



★北京律协课题★

V&T LAW FIRM
万商天勤律师事务所

北京大学金融法中心与万商天勤律师事务所
科创板研究报告（之四）

二〇一九年十一月

北京 BEIJING

北京市朝阳区建国路86号
佳兆业广场南塔T1座12层 100124
12/F, T1 South Tower, Beijing Kaisa Plaza,
86 Jianguo Rd, Chaoyang
District, Beijing, 100024, PRC
Tel: +86 10 82255588

www.vtlaw.cn



课题总负责人：

彭冰（北京大学教授、博士生导师、北京大学金融法研究中心执行主任）

李宏（北京市万商天勤律师事务所主任、北京大学法学博士、北京大学法学院法律硕士生兼职导师）

执笔人：

张翕、程海宁、乔同超、张迈

课题组成员：

徐猛（北京市万商天勤律师事务所创始合伙人）

徐春霞（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

李云丽（北京市大成律师事务所高级合伙人）

杨兆全（北京市威诺律师事务所主任、合伙人）

孙涛（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

周游（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

董亮（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

王毅（北京市万商天勤律师事务所）

目录

科创板的中小投资者保护.....	4
一、对科创板的中小投资者予以保护的重要性.....	4
二、双重股权下的投资者保护.....	6
三、更为严格的信息披露制度保驾护航.....	12
四、对于欺诈上市通过强制回购予以救济.....	15
五、建立多元的纠纷化解与赔偿救济机制.....	17
六、结语.....	20

科创板的中小投资者保护

一、对科创板的中小投资者予以保护的重要性

科创板相较于其他板块具有更大的风险性，这也决定了对于科创板的中小投资者予以保护的特殊性和重要性。具体而言，其风险主要表现在以下几个方面。

（一）内部治理的创新性

科创板设立的创新之一在于允许特殊股权结构企业上市。特殊股权结构即是指《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称“《上市规则》”）当中的表决权差异安排，又可称之双重股权结构，是对传统的一股一权原则的突破。诚然，允许有条件的企业实行双重股权结构，一方面能够为成长期的科创企业提供稳定控制权和募集融资的双重保障，另一方面则能有效地抵御敌意收购，为科创企业的发展营造良好的环境。然而，不可否认，双重股权结构亦有其固有弊端，给投资者保护带来一定挑战：背离一股一权原则，在一定程度上削弱了普通股股东的权利——投票权，使得表决权监督的作用大大降低；由于投票权与收益权不成比例而产生高昂的代理成本问题；无法发挥控制权市场的约束功能等。这些都是科创板在推行双重股权结构时需要重点关注并采取措施予以应对的。

（二）上市企业的行业特殊性

根据《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（以下简称“《实施意见》”）的要求，科创板应当“重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合”。由此，在科创板上市的企业大都属于“前途未卜”的新兴行业与产业，而这类企业在发展初期通常都会面临诸如资金需求大、业绩不稳定等一系列问题，这就天然的增加了市场上中小投资者的投资风险。

（三）上市财务要求的宽松性

《上市规则》第 2.1.2 条对发行人申请上市的市值及财务指标作出规定，与其他主板、创业板等市场相比，其对发行人财务的要求更为宽松，更加注重企业的科技创新能力。主板、中小板规定，最近 3 年净利润均正且累计超过 3000 万

元；最近3年经营活动现金流量净额累计超过5000万元或者最近3年营业收入累计超过3亿元；最近一期不存在未弥补亏损。创业板规定，最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于5000万元。而科创板则在综合考虑市值、营业收入、净利润、现金流以及研发投入等指标的基础上，为发行人设置了5套不同组合的财务指标，放松了对主营业务收入和盈利能力等的限制。此外，《实施意见》“允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市”，同时指出“科创板股票不适用证券法第五十六条第三项关于连续亏损终止上市的规定”。但是，在对企业如此宽松的盈利要求下如何能够保障投资者的预期回报？科创板会不会沦为上市企业的“圈钱工具”？

虽然科创板引入投资者适当性管理制度对于个人投资者的准入门槛予以限制，但这也只是按照财务能力和风险承受能力将一部分不适格投资者排除在外，并未从根本上解决上述问题。投资的根本目的是为了获得利益，即便是对于具备一定投资经验、资金实力，拥有较强价值判断能力和风险承受能力的投资者也不例外。由此观之，为了搞活市场、促进发展，科创板选择在一定程度上放宽了前端准入门槛，但与此同时，如果后端监管与保护的举措跟不上，则势必泥沙俱下。

（四）欺诈上市的隐患性

科创板试点注册制，意味着政府不再对股票发行是否具有投资价值进行“把关”，不再对股票的发行价格予以限制，也不再对股票价格的涨跌加以“维护”，即政府将对企业发行上市的判断权交还市场，而这建立在企业全面、充分披露信息的基础之上。因此，注册制下的科创板企业在信息披露方面负有更高的要求，并且，实现这一要求往往也要更多地依赖企业的主动性披露。但是，核准制下的企业尚不能实现充分的信息披露，又如何能够有效地保障这一目标在注册制下的实现呢？何况科创板面对的是拥有迫切融资需求的成长型企业。充分的信息披露本就是实现证券市场良性发展的关键，而注册制显然对科创板提出了更高的要求，所以，如何降低欺诈上市的风险成为摆在科创板面前的又一难题。

诚如上文所言，基于科创板与生俱来的高风险，对于中小投资者的保护亦显示出独特的必要性和重要性。对此，应当通过合理的制度安排与规则设计以加强对投资者的有效保护。以下仅结合科创板的几点特殊安排予以梳理。

