

完善退市制度将加速壳公司贬值

尹中立 时间：2018-06-06 07:55 来源：中国证券报·中证网

在5月底的一周时间里，A股有3家公司的股票被终止上市。值得强调的是，这3家上市公司有两家是国有控股的上市公司，这不仅意味着在退市制度面前所有的公司一律平等，而且也间接反映出监管部门在退市问题上的决心。

笔者认为，如果退市制度严格执行，将深刻改变当前的股价形成机制，投资者不可忽视其中的风险，尤其是广大的散户投资者。一个市场如果只有不断的新股发行而没有退市制度配套，不符合优胜劣汰的市场法则。如果市场里充斥着垃圾股，则股市就难以成为一个具有投资者价值的市场。在国际化程度越来越高的市场背景下，让退市制度常态化应该是正确的选择。

按照正常的风险与收益对称的规律，蓝筹股的风险低于小盘股，因此，蓝筹股的风险溢价应该低于小盘股，蓝筹股应该享有比小盘股更高的估值。而我国股市里蓝筹股的估值却远远低于小盘股，估值水平与股本大小呈反相关关系。例如，当前的创业板市场的平均市盈率是42倍，中小板的平均市盈率是32倍，深圳主板的平均市盈率是18倍。

股票交易的换手率也同样如此，小盘股的换手率高，而大盘蓝筹股的换手率相对较低。内地创业板市场的年换手率大约是500%左右，

而沪深 300 指标股的平均换手率大约在 200%左右。反观香港股票市场，市场资金主要集中在蓝筹股，每天有大量的股票几乎没有交易，蓝筹股的再融资十分便利，有利于具有核心竞争力的公司发展壮大。而小盘股更受市场的追逐，必然降低资源的配置效率。

此前，在退市制度不完善的情况下，股市的价格不仅反映着上市公司的未来现金流的贴现价值，而且还包括壳价值。壳价值与上市成本有关，当新股发行暂停，壳价值就上涨。2016 年底，新股发行加速，壳价值就快速贬值。而 2018 年初以来，新股发行从严控制，壳价值开始回升。因此，笔者曾经在年初判断中小市值的股票将否极泰来。

但如果退市制度严格得到实施，壳价值将逐渐消亡，二级市场的股价已经对此作出反应。最近，被警示的上市公司股票出现了连续下跌的走势，垃圾股的风险溢价迅速提升。这是正常的市场修正，但代价是高昂的。有些公司的市值从几百亿元下跌到 10 亿元左右，如果壳价值趋近于零，这些股票的市值会逐渐趋近于零。

基于上述推理，笔者在此需要修正自己年初关于股市走势的判断，即今年的中小市值股票走势将领先于蓝筹股，前 5 个月的走势也基本验证了笔者的判断。但如果退市制度得到严格实施，则壳价值将重新出现贬值趋势，蓝筹股的走势将重新领先于中小市值的股票。

需要指出的是，退市制度的实施存在诸多制约因素。退市制度的最大难点是如何处理广大散户投资者的利益受损问题。美国股市的散

户投资者只占很小的比重，因此，退市制度在美国市场很容易实施。而我国股市的散户投资者有一亿多，散户投资者占日常交易的70%以上，在垃圾股的股东名单里，几乎全部是散户投资者，严格退市意味着这些散户投资者要承受巨大的损失。

为了化解退市制度对散户投资者的冲击，笔者建议可以从以下两方面入手：一是大力发展机构投资者，以摆脱市场制度被散户投资者绑架的局面。当然，市场的投资者结构变化是渐进的，短期内难以得到根本改变。二是完善散户投资者的法律救济与保障制度，让散户投资者可以通过低成本的法律途径维护自己的正当权益。当这些基础条件还不具备的时候，退市制度的严格实施仍然面临巨大挑战。