

中国上市公司退市制度突出问题 监管难点及对策研究

王 博 ◆ 著

■ 辽宁大学出版社

本专著获中国博士后科学基金第 61 批面上资助项目
(项目资助编号: 2017M611250)

中国上市公司退市制度突出问题、监管难点及对策研究

王 博 著

辽宁大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司退市制度突出问题、监管难点及对策研究/王博著. —沈阳: 辽宁大学出版社, 2018. 7

ISBN 978-7-5610-9419-8

I. ①中… II. ①王… 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 (2018) 第 173980 号

中国上市公司退市制度突出问题、监管难点及对策研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI TUISHI ZHIDU TUCHU WENTI、JIANGUAN NANDIAN JI DUICE YANJIU

出 版 者: 辽宁大学出版社有限责任公司

(地址: 沈阳市皇姑区崇山中路 66 号 邮政编码: 110036)

印 刷 者: 鞍山新民进电脑印刷有限公司

发 行 者: 辽宁大学出版社有限责任公司

幅面尺寸: 170mm×240mm

印 张: 13.25

字 数: 240 千字

出版时间: 2018 年 7 月第 1 版

印刷时间: 2018 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 于盈盈

封面设计: 徐澄玥

责任校对: 齐 阅

书 号: ISBN 978-7-5610-9419-8

定 价: 49.00 元

联系电话: 024-86864613

邮购热线: 024-86830665

网 址: <http://press.lnu.edu.cn>

电子邮件: lnupress@vip.163.com



王博 东北财经大学金融学博士

后，金融工程博士，高级经济师。主要研究方向为金融监管、公司金融、资产定价和量化投资。先后获得两项国家级社科基金资助项目，出版学术专著多部，在中国人文社会科学核心期刊、南京大学核心期刊、北京大学核心期刊等国内权威学术期刊发表论文20余篇。

摘 要

证券市场是一个优化资源配置的场所,优胜劣汰是市场的基本法则之一。但长期以来,我国上市公司的退市比率严重偏低,一些垃圾股“死而不僵”,往往可以通过种种财务调节来规避退市标准,一些地方政府出于自身利益考虑往往拿出大量的资金来帮助这些公司“保壳”。因此,很多上市公司仍然像“不死鸟”一样始终“赖”在A股市场。由于这些空壳公司存在着比较强烈的并购和重组预期,投资者也往往对其趋之若鹜,乐于参与此类股票的投机炒作,形成了“劣币驱逐良币”的风险效应,严重扭曲了整个A股市场的估值体系,助长了投机炒作之风。

本书研究的创新点为,在欣泰电气公司成为A股首家因欺诈发行上市案例之前,并没有完整的案例。通过这个案例可以更好地从实践的角度,指出上市公司退市制度存在的问题、挑战及约束,以完善上市公司退市的方法、制度、程序。本次欣泰电气欺诈发行案件的发生,正好从理论和实践的角度,针对上市公司退市存在的突出问题,进一步完善上市公司的退市监管制度,提高上市公司监管工作效率,并借此提供可以借鉴的方法和路径。本书采用Probit回归分析方法研究我国上市公司退市制度的实施效果,以检验被特别处理的上市公司资产质量的好坏和盈利能力的高低对其是否能争取到保留上市资格的机会会有无显著影响,以证明当前退市制度并没有发挥其应有的作用。

本书利用现代制度经济学理论、资本市场理论、公司治理理论、

投资者行为理论、证券法与公司法等经济学与法学相结合的理论分析方法，对当前中国上市公司退市机制的现状进行了规范研究和实证研究；运用定性分析和定量分析相结合的分析方法，深入分析影响中国目前上市公司退市机制的主要因素以及影响机理；运用比较分析方法探讨了国外成熟的证券市场退市机制，从而给中国内地的证券市场提供借鉴；运用案例分析方法深入分析欣泰电气欺诈发行上市所导致的上市公司退市制度存在的突出问题与监管难点，并在此基础上提出有针对性的上市公司监管政策及完善中小投资者权益保护工作的政策建议，从法律制度的完善及对中小投资者损害的赔偿角度，提高投资者教育工作的针对性，供监管机构决策并为投资者教育与保护工作的有效开展提供决策性参考。本研究结果旨在对中国上市公司（本书中所称的中国证券市场未包括中国港、澳、台地区的证券市场）退市机制进行设置、创新与完善，对与上市公司退市机制相关的各种配套条件进行制度创新。

