

资本市场 IPO 环节的多重刑事风险及防控之道

(注：本文曾于 2017 年发表，现根据科创板相关规定予以更新)

作者：肖波、黄晴 昌言（上海）律师事务所

企业首次公开发行股票（以下简称 IPO）是企业走向资本市场融资的关键步骤。而企业及其高管一旦涉及到刑事风险，很大程度上会导致 IPO 受阻。这时，刑事风险是横亘在 IPO 过程中的一座几乎难以逾越的大山，对企业、证券中介结构、投资人以及资本市场都会造成重大影响。近期，在资本市场严监管的背景之下，暴露出多起具有重大影响的企业上市过程中的刑事案件，例如欣泰电气欺诈发行等案例，向人们再次提示了企业上市环节面临的刑事风险。

然而，IPO 环节的刑事风险不应当仅仅包括企业或者高管铤而走险、触犯刑律的风险；拟上市企业不仅可能成为被告人，还可能成为被害对象；不仅有实体的刑事风险，还有被动涉入刑事司法的程序风险。对上市公司在 IPO 环节的刑事风险，应当全面评估。在上市辅导期内，IPO 企业应当重点关注以下五类刑事风险：一是欺诈发行、违规信息披露等犯罪，直接触犯刑法的实体风险，二是公司及其高管被立案调查涉及刑事司法程序的程序风险，三是公司在敏感时期面临敲诈勒索等被害风险，四是公司及其高管曾经被刑事处罚引发的风险，五是公司高管在上市成功以后继续面临的内幕交易等后续风险。

（一）实体风险：欺诈发行股票犯罪中的多重法律后果

欺诈发行严重违反信息披露制度，严重损害投资者合法权益，严重破坏市场诚信基础，是证券市场最为严重的欺诈行为，严重的会招致刑事处罚。例如绿大地¹犯欺诈发行股票罪、伪造金融票证罪、故意销毁会计凭证罪，判决执行罚金 1040 万元；单位责任人何某犯欺诈发行股票罪、伪造金融票证罪、违规披露重要信息罪、故意销毁会计凭证罪，数罪并罚，执行有期徒刑 10 年，并处罚金 60 万元。

欺诈发行犯罪是包含多个主体、多个层面的复合型风险：

1、采用财务造假等欺诈手段，使得不符合上市条件的公司上市成功的，可构成欺诈发行股票罪。根据刑法 160 条规定，在招股说明书、认股书中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票，数额巨大、后果严重或者有其他严重情

节的，构成欺诈发行股票罪。这里的“重要事实”或者“重大虚假内容”，应当是使本来不符合上市条件的公司经过造假后符合上市条件的重要财务信息、相关证明文件等等；财务造假等欺诈的手段和公司股票获得发行的结果之间应当具有刑法上的因果关系。证券法第 189 条规定，发行人不符合发行条件，以欺骗手段骗取发行核准，尚未发行证券和已经发行证券的，均要受到行政处罚。所以，财务造假应当是公司股票发行成功的关键因素，这是一般“粉饰业绩”型的信息披露违规与欺诈发行股票罪之间的分水岭。公司本来符合上市条件，但为了使得业绩更为鲜亮的“锦上添花型”造假，一般不宜作为欺诈发行犯罪处理。这也是欺诈发行股票罪的常见抗辩要点。

2、尚未构成欺诈发行，IPO 过程中单独的财务造假行为，可以构成违规披露、不披露重要信息罪。证券法 193 条规定，发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，应当进行行政处罚。刑法第 161 条规定：依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他利益，构成此犯罪。刑法呼应了证券法的规定，二者具有内在紧密联系。所以发行人的财务造假等欺诈行为即使达不到前述欺诈发行股票罪的犯罪标准的，也可能面临违规披露、不披露重要信息罪的刑事风险。

3、证券公司、中介机构与企业合谋欺诈上市的，可以构成共同犯罪。到目前为止，中介机构尚未被发现因为欺诈发行被追究刑事责任的案例，一般承担行政处罚。在证券发行中，券商与中介机构是独立的看门人角色，因为未尽勤勉、审慎义务而导致欺诈发行成功的，在刑法上一般看成是过失，不构成欺诈发行股票罪或者违规披露信息罪。只有在中介机构和上市公司共同犯罪的情况才会直接承担刑事责任。例如，证券公司、中介机构和上市公司串通、共谋后帮助企业欺诈发行上市的，要承担欺诈发行的刑事责任。证券公司和中介机构明知其财务状况不符合规定，提醒、协助、指示上市公司进行造假的，这是比较明显的共同犯罪行为。

