



首都经济贸易大学出版基金资助

国有上市公司信息披露监管的 选择性执法分析

GUOYOUSHANGSHIGONGSI XINXIPI LUJIANGUAN DE
XUANZEXINGZHIFA FENXI

赵娟◎著

 首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press



首都经济贸易大学出版基金资助

国有上市公司信息披露监管的 选择性执法分析

GUOYOUSHANGSHIGONGSI XINXIPILUJIANGUAN DE
XUANZEXINGZHIFA FENXI

赵 娟 ◎ 著



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

图书在版编目(CIP)数据

国有上市公司信息披露监管的选择性执法分析/赵娟著. —北京:首都经济贸易大学出版社, 2011. 1

ISBN 978 - 7 - 5638 - 1894 - 5

I. ①国… II. ①赵… III. ①国有企业:上市公司—会计分析—行政执法—中国 IV. ①D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 250320 号

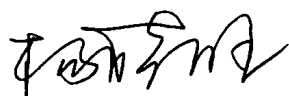
国有上市公司信息披露监管的选择性执法分析
赵娟 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社
地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)
电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)
网 址 <http://www.sjmcbs.com>
E - mail publish@cueb.edu.cn
经 销 全国新华书店
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部
印 刷 北京泰锐印刷有限责任公司
开 本 880 毫米×1230 毫米 1/32
字 数 118 千字
印 张 4.625
版 次 2011 年 1 月第 1 版第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 1894 - 5/D · 119
定 价 15.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换
版权所有 侵权必究

序 言

北京师范大学经济与工商管理学院教授



中国出台了一系列规范上市公司虚假信息披露行为的法律法规,但在实际的监管操作中,相应的法律法规并没有得到有效执行。经常是监管者依据不同的情势,有意识地选择放松监管或过度监管,甚至运动式监管。为什么监管部门会有上述选择性执法行为,在什么条件下监管者会放松执法,在什么条件下又会过度执法,赵娟博士的《国有上市公司信息披露监管的选择性执法分析》一书试图对这些问题进行回答,并提出了改善证券监管执法的相关建议。

本书运用博弈论方法,结合相关案例,通过其所总结出的证券监管者的特殊的目标函数,分析监管者在往往相互冲突的目标中的选择行为,以此解释信息披露监管的选择性执法现象。作者的研究表明,虽然选择性证券监管执法短期内有助于国有上市公司顺利转型,但从长期来看,也损害了执法的严肃性,助长了潜在违规者的机

会主义行为,不利于证券市场的健康、有序发展。

作者能够成功地将经济学的已有理论和分析范式运用到执法领域的研究中,其工作推进了“法律经济学”理论的研究及其在中国的运用。

本书是在作者博士论文的基础上修改而成的。毕业后,作者利用在高校从事教学、科研工作的条件,经过一年多的修改,形成了今天的这部专著。与博士论文相比,本书的内容更加完善,质量进一步提高。

作为赵娟博士的指导教师,看到本书出版,我很欣慰。当然,作为年轻博士的第一本个人专著,缺点在所难免。我将此书推荐给读者,只是为了能进行更广泛的交流,希望促进这一领域研究的深入,为我国证券市场的发展尽微薄之力。

内容提要

过去 20 年来,我国出台了一系列法律法规,规范上市公司的信息披露行为。然而,相关的法律法规并未得到有效执行。在不同情势下,证券监管表现出很强的选择性。在某些情势下,虚假信息披露行为受到严厉甚至是过度严厉的惩罚;而在另一些情势下,类似的违规行为因为未受到调查和惩处而较为放纵。

对证券监管存在的上述问题,已有的研究一是将其归咎于法律法规本身的不完善、不健全,对不当行为缺乏严格界定,或是没有处罚规定;二是以监管成本过高,受监管力量限制来说明法律法规执行不力的现象。然而,法律法规本身的不完善只能导致某些不当行为因无相关规定而不受惩罚,不能说明被明文禁止的行为未受惩罚以及过度执法现象。而监管成本的约束,意味着并非所有的违规行为都能被发现、调查及惩罚。但惩罚谁不惩罚谁是随机性的,并非监管部门有意识选择的结果。本书基于戴治勇和杨晓维(2006)的选择性执法理论,对我国上市公司虚假信息披露监管中的“选择性监管”行为进行分析。

