

## IPO 常态化背景下退市制度 完善之探析

郑 彧\*

**摘要:**证券市场在对待公司的上市及其股权交易上必须充分发挥“过滤器”的作用,退市制度应该与上市制度一起筛选出优秀的企业存在于该市场。在此意义上,尽管已意识到退市对于一个完整证券市场的意义,但基于市场结构、投资者理念的不合理,正常的退市制度一直得不到有效落实。为此,从证券交易所的功能出发,结合我国证券市场退市制度的历史,对我国未来退市制度的细化和优化方向提出一点粗浅的建议。

**关键词:**证券交易所 首次公开发行 上市  
退市 制度完善

### 一、LISTING 的“进”与 DELISTING 的 “退”:道理的殊途同归

(一) 证券交易所在本质上是一个为了减少各方交易成本、提高交易效率而存在的市场

证券市场本质上是一个在有组织的系统中为证

---

\* 华东政法大学国际金融法律学院副教授,法学博士。

券的买卖提供一个竞价交易机会的交易场所。在 16 世纪欧洲资本主义萌芽时期,股份有限公司(limited by share)的股票交易和信用债券的交易开始以“一对一”的交易方式出现。<sup>[1]</sup> 由于没有一个集中的交易市场,这种“一对一”的买卖对于交易双方而言都存在着对交易对象的搜寻、信息不对称、交易违约风险等一系列的成本,而且“一对一”的交易方式使得股份或债券交易价格并不统一,不能形成未来交易的参照。随着证券的发行和买卖证券成为一种金融性商品,以“一对一”谈判方式寻求证券转让机会的方法已经不能满足市场(投资者)对于交易数量与交易频率的需求,由此增加了证券持有者与潜在投资者进行交易的成本。为了减少这些交易者对于交易对象的搜寻成本,那些专门为交易提供中介服务的商人——证券经纪商,就应运而生。这些证券经纪人的存在在帮助客户减少交易成本的同时,又促进了交易量和交易需求的增长。在证券经纪商的帮助下,市场上可供流通(交易)的证券越来越多,同样出于满足不断增长的证券交易需求的目的,原本彼此独立、各自经营的证券经纪商之间又进一步需要能够帮助减少证券经纪商之间沟通成本、交易时间和过户方式的交易方式。由此证券经纪商们自发地聚集到一起,他们在一个相对固定的时间、固定的空间内将各自所持有的交易信息进行互相交流、报价并最终促成交易。当这种偶发的、不定期的类似于集市的交易慢慢演变成一个定点、定时的交易机制时,证券交易所作为市场的组织形式就应运而生。可见,以证券交易所为代表的统一证券市场的出现在很大程度上是为了降低交易成本,<sup>[2]</sup> 由此决定了证券交易所的主要作用是聚集买卖双方的意愿,提供集中撮合服务以最大限度地增加证券交易的成功率,从而帮助资本实现在不同时间、地区和行业之间的大范围转移,从而为资本资源的流动搭建一个有效且低成本的平台。在这个意义上,证券交易所作为证券市场的主要载体,其形成与存在就具有了两层含义:一是集中交易市场的形成;二是交易所这一经济

---

[1] 屠光绍主编:《证券交易所:现实与挑战》,上海人民出版社 2000 年版,第 1 页。

[2] Clayton, J., *On the Formation and Structure of International Exchanges* (Discussion Paper), New York University, 1999.

组织的诞生。<sup>〔3〕</sup>前者是指通过集中统一的市场进行信息、价格的集合和交易撮合,而后者则指这种撮合的功能是通过设立一个有形的组织机构来完成,各市场参与主体围绕着该组织机构进行一系列的市场交易行为。这就决定了“组织集中交易的证券交易场所在交易时间与空间的提供、降低交易费用等方面具有显著优势”。<sup>〔4〕</sup>

## (二) 证券交易所是一个为市场参与各方提供各自资源配置最优机会的平台

通常而言,我们会把证券市场划分为一级市场和二级市场:一级市场是指公开发行(包括首次公开发行和公开增发)场所,涉及发行人如何有效寻找潜在投资人,并与潜在投资人就所发行证券的价格进行博弈的过程。当证券发行完成后,为了实现证券低成本的流通性,市场参与方就需要一个公开、透明的交易市场为投资者之间的交易提供中介服务。从功能上看,证券交易所仅承担提供证券交易撮合的功能,这个功能只能是在发行人完成自身的证券发行(issuing)且存在数量众多的、可被交易的证券的前提下才有可能实现。此时,负责联接起这种发行(一级市场)与交易(二级市场)的桥梁就是我们所称的“上市”(listing)活动,即上市的作用就是使得原本不具有流通性的证券在完成上市后成为一个可在公开交易市场交易的标的。

因此,纵观全球主要的证券交易市场,各自的上市标准虽各有不同,但总体而言都是要通过对上市条件的设定与实质审查,确保在该等证券交易场所上市的证券能够实现对于市场参与各方成本最低、配置最佳的机会。由此,证券上市的意义在于:第一,对于上市公司而言,其所发行的证券在公开交易的证券交易所进行交易能够增加自身的知名度,提高其所发行证券的流通性,为投资者提供良好的变现渠道(因为一个良好的退出通道反过来会有助于上市公司在未来公开融资的吸引力);第二,对于投资者而言,证券交易所提供了一个公开的交易平台,买方可以在众多上市公司中选择投资标的,卖方可以通过公开竞价的

---

〔3〕 施东晖:《证券交易所竞争论:全球证券市场的角逐方略》,上海远东出版社2001年版,第4页。

〔4〕 Donald C. Langevoort, *Information Technology and the Structure of Securities Regulation*, 98 Harv. L. Rev. 747 (1985).

