

日本奥林巴斯会计作假事件

——兼论资本市场诚信与公司治理

吴 祺*

摘要:日本奥林巴斯公司的会计作假事件折射出日本公司的公司治理结构和治理理念,都已不符合高度发达的证券市场的要求。本文旨在通过对奥林巴斯会计作假事件的深入分析,揭示日本公司治理存在的问题,并借助日本对奥林巴斯事件的反思重塑我国公司治理理论体系,为资本市场诚信体系的建设提供参考素材。

关键词:奥林巴斯 会计作假 诚信 公司治理

据调查,日本最古老的企业距今已有一千四百多年的历史,“百年老店”更是不计其数,当问到这些企业经久不衰的秘诀时,回答却是惊人的相似:“以信立业,以诚待人”。

诚信是资本市场的基石,亦是上市公司的立命之本。良好的公司治理是建设资本市场诚信体系的前提,而资本市场诚信体系的建立又能促进上市公司完善公司治理结构。由此可见,资本市场诚信

* 上海证券交易所上市公司监管一部员工。

体系与上市公司治理结构是表与里的关系。两者相辅相成,缺一不可。

2011年8月,日本著名国际企业奥林巴斯公司(以下简称奥林巴斯)爆出重大会计丑闻,这家有百年历史的上市公司在过去二十年间一直欺骗市场及投资者,隐瞒了公司在泡沫经济时代遭受近千亿日元损失的重大事实。该事件曝光后,不仅奥林巴斯的治理结构受到了日本市场及海内外投资者的强烈质疑,整个日本证券市场的诚信度也降到了历史最低点。

然而,此次奥林巴斯会计作假事件只是冰山一角,前不久日本富士通公司总经理解聘闹剧以及大王制纸的百亿日元贷款事件都折射出日本公司治理结构存在严重的问题。

东京证券交易所(以下简称东交所)在事发后以前所未有的速度修改了东交所上市规则,强化了上市公司中关于独立役員^①的信息披露要求,意图挽回投资者对市场失去的信心。然而,市场失去的诚信绝非东交所或其他监管机构朝夕就可挽回的。奥林巴斯事件后,海外投资者集中抛售日本股票就是最好的佐证。

本文旨在通过对奥林巴斯会计作假事件的深入分析,揭示日本公司治理存在的问题,并借助日本对奥林巴斯事件的反思重塑我国公司治理理论体系,为资本市场诚信体系的建设提供参考素材。

一、奥林巴斯会计作假事件全貌

(一) 会计作假事件调查经过

2011年8月,日本《FACTA》杂志刊登文章举报日本著名国际企业奥林巴斯在国际及国内的收购项目中存在会计造假问题,涉案金额高达近千亿日元。该报道发表后,奥林巴斯公司隐瞒了近二十年的会计造假事件终于浮出了水面。

^① 独立役員,是指与中小股东不存在利益冲突的外部董事或监事。具体制度请参见吴祺:“解读东京证券交易所上市规则修改”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版。

迫于媒体及监管机构的压力,2011年11月1日,奥林公司发布公告,称公司正着手成立独立调查委员会,彻底调查公司是否在收购GGP公司及国内三家公司的项目中存在会计造假问题。独立委员会由五名律师及一名公认会计师组成,其中独立调查委员的委员长曾经担任过日本最高法院法官,应该说独立委员会的独立性无可挑剔。

2011年11月10日,奥林巴斯发布公告,称由于独立委员会调查发现公司过去的财务报告中存在重大会计问题,因此公司无法在法定期限内(11月14日)提交第二季度财务报告。另外,根据东交所上市规则第605条第1款13号a的规定,本公司将会被东交所指定为监理股份^②(确认中),提醒投资人注意风险。

2011年12月6日,奥林巴斯公布了调查委员会关于会计作假事件的调查报告。根据报告显示,公司于20世纪90年代后期投资有价证券形成了近1177亿日元的巨额亏空,为了将上述亏损分离出合并报表范围外,当时的管理层设计了以下的方案。首先,由奥林巴斯公司出资设立基金A,(根据日本会计准则,该基金无须与奥林巴斯公司一起合并报表)由该基金A将奥林巴斯持有的1177亿亏损金融产品按照账面价值购入,抵消奥林巴斯公司账面上的全部亏损。其次,为了归还基金A购买亏损金融产品支出的1177亿,(基金A购买1177亿亏损金融产品的资金是银行的贷款,并且奥林巴斯公司为其作了担保),经由第三方介绍,基金A选定了国内三家公司作为收购对象,分别以每股5万日元的价格收购了其中的ALTIS及NEWS CHEF,以每股20万日元的价格收购了HUMALABO。随后,奥林巴斯以每股约1100万日元的高价向基金A收购ALTIS,以每股约950万日元的价格收购NEWS CHEF,以每股2050万日元的价格收购HUMALABO,^③通过上述操作将732亿资金输送给了基金A。