中国证券市场从建立之初就面临着双重目标的矛盾——培育在公平、公正和公开交易基础上的有序、有效市场目标与国有企业在证券市场融资“解困”目标的冲突。由成熟的市场经济国家移植而来,在以市场本身健康发育为导向的立法理念指导下形

成的我国的证券法规,不利于国有企业解困及改革过程中社会稳定目标的实现。从中国的现实出发,证券监管部门不可能严格实施监管执法,只能基于不同的政治、经济和社会情势,在这两个相立冲突的目标间进行权衡、取舍。为实现整体社会福利的最大化,证券监管部门主动地、有意识地选择监管对象和监管强度,即实行“选择性监管”。但是,监管的选择性也损害了执法的严肃性,客观上助长了潜在违规者的机会主义行为,对证券市场的健康发展产生了消极影响。

随着改革的深化,国有企业已经摆脱资金困境,证券市场有效运行的外部环境得到了巨大改善。在新的环境下,证券监管部门已无须将国有企业上市融资作为最重要的一个行为目标,已具有更为严格执法的条件。有鉴于此,本书将结合当前的现实,提出改善证券监管、避免“选择性监管”的相关建议。

关键词:直接监管成本,间接监管成本,随机性监管,选择性监管,信息披露

ABSTRACT

A series of laws and codes have come into effect over the past twenty years to regularize information disclosure of state-owned listed enterprises. But, in the execution of the laws and codes, they are not effectively implemented. Regulation execution varies much in different situations. Sometimes, false information disclosure is severely punished while in some cases, it escapes investigation and punishment.

The existing research explains the above mentioned problem in two ways, one is that the laws and codes are incomplete and there is no strict regulation on malfeasance or there are no regulations to punish it at all. The other one is that due to the high cost of regulation and inadequate regulation power, the regulation is not fully executed. However, inadequate laws will only lead to non-punishment for the malfeasance because there are no related regulations at all. It doesn't necessarily mean no any punishment for the clearly described malfeasance in the laws and codes. And inadequate laws cannot explain over-regulation either. The limitation of regulation cost means that not all the malfeasance could be identified, investigated and punished. It is random for the punishment, but not intended selection of the regu-

lation authorities. This book is based on the selective regulation theory created by Dai Zhiyong and Yang Xiaowei (2006) to analyze the selective regulation in the regulation of information disclosure of listed enterprises in China.

There are two contradictive objectives of Chinese security market since the found of it. That is, one objective is to cultivate orderly and effective market based on fair and open transaction. The other objective is to finance in the security market for the state-owned-enterprises to ease their difficulties. Chinese security laws come from developed market economy and the healthy development-oriented idea strictly limit the state-owned-enterprises to ease their difficulties through financing in the security market so as to keep the stableness of the society as the reform goes on in China. Chinese security regulation authorities cannot execute strictly based on the reality of China. On the contrary, the authorities can only select between the two objectives judging different political, social and economic situations. To initially and purposely select regulation objects and intensity in order to realize maximum society welfare is selective regulation. But selective regulation harms the seriousness of execution and impersonally helps opportunism of potential misfeasors thus has negative impact on the healthy development of security market.

As the reform goes on in China, the state-owned-enterprises have got rid of finance difficulties and the external environment for the effective operation of security market has improved greatly. Under

new circumstances, the security regulation authorities do not need to set the most important objective of financing in the stock market for the state-owned-enterprises any more. In stead, the authorities should implement more strict execution. Combined with the Chinese realities, I will give the suggestions to improve the security regulation and avoid selective regulation.

KEY WORDS: Direct Regulation Cost, Indirect Regulation Cost, Random Regulation, Selective Regulation, Information Disclosure

目 录

1 导论	1
1.1 研究主题	1
1.2 研究意义	5
1.3 本书的创新与不足	12
1.4 本书结构	14
2 文献回顾	15
2.1 古典执法理论	17
2.2 最优执法理论	19
2.3 选择性执法理论	32
2.4 小结	37
3 中国式信息披露选择性监管分析	38
3.1 中国式证券监管目标	39
3.2 最优信息披露监管路径	64
3.3 上市公司的最优化行为	74
3.4 小结	76
4 经验证据	78
4.1 中国证券市场的发展	78
4.2 中国信息披露现状	80

