

我国主板退市标准的反思与重构 ——基于上市公司信用的视角

程宝库, 肖奎

(南开大学法学院, 天津, 300071)

摘要: 上市公司是证券市场的最重要主体之一, 除了具有普通商事公司的净资产信用外, 还具备特殊的信用基础。主要表现为上市公司应当愿意并且能够满足股票持有者尤其是中小投资者实现其投资回报的合理期待。否则, 就是缺乏信用。从世界范围来看, 股票流动性信用不足, 可持续发展信用丧失, 信息信用缺失是上市公司退市的根本原因。就此意义而言, 上市公司退市标准应当是信用标准, 上市公司退市的根本原因是违反信用标准。有基于此, 应当以信用为导向重构我国主板退市标准, 包括取消最近三年连续盈利标准, 代之以最小股票价格标准, 引入公司治理标准, 增加违反法律法规标准。

关键词: 退市标准; 上市公司; 信用; 流动性; 可持续发展; 信息信用

中图分类号: D923.99

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2015)01-0081-08

在证券市场国际化的背景下, 竞争是成熟证券市场的典型特征, 也是规范的证券市场高效配置资源的利器。在充满竞争的市场环境中, 作为重要市场主体的上市公司之间必然会产生优胜劣汰的自然循环, 始终要面临生存或倒闭, 发展或萎缩的生死抉择。因此, 在证券市场发展成熟和逐步规范化的过程中, 上市公司退市问题就不可避免。上市公司退市制度不仅是成熟证券市场的核心制度之一, 也是包括我国在内的新兴证券市场的重要制度。而退市标准是衡量上市公司是否应当退市的基本标尺, 也是退市制度的重要内容。但是, 由于上市资源的稀缺性, 导致一些已经触及退市标准的上市公司不忍轻易离场, 而是穷尽各种手段甚至不惜实施违法违规行从而避免退市的目的。这一方面反映了我国退市标准的不完备性, 另一方面也表明了我国上市公司信用问题的严重性。从其影响来看, 不仅极大地扰乱了证券市场的正常秩序, 严重破坏了证券市场优胜劣汰的生态环境, 而且造成了社会公众对证券市场信心的丧失以及对上市公司信用的质疑。因此, 在讨论上市公司退市标准时, 我们不得不将上市公司的信用作为关注的核心和焦点。那么, 上市公司的信用究竟如何界定? 其与普通商事公司相比有何特殊性? 上市公司信用与上市公司退市标准之间存在何种关联性? 如何根据这种关联性重构我

国主板的上市公司退市标准? 这些都是在实施上市公司退市制度时亟待解决的重大课题。

一、上市公司信用的特质

在公司法领域, 公司到底以何为信? 换言之, 法律何以允许公司于其股东之外独立地享有法律人格, 学界曾经产生过诸多争议。在公司法制发展早期, 不少学者认为公司资本是公司的信用基础。这种观点完全符合早期的公司法实践, 因为法定资本制是各国早期公司法普遍坚持的重要原则。但是, 随着公司法在世界各国的发展, 一度被视为公司信用基础守护神的法定资本制逐渐被打破。授权资本制、折中资本制与法定资本制一起并驾齐驱, 彼此之间进行着激烈的制度竞争。从总体上看, 授权资本制是三者制度竞争的主要赢家, 越来越多的国家公司法从法定资本制经由折中资本制向授权资本制靠拢, 已经成为一个不争的事实, 坚持严格法定资本制的国家逐渐减少。股东没有实际出资也可以注册成立公司, 以公司资本作为公司信用基础的传统理论显然已经过时。这引起了公司信用基础理论的巨大变革, 公司信用基础从一个无可争议的神圣信条变成了一个拥有巨大讨论空间的新问题。

收稿日期: 2014-06-17; 修回日期: 2014-10-18

作者简介: 程宝库(1966-), 男, 河北武强人, 博士, 南开大学法学院教授, 博士生导师, 主要研究方向: 国际经济法, 比较商法; 肖奎(1987-), 男, 湖北洪湖人, 南开大学法学院国际法专业博士研究生, 主要研究方向: 比较商法

就我国的公司信用基础而言,其历经了从资本信用到资产信用的变革和发展过程。^[1]2013年12月28日,第十二届全国人大常委会第六次会议通过了《公司法》修正案,对公司资本信用理念的变革更为彻底,不仅废除了有限责任公司和股份有限公司注册资本最低限额的规定(除法律、行政法规对注册资本最低限额另有规定外),而且将注册资本由实缴制改为认缴制。这意味着,对于有限责任与公司而言,任何人只要花费一元钱就能设立公司。事实上,无论是资本信用还是资产信用,对公司信用基础的落脚点和归宿从更深层次的意义上来讲都是公司净资产,二者并没有根本分歧,只是在向债权人表达和传递净资产信用状况的过程中有所区别而已。^[2]

