

上市公司“面值退市”制度的 实证分析

华东政法大学课题组*

摘要:以维持最低成交价格为特点的“面值标准”作为一项可被量化的客观指标已经成为美国资本市场习以为常的主要退市标准。但反观我国,在“市场化退市”的热点下,以“1元股价”为度量的“面值退市”在我国资本市场仍属于“新鲜事物”,上市公司、股民对该制度实施意义的认识并不充分,实践中也出现了不少试图为了避免触发面值退市标准而采取的规避行动,由此带来了这些公司在因面值标准而被市场出清过程中可能出现的“维持上市资格合理性”的争议。有鉴于此,本文在回溯“中心化”证券交易所的经济意义、“有进有退”的市场规律、美国证券市场低价股改革的历史和效果的基础上,通过数据化的方式刻画出我国现有“面值退市”案例的市场全景和个股交易特点,并通过对本公司股价走势特点的观察,以期对我国现有面值退市规则的运行情况进行一番市场的回溯与

* 本文为2020年上证联合研究计划法制系列专项课题“上市公司‘面值退市’制度的实证分析”的最终成果,出版时有删减。课题执笔人:郑彧、刘凤元、伍坚。

阶段性总结。

关键词:上市公司 面值退市 实证分析

一、引言

以维持最低成交价格(the minimum bid price)为特点的“面值标准”作为一项可被量化的客观指标已经成为美国资本市场习以为常的主要退市标准。无论是证券交易所、上市公司对于该等标准的退市要求、退市程序和救济手段都已“习惯成自然”,并且在实施中也都能够坦然面对。但反观我国,在“市场化退市”的热点下,以“1元股价”为度量的“面值退市”在我国资本市场仍属于“新鲜事物”,上市公司、股民对该制度实施意义的认识并不充分,实践中也出现了不少试图为了避免触发面值退市标准而采取的规避行动,由此带来了这些公司在因面值标准而被市场出清过程中可能出现的“维持上市资格合理性”的争议,中间还可能夹杂着在维持股价过程中出现的操纵市场、内幕交易等诸多损害中小投资者利益的违法活动问题。有鉴于此,本文在回溯“中心化”证券交易所的经济意义、“有进有退”的市场规律、美国证券市场低价股改革的历史和效果的基础上,通过数据化的方式刻画出我国现有“面值退市”案例的市场全景和个股交易特点,并通过对样本公司股价走势特点的观察,以期对我国现有面值退市规则的运行情况进行一番市场的回溯与阶段性总结。

二、“面值退市”制度的制度溯源

(一)美国“面值退市”制度的来源

美国证券市场的“面值退市”制度在本质上起源于美国国会和SEC对于股票市场上有关低价股(penny stock)日渐泛滥的欺诈行为所采取的立法及监管应对。在历史上,“低价股”的称谓可能真的“字如其名”,其指代了那些以极低价格,甚至低到不可能用最小的货币单位

价格(如1便士)进行报价或者交易的股份。^[1]

投资“低价股”的首个狂潮发生于20世纪80年代科罗拉多州的淘金热。当时的黄金矿工会向狂热的市场投资者出售并未有实质发现的矿产权益,由于这些矿产权益价值的不确定性,每份矿产权益份额的发行价格往往非常低,以吸引投资者的投机性购买。此后,随着全国性证券市场的兴起,低价股则成为不良证券经纪商的一个迅速获取不义之财的牟利工具,一些证券经纪商利用投资者“捡便宜”的心态向市场出售并不存在的资产或者属于人为操纵价格的证券,并通过在发行完成后“做空股票”的方式进一步从市场获利,涌现出了诸如“锅炉房”(boiler rooms)^[2]“高压销售”等损害投资者利益的欺诈行为。因此,在1929年股市崩盘后,美国联邦政府意识到有必要彻底改革证券监管和结束围绕着这些“便士股票”的无限制的投机活动,因为这些投机被认为是导致1929年股市崩盘的主要原因,而加强监管将有助于投资者避开那些低质量,无价值的股票,同时可以引导对于声誉更高公司股票的投资。

美国证券法上禁止低价股在公开市场上进行交易的原因在于,低价股欺诈频频发生与这类股票及其发行人本身的特点是密切相关的:发行低价股的公司往往是那些规模小并且股票价格与市场估值较低的公司。由于小公司的市场价值较低,其股价更容易被人为影响和控制,有利于欺诈者操纵市场,人为地制造出股价波动的可能。而相较于小公司而言,大公司因为受到市场更高的关注,其经营状况、财务状况往往受到社会各界尤其是经济类专业人士的关注,社会大众对于该公司的主要业务、产品也较为熟悉,因此大公司对外发出的公告的真实性与可信度会遭受更为严格的市场检验。而小公司由于规模小,受到的关注很少,其经营状况往往不对外公开,即便投资者对于其发布的公告心

[1] 由此隐含的低价股(便士股)的潜台词是报价价格已经低无可低,否则的话都已经无法存在对应交易价格的货币单位了,只能用最低货币单位的价格成交。

[2] 所谓“锅炉房”,是指在证券经济业务中,通过设立外拨呼叫中心以电话销售的方式推销有问题的投资产品(便士股票,私募或进行直接的股票欺诈)。在这个过程中,电话销售人员会使用不公平、不诚实的销售策略进行推销,经常采用伪造和未经核实的信息。该术语带有负面含义,通常用于暗示“高压销售”策略。

存疑虑,也没有办法通过其他渠道获得有关信息来进行判断,这就为欺诈者发布虚假消息提供了便利。

为了应对在低价股上的这些欺诈,1988年SEC成立了低价股工作组(penny stock task force),并在1989年8月通过了15c2-6规则(penny stock rule),以打击低价股欺诈行为。随后,基于“诚实,健康的证券发行一级市场和二级市场对于增强长期资本形成和资本增长至关重要”〔3〕的认识,作为《1934年证券交易法》第3(a)节的补充,美国国会于1990年通过了《低价股改革法案》(Penny Stock Reform Act of 1990,PSRA)以试图消除在低价股市场上对于公众投资者的欺诈。但《低价股改革法案》并没有直接定义何为“低价股”,只是在法定性地排除了那些在全国性证券交易所、授权的自动报价市场(最典型的如纳斯达克全国市场,以及后来为了满足避免陷入低价股定义的范围全新设立的OTCBB市场)以及投资公司所发行的证券产品作为“低价股”的可能,同时授权SEC可以制定规则来明确低价股的认定标准。随后,SEC通过了3a51-1规则,该规则除明确《低价股改革法案》的一些标准外,还首次明确了低于“5美元”的低价股的认定标准,同时要求所有从事低价股交易的证券交易一经纪商需遵守特定的披露规则,不得采取以强迫方式、高压方式或者骚扰方式销售低价股。随后SEC颁布了《低价股披露规则》,该等披露规则要求从事低价股交易的经纪交易商必须在完成任何销售之前向其客户提供有关低价股的性质和风险的某些信息。

尽管如此,仍如同“道高一尺 魔高一丈”般的监管博弈,市场上对于低价股规则也呈现新的规避趋势。其中,最为主要的手段是通过避免触及3a51-1规则中对于低价股的法定定义,来规避SEC在“低价股规则”中所作出的限制性规定。〔4〕例如,市场上会普遍采用“反向股票分割”(reverse stock split,即以合并股份方式减少股份数的“缩股”)的方式使标的公司股票价格上升至5美元以上;而另外一种途径就是

〔3〕 104 STAT.951.

〔4〕 See Kevin C. Bartels, Click Here to Buy the Next Microsoft: The Penny Stock Rules Online Microcap Fraud, and the Unwary Investor, Indiana Law Journal, Vol. 75, Issue 1 (Winter 2000), pp. 353-378.

