

## 创业板公司强制退市路径研究

曾 洋\*

**摘要:**上市公司退市问题可谓我国资本市场之痼疾。近年来聚焦于创业板市场的退市路径,人们曾经主张采用单一的“直接退市”,后矫枉过正,定格为单一的“场外市场挂牌”,实则二者均有失偏颇,两者结合构造双重退市路径模式,才符合资本市场的内在要求。这一双重路径模式,在理论上吻合于证券市场的基本价值取向:既保证市场本身的健康发展,又维护证券投资者的合法权益,实践中亦能缓解市场乱象,促进多层次资本市场的有效建设;从比较法上看也符合对证券业发达国家和地区创业板市场的经验归纳,适应我国现行的两级多板块证券市场结构。另外,退市路径模式与“借壳上市”的规范之间有所影响但并不完全关联,直接退市并非“借壳上市”乱象的救赎之路。双重退市路径在创业板的先行先试,将有助于其他层次或板块证券市场之退市问题的解决。

**关键词:**强制退市路径 双重退市路径 创业板

---

\* 南京大学法学院副教授,法学博士。

长期受关注亦屡遭诟病的上市公司退市制度在 2014 年“两会”期间又一次被提及,全国人大代表、深圳证券交易所总经理宋丽萍 3 月 9 日在接受《中国证券报》记者采访时表示,创业板再融资和退市制度是由证监会组织、深交所参与制定的,目前已基本完成,会很快推出。<sup>[1]</sup>上一次关于创业板退市问题的广泛讨论持续了两年之久,直至 2012 年和 2014 年《深圳证券交易所创业板股票上市规则》两次修订实施,该讨论方暂告一段落,但显而易见的是,问题并未在根本上得到解决。

## 一、引论

### (一) 创业板退市路径问题的讨论

2009 年 10 月 30 日,我国创业板正式开市,首批 28 家创业板公司在深圳证券交易所挂牌上市,翻开了中国证券市场新的一页。但开市伊始,对这个市场制度建设的探讨和争论就一直没有停止过,其中的退市路径问题尤受关注。

有关创业板退市路径的设想,近年来一直以“直接退市”<sup>[2]</sup>为主导。如 2010 年 3 月 2 日时任深交所理事长陈东征表示,“两会”期间提案将重点关注创业板市场的直接退市制度,要快速退市、直接退市,并严格监管借壳上市。<sup>[3]</sup> 2010 年 4 月 16 日中国证监会副主席姚刚强调,要完善并购重组制度和退市制度,建立健全创业板彻底的退市机

---

[1] 参见宋丽萍:“创业板退市制度很快推出”,载 <http://news.163.com/14/0311/06/9N1NPCIP00014AED.html>,2014 年 3 月 13 日访问。

[2] “直接退市”是指上市公司退出原公开交易市场后,也彻底退出任何一个证券交易场所,包括交易所场内市场以及其他场外市场,变身为非上市公司。此处的“非上市公司”系指非挂牌公司(non-listing company)而非私人公司(private company),通常,这时该公司从股东数量方面看仍符合公开发行的公众公司(public company)的特征,故属于“非上市公众公司”。此为“直接退市”之规范要义,另外,“直接退市”也可针对原有退市制度之“ST,Special Treatment”“PT,Particular Transfer”而致延宕情形而言,但本文取其规范含义。

[3] 参见深交所:“创业板直接退市方案已上报”,载 <http://www.cnstock.com/index/gdbb/201003/406322.htm>,2010 年 4 月 13 日访问。

制,给投资者提供一个透明、安全的市场环境。<sup>[4]</sup>2011年3月深交所发布《2010年度自律监管工作报告》,再度明确“尽快推出创业板直接退市实施办法,探索健全退市责任追究机制”。直至2011年7月底,深交所总经理宋丽萍虽然强调退市制度要“减轻市场动荡、给投资者的影响越少越好”,但依然“建议创业板实行直接退市制度”。<sup>[5]</sup>

至2011年11月28日,深圳证券交易所发布《关于完善创业板退市制度的方案》(以下简称《方案》)征求意见稿,之前热烈讨论一年半之久的“直接退市”不见痕迹,而代之以单一途径的、通常所谓“场外市场挂牌”,<sup>[6]</sup>与我国证券市场原有退市路径安排未见实质区别;2012年,《深圳证券交易所创业板股票上市规则》<sup>[7]</sup>修订第13.3.27条,对该单一退市路径进行确认,这场争论告一段落。及至2014年,中国证券监督管理委员会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》<sup>[8]</sup>进一步明确了前述单一退市路径,深圳证券交易所《创业板股票上市规则》做了同步修订。<sup>[9]</sup>但实体规则的颁布并不意味着研究的终结,以退市路径为主线的上市公司退市问题的理论思辨一直在持续。

## (二)上市公司退市问题的理论厘定

上市公司退市的研究是一个系统的理论和实践问题,本文研究的

---

[4] 参见“姚刚称要建立健全创业板退市机制”,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20100416/16217766905.shtml>,2010年4月18日访问。

[5] 宋丽萍:“建议创业板实行直接退市制度”,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/newstock/zxd/20110726/180610209931.shtml>,2011年7月28日访问。

[6] 指上市公司退出原公开交易市场后、进入场外交易市场挂牌买卖。所谓“场外交易市场”,是与证券交易所交易市场相对应的市场,在证券交易所交易市场之外设立,一般不采用公开集中竞价的交易方式,在其间交易的公司也不满足在证券交易所的挂牌条件。

[7] 深证上[2012]77号,2012年5月1日起施行。

[8] 《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》经2014年2月7日中国证券监督管理委员会第24次主席办公会议审议通过,2014年10月15日中国证券监督管理委员会令第107号公布。自2014年11月16日起施行。该意见第17第2项规定,强制退市公司股票应当统一在全国中小企业股份转让系统(下文也称“新三板”)设立的专门层次挂牌转让。

[9] 参见《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(深证上[2014]378号)第13.4.21条,该规则与上述意见同步自2014年11月16日起施行。

是创业板上市公司被强制退市后的去向——退市路径问题,但与此相关的理论问题需先行厘清。

按照上市公司退市过程中的主观状态来划分,广义的退市包括申请退市和强制退市。申请退市也称主动退市或自愿退市,以主动撤回上市(或称主动终止上市, withdrawal of listing)和公众公司私有化(public company going private)为主要表现形式;<sup>[10]</sup>而强制退市也称被动退市,即为狭义上的公司退市(delisting),也称上市公司股票终止上市,或称股票退出、摘牌、除牌、下市、强制撤回上市等,指上市公司因法定原因致使其不再符合上市条件或继续上市条件,依法不能继续在证券交易所挂牌交易,而被有关机构(一般是证券交易所)取消上市资格、从而退出证券公开交易市场的行为。

