



The Association of
Accountants and
Financial Professionals
in Business

美国管理会计师协会



南开大学商学院
NANKAI BUSINESS SCHOOL

职业道德的价值： 基于财务舞弊案对中国境外 上市公司整体市值影响的考察





The Association of
Accountants and
Financial Professionals
in Business

美国管理会计师协会

美国管理会计师协会（The Institute of Management Accountants, 简称 IMA®） 成立于 1919 年，是全球领先的国际管理会计师组织，为企业内部的管理和财务专业人士提供最具有含金量的资格认证和高质量的服务。作为全球规模最大，最受推崇的专业会计师协会之一，IMA 恪守为公共利益服务的原则，致力于通过开展研究、CMA 认证、继续教育、相关专业交流以及倡导最高职业道德标准等方式，转变传统财务领域的思维模式，服务全球财务管理行业，从而推动企业优化绩效，成就个人职业发展。IMA 在 150 个国家和地区拥有规模超过 140,000 名 CMA 考生及持证者，以及 300 多个分会和精英俱乐部。IMA 的总部位于美国新泽西州的蒙特维尔市，将全球划分为四个区域，美洲、亚太、欧洲以及中东 / 印度，提供本地化服务。



南开大学商学院
NANKAI BUSINESS SCHOOL

南开大学商学院，1919 年南开大学建校之时，便以“文以治国、理以强国、商以富国”为办学理念，设立文、理、商等学科，并于 1929 年正式成立商学院。学院现拥有工商管理、管理科学与工程、图书档案与情报三个一级学科，设有企业管理系、会计学系、财务管理系、人力资源管理系、市场营销系、管理科学与工程系、信息资源管理系、现代管理研究所等教学与科研机构 8 个。学院现有一级学科博士点 3 个，学术型硕士点 8 个以及工商管理硕士（MBA）、会计硕士（MPAcc）、工程管理硕士（MEM）和图书情报硕士（MLIS）4 个专业学位硕士点，本科专业 12 个，博士后科研流动站 3 个。2020 年南开大学工商管理学科跻身全国前 2%。学院推行“走出去、引进来”的国际化战略，积极拓展国际交流，与美国、英国、法国、新加坡、韩国、中国香港等 10 个国家和地区的 40 所著名高等院校和研究机构建立了多种形式的交流、合作关系。学院先后在 2013 年和 2016 年通过 AMBA 和 AACSB（国际精英商学院协会）国际认证。南开大学商学院已逐步成为中国商科人才的培养重镇，中国特色管理学理论体系的创新高地，服务经济社会的高端智库平台，“中国情景、中国理论、国际表达”的重要国际交流平台。

关于作者



刘志远

南开大学商学院会计学教授，博士生导师。兼任全国会计研究生专业学位教育指导委员会委员，中国内部审计协会顾问，中国会计学会理事，中国会计学会教育分会常务理事，中国会计学会管理会计专业委员会委员，中国对外经贸会计学会常务理事，《中国会计评论》共同主编，《中国管理会计》副主编，IMA 学术顾问委员会委员，CGMA 北亚管理会计领袖智库（CGMA100）成员等学术性职务。国务院政府特殊津贴专家，入选教育部新世纪优秀人才支持计划，财政部会计名家培养工程。先后联合主持国家自然科学基金重点项目 1 项，主持国家自然科学基金面上项目 3 项，主持国家社会科学基金重点项目 1 项，主持教育部社科规划项目、财政部重点会计科研课题、教育部留学归国人员科研启动基金项目等各类研究项目 20 余项。在《经济研究》《管理世界》《会计研究》《金融研究》《中国工业经济》等重要学术刊物发表研究论文 130 余篇，其中 SSCI 论文 3 篇，出版著作 20 余部。获得省部级及以上等各类教学、科研成果和人才奖励 20 余项。



陆宇建

南开大学商学院副教授，管理学博士，硕士生导师，主要研究资本市场财务与会计。在《会计研究》《南开管理评论》《中国软科学》《管理科学》等期刊发表论文 30 余篇，主持并完成省部级课题 2 项。讲授公司理财、管理会计和财务报表分析等课程。



梅丹

南开大学商学院副教授，管理学博士，硕士生导师。主要研究方向：资本市场会计与财务、审计及内部控制问题。近年来在《审计研究》《审计与经济研究》《财经论丛》《证券市场导报》等期刊上发表相关论文 10 余篇。已主持并完成教育部规划基金项目 1 项，参与国家自然科学基金重点课题 1 项、面上或青年课题 3 项，参与国家社会科学基金重点课题 1 项。



王志红

南开大学会计系副教授，日本一桥大学商学研究科商学博士，研究方向为成本管理和管理会计。曾主持4项相关课题，发表相关论文10余篇。出版过成本会计、管理会计、会计学等教材，多年从事成本会计、管理会计、会计职业道德、财务报表分析方面的教学和研究。

特别感谢

IMA 美国管理会计师协会知识与研究总监 单雨飞 CMA, CPA, CFE, CSCA

南开大学商学院会计学专业硕士生：

聂雨丹，荣光玉，张小浚，马蒨，王一羽，李云飞，刘晓璇，周珊，郭夏清，孙旭辉

目录

一、引言	7
二、职业道德、财务舞弊及其经济后果的理论分析	8
(一) 道德作为社会隐性契约的理论基础	8
(二) 职业道德、财务舞弊与 IMA《职业道德守则公告》	11
(三) 职业道德滑坡与财务舞弊经济后果的理论分析	13
三、中国公司境外上市概况及其历次道德危机概述	18
(一) 中国公司境外上市概况	18
(二) 中国境外上市公司历次道德危机概述	20
四、职业道德之财务舞弊对企业市值的影响：案例分析	21
(一) 典型案例的选取	21
(二) 新东方成功应对做空：彰显坚守职业道德的价值	22
(三) 东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡市值大跌：违背职业道德之财务舞弊的后果	24
(四) 案例分析的结论与启示	27
五、职业道德之财务舞弊对企业价值的影响：统计分析	28
(一) 被做空中概股公司及其舞弊情况	28
(二) 市场对舞弊公司的反应	31
(三) 舞弊事件对其他上市公司的影响	38
(四) 未证实存在舞弊公司的市场反应	39
六、强化职业道德遵从，防范财务舞弊的建议	43
参考文献	45

一、引言

当人类开始意识到人与人之间、个人与团体之间的利益存在矛盾和冲突时，道德作为一种社会隐性契约，就以社会意识和风俗习惯等形式展示着其特有的力量，缓解人们在共同生产和生活中的利害冲突，维系着人类合作与生存，促进着社会发展与进步。商业力量发展壮大之后，商业伦理逐渐成为调整公司复杂利益关系，指导公司财务和经营决策的重要基石。职业道德是商业伦理的重要组成部分，是创造价值的力量。对于一个成熟的市场经济体来说，公司经营者恪守职业道德会给公司带来崇高声誉和长期价值增值，而败德行为虽然可能会令一些个人或群体短期受益，但最终会让公司的声誉和价值转眼间灰飞烟灭。因此，IMA 将“职业道德和价值观”作为《IMA 管理会计能力素质框架》的重要组成部分，认为职业道德是可持续商业模式中优秀人才必不可少的基础能力，倡导在商业实践中遵循最高的职业道德标准。

在过去 20 年之中，阿里巴巴、腾讯、百度、京东、中国联通、中国移动、蒙牛乳业、中国人寿、联想集团、新东方、网易和新浪等大量的中国优质公司赴境外资本市场上市。境外上市融资不仅促进了这些企业的发展，而且为境外相关的资本市场带来了优质的企业资源，促进了这些资本市场的成长壮大，有效提升了资本的全球配置效率。同时，大多数中国的境外上市公司恪守职业道德，强化公司治理和信息披露，持续创造价值，为广大的投资者提供了优质的投资标的，获得广泛的赞誉，促进了整体社会财富的增加。

但令人遗憾的是，在过去 10 多年中，中国境外上市公司也出现了多起涉嫌违背职业道德和进行财务舞弊的事件，代表性的如东方纸业、绿诺科技、东南融通、

中国高速频道、多元环球水务、古杉能源、嘉汉林业、网秦、泰诺斯资源、展讯通信、辉山乳业和瑞幸咖啡等。纸包不住火，这些违背职业道德和实施财务舞弊的行为往往最终会被监管部门或做空机构发现。而类似负面事件一旦暴露，涉事公司本身的市场价值往往会经历大幅度下跌甚至退市归零，给投资者带来重大损失；同时，这种丑闻事件还会进一步波及其他中国境外上市公司，“城门失火，殃及池鱼”，使中国境外上市公司的市场价值、整体形象和声誉等遭受严重影响。

