

全面注册制时代我国面值退市规则“缓和论”的反思与转向

姜 帅

摘 要：面值退市规则已成为我国常态化退市建设的重要内容。基于对股票价格可能失灵的担忧，舆论界和既有学术研究提出了引入治愈期规则以及发挥交易所自由裁量权优势等建议的“缓和论”。然而，在全面注册制时代，“缓和论”在我国存在导致制度休眠、助长投机炒作、加重证券交易所负担等系列问题，其赖以的股票价格失灵逻辑在理论层面也陷入解释力不足、实践中会消解规则正当性、制度设计容易超脱实际的困境。鉴于此，有必要引入客观底线标准理论作为阐发和完善面值退市规则的新理论，明确我国现行面值退市规则在当下时期的合理性及适宜性。面向未来，应重点关注退市公司数量可能超过市场整体承受限度的趋向，做好规则“底线性”的渐进调适，使之保持合理规模，同时汲取域外经验，对遭遇系统性风险后短期内退市公司数量激增的应急处置有所预期。为充分实施该规则，监管者还应防范停牌、信息披露、异常交易行为中可能产生的欺诈行为。

关键词：面值退市；交易类强制退市；注册制；退市客观标准；股票价格

[中图分类号] D922.287 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2024) 06-0102-16

一、面值退市规则及“缓和论”

证券交易所面值退市规则的渊源可以追溯至 20 世纪 90 年代美国全国证券交易商协会自动报价表（National Association of Securities Dealers Automated Quotations，下称纳斯达克）在规制“低价股”过程中形成的 1 美元退市规则。在纳斯达克快速发展的历程中，该规则有效提升了上市公司质量，促进了纳斯达克显著声誉的建立，从而产生了重要的制度影响力。^{〔1〕}

〔作者简介〕姜帅，中央财经大学法学院博士研究生。本文特别感谢南京大学法学院缪因知教授的宝贵建议。

〔1〕 S. Ghon Rhee & Feng Wu, *Anything Wrong with Breaking a Buck? An Empirical Evaluation of NASDAQ's \$1 Minimum Bid Price Maintenance Criterion*, 15 Journal of Financial Markets 258, 258-285(2011).

我国 2006 年 11 月在深圳证券交易所中小企业板首次引入了类似强制退市规则^{〔2〕}，并于 2012 年将其推广到整个沪深交易所（A 股、B 股均适用）。长期以来，由于该规则在内容方面以股票面值（1 元）作为观察上市公司股票价格的参照，进而评估上市公司是否应予退市，故得名“面值退市”。有些许超乎预期的是，自 2018 年 10 月中弘股份成为首家适用该规则退市的上市公司后，截至 2024 年 6 月，我国沪深交易所累计因面值退市的上市公司已达到 49 家，占 2018 年至 2024 年 6 月我国沪深交易所退市上市公司总数的 28.32%。其中，2020 年和 2024 年 1 月至 6 月触发该规则的上市公司数量达到较高比例，分别占到当年沪深交易所上市公司退市总数的 60%和 68.75%（参见表 1）。这使得面值退市规则一跃成为 2018 年修正《中国证券监督管理委员会关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》（已废止）和 2020 年中央全面深化改革委员会发布《健全上市公司退市机制实施方案》后，我国沪深交易所在强制退市标准建设方面的重要内容。上市公司股票价格连续 20 个交易日低于 1 元的强制退市规则因此闻名遐迩。

表 1 2018 年以来沪深两市面值退市股票数量及占比统计（截至 2024 年 6 月）

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1 月至 6 月	合计
面值退市	1	4	12	7	1	13	11	49
其他原因	5	8	8	16	49	33	5	124
总计	6	12	20	23	50	46	16	173
面值退市占比	16.67%	33.33%	60%	30.43%	2%	28.26%	68.75%	28.32%

（数据来源：WIND 数据库，并根据沪深两市官网股票模块中的公开资料进行交叉验证，包括 A 股与 B 股）

不过，在该规则适用日益频繁的背景下，我国实务界和学界也表达了对该规则奉股票价格为圭臬的担忧。如当市值超过 500 亿元且多年保持微盈利的包钢股份股价徘徊于 1 元时，曾有媒体人士呼吁：上市公司股价中包括了某些非理性因素，将股价作为唯一标准，难免会引发“错杀”。^{〔3〕}在 2020 年全国两会期间，也有全国人大代表提出了与面值退市紧密相关的缩股建议。^{〔4〕}2023 年以来，

〔2〕 当时规则的内容表述为，当出现“连续二十个交易日，公司股票每日收盘价均低于每股面值”的情形时，深圳证券交易所将“对其股票交易实行退市风险警示”。如果“被实行退市风险警示后九十个交易日内，没有出现连续二十个交易日公司股票每日收盘价均高于每股面值”的情形，公司股票将被终止上市。参见《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》（深证上〔2006〕143 号，已废止）第 3 条、第 17 条。当前，创业板市场和科创板市场的规定为：“上市公司出现下列情形之一的，本所决定终止其股票上市交易：……连续二十个交易日（每日）的股票收盘价均低于 1 元。”参见《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2024 年修订）》（深证上〔2024〕340 号）第 10.2.1 条以及《上海证券交易所科创板股票上市规则（2024 年 4 月修订）》（上证发〔2024〕52 号）第 12.3.1 条。沪深主板市场的规定在此基础上增加了区分上市公司发行 A 股、B 股情形的规定，但核心内容不变。参见《深圳证券交易所股票上市规则（2024 年修订）》（深证上〔2024〕339 号）第 9.2.1 条以及《上海证券交易所股票上市规则（2024 年 4 月修订）》（上证发〔2024〕51 号）第 9.2.1 条。

〔3〕 皮海洲：《避免“错杀”！A 股市场面值退市制度有待进一步完善》，载微博官网 2020 年 5 月 19 日，<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404506257292656759>。

〔4〕 倪铭媛：《全国人大代表丁士启：建议制订相关政策鼓励 大盘股缩股或合并股份》，载证券时报网 2020 年 5 月 19 日，<https://www.stcn.com/article/detail/146901.html>。

这样的舆论颇有伴随面值退市发展愈演愈烈的趋势。^{〔5〕}

在学界,既有研究也表达了类似的立场与建议。如伍坚和施羿言指出,我国现行面值退市制度较为单薄,缺乏配套的补救措施,在注册制改革市场化浪潮下,已显得过于“刚性”,应构建缓冲性规则,加强风险警示机制,明确买者自负例外保护。^{〔6〕}左进玮考察后则建议利用交易所裁量权对市场误判行为作出调节,为股价退市的客观标准提供弹性,并以此为核心形成提前退市、按期退市、治愈期退市三个层次的规则,以最大限度地实现投资者保护并确保上市公司被公正对待。^{〔7〕}

