

退市改革造契机 投资者保护应拾“机”而上

证券时报记者 唐立

7月4日,中国证监会就《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见(征求意见稿)》(以下简称《退市意见》)向社会公开征求意见。与此同时,沪深交易所上市规则同步修订,标志着新一轮退市制度改革正式启动。

《退市意见》一时间激起市场的千层浪,绩差以及信披违规等上市公司的股价普遍承压。尽管上市公司退市常态化仍需时日,但不少业内人士已未雨绸缪。其中,加强投资者保护是本次退市改革中最受专业人士关注的焦点之一。

退市制度要完善 投资者保护不可缺席

目前,新股发行渐成常态化,如果退市制度一直按兵不动,所谓的资本市场改革将面临半途而废的风险。基于此,接受记者采访的不少券商分析师均表示,相信本次退市制度改革属于动真格的行动。现在的问题是,什么样的公司应该退市;公司退了市之后,又应该怎样留住投资者的合法权益?

对此,《退市意见》在以下五个方面作出了相关说明:一是健全上市公司主动退市制度。《退市意见》列明了因收购、回购、吸收合并以及其他市场活动引发的七种主动退市情形,并在实施程序、后续安排等方面作出了有别于强制退市的专门安排,包括经过股东大会2/3以上表决通过、聘请独立财务顾问进行专业把关、要求独立董事发表意见等。主动退市公司须向证券交易所提交退市申请,并经证券交易所同意,以防范在主动退市中可能出现的损害中小股东利益的不当行为。

二是对重大违法公司实施强制退市。上市公司存在欺诈发行或者重大信息披露违法,被证监会作出行政处罚决定,或者因涉嫌犯罪被证监会依法移送公安机关的,证券交易所暂停其股票上市交易。此类强制退市公司,原则上要求证券交易所所在一年内作出终止上市决定。

其中,因重大信息披露违法暂停上市公司在规定时间内全面纠正了违法行为,及时撤换了有关责任人员,对民事赔偿责任承担作出了妥善安排的,其股票可以恢复上市交易,但对于欺诈发行暂停上市公司,除非发现其行为不构成欺诈发行,否则其股票须在规定时间内终止上市交易。

三是要求严格执行市场交易类、财务类强制退市指标。《退市意见》对现有退市指标进行全面梳理,并按照市场交易类、财务类分别作了归纳列举。其中,市场交易类包括股本总额、股权分布、成交量、股票市值等指标,财务类包括净利润、净资产、营业收入、审计意见类型,以及未在规定时间内依法如实披露等指标。

《退市意见》在统一创业板与主板、中小板上述退市标准的同时,允许证券交易所在其上市规则中对部分指标予以细化或者动态调整,并且针对不同板块的特点作出差异化安排。同时,由于“连续三年亏损”是现行《证券法》确立的退市情形,在法律未修改的情况下,《退市意见》依然保留了这一指标。

四是完善与退市相关的配套制度安排。包括对强制退市公司股票设置“退市整理期”,为防止部分投资者特别是中小散户以投机为目的参与退市公司股票交易,还明确要求证券交易所须安排相应投资者准入制度;统一安排强制退市公司股票在全国股转系统设立专门层次挂牌交易。

公司退市后若满足上市条件,可以申请重新上市,证券交易所可以针对主动退市公司与强制退市公司,不同情形的强制退市公司作出差异化安排。为防止重大违法退市公司有关责任股东通过提前转让股份来规避法律责任,《退市意见》还对其转让行为作了专门限制。

五是加强退市公司投资者合法权益保护。《退市意见》要求在退市工作的各个环节,认真落实“外国九条”的要求,同时重点强调了退市中信息披露、主动退市异议股东保护问题,进一步明确了重大违法公司及有关责任人员的民事赔偿责任。其分为7部分25条,包括健全上市公司主动退市制度、

