

失信惩戒和诚信奖励的约束及 激励效果

——以深交所纪律处分和信息披露考评为例*

彭兴庭**

摘要:本文研究结论表明,一方面,由失信惩戒公告的市场反应来看,交易所作出的失信惩戒公告信息含量不足,对公司股价影响不大;另一方面,从失信惩戒、诚信奖励的溢价能力来看,失信惩戒和诚信奖励的影响也极其有限。在这些结论的基础上,本文分析了诚信奖励、失信惩戒影响和溢价能力不足的原因,并提出了几点建议:(1)通过罚款来提高纪律处分的直接惩戒成本;(2)注重惩戒失信行为的及时性;(3)扩大通报批评与上市公司“日常业务”的衔接范围;(4)给予诚实守信的上市公司更多机会;(5)提高信息披露不合格(D类)公司所占比例。

关键词:失信惩戒 诚信奖励 约束和激励效果 纪律处分

* 此文仅代表作者个人观点,与作者所在单位无关。

** 经济学博士,法学博士,现为深圳证券交易所博士后。

一、上市公司失信惩戒公告的市场反应

本文选取的失信惩戒样本是 2007 ~ 2011 年深圳证券交易所的纪律处分案例,包括通报批评和公开谴责两类。剔除数据不完整的上市公司,有效的研究样本数为 192 家。本文采用事件研究法(参见附表),事件窗口为惩戒公告日前后 5 个交易日 $[t-5, t+5]$,其中 t 为惩戒公告日(如果处罚公告日是周末或者法定节假日证券市场不进行交易,则选取 t 日后第一个交易日为处罚公告日)。在研究方法上,主要采用基于超额收益的事件研究法,即通过分析某一特定事件发生前后的证券市场价格的反应,来检验是否存在超额收益率。市场反应的两个常用指标是股票的平均超额收益率(AAR, Average Abnormal Returns)和累计平均超额收益率(CAR, Cumulative Average Abnormal Returns)。^①

(一)失信惩戒公告对股价没有影响

信号传递理论认为,信息在证券市场上具有传递信号的作用,新的信息会在发布的瞬间充分地反映在证券价格中,当上市公司被监管部门界定为违规失信,并将惩戒措施通过发布公告的形式告知投资者时,惩戒公告的内容就给市场传递了一种信号。失信惩戒无疑是一种“坏”消息,因此,在违规公告日前后较短时间窗口内,被惩戒公司和未被惩戒公司在平均超额收益率(AAR)和累计平均超额收益率(CAR)上存在显著差异,^②并且被惩戒公司平均超额收益率和累计平均超额收益率应为显著的负数。

但是,检验结果不支持以上假设,被惩戒公司和未被惩戒公司的市场反应没有显著差异,被惩戒公司平均超额收益率和累计平均超额收益率也没有显著为负。这意味着,失信惩戒公告并没有太多的信息含

^① 基于篇幅关系,本文没有将研究的方法及步骤列举出来,如研究需要,可向作者索取。

^② 超额收益率,是指超过正常(预期)收益率的收益率,它等于某日的收益率减去投资者(或市场)当日要求的正常(预期)收益率。

量,对股票价格的影响不足。为证明以上结论,本文选择了192家近年未受到纪律处分的上市公司作为配对样本。^③从图1和图2目测的结果来看,二者的平均超额收益率和累计平均超额收益率的趋势几乎相同。均值T检验结果也显示,^④二者也不存在显著差异。

