

上市公司退市制度中的投资者赔偿问题研究

2014年10月17日，证监会颁布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称“《退市意见》”)。作为一项基础性制度，完善的上市公司退市制度对于促进证券市场实现资源优化配置、提高上市公司经营效率、完善上市公司治理结构、培养成熟理性的投资者具有重要意义。退市的影响不仅仅局限于上市公司自身，尤其是对持有上市公司股票的中小投资者而言，退市对其切身利益有重大的影响。如何在规范上市公司有序退市的同时切实有效地保护中小投资者的合法权益不受侵害，既是资本市场稳定发展的前提，也是证券监管的宗旨。本文通过结合《退市意见》相关政策规定、证券投资者利益补偿专项基金的实践等内容，尝试探讨退市新政下与强制退市制度相配套的民事赔偿机制完善问题，并就有关制度安排提出建设性意见。

一、《退市意见》的相关规定

导致上市公司退市的原因是多方面的，既有可能是由于公司经营遭遇困难或需要转变经营范围等原因主动向证券交易所申请其股票终止交易，也可能是上市公司因实施欺诈等重大违法行为而导致被强制退市。本次《退市意见》不仅提出要健全上市公司主动退市制度，更强调要实施重大违法公司强制退市制度。根据《退市意见》，重大违法公司强制退市制度分为两种情形：一

是欺诈发行；二是重大信息披露违法。上市公司因欺诈发行行为受到证监会行政处罚，或者因涉嫌欺诈发行罪被移送司法机关的；上市公司因重大信息披露违法行为而受到证监会行政处罚，或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被移送司法机关的。出现上述两种情形之一，证券交易所应当依法作出暂停其股票上市交易的决定。对于被暂停上市的公司，在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。

如果上市公司系因自身经营不善等原因正常退市，投资者因此遭受损失属于资本市场正常的投资风险，应由投资者自行承担，不存在民事赔偿问题。但如果上市公司系因实施欺诈等重大违法行为而导致退市，则投资者不仅丧失了资本增值的交易机会，合法权益也会受到侵害，此种情况下，投资者有权要求上市公司及其相关责任方赔偿其损失。然而，由于我国目前证券投资者民事赔偿诉讼机制尚不健全，缺乏多元纠纷解决机制，实践中，投资者利益屡受侵害且诉诸司法途径获得民事赔偿存在较多困境和障碍。

无法让受损投资者获得公平、合理补偿的保护不能称之为真正有效的保护。我们理解，引入重大违法公司强制退市制度的同时，保护中小投资者合法权益的重中之重即在于完善与退市相关的配套制度安排，建立强有力的民事赔偿机制，从而为强制退市制度的实施与完善“保驾护航”，真正将投资者保护工作落到实

处。正如《退市意见》所强调，要加强退市公司投资者合法权益的保护，明确重大违法公司及相关责任主体的民事赔偿责任，上市公司如存在重大违法行为公司及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关责任主体，应赔偿投资者损失。

本次出台的《退市意见》被评为“史上最严退市政策”，根据《退市意见》，只要构成欺诈发行，即使上市公司或其控股股东、实际控制人对相关民事赔偿责任作出了妥善安排，公司仍须强制退市；而对于上述第二种情形，即因信息披露违法而被暂停上市的公司，在证券交易所作出终止公司股票上市交易决定前，如能全面纠正违法行为、及时撤换有关责任人员、对民事赔偿责任承担作出妥善安排的，公司可以向证券交易所申请恢复上市。换言之，主动承担民事赔偿责任，是重大信息披露违法公司避免退市的必要条件。

根据《上海证券交易所股票上市规则》（2014年10月第九次修订）第14.2.7条的规定，所谓“已对相关民事赔偿承担做出妥善安排”包括以下几种情形：1、相关赔偿事项已由人民法院作出判决的，该判决已执行完毕；2、相关赔偿事项未由人民法院作出判决，但已达成和解的，该和解协议已执行完毕；3、相关赔偿事项未由人民法院作出判决，且也未达成和解的，公司及相关责任主体已按预计最高索赔金额计提赔偿基金，并将足额资金划入专项账户，且公司的控股股东和实际控制人已承诺：若赔偿基金不足赔付，其将予以补足。

