

## 对上市公司的公开谴责有效吗

——基于上海市场 2006—2011 年监管案例的

研究\*

卢文道\*\* 王文心\*\*\*

**摘要:**公开谴责是沪深交易所自律管理中纪律处分措施的一种,在其有效性问题上一直存在不同看法。本文首先对这一市场执法的作用机制进行了研究,即“声誉制裁—声誉损失—威慑效果”。在此基础上,我们认为,执法概率和声誉损失是决定公开谴责有效性的关键因素。通过对上海市场 2006—2011 年公开谴责实践的梳理,本文对上海市场公开谴责的执法概率、执法力度进行了分析。通过实证方法的检验,本文研究了公开谴责对上市公司产生的声誉损失,包括对上市公司价值、后续融资难度、相关责任人职业声誉的影响。最后,根据对公开谴责有效性的分析,结合当前资本市场改革创新和监管体制内部调整的大背景,本文提出了完善公开谴责制度的几个方向。

**关键词:**公开谴责 声誉机制 有效性

---

\* 本文所使用的案例和数据,来自于上海证券交易所网站公布的公开信息,在年度自律监管报告中也有详尽的披露,不涉及未公开监管信息。本文谨代表作者个人观点,与作者所在单位无关。

\*\* 上海证券交易所法律部总监,法学博士。

\*\*\* 上海证券交易所法律部员工。

## 引言

公开谴责制度在我国资本市场并不是新生事物,早在 20 世纪 90 年代末,它就已经在沪深交易所主板市场上实施。10 多年来,受到两家交易所公开谴责的公司已达数以百计。近年来,借助于信息传播的发达,“公开谴责”俨然成为社会经济生活领域中的一个热门词汇。通过检索搜索引擎和相关数据库可以发现,对上市公司公开谴责的关注以及由此产生的信息反复传播,使其数量之多超过了政治和外交领域的谴责。而对于一种声誉制裁而言,信息的有效传播是关键的一步。

从我国证券市场的执法机制来看,在证券诉讼尚不健全的背景下,公开谴责作为一个执法机制,发挥了其在上市公司信息披露、规范运作等领域的作用,承担了重要的任务。然而,无论是公众的直觉,还是已有的一些实证研究均表明,公开谴责不具有足够的惩戒效果,也就不能对违规行为形成有效的预防。在此背景下,本文将结合上海市场 2006—2011 年监管案例,<sup>①</sup>试图初步回答三个问题:(1)对上市公司公开谴责的有效性基础何在?(2)对上市公司的公开谴责的有效性究竟如何?(3)如何有针对性地提高公开谴责的监管实效?

### 一、公开谴责的作用机制:声誉制裁与声誉损失

为了理解公开谴责的作用机制,我们首先需要了解,作为一个商业组织和市场主体,交易所为何以及如何对上市公司进行监管。<sup>②</sup> 众所

---

<sup>①</sup> 选择 2006 年作为开头,是因为该年中国证监会修订了《上市公司公开发行证券管理办法》,将对上市公司及其相关责任人的公开谴责与上市公司再融资挂钩。

<sup>②</sup> 众所周知,在资本市场上,由于发行人和投资者之间的信息不对称,发行证券比起实物资产(如二手车)在质量上更难以分辨。为了保护公众投资者,政府机构对公开发行证券进行信息披露监管和不同程度的质量控制。与此同时,在一二级市场,中介机构发挥了信息中介和质量担保的重要功能。

周知,证券交易所市场主要买卖金融产品(股票、基金、固定收益产品、衍生品等)。类似其他任何一种市场,为了避免被买卖双方抛弃,市场组织者会竭力避免成为柠檬市场(lemons market),维护自己的商业声誉。<sup>③</sup>因而,即便没有对交易所的行政监管,交易所为了提升自身竞争力,也有动力对上市公司进行监管。在监管方式和手段上,交易所也并无新意:一是建立质量合格标准,即通过上市和退市制度筛选公司,以控制质量底线;二是敦促其持续性信息披露,以减少信息不对称。在此基础上,交易所就成为了公司质量的潜在的担保方(非担保法意义上),在声誉上两者是绑定的。因此,也就不难理解,某些公司会宣传本公司是某某交易所上市公司,有交易所会宣传自己是“蓝筹股市场”。而这种声誉上的绑定,反过来,又进一步强化了监管的必要性。

交易所竞争背景下对自身商业声誉的维护,这一逻辑,对沪深交易所完全适用。实践中,沪深交易所所在融资端面临香港市场、美国市场的竞争;在投资端,面临房地产、信托、银行理财产品、民间借贷市场的全方位挑战,维护市场声誉的压力前所未有。除此以外,在境内市场,沪深交易所所在上市公司监管方面承担了更多的公共责任,还有必要维护自身的公共声誉。这首先是因为,我国交易所具有准公益机构的属性,在上市公司监管领域已经形成了“证监会—派出机构—沪深交易所”三位一体的执法机制。提升上市公司质量,是交易所的重要目标。其次,由于长期以来退市制度执行上存在的问题,境内市场没有上市公司的淘汰机制。即便上市公司质量已经严重恶化,交易所也没有能力将其清除。在这种情况下,作为隐形的质量担保方,增加了交易所的监管压力。最后,新兴加转轨市场中市场机制尚不成熟,市场主体不能归位尽责。其中,上市公司普遍缺乏公众公司意识;中介机构的保荐(质量

---

<sup>③</sup> “柠檬”即“次品”。在柠檬市场中,由于信息不对称,优质品有可能被次品挤出市场。但是,在有不同档次商品的连续市场中,甚至更糟糕的异常现象也会存在。一个很有可能出现的现象是,次品把不太差的产品挤出市场,不太差的产品又将中档产品挤出市场,中档产品则将不太好的产品挤出市场,不太好的产品挤高档产品挤出市场,依次类推,最终不会有任何市场存在。See George A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488 - 500.

