

我们需要什么样的退市制度?*

王佐发**

摘要:退市制度的规则设计应该以保护投资者利益和提高证券市场效率作为其政策目标。为了实现此目标,退市规则设计可以从三个方面着手:第一,尊重证券公司以及投资者对退市决定的自主判断,针对主动退市和强制退市进行全面的制度设计;第二,尊重上市、退市以及上市公司拯救制度之间的内在一致性,确保没有价值的公司及时退市,有价值而陷入暂时困境的公司能够被投资者发现并得到有效拯救;第三,合理配置证券监管机构和证券交易所在发现违反上市规则的公司以及强制公司退市等方面的权力、义务和责任。

关键词:退市 上市 重整 投资者保护 市场效率

* 本文为作者承担2011年教育部人文社会科学研究项目《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》(项目批准号11YJC820128)中期研究成果的一部分。

** 中国人民大学法学院博士后。

引言

2012年4月20日,深交所推出修订版的《深圳证券交易所创业板股票上市规则》,吸纳了此前创业板上市公司退市方案的相关内容。^①在完善创业板退市制度先期探索的基础上,2012年6月28日,沪深交易所分别发布了主板中小板上市公司退市制度方案(以下简称退市方案)。^②此后,根据退市方案,沪深两所修订了《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》。^③阅读退市方案不难发现,沪深两所完善退市制度不仅是步调协同,在方案内容上也大体一致,重点从两个方面进行了调整:一是为提高退市制度的完备性和可操作性,增加相关暂停上市、终止上市指标,细化相关标准,严格恢复上市要求,完善退市程序;二是为进一步保护投资者权益,提出退市公司重新上市等退市配套机制的安排。在当前资本市场改革发展的大环境、大背景下,这些密集出台的退市方案,足以显现出资本市场监管层从严治市的决心。

问题是,这种严厉的退市制度真的是资本场所需要的吗?一个有效率的资本市场究竟需要什么样的退市制度?我国资本市场监管部门推出的从严退市制度可能达到什么效果?真正适合我国资本市场的退市制度应该是什么样的?显然,仅仅从三个退市规则及其后续的规定并不足以全面回答这些问题。而这些问题的回答对理解并构建我国完整的退市制度又是必需的。本文拟以国际上成熟资本市场的退市立法与经验为背景,分析资本市场上四种样态的退市模式,在此基础上总

^① 参见《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(2012年修订)以及《关于完善创业板退市制度的方案》(征求意见稿)。

^② 即《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》和《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》。

^③ 2012年7月7日,沪深两所分别在其网站分布了通知,即关于发布《上海证券交易所股票上市规则(2012年修订)》的通知和关于发布《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》的通知。

结退市制度的基本原理;然后,结合我国资本市场的特点,提出进一步完善我国资本市场退市制度的设计构想。

一、上市公司退市的四种基本样态

综观世界各国资本市场的发展历史,退市一直是资本市场上的一项重要制度安排。从上市公司退市的原因、动机以及操作模式的角度考察,我们不难发现迄今为止上市公司退市基本上可以划分为四种样态,即主动私有化退市、主动规避上市成本退市、重整再生退市与被动淘汰退市。前三种基本上可以划归主动退市,只有第四种是被动退市。

(一)主动私有化退市

所谓私有化退市,是指通过收购上市公司的流通股票,使得上市公司的股权结构不再符合上市条件而自动退市。由于这种退市直接导致作为公众公司的上市公司转化为少数股东控制的私人公司,所以这是一种私有化策略,故称为私有化退市。从私有化退市的发起者所属的市场主体划分,私有化退市可以划分为两种类型:一类是上市公司的大股东发起的私有化退市,大股东通过发起私有化退市排挤掉中小股东,完成对公司的私人控制;另一类是第三方以并购方的身份在公开市场上要约收购目标公司的股票,当收购结果达到退市标准时,被收购公司退市,然后收购方排挤掉其余的中小股东,完成私有化。

主动私有化退市在成熟资本市场极其普遍。以美国纽约股票交易所和纳斯达克市场从1998年到2002年的数据为例,^④从1998年到2002年,纽约股票交易所退市上市公司总数达到1107家,其中主动退市的公司数量为839家,占退市总数的75.8%;被动退市的公司数量为268家,占退市总数的24.2%。主动退市的数量是被动退市的3.13倍。从1998年到2002年,纳斯达克市场退市公司总数达到3351家,其中主动退市的数量为1512家,占退市总数的45.12%;被动退市的

^④ See Jonathan Macey, Maureen O' Hara & David Pompilio, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, 51 J. L. & Econ. 683, 691 (2008).

数量为 1839 家,占退市总数的 54.88%。主动退市与被动退市的比例为 82.22%。(见表 1)

表 1 纽约股票交易所与纳斯达克市场退市表(1998~2002 年)

	1998	1999	2000	2001	2002
纽约股票交易所					
总退市	209	254	286	213	145
主动退市	180	204	225	148	82
被动退市	29	50	61	65	63
纳斯达克市场					
总退市	769	873	475	665	569
主动退市	280	433	235	275	289
被动退市	489	440	240	390	280

欧洲与澳大利亚资本市场主动退市也非常普遍。欧洲学者的一项经验调查显示,从 1997 年到 2005 年,欧洲 18 个国家总退市数量为 5579 家,其中除去破产退市与合并退市,大股东发起的主动私有化退市数量达到 3333 家。^⑤ 澳大利亚从 1975 年到 2004 年 30 年间共有 5952 家公司退市。其中因不能缴纳上市费用而被动退市的数量为 482 家(8.1%),因为收购而主动退市的数量为 1118 家(18.8%),因为资本改变而退市的数量为 1151 家(19.3%),因为名称或者代码改变而退市的数量为 2404 家(40.4%)。^⑥ 我国资本市场上主动私有化退市的案例虽然不普遍,但也不乏值得关注的案例。比如中石油要约收购旗下的三家上市公司并使之退市,已达到整合其下属上市公司并整体上市的战略目的。^⑦

^⑤ See Ettore Croci & Alfonso Del Giudice, *Delisting, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe*, <http://ssrn.com/abstract=1548515> p. 8.

