

doi:10.3969/j.issn.1672-4348.2015.05.011

释放红利的退市制度设计

王崇能

(福建工程学院 法学院, 福建 福州 350118)

摘要:我国目前的退市制度存在结构不完整、退市标准不合理、投资者保护缺失以及退市程序不正当等问题,应当在保护投资者利益、三公原则、宽进严出及提供周全便捷的法律救济的指导思想下,对退市结构、退市标准、重新上市、投资者利益保护以及退市程序予以完善。

关键词:上市公司; 退市; 退市标准; 退市制度

中图分类号: F830.91

文献标志码: A

文章编号: 1672-4348(2015)05-0456-06

The design on released dividends delisting system

Wang Congneng

(Law School, Fujian University of Technology, Fuzhou 350118, China)

Abstract: The delisting system in the Chinese stock market is discussed. Deficiencies in current Chinese delisting system are detailed, including imperfect delisting structure, unreasonable delisting criteria, lack of investor protection and improper delisting process. The guidelines of improving the delisting system are proposed, which cover protecting investors' benefits, three-impartiality principle, easy-entry and strict-exit and provision of comprehensive and convenient legal relief. Measures on upgrading the delisting structure, delisting criteria, relisting and investors' interest protection are advanced.

Keywords: listed company; delisting; delisting criterium; delisting system

我国新兴加转轨的资本市场发展缘何举步维艰,就其制度设计本身而言,恐怕症结在于严苛的上市审核制度及宽松的退市制度,导致企业陷入上市时难退也难的进退两难的困局。据统计,自2001年4月23日PT水仙首例宣告退市以来,截止2015年3月3日,沪深两市累计共有91家公司退市,^[1]而两市共有2702家上市公司,退市比率为3.4%,近乎“有进无退”。针对这一制度困局,国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》决定从源头上推进股票发行注册制改革,逐步将股票发行由审核制转为注册制。退市制度的设计也开始深化改革,以便使两者匹配

运行。在我国《证券法》紧锣密鼓进行修改之际,释放改革红利的退市制度设计尤其关键。本文拟从我国目前退市制度存在的问题出发,以注册制改革为背景,以保护投资者利益为着眼点,探讨我国退市制度立法指导思想的确定、退市标准的完善及配套制度的构建。

一、我国现行退市制度存在的问题

退市,又称“终止上市”“撤回上市”“摘牌”或“下市”,是指上市公司股票因种种原因不再在特定的证券交易所挂牌,从而退出特定证券交易所的一种法律行为。^[2]

收稿日期: 2015-05-16

基金项目: 福建工程学院法学院社会科学科研项目(201408)

作者简介: 王崇能(1970-),男,福建莆田人,副教授,博士研究生,研究方向:民商法(公司法、证券法方向)。

我国资本市场建立以来,迄今为止只有91家公司退市。依退市的主观原因区分,被动退市的有52家(退市原因为发生亏损、未按规定公开财务状况及审计意见为否者均属于此类),主动退市的有39家。所有退市均由相应的证券交易所决定后实施。此种退市实践表明我国资本市场进多退少,并未形成有进有退、进退有序的市场秩序。

我国现行退市制度由《证券法》、中国证监会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(下称“若干意见”)以及有关证券交易所的自律性规范所构成。考察我国现行退市制度,仍明显存在以下缺陷。

1. 明显的结构缺陷

就退市制度结构层面看,我国证券法目前只规定了被动退市,而对主动退市未作规定,存在明显的结构缺陷。退市固然以上市公司不再具备上市条件而被迫退出为主,但是上市公司主动退市也日益增多。融资及投资均属于私法行为,当事人意思自治原则应当得到确认和保护。虽然“若干意见”及沪深两市股票上市规则中规定了以退市为目的的回购、收购、股东大会决议退市等七种主动退市情形,但退市制度毕竟属于资本市场重要的基础性制度,完全将其内容交由行政规章或证券交易所股票上市规则进行规制,不符合《立法法》第八条所规定的只能制定法律的规定。

