

从上市公司再犯现象看诚信建设的重要性

蔡奕* 彭兴庭**

摘要:诚信建设是复杂的系统性工程,不仅包括对不诚信行为的预防预控,还包括对失信行为的惩戒制裁。而上市公司再犯问题是连接二者的重要纽带,再犯现象本身是一种失信行为,面临着负面惩戒,同时它还有不良的示范效应,对其惩戒的方式和程度关系到对其他主体不诚信行为的预防问题。本文从深市上市公司近年再犯的数据入手,总结这些再犯公司的共性特征,并借鉴国外资本市场的再犯惩戒规则,提出了完善中国资本市场再犯惩戒和诚信建设的思路和建议。

关键词:上市公司 再犯 纪律处分 诚信建设

一、从一个小样本看上市公司“再犯”现象

从2005年到2011年,深交所纪律处分委员会

* 厦门大学法学院客座教授,法学博士。

** 厦门大学经济法学博士,江西财经大学经济学博士。

共对上市公司做出纪律处分 288 起,其中有 67 起属于再次处分案件,涉及 50 家上市公司,再犯比率高达 23%。^①在再犯名单中,不乏“屡错屡犯”的上市公司,典型的如深本实(已于 2009 年退市)5 年内 5 次违规,神州学人和顺发恒业(原 * ST 兰宝)7 年内 4 次被纪律处分,此外,还有 3 次违规的上市公司 10 家,2 次违规的上市公司 37 家(参见图 1)。

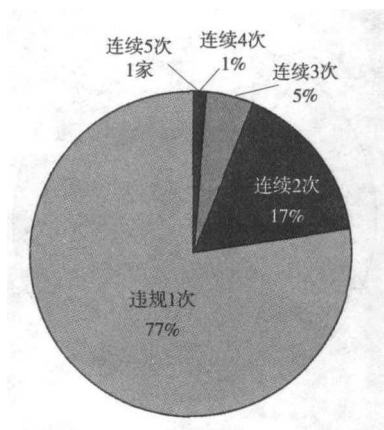


图 1 深市上市公司再犯分布图(2005 ~ 2011)

如果将统计始点时间追溯至 2001 年,再犯现象更加突出。2005 ~ 2011 年间,以上再犯样本中平均每家公司被处分次数为 2.35 次,而 2001 ~ 2011 年,为 3.35 次。其中,深本实的失信记录达 7 次,包括 5 次公开谴责;原 * ST 兰宝违规失信记录为 6 次,其中被公开谴责 5 次;国恒铁路的失信记录为 6 次,其中公开谴责 2 次。

深入分析这些“再犯”样本,可以发现如下一些显著特征:

(一) 绝大多数“再犯”上市公司业绩平庸

在 50 家有过再犯记录的上市公司中,违规期间每股收益低于行业平均水平的公司有 46 家,占比 92%,每股收益为负数的公司有 41 家,占比 82%,净资产报酬低于同行业平均水平的公司有 39 家,占比 78%,有 27 家上市公司曾因各种原因被冠以 ST 警示。可见,绩差亏损

^① 统计中已经去除与上市公司无关的样本,在同一处分决定中若有多个主体受罚,以一个处分计。

公司是“再犯”的重灾区。

(二)大部分公司“再犯”的间隔时间较短

我们统计了样本公司最近两次违规,90%的公司最近两次违规时间间隔在3年内,违规间隔时间在2年内的占样本的64%,1年内占40%(参见图2)。这说明,对少数屡教不改的上市公司,交易所的纪律处分并没有起到足够的威慑作用。