^⑥ See Nicholas Lew & Ian Malcolm Ramsay, *Corporate Law Reform and Delisting in Australia*, <http://ssrn.com/abstract=947192> p. 42.

^⑦ 刘丽靓、申林英:“国内首例并购退市案圆满收官”,载《证券日报》2005 年 12 月 15 日 A01 版。值得关注的是我国境外上市的公司近年来频现私有化退市潮,从小肥羊到盛大再到阿里巴巴。参见李荣保、王韶辉:“上市公司私有化成潮”,载《新财经》2012 年 3 月刊。

(二) 主动规避上市成本退市

所谓主动规避上市成本退市,是指为了规避上市公司必须履行的上市义务而主动选择退市。上市公司作为公众公司,在享受融资便利等好处的同时必须承担相应的义务。比如必须接受公众监督,定期向公众披露信息,必须在公司治理结构方面投入成本,以便满足所在资本市场的合规要求。如果上市公司认为合规成本过高,就可能主动选择退市。尤其是在当前资本市场国际化的背景下,不同资本市场之间的竞争更可能导致上市公司从合规成本高的资本市场退市,转而追求合规成本低的资本市场。这方面最典型的是美国萨班斯法颁布之后带来的退市效应。

萨班斯法于2002年7月30日生效。该法是对安然和世界电讯等上市公司财务与会计造假丑闻的回应。该法的立法目标在于通过改善上市公司信息披露的准确性和可信度而保护投资者。该法对上市公司信息披露以及会计方面规定了严格的标准,在保护投资者及提升上市公司诚信等方面的确给上市公司带来收益,但是同时也给上市公司带来更高的合规成本。一项对147家上市公司进行的调查表明,70%的上市公司感觉该法以及其他公司治理方面的改革显著地增加了公司的行政成本,82%的公司认为改革过于严厉了。^⑧

萨班斯法带来的退市效应是显著的。比如,2004年美国114家主动私有化退市公司中有44家援引萨班斯法的过高合规成本作为其退市理由。^⑨萨班斯法对小型上市公司带来的负担更重,因为小型上市公司承担的单位合规成本压力要比大公司大。更引人思考的是,许多小型上市公司经过主动私有化退市之后收益比前萨班斯法时期提高了。^⑩

(三) 重整再生退市

重整制度是一种司法监督下的重组制度。重整不同于清算,重整的目标是以合适的成本重新调整公司的资本结构使其恢复营运能力,为债权人、债务人、股东、雇员、供应商和企业所在的社区创造收益。这个目

^⑧ William Carney, *The Costs of Being Public After Sarbanes - Oxley: The Irony of "Going Private"*, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=672761.

^⑨ Id., at p. 28.

^⑩ Ellen Engel, Rachel Hayes & Xue Wang, *The Sarbanes - Oxley Act and Firms' Going - Private Decisions*, http://ssrn.com/abstract_id=5456626.

标得以实现的前提是企业资产的营运价值大于清算价值。^① 营运价值与清算价值的差额就是重整实现的价值,我们称之为重整创造的营运价值剩余(going concern surplus),简称重整剩余。当然,重整本身是有成本的,比如当事人的谈判成本、聘请专业人员的费用以及延期偿还债权产生的利息成本等。所以,理论上,只有重整剩余大于重整成本时重整才有意义。既然重新调整公司的资本结构在法庭外通过重组也可以实现,为什么需要重整制度呢?主要原因在于重组因为缺乏司法强制力而容易产生钳制成本(hold out)。^② 正是因为重整解决了庭外重组的钳制问题,提高了公司拯救的效率,所以现代公司拯救一般采用重整而不是重组,大型上市公司尤其如此。

因为重整涉及一系列复杂的交易,比如削减债权、债权转股权、第三方向重整中的公司注入资产或者现金作为融资,重整期间的上市公司一般选择临时退市。但是重整成功之后的公司必须重新上市。主要原因有两个:其一,重整主要是一种资本结构的调整,调整资本结构之后新的利益关系人需要重新确认其对重整后的公司的股权。其二,重整中往往需要外部融资,融资人可能以股权的形式融资,也可能以债权的形式融资。股权融资人需要公司重新上市才能顺利套现融资。即使是债权融资人也需要公司重新上市之后产生的流动性来套现自己的债权。所以,对于上市公司来说,重整之后不能顺利上市的制度无异于阻碍重整成功的绊脚石。我们以通用重整退市以及重新上市为例直观地描述重整再生退市的过程及其运作机理。

2009年6月1日,通用向纽约南区破产法院申请破产重整,重整期

^① Charles J. Tabb & Ralph Brubaker, *Bankruptcy Law Principles, Policies, and Practice*, Anderson Publishing Co., 2003. p. 595.