通过在纽约证券交易所(NYSE)、全美证券交易商协会(NASDAQ)所组织的市场、美国证券交易所(AMEX)或者一些更低层级的区域性证券交易市场(以下简称合格的交易市场)的挂牌上市以自动获得对于适用“低价股”标准要求的豁免。

由此,随着大量的“低价股”涌入这些不受低价股规则限制的“合格的交易市场”,SEC和全美证券交易商协会、纽约证券交易所等自律组织也在反思“低价股”规则对于公众投资者的保护程度。1991年,NASDAQ率先在其小额资本市场(small cap market,SCM)上引入最小报价(the minimum bid price)规则,将最低股价1美元设定为SCM持续上市的必要标准(但仍保留有100万美元的公众市值+200万美元的净资产的可替代市场条件和净资产条件豁免标准),规定上市公司股价连续10个营业日(business days)内跌破1美元就属于未满足持续上市标准,由此可能触发退市程序,交易所将立即通知公司其股价不足的情况,若公司无法在特定期限内弥补此等不符点,将由交易所予以除牌(delisting),由此构成了如今中国所俗称的“面值退市规则”。

此后数年,随着NASDAQ在与NYSE的竞争中上市规模、上市数量、交易量方面的显著增长,参与NASDAQ市场的个人投资者也在不断增长,公众对NASDAQ上市公司的认识和期望也有所提高。这使NASDAQ认识到,必须保证市场的质量并加强对投资者的保护。^[5]在此背景下,1997年NASDAQ又对其全国市场(national market,NNM)与SCM的持续上市标准进行了修改,在将面值退市规则推广到整个交易所的同时,取消了前文所述的涉及公众持有市值与所有者权益的面值退市豁免规则。此次修改也细化了“恢复期”的股价规则,即在恢复期(90日)内只要有至少连续10个营业日每日股价都达到1美元以上就可符合恢复条件,标的公司可以避免因触发面值退市规则而被退市的风险。

2001年,纽约证券交易所也全面引入了面值退市规则,具体规定为若公司平均收盘价在连续30个交易日(30-trading-day)内均跌破1美元则触及持续上市标准。公司一旦被通知,则应在接下来第一个

[5] See Securities Exchange Act Release No. 38469 (April 9, 1997), 62 FR 17262.

年度股东大会日前或在接到通知后的6个月内恢复股价至1美元以上。而且,公司应在接到通知的10个营业日内通知交易所其具有恢复股价的意图,或是选择直接接受停牌及退市程序。若公司在补救期届满前,未达成连续30个交易日公司股价每日均高于1美元的治愈条件,则交易所将对其启动停牌与退市程序。^[6] 2001年纽交所面值退市规则与1997年NASDAQ规则的区别总的来说在于以下几方面:首先,纽交所的补救期为下一个年度股东大会日前或接到通知后的6个月内;再者,纽交所的治愈条件为连续30个交易日公司股价达到标准;最后,纽交所规定了公司应通知交易所其具有恢复股价意图的相关规定。但自此,广义上来说,1美元的面值退市规则已成为美国NASDAQ与纽交所的通用规则。

(二)我国“面值退市”的制度设计进程

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:(1)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;(2)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;(3)公司有重大违法行为;(4)公司最近3年连续亏损”;“上市公司有前条第(2)项、第(3)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(1)项、第(4)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”。但在《公司法》颁布之后长达7年的时间内,并没有一家已经符合《公司法》退市条件而应退市的上市公司被决定退市。

《公司法》将退市程序分为“暂停上市”与“终止上市”两个步骤。

[6] See Securities Exchange Act Release No. 42194 (December 10, 1999), 64 FR 69311.

实践中,中国证监会没有对已实施暂停上市的公司作出退市的决定,而是制定了《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。依据该规则,沪深两地证券交易所对当时已经存在连续3年亏损的ST农商社、ST双鹿、ST渝太白并暂停上市的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》,并且对PT水仙进行了退市处理,由此开启了新中国证券市场真正的“有进有出”之路。

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。^[7]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:(1)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;(2)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;(3)公司最近3年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利;(4)公司解散或者被宣告破产;(5)证券交易所上市规则规定的其他情形”。尽管如此,截至2014年年底,发展近30年的A股市场仍只有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(期间退市家数见图1)。^[8]

[7] 《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3章、第4章的有关规定,做出恢复上市或终止上市的决定。

[8] 参见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。

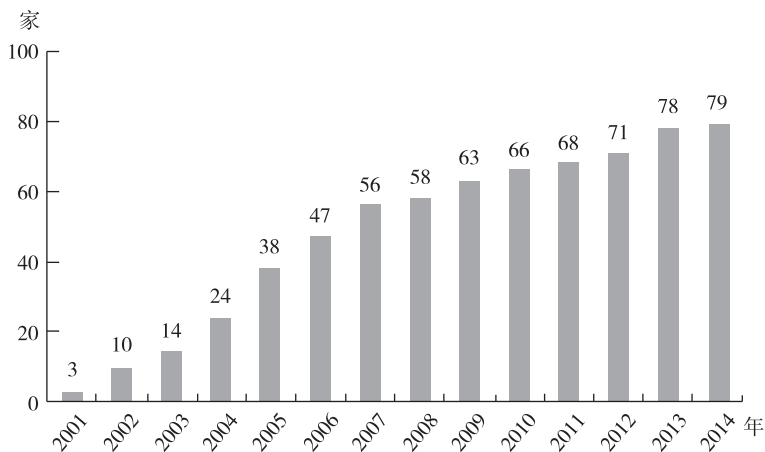


图1 2001~2014年退市家数汇总

资料来源: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。

表1 2001~2014年各年上市数与退市数比较

年份	上市数 (家)	退市数 (家)	上市公司数 (家)	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
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

续表

年份	上市数 (家)	退市数 (家)	上市公司数 (家)	上市/退市比	退市率 (%)
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

注:表中 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、当年上市家数而得。

2006 年 11 月 30 日,深交所发布《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》(以下简称《特别规定》)。该规定在原先主板退市制度的基础上,从上市公司财务、规范运作和市场交易三大方面增加了七种退市情形,其中在市场类指标方面,增加了“连续 20 个交易日内公司股票每日收盘价均低于面值,或者在 120 个交易日内累计成交量低于 300 万股”的可能退市情形,我国的面值退市规则首见于世。在此基础上,2011 年深交所启动创业板退市改革,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)》中再次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,由此“面值退市”的制度设计再次得以强调。

2012 年 6 月,在中国证监会的统一布置下,沪深两地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,引入了诸如“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,但均未涉及面值退市指标(其间曾有闽灿坤 B 一度

可能触发面值退市标准,但其通过缩股方式避免了最终退市的风险)。

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》,再次明确了“上市公司股票连续20个交易日(不含停牌交易日)每日股票收盘价均低于股票面值”的强制退市情形。为此,沪深两大交易所依据《退市意见》重新制定了梳理了上市公司退市规则,进一步明确“连续20个交易日(不包含公司股票停牌日)的每日股票收盘价均低于股票面值的股票”的退市规则。^[9]2018年,业绩巨亏、债务缠身的中弘股份成为跌破面值退市的首家上市公司。2019年8月19日深交所发布公告宣布*ST雏鹰终止上市,正式成为A股市场第二只“面值退市”股。整个2019年,*ST印纪、*ST鹏起、*ST大控等5只股票成为“面值退市”股。而截至2020年8月31日,2020年A股与B股市场已有18家上市公司摘牌或进入退市整理期,^[10]其中13家的退市原因均涉及面值退市指标。2020年12月31日,沪深两地证券交易所再次启动退市制度改革,在面值退市方面,将原来的“面值”提法改为“1元”标准,以更加符合市场实践。

三、“面值退市”制度的法律经济学解释:“市场出清”的逻辑基础

(一)以证券交易所为代表的场内交易市场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

以证券交易所为代表的统一证券市场的形成在很大程度上是为了降低交易成本而进行的制度创新,^[11]其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,从而帮助实现资本在不同的时间、地区和行业之间所进行的大范围转移,为资本资源的有效配置搭建了一个有效的、低成本的平台。在这个意义上,证

