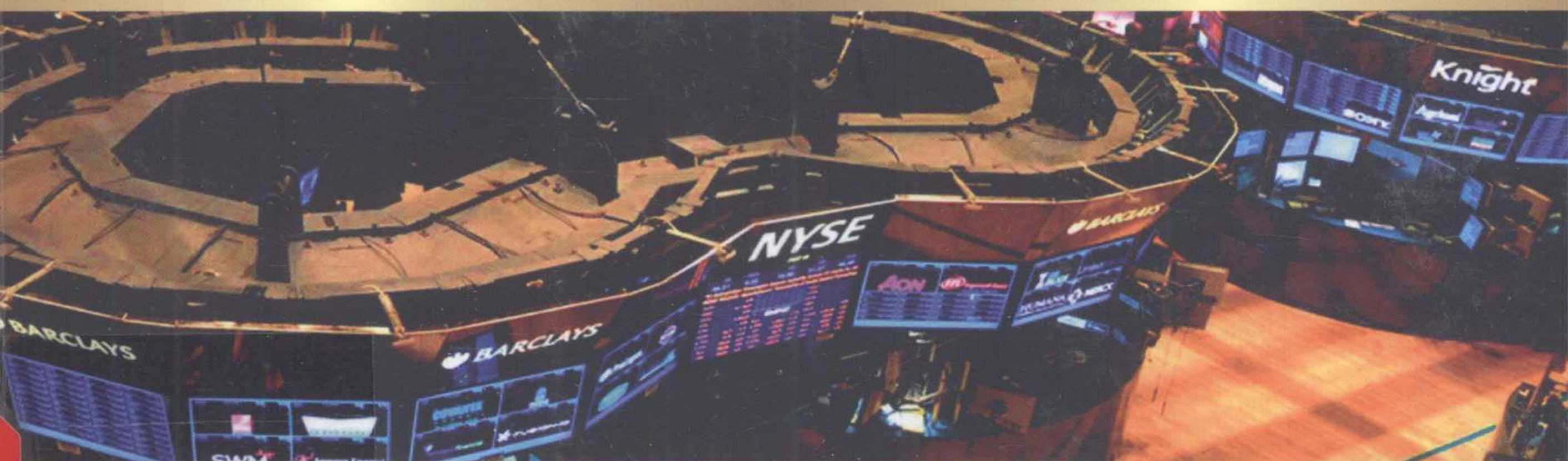


上市公司 退市风险处置： 规则、数据与案例

| 第一辑 |

李曙光 郑志斌 主编



法律出版社
LAW PRESS • CHINA

上市公司 退市风险处置： 规则、数据与案例

| 第一辑 |

李曙光 郑志斌 主编



法律出版社
LAW PRESS • CHINA

图书在版编目(CIP)数据

上市公司退市风险处置:规则、数据与案例.第1辑/
李曙光,郑志斌主编.—北京:法律出版社,2016.6

ISBN 978-7-5118-9645-2

I. ①上… II. ①李…②郑… III. ①上市公司—企
业管理—风险管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第142106号

©法律出版社·中国

责任编辑/易明群

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社
总发行/中国法律图书有限公司
印刷/固安华明印业有限公司

编辑统筹/《中国法律评论》编辑部
经销/新华书店
责任印制/沙 磊

开本/720毫米×960毫米 1/16
版本/2016年7月第1版

印张/21.75 字数/380千
印次/2016年7月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908
上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456 深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-9645-2

定价:59.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

死亡是生命中最伟大的发明。

——乔布斯

市场经济以公平竞争、等价有偿和优胜劣汰为基本要素。公平竞争和等价有偿必不可少地触发优胜劣汰,但危机感所迸发的进化论效应,却在相当程度上助燃企业的进取心和毅力,提高企业的生产效率,促进科技的不断创新,引领人类社会的不断演进。要参与市场,企业必须怀揣向死而生的决绝勇气:想生就生,该死就死,若其做不到这一点,恪守传统抱残守缺,就别想继续发展壮大。