^② 所谓监理股份是指当公司发行的有价证券面临退市的风险,为了提醒投资者注意,特将有退市风险的有价证券指定为监理股份,区别于其他有价证券。因虚假陈述被指定为监理股份的有价证券称为“监理股份”(审查中),由于其余原因被指定为监理股份的有价证券均统一为“监理股份”(确认中)。

^③ 奥林巴斯公司实际使用的方案比本文介绍的方案复杂数十倍,笔者为了便于叙述简化了奥林巴斯的方案。

除了上述国内公司的收购之外,奥林巴斯与财务顾问公司合谋,将收购英国 GGP 公司时支付给财务顾问的 6.2 亿美金(收购财务顾问持有的优先股,约合 631 亿日元)的资金输送给基金 A 用来归还银行的贷款。

通过上述手段,最终奥林巴斯将 1348 亿日元的亏损全部处理完毕(1177 亿日元的金融资产亏损加上为了掩盖上述亏损而支出的 171 亿日元的报酬)。

调查报告书还指出奥林巴斯公司收购 GGP 公司及国内三家公司产生的商誉及之后进行的资产减值处理与事实不符,公司必须对上述商誉及资产减值的会计处理进行更正。

2011 年 12 月 14 日,奥林巴斯公司向关东财务局正式提交了第二季度财务报告,同日东交所解除了奥林巴斯公司监理股份(确认中)的措施,但该公司的股份依然是监理股份(审查中),还未完全脱离退市的风险。

2011 年 12 月 15 日,奥林巴斯公司发布更正后的财务报告,并与更正前的损益表中的营业利润、利润总额及净利润进行了对比,具体内容如下:

(单位亿)

		更正前	更正后	影响额	影响率%
2007 年年度财务报告	营业利润	987	987	0	0
	利润总额	762	783	21	+3
	净利润	478	470	▲8	▲2
2008 年度财务报告	营业利润	1126	1128	2	0
	利润总额	931	973	42	+5
	净利润	580	546	▲33	▲6
2009 年度财务报告	营业利润	346	427	81	+24
	利润总额	184	257	73	+40
	净利润	▲1148	▲506	642	—
2010 年度财务报告	营业利润	601	612	10	+2
	利润总额	451	461	10	+2
	净利润	478	525	48	+10
2011 年度财务报告	营业利润	354	384	30	+9
	利润总额	221	232	11	+5
	净利润	74	39	▲35	▲48

(二) 东交所对公司采取的监管措施

2011年11月10日,东交所发布公告:今日,奥林巴斯公司发布公告称将无法在法定期限内提交第二季度的财务报告,根据东交所上述规则第605条第1款13号a的规定,自今日起将奥林巴斯公司发行的有价证券指定为监理股份(确认中),如奥林巴斯公司无法在12月14日之前(超过法定期限1个月内)提交第二季度财务报告,东交所将勒令奥林巴斯公司退市。

2011年12月6日,东交所发布公告,主要内容如下:奥林巴斯在今日发布的调查报告中表示公司将对过去的财务报告进行更正,根据东交所上市规则施行规则第605条第1款第14项的规定,将该公司发行的有价证券指定为监理股份(审查中)。本所将根据公司对过去财务报告更正的范围及金额进行审查,最终决定是否给予该公司强制退市的处分。

2011年12月14日,东交所解除了奥林巴斯公司监理股份(确认中)的措施,但仍然保留监理股份(审查中)的监管措施。

2012年1月20日,东京证券交易所发布公告,正式解除奥林巴斯公司监理股份(审查中)的措施,同时鉴于公司此次会计作假事件的严重性,向奥林巴斯征收1000万日元的上市违约金,并将该公司指定为特设注意市场^④公司。