本文研究的是创业板上市公司因触发法定退市条件而被“强制退市”后的退市路径问题,即狭义的公司退市,不包括主动退市情形。另外,特定的退市情形,例如上市公司被“行政主管部门依法责令关闭或者法院宣告破产”的,该公司主体已不复存在,一般也认为属于强制直接退市情形,但因其原因特殊需受其他部门法,如《公司法》、《破产法》等的规制,相对于本文所研究的典型的强制退市,该种退市情形可称为非典型退市,本文亦不做探讨。

另需指出的是,本文所研究上市公司退市是指公司退出“公开集中交易市场(在本文中仅指证券交易所交易市场)”,不包括在多层次资本市场建设比较好的国家和地区,譬如美国、日本及我国香港特区等,公司在几个“公开交易市场”间因升降级转板所产生的“退市”情形。如果将上市公司退出公开交易市场称为“绝对退市”,那么从一个公开交易市场退出而进入另一个公开交易市场的情形即可称为“相对退市”,以我国香港市场为例,如果香港创业板上市公司转板进入联交所主板市场,该公司也被称为“在创业板退市”,<sup>[11]</sup>但该公司仍在公开市场中交易。我国目前证券市场结构是“两层次多板块市场”(详见下

---

[10] See Terrence F. Martell & Gwendolyn P. Webb, *The Performance of Stocks that are Reverse Split*, Rev Quant Finan Acc(2008)30, pp. 253 - 279.

[11] 连达鹏:“香港上市公司被强制退市的退市机制研究”,载《金融法苑》2008年第4期(总第77辑)。

文图1及图解),尚未建立具有转板机制的多层次资本市场,暂不会出现相对退市情形,该种“相对退市”亦不在本文研究之列。

上市公司退市理论研究的基本内容包括退市主体、退市条件(标准)、退市路径(渠道或去向)、退市程序、退市监管、退市过程中及其后的信息披露以及投资者法律救济制度等若干方面,本文研究其中的“强制退市路径”问题,即讨论“创业板公司被强制退市后应当以及为什么去哪里”的问题。

### (三)问题点

前文讨论表明,我国创业板退市规则采纳了单一途径的、通常所称的“场外市场挂牌”,而之前广泛讨论的“直接退市”在相关规范文件中了无踪迹,<sup>[12]</sup>从纷争不断到阶段性的尘埃落定,“直接退市”和“场外市场挂牌”这两条退市路径间取舍的理论逻辑到底是什么?事实上,退市路径的研究对退市问题的整体解决具有一定的导向性作用,因为只有不同的退市路径之下,相应的退市条件以及配套措施的讨论才更具有清晰度和区分性。

## 二、创业板上市公司退市路径模式比较

我国创业板市场建立时间较短,主板市场在退市制度方面也无成功的经验可以借鉴,故本文首先对创业板上市公司退市路径模式进行比较研究,尝试从较为发达的境外创业板市场的退市制度中挖掘可资借鉴的路径安排,在此基础上,进一步探讨退市路径安排的理论逻辑。

### (一)比较研究的创业板市场样本

基于资本市场发展的需要,许多国家和地区都建立了创业板市场,但是名称各异,并不都以“创业板”命名。通常,美国的NASDAQ(全美证券商协会自动报价系统, National Association of Securities Dealers Automated Quotation System)证券交易市场被认为是最先建立、也最具代表性的创业板市场;其后日本和韩国仿照NASDAQ建立了各自的自

---

[12] 深证上[2012]77号,2012年5月1日起施行。

动报价系统,分别命名为 JASDAQ (Japan Securities Dealers Automated Quotation) 和 KOSDAQ (Korea Securities Dealers Automated Quotation); 英国的创业板市场一般认为是 AIM 市场 (替代投资市场, Alternative Investment Market, 亦有译作另类投资市场、选择投资市场); 1999 年香港联合证券交易所创建了“香港联合交易所创业板市场” (HKEx Growth Enterprise Market/HKEx GEM, 以下简称香港创业板或 HKEx GEM), 这是正式以“创业板”命名的非主板证券交易市场, 意为“成长企业市场”, 是香港联合交易所有限公司在主板之外经营的另一个股票市场。

此外还有一些类似的市场, 相对于其各自的主板市场被称为二板市场, 例如法国巴黎证券交易所的 NOUVEAU MARCHE、德国 NEUER Market、荷兰阿姆斯特丹 NMAX 以及亚洲地区仿照 NASDAQ 建立的新加坡 SESDAQ (2007 年更名为凯利板)、马来西亚 MESDAQ 等,<sup>[13]</sup> 它们也都以创业板市场为发展目标, 不过有的发展缓慢、有的已经关闭, 截至目前看来运行并不成功, 故本文未将其纳入研究范围。<sup>[14]</sup> 而前述五家创业板市场发展稳定, 在各国、各地区的市场发展和制度建设上多被仿效, 故本文将其作为比较法研究的采用样本 (详见下表)。

## (二) 各创业板退市路径模式及分析表

创业板退市路径模式及数据分析表

市场	退市路径			
	场外市场挂牌	所占比例	直接退市	所占比例
NASDAQ	OTCBB	50%	√	23%
	Pink Sheets	27%		
AIM	PLUS 等	42%	√	58%
JASDAQ	Green Sheets	缺数据	√	—
KOSDAQ	Free Board	56%	√	44%
HKEX GEM	无	0	√	100%

说明: (1) 资料和数据来源: 世界证券交易所联合会 (World Federation of Exchanges,

[13] 参见李夏: “香港创业板市场分析”, 载《深圳证券交易所综合研究所研究报告》(深证综研字第 0024 号)。

[14] 另外, 我国台湾地区的“证券柜台买卖中心”也属于相对完善的创业板市场, 但其在世界范围内的影响较小, 故本文未将其列入样本范围。

WFE)及上述各证券交易市场的官方网站。2004~2007年部分数据参考了陈杰:“海外创业板退市制度分析及对我国的借鉴与启示”,载《武汉金融》2009年第10期;(2)分析数据的时间跨度:2004~2011年;(3)“所占比例”为采用该退市路径的公司数量占退市公司总数量的比例,百分比四舍五入至个位。