方式便利地“用脚投票”,买、卖双方都可通过这样一个平台减少各自单独寻找交易对手的时间成本和机会成本;第三,对于证券交易所本身而言,早期的互助性交易所(如会员制)并不谋求自身的盈利性,但其会员需要通过大规模的撮合交易获得经纪服务的收入,因此证券交易所所有动力选择那些优质的、可被市场参与者高度认可的证券来提供撮合交易服务,提高市场的交易活跃度;而那些现代的非互助性交易所(如公司制)虽然没有会员自身盈利的压力,但在面对迅速崛起的另类交易系统(ATS)<sup>[5]</sup>竞争的时候,为了自身长期盈利,他们也需要吸引并保持优质企业的上市,以维持集中性交易场所对投资者的足够吸引力。可见,证券市场中的优质公司有助于吸引更多的投资者关注并通过该等证券交易所进行投资,这使得以集中交易为代表的证券市场注定是一个为“精英企业”<sup>[6]</sup>提供服务的市场。我们可以看到,无论是哪一家证券交易所,不管是主板市场还是创业板(成长板)市场,其宗旨都是通过上市规则的门槛来筛选具有良好业绩、成长性或者股票具有良好流通性可能的企业进行挂牌上市。相反,当已上市公司已经资不抵债、连年亏损或者挂牌证券缺乏流动性时,如果允许其继续在证券市场进行交易将会挤占资金对优秀企业的投向,分散投资者的资金,增加不必要的信息成本与交易成本。

### (三) 证券市场不是一个可被无限扩张的市场

基于以上原因,我们发现,如同一般的以提供交换场所为特征的市场一样,由于市场可被用于投资的资金总量有限、市场的投资者数量有限,证券市场并不是一个交易效率可被无限放大的市场。证券市场对于市场参与各方提供资源配置的效率仍然取决于在特定证券市场从事交易可能带来的成本,这些成本大体包括交易所自身从事交易撮合所发生的运营成本、证券监管机关和证券交易所进行证券交易监管的成

[5] 所谓另类交易系统(alternative trading systems, ATS),是指于传统交易所之外设立的、为在传统证券交易所或其他有组织市场上市的证券提供电子化、无中介交易设施,能实现传统交易所的撮合交易功能,但无传统的有形的交易场所也不存在互助化特征的电子化自动报价及成交系统。

[6] 本文所指的“精英企业”,并非只是以单一的盈利指标作为标准,而是指在盈利能力、发展前景、投资回报方面都可能满足市场参与者诉求的企业。

本、投资者选择交易对象的机会成本以及市场参与者投资失败所产生的沉没成本。基于这些成本的客观存在,为了实现以最小成本、最大效率提供交易的目的,以集中交易为特征的证券交易所可提供服务的上市证券并非无可限量。由此,即使已经获得上市交易的机会,但如果该等证券不能符合证券交易所以最小成本、最大效率满足市场交易需求和提供资源最优配置机会的要求,其终止上市(退市)也成为证券交易所定位的题中之义。以美国市场为例,1995~2012年,纽约证券交易所总计有3052家公司退市,而纳斯达克市场的退市公司数则高达7975家公司。<sup>[7]</sup>如果依据世界证券交易所联合会(World Federation of Exchange, WFE)发布的2008~2016年年度新挂牌上市公司数和退市公司数据(见图1、图2、图3、图4),<sup>[8]</sup>我们不难看出,证券退市相较证券上市而言并不特别,“有进有出”的事实反倒验证了证券交易所提供有效、低成本撮合服务的本质。

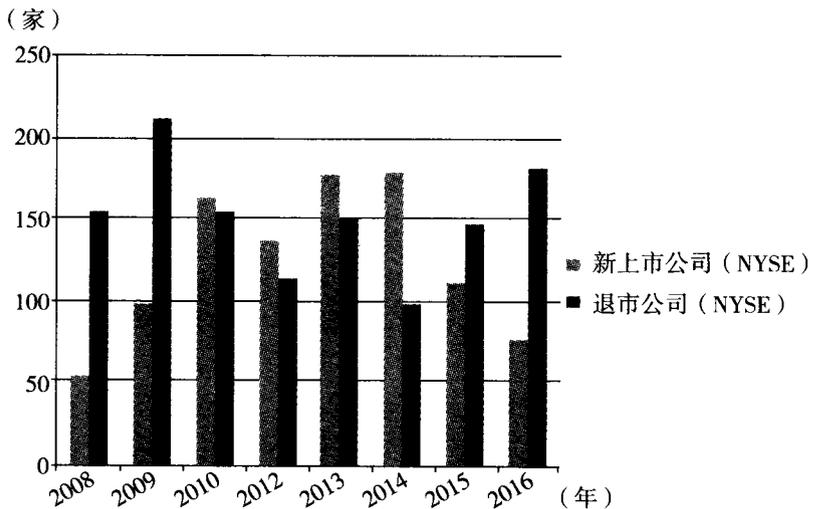


图1 2008~2016年纽交所上市公司家数与退市公司家数比较

[7] 郭雳:《上市公司私有化交易的审查标准与利益平衡——主动退市的境外经验与启示》,载《证券法苑》(2014年总第12卷),法律出版社2014年版,第90页。

[8] 根据世界证券交易所联合会年度数据汇总,其中2011年笔者未能检索到相关的年度数据,故样本中没有2011年相关数据,2015年、2016年数据可在世界证券交易所联合会官网下载。

