

关于重大违法行为退市制度 若干问题的思考

顾军锋* 郝金**

摘要:“公司有重大违法行为”是《证券法》第55条规定的暂停上市条件,但长期以来,由于缺乏具体的认定标准,导致实践中没有一家上市公司因该项规定而暂停上市,引发了市场的质疑。明确“重大违法行为”的判断标准,将有重大违法行为的上市公司强制清理出交易所市场,不仅有利于发挥退市制度净化市场环境、实现优胜劣汰的制度功能,也是贯彻落实《证券法》规定、严格实施退市制度的必然要求。本文梳理了重大违法退市的制度规定及其内在逻辑,分析了“重大违法行为”退市的主要类型、判断标准、消除情形以及退市制度完善与《证券法》修改等若干问题,试图对重大违法行为退市制度安排提供参考。

关键词:重大违法行为 退市 欺诈发行

《证券法》第55条第3项规定,“公司有重大违法行为”的,“暂停其股票上市交易”。但不管是

* 任职于中国证监会法律部。

** 任职于中国证监会法律部。

“两法”修订前的证监会,还是“两法”修订后的证券交易所,^[1]从未依据这条规定作出过暂停公司股票上市交易的决定。近年来,随着绿大地、万福生科等“造假”大案的发生,这条“沉睡”的法律规定引起了市场对于执法有效性、公平性的强烈质疑。而要“唤醒”这条规定,关键在于如何理解与把握“重大违法行为”。

一、何为“重大违法行为”?

“重大违法行为”或者类似表述在《证券法》、《证券投资基金法》、《期货交易管理条例》等证券期货法律、行政法规及证监会规章中多有出现,涉及几乎所有监管领域的规则。然而,由于不同监管领域关注的违法类型、把握的监管尺度不尽相同,导致长期以来始终难以形成有关证券期货“重大违法行为”认定的统一量化标准。

但是“重大违法行为”或者类似表述大量地出现在法律、行政法规及证监会规定中,这一定不是立法者率性而为。笔者揣测,立法者的初衷可能在于想通过相对原则的规定与相对明确的授权相结合的方式,让执法者来“具体问题具体分析”,以化解或者缓解成文法规的有限性与实践的无限性之间的矛盾。简言之,这是立法者赋予执法者的“自由裁量权”。然而,暂停上市决定毕竟不同于行政许可等其他执法决定,其直接关乎广大中小投资者的投资权与收益权,稍有不慎可能造成重大社会影响。于是,尽管有了法定的自由裁量权,但执法者依然感到“无所适从”,这也是至今不敢贸然作出暂停公司股票上市决定的制度原因所在。而要打破这一困境,必须以法律赋予的自由裁量权为依据,明确何为“重大违法行为”,并将其法定化,为自由裁量权的行使奠定基础。

如前所述,几乎所有监管领域都涉及“重大违法行为”的判断问

[1] 2005年前,《公司法》第157条规定,“公司有重大违法行为”的,证监会决定其股票暂停上市。2005年“两法”修订时,上述规定调整至《证券法》中予以规范,并授权证券交易所决定公司股票暂停上市。

题,想在确立“重大违法行为”暂停上市标准的同时,统一所有监管领域的执法标准,无疑是不现实的。所以,对“重大违法行为”暂停上市标准的研究,应当将关注的重点放在“重大违法行为”会不会影响公司上市地位维持这一核心关系上,并作出有针对性的制度安排。基于此,并综合考虑市场影响、社会关注度等因素,市场反响强烈、投资者深恶痛绝、各方认识较为统一的欺诈发行无疑属于典型的“重大违法行为”。

也有观点认为,信息披露是上市公司的基本义务,也是维持其上市地位的基本条件。上市公司违规披露或者不披露,必然损害投资者的知情权,进而扭曲证券交易价格,所以上市公司信息披露违法违规也应当作为“重大违法行为”的重要类型。上述意见有相当的道理,但也应当看到,在现有的制度条件下及监管实践中,信息披露违法违规成因多样,严重程度、市场影响不尽相同,就其本身而言也缺乏具体、统一的认定标准。比较典型的是对大股东资金占用的行政认定。尽管控股股东、实际控制人的背信行为已经纳入了刑事规制范畴,但在行政执法领域仍然缺少直接对应的违法类型,实施中往往以上市公司信息披露违法为外在表现形式与执法依据,对其予以处理。对于这类信息披露违法,恐怕很难直接作出公司有“重大违法行为”的判断。有鉴于此,笔者建议先不作明确要求,待重大违法公司退市经验进一步累积,也待信息披露违法违规行为类型进一步厘清,立案、稽查、处罚的相关工作进一步规范后,再行考虑予以完善。

