

上市公司违规行为的收益与成本分析¹

薛爽

(上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 国定路 777 号 200433)

摘要: 本文以 1994 年到 2003 年 6 月受到证监会处罚的 62 家公司为样本, 研究了上市公司违规行为的特点以及违规的收益与成本。研究发现, 受到处罚的违规行为主要集中在欺诈上市、上市后提供虚假信息、在信息披露时有重大遗漏、违规买卖炒作股票或改变募集资金用途等几个方面。违规行为给违规者带来的利益巨大, 付出的成本却很小。违规行为的成本小于违规收益的原因在于: 证监会对违规行为的处罚力度不大; 在既有的制度背景下, 违规行为被发现的可能性比较小; 违规收益的获得者和成本承担者相背离等。

关键词: 违规行为 收益 成本

中图分类号: F2 **文献标识码:** A

1 上市公司违规行为问题的提出

上市公司行为的规范与否, 不但涉及到广大投资者的切身利益, 也关系到证券市场的发展与完善。上市公司的违规行为, 已经成为社会诚信问题的一部分。对上市公司违规操作行为的查处是上市公司监管的重要组成部分, 是创建一个健康、公平、高效的市场环境所必须的。

上市公司的违规主要是指违反《中华人民共和国证券法》(1998 年 12 月 29 日九届全国人大常委会第六次会议通过, 以下简称《证券法》) 的规定, 对违规的处罚依据主要是《股票发行与交易管理暂行条例》(1993 年 4 月 22 日国务院发布, 以下简称《股票条例》) 与《禁止证券欺诈行为暂行办法》(1993 年 9 月 2 日国务院证券管理委员会发布, 以下简称《禁止欺诈办法》)。

上市公司的违规行为实际上是一种博弈的结果。在决定如何行动前, 公司会考虑违规行为被发现的可能性、被发现后受到处罚的可能性以及受处罚的程度。所有这些因素决定了公司违规的预期成本。若上市公司认为违规的成本(包括受罚的成本, 信用的缺失等)大于收益, 就会选择遵守法律规范; 若认为违规的收益大于成本, 就有可能选择违规。因此证券监管机构提高违规的直接成本, 加大处罚力度, 将有效地降低上市公司选择违规的可能性及减少其再犯的机会²。

到目前为止, 关于上市公司违规行为的实证研究还非常少。吴林祥(2002)对到 2000 年为止受到深沪交易所和证监会处罚的公司进行研究, 发现临时性重大信息披露和年报信息

披露是两个最大的违规行为来源，两者共占总违规行为的 85%；市场对上市公司信息披露违规处罚的反应程度与处罚的公开性和处罚力度存在正相关，处罚的公开性越高、处罚力度越大、市场的反应越强烈；与交易所的处罚相比，证监会对上市公司的处罚具有较大的震慑力。信息未披露是证券交易所查处信息披露违规行为的重点，而虚假信息披露是中国证监会查处的重点，这说明虚假信息披露是一种情节更为严重的违规行为。毛志荣（2002）用相同的样本对信息披露违规处罚的实际效果进行了研究。结果发现从再处罚角度看，对信息披露违规的处罚没有起到增加违规成本、防止再犯的效果。尤其是以内部批评为主的处罚方式效果有限。中国证监会对极少数性质严重违规行为的处罚效果比较明显，起到了防止再犯的效果。该文其他结果与吴林祥（2002）基本相同。

以上两篇文献将受深沪交易所处罚和中国证监会处罚的公司放在一起进行研究，但从他们的研究结果我们看到，交易所和证监会对违规行为关注的重点不同，处罚的手段也不相同，效果也不尽相同。另外，上述两篇文献虽然也提及了违规成本与收益问题，但并没有进行深入分析。本文将受证监会处罚的公司作为研究对象，重点分析违规的收益和成本，特别是从收益获得者和成本承担者向背离的角度来解读违规行为的经济后果。

本文第二部分对研究样本进行描述性统计分析；第三部分从实证和理论的角度分析违规行为的收益及成本。第四部分也是最后一部分，总结研究的结果，并提出建议。

2 研究样本的统计分析

2.1 上市公司违规行为种类的统计分析

本文研究对象是曾被中国证监会根据《证券法》和《股票条例》等法律法规实施处罚的上市公司。数据的取得是通过证监会公布在其网站（www.csrc.gov.cn）上的处罚决定公告。从 1994 年到 2003 年 6 月上旬，共有 62 家上市公司违规操作受到证监会处罚。

