

我国上市公司“退市难”的制度根源与现实对策¹

张跃文

摘要：上市公司“退市难”是我国股市的特有现象，不仅产生了广泛的负面影响，而且长期没能得到解决。本文从制度经济学视角剖析了“退市难”的深层次制度原因，并且据此提出应对之策。主要结论如下：一是“退市难”的存在符合我国经济制度演化的一般逻辑，在退市制度的供需结构没有发生重大变化以前，“退市难”现象仍会继续存在；二是我国基本经济制度的演变和民营经济地位的提升，推动股票市场资源配置效率不断提高，促成了退市制度的建立和逐步发展，但股市为国有企业改革发展服务的目标依然存在，现阶段单纯效率导式的退市制度并不完全符合国有经济发展需求，因此客观上某些退市制度缺陷的存在有其必要性；三是退市制度与股票发行上市制度、转板制度和投资者适当性制度等市场基本制度存在较强的耦合互动关系，一揽子改革方案是解决“退市难”的必由之路。为进一步推动退市制度改革，本文认为当前需要以完善和优化股票市场分层这一核心基础，为上市公司创造梯度退市和转板机会，从而降低利益相关方损失，减小改革阻力。“分层之路”是解决上市公司退市难的现实路径。

关键词：退市难 上市公司 股市

¹ 基金项目：中国社会科学院创新工程项目“我国资本市场更好支持实体经济研究”（2020）。

一、引言

“退市难”已经成为我国股票市场的陈疾，虽经多次改革仍然没能得到很好解决。一些经营业绩差、股票表现不佳的个股，利用制度漏洞长期滞留于 A 股市场，一些市场游资以“退市难”为依据炒作 ST 类股票的所谓“摘帽题材”“重组题材”，并吸引诱导大量散户参与炒作，谋取不当利益，带坏市场风气。让该退市的公司尽快退市，已经是事关维护股市正常秩序和市场长期健康发展的一件大事。

自 2001 年我国确立有效的退市制度以来，到 2018 年末共有 98 家上市公司退市，其中主动退市公司有 43 家，因不符合持续上市条件而被动退市的公司有 52 家。同我国日益壮大的上市公司群体相比，退市公司数量确实比较少，在比例上也明显低于成熟市场¹。有观点认为，中国股市的“退市难”缘于制度缺陷，那么将缺陷弥补上就可以解决问题了。但是答案没有那么简单，否则退市制度也不太可能在近 20 年的改革完善之后仍然留有重大疏漏。结合已有的研究文献、成熟市场经验以及中国股市现实，我们需要以制度经济学的基本理论为指导，弄清楚中国股市退市制度的形成和演变逻辑，在此基础上找出退市制度改革的现实路径。本文余下部分作如下安排：第二部分分析我国股市退市制度的演化逻辑，从历史维度考察“退市难”问题的形成；第三部分在前文基础上分析提出纾解“退市难”问题的现实路径；第四部分是结论和启示。

二、我国股市退市制度的演化逻辑

无论是上市还是退市，企业、交易所和监管机构都必须按照既定

的制度规定进行操作。在证券交易所已经明确发布上市公司退市标准和流程并严格执行的情况下，仍然存在某些企业“应退未退”的退市难现象，此时就需要关注退市制度的合理性和科学性，以及改革退市制度的难点在哪里。

（一）我国股市“退市难”的制度表现

目前，我国股市的退市制度从内容上看已经比较完善。以沪深交易所主板市场退市制度为例，交易所规定了上市公司从退市风险警示、暂停上市和终止上市的完整退市工作流程；明确了触发退市警示风险的 11 种情形，包括经营、财务、信息披露、股权分布、重大违法等等，上市公司存在任何一种情形，都会被实施退市风险警示。如果情况持续无法改善，上市公司将被暂停上市直至退市。应当承认，目前的退市制度在形式上是完备的，退市标准和操作流程都比较清晰，不过交易所的退市规则仍然为上市公司预留了比较大的回旋余地，使得上市公司有机会摆脱退市风险^{2、3}。根据我们的统计，2001 年至 2018 年间，A 股市场共发布和实施了 800 余次退市风险警示和股票特别处理，但同时又有 700 余次撤消了退市风险警示和股票特别处理；实施股票暂停上市有 117 次，股票恢复上市则有 108 次。其结果就是真正被强制退市的公司少之又少。