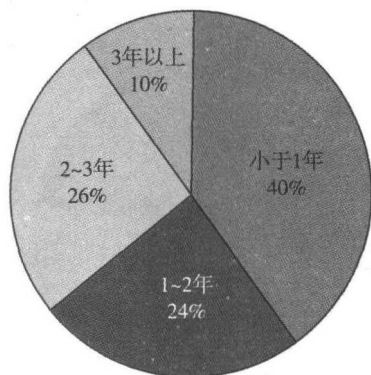


图2 “再犯”公司最近两次违规时间间隔分布

(三)多数“再犯”公司上市时间较长

在再犯公司样本中,上市超过10年的公司占比在90%以上。其中原因较为复杂:受不同的发行上市审核理念的影响,不同时期上市的公司素质参差不齐;受体制改革和经济转型的影响,一些上市时间较长的公司(主要是竞争性国企)基本面出现较大变化,试图通过侵占、挪用、不法关联交易等违规方式弥补经营性亏损;受退市机制不畅的影响,有部分上市公司(主要是绩差ST公司)反复重组运作“保壳”,可能涉及一些违规行为。

(四)再犯责任人员和初犯责任人员高度重合

我们统计了公司初犯和其后最近一次再犯的责任主体,发现二者存在高度的重合性,即初犯和再犯都是由同一批公司内部人作出的情形,占全部样本比例的68%。这说明,再犯责任人员和初犯责任人员高度重合,这与违规惩戒的打击面有关,也与其高管和实际控制人的遵

纪守法观念有关。

(五) 只有少数“再犯”公司受到行政处罚

在再犯样本中,只有少数公司(占比4%)最终因为再犯事项被证监会行政处罚,绝大多数再犯仅限于违反交易所上市规则的“一般违规”。如何应对这种“大错不犯,小错不断”的再犯公司,成为一个复杂的监管难题。

二、上市公司“再犯”的原因及其危害性

排除少数公司“偶然”再犯的情形外,大多数公司的“再犯”实际上是蓄谋或有意为之的,甚至于某些屡教不改的公司自我感觉找到了制度的空子,和监管机构玩起了“猫鼠博弈”。那么,可能导致上市公司“再犯”的制度根源有哪些呢?

(一) 上市公司素质的先天不良

从较长的时间跨度看,我国的绝大多数公司,在成立之初要么是政企难分的国有企业,要么是家长式管理的家族企业,其改制为公众公司(股份有限公司)的进程并不是自觉自愿的,而是为了满足发行上市条件要求的权宜之策。大多数公司虽然上市后设置了形式上完备的公司治理机关、合规部门、风控内控机制,但其实质仍然没有摆脱上市前的传统国企和家族企业的本质。原先无拘无束的治理习性遭遇到刚性的监管规则,必然发生不可调和的冲突,一些没有现代资本市场规则意识的实际控制人和公司高管很可能铤而走险,反复触碰监管红线而造成违规。

(二) 违规低成本和高收益使上市公司产生“再犯有益”心理

大部分上市公司实施“再犯”行为,是基于违规成本和收益对比后决策的产物。以某A股公司为例,2011年年底,其控股股东因违规减持而被“通报批评”。但如果这次违规减持成功,该股东将获利达2000余万元,相对于其受到的处分,可以说几乎没有实质性影响。违规成本低而收益高,一方面,会使违规者产生“再犯有益”的心理;另一方面,则会造成“合规吃亏”的现实。在这种情况下,很容易出现“违规出业

绩”、“违规出效益”、“不违规不发展”等错误观念。

(三) 公司内部约束失效和外部竞争环境压力的共同作用

大多数公司屡查屡犯的背后,既有公司治理的原因,如疑似“代持”的控制关系,高管的频繁变动等,也有迫于竞争压力的因素,如“违规使用募集资金”,目的是“补充公司流动资金”,股东“违规占用公司资金”等,显然是为了缓解公司及其控制人在外部竞争压力下的流动性困境。

再犯不仅会给予投资者造成实际的物质利益损害,会耗费监管机关在检查、监管等方面更多的人力物力,还会削弱法律法规的权威与尊严,“再犯”的一再出现,也是对潜在违规失信者的变相鼓励,容易导致投资者信心的丧失。因此,对于“再犯”现象不能听之任之,而应从法律上升格对再犯的处罚标准,即从重或加重处罚。从法理上来说,这首先是特别预防的需要。违规者又实施同样或类似的违规失信行为,足以显示其主观恶性较重,理应受到更为严厉的谴责和否定评价。其次是一般预防的需要。由于再犯是被处分之后又实施类似违规行为,如果不对其从重处罚,势必损害监管规则的威慑力。