实施重大违法公司强制退市制度、明确交易类及财务类强制退市指标、完善退市过程中的中小投资者权益保护机制等四大核心内容。

可以看到,投资者保护在本次退市改革中占据着十分重要的位置,监管层在将着眼点放于主动退市与强制退市并行、严格执行既有多元化退市指标的同时,还着重关注中小投资者的权益维护。

退市改革造契机 投资者保护更进一步

投资者保护向来是中国股市发展的一个焦点话题。因此,本次《退市意见》出台后,业界人士均给予了极大的关注。

北京市盈科律师事务所臧小丽律师认为,本次退市新规为完善投资者保护提供了契机,其最大的亮点在于“实施重大违法公司强制退市制度”,强制退市制度主要针对的是欺诈发行股票、重大信息披露违规这两种重大违法行为。

在此之前,资本市场出现了不少造假上市、造假保壳的恶劣案例。比如,在股票发行阶段,利用造假手段上市的万福生科、绿大地等,而在股票上市的交易阶段,则有南纺股份、莲花味精、新中基等因造假而“坏事传千里”。不过,这些造假公司至今没有一例被强行退市,成为投资者诟病的市场怪现象。因此,臧小丽律师认为,本次发布的《退市意见》,实质上将加大公司重大违法的成本,并遏制造假不用退市的歪风。

不过,臧小丽律师仍然对《退市意见》强制退市情况下的投资者保护力度表示了担忧,她认为虽然此次新规专门设有章节表示“加强退市公司投资者合法权益保护”,但还缺少配套的落实措施。比如,当上市公司发生重大违法行为导致强制退市时,投资者手中的股票可能一文不值,这时如果上市公司破产、控股股东转移资产导致无赔偿能力或赔偿能力有限,那么投资者的权益该如何保证?

强制退市制度一旦实施,上述情形恐怕就会很快成为现实,但在重大违法导致的退市中,投资者完全是无辜的。为此,臧小丽律师建议,强制退市情形下的投资者保护配套措施可以包括:要求上市公司、控股股东购买退市保险;罚没资产应该先行用于赔偿投资者,剩余部分再上缴国库;成立专门的投资者保护赔偿基金,当责任人无支付能力时,由专项赔偿基金先行垫付给投资者,再向责任人追偿;重大违法责任人能否赔偿投资者损失要作为定罪量刑的主要考虑因素;特定情形下的强制回购制度等等。

首次将主动退市写进法律文件,以及强制退市特别是重大违法公司强制退市等内容,也被广东奔奔律师事务所主任律师刘国华认为是本轮退市改革的亮点。不过,刘国华律师仍认为《退市意见》还有很多需要进一步完善的地方。如《退市意见》提出,重大违法公司及相关法律责任主体,应当按照《证券法》、《国务院办公厅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》的规定,赔偿投资者损失;或者根据信息披露文件中的公开承诺内容或者其他协议安排,通过回购股份等方式赔偿投资者损失。但目前《证券法》、《国务院办公厅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》并没有重大违法者如何赔偿中小投资者的详细规定。

在目前投资者保护配套制度并不完善的情况下,退市往往意味着流动性不足、股价暴跌,投资者可能蒙受重大损失,而监管部门面对数千万甚至数十万的投资者,也不敢轻言退市。可以说,中小投资者还有监管层在某种程度上被违法者“绑架”了。因此,退市改革中投资者保护的配套制度亟须完善,才能化解上市公司退市中可能面临的各方阻力。

刘国华律师还表示,目前投资者保护领域存在大量的法律漏洞和法律空白,而填补法律漏洞和法律空白显然不是证监会单方可以做到的,这需要顶层设计,需要立法、司法、行政等部门多方联动,拿出大智慧和大勇气,真正把保护投资者的合法权益放在首位,并对现有的法律法规作出重大修改。如立法方面可借鉴集团诉讼制度、司法方面摒弃地方保护主义等,只有真正做到有法可依、有法必依、执法必严、违法必究,才能真正建立起一个公平、公开、公正的中国证券市场。