市场主体自然的轮回交替机制在我国资本市场上一直起效甚微。截至2016年4月,我国深沪两市上市公司退市数量为50家,占两市上市公司总数(2851家)不足2%,15年间平均每年仅退市3.4家公司。这与美国Strategas Research Partners统计的从1998年到2012年美国股市共有7769家上市公司退市相差甚远。也较Wilshire 5000 Total Market Index所统计的自2008年至2015年,美国上市公司股票数量由7562家的最高峰下降到目前的区区3812家有相当大的一段距离。更要反思的是,从2007年12月13日至2013年2月8日,5年多的时间里A股市场未出现一家退市的上市公司。即便2014年底进行了新一轮退市制度的改革,近一年半的时间里也仅有4家公司确定退市。

中国建立多层次资本市场的决心在立法层面上不断推进,其中以注册制改革为重点的《证券法》修改被提上议程。注册制改革被置于镁光灯下受到广泛关注,但改革能否成功实现恰恰要以退市制度的转型升级与良性实施为必要前提。作为资本市场高效运行的有力保证,退市制度的重要性不亚于上市制度。随着公司准入资本市场的门槛大幅度降低,更多的公司将有机会进入证券市场,增强市场活力。但是,良莠不齐的公司混杂入市,

对投资者的利益保护也造成严峻挑战。对此,监管部门应当完善并严格执行退市制度,为我国资本市场创设一个持续健康发展的良好环境,确保上市公司之间的充分竞争以达到资源的最优配置,打通羸弱、造假或对投资者保护不利的公司退出市场的顺畅渠道。

本书以实践为导向,有的放矢地对改革后最新的上市公司退市规则及经典案例进行深入剖析,重点阐明上市公司退市风险的处置策略,落脚于危机公司的纾困与解困。本书在第一章简要梳理各层次资本市场退市规则的基础上,第二章聚焦受困公司资不抵债、亏损及交易价格过低等常见退市原因,并阐述如何通过股东注资、政府补贴等途径力挽狂澜、转危为安。第三章系统性地比较其中最为重要、也是经常被运用的两种策略——重组和重整。虽然两者在使用条件和实施措施等诸多方面存在相似之处,但它们在主导权、解决公司治理、债务处置及股权处置等诸方面存在本质区别,需要上市公司在谨慎权衡利弊后,甄别运用。第四章和第五章分别介绍了恢复上市与重新上市。恢复上市针对的是暂停上市的企业,而重新上市针对的是终止上市的企业。全书的最后是对我国历年来退市公司、上市公司重整及美国上市公司破产情况进行的全面整理与回顾。

本书的最大亮点在于视角广阔,对于退市风险处置的论述不囿于基本理论,更将内容辐射至重组与重整这两个相关的重要命题。本书也并不吝于蜻蜓点水般地指出上市公司面临的风险,而是将重心凝聚于企业危机的合理、妥善、最优的处置。其中丰富的理论与法律条文配合翔实的案例,既全面深刻又不佶屈聱牙。

参加本书写作的有李曙光、郑志斌、张婷、封延会、张钦昱、康娅忱、杨阳、刘欣东、苏汶淇、余周祺、岑虹瑾、陈益青、李辉、吕兴彤、金子文、苏晓燕、邹佳旭、朱亦周、戴玥等。全书由张钦昱、张婷统筹,并由李曙光、郑志斌统一修改完善后定稿。我要谢谢李园园、滕飞对相关材料的提供,并对法律出版社易明群对于书稿的编辑表示衷心感谢。读者若有感悟、问题或建议,欢迎关注“破产法快讯”微信公众号(微信号:insolalerts),致信中国政法大学破产法与企业重组研究中心(chinainsol@cupl.edu.cn)或在中国破产法网(www.chinainsol.org)的“留言讨论区”中留言。我们期待得到您的热忱反馈与支持!

