

我国大陆资本市场强制性退市制度的研究

张力上, 冉筱奇

(西南财经大学, 四川 成都 611130)

摘要: 合理、健全的退市制度是保证资本市场良性发展的基石, 而强制性退市制度则作为纠错机制发挥着关键性的作用。因此, 着眼于我国大陆资本市场强制性退市制度的不足, 探究其优化空间, 对于推进我国资本市场的发展具有深远意义。文章立足于我国大陆资本市场强制性退市制度, 梳理其优化进程中已取得的成效, 并通过对比海内外资本市场强制性退市制度, 分析总结其间存在的差异, 探究我国大陆强制性退市制度的不足与优化空间, 并对未来的进一步完善提出了建议。

关键词: 强制性退市; 制度对比; 制度优化

中图分类号: DF596 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2016)03-0003-06

成熟的市场必须维持适当的淘汰率, 才能控制市场风险、保证上市公司的总体质量。^[1] 回顾近年来我国大陆退市制度的数次修订, 无论是在终止上市中引入主动终止上市概念, 还是丰富强制性退市标准、完善强制性退市程序, 都清晰反映出其优化进程中取得的成效。例如, 在强制性退市标准方面, 《上市规则(2012修订版)》新增了“中小企业板和创业板上市公司36个月内累计受到交易所三次公开谴责”和“连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值”两个终止上市标准, 《上市规则(2014修订版)》增加了“欺诈发行”和“违规披露”两项终止上市标准等; 强制性退市程序的变化增加“退市整理板”、“退市整理期”和创业板全面废除退市风险警示制度等。^[2]

但是, 在取得成效的同时, 我国大陆资本市场强制性退市制度仍存在不足和有待完善的空间。因此, 本文将立足于我国大陆资本市场强制性退市制度, 结合美国、香港的情况, 就纽交所、纳斯达克、香港主板和香港创业板, 从强制性退市标准和退市流程两个方面, 梳理海内外现行的强制性退市制度, 探究我国大陆强制性退市制度的不足和可能的优化方向。

一、国内外强制性退市标准现状及比较分析

(一) 大陆强制性退市标准现状

大陆的股票市场由主板、中小板和创业板三部分组成, 三者的强制性退市标准大体相似, 见表1所示。

(二) 美国强制性退市标准现状

美国最具代表性的股票市场分别是纽约证券交易所和纳斯达克股票市场。其中, 纽交所(NYSE)基本等同于我国的主板市场; 而纳斯达克(NASDAQ)共包含“全球精选市场”、“全球市场”以及“资本市场”三个层次, 其中, “纳斯达克资本市场”基本等同于我国的创业板市场。

1. 纽交所强制性退市标准现状。纽交所《上市公司守则》^①(Listed Company Manual)第102、103、802-804号条款对上市公司的强制性退市标准作了较为详细的规定与说明。其中, 802号持续上市规定(Continued Listing Criteria)第01A条款主要对股东人数和成交量等进行了要求。

^① 资料来源: <http://nysemanual.nyse.com/lcm/>

收稿日期: 2016-03-10

作者简介: 张力上(1958-), 男, 教授, 研究方向为上市公司信息披露与分析、成本管理会计; 冉筱奇(1993-), 女, 四川成都人, 硕士研究生, 研究方向为财务管理。

