

论我国股市退出机制建设的几个重要问题

PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

http://www.100test.com/html/198/s_198317_c106.htm

论我国股市退出机制建设的几个重要问题发布时间：--作者：秩名 我国股市的封闭型特征严重制约了证券市场的规范成熟，建立健全退出机制已成为股市进一步发展的必然选择。虽然，水仙已开退市先河，但这并不能说明退市机制就此启动，首家退市企业更多的是出于市场义愤。人们常常认为企业退市的困难在于股市本身不规范，法规不健全，证监部门难下决心等等，其实，这只是一种表面现象。要真正建立股市的退出机制，还必须解决好以下几个深层次的重要问题。

一、建立股市退出机制必须解决企业退市的成本机制问题 我国股市退出机制建设的第一个重要问题是建立企业退市的成本。成本是指个人或组织为获得所需要的资源而付出的代价，它相对于收益而定义。上市企业的退市不是无代价的，正是这种代价的大小及其与收益的关系决定了股市能否形成有效的退出机制。如果企业、股市和社会为一个企业的退市所付出的代价远远超出了它们为之所获得的收益，退市就会中止；反之，则得到施行。确切地说，上市企业退市与否，取决于退市成本与退市收益的比例，用公式表示：
$$R > C$$
或
$$R < C$$
，式中， R 表示退市收益， C 表示退市成本。这一关系式表达了企业退市成本机制的核心。正是这一机制从根本上制约了股市退出机制的建立。 (一)退市成本与收益因素考

察 企业退市会对企业、股市和社会产生不同的影响，这种影响包括成本和收益两个方面。 从成本方面考察，主要有以下因素：第一，退市企业的会计成本。这是会计师在帐簿上记录下来的成本，它反映使用资源的实际货币支出。企业退市，首先碰到的是从会计帐目上要支付多少代价的问题。如果一个企业因退市而破产，那么清偿过程中偿债额便是退市的企业会计成本。第二，退市企业的机会成本。企业退市，失去上市特权和融资资格，等于企业放弃了在股市低廉筹措资本的机会，构成了退市的机会成本。第三，企业退市的社会相关成本。相关成本是作出决策过程中使用和发生的费用支付。它的核心在于与决策紧密相关，不发生决策就可能是隐含的。一个企业退市，在股市买卖该企业股票的投资者因不能再有机会在市场交易该股票，可能造成持有股票的价格缩水。这种股票的缩水部分属于社会付费，因为交易市场的活动与企业自身的运行是分离的，股市的责任由社会承担。可见，社会相关成本是由退市决策引发的。第四，企业退市的社会增量成本。增量成本是因作出某一特定决策而引起的全部成本的变化，与相关成本具有同一属性，但它发生于特定决策的情况下。第五，企业退市的社会软成本。这主要包括企业退市乃至破产需要社会各方为之付出的各种难以直接用货币衡量的费用。如社会的稳定，职工的思想政治工作，政府出台有关退市的优惠政策、社会的责任等等。

从收益方面考察，主要有以下因素：第一，会计收益。企业退市破产如发生会计成本，则社会就产生会计收益，两者均为清偿额。第二，机会收益。它等同于退市的企业机会成本。因为一个企业退市付出的机会成本也同时为另一个企业

的上市提供了机会，使其产生机会收益。第三，社会收益。这主要是企业退市给股市和社会经济运行的规范发展所产生的社会效益。它属于一种软件收益，很难进行量化。但它又是退市成本的重要组成部分。退市破产时，资不抵债成为这类企业的共性，如令其退市，破产便成为唯一选择，由此产生了债务清偿中的会计成本，过度负债又使得企业清偿后一无所有。譬如郑百文年中报每股净资产- . 元，负债率 . %。有效资产亿元，其退市破产，企业的会计成本为亿元。二是股市的高度行政垄断和股市容量的狭小造成了上市公司壳资源价值与价格的严重背离，从而大大提高了企业退市的机会成本。在郑百文重组案中，三联公司为什么要花 . 亿元的巨资重组郑百文？其中隐含的主要因素就是郑百文退市的机会成本。因为政府控制的股市为上市企业创造了特殊权利，退市则失去了这种权利。第二，社会成本庞大。一是企业对国有银行贷款的过度依赖和国有银行商业化程度不高造成了企业退市的相