李曙光

2016年4月于蓟门法大

目 录



第一章	退市规则解析 // 1
第一节	我国退市规则的发展 // 1
一、	《公司法》(1993 年)规定的退市规则 // 2
二、	《证券法》(1998 年)规定的退市制度 // 3
三、	21 世纪初证监会推动退市制度建设 // 4
四、	2012 年退市规则的完善 // 5
五、	2014 年退市制度的全面改革 // 6
六、	《证券法》(2015 年修订草案)中的退市规则 // 7
第二节	我国退市规则的体系 // 10
一、	证券基本法律 // 10
二、	证监会发布的部门规章 // 11
三、	交易所上市规则 // 11
四、	交易所发布的有关退市的配套规则 // 12
第三节	我国退市的一般规则 // 13
一、	主板退市规则 // 13
二、	中小板退市规则 // 38
三、	创业板退市规则 // 42
四、	新三板退市规则 // 54
五、	沪深交易所退市规则比较 // 63
第四节	退市新规下的退市公司 // 73
一、	*ST 创智——4 年重组一朝被否 // 73

- 二、*ST 炎黄——挣扎 7 年重组未果 // 83
- 三、*ST 长油——央企退市第一股 // 93
- 四、*ST 二重——开主动退市先河 // 107
- 五、*ST 国恒——身处好行业仍快速陨落 // 117
- 六、*ST 博元——首家因重大信息披露违法被退市 // 120

第二章 退市风险化解策略选择 // 127

第一节 改善资产负债结构 // 127

- 一、股东注资 // 127
- 二、债务重组 // 134

第二节 解决盈利问题 // 143

- 一、政府补贴 // 143
- 二、股东借款 // 145
- 三、出售资产 // 148
- 四、股东赠送资产 // 156
- 五、现金购买资产 // 158
- 六、转让股权,引入重组方 // 160

第三节 解决交易价格过低问题 // 161

- 一、闽灿坤 B // 162
- 二、上柴 B // 162
- 三、*ST 建摩 B // 163

第三章 上市公司重组与重整的异同与选择 // 164

第一节 重组与重整的比较 // 164

- 一、重组与重整的相同点 // 164
- 二、重组与重整的区别 // 165

第二节 重组与重整的选择 // 171

- 一、主导权方面的考量 // 171
- 二、解决公司治理程序方面的考量 // 172
- 三、债务处置方面的考量 // 173
- 四、股份处置方面的考量 // 184
- 五、融资措施方面的考量 // 186

六、资产置换方面的考量 //	189
七、净资产转化为正值方式的考量 //	193
八、解决亏损方式的考量 //	195
九、成本方面的考量 //	202
十、成功率方面的考量 //	203
十一、重组时间方面的考量 //	206
十二、股东权益变化方面的考量 //	211
十三、股价变化方面的考量 //	218
十四、主营业务变化方面的考量 //	220
第三节 上市公司重整策略选择之经典案例 //	222
一、*ST 银广夏:几次重组未果,重整成救命稻草 //	222
二、*ST 夏新:众口难调,重整平衡各方利益 //	223
三、*ST 偏转:利用重整,低价定向增发 //	224
四、*ST 丹化:解决万名职工安置,重整提供充分保障 //	225
五、*ST 化工:诉讼缠身,重整提供保护空间 //	225
六、*ST 北生:用时 33 天,开创重整高效纪录 //	226
七、*ST 深泰:一揽子解决问题,关联公司同时重整 //	227
八、*ST 得亨:债权银行重组减债未成,重整妙手回春 //	227
九、*ST 华源:缩股让渡,重整工具日趋丰富 //	228
十、*ST 二重:法庭内外紧密结合,以股抵债浴火重生 //	229

