

面值退市過程中縮股減資行為研究

張弋義 曲超彥¹

摘 要：面值退市是指證券交易所對股票價格低於面值的上市公司作出終止其上市決定的制度現象。作為強制退市的一種常見類型，面值退市制度在域外成熟資本市場已行之有年。近年來，面值退市在我國證券市場呈現出高頻、多發的態勢，如何看待上市公司面對退市時的自救行動，如何評估其自救舉措的合法性與合理性，不僅關係到實施面值退市制度的正當性基礎，也是牽涉我國退市制度之權威性的大問題。縮股減資的法律實質是公司的團體性自治行為，經濟實質是所有權權益帳戶的內部調整，可以作為上市公司實施股價自救的一項舉措。但是，縮股減資的拓展適用必須考慮我國長期“重題材炒作，輕價值投資”的市場環境，盡力抑制上市公司利用縮股減資進行炒作、套利的行為，尤其要防止績差股進行制度套利、逃避退市懲戒。唯有如此，方可實現法律適用的統一性和權威性，求得公司法與證券法保護之法益的價值平衡。

關鍵字：面值退市；股價自救；縮股減資；退市救濟

¹ 作者簡介：張弋義，法學博士，經濟學博士後，深圳職業技術大學經濟學院講師。

通訊作者：曲超彥，法學博士，深圳職業技術大學經濟學院講師。

專案資助：深圳職業技術大學新引進高層次人才科研啟動專案“高等職業教育高質量發展的法治保障與優化路徑研究”；深圳職業技術大學教育教學改革研究與實踐專案“高職院校課程思政建設的理論反思及標準取向——以法學類專業為樣本的研究”；深圳市南山區博士後出站後期資助專案(1022-6023271003S1)“職業教育高質量發展的法治保障”。

Research on Stock Contraction and Capital Reduction in the Process of Face Value Delisting

Abstract: The “Face value delisting” refers to the regulatory phenomenon where a stock exchange decides to terminate the listing of a company’s stock when its price falls below its par value. As a common type of compulsory delisting, face value delisting has a longstanding history of practice in mature capital markets abroad.

In recent years, face value delisting has become increasingly frequent in China’s securities market. Assessing the self-rescue actions undertaken by listed companies facing delisting, and evaluating the legality and reasonableness of such actions, concern not only the fundamental justification of the whole delisting system, but also the authority of delisting regulations of China. The legal essence of the stock contraction and capital reduction is the exercise of the corporate autonomy, while the economical essence of such is an internal adjustment of among shareholders’ accounts. This mechanism is able to serve as a means for listed companies to rescue their stock prices. However, “emphasis on ‘theme speculation’ while neglect value investment” is a deep-rooted chronic disease of Chinese capital market, which has to be well considered when expanding stock contraction and capital reduction in its application. Efforts should also be made to restrain listed company to earn profit from speculation and arbitrage through stock contraction and capital reduction, particularly to prevent poorly performing companies from engaging in regulatory arbitrage or evading delisting sanctions. By doing so, consistency and authority in application of laws could be achieved, and legal interests protected by company law and the laws of securities would be balanced.

2019 年，中國證監會在北京召開了全面深化資本市場改革工作座談會，會議提出了當前及今後一個時期內全面深化資本市場改革的 12 個方面重點任務（以下簡稱“深改 12 條”），其中之一就是“切實把好入口和出口兩道關”，“大力推動上市公司提高品質”，“充分發揮資本市場並購重組主管道作用，暢通多元化退市管道，促進上市公司優勝劣汰”。退市制度作為資本市場的一項基礎性制度，發揮著促使劣質公司出清、增強市場價格發現功能、清理資本市場“池塘淤泥”（以淨化市場環境）的作用，是實現上市公司優勝劣汰、落實“深改 12 條”的主要抓手和著力點。

面值退市作為強制退市的一種類型，近年來呈現出高頻、多發的態勢，已經成為我國證券市場上不容忽視的一種制度現象。所謂面值退市是指證券交易所對股票價格低於股票面值的上市公司作出終止其上市決定的一種退市類型。面值退市反映的是投資者用腳投票，借助價格彰顯價值，是市場篩選機制下的必然結果。

在面值退市加速市場出清的過程中，證券監管如何既能借助退市制度實現市場優勝劣汰，又能在退市過程中給予適格的上市公司以自救選擇權、避免“一刀切”，這考驗著證券監管者的立法智慧。縮股減資的法律實質是一種形式減資，是公司的團體性自治行為。其經濟實質是所有者權益帳戶的內部調整，並不對公司的償債能力產生任何影響。從域外實踐來看，縮股減資可以作為上市公司實施股價自救的一項市場舉措。然而，縮股減資所帶來的伴生影響，尤其是對證券市場帶來的消極效應卻不可不察。是故，未來縮股減資這種方式是否合法以及是否應當為我國證券交易所和法律所接受，這些問題值得我們研究。

一、面值退市常態化：中國證券市場面值退市的實施狀況

（一）面值退市占中國證券市場強制退市案例的比重統計

自 2001 年我國證券市場第一只強制退市股“PT 水仙”退市以來，強制退市制度已施行接近 20 年，根據滬深證券交易所發佈的公開數據，本文統計了 2001 年至 2023 年²間我國兩大市場強制退市案例的原因和數量，如下表所示：

表 1：2001-2023 年中國兩大市場強制退市的原因統計³

交易所	強制退市之原因	總計	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2009	2014
上海證券交易所	財務類強制退市	53	1	1	2	3	6	1	4		1
	暫停上市後未披露	4						3		1	
	強制退市之原因	總計	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	財務類強制退市	見上	1	1		2	1	1	5	18	5
	股票面值低於 1 元	16					2	2	4		8
	重大違法	2									2
	其他原因	2		1	1						
深圳證券交易所	強制退市之原因	總計	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2013	2015
	財務類強制退市	73	2	6	2	5	5	1	2	2	2
	強制退市之原因	總計	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
	財務類強制退市	見上	1	1	1	3	2	23	15		
	暫停上市後未披露	1			1						
	股票面值低於 1 元	25		1	4	5	2	1	12		
	重大違法	6			3			1	2		

资料来源：根据上海证券交易所、深圳证券交易所公开信息整理

2 2023 年的統計數據截至 2023 年 12 月 31 日。

3 表格中未列出的年份是沒有發生強制退市案例的年份，據統計，上海證券交易所在 2008、2009、2010、2011、2012、2013、2017 年 7 個年份中沒有發生強制退市；深圳證券交易所在 2008、2009、2010、2011、2012、2014、2016 年 7 個年份中沒有發生強制退市。