上市公司是公司的重要组成部分,在日常的经营活动中,其信用基础的内容与非上市公司并无二致。例如,上市公司对内需要一定的资产以维持正常的生产经营活动,对外需要具备足够的资产以清偿基于各种交易关系所发生的债务。因此,上市公司与非上市公司一样都必须满足资产信用的要求。但是,上市公司又是一种特殊的公司形式,这种特殊性表现为它是证券市场的最重要主体之一,上市公司的股票在证券市场上发行、上市和交易。这样,上市公司的信用基础具有了不同于非上市公司的其他内涵,这就是在证券市场中的信用。这种信用主要通过上市公司在证券市场中的活动表现出来。首先,在股票发行中,上市公司居于发行人地位,是一方当事人。社会公众购买股份,支付给上市公司一定的金钱作为对价,其目的是在未来的一定期限内获得一定的回报。这种回报的方式既可能是通过证券市场转让股票获得差价收益,也可能是长期持有股票分取股息红利。股票发行在本质上是一种信用交易。一方面投资者之所以购买上市公司的股票,是因为他们对上市公司给予信任,相信上市公司能够给自己带来收益;另一方面,这种交易不同于一般的商事交易。因为投资者的回报是一种风险收益,其能否取得回报,以及回报的多少不是由上市公司承诺的,而是由上市公司的股票价格和经营绩效决定的。其次,在股票上市进入证券市场流通转让之后,当事人是股票出让人和受让人,上市公司不再是任何一方当事人。这时,上市公司的信用似乎对这种交易不起任何作用,但是我们不能忽视这样一个事实,交易标的是上市公司的特定股票,上市公司的信用状况会直接影响着股票价格,进而深深地影响上述交易。由此可见,上市公司在证券市场中的信用,主要表现为上市公司是否愿意以及在多大程度上能够为

股票持有者提供一种期待。这种期待最终表现为给股票持有人带来回报,表现为通过证券市场获得差价收益或取得较高的股息红利。^[3]

显然,上市公司在证券市场中的信用不同于一般的商事交易活动中的借贷信用,它是上市公司在证券市场活动中所获得的社会信赖和客观评价。这种评价是由不特定对象的社会公众做出的,而不是由特定对象的债权人做出的。这种评价是对上市公司的意愿、行为和经济能力的信赖程度的客观评价,既可能是一种积极肯定的社会评价,也可能是一种消极否定的评价。由于上市公司在证券市场中的信用直接关系到证券市场的健康发展和社会经济的繁荣稳定,因此,对上市公司的法律规制就更多地体现出一定程度的强制性色彩,并且尽可能多地通过一系列具体的制度安排加以确定。^[4]例如,上市公司强制性信息披露制度、禁止内幕交易制度、禁止操纵市场制度、禁止虚假陈述制度等。此外,诚实信用原则不仅是民法上的“帝王条款”,而且是《证券法》上的基本原则。现行《证券法》第四条规定:“证券发行、交易活动的当事人具有平等的法律地位,应当遵守自愿、有偿、诚实信用的原则。”所谓诚实信用,是指在市场经济活动中,人们应当恪守诺言,诚实不欺,在不损害他人利益和社会利益的前提下追求自己的利益。^[5]诚实信用本来是一项道德准则,因其符合市场经济的客观需要而在市场经济活动中逐渐形成,立法者又将其以法律的形式加以确定,使之成为一项法律上的基本原则,其实质是将道德规则与法律原则的合二为一。因此,诚实信用不仅具有道德调节功能,而且具有法律调节功能。与一般的法律原则相比,其适用范围更加广泛。可以说,在证券市场上一切违反法律法规的行为就是违反诚实信用原则的行为。反之,一切违反诚实信用原则的行为同样也是违反法律法规的行为。而上市公司在证券市场中的信用是遵守法律法规的规定,合法经营,同时也是遵守诚实信用原则,诚实经营,做一个守法和诚实的商人。

可见,与非上市公司相比,上市公司信用基础的内涵更加深刻,外延更加广泛。不仅包括在日常经营中的信用,而且包括在证券市场中的信用,不仅包含资产信用,而且包含行为信用。就其本质而言,我们认为,上市公司信用基础从积极意义上就是愿意并且能够满足股票持有者获得最大化投资回报的合理期待,从消极意义上就是不能违反法律法规和诚实信用原则而对利益相关者的利益实现带来不正当的风险。否则,上市公司就是缺乏信用的。

