

注册制下创业板投资者保护研究

华东政法大学伍坚课题组*

摘要:2019年修订的《证券法》从法律层面确立了注册制,证监会、深交所随后发布创业板实施注册制改革的一系列规则。创业板对投资者保护提出了新的挑战,包括准入门槛总体较低、具有更高风险等。本课题组主要研究了以下几个问题:退市中的投资者保护;信息披露制度的完善;差异化表决安排下的投资者保护;宽严适度的民事责任机制以及民事责任的实现路径。基于我国当前的制度架构和市场现实,本课题组在实证研究基础上提出了创业板投资者保护的完善建议。

关键词:创业板 注册制 投服中心 特别代表人诉讼 先行赔付

一、创业板注册制下的投资者保护

我国2019年修订的《证券法》在法律层面上确立了证券发行注册制。2020年6月,深圳证券交易所(以下简称深交所)创业板注册制改革最终落地。创业板定位于服务“三创”“四新”的成长型企业,也与“专精特新”的中小企业属性高度契合,不仅丰富了我国多层次资本市场体系,也有力地促进了我国实体经济的发展。

注册制下创业板对投资者保护提出了新的挑战。第一,创业板的准入门槛总体较低,大量公众投资者面临投资风险。根据《深圳证券交易所创业板投资者适当性管理实施办法(2020年修订)》,新申请开通创业板交易权限的个人投资者需满足以下条件:(1)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

* 课题组负责人:伍坚,华东政法大学经济法学院教授、研究生院副院长;虞伟庆,金融法律研究院执行院长。课题组成员:王东光,华东政法大学经济法学院教授、副院长;沈骏峰,华东政法大学经济法学院讲师;王超,华东政法大学经济法学院讲师;徐思潇,华东政法大学经济法学院师资博士后。

民币 10 万元(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券);(2)参与证券交易 24 个月以上。相较而言,科创板和北京证券交易所的投资者准入门槛均是 50 万元。

第二,创业板市场的风险更高。创业板的定位是新技术、新产业、新业态和新模式,创新型的市场定位意味着从研发投入到样品问世,再到大批量投放市场,创业板上市公司面临许多挑战和考验,投资者面临的风险显著上升。除源于板块定位的固有风险外,创业板极具包容性与适应性的制度创新也加大了投资风险。例如,创业板放宽了 IPO 的财务指标,提供了三套不同的上市财务指标,允许尚未盈利的企业登陆市场。

第三,注册制以信息披露为基础和中心,政府事先不对发行主体资质和证券投资价值进行实质性判断,最终由投资者作出判断并自负其责。由此,投资者对信息披露的依赖程度将会加大。

第四,创业板上市公司可以采取差异化表决安排。差异化表决安排尊重企业创始人对控制权稳定的追求,但对中小投资者利益产生了较大的威胁。个别股东对公司经营管理与股东大会决议事项的绝对控制权会削弱中小投资者的“话语权”。在特殊情况下,控制股东的利益可能与中小股东利益不一致,存在损害中小股东利益的可能性。

第五,创业板常态化退市制度对投资者保护具有两面性。一方面,从长期和整体看,退市制度的严格落实有助于净化市场,规范企业行为。另一方面,从短期和局部看,退市将导致投资者所持股份流动性明显下降,退市企业的后续融资能力也将受到影响。此外,一旦公司退市,其股票市值通常会大幅缩水,投资者利益明显受损。

基于我国当前的制度架构和市场现实,课题组思考了保护中小投资者的若干机制,主要包括退市中的投资者保护、信息披露的差异化和简明化、差异化表决安排、宽严适度的民事责任,以及民事责任的实现路径。

二、退市中的投资者保护

退市可以分为主动退市和强制退市,强制退市又可以进一步区分为财务类、规范类、交易类等不同原因。课题组认为,在不同的情形下,投资者保护的具体机制应当有所区分。

就主动退市而言,《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》(以下简称《创业板上市规则》)第10.8.2条规定,上市公司股东大会决议主动退市的,除须经出席会议的全体股东所持有有效表决权的2/3以上通过外,还须经出席会议的除董事、监事、高级管理人员以及单独或者合计持有上市公司5%以上股份的股东以外的其他股东所持有有效表决权的2/3以上通过。退市体现了多数股东的意思,基于“买者自负”的基本理念,少数反对股东以流动性降低为由,主张公司回购或者赔偿并无充分依据。如欲论证回购的合理性,还需要从其他地方寻找依据。例如,可以依据异议股东股份回购请求权的法理基础,将退市决议解释为违背了中小投资者加入公司当时的合理预期,属于其无法预料的重大变化,以证成投资者享有回购请求权。