從上表可以看出，除去吸收合併、私有化、證券置換、轉板上市等主動退市的案例外，二十年裏兩市一共發生了 182 起強制退市，“財務類強制退市”是最主要退市原因，因“股票面值低於 1 元”的面值退市則在近三年頻繁發生。自 2018 年發生第一起面值退市以來，2021、2022 和 2023 年又分別發生了 6 起、1 起和 20 起，占當年強制退市案例的比重由 46.15%（共 13 起強制退市）上升至 45.45%（共 44 起強制退市）。可見，作為一種較新的強制退市類型，面值退市呈現出高頻、多發的態勢，值得予以充分關注。

（二）面值退市占美國證券市場強制退市案例的比重統計

面值退市也是其他國家證券市場強制退市的重要類型。例如根據美國學者的研究，1999 年至 2004 年期間，股票價格低於 1 美元（一般面值）的退市案例分別占到了美國紐約證券交易所和納斯達克兩大交易市場全部強制退市案例的 43.4%（139 例）和 48.0%（771 例）：

表 2：1999-2004 年美國兩大市場非自願退市的原因統計

交易所	非自願退市之原因	總計	1999	2000	2001	2002	2003	2004
紐約證券交易所	總計	320	50	61	65	63	63	18
	價格低於 1 美元	139	6	28	46	43	11	5
	市值低於最低限額	184	25	44	50	44	12	9
	破產或財務重組	86	13	19	19	22	8	5
	違反上市規定	12	3	1	3	1	1	3
	有形資產淨值或淨收入低於最低限額	21	21	0	0	0	0	0
	其他原因	15	3	2	2	4	2	2
納斯達克	總計	1607	440	240	390	280	193	64
	價格低於 1 美元	771	257	97	218	109	83	7
	市值低於最低限額	129	0	4	3	8	95	19
	破產或財務重組	229	31	36	79	48	19	16
	違反上市規定	196	40	31	53	32	25	15
	有形資產淨值或淨收入低於最低限額	637	190	95	138	133	65	16
	公眾持股人數不足	183	93	31	54	0	5	0
	公共利益問題	167	28	29	71	17	13	9
	做市商數量不足	78	40	15	23	0	0	0
	其他原因	194	57	26	34	11	56	10

资料来源：Jonathan Macey, Maureen O’Hara, David Pompilio, Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process, The Journal of Law & Economics, November, 2008.

（三）中國證券市場面值退市實證分析

隨著我國股票發行上市、退市等基礎制度改革進程的加快，面值退市日趨常態化已經成為了我國證券市場的階段性特徵之一。深入分析我國面值退市典型案例發生的原因及上市公司的自救措施，歸納提煉我國證券市場面值退市案例的基本特徵，對於完善我國的面

值退市制度、推進資本市場改革開放和高質量發展具有重要意義。

1. 中國證券市場面值退市第一股“中弘退”

中弘退全稱為中弘控股股份有限公司，是一家成立於 2001 年、主營業務為房地產開發及銷售的房地產公司。中弘退的退市肇始於 2017 年底，彼時由於北京市的商辦政策出現調整，導致大量退房，中弘退的日常經營遭受重創、業績大幅下滑。⁴ 為扭轉經營困境、提振股價，中弘退進行了一系列“自救”行動。2018 年 2 月 14 日，中弘退控股股東中弘卓業集團有限公司（下稱“中弘卓業”）與深圳港橋股權投資基金管理有限公司簽署《重組框架協議》，擬通過港橋公司設立一支私募股權基金，定向募集 130 億元對中弘卓業進行重組。兩個月後，重組取消。6 月 29 日，控股股東中弘卓業與新疆佳龍旅遊發展股份有限公司簽訂《股份轉讓框架性協議》，擬將其所持有的全部中弘股份股權（占中弘股份總股本的 26.55%）轉讓給後者，謀求再次重組。受此影響，原本股價已處於 1 元上下徘徊的中弘股份於隨後的兩個交易日連續漲停，暫時擺脫了面值退市的風險。8 月 27 日，中弘股份公告稱，經協商一致，中弘卓業與新疆佳龍的股份轉讓終止。同日，中弘卓業與加多寶集團有限公司及深圳前海銀誼資本有限公司簽署《債務重組及經營託管協議》，尋求第三次債務重組。然而，第三次重組也因加多寶公司出面澄清並未簽署上述協議而宣告終止。

2018 年 11 月 8 日，中弘股份連續 20 個交易日收盤價均低於 1 元，深圳證券交易所作出《關於中弘控股股份有限公司股票終止上市的決定》（深證上[2018]540 號），決定終止該股票上市。2018 年 12 月 28 日，中弘股份被深圳證券交易所摘牌，成為我國證券市場首家因股票面值低於 1 元而退市的上市公司。

2. 退市在豬肉價格大漲前的“中國養豬第一股”“雛鷹退”

在 2019 年豬肉價格大漲的“超級週期”中，曾被譽為“中國養豬第一股”的雛鷹退⁵卻尷尬退市，成為第二只“面值退市”A 股。雛鷹退股價的長期低迷可以歸因於：①多元化並購導致現金流緊張；⁶ ② 2018 年發生的生豬養殖行業疫情致使豬肉價格下跌；③資產負

4 高豔雲：《中弘退市：首次自救落空 三次重組陷“羅生門”》，<http://finance.sina.com.cn/stock/s/2018-12-28/doc-ihqhqcis1246279.shtml>，發佈日期：2018 年 12 月 28 日，訪問日期：2024 年 6 月 6 日。

5 雛鷹退的全稱為雛鷹農牧集團股份有限公司，是一家成立於 1988 年的農業公司，作為國內第一家以生豬養殖和銷售為主業的中小板上市公司，其主營業務包括生豬養殖、糧食貿易和互聯網三大板塊，並於 2010 年 9 月 15 日於深圳證券交易所上市。

6 通過 Wind 統計查詢，該公司自 2012 年以來，一共發起了 16 起並購，並購標的包括泰元擔保、傑夫電商、東元食品等涵蓋金融服務、諮詢服務、食品飲料等多個行業，涉及金額共計 65.8 億元。

