

研究報告

全球主要资本市场退市情况研究 及对科创板的启示

资本市场研究所

2018年12月

内容摘要

退市制度是资本市场健康发展的基础性制度之一。在成熟资本市场，上市公司退市是一种常态现象。纽交所、纳斯达克、伦交所等交易所的年均退市公司数量在两百家左右。“有进有退”的机制保证了上市公司整体质量。在即将到来的科创板中，科技型创新创业企业是上市主体，这些公司的发展模式、会计盈利以及上市标准等方面与传统企业大不相同，亟需健全完善与之匹配的退市机制，以保证科创板上市公司整体质量，保障投资者权益。在这样的背景下，本文对比研究了境外主要交易所退市情况。

WFE 数据显示，2007 年至 2018 年 10 月期间，全球资本市场的退市公司数量累计值达到 21280 家，超过 IPO 数量累计值 16299 家。其中，美股市场是全球股票市值规模最大的资本市场，同时也是全球退市规模最大的资本市场。美股退市情况主要有五点特征，一是美股公司退市规模极为庞大，在 1980 年到 2017 年这近四十年的时间里，上市公司数量累计达到 26505 家，退市公司达到 14183 家，退市公司数量占到全部上市公司的 54%，其中，纽交所退市 3752 家，纳斯达克退市 10431 家；剔除 6898 家存续状态不明的公司后，退市公司数量占到剩余 19607 家上市公司的 72%。二是美股公司退市时点集中在上市之后的三到四年，纽交所和纳斯达克上市公司的退市高峰基本一致，各有 10% 和 13% 的退市公司是在上市后第四年退市。

三是美股公司退市原因主要是并购、财务问题和股价过低，占比依次为 56%、15%和 9%，这主要与上世纪八九十年代的并购浪潮息息相关；纽交所和纳斯达克的退市公司中均有 41%的公司被并购，而财务问题与股价过低导致退市的情况主要出现在纳斯达克退市公司中。四是退市公司主要集中在信息技术、金融和可选消费三大行业，纳斯达克的退市数量和退市比例在各个行业中均高于纽交所，这一现象在信息技术、医疗保健和工业三大行业中尤其突出。五是退市公司主要是 IPO 上市时资产规模较小或者尚未盈利的公司，这主要是因为，自上世纪九十年代起，纽交所与纳斯达克纷纷放松上市标准，吸引了许多中小微企业前去上市。

从境外各交易所的退市情况来看，成熟资本市场的退市公司数量和退市率普遍高于新兴市场，其中，伦交所、加拿大 TMX 集团和纳斯达克（美国）的退市公司数量累计值均超过 2500 家，伦交所、纳斯达克（美国）的退市率分别达到 9.5%、7.6%，远超其他交易所。从交易所各板块的退市情况来看，在披露各板块退市情况的 8 家交易所中，成熟市场主板的退市数量和退市率普遍高于新兴市场；加拿大 TMX 集团中小板 TSX 的退市数量远超其他交易所；对比两个板块的退市情况，纳斯达克（北欧）、泛欧创业板、港交所创业板、日本 JASDAQ 和 MOTHERS 的退市率高于各自主板。

对比纽约证券交易所、纳斯达克和香港联合交易所的退市

机制，可以发现许多共同点。在退市制度方面，一是退市标准多元化。三家交易所设立的退市标准均包括定量标准与定性标准，而且，纽交所与纳斯达克的定量标准分为股东数量、净利润等多套标准，这赋予了交易所较大的裁量权和灵活性，可以多方面地保证上市公司质量与维护投资者权益。二是退市流程清晰完善，且给予上市公司申诉权利。在退市流程里，三家交易所均设立了退市公司的申诉复核环节，纳斯达克还会给予退市公司宽限期，以对违反规则的行为进行整改，最大限度地维护了公司的上市资格。三是配套的投资者保护制度完备成熟。美国和香港地区均设有严密的法律法规体系、系统的投资者保护机构体系，此外，美国的集体诉讼制度和香港地区的准司法保护也强有力地维护了投资者权益。

在退市类型方面，自愿退市与强制退市的情况都很普遍。在纽交所的退市公司中，约 2/3 为自愿退市，约 1/3 是强制退市。在纳斯达克的退市公司中，自愿退市与强制退市约各占一半。其中，美股自愿退市的原因主要是市值低估、二级市场低迷、上市成本较高等；美股强制退市的原因主要是不能满足流动性指标和持续性上市标准等。在港交所的退市公司中，自愿退市和转板退市占到全部退市公司的六成。

在实施情况方面，三家交易所差异较大。在美上市公司的退市数量较多，但呈下降趋势；港交所的退市规模一直较小。2007 年至 2017 年间，纳斯达克、纽交所的年均退市数量分别

达到 236 家、158 家，退市率约为 6.9%、8.3%。近两年，两家交易所的退市数量显著下降，2016 年，纽交所、纳斯达克的退市公司分别达到 181 家、244 家，但 2018 年 1-10 月，纽交所、纳斯达克的退市公司分别降至 84 家、61 家。相比之下，港交所的退市规模一直较小，年均退市公司数仅为 19 家，退市率稳定在 1.1 左右%。

借鉴以上国际经验，本文建议，在科创板的退市制度中，一是要设立多维度的强制退市标准，完善持续性经营指标，设立与多元化 IPO 上市标准匹配的量化指标，此外，还应丰富流动性与经营合规性方面的退市标准。二是要设立严格的退市程序，设置退市委员会决策机制，给予当事人合理的救济途径和救济手段，并明确退市过程中的重要相关环节。三是要健全投资者保护制度，设置周密有效的投资者保护机制，完善配套法律制度，最大限度地维护投资者权益。长远来看，将扰乱市场秩序、业绩指标持续恶化的公司清出市场，才是维护投资者权益的治本之策。

目录

一、引言	1
二、全球资本市场退市概览	2
(一) 全球主要资本市场退市情况	2
1. 全球主要资本市场退市规模概览	2
2. 全球最大股票市场美股退市全貌	3
(二) 境外主要证券交易所退市情况	14
1. 各交易所整体退市规模	14
2. 交易所各板块退市规模	15
三、境外主要交易所退市情况	17
(一) 纽约证券交易所	17
1. 退市标准	17
2. 退市流程	19
3. 配套制度	22
4. 实施情况	22
(二) 纳斯达克	25
1. 退市标准	25
2. 退市流程	27
3. 配套制度	30
4. 实施情况	31
(三) 香港联合交易所	34
1. 退市标准	34
2. 退市流程	36
3. 配套制度	38

4.实施情况.....	38
四、总结与建议.....	42
(一) 总结.....	42
(二) 建议.....	44
1.设立多维度的退市标准.....	44
2.设立严格的退市程序.....	45
3.健全投资者保护制度.....	45

全球主要资本市场退市情况研究 及对科创板的启示^①

一、引言

退市制度是资本市场健康发展的基础性制度之一。在成熟资本市场，上市公司退市是一种常态现象。纽交所、纳斯达克、伦交所等交易所的年均退市公司数量在两百家左右。在退市制度有效运行的情况下，上市公司为保持上市资格会努力完善治理结构，改善经营业绩，从而提高上市公司整体质量。退市机制可以有效促进资本市场优化资源配置的作用。

即将到来的科创板需设立健全完善的退市机制，从而为优秀科创公司创造更加顺畅发展的制度环境。目前，A股现有的退市标准注重“净利润是否连续三年亏损^②”这一指标，这与当前IPO上市标准中强调净利润等会计指标是一致的。科创板定位于服务科技型创新创业企业，这些公司的发展模式、会计盈利等方面与传统企业大不相同，随着科创板上市标准的多元化，也需设立与之匹配的退市标准，以保证科创板上市公司整体质量，保障投资者权益。

在这样的背景下，本文对比分析了纽约证券交易所、纳

^①作者为张晓斐、缪斯斯、郑宇佳、邓舒文和陈历轶，均是上交所资本市场研究所研究员。本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

^②具体是指“连续三年亏损则暂停上市，连续四年亏损则终止上市”，这一标准适用于主板、中小板和创业板三个板块。

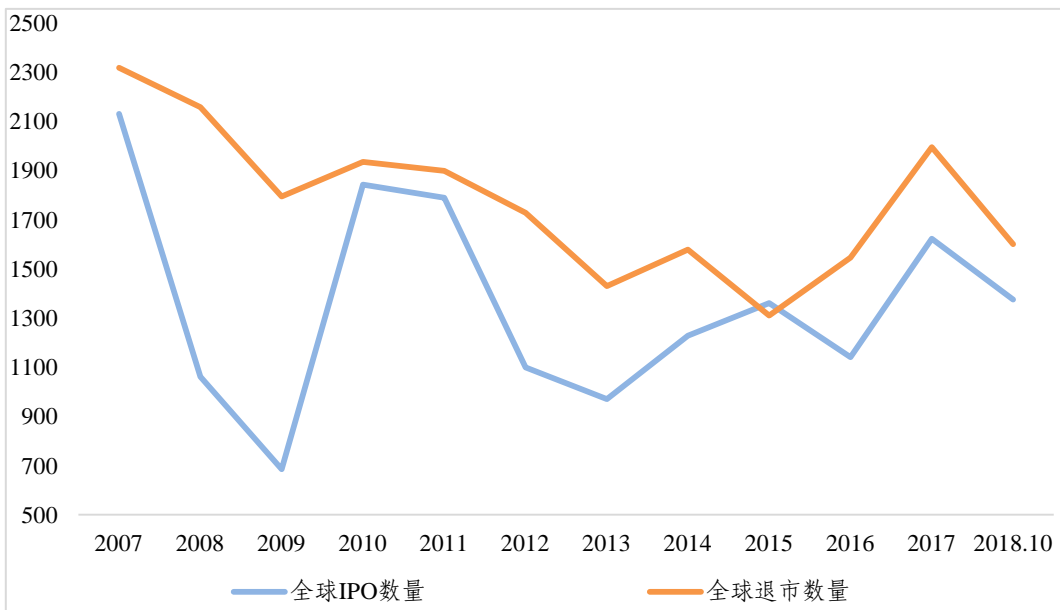
斯达克和香港联合交易所的退市制度，希冀为上交所科创板建设和我国资本市场国际化进程提供有益借鉴。

二、全球资本市场退市概览

（一）全球主要资本市场退市情况

1.全球主要资本市场退市规模概览

图 1 全球证券交易所公司数量概览（2007-2018.10）



注：全球上市公司数量变化=全球上市数量-全球退市数量。

数据来源：WFE

全球退市数量多于 IPO 数量。2007 年至 2018 年 10 月，全球退市公司数量累计达到 21280 家，全球 IPO 数量累计达到 16299 家，退市规模大于 IPO 规模。从年度分布来看，除 2015 年之外，其余年份中每年的 IPO 数量少于退市数量。2015 年，当年全球发行市场升温，而退市规模降至样本期内最低，当年的 IPO 数量略微反超退市数量，但仅比退市数量多出 51 家。退市数量的整体波动性小于 IPO 数量，相对发

行市场规模的变动而言，全球退市规模相对更为稳定。

2.全球最大股票市场美股退市全貌

(1) 整体规模

美国股市场是全球股票市值规模最大的资本市场，同时也是全球退市规模最大的资本市场。为深入研究美股退市公司全貌，本文还将样本期延长至 1980 年。WRDS 数据显示，1980 年至 2017 年，美股上市公司数量累计达到 26505 家，退市公司达到 14183 家，退市公司数量占到全部上市公司的 54%，其中，纽交所退市 3752 家，纳斯达克退市 10431 家；剔除 6898 家存续状态不明的公司后，退市公司数量占到剩余 19607 家上市公司的 72%。

表 1 美股整体退市规模

交易所	持续上市公司		退市公司		合计
	数量	占比	数量	占比	
NYSE	2,483	40%	3,752	60%	6,235
NASDAQ	2,941	22%	10,431	78%	13,372
合计	5,424	28%	14,183	72%	19,607

