

主动退市中投资者保护模式的反思与重构

张 艳

【摘 要】我国现行的决议模式将退市等同于公司结构性措施,将投资者等同于类别股股东,试图通过强化投资者的表决权压制退市决议,是按照公司法中的股东保护理解证券法中的投资者保护的产物。决议模式不仅不能满足退市投资者的受保护需求,反而导致诸多不良后果,退市投资者保护模式亟须实现从决议模式向补偿模式的转型。补偿模式能更精准地满足投资者在主动退市中的受保护需求,更均衡地处理公司自治与投资者保护之间的利益冲突,更妥适地安置退市投资者保护问题的法教义学归属且高度契合注册制理念。补偿模式在证券法教义学中的定位是证券收购制度框架内的强制要约,收购人须向所有投资者发出以特定价格收购股票的公开要约,该要约须为完全要约,且须以现金为对价。

【关键词】主动退市;投资者保护;类别决议;强制要约

【作者简介】张艳,上海社会科学院法学研究所副研究员。

【原文出处】《环球法律评论》(京),2020.6.72~87

【基金项目】本文为作者主持的2019年度司法部中青年课题“科创板主动退市中的投资者保护制度研究”(19SFB3043)的研究成果。

主动退市^①指上市公司主动向证券交易所(下称“交易所”)提出申请,撤回股票在特定市场的交易,交易所根据上市委员会的审核意见作出终止股票上市的决定并对股票予以摘牌。主动退市的法律实质是协议解除与自律管理的叠加。具言之,上市公司向交易所发出旨在解除《上市协议》的新要约,交易所在受领要约后以自律管理者身份重点从中小投资者(下称“投资者”)保护角度对退市申请进行审查,并在得出积极结论后对要约作出承诺,即退市决定。

退市将使投资者丧失股票在特定市场的交易机会,因而主动退市法律规制的核心在于妥适平衡公司利益与投资者利益。为保护投资者权益,证监会在2018年《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(下称“《退市意见》”)中采取了决议模式,并分别在《上海证券交易所股票上市规则》《深

圳证券交易所股票上市规则》(以下一并称“《上市规则》”)中得到落实。具体而言,投资者可通过类别决议阻止公司退市,从而继续保有交易机会。若未能成功,则异议股东可享有退出权。决议模式揭示出证监会对退市投资者保护问题的基本立场:通过强化投资者的表决权实现投资者保护。然而,这一模式将退市生杀大权赋予利益将因退市严重受损的投资者,其实质为赋予投资者退市否决权,投资者“保护”异化为投资者“控制”,无疑将导致阻碍退市的后果。在主动退市中如何平衡公司自治与投资者保护之间的利益冲突、满足投资者在退市情形的受保护需求,须重新审视。在注册制改革的背景下,这一问题显得尤为紧要。本文拟从目前决议模式的不足出发,结合域外经验,提问何种模式更切合我国的法律与实践,为我国主动退市制度提出合理可行的制度设计。

一、决议模式之不足

决议模式的保护逻辑在于通过类别决议“对抗”股东大会退市决议,并以异议股东退出权对异议股东实施紧急救助。这一方式固然强效,但是此时并不具备适用决议模式的正当性基础,而且将导致严重的负面效果。

(一)决议模式之误区

1. 类别决议之误区

证监会在设置退市投资者保护制度时应用了类别决议制度,《退市意见》明确规定,除股东大会决议,主动退市还须经出席会议的中小股东所持表决权的三分之二以上通过。根据类别决议制度的基本理论,类别决议是股东大会决议的额外生效条件,其实质为投资者群体的退市同意权。^②类别决议是一种资本多数决矫正机制,旨在保护类别股股东的特别权利不受股东大会决议的侵害,其根植于以下民法基本理论:社团成员的特权未经其同意不得以社团全体成员大会决议加以侵害。由于逐个获取类别股股东的个别同意较难操作且将极大损害公司自治,因此以其集团性意思决定取而代之以实现团体性保护。^③然而,将类别决议制度应用于退市投资者保护领域是对该制度的误用。

首先,类别决议以类别股的存在为前提。类别股与普通股相对应,指股东权利在财产收益或者表决控制方面有所扩张或者限制的股份类型。^④具有相同权利的股份构成一个类别,而上市公司中投资者所持的股份并不包含任何异于普通股的特别权利,持股数量的多寡并不是构成类别股的原因。

其次,类别决议以股东大会决议直接侵害或者在法定情形间接侵害类别股股东利益为前提。直接侵害指股东大会决议以侵害特定类别股为主要目的,例如一项废止或者限制类别股特别权利的决议。若股东大会决议只是导致了类别股在经济上或者事实上受损的结果,则属于间接侵害,此时仅在少数特定情形下设置类别决议。^⑤退市决议旨在实施公司的商业决定,属公司自治范畴,只是将导致投资者利益受损的效果;此等利益损害属于间接侵害。

一般来说,立法者将间接侵害情形下类别决议的适用范围严格限制于将对类别股股东的特别权利产生影响的股东大会决议,毕竟特别权利是类别股存在的前提。^⑥退市决议显然不在此列,因为退市仅导致投资者丧失股票在特定市场的流动性,对股票中可能附着的特别权利并不产生影响。^⑦

最后,证监会关于退市类别决议的规定突破了公司法的强制性规定,在无上位法授权的情况下,其正当性存疑。赋予投资者类别表决权不仅与公司法的体系性不兼容,亦有悖于证券法中的投资者保护逻辑。尽管类别决议曾昙花一现地出现于2004年证监会发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》中,但其已被国务院发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中的单独计票机制所取代,后者亦已被《上市公司股东大会规则》所采纳。采纳保护强度和效果皆较弱的单独计票机制,意味着规则制定者已注意到类别决议并非适切的中小投资者保护机制,修正了激进的保护思路。

2. 异议股东退出制度之误区

除设置类别决议以外,现行规则欲通过异议股东保护制度对否决退市的投资者提供进一步保护,以异议股东回购请求权为主要内容。依沪、深两市《上市规则》,上市公司应在提出退市申请时提交“异议股东保护的专项说明”,上市委员会在退市审查时将其进行重点审议。然而,主动退市投资者保护领域并不存在适用异议股东退出权的空间。该制度的正当性基础在于公司的重大结构性措施将严重损害股东的成员权,例如在合并时,出让公司的股东将成为另一个公司的股东;而在特定分立情形,公司股东将失去对被剥离业务的重大经营决策的参与权。^⑧我国《公司法》第142条第4项对股份有限公司中的异议股东回购请求权作出规定,仅适用于公司合并与分立这两类决议。

