

总主编 吴晓求 梅君

证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

信息披露 案例

陈启清 葛敏 张素华 编著

TYPICAL
CASES
IN
CHINA
SECURITIES
MARKET

总主编 吴晓求 梅 君
证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

信息披露案例

陈启清 葛敏 张素华 编著



中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

信息披露案例/陈启清等编著.

北京:中国人民大学出版社,2003

(证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例)

ISBN 7-300-04850-1/F·1497

I. 信

II. 陈…

III. 证券交易所-经济信息-案例-中国-高等学校-教材

IV. D922.287.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 081077 号

证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

总主编 吴晓求 梅君

信息披露案例

陈启清 葛 敏 张素华 编著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242(总编室) 010-62511239(出版部)

010-62515351(邮购部) 010-62514148(门市部)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京金特印刷厂

开 本 890×1240 毫米 1/32 版 次 2003 年 12 月第 1 版

印 张 15.75 插页 1 印 次 2003 年 12 月第 1 次印刷

字 数 350 000 定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

序言

吴晓求

中国资本市场经过 13 年的发展，取得了众所瞩目的成就。在中国这样一个市场经济还不是很发达的国家和经济体系中，能够在 10 多年里建立一个市价总值居全球第七、亚洲第二的股票市场，本身就是一个奇迹。但在今天，我们也应该清醒地看到，中国资本市场正处于非常关键的时刻。2001 年下半年以来的市场持续低迷，说明投资者对资本市场缺乏信心，说明中国资本市场还没有形成一个正常的预期机制。造成这一状况的原因很多，但其中的一个重要因素是市场主体存在着严重的违法、违规现象，如银广厦事件、蓝田股份（现为“生态农业”）事件、中科创业（现为“康达尔”）事件、基金黑幕等，这些问题的出现严重地打击了投资者信心。规范证券市场，保护投资者（特别是广大中小投资者）利益，成为当务之急。

证券市场违法、违规行为往往能在短时间内给违法、违规主体带来巨额不当利益，正因为如此，很多市场主体明知存在极大的风险，仍试图通过各种手段铤而走险牟取暴利。由于证券违法违规行为会严重阻碍证券市场的有序发展，因而无论是在成熟的证券市场还是在新兴转轨的证券市场，证券违法、违规行为都是证券监管部门着力打击的对象。虽然各国不断完善相关的法律制

度,监管部门努力提高自己的监管水平,但任何证券市场都没有完全杜绝证券违法、违规行为,对内幕交易的监管就被认为是一场至今“没有取得胜利”的战争。从某种意义上讲,证券市场发展史,就是一部与证券市场违法、违规现象作斗争的历史:违法、违规行为将现存法律体系的漏洞和弱点暴露出来,立法者因而得以有针对性地进行弥补和调整,证券市场在这个“破”与“立”的过程中不断完善和发展。

与成熟市场国家相比,我国证券市场上各种违法、违规现象产生的根源表现出鲜明的“中国特色”:

第一,与成熟市场国家不同,我国证券市场的产生处于由计划经济向市场经济的转轨阶段。转轨过程中的体制摩擦和体制约束的“真空”成为证券市场各种违法、违规行为产生的重要根源。这既表现在我国证券市场上证券发行和交易的计划管理色彩,也表现在作为证券市场基石的上市公司都是在国有企业基础上改制过来的。这种现实导致我国上市公司法人治理结构不完善、运作程序不规范以及计划经济体制遗留下来的一些问题等等。这些方面构成了我国证券市场出现大量违法、违规行为的特定历史背景。

第二,我国证券市场是在证券市场法规建设远远落后于发展速度的条件下发展起来的。如规范一级市场的《中华人民共和国公司法》于1993年底才出台,证券市场的根本大法《中华人民共和国证券法》更是姗姗来迟。在此之前,仅仅是一些行政法规和部门规章在规范证券市场。受发展历史和实践经验的限制,即使是《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》这两部大法也仍然是粗线条的,无法规范证券市场方方面面的行为,因