因此，对中国境外上市公司职业道德遵从性正反两方面的案例及其对市场价值的影响进行系统、深入地分析，有助于将道德的隐性力量转化为直观的显性价值，提升中国境外上市公司以最高标准遵从职业道德的自觉性，遏制职业道德滑坡带来的巨大危害。

本报告所称的中国境外上市公司主要是指：在美国或中国香港上市的中国内地注册公司，或虽在境外注册但业务和经营在中国内地的在美国或中国香港上市的公司。我们将总结中国公司境外上市概况，系统梳理其所经历的职业道德危机事件及其特点，解剖若干典型案例，探究涉嫌违背职业道德或财务舞弊的事件对案例公司本身的市值和中国境外上市公司整体市值的影响，量化分析职业道德对现代公司价值的影响力，并提出强化职业道德遵从性的建议，为商业领域提供坚实、稳健、可持续发展的基础。所有的研究基于公开数据进行。

二、职业道德、财务舞弊及其经济后果的理论分析

(一) 道德作为社会隐性契约的理论基础

1. 道德规范的人性本源

人类社会建立道德规范，并将其作为社会隐性契约，源于对人性的认知和假设。先哲们试图揭示人性的本质，并基于人性去解释和引导人的多样化行为。先哲们对人性的认知和假设主要有人性本善论、人性本恶论、人性有善恶论和人性无善恶论四种观点。

(1) 人性本善论

中国战国时期思想家孟子和西方古希腊哲学家柏拉图均持有该观点。《孟子·告子上》：“恻隐之心，人皆有之；羞恶之心，人皆有之；恭敬之心，人皆有之；是非之心，人皆有之。恻隐之心，仁也；羞恶之心，义也；恭敬之心，礼也；是非之心，智也。仁义礼智，非由外铄我也，我固有之也，弗思耳矣。”中国古代儿童启蒙读物《三字经》开篇就说：“人之初，性本善，性相近，习相远。”这种观点认为，虽然人性本来是善良的，但依然需要加强教化以保持善良，否则善良的本性也会变坏。人们只有保持和发扬其善良的本性，才能建立良好的社会秩序，人们的生产和生活才能有条不紊、井然有序，避免陷入社会混乱和纷争而损耗人力、财力和物力。

(2) 人性本恶论

中国战国时期的荀子反对孟子所宣扬的天赋道德观念的“人性本善论”，提出了与之对立的“人性本恶论”。德国哲学家黑格尔也主张“人性本恶”。《荀子·性恶》：“人之性恶，其善者伪也。今人之性，生而有好利焉，顺是，故争夺生而辞让亡焉……然则从人之性，顺人之情，必出于争

夺，……用此观之，然则人之性恶明矣，其善者伪也。”荀子认为，正因人性本恶，才需要加强后天的教育，通过后天的学习来导人向善，对人性进行改造以使其善良，用制度约束人的行为，避免人的恶行对自己、对他人和社会造成伤害。这正是荀子以礼化民的思想基础，其性恶论与孟子的性善论其实是殊途同归的。

(3) 人性有善恶论

我国战国时期思想家世硕和西汉著名思想家扬雄提出人性有善恶论，认为人性中善和恶是共生共存生的。王充的《论衡》记载：“周人世硕，以为‘人性有善有恶，举人之善性，养而致之则善长；恶性，养而致之则恶长’。”扬雄在其所著的《法言·修身》也认为：“人之性也，善恶混。修其善则为善人，修其恶则为恶人。”人性有善恶论认为人的情性各有阴阳正反两个方面，善恶在于从哪个方面培养，因此后天教化非常重要。古希腊思想家亚里士多德把人的灵魂分为理性和非理性灵魂，非理性灵魂的功能是本能、感觉和欲望等，理性灵魂的功能是思维、理解和认知等。人生的目的是用理性节制欲望于一个合理状态，以获得人生的幸福，也可以有益于他人和社会。

(4) 人性无善恶论

中国战国时期的告子和墨子、西方的洛克和马克思，属于持人性无善恶论的代表人物。告子与孟子关于天赋道德的观念对立，认为：“性犹湍水也，决诸东方则东流，决诸西方则西流。人性之无分于善不善也，犹水之无分于东西也。”墨子提出“素丝说”，认为“人性如素丝，染于苍则苍，染于黄则黄”，把人性比喻为素丝或者白板，是后天改变了其颜色，因此教育尤其是早期的教育更为

重要。

综上所述，各位先哲无论对人性持有何种假设和观点，都强调教化的重要性，都强调需要在现实世界中人们对人们的行为进行、教育、匡正和规范。道德就是人类为了人类社会的整体发展和整体利益最优化，通过以善恶评价的方式调整人与人之间及个人同社会之间关系的行为规范总和。也可以说，道德是人们共同生活和生产中需要遵循的行为的准则和规范。人类道德规范的特点是扬人性之善，去人性之恶，尊道贵德，不断内省，持续精进，永无止境。曾子曰：“吾日三省吾身：为人谋而不忠乎？与朋友交而不信乎？传不习乎？”道德规范的调控作用几乎体现于人们的所有活动领域，既体现在个人的日常生活中，也体现在有组织的社会活动和企业的经营活动中。

2. 道德如何发挥行为规范作用

道德行为涉及选择“正确”“适当”和“公正”的行为。经过长期的演变，人们对于作为道德基础的那些普遍的、永恒的价值判断标准，看法极为一致。迈克尔·瑟夫逊（1988）在《教授合乎道德的决策和有原则的推理》一文中列举了十条基本的价值判断标准：诚实、正直、守信、忠诚、公平、关心他人、尊重他人、对社会负责、进取和尽职。这十条核心价值判断标准衍生出在普遍意义上区分正确和错误的一系列原则。尽管谎言和欺骗偶尔能得逞，但这样的胜利往往很短暂。对商业经营领域而言，具有强烈道德感的公司，其客户和员工的忠诚度更高，也是其基业长青的基石。

关于道德如何发挥匡正人类行为的作用，主要有功利主义道德观和道义论道德观两种观点。

(1) 功利主义道德观

19世纪，英国哲学家杰里米·边沁和约翰·密尔提出功利主义道德观。他们认为，人们行为的动机是追求快乐而逃避痛苦，道德的标准是功利；“个人利益是唯一

现实的利益”，“社会利益只是一种抽象，它不过是个人利益的总合”。他们将个人利益看作人类一切行为的动因，将最大多数人的最大幸福作为根本的道德原则。边沁的功利主义道德观继承了18世纪英国著名经验主义哲学家大卫·休谟的思想，休谟将“效用”视为道德原则的评判标准。休谟认为，功利主义的道德原则之所以会被我们接受，是因为它能促进我们本身以及其他被我们同情的人的利益。

与边沁处于同一时代、被尊为经济学之父的亚当·斯密也持功利主义道德观，并且将功利主义道德观作为经济学理论大厦的基石。斯密认为，自私自利是人们的普遍本性，私利是人类行为特别是经济行为的动机和目的。经济体系的基础，其实也有某种功利主义的倾向，或者说自利倾向，斯密在《国富论》中提到，“我们每天需要的食物和饮料，不是出自屠夫、酿酒家和面包师的恩惠，而是出于他们自利的打算”。司马迁在《史记·货殖列传》也说：“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往。”个人只要都能够追求和实现个人利益最大化，那么整个社会也就实现了利益最大化。但是斯密并不认为人们在追求私利的过程中可以为所欲为，他提出了行为的正当性问题，认为追求私利而不违背公正和法律，追求私利而不损害集体或他人利益，行为才是正当和道德的。利益与道德的双重价值取向构成经济伦理中的义利关系。根据功利主义道德观，道德是整体社会价值实现的必要手段。亚当·斯密认为，一旦商业在一个国家繁荣起来，它就会带来诚实守信的习惯，失去诚信会失去很多机会和利益，诚实守信是权衡利弊得失后的结果。我国经济学家张维迎教授认为，遵守道德从本质上讲是为了长远的利益而牺牲眼前的利益。

基于功利主义道德观，道德作为非正式制度约束，其经济功能主要有三种：第一，道德和声誉是节约信息收集与加工成本的工具，能够有效地促进交易的达成；第二，良好的道德能有效地抑制机会主义行为；第三，