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 国内外相关领域背景	1
1.2 国内文献部分	2
1.3 发展趋势	6
1.4 本书研究的目的和意义	7
1.5 本书研究的基本思路	8
1.6 本书研究的重点和难点.....	11
1.7 本书研究的方法和手段.....	14
第 2 章 上市公司退市机制的理论基础	18
2.1 上市公司退市制度创新：理念与实施框架.....	18
2.2 退市的成本与收益分析.....	20
2.3 资本市场理论及评价.....	21
2.4 新制度经济学理论及评价.....	26
2.5 公司治理理论及评价.....	33
2.6 三大理论与上市公司退市机制的关系.....	37
2.7 本章小结.....	38
第 3 章 世界成熟证券市场上市公司退市机制研究	39
3.1 成熟证券市场主板强制退市机制.....	39
3.2 成熟证券市场创业板强制退市机制.....	45
3.3 成熟证券市场上市公司自愿退市机制.....	51
3.4 成熟证券市场上市公司退市机制的特征.....	52
3.5 目前成熟证券市场退市机制的发展趋势.....	55

3.6	世界各国上市公司退市的基本形式	59
3.7	本章小结	64
第4章	中国证券市场上市公司退市机制的现状研究	65
4.1	中国证券市场主板市场公司退市机制的变迁	66
4.2	中国证券市场中小企业板上市公司退市机制	71
4.3	目前中国证券市场上市公司退市机制的特征	72
4.4	上市公司退市难的真正原因	77
4.5	现行退市制度存在的主要弊端	78
4.6	提高A股退市率存在的主要问题	79
4.7	对成熟证券市场退市机制的借鉴	80
4.8	本章小结	84
第5章	中国上市公司退市机制的影响因素分析	85
5.1	影响中国上市公司退市机制的因素	85
5.2	中国上市公司退市机制不健全之案例分析	93
5.3	本章小结	110
第6章	中国上市公司退市机制发挥作用与绩效研究	112
6.1	退市机制对股票市场功能与有效性的作用	112
6.2	退市机制对上市公司治理的作用	117
6.3	上市公司退市机制对投资者的影响	122
6.4	退市制度实施以来实际发生效果的绩效研究	125
6.5	本章小结	134
第7章	中国上市公司退市机制完善的具体政策建议	135
7.1	中国上市公司退市机制的设计原则	135
7.2	中国主板上市公司强制退市标准的设置	137
7.3	中国主板上市公司退市程序的完善	142
7.4	中国创业板市场上市公司退市机制设计	145
7.5	中国上市公司自愿退市机制的设计	147
7.6	从供给侧结构性改革角度理解退市制度完善的现实意义	148
7.7	本章小结	152

第 8 章 完善中国上市公司退市机制的配套制度创新.....	153
8.1 中国政府管理职能的规范	153
8.2 中国政府监管制度的创新	155
8.3 我国上市公司退市制度的整体重塑	163
8.4 完善退市制度的具体政策建议	167
8.5 充分发挥退市制度作用，完善资本市场资源配置功能 发挥的重要意义	184
8.6 本书的主要结论	185
参考文献.....	196

