



顾功耘 主编

2014年卷
总第14卷

公司法律评论

COMPANY LAW REVIEW

2014

上海人民出版社



顾功耘 主编

2014年卷
总第14卷

公司法律评论

COMPANY LAW REVIEW

2014

上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司法律评论.2014 年卷/顾功耘主编. —上海:
上海人民出版社,2014

ISBN 978-7-208-12654-1

I. ①公… II. ①顾… III. ①公司法-研究-中国-
2014 IV. ①D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 261516 号

责任编辑 王舒娟

封面装帧 傅惟本

公司法律评论 2014 年卷

顾功耘 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行 上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 787×1092 1/16 印张 29 插页 4 字数 633,000

2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-12654-1/D·2587

定价 78.00 元

卷 首 语

2013 年,在新一届领导人的带领下举国上下贯彻落实党的十八大会议精神,国务院全力推进政府审批制度改革;9 月,正式设立了中国(上海)自由贸易试验区;11 月,党的十八届三中全会顺利召开,全面深化改革启动。这一年可谓是新一轮的改革元年。本卷公司法律评论即是对 2013 年公司法律制度与证券法律制度发展情况的一个总体回顾。

在公司法制栏目,我们重点向大家推荐了上海市高级人民法院俞秋玮、夏青两位法官撰写的《股权投资估值调整协议的法律效力及适用探析》一文。该文比较系统地分析了近几年来市场上因“对赌协议”而产生的法律问题,概括总结了审判机关审理此类案件的基本立场和处理思路。2013 年,对于中国公司法律制度的发展而言,无疑是极为重要的一年。自中国(上海)自由贸易试验区先行对公司资本制度进行改革不久,12 月底,《公司法》即进行了全面的资本制度改革。如何理解新法中关于注册资本认缴制的规定,又如何通过企业信息公示制度保护债权人的利益,成为亟待研究的难点问题。为此,我们选择了两篇与此相关的文章与各位读者分享。此外,十八届三中全会对今后我国国资国企改革提出了新的思路,通过职工持股发展混合所有制成为今后国企改革的方式之一。为更好地理解、推动、适用该制度,我们刊登了《员工持股三题:价值、模式与原则》和《职工持股的信托管理模式研究》两篇文章供大家探讨。

在证券法制栏目,董翔副教授一文重点考察了英国、美国和加拿大三国是如何运用成本效益分析方法进行金融立法的,这对我国借鉴发达国家的立法经验、提高立法质量和水平大有裨益。翟浩博士借鉴美国的司法经验,撰写了《上市公司私有化退市中的中小股东权益保护问题研究》一文,对改进我国司法工作、加强金融消费者保护具有很大的参考价值。杨志春博士专门对集合投资计划的概念、特征与性质进行了系统研究,对目前实践中“集合投资计划”认识不一的问题展开了有理有节的分析,得出的结论令人信服。

在破产法制栏目,李伟群教授撰写的《“管理人急于行使撤销权”的法经济学分析》,针对当前实践中破产管理人急于行使撤销权的问题进行了深度分析,探求了问题产生的根源,并从法经济学的视角对如何更好地规制管理人行为提出了建设性意见。此外,在破产

案件中,破产原因的理解与适用至关重要,这不仅涉及破产程序启动的门槛高低,影响企业退出市场的难易程度,而且直接关涉到就业、债权人保护等诸多问题。那么,对如何理解破产原因并在司法实践中将其准确适用,上海市高级人民法院的陈克法官结合自己多年的审判经验,特地撰文进行了详细论述。

