

# 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

张艳

(上海社会科学院法学研究所, 上海 200020)

**摘要:** 退市是资本市场中重要的基础性制度,科创板注册制改革为退市制度改革提供了空前的历史机遇。科创板退市是对上市创设的发行人与上交所之间民事法律关系的消除,主动退市的法律属性为协议解除,强制退市则是约定解除权的行使。现行法暴露出严重的规制理念扭曲与规制路径偏差,导致主动退市中的投资者赋权型规制异化为阻碍退市制度,而强制退市中的效率导向型规制使投资者成为退市损失的实际承担者。为构建注册制背景下市场化、法治化、常态化的退市制度,科创板退市法律规制理念与路径亟需转型。就主动退市而言,应推动规制理念由投资者赋权型转向投资者补偿型,且借鉴德国法经验通过强制收购要约制度铺设具体规制路径;就强制退市而言,应推动规制理念由效率导向型转向兼顾公平型,且构建以先行赔付、责令回购等非诉程序为主,以代表人诉讼等诉讼程序为辅,常规高效的退市投资者损害赔偿救济体系。

**关键词:** 科创板; 主动退市; 强制退市; 法律规制; 投资者保护

**中图分类号:** D912.294 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2021)03-0138-15

## 一、背景与问题

设立科创板并试点注册制是习近平总书记交给上海的重要任务,科创板注册制开创了我国全面施行注册制的新局面。我国的证券发行制度历经从20世纪90年代的“额度制”到世纪之交的“核准制”再到新时代的“注册制”的演进过程。<sup>①</sup>透过波澜起伏、变动不居的制度变迁史,一条从未改变的主线清晰展现:以立法者、行政机关、学者和实务工作者为主的法律职业共同体对发行制度中政府与市场关系的不断地探寻。总体而言,我国发行制度的改革进程是政府与市场的定位日渐清晰的过程,是政府与市场的关系从“完全政府”模式到“限定市场、余外政府”模式,再到“限定政府、余外市场”模式的转变过程。<sup>②</sup>注册制的时代是市场发挥决定性作用的时期,政府的职能已发生重大转型。具体而言,其识别功能已由监护转为服务,选择功能由主导转为辅助,规制功能则由管制转为治理。<sup>③</sup>鉴于政府与市场之间此消彼长的关系,行政权力回

收稿日期: 2021-03-09

**基金项目:** 司法部中青年课题“科创板主动退市中的投资者保护制度研究”(19SFB3043);上海社会科学院2021年院重大系列课题“科创板上市公司类型化转板的法律规制路径研究”;上海社会科学院创新工程(第二轮)创新项目“科创板常态化退市机制的法律保障路径研究”。

**作者简介:** 张艳(1984—),女,吉林白山人,上海社会科学院法学研究所副研究员、硕士生导师。

<sup>①</sup>曹凤岐:《从审核制到注册制:新〈证券法〉的核心与进步》,《金融论坛》2020年第4期。

<sup>②</sup>陈甦:《商法机制中政府与市场的功能定位》,《中国法学》2014年第5期。

<sup>③</sup>陈甦:《商法机制中政府与市场的功能定位》,《中国法学》2014年第5期。

撤的空间已被市场占据,市场的决定性作用在注册制时代愈发凸显出来。

证券的发行与上市关系紧密,以信息披露为核心的注册制改革使科创板的入口更加通畅,越来越多面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求的适格科创企业在科创板成功上市。<sup>①</sup>科创板增强了我国科创企业在国际上的科技竞争力,亦将为我国成为世界主要科学中心和创新高地提供重要支持。<sup>②</sup>同时,科创板在先行先试注册制过程中的制度创新也将为我国“十四五”期间全面实行注册制提供可复制、可推广的宝贵经验。<sup>③</sup>

健康运转的资本市场要有进有出,遵循正常的新陈代谢规律。与上市相对应的退市是资本市场中重要的基础性制度,在科创板试行注册制之前,核准制下行政权力的过度干预给公司的上市与退市造成了很大的阻碍。失当的上市制度不仅严重阻碍了市场的优胜劣汰,也使主板的退市制度形同虚设。上市与退市是有机统一体,注册制改革为退市制度改革提供了得天独厚的历史机遇。作为我国退市制度的创新助推器与改革试验田,开市伊始,科创板就在简化退市程序、完善退市标准、拓宽退市渠道等方面对退市制度进行了优化。科创板的退市制度改革取得了良好的示范效果,2020年12月31日,上海证券交易所(以下简称“上交所”)通过修订现行《上海证券交易所股票上市规则》对主板退市制度进行改革,在优化退市规则编写体例、完善退市指标、简化退市流程等方面借鉴了科创板的相关经验,在完善主板退市制度的同时进一步缩小了主板与科创板在退市制度层面的差距。<sup>④</sup>

尽管科创板的退市制度改革已经取得了一定的进展,然而结合我国“十四五”期间建立常态化退市机制的总体要求,科创板的现行退市规制模式仍暴露出较为严重的规制理念扭曲与规制路径偏差。对主动退市来说,以赋予中小投资者(下称“投资者”)退市决策权为主要内容的赋权型规制已异化为“阻碍退市制度”,阻碍了常态化退市的实现。对强制退市来说,效率导向型规制使投资者成为退市损失的实际承担者,严重损害了科创板的吸引力与竞争力。现行规则不仅无法满足注册制改革对更为完善的退市规制模式的需求,而且将极大地反噬注册制改革的成效。在此背景下,科创板应当借助试行注册制的契机担负起改革排头兵的职责,引领新一轮的退市制度改革,并适时将经验复制、推广至包括主板在内的其他资本市场板块。

在我国,虽然直接以“科创板退市规制”为研究对象的学术成果并不多见,但是众多学者在公司法与证券法领域的深耕仍为本文贡献了卓具启发的研究思路。总体而言,目前相关研究较为零散,主要体现在股东类别表决权、异议股东退出权、先行赔付以及示范判决制度这几方面。<sup>⑤</sup>尽管现有成果对个别制度进行了探讨,但并未涉及退市中特定利益冲突的平衡,鲜见兼具理论深度与现实回应力的整体式成果。在国外,由于成熟资本市场国家的主动退市比例远高

①自2019年3月18日科创板上市审核系统正式上线运行以来,成功上市的科创企业累计已达238家。参见孟珂:《科创板审核系统上线近两年:545家公司申报,近半数注册生效》,[http://www.stcn.com/kcb/zxd/202103/t20210316\\_2915152.html](http://www.stcn.com/kcb/zxd/202103/t20210316_2915152.html),最后访问时间:2021年3月16日。

②习近平:《努力成为世界主要科学中心和创新高地》,《求是》2021年第6期。

③参见《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》(下称“十四五”规划纲要)第二十一章第三节:“全面实行股票发行注册制”。

④截至目前,在主动退市方面,科创板与主板遵循了相同的规则,皆落实了证监会发布的《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》)中的投资者赋权型规制理念。在强制退市方面,科创板对主板的引领作用非常明显,在主板借鉴科创板经验进行退市制度改革后,主板与科创板的退市类型已趋于一致,区别主要体现在板块不同所导致的退市指标差异方面。

⑤参见朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,《中国社会科学》2013年第9期;袁碧华:《异议股东股权回购请求权适用范围探讨》,《广东行政学院学报》2014年第5期;李文莉:《公司股东现金选择权制度构建探析》,《政治与法律》2012年第5期;陈洁:《证券市场先期赔付制度的引入及适用》,《法律适用》2015年第8期;吴泽勇:《投资者示范诉讼法:一个群体性法律保护的完美方案?》,《中国法学》2010年第1期。

