

论上市公司重大违法强制退市中投资者利益保护

陈学辉* 徐佳怡**

摘要：在全面注册制改革落地的背景下，高效健全的退市制度是支撑注册制运行的关键。上市公司退市尤其是重大违法强制退市对投资者利益有重大影响，保护上市公司退市中投资者合法权益意义重大。然而我国重大违法强制退市投资者利益保护制度仍存在标准不明晰、程序不规范、配套救济机制不完善等不足。在比较我国大陆地区与境外既有规定的基础上，笔者提出上市公司重大违法强制退市中投资者的知情权与获得公权力救济权是投资者权益的核心体现，进而建议围绕保障投资者权益细化退市标准、优化退市程序以及建立从先行赔付衔接至投资者保护基金制度。

关键词：注册制 重大违法 强制退市 投资者利益保护

一、问题的提出

2014年退市制度改革后，博元投资公司为掩盖股改业绩承诺资金3.84亿元未实际到位的事实，在2011年至2014年伪造、虚构违规交易，被监管部门处罚，并成为股票市场上首家因重大信息披露违法被强制退市的公司。^①2017年，上市一年多的欣泰电气公司被监管部门发现其首次公开发行股票时，在上市申请文件中的相关财务数据存在虚假记载，被认定为欺诈发行，成为我国第二起因重大违法强制退市的公司。^②2019年，长生生物公司被爆出狂犬疫苗造假，并未按规定披露问题疫苗抽检不

* 法学博士，浙江理工大学经济法研究所研究员。

** 浙江理工大学经济法研究所研究人员。

① 参见刘芳：《上市公司表外信息披露的问题及启示——以博元投资有限公司为例》，载《财会通讯》年2018第34期。

② 参见陈贺鸿：《退市及其投资者权益保护研究——以欣泰电气为例》，载《金融理论与实践》2019年第6期。

合格、被停产和召回等信息,同时在2015年至2017年的年度报告及内部控制自我评价报告中存在虚假记载,最终依据退市新规,其违法行为构成严重损害国家利益、社会公共利益而被强制退市。^①

这三个案例中的上市公司分别因重大信息披露违法、欺诈以及危害“五个安全”的不同情形构成重大违法而被强制退市。虽然在退市过程中证券交易所已提醒投资者注意风险,退市后监管机构也提示投资者可以提起民事诉讼,但笔者在中国裁判文书网检索发现,三起案例中并未有投资者提起诉讼维护自身权益。此外,尽管意在保护中小投资者利益的先行赔付制度与股份回购制度在欣泰电气案中首次尝试,但后续的回购承诺并未实现,先行赔付机制的不足也使投资者利益无法得到保障。而面对被罚款的长生生物,投资者不仅需要承受因股价暴跌等带来的实质性损害,还要面临退市之后公司无清偿能力的困境,其投资权益几乎清零。

在全面注册制改革启动的背景下,若无法保障上市公司退市过程中投资者权益,投资者因规避退市风险而减少投资交易,将长期阻碍我国证券市场发展与繁荣。从监管层面看,依职权要求符合退市条件的公司依法依规退市,既能维护证券市场秩序,亦能保障投资者利益。重大违法强制退市在各种退市原因中具有更大的突发性、即时性以及不可预见性,对投资者产生的影响甚巨,凸显投资者权益保障的制度价值。^②当前理论界的研究焦点与分歧在于,重大违法强制退市的标准是什么,为打破退市中信息不对称而需要怎样的信息披露,退市过程中投资者的救济途径有哪些,如何保障这些救济途径得到有效执行?笔者将考察重大违法强制退市制度的起源,对比我国大陆地区与境外相关立法,聚焦于制度分析,从理论层面归纳投资者权益内容,进而以这些权益为核心提出立法完善建议。

二、我国重大违法强制退市制度对投资者权益保护不足

证监会颁布的《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》”)经2018年修订,形成了重大违法退市的主要制度。同时,各证券交易所根据《退市意见》的授权以及全面注册制的要求制定了新的退市规则。总体上,

^① 参见陈雪,李盛贤,李跃焯,纳超洪:《审计师行业专长与财务舞弊研究——基于长生生物的案例分析》,载《财会通讯》2022年第11期。

^② 参见丁丁、侯凤坤:《上市公司退市制度改革:问题、政策及展望》,载《社会科学》2014年第1期。

我国重大违法退市制度得到了较大改善,但仍存在不足,无法完全适应全面注册制下上市公司有序退出市场的资本市场环境。

(一) 重大违法退市情形标准不明晰

在重大违法退市标准方面,当前无论是《退市意见》还是交易所制定的退市规则关于重大违法退市的三个情形的规定均存在不确定性,具有一定的解释空间。具体而言,即欺诈发行的构成要件是什么;重大违法信息披露与一般的违法信息披露有何区别,其与财务造假退市如何区分;危害“五大安全”的重大违法如何把握其中的“重大”。这些问题在理论上还未形成统一认识,在执法实践中亦有较大争议。