債率過高疊加金融去杠杆導致信用風險加劇。受上述因素影響，雛鷹退 2018 年報披露虧損 38 億元，並被亞太（集團）會計師事務所出具了無法表示意見的審計報告。2019 年 4 月 26 日，深圳證券交易所決定對該公司股票交易實行“退市風險警示”的特別處理，*ST 雛鷹股價也步入下行通道，並於 6 月 10 日首次跌破面值 1 元。為挽救公司股價，7 月 24 日，*ST 雛鷹發佈《關於簽訂合作成立養殖公司協議書的公告》，與 3 家供應商簽訂合作協議，擬分別出資成立公司，開展生豬養殖業務。同日，深圳證券交易所下達對雛鷹農牧的關注函，要求其說明是否存在利用資訊披露影響股票交易、抬拉股價的情形。此次自救行動並未將公司股價拉至面值 1 元以上的“生死線”。8 月 19 日，深交所根據其上市規則和上市委員會的審核意見，決定雛鷹農牧公司股票終止上市。

3. 多次自救未果的“退市華業”

退市華業的全稱為北京華業資本控股股份有限公司（下稱“華業資本”）⁷，2000 年於上海證券交易所上市。華業資本的退市始於其巨額的虛假應收賬款事件。⁸ 2018 年 9 月 27 日，華業資本公告稱，公司現有應收賬款規模為 101.89 億元，全部為從轉讓方恒韻醫藥受讓所得，而《債權轉讓協議》上公章系偽造，其所享有的債權並不真實。與此同時，恒韻醫藥實際控制人、華業資本第二大股東李仕林失聯。“百億合同詐騙案”發生後，華業資本經營快速惡化。2018 年報披露虧損 64 億元，股價也隨之下跌至 1 元面值附近。為此，華業資本開展了一系列自救行動，但最終並未拯救其退市的命運。2019 年 6 月 18 日，華業資本啟動重組內部的三方解決方案，解決百億債務引發的流動性危機，並與其金融板塊債權人達成《一致行動意向書》，擬以警方追回的資產為基礎成立基金公司，按比例清償債務。8 月，華業資本召開高層會議，擬通過現金清償、以股抵債、留債展期、引入戰略投資者等破產和解的方式與債權人和解，降低公司的資產負債率。9 月下旬，華業資本實際控制人周文煥為支持華業資本債務重組，將重慶思亞醫藥有限公司 50% 股權無償注入該上市公司。⁹ 雖然上述自救行動在實施之時，確實起到了阻止股價繼續下跌（甚至還產生了刺激股價上漲）的作用，但華業資本最終還是難逃退市命運，儘管其破產和解超過了 2/3

7 華業資本是一家主營業務為房地產開發與銷售的企業，原名為華業地產，後於 2015 年收購捷爾醫療開始涉足醫療健康行業，並改名為華業資本，不成想，這一收購也為其後的面值退市埋下伏筆。

8 何豔：《*ST 華業：慘遭驚天巨騙後的自我救贖之路》，<http://finance.sina.com.cn/stock/s/2019-07-13/doc-ihytcitm1729794.shtml>，發佈日期：2019 年 7 月 13 日，訪問日期：2024 年 6 月 5 日。

9 唐姍姍：《教科書式自救終失敗，華業退市倒計時》，<http://www.fangchan.com/news/9/2019-11-19/6602354987618341520.html>，發佈日期：2019 年 11 月 19 日，訪問日期：2024 年 6 月 13 日。

的債權人支持¹⁰，也收到了重慶經偵部門出具的希望暫停 *ST 華業退市的公函¹¹。2019 年 12 月 4 日，上海證券交易所作出《關於北京華業資本控股股份有限公司股票終止上市的決定》（上海證券交易所自律監管決定書 [2019]277 號），決定終止其公司股票上市。

（四）中國證券市場面值退市案例的統計與分析

表 3：我國證券市場面值退市的案例統計

公司名稱	採取的自救手段	所在行業	交易所對其作出退市決定的時間	自首次跌破面值至退市的時長
中弘股份	多次嘗試重組	房地產開發	2018 年 11 月 8 日	約 5 個月
雛鷹農牧	合資成立公司	養殖	2019 年 8 月 19 日	約 2 個月
華信國際	無	農藥生產	2019 年 9 月 4 日	約 2 個月
印紀傳媒	無	影視	2019 年 10 月 10 日	約 2 個月
大連控股	控股股東增持	商品貿易	2019 年 10 月 18 日	約 4 個月
神州長城	嘗試重組	建築裝飾	2019 年 11 月 15 日	約 2 個月
華業資本	破產和解、實控人無償注資	房地產開發、醫療健康	2019 年 12 月 4 日	約 6 個月
華瑞風電	讓渡控制權	電源設備	2020 年 4 月 30 日	約 3 個月
天廣中茂	嘗試增持，未實施	園林工程	2020 年 5 月 27 日	約 2 個月
東豐 B 股	回購股票 0.51 億港幣	房地產開發	2020 年 5 月 28 日	約 4 個月
神霧環保	無	環保工程	2020 年 6 月 18 日	約 2 個月
盛運環保	無	環保工程	2020 年 6 月 18 日	約 2 個月
天寶食品	無	農產品加工	2020 年 6 月 18 日	約 2 個月

資料來源：根據上市公司公告整理

從該表的統計我們可以看出：①面值退市主要發生在受宏觀經濟週期性波動影響較大的行業，如房地產開發、大宗商品貿易、電力及環保領域，行業自身的強週期屬性疊加近兩年宏觀經濟下行週期影響，是大多數面值退市股跌破面值的原因之一。②通常採取了自救舉措的公司自股票首次跌破面值至被終止上市的時長較長，但大多數仍難逃退市命運，說明了自救舉措的有效性不足。③大多數自救舉措合法性備受質疑，存在利用資訊披露影響股票交易、抬拉股價的可能性。總體來說，面臨面值退市的上市公司通常處於與宏觀經濟關聯度較高的強週期性行業，業績不佳的主要原因是受宏觀經濟波動和自身經營不善的雙重影響。當這類公司面對面值退市時，自救舉措合法性存疑且手段有限，這也是最近兩年面值退市案例在我國證券市場頻繁發生的基礎原因之一。

10 展浩博：《*ST 華業退市前的 120 天》，<https://finance.sina.com.cn/other/lejunews/2019-12-05/doc-iihnzhfz3773481.shtml>，發佈日期：2019 年 12 月 5 日，訪問日期：2024 年 6 月 5 日。

11 公函中提及百億合同詐騙案的最新進展：已查封資產達 30 億元。這一消息對於當時市值僅 12 億元的 *ST 華業而言，無疑構成利好。但由於市場資訊的不對稱和警方辦案的保密性，該公函獲准披露的時間最終定格在了 *ST 華業停牌之後的當晚，這對於已經觸發連續 20 日股票面值低於 1 元的 *ST 華業而言，最終於事無補。

