

美国证券市场如何盯住“关键少数”

林蔚然*

对证券违法行为的追责必须建立在责任精准确定的基础上。近年来,证券监管机构在加大执法力度的同时,也提出了要盯住关键少数,加大实际控制人、控股股东等主体责任约束,督促董监高勤勉尽责,实现对违法违规主体的精准打击。但对如何确定“关键少数”、为何要抓住“关键少数”等问题时,依旧存在一定的争议,实践仍处在摸索阶段。无独有偶,2008年国际金融危机后,美国学界以及监管层开始高度关注公司高管在公司犯罪(corporate crime)中的法律责任问题,相关监管机构在实践中亦采取了一些措施,以真正让违规责任主体付出代价。

一、抓住“关键少数”的理论分析

在上市公司违法违规案件中,上市公司作为违法违规行为的实施主体,其作为责任追究的对象似乎合情合理。我国《证券法》对于上市公司信息披露

* 深圳证券交易所员工。

露违规行为施以严格责任,更是加强了上市公司作为虚假陈述第一责任人理应承担责任的公众印象。但事实上,对于责任人进行处罚则在改变公司行为模式、产生足够震慑效果以及避免外部性方面均有着一系列的优势。

第一,针对个人处罚更能改变公司行为模式。众所周知,公司是一种的拟制法人,其本身并不存在实在的实体,并无天然的意思表示能力,根据法经济学的观点,公司事实上是一系列合同的合集,因此,公司决策的做出、执行均依赖于组织中的个体,特别是控股股东、高级管理人员等能够支配影响公司行为模式的个人。法律惩戒的目标之一即改变行为主体的成本收益计算结果,以改变其行为模式,达到预防的作用。考虑到公司行为有赖于个体做出,直接惩处公司并不能达到震慑违法行为的目的,而只有改变组织体中决策做出者的行为模式,才能够达到惩戒以及预防潜在违法行为的目的。这也是美国司法部在耶茨备忘录中明确提出的对个人追责的益处。

第二,针对个人处罚更能对违法犯罪产生震慑。在公司犯罪领域,尤其是在资本市场违法犯罪领域,公司及个体违法犯罪的潜在收益是巨大的。考虑到对于法人进行惩戒的主要手段是罚没款,如果要达到惩戒效果,罚没款的金额必须数倍于潜在收益,这在立法方面,尤其是行政立法方面面临一定的障碍。但是对于个人而言,除了罚没款等方式,法律对其任职资格、人身自由等均可以有一定的限制,而某种程度上,自然人控股股东(实际控制人)、董监高等人对于自由以及职业机会的丧失则更为重视,其更易达到威慑目的。

第三,对个人进行处罚可以避免产生政策外部性。现代社会中,公司在社会承担着较为重要的责任,尤其是公众公司等大型公司,其承担着提供岗位、促进经济发展的社会作用,除了股东外,雇员、供应商以及债权人等各相关主体均有赖于公司的发展以获取经济利益。而对公司进行惩处,则无疑会让股东、雇员以及债权人为控股股东、实际控制人与高级管理人员的违法行为埋单,这将成为对公司惩戒的外部性。更重要的是,如前所述,如果想要对公司实体产生有效的威慑效果,其所需的有效罚金金额实际上是很高的,甚至会导致公司破产,对于雇员、供应商来说,属于“无妄之灾”,对于系统性的金融机构而言,甚至会导

致系统性的风险,社会成本很高。事实上,根据小约翰·科菲的研究,^[1]这也是法官审理公司犯罪案件时有所顾忌的原因之一。但对于个人进行惩处,无疑在这方面的顾虑会小很多,同时,如果能够精准地找到责任人,更是有效实现执法行为的公平正义。