二、双重股权下的投资者保护

《实施意见》指出，“允许科技创新企业发行具有特别表决权的类别股份，每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量”，并且，上交所也在《上市规则》中对表决权差异安排予以专节规定。为此，笔者将在下文当中结合科创板的具体规定，对双重股权结构下如何实现投资者的保护予以回应。

（一）前提条件

根据《上市规则》第 4.5.2 条第 1 款的规定，发行人设置表决权差异安排的，应当经过出席股东大会的股东所持三分之二以上表决权通过。不同于一股一权的普通股权结构，双重股权结构的设置实质上是允许公司通过发行特殊表决权股份以实现投票权与收益权的分离，以保证创始人或者控制人不会因为多轮融资而致其控制权被稀释。但由此导致的后果便是滋生创始人或者控制人损害中小股东利益的潜在风险。因此，事前通过绝对多数的表决权规则限制，在一定程度上有利于遵从广大中小投资者的真实意愿进而对其利益予以保障。然而，不可否认的是，对于股权相对更为集中的科创公司来说，这一限制的作用颇为有限。

另外，《上市规则》第 2.1.4 条对具有表决权差异安排的发行人规定了更高的市值及财务指标要求。一方面，在结构上，由《上海证券交易所科创板股票上市规则（征求意见稿）》（以下简称《上市规则》（征求意见稿））中第五节“表决权差异安排”部分调整至第二章第一节“首次公开发行股票上市”部分，如此安排使得该类市值及财务指标的要求作为 5 套普通市值及财务指标的特殊情形紧随其后，更具逻辑性与体系性；另一方面，在内容上提高了具有表决权差异安排的发行人申请上市的门槛，需要符合“预计市值不低于 100 亿或者不低于 50 亿且最近一年营业收入不低于 5 亿”的标准，远远高于普通股权结构下最高要求的 40 亿标准。

对于双重股权结构这一特殊安排，中小投资者显然需要承受更大的风险，因此，对于适用双重股权结构的公司予以严格筛选显得尤为重要。虽然科创板的设立旨在增强资本市场对提高我国科技创新能力的服务水平，但是效率与公平之间如何平衡一直都是资本市场绕不开的问题。由于当前科创板刚刚落地，切不可一味地追求效率而忽视公平原则。因此，对实行表决权差异安排的公司提出更高要求是维护中小投资者利益的必要手段。

值得注意的是，《上市规则（征求意见稿）》第 4.5.3 条规定，发行人作出的表决权差异安排应当稳定运行至少 1 个完整会计年度，而正式公布的《上市规则》当中删去了这一规定。从表面上看，该规定是在要求发行人于上市前做好双重股权结构的“适用性训练”，以最大程度地避免上市后由于“水土不服”而殃及广大投资者。但实际上，这条规定实无存在之必要。因为我国并无运行双重股权结构的实践经验，是故缺乏据以比照的标准，自然也就难以界定何为“稳定运行”。所以，删去这一规定无疑是明智的选择：一来避免“自找麻烦”，免于日后陷入解释困难的窘境；二来转为问题导向，从未来的实践中发现问题并进行针对性解决，省心省力；三来则为投资者的保护留下了更大的自由裁量空间，以便更好地应对未知状况。

（二）时间安排

《上市规则》第 4.5.2 条第 2 款规定，“发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的，不得在首次公开发行上市后以任何方式设置此类安排”。第 4.5.6 条规定上市之后，除同比例配股、转增股本情形外，不得发行特别表决权股份；若因股份回购等导致特别表决权比例提高的，应当将相应数量的特别表决权股份转换为普通股份。

上述规定其实质在于仅允许创始人或者控制人利用 IPO 设置双重股权结构以维持自身的控制地位，但是禁止其事后采取措施进一步增强控制地位，原因在于公司通过 IPO 实现双层股权结构并不损害股东的权利，而股权重置却通常导致恶化公众股东的地位。若企业在 IPO 时设置双重股权结构，广大投资者基于完全的信息披露，已经知悉其投资对象将会采用双重股权结构，是否愿意承受该种特殊股权结构安排带来的风险取决于投资者的自由意愿，即选择的主导权掌握在投资者手中。同时，由于特别表决权股份的认购使得股东让渡出其所享有的投票权，与之对应的便是公司不得不将股票折价售卖以吸引更多的投资者，而此种成本的承担者为发行人而非投资者。所以，在首次公开发行上市前设置表决权差异安排的，不会对中小投资者的利益造成损害。反观后者，即在 IPO 之后、公司的运营过程中发行或者转换特别表决权股份的情形下，此时在股东大会进行决议时，持有特别表决权股份的股东已然持有更大比例的股权，中小股东几乎没有任何话语权，由此中小投资者势必陷入被“胁迫”的境地，只能听之任之。概括地说，发行人在上市时设置双重股权结构，中小股东拥有选择的余地；而在上市后，中小股东已经没有选择的余地，只能被动接受不利后果。¹

¹ 蒋学跃：《公司双重股权结构问题研究》，载《证券法苑》2014 年第 4 期，第 41 页。转引自罗培新：《公司法的合同解释》，北京大学出版社 2004 年版，第 153 页。

（三）资格要求

《上市规则》第 4.5.4 条对持有特别表决权的股东身份作出规定，即“持有特别表决权的股东应当为对上市公司发展或业务增长等作出重大贡献，并且在上市公司前以及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体”，“特别表决权股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份 10%以上”。

