

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI

TUISHI ZHIDU YANJIU

中国上市公司 退市制度研究

张妍妍◎著



四川大学出版社

张妍妍 女，四川成

都人。先后就读于四川大学法学院和经济学院，获法学硕士和经济学博士学位。现任教于四川大学经济学院，主要研究方向为制度经济学和企业经济学。在《西南民族大学学报》《南亚研究季刊》《中南财经政法大学学报》《中南民族大学学报》等学术期刊上发表论文数篇，其中部分被《人大复印资料》转载。主持主研多项经济类课题。

责任编辑:毕 潜
责任校对:唐 飞
封面设计:墨创文化
责任印制:王 炜

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司退市制度研究 / 张妍妍著. —成都:
四川大学出版社, 2014. 6
ISBN 978-7-5614-7784-7

I. ①中… II. ①张… III. ①上市公司—企业管理—
研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 120222 号

书名 中国上市公司退市制度研究

著 者	张妍妍
出 版	四川大学出版社
地 址	成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行	四川大学出版社
书 号	ISBN 978-7-5614-7784-7
印 刷	四川永先数码印刷有限公司
成品尺寸	148 mm×210 mm
印 张	8.125
字 数	241 千字
版 次	2014 年 6 月第 1 版
印 次	2014 年 6 月第 1 次印刷
定 价	32.00 元

版权所有◆侵权必究

◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。
电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065
◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。
◆网址:<http://www.scup.cn>

序

改革开放以来，随着我国证券市场的建立和发展，随着各项市场化改革的深入推进，上市公司退市制度也被提上改革日程，再次受到理论界和管理层的高度关注。积极稳妥地推进退市制度改革，提高上市公司的整体质量水平，是我国证券市场面临的重要任务。

本书作者对我国上市公司退市制度的发展现状与实施效果进行了系统深入的研究，并通过对国内外证券市场退市制度的比较研究，为我国完善上市公司退市制度提供了宝贵的意见。本书突出了以下几个方面的特色：

一是体系科学完整。将上市公司退市制度划分为被动退市制度和主动退市制度进行系统的分类研究。在理论上厘清了退市制度问题的研究范围和层次，使得研究更加全面和深入。

二是综合应用了比较分析的方法。首次对中国和印度的上市公司退市制度进行了对比研究。以印度作为新兴资本市场的代表，全面考察其退市制度与我国退市制度的异同，并提出对我国的借鉴意义。

三是把理论分析和实证分析结合起来。注重用经济生活中的案例阐释制度经济学的理论，结合统计学、计量经济学的定量分析方法，从应用的角度审视现行退市制度存在的问题并寻求相应的解决办法。

相信本书能够给读者带来启发和裨益，进一步加深对上市公司退市制度的理解。

本书作者张妍妍是四川大学经济学院 2008 级博士毕业生，毕业后在本校从事经济学的教学研究工作，也兼职提供金融方面的律师服务。作为她的老师，我很欣慰看到她在繁忙的工作之余，勤于笔耕，并取得一定的成果，期望其再接再厉并取得更好成绩。

朱方明

2014 年 4 月 20 日

目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 选题背景和研究意义	(1)
一、选题背景	(1)
二、研究意义	(3)
第二节 国内外研究文献综述	(5)
一、国外学者研究状况	(5)
二、国内学者研究状况	(10)
三、国内外研究状况小结	(17)
第三节 本书的研究方法	(18)
第四节 本书的研究框架	(19)
第五节 本书的主要创新点	(20)
第二章 中国上市公司退市制度的发展概况	(21)
第一节 中国上市公司退市制度的概念界定	(21)
第二节 中国上市公司退市制度的发展历程	(22)
一、中国上市公司退市制度的初步建立阶段	(25)
二、中国上市公司退市制度的探索推行阶段	(26)
三、中国上市公司退市制度的正式确立和逐步完善阶段	(28)
第三节 小结	(31)
第三章 中国上市公司退市制度的现状	(32)
第一节 中国现行上市公司退市制度的内容	(32)
一、退市程序和退市条件	(32)
二、中国上市公司退市制度的特征	(37)
三、中国上市公司退市规则的缺陷	(39)
第二节 中国上市公司退市制度的实施现状	(43)