交易所退市规则主要在如下几个方面为上市公司避免退市创造了条件：

1. 为上市公司避免退市预留时间。连续亏损是上市公司被动退市的主要原因，按照沪深交易所主板市场退市规则，上市公司连续两

年亏损将被实施退市风险警示（即*ST 处理），第三年继续亏损将被暂停上市，第四年仍然亏损将被强制退市。从被实施退市风险警示到被强制退市，上市公司有至少 2 年时间采取措施提升经营业绩或进行资产重组以扭转亏损局面，少数公司甚至可以通过会计手段操纵利润反复被实施和被解除*ST 处理而赢得更多时间。成熟市场上市公司通常没有这么长的时间进行规避退市操作。

2. 为上市公司进行会计操纵预留空间。根据沪深交易所有关规定，上市公司被动退市的会计标准中主要涉及净利润、净资产和营业收入三项会计指标。净利润连续两年为负将被处以*ST 处理，第三年仍然为负将被暂停上市。这里的“净利润”均未明确是扣除非经常损益之后的净利润，实质是为上市公司进行利润操纵预留了空间。上市公司可以通过处置资产、获得政府补贴及其他营业外收入等非经常性收益方式，改善净利润，达到解除风险警示或者恢复上市的要求。根据规定，上市公司最近一年度净资产为负值将受到*ST 处理，第二年仍为负值将被暂停上市，营业收入的对应下限是 1000 万元。由于交易所要求的最低净资产值和营业收入的数额较小，对于上市公司而言比较易于操纵，因此实践中这两项指标通常不能对上市公司构成较强约束。

3. 交易类退市指标难以反映股市现实。促进股票交易是股市的基本功能之一，如果股票交易量过低或者交易价格过低，上市公司和交易所可能会为维持上市而承担净损失，因此各国股票市场都将股票交易类指标视为衡量上市公司是否应当退市的重要指标。根据沪深交

易所主板市场退市规则，如果一家上市公司连续 120 个交易日（不包含公司股票停牌日）实现的累计股票成交量低于 500 万股（日均 4.17 万股），或者连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值，该公司应当退市；如果上市公司公众持股比例低于 25%（公司股本总额超过 4 亿元的，该比例为 10%），或者股东户数少于 2000 户，该公司应当退市。不过从目前股票市场现实情况看，不仅上述指标的市场平均水平远高于退市底线，而且排在最后的上市公司相关指标实际状况，也远远好于退市标准（表 1）。表明交易类退市指标对于上市公司的警示和约束作用总体比较弱。

表 1 2018 年 A 股市场交易类退市指标总体情况 ①

	日均成交量 (万股)	最低收盘价 (元)	公众持股比例 ② (%)	股东户数
全部样本中位数	544.32	6.8	64.39	31583
后 25%平均值 ③	59.92	4.16	37.30	12705
排位最后 100 只股票平均值 ④	165.62	1.74	22.06	6601
主板、中小板市场退市标准	4.17	1	25	2000
创业板市场退市标准	0.83	1	25	200

注 ①：数据为作者依据万得数据库原始数据计算得出，全部样本为 2018 年及以前上市的 3563 家 A 股上市公司。

注 ②：因部分公司数据不全，公众持股比例样本数为 3310 家。

注 ③：后 25%平均值，是指在相应指标中排在最后 25%范围内的股票数据平均值。

注 ④：排位最后 100 只股票平均值，是指在相应指标中排在最后 100 位的股票数据平均值。

（二）退市制度缺陷形成的一般逻辑

新制度经济学家们仿照古典经济学的一般均衡理论，来解释一项制度的确定和演变过程，认为制度的确立是制度供给与需求实现一般均衡的标志。如果制度供给与需求发生变化，出现供需不平衡的情况，那么现行制度可能会被调整并转移至新的均衡点。制度的需求和供给，取决于利益相关人对于该项制度对自身利益影响的估计。如果制度能够让多数人或者制度制定者获得正收益，它将有可能会保留；如果制度使多数人或者制度制定者的利益受到损害，那么该项制度将会面临调整⁴。当然，制度的演变并不仅仅决定于人们对于利益得失的计算，同时也决定于人们对于事物认知的不断进步和彼此间的博弈。