而,证券市场的法律、法规体系有待于进一步完善。

第三，市场国家的证券市场主要是在市场经济发展到一定阶段自发产生的，与此不同，我国证券市场的产生主要是国有企业改革的产物，证券市场的产生和发展完全依赖政府推动，这种发展模式导致我国证券市场缺乏行为自律习惯。在《中华人民共和国证券法》颁布以前，证券市场上所有规范性文件都出自政府之手，证券交易所、证券公司内部的章程和规则，也是在政府指导下建立的，这使得证券业缺乏自律习惯。证券业缺乏自律导致了证券市场主体——上市公司、证券公司和投资者等缺乏自我监管和自觉遵守市场规则的习惯。证券市场的规范化运行成了政府监管部门和证券市场参与者之间“猫捉老鼠”的游戏。在证券市场的立法、执法和监管能力都比较欠缺的条件下，出现大量的违法、违规行为也就不足为奇了。

中国证券市场出现的违法、违规行为具有一定的同质性，主要表现为透支挪用资金、法人投资者以个人名义炒股、中介机构出具虚假证明、披露虚假财务报表、市场操纵、欺诈发行、内幕交易、虚假消息等。以 1994 年 1 月到 2000 年 12 月证监会的 226 个处罚公告为例看，最常见的即处在第一位的是资金透支挪移的违法、违规案件，包括券商向投资者透支，券商挪用投资者的保证金等，这类违法、违规行为占总案件的 32.9%。处在第二位的是法人投资者以个人投资者的名义开户炒股，主要是券商以个人账户进行自营业务，占总案件的 19.1%。处在第三位是中介机构提供的虚假证明，包括注册会计师出具虚假审计报告，律师出具不真实的法律意见书，资产评估师出具虚假的资产评估报告等，占 10.7%。处于第四位的是与中介机构提供的虚假证明相关的披露虚假财务报告，所占比重也较大，为 8.4%。值得注意的是，市

市场操纵和内幕交易的普遍性已是共识，但比重分别只有 5.5% 和 2.6%，排名分列第六位和第八位，显然这种统计比例与现实存在差异。这一方面说明，对不同的证券违法犯罪行为的监管难易不同会导致分析结果与现实情况的不一致，另一方面也说明，现阶段监管部门还没有找到有效治理市场操纵、内幕交易行为的方法。

证券违法、违规的主体包括证券发行人、中介机构、证券经营机构和投资者四类。证券发行人实施的违法行为包括欺诈发行、披露虚假财务报表等；中介机构实施的违法行为主要是出具虚假证明、泄露内幕消息等；证券经营机构实施的违法行为包括向客户透支、挪用客户保证金、用个人账户进行自营、销毁交易记录、诱骗投资者买卖证券等；投资者实施的违法行为主要有内幕交易、操纵市场等。在证券违法犯罪中最常见的违法犯罪主体是证券经营机构，在所有违法犯罪行为中比重为 61.3%，超过了半数；其次是证券发行人的违法犯罪行为，比重为 17.6%；再次是投资者的违法犯罪行为，比重为 13.6%；而中介机构的违法犯罪行为所占比重很小，仅为 7.5%。

证券发行和证券交易是证券市场的两个主要环节，而证券违法犯罪行为无非是发生在这两个环节中的一个，从证券违法犯罪行为在这两个环节的分布及其随时间变化的趋势看，证券交易市场的违法犯罪不仅占到 81% 的比例，而且随着时间的变化该项比例还有上升的趋势，而证券发行市场违法犯罪除了在证券市场发展初期所占的比重较大外，其后年份该项比重一直都不大。可见对证券监管部门而言，现阶段对证券交易市场的监管比对证券发行市场的监管更为紧迫。

在证券市场上，违法犯罪行为的实施必须依附一定的载体。

证券市场中的两个基本要素——资金和信息就是证券违法犯罪的主要载体。证券违法犯罪主体往往拥有资金、信息优势，他们通过滥用这些资源优势来实施违法犯罪行为，如内幕交易、欺诈发行、披露虚假财务报表、传播虚假信息、中介机构提供虚假证明文件、更改交易记录等都是通过信息的滥用或信息操纵的手段来实施的违法犯罪行为；市场操纵、透支交易、挪用客户保证金、违规资金进入股市等都是利用资金实力或直接盗用证券交易资金的证券违法违规行为。分析表明，以资金为载体的违法犯罪的比重为 45.4%，以信息为载体的违法犯罪比重为 34.1%，两者的差异不算太大，可见在证券市场上虽然资金要素重要，但信息要素同样重要，对市场的监管两者都不能忽视。

