

# 投资者保护视角下上市公司监管法规体系化研究

彭文革课题组\*

**摘要：**目前，我国资本市场已经构建了“四梁八柱”的法律体系，在打击违法违规行为方面形成了立体追责的有效机制，并且通过法规整合工作使体系化水平得到大幅提升。市场发展变化和注册制改革，对投资者保护和上市公司监管提出了更高的要求，亟须依据法体系化理论加强法规体系建设、保障制度供给。有鉴于此，下一步上市公司监管法规体系建设工作，可以从控股股东、实控人规制与追责、独董独立性与勤勉义务、中小股东监督制衡权利等方面优化公司治理法规体系；从贯彻投资导向立法理念、提升信息可读性等方面优化信息披露法规体系；从保障投资者参与决策权、完善异议股东退出机制等方面优化退市监管法规体系；从完善行政监管规则与民刑规则衔接、纠纷多元化化解制度等方面优化投资者权利救济法规体系。

**关键词：**投资者保护 上市公司 监管法规 体系化

经过三十多年的发展，我国资本市场已经构建了“四梁八柱”的法律体系，在打击违法违规行为方面形成了立体追责的有效机制，并且通过法规整合工作使体系化水平得到大幅提升。自注册制实施以来，我国资本市场的生态、规模、结构迅速发生变化，多元包容的发行估值体系、优胜劣汰的风险体系、归位尽责的自律约束体系等逐步建立。我国资本市场生态显著改善有利于更好地服务国家科技创新战略，推动上市公司质量进一步提升，同时也给上市公司监管法规体系建设及投资者保护提出了更高的要求。因此，亟须依据法体系化理论加强法规体系建设、保障制度供给。本文在此背景下探讨了上市公司监管法规体系化的意义与特征，深入分析了投资者保护

---

\* 本文节选自投服中心2022年度课题《投资者保护视角下的上市公司监管法规体系化研究——价值、实现与完善》，内容有部分删改，该课题由资本市场学院彭文革课题组完成。

视角下上市公司监管法规体系的现状,并就上市公司监管法规体系化提出完善建议,以期有助于提升上市公司监管法规体系化水平。

## 一、上市公司监管法规体系化的意义与特征

党的二十大报告对“坚持全面依法治国,推进法治中国建设”进行专章部署,提出要“完善以宪法为核心的中国特色社会主义法律体系”,党的二十大报告全文多次出现“法律体系”“制度体系”,法律体系化的重要性可见一斑。上市公司监管法规体系化具体路径可以参考民法学者对法体系化一般性特征的论述,以满足形式的一致性、内在的一致性、逻辑上的自足性和内容的全面性四个特征的方式,提高上市公司监管法规体系化水平。

### (一) 上市公司监管法规体系化的重要意义

上市公司监管法规体系化是保护投资者的重要途径。上市公司存在损害中小投资者利益的天然动机,需要以法治化方式加强监管,对在资本市场中处于信息劣势的投资者进行倾斜保护。我国资本市场投资者结构特殊,以中小投资者为主,广大中小投资者往往处于信息弱势地位,而且在权利保护方面的投入、主动性、经验均有不足,相较其他国家或地区,我国上市公司监管工作更加需要提高监管法规体系化水平,织密法治之网,为行政监管和自律监管提供法律依据。

上市公司监管法规体系化是提高上市公司监管法治化水平的必然要求。公权力的运行都涉及合法性问题,上市公司监管也不例外。现代国家特别强调依法行政,上市公司监管也必须在法治的轨道内进行。因此一套能够为监管各方提供依据的,且科学、规范、易懂、管用的上市公司监管法规体系,是提高上市公司监管善治水平的必要基础。

上市公司监管法规体系化是践行资本市场人民性的应有之义。习近平总书记在关于金融工作的重要论述中强调,要始终坚持以人民为中心的发展思想,更好满足人民群众多样化的金融需求。证监会深刻领会、坚决落实习近平总书记的重要讲话精神,在监管工作中站稳人民立场,提升资本市场政治性、人民性、安全性。证监会主席易会满提出,在证券监管工作中要始终践行监管的人民性,强化“大投保”理念,把保护投资者权益贯穿于资本市场改革发展稳定各项工作中。