从根本上，双重股权结构的设置是出于保护创始人对于公司的掌控。一方面，科创公司的培育一般都与创始人的个人能力密不可分，维护创始团队对于公司的控制是公司得以长久发展的保障；另一方面，投资者投资该公司，除了看重该公司所涉领域的广阔发展前景，很大程度上也是基于对于创始团队这一“人的因素”的信任，投资者愿意相信在该创始团队的经营下公司能够实现良好发展从而为自己带来丰厚的利润。所以，由创始团队持有特别表决权股份具有充分的理由。

而如果想要允许创始团队之外的人员持有特别表决权股份，考虑到特别表决权颇有分量的话语权，自然应当对其持有人员的资格予以限制，以确保其能够妥善运用投资者让渡出的投票权，本着实现最大利益的原则进行经营管理。为此，《上市规则》规定特别表决权的持有主体需要满足以下两个要求：对公司作出重大贡献；持续担任公司董事或为其所实际控制。

如果某个人员促进了公司业务的增长或者作出有利于公司发展的其他重大贡献，说明其具备一定的经营管理能力，能够为投资者带来利益，值得投资者将投票权“委托”给他行使。此外，之所以要求该人员持续担任公司董事或为其所实际控制，则是基于董事对公司负有特殊义务的考量。《公司法》对董事的任职资格设置了严格的条件，并且规定了忠实和勤勉的义务，《上市规则》当中第 4.2.1 至 4.2.4 条也进一步对董事的忠实、勤勉义务予以细化，同时要求上市公司董事、监事和高级管理人员应当在律师的见证下签署《声明及承诺书》，以约束其严格履行义务，维护上市公司和全体股东利益。因此，规定由董事或者受其实际控制的人员持有特别表决权，能够在最大限度内保证权利的依法行使。再者，鉴于董事作为公司执行机构——董事会的成员的成员的地位，由其持有特别表决权股份相比于监事和高级管理人员而言更具效率优势。

而对于最低持股 10%的要求则相对容易理解。按照《上市规则》第 4.5.4 条的规定，每一特别表决权股份的表决权数量不得超过每一普通股份的表决权数量的 10 倍，因此只有合计持股 10%以上，才有可能实现对公司的实际控制；若合计持有 9%、8%或者更低比例，即使通过行使特别表决权达到的最大比例也仅为

90%、80%，而若其他持有普通股份的股东联合起来，持股比例将达 91%、92%，这显然与双重股权结构的设置目的相悖。

（四）日落条款

《上市规则》第 4.5.9 条规定了特别表决权股份转换为普通股份的情形，主要涉及特别表决权股东主体资格的变化以及公司控制权的变更等情形，该规定在域外也被称为“日落条款”。

投资者之所以愿意让渡投票权，是基于对以创始人为代表的公司管理团队的信任，允许其合理使用该项权利进行商业判断，作出投资决策，以实现利益共享。而当持有特别表决权的主体有所变化，包括不再满足资格要求，或者丧失履职能力，离职、死亡，或者将其持有的特别表决权转让、委托他人行使，此时，要么是原先股东无法继续参与公司经营管理，要么是新股东的经营能力尚不得而知，在这种情况下，规定特别表决权股份转换为普通股份有利于中小投资者规避风险。更进一步，如果公司的控制权发生变更，可能带来的是公司整个管理层甚至是经营范围的变动，中小投资者所承受的风险无疑是巨大的，由此为了尊重中小投资者的真实意愿并维护其利益，应当将全部特别表决权股份转换为普通股份，按照一股一权的原则就公司治理的事项重新进行决议。

（五）权重设置

《上市规则》规定，除表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利完全相同，每份特别表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股份的表决权数量的 10 倍，且特别表决权股份不得在二级市场交易，但可以按照规定转让。

对允许设置双重股权的各国进行简单的梳理，可以发现对特别表决权的表决权数量限制在 10 倍以内是相对常见的要求。例如，香港联交所规定不同投票权的表决权比重不得高于普通股份表决权的 10 倍；新加坡证券交易所规定表决权最大差异比例为普通股的 10 倍等等。考虑到我国关于双重股权的实践经验尚且不足，理应借鉴国际通行做法以确保制度前期的良好运行。

之所以禁止特别表决权股份在二级市场进行交易，是为了防止特别表决权股东通过出售其所持股权而获得溢价收益。因为特别表决权股份上附有更多的投票权，对一些更看重且希望获取公司控制权的人来说，这些特别表决权上所附的一定比例的“控制权”是有价值的，因此，持有特别表决权股份的股东在出售该类股票时往往会为了追求更高的对价而忽略对于交易相对方的审查，一方面导致持

有特别表决权的股东获得了比持有普通股份的股东更多的收益,另一方面还可能将公司落入恶意收购方手中,留下更大风险隐患。

同时,《上市规则》第4.5.7条规定,“上市公司应当保证普通表决权比例不得低于10%;有权提议召开临时股东大会的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的10%;有权提出股东大会议案的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的3%。本规则所称普通表决权比例,是指全部普通股份的表决权数量占上市公司全部已发行股份表决权数量的比例。”

需要指出的是,该条第2项的规定似有不妥。原因在于,其所规定的普通表决权比例,“是指全部普通股份的表决权数量占上市公司全部已发行股份表决权数量的比例”,而所谓“全部已发行股份表决权数量”,即应包括普通股份和特别表决权股份在内。如此一来,普通股表决权比例将会因为特别表决权股份的存在而被稀释,相比于同股同权结构下,更难实现召开临时股东大会以及提出议案所要达到的比例,与强化对科创板的中小投资者予以保护的目标背道而驰。有鉴于此,或许可以借鉴香港联交所在此方面的规定。联交所规定,“普通股东必须有权提议召开股东特别大会及在会议议程中加入新的议案,所需的最低持股要求不得高于上市发行人股本所附投票权按“一股一票”的基准计算的10%”,该规定就明确的将特别表决权排除在计算普通表决权之外,因而能够更好地实现保护中小投资者的目的。²