从上表所列可以清楚地看到,我国香港特区采用的是单一退市路径模式,退市后即不可再公开交易;而其他四个国家的创业板上市公司采用的都是双重退市路径模式:既有退市后进入场外交易市场的,也有直接退市后不再公开交易的,只是其中不同路径所占的比例不同。结合这几个市场的发展历史和制度现状进行分析可以看出,这些模式选择的形成大多与该(地区)的证券市场结构及市场管理模式息息相关。综合而言,以下三个方面是各国(地区)安排退市路径时的主要考虑因素:

#### 1. 是否具有场外市场以及场外市场的发达程度

如上表所示,美国、英国、日本、韩国均设有场外市场,正是这种双重的市场结构决定了其选择双重退市路径的基本可能性。而我国香港地区则没有场外市场,所以上表中显示的香港创业板公司只要被强制退市,就是直接退市;也正是由于香港没有场外市场,所以香港联交所没有就公司因经营亏损而必须退出交易市场制定相关规范,<sup>[15]</sup>即没有单纯的公司业绩所致的强制退市机制,通常退市只会基于公司治理、公司诚信、重大财务问题等发生。<sup>[16]</sup>这一点下文将持续关注。

通常,场外市场越发达,退市后前往挂牌的公司就越多。例如,在美国,其场外市场(即柜台交易市场, the over-the-counter, OTC市场)包括OTCBB(电子公告栏报价系统,也称柜台公告板市场, the over-the-counter bulletin board)、OTC粉红单报价系统(the pink sheets)以及OTC灰色市场(OTC grey market),其中OTCBB和Pink Sheets成立时间长、容量大、交投较为活跃,投资机会多,因此从NASDAQ退市后转往这两

---

[15] 参见前引[11],连达鹏文,第197页。

[16] 这也就是为什么只有在香港证券市场中我们能看到一大批所谓“仙股”(指价格已经低于1港元,因此只能以分(“cent”,译音“仙”)作为计价单位的股票)的原因,这些“仙股”业绩极差、股价很低、流动性非常弱,但并未因此而被强制退市。

个场外市场的公司数量就比较多。<sup>[17]</sup> 如表 1 所示,退到 OTCBB 和 Pink Sheets 的 NASDAQ 退市公司比例合计近 80% 之多。

### 2. 交易所市场与场外市场间是否具有管理关系

创业板市场与场外市场如果同属一个管理体系,从创业板退市后在场外市场挂牌的比例就会相对较高。如美国 NASDAQ 本身就是在 OTC 场外市场基础上建立起来的,1975 年起脱离 OTC 市场独立发展,<sup>[18]</sup> OTCBB 仍由 NASDAQ 管理,故从 NASDAQ 退市的公司 OTCBB 挂牌的达到了 50%;同样,韩国证券市场也包括交易所场内市场(KOSDAQ)和场外市场(Free Board)两个层次,KOSDAQ 和 Free Board 同由韩国交易所管理,依表 1 所列,从 KOSDAQ 退市的公司在其场外市场挂牌的达到了 56%。而当交易所市场与场外市场间不具有管理关系时,情况就会不同,例如,英国证券市场包括伦敦证券交易所与交易所外市场(PLUS)两个层次,伦敦证券交易所内部包括主板市场(Main Market)和替代投资市场(AIM),从 AIM 退市的公司在其场外市场(PLUS)挂牌的比例尚不到一半,这与 PLUS 独立于伦敦证券交易所不无关系。

### 3. 交易所市场与场外市场之间是否具有升降级转板关系

仍以美国为例,美国证券市场表现为多区域市场和多层次市场共存的结构形态,美国证券市场具有复杂的层次性,可划分为证券交易所场内市场和场外市场两大层次,在此框架内又区分出许多层级的市场,各层次市场之间具有升降级转板机制。其中全国性证券市场包括纽约证券交易所(NYSE)、美国证券交易所(NYSE Amex)、<sup>[19]</sup> NASDAQ、OTCBB 等。由于在 OTCBB 挂牌的公司符合一定的条件后将具有升级

[17] 陈杰:“海外创业板退市制度分析及对我国的借鉴与启示”,载《武汉金融》2009 年第 10 期。

[18] 参见曾洋:《证券法学》,南京大学出版社 2008 年版,第 13~14 页。另需说明的是,至 2006 年,NASDAQ 内部层次已发生了变化,2006 年 2 月,纳斯达克宣布将股票市场由原先的两个层次细分为三个层次:“纳斯达克全球精选市场”(Global Select Market)、“纳斯达克全球市场”(Global Market,即原来的纳斯达克全国市场)以及“纳斯达克资本市场”(Capital Market,即原来的纳斯达克小型股市场),载 NASDAQ 官方网站, [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com), 2006 年 6 月 11 日访问。

[19] 2008 年纽约泛欧证券交易所集团(NYSE Euronext: NYX)已经收购美国证券交易所(AMEX)组成新的美国证券交易所(NYSE Amex),NYSE 和 NYSE Amex 仍保持其运营的独立性。

进入 NASDAQ 挂牌交易的可能,故 OTCBB 成为了一个受欢迎的场外市场,虽然在 OTCBB 挂牌不是在 NASDAQ 上市的必要条件,但退市公司显然会考虑:既然已经必须退市,那么退到一个有升板可能的场外市场,总比退往没有升板可能的场外市场,至少还可以保留一点升级转板上市的希望。

尽管比较法上的结论倾向于采用双重退市路径,但这不是本文结论的主要依据,我们需要深入探究的是退市路径安排所依据的理论逻辑。

### 三、创业板上市公司应建立双重退市路径模式

承接文首讨论,可以发现,创业板上市公司退市回归单一路径的场外市场挂牌制,并不是一种进步,也使得近年来人们关于“直接退市”的制度预期完全落空。结合我国现行退市制度的弊端,应从我国国情及市场结构出发,对创业板上市公司建立“场外市场挂牌”和“直接退市”共存的双重退市路径模式。具体而言,当创业板上市公司触及不同的强制退市标准时,其退出公开交易市场的路径有两条:一是将退市公司股票移至场外市场挂牌转让,二是让退市公司直接退市,其股票不能再进行任何公开集中交易。下文将分析指出,这样的退市路径模式设计,具备充分的法理依据、实证证据和比较法经验。