数据来源：WRDS

(2) 退市时点

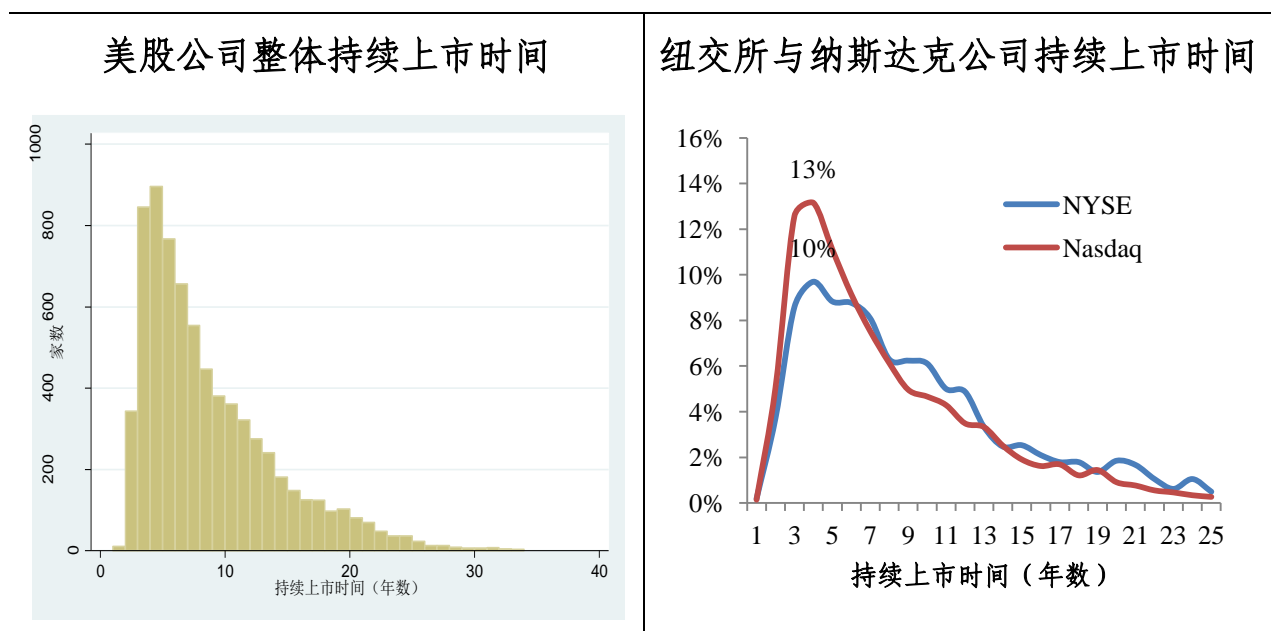
美股公司的退市高峰是在上市后的第三年和第四年。在美股已经退市的 7234 家^③公司中，多达 2862 家公司是在上

^③需要说明的是，由于本文采用了较多的历史数据，而不同类别的历史数据来自于不同的子数据库，缺失情况有所不同。为了尽可能的纳入更多样本，会根据内容的需要，分别从上述 19607 家公司中筛选有效样本。因此，后续各部分的分析样本并不完全一致。

市五年之内退市的，占有退市公司数量的 39.6%。其中，上市后第三、第四年退市的的公司最多，每年超过 800 家。根据已有数据进行推测，如果一家公司已经上市 9 年，则其未来退市的概率约为 20%；如果一家公司已经上市 14 年，则其未来退市的概率约为 10%。近四成的退市公司在上市后 5 年之内退市。

上市之后就迅速退市的情况并不仅仅在科技创新企业集中的纳斯达克市场出现。在纽交所这种面向较为成熟企业的市场里，情况也基本类似。数据显示，两个交易所退市高峰都是上市之后的第四年，纳斯达克有 13% 的退市公司是在上市后第四年退市的，纽交所的这一数据为 10%。

表 2 美股公司持续上市时间



数据来源：WRDS

(3) 退市原因

并购、财务问题、及股价过低是公司退市的前三大原因。

整体来看，退市公司中有 56% 是因为被并购而退市的。这其中，又有约一半的并购方可以明确为上市公司。这类标的公司退市后，其资产仍然可以在二级市场交易，并没有在实质上离开市场。此外，因为财务问题退市的占比 15%，由股价过低导致退市的占比 9%。

图 3 美股公司的退市类型



数据来源：WRDS

退市公司中有 56% 是因为被并购。7970 家公司是因为被其他公司并购而退市，占有所有退市公司数量的一半以上。其中，又接近一半是仅以上市公司股份作为对价、或是部分以上市公司股份作为对价的并购。这部分并购，可以看作是由另一家上市公司发起的。虽然对应的标的公司已经退市，但是其部分或全部资产仍然继续市场中交易，并没有在实质上离开市场。这也是科技公司做大做强的一种重要方式。

表 3 因被并购而退市的公司分析

退市原因	对价方式	公司数量	占比
被并购	仅现金	4,048	51%
	仅上市公司股份	2,992	38%
	包含上市公司股份的混合方式	775	10%

	其他方式	155	2%
合计		7,970	100%

数据来源：WRDS

因财务问题退市的占 15%，因股价过低退市的占 9%。

除去并购之外，还有 6213 家公司是因为财务、股价等各种其他因素自愿或强制退市。其中，财务方面不符合相关要求的公司有 2075 家、由于股价持续过低退市的公司有 1090 家，此外，还有 760 家上市公司因为各种原因破产清算。

表 4 退市原因分析

退市原因	具体类型	公司数量	合计	占比
财务要求	资本、盈余、或净资产不足	852	2,075	33%
	资产规模不足	602		
	不符合持续上市阶段的财务指引的要求	480		
	股本不符合要求	141		
流动性指标	股价过低	1,090	1,545	25%
	做市商数量不足	180		
	投资者权益和公众利益保护	179		
	股东数量不足	96		
自愿退市	未支付费用或未按期披露信息	588	1,071	17%
	私有化	60		
	其他原因	423		
破产清算	破产	509	760	12%
	清算	251		
证券变更	变更为其他证券	351	623	10%
	转板至 OTC 市场	272		
其他情况		139	139	2%

退市原因	具体类型	公司数量	合计	占比
合计		6,213		100%

数据来源：WRDS

NASDAQ 上市公司出现财务问题或股价过低的情况更多。对比纽交所与纳斯达克的数据，因为被合并而退市的公司占两家交易所公司总数的比重相同，都是 41%。但除此之外，NASDAQ 还有 13% 的公司因财务问题退市、有 10% 的公司因市场因素退市，远高于 NYSE。同时，NASDAQ 公司中，自愿退市的比例也相对较高。最终，NASDAQ 退市公司合计占比 78%，远高于 NYSE 的 60% 的水平。在上市门槛较低的 NASDAQ 市场中，上市公司的新陈代谢速度更快，出现财务问题或是被市场淘汰的可能性更大。

表 5 两家交易所的退市情况对比

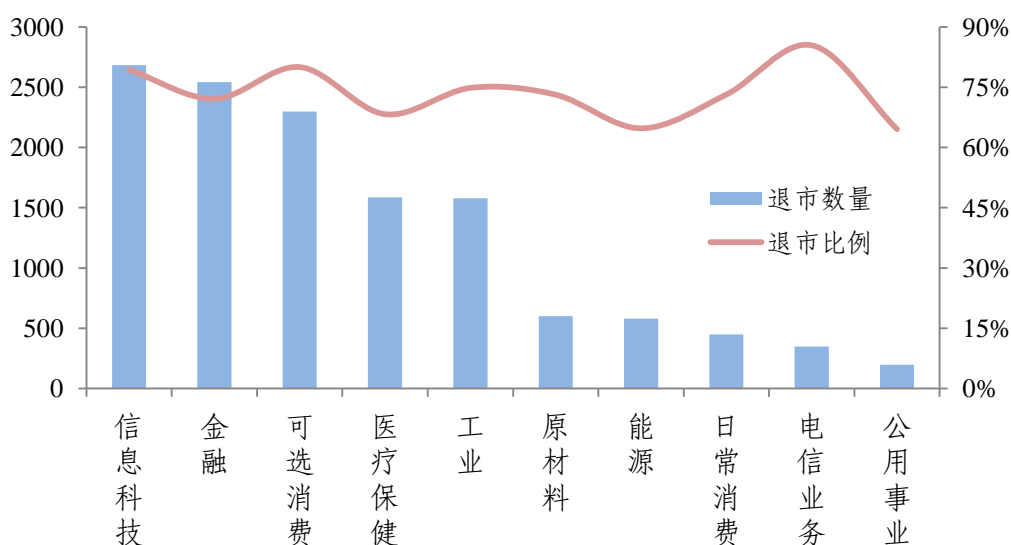
		NYSE	NASDAQ	整体
已经退市的公司	被合并	41%	41%	41%
	财务问题	5%	13%	11%
	市场因素	2%	10%	8%
	自愿退市	1%	7%	5%
	破产清算	5%	4%	4%
	证券变更	5%	2%	3%
	其他情况	1%	1%	1%
	合计	60%	78%	72%
持续上市阶段的公司		40%	22%	28%
公司总数（100%）		6,235	13,372	19,607

数据来源：WRDS

(4) 行业分布

信息和金融行业退市公司数量最多。各个行业中退市公司数量占样本总数的比例相对一致，约为 75% 左右。其中，信息和金融两个行业的公司上市数量最多，所以，退市的公司数量也相应较多，均超过 2500 家次。

图 4 各行业公司的退市数量和比例

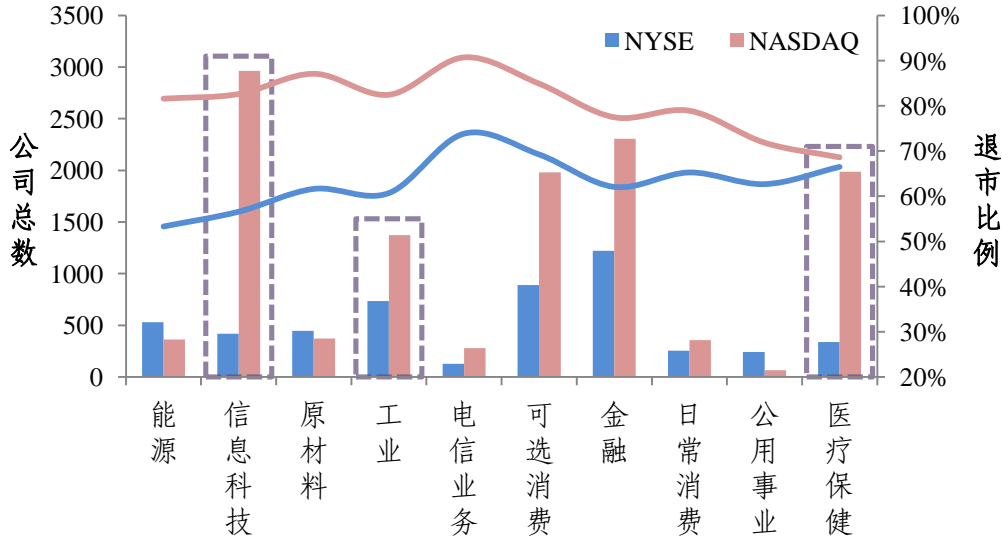


数据来源：WRDS

纽交所和纳斯达克的退市公司在行业间差异较大。两家交易所的差异主要体现在三个方面。第一，NASDAQ 的退市比例在各个行业中都高于 NYSE。尤其是信息科技类的公司中，上市数量和退市比例都远高于 NYSE。可选消费、金融行业，也有类似的情况。第二，同属于科技创新领域的医疗保健行业，两个交易所上市的数量差异巨大，但退市比例却相对接近。第三，NASDAQ 较低的门槛为其带来了较强的市场活力。因其不仅面向科技创新型公司，而且也吸纳了许多