第四章 恢复上市 // 231

第一节 暂停上市 // 231

- 一、暂停上市的标准 // 232
- 二、暂停上市的审核 // 238
- 三、近期暂停上市的公司 // 240

第二节 恢复上市的规则与程序 // 250

- 一、恢复上市的概念 // 251
- 二、恢复上市的条件 // 251
- 三、申请恢复上市的时间 // 253
- 四、恢复上市应履行的程序 // 254

第三节 恢复上市的案例 // 258

第五章	重新上市 // 263
	第一节 重新上市的概念 // 263
	一、重新上市的内涵 // 263
	二、重新上市与恢复上市的异同 // 264
	第二节 重新上市的条件 // 267
	一、最新相关政策和规则修订 // 267
	二、退市公司重新上市的条件 // 269
	三、申请重新上市的时间 // 271
	四、退市旧规、新规与 IPO 相关标准的对比 // 272
	第三节 重新上市的程序 // 274
	一、退市公司重新上市应履行的程序 // 275
	二、交易所对重新上市公司的受理、审核、决定及复核程序 // 278
	三、申请对交易所决定的复核程序 // 280
	四、上市申请获得同意后相关程序 // 280
	第四节 重新上市后的监管 // 281
	一、进入风险警示板交易 // 281
	二、开盘价格的确定 // 281
	三、转让股份的限制 // 282
	四、保荐机构持续督导 // 282
	五、信息披露 // 282
	第五节 重新上市的最新情况 // 283
	一、重新上市与重整 // 283
	二、重新上市与重组 // 291
	三、重新上市与股权分置改革 // 292
附录一	中国退市公司统计表 // 295
附录二	中国上市公司重整项目统计表 // 299
附录三	美国上市公司破产数据统计 // 305

图 表 目 录

表 1	《证券法》(2015 年修订草案)中有关退市规则的修改情况	// 7
表 2	风险警示的类型	// 14
表 3	中小板上市公司的退市依据	// 39
表 4	主板、中小板被强制终止上市的成交量指标对比	// 41
表 5	主板、中小板被强制终止上市的股东人数指标对比	// 41
表 6	创业板上市公司的退市依据	// 43
表 7	深交所主板、中小板、创业板强制终止上市制度标准对比	// 51
表 8	沪深交易所自律性规则	// 65
表 9	股权分布不具备上市条件而引发退市风险警示的条件	// 68
表 10	上市公司申请撤销退市风险警示的条件	// 69
表 11	沪深交易所撤销退市风险警示的决定期限	// 69
表 12	沪深交易所对上市公司被终止上市的风险提示标准	// 70
表 13	沪深交易所退市整理期股票的日涨跌幅限制	// 71
表 14	沪深交易所对被终止上市公司摘牌日的设置	// 71
表 15	沪深交易所关于退市整理期交易的规定	// 72
表 16	*ST 炎黄的保壳轨迹	// 86
表 17	长航油运 2013 年年度亏损及负债、2014 年需偿还债务情况	// 96
表 18	长航油运引发的诉讼	// 97
表 19	*ST 国药资产负债测算(2013 年 3 月 31 日)	// 130
表 20	*ST 金泰交易完成后资产负债改善情况(2012 年 9 月 30 日)	// 131

表 21	*ST 天龙公司财务状况(2011 年~2013 年)	// 136
表 22	*ST 金泰公司财务状况(2011 年~2013 年)	// 138
表 23	闽灿坤 B 缩股后财务指标的改善	// 162
表 24	*ST 建摩 B 缩股后财务指标的改善	// 163
表 25	*ST 国药债务重组协议基本情况	// 175
表 26	*ST 天一、*ST 吉药、*ST 铜城、*ST 黄海和 S*ST 聚友的重组方案	// 176
表 27	上市公司重整后的普通债权清偿率示例	// 180
表 28	*ST 海龙的出资人权益调整方案	// 187
表 29	*ST 吉药资产重组过程中公司资产注入前后的盈利能力对比	// 195
表 30	金星钛白重大资产重组的承诺利润	// 200
表 31	金星钛白重大资产重组承诺利润的实现情况	// 201
表 32	金星钛白非公开发行股票募集资金的用途	// 201
表 33	*ST 黄海的重组时间简表	// 207
表 34	上市公司资产重组审批时间示例	// 209
表 35	上市公司重整期间示例	// 211
表 36	*ST 联华、*ST 吉药、*ST 天一和*ST 桐城定向发行股份前后持有股份比例的变化	// 213
表 37	上市公司重整期间持有股票变化示例	// 215
表 38	*ST 联华、*ST 太光、*ST 黄海、*ST 吉药和*ST 天一重组前后的股价波动	// 219
表 39	上市公司重整前后股价波动示例	// 220
表 40	改变主营业务的上市公司示例	// 221
表 41	沪深交易所暂停上市规则比较	// 237
表 42	因公司股权分布不具备上市条件被暂停上市的条件	// 239
表 43	沪深交易所被暂停上市风险提示公告的发布时限	// 239
表 44	恢复上市与重新上市条件对比	// 264
表 45	重新上市与 IPO 的标准比较	// 266
表 46	退市旧规、退市新规和 IPO 涉及的相关标准对比	// 273
表 47	47 家退市公司中有 18 公司已完成或者正在进行重整的情况	// 284
表 48	47 家退市公司中有 4 家未进行重整,已经或拟通过庭外重组方式改	