表 1 大陆强制性退市标准一览表^①

类别	类别名称	强制性退市标准的内容
第一类	公司财务状况	净利润标准: 经审计的净利润为负值; 净资产标准: 经审计的期末净资产为负值; 营业收入标准: 经审计的营业收入低于一千万元(创业板无此要求); 审计意见类型标准: 审计意见类型为无法表示意见或否定意见; 未在规定期限内依法如实披露标准: 未在规定期限内披露年度(或半年度)报告; 未在规定期限内更改财务会计报告中存在的重大会计差错或虚假记载;
第二类	是否满足交易标准要求	股权分布标准: 不符合上市条件; 股本总额标准: 总额变化后不符合上市条件; 股票成交量标准: 一定期限内股票累计成交量低于最低限额(分板块制定限额); 股票市值标准: 连续 20 个交易日(停牌交易日除外) 每日收盘价低于股票面值; 股东人数标准: 一定期限内股东人数低于最低限额(分板块制定限额);
第三类	重大违法行为	暂停欺诈发行公司的上市; 暂停重大信息披露违法公司的上市;
第四类	不属前三类的其他情形	破产标准: 公司被法院宣告破产; 强制解散标准: 公司被依法强制解散; 公开谴责标准: 中小企业板和创业板上市公司最近 36 个月内累计受到 3 次公开谴责。

表 2 纽交所强制退市标准一览表之一

标准名称	触发强制退市标准的情况
总股东人数	<400 人
总股东人数 最近 12 个月的月平均成交量	<1200 人 <10 万股
公众持股量	<60 万股

802.01B、C 和 103.01 条款则对股票市值、营业收入、现金流等财务指标作了相应的规定。无论依据何种财务标准实现上市的公司,纽交所均要求其持续满足常规标准和初始上市条件,否则将触发强制性退市指标。本文将与各种财务标准相匹配的初始上市条件汇总如下,与之对应的即是强制性退市标准。

表 3 纽交所强制退市标准一览表之二

以利润标准获得上市资格的企业	以市值/收入和现金流标准获得上市资格的企业	以净市值/收入标准获得上市资格的企业	以关联公司标准获得上市资格的企业(适用于母公司或关联公司在纽交所上市的公司)
连续 30 天总市值低于 5000 万美元,且股东权益低于 5000 万美元			
连续 30 个交易日股票收盘价低于 1 美元			
最近 3 个会计年度由持续经营业务获得的税前利润不得低于 1 亿美元	总市值不得低于 5 亿美元	总市值不得低于 7.5 亿美元	总市值不得低于 5 亿美元
最近 2 个会计年度中的任一年由持续经营业务获得的税前利润不得低于 2500 万美元	最近一个会计年度的收入不得低于 1 亿美元	最近一个会计年度的收入不得低于 7500 万美元	具有至少 12 个月的经营历史
——	最近 3 个会计年度的现金流量总量不得低于 1 亿美元	——	该公司的母公司或关联公司在纽交所上市期间表现良好
——	最近 2 个会计年度中的任一年的现金流量总量不得低于 2500 万美元	——	该公司的母公司或关联公司对其保有实际控制权

^① 根据《深圳(上海)证券交易所股票上市规则(2014 年修订)》和《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2014 年修订)》整理

除以上列举的标准外,根据 802.01D 条款,在经营资产或经营范围减少、破产或清算、交易所认定证券失去投资价值、违反公共利益、以及其他可能导致退市的情况出现时,交易所亦有权暂停或终止某一股票的上市。

2. 纳斯达克强制性退市标准现状。纳斯达克上市要求分为初始上市要求和持续上市要求。当上市公司不能满足持续上市要求时,纳斯达克将按规定程序对公司进行退市处理。纳斯达克持续上市标准^①又进一步细分为数量标准和非数量标准。

(1) 数量标准。以在纳斯达克资本市场上市的公司为例,其必须满足“股东权益标准”、“市值标准”和“净收益”中的任意一项标准才能维持上市地位。

表 4 纳斯达克资本市场持续上市标准

标准一	标准二	标准三
股东权益标准 5550(a) & (b) (1)	市值标准 5550(a) & (b) (2)	净收益 5550(a) & (b) (3)
股东权益 ≥ 250 万美元	股票市值 ≥ 3500 万美元 公众持股数量 ≥ 50 万股 公众持股市值 ≥ 100 万美元 做市商数量 ≥ 2 家 每股价格(连续 30 个交易日) ≥ 1 美元 总股东数量 ≥ 300	最近一个会计年度或近三个会计年度中的两年来自持续经营的净收益 ≥ 50 万美元