本文首先对这 62 家公司的违规行为进行分类，分类的结果见表 1。62 家样本共有 108 项违规行为，大多数公司的违规事实超过一项，有的公司还存在重复违规的现象。

违规行为	次	%
虚假陈述	50	46.30%
其中： 欺诈上市	13	12.04%
上市后提供虚假信息	37	34.26%
重大遗漏	24	22.22%
违规买卖、炒作股票	12	11.11%
改变募股资金用途	10	9.26%
违规回购股票	5	4.63%
违反规定配股	4	3.70%

非法从事贷款业务	2	1.85%
违规召开股东大会	1	0.93%
	108	100%%

表1 受到处罚上市公司违规行为分类表

由表1可知，上市公司的违规行为主要有以下几个大的方面。

第一，信息披露不真实，报告虚假财务信息。在证监会查处的上市公司中，这类公司首当其冲，占到全部受处罚事件的46.3%。编造假批文、假账单，虚假财务报表，隐瞒重大事项，漏记支出，漏记债务，提前确认收入和伪造银行对账单等等成了这类公司惯用的手段。上市公司提供虚假信息从时间上看，可以分为上市前和上市后。上市前主要是伪造上市所需的文件，如倒签公司成立的时间、违反规定缩股等。最多的是虚增利润以达到上市或获取发行高价的目的，在表1中将这几种情况统称为欺诈上市，这类样本占到12%。上市后提供虚假信息主要是为了达到配股目的或避免退市而虚增利润或资产。也有个别公司是为了配合庄家炒做自己公司的股票而披露一些不实信息。从表1可以看出，这类样本占样本总数的34%以上。

在造假公司中，银广夏是比较典型的一个。中国证监会于2001年8月3日对广夏（银川）实业股份有限公司（以下简称银广夏）正式立案调查。经查实，银广夏通过伪造购销合同、伪造出口报关单、虚开增值税专用发票、伪造免税文件和伪造金融票据等手段，虚构主营业务收入，虚构巨额利润7.45亿元。

2001年因虚假上市而闹得沸沸扬扬的郑百文，在上市前的1994年至1995年，通过虚提返利、少计费用、费用跨期入账等，虚增利润1,908万元，并据此制作了虚假上市申报材料。此外，郑百文还存在股本金不实、上市公告书重大遗漏等问题。

第二，公司在信息披露中故意遗漏重大信息，遗漏信息主要包括大股东占用上市公司资金信息、对外提供担保信息、资产、股权抵押信息以及补贴、税收优惠未到位等信息。在我们的样本中，有24家受处罚的公司涉及到遗漏重大信息。证监会对这类行为的处罚集中在1999年以后。

非法从事股票发行、交易或其他相关活动。这类违规行为最常见的表现是炒作本公司股票，操纵股价。这些公司或单独使用个人账户，或联合其他机构买卖本公司股票，以达到利用买卖价差赚取巨额收益的目的。样本中，有12家次的公司受罚原因涉及此类活动。

成都红光实业股份有限公司（以下简称红光实业）因严重违法于1998年遭到证监会的严肃处理，它的一系列违规行为中就包括挪用集资炒股。1997年6月，红光实业将募集资金的14,086万元投入股市炒股。其中，红光实业动用9,086万元，通过开立217个人股票账户，自行买卖股票，共获利780万元；此外，红光实业还将5,000万元委托其财务顾问中兴信托投资有限公司（以下简称中兴信托）进行证券投资，由中兴信托利用11个人股票账户买卖股票，截至1998年4月，造成亏损330万元。盈亏相抵，红光实业在股票交易中获利450万

元。

第四，擅自改变募股资金用途。这些公司往往挪用募股资金高息放贷，或者把资金投入市场违规炒股，却对外宣称“资金投入使用情况良好”。此外，募集资金闲置现象也越来越严重，变更后项目大多与主营业务无关。证监会对这类行为的处罚大多发生在1999年6月份之后。