结合具体内容来看,上述研究或主张允许濒临面值退市的上市公司通过缩股提升股价,或要求证券交易所行使裁量权,豁免已触发面值退市的上市公司。其中,主张引入的最核心规则——“缓冲性规则”与“治愈期制度”(下称治愈期规则)虽然名称不同,却内涵同一,旨在上市公司触发面值退市规则后,给予其一定的考察期间,如果其股票价格能够恢复到特定的要求,则视为治愈而不再强制要求其退市,如否,则再要求其退市。这与前述社会舆论基本一致,即均主张对当前“上市公司股票价格连续20个交易日低于1元”这一强制而缺乏余地的退市规则进行缓和,以更好地兼顾效率与公平。本文因此将其总称为“缓和论”。

然而,“缓和论”可能存在商榷之处。一方面,目前我国资本市场已进入全面实施注册制时代,加强市场出口端的“劣汰”成为极为重要的配套性制度保障^{〔8〕},该关键指标的成败直接关系到股票全面注册制的真正实现程度。^{〔9〕}“缓和论”的价值取向可能与此相悖。另一方面,“缓和论”的核心依据在于股票价格不可避免地会对公司价值反映出现偏差,但完全有效的股票价格机制往往只存在于理想世界,如果“缓和论”的主张只是相对提升了筛选退市公司的概率和准确性,那么这样的理论逻辑本身没有为该规则提供足够的正当性,也难以以为规则完善提供相对科学合理的路径。

有鉴于此,笔者试图在我国资本市场进入全面注册制的时代背景下,反思当前面值退市规则“缓和论”中存在的问题和风险,评估其中法理依据的合理性,进而提出更加符合全面注册制时代发展需求的制度建设方案,以期有助于全面注册制时代我国面值退市规则的守成与优化。

〔5〕 齐庄、徐学成、张良德、刘科:《“面值退市”老规则遇新现象:非ST公司密集告警 专家建议适时优化》,载财联社2024年7月22日, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1805277321663010160&wfr=spider&for=pc>;魏中原:《“面值退”会否带来误伤?业界热议给经营正常者保留“生机”》,载第一财经网2024年7月29日, <https://www.yicai.com/news/102209081.html>。

〔6〕 伍坚、施羿言:《上市公司“面值退市”制度的反思与完善》,载《上海金融》2021年第7期,第72-79页。

〔7〕 左进玮:《交易所裁量权为中心的股价退市制度构建》,载《上海金融》2022年第5期,第56-69页。

〔8〕 《证监会有关部门负责人就全面实行股票发行注册制答记者问》,载证监会官网2023年2月1日, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7047624/content.shtml>。

〔9〕 黄韬:《股票发行注册制法律变革:意义、问题与前瞻》,载《浙江工商大学学报》2023年第5期,第40-41页。

二、“缓和论”之不足

当前，“缓和论”呈现出偏正面论证，少反向考量的特点。事实上，引入治愈期规则以及发挥交易所自由裁量权优势的观点很大程度上以域外成熟资本市场弱化退市数量型标准，保障上市资源的高级发展阶段为底色。贸然在我国展开可能导致制度休眠、助长投机炒作、加重证券交易所负担等一系列问题。具体阐述如下。

（一）引入治愈期规则容易导致制度休眠

从域外建立面值退市规则的各国来看，确实有不少证券交易所采纳了治愈期规则。比如韩国科斯达克（KOSDAQ）市场 2006 年 12 月 22 日修订后的上市规则规定，如果上市公司因普通股收盘价不足股票面值 40% 的状态持续 30 个交易日而被列为退市对象，且在此后的 90 个交易日内持续此种状态 10 个交易日以上或者累计超过 30 个交易日，将被交易所终止上市。^{〔10〕}之后，韩国证券交易所（Korea Stock Exchange, KRX）还将其拓展到了主板市场。日本东京证券交易所（Tokyo Stock Exchange, TSE）MOTHERS 市场也规定，上市后 3 年之内，如果上市公司股票价格未达到上市时公开招募价格的 1 成，且 9 个月内未恢复到该价格的 1 成以上时，将被终止上市。^{〔11〕}当然，最为典型的治愈期规则还当属美国：只要股票价格连续 30 个交易日低于 1 美元的上市公司选择进入治愈期，当前纳斯达克和纽约证券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）均为之无差别地提供长达 180 日的治愈期。^{〔12〕}在纳斯达克，上市委员会还可以运用上市手册第 5810（c）（3）（G）项下的自由裁量权延展 10 日。

然而，这些仅仅是规则的表面部分。目前，在韩国科斯达克市场新修订的上市规则中，90 个交易日的治愈期规则连同面值退市规则已不见踪影。^{〔13〕}日本东京证券交易所在 2022 年 4 月 4 日改组时也直接删除了 MOTHERS 市场中的股价退市规则。^{〔14〕}而二者不约而同的举措无疑与治愈期规则引入后产生的冗长迟滞效应紧密相关。以 MOTHERS 市场为例，其长达 9 个月的治愈期在设计之初就直接决定了上市公司很难触发股价退市。东京证券交易所的官网数据印证了这一点：2015 年至 2022 年，MOTHERS 市场中没有一家上市公司因股价不足而退市。^{〔15〕}类似地，韩国 2006 年

〔10〕 KOSDAQ Market Listing Regulation (Amended on December 22, 2006) §§28, 38.

〔11〕 Securities Listing Regulations (as of 1 June 2018), Tokyo Stock Exchange, Inc. Rule 603.

〔12〕 该规则分别载于《纽约证券交易所上市公司手册》第 802.01C 项以及《纳斯达克交易所股票规则手册》第 5810（c）（3）（A）项。参见纽约证券交易所官网，<https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manua>，2024 年 10 月 21 日访问；纳斯达克官网，<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5800-series>，2024 年 10 月 21 日访问。

〔13〕 韩国科斯达克 2021 年 3 月 8 日修订的上市监管规则显示，这一删除发生于 2007 年 12 月 7 日。KOSDAQ Market Listing Regulation (Amended on 8 March 2021) §§28 (1) 5, 38 (1) 19.

〔14〕 2022 年 4 月 4 日，东京证券交易所改组为主要市场、标准市场和增长市场。原 MOTHERS 市场被并入增长市场。在最新的证券上市监管规则中，前述股价退市规则已被删除。Securities Listing Regulations (as of 15 January 2024), Tokyo Stock Exchange, Inc.