需要注意的是,是否因此对于公司的惩处就不必要了呢?其实不然。从博弈论的角度看,执法机构对于公司的追责是一种置信的威胁(credible promise),是一种迫使公司配合执法机构调查的手段。简而言之,如果司法系统明确表示仅对个人进行惩处,而不会追责公司,公司就会丧失配合调查的动力。结合我国资本市场的监管实践,在虚假陈述案件中,实际控制人、控股股东等往往为违法犯罪行为的主导方,而大量的内部资料则掌握在董监高等内部人手中,董监高的配合是调查执法工作顺利开展的有效保障。因此,只有董监高认为其因配合有可能免于或者减轻处罚的可能时,才会与调查机构配合。而根据我国《证券法》的相关规定以及监管的既往做法,对于董监高等的处罚则以认定公司的违法行为为前提。如果取消或大幅减轻对法人实体的处罚,无疑会影响公司配合调查的积极性,所以,对于公司的惩处仍有其存在的必要性。

二、美国盯住“关键少数”的监管实践

(一) 个人责任:美国版本的“关键少数”

与国内近些年强调的“关键少数”追责相对应的是,美国执法机构则称之为重视“个人责任”(individual accountability),即在追责公司违规时,重视对于相关责任人的追责。与国内对于关键少数的理解多聚焦于控股股东、实际控制人不同的是,美国因股权较为分散,个人责任方面则更为重视对高级管理人员的追责。同时,美国对于个人责任的重视并不仅限于证券执法领域,而是一种在公司犯罪领域的普遍原则。

[1] See Coffee Jr. J. C., *Corporate Crime and Punishment: The Crisis of Underenforcement*, Berrett - Koehler Publishers, 2020, pp. 108 - 110.

而与我国证券执法较为倚重行政执法不同的是,美国证券执法的主要是两个部门共同完成:司法部(Department of Justice)与证监会(Securities and Exchange Commission, SEC)。前者侧重于刑事追诉,后者则侧重于民事执行(civil enforcement)与行政处罚。从某种程度上来讲,美国司法部因为负责威慑力更大的刑事检控,其调查手段与资源相较于 SEC 的也较为丰富,其在证券等金融领域的执法活动甚至扮演着比 SEC 等独立监管机构更为重要的角色。

2008 年以后,一系列公司犯罪案件爆发,但最终因公司犯罪而被起诉甚至锒铛入狱的案例则屈指可数,尤其是在贝尔斯登与雷曼公司的案件中,相关责任人均逃脱了牢狱之灾,司法部、SEC 甚至未追究雷曼公司及其相关人员的责任。这引起了社会的争议。事实上,根据杜克大学法学院教授布兰登·加勒特的研究,美国司法部门对于高管个人责任的追究一直是不足的。其指出,2001~2012 年,美国司法部和解的 255 起案件中,仅 34% 的案件中起诉了相应的责任人,其中高级管理人员(公司总裁、首席执行官、首席财务官)仅占比为 11%。而在上市公司相关的案件中,追责的个人中仅 6 名高级管理人员。其质疑,该类案件将公司以及中层管理人员当作了“替罪羊”(scapegoat)。^[2] 随后,美国司法部及 SEC 均加强了对个人责任的追究。

(二) 美国司法部门的监管实践

为回应社会上对于执法力度不足、威慑不够的呼声,2015 年,美国司法部时任副总检察长(Deputy Attorney General)萨利·耶茨公布了一份针对在公司违法行为调查中针对个人追责的法律备忘录(全名为 Individual Accountability for Corporate Wrongdoing, 被称为耶茨备忘录),^[3] 要求检察官在查办相关公司违法犯罪案件中重视个人追责,公司如果不能提供所有参与或者知悉公司违法犯罪行为的个人信息,则不能够视为合作,检察官不能与之和解。但是事实上,由于该规定过于刚性(被称为“所有或者没有”, all or nothing),且仍有赖于公司内部的

[2] See Garrett B., *Too Big to Jail*, Harvard University Press, 2014.

[3] 备忘录全文参见 <https://www.justice.gov/archives/dag/file/769036/download>.