(2) 非数量标准。纳斯达克规定^②,所有在纳斯达克上市的公司除了要遵守 5200 – 5500 系列中的定量要求,还要遵守 5600 系列中的质量要求,即非数量要求,其主要内容是对上市公司公司治理结构的一系列规定。本文将具有代表性的条款列举如下。

表 5 纳斯达克非数量持续上市标准例举

上市规则	相关要求	具体要求
5250(d)	信息披露	必须在合理的时间段内向股东公布包含有已审计财务报告的年度报告或中期报告。
5605(b)	独立董事	董事会中的大多数由独立董事组成。
5605(c)	审计委员会	必须设立三人以上且全部由独立董事组成的审计委员会,并满足:所有成员均符合独立性要求;均不参与公司或其子公司财务报告的准备;均能理解基本的财务报告;至少一人有金融或会计的从业经验。
5605(d)	薪酬委员会	必须设立两人以上且全部由独立董事组成的薪酬委员会,以确定公司首席执行官和其他高管的薪酬。
5610	行为准则	必须制定公开且适用于所有董事、高管和雇员的行为准则。

(3) 其他相关标准。在下述情况下,纳斯达克市场亦有权暂停或终止某一股票的上市:上市公司破产或清盘;为防止欺诈和操纵行为;为保护投资者和公众的利益;公司违反其他有关条件。

(三) 香港强制性退市标准现状

1. 香港主板强制性退市标准。香港交易所规定^③,为保障投资者权益和维持市场秩序宗旨,在交易所认为合理适当的情况下,无论是否应发行人的要求,均可对任一股票发出短暂停牌、停牌和除牌的指令。包括发行人未遵守《上市规则》,且涉及的情况严重;公众持股数不足;发行人不具有足够的业务运作和相当价值的资产以保证其证券可持续上市等情况。

① 资料来源: <http://nasdaq.cchwallstreet.com/>

② NASDAQ Equity Rules 5601

③ 香港交易所《综合主板上市规则之声明》第六章

2. 香港创业板强制性退市标准。与港交所主板的强制性退市标准相同,港交所同样规定^①,于合理情形下,交易所均可指令任一股票短暂停牌、停牌或除牌。香港主板中可触发强制性退市标准的情况均适用于香港创业板,而创业板中涉及的不同于主板的情况包括:市场的完整性及声誉已经或可能会因买卖上市公司股票而受损;上市公司的股价或成交量出现未有解释的不寻常变动;市场上出现有关内幕消息的不公平的发布或泄漏。

(四) 国内外强制性退市标准的比较与分析

1. 数量标准。在数量标准的制定上,香港交易所主板和创业板的强制性退市标准与美国和大陆相比,数量性不强,不很具体,大多数规定都只是原则性的。而我国大陆和纽交所、纳斯达克制定的具体数值虽然不同,但在结构设置上却是大致趋同的:^[3]在考量上市公司经营状况方面,涉及的主要是净利润、净资产和营业收入三项指标;而在判断公司股本结构是否满足交易所要求方面,则主要涉及股权分布、股本总额、股东人数等指标。值得关注的是纽交所在判断上市公司财务状况时,还特别引入了现金流量标准,其对营业收入和净利润标准起到了有效的补充作用。

2. 非数量标准。与数量标准相比,非数量标准的差异化则更为明显。在规则的制定上,我国大陆、纽交所和纳斯达克比港交所更具体,前三者共同涉及的内容主要包括公司破产或清算、欺诈发行、信息披露不合规等,虽然表述不尽相同,但实质是趋同的。其中,纳斯达克制定的非数量标准最为详细,其 5600 系列条款中对上市公司公司治理结构的详细规定是纽交所和我国目前的强制性退市制度所不具备的。