在域外法制栏目,我们组织翻译了英国公司财务报告理事会于2013年12月发布的名为《2013年公司治理发展》的报告,就该年度英国公司治理及管理准则的影响和实施进行了分析介绍。针对目前实务界较为关心的金融监管问题,我们还特别组织翻译了《金融行为监管局和审慎监管局的设立:不仅仅是结构转变?》和《金融稳定理事会:2013年全球影子银行监测报告》(节选),希望能够引起读者的关注与兴趣。此外,针对目前我国国有企业“走出去”战略的提出和实施,我们翻译了《〈国有企业:贸易效应与政策影响〉概要》与OECD组织发布的《竞争中立:OECD建议、指导方针和最佳实践纲要》(节选),希望能够对我国国企的“国际化”竞争提供法律制度借鉴。

在案件聚焦栏目,我们选取了2013年中国资本市场最具影响力的八个典型案例进行分析。这些案件有的涉及跨市场内幕交易,有的涉及规避优先购买权进行股权交易的法律争议,有的涉及舆论对上市公司进行监督的边界,有的涉及代持养券的法律效力。这些问题的出现或者反映了我国资本市场法律制度本身的不足,或者反映了执法、司法机构对于法律制度适用的困惑。对这些典型案例的分析有助于我们对相关问题的深入思考,寻求相关立法、执法以及司法的完善方略。

在新一轮改革背景下,无论是公司资本制度的改革,还是证券发行及交易制度的改革,抑或是国企授权经营体制的改革,都需要我们建立良好的与公司密切相关的法律制度。为此,《公司法律评论》将一如既往地不断努力,发挥自己应尽的力量!

顾功耘*

2013年11月

* 华东政法大学副校长、教授、经济法律研究院院长。

目 录

年度法制报告

2013 年中国证券市场法制研究报告	胡改蓉 平 娜	3
--------------------------	---------	---

公司法制

股权投资估值调整协定的法律效力及适用探析	俞秋玮 夏 青	29
注册资本认缴登记制解读	王长华	54
注册资本登记制度改革下企业信息公示的原则选择 ——兼评《企业信息公示条例》第 9 条	罗慧明	66
员工持股三题:价值、模式与原则 ——以国有经济混合所有制改革为背景	刘霄鹏	73
职工持股的信托管理模式研究	栾 芳	85
日本公共企业的民营化改革及其启示 ——以 NTT 与 JR 为例	陈美颖	100
域外 LLC 制度分析及其在我国的引入	张存美	109

证券法制

英美加三国金融立法中成本效益分析方法的应用	董 翔	127
上市公司私有化退市中的中小股东权益保护问题研究 ——美国司法经验的借鉴	翟 浩 关敬杨	142
集合投资计划概念、特征与性质研究	杨志春	163
证券错误交易撤销的适用条件与处置程序	王 璐	180

破产法制

“管理人怠于行使撤销权”的法经济学分析	李伟群 夏明轲	199
破产原因若干问题探讨	陈 克	208

域外法制

2013 年公司治理发展:英国公司治理准则及管理准则的影响和实施	梁 程 译	221
金融行为监管局和审慎监管局的设立:不仅仅是结构转变?	薛 晟 译	242
金融稳定理事会:2013 年全球影子银行监测报告(节选)	王 婷 译	258
《国有企业:贸易效应与政策影响》概要	顾 晨 译	275
竞争中立:OECD 建议、指导方针和最佳实践纲要(节选)	孙赞嘉 译	280

理论综述

2013 年中国公司法理论研究综述	周小龙	325
2013 年中国证券法理论研究综述	苏苗声	341
2013 年中国破产法理论研究综述	孙 鹏	357

公司法律论坛

2013 年公司法律论坛会议纪要	叶傲雪	371
------------------------	-----	-----

案件聚焦

2013 年中国资本市场最具影响力案件评析		387
案例一 跨市场内幕交易的认定与解决		
——光大乌龙指事件行政处罚评析	孙 哲	387
案例二 股东优先购买权的价值取向与保护边界		
——上海外滩“地王”案的法律解析	白依可	395
案例三 舆论监督企业行为的监管之辩		
——对“陈永洲涉嫌损害商业信誉罪案”的法律分析	徐 琛	403
案例四 财务造假背后的欺诈上市和违规信披		
——对万福生科虚假陈述案的法律分析	林榕燕	411
案例五 信息披露之殇		
——基于“昌九生化重组事件”的思考	徐晓霞	419
案例六 债市打黑风暴卷出“监管真空”		
——对代持养券行为的法律分析	邓益洋	427
案例七 互联网金融狂欢?		
——对余额宝创新与监管的法律分析	王千惠	435
案例八 纵向价格垄断的法律规制		
——对“茅台酒”案的思考	杨正师	444