三、国外证券市场的“再犯”惩戒规则

美国《证券执法救济法案》赋予了美国证券交易委员会(SEC)充分的自由裁量权,其中就包括对“再犯”的加重处罚。SEC在执法程序中,有一个因素是必须考虑的,即“SEC,其他监管机构,自律组织,是否发现该人曾经违反过联邦证券法、州证券法,或自律规定,或被法院证明犯有证券类前科”。在SEC的执法实践中,即使没有审裁记录或判定结果,仍可以考虑违法者过去的不良行为,例如违法者曾经未按时披露定期报告,这种一般失信行为也在SEC执法的考量中。

除此之外,SEC还有特别针对“再犯”主体的永久禁止令。SEC认为,对那些“再犯”的公司或高管人员,批评、临时性的禁止措施不足以威慑时,签署永久性禁止令是合适的。不过,在签署永久性禁止令前,SEC有义务通知违规者并提供听证、上诉的机会。

英国金融服务监管局(FSA)在决定是否针对某项可能的市场不当行为采取执法行动或进行处罚时,“当事人受罚的记录和守法表现”是一项重要的参考标准,主要包括四个方面:(1)FSA以前是否曾因市场滥用行为对其采取过行动,或对其提出过要求或者鼓励但却未得到其积极响应;(2)当事人的与市场有关的行为是否曾引起其他监管当局的关注,或者受到其他监管当局的警告或采取的其他行动;(3)当事人以前是否向金融服务管理局承诺不再从事特定行为;以及(4)当事人一般的守法表现,如是否曾受到过私下警告等。

从国外对再犯公司的惩戒经验来看,主要存在以下几个方面的启示:(1)一般的、微小的再犯行为也在“加重惩戒”的范围之内。比如,在SEC、FSA的执法实践中,“证券类前科”就包括过去的不良行为、守法表现,以及是否被采取过监管行动。(2)其他监管部门作出的惩戒措施和监管关注、警告等,也是重要的参考标准。(3)对“屡错屡犯”的,实施永久性的市场禁入。

四、对屡错屡犯公司的诚信监管思路与建议

上市公司再犯现象不仅直接影响相关上市公司的市场形象和投资者权益,而且在市场上营造一种不诚信的氛围,对于屡错屡犯的公司若不采取针对性的刚性制裁手段,将危及资本市场诚信建设的效果。近年的实证研究证明,个别失信成性的公司在市场上违法乱纪,败坏了市场风气,耗费了大量监管资源,应成为诚信建设关注的重点和难点。虽然近年监管机构加大了对“屡犯”的惩戒力度,制定了一些针对再犯的惩戒规则,产生了一定的威慑力,但仍有一定的局限,表现在:(1)对“再犯”上市公司的惩戒范围、对象过于狭隘,主要针对的是创业板、中小板公司;(2)条文相对零散,一些对再犯的惩戒标准没有对外公布,停留在内部适用的层级;(3)对再犯上市公司相关责任人员的追究力度也不大,存在一定的惩戒空白等。

结合我国上市公司“再犯”的特点、原因和社会危害性,借鉴国外立法经验,可以从以下几个方面加以改进:

(一) 明确规定对再犯行为“从重”处罚或处分的原则

“再犯”不仅造成了市场效率的损失,削弱了法律法规的权威和尊严,也会对市场信心造成很大破坏,因此,对再犯上市公司有必要施予比一般违法违规更严厉的制裁方法。目前,只有在交易所内部适用的惩戒标准中提到对再犯的“从重处分”原则,存在一定的局限性。在对再犯“从重”还是“加重”处理的原则上,我们建议以“从重处理”为宜。因为加重涉及升格档次处理,一般只有在特定刑事犯罪类型上予以适用,在行政处罚中的运用也极为罕见,因此仅以从重处理,即在处罚金额、禁入期限等酌定幅度内从严把握。此外,考虑到对行政和自律自由裁量权的约束,维护相对人的合法权益角度,也以“从重处理”的程度较为合理。