4.3 中国证券监管发展概况	83
4.4 中国信息披露监管概况	86
4.5 案例分析	96
4.6 小结	105
5 政策建议	107
附录 1 数学推导 O 的表达式	110
附录 2 中华人民共和国证券法(2005 年修订)(节选)	113
附录 3 中华人民共和国公司法(2005 年修订)(节选)	117
附录 4 中华人民共和国刑法(2006 年修订)(节选)	119
附录 5 中国证券监督管理委员会职能配置、内设机构和 人员编制规定(1998)(节选)	121
参考文献	124
后记	136

导 论

1.1 研究主题

伴随着经济体制的转型,中国证券市场从无到有、从小到大,逐步发展起来。与此同时,中国的证券监管面临大量有待解决的问题,其中包括对国有上市公司信息披露的选择性监管。一方面,出于社会稳定的考虑,选择性监管是对不同目标的权衡选择,在特定背景下具有合理性;另一方面,选择性监管也损害了执法的严肃性和法律法规的公信力,助长了潜在违规者的机会主义行为,对证券市场的健康发展产生了消极的影响。本书将对中国证券市场国有上市公司信息披露的选择性监管问题进行分析,说明选择性监管存在的原因及相应后果。在此基础上,结合上市公司及监管环境的变化,提出改善信息披露监管的政策建议。

信息披露是指上市公司以招股说明书、上市公告书以及定期报告和临时报告等形式,将直接或间接影响投资者决策的信息提供给社会。其中,这些信息包括利好消息和利空消息两个方面的内容。利好消息可使投资获利,而利空消息则可能会导致股价大幅度下跌。在获取这些信息后,投资者将此作为投资选择的主要

依据。如果上市公司虚假信息披露情况较为严重,较低的信息披露质量就会损害广大投资者利益,并给证券市场的健康运行和发展带来负面影响。因此,各国都对虚假信息披露实施不同程度、不同形式的监管(崔如波,2005;田昆儒,2007)。

随着证券市场的发展,中国出台了一系列法律法规,规范上市公司信息披露行为。这些法律法规主要包括四个层次:一是国家法律,主要包括《中华人民共和国证券法》(2005年修订)、《中华人民共和国公司法》(2005年修订)和《中华人民共和国刑法》(2006年修订);二是行政法规,主要包括《股票发行与交易管理暂行条例》、《股份有限公司境内外资股的规定》、《股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》和《企业会计制度》(2006年修订)等;三是部门规章,包括《公开发行股票公司信息披露实施细则》(2008)、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《证券市场进入暂行规定》、《股份有限公司境内上市外资股规定的实施细则》、《公开发行股票公司信息披露内容与格式准则〈1~7号〉》、《关于加强上市公司临时报告审查的通知》、《关于上市公司发布澄清公告若干问题的通知》和《证券交易所管理办法》等;四是自律规则,如《上市规则》等(潘英丽,2002)。这些法律法规体现了证券监管立法的核心理念——规范上市公司行为,保护股东的合法权益,维护正常的经济秩序,促进我国经济健康发展^①。

尽管中国已经出台了大量有关信息披露监管的法律法规,但在实际执法操作中,相关的法律法规并没有得到有效执行(张细

^① 引自《中华人民共和国证券法》(2005年修订)第1条,请参见附录2。

移,2006;曾宝华,2007;张刚,2007)。纵观我国证券市场发展近20的历史,其中不乏“有法不依、执法不严”、过度监管,甚至“运动式”监管的现象^①。本书中,除非与“立法”和“执法”并列使用,否则,“监管”一词与“执法”同义。以琼民源案为例,其控股股东民源海南公司与深圳有色金属财务公司联手,通过虚假信息披露买卖股票获利,虽然证券监管部门作出了相应的处罚,但如果严格按照《公司法》第157,158条的规定,琼民源公司实际上已经不具备上市条件,应当责令其摘牌退市。再以红光事件为例,这样一家濒临破产绝境的企业,通过虚假信息披露骗取上市资格,虽然证券监管部门对涉及的机构和个人进行了处罚,但是广大投资者的损失却无人负责。在民众的巨大压力下,5年之后才对该公司虚假信息披露行为重新判决。