## （二）法规体系化的应然特征

### 1. 实质层面：监管理念融贯性、监管内容全面性

（1）监管理念融贯性。法规体系应具有内在理念的融贯性特征。“内部的”实质规则体系是贯穿于整个法律体系的重要价值支撑。实质层面的价值理念融贯性强调各种规范的目标一致,要求由法律理念作为基石的法律原则所追求的价值在具体的法律规则和由法律规则所组成的法律制度中能够一贯性地表达。上市公司监管理念是上市公司监管法律体系的价值基础,是基于当前我国资本市场发展特点,为维护市场秩序、保障市场合法运行而形成的,对上市公司进行监督管理的共识。监管理念在所有上市公司监管规则中得到贯彻,方能确保所有监管主体出台的规则具有一致目标、统一逻辑。

（2）监管内容全面性。法规体系在实质层面应具备内容全面性特征。全面性是形成一个体系的必备要件,也是体系完备的典型特征。内容的全面性是一个相对的概念,是否全面取决于法律体系本身的定位。对所调整的法律关系进行了全面规定,实现法律关系的有序、稳定发展,达到了立法目的和法律体系的构建目标,便具备了内容全面性。上市公司监管法规兼备行政法与经济法色彩,为监管机构开展行政执法提供行为准则,为上市公司从事资本市场相关活动提供基本规则,如果不具备监管内容的全面性,则会引致行政秩序的失衡和资本市场秩序的混乱,无法实现对投资者权利的全面保护。

### 2. 形式层面：纵向层级适当性、具体要素逻辑性

（1）纵向层级适当性。法规体系是由不同层级的规则构成的一个有机的整体,纵向层级上应具有适当性。一是立法主体适当性。不同立法层级具有不同的立法权限,各项规则的层级都应当符合《立法法》的规定,由适当层级的立法机关制定。二是立法位阶适当性。不同立法目的的规则应当由具有相应权力的机关制定。在立法主体适当性方面,上市公司监管法规的立法主体多样,不同层级主体在权力范围内制定具有相应效力位阶的规则,构成纵向层级清晰的法规体系。在立法位阶适当性方面,上市公司监管法规由符合立法目的的适当层级制定,形成效力清晰的纵向体系。

（2）具体要素逻辑性。法律要素是构成法律体系的基石,包括法律的原则、规则、概念。具体要素的逻辑性主要体现在两个方面。一是要素的一致性。法律体系中各种规则要素之间应当保持一致,避免规则之间的冲突和矛盾。二是逻辑的自洽性。逻辑的自洽性不仅包括宏观的结构应当具备逻辑性,而且包括法律制度和法律

规范也应当具备逻辑性。在上市公司监管法规体系中,具体要素逻辑性体现在两个方面。一是具体规范应具有一致性。不同层级中的相同内容的表述应保持一致,使规则更加易懂。二是要素关系应当具有逻辑性。上市公司监管规则下位层级的监管规则应是上位层级监管规则要素的具体化、实操化,使规则要素之间保持逻辑自洽,不能存在下位规则超越权限新设定权利义务的情况。

## 二、投资者保护视角下上市公司监管法规体系现状

### (一) 投保视角下上市公司监管法规体系的建设成果

经过多年建设,我国上市公司监管法规体系已经初步具备体系化的四项基本特征,建立起全方位、全链条、多角度保护投资者合法权益的“大投保”理念和格局,得到了中小投资者的广泛认可。

#### 1. 上市公司监管法规已经具备监管理念融贯性

为解决立法、修法时间长,难以适应市场快速发展变化的情况,监管部门在广泛征求意见的基础上,通过出台规范性文件,持续修改业务规则等方式来实现法规体系建设的及时性、针对性、有效性,使监管理念能够在改革进程中得到贯彻落实。为适应注册制改革及常态化退市的要求,证监会持续推进发行承销、交易、并购重组、持续监管、退市等制度改革,指导沪深交易所同步制定完善相关业务规则、监管制度、配套审核规则及指引,进一步细化执行标准。对实践中存在的难点、风险点进行优化完善。

#### 2. 上市公司监管法规已经具备内容的全面性

经过多年发展,上市公司监管法规体系已经涵盖了发行、上市、交易、并购重组、退市等多个领域,涉及信息披露、公司治理、再融资、股份回购等多个维度,覆盖财务欺诈、内幕交易、操纵市场、虚假陈述等主要违法违规行。