二、分析与讨论——公司治理

奥林巴斯公司会计作假事件涉案金额之大,历时之长,在日本国内实属罕见。特别是对于一家拥有百年历史,享誉国际的知名企业而言,发生如此重大的会计丑闻实在令人痛惜。与此同时,奥林巴斯公司能够在长达二十年的时间里瞒天过海欺骗投资人却一直没有被发现,足以证

^④ 所谓特设注意市场是东交所对旗下上市公司实施的监管措施之一。根据东交所上市规则的规定,上市公司出现以下情形,则该公司会被指定为特设注意市场公司:(1)有碍公平的关联交易;(2)虚假陈述或审计师出具否定意见;(3)违反上市契约;(4)与反社会势力有关联。

明奥林巴斯公司的内部控制完全失效,治理结构存在重大缺陷。

(一)日本公司治理存在的问题

1. 日本公司治理的历史沿革

世界各国对“公司治理”(Corporate Governance)一词的理解都不相同。一般而言,公司治理包含以下两种探讨:第一,公司主权论。所谓公司主权论是指探讨公司属于谁;一般在讨论究竟是股东主权,还是企业员工主权时,会使用公司治理一词。第二,公司治理理论。所谓公司治理理论是指探讨如何监督公司的管理层;在讨论究竟是采取董事会模式还是监事会模式时,会使用公司治理一词。有学者将前者称为广义的公司治理,将后者称为狭义的公司治理,笔者认为狭义的公司治理取决于如何理解广义的公司治理(因为前者的答案会直接影响后者的选择方式),因此,本文所述公司治理时包含了广义与狭义两层含义。^⑤

第二次世界大战后,日本公司治理的历史可以简约为:强化监事会权力的历史。

1950年,第二次世界大战后日本首次修改商法。值得关注的是,此次商法修改在以监事会为监督核心的公司治理模式上引入了美国的董事会制度(战前日本的董事没有业务监督权,只有业务执行权。类似于我国公司法中的经理或高管)。众所周知,美国的董事会是公司的监督机构,负责监督公司管理层业务执行情况,因此董事会的监督职能与当时监事会的职能发生重合,在此情况下,日本将监事会的权限范围限定为会计审查,剥夺了监事会业务监督的权力。同时,将允许董事从事可能与公司利益相冲突的业务及参与董事与公司间诉讼的权限移交至董事会。如上所述,此次商法修改后,日本的公司治理呈现出与德国(关于德国模式后述)及美国均不尽相同的四不像模式。

1974年,日本山阳特殊制钢等公司爆出重大会计丑闻,以此为契机,日本公司治理步入强化监事会权限的时代。

同年,日本修改商法,恢复了大公司及中型公司监事会对于业务执行的监督权限,但是根据日本学界的通说,监事会对业务执行的监督仅

^⑤ 石田真:“公司治理与劳动法”,载 <http://www.21coe-win-cls.org/activity/pdf/6/04.pdf>,2012年10月11日最后访问。

限于合法性,业务执行适当性监督的权限依然属于董事会。除此之外,修改后的商法恢复了董事与公司间发生诉讼时监事会代表公司参与诉讼的权力,赋予了大公司和中型公司的监事对于子公司的调查权限及股东大会陈述意见的权利。

1981年,日本修改商法,继续强化监事会的权限。主要内容包括:(1)监事报酬由股东大会决定;(2)监督费用由公司负担;(3)加强监事的独立性;(4)大公司必须设置数名常务监事。

1990年及1993年的商法修改,赋予了监事检查公司设立时资本是否充足的权限,延长了监事的任期及要求大公司必须设置外部监事。

2001年,商法修改,再度强化了监事的权限。主要内容包括:(1)赋予监事列席董事会并发表意见的权利;(2)延长监事任期;(3)赋予监事辞职时意见陈述权;(4)提高大公司外部监事资格的标准;(5)大公司选聘监事时,赋予监事会否决权;(6)当公司的董事被股东提诉,监事会可以否决公司作为被告董事方的诉讼辅助人参加诉讼等。

