

【HJ\*2/3】

【AM】

【SM(】 【HT4” K】 上市公司虚假陈述的法律研究 【SM)】

【DM(】 内二容二提二要 【DM)】

【BT1-1】 内二容二提二要 【HT4” SS】

上市公司虚假陈述是目前我国证券市场上比较突出的违规违法现象，不仅损害了投资者的合法权益，而且破坏了证券市场公开、公平、公正原则，扰乱了正常的证券市场秩序，阻碍了证券业稳定安全地发展。一个充斥欺诈、舞弊的证券市场，有触发股市萧条、崩溃和社会动荡的危险，美国 1929 年“黑色星期四”股市大崩溃就是前车之鉴 因此，深入分析上市公司虚假陈述行为，探讨抑制之法律对策，已成为当前我国证券法研究范围的一个重要领域。本文共分五章。

第一章主要对信息披露制度进行分析，为研讨规制虚假陈述行为作理论铺垫。

第二章是对虚假陈述的表现形式及法律界定进行分析。虚假陈述的表现形式分为三种类型：不实陈述、遗漏、误导性陈述。虚假陈述的法律界定涉及到两个方面的问题：一是对事实前提的认

定，要求被虚假陈述的事实具有重大性。二是主观评价，即依照一般公认会计准则所作的陈述只要与事实不符仍可构成虚假。

第三章通过对近年来我国上市公司虚假陈述进行实证分析，指出我国证券市场上虚假陈述泛滥的原因来自股份制经济本身不完善、法人治理机构不健全、监管不力以及中介机构的推波助澜。

第四章本章是重要部分，从监管层面分析如何规制上市公司的虚假陈述。监管分为二个层面：一是事前监督包

括对公司发行上市的监督和上市后对公司信息披露的监督；二是对公司违法违规的事后处罚。将监管单列一章，旨在强调在现有的条件下，强化监管是规制虚假陈述的最直接手段。

第五章对如何规制上市公司虚假陈述提出设想。本章针对第三章的虚假陈述原因，指出在我国要

从根本上抑制虚假陈述行为，就必须理顺筹资和转制的关系，完善法人治理机构以监督经营者，同时还应规范承销商和专业中介机构的行为。

【HTH】 关键词 【HTSS】：上市公司二虚假陈述二法律监管

【LM】

【LM】 【DM(】 目二二二二录 【DM)】

【BT1】 目二二二二录

【AM】

【HTH】 引二言 【JY。】 1

【HTH】 第一章二虚假陈述二对信息披露制度的背离 【JY。】 2 【HTSS】

一、强制信息披露制度的争论 【JY。】 2

二、信息披露制度设计之必要性 【JY。】 3

三、信息披露制度的功能 【JY。】 5

四、信息披露制度的标准 【JY。】 6

【HTH】 第二章二虚假陈述行为的表现形式与法律界定 【JY。】 9 【HTSS】

一、虚假陈述的表现形式 【JY。】 9

二(一)不实陈述 【JY。】 9

二(二)遗漏 【JY。】 10

(三) 误导性陈述	【JY.】 11
二、 虚假陈述内容认定	【JY.】 12
(一) 重大事实的认定标准	【JY.】 12
(二) 会计记载的法律评价	【JY.】 14
【HTH】	
第三章 我国股票市场上市公司虚假陈述的实证考察及成因分析	【HTSS】 【JY.】 17
一、 现状	【JY.】 17
(一) 虚假包装、 欺骗上市	【JY.】 17
(二) 中报年报中的利润操纵	【JY.】 19
(三) 重大事件公告滞后	【JY.】 19
二、 成因分析	【JY.】 20
(一) 法规不完善、 监管不力	【JY.】 21
(二) 股份制改革不到位	【JY.】 22
(三) 经营管理层操纵信息披露	【JY.】 22
(四) 券商和中介机构推波助澜	【JY.】 22
【HTH】 第四章 上市公司虚假陈述的法律监管	【JY.】 24   【HTSS】
一、 事前监督	【JY.】 24
(一) 发行上市阶段对招股说明书的审查	【JY.】 24
(二) 对上市信息披露的监督	【JY.】 27
二、 法律责任	【JY.】 30
(一) 行政责任	【JY.】 30
(二) 刑事责任	【JY.】 31
(三) 民事责任	【JY.】 31
(四) 我国法律责任之检讨及完善	【JY.】 32
【HTH】 第五章 我国规制上市公司虚假陈述之若干设想	【JY.】 38   【HTSS】
一、 在监管指导思想上必须正确把握筹资与转制的关系	【JY.】 38
二、 完善公司法人治理机构， 监督经营者行为	【JY.】 39
三、 加强对承销商和专业性中介机构的监督	【JY.】 41
四、 建立信息公开担保制度	【JY.】 42
五、 董事、 承销商、 专业性中介机构的损害赔偿责任	【JY.】 43
【HTH】 结束语	【JY.】 44
【HTH】 参考书目	【JY.】 45
【HTH】 后记	【JY.】 49
【AM】	

【YM5BZ。 , S】

【DM( ) 引【】言 【DM】】

【BT1】 引【】言

“公开、公平、公正”是证券法律制度的三大原则，其中又以“公开”原则居于首位。证券法律制度的公开，体现为三层内涵：第一，证券应当向社会公开发行；第二，证券发行后，在证券交易所公开上市交易；第三，必须公开与证券发行、交易相关的一切信息资料。为了使证券市场有效运行、证券市场交易公平合理

，就必须向市场参与者充分披露有关发行人和被推销证券的信息资料，将与证券发行、交易相关的信息资料公诸于众。公开原则是防止证券市场舞弊行为的有力手段。所谓“阳光是最有效的消毒剂，电灯是最好的警察”，【ZW( ) R·W·Jennings and H·M·JR: “Securities Regulation: Cases and Materials” , The Foundation Press, Inc.1987, P159-160. 【ZW】】被奉为证券法的金科玉律。然而，私欲不断促使人背离市场公开的要求，谎言和误导充斥市场。我国证券市场经过十几年的发展，现已颇具规模，然而由于证券市场形成历史不长，并且是在经济机制转轨这种特殊背景下发生的，不可避免地受到这个时期所特有的社会心理和经济行为的影响，存在着某种缺陷，特别是规范证券市场的法律不健全，导致证券市场违法违规现象十分突出。其中，上市公司的虚假陈述现象极为严重。我国上市公司在信息披露方面谎报、漏报及拖延披露等虚假陈述行为，损害了投资者的正当利益，是阻碍我国证券市场健康发展的“毒瘤”。

本文试图从分析信息披露制度入手，分析我国目前上市公司虚假陈述的表现形式以及屡禁不绝的原因，并借鉴两大法系的一些经验与教训，对如何监管防范虚假陈述提出一些建议。

【LM】

【DM( ) 第一章【】虚假陈述——对信息披露制度的背离 【DM】】

【BT1】 第一章【】虚假陈述——对信息披露制度的背离

【】信息披露制度是指证券发行公司于证券的发行与流通诸环节中，依法将与其证券有关的一切

真实信息予以公开，以供投资者作证券投资判断参考的法律制度。该制度起源于 1844 年《英国公司法》，后为美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》所确立并臻完善，成为美国证券法律的核心与基石，是美国联邦证券管理的“金字招牌”。