4、中介机构可以单独构成犯罪。从事证券中介业务的公司和人员可以单独构成提供虚假证明文件罪、出具证明文件重大失实罪。中介机构和人员故意出具虚假的证明文件，或者严重不负责任，以过失心态出具不实证明文件的，会承担刑事责任。根据刑法第 229 条的规定：“承担资产评估、验资、验证、会计、

审计、法律服务等职责的中介组织的人员故意提供虚假证明文件，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金。前款规定的人员，索取他人财物或者非法收受他人财物，犯前款罪的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金。第一款规定的人员，严重不负责任，出具的证明文件有重大失实，造成严重后果的，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金。”这就要求中介机构有更高的审慎义务和行业自律，勤勉尽责，避免过失和故意出具相关证明文件的行為发生。

5、欺诈发行的，还要承担行政责任、民事责任以及不利市场影响。相关上市企业和证券公司、中介机构一旦被认定为欺诈发行，会被证监会行政处罚，承担强制退市、罚款等一系列严重后果，相关直接责任人员可能会终身被禁止从事证券业务，广大投资者因为投资利益受到损害，还可能提出群体性民事诉讼。同时，证券经营机构及其从业人员被立案调查后，证监会即暂停受理其相关业务，被市场称为“挂钩机制”，相应的保荐机构证券公司的投行业务会全部被停摆，证监会可能会中止该证券机构所有保荐上市项目的审查，波及到其他公司的上市过程。

欺诈发行如何预防？首先发行人要打消“粉饰业绩不是欺诈发行”的侥幸心理，合规合法、真实完整地披露发行信息，同时需要借助券商、中介机构的专业力量确保重要信息的合法合规；保荐券商和会计师事务所、律师事务所等机构应当勤勉尽责，认真做好企业上市发行辅导，对财务状况等重要信息进行认真核查，增强信息披露的透明度和有效性；监管机构也需要增加监管力度，完善欺诈退市制度等惩罚措施，维护证券市场赖以存在的公开、公正、公平原则。

（二）程序风险：公司及其高管涉入刑事程序后的处置及风险预防

公司及其高管一旦涉嫌犯罪，被司法机关立案侦查的，IPO 进程即面临着被一票否决或影响上市进程的风险。

首先，主板市场对涉嫌刑事程序的公司及董、监、高有明确要求。《首次公开发行股票并上市管理办法》（以下简称《首发办法》）第 16 条规定：发行人的董事、监事和高级管理人员符合法律、行政法规和规章规定的任职资格，且不得有下列情形：（三）因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见。《首发办法》第 18 条规定：发行人不得有下列情形：（五）涉嫌犯罪被司法机关立案侦查，尚未有明确结论意见。

其次，创业板对于涉嫌刑事程序的发行人的董监高人员有明确要求。《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（以下简称《创业板首发办法》）第 19 条规定：发行人的董事、监事和高级管理人员应当忠实、勤勉，具备法律、行政法规和规章规定的资格，且不存在下列情形：（三）因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见的。

此外，创业板的要求更为广泛，对于涉嫌刑事程序的发行人及其控股股东、实际控制人，董监高人员，保荐人以及律师事务所、会计师事务所等证券服务机构及其人员，均做出了规定。《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称《科创板首发办法》）第 13 条第 2 和第 3 款规定：最近 3 年内，发行人及其控股股东、实际控制人不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，不存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的重大违法行为。董事、监事和高级管理人员不存在最近 3 年内受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见等情形。《科创板首发办法》第 30 条第 1 款规定：存在下列情形之一的，发行人、保荐人应当及时书面报告交易所或者中国证监会，交易所或者中国证监会应当中止相应发行上市审核程序或者发行注册程序：（一）相关主体涉嫌违反本办法第十三条第二款规定，被立案调查或者被司法机关侦查，尚未结案。

关键是如何做到有明确结论？明确结论意见的形式，一般情况下是由办案机关出具书面文书，例如，司法机关根据刑事诉讼法第 15 条出具的撤销案件通知书，将当事人的行为不作为犯罪处理。这里的不作为犯罪处理，是明确的无罪、自始的无罪、实质的无罪。实践中，司法机关还有另一种做法是不给出明确的结论。甚至在案件其他被告人已经判决之后，对涉案的 IPO 企业仍然不出具法律文书，不做出明确结论，不移送审查起诉。

