

欺诈发行责令回购制度的 法理误区与制度构建

彭雨晨*

摘要:新证券法规定的责令回购制度,是证监会运用行政权力解决欺诈发行中公众投资者赔偿问题的尝试。不过我国移植责令回购制度,如继续将该制度定位于充分赔偿投资者损失,恐将成为一场“美丽的误会”。深究责令回购制度的法理基础和境外实践,该制度不能很好地实现充分赔偿目标。相比新《证券法》规定的其他替代救济制度,责令回购制度有其特点和适用场景。本文认为责令回购制度宜重新定位为给予欺诈发行中持股的受损投资者退出机会,并在决定作出因素、回购主体、回购价格、保障机制、激励机制等方面考虑设计制度细节。

关键词:欺诈发行 责令回购 回复原状 投资者保护 退出机制

“欺诈发行是证券市场最严重的违法行为”,^[1]然而,由于法律不完备、监管机制不健全等原因,欺

* 北京大学法学院2018级博士研究生。

[1] 王全浩:《证监会黄炜:欺诈发行是证券市场最严重的违法行为》,载新京报网:<http://www.bjnews.com.cn/finance/2017/12/19/469194.html>,2020年6月25日访问。

诈发行乱象在我国数见不鲜。囿于旧《证券法》下司法救济途径(如集团诉讼)和行政救济途径(如公平基金)的制度缺失,因欺诈发行而受损的投资者往往很难迅速获得赔偿。但是保护投资者合法权益具有重要意义,这不仅是落实矫正正义、维护市场公平的必然要求,也是一国证券市场健康发展不可或缺的法律基础。LLSV 的研究即证明,中小投资者权益得到更好维护的证券市场更有可能获得良性发展。^[2] 针对欺诈发行中受损投资者面临的赔偿困局,2020 年 3 月 1 日实施的新《证券法》对投资者权益保护新模式进行有益探索,首次在《证券法》中规定了责令回购这一新颖制度,^[3] 希冀通过证监会责令发行人等责任主体回购股票的方式达致赔偿投资者损失的目的。

然而,立法者对责令回购制度的期许虽然美好,但是该制度能否担此大任则颇令人疑惑。2012 年我国香港地区洪良国际案首次让内地结识了责令回购制度。截至目前,香港地区也仅有 2 起在欺诈发行案件中成功适用责令回购制度的先例。^[4] 与此同时,不论是国内学界还是国际学界,对责令回购制度的关注与讨论都仅起步于洪良国际案之后且大多局限于对该案的诠释,^[5] 相关研究未臻深入,在法理基础、境外实践和规则设计等方面存在不少缺憾。对责令回购制度实践经验与理论研究的不足,制约了该制度在我国定位与实践。尽管监管部门早在 2013 年便引入该制度并一直推动其演进至今,但是责令回购制度

[2] See Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Law and Finance*, Journal of Political Economy, Vol. 106, 1998, p. 1113. 该文研究表明普通法系国家保护投资者机制最健全。而英美等国的证券市场发展最好,因而可以说投资者保护与证券市场发展呈现正相关关系。

[3] 参见《证券法》(2019 年)第 24 条第 2 款。

[4] 目前适用责令回购制度且已作出判决的案件仅有洪良国际案和群星纸业案,案件相关情况见后文。

[5] 国内文献比如曾斌、吴锦宇:《证券发行欺诈投资者保护的国际新模式——香港洪良国际案例的法经济学分析》,载王卫国主编:《金融法学家》(第 5 辑),中国政法大学出版社 2013 年版,第 462 ~ 472 页。国外文献, see Chee Keong Low & Samantha Datwani, *Hontex - A Settlement of Convenience*, Law and Financial Markets Review, Vol. 7, 2013, pp. 75 - 87.

在我国是否也应像境外一样定位为充分赔偿投资者损失?^[6]责令回购制度具体应当如何设计?这些问题目前尚不明确。

本文认为,责令回购制度的移植不应成为一场“美丽的误会”,纵使该制度在引入之初尚有弥补我国投资者救济制度缺失的意义,新《证券法》实施后该制度的目标定位不宜继续落在充分赔偿投资者损失,而应调适为持股的受损投资者之退出机制。下文首先结合责令回购制度的本土实践和理论渊源,探讨该制度的实施困境;其次检视责令回购制度的域外规则实践,指出境外制度借鉴亦无助于我国突破责令回购制度的实施困境;最后根据新《证券法》构造的救济制度体系论证责令回购制度的可替代性与新定位的正当性、可行性,并就如何合理设计责令回购制度的具体规则提出立法建议。

一、责令回购制度的实施困境分析

责令回购制度系借鉴我国香港地区相关规定并经本土化改造的产物。追根溯源,责令回购制度的法理本质是回复原状法。结合责令回购制度的规则体系和回复原状法原理,若我国将充分赔偿投资者损失作为责令回购制度的目标,将难免在实施时陷入困境。

(一) 责令回购制度的引入与演变

我国香港地区在洪良国际案中首次运用责令回购制度并取得充分赔偿投资者损失的良好效果。受该案启发,内地证监会认识到责令回购制度的重要价值,遂迅速引入该制度。自2013年引入至今,责令回购制度体系几经变迁。

我国香港地区责令回购制度规定在《证券及期货条例》(Securities

[6] 证监会曾在《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(征求意见稿)第68条第5款规定:“上市公司及其控股股东、实际控制人购回股票时,若股票的交易价格低于投资者买入股票时的价格,应当按照买入价并加算银行同期存款利息购回股票;若股票的交易价格高于投资者买入股票时的价格,应当按照股票交易价格购回股票。”这表明,证监会曾有意像境外一样将责令回购制度定位为充分赔偿投资者损失,不过这一规则在该办法正式出台时被删除。

and Futures Ordinance)第213(2)(b)条,该条授予香港地区证监会代表投资者向加害方索赔的权力,经香港地区证监会申请,法院可以“判令该人采取原讼法庭指示的步骤,包括使交易各方回复他们订立交易之前的状况”。〔7〕据此,如果发生欺诈发行行为,香港地区证监会可以请求法院判决责任主体向投资者回购股票,以使投资者回复到购入股票前的状态,从而达到充分赔偿投资者损失的目的。尽管香港地区欺诈发行案件早已有之,但是洪良国际案是香港地区法院首次将责令回购制度适用于此类案件。〔8〕

受洪良国际案的启发,内地证监会认识到责令回购制度在充分赔偿投资者损失方面的重要价值。时任证监会主席就曾在2013年上证法论坛上指出监管机构责令回购制度“主要是针对通过欺诈方式从证券市场获得巨大经济利益的违法主体,在追究法律责任的同时,强制其支付相应经济代价,将不当获利回吐给投资者”。〔9〕

责令回购制度的雏形是承诺回购制度,最早出现在证监会2013年出台的《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(以下简称《意见》)中,该《意见》要求发行人及其控股股东应在招股说明书中承诺,若存在严重欺诈发行情形,发行人将自愿回购全部公开发行的股票,控股股东则应自愿回购已转让的原限售股。〔10〕承诺回购制度要求发行人等主体在招股说明书中公开承诺如果存在欺诈发行行为将自愿回购首次公开发行的全部股票。证监会之所以选择这一方式,是因为当时的《证券法》并未有证监会或法院有权责令回购的相关规定。然而,承诺回购制度运行效果不佳,目前尚未有一例欺诈发行的发行人履行回购承诺。