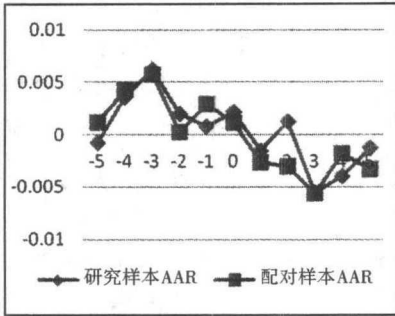


图1 研究样本和配对样本的平均超额收益率对比

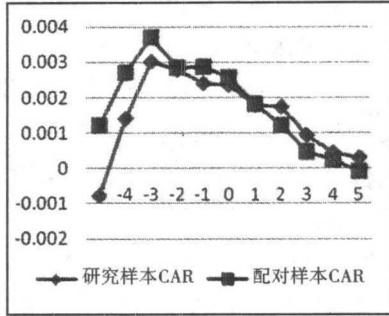


图2 研究样本和配对样本的各窗口期内累计平均超额收益率对比

(二) 在时间序列上的反应差异不显著

这些年来,各交易所、证监会等纷纷建立了诚信档案制度,与社会公众共享诚信信息,声誉性惩戒、衍生性惩戒措施也在不断完善,可以说,失信上市公司受到的市场约束越来越多,也越来越严格;此外,随着新企业会计准则的颁布,信息披露制度日益完善,投资者的成熟度也在提高,证券市场有效性加强。因此,从理论上讲,在时间序列上,证券市场对于失信惩戒公告的市场反应具有差异性,而且会逐年增强。

然而,检验结果并不能证明以上假设,从2007年到2011年,一般失信惩戒公告的市场反应并没有随着时间的改变而出现显著差异,即2007、2008、2009、2010年和2011年,这5个年度失信惩戒公告的市场

^③ 根据下面几个条件进行配对样本的选取:(1)配对样本与研究样本处于同一证券交易所;(2)配对样本与研究样本处于同一行业,行业标准采用的是证监会的行业分类标准;(3)配对样本在研究样本受罚事件所处年份的上年末具有与研究样本相近的净资产收益率(前后相差不超过10%);(4)配对样本与研究样本属于同一板块。以上四个条件的限定是为了尽可能减少其他因素对超额收益率的影响。

^④ 由于篇幅关系,本文没有列举出T检验表,如研究需要,可向作者索取。

反应没有显著的差异,也没有呈现增强趋势。以2009年和2011年两个年度的样本为例,二者的平均超额收益率和累计平均超额收益率走势基本一致(图3和图4),两独立样本的T检验结果显示,所有窗口期内的平均超额收益率和累计平均超额收益率,都不存在显著差异。这说明,2009年和2011年两个年度的失信惩戒公告对股价的影响没有太大区别。

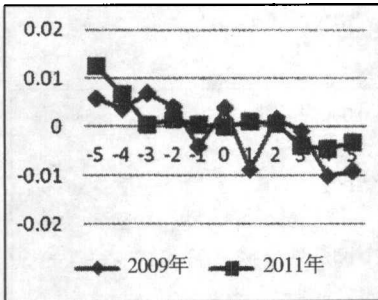


图3 2009年和2011年的平均超额收益率对比

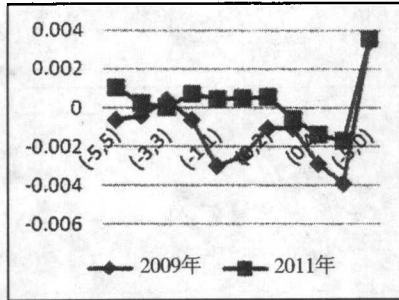


图4 2009年和2011年的各窗口期内累计平均超额收益率对比

(三) 公开谴责的反应强于通报批评

目前,交易所的纪律处分措施主要包括公开谴责、通报批评两类。首先,这两种纪律处分的标准是不一样的。公开谴责某种意义上已经是一种严重失信,而通报批评的损害后果则较小一些。以深交所《主板上市公司违规行为处分标准》为例,公开谴责的适用标准普遍高于通报批评。其次,二者的后续衍生惩戒措施也不一样。比如,被公开谴责的上市公司及其董监高,其再融资、股权激励、任职资格会受到极大的限制,甚至被终止退市;相比之下,被通报批评的市场主体受到的业务限制、资格限制则较为宽松。在理论上,不同程度的纪律处分措施将有不同的市场反应,由于公开谴责的惩戒力度要大于通报批评,所以,公开谴责的市场负向反应要大。