的贷款悬空，最终不得不由国家承担相应的损失。如郑百文退市破产造成亿元银行贷款悬空。二是国有资本的绝对控股使上市公司未能获得根本的制度变革，国家依然扮演着无限

责任股东的角色，造成了企业退市的大量增量成本。主要是企业退市破产时，政府不得大包大揽，包括安置职工，承担亏损等等。如果郑百文退市破产，其亿元的累计亏损和名职工的安置将成为社会责任。三是国有股、法人股不能流通使上市公司这一最现代的企业组织形式失去了本来意义，阻碍了企业通过股权流动进行自我更新的机制，国家和政府作为企业老板形象被固化，进一步肯定了国家承担社会增量成本包括软件费用的责任。四是通过退市企业股票缩水体现出来的社会相关成本不可轻视，其数额可通过股市市值的减少计算出来。从以上两方面的分析可以看出，企业退市的成本不仅是巨大的，而且其中的私人成本和社会成本存在着悬殊差距：社会成本远远超过了私人成本。面对如此庞大的退市成本，企业和社会是否获得与之匹配的退市收益呢？显然，企业的私人成本可以等额转换成社会收益，但社会成本却并不能完成这种转换，于是有：或，，退市成本机制难以启动运行。如果启动这一机制，社会成本与私人成本的巨大差距将使企业退市产生严重的外部性问题，社会因此而遭受巨大损失。这一原理正好说明了：一旦某上市公司涉及退市会遭到社会特别是企业从属的地方政府及其相关部门的强大干预。

(三)推动退市成本机制启动运行的途径 股市退出机制的确立有待于退市成本机制发挥作用；成本机制的形成必须满足退市收益大于退市成本的条件；启动这一机制的关键是寻求降低成本的有效途径。第一，建立企业质量评估制下的及时退市制度，消除退市即破产的现象。前面已提及我国股市的封闭运行造成了大量劣质企业的囤积，令其退市便是宣

告破产，因此，企业和社会都不得不为之大量付出。股市应

在法规建设上坚决避免产生这种现象，建立一套上市企业的质量评估，体系，让不符合相应条件与标准的企业及时退出，使其退市后仍能正常存续营运。这样，退市引起的成本被限制于一个很小的范围内。因为，一个企业的正常退市不必为之进行清偿，原有的债权债务、亏损和职工等都可以在企业续存，社会不必为此承担更多的责任。第二，改造国有控股公司的股权结构，变国有资本绝对控股为相对控股，推动企业实现有限责任制度，使国有股东为企业承担有限责任，降低企业退市的间接社会成本。在目前股市存在大量财务状况恶化企业的条件下，退市即破产的现象不可避免。为了将退市成本降低到最低程度，必须落实企业的有限责任制度。在国有股东占据企业股权绝对优势的情况下，国有控股公司蜕变为事实国企，国家因此成为企业的无限责任股东，承担起企业退市破产的全部社会成本。如果国有股在企业进行相对控股(控股比例可在%左右)，多元产权同时在企业发挥作用，可从机制上促进现代企业制度的有效确立，各种股权所有者便可按有限责任获得上市收益和承担退市成本，这无疑会大大降低退市的社会成本，减少政府对建立退市机制的顾虑。第三，彻底解决国有股、法人股流通问题，消除企业退市的私人成本与社会成本的巨大差距所引起的外部性。企业退市困难症结在于企业退市的私人成本大大低于其社会成本，政府只好采取封闭股市的措施。这一现象的深层原因除了国有资本的绝对控股之外，还有一个更加重要的因素在产生作用，即国有股的不能流通使持股人凝固，阻碍了股权机制的功能，使企业的实体运动受到终极主体的永恒性控制。这样，即使国有股只相对控股，也同样不能使其他产权发挥应