善经营的情况 //	291
表 49 13 家退市公司已完成或拟进行股权分置改革情况 //	292
附录一 中国退市公司统计表 //	295
附录二 中国上市公司重整项目统计表 //	299
附录三 美国上市公司破产数据统计 //	304
图 1 申请破产的上市公司资产规模 //	304
图 2 申请破产的上市公司数目 //	305
表 1 依据第 11 章申请破产的上市公司(2013 年) //	305
表 2 依据第 11 章申请破产的上市公司(2012 年) //	308
表 3 依据第 7 章申请破产的上市公司(2013 年) //	312
表 4 依据第 7 章申请破产的上市公司(2013 年) //	312
表 5 依据第 11 章申请破产的各项指标居前的上市公司(2013 年) //	313
表 6 依据第 11 章申请破产的各项指标居前的上市公司(2012 年) //	315
表 7 上市公司破产申请认定和结果(2013 年) //	316
表 8 上市公司破产申请认定和结果(2012 年) //	320
表 9 依据 11 章转为依据第 7 章申请破产的上市公司(2013 年) //	323
表 10 依据 11 章转为依据第 7 章申请破产的上市公司(2013 年) //	324
表 11 被驳回破产申请的上市公司(2013 年) //	324
表 12 被驳回破产申请的上市公司(2013 年) //	325
表 13 历史上最大的 40 家申请破产的上市公司(按资产) //	325
表 14 历史上最大的 40 家申请破产的上市公司(按收入) //	327
表 15 历史上最大的 40 家申请破产的非金融性上市公司(按资产规模) //	328
表 16 历史上最大的 40 家申请破产的非金融性上市公司 //	330
表 17 20 家破产申请待决的最大上市公司 //	332
表 18 资产和收入规模趋势(2005 ~ 2013) //	332
表 19 申请破产的上市公司(按地区法院分类) //	334
表 20 上市公司重整申请持续时间 //	335
表 21 依据第十一章申请破产前预先重整的上市公司(2013 年) //	336
表 22 行业破产趋势(2013 年) //	337

第一章 退市规则解析

第一节 我国退市规则的发展

上市公司退市是指公司股票在证券交易所终止上市交易。^{〔1〕} 国外证券市场中称之为“delist”或“delisting”,我国香港证券市场称之为“除牌”,我国内地《证券法》中规范表述为“终止上市”。退市及配套制度的规则情形较多,包括有关上市公司暂停、终止上市的条件与程序等相关机制,以及风险警示、退市公司股份转让服务、重新上市、中小投资者保护等制度安排,这些最终使得一家上市公司变为非上市公司。

退市制度是一国证券市场的基础性制度,是保持市场的开放性和活力的重要保证。退市制度建设对于证券市场发展,特别是对完善中国这样一个发展中的新兴证券市场具有重要意义。退市制度将不符合持续性上市规则的公司剔除出证券市场,能够降低市场的风险,提高资源配置效率。我国正在进行证券发行审核制度改革,展开《证券法》的修改。随着公司发行审核的逐渐便利,公司上市成本将大大降低,更多的公司将有机会进入证券市场,壳资源的价值将逐步降低,这对于降低退市成本和阻力,加强市场的开放性,增强市场活力具有重要意义。加强退市制度建设还将促进退市公司证券转让服务的发展,这也将有利于多层次资本市场建设。据统计,国外成熟证券市场每年退市比例(退市公司数占上市公司总数的比例)一般在8%

〔1〕 中国证券监督管理委员会令《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(2014年11月16日,以下简称《退市意见》)。

至15%之间。^[1]而根据数据显示,自2001年4月PT水仙被终止上市起,沪深两市迄今共有75家退市公司,其中绩差公司因连续亏损而退市的仅49家,退市比例占整个A股挂牌家数的1.8%。