传统行业的公司。当前，工业企业在 NASDAQ 上市的数量也超过了 NYSE。

图 5 两家交易所各行业退市情况比较



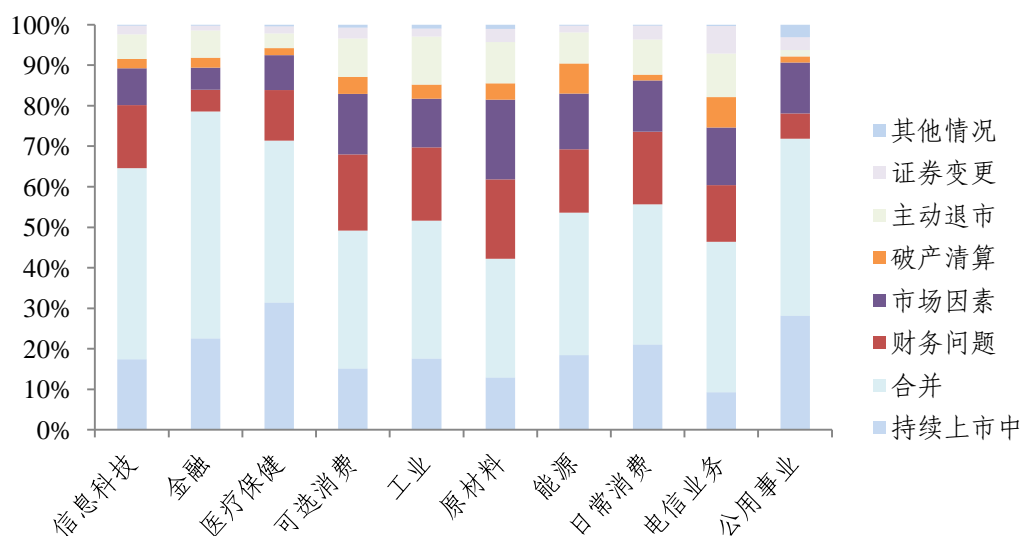
数据来源：WRDS

金融和科技公司出现财务问题或股价过低的情况较少。

NASDAQ 市场因为财务问题和股价过低导致的退市案例较多，且科技创新企业的退市比例相对较高。但是，具体来看，财务问题和股价过低的案例主要出现在较为传统的行业中。金融和科技创新企业的退市，主要以被合并为主。首先，信息科技、金融、以及医疗保健三个行业中，因为财务问题、股价过低、破产清算等问题退市的比例为 20% 左右，相较于消费、工业、原材料、能源等传统行业的水平更低，尤其是因为股价过低而退市的比例较低，反映出投资者对于金融和科技领域的前景更加乐观、容错率更高。其次，信息科技、金融、以及医疗保健三个行业因为合并退市的公司比例远高

于其他行业，整体达到 48%。而消费、工业、原材料、能源等行业中因为合并退市的公司比例仅 34%。可见，不同行业中的退市原因是有结构性差异的。虽然金融、科技企业的退市比例高，但大部分是因为被并购，有相当多的资产仍然留在了市场之中，同时还有助于行业的做大做强。但是，传统行业的退市则主要是因为财务问题或投资者的不看好。相比之下，金融和科技企业更加代表了产业升级的方向和经济发展的活力。

图 6 NASDAQ 各行业退市原因比较



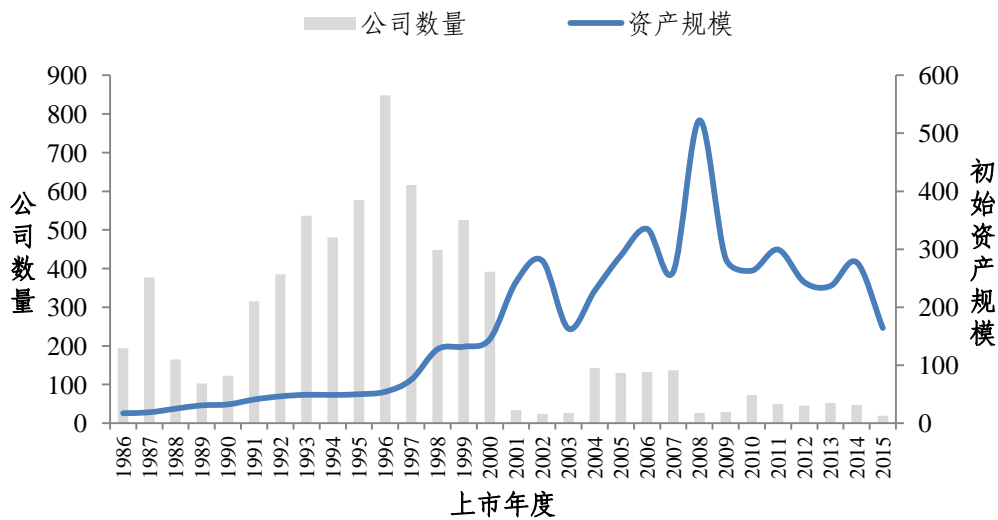
数据来源：WRDS

(5) 退市公司基本特征

退市公司主要是 IPO 上市时资产规模较小或者尚未盈利的公司。1980 年至 2000 年，两家交易所先后数次修订上市标准、新增了差异化的上市条件，吸引创新企业上市、服

务新兴产业。在此期间，大量小企业纷纷上市，公司资质参差不齐，为该批公司的大量退市埋下了伏笔。2001年起，在互联网泡沫逐渐破裂的背景下，提高上市门槛、提升上市质量，成为两家交易所共同的发展方向。在此期间，公司上市的财务指标有所提高，且逐渐开始强调持续盈利能力。2008年开始，两大交易所之间的业务竞争逐渐激烈，相继开始降低各自的上市门槛，从盈利要求、历史业绩、流动性等各个角度放松要求。

图 7 退市公司的 IPO 时间和资产规模情况

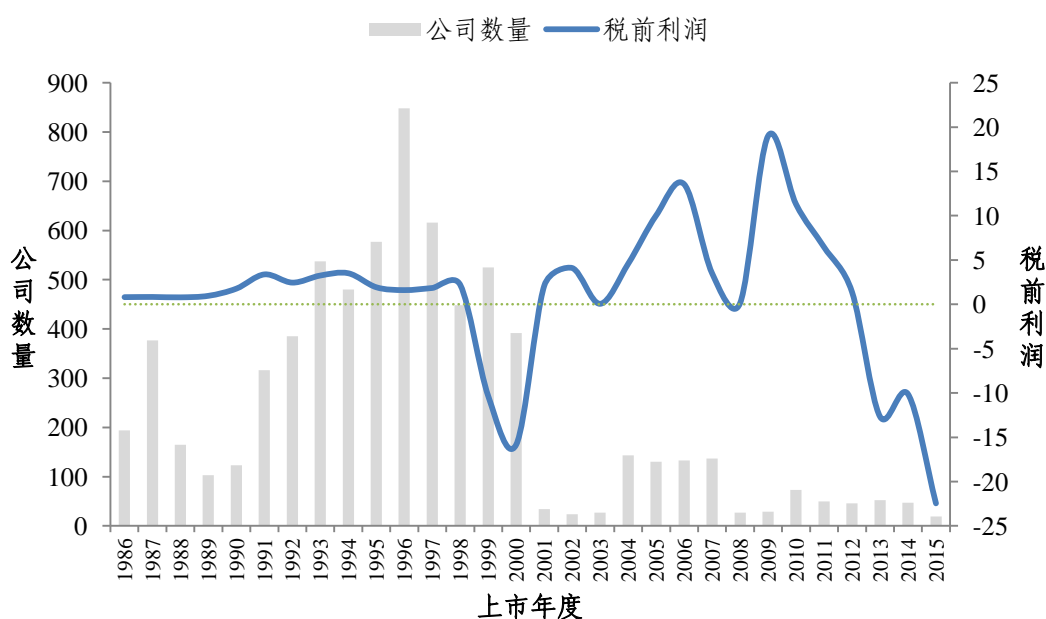


注：左轴单位为家数，右轴单位为百万美元
数据来源：WRDS

已经退市的公司中多数是在 2000 年以前上市。在退市公司中，2000 年以前上市公司的退市数量多且规模小。其中，1997 年以前上市的公司，资产规模大都在 1 亿美元以内；1996 年上市的公司里，有超过 800 家已经退市。2001 年以

后上市公司的退市数量大幅减少，从每年 400 家以上，降至每年 200 家以内。尤其是 2001 至 2003 年间上市的公司里，截至目前已退市的，每年不超过 40 家。类似的，退市公司的初始资产规模方面，也体现出较为明显的阶段性特征：随着上市门槛的提升而提升，随着上市门槛的下降而回落。

图 8 退市公司的 IPO 时间和税前利润情况



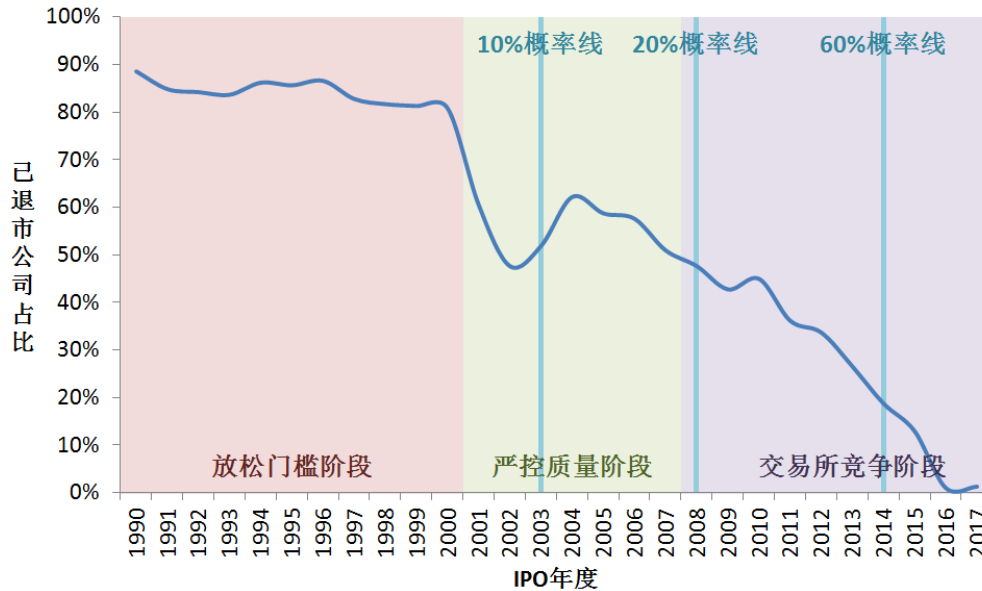
注：左轴单位为家数，右轴单位为百万美元

数据来源：WRDS

放松盈利要求的阶段，未盈利公司是退市的主体。从税前利润的数据来看，基本也是符合前述三个阶段的特征。退市公司中，1998 年及以前上市的公司盈利能力相对稳定，盈利公司略多于亏损公司。1999 年和 2000 年，退市公司大多亏损。2001 年之后，上市标准从严，退市公司的盈利水平也有所上升。直到 2008 年，上市标准再次放松，亏损上市的

公司又重新成为退市的主体。

图9 退市比例在不同IPO年度的表现



注：经测算，2003年上市且目前仍存续的公司，未来仍有10%的概率会退市；2008年上市且目前仍存续的公司，未来仍有20%的概率会退市；2014年上市且目前仍存续的公司，未来仍有60%的概率会退市。