现已退市的珠海鑫光集团股份有限公司（以下简称鑫光公司）在1997年至2000年年报中披露的配股募集资金使用情况与事实不符。1997年，鑫光公司在配股说明书中披露，配股募集资金12,127.29万元将用于投资铜川鑫光铝业有限公司（以下简称铜川铝业）。鑫光公司1997年至2000年年报中均披露，已将配股募集资金投入铜川铝业自备电厂项目。而事实上，鑫光公司划入铜川铝业投资款总共还不到募集资金的20%，其余资金均另作他途。为此，证监会对鑫光公司作出了警告罚款的处罚。

根据本文研究样本的统计，做出上述四大类违规行为的上市公司占样本总数的90%左右。其他违规行为包括违规回购股票、违反规定配股、非法从事贷款业务、违规召开股东大会等。上市公司回购股票的目的大多是买卖本公司股票，例如2000年中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司大量回购股票就是为了在市场上卖出以赚取差价，在这过程该公司累计获利763万元。此外，有的上市公司在前一次发行的股份尚未募足，或已募足但相隔不到一年的情况下增发新股，造成违反规定配股³；也有的公司贷款或变相贷款给其他企业，收取高额利息；还有的公司在没有公告会议时间、地点的情况下召开股东大会，表决各种方案。以上种种均属于违规行为。

2.2 上市公司触犯法律法规的统计

我国为规范上市公司行为制定了多部法律法规。从证监会作出处罚的决定公告可以看出，对上市公司同类违规行为处罚的依据往往可以依据多部法律法规。这是由于对于同类违规行为的处罚，这些法律法规有着相似的规定。例如同样是对披露虚假信息的处罚，有的公告依据的是《股票发行与交易管理暂行条例》（以下《股票条例》），有的依据的是《禁止证券欺诈行为暂行办法》（以下简称《禁止欺诈办法》）。

表2的统计数据表明，违规公司触犯《股票条例》第七十四条的占样本总数的42%以上，其中构成《股票条例》第七十四条第（二）项所认定的“在股票发行、交易过程中，作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的”行为的公司占绝大多数。这与表1的结果一致，即在信息披露过程中造假或隐瞒是上市公司最常用的违规手段。此外，出现次数较多的是违反《股票条例》第七十条第（二）项“以欺骗或者其他不正当手段获准发行股票或者获准其股票在证券交易场所交易的”和第（四）项“未经批准购回其发行在外的股票的”的行为。

触犯法律法规	家次	比例
《股票条例》第七十四条	44	42.31%

《禁止欺诈办法》第十一条	13	12.48%
《股票条例》第七十条	11	10.58%
《证券法》第一百七十七条	8	7.69%
《股票条例》第六十条	6	5.77%
《关于严禁国有企业和上市公司炒作股票的规定》	4	3.85%
《股票条例》第五十七条	4	3.85%
《股票条例》第四十一条	3	2.88%
《禁止欺诈办法》第十二条	3	2.88%
《股票条例》第十条	2	1.92%
《证券法》第六十二条	2	1.92%
《证券法》第六十二条	2	1.92%
《股票条例》第五十九条	1	0.96%
《证券法》第六十条	1	0.96%
《证券法》第六十一条	1	0.96%
《证券法》第六十三条	1	0.96%
《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》第二十三条	1	0.96%
《股份有限公司规范意见》第三十二条	1	0.96%

表2 处罚公告中说明的违规行为所触犯的法律法规

《禁止欺诈办法》第十一条的规定是“禁止任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动等事项作出不实、严重误导或者有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导、致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定。”第十二条进一步说明前述虚假陈述包括“发行人在招募说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中作出虚假陈述”。可见，本条之规定与《股票条例》第七十四条（二）基本一致。

《证券法》第一百七十七条也是针对“发行人未按照有关规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏的行为”给予处罚的条款。这一规定与上述《股票条例》和《禁止欺诈办法》的相关规定基本相同。

从存在形式上看，《证券法》是法律，而《股票条例》和《禁止欺诈办法》是行政法规，前者应高于后两者。但《证券法》于1998年12月29日颁布并实施，而后两者都是1993年公布并实施的。在证监会的实务工作中，更多地依据了操作性更强的行政法规。

