

科创板投资者保护问题介绍

黄明* 郑晓毅** 梁牧笛***

摘要:科创板试点注册制是资本市场的增量改革,证监会统筹推进科创板的发行、上市、信息披露、交易、退市等制度的建设,本文从中小投资者参与投资的角度对科创板投资者保护工作的顶层设计和政策考虑做了一系列系统的介绍和分析:一是通过分析证监会和上海证券交易所已经发布的各项科创板相关制度,对比主板相应制度,提出科创板的创新点和较大的风险点;二是系统梳理发行上市、持续监管、退市、红筹企业和存托凭证四个环节的“全链条”投资者保护举措;三是研究投资者适当性管理、专项投资者教育宣传、多元纠纷化解、权益救济四项针对科创板投资者专项保护举措;四是探讨责令购回、集团诉讼、赔偿基金等投资者保护创新举措。

关键词:资本市场 科创板 注册制 投资者保护

一、科创板创新要点及主要风险点

科创板的定位:科创板是坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求,主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业的板块。

科创板的目標:重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业,设置目的在于推动互联网、大数

* 中国证监会投资者保护局副局长。

** 中国证监会投资者保护局综合处处长。

*** 中国证监会投资者保护局干部,清华大学五道口金融学院博士研究生。

本文摘自证监会投资者保护局投资者保护大讲堂“科创板中的投资者保护问题介绍”讲座。

据、云计算、人工智能和制造业深度融合,引领中高端消费,推动质量变革、效率变革、动力变革。

科创板的性质:科创板试点注册制是资本市场的增量改革,从设立上海证券交易所(以下简称上交所)科创板入手,稳步试点注册制,积累经验,着眼于加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场。在此过程中,证监会将统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等存量制度改革。待条件成熟后在其他板块稳步推开注册制。

科创板的地位:科创板与现有的主板、中小板、创业板以及新三板都是多层次资本市场体系的重要组成部分,科创板在发行、上市、信息披露、交易、退市等方面都做了很多制度创新,与现有板块相比,有三大突破:一是支持关键核心技术创新,增强对科技创新企业的包容性。二是股票发行实行注册制,建立健全以信息披露为中心的股票发行上市制度。三是在完善基础制度上实现突破,实行更加市场化的发行承销、交易、并购重组、退市等制度。因此,科创板不是简单的板块加法,其核心是支持“科创”。

科创板的投资者保护工作的安排:以保护投资者知情权、参与权、收益权、求偿权等基本权利为核心,各项业务纳入“投资者保护”工作要求,进一步完善投资者适当性管理、投资者教育、纠纷调解、赔偿救济等投保制度,综合施策,精准发力,将保护投资者合法权益贯穿于各项监管工作始终。

(一)五大环节十二大创新点

1. 发行上市:实行注册制、财务指标多样性、红筹企业申报资格

注册制试点本质上是股票发行上市制度市场化改革的不断推进,是一种渐进式改革。相比于核准制下的审核,注册制下的审核是改革和发展的递进。科创板股票注册制试点以信息披露为核心,从信息披露的充分性、一致性和可理解性角度开展审核问询,在坚持发行人的基础诚信责任和中介机构把关责任前提下,把对企业质量的判断责任交还给市场、交还给中介机构和投资者,审核不对企业的质量“背书”,充分发挥市场博弈机制在股票定价上作用。同时,在审核方式上,注册制下的审核方式通过一轮或多轮审核问询让发行人充分披露与投资者投资决策相关的重要信息、探索分行业审核、审核流程全程电子化,切实有效地减少了企业的上市成本、提高工作效率,提高可预期性。

“五大财务指标”是本次科创板发行制度明确的一项创新,确定了以市值为核心,

综合考虑企业的实际经营情况,并在此基础上制定多样化的标准。科创企业可结合自身的财务和经营状况进行多维度比照,而这些指标意味着符合科创条件的企业在未盈利的情况下就有机会实现上市。

科创板制度中的另一创新点就是允许红筹架构企业发行股票或存托凭证并在科创板上市,这将有利于真正鼓励一批高增长且技术领先的红筹企业科创板上市,有利于红筹企业境内外多地上市,且降低该类红筹企业“拆红筹”的财务成本,从而真正做到资本市场促进科技与实体经济发展。同时进一步明确降低了可以在科创板上市的未上市红筹企业的市值要求。发行存托凭证并上市交易也是海外常见的方式,比如美国存托凭证(American Depositary Receipt, ADR)。

2. 定价承销:市场化询价定价方式、战略配售机制、绿鞋机制

考虑到科创板对投资者的投资经验、风险承受能力要求更高,科创板取消了直接定价方式,全面采用市场化的询价定价方式。一是将首次公开发行询价对象限定为证券公司、基金管理公司等七类专业机构投资者。二是提高网下发行配售数量占比,对于公开发行后总股本不超过4亿股的,网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的70%;对于公开发行后总股本超过4亿股或者发行人尚未盈利的,网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的80%。三是引导各类投资者理性参与,提升科创板网上投资者申购新股的普惠度,降低网上投资者申购单位。

科创板建立战略配售制度,一是首次公开发行股票可以向战略投资者配售,首次公开发行股票数量在1亿股以上的,战略投资者获得配售的股票总量原则上不得超过本次公开发行股票数量30%,超过的应当在发行方案中充分说明理由;首次公开发行股票数量不足1亿股的,战略投资者获得配售的股票总量不得超过本次公开发行股票数量的20%。二是引入发行人高管与核心员工认购安排,为保障市场平稳运行,进一步优化超额配售选择权机制,科创板允许发行人和主承销商普遍采用超额配售选择权,促进科创板新股上市后股价稳定。同时,试行保荐机构相关子公司跟投制度。

3. 交易机制:放宽涨跌幅限制、新增盘后固定价格交易

科创板引入了适当放宽涨跌幅限制、调整单笔申报数量、上市首日开放融资融券业务等差异化机制安排。一是涨跌幅限制放宽至20%。此外,为尽快形成合理价格,新股上市后的前5个交易日不设涨跌幅限制。二是调整单笔申报数量。对于市价订单和限价订单,规定单笔申报数量应不小于200股。三是科创板股票自上市首个交

易日起可作为融资融券标的,以提高市场定价效率、着力改善“单边市”等问题。四是为了保障市场流动性、提升定价效率,科创板引入盘后固定价格交易,满足投资者多样化交易需求,减少被动跟踪收盘价的大额交易对盘中交易价格的冲击。

科创板引入盘后固定价格交易,这是在收盘集合竞价结束后,交易系统按照时间优先顺序对收盘定价申报进行撮合,并以当日收盘价成交的交易方式。盘后固定价格交易是盘中连续交易的有效补充,一是能够满足投资者在竞价撮合时段之外以确定性价格成交的交易需求,二是有利于减少被动跟踪收盘价的大额交易对盘中交易价格的冲击。

4. 公司治理:差异化表决权、员工激励、股份减持

同股同权的规定是《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第126条的明文规定,同时,第131条也规定了例外情形,“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定”。国务院^①文件中明确规定“推动完善公司法等法律法规和资本市场相关规则,允许科技企业实行‘差异化表决权’治理结构”。因此,上交所在证监会文件基础上制定关于“差异化表决权”相关细则并经证监会审核同意,具备制度突破的法理前提和依据,特别表决权制度的设置对目前科创板实施乃至整个A股资本市场而言都是创新。

