



聚焦退市制度下的投资者权益保护

民事赔偿制度缺位 退市新规难言完善

证券时报记者 刘雯亮

作为一项重大的制度性变革，退市制度的出台，是改善“劣币驱逐良币”局面迈出的重要步伐，其探索和尝试意义非凡。自今年5月1日起，《深圳证券交易所创业板股票上市规则》正式施行，标志着创业板退市制度问世。

退市制度甫一出台，证券时报率先刊登《买单再走！退市公司岂能一退了之》一文，随后人民日报刊发署名文章《必须把垃圾公司赶出股市》，先后提出了上市公司退市后的责任追究和投资者合法权益保护问题。民事赔偿的缺失，无疑令退市制度具有一定的瑕疵。通过退市过错赔偿制度填补民事赔偿空白，成为众多法律界人士的一致建言。



- 退市过错赔偿制度和过错推定制度：责令对上市公司退市负有过错的上市公司及其控股股东、实际控制人、高级管理人员，对投资者造成的损失承担赔偿责任。

- 退市中小股东补偿机制：完善退市制度的制度设计中，可以规定控股股东拿出一定比例股份，如10%来补偿给中小投资者。

- 强制回购：针对股民转让退市股票遇到困难，即使给予“退市整理期”仍无法顺利退出的，应强制违法者以一定价格予以回购，从而使股民获得退出机会。

- 设立退市保护基金：上市公司违法行为造成的损失不应当由国家买单，需要合理设置退市保护基金的资金募集来源及加强对违法违规上市公司的监督处罚。

中小股东补偿机制亟待研究推出

郑名伟

目前，深交所、上交所相继完善上市公司退市制度，对业绩差的上市公司来说是一个负面消息。但对于整个证券市场来说，是个长期利好。但在退市新规下，只有保护好中小投资者的合法权益，才能获得中小投资者的支持，也使退市制度得到真正执行。

退市对中小投资者最大的影响是“股价下跌”、“股票找不到”、“不好卖出”，原来可以上市交易的股票将被移至代办股份转让系统，财富的缩水会让中小投资者受损。

因此，在完善退市制度的制度设计中，是否可以规定控股股东拿出一定比例股份，如10%来补偿给中小投资者，设立退市中小股东补偿机制呢？当然，投资有风险。对于由于市场经营风险等原因导致的退市，要求控股股东补偿，不符合公平原则、风险自负原则，但是，对于控股股东及公司管理层过错导致的退市，控股股东应当承担补偿责

任。这里提的是“补偿”，不是“赔偿”，只是弥补中小投资者的部分损失，并不是赔偿中小投资者的全部损失。另外，对于公司管理层的过错，也要控股股东来承担责任，其理由就是控股股东控制上市公司，对高管的选派具有重大影响力，故也应承担相应责任。

如果设立退市中小股东的补偿机制，可以依据控股股东及管理层对退市是否有过错，作为补偿的要件。在制度设计中可以采取推定的方式，只要退市，就推定控股股东及管理层有过错，控股股东就要补偿中小投资者的损失。控股股东及管理层不想补偿，就要证明其在公司经营与管理中不存在过错，举证倒置将会极大保护中小投资者的利益。在制度设计中，也可以明确哪些退市是控股股东要承担补偿责任，哪些是可以证明不需要承担补偿责任。

退市中小股东的补偿机制，是针对我国证券市场的摸索和尝试。其是否可行，在理论实务都需要进一步研讨。

作者单位：广东经天律师事务所

华东政法大学经济法学院院长吴弘指出，创业板退市制度的推出，并将拓展至主板市场，对于完善市场制度具有非常积极意义，有助于市场三公和优胜劣汰机制的真正实现，切实改变我国证券市场退市困难的局面。长期来看，对证券市场和投资者来说，强化退市机制构成重大利好。但由于民事赔偿制度缺失，相对于退市股票持有者来说，退市机制的加强无疑是利空。

退市红线重在执行

《创业板上市规则》对创业板退市进行明确规定，主要退市红线围绕以下四点展开，即净利润、净资产、公开谴责和成交价格。相较而言，主板市场退市制度征求意见稿，与创业板退市红线大同小异，各有侧重。