虚假陈述是一种证券欺诈行为，【ZW( ) 参见《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 2 条。 【ZW】】它直接违反了信息披露制度。本章通过对信息披露制度的基本理论进行介绍，为论证规制虚假陈述作一些铺垫。

【BT2】 一、强制信息披露制度的争论

支持强制信息披露者认为，为了对付证券市场上不断出现的欺诈行为，为了减少市场上利用自身特定优势而形成不公平地位的机会，政府有必要强迫那些利用证券市场进行筹资的人将与自身情况相关的所有信息公之于众，以便一般投资者在作决定时能够充分权衡各种因素的利弊，而不致于在事后发现自己由于对信息缺乏了解而作出错误决定。【ZW( ) 高西庆：《证券市场强制性信息披露制度的理论根据》，《深圳市场导报》1996 年 10 月 4 日第 17 版。 【ZW】】

然而从信息披露制度出现的第一天起，反对它的声音就不绝于耳，尤其本世纪六十年代，许多学者纷纷公开发表文章，反对信息披露制度。

本世纪六七十年代，美国证券管理委员会通过多种规则，使信息披露制度更加严格，并且具有强制性。然而一些学者在研究中发现，在 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》实施前，许多发行公司在证券发行过程中，曾主动向证券市场披露信息，但这并未有效地制止市场欺诈和操纵行为，也未能阻止 1929 年大危机的到来。如本斯顿(Benston)认为，在 1934 年信息披露制度确立之前，在纽约证券交易所上市的公司中，有 62%自愿披露财务信

息，因而公司具有自愿披露信息的充分积极性，因为公司将提供的信息中获利。

公司拟发行证券，如果没有披露其投资发展计划，而只想募资，那它什么也得不到。因为投资者认为如果公司能为自己脸上贴金，那它必然会做。如果公司保持沉默，那么投资者就会从最坏方面去设想公司的经营状况。因此，“如果强制信息披露制度被废除，发行者依然会向证券市场自愿公开信息，这种事情的发生是十分可能的。”【ZW(】杨志华：《证券法律制度研究》，中国政法大学出版社 1995 年版，第 87 页。【ZW)】

克利普克(Kripke)则认为，信息披露制度不是建立在披露“所有重要大事实”的基础上，而是披露证交会主观可予证实的特定信息，这些信息只是构成投资判断的信息因素的一部分，而有资料表明，投资分析家运用法律要求公开的特定公司信息作出投资判断，只占全部信息依据的一小部分。因此，他认为，美国证券交易委员会规则企图以信息披露方式使投资者作出合理投资判断的意图，只是一厢情愿，因为绝大多数投资者并不依赖公开信息判断。因此，该

制度在其实施的五十年期间，以成本效益基础视之，不能给予过高的评价，其成本相当高，而收益却微乎其微。【ZW(】Marc I. Steinberg: “Understanding Securities Law”, Matthew Bender & Co. 1989, P76. 【ZW)】有鉴于此，曼纳教授

认为 1933 年《证券法》极大地提高了发行证券的成本，对股东和投资者却无显著利益。【ZW(】R·W·Jennings and H·M·JR, supra, P160. 【ZW)】

## 【BT2】二、信息披露制度设计之必要性

信息在现代工业经济中占据极其重要之地位，在证券市场上，投资者进行投资判断的依据便

是反映公司经营状况的各种信息。但是市场机制未必能提供充分信息。首先，信息具有公共物品的特性，就无法排除他人使用，因此搭便车(搭便车作为现代公共选择学派中的一个常用术语，意指即使个人没有支付成本，他也自动地享受到团体所提供的服务【ZW(】林毅夫：《关于制度变迁的经济学理论》，载于[美]R·科斯等著：《财产权利与制度变迁》，胡庄君等译，上海三联书店 1994 年版，第 405 页。【ZW)】)的行为(free-rider)层出不穷。信息的耗尽速

度惊人，只要一反应在股价上，其价值便不复存在。因此，对发行信息的公司而言，信息公开的结果是使公司外面的人，甚至包括竞争对手，没有分担任何制作信息的成本而坐享其成，对于辛苦从事信息收集分析的公司而言，其尚未获取足够回报时信息已耗尽，从而对信息收集的投资无积极性，导致市场上有价值的信息的供应不足。其次证券市场上信息具有不对称性。所谓信息不对称，是指交易双方有信息优劣的差异。通常

卖方有较完全的信息，买方有不完整的信息。在这样的市场环境中，企业管理人员比投资者更多地了解企业内部经营活动，在信息获得方面处于优势地位。投资者只能通过经营者输送出来的信息间接地评价市场价值。而在所有权与经营权分离的现代股份公司中，认为公司自然是在所有者的利益驱使下按照“利润最大化”原则经营的理论越来越让位于股东与董事之间呈现“合同”关系的“委托—代理”理论，导致了所有者和经营者在目标、风险、利益和动机等方面存在着不同的抉择。【ZW(】《上海证券报》专题部编：《寻求证券市场大智慧——关于股票市场若干理论功能的反思》，学林出版社 1997 年版，第 135 页。【ZW)】

】这就可能产生这样的结果：作为公司经营者有时会将自己的利益置于公司之前，而蓄意不公开某些信息；另一方面，基于这种非对称信息与公司治理结构制度的双重约束而形成的公司的经营状况报告，具有相当程度的失真。投资者根据不准确的信息而采取的投资决策行为无法起到优化资源配置的功效也就变得顺理成章。

那么，在这种情况下，投资者依市场机制所得信息必不完全。其结果可从著名经济学家阿克勒夫(Akerlof)在其一篇文章中分析二手车市场来考察。【ZW(】George A. Akerlof: “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” , In 84 Quarterly J. of Ec

onomics, 1970, P488—500. 【ZW)】。他认为，在二手车市场中，由于资讯缺乏，无法判断同样车子，或是类似状况车子在质量上究竟有何不同，其结果是出售质量较差车子的商人反而以较低价格而得以在竞争中获胜。出售质量较好车子的商人此时唯一使人接受较高售价的方式便是花钱广告公开信息使大家了解其商品的质量。不幸的是，出售较差车子的商人也会花钱广告但做不实宣传。这样，最后的结果仍然相同——出售较好车子的商人仍然处于不利

地位。因此，法律的对策便是制定诈欺防制法规。但是若依一般传统侵权行为法律，

只能消极防止公司以诈欺文件使投资者认购证券，并不能积极的提供投

资者要求公司充分披露的权利，毕竟，在一般契约法下应是购买者自己判断。因此，若就诈欺

防治的本意而言，在公司向大众募集资金的情形下，真正的反诈欺，不能限于传统上对诈欺界定的范围，如果公司没有提供足够资讯使投资者能够判断证券价值，实际上已构成诈欺。

【ZW(1) 曾宛如：《英国公司法上投资人资讯取得权之分析》，《台大法学论丛》第 28 卷第 2 期，第 21 页。【ZW)】强制信息披露制度设计的最直接目的，应在于敦促公司公开其信息，以便投资者在获得充分信息的情形下，作出投资判断。