首先,退市标准要件模糊。如在欺诈发行的认定中,其构成要件是“不符合发行条件”与“以欺诈手段骗取发行核准”。该情形与一般的虚假陈述有何区别,需要进一步明确适用条件,给予行为人适当预期。前述欣泰电气案中,当事人即一直坚持其仅为一般的虚假陈述,而非构成欺诈发行,要求不能适用重大违法强制退市程序。^①虽然交易所明确了重大信息披露违法情形之一的财务造假的相关指标,但需同时满足连续两年造假金额超过5亿元及超过该两年披露合计金额的50%两个条件,可能导致一些严重财务造假的行为达不到退市标准。^②

其次,当前无裁量基准细则约束监管部门的裁量权。证监会与交易所对于欺诈发行、危害“五大安全”的重大违法行为退市仅作了原则性规定,监管机构只能围绕违法行为是否影响上市公司的上市地位来判断,处罚结果便带有较大主观色彩,执法机构的自由裁量权较大。

最后,重大违法与非重大违法退市存在竞合可能,如何甄别以避免退市争议。例如,康得新与千山药机均被认定2015—2018年连续四年净利润为负,同时触及财务类强制退市与重大信息披露违法情形之一的任意连续会计年度财务类指标实际触及财务类退市情形,不同于康得新以重大违法类强制退市,千山药机以财务类强制退市。^③为何类似的违法行为却适用不同的退市标准,这便需要执法机构做出解释与说

^① 参见(2017)京01行初6号行政判决;(2017)京行终3243号行政判决;(2018)最高法行申4640号行政裁定。

^② 参见靳璐畅,陈子熙,朱琳婧:《我国资本市场退市制度的潜在问题及政策建议》,载《金融理论与实践》2022年第4期。

^③ 参见中国证监会行政处罚决定书(康得新复合材料集团股份有限公司、钟玉)[2021]57号、中国证监会行政处罚决定书(湖南千山制药机械股份有限公司、刘祥华等14名责任人员)[2020]32号。

明,统一执法尺度。

(二) 退市程序冗长

退市程序中依旧存在退市程序的启动受阻及退市时间冗长的问题。根据重大违法强制退市的程序(见图1),退市的启动需要以证监会的行政处罚与人民法院的司法裁决为前提,这表明证券交易所只是形式上可以根据上市委员会的审议意见作出重大违法强制退市的决定,但实质上证券交易所的重大违法强制退市的自由裁量权受到限制。正是证券交易所形式上获得的由证监会完全下放的退市权力,与证监会和法院拥有的实质“重大违法”决定权之间的冲突,会导致证券交易所为避免身份尴尬、超越权能而回避对“重大违法”的判断,阻碍了重大违法强制退市程序的启动,一定程度上延长了重大违法公司的上市时间,可能造成更多投资者的损失。

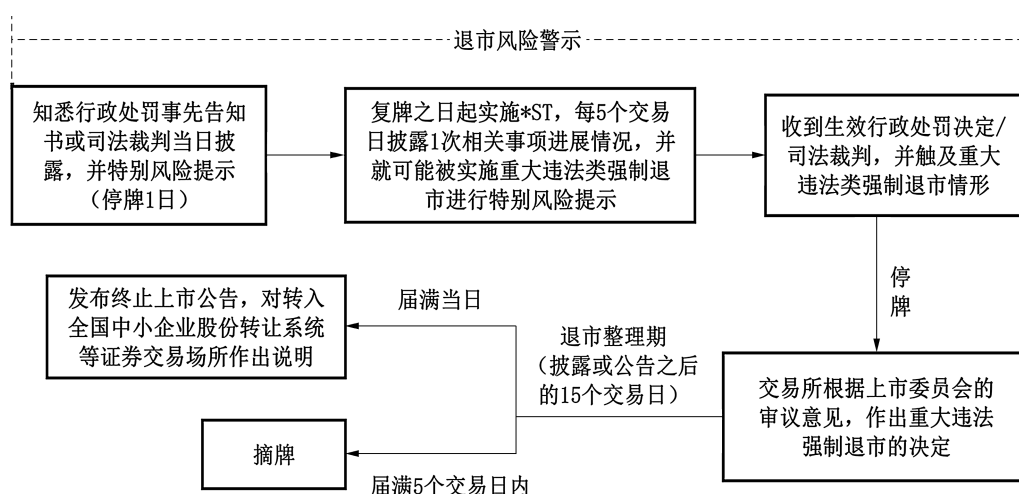


图1 重大违法强制退市程序

在进入退市流程之后,即便是已经取消了暂停上市和恢复上市的阶段,退市整理期从30个交易日减少至15个交易日,但所列举的五起案例(见表1)显示,从立案调查到最终摘牌基本均需历时2年左右,仍然不够高效快捷。退市周期的冗长往往容易造成股价下跌,延长投资者的获赔时间而变相拖延了上市公司的退市,引发市场投机。由此可见,仍需从保护投资者权益的角度出发,思考强制退市决定权如何调整以及各退市环节如何进一步精简,揭示重大违法强制退市一退到底的风险。