[9] 参见《上海证券交易所股票上市规则(2014年)》第14.3.1条第6项;《深圳证券交易所股票上市规则(2014年修订)》第14.4.1条第18项。

[10] 参见吕斌:《今年18家已退市公司都是谁》,载《法人》2020年第9期。

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

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组织的诞生。^[12]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交易场所进行一系列的市场交易行为。因此,“集中交易的证券交易所在时间与空间上的集中交易、降低信息费用等方面具有显著优势”^[13]

(二) 以证券交易所为代表的场内交易市场应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

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证券能够增加上市公司的知名度,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;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,无论是买、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,优质发行人有助于吸引更多的投资者关注证券交易所并投资于该等证券交易所上市的证券。这些因素使以集中交易为代表的证券市场注定了应该是一个为“精英企业”^[14]提供服务的市场。这些公司能够存在于以集中竞价为特点的证券市场,依靠的是其本身良好的业绩、成长性和其股票具有良好的流通性。只有让那些符合标准的发行人的证券在证券市场上从事交易才能促进有限的资金资源向这些企业的流动,才能推动金融资本有效地嫁接到产业资本,从而发挥资本平台为市场参与各方提供资源配置最优机会的功能。

(三) 场内交易市场不是一个可被无限扩张的市场

证券市场对于市场参与各方提供资源配置的效率仍然要取决于在特定证券市场从事交易可能带来的成本,这些成本大体上包括交易所自

[12] 参见施东晖:《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。

[13] See Donald C. Langevoort, *Information Technology and the Structure of Securities Regulation*, 98 Harv. L. Rev. 747 (1985).

[14] 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。

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从事证券交易监管的成本、市场参与者获取潜在交易对象信息的成本、投资者选择交易对象的机会成本、市场参与者投资失败的成本,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标,以集中交易为特征的证券交易所可服务的上市证券的数量必然不是无限量的。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,纳斯达克市场的退市公司数则高达7975家公司。^[15] 依据世界证券交易所联合会的(World Federation of Exchange, WFE)发布的年度数据显示,2007年至2018年10月,全球上市公司退市数量累计达21,280家,超过IPO数量累计值16,299家,美股市场更是超过七成公司退市,退市已成为一种常态化现象。“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。

由此,面值退市规则与可被量化的其他退市指标一样,其目的是通过一种对于交易行为和交易价值的判断考量作为集中化的证券交易所是否应该继续为标的证券提供集中化、竞价化交易的流动性支持机会,对于那些事实上不仅无法实现证券交易所集中竞价措施所要实现的“低成本”“高效率”的目标,而且还要有损于证券交易所的声誉、耗费监管成本的“绩差”证券,要坚决执行严格的“市场出清”纪律。

四、“面值退市”制度的境外实证分析——基于美国市场的研究

(一)美国主要证券市场的退市规则

1. 美国主要证券市场退市规则的特点

美国证券市场退市规则不由证券法或证券监管机构的部门规章规定,而是由各场内证券交易市场自行制定,但各个场内交易市场的退市标准往往与其上市规则和交易规则密切相关、紧密衔接。在退市标准的执行上,交易所被赋予了充分的裁量权和灵活性,以保证上市公司质量

[15] 参见郭雳:《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》(第12卷),法律出版社2014年版,第90页。

与维护投资者权益。一般而言,主流证券交易所退市(摘牌)标准被称为“维持上市标准”或“持续上市标准”,以此作为各个证券交易所初次上市条件的后续要求。通常而言,这些退市标准既包括了定性标准(qualitative requirements),也包括了定量标准(quantitative requirements)。

在定量标准方面,既包括是否拥有活跃交易的流动性标准(股东数量、公众持股量、交易量、市值、股价等),也包括一些合规性指标要求(收入、盈利、资产、股东权益等),是对财务指标和流动性指标的一定数量要求。

2. 美国主要证券交易所的退市程序

美国主要证券市场退市规则的一个特点就是退市的程序保障。当上市公司出现应当退市的情形时,通常是由交易所依据其上市规则和事先规定的程序对上市公司进行除牌(delist)处理。但与此同时,纽约证券交易所、纳斯达克市场在规定了应予摘牌退市的条件之外,在程序上,各个交易所通常都会给上市公司弥补不符合维持上市条件的机会。不仅如此,交易所在作出摘牌决定时会给予上市公司进行解释和申辩的机会。如果交易所认为上市公司申辩的理由合理,则有可能在出现应被除牌的情况下继续维持该公司的上市资格。

(二) 美国主要证券市场退市情况的实证分析

1. 美国主要证券市场的退市率的统计分析

根据 WRDS 数据的统计,在 1980~2017 年的统计期间,仍处于上市状态的公司 5424 家,占比 28%;已退市公司 14,183 家,占整个样本比的 72%。“高退市率”下的有效筛选机制是美国市场维持其上市公司质量的重要保证。而在 2010~2019 年的 10 年间,纽交所总体退市数量稳定在每年 140 家左右,市场上维持上市公司的数量也稳定在 2350 家;纳斯达克退市数量基本稳定在 222 家的平均数附近,但维持上市公司数量总体呈稳步上升趋势。

2. 美国主要证券市场退市类型的实证分析

在 2010~2019 年近 10 年的统计区间内,公司破产或者清算、面值不足以及资本、盈余或权益不足均为纳斯达克和纽交所两大交易所的前三大主要退市原因。近 10 年,纳斯达克股票交易所因破产或者清算退市的公司数量为 193 家,占总数的 29.56%,纽交所为 110 家,相应占比

为 29.97% ;纳斯达克因面值不足 1 美元最终退市(面值退市)的公司数量为 151 家,占总数的 23.12% ,纽交所相应为 67 家和 18.26% ;因资本、盈余或者权益不足的,纳斯达克有 88 家,占比为 13.48% ,纽交所相应为 61 家,占比 16.62% 。

在除主动退市外的被动退市原因中,因违反有关财务和流动性指标的定量标准而退市是强制退市的主要原因。以纳斯达克市场为例,在 2010~2019 年,因违反财务和流动性的定量指标导致退市总数为 542 家,占强制退市总数的比例高达 84.82% 。相比之下,因违反公司治理的定性指标而退市的公司数量和因纳斯达克行使退市酌处权而退市的公司数量仅为 49 家和 48 家,占比分别为 7.67% 和 7.51% 。在违反定性标准的 49 家公司中,其中 47 家是因逾期未提交文件、不缴费而被退市。

(三)美国主要证券市场“面值退市”效果的实证分析

1. “面值退市”的数据分析

(1)1990~2009 年“面值退市”数据分析

哈佛大学法学院教授 Jonathan Macey 对 1995~2005 年以来美国证券市场的退市情况进行了跟踪研究。文章提及除破产外,面值退市也是一个常被引用的一个主要退市原因(其中纳斯达克市场是最主要的原因,而纽交所是排位第二的退市原因)(见表 2)。

表 2 1999~2004 年纽交所和纳斯达克退市原因分类

	退市原因	公司总数(家)	年份					
			1999	2000	2001	2002	2003	2004
纽约 证券 交易 所		320	50	61	65	63	63	18
	面值原因	139	6	28	46	43	11	5
	市值原因	184	25	44	50	44	12	9
	破产、重组、清算	86	13	19	19	22	8	5
	SEC 除牌	12	3	1	3	1	1	3
	净资产或净收入指标	21	21	0	0	0	0	0

续表

	退市原因	公司总数 (家)	年 份					
			1999	2000	2001	2002	2003	2004
		纳斯达克	1607	440	240	390	280	193
	面值原因	771	257	97	218	109	83	7
	市值原因	129	0	4	3	8	95	19
	破产、重组、清算	229	31	36	79	48	19	16
	SEC 除牌	196	40	31	53	32	25	15
	净资产或净收入指标	637	190	95	138	133	65	16
	公众流动性不足	183	93	31	54	0	5	0
	公共利益	167	28	29	71	17	13	9
	做市商数量不足	78	40	15	23	0	0	0
	其他	194	57	26	34	11	56	10