二、上市公司退市标准的信用分析

上市公司退市,是指上市公司的股票因各种原因不再在特定的证券市场挂牌交易,从而退出特定证券交易市场的一种法律行为。上市公司退市制度是公司、证券法律制度的重要组成部分。众所周知,一个完整的退市制度至少包括退市标准和退市程序两个方面。由于各国或地区的退市程序各不相同,而退市标准大同小异,因此,研究退市标准具有更加重要的意义。通过对各国证券市场的退市标准进一步地比较和分析,我们发现,尽管各国上市公司退市标准在具体设计上存在差异,但是深藏于退市标准背后的信用理念却在很大程度上具有一致性。这种一致性主要表现为以下方面。

(一) 股票流动性信用不足

在证券市场上,公司上市的根本目的就是其股票的流动促进资金资源的优化配置。上市公司股票的流动性主要表现在股权结构及其分布上,尤其是社会公众股东人数多少、持股量或比例的高低,以及市值的大小。也就是说,社会公众股东人数越多,持股数量或比例越高,市值越大,则股票的流动性越强。反之,则股票流动性越弱。从世界范围来看,各国证券市场通常都将股票流动性不足作为强制上市公司退市的重要标准之一,主要表现为在退市的相关规定中设置社会公众股东人数、持股数量、比例或市值等流动性指标。一旦上市公司不符合这些指标,就可能面临退市风险。例如在美国,根据纽约证券交易所上市规则 802.01 号文之规定,社会公众股东人数少于 600 个,持有 100 股以上的股东少于 400 个的上市公司必须退市;社会公众持有股票少于 20 万股,或者总市值少于 100 万美元的上市公司必须退市。在日本,社会公众股东人数连续 1 年不足 1 000 人的上市公司必须退市。在香港,根据联交所上市规则 9.04 号文之规定,联交所认为社会公众持有的股票数量不足的,联交所有权决定发行人的证券买卖。另外,根据该规则 9.14 号文之规定,在发行人的证券持续停牌一定时间之后,发行人没有采取必要措施令证券复牌的,联交所可以取消发行人的上市资格。^[6]在印度,社会公众持股比例不足法定标准的上市公司应当退市。^[7]与其他国家或地区一样,我国也对导致上市公司退市的流动性指标作了规定,主要体现在上市公司的股权分布上。根据我国现行《证券法》第 56 条之规定,公司股权分布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的,由证券交易所决定终止其股票上市交易。而根据我国《证券法》第 50 条之规定,股份有限公司申请股票上市,应当符合“公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上;股本总额超过人民币四亿的,公开发行股份的比例为百分之十以上”的条件。换言之,在一般情况下,如果上市公司的社会公众股份数低于股份总数的百分之二十五,或者股本总额在四亿元以上的上市公司的社会公众股份数低于股份总数的百分之十,那么该公司就应当被证券交易所强制退市。

之所以将股票流动性不足作为上市公司退市的重要标准,是因为股票流动性对于社会公众投资者而言具有至关重要的意义。一方面,只有股票具有较强的流动性,社会公众投资者才能在股市行情对自己有利的情况下通过证券市场转让手中的股票获得价差收益,实现投资回报;另一方面,只有股票具有较强的流动性,社会公众投资者才能在公司经营或财务等出现不良状况时尽快抛售手中的股票,从而规避不必要的风险。这样,如果社会公众股东人数、持股数量或比例低于法定标准,则意味着股票高度集中,容易导致交易惨淡或有行无市,致使股票流动性不足。其后果就是社会公众投资者的投资回报无法通过转让股票得到满足,投资风险也会骤然增大。因此,流动性不足其实是上市公司股票的流动性信用缺失。因为,前已述及,上市公司在证券市场上的信用就是要满足股票持有者,尤其是社会公众投资者通过证券市场转让股票获得差价收益的合理期待,而不能给社会公众投资者带来不正当的投资风险。当公司股票流动性不足时,社会公众投资者不但不能通过证券市场转让股票获得理想的差价收益,而且持有的股票因得不到及时转让而使其投资风险不正当地增加。而这正是上市公司在证券市场上的信用缺失的典型表现。

(二) 可持续发展信用丧失

上市公司是证券市场上最重要的主体之一,其是否具有可持续发展的能力关系到广大投资者的切身利益,关系到证券市场的持续稳定,乃至关系到整个社会的健康运行。因此,上市公司应当具有可持续发展的能力,这是增强投资者对上市公司信心的重要体现,也是促进证券市场健康发展和市场经济繁荣稳定的重要保障。公司可持续发展能力主要包括两个方面:一是公司必须具备持续盈利能力。在一般的商事交易中,是否具有持续盈利能力,对公司信用基础的意义似乎不大。但是,对于上市公司而言,持续盈利能力对其在证券市场上的信用至关重要。因为持续盈利能力决定了公司股票的价值,进而影响股票的交易