2. 退市标准疏漏多

就具体的退市标准而言,虽然目前的退市标准与之前的标准相比较而言有不少增加,退市标准呈现出市场化、多元化的特征,但仍存有诸多疏漏,离完善化依旧相差甚远。例如,股权分布缺乏最低股东人数要求,导致上市公司股权分布容易触及该退市红线,甚至刚上市的公司如京威股份(股票代码:002662)就曾因此标准面临退市的制度尴尬。^[3]上市公司连续四年亏损的退市标准,可以为具体公司通过亏损两年微利一年或三年亏损一年盈利的财务安排轻易规避,股市上因此出现了一批“不死鸟”,典型的如ST星美(股票代码000892)。至于公司欺诈发行、欺诈维持上市、多年不分红以及发生重大违法犯罪行为,这些本应令公司退市的情形却未被列为退市标准,导致资本市场良莠并存、熊长牛短,难以实现优胜劣汰和健康发展。

3. 退市之后交易困难

沪深两市的股票上市规则中均明确规定,公司终止上市后,应选择并申请将其股票转入全国性的场外交易市场(全国中小企业股份转让系统)或其他符合条件的区域性场外交易市场。但在目前,全国性场外交易市场与证券交易所之间双向流动少,区域性场外交易市场各自分割,没有互动。不少退市公司索性一退了之,根本不转入场外交易市场。这导致投资者难以转让退市股份,股权流动受阻。

4. 投资者利益保护严重不足

我国目前的证券市场,重融资轻回报,对投资者保护极不周全。虚假陈述、发行欺诈、内幕交易、欺诈客户、操纵市场、大股东压榨中小股东甚至掏空上市公司等严重违法行为比比皆是,而*ST长油退市甚至引发该公司诸多股民关于恶意退市的质疑。^[4]尽管我国《证券法》对虚假陈述、内幕交易、操纵市场、欺诈客户的行为赋予受害人向行为人主张民事损害赔偿的权利,但是由于该法对证券违法行为重行政处罚和刑事处理,导致司法环节阻碍限制民事诉讼。对于证券纠纷案件,我国法院目前仅受理因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件,并且以该虚假陈述已受行政处罚或刑事处罚为前置条件。大量的证券民事赔偿纠纷仍被我国法院拒之门外,致使投资者有权投资、无法维权,成为法治社会的一大怪事。

5. 缺乏正当程序

证券交易所决定上市公司退市,没有举行听证,给予企业申辩权,更遑论听取中小股东的意见。退市决定由证券交易所一锤定音,未提供救济渠道。虽然《证券法》第62条规定对退市决定不服的可以申请复核,但是受理复核和作出复核决定的仍然是同一个证券交易所,因此,退市如有异议依旧没有得到实质救济。证券交易所在退市程序中集当事人与裁判者于一身,上市公司或中小股东对退市异议无司法救济途径,导致退市事实上由证券交易所“独裁”,有违正当程序。

退市制度存在严重问题,阻碍着我国资本市场的健康发展,呼唤着改革以释放制度红利。

二、退市制度的立法指导思想

退市制度改革困难重重,若要改革到位,“止于至善”,宜践行以下指导思想。

1. 投资者保护至上原则

皮之不存,毛将焉附。建立、巩固和发展资本市场,必须以投资者保护为核心。在退市环节,退市标准应围绕投资者利益保护的理念进行设计,杜绝融资欺诈,打击各种不法行为,为投资者提供便捷及经济的法律救济。一方面,投资者可以顺畅地追究不法融资者的民事损害赔偿赔偿责任,另一方面,不法融资者需对其不法行为付出惨重的代价,使之不敢违法、不能违法。