相较美国 and 香港,大陆的非数量标准中最为特殊的一项是“中小企业板和创业板上市公司最近三十六个月内累计受到三次公开谴责”规定。但究其实质,“受到交易所公开谴责”与纽交所“交易所认定该证券失去投资价值”,纳斯达克“交易所认为暂停或终止某一股票的上市是必须的”和港交所“本着保障投资者权益和维持市场秩序的前提下,可对任一股票发出短暂停牌、停牌和除牌的指令”十分相似。但不难看出,美国和香港的交易所对于是否要终止某家上市公司的上市地位,较大陆有更大的自主决定权限。^[4]

二、国内外强制性退市流程现状及比较分析

(一) 大陆强制性退市流程^②

在环节设置方面,大陆的主板和中小板强制性退市程序与创业板存在着较为明显的差异,具体见表 6。

表 6 我国强制性退市流程一览表之一

环节数	主板和中小板	创业板
第一环节	风险警示	暂停上市
第二环节	暂停上市	终止上市
第三环节	终止上市	——

在各环节的设置基础之上,退市流程可分为复核、准退市和退市后三个阶段,各阶段涉及的主要内容见表 7。

表 7 我国强制性退市流程一览表之二

阶段名称	发生时点	涉及内容
复核阶段	交易所作出暂停或终止上市的决定后,公司对此决定持有不同意见的,可申请复核;	受理复核申请后的三十个交易日内,交易所作出维持或撤销原决定的最终决定;
准退市阶段	公司终止上市已成定局,股票终止上市之前;	30 个交易日的“退市整理期”内,移入“退市整理板”进行交易;
退市后阶段	“退市整理期”之后;	统一进入全国中小企业股份转让系统挂牌转让。

① 香港交易所《综合创业板上市规则之声明》第九章

② 根据《深圳(上海)证券交易所股票上市规则(2014 年修订)》和《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2014 年修订)》整理

(二) 美国强制性退市流程

1. 纽交所强制性退市程序^①。纽交所的强制性退市程序主要分为初步确认、复核和退市后三个阶段。

(1) 初步确认阶段。当交易所发现上市公司不符合上市标准后,将在10个工作日内通知该公司。接到通知后的10个工作日以内,公司与交易所联系,作出是否在45日内提交最迟在18个月内重新达到上市标准的整改计划的表示。如不提交,即立即停牌。

(2) 复核阶段。若整改计划未通过交易所审查,则立刻停牌;如通过审查,则开始实施。18个月内,交易所每3个月会对公司的情况进行审核。如公司连续两个季度显示其充分具备上市条件,可提前结束其整改期。其间若未达到计划规定的进度标准,或18个月的整改期结束,公司仍不符合上市标准,则交易所作出终止其上市的决定。

(3) 退市后阶段。经SEC批准,终止上市的公司可选择是否继续在场外交易场所进行交易。

2. 纳斯达克强制性退市程序^②。类似于纽交所,纳斯达克的强制性退市制度亦可分为初步确认、复核和退市后三个阶段。

(1) 初步确认阶段。当纳斯达克上市资格审查部确认某一上市公司不符合持续上市条件时,将会告知该公司。若上市公司接受该决定,则其立即生效。

(2) 复核阶段。若上市公司不接受退市决定,则可在退市决定做出后的7日内,向纳斯达克听证委员会提出聆讯申请并要求复审。聆讯会将在接到聆讯申请的45日内举行,并得出裁决结果。若公司对裁决结果有异议,可在15日以内向纳斯达克上市与聆讯审查委员会提出复议申请,委员会将在45日以内进行复审。若公司对复审结果仍有异议,最终可以上诉到纳斯达克董事会,一旦纳斯达克董事会作出终止上市的决定,该公司的上市行为将被即刻终止。

(3) 退市后阶段。退市后的公司大部分进入场外柜台交易系统(OTCBB市场)交易,而不符合OTCBB相关交易标准的公司将被要求退至要求更低的粉单市场交易或者不再交易。