一、中国上市公司退市制度的实施概况	(43)
二、我国上市公司退市制度实施中的问题	(56)
第三节 小结	(60)
第四章 退市公司的特征与退市的影响因素	(62)
第一节 中国退市公司的主要特征	(62)
一、被动退市公司的资产规模较小	(62)
二、经营业绩差, 亏损幅度呈“倒金字塔”走势	(63)
三、违规行为较多, 违规处罚较轻	(71)
四、被出具非标准审计意见的次数较多	(77)
五、关联交易频繁, 交易类型多元化	(79)
六、退市公司作为交易卖方的资产重组行为频发	(83)
第二节 中国上市公司退市的影响因素	(85)
一、上市公司被动退市的影响因素	(85)
二、上市公司主动退市的影响因素	(106)
第三节 小结	(122)
第五章 中国上市公司退市制度的实施效果	(124)
第一节 我国的被动退市制度“大体失效”	(126)
一、特别处理制度的实施现状	(127)
二、撤销特别处理的实施效果	(139)
三、ST 公司的重组行为特征	(153)
第二节 我国的主动退市制度“初见成效”	(181)
一、我国上市公司主动退市的价值效应	(181)
二、我国上市公司主动退市的绩效分析	(185)
第三节 小结	(189)
第六章 成熟证券市场的上市公司退市制度及其借鉴	(191)
第一节 成熟证券市场的上市公司退市制度	(192)
一、成熟证券市场的上市公司退市制度	(192)
二、成熟证券市场交易所的退市情况	(197)
三、成熟证券市场上市公司退市制度的特点及借鉴	(202)

第二节 新兴证券市场的上市公司退市制度	(203)
一、中印上市公司的退市情况	(204)
二、中印上市公司退市制度的比较分析	(208)
三、印度上市公司退市制度对我国的借鉴意义	(211)
第三节 小结	(214)
第七章 完善中国的上市公司退市制度	(215)
第一节 完善上市公司退市制度的必要性和条件	(215)
一、完善上市公司退市制度的必要性	(215)
二、上市公司退市制度良性运行的条件	(220)
第二节 完善我国上市公司退市制度的建议	(223)
一、解决证券市场的体制问题是基础	(223)
二、推进股票发行审查制度改革是根本	(230)
三、完善退市规则、加大执行力度是关键	(232)
四、建立健全相关制度体系是保障	(235)
第三节 小结	(238)
结 论	(240)
参考文献	(243)
后 记	(252)

第一章 绪 论

第一节 选题背景和研究意义

一、选题背景

从 1990 年 11 月上海证券交易所成立以来,我国的证券市场已经走过了 20 多个年头,证券市场迅速发展,取得了前所未有的巨大成就。截至 2011 年年底,我国国内上市公司已达 2381 家,股票总市值为 21.48 万亿元人民币,约占 GDP 的 47%。以上市公司数量和总市值规模为标准,中国股市在亚太地区仅居日本之后,排名第二,为全球新兴市场之首,超过了韩国、印度、巴西、墨西哥、波兰、南非等大型新兴市场国家。

然而,与发达国家的证券市场相比,我国的证券市场尚处在一个较低的发展水平,我国股市在迅速发展的过程中也暴露出了不少的问题和弊端:企业过度融资造成社会资本损失,上市公司盲目圈钱的同时经营业绩呈普遍下滑之势,大量问题公司虚增、虚报利润,企业与大股东之间不合理的关联交易频发,扭曲的资产重组行为,各种造假违规行为……我国股市积累多年的多种问题日益严重,在 21 世纪初大规模地相继爆发,股市中沉积多年的绩差股和垃圾股大量浮现,导致股市风险剧增,从而引发了这一时期理论界和司法界对上市公司退市问题的激烈讨论。深原野停牌事件、PT 农商社和 PT 郑百文严重亏损事件的出现,进一步促使上市公司退市问题成为当前我国证券市场及社会各界关注的焦点。

