

# 监管“利剑”再出鞘 责令回购严惩股票欺诈发行

专家称,中国特色“立体化”投资者保护体系将更为完善

■本报记者 吴晓璐

2月17日,《欺诈发行上市股票责令回购实施办法(试行)》(下称《责令回购办法》)正式发布实施。在业界人士看来,欺诈发行责令回购有助于提升对违法违规发行人及其控股股东、实际控制人的威慑,也是弥补投资者权益受损的一种方式,将成为我国资本市场投资者保护的重要组成部分。

“《责令回购办法》的推出,将使得证券监管机关对于欺诈发行行为获得新的‘监管工具’,有利于未来面对具体案件时的监管评估和决策。”华东政法大学国际金融法律学院教授郑或对《证券日报》记者表示,责令回购也将与原来传统的行政处罚、刑事责任和民事责任一起,构建起了具有中国特色的“立体化”投资者保护体系。

## 监管工具“上新”

欺诈发行责令回购是我国新证券法的一项重要制度创新,也是注册制改革的重要配套制度。

放眼全球,不同地区构建了各不相同的欺诈发行责令回购制度。“香港证监会在2010年通过法院判令财务造假的洪良国际公司回购全部股份以对受害投资者进行赔偿,当时即引起国内监管机构和学界的关注。”清华大学法学院教授汤欣对《证券日报》记者表示,我国《证券法》在2019年修订时正式引入了相关机制,作为对于因欺诈发行受损害的投资者的民事司法救济制度的补充。制度的引入需要具体的执行措施,《责令回购办法》在此方面做出了积极性的机制探索。

据记者了解,在2010年洪良国际案中,香港证监会责令洪良国际以2.06港元/股的价格回购其IPO之时发行在外的5亿股股票,共计10.3亿港元的金额,大于其在IPO

时所募集的资金金额9.97亿港元,可见其威力。

2020年8月份,中国证监会就《责令回购办法》征求意见,时隔2年多,伴随全面注册制正式实施,《责令回购办法》正式落地。需要注意的是,欺诈发行包括了IPO、上市公司再融资、并购重组等各个环节中的股票发行行为。

《责令回购办法》明确,三类股票不得被纳入回购范围。汤欣表示,三类股票不被纳入回购范围具有合理性。责令回购对象应当限于对于相关欺诈发行事实善意而不知情的普通投资者,发行人对欺诈发行负有责任的董监高、“双控人(即控股股东、实际控制人)”及相关承销商既不属于“善意而不知情”,也不属于一般意义上的“投资者”,在解释上应当排除;投资者如果“知悉或者应当知悉”欺诈发行事实,则不满足“善意而不知情”要件,也不能纳入救济对象范围。

“这主要是出于‘过责相当’原则。”郑或表示,在公开发行过程中,对于虚假陈述行为有责任的行为人就不应该再享有法律的特别保护,其需要自行承担违法行为所应承担的相应后果。

## 以投资者成本作为损失弥补依据

回购价格方面,《责令回购办法》较征求意见稿进一步完善。征求意见稿中,以揭露日或者更正日前的市场交易价格为回购价格。而《责令回购办法》明确揭露日、更正日与基准价格参考《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(简称“新虚假陈述司法解释”)。

有建议认为,按征求意见稿中确定的回购价格,极端情况下回购价格可能畸高,不合理地增加责令回购措施的实施难度。另外,如投资者因责令回购获得的金额远大



在业界人士看来,欺诈发行责令回购有助于提升对违法违规发行人及其控股股东、实际控制人的威慑,也是弥补投资者权益受损的一种方式,将成为我国资本市场投资者保护的重要组成部分

王琳/制图

于自身损失,在公平性上也容易受到质疑,建议借鉴虚假陈述民事赔偿司法解释的相关规定,以欺诈发行揭露日或更正日后的市场交易价格为回购价格。

对此,证监会表示,经研究,责令回购措施实质上是一项由监管机构主导的民事损害赔偿制度,回购价格的确定逻辑宜与虚假陈述民事赔偿司法解释规定的损失计算逻辑大体保持一致。为此,参照新虚假陈述司法解释对于剔除虚假陈述影响后的股价的确定,有明确的规定,且行之有效,市场较为熟悉,所以予以借鉴。