价格。这对于实现股票持有者对上市公司的合理期待有着密切的关系,因而是上市公司信用基础的题中之意。尽管上市公司不能保证每个股东获得多少利润分配,也不能对社会公众投资者的投资回报做出十分具体的承诺。但是,上市公司必须实实在在地为争取公司持续盈利做出努力,通过持续采用新技术,不断降低生产成本,改善公司财务状况,提高公司经营业绩,进而获得持续盈利能力。反之,如果上市公司不努力,经营管理不善,导致公司连续亏损,丧失持续盈利能力,必然违背了股票持有者对它的合理期待,背离了上市公司的信用基础,势必面临退市风险。二是公司必须具有足够的资产。基于资产信用理念,公司资产既是为了维持上市后公司高效运营的需要,又是为了保障公司债务清偿之必须。特别需要注意的是,公司净资产在公司资产中占有重要地位。因为,如果公司资产的全部或大部分是通过借贷取得的,那么,一方面将导致公司因承受过重的债务负担而使其自由经营和持续发展受到限制,另一方面,由于债务是需要到期还本付息的,对于公司经营活动所取得的收益,只有在清偿债权人的本金和利息之后,才能对股东做出分配。这样,借贷资本过多会导致在清偿债务之后,股东获得投资回报的合理期待很可能落空。因此,公司必须具有足够的净资产作为上市公司持续发展的信用基础。反之,如果公司出现财务困境甚至资不抵债,以至于净资产为负,则意味着公司持续发展的信用基础丧失,公司将面临退市的深渊。

从世界范围来看,可持续发展能力丧失是各国上市公司退市的重要原因。例如,在美国,根据纽约证券交易所上市规则 802.01 号文之规定,过去的 5 年经营出现亏损,或者总资产少于 400 万美元且过去 4 年连续亏损,或者总资产少于 200 万美元且过去 2 年连续亏损的上市公司必须退市。在日本,上市公司连续 3 年的负债超过资产(也就是净资产为负)的必须退市。在香港,根据联交所上市规则 6.04 号文之规定,净资产为负(即资不抵债)的上市公司,或者出现财务困难,严重损害其持续经营能力,或导致其部分或全部业务终止经营的上市公司,联交所所有权决定其终止上市。^[6]在印度,强制退市的标准包括净资产为负且连续亏损 6 年,或者停牌 6 个月以上,资不抵债等。^[7]我国《证券法》第 56 条将上市公司“最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利”,“公司解散或者被宣告破产”作为证券交易所决定终止其股票上市交易的情形之一。不仅如此,根据 2012 年 6 月 28 日《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》之规定,上市公司最近一年末净资产为负数的,

对其股票实施退市风险警示;最近两年末净资产均为负数的,其股票终止上市。该方案还规定,上市公司最近两年营业收入均低于 1 000 万元的,对其股票实施退市风险警示;最近三年营业收入均低于 1 000 万元的,其股票应暂停上市;最近四年营业收入均低于 1 000 万元的,其股票终止上市。^[8]

从上述各国退市标准的规定来看,无论是公司持续盈利能力丧失,还是公司总资产不足法定标准,净资产为负或者资不抵债,都是公司可持续发展能力丧失的具体表现。这样,不仅导致公司实体经济受到严重削弱,债权人利益不能得到保障,股东持有股票分取股息红利的合理期待落空,而且造成上市公司在证券市场上的表现一落千丈,社会公众投资者通过证券市场转让股票获得价差收益的合理期待不能实现。前已述及,上市公司不仅需要具有资产信用以作为债务清偿之担保,而且需要具备在证券市场上的信用,即能够为股票持有者获得投资回报的合理期待,包括股息红利和差价收益。而公司可持续发展能力丧失,意味着上市公司信用基础的丧失,退市自然就无可避免了。从这个意义上讲,可持续发展与其说是一种能力,还不如说是一种信用。