我国股市处于新兴证券市场的高速发展阶段,制度建设也逐步从不规范走向规范,从不成熟走向成熟,其中上市公司退市制度是

证券市场制度体系中的重要组成部分，对于提高上市公司质量和优化证券市场融资环境具有十分重要的意义。2001年2月22日，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》。2001年4月23日，PT水仙被终止上市，成为我国证券市场上第一只被摘牌的股票，上海水仙电器股份有限公司成为我国第一家被依法退市的上市公司，这标志着我国上市公司退市机制的正式启动。随即，深圳证券交易所的粤金曼也被宣布终止上市。这两家公司的退市尽管开启了我国上市公司退市制度的建设之路，但并未从实质上改变我国证券市场中部分公司该退不退的局面。

截至2010年年底，沪深两市共有70家上市公司退市，包括上海证券交易所的35家上市公司和深圳证券交易所的35家上市公司，其中有近1/3的上市公司是因并购原因主动退市的，有46家上市公司是由于业绩亏损等原因被监管机构强制退市的。数据显示，自2001年规范的退市标准实施以来，我国A股市场历年的上市公司退市率均不足1%，相较国外成熟证券市场近年来6%~13%的上市公司退市率，我国的退市制度显得形同虚设。然而，实际情况证明，导致我国上市公司退市率极低的原因并非是上市公司质量很高，未达到退市标准。相反，长期以来我国股市充斥着大量绩差股和问题股，上市公司存在严重的质量问题，主要表现为：不少公司虚报证明材料，包装上市，如ST红光、ST生态农业、综艺股份等；披露虚假信息，违规行为频发，如张家界、东方电子、美尔雅等；违规使用和占用募集资金，如ST大东海、三九药业、福建水泥、银鸽投资等；上市公司业绩下滑，亏损面和亏损额呈扩大趋势。截至2010年年底，沪深股市戴上ST帽子的公司已达169家，占A股上市公司总数的8.2%。在1527家已经披露2011年业绩预告的上市公司中，有456家公司业绩报亏，亏损面近1/3^①。由此可见，我国上市公司退市数量稀少的主要原因在于现行上市公司退市制度还相当不完善，实施效果较差。

① 456家公司去年业绩预减或预亏 [N]. 重庆晚报, 2012-02-02.

上市公司退市制度的启动与推行是我国证券市场规范化进程中的重要举措之一。然而,从该项制度的实施现状上来看,该退不退仍是我国股市当前面临的严峻现实。近年来,随着我国资本市场新三板市场建设、新股发行制度、转板制度等各项市场化改革的深入推进,退市制度也被提上改革日程,再次受到理论界和司法界的高度关注。尚福林担任证监会主席期间,曾多次在公开场合强调我国证券市场推进退市制度改革的重要性,并在 2011 年全国证券期货监管工作会议上明确提出近期我国证券市场改革的首要任务是“完善市场退市机制,提高市场效率,加强市场化并购重组制度建设,规范和引导借壳上市。”^① 同期,《求是》杂志以《深化资本市场改革创新服务经济发展方式转变》一文对积极推进各板块退市制度改革和板块之间的转板机制进行了专题论述。之后,证监会继承和强化了这一市场化改革思路,在退市制度改革方面推行了一系列实质性的举措。这些举措包括:在证监会内部成立专门的退市制度改革小组,制定和完善改革的整体方案;在创业板市场试行退市试点,提出具体的创业板退市制度方案;加强对 ST 公司重组并购的监管和对借壳上市公司的审核;等等。此外,2012 年 3 月,证监会主席郭树清在列席第十一届全国人民代表大会第五次会议时表示,主板退市制度有望在 2012 年上半年推出。由此可见,全面推进退市制度改革,进一步完善现行上市公司退市制度,改善退市制度的实施效果,提高上市公司的整体质量水平,是我国证券市场亟待解决的问题之一。

二、研究意义

1. 理论意义

目前,经济学理论界对上市公司退市问题的研究相对较少。国外文献对退市问题的研究大多数是以实证方法进行经验分析的,而

^① 尚福林. 完善退市制度 [N/OL]. 中国证券报, 2011-01-14. http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201101/t20110114_2746123.html.

