

创业板市场退市制度比较研究

杨 巍*

摘要:创业板市场的基本定位决定了其上市公司的频繁进出,而退市制度作为上市公司终止上市判断的准绳,其规定是否合理科学与行之有效将直接决定创业板市场能否健康稳定运行。我国创业板市场尚处于初建阶段,《深圳证券交易所创业板股票上市规则》所规定的退市制度还有待于市场实践的检验。因此,必须借鉴国外成熟创业板市场的发展经验,完善我国创业板市场退市制度,推动多层次资本市场战略稳步前行。

关键词:创业板 退市制度 多层次证券市场

一、我国创业板市场退市制度的发展现状

(一) 创业板退市制度的基本功能

所谓创业板市场退市机制,是指于创业板上市公司达到法律规定的退市标准或不满足维持上市资格的最低要求时,依照法定程序退出创业板市场,并根据相关法律法规承担相应责任的市场基本

* 中国人民大学法学院 2009 级民商法博士研究生。

制度。从本质上来讲,创业板市场的退市机制是市场经济国家在一定范围的集中交易市场内部针对投资对象及其承载主体而形成的淘汰机制的法律外化。从国际创业板市场退市标准的要求来看,其具体内容主要包括数量标准和程度标准(也称非数量标准),其中数量标准主要是指对创业板上市公司总资产、净资产、股票市值、营业收入、公众持股人数、持股量、最小报价以及流动性等诸多可用数字直观表现的因素作出的相关规定,而程度标准(非数量标准)则主要从公司治理结构、信息披露等方面提出要求。相比较而言,由于数量标准的明确性与易操作性,国际创业板市场依数量标准退市的上市公司比例一般高于依程度标准退市的上市公司比例。

而对于我国创业板市场来说,建立严格的创业板市场退市机制,对于规范我国证券市场以及推动多层次资本市场战略的发展具有十分重要的意义,具体来说可分述为以下几个方面。

第一,建立严格的退市机制有利于证券市场基本功能的充分发挥。众所周知,证券市场作为资本市场的重要核心之一,除最直接的融资功能外,还具有优化资源配置的基本功能。申言之,创业板市场通过严格退市机制的建立使其上市公司有进有出、胜汰分明,这种对上市公司的素质评判与生死决断能够将市场经济效率要求通过评价机制渗透至上市公司内部,不断促进其管理者改善经营状况、提高公司质量,推动上市公司的整体发展从而能够根据效率原则在全社会范围内配置有限的金融资源,进而有效引导实体经济资源的配置。

第二,建立严格的退市机制有利于对创业板市场投资者的保护。毋庸置疑,每一个进入证券市场的投资者都期望自己利益最大化的同时尽可能地规避风险,于是证券市场成为了各色投资者利益实现的场所。创业板市场中的上市公司相比较于主板市场虽然一般具备理论上的高成长性,但在财务状况、股本规模以及市场稳定性等诸多方面均不及之。换句话说,创业板市场相较于主板市场本身即存在相对较高的投资风险,在这种情况下,如果缺乏严格的退市机制对创业板上市公司进行约束与规制,上市公司极有可能通过虚造经营业绩及盈利状况等各种手段追求自身利益的最大化而损害了投资者的正当利益并造成证券市场的严重混乱。质言之,退市机制是保证创业板市场事前预防机

制、市场监督机制与违法追责机制正常运转的关键一环,对于上市公司达到退市标准或不满足持续上市要求的,应该用制度强制其退出市场并承担相应的责任,从而保护投资者投资对象的整体质量与市场的安全与稳定。

第三,建立严格的退市机制有助于证券监督管理机关提高创业板市场监管效率、规范市场运作。如上所述,创业板市场的退市标准一旦得到明确和严格的执行,证券监管机关将得到一把清晰明确的市场监管标尺,在此标尺的测量下,监管机关只需将上市公司的具体指标与退市标准予以比较,一旦得出符合退市条件的结论,则可以迅速地作出相应职能反应,这大大地缩短了个案的判断成本、提高了证券监管部门行使职能的效率,从而也促进了整个创业板市场的发展。

综上所述,退市标准的建立将与上市标准共同构成创业板上市公司完整的市场进出机制,使上市公司的行为有了参考标准和制约因素,有利于上市公司从保护投资者的合法权益出发,依法经营,减少违规行为的发生,从而保障市场的良性发展并推动证券市场基本功能的充分发挥。