^② 公司重组没有司法强制力约束,债务人在谈判期间无法抗拒来自个别债权人收债的烦扰,而且由于庭外重组需要全体债权人同意才能产生效力,很容易产生钳制(hold out)问题。重整程序提供的自动中止和强裁制度有效地解决了这两个庭外重组的难题。自动中止是指债务人进入重整程序后针对债务人财产的诉讼和执行程序自动中止,待重整计划达成之后当事人按照重整计划的规定重新确定对债务人财产的请求权;强裁是指法院在满足破产法规定的条件下可以不顾某些债权人或者股东的反对强制批准重整计划。重整相对于重组的优势还包括债务人的一系列保证破产财产最大化的权力,如撤销权、合同履行挑拣权等。参见罗帕奇、魏福德:“大型上市公司重整中的公司治理”,载李曙光、郑志斌主编:《公司重整法律评论》(第2辑),法律出版社2012年版,第119~120页。

间暂时退市。在申请重整之前的几年里,通用连续亏损,市场份额逐年下滑,股价持续下跌。2005年,通用公告亏损106亿美元;2007年,亏损额上升到387亿美元。在破产重整前,通用占美国汽车市场的份额从1980年的45%下滑到2008年的22%。其普通股的每股价格也由2000年4月28日的每股93.62美元跌到2009年5月15日的每股1.09美元。2008年12月31日,通用与美国财政部签订贷款与担保协议(The Loan and Security Agreement, LSA)。根据该协议,美国财政部将分三笔向通用提供总额为134亿美元的担保贷款。作为得到贷款的对价,通用向美国财政部发行了购买122,035,597股通用普通股的权证以及2011年12月30日到期的本金为7.49亿美元的借据。

后来,奥巴马政府财政部修改了此前与通用之间达成的协议,修改后的协议在原有贷款额的基础上又增加了20亿美元贷款。通用于2009年4月24日得到这笔增加的贷款。但是,通用的财务状况继续恶化。2009年5月8日,通用公布了2009年第一季度年报,其第一季度净收入与2008年同期相比下降了200亿美元,经营亏损比上一季度增加了51亿美元。而且,通用同时期用于支出的负现金流量为94亿美元,可用现金流减少了26亿美元。年报公布后,通用与美国财政部再次修改贷款协议,增加40亿美元贷款。2009年5月20日,通用得到增加的贷款。^⑬6月1日,通用向法院申请破产重整保护。

通用重整的思路是首先把通用的有营运价值的资产与其债务切割。把营运资产出售,用出售的收益分配给债权人,而出售的资产不再有债务负担。问题是谁有能力收购通用的营运资产呢?通用的办法是创造一个特别目的实体(Special Purpose Entity, SPE)。SPE用现金、借据及其发行的股票收购通用的营运资产。SPE的现金来源包括公开发行股票、债券的收入以及政府贷款。SPE得到的是没有债务负担的原来通用公司中具有营运价值的资产,所以SPE被称为新通用。

通用申请破产时显示其账面资产价值为820亿美元,负债为1730亿美元。假设旧通用把这些资产出售给新通用,新通用必须发行价值

^⑬ 贺丹:“通用公司重整模式的破产法分析”,载李曙光、郑志斌主编:《公司重整法律评论》(第2卷),法律出版社2012年版,第23~26页。

820 亿美元的债券和股票收购这些资产。旧通用得到出售资产的收益(收益是现金、债券和新通用股票的组合)。旧通用把这些组合收益分配给其债权人;同时把剩下的资产清算掉,收益分配给债权人,清算之后旧通用注销。所以,交易的结果是,旧通用的债权人(包括美国财政部)最后可以分得部分现金并持有新通用的部分债券和股票。^⑭

2009 年 7 月 5 日,法院批准了通用的重整交易。根据法院判决书,新通用的股权持有人包括四个法律实体:^⑮

(1)美国财政部持有新通用 60.8% 的未稀释前普通股,加上新通用的部分优先股和期权;

(2)加拿大出口贸易部(EDC)作为之前的通用贷款人持有新通用 11.7% 的未稀释前普通股,加上新通用的部分优先股;

(3)新通用的自愿员工福利协会信托基金(VEBA)持有新通用 17.5% 的未稀释前普通股,加上新通用的部分优先股和期权;

(4)旧通用出售资产给新通用得到的对价包括新通用发行的约 12% 的未稀释股票,以及部分期权;旧通用把这些股权和期权在原债权人中间进行分配,分配后的原债权人成为新通用的股权持有人。

2010 年 11 月 17 日,重整之后的通用重新上市。2010 年前 9 个月,通用实现销售收入 50 亿美元,而且自 2004 年以来首次实现赢利。由于投资者对新通用发行股份的热捧,通用募集到 201 亿美元的资本。加上通用销售期权的收入,募集到的总资金达到 231 亿美元,创下了此前美国资本市场 IPO 最大的交易额。一位产业分析员评论说,“华尔街对通用的兴趣表明他们对一个在 2008 年遭到重创的产业重拾信心”。^⑯通用 2011 年在纽交所的年报显示,2009 年通用每股净收益为负 3.58 美元,2010 年为 3.11 美元,2011 年为 4.94 美元。^⑰

^⑭ See Adam Levitin; *GM's plan: the Basic Outline*, available at <http://www.creditslips.org/creditslips/2009/06/gms-plan-the-basic-outline.html>.

^⑮ In re General Motors Corp., 407 B. R. 463,482-83 (Bankr. S. D. N. Y. 2009).

^⑯ See GM IPO raises \$20.1 billion, available at <http://www.reuters.com/article/2010/11/17/us-gm-ipo-idUSTR6AB43H20101117>.