较少针对上市公司退市制度本身进行研究。国内关于上市公司退市问题的相关文献集中涌现于 21 世纪初退市制度正式确立之时，当时我国证券市场尚处于制度建构的初级阶段，对于退市制度的探索也才刚刚起步。相关的理论成果主要是对退市概念、中外退市制度比较、退市制度完善的必要性、退市制度的实施现状等问题的研究，较少涉及退市规则的细化分析和退市制度的深层次问题。而我国证券市场经过近十年的磨练，正处于市场化进程的变革时期，上市公司退市制度的研究应当结合证券市场改革发展的新形势和新情况进行更加深入和系统的探索。由此，在我国证券市场化改革的大背景之下，现有上市公司退市制度的理论研究在较大程度上缺乏系统性和完整性，需要在理论上加以弥补。

2. 现实意义

通过对我国上市公司退市现状和存在问题的全面揭示，深入探讨在我国完善上市公司退市制度的必要性，有利于增强各方对推动上市公司退市制度市场化改革紧迫性的认识。此外，我国证券市场改革正处于攻坚时期，通过对上市公司退市制度推行困境的深入分析，探索出促使退市制度良性运行的发展路径，一方面有利于我们针对现行退市制度实施过程中存在的问题予以改进，解决好当前退市制度失效的症结；另一方面，从退市现象和问题出发，探究导致问题产生的直接和根本性原因，可以达到以点见面的效果，有利于发掘和揭示我国证券市场的深层次问题，为我国证券市场现阶段的市场化改革起到积极的促进作用。总之，上市公司退市制度的研究成果对于指导我国证券市场退市制度推行中现实问题的解决，以及制定未来退市制度的战略规划和具体方案，真正实现我国证券市场的全面市场化、资源配置的优化和市场的长远健康发展有很强的现实意义。

第二节 国内外研究文献综述

一、国外学者研究状况

国外对上市公司退市制度的理论研究相对较少，大部分是在对上市进行研究的同时探讨了退市的问题，相关文献主要是对于上市公司退市情况的一些经验分析，其研究成果主要集中于对以下几方面问题的实证研究。

1. 上市公司退市的概念

根据《新伯尔格雷夫经济学大辞典》中对“退出”一词的解释，退出是指从一种已经建立的关系中离开的行为。那么，“退市”一词单从字面上看的含义就是离开市场。

而对于上市公司退市概念的阐释，投资百科全书（Investopedia）将上市公司退市界定为“为使股票在交易所上市交易，该公司必须符合规定的上市交易规则。如果不符合上市规则，交易所就会发出该公司不符合规定的警告。如果该公司未能满足上市要求继续交易，那么交易所就可以摘牌该公司。”^①

福布斯数码公司对上市公司退市的定义：“股票从交易中被剔除，因为股票发行公司不符合交易所的上市要求，不论公司是自愿还是不自愿。”

可以看出，国外文献将上市公司退市主要理解为出于监管目的的强制性被动退市。

2. 上市公司退市的原因

国外文献主要研究导致上市公司股票退市的原因有哪些，也有少量文献研究哪些原因不会导致上市公司退市。

一些学者通过对已退市公司的特征分析来归纳上市公司的退市原因。Leuz, Christian, Alexander Triantis 和 Wang Tracy

^① <http://www.investopedia.com/terms/d/delisting.asp>.

(2006)发现退市公司普遍存在价值增长潜力较差、内部人持股比例较高、债务比重较高、市场流动性不足的特点。Andreas Charitou, Christodoulos Louca 和 Nikos Vafeas (2007) 通过对 1998 年至 2004 年从纽约证券交易所退市的 161 家公司和同类型在上市公司进行对比研究,发现上市公司的退市原因与公司内部董事会和股权结构的特征有关。Weir C 等 (2005) 对 1998—2000 年英国股市的退市股票进行了实证研究,认为上市公司退市的主要原因是上市公司为了维护自身经济利益,防止股价被低估和降低代理成本而做出的战略性决策之一。Lan M Ramsay (2006) 通过对澳大利亚股市的 5952 只退市股票的分析,发现上市公司退市的主要原因是上市成本过高、股本和公司内部运作模式的变化。Zuzana (2007) 以捷克共和国新兴股市 1993—2004 年的退市股票为研究对象,发现了上市公司私有化前后的不同特征可以用来判别影响公司退市的主要因素。