经济理论对于监管行为的研究常借助于监管成本。监管成本可以分为直接监管成本和间接监管成本^②。直接监管成本包括监管的运行成本和监管的服从成本。监管的运行成本是指信息监管机构在监管中耗费的资源。信息监管需要政府设立监管机构或在已有的监管机构增设部门来负责制定和执行有关的法令、条例,这样的立法和执法过程要耗费相当的人力、物力和财力。监管的服从成本既包括上市公司、市场中介机构及信息中介机构

① 在现实中,出于整治某种市场行为或某个行业的需要,经常会出现一个执法部门或者数个执法部门组成综合执法组,集中执法人力、设备、资源,在较短时间内从重、从快地进行声势浩大的行政检查、执法处罚行动,人们称之为“运动式执法”。

② 本书中对于监管的直接成本和间接成本的划分,有别于尹晨(2004)和许成钢(2005)的划分。后者均将监管的服从成本列为监管的间接成本。本书为了突出“监管者执法不足或过度时产生的社会成本”对于信息披露监管行为的影响,将此列为间接监管成本,而把其他监管成本统称为直接监管成本。

等被监管者在服从监管时承担的内部成本,又包括因遵守规则而可能减少的业务收入或可能被抑制的业务创新。间接监管成本是指监管者执法不足或过度时产生的社会成本(许成钢,2005),比如,当法律本身由于不能适应情势的变化而不尽合理、甚至成为“恶法”时,法律的严格实施可能导致社会损失或社会收益的减少,如无效率价格管制引起的社会福利净损失;同时,也包括由于执法懈怠导致人们鉴于受害概率提高而必须增加的防范投入(Hay 和 Shleifer, 1998),以及违法行为所导致的负外部性(Karpoff 和 Lott, 1993),特别是由此造成的对经济增长或发展的损害,并引发社会不稳定因素的增加。

由于监管成本的结构不同,监管行为会出现随机性监管和选择性监管两种情况。其中,随机性监管是指损害者只能以一定的概率被惩处,并且最优执法要求惩罚大小与经过直接执法成本导致的概率调整后的损害相等^①。选择性监管是指证券监管部门基于不同的政治、经济情势,通过权衡监管的利弊,在监管与不监管、监管强弱、监管对象等多方面进行有意识的选择,或对违规上市公司有选择性地实施监管和惩罚。如在一段时期,证券监管部门对信息披露监管较严,而在另一段时期,监管较为松懈;或对某些企业披露虚假信息行为实施严厉惩罚,而对另一些企业类似情况则没有给予足够的惩罚。

已有文献解释了随机性监管的原因:由于直接监管成本的存

^① 惩罚是应该与损害者的收益还是与其所造成的损害相关,Polinsky 和 Shavell (1994) 研究后认为,考虑到执法者对收益、损害都可能存在估计错误,将惩罚直接建立在损害上要远远优于建立在收益上。

在,监管者对于违法违规行为只能采取随机性监管。然而,至少在相当一段时期,面对上市公司普遍披露虚假信息的行为,证券监管部门并非完全随机性地实施监管和惩罚,而是采取选择性的监管。对这种选择性监管现象,并不能通过直接成本给出合理的解释。证券监管部门遇到的情况常常是法律中有明确规定的,但在实际中,证券监管的各种目标要求之间存在此消彼长的关系,使得证券监管成本除了直接成本外,还包括间接成本。在一定时期内,直接成本是一个相对恒定的值,间接成本的变动程度会大于直接成本的变动程度,此时,证券监管者常常采取选择性监管。本书将沿着这一思路,对国有上市公司信息披露监管中的选择性监管行为给予说明。为了突出分析间接成本的作用,本书的模型中假定直接成本为零。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

监管经济学文献主要关注金融监管方面的内容。同时,正如施蒂格勒(1964)所说,“在所有对经济活动的公共监管中,最受赞扬的也许要数证券交易委员会(简称 SEC)对证券市场的监管了。”

1.2.1.1 证券监管的合理性

长期以来,证券监管的合理性一直是一个存在争议的话题。法经济学的一个重要传统认为,证券交易发生在老练的发行商和投资者之间,根本就不需要监管,市场机制就能促进整个市场的繁荣;证券监管的存在只会起到破坏作用(Coase, 1960; Stigler,