回顾我国股市发展历史，市场对于退市制度的需求，经历了从无到有逐步增强的过程。20 世纪最后十年，我国股票市场正处在重要的初创阶段。随着以沪深交易所市场为主体的全国性股票市场初步形成规模，上市公司数量从最初的 8 家增长到 2000 年的 1088 家。由于建立股市的初衷是支持国有企业改革脱困，而且企业发股上市实行配额制和审批制，这使得企业上市具有浓厚的行政色彩，上市相当于获得政府背书。在当时单层次市场条件下，退市意味着市场失败，公司股票完全失去流动性，投资者无法退出。被动退市将会导致企业和政府信誉受损，也几乎没有企业愿意主动退市。从投资者的角度来看，由于当时投资者数量较少，而且相当一部分投资者是本着支持国家建设的心态参与股市投资，风险意识不强，他们还没有做好面对上市公司退市的专业准备和心理准备，不太可能提出完善退市制度的要求。综上，股市建立初期上市公司和投资者对于退市制度都没有明确需求，

以支持国企改革为中心目标的股市监管层也并没有提供退市制度供给的动力，在这样的制度供求状态下，完善的退市制度不太可能自发产生。因此，尽管 1994 年《公司法》对于上市公司的退市标准做出了一般性规定，但是这些规定并没有被进一步细化和得到有效执行。

进入 21 世纪，随着上市公司数量的增多和投资者队伍不断壮大，中国股市已经初具规模。“银广厦”“蓝田股份”等少数上市公司连续亏损甚至存在重大违法行为，严重侵害公众投资者利益，却依然可以保持上市公司身份，引起了市场投资者的广泛忧虑。同期，美国互联网泡沫破灭以后大批公司退市，以及安然和世通公司事件导致“萨班斯法案”出台，启发中国投资者反思当时中国股市的退市制度缺陷，开始呼吁出台更加严格的退市制度，约束上市公司行为，投资者对退市制度的需求明显上升。彼时，股市监管者的监管理念已经从为国有企业服务向维护市场正常秩序和保护投资者利益转变，有意愿为弥补退市制度缺陷做出努力，退市制度供需双方的积极性都有所提升。因此，2001 年证监会发布《亏损上市公司暂行上市和终止上市实施办法》，次年沪深交易所分别修订了各自的股票退市规则，具有操作意义的退市制度算是在中国股市首次落地。自那以后，随着 2004 年中小企业板设立，2009 年创业板设，深交所先后制定了具有针对性的退市规则。2012 年和 2014 年监管机构和交易所又对退市制度进行了两轮重要修改和补充，规定了上市公司被强制退市的 21 种情形以及具体的退市操作流程，增加了主动退市和重大违法退市的相关规定。至此，我国股市退市制度在形式上和内容上趋于完备。不过由于股市服

务国有企业的职能仍在，上市公司维持上市地位仍然存在巨大利益动机。投资者尽管对于强制退市制度有一定需求，可一方面这种需求难以对制度制定者构成有效压力，另一方面一旦投资者持有退市风险较大的股票，股票退市将导致其切身利益受到影响，投资者对股票退市的态度会发生变化。在决策层更多关注股市融资功能的情况下，在双方力量对比上退市制度阻力方明显超过制度需求方，这时仅凭监管机构一家很难制订出台类似成熟市场的严格退市制度，而只能以在现行退市制度中保持一定灵活性的方式，尽量平衡上市公司与投资者的诉求。

退市制度建立以后，确实有一批上市公司依照规定被强制退出市场，其中多数公司是因为连续三年甚至四年亏损而退市的。在退市制度已经为公司调整经营活动和财务指标预留了充分时间和空间的情况下，这些公司仍然无法扭转亏，说明它们的经营持续性面临重大风险，这样的公司从基本面而言显然已经不适合公众投资者，退市也是顺理成章。与此同时，几乎没有公司因为股价、流动性、股权分布等交易性指标和其他合规性指标而被要求强制退市。退市制度中规定的21种被动退市情形，除连续亏损这一种情形外，其他情形在实践中基本没有出现过，这也从另一个侧面反映出现有退市制度的针对性和实用性还很不够。