在上市公司监管法规体系的全面整合修订中,进一步提升了内容的全面性。在体系上化繁为简,业务分类包含信息披露、公司治理、并购重组、监管职责四大类,强化了持续监管与发行、再融资、并购重组、退市等领域的有机联系,着重完善了监管重点内容的相关规则。

#### 3. 上市公司监管法规已经具备纵向层级的适当性

经过多年发展,我国资本市场已初步建立了包括法律、行政法规、部门规章、规范性文件、交易所自律规则在内的一整套效力层级分明的上市公司监管法规体系。从

上市公司监管规则纵向层级的适当性看,证监会层面构建基础规则、监管指引、规则适用意见3个层次,交易所层面构建自律监管规则、自律监管指引、自律监管指南3个层次,行政监管与自律监管实现有效衔接。通过优化上下位规则关系,基本“找平”沪深交易所规则的章节体例并维持两所规则内容上的合理差异。对修订不久的规则进行编号,使上市公司监管法规体系在规则形式上更加清晰。

#### 4. 上市公司监管法规已经具备具体要素的逻辑性

上市公司监管法规体系以《公司法》《证券法》等为核心,以证监会行政监管规则和沪深北交易所自律监管规则为主体。针对上市公司监管的行政规则和自律规则,证监会围绕《公司法》《证券法》,协同沪深北交易所以及上市公司协会等自律监管组织,梳理规则要素逻辑,在技术上将属于同一监管事项但分散各处的规则进行了合并,对不符合实践或存在矛盾的规则进行修改废止,将文字表述和格式体例进行了统一。此外,国务院、证监会、最高人民法院、最高人民检察院、公安部、财政部等制定了数以千计的行政法规、司法解释、部门规章、规范性文件等进行联动衔接,构成了民事责任、行政责任、刑事责任组成的法律责任体系,确立了中国特色的投资者保护规范体系。

### (二) 投保视角下上市公司监管法规体系面临的挑战

注册制的全面实施,将重构市场生态,并伴随规模扩容、波动放大等现象。从当前实践和未来发展来看,投保视角下的上市公司监管法规体系需要满足市场产生的新需求和改革带来的新挑战。

#### 1. 注册制下法规体系需要持续升级

注册制改革遵循市场化、法治化理念,强调推进各类主体归位尽责,通过市场化的询价、定价及机构配售机制,将投资价值判断归位给市场投资主体,不再由行政审核主导。相比核准制,监管部门将更加侧重于加强市场基础制度供给,推动法制体系完善,从发行审核转向加强事中事后监管。证券交易所的职能和地位得到较大提升,对审核专业化水平、一线监管及自律监管效能均提出了更高要求。

随着市场成熟及结构改变,未来将在发行估值、交易机制、并购重组、信息披露、退市等领域不断产生新的现象及问题,监管职能也会不断调整,上市公司监管法规体系化将是一项长期重要工作。

#### 2. 上市公司监管法规效力层级亟待提升

由于上市公司具备公众属性,其经营活动及证券活动均可能给投资者权益带来

重大影响,与普通公司明显不同,上市公司需要更细化的约束及监管。目前上市公司监管法规体系已经涵盖了信息披露、并购重组、公司治理、退市等重要业务,但主要采取部门规章、规范性文件,特别是交易所出台的业务规则加以规范。目前仍存在内容分散、层级效力低、缺少罚则等现象,造成了上市公司行政监管法律依据不足,导致上市公司监管缺乏抓手。通过提升立法层级适当性,加强监管权的制度供给,有利于解决当前上市公司监管实践中面临的突出问题,进一步形成体系科学、层次分明、规范完整的监管法规体系。

### 3. 监管司法协调衔接仍有优化空间

因我国资本市场发展进程,以及金融行业长期分业监管,在一定程度上形成的市场分割、多头监管的现象至今仍然存在。在行刑衔接领域,刑事优先原则作为被广泛认可的基础性理论,直接影响行刑衔接机制的建立和运行。此外,我国资本市场还长期具有“重行政轻民事”“重监管轻诉讼”的特征。虽然在执法司法层面,已经构建了行政、刑事、民事的闭环运行,但仍存在衔接不畅问题。不论是刑行衔接,还是民行衔接,或是不同监管部门之间,以及监管部门与地方政府之间,上市公司监管法规体系仍有大量需要细化优化的空间。