目前,迫切需要在公开的规章、规则中明确对再犯的从重惩戒原则。在证监会层面,建议修改《证券市场禁入规定》,严格界定“情节严重”的情形,对于多次违法违规、无视证券市场秩序的市场参与人员,可以从重处分,情节特别严重,屡罚屡犯的(可设定一定的期间和再犯次数),应该“终身禁入”。此外,对交易所纪律处分和相关监管规则,也应明确规定对再犯行为的从重处分原则,并且对社会公开,以彰显对此类行为的监管态度。

(二) 扩大再犯行为的时间范围界定,防止上市公司及其责任人员的规避行为

在前面的研究中,上市公司最近两次违规间隔时间在3年内的占90%,间隔时间在两年内的占样本的64%,1年内占40%。短期内再次违规,这表明该公司对之前存在的问题没有认真整改,缺乏悔改意识,主观恶性较大。对此类行为,应该从重处分,而从重处罚的间隔范围,经上述统计分析,合理期间应该是“3年内”。若间隔时间太短,容易给予违规者较大的规避机会,往往会使一些主观恶性较大、还未认真整改的上市公司侥幸脱责。基于以上理由,对于相关规章、规则中将再犯行为界定为“最近一年内”或“连续12个月内”的既有规定,我们建议予以适当扩展,修订为“最近3年内”或“连续36个月内”为宜,如此可增加对大多数再犯公司的威慑,防止相关公司的短期规避行为。

(三) 对严重违规、屡教不改的公司增设“三振出局”规定

证券市场“三振出局”措施并不少。^②在美国,针对“再犯”,SEC可以发出“永久禁止令”。在我国,创业板、中小板3年内连续3次受到公开谴责就应该或者可以退市,董事会秘书、独立董事3年内连续3次通报批评的,就不再具备任职资格。

“三振出局”实际上是再犯公司的“核威慑力量”,如果没有这样严厉的制裁措施,就容易导致某些公司“大错不犯,小错不断”,甚至“拆大化小”,通过“蚂蚁搬家”的手法逃避规则制裁。可以考虑效仿创业板、中小板的做法,对一定年限内受到3次公开谴责的上市公司予以直接退市处理。从历史上的案例来看,在3年内连续公开谴责3次以上的公司,绝大多数是业绩非常差、公司治理极其混乱、主业限于萎缩的上市公司。即使在正常的资本市场,这些已丧失融资资质的公司也不再具备上市资格。任由这些垃圾上市公司违法违规,无视规则的权威性,是对资本市场投资者信心的极大破坏,也是对有限市场资源的浪费。

(四) 警示与教育关口前移,从公司拟上市阶段开始强化诚信建设

外力的约束只能起到治标作用,是作为诚信建设的制度性保障措施而存在的,资本市场弘扬良好股权文化,建立诚信守法的风气,归根到底还需要靠广大市场参与者的自觉自愿,要引导上市公司及其实际控制人、高管从根本上树立“诚信有益,失信有害”的观念。近年,交易所等相关机构加大对已上市企业的诚信培训和警示教育力度,新上市公司的诚信状况有了一定的改观。今后,可以考虑将警示与教育的关口前移,以交易所、保荐机构、上市公司协会等中介机构和自律组织为抓手,将诚信建设的主阵地向拟上市企业延伸,在企业进入市场之前或之初就充分认识到诚信守法对企业经营和市场秩序的重要性,将企业的一些违法违规苗头遏制在萌芽状态。

^② 为了严惩累犯,美国联邦及数个州都出台了“三振出局”法案(Three Strikes and You're Out)。所谓“三振出局”,本是一个体育名词,指在棒球比赛中,击球手若三次都未击中投手所投的球,则必须出局。由此引申到法律领域,意指罪犯在实施严重犯罪之后再犯一次的,则将受到严厉的惩罚,其中的“出局”被视为与社会隔离、被社会淘汰,也有“不受宪法保护”之意。