第1章 绪论

1.1 国内外相关领域背景

由于国内外证券市场发展的历史和制度安排存在较大差别,国内外学者在退市问题的研究思路上也各不相同。国外学者对退市制度的研究主要从退市的影响因素以及退市给上市公司和市场带来的影响等角度进行研究。国外大部分研究成果均表明成长性越小的公司退市的可能性越大(Lehn 和 Poulson, 1989; Andras 和 Nadia, 2004; Leuz, 2004; Jonanthan, 2006)。然而,也有少数学者持有不同观点,Weir 等(2005)通过对英国 20 世纪 90 年代末期的研究,认为低成长机会并不会真正影响上市公司的退市决定。还有学者认为上市公司退市与公司治理结构存在关系。Peter(2006)通过研究从美国证券市场自愿退市的上市公司,认为公司的治理结构(外部独立董事数量、所有权集中度等)越薄弱,其自愿退市的可能性就越大。Charitou 等(2007)在此基础上将研究对象进一步拓展到了非自愿退市上,认为拥有更独立的董事会以及更大内部所有权的上市公司,其退市的可能性越小。

关于退市所带来的影响,国外学者的研究成果主要考察退市对公司股价、成交量、买卖价差等方面的影响。Merjos(1963)以及 Sanger 和 Peterson(1990)均对 NYSE 和 AMEX 退市的股票进行研究,结果均表明股票在退市到 OTC 市场之后首个交易日的交易价格均有明显的下跌。此后,有学者研究了退市给公司股票带来的综合影响。Jonanthan 等(2004)研究了 2002 年从 NYSE 退市到“粉单市场”的股票,发现退市后股票的交易成本会出现显著增加。包括从 NYSE 退市后股票价格会下降 1/2,买卖价差会扩大三倍,股价波动力会增加一倍。然而,退市后股票的成交量依然维持在较高的水平。Jeffrey 和 Harris(2006)研究了 1999—2002 年从纳斯达克退市到 OTCBB 或“粉单市场”的股票,得到了与上述类似的结论。

由于国外上市公司的发展现状及监管体制和机制,与国内上市公司发展的阶段和监管体制有很大不同,因而从国外研究的角度,去探索我国上市公司退

市制度存在的突出问题及监管难点，进而提出有针对性的监管政策建议的实际作用效果不大。

1.2 国内文献部分

1.2.1 股票市场退出机制国内外研究现状

目前中外经济理论界对股票市场退出问题的研究并不多。从国外不多的已有文献看，绝大部分文献集中于股票市场退出问题的经验研究，而对股票市场退出机制本身的运行机理鲜有涉及。

此外，中国股票市场建立时间比较短，市场还不成熟，存在很多问题。因此，学者几乎均将目光瞄准中国股票市场的根本问题，如股权分置、股票市场功能定位异化等问题上。从而在某种程度上对股票市场退出机制的专门研究较少，据笔者掌握的资料来看，目前国内学术界缺乏对退市公司进行案例研究的具体分析路径，在理论研究方面仅有一些论文作为支撑。

1.2.2 中国股票市场退出机制的研究

中国股票市场建立时间比较短，市场还不成熟，而且恰好处在整个中国正从计划经济向市场经济转轨的大背景下，因而中国股票市场的运行具有鲜明的特殊性。如果简单地用国外成熟股票市场的理论和方法来指导中国股市退市的实践，无疑是不合适的。这就要求我们在已有理论上有所发展，以指导中国股票市场的实践。实际上，这种由于中国股票市场本身特点所产生的理论发展的要求已被中国经济理论界所重视，有关完善和发展中国股票市场的理论文献大量涌现。在中国股票市场退出机制方面，也已有一些论文出现。在这些文献里，作者们各自对中国股票市场退出机制的各个层面作了研究。

1.2.3 有关建立退市机制作用和影响的研究

吴晓求（1999）、胡坚（2002）、于友伟（1998）、刘中文（2005）、王国刚（2007）、李刚（2009）、马启海（2004）、聂淑青（2003）、俞玲（2001）、张颖（2005）等，分别从股票市场优化资源配置功能、市场投资者行为、上市公司法人治理结构、规范市场操作和市场监管等方面入手，分析了退市机制的作用和影响。