担保)作用常常失灵,表现为屡禁不止的欺诈发行、业绩变脸;理性的投资文化尚未形成,投资者热衷于“炒短、炒小、炒差”,进而形成逆向选择(Adverse Selection),这从ST板块与蓝筹板块的平均市盈率比较中很容易看出。

作为市场自律监管组织,交易所对上市公司的监管权力来源于契约,即通过与上市公司及相关责任人签订《上市协议》和《董事、监事、高管承诺》。证券交易所的职能定位,决定其监管权力在于保证公司证券法律以及《上市规则》被遵守,限于信息披露和规范运作两大方面。<sup>④</sup>但由于信息披露监管在一些情况下是“让坏人说明自己干了坏事”,这就使自律监管延伸至其他经济社会管理领域,如环保、工商、税务、企业社会责任等。<sup>⑤</sup>

然而,仅有自律管理显然不够,当出现害群之马时,交易所需要有足够的处分手段,不能“除名”至少要能“点名”。这种点名的机制,就是公开谴责。从语义上看,谴责,是指严正申斥,即指对个人、团体、党派、国家等的荒谬言行或错误政策进行严厉责备,带有庄重色彩。<sup>⑥</sup>对于证券交易所而言,公开谴责是其通过指定媒体或采取其他公开方式对上市公司及其相关责任人进行谴责的纪律处分措施。<sup>⑦</sup>在这个意义上,公开谴责是交易所自律管理的结果,更是自律管理的保障。

综上,公开谴责的作用机制,是通过上市公司负面信息的披露,形成对上市公司的声誉损失,达到预防的目的。因而,公开谴责本质上是一种市场化的、自律性的声誉机制。以下,我们对其中的核心要素——声誉制裁、声誉损失及其威慑效果进行介绍。

### (一) 公开谴责作为声誉制裁

在境外市场,监管机构的声誉制裁,一般认为其是罚金或其他惩罚

<sup>④</sup> 其中,《上市规则》以《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》等法律法规为依据制定,同时根据上市公司实际补充和细化了更高的治理要求、披露标准和商业道德。

<sup>⑤</sup> 例如,近年来被广泛关注的“紫金矿业污染事件”,即是通过上市公司公告为社会公众知晓,并在后续对上市公司整改和赔偿形成了舆论压力。

<sup>⑥</sup> 参见百度百科“谴责”词条。

<sup>⑦</sup> 参见《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分措施实施细则(试行)》第四十六条。此外,沪深两所的纪律处分措施还有通报批评、限制或暂停交易、取消会员资格、公开认定不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员等。

措施的附带功能,是对前者的补充和强化。在境内市场,公开谴责针对的是上市公司及其相关责任人的声誉,属于声誉罚的一种,不涉及直接经济损失(罚金),也不影响公司的上市地位。上市公司受到公开谴责的信息,将会被计入诚信档案。

对于境内市场,尽管公开谴责的强制性受到质疑,但它仍然是交易所对上市公司的纪律处分中最为严厉的。除了公开谴责以外,交易所针对上市公司的纪律处分和监管措施,还有通报批评和监管关注。其中,通报批评是将上市公司违规行为在全体上市公司范围内通报,监管关注则是以关注函的形式向违规上市公司送达。公开谴责是以公开谴责决定书和新闻稿的方式对全市场发布,措辞也更为严厉。

公开谴责为声誉机制提供信息基础,属于监管中的信息披露工具。<sup>⑧</sup> 信息时代的发展,使得负面事实的发现、揭露和批评变得普遍。在负面信息的揭露方面,新闻媒体和做空者(Short Seller)无疑更为敏感,但由于利益的掺杂,媒体负面报道和市场做空传言在权威性上有严重的缺陷。与此相比,公开谴责具有一定权威性。<sup>⑨</sup> 公开谴责作用的有效发挥,有赖于信息的生产、传播和传导(图1对此机制进行了描绘)。

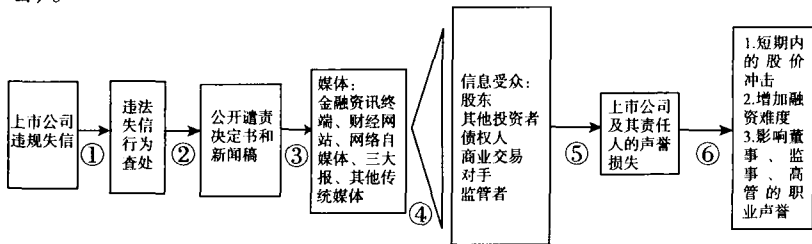


图1 公开谴责的作用机制

<sup>⑧</sup> 对这一监管工具的讨论,参见应飞虎、涂向前:“公共规制中的信息工具”,载《中国社会科学》2010年第4期。

<sup>⑨</sup> 近年来,沪深交易所不断通过制度建设,强化公开谴责的权威性。2008年7月,上交所制订了《上海证券交易所纪律处分实施细则》,并成立纪律处分委员会专门负责审核纪律处分事项。由此,上交所纪律处分的“查、审分离”机制得以确立。被监管对象对纪律处分决定不服且属于可申请复核范围的,可向前上交所理事会下设的复核委员会申请复核。