道德能减少强制执行法律的费用以及实施其他制度的费用。基于功利主义道德观，义利关系是追求经济利益与遵守道德的权衡关系。如果有良好的道德环境，大家诚实守信互惠互利，那么资源分配合理，内耗减少，所有人专注于为社会创造更多价值，就都会过得很好。

财务舞弊是一种典型的由义利冲突引发的道德困境，表现为有关人员为了不正当的个人利益或短期利益而舍弃应有的对道德的遵从。如果财务舞弊给他们带来的收益大于这样做的成本，那么他们就很可能违背道德规范，进行财务舞弊。但这种行为毫无疑问会对长期利益和整体利益带来巨大的损害，因此，功利主义道德观认为，发挥道德对行为的匡正作用，不仅仅要建立一套道德规范，关键还在于要形成一套机制，使得遵从道德的行为能够获得好的结果，违背道德的行为则需要付出沉重的代价。

(2) 道义论道德观

道义论又称为义务论或非结果论等，是指人的行为必须遵照某种道德原则或按照某种正当性去行为的道德理论，有时候又称为“责任”或“应做的”或以规则为定义的伦理，强调道德判断的客观依据为“善意志”。与结果导向的功利主义道德观不同，道义论道德观侧重于道德行为动机，而不注重行为的后果，其理论的核心是义务和责任。也就是说，一个行为的正确与否、好与坏、善与恶，并不是由这个行为的后果来决定的，而是由这个行为的动机和标准来决定的，注重的是这个行为的动机是否是“善”的、行为本身是否体现了预设的道德标准。这样就突出了道义理性的地位。

道义论伦理学强调行为的道德规范，要求任何行为的发生都必须以道德为前提。中国春秋时期的儒家伦理思想是中国道义论思想的典型代表。孔子说“君子义以为质，礼以行之”，认为君子与小人价值指向不同，道德高尚者只需晓以大义，而品质低劣者只能动之以利害。君子于事必辨其是非，小人于事必计其利害。《荀子·

荣辱》也提出“先义而后利者荣，先利而后义者辱”“君子喻于义，小人喻于利”“君子以义为上”等思想把“义”与“利”作了鲜明的定位，成为中国道义思想的核心，并在中国传统思想中占据了极其重要的地位。“正其谊不谋其利，明其道不计其功”。在宋明理学之中明确地提出“不论利害，惟看义当为与不当为”。

在西方，苏格拉底在理论上首开道义论的先河，他主张“美德即知识”。柏拉图认为人生的根本目的就是达到“至善”。古罗马格言要求“履约不计得失”，充分地反映了道义论伦理学的基本精神，强调行为的伦理动机与道德责任，如履约、守信和诚实，坚持原则、遵从规范和重视职业操守等。近代道义论的集大成者康德认为：“人必须为尽义务而尽义务，而不能考虑任何利益、快乐、成功等外在因素。”

所以，道义论伦理学立场对每一种职业行为及行为的相关主体都制定了必须遵循的道德原则和规范，对行为提出了“应该怎样”和“不应该怎样”的道德要求，形成各相关职业的道德原则与规范。也就是说，道义论伦理学的基本出发点是“以义制利”，即以道德规范限制、约束人们的求利行为，使求利行为做到讲诚信、守道德，“君子爱财，取之有道”。基于道义论道德观，发挥道德对行为的匡正作用，不仅仅要建立一套道德规范，关键还在于要形成道德至上的共同认知，使得遵从道德的行为成为人们的首选，遵从道德本身能够带给自身和他人快乐和幸福，节约交易成本，增进社会财富。

边沁的功利主义道德观是“结果导向”，人的行为是否道德是以最终的结果能否增进利益为依据的，而不管行为的动机。只要行为给行为人及相关人员或团体带来利益，或者产生的利益大于弊端，那么认为该行为是道德的，否则就是不道德。这与道义论不同，在康德的道德评价标准中，动机要强于结果，只要行为的动机是正确的，或行为依据的原则是正确的，不论结果如何，都是道德的。

(3) 道德规范与财务舞弊

从道义论道德观看，财务舞弊是违背职业道德和商业伦理的行为。财务舞弊的行为没有遵守基本的会计职业道德原则，没有按照正当性去行为，其动机是“恶”的。道义论要求公司在从事商业活动和披露会计信息时，不应从其后果是否对自己有利出发，而应立足于他人、集体甚至全社会的长远的或根本的利益。

从功利主义道德观看，财务舞弊可能会给行为主体带来短期的不正当利益，但会给其他利益相关者造成伤害和损失，如果是一次性博弈，舞弊行为的主体可能因此得逞。但公司的商业活动往往是持续的、长期的、重复的博弈，如果舞弊行为的主体侵害了其他利益相关者的利益，一般会因此招致处罚、制裁和报复，其他利益相关者会减少或者终止与舞弊行为人的合作，或者提出更高的合作条件，在长期的重复博弈中，舞弊行为的主体可能得不偿失。因此，尊道贵德是公司获得长期利益的最优策略。尽管现代主流经济学家将经济主体视为追求自身利益最大化的个体，即遵循行为功利主义原则，但与此同时强调个体行为应遵纪守法，建立健全现代企业制度，完善公司治理结构和内部控制制度，塑造诚信的企业文化，即遵循规则功利主义。追求商业利益与遵循职业道德的统一也体现了职业道德功利论和道义论的内在一致性。公司应该自觉遵循职业道德，公允地进行信息披露，实现追求商业利益与遵循职业道德的和谐统一，不能为了个人的短期私利损害其他利益相关者的利益。

治理财务舞弊必须处理好求利与重德之间的关系。人们具有追求功利的自发的、本能的行为倾向，往往不需要通过学习就可以掌握。人们追求道义则是自为的、理智的和理性的产物，需要不断学习、修炼、自省、自觉和自律才能做到。如果遵守职业道德仅仅只是“义务”，没有利益的回报，或者违背职业道德没有受到严厉的惩罚，建立在道义基础上的道德原则很可能变成说教，很

难得到长期的遵循。市场机制除了具有资源配置等功能外，还能发挥惩恶扬善的功能。恪守职业道德的公司，其价值会得到长期的增长，基业长青；而实施财务舞弊的公司，一个个倒下，公司价值瞬间蒸发。

(二) 职业道德、财务舞弊与 IMA 《职业道德守则公告》

财务舞弊是世界性顽症，是一种败德的机会主义行为，是公司治理层、管理层或员工为谋取个人和小团体的私利，采取各种隐蔽的手段，伪造公司业务和粉饰财务报表，包括滥用或挪用公司资金、虚增收入和资产以及低估费用和负债等不当行为，误导投资者、债权人和社会公众等利益相关者的行为。财务舞弊往往造成股价暴跌，投资者和债权人蒙受巨大经济损失，乃至公司破产清算，会计师事务所解散，员工失业，公众对会计信息失去信任，资本市场资源配置的功能中断，社会影响非常恶劣。会计服务的范围广泛，投资者、股东、债权人、供应商和顾客等依赖公司提供的财务报告进行决策，会计信息具有准公共产品的属性。为回应社会对会计败德行为的关注，抵制财务舞弊和不道德行为，维护会计行业的秩序和声誉，匡正会计人员的行为，保护会计信息使用者的利益，会计职业团体承担起制定会计职业道德标准和原则、教育会计人员、不断提高会计人员和审计人员的道德操守的责任。

财务舞弊的动因在理论上有多种观点，包括冰山理论、舞弊三角理论和 GONE 理论等。^①冰山理论认为，财务舞弊像是海平面上的一座冰山，露在海平面上的只是冰山一角，更庞大的危险部分隐藏在海平面以下。海平面以上的部分属于结构部分，是组织内部管理方面的因素造成的，客观存在且容易鉴别。海平面以下的部分属于行为部分，更主观化、更个性化、更容易被刻意掩饰起来。^② Cressey (1953) 提出舞弊三角理论，认为有三个主要因素导致某人进行舞弊，即压力、机会和借

