
ZHENGQUANSHICHANG

证 券 市 场

退市问题研究

TUISHIWENTIYANJIU

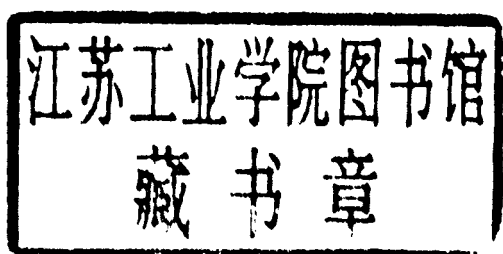
崔 钊/著



红 旗 出 版 社

证券市场退市问题研究

崔 钊 著



红旗出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场退市问题研究/崔钊著.

—北京:红旗出版社,2004.3

ISBN 7-5051-0940-5

I. 证…

II. 崔…

III. 证券交易—资本市场—研究—中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 022981 号

证券市场退市问题研究

崔 钊/著

责任编辑:杨柏榕 封面设计:兴业工作室

红旗出版社出版发行

邮政编码:100727 地址:北京市沙滩北街2号

E-mail:hqcbs@publica.bj.cninfo.net

编辑部:64037148 发行部:64037154

印刷:廊坊市百花印刷有限公司

2004年3月北京第1版 2004年3月河北第1次印刷

开本:850毫米×1168毫米 1/32 印张:7.375 字数:178千字

ISBN 7-5051-0940-5/F·72

定价:14.80元

导 论

市场经济本质上是一种开放性经济，但这种开放性并非是无条件的。市场作为一个体系，是由不同种类、不同层次的市场所组成。一般地，越是处于上层的市场，其入市成本就越高。相应地，其市场的开放性也就越严格，即入市的条件或标准也就越高。由市场的内在要求所决定的这种入市条件或入市标准，相应地也就决定了那些不符合这些条件或标准的企业或生产要素必然被淘汰出局，这是任何一种市场经济意义上的市场的应有之意。否则市场就无法形成优胜劣汰的机制，无法有效发挥优化社会资源配置的功能，市场所应具有公开、公平、公正的原则就会受到损害。

证券市场退市制度是证券市场制度体系中的重要组成部分。证券市场作为现代市场经济中最具代表性的一种市场，其入市条件或入市标准要高于其它市场，相应地，其退市制度的作用就更显得重要。可以说，一个合理、有效的退市制度，是确保证券市场正常运转的基础性制度之一。

我国的证券市场自 1990 年正式开办以来已经取得很大的进展，《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）的出台，也标志着我国证券市场法律制度框架的基本形成。截至 2002 年底，我国证券市场已有上市公司 1224 家，上市股票 A 股 1199 只，B 股 111

只，总股本 5452 亿，总市值近 4 万亿元，投资者开户数近 7000 万，证券投资基金 71 只，基金规模 1319 亿元。然而，与发达国家的证券市场相比，我国的证券市场仍是处于一个较低的发展水平：

一是在技术结构层面上，我国证券市场的品种少、规模小、质量低、结构单一。

二是在制度结构层面上，我国证券市场的各项法律、法规制度不健全，有些还尚未建立。

三是在体制结构层面上，由于我国的证券市场是在由计划经济向市场经济的转轨过程中发展起来的，不仅其自身的发展要受到这一转轨过程的制约，而且也使得证券市场本身就带有或多或少旧体制的烙印，有些还相当严重，而这一点是发达证券市场在其发展过程中所不曾遇到过的。

随着我国证券市场的发展，上述矛盾和问题也开始逐渐暴露并日益严重，退市问题便是其中之一。

自 2000 年郑州百文股份有限公司案件出现以来，有关上市公司退市问题便成为证券市场及社会各界关注的焦点。2001 年 2 月 22 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》。两个月后即 4 月 22 日，沪市的水仙电器被中国证监会宣布终止上市，成为我国首家退市的上市公司。紧接着，深市的粤金曼也被宣布终止上市。两家公司的退市尽管开启了我国上市公司的退市制度，但却并没有改变证券市场上该退不退的局面。为此，监管部门进一步加大了制度建设的力度，于同年 12 月又发布了新修订的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》，与此同时，《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》、《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》等有