双重退市路径安排符合资本市场基本伦理及发展战略。在一个运行良好的证券市场上,应得到倡行的是这样一种文化:公司公开发行并上市是因为谋求发展,但资金短缺而存在资本需求,证券市场则为其提供了融资场所并允许其挂牌交易;公司发行上市不是为了“圈钱”而置投资者利益于不顾,其发展亦应以为投资者谋求回报为己任;但是,公司经营难免遭遇困境,如果最终因正常经营所致的财务状况或股权结构等问题不再符合上市条件,只能退出公开交易市场。所以,尽管退市公司中难免有一些起初就怀有圈钱恶意者,需要对其“以暴制暴”,但却并非都是“十恶不赦”。正常情况下,给退市的公司安排一个可以进行股权转让的非集中竞价交易市场是合理的,为此,对应于“场内市场交易”,公司离开证券市场就需要既有常规路径,又有非常规路径。“场外市场

挂牌”就是这样一种常规退市路径,而“直接退市”则是一条非常规的退市路径安排,以惩戒上市公司中的“害群之马”,净化市场环境,维护市场秩序。

可以认为,双重退市路径安排各自具有不同的制度价值、体现不同的制度功能。作为常规退市路径安排的“场外市场挂牌”,是市场正常的优胜劣汰机制在退市制度中的体现——当上市公司不再符合上市或持续上市要求时,法律安排其退出公开集中的交易市场,但给予其一个合适的挂牌交易的场所,这显然是一种柔性的安排,其根本目的在于保护原公众投资者;而另外的一种情形需采取“直接退市”的路径安排,则源于其对法律制度根本性违反的惩戒,如公司在重大问题上丧失诚信,隐含“不杀不足以平民愤”之意,具有很强的惩罚性,但相关的投资者保护机制必须配套完善。

#### (一)为净化证券市场环境、保障市场健康发展,有必要引入“直接退市”路径

上市公司中的“害群之马”并不鲜见,诸多粉饰报表、欺瞒上市的公司从一开始就具有欺诈的故意,需要以非常规的“直接退市”路径予以严惩。例如,对于虚增收入 2.96 亿元造假上市、骗取募资近 3.5 个亿的云南绿大地生物科技股份有限公司(\*ST 大地,002200),根据现有规定——《深圳证券交易所中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》,仅能实施“退市风险警示”特别处理,将股票简称由“绿大地”变更为“\*ST 大地”,再以一审判决公司罚金 400 万元、五名被告人均获缓刑的处理结果。<sup>[20]</sup> 所见违法成本之低,相对于其收益几近忽略不计,这等于在事实上纵容造假,鼓励后来的人们继续造假,必将污染整个证券市

[20] 参见云南省昆明市官渡区人民法院《刑事判决书》[(2011)官刑一初字第 367 号]。需要说明的是,此处援引的“绿大地”公司为中小企业板上市公司而不是创业板上市公司,因为创业板启动晚,相应地,其上市公司的问题出现也就晚、问题公司的审理也需要一个过程,故迄今为止尚未有公开案例可以援引,但公司违背信义义务(如粉饰报表、包装上市并欺诈投资者)的表现各板块大同小异,此前主板市场亦出现为数不少的类似情形,原蓝田股份[600709, S. H., 证监罚字(1999)30 号,已退市,生态 1,400027]、原大庆联谊(600065, S. H., 证监罚字(2000)16 号,已退市,联谊 3,400057)、原麦科特(000150, S. Z., 今宜华地产)等欺诈发行上市案均采用了类似的违法手段,创业板公司的此类表现亦应是类似情形。

场。为此,再不能任其视退市制度为无物,而应加大直接退市力度。

从法理上看,对造假上市等违背诚信原则的公司,“直接退市”路径设计具有契约法基础。公司公开发行股票并上市的一系列行为,本质上属于一种合意:公司公开发行股票是公司投资者之间达成的投/融资意思表示一致的契约行为,公司股票上市是公司证券交易所之间的合同行为。<sup>[21]</sup>如果在公开发行并上市之前,公司事实上并不符合法律关于IPO之规定,<sup>[22]</sup>公司招股说明书等文件所描述的符合法定条件的主要内容皆为虚假,就意味着公司具有欺诈故意。那么,投资者及证券交易所与其达成的发行、申购以及上市合意均是受欺诈所致,而非真实意思的表示,当然就可以按照契约法原理使合意归于无效,从而要求该公司承担相应的恢复原状及赔偿责任。所谓恢复原状,在这里,即意味着该公司应退出公开交易市场、回归原来的非上市公司状态。所以,“直接退市”路径具有牢固的契约法基础,退市制度完全可以做出这样的退市路径安排。

从实践来看,“直接退市”路径有助于发挥“威慑、惩戒、警示”制度功能,改变我国原有的场外市场单一路径依赖的弊端。对于已上市公司来说,相比“场外市场挂牌”,“直接退市”回归为非上市公司,后果显然要严重得多。拥有这一退市路径的退市制度将如一柄利剑高悬于证券市场之上,不仅威慑企图造假欺诈的公司,一经发现将被打回原形;也对证券市场相关违法违规行为真正起到惩戒作用,而不是“高高举起、轻轻拍下”的不痛不痒的处罚;同时,也可以提醒、警示投资者不要炒作、也不要参与炒作公司股票——尤其是不要炒作“抱有资产重组幻想”的绩差公司和问题公司,从而引领市场真正走向价值投资之路。

过去20年来,我国证券市场的年平均退市率不足1%,同世界其他主要资本市场相比小的多。<sup>[23]</sup>这种状况的形成,既有退市规则执行不力的原因,更多则是基于退市制度构建本身的缺陷。<sup>[24]</sup>上市公司玩“巨

---

[21] 参见前引[18],曾洋书,第60~67、75~76页。

[22] 除《证券法》的相关内容,IPO的规则在我国目前主要指《首次公开发行股票并上市管理办法》。

[23] 参见前引[17],陈杰文,第24页。

[24] 参见前引[18],曾洋书,第166~171页。

亏还魂”、“突击扭亏”等游戏,<sup>[25]</sup>导致市场上“壳资源”泛滥,绩差公司、问题公司的股票交易价格因“借壳上市”、“资产重组”的预期被疯狂炒作。而如果能够引入“直接退市”,以最重后果的退市路径对此进行提示惩戒,可以在一定程度上缓解市场乱象。

## (二)“场外市场挂牌”显然有利于保护证券投资者的合法权益

尽管有较强的威慑、惩戒之用,但“直接退市”毕竟使得上市公司的股票无法再进入任何证券交易场所,对于那些此前依据《证券法》买受该公司股票且受法律保护的投资者的来说,他们在《证券法》上的权益将随着公司被强制“直接退市”戛然而止!

