

A股

一周内两家公司主动退市

A股市场加快构建“进退有序”良性生态

一周之内，两家上市公司先后宣布主动退市。

日前，处于停牌期间的中航产融公告称，经公司董事会审议通过，公司拟以股东大会决议方式主动撤回A股股票在上交所的上市交易，并转而申请在全国中小企业股份转让系统挂牌。

中航产融是近8天内第二家宣布主动退市的A股上市公司。此前，玉龙股份因公司经营状况不佳，现金流持续恶化，经营面临重大不确定性而宣布主动撤回A股上市交易。

拉长时间线看，近年来，已有*ST二重、*ST上普、*ST航通、经纬纺机、*ST亚星等多家公司选择主动退市。

在A股不少企业争抢“壳资源”、融资效应较为良好的背景下，这些主动选择退市的公司有哪些特点？背后的动机是什么？主动退市对中小投资者有什么样的影响？

主动退市

经梳理发现，上市企业选择主动退市的时点多在定期报告披露前。

以近期主动退市的中航产融、玉龙股份为例，根据规定，上市公司一般需在4月30日前披露2024年年报，3月为年报披露高峰期。上述两家公司目前均未披露年报，并在3月底先后宣布主动退市。

2023年9月，在半年报披露“最后期限”前，经纬纺机召开临时股东大会审议通过了主动终止上市相关议案，并向深交所提交了终止上市申请材料，最终在同年10月中旬完成了退市。由于已启动退市，该公司未披露2023年半年报。

无独有偶，*ST二重在2015年2月16日披露了控股股东全面要约收购，以实现公司主动退市的目的。当年4月23日，在2014年年报披露最后时间到来之前，该公司股东大会通过了退市方案。

“进入主动退市流程后，剩下的财报就不用披露了，对于部分公司来说也有一定好处。”一名投资者分析，如果公司本身业绩情况不理想，与其“坐以待毙”等待定期财报披露后市场给出负反馈，甚至强制退市，不如选择主动退市。而且对于规模较小的上市公司而言，定期披露财报本身就需要不菲的成本。

经营承压

近三年主动退市的上市公司在公告中，多将退市原因归纳为“经营面临重大不确定性，可能会对公司造成重大影响”。

以中航产融为例，财报显示，2021年，该公司的营业总收入为190.84亿元，到2023年减少至169.39亿元；其归母净利润也从2021年的44.71亿元减至2023年的2.9亿元，仅剩“零头”。2024年业绩预告显示，2024年归母净利润预亏约4800万元。

玉龙股份情况类似。财报显示，2022年，该公司营业收入为109.36亿元，到2023年断崖式下滑至24.24亿元。2024年前三季度，营业收入仅有13亿元。

与中航产融、玉龙股份相比，*ST亚星因业绩失利已行至退市边缘。财报数据显示，2023年，该公司实现营业收入12.08亿元，净利润亏损3.37亿元，当年年底经审计净资产为-1.77亿元，处于资不抵债之中。2024年5月起，因年报审计净利润、期末净资产为负，*ST亚星被实施退市风险警示。

拉长时间线看，*ST二重、*ST上普、*ST航通在主动退市前，利润已出现多年亏损，已“披星戴帽”，离退市仅有一步之遥。据披露，二重重装2011年—2013年已持续亏损，2014年业绩也预亏。*ST上普2015年至2017年业绩亏损，且预计2018年续亏。而*ST航通2016年—2018年连续三年净利润为负，2019年经审计的净利润继续为负。

以经纬纺机为例。退市前的2023年一季度，该公司实现营业收入17.6亿元，净利润9748万元，与往年的差距并不大。在2021年，该公司营收一度为124.1亿元，同比增长37.65%，归属净利润为6.012亿元，同比增长46.46%。虽然2022年有所回调，但幅度并不大。

除了业绩亏损，多家公司退市前还因信披违规、财务造假、税务逾期等问题，被监管警示或处罚。

如何善后？

主动退市后，应如何设定补偿方案以保护中小投资者的权益？

“主动退市的核心保护机制是现金选择权，其定价应遵循‘三个不低于’原则：不低于市场价格、每股净资产和发行价（如适用）。”上海市信本律师事务所高级合伙人赵敬国表示。

业内一般认为，现金选择权是指在上市公司退市过程中，公司或控股股东为保护中小股东权益，向持有股票的投资者提供以现金替代股票退出投资的选择权。投资者可选择按约定价格（通常基于退市前股价）兑换现金，而非持有退市后流动性受限的股票。

