

东方法学丛书

退市 法律 研究

主编 井 涛

在中国证券市场中，退市应以数量标准为主，结合少量质量标准。在退市规则设计上，必须体现实体规定与程序保障的结合。

上海交通大学出版社

东方法学丛书

退市法律研究

井 涛 主 编

上海交通大学出版社

内 容 提 要

中国上市公司退市的法律框架已基本建立并开始实施。本书分别从多层次资本市场的构建,股票市场功能的全面发挥,市场化的发行上市以及比较完善的退市规则配套措施等方面阐述了退市规则良性运行所必要的社会环境,并从实体和程序两个方面对退市规则提出了九条具有可操作性的退市标准。全书分为中国退市规则实施效果分析及改进建议,部分证券市场退市规则和水仙凋零纪实三个部分。

图书在版编目(CIP)数据

退市法律研究/井涛主编. —上海:上海交通大学出版社,2004

(东方法学丛书)

ISBN7-313-03710-4

I. 退... II. 井... III. 证券法—研究—中国
IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 034597 号

退市法律研究

井 涛 主编

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 877 号 邮政编码 200030)

电话:64071208 出版人:张天蔚

立信会计出版社常熟印刷联营厂印刷 全国新华书店经销
开本:880mm×1230mm 1/32 印张:8.375 字数:232 千字

2004 年 6 月第 1 版 2004 年 6 月第 1 次印刷

印数:1-2 050

ISBN7-313-03710-4/D·102 定价:14.00 元

版权所有 侵权必究

东方法学丛书编委名单

主 编：何勤华

副主编：顾功耘 游 伟 郑少华

编 委：(按姓氏笔画顺序排列)

王立民	王虎华	王嘉棣	叶 青	刘宪权
邱格屏	何勤华	岳川夫	郑少华	杨正鸣
张天蔚	张明军	张梓太	宣文俊	徐永康
顾功耘	游 伟	鲍正熙	傅鼎生	殷啸虎

总 序

在世纪转换的历史时刻,中华民族前所未有的地感受到了实行法治对国家发展和强盛的重要意义;在千年更替的重要关头,中国人民也更加坚定地确立了法治的目标。1999年3月,九届全国人大第二次会议通过的《宪法修正案》,把“依法治国,建设社会主义法治国家”的基本方略载入了宪法,勾画出了我国法治建设在新世纪发展的宏伟蓝图。

法治目标的实现,需要全体人民的共同努力,更需要法学研究者和法律工作者的不懈追求。法律高等院校一方面承担着培养法律专业工作后备力量的重任,同时也是法学研究的一支重要力量。华东政法学院是司法部属普通高等院校之一,拥有一支法律教学和研究的师资队伍,长期以来,许多教师在从事法律教学工作的同时,辛勤地耕耘在法学研究的园地,并取得了一批成果,不仅为立法和司法实践提供了不少卓有价值的建议,也在法学理论研究方面提出了一些富有创见的观点。这些研究反过来又促进了教学质量的提高,它证明了法学研究和法学教育相互依存、相互促进的关系。

法学理论研究应当为法制建设服务,这是不言自明的道理。我国的法制建设在最近20多年取得了令世人瞩目的巨大进步和飞速发展,丰富多彩的法律实践和法治活动为法学理论工作者提供了一展身手的宽阔舞台和任意驰骋的广袤天地,也向法学研究人员提出了大量亟待解决的课题,这些都是法学研究走向繁荣的不可缺少的原动力和必要条件。

法学理论研究应当为法制建设提供指导,这是法学理论工作者必须承担的职责。我国的法治实践是在独特的历史背景和现实条件下进行的。一方面我们拥有上千年陈陈相因、绵延不绝的中华法系的传统,这一传统在近代以来却遇到了西方法律制度巨大冲击与严峻挑战而几近中断;另一方面我们在建设社会主义现代化强国和构建社会主义市

场经济体制的过程中,又需要形成有自己特色的法律体系,而这一法律体系又必须能积极应对当今世界的共同法律规则。这些都要求我国的法学研究具有更高的立意、更广阔的视野和更新颖的理念。

正是基于上述认识,华东政法学院和上海交通大学出版社联手推出了这套《东方法学丛书》,以期尽自己绵薄之力,推动我国法学研究的开展。丛书取“东方”之名,是因为中国处于世界之东方,而上海又位居中国之东方,华东政法学院地处上海,原司法部部长、现任最高人民法院院长的肖扬同志曾称誉华东政法学院为“法学教育的东方明珠”,以“东方”二字来命名,固可区别于其他各种法学丛书,更期望能借得风气之先的这块宝地之地利,为我们这套丛书更多地汲取来自于生活这棵常青之树的养分。