加强退市制度建设将对上市公司会产生积极的影响。证券市场建立了一整套严格的监管制度,对促进公司治理水平的提高具有重要意义。同时证券市场带来的市场约束也是上市公司重要的外部约束:当公司经营出现问题,公司股票价值被低估,退市和被收购的风险构成了对管理层的巨大压力,这将促进公司对自身进行反思,发现存在的问题,提高公司治理水准,加强对投资者的保护。

退市能够加强投资者的风险意识,并从长远和根本意义上促进对投资者的保护。由于我国上市资源的稀缺性,股票上市大大提高了证券的流动性,充分地发挥价格发现的功能。因此在主板市场中的股票的交易价格远高于流动性相对较弱的其他证券交易市场,如新三板等。退市是证券投资面临的重要风险之一,投资者应当保持必须的谨慎和理性。另外,通过将不符合条件的劣质公司淘汰出证券市场,将资金和资源引导至优良的上市公司,这也将从整体上提高我国证券市场的质量。

从国外成熟的证券市场的退市制度来看,退市可以分为主动退市与被动退市两种类型,两者尽管在目标和最终结果上具有一致性,但在制度价值、缘由和程序等方面存在较大的差别。对此笔者将在后文中对此展开讨论。

一、《公司法》(1993年)规定的退市规则

退市制度伴随着我国证券市场的发展而产生。20世纪90年代,我国证券市场初创时期,“为国有企业改革”服务的市场定位决定了市场建设的重点在于推动国有企业的公司化改造,建立现代企业制度,而退市制度并非市场要务。证券市场的相关规则也处于初创时期,相对而言对市场准入和市场交易的监管构成了当时完善市场的主要方面。从实践中来看,退市的市场需求并不强烈,退市相关的配套政策几乎完全空白,在尚未制定证券法

[1] Jonathan Macey, Maureen O'Hara, David Pompilio, "Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process", 51 *Journal of Law & Economics*, Nov. 2008, p. 683.

的情况下,在《公司法》中对此问题作原则规定成为当时的立法选择。

《公司法》(1993年)上市公司退市制度进行了原则性的规定,以此确立了我国退市制度建设的基本框架。《公司法》(1993年)第157条规定了暂停上市条件:(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)公司最近三年连续亏损。第158条规定了退市制度: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。

由此可以看出,我国早期退市规则存在着以下几个特点:第一,由于当时证券法尚未出台,《公司法》仅对退市规则作出一些原则性的规定。第二,从该规定的内容上看,对公司股票退市确立了股份总额、股权分布、财务信息披露、重大违法行为以及连续亏损等方面的持续上市标准,这几个方面被我国其后的退市制度建设所遵从。第三,退市决定权掌握在国务院证券管理部门,证券交易所对此缺乏必要的话语权。

二、《证券法》(1998年)规定的退市制度

中国证监会于1997年7月发布实施了《股票暂停上市相关事项的处理规则》,建立了股票特别转让制度(即PT)制度,即针对由于连续亏损被暂停上市的公司股票,指定在每周五的开市时间内以特定的方式进行交易。PT制度意在使投资者获得“一个缓冲机会”。但恰恰是这种“父爱主义”似的理念,反而给市场不正确的预期,认为上市公司不可能破产退出,由于此类公司往往会进行重组,反而成为市场炒作的焦点,市场的非理性成分越来越高。

我国第一部《证券法》(1998年)将全部退市规则纳入其中,内容上并未有大的修改。唯一的调整体现在“国务院证券监督管理机构可以授权证券交易所依法暂停或者终止股票或公司债券上市”。

进入21世纪,中国证券市场走过了第一个10年。但问题也日渐累积:上市公司亏损面增大。2001年上市公司中期报告显示,有108家上市公司出现亏损,达到了披露总数的11.36%。证券市场中一系列的违法违规行

为侵蚀着市场的信心。如中科创业股票崩盘、亿安科技操纵市场、银广厦令人瞠目的造假、麦科特欺诈上市、中介机构的审计报告大面积失实等。这使证券市场面临巨大的困境。而对违规公司的惩罚不力也成为“劣币驱逐良币”的重要根源。