异议股东退出权的实质为选择权,^⑨其理由在于公司结构的变更将导致股东成员权的丧失或者重大变更,^⑩而退市显然无法与上述措施相提并论。一方

面,退市不属于公司的结构性措施,其既不改变公司的内部结构,亦不直接影响公司的股权结构。另一方面,退市并不影响股东身份与相应的成员权。如同上市从投资者成员资格的角度理解只是“外界附加的额外的东西”,^①并非成员资格的一部分,退市仅导致股东丧失上市给股票带来的高流动性,而非其股东身份。综上,退市并不满足适用异议股东回购请求权的基础条件。

(二)决议模式之弊端

1. 类别决议之弊端

类别决议易滋生公司腐败且使投资者保护制度嬗变为“阻碍退市制度”,在我国缺乏其他配套规则的情况下尤其如此:鉴于退市可能严重影响投资者利益,投资者并无同意退市的动机。为获取投资者的赞成票,公司或控股股东极有可能与持股较多的投资者进行私下利益勾兑,在滋生公司腐败的同时将严重损害小投资者的利益。更加令人担忧的是,这实质上赋予了投资者退市否决权,将导致阻碍退市的后果。

纽交所相关规则的嬗变正是对此的佐证。1939年纽交所推出一统该所退市制度近60年的《纽约证券交易所上市规则》第500条(Rule 500),其规定主动退市须经持三分之二以上表决权的股东同意且否定票不得超过10%。《纽约证券交易所上市规则》第500条一经公布便在业界引起轩然大波,美国证券交易商协会(NASD)批评纽交所制定该规则的本意就是阻止退市。随着纳斯达克(NASDAQ)等证券交易市场的兴盛,美国证券交易委员会(SEC)认为《纽约证券交易所上市规则》第500条已非必要的投资者保护制度,而俨然成为限制公司退市、阻止国内证券交易场所公平竞争阻碍机制。实证研究亦贡献了颇具说服力的数据:在《纽约证券交易所上市规则》第500条适用后的近60年时间内仅有一家公司于纽交所成功退市;而仅在1998年便有66家公司从纳斯达克退市。^②在诸多压力下纽交所最终放弃了《纽约证券交易所上市规则》第500条中严苛的退市条件,目前从纽交所主动退市仅需上市公司董事会决议通过。鉴

于主动退市将损害交易所的利益,应避免交易所将自身利益掺杂进公司与投资者之间的利益冲突,从而以投资者保护的名义不当提高退市门槛,使交易所成为“蟑螂陷阱”——上市公司虽然可以进入,但是交易所不会准许其离开。^③

2. 异议股东退出制度之弊端

与类别决议搭配使用的异议股东退出权彻底瓦解了投资者赞成退市的动机:同意退市的投资者将丧失交易机会而得不到任何补偿,异议投资者却会在获得补偿后成功退出公司。不当的差异化处理无疑进一步阻碍了投资者在类别决议中投出赞成票,从而使现行法中的投资者保护制度彻底沦为阻碍退市制度。

此外,异议股东退出权在根本上混淆了投资者在退市情形下的受保护原因,错误地将退市投资者保护问题与表决权绑定,且狭隘地将退市投资者保护的因果关系限定为“异议一退出”,从而不当缩小了受保护投资者的范围,导致大量投资者未能获得妥善保护。退市投资者保护问题与投资者在退市决议中的表决内容无关,其受保护的原因在于其因退市遭受了损失,而非反对退市,因此同意退市的投资者亦应有机会获得补偿。由于异议股东退出权无法有针对性地满足退市投资者的受保护需求,其在实践中已被弃用。在《退市意见》发布后的退市案例中,*ST二重与*ST上普均未将接受补偿的主体限定于异议股东,而是扩大为公司登记在册的所有股东。

二、域外保护模式之展开与借鉴

根据前文分析,现行的决议模式无法满足证券市场对于退市投资者保护模式的功能期待,亟须重构。对世界范围内若干国家的退市法律规范进行考察可知,目前国际上主要存在三种投资者保护模式,分别是等待期模式、决议模式与补偿模式,可为我国提供借鉴。

(一)等待期模式

等待期模式的核心是推迟退市的生效时间,等待期起始于退市意向的公开披露并终止于退市的最终生效。该模式旨在赋予投资者充足的时间使其可

以在获知退市信息后继续在挂牌市场转让股票,进而与即将退市的股票相分割。等待期模式已在世界范围内得到非常广泛的应用,主要有三种表现形式。一是直接对等待期的长短作出精确规定,以美国为例,等待期的长度为10天。^⑩二是由交易所酌情确定等待期的长短,例如《泰国证券交易所退市规则》(Regulations of the Stock Exchange of Delisting Rules for the Thailand, Re: Delisting of Securities)第8条规定,由交易所来安排和确定退市的生效时间。三是依不同情形对等待期进行类型化规定,例如意大利于《受规制市场规则》(Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana)第2.5.5和2.5.6条针对本国发行人与外国发行人对退市等待期作出差异化规定,前者为1个月,后者则为45天。

鉴于即将退市的股票一般乏人问津,等待期模式能够实现的投资者保护功能较为有限,其通常作为辅助性模式与其他模式配合使用。例如德国、巴西同时规定了补偿模式与等待期模式,英国同时规定了决议模式与等待期模式,泰国甚至同时对三种保护模式作出规定。世界范围内只有极少数国家将等待期模式作为唯一的保护模式,代表性国家为美国,而该模式在美国法的实践中又较好地实现了保护效果且并未面临根本性的挑战。对此进行抽丝剥茧般的探究有助于揭示等待期模式的真正保护功能。

美国的主动退市法律制度主要体现在三个法律层级,即1934年《证券交易法》(Stock Exchange Act)、“美国证券交易委员会规则”以及“交易所规则”。《证券交易法》与交易所规则均未包含实质性的退市条件,^⑪退市投资者保护制度主要体现在“美国证券交易委员会规则”中,其在“公告程序”中规定了等待期制度,即退市申请到达美国证券交易委员会处10日后退市生效。需要注意的是,除了等待期制度,《证券交易法》还赋予了作为退市决策机关的美国证券交易委员会自由裁量权,即美国证券交易委员会在收到退市申请后有权酌情对上市公司拟定的投资者保护方案提出更高的要求,但是近年来美国证券