毫无疑问,保护投资者合法权益是证券制度设计的根本诉求,也是证券市场能最终发展壮大的内在动力。这里的“投资者合法权益”基本内涵是一个《证券法》和《公司法》应当共同关注的问题。

首先,不论是上市公司还是退市公司的投资者,都是公司股票的持有者(stockholder),即《公司法》意义上的股东,也就必然享有股(东)权,至少应包括:资产收益权、参与重大决策权、知情权和选择管理者权。<sup>[26]</sup>

其次,对于上市公司的投资者来说,除股(东)权外,依照《证券法》还应当享有投资者权,而根据证券的“公开主义”立法哲学,这种投资者权至少应包括知情权和交易权。<sup>[27]</sup>

知情权(益),指投资者根据《证券法》之信息披露规则所享有的、知晓上市公司各类事项的权利。在《公司法》意义的股东知情权基础上,上市公司股票投资者之知情权范围更为广泛,知情渠道也应更为畅通。与《公司法》上需要股东主动查阅方能知情的知情权主要实现方式不同,上市公司依法承担强制信息披露义务,必须主动披露公司信息,所披露内容亦须符合真实、准确、完整、及时等要求,依此,投资者的知情权方可得到实现和保障。

[25] 参见显字:“‘巨亏还魂’术值得警惕”,载《中国证券报》2005年5月16日版。“借壳上市”与退市路径安排之间的关系问题,下文将专门讨论。

[26] 参见《公司法》第4、34、35条。

[27] 参见前引[18],曾洋书,第82页;另参见“创业板上市公司直接退市问题研究”,载《证券市场导报》2010年6月(上市公司退市制度研究专刊)。此处界定为“权利”乃从约定俗成,但并不是法定的权利,理论上可称其为“利益”或“权益”。

交易权(益),也称公开交易权,是指上市公司股票投资者享有利用公开交易市场买卖该股票的权利,又可进一步分为自由交易权和公平交易权,前者指除非具有法定或约定的限制交易原因,投资者可以依据股票交易规则随时买卖该股票;后者是指在遵守交易规则的前提下,所有投资者平等买卖股票,不允许强买强卖或其他不平等交易行为。

可见,如果上市公司退市后移至场外市场,尽管那里的股票交易并不活跃,但这些退市公司的股东至少还拥有—个股权转让场所,并借助该系统的信息披露规则获得对其知情权益的基本保障。但如果上市公司被直接强制退市变身为非上市公司,不再拥有任何公开交易平台,将失去《证券法》意义上的行为规范,上述投资者权益的《证券法》上的保护亦将付诸东流。所以,直接退市虽然惩罚了一些行为不端的上市公司,但可能殃及池鱼,让无辜的投资者因公司直接退市而蒙受不合理的损失。从这个意义上说,设计退市路径时应同时考虑投资者权益保护机制的完善,在“场外市场挂牌”的常规退市路径毫无疑问应当受到重视。

这里需要回顾前文关于香港创业板的退市路径安排。尽管香港没有场外市场,但是香港创业板市场的上市公司的直接退市仅体现惩罚性,普通的公司退市情形在香港创业板市场之场内以“仙股”形式存在。换言之,香港创业板场内市场借助投资者成熟的价值投资理念,替代了原本由场外市场接纳常规退市公司的功能,这从其退市条件设计方面可见端倪。<sup>[28]</sup>换言之,香港创业板市场表面上看是单—的直接退市,但其利用场内市场承接了部分应退市公司并表现为“仙股”,实质上也是采行双重退市路径。

综上所述,如果沿用我国原有的退市路径,统一将创业板退市公司平移至场外市场挂牌,其出发点固然值得赞赏——“给投资者提供了一个可以进行股份转让的渠道和平台”,但并不真正有利于我国多层次资本市场的建设与完善。本文主张我国创业板构建“场外市场挂牌”和“直接退市”共存的双重退市路径模式。法理上,这样的双重路径设计具有楔实的契约法、证券法基础;实践上,它更加符合我国多层次资本市场建设及市场诚信文化的需要,亦完善了双重价值观念和功能安排。

---

[28] 参见前引[16]。

#### 四、“直接退市”并非“借壳上市”乱象的救赎之路

过去的十多年来,我国主板市场的退市制度备受诟病,几乎“只进不出”的状况引发了各方的批评和思考。近年来,人们关于创业板直接退市的热议讨论也多少带有一些情绪化反应,而证券市场的管理者和组织者试图寻找一剂猛药,根治市场的退市顽疾。在这样的背景下,原讨论中的退市制度将“杜绝借壳炒作现象”与“直接退市”、“快速退市”一起,并称为“设立创业板退市制度的基本原则”,<sup>[29]</sup>似乎直接退市就是规范借壳上市的救赎之路。

借壳上市也称曲线上市、后门上市(backdoor listing)、反向收购(reverse merger),指非上市公司借助资产置换、重组等方式,入主上市公司。这种上市方式绕开了较严格的发行上市审核制度,颇受希望上市但不欲进行首次公开发行的非上市公司的欢迎。所谓“壳”,多指证券市场中濒临退市的上市公司,由于“借壳”将导致该“壳公司”的内在价值发生本质变化,股票交易价格即会发生相应的预期(重大)改变而受到投资人的追捧,在不太成熟的市场中,往往会伴生很多非理性的买卖行为,甚至引发内幕交易、虚假陈述、操纵市场等不法行为,使得原本正常的资产重组变了味道。

那么,“借壳上市”与退市路径安排(尤其是“直接退市”)之间究竟有没有关联?“借壳上市”到底应当如何规范?对此,我们同样需要进行比较法和法理上的分析。

##### (一)“借壳上市”规范方式的比较

###### 1. 我国香港地区的“借壳上市”规范

我国香港市场称借壳上市为后门上市(backdoor listing)。早先,香港证券市场并没有这方面的禁止性规范,那些经营业绩差、资产质量不好的上市公司,因股票交投低迷、股价很低等原因自然成为“壳公司”,可以明码标价地买卖,经由这些壳公司进行的后门上市也一直平稳进

[29] 同前引[5]。

行。及至2000年后,(主要是内地)许多大股东借道壳公司在香港上市的情形愈演愈烈,其中且夹杂诸多内幕交易、操纵股价等不法勾当。于是,香港联交所于2004年1月30日及时发布《企业管治咨询总结报告》,宣布对现有的《主板规则》及《创业板规则》作出修订,对“后门上市”采取两项新的监管措施,<sup>[30]</sup>并罕有地发出“不符合新规定可导致被即时停牌”的警告。这两项新措施为:其一,新的大股东收购上市公司后,两年内不得随便注入资产;其二,如果一定要(在两年内)注入资产,则需要按照首次公开发行并上市(即IPO)的要求进行申请及报批。

