

从“重大违法行为”条款浅思 退市制度顶层设计*

邓子欣**

摘要:自“公司有重大违法行为”作为暂停、终止上市条件写入 1994 年颁行的《公司法》迄今的 19 年间,因违法行为情节严重、性质恶劣而遭到有权机关严厉查处的上市公司并非寥寥。此间,暂停、终止上市的决定权从国务院证券监督管理机构逐步移交至证券交易所,但无论是证监会还是交易所均从未因公司存在重大违法行为而作出过暂停或终止其股票上市的决定,“重大违法行为”条款在一定程度上成为了“纸面法律”。文章结合具体案例,从退市制度价值理念、立法背景、语言及配套衔接等方面探究该条款被“束之高阁”的原因,并横向比较香港证券市场的退市立法,在引发思考的同时提出完善之浅见。

关键词:“重大违法行为”条款 退市标准 退市制度理念与功能

* 本文仅代表作者个人观点,与作者所在单位无关。

** 深圳证券交易所法律部员工。

一、对退市制度中“重大违法行为”条款的立法追溯

(一)1994年《公司法》首次予以明确及其局限

1. 1994年《公司法》第157条、158条规定

1994年7月1日颁行的我国第一部《公司法》首次从法律层面规定了退市标准和退市决定权,填补了资本市场建立初期上市公司退市法律制度的空白。“公司有重大违法行为”被作为暂停、终止上市条件写入法律也开始于此。根据该法第157条的规定,^[1]公司有重大违法行为的,由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市。紧接其后关于终止上市的第158条^[2]则明确,上市公司重大违法行为经查实后果严重的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。

2. 立法不足及其原因

第157、158条虽然提出如公司发生重大违法行为,可能经暂停上市→查实→后果严重→终止上市这一程序,为有权机关作出暂停或退市决定提供了法定依据和基本轮廓,但由于缺少对判断诸如“重大”、“后果严重”等关键概念的标准,亦无对查实判断主体的列举说明,存在过于原则而语义模糊、行政管制色彩浓厚的不足,这与当时立法背景与立法思想的局限不无关系。

(1) 退市制度在当时未能引起监管层的足够关注

有别于境外成熟市场,我国的资本市场伴随计划经济向市场经济的转轨逐步形成,上市平台在发展初期主要的功能定位在于配合国有

[1] 《公司法》第157条规定了暂停上市条件:“上市公司有下列情形之一的,由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市:(一)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;(二)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;(三)公司有重大违法行为;(四)公司最近3年连续亏损。”

[2] 第158条是关于终止上市条件的规定:“上市公司有前条第(二)项、第(三)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(一)项、第(四)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、被行政部门依法责令关闭或者宣告破产的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。”

大中型企业股份制试点改革,为其筹融资和建立现代产权结构提供便利。在“服务国有”路径下,在无现成经验借鉴的摸着石头过河的探索中,退市制度在初期并未受到政府的重视,细节考量不足并不难理解。

(2)对上市公司监管的实践经验积累不足

虽然市场早期的混乱和无序已引发政府对社会稳定的担忧,并决心对股市各方加强调控,但在《公司法》研究制定的1992年、1993年,刚刚起步的上市平台还未能发挥优胜劣汰的筛选功能,公司退市问题也暂未显现,在缺乏足够理论积淀和实践指导下出台的退市条款也自然无法根据市场监管需求和经验而有所细化。

(3)发行上市由行政权力主导

在当时,发行上市是政府授予企业的行政“特权”,施行政府分配上市名额的“额度制”和“审批制”。也因此,退出上市平台成为政府为维护其制度权威,震慑重大违法行为的补充手段。

(二)1999年、2006年《证券法》予以沿用

1994年《公司法》颁行后至1999年《证券法》出台、2006年《证券法》修订的两个阶段,证券市场在发展中不断为退市制度及其“重大违法行为”条款提供着检视、反思的契机和完善的素材,可以说导致1994年《公司法》立法局限的原因在逐步消弭。但可惜的是,1999年《证券法》第49条只是将暂停上市、终止上市的规定引回了1994年《公司法》,“上市公司丧失公司法规定的上市条件的,其股票依法暂停上市或者终止上市”。2006年《证券法》虽将作出暂停上市、终止上市决定的权力从法律上直接赋予交易所,并授权交易所一定的退市标准的制定权^[3],但在其第55条关于暂停上市的规定中,仍只是对1994年《公司法》予以重复,“上市公司有下列情形之一的,由证券交易所决定暂停其股票上市交易(三)公司有重大违法行为”;而第56条则取消了有关重大违法行为查实后果严重予以终止上市的规定。