从《退市意见》上述规定可以看出，对于欺诈发行此种情况，公司被强制退市已是不争的事实，即使承担赔偿责任，上市公司仍须退市这一政策某种程度上可能会对大股东、实际控制人主动出资赔偿中小投资者损失的积极性造成一定影响，但同时也应看到，中介机构特别是保荐机构为了保住牌照、继续经营、减轻处罚，势必将会采取积极措施承担相应责任，先行对投资者作出赔偿。事实上，针对保荐机构，证监会于2015年11月出台的完善新股发行制度有关意见中则明确提出要“强化中介机构责任，建立保荐机构先行赔付制度”，要求保荐机构在公开募集及上市文件中明确公开承诺：因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失的，将先行赔偿投资者损失。我们理解，本次新股发行制度改革提出“建立保荐机构先行赔付制度”，可以说是从投资者损失救济保护的角度，对欺诈发行情况下即使承担赔偿责任，上市公司仍须退市这一政策的完善与平衡。随着上述政策的出台，可以预见到，未来再有欺诈发行等类似案例发生，更多的将是保荐机构先行主动出资与适格投资者达成和解，赔偿投资者损失。

与欺诈发行不同，因重大信息披露违法而被暂停上市的公司，其结局并非只有“退市”一条路，满足一定条件后，公司仍可向证券交易所申请恢复上市。由于对因信息披露违法行为受损的投资者进行赔偿是被暂停上市公司恢复上市的必要条件之一，在此“杀手锏”下，为了保住壳资源、继续参与上市交易，控股

股东、实际控制人等违法责任主体显然更有可能效仿“海联讯”一案，积极承担赔偿责任主动对投资者作出赔付安排，以便满足恢复上市的条件。

2016年3月21日，上海证券交易所作出了*ST博元股票终止上市的决定，并对外公告。*ST博元是退市新规实施后我国证券市场首家因重大信息披露违法被终止上市的公司。2014年6月，*ST博元因涉嫌信息披露违法违规被证监会调查。其后，2015年3月26日，*ST博元因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪和伪造、变造金融票证罪，被证监会依法移送公安机关。根据相关规定，上海证券交易所宣布*ST博元自2015年5月28日起暂停上市。被暂停上市近两个月后，*ST博元开始谋求自救之路，公司首先向人民法院提起了破产重整申请。2015年8月27日，珠海市中级人民法院受理了*ST博元提出的重整申请。理论上，在现有退市政策下，*ST博元在被证监会作出移送决定之日起一年内（2016年3月26日之前），如能全面纠正违法行为、及时撤换有关责任人员，以及对民事赔偿责任承担作出妥善安排，则公司可以向证券交易所申请恢复上市。但是，从上海证券交易所就*ST博元股票终止上市答记者问可以看出，*ST博元不符合恢复上市的条件，其中之一就是未能对可能的民事赔偿承担作出安排，因此，依据《退市意见》，其只能退市。

二、证券投资者利益补偿专项基金的探索与实践

早在本次新股发行制度改革提出“建立保荐机构先行赔付制

度”之前，证券市场中由保荐机构出资先行赔付投资者损失的做法已有先例。2013年，在万福生科虚假陈述一案中，平安证券作为万福生科首次公开发行并上市的保荐机构，根据《证券法》第69条的规定，为承担保荐机构的责任，出资3亿元人民币设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，用于先行赔偿在万福生科虚假陈述案件中受到投资损失的投资者。这是我国证券市场上首个保荐机构主动出资先行赔付投资者损失的案例。专项补偿基金采取“先偿后追”模式，作为连带责任方之一，平安证券先行单独与适格投资者达到和解，以基金财产偿付适格投资者，然后再通过法律途径向万福生科虚假陈述事件的主要责任方及连带责任方进行追偿，使得投资者避免了与诸多连带责任方通过旷日持久的法律诉讼获得索赔的繁琐程序。