一些学者把上市和退市同时作为研究对象进行对比研究,并通过实地调研的方法来检验相关主体对上市和退市的看法。这种依据问卷方式所获得的信息可以显示出管理层对公司上市和退市的态度。Baker 和 Baker Pettit (1982) 调查了 613 名财务经理,发现公司选择上市主要是出于对公司名誉的想法,一些符合上市条件却不上市的公司的财务经理主要是出于非经济利益的考虑,并认为这些利益的意义远大于经济收益。另据统计,这类财务经理大部分倾向于成为做市商而不是操盘手。Baker (1989) 和 Johnson (1990) 也采用了采访调查的方式,将公司财务经理作为调查对象分为三组来研究他们对于上市和退市的看法,发现名誉对于公司上市和退市的影响力在逐步下降,而收益和成本的影响力在逐渐加大。Fereman 和 Rosenbaum (1987) 以纳斯达克市场 275 家上市公司为样本,分析了财务经理对自愿退市的看法,大部分财务经理认为退市对于公司而言弊大于利。H Kent Baker 和 Sue E Meeks (1991) 回顾了关于公司上市和退市的相关文献,提出了市值、资本流动性和信息披露效应对公司上市和退市具有较大影响。

一些学者对上市公司的财务指标进行研究，并对上市公司的退市风险进行预测。对于市值的研究包括：Philips（1988）认为市值和市盈率对上市公司是否退市没有任何影响力；Treasury（1998）和 Jonathan Witmer（2006）则认为小市值和换手率低的公司更容易退市。对于交易额和现金流流动性的研究包括：Weir C（2005）认为交易额和现金流不会对上市公司退市造成实质性影响；Lehn（1989）、Leuz（2004）和 Andras Marosi 等（2004）认为，交易额越低、自由现金流越小的公司，其成长性越低，也更容易退市；Jonathan L Witmer（2005）根据流动性假说和莫顿假说观点，发现在美国交易额较低的上市公司更可能自愿退市。就契约型假说而言，那些来自削弱投资保护国家的上市公司更可能自愿跨域退市。对于盈余管理的研究包括：Li Jinliang, Lu Zhang 和 Zhou Jian（2005）以 1991 年至 1999 年首次公开上市的公司为样本，研究了盈余管理对预测上市公司退市风险的作用，发现了首次公开募股当年盈余管理越多，退市的概率越大，并认为盈余管理的程度与上市公司的质量成反比。

一些学者还研究了证券法规和监管制度对于上市公司的退市影响。比如有许多学者研究了萨班斯—奥克斯利法案（简称 SOX 法案，2002）对公司退市的影响。Nicholas Lew 和 Ian Ramsay（2006）研究了澳大利亚公司法改革对上市公司退市的影响，分析了 1975—2004 年在澳大利亚证券交易所（ASX）退市的 5952 只股票的情况，认为公司法改革并没有在股票市场上起到与 SOX 法案类似的显著效果，也没有发现改革与上市公司退市之间存在任何联系。Ellen Engel, Rachel M Hayes 和 Xue Wang（2007）认为 SOX 法案推动了上市公司的良性私有化，促使更多的上市公司退市，并促进了公司内部的管理改革。Marosi András 和 Nadia Massoud（2004）认为 1998—2004 年从美国证券市场上退市的公司很大一部分是由于 SOX 法案，该法案加重了公司的财务困境和税务执行费用，导致一些上市公司开始主动退市，同时也发现了一些公司的内部操纵者将企业主动退市是为了保护他们个人的控制权利益并减少