### 【BT2】三、信息披露制度的功能

1. 保护投资者。投资者是证券市场的支撑者，如果没有投资者，证券市场将不复存在。但投资者涉足证券市场是以谋取某项权利和收益为前提的，如果证券市场上存在欺诈行为，投资者的风险就会变得很大，其利益将会受到损失。在证券市场上，发行人在市场上居于主动的强者地位，极易形成对交易信息的垄断；而投资者处于弱者地位，很难获得其正常投资所需的充分信息。即使有时公司愿意提供信息，往往也不能排除虚假的可能。而信息披露制度的目的和最主要的意义，就在于要求发行公司全面、及时、真实、准确地披露有关信息，使投资者能够充分了解证券发行人的情况，从而可能择优作出投资判断，以达到最大收益、最小风险之功效。信息披露制度可以从以下三方面满足投资者作出投资决策的需要：【ZW(】王保树：《发行公司信息公开与投资者的保护》，载于王保树主编：《商事法论集》第 1 卷，法律出版社 1998 年版，第 284 页。【ZW)】

首先，它可以为投资者作出是否在某特定公司提供信息，以使投资者作出准确的判断。

其次，它可以为投资者投资于公平价格的证券创造最基本的条件。

再次，它可以沟通公司的所有者与经营者的联系。

2. 有利于上市公司业务开展。通过公司信息披露可以加深公众对公司的背景、业务、竞争力等情况的认识了解，公司可藉

此向投资者推销自己，实现其筹资计划和发展目标，同时在投资者乃至社会中树立良好形象，促进公司业务地开展，保证公司股票居于高价位。【ZW(】张忠军：《证券市场信息披露制度》，载于孔祥俊主编：《民商法热点、难点及前沿问题》，人民法院出版社 1996 年版，第 289 页。【ZW)】

3.防止信息滥用。公平的证券市场，投资者有均等获得信息的权利和投资获益的机会。股票和公司债券的发行是股权或公司债权转移的过程，也是风险分化的过程。如果没有信息披露制度，发行者可能散布虚假信息、隐匿真实信息、或滥用信息操纵市场，或以其他方式欺骗投资者，转嫁风险，使证券市场无法显示证券的真正价格。

4.有利于实现竞业禁止。所谓竞业禁止是指特定地位的人不得实施与其所服务的营业具有竞争性质的行为。在股份有限公司中，特定地位的人应为董事和经理。〔ZW(〕王保树：《股份有限公司机关构造中的董事和董事会》，载于梁慧星主编：《民商法论丛》第1卷，法律出版社1994年版，第122页。〔ZW〕因为董事或经理从事竞业行为可能夺取公司交易机会，牺牲公司利益，或利用职务上知道公司机密之便利，对公司造成损害。因此，以法律规定董事承担竞业禁止义务，是维护公司和股东权益的重要手段之一。然而，公司法要求的竞业禁止的信息公开，远远低于证券法制度上的信息公开，故将公司董事或经理与公司有利益冲突之行为昭揭于众，使企业内部监督转为社会监督，从而更能维护公司、股东及其债权人的合法利益。

5.提高证券市场效率。证券发行与证券投资是实现社会资源配置的过程，这一过程，主要依靠市场机制进行调节。排除管理机构的监管因素，上市公司有价证券何时发行、发行何种、发行

多少，取决于市场要求及投资者的投资能力。证券投资是一个选择过程。如果企业资质良好，实力雄厚，管理科学，盈利丰厚，其发行的证券必为广大投资者所青睐。因此，为使投资者科学选择投资证券，实现资源的合理配置，必须建立完备的信息公开系统。信息系统越流畅，越能充分发挥市场机制；资源配置越合理，证券市场效率越高。因此，提高证券市场效率的关键因素是信息公开。〔ZW(〕张学森、张学北：《证券法原理与实务》，经济科学出版社1999年版，第216—217页。〔ZW〕

#### 〔BT2〕四、信息披露制度的标准

信息披露制度的目的，在于通过上市公司充分披露有关信息，以供投资者作投资判断。它的实现有赖于信息披露制度符合下列标准：

1.真实性。所谓真实性，是指上市公司公开的信息应当符合客观实际，真切可靠，不具有任何虚假成分，也不得以模糊不清的语言使公众对其披露的信息产生误解。对“真实性”的要求，法律追求的是一种消极目的，希望投资者在没有虚假信息干扰的情况下作出投资决定，而不是保证投资者作出“正确的”投资判断。换言之，证券法上的信息披露制度所追求的真实性，是努力将上市公司所公开的信息客观化，排除对投资者投资判断活动的人为干扰

，用投资判断依据的真实性来促进实现投资判断活动的公平性。〔ZW(〕陈苏：《上市公司信息公开的基本原则》，《中国法学》1998年第1期，第39页。〔ZW〕

2.完整性。所谓完整性，是指影响投资人判定证券投资价值的有关信息，应全部予以公开。公司将各种影响证券市场价格的重大信息予以公开，是投资判断公平性和正确性的前提条件。如果公司在公开信息时有重大遗漏，即使已公开的各个信息具有个别的真实性，也会由于在总体信息上具有不完全性、偏向性，从而导致整体的虚假性。〔ZW(〕陈苏，前引文，第41页。〔ZW〕

3.准确性。所谓准确性，是指公司公开信息时必须确切表明其含义，其内容与表达方式不得使人误解。这种误解来源于信息发布者即披露义务人与信息接收者即投资者对信息理解上的不一致性。信息发布者与接收者由于行业归属、知识水平、语言习惯、经验能力各有不同，对于披露信息内容认知判断也有所不同。由于信息披露的目的是为了方便投资者进行投资判断，因此，对披露信息内容的理解与解释，应以一般投资者的素质为

基准。由于公司的经营活动是一种专业性活动，在披露有关经营状况的信息时，专业术语或行业术语在表述准确上往往有不可替代的作用，但是专业术语往往不为一般投资者所理解，行业术语与日常用语在语义上往往也有所不同。因此，披露人应对其所使用的专业术语或行业术语进行必要的解释。实务中常采用的办法之一是以法定的信息披露文件的制作准则，如会计准则、招股说明书及上市公告书的格式及内容准则等制作有关材料。但是毕竟还有一些法定以外的领域，这时披露人应以语言文字的通常意义来公开信息。〔ZW(〕黄永庆：《股票发行及上市中的信息披露及法律问题(一)》，载于北京大学金融法研究中心编：《金融法苑》1993年第3期，法律出版社1999年版，第45页。〔ZW)〕

4. 及时性。上市公司的经营活动是持续进行的，其经营状况处于不断变化的状态，也就是上市公司股票市场价格的决定因素始终处于不断变动的状态。为了使投资者能够依据发行人公开的