二、面值退市過程中上市公司的“自救”舉措

（一）面值退市中上市公司“自救”舉措的特徵

1. “忽悠式”重組等違規資訊披露頻現

“忽悠式”重組在我國面值退市案例中發生概率較高，折射出上市公司較強的期望發佈利好抬拉股價以避免面值退市的意圖，但這種手段不具有合法性。所謂“忽悠式”重組是指上市公司通過發佈重組類公告，主動披露缺乏實質約束力的戰略合作框架協議或者重組框架協議，吸引各路資金買入其股票，進而抬拉股價的違規資訊披露行為。¹²廣義上的“戰略合作框架協議”或“重組框架協議”不確定性高、約束力弱，極易成為“市值管理”的捷徑或者為資訊型炒作提供“門道”。¹³一般而言，“忽悠式”重組主要發生易發生投機炒作的題材股板塊，但面值退市股往往有短期內提振股價的巨大需求，從而為“忽悠式”重組提供了溫床。例如，中弘股份、*ST 雛鷹、*ST 神城¹⁴在退市前就曾發佈重組類公告以提振其股價，其中，中弘股份更是連續三次發佈重組類公告。從事後的角度看，這些重組大多以重組框架協議的隨即終止而告終，對雙方並不具有實質約束力，存在利用釋放重組類利好抬拉股價的嫌疑。

2. 合法避免面值退市的制度手段缺乏

上文已述及，面值退市股的行業特徵具有較強的週期性，經濟週期疊加經營週期的雙重影響往往令上市公司陷入債務杠杆高企、現金流極度緊張的境地，因而決定了其在面臨退市時很難進行股份回購等需要消耗大量現金流的自救行動。實踐中，面值退市股展開的自救手段可謂花樣繁多、層出不窮。例如，有的上市公司董事長通過處置其自持房產從而增持股票的方式提振股價（退市大控）；¹⁵有的上市公司調整現有債務的支付方式，對債務利息部分以公司生產的火腿、生態肉禮盒等產品支付（雛鷹退）；¹⁶有的上市公司實際控制人將其持有的非上市公司股權無償注入上市公司（退市華業）。¹⁷一言蔽之，上述現象產生的根本原因在於，上市公司在缺少流動性資金的境況下，合法避免面值退市的制度供給缺乏。

12 盧文道、陳亦聰：《題材股投機炒作的成因與監管邏輯》，《證券法苑》2017年第1期。

13 趙一蕙：《事中監管為上市公司貼熱點公告“卸妝”》，《上海證券報》2016年1月10日第4版。

14 《神州長城股份有限公司關於公司實際控制人與豫發集團簽署〈投資合作協議〉的公告》[2019-116]，訪問日期：2024年6月3日。

15 《大連大福控股股份有限公司關於董事長增持公司股份的公告》[臨 2019-112]，訪問日期：2024年6月3日。

16 《雛鷹農牧集團股份有限公司關於公司債務事項的進展公告》[2018-152]，2024年6月3日。

17 《北京華業資本控股股份有限公司關於公司實際控制人無償注入重慶思亞醫藥有限公司部分股權事宜的公告》[臨 2019-148]，2024年6月3日。

3. 優質上市公司可能受到退市規定“誤傷”

股票價格低於面值必須退市的強制性規定，對於清退業績較差的劣質上市公司、提升上市公司品質、加強市場的新陳代謝具有正向作用，但與此同時也可能會對正常經營的優質公司造成“誤傷”。例如，包鋼股份¹⁸是一家在上海證券交易所上市的鋼鐵企業，其於2017至2019年歸屬於上市公司股東淨利潤分別為20.6億、33.2億和6.7億，並未出現虧損和重大違法行為，但其股價卻在2020年4月29日跌至1.04元，距離跌破面值只差0.05元。其實，早在2019年11月，包鋼股份就推出了以集中競價交易方式進行股份回購的方案¹⁹，擬回購股份的資金總額不低於1億元，不超過2億元。根據其在上海證券交易所披露回購進展情況顯示²⁰，2020年3月份共回購股份4340多萬股，成交價格在1.13元和1.16元之間，共耗資4990萬元。但從該公司3、4月份的股價走勢來看，股份回購並未有效“托住”公司股價的下跌，甚至在4月29日、30日兩天內下探至階段性低點1.04元。如何針對不同性質的上市公司規定差異化的退市標準，儘量減弱面值退市規定的消極效應，是未來完善我國面值退市制度必須著重考量的基本問題。

（二）面值退市中縮股減資的提出

1. 境外實踐：美國面值退市中上市公司自救手段概覽

（1）美國證券市場的面值退市程式

美國證券市場對面值退市的時限規定較為寬鬆，賦予了面臨退市風險的上市公司較長的時間和較多的自救選擇權。以納斯達克市場為例，當一家上市公司連續30個交易日股價低於1美元時，證券交易所就可以開啟相應的退市程式。證交所通常會向該公司發出“缺陷通知”（Deficiency Notice），上市公司在接到通知後的180個日曆日內，可以採取相應措施，使其自身股價提升至1美元以上，若在此期間內連續10個交易日該公司股價高於1美元，證交所則會解除“缺陷通知”。若上市公司在該期間內未能遵守規定，證交所將會向其發出退市函（Delisting Letter），上市公司必須在4個交易日披露退市函。如果上市公司認為：①可以在合理的時間內重新符合上市條件；②自身不應該被退市。則可以啟動申訴程式（Appeal Procedure），即在接到退市函後的7個交易日內向納斯達克上市資格小組