- ### 主动退市首次写入退市法律文件

退市方案逐项列举了因为收购、回购、吸收合并以及其他市场活动引发的7种主动退市情形,并针对主动退市的特殊性,在实施程序、后续安排等方面作出了有别于强制退市的专门安排。
- ### 重大违法行为强制退市有望实现

对于重大违法暂停上市公司,《退市意见》原则上要求证券交易所所在一年内作出终止上市决定,但同时对于欺诈发行与重大信息披露违法作了差异化安排。
- ### 退市指标多元化

《退市意见》对现有的退市指标作了全面梳理,并按市场交易类、财务类分别作了归纳列举。其中,市场交易类包括股本总额、股权分布、成交量等,财务类包括净利润、净资产、营业收入、审计意见类型等指标。值得注意的是,“连续三年亏损”指标仍然保留。
- ### 引入民事赔偿保护投资者合法权益

为了妥善处理退市与民事赔偿的关系,《退市意见》突出强调了“重大违法公司及相关法律责任主体”而非“退市公司”的民事赔偿责任,或者根据公开承诺等协议约定,通过回购股份等方式赔偿投资者损失。

吴比较/制图

海联讯受损 投资者收大礼

证券时报记者 刘雯亮

昨日,海联讯和投资者保护基金有限责任公司在网站发布公告,称海联讯四名股东出资2亿元设立“海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”,一石激起千层浪。业内人士表示,这是中国证券市场上市公司虚假陈述案例中,公司大股东主动赔付第一例。之前万福生科案中,保荐机构平安证券曾主动出资3亿元设立赔付专项基金,补偿符合条件的投资者因公司虚假陈述遭受的投资损失。

海联讯四名控股股东出资设立专项补偿基金,是中国资本市场上由大股东主动出资运用市场机制补偿投资者的首例,也是落实国务院办公厅在《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》中明确的“督促违规或涉案当事人主动赔偿投资者,尤其是控股股东及实际控制人,应当主动、依法将其持有的公司股权或其他资产用于赔偿中小投资者”有关要求和精神的体现。

“就目前而言,证监会对海联讯涉嫌违反法律法规的行为还在调查之中。证监会将依照相关法律法规对其违法违规行为作出相应的处罚。”上海嘉瀾达律师事务所宋一欣律师称。

“在法律、司法解释框架内,尽可能把受损投资者都列入赔付范围内,这样的赔付方案比我们此前预想要好。”浙江裕丰律师事务所高级合伙人厉健律师告诉证券时报记者,“如果这个案件通过诉讼途径处理,在两年诉讼时效之内,法院一般不会作出判决。即使诉讼时效届满,法院组织调解,被告亦可能以系统风险为由对索赔金额进行打折。”

厉健律师表示,海联讯主要股东章锋、孔毓、邢文颀、杨德广出资2亿元设立虚假陈述赔付基金,出资主体、赔付金额、赔付方式等方面堪称史无前例,这一事件在我国证券投资者保护进程中具有里程碑意义。对于基金出资人公布的补偿范围和补偿金额的计算方法,厉健律师表示,该方案是切实可行的,符合虚假陈述司法解释规定,建议适格投资者接受和解方式,便捷地挽回损失。

业内人士纷纷表示,目前投资者在虚假陈述诉讼过程中,频频遭遇“起诉难、开庭难、调解难、判决难、执行难”等问题,严重挫伤投资者依法维权的信心。相对来说,去年平安证券设立3亿元万福生科赔付基金,此次海联讯大股东设立2亿元赔付基金,是年来虚假陈述受损投资者收获的“最大礼包”,希望今后证券投资者权益得到更充分、更给力的保护。

达行政和解之效 行控辩交易之实

宋一欣

退市,如同上市一样,是上市公司乃至资本市场的基础性制度。

中国股市退市制度,确立于1993年《公司法》颁布。2005年《证券法》修改,退市决定权从中国证监会转移给证券交易所。迄今,累计已有78家中国上市公司的股票退市,进入交投沉闷的老三板。