信息合理判断某股票的投资价值，公开的信息须为发行公司现在状态的事实。如果投资者仅以某公司过去的事实状态为依据，则无法合理判断其股票现在的投资价值。因此，投资者要按照公司的实际情况进行投资判断，不能欠缺信息的最新性。无论怎样正确的信息，如果其公开的时期迟滞，作为投资判断的信息的有用性将必然减退。公司公开信息的及时性，其考虑有二：其一，公司信息必须迅速公开；其二，公司所公开的信息应经常保持最新状态。〔ZW(〕赖源河：《企业内容之公开制度》，载于《公司法问题研究(一)》，台湾国立政治大学法律系法学丛书(十四)，第190页。〔ZW)〕

虚假陈述行为破坏了信息披露制度的制度设计，如果允许虚假陈述存在，则公开的信息失去了真实可靠，投资者势必不再信赖，不再利用依信息披露制度公开的信息，而重新使用原始的私

人交易手段获取信息，使证券市场运营成本又提高。因此，为了维护一个既定的广为接受的相对合理的制度——信息披露制度，应当对虚假陈述行为进行制约。

〔LM)〕〔DM(〕第二章■虚假陈述行为的表现形式与法律界定〔DM)〕

〔BT1〕第二章■虚假陈述行为的表现形式与法律界定

对于证券法中的虚假陈述，各国提法各不相同。在美国，依1933年《证券法》第11(a)的规定，是指对重大事实的不真实说明、遗漏以及误导性陈述。《日本证券交易法》第18条则将其概括为信息公开文件中有关于重要事项的虚假记载或欠缺。我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》(以下简称《办法》)第11条将虚假陈述行为概括为不实陈述、严重误导、重大遗漏。我国《证券法》第59条将其分为虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。上述文件的提法虽有所不同，但实质却无不同。对虚假陈述的界定，从内容上看可分为二种情形：一是关于记载的前提事实的虚假陈述；二是对于事实的评价的虚假陈述，即关于一定事实的会计处理有不实记载，而非事实本身存在与否有所争论。

〔BT2〕一、虚假陈述的表现形式

〔BT3〕(一)不实陈述

是指在证券发行、交易和相关活动中捏造事实或误认事实而加以公开的行为。其手段主要表现为虚构、误测。虚构，是就过去或现在并不存在的事实所作的陈述。误测则是反映在没有合理根据的情况下，就未来事实所作的臆断。

不实陈述最经常体现在公司财务报表中虚构事实，主要有下述几类：(1)虚增资产负债比率，虚构企业偿债能力；(2)虚报盈利，虚构投资价值；(3)虚构投资者权益，夸大企业实力；(4)虚构成本费用利用率，夸大企业效益；(5)多报营业收入，虚构营业资本周转率；(6)虚增速动资产，提高企业变现能力等。〔ZW(〕参见陈关亭：《财务会计税收舞弊手段与审查方法》，经济管理出版社1995年版，第340—347页。〔ZW)〕

应当说，要求一个股票上市公司在其股票发行登记文件中和股票发行说明书中，准确地公开该公司过去的业务经营情况，并不十分困难。只要公司有关人员和独立的会计师、律师等

认真核对，就可以避免出现差错。而任何未来的事实都是不确定的，可能发生，也可能不发生；发生的结果可能比较接近预测的结果，也可

能远离预测的结果。从这个意义上来说，只要对企业或某种股票的前景进行预测，其实际结果就可能与预测之间有一个差距。乐观的预测和悲观的预测，对股票发行有很大影响。在 1972 年之前，美国证券交易委员会(简称 SEC)原则上禁止依 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交

易法》提交的公开文件中含有预测信息。其禁止的理由为：(1)预测并非事实；(2)防止一般投

资者过于依赖预测信息而受公司管理者的操纵；(3)投资者有能力利用公开信息与公司管理者一样作出预测。〔ZW(〕胡基：《证券法之虚假陈述制度研究》，载于梁慧星主编：《民商法论丛》第 12 卷，法律出版社 1999 年版，第 648 页。〔ZW)〕但是，投资者投资于证券，主要不是着眼于上市公司的过去和今天，而是上市公司的明天和将来。只有公司将来的业务经营良好，才

能给投资者带来利益。要求上市公司公开其业务经营情况的最终目的，就是为了帮助投资者了解公司的现状、预测公司的未来。而事实上，公司的经营管理人员，要比普通投资者更能深刻理解公司所公开的每一个情况，因此也最有资格和权威来预测公司未

来的业务经营情况。正是基于这一点，1979 年 SEC 发布公告鼓励公司自愿公开其预测信息，其中包括公司收入、年终红利、经营计划等。

预测性陈述不必然是虚假陈述，除非原告能证明被告的预测缺乏合理基础和诚实信用。

〔ZW(〕R. W. Jennings and H. M. JR, supra, P1014—1015.〔ZW)〕易言之，并不是

所有预测失实都构成虚假陈述。预测失实是否构成虚假陈述，取决于该预测是否有合理基础以及陈述者的主观状态。一般而言，如果预测有合理根据，并且出于善意，那么即使预测失实，也不构成虚假陈述。

〔BT3〕(二)遗漏

是指应当公开而没有公开过去或现在已经存在的公司有关状况的行为。在遗漏行为中，所披露出来的信息可能都是真实的事实，但是由于没有公开某种事实，就会给公众造成某种虚假印象，因而也是虚假陈述的一种。如何判定遗漏行为，首要的是要确定遗漏信息是否属于应当公开的内容。如果属于应当公开信息而没有公开，则该种遗漏行为构成虚假陈述。

各国的证券管理法规大都规定了上市公司应当公开情况的范围。例如，规定公司在发行股票时，必须向公众公开该公司过去几年的业务经营状况、产品、市场、财务、财产、重大法律诉讼、股票价格、红利、董事会成员、高级管理人员及其报酬、内部人持股数量及本次发行股票集资的用途等。

实际上，上市公司不可能也没必要不分巨细地把公司的所有的信息都公之于众。而一般投资者，

也并不需要知道公司烦琐的日常经营情况。因此，如何确定某一具体情况是否确系上市公司应该公开的重要情况，在司法实践中仍有一定难度。

在 SEC 诉希利兹酿酒公司一案中，被告在一系列文件中都没有提及该公司的

两个情况：一是该公司在与某些西班牙公司的交往中违反了西班牙税法，二是该公司计划以 300 万美元的代价，引诱零售商购买该公司的产品。这一行为是违反美国联邦和州的有关法

律的。如果把这两个情况看作是公司的日常销售活动，特别是第二个情况是一个尚未实行的销售计划，那么这两个情况就可能不属于公司的重要情况，而该公司没有在有关文件中公开这两个情况也就不算是遗漏行为。但是，如果把这两种情况看作与公司的经营管理有直接的关系，那它们就有可能属于公司的重要情况。再进一步来分析，这两种情况的确会使人对该公司经营管理的作风产生怀疑，而不良的经营作风就会有损于股东对公司的控制，给股东造成经济上的损失。一个投资者在决定是否购买某上市公司的股票时，当然要考虑该公司的经营作风。

因此，这两个情况是属于公司的重要情况。该公司在有关文件中没有公开这两个情况，就是遗漏公司重要情况。〔ZW( ) 顾肖荣：《证券犯罪与证券违规违法》，中国检察出版社 1998 年版，第 206 页。〔ZW)〕

