

修改证券法对完善公司治理机制的推动作用

——美国的经验及镜鉴

李金鹏

摘要: 公司治理需要证券法的助力。美国在这方面的转变尤为明显,2002年《萨班斯-奥克斯利法案》和2010年《多德-弗兰克法案》在“信息披露”之外对美国公司治理机制进行了一系列修改,殊值借鉴。我国《证券法》应从健全“看门人”体系、构建私人监督机制、约束公司责任人行为、强化证监会执法权、落实投资者保护理念和完善责任追究制度等方面进行修改,以推动公司治理机制的完善。

关键词: 修改证券法 公司治理机制 萨班斯-奥克斯利法案 多德-弗兰克法案

长久以来,与公司治理机制有关的法律规范多见于公司法中,证券法鲜有涉及。但随着公司丑闻的不断曝光,人们逐渐意识到仅凭公司法不足以构建良好的公司治理机制,于是将目光转移到证券法领域。在美国,2001年安然(Enron)、世通(WorldCom)丑闻和2008年金融危机分别催生出2002年《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act, 全称《2002年公众公司会计改革和投资者保护法案》,即“Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002”)和2010年《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act, 全称《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》,即“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”)。两部法案所做的诸多改革促使联邦证券法踏入“公司治理机制”这一原本属于州公司法的“固有领土”,有效推动了公司治理机制的完善,殊值借鉴。

目前,正值我国《证券法》再度修改之际。作为《公司法》的姊妹法,《证券法》对公司治理机制的完善责无旁贷。本文拟在分析、借鉴美国经验的基础上,对我国《证券法》的修改提出建议,以期其能够在完善公司治理机制方面发挥更加重要的作用。

一、《萨班斯-奥克斯利法案》对公司治理机制的完善

《萨班斯-奥克斯利法案》的出台与安然公司、

世通公司倒闭等一系列公司丑闻密切相关,体现了信息披露与公司治理的融合。这些事项原本由州公司法规定,但现在转移到证券法律中,无疑是对公众公司文化的一次重塑。

《萨班斯-奥克斯利法案》被美国学者称为对一系列公司丑闻的“巴普洛夫式解答(Pavlovian answer)”。美国国会列举了十三项可能导致公司丑闻的原因,《萨班斯-奥克斯利法案》对此一一进行了回应。

(一) 对公司高管不法行为的回应

1. 公司高管是其会计师事务所的原合伙人。

法案的回应: 第一,要求会计师事务所主管审计业务的合伙人每五年进行一次轮换; 第二,若会计师之前在某公司担任主管财务或审计业务的高管,则其离任后1年内不得成为为该公司服务的会计师,即暂时关闭“旋转门”制度。

2. 公司董事会(特别是审计委员会)未能有效监督会计师履行职责,并且缺乏相应专业知识对公司财务报表等材料进行分析。

法案的回应: 第一,授权SEC要求证券交易所修改上市规则,公司审计委员会必须全部由独立董事组成,对外部会计师享有绝对的监督权; 第二,要求公司披露其审计委员会中是否至少有一位精通财务或者会计的专家。

3. 公司高管未能担保公司所披露财务状况的真

实性，未能及时监督下属合理行事以及要求会计师出具反映公司真实情况的报告（“clean” report）。

法案的回应：第一，授权 SEC 制定规则要求公司首席执行官和财务总监担保公司向 SEC 提交材料的真实性、准确性和完整性；第二，授权 SEC 制定规则要求公司披露其内控机制，公司高管必须担保公司所披露内控情况的真实性。第三，禁止公司相关人员不合理地干预会计师工作。

4. 公司高管在知晓公司财务信息不实的情况下可以转让自己持有的公司股份，但参与公司养老金计划（pension plan）的雇员却无法转让。

法案的回应：第一，在公司因财务信息不实而进行重新核查时，此类公司高管应退回其报酬及交易所得；第二，若公司对雇员转让股份规定了“禁锁期（blackout period）”，则公司高管亦要受此限制；第三，公司内部人应当在其转让股份后的两个工作日内披露该转让事宜。