(三) 香港强制性退市流程^③

1. 香港主板强制性退市流程。香港交易所规定,当交易所认为上市公司或其业务不适合上市时,将刊发公告,要求该上市公司在限期内作出补救。若补救措施得当,则实施暂停上市;反之则终止上市。

2. 香港创业板强制性退市流程。香港交易所规定,当交易所决定对某家上市公司行使除牌权利时,会及时发出通知,并要求其在规定时限内进行补救或提交补救计划。若补救计划得到认可,则酌情延长期限,否则当期限届满时,交易所将即刻终止其上市地位。

(四) 强制性退市程序的比较与分析

从强制退市程序来看,我国的复核、准退市和退市后阶段已初具模式,各阶段的衔接也比较紧密,既为不接受暂停上市或终止上市决议的公司提供了合法的申诉渠道,也明确了终止上市公司的去向。新增加的“退市整理期”还能为投资者在公司退市前提供必要的交易机会。

与我国大陆的强制性退市程序相比较,港交所的退市程序描述比较笼统,直观上能借鉴的内容不多。但美国强制性退市程序的制定则比较缜密。^[5]纽交所或纳斯达克的强制性退市程序均可大致分为初步确认、复核和退市后三个阶段,各阶段承上启下,条理清晰,说明细致。特别是复核部分,纽交所对上市公司整改计划的提交、实施、监督自成一套完备的体系,而纳斯达克则是在逐级上诉的流程方面作了详细的说明,充分保

① 整理自纽交所《上市公司守则》(Listed Company Manual)第802.03条款

② 整理自纳斯达克上市规则5800系列

③ 整理自《综合主板上市规则之声明》6.10和《综合创业板上市规则之声明》9.14-9.18条款

障了退市的公正性和准确性,值得我国借鉴。

三、关于完善强制性退市制度的建议

经过 2012、2014 年的两次修订,我国大陆的上市规则在借鉴、吸收西方先进经验,改良强制性退市制度中已取得一定成效。从数量标准多元化的搭建,到非数量标准可操作性的增强,再到退市程序三个阶段的明确,我国大陆资本市场的强制性退市制度已初具体系,并逐渐形成与自身情况相适应的模式。但尽管如此,现行的强制性退市制度仍存在可以继续完善的空间。

(一) 细化完善“重大信息披露违法违规”条款

新增的“重大信息披露违法违规”条款还存在一些不便于实务操作的问题:一是“重大信息披露违法违规”的程度判定。现行的强制性退市制度没有提供具体的认定标准。认定标准的缺乏,会增加相关部门的制度执行难度。因此,笔者认为应设计一套可行的判定标准,可从财务数据虚假程度、波及的人群和地区范围等方面入手,划分违规行为的程度。二是“信息披露违法违规”的时间效力还需明确。新规定是否适用于在新规推行前已经存在信息披露违法违规情况的公司,即对于“新规是否处理旧账”的正面回答有利于新政的顺利推行。

(二) 设置灵活的整改期限并建立科学的申诉体系

现行的强制性退市制度在暂停和终止上市之间存在的“整改期”可能会给投机者提供扰乱市场的可乘之机,进而损害退市制度引导理性投资的进程。如何既有效地防止投机行为,又不因“错案”而侵害上市公司的合法权益,“整改期”的相关安排还需要进一步的优化。^[6]如前文所述,美国和香港均没有将暂停到终止上市的期间固定化:参照纽交所,对于不符合上市标准的公司,虽可使用为期 18 月的整改期,但每 3 个月会由交易所审核公司的整改进程,依具体情况,公司既可能提前恢复上市,也可能提前终止上市,较我国固化的一年整改时间更为灵活,投机者也较难插足。再参照纳斯达克的逐级上诉体系,其合理高效的方式能有效维护上市公司的合法权益。因此,我国可以整合纽交所和纳斯达克的经验,设置灵活的整改期限并建立科学的申诉体系。

