

ZHONGGUO SHANGSHIGONGSI
QIZHAXINGWEI FENXI JI JIANGUANYANJIU

中国上市公司 欺诈行为分析 及监管研究

李启平◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

湖南省产业经济学重点学科资助
湖南科技大学学术出版基金资助
湖南科技大学博士启动基金资助

中国上市公司欺诈行为 分析及监管研究

李启平 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司欺诈行为分析及监管研究/李启平著

北京: 中国经济出版社, 2010. 6

ISBN 978 - 7 - 5017 - 9947 - 3

I. 中… II. 李… III. 上市公司—财务—诈骗—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 084609 号

责任编辑 刘一玲

责任印制 石星岳

封面设计 白朝文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市人民文学印刷厂

经销者 各地新华书店

开 本 880mm × 1230mm 1/32

印 张 9.5

字 数 187 千字

版 次 2010 年 6 月第 1 版

印 次 2010 年 6 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5017 - 9947 - 3/F · 8356

定 价 28.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

摘 要

作为一个新兴加转型的经济体，市场经济的有效运行依赖于经济主体的合规参与。证券市场作为资本资源配置的场所，其功能的正常发挥很大程度上依赖于上市公司披露的信息。由于上市公司欺诈而导致的盈余管理、过度投资、内幕交易和市场操纵等各种市场现象，最终损害证券市场的功能，打击投资者的信心，从而引起证券市场资源配置的低效率，极端时将会导致其萎缩或倒闭，影响国家宏观经济的稳定和健康发展。因此，系统的研究上市公司欺诈行为及其监管机制，有助于提高证券市场的效率，维护投资者的信心，提升证券市场在中国资本市场中的地位，在微观上促进公司治理机制的完善，在宏观上促进股票市场功能的正常发挥，为经济平稳健康发展提供资金支持。针对中国上市公司欺诈的状况及其监管的现实，本书重点研究上市公司欺诈的动机、原因及其各种表象，探讨欺诈形成的内在机理；探讨监管机制发挥欠佳的原因，依据规范分析和实证分析的结论设计中国上市公司监管的路径和策略。

本书首先对欺诈的定义进行界定，将学界对欺诈行为的研究成果概括为八种欺诈理论。针对中国证券市场表现出来的欺

诈现象，通过内因和外因的分析，归纳出中国上市公司欺诈的五种动机，并对中国上市公司欺诈行为进行分类，然后从经济学角度厘定出上市公司进行欺诈的原因；借助博弈论工具和行为经济学的前景理论分析上市公司、投资者和监管者三方的行为博弈。利用事件研究法、个案分析法和多元回归分析对上市公司欺诈的市场行为进行规范分析和实证分析，进一步揭示上市公司欺诈对证券市场功能的伤害。基于上市公司欺诈行为的变化，有针对性地分析中国上市公司的监管环境，并提出政策建议。

对于实施欺诈的人来说，欺诈是在一定环境下的理性行为。在市场经济中受经济利益驱动是人们的普遍心理，但能否达到预期目的，与所处的环境存在着紧密的联系。欺诈总是生成于一定时间和空间中，且对其存在着一定的依存关系，并随着社会经济发展的大环境和企业公司治理的小环境的变化而不断发生变化。运用博弈论工具分析上市公司的欺诈行为研究发现，在证券市场上，资本的稀缺性与公司财务信息披露存在关联性。如果资本供过于求，公司选择的策略是不披露财务信息；如果资本供不应求，公司选择的策略应该是披露财务信息，也就是说，自愿披露策略应是筹资公司的最优策略。但筹资者之间的竞争和不同质性，使信息披露存在造假的可能，投资者的高度分散和搭便车心理加剧了这一状况。证券市场上的信息不对称程度和对欺诈行为的处罚力度直接影响到欺诈数量的多少和严重程度。上市公司在信息披露方面不仅与投资者存在博弈，而且与监管者也存在博弈。它们借助信息优势，获取

私人收益。在解决代理问题时，本书发现期权激励机制具有双重性。有关上市公司融资标准和处罚制度的安排对上市公司信息披露行为有显著影响。由于中国上市公司是一种稀缺资源，当公司面临退市或其他严厉的处罚时，存在风险偏好的倾向，即孤注一掷地欲保留上市资格。