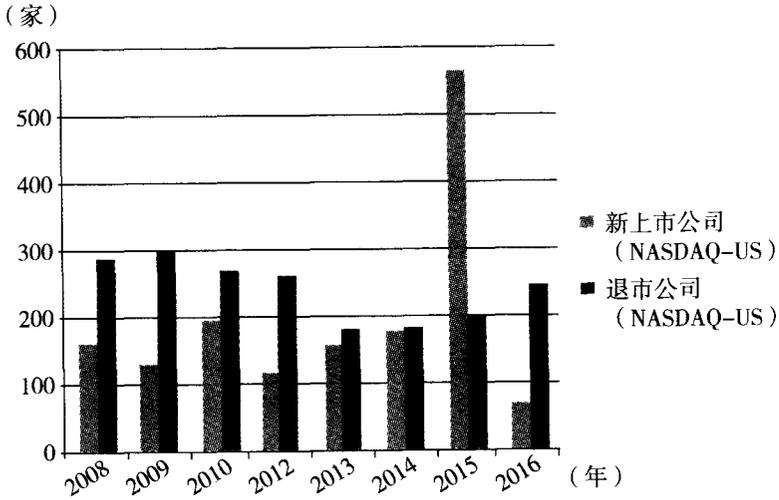


图2 2008~2016年纳斯达克上市公司家数与退市公司家数比较

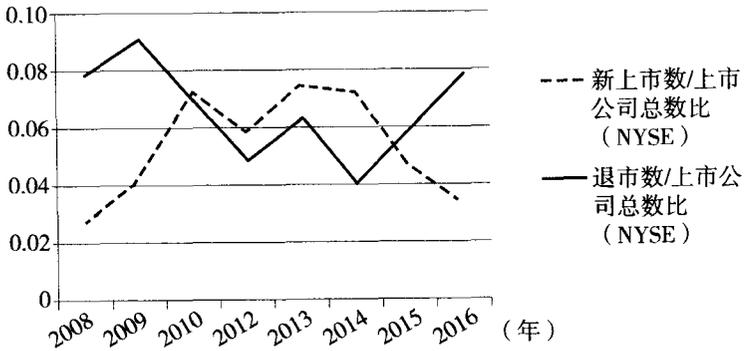


图3 2008~2016年纽交所上市数、退市数与上市公司总数比

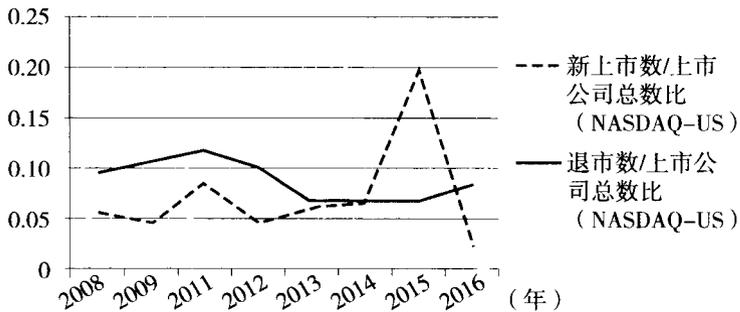


图4 2008~2016年纳斯达克上市数、退市数与上市公司总数比

可见,证券市场作为金融市场的一个重要组成部分,它与其他专业市场一样,也要遵守“优胜劣汰”这个市场经济运行的竞争法则,即一个正常运行的证券市场必须对有限的资金起到有效的配置作用。为实现这样的目标,证券市场在对待公司的上市及其股权交易上必须充分发挥“过滤器”的作用。它不仅要允许优秀的公司通过进入市场进行筹资和交易,同时也要允许已经上市但已经不具备交易条件、继续交易会增加整个市场交易成本的公司退出这个市场。为保证市场高效与有序的发展,退市制度应该与上市制度一起作为市场的“出入口”,筛选出优秀的企业存在于该市场。正是基于这样的原因,不少国家或地区证券市场的退市标准也被称为维持上市的标准。

## 二、“说少做多”的IPO与“说多做少”的退市:利益的牵扯与制度的变迁

虽然目前沪深两地证券交易所各自都已稳居世界前十大证券交易市场,但从我国证券市场发展的历史进程而言,在增加直接融资比重的政策背景下,过去近三十年的发展重点主要还是在做“加法”,即通过扩大市场容量使得资本市场服务于实体经济,这是市场建立初期的必然规律。最近十年以来在股权分置改革、行政审批制度改革、注册制讨论的背景下,我国证券市场上市公司数量得到了突飞猛

进的增长,特别是2012年中国证监会第六任主席郭树清在上任之初提出“IPO不审行不行”的问题后,现有证券法有关IPO的“核准制”虽未改变,但在“注册制”改革方向的指引下,监管部门日益减少IPO审核中的行政化干预和实质性审查,IPO越来越呈现“常态化”的趋势。从图5可以看出在2008~2016年不到十年的时间里,我国上市公司家数翻了近乎一倍,从2008年的1625家发展到2016年的3052家。如图5所示:

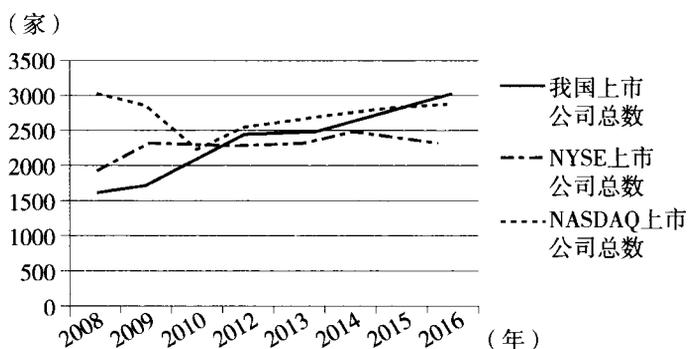


图5 2008~2016年中美主要证券市场上市公司数量

在这样以“发展”为主旋律的背景下,我国证券市场在上市公司的“进口”方面突飞猛进,但在退市方面一直未呈现良性的反应。截至2014年年底,发展近三十年的A股市场只有79家公司退市,其中因为吸收合并等原因而主动申请退市的达到31家,被中国证监会和沪深两地证券交易所强制退市的只有48家。<sup>[9]</sup>图5列出了2001~2016年我国沪深两地证券交易所每年新增上市公司数量、退市数量、上市公司总数及各自的比率,如果将图6与表1中美国证券市场的数据进行对比,我们不难看出,我国证券市场“上市家数”与“退市家数”存在严重的倒挂现象。

[9] 中国证券监督管理委员会编:《2014年中国证券监督管理委员会年报》,中国财政经济出版社2015年版,第29页。

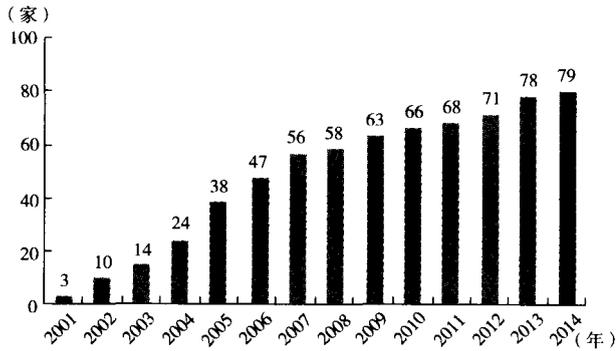


图6 2001~2014年退市家数汇总<sup>[10]</sup>

表1 2001~2016年各年上市数与退市数比较表<sup>[11]</sup>

年份	上市数	退市数	上市公司数	上市/退市比	退市率
2001	75	3	1160	0.04	0.26%
2002	71	7	1224	0.10	0.57%
2003	7	4	1287	0.57	0.31%
2004	100	10	1377	0.10	0.73%
2005	16	12	1381	0.75	0.87%
2006	62	9	1434	0.15	0.63%

[10] 中国证券监督管理委员会编:《2014年中国证券监督管理委员会年报》,中国财政经济出版社2015年版,第29页。2015年,沪深两地共有4家上市公司被终止上市,2016年沪深两地总计有2家上市公司被终止上市。

[11] 表1中,2007~2015年上市家数和2012~2015年退市家数直接根据中国证券监督管理委员会公布的各年年报统计;2016年上市家数和退市家数依据上海证券交易所和深圳证券交易所2016年统计年鉴及公告数据统计;2001~2006年退市家数是依据中国证券监督管理委员会2014年年报各年退市家数统计倒推计算而得;2001~2006年上市家数是依据中国证券监督管理委员会2010年年报呈现的过去历年上市家数之比减去退市家数计算得到;2007~2011年的退市家数是依据中国证券监督管理委员会2008~2015年年报披露的各年上市公司家数减去前年上市公司家数、当年上市公司家数而得。此外,本表中“上市/退市比”和“退市率”的数据读者可对照图1“2008~2016年纽交所和纳斯达克上市公司家数与退市公司家数比较”和图2“2008~2016年纽交所和纳斯达克上市数、退市数与上市公司总数比”进行对比。

续表

年份	上市数	退市数	上市公司数	上市/退市比	退市率
2007	120	4	1550	0.03	0.26%
2008	75	0	1625	0.00	0.00%
2009	99	4	1718	0.04	0.23%
2010	347	2	2063	0.01	0.10%
2011	282	3	2342	0.01	0.13%
2012	154	2	2494	0.01	0.08%
2013	0	5	2489	0.00	0.20%
2014	124	1	2613	0.01	0.04%
2015	214	4	2827	0.02	0.14%
2016	227	2	3052	0.01	0.07%

总体而言,过去近三十年我国证券市场对于退市制度的认知与改革伴随着对于市场本质的理解和市场“只进不退”所出现的问题而逐步加深:

#### (一)“只上不下”的制度开局

在证券市场设立之初,无论是地方政府主导下的证券交易所还是国务院证券委协调下的各主管部门并没有意识到证券市场应是“有上有下、可上可下”的证券市场,因此,在早期作为股票发行与交易唯一监管依据的《股票发行与交易管理暂行条例》中并无“退市规则”的踪影。虽然1994年7月1日生效的《公司法》开始对上市公司股票的退市有所涉及,规定了“上市公司有下列情况之一的,由国务院证券管理部门决定暂停上市:(一)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;(二)公司不按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载;(三)公司有重大违法行为;(四)公司最近三年连续亏损”;“上市公司有前条第(二)项、第(三)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(一)项、第(四)项所列情形之一,在限期内未能消除,不具备上市条件上的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市”。“公司决议解散、被行政主管部门依法责令关闭或者被宣告破产的,由国务院证券管