倘若对于普通表决权所占比例的理解时建立在所持普通股份的表决权数量占全部已发行普通股份表决权数量的基础上,那么该规定在保护中小投资者利益方面确能发挥一定的作用。在实质上,可以说其比《公司法》的规定更为严格。

《公司法》第100条规定,“有下列情形之一的,应当在两个月内召开临时股东大会……(三)单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东请求时……”;第101条第2款规定,“董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的,监事会应当及时召集和主持;监事会不召集和主持的,连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持”,第102条第2款规定,“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会”。《上市规则》中“普通表决权比例不得低于10%”的规定可以保证临时股东大会的召开,防止特别表决权股东凭借控制地位侵害中小股东的利益。另外,《上市规则》当中“不得超

² 熊锦秋:《对科创板同股不同权制度的修改意见》,载证券时报网,<http://finance.sina.com.cn/roll/2019-02-11/doc-ihrfqzka4757420.shtml>,最后访问于2019年6月16日。

过”表述意即可以低于 10%和 3%的比例，换言之，《公司法》是从正面予以规定，而《上市规则》则是从反面予以规定，在符合《公司法》最低要求的基础上又严于《公司法》的规定。

（六）转换情形

《上市规则》第 4.5.10 条规定，在修改公司章程，改变特别表决权享有表决权数量，聘请、解聘独立董事、会计师事务所以及公司合并、分立、解散、形式变更等特定事项上，每一特别表决权享有的表决权数量与每一普通股份享有的表决权数量相同。另外，在改变特别表决权享有的表决权数量时，还应当由出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过。

这些事项事关重大，如果允许特别表决权的行使则可能出现该等事项的表决完全被持有特别表决权的股东所操控，造成影响独立董事的独立性、会计师事务所出具报告的客观真实性进而损害中小投资者利益等问题。鉴于《公司法》已经规定对公司章程作出修改以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式等事项，要求出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，所以《上市规则》在此仅对“改变特别表决权股份享有的表决权数量”这一事项申明此项要求，但却并未对“聘请或解聘独立董事”“聘请或解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所”两项作出规定。虽然在对该等事项进行表决时，每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通股份的表决权数量相同，但是仍然可能会因为大股东的存在而受到影响。鉴于独立董事和会计审查的重要性，应当要求对其进行表决时同样需要满足出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，以尽可能减少大股东对表决事项的操控。

（七）披露监督

《上市规则》第 4.5.1 条规定，上市公司具有表决权差异安排的，应当充分、详细披露相关情况；第 4.5.11 条规定，上市公司应当在定期报告中披露表决权差异安排在报告期内的相关情况，出现重大变化或者调整的，应当及时予以披露；此外，第 4.5.12 条规定监事会应当对与特别表决权股份的相关事项出具专项意见。《科创板上市公司持续监管办法（试行）》中也规定，存在特别表决权股份的科创公司，应当在公司章程中规定特别表决权的有关事项。

证券监管的目标就是促进全面、准确、充分的信息披露，注册制下信息披露的重要性更是不言而喻。对此，《实施意见》强调“切实树立以信息披露为中心的监管理念”“明确发行人是信息披露第一责任人”，《上市规则》也花费大量

篇幅对信息披露事项予以规定。而针对表决权差异安排这一新的制度安排，在信息披露层面自然也有一些特殊要求。

在申请上市时，如果发行人具有表决权差异安排的应当予以披露，目的是让投资者在知悉这一安排的前提下更好地进行价值判断和投资决策，在上市之后的经营管理过程中，及时披露表决权差异安排之运行情况的目的是给投资者以及时的反馈以便其能够适时的采取相应的举措减少可能的损失。

另外，若是在监督过程中发现持有特别表决权的股东实施违法犯罪行为，从保护中小投资者的角度而言，理应剥夺其享有特别表决权的权利。而就目前的《上市规则》而言，其仅在第 4.15.4 条规定，“持有特别表决权股份的股东应当按照所适用的法律以及公司章程行使权利，不得滥用特别表决权，不得利用特别表决权损害投资者的合法权益。出现前款情形，损害投资者合法权益的，本所可以要求公司或者特别表决权股东予以改正。”不得不说，这一规定实在过于笼统，势必影响其执行效果。对此，上交所应尽快制定详细规则以更好地保护投资者利益。

三、更为严格的信息披露制度保驾护航

上文已经提及，此次科创板面向的是发展高新技术产业和战略性新兴产业的企业，并且在上市的财务要求方面也更为宽松。基于这样的前提，就需要更加严格的信息披露制度予以保障，避免“名不副实”的企业欺诈上市。为此，《上市规则》专章对信息披露予以规定。

《上市规则》第五章“信息披露一般规定”部分总共包括四个方面：信息披露的基本原则、信息披露的一般要求、信息披露的监管方式以及信息披露的管理制度，这也确立并凸显了以信息披露为核心的监管理念。

（一）信息披露的基本原则

《上市规则》第 5.1.2 条同样规定了及时、公平、真实、准确、完整的五大原则，与此前信息披露的原则相比并未有所变化。然而，值得注意的是，在《上市规则》第 5.1.1 条的规定当中，首次明确“披露义务人应当披露所有可能对上市公司股票交易价格产生较大影响或者对投资决策有较大影响的事项”。