检验结果显示,公开谴责公告的市场反应较为剧烈,与通报批评有显著差异,但是,公开谴责市场反应的时间累积效果不明显,不具有可持续性。从图5可以看出,在 $[-5, 5]$ 窗口期内,公开谴责与通报批评的趋势存在较大差异,这种显著差异也得到了T检验的印证。通报批

评的平均超额收益率(平均超额收益率)在 $(-0.005, 0.005)$ 之间,几乎趋近于0,通报批评对股价的影响十分微小。通报批评向来被市场认为是软招,不损害被惩戒人的实际利益,只是在道德层面上受些损失。图6则显示,公开谴责公告的累计平均超额收益率与通报批评趋势一致,独立样本T检验也显示二者累计平均超额收益率没有显著差异,这意味着公开谴责对股价的负面影响不具有可持续性(累计平均超额收益率不具有显著差异),随着时间的推移,公开谴责与通报批评的市场反应趋于一致。

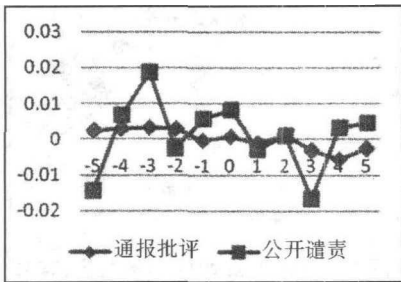


图5 公开谴责和通报批评的平均超额收益率比较

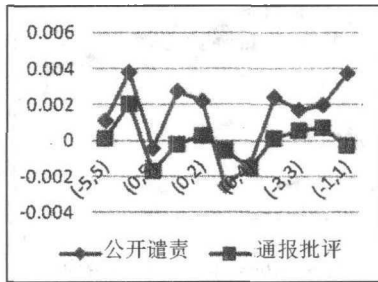


图6 公开谴责和通报批评各窗口期内累计平均超额收益率比较

(四)ST公司的反应强于正常公司

按照信号传递理论,不同交易状态的上市公司,在受到纪律处分后的市场传递的信号是不同的。一般来说,经营效率较高,盈利能力较好的公司,合规经营的可能性越高,越不可能面临停牌等市场风险,因此通过违规来损害中小投资者权益的动机越小。相比之下,非正常交易状态的上市公司比如ST、*ST公司等,发生失信行为的可能性越大。作为理性的投资者,其实都明白这个道理,对这样的上市公司违规存有心理预期,所以当监管机构对这样的上市公司的违规行为处以惩罚时,投资者反而不会产生较大的反应,相比较而言,投资者对正常交易状态的上市公司失信行为则不存在预期,所以对公告会有较大的反应。

但检验结果与假设相反,ST公司对惩戒公告的市场反应,要强于正常交易状态公司,不过,这种差异的显著性不具有可持续性。从图7来看,ST上市公司的平均超额收益率在 $(-1, 1)$ 窗口期波动剧烈,相

比之下,正常上市公司的波动幅度则在 $(-0.005, 0.005)$ 之间,几乎趋近于0,独立样本T检验的结果,也支持这种显著差异性。换言之,ST公司对惩戒公告的反应要强于正常公司。但是,从图8及超额累计收益的T检验结果来看,ST公司与正常上市公司对惩戒公告反应的趋势基本一致,累积效果的差异并不显著。