业内人士纷纷表示，作为证券市场又一重大制度变革，退市制度对上市公司触发退市条件进行了详尽规定。准确说，其规定的退市条件更加客观，并具有可操作性。不过，针对当前上市公司现状，触发退市条件并非特别苛刻，而退市制度的执行力度显得尤为关键。

北京未名律师事务所合伙人张洪明律师表示，虽然退市制度对退市红线规定设计全面，但最大的忧虑依然是实际执行力度。显然，濒临退市的上市公司会想尽一切办法规避退市，退市制度执行力度和成效尚有待进一步观察。

上海华荣律师事务所合伙人许峰律师亦有类似观点。他表示，本人担心的更多是，一旦严格执行退市条件，会产生财务造假、权力寻租等非正常现象。”

退市原因不同 保护措施迥异

正如上文提及，虽然退市制度能及时提示风险、使劣质公司及时退出交易，有效减小投资者的损失。但公司一旦退市，股民持股无法流通，仍然影响到投资者，特别是小股民的利益。为此，针对不同的退市原因，投资者权益保障方面需要进行哪些保护措施？

吴弘院长指出，退市公司如果不复合作为上市公司的基本要求：要么是经营财务方面出现问题，不能满足上市公司应当具备的条件；要么是在诚信方面出现危

机，可能导致公开市场投资者的利益受到损害。这种公司只有退市才能保障市场健康发展、保护投资者合法权益。

综合业内人士看法，退市制度对公司退市原因大致分为以下三种：首先，公司因经营失败触及退市条件退出。如公司解散或被宣告破产、股本总额与股权分布不符合规定、净资产为负、股票累计成交量过低等；其次，公司违反法定义务而退市。如公司不按规定公开其财务状况、上市公司财务造假、连续受到交易所公开谴责等；第三，公司主动申请退市。其原因包括防止敌意收购、回避严格的信息披露义务等。

吴弘院长表示，“如果是因为欺诈发行、虚假陈述等原因导致退市，公司及其他责任主体还应当依法赔偿投资者的损失；如果是因经营不善退市，但管理层有违反法律法规的故意或重大过失行为，也应当在已有法律的框架内追究相应责任，为投资者提供保护。”

张洪明律师表示，针对经营失败导致退市，要加强投资者退市风险教育，对于市场业绩较差的企业，要强化对其信息披露的监管；其次，针对上市公司违反法定义务退市，建立退市问责机制；第三，针对主动申请退市，应附加退市条件，如要求公司或大股东或实际控制人以合理价格回购股票，从而使中小投资者有一个合适的退出机会。或者以一定条件使中小投资者股票转换为优先股，使其有继续获取收益的权利。值得一提的是，上市公司在正常经营过程中，因为市场环境、政策调整、决策失误等原因导致退市，退市风险应由投资者自行承担。

莫让司法救济成为短板

证券时报记者 文雨

众所周知，一旦公司退市，公司股票会进入代办股权转让系统进行转让。由于股权的流动性受到严格限制，股权价格估值往往会大大降低，甚至变得一文不值，投资者可能由此损失惨重。显然，上市公司退市后，最后持股投资者的合法权益无法得到保障。

接受记者采访的多位业内知名律师认为，鉴于创业板退市制度已经推出，主板退市制度征求意见稿亦出台，完善其中涉及的证券民事赔偿制度，成为保护投资者权益的重中之重。他们呼吁，在现行《证券法》及其相关制度下，最高人民法院应尽快修订或制订虚假陈述、操纵市场、内幕交易等证券民事赔偿司法解释，使受损失的投资者能够行使诉权，便于投资者依法追究退市上市公司中涉及的证券虚假陈述、内幕交易、操纵证券市场违法者的民事赔偿责任。

针对保护投资者的制度设计，有业内律师创新性地提出“强制回购”的观点。北京未名律师事务所合伙人张洪明律师指出，若上市公司因欺诈上市、虚假陈述、操纵市场等原因面临退市时，其股价必然大幅下挫，股民欲转让股票必然也会遇到严重困难，即使给予“退市整理期”也无法顺利退出。针对这种情况，应强制违法者以一定价格回购公司股票，使普通投资者获得退出的机会。

浙江裕丰律师事务所高级合伙人厉健律师称，在权利救济方面，各地人民法院应当统一裁判标准，严惩退市公司中涉嫌刑事责任的主体，并依法支持股民的证券民事赔偿诉求。总之，不能让上市公司“退了之”。