相较于《上海证券交易所主板上市规则》第 2.3 条“上市公司和相关义务披露人应当在本规则规定的期限内披露所有对上市公司股票及其衍生品种交易价

格可能产生较大影响的重大事件”的规定，科创板首次将投资决策影响作为重大性判断标准之一，更加有利于投资者的保护。与证券价格标准相比，其优势在于：

首先，投资者决策标准的适用范围更广，证券价格往往只是是投资者决策时的考虑因素之一，无法涵盖发行人、上市公司未来发展前景等投资者在决策时需要考虑的其它多种因素，而投资者决策标准则具有更广的内涵；其次，就我国当前的市场发展程度而言，影响证券价格的因素有很多，在这种情况下往往很难证明重大事件与证券价格之间的因果关系，投资者标准无疑更为现实；最后，投资者决策标准可以减轻投资者的举证责任，证券价格标准下，投资者必须证明重大事件与证券价格之间的因果关系，这一举证责任显然很重，但投资者决策标准下，投资者只需要证明重大事件足以影响一个理性投资者的判断即可。

实际上，对于重大性的判断标准，早有学者指出，我国当前的信息披露制度的重大性标准采用的是二元体制，即“证券价格标准”和“投资决策标准”并存，互为补充，各有侧重。³所谓的“证券价格标准”，是指以是否对上市公司的股票价格产生重大影响作为判断重大性的标准，而“投资者决策标准”则是指以是否对投资者的投资决策产生重大影响作为判断重大性的标准但在此。“证券价格标准”和“投资者决策标准”此前尚未出现在同一规范性文件当中。科创板的規定无疑给中小投资者保护提供了更加有力的护盾。

（二）信息披露的一般要求

《上市规则》第 5.2.1 条规定，“上市公司应当披露能够充分反映公司业务、技术、财务、公司治理、竞争优势、行业趋势、产业政策等方面的重大信息，充分揭示上市公司的风险因素和投资价值”。不难理解，基于科创板上市企业的特殊性，投资者对于这类高新技术产业的发展并不十分了解，因此，要求上市公司充分披露与该行业、产业相关的重大信息，能够最大程度上帮助投资者进行合理的投资决策。

不过，问题在于，既然科创板的上市企业大都属于新兴行业、新兴产业，有些时候可能连经营者自己都很难把握该行业、产业的未来发展趋势，不得不摸着石头过河，如此一来，即便要求上市公司对这些信息进行了充分的披露，其“可信度”又有几分呢？倘若真的依据“真实”的披露原则追究责任，是不是对上市公司过于苛责了呢？

（三）信息披露的监管方式

³ 赵威、孟翔：《证券信息披露标准比较研究——以重大性为主要视角》，中国政法大学出版社 2013 年版，第 217 页。

在对信息披露的监管方面，科创板确立了以审阅信息披露文件、提出问询等方式，进行事中事后监管的方式，并且贯彻了刨根问底的监管逻辑。而对于信息披露涉及重大复杂、无先例事项的，可以实施事前审核。

也就是说，对信息披露实行的是差异化监管。除了涉及重大复杂、无先例事项的，一律事中事后审核，这也意味着在事中事后上的监管力度会有所加大，问询也会更多。就该部分规定而言，在赋予了上市公司更多的披露自由度、更灵活的披露方式的同时，也对上市公司信息披露的内容和质量提出了更高的要求。

（四）信息披露的管理制度

《上市规则》第 5.4.3 明确规定，通过媒体专访、公司网站、网络自媒体等方式对外发布应当披露的重大信息应当在非交易时段进行，并且应当在下一交易时段开始前披露相关公告。这样一来能够有效的保证公平的披露，同时也给予了上市公司更多通过媒体等途径予以披露的灵活度。

（五）相关规定的实践效果

在发行上市的审核过程中，科创板关于信息披露的严苛规定确实得到了落实。截至 2019 年 9 月 30 日，已有 10 家公司被终止审核，除了北京国科环宇科技股份有限公司（以下简称“国科环宇”）和上海泰坦科技股份有限公司（以下简称“泰坦科技”）因上会审议不通过而被终止审核之外，其余 8 家公司均由于问询的压力主动撤回发行上市申请而被终止审核。

如前文所述，科创板在信息披露的监管方面确立了以事中事后监管为主的原则，因此，公司对于问询的回复在本质上仍然是一种信息披露。在这 8 家公司发行上市的审核过程中，上市委员会对每家公司的平均问询次数达到 2.75 次，最多的达到 4 次，足见上交所对于信息披露的严苛要求。此外，在问询内容上，一方面涉及公司的核心技术、持续盈利能力、业务独立性问题，另一方面则涉及未真实、准确、完整的进行信息披露。⁴例如成都苑东生物制药股份有限公司的发行上市审核中，其未能提供证据佐证招股说明书中的“骨架型缓控释制剂技术在国内领先”与“膜控型复方药物小丸技术领先国内水平”，并且在被问询后擅自删除了招股说明书中的“领先于国内水平”等字样，从而被认定为在信息披露的准确性和完整性上存疑。同时，上交所在问询中要求公司尽量采用通俗易懂的语言进行信息披露，如要求北京海天瑞声科技股份有限公司用浅语言说明“提交的发明专利申请与核心技术之间的关系”等问题。