CONTENTS

Annual Legal Report

Annual Legal Report on Chinese Securities Market in 2013

Hu Gairong Ping Na

3

Company Legality

An Analysis on the Legality and Applicability of Equity Investment

Valuation Adjustment Mechanism

Yu Qiuwei Xia Qing

29

The Interpretation of the Subscription Registration System of Registered Capital

Wang Changhua

54

The Option of Enterprise Information Disclosure Under the Reform of the
Registration System of Registered Capital

—A Review of Article 9 of *Regulation on Enterprise Information Disclosur*

Luo Huiming

66

Value, Model and Principle in Employee Stock Ownership Against the Backdrop
of Diversified Ownership of State Economy

Liu Xiaopeng

73

A Study on the Trust Management Mode of Employee Stock Ownership

Luan Fang

85

The Privatization and Implication of Public Enterprises In Japan

—From the Example of NTT and JR

Chen Meiyong

100

An Analysis on LLC Model and its Introduction

Zhang Cunmei

109

Securities Legality

The Application of Cost-benefit Analysis in the Legislation of Financial
Law in UK, USA and Canada

Dong Xiang

127

A Study on the Protection of Interest of Minority Shareholders During
the Privatized Delisting of Listed Companies

—A Lesson from America's Judicial Experience

Zhai Hao Guan Jingyang

142

A Study on the Concept, Characteristics and Nature of Collective Investment Scheme

Yang Zhichun

163

The Condition and Settlement Procedure of Withdrawing the Erroneous Transaction

Wang Lu

180

Bankruptcy Legality

The Analysis of "the Administrators's Negligence in Excising the Right of Revocation"
from the Perspective of Law and Economics

Li Weiqun Xia Mingke

199

A Discussion On the Reasons of Bankruptcy

Chen Ke

208

Foreign Legislation

Developments in Corporate Governance 2013: The impact and implementation
of the UK Corporate Governance and Stewardship Code

Translated by Liang Cheng

221

The Creation of the FCA and the PRA: More than a Structural Change?

Translated by Xue Sheng

242

Global Shadow Banking Monitoring Report 2013(Excerpt)

Translated by Wang Ting

258

Overview of SOE : Trade Effect and Policy Impact

Translated by Gu Chen

275

Competitive Neutrality: A Compendium of OECD Recommendations,
Guidance and Best Practice(Excerpt)

Translated by Sun Yunjia

280

Review

A Review of Studies on China's Company Law in 2013

Zhou Xiaolong

325

A Review of Studies on China's Securities Law in 2013

Su Miaosheng

341

A Review of Studies on China's Bankruptcy Law in 2013

Sun Peng

357

Forum on Corporate Law

Summary on Company Law Forum of 2013

Ye Aoxue

371

Case Study

Review of Top-eight Most Well-known Cases in China's Securities Market in 2013

387

年度法制报告

平野國太郎

2013 年中国证券市场 法制研究报告

胡改蓉* 平 娜

2013 年的中国证券市场暗流涌动、一波三折。上证指数在 2 月 28 日达到年内高点 2 444.80 点后便一蹶不振,6 月下旬下探至 1 849 点,为国际金融危机以来最低,12 月 27 日以 2 116 点惨淡收场;全年累计下跌超过 8%。而美国标准普尔 500 指数在 2013 年内上涨近 30%,日经指数亦突破 16 000 点,创出 6 年新高。^①在全球证券市场行情大好的背景下,中国证券市场的波折无疑是受到了 2013 年监管政策改变的影响。无论是新股发行制度改革、新三板扩容还是并购重组分道制等,都正在经历着纵深化的改革。