2001~2003年,证监会围绕1994年《公司法》关于“公司最近3年

[3] 2006年《证券法》第55条“上市公司有下列情形之一的,由证券交易所决定暂停其股票上市交易(五)证券交易所上市规则规定的其他情形”。第56条“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(五)证券交易所上市规则规定的其他情形”。

连续亏损”的暂停上市标准出台了三部办法,针对连续亏损上市公司的暂停上市、恢复上市和终止上市问题作出了详细、有操作性的规定。但关于“重大违法行为”条款的解释或实施细则一直没被提上日程。

(三)交易所《股票上市规则》予以沿袭

1998年1月1日,沪深交易所分别发布实施了第一部《股票上市规则》,并在2000年至2012年对其进行了七次修订。每一次都在法律授权范围内、在上位法奠定的基础框架下,对退市标准和程序作出检讨、细化和修改,退市标准日趋多元、退市程序、期限日渐清晰。但“重大违法行为”条款则一直重复着上位法相关规定而存在。

二、反思“重大违法行为”条款置于退市制度顶层设计的欠妥之处

自1994年“公司有重大违法行为”写入退市法律制度至今的近二十年间,无论是根据适用法律享有暂停、终止上市权的国务院证券管理部门还是证券交易所均未根据该条款作出过影响公司股票上市地位的决定。从2001年4月PT水仙被终止上市、我国资本市场淘汰第一家应予退市的公司起,共有83家公司退出沪深交易所,其中非因吸收合并等主动退市原因被强制退市的50家,多由于出现连续亏损。

多年来,上市公司因从事性质恶劣、严重损害市场秩序和投资者合法权益的违法行为而被行政、司法机关严厉查处的案件并不鲜见:从欺诈发行股票的红光实业、大庆联谊、绿大地和万福生科,到提供虚假财务报告的银广夏、东方电子、蓝田股份,再到虚报注册资本、违规披露重要信息的科龙电器,“重大违法行为”条款从未落下“雨点”。法律存在的价值在于实施,只有通过法的实施,法律规范才能得以实现,无法落实、不被落实、欠缺执行力的法律条文也就失去了其存在的意义和必要性。反观该条款之所以被“束之高阁”成为“空文”,原因可大致归结于以下几个方面:

(一) 偏离退市制度价值理念,不当承载对“重大违法行为”的惩戒功能

1. 退市制度概念及功能

退市是指上市公司或其证券不符合交易所的持续上市条件或者经上市公司主动申请,而导致该证券被暂停或者取消上市资格。退市制度的功能主要有四:第一,促使市场资源由低效劣质公司向高效优质公司流动,优化资源配置;第二,督促上市公司完善内部治理、规范运作、诚信守法;第三,防范和化解市场风险,净化市场环境,促进市场稳健运行和吐故纳新;第四,培养成熟、理性的投资者。

退市制度构建和运作应当致力维护一个公平、公正、公开、有序的市场和保护投资者的合法权益。

2. 立于退市制度的价值理念对“重大违法行为”条款的探讨

退市制度要达致前述的功能目标,无疑将在其运转中淘汰不合格的劣质上市公司,保持和提高证券市场的总体质量。上市公司的“劣”有多种表现形式,可能是公司财务指标不佳、缺乏持续经营能力;可能是公司内部治理结构不健全、内部控制不规范;可能是股票缺乏流动性、不获社会公众认可,或缺少一个“公开的市场”^[4]、不具备交易必要性;也有可能公司背信弃义、缺乏对上市协议或规则的敬畏和尊重。但要以“违法”作为交易所“逐劣”程序启动的触发指标,应当厘清以下三点:

(1)“驱劣”、“逐劣”在本质上应是一种市场化的运作机制,不是一种纪律处分的手段,不具备也不应具备认定、惩处“重大违法行为”的功能。相应的追责追诉之任应归属于行政司法机关。

(2)退市制度作为市场内生的清理机制,应当以上市协议和市场规则为主要运作依据,与市场组织者的职能相匹配。也即“违法”中的“法”应当是交易所根据市场组织、监管的需要而制定出台的业务规则。

