

退市制度实施的障碍与对策

魏建文

一、利益主体的阻碍

(一) 地方政府与上市公司因自身利益反对摘牌。上市公司多已成为所在地政府就业、税收的重要依靠和当地形象的重要标志,在目前证券市场上市资源非常稀缺的情况下,上市公司能够解决更为实际的问题,如在当地国有企业的兼并重组中发挥作用等。因此,尽管ST、PT公司负债累累,地方政府仍然通过方式挽救这些亏损公司。

就上市公司而言,其上市的目的就是为了融资,尔后通过配股还可不断获得资本金。上市公司具有配股筹集资金、市场和媒体关注、各级政府在税收与信贷及购并与经营方面的优惠等诸多优势,这些构成了“壳”价值。在发行市场的行政管理尚存的情况下,获得上市资格需要较大成本,即便是公司业绩亏损,但较之未上市企业还是有更多机会进行重组,而当其退市后,因不再具有“壳”优势而丧失重组的魅力,所面临的就是死路,因而上市公司总会采取一切措施来避免摘牌。

(二) 中小投资者与炒作庄家的抵触。尽管部分崇尚理性投资的投资者,迫切希望能尽快推出退市机制,促进证券市场健康发展。但部分持有该类股票,尤其是重仓持有此类股票的大多数投资者,却极力抵触自己持有股票的公司退市。目前市场高企的股价,使投资者购入成本很高,而一个巨额资不抵债的公司,破产后的清偿价格与购买成本价相比,简直是天壤之别。对庄家而言,因笃信中国的上市公司不可能破产才敢专找亏损公司来做。现在,公司的破产清算有可能将其深套其中,直至亏损出局,因此,已在其中的庄家会千方百计阻止破产清算的发生。同时,对于投资者而言,退市还意味着其利益受损。因上市公司退市后股票将无法通过证券交易所转让,实际

上意味着血本无归。

二、证券监管部门囿于双重角色而未能发挥应有作用

中国证监会,面临其扮演双重角色的冲突。其一,作为国务院的部级单位,其必须承担利用资本市场为大中型国有企业服务的责任;其二,还扮演着监督证券市场,打击违法行为,保护投资者的角色。因此基于一种身份要求而需要实施退市,但又不符合另一种身份要求,这种尴尬境地使监管部门在上市公司退市中难以发挥应有作用。

三、股票发行的市场化程度不够,“壳”的稀缺性使得上市公司难以退出

按照市场化程度不同,市场可以被分为完全竞争、完全垄断、寡头垄断和垄断竞争等主要类型。如果着重从参与者进出的自由程度看,欧美等国家成熟开放的股票市场为完全竞争型,我国股票市场为完全垄断型。完全竞争型的股票市场既是可自由进入的市场,也是能自由退出的市场;完全垄断型的股票市场则相反。由于我国以往上市公司的“进入机制”是一种典型的行政审批制,公司上市要经过重重审批和评审,所以市场供给方的竞争受到了严重限制。按照政府意志,国有企业尤其是存在融资困难的国有企业具有进入股票市场的优先权,而大量的非国有企业被拒于股票市场之外,据统计至2000年10月底,沪深两地交易所挂牌交易的1000余家上市公司中,有958家是含有国有股的上市公司,其中,国家股和法人股组成的国有股合计占上市公司全部股本的比重为51.3%股票“进入机制”的非自由导致我国股票市场典型的卖方市场特征,以国有上市公司为主的市场结构导致“壳”的稀缺性是“退出机制”

难以实施的真正原因。

四、现行退市立法缺陷

(一) 《公司法》规定的退市条件可操作性差。《公司法》规定公司最近三年连续亏损, 就应当退市其三年规定, 给上市公司扭亏提供了时间弹性, 但是连续三年亏损的规定却背离了实际情况。如果让一个连续三年都亏损一元钱, 亦或连续亏损还有盈利能力的公司退市, 而对一个首次报亏就形成了资不抵债的公司, 却要过三年才对其进行暂停和终止上市, 这有失公允。为此, 在具体实施中难以得到真正贯彻执行。

