

资本市场世纪丛书

退市 机制

TUISHIJIZHI

市场压迫还是压迫市场

主编 / 韩志国 段 强

SHICHANG **YAPO**
HAISHI
YAPO SHICHANG



经济科学出版社

资本市场世纪丛书

退市机制： 市场压迫还是压迫市场

主 编：韩志国 段 强

副主编：吴敏文 于宝刚

经济科学出版社

1 5112

责任编辑：张 力
责任校对：王苗苗
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

退市机制：市场压迫还是压迫市场

主编 韩志国 段 强

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

中国科学院印刷厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

850×1168 32 开 7.875 印张 150000 字

2002 年 4 月第一版 2002 年 4 月第一次印刷

印数：0001—4100 册

ISBN 7-5058-2949-1/F·2317 定价：14.20 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

退市机制：市场压迫还是压迫市场 / 韩志国，段强
主编. —北京：经济科学出版社，2002.4

(资本市场世纪丛书)

ISBN 7-5058-2949-1

I. 退… II. ①韩… ②段… III. 证券交易 - 资本市场 - 管理体制 - 研究 - 中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 011906 号

《资本市场世纪丛书》编委会

编委会主任：韩志国 段 强

编委会编委：（按姓氏笔画为序）

万一烽 于宝刚 石 俊 刘 毅

吴敏文 杨小平 周小鹤 罗志荣

段 强 夏 燕 韩志国

中国股市正在“危机变法”

(代 序)

世纪元年的中国股市，可以用两句话来概括：风云变幻，曙光初现。说它风云变幻，是因为在这一年里，股票市场经历了大起和大落，在发展中陷入了前所未有的困境和出现了数不清的难点。从中科创业的崩盘到亿安科技的股价操纵，从银广夏的大肆造假到麦科特的欺骗上市，从三九集团挪用上市公司的巨额资金到市场上大范围的违规理财行为，大案要案和重大违规行为不但一个接着一个，而且从年初到年末都始终未断；湖北立华与中天勤会计师事务所帮助和参与上市公司造假，以及国家审计署在年底公布的 16 家具有上市公司财务审计资格的中介机构的审计报告的大面积失实，使得中介机构出现了严重的信用危机；因国有股减持的决策失当所

诱发的连续 4 个月的股市暴跌，使得市场的投资者在遭受了巨大的财产损失的同时也对股市的发展前景陷入了深深的困惑，市场出现了严重的信心危机。说它曙光初现，是因为管理层在市场的重重压力之下处乱不惊，并且果断地开始“危机变法”，在平均每 3 天就推出一个新的规范市场政策的情况下，政策走向也一步一步地向市场化的方向发展。可以毫不夸张地说，刚刚过去的 2001 年是我们在制度创新上步伐最大、进展最快、方向最为正确的一年，也是中国股市在经历了长达 10 年的行政权力与市场机制激烈对抗、市场机制被重重钳制和严重扭曲之后，市场的力量开始逐步取代行政的力量、市场机制开始逐渐发挥重大作用、市场开始发生重大转折的一年。

——市场的发展宗旨正在进行调整。“类别股份”与定向为国企服务，是我国股票市场的两个最重大缺陷。“类别股份”导致市场上只有 1/3 的股票可以流通，2/3 的国有股和法人股的沉淀不但造成了上市公司股权结构的严重扭曲，而且还导致上市公司的社会评价机制发生紊乱，市场价格与上市公司的经营实绩出现了比较大的偏

离和市场信号严重失真；由于定向为国企服务，市场经济本身所应有的平等竞争原则在这里流于形式，对国有上市公司的温情脉脉的“父爱主义”保护和“一股独大”进而“一股独霸”的局面使得上市公司大都保留着原有的国有机制，公司治理结构的失效也使得股市的优化资源配置功能受到了严重制约。2001年，中国股市的发展宗旨发生了悄悄的但却是意义深远的变化，国有股减持机制的启动和一大批民营企业的上市预示着市场的发展宗旨已经开始了重大调整，这对中国股市的长远影响将不可估量。

——市场的监管方针出现了重大改变。在这方面，最为引人注目的是我们正在从长达10年的“政策市”中走出来，并且开始了市场与监管部门的功能归位过程。虽然由于国有股减持的决策失误使得中国证监会不得不启动了紧急叫停机制，从而使得这一举措带有了“救市”的性质，但必须指出的是，这一次的“救市”与以往的“政策市”有着重大的不同，它首先是纠错，是在一个极为特殊的背景下所采取的一个非常措施。可以预见的是，中国股市正在走出“政策市”而走向市场化，股市

政策的变化与市场价格的走势将会出现日益疏离的趋势，管理层的职责将会越来越转向保护投资者利益和惩处市场的违规行为。今年以来，行政问责机制和法律追究机制的启动与一线、二线监管体系的初步形成，对违规、违法行为惩处力度的加大和违规成本的大幅度提高，都将对市场的不正当竞争和不合规行为形成强大的威慑，可钻的市场漏洞也在呈现出日益缩小和减少的趋势。

