组、金融企业借壳，这些政策因素的影响，也应该被考虑在内，给予适当的缓冲期。

据悉，部分ST公司还表示，绩差公司的重组，涉及产业方面的行政审批、许可、核准等牵扯面广，非监管部门、上市公司或大股东能决定重组的进程，相关审批部门内部也有效率问题，不能让投资者尤其是来重组的新投资者买单。对于已“脱胎换骨”改名更姓的“实质性重组的公司”，应区别对待，同时相应提高审批部门办事效率。

不过，也有ST公司表示，紧迫的时间让公司目标更清晰，对于退市新规很欣慰，至少规定了相应的期限，这样公司能否恢复上市也有了时间限制，不会一拖再拖。

一时之间，退市新政引发的冲击波不仅令不少ST股连续下挫，也使得重组推进不顺利的ST公司如坐针毡。多家ST公司高管在接受证券时报记者采访时均表示，此次征求意见稿中最令公司措手不及的是“营业收入”这项指标条款。

绩差公司拼力保牌

证券时报记者 范彪

有些公司可能会着急了。”谈到退市新政，专注于破产重整研究的金杜律师事务所合伙人郑志斌表示，根据新规，很多2011年资不抵债的公司如果今年还保持原样，将不得不告别市场。

净资产指标是征求意见稿中很有杀伤力的一条，相信有退市忧虑的公司不会坐以待毙。”上海一位券商投行负责人告诉记者，当下的ST股正处在一个过渡的微妙阶段，大的趋势是垃圾股逐渐淡出市场。

数招自救

统计数据显示，2011年有48家上市公司净资产为负。按照退市意见稿规定，如果上述公司2012年还无法扭转净资产问题，将被终止上市。2012年年报数据披露时间最晚为2013年4月30日，这意味着，留给这些公司的时间已经不到一年。在这48家公司中，有的背靠大央企，有的倚靠地方国资委，实力强大的央企往往有能力扭转旗下公司的退市危机，而地方国资委往往出于地方经济的考虑，不愿意让壳公司退市。

一家中型券商的投行部人士认为，应区别对待净资产公司，一类是负债微微超出总资产的，这类公司只要大股东及当地国资委稍微加以补贴、注资等，便能解决净资产为负的问题。

*ST宝诚2月底就宣布，向大股东增发募集资金5.3亿元，全部用于补充流动资金。*ST宝诚截至2011年底的总资产为3.44亿，总负债为3.67亿，对于2000多万的缺口，其增发募资绰绰有余。*ST宝诚在其增发预案中也直言不讳地表示，增发实施后，净资产将由负转正。

记者还了解到，不少ST公司可能有一些隐性资产，这些隐性资产在报表上尚未反映。而今在面临退市风险时，公司则可能在法律允许的前提下，通过调节会计计量方式将隐性资产的价值反映到报表上。

而另一类公司则情况不同，它们的负债数额超出总资产太多，大股东不愿意填这个窟窿，往往只能以破产重整的方式来解决。

例如，*ST中华、*ST科健等公司窟窿太大，总负债超出总资产十亿以上。这种情况下，破产重整就成为这些公司股东及债权人不得已的选择。

但破产重整绝非易事，*ST中华曾于去年3月1日申请破产重整。深圳中

院认为申请人未能按要求提交与税务部门协商解决税收债权并形成双方认可的解决方案等材料，裁定不予受理申请。

破产重整一般要半年左右，只要三分之二的债权人表决通过就能实施，实在不行，法院还可以强制裁决。”上述上海投行负责人告诉记者。

阻力重重

退市新政出台后，上市公司的破产重整可能会呈现新的趋势。以前都是奄奄一息的公司搞破产重整，今后经营出现困难的公司可能会提前进行重整，以避免退市和被ST。”郑志斌说。

据其介绍，上市公司破产重整程序较复杂，在法院受理时需要最高法院批准，而法院也要征求证监会和地方国资委的意见，实施上也有一定难度。

即便如此，郑志斌还是认为：就解决负债这一问题而言，破产重整的时间更可控。特别是在退市新政背景下，可行性更强。”

通过资产重组，植入优质资产自救也可能是那些有退市风险的公司的选择，不过这一点困难重重。

就时间而言，如果公司净资产为负，则需在2012年4月30日之前通过重组解决。但重大资产重组往往耗时甚巨。首先，需要前期与重组意向方经历漫长的沟通谈判，双方即使达成一致，还需要制作方案通过董事会、股东大会审议，涉及国企的可能还要国资委的批准，最终通过证监会审核、完成过户。上海投行负责人的经验是，整个流程下来，一般在一年左右。