收入这套丛书的著作均为华东政法学院教师的学术专著,这些著作中的观点不一定成熟,但却凝聚了作者对有关法律问题的思考。而且我们也想借丛书出版的机会,广泛地征求各方面的意见,使作者们在此基础上,能进一步深入研究,为我们奉献出更多更优秀的学术成果。

东方法学丛书编委会

序

2002年5月,我和井涛副教授以及其他几位研究生一起组成课题组,承接了上海证券交易所上证联合研究计划第五期——法律系列中的“上市公司退市的法律问题”这一研究课题。经过半年多的艰苦工作,我们将研究成果——4万多字的课题报告提交给上交所。井涛和我谈起进一步深入研究并完成专著的想法,我很赞同。因为从法律角度较为全面和深入地研究上市公司退市法律问题的专著所见了了。后来因事务繁杂,我没有参与进一步的扩展研究。书稿完成后我认真通读了一遍,感觉本书的第一部分关于中国退市规则实施效果分析及其改进建议原创性很强,分析了中国证券市场的一些特有问题,参考成熟资本市场规则,提出了极具操作性的建议;第二部分介绍关于其他证券市场退市规则相关资料,翻译了部分成熟资本市场和新兴资本市场的相关规则;第三部分关于水仙公司退市原委的具体描述,可读性很强,形象地展示了退市规则在实务中是如何发挥作用的。

—

公司和证券方面的法律规则与经济生活的联系极为密切,各国的修改都比较频繁。中国近些年特别是在近两年,相关规则废、立、改的力度很大。就拿证券法方面来说,与近年证券市场进行多方面改革相适应,旧的规则较多地被修改或废止,新的规则在全面建立中。在2001年,规则颁布的数量非常多,不同部门颁布的具有强制力的规范性文件大约700多个,几乎平均每天都有两个新的文件颁布。退市方面,在近一年的时间里前后颁布了5个相关规则。因为法律规则所具有的公开、透明和对所有主体一体适用等特点,颁布这些规则有助于克服行为的随意性。

颁行众多规则,也从一个侧面体现出了监管机构的监管行为在逐

步规范,在监管中更多地倚重法律手段。使证券市场中各方主体的行为有规则可循,这是证券市场向市场化和规范化迈进的一大步。

在这个特定的历史时期里大量颁行规则,其实是在回应 WTO 的要求。因为按照 WTO 规则的规定,除紧急情况外,缔约国必须将其与证券市场有关的法律、法规、行政命令,及所有其他决定、规定和习惯做法,最迟在关贸协定生效前予以公布,尽量使市场环境变得可以预见。

但是,规则太多也给理解和适用带来一定困难。如此频繁地颁布新规则,对专业人士而言,消化和掌握也相当有难度,更何况是非专业人士。规则频繁变动,使规则的适用对象没有相对稳定的行为预期基础。在水仙公司退市的过程中,就有部分投资者试图以规则变动过于频繁,大大增加本不应该由他们承担的不合理政策变动风险为由,将证监会和交易所作为被告提起行政诉讼,法院最终没有受理此案。对于法院不予受理的决定批评意见不少,其中最具代表性的说法是指责法院利用技术性处理来回避矛盾。退市后水仙公司的股份进入代办转让系统,股价节节升高,再没有股民起诉,事情本身似乎结束了。但是,相关的思考才刚刚开始。

二

客观地说,这些年来法制建设取得了不少成果。但是无须讳言的是,有相当一部分规则还只是纸面上的规则。许多法律规定没有得到真正贯彻执行。比如关于退市规则,早在 1994 年颁行的公司法中就有规定,但是在以后长达 7 年的时间里却一直没有实施过。在证券市场上应该退市而没有退出的上市公司,为数不少。直到 2001 年才有第一家上市公司退市。这在当时是一个重大新闻。

在法律的立、司、执、守数个环节中,立法只是起点,更重要的是法律的贯彻和执行。法律中有规定但是没有得到执行,究其原因可能是多方面的,比如规则本身设计不妥当、规则实施的条件不具备、与其他规则不配套,有时候也可能是相关执法和司法部门贯彻不力。要分别不同情形,采取不同措施,让纸上的法律“活”起来。课题报告和本书都已充分关注到了这一点。在思路上也注意了使退市规则的设计本身科