2006年,日本新公司法实施。新颁布的公司法完全承袭了以前商法的规定,至今未变。

2. 屋上架屋式的监督体系

此次奥林巴斯事件折射出日本公司治理存在的问题,在形式上体现为屋上架屋式的监督体系,但在本质上,落后的公司治理观念已经不能适应高度发达的证券市场的需求。

从日本公司治理的历史可以看出,1950年日本引进董事会制度后,日本公司治理的监督体系从监事会模式转变为董事会模式,但监事会仍然承担部分监督职能。与此同时,董事会不仅是业务的监督部门,同时还是业务执行部门。上述治理架构已经显得十分混乱,雪上加霜的是,日本为了加强对上市公司管理层的监督,居然在原有的治理架构上模仿美国的独立董事制度引进了外部董事的概念,使得日本的公司治理成为空前绝后的三重重复监督体系。首先,外部董事、监事以及董事会对公司管理层的业务执行都有监督权限,形成了三层重复监督,但各自监督的范围却又模糊不清。其次,日本的董事会即当运动员,又当裁判员。法律规定董事会是业务执行机构的同时,又赋予其业务监督的权力,如此的监督体系岂能不出问题?最后,监事会对公司的财务报告负有监督

义务的同时,上市公司的财务报告还要经过公认会计师的审计。监事与会计师对于财务报告的监督又形成重复监督。

多头监督的结果就是无人监督。奥林巴斯就是最好的例子。案发时,奥林巴斯董事会15名董事中3名是外部董事,监事会共4名监事中2名是外部监事。与保守的其他日本公司相比,奥林巴斯拥有的外部董事及监事的人数并不少,然而3名外部董事与2名外部监事却没有发现公司长期以来欺骗投资者的恶劣行径,究其原因,问题就出在多头监督造成监管缺位,多个机构拥有监督权限,但谁都没有履行监督的义务。

3. 落后的公司治理理念

到目前为止,日本经济界对公司治理的理解还停留在家族企业的阶段,与证券市场严重脱节。日本最著名的汽车巨头丰田的董事长对公司治理作出过以下的论断:丰田董事会的权威与公司的治理结构毫无关系,我们的正当性是建立在每年递增的企业收益之上。以丰田为首的日本企业,至今还维系着家族式的经营理念,对于现代化的公司治理有强烈的抵触情绪,他们认为公司治理就是为股东创造财富,而每年贡献数千亿日元利润的企业根本不需要公司治理。

丰田董事长豪言壮语的余音未了,丰田汽车的刹车系统就出现了致命的缺陷,不得不在全世界范围内召回数十万辆汽车,丰田汽车的声誉也一落千丈。试想一下,如果美国国会质问丰田公司为何没有建立现代化的治理结构,难道丰田董事长也能自信满满地说:我们的权威建立在每年数千亿的利润之上,与公司治理无关?

上市公司与家族公司的区别在于前者拥有证券市场,需要面对股东及所有潜在的投资人。因此,笔者认为对于不同类别的公司,公司治理的要求也不尽相同。大致可以将公司治理分为三个层次:公司法层次;公司法+证券法层次;公司法+证券法+特别法层次。(1)公司法层次,也是最低层次的公司治理要求,适用于所有非上市企业。(2)公司法+证券法层次,适用于所有上市公司。此处所谓的证券法是一个广义的概念,不仅包括实体的证券法,还包含行政监管机构为了实现证券法的立法目的颁布的行政法规及交易所等自律组织制定的规则。奥林巴斯及丰田汽车都属于这一范畴。对于上市公司而言,除了需要满足公司法要求的治理结构外,证券法、行政监管机构以及交易所对上市公司治理结

构提出的要求也必须遵守。关于证券市场及广义的证券法对公司治理的影响,将在下一章节中具体讨论。(3)公司法+证券法+特别法层次适用于一些肩负特别公法义务的上市公司,最典型的例子就是银行。银行不仅仅是一家上市公司,其担负着为整个国家提供交易清算的重要使命。正因为银行的特殊地位,除了一般上市公司需要满足的第(2)层次的治理结构外,银行还必须满足银行法对其作出的一些特殊规定。

综上所述,上市公司应该具备的公司治理结构远远高于公司法要求的最低标准。

(二) 重塑以证券市场为前提的公司治理体系

上市公司与非上市公司的公司治理有本质的区别。上述区别源于证券市场的存在已无须赘言。成熟的证券市场不仅对公司内部的治理结构产生影响,而且从根本上改变了公司治理的理念。