一、2013 年中国证券市场法制概况

2013 年,证券立法对上市公司、证券公司等市场主体以及发行行为、交易行为等市场活动进行了多维度的制度规范。

在法律层面,2013 年 6 月 29 日第十二届全国人民代表大会常务委员会第三次会议《关于修改〈中华人民共和国文物保护法〉等十二部法律的决定》中将《证券法》第 129 条第 1 款修改为:“证券公司设立、收购或者撤销分支机构,变更业务范围,增加注册资本且股权结构发生重大调整,减少注册资本,变更持有 5%以上股权的股东、实际控制人,变更公司章程中的重要条款,合并、分立、停业、解散、破产,必须经国务院证券监督管理机构批准。”修改前《证券法》第 129 条第 1 款为:“证券公司设立、收购或者撤销分支机构,变更业务范围或者注册资本,变更持有 5%以上股权的股东、实际控制人,变更公司章程中的重要条款,合并、分立、变更公司形式、停业、解散、破产,必须经证券监督管理机构批准。”股东同比例增资行为和变更公司形式对金融市场稳定、社会公共利益的影响较小,可以由公司自主决定。从国家宏观政策的角度来看,这是国家推进行政审批制度改革和政府职能转变的体现,^②同时也降低了证券公司的负担。

在行政法规层面,国务院发布了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护

* 胡改蓉:华东政法大学副教授,硕士生导师,法学博士。

① 参见《回眸 2013 股市:美日牛气冲天 A 股风景独熊》,载于《南方都市报》2013 年 12 月 30 日。

② 参见《全国人大常委会会议审议通过修改十二部法律 促进简政放权》,载于《人民日报》2013 年 6 月 27 日。

工作的意见》、《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》、《关于开展优先股试点的指导意见》、《关于管理公开募集基金的基金管理公司有关问题的批复》4 部文件,对证券发行、交易环节等进行了规定。

在司法解释层面,最高人民法院 2013 年 1 月 14 日和 2 月 26 日分别出台《关于废止 1980 年 1 月 1 日至 1997 年 6 月 30 日期间发布的部分司法解释和司法解释性质文件(第九批)的决定》以及《关于废止 1997 年 7 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期间发布的部分司法解释和司法解释性质文件(第十批)的决定》,1980 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期间发布的与证券市场相关的 6 部司法解释及司法解释性文件被废止,包括《最高人民法院关于证券监督管理机构申请人民法院冻结资金账户、证券账户的若干规定》、《最高人民法院关于伪造货币、有价证券犯罪案件立案标准(试行)》等。

在部门规章层面,中国证监会发布了《证券发行与承销管理办法》、《非上市公众公司监督管理办法(2013 修订)》、《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》、《公开募集证券投资基金风险准备金监督管理暂行办法》、《证券公司客户资产管理业务管理办法(2013 修订)》、《证券投资基金托管业务管理办法》、《证券投资基金销售管理办法(2013 修订)》、《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》、《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》9 部部门规章以及《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》、《首次公开发行股票时公司股东公开发售股份暂行规定》、《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》、《证券公司资产证券化业务管理规定》等 44 部门规范性文件,促进了证券市场的改革和法律制度的完善。

此外,证券行业的自律机构也出台了相应的行业自律规范,对证券市场相应主体的证券发行与交易行为提供了具体规定。证券业协会发布《首次公开发行股票承销业务规范》、《证券公司金融衍生品柜台交易风险管理指引》、《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》、《中国证券业协会诚信管理办法》等 26 部行业规范;上海证券交易所共发布《上海证券交易所股票上市规则(2013 修订)》、《上海证券交易所退市公司重新上市实施办法(2013 修订)》、《上海证券交易所关于配合做好并购重组审核分道制相关工作的通知》、《上海证券交易所上市公司现金分红指引》等 75 件行业规范;深圳证券交易所共发布《深圳证券交易所首次公开发行股票发行与上市指南(2013)》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司公开谴责标准》、《深圳证券交易所资产证券化业务指引》等 30 件行业规范。另外,中国期货业协会、中国金融期货交易所等也陆续出台《金融期货投资者适当性制度实施办法》等相关行业规范。这些行业自律性规范的出台对证券市场的自律监管和投资者保护起到了重要作用。