[4] 联交所明确将“公众持股比例”作为上市、持续上市以及退市标准之一。根据《上市规则》第六章,第6.01条的规定,当联交所认为上市公司“公众人士所持有的证券数量不足”时,可随时暂停其证券的买卖或将其证券除牌。在如何判断数量不足这一问题上,联交所则是沿用了《上市规则》第八章“上市资格”中对上市证券存在一定的公开性的标准,即“无论何时,发行人已发行股本总额必须至少有25%由公众人士持有”,以保证寻求上市的证券“有一个公开市场”。

(3)设立“违规退市”指标的主要目的在于督促上市公司诚信经营、遵规守法;作为威慑手段促使违规上市公司停止违规行为、积极整改、消除不良影响;淘汰缺乏诚信意识、守法意识淡薄的劣质上市公司。而非“纪律处分”或是“执法司法”所承载的查处、追责、惩戒之效能。在启动相应程序时,应充分平衡保护投资者利益与维护市场秩序两个方面的需求,非到必要不轻易采取,避免“驱劣”成本不当转嫁投资者。

在法律层面直接将“重大违法行为”列明为影响公司股票上市地位的标准,在一定程度上使“退市”承载了本应由有权机关担负的裁判惩治之责,也违背了退市市场化的应有之义。

3.“重大违法行为”条款或可能与保护投资者利益的初衷背道而驰

由于重大违法行为的发生往往由于公司治理机构存在严重缺陷,沦为少数股东牟利敛财的工具,绿大地、万福生科的欺诈行为便是由公司的时任董事长和实际控制人一手策划。且因为退市制度并无追责之能,如单纯以“重大违法行为”的有无来判定是否维持公司股票上市地位或致投资者丧失交易机会,不当转嫁公司及少数责任人的违法犯罪的成本。

绿大地上市前后财务造假一案的查处结案历时三年,公司自2012年6月起对其“股票可能存在因重大违法行为导致暂停上市的风险”进行提示。此间,公司积极采取一系列措施努力消除重大违法行为对公司的影响,包括恢复生产经营,变更控股股东,控股股东同时就案件可能导致的民事赔偿责任作出代偿承诺,涉案人员全部离开公司,等等。公司股票的上市地位并未因重大违法行为受到影响,投资者的交易机会得以保全。在违法责任已被追究,行为影响基本消除,公司经营逐步走向正轨的情况下,如果仍暂停或终止公司股票的上市地位,非但无益于净化市场环境,还“惩罚”了投资者。

综上,无论重大违法行为发生在上市前案发上市后,还是实施于上市后,违法事实一旦被认定,“惩恶”的职责应当主要交由民事、行政甚至是刑事责任的追究机制,而将是否维持上市地位的判断交还给市场及市场的自律监管组织。此种方式一方面有利于发挥行政司法机关查处追责之权能和优势;另一方面给予了投资者必要的用脚投票的机会,

让公司违法行为结果有效传导至其股票价值当中,为市场自发调节功能的行使留出空间。而交易所作为市场组织者,除了依据市场化指标作出退市决定之外,也应当保留为保护投资者合法权益、维护市场秩序决定是否“驱劣”的自律监管权力。在公司不配合整改,怠于消除行为影响,或是不吸取教训、屡次发生违反“游戏规则”行为时对其股票的上市地位作出暂停、终止的决定。

(二)表述过于原则宽泛,不具备可行性

除了承载不应担负的“惩罚”违背上位法行为的功能而导致无力发挥实效外,“重大违法行为”表述本身的宽泛和原则,在认定主体、标准、程序等细节规定上的缺位,也导致了其落实执行难的问题。

比如“法”的范围是什么,是否包括行政规章、规范性文件和自律规则,是仅指金融经济领域的违法行为,还是覆盖所有法律部门?什么程度、何种类型的违法行为可以被认定为“重大”?实施暂停上市的时点应如何确定?如何考量重大违法行为对上市公司的影响得到控制或消除的因素?对重大违法行为发生的时点是否有要求,发生在上市前发现在上市后是否符合标准?有权作出认定的主体为谁?如何保证认定结果的客观公正,如果对违法行为的认定存在分歧如何解决等都有待进一步解答。而交易所作为市场自律监管组织,虽有权作出暂停、终止上市的决定,却无权对该条款予以解释,只能在《上市规则》中机械援引,^[5]使该条款在实践中并不具备可操作性。

(三)一定程度上反映、内化于法律其他条款和交易所业务规则,缺乏必要性

《证券法》、《股票上市规则》在关于暂停、终止上市的标准中,以维护“三公”为目标,以违法行为结果是否对公司存续于市场造成实质阻碍为关注点,围绕特定类别违法行为作出了有针对性的规定,在一定程度上已反映并内化了“重大违法行为”这个外延宽泛、兜底性质的条款,对违法行为的覆盖面较广也突出了监管执法重点。