调查以及资料提供,学界对此颇多批评。^[4]即便2015年后,美国司法部明确将个人责任作为公司犯罪的调查重点,但外界对于其政策效果的质疑仍旧不断。根据小约翰·科菲的统计,2016年以来,美国司法部对于个人责任的追究并未呈现出明显的变化。^[5]2018年,由于特朗普政府的“去监管”政策导向,以及耶茨备忘录中“所有或者没有”的规定过于刚性,美国司法部对这一原则进行了修正,允许检察官在执法中根据公司提供的“实质”参与人的数量来确定公司的配合程度。但事实上,在“去监管”的大趋势下,该备忘录的执行效果并不十分明显。

(三) 美国证监会对个人责任的追究

在2015年,耶茨备忘录被提出后,美国证监会同样对加大个人追责表示了赞同,并于同年成立了财务报告及审计小组(the Financial Reporting and Audit Task Force)。该小组吸纳了大量的律师和会计师,以提高在信息披露及审计相关案件中,对于责任人的追责力度。根据SEC披露的数据,2015~2016年,其追责了245个相关责任人,数量较之2012~2013年翻番,打击力度大幅提升。^[6]

此后,自2017年起,美国证监会即旗帜鲜明地在其年度执法报告中,始终将个人责任作为执法重点之一。其在2017~2020年的独立执法行动(standalone action)中,涉及个人追责的案子案件比例分别为73%、72%、69%、72%,涉及的对象主要是证券发行人的首席执行官、首席财务官以及中介机构的从业人员。

(四) 与公司合作:美国对于个人责任重视的特点

尽管隶属于不同的体系,美国司法部与SEC对于个人责任的重视均呈现出一个共同点:对个人责任的确定依赖于公司的合作程度以及公司的内部调查。具体来讲,美国执法机构在调查过程中,会要求公司

[4] Katrice Bridges Copeland, *The Yates Memo: Looking for Individual Accountability in All the Wrong Places*, *Iowa Law Review*, Vol. 102, Issue 5 (July 2017), pp. 1897 - 1928.

[5] See Coffee Jr. J. C., *Corporate Crime and Punishment: The Crisis of Underenforcement*, Berrett - Koehler Publishers, 2020, pp. 108 - 110.

[6] See *A New Model for SEC Enforcement: Producing Bold and Unrelenting Results*, https://www.sec.gov/news/speech/chair-white-speech-new-york-university-111816.html#_edn18.

委托律所开展内部调查(internal investigation)并在调查后向执法机构提供指使、参与抑或知悉该违法行为的人员名单,以换取执法机构对于其配合调查的奖励(cooperation credit)。

之所以采用这样的调查策略,主要是因为两方面原因:一方面是美国司法以及执法部门面临的监管资源限制。以 SEC 为例,尽管其拥有一支将近 1300 人的执法队伍,但其执法范畴不仅限于传统的证券违规领域,其同样要负责外国腐败行为法案等其他领域的执法,因此其几乎每年都会向国会提出的人力财力受限的要求,而调查的平均周期则长达 2 年。^[7] 另一方面则是因为公司组织的复杂性让调查活动所需的资源甚巨。考虑现代公司尤其是公众公司往往有庞杂的组织结构,想要掌握等决策程序并准确的确定当事人需要动用大量的人力、物力。以德国西门子集团的腐败案为例,其内部调查横跨了 34 个国家,进行了 1750 次访谈,产生了将近 1 亿份文件。据估计,此次调查的成本高达 6.5 亿欧元。如此耗费甚巨的调查是面临财政预算约束的监管机构无法完全自主实施的。

因此,美国执法机构对于何时与公司和解、在何种程度上减免公司的责任等有相当大的灵活性权限,其主要目的旨在促使公司向其提供相关资料。事实上,耶茨备忘录也是从这一点着手,试图加强对于高管的追责。其明确要求,公司如果不能提供所有参与其中的高管以及雇员的名单,则无法获得配合调查的奖励。同时,其建议,任何延迟起诉协议(deferred prosecution agreement, DPA)以及不起诉协议(non-prosecution agreement, NPA)^[8] 都不应该给予任何公司高管豁免。同样,在美国证监会的执法手册(enforcement manual)中提供的确定公司合作程度的分析框架中,公司能够向执法机构提供违规行为的所有相

[7] See SEC Annual enforcement report, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-274>, p. 47.