〔15〕 东京证券交易所官网，<https://www.jpx.co.jp/english/listing/stocks/delisted/archives-08.html>，2024 年 10 月 21 日访问。

至2016年间共有597家企业退市，而这当中触发股价退市的仅有12家⁽¹⁶⁾，于是2022年10月11日，韩国证券交易所在主板市场也删除了前述规定。⁽¹⁷⁾

尽管美国纳斯达克和纽约证券交易所的1美元退市规则在长达180日的治愈期规则下仍然发挥着强大的清出能力⁽¹⁸⁾，但历史进程也显示，2003年1月30日实施延长治愈期的试点后⁽¹⁹⁾，纳斯达克2004年的1美元退市公司数量直接从此前2002年、2003年的71家、41家变为1家。⁽²⁰⁾ 综上可见，引入治愈期规则不仅伴随着面值退市规则效用的削弱，一旦偏差甚至可能就此导致面值退市规则的沉寂乃至消解。

结合我国资本市场的具体情况来看，如当前我国引入治愈期规则，其亦容易导致面值退市规则沉寂。首先，从近年面值退市规则的适用实践来看，在市场逐步适应该规则之后，上市公司已掌握了一定的自救密码，触发该规则的上市公司在近年已趋于稳定，数量本就不多。在新冠疫情冲击资本市场的2022年，甚至仅有*ST艾格一家因此退市。如引入通常为90日或180日的治愈期规则，其沉寂的结果并不难预测。其次，我国资本市场总体上是一个新兴加转轨的发展中国家市场，A股市场投资者结构中的个人投资者交易占比达到近60%⁽²¹⁾，而且市场自1994年正式建立退市制度起就长期性地陷入退市难困境中。这与美国资本市场主要由机构投资者主导、不设置股票涨跌幅、已经历股票注册制长期运行和大开大合退市实践的情况大相径庭，也直接决定了我国如引入治愈期规则后不可能达到1美元退市规则一样的成效。因此，在当前我国尚不具备引入治愈期规则宏观层面适合性的退市制度发展初期⁽²²⁾，先验性地引入治愈期规则将与全面注册制

(16) 黎尔平、梁楠：《韩国退市机制改革借鉴与启示》，载《财会通讯》2018年第5期，第124页。

(17) 《韩国交易所退市制度改善方案介绍》，载微信公众号“韩国世宗律师事务所”2022年11月7日，<https://mp.weixin.qq.com/s/9sm35XeRTR0dH8-XCJEF-Q>。

(18) 我国国内华东政法大学课题对美国纽约证券交易所和纳斯达克1美元退市公司数量的权威统计截至2019年。此后中美研究者皆因数据的难获得性与巨大的工作量未延续统计。但据笔者掌握的资料来看，当前1美元退市规则在美股市场中居于重要地位的事实未有改变。一是2023年7月纳斯达克向美国证券交易委员会提交了一项关于股票反向分割（Stock Reverse Splits）的提议，其背景就是大量低股价公司希望借此避免退市。Laura Anthony, *NASDAQ Proposes Reverse Split Rule Changes*, Securities Law Blog (19 September 2023), <https://securities-law-blog.com/2023/09/19/nasdaq-proposes-reverse-split-rule-changes/>。二是由于近年大量公司因此退市或面临退市，业界有律师疾呼对小型公司放宽执法。Spencer Feldman, *Nasdaq Delisting Threat Is Tricky for Companies Trading Below \$1*, Bloomberg Law (13 December 2023), <https://news.bloomberglaw.com/us-law-week/nasdaq-delisting-threat-is-tricky-for-companies-trading-below-1>。

(19) 美国研究者的工作报告在文后附录“Appendix A”中记录了该事件。这是在1美元退市公司数量在纳斯达克触达顶峰对市场造成重要影响后对治愈期规则的增量性试点调整，具体内容为：对于在纳斯达克全国市场上市的股票，治愈期延长至180日，如果公司能够证明符合核心的初始上市标准，则再延长180日。对于小额资本市场上市的股票，如果公司能够证明符合核心初始上市标准，治愈期将从原180日延长为540日。Off But Not Gone: A Study of Nasdaq Delistings, Semantic Scholar (4 March 2008), <https://www.semanticscholar.org/paper/Off-But-Not-Gone%3A-A-Study-of-Nasdaq-Delistings/55e8a0517d709b3b3bd07d9d756de3c7e90d9900>。

(20) 华东政法大学课题组：《上市公司“面值退市”制度的实证分析》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第33卷，法律出版社2021年版，第210页。

(21) 《易会满主席在2022金融街论坛年会上的主题演讲》，载证监会官网2022年11月21日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c6609543/content.shtml>。

(22) Hideki Kanda & Curtis J. Milhaupt, *Re-Examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*, 51 The American Journal of Comparative Law 887, 890–891 (2003).

的需求相背离。

（二）引发投机炒作，可能助长“炒烂”现象

“缓和论”的另一个严重隐患还在于可能助长投机炒作。这是因为，其引入治愈期规则和发挥交易所自由裁量权优势的主张分别具有延缓出清和击破面值退市规则确定性的特征，加上面值退市规则本身的驱逐对象为容易引发炒作的低价股，很难不为投机炒作提供新场域。在我国退市制度建设早期有类似的前车之鉴：当时，为尽可能地保护投资者，我国监管层曾选择审慎的做法，分别于 1998 年推出提醒上市公司和投资者退市风险的 ST 制度，在 1999 年推出专门针对暂停上市公司的特别转让服务（PT 制度）。然而，在当时退市实施力度不足的现实环境下，这两项制度始料未及地助长了资本市场的投机，爆炒 ST 股、PT 股蔚然成风，从而严重影响了资本市场的健康生态，降低了资源配置效率。^{〔23〕}

当前，虽然我国取消了 PT 制度，ST 制度被后续的*ST 制度进一步完善，2023 年 2 月 17 日证监会也发布了全面实行股票发行注册制相关制度规则，但客观而言，在我国资本市场上市与退市通道未得到良好平衡的情况下，壳资源价值的完全稀释仍需要较长的过程。我国资本市场个人投资者占比较高的投资者结构也决定了扭转既往投资文化并非能短期见效的事宜，抑制非理性炒作仍十分必要。而引入治愈期规则和发挥交易所自由裁量权优势的做法与设置 PT 制度、ST 制度的做法如出一辙，使投机成本极低的“低价股”长时间停留于市场无疑既不利于培育理性投资者，又可能进一步放大“劣币驱逐良币”的不良效应，导致有限的金融资源错配，进一步助推我国资本市场既有的“炒烂”现象，从而背离 2011 年在创业板引入面值退市规则时缓解“壳资源”炒作、投机盛行困境的初衷。^{〔24〕}