[5] 《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》第14.1.1条“上市公司出现下列情形之一的,本所有权决定暂停其股票上市交易:……(九)公司有重大违法行为。”《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2012年修订)》第13.1.1条“上市公司出现下列情形之一的,本所有权决定暂停其股票上市交易:……(十)公司有重大违法行为。”

1. 不按规定公开财务状况或者作虚假记载

财务状况作为反映上市公司持续经营能力和内在价值的直观指标,是投资者行使股东权利和作出投资决策的主要依据。有鉴于此,2006年《证券法》延续1994年《公司法》将“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”作为暂停上市指标,明确对拒绝纠正者有权予以终止上市。《股票上市规则》则通过“因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载,被中国证监会责令改正但未在期限内改正”;及“未按规定披露定期报告”的退市条款对《证券法》予以贯彻落实,明确对公司财务状况的真实性和透明度提出要求。

2009年12月,*ST本实B因内部治理混乱、不按时披露年报被深交所作出终止上市决定;2007年5月,S*ST国瓷因连续三年亏损,且未按期披露2006年年度报告被上交所终止上市;2006年3月,*ST花雕因未披露2005年半年报被暂停上市,两个月后因仍未披露而被下令退出沪市。

2. 对财务数据虚假记载进行追溯重述,导致连续亏损

《股票上市规则》还通过“因财务会计报告存在虚假记载对以前年度财务会计报告进行追溯重述导致连续亏损、或者净资产为负”的暂停、终止上市规定,补充细化了上位法关于“财务报告造假”及“最近三年(四年)连续亏损”的退市指标,以违法行为结果对公司持续经营能力的影响而非违法状态本身作为判断标准,增强了可操作性。

*ST炎黄因2003、2004、2005年连续三年亏损,自2006年5月暂停上市。后公司依据显示盈利的2006年年报向深交所提出恢复上市申请。但据证监会认定,公司2006年转亏为盈系通过虚增利润等违法行为达成。深交所于2012年年底作出终止*ST炎黄上市的决定,依据为公司“三年连续亏损被暂停上市,且暂停上市后首个会计年度仍出现亏损”。在万福生科欺诈发行一案中,证监会认定万福生科在招股说明书、上市后定期报告存在虚假记载,涉嫌欺诈发行和信息披露违法,下达行政处罚处罚事先告知书。后公司公告称,如果按照证监会认定的虚增数额进行追溯调整,公司可能面临暂停上市的风险。

3. 因同时违反交易所规则规定而多次受到交易所公开谴责

根据《证券法》交易所上市规则订立退市标准的授权,深交所针对

中小板、创业板上市公司设置了“在最近三十六个月内累计受到交易所三次公开谴责”的指标,同时出台相应的《公开谴责标准》,对涉及“信息披露”和“规范运作”的违规行为予以重点规范。

在万福生科一案中,在行政处罚和移送司法之外,公司也因2008年至2012年上半年财务数据存在虚假记载和重大遗漏构成对《上市规则》关于信息披露规定的违反,分别于2012年11月、2013年3月受到深交所两次公开谴责处分。公司提示风险称,若公司在三十六个月内(2012年11月~2015年11月)因其他原因,再次受到公开谴责,可能存在股票被终止上市的风险。目前公司股票的上市地位暂未受到影响。

综上,《证券法》有关条款以及《股票上市规则》的细化规定已在信息披露、规范运作和持续盈利能力等方面,围绕上市公司可能对证券市场秩序、投资者合法权益产生直接影响的违法行为设置了相应的退市标准和程序,因而“重大违法行为”条款已可能通过其他暂停、终止条件的触发而影响公司股票的上市地位,弱化了将其写入法律规则的必要性。

(四) 无法与终止上市等程序相衔接,有损于规则逻辑、体例的连贯性

1994年《公司法》和1999年《证券法》都在关于终止上市的规定中,原则性的对因发生“重大违法行为”而被暂停上市公司的后续处置作出了规定,即“经查实后果严重的”被终止上市。但2006年《证券法》则取消了此项规定,公司重大违法行为如对市场造成严重影响是否属于可被终止上市的情形,不再具有法律上的确定性。《股票上市规则》由于对该条款只能予以机械性的引用,也只在“暂停上市”章节照搬了表述,而在退市风险警示、恢复上市、终止上市等暂停前后的程序中都未有涉及,导致了“重大违法行为”在退市制度中成为了一个孤立条文,难以与其他条款保持逻辑上的连贯统一,更难以适用和执行。