证券市场作为资源优化配置的媒介，投资者总是愿意将有限的资金投资到那些业绩优良、具有发展潜力的企业中去。这使得有些公司为了维护自身在证券市场的形象和股票价格，存在人为粉饰利润的动机和欲望，但受内外因素的约束。本书认为，契约的不完全性、公司治理结构特征、信息的不对称性和市场的非完全有效性是上市公司欺诈的内在原因，而制度环境和诚信机制是欺诈的外在原因。书中采用事件研究法分析发现，中国证券市场存在的内幕交易和市场操纵，很大程度上与上市公司在信息披露方面的违规行为有关。盈余管理导致上市公司的真实业绩受到人为因素的干扰，向外界传播的信息不能准确地反映公司的基本面，引起信息披露失真，投资者不能根据既有信息进行理性的决策和投资，要么是投资过度、要么是投资不足，其结果是投资扭曲，最终损害证券市场资源配置的整体功能。

基于理论和实证分析，本书认为，在股权分置改革完成后，上市公司所面临的外部环境将发生深刻变化，其价值诉求也将发生变化。为了有效制止上市公司的欺诈行为，打击内幕交易和市场操纵行为，保护投资者利益，提高证券市场的有效性，应该从企业内外环境进行改革，除了完善公司治理机制和

严厉处罚欺诈行为外，还有必要加强上市公司信息披露机制的建设，建立上市公司诚信机制，建立监管主体之间的共生关系和资源、信息和能量交换的渠道，才能有效抑制上市公司欺诈行为。

关键词：上市公司 欺诈行为 监管

目 录

第一章 绪 论 / 1

第一节 选题背景及意义	1
第二节 国内外文献综述	5
一、国外文献综述	5
二、国内文献综述	12
第三节 本书研究思想与方法	16
一、本书研究思想	16
二、本书研究方法	17
第四节 本书创新之处	18
第五节 本书结构说明	19

第二章 上市公司欺诈的基本理论分析 / 22

第一节 欺诈的含义	22
一、欺诈的定义	22
二、上市公司欺诈	24
第二节 欺诈理论	25
一、欺诈三角理论	26
二、白领犯罪理论	27

三、欺诈范围理论	28
四、理性欺诈理论	29
五、烂苹果欺诈理论	29
六、公司犯罪的外部性理论	30
七、证券市场适度投机理论	32
八、内幕交易有益论	33
九、欺诈理论的简单述评	35
第三节 上市公司欺诈的常见类型	35
一、虚假陈述	36
二、严重误导性陈述	37
三、重大遗漏性陈述	38
四、不当披露	43
五、其他欺诈行为	44
第四节 上市公司欺诈的动因分析	45
一、基于筹资的动因	46
二、基于报酬激励的动因	47
三、基于债务契约的压力	49
四、基于赢利预测的动因	51
五、基于制度上的激励	53
第五节 上市公司行为规范概述	55
一、上市公司监管理论综述	55
二、中国在上市公司行为规范方面的实践	56
第六节 本章小结	63