现实中,除了欺诈发行、信息披露违法之外,上市公司还有很多其他形态的违法行为,如走私、偷税、制售伪劣商品等。^[2]如何甄别这些违法行为是不是构成“重大违法行为”,笔者认为可否综合以下几项原则来考虑:(1)“相关性”原则。其核心在于,该违法行为与公司上市地位的维持有无关联。例如,不按时缴纳职工社保、不执行环境卫生要求等,便不属于“重大违法行为”。(2)“重大性”原则。其核心是该违法行为对于上市公司的影响,已经导致其上市地位的难以为继。这要结

[2] 周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第133页。

合违法行为的事实、性质、情节、社会危害程度等要素综合分析判断。例如,三鹿奶粉大规模制售伪劣产品便属于这类“重大违法行为”。(3)“实体性”原则。其核心是该行为违反了《证券法》等法律法规有关上市条件的实体性规定,如仅仅是不符合相关程序性要求,则不属于“重大违法行为”。

二、“重大违法行为”以何判断?

原则上,判断一个行为是否构成重大违法行为,前提是该行为已经违法,而该行为是否违法,则需要有权机关依照法定程序予以认定,这是依法行政的基本要求。^[3]因此,“重大违法行为”要基于有权机关作出的刑事或者行政处罚决定来判断。

然而,“迟到的正义就不是正义”。监管反应的迟缓、执法结论的拖延都会影响市场对于监管执法的信心。“100 - 1 = 0”的效应在资本市场表现得尤为突出。从既有的市场实践看,在监管机关依法将欺诈发行案件移送公安机关后,由于刑事调查、审判的程序性要求较高,难以在较短时间内作出确定性的判决,导致监管机构、证券交易所缺少了认定上市公司构成重大违法行为的必要依据。这种以牺牲执法效率来换取对个案执法公平性的做法,在外部看来,却对市场及其他投资者制造了新的不公平。因而,市场舆论往往多是将重大违法公司退市的质疑集中指向了监管机构与证券交易所而非司法机关,影响了执法的整体效果。为有效化解这一问题,建议对欺诈发行这类市场痛恨的行为,在坚持以证监会作出的生效行政处罚决定为判断依据这一基本原则的基础上,针对如果欺诈发行构成犯罪,被依法移送公安机关的,作出一些例外性的特殊处理,即以证监会作出案件移送决定为判断基础。

当然,对于这一处理方式,也存在着不同的意见,并主要集中在判断基础的确定性够不够上。有观点认为,上市公司被移送公安机关时

[3] 张政燕:“证券期货违法行为对相应主体行政许可的影响”,载《证券市场导报》2013年第4期。

其违法性质并不确定,以此作为退市判断依据并不合适。笔者认为:(1)从性质上看,移送公安机关追究刑事责任的行为在性质上往往要重于受到行政处罚的行为,既然行政处罚决定可以作为判断公司有重大违法行为的依据,移送公安机关追究刑事责任的决定理应也可以作为判断依据;(2)从事理上看,让一个有着巨大暂停上市风险的公司继续在市场上交易,对于潜在的投资者与市场诚信文化都存在着一定的伤害。当然,也必须承认上述理论也有其自身的不足,归根结底,这里确实有着一个“保护谁”的政策抉择问题。

也有人担心,移送后有可能出现公安机关不予立案、人民检察院不予起诉或者人民法院作出无罪判决等情况,进而导致出现监管部门执法不严肃等问题。既然移送公安机关追究刑事责任在性质上要严重于行政处罚,那么在事实、证据等方面的要求也应该相应更高一些。所以,解决上述担心问题的关键在于监管部门稽查执法水平的提升,只有在案件查处、移送等方面的基础工作做扎实了,才能为公安、司法机关认定、追究违法主体责任提供有利条件。而且,根据《中共中央办公厅、国务院办公厅转发国务院法制办等部门〈关于加强行政执法与刑事司法衔接工作的意见〉的通知》(中办发[2011]8号)的规定,“公安机关作出不立案决定或者撤销案件的,应当将案卷材料退回行政执法机关,行政执法机关应当对案件依法作出处理”;“人民检察院对作出不起诉决定、人民法院对作出无罪判决或者免于刑事处罚的案件,认为依法应当给予行政处罚的,应当提出检察建议或者司法建议,移送有关行政执法机关处理”。也就是说,即使由于种种原因出现了公安机关不予立案、人民检察院不予起诉或者法院作出无罪判决等情况,符合行政处罚条件的,证监会依然可以给予行政处罚。所以基于扎实的移送工作,以行政处罚作为后盾,是完全可以避免“开倒车”的。

三、“重大违法行为”要不要退市?