“新虚假陈述司法解释在‘损失认定’中规定了以‘实际损失’为限的赔偿原则,并且规定‘虚假陈述揭露日或更正日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格,为损失计算的基准价格’。显而易见,新虚假陈述司法解释更倾向于以交易状态下的投资者成本作为损失弥补的依据。”郑或解释道,因此,《责令

回购办法》并没有选用公开发行时发行人从投资者处募集资金时的发行价格作为回购价格,而是偏向于根据交易时投资者实际发生的成本确定回购价格,这更加符合欺诈发行后,在流动性的市场进行交易而可能发生的损失事实。

“欺诈影响股价,剔除欺诈因素之后的股价应当是多少,是回购方案的必备内容。”德恒上海律师事务所律师陈波向《证券日报》记者表示,欺诈发行也属于虚假陈述,而新虚假陈述司法解释对于剔除虚假陈述影响后的股价的确定,有明确的规定,且行之有效,市场较为熟悉,所以予以借鉴。

## 发行人回购注销符合公司法规定

此外,《责令回购办法》明确了回购程序、方式和回购后股票的处理,其中,“回购后股票的处理”为新增安排。

汤欣表示,股票回购后必然面临如何处理的问题,为避免实践中对责令回购股票的处理产生争议,《责令回购办法》明确发行人回购股票的,应当自回购方案实施完毕之日起十日内注销其回购的股票,与现行《公司法》中对于股份公司“减少注册资本”后的注销时限也规定为十日,虽然制度目的具有根本差异,但具体安排上类似。

但如果是发行人的控股股东、实际控制人回购股票的,《责令回购办法》未作限制,可以由其自行处理。郑或表示,发行人回购的股份,因为不符合《公司法》所规定的公司持有自身股票的条件,因此,依据《公司法》的规定,发行人必须作减资并注销股份处理。但如果是发行人以外的其他主体回购,因为不影响发行人本身的注册资本结构,因此并不触发《公司法》的减资和注销要求,可不进行注销处理。

# 行政许可可改为备案制 上市新规搭建企业境外融资新路径

■本报记者 侯捷宁  
见习记者 毛艺麟

2月17日,经国务院批准,证监会发布了《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》(下称《管理试行办法》),从2023年3月31日起实施。

萨摩耶云科技集团首席经济学家郑磊对《证券日报》记者表示,中国证监会将境内企业境外上市由行政许可改为备案制,并开通网上的备案管理系统,增加了跨境监管合作与协同,进一步理顺了与境外市场相关法律法规的兼容性,有利于企业自由选择合适的融资市场,助力中资企业走出去。

境外上市是资本市场对外开放的重要组成部分,对支持企业融入全球化发展、建设高水平开放型

经济新体制、加快构建新发展格局具有积极意义。

本次发布的制度规则有诸多调整变化,包括完善负面清单、科学划定监管范围、细化备案程序要求等。尤其是在备案程序方面,充分考虑境外融资实践,区分境外发行上市的不同类型,差异化设置备案要求,减轻企业备案负担;同时,加强备案流程与境外实践的衔接,完善境外分次发行等境外常见融资行为的备案程序,避免影响企业融资效率。

“中国企业境外上市将由行政许可改为备案管理,实行的是更加包容、更为开放的监管模式,有利于依法合规企业赴境外上市。同时,企业境外再融资为发行上市完成后备案,便利企业利用时间窗口完成发行,与境外市场更好地实践

衔接。”巨丰投顾高级投资顾问翁梓驰表示。

中国银行研究院博士后邱亦霖对《证券日报》记者表示,随着我国资本市场改革不断发展,本次备案新规的出台立足于实践,有效顺应了企业境外的需求。从内容上看,备案规则结合国际实践做出了多个创新,标志着中国企业赴境外上市进入全面备案的监管新篇章。