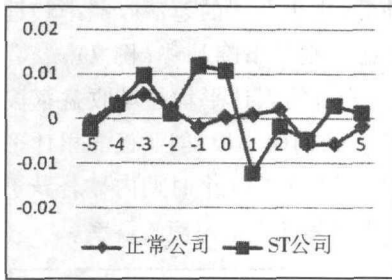


图7 正常公司和ST公司失信惩戒的平均超额收益率

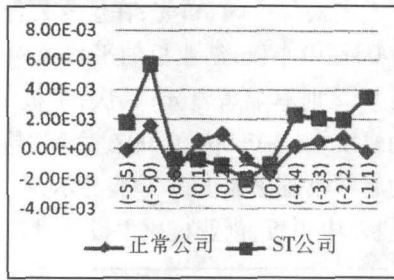


图8 正常公司和ST公司失信惩戒的累计平均超额收益率比较

本文认为,ST公司反应要比正常上市公司强烈,导致结论与理论假设相反的主要原因是,我国ST公司是一种重要的“壳资源”,很容易成为炒作和投机的对象。在现实中,许多ST公司的资产重组、债务重组就是一个“爆炸性”的题材,一旦实现扭亏摘帽,股价就会立刻暴涨。正因如此,ST公司一再成为市场追逐的热点,这也使得ST公司的股价对惩戒公告反应灵敏,甚至强于正常公司。

(五) 中小板创业板有更高超额收益

主板、中小板、创业板在上市条件、日常监管、退市制度上都存在差异。主板市场服务的是比较成熟、在国民经济中有一定主导地位的企业,中小板市场的服务对象主要是成熟的中小企业,创业板则主要服务于成长型的、处于创业阶段的企业,特别是那些具有自主创新能力的企业。一般来说,主板市场的上市公司规模较大,抗风险能力较强,而中小板、创业板规模则相对较小,抗风险能力弱,也面临更多的监管要求。比如,中小板、创业板3年内连续3次公开谴责就要退市,而主板则没有这种要求。这种差异性,使得不同板块的上市公司失信惩戒的市场反应存在差异,而且,中小板、创业板上市公司面临失信惩戒时,其市场

的负向反应程度应该大于主板公司。

检验结果显示,主板与中小板、创业板惩戒公告的市场反应存在显著差异,失信惩戒公告对主板公司几乎没有影响,对中小板、创业板虽然有影响且使其超额收益率呈下降趋势,但与理论假设相反的是,中小板、创业板惩戒公告在(-1,1)期间的累计平均超额收益为正,且显著异于主板公司。^⑤ 首先,在惩戒公告前后,主板公司的超额收益率趋近于0,而中小板、创业板的平均超额收益率则呈下降趋势(图9),二者在t=2时有显著差异;其次,主板上市公司的累计平均超额收益率波动幅度在(-0.002,0.002)之间,趋近于0,而中小板、创业板的累计平均超额收益率为正,T检验显示,在t=(-1,0,1)3个时期内显著异于主板,中小板、创业板比主板公司有更高的累计平均超额收益率。

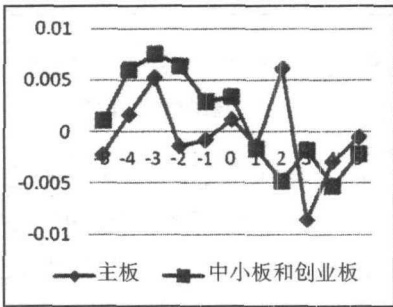


图9 主板和中小板、创业板惩戒公告前后的平均超额收益率

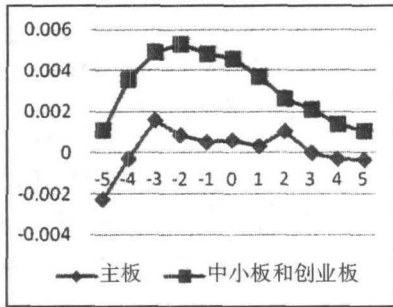


图10 主板和中小板、创业板惩戒公告前后的累计平均超额收益率

在我国,利益相关者更关心的是上市公司把握和实现成长机会的能力,而不是其诚信水平。由于中小板、创业板的成长性较为显著,即使在违规惩戒期,也能获得高于主板的显著超额收益。相比之下,深交所主板上市公司大部分IPO已经多年,投资者对其已经形成较为稳定的预期,因此,对于交易所的一般失信惩戒公告,市场没有太大的反应,平均超额收益率和累计平均超额收益率都趋近于0。