例如，公安机关在侦查某技术人员侵犯商业秘密罪案件时，使用了针对犯罪嫌疑人的“传唤通知书”传唤了正在申请上市的某公司高管，其与该技术人员离职期间有过接触。后该技术人员侵犯商业秘密案件被法院判决生效，但是侦查机关对上市企业高管是否构成犯罪始终没有明确结论。结果该企业上市受阻。

公安机关迟迟不给结论如何处理？根据刑诉法相关规定，当事人可以申请上级公安机关的监督，依法要求公安机关出具处理结果；或者通过检察机关进行监

督,申请检察机关启动监督程序,对涉案当事人是否构成犯罪给出明确司法意见。

同时,这里也特别需要注意,预防上述案例中 IPO 企业“躺着也中枪”的情形,避免被动涉入刑事司法程序中被“误伤”。相关企业的高管在接触敏感人员时,应该讲究正确的程序和方法,例如,禁止单人接触、接触过程注意保留人证和书证等等。同时注意在敏感时期,谨慎接触掌握商业秘密的跳槽人员。近期因为商业秘密罪追究刑事责任的案例比较多发。所以要注意接触敏感人员的正常程序,防范因为接触敏感人员而被动涉入刑事调查程序之中的风险。

(三) 被害风险: IPO 企业不是唐僧肉, 拒绝敲诈勒索与强迫交易

在企业 IPO 过程中,一旦启动上市程序,拟上市公司就会受到各种关注,其中不乏针对公司的违法犯罪行为。实践中曾经发生多起专门针对在上市或者重组过程中的企业进行新闻敲诈的案例。

例如,某著名新闻媒体的多家媒体运营、广告公司互相配合,选择正处于拟上市、资产重组等情形的企业,利用企业对媒体登载负面报道的恐惧心理,采取有偿撤销、删除负面报道、不进行跟踪负面报道等方法,以广告费、赞助费等名义向 10 余家被害单位索取钱财,金额近一千万元。因为公司上市临近,出现一个负面报道,可能会被一票否决,多年努力泡汤。因此,上市公司对媒体讹诈都会投降,给钱消灾。部分财经公司还与媒体相勾结,主动利用网络媒体和纸质媒体登载的负面报道给 IPO 企业施加舆论压力,列举因未投放广告导致媒体负面报道进而上市失败事例等方式,先后迫使 70 家被害单位签订广告合同,涉及金额近二千万元。财经公关公司还对上市公司称能搞定媒体,向重点媒体负责人行贿,充当黄牛和帮凶的角色。最后,涉案多家媒体公司、财经公关公司及其负责人均以强迫交易罪或者敲诈勒索罪被判处刑罚。

如何防范拟上市企业的被害风险?上市公司遇到新闻、网络的敲诈、攻击并勒索钱财的情形时,可以采取法律应对、正面回应、直接接触等手段,保护自己的权利,处理此类风险。法律应对是指对方的行为触犯法律,涉嫌违法侵权、犯罪时,可以采取申请立案侦查、诉讼应对等手段,处理此类纠纷。正面回应是指为了恢复公司的形象,采用在媒体、网络等平台上公开事实真相,正面回应相关问题,进行公共关系活动的方法。直接接触是指通过双方直接接触谈判的手段和对方进行沟通,解决相关争议,化解矛盾的方法。有时候,需要三种方法一起使用。

(四) 历史风险：公司及其高管曾经被刑事处罚的，可能影响上市进程。

公司法对曾经受过刑事处罚的公司高管有禁止任职的时间要求，创业板上市的还要求公司和相关人员在三年内未从事重大违法活动，科创板上市的要求公司和相关人员在三年内不存在刑事犯罪和重大违法行为。《公司法》147条规定：“有下列情形之一的，不得担任公司的董事、监事、高级管理人员：……（二）因贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序，被判处刑罚，执行期满未逾五年，或者因犯罪被剥夺政治权利，执行期满未逾五年；”《创业板首发办法》第20条规定：“发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为。发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行证券，或者有关违法行为虽然发生在三年前，但目前仍处于持续状态的情形。”《科创板首发办法》第13条第2款规定：“最近3年内，发行人及其控股股东、实际控制人不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，不存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的重大违法行为。”曾经受过刑事处罚的公司和高管已经符合上述时间要求的，证监会还会重点审查申请上市公司是否与曾经犯罪的资金、专利技术、商业秘密等有牵连，需要企业重点进行说明，企业一般可采取以下工作进行风险防范：