就强制退市而言,投资者是否有权获赔需要根据个案判断。在交易类、财务类以及部分规范类退市情形下,退市或源于公司财务表现不佳,如净利润为负且营收较低,或源于市场评价不佳,典型的如面值退市中“连续二十个交易日每日股票收盘价均低于1元”,这些情形应当属于投资者“买者自负”的范畴。当然这里也存在例外,如果上市公司违背了信息披露的要求,进行了虚假陈述等违规行为,在被发现后导致股价下跌,最终被面值退市,则不应适用“买者自负”原则。同理,在公司不按规定披露年报等规范类退市情形中,因退市原因是公司未遵守监管规定,具有可归责性,投资者亦有权获得赔偿。至于在重大违法退市的情况下,投资者理应拥有求偿权。

三、信息披露的差异化和简明化

信息披露制度旨在消除公众公司与市场主体之间信息不对称问题,保护投资者权益,通过“用脚投票”这一市场化手段实现证券市场资源的高效配置。课题组通过实证研究总结了我国创业板信息披露制度的现状和问题,重点围绕信息披露的差异化、简明化和自愿信息披露的有效性等问题提出制度完善建议。

(一) 信息披露差异化

不同行业的情况往往存在较大差异,需要投资者了解和掌握的信息也会所有不同,信息披露规则的设计对此也应有充分体现。深交所从2013年1月率先探索分行业信息披露,发布了《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第1号》和《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第2号》,对上市公司从事广播电影电视、药品和生物制品业务实施差异化的信息披露,此后沪深两大交易所还陆续针对其他行业发

布了信息披露指引。

但不可否认,以行业为标准的信息披露差异化是由行业本身独特性客观造成的,而非制度构建的结果,其不可避免地呈现碎片化的特征,自身局限性无法克服,进而无法满足多层次资本市场结构的需要,也无法达到注册制就信息披露提出的更高要求。差异化信息披露制度的构建不应忽视板块整体共性。课题组建议新增“发行规模”作为差异化披露的标准。

(二) 信息披露简明化

在监管导向型的信息披露制度下,信息披露内容越来越多,文本越来越厚,无助于投资者获取有效信息。2019年修订的《证券法》第87条对信息披露的要求是“真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂”,反映出对信息披露简明化的重视。但是,当前我国对信息披露简明化的要求仅停留在笼统的原则指导层面,缺乏配套可执行的具体标准。课题组建议从以下几个方面推进简明化要求的实践。

第一,改变监管导向,强化以投资者为中心的原则。监管机构和立法部门在推行简明化要求的前期,可以在制定完善规则的同时,配套使用标准引导材料,投服中心也可以通过讲座、指引手册等方式帮助市场尽快理解和适应简明化规则,降低信息披露义务人的成本,提高其积极性。

第二,明确简明化规则的地位。尽管2019年修订的《证券法》将“简明清晰,通俗易懂”的要求与“真实、准确、完整”的要求并列,但前者在效力上应当劣后于后者。监管机构不应因发行人仅违背了简明化规则而拒绝其注册申请,而是应该通过问询的程序要求发行人在披露文件中做进一步改进,从而不断提高所披露文件的通俗易懂性。

第三,细化完善简明化规则。首先,简明化规则并非简单省略,而是完整维度上的精简。其次,发行人应当注意对专业术语的使用,并减少冗余信息以达到简明化目的。

(三) 自愿性信息披露

目前自愿性信息披露流于形式,避重就轻。各信息之间是孤立的陈述,投资者难以将诸多信息进行相互印证分析,从而作出决策。且披露的信息过于庞杂无序。

课题组建议构建信息披露事项重要性分级制度,以不同的颜色对披露事项的重要性进行标注,分别以红色标记特别重要事项、黄色标记重要事项、绿色标记一般事项。具体而言:(1)预测类信息以及董事会的讨论与分析应标记为红色事项;(2)关

键性非财务信息与历史性信息应标记为黄色事项;(3)背景信息以及其他类信息应标记为绿色事项。

四、差异化表决安排

创业板允许符合条件的特殊股权结构企业上市,尽管目前真正采取这一安排的上市公司还比较少,但课题组认为,境外经验已经证明表决权差异化安排对于成长性创业企业有很强的吸引力,相信随着我国资本市场的持续发展,未来采取此类安排的上市公司数量会明显增加。基于这一认识,有必要对差异化表决安排下的中小投资者保护问题展开有针对性的研究。

