

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 上市公司主动退市中小股东权益保护研究

研究生姓名: 佟文韬

指导教师姓名、职称: 桑保军 教授

学科、专业名称: 法学 经济法学

研究方向: 企业公司法

提交日期: 2023年6月10日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名: 佟文韬 签字日期: 2023.6.10
导师签名: 马海年 签字日期: 2023.6.10

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名: 佟文韬 签字日期: 2023.6.10
导师签名: 马海年 签字日期: 2023.6.10

Research on the Protection of minority Shareholders' Rights and interests of listed companies Voluntarily delisting

Candidate :Tong Wentao

Supervisor:Sang Baojun

摘 要

主动退市是指上市公司向其所属的证券交易所主动申请摘牌从而退市资本市场，是基于公司长远利益的考虑。上市公司选择私有化退市，原因包括无法通过证券市场获得所需融资、降低上市所需费用、减少公司代理费用、节约税收、反恶意收购、最大化公司长期价值等。选择以私有化方式主动退市，在很多国家的资本市场是较为常见的事。

而中小股东保护问题应当是监管机构在主动退市过程中关注的重点。退市过程中由于信息披露的不完整致使中小股东知情权得不到保障；决议通过标准不合理、未规定中小股东最低出席比例致使中小股东参与决策权得不到保障；规范的现金选择权缺失致使中小股东退出权得不到保障；证券集团诉讼的不完善致使中小股东的救济权得不到保障。因此，建立一套全过程、完整的制度来维护中小股东的个人权益，是上市公司主动退市的题中应有之义。

上市公司在一些特定的情形下选择主动退市，会提升资本市场的活力，重整公司战略目标。A股实施注册制后，会有许多上市公司基于有利于本公司的发展方向选择主动退市，在这个过程中我们坚决要保护中小股东的合法权益。但在实践过程中，我们对中小股东权益的保护还不够全面，相关规则还不够完善。在上市公司主动退市过程中，中小股东的知情权、参与权、退出权、救济权等应得到监管机构的重视，以维护资本市场的广大中小投资者的信心。所以，从这个角度深入研究，既现实又迫切。

关键词：上市公司 主动退市 中小股东权益 现金选择权

Abstract

Active delisting refers to the listed company applying for delisting to its affiliated stock exchange to delist from the capital market, which is based on the consideration of the company's long-term interests. Listed companies choose to be private and delisted for reasons including the inability to obtain the necessary financing through the stock market, reducing the costs required for listing, reducing the company's agency costs, saving taxes, anti-hostile takeover, maximizing the long-term value of the company, etc. Voluntary delisting through privatization is a common occurrence in capital markets in many countries.

However, the protection of minority shareholders should be the focus of attention of regulators in the process of voluntary delisting. Due to incomplete information disclosure in the process of delisting, minority shareholders' right to know is not guaranteed; The adoption standard of the resolution is not reasonable, and the minimum attendance ratio of minority shareholders is not stipulated, resulting in the minority shareholders' right to participate in decision-making is not guaranteed; The lack of standard cash option leads to the minority shareholders' withdrawal right is not guaranteed; The imperfect litigation of securities group makes the right of relief of minority shareholders unguaranteed. Therefore, the establishment of a whole process, complete system to

safeguard the rights and interests of small and medium-sized shareholders, listed companies should be in the subject of delisting.

Listed companies choose to take the initiative to delist in some specific circumstances, will enhance the vitality of the capital market, restructure the company's strategic objectives. After the implementation of the A-share registration system, many listed companies will voluntarily delist based on the development direction of their own companies. In this process, we are determined to protect the legitimate rights and interests of minority shareholders. However, in the process of practice, our protection of minority shareholders' rights and interests is not comprehensive enough, and relevant rules are not perfect enough. In the process of active delisting of listed companies, the right to know, the right to participate, the right to withdraw, the right to remedy, etc. of minority shareholders should be paid attention by the regulators, so as to maintain the confidence of the majority of minority investors in the capital market. Therefore, it is both realistic and urgent to study deeply from this Angle.

Keywords:Listed company; Active delisting; Minority shareholders;
Cash option

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	2
1.3 国内外文献综述.....	3
1.3.1 国内文献综述.....	3
1.3.2 国外文献综述.....	6
1.3.3 综述评析.....	8
1.4 研究思路及方法.....	9
1.4.1 研究思路.....	9
1.4.2 研究方法.....	9
1.5 创新及不足.....	10
1.5.1 创新点.....	10
1.5.2 存在的不足.....	11
2 上市公司主动退市中小股东权益保护概述	12
2.1 上市公司主动退市的概念、原因及立法现状.....	12
2.1.1 上市公司主动退市的概念.....	12
2.1.2 上市公司主动退市的原因.....	12
2.1.3 我国上市公司主动退市的立法现状.....	14
2.2 上市公司主动退市的相关程序性规定.....	15
2.2.1 要约收购.....	15
2.2.2 股东大会决议退市.....	15
2.2.3 新设合并和吸收合并.....	16
2.3 上市公司中小股东的界定及其权益.....	16
2.3.1 中小股东的界定.....	16

2.3.2 中小股东权益的内容	17
2.4 上市公司主动退市中小股东权益保护的理论基础	17
2.4.1 信息不对称理论	17
2.4.2 委托代理理论	18
2.4.3 公共利益理论	18
2.4.4 中小投资者保护理论	19
2.5 主动退市制度对中小股东利益的保护机理	19
2.5.1 有效及时的信息披露保障中小股东的知情权	19
2.5.2 多种退市方式满足不同中小股东需求	20
2.5.3 合理的现金选择权提供足够的经济补偿	20
3 上市公司主动退市中小股东权益保护存在问题及其原因分析	21
3.1 上市公司主动退市中小股东权益保护存在的问题	21
3.1.1 中小股东知情权保障不足	21
3.1.2 中小股东参与表决权保障不足	22
3.1.3 现金选择权制度缺乏规范	24
3.1.4 财务造假对中小股东造成的损失弥补不足	24
3.2 中小股东权益保护不足的原因分析	25
3.2.1 未建立完善的信息披露规则体系	26
3.2.2 中小股东权利意识不足使其决策权失去实际意义	26
3.2.3 财务造假是主动退市时中小股东权益受损的主要原因	26
3.2.4 待完善的证券集团诉讼制度	27
4 相关国家退市制度中小股东权益保护的经验和启示	28
4.1 美国相关制度经验	28
4.1.1 知情权相关保护制度	29
4.1.2 退出权相关保护制度	29
4.1.3 救济权相关保护制度	30
4.1.4 美国经验总结	31
4.2 德国相关制度经验	31
4.2.1 Macrotron 案	31

4.2.2MVS/Lindner 判决	32
4.2.3Frosta 案	32
4.2.4 2015 年修正案	33
4.2.5 德国经验总结	33
4.3 相关国家经验对我国中小股东权益保护的启示	35
5 上市公司主动退市制度中小股东权益保护完善建议	35
5.1 强化信息披露要求保障中小股东知情权	35
5.1.1 注重事前监管提早进行信息披露	35
5.1.2 全面提升信息披露质量	36
5.1.3 专章规定退市信息披露规则	37
5.2 合理设置决议标准保障中小股东决策权	37
5.2.1 提升中小股东出席比例	37
5.2.2 提升退市决议通过标准	38
5.2.3 建立主动退市特别委员会制度	38
5.3 规范现金选择权保障中小股东退出权	39
5.3.1 建立公平的现金选择权定价机制	39
5.3.2 完善现金选择权的补偿机制	39
5.4 完善证券集团诉讼制度保障中小股东救济权	40
5.4.1 明确中介机构责任平衡各方连带赔偿比例	40
5.4.2 行政罚款优先向中小股东赔偿	41
5.5 完善立法衔接持续保障中小股东权益	41
5.5.1 为中小股东提供股份转让服务	43
5.5.2 加强多层次资本市场的有机联系	42
6 结语	44
参考文献	45
1.著作类	45
2.期刊类	45
3.学位论文类	48

4.外文文献.....	49
致谢.....	50

1 绪论

1.1 研究背景

2020年11月02日中央全面深化改革委员会第十六次会议审议通过了《健全上市公司退市机制实施方案》《关于依法从严打击证券违法活动的若干意见》。会议指出，健全上市公司退市机制，依法从严打击证券违法活动，是全面深化资本市场改革的重要制度安排。要坚持市场化、法治化方向，完善退市标准，简化退市程序，拓宽多元退出渠道，严格退市监管，完善常态化退出机制。^①

全面实现股票发行注册制改革，是我国经济领域深化改革的重要内容。在不断开放的同时，健全完善中小投资者保护机制，加强多层次证券市场的有机联系，最终有利于我国经济持续稳健发展、不断优化投资者结构、发挥资本市场资源配置优势、淘汰没有价值的“壳”公司，推动资本市场在更深层次上释放活力和动力，进一步促进资本市场稳定、健康、全面发展。在股票发行核准制下，每年IPO的名额极其有限，大量公司为了进入资本市场，在争取不到IPO的情况下选择借壳上市，使得本应退出资本市场的上市公司即使财务造假也要保留上市地位，伺机卖“壳”。不过，随着股票发行注册制的全面推进和进入资本市场门槛的逐步降低，“壳”资源的泡沫价值将被戳破，一些不符合时代发展方向的上市公司为了降低成本，规避监管等原因会选择主动退市。

结合中国证券登记结算公司的最新统计显示，数据截止2022年11月底，开立A股账户的投资者数量达到2.11亿户，其中中小投资者规模为2.1亿户，占投资者数量99.76%。中小投资者仍是A股投资者数量的绝对大头。所以，投资者保护工作直接关系到亿万人民群众的切身利益，持续构建和完善证券市场相关制度，保护投资者尤其是广大中小投资者的合法权益。一方面，我国A股市场长期存在“炒壳”的投机之风，造成“出口”不够通畅、资本市场面临退市难的窘境。另一方面，上市公司存在财务造假、虚假陈述等违法行为，证券中介机构把关不严，侵权损害赔偿得不到落实，致使中小股东权益受损。*ST航通其主动

^① 习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十六次会议并发表重要讲话。
<https://politics.cntv.cn/special/gwyvideo/2019/20201101/2020110202/index.shtml>

退市退市过程处于新旧退市规则的交接期，作为 2021 年首家申请主动退市的上市公司，其退市案例能够帮助我们分析中小股东权益在上市公司退市过程中受到的影响。

2022 年 12 月 27 日召开的十三届全国人大常委会第三十八次会议上，《公司法》修订草案二审稿提交审议。其中提请审议了董事任职期间投保责任保险、授权国务院证券监督管理机构对上市公司独立董事的具体管理办法作出规定、增加上市公司审计委员会职权的规定。这些条款的修改对于完善中小股东保护有着十分深刻的意义。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

我国资本市场发展的数十年过程中，极少有上市公司选择主动退市。之前我国对于主动退市中小股东权益保护的研究理论大部分借鉴于国外的理论，研究案例是国外资本市场主动退市的案例，研究依据是国外相关的法律法规。随着我国退市制度改革的推进，退市法规的细化，常态化退市机制的实行，监管愈发严格，“壳”价值被戳破的背景下，许多上市公司基于不同的目的会选择主动退市。而我国股市的投资者绝大多数为中小投资者，不仅监管机构、交易所要完善中小股东权益保护的法律法规，学者也要不断完善我国上市公司主动退市中小股东权益保护的相关理论。所以，在研究我国资本市场主动退市案例中小股东权益保护情况的同时，要加强对主动退市中小股东权益保护的理论研究，进而在实践中指导并解决我国上市公司主动退市过程中出现的中小股东权益受损相关问题。要确保理论研究的科学性和先进性，使理论对实践产生指导作用，使实践实现人民群众想要的效果。

1.2.2 现实意义

2020 年底全面从严实施退市新规后，随着常态化退市的趋势渐渐显露，将会有更多上市公司基于成本效益原则选择主动退市。退市新规下，中小股东权益保护异常重要。由于大股东和中小股东拥有的股份不同以及掌握信息具有差异，

在主动退市过程中，大股东基于自身的利益会侵害中小股东权益。2021年*ST航通是第一个主动申请退市的上市公司，其在退市新规背景下为了避免被交易所强制退市，而主动选择以股东大会决议的方式申请退市。本文在创作研究过程中，以*ST航通主动退市案例中各项数据为基础，探究规避型主动退市过程中的中小股东权益的保护情况，对中小股东权益的影响。同时查阅了其他规避型主动退市上市公司的相关文献资料，从退市新规的背景下开拓了新的研究方向。并指出了现行法律规则下，我国主动退市规制还需要完善加强的方面，同时也为下一步法律规则的修订提供了建议。

1.3 国内外文献综述

在2023年全面推行注册制前，我国主板市场对于IPO采取的主要是核准制，这就导致很少有上市公司选择主动退市，所以我国对于退市制度的研究主要集中在强制退市方面，少数针对主动退市的研究也仅局限于*ST二重和*ST上普两个案例中，并且对于主动退市过程中的中小股东权益保护也多是借鉴国外资本市场保护中小投资者的相关意见。随着2019年新《证券法》正式实施，科创板推行注册制，多年来部分困扰我国A股市场的顽疾得到解决。随着常态化退市机制的推行，相信越来越多的上市公司基于多方面的考量会选择主动退市。基于新形势、新制度下，我国学界对于主动退市以及退市过程中的中小股东权益保护的相关研究也会更加完善。而国外对于主动退市以及中小股东权益的保护的相关文献就比较丰富，研究也比较完善。翟浩（2015）在研究美国上市公司主动退市立法时指出，监督就是为了确保交易的公平，以及中小投资者的权益在上市公司申请退出资本市场时不受到侵害，只有保证上述前提，上市公司才能行使申请主动退市资本市场的权利。张艳（2021）在研究德国主动退市规制相关研究中指出，德国的强制收购要约制度对我国中小股东退出权的保护很有借鉴意义。