表1 重大违法强制退市公司退市历时时长

公 司	立案调查	摘 牌	历 时
博元投资	2014年6月	2016年5月	23个月
欣泰电气	2015年7月	2017年8月	25个月
长生生物	2018年7月	2019年11月	16个月
康 得 新	2019年1月	2021年5月	28个月
新 亿	2019年5月	2022年4月	23个月

(资料来源:作者整理)

(三) 先行赔付制度等保护投资者利益的配套制度效果不佳

《证券法》第93条明确规定了先行赔付制度,即“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付。先行赔付后,可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿”。“其他重大违法行为”的表述表明,除欺诈发行之外,重大信息披露违法以及危害“五大安全”的强制退市情形理论上属于先行赔付制度的适用范围。截至目前,重大违法强制退市情形中,只有因欺诈发行退市的欣泰电气案中应用了该制度,维护了投资者的合法权益。因此,可以说该制度在当前还未成为证券市场的长效机制。这一方面是由于第93条对先行赔付制度的适用采用“可以委托”的表述,意味着先行赔付是一项非强制性义务,体现着鲜明的自愿性,同时也反映出相关责任主体可能因为自利性,在缺少激励机制的情况下拒绝先行赔付,无法对其起到刚性约束。^①例如,在危害“五大安全”的重大违法情形下,扮演看门人角色的证券公司存在因无过错而不承担赔偿责任的可能,此情形下该制度便难以追究证券公司的责任。

另一方面,关于先行赔付只有原则性规定,缺乏具体适用上的实施细则。以欣泰电气案为例,在赔付方案的设计程序上,设计关乎投资者权益的赔付方案既没有召开听证会、向投资者征求意见,也没有独立的第三方机构对其进行监督。投资者只能被动地选择对于赔付协议接受与否,投资者参与权的缺失导致方案的公正公平无法得

^① 参见朱晓婷:《对〈证券法〉先行赔付制度改良进路的解析》,载《财经理论与实践》2022年第2期。

到保证,部分投资者以赔付方案不具有公信力为由拒绝接受方案的补偿安排,选择对发行人欣泰电气和保荐人兴业证券提起民事赔偿诉讼。在赔付协议的强制执行力问题上,现行制度未对先行赔付协议效力加以确认,故不具备司法上的确认力和执行力。由于责任主体缺乏制约,一旦责任主体不按约定履行先行赔付义务,投资者只能陷入民事诉讼程序,违背提高投资者获赔效率的初衷。在出资金额上,欣泰电气的先行赔付基金是由其保荐机构兴业证券出资 5.5 亿元设立的,也就是先予赔偿给受损适格投资者的资金是由先行赔付主体以其自有资金主动出资而成的。由于来源渠道比较单一,那么当受损适格投资者人数众多时,通过自有资金出资进行赔偿具有一定难度,存在赔付不足的可能。加之对责任主体收缴的罚款和没收的违法所得能否成为先行赔付的资金渠道也一直处于争议中,这更加剧了先行赔付实践效果不佳。

因此,如何发挥先行赔付制度的优势,在重大违法强制退市情形发生之后得到常态化适用,有效保护投资者权益有待考究。域外立法与实践中的其他保护退市中投资者利益的配套制度,这些制度我们还在探索中。例如,有学者关注到旨在保护投资者利益的制度理念与先行赔付制度一脉相承,且资金来源更广泛、赔付经验更丰富的投资者保护基金,提出以投资者保护基金为中心完善先行赔付制度。^① 即未来要将先行赔付制度逐步过渡到投资者保护基金,实现对投资者更好的保护。还有学者提出建立上市公司退市保险制度以适应各类重大违法强制退市情形中的投资者利益保护。^② 正是由于我们目前欠缺这些制度,导致重大违法退市中投资者利益保护不足,在全面注册制背景下,探索这些配套制度正当其时。

三、重大违法强制退市制度的源流与脉络

(一) 重大违法强制退市制度立法层面演进

1994 年《公司法》第 157、158 条将“公司有重大违法行为”且“后果严重”作为强制退市的法定情形,填补了上市公司强制退市制度的立法空白。然而该法未明确“后果严重”的判断标准,1999 年的《证券法》和《公司法》也仍未对“重大违法行为”作出

^① 参见张东昌:《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投资者保护基金为中心》,载《证券市场导报》2015 年第 2 期。

^② 参见董安生、吴建丽:《退市中的投资者保护》,载《中国金融》2016 年第 12 期。

规定。2001年的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》规定了暂停、终止上市的细则,标志着我国证券市场以亏损为核心的退市机制正式出台。上市公司水仙电器公司也因连续三年亏损,成为我国首支依法退市的上市公司。^①随着市场大幅扩容,大量上市公司使用“借壳”“财务处理”等手段以规避退市,出现了很多“停而不退”的现象。2005年以后,监管部门明确上市公司退市主要由《证券法》规制,该法第55条确定“公司有重大违法行为”是暂停上市的情形之一,证券交易所是决定暂停上市公司股票上市交易的主体。这一做法实质上取消了将“重大违法行为”作为终止上市的情形,引发了理论与实务界关于重大违法行为是否属于强制退市情形的争议。