### 4. 不同层次市场法规制度的差异性与协同性有待平衡

我国已形成多层次资本市场体系,不同层次市场的定位、功能、上市主体、投资者结构等方面均已出现差异。目前,各证券交易所主要依据行政法规、部门规章、规范性文件等来进行业务规则的制定,既需要结合板块特点体现不同层次市场的差异性,也要把握尺度在一定框架内进行协同衔接。从全球发达市场发展经验来看,不同层次市场的转板包括了交易所与场外市场之间、交易所内部、交易所之间的多种形式,需要监管机关及证券交易所根据新问题新情况对转板公司的审核尺度、信息披露、异常交易监管等要求通过业务规则等多种形式进一步细化完善,实现有效的沟通衔接,建立统一监管尺度压缩套利空间。

## 三、投资者保护视角下上市公司监管法规体系化建议

投资者是资本市场立市之本。从加强投资者保护的角度,对上市公司监管法规体系进行检视并提出完善建议是十分必要的。在法体系化理论方法的指导下,从公司治理、信息披露、退市监管、投资者权利救济四个方面探寻保护投资者的制度优化

路径,有助于整体提升上市公司监管法规体系化水平。

### (一) 上市公司治理法规体系化建议

#### 1. 提高控股股东和实际控制人法定主体地位,提升法律体系融贯性

应当在法律层面承认控股股东与实际控制人正确行使控制权参与公司治理所具有的积极意义。<sup>①</sup> 建议在法律体系层面,为控股股东与实际控制人参与公司治理构建完善全面的法律体系,重点在于确认控股股东与实际控制人在公司治理中的法定地位,确立清晰的权责机制,明确控股股东和实际控制人的特殊权利与义务。

《证券法》及证监会出台的大量规范性文件已体现出控股股东与实际控制人的法定地位和所承担的诚信义务,将控股股东和实际控制人均增列为违法行为主体,如第94条将控股股东增列为股东代表诉讼的加害人主体,使诉讼的范围不止局限于公司法规定的董监高。建议在证监会层面加强立法,出台部门规章对控股股东、实际控制人的行为进行规范,制定《实控人行为规则》,完善对关联交易、同业竞争、占用担保、现金分红、承诺履行等容易侵犯中小投资者权益行为的监管规则。同时注重证监会部门规章与《公司法》修订内容的逻辑协调性,明确控股股东和实际控制人对公司和其他股东所承担的责任与义务,提升法规体系的融贯性。

#### 2. 强化控股股东和实际控制人的诚信义务,加强责任追究机制

在现有法律制度安排下,可以借鉴优先股与普通股结构下的权利责任分配机制。在控股股东与中小股东之间的权利责任分配上,中小股股东意志被控股股东吞没,无法影响公司的经营决策,因此中小股东能够优先享有公司的收益分配,控股股东掌握公司控制权,所以在公司收益分配上劣后于中小股东。<sup>②</sup> 在该权利责任的分配机制下,控股股东的勤勉义务便能在原则性条款下形成具体的行为规范,能够有效强化控股股东和实际控制人的诚信义务。

在追究控股股东和实际控制人责任的实现机制中,首先应注重发挥行政监管的作用,完善监管职责相关法规的立法层级和监管内容。在监管职责的法规体系的立法层级方面,建议适时提升法规层级。配合《公司法》修订,出台《上市公司监督管理条例》,从行政法规层面赋予证券监管机构实际惩戒权力,为证监局监管上市公司控股股东、实际控制人构建制度“抓手”,提升上市公司治理规范性。在立法内容方面,进一步细化公司治理的程序性规则,提升监管内容的全面性与协调性。规范上市公

<sup>①</sup> 李建伟:《公司制度、公司治理与企业管理》,人民法院出版社2005年版,第124、145页。

<sup>②</sup> 赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,载《法学研究》2020年第4期。

司三会运作,制定董事会运作规则,完善股东大会规则。同时加强规则之间的逻辑性,使《上市公司治理准则》与新修订的同位阶规则在内容上保持协调一致。其次,在控股股东和实际控制人的诚信义务基础上,对滥用控制权责任认定中采用举证责任倒置,由侵害人提供证据,自证已履行诚信义务。