1. 重塑公司治理理念

在上文中提到公司治理包含两种不同的讨论:公司主权论和公司治理理论。首先,我们讨论证券市场对公司主权论产生的影响。一般,对于公司主权的争论大致可以分为股东主权论及员工主权论。然而,当证券市场高度发达,市民社会与证券市场融为一体时,上述争论就显得毫无意义。因为每一位公民既是上市公司的股东,同时又是上市公司的员工,既是上市公司的顾客又是该公司的供货商。因此,高度发达的证券市场之下,股东主权不复存在,取而代之的是利益相关人^⑥的概念。

上述股东主权的概念退出历史舞台的同时,“股东价值最大化”也被“公司使命”这一全新的理念所替代。“公司使命”一词是日本早稻田大学证券法泰斗上村达男教授率先提出的概念,区别于传统的股东价值最大化的理念。上村教授认为:对于上市公司而言,其最重要的任务就是完成公司章程所规定的“公司使命”,而股东价值最大化仅是上市公司完成“使命”后附带的结果,绝不是上市公司最高的经营理念。例如,对于运输行业的上市公司而言,安全、舒适、准确地将旅客运送到目的地是该上市公司的“使命”,如果该公司能够出色地完成上述“使命”,不论

^⑥ 利益相关人不仅指现在与公司利益相关的股东、债权人、员工等,还包含了潜在的利益相关人,即还未购买股票的投资者。

结果是否给股东带来经济上的回报,该公司所有的利益相关人都享受到交通安全带来的利益,这就是股东价值最好的体现方式。因此,对于上市公司而言,实现章程所规定的“公司使命”等同于实现公司价值的最大化。

2. 重塑公司治理结构

在高度发达的证券市场的影响下,公司内部的治理结构发生了如下变化:

第一,股东大会作为公司最高权力机构的功能严重退化。对于股权极度分散的上市公司而言,将股东称作公司的所有权人毫无意义,因为股东们手中的所有权只有在公司破产的时候才可能发挥经济效用,当然前提是公司在还清所有债务后还有盈余。也就是说,当公司破产清算的时候,所有权的效力(股东的地位)远远低于债权(债权人的地位)的效力,这样的权利还能被称为所有权吗?而且,上市公司的股东每天都在不停变化,同一天同一个股东对同一家上市公司的股票就可能进行数次买入及卖出,对于这样的股东而言,获得参加股东大会的资格仅仅是因为股权登记日那一天自己恰好是股权登记簿上的股东而已,与所有权无关。因此,股东与债权人并没有本质的区别。正如没有人会将债权人的集会称作所有权人集会那样,作为公司投资人集会的股东大会也不是公司所有权人的集会。虽然股东不再是公司的所有权人,但这并不代表股东的权利受到影响,相反,正视这一问题才能更好地保护股东(投资者)的利益。股东大会作为集合体的监管功能退化后,股东作为个体对公司管理层进行监督的职能得到强化。首先,增加股东的质询权。无论股东在股东大会上提出的问题是否与大会的议题相关,公司的管理层必须予以回应,因为每一位股东都是公司治理的重要组成部分。其次,增加股东对于公司经营层违反法律、公司章程行为的事前阻止功能。允许股东在一定条件下(如公司管理层的行为明显超出公司章程的授权范围)请求法院禁止公司管理层实施该行为。最后,提高股东代表诉讼的实效,允许满足一定条件的股东(持股比例以及连续持股期间等),直接向法院提起股东代表诉讼,无须经过监视会的同意,也无须提供担保。

第二,董事会取代监事会成为公司唯一的监督机构。在奥林巴斯会计作假事件中,公司管理层能够在过去二十年里瞒天过海与该公司屋上

架屋式的监督模式有密切的关系。实践证明,多头监管不利于落实监督责任,容易造成监管缺位。因此,建立以董事会为监督机构的一元化监督体系符合上市公司及证券市场的实际需求。董事会成为公司的监督机构后,为了提高董事会的独立性及权威性,董事会成员半数以上应该由独立董事构成。同时,原来属于监事会的职能全部归并给董事会,监事成为独立董事的最佳人选。

董事原则上不再兼任总经理等经营管理职务,公司业务的执行权全部交给以总经理为首的管理层,董事会负责对管理层的业务执行情况进行评价。

第三,确立以总经理为首的公司管理层,负责执行公司日常的经营与管理。总经理作为公司管理层的最高责任人,全权负责公司业务的执行,董事会拥有选、解聘总经理的权力。

三、对于东交所维持上市地位决定的讨论

此次奥林巴斯会计作假事件的涉案金额高达 1000 亿日元,公司的股价从事发前至今也下跌了近一半,给市场及投资者造成了巨大损失。对于此类恶性事件,东交所一直以来扮演着“包青天”的角色,从“西武铁道”、“嘉娜宝”到红极一时的“活力门”,东交所无一例外地处以“极刑”,但为何对奥林巴斯公司手下留情呢?