——市场的制度创新出现了加快的趋势。2001年，市场上制度创新的步伐可谓越来越快。退市机制的正式推出结束了我国股市中只能进不能退的历史，市场对上市公司的压迫机制明显加大；财务会计制度与信息披露制度的日益完善从源头上堵死了“报表重组”和“虚假重组”的路子，“垃圾股”只要一与“资产重组”沾边就“鸡犬升天”的局面在市场上已经结束，崇尚绩优和追捧蓝筹将会日益成为市场上的新的投资理念和投资主流；信息披露制度的日趋完善、对中介机构监管力度的日益强化以及董事对上市公司披露年报须承担法律责任等一系列重大措施的实施都将不断提高市场的透明度和公信度，再

加上民事赔偿制度的逐步建立，投资者特别是中小投资者的权利和利益都将会得到越来越有效的保护。

——市场的评价机制正日益趋向统一。制度创新步伐的加快将逐渐地把行政权力挤出市场，对企业和市场的评价机制将从行政评价转向市场评价，评价体系也将从双重评价转向单一评价。在社会化的市场评价体系逐步建立起来以后，企业的股票发行与上市、企业的发展与淘汰都将在一个统一的市场机制下进行，这不但可以大大地强化优胜劣汰机制的作用，而且也将为投资者提供一个更公平的市场环境，并且在企业和投资者的双向选择与市场的相互竞争中不断地提高资源的配置效率。

“出了问题正是发展的契机。”（樊纲，2001）从短期来看，股市中问题迭出不可避免地会对市场和投资者造成伤害，但也应该看到，这些问题的出现也恰恰暴露了市场的内在缺陷，并且可以为我们下决心解决这些矛盾和问题找到切入点和着力点。在我看来，我国股市的规范化进程还只是刚刚起步，随着中国加入 WTO 和国际资本步步紧逼地叩击中国的大门，我国股市的制度创新步伐还必定会出现加快的趋势。

就我国股市的总体状况来说，我们现在已经站在了现代市场经济的门槛上，如果我们在国有股减持问题上能够再走出实际的和科学的一步，那么我们就可以在上市公司中完成股权革命，这就可以大大地推进集生产社会化、资本社会化、风险社会化和经营社会化于一体的股份经济的发展进程，也就可以在国民经济的主体上实现从计划经济向市场经济的制度跨越，到那时，我国整个经济体制走向市场经济的改革目标的实现也就为期不远了。对此，我们充满信心也充满期待！

目 录

中国股市正在“危机变法”（代序）

第一章 退市机制与股市的优化资源 配置功能

能够充分发挥资源配置功能的股市可以有效地建立起一种资金弹性流动机制，使资金迅速地从衰落的产业和经营效益差的企业转向新兴的产业和经营效益好的企业，从而实现资源的最优配置，提升产业结构，促进国民经济的增长。资金在不理想的部门和企业沉淀的时间越短，对于整个经济的发展就越有利 ……………（1）

第二章 退市机制与股市的规范化建设

亏损上市公司可通过资产重组的方式永久站立于股市之中，这不断地证实了公司一旦上市就成为一艘“不沉的航空母舰”。这种扭曲的机制，不仅使得“争发行指标”、做假账等行为有恃无恐，而且进一步降低了对上市公司质量的把关 ……………（12）

第三章 退市机制与股市的市场化

股票的价值首先表现在它所代表的实物资产的保值增值性上，其次才是获取相应的股息或红利，以及二级市场的资本利得。对于连续亏损的公司来说，只要它还有盈利能力和成长空间，其股票就仍然代表着一定的股东权益。而资不抵债的公司可能被破产清算，资产将首先被用来还债，股东将血本无归，更不用说保值增值了。这样的股票还有什么价值可言 (25)

第四章 退市机制与股市的优胜劣汰

西方证券理论一致认为，上市公司减少并非坏事，那些被投资者抛弃的上市公司根本没必要留在市场上。只有这样，资源配置才能渐趋优化，产业结构调整 and 升级才得以推进，市场的优胜劣汰机制才能促进股票市场的良性发展 (60)

第五章 退市机制与完善公司治理结构

通过吐故纳新的动态调整，证券市场注入了新的生机和活力，促使资源从低效率的劣质公司流向高效率的优质公司，促进资源的合理有效配置，并提高了资源配置效率。因此，证券市场必须是双向开放、有进有出的市场，任何一方面的缺位都会使证券市场的制度建设不完善 (79)