这样,在借壳后设定了两年的缓冲期,以延缓新资产注入会引起的估值变动预期,从而实现平抑股价短期剧烈波动的目的。而如果不遵守此规定,在两年内即欲注入资产,则需重新按照IPO要求申请待批,这样,所谓“后门上市”也就失去了原来规避IPO规则的意义。

## 2. 美国的“借壳上市”规范

由于美国的多层次资本市场建设比较完善,各层次市场间的升降级转板机制亦较规范,又因为美国公司发行上市在联邦证券法层面采用注册制,故美国市场的“壳公司”主要身处OTCBB,即场外市场的“柜台公告板市场”中。其通常做法是在OTCBB买壳、注入资产、逐渐待其符合公开市场上市条件后申请转板升级上市,然后再依法公开或私募发行进行融资。美国法中称这种上市方式为“反向收购”(reverse merger)。

2011年11月9日,美国证券交易委员会(The Securities and Exchange Commission, SEC)也推出了反向收购新规则,并批准美国三家主要证券交易市场提高反向收购门槛的新规定,以加强对外国公司通过反向收购在美国上市的监管。<sup>[31]</sup>在此新规则之下,除非满足以下两个条件,否则NASDAQ、NYSE和NYSE Amex这几大主要证券交易市场都将禁止反向收购的公司在它们那里申请上市:

第一,公司反向收购前应在美国OTC市场或在其他规范的美国外国的交易所完成一个财年的交易,并提交给委员会包括经审计的财务

[30] 参见刘晓希:“港交所抬高‘后门上市’门槛 吉利借壳成绝响?”,载《21世纪经济报道》2004年3月27日版;另可参阅香港联合证券交易所官方网站的相关资料。

[31] SEC Approves New Rules to Toughen Listing Standards for Reverse Merger Companies, See <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-235.htm>.

报告在内的所有要求的报告。

第二,申请并被交易所决定上市前,公司必须至少在 30 至 60 个交易日的持续周期内保持每股最低价格。<sup>[32]</sup> SEC 主席 Mary L. Schapiro 认为这一新规定,“在反向收购的公司能够上市前对其设置较高的要求,将给投资者提供更大的保护”。<sup>[33]</sup>

## (二)“借壳上市”与退市路径安排之关系的法理分析

考察美国 and 我国香港地区规范“借壳上市”的新规则,我们可以发现,两地的规范虽在规制办法上大相径庭,<sup>[34]</sup>但却有两点完全一致:一是都没有排斥借壳上市,但都明确提高了借壳后上市的标准;二是都没有将借壳上市与退市路径做任何关联。如此看来,规范借壳上市行为与退市路径安排间似乎并没有必然的联系,我们是否一定需要通过退市安排来摒除借壳上市的可能呢?

要回答这个问题,需要我们明晰不同国家和地区“壳公司”所处的市场层次及其各自的市场环境。因为在不同的市场层次下,壳公司所适用的上市及退市制度安排会有所不同;在不同的市场环境下,壳公司需要的规制力量也不一样。

从市场层次来看,美国的“壳公司”属于已退市公司或非交易所场内挂牌公司,所处位置在场外市场,而由于各板块间可升降转板,非上市公司就愿意到 OTCBB 来借这些壳然后申请转板上市。这样,我们就很容易理解,为什么在美国“借壳上市”的规范与退市路径乃至整个退市制度都没有关联,因为其“壳公司”本身就已在场外市场挂牌,即其所处市场层次已在交易所场内市场之外,对这些公司的规范当然也就遑谈退市路径。

---

[32] 所谓“每股最低价格”,即指达到上市所应符合的交易周期内每股最低交易价格要求。

[33] “Placing heightened requirements on reverse merger companies before they can become listed on an exchange will provide greater protections for investors”, said SEC Chairman Mary L. Schapiro.

[34] 我国香港地区的规则注重公司的资产条件并与 IPO 规则相衔接,而美国的规则更强调信息披露的延续性以及交易价格条件。这种差异是由两地的市场环境所决定的,比较而言,香港的规则更接近大陆对借壳上市的规范目标。不过这并非本文研究的主旨,故在此不予展开分析。

那么香港的情况呢?如前所述,香港没有场外市场,且香港联交所并未制定公司单纯因经营亏损而致退市的具体规范,因此,香港的“壳公司”本身都未退市,所处位置不是在联交所主板就是在联交所创业板,为什么在其“后门上市”的监管新规中也不涉及退市路径呢?这就需要我们考察香港地区的市场环境。第一,香港地区的投资者群体较为成熟,借助其投资理性,经营不善的公司自然乏人问津,难以掀起炒作跟风;第二,香港市场的管理者累积了比较丰富的经验,对包括虚假重组式借壳上市在内的证券市场欺诈行为,一旦嗅及苗头,即重手打击进行遏制。基于这些原因,香港地区现有手段已足够规范“借壳上市”,相应新规自然也就不必再额外将其关联于退市路径的安排。

反观我国大陆证券市场,它与美国的情况不同,“壳公司”不在全国中小企业股份转让系统,即俗称的“新三板”这一场外市场,而是在沪深证券市场,即依然身处公开交易市场中。原因如前文分析,不是说场外市场中没有可收购的公司,只是由于我国的公司股票“公开发行并上市(IPO)”实行的是核准制,资本市场各层次(板块)间尚不具备市场化转板功能,故非上市公司到“新三板”去买壳没有任何意义。所以在我国,能成为“壳公司”或曰具有“壳”价值的公司,指的只能是那些身处沪深证券交易市场中,但存在退市之虞、尤其是被冠以ST、\*ST受到退市风险警示的公司。<sup>[35]</sup> 所以从壳公司所处的市场层次上来看,我国大陆更接近于香港地区的实际情形。

但从证券市场环境来看,我们与香港地区的情形却又不同:第一,我们的市场起步晚,投资者群体还非常不成熟,很多个人投资者甚至机构投资者,投机心理都胜过价值理念,喜欢炒作,极易跟风;第二,我们与市场同步成长起来的管理者,经验也还有限,透明度和监管力度亦有待提高。于是,试图规范“借壳上市”的人们自然就冀望于极端做法的退市制度——尤其是其中的“直接退市”路径安排。