5. 公司管理人员或会计师一起销毁证据，掩盖不法行为。

法案的回应：第一，对于在联邦调查时销毁、篡改或伪造记录，以及违反关于文件保存规定的责任人，增加其相应的刑事责任；第二，针对采用擅自篡改文件等手段妨碍调查或者诉讼等程序的责任人规定一种新的犯罪。

6. 公司管理人员未切实履行监督职责和披露义务。

法案的回应：第一，对打击报复揭发者、进行证券欺诈或者为虚假材料提供担保的责任人规定更高的法定刑；第二，规定一种新的犯罪——“知晓证券欺诈罪（knowing securities fraud）”，该罪的刑期最长为 25 年。

（二）对公司“看门人”不法行为的回应

1. 公司会计师未能及时发现并报告公司存在的会计造假。

法案的回应：第一，设立公众公司会计监督委员会（PCAOB, Public Company Accounting Oversight Board）。该委员会由 5 人组成，对会计行业实行自律监管并制定会计准则；第二，强制要求对公众公司进行审计的会计师事务所向委员会进行登记；第三，授权委员会对公众公司的审计制定规则，该规则具有强制力；第四，授权证券交易委员会（SEC）对

由于故意、重大过失或疏忽等原因从事违法或犯罪行为的会计师进行制裁。

2. 公司会计师因从事非审计业务而削弱其独立性。

法案的回应：禁止会计师事务所从事部分非审计业务。若公司欲聘任会计师事务所从事非审计业务，应得到公司审计委员会的事先批准。

3. 证券律师帮助公司“包装（paper）”非法交易或未有效制止公司从事不法行为。

法案的回应：第一，授权 SEC 制定规则允许律师可以越级向公司相关负责人报告其所知晓的任何不法行为及违背信义义务的行为；第二，授权 SEC 制裁从事不法行为的律师或者对其提起诉讼。

4. 证券分析师为与其有业务关系的公司提供有失偏颇的研究报告，比如隐瞒公司亏损情况、夸大公司利润或者向投资者不适当地推荐该公司股票。

法案的回应：授权 SEC 制定规则，保证证券分析师的客观性和独立性，并保障其在对公司做出负面评价或者建议下调公司评级时免遭公司的报复。

（三）对公司不法行为的回应

1. 公司未能及时报告（SEC 亦未能及时发现）真实的财务状况，特别是资产负债表外的风险（risky off-balance sheet arrangement）对公司的潜在影响。

法案的回应：第一，要求公司使用简单易懂的语言实时（real-time）披露其财务状况的变化；第二，授权 SEC 制定规则强制公司披露其所有资产负债表外的重大安排；第三，授权 SEC 每三个会计年度对公司提交的财务信息进行审查。

2. 公司文化导致不负责任行为的出现，比如未经授权为公司高管提供贷款或提供贷款超出公司章程规定的数额。

法案的回应：第一，要求公司披露其是否制定道德准则，该准则是否适用于全部高级财务人员，若存在不适用该准则的人员，需要说明不适用的原因；第二，授权 SEC 解雇不胜任的董事及管理人员，并禁止其在其他公众公司担任相同的职位；第三，禁止向董事和管理人员提供贷款，除非该笔贷款按照公司的相关程序得到事先批准。

3. 公司的很多不法行为只有在公司内部揭发者的帮助下才得以显现。

法案的回应：第一，揭发者（比如公司雇员）为企业犯罪调查提供证据或者帮助时，任何人不得报复，否则将承担刑事责任；第二，应向遭受报复的揭发者进行行政补偿（administrative redress），包括受到的损失、欠付工资（back pay）、恢复原职（reinstatement）以及诉讼费用等；第三，要求公司审计委员会制定相应程序（比如设置公司热线）处理有关公司会计事项的投诉（无论是否匿名）；第四，将证券欺诈的诉讼时效修改为“自发现之日起两年，或者自欺诈发生之日起五年”。

二、《多德 - 弗兰克法案》 对公司治理机制的完善

2008年秋季，美国金融市场遭遇重创。银行停止信贷、投资者大量抛售证券，美国经济再次跌入谷底。作为对金融危机的回应，美国国会颁布《多德 - 弗兰克法案》，对美国金融系统进行大幅改革，主要关注点在于金融市场的系统风险、金融机构的稳定性以及银行的借款和投资业务。但法案仍然从加强股东投票权和监管公司高管薪酬方面直接完善公司治理机制，并通过对证券监管体制的改革间接推动公司治理机制的进步。