(一)表决权差异安排的设置

《创业板上市规则》第 4.4.1 条规定,发行人只能在首次公开发行上市前设置表决权差异安排;发行人在上市前不具有此类安排的,不得在上市后以任何方式进行设置。本课题组认为,就双重股权资本重组的监管本身而言,应当禁止损害现有外部股东原有权益的重组方式,同时允许不造成此类损害的重组方式。然而,后者与创业板对特别表决权股份的持有资格限定及转让限制不兼容,这才是我国全面禁止双重股权资本重组的根本原因。监管机构应当审视和权衡这两项规则的价值和利弊,尤其应当考虑其对双重股权资本重组的影响。例如,全面禁止双重股权资本重组会导致上市公司无法为应对市场环境变化而实施有益的重组,放弃商业机会或者采用其他次优的融资方式。

(二)两权分离程度之限制

根据《创业板上市规则》,双重股权上市公司仅能发行两类普通股,每份特别表决权股份的表决权不得超过每份普通表决权股份的表决权数量的 10 倍。股东对下列事项行使表决权时,每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通表决权股份的表决权数量相同:(1)修改公司章程;(2)聘请或者解聘独立董事;(3)聘请或者解聘监事;(4)聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所;(5)公司合并、分立、解散或者变更公司形式。

此外,2018 年《上市公司治理准则》第 17 条规定,“单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在 30% 及以上的上市公司,应当采用累积投票制”。本课题组建议,在表决权差异安排的语境下,上述规定中所设立的“30%”这一标准不应当被简单

理解为持股比例,而应当被理解为持有表决权数量的比例。

(三) 突破规则(Breakthrough Rule)

《创业板上市规则》第4.4.9条规定,双重股权上市公司的股东大会应当以“一股一权”为计票标准来决议改变特别表决权股份享有的表决权数量,且公司章程应当规定,这一决议须由出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。课题组建议深交所重新审视此突破规则所想要达到的政策目的。若其目的在于促进敌意收购,深交所应当认识到,这一目标无法通过突破规则达成,而实施突破规则的代价却是严重破坏表决权差异安排保护经营者专用性人力资本的功能。若突破规则的目标在于限制股东表决权与剩余索取权的分离程度,则提高特别表决权股东所必需的最低持股比例(或者降低高低表决权股每股表决权的最高比率)是更为清晰明了的监管方式。综上,深交所现行的突破规则应当被废止。

(四) 日落规则(Sunset Rule)

《创业板上市规则》规定,持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司发展作出重大贡献,并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。当出现下列情形之一时,特别表决权股份应当按照1:1的比例转换为普通表决权股份:(1)持有特别表决权股份的股东不再担任公司董事、不满足最低持股要求,或者丧失相应履职能力、离任、死亡;(2)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;(3)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,但转让或者委托给受该特别表决权股东实际控制的主体除外;(4)公司的控制权发生变更。当发生第4项情形时,上市公司已发行的全部特别表决权股份应当转换为普通股份。由于存在发生突发事件的可能性,现行的事件型日落规则使公司的控制权结构具有不确定性,违背了多数投资者入股公司时所持的期望,也减损了表决权差异安排对创始团队专用性人力资本的保护作用。

本课题组建议,深交所可以在其现行转换规则中加入一个豁免条款,即特别表决权股东之间转让特别表决权股份,所涉股份不会被转换为普通表决权股份。对于受让对象并非现有特别表决权股东的特别表决权股份转让,深交所可以规定,若无利害关系之股东在“一股一权”的计票标准下批准了该转让,则所涉股份不会被转换为普通表决权股份。对于接受转让后才持有特别表决权股份的股东,深交所应当调整关于持有资格的规定,要求他(它)们担任公司董事或董事实际控制的持股主体即可。

《创业板上市规则》第 4.48 条规定,持有特别表决权股份的股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份的 10% 以上;当特别表决权股东的持股比例低于上述标准时,其特别表决权股份应当按照 1:1 的比例转换为普通表决权股份。