学合理,也注意研究规则发挥作用所必备的微观和宏观环境。

当然,无法坐等所有条件都具备了再来实施相关规则,有时候规则的出台和实施会促进环境的进一步改善。而且,要承认相对合理性。就规则的一些方面从完善的设计本身来看,是存在不足的,但是在一定具体条件下是比较可行的。在退市问题上,也是如此。比如说,在绝大多数成熟资本市场中,退市规则和上市规则是一致的。中国在上市问题上,从审批制到核准制再到保荐人制是巨大的进步,但远远没有市场化,短时期里也很难完全市场化。相应地,退市规则的实施也必须面对这个现实。也就是说,我们要在不短的一段时期里,对上市和退市适用不同的标准。

如果证券监管体系完全理顺了,如果交易所能真正作为会员自律性机构了,如果发行完全市场化了,如果股票市场的作用全面发挥而不是在单纯地偏重其融资功能了,如果上市公司在实际上能感受到募集资本的成本了,那么,退市问题就简单多了。特别是如果强制性退市很少适用,自愿退市就会多起来了。但是没有那么多“如果”,我们必须面对现实。理论研究成果要具有实用价值,尤其要注意解决这些问题。

三

近年来,我感受到研究成果的政策影响力越来越大,实用性也越来越强。这种变化是可喜的,说明决策更加科学了,过程更加开放了,理论对实践的推动作用也更加直接和明显了。比如我们参加的上证联合研究计划、接受其他有关部门委托研究或接受企业委托研究的时候,研究的都是实务工作中一些亟待解决的问题。有时候针对一个问题,委托方会分解出一系列课题,期待不同专业知识背景的研究者从不同角度深入研究,以便在最后决策的时候进行综合取舍。这也可以看出对研究成果质量的要求越来越高,理论创新的含义也更加具体,在研究方法上也更加注重实证。

另外,在委托研究中,时间往往比较短,没有机会去“十年磨一剑”。这就要求课题承接人在相关领域中有深厚的积累,在研究期里更多地是有针对性地进行调研,提出解决方案,并进一步探讨其可行性。而在

个案研究的基础上进一步深化和拓展,并进行跟踪研究,常常是在课题完成之后了。本书面市的过程就是如此。

四

与井涛初识是在南宁举行的中国法学会民法经济法学年会上。这已是很多年前的事了。那时她还在读研,印象中的她,认真而专注。十多年了,似乎只是一眨眼。现在我们是同事,从事的专业方向也是一致的,在教学和科研方面多有合作,工作之余也会一起探讨一些专业问题。我感觉到她是个很有潜力的年轻人,阅读面很广、专业功底扎实、思维敏捷又很勤奋、性格沉静而有灵气。

我祝贺本书出版并欣然为之作序。

顾功耘

2004年3月于上海华东政法学院

前 言

迄今为止,中国上市公司退市法律框架基本建立并得以实施,到2003年底已经有十多家公司退市。但是,鉴于规则本身设计得不尽合理,配套措施的亟待完善,规则运行受到外部环境的制约等原因,退市规则实施后,所预期的净化市场、提升上市公司整体质量,约束公司及其高级管理人员、与成熟资本市场的运行规则接轨,保护投资者利益等方面的作用发挥得不甚明显。事实上,退市规则反而被利用通过恶意炒作进行投机的现象很常见,为避免退市或为恢复上市的重组,往往难以从根本上改善公司的资产质量。在与退市直接相关的重组过程中,国有控股的上市公司比较容易得到多方面的有力支持,这加剧了公司之间外部竞争条件的不平等。与退市直接相关的重组是通过大量关联交易完成的,有的关联交易属于法律调整的灰色地带。

退市规则的良性运行,一方面需要必要的外部条件,另一方面也需要规则本身设计科学,符合实际并具有可操作性。就外部条件来看,需要有多层次的资本市场,而且不同层次之间连接渠道畅通;从股票市场本身来看,要注重其功能的全面发挥而不过分偏重其融资功能;退市与上市也有密切关系,退市规则的运行需要上市本身进一步市场化;另外,退市规则还需要有比较完善的配套规则,比如公司退市后股份代办转让规则的完善,和退市相关的责任追究制度的完善。

本书提出的观点是就退市规则本身来看,从中国股市的现实出发,设计退市标准的时候应以数量标准为主,结合少量质量标准,中国退市规则的整体设计必须体现实体规定与程序保障的结合。本书不同意有观点所主张的以市值标准和竞价标准来确立退市标准。因为市值标准与竞价标准过于侧重公司股份在二级市场的流通情况,而且如何确定市值标准与竞价标准是一个难点。对于中国目前的证券市场而言,相对更应注重上市公司的质量。