外界的审查。Jonathan L Witmer (2005) 却认为 SOX 法案实施之前, 上市公司更容易退市。

3. 上市公司退市的影响

国外文献对于退市所带来的影响的研究主要集中在讨论退市对股票价格的影响问题, 大部分都是采用实证研究的方法分析退市对股价的影响和导致这种影响的原因所在。

多数学者的一致观点是退市会使股票价格下跌。Merios (1963)、Donnell (1969)、Edenlinam 和 Bkaer (1987)、Jarrell (1984)、Hpoweell 和 Scwhartz (1976)、Amott 和 Vincnet (1986)、Vaeral 和 Chnady (1989)、Sanger 和 Perterson (1990)、Peter Hostak (2006)、Zuzaza Fungacova (2007) 等研究了股票退市后的股价波动情况, 并得出了退市会促使股价下跌的一致结论。

一些学者研究了退市对股价波动率、买卖价差、非正常收益率和平均市值的综合影响。Sanger 和 Perterson (1990) 运用买卖价差的指标分析了美国证券市场退市公司的股价表现, 发现了股票价格与流动性假设一致。Paul Clyde 等 (1997) 分析了 1992—1995 年自愿从纽约证券交易所退到纳斯达克交易所上市的 47 只股票, 发现在纳斯达克上市后这些股票的买卖价差都将近上升了 100%。当公司宣布从纽约证券交易所退市到纳斯达克交易所后, 其超额收益为正值, 股票价格上升。Wu (1993) 发现, 退市股票的平均市值会大幅下降, 损失额度达到 10.5% 以上。Shumway (1997) 认为股票退市后会增加股东的成本, 造成很大的负累积非正常收益率, 并使股票的流动性大大降低。Jonathan Macey 等 (2004) 认为退市会增加交易成本和股价波动率。Jeffrey Harris (2006) 研究了 1999—2002 年从纳斯达克市场退市到场外交易市场或粉单市场的 1098 只股票, 发现退市后成交量急剧减少, 买卖价差和股价波动率都显著增加。

一些学者对退市导致股价下跌的原因进行了研究, 他们一致认为退市会导致企业市场价值的下降, 因此股价会下跌。

Amihud 和 Mendelson (1986) 认为提高股票的流动性可以增

加企业的市场价值，退市会导致流动性降低，从而使得企业价值下降。Goetzmman 和 Garry (1986) 认为由于投资者对企业的经营预期不佳，导致公司退市，退市后股价下跌表明企业价值也在下降。Sanger 和 Mcconnell (1986)、Grammatikos 和 Papaioannou (1986) 认为股票的流动性和管理信号的传递会影响股票价格的涨跌，退市导致股价下跌也是因为流动性和管理信号的传递受到了影响。Edleman 和 Baker (1989) 分析了 216 只非自愿退市的股票，研究表明退市会使市场产生负面反应从而导致股价下跌，不过由于信息传递问题这种情况不会持续到退市后。Chnady, Salili K Skarar 和 Nrianjna Tripahty (2004) 的研究发现，退市将给公司带来较多不利的影响。比如退市公司将不再按照实时价格和成交量进行连续性交易，而是基于买卖差价进行交易；经纪商和交易商也不再会用保证金来购买退市公司。退市将对股票的流动性产生负面影响，也不利于企业的融资。

一些学者还以小样本事件分析法研究了退市对市场的影响。Goetzmna 和 Gany (1986) 分析了从标准普尔指数中退市的 7 只股票，发现退市股票当天的交易量极大，阶段性累积超额收益率稳定下降，企业价值也在不断下降。Wu (1993) 分析了从新加坡交易所退市的 10 只马来西亚的股票，发现了退市对市值的整体影响。Ahamed Kameel Meera (2000) 以在新加坡和马来西亚同时上市的股票为研究对象，发现了退市对企业价值和市场流动性存在负面影响。King 和 Segal (2003) 分析了美国交易所和加拿大交易所的交叉退市情况，认为股票的换手率越高，退市的超额收益越高。Nicholas Lew (2005) 分析了从 1975 年至 2004 年澳大利亚证券交易所上市公司的退市数据，就退市原因、退市周期和退市公司所在行业等情况进行了研究，并指出退市制度对公司治理和内部管理的影响。

由以上文献综述可以看出，国外对上市公司退市制度本身及相关理论的研究较少，大部分文献主要是对退市原因和退市影响的探讨，且以实证分析为主，较少进行理论解释。其中一些实证的研究方法和研究思路值得本书学习和借鉴，给予了笔者较大的启发。比