2. “公平公开公正”原则

退市制度也要贯彻“公平公开公正”原则,退市标准的设置和取舍要公平公正,不能宽松,但也不能过于严苛,矫枉过正。否则,融资者由于融资门槛高不可攀而只能望市兴叹,而投资者因资本市场缺乏融资也必然投资无门。利益保护的过度设计反将成为投资者利益获取的枷锁,导致资本市场投融资双方两败俱伤。在退市程序上,也要公平公正,整个过程要公开透明。

3. 宽进严出原则

注册制下证券发行是公司固有的自治权利,证券监管部门只对发行文件进行形式审查,不作实质审核,发行人在监管部门审查无异议或其异议经解释或补正后即可发行证券。因此,资本市场的“进口”变宽,将有大量企业上市发行证券募集资金,其质量必然良莠不齐。只有实行严格的优胜劣汰制,才能使得资本市场吐纳有度、健康发展。严格的退市制度遂成为与宽松的入市制度相互配套的不二选择。退市制度的设计理念要奉行从买者当心转变成让卖者小心的原则,通过严格的退市标准,为资本市场设置一个“筛选器”,不断将绩差股和违法融资者淘汰出市,实现宽进严出、进出有序的良性循环。

4. 周全便捷的法律救济

美国资本市场向全世界开放,全世界的融资者都可以赴美融资。但是,融资者若有任何欺诈或其他不法行为,则周全便捷的法律救济会让其付出沉重的代价。^[5]这也是中国概念股在美国纷纷私有化下市的重要原因所在。在新一轮《证券法》修改中,我国应完善证券违法的法律救济,在立法上对证券违法民事损害赔偿作出周全及操作性强的规定,在司法上敞开证券诉讼的大门,赋予投资者周全便捷的救济权利,使投资者可以凭借证券民事诉讼来维权,并通过投资者依法维权来

净化资本市场,将不合格的融资者清退出场。

三、退市制度的具体设计

针对我国退市制度存在的问题,笔者认为释放红利的退市制度应当做如下设计:

1. 增设主动退市制度

主动退市是指上市公司基于自身利益的判断撤回上市、转换交易场所或回购股份、股东(含实际控制人)或第三人的收购等原因而主动退出资本市场的行为。在股票发行注册制背景下,发行股票是公司固有的权利。基于意思自治原则,发行人也可以依其利益判断主动退市。由于股东(含实际控制人)或第三人的收购等原因,也可导致上市公司因不符合持续上市条件而主动退市。

上市公司本身主动退市,应经股东大会决议多数表决通过,再向证券交易所提出申请并接受审查。该退市申请在少数股东利益得到合理保护的情况下,应予许可。对于因股东或实际控制人收购导致的主动退市,由于不存在其他股东的表意,在退市申请批准上,应重点审查非表意股东的利益是否得到妥当的保护。而对于因第三方收购导致的退市,应当根据反垄断法、反不正当竞争法等法规进行审查,避免存在损害投资者利益以及危害国家经济安全或出现行业垄断的情形。

2. 具体退市标准的完善

(1) 完善股权分布标准

股权分布是股票流动性的基础。如果股权高度集中,将导致股票低流动率并丧失继续挂牌的意义,因此应当予以退市处理。我国《证券法》为了维持股票的流动性,规定了公开发行股份占公司股本总额的最低比例。我国1993年制定的《公司法》第152条还规定了“千人千股”(“持有股票面值达人民币一千元以上的股东人数不少于一千人”)的标准,但该规定在2005年《公司法》及《证券法》联动修改时被取消。从实践来看,《证券法》有必要恢复人数标准的规定,并在退市标准中增加人数规定的指标,两者人数标准可以不同,宜前高后低。由于“千人千股”有利于股权分布和股票合理发行价的确定,笔者认为,宜恢复甚至大幅度地提高公司股票上市时“千人千股”的股权分布规定,使上市公司真正成为社会公众的“公司”;而股东人数低于200人时因不符合《证券法》“公开发行”的界定,当以之作为退市的人

数标准。

(2)淡化连续三年亏损的退市标准。亏损的退市标准因较易为财务报表重组所规避而备受诟病。企业盈亏的原因是多方面因素造成的,有企业外部的市场环境,有企业处于成长期,有企业自身经营管理不善等等。