1.3.1 国内文献综述

关于主动退市制度和中小股东权益保护方面的研究，伴随着证券法的修改、证券交易所规定的不断细化，越来越丰富。通过对相关论文期刊的整理分析，对于国内的研究，本文归纳了两个方面的内容：一方面是上市公司主动退市的原因、

主动退市存在的问题。另一方面是主动退市中的中小股东权益受损原因、中小股东权益保护存在的问题。大部分学者认为,我国证券市场退市效率底下,长期以来令人诟病的“炒小、炒差”及“炒壳”的投机之风盛行,不少已经丧失持续经营能力、资产质量较差的“钉子户”赖在 A 股,资本市场资源配置优势功能无法有效发挥。我国 A 股市场退市制度已经历数轮改革,但成效有限。即便从科创板注册制试点以来,证券市场退市率明显增长,但是 2022 年 A 股上市公司总量突破 5000 家,仅退市 46 家,退市率仍不足 1%,与美国成熟市场每年约 6% 的市场退市率相比,退市比例仍然较低^①。

1.3.1.1 上市公司主动退市原因及问题

对于主动摘牌的原因,国内学者一致认为,主要是考虑到自身的性价比。在上市公司维持上市地位成本过高的情况下主动退市。柯昌文(2010)根据相关理论,公司上市期间融资获得的收益低于为了维持上市地位而产生的成本,上市公司分析利弊后会主动选择退出证券市场。吴倩倩(2019)认为,上市公司选择主动退市这既是公司发展的战略途径,也是有效的方式,可以防止公司价值被低估。但主动退市容易导致大股东与中小股东利益冲突,这也是同时带来的一大弊端。孔粒(2020)对企业境外上市和主动退市的影响因素,从市场分割理论、无偏预期理论、流动性溢价理论和投资者保护理论四个方面进行了总结。杨慧(2021)认为上市公司主动退市可以降低额外相关支出、削减管理成本、维护股东利益等。在*ST 航通主动退市案例研究中,吴梦婕(2021)指出,以现金选择权置换退市整理期的主动退市规则,有其可取之处,可以减少退市过程中中小股东的损失。而我国实施不过短短几年的主动退市制度中,现金选择权和中小股东多数决定权这一涉及中小股东利益保护核心的机制还不成熟,还存在明显不足。

在主动退市存在的问题方面,郑观(2014)认为资本市场实践中出现严重损害中小股东权益的情况时常发生,最主要的原因是信息不对称造成逆向选择问题,股东之间的利益纠纷难以解决。张妍妍等(2012)认为,主动退市情形下控股股东违规侵占公司资产、中小股东信息掌握不全面、公司收入波动较大等问题较为突出。郭雳(2014)认为我国上市公司主动退市股东表决方式、董监高义务及监

^① 退市加速度.<https://weekly.caixin.com/2022-12-31/101984077.html>

管机构审查等方面的法律法规仍需不断完善。沈朝晖 (2018) 认为证监会强调的强制信息披露, 在私有化退市过程中会阻碍退市进度, 影响退市效率。张跃文 (2020) 强调解决“退市难”问题的现实路径, 只有采取“分层之路”, 将多层次股票市场完善与退市制度改革相结合, 创造上市公司梯度退市、转板的机会。

1.3.1.2 主动退市中的中小股东利益保护

现代公司治理的基础——资本多数决使得中小股东在主动退市过程中缺少参与发表意见的机会, 且大多数中小股东缺乏专业知识, 使得其处于弱势地位, 自身的合法权益容易受到大股东的侵害。控股股东由于其拥有上市公司控制权, 能利用其信息优势, 在各个环节对中小股东的权益造成损害。随着我国股票发行注册制的逐步推行, 选择主动摘牌的上市公司会不断增多。但是, 我国目前的主动退市配套制度还不够完备, 对中小股权权益保护的很多细则还没有落实——知情权、参与权、现金选择权和救济权的保障还存在各式各样的问题, 投资者的救济渠道还不够畅通。

通过对中小股东权益受损原因研究, 学者们发现大股东利用不公开、不透明的内幕信息, 不公平的现金补偿对价, 限制诉求等手段对中小股东的知情权、参与权、现金选择权造成损害。陈共炎、刘肃毅 (2008) 认为, 证券市场无法较好的保护中小投资者的各项合法权益, 会导致证券市场无法实现其资源配置功能, 难以吸引优质投资者。冯果、李安安 (2011) 指出私有化主动退市存在三方面的矛盾, 包括公司股东和董监高之间的矛盾、市场调节和行政管理之间的矛盾、大股东和中小股东之间的矛盾。在对德国主动退市制度进行研究的基础上, 针对我国退市规则, 提出了对利益冲突的解决意见。蔡蕻 (2012) 指出因为对公司信息掌握的不完整、不全面, 再加上很多中小股东投机心理作祟, 缺乏相关投资知识, 会导致自身利益受到看不见的损害。中小股东对上市公司主动退市的过程很难做到风险识别, 风险评估, 无法合理的作出有利于自身权益的决策。熊锦秋 (2013) 认为, 在能够保障中小股东合法权益的前提下, 投资人应当要充分支持并理解上市公司基于自身利益考量做出的主动退市的选择。乔引花等(2014)在研究长航航运退市案例的过程中发现, 中小股东的权益在上市公司退市过程中受到大股东的侵害。王安荣 (2015) 认为主动退市使得公司股份的流通性明显下降甚至无法交

易股份,如果不给予中小股东应当享有的基于流动性的合理补偿,则中小股东的权益会受到不合理的侵害。并且,由于中小股东人数众多、持股比例较为分散,中小股东的参与公司管理、对公司重大事项进行决策得不到合理保障。周科竞(2019)认为上市公司投资者应当承担合理的市场系统风险,但对于不属于正常市场行为的上市公司财务造假、内幕交易、虚假陈述而引起股价大幅下跌,上市公司控股股东、董监高应当赔偿中小股东的损失。

在对中小股东权益保护存在的问题相关研究,学者们指出上市公司应当在董事会下设退市委员会、扩大信息披露范围、交易所设立投资者保护机构、司法机关落实保障中小股东救济权等。王东光(2006)在学习国外主动退市有关案例指出,上市公司主动退市时应当向中小股东发出要约收购,如果中小股东认为自己的权益受到侵犯,还可以向法院提起诉讼。丁丁和侯凤坤(2014)认为,上市公司退市制度改善不应当只是小修小补,而应该是建立一个完善的全过程退市制度,任何配套制度不及时协调跟进和完善,都会对退市改革的总体效果造成影响。董安生、吴建丽(2016)指出需要平衡的大股东与中小股东之间的权利。辜胜阻等(2018)指出,为了全面保护中小股东利益,实现常态化退市,应当健全主动退市制度,同时避免出现“劣币驱逐良币”的现象。郭雳(2019)认为我国监管机构应该完善投资者保护机构的各项职能,积极帮助中小股东维护其权益,对中小股东的保护需要各方的共同努力。辛宇等(2020)综合多个案例研究,认为中小投资者服务中心应当为社会上具有显著影响的证券类案件的受害投资者提供公益证券诉讼相关服务,同时提高对中小股民索赔水平做好监督。张艳(2021)认为在主动退市方面,应通过强制要约制推动监管思路从投资者赋权型向投资者补偿型转变,并通过具体的监管路径铺设,借鉴德国法律的经验。董香兰(2022)认为在上市企业的主动退市中如何保护中小股东的权益是重中之重,我国现行的主动退市决议模式通过增强中小股东的表决权来约束控股股东的决议,维护中小股东的合法权益。

1.3.2 国外文献综述

1.3.2.1 上市公司主动退市原因

洛温斯坦 (Lowenstein,1985) 认为, 通过举债和增加财务杠杆来获取资金将提升企业负债水平的私有化交易占绝大多数, 其税前利息支付扣除了部分税收, 具有很强的税盾效应, 成为财富的重要聚居地。且私有化过程中不断产生的现金流, 使股东利益大增, 在交易完成后相当长的一段时间内, 企业都不用缴税。韦尔 (Weir,2005) 认为私有化退市可以减少代理费用。代理费用的减少主要通过三个渠道, 一是减少自由现金流, 二是加强股权控制, 三是统筹经营管理层和所有者的利益关系。公司往往需要大量的自由现金流来支付主动退市过程中的负债, 这样就能减少经理人流出自由现金流的情况。迈赫兰 (Mehran,2020) 认为, 如果上市公司股票关注度低, 说明其市场流通性较差, 投资者认同度不高, 导致市值被低估的可能性较大, 从而在公司市值提升过程中, 投资者认同度起着举足轻重的作用。

1.3.2.2 上市公司主动退市的影响

Smith (1990) 研究发现, 上市公司主动退市对其投资者具有“双刃剑”影响, 积极的一面是公司现金流状况会变好, 公司盈利状况较退出资本市场前有较大提高; 消极的一面是, 主动退市降低了公司股价, 降低了公司市值。亚齐 (Atje,1993) 通过研究 40 个国家的证券市场与宏观经济间关系的结果表明, 两者之间存在正相关。贝克 (Baker,2002) 比较分析了 60 多个国家的证券市场资源配置情况后发现, 发达国家的证券市场根据产业的发展前景进行资源配置, 使得整体的产业布局更为合理。二是提高了市场资源配置的效率。钱迪 (Chandy,2004) 发现股价、成交量及流通性在退市公告日前后发生显著变化, 并在退市当日产生负超额回报, 认为退市导致的流通性降低反过来提高了公司的资金成本。伦内博 (2007) 经研究发现, 私有化事件期间, 股价平均有 22.68% 的公布效应。根据公告效应和短期影响, 由于流动性降低, 在退市公告日当天, 在纽交所退市的境外公司产生了 9% 的负效益。而公司的资金成本则因流动性降低而受到负面影响。

1.3.2.3 主动退市中的中小股东利益保护

诺特斯 (Notes, 1984) 在分析美国私有化退市中具有代表性的案例发现,

上市公司的大股东能够以相对低廉的价格从资本市场上回购公司股份,而这一过程将使大股东既能合理规避监管机构的管制,又能谋取较大的差价利益,这使得公司大股东具有强烈的意愿推动公司私有化离开资本市场。加努恩 (Gannon,1981)总结了美国股票市场上上市公司私有化退市的一般路径,证券监管机构虽然不轻易驳回上市公司退市,但在此路径中明确要求上市公司在私有化过程中维护中小投资者利益,确保交易公平。萨拉 (Sarah,2004)的实证研究中发现,很大一部分上市公司在私有化退市过程中对中小股东权益造成了较大的损失,那些无力阻止对自身权益侵犯的中小股东则建议监管部门对上市公司私有化退市进行严格监管,要求控股股东的信息必须在私有化交易中公开,以保证交易双方都处于公正透明的环境,同时保护双方投资者的利益。Nicholas R. Rodriguez (2015)研究特拉华州最高法院在审判上市公司私有化退市案件中发现,上市公司设立独立的退市委员会以及退市决议类别表决制度可以实现大股东与中小股东在退市过程中的平等,从而使上市公司顺利退出资本市场。

1.3.3 综述评析

国内学者对上市公司主动退市的原因、存在的问题以及退市过程中中小股东权益保护相关方面的研究作出了贡献。国外学者对主动退出资本市场的原因、主动退市对企业以及投资者的影响、中小股东利益保护方面有较为深刻的理解。

在国内外学者对上市公司主动退市原因的研究中,国内学者认为上市公司基于成本效益原则,认为上市公司维持上市地位的成本过高。也有一部分上市公司也是基于自身战略发展的考虑选择主动退市,认为主动退市会降低公司管理成本,平衡大股东和中小股东的利益。国外学者认为上市公司主动退市是为了调节公司内部资本结构、降低代理成本、避免资本市场上的恶意收购、实现新的战略目标。国内学者对上市公司主动退市存在的问题研究中认为,上市公司信息披露的不完整、信息披露不及时导致中小股东掌握的信息相对于大股东少,导致自身权益遭受隐形侵犯。学者指出监管机构要充分发挥自身监管功能,完善相关法律法规,提高退市效率,维护中小股东权益。要加强董监高的勤勉义务,平衡大股东和中小股东的利益,同时压实证券中介机构的责任。国外学者认为上市公司退市会改善公司现金流状况,提高公司的盈利水平,但同时也降低了公司股价、降低了公

司的价值。

在主动退市中小股东权益保护研究方面,国内外学者均表示信息披露是重中之重,信息披露不仅要全面、及时,还应当实现全过程的披露,在退市前和退市后进行持续性披露,降低中小股东与大股东之间的信息差。国内学者认为完善主动退市相关法律法规、强化监管机构职责、发挥投资者保护机构功能、健全司法救济来保护中小股东权益。国外学者认为应该设立退市委员会来维护中小股东的权益。

1.4 研究思路及方法

1.4.1 研究思路

本文的写作思路和文章结构如下:

第一章 绪论。包括研究背景,研究意义,国内外文献综述,研究思路及方法,创新及不足。

第二章 上市公司主动退市中小股东权益保护概述。包括上市公司主动退市的概念及原因,主动退市的相关程序性规定,中小股东的界定及其权益,主动退市中小股东权益保护的理论基础,主动退市制度对中小股东利益的保护机理。