本课题组认为,以日落规则的方式实施最低持股要求是不合理的。最低持股要求的目的是保证特别表决权股东与公司之利益在最低限度上的一致性,并非终止表决权差异安排。当特别表决权股东未遵守该要求时,监管机构最初的执行措施通常应当是要求特别表决权股东在规定的期限内购入足额股份。当特别表决权股东违反最低持股要求,若监管机构不考虑其过错程度,亦不给予其更正的机会,一律废除其特别表决权,那么,这一股权结构的巨大变化将违背外部投资者入股公司时的心理预期,导致其投资于创始人见识与才能的计划落空,亦会对公司经营的稳定性造成巨大冲击;这些情况与投资者保护的背道而驰。

(五)信息披露的特别要求

课题组建议,当双重股权上市公司的某次股东大会涉及须以“一股一权”原则进行表决的事项时,这一信息应当被置于股东大会通知的醒目位置并予以特别提示。这是因为投资者在购买低表决权股份后,可能会理所当然地认为自身缺乏对公司事务的话语权,因而对股东大会表决事项漠不关心。在股东大会通知中明确告知投资者某些事项是以“一股一权”原则进行表决有助于提升投资者参与表决的兴趣和动力。

五、宽严适度的民事责任机制

(一)董事、监事、高级管理人员的义务与责任

《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第 147 条规定,董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务。不公允的关联交易以及对公司商业机会的褫夺是两类典型的违反忠实义务的行为。公司法对关联关系和公司批准关联交易的正当程序仍需建立起足够明晰的适用标准。《创业板上市规则》对其作出了重要补充。二者为创业板上市公司构建了较完善的关联交易规制体系,若能获得切实有效的实施,可以提供较充分的投资者保护。然而,我国法律对公司商业机会的保护尚存在不足。课题组建议,立法机关或最高司法机关应当在法律或司法解释中对公司商

业机会的认定以及侵犯公司商业机会行为的认定作出明确的指引。

我国法律尚未明确董监高勤勉义务的具体评判标准。课题组建议,我国立法机关应当对勤勉义务作出概念性规定,廓清勤勉义务的性质内涵并明确勤勉义务的具体标准。此外,从司法实践来看,对勤勉义务具体内容的判定离不开具体案件所提供的场景,因此,最高司法机关应当考虑选取具有代表性、裁判得当的董监高勤勉义务案件作为指导性案例。

2019年修订的《证券法》第78条和第82条规定了发行人和董监高的信息披露义务。如果上市公司没有按照规定披露信息,或者所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失,上市公司应当承担无过错赔偿责任,其董事、监事、高级管理人员承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外,即承担过错推定责任。

从司法实践的情况来看,独立董事违反勤勉义务而承担法律责任,通常是由于上市公司信息披露违法而被认定为未勤勉尽责。课题组认为,判断独立董事的勤勉义务应当采取适度标准,即董事是否善意、合理、审慎地履行自己的职责,尽到处于相似位置上的普通谨慎的人在相同或类似情况下所需要的注意义务。但与此同时,立法者应当认识到,独立董事履职时遇到的困难是客观存在的,一味加重独立董事的法律责任无法提高独立董事制度的效用。在独立董事制度的设计上,不应当谋求将独立董事打造为“全能型董事”,而是应当将独立董事的职责聚焦于监督和控制上市公司控制权私人利益。

(二) 控股股东、实际控制人的义务与责任

控股股东和实际控制人对公司和其他股东并不负有信义义务,其义务在于确保其权利的行使符合诚实信用原则,不得滥用权力损害公司及公司其他利益团体的利益。如果控股股东或实际控制人通过关联交易窃取公司财产,这毫无疑问是滥用权力或影响力的行为,违背诚实信用原则。《公司法》的相关规定过于原则化,需要建立起具体、明晰的关联交易规制体系。不过,如上文所述,《创业板上市规则》对《公司法》的相关规定作出了重要补充,其关联交易规制体系同样适用于控股股东和实际控制人。

此外,2019年修订的《证券法》第85条规定,当上市公司没有按照规定披露信息,或者所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失,公司的控股股东和实际控制人要承担过错推定的连带赔偿责任。

在“追首恶”的裁判趋势下,发行人的控股股东、实际控制人和董监高应承担更多的民事赔偿责任。

(三) 中介机构的民事责任

证券中介机构在市场中起着不可或缺的作用,但其民事法律责任的承担必须适度。本课题组建议,我国应明确证券中介机构的责任边界,采用原则性过错判断标准,并划分证券中介机构的责任比例。