交易委员会并未行使过该权利。在Camel Container Systems Ltd.和Ohio Art Company两个案例中,面对投资者的诉求,美国证券交易委员会认为“等待期制度已经赋予投资者足够的时间在退市前转让股份,故不应再以投资者保护为由阻碍公司主动退市”。^⑫

随着美国证券交易委员会近年不断回撤其在退市投资者保护领域的裁量空间,^⑬等待期模式已从边缘逐渐走向美国退市投资者保护舞台的中央。这主要存在两方面原因:一方面,美国近年来多层次资本市场越来越完善,尤其是场外市场在流动性、公司治理以及报价机制方面发展得更为成熟。即便公司退市,投资者仍可在相对成熟的交易市场上转让股份,这在很大程度上弥补了退市给投资者造成的损害。另一方面,也是更为重要的是,自1964年《证券交易法》引入第12(g)条,退市并不必然导致公司报告义务的终止,达到一定规模的于场外市场交易的公众公司仍须向美国证券交易委员会重新注册并承担基于注册的报告义务。美国在主动退市中严格区分退市与终止注册两种情形。前者指上市公司的证券退出在特定交易所的挂牌交易并注销基于上市的注册,后者指证券终止在美国证券交易委员会的所有注册,终止注册后上市公司不再承担任何报告义务。《证券交易法》第12(b)和第12(g)条分别对两种情形作出规定,资产和股东人数达到一定规模的公司只有在退市环节将股东人数降至300人以下时,方可产生终止注册继而免除全部报告义务的法律效果。因此若公司仅申请退市而非终止注册,则投资者仍可从发行人处持续获得公司信息。基于此,美国证券交易委员会认为若退市不终止报告义务,则其对投资者的不利影响已极为有限。

可见,美国将等待期模式确定为主要退市投资者保护模式的“底气”源于该国发达的多层次资本市场与成熟完善的注册制法律保障体系。等待期模式能够在美国运行良好的原因并非该模式具有能够“独当一面”地实现退市投资者保护的强大功能,而是与其他国家相比,美国投资者在主动退市情形并不存在突出的受保护需求。场外市场的规范性、流

动性与宽泛的注册、报告义务使退市给投资者造成的实际损失相当有限,故以推迟退市生效时间为内容的等待期模式足以满足美国资本市场对退市投资者保护制度的需求,然而同时也应意识到,美国的经验并非具有普适性。

(二) 决议模式

决议模式的核心是赋予投资者退市表决权,具体可分为广义与狭义两种类型。广义的决议模式指投资者在股东大会退市决议中行使表决权,代表性国家为意大利、西班牙、巴西等国。狭义的决议模式指在股东大会退市决议的基础上,投资者被赋予额外的表决权或者表决利益。前者指投资者可通过类别决议决定股东大会决议的效力,如英国《上市规则》(Listing Rules)第5.2.5条规定,除股东大会特定多数同意外,退市还须经独立股东简单多数决议通过。后者指在股东大会决议中设置最高否决票比例,例如泰国规定,股东大会退市决议中的否决票不得超过10%(《泰国证券交易所退市规则》第5条)。鉴于广义的决议模式因大股东控制问题难以有效实现投资者保护的目标,本文论述的决议模式特指狭义的决议模式。

我国现行的以类别决议为主要内容的决议模式与英国的保护模式如出一辙。英国金融行为监管局(FCA)认为,在上市公司存在控股股东时,股东大会决议机制不足以实现投资者保护,因为少数股东利益极易被控股股东滥用控制权所侵害。为此,英国金融行为监管局在对多个方案进行论证与取舍后,^⑧于2014年引入了“少数股东投票权”以提高高级市场退市环节的投资者保护要求,即除股东大会特定多数同意外,退市还须经独立股东简单多数决议通过。英国金融行为监管局认为少数股东投票权将使少数股东富有效率且合理地参与公司的退市决策,这样既不会使其拥有不相匹配的公司决策权,又能保护其不受制于控股股东心血来潮的退市决定,因此是少数股东对抗控股股东从而实现自我保护的有力武器^⑨。

决议模式将退市视为控股股东与作为小股东的

投资者就退市决策权的争夺与拉锯,试图通过赋予后者退市决定权在保护不足与过度保护中寻求平衡。就选择决议模式的国家而言,核心问题是如何使投资者产生同意退市的动机。目前的主流做法是将股票公开收购要约作为决议模式的有力支撑,主要体现在两种方式:一是将该要求在退市规则中予以落实,例如新加坡和泰国就在各自的交易所规则中规定,公司须向所有投资者发出以特定价格收购其股票的要约。^⑩二是虽不在规则层面作出强制性规定,但在实践中应用这一做法,例如英国。需要注意的是,股票公开收购要约实为补偿模式的主要内容,若决议模式必须以补偿模式为支撑方可实现完整的保护效果,则其作为独立保护模式的存在基础无疑将被削弱。

(三) 补偿模式

补偿模式的核心是补偿投资者因退市遭受的财产损失,主要存在两种类型。一是作为决议模式的保障手段从而与决议模式相挂钩的补偿模式,以泰国为典型代表。二是独立的补偿模式,代表性国家为德国、西班牙、巴西等国。在众多国家中,德国的补偿模式引人瞩目。起源于英美资本市场的主动退市对德国而言是新鲜事物,德国对退市投资者保护问题的处理主要由司法推动,经历了由资本市场法至公司法,又回归至资本市场法的发展过程。

2002年以前,德国退市投资者保护制度体现为旧版《交易所法》(Börsengesetz)第39条第2款中简洁的原则性规定:“退市不得与投资者保护相冲突。”此时投资者保护方面最突出的矛盾是,若退市由大股东推动,则投资者除无法对退市决议施加任何影响外,还面临被迫以低价出售股票的危险,因为退市公告引发股价下跌后大股东极有可能是市场上唯一的买家,而投资者为了及时止损只能依赖于大股东的收购。^⑪为加强投资者保护,2002年联邦最高法院(BGH)在Macrotron判决中进行了法律续造,认为退市直接侵害了宪法中作为基本权的所有权,而股东大会决议并不足以实现对少数股东的充分保护。上述目标只能通过由公司或者大股东向异议股东提出