3 上市公司违规受罚收益与成本对比分析

一个经济主体在决定是否实施一种行为时，要考虑行为的后果，即行为的收益与成本。当这个经济主体是上市公司，而行为是违规行为时，其收益与成本可以用下面的模型进行估计：

$$E(R) = R \quad (1)$$

$$E(C) = p \times c \quad (2)$$

$$\text{其中 } R = R\left(\frac{1}{Q}\right) \quad (3)$$

$$p = p(x_1, x_2, x_3) \quad (4)$$

$$c = c(y, M) \quad (5)$$

$$P(\text{voilation}) = f\{w_1 E(R) - w_2 E(C)\} \quad (6)$$

$$w_1 > s > w_2 \quad (7)$$

$E(R)$ 表示预期收益，是公司质量的 Q 的减函数，即公司质量越差，违规行为带来的收益越大。比如，质量差的公司如果不经过虚构利润，可能根本没有上市的机会，虚构利润的结果是达到上市目的募集大量资金。质量好的公司不用虚构利润也能达到上市的标准。 $E(C)$ 表示成本的期望值。它是公司违规被发现的可能性 p 和被发现后受到惩罚的成本 c 的乘积。其中， p 是内部监督有效性 x_1 、主管机构监督有效性 x_2 和中介监督有效性 x_3 的增函数。 c 是证监会对违规行为的惩罚力度 y 和公司声誉 M 的增函数。由于公司是否违规或者违规的可能性 $P(\text{violation})$ 取决与大股东，所以大股东的预期收益 $E(R)$ 和预期成本 $E(C)$ 之差即违规净收益影响大股东的行为。在违规行为带来的收益中，大股东占有的 w_1 比重超过其股权比例 s ，在违规成本中，大股东承担的比例 w_2 则小于其股权比例 s 。为什么会有 (7) 式，我们将在下面的讨论中进行阐释。

3.1 违规的收益 (R)

从表 1 违规行为的分类可知，违规收益主要包括上市前违规以达到上市目的、上市后继续提供虚假信息实现配股或配合炒作本公司股票从中牟取暴利的目的。违规行为为上市公司或大股东带来的“利益”汇总在表在表 3 中。

在处罚公告中明确披露违规所得的共有 19 家公司，违规所得主要包括违规炒作股票所得

的收益，此外还包括非法从事贷款和委托理财业务的收益。违规所得平均为 3381 万元（中值为 1323 万元）。13 家欺诈上市的公司平均募集资金为 16766 万元（中值为 45850 万元）。

为达到配合炒作和欺诈上市的目的，这些公司一般是采用虚增利润和虚增资产的手段。在 23 家虚增利润的样本中，平均虚增利润 9619 万元。在 4 家虚增资产的公司中，平均虚增的达到 30674 万元。

上市公司还可以通过担保和无偿借款的形式向大股东输送利益。在 62 家样本中，有 9 家是由于对这两类信息有重大遗漏而受到处罚。

项目	家数	金额（万元）	
		均值	中值
违规所得	19	3381	1323
欺诈上市募集资金额	13	16766	45850
虚增利润	23	9619	3820
虚增资产	4	30674	10935
为大股东担保	6	20167	13887
大股东占款	3	95029	63287

表3 上市公司违规收益分析⁴

我们再来看违规样本的质地。违规公司中，有 39 家在上市后曾经出现过亏损，占全部 62 个样本的 63%。如果用横截面数据，62 家公司从 IPO 开始到 2003 年年底共有 491 个样本（firm-year），其中亏损次数达到 84，占 17.5%。高于全部上市公司（firm-year）历年亏损 11.5% 的比例。可见公司质量与公司行为有很大的相关性。公司质量越差，越可能铤而走险，选择违规。

3.2 违规的成本（C）

3.2.1 对上市公司和高管层的处罚（c）

从证监会对违规上市公司的处罚决定看，处罚的种类主要有警告、责令改正、罚款、没收违法所得、暂停或取消其发行、上市资格等，罚款金额从 3 万到 500 万元不等。对个人的处罚主要有警告、罚款、取消其从业资格等。表 4 统计出各年份证监会对单位、对主要责任人员的平均罚款金额，以进行对比分析

表 4A 统计了所有 62 家样本受到处罚的情况。我们将证监会的处罚分为对公司的罚款、对董事长或总经理的罚款、对其他董事的罚款和对董事长进行警告等 4 类。对 62 家样本公司罚款金额平均为 58.26 万元，罚款最高额为 500 万元。在 62 家公司中，有 27 家公司没有被