有鉴于此,2019年3月证监会在《科创板首次公开发行股票注册

〔7〕 我国香港地区《证券及期货条例》第213(2)(b)条。

〔8〕 参见我国香港地区证券及期货事务监察委员会:《洪良因首次公开招股章程内容失实被命令以10.3亿元提出回购建议》,载香港地区证券及期货事务监察委员会官网:<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/enforcement-news/doc?refNo=12PR63>,2020年6月25日访问。

〔9〕 吴敏:《肖钢:研究建立责令回购制度》,载《新京报(电子版)》:http://epaper.bjnews.com.cn/html/2013-11/29/content_480896.htm?div=-1,2020年6月25日访问。

〔10〕 参见中国证监会《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》。

管理办法(试行)》中对责令回购制度进行了较大修订,将责任主体从发行人、控股股东扩大至实际控制人,同时进一步升级该制度的强制性,将相关责任主体承诺回购股票修改为证监会责令发行人、控股股东和实际控制人回购股票,至此责令回购制度在我国正式成型。^[11]

2020年实施的新《证券法》承继并推广我国责令回购制度的实践经验,于第24条第2款规定:“股票的发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容,已经发行并上市的,国务院证券监督管理机构可以责令发行人回购证券,或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。”^[12]是故,责令回购制度正式从适用于个别板块的部门规章跃升为广泛适用于我国所有股票市场的法律制度。相比于科创板规则,新《证券法》仅规定“有责任的”控股股东和实际控制人需承担回购义务,相关主体的责任因之有所减轻。结合新《证券法》第181条有关欺诈发行的法律责任规定,^[13]从体系解释角度来看,此处“有责任的”应理解为控股股东或实际控制人“组织、指使”发行人从事欺诈发行行为。

(二) 责令回购制度的理论溯源

如欲对责令回购制度的规则构造与制度功效展开有意义的讨论,深入准确把握责令回购制度的法理渊源非常必要。从理论层面看,法院依据香港地区《证券及期货条例》第213(2)(b)条颁布的命令系“回复原状令”,^[14]由此可知,责令回购制度的理论根基应是普通法系的回复原状法(restitution law)。

回复原状法的前身是普通法从罗马法中借鉴得来的准合同(quasi-contract)制度,经过漫长岁月的演变,目前回复原状法已经与合同法、侵权法并列为普通法下债法体系的三大支柱。^[15]根据2019年版《布

[11] 参见《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第68条。

[12] 参见《证券法》(2019年)第24条第2款。

[13] 参见《证券法》(2019年)第181条。

[14] 参见赵晓钧:《证券投资者保护民事责任法律制度的完善——以香港市场经验为借》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2017年卷),中国法制出版社2017年版,第552页。

[15] 参见廖艳娉:《英国准合同制度的演变之路——英美法系返还法的滥觞》,载《比较法研究》2014年第5期。

莱克法律词典》(*Black's Law Dictionary*)的界定,回复原状法是指“以被告的不当得利(unjust enrichment)而非侵权行为或合同关系为责任基础(建构起)的实体法体系”。^[16]

在回复原状法中,回复原状救济的产生原因和法律效果都与不当得利紧密相连。一方面,存在不当得利是请求回复原状救济的唯一原因,美国《回复原状与不当得利(第三次)重述》[*Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment*]第1条即规定“以牺牲他人利益为代价而不当得利者须承担回复原状责任”。^[17]因此,能否获得回复原状救济的关键是识别案件中是否存在不当得利。根据学者总结,普通法中不当得利的认定需满足4个标准:一方获有利益,该利益是以牺牲相对方利益为代价,保有该利益不具正当性以及是否具有抗辩事由。^[18]由于不当得利可能在许多法律关系中存在,因此回复原状法的适用范围非常广泛。另一方面,回复原状救济的法律效果旨在彻底消除不当得利。质言之,回复原状的制度功能主要着眼于“获益”方面,重在不当获益的消除,而非损失填补。^[19]这意味着,回复原状法意图使加害方恢复到未获取不当得利前的状态,而受害方其实并不总能借由回复

[16] *Black's Law Dictionary* (11th ed. 2019), restitution, available at <https://1.next.westlaw.com/Document/I0344bf53808511e4b391a0bc737b01f9/View/FullText.html?navigationPath=Search%2Fv1%2Fresults%2Fnavigation%2Fi0ad740120000017234f2ec5691d08784%3FNav%3DBLACKS%26fragmentIdentifier%3DI0344bf53808511e4b391a0bc737b01f9%26parentRank%3D0%26startIndex%3D1%26contextData%3D%2528sc.Search%2529%26transitionType%3DSearchItem&distSource=Search&distPageSource=2d0dfce3171e48160931f7f4bb91d973&list=BLACKS&rank=4&sessionScopId=033ceb39c1d3d0357379a81f7a436a8e38668b338a708c505fd7107ba8f85893&originationContext=Search%20Result&transitionType=SearchItem&contextData=%28sc.Search%29>, accessed June 25th, 2020.

[17] *Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment* § 1 Restitution and Unjust Enrichment.

[18] 参见李语湘:《比较法视角下英美返还法的结构与功能研究》,中国政法大学出版社2015年版,第43~72页。

[19] Lord Wright of Durely, *Legal Essays and Addresses*, Cambridge: Cambridge University Press, 1939, p. 36; K. Barker, 'Rescuing Remedialism in Unjust Enrichment Law: Why Remedies are Right' (1998) 57 CLJ 301. Cited in Graham Virgo. *The Principles of the Law of Restitution*, New York, Oxford University Press, 2015, p. 3.

原状救济使其全部损失均获得赔偿。为达到彻底消除不当得利的效果,一般要求加害方将案涉利益恢复到原来的状态,否则应向受害方支付足以消除不当得利的款项。^[20]同时,受害方也需要返还其已经获得的利益或者将这部分利益予以扣除。^[21]

作为民事救济的重要方式,回复原状救济也多被普通法系国家运用于证券法领域各类民事赔偿纠纷之中,以为投资者提供救济渠道。在规则设计上回复原状救济一般表现为法院有权判决撤销交易,并将现状恢复到证券交易发生前的状态。比如,前述我国香港地区《证券及期货条例》第213(2)(b)条即作如此规定。为免混淆,需要强调的是,我国香港地区《证券及期货条例》第213(2)(b)条属于一般性的回复原状救济规则,可以普遍适用于所有证券民事救济领域,并非立法者特别为欺诈发行而设计的规则,所谓责令回购制度是从该条文中经解释衍生而来。

由此亦可知,责令回购制度只是回复原状救济应用于证券欺诈发行领域而形成的一种特殊制度形式。目前“责令回购”这一称呼仅见于我国香港地区,其他普通法域并无类似称谓。不过如果将“欺诈发行”“回复原状救济”“股票回购”作为识别责令回购制度的关键性要件,那么美国等地的证券法规中也有与责令回购制度类似的规则。

(三) 充分赔偿目标的实现困境

境外责令回购制度的目标是充分赔偿投资者损失,我国移植该制度之初也有类似考虑。但是受到理论局限、回购方式特殊性和具体案情的影响,若我国仍坚持充分赔偿目标,责令回购制度在适用时将不可避免地面临许多理论和实践难题,从而使该目标陷入困境。

首先,我国责令回购制度若机械地以普通法系回复原状法原理为制度根基,并据此构建责令回购制度的具体规则,可能产生目标抵牾的理论困境。回复原状法原理以去除加害人不当获益而非赔偿受害人损

[20] See Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment § 1 Restitution and Unjust Enrichment Comment a.