^⑰ See <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1467858/000146785812000014/gm201110k.htm#sF421044842C67BFF911E1031D1C74290>.

通用重整退市以及再上市的交易过程基本上支持了我们以上的分析与判断。可以设想,如果通用不能在重整成功之后及时上市,以美国政府为首的融资人很难收回他们的融资,而且通用的重整模式也很难顺利实施。所以,重整成功之后能够顺利上市对上市公司的重整成功至关重要。

(四) 被动淘汰退市

被动淘汰退市,是指上市公司因为不再符合公司上市所必须具备的条件,而被证券监管部门强制退市。所以,被动淘汰退市也被称为监管退市(regulatory delisting)。监管退市可能给上市公司及其利益关系人的权益造成很大的损失,所以,对监管退市必须规定严格的条件和程序。我们以纽约证券交易所(纽交所)为例加以说明。

纽交所首先为监管退市规定了三个可以量化的客观条件:^⑩第一,上市公司必须满足流通股东以及股票的数量。具体地,如果股东人数低于400人,或者股东人数低于1200人而且之前的12个月内每月交易的股票数量低于100,000股,或者公众持有的股票数量低于600,000股,纽交所将考虑强制其退市。第二,上市公司必须满足一定的市场价值标准。具体地,如果连续30个交易日内公司平均“全球市场价值”低于1500万美元,纽交所会考虑强制其退市;如果股权总价值低于5000万美元,平均“全球市场价值”不能低于5000万美元;如果公司上市时满足全球市场价值标准,但是其30个连续交易日的平均全球市场价值低于1亿美元或者30个连续交易日的平均全球市场价值低于5亿美元而且过去12个月的总收入低于2000万美元,交易所将考虑强制其退市,除非企业按照另外的上市标准符合上市条件。第三,上市公司的收盘价必须满足一定的标准。如果上市公司在连续30个交易日内收盘价低于1美元,交易所将考虑强制其退市。但是,如果最低平均收盘价是上市公司唯一的不符合上市的标准,该上市公司不会被自动强制退市。交易所会向其发出通知,给它6个月的宽限期用来矫正股价缺口。如果6个月之后其平均收盘价仍然低于1美元,该公司将正式进入退市程序。

^⑩ NYSE Listed Company Manual 802.01(A,B,C).

纽交所还规定了很多主观性退市标准供其行使自由裁量权。^① 比如,如果交易所认为上市公司的营运资产规模严重缩水,不管缩水是出于什么原因,都可以考虑退市。如果上市公司申请破产,或者宣布即将申请破产,不管破产依据破产法的哪一条,交易所都将考虑退市。交易所的退市自由裁量权还集中表现在下面六项条件里,即只要满足下列六项条件之一,交易所就可以考虑强制上市公司退市:(1)监管机构向交易所提出建议,认为上市公司的股票已经失去价值;(2)证券登记失效;(3)很多股东会召开时没有进行征集投票;(4)公司违反了上市协议;(5)某一类别组的股票、某次发行的股票或者某一系列的股票在支付对价或者回购之后被收回;或者(6)交易所认为上市公司从事了违反公共利益的业务。

二、退市制度的基本原理及其反思

以上本文以成熟资本市场的退市规则及其实践展示了退市的基本样态。从上市公司的角度观察,在成熟的资本市场,主动退市是一件很平常的商业行为。一家公司可以选择上市,也可以出于商业目的而主动选择退市,退市之后还可以重新上市。为什么上市公司会选择主动退市?为什么证券监管部门和交易所对被动淘汰退市规定了如此细致的客观和主管条件?上市公司退市遵循什么样的制度逻辑?本文以为,只有追问这些问题,才能深入退市制度的实质,即什么样的退市制度是有效率的?为此,我们有必要梳理退市制度的基本原理并在此基础上展开反思。

(一) 退市制度的政策目标

从经济学角度,退市规则的设计主要是为了满足两个经济目标。第一个目标是确保交易所与上市公司之间的关系(*relationship*)维持赢利。交易所的赢利主要来源于交易费,而上市公司的交易需要付出一定的成本。所以,只有交易量达到一定的程度,交易产生的利润才能弥补成本,

^① NYSE Listed Company Manual 802.01(D).

并为交易所创造交易费收入。另外,如果交易量不足,证券分析师和做市商也很难报价。所以,交易量不足可能导致交易成本过高,无法维持资本市场上各个主体的赢利。^①这就是为什么很多证券交易所都把交易规模作为退市的一个标准。

第二个目标是维护交易所的信用。交易所的传统功能是为投资者和证券发行人提供一系列服务,并据此获得报酬。这些服务包括标准化的规则、交易监管、结算、流动性。退市规则向投资者以及证券发行人提供一种信号(signal),即通过把违法和违规的公司清除出资本市场,证明某个市场执行交易规则的力度和可信度:如果交易所的自我监管功能很强,交易规则就能够得到执行。而且,通过这种信号功能还向投资者发出一个信号:投资者完全可以信赖在某交易所挂牌交易的公司的诚信,因为他们能够被允许挂牌交易本身就表明他们已经满足交易所规定的标准。退市规则所保护的就是这种信号价值。^②

综观世界主要交易所的退市制度,基本上都是围绕以上两个经济目标而进行规则设计的。尤其是第二个目标成为很多交易所公开声称的退市制度理由。例如,纳斯达克市场交易手册就把信号功能作为其退市规则设计的基本理由:^③