2011 年 1 月 20 日,东交所就奥林巴斯会计作假事件是否触及东交所退市标准专门召开了记者发布会,会上东交所自律法人^⑦常务理事美浓口真琴对东交所的决定说明如下:首先,东交所今日的决定随时可能由于刑事案件侦破的进展而发生变化,请各位注意风险。根据东交所的调查显示,此次奥林巴斯会计作假虽然涉及公司组织(整个管理层),但实际参与会计作假的仅为数人,并且会计作假与公司主要业务没有任何关系,对公司营业收入及营业收益也没有重大影响。

^⑦ 东交所集团下设四个子公司,东交所市场运营子公司负责运营市场,自律法人子公司负责纪律处分。

与此同时,虽然此次会计作假对公司数年的财务报告存在一定影响,但从公司的规模及收益力来看,上述影响并没有给投资者的投资判断带来重大障碍,因此我们认为此次会计作假事件并没有触及东交所的退市标准。

与会记者对于美浓口理事所作出的说明并不满意,当美浓口理事发言结束后,与会记者纷纷提问,主要焦点集中在以下两个方面:(1)与过去退市案例的整合性;(2)整个退市审查过程的透明性。关于此次会计作假事件与过去案例的整合性,与会记者提出:数年前,东交所判断日兴集团会计作假行为是否与东交所退市标准相抵触时,东交所前任西室理事长特别强调了维持上市地位的日兴集团与被勒令退市的西武铁道及嘉娜宝化妆品最大的区别在于日兴集团的公司组织(最高责任人及整个管理层)没有参与作假事件,但是此次奥林巴斯会计作假事件,东交所既然认定公司组织参与了会计作假,按照与过去案例的整合性,应该勒令奥林巴斯退市,为何此次判断与过去不同?关于整个审查过程不透明,与会记者提出如下质疑:东交所维持奥林巴斯的上市地位是否因为该公司拥有众多海外的投资者,为了维护东交所在海外投资者心目中的形象而作出上述判断的?美浓口理事在说明中提到此次会计作假事件对市场及投资者的影响并不十分重大,请问东交所对重大有无具体的数字标准?如无,东交所在具体判断是否与退市标准相抵触时自由裁量的余地是否过大?

对于上述记者的质疑,东交所的美浓口理事并没有正面回应退市审查程序不透明的批评,而是把责任推给了东交所市场运营公司,称“重大”这一表述确实有待商榷,但规则是市场运营公司负责制定,因此无法对规则的好坏进行评述。

会后,舆论对东交所的批判之声不绝于耳,缺乏透明度的退市审查过程及维持上市资格判断成了众矢之的。

笔者认为东交所在维持上市资格判断方面并没有太大的偏差。特别从奥林巴斯对过去五个会计年度的财务报告进行更正的范围来看,除了最后2011年度的净利润下降幅度接近50%以外,其余会计年度的修正幅度并不十分重大,因此最后作出维持上市的判断应该说是情理之中。

问题的关键在于不透明的审查过程。东交所在完善程序正义,提高退市审查透明度方面确实有待改进。东交所退市审查由自律法人的上市管理部担当,一般历时数月。在整个审查期间,东交所与被审查公司之间会进行数次至数十次的会谈,但每次会谈内容均不对外公开,因此在东交所退市审查期间,市场及投资者根本无法了解审查的内容,也就无法对被审查公司进行投资判断。然而在审查期间,被审查公司发行的股票每天却又在交易,试问缺乏如此重要信息(退市与否)而形成的股价能够成为经济的风向标吗?强烈建议东交所允许公司每次会谈后披露会谈的主要内容,或东交所在每次会谈后以公告的形式披露会谈内容,保证投资人知情权的同时,提高退市审查过程的透明度。