①信息的生产,即对上市公司及其相关责任人的违规失信的事实予以查证、核实。

②信息的发出,即发布公开谴责决定书和公开谴责新闻稿,其正式发布渠道为证券交易所网站和次日的三大报。

③信息的扩散,即新闻媒体,包括金融咨询终端(例如 wind、同花顺、大智慧等)、财经网站、网络自媒体以及其他纸媒,将信息及时传达广大受众。

④信息的接受,即上市公司的社会公众股东、潜在的投资者、债券持有人、银行、证券分析师、上市公司商业交易对手、监管者获得上市公司被谴责的信息,了解上市公司在信息披露、公司治理方面的违规失信行为。

⑤信息的传导,即信息受众形成公司财务数据不真实、公司治理混乱、管理层诚信状况不佳的担忧,降低其声誉资产。

⑥声誉损失的形成。在有效市场中,公开谴责将影响上市公司市值(V),并增加上市公司后续融资的难度,影响董事、监事、高管人员的职业声誉。

在公开认定不适合担任上市公司董事、监事、高管的情况下,上市公司董事、监事、高管还将因此去职。

## (二)公开谴责产生的声誉损失

商业活动中,声誉反映了合作伙伴在于它从事商业活动时可期获得利益的期望。声誉产生于反复博弈,形成艰难,失去容易,是商业主体应当珍视的宝贵资产。在资本市场上,信息披露真实、准确、完整、及时、充分以及公司治理良好,是上市公司声誉的重要组成部分。在经理人市场上,董事、监事、高管的职业声誉,主要体现为对公司事务的忠诚和勤勉。

公开谴责的作用原理,在于以市场自律的方式,为上述声誉资产的形成提供信息基础。从理论上讲,对于上市公司而言,公开谴责产生的声誉损失,会使其商业伙伴拒绝交易,融资成本提高,最终影响上市公司的价值。对于董事、监事、高管而言,声誉受损不但显著提高了这些公司高级管理人员变更的概率,而且还降低了高管变更后继续担任其他职位的机会。

### (三) 公开谴责的威慑效果

公开谴责本质上是一种制裁机制。与证券侵权诉讼不同,公开谴责的主要作用不在于补偿,而在于对违规者的惩戒,从而达到预防的目的。公开谴责通过违规行为设置后果,从而为上市公司及其责任人创造在事前放弃违规行为的激励。这就要求,规则覆盖到绝大多数的上市公司违法失信行为,同时执法具有有效性。相较于自然人的违法,从事违规行为的上市公司更倾向于是理性的计算者(Rational Calculator),公开谴责的威慑效果必须足以改变潜在违规者的预期。

根据执法经济学的研究,对于防止不当行为的法律处罚,违规者从中的获益  $W$  必须满足以下不等式:  $W < PD$ 。其中,  $D$  是罚款额度,  $P(0 < P < 1)$  是执法概率。证券交易所公开谴责是一种单纯的声誉制裁的情况下,并不涉及直接的罚金,上述公式可以调整为  $W < PR$ 。其中,  $W$  是指上市公司及其信息披露义务人从违规行为中的获益;  $P$  是指公开谴责的执法比率;  $R$  是上市公司的声誉损失。

因此,保证公开谴责的威慑效果,必须满足两个基本条件:一是有足够比例的违法违规行被处分;二是违法成本要足够高,即被谴责所遭到的声誉损失必须要大于其从违规行为中的所得。

## 二、上海市场公开谴责实践(2006—2011年)

2005年《公司法》和《证券法》修订实施以来,中国证监会发布了一系列重要的上市公司类行政规章,并将提高上市公司质量作为今后一段时期的工作重点。国务院也转批了证监会《关于提高上市公司质量意见》(国发[2005]34号)。2007年,中国证监会开展加强上市公司治理专项活动,以实现“上市公司独立性显著增强,日常运作的规范程度明显改善,透明度明显提高,投资者和社会公众对上市公司的治理水平广泛认同”的目标。加强上市公司治理专项行动从2007年至2009年,整改了大量上市公司治理中存在的问题,显著提高了上市公司的质量。

2006—2011年上海市场公开谴责实践,得益于两法联动修改中对

上市公司信息披露和公司治理规则的完善,与对上市公司行政监管形成了呼应、配合的良好局面。在这段时期,证券交易所以《上市规则》为统领的上市类规则不断完善,覆盖了上市公司信息披露和规范运作的各个领域,对上市公司的自律监管基本实现了有规则可依。在执法方面,上海证券交易所不断强化对上市公司的纪律处分,保持了执法力度。本部分,我们对上述情况进行两个角度的考察:一是公开谴责对上市公司违规行为的覆盖;二是执法数量及其分析。

### (一) 公开谴责对上市公司违规行为的覆盖

实践中,上市公司及其责任人须遵守的行为规范,主要包括三个方面:一是落实法律法规、规章对上市公司信息披露和公司治理的要求;二是针对上市公司公共性高的特点,引导其建立更高要求的信息披露、公司治理和商业道德;三是通过董事、监事、高管人员签订《董事、监事、高管声明及承诺书》,建立了上市公司董事、监事、高管的诚信义务。

#### 1. 规则覆盖

根据《上市规则》的内容,公开谴责覆盖的上市公司违规失信行为分为三组,即 I 信息披露方面的违规行为、II 规范运作方面的违规行为、III 其他方面的违规行为。处分对象则包括了上市公司及其董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人、收购人及相关人员,以及保荐人及其保荐代表人、证券服务机构及其相关人员、管理人和管理人成员等机构及相关人员。