（一）公司治理机制方面的改革

1. 对公司股东赋予新的权利。

（1）高管薪酬的建议权。法案规定了“股东决定薪酬（say on pay）”规则，即赋予公众公司股东对高管的“一揽子薪酬安排（pay package）”或者“黄金降落伞”进行投票表决的权利。此类投票具有建议性，并根据公司的规定每一年、两年或者三年举行一次。

（2）提名董事人选。法案授权 SEC 制定规则赋予公众公司股东有权以其签署的委托书提名董事人选的权利。随后 SEC 制定规则 14a - 11，规定持股 3% 以上且不少于一年的股东有权在不违背公司规范性文件或者州公司法的前提下临时提名（short slate）董事人选。

2. 对公司高管规定新的义务。

（1）设立薪酬委员会。要求交易所上市准则强制规定薪酬委员会应全部由独立董事组成，同时委员会有权聘请独立薪酬顾问。

（2）薪酬披露制度。授权 SEC 制定规则强制公

司在分析前 5 年公司股票走势的基础上采用表格或者其他形式披露公司高管薪酬，同时将首席执行官的薪酬与公司中层雇员的薪酬进行对比。

（3）要求交易所上市准则强制要求公司制定政策，规定当公司因实施不法行为而对财务状况进行重新核查时，首席执行官和财务总监应退回其根据任何以股份为基础的薪酬激励计划而得到的薪酬以及津贴，否则 SEC 将强制其退回。

（4）授权 SEC 制定规则，要求公司披露其首席执行官和董事长是否为同一人，若是的话，还需陈述如此安排的理由。

3. 对会计师做出新规定。法案规定了“内部控制豁免”规则。市场份额低于 7500 万美元的公众公司的会计师，可豁免履行《萨班斯 - 奥克斯利法案》404 条规定的证明公司已设立符合法案要求的内控机制的义务。同时要求 SEC 研究市场份额在 7500 万美元以上但低于 25000 万美元的公众公司如何降低合规成本。

4. 对揭发者给予法律保护。第一，增强保护机制。揭发者有权对打击报复者提起诉讼，并要求恢复原有职位以及支付双倍的欠付工资；第二，增加奖金数额。授权 SEC 制定规则，规定若公司雇员或者其他人提供关于公司证券违法行为的信息，公司应当将由此获得的补偿金或赔偿额的 10% ~ 30% 作为奖金奖励揭发者。

（二）证券监管体制方面的改革

1. 加强对金融中介机构的监管强度。第一，规定信用评级机构应像证券发行中的承销商一样承担职责，履行义务；第二，授权 SEC 对场外金融衍生产品（比如信用违约互换，credit default swaps）进行监管；第三，要求私募基金（包括对冲基金和私募股权基金）的投资顾问向 SEC 申请注册。

2. 赋予 SEC 新的执法权。第一，增加 SEC 根据《1933 年证券法》《投资公司法》和《投资顾问法》处理帮助和教唆行为的权力；第二，赋予 SEC 更广泛（全国范围内）的传唤权；第三，赋予 SEC 对域外证券欺诈的执法权；第四，规定 SEC 有权要求实施、帮助或者教唆证券欺诈的董事、高管提供担保。

3. 对成熟投资者的保护。第一，规定“坏男孩”条款，即 SEC 应禁止“坏男孩”发行人采用 D 条例通过私募市场进行融资；第二，规定资产支持

型证券 (Asset Backed Securities) 的披露制度, 比如对担保债务凭证 (Collateralized Debt Obligation, 简称 CDO) 规定了额外的信息披露义务, 即使其发行对象为私募市场中的成熟投资者时亦然。

4. 对证券经纪商的监管。第一, 规定信义义务。对于因经纪商向投资者提供建议而引发的争议, 要求 SEC 在处理时适用与投资顾问相同的“客户优先”原则; 第二, 在经纪商与客户的争议解决中, 要求 SEC 限制或者禁止适用事先强制证券仲裁程序。