第三章 上市公司主动退市中小股东权益保护存在问题及其原因分析。指出上市公司主动退市中小股东权益保护存在的问题,然后对原因进行分析。

第四章 相关国家退市制度中小股东权益保护的经验和启示。通过研究美国、德国主动退市中小股东权益保护的条文和相关理论,分析上述国家最新的实践案例,厘清其他国家对于中小股东权益保护的方法,在此基础上对其先进经验进行学习、借鉴,为我国在该领域的研究提供新思路。

第五章 上市公司主动退市制度中小股东权益保护完善建议。对文章进行总结,并针对发现的问题提出合理的建议。

1.4.2 研究方法

第一,文献研究法。文献研究法是指通过查询、阅读、整理与自己文章写作相关的国内外论文、期刊、著作等文献,对文献及学者的研究成果进行分门别类,

归纳总结,形成对自己文章的研究方向及研究方法。通过对相关文献的阅读和总结,将研究内容划分为上市公司主动退市相关内容,中小股东权益保护相关内容、相关国家及地区证券市场退市制度的研究,形成对我国主动退市中小股东权益保护工作的具体研究方法。

第二,案例分析法。案例研究法是指通过收集文献、分析材料、实地调研等方法对一个或几个有针对性、代表性的案例进行深入研究,分析案例背景,探案各个案例的特点,找到案例中存在的问题并探讨行之有效的解决方法,总结值得借鉴的经验研究方法。本文以航天通信控股集团股份有限公司(*ST航通)主动退市案为例,通过分析中小股东在上市公司主动退市情况下权益受损的原因以及退市前后及退市过程中的中小股东权益的保护情况,并对案例进行探讨研究并提出相应建议,将其总结在论文中。

第三,比较分析法。通过借鉴美国、德国、香港及台湾地区等的主动退市中小股东权益保护的法律法规和相关理论,找出其他国家和地区对于中小股东权益保护的特殊方法,在此基础上对其先进经验进行学习、借鉴,为我国上市公司主动退市中小股东权益保护提供新思路。

1.5 创新及不足

1.5.1 创新点

实践中我国上市公司很少选择主动退市,为保持A股上市公司数量动态平衡,保证市场流动性和财务资源合理充裕,保护投资者信心,保护投资者利益,作为重要配套机制的退市制度,也将随着A股注册制的全面实施和资本市场社会信用体系建设的加快而进一步加强和完善。主动退市是上市公司基于调整自身战略,降低成本等目的而拥有的一项权利,而保护中小股东的合法权益便是行使权利时必须遵守的义务。本文以我国资本市场上最新的主动退市案例*ST航通主动退市案为线索,对案件中的中小股东知情权、决策权、回购异议请求权以及保障司法救助权等方面的情况进行探究。同时反思我国现有相关制度,借鉴国外主动退市制度,针对我国主动退市中存在的关键性问题,做好中小投资者利益保护的制度保障。

1.5.2 存在的不足

文章还需要不断的精炼以及完善。文章在写作过程中，涉及上市公司上市退市等各种规则，政策性规定日新月异，对规则中的一些具体规定可能理解的不够深刻。文中涉及的外文相关资料也都是参考国内学者们的引用论文，没有仔细阅读外文原文，可能对原作者的观点、要义进行领悟不够深刻。疫情期间也没有时间深入上市公司内部了解法律法规的实践情况，使得文章撰写时有所受限。

2 上市公司主动退市中小股东权益保护概述

2.1 上市公司主动退市的概念、原因及立法现状

2.1.1 上市公司主动退市的概念

退市是指上市公司依照法律规定，停止公司股票在证券市场上的交易，按照法律规定的程序退出公开的资本市场。退市也就是公司将由上市公司转变为非上市公司，其股票从其所属的交易所注销，相关债券等金融凭证将不再在该交易所交易。上市公司退市包括主动退市和强制退市。

主动退市是指上市公司出于为了公司利益以及调整公司战略发展为目的，主动向其所属的证券交易所提出退出资本市场的申请。主动退市可分为撤回上市、私有化退市。撤回上市是指挂牌公司主动撤回其证券市场挂牌身份，并经证券交易所核准。私有化退市是指控股股东及相关关联方回购标的公司股份，使原公众持股量变为单一股东持股量或少数股东持股量，而采取的一系列交易，使上市公司不再满足在证券交易所挂牌的要求。撤回上市与私有化退市同属主动退市范畴，其不同之处在于：公司在私有化退市前，通常会采取一系列相关交易，如实施公司股权结构调整，使之不再符合上市公司的要求，进而向联交所提出退市申请，如进行要约收购、股份合并，吸收合并等；而撤回上市的程序相对于私有化退市来说较为简易，在上市公司股权结构清晰，满足证券交易所上市条件的前提下，召开股东大会进行决议表决，表决通过之后便申请从所属证券交易所退市。

2.1.2 上市公司主动退市的原因

主动退市是上市公司的一项基本权利。上市公司基于一个或者多个因素的考虑，通过股东大会决议、私有化等方式向证券交易所申请退出资本市场。基于对上市公司主动退市原因的研究，能够更好了解上市公司的基本情况，从而完善中小股东权益保护的制度。上市公司主动退市原因如下：

2.1.2.1 降低代理成本

现代公司经营权与控制权相分离,当掌握经营权的管理层与掌握控制权股东目标不一致时,管理层的考虑的利益与股东利益相左时,由此便产生代理费用。而主动退市则能减少代理的费用。代理成本的减少主要通过三个渠道,一是减少自由现金流,二是加强股权控制,三是统筹经营管理层和所有者的利益关系。部分股权分散的公司会出现投资不足、损害股东利益的问题,而股权结构可以进一步优化,通过私有化退市使股权更为集中。主动退出使股权高度集中,股东财富剧增,而经营者则获得丰厚回报,协调了两者利益冲突。并且公司退出资本市场后公司股东会主动参与公司经营管理,股东兼任管理人员可有效降低代理成本并对公司经营效率的提升具有显著效果。

2.1.2.2 规避监管, 降低成本

公司上市后在资本市场上进行投融资,其所获的资金涉及亿万投资者,必须时刻接受各方监管机构的监督和审查,上市公司在资本市场上的运作必须严格遵守相关证券法律法规、交易所规则。上市公司为保证公司运作的合法合规,在支付信息披露费用、投资者关系维护费用、审计法务费用等方面,都必须聘请独立的会计师、律师等专业人士,为公司出具数量众多的报告和相关文件,而这些专业服务费用并不是一笔小数目,上市公司为此增加了相当大的开支压力。此外,监管的严格也造成公司运营效益下降。反之,非上市公司治理结构相对简单,新方案不必上报董事会、监事会或股东大会,可以在市场有好时机的基础上迅速推行新策略。

2.1.2.3 战略调整与资源整合

在发展瞬息万变的资本市场中,能否抓住时机进行战略目标调整和战略资源整合,是每一家上市公司都应当时刻考虑的问题。上市公司主动退市能提升公司运营效益。上市公司的长期战略安排一旦导致短期业绩收益下降,偏离公众投资者的收益预期,他们便会选择抛售所持股票,及时止损,公司股价也因此下跌,市场估值降低,影响公司财富。因此迫于这种公众投资者的压力,上市公司基于战略选择会选择主动退市,便于公司长期发展。

2.1.2.4 规避强制退市而主动退市

中国 A 股最近出现了多起公司主动退市的案例，这些公司本应被强制退市。但都选择了通过股东大会决议的方式主动退出资本退市，交易所对此也持鼓励和引导的态度，这种以现金选择权代替退市整理期的规避主动退市方式，在退市过程中可以减少中小股东的损失，这一点尤为可取。而我国实施不过短短几年的主动退市制度中，现金选择权和中小股东多数决定权还需要经过实践的检验，能否成为中小股东权益的保护伞还有待观察。而且，对应该强制退市的公司适用主动退市制度，还是有不合适的地方。所以要让这种规避型主动退市将来能够有一定的适用性，还是要完善的。

这种规避强制退市而出现的主动退市新方式，在我国退市制度日趋严格的当下，或许在未来的一段时间里，还会有一些适用性。而现金选择权的安排，在这种规避性质的主动退市中，一定程度上为有利于投资者保护的中小投资者提供了较为顺畅的退出机制。

2.1.3 我国上市公司主动退市的立法现状

2014 年 2 月，证监会审议通过了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，明确了主动退市的身份及地位。确定了我国上市公司主动退市的重要性，以及主动退市相关制度建设的要求。

2018 年，经过多次修订的《上海证券交易所股票上市规则》对主动退市的公司内部决策、信息披露以及其他方面作了具体规定。

2020 年 3 月 1 日，经过第二次修订的《证券法》开始实施，完善了信息披露、证券违法行为责任，特别是对在投资者保护方面进行了优化。

2020 年 12 月 31 日，退市新规（《上海证券交易所股票上市规则（2020 年 12 月修订）》《深圳证券交易所股票上市规则（2020 年修订）》）在经过半个月的公开征求意见后正式发布实施，在第九章第七节专门对主动退市作出规制。

2022 年 12 月 27 日召开的十三届全国人大常委会第三十八次会议上，《公司法》修订草案二审稿提交审议。其中提请审议了董事任职期间投保责任保险、授权国务院证券监督管理机构对上市公司独立董事的具体管理办法作出规定、增加上市公司审计委员会职权的规定。

2.2 上市公司主动退市的相关程序性规定

对于上市公司主动退市的相关程序性规定,从三种不同的退市程序进行归纳总结,具体如下:

2.2.1 要约收购

要约收购方式主动退市是私有化退市的主要程序,是指上市公司控股股东或公司外收购人向上市公司中小股东发出要约,收购其手中持有的上市公司股份,从而使上市公司的资本结构不再符合交易所规定的要求并退出在资本市场上交易的方式。要约收购退市决议还需经股东大会表决通过方可实施,但要算成功摘牌,要约收购还需经历更长的交易期,最终使公众持股量低于10%。

现代公司由于所有权和经营权分离,公司产生过高的代理费用。当代理成本超过公司股东所能承受的上限,控股股东便会选择收购公司的股份以私有化的方式收购资本市场上的股份,将上市公司转化为非上市公司,从而自己管理公司以降低代理成本^①。如果采取要约收购的方式主动退市,则需要履行以下程序:要约收购前,收购人需要提交《要约收购报告书》并进行提示性公告,同时收购人要雇佣专业的财务顾问、法律顾问,同被收购公司共同商定收购协议。被收购方要对收购方提交的要约条件及收购意图仔细研究调查并向中小股东解释相关内容,发布独立财务顾问的专业意见,并依法向投资者公告《董事会报告书》;收购过程中,收购方应当委托券商临时保管预受要约股票,并每日公告已预受股份数,之后根据收购协议购买预受的全部股份,并支付现金或者可转让证券,在此过程中被收购方不得进行能对公司产生重大影响的经营活,且被收购公司董事不得辞职;收购完成后,收购方应当向交易所书面报告披露收购情况,并对对收购结果进行公示。被收购方则应当及时披露股票终止上市的公告,随后所属证券交易所对其摘牌,该公司股票则主动退市成功。

2.2.2 股东大会决议退市

股东大会决议退市则由股东大会内部决议是否退市以及异议股东的退出补

^① 李文莉.上市公司私有化的监管逻辑与路径选择[J].中国法学,2016(01):194-209.

偿标准，按照交易所的要求进行信息披露，并按照规定程序退出资本市场。主要有三种情况可以采用这种方式进行主动退市：主动申请退出所属交易所并不在其他国家或地区的证券市场交易；主动申请退出所属证券交易所后，申请在其他国家或地区的证券交易所上市交易；上市公司通过股东大会决议的方式解散公司，上市公司的股票按照相关规从所属交易所退出交易。

上市公司按照前两种情况主动退出资本市场的应当通过以下程序：首先，应当通知股东大会并认真进行信息披露，包括退市原因、退市方案、以及退出资本市场后的规划，聘请专业的财务顾问对主动退市发表财务意见并公告独立董事的意见，并申请公司股票在所属证券交易所停牌；二是公司及时召开了审议通过该议案的股东大会决议并进行了披露；最后，若股东大会审议通过，将在决议案发布的十五个交易日内向交易所提出退市申请，其后由其所属证券交易所摘牌，则公司股票将成功退市。审议未通过的，则申请向所属的证券交易所对其复牌。

2.2.3 新设合并和吸收合并

上市公司与其他公司达成协议通过新设合并或吸收合并成为一家公司后，该上市公司因为失去独立的法人资格而注销公司，其股票将不再交易所挂牌，从而退出资本市场。

若采取上述方式主动退市则应遵循如下程序：首先，董事会审议后通过合并相关事项，随后发布董事会决议、公司合并预案说明书、提示性公告和股东大会召开通知；其次，召开股东大会，会后并及时公告通过结果。

2.3 上市公司中小股东的界定及其权益

2.3.1 中小股东的界定

根据我国《公司法》的规定，所谓控股股东，是指其股权额占有限责任公司资本总额 50%以上或者持有的股份占股份有限公司股份总数 50%以上的股东；或者虽然股权额或者持有股份的比例不足 50%，但依其股权额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东。中小股东并没有一个标准且明确具体的概念，在股权高度集中的公司，控股股东之外的股

东为中小股东。中小股东因为对公司投资较少,相对于大股东而言持股比例较低,并且无法影响公司的重大决策^①。

随着《公司法》修订草案二审稿提交审议,监管层面我国法律越来越对中小股东的合法权益的保护,但是这并不是一蹴而就的,需要长期的不断探索和完善。^②

2.3.2 中小股东权益的内容

我国《公司法》中明确规定,法律赋予公司股东相应的权利,包括知情权、提议权、表决权、收益权、分红权、选举权、优先权、召集股东大会的权利等;而在上市公司申请主动退市情况下,对于中小股东权利保护的重点集中在知情权、参与决策权、退出权和救济权四大类。

对于四类权利的保护可以从两个维度进行研究:一是上市公司退出资本市场前,侧重于对知情权、参与决策权、退出权进行保护。严密制定交易所的规则,针对退市过程中的各个环节,将上市公司真实情况展现在中小股东面前,从而使中小股东运用自己手中的表决权将自己真实意愿在股东大会表达出来。对于上市公司的真实情况,在行使退出权时能够获得合理的补偿。二是上市公司退出资本市场后,对中小股东的救济权予以保障。通过完善《证券法》中证券集团诉讼等制度,保障中小股东事后对于上市公司退市前违法行为的追索求偿的权利。

2.4 上市公司主动退市中小股东权益保护的理论基础

2.4.1 信息不对称理论

信息不对称理论是指在证券市场中交易双方所能够了解掌握的信息情况存在偏差,掌握主动权的一方利用信息优势通过一些手段侵害对方的权益,导致交易的极度不公平。所以信息对称是使双方能够实行公平竞争的首要因素,信息不对称将影响市场合理价格的发现,导致逆向选择的出现,进而出现道德风险。^③

^① 库运香. 公司法修订下中小股东权益保护制度完善[D].兰州大学,2021.