对此,我们应当注意,不同的市场结构、市场环境就应该意味着不同的调整手段及制度安排,我们的现行市场的确存在浮躁扭曲的现象,股

---

[35] 当然,一家运行良好的上市公司也可能因恶意收购而被其他公司借壳,但这种借壳行为与退市路径无关,本文限于篇幅对此不作展开分析。

票价格经常借助资产重组、借壳上市的虚幻预期恶意炒作,并夹杂种种市场操纵、虚假陈述、内幕交易等不法勾当。如前文的论证,以直接退市路径发挥威慑、警示作用,惩戒害群之马,净化市场环境,确有必要。

但与此同时,我们也应重视比较法上的经验,上述比较法研究结果表明,各国(地区)起初并不排斥借壳上市,因为在本质上,上市公司的重组和借壳能促进公司间的优胜劣汰,让优质资本自然组合从而发挥出最大的资本利用效益,属于正常的市场行为。只是后来,有人恶意利用这个规则牟取不当利益时,各国(地区)证券市场才着手加强监管,但也都没有将其与退市路径进行简单关联,并未“一刀切”地通过“直接退市”手段来禁止借壳上市。

由此可见,规范借壳上市与直接退市安排之间有所影响,但并不具备必然的关联:一方面,退市路径尤其是直接退市安排有助于规范借壳上市中的不当行为,但更多的是以其威慑功能在发挥作用;另一方面,这种不加区分一退了之的思维方式却又难免极端,须知任何极端做法,如果不能细化其操作,其积极作用在很大程度上就会劣于操作价值。

为此,鉴于我国的“壳公司”并不是终止上市公司而是暂停上市公司,所以,规范借壳上市的手段不能单纯依赖直接退市路径,否则其后果无异于“倒洗澡水连孩子一起倒掉”,主要办法还应在于对暂停上市、终止上市以及恢复上市的条件和程序的精心设置及执行上。

虚假借壳上市最常见的做法就是规避法律规定的退市条件:“近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利将被终止上市”,<sup>[36]</sup> 寻找到已经连续两年或三年亏损的公司,想方设法注入资产、调整报表,使该公司在后一个年度显得盈利(多是微利),避免了退市而受到人们的追捧,但在这一年后又暴露出连续亏损的真面目,如此恶性循环,以资产重组为名、行财务欺诈之实。针对这种情况,我们可做出加快退市速度、设置“退市整理期”、建立“退市整理板”等细化规定,特别是要“完善恢复上市的审核标准,不支持通过‘借壳’恢复上市”。<sup>[37]</sup> 即为避免上市公司暂停上市以后通过各种调节财务指标的方式规避退市,将改变现行上

---

[36] 参见《证券法》第56条第3项。

[37] 参见《方案》(征求意见稿)第2.3、5条。

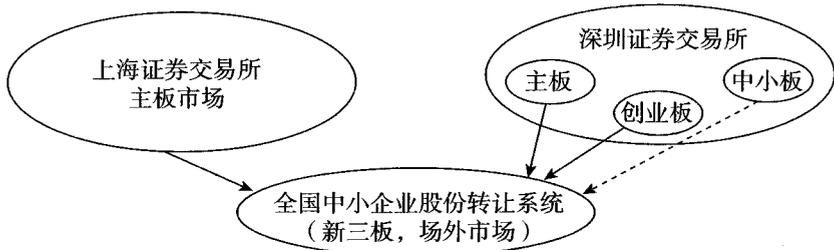
上市公司恢复上市的审核标准,参照首次公开发行和再融资的计算方法,以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为盈利判断标准。这样一来,试图在收购壳公司后通过应急性注资调节利润的方式让其“扭亏为盈”,就很难行得通了。例如,2012年1月30日中国证监会发布的《〈上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定〉的问题与解答》中,就明确了以后在审核借壳上市方案时将参照《首次公开发行股票并上市管理办法》,重点关注重组完成后上市公司是否具有持续经营能力。

中国证监会2013年11月30日发布通知,未来借壳上市应严格执行首次公开发行股票上市标准,且不允许在创业板借壳上市。<sup>[38]</sup>尽管我国最新的规则禁止创业板公司被借壳,但在理论上我们依然应当明白,“直接退市”并非“借壳上市”乱象的救赎之路,其他层次或板块证券市场规范借壳上市的道理亦与此相同。

## 五、我国证券市场结构和退市路径安排

### (一)我国证券市场现行结构

当前,我国证券市场为两级多板块结构,如下图所示:



我国证券市场结构及退市路径指向示意图

1. 上图表明我国证券市场具有如下特点:

(1)我国证券市场整体状况呈现为两级多板块结构。所谓两级是

[38] 参见《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》(证监发[2013]61号)。

指存在场内、场外两个市场层级,以上海证券交易所和深圳证券交易所两个场内交易市场为一个层次,以一个场外市场——“新三板”为另一个层次;所谓多板块是指沪深证券交易所交易市场内共设四个市场板块,包括上海证券交易所的主板、深圳证券交易所的主板、中小企业板和创业板。

(2)这四个板块间相互独立,目前不具有相互转板功能,<sup>[39]</sup>即便是其中同属深交所的三个板块之间也没有层级之分;两个交易所场内市场与场外市场“新三板”之间也没有相互转板的制度安排。因此,如果以具有升降级转板机制为多层次资本市场的主要标志,我国迄今并未建成完善的多层次资本市场。

(3)这四个板块各自分别与“新三板”发生联系:在其中上市的公司一旦退市,依法定程序安排进入“新三板”挂牌。但由于我国证券发行实行的是核准制而不是注册制,故退市至“新三板”挂牌的这些公司即便以后重新达到了公开发行并上市的条件,也应再经过法定核准程序,才有可能重新进入沪深交易所某一板块上市交易,如果在交易所市场直接挂牌,显然有失公允。

(4)我国“新三板”的组织、主管机构是中国证券监督管理委员会,被纳入中国证监会一体管理下的单一制市场监管体制,因此,我国的场内市场和场外市场被统一覆盖。

2. 根据上图所示,我国退市路径安排的现状是:

上图中的三根实线箭头指示表明,现有四个板块中除创业板外的三个板块的上市公司,一旦触及法定强制退市条件后,其股票均移至“新三板”进行交易,即在退市办法上采用的是单一路径的场外市场挂牌制。

而对于创业板公司退市后的去向,虽然近年来有关设想一直是要采用单一路径的直接退市制,但依据现行规则将“统一平移至‘新三板’挂

---

[39] 2013年12月13日国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》,尽管该决定第2条规定“在全国股份转让系统挂牌的公司,达到股票上市条件的,可以直接向证券交易所申请上市交易”,但是,在《证券法》关于股票发行上市之核准制改革为注册制之前,该条规定并不具有现实意义。即便是实行注册制,直接退市仍具有本文前述讨论的净化市场、惩戒特定公司的功能。