(二) 退市的批准权过于统一, 缺乏灵活性。从国外证券市场关于公司退市的法律规定来看, 退市的具体条件一般不由法律规定, 而由上市规则决定, 且交易所就上市公司退市也有相当的决定权。原因在于公司股票在证券交易所上市是一种契约行为, 公司和证券交易所是平等法律主体, 公司上市和退市必须奠定双方签定的上市协议。而我国《公司法》对于上市和退市作出统一规定, 虽然有利于统一市场的建立, 但另一方面导致退市条件过于死板, 不适应客观情况发展变化的需要。

对策

(一) 改善制度环境建立场外交易市场。就我国证券市场而言, 解决退出问题的前提应是解决进入问题。如果进入的门槛高, 则退出自然也难。削弱进入的成本同时意味着减少既得利益者因退市而形成的损失。实行核准制, 实际上是为退市制度的实施做铺垫。创业板的建立有助于降低主板市场“壳”资源价值, 它将赋予进入者更多机会。而针对退市后的公司, 建立相关的场外交易市场是必要的, 以便降低退出者所付出的成本。缺乏完善的场外交易市场是难以建立退市机制的重要原因。因为上市公司一旦退市, 其股票转让就变得比较困难, 因此他们对退市的抵触心理比较强。如果从主板市场退出的公司能够在场外交易市场进行交易, 那么待公司经营业绩提高后, 便能够重新申请在证交所挂牌交易, 上市公司的抵触心理也就会减弱。故健全场外交易市场, 建立退市缓冲地带很有必要。

(二) 制定创业板的退市规则。对于即将建立的二板市场, 须重视建立完善的退市制度以保证其健康发展。深圳证券交易所制定的创业板股票上市规则(送审稿)对创业板的退市制度作了规定。除《公司法》规定的暂停上市和终止上市的条件外, 还规定了四种情况, 交易所可以决定其股票暂停上市, (1) 公司最近经审计净资产为负值; (2) 保荐期内公司在保荐协议解除之日起三个月内未能聘请新保荐人; (3) 公司失去持续经营能力; (4) 交易所认为应当暂停上市的其他情形。失去持续经营能力是指下列情形: 注册会计师对公司持续经营假设的合理性提出质疑, 出具否定意见的审计报告; 公司主要经营性资产被冻结或受到其他限制, 严重影响公司的持续经营活动, 在六个月内未能恢复; 公司因国家政策、市场或者其他原因导致主要经营活动全部或者基本停顿, 在六个月内未能恢复。创业板上市公司被暂停上市的, 在中国证监会或交易所规定的期限内未能消除暂停上市的理由, 或者经查实后果严重的, 交易所就终止其股票上市提出意见, 提交中国证监会发行审核委员会审议通过, 并报中国证监会核准。此外, 我国创业板还可以借鉴美国纳斯达克市场通过一定股价的维持来确定退市标准的做法, 以便维持市场的活跃。

(三) 建立上市公司自愿退市制度。目前因为“壳”资源的稀缺, 上市公司不愿退市。但是当削弱“壳”资源的价值后, 且当上市公司已难以从证券市场融资时, 上市公司有可能选择主动退市。同时, 也可参照美国证券市场对于主动退市时所增加的股东投票、信息披露、相关的批准程序的规定加以规范。如修订《公司法》应对上市公司主动退市在立法上加以规范。

(四) 按市场化原则逐步建立公司购并机制。总体看来, 国外证券市场关于公司退市标准的规定较为宽松, 但其证券市场并未因此而使垃圾股大量充斥, 原因在于这些国家拥有发达的公司购并机制, 绩差公司很容易成为被廉价收购的目标, 无须管理部门执行下市制度就因被收购而下市。据资料显示, 80年代美国上市公司中, 每年转为非上市公司的交易占有上市公司收购交易活动的10%-30%, 收购价格平均数和中位数高达4.87