于强制退市,因此相关研究大多围绕主动退市规制展开,以美国的等待期制度、英国的独立股东决议制度与德国的强制收购要约制度为主要内容。<sup>①</sup>国外关于强制退市规制的研究成果较少,因此整体而言缺乏解决我国本土问题的可借鉴性。总之,国内外尚未针对科创板主动退市与强制退市形成一套完善成熟的规制体系,而注册制改革又迫切需要科创板退市制度协同改革以回应建设健康、可持续发展的多层次资本市场的需求。为构建注册制背景下市场化、法治化、常态化的退市制度,结合域外经验,科创板主动退市与强制退市的法律规制模式亟需转型。

法律是利益平衡的艺术,退市中的利益冲突主要体现为效率与公平的博弈,为投资者<sup>②</sup>提供適切保护是退市法律规制的核心。既不能过度保护,导致不当减损上市公司的退市效率,又不能保护不足,使投资者权益沦为上市公司肆意妄为的牺牲品。本文的主要研究对象是科创板主动退市与强制退市的法律规制模式转型。具体而言,首先探析科创板主动退市与强制退市的法律属性与法律效果,继而论证现行法中两种退市类型的规制理念转型,最后在合理借鉴域外经验的基础上铺设具体的规制路径。

## 二、科创板退市的法律属性与法律效果

退市是对上市创设的发行人与证券交易所(下称“交易所”)之间法律关系的消除,因此探讨退市不可避免地要追溯至与其对应的上市。

### (一) 科创板上市的法律属性:民事法律关系

科创板上市是发行人的股票依照法定条件与程序在上交所挂牌交易的法律行为,发行人与上交所签订的《科创板上市协议》创设了二者之间的民事法律关系,其中主要有两方面内容。其一,上交所作为市场的运营者为证券集中交易提供场所和设施,发行人支付相应对价,即上市费用。其二,上交所作为自律管理者从公共利益出发履行自律管理职责,发行人须遵守《科创板上市协议》及其引致适用的其他上交所自律规则中的规定。尽管《证券法》第99条规定了交易所的自律管理权,但这并非立法授权,而是法律对交易所固有权利的确认。交易所自律管理权的来源是契约约定,对科创板来说,各科创公司通过与上交所签订《科创板上市协议》、各会员通过与上交所签署《上海证券交易所章程》自愿让渡出一部分权利,形成上交所的自律管理权。<sup>③</sup>上交所自律管理权中的上市审核权亦为其固有权利,是基于《科创板上市协议》产生的民事关系向前端的延伸与拓展。<sup>④</sup>鉴于上市将对公共利益产生影响,上市审核权亦须接受外部制约,例如法律的规制、行政机关的监管以及司法审查。

注册制改革深刻地影响了科创板发行上市审核过程中交易所与证监会之间的“权力”配置,“扩张”的交易所与“回缩”的证监会形成了“权力”配置的新格局。与核准制下发行审核吸收上市审核由证监会负责不同,科创板中上市审核吸收发行审核,由上交所负责实施,证监会仅享有最终的审核与注册权。由上交所额外进行发行审核不会影响科创板上市的民事法律关系属性。首先,发行审核和上市审核是形式上合并而实质内容与功能相互独立的两个行为。发行

<sup>①</sup>参见 Julia Khort, Protection of Investors in voluntary Delisting on the U.S. Stock Market, working paper 2014:4. [https://www.jur.uu.se/digitalAssets/585/c\\_585476-1\\_3-k\\_wps2014-4.pdf](https://www.jur.uu.se/digitalAssets/585/c_585476-1_3-k_wps2014-4.pdf), 最后访问时间:2021年3月17日; Bayer, Aktionärschutz beim Delisting, ZIP 2015; Sanders, Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, Dunker & Humblot 2017.

<sup>②</sup>实践中交易所一般以排除法确定中小投资者范围。被排除的对象主要有两类:一是上市公司的董事、监事以及高级管理人员;二是单独或者合计持有公司5%以上股份的股东。参见《上海证券交易所股票上市规则》(下称《科创板上市规则》)第12.8.2条。

<sup>③</sup>卢文道:《证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析》,《证券法苑》2011年第五卷。

<sup>④</sup>卢文道、谭婧:《交易所审核新股发行注册是行政许可吗?》,上海证券交易所法律部内部研究报告,2014年1月23日。转引自冷静:《注册制下发行审核监管的分权重整》,《法学评论》2016年第1期。

审核侧重发行人的组织结构、财务报告及合规状况等基本要求是否达到证监会的发行条件,达到条件意味着股票可以公开发行。上市审核则聚焦财务指标、市场指标、公司治理等细化条件是否满足上交所的上市条件,决定着股票可否在科创板市场交易。其次,将发行审核亦交由上交所实施并非基于上交所审核权能的考量,而是旨在宣示告别核准制、提高审核效率的实际操作手段。一方面,由上交所进行审核旨在摒弃核准制下由行政机关对企业进行“背书”的做法,有利于宣示市场化改革的决心;另一方面,此举有利于充分发挥上交所的资源优势,使证监会集中精力加强事中事后监管。<sup>①</sup>最后,两种审核行为合二为一不会改变各自的法律属性。如同核准制下发行审核吸收上市审核并未改变上市的民事法律关系属性一样,注册制下上市审核吸收发行审核亦不会对上市所创设的民事法律关系产生影响。

## (二) 科创板退市的法律属性

1. 主动退市的法律属性: 协议解除。科创板主动退市指上市公司主动向上交所提出申请,撤回股票在科创板市场的交易,上交所根据上市委员会的审核意见作出终止股票上市的决定并对股票予以摘牌。发行人的退市申请与上交所的退市决定是科创板主动退市中的核心行为。退市是对上市所创设的发行人与上交所之间民事法律关系的消除,遵循这一思路,退市申请可视为作为合同当事人的发行人解除合同的意思表示,然而其不属于解除权的概念谱系,因为解除权为形成权,而退市申请需经上交所同意,显然并非无需受领的意思表示。因此应在协议解除的背景下理解退市申请和退市决定。退市申请是发行人提出的旨在解除《科创板上市协议》的新要约,上交所以合同相对方的身份受领退市申请。由于退市涉及投资者权益等公共利益,在上交所就解除合同的要约作出承诺之前,应当履行作为自律监管者的职责,即通过退市审核保护投资者权益。在得出积极的审核意见后,上交所对要约作出承诺,即退市决定。

2. 强制退市的法律属性: 约定解除权。科创板强制退市具有惩戒重大违法行为、促进市场优胜劣汰的重要功能。与主动退市不同,强制退市指无需发行人申请退市,上交所在发行人触发特定退市条件后作出退市决定,强制特定证券退出科创板市场。依退市条件可将科创板强制退市分为四类,分别为重大违法强制退市、交易类强制退市、财务类强制退市以及规范类强制退市。<sup>②</sup>强制退市的核心行为是上交所的退市决定,以重大违法强制退市为例,上市委员会首先根据《科创板上市规则》中的标准对是否实施强制退市进行审议并形成审核意见,随后上交所根据审核意见作出是否退市的决定。从强制退市的功能出发,退市决定权无疑属于上交所的自律管理权范畴。同时,强制退市同样将产生解除上市所建立的民事法律关系的效果。与将主动退市申请及退市决定定位为协议解除不同,在科创板强制退市情形下,上交所向发行人发出的退市决定是约定解除权的行使。鉴于《科创板上市协议》与其所引致适用的上交所自律规则构成了规范双方权利义务关系最核心的法律文件,《科创板上市规则》中规定的强制退市的若干触发条件可视为上交所可以行使约定解除权的具体事由。因此强制退市决定权是形成权,退市决定到达发行人处即产生解除合同的法律效果。