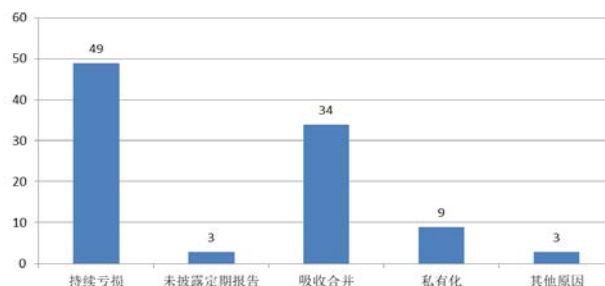


图1 已退市上市公司的退市原因

数据来源：WIND，数据截至2018年末。

（三）退市制度的关联性特征

一个社会制度系统内部各具体制度之间总是存在这样或那样的关联关系，具体表现为相关性和层次性。相关性意味着制度之间存在着独立、耦合或者互斥的关系，层次性意味着基础制度与具体制度之间存在着派生关系，基础制度决定了具体制度的部分特征^{5、6}。**退市制度与我国其他证券市场制度同样存在关联性特征。**一方面，退市制度与证券市场基本制度即《证券法》存在派生关系；另一方面，退市制度与股票发行上市制度、交易制度、投资者适当性制度等多项具体制度存在耦合关系。关联性的存在，使得退市制度的演化和调整不可能孤立进行，只能与其他关联制度进行同步调整。

1. 退市制度的派生性特征

我国股市的退市制度作为股票市场的一项具体制度，在性质上属于交易所自律规则。由于证券监管机构同交易所存在事实上的行政隶属关系和监管与被监管关系，使得交易所自律规则的制订和调整必须遵从监管机构有关部门规章，而监管机构的部门规章又要遵从上位法即《证券法》和《公司法》。根据新制度经济学的制度派生性理论，在成文法中，上位法规与退市制度的派生关系应是“宪法——《证券法》

和《公司法》——证监会部门规章——退市制度”。1994 年生效的《公司法》规定了上市公司退市条件，即：（1）公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件；（2）公司不按照规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载；（3）公司有重大违法行为；（4）公司最近三年连续亏损，在限期内未能消除。不过直到 2001 年以前，上述退市规定并未在监管机构的部门规章和交易所上市规则中得到贯彻和落实。难道退市规则的派生性特征不存在吗？我们认为不是这样。在制度经济学的制度范畴中，成文法与非成文法占有同等地位，成文法来自于非成文法，而且有些时候非成文法还会高于成文法。在我国股票市场创立初期，“股市的功能主要是为国有企业改革脱困服务”这一不成文规定，实际上是指导股市各项制度建设的总指针。这一不成文规定有明确的上位法依据，1993 年版《宪法》规定，我国的基本经济制度是生产资料的社会主义公有制，即全民所有制和劳动群众集体所有制，“国有经济，即社会主义全民所有制经济，是国民经济中的主导力量。国家保障国有经济的巩固和发展”，非成文法来自成文法，可见我国早期的法律制度体系还是比较复杂的。当时的股票发行审批制、发行配额制清楚体现了股市为国有企业服务的原则精神。众所周知，上市有利于国有企业融资和深化改革，退市则相反，因此有必要保留国有企业的上市地位，尽量避免退市。在非成文法高于一般法律的背景下，非成文法派生出的制度结果自然是退市制度缺位，《公司法》中的退市规定变成形式上的存在，不能发挥对于具体退市制度的派生作用。随着非公有制经济的不断壮大和经济贡献持续增加，

其在国家经济和政治生活中的地位也发生了变化。这种变化很快在党的文件中得到确认，1997年党的十五大报告提出，以公有制为主体，多种所有制经济共同发展，是我国社会主义初级阶段的一项基本经济制度，这相当于赋予了非公有制经济的发展权。1999年《宪法》修正案随即对这一提法给予确认，并明确坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存的分配制度。非公有制经济的政治地位和法律地位的提升，以及社会主义市场经济的迅速发展，使得股票市场原有非成文法的作用受到更多限制，宪法作为上位法的派生作用开始显现，股票市场的服务对象从以国有企业为主逐步转向企业与投资者并重。公司法关于上市公司退市的规定在2001年得到落实。