科创板股权激励创新,一是上市前股权激励允许期权。以往在主板、中小板、创业板上市的公司一般均被要求上市申报前股权要确定,不能有期权,因此在股权激励中一般会要求IPO申报前的期权安排会加速行权或撤销,以满足股权清晰确定的上市要求。针对科创板企业一般都是具备“硬科技”且快速发展的公司,对于核心技术人员和业务骨干人员的股权激励之必要性更强,作用也更大,且该等企业估值高、成长性快,核心技术人员和业务骨干人员须在企业上市前完成行权存在较大的资金成本压力。参照海外上市的惯例,上市时一般也会允许股权激励计划中存在期权计划,即在企业上市盈利并符合行权的条件后再行权。二是上市后股权激励安排更加灵活。与主板市场不同,单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东,上市公司实际控制人及其配偶、父母、子女可以成为激励对象。上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数,由主板的10%提高到累计不得超过公司股本总额的20%。

在减持规则上,科创板与主板、中小板、创业板相比,一是控制权和技术团队稳定

^① 国务院2018年9月18日发布国务院《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》(国发〔2018〕32号)。

要求。《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称上市规则)规定,控股股东在解除限售后减持股份的,应当充分披露对公司控制权的影响及后续安排,保证上市公司持续稳定经营;适当延长核心技术人员的锁定期,上市后1年内和离职后6个月内不得减持首发前股份,锁定期届满后4年内每年减持的首发前股份不超过上市时所持首发前股份的25%。二是对尚未盈利公司股东减持作出限制。上市时未盈利的公司,其控股股东、实际控制人、“董监高”及核心技术人员上市3年内不得减持。三是优化股份减持方式。上市公司股东除可按现行规定减持外,还可以通过非公开转让、配售等方式转让首发前股份。

5. 退市制度:优化退市指标、简化退市程序

为确保科创板的市場质量和可持续发展,按照“宽进严出”的原则,科创板实施更为严格的退市制度,主要聚焦两类公司:一类是存在重大违法行为的公司,另一类是丧失持续经营能力且恢复无望的主业“空心化”公司。一是优化和丰富退市指标体系。吸收最新退市改革成果,明确构成信息披露重大违法和公共安全重大违法等情形依法强制退市;增加市值类退市指标;明确科创公司不适用单一的连续亏损退市指标,采用反映公司持续盈利能力的组合退市指标,增加主要产品仍处于研发阶段的上市公司研发失败导致退市的情形;增加信息披露或者规范运作存在重大缺陷等合规性退市指标。二是简化退市程序,压缩退市时间,不再设置专门的重新上市环节,从严执行退市标准。取消暂停上市、恢复上市环节;触及财务类退市指标的公司,第一年实施退市风险警示,第二年仍触及即退市,较现行“三连亏暂停、四连亏退市”标准相比,时间大幅缩短;衔接注册制安排,不再设置专门的重新上市环节;重大违法强制退市的,不得提出新的发行上市申请,永久退出市场。

(二) 投资者面临的主要风险点

1. 经营风险高

科创板企业所处行业和业务往往具有研发投入规模大、盈利周期长、技术迭代快、风险高以及严重依赖核心项目、核心技术人员、少数供应商等特点,企业上市后的持续创新能力、主营业务发展的可持续性、公司收入及盈利水平等仍具有较大不确定性,对于核心技术团队人员的人才争夺也较为激烈,因此科创企业上市后的经营情况可能随公司人员变动、业绩变化产生较大波动。

2. 新技术失败风险

科创企业主营业务为高新技术,技术发展前景的不确定性较大,投资者容易受到

媒体舆论等影响跟风交易,不易实现理性投资和价值投资。同时科技创新是一个积累和不断试错的过程,对于一般投资者来说专业壁垒较高、理解较为困难。无锡尚德电力 2005 年 12 月登陆纽约证券交易所,鼎盛时期产能跃居全球第三,后光伏产业整体不景气,公司持续拖欠银行巨额债务无力偿还,于 2013 年 3 月宣布破产。

3. 科创企业未盈利风险

科创板企业可能存在首次公开发行前最近 3 个会计年度未能连续盈利、公开发行并上市时尚未盈利、有累计未弥补亏损等情形,可能存在上市后仍无法盈利、持续亏损、无法进行利润分配等情形。许多海外上市的科技类中概股时常面临破发、股价大幅下挫等情况。某视频网站自 2015 年以来连年亏损,2018 年 2 月赴美上市时尚未实现盈利,2018 年年底情况依然没有好转,股价较发行价下跌 13%。

4. 红筹企业风险

红筹企业在境外注册,可能采用协议控制架构,在信息披露、分红派息等方面可能与境内上市公司存在差异。红筹公司注册地、境外上市地等地法律法规对当地投资者提供的保护,可能与境内法律为境内投资者提供的保护存在差异,同时,红筹企业回归后能够同时在不同市场融资,业务跨境、合规属于两个不同经济体的监管体系,对于投资者的信息收集、风险识别和承受能力要求很高。

5. 差异化表决权风险

科创板制度允许上市公司设置表决权差异安排。上市公司可能根据此项安排,存在控制权相对集中,以及因每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量等情形,而使普通投资者的表决权利及对公司日常经营等事务的影响力受到限制,由此带来特别表决权被不当使用、损害中小投资者合法权益的风险。

6. 股票价格波动风险

科创板企业普遍具有技术新、前景不确定、业绩波动大、风险高等特征,市场可比公司较少,传统估值方法可能不适用,发行定价难度较大。同时,科创板规则规定上市后前 5 日(含首日)无涨跌幅限制,此后每个交易日的涨跌幅为 20%,科创板股票上市后可能存在股价波动的风险。某中概股 2018 年 9 月上市后第二个交易日即大涨 75%,后来涨至 13.8 美元的历史高位,但到了 2018 年年末收盘价只有 6.52,不到 4 个月时间。股价相对最高点几乎腰斩。从历史经验来看,我国境内 A 股存在“逢新必炒”现象。科创板作为一个独立的新板块、新市场,社会关注度大,易吸引活跃资金

参与,大概率会出现过度炒作。

7. 个人投资者参与新股的投资风险

科创板新股发行采用机构询价定价方式,询价对象限定为证券公司等七类专业机构投资者,科创板新股发行的询价、定价、配售诸多环节都由机构投资者主导,发行人和主承销商也有较大话语权,个人投资者很难直接参与。科创板企业普遍来说市场可比公司较少,传统估值方法可能不适用,发行定价难度较大。一是初步询价结束后,科创板发行人预计发行后总市值不满足其在招股说明书中明确选择的市值与财务指标上市标准的,将按规定中止发行。二是科创板企业首次公开发行股票时,发行人和主承销商可以采用超额配售选择权,不受首次公开发行股票数量条件的限制,即存在超额配售选择权实施结束后,发行人增发股票的可能性,可能面临一定的直接投资风险。