^⑤ 在192家违规样本中,共有主板上市公司108家,中小板上市公司81家,创业板上市公司3家。由于创业板公司数较少,不具有统计意义上的价值,因此,本课题将中小板、创业板合并在一起。

二、失信惩戒和诚信奖励的公司溢价研究

(一) 近半数被惩戒公司 ROE 不降反升

剔除非正常交易的 ST 公司,以正常交易上市公司为样本,研究失信惩戒公告对其公司价值的影响。以加权净资产收益率(加权 ROE)代表公司价值,^⑥从惩戒公告日到 ROE 计算日,期限为半年至一年。

就平均值来看,处罚前 ROE 为 10.3%,处罚后为 8.4%,其中,ROE 降低公司数占比 53%,不降反升的为 47%(见表 1)。上市公司 ROE 降低的因素有许多,并不必然是因为违规惩戒,更多是自身经营方面的原因,也有行业或宏观经济方面的因素,比如,这几年,受宏观经济影响,我国上市公司的 ROE 就普遍呈下降趋势。

表 1 处罚前和处罚后各值对比

	处罚后(%)	处罚前(%)
均值	8.34426	10.33513
中值	7.025	8.38275
最小值	-4.46	-0.52
最大值	26.25	26.7
标准差	7.288661	7.485904

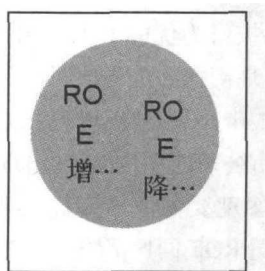


图 11 处罚后 ROE 增加公司占比和 ROE 降低公司占比

^⑥ 净资产收益率又称股东权益收益率,是净利润与股东权益的百分比。该指标反映股东权益的收益水平,指标值越高,说明投资带来的收益越高。

(二)信息披露为优的公司抗风险能力较强

剔除 ST 和数据不完全的上市公司,得到样本 1431 家。以深交所“信息披露考评为优”代表诚信奖励,考评为优的上市公司 155 家,其他上市公司 1276 家。

表 2 基于 2010 年年底信息披露考评的 ROE 对比

单位:%(公告日期为 2011 年 6 月 13 日)

	全样本		主板		中小板		创业板	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
考评为优	16.181	13.928	16.349	13.937	16.805	15.093	13.198	9.188
不为优	18.275	11.643	10.578	9.285	18.016	11.123	27.12	15.162
不分优劣	17.228	12.786	13.464	11.611	17.411	13.108	20.159	12.175

从以上描述性统计来看(表 2),可以直观地看出:

1. 2011 年的净资产收益率(ROE)大幅降低。相比 2010 年,全样本 ROE 同比下降达 25.79%。其中,创业板 ROE 降幅最大,为 39.61%,此外,中小板 ROE 降幅为 24.71%,主板为 13.76%。

2. 创业板出现倒挂现象。就横向比较来看,在 2011 年,全样本、主板和中小板中考评为优的上市公司的平均 ROE,都要高于不为优的上市公司;但创业板则呈现倒挂现象,考评为优的创业板上市公司 ROE,反而要比不为优的上市公司低很多。一般来说,在上市之初,公司的获利能力、资产使用效率会比较强,一段时间后,其绩效会发生衰退。创业板新上市公司较多,而信息披露为优的上市公司,又都是上市有一段时间的公司,这是导致绩效出现倒挂的主要原因。

3. 信息披露为优的上市公司,其抗风险能力要强于不为优的上市公司。纵向来看,近年,上市公司的平均 ROE 出现了较大下降,但是,考评为优的上市公司的下降幅度要低于不为优的上市公司。2011 年,主板信息披露为优的上市公司 ROE 同比下降 13.92%,而考评不为优的上市公司的下降幅度为 36.29%。这一点尤其体现在创业板中,不为优的创业板上市公司同比下降 44.09%。