^② 胡茜茜,朱永祥,杜勇.网络环境下中小股东的治理效应研究——基于代理成本视角[J].财经研究.

^③ 周天舒. 中国公司治理的法与经济学分析[M].中国政法大学出版社:法律与经济系列研究丛书,

在主动退市中,由于我国资本市场投资者结构不合理,中小投资者多为散户,信息获取能力较弱。在控股股东主导的主动退市,如果没有法律明确规定,中小股东的知情权将无法得到保障,会使中小股东处于信息劣势地位,进而对上市公司退市前的资产状况、经营情况、现金流量情况缺乏真实的了解,对上市公司退市后的发展前景、方向、安排无法判断,对下一步行使参与决策权造成不利影响。信息不对称理论揭示了主动退市过程中,中小股东知情权面临的挑战,进而导致其他权益的受损,因此监管机构应当对中小股东的知情权进行充分保护,通过强制性信息披露等制度对上市公司披露内容严格监管。

2.4.2 委托代理理论

委托代理理论是《公司法》的立身之本。股东作为委托人和公司管理层作为其在公司的代理人在经营公司的目标上有着不同的区别,而公司所有权和支配权的分离又在很大程度上造成了股东和经管理层之间的利益冲突。^①

在上市公司主动退市过程中,上市公司的控股股东利用自己的控股优势掌握董事会,利用掌控信息多的优势侵害中小股东的知情权、参与权、现金选择权等权益。于是将委托代理理论应用于主动退市过程中控股股东与中小股东之间的利益协调。结合目前我国证券市场处于注册制的改革时期,当相当数量的上市公司选择以主动退市的方式离开资本市场,如果《证券法》没有像《公司法》那些详细准确解决股东与管理层之间利益冲突的法律法规来解决调整大股东与中小股东在退市过程中的出现的利益冲突问题,那么中小股东的权益就得不到实体保障。所以,将委托代理理论应用于主动退市中小股东权益保护上对于丰富我国主动退市的相关理论研究是迫切需要的。

2.4.3 公共利益理论

公共利益学说主张加强政府干预,认为政府干预是合情合理的,也是必须的,这是公共利益理论所提倡的。因为市场存在固有风险,如果调节不到位,就会造成资源配置的失效、收入分配的不均、经济发展的不稳定。而政府基于社会整体

201812.241.

^① 江平. 民商法论要[M].中国政法大学出版社: 201902.527.

公共利益，对市场中的固有风险进行分配转化，优化市场资源配置效率，大力提升社会经济发展。

证券市场作为一国经济中最有活力的市场，不仅承担着投融资功能的核心地位，还具有价值发现、价值培育和价值实现等多种功能，能够及时发现行业中的优质企业。同时也能够将那些效率低下、不符合高质量发展方向的企业淘汰，优化市场环境，实现资本市场资源的有效配置。如果我国证券市场放任控股股东损害中小股东的权益，将会导致证券市场动荡，进而损害公共利益，挑战中国特色社会主义资本市场人民当家作主的地位。

2.4.4 中小投资者保护理论

中小投资者保护理论包括两个部分：契约论和法律论。契约论认为市场经济发展过程中契约发挥的作用大于法律发挥的作用，投资者通过与公司签订合同可以实现对自身利益的保护。契约理论认同即便合同的保护缺相关法律法律的支持，仍可以以政府干预公司、外部投资者持股较高、影响公司声誉、与外国签订契约等形式确保投资人利益，投资人为了防止上当受骗，会收集并筛选资料，进而选择信誉度较高的公司进行投资。法律理论认为，对于投资者保护程度的大小，取决于法律因素的大小，必须运用法律制度保护投资者，对中小股东的利益保护程度越高，法律制度就越完善。以法律理论为基础，为达到保护投资者的目的，我国的法律和监管体系正在不断完善。^①

2.5 主动退市制度对中小股东利益的保护机理

2.5.1 有效及时的信息披露保障中小股东的知情权

证券市场注册制的实现是建立在全面严格完善的信息披露制度基础上。信息披露制度的不健全将导致大股东和中小股东之间信息的差，侵犯中小股东的知情权，影响到中小股东的判断决策水平，不利于之后参与权以及现金选择权的行使。信息披露对知情权的保障不应仅在退市过程中，还应当在上市公司退市前以

^① 吕来明. 商法研究[M].中国政法大学出版社:《商法研究》文丛, 202009.347.

及退市后进行全面的保障。有效及时的信息披露能够更好的保障中小股东的知情权，使大股东和中小股东能够在同等的信息环境中做出对自己有利的决策。

2.5.2 多种退市方式满足不同中小股东需求

由于股东异质性的存在，中小股东之间的利益诉求也大相径庭，一部分中小股东通过短期持有，迅速脱手获得资本利息差，另一部分中小股东希望长期持有上市公司股份从而获得股息分红。尹海员和李忠民（2011）认为不同的投资者由于自身经济财产状况、投资理财经验、信息收集掌握能力等多方面影响，导致其风险承受能力、利益追求方向均不同^①。因此当面临上市公司主动退市的情况下，不同的中小股东作出的决策也是不同。因为不同的投资者掌握的资源、对市场行业的了解程度、风险承受度、利益诉求可能都是不同的。如果一项制度对不同投资者的需求均能够满足时，则这项制度大概率保护每一位投资者的利益。

2.5.3 合理的现金选择权提供足够的经济补偿

现金选择权类似于异议股东回购请求权，与后者不同的是，投赞成票的股东也可以选择行使现金选择权从而退出公司，使所有的中小股东在上市公司主动退市过程中都能够套现离场，保护了中小股东的利益。现金选择权扩大了行权主体的范围，能够更好地保护中小股东利益，合理的现金选择权对于中小股东是合理的补偿，也会提升上市公司的市场信誉。周巧红(2014)认为，现金选择权对于中小股东是一项非常有价值的制度，中小股东可以享受大股东或第三方对公司产生重大事项时的现金退出通道，以保障中小股东利益^②。张艳（2021）认为上市公司主动退市后，股东依然可以参与公司的经营管理，但由于公司股票退出了交易所，会使股票的价值下降。大部分中小股东持有股票并不是为了控制公司，而是为了获得现金分红、或转卖股票获得资本差。所以在上市公司退市过程中给予中小股东现金选择权，能够维护中小股东权益^③。

^① 尹海员,李忠民.投资者情绪对市场风险价格影响[J].上海金融,2011(11):73-79.

^② 周巧红,周红利.现金选择权与异议股东回购请求权研究[J].财会月刊,2014(14):102-105.

^③ 张艳.主动退市中投资者保护模式的反思与重构[J].环球法律评论,2020,42(06):72-87.

3 上市公司主动退市中小股东权益保护存在问题及其原因分析

2022年A股上市公司退市数量为46家，其中42家为强制退市，4家为主动退市。我国监管规则对强制退市制度规制的更为严格，条款也更为细致。虽然证监会过去两年一直强调“应退尽退”，“建立常态化的退市机制”，但鉴于我国资本市场的现状，证监会及交易所将更多的精力放在强制退市上，对于上市公司主动退市更多的是给予鼓励。严格的监督将上市公司真实的一面展现在社会公众面前，对于中小股东了解上市公司，行使自身知情权得到较好的保障。但由于不要求反对股东投票比例，中小股东参与股东大会行使表决权的意愿较低。交易规则也没有完善现金选择权的定价规则，从而导致中小股东行使退出权获得的补偿不足。新《证券法》虽规定了证券集团诉讼，但还没投资者通过诉讼方式从主动退市的上市公司退市前存在的违法行为获得补偿。本文将以2021年首例申请主动退市*ST航通公司退市案例为主要研究对象，研究我国上市公司主动退市中小股东的知情权、参与决策权、现金选择权及救济权保障中存在的问题，然后对问题产生的原因进行分析。

3.1 上市公司主动退市中小股东权益保护存在的问题

3.1.1 中小股东知情权保障不足

上市公司定期发布有关公司的信息是公司投资者知晓并掌握公司实际处境的首要路径，也是保证中小股东知情权的有效手段。我国的法律法规对上市公司真实情况信息披露的规范性、合法性、及时性保持高度的关注。《公司法》第九十八条对股份有限公司的股东知情权作出了规定^①。《退市意见》第十七条指出，证券交易所应当全面完善退市信息披露规则，上市公司退市前应当及时履行信息披露义务^②。《上海证券交易所股票上市规则》第9.7.3条规则对主动退市的信息

^① 《公司法》第九十八条规定：股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议记录、监事会会议记录、财务会计报告、对公司的经营提出建议或者质询。

^② 《退市意见》第十七条规定：强化上市公司退市前的信息披露义务。证券交易所应该依照《证券法》及其配套的证券监管规则，有针对性地完善主动退市公司、强制退市公司的信息披露规则。上市公司退市前

披露要求作了规定。

全面准确的信息披露是保障中小股东知情权的基础,注册制下主动退市的上市公司要履行更为详细且全面的退市信息披露义务,对于上市公司真实情况的掌握是中小股东作出继续持续上市公司股票还是变现退出的决定至关重要。但实践中控股股东与中小股东在主动退市过程中存在委托代理利益冲突,内幕交易甚至虚假陈述等情况时有发生,从而使中小股东作出错误的决策,损害了中小股东的利益,使股东知情权的保障处于不利位置。*ST 航通在其主动退市过程中按照《上市规则》的要求披露了退市方案、退市公告、财务顾问意见、独立董事意见、异议股东保护情况说明、相关提示性公告等内容。*ST 航通在主动退市过程中做了完整的信息披露,无论是从完成情况还是披露质量来看,都可以说是较高的,符合监管机构的要求。但是通过深入的分析我们得知,由于子公司财务造假时间长,涉案金额巨大,其对上市公司以及中小股东知情权、财产权等权益带来的损失都是巨大且长期的。说明证监会、证券交易所等机构事前监管的不够,上市公司内控长时间存在缺陷,前置信息披露不准确。证监会要求上市公司在主动退市前披露退市后的战略安排等信息。然而,很多上市公司披露的内容过于格式化,中小股东无法从披露的信息中取得有价值的内容,进而导致后续中小股东在股东大会行使表决权时,无法表达真实意见,致使自身权益受到损害。

3.1.2 中小股东参与表决权保障不足

上市公司的控股股东一般不参与公司日常事务性工作,公司日常的管理一般由专门的管理人员负责,自己则通过股东会、董事会对经营决策进行监督和参与。尤其一部分上市公司都是家族企业,为了维护家族的绝对控股,避免公司经营方向与家族整理利益相背离,在这种情况下中小股东很难参与其中并行使其决策权。资本市场实践过程中,大部分中小投资者不愿意参与公司的管理决策,对公司的发展没有兴趣,只在乎能否短期持有,待股价上涨后立马转手获得资本差收入。并且很多中小股东急于参与股东大会,急于行使自己手中的表决权,这就给控股股东侵害自身权利提供了机会。有些想要参与股东大会行使表决权表达自身想法的股东,由于没有统一的组织,无法形成统一的意见,无法在股东大会上对控股

应该及时、准确、完整地持续披露其股票可能暂停或者终止上市交易的提示性公告。严厉打击虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为。

股东造成压力。

《公司法》规定公司重大事项的决议须经出席股东大会所持三分之二表决权多数决通过。我国交易所规则规定股东大会决议公司股票撤回上市需要股东大会“双三分之二”表决通过，及除须经出席会议的全体股东所持有效表决权的三分之二以上通过外，还须经出席会议的除下列股东以外的其他股东所持有效表决权的三分之二通过。交易所上市规则中对于主动退市决议“双三分之二”通过的规定突破了公司法的限制，使股东大会撤回上市的决议必须要经过中小股东的表决，保障了中小股东的参与决策权，维护了中小股东的权益，交易所的做法值得肯定。但在实践中出现了新的问题：