（三）大量的申请评估将加重证券交易所的负担

实际上，“缓和论”对前述的两点弊端并非没有考量。其认为，在并行实施提前退市、按期退市的基础上，“我国可以尝试采用‘交易所实质判断型治愈期’模式，由有治愈意愿的上市公司提出申请，陈述公司状况并提出可行的治愈方案，由交易所对市场判断的结果作出评估，赋予真正有价值、有治愈必要的公司以治愈权利”。^{〔25〕}但此种一事一议的制度方案，反而会直接使面值退市规则作为数量型强制退市标准的客观性优势丧失殆尽，加重证券交易所的负担。这是因为，在设置有关例外的情形下，几乎不会有不申请的公司。而所谓“真正有价值”本身极具弹性，特批特办的做法亦容易使面值退市规则回归到股票核准制下退市利益相关方彼此拉锯纠缠的窠臼，从而引发争议，进而对规则本身的公平性、权威性产生负面影响。

〔23〕 邱永红：《我国上市公司退市法律制度的历史变迁与演进实证研究——兼论〈证券法〉相关规定的修改完善》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第 11 卷，法律出版社 2014 年版，第 184—187 页。

〔24〕 《〈关于完善创业板退市制度的方案〉（征求意见稿）答记者问》，载深圳证券交易所官网，https://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20111129_518194.html。

〔25〕 左进玮：《交易所裁量权为中心的股价退市制度构建》，载《上海金融》2022 年第 5 期，第 64 页。

在我国资本市场历史上，曾发生过因连续3年亏损标准暂停上市后宽限期标准不明从而引发重大舆论，最终迫使交易所专门发布《就PT公司退市问题答记者问》，解释为什么给予PT农商社、PT网点宽限期而不给予PT水仙宽限期的类似实践。⁽²⁶⁾从法治角度看，此答复有值得称道之处，但也间接表明，即使证券交易所这样专业的交易平台提供者可能也难以逃离此种价值判断争议的漩涡。在既有面值退市实践中，*ST华业也曾作为首家公司提出豁免请求，但其逃逸于既有规则的“遭遇合同诈骗”理由以及公司自身复杂的多重情况一度使交易所陷入两难困境。⁽²⁷⁾如果面值退市规则照此进行常态化运行，可以预见，交易所不仅将面临大量超脱现行面值退市规则本身的退市复核与诉讼，而且很难获得确定的判断基准，引发的争议与舆论也会产生溢出效应，使交易所难以适从。这无疑将进一步加重交易所的负担。

三、完善面值退市规则的理论转向：从股价失灵到退市客观底线标准理论

鉴于“缓和论”存在上述不足，极有必要探索其理论根源。笔者发现，“缓和论”以股票价格失灵为逻辑出发点，是导致上述不足的核心原因。为此，有必要在对其深入剖析的基础上，寻求新的理论来阐发和指导我国面值退市规则的完善。

（一）“缓和论”股票价格失灵逻辑的理论困境

从有关论述来看，“缓和论”的理论依据主要集中在两个方面。一是认为以“股票价格”为指标，其过于刚性化的制度特性可能“误伤”某些因暂时遭遇不利，但生存能力、盈利状况等都较为健康的公司。⁽²⁸⁾二是认为股票交易价格对公司价值的反映存在诸多偏误，包括投资者是有限理性的、可能遭遇市场操纵影响，以及我国资本市场本身存在较强行政管制等。⁽²⁹⁾

然而，股票价格失灵逻辑看似具有较为充分的说服力，实际上却存在着如下困境。

其一，该理论立足于局部，说服力较为有限。如果股票价格存在“误伤”“失灵”情形，需要提升其筛选的准确性，那么与之并列的其他数量型强制退市标准（特别是依据市值、股票成交量、股东人数等交易类退市指标）是否也都存在失灵，需要引入治愈期规则或者由交易所发挥自由裁量权优势？“缓和论”没有回答这一问题。

其二，该理论过度强调了市场价格失灵的风险，不可避免地消解了面值退市规则的正当性。精确的股票价格通常只在法律健全、功能良好、透明度高、竞争充分的有效市场当中生成。如果引入治愈期规则也仅是降低了与上市公司实际价值的偏差概率，那么此种立场仍会动摇面值退市规则在我国强制退市标准体系中的正当性。实际上，有效市场的概念是相对的。在我国资本市场，

(26) 邱永红：《我国上市公司退市法律制度的历史变迁与演进实证研究——兼论〈证券法〉相关规定的修改完善》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第11卷，法律出版社2014年版，第190页。

(27) 熊锦秋：《“豁免退市”也要遵守规则》，载《金融博览（财富）》2019年第12期，第95页。

(28) 伍坚、施羿言：《上市公司“面值退市”制度的反思与完善》，载《上海金融》2021年第7期，第76页。

(29) 左进玮：《交易所裁量权为中心的股价退市制度构建》，载《上海金融》2022年第5期，第61-62页。

存在着大量作为价格制造者、调整者，而非被动接受者的专业投资者^{〔30〕}，其负有的审慎投资义务也在促进市场资源配置^{〔31〕}，我国 A 股市场较高的流动性亦具有事实基础和共识，市场失灵并不是一概而论的事情。

其三，为应对股票价格的失灵，该理论在规则设计层面具有超脱实际的倾向，因为缓和力度越大，制度才更正当。如从世界各国有关交易所的规则来看，治愈期最短的是 90 日，最长的竟然达到 9 个月，但其中治愈期规则的期限具体应如何确定并不明晰，而取决于本国的具体情况、特定阶段以及退市理念。在这样的情况下，一旦设置偏差往往容易使整个制度设计超越真实的市情、国情，进而使面值退市规则趋于沉寂。

（二）客观底线标准理论的提出与优势

缓和论的不足与股票价格失灵逻辑的理论困境充分揭示了当前完善面值退市规则理论转向的必要性。对此，笔者认为，相较于单方面强调股价失灵风险，使面值退市规则复杂、冗长和主观化，回归其所属的数量型强制退市标准范畴，以退市客观底线标准理论阐发其内在法理是更加适宜的做法。

所谓客观底线标准理论，肇源于强制退市客观标准理论。后者与主观退市标准相对应，认为如果发行人出现某种事先预定的以数值为衡量标准的退市情形时，交易所或监管机构可依据对于数值的认定对上市公司作出是否终止上市的决定。^{〔32〕}但客观底线标准理论与此有所不同，其在设置“数值衡量标准”时，既考虑“数值衡量标准”本身的合理性，又强调此等标准设置的底线性，以此致力于为有关数量型强制退市规则提供充足的说服力。其背后的原理在于，任何追求效率的数量型强制退市标准尽管会有一些局限，但正是其设置的底线性却为强制有关上市公司退市提供了进一步的正当性。一个能够在交易所上市、为公众所投资的上市企业，在触发公认的底线标准后，原则上理应不再具备上市的基本资格。