理部门决定终止其股票上市”。但基于对证券市场视同监管机构“自留地”般的监管认识,在《公司法》颁布之后长达7年的时间内,没有一家已经符合《公司法》退市条件而应退市的上市公司被决定退市。

## (二)“说下不下”的制度过渡

由于《公司法》将退市程序分为“暂停上市”与“终止上市”两个步骤,出于社会稳定与政治安定因素考虑,作为国务院授权行使对证券市场监管职责的中国证监会迟迟没有对已实施暂停上市的公司作出退市的决定,反而是为了解决这些被暂停上市的上市公司股东的流通需求而制定了《股票暂停上市相关事项的处理规则》,推出了作为过渡性交易措施的“特别转让规则”(particular transfer,简称PT规则,也称三板规则)。这种特别转让规则对暂停上市的股票在暂停上市期间也允许实施转让。<sup>[12]</sup>依据该规则,沪深两地证券交易所对当时已经存在连续三年亏损并暂停上市的ST农商社、ST双鹿、ST渝太白股份实施了特别转让。2001年4月,沪深交易所修改了PT规则,将原来的《股票暂停上市相关事项的处理规则》更名为《上市公司股票特别转让处理规则》。

PT规则虽然名义上是对股票已被暂停上市的上市公司施以退市警告,但结合当时的市场环境与管理压力,我们相信当初PT制度出台的初衷还是政府为了挽救投资者在暂停上市股票上的投资亏损而采取的矛盾缓冲机制,因为放开暂停上市股票每周一次的交易,可以增加市场的流动性,为投资者提供一个缓冲期,避免公司立即摘牌所带来的社会冲击和市场压力。<sup>[13]</sup>在PT规则实施的过程中,管理层在跌幅限制、申请宽限期和延长暂停上市期限等方面也曾进行过多次调整,直至2001年12月被完全取消。因此,PT规则也可被视作管理层为了平稳实施上市

---

[12] 与正常集合竞价交易特别之处在于:(1)公司股票简称前冠以“PT”字样(PT为Particular Transfer的缩写,即“特别转让”);(2)投资者在每周星期五(法定节假日除外)开市时间内申报转让委托;(3)申报价格不得超过上一次转让价格上下5%(上一次转让价格显示在行情系统中的昨日收盘价栏目中);(4)每周星期五收市后对有效申报按集合竞价方法进行撮合成交,并向本所会员发出成交回报;(5)转让信息不在交易行情中显示,由指定报刊在次日公告;(6)成交数据不计入指数计算和市场统计。

[13] 韩志国等:《退市机制:市场压迫还是压迫市场?》,经济科学出版社2002年版,第26页。

公司退市制度而采取的过渡性措施。

### (三)“下少上多”的制度实践

基于市场对证券监督管理机关行使终止上市(退市)决定权的异议,2001年11月30日,中国证监会以《关于发布〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的通知》将当时《公司法》授权证券监督管理部门行使的终止上市决定权以转授权的方式授权沪深两地证券交易所行使。<sup>[14]</sup> 但将法定的行政许可决定权转授权给企、事业单位<sup>[15]</sup>行使的做法却缺乏合法的法律授权,也有违我国行政执法规范化的发展方向。为此,2005年全国人大常委会在修改《公司法》和《证券法》之时,将有关上市公司退市的规定从《公司法》移植到《证券法》,并修改为“上市公司有下列情形之一的,由证券交易所决定终止其股票上市交易:(一)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件,在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件;(二)公司不按照规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载,且拒绝纠正;(三)公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利;(四)公司解散或者被宣告破产;(五)证券交易所上市规则规定的其他情形”(第56条)。即便在已将退市决定权交由证券交易所自行决定的情形下,我国证券市场上市公司退市的家数也屈指可数:依据万得资讯的信息,1990年至2009年间,沪深两市退市的上市公司总计69家,其中21家属于吸收合并后退市,真正被执行退市处理的仅有47家(皆转入三板市场,还尚未包括被太平洋证券借壳的S\*ST云大),平均每年仅有2.5家。从时间分布上看,退市公司集中分布在2004年、2005两年,分别达到9家和12家,占总退市公司数的44%。退市公司最少的是2008年,除了两家被吸收合并的公司,真正退市的公司为0家。<sup>[16]</sup>

[14] 《关于发布〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的通知》第4条规定:“证券交易所参照本办法第三、四章的有关规定,做出恢复上市或终止上市的决定。”

[15] 因为上海证券交易所是在工商行政管理部门登记的企业法人,而深圳证券交易所是在民政机构登记的事业法人。

[16] 郑彧:《证券市场有效监管的制度选择——以转轨时期我国证券监管制度为基础的研究》,法律出版社2012年版,第456页。此外,本处所引万得的数据与证监会官方发布的年报数据存在差异,在此一并说明。

#### (四) 退市新规的破“冰”之旅

2006年《证券法》修法虽然将退市的决定权赋予了证券交易所,但自2006年以来的退市案例并无显著增长,其最主要原因在于当时的退市规则主要聚焦于上市公司的“盈利能力”,且当时上市规则在计算濒临退市的公司净利润指标时没有扣除非经常性损益,再加上2006年2月15日财政部颁布的新的会计准则允许债务重组收益或损失计入当期损益,这使通过财务处理的方式确保年报数据呈现盈利在一定程度上成为濒临退市公司规避退市风险的重要工具。2011年深交所的创业板率先启动退市制度改革,在其2011年11月28日发布的《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》中体现了完善财务盈利的认定标准、封堵“借壳重组”、增加成交价格标准、资不抵债标准、取消退市风险警示等改革思路,这些思路大体上在2012年深交所创业板上市规则修订中得以反映。2012年6月,在中国证监会的统一布置下,沪深交易所发布有关退市改革方案和各自的上市规则修订版,其中对于退市的新规主要在于拓宽和细化退市的数值标准,完善退市条件的客观性标准,如引入“净资产为负值”“连续120日的累计交易量指标”“连续20个交易日的股票价格指标”等客观考核指标,并完善了相关的退市程序。退市新规出台至2014年9月,沪深两地共有ST炎黄、\*ST创智和\*ST长油3只股票被强制退市。