(二)我国创业板市场退市制度的发展现状

2009年10月30日,我国创业板市场“千呼万唤始出来”,作为多层次资本市场的有机组成部分,总体来说创业板市场对我国经济结构调整和资本市场体系完善做出了重要贡献,也为部分创新成长型企业带来了空前的发展机遇,开设创业板的目标已得到初步实现。但在肯定成绩的同时,我们必须正视创业板市场在发展过程中出现的很多值得关注的问题,特别是市场制度层面,而其中尤为突出的问题之一即为创业板市场的退市制度。

具体来说,我国创业板市场的退市制度及相关内容主要规定在《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(以下简称《规则》)第十三章至第十五章之条款中。其中14.3.1集中规定了创业板上市公司终止上市的22种具体情形,概括来说可分为上市公司暂停上市后未能按《规则》规定期限进行相关信息披露、未能按期提交恢复上市申请以及规定期限内公司股权分布、股东人数等仍不能达到上市条件等。相较于主板市场的退市规则,可以看到我国创业板市场《规则》中新增了以

下具体退市情形:其分别为“14.3.1(五)因14.1.1条第(二)项情形其股票被暂停上市后,在法定期限内披露的暂停上市后首个中期报告显示公司净资产仍为负”;“14.3.1(十)因14.1.1条第(六)项情形其股票被暂停上市后,公司首个半年度财务会计报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告”以及“14.3.1(十八)因13.2.1条第(九)项情形其股票被实行退市风险警示,在其后的一百二十个交易日内的累计成交量低于100万股”。可以看出,上述退市规则的设计拟在提高创业板市场退市标准的灵活化与多元化,即分别以净资产、审计因素以及流动性指标等标准衡量上市公司资质的具体标准,体现了立法借鉴国外成熟创业板市场经验的良好趋势。而作为对上市公司终止上市的救济制度,《规则》又于第十五章规定了针对终止上市申请复核的相关内容。

总体来说,深交所《规则》针对创业板市场上市公司退市的相关规定较为详细地列举了我国创业板市场上市公司的风险警示处理与暂停、恢复、终止上市等具体标准,基本形成了“风险警示处理→暂停上市→终止上市→(申请复核)”的退市程序,可以说初步确立了我国创业板市场的退市机制。但我们必须看到,我国创业板市场自开市至今方两年,上市公司退市规则还并未得到市场实践层面上的广泛应用,加之退市制度本身设计尚存疑问以及创业板市场外部环境的具体因素,我国创业板的未来发展实际上对《规则》确立的退市机制提出了严峻的挑战,创业板市场的严格退市机制能否有效运行还有待时间检验。

(三)我国创业板市场退市制度所存在的基本问题

承上所述,我国创业板市场退市制度的潜在问题可从内外两个层面把握,从外部宏观层面来看:

第一,深交所之“立法权”与其《创业板股票上市规则》的法律效力问题。与美国SEC相对应,我国的证券监督管理机关为中国证券监督管理委员会。但众所周知,SEC虽然隶属于美国联邦政府,却直接对国会负责,具有一定的立法权和准司法权,固其授权交易所制定的某些退市规定效力等同于行政法规甚至可比肩于大陆法系中的部门法;而根据我国法律规定,证监会则是国务院(即中央人民政府)下属机构,是全国证券期货市场的主管部门,按照国务院授权履行“行政”管理职

能,依照法律、法规对全国证券、期货业进行集中统一监管,维护证券市场秩序,保障其合法运行。进一步说,证监会虽然根据《公司法》、《证券法》等基本法律被赋予一定程度的行政立法权,但是根据我国《立法法》规定其本身并不具备指向下一层级的授权立法权。而证监会发布的《首次公开发行股票并在创业板上市暂行办法》第51条明确规定,“证券交易所应当建立适合创业板特点的上市、交易、退市等制度,督促保荐人履行持续督导义务,对违反有关法律、法规以及交易所业务规则的行为,采取相应的监管措施。”这显然把退市监管的权利赋予了证券交易所。而深交所作为事业单位,其《创业板股票上市规则》看似为行使公权力的监管职能体现,但由于其不具备立法权,固所立规则在法理上看就出现了明显的法律效力瑕疵,该规则最终在面对创业板市场的复杂现状特别是司法审判领域的效力认同时能否发挥“法律”作用势必还要打上一个大大的问号。