在设计这些标准的时候,一方面将《公司法》中规定的四种应予退市的情形进行细化;另一方面,对于《公司法》没有规定,但市场确需的,建议以合同约定的方式,规定在交易所上市规则中,还可以在交易所与每家上市公司的上市协议中有所反映,上市公司除了违反《公司法》的规定外,还可能因为违反上市规则和/或上市协议而被终止上市。这样,就可以通过合同来保障交易所对上市公司退市的决定权。

本书分为三个部分:第一部分是关于中国退市规则实施效果分析及其改进的建议。在这一部分中,对现行退市规则的实施效果进行评析,回顾了退市规则的演变及其实施简况,分析了规则实施中所暴露出的缺陷。分别从多层次资本市场的构建,股票市场功能的全面发挥,市场化的发行上市以及比较完善的退市规则配套措施等方面,阐述了退市规则良性运行所必要的社会环境,从实体标准和程序两个方面对退市规则提出了改进建议。在这一部分中,还论述了退市规则在证券市场中的定位,比较了不同资本市场中的退市标准和程序,分析了证券交易所在上市公司退市过程中的作用;第二部分是关于其他证券市场退市相关资料的介绍,翻译了美国、新加坡、泰国等部分成熟资本市场和新兴资本市场的相关规则;第三部分描述了水仙公司退市的过程并分析了其中的法律问题。

目 录

第一部分 中国退市规则实施效果分析及改进建议.....	1
第一章 上市公司退市相关法律规定及其实施效果评析.....	3
第一节 上市公司退市相关法律规定及演变过程.....	3
第二节 退市规则实施效果评析	26
第三节 退市规则实施中暴露出的一些问题不容忽视	39
第二章 退市规则良性运行的必要环境	63
第一节 多层次的资本市场体系	63
第二节 股市不过于偏重筹资功能	70
第三节 市场化的发行、上市方式.....	80
第四节 退市后公司股份的代办转让	85
第五节 合适的时机	94
第三章 中国退市标准的具体设计	96
第一节 设定退市标准应考虑的因素	96
第二节 退市标准比较研究	97
第三节 中国退市规则的设计.....	107
第四节 退市程序.....	119
第二部分 部分证券市场退市规则.....	147
第四章 纽约证券交易所退市规则.....	149
第五章 纳斯达克(NASDAQ)退市规则	161
第六章 新加坡的停牌与除牌规则.....	163
第七章 泰国证券交易所除牌程序和政策.....	166

第三部分 水仙凋零纪实·····	171
第八章 《实施办法》之出台——流水不腐·····	173
第九章 退市在迫近——第一张红牌给谁·····	191
第十章 水仙退市过程——无可奈何花落去·····	201
第十一章 行政诉讼——证监会,又当被告·····	212
第十二章 退市的后续配套措施——退了市,然后呢·····	224
第十三章 退市机制启动以后——退市大潮,汹涌而至·····	227
第十四章 水仙退市的影响——尘埃落定,思考仍然无尽·····	234
主要参考文献·····	247
后记·····	248

A decorative rectangular border with a repeating floral or leaf-like pattern surrounds the title text.

第一部分

中国退市规则实施效果 分析及改进建议

第一章

上市公司退市相关法律规定及其实施效果评析

第一节 上市公司退市相关法律规定及演变过程

一、退市规则是证券市场正常运行不可或缺的部分

证券市场是金融市场的一个重要组成部分。金融市场是资金供求双方运用资金工具进行各种金融交易活动的总和。它由三个要素构成：市场主体，主要是资金需求者和资金供给者；市场客体，即金融工具，所谓金融工具是指交易双方在交易活动中按照一定的格式明确各自权利义务的书面对证，如股票、债券；市场组织方式，金融市场的组织方式，主要有证券交易所方式和柜台交易方式^①。

资金这种特定化的资源在一定时期里总量是恒定的，相对于需求而言当然也是有限而稀缺的。某个领域或某些公司占用了资金，势必就要减少其他领域或企业的资金供应量。因此，资金所选择投向行业或企业所产生的效益就决定了资金被利用的效率。资金的产出与收入比例高，代表着资金的利用是有效率的。这种高效率的利用资金反过来可以带动其他资源的有效配置。其具体过程是资金向优秀企业集中，优秀的盈利的企业就可以多占用资金资源，劣势亏损企业就会退出。这也就达到了企业之间的优胜劣汰的效果。因此，资金的供求情况与流动效率可以影响到整个资源的配置效率。资金的这种流动过程很大程度上是通过证券市场来实现的。证券市场是包括证券投资活动全过程在内的证券供求交易的网络和体系。一个运行正常的证券市场

① 顾功耘主编. 商法教程. 上海: 上海人民出版社, 2001