正如中国的法治化进程是一个漫长而痛苦的过程，中国证券市场的法治化进程也是如此。揭穿冠冕堂皇的业绩、打破斑斓炫目的光环，当然不是一件令人轻松的事情，但任何悲观和失望都不应成为我们的绊脚石。展现在我们面前的这些案例，有的犯罪事实触目惊心，有的违法主体肆无忌惮，有的造假手段空前绝后，有的违规操作无法无天。只有直面这些或荒诞或沉重的案例，进行冷静的总结、理性的思考，才有希望推动监管部门找到有效治理的途径，加快中国证券市场法治化的进程。本套丛书编写的初衷亦在此处。

在中国证券市场发展的同时，越来越多的高等院校都开设了“证券投资学”或类似的课程，大学里选修证券方面课程的学生与日俱增。为此，中国人民大学金融与证券研究所组织编写了“21 世纪证券系列教材”，这套教材共四个模块，13 分册，其中的“教学案例模块”含有《中国证券市场典型案例》分册。当时由于时

间关系，我和该书的主要编写者梅君博士等人都认为《中国证券市场典型案例》过于简单，缺乏深入分析，特别是作为教学案例，应该进一步完善。在中国人民大学出版社的大力支持下，特别是经过王克方、张冬梅两位女士的精心策划和梅君博士的具体组织，“证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例”终于与读者见面了。这套书可以看成是与“21世纪证券系列教材”配套的案例教材。它更加注重理论联系实际，通过对具体案例进行深入分析，使读者能够看到实际生活中真实的证券市场。

本套系列教材共分六个分册，分别从发行上市、证券交易、信息披露、重组并购、中介机构和法律诉讼这六个方面，对中国证券市场的典型案例进行归纳和整理。每个案例的写作分为四个部分：第一部分是基本案情，包括涉案主体、背景、案情经过，部分案例还列出了性质相同的若干案例，有的还包括了社会反响和处罚（判决）结果；第二部分是问题，即将本案例要说明的问题简要列出，便于读者在阅读下文时思考；第三部分是评析，即针对每个案例的重点，依据现行法规和监管部门的规章，进行讨论和分析；第四部分是附录，主要是与本案相关的法规和重要文献、资料。对证券市场典型案例的这种分析和讨论是否合适，希望读者能提出宝贵意见，以便于我们修订时参考。

需要特别说明的是，第一，本套系列教材中的典型案例，既包括负面的案例，也包括许多正面的案例，像证券发行和重组并购两个分册，就是以正面案例为主。第二，对同一案例从不同角度进行分析。比如郑百文、红光实业、琼民源（现为“中关村”）就在不同的分册进行了不同的分析。第三，本套系列教材所依据的均是公开披露的信息资料，也都尽可能注明资料的出处，但由

于作者不同的写作和运用资料的习惯，难免挂一漏万，欢迎读者提出批评指正。

“证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例”是由中国人民大学金融与证券研究所和武汉大学法学院的专家、学者、研究人员共同完成的。由于作者知识背景、实践经历不同，对证券市场的理解和把握也不尽相同，加之中国证券市场“新兴加转轨”的特点，本套系列教材难免有不当之处，真诚地希望读者提出批评和建议，以便不断提高本套系列教材的质量。

前言

信息披露制度是证券市场制度的重要组成部分，它的完善与否直接决定着证券市场有效性程度的高低。根据有效资本市场理论，无论是在发行市场还是在交易市场，证券市场有效性下降，主要是因为各种与证券市场相关的信息在披露、传输、解析和反馈的过程中发生了程度不同的问题，其中信息披露是全部问题的根源，也是其中的关键。因此，提高证券市场的有效性，其根本就是解决证券价格形成过程中在信息披露、信息传输、信息解析以及信息反馈各个环节所出现的问题，其中关键的一个问题就是建立和完善上市公司强制性信息披露制度。