纳斯达克市场致力于维护商业行为的诚信与道德,提振投资者信心,从而为国家经济的金融健康以及支持资本信息形成过程作出贡献。纳斯达克市场的发行人,不论是新的公众公司还是具有国际地位的公司,只要被吸收到纳斯达克市场,就等于向公众承诺其认同纳斯达克市场的这些重要目标。基于此,纳斯达克市场除了适用规则 4300 和规则 4400 所列举的标准之外,还将针对纳斯达克市场上首次上市以及持续上市申请行使广泛的自由裁量权,以便维护市场的质量与公众信任。依据这种广泛的裁量权……纳斯达克市场可以否决首次上市申请或者为首次上市申请或者持续上市申请设定额外的或者更严格的条件,或者基于任何事件、条件或者情形中止或者终止特定股票的上市资格,只要纳

^① Jonathan Macey, Maureen O' Hara & David Pompilio, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, 51 J. L. & Econ. 683, 686 (2008).

^② Id.

^③ NASD Manual § 4300.

纳斯达克市场认为这些事件、条件或者情形使得这些股票不适合在纳斯达克市场上市,即使这些股票符合纳斯达克市场所列举的上市条件。

(二) 退市制度效应的经验观察

如果退市制度的规则设计是为了维护交易所的赢利并保护投资者,这两个目标应该是可以观察的。我们先考察对于被动淘汰退市的经验研究。因为纽交所退市之后的公司大部分转入粉单市场(pink sheets)进行交易,所以乔纳森·梅西(Jonathan Macey)等学者选取2002年从纽交所被强制退市的54家符合条件的公司作为研究样本,研究退市对交易所和投资者产生的经济效应。^② 研究者首先考察进入粉单市场第一天的交易量,结果发现样本公司不仅总体交易量大,而且样本公司之间交易量差异(variable)也很大,从最小100股的交易量到最大超过5300万股的交易量。交易量平均值超过259万股,但是交易量中值仅仅80,700股。第一天的交易额达到60万美元,前五天的交易额不断增长,然后在60天范围内逐渐降低。如果从交易所收益的角度观察,退市之后的交易量表明退市制度给交易所带来很大的直接成本。退市给投资者带来的损失也是显而易见的。例如,把样本里因为破产而退市的公司除掉,其余公司退市前后股票价格平均从1.09美元跌到0.59美元。

另一个退市制度的辩护理由是“保护潜在的投资者”,即通过严格执行退市制度向潜在的投资者发出一个信号:只有严格符合上市条件的公司才能在某个特定的交易所交易。这种信号降低了潜在交易者的交易成本。但是经验研究再一次动摇了这种辩护理由的可信度。同样是前文提到的学者对54家退市公司的研究表明,他们中的许多公司在其股价低于退市标准之后仍然持续进行交易,其中最长的交易时间达到200天。也就是说,即使退市规则规定了严格的量化退市标准,交易所还可以通过行使自由裁量权决定延长上市公司的交易时间。^③

对主动私有化退市的一个“想当然”观点是公司控制权人可能利用

^② Jonathan Macey, Maureen O' Hara & David Pompilio, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, 51 J. L&Econ. 683, 699 (2008).

^③ 纳斯达克市场在2002年夏季经历“dot.com泡沫”之后,大约10%的上市公司股价跌破1美元,这更使得纳斯达克市场不愿意仅仅因为股价不符合上市标准就行使强制退市权。

私有化退市手段剥夺中小股东的利益。^⑤ 国外经验研究的结果表明中小股东在私有化主动退市中的待遇似乎并不见得必然很糟糕。埃托雷·凯(Ettore Croci)与阿方索·德·朱迪切(Alfonso Del Giudice)选取欧洲资本市场上从1997年到2005年因为大股东私有化而退市的429家公司为样本研究大股东发起的私有化退市对中小股东的影响。研究表明,控股股东并没有通过私有化退市剥夺少数股东,相反,控股股东发起的私有化退市行为对少数股东至少在短期内是有利的——因为少数股东因为私有化而获得股票溢价收益!^⑥ 至少从表面上看,我们身边的私有化退市也没有沦为大股东盘剥中小股东的盛宴。以阿里巴巴为例,2012年2月21日,阿里巴巴(01688, HK)发布公告,控股母公司阿里巴巴集团以每股13.5港币价格,现金全面收购其所发行的股票,从而实现上市公司阿里巴巴的私有化。此收购价格较2月9日停牌前的最后60个交易日的平均收盘价格溢价60.4%,比最后10个交易日平均收盘价溢价55.3%。^⑦

(三)谁是退市制度的受益者

对于强制退市,在短期内证券交易所并没有因为强制不符合规定的上市公司退市而受益,上市公司及其投资者也因为退市而蒙受损失;从长期的角度,退市制度也并没有给投资者提供值得信赖的信号功能。这使我们不由得追问:究竟谁是退市制度的受益者?

追问这个问题必须和相应的上市制度联系起来。法马(Fama)和弗兰奇(French)就是按照这个思路展开的经验研究。他们的研究发现美国资本市场的上市标准低是其上市公司寿命短的一个重要原因。但是,通过严格的退市条件把低质量的上市公司淘汰出局,是交易所矫正“上市错误”的一种重要方式。但是,这种做法把交易所决策错误的成本转

^⑤ 冯果、李安安:“上市公司主动退市过程中的利益冲突及其法律规制”,载《南都学坛》2011年第31卷第5期。

^⑥ Ettore Croci & Alfonso Del Giudice, *Delisting, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe*, <http://ssrn.com/abstract=1548515> pp. 8-18.