[21] See *Utemark v. Samuel*, 257 P.2d 656 (Cal. App. 1953); *Bernstein v. Nemeyer*, 570 A.2d 164 (Conn. 1990). 转引自[美]E. 艾伦·范斯沃思:《美国合同法》,葛云松、丁春艳译,中国政法大学出版社2004年版,第846页。

失为其理论功能,这与责令回购制度便捷充分赔偿投资者损失的目标相抵触。因为发行人获得的不当获益与投资者遭受的损失之间并非完美匹配,可能存在不当获益高于或低于投资者损失的情形。当不当获益更高时,部分投资者可能在损失得以偿付后还能因之获利;当投资者损失更高时,部分投资者无法获得充分赔偿。前者可能不利于证券市场资本形成目标的实现,后者则无法实现民事责任旨在“填平”损失的价值追求。不过,若认清这一目标困境,并坚持按照赔偿投资者实际损失的宗旨设计责令回购制度的具体规则,这一困境尚能得以化解。

其次,股份回购这一赔偿方式的特殊性,可能导致只有部分投资者能获得赔偿的困境。因为股份回购仅面向持有股票的投资者,但是回购时持股投资者群体与受损投资者群体可能并不完全匹配。部分受损投资者可能在欺诈发行揭露日之后卖出股票,因而无法被纳入责令回购制度的覆盖范围并通过股份回购获得赔偿。这些“落单”投资者,还需再经历烦琐程序方能达成求偿目标,甚至可能因为责任主体破产等原因最终无法获得赔偿。在实现赔偿时遗漏非持股投资者是责令回购制度难以避免的制度缺陷,因此责令回购制度理论上的正当性基础并不稳固。特别是在欺诈发行行为揭露后,如果发行人股票经充分换手,此时实施责令回购颇为不当。

再次,如果发行人的控股股东及实际控制人不配合,责令回购决定将陷入执行困境。执行责令回购决定,需遵循《公司法》第142条第2款的规定,召开股东大会并作出同意回购决议。^[22]在此过程中,若想责令回购制度良好运转,发行人的管理层、控股股东、实际控制人的配合至关重要。否则,股东大会的召开将耗费额外时间,股东大会作出同意回购决议也很可能沦为泡影。投资者经由责令回购制度获得赔偿的过程必然一波三折,甚至其最后能否获得赔偿也不容乐观。

最后,赔偿投资者损失应避免成为投资者保险。^[23]如果以充分赔

[22] 参见《公司法》第142条第2款。

[23] 参见赵旭东:《内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补——以美国为研究范本》,载《比较法研究》2014年第2期。

偿作为责令回购制度的主要目标,特别是目前实践中常见以欺诈发行行为揭露前的市场价作为回购价格,^[24]投资者有可能形成对证监会的过度依赖和错误期待,以为责令回购制度相当于投资保险,从而降低对信息披露的关注度。这显然不利于我国证券市场的发展成熟。

此外,本文试以欣泰电气为例模拟责令回购制度的适用,希望更清晰地呈现适用责令回购制度可能出现的问题。第一,欣泰电气在第二次虚假陈述更正日之后很长一段时间内都未停牌,^[25]这意味着许多持股的受损投资者在此期间卖出股票,同时许多不应认定为受害者的新投资者买入欣泰电气股票。因此许多受损投资者并不能依据责令回购制度获得赔偿,而新投资者的加入也将给责令回购制度的适用带来额外的甄别成本。第二,欣泰电气案件中的发行人等责任主体曾在招股说明书中公开承诺欺诈发行时回购股票,^[26]但是却并未履行,同时其并不愿意接受证监会处罚,对此还提出过行政复议和行政诉讼,^[27]这表明倘若将责令回购制度适用于该案,相关责任主体很可能也无回购意愿,责令回购决定难以推行。第三,欣泰电气案件中的发行人等责任主体缺少足够的回购资金,^[28]是故责令回购制度无法实现充分赔偿目标。总而言之,倘若在欣泰电气案中适用责令回购制度,并不会产生较好效果。

[24] 例如,参见《光云科技首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》,第516页,载新浪财经:https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=688365&id=6103540,2020年6月25日访问。

[25] 相关停牌信息,载新浪财经:<http://finance.sina.com.cn/realstock/company/sz300372/5g.shtml>,2020年6月25日访问。

[26] 参见《丹东欣泰电气股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》,第110页,载新浪财经:https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=300372&id=1279358,2020年6月25日访问。

[27] 例如,参见《中国证券监督管理委员会[2016]126号行政复议决定书(丹东欣泰电气股份有限公司)》《丹东欣泰电气股份有限公司与中国证券监督管理委员会行政处罚决定和行政复议决定二审行政判决书》[北京市高级人民法院行政判决书(2017)京行终3243号]。

[28] 参见张保生、朱媛媛:《证券先行赔付制度的定分止争功能与效果的反思——以欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金后续争议为引入》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2018年卷),中国法制出版社2018年版,第362页。

二、责令回购制度的境外实践检视:基于特殊性的成效

基于回复原状法原理的责令回购制度在不同法域有着迥异的规则设计。深入检视责令回购制度的境外实践可知,该制度存在固有“短板”,其成功适用受到诸多因素制约。因而借鉴境外规则设计,并不能有效改善我国责令回购制度的目标困境。

(一) 境外责令回购制度的规则设计

责令回购制度是一种特殊的回复原状救济,其原因在于,回复原状救济的适用前提是交易一方的不当得利和交易相对方的损失之间存在明显因果关系,但是证券欺诈发行涉及许多主体和异常复杂的交易关系,发行人的不当得利和投资者遭受的损失之间并不总能建立起直接而明确的因果联系。受此影响,不同法域的责令回购制度呈现出迥异的规则样态。

1. 美国式责令回购制度:仅适用于发行场景

在发行场景下,投资者一般从发行人或承销商手中购得新股,此时投资者与发行人或承销商之间成立股票买卖合同法律关系。若发行人或承销商在招股说明书或证券销售过程中有欺诈行为,则发行人或承销商向投资者收取的股票购买价款即属不当得利,投资者因受欺诈认购股票而蒙受损失,发行人或承销商的不当得利与投资者损失之间存在明显因果关系,因而投资者可以主张回复原状救济。

美国即依照这一规则构建了美国式责令回购制度。《1933年证券法》(Securities Act of 1933)第12(a)(2)条规定,若招股说明书或销售证券的口头交流中存在重大虚假陈述行为,仍然持有股票的投资者有权要求股票销售者返还其购买股票的对价及利息,但需扣除投资者获取的任何收益。^[29] 结合回复原状法的相关理论可知,美国版责令回购制度其实存在合同法与回复原状法的适用竞合。若加害方存在虚假陈

[29] See Securities Act of 1933 section 12 (a) (2). 同时,该条也规定未持股投资者可以诉请赔偿损失。

述等违约情形,受害方可以解除合同并可依循回复原状法寻求救济。^[30]因此,第12(a)(2)条实质上赋予投资者可以请求法院撤销交易的权利。^[31]证券交易合同解除后,销售者负有返还对价及利息的义务,以使交易回复到发生前的状态。同时美国联邦最高法院在 *Gustafson v. Alloyd Co.* 一案中运用体系解释和目的解释的法律解释方法,认为该制度只能适用于股票公开发行(public offering)的情形。^[32]这意味着该规则的适用仅限于发行阶段直接与发行人或承销商交易的投资者,而从二级市场购得股票的投资者如果遭遇欺诈发行,将无法根据该规则获得救济机会。