### 3. 突出中小股东监督制衡权利,提高公司治理参与度

建议制定上市公司章程监管规则,让公司章程在公司内部治理中真正发挥作用。当修改变更公司章程中的条款,损害中小股东合法权益时,投资者保护机构可就此为中小股东维权。

在知情权上,应完善权利行使的程序,避免阻碍纠纷。需要进一步明确中小股东可查阅的必要范围,同时规定查阅地点应满足便利、保密和最低影响等原则性要求。在表决权上,通过出台上市公司治理管理办法,提升上市公司表决回避制度的法律层级。同时,扩大表决回避制度的适用范围。在回购权上,应进一步明确回购权行使的主体以及回购义务的主体。异议股东的范围可适当扩大,放松必须在股东大会上对上市公司合并、分立、利润分配的决议投反对票的要求,并明确股东表达异议的有效期限及其他合法的途径。

### 4. 健全上市公司独立董事规则,保障独董履职尽责

在法规体系的层级适当性方面,健全上市公司独立董事制度,适时提高上市公司独立董事规则的立法层级。建议由国务院在行政法规层级出台上市公司独立董事法规,赋予监管机关督促独董履职尽责、防止上市公司侵害独董履职条件的监管处罚权,为独董发挥监督功能筑牢制度基础,加强独立董事积极保护中小投资者权益不受损害的制度供给。在法规体系的内容方面,为避免独董任免被控股股东和实际控制人完全掌控,建议将任免独董的主导权交由中小股东行使。独董选任制度中,建议允许投保机构代表或辅助中小股东行使独董任免权。由中小股东作为核心主导独董选任,投保机构代表中小股东行使独董提名权。如果独董存在损害中小股东利益的情形,投保机构可以向股东大会提出建议罢免独董,由中小股东投票决定是否罢免。

### 5. 推动机构投资者积极参与上市公司治理

机构投资者具备专业视角,积极参与上市公司治理可以促进资本市场整体治理水平提高,保护好中小投资者的合法权益。基于最新的上市公司治理准则,建议进一步完善修订基金管理公司对外行使投票表决权指引,统一征集代理投票权的主体,对征集委托书的格式内容作出进一步的具体规定,提高征集代理投票权制度的法律效

力层级,促进机构投资者积极参与上市公司重大事项决策。

## (二) 上市公司信息披露监管法规体系化建议

### 1. 实现信息披露立法理念进一步向“投资者导向”的逻辑转变

在全面推行注册制背景下,信息披露制度理念亟待进一步向“投资者导向”的逻辑转变。一是要将信息披露的立足点或出发点定位于投资者。出发点不同必然导致信息披露的差异,信息披露的主要使用者应定位于证券市场的投资者,尤其是信息获取能力弱的中小投资者。二是要充分考虑投资者的需求,在披露渠道、内容编制、格式指引、沟通互动等各个方面都应出于投资者保护目的并考虑到投资者的决策需要。三是要将“投资者导向”的信息披露立法理念,融汇贯彻到整个上市公司监管体制之中,确立信息披露在资本市场运行中的中心和基础地位。

### 2. 更加注重投资者决策重要信息的披露

一是更多、更深入披露与投资者决策有关的重要信息。可考虑减少合规、规范类信息的披露,更多要求披露与公司投资价值有关的信息,如所处的行业环境、公司竞争优势等。二是从投资者角度理顺招股说明书、定期报告的逻辑架构。对投资者决策重要的信息尽量位置提前、重点突出,对投资者决策不具有重大价值的历史类、规范类信息可以靠后,或者采取附件、索引等形式。

### 3. 适应不同投资者需要,提升信息的可读性

一是避免“信息超载”。可以在满足机构和专业投资者对信息的广度、深度要求的同时,考虑要求上市公司同步发布简化版本,供个人投资者使用。二是强化关键信息。对于投资决策重要信息和需要提醒投资者格外注意的事项,在制作指引中可建议以索引、不同字体、图表等方式予以突出显示。三是注意通俗性和简明性。随着注册制的实施,战略新兴产业、高科技企业占比不断增大,这些行业较传统产业更加难以看懂,涉及的专业术语也更多,应建议尽量使用简明语言,帮助投资者理解。