I 信息披露方面的违规行为:(1) 信息披露不真实,存在虚假记载,披露的公司主要经营情况、治理情况或者重大交易等事项未如实反映客观实际情况;(2) 信息披露不准确,存在误导性陈述,关键文字表述有误、数据错误和歧义等,致使或者可能致使投资者对其投资行为发生错误判断;(3) 信息披露内容不完整,文件不齐全,在公司主要经营情况、治理情况和重大交易等方面存在重大遗漏;(4) 信息披露不及时,未及时披露达到披露标准的事项;(5) 信息披露不公平,泄露内幕信息,选择性地向特定人员披露信息或者以新闻报道等其他方式代替法定披露方式;(6) 未按交易所《上市规则》的要求披露定期报告、业绩预告、业绩修正公告或者业绩快报;(7) 信息披露的内容与格式和交易



所的要求不一致;(8)未按规定及时报送或者及时在指定网站披露有关文件;(9)对外披露的公告与向交易所登记确认的公告文稿不一致;(10)不积极或者拒绝履行披露义务,不配合或者不按照交易所要求提供必要的说明文件或材料;(11)其他信息披露违规行为。

Ⅱ 规范运作方面的违规行为:(1)上市公司的重大事项未按照相关规定的要求履行董事会、监事会或者股东大会审议程序;(2)上市公司董事会、监事会或者股东大会的召集、召开或者决议等程序不符合相关规定;(3)上市公司控股股东、实际控制人等关联人非经营性占用上市公司资金;(4)上市公司违反规定对外提供担保;(5)上市公司违反规定进行关联交易;(6)上市公司违反规定使用募集资金;(7)上市公司或者相关监管对象未履行或者未及时、充分履行其所作出的承诺;(8)上市公司董事、监事、高级管理人员违反忠实义务,侵害上市公司利益;(9)上市公司董事、监事、高级管理人员违反勤勉义务,造成公司信息披露违规、公司治理结构发生缺陷、决策失误或者其他重大损失;(10)上市公司治理结构存在重大缺陷;(11)上市公司规范运作方面的其他违规行为。

Ⅲ 其他方面的违规行为:(1)上市公司董事、监事、高级管理人员及持股比例5%以上的股东违规买卖本公司股份的行为;(2)违反中国证监会《上市公司收购管理办法》的权益变动行为;(3)未按交易所要求回复交易所的问询、提交说明、出席交易所的约见谈话或者完成其他事项;(4)向交易所提交的相关材料存在虚假记载、重大遗漏或者误导性陈述;(5)上市公司董事、监事、高级管理人员未按交易所要求参加有关培训;(6)上市公司董事会秘书未尽信息披露、股权管理、投资者关系维护等职责;(7)保荐人及其保荐代表人、证券服务机构及其相关人员未按交易所《上市规则》的规定履行职责;(8)交易所认定的其他违规行为。

## 2. 执法覆盖

交易所的公开谴责主要针对上市公司违规行为,同时延伸至上市公司规范运作领域,两者合计50例,占总数的80.6%。单纯针对上市公司规范运作的较少,仅6例,反映了在涉及公司治理问题方面通常涉及公司自治权利,交易所不会轻易公开谴责,保持监管克制。针对保荐

人及其保荐代表人、证券服务机构及其相关人员未按交易所《上市规则》的规定履行职责,公开谴责极少。经统计,2006年至2011年公开谴责在上述违规行为组上的分布,如图2所示:

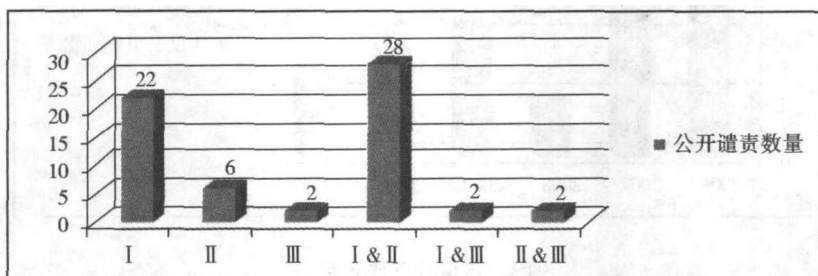


图2 公开谴责执法分布

## (二) 执法数量及其分析

### 1. 执法的纵向比较

2006年至2011年六年间,上交所共发出62件公开谴责,年均都在10件左右。从年度纵向比较看,公开谴责的执法数量呈现两个特点。

一是公开谴责的阶段性强化与转常规交替。在不同年度,公开谴责的数量有一定起伏,呈现出一定的周期性,如图3所示。这主要是因为,在特定年份,针对上市公司违规失信行为中的积弊,监管机关为提高上市公司质量而开展的运动式的治理。比较典型的是2006年和2009年。2006年,证监会将提升上市公司质量作为今后一段时间的工作重点,公开谴责开始与上市公司再融资挂钩,其作用也受到了前所未有的重视。当年,公开谴责达到18件。2009年,上交所连续开展“监管行动季”系列活动,尤其是加强了对上市公司信息披露违规、董监高违规交易等违规行为的查处,纪律处分数量相应增加,处分力度也有所增强。当年,公开谴责达到11件。实践中,在监管力度呈现阶段强化后,市场规范化程度会有一定改善,违规行为减少,公开谴责的数量也随之减少。在此基础上,监管又转向常规化的运行模式。

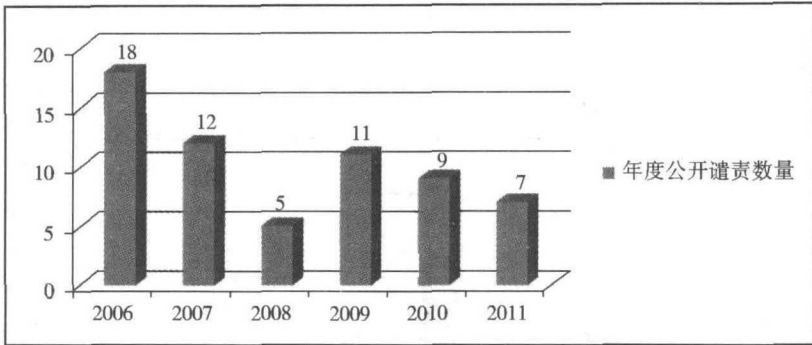


图3 年度公开谴责数量

二是受谴责公司数量占上市公司数量的比例呈现下降趋势。在2006年至2011年上海市场扩容的大背景下,沪市公开谴责公司占上市公司总数的比例,在0.58%到2.14%之间。如图4所示,根据趋势线,这一比例呈现下降趋势,在一定程度上反映市场整体诚信状况的改善。