“此次备案规则的正式发布,中国企业境外上市的境内监管更加明确,未来中国企业在符合境内监管的情况下境外上市也更为健康,发展会更为长效。”华商律师事务所高级合伙人齐梦林对《证券日报》记者表示。

证监会有关部门负责人对记者表示,“企业只要依法合规,不

管去哪个市场发行上市都不会受到影响,证监会和有关部门都会尊重企业的自主选择,并给予支持。”

今年以来,中概股赴美IPO呈现回暖态势。Wind数据显示,截至2月19日,年内已有禾赛、理臣中国、硕迪生物、量子之歌4家中概股实现在美上市。同时,不少中国公司重新开始向美国SEC递表。据记者不完全统计,近期有优品车、斯瑞德环保等10余家中概股公司递交上市申请。

邱亦霖表示,本次备案新规的出台将有效促进中国企业赴美上市回暖,更好满足企业多地融资需求。“此次备案规则进一步明确和细化,增加制度的确定性,有利于稳定投资者的投资预期。随着备案制落地,有利于前期中概股股价

大幅落后后的估值修复,也有利于优质资产更好体现自身价值。”翁梓驰表示。

对于如何进一步利用好全球资本市场,让全球投资者共享中国经济发展红利。郑磊建议,疏通境外上市通道,国内全面推开注册制,为境内企业股权融资提供了良好条件,有助于提高投资者和企业家信心,加快经济的恢复进程。

“利用全球资本市场的资金和影响力助力中国境内企业发展,同时让全球投资者共享中国企业发展的红利,体现了更高质量的开放。本次备案规则让中国企业赴境外上市监管更加明确,在监管更加透明的环境下会加强全球投资者对投资中概股的信心。”齐梦林表示。

# 多地重大项目集中签约开工 新旧基建落地助力经济企稳

■本报记者 田鹏

乍暖还寒,好雨时节,万物复苏。随着近期各地重大项目集中签约开工,全国正涌现“抢”时间、“拼”发展的蓬勃新气象,有效投资的关键作用将愈加显现,为我国经济企稳回升蓄力赋能。

2月18日,浙江湖州集中签约开工99个项目,涉及金额逾700亿元;同日,江苏常州67个项目集中签约开工,总投资金额超500亿元;2月17日,129个项目落户山东平度,总投资近700亿元……据《证券日报》记者梳理发现,近期各地集中签约开工项目普遍以投资规模较大的基础设施建设为主。此外,新能源及节能环保、信息技术及先进制造业等领域也成资金主要流向。

“各地集中签约开工重大项目,发出‘开局就要冲刺,开局就要攻坚’的强烈信号。”中国银行研究院研究员叶银丹对《证券日报》记者表示,这将发挥重大项目

牵引带动作用,突出发挥政府投资带动作用,着力激发社会资本投资活力,以高质量项目支撑经济高质量发展。

## 项目瞄准新旧基建领域

近期,全国各地密集签约开工一批重大项目,其中不乏基础设施建设的的身影,且相关项目的投资规模普遍较大。

例如,在传统基建项目上,浙江杭州近日在上城区、西湖区、临安区集中开工一批重大项目,涉及学校、道路、公园等基础设施建设,项目计划总投资规模近500亿元。在新基建项目上,位于贵州贵阳的贵阳大数据科创城数智中心项目建设正在紧锣密鼓进行中,力争上半年完成主体施工,确保年底投入使用。

叶银丹表示,相关项目开工建设将发挥逆周期调节作用,促进社会就业,增加居民收入,推动产业升级,缓解经济下行压力。

在财政部专家库专家、360数字安全集团投资总监唐川看来,持续做好基础设施建设是必要的。经济结构调整离不开基础设施支持,唯有地区服务功能完善,高效产业才能更为快速落地,并形成地方经济的新增长点。

