

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
冠 鵬振冠 鵬振冠 鵬振佳清袞嶸羴撈\$袞復殍荒赦赦鄰嶸混舊殃鄰襁媵鹽摺綠銅敏憇殍救靈懃隴

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

M 斌 愷 嶸 齡 綠 璽 倂 駟 慎 媚 涓 桎 涸 嵩 鵬 娠 改 清 裴 嶸 斂 憊 殄

明,统

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

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

续 表

情 形	上海证券交易所	深
-----	---------	---

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	标的的认定与异议、类别股表决权、几项所证违反公共知地、下交易是市公共知地、以公为一反公素、分信未、权出由认的反因充信未、有做一意见作其准披露、交易所主做一意见作其准披露、交易自定权投票是及时公策、核准的生态二的本东报共	交易所发现上市公司低于上市标准后，在10个工作日内通知公司，公司应在10个工作日内向交易所提出整改计划，交易所应在18个工作日内对计划进行审核，如果公司不遵守计划，交易所将启动退市程序。交易所应在18个工作日内对计划进行审核，如果公司不遵守计划，交易所将启动退市程序。交易所应在18个工作日内对计划进行审核，如果公司不遵守计划，交易所将启动退市程序。	实施严格信息披露制度、严格执行退市制度、先行赔付制度。

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

②

交易所	标 准	程 序	续 表 投资者保护机制
东京 证券交易所	标准 虚假陈述或否定意见标准 上市公司在年报或半年报中 是否存在重大错报或影响公 司的重大会计报告中申明“否 定意见”		

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、上市公司严重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。在严重违法强制退市的过程中,投资者权益集中体现为知情权、公权力救济权。因为严重违法退市具有突发性和即时性,保障投资者知情权才能保障投资者积极维护自身权益,在公司因严重违法退市之后,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,首先应当明确严重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,其对应的要求是证券发行人、交易主体以及监管机构的信息披露义务。在上市公司严重违法强制退市中,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

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

徒驚鵬振財清裝嶮曠儺而啁訶慎嫫惣

交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,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。《证券投资基金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防范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适用范围,将各类严重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圆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,使合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,

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。