(三) 提高数量标准实用性,增加非数量标准内容充实度

强制性退市制度中某些数量标准的实用性有待提高。以“经审计的净利润为负值”为例,由于该指标并未剔除非经常性损益,上市公司可通过非经常性损益扭亏为盈,规避退市。因此在财务指标方面,可参照纽交所,设立持续经营业务利润和现金流量指标,强化数量标准对公司财务状况的判断能力,增强实用性。

此外,我国大陆非数量化标准的内容和框架制定还可以借鉴纳斯达克 5600 系列中的质量要求系列条款,细化非数量标准涉及的内容,强化其对数量标准的补充作用,真正实现数量和数量标准相辅相成、共同约束的效力。

参考文献:

- [1]李自然,成思危.完善我国上市公司的退市制度[J].金融研究,2006(11):17-32.
- [2]冯科,李钊.中外退市制度比较分析[J].首都师范大学学报,2014(5):71-79.
- [3]丁丁,侯凤坤.上市公司退市制度改革:问题、政策与展望[J].社会科学,2014(1):109-117.
- [4]孙巧芬.我国上市公司退市制度研究[D].广州:暨南大学,2010.
- [5]余路遥.我国上市公司退市制度研究[D].北京:北京交通大学,2013.
- [6]冯芸.上市公司退市制度实施效果的实证分析[J].财经研究,2009(1):133-143.

(下转第 57 页)

[12] 陈超, 邹滢. SPSS 常用功能与应用实例精讲 [M]. 北京: 电子工业出版社, 2009.

[13] 李强, 任志远. 基于 Logistic 回归分析的土地利用变化空间统计与模拟 [J]. 统计与信息论坛, 2012, 27 (3): 98 - 103.

Research on Rural Microfinance Demand

—Based on the 239 questionnaires survey data

GUI Yang, SHEN Qi, JIANG Yao

(School of Economics, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China)

Abstract: Rural microfinance problem have an effect on the development of rural finance and it is also an important part of the party central committee to carry out the policy of agriculture, rural areas and farmers. Based on the 239 questionnaires survey data of representative villages and departments of the economic and technological development zone in Qujing city, Yunnan province, by using the binary logistic regress model, this paper made an empirical analysis about the effect factors of rural microfinance demand. The results show that the current rural microfinance development has main problems such as lack of effective guarantee, loans formalities complexity. The shortage of funds, the difficulty of application for credit, the timeliness of issuing, the method of repayment and the quality of service have extremely significant effect on microfinance demand. For these problems, the corresponding suggestions contain improving the mechanism of the coinsurance group between farmers and strengthening the loan officer team construction, etc.

Key words: rural finance; microfinance; supply and demand of credit; binary logistic regression

(责任编辑: 张秋虹)

(上接第8页)

Study on the Compulsory Delisting Mechanism of the Capital Market in Mainland China

ZHANG Lishang, RAN Xiaoqi

(Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan 611130, China)

Abstract: A reasonable and comprehensive delisting mechanism is the cornerstone that guarantees the benign development of capital market and as an error correction mechanism, compulsory delisting system plays a key role. Hence, focusing on the compulsory delisting system's shortage of the capital market in China mainland, exploring the optimization space has far-reaching significance for promoting the development of capital market in China. Based on the compulsory delisting system of the capital market in China mainland, this paper combed the results which has been made in the process of optimization; by comparing compulsory delisting system of the capital market at home and abroad, it analyzed and summarized the differences between them, explored its shortcomings and optimization space; then this paper put forward some suggestions: refine and improve the "significant information disclosure violation" clause, set a deadline for flexible rectification and establish a scientific system of complaint, enhance the practicality of quantitative standards and increase the content enrichment degree of quality standards.

Key words: compulsory delisting; system comparison; system optimization

(责任编辑: 张秋虹)