2. 退市制度的耦合性特征

制度的耦合性是指一个制度系统内的各项具体制度安排为了实现系统功能和目标而有机结合，形成相互依存和良性互动关系⁷。最优制度系统是具有帕累托效率的制度组合，即不存在通过改变一项制度可以提高系统效率的可能。即使不是最优制度系统，如果系统内各项制度具有强耦合性，也很难通过改变一项制度安排而强化制度系统的整体功能，一项制度的调整通常会要求其他制度同步调整。退市制度作为股票市场的一项具体制度，与股票发行上市、交易、信息披露、投资者适当性和股票转板等制度共同构成股市基础制度系统，各项制度间具有较强的耦合性，以共同维护股票市场有序运行。

资本的稀缺性和股票市场的公共属性决定了股市基础制度系统中的核心制度是投资者适当性制度。向适当的投资者出售适当的股票产

品是股市组织者和监管者应当遵守的基本原则。但长期以来，我国并没有建立起行之有效的股市投资者适当性制度。A 股的主板市场、中小板市场对于投资者的资质基本没有要求，创业板对于投资者的资质要求也较低，这使得大批非专业投资者和低风险承受力的投资者进入股市和参与一、二级市场投资。截至 2019 年 7 月，A 股市场共有 1.5 亿名投资者，其中除 37 万家机构投资者外，其余全部是个人投资者。根据中国证券登记结算公司最近于 2015 年公布的投资者数据，持有股票市值在 1 万元以下的投资者占比为 24%，1 万至 10 万元的占 48%，两者加总可得低市值投资者占全部投资者的 72%，平均每家上市公司有 5.2 万名股东，表明我国 A 股市场具有明显的“散户市场”特征。大量小投资者集中在一家上市公司，很容易形成“投资者绑架”效应⁸。从制度设计的角度看，散户市场的制度系统需要满足产品低风险、小额交易、政府承担更多投资者保护职责等要求。为此，A 股市场形成了单一且严格的发行上市核准制度，以处理小额交易为主的电脑撮合交易制度，标准较低且操作复杂的退市制度（以降低上市公司退市风险），以及政府对市场的足够干预权。尽管 A 股市场历史波动幅度较大，但从制度设计者的角度考虑，至少在上市审核环节控制住了低质量公司进入，并且尽量防止过多上市公司退市，避免投资者承担更多损失。从这个角度来讲，存在于 A 股市场的“退市难”，具有一定合理性。

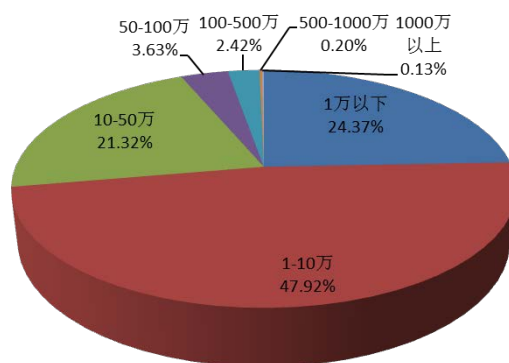


图2 A股市场投资者持有股票市值分布

数据来源：中国证券登记结算公司，数据截至2015年末。

退市制度耦合性的另一个生动案例是科创板。科创板的一项重要改革任务是试点股票发行注册制。根据科创板股票发行上市办法，交易所拥有科创板股票的发行上市审核权，上市条件更加多元和包容。这项改革对于增强股市支持实体经济的功能非常重要，但是由于制度耦合性的存在，该制度也必须与投资者适当性制度及其他具体制度相协调，因此科创板的各项制度安排与其他板块市场有明显区别：投资者适当性方面要求投资者金融资产在50万元以上且具有一定投资经验，投资者识别和抵御风险的能力更强；交易制度方面单笔交易下限从100股提高到200股，根据初期科创板股票的平均股价，200股交易价通常会超过万元。由于投资者抗风险能力较强，交易所就有条件发挥市场机制的优胜劣汰作用，加速低质量公司退市以节约市场资源。科创板退市制度将上市公司退市标准细分为重大违法类、交易类、财务类、规范类，退市要求更加清晰严格，退市流程明显缩短。