二、上市公司的制度规范

(一) 优先股制度的重启

为了解决上市公司的融资需求,为投资者提供更多投资工具,2013 年 11 月 30 日国务院发布《关于开展优先股试点的指导意见》(以下简称《指导意见》),宣布开展优先股试点。这是《股份有限公司规范意见》(1992 年 5 月 15 日国家经济体制改革委员会制定)出台时隔

20 年后,优先股在我国正式重启。12 月 13 日,中国证监会起草了《优先股试点管理办法(征求意见稿)》(以下简称《管理办法》(征求意见稿)),为优先股制度的正式出台做了积极准备。

《指导意见》对优先股股东的权利与义务、优先股的发行与交易、组织管理和配套政策等做了全面、清晰的原则规定,成为当前开展优先股试点的指导性、基础性法律文件。《管理办法》(征求意见稿)则明确了优先股制度推行的三原则:一是保护投资者合法权益,充分考虑普通股和优先股两类股东权益的平衡;二是坚持市场化原则,在制度设计上预留空间以满足不同发行人和投资者的需求;三是坚持平稳起步原则,从信息披露较充分、公司治理较完善的上市公司和非上市公众公司开始试点。《管理办法》(征求意见稿)在体例上包括:总则、优先股股东权利的行使、上市公司发行优先股、非上市公众公司非公开发行优先股、交易转让及登记结算、信息披露、回购与并购重组、监管措施和法律责任、附则九章。其主要内容包括:

(1) 优先股股东权利的行使。《管理办法》(征求意见稿)要求,公司章程对于优先股股东参与剩余利润分配的应予以明确规定,同时,应明确优先股股东享有表决权的特定事项及相关程序、优先股股东恢复表决权的情形及时点、优先股股东的查阅权、优先股回购的情形,以及公司董事、监事、高级管理人员持有优先股的管理要求,计算持股比例的基本原则,如何规定固定股息率和浮动股息率等。

(2) 优先股的发行。《管理办法》(征求意见稿)对上市公司与非上市公司分别规定了发行优先股的基本规则。就上市公司而言,《管理办法》(征求意见稿)从公司治理结构、内部控制、盈利能力、会计处理及审计、募集资金用途、发行规模限制等方面对上市公司发行优先股的条件作出一般规定,同时规定了上市公司发行优先股不能出现的负面情形。依据《管理办法》(征求意见稿),能够公开发行优先股的上市公司为上证 50 指数成分股公司,或者是以发行优先股为支付手段收购或吸收合并其他上市公司的上市公司,以及回购普通股的上市公司。就非上市公司而言,其发行优先股的条件和程序主要参考了上市公司非公开发行优先股的相关规定,并针对非上市公众公司的特点进行了简化;同时建立了与上市公司非公开发行制度相协调的非上市公众公司非公开发行制度,非公开发行的对象应是合格投资者,每次发行人数累计不应超过 200 人,不适用《非上市公众公司监督管理办法》第 36 条关于向特定对象发行股票的人数限制规定。

(3) 优先股的交易转让。《管理办法》(征求意见稿)规定公开发行的优先股可在证券交易所上市交易。上市公司非公开发行的优先股亦可在证券交易所转让,但非上市公众公司非公开发行的优先股则在全国中小企业股份转让系统转让,转让范围仅限合格投资者。对于非公开发行的优先股,其转让时适用的投资者适当性标准与发行时一致,且同次非公开发行的优先股经交易或转让后不得超过 200 人。