⁴ 《科创板上市审核中信息披露的重要性及注意事项——以 9 家终止审核公司为例》，载 https://mp.weixin.qq.com/s/AnqV_7ZzrJ0KCsbtctNXYw，最后访问于 2019 年 10 月 9 日。

而且，根据《科创板上市审核规则》第 48 条的规定，发行人及其保荐人、证券服务机构回复审核问询的时间总计不超 3 个月。在视联动力信息技术股份有限公司的发行上市审核过程中，其回复上交所四轮问询总共耗费 86 天的时间，距离 3 个月的最长时限仅剩 4 天，若上交所继续问询，根本没有时间再进行回复，或许是出于这一考虑，其最终撤回了发行上市申请。由此可以看出，在回复问询时间不超过 3 个月的限制下，上交所对公司回复的效率和质量提出了更高的要求。

再者，就两家因上会审议未通过而被终止的公司而言，其被否原因也与信息披露问题有关，主要涉及业务模式描述问题。如上市委员会在对国科环宇的审核意见中提到“发行人首次申报时未能充分披露重大专项承研业务模式，对关联方的披露存在遗漏，为充分披露投资者对发行人作出价值判断和投资决策所必须的信息”，在对泰坦科技的审核意见中提到“发行人未能准确披露业务模式和业务实质，未能准确披露其核心技术及其先进性的主要依靠核心技术开展生产经营的情况”。对于一家企业而言，业务模式无疑是决定其日后发展的关键因素，也是影响投资者进行投资决策的重要问题，自然应当予以充分披露。

四、对于欺诈上市通过强制回购予以救济

科创板不仅规定更加严格的信息披露制度，对于欺诈上市行为，也作出了要求回购的规定。《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称《注册管理办法》）第 67、68 条规定，发行人以欺骗手段骗取发行注册并且已经上市的，证监会可以责令上市公司及其控股股东、实际控制人在一定期间从投资者手中购回本次公开发行的股票。对于该规定应当从以下几个角度予以理解。

首先，关于此项规定的法律依据。我国立法对待股份回购一向持审慎态度，基本思路接近于大陆法系国家的做法，即采取“原则禁止、例外许可”的立法模式。那么，《注册管理办法》当中规定的股份回购情形，是否符合相关上位法的规定呢？最新修订的《公司法》第 142 条规定，公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份用于员工持股计划或者股权激励；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份；（五）将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；（六）上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。其中，第（六）项的规定似乎可以为其提供《公司法》上的依据。发行人欺诈发行的行为本就损害公司及股东的利益，因此，要求其对该部分股份予以回购应当属于“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”的

情形。由此，责令回购股份的规定并不违反有关股份回购的上位法要求。不过，笔者仍然建议今后的相关法律能够对此作出更为具体明晰的规定，以充分保障该回购规定的落实。

其次，关于此项规定的法律属性。《行政处罚法》第 23 条规定：“行政机关实施行政处罚时，应当责令当事人改正或者限期改正违法行为。”《注册管理办法》关于“责令上市公司及其控股股东、实际控制人在一定期间从投资者手中购回本次公开发行的股票”的规定即属此类。“责令改正不属于行政处罚”，“行政处罚是对违法行为人的一种惩罚，而责令改正是对违法现状的一种修复。责令改正意味着将违法的现状直接修复为合法的状态，因而它有恢复原状的功能；正以内责令改正具有恢复原状之功能，所以当事人所需的付出仅与恢复原状的成本相等。”⁵“适用于行政处罚作出之时”的责令改正“是行政处罚决定自身天然的一种法效果”。⁶据此逻辑，《注册管理办法》第 68 条正是基于第 67 条行政处罚决定作出之时，进一步对已经发行上市的发行人予以适用的，理应视其为一种行政处罚的法效果。

再次，该规定实质上是运用行政手段责令违法主体向投资者返还违法所得，以实现“物归原主”，达到填补投资者损失的目的。此处仅以洪良国际这一案件为例予以论证责令回购股份的现实意义。此案中所采用的回购方式使得中小投资者能够在最短的时间内挽回自己的损失，为拓宽中小投资者的救济渠道提供了很好的参考范本。

台资大陆企业洪良国际于 2009 年 12 月 24 日在香港 H 股主板挂牌上市，并以每股 2.15 港元的价格发行 5 亿股，总共募集 10.75 亿港元。而在上市不到三个月后，洪良国际因欺诈上市遭遇香港证监会对其作出停牌、冻结资金、责令回购股票及勒令退市等一系列处罚。2012 年 6 月 20 日，洪良国际以其停牌时的股价即每股 2.15 港元的价格向中小投资者回购股票，回购资金达 10.3 亿港元。至此，7700 多名中小投资者以每股损失 0.09 港元的代价实现自己的权利。⁷这一案例对于中国亦具有很强的借鉴意义，具体来说，主要表现在以下两个方面。

第一，从投资者保护角度而言，责令欺诈上市的企业回购其股份有利于对中小投资者提供充分的补救和赔偿，维护中小投资者的合法权益。纵观我国《证券法》的条文不难发现，绝大多数都是通过课以行政责任以及与之相对应的刑事责

⁵ 胡建淼、吴恩玉：《行政主体责令承担民事责任的法律属性》，载《中国法学》2009 年第 1 期，第 84 页。

⁶ 夏雨：《责令改正之行为性质研究》，载《行政法学研究》2013 年第 3 期，第 40 页。

⁷ 曾斌、吴锦宇：《证券发行欺诈投资者保护的国际化新模式——香港洪良国际案例的法经济学分析》，载 <http://www.doc88.com/p-9999560640491.html>，最后访问于 2019 年 6 月 16 日。