三、退市制度改革的路径选择

让不符合持续上市要求的公司及时退出股市，或者允许公司战略发生变化的企业主动退市，这即是各国证券交易所与企业在上市前签

定的协议条款之一，也是双方享有的权利。目前中国股市在退市制度方面的焦点问题是，一批经营业绩差、投资者回报低、公司治理不完善的上市公司尽管已经不适合继续留在市场中，但是在利益驱动下这些公司不愿退市，而且现行退市制度无法强制这些公司退市，对于市场资源有效利用和股市长期发展形成不利影响。基于前文对退市制度供需状况的分析，我们可以形成以下几点结论：**第一**，绝大多数上市公司尤其是绩差公司不愿意从 A 股市场退市；**第二**，上市公司与政府的紧密联系及行业地位导致其有较强实力抵制退市；**第三**，多数市场投资者支持加快退市制度改革，但是投资者对于改革的态度会因其持有股票的退市风险而发生变化；**第四**，完善退市制度符合股市长期利益，但是改革进程不能引发股市大起大落，更不能形成新的金融风险和社会稳定问题；**第五**，退市制度改革取得成功的关键是得到绝大多数市场参与主体的衷心支持，将受上市公司退市影响的利益受损群体规模限制在最小范围，将其受到的利益损失降到最低水平，这样才可能有效去除阻碍，顺利推进改革。

基于上述考虑，我们认为退市制度改革需要从国家金融稳定全局出发，选择一条稳健的改革路径。沿着这条道路实施改革，可以让应退市公司顺利退出市场，而且退市不会导致企业和大批公众股东的利益受到过多损失，也不会令政府信誉受到质疑。我们把这条道路命名为“分层之路”，即以资本市场深化改革总体方案为指导，以明确股票市场层次性特征为基础，以完善和严格执行投资者适当性制度为主要抓手，通过组织高级市场板块和限制高风险股票投资者资质，逐步

减少退市风险股票的公众股东数量，同时完善转板制度，降低上市公司退市的估值落差，从而尽量减小退市制度改革阻力，确保改革成功。

以下以深圳证券交易所为例进行说明：

首先，借鉴发达市场经验，将深圳证券交易所目前的主板和中小板市场进行整合，将两个市场上市公司中的优质蓝筹股集中在一起，形成 A 股优选市场，优选市场较现有主板市场的上市门槛更高，退市门槛更低，上市公司需要承担更多的持续上市责任，但是也适用更简捷的再融资和重组审核程序。由于优选市场上市公司经营总体稳健，股价波动较小，适合普通投资者和长期投资者，因此允许各类型投资者进入。

其次，将主板和中小板市场中的其余上市公司整合组成新主板市场，新主板市场也向各类型投资者开放，但是对于 ST 类股票则仅允许机构投资者和符合条件的个人专业投资者直接投资，普通投资者可以通过购买基金方式参与投资。为此，还需要进一步完善 ST 类股票现有交易制度和信息披露制度，以适合新市场的投资者特征。

再次，参考科创板，加快创业板市场改革，实施股票发行注册制，降低上市门槛，适当放宽交易限制和价格波动幅度，简化退市流程，部分达到高层次市场要求的原创业板上市公司可以申请进入高级板市场，新创业板市场的合格投资者限定为机构投资者和专业的个人投资者。

最后，对优选市场、新主板市场、新创业板市场的上市制度和退市制度进行统一调整，形成明确的市场层次，在各层次市场间建立转

板制度，从优选市场退市的公司可以进入主板市场也可以直接进入创业板市场，从主板市场退市的公司可以进入创业板市场，从创业板市场退市的公司再进入新三板市场交易。反之，优秀的创业板公司有机会进入主板市场，好的主板公司也可以进入优选市场。在转板制度支持下，从高层次市场退市的股票进入低一层次市场交易，不会导致股票估值和流动性的“断崖式下降”，股东会更容易接受公司退市；同时，“流水不腐，户枢不蠹”，上市公司在各层次市场间流动，可以促进提高上市公司质量和加快投资理性回归，总体有利于股市健康发展。