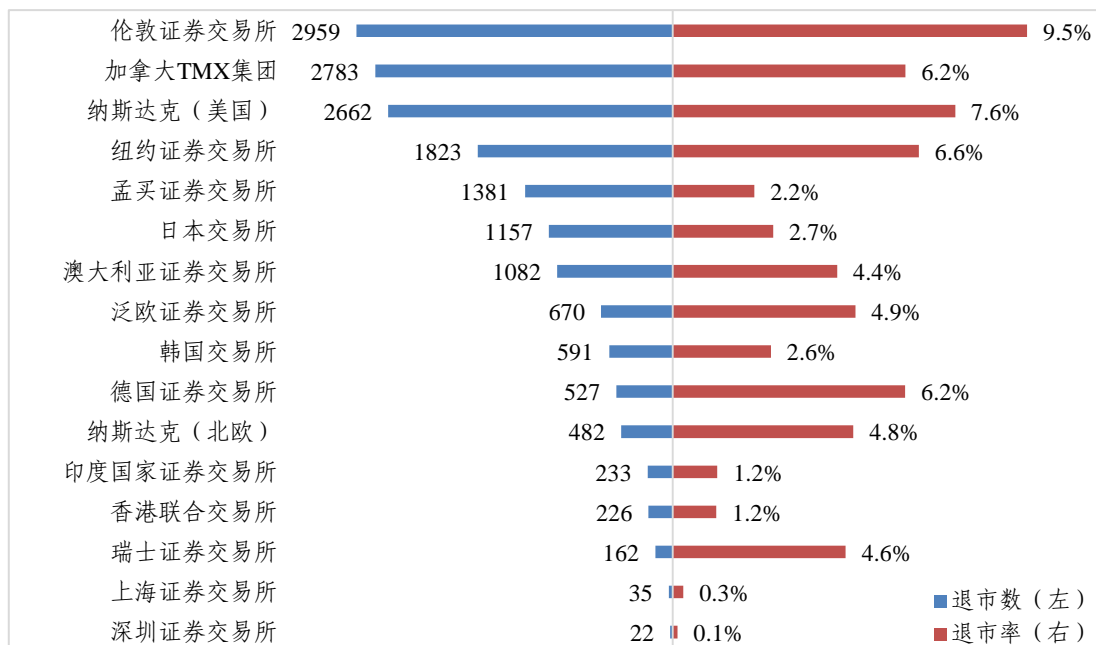
数据来源：WRDS

上市条件宽松的年份里，公司退市的比例更大。2000年以前上市的公司已经有超过80%的公司退市；2001年至2007年间上市的公司约有一半公司目前已经退市；2008年以来上市的公司中，退市的比例更低。考虑到美股退市近况，这一结论仍然成立。

（二）境外主要证券交易所退市情况

1.各交易所整体退市规模

图 10 全球主要交易所退市情况（2007-2018.10）



注：1.伦敦证券交易所退市数据 2013 年缺失，统计结果未包含 2013 年；日本交易所于 2012 年合并而成，2012 年前的数据由子交易所数据计算得到。2.退市率=年均退市数/年均上市公司总量。

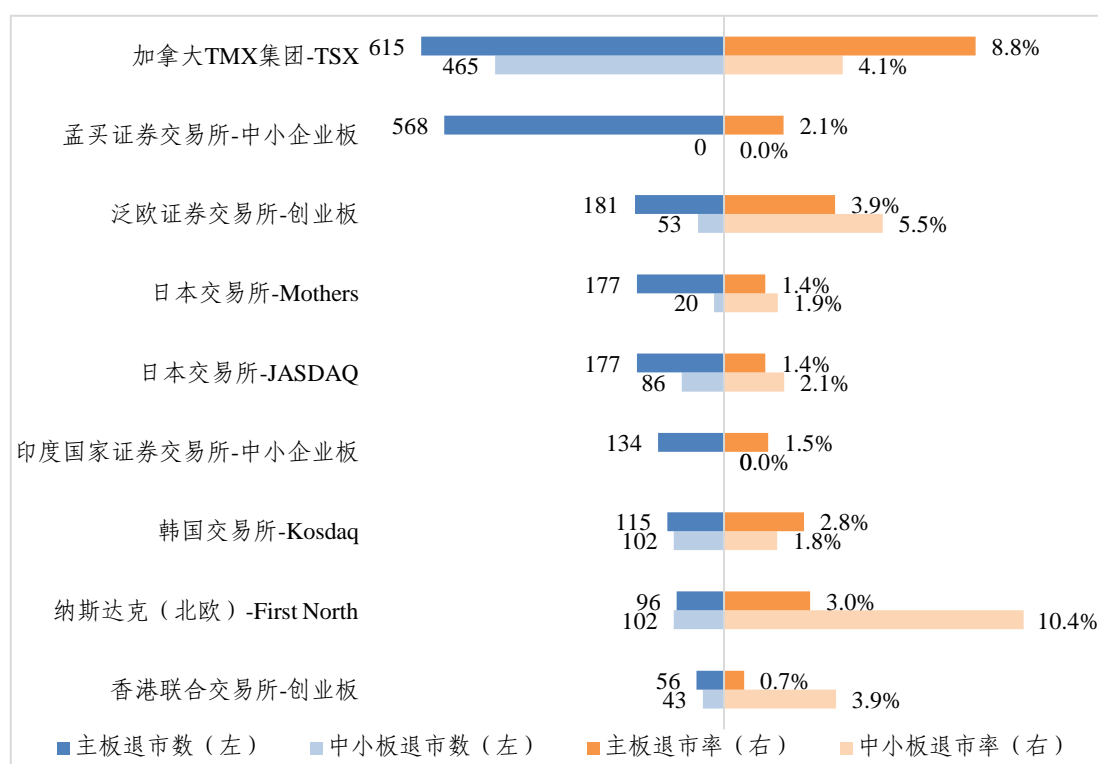
数据来源：WFE

成熟资本市场的退市规模较大。2007 年至 2018 年 10 月，英国和北美市场出现了大规模退市的现象。从退市数量来看，伦交所的退市公司数达到 2959 家，高居榜首。此外，加拿大 TMX 集团、纳斯达克（美国）的退市数量均在 2500 家之上；纽约证券交易所、孟买证券交易所、日本交易所和澳大利亚证券交易所的退市数量也超过 1000 家；泛欧等交易所的退市规模较小，均不足 1000 家。从退市率来看，伦交所的退市率高达 9.5%，远超其他交易所。纳斯达克（美国）、纽交所、加拿大 TMX 集团和德交所的退市率均在 6% 之上。

泛欧交易所、纳斯达克（北欧）、瑞士交易所和澳大利亚证券交易所的退市率在 4% 至 5% 之间。其他交易所的退市率均不到 4%。需要特别注意的是印度的情况，由于印度实行新股注册制，其上市公司数量庞大，尽管孟买证券交易所的退市公司较多，但最终样本期内整体退市率仅有 2.2%。

2.交易所各板块退市规模

图 11 境外证券交易所各板块退市情况（2013-2017）



注:伦交所 AIM 的数据缺失较多,未纳入统计;退市率=年均退市数/年均上市公司总量。
数据来源: WFE

与新兴市场相比，成熟市场主板的退市规模更大。成熟证券市场的制度经历了更充足的发展，在退市机制上更为完善，退市规模更大。2013-2017 年，在披露各板块退市规模的 8 家交易所中，加拿大 TMX 集团主板的退市规模居首，

退市数量共 615 家，退市率达到 8.8%；孟买证券交易所主办的退市公司数量达到 568 家。泛欧证券交易所等市场的退市规模较小，五年间的退市数量均不超过 200 家，退市率也都不足 4%。

加拿大 TMX 集团的中小板 TSX 退市数量远超其他交易所。在全球众多中小板中，加拿大 TMX 集团的 TSX 退市数量最多，五年间共退市 465 家，但由于上市公司总数众多，退市率仅为 4.1%。从退市率来看，纳斯达克(北欧)First North、泛欧交易所创业板的退市率分布达到 10.4%、5.5%，超过加拿大 TSX 等板块，这主要是因为这两家交易所中小板的上市公司数量不足三百家，规模不大但有着较高的市场代谢率。日本交易所 JASDAQ 和 Mothers 合并计算后共有 106 家公司退市。需要特别注意的是印度市场，两大交易所主板和中小板的退市表现截然相反，孟买证券交易所主板退市规模在全球居于前位，印度国家证券交易所退市公司数量也较为可观，但两者中小板市场规模虽得到快速发展，样本期内却没有任何公司退市。

对比主板与中小板的退市情况，由于中小板的上市公司数量少于主板，因此，退市规模也小于主板。从退市率来看，两个板块之间的差异并无显著规律，仅纳斯达克（北欧）、泛欧创业板、港交所创业板、日本 JASDAQ 和 MOTHERS 的退市率高于主板。

三、境外主要交易所退市情况

(一) 纽约证券交易所

在美国，退市分为自愿退市（Voluntary/Issuer-initiated delisting）和强制退市（For Cause/Exchange-initiated delisting）两种。自愿退市是由上市公司发起，通常适用于并购、私有化和自愿清算。强制退市是由交易所发起，主要是因为违反了一项或多项持续上市标准。

1. 退市标准

纽交所的退市标准在自愿退市标准方面的规定较少，主要集中在强制退市方面。强制退市标准分为交易类指标、持续经营能力指标和合规性指标三类。具体是指，一是是否拥有活跃的交易，这类指标要求上市公司的股票交易必须满足一定的流动性标准，指标主要包括股东数量、公众持股量、交易量、市值、股价等。二是是否具备持续经营能力，这类指标要求上市公司应具备持续经营能力，指标主要包括主营业务是否停止、是否有破产清算、无法偿还债务、没有财务运营能力等问题。三是是否满足合规性要求，这类指标要求上市公司应当遵守公司治理、信息披露等方面的要求，指标主要包括是否未按时披露年报、是否违反上市协议、是否违反公众利益、是否召开审计委员会、是否被出具非标审计意见等。

表 6 纽约证券交易所强制性退市标准

定量标准	定性标准
<p>股东结构标准（满足条件之一）</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股东总数少于 400; 2. 股东总数少于 1200, 同时, 最近 12 个月的月平均交易量少于 10 万股; 3. 公众持股量少于 60 万股, 其中, 高管及直系家庭成员集中持股数达到 10%或以上的人员持股数不计为公众持股量, 且交易所会员持股数不包括在股东数量中; <p>股价标准</p> <ol style="list-style-type: none"> 4. 连续 30 个交易日平均收盘价少于 1 美元; <p>市值标准</p> <ol style="list-style-type: none"> 5. 连续 30 个交易日平均总市值少于 1500 万美元; 以“税前利润”标准获得上市资格的企业（同时满足） 6. 连续 30 个交易日平均总市值少于 5000 万美元; 7. 股东权益少于 5000 万美元; 以“市值+营业收入”标准获得上市资格的企业（满足条件之一） 8. 连续 30 个交易日总市值少于 3.75 亿美元, 同时, 总收入在过去 12 个月中少于 1500 万美元; 9. 连续 30 个交易日平均总市值少于 1 亿美元; 以“市值+营业收入+现金流”标准获得上市资格的企业（满足条件之一） 10. 连续 30 个交易日总市值少于 2500 万美元, 同时, 总收入在过去 12 个月中少于 2000 万美元; 11. 连续 30 个交易日平均总市值少于 7500 万美元; 以关联公司标准获得上市资格的企业（同时满足） 12. 上市公司的母公司或关联公司不再控股该公司, 或者母公司或关联公司不再符合上市条件; 13. 连续 30 个交易日平均总市值少于 7500 万美元, 同时, 股东权益少于 7500 万美元。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 经营资产由于被出售、租赁、没收, 或公司停止经营, 或由于各种原因公司终止了其主要业务经营活动; 2. 破产（或）清算。如果公司依据破产法提出破产申请或公司已开始清算, 或者公司依据破产法申请重组, 交易所会自行决定公司股票是否续上市交易; 3. 权威性报告指出证券没有投资价值; 4. 注册不再有效。根据《1934 年证券交易法》注册或免除注册不再有效; 5. 股东大会上未征询代理人意见; 6. 公司违背了与交易所的协议。如未能及时、全面和准确地向股东和公众披露信息, 在公司盈利和财务状况的报告中没有遵守会计惯例等; 7. 违背公众利益。如果以交易所的观点认定, 公司或它的管理者从事的经营活动违背了公众利益; 8. 符合交易所要求的审计委员会的权利没有得到维护; 9. 公司财务和经营状况不令人满意; 无法承担当前的债务义务或没有适当的财务运营能力; 10. 最近独立会计师对有关财务报告出了不同意见。