上交所的自律管理者身份使作为解除通知的强制退市决定存在以下特别之处: 第一,若上市公司对退市决定有异议,除了法律规定的诉讼、仲裁等救济方式外,上交所还赋予公司申请听证与复核的权利。<sup>③</sup>若复核后上交所仍维持退市决定,则退市的生效时间为退市决定送达之日。第二,尽管《科创板上市协议》已于退市通知到达公司处解除,但是随后公司股票需进入退

<sup>①</sup>肖钢:《中国资本市场变革》,中信出版集团2020年版,第56页。

<sup>②</sup>参见《科创板上市规则》第十二章第二至五节。

<sup>③</sup>参见《科创板上市规则》第十二章第六节。

市整理期交易。<sup>①</sup>退市整理期属于后合同义务范畴,鉴于退市涉及投资者保护等公共利益,合同关系结束后交易所仍负有相关善后义务。<sup>②</sup>第三,在上市公司股票因重大违法情形被强制退市后,若上交所据以作出强制退市决定的行政处罚决定、司法裁判被依法撤销、确认无效或变更的,在上市公司申请还原上市地位并与上交所重新签订《科创板上市协议》之前,须首先申请撤销退市决定。

### (三) 退市的法律效果

对发行人来说,随着《科创板上市协议》的解除,发行人与上交所之间因上市而创设的民事法律关系归于消灭。发行人的股票将丧失在科创板继续交易的可能性,发行人也不必再履行上交所自律管理规则中的各项上市后续义务。退市的消灭效力仅及于上市,而非股票的公开发行与基于发行的注册。注册制改革创设了统一的发行条件和差异化的上市条件,即各板块的公开发行条件一致,交易所根据各板块的定位设置差异化的上市条件。因此,若科创板退市公司申请在其他交易市场上市,则只需进行上市审核,无需重复进行发行审核与注册。<sup>③</sup>同理,退市后公司申请再次在科创板上市的,只需由上交所进行上市审核。<sup>④</sup>此处存在两个仍需澄清的问题:第一,公司退市后,发行审核与注册是否存在有效期?第二,若公司完全退市,即不在任何交易市场继续交易,公司是否负有义务在合理时间内向证监会申请终止基于发行的注册?法律并未对此作出细化规定,鉴于发行条件包含对公司的持续经营能力、财务状况与合规情况的实质性要求,一次发行审核能够辐射的时间范围有限,故宜为发行注册设置合理的有效期,例如三年。<sup>⑤</sup>若企业申请再次上市距离上一次发行审核已逾三年,则需要重新进行发行审核与注册。此外,从法律状态的确定性出发,若退市后发行人确无继续公开交易的意图,则应在合理时间内申请终止注册。

对投资者来说,退市将使其持有的股票丧失在科创板的交易机会。退市后投资者将无法在科创板市场继续转让股票,股票因上市而获得的在交易设施与交易机制等方面能够确定其实际价格的有利条件将悉数归零。<sup>⑥</sup>此时应区分投资者作为股东在公司法层面的利益与作为投资者在证券法层面的利益。一方面,退市既不影响投资者的股东身份,也不影响其基于持股而享有的公司法层面的管理权与财产权;另一方面,退市仅影响股票因上市而获得的在科创板市场上的高流动性与可交易性,属于附着于股票之上的证券法层面的财产利益范畴。公司从科创板退市后或降板至全国中小企业股份转让系统(下称“股转系统”)或不在任何市场继续交易,退市后股票的交易条件、定价机制与监管环境与科创板不可同日而语,因此退市后的股票通常乏人问津。此外,退市还将导致股票价格的下跌。总体而言,投资者将因公司退市遭受严重的经济损失。

## 三、科创板退市规制理念转型

### (一) 科创板主动退市:由投资者赋权型转向投资者补偿型

目前我国主要在证监会部门规章与上交所自律规则两个层级对科创板主动退市进行规

<sup>①</sup>参见《科创板上市规则》第12.7.2条,在上交所公告退市决定后,投资者被赋予15个交易日的等待期(退市整理期),即上市公司的股票得以在该期间内在科创板继续交易。

<sup>②</sup>王泽鉴:《债法原理》第一册,中国政法大学出版社2001年版,第46页。

<sup>③</sup>该结论可通过转板制度得以证明。根据《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》,转板上市不涉及股票公开发行,仅关涉交易场所的变更,故无需经证监会注册。

<sup>④</sup>参见《科创板上市规则》第12.9.4条。

<sup>⑤</sup>杨易:《证券市场互联网大数据的分类及影响研究》,《贵州师范大学学报》(社会科学版)2020年第5期。

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

制。《科创板上市规则》延续了《退市意见》中的投资者赋权型规制理念,以股东大会决议、类别决议与异议股东退出权作为主要规制手段。<sup>①</sup>具体而言,除了参与股东大会并行使表决权外,投资者还被赋予额外的类别表决权,即股东大会的主动退市决议须经投资者群体的同意后才能生效。<sup>②</sup>此外,不同意退市的投资者可要求公司回购股份从而退出公司。

1. 投资者赋权型规制理念的弊端。主动退市规制的重心在于妥善安置投资者利益。科创板中的赋权型理念的规制逻辑如下:鉴于退市将严重损害投资者权益,且投资者因持股数量有限无法对股东大会的退市决议施加实质性影响,故应将退市事宜交由投资者决定。赋权型理念的初衷是解决大股东主导退市导致的大股东独裁问题,却矫枉过正地陷入“投资者控制”,而后的弊端不亚于前者。一方面,投资者并无同意公司主动退市的动机,将退市的最终决定权赋予投资者将产生阻碍退市的后果。另一方面,主动退市渠道的不畅通将影响科创板正常的新陈代谢与可持续发展,进而减损注册制改革的成效。可见在赋权型规制理念的影响下,投资者保护异化为投资者控制,主动退市规制沦为退市阻碍制度。

2. 投资者补偿型规制理念的正当性。反思是部门法哲学的重要研究方法,在转型前应追问导致现行规制模式陷入功能性障碍的深层次原因,否则转型后的规制模式仍有南辕北辙之虞。仔细审视,赋权型理念的主要缺陷在于未能合理平衡公司自治与投资者保护之间的利益冲突。它以零和博弈的思路观察二者之间的关系,赋予投资者退市否决权试图将退市决议扼杀于摇篮,实际上是以牺牲公司退市自由的方式实现投资者保护。

在科创板主动退市情形下,公司自治与投资者保护之间的确存在着紧张关系,但二者不是非此即彼,而是目的与手段的关系。投资者保护制度的目的并非阻止公司退市,而是通过妥善安置投资者的利益以保障公司的退市自由。在此意义上,投资者补偿型理念能够克服赋权型理念的弊端,更均衡地处理公司自治与投资者保护之间的利益冲突,使公司与投资者各取所需。一方面,补偿型理念不限制科创公司的退市自由。退市是上市公司基于自身利益考量的商业决定,由股东大会决策并无不妥,不存在将其交由投资者决策的正当性基础。<sup>③</sup>另一方面,补偿型理念能够为投资者提供更有针对性的保护。如前文所述,退市对投资者的影响主要体现为财产损失,因此经济补偿能够更妥适地满足投资者受保护的需求。保护投资者的目标宜通过经济补偿,而非赋予投资者退市决策权来实现。