第二,由于国有企业改制与非市场化的大背景约束,加之地方政府利益的隐性干预,我国主板市场设立以来在缺乏严格退市机制的环境下退市比率相较于国外成熟市场极为低下,至今一共不到70家,加之我国主板市场上市的标准较高,导致了上市公司“壳”资源稀缺性的出现和“壳”价值的严重高估,市场上频繁对重组题材进行炒作,直接扭曲和破坏了二级市场的定价机制和资源配置功能,也助长了投机行为并进一步加剧了上市公司在供求关系极度失衡状况下的退市难问题,使得上市公司久拖不退的情况屡见不鲜。创业板市场的建立虽然有着主板市场的前车之鉴,但退市机制在地方利益与“三高”所导致的市场现状共同的压力下,在面对地方政府、中介机构、上市公司以及部分投资者形成的巨大利益共同体的阴影下,能否不再重蹈主板市场覆辙还是一个未知数。

第三,针对市场投资者的司法救济机制与多层次证券市场整体格局的缺失。正如上文所述,创业板市场作为多层次证券市场中的重要一环,其与相关层次市场必然处于共生状态,而其市场制度的健康运行很大程度上依赖于其他市场层次的存在与发展。具体到退市制度而言,创业板退市企业退市后的市场承载问题是不容忽视的。而从国外成熟创业板市场发展经验来看,上市公司从创业板退市后并不意味着公司股票完全失去市场价值,其中部分退市公司会选择到挂牌条件较

为宽松的三板市场或场外市场进行交易。例如,美国纳斯达克市场退市的主要渠道是 OTCBB 和 PINK SHEETS,韩国的科斯达克市场向美国学习,于 2000 年创建了 KOTCBB 市场作为创业板的退市渠道,后于 2005 年将其改为 Freeboard,作为退市公司的交易平台。近年来国外主要创业板市场退市公司具体市场分布如下表:

表 1 美英韩创业板退市企业去向分布

市场	退市后承载分布	
美国 NASDAQ 市场	OTCBB	49%
	粉单市场(PINK SHEETS)	28%
	其他市场或停止交易	23%
韩国 KOSDAQ 市场	FREEBOARD(KOTCBB)①	50% +
	停止交易	50% -
英国 AIM 市场	PLUS② 或其他市场如 ALTERNEXT③、TSX - V④	25%
	停止交易	56% +

可以看出,海外成熟创业板市场退市公司股票很大部分仍转入其他低层次市场继续交易,此举一方面可优化市场配置、避免造成资源浪费并给予退市公司重新转入较高层次市场板块的缓冲机会,另一方面也充分满足了不同类型投资者的市场投资与风险承担需求,这是成熟多层次资本市场价值的充分体现。而我国证券市场的发展尚处于初级阶段,虽然初步形成了主板、中小板、创业板市场的基本层次与格局,但由于成熟三板市场与场外市场的缺失,加之创业板市场的直接退市制度,可能会导致上市资源的严重浪费。

另外,上市公司退市不可避免地会涉及投资者合法权益的保护问

① 2000 年 3 月韩国仿造美国 OTCBB 市场创建了第三市场(KOTCBB),旨在为不符合 KRX、KOSDAQ 市场的部分退市企业提供股权交易场所。

② 英国 PLUS 市场,其创立的主要目的是为那些未进入伦敦证券交易所主板市场或 AIM 挂牌交易的公司建立一个可出售其股票,募集资金的市场,因此原来市场名称为 Off Exchange,简称 OFEX,后改名称为 PLUS 市场。

③ Alternext 为纽约泛欧交易所集团旗下的欧交所创业板。

④ TSX - V 为加拿大多伦多证交所的创业板块。

题,而英美等发达创业板市场除却市场规则以外,司法层面也为投资者提供了代表诉讼、集团诉讼以及派生诉讼等多种行之有效的法律救济手段。而我国虽然在《公司法》、《证券法》等基本法律法规中规定了一些针对投资者的救济条款,但由于商事司法实践的严重滞后以及上述交易所规则的效力问题等因素,我国创业板市场退市公司的投资者救济问题仍然十分严重。

而从我国创业板市场退市制度本身来分析,深交所《规则》的具体设计中也存在一些潜在的问题。其具体可以表述为:

第一,创业板市场“连续亏损终止上市”指标存在疑问。结合深交所《规则》的13.2.1“上市公司出现下列情形之一的,本所有权对其股票交易实行退市风险警示:(一)最近两年连续亏损(以最近两年年度报告披露的当年经审计净利润为依据)”;14.1.1“上市公司出现下列情形之一的,本所可以决定暂停其股票上市:(一)因13.2.1条第(一)、(二)项情形其股票交易被实行退市风险警示后,首个会计年度审计结果表明公司继续亏损”;14.3.1“上市公司出现下列情形之一的,本所终止其股票上市……(三)因14.1.1条第(一)项情形其股票被暂停上市后,在法定期限内披露的暂停上市后首个年度报告显示公司出现亏损”这一系列条款可以清楚地看到,我国创业板市场退市制度从风险警示到暂停上市再到终止上市,“连续两年亏损”这一标准仍在沿用,虽然相较于主板市场的三年标准时间有所减少,但其应用于创业板市场无疑会显露出相应的弊端。具体来说,一方面,创业板市场的基本定位应该立足于为中小企业、高科技企业提供融资渠道,而上述企业的基本特点在于企业尚处于发展阶段,股权流动性差、风险高,不应用适用于主板市场成熟企业的“盈利标准”来苛求创业板上市公司,而应采取其他更为科学合理的创业板上市公司评价标准。如果按照我国的创业板“连续亏损”退市标准,雅虎、朗讯均会面临暂停交易的境况,亚马逊甚至早在1998年就应退出市场,很显然,该标准适用于创业板市场极有可能扼杀大批潜在的优秀企业。另一方面,“连续亏损”指标极易导致上市公司的财务包装甚至造假,我国主板市场上上市公司为了规避“三年连续亏损”的退市指标,隔年调整企业利润、搞“阴阳脸”的现象已经屡见不鲜,这种现象如果继续蔓延至创业板市场,显然不利于我国资本市场的稳定运行与健康

发展,也会违背创业板市场的设立初衷。

第二,“审计标准”形同虚设。如前文所述,深交所《规则》14.3.1(十)中规定:“因14.1.1条第(六)项情形其股票被暂停上市后,公司首个半年度财务会计报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告”为终止上市的标准之一。把审计因素纳入退市制度从立法论上来说的确是一个进步,但规则设计显然忽视了我国证券市场的发展现状。和注册制相比,在审批制的发行上市体制下,我国拟上市公司一旦通过证监会的发行审核,就基本上等同于成功上市,而由于我国上市资源的稀缺性和退市机制的僵化,公司上市后基本很难退市,其价值并不由市场判断,无法形成运行良好的淘汰机制。因此,我国IPO市场中介机构的工作重点与国外成熟市场的合理判断并挖掘企业价值相比极易畸变为与拟上市企业沆瀣一气、通过各种形式财务包装以达到通过审批这一难关的目的。换句话说,在我国目前的市场格局下,指望与上市公司利益极为相关的会计师事务所通过审计方式提出针对上市公司财务会计报告的否定性意见是极为不现实的。加之由于我国法律并未明确规定中介机构在上市公司退市时造成投资者损失时的连带责任,司法实践中也缺乏支持证券市场纠纷及损害赔偿的法律依据,固该条款基本上等同于形同虚设而成为一纸具文。

第三,退市程序过于冗长繁杂。从深交所《规则》针对风险警示、暂停上市以及终止上市的期限规定来看,我国创业板退市制度基本上沿袭了主板市场的退市程序和缓冲机制,在各个环节间均设置了相应的宽限期,而这些动辄长达一两个月的宽限期叠加起来就会形成一个相当长时间的“风险规避阶段”,极易导致类似主板市场上市公司退市一拖再拖、迁延时日的现象再度发生。而根据创业板的基本功能定位,高退市率是其健康发展的基本特征之一。更为严重的是,拖沓的退市程序造成的“风险规避阶段”很可能导致“借壳上市”的隐患,而“借壳上市”行为不仅严重地变相破坏了证券市场的淘汰机制,更容易滋生虚假陈述与内幕交易等违法行为,这是对证券市场资源配置功能的严重破坏。

第四,缺少以公司治理为主要标准的退市制度。虽然深交所《规则》规定了多达22种终止上市的情形,但其中涉及上市公司治理结构内容的标准性条款却微乎其微。创业板市场的上市公司与主板市场相比,