2. 我国香港地区责令回购制度:适用于发行与交易场景

在交易市场购入股票的投资者并未直接与发行人订立股票买卖合同,当发行人存在欺诈发行情形时,虽然发行人所获得的募集资金确为不当得利,投资者也确实可能因欺诈行为遭受损害,但是发行人的不当得利来自最初认购新股的投资者,而非现在持有股票的投资者,此时难以得出两者间存在明确因果联系,因此回复原状救济失去了适用基础。

为应对这一理论困境,我国香港地区在规则设计上(特别是因果关系要件)多有变通,使责令回购制度能够适用于从二级市场购入股票的投资者。根据我国香港地区《证券及期货条例》第213条的规定,香港地区证监会可以申请法院作出责令回购决定的前提只有两项:一是当事方存在第213(1)条所列示的违法行为,如存在违反条例规则或者违反条例衍生的相关规则、对违法行为起辅助、怂恿等间接作用、采取多种方式诱使他人违法等情形;^[33]二是依据第213(4)条法院认为责令回购决定是“可取的”和公平的。^[34]是故,适用第213条的回复原状

[30] 参见[美]E. 艾伦·范斯沃思:《美国合同法》,葛云松、丁春艳译,中国政法大学出版社2004年版,第260页。

[31] 参见[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第853页。

[32] See *Gustafson v. Alloyd Co., Inc.*, 513 U. S. 561 (1995).

[33] 参见我国香港地区《证券及期货条例》第213(1)条。

[34] 参见我国香港地区《证券及期货条例》第213(4)条。

救济时对因果关系要件的要求得以显著降低,只要发行人确实存在欺诈发行行为,即对现在持有股票的投资者负有将交易回复到交易前状态的义务。由于因果关系标准降低,香港式责令回购制度对责任主体也作出了相应立法调整,责任主体不局限于发行人,^[35]以更契合实践中投资者救济的需要。

(二) 境外责令回购制度的流弊反思

美国式责令回购制度仅适用于发行场景,法院在审理时面对的法律关系和相关场景较为简单,但是这一制度无法为同样受欺诈发行行为侵害的二级市场投资者提供救济,因而具有较大局限。是故,存在此种缺陷的美国式责令回购制度对我国的参考价值不大。而我国香港地区责令回购制度虽然较大程度上克服了美国式责令回购制度的规则局限,但是追踪其近年来的实践发展,责令回购制度的成功与案件特殊性密切相关。

截至目前,我国香港地区总共发生了4起欺诈发行责令回购案件,分别是洪良国际案、群星纸业案、中国森林案和瑞金矿业案。^[36]目前,法院已就前两起案件作出判决,后两起案件仍处于诉讼过程中。责令回购制度之所以能够在洪良国际案中取得较好效果,其实与该案的特殊性密切相关。而群星纸业案并不具有洪良国际案中的特殊条件,因而责令回购制度在该案的适用结果并不理想。

简要回顾洪良国际案和群星纸业案^[37]的案情能对这一点有更直观地认识。

洪良国际于2009年年底在港交所上市,募资净额为9.97亿港元,2010年3月,洪良国际的会计师毕马威向我国香港地区证监会举报洪

[35] 我国香港地区《证券及期货条例》第213(1)条规定任何人均受该条文限制。

[36] 本文在网络上仅查询到4起相关案件,中国森林案相关情形参见中国森林控股有限公司2017年1月24日公告,瑞金矿业案相关情形参见瑞金矿业有限公司2017年6月14日公告。

[37] 下文群星纸业案情概要部分参见 Securities and Futures Commission v. Qunxing Paper Holdings Co Ltd and Others HCA 2428/2013 [2018] HKCFI 271, available at [https://legalref.judiciary.hk/lrs/common/search/search_result_detail_frame.jsp?DIS=113538&QS=\(%7B%20Qunxing%20Paper%7D%20%25parties%7D\)&TP=JU](https://legalref.judiciary.hk/lrs/common/search/search_result_detail_frame.jsp?DIS=113538&QS=(%7B%20Qunxing%20Paper%7D%20%25parties%7D)&TP=JU), accessed June 25th, 2020.

良国际有欺诈发行行为。^[38] 随后,我国香港地区证监会紧急向法院申请冻结洪良国际 9.974 亿港元资金,并指令香港交易所将洪良国际股票停牌。^[39] 其后我国香港地区证监会援引《证券及期货条例》第 213 (2)(b)条向法院提起诉讼,请求法院判决洪良国际向持股投资者退还其上市所募集资金。^[40] 2012 年 6 月,我国香港地区证监会与洪良国际达成妥协,洪良国际承认违法,法院最终判决洪良国际从停牌时持股的公众投资者手中回购股票,回购总金额达 10.3 亿港元,使公众投资者回复到公开发售股票之前的状态。^[41] 在洪良国际的配合下,最终绝大多数受损投资者借助股份回购方式较为迅速地获得了救济。^[42]

群星纸业于 2007 年 9 月登陆港交所主板市场,发行价为每股 5.35 元港元。2011 年 3 月群星纸业因故停牌,停牌价为 2.18 元港元。在此期间,群星纸业于上市时、2010 年 12 月和 2011 年 1 月采用首次公开发售、国际配售、公开发售或发行认股权证等方式合计公开募资约 19.68 亿港元。2013 年,我国香港地区证监会发现群星纸业欺诈发行证据,随后正式向法院申请责令回购决定,并申请冻结群星纸业及有关方 19.68 亿港元资产(实际寻获约 1.5 亿港元)。^[43] 2014 年,群星纸业进

[38] 参见王玮、夏中宝:《“洪良国际案”对境内欺诈上市案件查处的启示——以“绿大地案”为比较分析样本》,载《证券法苑》(第 7 卷),法律出版社 2012 年版,第 602~603 页。

[39] 参见我国香港地区证券及期货事务监察委员会:《法院颁令继续冻结洪良的资产》,载我国香港地区证券及期货事务监察委员会官网:<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR38>,2020 年 6 月 25 日访问。

[40] 参见我国香港地区证券及期货事务监察委员会:《证监会提交针对洪良的申索陈述书》,载我国香港地区证券及期货事务监察委员会官网:<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=11PR122>,2020 年 6 月 25 日访问。

[41] 参见王玮、夏中宝:《“洪良国际案”对境内欺诈上市案件查处的启示——以“绿大地案”为比较分析样本》,载《证券法苑》(第 7 卷),法律出版社 2012 年版,第 604 页。

[42] 参见张子学:《虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接》,载《证券市场导报》2019 年第 4 期。

[43] 参见我国香港地区证券及期货事务监察委员会:《证监会寻求法庭颁令强制群星纸业主席及副主席作出披露》,载我国香港地区证券及期货事务监察委员会官网:<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/enforcement-news/doc?refNo=14PR39>,2020 年 6 月 25 日访问。

入破产重整程序。本案于2018年才作出判决,在判决中法院认定群星纸业及其子公司以及高管暨控股股东朱某国、朱某群父子负有赔偿责任;同时法院在综合考虑每位投资者的实际买入成本、股息和杂费等因素后将回购总额确定为14.1958亿港元;由于此时可供执行资产仅剩1.122亿港元现金,且执行后群星纸业股票将几无价值,因此,法院同意不再由群星纸业回购股票,并决定按比例向投资者直接分配资产。^[44]