至于投资者因持股数量有限无法实质性地影响股东大会的退市决议,则属于资本多数决规则下其必须承担的后果。正如容忍与补偿原则(Dulde und liquidiere)<sup>④</sup>所确定的:少数股东持有的股份具有纯粹的投资属性,其需容忍给其造成损失的股东大会决议的生效,但可就损失获得经济补偿。<sup>⑤</sup>因此若投资者因退市遭受的损失可获得足额补偿,法律就不应阻碍公司退市。

## (二) 科创板强制退市:由效率导向型转向兼顾公平型

核准制下上市难导致的退市难问题使大量应退未退的上市公司在股市里苟延残喘,严重

<sup>①</sup>尽管异议股东退出权最终体现为经济补偿,但补偿的前提是股东对相关决议的否定性表决,因此该制度仍属于“赋权型”规制范畴。

<sup>②</sup>依《科创板上市规则》第12.8.2条,除股东大会决议,主动退市还须经出席会议的中小股东所持表决权的三分之二以上通过。在类别决议作出之前,股东大会决议处于效力待定状态。只有当退市类别决议获得通过时,股东大会退市决议方生效;若前者未获通过,则后者将最终无效。Vgl. Hüfner/Koch, AktG § 138, Rn.7.

<sup>③</sup>主动退市情形不适用类别决议的原因在于:一方面,投资者所持有的股份不包含任何特别权利,故并非类别股;另一方面,退市决议既非直接侵害型也非可设置类别决议的间接侵害型股东大会决议。参见张艳:《主动退市中投资者保护模式的反思与重构》,《环球法律评论》2020年第6期。

<sup>④</sup>Vgl. Hanau, Der Bestandschutz der Mitgliedschaft anlässlich der Einführung des “Squeeze Out” im Aktienrecht, NZG 2002, 1040, 1041.

<sup>⑤</sup>BverfG, NJW 1962, 1667, 1668.

阻碍了市场的优胜劣汰。新时代注册制改革要求资本市场要有进有出,遵循正常的新陈代谢规律。在注册制理念的影响下,我国出现了前所未有的强制退市高潮,2019年和2020年共有25家上市公司被强制退市,超过之前十余年强制退市公司的总数。<sup>①</sup>

1. 效率导向型规制理念的弊端。强制退市法律规制是效率与公平的博弈,但现有科创板退市改革路径几乎悉数从提高强制退市效率着手,很少考虑投资者因强制退市遭受的损失。<sup>②</sup>在效率导向型规制理念的指导下,越来越多不再符合上市条件的公司被迅速逐出市场,然而持有退市公司股票的投资人求偿无门,已成为退市损失的实际承担者。

根据现行《科创板上市规则》,强制退市情形下的投资者保护理念以交易机会补偿为主要内容。具体而言,首先通过设置退市整理期延长股票在科创板的交易时间,使投资者有机会与即将退市的股票相分割,继而通过降板至股转系统使退市后的股票仍可在特定场所继续交易。<sup>③</sup>然而形式上的交易机会补偿无法实质性地弥补投资者因强制退市遭受的损失。一方面,处于退市整理期的股票一般无人问津,投资者很难在此期间将股票转让出去。另一方面,我国资本市场尚处于新兴加转轨时期,作为场外市场的股转系统在流动性、定价机制与监管强度方面仍与科创板存在较大差距,加之强制退市隐含着对股票的负面评价,故该市场上存在潜在买家的可能性较小。交易机会补偿理念无异于缘木求鱼,无法实际补偿投资者在科创板强制退市情形的巨大财产损失。

2. 兼顾公平型规制理念的正当性。退市规则的制定过程是利益衡量的过程。规则制定者将退市效率与投资者保护这组相互冲突的利益置于制度利益与社会公共利益的大背景下进行考察与权衡,进而将利益平衡之后的结果呈现于具体法律制度之中。<sup>④</sup>科创板强制退市制度有两大功能:其一,市场运行保护,即保障科创板的健康可持续运转,将不再符合上市要求的公司清出科创板市场。其二,投资者利益保护,其又可细分为两个层次:一是对投资者群体的保护,即全体投资者;二是对个体投资者的保护,仅指受退市影响的投资者。<sup>⑤</sup>仔细审视,市场运行保护与投资者群体保护在某种程度上是退市制度功能的一体之两面,因为市场运行保护服务于保障更有效率的资本市场这一公共利益,既能提升投资者对科创板的信心,又能提高投资者的投资利益,故与全体投资者的利益息息相关。总体而言,市场运行保护/投资者群体保护与个体投资者利益保护这两大功能互相交织,是不可分割的整体,退市制度既要保障科创板市场的有序运行,又要妥善安置受退市影响的投资者的利益,不可偏废。

效率导向型理念使强制退市法律规制过于偏重效率利益与社会公共利益,而疏于对个体利益的保护。从更好发挥科创板强制退市功能的角度出发,应向兼顾公平型理念转型。强制退市的制度利益在于均衡处理三种利益之间的关系。一方面,要通过刚性的退市制度富有效率地将不符合上市标准的科创企业逐出市场,以保障效率利益与社会公共利益。另一方面,在上市公司的控股股东、实际控制人、董监高以及中介机构确因过错而负有责任时,科创板强制退市制度应包括完善的投资者救济机制,赋予投资者主张经济赔偿的权利与渠道,以实现个体利益保护。

<sup>①</sup>参见证监会上市公司监管部副主任孙念瑞于2020年11月19日在“2020上市公司高质量发展论坛”上的讲话,<https://new.qq.com/omn/20201121/20201121A025A100.html>,最后访问时间:2020年12月5日。

<sup>②</sup>2020年12月31日,上交所发布了新版《科创板上市规则》,进一步完善了退市指标,却并未涉及对遭受损失的投资者的补偿问题。

<sup>③</sup>参见《科创板上市规则》第12.7.12条,公司须保证其股票在公告退市后的45个交易日之内可在股转系统等其他板块交易。

<sup>④</sup>梁上上:《利益的层次结构与利益衡量的展开》,《法学研究》2002年第1期。

<sup>⑤</sup>Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, C.F. Müller, 2013, S. 3 ff.

#### 四、科创板退市规制路径转型

##### (一) 科创板主动退市: 借鉴德国法经验构建强制收购要约制度

在投资者补偿型规制理念的指引下,科创板主动退市规制路径应随之转型,其中投资者补偿制度的构建是核心议题。目前国际上主要存在三种退市投资者保护模式,分别是以美国为代表的等待期模式、以英国为代表的决议模式和以德国为代表的补偿模式。在比较法层面进行深入研究有助于我国选取适合我国实际情况的规制路径,毕竟路径选择并非一个单纯的理论推演,而须有足够的法律实践加以支撑。<sup>①</sup>

1. 比较法经验的展开。三种保护模式蕴含着截然不同的制度内涵。等待期模式以推迟公司的正式摘牌时间为主要内容,以美国为典型代表。美国“SEC规则”第240.12d 2-2条规定,退市将于上市公司提交的退市申请(Form 25)到达SEC处10日后生效。决议模式以赋予投资者退市表决权为主要内容,以英国为典型代表。根据英国《上市规则》第5.2.5条,除股东大会特定多数同意外,退市还须经独立股东简单多数决议通过。补偿模式以通过经济补偿弥补投资者遭受的财产损失为主要内容,以德国为典型代表。德国《交易所法》第39条对强制收购要约制度进行了详细规定。