(三)研究变量的选取和模型的建立

在本文的研究中,沿用大多数人所认可的价值评价方式,即利用净资产收益率来衡量公司价值。为了刻画失信惩戒、诚信奖励对公司价值

的影响,本文设置了两个核心变量:一是以公司违规失信(深交所公开谴责和通报批评)代表失信惩戒,二是以信息披露考评代表诚信奖励。由于ROE影响因素的多样性,会使惩戒措施产生虚假的相关性,为此,本文设计了一组控制变量,包括上市公司规模、盈利能力、成长机会等因素。具体设置见下表:

表3 变量含义

	变量名称	变量符号	变量定义	
因变量	净资产收益率	ROE	ROE = 净利润/净资产	
自变量	核心变量	违规失信指标	ILLE	当公司违规失信时,赋值为1,否则为0
		信息披露考评	X	当公司信息披露考评为优时,为1,否则为0
	控制变量	营业总收入	SALE	为消除异方差,取其自然对数
		盈利能力	NIR	净利润/营业总收入
		成长能力	GROW	营业收入同比增长率
SIZE	上市公司的规模同比增长率			

本文将对诚信奖励(信息披露评级)与公司价值之间进行普通最小二乘法(OLS)回归分析,建立模型如下:

$$ROE = \alpha_0 + \beta_1 ILLE + \beta_2 X + \beta_3 \ln(SALE) + \beta_4 NIR + \beta_5 GROW + \beta_6 SIZE + \mu$$

(四) 对公司溢价的计量检验和分析

本文采用EViews6.0统计软件对以上模型进行估计,可以分别得出全样本、主板、中小板、创业板4个模型的回归结果。

表4 全样本、主板、中小板、创业板4个模型的回归结果

模型	变量	系数	标准差	T值	P值
全样本	α_0	-21.97945	5.179056	-4.243910	0.0000
	ILLE	0.010212	1.734434	0.005888	0.9953
	X	1.218241	2.404100	0.506735	0.6124
	SALE	1.478809	0.247058	5.985673	0.0000
	NIR	0.025643	0.004875	5.260180	0.0000
	GROW	0.061989	0.007594	8.162388	0.0000
	SIZE	0.032603	0.006066	5.374797	0.0000
R-squared = 0.267152		F-statistic = 51.43664		DW = 2.015290	

续表

模型	变量	系数	标准差	T 值	P 值
主板	α_0	-25.84505	10.35880	-2.494984	0.0130
	ILLE	2.065992	4.094987	0.504517	0.6142
	X	1.480447	2.122540	0.697488	0.4859
	SALE	1.499726	0.483748	3.100222	0.0021
	NIR	0.017173	0.006850	2.506900	0.0126
	GROW	0.032149	0.013887	2.315033	0.0211
	SIZE	0.169932	0.031107	5.462778	0.0000
	R - squared = 0.139121 F - statistic = 10.71969 DW = 1.902210				
中小板	α_0	-58.16666	5.286853	-11.00213	0.0000
	ILLE	0.945565	1.310381	0.721595	0.4708
	X	-1.000640	2.278250	-0.439214	0.6606
	SALE	3.026056	0.249119	12.14705	0.0000
	NIR	0.486287	0.022903	21.23258	0.0000
	GROW	0.064324	0.009263	6.944119	0.0000
	SIZE	-0.002959	0.005502	-0.537776	0.5909
	R - squared = 0.580962 F - statistic = 103.0572 DW = 2.099585				
创业板	α_0	-57.58841	12.49661	-4.608321	0.0000
	ILLE	-2.743072	4.144628	-0.661838	0.5085
	X	-1.060121	5.229587	-0.202716	0.8395
	SALE	3.405672	0.527478	6.456524	0.0000
	NIR	0.317124	0.034264	9.255336	0.0000
	GROW	0.088223	0.011031	7.997508	0.0000
	SIZE	0.003907	0.006354	0.614902	0.5390
	R - squared = 0.750440 F - statistic = 109.2560 DW = 2.005457				

除主板外,以上方程都经过科克伦—奥科特迭代法消除了自相关。^⑦由计量结果可知:

(1)除主板模型拟合度较差外(R - squared = 0.139),其他模型的拟合度都较好。主板模型拟合度差表明,营业收入、盈利能力、失信惩戒、诚信奖励等指标不足以解释主板 ROE 的形成。

(2)全样本、中小板、创业板的拟合度优,但是,在 10% 的置信区间

^⑦ 由于篇幅关系,除了主要指标外,迭代指标没有列出。

内,失信惩戒(ILLE)和诚信奖励(X)都无法通过检验。这意味着,失信惩戒、诚信奖励与上市公司的价值之间没有显著相关性。

(3)在全样本模型中,营业总收入(NIR)、公司盈利能力(NIR)和成长能力(GROW、SIZE)是影响公司价值(ROE)的主要指标,均通过检验。但在中小板和创业板,上市公司的规模同比增长率(SIZE)无法通过检验。

计量分析结果表明,无论是全样本,还是主板、中小板和创业板,失信惩戒和信息披露评优对公司的价值都缺乏影响力。

三、失信惩戒、诚信奖励缺乏影响力的解释

从以上研究来看,可以得出以下几点结论:

首先,由失信惩戒公告的市场反应来看,交易所作出的失信惩戒公告信息含量不足,对公司股价影响不大。这主要表现为:

(1)历年失信惩戒公告的市场反应没有太大变化;

(2)公开谴责对股价虽有显著影响,但通报批评则对股价没有影响;

(3)失信惩戒公告对ST公司影响较大,而对正常交易公司则没有太大影响;

(4)失信惩戒公告对主板公司影响不显著,而即使违规失信,中小板、创业板仍具有显著为正超额累计收益。

其次,从失信惩戒、诚信奖励的溢价能力来看,失信惩戒和诚信奖励的影响则极其有限,公司营业收入、盈利能力、成长能力等指标是影响公司价值的主要因素。

总的来说,诚信奖励、失信惩戒影响和溢价能力不足的原因主要包括以下几个方面:

第一,在市场激烈的竞争环境下,利益相关者更关心的是上市公司把握和实现成长机会的能力,而不是其诚信水平。在市场惩戒公告市场反应的研究中,被惩戒公司和未被惩戒公司,以及时间序列上均不存在显著差异,在诚信溢价研究中,影响公司价值的主要是销售收入、盈利能

力、成长机会,其诚信水平则缺乏影响力。

第二,我国交易所的纪律惩戒措施偏重道德性,威慑力较小,导致其影响力有限。我国交易所纪律处分并没有像国外交易所(比如 NYSE)那样会附加罚款、惩罚性违约金之类;证券市场的一般失信行为隐蔽性高,查处难度较大;此外,从违规失信到被惩戒间隔时间较长,这也在一定程度上影响了纪律惩戒措施的严厉程度。本文统计显示,以上市公司“单位犯”为例,从违规失信到被惩戒,半年左右的只有 30%,18%的惩戒案例,违规行为发生在 3 年前,最长的为 9 年。

第三,通报批评的衍生惩戒力度不足。近年来,公开谴责与再融资、任职资格等挂钩,使得其力度有所增强,也因此,公开谴责的市场反应显著异于通报批评。相比之下,通报批评还与“日常业务”衔接则较少,这导致通报批评几乎被虚置,警示作用没有发挥出来。本文的研究结果就显示,通报批评的市场反应趋近于 0。

第四,诚信的声誉传播机制存在障碍。在我国上市公司诚信的声誉传播机制还未有效形成,非市场化因素(如行政影响)较多的情况下,使得纪律处分的有效性很难发挥。此外,在受到公开谴责的上市公司中,有大部分是 ST 公司,这些上市公司的诚信声誉已经很差,即使受到纪律处分,也起不到什么更坏的影响。