牌”,该建议已被深交所采纳,《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2014年修订)》已经明确创业板退市公司转入“新三板”交易。因此,上图中以虚线箭头的指示现已变成实线,创业板上市公司的退市与其他三个板块一样,回归了单一路径的场外市场挂牌制。

退市路径安排只是上市公司退市法律问题的一个部分,双重退市路径的建立亦非高枕无忧之举,尚需若干内外部法律制度予以配套支持,这也是制度的内生性和互补性之理论要旨。与本文研究紧密相关的问题,一是如何处理这两个退市路径的关系;二是直接退市后投资者合法权益如何保护。

## (二)我国创业板双重退市路径安排之构想

前文论证,在确立了创业板退市双重路径模式的设计思路及其理论逻辑后,在操作层面上如何具体实现,有两种选择:

一种选择是,将创业板与“新三板”做好对接,凡符合“新三板”挂牌条件的创业板退市公司,就平移至“新三板”挂牌;不符合“新三板”挂牌条件的退市公司以及本身触及直接退市标准的公司,做直接退市处理。在这种选择下,交易所的退市规则中就要明确具体退市条件,符合“新三板”挂牌条件的退市公司具有“强制转入‘新三板’挂牌”的性质。目前规则即采这一思路。

另一种选择是,深交所只负责对触发退市条件的创业板公司做退市处理;公司退市后,可自行委托主办券商向“新三板”提出股份转让的申请,而是否符合“新三板”挂牌条件则由“新三板”进一步确定。在这种选择下,退市路径就不需要在交易所退市规则中具体规定,在“新三板”挂牌的条件和程序中予以制定实施,符合“新三板”挂牌条件的退市公司具有“申请挂牌”的性质。但应同时明确具有惩罚性的直接退市公司不予“新三板”挂牌。

不论做出上述哪一种选择,都必须详细制定两种退市路径模式下的退市标准,恰当处理两个退市路径之间的关系,并细化创业板上市公司“直接退市”标准,并应帮助“直接退市”公司的投资者构建完善的权利救济制度。

### (三) 制度供给之虞: 如何应对直接退市公司投资者权利救济措施的缺位

毫无疑问,保护投资者合法权益是证券立法的根本宗旨。以《证券法》关于暂停上市和终止上市的法律条文为核心、证券交易所退市规则为主要内容的上市公司退市制度,尽管是《证券法》中一项细分的、独立的法律制度,但却不是一个可以完全自给自足的法律制度,尤其是如何为直接退市公司中合法权益受到侵害的投资者提供救济措施,建立切实可行的责任追究机制,需要相关法律提供外部制度供给。

前文指出,不论是上市公司还是退市公司的投资者都是公司股票的所有者,除享有《公司法》意义上的股权外,还应享有并受制度保障的《证券法》意义上的投资者权,主要包括知情权和交易权。上市公司退市后,如果移至“新三板”,尽管股票交易并不活跃,但这些退市公司的股东至少还拥有股权转让场所并借助该系统的信息披露规则获得知情权的基本保障,但如果被强制直接退市后将不再拥有公开交易平台,变身为非上市公司,不论在《公司法》还是《证券法》领域,对“非上市公众公司”<sup>[40]</sup>的规范及其投资者保护均是一个新问题,也缺乏具体的法律规范。“强制直接退市”使得上市公司终止上市后,其股票不再安排进入任何证券交易场所,依据《证券法》获得且受其保护的上市公司投资者所享有的知情权和交易权将随着公司被“强制直接退市”而戛然而止!

尽管直接退市惩罚了一些行为不端的上市公司,但可能殃及池鱼,让无辜的投资者因公司直接退市而蒙受损失,直接退市公司的投资者权利保护制度缺位成了设计这一退市路径的最大障碍。

直接退市肯定不能一退了之。如果说直接退市让那些行为不端的上市公司做到了民事法律制度意义上的恢复原状,那么,如何让该公司对投资者的投入也恢复原状甚至赔偿损失?这需要其他相关部门法的共同努力,至少,以集团诉讼取代共同诉讼、完善股东派生诉讼机制等都是值得优先考虑的问题,这方面系统深入的研究非本文篇幅所能容纳。但可以肯定的是,制定规则不是一项不可能完成的任务,直接退市路径下的投资者保护一定可以充分实现;而且保护投资者也不是将投资者视

---

[40] 同前引[2]。

为襁褓中的婴儿,“风险自负”也应当成为投资者的基本行为准则,“直接退市”必须走出它的第一步,包括风险警示规则在内的投资者适当性制度<sup>[41]</sup>的建立已经为此做了积极的准备。

有两个问题需要强调指出,第一,并不是所有的直接退市公司都要对投资者承担责任,投资者风险自负原则在部分直接退市情形下依然适用;第二,目前我国相关法律制度中的投资者权利救济并非一片空白,而是处于有待完善的状态,外部制度供给不足也不应成为放弃直接退市路径安排的理由,直接退市路径设计不应当苛求以完美的配套措施为前提,两者应当形成相互促进、互相补充的关系。

## 六、结论

相对于创业板退市制度及其外部制度供给而言,本文是一个开放式的研讨;在退市路径方面可做的结论是:创业板应当设计“场外市场挂牌”和“直接退市”共存的退市路径安排。总体而言,退市路径兼及“场外市场挂牌”和“直接退市”安排符合其完整性要求,而其区分性则不仅表现在退市路径的区别,更表现在两种退市路径对应的退市条件需要分别设计。

面对创业板这样一个全新的市场,应尽快先行先试“场外市场挂牌”和“直接退市”共存的退市路径安排,探索建立符合我国资本市场实际的退市制度,也可为主板和中小板市场的退市制度建设积累经验,亦将有利于培育投资者和整个市场的风险意识,遏制投机炒作行为,形成以业绩为基础的投资理念,维护市场正常秩序,从根本上保护中小投资者的利益,推动我国证券市场真正走向优胜劣汰、价值发现、资源有效配置的时代。不过同时也应注意,证券市场的法律制度对投资者的行为具有一定的引导作用,制度的推出应尽量减少市场动荡,只有做到既充分提示市场风险,又很好的控制市场风险,才能算成功的法律。

---

[41] 参见《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(证监会,2009年);《创业板市场投资者适当性管理实施办法》(深圳证券交易所,2009年);《方案》(征求意见稿)第4条第2款。