(三) 信息信用缺失

信息披露包括上市信息披露和持续信息披露两个方面。这不仅意味着上市公司将自己的上市行为以及将股票在证券交易所挂牌交易的情况公之于众,而且意味着上市公司将今后的经营行为置于社会公众的监督之下。因为,在公司上市时,公司将与股票上市有关的文件以公告的形式向社会公众公开;在公司存续过程中,上市公司也会不断地产生各种信息,向社会公众做出各种承诺。例如,招股说明书、上市报告书、财务会计报告、定期或临时报告等都可以看成是上市公司对社会公众做出的承诺。从此意义而言,上市公司应当是诚实商人,应当诚信经营,信守承诺。然而,经营活动具有不确定性,证券市场存在风险性,上市公司的承诺并不总是能够实现。这时,上市公司应当真实、准确、完整、及时地向社会公众做出信息披露。这既是对公众投资者知情权的尊重与维护,也是为股票持有者提供满足其投资回报,降低其投资风险的合理期待。因为,真实、准确、完整、及时的信息披露不仅为投资者选择投资何种股票提供了重要参考,而且是维护投资者合法权益的重要保障,也是上市公司信用基础的应有之意。但是,在市场经济条件下,市场机制因信息不对称而失灵,政府监管因信息不对称而失灵,公司的监督机制因信息不对称而失灵,投资者因信息不对称而遭受损害。^[3]由于信息不对称,上

市公司便具有了进行不当的信息披露的机会, 具体表现为信息披露中存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

从各国证券市场的规定来看, 不当的信息披露通常是退市的重要标准之一。例如, 在日本, 上市公司有虚假记载且影响很大的将被强制退市。在香港, 根据联交所上市规则 9.04 号文之规定, 如果上市公司存在下列情况之一, 可以暂停发行人的证券买卖: 一是市场就有关股价敏感的资料出现不公平的发布或泄露, 从而令发行人的上市证券的价格或成交量出现不寻常变化; 二是上市公司不按照规定进行信息披露, 或者在信息披露中有弄虚作假的行为。此外, 根据该规则 9.14 号文之规定, 如果发行人在连续停牌一段时间后, 发行人并未采取足够的措施使得证券恢复交易的, 联交所将取消发行人的上市地位。^[6]我国也对不当信息披露的退市标准做出了相关规定。根据我国《证券法》第 56 条之规定, 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, 且拒绝纠正的, 由证券交易所决定终止其股票上市交易。实际上, 上述不当的信息披露的行为势必给投资者在证券市场上的投资活动带来极大的风险, 从而导致投资者合法权益遭受损失。因为投资者将不能获得真实、准确、完整、及时的信息, 进而做出不合理的投资判断。前已述及, 上市公司在证券市场上的信用的重要体现就在于不能给投资者带来不正当的投资风险。上市公司实施的不当信息披露行为正是其信用缺失的具体表现, 强制其退市应是必然的选择。

综上所述, 上市公司的退市标准都与信用丧失密切相关。也就是说, 如果上市公司失去信用, 那么将导致其退市的后果。从理论上讲, 我国上市公司退市的标准包括股本总额、股权分布不符合上市条件, 虚假信息披露, 最近三年连续亏损等。但是, 在实践中, 长期以来我国的退市标准主要限于公司最近三年连续亏损。造成这一现象的原因固然是多方面的, 但主要原因在于我国退市标准的规定相对模糊, 大多欠缺可操作性。退市标准的模糊性决定了退市机制实施的弹性, 进而使得退市效率大打折扣。^[7]因此, 只有细化退市标准, 使之具体、明确, 富有可操作性, 才能真正发挥其敦促上市公司退市的积极功能。而这已经超越了本文所要讨论的范围, 在此不再赘述。

三、重构以信用为导向的上市公司退市标准

通过上述分析, 我们发现, 上市公司退市的根本

原因是没有意愿或能力为投资者在证券市场上带来投资回报, 不能满足投资者的合理期待, 甚至会给投资者带来不正当的投资风险。从根本上讲, 就是上市公司缺乏信用。因此, 信用基础是维系上市公司存续的基石。既然信用基础对于公司生存具有至关重要的作用, 那么针对我国主板退市标准的既有缺陷, 实施变革的正确路径应当是重构以信用为导向的退市标准体系, 任何上市公司只要违反信用标准都应当被勒令退市。

(一) 设置最小股票价格的退市标准

股票是一种虚拟资本, 其价值是公司未来不断产生的净现金流量的现值。在确定公司股票的价值时, 必须涉及对公司剩余期限中的净现金流量的评估。^[9]如果公司预计未来无现金净流入, 则公司股票价值丧失, 该股票应当终止上市。^[10]从发达证券市场公司退市的情况来看, 大多也是以公司股票价值丧失为基点进行退市标准的制度设计。例如, 在纽约证券交易所规定的诸多退市标准中, 最著名的就是“一美元退市机制”。该机制规定了股票持续上市(或退市)的最小股票价格标准为 1 美元。如果上市公司连续 30 个交易日的股票价格低于这一标准, 就会被判定违反持续上市标准, 则上市公司必须在 180 个交易日内采取自救措施, 使得股价回升到 1 美元以上。否则, 就要被强制退市。^[6]这就是所谓的最小股票价格退市标准。