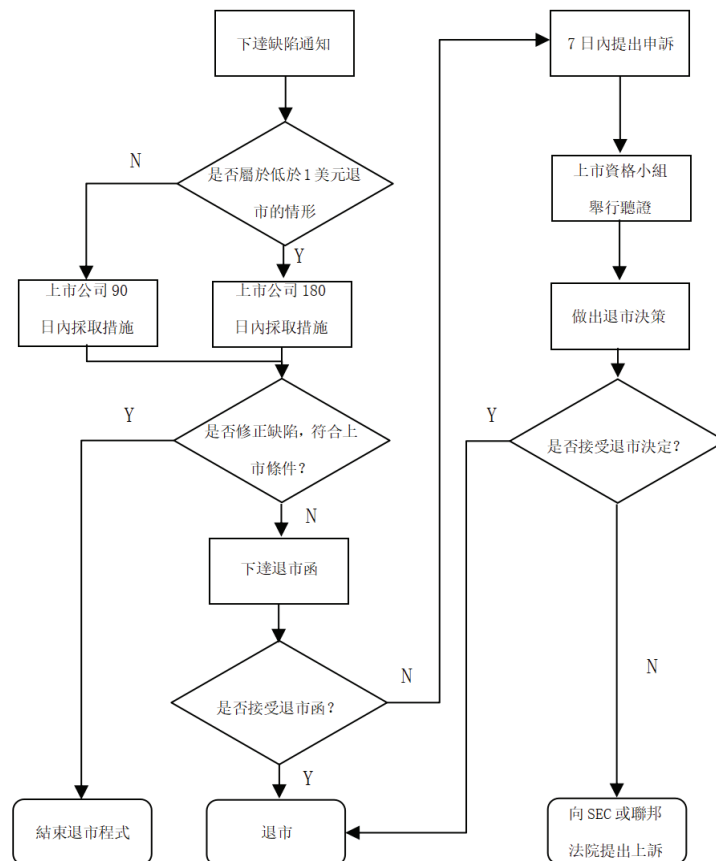
18 包鋼股份是一家成立於1999年、位於內蒙古包頭市的省屬國資控股礦產資源開發與鋼鐵產品生產企業，主營業務是礦產資源開發利用、鋼鐵產品的生產與銷售。公司擁有白雲鄂博礦庫，稀土儲量約1280萬噸，居世界第二位。

19 《內蒙古包鋼鋼聯股份有限公司關於以集中競價交易方式回購公司股份方案的公告》，2024年6月3日。

20 《內蒙古包鋼鋼聯股份有限公司關於股份回購進展情況的公告》，2024年6月3日。

(NASDAQ Listing Qualification Panel) 申請舉行聽證會，若啟動申訴程式，將會中斷已在進行中的退市程式，直到上市資格小組作出相應決定。如果申訴被駁回，上市公司還可以選擇在接到駁回回復的 15 天內向 SEC 或聯邦法院提起上訴。²¹

圖 1：美國證券市場面值退市程式



(2) 美國證券市場面值退市中上市公司自救手段的實證分析

美國證券市場在面值退市這一問題上堅持自由放任的價值立場，即以充分尊重上市公司意思自治和行為自由為基礎，只要其自救手段不與公司法及證券法的強制性規定相悖，便可確認其手段的合法性。其中，上市公司最為常見的自救手段就是股票反向拆分 (Reverse Stock Split)，股票反向拆分對於上市公司的內在價值不會產生影響，只會因反向拆分轉換比例的不同而對上市公司的股本總額產生影響。²² 在此背景下，股票反向拆分的案例在美國證券市場上並不鮮見。

21 Julian Gong Min, "Delisting Process for the NASDAQ", Date of publication: 13 Nov 2015, <https://www.nasdaq.com/articles/delisting-process-nasdaq-2015-11-13>, Date of retrieval: 5 June 2024.

22 Kab Lae Kim, "A Study on Rule 145 of the Securities Act of 1933: How to Provide Clarity and Predictability in Rule 145 Transactions", Akron Law Review, Vol. 40, Jan 01, 2007, pp.76-98.

① AIG 救助案

作為衍生品市場的主要參與者，由於房地產市場的崩潰，美國國際集團（American International Group, AIG）瀕臨破產。為了挽救 AIG，紐約聯邦儲備銀行向其發放了 850 億美元的貸款，作為對價，美國政府可能以 79.9% 的股權成為 AIG 的大股東。在發放貸款後，AIG 的股價仍在 2008 年末跌破 5 美元，因而收到了紐約證券交易所關於每股不得低於 1 美元的面值退市警告。於是，AIG 召開股東大會，開展股價“自救”行動。最終，股東大會通過將 50 億股總股本中的 30 億股進行逆向股票分割的議案，從而將 30 億股合併為 1.5 億股，從而提升了股價，避免了退市。²³

② 7—Eleven 股票反向拆分案例

7—Eleven 連鎖便利店於 2000 年 5 月完成了 1:5 的股票反向拆分，其股價在拆分完成當日即由 4.19 美元/股上升至 20.95 美元/股，隨後該公司通過降低負債和提高收益的方式成功阻止了業績下滑，避免了被退市的命運。有研究認為，這次拆分還對刺激其股價上漲產生了“重要的心理影響”²⁴。

2. 中國經驗：我國證券市場縮股減資的早先嘗試

閩燦坤 B²⁵ 作為一只純 B 股，在 2012 年完成了我國上市公司發展史上的第一次縮股，從而避免了面值退市的境遇。閩燦坤 B 跌破股票面值的主要原因是受外部經濟環境直接影響。2011 年，受歐美經濟不景氣影響波及，閩燦坤 B 外銷營收減少、產品銷售單價下降，導致該年淨利潤同比下降 83% 至 0.15 億元，股價也自 2012 年 7 月 9 日起連續 18 個交易日跌破面值，面臨退市風險。2012 年 8 月 2 日，閩燦坤 B 申請股票停牌籌畫重大事項。24 日，閩燦坤 B 發佈公告，以 11.12 億股為基數，按 6:1 的比例實施縮股方案，其股價也由縮股前的 0.45 港元調整為 2.7 港元。縮股成功的閩燦坤 B 順利避免了面值退市，但圍繞縮股中的會計處理是否合法合規²⁶ 以及縮股行為本身的合法性質疑卻始終不絕於耳。

23 Starr Int'l Co. v. United States, 856 F.3d 953.

24 Avid Trading Company, “Avid Traders Prior Tuesday Evening Chat”, Date of publication: 19 May 2019, <http://iras.lib.whu.edu.cn:8080/rwt/LEXIS/http/NFYHI3LTMFYSYI4LXMOVYHP65KF3SX85B/user-cgi-bin/searchUser.pl?action=emailalert>, Date of retrieval: 5 June 2024.