新增主动退 强化强制退

就退市制度论,过去的中国退市制度算是强制退市,表现为退市依赖于技术标准,如股本总额、股权分布、股票成交量、股票市值、净利润、净资产、营业收入等指标,还有连续三年亏损。

在海外,退市制度分为两类:主动退市与强制退市。以美国为例,1995年至2012年,纽约证券交易所所有3052家公司退市,纳斯达克有7975家公司退市。其中,多数为主动退市,如2003年至2007年,纽约证券交易所年均退市率高达6%,约1/2是主动退市;纳斯达克年均退市率高达8%,主动退市占近2/3。他山之石,可以攻玉。2014年7月4日,中国证监会发布《关于改革

完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(征求意见稿)。征求意见稿中,新加了主动退市制度,强化了强制退市制度,被业界评为烈火猛药式的制度。烈火猛药可否使股市脱胎换骨,也许不能完全画等号,但这的确是在进步。

主动退市由上市公司及大股东自愿选择,基于上市公司实现发展战略、维护合理估值、稳定控制权以及成本效益法则等需要,当其认为不再需要继续维持上市地位时,主动退市是合适的。实际上,在美国,主动退市是上市公司最常见的退市方式,甚至是占退市公司中的多数。

在征求意见稿中,规定了主动退市的配套政策措施。如完善上市公司收购制度,丰富要约收购履约保证形式,建立包括触发条件、救济程序等内容的余股强制挤出制度,完善上市公司股份回购制度,制定上市公司吸收合并专门的制度规范,丰富并购融资工具,建立非上市公众公司并购重组制度等等。

同时,以投资者保护计,公司可以申请再次公开发行证券,或者向证券交易所申请重新上市,并完善主动退市的内部程序,完善自主退市公司异议股东保护机制。

完善退市公司虚假陈述民赔偿责任

在征求意见稿中,强制重大违法公司退市则是亮点。就重大违法公司强制退市而言,主要有两种:一是对欺诈发行且已上市的公司责成强制退市,此点解决了现行《证券法》的不足;二是在持续期间对重大信息披露违法公司要求强制退市。前者主要存在于新股发行环节,后者则是指上市后上市公司的重大信息披露违法行为。而对重大违法暂停上市公司还要求限期实施终止上市。

因此,对于因受到中国证监会行政处罚,或者因涉嫌犯罪被依法移送公安机关而暂停上市的公司,在中国证监会作出行政处罚决定或者移送决定之日起一年内,证券交易所应当作出终止其股票上市交易的决定。

另外,上市公司因欺诈发行或持续信息披露中存在虚假陈述行为,受到中国证监会行政处罚,并在行政处罚决定书中被认定构成重大违法行为的,或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关的,股票要暂停上市;在中国证监会作出行政处罚决定或者移送决定之日起一年内,将终止上

市。同时又规定,涉嫌欺诈发行的公司或其控股股东、实际控制人,在受到中国证监会行政处罚前,按照公开承诺回购或者收购全部新股,赔偿中小投资者经济损失,及时申请其股票退出市场交易的,可以从轻或者减轻处罚。

此点提及“受到中国证监会行政处罚前”,似乎表明只要主动退市,实施系列的规定动作,即可以从轻或者减轻处罚,可谓达行政和解之效,行控辩交易之实。

但是,如果涉嫌欺诈发行、虚假陈述的公司或其控股股东、实际控制人,没有回购或者收购新股,没有赔偿,没有主动退市的,并导致触发强制退市的,公众投资者的权益如何保障?

笔者认为,要强化强制退市过程中,宜推广有关机构、“董监高”投保中国投资者保护责任险,即上市责任险与持续信息披露责任险,完善退市公司虚假陈述民事赔偿责任,并令交投活跃退市公司退至新三板市场。

从司法制度的角度,应完善退市条件下退市公司及其“董监高”、控股股东、实际控制人的民事赔偿责任及赔偿制度的相关规定,完善与破产重整制度的衔接与协调,使投资者保护制度落到实处。

(作者单位:上海嘉瀾达律师事务所)