对比反思洪良国际案和群星纸业案的具体案情,可知责令回购制度的运行受到较多因素制约。

其一,具体案情的复杂程度。洪良国际上市到案发时间不长,股票价格波动较小,每股发行价为2.15港元,回购价格为停牌日股价2.06港元,即使投资者买入价格高于回购价格,两者相差也不大,因而投资者愿意接受回购。^[45]但是正如香港地区法院在洪良国际案中明确指出的,如果停牌价和发行价相差很大,则统一以停牌价回购股份显然有较大问题。^[46]而群星纸业上市到案发历时4年,股票价格波动幅度较大,期间还有公开募资行为,投资者持股方式复杂,因此法院最终未采取统一价格回购,而是按照不同投资者的实际情形,根据购入价格、购入当日收盘价或停牌日收盘价计算其回购价格。^[47]

其二,发行人及控股股东等主体的配合程度。洪良国际案中,我国

[44] 由我国香港地区证监会新闻稿中的用语和赔偿方式亦可表明法院未要求群星纸业回购股票。参见香港地区证券及期货事务监察委员会:《法庭命令群星及前董事就披露虚假或误导性资料向投资者作出赔偿》,载我国香港地区证券及期货事务监察委员会官网:<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=18PR10>,2020年6月25日访问。

[45] 参见汤欣、谢日曦:《从洪良国际案到证券民事赔偿》,载《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版,第64页。

[46] See Securities and Futures Commission v. Hontex International Holdings Co Ltd and Others HCMP 630/2010 at para 5, available at https://legalref.judiciary.hk/lrs/common/search/search_result_detail_frame.jsp?DIS=77627&QS=%2B&TP=JU, accessed June 25th,2020.

[47] See Securities and Futures Commission v. Qunxing Paper Holdings Co. Ltd. and Others HCA 2428/2013 [2018] HKCFI 271 at para 40, available at [https://legalref.judiciary.hk/lrs/common/search/search_result_detail_frame.jsp?DIS=113538&QS=\(%7BQunxing+Paper%7D+%25parties%7D\)&TP=JU](https://legalref.judiciary.hk/lrs/common/search/search_result_detail_frame.jsp?DIS=113538&QS=(%7BQunxing+Paper%7D+%25parties%7D)&TP=JU), accessed June 25th,2020.

香港地区证监会幸运地与洪良国际达成协议,因而责任主体非常配合监管部门的行动,使回购顺利实施。而在群星纸业案中,控股股东等责任主体并未显现出配合执行回购义务的意愿,法院作出责令回购决定时其实存在如何执行的隐忧。最终,法院的解套方法是以群星纸业股份已经几无价值为由,判令群星纸业无须履行回购程序,我国香港地区证监会只需按照计划将款项支付给公众投资者即可。若非如此,群星纸业案的责令回购判决如何执行,仍将面临许多不确定性。

其三,未持股的受损投资者的赔偿难题。法院在群星纸业案的判决书中明确指出责令回购可能会遗漏那些不持股的受损投资者,不过法院又以尚未有这类投资者提起诉讼为由,认为其作出责令回购判决是恰当的。^[48] 这一问题并未在洪良国际案中暴露出来,原因可能是该案信息保密工作较好、停牌及时,持股投资者群体与受损投资者群体较完美地重合。^[49] 但是,如果没有这些特殊情形,实施责令回购制度时如何平衡各类受损投资者的利益,将是巨大的理论和实践挑战。

综上所述,若以充分赔偿投资者损失为目标,责令回购制度的境外实践亦难言成效显著。事实上,责令回购制度的运作与许多因素密切相关,只有在案情较为简单、责任主体愿意且有能力配合等情形下,责令回购制度方能显现出便捷快速充分赔偿投资者损失的优势。特别值得注意的是,若以赔偿投资者损失作为责令回购制度的目标定位,由于存在难以为非持股的受损投资者提供救济这一固有缺陷,责令回购制度未必总是适当的。

三、我国责令回购制度的定位重构

不论是本土规则还是境外实践,都揭示出责令回购制度难以实现

[48] See Securities and Futures Commission v. Qunxing Paper Holdings Co. Ltd. and Others HCA 2428/2013 [2018] HKCFI 271 at para 61, available at [https://legalref.judiciary.hk/lrs/common/search/search_result_detail_frame.jsp?DIS=113538&QS=\(%7BQunxing+Paper%7D+%25parties\)%26TP=JU](https://legalref.judiciary.hk/lrs/common/search/search_result_detail_frame.jsp?DIS=113538&QS=(%7BQunxing+Paper%7D+%25parties)%26TP=JU), accessed June 25th, 2020.

[49] 参见汤欣、谢日曦:《从洪良国际案到证券民事赔偿》,载《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版,第63~64页。

充分赔偿投资者损失目标的困境,而新《证券法》创建的其他救济制度则能够更好地实现这一目标。是故,重构责令回购制度的目标定位成为必然选择,否则该制度将几无合适应用场景。

(一) 替代救济制度能够更好实现充分赔偿目标

相比于原《证券法》单一化的个别诉讼救济途径,新《证券法》创造了中国版集团诉讼制度代表的司法诉讼救济途径、先行赔付制度代表的民事和解救济途径和责令回购制度代表的行政救济途径,我国证券欺诈发行民事赔偿机制已然形成立体化的公私法统合体系。^[50] 新《证券法》出台后,移植责令回购制度的制度环境已然发生改变,相比于责令回购制度,中国版证券集团诉讼制度和先行赔付制度作为替代救济制度能够更好地担负起充分赔偿投资者损失的目标。

其一,替代救济制度的创立改变了责令回购制度的制度环境。2013年我国移植责令回购制度的原因是中小投资者处于弱势地位且司法救济途径不畅,因而导致中小投资者难以自主维权。但是,在中国版证券集团诉讼制度推出后,由中小投服领导组织证券集团诉讼,可以破除前文所述的投资者集体行动困境,扭转中小投资者的弱势地位。同时以上海金融法院为代表的金融法庭、金融审判合议庭等专业金融审判机构的逐步建立,^[51]意味着法院系统处理证券欺诈发行案件的专业程度将来未必不如证监会,由证监会处理相关案件的必要性大为减弱。先行赔付制度也取得明确法律地位,这为投资者提供了司法途径之外的快速便捷的救济渠道。

其二,替代救济制度在实现充分赔偿目标时,不会如责令回购制度般面临诸多困境。中国版证券集团诉讼制度和先行赔付制度不以回复原状法原理为制度基础,并不会存在赔偿是否应以不当获益为限的理论困扰。而且中国版证券集团诉讼制度和先行赔付制度均是直接通过支付金钱方式给予投资者赔偿,无须像责令回购制度一样必须采取股份回购方式,因而不会存在遗漏非持股的受损投资者的制度弊病。此