三种保护模式彰显出差异明显的保护理念。作为介入程度最小的保护模式,等待期模式的核心是交易机会补偿。鉴于投资者将在退市后丧失在当前市场继续交易的机会,故给予其充分的时间在公司正式摘牌前处置其所持有的股票,从而减少其因退市而遭受的损失。决议模式聚焦少数股东在股东大会退市决议中被控股股东压制的表决权,意图通过类别决议等制度安排对少数股东的表决权进行强化。补偿模式从投资者在主动退市情形下受保护的需求出发,认为投资者的损失主要体现为财产损失,致力于通过补偿制度对投资者的损失进行弥补。

三种保护模式导致了不同的保护效果。等待期模式能够实现的保护效果比较有限。鉴于即将退市的股票通常流动性欠佳,故投资者能够在等待期内成功转让股票的可能性较小。因此在世界范围内,等待期模式通常作为辅助性模式与其他模式搭配适用。<sup>②</sup>决议模式属于强介入性的保护模式,通过赋权直接提升投资者在退市决议中的影响力,甚至使投资者成为退市的实际决策者。与决议模式不同,补偿模式不干涉公司法层面的退市决策权,仅通过证券法层面的制度设计切实补偿投资者因退市遭受的经济损失。

对三种保护模式的内涵、理念与效果进行分析可知,决议模式与我国现行的赋权型规制如出一辙,将导致“投资者控制”现象从而阻碍退市,因此首先被排除出借鉴的范围。鉴于我国的多层次资本市场正处于有序建设的过程中,主动退市将使投资者遭受较为严重的经济损失,因此以延长交易时间为核心内容的等待期模式不足以满足我国投资者的受保护需求。在科创板主动退市规制理念由赋权型转向补偿型的背景下,以弥补投资者经济损失为主要内容的德国的补偿模式最契合我国转型后的规制理念,因而极具借鉴价值。

2. 德国经验的借鉴。起源于英美资本市场的主动退市对德国而言是新鲜事物,准确界定退市法律规制问题在德国法律体系中的定位,进而从体系性出发选取适当的规制工具,以实现公司自治与投资者保护之间的利益平衡是德国解决上述问题的方法论。德国对主动退市规制路径部门法归属的认识过程主要由司法推动,从“另辟蹊径”以宪法中的所有权基本权作为裁判

<sup>①</sup>赵万一:《合规制度的公司法设计及其实现路径》,《中国法学》2020年第2期。

<sup>②</sup>例如,德国同时规定了补偿模式与等待期模式,英国同时规定了决议模式与等待期模式。只有美国将等待期模式作为唯一的退市投资者保护模式,原因在于美国拥有发达的多层次资本市场与完善的注册制法律保障机制。参见张艳:《主动退市中投资者保护模式的反思与重构》,《环球法律评论》2020年第6期。

依据的Macrotron判决<sup>①</sup>到“釜底抽薪”抽离前述判决裁判基础的MVS/Lindner判决<sup>②</sup>，再到“矫枉过正”悉数取消Macrotron判决中的全部投资者保护要求的Frosta判决<sup>③</sup>，最后“返璞归真”回归至《交易所法》第39条中的补偿模式。

Macrotron判决首先确立了主动退市规制路径的公司法归属，联邦最高法院认为，鉴于退市将损害股份的交易价值和随时变现的可能性，而上述要素属于股份所有权的范畴，因此退市将直接侵害宪法中作为基本权的所有权。由于股东大会决议不足以实现对少数股东的充分保护，故公司或者大股东必须向异议股东提出收购要约，且要约定价的合理性可诉诸裁决程序加以判断。<sup>④</sup>2012年，联邦宪法法院在MVS/Lindner判决中明确抽离了Macrotron判决的裁判基础。宪法法院区分了属于《基本法》保护范围的股份所有权与不受宪法保护的股份价值形成因素。法院指出，《基本法》第14条所保护的是股份所有权中的成员权和财产权。只有当股东丧失其法律地位或者法律地位产生实质性变化时，才会触发《基本法》所保护的所有权基本权。然而，受退市影响的并非股东的成员权和财产权，而是股份的价值形成因素，属于《基本法》保护范围之外的市场中单纯的收益和交易机会。宪法法院认为，退市并不影响股东在宪法上的所有权基本权，仅会导致股票丧失因上市而获得的高流动性。<sup>⑤</sup>

一年后，联邦最高法院在Frosta判决中放弃了Macrotron判决所设立的公司法上的全部投资者保护要求，法院旗帜鲜明地指出：退市不是公司法议题，而是具有纯粹资本市场法特征的行为。退市情形无需对投资者进行补偿，退市投资者保护问题应由各交易所自行规定。<sup>⑥</sup>此后交易所被委以重任，立法者寄望于各交易所能够对退市投资者保护问题作出细化规定。然而在立法者和司法机关均未设定强制性的投资者保护标准的情况下，德国交易所似乎不存在设定更高保护标准的动机，毕竟其更倾向于制定发行人友好型的规则。在Frosta判决发布后的两年时间里，退市领域的法律规制不仅未出现立法者所设想的多层级法律规则合作规制的理想场景，各交易所规则中投资者保护水平的参差不齐反而极大地弱化了投资者在退市中的地位与利益格局。<sup>⑦</sup>

虽然立法者已日益认识到通过修改法律提升投资者保护水平的必要性，但对如何实现这一目标仍然存在不同看法，进而形成公司法路径与资本市场法路径两大流派。公司法流派认为，应借由2015年修改《股份法》的契机对退市投资者保护问题进行规定，核心内容为悉数落实Macrotron判决中的公司法保护方案。<sup>⑧</sup>资本市场法流派则坚定地支持Frosta判决所确定的部门法归属，认为退市投资者保护问题应通过资本市场法中的投资者补偿制度，而非借助公司法中的少数股东保护制度来解决。其主要主张为：股东大会决议并非必要，应切实提高投资者保护水平，具体路径是在《交易所法》中引入投资者补偿规定，补偿额度依交易所平均挂牌价格计算。<sup>⑨</sup>

立法者最终选择了后者，于2015年以国内法转化《透明性指令修改指令》为契机对《交易所法》第39条进行了大幅扩充，主要在第2款至第6款对主动退市中的补偿要求作出细化规定。一方面，主动退市不得与投资者保护相冲突。另一方面，退市需额外满足下列两个条件之一方可

①BGHZ 153, 47, 47ff.

②BVerfGE 132, 99, 99ff.

③NJW 2014, 146, 146ff.

④BGHZ 153, 47ff.

⑤BVerfGE 132, 99, 121f.

⑥NJW 2014, 146, 146.

⑦Vgl. Sanders, Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, Duncker & Humboldt 2017, S. 81.

⑧Bundesrat, BR-Drucks. 22/15, S. 7f.; Bayer, Aktionärschutz beim Delisting, ZIP 2015, 853, 857.

⑨Vgl. Koch/Harnos, Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärschutz, NZG 2015, 729, 732ff.