数据来源: 纽交所官网

2. 退市流程

在自愿退市下，上市公司会通知纽交所关于退市的意愿，并要求纽交所向 SEC 递交退市表格 Form 25。在交易所收到通知的下一个工作日起，交易所开始在官网上公示相关进程。在 SEC 做出退市决定之前，交易所将在官网持续披露公司相关信息。

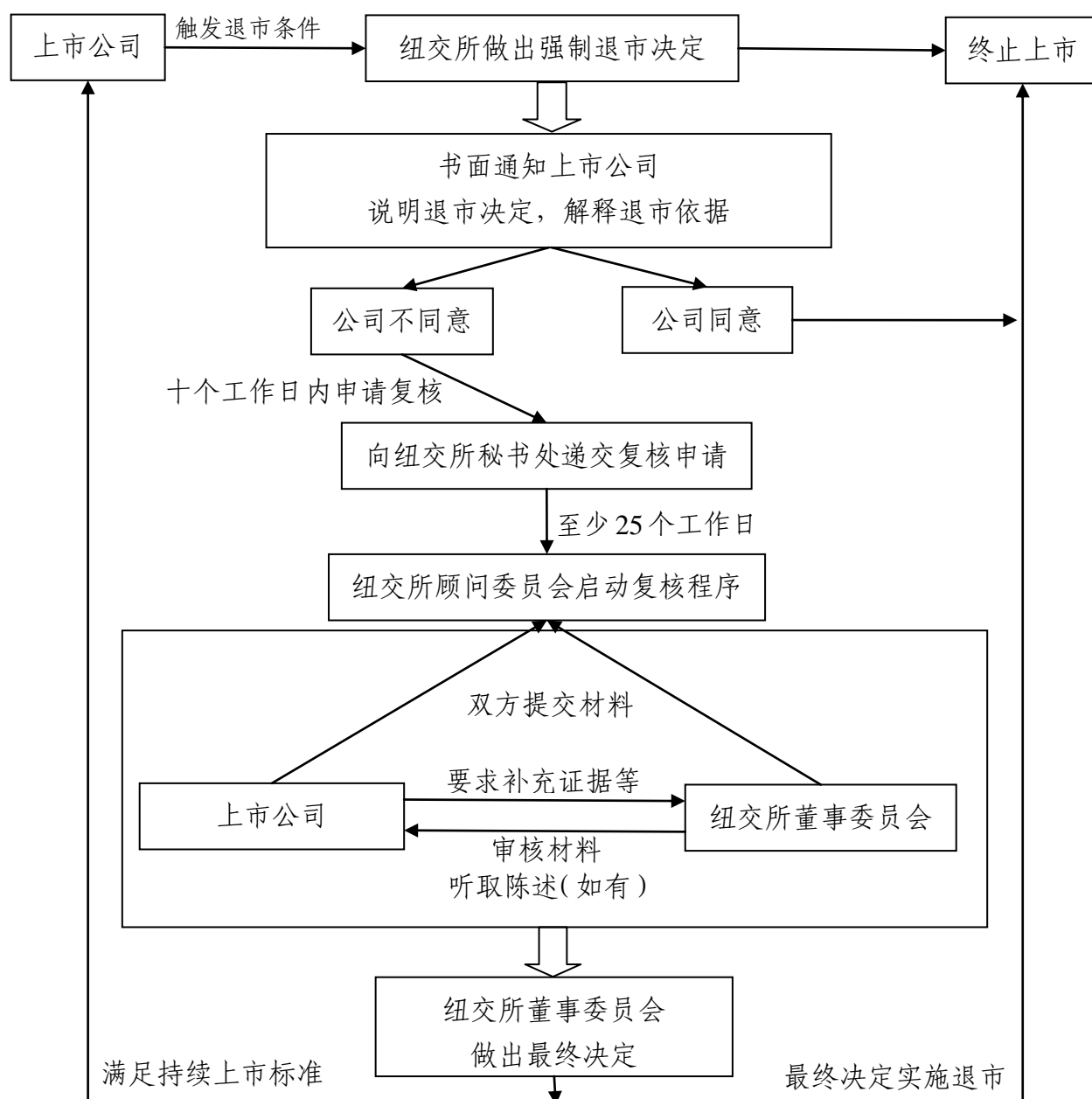
在强制退市下，纽交所董事委员会 (the Committee of the Board of Directors of the Exchange) 会向上市公司出具退市决定的书面通知，写明退市决定及依据。同时，纽交所会公布新闻稿，公告公司状态、决策依据，也会在交易所网站同步披露上述信息。如果公司接受这一决定，纽交所将停止该股票交易，并向 SEC 递交关于该公司的退市表格 Form 25，同时也会将该表格的复印件交给公司。SEC 通常会在 10 个交易日内给出答复。退市程序结束后，纽交所网站将不再公示相关信息。

如果公司不同意纽交所关于退市的决定，则必须在特定期限内申请复核。复核过程环节较多、耗时较长。在复核过程中，首先，公司提交复核申请。在收到退市决定书后的十个工作日内，公司需向纽交所秘书处 (the Secretary of the Exchange) 提交书面复核申请，也需写明是否将向纽交所董事委员会做口头陈述 (an oral presentation)，同时缴纳 2 万美元不可退还的申诉费。

其次，纽交所顾问委员会安排复核程序。纽交所顾问委员会（the Exchange's Office of the General Counsel）会通知公司和纽交所董事委员会关于复核会议的日期及安排等事宜。第一个复核日（the first Review Day）是在复核申请提交后的至少 25 个交易日后；如需第二次复核，则需依照纽交所董事委员会日程进行安排，无明确时间限定。

第三，纽交所董事委员会进行复核。进入复核程序后，在递交的复核申请材料中，公司需详尽地写明复核理由，如有必要，可要求交易所补充证据，也可提出复核申请中未提及的新问题，但不能推翻复核材料中未提及的交易所决策内容。在进入复核程序和第一个复核日之间，纽交所董事委员会会复核公司递交的相关材料并对申请材料中的问题做出书面答复，并将书面答复提交纽交所顾问委员会。此外，纽交所董事委员会还有权决定是否延长复核日期、是否给出新的证据、是否接受公司的口头陈述；如不接受口头陈述，需在最终决定书中写明理由。在复核材料时，纽交所董事委员会成员可以自行复核；也可要求纽交所相关工作人员进一步复核，但工作人员需在第一个复核日前至少 7 个工作日内向纽交所董事委员会回复相关情况。公司与纽交所董事委员会需相互递交复核问题摘要与答复摘要，而且，均需向纽交所顾问委员会递交上述材料。复核期间，如有必要，交易所可暂停该股票交易。

图 12 纽交所强制退市流程图



数据来源：纽交所官网

第四，纽交所董事委员会做出最终决定。纽交所董事委员会需根据公司提交的书面材料、口头陈述（如有）和其他材料进行复核并做出最终决定。复核后，如果公司仍需退市，纽交所将依次采取下列措施：通过新闻发布和网站公开相关信息、停止股票交易、向 SEC 递交 Form 25、向公司交 Form

25 复印件。如果公司不必退市，纽交所将出具正式通知，允许其继续上市交易。

3. 配套制度

健全的配套制度可以有效保障退市过程中投资者的权益。一方面，美国的投资者保护机制周密有效。目前，已颁布了众多法案以保护投资者权益，如《证券法》、《萨班斯-奥克斯利法案》《华尔街改革和个人消费者保护法案》等。投资者保护机构的设置也较为系统，美国证券交易委员会（SEC）、美国金融业监管局（FINRA）以及证券投资者保护公司（SIPC）等机构均从不同方面负责中小投资者的权益保护，其中，SIPC 专门从事证券投资者保护的非营利性法人。当出现交易商/经纪商破产事件时，SIPC 将在保障范围内给予其投资者一定的补偿，以减少投资者因此受到的经济损失。另一方面，投资者也可寻求法律保护。如果投资者对已有措施仍不满意，也可以直接通过集体诉讼获得司法救济。

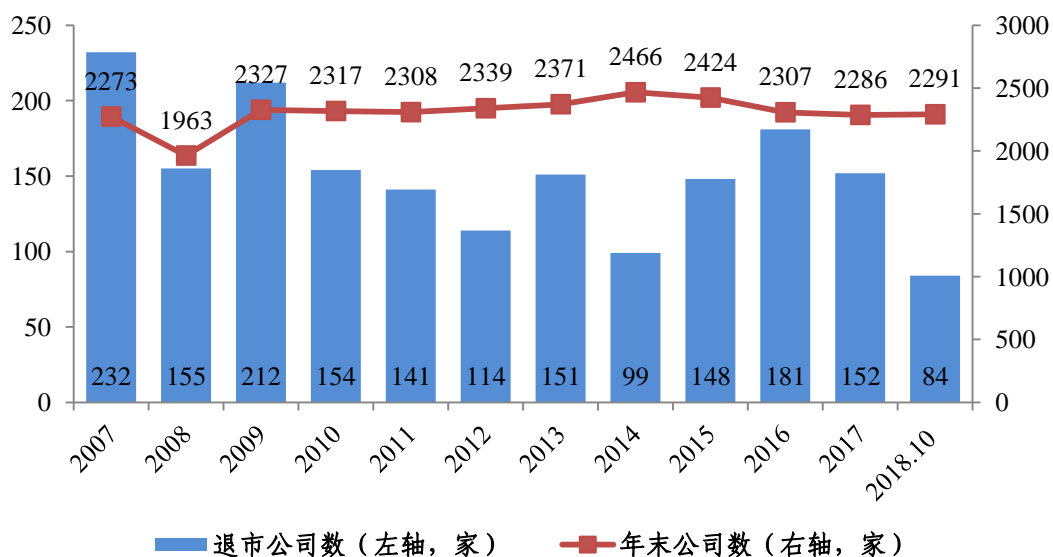
4. 实施情况

纽交所年均退市公司数量达到近 160 家。纽交所的大部分退市公司为自愿退市，其中约 1/3 是强制退市^④。2007 年至 2017 年，年均退市 158 家公司，整体退市率约为 7%。其中，2007 年的退市数量最多，达到 232 家；2014 年的退市数量最少，仅为 99 家；今年前十个月，退市公司达到 84 家。

^④ 《美国主要证券交易所退市制度简介》，证监会网站，黄明、陈强兵、张冬峰，2013 年。

尽管每年在纽交所 IPO 上市的公司数量较多，但由于退市公司数目较为巨大，纽交所的每年上市公司数量稳定在 2300 家左右。近几年来，许多中概股公司在纽交所 IPO 上市，与此同时，退市的中概股数量也逐渐增多。

图 13 纽交所历年退市公司数量



数据来源：WFE

自愿退市案例——奇虎 360。2016 年 7 月，奇虎 360 公司从纽交所自愿退市。2011 年 3 月，奇虎 360 公司在纽交所 IPO 上市，上市首日市值达到 40 亿美元。尽管在纽交所上市让公司成为国际投资者的关注对象，但也成为做空机构的猎物。2011 年 11 月起，美国做空机构香橼连续发布 6 份做空报告，内容涉及广告营收、游戏业务收入、盈利模式等多个方面。与此同时，奇虎 360 公司的市值先升后跌，2014 年 3 月，市值超过百亿美元，但从 2014 年下半年开始，奇虎 360

的股价持续下跌，较峰值减少三分之二。随着做空危机的爆发，不少中概股市值缩水，纷纷选择私有化方式从美国退市，掀起了中概股第一波私有化退市浪潮。奇虎 360 公司顺应这一潮流，完成私有化，从纽交所自愿退市。

强制退市案例——英利集团。被纽交所强制退市的中概股也有，英利公司是其中一例。英利曾是我国光伏行业的领头羊，业绩出色。2007 年 6 月，英利在美国纽交所上市，市值约为 23 亿美元。2018 年 6 月 28 日，英利收到纽交所通知，称已决定着手撤除该公司美国存托股票（ADS）的交易。纽交所表示，根据纽交所上市公司手册中的第 802.01B 节规定，英利绿色能源未能连续 30 个交易日内维持至少 5000 万美元的平均市值，且其股东权益不足 5000 万美元，因此该公司并不满足纽交所有关持续上市的标准。英利回复纽交所称，将不会对退市决定提出申诉。因此，纽交所暂停该公司股票交易的决定立即生效。退市时，英利股价约为 1.4 美元/股，市值约 0.26 亿美元，约为上市时市值的 1%。