^⑦ 李荣保、王韶辉:“上市公司私有化成潮”,载《新财经》2012年3月刊。

嫁给投资者。^⑳ 所以,从长远来看,美国资本市场背景下的强制退市制度产生的真正赢家是美国证券交易所,美国资本市场上的投资者作为一个整体并没有受益。

但是对于主动退市,问题要复杂得多。大股东和第三方发起的私有化退市相当于退市发起者与中小股东之间的谈判博弈,如果程序设计合理,谈判不存在欺诈,前者获得公司控制权,降低代理成本;后者拿到股票溢价,这种退市完全可以达到双赢的效果。从短期看,似乎交易所受到损失。但是从长期看,一方面这些私有化的公司可能重新上市,另一方面这种自由的退市制度激励更多的公司选择上市,也会抵消退市带来的交易规模的减少。所以,允许自由的私有化退市对交易所的伤害不大,甚至可能总体上是有益的。^㉑ 如果陷入困境的上市公司主动发起重整退市,经过重整之后重新上市,不仅上市公司的利益关系人因为重整成功而获得重整溢价收益,资本市场也因为少了一个困境公司而多了一家优质公司而受益。对于因为规避上市成本而退市的公司而言,赢家一般仅仅是退市的公司,输家则是交易所。萨班斯法之后带来了退市潮,尤其是外国公司纷纷退市,寻找其他的市场重新上市。这种现象遭到美国学者的普遍批评。^㉒

三、我们需要什么样的退市制度

(一)对退市制度的全面反思

从前文分析,我们至少可以得出三个基本判断:(1)到目前为止,主要市场经济国家的强制退市制度并没有实现退市理论所预设的目标;(2)主动退市在欧美发达市场经济国家非常普遍,实际上已经成为公司经营策略的一部分;(3)控股股东发起的私有化主动退市并没有如“想

^⑳ See Fama E. F. & K. R. French, *New Lists: Fundamentals and survival rates*, *Journal of Financial Economics*, 73(2004)229-269, p. 230.

^㉑ 到目前为止,尚无这方面的实证研究。

^㉒ Samuel Wolff & Clarence D. Long, *Post Sox Trend in Delisting and Deregulation*, 9 *Rich. J. Global L. & Bus.* 53 (2010).

当然”的理论所预设的那样会产生不公平。相反,不论是大股东发起的主动私有化退市,还是因为第三方并购导致的主动退市在发达资本市场都比较活跃,显示出其制度的生命力。为此,我们有必要对退市制度进行全面的反思,以便避免断章取义式的解读。对退市制度的全面反思可以从以下四个方面展开:

第一,什么样的公司必须退市?什么样的公司值得拯救?

回答这个问题必须首先明确退市制度的目标。退市制度的目标主要包括两个方面:其一,通过清除证券市场上没有交易前景的公司,提高证券市场的流动性,降低市场流动性成本,从而为市场及其参与者创造收益;其二,通过清除违法、违规的上市公司,维护证券市场交易规范的严肃性,向投资者发出准确的信号,降低交易成本,保护投资者。以这两个目标为标尺,我们不难发现应该强制退市的公司只能是以下三类:(1)破产清算的公司;(2)经营前景黯淡且交易持续低迷的公司;(3)造假、侵害股东或者债权人利益等违反公司治理法律法规的公司。

对于尚有营运价值,仅仅由于财务或者经营上暂时陷入困境而导致股价下跌或者申请破产重整保护的公司,不仅不能强制其退市,反而有必要创造条件帮助其恢复生机。我们以通用公司为例。通用公司由于经营和财务上出现困境而申请重整保护,其重整保护成功的一个重要前提就是保证其重整后的股票能够在证券市场流通。如果通用重整之后不能顺利上市,那么本来能够重新恢复赢利能力的公司由于严格的退市制度而死亡,这种退市制度既不能创造价值,也无助于保护投资者的利益;既违反公平又没有效率。至于股价降低,如果公司交易仍然活跃,从市场的角度,这说明公司尚有交易价值,投资者购买这种股票是出于个人的意思自治,出于个人对公司股价未来前景的判断,监管机构没有必要强行对这种交易行为设定限制或者阻碍。相反,如果股价下跌的公司有拯救的价值,市场完全可以通过活跃的交易行为帮助寻找公司所需要的施救方。所以,对值得拯救的公司,监管机构所要做的不是“一刀切”式的强行退市,而是创造规则协助其恢复生机。

那么公司的赢利性差是否有必要成为退市的一个标准呢?不论从维护资本市场的信誉,还是保护投资者,还是为交易所创造利润的角度,赢利性都没有必要成为退市的标准。这是因为投资者投资上市公司为

上市公司股票出价的标准是预期价值,不同的公司所处行业不同,所处行业的产品周期不同,预期价值不同,股票价值与当前赢利性并不一定正相关。以某些新型产业为例,互联网上市公司的宠儿亚马逊曾经长达八年不赢利,但是一直受到投资者追捧。^① 如果监管者替代投资者判断,不仅扼杀了投资者的投资机会,而且对交易所也没有好处。

第二,退市制度和上市制度以及公司重整制度如何衔接?