由此可以发现，现行面值退市规则要求“上市公司股票价格连续 20 个交易日均不低于 1 元”的规定就是一类典型的客观底线标准。首先，其以“最低股票价格要求+连续 N 个交易日”为结构的“数值衡量”设定具有很强的共识性、合理性：（1）在全面注册制时代，股票价格作为判断证券价值的外在表现和风向标，很大程度上代表了各方交易主体对相关股票未来收益的期望。一时的股价表现可能存在偏颇，但上市公司股价持续低迷至极低限度相当于缺乏可持续盈利能力和投资价值却具有深刻的市场共识。（2）驱逐容易引发市场操纵、投机炒作等行为的低价股，亦有利于提升市场资源配置效率与保护投资者权益。众所周知，面值退市的前身（1 美元退市规则）

〔30〕 缪因知：《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第 30 卷，法律出版社 2020 年版，第 92 页。

〔31〕 姜帅：《机构投资者适用交易因果关系推定的注意义务要件研究——以中车金证案为中心》，载夏建亭主编：《投资者》第 23 辑，上海交通大学出版社 2023 年版，第 182—183 页。

〔32〕 郑彧：《IPO 常态化背景下退市制度完善之探析》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第 22 卷，法律出版社 2017 年版，第 222 页。

即是纳斯达克应美国证券交易委员会打击低价股欺诈的重要成果。⁽³³⁾ 设置面值退市规则并有效率地驱逐低价股,不仅有利于培养投资者理性,提升交易所声誉,更能直接消除欺诈的诱因。

其次,如下事实也充分证明了现行面值退市规则在我国资本市场具有相当的“底线性”:

(1) 1元的最低成交价格设定于法有据。《中华人民共和国公司法》(2023年修订,下称《公司法》)第148条规定:“面额股股票的发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额。”相应地,我国沪深交易所股票上市规则也均对首次公开发行股票股本总额提出了要求,这在实质上也是规定股票发行价格不得低于1元。(2) 1元的最低成交价格设定与我国上市股票价格整体水平相称。⁽³⁴⁾ 一方面,新股发行“三高”(即高市盈率、高股价、高超募资金额)问题,一直是困扰我国资本市场发展的现象。⁽³⁵⁾ 因此,不论是历史上的证券市场还是当前的证券市场,股票价格低于1元的上市公司在我国都是极少数的存在。另一方面,自2012年引入面值退市规则后,直到2018年才出现首例适用,也侧面说明在我国触发这样一种退市条件其实并不容易。(3) 在制度设计上,上市公司具有较大的博弈空间。只要上市公司在某个交易日股票价格高于1元,就可以使连续20个交易日中断重计,身处逆境的上市公司即可摆脱退市风险。如上市公司全天停牌,有关交易日也不会被计入。此外,与美国资本市场不同,我国对二级市场实行涨跌幅限制,上市公司股价回落往往有一个较长的过程,在该期间,上市公司和投资者均有较为充足的时间采取有关措施。(4) 我国实践中并不存在面值退市过滥的情形。在目前所有因面值退市的上市公司中,尚没有足以证明面值退市规则产生重大偏差的典型事例。2018年到2024年6月,我国面值退市公司数量占到所有退市总数的28.32%,处于平稳运行状态(参见表1)。2024年1月19日,证监会召开新闻发布会,上市司司长郭瑞明亦表示:“面值退市显著增多,去年面值退市的数量接近全部退市公司的一半,市场优胜劣汰的自我调节机制开始形成……这些公司的退市带动中介履职、投资理念、市场生态发生了深刻变化,总体符合改革预期。”⁽³⁶⁾

综上所述,可以得出的基本结论是:现行面值退市规则既有合理性,也具有适宜性。尽管现行制度未设置治愈期规则及提供规则项下的交易所自由裁量权,但实际上并不影响现行制度本身的合理性,不宜轻言或过度强调股价失灵风险。

实际上,在成功发展1美元退市规则的美国,其指导理论也体现了客观底线标准理论的特点。从历史上看,该规则是由交易所根据实践发展不断探索放宽规则设定的成果,而非基于股价失灵担忧先验性引入的结果。纳斯达克在1991年时仅规定,如果上市公司股价连续10个交易日内皆低于1美元属于未达持续上市标准,将触发退市程序,后来又进一步根据情况调整为连续30个交

(33) 伍坚、施羿言:《上市公司“面值退市”制度的反思与完善》,载《上海金融》2021年第7期。第72-73页。

(34) 根据WIND数据库2024年2月26日的数据显示,我国共有A股上市公司5351家,其股价平均数为17.78,中位数为11.03。

(35) 贺强:《股市“三高”问题导致资本市场结构失衡》,载经济观察报2024年1月6日, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1787315749211809120&wfr=spider&for=pc>。

(36) 《2024年1月19日新闻发布会》,载证监会官网2024年1月19日, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100029/c7458464/content.shtml>。

易日,而作为制度配套的90个交易日的治愈期规则直至1997年才出现。⁽³⁷⁾彼时,纳斯达克6年间因1美元退市规则退市的上市公司已平均占到每年退市总数的1/3以上,并有进一步增长的趋势⁽³⁸⁾,纳斯达克才因应设置了90个交易日的治愈期。之后1998年至2003年,因该期间内1美元退市的上市公司数量分别占到了当年退市总数的31.5%、43.75%、42.96%、77.84%、68.93%、60.29%⁽³⁹⁾,出现了较为过度的情形,纳斯达克才又进一步规定了180个交易日的治愈期规则,始为我们今日看到的1美元退市规则。

可见,“证券交易市场的强制退市决策模式,是在市场发展过程中,基于历史、文化传统和自身市场需要形成的独特市场化制度”。⁽⁴⁰⁾相较于股价失灵逻辑,客观底线标准理论更能充分体现这一精神,更能为我国现行面值退市规则提供科学的阐释和指导。前述日韩证券交易所面值退市规则陷入沉寂直至消解的境遇,很大程度上是学习美国1美元退市规则不到位的结果。

除了充分证成我国现行面值退市规则的合理性、适宜性,在理论层面,客观底线标准理论也能回应前述股价失灵逻辑的另外两个理论困境:第一,其可以为所有数量型强制退市标准,特别是交易类强制退市标准提供强有力的解释依据。第二,其可以为今后的规则设计和完善提供较为宽松的政策环境,使我国面值退市规则可在后续发展实践中渐次评估现行规则的适宜性和底线性,而不是一早就引入期限较长的治愈期规则或发挥交易所自由裁量权优势。