从各国的实践来看，一个完整的信息披露制度体系应该包括证券发行信息披露制度、持续性信息披露制度和法律责任及救济制度三个部分。我国证券市场建立的时间虽然不长，但是由于有很多可资借鉴的制度，我国目前已基本上建立了前两项制度，而法律责任及救济制度则只有一些模糊的论述，而没有具体的可操作性的法律规定。制度是建立了，但是实践中制度的执行却出现了很多偏差，导致目前上市公司的信息披露存在很多问题，直接影响了市场的有效性，对证券市场的良性发展造成了很大的损害。

SAC68/02

从目前已经发生的事实来看，上市公司的信息披露存在以下问题：（1）信息披露的随意性或者不规范性。（2）信息披露的非主动性。（3）信息披露的滞后性和不连续性。（4）信息披露的虚假性。比如招股说明书中盈利预测的较严重的缺口现象，定期报告中的利润操纵现象等。（5）信息披露复杂而模糊，通过复杂的财务报表掩饰其真实财务状况。安然公司提供的财务报告连华尔街专业的财务分析师也看不明白，当然可以掩盖其真实的亏损。这一案例多少可以给我们一些启示。（6）信息披露不充分。比如对于关联交易的披露问题，包括关联交易的认定等。（7）信息披露不当后的民事赔偿问题。

针对我国上市公司信息披露所存在的种种问题，国内学术界和实际工作部门均进行了很多研究，形成了很多成果。但是目前通过案例来对信息披露制度进行研究的人还很少，即使有，也仅仅存在于对一些案例的新闻报道之中。而案例研究无论对法学还是对经济学来讲都是一个重要的研究方法。我国上市公司的实践为案例研究提供了丰富的素材，因此我们产生了通过案例来研究证券市场信息披露制度的愿望，并且在中国人民大学金融与证券研究所的支持下得以将这种愿望转变为现实。

在本书中，我们挑选了发生在我国证券市场上的一些具有典型意义的信息披露案例，分别就信息披露制度的几项重大内容——发行信息披露、持续性信息披露、重大事件披露、预测性信息披露、关联交易信息披露、收购信息披露、信息披露的民事责任、信息披露中高级管理人员的责任等，进行了一定深度的剖析和研究。针对我国上市公司信息披露中表现出来的问题，同时借鉴国际成熟证券市场的管理经验，我们认为，应对现有制度做

如下完善：（1）建立重大信息披露制度，借鉴国际重大性标准，确立我国重大性标准。（2）借鉴美国法中的“安全港制度”和“预先警示理论”，推行强制性与自愿性相结合的财务预测制度，建立健全一整套有关上市公司预测性信息生成、披露和审核的规范体系。（3）加强上市公司关联交易信息披露，改变我国国有企业改革中上市公司与母公司之间关联交易长期存在的局面。（4）加强上市公司收购中的信息披露，借鉴英美证券法中的“受益所有权”和“一致行动人”等概念规范上市公司信息披露制度。（5）针对外国证券经营机构的信托投资账户建立有别于一般代理账户的信息披露制度。（6）加强违反信息披露制度的法律责任，尤其是民事责任，并严格执法。（7）规范信息披露主体和中介机构的行为，尤其要规范会计执业机构，要求上市公司采用高的会计审计标准，制定规则，保证内部审计师的独立性以及增进外部审计的力量。此外，要建立强化会计审计标准得以执行的机制以及在出现争议时的质量标准设置机制。

信息披露是一个非常复杂和具有挑战性的课题，尤其是通过案例来研究证券市场的信息披露制度，对于我们来说是一次全新的尝试。虽然我们在写作过程中力求使我们的分析和论证更加完善，但由于作者水平和时间有限，书中疏漏之处在所难免，希望读者不吝赐教。

本书的分工如下：陈启清（案例4、案例5、案例6、案例8、案例9）、葛敏（案例1、案例3、案例7）、张素华（案例2、案例10、案例11、案例12），陈启清负责统稿，中国人民大学金融与证券研究所副所长梅君博士对本书的写作给予了极大的鼓励和细致的指导。