收购要约来实现。^②该判决引入大股东概念并将其与中小股东概念相对立,从法技术角度来看,其所涉及的已不是资本市场法上的投资者保护,而是公司法上的少数股东保护。^③

然而,2012年联邦宪法法院在MVS/Lindner判决中明确抽离了Macrottron判决的裁判基础。宪法法院的核心观点是,退市并不会侵害《基本法》第14条所保护的作为基本权的股份所有权,因为退市并不牵涉股份所有权中的管理权与财产权因素^④,宪法法院在该判决中第一次对社团法与市场规制法作出区分。在社团法层面,如果股东丧失了成员地位或者其地位被公司结构性措施所限制,那么宪法应支持对其损失进行全额赔偿。但是宪法的保护范围并不包括市场监管法对股票盈利机会的影响,退市所影响的股票流动性只是单纯的盈利机会,而这绝非宪法所有权保障的客体。^⑤一年后联邦最高法院通过Frosta判决放弃了其所设立的公司法上的全部保护要求,标志着德国退市投资者保护问题的教义学归属发生了由公司法转回资本市场法的巨变。联邦最高法院认为,退市具有纯粹的资本市场法品格,故退市投资者保护问题的法教义学归属是资本市场法^⑥,立法者最终也遵循了这一思路,^⑦于2015年对《交易所法》第39条进行了大幅扩充。根据该条第2款的规定,除非股票仍将在另一个国内交易所或者另一个具有和德国相适应的投资者保护标准的欧盟或欧洲经济区国家的交易市场流通,否则退市申请只有在发行人提出申请时已公开面向所有股东的要约收购文件的条件下,方能被允许。该条第3款至第6款对主动退市中的补偿要求作出了细化规定。

(四)补偿模式:我国的应然定位

从宏观维度观察可知,一国多层次资本市场的发展水平与退市投资者保护模式的强度息息相关。具言之,多层次资本市场越成熟完善,退市给投资者造成的损失就越小,投资者保护模式就越宽松。其中最重要的衡量标尺是场外市场的流动性、定价机制以及监管强度。美、德两国差异化的制度安排可为此提供极佳论据。美国拥有高度发达的场外市场

且各层次市场均具有较高流动性,更为重要的是,场外市场亦受到美国证券交易委员会的严格监管。鉴于退市给投资者造成的损失有限,美国拥有世界范围内最为宽松的投资者保护制度。反观德国,场外市场被称为自由市场,与受规制市场接受严格监管不同,自由市场完全由民法中的一般交易条款规制。基于此,德国的退市投资者保护制度较为严格,以足额补偿投资者的经济损失为主要内容。此外,现有经验表明一国的投资者保护制度并非一成不变,而是处于一个动态调整的过程之中,调整的推动力来自多层次资本市场的发展与变化,因此最佳的制度就是最适合一国发展现状的制度。

从微观维度观察可知,各模式践行了差异化的投资者保护路径,彰显出对退市投资者保护理念的不同认知。决议模式与补偿模式可谓典型代表。以比较的视角观察两种模式,可得出如下区别。第一,决议模式与补偿模式对“投资者的受保护需求”有不同理解,前者认为,大股东压制问题的存在使退市决议未能充分体现投资者的意志,因此投资者的受保护需求体现为被弱化的成员权中的表决权;后者则聚焦退市给投资者带来的财产损失,认为受保护需求为对财产损失的补偿。第二,两种模式对退市中公司自治与投资者保护之间的关系理解不同。决议模式认为公司自治应让位于投资者保护,是否退市应由少数股东决定。而补偿模式则主张更均衡地处理公司自治与投资者保护之间的利益冲突,只要投资者能够获得足额经济补偿,法律就不应当阻碍公司退市。第三,两种模式分别遵循了不同部门法中的保护理念。决议保护遵循公司法中的少数股东保护思路,将投资者视为股份的“所有者”,继而强化其表决权;而补偿模式则将投资者定位为资本市场中的“交易者”,试图通过证券法保护方案弥补投资者因交易可能性受损而产生的财产损失。

结合比较法经验可知,一方面,作为新兴加转轨市场国家,我国多层次资本市场正处于有序建设的进程中,退市后股票挂牌的“全国中小企业股份转让系统”在流动性、定价机制与监管制度等方面与主板

尚存在较大差距。退市将使我国投资者承受较大的经济损失,因此补偿模式是现阶段最适合我国的保护模式。另一方面,补偿模式能够在法理上弥补决议模式的诸多缺陷。具体而言,其能够精准地满足退市投资者的受保护需求,均衡地处理退市中的利益冲突且更契合退市投资者保护问题的法教义学归属。在退市投资者保护模式亟需重构之际,补偿模式是我国的应然选择。下文将具体分析补偿模式之于我国的正当性。

三、补偿模式之正当性

(一)受保护需求之精准满足

决议模式更加关注投资者在退市决议中受到压制的表决权,进而将表决权的强化作为主要的投资者保护手段。此种模式混淆了投资者在退市中的受保护需求,形成错位式保护。为了构建有针对性的保护模式,亟需澄清投资者在退市情形的受保护需求,相关论述将围绕投资者在上市公司中的利益格局、在退市中的损失类型以及受保护需求这三个问题渐次展开。

1. 投资者在上市公司中的利益格局:财产性利益

投资者持有的股权可细分为管理权与财产权两个层面,前者指表决权、抗辩权等管理性权利,后者包括参与利润分配等财产性权利。^③绝大多数情况下,投资者因持股数量有限不具备影响上市公司经营的现实可能性,其更加重视股票的高流动性赋予其在经济上的自主决定空间,即依其意愿随时买进卖出股票从而实现盈利的可能性。^④尽管投资者亦因持股成为上市公司的小股东,然而人们鲜少从社团成员的角度对其进行观察,而主要将其视为追求投资收益的主体。可以说投资者在上市公司中的利益格局主要体现为财产性利益,具有纯粹的投资属性。^⑤

2. 投资者在退市情形的损失类型:财产损失

退市不影响投资者的股东资格。一方面,退市并不影响股权中的管理权因素,因为管理权的存在以及由此衍生而来的其他权利均不会因退市而受到波及。另一方面,退市亦不影响股权中的财产权因

素,退市后投资者仍可基于股东身份享有分红权等财产性权利。^⑥退市意味着投资者无法在挂牌市场继续转让股份,将使股份丧失因上市而在信息披露、监管环境等方面获得的有利交易条件,故股份因上市而获得的强流动性将受到严重限制。