有的功能，国有股仍难逃避承担无限责任的命运。要降低企业退市的私人成本与社会成本的差距，必须实现国有股、法人股的全额流通。理由是：第一，国有股流通可规范企业的产权机制，这将从根本上降低退市的社会成本。如果国有股流通，则要求从中央到地方政府须委托若干国有股持有机构作为国有股的实际委托人，这些机构在持有或买卖国有股的过程中实现委托人与代理人的分离，并以股权控制为核心？

苟怨 镜目 卍迫 械 S 邢拊 鸪巍 U 庀 扇 去 橇 鞫 模 囧 厥遣欢媳 浠 模 笠档脑诵凶 袂 谐 媛桑 耆 牙育 苏

男姓 卍疲 笠低 耸杏 肫撇 辉 雉 枰 > 6 钡 卣 笠 档乃 饺顺 杀居 歆 缙 岙 杀 窘 予 饕恢 隆 5 诙 泄 闪 魑 纱 俳

笠抵抗 ㄝ 纳 矸 莳 没 弧 U 馐 墙 档 推 笠低 耸 猩 缙 岙 杀 镜 谰 灰 K 于 I 鲜 蚌 笠低 耸 蚌 撇 淖 畚 策 缙 岙 杀 臼 侵 肮 ㄨ 仓 谩 T 诠 铤

毓 晒 扇 ü 袒 那 榭 魃 拢 肮 ぶ 丈 硌 粲 诠 遥 依 磬 柰 咨 瓢 仓 谩 H 缙 泄 扇 魑 笠 悼 毓 晒 啥 ú 欢 媳 浠 酥 劣

晒 铤 毓 杀 湮 F 录 弥 魑 蹇 毓 桑 笠 抵 肮 び 氩 钡 卣 牧 O 当 闷 嫫 卸 狭 怨 N = 獬 肮 ㄝ 暮 蠊 酥 牵 铤 刹 扇 泄

卣 咧 鸪 蕉 匀 襪 肮 な 敌 猩 矸 莳 没 唬 悖 蒙 缙 岙 U 希 怪 肮 ね 耆 牙 女 怨 业 囊 栏 焦 叵 担 晌 W 杂 扇 烁 癩 5 谶 泄

闪 魑 ù 俳 凶 时 颈 V 翟 鲋 担 欣 谄 笠 低 耸 谐 杀 鞫 抻 诤 侠 砣 健 9 铤 毓 苦 乖 谶 ㄣ 惺 构 扇 ㄥ 墓 讨 校 梢 远

滴 滞 揪 妒 迪 止 凶 时 镜 谋 V 翟 鲋 怠 H 繆 『 闷 笠 荡 砣 耍 蒲 行 凶 云 笠 凳 凳 喂 兀 ü 蚶 舄 善 惫 姹 芊 纒 眨 分 鸷 蹲

实 氛 找 嫫 鹊 取 9 凶 时 镜 谋 V 翟 鲋 担 銻 苛 松 缙 岙 木 椽 盗 欣 诠 墙 械 慕 党 中 梗 幼 芴 迳 辖 档 土 似 笠 低 耸 蚌

撇 南 喽 陨 缙 岙 杀 尽？ 二、建立股市退出机制必须解决企

业退市的市场化机制问题 从各国股市的一般情况看，退市的情况主要有几种形式：企业主动申请退市、企业自动退市和强制退市。这三种形式都是市场规律作用的结果。我国股市退出机制建设的第二个重要问题是按照这种市场规律建立企业退市机制。 (一)遵循供求规律，放开股票市场，

让市场决定上市企业的存续与退出 我国股市退出机制难以建立的另一个秘密是：行政控制股市造成市场供求失衡，供不应求使劣质股票的价值高估，以致退市困难。在股市政府化的条件下，靠股市的扩容已经不能解决市场的供求矛盾。因此政府行为本身产生一种稀缺资源，引发争夺资源现象。所以，解决退市难题必须放开股票市场，让市场的供求规律调节企业的退市机制。只有企业进入股市的所费成本低廉才会换来其退出股市的所费成本的降低。笔者设想按商品市场模式设计股票市场，企业进入股市同进入商品市场一样，只要办理必要的注册登记手续，按规定缴纳有关税费就可以了。这样，上市企业的稀缺性就会大大降低。人们可能担心：上市门槛降低，各类企业蜂拥而至，股市岂不崩溃？其实，商品市场的供求规律使得消费者无情地淘汰了不受欢迎的商品，大量企业的消失与产生正是这一规律作用的自然结果，市场并没有因此崩溃，而是越来越繁荣了。股票市场与商品市场本质上没有区别，只不过作为股票交易场所自己的一些特征罢了。商品市场的规范排斥假冒伪劣商品，股票市场的规范同样排斥假冒伪劣的企业股票，除此之外，应当允许一切符合法律法规而设立的企业上市。笔者主张，企业上市不但要取消审批制，也要取消核准制，代之以登记制。因为现行体制下？暮俗贾朴欣笈 撇 薹啻蟛畋稹 5 谝唬 俗贾仆