从长远来看,优先股制度的重启将会对 A 股市场带来积极意义。对上市公司而言,优先股是兼具股票和债券特征的新型融资工具,其最大的好处就在于不必稀释普通股股权或出让投票权即可达到融资要求,为上市公司提供了更多的融资方式选择。

优先股制度的重启尽管对股市发展来说长期利好,但目前在制度设计中仍存有以下问题:

第一,行政干预过多,不利于优先股制度真正发挥作用。优先股的意义之一是,如果公

司处于财务困境时,因普通股已多年未分红,对投资者失去吸引力,此时,优先股可以固定股息的优势吸引投资者,从而为公司的发展筹集资金。然而现行的《管理办法》(征求意见稿)却进行了过多限制。例如,第 19 条规定上市公司发行优先股应当满足“最近 3 个会计年度应当连续盈利”的一般条件,在商业经营中,一些行业由于受到周期性的影响,很难实现“最近 3 个会计年度应当连续盈利”,这项规定使这类公司难以利用优先股进行融资,限制了优先股的运用范围。此外,《管理办法》(征求意见稿)规定“非公开发行优先股的票面股息率不得高于最近两个会计年度的加权平均净资产收益率,以扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为计算依据”,该规定同样令人质疑。因优先股风险溢价较高,其票面股息率较高,如果限制过严,将导致部分发行人约定的票面股息难以满足市场需求,从而导致发行失败。我们认为,尽管市场是需要宏观调控的,优先股作为一种市场行为,也是需要监管的,但政府不宜管控太多、介入太深。为此,今后《管理办法》正式出台时,应在体现投资者利益保护的同时,不断放松政府管制,让制度真正发挥作用。

第二,关于发行可转换优先股的问题。《管理办法》(征求意见稿)规定,上市公司可以发行可转换优先股,但应自发行结束之日起 36 个月后方可转换,另外对转换价格也进行了限制。对此,学界和实务界的争议比较大。有观点认为,可转换优先股可能会成为新的“大小非”,摊薄普通股权益,导致普通股二级市场价格下跌,因而建议禁止优先股转换为普通股,或者延长禁止转换的期限。对此,我们认为,虽然禁止发行可转换优先股在一定程度上会有利于保护中小投资者,但是,从优先股制度本身的意义来看,似乎没有必要禁止。因为即使法律上允许公司发行可转换优先股,在发行时也是需要公司股东表决决定的,也即参加表决的股东是知道在未来某一个时间优先股是要转换为普通股的。如果在明知的情形下仍然表决通过发行可转换优先股,那么就是股东自愿作出的选择。

(二) 并购重组审核的高效化探索

2013 年 10 月 8 日并购重组审核分道制启动实施。依据该制度,中国证监会对上市公司提出的重大资产重组(含发行股份购买资产、重大资产购买或出售、合并分立等)申请进行审核时,将根据上市公司信息披露和规范运作状况、财务顾问执业能力以及中介机构及经办人员的诚信记录,结合国家产业政策和交易类型,对符合标准的并购重组申请,有条件地淡化行政审核、减少审核环节,实行差异化的审核制度安排。具体分为豁免/快速审核、正常审核和审慎审核三类。进入豁免/快速通道的重组项目,不涉及发行股份的,将实行豁免审核,由中国证监会直接核准;涉及发行股份的,实行快速审核,取消预审环节,直接提请并购重组委员会审议。

在对并购重组进行的分项评价中,对“上市公司信息披露和规范运作状况”的评价由地方证监局和沪深交易所负责;“财务顾问执业能力”评价由证券业协会负责;“中介机构和经办人员的诚信记录”由交易所负责;“产业政策和交易类型”由财务顾问发表意见、交易所复核。最终评价结果将根据上述分项评价信息得出,当所有分项评价均为豁免/快速审核类时,项目进入豁免/快速审核通道,分项评价结果之一为审慎审核时,则进入审慎审核通道,其余项目则为正常审核通道。该制度的实施,体现了公平与效率的结合。在减少行政审核,提高行政监管效率的同时,依据并购重组项目自身的情况进行分类管理,看似有别,实则体现了实质公平。