中航产融、玉龙股份、*ST亚星等选择主动退市的公司，都向股东提供现金选择权，并出现一定溢价，但部分相对净资产出现一定折价。

据公告，中航产融、玉龙股份、*ST亚星、经纬纺机现金选择权行权价格分别为3.54元/股、13.2元/股、6.42元/股、9.24元/股，较停牌前的收盘价分别溢价3%、1.23%、10%、15%。其中不少公司现金选择权的价格仍低于净资产价格。以中航产融为例，该公司2024年三季度末每股净资产为4.24元，目前的现金选择权行权价仅为3.54元/股，折价约16.5%。经纬纺机2023年一季度末每股净资产为14.19元/股，现金选择权行权价仅为9.24元/股，也出现大幅折价。

赵敬国表示，若行权价仅略高于市价但远低于净资产，可能引发争议。此时需引入独立第三方评估机制，确保定价公允。

此外，赵敬国指出，上市公司主动退市前应充分披露退市原因、财务风险及补偿方案，保障投资者知情权。并确保董事会决策独立性，避免大股东操控退市程序。

“异议股东可通过股东大会行使表决权，或要求现金选择权退出。若认为方案不公，可依据《公司法》提起股东派生诉讼或申请司法审查。”赵敬国称，集体诉讼与特别代表人诉讼（如中国投服中心支持）可降低维权成本。例如证监会已推动对违法违规退市公司的集体诉讼。

除行权价格外，北京市中盾（呼和浩特）律师事务所主任张立娟表示，上市公司主动退市确保程序合法。

焦点

不能“一退了之”

主动退市是市场良性退出机制的重要组成部分，但并非“万能药方”。上述投资人士表示，企业主动退市并不意味着能“一退了之”。如果该公司存在问题，如财务造假、信息披露违规、股东资金占用等情况，即便选择主动退市也应进行追责。

此外，目前在主动退市的实践中，仍然存在诸多问题。

“在主动退市过程中，中小股东可能由于信息不对称而无法充分了解退市的原因、影响及自身的权益保障措施，而在决策时处于不利地位。”张立娟律师认为。

赵敬国表示，目前主要存在三方面问题。第一，目前现金选择权标准模糊。现行法律未明确现金选择权定价的强制性标准，导致实际中溢价幅度差异大。第二，决策程序中小股东参与不足。主动退市通常由控股股东推动，中小股东在股东大会中话语权弱。第三，赔偿机制缺位。主动退市缺乏类似强制退市中先行赔付或行政处罚追偿的强制保障，投资者依赖诉讼维权效率低。

在实际的过程中，如何利用法律制度的精细化设计保护中小股

相关

今年多家公司被“戴帽”

近期，A股市场多家上市公司被“戴帽”。截至3月底，今年以来已有22家公司被ST或*ST，其中9家因重大信息披露违法，显现出监管层对财务造假“零容忍”的态度。

在监管趋严的背景下，A股市场的投资生态正在发生积极改变。一方面，对于这些“戴帽”特别是有财务虚假记载“前科”的上市公司，投资者对其信任度降低，加速抛售；另一方面，常态化退市格局加速形成，2025年以来已有数家公司因触及退市指标而终止上市并摘牌。

中国社会科学院研究生院特

东的权利？

赵敬国建议，未来应通过立法统一标准、优化决策程序、强化赔偿机制，平衡控股股东自主权与中小投资者利益。同时，借鉴成熟市场经验（如美国集体诉讼、欧盟赔偿基金），构建多层次保护体系，方能实现“退得平稳、退得公平”。

具体看，应通过立法明确现金选择权定价规则，将“三个不低于”原则纳入《证券法》或退市细则，要求行权价覆盖净资产与发行价，防止控股股东低价私有化。其次，应优化决策程序与表决机制。引入分类表决制度，要求中小股东单独分别表决退市方案。提高股东大会通过门槛（如需2/3以上中小股东同意）。此外，需要构建多元化赔偿体系。强制要求控股股东在主动退市中提供履约担保，确保现金选择权的支付能力。推广第三方换股或股权赔偿机制，如地方政府协调新上市企业定向发行股份置换退市公司股票。

张立娟建议，证券监管机构应加强对上市公司主动退市过程中信息披露的监管，要求上市公司及时、准确、完整地披露退市的相关信息，确保中小股东能够充分了解情况。

聘导师柏文喜在接受记者采访时表示，上市公司发生财务造假的原因包括满足业绩指标和市场预期、避免退市风险、公司治理结构缺陷等。比如，上市公司为了达到市场预期的业绩指标，避免股价下跌，可能会通过财务造假来美化财务报表；为了满足定增等再融资的发行条件，或者以更高的价格完成定增计划，可能会通过财务造假来提升公司的财务状况；为了避免因财务指标不达标而被ST或退市，可能会通过财务造假来掩盖真实的财务状况；部分公司存在公司治理结构不完善、内部控制薄弱等问题，导致财务造假行为容易发生。

据第一财经、经济参考报、华夏时报