从以往的经验来看，公司退市过程均较为顺畅。一方面，纽交所通过新闻稿与网站等形式高效地与市场保持沟通，投资者不会被非官方消息所误导。另一方面，美国市场投资者以机构为主，投资理念较为成熟，能够理性地看到触及退市风险的公司的估值通常会持续下行，市场炒作不多。在这两方面因素的影响下，市场对公司被强制退市比较易于接受，

利益相关方抵制退市的动机也不大，退市机制运行相对顺畅。

（二）纳斯达克

1. 退市标准

在美国，纳斯达克股票市场是纳斯达克在美国最大的上市场所，内部设有全球精选市场（NASDAQ GS）、全球市场（NASDAQ GM）和资本市场（NASDAQ CM）三个市场板块。全球精选市场的上市标准最高，主要吸引大型优质企业类上市资源；全球市场属于中间层次，主要服务中型企业；资本市场是纳斯达克建立初期最早设立的市场层次，上市标准最低，主要服务小微型企业。

根据不同市场特点，纳斯达克分别制定了不同的持续上市标准。一是交易类指标，包括公众持股数量、持股市值、做市商数量等；二是持续经营指标，包括收入、资产规模、股东权益等；三是合规性指标，包括信息披露、独立董事、审计委员会等要求。其中，前两类为定量指标，后一类为定性指标，主要从公司内部治理进行规定。当上市公司未满足持续上市条件，即触发退市。但纳斯达克在执行退市制度上并非一成不变，在 2001 年、2008 年等市场大跌形势下，纳斯达克曾暂停执行最低市值和最低报价指标。

表 7 纳斯达克持续上市定量标准

上市板块	主要指标	股东权益标准	市值标准	总资产/总收入标准
全球精选和 全球市场	适用企业	以股东权益标准获得上市资格	以市值标准获得上市资格	以总资产/总收入标准获得上市资格
	股东权益	\$1000 万	-	-
	股票市值	-	\$5000 万	-
	总资产和总收入 (最新一年财报 或最近三个财年 中的两年数据)	-	-	总资产\$5000 万 总收入\$5000 万
	公众持股数量	75 万	110 万	110 万
	公众持股市值	\$500 万	\$1500 万	\$1500 万
	每股价格	\$1	\$1	\$1
	总股东数量	400	400	400
	做市商数量	2	4	4
上市板块	主要指标	股东权益标准	市值标准	净利润标准
资本市场	适用企业	以股东权益标准获得上市资格	以市值标准获得上市资格	以净利润标准获得上市资格
	股东权益	\$250 万	-	-
	股票市值	-	\$3500 万	-
	持续经营的净利润 (最新一年财报 或最近三个财年 中的两年数据)	-	-	\$50 万
	公众持股数量	50 万	50 万	50 万
	公众持股市值	\$100 万	\$100 万	\$100 万
	每股价格	\$1	\$1	\$1
	总股东数量	300	300	300
	做市商数量	2	2	2

注：纳斯达克上市公司须至少满足一项持续上市标准中的所有指标。

资料来源：纳斯达克官网

表 8 纳斯达克持续上市定性标准

主要指标	指标内容
财报披露	公司必须向股东提供年度和中期财报,通过邮件或公司网站方式。
独立董事	公司董事会必须拥有大多数独立董事。
审计委员会	公司必须设立由独立董事组成的审计委员会,可以阅读和理解基本财务报表。审计委员会至少有 3 名成员,其中一位成员必须拥有丰富的财务知识。
高管薪酬	公司必须设立由独立董事组成的薪酬委员会,至少包含 2 名成员,且通过额外独立性测试。薪酬委员会必须确定或向全董事会推荐高管的薪酬分配。
董事提名	独立董事必须选择或推荐董事候选人。
行为准则	公司必须采用适用于所有董事、高管和员工的行为准则。
股东大会	公司必须在财年结束一年内召开年度股东年会。
代理权征集	公司需要为所有股东大会征集代理人。
法定人数	股东会议中,持有普通股的股东数量必须不低于发行股数的 33.3%。
利益冲突	在涉及潜在利益冲突情况下的交易中,公司必须对所有关联方进行适当的审查和监督。
股东表决	回购股票比例达 20%,关联方收购已发行股票 5%以上,股权补偿,发行导致控制权变更,私募配售已发行股票数量 20%以上且价格低于股价或账面价值等事宜需获得股东批准
投票权	公司行为或发行不能贬低或限制现有股东的投票权。

资料来源:纳斯达克官网

2.退市流程

纳斯达克退市主要分为强制退市和自愿退市两类。自愿退市由上市公司发起,通常适用于并购、私有化和自愿清算。强制退市由交易所发起,主要因违反了一项或多项持续上市标准。当上市公司触发退市条件后,纳斯达克将采取独立审查、停牌整改和退市等措施。具体流程如下:

一是纳斯达克发布退市警示 (Deficiency Notifications)。

纳斯达克上市资格审查部 (Listing Qualifications Department) 每天对上市公司进行实时监控并编制违反持续上市规则的公司名录。一旦确定上市公司违反一项或多项持续上市规则, 纳斯达克将向上市公司发送退市警示。退市警示主要有 3 类, (1) 退市决定函 (Staff Delisting Determinations), 要求上市公司立即暂停交易并启动退市, 除非上市公司申请申诉; (2) 退市警示, 要求上市公司提交合规计划供审查或给予上市公司一定时间的调整期 (Cure Period); (3) 公开谴责信 (Public Reprimand Letters), 上市公司违反内部治理或上市标准, 但未触发退市。退市警示具体包括上市公司违反的持续上市标准、上市公司须进行信息披露、停牌时间、上市公司申诉的权利和提交合规计划的截止时间等内容。

二是上市公司做好信息披露。上市公司收到退市警示后, 应及时 (4 个工作日之内) 进行信息披露, 公开警示内容、公司存在的问题以及纳斯达克作出的决定。上市公司必须通过电子信息披露系统发布公告, 如在交易时间段, 应至少提前 10 分钟通知纳斯达克市场监察部 (MarketWatch Department); 非交易时间段, 应在公告当日早上 6: 50 分前通知市场监察部。

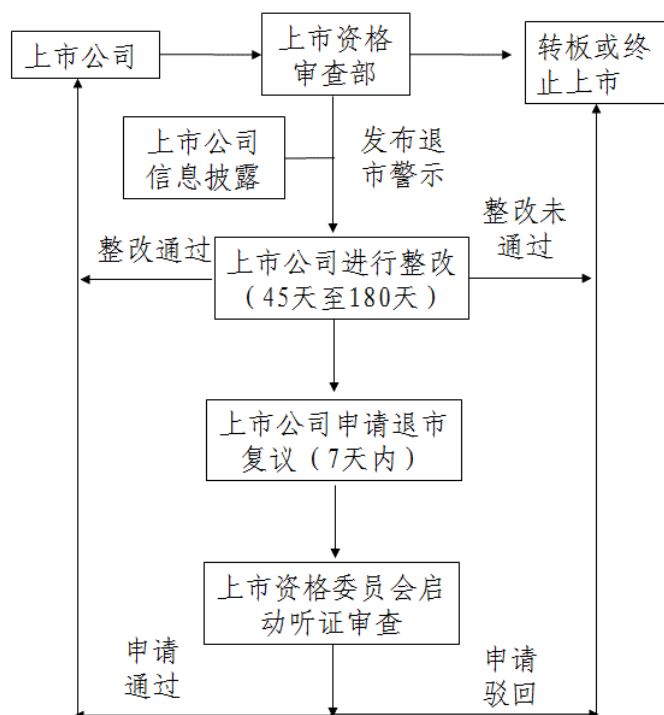
三是上市公司进行整改。如果上市公司违反持续上市标准中的合规性指标或经营类指标, 收到纳斯达克退市警示后, 应在 45 天内提交合规整改计划至纳斯达克进行审查, 并重

新达到纳斯达克持续上市标准。宽限期一般不超过 180 天(极端情况下可延至 360 天)。如果上市公司连续 30 天未达到上市标准中的流动性指标,收到纳斯达克退市警示后,上市公司应在 180 天内进行整改,并至少连续 10 天符合流动性指标。如未达到持续上市要求,上市公司可自动降板或进入退市环节。

四是上市公司申请复议。如果上市公司对退市警示等决定不服,可提交书面申请,逐级向纳斯达克上市资格委员会、听证审查委员会和董事会提起上诉。上市公司应在收到退市决定函、退市警示或公开谴责信 7 天内申请复议。在听证会作出决定之前,上市公司的普通股将保持上市状态。纳斯达克应在 8-10 周内安排听证。听证后如果上市公司的复议申请被驳回,则退市决定立即生效。在退市后,退市公司可向 SEC 提交 Form 15 表格以终止其普通股的注册。

一般而言,纳斯达克上市公司触发退市条件,可选择降板,从全球精选或全球市场转至资本市场板块。如果未满足资本市场持续上市条件,公司退市后可进入场外市场挂牌交易。公司可自主选择场外柜台市场(OTCBB)或粉单市场(Pink Sheets)挂牌。如果退市企业在柜台市场依然无法生存,只能通过私人交易进行股份转让,或是选择破产、解散清算、私有化。

图 14 纳斯达克强制退市流程



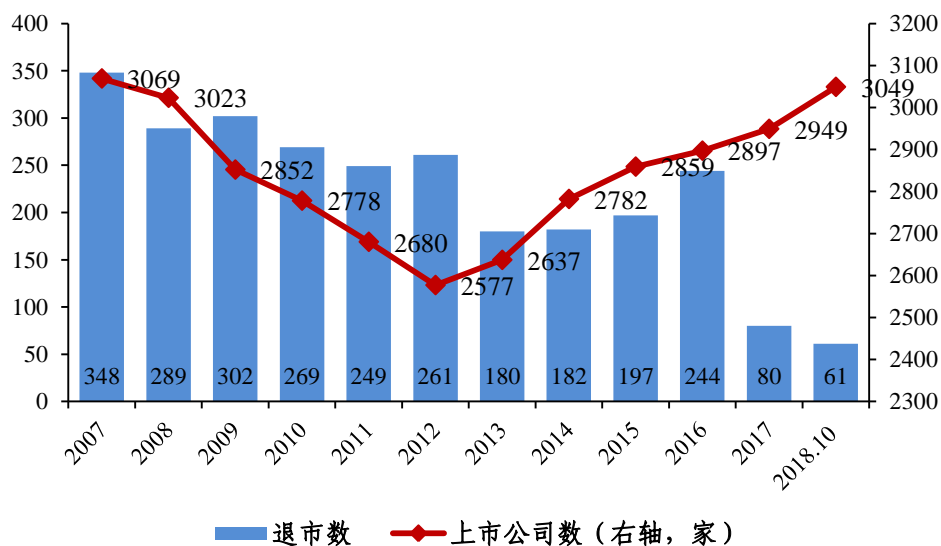
资料来源：纳斯达克官网

3.配套制度

纳斯达克退市公司的投资者享受着与纽交所投资者同样的投资者保护制度。周密的投资者保护机制和完善的集体诉讼这一法律机制有效地保护了投资者利益。尽管纳斯达克的退市数量远大于纽交所，但由于退市引起的大规模投资者利益纠纷事件鲜有发生。