2014年2月7日,中国证监会发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《退市意见》),《退市意见》从五个方面改革完善了退市制度,包括:健全上市公司主动退市制度;明确实施重大违法公司强制退市制度;严格执行市场交易类、财务类强制退市指标;完善与退市相关的配套制度安排;加强退市公司投资者合法权益保护。为此,两大交易所依据《退市意见》重新梳理、制定了上市公司退市规则,主要特点在于区分了公司的主动退市和强制退市,并且针对退市客观性标准作了进一步的明确和规定。如表2所示:

表 2 上海证券交易所上市规则(2014 年修订)中的强制退市标准

退市条件	退市风险 警示处理	暂停上市	终止上市
连续亏损	两年	三年	四年
净资产连续为负	一年(含追溯重述)	两年	三年
营业收入连续低于 1000 万元	一年(含追溯重述)	两年	三年
不能在法定期限内披露最近一个会计年度经审计的年度报告	—	—	本所上市公司因净利润、净资产、营业收入或者审计意见类型触及规定的标准被暂停上市后,不能在法定期限内披露最近一个会计年度经审计的年度报告
财务会计报告连续被会计师事务所出具否定意见或者无法表示意见	一年	两年	三年
未改正财务会计报告中的重大差错或者虚假记载	两个月	四个月	六个月
未在法定期限内披露年度报告或者中期报告	两个月	四个月	六个月
股票成交量	—	—	在本所仅发行 A 股的上市公司,通过本所交易系统连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 500 万股;在本所仅发行 B 股的上市公司,通过本所交易系统连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 100 万股;在本所既发行 A 股又发行 B 股的上市公司,其 A、B 股股票的成交量同时触及前述标准

续表

退市条件	退市风险警示处理	暂停上市	终止上市
股东数量	—	—	上市公司股东数量连续 20 个交易日(不含公司首次公开发行股票上市之日起的 20 个交易日和公司股票停牌日)每日均低于 2000 人
股本总额	—	自规定期限届满的下一个交易日	公司股本总额发生变化不再具备上市条件,在本所规定的期限内仍不能达到上市条件
股票收盘价	—	—	在本所仅发行 A 股的上市公司连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值;在本所仅发行 B 股的上市公司连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值;在本所既发行 A 股又发行 B 股的上市公司,其 A、B 股股票的收盘价同时触及前述标准
因净利润、净资产、营业收入或者审计意见类型触及规定的标准被暂停上市	—	—	上市公司因净利润、净资产、营业收入或审计意见类型触及规定的标准被暂停上市后: (一)最近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益前、后的净利润任一为负数;(二)最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1000 万元;(三)最近一个会计年度经审计的期末净资产为负数;(四)最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具否定意见、无法表示意见或者保留意见;(五)保荐机构未就公司持续经营能力发表意见,或者其发表的意见不符合规定的要求;(六)保荐机构未就公司治理水平发表意见,或者其发表的意见不符合规定的要求

续表

退市条件	退市风险 警示处理	暂停上市	终止上市
股权分布不具备上市条件	披露本所同方的交易 披露其公告后一个交易 案公告下一个交易日	公司未披露解决方案、提出的解决方案未获本所同意或者披露解决方案的公告后六个月内股权分布仍不具备上市条件	暂停上市六个月内股权分布仍不具备上市条件
以终止上市为目的回购股份或者要约收购后,股本总额、股权分布不具备上市条件	—	—	公司披露收购结果公告或者其他相关权益变动公告
上市公司被吸收合并	—	—	上市公司被吸收合并
股东大会在公司股票暂停上市期间作出终止上市的决定	—	—	股东大会作出终止上市决定
公司解散	披露可能被解散公告后的下一交易日	—	股东大会作出解散决议
公司被法院宣告破产	披露法院受理申请裁定公告后的下一个交易日	—	法院宣告破产裁定
公司暂停上市后未提出恢复上市申请	—	—	公司暂停上市后未提出恢复上市申请

续表

退市条件	退市风险 警示处理	暂停上市	终止上市
公司暂停上市后 恢复上市申请未 被受理	—	—	公司暂停上市后恢复上市申请 未被受理
公司暂停上市后 恢复上市申请未 获同意	—	—	公司暂停上市后恢复上市申请 未获同意

### 三、走出退市制度落地的困境:多管齐下的破局

从前文所述可见,退市与上市一样都是证券市场为了减少交易成本,提高交易效率所必需的组成部分,仅有上市没有退市的市场注定会是畸形的市场。这种“只上不下”的市场带来的不仅仅是对于市场无限扩容后市场运营成本和监管成本的增加,而且会使市场参与人对投资机会的判断发生偏差,甚至容易发生“劣币驱逐良币”的现象。为此,在证券市场的“入口”已经逐渐常态化的形势下,对于退市制度的落地也应着手相应的贯彻执行和政策保障:

#### (一)上市利益之破局

退市制度之所以长期难以真正落实,某种程度上还是因为转轨时期我国证券市场制度本身形成了比较复杂的利益链条:比如早先IPO审核及数量管控所带来的时间成本、机会成本使得上市资格具备一定的稀缺性以及“壳资源”价值,这就使得各方利益主体有动机维持上市地位;在不成熟的市场环境下,退市重组的可能使得退市题材具备炒作的概念,而这种炒作所引起的中小投资者的跟风反过来对在“讲政治、顾大局”背景下的监管层严格执行退市制度构成挑战;再加上地方政府对于自身政绩、地方声誉及退市后果的顾虑使得退市制度的执行需要衡量各种非市场化的因素,这就背离了退市规则所要实现的目的,导致退市制度的成效并不明显。

因此,上市公司退市机制的完善不能脱离股票发行制度的进一步市

场化改革。对于我国证券市场而言,解决退出问题的前提应当是解决准上市的标准问题。如果公司不是依市场化的上市标准进入市场,那么要求这些公司按市场化的标准退出市场也是十分困难的。因为在“管制”的背景下,上市公司及其股东可能要为上市付出额外的成本,这样必然使得各方利益主体并不甘心被“踢出市场”,有关利益主体必然会采取阻挠措施从而增加退市的难度。只有通过市场化的准入标准,减少发行人进入市场的成本,才能减少按市场化退市标准决定公司终止上市可能遇到的阻力。只有随着发行人“准入”成本的降低,上市资格的“壳”资源不再宝贵,上市公司及可能存在的重组方也就无须通过本质上并不公允的重组实现“保壳”的目的,这样为“保壳”而进行的报表性重组自然也会随之减少。一旦市场参与各方理解上市公司虽是一种稀缺资源但并不是无法替代的稀缺资源后,市场对于退市的顾虑与阻力自然也会消退。

## (二) 市场结构之破局

退市规则只是资本市场整体制度的一个组成部分,建立完整的资本市场制度体系应该是退市制度良性运行所必需的外部条件。公司退市并不等于破产或主体消亡,它还有再融资的需求,因而不宜采取“一刀切”的方法使其直接消失于资本市场而丧失后续融资的可能性。应该进一步完善由场内公开交易市场、非公开交易市场、场外市场构成的多层次证券市场体系以为上市公司退市提供必要的退出通道和出口,从而实现资源在资本市场整体范围内的优化配置。这种多层次的资本市场体系应包含以下两个方面内容:第一,需要结构完善的证券市场容纳各类公司的融资需求,建立包括场内公开交易市场、非公开交易市场、场外交易市场和地方性产权交易市场在内的、健全的、多层次的市场体系,在分层次的证券市场体系中,各个市场的功能、定位和服务对象各不相同。第二,各个市场可以成为相对独立、有机衔接的一个整体。除了应该存在一个具有不同层次的市场体系之外,不同层次市场之间的连接渠道也应该是畅通的。各个层次的市场定位与功能应当不同,相互之间的分工应当有差异性,市场之间应当具有明显的相互承接性,从而形成一种梯状的、能进能退的、体系健全的“梯级市场”体系。在这样的多层次市场体系中,从梯形市场的下降阶梯来看,已进入主板、中小板、创业板市

场的上市公司,当经营业绩和财务状况下滑,造成上市公司不再满足上市要求时,可退入下一级的非公开交易市场;同样,原来在非公开交易市场的公司,在不能满足相应市场的规定时,也可退入场外交易市场。由此实现多层次资本市场之间资源的流动,各个层次市场之间可以实现优势互补,形成良性循环。

### (三) 退市标准之破局

退市标准可以分为主观标准与客观标准。客观标准又可以称为数量性标准,当发行人出现此种事先预定的以数值为衡量标准的情形时,交易所或监管机构依据对于数值的认定对上市公司做出是否终止上市的决定。客观标准通常包括市场值标准、资本权益标准、股东人数标准等;与客观标准相反的是退市的主观标准,它是一种主观的质量性标准,只是原则性的规定,并没有可以统一遵守的数值可以参照。在主观标准中,对公司维持上市资格所应具备条件的判断并不是按事先规定的数值为唯一的依据,而是允许交易所根据具体情况进行主观的判断,以决定是否对上市公司采取终止上市的处理。比如上市公司营运资产重大减少或变化(reduction or change in operating assets and/or scope of operation)、上市公司出现重大违法行为(violate the law or statutes)、破产或清算申请的出现(bankruptcy or liquidation)、违反上市协议的行为(violate the listing agreement)、违反公众利益(operation contrary to public interest)和违反公司治理结构要求(corporate governance)等事项,都可能构成证券交易所认定应予退市的标准。

目前我国证券市场的退市制度主要还是侧重于以数值及客观事件为衡量的客观标准,并未考虑证券交易所主动介入判断的“主动标准”。但对于构建一个合理的退市制度而言,我们认为退市标准不仅要有客观标准,证券交易所还需要有以主观标准启动退市的权力。此外,即便是在客观标准项下,对于客观标准的认定还应有主观判断的弹性,因为客观标准的缺点在于它本身只是一种数量上的要求,且主要是从维护证券市场交易的效率考虑(如市值标准、交易价格标准和交易量标准),难以全部准确衡量上市公司本身的质量情况。在决策程序的保障下,应该制定客观标准在主观认定下的豁免程序。例如,同样的连续三年亏损的客观标准,由于不同的公司所处的行业及其运作的具体情况有很大差异,