生效: (1) 在提出退市申请时须公开以收购所有股票为内容的要约文件。(2) 股票继续在另一国内受规制市场 (regulated market) 或者具有与德国相似投资者保护标准的欧盟或欧洲经济区国家上市交易。德国方案的核心是视退市后证券的“去向”及其所进入的交易市场的“资质”决定是否适用补偿制度, 并将补偿作为保护投资者免于被剥夺股东身份的手段。<sup>①</sup>

德国的主动退市法律规制路径以强制收购要约制度为核心, 该制度以《有价证券交易法》第31条中的常规收购要约为一般规定, 以《交易所法》第39条第3款为特别规定。与一般证券收购相比, 主动退市中旨在补偿投资者的强制收购要约特色鲜明: 一方面, 要约不得附任何条件, 不得包含上市公司收购中的最低收购比例或类似条款。另一方面, 收购价格以交易所挂牌价格为原则, 以股票实际价格为例外。首先根据交易所价格确定收购要约的对价, 收购价格为上市公司公布退市意图前六个月的交易所平均挂牌价格。但若此期间的挂牌价格已无法准确反映股票的真实价值, 例如在此期间发行人违反即时披露义务或者操纵市场禁令, 或者股票已经丧失流动性, 则根据公司实际价值计算收购价格。但若上述违法违规行为未导致交易所价格产生较大波动, 则仍应适用交易所价格。<sup>②</sup>

3. 我国投资者补偿制度的构建: 强制收购要约制度。由于赋权型规制理念主导下的保护制度无法满足投资者在主动退市中的受保护需求, 其早已被退市实践中的现金选择权制度所取代。在\*ST二重和\*ST上普两个主动退市案例中, 上市公司自愿扩大了受保护投资者的范围, 补偿的主体不限于现行规则确定的异议投资者, 而是扩大为公司登记在册的所有股东。<sup>③</sup> 现金选择权的补偿思路与德国的强制收购要约制度异曲同工, 为了更有效地保护退市投资者, 应将其以补偿义务的形式固定在现行《科创板上市规则》中。具体而言, 在科创板主动退市情形下, 收购主体须向所有投资者发出收购股票的公开要约, 由投资者决定是否承诺。若其拒绝承诺, 则其对未来仍能以合适价格转让股票的信赖将不再受法律保护。该要约不得为部分要约, 须为完全要约。实践中收购人一般为公司控股股东, 亦可专门成立公司实施收购事宜。<sup>④</sup> 值得探讨的是, 上市科创公司可否作为收购人回购股票? 如果将退市情形中的股票回购认定为《公司法》第142条第6种情形, 即上市公司为维护股东权益所必需, 那么公司完全可以成为收购人, 但须注意该法中10%的额度限制及转让或注销的年限限制。参照《上市公司收购管理办法》第27条的规定, 该要约须以现金为对价。由强制要约引发的收购与退市是在时间上平行、在法律上相互独立的两个行为。从时间上来看, 出于保护投资者的考虑, 要约的公开应早于退市申请的提出, 但无需以完成收购为前提。<sup>⑤</sup> 就资金保障而言, 可参考《上市公司收购管理办法》第36条在履约保证金、保函与财务顾问书面承诺三种方式中任选其一。鉴于退市情形强制要约的成交比例一定高于上市公司收购中的强制要约, 建议将履约保证金在收购价款总额中的比例由20%做大幅上调, 具体比例应由专业人士在精准计算后确定。

在铺设具体规制路径之际, 尚有以下两个问题需要澄清: 第一, 科创板应选择重构型路径还是修正型路径? 前者指取消赋权型理念下的规制路径, 以补偿型理念下的强制收购要约制度取而代之; 后者指在现行规制路径的基础上增加强制收购要约制度, 以经济补偿作为促使投资者同意公司主动退市的保障手段。第二, 在构建强制收购要约制度后, 科创板主动退市领域是

<sup>①</sup> Vgl. Auer, Der Rückzug von der Börse als Methodeproblem, JZ 2015, 71, 76.

<sup>②</sup> Vgl. Sanders, Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, Dunker & Humblot 2017, S. 91.

<sup>③</sup> 参见《二重集团(德阳)重型装备股份有限公司关于异议股东保护的专项说明》, <http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2015-04-24/1200900262.PDF>, 最后访问日期: 2021年4月14日; 《上海普天邮通科技股份有限公司关于异议股东保护的专项说明》, <http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2019-03-22/1205925409.PDF>, 最后访问日期: 2021年4月14日。

<sup>④</sup> Vgl. Eckhold in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch Börsennotierte AG, 2018, Rn. 60.13.

<sup>⑤</sup> Vgl. Zimmer/Von Imhoff, Die Regelung des Delisting in § 39 BörsG, NZG 2016, 1056, 1057.

否需要引入等待期模式作为辅助性制度?

一方面,科创板应坚定地践行重构型路径。修正型路径无法走出自身的两大困境。一是必要性的困境。修正型路径中的类别决议制度不具有独立品格,鉴于投资者并无同意退市的动机,其须与补偿制度相配合方可实现完整的保护效果。但若投资者已能通过补偿制度获得足额的经济补偿,则额外设置类别决议的必要性何在?二是法律体系性的困境。投资者的类别决议无法与我国现行法律体系相融合。其过于关注欲实现的法律效果,而疏于对法律体系性的理论考察,结果是类别决议游离于现行公司法与证券法体系之外,甚至与之相背离,严重损害了法律的体系性与内在逻辑的一致性,从长远看这对我国法律体系的建设极为不利。另一方面,在选定补偿制度后,现阶段科创板无需引入作为辅助模式的等待期制度。等待期在我国被称为退市整理期,目前沪深两市仅在强制退市情形规定了为期15个交易日的等待期,主动退市情形则无此规定。科创板主动退市情形不存在引入等待期模式的现实需求。从保护功能的角度观察,等待期制度的初衷是在退市前为投资者提供可行的退出渠道。然而在科创板主动退市情形下,若补偿制度已经为投资者提供了更为顺畅且充分的退出与补偿机会,则不存在引入等待期制度的必要性。此外,从兼顾退市效率角度考量,若投资者已能通过补偿制度获得充分保护,则无通过设置等待期推迟摘牌时间的必要。

## (二) 科创板强制退市: 构建及时高效的投资者损害赔偿救济体系

在兼顾公平型规制理念的指引下,科创板退市规制领域亟需引入及时高效的投资者损害赔偿救济体系。应以过错原则为依据区分违法类与经营类强制退市情形,前者主要指科创板重大违法强制退市和部分规范类强制退市,退市原因在于上市公司或者特定责任人违反了法律规定或者合规性要求,此时应向投资者提供相应的损害赔偿救济渠道。后者则指交易类、财务类退市等因公司市值规模、经营业绩等指标不满足科创板持续挂牌交易条件而导致的退市,此时适用买者自负原则,即退市是投资者基于投资行为应当承担的风险,无需补偿。下文将以科创板重大违法强制退市为切入点构建强制退市中的投资者救济体系,即应建立以非诉程序为主、诉讼程序为辅,常规高效的投资者损害赔偿救济体系。就非诉程序而言,先行赔付制度与欺诈发行责令回购制度是典型的保护制度。对诉讼程序来说,代表人诉讼制度可作为有益尝试。上述制度独立并行又相互配合,共同实现强制退市中的投资者保护目标。

1. 先行赔付制度。先行赔付制度是源于我国金融实践继而通过立法固定化的诉讼外纠纷解决机制,是一种高效便捷的投资者损害赔偿制度。先行赔付制度在科创板重大违法强制退市情形下拥有广阔的适用空间,在发行人实施了欺诈发行、虚假陈述和其他重大违法行为时,赔付主体可在行政处罚、司法裁判作出之前先行对投资者的损失予以赔付。<sup>①</sup>先行赔付是私法行为,先行赔付主体与投资者可就后者率先获得民事赔偿事宜达成和解协议。另外,其亦将产生公法上的溢出效应,起到行政和解的效果,此亦形成对作为自愿措施的先行赔付制度的软性约束。