严格的强制退市制度、活跃的主动退市制度和宽松的上市制度具有内在的一致性。正是因为有宽松的上市制度,发达资本市场上退市才会如此频繁,主动退市才会发展成一种公司经营策略。^② 所以,严格的退市制度必须和宽松的上市制度衔接才能保持资本市场上交易主体数量的动态稳定。以欧洲市场为例,伦敦证券交易所从1997年到2008年平均年退市公司为339家,年IPO数量为299家;从2000年到2010年德国证券交易所年均退市公司为50家,年均IPO数量为68家;意大利年均退市数量为17家,IPO数量为23家。总之,退市在整个欧洲各国市场上是一件很平常的事。^③

退市制度也必须和公司拯救制度进行必要的衔接。现代上市公司拯救的基本途径是破产重整。正如前文所述,重整制度涉及一系列的资本结构调整,发行股票是重整融资以及重新调整重整中利益关系人权益的基本方法。此外,公司重整期间企业照常进行经营活动。为了给公司的融资人以及交易伙伴提供可信的交易激励以便保障重整的成功,重整成功之后的公司必须有保障能够顺利地重新上市。以美国资本市场为例,从1980年到2012年,美国资本市场上申请重整的大型上市公司达

^① 参见“他山之石,可以攻玉——来自亚马逊的电商启示录”,载 <http://money.163.com/12/0628/10/8533J93C00253B0H.html>,2012年6月28日访问。

^② 美国资本市场上有很多经历过上市—主动退市—再上市的公司,笔者考察发现这些公司往往把退市制度作为一种经营策略来实现公司价值的最大化。比如,1986年,全美第二大医药连锁店艾略特公司通过并购交易完成私有化退市,1992年,该公司重新上市。重新上市为公司的股权投资者带来了丰厚的收益。参见罗伯特·F·布鲁纳:《铁血并购》,上海财经大学出版社2008年版,第109~117页。

^③ Ettore Croci & Alfonso Del Giudice, *Delisting, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe*, <http://ssrn.com/abstract=1548515> pp.4-5.

到 956 家,^④这些公司重整之后大都需要重新上市。

总之,退市制度和上市制度以及公司重整制度的衔接是退市规则整体设计的一个重要组成部分。

第三,谁有最优的激励作为公司退市的监管者?

如果我们把退市制度的基本目标锁定在保护投资者的利益并维护证券市场的信用和赢利性,那么我们在选择公司退市的监管者时必须确保监管者的个人利益能够超然于这个目标之外。显然,如果公司退市与否直接和监管者的利益发生联系,监管者对退市的监管以及评判势必产生利益冲突,这种制度下的退市安排很难保证和退市制度的目标相吻合。我们以美国资本市场为例。如果为了保护投资者的利益和维护证券市场的信用,申请破产或者破坏上市公司基本治理规则的公司应该首当其冲成为退市目标并立即退市。但是正如前文所阐述的,经验研究发现美国证券交易所并没有对安然、房地美、房利美等公司实施立即退市。^⑤

我们有理由猜测,交易所在行使退市的自由裁量权的时候,很可能受到其个人利益的影响。交易所毕竟是营利机构,选择强制谁退市以及何时退市涉及交易所的个人利益,其个人利益显然与投资者保护以及证券市场的信号功能这些公共利益存在不一致的地方。^⑥ 与我们的猜测相吻合的是一个值得研究的变化——英国和德国的资本市场已经把证券上市和退市的决定权重新从交易所转移给证券监管机构。

第四,退市之后如何整理?

退市之后如何保护投资者的利益是退市制度规则设计中的重要组成部分。在主动退市中,退市之后大股东或者收购方如何排挤剩余股东的股权?在强制退市中,退市之后的股票如何交易才能确保投资者利益

^④ http://lopucki.law.ucla.edu/study_results.asp. 这里对大型上市公司的界定是以美国 1980 年物价指数为参照市值超过 100 亿美元的公司。

^⑤ 安然公司股价低于 1 美元之后仍然得以在交易所持续交易了 25 天,房地美和房利美连续两年没有向交易所提交财务报告,仍然没有被交易所强制退市。

^⑥ 如果证券交易所的收入来源于上市公司上缴的费用,那么交易所可能没有激励发现并强制不符合上市条件的上市公司退市。See Baglolle, *Lowering the Bar, Far Eastern Economic Review*, 2004, pp. 38 - 40.

的最大化？这些是退市整理制度需要关注的问题。鉴于这个问题是国内外学者集中讨论的问题，相关的文献已经汗牛充栋，本文不做特别讨论。

（二）我国证券市场的特征以及当前的退市制度的问题

我国证券市场是在计划经济向市场经济转型过程中成立的。转型尚未完成，当前的证券市场呈现出的一个突出特征仍然是上市难和退市难。表面上看，我国 IPO 制度似乎取消了数量限制，但是企业 IPO 所面临的证监会发行审批程序实质上仍然构成数量控制，使得 IPO 入口不畅通。^⑦更重要的是，我国证券法律对 IPO 所规定的苛刻条件使得 IPO 实际上不是为具有发展前景的公司提供融资的通道，而是为已经成功的公司锦上添花。由上市难自然造成上市牌照的垄断价值，进而导致退市难，许多深陷困境的问题上市公司因此扎堆证券市场而不能退市。^⑧正因为上市难所导致的退市难，被戴上退市风险警示的 ST 公司非但不能发挥传统经济学上的“信号”功能，即帮助投资者甄别公司的质量，反而激励了投资者的炒作动机。从这一点上看，传统经济学对退市制度的信号价值（signaling value）解释在我国当前的资本市场基本上是失灵的。可以说，这种资本市场的“信号功能失灵”是我国当前退市制度设计的基本法律和经济背景。