第一种观点认为，退市机制的建立将使证券市场优胜劣汰、合理和有效配置资源的功能得到充分发挥，进而实现股市对资产的合理定价。胡坚（2002）

和王国刚(2007)指出,证券市场本身是实现“资源再配置”的主要场所,这就包含着“优胜劣汰”的含义,即不再符合上市条件的公司应予以停牌、摘牌,从而使股市的资产定价功能得到有效发挥。

第二种观点是,通过二级市场的交易活动和合理有效的退市制度,可以实现对已有上市资源的存量调整。吴晓求(1999)指出,在资本市场发展的初期,人们往往更注重市场的筹资和融资功能,当发展到一定阶段后,更重要的功能则是通过优化资源配置、加速资本集中来推动一国的产业升级换代。

第三种观点是,退市机制的实施将在短期内促使上市公司加速进行突击重组。俞玲(2001)认为,退市机制的推出将有利于实质性资产重组的开展,但对于已经亏损的上市公司和暂停上市公司来说,通过实质性资产重组来改变自己的命运毕竟难度较高,因而他们更倾向于走一条较为现实的道路,即继续打着“壳”资源的旗号,甚至不惜降低身价来千方百计地寻找“买主”,进行突击性重组。

笔者认为,充分发挥股票市场功能是建立该市场的基础,也是各种制度建立的出发点,因而在研究建立退市机制的作用上,可以从发挥股票市场功能的角度出发,将以上观点加以整合。

1.2.4 有关退市机制失灵原因的研究

文车仪(1998)、李永森(2002)、马琳等(2005)、陈尔瑞(2004)、王杰(1999)、韩志国(2000)等,分别从证券市场功能定位、中国证券市场的发展格局、上市公司自身的内在原因以及管理层稳定市场的意图等几方面入手,分析中国股票市场退出机制失灵的原因。

第一种分析是从证券市场功能定位的角度切入。马琳(2005)、王杰(1999)指出,我国证券市场的功能定位在帮助国有企业解困、为国有经济筹集资金这一方向上,异化了中国证券市场的筹资功能,导致退市机制难以实施。

第二种分析是从实施退市对各利益方的影响方面入手。李永森(2002)认为,一家上市公司的摘牌,首当其冲的是其股票持有者,股东中的中小股东往往是无辜的,还有上市公司的职工面临失业,国有股权持有者考虑的是国有资产是否会因此流失,地方政府则寄希望于自己培育上市的公司能够继续为本地区经济繁荣做出贡献,不愿让自己的政绩受损,而债权人尤其是国有商业银行往往是最大的债权人,他们也不愿意看到自己的债权泡沫破灭而无法收回。

第三种分析是从我国证券市场的发展格局上着眼。韩志国(2000)强调,在供小于求的卖方市场上,上市公司的投资价值总是高于其市场价值,这导致

套利机会长期存在，上市公司即使已没有了市场价值也仍可能因为有投资价值而成为未上市公司购并重组的对象。

第四种分析是从上市公司自身的内在原因上来解剖。文车仪（1998）等人指出，沪深股市面临退市的公司大多为国有或国有控股企业，由于退市关系到个人荣辱、经济利益、日后安置等一系列敏感问题，公司管理层对其的反对是最为直接也是最为坚决的。这与海外证券市场上的主动退市、自愿退市形成了鲜明的对比。

第五种分析是从退市制度配套条件缺失的方面考虑。对退市过于笼统的法律规定和模糊的退市标准致使我国证券市场的“退市机制”缺乏可操作性。韩志国（2000）指出，法律与法规的不健全与不完善使得退市机制的建立在操作上遇到困难。

笔者认为，股票市场功能定位异化是退市机制失灵的根本原因，但马琳（2005）、王杰（1999）仅说明它是原因之一，而且没有分析其传导机制。后面四种分析，仅是功能定位异化的衍生物，是一种表面原因。因而，本书从契约经济学出发，先探讨退市机制失灵的表面原因——退市成本过高，然后系统地说明其根本原因。