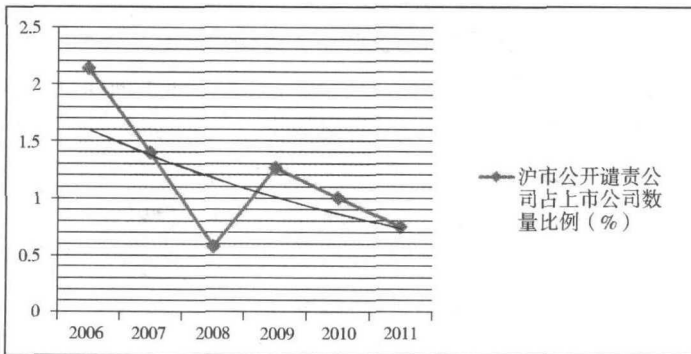


图4 各年度受到公开谴责公司数量占上市公司数量的比例

## 2. 执法数量的横向比较

在上市公司数量方面,香港市场与上海市场大致相当。我们可以将同期上海市场的公开谴责数量与香港市场作简单比较,如图5所示。<sup>⑩</sup>可以看出,在该段时期,两个市场年度公开谴责数量大致持平。

<sup>⑩</sup> 香港市场公开谴责数量来源于港交所网站,考虑到与上海市场纪律处分措施的对应性,香港市场公开谴责数量的统计包括了谴责和公开批评。

但需要指出的是,港交所的纪律处分体系更为丰富,公开谴责也并非最为严厉的措施。<sup>①</sup>例如,根据上市规则,港交所可取消公司上市地位。

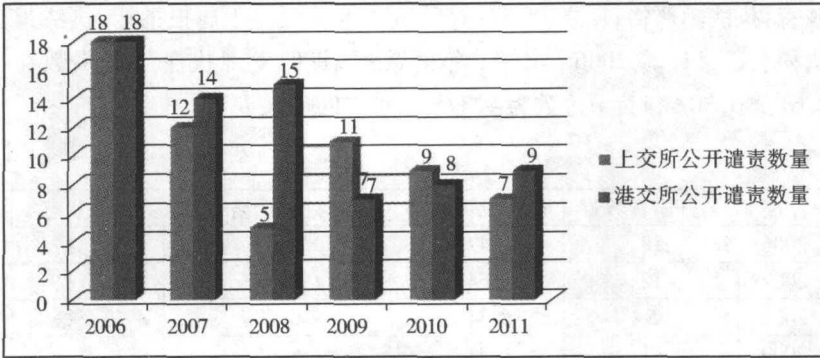


图5 上海市场与香港市场公开谴责数量对比

### 3. 执法数量的内部比较

在日常监管中,对于上市公司的违规行为,交易所常用的两种纪律处分措施是公开谴责和通报批评。对于违规行为,存在加重情形的,纪律处分委员会可酌情对责任人予以公开谴责。这些情形包括:责任人故意违规,明显藐视相关法律法规;责任人屡次违规;责任人的违规行为造成市场重大反响;责任人的违规行为对投资者的投资决策造成重大误导;责任人的违规行为对其融资条件、资产重组条件有决定性影响;责任人未在法定期间披露定期报告。

因此,在一定时期内,通报批评数量与公开谴责数量的比较,反映了监管者在执法尺度上的把握,即倾向于适度监管还是从严监管。为

<sup>①</sup> 港交所的纪律处分包括:(1)停牌;(2)除牌;(3)发出私下谴责;(4)发出载有批评的公开声明;(5)作出公开指责;(6)罚款;(7)向监察委员会或另一监管机构或海外的监管机构申报违反规则的行为;(8)禁止专业顾问或由专业顾问聘请的个别人士、在指定期间就上市科(或创业板上市科)或上市委员会(或创业板上市委员会)规定的事宜代表某指定一方;(9)要求在指定期间内修正违反规则的事宜或采取其他补救行为;(10)如上市公司的董事故意或持续不履行其根据上市规则应尽的职责,交易所可以公开声明认为该董事继续留任将会损害投资者的利益;(11)如董事在交易所发表声明后仍留任,交易所可停牌或取消其上市地位;(12)如上市公司故意或持续不履行其根据上市规则应尽的职责,交易所可以指令在指定期间内禁止该发行人使用市场设施,并禁止证券商及财务顾问代表该发行人行事;(13)酌情采取或不采取其他行动。

了研究便利,可以将两者比例称为执法严格系数,即执法严格系数 = 通报批评数量/公开谴责数量。申言之,系数越小,执法者更倾向于公开谴责,执法越严格;反之,系数越高,执法者更倾向于通报批评,执法越宽松。通过计算 2006 至 2011 年的数据,我们发现执法严格系数在 2.61 至 6.80 之间,中位数为 4.375。如表 1 所示:

表 1

年度	公开谴责数量	通报批评数量	纪律处分严格系数	宽严状态
2006	18	47	2.61	较严格
2007	12	64	5.33	较宽松
2008	5	34	6.80	较宽松
2009	11	71	6.45	较宽松
2010	9	31	3.44	较严格
2011	7	29	4.14	较严格