口。Albrecht (1995) 认为，用这三个因素可以预测舞弊发生的可能性： $P(F)=f(M, O, L)$ 。其中：F 代表舞弊；P(F) 表示舞弊发生的概率；M 代表动机（压力），是指企业内拥有权力和责任的个人或集体出于某种压力从事违法活动的意图或驱动力，可以是财务方面的、也可以是非财务方面的压力，例如对奢侈生活方式和物质财富的过度追求引起的财务压力，公司股东或董事会对公司管理层业绩表现出过高约定或期望引起的非财务压力；O 代表机会，是指导致舞弊行为产生的条件，包括内部控制不健全、公司治理结构不完善和缺乏合理的惩罚措施等，使得舞弊当事人不必为其侵权行为承担相应的后果；L 代表借口，即为舞弊行为寻找合理化理由的态度。三因素中只要有一个因素为 0，则舞弊概率为 0；若有两因素较成熟，舞弊概率增加；三因素同时具备，舞弊概率基本上就等于 1。Wolfe 和 Hermanson (2004) 又增加了能力因素，如果认为自己没有舞弊的能力，舞弊就不会发生。压力、机会、借口和能力这四个因素构成的模型被称为舞弊钻石理论。财务舞弊往往从压力开始，压力促使舞弊者通过寻求机会来逃避压力，限制某人实施财务舞弊行为的是借口，当找到财务舞弊行为的借口后，舞弊者会评估自己是否有能力实施舞弊行为，这种能力不仅取决于当事人从事财务舞弊的专业知识，还取决于当事人在公司中的职位（Yendrawati, Aulia and Prabowo, 2019）。③ GONE 理论即四因素论，第一个因素是贪心（greed），贪心往往源于道德水平低下；机会（opportunity）是指实现舞弊行为的可能途径和手段；需要（need）是个体进行舞弊的动机和理由；暴露（exposure）是指舞弊行为被发现、揭露的可能性，对舞弊者惩罚的性质和程度等。

会计职业道德是职业道德和商业伦理的一部分。会计职业道德是指在会计职业活动中应遵循的、体现会计职业特征的、调整会计人员与其服务对象以及会计人员

与会计人员之间关系的职业行为原则、准则和规范。良好的会计职业道德修养是每一个优秀会计人员必备的素质和基本品质。有关会计职业道德的原则、标准和知识可以帮助会计人员、审计人员和其他人员应对业务中道德难题，做出正确的选择——尽管这样做可能不会给公司带来好处，但会使依赖财务报告进行决策的信息使用者受益。卢卡·帕乔利在其 1494 年出版的《算术、几何、比与比例概要》中就谈到了会计道德。此后，政府组织和会计专业团体开始制定和完善道德标准，促使会计人员履职尽责。美国管理会计师协会（IMA）2017 年发布了修订后的《职业道德守则公告》（*Statement of Ethical Professional Practice*），提出了会计人员必须遵循的四项核心道德原则：诚信（honesty）、公平（fairness）、客观（objectivity）和负责（responsibility），并以此为基础，阐述了每位会计人员须遵守并坚持的四项职业道德标准：能力（competence）、保密（confidentiality）、正直（integrity）和可信（credibility）。这些原则和标准体现了 IMA 所信奉的价值观和标准，同时，IMA 也要求其成员在其所在组织中为树立积极的道德文化做出贡献，并将职业诚信置于个人利益之上。这些要求充分体现出 IMA 成员需要发挥积极作用，确保所在组织建立强大、开放和积极的道德文化。

1. 《职业道德守则公告》的核心道德原则

《职业道德守则公告》的核心道德原则包括：

第一，诚信是会计人员最重要的道德品格之一，代表着善良和正直的品行。诚实原则要求会计人员在提供专业服务时言行直率、坚持事实，提供可靠、充分的相关信息，禁止说谎、作弊和盗窃等。

第二，公平相对于偏袒，与行为、程序和结果有关，这些行为、程序和结果在道德上应当保持中立，没有偏见和歧视。

第三，客观相对于主观，要求会计人员忠于事实。

第四，负责是指根据相关的法律、规章和技术标准履行其职责；在恰当地分析相关且可靠的资料后，编制完整清晰的报告和建议书。

会计人员在履职过程中，应避免可能危害到上述四个核心道德原则的威胁。这些威胁包括：①自身利益威胁，一般也被称作“利益冲突”，这是会计职业道德最主要的威胁；②自我复核威胁，即需要对自己以前执行的结果或判断进行重新评估；③亲密关系威胁，即同他人存在的亲密关系可能导致会计人员偏向于他们的利益；④胁迫威胁，即由于实质上或者感知上的威胁而偏离应有的客观性；⑤倾向性威胁，即当会计人员对某种观点的支持程度可能对其应有的客观性产生威胁。

2. 会计人员的行为标准

(1) 能力

会计人员应该对自己的专业知识和能力不断精益求精，学习最新的业界实践、法律法规以及工具技能等。高级职员应关心下属的成长，对他们进行合适的培训和监督。能力方面，会计人员都有以下责任：①通过充实知识储备和提高技能水平，保持适当的职业领导力和专业知识与能力；②按照有关的法律、法规和技术标准，认真履行其专业职责；③提供准确、清楚、简洁和及时的决策支持信息和建议。识别风险并协助组织进行风险管理。

(2) 保密

保密方面，会计人员都有以下责任：①除了授权或法律要求之外，禁止披露机密信息；②告知有关方面或人员恰当使用机密信息，通过监督确保合规性；③禁止为谋取违反职业道德或者法律规定的利益使用机密信息。

(3) 正直

在处理任何职业或者商业关系时保持直率、诚实和

信任，不能提供误导性信息和重大错误的信息，不能进行虚假陈述。正直方面，会计人员有以下责任：①减缓实际的利益冲突，定期与业务伙伴进行沟通，避免明显的利益冲突，就任何潜在的利益冲突向各方提供建议；②避免从事任何有碍于以符合道德规范的方式履行专业职责的行为；③避免从事或支持任何可能使管理会计职业信誉受损的行为；④促进培养积极的道德文化，并将职业诚信置于个人利益之上。

(4) 诚信

诚信方面，会计人员都有以下责任：①公平客观地沟通传递信息；②提供可能合理地影响预期使用者理解报告、分析和建议的所有相关信息；③按照组织政策和（或者）适用法律，报告信息、及时性、流程或者内部控制上的延迟或者缺陷；④交流沟通专业或其他方面的限制因素，避免对做出负责任的判断或某项活动的成功执行造成阻碍。

3. 职业道德冲突的解决办法

处理道德问题的恰当方式不是要求员工阅读和签署道德条款，而是依赖于更基本的是非观念。书面的行为准则看起来固然很好，但绝大部分的道德行为最终来自个人的“三观”。在面临职业道德问题时，会计人员不应忽略它们，而应积极寻求解决问题的方法。美国管理会计师协会提供了一个匿名服务热线，其成员可以致电该热线，以询问如何将 IMA《职业道德守则公告》中的关键要素应用于道德问题。

(三) 职业道德滑坡与财务舞弊经济后果的理论分析

职业道德滑坡和财务舞弊可能会得到短暂的利益，公司的市值可能会短暂上升，但是当舞弊行为败露后，当事人会身败名裂，公司的股价可能也会跌破财务舞弊之前的水平，还会殃及相关公司。这里运用声誉理论、

交易成本理论、代理理论和传染效应理论等，从正反两个方面阐述道德的力量和财务舞弊的经济后果。

1. 声誉理论和交易成本理论

(1) 职业道德、声誉与经理人个人价值

良好的职业道德体现在经理人从事企业管理和决策过程的一言一行中，经理人的言行是其价值观和企业精神的外在表现，体现经理人在企业与社会公众中的形象和声誉。经理人的言行是对股东、债权人、供应商、顾客和社会公众等的承诺，体现独特的企业文化。Fama认为，从长期来看，经理人需要对自己的行为负责，克服机会主义行为，努力工作，才能在经理人市场上积累声誉，获得竞争优势。霍姆斯特姆、克瑞普斯和罗伯茨等（1982）认为，良好的职业声誉可以增加其在经理人市场上的讨价还价能力，对经理人具有积极的激励作用，而不良的职业声誉可能会终结其职业生涯，甚至使其身败名裂，声誉机制可以约束经理人的败德行为。经理人违背职业道德的言行，会破坏和股东、债权人、供应商和社会公众的关系，提高企业的融资成本和采购成本，降低公司的销售收入和价值。

(2) 职业道德、声誉与公司价值

道德行为对公司长期、持续价值创造至关重要。违背职业道德的行为，不仅会受到监管部门的处罚以及民事与刑事司法制裁，还会受到市场的处罚。虽然市场处罚的金额没有那么明确，但是其程度可能超过显性公开的监管和司法处罚。Karpoff、Lee 和 Martin（2005）对美国证券交易委员会（SEC）和美国司法部（DOJ）的执法过程进行了研究。他们指出，舞弊的迹象通常会随着触发事件的发布而浮出水面，通常是公司自行发布的新闻稿，提醒投资者注意财务违规的可能性。触发事件之后通常会发生私人诉讼，此后迅速提起股东集体诉讼。触发事件还可能伴有非正式的 SEC 调查，以确定是否需要进一步采取正式调查行动。SEC 的正式行动有时会