《证券法》第55条、第56条分别列举了公司股票暂停上市和退市的具体情形,从这两条规定的表述看,存在着一定的内在联系。例如,

“公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件”(第55条第1项)的,暂停上市,而“在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件”(第56条第1项)的,则由证券交易所决定退市;“公司不按照规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载”(第55条第2项),暂停上市,但进而“拒绝纠正”(第56条第2项)的,则由证券交易所决定退市;“公司最近三年连续亏损”(第55条第4项)的,暂停上市,而“在其后一个年度内未能恢复盈利”(第56条第3项),则由证券交易所决定退市。这体现出暂停上市制度除具有“黄牌”警告性质外,也给了公司一个消除其暂停上市情形、避免退市的机会。

“公司有重大违法行为”是《证券法》第55条第3项所列的暂停上市情形之一,但却并未像上述规定那样在第56条退市情形中有对应安排。这一处理导致市场对于重大违法公司退市问题产生了不同理解。有观点认为,这一规定表明上市公司有重大违法行为的,证券交易所只能决定其股票暂停上市,而无权决定其退市,这一观点也影响了证券交易所现有上市规则。^[4]也有观点认为,重大违法从其行为发生、查证属实到停止纠正都有一个过程,市场也需要有一个接受的过程,将重大违法行为规定为暂停上市情形,正是要让暂停上市制度发挥其缓冲作用,并由证券交易所进而决定是恢复其股票上市,还是终止其股票上市。

笔者认为,根据《证券法》第50条的规定,“最近三年无重大违法行为”是股份有限公司申请股票上市的基本条件之一。对照第55条的上述规定,可以说,合规性要求对于上市公司取得并维持其上市地位有着极其重要的意义。基于此,让有重大违法行为,且如果继续维持其上市地位,有可能让市场秩序遭受更大破坏、让投资者遭受更大损失的上市公司暂停上市,乃至退出市场,是符合《证券法》立法目的、立法逻辑的。而事实上,根据《证券法》第56条第5项的规定,上市公司有“交易所上市规则规定的其他情形的”,证券交易所可以决定其股票退市,这一授权性规定为重大违法行为退市的实施留出了空间。换言之,证

[4] 《上海证券交易所股票上市规则》(2012年修订)和《深圳证券交易所股票上市规则》(2012年修订)都将公司有重大违法行为作为暂停上市情形,但对上市公司触及此项标准暂停上市后如何处理并没有相应规定。

券交易所可以在其上市规则中将“重大违法行为”增补作为退市情形，从而使重大违法行为退市在实践中真正得以实施。

四、“重大违法行为”能不能消除？

如前所述，《证券法》仅对重大违法行为暂停上市做了规定，为避免出现重大违法暂停上市公司长期停而不退的情况，对于暂停上市后如何处理，是恢复上市还是终止上市，有必要作出相应安排，也为及时消除重大违法行为、恢复上市条件的上市公司维持上市地位预留一定的空间。例如，如果上市公司出现违法行为已经得到全面纠正、有关责任人员已经及时予以撤换、有关民事赔偿责任的承担主体已有妥善安排时，证券交易所是否可以认定其“重大违法行为”情形已经消除，进而批准其恢复上市申请，甚至考虑不暂停其股票上市交易等问题，也需要进一步研究。但说到底，这依然是一项法律赋予的自由裁量权，所以在不违反法律基本原则的前提下，证券交易所拥有其充分的自主权。

对于欺诈发行行为能否消除的问题，有必要再做一番特别的探讨。笔者认为，应当区分以下情形予以差异化处理：

(1) IPO 阶段的欺诈发行行为。从性质上看，其属于实质性违法，上市公司自始不具备上市条件，事实上无法纠正；从实践看，此类行为侵蚀市场根基、践踏市场公信，严重损害中小投资者合法权益，社会危害极大，从发挥退市制度舆论导向作用的角度，政策上应当更加坚决一些，如考虑明确有这类行为的上市公司在暂停上市一段时间后应当终止上市，可以震慑、打击类似严重违法行为。