[50] 中国版集团诉讼制度规定在《证券法》(2019年)第95条第3款,先行赔付制度规定在《证券法》(2019年)第93条。

[51] 参见《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》第17条。

外,替代救济制度可以遵循现有民事强制执行程序保障制度实施,而不会存在如何强制召开股东大会、强制控股股东等主体同意回购决议等执行难题。

其三,责令回购制度的一大优势是赔偿程序方便快捷,但是这一优势建立在案情简单、赔偿资金充裕且相关主体配合的基础上。在类似场景中,完全可以采用先行赔付制度,根据以往先行赔付案例来看,先行赔付制度的偿付程序也非常便捷,投资者一般在先行赔付程序发起后2个月内即可获得赔偿,^[52]考虑到先行赔付制度还能够避免未持股的受损投资者求偿难问题,其实施效果应比责令回购制度更佳。而如果欺诈发行行为在上市多年后才被发现、股票价格波动较大、发行人等主体亦不配合证监会行动,那么,责令回购制度便捷赔偿的优势也将不复存在,甚至可能比中国版集团诉讼制度更为耗时繁难。

(二) 责令回购制度的定位重构

境外创制责令回购制度和我国移植责令回购制度,都不免希望其发挥赔偿投资者损失的重要作用。但是正如前文所论证的,责令回购制度只有在特殊场景下才能实现充分赔偿投资者实际损失这一目标定位,而中国版证券集团诉讼制度和先行赔付制度则能在这一目标上取得更佳的效果。这意味着在新《证券法》实施之后,定位为充分赔偿投资者实际损失目标的责令回购制度看似美好,但是实践中几乎没有适用机会。为避免责令回购制度成为具文,本文认为责令回购制度的定位应予修正,这一制度的最佳定位应是给予那些身陷欺诈发行败露后无人问津的公司的投资者适当退出机会。

根据沪深交易所现行规则,欺诈发行将被强制退市。^[53]按照以往退市股票的交易数据,因欺诈发行而退市的公司股价往往会暴跌。比如,欣泰电气最终退市价格为1.48元,相比于第一次虚假陈述披露日

[52] 欣泰电气、海联讯、万福生科三起先行赔付案从公告到资金到账一般仅需约2个月时间,参见中国证券投资基金业协会专项补偿栏,载 <http://www.sipf.com.cn/>,2020年6月25日访问。

[53] 参见《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》第2条第1款、《深圳证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》第2条第1款。

(2015年11月27日)的收盘价16.76元下跌超过91%。^[54]由此可见,欺诈发行行为败露后未能退出的投资者将损失惨重。而且从理论上来说,一旦欺诈发行信息被市场知悉,暴跌将一夕而至。我国虽然实行涨跌停板交易机制,这限制了暴跌速度,但是由于接盘必然不多,欺诈发行公司的股价很可能在一段时间内每天都停在跌停板上,投资者仍然无法退出止损。等到交易重新活跃,股票价格已到低位,投资者几乎没有机会在合适价格上卖出股票。相比于在欺诈发行信息发布后幸运地及时卖出止损的投资者,仍然持股的投资者遭受损失的幅度将非常巨大。

此时若采取定位为退出机制的责令回购制度,让公司用合理的回购价格购买受损投资者所持股份,能够给予这些身陷欺诈发行败露后无人问津的公司的投资者一个适当的退出机会,避免他们的损失过于严重。需要强调的是,定位为退出机制的责令回购制度,并非意在通过回购股份全额偿付持股投资者的损失,而是给予其先行退出公司的机会,因此回购价格肯定不会覆盖持股投资者的全部损失,之后这部分投资者应和其余受损投资者一道遵循其他途径就其剩余损失寻求救济。

仔细分析责令回购制度的退出机制定位对持股的受损投资者、非持股的受损投资者和责任主体的影响之后,本文认为这一制度定位能够兼顾未持股的受损投资者利益,显著缓解责令回购制度执行难问题,因而具有充分正当性和可行性。

第一,对持股的受损投资者而言,即使其能够通过司法诉讼途径获得赔偿,但是必然耗时日久,责令回购制度至少能让其较迅速获得部分赔偿,避免损失扩大。

第二,对未持股的受损投资者而言,作为退出机制的责令回购制度没有违背证券民事赔偿制度的法理价值,不会过度损害这些投资者的权益。若责任主体拥有充裕资金,未持股的受损投资者之后能够通过其他途径获得充分赔偿,事先回购持股投资者股票不会影响其权益。若责任主体赔偿资金不足,让受损最严重的部分投资者优先获得部分

[54] 价格信息载新浪财经:<http://finance.sina.com.cn/realstock/company/sz300372/5g.shtml>,2020年6月25日访问。

赔偿,并不会严重损害未持股的受损投资者,这一方式仍属公正。

第三,对发行人等责任主体而言,相比于定位为充分赔偿的责令回购制度,定位为退出机制的责令回购制度所需资金较少,而且赔偿投资者损失本就是其迟早都需履行的义务,若同时搭配行政和解的制度安排,发行人等责任主体配合意愿应该更强,责令回购制度也就更具可操作性。

此外应强调的是,定位为退出机制的责令回购制度的适用对象应仅限于持股的受损投资者,适用时间可规定为欺诈发行行为揭露日之后行政处罚决定作出之前,如此亦能与其他制度完美衔接。责令回购决定的行政行为属性,并不意味着持股的受损投资者必须接受股票回购要约,而不能选择其他救济机制。责令回购制度只是为投资者创设了一种新的行政救济途径,持股的受损投资者享有是否同意股票回购的选择权。

(三) 责令回购制度与其他救济制度的适用衔接

责令回购制度与先行赔付制度、中国版证券集团诉讼制度均属于新《证券法》构建的投资者救济体系的重要组成部分,而且三类制度中的责任主体高度重合,因而总结不同救济制度的最佳适用场景,厘清责令回购制度与另两类制度间的适用衔接,对恰当准确适用责令回购制度具有重要意义。

首先,结合前文讨论,责令回购制度的最佳适用场景应符合案情较简单、持股投资者与受损投资者匹配程度高、发行人等责任主体拥有一定资金且有配合执行意愿等条件。

其次,与责令回购制度相比,先行赔付制度具有执行较易、赔偿较充分等优势。不过,学界已有研究表明先行赔付制度也可能存在一些问题:第一,投资者是否认可先行赔付方案,倘若赔付标准设置不合理,投资者可能会拒绝接受该方案。^[55] 这可能使先行赔付制度的目标无法达成。第二,有责主体之间可能对先行赔付方案存在争议,如果该方案的赔偿标准高于理论赔偿标准,其他有责主体可能会拒绝就超出部

[55] 参见陈洁:《证券市场先期赔付制度的引入及适用》,载《法律适用》2015年第8期。

分承担责任。^[56] 第三,即使有责主体不对先行赔付方案提出质疑,但是有责主体各方应如何分配赔偿责任尚属理论和实践难题,不易厘清。^[57] 第四,先行赔付协议仅是和解协议,倘若先行赔付主体反悔、不愿履行协议,先行赔付协议缺乏强制执行机制,投资者仍需通过诉讼才能获得救济。^[58] 鉴于上述问题,先行赔付制度的最佳适用场景应是先行赔付主体拥有足够赔付资金、且具有先行赔付意愿,先行赔付方案有利于投资者,同时相关责任主体事先对先行赔付方案和责任分担问题达成合意的场景。对比责令回购制度的最佳适用场景可知,理论上责令回购制度有可能与先行赔付制度衔接使用。如若发行人拥有一定资金,但尚不足以覆盖投资者损失,而发行人的控股股东、实际控制人资金实力有限,那么证监会可以考虑先适用责令回购制度,由发行人为持股的受损投资者提供退出机会。之后,若保荐人有资金和意愿为投资者剩余损失提供救济,则可以继续适用先行赔付制度。