亿美元和0.8亿美元。在美国两家交易所上市的公司，平均每年有1%因各种原因而下市。所以，借鉴国外成功经验，按市场化原则逐步建立公司购并机制，有助于退市制度的贯彻执行。

(五) 健全退市法律制度。“连续三年亏损”的退市标准有失科学，可考虑将其修改为：“公司资不抵债，无法持续经营，可以实施暂停上市和终止上市”。“无法持续经营”可以从以下四个方面判断：(1) 资不抵债；(2) 全部或大部分业务已停止经营，在规定期限未能恢复；(3) 大部分资产被查封、扣押、冻结、拍卖、变卖、租赁或遭到自然人为因素破坏。(4) 注册会计师对公司持续经营假设的合理性提出质疑，出具否定意见的审计报告。我国证券市场的变迁情况表明，要求亏损企业退市是极为重要的一点，不然将无法纠正当前垃圾股充斥证券市场的局面，也无以消除股市的泡沫。因此，制定并严格执行“公司资不抵债，无法持续经营”的退市标准更为符合我国的实际情况。“我们建议将‘资不抵债’作为上市公司退市要条件之一，其原因并不是为了

非得给哪家上市公司找个退市的法律依据，而是因为‘资不抵债’确实是衡量一家上市公司股票是否具有内在价值的重要标准。”

此外，就退市的批准权而言，《公司法》只宜对诸如批准公司退市的权限等作出原则性规定，具体的退市标准和操作规程等实施细则应该由上市规则作出规定。

对于一个规范化的证券市场来说，建立退出机制是上市公司优胜劣汰的必然要求。只有存在退出机制才能够保证证券市场的活力与生机。退市机制的存在可以敦促上市公司提高经营业绩，使得证券市场存在适度的压力。退市机制关注上市公司的业绩，亏损企业将被淘汰出局，这体现了资源配置的意义。与此同时，退市机制还有助于减少证券市场的投机气氛，有助于证券市场的健康发展。

本文作者：魏建文

厦门大学法律系

责任编辑：黄丹华

中国将成为世界贸易发展的动力

日本《读卖新闻》发表社论说，世界贸易组织日前正式接受中国加入，这对低迷不振的世界经济来说，是一个久违了的喜讯。中国是一个拥有近十三亿人口、名义国内生产总值居世界第七位的巨大市场，中国的出口和进口也分别居世界第七、第八位。它的加入，将成为WTO为强化自由贸易体制而展开的新一轮多边贸易谈判的巨大力量。在世界经济景气减速中，中国仍持续保持百分之七的实质增长，如果中国按照WTO的规则开放市场，通过扩大贸易，必能为世界经济重焕活力作出巨大贡献。而中国如果有效地利用海外的直接投资，进行必要的产业调整以缓和自由化带来的冲击和提高国际竞争力，也必将为今后的稳定发展奠定基础。与此同时，《日本经济新闻》也站在“慎重乐观主义”的立场上发表社论说，中国加入WTO有利于全球自由贸易体制的扩充和强化，与中国经济关系紧密的日本等东亚各国，应利用这一大好时机，加速各自的改革，与中国构筑共同繁荣、发展的关系。世界经济现在正尝试着如何接受中国的迅速崛起，这对以日本为首的东亚各国和地区来说尤其是一个现实课题。如果高声叫嚷中国威胁论，偏向保护主义，就只会被世界抛弃、步入衰退之路。应该着眼的道路是，在中国崛起的前提下，各国基于比较优势原理彻底改革国内体制，在一旁袖手期待果实是无法建立共同繁荣、发展关系的。连日本主要报纸都大篇幅报道和分析中国加入WTO，均认为中国入世将改写国际贸易地图、为中国经济和世界经济增添活力。不过，在看好中日贸易合作进一步提升的同时，日本舆论也提出入世后价廉物美的中国产品将进一步冲击日本市场，日本企业向中国转移生产将加剧日本国内产业空洞化。