本书的写作和出版得到了来自多方面的支持和帮助，在此我们表示最诚挚的谢意。

陈启清 葛 敏 张素华

2003 年 10 月

目录

案例 1	红光实业造假上市案 ——证券发行信息披露制度研究	1
案例 2	西藏圣地：重大信息隐而不报 ——发行信息披露案例研究	32
案例 3	海洋集团：持续造假的高手 ——持续信息披露问题案例研究	55
案例 4	陷入泥沼的兴业房产 ——重大事件披露案例研究	73
案例 5	厦新电子的玩笑 ——预测性信息披露案例研究	123
案例 6	内蒙宏峰：看不懂的关联交易 ——关联交易信息披露案例研究	176
案例 7	四砂股份重组案的思考 ——上市公司收购过程中的信息披露 制度	233
案例 8	九州股份：民事赔偿咋就这么难 ——信息披露的民事诉讼研究	304
案例 9	郑百文虚假信息披露案 ——信息披露处罚与董事的责任	337
案例 10	渤海集团：虚假陈述，信息误导 ——中期信息披露制度研究	381
案例 11	活力 28：虚增利润，隐瞒重大事项 ——虚假财务信息披露案例研究	425
案例 12	琼民源：中国股市的一大骗局 ——信息披露综合案例研究	461

案例 1：红光实业造假上市案

——证券发行信息披露制度研究

一、案情

(一) 公司简介

成都红光实业股份有限公司（以下简称红光实业，股票代码：600083）的前身是国营红光电子管厂。该厂始建于 1958 年，是全民所有制工业企业，有相当辉煌的历史。“一五”期间，该厂是苏联援建我国的 156 个重点工程项目之一，是我国最早建成的大型综合性电子束器件基地。该厂早期主要从事军工显示器等元件的生产，20 世纪 70 年代开始，逐渐转为生产民用显像管等电子元器件。80 年代初，该厂引进了彩色显像管的生产技术和设备，是我国第一只彩色显像管的诞生地。

1993 年 5 月，经成都市体制改革委员会 [1992] 62 号文批准，由原国营红光电子管厂以其全部生产经营性净资产作为投资，联合四川省信托投资公司、中国银行四川省分行、交通银行成都分行等作为共同发起人，以定向募集方式设立了红光实业。

1996 年，红光实业以扩建彩色显像管生产线项目为名，申请公开发行股票且上市。在股票发行上市的申报材料中，红光实业隐瞒其关键生产设备彩玻池炉废品率上升，不能维持正常生产的重大事实，并串通中介机构编制虚假利润，取得了上市资格及较

高的股票市场发行价。1997年5月23日，经中国证监会证监发字[1997]246号文和[1997]247号文批准，红光实业以每股6.05元的价格向社会公众公开发行7000万股社会公众股，占其发行总股本的30.43%，共募集到资金42350万元。^①

（二）案情经过

红光实业于1997年6月6日在上海证券交易所正式挂牌交易。由于公司上市当年的年度报告就出现巨额亏损，并与预期利润差额巨大，从而引起股市注目。后经中国证监会查证，红光实业在上市过程中存在虚假信息披露行为，由于情节严重，被移送检察机关，成为中国第一家被刑事起诉的上市公司。国务院为了惩戒愈演愈烈的所谓包装上市之风，也发布通知予以通报批评。

据红光实业发行A股的招股说明书披露：公司上市前3年连续盈利，尤其是1996年，“净利润达5400万元”，完全符合上市条件。^②同时，公司对1997年盈利所作的预测为净利润7055万元（所得税税率为15%），每股税后利润（全面摊薄）0.3063元，每股税后利润（加权平均）0.3515元^③，稍有分析能力的人都不难从以上数据得出这是一家成长性良好的绩优公司的结论。但是，

① 数据来源：海融证券网（<http://www.158china.com>）。

② 红光实业披露的经成都市蜀都会计师事务所审计的上市前3年销售收入和利润总额情况如下：

项目/年份	1996年	1995年	1994年
主营业务收入	42492万元	95676万元	83771万元
利润总额	6331万元	11685万元	9042万元
净利润	5428万元	7860万元	6076万元
每股税后利润	0.339元	0.491元	0.380元

③ 数据来源于红光实业的招股说明书：“预计公司1997年度全年净利润7055万元，每股税后利润（全面摊薄）0.3063元，每股税后利润（加权平均）0.3513元。”