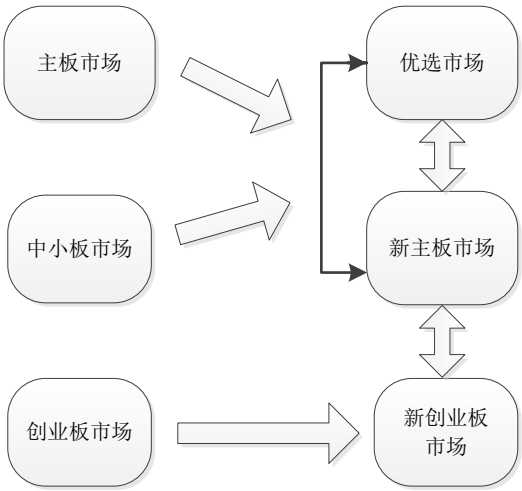


图3 深圳证券交易所市场改革设想图

只要较好地完成市场分层改革，退市制度改革的阻力就会大大减小，上市公司和外部股东对于公司退市的现实也更容易接受，这时候深交所市场的各层次市场板块，可以设定符合自身特点的具体退市标准和退市流程，而不必再刻意给上市公司预留操作空间。上市公司可以根据公司战略要求和各层次市场特点，作出退市和上市选择，而不必像现在这样拘泥于某个市场板块内。由此，A股市场“退市难”问题将得到极大缓解。在具体退市标准方面，三个层次的市场可以根据

各自多元化的上市标准相应设定阶梯式退市标准，优选板块标准最高，新主板次之，新创业板最低。

我们借鉴发达市场经验，利用 2169 家深交所上市公司 2018 年的财务数据和股票交易数据，本着突出各层次市场特色，满足投资者股票流动性需求，不导致过多上市公司集中达到退市标准的原则，从财务性指标和交易性指标两个方面，对各层次市场的退市标准进行了测算。具体结果见下表。

表 3 各层次市场上市公司退市指标测算表

	净利润	营业收入	净资产	流通市值	连续 120 个交易日成交量	股价	满足持续上市条件的上市公司数量
优选市场	扣除非经常性损益后净利润低于 1 亿元	低于 10 亿元	低于 5 亿元	低于 50 亿元	低于 3000 万股	低于面值	646
新主板市场	扣除非经常性损益后净利润为负	低于 5 亿元	负值	低于 10 亿元	低于 1000 万股	低于面值	812
新创业板市场	—	低于 3000 万元	—	低于 3 亿元	低于 500 万股	低于面值	698
退出深交所市场							13
公司数量合计							2169

优选市场是深交所市场中最优秀上市公司集中的板块，退市标准理应最高，我们测算如果上市公司要在优选市场保持上市地位，则其年度扣非后净利润应在 1 亿元以上，营业收入在 10 亿元以上，净资产不低于 5 亿元，前述标准已经超过了目前主板和中小板市场 IPO 的

资质要求；优选市场股票的流通市值应不低于 50 亿元，连续 120 天的成交量不低于 3000 万股，这两项交易性指标也明显高于目前的主板和中小板市场股票退市标准。在优选市场保持较高的退市标准，有助于形成这一市场作为大盘蓝筹股市场的特色，有效降低市场风险，满足公众投资者需求。为了满足散户投资者投资低价股票的需要，我们没有提高对最低股价的要求。尽管总的退市标准较高，但仍有 600 多家上市公司符合优选市场的持续上市条件。新主板市场的各项标准相较优选市场有所降低，不过仍然保持了稳健经营要求和一定的市值与交易量要求。有 800 余家上市公司可以满足新主板市场的持续上市条件。创业板的退市标准相对宽松，对于上市公司的利润和净资产等财务性指标都没有提出量化要求，以更好适应创业企业特征，但是为了防止低质量创业企业滞留和保持股票流动性，仍然提出了营业收入、市值和交易量要求。有近 700 家公司满足新创业板市场的持续上市条件。根据所掌握的数据，会有 13 家公司不符合深交所各层次市场的持续上市条件，只能退市。依据目前市场条件，我们认为这是可以接受的。新的市场分层标准可能导致部分中小板和创业板上市公司向高层次市场流动，也可能导致主板市场上市公司向新创业板市场流动，需要交易所根据上市公司意愿按照转板制度做出有序安排。

在对股票市场重新分层和明确新的退市标准以后，可以着手弥补原有的退市制度缺陷。**第一**，对于上市公司净利润的计算，统一采用扣除非经常性损益之后的净利润数据，减少上市公司操纵利润的机会。**第二**，取消连续多年亏损或者净资产为负才退市的规定，仅考察上一

年度的财务类退市指标，一旦指标达到特定层次市场的退市红线，公司股票即刻停牌并进入退市和转板流程，不再为投机炒作股票预留时间窗口。**第三**，实时监测上市公司交易类退市指标，一旦指标达到退市红线，公司股票即刻停牌并进入退市和转板流程。**第四**，在特定市场板块退市的股票必须“一退到底”，取消原有的暂停上市、恢复上市等程序，一步到位地执行终止上市程序，争取将股票退市操作周期压缩到6个月以内。