(2) 再融资阶段的欺诈发行行为。由于这些违法行为是在公司上市后发生的，在暂停上市后如果公司可以回填损失、做出赔偿安排等纠正其违法行为，可以考虑同意其恢复上市。

五、投资者民事赔偿机制安排

相比境外市场,境内上市公司退市的特殊性还表现在如何做好成千上万中小投资者的善后事宜。当公司因重大违法行为导致退市时,可能出现违法行为为主要责任主体与违法后果实际承担主体不一致的情况。例如,欺诈发行多发生在发行上市阶段,这时广大投资者尚未进入,但如果因此退市,这一不利后果就要由全体股东来承担,这有可能进一步激化中小投资者对于退市的抵触情绪,增加退市工作的难度与复杂性。因此,在全面构建重大违法行为退市制度时,必须在坚持面对市场正常经营风险的“买者自负”原则基础上,有效兼顾中小投资者的合法权益,避免中小投资者“分担”原始股东违法成本。

在这方面,我国香港特区在洪良国际案件上的处理做法,值得我们借鉴。在洪良国际案件事发后,香港高等法院颁发了强制令,要求洪良国际向约 7700 多名公众投资者回购其发行在外的股份,有效避免了因退市处理对公众股东利益造成进一步的损害。^[5] 为此,建议参考上述案例的有关做法,考虑在重大违法行为公司退市前,强制要求对该违法行为实际负有责任的控股股东、实际控制人,通过回购等方式对中小投资者做出赔偿或者补偿,在一定程度上化解市场“怨气”,有利于这些公司的平稳退出。

六、退市制度完善与《证券法》修改

我国上市公司退市制度是在 1993 年《公司法》中建立起来的,股权分布、信息披露、财务状况、守法状态等构成了退市指标体系的主要内容,并在较长一段时间内保持着证监会决定、证券交易所执行的退市

[5] 吕亚娟:“浅析创业板中小投资者权益保护问题——由 H 股洪良国际退市一案引发的思考”,载《财会研究》2012 年第 19 期。

工作机制。2005年《公司法》、《证券法》修改时,对退市制度做了重大调整,将退市决定权还给了证券交易所,但《证券法》仍对证券上市、暂停上市、终止上市条件作了明确规定。在《证券法》修订中,要不要继续保留上述规定,存在着不同看法。

一种意见认为:(1)从法理上看,证券交易所与上市公司之间的基础关系是契约关系。上市、退市的条件在一定意义上是证券交易所为其与上市公司预设的合同订立与解除条款,退市便是实际解除契约。所以,证券上市、退市条件的制定是证券交易所的固有权利。(2)从市场发展看,将证券上市、退市条件法定化,限制了证券交易所根据市场发展,灵活主动组织、发展、规范市场的能力,不利于形成市场化的证券上市、退市制度。另外,准入机制与退出机制是资本市场相对应的两端。推进证券发行注册制改革,市场化退市制度的健全完善也是其中应有之义。(3)从境外实践看,美国、香港、日本等主要成熟市场,证券上市、退市的条件都是由证券交易所规定的。综上,建议在《证券法》中删除有关证券暂停上市、终止上市的规定,原则规定证券市场应当建立退市制度,而具体标准授权由证券交易所制定,以增强其灵活性与可操作性。^[6]

另一种意见认为,上述意见有其合理性,但也恰恰忽略了境内上市公司退市制度发展所处的历史阶段及其实际困难。在退市还没有变成市场常态,社会还习惯性地将退市与管理者个人品质、公司“好坏”,乃至地方经济强弱等评价联系在一起,“羞于退市”、“畏惧退市”的观念客观上依然存在的现实情况下,在法律层面完全不设退市条件,将有可能让证券交易所在做出退市决定时,承受巨大的市场乃至政治压力。在这种情形下,法定的退市条件并不是对市场主体自治的剥夺,相反反而为其提供了“庇护”。

[6] “专家建言证券法修改 推进股票发行注册制改革”,载中国证券网,<http://www.21cbh.com/2013/11-29/zNMzE2Xzk2NTQzNg.html>,2014年2月21日访问。