而且,亏损也有一般性亏损和重大性亏损之分,其对企业经营发展的影响显然不可同日而语。有学者提出,香港上市公司被强制退市的所有原因中并没有包括“因最近三年连续亏损”而需摘牌,内地值得参考借鉴。^[6]综合考量,笔者认为,对于连续三年亏损的退市标准应改为“连续三年发生重大亏损”,这样既不会使企业纠结于并不伤筋动骨的亏损而影响其融资发展,也不会产生严重亏损的上市公司通过财务报表重组而逃避淘汰出局的结果,宽严适中,较好平衡保护了投资者和融资者双方的利益。

(3)确立欺诈上市与欺诈规避退市标准

证券市场应当如同海上保险市场一样,确立起最大诚信的市场基础规则。股票买卖实质上是一种信息买卖。社会公众无法实地考察发行人的各种实况,仅能凭借发行人的信息披露来判断和选择股票买卖,进行投资。因此,融资者应以最大诚信之原则充分对有关信息进行完整、真实、准确、及时的披露,不得有任何隐瞒和弄虚作假。对于凭信息欺诈上市和信息欺诈维持上市,一经发现即勒令退市。因为欺诈行为破坏了市场的基础,属于对资本市场源头的破坏和污染,因此对此必须保持零容忍。我国资本市场自建立以来,上市公司各类造假层出不穷,原因就在于未确立欺诈退市的标准。例如,万福生科凭借造假得来的财务数据取得了IPO资格,造假行为贯穿了公司IPO的全过程。^[7]而南纺股份连续5年虚构利润从而瞒天过海,逃过了因连亏四年而应退市的“劫难”。《证券法》再次修改之际,只有亡羊补牢,确立欺诈退市的标准,才能促进资本市场的健康发展。

(4)增加“连续5年不分红”的退市标准

我国资本市场多年来萎靡不振,重要的原因是融资者“重融资轻回报”,甚至把上市当作无本万利的买卖。公司若非连亏4年退市,则表明其经营实现利润,具备分红条件,理应分红。因此,如果公司连续5年不分红,则背离了融资与回报

一致性的原理,只有将此类“铁公鸡”融资者剔除出资本市场,才能激浊扬清,维持市场的良性循环和发展。

(5)增加“重大违法犯罪行为”的退市兜底条款规定

公司发生重大违法犯罪行为,后果严重影响恶劣的,理应勒令退市。作为退市的兜底条款,其执行宜严格掌握,证券交易所若以此勒令公司退市,做出决定前应向证监会报告,经证监会同意后再做出退市的决定并实施。公司擅自改变募集资金用途、生产销售伪劣商品、走私、偷逃税款、洗钱、严重污染环境等重大违法犯罪行为,应根据其具体情节、危害后果而决定是否予以退市。

对于具体退市标准顶层设计问题,有学者认为应取消《证券法》中关于退市标准及规则的规定,改由授权并由交易所在其上市规则中予以明确规范。^[8]笔者认为,固然证券上市是一种契约行为,《证券法》也将上市和退市决定权赋予交易所行使,但是退市标准及整个退市制度属于证券法中的强制性规定,构成证券市场基础性制度,事关证券市场的基本运行秩序,事关融资者与投资者权益质的规范及度的平衡。而《证券法》本身也渗透着浓郁的公法因素,^[9]规范着证券交易所的组织 and 行为,因此可以适度赋予交易所退市标准的补充规定权。但将包括退市标准在内的整个退市制度交由证券上市民事法律关系中的一方主体去自由规定,有悖于我国《立法法》第八条金融的基本制度只能制定法律的规定,在理论和逻辑上也是欠妥的。法律和上市规则有着质的不同,不能互相取代。我国再次修改证券法时,应当由立法确定统一的基本退市标准,但可沿用目前“补充授权”的立法例,授权证券交易所根据具体的交易板块的不同而对退市标准作差异化的补充规定。