任给与处罚，而行政责任和刑事责任的规制下，投资者投入市场的资金因为上市公司等的违法行为变成违法所得而被罚没，其无法获得与其投入相当的赔偿。虽然通过行政手段和刑事手段能够对上市公司的违法行为予以惩罚，但却忽视了对于受害投资者的补偿，长此以往，势必导致投资者因心灰意冷而减少投资，从而影响整个资本市场的发展。⁸而责令上市公司等违法主体回购股份的做法通过类似于“恢复原状”的方式，向投资者“返还”其投资成本，能够确保在对违法行为进行处置的同时有效保障投资者的应有利益得到妥善补偿，对于市场的良性发展也有积极意义。

第二，从上市企业监管角度看，基于这一行政手段产生的“民事赔偿”效果，有利于形成先赔后罚的机制，遏制欺诈行为的发生。首先，在当前我国证券民事赔偿还不完善的情况下，这一规定可以很好地弥补这一法律空缺。另外，此前我国法律对于欺诈发行仅仅予以行政罚款，且罚款数额偏低，和欺诈行为所获利益相比根本不值一提，导致很多企业在巨大利益的诱惑下不惜铤而走险，违法犯罪行为也因此多有发生。⁹而通过责令回购股份的方式，能够有效地建立先赔后罚、又赔又罚的机制，不仅能够实现与罚没相同的法律效果，即剥夺欺诈发行人所获得的非法利益，而且通过赔偿投资者给欺诈发行人强加了一种经济上的“额外负担”并形成威慑，从而有效地遏制欺诈行为的发生。¹⁰

应当注意的是，如何理顺此项规定与《上市规则》第 12.2.1 条之间的关系。第 12.2.1 条规定，“本规则所称重大违法强制退市，包括下列情形：（一）上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；……”笔者认为，应当参照香港证监会在洪良国际一案中的做法，即由发行人先行回购中小投资者股份，然后再根据有关规定实施强制退市，以保证投资者的利益依法得到救济。这也与先赔后罚的逻辑相符。

最后，《注册管理办法》仅仅是对股份回购予以宣示性规定，缺乏配套的的具体规定。考虑到当前的《注册管理办法》仍然处于试行阶段，应当尽快出台具体规则以保证回购规定的切实落实，更好地实现对于中小投资者的利益保护。

⁸ 王利明：《我国证券法中民事责任制度的完善》，载《法学研究》2001年第4期，第56页。

⁹ 同前注5，第57页。

¹⁰ 同前注5，第57页。

五、建立多元的纠纷化解与赔偿救济机制

《实施意见》指出，为保护投资者利益，应当“探索建立发行人和投资者之间的纠纷化解和赔偿救济机制”；“将发行人和相关中介机构及责任人的信用记录纳入国家统一信用信息平台，加强监管信息共享，完善失信联合惩戒机制”；此外，还应当“建立健全证券支持诉讼示范判决机制”，并根据试点情况完善与注册制相适应的证券民事诉讼法律制度。但在正式出台的相关规定当中，并未在这些方面创设相应的规则予以回应。

值得注意的是，2019年6月，最高人民法院印发《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》（以下简称“《若干意见》”），其中，“四、有效保护投资者合法权益，建立健全与注册制改革相适应的证券民事诉讼制度”一部分就建立健全与注册制相适应的民事救济途径予以了规定。

《若干意见》指出，要在立足于当下我国代表人诉讼制度的基础上，允许投资者保护机构以自己的名义起诉，推动投资者保护机构辅助参与生效判决执行机制，通过投资者保护机构建立先行赔付机制；建立律师民事诉讼调查令制度，以提高投资者的举证能力；进行审判机制创新，充分发挥专家证人在案件审理中的作用，同时依托信息化手段提高证券司法能力；推动纠纷多元化解工作，推广示范判决机制；设立金融法庭，提升证券审判队伍专业化水平。

必须承认，《若干意见》的出台，为我国未来证券民事诉讼领域的制度发展提供了更加明确的方向。但是，面对科创板这一崭新的市场，在完善我国相对薄弱的民事救济之外，更应当构建全面的救济途径，为科创板下的投资者保驾护航。为此，笔者在整合理论观点与实务经验的基础之上，谨就科创板的中小投资者保护提出如下几个方面的制度建议。

（一）民事救济

众所周知，中小投资者占较大比重是我国资本市场的一个显著特征。由于中小投资者相对比较分散，力量较为薄弱，投资者一旦遭受利益侵害往往通过自发提起诉讼予以维权。但这种方式弊端重重，一方面，由于涉及人员广泛，投资者的利益呈现出集合性特点，不可避免地导致“搭便车”的后果，另一方面，即便有人起诉，也常常由于诉讼成本过高、专业能力不够等原因而难以实现维权。¹¹针

¹¹ 李志强：《公益律师说维权：投服中心代理首例证券支持诉讼案例分析》，载 http://www.isc.com.cn/rights/201705/t20170517_171525.shtml，最后访问于2019年6月16日。

对这一问题，有必要建立中证中小投资者服务中心有限责任公司（以下简称投服中心）支持诉讼模式下的示范判决机制。

投服中心于2014年12月注册成立，是归属中国证监会直接管理的证券金融类机构，主要开展行权、调解、维权和投资者教育等业务。¹²《民事诉讼法》第15条“机关、社会团体、企业事业单位对损害国家、集体或者个人民事权益的行为，可以支持受损害的单位或者个人向人民法院起诉”的规定，为投服中心开展支持诉讼提供了法律依据。2017年1月，投服中心代理首例证券支持诉讼案例，并且赢得胜诉。因此，无论是从理论上还是实践中，都能证实投服中心支持诉讼的优越性。此外，还应当确立投服中心针对典型案件提起支持诉讼的判决示范机制，以此为同类型案件的中小投资者明确诉讼预期，不仅能够节约司法资源，而且有利于提高权益保护的效率和效果。