8. 退市风险高

科创板退市制度较主板更为严格,退市时间更短,退市速度更快;退市情形更多,包括依法强制退市、市值类退市、持续盈利能力不达标退市、合规类退市等,增加了触发退市条件的风险。同时,对科创板企业退市的执行标准也更严格,明显丧失持续经营能力,仅依赖与主业无关的贸易或者不具备商业实质的关联交易维持收入的上市公司可能会被退市。美国每年都有大量科技类公司登陆纽约证券交易所和纳斯达克,但同时也有更多的科技类公司从美国市场上退市。A股平均每年有6家公司退市,退市率约为0.31%,与此同时,纳斯达克在近年来退市率在10%左右。

二、科创板“全链条”主要投保举措

(一) 发行上市环节的投保机制

注册制试点下的审核以信息披露为核心,建立健全以信息披露为中心的股票发行上市制度,相关各方各司其职、各尽其责,提高信息披露质量,让投资者在信息充分的情况下作出投资决策。发行人是信息披露第一责任人,应保证信息披露的真实、准确、完整;中介机构承担“看门人”职责,对发行人的信息披露进行把关;交易所从充分性、一致性和可理解性的角度,对发行上市申请文件信息披露进行审核,通过一轮或者多轮的审核问询,让发行人和中介机构“说清楚,讲明白”,努力让“问题公司”或者公司重大问题无所遁形,防范和震慑欺诈发行。

1. 信息披露一般要求

一是落实发行人对信息披露的诚信义务和法律责任,发行人是信息披露第一责任人,应当按照法律、法规、规则的要求披露信息;发行人及其全体董事、监事和高级管理人员应当保证招股说明书等信息披露文件的真实、准确、完整,不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并承担个别和连带的法律责任。二是充分满足投资者投资决策的需要,坚持投资者导向,对核准制下发行条件中可以由投资者判断的事项,转化为更加严格、更加全面深入精准的信息披露要求。信息披露文件应当满足投资者价值判断和投资决策需要,信息披露内容应当简明易懂,语言浅白平实,便于投资者阅读、理解。

2. 信息披露特殊要求

发行人应当根据自身特点,有针对性地进行信息披露,一是按照《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《注册管理办法》)第39条的要求,披露行业特点、业务模式、公司治理、发展战略、经营政策、会计政策,充分披露科研水平、科研人员、科研资金投入等相关信息,并充分揭示可能对公司核心竞争力、经营稳定性以及未来发展产生重大不利影响的风险因素;发行人尚未盈利的,应当充分披露尚未盈利的成因,以及对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。二是存在特别表决权股份的境内科技创新企业应当就特别表决权相关内容进行充分披露,按照《注册管理办法》第41条的规定,申请首次公开发行股票并在科创板上市的,发行人应当在招股说明书等公开发行文件中,披露并特别提示差异化表决安排的主要内容、相关风险和对公司治理的影响,以及依法落实保护投资者合法权益的各项措施;保荐人和发行人律师应当就公司章程规定的特别表决权股份的持有人资格、特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有的表决权数量的比例安排、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围、特别表决权股份锁定安排及转让限制等事项是否符合有关规定发表专业意见。三是发行人应当在招股说明书中披露公开发行股份前已发行股份的锁定期安排,特别是按照《注册管理办法》第42条规定充分披露核心技术人员股份的锁定期安排以及尚未盈利情况下发行人控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员股份的锁定期安排。四是发行人应当对主要产品或服务的核心技术及技术来源的市场地位、技术水平和特点等进行详细披露,根据《注册管理办法》第50条和第54条的要求,披露内容应当包括所属行业在新技术、新产业、新业态、新模式等方面近三

年的发展情况和未来发展趋势,发行人取得的科技成果与产业深度融合的具体情况等等。五是发行人存在特别表决权股份或类似安排或存在协议控制架构的,尚未盈利或存在累计未弥补亏损的,应当按照《注册管理办法》第92条披露依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施,包括对于存在特别表决权股份等特殊架构的发行人,其持有特别表决权的股东应按照所适用的法律以及公司章程行使权利,不得滥用特别表决权,不得损害投资者的合法权益,损害投资者合法权益的,发行人及持有特别表决权的股东应改正,并依法承担对投资者的损害赔偿责任;对于尚未盈利企业的控股股东、实际控制人和董事、监事、高级管理人员及核心技术人员,其关于减持股票所做的特殊安排或承诺。存在特别表决权安排的发行人还应当按照《注册管理办法》第57条的要求披露其股东大会决议、特别表决权安排运行期限、持有人资格、特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有表决权数量的比例安排、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围、特别表决权股份锁定安排及转让限制等,还应披露差异化表决安排可能导致的相关风险和对公司治理的影响,以及相关投资者保护措施。存在协议控制架构的发行人,应当按照《注册管理办法》第58条披露协议控制架构的具体安排,包括协议控制架构涉及的各方法律主体的基本情况、主要合同的核心条款等。六是发行人应披露股东投票机制的建立情况,按照《注册管理办法》第91条要求披露包括采取累积投票制选举公司董事,中小投资者单独计票机制,法定事项采取网络投票方式召开股东大会进行审议表决、征集投票权的相关安排等。

3. 风险提示要求

一是发行人应在招股说明书显要位置提示科创板投资风险,按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书》(以下简称《招股说明书》)第7条作如下声明:“本次股票发行后拟在科创板市场上市,该市场具有较高的投资风险。科创板公司具有研发投入大、经营风险高、业绩不稳定、退市风险高等特点,投资者面临较大的市场风险。投资者应充分了解科创板市场的投资风险及本公司所披露的风险因素,审慎作出投资决定。”二是发行人应结合科创企业特点,按照《招股说明书》第33条的要求披露由于重大技术、产品、政策、经营模式变化等可能导致的风险,包括技术风险、经营风险、内控风险、财务风险、法律风险、发行失败风险、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的风险、特别表决权股份或类似公司治理特殊安排的风险等。三是主承销商与发行人应当给投资者提供更多价格信息,帮助网上投

投资者作出投资判断,沿用现行报价后剔除拟申购总量中报价最高部分的规定,并要求网上申购前披露剔除最高报价部分后有效报价的中位数和平均数,以及公开募集方式设立的证券投资基金、全国社会保障基金和基本养老保险基金三类市场主要长期投资者的报价中位数和平均数等信息;如果发行定价超过前述中位数、平均数,主承销商与发行人应当在申购前至少一周发布投资风险公告,为投资者留有研判时间。

