

# 投资者保护视角下上市公司监管法规体系化研究

视角下上市公司监管法规体系的现状 并就上市公司监管法规体系化提出完善建议  
以期有助于提升上市公司监管法规体系化水平

一、

## (二) 法规体系化的应然特征

1. 实质层面 监管理念融贯性 监管内容全面性
- 1 监管理念融贯性 法规体系应具有内在理念

规范也应当具备逻辑性，在上市公司监管法规体系中，具体要素逻辑性体现在两个方面：一是具体规范应具有一致性，不同层级中的相同内容的表述应保持一致，使规则更加易懂；二是要素关系应具有逻辑性，上市公司监管规则下位层级的监管规则应是上位层级监管规则要素的具体化、实操化，使规则要素之间保持逻辑自治，不能存在下位规则超越权限新设定权利义务的情况。

## 二、投资者保护视角下上市公司监管法规体系现状

(一) 投保视角下上市公司监管法规体系的建设成果  
经过多年建设，我国上市公司监管法规

上市公司监管规则纵向层级的适当性看，证监会层面构建基础规则、监管指引、规则适用意见<sup>3</sup>三个层次，交易所层面构建自律监管规则、自律监管指引、自律监管指南<sup>3</sup>三个层次，行政监管与自律监管实现有效衔接，通过优化上下位规则关系，基本“找平”沪深交易所规则的章节体例，并维持两所规则内容上的合理差异。对修订不久的规则进行编号，使上市公司监管法规体系在规则形式上更加清晰。

4. 上市公司监管法规已经具备具体要素的逻辑性。上市公司监管法规体系以公司法、证券法等为核心，以证监会行政监管规则和沪深北交易所自律监管规则为主体，针对上市公司监管的行政规则和自律规则，证监会围绕公司法、证券法，协同沪深北交易所以及上市公司协会等自律监管组织梳理规则要素逻辑，在技术上将属于同一监管事项但分散各处的规则进行了统一，对不符合实践或存在矛盾的规则进行修改、废止，将文字表述和格式体例进行了统一。此外，国务院、证监会、最高人民法院、最高人民检察院、公安部、财政部

重大影响 与普

路径 有助于整体提升上市公司监管法规体系化

司三会运作制定董事会运作规则完善股东大会规则同时加强规则之间的逻辑性使上市公司治理准则与新修订的同位阶规则在内容上保持协调一致其次在控股股东和实际控制人的诚信义务基础上对滥用控制权责任认定中采用举证责任倒置由侵害人提供证据自证已履行诚信义务

3. 突出中小股东监督制衡权利提高公司治理参与度  
建议制定上市公司章程监管规则让公司章程在公司内部治理中真正发挥作用当修改变更公司章程中的条款损害中小股东合法权益时投资者保护机构可就此为中小股东维权

在知情权上应完善权利行使的程序避免阻碍纠纷需要进一步明确中小股东可查阅的必要范围同时规定查阅地点应满足便利保密和最低影响等原则性要求在表决权上通过出台上市公司治理管理办法提升上市公司表决回避制度的法律层级同时扩大表决回避制度的适用范围在回购权上应进一步明确回购权行使的主体以及回购义务的主体异议股东的范围可适当扩大放松必须在股东大会对上期上市公司合并分立利润分配的决议投反对票的要求并明确股东表达异议的有效期限及其他合法的途径

4. 健全上市公司独立董事规则保障独董履职尽责  
在法规体系的层级适当性方面健全上市公司独立董事制度适时提高上市公司独立董事规则的立法层级建议由国务院在行政法规层级出台上市公司独立董事法规赋予监管机关督促独董履职尽责防止上市公司侵害独董履职条件的监管处罚权为独董发挥监督功能筑牢制度基础加强独立董事积极保护中小投资者权益不受损害的制度供给在法规体系的内容方面为避免独董任免被控股股东和实际控制人完全掌控建议将任免独董的主导权交由中小股东行使独董选任制度中建议允许投保机构代表或辅助中小股东行使独董任免权由中小股东作为核心主导独董选任投保机构代表中小股东行使独董提名权如果独董存在损害中小股东利益的情形投保机构可以向股东大会提出建议罢免独董由中小股东投票决定是否罢免