最小股票价格退市标准反映了上市公司在证券市场中的信用理念。这是因为: 在充分竞争的股票市场上, 如果不考虑其他因素的影响, 股票价格是由价值决定的, 而股票价值主要取决于公司的持续盈利能力。投资者持有公司股票是以对公司的持续盈利能力进行判断为前提的, 并通过公开的市场交易形成的股票价格来回应公司的持续盈利能力。^[12]在一般情况下, 当公司股票达到或低于最小股票价格时, 表明公司股票丧失投资价值, 意味着公司失去了赖以生存和发展的持续盈利能力。股东持有公司股票分取股息红利或者转让公司股票获取差价收益的合理期待必然难以实现。而根据上文的分析, 上市公司在证券市场中的信用的具体表现, 就在于该上市公司应当愿意并且能够满足股票持有者尤其是中小投资者实现其投资回报(包括分取股息红利或获得价差收益)的合理期待。由此观之, 上市公司股票达到或低于最小价格标准, 股票持有者获得投资回报的合理期待就会落空, 其实质就是上市公司信用的丧失, 勒令其退市应是理所当然。

但是, 从我国上市公司的退市实践来看, 最主要的退市标准是公司最近三年连续亏损。这一标准显然并不等同于公司持续盈利能力的丧失, 也不等于公司股票价值的丧失。这是因为, 相对于公司法人资格存

在的永续性而言,三年其实只不过是短暂的一瞬间,短期亏损的公司从长期战略来看未必表现不佳。所以,最近三年连续亏损的退市标准可能会将一些短期内亏损但具有远大发展前景的公司驱逐出市场,或者至少会改变这些公司的运营策略,使其目标主要定位于获取短期利益,这势必导致投资者长期利益的净损失。因此,公司最近三年连续亏损的退市标准与上市公司的信用理念是背道而驰的。

与公司最近三年连续亏损的退市标准相比,最小股票价格标准却能够准确反映我国上市公司的信用状况。随着我国证券市场信息披露机制的逐步完善,上市公司在证券市场上的活动都必须以法定形式及时、准确、完整地予以披露。但是现阶段,我国证券市场还很不成熟。特别是投资者的投资理念不够理性,证券市场上投机氛围十分浓厚。并且,证券市场上存在严重的信息不对称,其重要表现之一就是,机构投资者拥有资金、技术、人力资源等优势,使其在市场信息的占有、分析和使用上处于领先地位,而中小投资者在信息上的劣势使其不得不追随机投资者的脚步,容易形成证券市场中的“羊群效应”。这样,上市公司信息披露的状况会严重影响公司的股票价格。而我国上市公司信息披露的主要内容通常与该公司的经营业绩和持续盈利能力息息相关,这些都决定了股票持有者能否在证券市场上获得预期的投资收益,从而决定了上市公司的信用状况。如果我国上市公司披露的经营业绩和持续盈利能力不符合股票持有者的合理预期,那么股票持有者就会迅速抛售其手中的股票,导致该上市公司股票价格下降直至达到某一较低水平(例如一元人民币)。如果该上市公司的股票价格在一定时期内持续低于这一水平,那么表明该上市公司的经营业绩严重恶化,持续盈利能力丧失。这样,公司股票持有者获取投资收益的合理期待就会落空,上市公司的信用基础已经丧失,该上市公司应当立刻退市。

因此,在我国主板上市公司退市标准中,应当尽快取消公司最近三年连续亏损标准,代之以最小股票价格标准。例如,在我国主板上市的公司,如果连续三十个交易日股价低于某一数额(例如一元人民币)的,证券交易所可以考虑给予其一定的宽限期,让其自行采取措施将股票价格修复到规定价额以上。否则,就应强制该上市公司退市。

(二) 引入公司治理的退市标准

作为约束上市公司行为的边界,良好的公司治理标准将发挥指引上市公司合法行为和威慑上市公司违法行为的作用,有利于夯实上市公司的信用基础、保护投资者合法权益和实现证券市场持续稳定发展。一