2014年证监会出台《退市意见》,标志着我国重大违法强制退市制度正式确立。该意见明确了“欺诈发行与重大信息披露违法”作为上市公司重大违法行为,并确立了恢复上市与重新上市制度,设立了退市整理期等制度,此后证券市场上所谓“不死鸟”现象湮灭。^②2018年证监会进一步修订《退市意见》,新增涉及危害国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为情形。2020年《证券法》修订后,上交所、深交所与深交所先后发布或修改了《股票上市规则》,其中涉及重大违法退市的规则与程序亦随之进一步优化,如明确了财务造假退市判定标准等内容(见表2)。

表2 交易所关于重大违法强制退市的规定

情形	上海证券交易所	深圳证券交易所	北京证券交易所
欺诈发行	IPO 欺诈发行: 上市公司首次公开发行股票申请或披露文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。		
	重组上市欺诈发行: 上市公司发行股份购买资产并重组上市, 申请或披露文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。		
涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全	上市公司或其主要子公司被依法吊销营业执照、责令关闭或被撤销。		
	上市公司或其主要子公司被依法吊销主营业务生产经营许可证, 或存在丧失继续生产经营法律资格的其他情形。		

① 参见王锦:《实地探访PT水仙11年退市“囚徒”前路何方?》,载中国证券报,中证网,网址:https://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201205/t20120515_3330772.html,访问日期:2022年9月10日。

② 参见民生证券证券市场退市制度课题组:《我国证券市场退市制度的潜在问题与完善路径研究》,载《金融监管研究》2018年第4期。

续 表

情 形	上海证券交易所	深圳证券交易所	北京证券交易所
全等领域的违法行为	本所根据上市公司重大违法行为损害国家利益、社会公共利益的严重程度,结合公司承担法律责任类型、对公司生产经营和上市地位的影响程度等情形,认为公司股票应当终止上市的。		/
重大信息披露违法(涉嫌财务造假强制退市的情形)	公司披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,根据中国证监会行政处罚决定认定的事实,导致2015年度至2020年度内的任意连续会计年度财务类指标已实际触及相应年度的终止上市情形,或者导致2020年度及以后年度的任意连续会计年度财务类指标已实际触及财务类强制退市规定的终止上市情形。		公司披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,根据中国证监会行政处罚决定认定的事实,导致连续会计年度财务类指标已实际触及财务类退市指标规定的终止上市情形。
	根据中国证监会行政处罚决定认定的事实,公司披露的营业收入连续2年均存在虚假记载,虚假记载的营业收入金额合计达到5亿元以上,且超过该2年披露的年度营业收入合计金额的50%;或者公司披露的净利润连续2年均存在虚假记载,虚假记载的净利润金额合计达到5亿元以上,且超过该2年披露的年度净利润合计金额的50%;或者公司披露的利润总额连续2年均存在虚假记载,虚假记载的利润总额金额合计达到5亿元以上,且超过该2年披露的年度利润总额合计金额的50%;或者公司披露的资产负债表连续2年均存在虚假记载,资产负债表虚假记载金额合计达到5亿元以上,且超过该2年披露的年度期末净资产合计金额的50%。(计算前述合计数时,相关财务数据为负值的,则先取其绝对值再合计计算;本项情形以2020年度作为首个起算年度)		/
	本所根据上市公司违法行为的事实、性质、情节及社会影响等因素认定的其他严重损害证券市场秩序的情形。		/

(资料来源:作者整理)

(二) 注册制改革对上市公司退市制度的要求

在核准制下,监管机构实行的实质审查容易使投资者忽略价值判断,诱发企业造假行为。为支撑注册制高效运行,建立强有力的退市机制尤为关键。

(1) 保护投资者合法权益,健全退市制度。注册制的精髓在于放权,表现为优化上市发行审核。上市公司多样化可以增强投资积极性,但也容易造成多元化退市情形发生,投资者保护纠纷也会增加。准入门槛的优化并非意味着事前对投资者保护的放松,注册制下,为实现证券市场主体准入和清出的动态平衡,应当以投资者保护为中心健全退市制度,推进退市渠道畅通的同时强调事中事后加强监管。不论是措施配套还是纠纷解决都有更高要求,需要突破单一的投资者救济机制的局限,实现对投资者全方位的保障。

(2) 坚持以市场化为导向,构建多元化退市机制。注册制改革不同于核准制“家长式”的监管模式,而是注重发挥市场的作用。为避免因退市指标单一而频繁出现上市公司“戴帽”“摘帽”现象,坚持市场化、多元化的退出机制是关键。如2021年正式实施的“3亿元市值退市”,作为“1元退市”的必要补充^①,旨在防止公司通过并股等方式将低价股变为高价股,是建立以市场化为导向的多元化退市体系的体现。因此,注册制下,应由投资者对企业进行价值判断做出投资行为,通过有机联动上市标准以健全多元化退市标准,发挥市场淘汰机制清出缺乏市场认可的企业,解决“僵而不退”、花式“保壳”等难题。^②