2014年，海联讯虚假陈述一案中，海联讯4名控股股东出资2亿元设立了“海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，赔偿因海联讯虚假陈述而受到损害的投资者。与万福生科案由保荐机构出资不同，海联讯专项补偿基金的出资人为发行人主要控股股东，这是我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。投保基金公司接受基金出资人委托，分别担任了上述两个专项补偿基金的管理人，负责基金的管理及运作。万福生科与海联讯专项补偿基金的设立和顺利运作，为我国证券市场民事侵权主动赔偿机制的建立开创了范例。

专项补偿基金由投保基金公司担任管理人，充分运作市场化

方式补偿投资者，兼顾了公信力与补偿效率，是一种可复制推广的模式。在保荐机构出资设立基金的模式下，专项补偿基金本身就是一种先行赔付模式。当发行人因虚假记载、重大遗漏或者误导性陈述造成投资者损失时，保荐机构可以与投资者就和解事项达成协议，对受损害的投资者予以先行赔付。其后，先行赔付人可依据协议，再向发行人以及其他连带责任人进行追偿。目前，现有形成的以专项补偿基金为模式的证券投资者赔付新机制应用于虚假陈述案件已较为成熟，保荐机构先行赔付制度采用专项补偿基金模式是完全可行的，既有实践基础也符合我国实际情况，是制度设计的最优选择。

综上，我们认为，随着《退市意见》的出台和实行，未来一段时间内，由控股股东、实际控制人抑或保荐机构主动出资设立专项补偿基金赔付投资者损失的此种赔偿救济机制，将会是退市制度的重要配套制度安排，仍将发挥很好的作用。继续推广并不断完善这项制度也是达到督促违规或涉案当事人主动赔偿投资者，承担相应民事赔偿责任这一目的现实需求。

三、退市新政下关于投资者赔偿问题的几点思考

（一）健全督促违法责任主体主动赔偿投资者制度

首先，应积极倡导、督促违法责任主体主动出资设立专项补偿基金，赔偿中小投资者。虚假陈述事件中，违法责任主体主动出资设立专项补偿基金，赔付投资者因上市公司虚假陈述而遭受的损失，是一种积极改正错误，主动承担责任的行为，客观上也

能起到减轻违法行为危害后果的作用，是责任自负原则的应有之义，也是落实国务院办公厅在《国办九条》中强调指出的“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及其他资产用于赔偿中小投资者”有关要求的体现。

即使欺诈发行必须退市，主动承担赔偿责任对控股股东等违法责任主体而言也意义重大，《退市意见》明确提出：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，如能赔偿中小投资者经济损失，及时主动申请其股票退出市场交易的，可以从轻或者减轻处罚。海联讯一案中，正如证监会在2014年11月6日召开的新闻发布会中所指出“在证监会作出处罚决定和市场禁入决定前，已充分考虑到：（1）海联讯主动追溯调整相关财务数据；（2）主动减轻其违法行为对市场的负面影响。海联讯主要股东章锋、孔飙、邢文飏和杨德广出资设立专项补偿基金，补偿适格投资者因海联讯虚假陈述而遭受的投资损失，95.7%的适格投资者已获得补偿，补偿金额8,882.77万元，占应补偿总金额的98.81%。”，可见，监管当局正是对海联讯已出资设立基金，赔偿中小投资者经济损失的情况予以考虑后，对海联讯作出了相应的处罚。

今后发生类似案件时，我们希望真正的责任主体（上市公司、实际控制人、控股股东）都能够有所担当，主动出资设立专项补偿基金，赔偿遭受损失的中小投资者。随着相关制度的完善，主