1.2.5 有关完善中国股票市场退出机制措施的研究

钟伟（2009）、刘纪鹏（2008）、李若山（1997）、周克瑜（2005）、周喜（2004）、谢茂拾（2003）、张强（2004）、章卫峰（2001）、戴念念（2002）分别从市场建设、民事诉讼法律制度等多方面入手，提出完善中国股票市场退出机制的措施。

周克瑜（2005）指出，建立退市机制不能就退市来论退市，而应着眼于和着力于纠正上市公司的行为偏差。钟伟认为，要改变中国股市为国有企业保驾护航所带来的制度性缺陷，退市机制的建立就必须和其他措施相配合。一是要加快国有股流通的进程；二是退市应以公司上市的申请备案制为前提，并应明确界定因发行审核缺陷造成的投资者损失分摊机制；三是退市的同时应该建立起我国的股权、垃圾股等场外交易机制，使得退市公司的股东能够继续进行股权转让；四是应当把退市理解为程序法，只要满足了退市条件如出现重大亏损或严重虚假信息披露等，即使不是，股票也应启动退市程序；五是应考虑构建市场做空机制。

李若山（1997）等认为，必须建立相应的民事损害赔偿制度，以保护中小股东的利益。李若山（1997）指出，由于我国现有法律制度中还不存在“股东集体代位诉讼制”和“举证责任倒置”的规定，使因上市公司违规操作引发退

市而遭受损失的中小股东难以通过法律手段取得合理的赔偿。戴念念(2002)提出,应明确对由于虚假陈述而强制退市的上市公司的股东遭受的损失承担民事责任的主体,并对这些主体承担民事责任的归责原则阐述了自己的观点。

章卫锋(2001)则从建立股本保险制度角度提出完善方案。他认为,政府可以委托商业性保险公司或组建专门的政策性保险公司,通过提供股本保险的方式,使之充当起二级市场投资者最终保护人的角色。

钟伟(2009)也指出妥善处理退市公司出路问题是退出机制的一项重要内容。必须进一步严格现行退市标准,建立和完善上市公司重整制度,正视上市公司破产问题,并允许退市公司无须重组直接进入三板市场。

1.2.6 有关中外股票市场退出机制的比较研究

陈峥嵘(2005)、刘毅(2001)、杨峰(2004)、倪勇(2004)、许长新(2005)、段强(2008)、张莉(2003)、张德富(2006)等,通过对国内外退市机制差异的比较分析,指出国内外退市标准和退市程序的差异,认为退市机制的建立过程应是市场素质的整体提高过程。

段强(2008)认为,从发达国家的经验来看,一个有序和有效的股市退市机制的建立必须要把握出口与入口相一致,退市基准与上市基准相一致以及退市程序与监管理念相一致的基本条件。具体包括三个方面上市基准与退市基准的要求一致,如纽约证券交易所的上市基准与退市基准中都包含了对总资产、净资产、经营能力、股东数量、公众持股量、总市值、最小报价和市场流动性的要求。上市基准与退市基准的侧重点一致,如纳斯达克市场侧重于市场的交易,更关注上市公司股票的市场价格。上市基准与退市基准的判别仅是量的差异。

陈峥嵘(2005)则通过国际比较,主要强调应该将股票内在价值和流动性作为评判是否退市的标准。

倪勇(2004)对中美上市公司退市程序的差异作了比较分析。该差异表现在启动者和操作弹性上,从而导致退市机制实施效率的差异。

1.2.7 对上市公司退市中的中小股东权益保护研究

现有资料对上市公司退市时中小股东利益保护进行研究的论文不是很多。王东光(2006年)从自愿退市的角度对退市时如何保护小股东利益不受侵害提出了建议,而项雪平(2005年)从法律的角度上认为,在强制退市中,投资者有权就上市公司退市所遭受的股票价格损失向上市公司及上市公司管理人员进行诉讼,以弥补上市公司退市给投资者带来的损失,并从诉讼请求权主