由于其大多处于企业发展期,固公司治理结构很难如大型成熟企业板健全有效,因此,创业板退市制度应当通过公司治理的标准反向敦促上市公司逐步完善公司治理,以求稳定成长并维护证券市场的有序与安全。从我国创业板市场推行初期上市公司高管集体辞职的现象来看,缺乏以公司治理为标准的退市机制已经凸显出其弊病,这必然给创业板市场上公司的发展前景以及投资者利益的保护蒙上一层阴影。

概而论之,我国创业板市场退市机制从外部环境与内部构造上来看均存在各方面的问题,因此如何借鉴海外成熟创业板市场退市机制的经验以求推动我国创业板市场的健康发展则成为了不可回避的课题。

二、海外成熟创业板市场退市制度比较研究

(一) 美国 NASDAQ 市场退市制度

众所周知,美国 NASDAQ 市场作为全球创业板市场的典范,孕育了一批如微软、思科、英特尔等这样的高科技龙头企业。而随着 NASDAQ 市场的不断发展,其自身已经成为了与纽交所几乎并驾齐驱的上下有序、层次分明的市场板块,虽然从市场实践来看再将其归为创业板市场似乎有失偏颇,但从其最初定位以及法律制度理论研究层面来看将其归为创业板市场范畴亦不为过。目前,纳斯达克市场已经分为三个层次:即“纳斯达克全球精选市场”、“纳斯达克全球市场”以及“纳斯达克资本市场”,以满足不同层次的企业上市。其公布的持续上市标准包含有量化与非量化指标,量化指标如下表:

表 2 纳斯达克内部市场层次持续上市量化标准

	全球精选市场与全球市场		资本市场		
	标准 1	标准 2	标准 1	标准 2	标准 3
股东权益	1000 万美元	无	250 万美元	无	无
股票市值或总资产或收入	无	5000 万美元或 5000 万美元或 5000 万美元	无	股票市值 3500 万美元	持续营业净收入 50 万美元

续表

	全球精选市场与全球市场		资本市场		
	75 万股	110 万股	50 万股	50 万股	50 万股
公众持股	75 万股	110 万股	50 万股	50 万股	50 万股
公众持股市值	500 万美元	1500 万美元	100 万美元	100 万美元	100 万美元
每股买价	1 美元	1 美元	1 美元	1 美元	1 美元
股东人数	400 人	400 人	300 人	300 人	300 人
做市商	2 个	4 个	2 个	2 个	2 个

除以上量化指标外,纳斯达克市场对公司的持续上市还有其他非量化要求,如法人治理结构方面的要求,具体包括年度报、中期报的报送,独立董事的设置、内部审核委员会、股东大会投票机制、征集代理表决权机制以及关联交易等。但从退市公司的数量比例来看,NASDAQ 市场中退市公司因股价、流动性和市值等量化指标未达要求而退市的公司居多,而因公司治理、信息披露和财务造假等原因退市的公司比例仅为 1.9%,这进一步印证了发达资本市场对上市公司的资质甄别以市场判断为主而非行政判断为主。

而在退市标准的背后,NASDAQ 市场最具特色的上市公司自我救赎机制即为聆讯制度,其给予了被迫退市的上市公司逐级上诉的机会。上市公司在接到退市通知后 45 天内,有权逐级向纳斯达克的上市资格部、上市与聆讯审查会、全美证券商协会理事会并最终向美国证监会上诉,而美国证监会的裁定则为终局裁定。聆讯制不仅为上市公司提供了更为完善的缓冲与自我救赎机制,而且提高了退市裁定判断标准的透明度,极大地减少了由于监管方过错而导致市场损失的可能性。而正如上文中所述,从纳斯达克市场退市的股票通常会在场外市场交易,不符合场外市场交易标准的会退至要求更低的粉单市场或不再交易。

(二) 英国 AIM 市场退市制度

伦敦证券交易所另类投资市场(AIM)始于 1995 年,短短十数年就已经发展成为全球中小企业主要的融资市场之一。AIM 隶属于伦敦证券交易所,但有自己独立的运作规则和管理机构。其最主要的特点就是上市标准低,监管较为宽松。AIM 对申请上市的公司业绩以及公众持股量等财务指标没有硬性的最低要求,只需要其具备充足的营运资金以支持未来 12 个月的资金需要。其上市的关键在于“终身保荐人”制度,