股份在特定挂牌市场上的可交易性应被归为何种利益?对此,德国联邦宪法法院曾在著名的MVS/Lindner判决中以该利益是否属于所有权基本权的保护范围为切口展开探讨,并对股份“法律上的流动性”与“事实上的流动性”两个概念作出界分。前者指股份在法律上的可转让性,其并非基于上市获得,非上市公司的股份亦具备此功能;后者指股份基于上市而获得的高流动性,属于股份在特定市场上的单纯的盈利与交易机会,仅为股份的“价值构成要素”,是投资者在资本市场上获得股份的伴生风险^⑦可见德国司法界将股票因上市而获得的高流动性视为能够确定股份价值的要素。该认知对我国亦富有启发,股份在特定挂牌市场上的流动性是因上市而获得的在交易设施与交易机制等方面能够确定股份实际价值的有利条件,属于附着于股份之上的财产利益范畴。此外,退市还将导致股票挂牌价格的降低。实证研究表明,退市信息的披露将导致股票挂牌价格出现5%-12%的跌幅,^⑧此亦属于财产利益范畴。可见,退市主要对股票在资本市场上的流动性与交易价值产生影响,此皆属于财产利益范畴。

3. 投资者在退市情形的受保护需求:对财产损失的补偿

结合投资者在上市公司中的利益格局与在退市中的损失类型,其在退市情形的受保护需求已呼之欲出,即对财产损失的补偿。因此退市投资者保护问题的核心是财产保护,而非对表决权等管理性权利的强化或者股东资格的存续保护。故退市投资者保护问题应通过补偿财产损失,而非借助强化表决权的方式来解决。实际上,鉴于投资者在公司中轻管理、重投资的利益格局,财产补偿早已成为主流的投资者保护思路,并在众多投资者保护领域中得以应用。财产补偿相对于管理权甚至股东资格的超然

地位早已得到较为充分的论证,正如德国联邦宪法法院在具有里程碑意义的“Moto Meter案”中所指出的,投资者的股东资格或者管理性权利应让位于经济补偿,只要能够给予投资者与其股权价值相当的经济补偿,就可以认为其利益并未遭受较大程度的损害,甚至成员资格的丧失亦可接受,因为投资者一定可以在获得补偿后在同类企业中找到替代性的投资机会。^⑧鉴于此,退市情形不应被例外对待,投资者因退市而遭受经济损失,其受保护需求集中体现为对经济损失的弥补。因此应通过补偿模式及时且足额补偿投资者的损失。

(二)利益冲突之均衡处理

主动退市法律规制是公司自治与投资者保护之间的利益平衡,亦即效率与公平的博弈。现行决议模式不仅压制了上市公司正常的退市需求,而且长此以往将对整个资本市场的可持续发展产生不利影响,因此应以均衡的全局思路考察退市中的投资者保护问题。

1. 制度利益之正本清源:效率指导下的公平

决议模式将退市的最终决定权赋予投资者,从中可以解读出证监会对退市中利益衡量的基本立场:投资者保护可压制公司自治。此种利益衡量的结果因对制度利益存在误解而表现出较大的恣意性,因此有必要对退市投资者保护规则的制度利益予以澄清。

在利益的层次结构中,处于中心地位的制度利益指法律制度所固有的根本性利益。^⑨从内部观察,退市投资者保护制度的核心利益在于均衡地处理投资者保护与公司自治之间的关系,使其各安其位,各取所需,从而相互协调地促进退市制度的健康发展。因此投资者保护制度的目的绝非阻止退市,而是通过使投资者获得妥善保护减少退市的负外部性,最终保障公司的退市自由。从外部观察,与社会公共利益相协调是衡量制度利益的基准,^⑩退市投资者保护制度除了承载着保障投资者合法权益的使命外,还关涉多层次资本市场的可持续健康发展,而后者作为经济秩序的一部分属于公共利益的当然内

容。以赋予投资者退市否决权为内容的决议模式失当地将投资者的个体利益凌驾于公共利益之上,此时制度利益不仅无法与公共利益相协调,甚至可能阻碍公共利益的实现,应予修正。从制度利益与公共利益出发,不应以公平不当压制效率,而应追求效率指导下的公平。

2.“容忍与补偿”原则的引入

“效率指导下的公平”是在宏观层面对退市投资者保护制度进行利益衡量所得出的结论,针对该理念在解决利益冲突时的具体落实,宜在退市投资者保护领域引入“容忍与补偿”原则。^⑪

1962年德国联邦宪法法院在Feldmühle案中首次将“容忍与补偿”原则引入投资者保护领域,在该案中持有公司75%以上股份的大股东通过股东大会决议将公司的全部资产转移给自己,同时少数股东退出公司并以合理金额获得补偿。法院在进行利益衡量时认为,资本多数决规则下小股东只能承担股权可能被股东大会决议侵害的不利后果,基于重要的公共利益理由小股东具有投资属性的利益应劣后于企业集团自由开展经营的利益。原因在于,小股东所持股份具有纯粹的投资属性,其利益可通过足额经济补偿得以保障。^⑫可见“容忍与补偿”原则在投资者保护领域的内涵是:鉴于投资者持股数量极为有限故股权中的管理权功能微弱,其股权在根本上属于资产投资,^⑬因此投资者不具备影响公司决策的可能性,只能“容忍”股东大会决议给其造成的损失,但可就其损失获得足额经济补偿。

“容忍与补偿”原则可谓投资者保护领域中“效率指导下的公平”理念的完美注脚,亟需被引入退市投资者保护领域。一方面,持股数量有限的投资者需要容忍股东大会退市决议的生效。从风险的角度来看,主动退市是投资者在购买股票时应当预见到的风险,正如美国证券交易委员会所言:投资者必须清楚,上市许可并非一项不会终止的既得权利。^⑭退市是上市公司基于自身利益考量的商业决策,且符合公共利益,任何公司皆有在未来主动退市的可能,投资者无权阻止。另一方面,退市投资者保护问题

应由补偿机制解决。退市给投资者造成的损失主要体现为财产损失,足额的经济补偿能够弥补投资者的损失。只要上市公司做好补偿投资者的准备并具备补偿能力,法律就不应阻止退市。

(三)法教义学归属之妥当定位

决议模式无视退市的证券法属性将其与其他公司结构性措施混为一谈,将证券市场中的投资者视为与大股东相对立的小股东并强化其表决权,是僵化地依循公司法中的少数股东保护理念理解投资者保护的产物。虽然投资者因持股成为股东从而同时受到公司法与证券法的保护,但两法在保护的层次与功能上存在区别。

第一,保护层次不同。首先,对于上市公司的投资者而言,公司法所提供的是基于持股而享有的“最低程度”的保护,例如表决权、分红权等。上述权利与公司是否上市无关,即便公司退市投资者亦可基于持股享有公司法层面统一的股东保护。其次,投资者亦因公司上市获得证券法层面的保护,例如包括信息披露义务与行为义务在内的上市后续义务。此类保护与公司的上市状态息息相关,退市后投资者将无法享受此类保护。