如果把中位数 4.375 作为宽严分界线,我们可以看到不同的年份的执法宽严状态(如图 6 所示),即红线以下严格,红线以上宽松。比较令人惊讶的是,在 2007 至 2011 年五年间,纪律处分严格的系数与上市综指形成了背离形态,而一般认为在弱市行情中监管者倾向于适度监管,在牛市行情中倾向于严格监管。

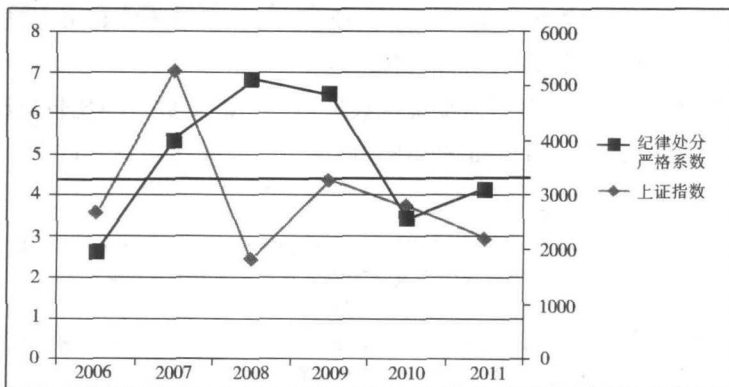


图 6 年度纪律处分严格系数

(三)小结

从对违法违规行为的覆盖来看,公开谴责主要集中于信息披露违规

和公司治理违规两大领域,覆盖了绝大多数的上市公司违法违规行。从执法数量看,近年来呈现下降趋势,与香港市场大致持平,反映了市场诚信状况的改善。比较各年度的公开谴责数量,可以发现公开谴责数量具有一定周期性,呈现阶段性强化与转常规交替。2010年以来,监管者更倾向于采取公开谴责,体现了从严监管的取向。

### 三、公开谴责所产生的声誉损失(R)

上市公司受到公开谴责,包含了公司财务数据虚假、公司治理混乱等负面信息。理论上,这些负面信息将产生上市公司的声誉损失,影响上市公司价值(V),并增加上市公司后续融资的难度,影响董事、监事、高管人员的职业声誉,并在事后对违规行为形成预防。在本部分,我们将从以下几个预设角度进行一个初步的检验。

#### (一)对公司市值的影响

资本市场对负面信息很敏感。例如,在食品安全领域,信息规制是极为有效的,A股市场的双汇发展、伊利股份、张裕A都曾将遭遇“黑天鹅”事件(如表2所示)。

表 2

上市公司	事件	时间(t日)	窗口期股价反应	同期上证综指变化
双汇发展 (000895. SZ)	央视“3·15”特别节目曝光双汇猪肉用“瘦肉精”	2011年3月15日	-36.2%	-2.1%
伊利股份 (600887. SH)	质检总局检出伊利全优系列奶粉汞含量异常	2012年6月14日	-14.3%	0.9%
张裕 A (000869. SZ)	经过国家食品质量监督检验中心检测后,各款葡萄酒均检出多菌灵或甲霜灵农药残留。其中,张裕葡萄酒残留值超过另两家	2012年8月10日	-9.8%	-0.2%

对于证券市场声誉处罚的影响,有大量的实证研究是基于事件研究

法研究交易所谴责对被谴责上市公司股价变动的影响,其基本原理是:在理性市场的前提下,某种事件的发生会立即影响到证券价格的波动,通过观察事件发生日前后某段时间内相应证券价格的波动变化就能够衡量该事件的发生所产生的影响与后果。其中,一个比较著名的研究是发现英国金融市场上受罚公司的股票价格,出现了统计上显著的异常损失,约为罚款和赔偿金的9倍。<sup>⑫</sup>

在这里,我们将上交所对上市公司公开谴责公告日记做0,将考察的窗口期设定为事件后10个交易日。通过与同期上证指数的比较,计算事件的累计超常收益率(Cumulative Abnormal Return)。统计发现,在境内市场,对于遭到公开谴责的公司股价,市场没有做出明显剧烈反应,却对这样的负面信息消化得很快,这可能和多数投资者投机市场文化有关;也可能和纪律处分查处周期有关,公开谴责的违规事项多为几个月甚至一年前的事件,导致在公告日之前此消息已被市场吸收消化得差不多了。为了直观感受公开谴责后的公司市值变化,我们随机选取了三个有效案例。

1. 2011年8月31日对潍坊亚星化学股份有限公司的公开谴责(上证公字[2011]47号关于给予潍坊亚星化学股份有限公司及其前董事长陈华森等公开谴责并认定陈华森3年内不适合担任上市公司董事的决定)。