保荐人对上市公司提供协助并承担相应责任。AIM 市场是近年来全球发达创业板市场中退市率最高的,这与其宽松的上市标准以及退市标准是紧密相关的。AIM 的退市标准与其上市标准也同样统一,对量化的标准没有要求,基本上都是一些定性非量化要求,其中以信息披露为核心,包括严格的管理层信息披露、经营状况的信息披露、实质性交易的信息披露和影响股价异常变化敏感信息的披露等,除信息披露外,公司经营的合法合规问题以及“终身保荐人”标准也是衡量停牌退市的重要指标。

具体来说,AIM 市场的停牌准则有四条,违反其中任何一条即进行停牌:(1) 证券交易未能有序进行;(2) 交易所认定公司违反《AIM 上市规则》;(3) 出于保护投资者的目的,目前不得不暂停交易;(4) 继续交易会损害市场的声誉。退市标准有两点:停牌超过 6 个月或是公司没有保荐人的时间超过 1 个月。

“终身保荐人”制度可以算是 AIM 市场中防范和化解市场风险的一种有效解决措施,其是指上市企业在任何阶段都必须聘请一名符合法定资格的公司作为其保荐人,以保证企业持续地遵守市场规则,增强投资者的信心。如果保荐人因故缺位,被保荐单位股票交易将立即停止,直至新的保荐人开始履行职责,若一个月内仍没有新的保荐人弥补空缺,则该上市公司退市。保荐人的主要职责是对上市公司的督导以及起到“独立审计师”的作用,这无疑从官方之外的角度增强了对上市公司的监管力度。质言之,AIM 以任命保荐人(Nomads)为核心的监管制度体系合理地将监管职责外包给了任命保荐人群体,是一个原则导向型的分散化监管体系,运行稳健有效。

(三) 韩国 KOSDAQ 市场退市制度

韩国的高增长市场(Korea Securities Dealers Automated Quotation, KOSDAQ)是由韩国证券商协会(Korea Securities Dealers' Association)仿照美国的纳斯达克市场,并参考欧洲和日本同类市场的模式,于 1996 年 7 月 1 日设立并正式开场交易的。韩国 KOSDAQ 是一个在已有的场外交易市场(OTC 市场)的基础上发展起来的市场,主要面向中小型创业公司,旨在“给风险企业提供稳定的资金来源,给投资者高风险高收益的投资机会”。KOSDAQ 是 20 世纪 90 年代促进韩国经济成长的关键

催化剂,同时在1997年金融危机后韩国的经济复苏过程中扮演了重要的角色。^⑤

KOSDAQ的退市制度参考美国NASDAQ市场的标准,亦以量化与非量化指标为主要内容,科斯达克上市公司退市事宜由科斯达克委员会负责决定。具体来说,根据KOSDAQ上市规则相关规定:当上市公司出现以下情况,如一个季度的月平均交易量不足流通股的1%,最近会计年度未能达到规定的股权分散标准或被指定为不诚实信息披露法人的次数最近一年在1.5次以上的,交易所即将该股票指定为“投资留意对象”;当公司发生以下情况时,如停止主营业务经营或作出转让主营业务决定,最近会计年度的销售额不足30亿韩元或收盘价不足股票面值40%的状态连续持续30日等,交易所即将指定该股票为“重点监管对象”。而企业股票被指定为“投资留意对象”、“重点监管对象”限期内相关情况未改善的,交易所将终止该公司上市。这里“投资留意对象”、“重点监管对象”分别对应于不同的情况,提醒投资者注意股票存在风险,程度上无明显差异。

值得注意的是,韩国KOSDAQ的退市企业有50%以上均进入KOTCBB市场继续交易,KOTCBB作为韩国的三板市场起到了承接创业板市场KOSDAQ退市资源、为退市企业提供交易场所以及为不同类型投资者提供投资标的的基本作用。换句话说,与美国相类似,韩国已经建立起完善的多层次证券市场体系,体系内部不同层次市场间的转板机制与退市承接制度对于创业板市场退市制度的正常运行具有极为重要的作用。

综上所述,根据对美英韩三国创业板市场退市制度的比较,我们可以总结出很多值得我国创业板市场借鉴的先进经验,其可主要概括为:合理有效的创业板退市标准、严格健全的中介人追责机制以及多层次证券市场的体系化构建。