2017年4月4日，证监会新闻发言人在例行发布会上宣布，将投服中心的持股行权试点区域从上海、广东（不含深圳）、湖南三个地区扩展至全国。¹³笔者认为，对于在科创板上市的企业，更应当由投服中心进行持股行权的股票买入工作，以便更好地实现对于中小投资者的利益保护。

（二）行政救济

1. 建立行政和解制度

根据《行政和解试点实施办法》的规定，“行政和解是指证监会在对行政相对人涉嫌违反证券期货法律、行政法规和相关监管规定行为进行调查执法过程中，根据行政相对人的申请，与其就改正涉嫌违法行为，消除涉嫌违法行为不良后果，交纳行政和解金补偿投资者损失等进行协商达成行政和解协议，并据此终止调查执法程序的行为”。以科创板为试点试行行政和解制度，具有更大的可行性与必要性。¹⁴

注册制下的科创板，更加注重市场导向。政府不再扮演公司上市的筛选者，而是退居幕后，将这一角色还给市场，由市场进行选择。这时候政府承担的更多是对被市场选中的公司予以监管，以保证市场上的信息满足完整性、一致性和可理解性，以便于投资者的决策。这样一来，在市场活动中，公司与投资者的互动更为密切：公众完全可以用脚投票，向更优秀的公司抛出橄榄枝，而公司要获得

¹² 参见中证中小投资者服务中心有限责任公司官方网站，<http://www.isc.com.cn>，最后访问于2019年6月16日。

¹³ 中证中小投资者服务中心有限责任公司：《投服中心：突出四方面举措，全力做好持股行权扩围工作》，载http://www.isc.com.cn/exercise/201705/t20170517_171503.shtml，最后访问于2019年6月16日。

¹⁴ 参见《行政和解试点实施办法》第2条。

更多的融资，则必须凭借足够的实力赢得投资者的信任。这种建立在相互信任与合作基础上的更为紧密的联系为双方和解的促成营造了良好的环境。另外，由于科创企业在成长初期的不稳定性，势必存在更大的投资风险。在此情况下，难免滋生更多的矛盾纠纷。而行政和解制度能够很好地克服这一问题，从而省下大量执法资源，以集中精力解决疑难复杂的纠纷，实现执法资源的合理配置。

2. 加强失信联合惩戒

证券市场的核心问题在于信息披露，而单靠监管手段予以强制披露总归只是权宜之计，要实现证券市场的健康长远发展，必须增强上市企业对于信息披露的主动性，逐渐由被动披露向主动披露过渡。对此，完全可以借鉴人民法院在推进执行工作中的相关举措，譬如通过《关于公布失信被执行人名单信息的若干规定》的施行以惩戒被执行人，督促其履行法定义务。就科创板而言，基于其上市企业在行业特征、治理结构、业务模式、风险状况等方面存在的特殊性，必然负有更多的信息披露义务。因此，可以参照“中国执行信息公开网”，设立“中国失信信息公开网”等平台，由证监会定期发布失信企业及其人员的信息。通过对违法披露信息企业及其人员的公示，可以很好地敦促其履行对于投资者的法定义务。

（三）刑事救济

《刑法》第160条对欺诈发行股票、债券罪予以规定：“在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票或者公司、企业债券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额百分之一以上百分之五以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。”

由上可以看出，当前《刑法》对于欺诈发行股票、债券罪的刑罚力度还远远不够。“当前我国欺诈发行股票、债券的社会危害和影响，已与刑法对相关犯罪主体刑事处罚严重不相适应”，¹⁵全国人大代表、深圳证券交易所总经理王建军说，有鉴于此，其建议加重欺诈发行罪的刑罚力度，拓宽欺诈发行罪的适用范围，使该罪的犯罪类型、刑罚设置与社会危害程度相匹配。的确，在科创板放宽准入门槛的环境下，有必要提高对违法犯罪行为的打击力度，给予市场交易主体以震慑，从而为市场的良好运行提供必要保障。

¹⁵ 经济日报：《全国人大代表王建军：欺诈发行应判无期，建立“先赔后罚”机制》，载 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1627086038818108312&wfr=spider&for=pc>，最后访问于2019年6月16日。

六、结语

必须承认的是，科创板的设立是大势所趋。相比于国际成熟资本市场，我国证券市场对于高新技术企业的竞争力远远不够，以阿里巴巴、百度等为代表的科创公司由于发行条件的限制纷纷前往海外上市。另外，国内资本市场基础制度的不完善，也进一步导致优质企业的流失。为此，设立科创板并试点注册制，是资本市场建设的迫切要求，同时也是增量改革的排头兵。所以，应该而且也必须肯定设立科创板的意义。

在承认科创板的现实意义的前提下，问题的关键在于如何处理市场大发展与保护投资者之间的关系，亦即效率与公平的平衡。通过本文的梳理与分析，科创板的相关规定在展现改革诚意的同时也暴露出一些问题与不足，这也从侧面反映出改革的难度。好在科创板刚刚出生，改革也才刚刚起步，至于注册制下的科创板能否顶住压力，迎难而上，成为证券市场的里程碑，且让我们拭目以待。