(3) 严格高效清出,推动实现退市常态化。注册制下不再单一注重企业的盈利状况,而是进行形式审查,以提高审核效率、缩短企业上市时间。同时,其副作用是使形式上符合上市条件的公司均上市交易,存在损害投资者利益的潜在风险。^③因而对证券交易所而言,当市场主体准入效率提升时,市场主体清出的效率也必须提升。为促进市场资源流动,留下业绩好、成长性强的上市公司,清出业绩差的公司,配套严格高效的强制退市机制则尤为关键。只有进一步简化退市流程,尤其针对欺诈发行或虚假信息披露等重大违法行为实行以“严管”为前提的强制退市制度,才能形成常态化退市机制。

(三) 境外重大违法强制退市制度分析

美国、日本及我国香港的上市公司强制退市制度发展历史较长,形成了一套较为成熟的制度体系。通过比较考察几个代表性国家和地区的重大违法强制退市制度,

^① “3亿元市值退市”,即连续20个交易日总市值均低于3亿元的股票,将被终止上市;“1元退市”,即创业板公司股票价格出现连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值的,其股票将终止上市。

^② 参见陈见丽:《基于注册制视角的上市公司退市制度改革研究》,载《学术交流》,2019年第3期。

^③ 参见东北证券—复旦大学课题组:《注册制新股发行市场化改革成效及其优化研究》,载《证券市场导报》2022年第1期。

笔者认为有三方面值得我们借鉴(见表3)。

(1) 具体化与多样化的重大违法退市标准。虽然纽约和东京证券交易所都未在退市规则中将“重大违法行为”规定为一项单独的退市情形,但事实上,其在退市标准中规定了具体的违法行为如未充分披露信息、虚假陈述等,将其作为正常的退市情形适用。^① 香港证券交易所自主认定上市公司是否属于重大违法,拥有更大的自由裁量权。^② 美国和日本退市数量标准涵盖公司总资产、经营状况、股东数量等信息,衡量上市公司成长性和持续经营能力的退市标准具体明确,增强了退市标准的客观性。

表3 部分交易所退市制度规定及投资者保护机制

交易所	标准	程序	投资者保护机制
纽约 证券 交易所	交易所对以下几类标准自主做出让公司摘牌的决定:一是由交易所承认的权威意见认为该证券丧失投资价值;二是违反与交易所签署的上市协议;三是操作违反公共利益的;四是其他因素,如公司未及时、准确、充分地向股东和公众披露信息、财务报告虚假记载、未依据公共政策行为。	(1) 交易所在发现上市公司低于上市标准之后,在10个工作日内通知公司;(2) 公司接到通知之后,在45日内向交易所作出答复,在答复中提出整改计划,计划中应说明公司至迟在18个月内重新达到上市标准;(3) 交易所在接到公司整改计划后45日内,通知公司是否接受其整改计划;(4) 公司在接到交易所批准其整改计划后45日内,发布公司已经低于上市标准的信息;(5) 在计划开始后的18个月内,交易所每3个月对公司的情况进行审核,其间如公司不执行计划,交易所将根据情况是否严重,作出是否终止上市的决定;(6) 18个月结束后,如公司仍不符合上市标准,交易所将通知公司其股票终止上市,并通知公司有申请听证的权利;(7) 如听证会维持交易所关于终止公司股票上市的决定,交易所将向SEC提出申请;(8) SEC批准后,公司股票正式终止交易。	实行严格信息披露制度;运用集团诉讼制度;设置先行赔付制度。

^① See 79 Fed. Reg. 71484 (2014), Tuesday, December 2, 2014, pp.71295 - 71619.

^② 参见姜翔程、时海鑫:《香港创业板退市机制研究》,载《价格理论与实践》2012年第11期。

续 表

交易所	标 准	程 序	投资者保护机制
东京 证券 交易所	虚假陈述或否定意见标准: 上市公司在年报或半年报中存在着“错误陈述”,且产生了重大影响;或上市公司的审计报告中申明“否定意见”或“放弃表达意见”,且发生了重大影响;其他相关重大事项标准:违反上市协议、延迟提交证券报告及季度报告等。	(1) 对拟退市公司实施特别处理,给予公司一定期限,观察其是否能够重新达到上市标准。(2) 交易限制。如果公司在限期内未达到重新上市标准,交易所将停止标的的交易。(3) 最终决定。如果在停止交易后仍未改善则决定终止公司上市,股票由交易所内的整理处进行处理,3 个月后正式终止上市。	建立了完善多层次资本市场体系;设立投资者保护基金;加强对信息披露要求。
香港 联合 交易所	非量化的退市标准:本交易所认为发行人或其业务不再适合上市。 联交所可在任何情况下及于发行人的证券已持续停牌一段长时间而发行人并无采取足够措施令证券复牌的情况下,取消发行人的上市地位。	(1) 在停牌后的 6 个月内,公司须定期公告其当前状况;(2) 如公司仍不符合上市标准,交易所向公司发出书面通知,告知其不符合上市标准,并要求其在 6 个月内,提供重整计划;(3) 如公司仍不符合上市标准,交易所将公告声明公司因无持续经营能力,将面临退市,并向公司发出最后通牒,要求在一定期限内(一般是 6 个月),再次提交重整计划。(4) 如公司没有提供重整计划,则交易所宣布公司退市。	建立完善的信息披露制度,健全的赔偿基金制度。