四、理论转向后未来规则的优化之道

上文提出了以客观底线标准理论来阐发我国面值退市规则法理并评估其在我国适用情况的主张,得出了我国现行面值退市规则设置具有充分合理性与适宜性的结论。然而,笔者的论述并不局限于此。一方面,在客观底线标准理论指导下,面值退市规则的“底线性”是相对的,伴随未来我国全面注册制时代相关情况的变化发展,妥当的调适路径需要明确。另一方面,在面值退市规则的实施运行中,监管者与上市公司之间的博弈涉及证券市场公共利益、上市公司权益等重要主题,这些问题不容忽视。有基于此,笔者提出如下三点优化之道。

(一) 法与时转,渐次调适现行面值退市规则的“底线性”

从全面注册时代我国面值退市规则的发展趋向来看,由于股票发行注册制与股票发行核准制最核心的区别为是否向市场放权,前者主要指监管者放弃代替市场判断拟发行证券的投资价值和

〔37〕 华东政法大学课题组:《上市公司“面值退市”制度的实证分析》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第33卷,法律出版社2021年版,第199页。

〔38〕 S. Ghon Rhee & Feng Wu, *Anything Wrong with Breaking a Buck? An Empirical Evaluation of NASDAQ's \$1 Minimum Bid Price Maintenance Criterion*, 15 *Journal of Financial Markets* 258, 271 (2011).

〔39〕 华东政法大学课题组:《上市公司“面值退市”制度的实证分析》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第33卷,法律出版社2021年版,第210页。

〔40〕 陈煜:《美国证券市场强制退市决策权理论研究》,载《证券市场导报》2015年第5期,第15页。

相应的否决权⁽⁴¹⁾，因而将极大地增强面值退市的运行基础。这样强大的市场清出能力在未来可能导致退市上市公司不断增加，甚至超过市场整体限度，危及证券交易所的发展利益，进而背离制度初衷的情形。

因此，如果今后我国资本市场发生此种需要考虑保障上市资源的情况，就有必要适当放宽现行面值退市规则，使之保持合理规模。笔者认为，在具体规则层面，跟随实践发展，以下两种路径应成为我国面值退市规则在股票注册制发展初期的优先调整路径，因为其相对宽和、可控。

第一，从面值退市的规范结构入手，即降低“最低股票价格要求”或延长“连续 N 个交易日”，也可二者并举。但如前述，我国现行的 1 元设定具有较强的适宜性且与公司法及证券交易所上市规则贴合，更改难度大，从后者入手调适是更加可行的路径。具体来说，可由当前连续 20 个交易日的设定升格为连续 30 个交易日或者更多。一方面，这能够与国际惯例接轨。从域外发达国家交易所类似规则来看，大多数选择了连续 30 个交易日的设定（参见表 2）。另一方面，延长交易日设定之后实际上已极大增强了面值退市的包容性，能够有效缓解上述情况。

表 2 全球现行主要交易所建立的以股票价格为要求的退市规则（截至 2024 年 1 月）

交易所/特定市场	要求维持的最低成交价格	期间设定	存续状况
全国证券交易商协会自动报价表（纳斯达克）	1 美元	30 个连续交易日	存续
纽约证券交易所	1 美元	30 个连续交易日	存续
德国法兰克福证券交易所 诺伊尔市场	1 欧元	30 个连续交易日	2003 年随市场终止而失效
韩国科斯达克市场	股票面值的 40/100	30 个连续交易日	2007 年 12 月 7 日修订中删除
韩国证券交易所	股票面值的 20/100	30 个连续交易日	2022 年 10 月 11 日退市改革中删除
东京证券交易所 MOTHERS 市场	上市时公开招募价格的 1 成	上市后 3 年之内	2022 年 4 月 4 日交易所改组删除
日本新佳斯达克市场	10 日元	3 个月	
沪深交易所	1 元人民币	20 个连续交易日	存续
北京证券交易所	股票面值	60 个连续交易日	存续

第二，可以从限额缩股入手来调适面值退市规则。目前，由于缩股具有成比例变动权益、迅速提高股票价格的特性，可以使上市公司直接规避面值退市，所以我国在交易所层面对其予以了政策性禁止。然而，利弊总是相对的，有条件的缩股也可以有效地提高面值退市规则的包容度。在该方面，美国纳斯达克 1 美元退市规则中的立场是可以缩股，但要有度。其现行上市手册规定，

(41) 缪因知：《股票发行注册制下的行政权再定位》，载《财经法学》2016 年第 6 期，第 15 页。

如果上市公司在过去两年内进行了一次或多次反向股票分割，累计分割比例为 250 股或更多，在触发 1 美元退市规则后将被直接终止上市。^{〔42〕}

那么我国是否可以借鉴这一做法？笔者对此持肯定态度。因为从制度空间来看，缩股在我国既具有历史操作基础，也契合股票注册制潮流。一方面，在 21 世纪初，缩股就作为转换非流通股的技术性手段相当充分地参与了上市公司股权分置改革。^{〔43〕}此后，缩股也并未完全退出资本市场舞台，而是在我国新三板市场、沪深交易所的部分场合继续发挥作用，并在调整方法、信息披露具体操作层面形成了有益做法。^{〔44〕}另一方面，全面注册制以市场化为导向，作为减少股份数量的重要手段，缩股本身具有优化上市公司资本结构、抵御收购、私有化退市、稳定股价、提升公司形象等功能，而且与股份回购相比，无须支出大量现金流。目前，我国《公司法》第 148 条引入无面额股票的举措已为缩股挣脱减资属性、充分发挥上述作用奠定了基础。^{〔45〕}虽然缩股在一些层面具有负面效应，但完全可以通过设置“红绿灯”予以纾解。除此之外，鉴于缩股与股份回购之间的密切关联，我国在具体设计上完全可以参照《上市公司股份回购规则》（中国证券监督管理委员会公告〔2023〕63 号）中关于“为维护公司价值及股东权益所必需”设定实施缩股的事由与条件。

因此，在上述制度趋势下，如我国未来经设计开禁了缩股，那么在面值退市规则项下也就具备了设定限额缩股的条件，可以与前述延长“连续 N 个交易日”相配合，提升面值退市规则的包容度。具体来说，为避免缩股开禁后产生的规避效应，可以从期间和累计缩股比例数两个方面着手，根据情况确定上市公司可以实施的缩股比例额度，在未来面值退市规则中增加“在近某年内，上市公司缩股比例累计不应超过某某”的规定。在此种制度设计下，缩股的制度价值与调节面值退市规则的功能可以得到有机平衡。

〔42〕 原文为“if a Company's security fails to meet the continued listing requirement for minimum bid price and the Company has effected one or more reverse stock splits over the prior two-year period with a cumulative ratio of 250 shares or more to one, then the Company shall not be eligible for any compliance period specified in this Rule 5810(c)(3)(A) and the Listing Qualifications Department shall issue a Staff Delisting Determination under Rule 5810 with respect to that security.” NASDAQ, Rulebook-The Nasdaq Stock Market 5810(c)(3)(A)(iv), <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5800-series>.