目前,我国证券中介机构间责任划分不明确,证券中介机构可能对其他专家的意见负有特别注意义务。本课题组建议,我国应该明确证券中介机构的责任边界,允许其对全部专家意见履行一般注意义务,除非出现足以引起一般人合理怀疑的情况从而导致证券中介机构的信赖不合理,否则应该允许其信赖专家意见。我国应只在专家意见存在重大异常时要求证券中介机构对其进行调查,同时允许履行了合理调查义务的证券中介机构对专家意见合理信赖。明确证券中介机构的责任边界有助于我国保荐制度的完善。除尽职调查外,保荐人还须在证券公开发行后对发行人持续督导。相较英国的弱执法模式,明确证券中介机构责任边界,允许保荐人对专家意见合理信赖是缓解保荐人责任过重问题的更优途径。

目前,我国对证券中介机构是否履行特别注意义务的判断主要依据成文的行业规范,且表现出一定的结果论倾向。本课题组建议,对证券中介机构过错的判定应该回归原则性标准。我国对证券中介机构是否履行特别注意义务的认定应该采取“独立判断、充分理由”的原则性过错标准,即在案件的特定情况下,该证券中介行业的大多数从业者是否会进行类似的调查,并得出类似的结论。随着行业协会更多地参与对证券中介机构过错的判定,制定行业规范、运行声誉平台的主导权也应回归行业协会手中。

对承销商和保荐人以外的对虚假陈述不存在故意的证券中介机构,应该根据其过错程度划分责任比例,并明确可以加重或减轻其责任的因素。例如,中介机构常为发行人提供咨询等其他服务,这些业务的盈利往往高于“看门人”业务。利益冲突使发行人可以通过中止其他业务的方式向证券中介机构施压,削弱其“看门人”功能。然而利益冲突的另一面是协同效应。证券中介机构可以通过其他业务更了解发行人,更有效地履行“看门人”职能。与其“一刀切”式地禁止证券中介机构存在利益冲突,不如将利益冲突作为加重其责任的一个因素,由证券中介机构根据其成本和效益自行决定。

六、民事责任的实现路径

健康有序运转的资本市场一定是一个多元共治的格局,在保护投资者利益方面,要注重发挥监管者、投资者、中介机构、投资者保护机构(投服中心和投保基金)等在内的所有市场主体的力量。

作为股东的投资者在其利益受到侵害时,可对侵害其利益的行为人(包括公司及其董事、高管)提起直接诉讼。在多人小额的损害情况下(如虚假陈述民事赔偿),投资者还可以借助普通代表人诉讼以及投服中心主导的特别代表人诉讼维护合法权益。在相关主体的责任明确以后,还必须关注赔偿到位的问题。

课题组最后研究了民事责任的实现路径,包括投服中心的职能发挥、先行赔付制度的完善、欺诈发行责令回购制度的完善和投保基金的使用范围扩张。

(一)投服中心的职能发挥

一方面,投服中心应更加积极行使股东诉讼权。《公司法》、《证券法》和其他法规、规章应更多鼓励投服中心积极行使股东权利。考虑我国上市公司股东“用脚投票”的自我救济风格,投服中心行使股东权利的方式不仅在于参与股东大会投票,而更多地在于运用诉讼维权方式,使上市公司管理层和大股东不敢轻易侵害股东的基本权益。投服中心也应该出台更多的操作规范,具体细化和厘清案例选取标准和行权程序,给市场和投资者更多的确定性。在实现“追首恶”的目标上,股东代表诉讼大有用武之地。投服中心在提起股东代表诉讼时,应注意以追究控股股东和实控人的民事责任为主,以追究董监高的民事责任为辅。证券中介机构通常不属于股东代表诉讼的被告,投服中心一般不应在股东代表诉讼中追究其民事责任。另外,目前投服中心提起股东代表诉讼时,仍然需要履行先行请求董事会或者监事会起诉的前置程序。前置程序降低诉讼效率,且投服中心作为公益诉讼主体一般不会出现滥诉现象,因此今后的法律修改应明确取消前置程序对于投服中心的限制。最后,股东代表诉讼针对的是“给公司造成损失”的主体,投服中心在起诉时,“给公司造成损失”的具体金额无须完全确定,但至少应举证实际存在一部分损失。

另一方面,投服中心应更多提起特别代表人诉讼。在2019年修订的《证券法》赋予投服中心特别代表人诉讼权之后,投服中心应适当提升特别代表人诉讼的案例比例,而相应地降低支持诉讼的案例比例,这是由两种诉讼模式的制度特点决定的。第