表 3.1 *ST 二重、*ST 上普、*ST 航通主动退市后战略安排 (单位: %)

退市公司	出席会议的中小股东通过率	中小股东会议出席率	全体中小股东通过率
ST 二重	77.02	9.62	7.41
ST 上普	89.18	13.64	12.17
ST 航通	98.55	21.45	21.14

资料来源：根据 Wind 数据计算所得

从航天通信 2021 年度第一次临时股东大会决议公告中获悉，*ST 航通本次股东大会表决通过主动终止挂牌议案的比例达到 99.3499%。其中，参会中小股东投票表决结果为：同意 80167864 股，占参会中小股东所持表决权 98.5491%。不过，这里的同意股和赞成率，都是以“参会”的中小股东为基准进行的。Wind 数据显示，截至 2020 年第三季度财报公布时，持股 5%以下的中小股东持股数约为 379226585 股，约占所有中小股东出席会议人数的 21.45%，仅有 21.14%的中小股东投了赞成票；同样，*ST 二重和*ST 上普的参会中小股东占全体中小股东的比例分别为 9.62%和 13.64%，通过审核的全体中小股东比例分别为 7.41%和 12.17%。^①三起主动撤单案例显示，绝大多数中小股东在撤单股东大会表决时并未行使表决权，设置的表决机制保护中小股东利益显然未能达到其本意。

^① 东方财富网.<https://finance.eastmoney.com/a/201904091091048565.html>

3.1.3 现金选择权制度缺乏规范

现金选择权是指上市公司主动退市过程中时,符合条件的股东将自己持有的上市公司股份按照确定价格将其出售给公司控股股东的权利,是中小股东退出公司的重要方式,也是上市公司实施资产重组、合并、分立等重大事项时,中小股东主动退出的重要选择之一。与我国公司法明确规定后者具有法定性和强制性的异议股东回购请求权不同。持股股东根据《深圳证券交易所上市公司现金选择权业务指引(2011年修订)》(2)和《上海证券交易所上市公司重大资产重组自律监管规则适用指引第1号》(3)的规定,拥有现金选择权。

*ST二重在2014年的股东大会决议主动摘牌中首次适用现金选择权,此后*ST上普也借鉴了这一做法。交易所规则对现金选择权中的定价方式缺少具体规定,只对其做了程序性要求,中小股东的该项权益可能会由于受到上市公司主观操纵而受损。相同的是*ST航通主动退市方案中也明确提供了现金选择权,而且不仅仅是提出异议并投出反对票的股东可以获得现金补偿,同意退市的股东也可以选择行使现金选择权从而退出公司。该条件看似公平合理,但实际情况是现金选择权定价和申报时间都由控股股东决定,中小股东无法参与价格的制定,却无法商议其他补偿事项。但现金选择权并不是中小股东的法定权利,没有具体的规则来规制该项权利,而现金选择权又是保护中小股东权益的关键。所以,交易所应当为现金选择权制定具体的定价规则,切实保护中小股东利益。

3.1.4 财务造假对中小股东造成的损失弥补不足

ST航通子公司财务造假由来已久,*ST航通于2019年10月公告子公司智慧海派财务造假,随后聘请会计师事务所重塑其三年财务报表,在报表重塑之前,智慧海派2016-2018年净利润分别为2.91亿元、3.11亿元、3.51亿元,其中归属母公司*ST航通三年净利润分别为0.75亿元、0.1亿元、2.10亿元。报表重塑后,与原财报公布的数据差距极大,智慧海派2016年至2018年的实际净利润分别为-4.47亿元、-7.33亿元、-21.77亿元,而智慧海派经过相关调查取证核实,属于有目的、有组织的造假行为^①。该造假时间长,给*ST航通中小股东带来的损失

^① 新浪财经.<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1688364915791331142&wfr=spider&for=pc>

较大，且难以计量。

表 3.2 *ST 航通股价 K 线图 2019.12-2020.04



资料来源：东方财富网

2019 年 12 月 *ST 航通股价呈现上升趋势，之后从 2020 年 1 月起公司股价出现了大幅的下跌，关键就是在于 2020 年 1 月 21 日公司发布的财务重述以及子公司的财务造假公告。*ST 航通于 2021 年 1 月 8 日发布主动退市决议公告称，公司现有股东享有现金选择权，可以 4.18 元/股的价格(其现金选择权定价为公司股票停牌前 30 个交易日的均价)选择由控股股东回购其持有的股份，价格约为 40%^①。这个价格相比于财务造假公布前的股票价格已经不可同日而语了，并且中小股东在上市公司出现违法行为后，没有获得任何的补偿。

3.2 中小股东权益保护不足的原因分析

我国证券发行长期以来采取的审核制方式，导致上市公司“壳”资源极其宝贵。很多公司不想花时间在 IPO 上，通过借壳上市实现自己的 A 股梦。这使得许多资不抵债，持续经营能力下降的上市公司为了保护自己珍贵的“壳”资源，通过财务造假粉饰报表，意图留在 A 股找合适的机会贩卖自己的壳。这就造成了“退市难”，也是困扰我国资本市场多年的烦恼。“退市难”导致我国相关规制制定的不全面，不完善，给了上市公司侵害中小股东权益的机会，是中小股东的权益在主动退市的过程中无法得到保障。本文从以下几个方面探讨中小股东权益

^① 新华社.<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1688330821539282877&wfr=spider&for=pc>

保障不足的原因:

3.2.1 未建立完善的信息披露规则体系

上市公司的信息披露,是上市公司中小股东了解上市公司具体情况的最重要途径。然而,现实中的上市公司存在着信息披露不及时,内容不全面,形式重于实质的现象。虽然交易所对上市公司主动退市的信息披露做了专门的规定。但是还要注重上市公司在资本市场交易过程中持续的信息披露管理,由于上市公司恶意隐瞒,很多中小股东在上市公司持续经营能力恶化,主动退市的前期没有足够的警觉性。同时也没有专门规制上市公司在主动退市后转入全国股份转让系统的信息披露内容,很多上市公司退市之后仍然还有众多的中小投资者,对于他们权益也应该在上市公司退市后给到足够的保护。建立一套全面完善的信息披露规则体系,不仅可以督促上市公司更好地履行职责,同时也能够使中小股东全面地掌握上市公司的实际情况,更好地保护自身的权益。

3.2.2 中小股东权利意识不足使其决策权失去实际意义

中小股东的自我维权意识本身就比较欠缺,如果没有专门的规则规定中小股东的最低出席率,任何前置的制度保障都失去了意义。根据*ST 航通主动退市的相关资料显示,在*ST 航通大量主动信息披露和机构进驻前提下,行使决策权的中小股东仅占全部中小股东的 20%。这就使得本来表决比例就不占优势的中小股东,无法在股东大会上找到共同表达诉求的盟友,想表达的意见也因为持有股份太低而失去了表达的机会。

3.2.3 财务造假是主动退市时中小股东权益受损的主要原因

虽然*ST 航通在主动退市过程中,积极配合证监会相关要求,在很大程度上为中小股东的权益保护作出了一定努力。但实际上,正是因为上市公司存在违法行为,导致公司股价大幅降低,对中小股东造成了难以挽回的伤害。该违法行为不仅仅损害了投资者的知情权,财产权等权益,并且该违法行为没有使中小股东获得任何的补偿。即便*ST 航通在主动退市过程中提供现金选择权来弥

补中小股东的损失，但已经是杯水车薪、亡羊补牢，没有从根本上解决问题。实践过程中，主动退市已经成为很多违法公司避免被强制退市而不得已选择的路径，该路径根本没有从根本上解决中小股东权益受到根本侵害的问题。子公司“财务造假”实际上是导致*ST 航通主动退市的主要原因，其对中小股东造成的损失难以估计，且过程中长期侵害中小股东知情权，难以通过主动退市短时间进行弥补。所以还要配合其他相关制度，让上市公司的违法行为得到惩罚，通过民事赔偿等方式补偿中小股东受到的损失。让真正基于战略考量而选择退市的公司选择该路径，而不让主动退市成为面临强制退市的上市公司走的小后门。

3.2.4 待完善的证券集团诉讼制度

证券民事赔偿诉讼中的代表人诉讼制度规定于 2020 年 3 月 1 日起开始实施的新《证券法》在第 95 条作出规定，并在第三款新设立了“明确退出，默认加入”的代表人诉讼制度。7 月 31 日最高人民法院发布了《证券纠纷代表诉讼若干问题的规定》，证监会和投服中心还分别公布了《中证中小投资者服务中心专项代表人诉讼业务规则(试行)》的《关于参与证券纠纷专项代表人诉讼的投资者保护机构有关工作的通知》；确认了作为证券集体诉讼“特别代理人”的投服中心的作用，并在具体的规定上予以了佐证。

然而，作为具有强制力和震慑力的公法手段，行政措施虽能在短期内维护证券市场交易秩序，但在功能定位和价值取向上仅限于保护市场秩序、偏向于单一惩戒功能、无法兼顾救济受损投资者功能的同时，也难以避免“一刀切”和不透明，反而损害了市场的可预期性。据相关报道，证监会依据相应违法违规事实，对*ST 航通处以人民币 60 万元的行政处罚；给予包括时任公司董事长敖刚在内的 9 名相关责任人共计 150 万元的行政处罚；证监会同时建议，决定对 4 人采取市场禁入措施。上市公司面临退市，面临的民事赔偿涉及金额巨大，偿付能力是个难点。那么行政罚款是否可归入投服中心，先行向受损失的中小股东进行赔偿，值得我们探讨。

4 相关国家退市制度中小股东权益保护的经验和启示

相关国家的主动退市，可以分为三种类型：撤回上市，私有化退市，在其他交易所上市^①。

撤回上市和私有化退市是最常见的两种退市方式，都会使上市公司退出资本市场。但是两种退市方式的目的不同，撤回上市是上市公司基于不同的考虑选择主动离开资本市场，而私有化退市则是上市公司控股股东或其他收购方为了绝对控股而导致上市公司离开资本市场。从广义上看，私有化退市属于撤回上市的一种情况。有些交易所要求上市公司撤回上市时对中小股东负有强制要约收购义务，这种情况下相当于控股股东以私有化的方式完成撤回上市。另一些交易所在上市公司申请撤回上市时并没有要求控股股东履行要约收购，这种情况下便不是控股股东收购公司全部股份进行私有化退市，而是上市公司基于自身实际情况考虑的自发性撤回上市行为。我国的新三板挂牌公司主动摘牌，其实也是一种撤回上市的行为。大股东与中小股东的利益冲突在实践中是存在的，无论是撤回上市，还是私有化退市，都需要制定相关的规则对中小股东的权益进行保护。针对在其他交易所上市的情况，境外市场一般不会对这类情形有严格的主动退市限制，因为上市公司股票仍然还在另一个证券市场进行交易，股东持有的股份实际上并没有退出公开市场。有些上市公司在其他证券上市的要求可能更为严格，筹集的资本会更多，对所有股东都有积极意义。

4.1 美国相关制度经验

美国对于主动退市的法律规制经历了自由放任到严格监管的发展路径。在资本市场早期的发展过程，美国证监会对于上市公司主动离开资本市场的申请，除了可能存在投资者会被诱导的情形外，都会同意其退市。但监管机构发现上市公司退市过程中会严重侵犯股东权益并没有给予退市的相关补偿，之后监管机构将“多数股东同意”作为上市公司申请主动退市必须要遵守的重要条件。同时为了规制很多上市公司利用退市逃避监管，保障资本市场投资的利益，监管机构对《1934年证券交易法》第12(g)条进行了修订，修订后的规则要求，对不满足特

^① 林晗,张骅.境外资本市场主动退市制度研究[J].多层次资本市场研究,2020(03):158-167.

定情形的上市公司,即便公司股票不在全国性的交易所挂牌,都必须向监管机构履行信息披露的义务。^①

4.1.1 知情权相关保护制度

全面、及时、完整的信息披露制度是保障中小股东知情权的基础。虽然美国证监会在主动退市规则上仅要求公司董事会同意即可,但一定要严格履行规则要求的信息披露义务。美国证监会针对上市公司不同的退市方式,规定了不同的信息披露要求。对于私有化退市,专门制定 13e-3 规则 (Rule 13e-3),该规则要求上市公司不仅要按照要求向证监会申报相关信息,还要将相关向公司的中小投资者进行披露,且规则详细规定了私有化退市方式下上市公司应当信息披露的具体内容:包括参与交易各方的详细信息、目标公司的详细信息、交易的特征、交易的目的、交易方案选择的原因及理由、外部专家报告、交易的合理性等^②。

美国证监会没有要求上市公司申请主动退市时需要履行强制的要约收购义务。但明确要求如果上市公司退市后股东数量没有下降到规定的标准,应当继续对外披露公司的相关情况。上市公司申请退出交易所交易后,其股票一般会继续在 OTCBB 和粉单市场上进行交易。两种情形退市公司可以停止对外披露公司情况的报告义务:可以选择将公司的股东数降到 300 人以下,另外一种方法是使公司股东人数降到 500 人以下并且要使公司的负债及所有者权益之和在最近三年内均低于 1000 万美元,如果公司暂停对外披露义务后又再一次使股东人数超过相关要求,或者资产超过相关要求,则仍然需要对外披露公司相关状况。上市公司被迫通过回购或将中小股东持有的股票整理成若干券商持股的方式,使公司的股东人数下降到 300 人以下,才能使公司免于继续对外披露公司相关情况的义务。

4.1.2 退出权相关保护制度

为了防止上市公司发布退市公告后,对公司股价造成巨大的波动,不利于中小投资者权益的保护。美国证监会要求上市公司在申请私有化退市的过程中,由独立委员会或者代表中小股东利益的相关方与控股股东或者其他收购方对交易

^① 翟浩.美国上市公司主动退市立法评析[J].公司法律评论,2015,15(00):141-153.