鉴于先行赔付的适用情形可能导致科创板重大违法强制退市的后果,从更有效率地保护投资者的角度出发,建议证监会制定《先行赔付实施办法》,指导先行赔付主体更加便捷地完成赔付。在赔付主体与资金来源方面,考虑到先行赔付基金的规模通常较大,赔付能力更强的发行人控股股东、实际控制人与作为保荐机构的证券公司被《证券法》确定为赔付人。在基金架构和运作机制方面,基于公信力的考量宜由中国证券投资者保护基金公司等公益性投资者保护机构担任基金管理人,并由独立的商业银行担任托管银行以确保基金财产的安全。在基金规模方面,宜在根据《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》初步估算赔付金额的基础上,再加算基金管理费并预留一定余量进行最终的额度确定。

<sup>①</sup>陈洁:《证券市场先期赔付制度的引入及适用》,《法律适用》2015年第8期。

在因虚假陈述触发科创板强制退市的情形下,赔付范围与赔付金额是先行赔付制度的重中之重。在赔付范围方面,重点在于确定适格投资者的范围,此时需区分两种情况:(1)若虚假陈述实施日为股票在科创板上市(二级市场)之后,则适格投资者为科创板上因虚假陈述遭受投资损失的投资者。具体而言,在虚假陈述实施日之后至揭露日或者更正日之前买入股票,且在揭露日或者更正日以后因卖出股票产生亏损或者因继续持有股票产生亏损的投资者为适格投资者。须注意,虚假陈述实施日之前持有股份的股东及其关联人、发行人大股东及董事、监事、高级管理人员以及政策性增持的股东不属于适格投资者。(2)若虚假陈述存在于《招股说明书》中,则适格投资者的范围将扩大至一级市场。具体而言,在发行人首次公开发行股票时申购新股,并在股票在科创板上市后卖出股票或仍持有新股而存在亏损的投资者为一级市场上的适格投资者。在科创板首次公开发行前已持有发行人股票的股东及其关联人不属于适格投资者。<sup>①</sup>

赔付金额以适格投资者因欺诈发行、虚假陈述等违法行为实际遭受的直接损失为限,包括科创板上的交易损失与退市损失。就交易损失而言,应按照买入价格与卖出价格的价差乘以卖出股票的数量来计算。若投资者在退市整理期出售了股票,则需按照实际卖出价格计算二次赔付金额于退市后补偿。此处存在一级市场与二级市场的两个区别:(1)一级市场的发行价格需作除权除息处理。(2)二级市场上投资者的损失需扣减证券市场风险因素所致损失。就退市损失而言,若投资者在退市时仍持有公司股票,则对一、二级市场的适格投资者存在差异化的处理。一级市场适格投资者享有选择权,即退市后是否继续持有新股。若选择继续持有,则赔付金额为除权后的发行价格与退市价格的差额乘以退市时仍持有的属于赔付范围的新股数量。若拒绝继续持有,则赔付金额为除权后的发行价格乘以退市时仍持有的属于赔付范围的新股数量,同时投资者将新股过户给基金出资人,即发生股份转让的法律效果。对二级市场上的适格投资者来说,由于科创板上股票规模更大且流动性更强,故其不享有退出权。退市损失分两部分赔付。退市决定作出之前的赔付金额为投资者因持有股票而产生的损失,即买入平均价格与股票被强制退市前一交易日的收盘价格之差,乘以投资者所持有股票的数量,再扣减市场风险因素所致损失。退市决定作出之后的赔付金额则根据强制退市前一交易日的收盘价格与退市整理期最后一个交易日的退市价格之差,乘以投资者所持股票的数量来计算。<sup>②</sup>

先行赔付制度能够优先、高效、便捷地对退市投资者进行经济赔偿,非常契合投资者补偿型规制理念。然而在实践中,由于该项制度并非强制性规定,而是以自愿为基础,故赔付主体通常没有充分的动机实施先行赔付。此外,由于赔付金额较大,资金来源也是阻碍先行赔付制度发挥效用的重要原因。为避免该项制度陷入休眠状态,亟需通过制度设计督促、激励赔付主体实施先行赔付。在此背景下,建议证监会以科创板为试点积极进行相关激励制度的先行先试。首先,要通过制度设计确定先行赔付与行政和解之间的必然因果关系。<sup>③</sup>宜将先行赔付确定为减轻行政处罚的情形,并初步搭建相对量化的对应规则,以增加先行赔付制度的吸引力。其次,应在科创板试行强制性的保荐机构先行赔付责任险。<sup>④</sup>科创板上市公司的保荐机构必须

<sup>①</sup>参见《丹东欣泰电器股份有限公司转兴业证券股份有限公司关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告》, <http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2017-06-09/1203606545.PDF>, 最后访问时间:2021年1月2日。

<sup>②</sup>参见《丹东欣泰电器股份有限公司转兴业证券股份有限公司关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告》, <http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2017-06-09/1203606545.PDF>, 最后访问时间:2021年1月2日。

<sup>③</sup>目前二者之间仅存在或然因果关系,即若赔付主体通过先行赔付消除了违法行为对投资者的不利影响,则证监会将大概率地降低行政处罚的程度。参见肖宇、黄辉:《证券市场先行赔付:法理辨析与制度构建》,《法学》2019年第8期。

<sup>④</sup>我国已存在保荐机构先行赔付险这一险种,然而其并非强制性保险。参见蔡蒨:《保荐机构先行赔付责任保险落地》, <http://insurance.hexun.com/2016-12-29/187546114.html>, 最后访问时间:2021年4月13日。

在购买上述保险后方可开展保荐业务,此举将在一定程度上解决先行赔付资金的来源问题。最后,宜将目前正在运行的证券投资者保护基金(下称“投保基金”)的赔付范围扩大至科创板强制退市中适用先行赔付制度的情形,由投保基金按比例对投资者进行先行赔付。<sup>①</sup>投保基金作为底线式保护,与先行赔付责任险共同为先行赔付提供资金支持。

2. 欺诈发行责令回购制度。在欺诈发行情形下,若先行赔付制度未启动或者赔付不充分,则监管机构可以责令责任人回购股票。责令回购制度是借鉴中国香港经验继而规定于《证券法》第24条第2款中的一项新制度,目的是在欺诈发行案件中为投资者提供一种民事诉讼程序之外的简便、快捷的救济途径。在由欺诈发行导致的科创板强制退市情形下,相较于先行赔付制度,责令回购制度可为投资者提供更高程度的保护。与先行赔付制度仅赔偿投资者的投资损失不同,责令回购制度赋予证监会自由裁量权,即责令发行人或负有责任的控股股东、实际控制人回购证券。责令回购制度是与欺诈发行所引发的其他行政处罚并行的独立的行政处罚,其既不属于《公司法》第142条明确列举的6种情形,亦非规定于《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中的承诺回购制度。

责令回购制度在科创板强制退市领域的具体内容由回购主体、回购对象、回购价格、资金保障等方面组成。就回购主体而言,鉴于责令回购的正当性基础在于违法责任的认定,因此除发行人外,只有确实对欺诈发行负有责任的控股股东和实际控制人才承担回购责任。回购对象应包括欺诈发行实施日至揭露日或更正日之间买入科创板股票且在回购方案实施时仍持有股票的投资者。基于诚实信用的考量,以下两类投资者被排除于回购对象之外:一是对欺诈发行负有责任的主体,例如公司董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人等。二是买入股票时知悉或者应当知悉欺诈发行事项的投资者。回购价格以市场交易价格为原则,但若投资者的买入价格高于交易价格,为足额赔偿投资者,则按照买入价格来确定。回购资金保障是责令回购制度的重点,主要路径为资产冻结。根据《证券法》第180条,对有证据证明已经或者可能转移或隐匿涉案财产的,经批准可冻结或查封。香港洪良国际案就是通过提前冻结公司资产实现顺利回购的典型案列。