2011年10月,美国夏威夷大学的 S. Ghon Rhee 教授和澳门大学的 Feng Wu 对于 1992~2009 年纳斯达克的 1 元最低报价维持标准进行了数据分析,发现纳斯达克市场因触发面值退市规则而退市的公司在全退市公司中的占比相当之高(见表 3、表 4)。

表 3 1992~2009 年纳斯达克市场退市原因分类

退市原因	退市数量(家)	占比(%)
做市商人数不足	48	
股东人数不足	34	2.61
价格低于标准(面值退市)	767	41.78
资本、盈余及/或权益不足	437	23.8
公众流动性不足	537	29.25
不符公司治理结构	13	0.71

表 4 1992 ~ 2009 年纳斯达克市场面值退市占比

年份	总退市数(家)	面值退市数(家)	占比(%)
1992	252	59	23.41
1993	88	21	23.86
1994	94	40	42.55
1995	113	43	38.05
1996	91	29	31.87
1997	122	38	31.15
1998	200	63	31.5
1999	224	98	43.75
2000	135	58	42.96
2001	185	144	77.84
2002	103	71	68.93
2003	68	41	60.29
2004	17	1	5.88
2005	33	15	45.45
2006	17	10	58.82
2007	2	0	0
2008	44	19	43.18
2009	48	17	35.42

(2) 基于 2010 ~ 2019 年 WRDS 数据的分析

作为交叉验证的方式,课题组使用了 WRDS 数据库,并以“delisting”为主题词,以“delisting code”作为分类依据重新检索和汇总了美国纳斯达克市场和纽约证券交易所 2010 ~ 2019 年退市原因的详情表,其中也验证了面值退市在所有非自愿性退市中占据主要原因的现象。

(3) EDGAR 检索数据的交叉验证

为了再次验证前述 WRDS 数据,我们又通过 SEC 官方的 EDGAR

检索系统,分别以“FORM 25 NSE”^[16]和“FORM 25”^[17]逐一检索了从2010年1月1日至2019年12月30日(样本期间)的全部退市报告。

①样本期间整体的退市原因分析

在样本期间,全美国市场总计有6626只证券产品退市,其中纽交所和纳斯达克市场的退市产品数量为6421只,占比达到了96.90%。而在全部退市产品中,真正依据证券交易所的规则被要求强制退市的产品数量只有651只,占比为10%。除去到期退市的4979只产品,在其余的1647只退市产品中,自愿退市占据996只(占比为60%),强制退市为651只(占比为40%),可见,在美国市场,发行人的主动退市比例程度很高,跟中国证券市场上发行人想方设法“保壳”的观念不太一样。

②样本期间强制退市原因的分类分析

在所有651家被证券交易所强制退市的公司中,依据证券交易所最低报价的维持上市规则(纽交所为其上市规则802.03,纳斯达克为其上市规则的5450、5550系列)而被退市的普通股(本课题所指之“面值退市”)为120家(见图2),占比约为18.43%。

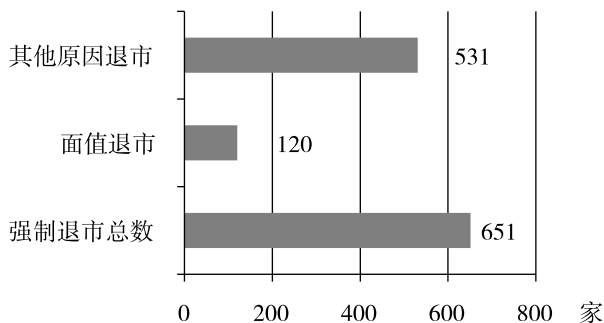


图2 2010~2019年美国证券市场面值退市数

在所有的面值退市数中,纽交所面值退市数为32家,占其样本期间总退市数的12.07%,纳斯达克面值退市数为88家,占其样本期间总退市数的22.91%。而在120家面值退市的公司中,纳斯达克市场面值退市占比为73.33%,而纽交所市场面值退市的占比仅为26.67%,可见纳

[16] 网站链接地址:<https://sec.report/Document/Search/?formType=25-NSE>。

[17] 网站链接地址:<https://sec.report/Document/Search/?formType=25#results>。

纳斯达克市场因最低报价不足而导致的退市比率显著高于纽交所市场。

2. “面值退市”的效果分析

文献资料显示:1991~2006年,在纳斯达克市场因不符合最低维持价格标准而导致的不符退市占到所有强制退市数额的42%以上,这使“面值退市”规则成为所有维持上市标准中最具影响力的要求。

(1)“面值退市”的价格反应

Ghon Rhee 教授(2011年)通过对纳斯达克采纳“面值退市”规则前后的量化研究发现:在规则前和规则后期间,有超过1/3的纳斯达克股票收盘价低于1美元。跌破1美元的股票比例呈现上升趋势,并在1990年拟讨论1美元面值退市规则推出时达到34%的峰值(见图3)。

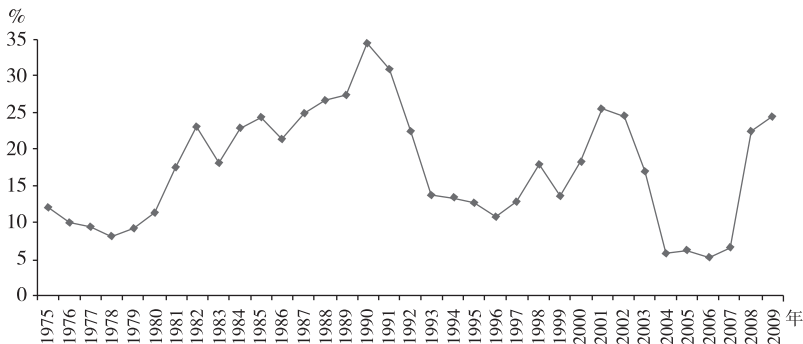


图3 1975~2009年纳斯达克市场跌破1元价格的股票占比

除此以外,面值退市实施后,因为面值退市的公司,在退市前与退市后(在OTC或者粉单市场的报价)价格下跌了一半,平均价差下降了3/4,价格波动率几乎翻了一番(见表5)。而Macey教授也对纽交所的“面值退市”规则的影响进行了相应的研究。比如,他收集了样本公司在退市前后60日内的价格数据,总结了其中的一些有关价格、交易量、价差和波动率的数据。比如,退市最为直接的影响也是在股票价格的影响。无论是面值退市还是其他原因的退市,退市对于股票价格影响的深度和广度对于投资者而言还是属于比较重大的事件。

表 5 纳斯达克面值退市样本的退市前与退市后的平均价格

样本类型	在纽交所的最后 交易日价格(美元)	在粉单市场的 首日价格(美元)
全样本(数量为 55 只股票)	0.94	0.48
最大的 12 只股票	0.62	0.28
破产公司股票(20 只)	0.69	0.27
非破产公司股票(35 只)	1.09	0.59
面值退市原因(29 只)	0.41	0.25
非面值退市原因(26 只)	1.53	0.74

(2)“面值退市”的价格波动性

在此基础上,Rhee, S. Ghon & Wu, Feng(2012 年)对于 NASDAQ 面值退市规则的实证研究结果认为 NASDAQ“面值退市”规则是有效的。^[18] 比如,根据其对 2010 年至今美国证券市场 123 个公司面值退市公司中 33 家有完整股价数据的面值退市公司,对它们的收盘价和成交量进行描述性统计,对公司的流动性和波动率进行了比较分析,总体上看,大多数面值退市公司在退市前 12 个月时的波动率更强。

五、“面值退市”制度的境内实证分析——以沪深面值退市公司为例

就分析结果而言,我们可以发现面值退市期间,大部分退市公司的交易量和换手率出现同公司相比最低。而在退市前 12 个月内,大部分退市公司的交易量和换手率出现同公司相比最高;波动性方面,在退市前的 12 个月内,有 11 家公司波动率呈现较大增幅,剩下的 5 家样本公司则是出现了退市期间波动率最高。进一步分析发现,部分退市公司在

[18] See Rhee, S. Ghon & Wu, Feng, *Anything Wrong with Breaking a Buck? An Empirical Evaluation of NASDAQ's \$1 Minimum Bid Price Maintenance Criterion*, *Journal of Financial Markets*, Elsevier, Vol. 15(2), 2012.