第三章 中国上市公司欺诈的成因分析 / 65

第一节 上市公司欺诈成因之一：

基于企业契约理论视角 65

一、企业契约理论综述 65

二、基于不完全契约的金融契约理论 67

三、不完全契约与上市公司欺诈行为 68

第二节 上市公司欺诈成因之二：

基于信息不对称视角 69

一、微观经济学中的信息不对称 69

二、中国证券市场信息不对称的表现 70

三、基于信息不对称引致的欺诈 72

第三节 上市公司欺诈成因之三：

基于公司治理视角 73

一、公司治理理论综述 73

二、公司治理对上市公司欺诈的影响分析 74

三、股权激励机制的双重性 76

第四节 上市公司欺诈成因之四：

基于有效市场理论视角 78

一、有效市场理论综述 78

二、中国证券市场的有效性 79

三、基于证券市场低效率引致的欺诈 80

第五节 上市公司欺诈成因之五：

基于制度经济学视角 81

一、正式制度与非正式制度：法律与诚信 81

二、法律的不完备性引致的欺诈	83
三、上市公司诚信缺失与所导致的欺诈	87
第六节 本章小结	89
第四章 中国上市公司欺诈行为的博弈分析 / 91	
第一节 股份公司信息披露过程综述	91
一、以“保密”为核心的信息披露制度	91
二、以自愿披露为主的信息披露制度	93
三、受监管约束的信息披露制度	95
第二节 上市公司与投资者的博弈分析	95
第三节 上市公司与监管机构的博弈分析	102
第四节 期权激励的效应分析	106
一、期权激励概述	106
二、期权激励博弈分析	107
三、期权激励的评价	115
第五节 上市公司欺诈的进一步分析：	
行为金融学视角	116
第六节 本章小结	120
第五章 中国上市公司欺诈行为的实证分析 / 122	
第一节 上市公司欺诈的市场行为之一：	
内幕交易	122
一、内幕交易概述	122
二、内幕交易实证分析	126
三、内幕交易的市场后果评述	148

第二节 上市公司欺诈的市场行为之二:	
市场操纵	149
一、市场操纵概述	149
二、市场操纵实证分析	153
三、案例分析——ST 长控个案	164
四、市场操纵的市场后果评述	172
第三节 上市公司欺诈的市场行为之三:	
盈余管理	173
一、盈余管理综述	173
二、盈余管理的动机和条件	174
三、盈余管理的实证分析	176
第四节 上市公司欺诈的市场行为之四:	
非效率投资	180
一、非效率投资假设综述	180
二、非效率投资的实证分析	183
第五节 上市公司欺诈的综合影响分析:	
证券市场功能的损害	190
一、证券市场功能概述	190
二、上市公司欺诈对证券市场功能的影响	195
第六节 本章小结	198
第六章 中国上市公司监管理论与监管模式分析 / 200	
第一节 证券市场监管理论综述	200
第二节 中国上市公司监管的特殊性	205
第三节 中国上市公司监管模式比较	207

第四节 本章小结	214
第七章 中国上市公司监管调整的路径和策略分析 / 217	
第一节 美国“安然事件”后的监管策略分析	217
第二节 中国上市公司监管环境的特殊性分析	221
第三节 中国上市公司信息披露存在的问题	227
第四节 强制披露信息的必要性分析	231
第五节 中国上市公司监管路径和策略分析	234
第八章 结论及展望 / 242	
第一节 本书主要结论	242
第二节 加强对上市公司监管的政策建议	243
第三节 不足之处和今后研究的方向	249
附录：上市公司信息披露管理办法 / 251	
参考文献 / 267	
后 记 / 291	

第一章 绪 论

第一节 选题背景及意义

自从 20 世纪 80 年代末建立上海和深圳两家证券交易所以来，中国证券市场得到了长足的发展。到 2007 年底，沪深两市总市值突破 32 万亿元，同比增幅近 2.7 倍，股票市值与 GDP 比率突破 150%，证券市场与国民经济的关联度得到较大幅度的提升，市场投融资功能显著增强。2007 年，沪深两市通过 A 股融资突破 7500 亿元，当年融资额在全球各市场中排列第一，其中，公司首发（IPO）筹资突破 4000 亿元，有力支持了一批大型企业和成长性中小企业发行上市；上市公司再融资创纪录地突破 3000 亿元。中国证券市场的发展经历了近 30 年的时间，走过了发达国家一百多年的路程，实现了跨越式发展。但迄今为止，企业通过证券市场直接融资所占比例仍很低，以银行贷款为主的间接融资方式在融资格局中的主导地位没有改变。目前，间接融资与直接融资之比大约为 9:1（王广谦、郭田勇，2007），证券市场的融资功能没有得到充分发

挥。中国证券市场在迅速发展的同时，也始终伴随着上市公司欺诈现象的存在。上市公司作为证券市场最重要的经济主体，证券市场的有效性与其所作所为存在密切联系。上市公司欺诈行为直接导致证券市场的无效率。如银广厦在 2000 年虚增利润 5 亿多元。麦科特在 2000 年的招股说明书中虚构利润 1 亿多元。科龙电器 2002 年至 2004 年虚构收入 12 亿多元，虚增利润 3.8 亿多元。2007 年，有“内幕交易第一案”之称的杭萧钢构没有及时披露相关信息，知情者利用其内幕信息交易，非法获利 4037 多万元。2007 年 1 月至 2008 年 5 月，北京首放投资顾问有限公司利用市场操纵手法，牟取非法收益高达 1.25 亿元。由此可见，上市公司利用信息优势，虚增收入和利润、虚构资产和权益或虚假陈述等手段，欺骗投资者，达到上市、融资或避免退市的目的。这些欺诈行为给证券市场带来短期的繁荣，产生股市泡沫，主要表现为带来额外的价格风险和导致宏观经济不稳定。泡沫的维持始终需要持续的资金投入。当股票价格严重偏离股票的基本价值时，股市处于高度不稳定的状态，外部冲击或预期逆转很可能导致泡沫的破灭。其结果是证券市场的激烈动荡，严重影响资源的有效配置。