5. 推动机构投资者积极参与上市公司治理  
机构投资者具备专业视角积极参与上市公司治理可以促进资本市场整体治理水平提高保护好中小投资者的合法权益基于最新的上市公司治理准则建议进一步完善修订基金管理公司对外行使投票表决权指引统一征集代理投票权的主体对征集委托书的格式内容作出进一步的具体规定提高征集代理投票权制度的法律效

力层级 促进机构投资者积极参与上市公司重大事项决策

## (二) 上市公司信息披露监管法规体系化建议

1. 实现信息披露立法理念进一步向“投资者导向”的逻辑转变

在全面推行注册制背景下，信息披露制度理念亟待进一步向“投资者导向”的逻辑转变。一是要将信息披露的立足点或出发点定位于投资者，出发点不同必然导致信息披露的差异。信息披露的主要使用者应定位于证券市场的投资者，尤其是信息获取能力弱的中小投资者。二是要充分考虑投资者的需求，在披露渠道、内容编制格式指引、沟通互动等各个方面都应出于投资者保护目的并考虑到投资者的决策需要。三是要将“投资者导向”的信息披露立法理念融汇贯彻到整个上市公司监管体制之中，确立信息披露在资本市场运行中的中心和基础地位。

2. 更加注重投资者决策重要信息的披露

一是更多、更深入披露与投资者决策有关的重要信息，可考虑减少合规、规范类信息的披露，更多要求披露与公司投资价值有关的信息，如所处的行业环境、公司竞争优势等。二是从投资者角度理顺招股说明书、定期报告的逻辑架构，对投资者决策重要的信息尽量位置提前、重点突出，对投资者决策不具有重大价值的历史类、规范类信息可以靠后，或者采取附件、索引等形式。

3. 适应不同投资者需要，提升信息的可读性

一是避免“信息超载”，可以在满足机构和专业投资者对信息的广度、深度要求的同时，考虑要求上市公司同步发布简化版本，供个人投资者使用。二是强化关键信息，对于投资决策重要信息和需要提醒投资者格外注意的事项，在制作指引中可建议以索引、不同字体、图表等方式予以突出显示。三是注意通俗性和简明性，随着注册制的实施，战略新兴产业、高科技企业占比不断增大，这些行业较传统产业更加难以看懂，涉及的专

披露豁免管理规则 进一步厘清豁免边界 豁免范围的确定应当以“投资者决策”作为标准 如果商业秘密的披露会影响理性投资者做出决策 则应当进行披露 对于恢复披露期限的规定 细化明确“及时”要求 若商业秘密被泄露或出现市场传闻时 要求上市公司在知道或应当知道秘密泄露后的五个工作日内恢复披露 密创论

导进行价格协商 如协商失败则向人民法院提起民事诉讼 由法院评估核定公平回购价格

第三 提升信息披露质量 一是建议将主动退市纳入上市公司信息披露规则的“重大事项”中 二是建议丰富和细化主动退市信息披露的内容 比如公司的资产的财务状况 对利益相关方的影响等 详细规定信息披露的实质性内容 尤其是退市后的发展规划 三是制定主动退市信息披露格式准则和程序 以标准格式发布主动终止上市公告书 披露程序方面 董事会决议通过后立即公布决议情况 在一定工作日内发布主动终止上市公告书 持续公布主动退市进展的股东大会 股东异议以及重大事项等信息