25 全稱為廈門燦坤實業股份有限公司，是一家從事家用電器生產及銷售的家電企業，於 1993 年在深圳證券交易所上市交易。

26 閩燦坤 B 縮股的會計處理採取的是按原管道轉回的處理方法，即原股東出資及資本公積轉增轉回資本公積，原盈餘公積轉增轉回盈餘公積，然後再通過盈餘公積彌補其累計虧損。截至 2011 年 12 月 31 日，公司累積虧損為 7.74 億元，實施縮股後，公司盈餘公積中用於彌補累積虧損為 7.74 億元，剩餘盈餘公積為 434 萬元。有會計學者認為，當公司做出轉增

此外，關於縮股對我國整個證券市場的適用性也存在理論及實踐認識上的分歧。如有監管人士認為，① B 股市場長期交易不活躍；②純 B 股公司融資功能缺乏；③擴張股本只能通過送紅股或轉增等方式，導致股價跌破面值有客觀原因；因此，主張將縮股方式保留上市地位的做法局限於純 B 股公司。²⁷ 本文也會在隨後的論述中對縮股減資對整個證券市場的適用性進行探討。

3. 縮股減資的提出及在中國拓展適用的設想

誠然，面值退市作為一種市場優勝劣汰的事實，代表著投資者們“用腳投票”的結果，因此，為實現資源配置的實質正義、遏制市場炒作殼價值、培育健康的投資文化，仍須嚴格落實面值退市制度，使其成為懸於公司經營者與市場炒作者頭頂的一柄利劍，繼續發揮該制度的威懾功能。然而，也應看到，目前中國面值退市過程中上市公司自救手段不足、合法性存疑，與“三公”原則相悖（主要是公開原則），且缺少行政和司法救濟管道，可能會對監管制度的權威性造成一定影響。反觀域外國家實踐，不僅允許上市公司反向拆分股票以符合繼續上市條件，而且還賦予了上市公司較長的時限（如 180 天）採取股價自救措施，同時除在證券自律監管內部設置救濟通道外，也允許上市公司通過向 SEC 申請行政復議或向聯邦法院提起訴訟的方式對證券交易所的退市決定展開行政及司法救濟。是故，當下面值退市的核心從微觀層面來看，應是考慮如何對上市公司進行有效賦權，充分賦予其面對退市時拯救股價的行動選擇權，解決其自救行動的合法性問題，同時盡力抑制部分上市公司利用賦權規定進行炒作、套利的行為，尤其要防止績差股進行制度套利、逃避退市懲戒的行為；從宏觀層面來看，應是考慮如何構造體系完備的面值退市救濟機制，盡力做到“法律恒須規定救濟，救濟設於權利之後”。

從域外國家實踐來看，縮股減資（股票反向拆分）是上市公司提振股價、避免面值退市的常用手段之一，受到了公司法、證券法的確認和肯定。但若將縮股減資置於我國長期崇尚題材炒作的環境下審視，則其拓展適用勢必應受到一定程度的限制，不可盲目移植從而產生“制度排異”。同時，對縮股減資的法律屬性進行深入剖析，明確其適用條件、分步驟、有計畫地穩步推進，方是進行制度供給前必須思考和論證的問題。

股本決定並通過合法的資本化程式來付諸實施時，公司盈餘公積及未分配利潤的性質就發生了變化，即由累計盈餘變成了股東投入資本，並且，公司在此時就相當於在一個新的起點繼續經營，公司的累計盈餘帳戶也應當重新開始計算。因此，原盈餘公積轉增須轉回資本公積帳戶，而不應當轉回盈餘公積帳戶，這也能從會計報告當中如實反映當期管理層的受託責任。參見楊鋒：《對閩燦坤 B 縮股會計處理的質疑》，《財會月刊》2013 年第 5 期。

27 邱永紅：《我國上市公司退市法律制度的歷史變遷與演進實證研究——兼論《證券法》相關規定的修改完善》，《證券法苑》2014 年第 1 期。

三、縮股減資行為的正當性辨析

迄今為止，我國證券市場發生的借助縮股方式避免面值退市的案例僅限於 B 股市場²⁸，A 股市場尚未發生縮股減資的案例。縮股減資並未在我國證券市場全面推行的主觀原因在於，實踐中對該行為法律性質的認識尚未統一，理論與實務界對全面推行該制度可能產生的後果尚存疑慮；客觀原因在於，不同於“高送轉”制度，縮股減資並未形成有效的制度供給。這些爭論與顧慮，涉及縮股減資的正當性問題，核心是縮股減資的法律性質和經濟實質是什麼？該制度能否在我國 A 股市場全面推行？全面推行縮股減資的法律邊界在哪里？如何平衡上市公司營業自由與公共意志限制之間的關係？因此，深層次剖析縮股減資在法理層面上的正當性，對於完善我國相關監管制度顯得尤為必要。

（一）縮股減資的法律實質：形式減資與公司團體自治

縮股減資與高比例送轉股份（“高送轉”）的經濟實質相同，都屬於上市公司所有者權益的內部結構調整，公司的基本面並未發生根本性改變。與“高送轉”大幅降低股票的價格不同²⁹，縮股減資能夠在短時間內大幅提升股票的價格，收縮上市公司股本總額。如果說“高送轉”是所有者權益帳戶中資本公積、盈餘公積和未分配利潤向股本總額的正向流動，那麼縮股減資就可以被視為股本總額向所有者權益帳戶中其他專案的反向流動。

縮股減資的法律實質是公司自身的形式減資行為，與實質減資不同，縮股減資並未引起公司淨資產自公司內部向外部股東的流動，也未改變公司原有的償債能力。“實質減資之際，公司淨資產從公司流向股東。形式減資之際，僅僅導致公司註冊資本額減少，而不發生公司淨資產的流動。”³⁰既然形式減資並未減弱公司的償債能力，也沒有對公司價值和外部債權人和投資者產生實質性影響，那麼在商業實踐中為何會發生形式減資呢？原因就在於形式減資能夠使公司的實際淨資產與註冊資本趨於一致，是公司股東與經營者實現資本真實的重要方式。而“資本資訊是交易主體資訊的重要構成部分，是判斷交易對方財產狀況和履約能力的直接根據。”³¹因此，形式減資往往發生在公司虧損之時，借由形式減資，虧損公司的註冊資本被相應調減，公司淨資產與註冊資本的偏離度得到一定程度的糾偏和

28 除上文提及的閔燦坤 B 的縮股外，B 股市場上的建摩 B 也與 2013 年 9 月推出了 4:1 的縮股方案並成功實施，縮股後的建摩 B 總股本由 4.78 億股縮減為 1.19 億股，股價由縮股前的 1.28 港幣調整為 5.12 港幣。

29 李心丹：《中國股票市場“高送轉”現象研究》，《管理世界》2014 年第 11 期。

30 傅穹：《公司減資規則論》，《法學評論》2004 年第 3 期。

31 趙旭東：《資本制度變革下的資本法律責任——公司法修改的理性解讀》，《法學研究》2014 年第 5 期。

矯正，公司資本更加真實。如前所述，閩燦坤 B 在進行縮股之後，股本總額（註冊資本）由縮股前的 11.12 億股調整為縮股後的 1.85 億股，註冊資本的相應調減使得其所表徵的公司資本更加真實，也使得交易對方能夠更加容易和準確地判斷公司的財產狀況和償付能力。