当然，无论是司法救济，还是强制回购，均可能存在无法执行的风险。张洪明律师建议，有必要采取措施消化执行风险。他表示，香港交易所在洪良国际案中的做法值得借鉴。针对公司涉嫌欺诈上市的行为，港交所在对洪良国际停牌处理的同时，通过香港高院冻结了相当于新股发行净额的资金。一旦公司需要赔偿投资者的损失，则可将这笔冻结的资金用于赔偿投资者。”

另外，借鉴证券投资者保护基金的经验，设立退市保护基金，也被业内律师多次提及。张洪明律师建言，上市公司的违法行为造成的损失不应当由国家买单，需要合理设置退市保护基金的资金募集来源以及加强对违法违规上市公司的监督处罚。

木桶效应显示，一只水桶盛水的多少，并不取决于桶壁上最长的木块，恰恰取决于桶壁上最短的那块。显然，“退市木桶”中，仅有交易那块最长的木板远远不够，需要证监会、人民法院、地方政府各方有效配合。值得一提的是，究竟哪块木板最短有待实践检验，但司法救济是否成为短板，无疑是投资者最关注话题。

退市规则应重点关怀中小投资者权益

除了事后究责外，事前教育即退市风险的投资者教育仍需加强，使投资者对自身所需承担的正常退市风险有充分心理预期。在事中保护上，强化信息披露监管依然是永恒的课题。

宋一欣

上市公司退市，指上市公司发行在外的股份将不再在交易所挂牌交易。上市公司在退市时，对上市公司控股股东、大股东的现实利益影响有限，但最有可能受到损害的是中小投资者权益。所以，在制订或修订上市公司退市制度时，应在规则上重点关

注意见稿》基础上，2012年4月20日，深交所正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，该规则自2012年5月1日起施行，创业板退市制度正式实施。

4月29日，上交所对主板和深交所对中小企业板，分别发布了《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》、《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》。在征求意见稿，沪、深主板退市方案基本相同。主板退市制度的设计基本沿用了创业板的方案。

两大证券交易所的退市新规，是继新股发行体制改革政策后又一重大制度性变革。该项制度的快速推进，反映了监管者改革的决心，也符合市场优胜劣汰功能的要求，使市场的投资功能增加、蓝筹股价发现机会增加、投机功能减低、垃圾股将被抛弃，从根本上符合中小投资者的利益，使一系列“劣差烂破”公司通过破产重整或资产重组借壳还

魄的几率大为减小。今后，随着主板上市公司退市制度的正式推出，意味着中国A股的游戏规则将被重新改写。有人估计，主板退市制度一旦实施，或许将出现几十只主板股票批量退市的情况。

但这种强制退市制度，首先有助于建立严苛的竞争秩序，投资者务必充分认识退市新规，树立审慎投资的理念，警惕盲目跟风炒作引发的退市风险，远离绩差公司，放弃赌博垃圾股心态。如果上市公司被强制退市，其股票的流动性和价值都将急剧降低甚至归零，退市风险可能成为投资者的投资风险之首。

其余为金融市场的系统风险，上市公司的经营风险、技术风险、违法违规风险等）。在海外，公司退市十分普遍，美国纳斯达克每年约有8%的公司退市，而美国纽约证券交易所的退市率为6%；英国创业板（AIM）退市率高达12%，即每年超过200家公司由该市场退市。

同时，监管者仍应对规避退市行

为两年亏、一年微利现象予以规制，应继续着力打击假破产重整行为、假资产重组行为、业绩变脸行为等，并对退市上市公司的违法犯规行为予以事后追溯，对造假、渎职的控股股东、大股东与中介机构收缴其盈利，并施以高比例罚款。

对于那些因上市公司、上市公司控股股东、大股东或管理层存在违法违规产生的退市后果（如虚假陈述、内幕交易、操纵股价等），投资者应积极行使股东权利，利用法律手段，依法对责任人寻求索赔，最大限度地减少退市风险造成的损失。从长远看，必须引入集团诉讼制度，切实从法治上保护弱势群体的合法权益，使拟违法违规者心存畏惧，使已违法违规者无处藏身。

除了事后究责外，事前教育即退市风险的投资者教育仍需加强，使投资者对自身所需承担的正常退市风险有充分心理预期。在事中保护上，强化信息披露监管依然是永恒的课题。

作者单位：上海新望闻达律师事务所