笈 埔谎 氩悴闷瓯 悴悖俗迹 囊桓龌方谗茺瑁 笠
瞪鲜卸蓟岫楣常坏该 笠瞪鲜械闹瞳唢躅 换嵩诤俗贾葡
略鳧佣 换峒跔侂 煌 氛钦庀 躅 岷幸恍 碌慕馐停
坏谶 笠瞪鲜械拇竺挪 皇窍蛩 械钠笠悼 7 牛 且蛩
兄啤 蹇颡 嘈汀 质粲邢灾 穉 笠瞪矸荃煌 岷胁
煌 纳鲜刑躅 ? 撩讲煌 拿偶鳌 V 挥惺谐》 趴 A 耍
蟾媛刹呕峥凸鄣胤 幼饕茫 善笔谐 墓 笃胶 彳 蚬 諗
螳 突峤 又使善敝鸪鳌谐』 蚓苳 磐猱 耸芯统闪俗匀欢
坏氛虑棕 乙 W 龋墓 心 舐褪俏 な谐 刃颖 葱蟹 煞

ü 矧? (二) 遵循价值规律，让企业股票在股市的竞争中优胜劣汰 我国现行股市是一个缺乏竞争的市场，企业只是在上市前竞争，上市后便失去了竞争的环境与压力，股票的价值与价格严重背离；交易市场投机之风盛行，交易者往往炒作的是股票的概念、包装以及似是而非的题材、信息等等，“坐庄”成为时尚，致使垃圾股鸡犬升天，市盈率高企。这种现象除了股市容量偏小、法规不健全等因素外，一个很重要的原因就是股市的价值规律失效。为什么会产生价值规律的失效? 第一，股票的价格不由其内在的价值决定，而由行政垄断的上市企业的壳资源及其衍生物虚拟价值决定，股票的外壳与股票本身的内容和质量在现行体制下彻底分离了，股票不必通过内在价值的竞争去体现外在价格，而是只要有一块上市的品牌就可吸引众多的交易者。第二，交易者所谋取的是交易市场股票转手过程中的差价，而不是作为股票实体的企业给予的利润回报，买卖股票的内核被摈弃了，等价交换的原则被破坏，投机规律主导股市。 股市价值规律的失效所产生的后果是灾难性的。第一，股市泡沫无限扩张

，累积的风险越来越大，最终可能崩溃。第二，上市企业失去了市场的风险约束，得不到应有的竞争性改进，股市的实体受到侵蚀，产生越来越多的劣质股票，降低了股市质量。因此，目前的当务之急是要让股市得到价值回归，建立一套使价值规律能够发挥作用的股市规章制度，以此推进股市的市场化改革。其次，建立股市的企业价值评估体系，指导交易者认识企业价值。第三，建立上市企业利润回报制度，使市场树立正确的投资理念。第四，彻底取消行政权力对上市公司牌子的维护，让被高估的壳资源价值降下来。第五，强化市场透明度，规范企业的信息披露制度，使企业在公平竞争中体现自身价值，实现优胜劣汰。 (三)遵循市场规则