即便时间够用，资产质量的问题也令人烦恼。随着房地产、金融企业借壳难度加大，以及中小板、创业板上市的放开，市场可供借壳的资产本就越来越稀少，加之监管层对借壳上市的要求转变为“与首发上市（IPO）趋同”，以有色为代表的业绩波动性较大且短期不盈利的资产，难以顺利上市。

这样一来，上市公司想要不退市，不但要抓紧时间实施重组，还要对相关方案精心琢磨，否则一旦重组未获得通过，想再启动新的方案就不大可能了。业内人士认为，出于借壳上市程序复杂的顾虑，不排除未来一些公司会考虑参照*ST宝诚的方案，以定增注入现金的方式先解决净资产为负的燃眉之急。

上述上海投行负责人表示，净利润要求扣除非经常性损益这一点对于暂停上市公司的杀伤力也较大，但涉及正在市场交易的公司，如果涉及正在交易的公司，那杀伤力太大，毕竟改革需要一步一步循序渐进。”

但斌吴险峰建言 价值投资市场顶层设计

证券时报记者 靳书阳

伴随4月29日沪深交易所主板公司退市新政的出台，ST公司退市风险加大。而证监会5月9日以文件形式明确了上市公司现金分红政策的细则，优胜劣汰的标准更加明晰，A股无疑正朝着证监会主席郭树清所倡导的建设长线投资市场的方向稳步推进。

作为A股市场践行长线价值投资理念的先锋，深圳东方港湾投资公司总经理但斌在接受证券时报记者采访时表示：从政策层面来看，主板退市方案意见稿的出台，符合打击炒作、建设长线投资市场这一大的发展方向。不过，相比成熟市场，A股还需进一步完善针对上市公司的做空机制，让‘坏’公司暴露得更加充分，不仅要在政策层面打击，做空方面的交易品种也可以更丰富，这样‘好’公司可以更快地脱颖而出。”

二级市场上，ST公司占A股总

市值的比例正逐渐下降。记者统计显示，退市新规发布后的第一个交易日5月2日，沪深两市ST股票的总市值为3197.3亿元，占A股总市值比例为1.33%。随后的5月3日，这一比例下降至1.31%。而4月第一个交易日4月5日，ST股占A股总市值比例为1.44%。这一环比下降的趋势表示，投资者正逐步抛弃过去频繁上演“乌鸡变凤凰”故事的ST公司。

一个成熟健康的投资市场，往往能够通过制度设计进行优胜劣汰。据记者了解，在美国等相对成熟的资本市场，与股价上涨相比，大部分投资者更看重公司持续稳定的现金分红。深圳龙腾资产管理有限公司董事长吴险峰在接受证券时报记者采访时表示，严格执行退市制度、强调现金分红，有利于打击市场上过度炒作的投机氛围，培育长线投资的市场环境。

记者注意到，监管层对上市公司现金分红的重视程度逐渐提升。继去年11月表示督促上市公司现金分红

之后，证监会2012年5月9日发布通知，对于最近三年现金分红水平较低的上市公司，公司及保荐机构需给予解释，且特别强调首发上市的公司应披露未来3年具体利润分配计划。

吴险峰告诉记者：强调现金分红最大的作用是扭转了过去一些企业‘上市就是圈钱’的理念。但通过投资上市公司获得分红收益，本质上是一种静态的防御性投资。从一家企业的成长周期来看，当它处于高速发展时期，由于扩大再生产的需要，现金分红的动力不是十分强烈，而这一阶段恰恰是其最具投资价值时期。”在吴险峰看来，要重视现金分红，但也不能矫枉过正，不应该单纯以现金分红比例高低来评判上市公司的投资价值。

吴险峰强调，建设长线投资市场，用一句最近比较时髦的话来概括，关键是“顶层设计”，即在政策执行上要具有长期性、连续性，有了好的政策，还需要管理层坚持推行，保证政策实施的连续性，否则中小投资者哪有长线投资的信心和底气。”

主板中小板退市制度征求意见稿	
上交所新增退市指标	深交所新增及变更退市指标(主板、中小板)
增加净资产指标	净资产为负
增加营业收入指标	营业收入低于1000万元
纳入审计意见类型指标	年度审计报告为否定意见或无法表示意见
增加市场指标(不适用于仅发行B股上市公司)	公司暂停上市后未在法定期限内披露年度报告
扩大适用未在法定期限内如期披露年报的指标	股票累计成交量过低(不适用于仅发行B股上市公司)
纳入扣除非经常性损益后的净利润指标	股票成交价格连续低于面值(不适用于仅发行B股上市公司)
	连续受到交易所公开谴责(不适用于主板上市公司)

郑昱/制图 吴比较/制图