(资料来源:作者整理)

(2) 制定有可操作性的重大违法强制退市程序。美国和中国香港地区在退市程序的步骤、时间上的规定较为严格和详细。以美国为例,其退市程序细分为 8 个阶段,且每个阶段设置合理的时间,最短一年半一家公司就能实现完全退市。^① 其他国家和地区的证券交易所因不直接以“重大违法”作为退市情形,所以拥有更完整的退市决定权,启动退市程序便更具有合理性、可操作性。^②

(3) 退市配套机制注重保护投资者权益。美国 1934 年《证券法》已对重大违法强制退市下投资者保护制定了较为完善的制度,突出表现在信息披露、诉讼模式与事后救济渠道的多重保障上。通过这些制度规定,有效地保护了强制退市制度体系中

^① See Jonathan Macey, Maureen O'Hara & David Pompilio, Down and out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process, 51 J.L. & ECON. 683, 695-698 (2008).

^② 参见陈煜:《美国证券市场强制退市决策权理论研究》,载《证券市场导报》2015 第 5 期。

的投资者权益。^① 参考借鉴成熟证券市场从事前、事中、事后为投资者铺设倾斜性保护的经验和做法,是完善目前我国在投资者保护方面的配套措施的一个重要路径。

四、上市公司重大违法强制退市中的投资者权益体现

维护投资者合法权益是我国退市制度的重要目标,退市制度的建立应当以保障投资者权益为基础。在重大违法强制退市的过程中,投资者权益集中体现为知情权与公权力救济权。因为重大违法退市具有突发性和即时性,保障投资者知情权才能使投资者积极维护自身权益;在公司因重大违法退市之后,公权力救济对投资者利益保障而言意义重大。因此,建立以投资者权益保护为核心的市场化退市机制,首先应当明确重大违法退市环节中的知情权与公权力救济权。

(一) 知情权

投资者知情权是投资者对所投资的上市公司相关信息有知悉的权利,其对应的是要求证券发行人、交易主体以及监管机构的信息披露义务。在上市公司重大违法强制退市中,保障投资者知情权的直接途径是要求上市公司及时披露真实、准确的信息。上市公司的大股东和内部知情人员可以凭借信息优势,维护其自身利益而损害投资者权益。如公司在接受调查时,其已预知公司可能因违法行为而强制退市,便临时增发新股、延迟信息披露,从而在退市前的有限时间内攫取更多违法利益。而处于相对弱势地位的投资者因无法正确且快速获取有效信息,容易被公司发展势态良好的表象所蒙蔽并遭受巨大损失。“为了避免投资者被转嫁风险和遭受不必要的损失,基于信息不对称理论及市场有效性失灵理论,在退市时不仅要求信息本身的披露,还强调信息的内容和质量必须是真实、准确、及时、公平和合理的,投资者的知情权才能够真正得到保障。”^②

保障投资者知情权还需对中介机构设定信息披露义务。如上市公司因触发财务指标或其他状况导致公司经营出现异常的,会被沪深交易所实施“退市风险警示”,并在其股票简称前加*ST符号。上市公司因触发退市其他相关指标的,沪深交易所会对其实施“其他特别处理”,并在其股票简称前加ST符号。通过类似标识向投资者客

^① See Samuel L. Rosenberry, Listing and Delisting Securities on the New York Stock Exchange, 45 VA. L. REV. 897, 897-906 (1959).

^② 蓝寿荣:《上市公司股东知情权研究》,中国检察出版社2006年版。

观披露上市公司经营状况,既保障投资者的知情权,又向投资者警示该股存在投资风险,引导理性投资。

(二) 公权力救济权

投资者面对投资出现的风险无疑应遵循买者自负原则,但上市公司的重大违法行为往往与投资者无关,上市公司因此被强制退市造成损失的结果若完全由投资者负责,则显失公平,证券交易秩序的稳定与安全将受到极大威胁。并且投资者在自力救济过程中处于弱势地位,在如何证明违法侵权、如何认定因果关系等方面都存在困难。故在重大违法退市程序中,为了保证投资者权益还需要公权力的介入。

一方面,监管部门对涉嫌重大违法强制退市的上市公司负有作出责令改正、警告、罚款或没收违法等行政处罚的义务。如针对涉嫌重大信息披露违法情形,证监会将对发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容的作出罚款。证券交易所会在证监会行政处罚决定或人民法院裁判文书认定的事实上,在公司股票于公告后停牌一个交易日,自复牌之日起,对公司股票交易实施退市风险警示或者作出终止上市的决定。此外,证券交易所有权针对违规行为作出自律监管措施(包括口头警示、书面警示、限制交易等)和纪律处分(包括通报批评、公开谴责等)。证监会、证券交易所对重大违法案件的查处惩治是提高投资者积极性和稳定资本市场的法治保障。