关文件的出台，也进一步缩小了上市公司逃避退市的空间。

然而，从总体上看，我国的退市制度还相当不完善。《公司法》中有关上市公司退市的规定尽管涵盖面很广，但却相当原则，目前可具操作性的只是针对亏损上市公司，对其它方面的还基本未涉及。此外，从现实看，即使对于亏损上市公司，也没有因为有了基本可与国际接轨的退市规定而形成合理的退市机制，该退不退仍是我国证券市场面对的一个严峻现实。为此，理论界和业内人士对退市问题的探讨，已开始由过去对退市制度本身的关注，转向影响退市机制形成的更深层次的问题。

目 录

导 论	(1)
第一章 我国证券市场发展中的新课题——退市制度 的建立	(1)
第一节 中国证券市场面临的新课题	(2)
一、退市是证券市场的应有之意	(2)
二、我国建立证券市场退市制度的紧迫性	(5)
第二节 对上市公司退市问题的关注	(8)
一、上市公司：死活不愿退市	(9)
二、中小投资者：无奈的选择	(10)
三、政府：面对退市的两难选择	(11)
第三节 我国证券市场健康发展的焦点	(13)
一、对退市问题的技术讨论	(13)
二、对退市问题的理论探讨	(16)
第二章 发达证券市场的退市制度	(20)
第一节 强制性退市制度的主要内容	(21)
一、纽约证券交易所的退市制度	(21)
二、伦敦证券交易所的退市制度	(26)
三、东京证券交易所的退市制度	(30)
四、香港交易所的退市制度	(33)
五、新加坡证券交易所的退市制度	(36)

六、澳大利亚证券交易所的退市制度	(39)
七、韩国证券交易所的退市制度	(41)
第二节 非强制性退市制度的主要内容	(45)
一、纽约证券交易所	(45)
二、伦敦证券交易所	(46)
三、香港交易所	(46)
四、新加坡证券交易所	(47)
五、韩国证券交易所	(48)
六、澳大利亚证券交易所	(48)
第三节 退市制度的发展与演变	(48)
一、持续上市标准的调整	(48)
二、香港退市制度的新举措	(51)
第四节 创业板市场的退市制度	(55)
一、纳斯达克的退市制度	(56)
二、香港创业板的退市制度	(64)
第三章 发达证券市场退市制度的比较分析	(68)
第一节 持续上市标准与上市标准的比较	(68)
一、较强的对应关系	(68)
二、严进宽出的特点	(69)
三、严格的持续披露义务	(71)
第二节 持续上市标准的分类及比较分析	(72)
一、持续上市标准的分类	(72)
二、持续上市标准的比较分析	(74)
第三节 退市程序的分析比较	(84)
一、退市程序的主要内容	(84)
二、退市程序的对比分析	(86)

第四节 发达证券市场的退市情况及其比较	(87)
一、各交易所历年的退市情况统计	(87)
二、退市情况的特点分析	(91)
三、退市案例	(93)
第四章 我国证券市场的退市制度	(98)
第一节 我国证券市场退市制度的现状	(98)
一、我国证券市场退市制度的法律法规框架	(98)
二、交易所有关退市制度的规定	(102)
第二节 与发达证券市场退市制度的比较	(104)
一、持续上市标准的比较	(104)
二、退市程序的比较	(106)
第三节 我国上市公司的总体状况分析	(107)
一、2001 年度上市公司年报的特点	(108)
二、造成上市公司巨亏的原因分析	(110)
第四节 我国上市公司退市案例	(112)
一、退市原因的概括分析	(113)
二、退市公司案例	(114)
第五章 我国证券市场的退市制度设计	(135)
第一节 持续上市标准的设计	(137)
一、数量标准的设计	(137)
二、非数量标准的设计	(142)
第二节 退市程序的设计	(145)
一、宽限期问题	(146)
二、听证问题	(147)