最后,就中国版证券集团诉讼制度而言,责令回购制度与之衔接最为密切。中国版证券集团诉讼制度是由投资者保护机构代表广大受损投资者向法院提起证券侵权诉讼,这一制度克服了投资者救济环节的集体行动困境,且胜诉后的执行难度远小于责令回购制度,可以为广大投资者提供充分有效救济。但是中国版证券集团诉讼制度也有弊端,在目前制度环境下,中国版证券集团诉讼的提起仍需以行政处罚或刑事判决为前提,因而投资者获取救济需等待较长时间。职是之故,中国版证券集团诉讼制度可以作为责令回购制度的兜底机制。定位为退出机制的责令回购制度能够让投资者快速获得部分赔偿,免除长期等待之苦。但是对于剩余赔偿部分,投资者可能还需借助中国版证券集团诉讼制度方能获得最终救济。而在责令回购制度和先行赔付制度都不便适用的情形下,中国版证券集团诉讼制度更是投资者最为重要的救济途径。

[56] 参见郭雳、谭思瑶:《保荐人先行赔付制度与中国探索》,载《投资者》2018年第1期。

[57] 参见肖宇、黄辉:《证券市场先行赔付:法理辨析与制度构建》,载《法学》2019年第8期。

[58] 参见郭雳:《证券投资者保护:创新发展与制度协调》,载《上海证券报》。转引自新浪财经:<http://finance.sina.com.cn/roll/2020-03-15/doc-iimxyqwa0509840.shtml>,2020年6月25日访问。

四、我国责令回购制度的构造建议

基于上述讨论,特别是责令回购制度的退出机制定位,本文对责令回购制度的决定作出因素、回购主体、回购价格、保障机制和激励机制等规则构造提出如下建议。

(一) 决定作出的影响因素

证监会作出责令回购决定时需结合具体案情和责令回购制度的特殊性,从欺诈行为、回购资金、投资者结构以及作出决定的成本收益等方面权衡是否应作出责令回购决定。

第一,证监会作出责令回购决定前首先需判断是否存在严重证券欺诈行为。因为依据新《证券法》,启动责令回购制度的法律条件是发行人在发行时存在重大违法违规行为。

第二,发行人等责任主体拥有一定数量的回购资金。在退出机制定位之下,虽然不要求发行人等责任主体完全赔付投资者损失,但是也必须有一定数量的回购资金才能实施回购。因此,证监会需查封冻结一定数量资金,才应考虑作出责令回购决定,否则应由投资者选择先行赔付等其他救济途径。

第三,发行人等责任主体有配合意愿。如前所述,责令回购决定作出后,发行人的管理层、控股股东、实际控制人至少应配合召开股东大会、同意回购决议,否则责令回购决定难以落实。因此,证监会可以考虑在决定作出前了解责任主体是否愿意配合,并且可以考虑利用证券行政和解制度提升其配合意愿。若发行人等责任主体不愿配合,投资者可能选择其他途径能够更方便实现目标。

第四,证监会应对责令回购决定的成本收益进行评估,如果启动相关程序的收益少于成本,证监会不应作出责令回购决定,而应将有限资源投入其他案件中。比如,证监会应事先评估投资者结构,倘若受损投资者占持股投资者的比例不高,责令回购决定的制度实施成本过高,比较责令回购决定作出与执行的成本收益,此时证监会也不宜作出责令回购决定。

(二) 回购主体的范围限缩

回购主体可以具体分为回购权利主体和回购义务主体。基于责令回购制度的退出机制定位,回购权利主体应只限于因欺诈发行行为而持股的受损投资者,发行人的管理层、控股股东、实际控制人等不应被囊括在内,同时也不应包括在欺诈发行揭露日之后买入股票的投资者。

理论上回购义务主体所覆盖的主体类别较为复杂。新《证券法》仅要求发行人和有责任的控股股东、实际控制人承担回购股票的义务。所谓“有责任”的控股股东、实际控制人,如前文所述,应仅限于组织、指使实施欺诈发行的控股股东、实际控制人。现实中控股股东、实际控制人在上市后发生变更的情形也不在少数,此时应由欺诈发行行为发生时的责任主体承担回购义务较为妥当。^[59]

不过,根据《证券法》的规定,证券欺诈发行的责任主体并不限于发行人、控股股东和实际控制人,还包括发行人的董事、监事、高级管理人员等公司责任人员,以及保荐人、律师事务所、会计师事务所等证券服务机构。^[60] 上述责任主体是否应全部或部分纳入回购义务主体范围呢?

我国香港地区将责令回购制度作为赔偿投资者损失的重要机制,其责任主体并不限于发行人。我国香港地区《证券及期货条例》在制定责令回购制度的责任主体规则时对回复原状制度的理论责任主体加以变更,极大扩张了责任主体范围。《证券及期货条例》第213条(1)款规定,直接触犯条例规定的主体、任何对触法行为起到辅助、教唆、怂恿等作用的主体、明知触法行为而直接或间接牵涉其中的主体都对股票回购负有责任。^[61] 在实践中,我国香港地区证监会曾在中国森林案中追究发行人、管理层、保荐人、会计师等主体的责任,^[62] 甚至曾在群星纸业案中法院还判决发行人的子公司也负有责任。

但是本文认为,结合我国内地责令回购决定的行政行为属性以及

[59] 参见孙秀振:《欺诈发行责令回购股票制度:目标定位及现实构建》,载《证券市场导报》2019年第5期。

[60] 参见《证券法》(2019年)第85条。

[61] 参见我国香港地区《证券及期货条例》第213条(1)款。

[62] 参见中国森林控股有限公司2017年1月24日公告。

退出机制定位,我国香港地区的经验并不足取。其一,管理层、中介机构中哪些主体应承担民事赔偿责任,以及分别按照何种比例承担责任,更适宜由法院根据具体案情加以认定,作为行政机关的证监会本不宜过分介入民事赔偿争议中。其二,我国香港地区责令回购决定本质是请求法院充分赔偿投资者损失,而定位为退出机制的责令回购决定只是提前给予持股的受损投资者部分赔偿,如果嗣后投资者诉至法院,自然可以要求有责任的管理层、中介机构承担相应赔偿责任。而且定位为退出机制的责令回购决定所需金额有限,无须牵连过广,徒增制度实施成本。

(三) 回购价格的确定方式

回购价格是责令回购制度时最具争议的部分。

如前文所述,我国香港地区在洪良国际案中采用停牌时的市价作为回购价,而在群星纸业案中根据受损投资者的实际损失确定回购价格。而美国《1933年证券法》的规定则是根据买入价外加利息再减去任何收益后的剩余部分作为购回价格。^[63] 在《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(征求意见稿)中证监会曾规定以投资者实际买入价或股票交易价孰高为基准计算责令回购价格。^[64] 这些责令回购制度均旨在充分赔偿投资者损失,因此其回购价格确定机制的借鉴意义不大。

在2013年引入责令回购制度后,我国实践中曾出现多种回购定价方式,较为典型的两类方式是以市场价格为基准确定回购价格以及以发行价加计利息为基准确定回购价格。^[65] 本文认为,不论是按照市价法还是发行价法计算回购价格均不合理。市价法的不足之处在于:欺诈发行败露前的股价一般处于高位,而欺诈发行行为败露后股价往往暴跌,不论是按照暴跌之前的股价还是之后的股价确定回购价格,均不

[63] See Securities Act of 1933 section 12 (a) (2).