另一方面,在上市公司因重大违法被强制退市时,投资者有权寻求第三方保护机构介入,通过非诉救济机制获得赔偿。《证券法》第93条明确规定了先行赔付制度,即“发行人如果因欺诈发行、虚假陈述或其他重大违法行为给投资者造成损失,发行人的控股股东、实际控制人、相关证券公司可以委托投资者保护机构,予以先行赔付”。先予执行与赔付行为,可以弥补证券民事赔偿诉讼运行中成本高、耗时长缺陷,强化证券民事赔偿主体的责任追究。即时、高效、便捷地让因上市公司重大违法强制退市而受损的适格投资者先行获得救济,在最大程度弥补了投资者经济与心理上的双重损失,与契合投资者补偿型规制的理念相契合。^① 公权力救济制度对我国投资者保护体系整体搭建意义重大。

^① 参见张艳:《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》,载《上海财经大学学报》2021年第3期。

五、以投资者权益保护为核心完善重大违法强制退市制度

依照注册制改革背景下对上市公司退市的要求,结合我国现有重大违法强制退市制度中存在的问题,以保障重大违法强制退市制度中投资者的权益为核心,笔者认为在退市标准、退市程序以及投资者权益保障的配套制度方面有进一步优化的空间。

(一) 细化退市标准

首先,确立重大违法退市中的“重大违法”解释方法。从重大违法退市制度的法益追求来看,对重大违法行为施加强制退市的原因在于违法行为严重扰乱证券交易秩序、侵害投资者权益以及危害公共利益。因此,交易所对“重大违法”的判断与解释,需要从价值判断与量化指标两方面进行。一方面结合重大违法退市所保护的法益追求,从上市公司的违法行为情节、影响投资判断的程度、社会危害程度等要素综合分析;另一方面,从多角度量化“重大违法”所侵犯法益的具体量化指标,建立一定的客观标准判断。交易所对重大违法公司强制退市是行使立法赋予的辅助监管权,因此具体的做法可借鉴行政裁量基准制度,建立裁量权的量化指标。

其次,针对要求较高的财务造假导致的重大信息披露违法强制退市标准,有必要在造假金额与造假比例这两个条件之外设定单一严重标准。不论是造假金额抑或造假比例,只要其中一项造假行为达到了严重的程度,均可单独触发退市条件。因为全面注册制以后,上市公司数量增量显著提升,公司的规模呈现多样化。那么对于市值巨大的公司,尽管其财务造假数量特别巨大,但可能未达到造假50%的比例条件,则不会触发退市条件。反之,对于市值较小的公司,尽管其造假比例远超50%,但造假的金额未达到既有的营收造假或者例如造假标准。如此大的财务造假或如此高比例的财务造假,对投资者与交易秩序的危害程度显然极高,应当解释为重大违法。

再次,在危害“五大安全”领域情形下对“重大违法”的评判,除根据违法行为的社会危害程度以及对投资者决策影响的严重性等主观角度进行判断之外,有必要从客观角度制定可量化的标准,即制定具体的裁量基准。具体的基准指标可考虑涉案人数、股价波动幅度、涉及金额等要素,分别针对这些要素制定量化指标,以提高处罚的可操作性和威慑力。

最后,在退市原因竞合的情形下,明确具体的操作细则。在欺诈发行重大违法与

虚假陈述的竞合时,应当认定为欺诈发行。因为欺诈发行的特征是在发行阶段采用虚构事实的方式进行虚假陈述,使不符合发行条件的公司发行证券,其既有虚假陈述的情节,亦有使不符合上市条件的公司骗取上市资格的情节。显然欺诈发行所侵害的证券秩序更为严重,对欺诈发行的处罚不仅是要求其强制退市,并且该公司以后也不能继续申请上市发行证券。在财务类退市与重大违法信息披露退市之间存在竞合时,应当由交易所选择一种退市理由退市。二者的区别在于:重大违法强制退市情形中,对于年报财务造假规避退市的情形,主要规范逻辑是规制公司在上市期间隐瞒了已触及财务类退市指标而应当终止上市的事实;而财务类退市不以行政处罚为要件,只要达到了预设的财务指标即应当退市。交易所具体操作的原则应当以违法行为对信息披露秩序的扰乱程度、市场的价值发现功能的破坏程度以及对投资者利益的侵害程度作为判断依据,择一严重的退市程序处罚。

(二) 优化退市程序

退市程序上,新上市规则在废除暂停上市和恢复上市后,将退市风险警示和强制退市环节衔接起来,形成差异化、可操作的强制退市程序体系。^① 但仍有进一步优化的空间。

其一,对重大违法强制退市的情形,更应充分向市场揭示“一退到底”的退市风险。如在5年内因信息披露违规被处罚3次即达到强制退市标准,若上市公司在一定期间内已经受到过2次处罚,可通过对该公司增加特殊标识以加强风险警示,而不仅是局限于待重大违法的上市公司进入退市整理期之后,才在股票简称前冠以“退市”标识。

其二,对于强制退市的决定权,可以参考香港强制退市规则,即证监会可以保留部分强制退市决定权,撤销实施恶劣行为严重影响公共利益的上市公司的注册。鉴于证券交易所只是无行政权力的自律管理机构,认定“重大违法”缺乏法律授权,证监会则是明确“重大违法行为”的适格主体,其在保留部分强制退市决定权的基础上,若发现上市公司存在涉嫌重大违法的行为之后可以尽快介入干预,查明事实后及时作出强制退市决定,有效减少投资者的损失。