^⑤ 参见谈毅:“韩国KOSDAQ市场的发展历程与借鉴”,载<http://wenku.baidu.com/view/148dd6fe700abb68a982fb97.html>,2011年9月25日最后访问。

三、我国创业板市场退市制度的合理化建议

2004年1月31日,国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,其中明确指出:“完善市场退出机制。采取有效措施,结合多层次市场体系建设,进一步完善市场退出机制。在实现上市公司优胜劣汰的同时,建立对退市公司高管人员失职的责任追究机制,切实保护投资者的合法权益”,“……采取有效措施防止和及时纠正发起人虚假出资、大股东或实际控制人侵占上市公司资产的行为;各地区和有关主管部门要依法加强对退市公司的管理,确保退市工作平稳顺利……”^⑥在此基础上,可以说《深圳证券交易所创业板股票上市规则》中的相关规定已经初步建立起了我国创业板上市公司退市制度的基本框架,而面对金融市场国际化竞争这一不可逆转的趋势,当务之急便在于如何借鉴国外成熟创业板市场退市机制的先进经验,对我国创业板市场退市制度提出合理化的建议,以期进一步完善我国证券市场法律制度和推动多层次资本市场战略的稳步前进。根据本文前述部分对我国创业板退市制度的阐述以及与国外成熟创业板市场退市机制先进经验的对比分析,笔者认为我国未来的创业板退市制度应主要从以下几个方面加以完善。

(一) 建立合理有效的创业板退市标准

此处所谓的“合理有效”可以概括为“量化与非量化指标并行、市场化与行政化兼顾”。具体说来,“合理性”即指创业板市场的退市标准必须包含严格的量化指标并同时辅之以多角度的非量化指标。量化指标不仅可以包括股票市值、公众持股比例及市值、股东人数以及每股单价,还可以包括流动性指标、积极的财务增长指标以及亏损递减等适合创业板上市企业的专业灵活的量化判断因素;非量化指标则主要应从公司治理角度来督促上市公司逐步完善自身治理结构、提高管理水平,从而逐

^⑥ 参见2004年1月31日国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,第5条、第8条。

步提升创业板上市企业的综合素质,在使判断上市公司价值天平的砝码市场化的同时辅之以行政化的公权力监督。

除此之外,创业板退市机制的有效性必然要求现行退市程序效率的提高,必须加强监管机构特别是交易所对于上市公司出现风险警告、停牌以及终止上市情形的敏感判断程度,提高机构工作人员的专业性,合理缩短退市程序所需占用的期限,这不仅符合证券市场追求高效率的价值取向,亦是我国证券市场参与国际竞争的必然要求。

(二) 逐步完善多层次证券市场体系,为创业板市场退市企业提供承载渠道

实际上,当我们在论及创业板市场退市机制的问题时必须看到的是,在多层次资本市场体系下建立退市机制的意义绝不仅仅针对该具体市场层次,而是对整个市场体系具有重大的意义。多层次资本市场的生命力就在于其流动性,包括同一市场上股权的流动性以及不同市场间股权的流动性。而创业板市场退市机制的确立必然依赖于其他层次市场相应制度的完善,特别是三板市场的构建。如下图所示:

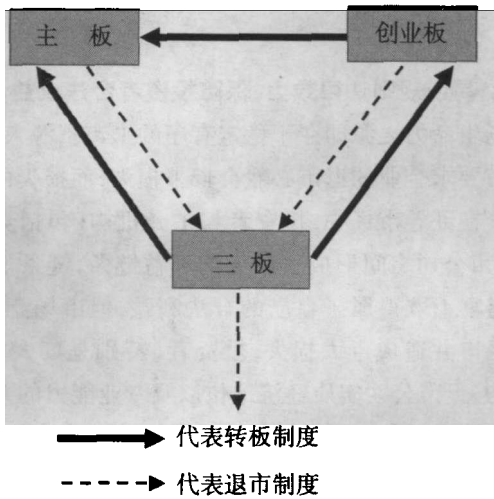


图1 多层次证券市场股权流通简图

就退市制度而言,凡是不满足主板上市条件的现主板上市企业和不满足创业板上市条件的创业板上市企业退至三板市场,解决后续流通问

题;凡不满足三板上柜条件的现三板上柜企业退出三板,结束交易活动。因此,创业板市场退市机制的确立意味着必须存在承接创业板退市企业的三板市场。进一步来说,三板市场存在的价值,不仅仅停留在帮助解决主板和创业板下市企业继续流通问题,或者其他历史遗留问题的层面上,三板市场的更重要价值在于它将成为创业板和主板上市公司的培养基地,为创业板和主板输送相应的优质的上市资源。建立有效的退市与转板制度对于提高三板市场投资者的信心,提高三板市场股权流动性,促进三板企业快速发展和结构优化,对三板市场上柜企业形成巨大的激励效应,促进三板市场繁荣都有着重要作用。凡是满足了创业板或主板上市条件的三板企业向目标市场提出上市申请,经过监管部门审批后就可以顺利地转主板或创业板上市。因此,从多层次证券市场这个宏观角度来看,创业板市场的退市机制是其中重要的一环,但其存在和运行也同时依赖于其他层次市场特别是三板市场的建立与完善,在我国已经建立了主板市场与创业板市场的情况下,只有三板市场的建立才能形成整个证券市场完整的退市机制,三板市场是容纳创业板市场退市企业的交易所在,在三板市场缺失的环境下无法真正构筑创业板市场的退市机制。

(三)明确交易所规则法律效力,保障投资者合法权益

创业板市场生命力之源即在于稳定有序的上市资源入市淘汰机制,不符合持续上市要求企业的退市必然会带来损失,而损失的出现则是纠纷的重要诱因。在证券市场中,投资者与中介机构(包括券商、律师、会计师等)以及上市公司之间形成了巨大的利益链条,链条上的每一环都想在这场资本盛宴上取得属于自己的合法利益,但市场竞争是无情的,一旦企业面临退市并造成巨大损失,投资者(特别是广大中小投资者)囿于与专业机构、上市公司实质经济地位以及专业能力的差距往往成为受害者。资本市场发展的基本动力就在于投资者的资本输入,因此保护投资者合法权益是各国证券市场的宗旨。从我国创业板退市制度来看,一方面,作为亲临市场一线的交易所毋庸置疑地承担着监管上市公司的艰巨任务,而其设计的退市制度却不具备本应与之相应的法律效力;另一方面,由于我国商事司法实践特别是证券市场纠纷立法及审判实践的严重滞后,使投资者因上市公司以及中介机构过错导致退市所承担的损

失几乎无法通过诉讼解决并得到合理的赔偿。因此,必须严格中介机构责任、完善退市责任追究机制和民事诉讼赔偿制度,保护投资者利益。如引入英美证券法中的欺诈理论以及对控股股东和保荐机构的责任追溯机制,提高市场违规成本,明确退市损失的责任分摊。

一言以蔽之,明确交易所退市规则的法律效力,建立行之有效的投资者退市纠纷诉讼解决机制,增强我国商事司法审判的效率性与科学性已经成为了目前发展我国证券市场的基础性前提。

(四)“宽进严出”,明确创业板市场的基本定位

创业板市场的基本定位应是鼓励中小额发行和切实为创新型中小企业提供有效的融资渠道。因此,应借鉴 NASDAQ 以及 AIM 市场的经验,实质上降低创业板市场入市门槛,让更多的中小企业享受上市资源,在上市标准上要向企业生命周期的前端迁移,使得更多需要资金的企业有融资的机会,也让不同风险偏好的投资者有更多的投资选择,通过上市公司和投资者的双重多元化降低市场的整体风险,也降低创业板市场壳资源的价值。^⑦ 而反观我国创业板市场,虽然证监会《首次公开发行股票在创业板上市管理办法》中规定的发行条件相较于国际创业板市场并不为高,但由于我国目前创业板市场的发行制度与上述基本功能定位相背离,忽视了商业实质条件的法律规范形同虚设,导致创业板上市门槛实质性提高,纵容了上市公司的财务造假,降低上市公司的成长性与质量,造成上市资源的极大浪费。因此,必须正视市场规律,建立符合商业条件市值的券商激励机制,鼓励创业板市场中小额发行,切实做到“宽进”。另一方面,针对创业板上市公司的终止上市则应力求严格执行,避免创业板上市公司退市拖沓情况的出现,防止创业板上市公司壳资源的炒作风险,严厉打击“借壳上市”行为,以求减少虚假陈述与内幕交易的发生。

^⑦ 参见曹明:“我国创业板市场退市制度的问题与对策”,载《厦门理工学院学报》2010年12月第18卷第4期,第69页。