〔43〕 全萍：《论缩股法》，载顾功耘主编：《公司法律评论》（2006 年卷），上海人民出版社 2007 年版，第 179—185 页。

〔44〕 《全国中小企业股份转让系统有限责任公司关于两网公司及退市公司股票除权除息、缩股相关事项的通知》（已废止），股转系统公告〔2015〕32 号；《上市公司日常信息披露工作备忘录第一号（续 1）——临时公告格式指引》（已废止），上海证券交易所 2013 年 5 月 27 日发布；《上市公司监管指引第 1 号——上市公司实施重大资产重组后存在未弥补亏损情形的监管要求》，中国证券监督管理委员会公告〔2012〕6 号等。

〔45〕 深圳证券交易所官网“热线问答”栏目指出，以股份数量减少后是否调整股票面值作为区分缩股与合股（股票合并）的依据。实际上，二者联系紧密，可相互转换，因为理论上是否调整股票面值是可以选择的。这是因为广义的缩股既包含调整股票面值的减资缩股，也包括不调整股票面值的股份合并，并非是减资的下位概念。当前，我国《公司法》第 148 条引入无面额股票，此类股票无疑可以实施纯粹的股票合并。参见《“缩股”、“合股”、“回购注销”是指什么？他们的有什么区别？》，载深圳证券交易所官网 2014 年 5 月 5 日，http://investor.szse.cn/knowledge/company/dcffv/t20140505_538622.html。

（二）取法域外，做好面值退市遭遇市场系统性风险的应急准备

渐次调适现行面值退市规则“底线性”适用于证券市场正常运行的情况，但当整个证券市场遭遇不能预见、不可避免、不可抗拒的系统性风险，大量上市公司股票短期内因此触发退市时，有关延长连续交易日、允许限额缩股乃至引入治愈期规则的做法显然难以应对。2001 年 9 月 27 日至 2002 年 1 月 3 日期间，纳斯达克就曾发生过这样的情况。当时，纳斯达克刚刚经历 2000 年互联网股灾，尚处于修复期。接踵而来的 2001 年“9·11 事件”进一步冲击了市场，导致短期内触发 1 美元退市的上市公司数量激增，为此，纳斯达克对 1 美元退市规则进行了三个多月的暂停适用。

在后来 2008 年的全球金融危机中，纽约证券交易所也出现了类似情况，其在公告中指出，大量上市公司触发 1 美元退市直接威胁到了交易所市场的公平有序运行，理应暂停。之后为提升可预期性，此种做法更是被明确转换为了 1 美元退市规则一部分。^{〔46〕}无独有偶，在 2020 年新冠疫情（COVID-19）来袭之际，纳斯达克和纽约证券交易所在当年 2 月同时启动了“暂停适用规则”，决定将已触发或在 7 月前触发 1 美元退市的上市公司的治愈期统一从 2020 年 7 月 1 日开始计算。^{〔47〕}

上述经验表明，与其他退市标准相比，面值退市规则在遭遇类似金融危机等系统性风险时，较短时间内会出现非常极端的情况，进而危及公共利益。此时，就有待证券交易所依托自律监管权，积极能动处置，以避免助推恐慌，增加市场信心。而此种强制退市自由裁量权的行使无疑符合社会公共利益目标优先的价值顺位^{〔48〕}，应被允许。因此，韩国证券交易所主板股票上市规则第 50 条第 2 款规定，在发生自然灾害、战争或其他经济状况突然变化而被认为对市场管理至关重要的情况下，交易所不会依据股票上市规则将之确定为退市对象。^{〔49〕}类似地，日本 MOTHERS 市场、纳斯达克、纽约证券交易所也都通过在上市手册中提供类似退市兜底条款对此种情形提供支持。^{〔50〕}

当前，《中华人民共和国证券法》（2019 年修订）第 48 条规定了交易所享有终止上市公司上市的权力，沪深交易所股票上市规则也均在 2024 年最新修订版本中的“交易类强制退市”一节对交易所可以根据实际情况调整面值退市规则的权力进行了规定。^{〔51〕}这种前瞻性的做法值得称道，

〔46〕 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-60612; File No. SR-NYSE-2009-88), sec.gov (2 September 2009), <https://www.sec.gov/files/rules/sro/nyse/2009/34-60612.pdf>.

〔47〕 James Guttman, *NASDAQ and NYSE Provide Temporary Relief from Certain Continued Listing Requirements*, Dorsey (24 April 2020), <https://www.governancecomplianceinsider.com/nasdaq-and-nyse-provide-temporary-relief-from-certain-continued-listing-requirements/>.

〔48〕 李东方、陈邹：《上市公司强制退市监管法论》，载郭锋主编：《证券法律评论》（2016 年卷），中国法制出版社 2016 年版，第 320—324 页。

〔49〕 KOSPI Market Listing Regulation (Amended on 8 March 2021) § 50(2). 随着 2022 年 10 月 11 日韩国证券交易所宣布在主板市场删除面值退市规则，该内容在具体条文也有所调整。KOSPI Market Listing Regulation (Amended on 7 December 2022).

〔50〕 左进玮：《交易所裁量权为中心的股价退市制度构建》，载《上海金融》2022 年第 5 期，第 63 页。

〔51〕 典型如《上海证券交易所股票上市规则（2024 年 4 月修订）》第 9.2.1 条第 4 款规定：“证券市场出现重大异常波动等情形的，本所可以根据实际情况调整本条规定的指标。”

但调整的具体条件、实施程序，以及如何兼顾各方利益仍有待形成预案并在后续实践中进一步明确。

（三）市场优先，防范实施中可能产生的欺诈行为

由于面值退市涉及证券市场公共利益、上市公司权益等重要主题，故具体实施中的博弈行为也是必须正视的问题。从既往实践来看，濒临红线的大部分上市公司与利益关联方均试图通过一系列举措挽回投资者信心，影响股票交易，进而提升股票价格，具体包括大股东或实际控制人筹资增持、宣布股份回购、进行重大资产重组、寻求停牌、披露其他利好信息等。为了尽可能避免退市，这些举措也经常呈现组合面貌。如第一例面值退市公司——中弘股份，就曾在股价低于 1 元期间，于 2018 年 8 月 28 日和 2018 年 9 月 6 日进行过两次停牌。⁽⁵²⁾ 此外，该公司还尝试通过债务重组和股权转让来改变公司资产现状，但最终均未能成功。