3. 退市制度中投资者保护的安排

退市标准的科学确立本身就是对投资者利益的最好保护。除此之外,保护投资者在退市过程中的利益,尚应做如下安排。

(1)建立多层次相互衔接、可顺畅转换的资本市场

我国目前的资本市场由主板市场、二板市场、三板市场及区域性股权交易市场组成。上述四个层次的资本市场应当建立为由高到低、进入条件

由严到宽、可顺畅转换、无缝式对接的资本市场体系。企业进入资本市场,《证券法》应从立法上鼓励其从进入区域性产权交易市场、三板市场开始,再逐步进入二板市场或主板市场。反之,企业退市,则从主板市场或二板市场退到三板市场,再从三板市场退到区域性股权交易市场。如此层次分明、相互衔接、可顺畅转换的资本市场,投资价值及风险也同样层次分明,有利于投资者根据个体投资偏好及特长进行选择投资,也有利于上市公司退市时投资者通过这些市场转让其股权,尽可能减少其损失,还可以解决目前资本市场上不正常的“三高”及“壳资源”的炒作问题,鼓励企业诚信经营,敬畏市场,自觉回报投资者。

(2) 明确退市公司重新上市的标准及程序

退市公司在经营业绩得到改善后,有权重新上市。对于退市公司重新上市的标准和程序,在理论上存在三种不同方案。一是重新上市标准和程序要严于IPO标准,理由是退市公司已经有过经营不善而退市的“前科”,因此应严格对待;二是重新上市标准和程序与IPO标准相同,平等对待;三是重新上市标准和程序低于IPO标准,宽松对待。我国目前沪深两市规定的退市公司重新上市的标准基本相同,严于IPO标准。笔者认为,退市公司重新上市的标准应当与IPO标准一视同仁,从严要求是歧视,从宽放行是不当的反向激励,均不可取。至于重新上市的程序,则可以根据退市公司与IPO公司的不同,量身定做一套退市公司重新上市的程序,这也是沪深两市目前的实践,无可厚非。

(3) 健全证券民事损害赔偿实体法与程序法制度

为重振资本市场,我国《证券法》在进一步修改时,必须改变立法导向,对证券违法行为的处理,除了借助于行政处罚和刑事处罚的手段外,在根本上应倚重于民事损害赔偿的处理机制。在《证券法》“法律责任”章节中,应大幅增加对投资者民事权益保护的各种规定,完善各种证券违法行为的民事损害赔偿制度及退市责任追究制度,赋予投资者对各种证券违法行为司法救济的权利。通过投资者的各种证券民事维权诉讼,净化资本市场,利用市场的力量来解决市场存在的问题,这既有利于维护投资者权益,也降低了国家证券市场干预的经济成本。

在证券民事诉讼形式上,应当允许投资者个人诉讼、共同诉讼甚至借鉴美国经验推出集团诉讼的制度。^[10]证券民事纠纷的诉讼一方当事人人数众多,存在着共同的事实、法律问题和诉求,但难以全部参加诉讼。采用集团诉讼的方式,将该方当事人群体作为一个诉讼集团,而不考虑其具体成员是否提起或明确表示参与诉讼的事实,诉讼的法律后果直接对该方当事人发生法律效力,如此行事可达到“一揽子”彻底解决民事纠纷的目的,带有明显的公共政策功能。对于放弃诉讼索赔的当事人,可以在一定时间内向受理集团诉讼的法院明确表示选择退出诉讼。集团诉讼既可以高效解决证券群体纠纷,也能对资本市场融资者违法违规行为起到震慑预防作用。

4. 退市程序设定

我国目前《证券法》对退市程序并未作出规定,而是由证券交易所在其上市规则中自行规范。沪深两市的退市程序基本相同,均规定由证券交易所上市委员会对股票终止上市事宜进行审议并形成审核意见,证券交易所根据上市委员会的审核意见,作出是否终止股票上市的决定。证券交易所作出终止股票上市的决定后通知公司并发布相关公告,同时报中国证监会备案。公司对终止上市决定不服的,可向交易所申请复核,由交易所复核委员会作出是否维持终止上市的决定。该决定为终局决定。