4. 强化中介机构责任

中介机构必须诚实守信、勤勉尽责,注册制下更加强化发行人对信息披露的诚信义务和法律责任,更加强化中介机构的尽职调查义务和核查把关责任。一是中介机构要充分了解发行人经营情况和风险,并对注册文件和信息披露资料进行全面核查验证,审阅其他中介机构出具的专业意见。其他中介机构应当对招股说明书等信息披露文件的真实性、准确性、完整性进行核查,确认对发行人信息披露文件引用其出具的专业意见无异议。二是细化和明确对于上市公司重大异常情况的督导与信息披露责任,将持续督导期延长至上市当年剩余时间及其后3个会计年度。督促上市公司建立健全信息披露和规范运作制度,关注上市公司日常经营和股票交易,督促公司披露重大风险并就公司重大风险发表督导意见的情形,对于公司出现重大异常或者风险迹象的,要进行现场核查。三是试行保荐人相关子公司跟投制度,按照《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》第18条,发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司,参与本次发行战略配。四是强化保荐人责任,发行人公开发行证券上市当年即亏损的,按照《注册管理办法》第73条,中国证监会自确认之日起暂停保荐人的保荐人资格3个月,撤销相关人员的保荐代表人资格,尚未盈利的企业或者已在证券发行募集文件中充分分析并揭示相关风险的除外。五是压实发行人盈利预测披露责任,按照《注册管理办法》第75条,发行人披露盈利预测但利润实现数如未达到盈利预测的80%的,除因不可抗力外,其法定代表人、财务负责人应当在股东大会及中国证监会指定报刊上公开作出解释并道歉;中国证监会可以对法定代表人处以警告。利润实现数未达到盈利预测的50%的,除因不可抗力外,中国证监会在3年内不受理该公司的公开发行证券申请。注册会计师为上述盈利预测出具审核报告的过程中未勤勉尽责的,中国证监会将视情节轻重,对相关机构和责任人员采取监管措施或行政处罚。

5. 严格监管责任

一是监管部门督促发行人真实、准确、完整地披露信息,震慑欺诈发行、便利投资

者在信息充分的情况下作出投资决策。交易所从充分性、一致性和可理解性的角度,通过一轮或多轮审核问询让发行人充分披露与投资者投资决策相关的重要信息。充分性角度审核重点关注发行上市申请文件披露内容是否包含对投资者作出投资决策有重大影响的信息,披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平;一致性角度审核重点关注发行上市申请文件的内容是否前后一致、具有内在逻辑性;可理解性角度审核重点关注发行上市申请文件披露内容是否简明易懂,便于一般投资者阅读和理解。二是强化发行上市的法律 responsibility。对发行人报送注册申请文件和信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,严格追究发行人及其控股股东、实际控制人、保荐人、证券服务机构及其相关人员的多层次法律 responsibility,包括刑法、证券法、监管措施(暂停或撤销业务资格、市场进入等)、自律处分措施(不接受申请文件、通报批评、公开谴责等)。三是规定再次申报时间限制,明确交易所审核不通过作出终止发行上市审核的决定或者证监会作出不同意注册决定的,发行人1年后方可再报。规定保荐人报送的发行上市申请在1年内累计两次被交易所不予受理的,3个月后方可报送新的发行上市申请。四是责令有欺诈发行行为的发行人回购已发行股票,按照《注册管理办法》第68条,发行人不符合发行上市条件,以欺骗手段骗取发行注册并已经发行上市的,可以依照有关规定责令上市公司及其控股股东、实际控制人在一定期间从投资者手中购回本次公开发行的股票。

(二)持续监管环节的投保机制

1. 信息披露要求

上市公司要严格按照《上市规则》真实、准确、完整地披露信息。一是对于尚未盈利的上市公司,按照《上市规则》8.2.1的要求在年度报告显著位置披露公司核心竞争力和经营活动面临的重大风险,结合行业特点,充分披露尚未盈利的原因,以及对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。二是对于年度净利润或营业收入与上年同期相比下降50%以上,或者净利润为负值的上市公司,按照《上市规则》8.2.2的要求在年度报告中披露业绩大幅下滑或者亏损的具体原因等相关信息。三是上市公司应当在年度报告中按照《上市规则》8.2.3的要求,遵循关联性和重要性原则,识别并披露下列对公司核心竞争力、经营活动和未来发展产生重大不利影响的风险因素,包括技术更迭、产品更新换代或竞争加剧导致市场占有率和用户规模下降,研发投入超出预期或进程未达预期,关键设备被淘汰等。四是上市公司发生重大风险事项的,应当按照《上市规则》

8.2.4 的要求及时披露其对公司核心竞争力和持续经营能力的具体影响,包括外部宏观环境发生重大不利变化,原材料采购价格、产品售价或市场容量出现重大不利变化,或者供销渠道、重要供应商或客户发生重大不利变化,核心技术人员离职,核心商标、专利、专有技术、特许经营权或者核心技术许可丧失、到期或者出现重大纠纷,主要产品、业务或者所依赖的基础技术研发失败或者被禁止使用,主要产品或核心技术丧失竞争优势等。五是出现重大事故或负面事件的,应当按照《上市规则》8.2.5 的要求及时披露具体情况及其影响。六是上市公司申请或者被债权人申请破产重整、和解或破产清算的,应当按照《上市规则》8.2.7 的要求及时披露进展,进入破产程序的上市公司,还应当及时披露定期报告和临时公告。

2. 加强对设置差异化表决权企业的投保监管

科创板引入差异化表决权的特殊股权结构,允许科创企业发行具有特别表决权的类别股份,每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量,其他股份权利与普通股份相同。这项制度安排充分尊重了科技创新公司的实践选择和发展规律,同时也需要从制度层面防范特别表决权被不当使用、损害中小投资者合法权益的情形。一是严格按《上市规则》设置表决权差异安排,根据《上市规则》4.5.2,发行人首次公开发行并上市前设置表决权差异安排的,应当经出席股东大会的股东所持 2/3 以上的表决权通过;同时,发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的,不得在首次公开发行并上市后以任何方式设置此类安排。二是限制特别表决权股份的表决权数量,按照《上市规则》4.5.4,上市公司章程应当规定每份特别表决权股份的表决权数量,同时每份特别表决权股份的表决权数量应当相同,且不得超过每份普通股份的表决权数量的 10 倍。按照《上市规则》4.5.7 的要求,上市公司应当保证普通表决权比例不低于 10%;同时按照《上市规则》4.5.6 的要求不得随意提高特别表决权比例,上市公司股票在上交所上市后,除同比例配股、转增股本情形外,不得在境内外发行特别表决权股份和提高特别表决权比例,上市公司因股份回购等原因,可能导致特别表决权比例提高的,应当同时采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施,保证特别表决权比例不高于原有水平。三是限制差异表决权股份的转让,按照《上市规则》4.5.9,特别表决权股份在以下四种情形下应当按照 1:1 的比例转换为普通股份,包括持有特别表决权股份的股东不再符合持有特别表决权股份的规定的资格和最低持股要求或者丧失相应履职能力、离任、死亡,实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制,持有特别表决

权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使,公司的控制权发生变更。

3. 强化对特定股东股份减持行为的监管

一是强化对核心技术团队和上市公司控制权稳定的要求,在现行减持制度基础上,《上市规则》2.4.5 新增对核心技术人员减持首发前股份的要求,《上市规则》2.4.6 要求上市公司控股股东、实际控制人在限售期满后减持首发前股份的,应当明确并披露公司的控制权安排,保证上市公司持续稳定经营。二是严格限制控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员、核心技术人员(以下简称特定股东)的减持行为,《上市规则》2.4.4 要求上市公司控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起 36 个月内,不得转让或者委托他人管理其直接和间接持有的首发前股份,也不得提议由上市公司回购该部分股份;《上市规则》2.4.5 要求上市公司核心技术人员自公司股票上市之日起 12 个月内和离职后 6 个月内不得转让本公司首发前股份。三是明确不得减持的特定情形,《上市规则》2.4.3 要求公司上市时未盈利的,在公司实现盈利前,控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起 3 个完整会计年度内,不得减持首发前股份,同时自公司股票上市之日起第 4 个会计年度和第 5 个会计年度内,每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的 2%,并应当符合《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则关于减持股份的相关规定》;《上市规则》2.4.7 要求上市公司存在重大违法情形触及退市标准的,自相关行政处罚决定或者司法裁判作出之日起至公司股票终止上市前,控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得减持公司股份。四是强化减持信息披露,在保留现行股份减持预披露制度的基础上,《上市规则》2.4.8 要求上市公司控股股东、实际控制人减持股份,依照减持细则披露减持计划的,还应当在减持计划中披露上市公司是否存在重大负面事项、重大风险、控股股东或者实际控制人认为应当说明的事项,以及上交所要求披露的其他内容;通过充分揭示风险,防止在公司风险爆发期间或者经营下滑阶段出现公司“空心化”现象。