5. 为保证 SEC 可以以投资者的视角看待或处理资本市场中存在的问题, 法案要求 SEC 设立投资者咨询委员会 (investor advisory committee), 委员会的职责是从投资者的角度出发制定规则或设计监管政策。此外, SEC 还应当设立投资者保护办公室 (office of the investor advocate), 办公室的职责是每年向国会提供关于投资者保护所面临的严重问题的报告, 并提出监管建议。

三、对我国《证券法》修改的建议: 基于完善公司治理机制的视角

此次修改中应注重发挥《证券法》在完善公司治理机制方面的推动作用, 从而打造具有国际竞争力、兼备融资能力和投资者友好型文化的现代公司。在借鉴美国经验的基础上, 可从以下几方面着眼:

(一) 健全“看门人”体系。公司“看门人”是公司治理机制的外部监督者, 包括会计师事务所、律师事务所、证券公司和信用评级机构及其从业人员等。“看门人”以其“声誉资本 (reputational assets)”为公司进行担保, 同时面临利益冲突问题。我国现有法律、法规和规章对上述“看门人”均有规定, 但未将其与公司治理机制进行有效结合。因此, 建议《证券法》修改时明确上述机构和个人的“看门人”地位, 强化其信义义务, 并规定利益冲突的解决规则。

(二) 构建私人监督机制。个人是其权利的最好守护者。我国《证券法》过于强调行政手段对私人权益的保护, 不注重私人监督机制。因此, 建议发挥私人监督机制的作用, 激发市场主体的主观能动性, 同时辅之以保护机制和奖励机制, 使公司中的“硕鼠”在人人喊打、多维监督之下无处藏身, 还资本市场一个纯净的投资环境。

(三) 约束公司责任人行为。从证券法的角度, 从以下方面对公司实际控制人、控股股东、董事、监事和高级管理人员等责任人进行约束: 倡导良好的企业文化和崇高的道德标准; 完善公司审计委员会的组成与议事规则; 构建体系化的高管薪酬监管制度; 妥善设置“旋转门”制度; 明确责任人在信息披露时的担保责任和监督职责等。

(四) 强化证监会执法权。一是应在特定情况下赋予证监会准司法权, 比如取证权和传唤权。证监会还应有权在特定情况下对公司相关责任人直接采取限制措施; 二是赋予证券会域外执法权, 严厉打击跨国证券违法犯罪行为, 确保我国资本市场在国际金融市场中的竞争力。

(五) 进一步落实投资者保护理念。首先, 加强“客户至上”和“投资者利益至上”理念的宣传, 确保投资者充分享有权益; 其次, 设置可直接向全国人大常委会或者国务院提交投资者保护分析报告的委员会或者工作机构; 再次, 对新型或复杂的金融产品提高信息披露制度和投资者适当性制度的要求; 最后, 在对中小投资者进行充分保护的同时亦要关注成熟投资者的保护, 防止因对成熟投资者保护不彰而使其丧失投资热情。

(六) 完善责任追究制度。第一, 以民事责任为主, 拓宽证券民事诉讼案件受理范围, 设置惩罚性赔偿制度和集团诉讼制度; 第二, 针对新型违法行为, 应由《证券法》直接规定其行政责任和刑事责任, 而不再局限于行政法和刑法的规定; 第三, 建立多元化纠纷解决机制, 以友好协商、民间调解、行政调解、仲裁和诉讼五大解决途径为主构建“金字塔”结构, 提倡协商与调解。

参考文献:

- [1] Roberta Romano. The Sarbanes - Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance [J]. Yale Law Review, 2005, 114 (7): 1521 - 1611.
- [2] [美] 约翰·C·科菲. 看门人机制: 市场中介与公司治理 [M]. 黄辉, 王长河等译. 北京: 北京大学出版社, 2011.
- [3] 彭冰. 中国证券法学 [M]. 北京: 高等教育出版社, 2007.
- [4] 朱锦清. 证券法学 (第三版) [M]. 北京: 北京大学出版社, 2011.

作者单位: 中国人民大学法学院