导致会计和审计强制披露（AAER）。Karpoff、Lee 和 Martin（2005）研究发现，在财务舞弊被披露和执法过程的所有阶段都出现了显著的负面估值影响。触发事件的公告导致平均一天的非正常回报益为 -25.24%，集体诉讼导致的非正常回报率为 -7%，公司调查事件公告的非正常回报率平均为 -14.4%，与财务舞弊相关的会计和执法活动的累计平均估值影响为 -41%。他们的研究表明，直接罚款仅占价值损失的一小部分，价值下降的大部分是由企业声誉受损造成的。财务舞弊降低了客户、供应商、投资者、债权人和员工对财务舞弊公司声誉的感知，增加了交易成本，导致公司收入下降，采购成本和资金成本上升（Karpoff and Lott, 1993）。

Karpoff、Lee 和 Martin（2008）以 1978~2002 年间被 SEC 执法处罚的 585 家实施财务舞弊的公司为样本，研究发现，对舞弊公司实施的执法处罚中，平均每家公司仅为 2,350 万美元。相比之下，市场所施加的惩罚是执法罚款总和的 7.5 倍。舞弊公司通过财务舞弊使其公司市场价值增加 1 美元，当舞弊行为被揭露时，其市场价值将下跌 38%，其虚增的 1 美元市场价值会失去，平均而言，额外还要损失 3.08 美元。在该笔额外损失中，0.36 美元是预期的法律处罚，2.72 美元是由于声誉受损。声誉损失与公司隐性合同的依赖程度呈正相关。

公司的财务舞弊行为一旦败露，公司除股东以外的利益相关者也会做出反应，会增加公司的交易成本。良好的职业道德可以节约交易成本，即可以节约业务往来、签约、谈判、彼此合作达成交易、履约以及保障契约履行所支付的成本。Williamson（1975）将交易成本分为：商品信息与交易对象信息的搜集成本，取得交易对象信息与和交易对象进行信息交换所需的信息成本，针对契约、价格和品质讨价还价的议价成本，进行相关决策与签订契约所需的决策成本，监督交易对象是否依照契约内容进行交易的监督成本，以及违约时所需付出的事后违约成本。良好的职业道德和声誉意味着不会为自我利

益而实施舞弊行为，可以增加彼此间的信任和合作，因而可以减少交易过程冲突和监督成本，提高经济效率和企业价值。

企业的财务舞弊行为释放了企业缺乏诚信的信息，供应商以及债权人等会因此重新考虑舞弊企业的信用风险。供应商会减少舞弊企业的信用额度，缩短信用期限，要求舞弊企业提前偿还应收账款，同时可能提高所供应产品的价格，甚至停止供货，这会使企业采购成本和生产成本提高。银行等债权人为了降低违约风险，可能会增加一些限制条件或者提高利率，使企业融资难度增加，甚至提前收回贷款或者断贷，导致企业资金链断裂。下游企业或客户也会因对企业的信誉、财务状况和履行合同的能力产生怀疑，而减少需求量，使企业要价能力降低，销售收入下降。优秀的员工也可能厌恶公司不诚信的企业文化而提出离职。

因此，违背职业道德，会使财务舞弊公司受到监管部门罚款和司法机关判决赔偿受害人，产生直接损失，这些直接损失会引起舞弊公司股价下跌。更为重要的是，舞弊公司声誉受损，利益相关者对舞弊公司的信任度下降，舞弊公司的销售下滑，融资难度增加或融资成本上升，供货商的信用政策变得严格，采购成本上升，优秀员工不愿意同流合污而离职，导致公司经营间接受损，使得公司价值下降。职业道德、财务舞弊与公司价值之间的关系见图 1。

(3) 职业道德、声誉与传染效应

产生传染效应的主要原因是资本市场上存在信息不对称现象。由于信息不对称，投资者无法获取充足的信息来了解市场上的每家企业。而来自同一地区或同一行业的企业普遍具有相似性，其道德观点、文化传统、法制水平、市场化程度、公司治理模式、内部控制结构、上市方式、经营模式甚至商业模式都可能在一定程度上相似，所以投资者通常会将来自同一地区或同一行业的企业视为一类，然后用所获取的关于某地区或行业中个

别企业的信息，来判断整个地区或行业的情况。也就是说，当一个企业发生财务舞弊时，其实是向投资者传递了一个关于整个地区或行业的负面消息，从而会使投资者对同一地区或行业的其他企业的职业道德水平和会计信息质量产生怀疑，使得同一地区或行业中其他企业的股价下跌，产生传染效应。

财务舞弊会导致公司及其高管声誉下降，不仅会导致高管价值和公司价值下降，而且会引起连锁董事任职的其他公司股价的下跌。Ficha 和 Shivdasani (2007) 研究了因财务舞弊而面临股东集体诉讼的公司样本，发现在发生财务舞弊诉讼后，在被起诉公司的董事会中，外部董事不会面临异常的离职，但在其他公司所任职的董事会席位数却大幅下降，平均而言，被起诉公司的外部董事所担任的其他公司董事职位数量减少了约 50%，而在另一家公司董事会任职的外部董事中，有 96% 的董事在诉讼后的 3 年内至少失去了一个董事职位。财务舞弊越严重以及外部董事所应承担的责任越大，其外部董事担任其他公司董事的下降幅度越大。在被提起诉讼的当天，财务舞弊公司的超额收益率为 -5.95%。与被起诉公司共享董事的连锁公司在诉讼过程中也显示出估值下降。与财务舞弊关联的董事更有可能失去公司治理更强的公司的董事职位，而他们的离职会引起这些公司估值的上升，说明存在职业道德和声誉的传染效应。

“城门失火，殃及池鱼”，企业的财务舞弊行为，还可能祸及其他企业。影响市场对来自于舞弊公司同一地区或同一行业的企业声誉的认知，影响对舞弊公司高管任职的其他企业声誉的认知，导致相关公司价值下降。传染效应的关系见图 2。

2. 代理理论和代理成本

早期的企业所有权和经营权合二为一，企业的负债也比较少，这时企业违背代理问题和代理成本不显著。随着公司规模的扩大，公司所有权与经营权逐渐分离。在上市公司中，股东充当委托人，经理充当代理人。董

图 1：职业道德、财务舞弊与公司价值之间的关系

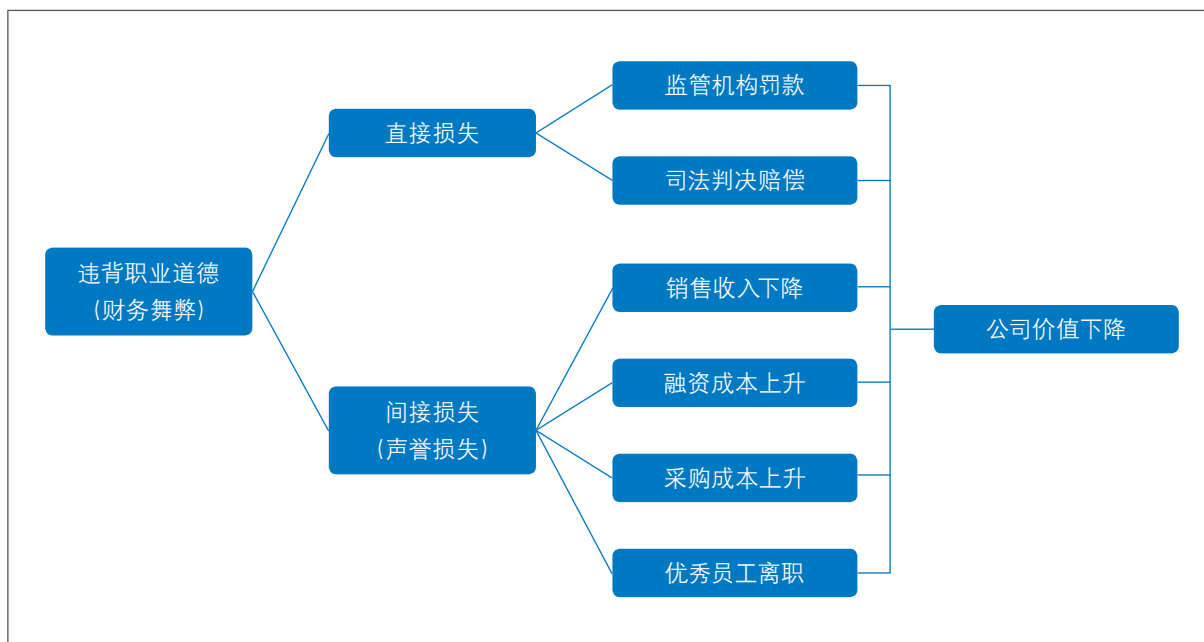
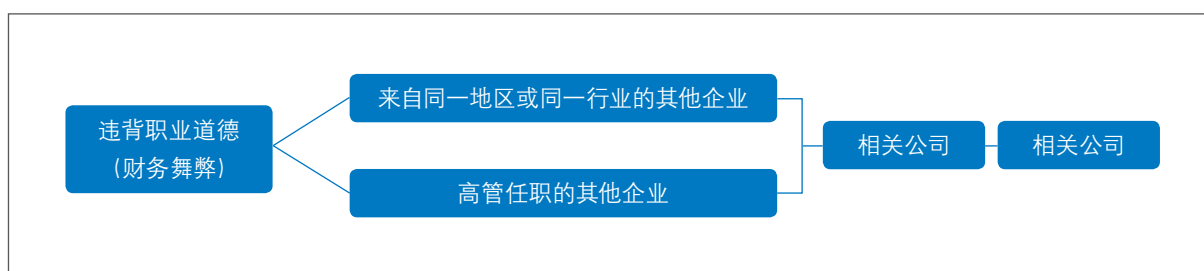