旦这个标准受到破坏,必将摧毁上市公司在证券市场中的信用基础,进而也将危害整个证券市场的正常运行。从发达证券市场来看,尽管上市公司退市的原因是多方面的,但是在很多情况下最重要的原因并不是经营出了问题,而是由于公司治理机制存在重大缺陷导致控股股东和董事、经理产生了信用危机。例如,美国公司法学者 Andreas Charitou 通过研究 1998~2004 年从 NYSE 退市的 161 只股票,发现了公司治理机制的有效性,指出董事会成员结构和内部人持股激励对于上市公司能否在纽约证券交易所持续上市至关重要。^[12]又如,纳斯达克市场将公司治理作为上市公司持续上市的标准之一,公司治理不完善的不符合持续上市标准,将被强制退市。

在我国证券市场上,上市公司普遍存在着信用缺失的问题。究其原因,在很大程度上是由于我国上市公司治理存在重大缺陷。这种缺陷主要表现为:第一,控股股东违背诚信原则。控股股东与上市公司长期存在人格混同,机构、人员、财务、资产等难以分离,将上市公司当作提款机,掏空上市公司的现象屡有发生。控股股东还通过非公允的关联交易等手段进行不正当的利益输送或利润转移,肆意掠夺公司财产。控股股东的失信行为不仅严重侵害中小投资者利益,而且导致中小投资者对上市公司的信任几乎丧失殆尽,对证券市场的信心降至冰点。第二,内部人控制现象十分严重。一方面,我国多数上市公司都是国有股居于绝对控股地位。由于国有产权不明晰,国有股股东名存实虚,股东代表人长期缺位,上市公司所有者对管理者缺乏有效的监督和约束机制,公司管理者可以通过各种手段侵占所有者权益。另一方面,追求长期利益是上市公司信用的来源,上市公司要想实现长期收益最大化,必须在证券市场上努力建立和维护良好的信用,自觉遵守法律法规,从而吸引更多的投资者。然而,由于上市公司对经营者缺乏长期有效的激励机制,助长了经营者行为的短期化。这样,公司经营者往往漠视上市公司的长期利益和信用状况,积极实施短期的自利行为,导致上市公司缺乏信用,严重损害投资者尤其是中小投资者的合法权益。

因此,在重构以信用为导向的我国主板退市标准体系时,必须将上市公司治理标准作为决定上市公司是否退市的关键要素之一。换言之,一切缺乏公司治理或者公司治理存在重大缺陷的上市公司都应被强制退市。因为,健全的公司治理是保障上市公司信用基础的必要前提,是保护投资者利益的本质需要,更是维护证券市场公开、公平、公正原则的基本条件。

(三) 增加违反法律法规的退市标准

投资者之所以投资于上市公司,是因为这样能满足他们获得投资收益的合理预期。因此,上市公司对投资者负有信托义务,上市公司应当为了投资者利益最大化而守法经营、诚信经营。这是上市公司信用基础的具体表现和本质要求。但是,随着证券市场的发展,上市公司的各种违法违规行大量滋生,形形色色的违法违规现象层出不穷,主要表现为造假上市、虚假陈述、内幕交易、操纵市场、欺诈投资者、不公正的关联交易等。这些行为不仅违反了上市公司对投资者的信义义务,违背了投资者对上市公司的合理期待,而且增加了投资者的投资风险,势必导致投资者利益的净损失。前已述及,上市公司在证券市场中的信用,从消极意义上讲就是不能违反法律法规的规定和诚实信用原则,进而对投资者的利益实现带来不正当的风险。换言之,上市公司实施上述违反法律法规的行为,实质上就是违反上市公司信用的行为。

上市公司违反法律法规规定的作为义务而不作为,或者违反法律法规禁止的不作为义务而作为,就是丧失信用。^[4]因此,在各国或地区证券市场的退市标准中,实施违反法律法规行为的上市公司被强制退市已经成为通例。这是上市公司信用在退市标准中的具体反映。例如,在印度,上市公司被强制退市的主要原因是因违规而受到惩罚,被强制退市的公司中有很大一部分公司的退市原因是违规行为。据统计,2001~2010年8月,印度孟买证券交易所上市公司中共有1552家公司退市,其中因违规处罚被强制退市的有876家,被强制退市公司的退市原因主要是与违反法律法规受到处罚相关。^[7]又如,在香港,洪良国际违法募集资金退市案成为香港证券监管史上的经典案例。洪良国际作为一家台资公司,在香港造假上市,超额募集资金,违反了香港联交所上市规则。联交所对它的处罚是,直接勒令公司退市,并对其罚款4200万元。此外,还首次吊销保荐人牌照,同时要求洪良国际将超募资金退还给投资者。^[13]由此可见,上市公司因违反法律法规被强制退市,其根本原因是上市公司在证券市场中信用的丧失。这一退市标准有利于维护投资者的合法权益,重塑投资者对证券市场 and 上市公司的信心。