体、投资者损失的界定、诉讼中的因果关系、现有法律制度存在的障碍及解决办法等方面提出投资者在退市遭受损失时如何进行诉讼。

综上所述,这些研究对国内外股票市场的退市机制作了较为详细的研究,并通过对比中外股票市场环境的差异,对中国股票市场建立二十几年后还没建立完善的退市机制的原因作了认真详细的阐述。这些研究对于指导中国股票市场退出机制的建立和完善,具有非常重要的总体的战略上的指导意义。

1.3 发展趋势

上述文献研究存在的不足,主要表现在以下方面:

这些研究立足于国外成熟股票市场的退市机制,虽然也对中外股票市场环境的差异作了对比分析,但由于其立足点的原因,这些研究普遍有一种倾向,即差异成为差距的代名词,建立和完善中国股票市场退出机制就是要缩短和消灭这些差异。这种倾向实质上是非常有害的。它忽略了中国股票市场中的各种政治、经济等因素的历史沉淀及其对中国证券市场和金融市场的影响。如果用差距代替差异,不考虑中国股票市场的实际情况和特点,盲目照抄照搬国外成熟股票市场退出机制的理论和方法,生搬硬套,削足适履,就会非常不利于中国股票市场的稳定健康发展。

这些研究没有针对股票市场中已发生的退市案例,以及已经具备退市条件但又被生拉死拖地通过资产重组、并购等方法“死而复生”的准退市案例进行理论及实践研究。由于这个缺陷,已有股票市场退出机制研究缺乏对中国股票市场环境的变化及对中国股票市场退出机制的影响的把握,从而使得这些研究只是停留在一个静态的平面上,失去了对中国股票市场退出机制完善过程中活生生的经验教训的探讨,并且失去了阶段性的指导意义。

总体而言,上述这些研究在研究内容上虽有一定的交叉,不过由于这些研究在各个层面涉及的深度不一,这就使得对中国股票市场退出机制的理论研究缺乏应有的系统性及完整性。

国内文献的主要不足重点体现在没有针对当前上市公司退市制度存在的突出问题及监管机制上存在的严重漏洞,从理论研究和监管实践的角度,提出有针对性的监管政策建议。

本书作为资本市场的重要课题,具有非常重要的紧迫性和必要性。退市课题既是重要的理论研究课题,也是从监管实践上完善上市公司监管的必备条件。上市公司退市,在欣泰电气欺诈发行案例之前,并没有完整的案例,以便更好地从监管实践的角度,完善上市公司退市的方法、制度、程序,指出上市

公司退市存在的突出问题、挑战及约束。本次欣泰电气欺诈发行案件的发生,正好从理论研究和监管实践的角度,对完善我国上市公司的退市监管制度,提高上市公司监管工作及投资者权益保护工作的效率,提供了可以借鉴的方法和路径。

本书以欣泰电气欺诈发行案例为例,及亲自查处欣泰电气违法违规案件全过程的金融监管者的角度,从理论和实践两个方面,指出上市公司退市存在的程序挑战及约束等问题,来完善上市公司退市的方法和制度。对完善我国上市公司的退市监管制度,提高上市公司监管工作及投资者教育与保护工作的效率,完善退市制度法律法规及政策措施,提供了可以借鉴的方法和路径,提出有针对性的监管政策建议。

1.4 本书研究的目的和意义

本书作为资本市场改革的重点课题,具有非常重要的紧迫性和必要性。本书从当前资本市场欺诈发行和信息披露违法违规的欣泰电气公司实际出发,理论联系实际,重点在于完善上市公司退市制度和切实保护投资者权益,并提出有针对性的金融监管政策建议,以完善资本市场监管。退市课题既是重要的理论课题,也是从实践上完善上市公司监管的必备条件。作为对欣泰电气违法违规案件有深入研究的学者,深切感受到从理论上完善我国上市公司退市制度,完善上市公司监管的紧迫性和严峻性。上市公司退市制度的完善,关系到我国资本市场的可持续发展和资源的优化配置,因而课题具有重要的理论与现实意义。