^② 翟浩.上市公司退市:理论分析和制度构建[D].华东政法大学,2012.

价格进行谈判,并在谈判结束之后对外进行相关结果的披露。对于通过合并方式进行退市的上市公司,当投资者持有的股票被转换为其他类型的财产性权利时,投资者可以向法院申请对持有股票的价值做出认定,即估价权。

当上市公司丧失持续经营能力,达不到在主板规定的各项指标时,上市公司董事会可以决议申请退出主板市场,将公司股票投入到其他市场进行流通。交易所对此应当予以配合,确保上市公司股票不丧失流动性,从而保证中小投资者的权益。

4.1.3 救济权相关保护制度

退市制度的实行,离不开市场多元化监管。除了强大的经济实力外,美国证券市场之所以能够保持绝对优势,与其运作良好的市场多元化监管制度密不可分。上市公司主动退市过程中,中小股东有权就退市过程中存在的问题向交易所寻求救济,例如:有权召开听证会或进行多轮聆讯,这在很大程度上保证了监管者犯错的可能性,同时也保证了退市过程的透明性。例如,在NASDAQ市场,上市公司可以向NASDAQ聆讯委员会、NASDAQ上市聆讯审查委员会、NASDAQ董事会逐级上诉,甚至由SEC最终拍板。

在主动退市后,如果中小投资认为上市公司主动退市的行为侵犯了其合法权益,或者上市公司在退市过程中存在违法行为,中小投资者会寻求事后救济的手段。所以,在资本市场发展的实践过程中,法律也给予了投资者一定的事后救济权,主要的方式包括证券集团诉讼、投资者赔偿基金。证券集团诉讼,即所有在法律上将人数众多且无法确定具体人数的当事人都拟制为一个团体,该团体的诉讼请求应当基于同一法律事实或法律关系。团体共同推举出诉讼代表,然后由诉讼代表向法院提起侵权损害赔偿诉讼,法院对该诉讼的判决约束团体中全体成员^①。如果中小股东认为上市公司主动退市行为中存在违法行为,可以向法院申请损害赔偿,并申请由投资者赔偿基金先行赔付。

美国的证券法律监管体系采用公私法并重的模式,不仅通过刑事或行政手段对上市公司及有关责任人进行制裁、保护社会公共利益的同时,完善的集团诉讼制度也通过民事侵权诉讼来补偿受害人所遭受的经济损失。代价巨大的违规成本,

^① 郭丹.证券集团诉讼在中国的制度价值——法经济学与法社会学的悖论[J].北方法学,2012,6(02):64-71.

以及巨额的经济赔偿使得上市公司不能也不敢去侵害投资者的利益。

4.1.4 美国经验总结

从美国相关规则对于主动退市的规制建立在以投资者保护为中心的宗旨上，目的就是保障中小股东的权益不受不公平交易的侵害。上市公司退市不仅要遵守美国证监会的相关规定，并且还要遵守相应联邦一级和州一级的法律。同时美国证券市场主动退市的规制由各证券交易所自行制定，交易所具有很大的自由裁量权和灵活性，各个交易所的退市规制与该交易所的上市规则和交易规则构成一个完整的制度。交易所在对上市公司退市进行指导及监督，在能够维护投资者权益的同时，也能够确保上市公司的质量。

对我们来说，美国经验最可取的便是任何上市公司想要私有化退市，必须毫无保留的履行信息披露义务，即便退市后，股东人数没有下降到一定标准时，也要强制履行信息披露义务。并且上市公司退市离开主板后，交易所必须配合其进入其他市场进行交易，保证上市公司股票的流通性。同时我国也可借鉴估价权，中小股东可申请法院对上市公司提供的现金选择权进行评估，判断价格是否合理。在上市公司存在违法行为时，保障中小投资者的民事损害求偿权。

4.2 德国相关制度经验

与我国同属大陆法系国家的德国在主动退市规则方面由一件件退市案例对其规则进行不断的完善。通过 Macrotron 判决、MVS/Lindner 判决以及 Frosta 判决，德国学界认识到主动退市并不是公司为了调节其资本结构的一种内部行为，而是涉及广大投资者的市场行为，因为公司退市之后，股票失去了流通性，导致投资者的利益遭受了损失，所以学者们认为投资者的保护问题才是法律应当保护的重点。最终德国对于上市公司主动退市规则的制定调整到资本市场法，法律规定上市公司申请退市时应当向所有投资者发出股票收购的要约。

4.2.1 Macrotron 案

在 Macrotron 案判决之前，旧版《证券交易所法》的第 39 条是中小投资者

在权益受到上市公司退市的侵害申请法院保护而唯一的依据。第 39 条要求上市公司可以向交易所申请退出资本市场,但退出资本市场的过程中不能侵犯中小股东权益。除了第 39 条外,德国《股份公司法》没有其他法条对上市公司退市的相关实体问题,程序问题进行规定,而是利用法院对相关案件的判决对中小投资者的权益进行保护。

2002 年,德国联邦最高法院通过对 Macrotron 案的判决规定,公司申请主动退出资本市场除了通过公司合并、并购等方式外应当符合下列条件:(1)以简单多数通过股东大会表决;(2)或者大股东能够确保其他股东所持有的股份获得补偿,该补偿能够反映出公司真实价值,向全体股东公开发出要约收购;(3)股东可自主选择申请法院审查其股票收购价格。根据该案判决确定了,上市公司申请主动退出资本市场,应该通过股东大会表决后才能获得交易所的批准。另外,上市公司或公司大股东向少数股东发出收购股份要约,该要约价格应当匹配其股份价值。德国联邦最高法院认为,其裁判依据为德国宪法《基本法》(Basic Act)。根据宪法的要求,引据《基本法》的相关规定,股东对于股份的所有权应当作为一项基本权被法院所保护,该项权利包含股票所有权本身、股票自身的交易价值,以及股票的流动性价值。

4.2.2 MVS/Lindner 判决

Macrotron 判决中法院的判决引用《基本法》中的基本权为判决依据,将上市公司主动退市的判决依据转变为公司法。判决公布之后,学界对其讨论热度居高不下,认为该判决为主动退市规则开创了先河。直到十年之后德国联邦法院作出的 MVS/Lindner 判决才对 Macrotron 判决中法院援引的判决依据做出了影响。该案原告提出了两个方面的诉愿:第一个诉愿是一个投资人强调法院针对 Lindner 降板实践的判决的侵犯了其基本权;第二个诉愿是 MVS 公司的控股股东认为不应当用裁决程序来处理上市公司股票在升降板时要约收购的价格。德国联邦宪法法院对两个诉愿均予以驳回,法院认为完全退市以及降板退市都没有损害《基本法》中规定的股东所有权基本权。

4.2.3 Frosta 案

联邦宪法法院在 Frosta 案中裁定股票的流动性不应当受到宪法的保护, 取消了在 Macrotron 判决中规定的上市公司申请主动退出资本市场的三项要求。德国最高法院也赞同了 Frosta 案的裁决结果, 同意推翻 Macrotron 判决中对上市公司主动退市的相关要求。由此, 德国法律中针对退市过程中相关投资者的保护只能通过交易所制定的规则了: 塞尔多夫证交所要求上市申请退市的决议需经股东大会批准并且大股东应当向全体股东发出收购要约, 慕尼黑交易所和法兰克福交所则仅要求上市公司在退市前 6 个月对其行为进行信息披露。Frosta 案裁决生效后, 导致大量上市公司退出资本市场, 上市公司对其退市意向进行披露后导致公司股价大跌, 很多中小投资者只好贱卖手中持有的股票。

4.2.4 2015 年修正案

2015 年 10 月 1 日, 针对上市公司退市过程中存在的问题, 保护中小投资者的合法权益, 德国议会通过了对《证券交易所法》的修改, 其中重点修正了投资者保护内容的缺失。Frosta 案裁决导致了中小投资者在上市公司申请主动退市离开资本市场使其股份失去流通性后没有获得任何补偿。修订后的法律要求上市公司主动退市申请主动退市应当向所有股东发出要约收购义务, 收购价格为上市公司退市前六个月股价的加权平均价。上市公司在申请退市时, 应当按照规定公告要约收购相关的所有文件。总结来说, 德国关于主动退市中投资者保护为单纯的财产补偿, 即要约收购义务。这与 Macrotron 案中所规定的要求不同, 上市公司主动退市申请不再需要通过公司股东大会的决议表决。

4.2.5 德国经验总结

透过德国对主动退市的规则制定以及保护重心的转移, 体现了立法者、司法机构、学界教授以及律师等对德国应当如何对主动退市进行规制以及投资者权益保护等相关内容的思考。最终在一个个典型的司法判例推动下德国对于主动退市的规制转换到公司资本市场行为下对投资者的保护。随着 2015 年修正案通过细化《交易所法》第 39 条引入投资者补偿条款, 德国对主动退市中小投资者保护终于完善, 将对投资者补偿作为中小投资者保护的重要手段。而强制的要约收购义务则是德国主动退市针对中小投资者保护的核心。

4.3 相关国家经验对我国中小股东权益保护的启示

从各国立法情况来看,实现中小股东权益保护主要通过三个方面的制度设计:一是保障中小股东在上市公司退市过程中的参与决策权,确保中小股东能够参与股东大会并对退市决议行使表决权;二是保障中小股东在退市过程中的知情权及退出权,确保中小股东能够及时、准确、全面地了解上市公司的真实状况,并对其出售股份退出公司的权利给予相关保障;三是通过社会调解、司法诉讼、行政救济等各类救济资源,保障退市后中小股东的救济权利,降低其行使救济权利的成本。

我国对于上市公司主动退市的中小股东权益保护也应该从中小股东的四项权利着手,即中小股东的参与决策权、知情权、退出权以及救济权。针对参与决策权保护,我国中小股东参与股东大会人数较低的现实问题,可以借鉴其他制度经验。针对知情权保护,我国信息披露内容不全面、不完善等问题,可以借鉴美国法律中对于信息披露的要求。针对退出权保护,我国现金选择权制度缺乏规范、财务造假损害股权权益等问题,可以借鉴德国相关经验实行强制要约收购,也可以学习港交所的经验规定最低要约价格。针对救济权保护,我国实践中出现的中小股东维权难的问题,可借鉴美国证券集团诉讼经验,通过对上市公司违法行为的侵权损害赔偿,维护中小股东权益。对于其他国家的经验,我们要取其精华,去其糟粕,以马克思主义唯物辩证法去看待、去吸收对我国有益的经验方法。

5 上市公司主动退市制度中小股东权益保护完善建议

自 2001 年以来，我国 A 股市场退市制度已进行了数轮改革，但改革效果依旧有限。即使 2019 年注册制试点以来，市场退市率增长明显，但 2022 年 A 股上市公司总量突破 5000 家，仅退市 46 家，退市率仍不足 1%，与美国成熟市场每年约 6% 的市场退市率相比，仍处于低位。我国的退市制度仍然需要不断完善，中小股东权益的保护依然任重道远。对于我国 A 股市场最新出现的为了规避强制退市而申请主动退市的上市公司，相较于公司会被强制退出资本市场，公司选择主动退市能够为中小股东挽回一部分损失，但是对其主动退市的要求不能降低。对于持续经营能力偏低、资不抵债、存在退市可能、信息披露较早等情形的上市公司，交易所应事先做好对上市公司经营状况的关注，对其主动退市予以引导。同时，对于交易所的执行情况，需要政府监管机构予以规范。

最后，要压实证券服务机构的第三方责任，强化第三方对于上市公司的审核责任。监管机构切实加强对证券服务机构的监督及管理，对其工作要求进行了细化。落实责任追究制度，加大力度对证券服务机构违规及失职行为的处罚，大幅提高其违法成本。发挥其资本市场“看门人”作用，历来是资本市场重要参与主体的会计师事务所、律师事务所等证券服务机构应积极发挥作用。

5.1 强化信息披露要求保障中小股东知情权

完善的信息披露制度是保障中小股东知情权的前提，真实有效的信息披露能够使中小股东对上市公司的情况有清晰准确的了解。当上市公司申请退市时，企业完整准确的相关信息展现在中小股东面前时，中小股东能够对企业的实际情况了然于心，并自行判断企业的实际价值，根据企业的发展计划选择是去是留。虽然主动退市是上市公司基于自身发展状况而作出的自主行为，但作为资本市场秩序维护者的证券监管机构还要将中小股东权益保护落实到位，督促上市公司不断强化信息披露的质量，同时建立专门的信息披露规则来确保中小股东在上市公司退市前后全方位的知情权保障。

5.1.1 注重事前监管提早进行信息披露

交易所应当在日常管理过程中，要定期对涉及民生领域的重点行业、最近波动起伏较大行业、对政策法规较为依赖的行业保持一定的敏感性。当发现上市公司股价大幅下跌、市场传闻增多、行业走势下降等情况，及时对这些公司予以关注，对有意向申请退出资本市场的公司进行退市引导，提醒公司的中小股东积极维护自身权益。对于财务造假，虚假陈述等违规行为，坚决零容忍。监管机构针对违法行为尽早进行调查，控制相关责任人员，采取财产保全措施，及时向广大投资者公布其违法行为，妥善保管相关证据，为以后中小股东申请侵权损害赔偿诉讼提供有力支持。