罚款。对董事长或总经理罚款的均值和最高额分别为 3.16 万元和 30 万元，有 37 家公司的董事长没有受到经济处罚。相比较而言，对董事的罚款金额要小得多。另外，有 25 家公司的董事长受到了警告处分。

表 4B 分析了披露违规收益子样本的受罚情况。在 62 家公司中，明确披露了违规收益金额的样本数为 36 家。证监会对这类公司的罚款主要针对的是上市公司而不是公司的董事长。处罚的最高额度都出现在这组样本中，说明证监会对这类违规行为的处罚力度相对较大。但与这类公司的平均违规收益 3381 万元相比，所受处罚还不及违规收益的 3.5%。

		无处罚	均值(万元)	最大值(万元)
A:	对公司罚款	27	58.26	500
全部	对董事长/总经理罚款	37	3.16	30
样本	对董事罚款	42	1.34	10
	董事长受到警告家数	25		
B:	对公司罚款	5	120.47	500
披露 收益 样本	对董事长罚款	15	2.53	30
	对董事罚款	16	0.84	10
	董事长受到警告家数	8		

表4 证监会对违规上市公司的处罚力度

3.2.2 流通股价格的变化 (c)

对上市公司的处罚是由全体股东共同承担的。股票价格的变化则只对流通股股东产生影响。那么，处罚公告发布时，市场是如何反应的呢？我们以公告日为事件日，计算了 [-120, +120] 个交易日内5的累计市场回报率。之所以把窗口拉得较长，是因为通常在证监会介入调查开始市场就应该有所反应。但对大多数样本而言，证监会进驻调查的日期难以确定，即便可以确定准确日期，调查的结果也不能确定。所以我们选择将处罚公告日作为事件日，将窗口向前向後拉长的做法来捕捉违规处罚对股价的影响。

从图 1 中可以看到处罚公告前 120 天的累计超额回报率达到 4.415%，公告后的 120 天股票价格基本回到原来的水平。也就是说，如果流通股股东选择在公告前 120 个交易日购入股票，一直持有到公告后 120 个交易日，则获得的超额收益约为 0；如果流通股股东选择在公告前后购入股票，则半年后将有 4% 的损失。

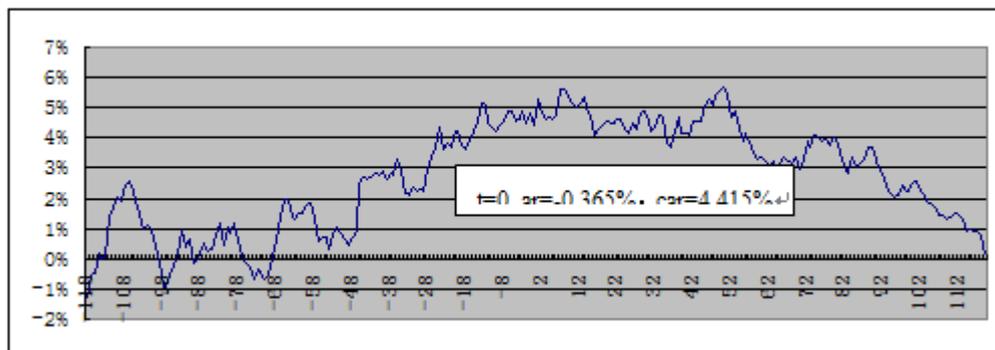


图1 处罚公告 [-120, 120] 天窗口内的累计超额回报率

3.2.3 虚增利润的税收成本 c

上市公司虚增利润对其现金流的直接影响是要支付更多的税收成本。我们对违规样本进行了统计，所得税率平均在 15% 左右。这是由于我国上市公司一般会得到地方政府的税收优惠政策，所以远远低于 33% 的正常水平。在 23 家虚增利润的公司中，平均每家因虚增利润多支付的所得税为 1443 万元。

3.3 违规收益与成本的非对等性

3.3.1 角色的非对等性 (w1, s, w2)

上市公司的违规行为看似公司高管层所为，但我国上市公司高管层大多来自大股东。我国上市公司第一大股东股权比例在 45% 左右⁶，在一股独大的股权结构下，上市公司的违规行为既是高管层也是大股东的违规行为⁷。从前面的分析中，我们看到违规行为的受益人往往是大股东，比如为大股东担保、大股东占用上市公司资金、实现圈钱的目的或操纵股价获取非法暴利等等。