退市前6个月,波动性反而下降,有可能的原因是该等公司管理层在价格已经较低或面临面值退市风险时无“自救”行动,导致被炒作者抛弃。

另外,本研究特地对16家面值退市公司最后一次公布年报前后20天交易量进行了对比研究。研究发现,在有数据的16家公司中,有12家公司在年报公布前,交易量(或换手率)交易量大幅度增加。另外,有9家公司年报公布后出现了流动性短暂增加的情形,公司在公布年报后,交易量反而维持数天增加,但随后则进入低交易量。因此,从另一个角度可以说明,部分投资者对这9家公司仍保有幻想,触发面值退市风险期间仍有“赌”的成分,本课题的数据也与其他文献研究者的实证结果一致。

当然,从统计的科学性角度来看,受限于样本数据较短,本课题虽不能得出确定性结论,但仍可以合乎情理的假设:大部分公司在公布前年报前,可能有信息外泄的情况,使得部分知情投资者在年报公布前卖出“逃跑”。

而对于那些为了避免触发退市规则而采取了缩股措施的公司,如果将现有5家采取缩股方式规避退市的五家公司缩股后1个月交易量按照缩股比例换算后,与缩股前6个月交易量进行均值比较,得到的结果均显示缩股后公司的交易量数据明显高于缩股前6个月时的情况;在波动性方面,从缩股后1个月和深圳B指同期的波动率对比可以看出,大多公司在缩股后1个月的波动率都要高于深圳B指同期,可以看出在刚完成缩股时公司股票的波动性都会相对于深圳B指较大。

因此,我们在本部分得到的一个基本结论是:因面值规则退市的公司,在退市前与退市期间确实呈现与平常有明显差异的特征。比如,流动性变强,波动性变大;而缩股“保壳”成功的公司,则因为短期内不可能再退市而受到市场青睐,因此,其交易量和波动性都显著增加了。

(一)境内A股公司退市整体数据回顾

国内证券市场经过30年的建设,截至2020年12月底,已发展为上市公司总数达4108家,上市股票总数达4187只,总市值达80万亿元以上的全球第二大证券市场。但另一方面,如前所述,相关退市制度从无到有,以及执行效率等原因,导致要将已上市公司进行摘牌处理仍障碍重重。虽然1999年琼民源A因股票置换而退市,2001年PT水仙和PT

水仙 B 是第一个因连续 4 年亏损退市的公司,但在实践中因为先前规则的不明确导致市场“技术性保壳”的现象严重,真正因此被退市的公司数量家数并不显著。从 1999 年至 2020 年年底,共有 147 家公司因各种原因退市。而在面值退市方面,虽然早在 2006 年深圳中小板的规则中已经存在相关面值退市的规则铺垫,2014 年在中国证监会的统一部署下再次明确了面值退市的规则,但沪深两地市场迟至 2018 年才出现第一例因为连续 20 个交易日平均成交价格低于面值(1 元)的退市案例(具体见表 6)。

表 6 1990~2020 年退市(面值退市)数量和占挂牌股票数比例

年份	退市股票		面值退市		新上市股票(只)	挂牌股票总数(只)
	数量(家)	占挂牌股票数比例(%)	数量(家)	占挂牌股票数比例(%)		
1999	1	0.10	0	0	92	1031
2000	0	0.00	0	0	130	1174
2001	5	0.40	0	0	79	1248
2002	8	0.61	0	0	68	1311
2003	4	0.29	0	0	65	1374
2004	11	0.75	0	0	98	1463
2005	10	0.68	0	0	14	1467
2006	13	0.86	0	0	65	1520
2007	10	0.61	0	0	125	1636
2008	2	0.12	0	0	77	1711
2009	6	0.33	0	0	98	1804
2010	4	0.19	0	0	347	2149
2011	3	0.12	0	0	281	2428
2012	4	0.16	0	0	154	2579
2013	7	0.27	0	0	2	2574
2014	3	0.11	0	0	124	2696

续表

年份	退市股票		面值退市		新上市股票 (只)	挂牌股票 总数 (只)
	数量 (家)	占挂牌股票数 比例(%)	数量 (家)	占挂牌股票数 比例(%)		
2015	10	0.34	0	0	223	2909
2016	2	0.06	0	0	227	3134
2017	6	0.17	0	0.00	438	3567
2018	6	0.16	1	0.03	105	3666
2019	12	0.31	4	0.10	203	3857
2020	20	0.48	14	0.33	349	4187

注:1999年之前无公司退市,故无相关数据。

(二)16家面值退市公司流动性和波动性的总体结论

公司在应对退市时的“自救”行为通常有资产重组收购、并购、股份回购等多种方式,有的在退市前有很多的“自救”行为,也有公司未采取任何“自救”措施就退市了。本文选取的境内已面值退市的16家样本公司,他们在面临退市前所采取的措施和行为有很多种,现以表格汇总的形式罗列出各自为了避免触发面值退市规则的“自救”行为。同时,本文也对每个公司在公布最后一次年报的前后20日交易量(或换手率)进行了直观的对比分析(见表7)。

表 7 样本公司“自救”类型分析

公司名称	自救行为						
	重组收购	并购	回购	寻求合作	寻求政府补助	公司内部人员股份调整	
中弘	√						
雏鹰		√					
华信	√						
印纪	√						
大控	√						
神城		√(公司股权变更)		√(合作投资)			
华业		√(公司股权转让)					
锐电			√(股份回购)			√(董监高增持股份)	
天茂	√						
东洋 B			√(集中竞价回购公司股份)				
乐视							
金亚							
天宝						√(员工持股存续期继续展期)	
美都							
神雾环保							
盛运	√			√(开展项目合作)			
大化 B							
银鸽					√	√(董事、高管终止增持股份)	

1. 样本公司的流动性对比分析汇总^[19]

不同公司在退市前和退市期间的成交量和换手率情况是不同的,现在将公司退市期间的成交量、换手率与退市前1年、6个月、3个月的对比情况进行汇总,得到表8、表9。

表8 公司退市期间交易量与退市前1年、6个月、3个月的比较汇总

公司名称	比较结果	
	最高	最低
中弘	退市期间	退市前1年
雏鹰	退市前6个月	退市前1年
华信	退市前6个月	退市前1年
印纪	退市前1年	退市期间
大控	退市期间	退市前1年
神城	退市前6个月	退市前3个月
华业	退市前6个月	退市期间
锐电	退市前1年	退市前6个月
天茂	退市前3个月	退市前6个月
东沅B	退市期间	退市前6个月
乐视	退市前2年	退市期间
金亚	退市期间	退市前3个月
天宝	退市前1年	退市期间
美都	退市前1年	退市期间
神雾环保	退市前1年	退市期间
盛运	退市前1年	退市期间
大化B	退市期间	退市前1年
银鸽	退市前3个月	退市期间

[19] 以下数据均来源于 Wind 数据库。

表9 公司退市期间换手率与退市前1年、6个月、3个月的比较汇总

公司名称	比较结果	
	最高	最低
中弘	退市期间	退市前1年
雏鹰	退市前6个月	退市前1年
华信	退市前6个月	退市前1年
印纪	退市前1年	退市期间
大控	退市期间	退市前1年
神城	退市前6个月	退市前3个月
华业	退市前6个月	退市期间
锐电	退市前1年	退市前6个月
天茂	退市前3个月	退市前6个月
东洋 B	退市期间	退市前6个月
乐视	—	—
金亚	—	—
天宝	退市前1年	退市期间
美都	退市前1年	退市期间
神雾环保	—	—
盛运	—	—
大化 B	退市期间	退市前1年
银鸽	退市前3个月	退市期间