三、香港证券市场退市制度的构建

(一) 香港市场的退市法律制度框架

1. 《证券及期货条例》授权交易所订立暂停交易、取消上市的规则在香港,香港交易所拥有并运营香港唯一的股票交易所,并在香港

证监会的监督下对上市发行人履行一线监管职责,享有作出暂停证券买卖或除牌的决定权。

依据《证券及期货条例》第23条^[6]的授权,香港交易所可就其市场上市的证券“取消上市及撤回上市以及该等证券暂停交易及恢复交易”订立规章。但相关规则须根据《条例》第24条^[7]的规定报香港证监会书面批准。此外,根据该《条例》第36条^[8]的规定,香港证监会也可订立条文,在认为有需要时,取消证券的上市。《条例》并没有直接对退市标准、程序作出规定。

2. 香港交易所《主板上市规则》对退市的具体规定

从《主板上市规则》第六章关于“停牌、除牌及撤回上市”^[9]的规定可看出,港交所的退市指标重点关注公司的持续经营能力,除公众持股比例外并未设定严格的量化标准。同样强调上市公司应当遵守规则,完善公司治理、履行信息披露义务,从而维持持续上市地位;并保留

[6] 香港《证券与期货条例》第23条,“认可交易所订立规章”(2)在不局限于前款一般性的原则下,可营办证券市场的交易所可就以下事宜订立规章——(a)证券上市的申请,以及在证券上市前须符合的规定;(c)在该交易所营办的认可证券市场上市的证券取消上市及撤回上市以及该等证券暂停交易及恢复交易。

[7] 香港《证券与期货条例》第24条,“批准交易所规章或对该等规章的修订”(1)交易所的规章或对该等规章的修订须获证监会书面批准,否则不具效力。

[8] 香港《证券及期货条例》第36条“证监会订立规则”(1)在不损害第398(7)及(8)条的原则下,证监会可就以下事宜订立规则:(a)证券的上市,尤其是——订定条文,在该会所订的上市规定或关于(e)段提述的承诺的规定不获遵从时,或在该会认为有需要取消某指明证券的上市在香港维持一个有秩序的市场时,取消该证券的上市。

[9] 香港交易所《主板上市规则》第6.01条规定:交易所在批准发行人上市时必附带如下条件:如交易所认为有必要保障投资者或维护一个有秩序的市场,则无论是否应发行人的要求,本交易所均可在其认为适当的情况及条件下,随时暂停任何证券的买卖或将任何证券除牌。在下列情况下,交易所亦可采取上述行动:(1)发行人未能遵守交易所的上市规则,而交易所认为情况严重者;(2)交易所认为公众人士所持有的证券数量不足(第8.08(1)条规定:无论何时,发行人已发行股本总额必须至少有25%由公众人士持有);(3)交易所认为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(参照《主板上市规则》第13.24条);(4)交易所认为发行人或其业务不再适合上市。第6.10条规定:如交易所认为一名发行人或其业务不再适合上市,本交易所将刊登公告,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导致其不适合上市的事项做出补救。交易所如认为适当,将暂停发行人证券的买卖。如发行人未能于公告所载的限期内对该等事项做出补救,本交易所可将其除牌。

了违规退市的自由裁量权,而对于“违规”中的“规”则限定在了“上市规则”,并明确了交易所系认定情况是否严重的有权机构:“如交易所认为有必要保障投资者或维护一个有秩序的市场,可在其认为适当的情况及条件下,随时暂停任何证券的买卖或将任何证券除牌。在下列情况下,交易所亦可采取上述行动:(1)发行人未能遵守交易所的上市规则,而交易所认为情况严重者;……”

(二)从洪良国际一案看香港退市法律制度的特点

1. 事件经过

2009年12月,台资企业洪良国际在香港联交所上市,三个月后被香港证监会指控招股过程中涉嫌财务造假并诉至香港高等法院。2012年6月20日洪良国际于庭上签署“同意事实陈述书”,承认其招股章程中加载了虚假及具有误导性的数据,结果诱使投资者买入股份。据此,香港高等法院命令洪良国际向所有公众股东提出回购公司股票的建议,其通过上市所募集的10余亿资金将近乎全数返还投资者。后因回购后公众持股量占比0.42%,不符合香港上市规则,联交所决定取消公司上市地位,目前取消上市决定仍在复核程序。