此外,从投资规模上来看,近期签约开工的项目规模普遍保持在较高水平。例如,江苏南京举行的2023年重大项目签约活动上,54个内资项目中,投资10亿元到30亿元的项目达31个,占比逾50%;山东济南比亚迪智能汽车零部件配套产业园项目总投资达73.4亿元。

唐川对《证券日报》记者表示,项目投资规模越大、落地时间越早,年内可形成的实物工作量就越多,从而对经济发展的助力也就越大。

## 资金流向顺应政策导向

进一步梳理发现,相关签约开工项目中,以顺应国家战略发展方

向为主,资金主要流向新能源及节能环保项目、信息技术项目及先进制造业项目等。

例如,天津集中签约的项目中,包括总投资195亿元的5个新能源项目,总投资174亿元的9个新一代信息技术项目,总投资83亿元的6个高端装备制造项目等,新动能项目占比超过8成;辽宁沈阳2023年首批集中签约项目中,涵盖新一代信息技术、新能源及节能环保、汽车及零部件等多领域;福建省泉州市38个签约项目覆盖了新能源、新材料、新基建、数字经济、健康养老、商贸物流等赛道;江苏南京共集中签约61个重大项目,总投资超800亿元,突出科技创新,先进制造业和现代服务业投资额分别占比为62.7%和35.6%。

“新能源环保领域项目建设及信息技术项目投资符合国家‘双碳’战略和‘东数西算’战略要求。”叶银丹对此表示,新能源环保领域项目建设,有助于促进绿色制造发展,协助国家构建绿色低碳高

质量发展格局的同时,加速产业结构调整深度调整,加快工业绿色低碳技术变革和加快推进工业领域数字化转型等;而信息技术项目投资则有助于提升国家整体算力,筑牢数字经济发展的基础。此外,有助于推动区域协调发展,形成东部带动西部建设新格局等。

谈及如何保证项目投资的的有效性充分发挥时,叶银丹建议,首先,营造好的招商引资工作氛围,优化营商环境;其次,把签约项目的落地作为当务之急、重中之重;再次,加强产业园区等相关配套设施建设,为项目落地落实提供坚实保障;同时,建立完善项目报建代理服务制,由代理客商具体办理过程中所涉及的行政审批事项,代理客商可在项目签约后主动跟进,针对落地项目,及时了解和解决问题,加快项目推进;最后,促进银企合作,做好银企合作平台,促进银企合作,引导金融机构支持重大项目。

最高检:

依法稳慎办理

涉上市公司退市案件

■本报记者 吴晓璐

“2022年全国检察机关起诉证券期货犯罪230余人,起诉涉私募基金犯罪770余人。”2月18日,最高人民检察院第四检察厅厅长张骁津在“学习贯彻党的二十大精神 提升新时代法律监督质效”最高检厅网络访谈活动上表示。

2021年9月份最高检驻中国证监会证券监督管理委员会检察室揭牌成立。最高检以成立驻会检察室为契机,推动完善证券违法犯罪司法体制机制,促进提升资本市场司法水平,持续加大惩治和预防证券犯罪力度,依法能动履职,采取了一系列有力举措。

首先,在聚焦重点领域重大案件方面,最高检加大办案力度,确立“零容忍”总基调。张骁津表示,驻会检察室直接办理和指导下级检察院办理了康美药业、康得新、獐子岛、北八道等一批有重大社会影响的财务造假、操纵市场、内幕交易等犯罪案件。

其次,深化执法司法协作。最高检与证监会、公安部建立行政移送案件同步移送机制、公安部交办案件定期移送机制,及时掌握案件前端查办情况,加强协同力度。最高检建立了检察机关证券犯罪案件交办制度,目前已分四批向27省检察机关交办案件302件。

2022年9月16日,最高检联合中国证监会印发《关于建立健全资本市场行政执法与检察履职衔接协作机制的意见》,着力建立检察系统与证监系统全面合作监督关系,执法司法协作达到了新的高度,进一步发挥出驻会检察室“驻”的优势。