其次,东交所应该增加退市审查结果的透明度。当东交所自律法人上市管理部结束对被审查公司的调查后,就会将调查报告递交给自律法人的最高权力机构(理事会)进行最终裁决,为了确保自律法人的权威性,理事会的裁决具有终审裁决的效力,即使是自律法人的母公司东交所集团以及政府监管机构也无法改变理事会的决定。^⑧

正因为理事会的决定如此重要,东交所自律法人更需要公开理事会讨论过程及作出裁决的依据。笔者建议东交所在公布结果的同时公开所有理事的意见。特别是当理事之间产生分歧时,应该允许持有异议的理事发表自己的观点,并将最终的投票结果公之于众。理事会每次作出的判断对今后类似的案例具有重要的参考意义,市场及投资者需要对退市的标准有合理的预期,东交所也有责任通过各种不同的案例帮助市场及投资者形成上述预期,以保证市场公正价格发现机制的正常运作。

四、结语——对我国的启示

诚信是一个非常抽象的概念,并不是所有的诚信都是法律保护的对

^⑧ 鉴于交易所特殊地位,司法等公权力不应该介入自治的领域,参见吴祺:“浅析瑞穗证券乌龙指事件背后的法律问题”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版。

象。但是,资本市场的诚信属于证券法保护的對象。因为,资本市场的诚信将直接影响市场是否能够正常实现公正价格发现功能,而公正价格发现功能又是证券法最重要的保护法益之一。因此笔者认为资本市场的诚信是证券法上保护的法益,对于任何违反资本市场诚信的行为,都可以追究其证券法上的法律责任。

真实的财务报告与良好的公司治理是资本市场诚信的基础。奥林巴斯公司会计作假事件带给我们诸多思考。

第一,日本经济界始终认为公司治理属于公司法的范畴,国家不应该干涉属于私法自治的领域。这是日本的悲哀,同时也为我国公司治理的建设敲响了警钟。上市企业的公司治理问题并不局限于传统的公司法领域,应该将其放在整个资本市场的大环境下,结合证券法进行综合考察。目前,绝大多数关于公司治理的著作都是从代理关系出发,试图运用法经济学来解释公司治理出现的种种问题。然而,上述理论却忽略了资本市场与公司治理的关系。试想一下,如果我们的资本市场失去了发现公正价格的机制,失去了优化资源配置的功能,国家的经济还能维持正常运作吗?我们必须正确认识公司治理与资本市场的紧密关系,正确认识公司治理对于整个国民经济正常运作的重要意义。

第二,奥林巴斯会计作假事件被媒体曝光后,奥林巴斯公司为了挽回市场的信任,为了挽救自己失信行为造成的不良影响,积极主动地披露相关信息,并聘请独立的第三方对整个事件进行调查,及时公布调查小组的报告。这些善后措施非常值得我们学习与借鉴。古语说:过而能改,善莫大焉。当公司出现失信行为时,为了及时弥补对市场造成的不良影响,为了继续赢得市场的信任,公司必须及时、准确、完整地披露相关事实,不得隐瞒。笔者认为,奥林巴斯能够如此积极主动地配合监管部门对整个事件进行彻底调查,并且毫无保留地公布了事件真相,主要归功于资本市场对于失信行为所达成的共识。在日本,如果一家公司因为失信行为从而被剥夺了上市地位,失去的不仅仅是资本市场这一融资平台,所有的金融机构都将停止与其合作,事实上该公司等于被宣判了死刑。上述社会共识对于敦促上市公司诚实守信有重要的警示作用。

第三,市场对于程序正义的要求值得我们认真总结。从市场监管的角度而言,证券交易所扮演的角色类似于中央银行。一般而言,央行出

于对货币市场监管的需求而出台的利率政策不会受到司法部门的事后审查。同样,证券交易所基于证券市场监管的需求对上市公司作出的任何决定也不应该受到司法部门的事后审查。但是,这是以证券交易所与央行具有同等的独立性、公开性和公平性为前提。如果,证券交易所无法满足与央行同等的公开、公平和公正,那么证券交易所的决定就无法免于受到行政或司法部门的事后审查。作为证券市场的开设者及一线监管者,证券交易所应该在“三公”方面以身作则。所幸,上海证券交易所已经认识到程序正义的重要性。今年以来,上交所对过去颁布的规则进行了全面梳理,朝着监管公开的目标跨出了重要的第一步。冰冻三尺,非一日之寒。上交所会继续推进监管公开,努力把我国证券市场建设成为名副其实的“三公”市场。