对管理层而言，违规行为带来的利益至少来自以下四个方面。一是管理层的报酬一般与公司的盈利水平挂钩，虚增利润的直接结果是管理层收入的增加。二是上市公司的上级单位通常是国资局或大的国有企业，实现资产保值增值是这些上级单位考核高管层的一个重要指标。虚增利润和资产可以帮助高管层捞取政治资本，得到提升。三是满足高管层对权力需求。公司如果能够上市，募集到更多的资金，管理层可以支配的资产规模就越大⁸。欺诈上市或配股能在很短的时间内扩大公司资产的规模。四是自由现金流问题。公司现金越多，管理层就越有可能进行奢侈的在职消费，建造个人帝国。

违规的利益由大股东和管理层均沾。一旦违规行为被发现证监会给上市公司以处罚，成本则由所有股东共同承担。我国上市公司的大股东持有的是非流通股，违规行为被市场知悉

后股价下跌对大股东没有直接影响，损害的是小股东的利益。也就是说，小股东本来就为大股东违规行为所蒙蔽，还要为大股东的行为买单。大股东违规的目的就是利用虚假信息误导小股东或剥夺小股东的知情权，从而达到侵占小股东利益的目的。小股东虽然不能决定公司的行为却要受到由于公司违规造成股价下跌的惩罚。这种“罪”与“罚”的扭曲、利益所得者和成本承担者角色的分离造成的结果是无辜的小股东成了违规大股东的替罪羊。

3.3.2 违规收益与成本的不对等 ($p(x_1, x_2, x_3)$)

从理论上来说，上市公司只有在违规的收益大于违规成本时才会以身试法。从上面的分析我们看到大股东违规的收益（或者效用）远远超过成本。比如，通过假批文、假对账单，甚至假购销合同、假货物入库单、假出库单、假成本计算单等虚构收入与利润达到上市或配股的目的，一夜之间获得数以亿计的资金。更为恶劣的是，这些资金在募集成功后，并没有完全用于上市公司的发展，很多被大股东挪用⁹。炒做本公司的股票也是出现较多的违规行为。从本文的样本来看，大股东违规炒做本公司股票平均获利 3562 万元。

我们再来看大股东违规的成本。上市公司违规的成本是违规行为被发现的可能性与被发现后可能受到的惩罚的成本。这里可能性是指违规行为被证监会关注并发现的可能性。对上市公司行为进行监督的第一道防线是上市公司的监事会和独立董事。事实上这也是最近几年我们一直在强调的加强公司治理结构的手段。但结果并不理想。监事会的成员一般是由员工的代表组成的，他们要监督的是自己的上司、老板，这种机制本身就有严重缺陷，因为监事不仅不独立而且受制于被监督者，在机制的设计中也基本没有考虑对监事的激励问题¹⁰。独立董事与监事一样，也成为事实上的花瓶¹¹。对上市公司行为进行监督的第二道防线是其上级主管部门，即其母公司或地方政府。在前面的分析中，我们看到在一股独大的情况下，上市公司的违规本来就是大股东的行为，期待大股东对上市公司进行监督无异于与虎谋皮。地方政府在与公司的关系中则扮演的双重角色。一方面，对于国有上市公司而言，政府本身就是大股东，是运动员；另一方面，地方政府还是监督部门，是裁判员。但有些地方不仅没有起到监督作用，还成为公司造假合谋者，如帮助上市公司倒签批文。第三道防线是中介机构。在市场竞争激烈的环境下，为争取客户，证券公司、会计师事务所等中介机构在执业过程中很难保持其独立性与职业操守，甚至与上市公司合谋。如深圳中天勤会计师事务所常年为六十多家 A 股上市公司担任核数师和财务顾问。在中天勤的业务客户名录中，银广夏与三九医药便是其中重要的两大上市公司。在银广夏造假事件中，中天勤会计师事务所及其签字注册会计师违反有关法律法规，为银广夏出具了严重失实的审计报告。