4. 实施情况

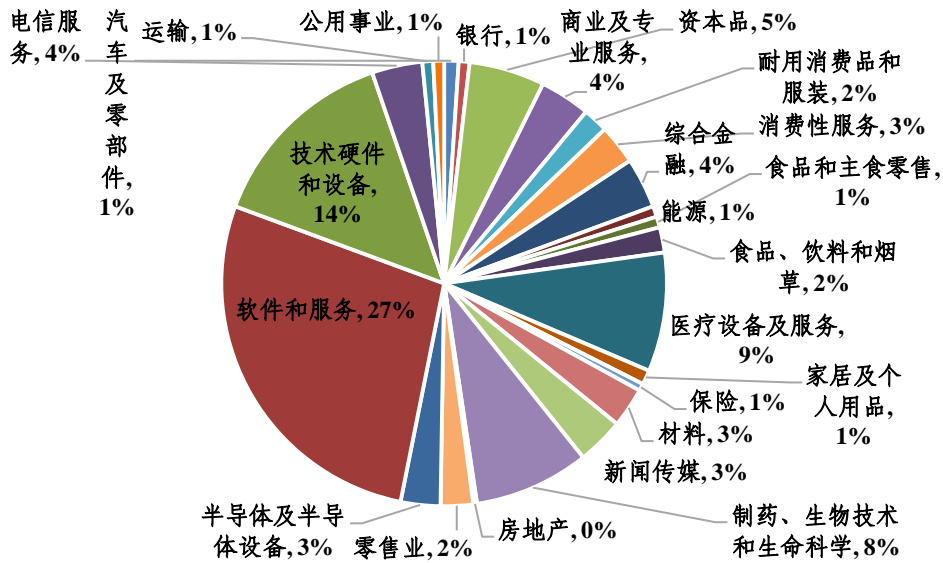
图 15 纳斯达克历年退市公司数量



数据来源：WFE

纳斯达克市场公司退市数量非常庞大。2007 至 2018 年 10 月期间，纳斯达克累计退市 2662 家，每年退市超过 200 家公司，除 2015 年、2017 年外，纳斯达克每年退市数量均超过上市数量。从退市公司行业分布来看，在 2000 年至 2009 年期间，排前三位为软件服务、技术硬件设备和医疗设备服务，占比分别为 27%、14%和 9%。从退市类型来看，公司自愿退市和强制退市的比例大致相当。其中，自愿退市原因主要为市值低估、二级市场低迷、上市成本较高等；强制退市原因主要为未达到流动性指标，包括低于最小报价等，以及出现财务数据造假、信息披露违规等合规性问题。

图 16 纳斯达克退市公司行业分布



注：数据为 2000 年至 2009 年纳斯达克退市公司行业分布
数据来源：Real Effects of NASDAQ Delisting

自愿退市案例——分众传媒。分众传媒（Focus Media）成立于 2003 年 5 月，公司产品线覆盖商业楼宇视频媒体、卖场终端视频媒体、公寓电梯媒体等。2005 年 7 月，分众传媒成功在美国纳斯达克上市，并以 1.72 亿美元的募资额创造了当时 IPO 记录。2007 年 12 月 24 日，分众传媒被正式计入纳斯达克 100 指数，成为赴美上市第一只中国广告媒体股。2005 年至 2007 年间，分众传媒发起 60 次并购，外延式增长推动股价一直处于上涨状态。2008 年至 2009 年，由于受到美国金融危机以及前期收购业务的影响，公司股价一度跌至历史最低位。2010 年起，股价处于低迷状态。在美国上市七年后，分众传媒董事会于 2012 年 8 月 14 日宣布私有化，并于 2013 年 5 月 24 日完成私有化。分众传媒自愿退

市主要有三大原因：一是自金融危机以来，股价长期低迷，特别是 2011 年分众传媒被浑水机构恶意做空，导致股价一度暴跌超过 50%；二是业务转型需要，分众传媒拓展业务需要大量资金投入，对业绩造成压力，而私有化后公司可以专注于核心业务发展，而非高增长的业绩承诺；三是上市维护费用高昂，在纳斯达克上市需要接受严格监管，公开披露各种文件，雇佣独立律师、会计师、保荐人等专业人员，在股价持续低迷下，承担高昂上市成本也是导致分众传媒私有化的原因之一。

强制退市案例——Long Blockchain Corp。 Long Blockchain 原名“Long Island Iced Tea Corp(长岛冰茶公司)”，成立于 2011 年，是一家新泽西饮料厂商。2017 年，由于市值过低，纳斯达克曾于 10 月向其发布退市警示，该公司于 12 月下旬更名为 Long Blockchain Corp，将业务重心转向基于区块链技术的相关业务。该消息公布后，Long Blockchain 股价曾一日暴涨 183%，股价由 2 美元升至 15 美元，市值一度达到 6740 万美元。但随后公司股价一路下跌，徘徊在 3 美元左右，市值不到 3500 万美元。2018 年 2 月 15 日，纳斯达克上市资格部门通知该公司，由于公司市值无法连续 10 天高于 3500 万美元，决定将该公司股票退市。该公司于 3 月 22 日的听证会上提出上诉，但听证会小组选择支持退市决定。4 月 12 日，Long Blockchain Corp 从纳斯达克退市，

其股票转至场外市场进行交易。Long Blockchain Corp 被强制退市主要由于未满足持续上市标准中的股票市值条件，且公司通过更名方式，借助区块链概念炒作股票，最终被要求强制退市。

（三）香港联合交易所

1. 退市标准

香港的退市相关规定主要出自《主板上市规则》、《创业板上市规则》等文件。

根据退市意愿不同，可以分为强制退市和自愿退市两种情况。强制退市通常被称为“除牌”，是指上市公司触发了港交所的强制性退市机制，被港交所根据其有关规则或规定，强制性地将其从港交所上市公司的股份名单中摘除，从而使该公司在港交所失去其上市地位。自愿退市通常被称为“撤回上市”，是指上市公司行使自己的选择权和商业决定权，自愿性地向港交所申请不再在该交易所挂牌上市，而港交所根据有关规则或规定，将其从港交所上市公司的股份名单中删除，从而使该公司在港交所失去其上市地位。

自愿退市主要是在以下四种情况下发生，一是发行人在港交所作主要上市，并多地上市的情况；二是港交所作为第二上市地的情况；三是发行人不存在多地上市的情况^⑤；四

^⑤此种情况下，须获得占有权亲自或委派代表于股东大会上表决的股东所持任何类别上市证券所附票数至少 75% 的赞成票数；同时，表决反对有关决议的票数，不超过《上市规则》第 6.12（1）条下有权亲自或委派代表于股东大会上表决的股东所持任何类别上市证券所附

是强化自行收购或私有化。

港交所在强制退市标准中设定的定量指标较少，只有公众持股数量和财务指标中的资产负债比两项，而对公司经营结果（例如年度盈利或者亏损）不设量化标准。港交所量裁挂牌公司是否能够失去上市地位主要取决于发行人能否履行持续责任。港交所对主板和创业板设立了相同的强制退市标准，根据港交所《主板上市规则》第 6.01 条规定和《创业板上市规则》第 9.04 条，在下列三种情况下可强制退市，一是公众人士所持有的证券数量少于已发行股份数目总额的 25%；

二是发行人没有足够的业务运作或相当价值的资产，以保证其证券可继续上市。具体是指《主板上市规则》第 13.24（《创业板上市规则》第 17.26 条）中的两种情况：（1）出现财政困难，以致严重损害发行人继续经营业务的能力，或导致其部分或全部业务停止运作；（2）发行人于结算日录得净负债，即发行人的负债额高于其资产值。

三是本交易所认为发行人或其业务不再适合上市。根据《指引》，不适合上市的情况包括：董事或有重大影响力人士出现诚信问题，发行人严重违反《上市规则》，发行人未能披露重要资料，发行人违反法律及法规，发行人受贸易或经济制裁，公司业务架构不足以保障其资产及股东权益，发

票数的 10%。

行人过度依赖单一主要客户/供货商或会令人严重怀疑其业务模式是否可行及可持续，发行人已刊发的财务报表被发现有严重夸大盈利的欺诈账目或虚假文件，以及发行人出现重大内部监控失当。

表 9 港交所退市标准

强制退市	自愿退市
<p>定量标准</p> <p>1. 公众人士所持有的证券数量少于已发行股份数目总额的 25%</p> <p>定性标准</p> <p>2. 交易所认为发行人无足够业务运作或相当价值的资产（出现财政困难，以致严重损害发行人继续经营业务的能力或发行人的负债额高于其资产值</p> <p>3. 交易所认为发行人或其业务不再适合上市</p>	<p>1. 经股东大会表决同意转往其他受认可的公开证券交易所上市</p> <p>2. 经过股东大会同意撤回上市地位</p> <p>3. 发行人被全面要约收购或私有化</p>

注：港交所对主板和创业板设立了相同的退市条件。

数据来源：历年《香港交易所市场资料》、港交所官网

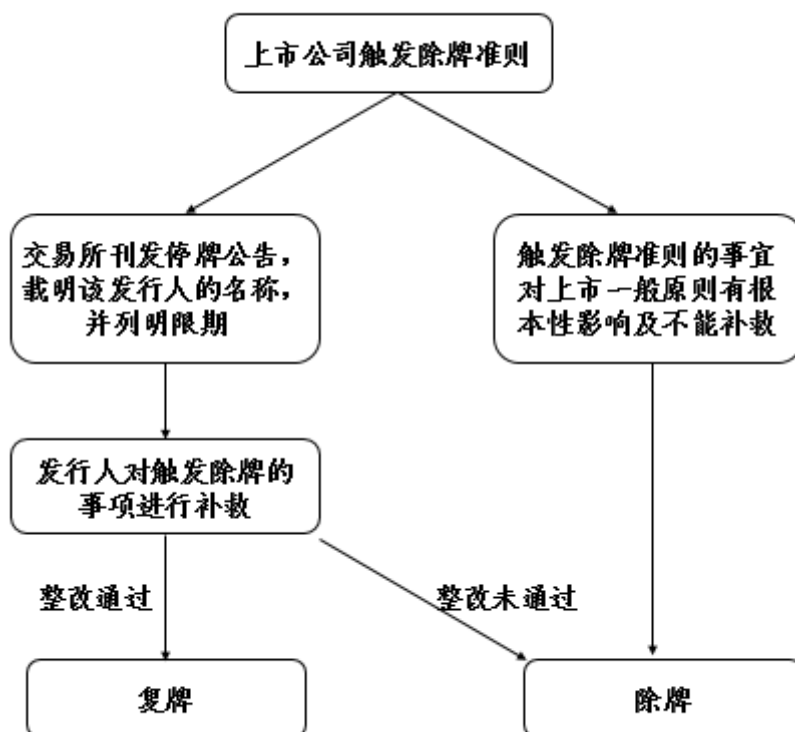
2. 退市流程

港交所自 2018 年 8 月 1 日起生效新修订版《上市规则》其中，除牌程序实施新规，即没有足够业务运作或资产的发行人将不再需要经过《第 17 项应用指引》的除牌程序，港交所可在主板发行人持续停牌 18 个月，创业板发行人持续停牌 12 个月后将将其除牌。生效日期前已停牌的证券发行人仍按《指引》进行过渡安排。

满足强制退市条件时，港交所可采取两种方式。一是立

即将发行人除牌。这种情况一般是触发除牌准则的事宜对上市一般原则有根本性影响及不能补救的特殊情况下，例如法院裁定发行人管理层及控股股东欺诈行事以夸大业务及盈利。二是等待发行人补救。根据《上市规则》第 6.10 条规定（《创业板上市规则》第 9.15 条），交易所刊发公告，载明该发行人的名称，并列明限期，以便该发行人在限期内对引致该等情况的事项作出补救。如发行人未能于指定限期内对该等事项作出补救，再将其除牌。主板持续停牌最长期限为 18 个月，创业板为 12 个月。