从实体法角度看,证券交易所作为上市协议的一方当事人让上市公司退市,该行为等于是解除合同的行为。当事人对于解除合同如有异议,我国《合同法》第九十六条明确规定其可请求人民法院或者仲裁机构确认解除合同的效力,沪深两市退市规则规定其作出的退市决定为终局决定,剥夺了上市公司的救济权,明显违法。

从程序公正来看,在退市程序中,证券交易所既是上市协议的一方当事人,又是退市一锤定音的决定者,充当“运动员”及“裁判员”双重角色,显然有悖于正当程序原则。正当程序要求由中立的第三方在公平、公开、各方意见得到充分陈述的情况下对争议作出裁决。考虑到《证券法》赋予证券交易所自律监管的职能,证券交易所自律监管具有贴近市场、效率性高、反应迅速、灵活性强、成本低、贯彻性好、合理性高等优势,^[11]退市可以由证券交易所做出决定。但是,证券交易所应成

立有别于上市委员会的退市委员会,负责处理退市事宜。证券交易所在做出退市决定之前,应当通知上市公司并对社会作出公告,给予上市公司陈述申辩以及上市公司中小股东抗辩的权利。在上市公司或其累计股份占总数一定比例(例如10%)的中小股东的要求下,证券交易所应当对退市组织听证,听取上市公司的陈述申辩以及中小股东的抗辩,之后再作出是否退市的决定。对退市决定不服的,可向中国证监会申请退市复议或直接向人民法院提起退市诉讼,由第三方对是

否维持退市作出终局决定,废止由证券交易所对自己作出的退市决定进行复核的制度设计。

退市制度与上市制度一样都是《证券法》的重要组成部分,厚此薄彼的立法实践导致我国资本市场发展备受制度设计缺陷本身的严重束缚。只有以保护投资者利益为核心,确立科学合理的退市标准及建立健全相应的退市制度,才能释放出改革的红利,使得我国资本市场进退有序,实现良性循环和蓬勃发展。

参考文献:

- [1] 上海证券交易所:市场数据? 终止上市公司[EB/OL]. (2015-03-03), <http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/name/?type=5>;深圳证券交易所:市场数据? 终止上市公司[EB/OL], (2015-03-03), <http://www.szse.cn/main/marketdata/jypz/ztzzssgs/>.
- [2] 李东方. 上市公司监管论[M]. 北京:中国政法大学出版社,2013:533.
- [3] 彭冰. 京威股份退市风波分析[J]. 证券法苑,2012(8):628-648.
- [4] 吴黎华,钟源. 上市17年净亏56亿元 市场“恶意退市” *ST长油敲响央企退市警钟[N]. 经济参考报,2014-04-14(3).
- [5] 路易斯·罗思,乔尔·赛里格曼. 美国证券监管法基础[M]. 张路,译. 北京:法律出版社,2008:839.
- [6] 连达鹏. 香港上市公司被强制退市的退市机制研究[J]. 金融法苑,2008(4):179-197.
- [7] 桂浩明. 万福生科的罪与罚[J]. 中国金融,2013(12):63-64.
- [8] 邱永红. 我国上市公司退市法律制度的历史变迁与演进实证研究——兼论《证券法》相关规定的修改和完善[C]//中国证券法学研究会2014年年会论文集. 北京:中国证券法学会,2014:340-378.
- [9] 刘俊海. 现代证券法[M]. 北京:法律出版社,2011:3.
- [10] 理查德·D. 弗里尔. 美国民事诉讼法[M]. 张利民,孙国平,赵艳敏,译. 北京:商务印书馆,2013:885.
- [11] 叶林. 证券法教程[M]. 北京:法律出版社,2010:103.

(责任编辑:许秀清)