正是由於形式減資並未改變公司原本的償債能力，因此英美法系國家無論是成文法抑或判例法，均不對形式減資另外設定嚴格的障礙，而大陸法系國家則通常確保了對外部債權人的保護之後，也不會對形式減資設置過於嚴苛的限定規則。除公司法較少地對縮股減資進行限制外，縮股減資的正當性基礎還在於它在實質上是公司團體自治的體現，而在形式上是根據資本多數決原則擬制而成的合意。“股東自治分為股東的個體性自治和團體性自治。從最單純的個人意志發展為團體意志過程中，為尋求組織性秩序，個人意志基於實踐理性實質上是主動放棄了一部分‘外在自由’……股東通過其自由意志的表達形成了公司的團體意志，公司意志可能是其自身意志的體現和反映（贊成公司章程或者股東會決議者）。”³² 這種公司團體性自治既是有限公司作為私法意義上的行為主體賴以存在的基礎，也是市場經濟中公司與其他市場參與主體互動的前提。

是故，縮股減資和擴股增資一樣，是公司資本運營過程中的一種常態，不應受到法律的差別對待和過多干預。在設計縮股減資相關的證券法律制度時，應對縮股減資的私權屬性給予必要的考量，以在尊重公司團體性自治和洞悉縮股減資之經濟實質的基礎上，求得公司法與證券法保護之法益的價值平衡。

（二）縮股減資的外部限制：公司團體自治與公共意志限制

縮股減資雖然是上市公司的一種營業自由，但任何自由都有其限度，應當受到商事組織法和證券法的必要限制。保障公司營業自由意味著加強公司章程的自治作用，擴大公司團體自治的範圍，儘量還權於公司，使公司能夠按照自己的意思決定經營所涉事宜；但對公司進行適當的管控是必要的，因為公司在參與共同體生活的過程中與自然人一樣具有自我實現的本能需要，這種自我實現或直接受到外界的干擾，或對其他市場主體產生干擾，因而會引發自我與他我的衝突。³³ 為調和這種衝突，需要對公司行為進行最低限度的必要干預，增進社會總福利。

在團體法的視角下，上市公司縮股減資行為是其自身自由意志的體現，屬於公司團體自治的範疇。但正如上文所述，公司自治行為雖呈現出“個體性”特徵，然而由於公司必

32 馮果、段丙華：《公司法中的契約自由——以股權處分抑制條款為視角》，《中國社會科學》2017 年第 3 期。

33 趙萬一 趙吟：《中國自治型公司法的理論證成及制度實現》，《中國社會科學》2015 年第 12 期。

然會參與到複雜的社會共同體生活之中，其自治行為也應受到來自社會共同體的“團體性”限制，這種“團體性”限制主要體現為公共意志限制。“公共意志體現為整體性的法律秩序，除公司法外，還應包括證券法、合同法、擔保法等其他商事法律甚至婚姻法、繼承法等。”³⁴限縮至本文語境中，公司縮股減資行為於內應受到公司團體自治的限制，於外則應受到證券法的適當干預。

以證券法為代表的公共意志之所以需要對公司縮股減資行為加以限制，是因為縮股減資與擴股增資（如“高送轉”）一樣，極易伴生內幕交易、操縱市場等違法違規行為。³⁵例如，上文提及的中弘退在公告《股權轉讓協議》後的兩個交易日連續漲停，神城 A 退在公告《投資合作協議》後的兩個交易日也連續漲停，而從事後角度看，兩份協議都不具有實質約束力，也沒有對上市公司的日常經營產生重大影響，存在利用資訊披露影響股票交易、抬拉股價的嫌疑。同時，證券法承載著以保護投資者利益為中心的多項歷史使命。雖然我國投資者對上市公司的“高送轉”等轉增股本行為有著較強偏好，³⁶但投資者對縮股減資這一熱點的追逐與炒作也不遑多讓，³⁷這些都體現了我國證券市場相較於成熟市場的結構性差異，以及不同類型投資者在交易地位、能力上的懸殊性對比。因此，對縮股減資進行適當的證券法干預，防範少數主體利用交易優勢、資金優勢和資訊優勢對散戶進行掠奪，當為設計縮股減資相關證券法律制度時必須慎重考量的現實因素之一。

四、完善我國面值退市制度的法律思考

縮股減資作為一種公司自治行為，其本身並非“洪水猛獸”，制度設計的難點在於，如何在充分發揮縮股減資制度功用、賦予上市公司更多自救選擇權的同時，有效防範和減弱它所可能引起的負面效應（如投機炒作、內幕交易、拉抬股價等）。值得注意的是，縮股減資作為一項久經考驗的證券法制度已在歐美等成熟資本市場得到長期應用，其未來在

34 馮果、段丙華：《公司法中的契約自由——以股權處分抑制條款為視角》，《中國社會科學》2017年第3期。

35 郭舒：《強化“高送轉”題材炒作監管》，《中國金融》2017年第10期。

36 有研究認為，“高送轉”預案披露後中小散戶持續淨買入，超大戶與機構投資者則往往採取與中小散戶反向的操作策略。這體現了兩類投資者交易能力的差異，也反映了少數大戶對散戶心理特點的利用，是中小投資者利益受損的主要原因之一。參見郭舒：《強化“高送轉”題材炒作監管》，《中國金融》2017年第10期。

37 例如，上文提及的閩燦坤 B 在縮股實施完畢後迎來了連續 8 個交易日的漲停。從公司價值的角度看，縮股對公司價值並未產生絲毫影響，然而股價卻受到刺激（縮股直接導致的價格上漲）而連續漲停，這無不是投資者非理性心理和行為的直接反映。參見朱雪蓮：《終結 8 漲停 閩燦坤 B 複牌股價翻番》，《證券時報》2013 年 1 月 16 日第 C04 版。

我國證券市場的適時推行，會構成完善我國面值退市制度的一塊重要拼圖。相關實體及程式性制度規則的確立和完善也將進一步助推我國退市制度日臻成熟。

（一）縮股減資及配套資訊披露制度應適時推出

從公司法的角度看，縮股減資是公司的團體性自治行為，是公司團體意思表示的體現，只要不與公司法的強制性規範與公司章程規定相悖，理應受到尊重與肯認。此外，縮股減資的本質是一種形式減資，即屬於公司所有者權益帳戶的內部調整，並不發生公司淨資產的流進與流出，所以也不會對公司的實質償債能力產生任何影響，外部債權人對此種行為通常也不會加以阻攔。因此，縮股減資作為一種市場主體的自治行為，不應受到法律的過多干預。