[64] 参见《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(征求意见稿)第68条第5款。

[65] 例如,参见《光云科技首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》,第516页,载新浪财经:https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=688365&id=6103540,2020年6月25日访问。

符合责令回购制度给予投资者适当退出机会的定位。洪良国际一案中之所以能够统一按照市场价格回购,是因为其上市后到停牌日的股价波动不大,但是其他案件则未必有这种特殊情形。发行价法也有不足之处:在股价波动剧烈的情况下,部分投资者持股成本可能低于发行价,另有部分投资者持股成本可能高于发行价,统一按照发行价回购,将造成部分投资者无法充分受偿而其他投资者反而获益的不公平结果。鉴于上述缺点,统一按照市价法或发行价法计算回购价格都只应在特殊情形下适用。当然,如能统一计算回购价格,其也具有节约成本、方便实施等优点。

为适应千变万化的市场情况,本文认为,证监会不应在事前确定回购价格,而应结合个案具体情形,在衡量股票市场价格、股票真实价值、股票价格波动幅度、投资者损失、查封的回购资金总额等因素之后,再决定是采取统一计算回购价格的方式还是差异化计算回购价格的方式,以及每位持股的受损投资者的具体回购价格。当然,证监会享有根据个案决定回购价格的自由裁量权也可能引发对其责令回购决定公平合理性的质疑。对此,本文建议证监会一方面应在《欺诈发行上市股票责令回购实施办法(试行)》中列明确定回购价格的各类影响因素,同时在该办法中尽量明确限制裁量权的范围,另一方面应在责令回购决定中详细说明回购价格的确定理据。如果最后责任主体或投资者仍对回购价格不满意,可以针对责令回购决定采取行政复议等复核程序。

(四) 实施决定的保障机制

责令回购决定的作出需要较长时间。在这段时间内,发行人等责任主体可能会转移资金、逃避责任,投资者可能会卖出股票止损导致作出责令回购决定时受损投资者占持股投资者比例较低。如若上述情况发生,责令回购制度或将失去正当性。因此,证监会在案件调查过程中,即应适时采取强制停牌和冻结、查封等措施。

证监会在欺诈发行揭露日采取强制停牌措施能够固定持股投资者结构,利于责令回购决定的作出。依据现有证券欺诈民事赔偿规则,在揭露日之前买入股票并持有到揭露日之后的投资者均有可能获得赔偿。证监会在揭露日采取强制停牌措施,可以使现有持股投资者中受损投资者比例最大化,避免案情进一步复杂化,从而使股票回购更具正

当性,同时也能够避免原有股东因为股价巨幅波动遭受损失。而且从我国香港地区的实践来看,拟退市上市公司一般均会采取停牌措施。^[66]

同时责任主体是否有足够资金实施回购对责令回购决定均有关键影响,因此,一旦证监会决定采取责令回购制度,则应迅速行动,根据新《证券法》第170条第6项,^[67]查询发行人等责任主体的账户并冻结或查封一定数目资金,以备回购之用。资金冻结将对发行人等责任主体的现金流造成显著影响,故证监会在决定采取相关措施前必须依据充分理由慎重决定。证监会采取相关措施后,不可避免地会影响公司正常经营,故内地证监会可以学习香港地区经验,^[68]允许当事人满足一定条件时申请部分资金解除冻结、查封状态,以用于公司运营。

(五) 配合执行的激励机制

责令回购决定的执行可能遭遇的最大障碍是发行人、控股股东或实际控制人不配合履行回购义务。受公司资本制度的影响,我国《公司法》对公司回购股份有着严格的限制,发行人并不能随意回购本公司股份。^[69]结合《公司法》第142条的规定,责令回购决定只有以“减少公司注册资本”的名义实施才具合法性。^[70]而根据《公司法》第103条的规定,减少公司注册资本需经股东大会2/3多数决。^[71]倘若发行人拒绝召开股东大会,或者控股股东、实际控制人在股东大会否决回购决议,责令回购决定将面临执行难问题。因此,如何激励相关主体配合实施责令回购决定显得尤为重要。

在2013年引入责令回购制度之初,该制度的执行与落实依赖于控

[66] 参见连达鹏:《香港上市公司被强制退市的退市机制研究》,载《金融法苑》2008年第4期。

[67] 参见《证券法》(2019年)第170条第6项。

[68] 参见香港地区证券及期货事务监察委员会:《法院更改针对群星纸业的临时强制令》,载香港地区证券及期货事务监察委员会官网:<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/enforcement-news/doc?refNo=14PR9>,2020年6月25日访问。

[69] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2018年版,第288页。

[70] 参见《公司法》第142条。

[71] 参见《公司法》第103条第2款。

股股东的自愿承诺。在招股说明书中,控股股东一般承诺若存在欺诈发行情形,将在股东大会中投票同意发行人回购全部新股;并承诺若其阻挠回购,则其所持股份对回购事项不具表决权。^[72] 依公开承诺的单方允诺性质,控股股东的前述承诺应具法律效力。不过,之后的招股说明书中并不都有这样的承诺。

《科创板管理办法(征求意见稿)》曾规定,如果发行人等拒绝履行回购股票义务,则证监会有权向法院申请强制执行。^[73] 如果法院支持责令回购决定,而发行人等仍然不配合履行回购义务,法院可以依据《刑法》第313条对相关责任人员处以罚金、拘役或有期徒刑。^[74] 鉴于《刑法》的威慑力,向法院申请强制执行应具有较强效力。但是在该项办法正式出台时,强制执行条款被证监会删除。不过,该条款是否被删除都不会影响证监会申请强制执行的权利,关键问题是法院是否有支持和配合证监会行动的意愿。最高人民法院在《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》之中并未有涉及支持履行责令回购决定的内容,^[75] 因此目前法院系统对此问题的态度尚不明朗。

本文认为,前述两种激励机制值得继续沿用,证监会尤其应当与最高人民法院沟通协商,争取获得法院系统对强制执行责令回购决定的支持。除此之外,本文建议证监会可以利用证券行政和解制度,若发行人等责任主体积极履行责令回购决定,证监会可以终止针对相关主体的调查程序。^[76] 若发行人等责任主体不配合执行责令回购决定,则证监会将酌情加大行政处罚强度或市场禁入年限。以此鼓励发行人等责任主体配合实施责令回购决定。

[72] 例如,参见丹东欣泰电气股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书第110页,载新浪财经;https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=300372&id=1279358,2020年5月25日访问。

[73] 参见《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(征求意见稿)第68条第2款。

[74] 参见《刑法》第313条。

[75] 参见《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》。

[76] 参见《证券法》(2019年)第171条。

五、结论

责令回购制度在我国香港地区和美国被视为实现充分赔偿投资者损失目标的制度工具,但是如果我国也将以此作为责令回购制度的定位,恐怕会成为一场“美丽的误会”,因为责令回购制度自身的适用局限,其事实上难以担起充分赔偿的重任。鉴于新《证券法》为解决这类问题提供了较为丰富的武器库,在对责令回购制度的法理基础、境外实践与我国制度环境进行系统反思的基础上,本文主张将该制度重新定位于为欺诈发行中持股的受损投资者提供退出机会。证监会在建构责令回购制度时,应重点关注决定作出因素、回购主体、回购价格、保障机制和激励机制等具体规则的设计。

(编辑:韩励豪)