动出资承担赔偿责任应成为更多实施重大违法公司的首要选择。

（二）引导市场各类经营主体建立自主性投资者救济机制，设立专项风险准备金先行赔付制度

证券市场虚假陈述责任主体能够主动承担赔偿责任对证券市场而言是积极有益的。但是，并非所有的责任主体都愿意并且有能力主动承担责任并对投资者进行赔偿，单纯依赖责任主体主动承担赔偿责任，投资者获得赔偿很难得到保障。万福生科虚假陈述事件给投资者造成的损失约为 1.8 亿元，平安证券作为证券市场中规模较大且积极承担责任的证券公司，有能力出资设立基金并赔偿投资者损失，但如果是规模较小的证券公司，不一定有意愿、有能力主动赔偿投资者。

如果控股股东或是保荐机构都违背承诺，不对投资者作出赔偿，投资者虽可通过司法途径依法对有关责任主体提起诉讼，但由于我国目前民事赔偿诉讼制度有待完善，中小投资者通过诉讼进行证券民事维权面临着“起诉难、举证难、执行难”三座大山，证券民事诉讼存在的周期长、成本高、程序繁琐、索赔难度大等客观情况往往导致投资者的损失得不到及时赔偿，权益无法得到有效保护，证券市场亟需在司法救济途径之外创新机制以解决投资者利益补偿问题。

我们认为，除应继续完善并积极推广以专项补偿基金为模式的“一案一设”式赔偿救济机制外，考虑到如果涉案控股股东、实际控制人抑或保荐机构均违背承诺或没有能力出资设立专项

补偿基金赔偿投资者，为方便中小投资者充分、及时、便捷地获得赔偿，可以尝试由市场各类经营主体建立自主性投资者救济机制，事前设立行业内的常态化专项风险准备金制度，当发生上述情形时，动用风险准备金先行对适格投资者的损失作出赔偿。比如，可考虑由行业内所有从事保荐业务的证券经营机构按其保荐业务（承销费用）收入的一定比例强制交纳准备金，建立保荐机构风险准备金制度。或者，可由证券市场的所有发行主体按其通过 IPO 获得融资资金的一定比例强制交纳风险准备金，建立上市公司违法风险准备金制度。值得注意的是，此种制度设计下，上述各类专项风险准备金赔偿机制的适用范围存在重叠，针对同一违法行为，受损投资者可从不同准备金救济机制中获得赔偿。不同经营主体设立的风险准备金制度应如何衔接等问题尚需进行深入研究。设计制度框架时可遵循以下原则：首先，接受风险准备金补偿不影响投资者提起民事诉讼或者参与其他赔偿机制的权利；其次，对已经通过一类风险准备金获得补偿的投资者再就同一行为提起诉讼主张赔偿或者接受其他类型风险准备金赔偿机制救济的，要做出专门安排，防止投资者同时利用几种不同的救济机制获得大于其损失的重复救济。

鉴于上述专项风险准备金与投保基金存在相似性，风险准备金的第三方管理机构可由投保基金公司担任。由投保基金公司运用专项风险准备金先行对因虚假陈述等违法违规行为受损的中小投资者进行赔付，然后再由投保基金公司代为向相关责任方进

行追偿。投保基金公司作为国务院成立的投资者保护专门机构，可以利用其在证券公司风险处置与专项补偿基金管理人工作中积累的丰富经验，做好上述风险准备金的管理人工作，切实维护中小投资者的合法权益。

（三）扩大证券投资者保护基金覆盖范围，建立投保基金先行赔付制度

如果由市场各类经营主体设立专项风险准备金的制度构建囿于立法或可操作性等问题存在一定障碍，可以考虑在现有制度基础上设立一种“国家层面的投资者权益保障基金”，用来对虚假陈述案件的受损害投资者进行赔偿。这里所谓“国家层面的投资者权益保障基金”并非指重新创设一种基金，而是涉及到如何理解证券投资者保护基金以及新形势下投保基金应如何定位的问题。

未来，资本市场在我国经济发展大格局中将发挥更大的作用，中国经济的顺利转型升级离不开资本市场的助力，也要求资本市场必须稳定、健康发展。而中小投资者是资本市场的基石，保护中小投资者是资本市场健康发展的前提。习近平总书记在2015年11月10日召开的中央财经领导小组第十一次会议中的重要讲话指出，要防范化解金融风险，加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场。为了实现对投资者的充分保护，资本市场需要设立一个“国家层面的投资者权益保障基金”来开展相关投资者保护工作。值