图 17 港交所退市流程



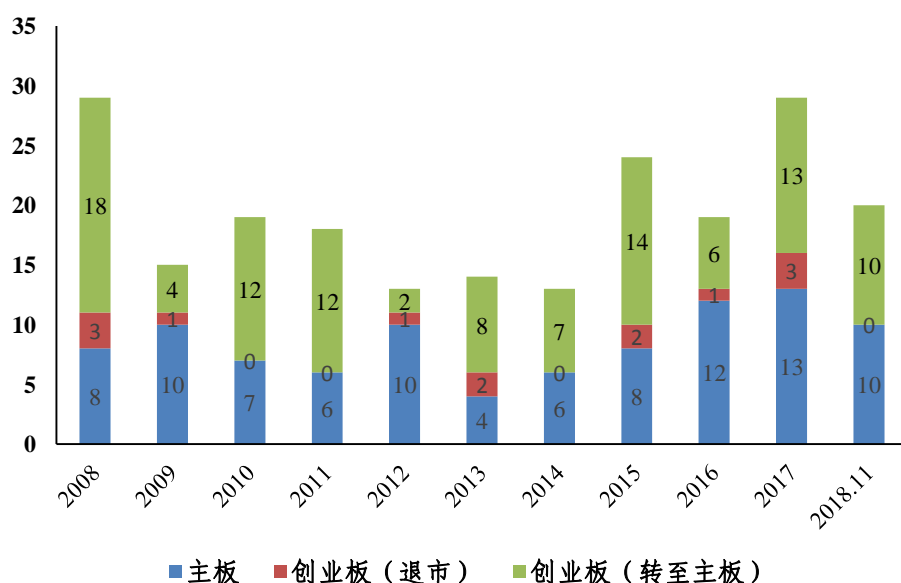
资料来源：港交所官网

3.配套制度

经过多年发展，香港地区目前已形成由立法保护、行政保护、司法保护、行业自律保护、投资者自我保护和社会监督相结合的多层次证券投资者保护体系。在事前防范方面，香港地区已颁布了《证券及期货条例》、《公司条例》，出台了股东表决权制度、公司治理制度、信息披露制度等规章制度，而且，于 2012 年成立了投资者教育中心，在全港推行金融理财教育。在事中监管方面，港交所制定了《交易规则》，并在加强信息披露和对券商的风险监管领域和香港证监会展开合作。在事后保护方面，设立了金融纠纷调解中心以调节金钱纠纷、设立市场失当行为审裁处以给予投资者准司法的保护。

4.实施情况

图 18 港交所退市公司数量（2008-2018.11）



数据来源：历年《香港交易所市场资料》、港交所官网

港交所的退市公司数量较少。2008至2018年11月期间，《香港交易所市场资料》披露主板与创业板累计退市213家，其中主板94家，创业板（含转板除牌）119家。从趋势上看，受2008年金融危机冲击，导致当年退市家数异常增长，此后，2009-2014年间，港交所退市家数较为平稳，年均15家左右，退市率不足1%，相比其他海外成熟市场年度退市率较低。近三年，港交所退市数量有所增加，到2017年再次达到2008年的高点29家。

上市公司退市数量较少的原因有三个方面的原因。一是上市公司缺少自愿退市的意愿。由于香港证券市场层次中未有类似美国OTCBB、粉单等场外市场，因此这类公司往往在退市后股份缺乏场外流通场所，很难吸引资本参与重组，为数不少的公司最终进入破产清算程序，股份价值归零，投资者利益受到严重侵害。因此，即使丧失持续经营能力，大多数公司仍选择以“仙股”的形式继续留在证券市场，而不愿意退市。二是港交所退市标准中的量化指标偏少。港交所《上市规则》中退市触发条件原则性规定多，数量标准相对偏少。强调对公司主营业务与资产状况持续上市能力的动态监管，而对公司经营结果（例如年度盈利或者亏损）不设量化标准，除非该上市公司财务状况恶化构成对股东利益的严重威胁，如公司出现财政年度资不抵债等情形发生。三是强制性退市实施的阻力较大。相比私有化和被收购，强制退市对于上市股份

持有人来说意味着证券上市价值的归零，因此香港监管部门在退市流程中面临着来自投资者与舆论的巨大压力。现实中，被强制退市的公司大多属于经营状况出现严重问题、陷入重大纠纷或者公司管理层涉嫌严重经济犯罪。

表 10 港交所退市原因统计（2014-2018.11）

退市原因	主板	创业板
根据私有化计划而除牌	19	0
从创业板除牌而转到主板上市	-	50
上市地位按照《上市规则》的除牌程序予以取消	8	5
自愿撤回上市地位	22	1
总计	49	56

数据来源：港交所官网

2014 年到 2018 年 11 月近五年的时间里，港交所主板退市 49 家，其中自愿撤回上市地位的公司 22 家，占退市总数的 45%；因私有化[®]而退市的公司有 19 家，占退市总数的 39%；而因不符合持续上市标准而被强制退市的公司有 8 家，占退市总数的 16%。由此可见，主板市场以自愿退市为主，强制退市相对较少。创业板退市 55 家，其中 50 家转到主板上市，占退市总数的 89%，而被强制退市和自愿撤回上市地位的公司分别为 5 家和 1 家，占退市总数的 9%和 2%。

[®]根据私有化计划而除牌，从 GEM 除牌而转到主板上市，上市地位按照《上市规则》的除牌程序予以取消，自愿撤回上市地位。

自愿退市案例——阿里巴巴私有化。2007年11月6日，阿里巴巴网络有限公司以 B2B 业务作为主体，在香港主板挂牌成功上市，融资 116 亿港元。当时的阿里巴巴身负众多光环。然而上市后，阿里巴巴 B2B 的股价一度表现不佳，自 2009 年三季度开始即一路下滑，至 2012 年 2 月，股价一度跌落至 10 港元不到。2012 年 2 月 21 日，阿里巴巴集团和阿里巴巴网络有限公司联合宣布，阿里巴巴集团向旗下港股上市公司阿里巴巴网络有限公司董事会提出私有化要约，阿里巴巴集团提出以每股 13.5 港元回购上市公司约 26% 的股份，耗资约 190 亿港元。这一回购价格较 2 月 9 日停牌前的最近 60 个交易日的平均收盘价格溢价 60.4%。2012 年 6 月 20 日，阿里巴巴网络有限公司在香港联交所上市地位被撤销，市场瞩目的阿里巴巴私有化落幕。阿里巴巴退市的原因有两个方面，一是由于股价表现不佳，退市前的股价已严重跌破发行价；二是集团战略调整。B2B 不再是公司的核心业务，而 C2C、B2C、支付宝等早已取代了 B2B 的地位，创始人马云希望通过整体上市的方式来重新使阿里再度前行。

强制退市案例——群星纸业。群星纸业于 2007 年年 10 月 2 日在港交所主板上市，是中国最大的装饰原纸制造商，专门生产及销售装饰原纸产品及印刷用纸产品。2010 年，群星纸业全年业绩显示，净利润 3.97 亿元，同比增长 22.7%，营业额为 20.59 亿元，同比增长 34.5%。这份年报遭到了当

时审计师毕马威的质疑，毕马威认为，群星纸业会议记录中有关某些客户和供应商的交易和余额与其取得的信息不一致，某些银行交易的相关会计记录文件可能存在不真实的信息，并因此拒绝就年报发表意见。2011年3月29日起，群星纸业开始停牌。2013年，大股东长星集团被曝出拖欠银行近60亿元贷款，陷入债务危机。同年12月，香港证监会突然对群星纸业展开法律程序，冻结其在香港价值19.68亿港元的资产。这相当于群星纸业2007年在港IPO、2010年新股公开发售及2011年发行认股权证筹资额的总和。此外，群星纸业自刊发2013年年终业绩后，公司一直未遵守基于《上市规则》的财务报告责任，使股东及投资者无法透过财务资料评估其状况。2017年10月，港交所根据《上市规则》第6.01条，以公司或其业务不再适合上市为由，决定启动取消公司上市地位的程序。2017年11月30日，群星纸业正式被除牌。

四、总结与建议

（一）总结

退市制度是资本市场健康发展的基础性制度之一。在成熟资本市场，上市公司退市已成为一种常态化现象，而且，各市场的交易所在决定上市公司退市方面具有较大裁量权和灵活性，退市标准并不局限于上市公司是否违反了持续上市规则。

对比纽约证券交易所、纳斯达克和香港联合交易所的退市机制，可以发现许多共同点。在退市制度方面，一是退市标准多元化。三家交易所设立的退市标准均包括定量标准与定性标准，而且，纽交所与纳斯达克的定量标准分为股东数量、“市值+营业收入”等多套标准，这赋予了交易所较大的裁量权和灵活性，多角度地保证上市公司质量与维护投资者权益。二是退市流程清晰完善，且给予上市公司申诉权利。在退市流程里，三家交易所均设立了退市公司的申诉复核环节，纳斯达克还会给予退市公司宽限期对违反规则的行为进行整改。最大限度地维护了公司的上市资格，也没有滥用退市制度赋予交易所的权限。三是配套的投资者保护制度完备成熟。美国和香港地区均设有严密的法律法规体系、系统的投资者保护机构体系，而且，美国的集体诉讼制度和香港地区的准司法保护也强有力地维护了投资者权益。

在退市原因方面，自愿退市与强制退市的情况都很普遍。在纽交所的退市公司中，约 2/3 为自愿退市，约 1/3 是强制退市。在纳斯达克的退市公司中，自愿退市与强制退市约各占一半。其中，自愿退市原因主要为市值低估、二级市场低迷、上市成本较高等；强制退市原因主要为不能满足流动性指标等持续性上市标准。在港交所的退市公司，自愿退市和转板占到全部退市公司的六成。

在退市规模方面，三家交易所差异较大。在美上市公司

的退市数量较多，但呈下降趋势；港交所的退市规模一直较小。2007年至2017年间，纳斯达克、纽交所的年均退市数量分别达到236家、158家，退市率约为6.9%、8.3%。近两年，两家交易所的退市数量显著下降，2016年，纽交所、纳斯达克的退市公司分别达到181家、244家，但2018年1-10月，纽交所、纳斯达克的退市公司分别降至84家、61家。相比之下，港交所的退市规模一直较小，年均退市公司数仅为19家，退市率稳定在1.1左右%。

（二）建议

1. 设立多维度的退市标准

科创板应设立多维度、全方位的强制退市标准。一是要完善持续性经营指标，目前，A股现有的强制退市标准注重“净利润是否连续三年亏损^①”这一指标，这与当前IPO上市标准中强调净利润等会计指标是一致的，随着科创板上市标准的多元化，也应从“市值+营业收入”、“市值+营业收入+经营性现金流”、持续性净利润等方面设立与上市标准匹配的退市标准。二是完善流动性指标，对于交易不活跃的上市公司给出退市警告，对投资者及时给出风险提示。三是完善合规性指标，除重大违法行为外，对于一些违法违规经营行为，也应对相关上市公司及时按照退市标准强制退市。

^① 具体是指“连续三年亏损则暂停上市，连续四年亏损则终止上市”，这一标准适用于主板、中小板和创业板三个板块。

2.设立严格的退市程序

科创板应设立严谨规范的退市决策程序和退市实施程序。一是要设置退市委员会决策机制，对上市公司行为是否严重影响上市地位、是否应当对其实施重大违法退市进行审议，做出独立的专业判断并形成审核意见。明确相关审议决定，如审议期限、做出退市决定等环节的期限。二是要给予当事人合理的救济途径和救济手段，主要是即将退市的上市公司申请听证、书面陈述和申辩、要求复核等权利，维护其正当的程序保障权利，保障当事人的基本权利。三是要明确退市过程中的重要相关环节，即停牌、退市风险警示、暂停上市和终止上市等。

3.健全投资者保护制度

应加强科创板公司退市过程中的投资者保护力度。一是要设置周密有效的投资者保护机制。构建体系化的中小投资者损害赔偿救济制度与赔偿基金，当出现退市事件时，在保障范围内给予其投资者一定的补偿，以减少投资者因此受到的经济损失。二是完善配套法律制度，如果投资者对已有措施仍不满意，也可寻求法律保护来维护自己的权益。长远来看，将扰乱市场秩序、业绩指标持续恶化的公司清出市场，净化市场环境，健全市场优胜劣汰机制，促使公司规范经营，真正提升上市公司质量，才是维护投资者权益的治本之策。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