图 2：职业道德、财务舞弊与传染效应



事是股东利益的守护者，是管理层的监督者，因此应该像管理层一样忠诚、勤勉尽责、诚信和保密，专业独立、客观决策、选贤任能。根据雇佣和薪酬契约，经理人有责任忠诚勤勉地保护和管理股东的利益，而股东有责任给予经理人适当的薪酬激励，经理人的角色带有明显的职业道德色彩。商亦有道，不外乎人道，为商先为人。“戒欺”是经商之道，不能欺骗顾客，不能欺骗股东。管理层的诚信披露责任包括对治理层的定期和不定期报告与披露，也包括其与治理层共同做出的披露。财务信息本是减少信息不对称，代理人不应利用信息优势蒙蔽委托人。财务信息产生和传递的流程为：首先，公司管理层和业务部门从事经济业务；其次，公司财会部门收集、

加工业务数据并编制财务报告，注册会计师对财务报告进行审计；然后，公司董事会批准并发布财务报告；接着，媒体和网络传播财务报告，财务分析师分析财务报告；最后，投资者和财务报告的其他使用者利用财务报告进行决策。在报告和披露信息时，管理层应保证所披露信息的可靠、相关、准确、完整和及时。为自己或他人利益刻意隐瞒对公司将产生或已经产生不利影响的信息，或者夸大信息，提供虚假信息，均是违背职业道德的。

现实生活中，股东与经营管理者之间的委托代理关系是产生财务舞弊的重要原因之一。股东与经营管理者之间的矛盾源于股东与经营管理者各自的目标不一致。股东的目标是追求股东财富的最大化，而企业经营管理

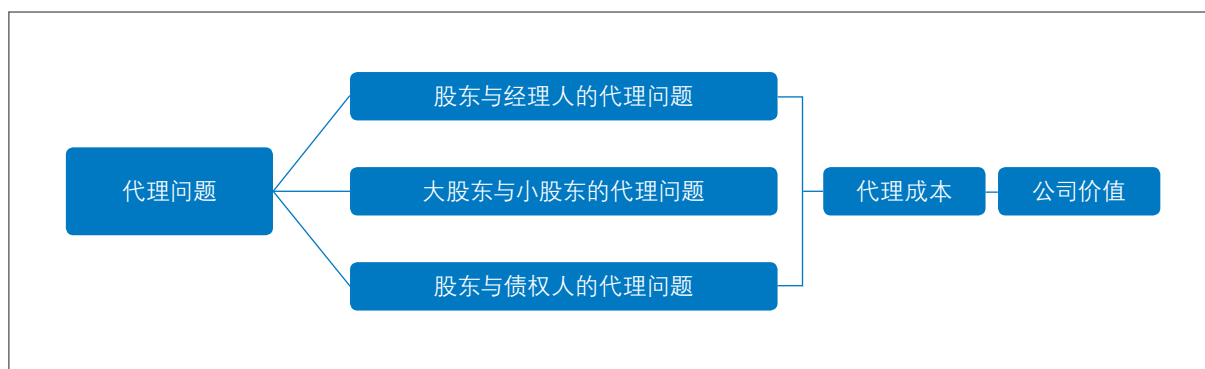
者的目标主要有三个方面：获得报酬，包括物质和非物质的报酬，如工资、奖金、社会地位和荣誉等；增加闲暇时间和豪华享受；避免风险。经营管理者与股东的目标不完全一致，经营管理者有可能背离股东的利益。这种背离主要有道德风险和逆向选择两种方式。道德风险是由签约后（事后）的信息不对称引起的。例如，股东雇佣经理后，股东很难了解企业经营管理者的努力程度，经营管理者可能会利用财务舞弊操纵财务绩效欺骗股东从而获得更高的薪酬激励。监督成本和激励成本都属于代理成本，代理成本的增加必然会减少公司价值。

相对于美国的公司，许多新兴市场国家的企业股权相对集中。在股权集中的公司中，大股东往往可以利用信息不对称与控制权优势地位左右公司的决策与经营，以此对公司产生实质性的控制，获取控制权私有收益，例如大股东占用上市公司资金，上市公司为大股东的债务提供担保，通过关联交易向大股东输送利益等，这些行为会损害中小股东利益。上市公司的内部股东不得滥用其股东权力为自己谋取利益，损害公司其他中小股东和债权人的利益；控股股东对上市公司及其他股东应该负有诚信义务。因此大股东与中小股东存在利益冲突，由此诞生了第二类委托代理问题。中小股东由于持股分

散且持股比例低，既没有动力也没有能力对上市公司实施有效监督。现金流权与控制权相分离，加剧了第二类代理问题。由于中小股东的利益可能会受到侵害，公司的股价可能会存在折扣，公司的价值因此受到侵蚀。

公司股东与债权人之间也存在矛盾和冲突，其原因是股东与债权人各自的目标不一致。企业可能在借款前粉饰财务报表以获得借款或者取得较低的借款利率或其他优惠条件；在取得借款后，企业可能继续粉饰财务报表以达到借款契约的条件（如对最低流动比率的约定）。企业还可能继续举借新债，使企业的负债率上升，从而增加旧债的风险，使旧债的价值下降，损害旧债权人的利益。公司很可能将借到的资金投资到比债权人预期风险更大的项目中，即资产替代。债权人为了防止自己的利益受到伤害，通常采取以下三种措施：一是对债务人加强监督；二是在借款合同中加入限制性条款，例如，规定企业不得发行新债或限制发行新债的数额，或规定借款的用途；三是当发现企业有损害债权人利益的意图时，拒绝进一步进行合作，或者提前收回借款或者拒绝提供新借款。股东和债权人的利益冲突会增加代理成本，导致公司价值下降。财务舞弊与代理成本的关系见图3。

图 3：职业道德、财务舞弊与代理成本



三、中国公司境外上市概况及其历次道德危机概述

（一）中国公司境外上市概况

美国资本市场和中国香港资本市场均是全球富有竞争力的资本市场，其市场深度、广度以及国际化程度均名列世界前茅，是中国企业在境外上市的两个主要市场。下面主要分析我国企业在境外上市的五个发展阶段。

1. 优质国有制造性企业境外上市阶段（1992~1994 年）

中国企业赴境外上市始于 1992 年，首批上市的主要是具有明显的政策倾向的部分优质国有制造性企业，包括华晨中国、上海石化、马鞍山钢铁和仪征化纤等。1992 年 9 月 10 日，华晨中国在纽约证券交易所正式挂牌上市，成为中国境内第一家在美国上市的公司。当时中国 GDP 增长速度是世界平均值的两倍多，境外投资者憧憬中国经济的高速增长，看好中国巨大的消费市场，投资踊跃。然而这股浪潮仅仅持续到 1994 年底，此时墨西哥金融危机波及境外上市的中国公司，且国内紧缩宏观经济政策使得许多项目被迫停建或缓建，导致一些上市公司业绩欠佳，投资回报率低于股东要求。加之美联储六次加息导致投资者信心下降，我国企业境外上市步入低谷，第一次浪潮由此退去。