在公司被课以高额行政罚款的情形下,责令回购制度的施行有可能会陷入困境。为扫清回购资金保障不足所导致的现实障碍,建议在科创板欺诈发行情形下试行行政罚款暂缓入库与财政回拨机制。具体而言,若罚款决定已作出但尚未执行,则适用暂缓入库制度,即收缴的罚款在扣除回购所需金额后方收入国库。具体而言,证监会可指定中证中小投资者服务中心(下称“投服中心”)代为保管行政罚款,待规定的期限经过后上述罚款方纳入国库。考虑到暂缓入库机制同样可适用于民事诉讼程序中的投资者赔偿情形,暂缓入库的期限宜包括诉讼时效以及完整的民事诉讼司法程序所需要的时间。<sup>②</sup>证监会可指定中证投服中心代为保管行政罚款,待上述期限到期后方可纳入国库。若行政罚款已执行完毕,则适用财政回拨机制。证监会可向行政部提出申请,使罚没进入国库的资金可回流至企业,专项用于股份回购。

3. 代表人诉讼制度。若先行赔付与责令回购制度尚未启动或者虽启动但尚未完全补偿投资者因科创板强制退市遭受的损失,则投资者可通过代表人诉讼的方式继续主张损害赔偿。在普通代表人诉讼和特别代表人诉讼这两种方式中,宜首先由投资者保护机构作为代表人开展特别代表人诉讼。投服中心等投资者保护机构基于自身的公益属性自主决策选取试点案件,充分发挥示范引领作用,形成具有示范意义的诉讼案列。待经验相对成熟后,再大规模开展普通代表人诉讼。就特别代表人诉讼而言,目前我国已形成以《证券法》第95条为主体规则,以司法

<sup>①</sup>巩海滨、王旭:《证券市场先行赔付制度研究》,《财经法学》2018年第6期。

<sup>②</sup>陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,《证券市场导报》2017年第6期。

解释<sup>①</sup>、监管规定<sup>②</sup>以及投资者保护机构业务规则<sup>③</sup>为配套规则的多层次规制体系。投服中心可选择重大违法强制退市中典型、重大、社会影响恶劣、具有示范意义的案件开展代表人诉讼。作为获得特别授权的代表人,投服中心的具体诉讼权限范围较大,除参加开庭审理之外,还包括代为变更、放弃诉讼请求、与被告达成调解协议、提起或放弃上诉、申请执行等权限。与普通代表人诉讼不同,为高效地保障投资者的权益,特别代表人诉讼适用“默示加入,明示退出”的诉讼机制,且赋予投资者两次退出权:(1)在权利登记阶段不同意参加诉讼的投资者可向法院提交退出申请;(2)在诉讼中的调解阶段不认同调解方案的投资者亦可申请退出。

## 五、结 论

“流水不腐,户枢不蠹”,健全完善的退市制度是资本市场健康运转的重要保障。科创板注册制改革为退市制度改革提供了绝佳历史机遇,国家“十四五”规划纲要明确提出,要“全面实施股票发行注册制,建立常态化退市机制”。2021年3月,李克强总理在《政府工作报告》中首次提出,要“完善常态化退市机制”。可见,注册制改革背景下退市制度的完善是“十四五”期间资本市场改革的重要内容。注册制改革与退市制度改革协同推进、相辅相成,共同打造有进有出、优胜劣汰、良性循环的资本市场。在此背景下,及时矫正现行科创板退市规制理念与路径的偏差,更加均衡地处理退市效率与投资者保护之间的利益冲突,是构建符合注册制改革要求的退市制度的应有之义。

科创板退市是对上市所创设的发行人与上交所之间民事法律关系的消除,主动退市的法律性质为协议解除,强制退市则是约定解除权的行使。鉴于现行法中的规制理念使主动退市法律规制沦为投资者控制,强制退市的损失悉数由投资者承担,因此退市理念与路径亟需转型。就科创板主动退市而言,应推动规制理念由投资者赋权型转向投资者补偿型,且应借鉴德国法经验通过强制收购要约制度铺设具体规制路径。具体而言,收购主体应向所有投资者发出股票收购要约。就科创板强制退市而言,应推动规制理念由效率导向型转向兼顾公平型,且构建以先行赔付、责令回购等非诉程序为主,以代表人诉讼等诉讼程序为辅,常规高效的投资者损害赔偿救济体系。建议证监会以科创板为退市改革试点,在《退市意见》中落实转型后的科创板规制理念与规制路径,上交所则应在《科创板上市规则》中对退市制度进行相应调整。待科创板退市规制模式完成转型后,应尽快将科创板经验复制推广至包括主板在内的资本市场的其他板块。

# Transformation of the Legal Regulation Mode of Delisting from the STAR Market under the Registration System : Focus on the Proper Protection of Investors

Zhang Yan

(Law Institute, Shanghai Academy of Social Sciences, Shanghai 200020, China)

**Summary:** Delisting is an important basic system in the capital market. The registration-

①参见最高人民法院于2020年7月23日通过的《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》。

②参见证监会于2020年7月31日发布的《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》。

③参见中证中小投资者服务中心于2020年7月31日发布的《特别代表人诉讼业务规则(试行)》。

based IPO reform on the STAR Market provides an unprecedented historical opportunity for the reform of delisting regime. Listing creates the civil legal relationship between the issuer and the Shanghai Stock Exchange (SSE) while delisting eliminates the relationship. Specifically, the legal attribute of voluntary delisting is the termination of agreement, while mandatory delisting is the practice of agreed termination right. Delisting will have two legal effects: On the one hand, the stock of the issuer will lose the possibility of continuing to trade in the STAR Market and therefore the issuer has no subsequent obligations to obey the self-discipline management rules of the SSE; on the other hand, the stock held by investors will lose the high liquidity and tradability in the STAR Market beneficial from the listing. Consequently, investors will suffer a severe economic loss due to the delisting. The current laws and regulations expose serious distortions in the regulatory concept and deviations in the regulatory path, leading to the alienation of investor empowerment regulations in voluntary delisting into an obstructive delisting system, while efficiency-oriented regulations in mandatory delisting makes investors the undertaker of the delisting loss. In order to build a market-oriented, legalized and normalized delisting system under the background of the registration-based system, the concept and path of legal regulations for the delisting in the STAR Market need to be shifted and upgraded. In terms of voluntary delisting, the investor compensation concept can balance the interest conflicts between company autonomy and investor protection as well as satisfy investors' requirements for being protected in an individually targeted manner. So, a shift from the investor empowerment mode to the investor compensation mode is needed. As for system construction, it is advisable to learn from the experience of German law, which paves a specific regulatory path with the mandatory bid rule (MBR). In terms of mandatory delisting, consideration of the fairness concept can handle the relationship between efficiency interests, public interests and private interests. Therefore, it is necessary to promote the transformation of regulatory concept from efficiency-oriented to fairness-oriented. In terms of system construction, it is appropriate to build a conventional and efficient relief system for the damage of delisting investors, which is mainly based on non-litigation procedures such as compensation in advance and order to buy back, supplemented by litigation procedures such as representative litigation. The China Securities Regulatory Commission (CSRC) is expected to take the STAR Market as a pilot to formulate the delisting reform and introduce the reformed regulatory concept and path of the STAR Market in relevant regulations. Accordingly, the SSE should adjust the delisting regime in Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Rules). After the transformation of the delisting regulation mode of the STAR Market, the experience should be extended as soon as possible to other sectors of the capital market including the main board.

**Key words:** the STAR Market; voluntary delisting; mandatory delisting; legal regulations; investor protection

(责任编辑: 倪建文)