### 4. 进一步细化要求,提升信息的针对性

一是进一步推进差异化信息披露。在总结分行业披露、分类监管经验的基础上,进一步区分不同行业、不同类型、不同风险的上市公司,提出分类、分行业、分层次细化披露要求,为不同类型的信息披露义务人制定不同的披露标准、披露内容、披露形式。二是针对特定内容,深化披露要求。可考虑制定专门的风险披露指引,要求将业务风险、公司治理风险、政策风险等各方面都进行全面揭示,并结合企业实际,进行深入分析并说明企业采取的应对措施。三是完善信息披露豁免立法,加快制定《信息

披露豁免管理规则》,进一步厘清豁免边界。豁免范围的确定应当以“投资者决策”作为标准,如果商业秘密的披露会影响理性投资者做出决策,则应当进行披露。对于恢复披露期限的规定,细化明确“及时”要求,若商业秘密被泄露或出现市场传闻时,要求上市公司在知道或应当知道秘密泄露后的五个工作日内恢复披露。

#### 5. 进一步完善自愿信息披露制度,提升法规全面性

考虑制定更为细化的自愿性信息披露要求、指引,增强可操作性,帮助减少上市公司做自愿性信息披露的顾虑,鼓励上市公司根据与投资者的沟通,及时梳理分析投资者关注的问题,做自愿披露,同时,可以独立董事、董事会秘书等为抓手,促使其更加重视公司自愿性信息披露工作。

#### 6. 持续完善信息披露约束追责机制,增强监管威慑力

一是针对交易所规则中经过实践检验的优秀做法,及时总结经验,发挥示范效果。对其中可以保持长期稳定性的内容,适时上升为纵向层级更高的规则。二是完善交易所信息披露评价标准、直通车等相关制度,借鉴金融行业分类监管规定,加强信息披露评价的规则关联、结果应用,根据信息披露评价差异,细化区别对待。三是构建全方位、立体化的追责机制,进一步构建起政府监管、行业自律、市场博弈、社会监督相结合的立体、全方位追责机制。

### (三) 上市公司退市监管法规体系化建议

#### 1. 主动退市法规体系化的完善建议

第一,增强参与决策权。一是建议在主动退市决议中适当降低行使提案权股东的持股比例。建议将表决权通过指标设为75%,通过设置反对票上限比例来保护中小投资者权益,若反对退市决议的票数超过中小投资者表决权的10%,则主动退市不予通过<sup>①</sup>。二是建议在上市公司中建立特别委员会制度,由独立董事和中小投资者代表组成,在主动退市决议中行使监督权和决策权。

第二,完善异议股东退出机制。一是建议修订《公司法》,将主动退市纳入异议股东回购适用范围。二是对于异议股东退出机制,制定明确的价格规则和法定程序,保障中小投资者可以享受公平的现金选择权,将股东大会作为基准日,计算前30个交易日股价的加权平均价。现金选择权价格应以市场价格为基准确定合理变动范围,当企业制定的现金选择权价格明显低于市场价格时,中小投资者可以请求证监会主

<sup>①</sup> 董香兰:《主动退市下中小股东权益保护研究》,载《财会通讯》2022年第22期。

导进行价格协商,如协商失败则向人民法院提起民事诉讼,由法院评估核定公平回购价格。

第三,提升信息披露质量。一是建议将主动退市纳入上市公司信息披露规则的“重大事项”中。二是建议丰富和细化主动退市信息披露的内容,比如公司的资产财务状况,对利益相关方的影响等;详细规定信息披露的实质性内容,尤其是退市后的发展规划。三是制定主动退市信息披露格式准则和程序,以标准格式发布主动终止上市公告书。披露程序方面,董事会决议通过后立即公布决议情况,在一定工作日内发布主动终止上市公告书,持续公布主动退市进展的股东大会、股东异议以及重大事项等信息<sup>①</sup>。

## 2. 强制退市法规体系的完善建议

第一,完善先行赔付制度。一是增加先行赔付的责任主体,当前先行赔付的责任主体主要是公司的实控人、控股股东和有关证券公司,遗漏了董监高,建议将包括董监高在内的所有因不法行为侵害中小投资者合法权益的责任主体(包括个人和机构)都纳入先行赔付主体范围内。二是明晰先行赔付标准,建议借鉴虚假陈述损害赔偿的计算方法<sup>②</sup>,或者依据相关的指导案例来确定赔偿标准。三是提高先行赔付制度的强制执行力度,建议在先行赔付协议签订后的一段时间内(例如30天),向人民法院提出司法确认。法院受理请求后将就赔付协议进行审查,作出司法确认裁定书,拒不履行时可依法强制执行。