在监督者变成了摆设或者合谋者的情况下，上市公司的违规行为被市场或证监会发现的可能性 p 大大降低。

综上所述，公司违规的收益通过上市公司对大股东的利益输送绝大部分为大股东所占有。由于大股东持有的是非流通股，所以违规行为败露的成本则大多由流通股股东承担，且在公司的内部监督不力、外部监督成为摆设的情况下，违规被查处的可能性也比较小。大股东违规的预期净收益大于零，违规行为不可避免。

4 结论与建议

本文以 1994 到 2003 年以来受到证监会处罚的 62 家上市公司为样本，研究了上市公司违规行为的类型和证监会处罚的力度，并建立了成本收益模型对违规成本与收益进行了较为详尽的分析。

从本文理论和实证分析的结果来看，造成上市公司违规的主要原因是预期收益与预期成本的不对等、利益接受者和成本承担者的不对等。具体表现为：一是违规给大股东带来巨大收益，如达到筹集资金目的或大股东占用上市公司巨额资金。二是违规的预期成本很小。一方面证监会的处罚多数是象征性的，一般在几十到一百万元之间。处罚的最大金额为 500 万元，而且 500 万元的处罚仅限于调动巨额资金炒做本公司股票的情况。另一方面，上市公司内部和外部监管机制缺乏效率，使得上市公司存在极大的侥幸心理。在违规行为被发现的可能性很小的情况下，违规的预期成本也会大大降低。三是大股东承担的只是由于证监会处罚发生的一部分成本，而股票价格的下跌造成的损失则全部由小股东承担。

本文的发现启示我们，要减少上市公司的违规行为，应该从以下几方面入手：

第一，提高违规者的违规成本。违规者的机会收益大于成本，是上市公司敢于违规的根源所在。当违规行为败露所受到的惩罚与其既得利益相比微不足道时，就敢于铤而走险，弄虚作假。就本文仅 62 个的研究样本而言，重复违规的上市公司就有两家，是什么使上市公司敢于无视法纪，一犯再犯？显然监管机构的查处并没有对其起到足够的震慑作用。

第二，加强对中介机构的监管和指引。会计师事务所和证券公司等中介机构之间的竞争越来越激烈。为了迎合顾客的需求，很多注册会计师出具了虚假的审计报告，在一定程度上对上市公司违规行为起到了助推作用。对于不負責任及违反职业道德的注册会计师，监管部门要采取严厉的处罚，增加其与上市公司“合谋”的成本，使这些中介机构真正起到经济警察的作用。

第三，加强对大股东自律、监管、信息披露等制度建设的同时，要对大股东的行为建立有效的约束机制。国有股一股独大的问题长期困扰着中国股市，导致大股东说了算，股东大会形同虚设，中小股民权益得不到保障等现象的出现。要约束大股东的行为，加强对上市公司管理层的监督，首先有赖于股东大会制度的严格落实。董事会提出的议案必须经股东大会审查，必要时股东大会可聘请有关专家核查董事会提出的议案，并严格遵守股东大会的程序，防止股东大会流于形式。2004 年 12 月 7 日刚刚发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》（简称《规定》），要求上市公司自当日起，对于公司的一些重大事项，必须经全体股东大会表决通过，并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过，方可实施或提出申请，既所谓的分类表决权制度是否会对大股东的行为起到有效的约束，还需拭目以待。

第四，切实落实政企分开。长期以来，上市公司造假背后总能隐约看到地方政府的影子，由于上市公司是地方骨干企业，能为地方政府带来丰厚的税费收入，并且能解决当地很大一部分人的就业问题，地方政府自然对其加倍保护¹²。长期以来，地方政府更多地把上市看成

是国有企业脱贫解困的途径，而不是把股市当作优化资源配置的场所，让最有限的资源往最有效的企业流动。当政府只承担裁判员而非运动员的角色时，一个公平的竞争环境才可能存在。