第二,保护功能不同。公司法属于社团法范畴,以为公司内部事务设立组织与行为规则为主要内容,^①核心理念是将作为社员的股东联合起来,通过行使共同管理权追求公司目标。^②证券法属于市场监管法范畴,以证券的发行与交易为主要调整对象,旨在通过一系列监管规则保障证券市场的有序运行与投资者的合法权益^③,公司法与证券法的不同属性赋予其不同的保护功能。具体而言,公司法主要将股东视为股权的“所有者”进行保护,着眼于股东对股权的“持有”进而保护成员权中的管理权与财产权,而证券法主要将投资者视为股权的“交易者”进行保护,以股权在证券市场上的交易为核心,旨在提供公平的交易价格与公正透明的交易环境。^④

决议模式错误地将退市投资者保护问题的法教义学归属确定为公司法,从公司法的工具箱中选取类别决议与异议股东退出权两项股东保护制度,试

图强化投资者的表决权以对抗公司退市。公司法中的股东保护思路不仅无法解开证券法中的退市投资者保护难题,而且损害了法律的体系性与内在逻辑的一致性。退市是典型的证券法行为,退市后投资者仍为公司股东,只是将丧失股票在特定证券市场中的可交易性。从保护层次的角度来看,退市仅影响投资者在证券法层面因上市而获得的利益,而非投资者基于持股而享有公司法层面的保护。从保护功能的角度来看,退市影响股票在挂牌市场的可交易性,属于作为股权交易者的投资者的交易性利益,而非作为股权所有者的股东的持有性利益。因此退市投资者保护问题的法教义学归属是证券法,该问题宜通过证券法中的补偿机制来解决。

(四)注册制理念之高度契合

补偿模式高度契合注册制理念,可以说注册制改革为退市制度改革提供了空前的历史机遇。作为“入口”的上市与作为“出口”的退市是资本市场中的两个关键环节,股票的发行上市与退市制度亦为资本市场中重要的基础性制度,二者不可割裂且相互作用与影响。一方面,失当的上市制度无法滋养出成熟的退市实践。与成熟资本市场主动退市比例较高不同,我国的主动退市实践寥寥无几,迄今A股市场仅有*ST二重(2015年)与*ST上普(2019年)两起“非典型”^⑤主动退市案例。究其根源,核准制下壳资源的稀缺性使我国股市陷入“上市难、退市更难”的窘境,严重阻碍了市场的出入自由,扭曲了股市的供需平衡,亦使主动退市制度形同虚设。另一方面,有缺陷的退市制度同样会反噬上市制度改革为资本市场建设所付出的努力。尽管注册制改革与新《证券法》的正式实施已为资本市场通畅了“入口”,但如果作为“出口”的退市制度不随之改革,那么我国股市将罹患只进不出的疾病,从而极大减损注册制改革的成效。上市与退市是有机统一体,注册制改革须与退市制度配套改革方可实现良性互动的制度协同效应。^⑥

随着注册制改革的有序开展,一个进出更自由、主体责任更明晰、投资者得到更适当保护的健康运

转的多层次资本市场已初见雏形。照此趋势,主动退市有望回归商业决定的本质,即上市公司通过上市获取的利益已与上市的负担不成比例。注册制时代市场化、常态化的主动退市实践已经呼之欲出,而以决议模式为主要内容的现行退市投资者保护制度显然无法与之相匹配。

补偿模式是注册制改革背景下退市投资者保护模式的应然选择。注册制改革要求退市制度应充分体现市场化、法治化的要求,良性循环的资本市场要有进有出且遵循正常的新陈代谢规律,唯此方可充分发挥资本市场的资源配置作用。在法政策层面,在“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用”的新时代,补偿模式既能妥善安置投资者在退市中的利益,又无碍市场化退市中市场要素的自由流动与要素配置效率。落实到法技术层面,补偿模式能够切断投资者对退市决定的控制权,将退市投资者保护问题聚焦于经济补偿,通过退市投资者保护制度的供给侧改革保障注册制改革下主动退市制度的顺畅运行。

四、补偿模式之制度设计

(一)适用范围

退市分为完全退市与转板退市,前者指股票退出在所有交易场所的交易,后者指股票退出当前交易板块后将继续转至其他板块进行交易,此亦可细分为升板退市与降板退市。目前我国尚未对完全退市与转板退市中的投资者保护方案进行类型化区分,这种一刀切式的做法应予修正。鉴于补偿的前提是经济损失的存在,故应对补偿模式的适用范围进行类型化区分。首先,补偿模式适用于完全退市情形。其次,补偿模式不适用于升板退市。因为升板意味着股票交易将在更高层次的交易板块接受更为严格的监管,退市不但不会导致投资者遭受损失,反而将使投资者受到更为全面的保护,故投资者不存在突出的受保护需求。最后,降板退市中宜设置细致的差异化补偿方案。目前我国多层次资本市场正在如火如荼的建设过程中,各层次资本市场总体上呈现错位发展、良性竞争的态势。鉴于各层次市场的流动性与监管程度不一,降板退市给投资者造

成的损失并不一致。例如,相对于由主板降至科创板,降至创业板或者新三板无疑将给投资者造成更大的损失。对前者来说,随着科创板与主板差距的不断缩小,降板至科创板在不远的将来或许无需补偿。而对后者来说,根据特定板块与主板的差距设置不同程度的补偿仍属必要。总之,降板退市是否以及在多大程度上适用完全退市的补偿规定还有赖于专业人士的精细研判。

(二)制度构建

实际上,补偿模式已在我国主动退市实践中得到应用,在*ST二重与*ST上普案例中,上市公司主动为投资者提供了有别于现行保护标准的补偿方案,为控股股东之外的所有股东提供了现金选择权。从保护效果来看,现金选择权赋予所有投资者以较为合理的价格退出公司的权利,属于可供选择的补偿工具。值得探讨的是,上述现金选择权在法教义学中的定位是什么?有学者对实践中应用的现金选择权与公司法中的异议股东回购权进行比较分析,得出前者可吸纳后者的结论。^⑥该观点值得商榷,因为两种制度的法教义学归属与功能完全不同。上市公司在实践中屡屡应用的现金选择权属于证券法中的证券收购制度范畴,该制度与《证券法》中的“上市公司的收购”制度是一般与特殊的关系。区别在于前者是收购人向所有投资者发出的公开收购要约,而后者仅指以控股为目的收购证券^⑦。反观异议股东回购权,其为公司法上的资本多数决纠正机制,旨在保护异议股东免受其不赞成的公司重大结构性措施的伤害。因此两种制度是平行存在于两个部门法中且具有不同功能的制度,不宜混淆。