2. 简要评议

洪良国际的造假行为发生在公司上市前所刊发的招股章程中,被揭发于上市后。虽如以洪良国际的真实条件,将无法达到港交所的上市标准,但由于不涉及对《主板上市规则》的直接违反,针对洪良国际的执法程序由香港证监会依据《证券及期货条例》关于虚假陈述认定和强制令申请的规定全权主导。此间,港交所因应证监会要求对洪良国际股票实施停牌处理,将违法事实和行为定格。后因回购股份导致公众持股量低于《主板上市规则》25%的最低要求,才发起取消上市程序。

《证券及期货条例》关于制定退市标准的授权,港交所在具体退市规定对于违规认定主体和规则范围的说明,首先,保障了香港证监会和交易所在证券市场监管执法过程中能够定位清晰、分工明确、各司其职、发挥各自优势提高案件处理效率,确保证券市场各层级法律规则的有效落实。其次,在切实追责、发挥处理结果警示效用同时,充分保障了公众投资者的合法权益,通过及时、快速的民事返还最大限度

地减少投资者损失;再者,洪良国际最后因公众持股不符合既定要求,无法保证该证券有一个相对公开的市场,不至于被公司内部人、关联人所全权掌控而进入除牌程序,发挥出市场化退市机制运作的优胜劣汰功能。

四、对退市制度顶层设计的建议

(一) 建议取消《证券法》中关于退市标准的规定

鉴于2006年《证券法》已明确将暂停上市、终止上市的决定权授予交易所,且将公司股票在交易所上市看成是一种契约行为,^[10]相关标准和程序的设置在本质上也应属于交易所履行自律监管职责的自治范畴,法律不宜再对此作出具体规定,一来有损退市审核决定权的完整性,二来不利于交易所根据多层次资本建设的需要,作出差异化、多元化的安排。此外,法律规定的退市条件过于刚性、原则,实践中交易所难以对法律条文作出正式解释,适用中容易引发争议。再者规则需要适时的回应市场需求,而法律的修订周期长,在《证券法》中规定退市指标不便于证券交易所根据实际情况和的需要作出调整。因此建议《证券法》取消“重大违法行为”等关于暂停、终止上市标准的规定,全权授权交易所在其上市规则中予以明确规范。

(二) 建议在《股票上市规则》中补充违规情节严重予以退市的条款

在香港市场,根据联交所发布的《执行〈上市规则〉的策略》的介绍,视乎违规行为的类别,联交所可作出严厉程度不同的回应,公开谴责、公开批评等纪律制裁只是众多可采取的回之一。如认为有需要保障或补救行动时,就会采取其他非纪律性的处理方法,包括停牌或(在特殊情况下)取消发行人证券上市地位,以维护市场秩序。如上市公司披露不足或未能遵守上市持续责任情况非常严重,致暂停其证券

[10] 2006年《证券法》第48条:“申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意,并由双方签订上市协议。”

的买卖理据充分,则在这种情况下联交所可能会将上市公司停牌。2005年联交所《就有关〈持续上市准则及相关事宜之咨询〉的回应声明》这样提到,“有些回应者认为,要评估个别发行人的证券是否适合继续在交易所上市,单靠一套纯粹以若干和数量上的量度或规定为基础的持续上市标准并不足够。他们认为,容许交易所有关事宜上作某种程度的酌情考虑,对上市发行人及对市场均有益处”。《回应声明》还提出“专注检讨并按规定严肃处理那些在合规事宜,包括内部监控及财务汇报方面,呈现严重问题的公司。”

既然上市公司在上市时与交易所签订了上市协议,同意接受交易所的监管并遵守交易所规则。建议在上位法取消退市标准规定的基础上,借鉴港交所^[11]《上市规则》引入“上市公司未能遵守交易所的上市规则,而交易所认为情况严重者”可予以终止上市的条款,在纪律处分措施之外,敦促上市公司切实遵守交易所相关业务规则的规定,毕竟上市是有成本的,也能够为公司的融资及并购提供便利,公司一般不愿离开。同时提示风险、细化一系列前置程序,以此条款作为要求违规上市公司停止侵害行为、及时提出并落实整改补救措施的威慑手段,并作为淘汰缺乏诚信守规意识公司的最后方式,在保障投资者合法权益和必要交易机会的同时,避免风险积聚,维护市场的稳健运行。

[11] 日本的主要交易所以及台交所也均将“(重大)违反上市契约规定”作为退市标准。