### 〔BT3〕(三)误导性陈述

是指所陈述事实虽然真实，但由于陈述存在缺陷，易为投资者所误解，投资者难以通过其陈述获得准确的信息。〔ZW( ) 全国人大常委会办公厅研究室《中华人民共和国证券法应用指南》编写组：《中华人民共和国证券法应用指南》，改革出版社 1999 年版，第 49 页。〔ZW)〕

英国曾有两个反映误导性陈述的典型案列。〔ZW( ) Robert R. Pennington, Company Law, Butterworths 199

0, p264—266. 转引自黄仁杰：《证券法律制度与实务》，法律出版社 1997 年版，第 81—82 页。〔ZW)〕在第一个案例中，Kylsant 先生的船舶公司于 1928 年发布其发行说明书，公布了该公司的资本和准备金情况，声称在减去折旧和债券利息后的最后十年内的“美元年终结余”足以支付 5 倍以上的根据发行说明书所提供的债券利息，并可派发从 1911 年到 1927 年的该

公司股票的红利。可是事实上，该公司从 1921 年到 1927 年经受了贸易损失，在那些年里，该

公司是靠动用在一战期间的累计准备金和为将来纳税使用的准备金支付红利的。该发行说明书含有对事实的虚假陈述，因为它给人的印象是公司股票红利是从公司本期营业利润中支付的，公司过去已为将来挣得了这笔利润，在前十年中可用于支付其股票红利的“平均年终结余”就是这笔收益的代表，也是债券认购人在将来能够期望得到的。发行说明书避开直接说明事实，遗漏了 1921 年到 1927 年间的情况，用含混的语句力图给阅读者提供上述误解的意思。

第二个案例是，一家为电车生产胶皮轮胎的公司发布了一份发行说明书，陈述其已经从一些重要人物和公司那里收到了定货单，并且从其他方面收到了试用订货的通知，表示今后会有大批定货，而事实上它的所有定单都是试用定货，还尚未有顾客表示任何大量购买的意向。但是任何读了该发行说明书的人都会认为该公司在业务上已完好地建立起来，而事实上它仅仅是刚刚开始。该发行说明书因为意思表达不明确而容易引起误导，故也被认定构成虚假陈述。

### 〔BT2〕二、虚假陈述内容认定

#### 〔BT3〕(一)重大事实的认定标准

对于前提事实的虚假陈述，一般要求是重大事实或有重大性，世界各国判定“重大事实”主要有两种形式：一是采取概括式，为后来的司法、守法提供某种标准

；二是在法律中明文列举有关责任主体，在证券发行交易的各个环节必须如实公开的内容。如果遗漏或没有如实披露明文规定的信息，就属于虚假陈述。

美国在证券法发展的早期阶段，对于重要性的概念并未明确规定，各个法院对这个问题的看法不太一致，甚至同一法院也有多种标准。在美国证监会诉德克萨斯硫磺

案(SEC V. Texas Culf Sulphur)中, 法院对“重大事实”的界定采用“股价标准”, 即如果该事实对股价有重大影响, 则构成重大事实。但股价之变动受多种因素影响, 所以单纯采用股价标准是不科学的。在 TscIndus V. Northuay 一案中, 联邦法院又引入了一个“理性人”的概念。美国最高法院认为, 如果作为一个投资者, 在他作出投资时, 可能认为这个被忽略的事实是重要的, 那么它就是重要的。换句话说, 即这个被忽略的事实公开以后, 极有可能被理智的投资者看成是改变了自己掌握的信息的性质, 那么, 这些事实也就是重要的。这一标准已为 SEC 所采纳, 并体现在 SEC《12B 条例》的 1

2B—2 规则中。〔ZW( ) 陆世友、刘究权、张天轮编著:《证券市场与证券犯罪探讨》, 立信会计出版社 1995 年版, 第 45 页。〔ZW( )

所谓理性人或理性投资者在证券法上是指那些没有敏锐商业判断能力的一般投资者, 不是指有敏锐商业判断能力的机构投资者。有时在机构投资者等有敏锐商业判断能力的投资者不认为被虚假陈述的信息是重大的, 但是一般投资者可能认为是重大的, 发生此种情况时, 以一般理性投资者的判断为标准。但是如果理性投资者不认为被虚假陈述的信息是重大的, 但是如果虚假陈述者明知或应知相

对人会把该虚假陈述视为重要信息, 那么该信息也具有重大性。

〔ZW( ) 胡基, 前引文, 第 654 页。〔ZW( )

依据《日本证券交易法》第十八条规定, 在公开说明书中的虚伪或欠缺也必须是关于重要事项的说明。日本学者神崎克郎认为, “重要事实”应包括公司的组织及其营业状态, 公司的财产状态、财产目录、资产负债表、损益表、盈余计算表, 公司董事、监察人等重要职员等事项, 有关发行证券之事项。〔ZW( ) 神崎克郎:《证券交易规制研究》(日文), 有斐阁, 第 18 页。转引自杨志华:《证券法律制度研究》, 中国政法大学出版社 1995 年版, 第 268 页。〔ZW( )

我国有学者提出了一个公式, 作为判定某陈述是否具有“重要内容”或“实质性内容”的标准。这个公式是:

重大事件=事件影响×事件发生的可能性〔ZW( ) 顾肖荣, 前引文, 第 206—209 页。〔ZW( )

依据此公式, 陈述或遗漏的内容是否是重要内容, 取决于两个因素: 一是遗漏或允诺时内容本身是否具有

误导投资者和市场的意义; 二是遗漏或允诺的内容本身变为现实的可能性。〔ZW( ) 白建军:《证券欺诈及对策》, 北京大学出版社 1997 年版, 第 179 页。〔ZW( ) 即使一个事件一旦发生其影响很大, 但如果发生的可能性几乎是零, 那么, 这个事件也不能被认为是重大事件。

对于“重大事实”的认定标准,

我国立法采取的是列举和概括相结合的办法。《证券法》第 62 条规定, 发生“可能对上市股票交易价格产生较大影响而投资者尚未得知的重大事件时, 上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所提交临时报告, 并予以公告, 说明事件的实质”, 并列了十一种情况。国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《条例》)第 60 条列举了十三项“重大事件”

, 其认定须予以披露的信息是指“可能对上市公司股票的市场价格产生较大影响, 而投资者尚未得知的重大事件。而中国证监会发布的《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》(以下简称《细则》)第 17 条第 1 款规定的“重大事件”除《条例》的十三条外还包括其他十种事件, 第 2 款则概括指出“前款未规定的但确属可能对公司股票价格产生重大影响的事件也视为重大事件”。证券委稍后颁布的《办法》

第 5 条列举了 26 项“重大信息”。比较可知: ①从《证券法》、《条例》到《细则》到《办

法》，所列事项越来越多，所定义的重大信息范围也在不断扩大，表明监管部门在逐渐加强信息披露义务主体的披露责任，但其法律效力却是《证券法》最高，《条例》、《办法》次之，《细则》最低。这就需要协调已有法规之间的关系。②各规定均以证券的市场价格作为参照标准。