参考文献

- [1] 毛志荣,《信息披露违规处罚实际效果研究》,深圳证券交易所综合研究所研究报告,深证综研字第 0054 号,2002 年
- [2] 何佳,孔翔,2002,,《中外信息披露制度及实际效果比较研究》,深圳证券交易所综合研究所研究报告 51 号
- [3] 吴林祥,2002,《上市公司信息披露违规处罚研究》,收录于中外信息披露制度及实际效果比较研究),深圳证券交易所综合研究所研究报告 51 号
- [4] 曾令全,2003,《我国证券市场监管基础设施建设研究》,《投资与证券》,第 11 期
- [5] 石连运,2002,《上市公司虚假会计信息的成因及综合治理》,《财务与会计》,第 5 期
- [6] 郭杨珍,2001,《上市公司会计信息失真的原因分析》,《财会月刊》,第 6 期
- [7] 肖时庆,2000,《上市公司财务报告粉饰防范体系研究》,《会计研究》,第 12 期
- [8] 李青龙,2003,《上市公司不良会计行为与公司治理结构完善研究》,学位论文,上海财经大学
- [9] 杨斌,《中国证券市场上市公司信息披露监管》,学位论文,上海财经大学
- [10] 郎咸平,《建立有威慑力、的证券法律制度》,《财经》2001 年第 44 期
- [11] 薛爽,《影响上市公司业绩的内部因素分析》,《会计研究》,2004 年第 4 期。
- [12] 薛爽,《亏损上市公司的特征、盈余管理行为与股票价格》,2003,清华大学博士论文。

The Benefit and Cost of Violating Behaviors Conducted by Listed Firms

XUE Shuang

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Based on the 62 firms punished by Chinese Regulatory Commission (CSRC) during 1994 and June, 2003, I study the characteristics, benefits and costs of violating behavior conducted by listed firms. I find that the punished behavior by CSRC focuses on fraudulent IPO, publishing mendacious information,

trading illegally and change the usage of raising funds. The cost of violating behavior is smaller than the benefits due to the following reason: firstly, the penalty of CRSC is piddling; secondly, under the existing monitoring environment, the probability of which the violation can be found is small; and lastly, the cost of punishment is not totally undertaken by the actor of violating behavior.

Key words: violating behavior ; benefit ; cost

作者简介: 薛爽, 上海财经大学会计与财务研究院

¹ 本文是教育部重大课题“上市公司成本战略与可持续增长相关性研究”(批准号: 02JAZJD630003)的阶段性成果。同时也上海财经大学 211 工程科研项目的资助。

² 中国证监会前副主席史美伦指出:“监管的作用是增加违规成本。任何市场都会有违规违法的人,但如果他们知道冒险行为后面有一个很大的成本,要承担后果,他们就会提高警觉,慢慢地变得自律起来”(《财经》, 2002 第2 期)。

³ 证监发[1999]12 号《关于上市公司配股工作有关问题的通知》第一条(四)关于上市公司配股条件的说明中,明确“前一次发行的股份已经募足,募集资金使用效果良好,本次配股距前次发行间隔一个完整的会计年度(1 月1 日-12 月31 日)以上”才有资格申请配股。

⁴ 这里的违规收益是一个宽泛的概念,并不限于会计上的收益概念,它是指违规行为带来的各种好处。

⁵ 按 1 年有 240 个交易日计算,相当于从事件日向前向后分别计算半年的时间。

⁶ 薛爽, 2003。

⁷ 这与美国等股权高度分散的国家不同。在股权分散的情况下,更多的是管理层的违规,受益者也往往是管理层。

⁸ 一般认为,个人可支配的资产规模越大,公司所涉及的行业越多,权力越大。

⁹ 据中国证监会公布的调查结果显示,截至 2001 年 5 月 31 日,三九医药的大股东三九药业及关联公司占用资金约 25 亿元,被占用的资金包括了三九医药未使用的及用于补充流动资金的募集资金。25 亿元欠款,相当于三九医药当时 26.5 亿元净资产的 96%。

¹⁰ 我们至今为止没有看到一家上市公司的监事(会)起到有效的监督作用,如对董事会的决议或者管理层行

为提出置疑，其原因也正在于此。

¹¹ 最近著名经济学家魏杰辞去新疆屯河独立董事就是很好的证明。

¹² 政府对上市公司违规行为失察甚至帮助公司违规的案例并不少见，如大庆联谊 1996 年才被批准为股份制企业，为了使改制的时间长一些，1996 年下半年，大庆市体改委向省体改委请示成立联谊公司时，将请示时间倒签为 1993 年 9 月 20 日，省体改委 1997 年 3 月 20 日批复同意，而将批复时间也倒签为 1993 年 10 月 8 日。1997 年 1 月，大庆市工商局向大庆联谊公司颁发营业执照，将颁照时间倒签为 1993 年 12 月 20 日。