其三,相较于强调法定期限的长短,未明确时间限制的环节的不确定性更影响退市效率。如在终止上市预先告知书发出之后,上市公司有权申请听证或复核,证券交

^① 参见国玺:《强制退市制度改革研究》,载《上海法学研究》集刊(第7卷),中国政法大学、西南政法大学文集2020年版,第268页。

易所将对实际情况进行调查核实,该核实的期间并不被计入审议期限,这为相关利益方拖延程序时间提供了可能。故如何避免未明确时间限制的环节不可控地迁延,需要监管部门进一步优化退市程序。可建立简易复核程序与一般复核程序,对于形式上即可判断不能成立的申诉可适用简易程序,提升复核效率。

(三) 推动先行赔付衔接投资者保护基金制度

先行赔付制度的常态化需要激励路径的探索。根据《退市意见》关于“涉嫌欺诈发行的公司或其控股股东、实际控制人,在受到证监会行政处罚前,按照公开承诺回购或者收购全部新股,赔偿中小投资者的经济损失,及时申请其股票退出市场交易的,可以从轻或减轻处罚”的规定的基础上,再结合《证券法》第 171 条规定的责任主体存在不受处罚的可能,适当从轻或减轻责任主体的法律责任,有助于提高先行赔付主体赔付的积极性。而当前存在的问题是监管部门的裁量权缺乏基准,对于何种情况可以免除处罚、何种情形应当从轻或减轻责任的裁决较为模糊,这便导致了《证券法》第 171 条设立的先行赔付的激励制度缺乏可操作性。因而,建议对履行了先行赔付义务的责任人实行减轻或免除处罚的具体条件设立裁量基准,将违法行为人违法次数、违法的危害程度以及先行赔付的金额等量化指标作为具体的裁量基准。

将先行赔付制度与投资者保护基金制度进行衔接具有可行性。《证券投资者保护基金管理办法》显示我国的投资者保护基金制度的功能定位单一,目前还局限于为防范和处置因证券公司倒闭破产,并且挪用客户资产而给投资者造成的损失,由投资者保护基金按照规定比例补偿投资者的一部分损失,基金用途的严格限定导致其风险补偿功能难以充分实现。^① 彼时适应证券市场改革的需要,扩大投资者保护基金的适用范围,将各类重大违法强制退市情形纳入实际补偿范围,以投资者保护基金为中心构建先行赔付制度可以使其相互补充,有效拓宽资金来源渠道,使适格投资者的利益得到有效保护。参考美国《萨班斯法案》设立公平基金,在投资者保护基金的功能扩展到赔付重大违法强制退市情形下受损适格投资者的前提下,将明确触及重大违法强制退市情形的罚没收入纳入投资者保护基金,进一步充实先行赔付的资金,不失为一种有益尝试,符合“取之于市场,用之于市场”。需要注意的是,投资者保护基金的赔付是有条件的,不应成为责任主体逃避的工具。也就是在制度衔接上,可以采用“自愿赔付+法定最低赔付”的双轨制结构,只有在责任主体不明或其欠缺赔付意愿、

^① 参见台冰:《股票期权投资者保护问题研究——兼论证券投资者保护基金与期货投资者保障基金的区别》,载《证券市场导报》2015 年第 10 期。

赔付能力不足的情形下,投资者保护基金才能成为次优选择和“底线”保护,不能也不应该取代责任主体的市场化先行赔付。^①

在先行赔付制度本身的具体运行方面,先行赔付的程序上要保障投资者的参与权,做到公平、公正、公开。先行赔付主体初步拟定预案后召开听证会,不特定的投资者可以申请参与听证并发表质询意见,也可以允许投资者在特定的时间范围内以书面的方式提交其意见,再与与会专家就核心问题磋商后形成先行赔付方案,全程引入独立第三方机构对制定过程进行监督,加强赔付方案的权威性。同时,应注重先行赔付制度与诉讼程序的衔接。投资者通过向法院提出对赔付协议进行司法确认的申请,或交由证监会批准后赋予先行赔付协议行政和解的效力,赋予先行赔付方案以强制执行力,提高赔付效率,避免投资者再次提起诉讼,减少维权成本,体现了对中小投资者的倾斜性保护。

六、结 语

保护投资者的权益是证券市场长久繁荣的基石。在注册制改革之路全面铺开之下,为改变重大违法强制退市制度对投资者保护的不足,以知情权与公权力救济权为核心来构建具体的制度是未来修改的主要方向。然而,退市制度与上市规则、信息披露、虚假陈述等制度紧密相连,亦与保障投资者权益的其他相关配套制度如退市保险制度等关系紧密,因而研究重大违法强制退市制度中的投资者利益保护必须立足于整个证券监管框架中。未来关于退市环节中投资者权益的探讨还应当从更为广阔的角度进行,以促进我国资本市场的健康发展。

^① 参见张东昌:《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投资者保护基金为中心》,载《证券市场导报》2015年第2期。