但是影响股价的因素很多，特别是我国现阶段股市投机性较强，很难判断股价与某事件之间的必然联系。造成这种概念模糊的原因是它把有关事件与股价相联系，而忽视了信息与其受体——投资者之间的联系，在此我们可借鉴美国的做法，即一项事实在理性的投资者作出投资决定时认为是重要的，就为重大事实。虽然股市中有非理性投资者，但毕竟理性投资者

者占大多数，且是健康市场的中坚力量。因此用“理性人”来判断某项信息的重要性有其科学性和合理性。

### 〔BT3〕(二)会计记载的法律评价

在美国法上，对于企业公开内容的“真实性”，判断标准为“公正性”。如果公开内容具有公正性，则属于合法；反之如不具有公正性，则构成虚假陈述。在会计规范上，“一般公认会计原则”为注册会计师的执业准则。但是，注册会计师遵照一般公认会计原则是否就意味着公正表示(即具有真实性)，美国会计师协会、证券交易委员会及学说对此问题的理解并不一致

。在United States V. Simon一案中，法院明确指出公开的财务报表即使是遵照一般公认会计原则而编制，仍有可能不具有“公正性”，故仍有可能构成虚假陈述。现将案情简介如下：

美国Continental Vending Machine Co.(以下简称Continental公司)总裁Roth于1958年到1962年间，向其子公司Valley Commercial Co.(以下简称Valley公司)借了大

笔资金用于他个人在证券市场上的投机。到1962年9月底，Valley公司对Continental公司的欠债累计达350万美元，因Roth还没有偿还其所欠Valley公司的借款，致使Valley公司也无法偿还对Continental公司的债务

。在此情况下，Roth便将其持有的Continental公司的股票和公司债券交给Valley公司设定抵押。执业会计师Simon等人在审核Continental公司1962年财务报表时，注释内就有关上

述Continental公司对于Valley公司的贷款，作成了“Valley公司所持之有流通性的有价证

券以抵押方式附设担保……其持有证券之市值超过贷款额”等内容的审核证明书。其后Continental公司由于无法从Valley公司收回贷款，并发生亏损，股价急剧下降。于是会计师Simon等人，因Continental公司的财务报表有虚伪不实以及误导情事存在却为之证明，被以违反证券交易法第32条等起诉。

在审判过程中，有关贷款担保的注释特别成为问题。以被告以及证人身份出庭的会计专家均认

为，这种会计处理并没有违反一般公认的会计原则与一般公认的查核准则，而有关Valley公

司对于Continental公司的贷款的担保内容，也无公开的义务，因此被告所作的审核证明适当。但是法院认为被告应承担法律责任。其理由如下：“所谓遵照一般公认之会计原则而为记载，当然可作为会计师善意行动的极其有力的证据，但并非为决定性的证据”。法院还明确

指出，即使遵照一般公认的会计原则，也并非就属于公正的表示。同时法院又认为被告既系职业会计专家，就有责任让投资者知道 Continental 公司

很可能因为其总裁 Roth 的行为而收不回贷款，但他没有这样做，“与其说是依据一般公认会计原则，还不如说是被告为了隐蔽已知 Roth 所犯挪用公司资金的事实，在意识上所作的一种

尝试。”有基于此，法院认定执业会计师 Simon 的行为属于虚假陈述。

另有霍菲尔得诉拉温塞尔案(Hergfeld V. Larenthal)、基督工艺公司诉皮帕航空器公司案(Chris-craft Industries, Inc. V. Piper. Aircraft Corp)。〔ZW〕参见赖源河，前引文，第 224—228 页。〔ZW〕在这些

判例中，有关会计的法律评价方面，明确指出，负有公开义务的当事人遵照一般公认会计原则及查核准则履行公开义务，并不能因此而免除虚假陈述的法律责任。除一般公认会计原则要求事项外，其他利于投资判断、防止投资人误解的信息也应公开。换言之，构成完整、真实、准确的标准，应当包括一般公认会计原则(Generally accepted accounting standard)、公正表示(Fair presentation)及充足性的公开(Supplement disclosure)，违反此标准即视为虚假陈述。〔ZW〕杨志华，前引文，第 274 页。〔ZW〕

在我国，由中国注册会计师协会制定、财政部颁布的《独立审计实务公告第 1 卷——验资》第四条规定：“注册会计师执行验资业务，应当恪守独立、客观、公正的原则，并对验资报告的真实性和合法性负责。”按

照该条第二款的解释：“验资报告的真实性和合法性，是指验资报告应如实反映注册会计师的验资范围、验资依据、已实施的主要验资程序和应发表的验资意见。”换言之，真实性意味着对执业准则的遵循。如果严格按照独立审计准则的上述要求做了，其验资报告就是真实的。因此，在对虚假陈述的界定上，会计界认为，审计业务是有固有风险，现代审计以内控制度为基础，运用抽样技术，并在概率原理支持下，对被审计单位的财务发表意见，所以不能保证将会计报表中所有错误都揭示出来。法律上对真实性的判定是一种客观的标准，是指公开文件的内容或结论与事实相符。会计界所追求的真实性则只是一个“真实的程序”，而真实的程序并不一定导致“真实的结果”。法律在这个领域要求的“真实”恰恰是“内容的真实”、“结果的真实”，而不仅仅是程序的真实。〔ZW〕刘燕：《验资报告的“虚假”与“真实”：法律界与会计界的对立——兼评最高人民法院函〔1996〕56 号》，《法学研究》1998 年第 4 期，第 1

00 页。〔ZW〕因此，注册会计师遵循独立审计准则出具验资报告并不必然表示真实。只要文件的结论与事实不符，便构成“虚假陈述”。

〔LM〕〔DM〕第三章我国股票市场上上市公司虚假陈述的实证考察及成因分析〔DM〕

〔BT(1+1)〕

第三章我国股票市场上上市公司虚假

陈述的实证考察及成因分析〔BT)〕

虽然近年来，有关部门出台了一系列法律、法规、规章、政策，以强化上市公司的信息披露，并使信息披露质量有所提高，但是由于发行者等私欲的推动以及制度的不完善，我国证券市场上上市公司的虚假陈述依然非常严重。我国企业在上市申报材料中过度“包装”自身、骗取上市资格以

及在信息持续披露中操纵利润、财务报告虚假不实的现象屡禁不止，信息披露的质量令人担忧，投资者的权益得不到保障。本章通过考察我国股票市场上上市公司虚假陈述现状，探讨其历史的、现实的原因。

〔BT2〕一、现状

根据发行人在履行信息披露义务过程中所处的不同阶段可将信息披露义务分为初始披露义务和持

续披露义务。前者是指证券发行人在发行证券和上市时在注册报表中所进行的披露包括发送给投资者的招募说明书(具体到股票是指招股说明书,又称公开说明书)和呈报主管部门的有关文件。后者则指发行人在证券上市后须不断地将有关证券发行人财务状况予以公开所进行的披露,