在西方主流经济学中，证券市场往往被看成市场机制运作的典范，代表着市场经济机制的理想状态。因为证券是高度标准化的金融产品，其交易过程具有很高的连续性和活跃性。证券的交易价格来源于众多投资者的买卖订单流的综合作用结果，价格的形成具有高度的市场化特征。在这种高度竞争性的市场环境下，众多理性的投资者努力搜寻相关信息并对此作出

反应，以求获得超额利润。这种信息竞争机制可以有效消除信息垄断租金，使股票价格充分反映所有相关信息，而每个投资者只能获得风险调整后的平均收益。因此，从学术观点来看，规范的证券市场的价格行为最能体现“竞争均衡”这一经济学的理想概念。从而最接近于帕累托效率这一资源配置的理想境界。

美国市场经济发展最为成熟，建立了比较健全的市场经济体制。证券市场历史悠久，在市场机制基础上设立的公司治理机制和监管体系也比较完善和到位。但完美发达的证券市场也没有阻止欺诈丑闻的发生。20 世纪 90 年代至 21 世纪初，安然（Enron）、世通（Worldcom）等知名大公司因财务欺诈丑闻吸引了公众和政府对于上市公司欺诈行为的高度关注。美国证监会查处证券欺诈的数量令人震惊。2002 年美国发生针对公司证券欺诈的诉讼案例 224 件，涉及被告公司的市值损失高达 2060 亿美元。公司治理危机导致了证券诉讼和监管迅速而剧烈的变革，政府为了恢复投资者对证券市场的信心，前布什政府在安然公司倒闭 9 个月后就签署了萨班斯法案（Sarbanes-Oxley Act）。中国政府为应对证券市场全球化趋势，打击证券市场的欺诈行为，提高证券融资在企业全部融资中的比重，调整了证券监管体制。从 1998 年开始，证券市场由原三家管理改为一家管理，即统一归中国证券监督管理委员会管理；2005 年修改了《公司法》、《证券法》和《刑法》，增加了有关证券欺诈犯罪的条款，加大了民事责任和刑事责任的处罚力度。如 2006 年刑法增加了内幕交易罪和泄露内幕信息罪等证券犯罪条款，对

证券市场犯罪打击的力度明显加大。与此同时，中国证监会近几年相继出台了多项监管法规，对证券市场监管加大了力度，处罚更加严厉。

中国经济正处在“新兴加转型”时期，政治体制与西方成熟市场不同，上市公司欺诈行为表现出明显不同的特征。股权分置改革完成后，上市公司的行为将呈现出某些新的特征，证券监管将面临新的局面。而保护投资者利益是一家上市公司乃至整个证券市场繁荣与发展的关键，可以说，证券市场的繁荣就在于有效地保护投资者。上市公司欺诈损害了证券市场的核心价值和上市公司的诚实，摧毁了投资者对证券市场的信心和证券市场的效率分配。无论是在美国的安然、世通、泰科等实施证券欺诈的公司中，还是在中国的银广厦、麦科特、黎明投资、科龙电器、杭萧钢构等上市公司信息披露舞弊案中，人们可以觉察到大量的无效投资和严重的价值损失，真实投资隐含着高昂的代理成本，证券市场的功能不能得到有效的发挥。

目前随着中国产业升级的加快和股权分置改革的完成，影响股票价格的各种敏感信息层出不穷，信息的任何不当披露都会给证券市场带来动荡，而上市公司作为信息披露的主要责任人，它的行为直接影响到投资者的信心。因此加强对上市公司欺诈行为的研究，不仅具有理论意义，而且具有很强的现实意义。通过本书的研究，有助于理解上市公司欺诈行为与公司治理、市场投资和政府监管的关系，有针对性地进行监管，提高证券市场对资本资源的配置效率。可以制定、修改和完善证券