为了更准确地分析我国证券市场的退市制度，我们还有必要了解我国证券市场上的另一个重要特征，即我国证券交易所的特殊法律地位。一方面，证券交易所是我国证券市场上最重要的服务提供者。我国证券市场是电子化的全国性中心市场，在这个市场里，交易所通过汇集、处理、生产、传输和公布信息而提供服务。交易所和上市公司签署“上市协议”，收取后者的上市费；证券商申请会员资格，向交易所支付入场通道

^⑦ 从 2012 年前 7 个月每月新增上市公司的数量观察，2012 年 1 月到 7 月新增上市公司的数量依次为 10、12、25、14、19、22、18。也就是说，我国证券市场上 IPO 并上市交易的公司的数量总体上被控制在一个比较稳定的规模上，用证监会的一贯表述就是，把 IPO 的节奏控制在一定水平上。

^⑧ 根据巨潮网发布的数据，从 1999 年到 2000 年，在深圳证券交易所退市的公司数量为 39 家，上海证券交易所退市的公司数量为 41 家。但是，截至 2012 年 6 月 9 日，沪深股市的 ST 公司数量达到 159 家，其中 2012 年新增 ST 公司 26 家（《证券日报》2012 年 6 月 9 日）。

租金;投资者缴纳股票账户开户费、股票过户费、附加费。总之,交易所扮演着具有自身经济利益诉求的市场主体角色。但是另一方面,我国证券市场的转轨特征又使得交易所成为证监会下属的事实上的公立机构,成为证监会直接控制下的“市场一线”监管机构。交易所的重要人事任免权均受到证监会的管控。^③

以我国证券市场的特征为背景考察当前的三个退市规则(包含在三个股票上市规则中),我们不难发现这一系列退市制度面临一些值得讨论的问题。第一,在IPO和重新上市严格监管的背景下,严格的退市条件是否有利于保护投资者?退市的规则设计应该以保护投资者利益作为主要目标。根据现行的IPO和重新上市标准,退市之后的公司不论恢复营运之后多么有赢利前景,都不可能立即上市。这种退市制度对直接投资者的保护价值可能造成损害。第二,我国资本市场上公司拯救制度方兴未艾,退市制度的严格新政是否与公司拯救制度相契合?正如前文所述,上市公司重整制度存在的前提是退市之后如果重整成功,则重整后的公司能够迅速恢复上市。但是目前的退市制度并没有为重整制度提供这种前提,所以,我们有理由怀疑退市新政是否会对上市公司拯救制度造成打击,进而对投资者的利益带来损害。^④

(三)我们需要什么样的退市制度

根据以上分析,我国两个交易所目前出台的退市规则是以资本市场上存在大量ST公司不能退市为背景所进行的制度设计。这种制度设计从解决我国资本市场当前最受诟病的顽疾来看有其合理之处。但是,从长远来看,当前的制度设计尚未把我国资本市场的基本特征以及资本市场上退市与上市以及公司拯救之后再上市之间的制度联系等问题全面地纳入其制度设计考虑。尽管这种制度设计的初衷是通过严格的退市规则保护投资者,但是单边突进的退市制度越严格,对投资者造成的伤害反而可能越大!所以,从长远来看,为了进一步完善我国上市公司退市制度,我们有必要追问:我们需要什么样的退市制度?

^③ 方流芳:“证券交易所的法律地位——反思‘与国际惯例接轨’”,载《政法论坛》2007年第1期。

^④ 笔者接触到的一些从事上市公司重整业务的人士已经表达了这种担忧,即新退市制度实施之后上市公司重整可能会变得困难。

综合以上的分析,本文认为,我们需要的退市制度应该是以保护投资者为主线,以尊重投资者的意思自治与独立判断为前提而进行的规则设计。在此理念下,本文认为我国退市制度应该从以下三个方面进行完善:第一,理顺证券监管部门与证券投资者以及上市公司等市场主体之间的关系。证券监管部门的身份和职责在于监管证券市场上的违法违规行,而不是代替投资者对证券公司的质量进行甄别。所以,退市条件应该重在违反上市公司治理、欺诈投资者等破坏证券市场信用的行为,而不是代替投资者进行实体判断,比如规定公司财务上的实质性条件。例如,只要确保上市公司信息披露充分,即使公司股价跌破1块钱,只要投资者认为公司有价值,愿意交易,监管部门就没有必要强制其退市。第二,理顺证监会和交易所之间在上市、退市以及重整之后重新上市等事项上的权利和义务边界。支持市场化监管体系的完善,尊重《证券法》赋予证券交易所对上市、退市、重新上市的核准权和决定权,避免对相关事项的行政干预。第三,我国退市制度必须理顺退市与上市以及公司拯救之间的联系,从保护投资者,保护上市公司营运价值以及保护市场的角度制定全面的退市制度,而不是针对某个长期积聚的问题进行制度设计。

据此,本文建议放宽上市条件,严格退市的程序条件,放松退市的实质性条件,同时规定公司因为出现暂时困境而拯救之后可以重新上市,重新上市的条件不受一般公司IPO的某些条件的限制。我们可以设想经过这种完善之后,我国资本市场的上市与退市格局将呈现出这样的局面:上市与退市之间保持畅通,以便利上市公司基于最大化价值进行私有化主动退市;对欺诈投资者的公司以及失去赢利能力的公司严格退市,以便充分发挥退市的信号功能;对暂时出现困境的公司暂时退市并给予重新上市的预期,以便切实保护困境公司投资者的利益。这样的退市制度应该是我们所需要的。