得指出的是，事实上，《证券法》早在 2006 年即在法律层面设立了一个“国家层面的投资者权益保障基金”。

《证券法》第 134 条规定：“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的基金及其他依法筹集的资金组成，其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。”该条规定证券投资者保护基金由“国家设立”。我们理解，“国家设立”的表述本身即将证券投资者保护基金的定位基调上升到了国家层面，《证券法》上述规定无疑对完善证券投资者保护基金制度，进一步发挥投保基金作用具有“纲领性”的指导意义。换言之，如何理解证券投资者保护基金以及新形势下投保基金应如何定位，应站在国家层面的高度去思考与研究。

证券投资者保护基金作为资本市场基础制度建设的重要安排，自成立之初即是金融安全网的重要组成部分，保护投资者合法权益是这项制度建立的根本宗旨和应有之义。虽然防范和处置证券公司风险是该项制度建立之初的首要职能，但如前所述，《证券法》已将证券投资者保护基金本身的职能定位上升到国家层面，而且，投资者权益保护工作应是多方位的、是充分全面的，这些都决定了投保基金不应仅仅定位于在证券公司发生破产风险时对证券公司债权人予以偿付的行业性保障基金，其本质上应是一种“国家层面的投资者权益保障基金”。新形势下，随着我国资本市场的改革发展，这项重要基础制度应当在落实习总书记上述“充分保护投资者”精神要求的前提下发挥更为重要的作用，

切实体现这项制度由“国家设立”的法律地位和高度，把充分保护投资者合法权益作为投保基金开展各项工作的核心目标。

因此，我们认为，结合我国证券投资者的保护现状以及相关制度的运行实践，新形势下，除继续做好证券公司发生破产风险时将投保基金用于对投资者的偿付工作外，也应积极拓展投保基金在证券投资者保护方面的职能，具体为可将投保基金用于对虚假陈述等案件中的受损害投资者进行赔偿，建立证券市场虚假陈述受损害投资者损失偿付机制。当发生虚假陈述案件时，由投保基金按一定比例对投资者先行偿付，之后再由投保基金公司对相关责任主体进行追偿。操作层面上，一种模式可考虑将上文提到的市场各类经营主体缴纳的风险准备金并入现有的投保基金管理体系，扩大投保基金资金来源范围；或者也可考虑在现有基金来源模式下，拓展投保基金的使用范围。投保基金筹集的重要来源之一为证券交易所缴纳的交易经手费，该笔费用是由投资者交易产生的资金，使用这部分证券投资者保护基金用于补偿投资者损失，在法理上是可行的，也能够真正实现投保基金“取之于市场、用之于市场”的根本目的。

综上，实施重大违法公司强制退市制度的同时，保护中小投资者合法权益的关键即在于完善与退市相关的配套制度安排，建立强有力的民事赔偿机制。在设立制度框架时，可尝试从以下三个层面进行构建：首先，应积极倡导、督促虚假陈述事件中违法责任主体主动出资设立专项补偿基金，赔偿中小投资者，进一步

健全、完善以专项补偿基金为模式的投资者赔偿救济机制。同时，为应对控股股东、保荐机构均违背承诺或没有能力出资设立专项补偿基金赔偿投资者的情形出现，可尝试引导市场各类经营主体建立自主性投资者救济机制，设立专项风险准备金先行赔付制度。如果由市场各类经营主体设立专项风险准备金存在一定障碍，可考虑在现有证券投资者保护基金制度基础上，拓展投保基金在证券投资者保护方面的职能，以投保基金为中心构建虚假陈述受损害投资者损失先行赔付制度，由保护基金对投资者先行偿付，可在更大程度上保证投资者获得赔偿的可能性。

（中国证券投资者保护基金公司法律部 王旭）

2016年4月15日

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。