[8] 这是美国司法部门以及执法部门在与公司达成和解时会签订的两类协议。前者约定公司配合调查并进行整改后,检察官或者执法人员将同意不予起诉,否则仍将进行起诉;而后者则直接约定了在公司配合的情况下,检察官或者执法人员将不起诉公司。

关信息,是一项重要的考量。^[9]

尽管这一执法模式在节省执法资源、避免过于刚性的确定责任人等方面有着明显的优势,但却也因为内部调查需要公司委托律所开展的特点,使得调查丧失了一定的独立性。这让公司的内部调查结果往往将矛头指向中层及以下的雇员,而高管却往往能够免于惩罚。加之公司犯罪不同于传统刑事犯罪中,对于个人责任人的故意或者重大过失的认定存在一定的难度,美国学界始终认为对于公司违法犯罪行为的追责存在执行不足的问题(underenforcement)。

三、对我国证券监管执法的启示

尽管美国的司法执法体系环境与我国有一定的差异,但其在公司违法犯罪行为打击方面有着较为丰富的实践经验,尤其是在强调个人责任方面,其执法实践中的一些经验值得我们学习。

第一,有效引导,提高当事人对监管执法的配合程度。如前所述,聚焦个人责任的重要目的是改变公司在调查中的行为模式,让其在调查中给予最大程度的配合,更能够有效地提高执法效率。因此,在我国证券监管实践中,对于部分违法违规行为,上市公司及其他董、监、高确不知情的或及时自查自纠、报告监管、减轻损害、对投资者积极补偿的,可酌情减轻甚至减免其行政责任。新《证券法》修订中增加行政和解的相关内容,这为我国证券监管在今后的执法实践中灵活运用行政和解手段、获得相关当事人的配合提供了更为坚实的上位法支撑,应积极探索,适时适当地提高我国证券执法活动的灵活性。

第二,合理确定责任人,以实现“关键少数”的精准打击。如前所述,美国对于公司违法犯罪行为的调查之所以较为依靠公司自身的内部调查,某种程度上就是因为公司活动的复杂性使得责任人的确定无法采用统一的模式。尽管美国司法部以及 SEC 较为强调对于高级

[9] See Enforcement manual, p. 98, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>.

管理人员的追责(如 CEO、CFO),但其并未刚性地要求相关人员“签字即负责”或者某些固定岗位人员必须担责。这一方面为执法机关在调查活动中争取内部人配合留下了余地;另一方面也尊重了现代公司内部决策的特征,准确打击违法行为实施主体。反观我国的《上市公司信息披露管理办法》《信息披露违法行为行政责任认定规则》对于相关责任人的认定较为刚性,造成了一定程度的“一刀切”,不利于实现对于责任人的精准打击。同时,鉴于我国上市公司违法违规行为较多是在实际控制人策划指使下完成的,可以考虑在监管执法中有针对性的通过减免部分董监高的责任争取其配合,以提高执法效率。

第三,加大对责任人刑事打击力度,提高监管执法的威慑力。如前所述,之所以强调对于个人责任的追究,其部分原因是因为对于公司追责主要依赖于财产刑,而财产刑囿于罚金上限有限且违法犯罪收益较大等原因,会产生威慑力不足的问题。美国法学教授小约翰·科菲对 25 家上市公司进行了事件分析,其发现在与罚金(诸如和解金、罚没款等)相关的消息公布当天,20 家公司的股价均应声上涨,该 25 家公司的平均异常收益率为 1.5%,窗口期内累计异常收益率高达 4.3%。这为财产罚产生的威慑不足提供了一定的证据。具体到我国上市公司违法违规方面,对于实际控制人而言,虚假陈述、占用上市公司资金等违法行为给其带来的收益巨大,尽管新《证券法》提升了罚款金额比例,但即便采取“双罚”,^[10]最高罚款金额不过 1500 万元,仍旧显著低于违法收益。因此,在《刑法修正案(十一)》加大了对于资本市场违法违规行为打击力度的大背景下,应积极推动司法系统对相关责任人加大刑事追责力度,尤其是应积极适用监禁等自由刑,以切实提高对于实际控制人等违法违规行为实施主体的威慑。

(编辑:谢贵春)

[10] 因为我国上市公司的自然人实际控制人往往会同时担任董事长等重要职务,因此我国证券执法实践中,根据责任人的参与程度,往往认定其同时作为违法行为的直接责任人员与实际控制人承担责任,以达到提高金额、增加威慑的目的。