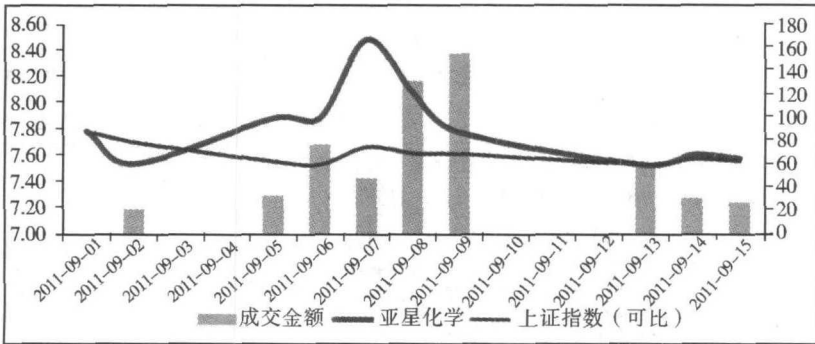


图7 2011年8月31日亚星化学受公开谴责后10日的股价表现

<sup>⑫</sup> 参见约翰·阿穆尔、科林·梅耶、安德烈亚·波洛:“金融市场的监管处罚和声誉损失”,载《比较》2012年第2期。

2. 2007年11月23日对哈尔滨秋林集团股份有限公司的公开谴责(上证上字[2007]203号关于对哈尔滨秋林集团股份有限公司和董事蒋贤云等公开谴责的决定)。

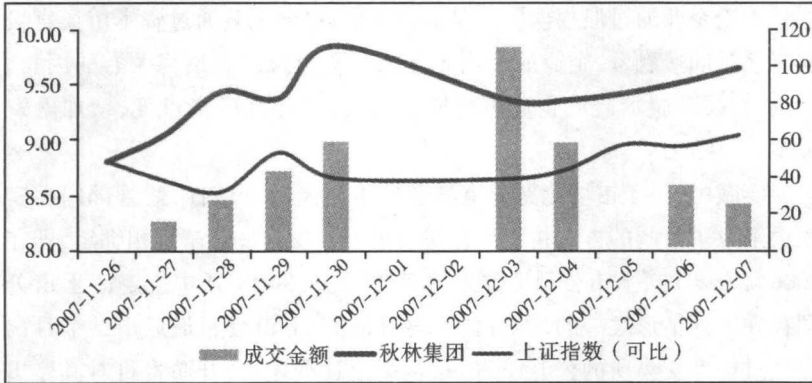


图8 2007年11月23日秋林集团受公开谴责后10日的股价表现

3. 2006年8月10日对三联商社股份有限公司的公开谴责(上证上字[2006]596号关于对三联商社股份有限公司和董事长张继升等公开谴责的决定)。

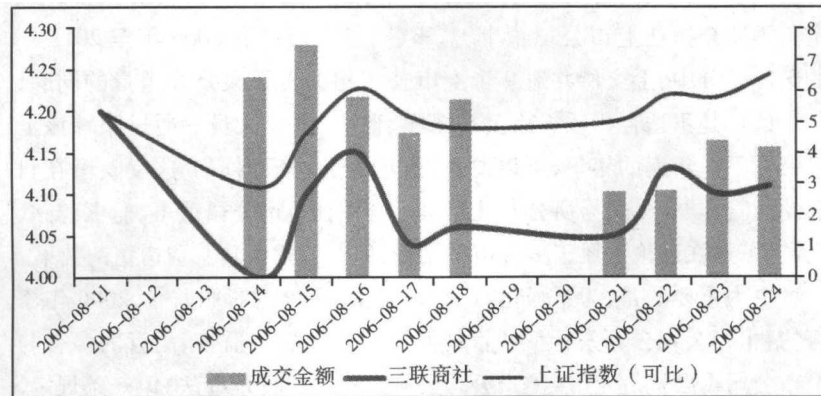


图9 2006年8月10日三联商社受公开谴责后10日的股价表现

此外,公开谴责势必构成了公司估值超预期的风险。一个值得研究的角度是,长期跟踪上市公司的证券分析师,是否对这一超预期风险进行了揭示并调减上市公司的投资评级。我们从样本中,随机抽取了10



家上市公司。显然,在事件窗口期内,证券分析师并没有把对上市公司的公开谴责太当回事。

### (二)对公司融资的影响

无论企业通过股权融资还是债权融资,也无论其通过资本市场直接融资还是间接融资,企业的信用无疑都是资金融出方最为关心的因素。理论上,公开谴责造成企业声誉资产损失,将提高融资难度,增加融资成本。

实践中,出于市场化融资审核及定价机制的不信任,监管部门在实践中采取了管制的方式将上市公司再融资与受到公开谴责相绑定,即在2006年修订的《上市公司证券发行管理办法》第11条中规定,“上市公司存在下列情形之一的,不得公开发行证券:上市公司最近十二个月内受到过证券交易所的公开谴责”。根据上述规定,公开谴责将对其作出后一年内上市公司再融资构成“一票否决”的效果。

### (三)对董事、监事、高管个人声誉的影响

根据强制力本身的不同,针对董事、监事、高管的公开谴责可分为两种:一种是单纯的公开谴责,实践中,这一类型仅对珍惜个人声誉的上市公司董事、监事、高管人员有效果;另一种是在公开谴责的同时,公开认定其不适合担任上市公司董事、监事、高管人员。在2006年至2011年的纪律处分中,上交所共对9个上市公司相关责任人公开谴责的同时,公开认定其不适合担任上市公司董事、监事、高管人员。通过跟踪该上市公司下一年度的年报,可以发现,上述人员均已离职。这反映了在目前的监管体制下,交易所公开认定不适合担任上市公司董事、监事、高管人员,虽然在理论上属于一种声誉制裁,但在实践中具有资格罚的效果。

更为重要的是,为了强化对董事、监事、高管的履职监管,2006年修订的《上市公司公开发行证券管理办法》也将董事、监事、高管的声誉与上市公司再融资绑定。《上市公司公开发行证券管理办法》第6条规定,上市公司公开发行证券,必须满足“现任董事、监事和高级管理人员最近十二个月内未受到过证券交易所的公开谴责”。

### (四)再犯率——特殊预防的角度

在2006—2011年间,有11家上市公司及其相关责任人在遭到上交所公开谴责后,在这一时间段内,再次因违规而受到公开谴责,再犯率高

达22%。如果我们将时间段向前推至2001年,向后推至2012年年中,再犯率还将显著提高。从这个角度看,至少对于特殊预防而言,公开谴责有效性很弱。这些再犯企业具有的一些共性特征,大都资产质量较差,全部为民营企业,目前有9家已为ST、\*ST或完成重组。