一,在支持诉讼中,投服中心的身份主要是诉讼代理人或者投资人原告的征集人。在特别代表人诉讼中,投服中心的作用就得到了更大的施展空间,比诉讼代理人拥有更大的权利范围。第二,特别代表人诉讼具有支持诉讼所不具有的制度优势,可以充分发挥集团诉讼的优势,同时避免了滥诉的风险。

立法机关、监管机构和投服中心可以通过完善法律法规和业务规范,进一步明确投服中心的选案标准,提高投资者的维权积极性。第一,证监会和投服中心应确定“典型重大、社会影响恶劣的证券民事案件”的数量、金额等方面的具体标准。第二,随着前置程序的逐步取消,投服中心的案件选取具有更大的灵活性。在许多案件中,上市公司已经被控股股东和实际控制人掏空。这就要求投服中心在代表人诉讼中坚持“追首恶”的起诉方针,将控股股东和实际控制人作为首要的被告。第三,投服中心的绝大多数案例都选取了虚假陈述民事责任纠纷,案由范围过窄对于投资者保护水平提高具有负面意义。投服中心可以明确梳理不同案由案件的选取比例和决定因素,在业务规则中予以具体列举,使投资者获得更丰富的参考信息。

(二) 先行赔付制度的完善

一方面,应扩大先行赔付的适用情形。基于2019年修订的《证券法》第93条,先行赔付主要适用于发行人的欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为,已有的3个案件也都涉及欺诈发行和虚假陈述,“其他重大违法行为”尚无适用。随着未来投服中心诉讼事由的逐渐扩大,先行赔付的情形也应扩展到虚假陈述之外的“其他重大违法行为”,如适用于公司退市和公司破产等投资者难以获得赔偿的其他情形。

另一方面,应扩展先行赔付的责任主体。为了体现《证券法》“追首恶”的立法精神,立法者可以考虑授权投保机构在一些情况下指定赔付基金的出资人和出资顺序,确定控股股东、实际控制人的优先顺位。这样在没有自愿性先行赔付主体的情况下,投资者的利益也能够得到充分的保障。发行人的董监高对于欺诈发行、虚假陈述等行为也负有责任,是2019年修订的《证券法》规定的民事赔偿责任主体和连带责任人,因此也应被纳入先行赔付责任主体。此外,证券中介机构等连带责任方也应被纳入进来,其先行赔付顺位可以劣后于控股股东、实际控制人和董监高等,对于赔付基金起补充出资作用。

(三) 欺诈发行责令回购制度的完善

在制度的构建上,出于最大限度保护投资者的目的,课题组建议回购对象范围的确定以持有端为标准,将二级市场的投资者也纳入回购的对象范围。回购价格应该

以证券交易价格与证券持有人买入价格的较高价格为基准。

在具体的实施过程中,责令回购程序可以分为四个步骤:第一,在揭露日对公司股票同步实施停牌。第二,证监会对隐瞒重要事实或编造重大虚假内容的发行人作出回购决定,并且明确回购期限。第三,回购方案的决定。课题组建议,在发行人申请股票上市时,即要求其股东大会审议通过欺诈发行回购股份方案(不包括价格,但包括定价原则)并披露,授权董事会在触发条件时直接实施。第四,实施回购。课题组建议对现行的要约收购规则、交易和登记结算系统作相应的修改,以确保其支持发行人进行要约回购。

(四) 扩张投保基金的使用范围

目前,投保基金主要用于证券公司被撤销、被关闭、破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。鉴于特别代表人诉讼在民事赔偿金额方面的杀伤力,在未来的证券欺诈和违法案件中,相关责任主体可能均无充足的赔付能力,此时必须思考如何使投资者充分得到判决书确定的全额赔偿。否则,诉讼机制创新的积极意义将在很大程度上被削减。因此,若未来此种情形发生在《证券投资者保护基金管理办法》尚未修订时,应向国务院申请动用投保基金。如果此种案例发生数量较多,则一案一申请的做法就会显得很烦琐,且有不稳定性,此时似应考虑修改《证券投资者保护基金管理办法》,明确投保基金也可于证券欺诈发行、虚假陈述以及其他违法行为时向投资者予以偿付。当然,无论上述哪种情形,投保基金公司使用基金偿付投资者后,取得相应的受偿权,则可向相关责任主体追偿。