将各个公司退市期间的换手率与同时期的上证、深证指数换手率进行比较,汇总得到表10。

表 10 公司退市期间换手率与同期上证、深证换手率的比较汇总

退市期间公司换手率	同期指数的换手率	
	上证换手率	深证换手率
中弘	偏高	偏高
雏鹰	偏高	偏高
华信	无差异	偏低
印纪	偏高	偏高
大控	偏高	偏高
神城	偏高	偏高
华业	偏高	偏高
锐电	无差异	偏低
天茂	偏高	偏高
东洋 B	偏低	偏低
乐视	偏高	偏高
金亚	偏高	偏高
天宝	偏低	偏低
美都	无差异	偏低
神雾环保	偏高	偏高
盛运	偏高	偏高
大化 B	偏高	偏低
银鸽	无差异	偏低

由上述结果得出,高于同期上证、深证市场换手率的退市公司与低于同期两个市场换手率的退市公司之间的数量相差不大,退市这一因素对退市公司换手率的影响并不是绝对的消极或是积极,退市期间仍然可能有投资者会投资面临退市风险的股票。

2. 样本公司的波动性对比分析汇总

不同公司在退市期前和退市期间的波动率是不同的,现将样本公司退市期间的波动率与退市前 1 年、6 个月、3 个月的波动率对比情况进行

汇总,得到表 11、表 12。

表 11 公司退市期间、退市前 1 年、6 个月、3 个月的波动率比较

公司名称	时间段			
	退市前 1 年	退市前 6 个月	退市前 3 个月	退市期间
中弘	最低		低于退市期间平均水平	最高
雏鹰			最高	最低
华信			最低	最高
印纪		最高	与退市期间无差别	
大控	最低			最高
神城 A	与退市期间无明显差别	最高	最低	
华业	最高			最低
锐电			最低	最高
天茂	最高		最低	
东沅 B		最低		最高
乐视	最低	前 2 年		最高
金亚		最高		最低
天宝	最高		最低	
美都	最高	最低		
神雾环保		最高	最低	
盛运	最高	最低		
大化 B			最高	最低
银鸽	最低		最高	

表 12 公司退市期间、退市前 1 年、6 个月、3 个月的比较汇总波动率比较

公司名称	时间段			
	退市前 1 年	退市前 6 个月	退市前 3 个月	退市期间
中弘	0.004500889	0.22037431	0.11829884	0.2745908
雏鹰	0.497708247	0.57243833	0.61700152	0.3099123
华信	0.109909672	0.10898637	0.06040121	0.2590538
印纪	0.395273178	0.91794022	0.23894902	0.24422
大控	0.10874372	0.15984331	0.19563276	0.2887061
神城 A	0.296587656	0.72132995	0.11148862	0.2907689
华业	2.221672777	0.70272045	0.9301312	0.2188055
锐电	0.127772416	0.04326897	0.04264259	0.2614841
天茂	0.434767382	0.14924393	0.13457389	0.309986
东洋 B	0.076143048	0.01656468	0.09956228	0.2102546
乐视	0.154030966	前 2 年		0.2494637
金亚	0.12957014	0.26658859	0.12073895	0.064846
天宝	0.510214254	0.14295714	0.06175971	0.2387896
美都	0.590060871	0.15532332	0.15493154	0.2313558
神雾环保	0.372463189	0.13732261	0.15057012	0.2388503
盛运	0.295198127	0.09676494	0.12583557	0.2530374
大化 B	0.035069659	0.03335356	0.04462979	0.0128524
银鸽	0.253282673	0.35429114	0.40589759	0.3107557

注:灰色标记的为样本公司中呈现最高波动率的上市公司。

上述结果的可能原因是市场对公司“自救”的期待存在差异,而买卖双方看法也各异,导致波动加剧,但从统计学角度看,因事件数量偏少,不得总结为规律性结果。

3. 样本公司公布最后一次年报前后 20 个交易日流动性对比分析汇总(见表 13)

经对比研究发现,有 12 家公司在公布年报前,交易量(或换手率)或

突然增加。而有 9 家公司年报公布后,出现流动性增加的情况。

表 13 样本公司年报公布前后 20 个交易日流动性对比

公布前流动性上升	公布后流动性上升	备注
中弘、雏鹰、华信、印记、大控、神城、华业、东洋、美都、神雾环保、盛运、银鸽	中弘、华信、锐电、美都、神雾环保、大化 B、银鸽、天宝、天茂	下划线公司公布前和公布后都出现短暂性流动性增加

4. 样本公司股价、流动性和换手率特点汇总

在本报告中,我们就 16 家面值退市公司在触发面值退市前的 12 个月、面值退市标准触发期间(退市期间)的股价走势、流动性和换手率进行了个股分析和描述性统计,表 14 为本课题总结的样本公司在此期间股流动性和换手率的特点汇总。

表 14 样本公司股价、流动性和换手率特点汇总

公司	触发面值退市规则前的股价表现	20 日期间(退市期间)的流动性特征	20 日期间(退市期间)的换手率特征
中弘股份 (000979)	退市前两年即开始谋求重组,尽管不断有重组消息,但股价一直下跌,直至触发面值退市标准,期间有明显的成交量起伏变化	退市期间换手率的平均值比退市期间前 1 年、6 个月、3 个月的平均值要高,退市期间市场交易要比退市前的这 3 个时间段更活跃,流动性也更好	退市换手率均值高于深市平均水平,退市交易的活跃度以及流动性比同期市场水平要高
* ST 雏鹰 (002477)	退市前两年开始谋划重组,股价表现在触发面值退市前有短暂反复,期间有明显的成交量起伏变化	退市期间换手率比退市期间前 3 个月、6 个月时的换手率均值比要低,也就是退市前 3 个月、6 个月时的流动性更高,交易更频繁	退市期间的换手率高于深市市场平均水平,退市交易的活跃度以及流动性比同期深证指数代表的市场平均水平要高
* ST 华信 (002018)	因无法表示意见报告触发退市警告风险后,股价持续下跌,且无反弹。期间有明显的成交量起伏变化	退市期间前 6 个月、3 个月时的流动性更高	退市换手率均值低于深证指数的市场平均水平

续表

公司	触发面值退市规则前的股价表现	20 日期间(退市期间)的流动性特征	20 日期间(退市期间)的换手率特征
* ST 印纪 (002143)	资产重组无果,后因公司主要银行账号被冻结及公司生产经营活动受到严重影响且预计在 3 个月内不能恢复正常,触发退市警告风险,退市警告风险前有股价微小的起伏,交易量起伏变化较大	相对退市期间前的 3 个时间段,退市期间的交易频率变小,流动性变差	退市换手率均值低于深证指数的市场平均水平
* ST 大控 (600747)	因 2015 年度、2016 年度经审计的净利润均为负值,且被会计师事务所出具无法表示意见的审计报告,触发退市风险警示。曾寻求控股权变更,股价持续下跌,中间短暂小幅度反弹。退市风险警示前成交量变化不明显,退市风险警示后有大幅度的成交量变化	比起退市期间前的 3 个时间段,退市期间的交易频率变大,流动性变强	退市换手率均值高于上证、深证指数的市场平均水平,此时退市交易的波动性以及流动性比同期上证指数所代表的市场水平要高
* ST 神城 (200018)	股价持续走低,因 2018 年度财务报告被出具无法表示意见的审计报告触发退市风险警示,整个期间股价几乎没有反弹。退市风险警示前成交量有较大的变化,退市风险警示后成交量变化不算显著	与退市期间前 1 年、6 个月、3 个月的换手率相比相差不大	退市换手率均值高于深证指数代表的市场平均水平,退市交易的活跃度以及流动性比同期深证指数所代表的市场水平要高