我们不能简单地仅从盈利和亏损数据来判断公司的前景与质地。现有退市规则中的亏损标准并没有考虑不同行业的企业盈利水平的差异性,也没有考虑不同企业的亏损程度或发展潜力,而是“一刀切”的标准,缺乏弹性,可能会导致许多亏损公司不得不借助突击性重组或非正常的经营活动来改善经营业绩以求得继续存续于证券市场,从而无法发生优胜劣汰的作用。因此,我们的建议是:基于市场环境与企业的经营情况不是一成不变的,在退市制度的设计上仍然应该适度容纳对公司质地的主观判断,在采用客观标准为主的同时,辅以主观认定,授予交易所一定的自由裁量权,并由独立的专家委员判断公司是否因不符合上市质量标准要求而终止上市。如果这种亏损性企业继续在交易所交易不影响交易所运行的效率与有序,维持此类公司上市能够产生优化资源配置的作用,可以由专家委员会决定豁免终止上市。当发行人无法让专家委员会确认其亏损非由自身因素所引起,或者不能使专家委员会确信发行人可以在未来合理的时间内能够扭转亏损的局面,则交易所应根据专家委员会的意见对该发行人做出终止上市的决定。此外,为了有效地监督被豁免终止上市的公司,豁免公司有义务在豁免期内每年向专家委员会提交年度经营状况报告。专家委员会有权根据对报告审查的结果决定是否应该取消对公司的豁免,终止公司的上市资格。而如果被豁免公司在豁免期内恢复盈利,其豁免期则视为自然终结。

#### (四) 董事、高管激励之破局

我国的上市公司素来缺乏来自外部强有力的约束,这是许多违规行为的重要根源之一。在我国,上市公司普遍存在法人治理绩效低下的痼疾。上市公司的股权结构不合理,国有股“一股独大”决定了国有股东对上市公司的“超强控制”,而“所有者缺位”又常常将形式上的“超强控制”演变成事实上的“超弱控制”,这使得“内部人控制”成为上市公司普遍存在的现象。这种状况的直接后果就是上市公司的内部治理机制形同虚设。由于股权结构在短期内难以有实质性的改变,以公司的外部治理机制来强化对公司管理层的制约就成为一个较为可行的选择。理论上,在退市的威慑之下,高管将会竭尽全力以切实提高公司经营业绩,从而对上市公司及其高管的行为产生有效的外部约束作用。但事实上,这种退市所带来的名誉上的损失对我国的上市公司及其高管的监督与制

约作用是很有限制的。由于我国国有上市公司股权结构的上述特点,大部分高管的选任取决于控股股东的意志,而不取决于市场对他们的评价。在此背景下,发行人业绩的好坏可能并不是评判高管并进而决定其任职、职业发展及薪酬的主要标准。在濒临终止上市的情况下,上市公司不是由高管出面并应用其能力采取挽救行动,而是在政府或其授权机构主持下谋求政府所掌握资源的重组,高管为避免退市的努力空间并不大。因此,如果未来在上市规则中考虑不同的退市情形,将上市公司董事、高管的任职资格与其公司退市经历挂钩,可能会有助于督促董事、高管在日常经营决策中勤勉履职,努力改善公司经营和规范化水平。

### (五)救济制度之破局

在成熟的市场环境下,上市公司因各种原因被强制退市时,尽管公司股票仍可以在其他市场流通转让,但与退市前相比,其价格会有较大的下跌,投资者无疑承担了重大损失。按照《证券法》第27条的规定,“股票依法发行后,发行人经营与收益的变化,由发行人自行负责;由此变化引致的投资风险,由投资者自行负责”,因此理论上投资者必须根据自己的理性思考做出是否投资的决策,并承担由此可能产生的风险,其中当然包括所投资的公司因不再符合上市条件而被摘牌所产生的损失。但需要考虑的问题是:如果公司是因为重大违法、不按规定公开其财务状况,或者财务会计报告虚假记载而被退市,则在这种情况下让投资者承担投资损失是不公平的。因此,当公司是因为特定原因被强制退市时,还需要设置相应的责任追究机制,以使股东能够通过一定的途径向对公司退市负有责任的各方当事人进行追偿。具体来说,在退市规则中需要完善的方面有:(1)确定责任追究的对象。上市公司被强制退市时,可能承担责任的不外乎是以下几类主体:上市公司管理层、上市公司控股股东、实际控制人和各类中介机构。退市规则要明确股东可以向谁、以什么程序追究责任。(2)明确责任形式。就责任形式而言,应当包括刑事责任、行政责任和民事责任。在长期的实践中,我国主要是通过行政处罚和刑事处罚追究相关人员的责任,对民事赔偿主张则基本上不予支持。其实,相对于众多投资者可能主张的巨额民事赔偿来说,刑事责任和行政责任是违法违规者可以预见和接受的成本。在只重视刑事责任与行政责任的法制环境下,由于违法违规行为所带来的巨大经济

效益以及存在较多的逃避处罚的机会,人们通常会铤而走险选择违反法律获得巨额的经济利益。因此,我们认为制约违法行为的最佳办法,莫过于加重民事赔偿责任,提高违法成本,从经济利益上杜绝产生违法行为的动机。如果违法者不仅无利可图,而且还会受到应有的惩罚,这对违法者本人和其他市场的参与者会起到有力的威慑作用。(3)民事赔偿责任追究机制的完善:在证券市场民事赔偿责任的总体框架下建立股东派生诉讼、共同诉讼、董事责任保险等机制,落实因违法行为退市而对投资者的赔偿问题。