第二,提升股份回购制度的执行力。一是事前细化回购流程,便于监管和督促执行。例如可明确规定首笔回购金额以及最低的回购金额,可以设立专门账户对回购到位资金进行专门管理,避免企业抽走回购资金导致资金不足而停止回购。二是建立事后惩罚制度,提高回购终止的成本,如可以设置警告、处以罚金等处罚手段和措施,尤其是对于公司利用股份回购操纵股价的行为要从重从严处罚,提高上市公司不履行回购协议的成本。

第三,建立健全中小投资者配套救济机制。一是推动退市保险机制落地。国务院办公厅在2013年发布了《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》,在文件中提出要在上市公司退市中引入保险机制。随着常态化退市机制逐

<sup>①</sup> 张艳:《主动退市中投资者保护模式的反思与重构》,载《环球法律评论》2020年第6期。

<sup>②</sup> 即根据投资者证券交易之时的价格与虚假陈述揭露之后的价格差额进行计算,投资者的实际损失不仅应包括差额损失,而且差额部分的佣金和印花税以及同期银行利率也应涵盖在内。

渐形成,建立退市保险制度并推动落地实施对于保护中小投资者而言十分必要。二是探索建立投资者保护专项赔偿基金。在违法犯罪的责任主体不能或足额赔偿投资者损失时,由专项赔偿基金给予一定额度的赔偿。

#### (四) 投资者权利救济法规体系化建议

##### 1. 提高行政监管规则与民事诉讼规则的衔接性,有效贯彻监管理念

第一,优化先行赔付具体实施规则,提高与民事诉讼制度的衔接性。一方面,可由证监会或者证券业协会基于《证券法》第93条的内容细化和完善相关实施细则,对赔付对象范围、赔付资金来源、赔付方案制定程序等关键问题加以明确,合理平衡先行赔付主体、其他连带责任人和受损投资者之间的关系,保障先期赔付主体追偿权的实现。另一方面,加强制度之间的衔接性,建议在制度层面确认先行赔付主体的民事追偿,可以优于其他责任人的行政或刑事处罚。

第二,关注证券民事赔偿责任优先制度实践情况,及时“联动修法”制定衔接规则。随着证券民事赔偿责任优先原则的稳健实施,我国证券民事赔偿责任制度势必将不断完善。为了促进证券市场公平公正发展,有力保障投资者合法权益,建议高度关注证券民事赔偿责任优先的实施情况,联合证监会、最高法、财政部针对实践中的痛点、难点,共同制定民事赔偿责任优先的具体实施细则。

第三,证券虚假陈述前置程序取消背景下,提高投资者举证责任的制度衔接性。一方面建议充分适用民事诉讼中的一般证明标准——高度盖然性的证明标准,即人民法院经审查并结合相关事实,确信待证事实的存在具有高度可能性,即可认定该事实存在,只要证据能够证明信披义务人的虚假陈述行为具有重大性和过错的高度可能性,就可以认定具备要件。另一方面建议强化书证提出命令和法院调查取证等规则和机制,最大限度查明事实。

第四,推广特别代表人诉讼首单案件成功经验,贯彻监管理念、发挥示范效应。一是从制度衔接的维度,建议梳理特别代表人诉讼的前置程序条件。进一步明确特别代表人诉讼的前置程序问题,实现制度之间的有效衔接,避免存在法规模糊地带。二是从更好贯彻监管理念、增强违法威慑力的维度,正确适用比例责任,依责任比例确定赔偿金额。为避免连带责任给投资者带来不具经济效益的结果,在公司与真正责任人之间适用比例责任更有利于达成责任平衡、落实公平原则。