4. 公司治理

一是《上市规则》4.2.3、4.2.4 和 4.2.5 明确董事、监事和其他高级管理人员应依法履行的忠实义务与勤勉义务,《上市规则》4.2.6 规定独立董事应重点关注上市公司关联交易、对外担保、募集资金使用、并购重组、重大投融资活动、高管薪酬和利润分配等与中小股东利益密切相关的事项。二是强化股东回报,《上市规则》4.3.1

规定上市公司应当积极回报股东,根据自身条件和发展阶段,制定并执行现金分红、股份回购等股东回报政策。上市公司明显具备条件但未进行现金分红的,上交所可以要求董事会、控股股东及实际控制人通过投资者说明会、公告等形式向投资者说明原因。三是保障股东参与权和表决权,《上市规则》4.3.5 要求上市公司应当在公司章程中规定股东大会的召集、召开和表决等程序,制定股东大会议事规则,并列入公司章程或者作为章程附件;《上市规则》4.3.6 要求上市公司应当依据法律法规和公司章程召开股东大会,保证股东依法行使权利。规定期限内不能召开股东大会的,应当在期限届满前披露原因及后续方案。股东书面提议召开股东大会的,公司董事会应当在规定期限内书面反馈是否同意召开股东大会,不得无故拖延。股东依法自行召集股东大会的,公司董事会和董事会秘书应当予以配合,并及时履行信息披露义务。上市公司应当依据法律法规、公司章程,发出股东大会通知,及时披露股东决策所需的其他资料。

(三) 退市环节的投保机制

1. 强化对主动退市上市公司的投保要求

一是严格主动退市公司内部决策程序,上市公司股东大会决议主动撤回其股票在上交所交易的,根据《上市规则》12.8.2 的要求,须经出席会议且不包括上市公司的董事、监事、高级管理人员和单独或者合计持有上市公司 5% 以上股份的股东的其他股东所持表决权的 2/3 以上通过,同时,上市公司向上交所提出主动终止上市申请时需要按照《上市规则》12.8.7 的要求提交异议股东保护的专项说明;上市公司主动终止上市事项未获股东大会审议通过的,公司应当按照《上市规则》12.8.8 的要求及时向上交所申请其股票自股东大会决议公告之日起复牌。二是强化主动退市公司信息披露义务,按照《上市规则》12.8.3 的要求,主动终止上市的上市公司应在股东大会召开通知发布之前,充分披露主动终止上市方案、退市原因及退市后的发展战略,包括并购重组安排、经营发展计划、异议股东保护的专项说明等;独立董事应当就上述事项是否有利于公司长远发展和全体股东利益充分征询中小股东意见,在此基础上发表独立意见,上市公司应聘请财务顾问和律师事务所为主动终止上市提供专业服务并发表专业意见,独立董事意见、财务顾问和律师事务所专业意见应当与股东大会召开通知一并公告;同时,股东大会对主动终止上市事项进行审议后,上市公司应当及时披露股东大会决议公告,说明议案的审议及通过情况。三是明确主动退市公司中小股东保护安排,按照《上市规则》12.8.11 的规定,上交所上市委员会对上市公

司股票主动终止上市事宜进行审议,重点从保护投资者特别是中小投资者权益的角度,在审查上市公司决策程序合规性的基础上,作出独立的专业判断并形成审核意见;上交所根据上市委员会的审核意见,作出是否终止股票上市的决定。

2. 加强对退市股票的风险提示要求

一是及时发布可能终止上市的风险提示公告,上市公司连续 10 个交易日(不包含公司股票停牌日)触发交易类强制退市条件的,应当按照《上市规则》12.3.3 的要求在次一交易日发布公司股票可能被终止上市的风险提示公告,其后每个交易日披露一次,直至相应的情形消除或者上交所作出公司股票终止上市的决定之日(以先达到的日期为准),上交所自公司股票停牌之日起 5 个交易日内向公司发出拟终止其股票上市的事先告知书,上市公司应当按照《上市规则》12.3.4 的要求及时披露。二是及时发布可能被实施退市的风险提示公告,研发型上市公司主要产品、业务或者所依赖的基础技术宣告研发失败或者被禁止使用的,公司应当按照《上市规则》12.4.6 的要求自相关事实发生之日起申请股票停牌,并发布股票可能被实施退市风险警示的风险提示公告。三是加强强制退市股票在退市整理期的信息披露工作,按照《上市规则》12.7.3 的规定,强制退市的股票给予投资者 30 个交易日的退出窗口期,公司股票在退市整理期内全天停牌的,停牌期间不计入退市整理期;同时,上市公司应当按照《上市规则》12.7.5 的要求于退市整理期的第一天发布公司股票已被上交所作出终止上市决定的风险提示公告,说明公司股票进入退市整理期的起始日和终止日等事项,并在退市整理期前 25 个交易日内,每 5 个交易日发布一次股票将被终止上市的风险提示公告,在最后 5 个交易日内每日发布一次股票将被终止上市的风险提示公告。

(四) 红筹企业和存托凭证的投资者保护安排

1. 红筹企业

一是强调对等保护。按照《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》(以下简称《上市监管工作办法》)第 12 条,试点红筹企业发行存托凭证存在股东投票权差异、企业协议控制架构或类似特殊安排的,应当按照相关信息披露规定在招股说明书等公开发行文件显要位置充分、详细披露相关情况,特别是风险、公司治理等信息,以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。存在投票权差异的,相关安排应当符合拟上市证券交易所的相关规定,并应明确维持特殊投票权的前提条件,特殊投票权不得随相关股份的转让而转让,以及除境内公开发行前公

司章程已有合理规定外,境内公开发行后不得通过任何方式提高特殊投票权股份的数量及其代表投票权的比例;按照《上市监管工作办法》第13条,试点红筹企业的股权结构、公司治理、运营规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规规定的,其投资者权益保护水平,包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益,总体上应不低于境内法律、行政法规以及中国证监会规定的要求,并保障境内存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当;按照《试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》(以下简称《红筹企业招股说明书》)第7条,招股说明书“存托托管安排”一节新增一节“存托凭证持有人权益保护”。境外基础证券发行人应在该部分披露保护存托凭证持有人合法权益的具体措施,包括境外基础证券发行人有关对境内投资者权益的保护总体上不低于境内法律、行政法规及中国证监会要求的说明以及保荐人和律师的结论性意见等。