其披露形式一般为定期报告(包括年度报告、中期报告〔ZW〕根据美国1934年《证券交易法》的规定,定期报告包括年度报告、季度报告;我国《证券法》规定为年度报告和中期报告。〔ZW〕)和临时报告。上市公司虚假陈述行为涉及证券发行和交易中的招股说明书、上市公告书、中期报告、年度报告以及重大事件公告中的虚假、遗漏及误导性陈述。

### 〔BT3〕(一)虚假包装、欺骗上市

欲上市的公司通过招股说明书、上市公告书把自身的情况、招股原因等细节公之于众,其目的在于获得外界投资者的认可,募集足够的资金。投资者则通过招股说明书、上市公告书来确切了解该公司的基本情况、未来发展意向以及自身在未来的上市公司中的权益和风险的相关情况,以判断是否值得投资。由此可见,招股说明书、上市公告书是架起上市公司与投资者之

间的第一道桥梁。但在实践中,上市公司利用自身掌握的信息优势,在招股说明书或上市公告书中虚假陈述现象屡见不鲜。例如:

红光公司案。红光公司1997年5月在上交所上网发行,募集资金4.1亿元;6月挂牌上市。主承销商及其他中介机构都出具了无保留意见的文件及报告。在中国证监会于1998年11月发布

的对红光公司“严重违法违纪案件的通报”中,共列出6项红光公司的“违法违规”事件。其中,涉及在初始披露中招投说明书的有两项:其一,编造虚假利润,骗取上市资格。在股票发行上市申报材料中,采取虚构产品销售、虚增产品库存和违规帐务处理等手段,将1996年度实际亏损10300万元,虚报为盈利5400万元,骗取上市资格。其二,隐瞒重大事项。自1996年下半年起,红光公司关键生产设备彩玻池炉就已出现废品率上升,不能维持正常生产等严重问题,在其申请股票发行上市时故意隐瞒此重大事项,未予披露,结果股票上市后不久,此炉不得不进行大修,严重影响了生产和经营。

大庆联谊股票案。

1999年11月26日,中央纪委、监察部会同最高人民检察院、审计署、中国证监会,在黑龙江省委、省纪委及大庆市委的配合下,严肃查处了大庆联谊股份有限公司股票案。中央纪委、监察部通报指出这是一些企业领导违规操作,弄虚作假、欺骗上市,以股票形式向党政机关的领导干部行贿送礼、并大肆贪污侵占的严重违纪违法案件。为了欺骗上市,该公司进行了一系列弄虚作假、欺诈包装活动。其一,倒签日期。大庆联谊公司1996年才被批准为股份制企业,它的营业执照上的颁发时间却为1993年12月20日。究其原因,1996年

下半年,大庆市体改委向省体改委请示成立联谊公司,就将请示时间倒签为1993年9月20日

。黑龙江省体改委1997年3月20日批复同意,将批复时间倒签为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,将颁发时间倒签为1993年12月30日。其二,申报材料虚假。为了通过有关部门的审核,大庆联谊公司虚构1994年至1996年企业利润1.6176亿元。

东方锅炉案。东方锅炉为了达到股票上市的目的，伙同有关方面造假，将注册的时间和成为试点企业的时间提前，还编造了股东大会决议和分红方案，编造了 1992 年至 1994 年度的虚假

财务报告，虚增利润 1500 万元，并在上市公告中作了虚假披露。

### 【BT3】(二)中报年报中的利润操纵

投资者是否购买正在发行中的股票，主要取决于他们对股票市场的信心及对该发行公司的了解。这是招股说明书披露的基本逻辑。而投资者是否决定继续持有已购买的股票，同样主要取决于他对股票市场的信心及对该上市公司的了解。中期报告、年度报告正是应这种要求的产物。与“包装上市”不同，中报年报的主要问题是“利润操纵”。上市公司为了确保对外信用、或维持股价，免于被摘牌，以达到从股票市场上顺利调动资金的目的，往往采用各种手法在企业的中期报告年度报告中虚增利润，隐瞒损失。例如：

琼民源案。琼民源于 1993 年 4 月在深圳证券交易所上市。1994 年度报告称每股收益不足 1 厘。在 1996 年的中期报告中，声称每股收益为 0.227 元，接下来的年度报告和补充公告称每股收益 0.867 元，实现利润 5.7 亿元，资本公积金增加 6.57 亿元。1998 年 4 月，经国务院证券委

同审计署、中国人民银行、中国证监会组成联合调查组查实，琼民源 1996 年年度报告和补充公告所称“实现利润 5.7 亿元、资本公积增加 6.57 亿元”，内容严重失实。上述 5.4 亿元虚构利润是琼民源在未取得土地使用权的情况下，通过与关联公司及他人签订的未经国家有关部门批准的合作建房、权益转让等无效合同编造的。所谓 6.57 亿元资本公积，是琼民源在未取得土地使用权，未经国家有关部门批准立项和确认的情况下，对四个投资项目的资产评估而编造的。

飞龙实业违规事件。1997 年，飞龙实业在出售 4250 平方米商业用房，产权没有过户、房款没有收取的情况下，在 1997 年年报中确认收入已实现，提前确认利润 797 万元；在计算受托经营

报酬时，违反《委托管理经营合同书》，只计算 1 至 10 月的部门利润，而没有承担相应的亏损，虚增利润 699.8 万元；此外，年报中报披露已收取 200 万元房产交易定金和 1160 万元受托

经营耒阳市电力发展有限公司的报酬，事实上飞龙实业并没有收到上述两笔款项。

### 【BT3】(三)重大事件公告滞后

重大事件公告的及时性经常得不到遵守。一些公司往往是在重大事件完成之时，而不是在发生之时进行公告。在公司公告出台之前，股价已悄悄拉高。有关研究表明，“实质性资产重组题材是重大利好，92.13%的样本股价出现上扬，上扬幅度十分惊人，平均出现了股价翻一番的超常表现。在绝大多数情况下，在重组题材公开披露前，市场便对此题材作出反应和消化。”【ZW( )】许彤：《实质性资产重组题材对二级市场的影响分析》，《中信证券研究》1999 年 1 期，第 20 页。【ZW( )】在我国股票市场上，重大事件迟延披露频频曝光。

宝延风波 宝安上海公司在 1993 年 9 月 29 日持有 4 56%的延中股票，加上两个关联企业在

此之前已

分别持有的 4 52% 1 57%延中股票，远远超过法定 5%的报告比例，但是宝安上海公司没有

公告 9 月 30 日，宝安上海公司一边公告，一边下单扫盘，三家公司实际持有延中股份达 17 07%，但是直到 10 月 4 日，宝安上海公司才再次公布已持有延中公司 16%的股份，没有遵守

持股每增减 2% 予以公告的义务。宝安上海公司及其关联企业受到中国证监会处罚。

沈阳蓝田案。该公司 1996 年 6 月上市不久，其全资子公司湖北洪湖蓝田水产品开发有限公司即遭受特大水灾。截至 8 月底，共损失约 2180 万元。对此重大事件，该公司未做任何公告。由于庄家介入，其股价自 8.38 元一路上升至 10 月 8 日的 16.48 元。11 月 1 日公司公布该情