续表

公司	触发面值退市规则前的股价表现	20日期间(退市期间)的流动性特征	20日期间(退市期间)的换手率特征
* ST 华业 (600240)	股价持续下跌,因2018年度财务报告被出具无法表示意见的审计报告触发退市风险警示,实控人有采取增持、注入资产等行动,但股价反应不大。退市风险警示前成交量有较大的变化,退市风险警示后成交量变化不算显著	退市期间换手率低于退市期间前1年、6个月、3个月的换手率均值,即退市期间交易频率和流动性有所下降	退市换手率均值高于上证指数的市场平均水平,退市交易的活跃度以及流动性比同期上证指数所代表的市场水平要高
* ST 锐电 (601558)	自2018年避免因连续3年亏损退市后,股价平缓下跌,期间伴随大股东较多次的“自救”(增持、回购及资产重组)方案。退市风险警示前成交量变化不明显,退市风险警示后有过大幅度的成交量变化	退市期间换手率和成交量的均值与退市期间前1年、3个月相比没有明显的差异	退市期间的换手率与同期上证指数所代表的市场平均换手率相比没有显著性差异
天广中茂 (002509)	股价持续下跌,几乎不存在反弹,触发面值退市指标后大股东存在增持行动,但并无效果。退市风险警示前成交量变化不明显,退市风险警示后有过大幅度的成交量变化	退市期间交易频率和流动性比退市期间前3个月的平均水平要低;但高于退市前1年、6个月的均值	退市换手率均值高于深证指数的市场平均水平,退市交易的活跃度以及流动性比同期深证指数所代表的市场水平要高

续表

公司	触发面值退市规则前的股价表现	20 日期间(退市期间)的流动性特征	20 日期间(退市期间)的换手率特征
东洋 B (200160)	自 2018 年 10 月可能触发面值退市标准后, 股价一直围绕 1 元标准上下波动, 期间也有回购、增持、不减持承诺等“自救”措施。退市风险警示前成交量变化不明显, 退市风险警示后有过大幅度的成交量变化	退市期间换手率的平均值高于退市期间前 1 年、6 个月、3 个月的换手率均值, 退市期间交易更频繁, 退市期间流动性比退市前的平均水平要高	退市期间换手率均值低于深证指数市场的均值, 此时退市交易活跃度以及流动性与同期深证指数所代表的市场水平要低
* ST 天宝 (002220)	股价持续下跌, 基本未采取任何“自救”措施, 成交量变化无特别明显的波动趋势	退市期间换手率的平均值低于退市期间前 1 年、6 个月、3 个月的换手率均值, 退市期间交易频率有所下降, 退市期间流动性比退市前的平均水平要低	退市期间换手率均值低于深证指数市场的均值, 此时退市交易活跃度以及流动性与同期深证指数所代表的市场水平要低
* ST 美都 (600175)	股价持续下跌, 未采取任何“自救”措施。成交量变化无特别明显的波动趋势	退市期间换手率低于退市期间前 1 年、6 个月、3 个月的换手率均值, 退市期间交易频率有所下降, 退市期间流动性比退市前的平均水平要低	退市换手率均值高于上证指数的市场平均水平, 此时退市交易的活跃度以及流动性比同期上证指数所代表的市场水平要高
* ST 节能 (神雾环保, 300156)	股价持续下跌, 未采取任何“自救”措施。成交量变化无特别明显的波动趋势	退市期间成交量均值小于退市期间前 1 年、6 个月、3 个月时的成交量平均水平, 流动性降低	无数据

续表

公司	触发面值退市规则前的股价表现	20 日期间 (退市期间) 的流动性特征	20 日期间 (退市期间) 的换手率特征
盛运环保 (300090)	2019 年 4 月 30 日, 盛运环保由于存在诸多可能触发退市指标的不确定因素而披露被强制退市或被暂停上市的风险, 此后股价波动不大, 但成交量存在起伏。期间为避免退市采取项目合作、重大资产重组等措施, 成交量有明显的波动	退市期间成交量的均值与退市期间前三个阶段相比呈现明显的差异, 退市期间的成交量平均水平低于退市前 1 年、6 个月、3 个月时的成交量平均水平, 流动性降低	无数据
* ST 大化 B (900951)	长期亏损, 经历退市警示、恢复正常交易再到退市警示, 最终触发面值退市标准被强制终止上市, 期间没有特别的“自救”措施, 股价呈连续小幅小跌状态, 成交量在进入退市风险警示后有明显的变化	退市期间换手率的平均值高于退市期间前 1 年、6 个月、3 个月的换手率均值, 退市期间交易频率有所增加, 退市期间流动性比退市前的平均水平要高	退市期间换手率均值低于上证、深证指数市场的均值, 此时退市交易活跃度以及流动性与同期上证、深证指数所代表的市场水平要低
* ST 银鸽 (600069)	退市前相当长的时间段股价虽呈下降趋势, 但下跌平缓, 期间大股东作出不减持承诺、员工持股计划、政府补助等“自救”措施, 成交量在进入退市风险警示后有明显的变化	市期间换手率的平均值低于退市期间前 1 年、6 个月、3 个月的换手率均值, 退市期间交易频率有所减少, 退市期间流动性比退市前的平均水平要低	退市换手率均值高于上证指数的市场平均水平, 此时退市交易的活跃度以及流动性比同期上证指数所代表的市场水平要高

(三)5 家缩股样本公司价格波动性的总体结论

国内上市公司中, 成功缩股保壳共 5 家。具体而言, 每个公司实施的缩股比例各有不同 (具体见表 15), 目的都是让股票交易价格高于“1

元”这个面值退市标准。

表 15 缩股公司概况

缩股公司	缩股比例	年份	挂牌交易所
闽灿坤 B	6 : 1	2012	深圳证券交易所
建摩 B	4 : 1	2013	深圳证券交易所
云天化	注销对价股份	2013	上海证券交易所
吉林敖东	1 : 0.6074	2013	深圳证券交易所
北亚	10 : 2.8	2008	上海证券交易所

对境内 5 家缩股公司的交易量进行均值比较,将缩股前 1 个月交易量与缩股前 6 个月、1 年的交易量进行均值比较,汇总结果见表 16。

表 16 缩股公司缩股前 1 个月交易量与缩股前 6 个月、1 年均值比较的汇总

公司	时间段		
	缩股前 1 个月	缩股前 6 个月	缩股前 1 年
闽灿坤 B	最高	最低	
建军 B	最低		最高
云天化	最高		最低
吉林敖东	无明显差异	与缩股前 1 个月相比有差异	无明显差异
北亚	最高		最低

将 5 家缩股公司缩股后 1 个月交易量按照缩股比例换算后,与缩股前 6 个月交易量进行均值比较,得到的结果均显示缩股后公司的交易量数据要高于缩股前 6 个月时的情况。然后将五家缩股公司缩股前 1 个月的波动率与缩股前 6 个月、1 年的波动率对比情况进行汇总,得到表 17。

表 17 缩股前 1 个月的波动率与缩股前 6 个月、1 年的波动率对比

公司	时间段		
	缩股前 1 个月	缩股前 6 个月	缩股前 1 年
闽灿坤 B	最高	与缩股前 1 个月无差异	最低
建车 B	最低		最高
云天化	最低	最高	
吉林敖东	最低		最高
北亚	最低		最高

通过观察缩股前后波动率的数据,我们可以看出:相较于缩股前 6 个月和 1 年的数据,除闽灿坤 B 以外的 4 家公司波动率在缩股前 1 个月的波动率都是最低的,其中建摩 B 的波动率最低。5 家中有 3 家的波动率在缩股前 1 年都是最高的,分别是建摩 B、吉林敖东、北亚,且北亚的波动率也是最高的(见表 18)。

表 18 缩股前 1 个月波动率与深圳 B 指同期对比

公司	时间段	
	缩股前 1 个月	深圳 B 指同期
闽灿坤 B	0.209956705	0.187727227
建车 B	0.055032458	0.39778794
云天化	0.181051678	0.200807024
吉林敖东	0.238661653	0.274706878
北亚	0.437709577	0.387941548