第六章 影响我国证券市场退市机制形成的因素

分析·····	(148)
第一节 “政企不分”：我国改革的难点与关键·····	(149)
一、什么是“政企不分”·····	(149)
二、“政企不分”有悖于市场经济的基本原则 与要求·····	(152)
第二节 “政企不分”对我国证券市场的制约 与影响·····	(154)
一、我国证券市场的体制特点·····	(154)
二、“政企不分”对证券市场规范发展的制约 与影响·····	(157)
三、“政企不分”对建立现代企业制度的制约 与影响·····	(160)
第三节 “政企不分”对退市机制形成的制约 与影响·····	(164)
一、垄断型股权结构的制约与影响·····	(164)
二、二元化股权结构的制约与影响·····	(166)
第七章 我国证券市场的改革与完善·····	(168)
第一节 证券市场的体制改革·····	(168)
一、政府在市场经济中的职能定位·····	(168)
二、彻底改革不合理的股权结构·····	(175)
第二节 证券市场的制度完善·····	(184)
一、建立多层次的证券市场体系·····	(184)
二、建立与完善证券市场的民事赔偿制度·····	(189)

附录：	(196)
-----	-------

附录一：纽约证券交易所《Constitution and Rules》

中有关退市的规定：	(196)
-----------	-------

一、概要	(196)
------	-------

二、数量指标和其它指标	(197)
-------------	-------

三、公众听证	(201)
--------	-------

四、由公司提供的信息	(201)
------------	-------

五、美国公司持续上市评价与跟踪程序 (Evaluation and Follow-up Procedures)	(201)
--	-------

六、非美公司持续上市评价与跟踪程序：	(203)
--------------------	-------

七、退市程序 (Procedure for Delisting)	(204)
----------------------------------	-------

附录二：香港交易及结算所有限公司《首次上市及持续

上市资格及除牌程序有关事宜之上市规则

修订建议咨询文件》中有关退市制度

的修订建议	(206)
-------	-------

一、持续上市的资格建议摘要	(206)
---------------	-------

二、持续责任建议摘要	(213)
------------	-------

三、除牌程序建议摘要	(215)
------------	-------

参考文献	(219)
------	-------

后 记	(224)
-----	-------

第一章 我国证券市场发展新课题——退市制度的建立

2000年10月，由新华社发出的一篇报道，在中国的证券市场上掀起了一场巨澜。该报道的主要内容是：郑州百文股份有限公司（以下简称“郑百文”），1996年4月上市的一家商业性上市公司，据公司披露，当年实现销售收入41亿元，全员劳动生产率470万元，1997年又创下在深沪两市的所有商业上市公司中主营规模和资产收益均列第一的业绩，进入了国内上市公司100强。公司因此被当地政府树为全省商业企业学习的榜样，公司领导也相继获得全国“五一”劳动奖章、全国劳动模范、全国优秀企业家等一系列殊荣。一时间，郑百文成了当时中国股市上的一颗耀眼的明星。然而，就在创造了上述“骄人”业绩之后的1998年和1999年，郑百文紧接着又创下了中国股市的另两个最高纪录：1998年创下中国股市每股净亏2.54元的最高纪录，1999年又创下亏损9.8亿元的最高纪录。

该报道报出之后，郑百文立即成为证券市场关注的焦点，并由此引发了对证券市场一系列问题的探讨与争论。其中之一，就是有关建立证券市场退市制度的问题。正如该报道在文章最后所讲：“目前的中国股市已给人造成印象，企业一上市就是‘能上

不能下’的终身制。这是导致我国上市公司亏损面逐渐扩大的一个重要原因。要使上市公司真正实现机制转变，就必须尽快改变这种只进不出的形式。……郑百文是破产还是重组倒在其次，规范破产机制，强化风险意识，切实保护投资者利益，才是更为重要和紧迫的课题。”（《北京青年报》2000年10月31日）如何尽快建立上市公司的退市制度，真正发挥证券市场的优胜劣汰机制和优化资源配置功能，由此便成为中国证券市场关注的一个焦点问题。