，让证券交易所成为企业退市的决策者 商品市场的交易者进入与退出市场由市场管理者决定，股票市场的交易者进入与退出同样可以由市场管理者决定，这个管理者就是证券交易所，而不是国家证监会。证监会和交易所虽然都是股市的管理者，但各自职能不同。证监会应是国家整个证券市场的管理者，主要负责证券及其股票市场法律的执行，各类管理规章的制定，对整个证券市场进行宏观指导、驾驭、调控等；证交所则是证券法律、规章的具体执行者，负责管理在本市场挂牌交易的股票，接受证监会的授权，全权处理交易所的一切营运事务，同时接受证监会的宏观监控。在这一体制下，上市企业完全处于证交所的监管之下，证交所可按上市企业的表现情况及时作出退市等管理决策，以此消除企业退市的行政干预隐患，真正实现退市的市场化机制。按目前股市监管体制，国家证监会实际充当了市场立法者、执法者和行政管理者的三重角色，权力高度集中；相反，证交所完

全成了证监会的办事机构和橡皮图章，无权行使作为市场管理者的应有职责。其后果是：第一，证监会职能越位，证交所职能脱位，阻碍了股市的规范化进程；第二，固化了股市行政化特质，阻碍了股市的市场化进程；第三，加大了证监会与上市企业之间的信息不对称，增加了企业退市的难度；第四，造成了证交所管理手段和资源的闲置浪费。所以，将股市的主要管理职能归还证交所应是退市机制得以正常启动运行的必要条件，证交所应当成为企业退市的决策者。

三、建立股市退出机制必须解决企业退市的联接机制问题

我国退市机制建设的第三个重要问题是建立企业退市的联接机制，即为了保证退市机制顺利实施，减少股市可能因此引发的波动，必须建立起与之配套的相关联接体系。（

（一）企业退市的联接机制之一：设立场外交易市场的退市冲减机制

为了冲减退市机制实施对于市场主体的压力，需要有一个使退市企业股票得以转让的场所来完成企业从上市到退市的平稳过渡。这就是建立场外交易市场，这一市场可以发挥十分重要的退市连接作用。第一，降低退市成本。企业退出主板市场后，其股票仍能在场外交易市场流通，企业可以正常营运，企业和社会都不必为退市而付费，这无疑减少了退市的阻力。第二，有效阻止了股权凝固，为企业适时进行购并和重组提供了与主板股市同等的机会，有利于企业发展。第三，有利于退市企业重新争取上市资格。退市企业在场外交易可以改善经营管理，提高业绩，创造条件，重新进入主板股市。第四，促进更多的企业自愿退市。由于场外市场的设立，使企业减轻了强制退市的压力，为了企业自身的健康发展，它们可能更多地选择自愿退市。从国际的一般实

践来看，自愿退市应是退市机制的主流。 (二)企业退市的联接机制之二：建立股市囤积的劣质企业改造机制 由于我国股市封闭了年，囤积了大量劣质企业。它们早已不具备上市资格，其绝大多数是国有控股公司或公有法人控股公司。要实施企业退市，必须将这批企业首先退出。但它们的退市，必然遭致难以估量的社会成本支出。这是退市机制启动运行的第一大难题。笔者设想的解决办法是建立囤积的劣质企业改造制度。第一，尽快改造劣质企业的股权结构，实施“国退民进”的股权改造方案，出让国有股权或公有法人股权，回收国有资产价值，实现企业的有限责任制度，消除国有股无限责任风险，以企业内部机制的成功改造促使企业质量的提高。第二，尽快改造劣质企业的股权流动性，实施股权全额流动方案。国有股、法人股流通是股市发展的最终方向，但现有庞大的国有股、法人股不可能在短期内全部流通，只能作为历史遗留问题分期分批解决。因此，要使退市机制避免受阻，必须首先解决劣质企业股票全额流通问题，以从根本上卸掉国有股承担的无限责任，大幅降低退市的社会成本。第三，改造企业的内外在形象，限期达到存续股市的必备条件。考虑到具体历史条件，可给劣质企业一个实施整体改革、提高效益的宽限期，如其不能在规定限期内达标，则坚决予以退市。到时因企业已完成各项改制，退市成本会显著降低。当然，全面启动退市机制不可能不给社会造成一定损失，我们必须在尽可能降低成本的基础上坚决推进退市进程。相关性：毕业论文,免费毕业论文,大学毕业论文,毕业论文模板[打印本页][关闭窗口][返回顶端]

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问
www.100test.com