2. 基础设施企业境外上市阶段（1996~1999 年）

第二个阶段始于 1996 年，我国政府加大力度发展制约国民经济发展的交通、通信和电力等基础设施产业。境外投资人认为随着中国经济的发展，基础设施领域具有广阔的发展空间和良好的发展前景，以东方航空、南

方航空、中国移动和广深铁路等为代表的基础设施企业成为境外上市的主力军。但随着东南亚发生金融危机，第二阶段也很快过去。

3. 互联网和大型优质国有企业境外上市阶段（2000~2005 年）

2000 年以后，一批中国互联网企业赴美上市，如中华网、新浪网、搜狐网和网易等；同时，以中国石化、中海油、建设银行和中国人寿等为代表的一大批优质大型国有企业纷纷境外上市。2003 年，中国人寿在纽约证券交易所和中国香港联交所同时上市，发行 64.7 亿股，筹资 30.1 亿美元，成为该年度全球最大规模的首次公开发行（IPO），引起全球资本市场的瞩目。

4. 民营企业境外上市阶段（2006~2011 年）

2006 年之后，境外大量民营企业到美国上市。2007 年下半年开始的美国次贷危机再次关紧了境外上市的闸门。2008 年在美国上市的中国企业只有 14 家，而 2007 年为 41 家。2010 年，中国公司赴美 IPO 在数量上创纪录，54 家企业总共募集资金 36 亿美元。上市企业大多聚集在科技媒体及通信（TMT）、教育和新能源行业，如优酷网、学而思和明阳风电等。从 IPO 供给方面，由于 2008-2009 年的金融危机，很多中国公司 IPO 推迟，这些积累了 2~3 年的 IPO 供给在金融危机之后重新启动，恰逢投资者需求强烈，从而得以顺利上市。

在 2011 年 3 月中国境外上市公司出现道德危机前，美国三大股票交易所的中国境外上市公司数量 275 家，

其中采用反向收购上市的公司约 165 家。反向收购又称买壳上市，是指一家非上市公司通过购买一家在美上市公司（壳公司）的一定比例的股份，然后再由壳公司反向收购非上市公司的资产和业务，从而达到间接上市的目的。反向收购相比直接上市（IPO）具有一定的优势。首先，上市容易，成功率高。在美国资本市场 IPO 上市也有着较严格的标准，以反向收购方式实现境外上市融资可以避免 IPO 而受到相对更为严格的监管。其次，通过反向收购实现上市所需时间较短，通常只需 3~4 个月即可完成上市过程，而 IPO 上市至少需要 1 年以上时间。最后，反向收购所需费用较少，通常情况下为 IPO 上市的 50%~70%。反向收购和可变利益实体（VIE）的组织架构，增加了代理链的长度和信息不透明程度，增加了委托人对跨境代理人的监督难度，增加了机会主义行为的可能性，为财务舞弊事件埋下隐患。

2011 年，中国境外上市公司遭遇集体道德危机，使得 2012 年和 2013 赴美上市公司数锐减。2012 年只有

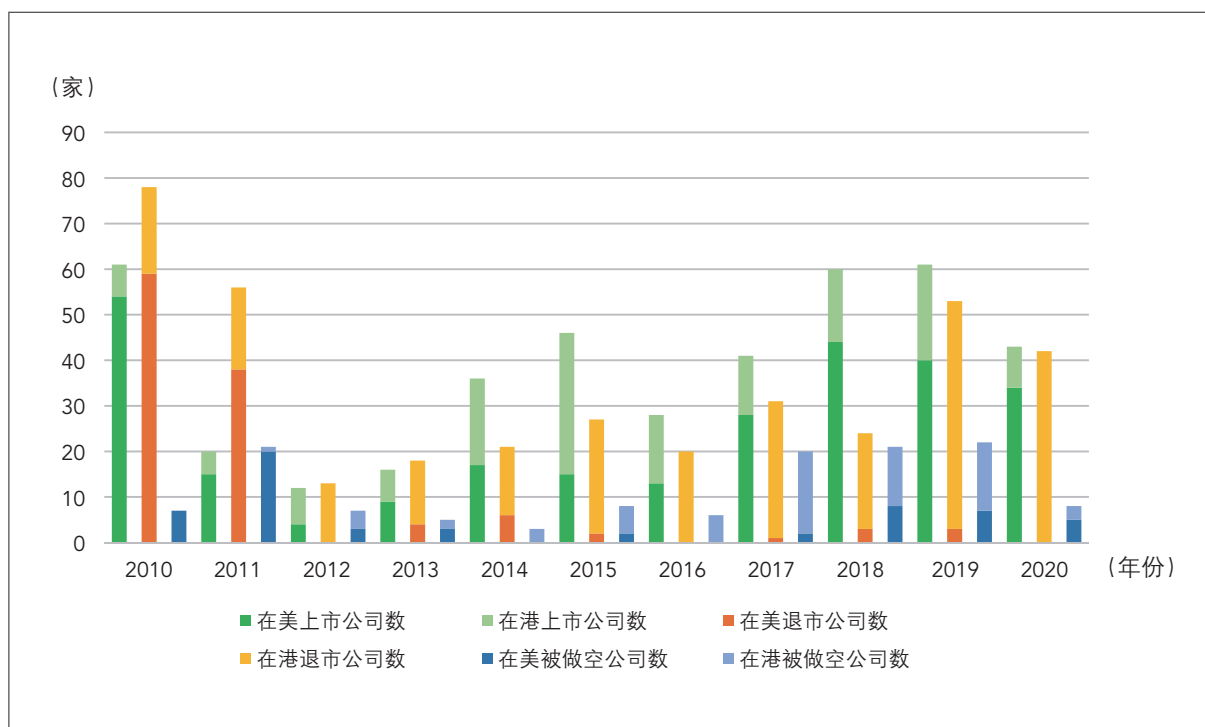
唯品会和欢聚时代 2 家公司赴美上市，其中唯品会上市首日下跌 8.33%，次日继续下跌 14.55%。2013 年也只有 7 家赴美上市。

5. 以互联网为主的企业境外上市 (2014 年至今)

随着 2014 年京东和阿里巴巴分别成功登陆纳斯达克和纽交所，赴美上市才重新恢复正常。2014 年共 15 家中国企业登陆纳斯达克和纽交所，行业涉及电商平台、职业教育、医疗健康、社交网络、旅游服务、电子游戏和移动互联网等。

Wind 数据显示，截至 2021 年 2 月 28 日，剔除已退市公司，中国境外上市公司有 272 家在美国上市、291 家在中国香港上市。而赴美上市的 388 家中国公司中，约 30% 的公司因各种原因退市，这其中又约 40% 的公司涉嫌财务舞弊。2010~2020 年间，中国境外上市公司每年 IPO 上市、退市以及被做空数量如图 4 所示。

图 4：2010~2020 年中国境外上市公司每年上市、退市以及被做空数量



(二) 中国境外上市公司历次道德危机概述

中国境外上市公司大致经历了三次比较严重的道德危机事件。

1. 第一次道德危机

第一次道德危机事件始于2010年。SEC和做空机构于2010年初首先发现通过反向并购的中国境外上市公司存在内控不健全、信息披露不规范、毛利率异常高、收入增长速度异常、虚构资产、伪造销售合同、纳税申报与公告的财务报告不一致、CFO频繁变动、经常变更审计师和管理层占用公司资金等现象。随着SEC的问询调查、媒体的曝光、做空机构的参与以及集体诉讼，仅2011年，针对中国境外上市公司的证券诉讼案件就多达44件，占全美证券诉讼总数的18%，引发了第一次中国境外上市公司信任危机，中国概念股股价持续低迷。2010~2012年，有超50家中国境外上市公司因此被迫停牌甚至退市，一些企业直接被摘牌。部分没有财务舞弊行为的中国境外上市公司，采用股票回购、提高股利分红和私有化来使自身区分于实施财务舞弊的公司。在2011年7月10日至2012年7月9日期间，所有在美上市的中国境外上市公司股价都在下跌，不少公司股价的跌幅超过50%，中概股30指数累计跌幅为46.63%，而同周期纳斯达克综合指数上涨了6.90%。

2. 第二次道德危机

2016年，以辉山乳业（HK: 6863.）被浑水做空事件为代表，中国境外上市公司遭遇第二次道德危机。辉山乳业于2013年9月在香港联交所上市。2016年12月，浑水公司发布报告称其虚构利润、公司董事会主席涉嫌挪用公司资产和负债率过高。3年后，辉山乳业被强制退市，其股票价值接近于零。