同时利用好证券服务机构的中介职能。上市公司的经营状况、运行状况及财务状况都需要证券服务机构进行审核。而公开市场上分析机构的分析解读，更多的上市公司的实际情况也是很多中小股东可以获得的。所以证监会及证券交易所要压实中介机构的第三方责任，定期轮训证券服务机构，强化其尽责意识，进一步加强其独立性，唤醒其社会责任感。这样有助于交易所提前知晓上市公司的违规行为，提前进行干预、监管，强化中小股东的知情权。

5.1.2 全面提升信息披露质量

监管机构对于上市公司信息披露的要求不能仅体现在披露程序方面，不能仅仅认为信息披露的数量越多，中小股东权益保护的越好。监管机构更重要的是关注信息披露的质量，企业披露的信息是否对中小股东做的决策有正向的引导和帮助。一是加强对信息披露质量的审核把关，要求披露的关键信息要减少专业性术语，使中小股东易于理解，能够迅速掌握披露的核心内容。二是确保信息披露的时效性，企业出现状况后能够及时将信息传达到投资者面前，便于投资者快速了解相关情况，信息的及时性也能保障信息的质量。三是信息披露应当具备易获取性，信息披露的质量也不能只体现在信息的内容上，还要方便中小股东的信息获取通道。上市公司应当通过建立微信公众号、设置股东微信群等方式，使中小股东点点手机就能获取到相关信息，侧面提升了信息的质量。因此，我们强调的是对于信息披露的质量的提升，不仅要在程序上进行规范，还要在实质上突出对中小股东利益的保护，并立足于我国证券市场的实际情况。以上交所在《上海证券交易所股票上市规则》中的 9.7.3 规则为例，具体信息披露内容和时间安排，应

分别规定在主动退市决策阶段、回购阶段、申报阶段和决策阶段，由上市公司另行规定。总之，上市公司不仅要注重信息披露内容的全面真实准确，还要确保信息的时效性和易获取性，促进信息披露质量的全面提升。

5.1.3 专章规定退市信息披露规则

高质量全过程的信息披露是我国资本市场全面推行注册制的基础。无论是上市还是退市，是申请主动退市还是强制退市，信息披露应当是全过程的，贯穿始终的。所以，本文建议交易所在交易规则中应当设立一个章节来专门规定信息披露规则，这样更能体现监管机构对于信息披露规则的重视，也能够确保上市公司能够准确理解信息披露的相关要求。专章规则的制定能够使交易所对上市公司日常经营情况监督，对发现存在问题的公司应当及时通报，同时督促其及时的、完整的进行信息披露。强化上市公司在主动退市决议过程中对中小股东关键信息的披露义务，督促上市公司及时、高质量地履行信息披露义务，对违反相应信息披露义务的上市公司及其责任人追究其法律责任。退市公司转入全国中小企业股份转让系统后，如果其股东仍然维持在 200 人以上时，监管机构应当要求其按照全国中小企业股份转让平台信息披露规则继续履行信息披露义务，定期披露公司相关信息，保障股东利益。

5.2 合理设置决议标准保障中小股东决策权

通过提高中小股东退市决策的参与度，减少关联交易带来的不公平，保护主动退市过程中中小股东的合法权益，可以使控股股东及其关联人对退市进度的控制得到有效制衡。

5.2.1 提升中小股东出席比例

* ST 航通中小股东出席股东大会的人占全体中小股东的 21.45%，近八成的中小股东没有行使其表决权。有可能是对摘牌主体态度不积极，缺乏行使表决权的动机或能力。也有可能他们没有发现自己有这样的机会，无奈地错过了股东大会去行使自己的投票权。导致双三分之二的规则没有了用武之地。所以要以制定

相关规则确保中小股东参与股东大会行使表决权的人数,使更多的中小股东能够针对保护自己的利益与控股股东就退市条款进行激烈的博弈。

美国私有化退市时,出席比例最低为全体中小股东所持全部已发行在外投票权的 50%^①;日本类别表决机制,规定凡拥有该类别股份的股东所持表决权的半数以上股东均须要求召开类别股东大会。可以看到的是,成熟的资本市场明确规定对决议进行表决时要满足中小股东出席比例。可以借鉴发达国家的最低出席比例,让中小股东更方便地参与投票,包括网络直播、微信小程序投票等,真正让参与投票的中小股东占多数。同时可以将“双三分之二表决权”中的“出席会议的中小股东”修改为“全体中小股东”。这就需要上市公司提出更好的条件来吸引中小股东来参与股东大会行使他们的表决权,倒逼控股股东重视中小股东的权益。

5.2.2 提升退市决议通过标准

上市公司申请退出资本市场,公司的价值会遭受极大的减损,无论是对于公司中小股东还是对于资本市场上的其他投资者乃至社会公共利益都会造成一定的影响。基于保障投资者利益的角度出发,我们应该提升退市决议在股东大会通过的标准。参考港交所《上市规则》6.12、6.13 条中对股东大会投票程序的安排,规定了在香港上市公司主动退市时需要 75%以上股东多数赞成,而反对票不超过 10%的决议退市的投票机制。中国通过摘牌决议的标准太低,所以主动摘牌决议的投票权比例应该提高,要求只有出席会议的投票权超过 75%才能通过,这样才能平衡主动摘牌的利益。

5.2.3 建立主动退市特别委员会制度

当上市公司决定申请主动退市时,应当在董事会下设退市委员会,退市委员会由独立董事和中小股东代表组成,独立董事应当具备相关专业背景,中小股东代表由股东大会选举产生。退市委员会聘请专门的财务顾问及法律顾问对上市公司退市相关的财务、法律事物进行审查,在退市过程中代表中小股东与公司董事

^① 颜炳杰.美国上市公司私有化相关法律问题[J].北大法律评论,2008(01):203-229.

会展开谈判。具体而言，一是独立董事在担任退市委员会委员之前，不能存在关联关系或利益冲突；二是独立董事的聘任，在建立独立董事退市意见终身追究制督促其履行职责的同时，由股东大会提名表决，避免受到控股股东的干扰；三是退市委员会须获得上市公司股东大会的充分授权，赋予独立董事实权，有权对主动退市交易条款进行评估谈判，有权聘请专业的外部人士对主动退市程序及交易价格的公允性进行审查，必要时可向上市公司高管询问并查看公司账册，以保证在主动退市过程中最大限度地保护中小股东的权益，保证多方利益的平衡。

5.3 规范现金选择权保障中小股东退出权

当信息披露制度保障了中小股东的知情权，使中小股东充分了解到上市公司退市的意图，上市公司实际情况等。而中小股东的参与决策权，能够保障其参与到股东大会对退市决议进行表决。我们还应当规范现金选择权制度，确保中小股东在退出公司时获得合理对价。

5.3.1 建立公平的现金选择权定价机制

现金选择权是上市公司股东大会决议撤回上市公司股份后，中小股东获得的退出补偿。* ST 航通主动退市的现金选择权的定价为公司股票停牌前三十个交易日的平均价格。但是因为子公司财务造假，停牌前三十个交易日股票价格已经远低于未造假前公司股价。因此建议上市公司应当证明其制定的现金选择权价格的公允性和合理性，并交由交易所裁决。如果存在上市公司股价因为上市公司的违法行为出现价格大幅下跌的情况，交易所应当裁决给予中小股东特殊的补偿。同时在现金选择权价格的决策过程中，让中小股东代表参与其中，代表中小股东提出诉求。

5.3.2 完善现金选择权的补偿机制

现金选择权价格不应该仅仅考虑上市公司股票停牌前一段时间的平均价格。还有考虑上市公司内幕交易、财务造假、虚假陈述等给公司股价持续性降低造成的影响。证交所应当规定，如果上市公司决议退市的前两年内存在证券违规违法

行为, 遭受过证监会立案调查, 交易所公开谴责。应该自上市公司公告该违法违规行为之日起的一段时间内股票下跌的平均价格来给予中小股东相应的补偿。上市公司退市特别委员会应当负责对这种情况的调查和处理, 将调查情况和处理意见交由董事会进行表决。因上市公司违法违规行为与上市公司存在关联关系的, 由上市公司董监高对中小股东造成的损失承担连带赔偿责任。

5.4 完善证券集团诉讼制度保障中小股东救济权

现实中, 再完善的顶层设计都不能绝对保障中小股东权益得到全方位的保护, 总有人利用制度的漏洞去侵害他人的利益, 所以还需要赋予中小股东救济权。当中小股东发现自己的合法权益遭受侵害的时候, 能够向司法机申诉来保障自己的权益。所以从司法保护的角度上来构建一套制度对中小股东权益的保护有着重大意义。

5.4.1 明确中介机构责任平衡各方连带赔偿比例

证券服务机构作为资本市场的“看门人”应当充分发挥其应尽的职责, 中介服务机构的勤勉尽责不仅对于中小股东权益的保护事半功倍, 还能缓解监管机构的压力, 促进整个资本市场健康发展。被誉为中国证券集体诉讼首战的康美药业(*ST 康美) 证券虚假陈述责任纠纷案一审 52037 名投资者共获赔 24.59 亿元。巨额民事赔偿让责任人承担了应有的责任, 也让市场上其他中小投资者看到了抱团取暖的希望。不仅公司原董事长、总经理要承担全部连带赔偿责任, 其他相关责任人按自身过错程度承担相应的连带赔偿责任。中介机构因为帮助上市公司造假, 侵害投资者的利益也被判承担连带赔偿责任。中介机构不仅是资本市场的“看门人”, 也是很多中小股东了解上市公司真实状态的唯一路径。所以压实中介机构责任正确并且必要, 对于重大过失根据过失程度按一定比例赔偿, 对于一般过失则按照从上市公司收取的报酬为限赔偿。我国公司法修订草案二审稿中也对上市公司董事责任险的相关条款进行了规定, 上市公司可以利用保险公司的责任险赔偿, 在董事履职期内因自身原因给上市公司造成损失的, 对中小股东给予相应的补偿。同时完善我国的独立董事制度, 打造专业化的履职主体, 健全的履职机制, 确保独立董事有权威阻止控股股东、实际控制人和主要管理者实施违法违规

行为。完善立法和细化指引并帮助独董树立权威、规范履职细节，有效激励独董勤勉尽责和强化独董责任。

5.4.2 行政罚款优先向中小股东赔偿

新《证券法》第二百二十条规定：“违反本法规定，应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金、违法所得，违法行为人的财产不足以支付的，优先用于承担民事赔偿责任。”但是在实践中，监管机构会首先对上市公司的违法行为进行行政处罚，处罚后的上市公司在没有改善其经营状态和财务状况的情况下，可能会被迫强制退市或者主动申请退出资本市场，导致一些上市公司没有足够的资金补偿投资者。迄今为止，对民事损害的优先赔偿还没有先例，也没有具体可操作的规定。对上市公司之前的行政罚款能否分配到中小投资者保护机构用以补偿退市前上市公司赔偿不足的部分，值得大家探讨。这次新《证券法》修订，对违法行为的处罚力度大大提高，行政处罚最高可以罚处违法所得 10 倍。在收缴更多的行政罚款的同时，民事赔偿的力度也应得到相应的加强。建议证监会同财政部联合制定规则，将对上市公司违法行为的行政罚款分配至投资者保护机构后向未能受偿的中小股东赔偿。

5.5 完善立法衔接持续保障中小股东权益

上市公司主动退市后，并非所有中小股东都选择离开公司，仍会有一些数量的中小股东继续持有上市公司股份。*ST 航通、*ST 商普、*ST 二重三家公司在退市后均主动转入全国股转系统，三家公司转入全国股转系统是根据《退市意见》的有关规定，为保持公司股票在退市后的流动性。如今退市意见已经废止，而目前上交所和深交所的业务规则还没有要求主动退市公司从维护股票流动性等方面向全国股转系统转板的要求，这一立法衔接问题还需要进一步细化。

2021 年 9 月 2 日，习近平总书记在 2021 年中国国际服务贸易洽谈会全球服务贸易峰会上发表讲话指出，“将继续支持中小企业创新发展、深化新三板改革、组建北交所、打造中小企业创新型企业主体服务阵地”。^①北京交易所的设立是

^① 新华社《习近平在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞（全文）》。

打造我国多层次市场交易体系，丰富上市公司退出渠道的重要举措。而对于股东人数较多的退市公司，我国现行规则并对主动退市后的公司应当转至全国股转系统挂牌交易进行明确的规定，也没有设定信息披露的持续义务。因此，建议上市公司在主动退市后转移至全国股转系统在《上市规则》中加以明确，完善立法衔接。此举的必要性在于：

5.5.1 为中小股东提供股份转让服务

退市公司转入至全国股转系统后应当遵守相关业务规则，履行持续信息披露义务。挂牌公司应当相关信息披露资料传送至其主办券商，经主办券商审阅后方可披露，然后将相关资料上传至规定的信息披露平台。同时为保护广大投资者合法权益，《挂牌公司披露规则》规定，公司董监高以及主办券商、中介服务机构应当依法履行职责，对披露信息的内容负责。信息披露文件存在造假或者误导投资者的情况，可要求相关责任人对中小股东的损失承担相应的赔偿责任。作为证券交易场所，退市公司的股份可以在全国股转系统中进行转让交易，从而在一定程度上保证投资者的利益，使退市公司的股份不至于完全丧失流动性。依法履行主动退市程序的公司，其持有的公司股份在全国股转系统办理挂牌登记等相关手续后，应当按照有关规定确定主办券商，公司股东可以转让其股份。