第一节 中国证券市场面临的新课题

尽管有进有退是任何市场的应有之意，我国的公司法也早有關於上市公司退市的规定，但也只是在郑百文案暴露之后，退市问题才算真正摆在了中国上市公司的前面。在传统体制下长期形成的国有企业能上不能下的制度和观念，开始在证券市场上受到挑战。中国的证券市场能否成为真正意义上的证券市场，也从退市这一问题上开始接受考验。

一、退市是证券市场的应有之意

市场经济意义上的任何一种市场，都必然是一种双向开放的市场，即是一种有进有出的市场，这是市场所具有的优化资源配置功能的必然要求。否则，它就不能称其为是市场经济意义上的市场。证券市场作为市场经济中最具代表性的一种市场，同样也不例外。进而，市场经济意义上的任何一种市场的开放性也都必然是有条件的，而非无条件的。不同市场的入市成本决定了不同市场的入市条件，相应地也就决定了它的出市条件或退市条件。

一般地，越是处于高层次的市场，其入市的成本就越高，相应地其入市的条件也就越严格，由此也就决定了其退市条件的严格。证券市场作为现代市场经济中最具代表性的一种高级市场，具有较其它一般市场更为严格的入市条件和退市条件。

退市制度是证券市场制度体系中的重要组成部分，在证券市场中发挥着如下的功能和作用：

一是证券市场是优化社会资源配置功能的重要组成部分。股份制通过对传统企业所有权的分解和对社会分散资本的结合，在现代经济的发展中掀起了一场革命性的变革，并产生了公司制这种现代市场经济中最具代表性的企业组织形式。相应地，以此为基础发展起来的证券市场，在发挥市场的优化社会资源配置功能方面，也创造出了比其它市场更为广阔的空间和更多的可能选择。和任何市场一样，证券市场在优化资源配置方面一般有两个途径：一是在证券市场内部对所有进入证券市场的资源进行优化配置；二是通过与其它市场之间的资源交流从而实现更大范围内的资源优化配置。退市制度所起的作用，主要就是第二个途径的作用，即通过退市制度，使那些不再适合在证券市场交易的资源退出证券市场，以达到全社会资源的更优配置。

二是促进上市公司的优胜劣汰，提高上市公司的总体质量。上市公司是证券市场的基石，上市公司质量的高低，将直接影响和制约着证券市场规范发展的程度和各种功能的有效发挥。上市公司的质量一般是靠两头把关：一是入市关，二是出市关。前者是达不到一定条件或标准的企业就不被准许进入证券市场，后者则是已上市的公司如果在其运营过程中低于或违反一定的条件或标准就必须退出证券市场。因此，如果退市标准过高，将会增加市场的运行成本；退市标准过低，则会导致经营不善的上市公司继续留在证券市场，同样会增加市场的运作成本，使劣质资源

不能退出，这不仅会降低上市公司的整体质量，也必然会影响证券市场配置资源功能的有效发挥。因此，建立合理的证券市场退市制度，使不符合市场要求的上市公司适时退出证券市场，可以给符合条件的上市公司留下更大的资源配置空间，有利于上市公司整体质量的优化与改善，提高上市公司的整体运作质量和效率。

三是有助于建立和健全上市公司的法人治理结构，促进上市公司建立合理的内部制衡机制和约束机制。公司法人治理概念的提出是基于这样一种事实，即随着股权的分散化，对公司董事会的控制权开始由股东手中向公司管理人员手中转移。如何通过公司内部的制度安排来确保股东的利益不致因此而受到公司管理人员即内部人的侵害，就是公司治理所要解决的主要问题。一个合理的退市制度，有助于加强股东“用脚投票”的机制，强化股东、特别是中小股东对公司经营决策的影响力，抑制大股东和内部人肆意侵害中小股东利益的行为，促进上市公司内部运作的制度化和规范化。