延续证券收购要约的思路,将补偿模式制度化意味着是否发出要约不应由公司自由选择,而是具有主动退市意图的公司必须采取的投资者保护措施。从这个角度来看,补偿模式的法教义学归属应为证券收购制度框架内的强制要约,是有别于上市公司收购框架内的强制要约收购的独立制度。据此,收购人须向所有投资者发出以特定价格收购股票的公开要约,投资者可自主决定是否作出承诺。

出于补偿投资者的目的,该要约须为完全要约。收购人原则上可为任何对收购公司股票感兴趣的自然人或法人,实践中一般为公司控股股东或者若干股东的集合。

参照上市公司收购中的强制要约,退市情形中强制要约的收购人亦应编制并公告要约收购报告书。报告书中记载的内容是投资者作出决定的重要依据,因此应包括所有与收购相关的重要事项,且须全面、准确及清晰。然而鉴于两种强制要约制度功能不同,报告书在内容方面应有所差异。不同于上市公司强制收购要约需包含极为详尽的收购人信息和收购对公司的影响等信息,补偿模式中的强制要约宜适当精简且应包括公司退市后的去向与计划。该要约须以现金为对价,不得附任何条件且需对退市风险及拒绝要约的风险进行提示。退市强制要约旨在为投资者提供补偿,因此收购价格是重中之重。我国实践中的一元化做法值得商榷^①。为使投资者利益免受人为操纵所致低股价的侵害,可参考德国经验^②,设置以交易所挂牌价格为原则,以公司市值为例外的计算方法。此外,为减轻股市异常波动对股价的不当影响,宜将计算平均价格的时段适当延长。具体而言,建议我国将收购价格确定为公司退市意图公开之前六个月的加权平均交易所挂牌价格,但若在此期间投资者能够证明发行人或其他主体的违法违规行为导致挂牌价格已经无法如实反映公司市值,则应按照公司的真实价值计算收购价格。若投资者对补偿额度存在异议,则向法院提起诉讼,为诉讼效率考量,此处可借鉴德国经验适用示范判决制度。

(三)立法对接

我国退市投资者保护规定主要体现在《证券法》、证监会《退市意见》与交易所自律规则三个法律层级。鉴于法律的稳定性与退市投资者保护制度的动态调整性,鲜有国家直接在法律层面对后者作出规定,我国亦不例外。《证券法》第48条将退市法律规制转引至交易所规则,因此亟须在交易所规则层面推动主动退市投资者保护模式由决议模式向补偿模

式转换。然而由于沪、深两市的《上市规则》基本上照搬了《退市意见》中的保护模式,可知证监会是现行模式的实际决策者,因此应首先推动《退市意见》的相关修改。建议证监会在《退市意见》中对交易所保护规则设定方面的自主空间及其边界予以明确。补偿模式作为底线式保护,应允许各交易所在不违反法律强制性规定与基本精神的前提下设置差异化的保护路径。

在完成《退市意见》的修改工作后,交易所应对其《上市规则》进行相应修订。在此需注意两个问题:第一,宜针对不同的交易板块设置有针对性的保护路径。例如主板市场与科创板市场、创业板市场是否应设置同等程度的保护,尚需专家进行细致的论证。第二,在厘清现金选择权法教义学归属的基础上,仍可继续将其作为具体的补偿工具。沪、深交易所皆已发布关于现金选择权的业务指引,建议增加主动退市这一适用情形,并增补与证券收购相关的具体规定。

五、结论

决议模式存在诸多不足之处,使投资者保护制度嬗变为“阻碍退市制度”。在等待期模式、决议模式与补偿模式这三种退市投资者保护模式中,补偿模式是我国的应然选择。它能够精准地满足投资者在退市情形的受保护需求,均衡地处理公司自治与投资者保护之间的利益冲突,妥适地定位退市投资者保护问题的法教义学归属且高度契合注册制改革的精神内核。就补偿模式的具体制度设计而言,在适用范围方面,应对完全退市与转板退市进行细致的类型化区分。在制度构建方面,应引入证券收购制度框架内的强制要约,收购人须向所有投资者发出以特定价格收购股票的公开要约,该要约须为完全要约,且须以现金为对价。在立法对接方面,应首先修改《退市意见》,继而在关注各板块差异性和发展趋势的基础上对交易所规则进行实时调整。

注释:

①主动退市有广义与狭义之分,前者包括所有最终导致

主动退市这一结果的交易,例如私有化、合并、收购、清算等,退市并非上述交易的主要目的,仅为其在交易所层面的“溢出效应”。后者则仅指上市公司以退市为首要目标及唯一效果主动向交易所申请撤回股票交易的行为。本文的研究对象为狭义的主动退市。

②Vgl. MükoAktG/Arnold, (2018)AktG §138, Rn. 4.

③Vgl. MükoAktG/Arnold, (2018)AktG §138, Rn. 2.

④参见朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,《中国社会科学》2013年第9期,第149页。

⑤Vgl. MükoAktG/Arnold, (2018)AktG §138, Rn. 2.

⑥参见[德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔著:《德国资公司法》(下册),高旭军等译,上海人民出版社2019年版,第999页。

⑦有学者以优先股为例论证退市决议情形无需设置类别决议的原因:退市决议仅限制优先股的流动性,并不影响优先权本身,vgl. MükoAktG/Arnold, (2018)AktG §138, Rn. 8.

⑧参见[德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔著:《德国资公司法》(下册),高旭军等译,上海人民出版社2019年版,第995页。

⑨Vgl. Schmitt/Hörtnagl/Stratz/Winter, (2018)UmwG §29, Rn. 3.

⑩Vgl. Sanders, Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt-und Gesellschaftsrecht, Dunker & Humblot 2017, S. 95.

⑪Vgl. Müllert, Grundsatz-und Praxisprobleme der Entwicklung des Art. 14 GG auf das Aktienrecht, in: FS Hopt, De Gruyter 2010, S. 1054.

⑫See Julia Khort, Protection of Investors in Voluntary Delisting on the U. S. Stock Market, Working paper 2014: 4, p. 22, https://www.jur.uu.se/digitalAssets/585/c_585476-1_3-k_wps2014-4.pdf,最近访问时间[2019-06-11]。

⑬See Jeffrey Harris, Why Rule 500 should be repealed, NASDAQ International Magazine 44(September/October 2003), pp. 54-55.