但是,在我国,违法违规行为对上市公司退市似乎并没有产生显著的影响。在实践中,我国上市公司因重大违法行为被暂停上市的很多,但是被终止上市的几乎没有。例如蓝田股份,因财务报告造假虚增利润被特别处理并随后暂停上市,半年后上海证券交易所却宣告该股票“情况属于非常特殊”而恢复上

市。^[7]从立法上看,虽然根据我国《证券法》第55条之规定,公司有重大违法行为的,由证券交易所决定暂停其股票上市交易。但是,在该法第56条中却并未将公司有重大违法行为列为终止股票上市的情形,实乃立法之一大疏漏。这样不仅严重损害了投资者尤其是中小投资者的利益,而且侵蚀了上市公司的信用基础。因为:一方面,上市公司的违法违规行为可能直接损害投资者利益,这与上市公司应当在证券市场上为投资者带来投资收益的合理期待的信用基础背道而驰;另一方面,投资者是上市公司的所有者,上市公司在证券市场上实施违反法律法规的行为,一旦受到证券监督管理部门的处罚并予以披露,上市公司的声誉和股票价格将受到严重不利影响,由此造成的损失最终将由投资者承担,这也违背了上市公司不能给投资者带来不正当风险的信用基础。

由此,为了保护投资者尤其是中小投资者的合法权益,维护上市公司信用基础,我国应当在主板退市标准体系中引入违反法律法规的标准。即对于存在重大违反法律法规行为的上市公司,应当勒令其退市。至于重大违法违规行为的界定标准,既可以由国务院证券监督管理部门以部门规章的形式予以规定,也可以由证券交易所根据对证券市场一线监管的实际情况,综合考虑违法违规行为的性质及情节轻重等因素加以规定,并报国务院证券监督管理部门核准。

参考文献:

- [1] 赵旭东. 从资本信用到资产信用[J]. 法学研究, 2003(5): 109-123.
- [2] 叶敏. 论公司信用基础多元化[J]. 广西政法管理干部学院学报, 2005(1): 97-100.
- [3] 朱慈蕴, 王莉萍. “上市信用”是上市公司的特有信用[J]. 中国法学, 2004(1): 87-96.
- [4] 梁上上. 上市公司信用的法律框架[J]. 浙江社会科学, 2003(3): 72-79.
- [5] 梁慧星. 民法学解释[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 1995: 301-315.
- [6] 戈宏, 惠佳颖. 从退市标准的差异看完善我国的退市制度[J]. 金融论坛, 2001(7): 23-26.
- [7] 张妍妍. 中印上市公司退市制度比较研究[J]. 南亚研究季刊, 2011(1): 72-77.
- [8] 江海, 贺捷. 论我国主板退市制度的完善[J]. 湖北大学学报(哲学社会科学版), 2013(4): 109-113.
- [9] 布莱恩 R. 柴芬斯. 公司法: 理论、结构和运作[M]. 林华伟, 魏旻, 译. 北京: 法律出版社, 2001: 57.
- [10] 戴念念. 论上市公司退市机制的完善[J]. 中南财经政法大学

- 学报, 2002(2): 62-66.
- [11] 李斌. 关于我国上市公司退市制度的思考——兼评《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》[J]. 安徽大学学报(哲学社会科学版), 2002(3): 105-109.
- [12] 郑俊. 英美创业板市场退市制度的经验借鉴[J]. 金融与经济, 2011(4): 56-58.
- [13] 瞿笔玄, 李华. 我国创业板退市制度的改革——基于投资者保护视角[J]. 湖北社会科学, 2013(10): 73-76.

Reflection and reconstruction of the delisting criteria in China: based on the perspective of listing corporation credit

CHENG Baoku, XIAO kui

(School of Law, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The listing corporation is one of the most important principal parts in the securities market. In addition to net asset credit which the ordinary business corporations must have, it has special credit basis manifested in that the listing corporation should desire and can meet the reasonable expectations of share-holders, especially minor investors, to realize their return on investment. Otherwise, it is not creditable enough. In the scope of the whole world, credit shortage of stock liquidity, credit loss of sustainable development, and lack of information credit are the fundamental reasons why listing corporations are delisted. In this sense, the delisting standards should be credit standards, and the delisting of the listing corporations is a violation of credit standards. Based on this, we should take the credit orientation as the guide in restructuring China's main board delisting criteria, including the abolition of profit for the last three years, substitution with the minimum stock price standard, introduction of corporate governance standard, and adding the violation of laws and regulations standard.

Key Words: delisting criteria; the listing corporation; credit; liquidity; sustainable development; information credit

[编辑: 苏慧]