第六章 退市机制与上市公司行为的优化

中国上市公司存在所谓“生命周期短”的现象，其原因有多方面，但上市公司的质量应该是主要的影响因素。一个上市公司质量的好坏并不仅仅表现在其具体的经营业绩方面，

还和公司的组织架构特别是公司的治理结构和经营方式有很大关系	(96)
-------------------------------------	------

第七章 退市机制与场外交易

证券市场发达国家在制定证券法或证券交易法的时期,为刺激、鼓励集中交易,推动证券市场的迅速发展,都曾限制或取缔场外市场,该阶段都形成以证券交易所为中心的集中交易市场。但随着科学技术尤其是电子网络、通讯技术的发展,场外交易市场的交易成本大大降低,从而形成了证券交易所与场外市场共同发展的新时期

(107)

第八章 退市机制与股市的三板市场

抓住建立退市机制这个机遇,从功能上弥补我国缺少场外交易市场这一资本市场的重要空白,不仅为退市股票的特别转让找到了出路,而且事关中国资本市场建设的大问题。从主板、二板市场退市的企业可以安排到三板市场进行特别转让;而通过三板市场实现退市企业的重组和申请上市企业的辅导和培育,继而为主板和二板市场输送优秀的 IPO 公司,实现多层次资本市场之间的转换

(122)

第九章 退市机制与股市的制度创新

我国股票市场因制度缺陷而导致退市机制迟迟不能启动,直接造成了“劣币驱逐良币”的不良后果,使得股票市场只具有“圈钱”功能而不具有资源配置功能。为了强化股票市场在现代市场经济建设和体制改革中的作用,就必须在进行制度创新上迈出实质性的步伐,在这方面,一个重要的环节

就是要打通股市的退出通道，建立起有序和有效的股市退出机制 (126)

第十章 退市机制的国际化比较

在我国，上市公司退市完全是由上市公司管理层及对其实施控制的大股东的行为所造成的。大股东及公司经理层、证券发行专业服务机构隐瞒公司真实的资产状况骗取上市、大股东侵占上市公司资产、经理层经营决策的重大失误等是导致公司退市的主要原因，普通投资者无法了解公司的真实情况，仅凭公司公告的信息做出买进或卖出的决定，无法对公司形成影响，因而也不应当承担退市的责任 (145)

第十一章 海外创业板市场的退市机制

退市条件与程序是各国创业板市场制度建设的重要内容，通过不断吸纳优质公司上市，同时又不断淘汰劣质公司下市，可以为创业板市场注入新的生机和活力，保证创业板市场上市公司的整体素质。美国纳斯达克市场作为全球创业板市场的典范，其退市条件与程序为许多其他创业板市场所仿效 (202)

退市：中国股市的转折点与新起点

——我国证券界关于退市问题讨论综述 (207)

后记 (229)

第一章 退市机制与股市的 优化资源配置功能

对于我国股市来说，要充分实现其优化资源配置的功能，就必须建立起行之有效的退市机制及相关的配套措施。通过严格的上市标准和退市机制，使股市具备增量资源配置的功能；通过结构层次丰富的证券市场来容纳不同水平的上市公司，为退市股票的进一步流通提供必要的场所，从而形成自愿性退市与强制性退市并存，最终建立起有效的资金弹性流动机制，实现资源的最优配置。

股票市场对于社会资源配置发挥着双重的功能：其一是筹资功能，即将潜在的储蓄转化为生产性投资；其二是优化资源配置的功能，即将一定时期内既定数量的资金引导到高效益的有发展前景的企业中去。第一项功能的发挥取决于发行市场的有效运作；第二项功能的发挥取决于交易市场的有效运作。这两项功能的充分发挥都与股市的结构、对股市的监管、上市公司的治理结构等一系列制度性的安排密切相关。

对于股票市场来说，实现其对资源的优化配置比单纯的筹资更为重要也更为困难。它要求股票市场具有严格的上市标准和退市机制，具有结构层次丰富的证券市场，具有存量资源配置的功能，使上市与退市成为企业经营活动的一种选择

对新兴股市来说，发挥股市筹资功能的目标一般比较容易实现。它取决于国家政策的放开，股票发行方法的改进，一般投资者对在股票市场进行风险投资意识的觉醒。识别股市筹资功能发挥理想与否的指标包括：股市筹资额是否迅速增长，上市公司的数量是否增加，开户的投资者数量是否增加等等。以这些标准来衡量，中国股市发展10多年以来，筹资功能的发挥应该说是比较充分的。2000年我国发行股票共筹资3249亿元人民币，尽管对比同年全国全部金融机构各项贷款余额9.94万亿元还是一个较小的数字，但是与1990年的股市筹资额4.28亿元相比，其增长速度是十分惊人的。通过股票发行方法的不断改进和再筹资方法的逐步完善，上市公司的数量和开户的投资者数量都有显著增加，至2001年2月底，深交所和上交所上市公司的总数达1108家，投资者开户数共有6024.24万户。仅以上市公司的数量来衡量，我国股市的规模已接近同期的加拿大多伦多证交所（上市公司总数为1404家），超过德国法兰克福证交所（上市公司总数为987家）、法国巴黎证交所（上市公司总数为960家）