三是联合发布典型案例,彰显依法从严、全链条打击证券违法犯罪的态度。

四是完善相关司法解释和规范性文件,统一执法司法标准。2022年4月份,最高检联合公安部发布修订后的证券犯罪立案追诉标准,织密追诉法网,加大对投资者保护力度,又根据市场发展实际提高了部分罪名数额标准,为新时期证券犯罪案件办理提供法律规范保障。

张骁津表示,未来,最高检将大力加强证券犯罪检察工作,促进资本市场法治建设。对证券期货犯罪坚持“零容忍”总基调,重点惩治财务造假、操纵市场、内幕交易、上市公司控人、大股东侵害上市公司利益以及涉私募基金犯罪,加大对上市公司“董监高”、金融从业人员、中介机构以及配资、“黑嘴”、洗钱等黑灰产业犯罪的追责力度。依法稳慎办理涉上市公司退市案件,大力追赃挽损。落实最高检、证监会《关于建立健全资本市场行政执法与检察履职衔接协作机制的意见》,加强驻会检察室建设,建立健全检察系统与证监系统全面合作监督关系。持续落实检察机关证券犯罪案件交办制度,履行好刑事司法主导责任。积极做好内幕交易案件司法解释修订以及相关规范性文件制定工作。

(上接A1版)

从财务标准和指标结构上看,与北交所、创新层整体上保持一致;从数值上看,一是充分体现梯次性,且更包容,例如,挂牌准入要求两年营业收入3000万元/5000万元,与创新层(8000万元)和北交所(1亿元)形成梯次安排。二是充分体现对投资者的保护,本次发布的《挂牌规则》与之前征求意见稿相比,在“净利润”指标上有所降低,“最近一年净利润不低于800万元”调整为“最近一年净利润不低于600万元”。

“新三板挂牌多套指标精准衔接北交所上市条件,有助于推动直接融资高质量发展。”诸海滨表示,新财务指标通过多种经营指标搭配组合,可支持具备一定经营基础、具有一定成长性、通过创新实现小规模产出、持续开展研发创新、获得专业机构认可等不同类型的企业挂牌发展,精准包容创新型中小企业,并支持传统行业中企业转型升级,有助于进一步优化市场结构。此外,新财务指标标准与北交所整体保持一致,有利于畅通企业未来上市路径,提升北交所上市项目质量,推动新三板与北交所的高质量发展。

## 北交所规模呈扩张态势 专家称今年为扩容关键年

东方财富Choice数据显示,截至2月19日,年内共有58家企业在新三板挂牌,去年同期仅为13家。目前,新三板挂牌企业共有6556家,其中基础层有4921家,创新层有1635家。

年内北交所新增上市公司9家,去年同期仅为2家。至此,北交所上市公司数量达171家。越来越多的创新型中小企业迈入资本市场的大门,资本市场助力创新型中小企业解决“上市难、融资难、融资贵”功能日益发挥。

值得关注的是,近期北交所多项制度红利持续释放。如北交所融资融券业务于2月13日正式启动,丰富投资者交易策略,满足投资者多元交易需求,促进市场价格发现;北交所股票做市交易业务于2月20日正式启动,有助于提升投资者交易连续性,从而提升市场成交活跃度,稳定市场对企业二级市场价格预期,有效提升投资者的交易参与意愿。

北京南山投资创始人周运南告诉《证券日报》记者,北交所密集释放政策利好,强化了市场对北交所持续推进改革创新的良好预期,市场信心得到有效恢复,市场交易热情进一步激发,流动性和活跃度也随之增加。

诸海滨表示,今年北交所发行上市将进一步常态化,将有更多创新型中小企业进军资本市场,预计2023年将是北交所扩容的关键年份,上市数量预计在140家至150家之间。

“今年以来,新三板和北交所都表现出规模扩张的态势,新三板挂牌数量有望突破7000家,北交所上市公司数量预计在今年年末相比去年实现翻倍。”常春林预计。