四是有利于增强投资者的风险意识，促进投资者逐步树立理性的投资理念。股市有风险，这是尽人皆知的道理。但如果一个证券市场是只进不出或只能上不能下的市场，市场的正常投资风险就会受到扭曲，这种风险提示也就只能像“狼来了”一样。发达证券市场的经验告诉我们，劣质上市公司充斥市场，必将会加大市场的投机性，为操纵市场提供更大的空间和更多的可能性，从而加大市场的非正常风险，其结果则只能是中小投资者的利益受到更多的侵害。而建立合理的退市制度则可以在规范市场运作的基础上，全面、完整地揭示证券市场的投资风险，从而引导投资者树立正确的风险意识和理性的投资理念。

二、我国建立证券市场退市制度的紧迫性

从1990年11月上海证券交易所成立以来,我国的证券市场已走过了12个年头。作为一个新兴的市场,在高速发展的同时,我国的证券市场也从不规范逐步走向规范,从不成熟逐步走向成熟。截至2002年底,我国的证券市场已有上市公司1224家,市价总值38329亿元,累计筹资7071亿元,投资者开户达6884万户;证券公司126家,总资产约5700亿元,营业网点2900多个;基金管理公司21家,证券投资基金71只,基金规模1319亿元。

但由于种种原因,随着我国证券市场的粗具规模,一些问题也开始逐步暴露并日见严重,其中比较突出的是亏损上市公司数量的直线上升以及严重违法违规案例的大幅增加。

(一) 我国亏损上市公司的状况

我国的证券市场自20世纪90年代中期以来,市场扩容速度很快,每年新增的上市公司有上百家,新增股份数额数百亿,但同时亏损上市公司的数量也在大幅度增加,已从最初的几家、十几家、几十家发展到目前的一百多家。据统计,我国1999年的亏损上市公司数是80家,占当年上市公司总数的8%;2000年的亏损上市公司数是98家,占上市公司总数的8.7%;2001年的亏损上市公司数则猛增到151家,比上年增加了54%,占当年上市公司总数的13%,亏损总额为303.8亿,比上年增加118.8%。《中国证券报》2002年5月29日的一篇文章,总结出2001年度亏损上市公司的六大特点:

一是亏损比例创出新高,达到13%,亏损数比上年增加54%。

二是亏损数额触目惊心,亏损超过亿元的上市公司高达65

家，占全部亏损公司的 43.3%，其中 ST 中华以 22.6 亿元的亏损额创下股市空前纪录。

三是行业分布差异明显，有 47.3% 的亏损公司是集中在家电制造、零售业、交通运输设备制造业、石油化工、化纤及 IT 等六个行业。

四是首亏公司明显增多，即在 151 家亏损公司中，有 88 家公司是首次亏损公司，占亏损公司总数的 58.6%。

五是重组公司再次亏损，即一些经过资产重组的公司扭亏为盈之后再次亏损。

六是刚圈完钱就变脸，即有 8 家公司是在当年年初刚刚实施完配股，但到年底却已发生亏损，且亏损额较大，变脸之快让人始料不及。

另据统计，2001 年我国沪深两市共有 T 类公司 60 家，其中 ST 公司 45 家，PT 公司 15 家。尽管鉴于要尽快改善公司经营情况、避免退市的危险，该年的 T 类公司大都进行了轰轰烈烈的资产重组，平均每家公司在一年内就有两次以上的重组行为，却也只有 28 家 ST 公司暂时扭亏。而由于大部分公司的基本面并未因此而好转，同时由于监管部门对申请撤销特别处理采取了从严掌握，使大部分 ST 公司仍无法摘帽。这种为避免退市而采取的资产重组有以下几个特点：一是多为调整型重组，即采取资产置换、资产出售或剥离、资产配负债剥离等手段进行资产重组。原因在于，这类公司一方面需要尽快改变经营状况，另一方面却没有足够的资金来通过收购、兼并和对外投资等方式拓展企业的市场份额或进入其它经营领域。二是主营业务变化多，即由于大多数公司采取的是调整型重组，使得近一半公司的主营业务在调整后发生较大变化。三是关联交易比例高，即有近 2/3 的公司重组是通过关联交易完成的，其中的关联方又大多是公司的大股