##### 2. “全链条”从严打击财务造假行为,提高行刑规则全面性

法规体系化应先从侵害投资者权益的典型违法违规行为入手,针对资本市场财

务造假行为、违规披露行为,加强行政执法与刑事司法规则的双向衔接性,提升法规体系的内容全面性。一是在上市公司监管规则体系中,要坚持依法“全链条”从严追诉,既惩治具体实施造假的公司、企业,又惩治组织、指使造假的控股股东、实际控制人,推动《上市公司监督管理条例》出台,赋予证监会更加具有威慑力、更加多元化的监管手段。同时追究帮助造假的中介组织,通过适用财产处罚,加大对财务造假犯罪人员的经济处罚力度。二是提高对欺诈发行、违规披露、不披露重要信息罪的刑事惩罚力度,系统完善证券类罪名的刑罚,形成全面打击上市公司违法违规行为的合力。《刑法》中欺诈发行罪和违规披露、不披露重要信息罪的刑期一般都在五年以下,特别严重情节才处五年以上有期徒刑。<sup>①</sup> 这两项罪名对于罪犯的有期徒刑刑期都比较短,威慑力不足,可以考虑适当延长刑期。同时建议系统调整证券期货类犯罪的最高刑期,加强对违法犯罪行为人的威慑力。

### 3. 充分利用多元机制化解纠纷,加强调解、仲裁、诉讼制度建设

调解、仲裁、诉讼机制的运行,还需要在法规体系中加以优化。一是建议及时将实践中的优秀做法提炼、上升为规则,将调解阶段通过补充仲裁协议的方式落实在制度层面,补充完善调解、仲裁等非诉讼纠纷化解机制与诉讼纠纷化解机制的对接制度,提高上市公司监管法规中证券纠纷多元化解制度的内容全面性。二是建议在“总对总”平台中加入仲裁机制,形成联结法院、仲裁中心、证监会的“诉—仲—调”在线纠纷化解平台。三是通过证监会与法院、仲裁中心等部门的“联动修法”,在部门规章层面对“诉—仲—调”机制之间的转化、协商结果的效力确认等问题进行统一规定,为投资者提供一站式线上纠纷化解、权利救济的多元维权制度。

## 四、结语：上市公司监管法规体系化总体路径

综上所述,投保视角下,上市公司监管法规体系可从以下四个方面进行完善:

一是转变立法理念,全面夯实基础性制度建设。注册制的全面实施,需要进一步加强证券市场基础性制度增量供给。推动立法机关及相关立法部门全面、深刻理解

<sup>①</sup> 根据《中华人民共和国刑法》第160条,欺诈发行罪处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处罚金,特别严重的处五年以上有期徒刑并处罚金,控股股东、实际控制人组织、指使实施前款行为的,处五年以下有期徒刑或者拘役,特别严重的处五年以上有期徒刑并处罚金。《刑法》第161条规定,违规披露、不披露重要信息罪的刑罚,其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处罚金;情节特别严重的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处罚金。

注册制的内涵,建立长远化、体系化、协同化思维,实现立法理念的转变。推动建立多部委法制工作部门的长效工作机制,进一步完善证券立法机制,采取法律、司法解释、行政规章及行业自律规范性文件等形式,增强法律供给及时性。注重不同层级法规制度的协调,确保新增基础性制度监管理念的贯通性以及协同衔接。二是推动行政法规出台,改善监管履职法律依据不足状态。上市公司监管法规已经实现体系化,但也存在重点领域现有制度层级效力不高,规范性文件缺少相应上位法依据,一些市场行为虽有禁止性规定但欠缺法律责任配套等问题,出现了监管履职受限现象。应推动《上市公司监督管理条例》尽快出台,聚焦上市公司监管中的薄弱环节和难点、焦点问题,实现与《公司法》《证券法》的有效衔接,解决上市公司行政监管法律依据不足的现状。对投资者权益维护的重点领域,可考虑将部分部门规章或业务指引上升为法规,与《上市公司监督管理条例》形成协同制度供给,对一些现有法律的原则性规定做出细化落实和配套安排。三是参与“联动修法”,实现民事、行政、刑事责任协调发展。随着我国法治环境逐渐改善,法律体系持续完善,法律密度不断增强,修法量大且呈现上升趋势,已成为最主要的立法形式。需要积极推动“联动修法”,整合监管及司法资源,建立完整监管链条,实现行政处罚、刑事处罚、民事赔偿的协调发展。四是完善工作衔接流程,建立良好协作机制。在金融监管部门之间,监管部门与司法机关、地方政府之间,存在证券市场监督管理权行使权责界限不清,工作衔接流程不明,问题处置协调困难等现象。需要通过上市公司监管法规体系的优化完善,明确不同主体的职能分工与权责边界,在执法司法及风险处置等方面,实现跨区域、跨部门、跨市场的系统性协作。