(三) 上市公司退市制度的市场化改革

2013 年 1 月 4 日,沪深两市新退市制度正式运行,终结了 A 股市场历史上不断上演的“不死鸟”神话。以上海证券交易所为例,其修订了《上海证券交易所股票上市规则》、《上海证券交易所退市整理期业务实施细则》和《上海证券交易所退市公司重新上市实施办法》3 项退市相关规则,并废止了《上海证券交易所退市公司股份转让系统股份转让暂行办法》。依据新制度,在 2012 年退市制度改革中设置的退市公司股份转让系统将被取消,今后退市公司的股份将统一转至新三板挂牌转让。

本次 A 股市场的退市制度改革始于 2012 年,在此之前,证券交易所退市公司的股份均转至代办股份转让系统(即“老三板”)挂牌转让。从以往实践来看,退市公司转板至老三板涉及环节较多,运行不够顺畅。2012 年退市制度改革中,上交所专门设立了退市公司股份转让系统,其初衷是健全退市公司股份转让机制,方便投资者在无须改变交易场所和交易习惯的情形下,即可进行股份转让。随着我国新三板市场建设的日益成熟,运行机制的日益完善,从多层次资本市场建设的整体布局来看,应将退市股份的转让纳入新三板市场,统一进行。

尽管目前的退市制度在不断地发展和完善,但市场化、法制化和常态化的上市公司退市制度依旧没有完全建立,今后仍需在如下几方面进行制度跟进:

一是缺少主动退市制度。在海外证券市场上,上市公司主动退市的原因主要有:上市经济成本太高、认为股价过低侵害了公司形象、担心集体诉讼让公司承受过多压力等。而在我国证券市场上,这些情况很少存在。因此,主动退市机制在我国似乎缺乏制度适用的土壤。但从理论上说,上市是公司交易所签订的契约,有进有出才是常态。从私法自治的角度看,上市公司有主动退市的权利,且在现实生活中,不排除该类事件的发生。因此,今后的退市制度改革应积极探索和完善我国的主动退市制度。

二是强制退市情形过窄,欺诈发行应当纳入。根据《证券法》第 189 条的规定,发行人不符合发行条件,以欺骗手段骗取发行核准,已经发行证券的,处以非法所募资金金额 1% 以上 5% 以下的罚款。也就是说欺诈上市的公司只要交一笔金额不超过募集资金 5% 的罚款就能够在股市里相安无事,这样的处罚力度显然并不足以起到惩戒和警示的作用。这对于培养资本市场诚信意识、保护投资者利益都是不利的。因此,下一步的退市制度改革有必要探索欺诈上市退市制度。

三是退市标准仍显宽松。例如,连续 3 年净资产为负则终止上市。在新股发行超募的背景下,上市公司每股的净资产过高,如果不是发生较为严重的财务状况,上市公司的净资产很难连续 3 年为负。新退市制度实施以后不追溯以前的年度数据,以上市公司 2012 年的年报数据为最近一个会计年度的年报数据,对已经连续 3 年净资产为负的公司则不做任何处理。至于恢复上市的标准,要求重新上市的公司最近两个会计年度净利润均为正值且累计超过 2 000 万元,最近一个会计年度经审计的期末净资产为正值。而 IPO 的标准要求最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3 000 万元。这使得重新上市的标准低于 IPO,而这不仅是不公平的,也使得本就因“壳资源”被热炒的垃圾股变得更加具有投机性。^①

^① 参见江海、贺捷:《论我国主板退市制度的完善——兼评〈关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案〉》,载于《湖北大学学报(哲学社会科学版)》2013 年第 4 期。