二是强调充分风险揭示。按照《红筹企业招股说明书》第9条,境外基础证券发行人应在“风险因素”一节充分披露与投票权差异或类似安排、协议控制架构、投票协议或其他公司治理特殊安排有关的风险因素,尤其包括已在境外上市的基础证券发行人在持续信息披露监管方面与境内可能存在差异的风险,境内外法律制度、监管环境差异可能引发的其他风险等。按照《红筹企业招股说明书》第10条,境外基础证券发行人应在“风险因素”一节,结合创新企业投入大、迭代快、风险高、易被颠覆等特点,披露由于重大技术、产品、政策、经营模式变化等可能导致的经营风险,充分揭示业绩下滑或亏损的风险。尚未盈利或存在累计未弥补亏损的境外基础证券发行人,应在招股说明书显要位置充分、详细披露相关情况,特别是未来三年无法盈利、无法进行利润分配的风险,并在“存托凭证持有人权益保护”一节披露依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。按照《红筹企业招股说明书》第13条,境外基础证券发行人应在“公司治理”一节,充分披露注册地公司法律制度及其公司章程或章程性文件的主要规定与境内公司法等法律制度的主要差异,以及该差异对其在境内发行、上市和投资者保护的影响。

2. 存托凭证

一是强调对等保护。按照《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》(以下简称《存托凭证管理办法》)第3条要求,境外基础证券发行人的股权结构、公司治理、运行规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规规定的,应当保障对中国境内投资者权益的保护总体上不低于中国法律、行政法规以及中国证监会规定的要求,并保障存

托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当,不得存在跨境歧视;按照《存托凭证管理办法》第35条要求,境外基础证券发行人应当确保存托凭证持有人实际享有的资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益与境外基础证券持有人权益相当,境外基础证券发行人不得作出任何损害存托凭证持有人合法权益的行为。

二是强调充分信息披露。按照《存托凭证管理办法》第17条要求,境外基础证券发行人应当按照中国证监会、证券交易所的规定编制并披露招股说明书、上市公告书,披露存托协议、托管协议等文件。境外基础证券发行人应当在招股说明书中,充分披露境外注册地公司法律制度及其公司章程或者章程性文件的主要规定与《中华人民共和国公司法》等法律制度的主要差异,以及该差异对存托凭证在中国境内发行、上市和对投资者保护的影响;境外基础证券发行人具有股东投票权差异、企业协议控制架构或者类似特殊安排的,应当在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息,并以专章说明依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。按照《存托凭证管理办法》第19条要求,境外基础证券发行人应当按照中国证监会规定的内容和格式要求,编制并披露定期报告。境外基础证券发行人具有股东投票权差异、企业协议控制架构或者类似特殊安排的,应当在定期报告中披露相关情形及其对中国境内投资者带来的重大影响和风险。按照《存托凭证管理办法》第22条要求,境外基础证券发行人及其控股股东、实际控制人等信息披露义务人应当保证其在境外市场披露的信息同步在境内场披露。

三是保障存托凭证持有人的权利,按照《存托凭证管理办法》第36条要求,境外基础证券发行人、存托人应当按照存托协议约定,采用安全、经济、便捷的网络或者其他方式为存托凭证持有人行使权利提供便利。按照《存托凭证管理办法》第37条要求,中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)可以购买最小交易份额的存托凭证,依法行使存托凭证持有人的各项权利;投服中心也可以接受存托凭证持有人的委托,代为行使存托凭证持有人的各项权利。投服中心可以支持受损害的存托凭证持有人依法向人民法院提起民事诉讼。按照《存托凭证管理办法》第38条要求,境外基础证券发行人与其境内实体运营企业之间的关系安排,不得损害存托凭证持有人等投资者的合法权益。按照《存托凭证管理办法》第39条要求,境外基础证券发行人具有股东投票权差异等特殊架构的,其持有特别投票权的股东应当按照所适用的法律以及公司章程行使权利,不得滥用特别投票权,不得损害存托凭证持有

人等投资者的合法权益。

三、投资者保护专项举措

(一) 强化投资者适当性管理

1. 审慎制定科创板投资者适当性准入条件

根据《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》第4条,科创板设立“50万+24个月”的个人投资者准入门槛,要求个人投资者申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币50万元(可计入资产包括股票,即A股、B股、优先股、通过港股通买入的港股通转系统挂牌股票;公募基金份额;债券;资产支持证券;资产管理计划份额;股票期权合约;私募基金份额;银行理财产品;贵金属资产;交易结算资金等),同时参与证券交易24个月以上,这主要是基于“专业度”和“风险承受力”的考虑。第一,对比主板、创业板等,科创企业商业模式较新、技术迭代较快、业绩波动可能较大、经营风险较高,并允许尚未盈利的企业上市,种种都决定了科创企业投资的不确定性较大;第二,科创板实行注册制试点,企业优劣由市场判断,需要投资者具备相应的投资经验、资金实力、风险承受能力和价值判断能力;第三,机构承担风险的能力较强,板块设立初期制定门槛,有利于改革创新措施的大胆试,为完善资本市场发行交易等基础性制度积累经验。

资金门槛设置为50万元,主要考虑如下:一是50万元是融资融券、港股通、股票期权和股指期货等创新业务对投资者资产要求的通用标准,历经多年实践,具有较好的市场接受度;二是50万元的标准基本能够兼顾市场流动性和市场平稳运行之间的平衡。据统计,目前A股市场20日日均资产超过50万元的个人投资者约300万户,加上机构投资者,交易占比总计接近60%。

任何市场、任何金融产品,都有其适当性。只有允许具备一定专业知识、具有客观投资条件的投资者直接进入市场,才是对投资者最好的保护。投资者适当性要求的设立,并不是将不符合要求的投资者拒之门外,科创板鼓励未满足适当性要求的投资者通过公募基金等更安全、更便利的方式间接参与科创板分享收益。

2. 强化证券期货经营机构适当性管理义务

为有效加强客户交易行为管理,进一步促进投资者适当性管理要求,经营机构应全面了解参与科创板股票交易的投资者情况,提出明确的适当性匹配意见,不能满足

科创板股票交易条件的投资者不得参与科创板股票交易。核查准入条件,对投资者是否符合科创板股票投资者适当性条件进行核查。综合评估,对个人投资者的资产状况、知识水平、风险承受能力和诚信状况等进行综合评估。重点评估,重点评估个人投资者是否了解科创板股票交易的业务规则与流程,以及是否充分知晓科创板股票投资风险。动态评估,动态跟踪和持续了解个人投资者交易情况,至少每两年进行一次风险承受能力的后续评估。风险揭示,通过适当方式,向投资者充分揭示科创板股票交易风险事项,提醒投资者关注投资风险,引导其理性、规范地参与科创板股票交易。首次委托买入科创板股票的客户,必须签署《科创板股票风险揭示书》,充分了解科创板上市企业的经营风险、新技术失败风险、未盈利风险、股票价格波动风险等。客户未签署《科创板股票风险揭示书》的,证券经营机构不得接受其申购或者买入委托。