5.5.2 加强多层次资本市场的有机联系

全国股转系统不但可以承接退市公司，维护主动退市公司股票流通性外，还建立了完备的转板上市体系，保障符合条件的公司重新上市。基于维护中小投资者的合法权益，《全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板挂牌监管工作指引》，规范了挂牌公司转板挂牌、信息披露、股票停复牌、终止挂牌等方面的要求。

在深交所主板在与中小板合并之后，我国便达成了以主板、创业板、科创板、新三板、区域性股权市场构成的多层次资本市场体系。挂牌公司主动摘牌转入全国股转系统后，股票如能满足重新挂牌条件，且挂牌条件较首次公开发行股票有优惠的，可向证券交易所提出挂牌交易申请。如国机重装（*ST 二重）主动退市后，在主营业务未发生重大变化、公司控制权未发生变更、持续经营能力得到明显改善，进行了一系列主动退市后的改革措施，使公司的资本结构和资产质量有

了明显改善。从全国股转系统终止挂牌，主动退市满 5 年后重新挂牌科创板。

不管是从保护中小股东的角度，还是从完善多层次资本市场的角度，确立上市公司主动退市后转入全国股转系统的规定都具有十分重大的意义。并且对完善各级市场的股权流通和转移机制，建立市场化、常态化的退出机制，形成“有进有出”的资本市场具有十分重要的战略意义。

6 结语

目前,我国还处在注册制改革的早期阶段,主动退市的案例比较少,但强制退市的公司也不是少数,绩差股仍然大量存在于市场中,“壳”资源依然炙手可热。不过,随着注册制的全面铺开和上市通道的通畅,主动退市的公司将越来越多。因此,急需构建主动退市的完美体系。就目前已有的主动退市案例来看,就投资者保护而言,现行的退市制度还有待改进。一个国家的投资者保护措施不是一成不变的,是动态变化的,美国和德国就是一个很好的例证,美国的投资者保护措施和德国的投资者保护措施是动态变化的。我国多层次资本市场发展到目前这个阶段,亟需市场参与各方力量的大力扶持。上市公司和投资者共同组成了资本市场,因此,在构建相应制度时应该把握好这两大群体之间的利益平衡。

退市监管要重点关注市场效率和投资者保护,发挥证券监管机构的监督管理职责。既要为促进资本市场良性发展的公司退市自由保驾护航;对因退市给投资者造成的负面外部性,也应保护投资者的合法权利,减少负面外部性,提升资本市场资源配置效率,进而摸索并构建出适合我国国情的市场化主动退市机制。

参考文献

1.著作类

- [1] 王建文. 商法总论研究[M].中国人民大学出版社: 中国当代青年法学家文库, 202103.488.
- [2] 吕来明. 商法研究[M].中国政法大学出版社:《商法研究》文丛, 202009.347.
- [3] 刘泽海, 薛建兰. 经济法[M].南京大学出版社: 202008.422.
- [4] 张学博. 经济法学前沿问题研究[M].中国政法大学出版社: 201611.262.
- [5] 周天舒. 中国公司治理的法与经济学分析[M].中国政法大学出版社: 法律与经济系列研究丛书, 201812.241.
- [6] 王萍. 证券交易与监管法律研究[M].中国政法大学出版社: 201508.317.
- [7] 薛克鹏. 经济法学[M].中国政法大学出版社: 201808.465.
- [8] 王利明. 民商法研究[M].中国人民大学出版社: 中国当代法学家文库, 202006.740.
- [9] 江平. 民商法论要[M].中国政法大学出版社: 201902.527.
- [10] 谷春德. 中国特色社会主义法治理论与实践研究[M].中国人民大学出版社: 中国特色社会主义法学理论体系丛书, 201706.366.
- [11] 赵旭东.《公司法学》[M].高等教育出版社: 201504

2.期刊类

- [1]吴梦婕.*ST 航通主动退市案例评析——规避型主动退市的出现[J].金融法苑, 2021(01):76-93.
- [2]张艳.主动退市机制的德国经验与启示[J].南大法学,2021(04):81-97.
- [3]张艳.注册制下科创板退市法律规制模式转型——以投资者妥适保护为核心[J].上海财经大学学报,2021,23(03):138-152.
- [4]杨慧.我国上市公司主动退市制度研究[J].时代金融,2021(12):73-75.
- [5]郑佳正.浅谈我国上市公司主动退市中的中小股东权益保护[J].法制与社会,2021(04):56-57.
- [6]张艳.主动退市中投资者保护模式的反思与重构[J].环球法律评论,2020,42(06):72-87.

- [7]孔粒,芮明杰,余光胜.海外上市企业主动退市的研究综述[J].管理现代化,2020,40(06):116-120.
- [8]林晗,张骅骝.境外资本市场主动退市制度研究[J].多层次资本市场研究,2020(03):158-167.
- [9]张心瑜.科创板主动退市制度中的中小投资者保护研究[J].北方金融,2020(01):61-66.
- [10]徐林汝.基于财务分析的宝洁公司退市的原因剖析及建议[J].商业会计,2020(09):105-107.
- [11]韩雅筠.*ST二重主动退市动因探析[J].现代营销(下旬刊),2019(05):59.
- [12]吴倩倩.上市公司主动退市法律规制研究[J].法制与社会,2019(13):72-73.
- [13]皮海洲.主动退市不能成为一种“临时抱佛脚”的选择[J].武汉金融,2019(04):88.
- [14]李永志.上市公司主动退市研究[J].闽西职业技术学院学报,2019,21(02):20-25.
- [15]陈彦博.主动退市与中小投资者利益保护——以二重重装为例[J].现代管理科学,2018(06):109-111.
- [16]臧俊恒,黄慧颖.上市公司主动退市中监管逻辑与路径选择——以交易公平性与投资者补偿为视角[J].证券法苑,2017,22(04):226-238.
- [17]江川.余股强制挤出:证券投资者保护视阈下的反向思考[J].新金融,2017(07):58-63.
- [18]黄辉,王魁.主动退市能否成为上市公司从新上市的捷径——以*ST二重为例[J].时代金融,2017(02):157-160.
- [19]春歌.主动退市,还是强制退市?新三板或迎史上最大摘牌潮[J].董事会,2017(01):110-112.
- [20]项泽萍,于永生.*ST二重主动退市方式选择效应分析——基于中小投资者权益保护视角[J].财会月刊,2016(31):91-93.
- [21]李文莉.上市公司私有化的监管逻辑与路径选择[J].中国法学,2016(01):194-209.
- [22]陈溪,罗华丽.中国上市公司主动退市研究——以A重装上市公司为例[J].商,2016(05):82.
- [23]刘巧英.*ST二重主动退市之路概述及反思[J].中国市场,2015(51):73-79.

- [24]刘巧娜.*ST 二重主动退市的原因分析[J].智富时代, 2015(10):115.
- [25]王雪.退市新规—A 股市场的救命稻草[J].现代商业,2015(18):148-149.
- [26]翟浩.美国上市公司主动退市立法评析[J].公司法律评论,2015,15(00):141-153.
- [27]主动退市怎让小股东安心? [J].董事会, 2014(12):28.
- [28]郭雳.上市公司私有化交易的审查标准与利益平衡——主动退市的境外经验与启示[J].证券法苑,2014,12(03):89-108.
- [29]证监会正式发布上市公司退市制度[J].国际商务财会, 2014(12):80.
- [30]上市公司新“退市制度”正式发布[J].中国机电工业, 2014(11):20.
- [31]刘兴成.退市新规的法治效应[J].法人,2014(11):70-72.
- [32]上交所发布新修订《股票上市规则》新增主动退市和重大违法强制退市[J].冶金财会, 2014(10):8.
- [33]皮海洲.让该退市的公司退市[J].新晋商,2014(08):24.
- [34]郑观.资本市场、社团及契约三重维度内的中小投资者保护——以上市公司主动退市为例[J].证券市场导报,2014(03):72-78.
- [35]王振家.主动退市为民企敲响警钟[J].光彩,2013(02):18-20.
- [36]张妍妍,刘峥,周倪波.我国上市公司主动退市的效应分析[J].中南财经政法大学学报,2012(04):107-113.
- [37]冯果,李安安.上市公司主动退市过程中的利益冲突及其法律规制——以中小股东权益维护为中心[J].南都学坛,2011,31(05):68-72.
- [38]封晓骏,陈果,周小化.我国创业板退市制度的构建——以“能上能下”双行道机制为目标[J].泰州职业技术学院学报,2010,10(04):66-68.
- [39]陈建富.国外上市公司主动退市对我国的启示[J].科技经济市场,2007(04):304-305.
- [40]王晓馨.德国主动退市制度评析[J].德国研究,2002(03):42-45+80.
- [41]王逸群.以退为进 滴滴或从美股退市转战港股[J].计算机与网络,2021,47(24):5.
- [42]曾慧兰,徐佳欣.中概股企业退市与回归特征分析[J].全国流通经济,2021(26):125-127.
- [43]方净植.以“退”为进优化资本市场环境[J].中国金融,2020(13):83-84.
- [44]张跃文.上市公司“退市难”的利益动机[J].金融评论,2020,12(03):53-64.

- [45]罗文钦.浅谈我国股票市场退市制度[J].农村经济与科技,2018,29(09):183+188.
- [46]苏红宇.退市常态化后的新三板[J].经济,2016(32):38-42.
- [47]董安生,吴建丽.退市中的投资者保护[J].中国金融,2016(12):53-54.
- [48]刘纪鹏,蒲俊霖.完善退市制度 促进资本市场健康发展[J].清华金融评论,2016(05):83-84.
- [49]徐美.我国上市公司退市法律制度研究[J].吉林工商学院学报,2015,31(03):86-88.
- [50]甘培忠,白牧蓉.新《证券法》下退市制度的变革与完善[J].当代金融家,2021(05):53-55.
- [51]董香兰.主动退市下中小股东权益保护研究[J].财会通讯,2022(22):133-136.

3.学位论文类

- [1]郭庆露.主动退市制度下中小投资者利益保护研究[D].河南财经政法大学,2021.
- [2]房子煜.国机重装主动退市及重新上市案例分析[D].河北金融学院,2021.
- [3]曾舒玲.二重重装主动退市及重新上市案例研究[D].江西财经大学,2021.
- [4]白雪.上市公司主动退市动因与影响研究[D].广东外语外贸大学,2021.
- [5]谢琪.论上市公司主动退市下对中小股东权益的法律保护[D].南京师范大学,2021.
- [6]段璨.上市公司主动退市中小股东权益保护研究[D].中国政法大学,2020.
- [7]卞茜.我国上市公司主动退市制度研究[D].苏州大学,2020.
- [8]赵荣彬.基于中小股东保护视角的上市公司主动退市问题研究[D].暨南大学,2020.
- [9]侯国振.注册制改革背景下上市公司主动退市研究[D].中南财经政法大学,2020.
- [10]龚杨彬龙.*ST航通主动退市对中小股东权益的影响分析[D].江西财经大学,2022.
- [11]王淑霞.*ST航通主动退市对中小投资者权益保护分析[D].河北金融学院,2022.
- [12]李传文.上市公司主动退市中的中小投资者保护问题研究[D].山东大学,

2022.

[13] 孙宜勤. 退市新规下上市公司主动退市对中小股东权益影响研究[D].内蒙古大学, 2022.

4.外文文献

[1]. Migao Finalizes Going-private Plan of Arrangement[J]. Manufacturing Close - Up,2016.

[2]. Stellar Biotechnologies Updates on Effective Date of TSX-V Voluntary Delisting[J]. Manufacturing Close - Up,2016.

[3]. Anthony Nwafor. Protection of shareholders class rights in company law[J]. International Journal of Law and Management,2021,63(5).

致 谢

行文至此，落笔为终。转眼就要告别校园，去迎接工作上的挑战，感叹三年时光转瞬即逝。工作之后攻读研究生，学生对此学习机会无比珍惜，在学校又得到了良师益友的帮助，故今日借此机会聊表谢忱。

感谢我的导师。三年来，老师常指导于案牍术业之上，引领于人情世故之中，启发于思想觉悟之里，体察于衣食住行之间。我是个不善言辞的人，但老师总能看出我的困惑和不知所措，帮我指点迷津，使我从困境中走出来。在论文写作过程中，老师不仅对论文内容进行多次指导，还拓宽了我的写作思路。所以我要感谢我的导师，我深深地敬意他的专业，他的敬业，他的为人处事的平易近人，这一切都要感谢他的帮助。

感谢我的学校。从 2020 年 9 月至今，1000 个日夜里，我在校园里学习、生活、锻炼。教室里有我的身影，图书馆有我的身影，操场上有我的身影。感谢学校给我们提供了舒适的环境、可口的饭菜、完备的锻炼器材，使我能够不断的成长，感谢疫情期间的学校给予的关怀和保障，希望学校能够越办越好，老师们工作顺利，健康幸福!

感谢我的每一位同学，感谢我的师哥师姐，感谢我的师弟师妹。跟他们一起生活学习，使我收益颇多。千言万语汇成一句话，祝我们都有明亮的未来!

最后要感谢我的家人们。是你们三十多年无微不至的关怀和支持，成就了的今天。家人是我在迷茫无助时最坚强的后盾，是支撑和动力，让我昂首挺胸地往前走。无以为报的教养之恩，只有不停地付出，才能成为她们的骄傲!

走出校门，跃入人海，希望自己不忘初心、牢记使命，坚定年少的信仰，做一朵奔涌的浪花，成为想成为的人。