1、更换曾经犯罪的人员。对已经受到刑事处罚的人员，一般采取更换人员的办法，但是更换公司高管之后，要注意满足公司高管和实际控制人任职稳定性的时间要求。《首发办法》第12条规定：“发行人最近3年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。”《创业板首发办法》第14条规定：“发行人最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。”《科创板首发办法》第12条规定：“发行人业务完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力：（二）发行人主营业务、控制权、管理团队和核心技术人员稳定，最近2年内主营业务和董事、高级管理人员及核心技术人员均没有发生重大不利变化；控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰，最近2年实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。”

2、澄清公司与曾经犯罪的资金无关。例如，某天然气公司控股股东及实际

控制人明某曾于 1999 年因为违反《贷款通则》及有关贷款管理制度，未核对存单底单和考查申请贷款公司实情，导致所在信用社 2000 余万元的损失，犯违法发放贷款罪而受过刑事处罚。根据《刑事判决书》，法院没有认定违法发放贷款的去向与明某有关联关系。如果明某利用职务上的便利，骗取、侵吞信用联社营业部贷款，并将该贷款非法占为己有，则符合职务侵占罪的构成要件，应构成职务侵占罪，而不是违法发放贷款罪。法院二审判决均未认定明再远与违法发放的贷款去向有关联关系。公司最后以此证明和历史犯罪没有资金上的牵连。

3、澄清与曾经犯罪所涉的技术无关。例如，某 IPO 通信技术股份有限公司的两位股东 2004 年曾因侵犯商业秘密被刑事处罚。发审委请发行人代表进一步说明目前正在生产销售的产品与该等股东侵犯商业秘密罪所涉及的技术或产品存在哪些不同？公司解释说，两名股东系在刑罚执行完毕五年后再担任公司的董事，公司在 IPO 时，公司高管的任职资格均合法有效。公司从未生产过涉及刑事案件的产品，自营产品通过了新颖性、创造性和实用性的审查，并取得专利，与涉嫌犯罪的技术无关，没有涉诉风险。最终公司通过审核。

（五）后续风险：公司高管在上市成功以后的违法内部交易

根据《证券法》74 条关于知情人员的规定，公司上市以后，其董事、监事、高级管理人员、大股东等人员就成为内幕信息的知情人员。知情人员利用其在公司上市以前或者上市过程中掌握的上市公司内幕信息，进行违法交易的，容易面临内幕交易或者操纵证券市场的刑事风险。

内幕交易犯罪的风险：根据我国刑法第一百八十条的规定，内幕交易行为是指内幕信息的知情人员、非法获取内幕信息的人员，在信息尚未公开前，进行证券交易的行为，或者明示、暗示他人从事上述交易活动的行为。我国证券法第七十六条作了类似的规定：证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人，在内幕信息公开前，不得买卖该公司的证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖该证券的行为。典型案例如黄光裕内幕交易案。

操纵证券市场犯罪风险：根据《证券法》和《证券市场操纵行为认定指引（试行）》的规定，操纵证券市场是指利用资金优势或者信息优势影响证券交易价格或者证券交易量的行为。根据《证券法》、《刑法》的规定，操纵手段主要包括：
（1）连续交易操纵，（2）约定交易操纵，（3）洗售操纵，（4）以其他手段操纵证券市场。典型案例如在徐翔案件中，十余家上市公司及其高管和徐翔等人共谋，

利用内幕信息操纵股票价格非法牟利。

这类后续刑事风险需要公司加强内部人员和内幕信息的管理，做好企业内部风险控制工作和法律防范工作，预防此类犯罪的发生。

【作者简介】

肖波 昌言上海办公室 执行主任

邮箱：xiaobo@changyanfirm.com

肖波律师获得中国人民公安大学硕士和复旦大学刑诉法学博士学位，之前曾在上海市浦东新区法院工作 13 年多，审理过 1000 多件案件。后又作为合伙人加盟中伦律师事务所，积累了大量的刑事案件和危机处理经验。肖律师业务聚焦于金融、互联网及经济领域犯罪、白领犯罪的刑事辩护、反商业贿赂、企业危机处理、民商事争议解决等。肖律师在刑事犯罪领域发表了大量的专业论文。



黄晴 昌言上海办公室 律师（实习期）

黄晴律师毕业于香港中文大学和西南政法大学，分别获得法学硕士和法学学士学位，且在比利时根特大学有近半年交换学习经历。黄晴曾在招商银行担任两年法务，具有比较丰富的合规审查经验。

ⁱ 见证券网相关报道：<http://www.capitalweek.com.cn/2013-02-22/1591935473.html>，于 2017 年 2 月 20 日访问。