## 2. 强制退市法规体系的完善建议

第一 完善先行赔付制度 一是增加先行赔付的责任主体 当前先行赔付的责任主体主要是公司的实控人 控股股东和有关证券公司 遗漏了董监高 建议将包括董监高在内的所有因不法行为侵害中小投资者合法权益的责任主体 包括个人和机构都纳入先行赔付主体范围内 二是明晰先行赔付标准 建议借鉴虚假陈述损害赔偿的计算方法 或者依据相关的指导案例来确定赔偿标准 三是提高先行赔付制度的强制执行力 建议在先行赔付协议签订后的一段时间内 例如 30 天 向人民法院提出司法确认 法院受理请求后将赔付协议进行审查 作出司法确认裁定书 拒不履行时可依法强制执行

第二 提升股份回购制度的执行力 一是事前细化回购流程 便于监管和督促执行 例如可明确规定首笔回购金额以及最低的回购金额 可以设立专门账户对回购到位资金进行专门管理 避免企业抽走回购资金导致资金不足而停止回购 二是建章立事后惩罚制度 提高回购终止的成本 如可以设置警告 处以罚金等处罚手段和措施 尤其是对于公司利用股份回购操纵股价的行为要从重从严处罚 提高上市公司不履行回购协议的成本

第三 建立健全中小投资者配套救济损鉴虚

渐形成 建立退市保险制度并推动落地实施对于保护中小投资者而言十分必要 二是探索建立投资者保护专项赔偿基金 在违法犯罪的责任主体不能足额赔偿投资者损失时 由专项赔偿基金给予一定额度的赔偿

#### (四) 投资者权利救济法规体系化建议

1. 提高行政监管规则与民事诉讼规则的衔接性 有效贯彻监管理念

第一 优化先行赔付具体实施规则 提高与民事诉讼制度的衔接性 一方面 可由证监会或者证券业协会基于《证券法》第93条的内容细化和完善相关实施细则 对赔付对象范围 赔付资金来源 赔付方案制定程序等关键问题加以明确 合理平衡先行赔付主体 其他连带责任人 和受损投资者之间的关系 保障先期赔付主体追偿权的实现 另一方面 加强制度之间的衔接性 建议在制度层面确认先行赔付主体的民事追偿可以优于其他责任人的行政或刑事处罚

第二 关注证券民事赔偿责任优先制度实践情况 及时“联动修法”制定衔接规则 随着证券民事赔偿责任优先原则的稳健实施 我国证券民事赔偿责任制度势必不断完善 为了促进证券市场公平公正发展 有力保障投资者合法权益 建议高度关注证券民事赔偿责任优先的实施情况 联合证监会 最高法 财政部针对实践中的痛点 难点 共同制定民事赔偿责任优先的具体实施细则

第三 证券虚假陈述前置程序取消背景下 提高投资者举证责任的制度衔接性 一方面 建议充分适用民事诉讼中的一般证明标准——高度盖然性的证明标准 即人法院经审查并结合相关事实 确信待证事实的存在具有高度可能性 即可认定该事实存在 只要证据能够证明信息披露义务人的虚假陈述行为具有重大性和过错的高度可能性 就可以认定具备要件 另一方面 建议强化书证提出命令和法院调查取证等规则和机制 最大限度查明事实

第四 推广特别代表人诉讼首单案件成功经验 贯彻监管理念 发挥示范效应 一是从制度衔接的维度 建议梳理特别代表人诉讼的前置程序条件 进一步明确特别代表人诉讼的前置程序问题 实现制度之间的有效衔接 避免存在法规模糊地带 二是从更好贯彻监管理念 增强违法威慑力的维度 正确适用比例责任 依责任比例确定赔偿金额 为避免连带责任给投资者带来不具经济效益的结果 在公司与真正责任人之间适用比例责任 更有利于达成责任平衡 落实公平原则

2. “全链条”从严打击财务造假行为 提高行刑规则全面性

法规体系化应先从侵害投资者权益的典型违法违规行为入手 针对资本市场财

务造假行为 违规披露行为 加强行政执法与刑事司法规则的双向衔接性 提升法规体系的内容全面性 一是在上市公司监管规

## 注册制的内涵