第五,证券市场的诚信奖励措施只是一种单纯的“荣誉称号”。以深交所信息披露评优来看,只是由交易所在网站上向社会公开,并向媒体发布。在信息披露评级过程中,只有极少数上市公司在信息披露考评中被评为不合格,在 2010 年,只有 16 家上市公司被评为不合格,占参评公司数的 1.08%,2011 年也只有 24 家,占参评公司数的 1.58%。^⑧换言之,信息考评不合格只是小概率事件。2010 年被考评为不合格的 16 家上市公司中,有 5 家企业在 2011 年继续被评为 D。而且,这些考核不合格的公司中,大部分都是已经连续多年亏损的 ST 公司,考评对其公司价值影响更是微不足道。

^⑧ 2011 年深交所修改了《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》,细化了一些评价标准,将之前的优秀、良好、合格、不合格,修订为 A、B、C、D 4 个等级。

四、提高失信惩戒和诚信奖励约束和激励效果的几点建议

通过以上的研究,本文拟提出以下几点建议:

1. 通过罚款来提高纪律处分的直接惩戒成本

尽管证券交易所同上市公司间是协议基础上的平等主体关系,但另一方面,法律、法规赋予了证券交易所一定的监管权,并明确认可交易所规则所规定的处罚内容的效力,这就使得交易所规则不同于普通的民事合同(格式合同),而具有了一定的规范性文件的色彩。《证券交易所管理办法》第99条规定,国家有关法律、法规、规章授权由证券交易所处罚,或者按照证券交易所章程、业务规则、上市协议等证券交易所可以处罚的,证券交易所所有权按照有关规定予以处罚。不难看出,证券交易所所有权在其规则中作出不同于一般民事合同的规定。事实上,国外成熟市场的证券交易所几乎都有罚款权限。本文认为,应通过罚款或违约金来提高交易所对上市公司失信行为的惩戒成本。

2. 注重惩戒失信行为的及时性

一旦发现失信行为,应尽快作出惩戒。一般来说,交易所的纪律惩戒措施针对的主要是一般失信行为,对这些行为的惩戒如果延迟太久,威慑效果就会荡然无存。本文认为,从发现到作出惩戒,最好能够在一个月內完成,最多不能超过半年。

3. 扩大通报批评与上市公司“日常业务”的衔接范围

从理论上讲,通报批评的惩戒严厉程度要低于公开谴责,但这并不意味着通报批评只是一个道义上的警告。为了加强通报批评的惩戒功能,可以扩大通报批评与上市公司“日常业务”的衔接范围,对于多次受到通报批评的,以公开谴责论处。对于一段时间内(如3年)连续受到通报批评的上市公司及其董监高,在并购重组、再融资、业务试点、任职资格等方面,应该给予限制。

4. 给予诚实守信的上市公司更多机会

在日常业务操作中,监管部门更多注重的是上市公司的诚信不良记录,而较小关注诚信优秀记录。从奖罚分明的角度,应通过建立绿色通

道等实际措施,在市场准入、并购重组、产品创新等环节,优先审查、优先批准、优先考虑在同等条件诚信记录良好的主体,给予诚实守信的市场主体更多机会,实现“守信者得益”;在专家、委员的遴选方面,更多考虑一贯诚信守信的市场人士、专业人士;对连年守信、考核为优的监管对象实行检查减免制度。与违规失信加大检查力度相适应,对诚信状况良好的上市公司,可以减少或免于检查,连年没有任何违法失信记录的,可以免于年度现场检查。

5. 提高信息披露不合格(D类)公司所占比例

相比2008版的考核办法,2011年新修订的《信息披露考核办法》细化了评价标准,有了很大的进步。但是,新修订的考核办法的标准仍然较松,这直接导致被评为D类的上市公司较少。比如,在考核为D的标准中,就有一条“(年内)公司受到中国证监会行政处罚、本所公开谴责或三次以上通报批评”,这条标准显然不严。另外,对于信息披露不合格的上市公司,应该提出整改要求,整改不合格的,或者连续两年信息披露不合格的,应该更换董事会秘书或者公开认定相关责任人为不适合人选。