四、结论和启示

本文运用制度经济学理论分析了我国股市退市制度形成和演变的一般逻辑，试图寻找到上市公司“退市难”现象背后的制度根源，并据此提出应对之策。本文的发现集中在三个方面。一是股票退市制度的演化符合我国经济制度演变的一般逻辑，现有制度缺陷有其存在的合理性，而并非无意之失。二是退市制度具有明显的派生性特征，我国基本经济制度的演变和民营经济地位的提升，提高了股票市场的资源配置效率，股市发展目标也从为国有企业改革发展服务转向为企业服务和为投资者服务并重，推动着退市制度的建立和不断完善；三是退市制度具有耦合性特征，同股票发行上市制度、投资者适当性制度和转板制度等市场基础制度之间存在较强的耦合互动关系，退市制度的改革需要拿出市场基础制度一揽子改革方案来推动，单兵突进式的改革很难成功。

尽管从股票市场发展方向看，严格而有效率的退市制度符合市场主体的长期利益，但是对于退市制度的需求仍然难以推动实现有效的

制度供给。强大的国有经济转型完成仍需时日，单纯效率导向的退市制度并不符合现阶段国有经济利益。为了进一步推动退市制度改革，需要从股票市场改革全局出发，通盘考虑市场分层改革和退市制度改革。我们提出了解决上市公司退市难的“分层之路”，通过明确股票市场的层次性特征及上市、退市要求，实施严格的投资者适当性制度和阶梯式的退市及转板安排，推动上市公司顺利退市，并有效控制退市公司及其股东的利益损失，帮助上市公司特别是国有上市公司逐步适应退市和转板，在此进程中不断提升自身质量和运营效率，从而使退市制度成为国有企业改革的重要推手。

近年来，我国资本市场改革和发展取得很大成绩，对实体经济的支持作用明显增强。但也需要看到，仍然有一些类似于“退市难”这样的制度性问题在影响着市场的健康与稳定，而且迟迟没有找到适宜的解决方案。一些如“推倒重来”的激进观点听上去很痛快，对于解决问题却帮助不大。一些“头痛医头，脚痛医脚”的所谓改革举措，在解决一个问题的同时，又制造出更多的新问题。在资本市场改革步入深水区之际，我们更需要对于具体制度性问题进行深入的学理思考，理清问题产生的理论脉落和历史脉落，依从制度演变的一般规律和我国股市制度特性来制定解决方案。有的改革或许马上就可以启动，有的改革可能仍然需要等待时机。各个改革方案在内容、时间点和次序上的衔接，需要高屋建瓴的顶层设计给予指导，随着资本市场改革的不断深入，对于顶层设计方案的需求愈加迫切。

参考文献：

- 【1】 荀玉根、王一潇. 吐故方能纳新——中美港退市制度比较. [EB/OL]. 海通证券研究报告, 2018, https://www.sohu.com/a/249245710_313170.
- 【2】 冯芸、刘艳琴. 上市公司退市制度实施效果的实证分析 [J] . 财经研究, 2009, (01): 133-143.
- 【3】 丁丁、侯凤坤. 上市公司退市制度改革:问题、政策及展望 [J] . 社会科学, 2014, (01): 109-117.
- 【4】 诺斯、戴维斯. 制度创新的理论:描述、类推与说明 [M]. 载于《财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集》. 上海: 上海三联书店, 1992: 295-326.
- 【5】 诺斯、戴维斯. 制度变迁的理论:概念与原因 [M]. 载于《财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集》. 上海: 上海三联书店, 1992: 266-294.
- 【6】 张旭昆. 制度系统的关联性特征 [J] 浙江社会科学, 2004, (03): 78-83.
- 【7】 张旭昆. 制度系统的性质及其对于演化的影响. [J] . 经济研究, 2004, (12): 114-122.
- 【8】 荀玉根、王一潇. A 股与美股的市场结构对比. [EB/OL]. 海通证券研究报告, 2018, <http://finance.sina.com.cn/stock/stockzmt/2018-11-09/doc-ihnp rhzw6285188.shtml>.