况后，当日股价即跌至 11.93 元。 北海银河事件。

1999 年 6 月 3 日北海银河与南宁广播电视台有线电视台签订合作协议，投资 4500 万元合作建设

与经营“南宁有线电视综合信息网”项目，北海银河公司直到 7 月 20 日才向深交所报告并公

布。6 月 29 日该公司董事会在其股票连续三天达涨幅限制的提示性公告中声称公司近期“无应披露而未披露的信息”。

## 【BT2】二、成因分析

纵观各国证券发展之历史，我们不难发现证券市场的发展，就是欺诈与反欺诈，操纵与反操纵的历史。正如一位美国证券法专家所说：“如果人都是天使，政府管理将成为多余，然而事实是，人的本性使得证券市场不得不防范欺诈和操纵”。【ZW(】郭峰：《完善证券监管，防范市场风险》，载于郭峰编著：《中国证券监管与立法》，法律出版社 2000 年版，第 242 页。【ZW】因此在证券市场上出现各种违规违法现象不足为奇。但是我国证券市场上违规主体之多，惩处面之广，违规行为越禁越多的现实，却不得不令人从更深层的角度思索。这种现象固然说明了许多商事主体在利益的驱动下，敢冒违法之大不韪；

另一方面，也表明市场运行与证券监管存在较大的矛盾；从深层次上来说，却是我国处于经济体制转型时期的特殊背景，决定了我国证券市场发展过程中必然存在着有别于其他国家证券市场的特殊性

### 【BT3】(一)法规不完善、监管不力

由于我们的所有改革措施几乎都带有试验性质，只有在试点成功后才在全国推广，因此立法的滞后就成为一个普遍的现象，反映在证券市场上，就表现为先试点，后立法。从 1984 年第一个股票发行至今已有十多年，作为证券市场的核心法律《证券法》才在去年出台。虽然在此期间，出台了一系列监管、规范证券市场的法律法规，如《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券交易所管理暂行办法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》等，有的法律效力比较弱，有的规定与实际作法不符(比如《条例》中规定的股票发行程序与实际操作不相一致，《条例》规定企业要先请会计师、律师、资产评估机构等中介机构之后，才向地方政府部门申报材料，争取拿到地方政府的配额，而实际作法是企业先拿到配额，然后才请中介机构，与条例的作法不一致)，而且这些条例、规定之间的内容不尽协调。由于法律制度的不健全不完善不协调，使得市场中各种证券欺诈行为得不到及时有效的纠正和惩治，同时司法机关在处理证券欺诈案件时往往处于无法可依的境地，只能凭主观的臆断来判定。

我国目前对证券市场的监管，主要是以中国证监会及其所属地方证监会(证管办)为主体，以自律性组织为补充，但这两级管理体制在对上市公司的监管方面均未发挥充分作用。从政府监管层面来看，证券主管部门运用国家赋予的行政权力，采用计划管理的方式和强大的行政决定权审查和核准

发行人的发行申请，但是有时为了完成每年的发行证券，对发行人的种种不规范行为听之任之，忽视对上市公司的行为规范和制度建设，在股市的多事之秋，主管部门忙于调查处罚，风险控制，而忽视了事前规范。

从自律性组织的监管表面来看，由于现行监管体制的弊端，影响了证券交易所对上市公司的

监管。我国证券监管体制是集中统一型监管体制，但是在具体权限分配中，证券主管机关对上市公司监管权限过宽，从而限制了证交所对上市公司的查处权，证交所对上市公司监管不能到位。

#### 【BT3】(二)股份制改革不到位

在中国，致力于股份制是为了达到缓解财政和企业资金紧张，实现国有企业机制转换等经济体制改革目标。

但是在此过程中，过份迁就国有企业的筹资功能要求，却不从经营体制上作严格要求。相当一批企业把股份制改造等同于单纯的集资手段，把上市募集资金看作“不必还本的

无息贷款”，对信息披露制度等有关法律法规的严肃性缺乏认识，对回报股东的法定责任未放到应有的高度。这些企业上市后往往换汤不换药，资金利用率差，效益低下，根本无法按照招股说明书运作，在按规定披露经营、财务情况时只好弄虚作假。【ZW(】王远明：《略论上述公司信息公开法律制度》，《政法论坛》1998年第3期，第57页。【ZW)】

#### 【BT3】(三)经营管理层操纵信息披露

由于上市公司披露的信息对上市公司的各种利益集团各自的利益具有攸关的重要性，因此，这些不同的利益集团会主动地参与信息的制造与发布，力图使公司的信息披露按其意图进行，这样的干预会使披露的信息偏离正常的轨道。在我国多数上市公司中，占最大比重的是国有股，但它尚未找到理性的管理者代行股东职权，从而弱化了国有股股东对公司经营者的约束，而社会公众股数量较少，股东较为分散，无力行使对公司经营者的制约。由于缺乏股东的有效约束，就不可避免地出现公司的“内部人控制”现象，公司的经营管理方向脱离了股东的意图，经营者的目标偏离了股东财富最大化而转向追求自身利益(如福利待遇、收入水平等)的最大化。在这一目标的驱使下，公司经营者的经营行为极易缺乏理性，往往蓄意不公开对其不利的信息或编造夸大经营业绩的信息。

#### 【BT3】(四)券商和中介机构推波助澜

由于同行业之间激烈的竞争，一些会计师事务所、律师事务所、证券经营机构在经济利益的驱动下，违背职业道德，极力包装上市公司或为已上市公司做出一些夸张的投资价值报告，其结果必然会影响上市公司质量，为上市公司虚假陈述创造条件，损害投资者利益。

概括而言，法规不完善、监管不力是产生虚假陈述的首要原因。监管部门依据法律，对上市公司进行监

管是防范虚假陈述行为的最有力的武器。本文拟在第四章重点探讨对上市公司虚假陈述的法律监管，而将其他规制虚假陈述的措施并列在第五章加以叙述。【LM】

#### 【DM(】第四章■上市公司虚假陈述的法律监管【DM)】

#### 【BT1】第四章■上市公司虚假陈述的法律监管

证券市场的风险具有突发性强、影响面广、传导速度快的特点。因此，如果证券市场缺乏有效的监管，市场监管的失控将破坏整个市场健康、稳定的发展，甚至对社会经济活动产生巨大的破坏。1711年英国“南海事件”和1929年美国证券风险频发及其危害性，使各国意识到加强证券市场监管的重要性和迫切性，从而导致了英国1720年的《泡沫法案》的严格施行和美国1933年《证券法》的出台。

对上市公司虚假陈述进行监管是各国证券监管的主要内容。一般而言，各国证券立法关于监管上市公司虚假陈述的内容包括事前监督和事后处罚。事前监督是指对信息披露的监管，包括发行上市阶段对招股说明书的审查及上市后对信息披露的监管。事后处罚是指上市公司因虚假陈述而要承担相应的法律后果，包括行政责任、刑事责任、民事责任。

#### 【BT2】一、事前监督

#### 【BT3】(一)发行上市阶段对招股说明书的审查

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库