将 5 家缩股公司缩股前 1 个月的波动率与同期的深圳 B 指进行比较可以看出,除北亚以外的所有公司缩股前 1 个月的波动率都要低于深圳 B 指同期,或者与深圳 B 股同期的波动率相差不大,可以看出大多公司在缩股前公司股票的波动性都要低于深圳 B 指同期。

现将缩股后 1 个月的波动率与缩股前 6 个月进行对比,我们得到的结果如表 19 所示。

表 19 缩股后 1 个月波动率与缩股前 6 个月比较

公司	时间段	
	缩股后 1 个月	缩股前 6 个月
闽灿坤 B	0.91660171	0.208972209
建车 B	0.30866563	0.245469102
云天化	0.513734312	1.404928793
吉林敖东	0.189571831	0.297309507
北亚	1.057821876	0.624410928

通过观察 5 家缩股公司的数据可以看出,缩股后 1 个月的波动率普遍高于缩股前 6 个月(见表 20),说明公司在缩股后的价格波动程度更大,收益率的不确定性也更大。

表 20 缩股后 1 个月波动率与深圳 B 指同期比较

公司	时间段	
	缩股后 1 个月	深圳 B 指同期
闽灿坤 B	0.91660171	0.334633231
建车 B	0.30866563	0.178867525
云天化	0.513734312	0.193954851
吉林敖东	0.189571831	0.242814641
北亚	1.057821876	0.208640389

从缩股后 1 个月和深圳 B 指同期的波动率对比可以看出,大多公司在缩股后 1 个月的波动率都要高于深圳 B 指同期,可以看出在刚完成缩股时公司股票的波动性都会相对于深圳 B 指较大。

六、我国“面值退市”制度的反思与建议

在“新兴 + 转轨”的市场背景下,我们国家的“面值退市”规则仍是

属于借鉴境外证券市场实践的新生制度,对其适用不仅需要借鉴外在的规则表象,也需在理解境外证券市场“面值退市”规则背后的市场背景和原理基础上进行进一步的完善和适用,以便更好地服务于未来更加市场化、全球化的证券市场发展规划。

(一)“面值退市”规则基本实现了由市场决定的改革目标

近年来,因触发面值退市规则而被终止上市的数量逐年上升,面值退市已经成为近年来上市公司强制退市的主要触发指标,其主要原因在于:

1.“股价”是最易定性且不易人为操控的定量标准。“面值退市”规则的核心因素—股价—是诸多数量性因素中最为刚性的一个。“股价”属于市场化的交易类指标,在收紧“缩股”“停牌”等规避手段的前提下,上市公司难以通过自身行为大幅影响股价,除非企业或者实际控制人资质情况良好,能够进行回购或者增持,否则濒临面值退市的公司往往财务上也难以为继,形成股价与基本面的正循环,可以说,面值退市占比的逐年攀升与其所代表的标的公司的经营表现起到正相关性。从目前16家面值退市公司的数据上看,因为触发面值规则而退市的公司确实都在公司资产、运营和业务上存在问题,这些公司的退市反映了市场对于绩差公司选择的结果。

2.“面值退市”规则反映了由市场取舍的正确方向。近年来,随着注册制改革的逐步施行,我国证券市场的市场化进程稳步推进,常态化的退市制度是注册制实施的重要配套制度,有助于保障注册制下市场生态能够实现优胜劣汰的自我净化,实现A股上市公司数量的动态平衡,优化资本市场的资源配置功能。在过往总体退市家数较少的背景下,因为触发“面值退市”规则而退市的家数占比较大其实恰恰反映了对于市场“优胜劣汰”法规的适用,是我国证券市场化改革进程的必然结果。

(二)“面值退市”规则应强化反欺诈的监管重点

在“面值退市”规则实施的过程中,作为一线监管部门的证券交易所必须特别关注存在面值退市风险的上市公司的股价波动情况,利用异常交易数据和账户交叉验证的方式查找、预警期间可能涉及的“市场操纵”“内幕交易”的行为,关注涉及相关上市公司的非法定信披来源的“小道消息”,及时要求上市公司澄清、解释不实信息,甚至通过不实信

息发布期间异常交易账户的追查追究“信息操纵型”的市场操纵行为;对于可能触发“面值退市”规则而发布退市风险警示的上市公司,应该限制上市公司相关的信息披露直通车的披露权限,恢复对于特定“利好事项”信息发布的交易所事先审核制度。同时,如果退市后发现存在证券违法行为的,中小投资者仍可以适用《证券法》第95条有关代表诉讼的内容对于退市公司在退市前的虚假陈述、操纵市场或者内幕交易行为进行民事赔偿的追责。

(三)“面值退市”规则的缓冲性规则设计

1. 补救期制度的考虑

依据上海证券交易所及深圳证券交易所的相关规则,我国现阶段所确立的“面值退市”规则不包含类似补救期的缓冲性规则设计,一旦满足“连续20个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值”就会直接引发强制退市程序。虽然不得不承认我国现阶段不对“面值退市”设置相应的缓冲性规则有着一定的政策导向和退市效果的考虑,符合“严格的市场出清”的发展方向,存在一定的合理性。但美国面值退市补救期制度的启示在于:通过触发面值退市的警示,交易所给予了市场(包括上市公司)合法合规进行补救的机会,无论是重组也好,缩股也好,都是给予市场进行充分博弈的机会,如果在此前提下上市公司股票仍不能解除“面值退市”的警报,那就证明了市场对其交易流动性的“负面结论”,由此即可“干净”地出清。

因此,本课题组建议应该在“面值退市”这一环节引入补救期制度,一是既可以让市场主体进行充分博弈(期间当然应加强对交易公平的监管);二是也可以为某些因为暂时遭遇不利的市场环境或因为其他情况而致使股价跌破规定价格,但其生存能力、盈利状况等都较为健康的公司提供恢复股价,避免退市的机会,从而真正构建一个有韧性、有活力的市场规则体系。

2. 豁免制度的完善

值得注意的是,从美国市场来看,无论是纽交所还是NASDAQ都一直致力于使1美元退市规则在各市场上更加一致,同时也为股价低迷的上市公司提供一个更为灵活的解决空间。由此推及,作为一个完善的“面值退市”规则需考虑极端市场环境下可能带来的对于个别交投的影

响,应该在上市规则中补充“豁免适用”条款的存在,以在特殊情形下短时或者在特定范围内豁免适用“面值退市”规则。

(四)“面值退市”规则的程序完善

纽约证券交易所及纳斯达克都配合补救期制度对触及“一美元持续上市标准”规则设计了专门程序。无论是纽约证券交易所、纳斯达克还是东京证券交易所 MOTHERS 市场都对“面值退市”规则规定了相应的申请审查退市决定,申请聆讯或进行申诉的制度,给予因触及“面值退市”规则而面临退市的上市公司一次解释或挽救的机会,也留给交易所一定的裁量空间,从而使部分特殊情况可以得到特殊的解决。

就此而言,我国“面值退市”规则并无专门的配套程序,属于绝对刚性的程序设计。比如,在借鉴美国市场的规则时,我国的“面值退市”规则只借鉴了“触发时段”标准,而且“连续 20 个交易日”的考察时段也比纽交所、纳斯达克“连续 30 个交易日”考察时段的为短,并且没有辅之“不符点”和“补救程序”之类的配套措施,上市公司一旦触发面值退市的标准则将被直接终止上市,制度的设计显得“刚性有余,弹性不足”,并不利于交易所树立作为“中立交易服务组织”的市场定位。因此,本课题组建议完整地借鉴纽交所、纳斯达克市场的面值退市经验,搭建起完整、科学且富有弹性的“面值退市”制度,在尊重市场参与主体自行充分博弈的基础上实现交易所的自律管理功能,建立起更为合理的“面值退市”规则。

(编辑:胡睿超)