(二)开展专项投资者教育宣传活动

为引导投资者正确认识推出科创板及试点注册制这项改革,进一步做好科创板投资者教育保护工作,投保局联合上交所以“走近科创,你我同行”为主题,组织开展投资者教育专项活动,引导投资者正确认识这项改革,稳定市场预期,理性参与科创板投资,为改革顺利推进奠定坚实基础。一是向投资者解读科创板及注册制的制度安排、运行机制。深入讲解科创板及注册制相关规章规范性文件、自律规则,使投资者掌握各项监管自律要求,特别是在发行上市、信息披露、交易、退市等方面与现有市场制度机制的差异。二是做好对投资者的预期引导、理性教育等工作。广泛普及科创板知识,提示相关风险,让投资者全面了解推出科创板及试点注册制的积极意义,客观认识科创板的投资机会和投资风险,强化理性投资和风险防范意识。在开展投资者调查,了解投资者的真实状况和需求的基础上开展专项科创板投资者教育宣传活动,同时进行教育效果的评估工作,建立投资者反馈机制,改进教育内容和方式,提高科创板投资者教育保护效果。

(三)提供多元纠纷化解与投资者服务机制

一是充分利用“12386”服务热线平台,对平台话务员开展专项科创板法规制度培训,为科创板投资者提供相关法规制度查询、民事纠纷处理等服务。二是协调证券期货调解组织对科创板投资者与市场经营主体之间因科创板市场业务产生的合同和侵权责任纠纷提供纠纷调解服务,相关调解协议生效后,科创板投资者可以申请由上海金融法院确认其效力;相关市场经营主体拒绝履行调解协议的,科创板投资者可以申

请法院强制执行。

(四)探索构建科创板投资者权益救济机制

为切实维护投资者合法权益,体系化构建投资者纠纷化解和权益损害赔偿救济机制,证监会进行了积极探索,推出了一系列适应我国资本市场实际的措施。适用科创板投资者的权益救济赔偿机制主要包括以下内容。

1. 行政和解制度

2014年,经国务院批准,证监会制定了《行政和解试点实施办法》,这是在行政执法工作中投资者实现权利救济的重要方式和途径。根据行政和解制度,证监会可以在监管执法过程中,根据涉嫌违法违规行为人的申请,与其进行协商并达成和解协议。涉嫌违法违规行为人根据和解协议缴纳的和解金,专门用于对受害投资者进行补偿。行政和解是我国证券市场监管执法领域的一项重大创新,既有助于提高执法效率,实现行政资源的有效配置;又可以通过将行政和解金用于补偿投资者的损失,实现对投资者的切实保护。目前尚未有运用和解金赔付投资者的实践案例。

2. 先行赔付制度

先行赔付制度是在证券欺诈发行引发的侵权赔偿案件中,先由具有过错责任的保荐机构对投资者损失作出实质性赔偿,进而由机构利用自己优势对其他责任主体寻求代为赔偿,这一做法极大地减轻了中小投资者参与诉讼活动的压力,让投资者实现民事赔偿的效力大大提升。具体的运作模式是由先行赔付的民事主体匡算赔付范围和金额,并设立赔付基金,委托投保基金公司管理,与遭受损失投资者一一签订和解协议,并在约定日期划付和解金。在万福生科、海联讯、欣泰电气三起先行赔付案例中,共补偿适格投资者34,306人,达到适格投资者总人数的95%以上,补偿金额509,374,055元,占赔付总金额比例的99%以上,获得了市场和投资者的广泛认可,化解证券期货市场矛盾纠纷的效果十分明显。

3. 投资者求偿服务机制

投资者保护专门机构可以在科创板投资者提起诉讼、申请调解、申请仲裁等维权过程中,协助提供证据材料、损失赔偿计算、专家意见、推送维权信息等服务,支持投资者获得赔偿。由于证券民事赔偿诉讼具有“小额多诉”的特点,单个投资者自行诉讼维权面临专业知识储备不足、耗时久、举证难、成本高等重重障碍,对绝大多数个体受害投资者而言,其诉讼成本可能远大于收益。在这种情况下,个体投资者即使权益受到侵害,也不愿意诉诸法律来维护自己的权益。在“不告不理”的民事诉讼原则下,

证券侵权行为往往得不到民事追责。证监会成立的投资者保护专门机构即投服中心,积极探索开展证券支持诉讼工作,弥补了中小投资者在诉讼知识上的欠缺和能力上的短板,解决了投资者起诉意愿不强、维权能力不够的问题,在证券民事责任的实现过程中,平衡了诉讼资源在当事人之间的分配,切实帮助投资者通过诉讼渠道维护了权益。截至2018年12月10日,投服中心提起支持诉讼案件16件,其中虚假陈述案件15件、操纵市场案1件,上海金融法院管辖5件。以法院判决形式赔偿51人次,总金额263.58万元,调解/和解44人次,总金额81.12万元。

4. 示范判决

示范判决,是指法院在处理群体性证券纠纷中,选取具有代表性的案件先行审理、先行判决,通过发挥示范案件的引领作用,妥善化解平行案件的纠纷解决机制。对虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为引发的民事赔偿群体性纠纷,需要人民法院通过司法判决宣示法律规则、统一法律适用的,受诉人民法院可选取在事实认定、法律适用上具有代表性的若干个案作为示范案件,先行审理并及时作出判决。通过示范判决所确立的事实认定和法律适用标准,引导其他当事人通过证券期货纠纷多元化解机制解决纠纷,降低投资者维权成本,提高矛盾化解效率。

四、对投资者保护机制的研究探讨

(一) 责令购回

1. 概念

责令购回制度是对于存在欺诈发行的上市公司,由有权机关责令相关责任主体买回已发行股票的一种证券投资者损害赔偿救济机制。通过责令购回,将违法者所得不当利益“回吐”给投资者,目的是推动投资者权益恢复到受欺诈之前的状态。因此,责令购回的概念包含以下三个方面:一是责令购回的触发条件,即上市公司在发行股票过程中存在欺诈发行上市行为的可以被责令购回股票;二是责令购回的行为主体,即为上市公司及其控股股东、实际控制人;三是作出责令购回的有权机关,即证监会。

责令购回制度在我国香港特区最为典型。洪良国际2009年12月首次公开招股按照每股不多于2.78元募集5亿股,披露的招股章程存在重大虚假或误导性资料,严重夸大公司财政状况,香港证监会根据香港《证券及期货条例》第213条规定,通过

司法程序,由法院发出责令恢复原状的命令,责令洪良国际召开股东大会审议表决回购方案,并最终实施回购,起到了违法主体返还不当得利,恢复原状、弥补投资者损失的效果。

2. 特点

(1) 责令购回是一种行政监管措施

行政监管措施是通过设定相应的措施落实法律赋予的职责,所要解决的就是健全、规范对违法行为的及时矫正机制,着重增强监管的及时性,弥补行政处罚、风险处置和市场禁入等措施的滞后性。证监会2008年发布的《证券期货市场监督管理措施实施办法》(证监发[2008]158号)规定监督管理措施分为法律、行政法规和证监会规章规定的监管措施,这为证监会创设新的行政监管措施提供了可行空间。目前,《中华人民共和国行政处罚法》(以下简称《行政处罚法》)、《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)并无责令购回此类处罚,《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》无权在《行政处罚法》《证券法》等法律范围之外增设行政处罚种类,因此,责令购回不能作为行政处罚的一种类别。考虑到我们建立责令购回机制的出发点,正是为了防范科创板上市企业因欺诈发行股票导致的风险蔓延,矫正市场秩序,保证投资者合法权益,且责令购回股票与上述证监发[2008]158号文规定的责令转让股权措施具有类似效果,因此,责令购回制度定性为行政监管措施更为恰当。