三、21 世纪初证监会推动退市制度建设

2001 年 2 月 22 日,中国证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》,将证券法中的退市规则具体化,对连续亏损的认定、退市决定权限的分配以及退市程序等内容作了全面规定,并建立了宽限期和特别转让制度。同年 11 月 30 日出台了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》,进一步完善退市规则,取消了宽限期和特别转让服务,并规定由证券交易所决定上市公司股票的暂停、恢复和终止上市。2003 年 3 月 18 日证监会再次发布了《关于执行〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的补充规定》,对因追溯调整导致连续亏损的情形进行了明确,尊重专家委员会独立的专业判断,并为退市公司建立了代办股份转让服务的制度安排。

21 世纪初证监会连续发力,密集出台办法,建立了以“连续亏损”为主的持续上市标准。借 2005 年《公司法》和《证券法》同时修订的机会,上市公司退市制度转由《证券法》进行规范。2006 年修改的《证券法》对原有的持续上市标准进行了调整,第 55 条、第 56 条规定了上市公司强制退市的实质性条件,除了 1994 年《公司法》确立的股本总额、股权分布、财务信息披露和连续亏损这四个方面的指标之外,新增了解散或破产两个指标,同时授权交易所可以在上市规则中制定其他持续上市标准。^{〔1〕}在暂停上市、终止上市的决定权方面,由交易所决定并复核,仅需要到证监会备案即可。^{〔2〕}

但此时 *ST 公司并没有因为退市压力而真正改善公司经营管理,提高

〔1〕《证券法》(2006 年)第 56 条规定:“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:(一)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;(二)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;(三)公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利;(四)公司解散或者被宣告破产;(五)证券交易所上市规则规定的其他情形。”

〔2〕《证券法》(2006 年)第 62 条规定:“对证券交易所作出的不予上市、暂停上市、终止上市决定不服的,可以向证券交易所设立的复核机构申请复核。”第 72 条规定:“证券交易所决定暂停或者终止证券上市交易的,应当及时公告,并报国务院证券监督管理机构备案。”

盈利能力,而是为了避免触及退市指标,普遍进行并购重组或盈余管理行为来规避可能的退市风险。有学者通过研究证明,*ST公司通过资产重组、置换等方式摘帽并未真正提高上市公司质量,只是使*ST公司免于退市的短期行为和手段。^{〔1〕} 同时在证券市场中针对重组并购题材,内幕交易频发,市场操纵行为普遍,濒临退市的公司给证券市场带来的风险仍在不断增加。

四、2012 年退市规则的完善

2012 年 3 月 18 日,国务院发布了《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》,提出“深化金融体制改革,健全新股发行制度和退市制度,强化投资者回报和权益保护”。同年 6 月,上交所和深交所公布了新的退市制度方案。以《上海证券交易所股票上市规则》为例,新的上市规则规定了多项退市指标,可分为财务指标、市场交易指标、合规指标、主体资格存续指标四类。修改方案致力于提高退市指标的可操作性,减少退市规避空间,主要包括:第一,增加净资产指标。如规定了上市公司最近一个会计年度经审计的期末净资产为负数或者被追溯重述后为负数的,对其股票实施退市风险警示;上市公司的股票因前述事项被实施退市风险警告后,公司最近一个会计年度经审计的期末净资产为负数的,其股票应暂停上市;上市公司的股票因前述事项被暂停上市后,公司最近一个会计年度经审计的期末净资产为负数的,其股票应终止上市。第二,增加了营业收入指标。上市公司最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1000 万元或者被追溯重述后低于 1000 万元的,对其股票实施退市风险警示;上市公司的股票因前述事项被实施退市风险警示后,公司最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1000 万元的,其股票应暂停上市;如果上市公司的股票因前述事项被暂停上市后,公司最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1000 万元的,其股票应终止上市。第三,增加审计意见类型指标。上市公司最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具否定意见或者无法表示意见的,对其股票实施退市风险警示;上市公司的股票因前述事项被实施退市风险警示后,公司最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具否定意见或者无法表示意见的,其股票应暂停上市;上市公司的股票因前述事项被暂停上市后,

〔1〕 冯芸、刘艳琴:“上市公司退市制度实施效果的实证分析”,载《财经研究》2009 年第 1 期。