应当说，上述行为只要真实且不像缩股一样构成对面值退市的直接规避，监管者就不应予以干预，监管重心在于关注此类行为是否真实。这是因为作为交易类退市标准，将面值退市的实施尽可能地交由市场交易决定，也是其重要且独特的正当性基础。换言之，在面值退市监管中，监管者执法定位应为反欺诈。更具体而言，应将以下三个方面作为今后的重点，才能更充分地贯彻面值退市规则。

一是防范上市公司利用停牌规避面值退市。停牌与面值退市的关联在于，停牌阻断了股票价格的生成机制，因而全天停牌日不可避免地不构成交易日，此外，上市公司停牌筹划重大事项以及较长的停牌时间也对后者适用面值退市规则构成重要利好。⁽⁵³⁾ 虽然目前我国证监会通过在 2022 年修订《上市公司股票停复牌规则》，进一步落实了以不停牌为原则、停牌为例外，短期停牌为原则、长期停牌为例外，间断性停牌为原则、连续性停牌为例外的停牌规则，上市公司已经较难像之前那样滥用停牌，但从面值退市规则的适用视角来看，只要上市公司成功停牌或者违规停牌，对其也并非杯水车薪。所以，当上市公司股价低迷，无论是主动停牌还是被动停牌，证券交易所应重点关注其真实性，对执意违规停牌的上市公司应及时予以自律管理措施和强制复牌。

二是防范上市公司利用不实信息披露操纵股价规避面值退市规则。证券市场是信息驱动的市场，因此信息披露既是上市公司想要挽回股票价格最为核心的机制，也是欺诈最为可能发生的场域。例如，伴随面值退市威力的显现，进入 2023 年，“忽悠式股份回购”“忽悠式增持”就出现了明显增量。⁽⁵⁴⁾ 基于此，对于股价低迷存在面值退市风险的上市公司发布的利好消息，如存在明显问题，证券交易所应加大监管力度，及时发送关注函、问询函，要求上市公司澄清、解释不实信息。

(52) 《2022 年 02 月 深圳证券交易所市场统计月报》，载深圳证券交易所官网，<http://www.szse.cn/market/periodical/month/index.html>。

(53) 姜帅：《我国一元退市法律制度研究》，中央财经大学 2022 年硕士学位论文，第 19 页。

(54) 曹中铭：《面值退市股增多，对忽悠式增持回购保壳行为应严查》，载新京网 2023 年 6 月 5 日，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1767866694296450107&wfr=spider&for=pc>；李静：《上市公司密集发布增持回购计划》，载《经济参考报》2023 年 6 月 29 日，第 003 版。

三是防范上市公司及相关人利用交易行为操纵股价规避面值退市规则。一方面,在我国“壳资源”价值未完全缓释的情况下,上市公司或其大股东仍有较强动机从事操纵市场、内幕交易和其他犯罪活动,以维持股价并防止退市。另一方面,如前述,低价股本身也是有关违法行为的重灾区,该问题在国内外具有一定共识。在我国,研究者从股价角度对我国A股市场违法行为的实证也发现,2000年到2021年12月间,证监会处罚的565件操纵案件中,涉案公司股价低于5元的达到了129件。⁽⁵⁵⁾因此,鉴于股价低迷通常伴随交易对手减少,换手率降低,如并非大盘股,有关异常波动较为显著,建议证券交易所可以充分发挥贴近市场的优势,确立股价不限于1元和有关上市公司股本标准的监测阈值,依托实时交易系统并引入有关大数据分析模型,及时向证监会提供有关线索。

五、结语

自1994年正式建立退市制度起,我国资本市场就长期性陷入退市难困境中。这其中既有核准制下以壳资源为中心巨大利益因素的阻碍,也与我国或多或少未充分结合资本市场所处阶段具体实际而效法域外发达国家资本市场退市制度有关。

笔者反思了当前资本市场全面注册制改革浪潮下,学界既有研究担忧现行面值退市规则带来潜在负面问题,主张引入以治愈期规则和发挥交易所自由裁量权优势为代表的“缓和论”观点。在内容上,笔者不仅系统分析了此等主张在当前可能导致制度休眠、助长投机炒作、加重交易所负担的不足之处,还探析了此等主张提出的理论基础——股票价格失灵逻辑,并通过指出该逻辑存在的理论困境,主张引入更具优势的客观底线标准理论来作为阐发和完善我国现行面值退市规则的新理论。

值得注意的是,笔者归纳提出的客观底线标准理论并不局限于面值退市规则,还可以为交易类强制退市标准整体提供法理支撑。具言之,该理论既强调交易类强制退市标准中关于交易指标“数值衡量标准”本身的合理性、共识性,又强调此等标准设置的底线性,而不是绝对的效率性。依循该理论延伸出的渐进性调适方法论亦有益于为此类强制退市标准提供因时制宜的完善进路。

(55) Ni Qiu, *Regulation of Penny Stocks and Its Rule Shaping under the Comprehensive Registration-Based System*, 1 Law Science 1175, 1188–1189 (2022).

Reflection and Shift on “the Moderation Theory” of China Par Value Delisting Rule in the Era of Registration-Based IPO System

JIANG Shuai

Abstract: Par value delisting rule has become an important part of China mandatory delisting standard system. Based on concerns about the possible failure of stock price, the public opinion and existing academic research have proposed the “moderation theory” of introducing cure period rules and exerting exchange discretion. However, in the era of registration-based IPO system, the “moderation theory” in China has a series of problems that lead to institutional dormancy, promote speculation, and increase the burden on stock exchanges. The logic of stock price failure on which it relies is also lacking explanatory power at the theoretical level. In practice, it will dissolve the legitimacy of rules, and institutional design is prone to detachment from reality. In view of this, it is necessary to introduce the theory of “objective delisting bottom line standard” as a new theory to expound and improve par value delisting rule, and clarify the rationality and suitability of par value delisting rule in the current period. Looking towards the future, we should focus on the trend where the number of delisted companies due to par value delisting may exceed the overall market capacity, and gradually adjust the “bottom line” of the rule to maintain a reasonable scale. At the same time, we should draw on international experience and anticipate emergency response measures for the sharp increase in the number of delisted companies in the short term after encountering systemic risks. To fully implement this rule, regulators should also prevent fraudulent activities that may arise from trading halt, information disclosure, and abnormal trading behavior.

Keywords: Par Value Delisting; Mandatory Delisting of Trading Category; Registration-Based IPO System; Objective Criteria for Delisting; Stock Price

（责任编辑：王乐兵 汪友年）