法律上,涉及公司退市的法律主要包括《证券法》《公司法》等,遗憾的是上述法律对中小投资者权益保护却关心甚少。随着我国资本市场的逐步完善,做到真正与西方国家接轨,在退市过程中,对中小投资者的保护显得十分重要。

第一,保护相对弱势的中小股东体现了法律的公平正义。上市公司退市中的中小股东作为市场的弱势群体,对他们的权益进行保护体现了法律公平正义的目标。上市公司违法行为给投资者造成巨大损失,上市公司退市危害到整个资本市场的健康发展,在这种情况下给予中小股东充分的权益保护,可以促进大股东和小股东之间利益的协调和平衡,实现社会的实质正义。另外,由于信息的不平衡性,大股东的违法行为导致上市公司退市使得中小股东无法了解具体运营情况,受到损失后其权益也无法得到完善救济,对这些弱势的中小股东给予充分救济也是实现正义的方式。民事责任和刑事责任的判罚使得上市

公司或大股东对违法行为产生一定胆怯，是保护投资者利益的最直接的方式。

第二，维持投资者的投资信心，保证资本市场正常运行秩序。中小投资者是证券市场的基础，广大社会公众的积极参与是资本市场的发展源泉，股票市场通过融资功能，吸引社会上的闲散资金到股市中来，再通过股市这个中介流通到社会生产大的体系中去。投资者信心的维护是证券市场健康、有活力的重要保证，上市公司退市时对中小股东权益的损害极大打击了投资信心。通过对中小股东提供各种救济途径、减少利益分配上的冲突，可以修复受损的证券市场，维持证券市场良好的秩序，使得两种利益力量协调共存。另外，加强对上市公司退市的投资者权利的保护，才能促进中小股东的积极性，股市的健康发展才会有根本的保证，股票市场的融资功能才能实现。

第三，利于资源有效配置。资本市场上有效的资源配置作用，就是让优秀的公司上市进入融资市场进行筹资和交易，同时也要让已经上市但却不具备交易条件、增加整个市场交易成本的公司退出这个市场，以此来实现闲置资本向优秀企业流动，保证金融资源的合理配置。“裸退”、证券欺诈、虚假陈述都损害了股市活力源泉的中小投资者的利益。面对上市公司弄虚作假、内幕交易横行的交易环境，投资者的投资难以得到合理回报，他们就不敢也不愿再交易，所以对退市的中小投资者利益给予充分保护，才能不断地输入资金源泉，有效地促进资源的合理配置。如今，我国的证券市场经过 20 多年发展，已经有很大的规模，充分发挥了作为融资与投资的良好渠道，然而市场的投资价值仍存在欠缺，为使我们的证券市场能健康发展，完善的上市与退市制度必不可少。

1.5 本书研究的基本思路

选择什么样的视角来对资本市场现行退市机制的有效性进行研究，是项目研究最关键也是最根本的问题。事实上，对于我国证券市场的退市制度的研究并不乏其文，受限于这一机制实施、完善的时间依旧短暂，一部分研究仅从制度的阐述和缺陷出发，研究了我国退市制度设计对投资者的损害以及国内外退市机制的设计的差异比较。例如，倪勇、冯芸（2004）等对我国上市公司退市制度的研究，这类研究的根本思维定位于我国退市制度较国外主要资本市场退市机制设计的落后和不足，导致了资本市场的种种低效运行，目标是希望将国外资本市场的退市机制全盘引入，因而得到的都是验证这一机制下的种种负面表现，另一些研究则集中就退市机制下的公司行为、治理水平以及特征进行了研究，重点研究进入准退市群体的公司群体行为，但对退市机制设计本身的运行效率则难以触及。国内文献的主要不足重点体现在没有针对当前上市公司退