### (五)小结

信息披露工具虽然赢得支持市场化人士的青睐,被认为是各类监管工具中的首选,但其客观上存在强制力不足的缺陷。<sup>⑬</sup>如果没有有效的市场传导机制,信息披露工具将会面临无效的尴尬境地。实践中,公开谴责的有效性体现了上述困境。公开谴责对违规企业产生的声誉损失,虽然无法精确的量化,但从几个角度予以观察可以形成一个大致的判断:公开谴责发出后不会对上市公司市值产生影响;借助再融资监管中绑定会对上市公司发行证券产生影响;会对董事、监事、高管人员的个人声誉产生影响。后两者,借助于与行政许可的绑定,是当前公开谴责的实效所在。但对于某些资产质量较差、对自身诚信形象不关心的企业,公开谴责很难发挥期待的作用,在实践中就体现为这些企业违规再犯率极高。

## 四、正在发生的变化——完善公开谴责的几个方向

2012年10月10日,中国政府网公布《国务院关于第六批取消和调整行政审批项目的决定》(国发[2012]52号),<sup>⑭</sup>旗帜鲜明地提出,“凡公民、法人或者其他组织能够自主决定,市场竞争机制能够有效调节,行业组织或者中介机构能够自律管理的事项,政府都要退出。凡可以采用事后监管和间接管理方式的事项,一律不设前置审批。”这一提法被学者总结为新“两个凡是”。<sup>⑮</sup>

<sup>⑬</sup> 参见约瑟夫·斯蒂格利茨:“政府失灵与市场失灵监管的原则”,载《比较》2009年第2期。

<sup>⑭</sup> 参见中国政府网,[http://www.gov.cn/zwjk/2012-10/10/content\\_2240096.htm](http://www.gov.cn/zwjk/2012-10/10/content_2240096.htm),2012年11月9日最后访问。

<sup>⑮</sup> 新“两个凡是”,为学者胡释之在接受凤凰网采访时最早提出。

值得注意的是,在第六批取消和调整行政审批项目中,证监会共取消和下放 32 个,占国务院部门清理项目总数的 10.2%,数量位居首位。事实上,自 2001 年行政审批制度改革工作全面启动至今,证监会已分六批累计取消 136 项行政审批项目。在当前资本市场改革发展新的形势和背景下,以减少行政审批、完善市场化监管为核心内容的监管体制的调整,已经悄然加速。其中,证券交易所的自律管理作为一种市场化的执法方式,将承担更多监管职能。

实践中,有人担心,在当前市场环境下一些领域行政审批取消以后,如何保证后续市场化监管的有效性。的确,市场化的改革取向向下监管体制的内部调整,必须以投资者权益的保护为最终目标,不断寻求最佳平衡点,逐步予以实现(图 10 简单演示了这一动态调整过程)。在此过程中,应不断鼓励、培育、强化市场化的执法机制,使其具有更强的约束力。

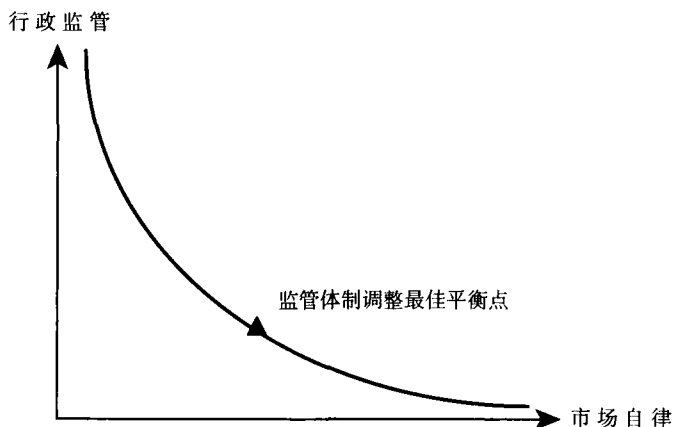


图 10 监管体制的动态调整

公开谴责是市场化执法机制的结果和保障。因此,我们认为,公开谴责制度的完善的方向,应当置于监管体制调整与完善的大背景下予以思考。从前面的分析可以看出,当前公开谴责有效性的症结,在于市场化声誉机制的失灵。因此,有必要对症下药,在保留和强化公开谴责市场纪律处分的本色的基础上,通过植入监管因素,增强其实效性、强制性和权威性。具体而言,公开谴责将进一步从以下几个方面予以完善。

一是切实增强公开谴责的监管实效。公开谴责的监管实效,在于威

慑效果。对此,首先应当将公开谴责继续与上市公司再融资挂钩。其次,推动证券分析师对公开谴责风险的披露和评价。在此,借鉴境外市场经验,探索建立“三振出局”制度,即对三次公开谴责的公司,取消上市地位。最后,实现公开谴责信息在人民银行征信系统的信息共享。

二是完善公开谴责的实施机制。除了强化威慑效果以外,还有必要完善公开谴责的实施机制,即落实事后的整改。对于公开谴责事项,建立事后的跟踪机制,要求上市公司及其责任人完成相应的整改报告。对于拒不整改的情形,交易所应有进一步强化监管的手段和措施。例如,在公开认定不适合担任上市公司董事的情形下,相关董事拒不离职的,应当仿照香港市场,赋予交易所停牌的权利。

三是提升公开谴责的法制化水平。明晰公开谴责的监管标准,通过对实践经验的总结,实现相关标准的客观化;逐步实现公开谴责的程序、文书的公开化,提高自律管理的透明度;加强公开谴责的及时性,实现信息的有效传导。