(2) 责令购回与股份回购的区别

一是行为的主观意愿不同。公司法中公司股份回购是股份公司基于其意思自治而自主作出的决定,责令购回则是科创板上市公司应证监会的行政监管要求而被强制作出的。前者是公司在法律允许的范围内开展的自主行为,后者则是基于行政强制要求而履行行政决定的行为。二是行为的实施主体不同。公司法上的回购的实施主体只有公司本身,而责令购回的实施主体包括控股股东、实际控制人等对欺诈发行负有责任的主体。三是行为的目的不同。公司法上作出股份回购行为的目的是实现公司治理需要、优化公司资本结构、建立长期激励机制、支持公司经营发展等公司经营发展目标服务,而责令购回的目的是及时弥补投资者因欺诈发行行为遭受的损失,并给予违法行为人严厉的惩戒。四是行为的结果不同。股份回购后,上市公司因其回购的目的不同,可能存在合并、分立、减少注册资本等结果;而责令购回后,上市公司因欺诈发行必须退市,且不得重新上市。

3. 积极意义

(1) 扩宽投资者赔偿救济渠道,维护投资者合法权益

在当前我国证券诉讼民事赔偿救济机制尚不健全的情况下,诉诸司法途径获得民事赔偿存在周期长、成本高等困境。由有权机关要求违法者买回股票,是对有关责任主体最直接、最有效的经济惩罚方法,也是对投资者的一种较为直接的损害赔偿方式。责令购回制度不仅能减轻投资者举证责任负担,节省巨额的诉讼费用、律师费用,还可以大大缩短获得赔偿的时间,拓宽投资者获得赔偿的途径。

(2) 严厉打击欺诈发行违法犯罪行为,维护资本市场秩序

责令购回制度强化上市公司及其控股股东、实际控制人的主体责任,正确引导市场参与主体明确违法成本预期,形成欺诈发行严惩到底的严肃氛围,给予欺诈发行的市场主体较大震慑,能够最大限度地消除欺诈发行的不良后果。

(3) 在科创板施行责令购回制度可以为资本市场基础制度改革积累经验

科创板对整个资本市场制度的完善,具有试验田和先行者的作用。推行责令购回制度对深化完善与注册制配套的改革措施具有先行先试的重要意义。在责令购回制度运行的过程中,发现潜在问题,补足制度短板,能够为后续向其他板块拓展提供经验借鉴。

为了保障回购所需的配套资金,可以采取事先冻结资金同时,并在回购制度中明确规定,在责任人拒不履行义务时,证监会可以依照《中华人民共和国行政强制法》的规定申请人民法院强制执行。此外,在回购中要因欺诈发行受损害的投资者在责令购回决定日之后仍然持有股票,才能通过责令购回措施获得赔偿。而在责令购回决定日之前已经卖出股票的投资者,则难以列入责令购回范围,实践中将会出现受损投资者区别对待的问题。对此,应做好信息披露和配套宣传工作,尽可能让每一位适格投资者了解后续工作安排。要合理安排退市工作,做好与相关规定之间的衔接,避免价格大幅波动。

(二) 集团诉讼

1. 概念

“集团诉讼”指诉讼一方当事人人数众多、不可能同时参加诉讼,他们之间有着共同的法律或事实问题,将他们视为一个集团更有利于实现法律的目的,以一个或若干个集团成员作为集团代表人,代表整个集团成员提起的诉讼。集团诉讼在美国被广泛运用于证券欺诈、产品责任、保险纠纷以及其他大范围民事侵权纠纷。从世界范围

内集团诉讼运行的整体情况来看,美国集团诉讼制度影响和作用最为显著。其中,证券集团诉讼是美国最常见的一种集团诉讼。其基本流程包括:集团诉讼的提出、法院受理集团诉讼、集团诉讼的确认、集团诉讼的通知、选择退出集团诉讼、集团诉讼的和解、集团律师费用和集团诉讼开支的确认。

2. 特点

集团诉讼是解决群体性纠纷的有效手段,其制度的核心就是“默示授权,明示退出”,法院对集团所作的判决,对未提出明确反对意见的集团成员都适用。一方面中小投资者可以不必参加诉讼即可享受诉讼成果,另一方面最大限度地解决了重复起诉问题,大大减少了司法资源的浪费。美国集团诉讼制度的基本流程包括:集团诉讼的提出、法院受理集团诉讼、集团诉讼的确认、集团诉讼的通知、选择退出集团诉讼、集团诉讼的和解、集团律师费用和集团诉讼开支的确认。

3. 积极意义

在保障诉讼权益方面,证券集团诉讼能保证那些因为交易费用或缺少资源而无法提起诉讼的投资者实现他们的权利。

在提高诉讼效益方面,集团诉讼可以通过一次性解决具有共同争议点的大量小额诉求,以谋求权利实现的低廉化和效率化。

在制止违法行为方面,相较于赔偿,证券集团诉讼的价值更体现在对未来违法行为的一种规制与制止上。巨额赔偿本身是规范公司及管理者行为的一大砝码。

目前,要引入集团诉讼制度,需要修改相关法律,可结合当前正在进行的《证券法》修改,在证券领域先行先试,视实践情况再考虑修改《中华人民共和国民事诉讼法》。在具体机制设计时,要加强行政监管与司法的衔接配合,综合运用投资者保护专门机构支持诉讼、支持审判等机制,注意防止律师滥诉问题以及群体性事件,防控维稳风险。

(三) 赔偿基金

1. 概念

为保障投资者入市资金的安全,维护投资者的合法权益,建议探索设立投资者补偿基金。可考虑将行政罚没款和一定比例的投资者保护基金纳入补偿基金,用于在违法主体无力承担民事赔偿责任时,及时补偿投资者损失,同时,补偿基金的管理人取得向违法主体的追偿权。国际上有可借鉴的做法,即美国的公平基金。2002年,美国《萨班斯—奥克斯利法案》创立了投资者公平基金,其资金来源包括违法所得、民事

罚金以及行政和解罚金。其中的违法所得和民事罚金类似于我国的行政罚没款。公平基金采取一案一设的临时基金形式,对投资者进行补偿,未分配部分则上缴国库等。2003年4月28日,美国证监会对涉及不公平交易的10家华尔街投资银行罚款14亿美元,将其中3.875亿美元归还给了投资者。截至2009年年底,美国证监会已使用罚没款补偿受损投资者约8.15亿美元。

2. 特点

赔偿基金具有有较强的行政特征。赔偿工作的履行一定程度上可能破坏市场“投资风险自担”的原则,造成部分投资者的不正确预期,认为国家会对市场风险进行兜底保护。赔偿基金本质上是出于投资者保护考虑的一项特殊事后救济措施,并非以国有资产为投资者损失担保,也非监管机构对证券市场违法行为的保险措施。因此,在制度设计时,应严格限定赔偿基金的使用条件,不能普遍适用于全部证券违法案件,而是应适用于特定案件、特定补偿。