但若將其置於證券法視角下審視，縮股減資的消極效應就不可不察。利用違規資訊披露抬拉股價、隱藏於違規資訊披露背後的內幕交易、大戶對散戶的掠奪性交易都構成了需要對縮股減資進行規制的正當性理由。一方面，由於上市公司面對面值退市時自救手段缺乏、優質公司容易遭到誤傷，縮股減資的推出勢在必行；另一方面，若在縮股減資這一問題上對上市公司充分賦權，又容易引發制度套利、滋生內幕交易、不利於中小投資者保護。那麼對縮股減資進行證券法限制的“度”在哪里？這考驗著我國證券監管者的立法智慧。本文認為，目前證券交易所對高比例送轉股份的監管規則可類推適用於縮股減資，充分擷取交易所對高比例送轉股份的監管智慧和經驗，是未來適時推出縮股減資及其配套制度的必由之路。

表 4：深圳證券交易所高比例送轉股份監管規則的歷史演進

發佈日期	2016 年 2 月 19 日	2016 年 11 月 23 日	2018 年 11 月 23 日
監管依據	《上市公司“高送轉”利潤分配和公積金轉增股本方案的公告格式》第 38、42、43 號	《上市公司高比例送轉方案的公告格式》第 38、42、43 號	《上市公司資訊披露指引第 1 號——高比例送轉股份》
適用範圍	創業板、中小板、主板	創業板、中小板、主板	創業板、中小板、主板
適用情形	每十股送轉超過（含）十股（創業板） 每十股送轉超過（含）八股（中小板） 每十股送轉超過（含）六股（主板）	每十股送轉超過（含）十股（創業板） 每十股送轉超過（含）八股（中小板） 每十股送轉超過（含）六股（主板）	每十股送轉超過（含）十股（創業板） 每十股送轉超過（含）八股（中小板） 每十股送轉超過（含）五股（主板）
利潤增長要求	說明利潤分配方案與公司業績成長性是否匹配。	說明利潤分配方案與公司業績成長性是否匹配。	最近兩年淨利潤持續增長，且每股送轉股比例不得高於最近兩年淨利潤複合增長率。
資產變化要求	非經常性損益占淨利潤 30% 以上的，應說明其金額。	非經常性損益占淨利潤 30% 以上的，應說明其金額。	實施再融資、並購重組等導致淨資產有較大變化的，每股送轉股比例不得高於上市公司報告期末淨資產較之於期初淨資產的增長率。

發佈日期	2016 年 2 月 19 日	2016 年 11 月 23 日	2018 年 11 月 23 日
減持要求	說明提議人、5% 以上股東及董監高在方案披露前 6 個月內的持股變動情況和後 6 個月內的減持計畫。	說明提議人、5% 以上股東及董監高在方案披露前 6 個月內的持股變動情況和後 6 個月內的減持計畫。	提議股東、控股股東及其一致行動人、董監高在前 3 個月存在減持情形或後 3 個月存在減持計畫，不得披露高送轉方案。
淨利潤重大變化要求	報告期內業績虧損或預計虧損的，應重點提示送轉股的原因及業績虧損的風險。	原則上不支持虧損或業績大幅下滑（淨利潤同比下降 50% 以上）公司高比例送轉。 虧損或業績大幅下滑公司披露高比例送轉的，應充分披露本年或下半年業績預測數據、測算過程、相關指標選擇，並經公司董事會審議。	報告期淨利潤為負、淨利潤同比下降 50% 以上、送轉股後每股收益低於 0.2 元的，不得披露高送轉方案。

從上表可以看出，證券交易所對高比例送轉股份之資訊披露義務的要求是逐漸提升的，即將原先對淨利潤增長的說明義務強化為強制性要求義務，由此反映出對於高送轉日漸趨嚴的監管邏輯。因此，未來在推出縮股減資及配套資訊披露制度時，應重點將上市公司淨利潤增長情況納入其能否實施縮股的考量範圍之內，如規定發生最近兩年淨利潤未持續增長、報告期淨利潤同比下降 50% 以上等情形時不得實施縮股，以壓縮劣質公司借助縮股減資進行投機的炒作空間。

（二）面值退市制度的實體性和程式性規則應予以優化和完善

一是建議適當延長觸發面值退市的時限。我國滬深交易所在其現行上市規則中均規定了“連續 20 個交易日的每日股票收盤價均低於股票面值”的終止股票上市情形，但該規定卻與成熟市場的制度規則有所出入。以美國納斯達克市場為例，交易所在發出“缺陷通知”（Deficiency Notice）之後，上市公司通常有長達 180 天修復股價的“時間窗口”，充裕的時間可以保證上市公司有序³⁸、從容³⁹、有效⁴⁰地實施相應的股價自救舉措，也可以在一定程度上避免上市公司為迫切渴望提升股價，而做出有違證券資訊披露要求的行為。

二是建議明確 1 元退市標準。現行交易所上市規則將股票收盤價低於股票面值作為判斷是否退市的監管依據，然而股票面值卻是上市公司在上市之初自行設定的，例如 A 股市場紫金礦業的股票面值為 0.1 元，洛陽鉬業的股票面值為 0.2 元，構成了面值退市規則的例外。這無形中加大和破壞了證券市場監管的複雜性和統一性，形成了規避面值退市的“法

38 離鷹農牧在退市的過程中，為挽救股價曾做出用其生產的實物產品支付債務利息、與供應商合作成立養殖公司等行為，這突顯了上市公司自救股價的無序和混亂。

39 退市華業受制於面值退市的時限要求（連續 20 個交易日），未能在停牌前向市場披露合同詐騙案的最新進展，喪失了重新提振股價以符合上市要求的機會。

40 神城 A 退的參與重整方制定了相應的股份增持計畫，但囿於時間所限並未有效付諸實施。

外之地”。為此，本文建議將現行面值退市規則調整為“股票收盤價低於1元”，這樣既簡明且容易記憶，有助於在投資者和上市公司當中形成明確且易記的退市預期，也可以增強證券市場監管的統一性和嚴肅性。

三是建議設置面值退市豁免機制。美國證券市場規定上市公司在接到交易所發出的退市函後，可以向交易所申請舉行聽證會，以確定其退市決定是否合理，這相當於賦予了交易所豁免退市的決定權。在我國已發生的面值退市案例中，退市華業也因缺乏相應的豁免機制而遺憾退市。在“股價低於股票面值”這一定量標準之外，賦予交易所是否決定豁免上市公司退市的定性權力，有助於實現證券市場監管的實質正義，避免優質公司被誤傷、損傷資本市場的資源配置功能，起到節約上市資源的作用。