⑭《美国联邦法规》(Code of Federal Regulations)第240.12d2-2条。

⑮《证券交易法》仅于第12(d)条规定,若公司已满足交易所的退市条件则可向SEC提交退市申请。纳斯达克一贯采取自由放任的态度,未针对主动退市提出交易所层面的新要求。而根据纽交所目前的退市规则,董事会决议是唯一的退市要求。

⑯See SEC File Nr. 1-07162, <https://www.sec.gov/rules/delist/1-07162-o.htm>,最近访问时间[2020-04-10]。

⑰与美国证券交易委员会近年的克制态度形成鲜明对比的是其早期的激进作风。在1944年的“Shawmut Association案”中,美国证券交易委员会认为“退市是对投资者重大利益的剥夺”,因此主动退市不仅需要股东大会资本多数决,还须获得出席股东大会半数以上股东同意。在1945年的“Torrington Company案”中美国证券交易委员会进一步要求,只有在全体股东至少半数以上出席股东大会并参与表决时,退市决议方发生效力。在美国证券交易委员会的强势干预下,上述二公司的退市申请均以失败告终。See Shawmut Association, 15 SEC 1028(1944); Torrington Company, 19 SEC 39(1945).

⑱在修法过程中,被否决的替代方案有:第一,将退市决议通过的多数要求提升至90%。英国金融行为监管局认为这将赋予小部分少数股东阻碍退市的权利,进而使少数保护异化为少数控制。第二,当自由流通股比例低于25%时方提高退市决议的多数要求。英国金融行为监管局认为因在法律不允许流通股比例降低的情形就无法适用该规定,这将导致流通股股东无法获得相应保护。第三,根据流通股比例设置一个动态的退市决议多数要求。英国金融行为监管局认为该方案过于复杂且不当地将非流通股与控股股东相关联。See FCA Consultation Paper 13/15, Feedback on CP 12/15: Enhancing the Effectiveness of the Listing Regime and Further Consultation, November 2013, pp. 72-73.

⑲See FCA Consultation Paper 13/15, Feedback on CP 12/15: Enhancing the Effectiveness of the Listing Regime and Further Consultation, November 2013, p. 73.

⑳《新加坡交易所上市手册》(SGX Rulebooks: Mainboard Rules)第1309条,《泰国证券交易所退市规则》第4条第5款。

㉑Vgl. Auer, Der Rückzug von der Börse als Methodeproblem, JZ 2015, 71, 71.

㉒BGHZ 153, 47 ff.

㉓Vgl. Sanders, Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt-und Gesellschaftsrecht, Dunker & Humblot 2017, S. 61.

㉔BVerfGE 132, 99, 121.

㉕Vgl. Brellocks, Der Rückzug von der Börse nach "Frosta", AG 2014, 633, 635.

㉖NJW 2014, 146, 146.

㉗公司法路径与资本市场法路径的相关争论,参见 Bundesrat, BR-Drucks. 22/15, S. 7f.; Bayer, Aktionärschutz beim

Delisting, ZIP 2015, 853, 857; Koch/Harnos, Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktioärschutz, NZG 2015, 729, 732 ff.。

⑳BverfG, NJW 2001, 279, 279.

㉑BverfG, NJW 1999, 3769, 3771.

㉒BverfG, NJW 1962, 1667, 1668.

㉓BVerfGE 132, 99, 121.

㉔BVerfGE 132, 99, 121 f.

㉕See Gary C. Sanger, James D. Peterson, An Empirical Analysis of Common Stock Delistings, 25(2)J. Financ. Quant. Anal., p. 265(1990).

㉖BverfG, NJW 2001, 279, 280.

㉗参见梁上上:《利益的层次结构与利益衡量的展开》,《法学研究》2002年第1期,第57页。

㉘参见梁上上:《制度利益衡量的逻辑》,《中国法学》2012年第4期,第73页。

㉙该原则于1895年被德国行政法学之父梅耶(Otto Mayer)引入行政法,用于描述市民相对于强权国家的法律地位。梅耶指出,由于市民无力对抗国家,除了向国库依法缴税外别无他法,因此在警察国家中市民自由的保障就只能依赖“容忍与补偿”原则。Vgl. Mayer, Deutsches Verwaltungsrecht, Bd. 1, Dunker & Humblot 1895, S. 52.

㉚NJW 1962, 1667, 1668.

㉛参见陈霄:《德国宪法上的财产权保障与股东权利》,

《华东政法大学学报》2016年第1期,第37页。

㉜See SEC Release No. 34-5359, File No. 1-689, 1-816, 37 SEC 362, 365.

㉝Vgl. Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, De Gruyter 2012, S. 244.

㉞Vgl. Müllert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, C. H. Beck 1996, S. 150.

㉟Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, C. F. Müller 2014, §1 Rn. 7 f.

㊱See Jame J. Park, Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law, 64 UCLA Rev. 116, p. 121(2017).

㊲非典型的原因在于二公司皆因连续三年亏损被暂停上市,主动退市是公司为避免被交易所强制退市采取的权宜之计,在此情况下主动退市符合公司所有股东的利益,因此不存在一般主动退市中的利益冲突。

㊳参见董登新:《A股退市中的政府角色》,《中国金融》2016年第12期,第52页。

㊴参见李文莉:《公司股东现金选择权制度构建探析》,《政治与法律》2012年第5期,第85页。

㊵Vgl. Hopt, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und übernahmegesetz, ZHR 2002, 383, 388.

㊶目前实践中的回购价格为董事会决议退市前三十个交易日公司股份平均交易价格。

㊷参见德国《交易所法》第39条第3款。

Reflections on and Reconstruction of the Investor Protection Mode in Voluntary Delisting

Zhang Yan

Abstract: The current delisting resolution mode in China, which equates delisting with corporate structural measures and investors with class stock shareholders and attempts to suppress delisting resolution by strengthening investors' voting rights, is the result of understanding investor protection in the Securities Law in accordance with shareholder protection in the Company Law. This resolution mode not only fails to meet the protection needs of the investors of delisting corporations, but also leads to many negative consequences. Therefore, a shift from the resolution mode to the compensation mode is urgently needed. The compensation mode can meet the protection needs of investors in voluntary delisting more accurately, deal with the conflicts of interest between corporate autonomy and investor protection in a more balanced way, and be more in line with the legal doctrine attribution of delisting investor protection. The position of the compensation mode in the doctrine of Securities Law is a mandatory offer within the framework of the securities acquisition system. The purchaser must issue a public offer, which should be complete and paid in cash, to all investors to purchase shares at a specific price.