3. 第三次道德危机

2020年上半年，以瑞幸咖啡和好未来相继自曝造假、爱奇艺和跟谁学接连被做空等事件为代表，中国境外上市公司第三次出现道德危机。美参议院通过《外国公司问责法案》，对外国公司在美上市提出了包括审查公司会计底稿在内的更严格的要求，而中国《档案法》《保密法》和《证券法》规定：“在境外发行证券与上市过程中，提供相关证券服务的证券公司、证券服务机构在境内形成的工作底稿等档案应当存放在境内”；“境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动。任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料”。2020年4月23日，美国证监会主席杰伊·克莱顿提醒投资者，不要购买在美上市中国公司股票，实属罕见。这些迹象表明，已经不仅仅是对于个别中国境外上市公司道德风险的担忧，而是对包括注册会计师甚至监管部门在内的整个链条上所有行为主体职业道德的不信任。

四、职业道德之财务舞弊对企业市值的影响：案例分析

如前文所述，既有大多数中国境外上市公司恪守职业道德，赢得广泛赞誉，持续创造价值，促进整体社会财富增加；又有部分中国境外上市公司涉嫌违背职业道德和实施财务舞弊，被监管机构或做空机构等揭露，造成公司本身价值和上市公司整体价值的损失。本部分拟对部分典型案例进行分析，梳理这些案例发生和发展的过程，并着重探讨典型的中国境外上市公司职业道德遵从性对财务舞弊及公司市场价值的影响。这一方面可以从案例中汲取经验教训，另一方面也为进一步的大样本统计分析奠定基础。

（一）典型案例的选取

案例研究方法首要强调的案例典型性。经典案例能够较准确反映研究问题的核心和本质，通过对其的剖析能够探索出研究问题及现象的规律特征，从而为以后的研究和实践操作提供帮助。服务于本课题的研究问题，本部分选择东南融通（NASDAQ: LFT）、新东方（NUS: EDU）、辉山乳业（HK: 6863）和瑞幸咖啡（NASDAQ: LK）作为案例研究对象，进行比较分析。案例公司选择的主要原因如下：

1. 包含正反两方面案例

从应对做空危机的结果和公司的后续表现，本研究将新东方作为坚守职业道德的正面案例，将东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡作为职业道德缺失导致财务舞弊的反面案例。新东方成功应对做空机构的做空和 SEC 的调查，公司股价短期波动后迅速恢复，目前仍在纽交所正常交易，截至 2021 年 4 月 23 日，收盘价为 16.1 美元。而东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡 3 家公司均被证实存

在财务舞弊，公司股价在被做空当日及（或者）此后数日急剧下跌，公司也在后续被相关监管机构调查、被交易所停牌甚至退市。

2. 案例公司的代表性

首先，4 家案例公司的注册地均在开曼群岛，均采用 VIE 结构上市，均选择国际四大会计师事务所为其审计机构。这些做法为我国境外上市公司普遍采用。其次，案例公司上市地点覆盖中国境外上市公司主要上市交易所。其中辉山乳业在港交所上市，其余 3 家公司分别在纽交所和纳斯达克上市。最后，东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡分别是前部分所述中国境外上市公司所经历三次道德危机的代表性事件。东南融通是第一家在美国资本市场上市的中国软件公司，更是第一家在美国资本市场被质疑、停牌的主板 IPO 公司。

3. 案例对研究问题的契合度高

东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡实施财务舞弊的方式既有共同点又各有区别，4 家案例公司被做空机构做空的理由以及公司的应对也各不相同。此外，4 家公司分属不同性质的行业，在这些行业坚持职业道德更具重要意义。其中，东南融通属软件与信息技术服务业，该行业是关系国民经济和社会发展全局的基础性、战略性、先导性产业，既对经济社会发展具有重要的支撑和引领作用，也对建设创新型国家、提高国家信息安全保障能力和国际竞争力具有重要意义；新东方、辉山乳业和瑞幸咖啡分别属于教育业、乳品制造和食品饮料制造业，这些行业提供的产品关系国民身心健康，更加强调和要求行业企业坚持商业伦理与职业道德。

4. 案例研究数据

相关资料主要来源于公开数据及国内外的研究文献。

(二) 新东方成功应对做空： 彰显坚守职业道德的价值

1. 新东方被浑水做空事件经过

新东方于2006年9月在纽交所上市。2009年4月16日，新东方首次遭到香橼公司（Citron Research）做空，但香橼公司做空报告中使用的研究方法和相关证据并不可靠，只引发市场短期波动，并没对新东方产生严重影响。2011年OLP Global发布对新东方的做空报告，新东方迅速回应质疑并指出做空报告中存在夸大财务数据、研究方法随意拼凑等问题，再次化解这次做空危机。

2012年7月17日，SEC针对新东方在2012年1月进行的VIE结构调整展开调查。7月18日，浑水公司发布长达96页的做空报告，抓住新东方VIE结构存在的漏洞，指出新东方在特许经营店上存在财务数据造假等问题，并给出卖空建议。此次做空对新东方产生严重的影响，当日新东方股价下跌35.02%至每股9.5美元。随后，高盛宣布暂停对新东方评级，并否认此前所做出的所有评价，多家境外投资公司也纷纷下调新东方股票评级。7月19日，新东方召开小型新闻发布会，董事长俞敏洪亲自对浑水报告中提出的质疑做出回应。同一天，新东方宣布成立特别调查委员会独立调查浑水报告指控问题，并聘请国际上声誉较高的美国盛信律师事务所和通商律师事务所，同时还与安永合作协同调查。当日新东方股价上涨17.89%至每股11.2美元收盘。

2012年10月1日，特别调查委员会宣布调查结果，认为没有证据支持浑水的指控。10月12日，新东方提交2012年财务报告20-F文件并且公布SEC关于新东方VIE调查的结论性进展。SEC初步表示对新东方将VIE（北

京新东方）及子公司并入合并报表并无异议。随后美国各证券公司将新东方改为买入评级。至10月15日周一开盘时，新东方股价大涨11.49%达到每股19.11美元，市值突破30亿美元。浑水指控财务数据造假并做空新东方的影响基本消除。

2. 坚守职业道德对新东方成功应对做空危机的作用

新东方能成功应对做空危机，在于其长期经营中对商业伦理和职业道德的坚守。新东方坚持商业伦理和职业道德表现在以下方面：

① 新东方官网(<http://www.neworiental.org/>)披露，公司愿景是“成为中国优秀的、令人尊敬的、有文化价值的教育机构”，公司的使命是“为提升学生终身竞争力，塑造学生公民素质，赋予学生全球眼光而努力！”。公司的核心价值观包括“诚信负责、真情关爱、好学精进、志高行远”。企业文化是“坦诚、尊重、协作、创新”。公司对其愿景、使命、核心价值观和企业文化的表述，显示出新东方对商业伦理和职业道德的敬畏与遵从。

② 为对公司高管及员工的行为进行规范，公司制定专门的道德准则文件并在官网上公开披露。该道德准则文件以“遏止错误行为，同时鼓励诚信道德行为；鼓励遵守法律、法规和相关规定；鼓励及时对违反本准则的行为进行内部举报；鼓励坚持遵守本准则”为宗旨。文件明确诚信道德的行为包括在处理个人利益与员工利益的冲突时能够遵守职业道德；在公司需向SEC提交、备案的报告、文件以及公司向公众公布的其他信息中，进行充分、公允、准确、及时且易懂的披露。

在竞争与公平交易方面，该道德准则文件要求公司在诚信、公平的基础上，通过更好地经营而非采用不道德或非法的手段来超越其他竞争对手，严格禁止侵害第三方的知识产权，包括著作权、商标、商号和商业秘密，

同时也严格禁止诱使或鼓励其他公司以前或现在的员工类似的侵权行为。公司每位员工应公平对待和尊重公司的客户、供应商和竞争对手的权利。任何员工不得通过操纵、隐瞒、滥用特权信息或歪曲事实以及采用其他非法贸易手段不公正地对待其他人。

在财务报告和其他公众信息的准确性方面，该道德准则文件要求公司上市后将财务报告和其他重要商业信息向公众和 SEC 委员会公布。公司应及时、准确、完整地披露商业信息、财务状况和经营成果。员工必须严格遵守交易、假设及预测的会计和财务报告标准、法律、法规和政策。不准确、不完整、不及时财务报告是不能接受的，将严重损害公司利益甚至需要承担相应法律责任。员工应严格防范并及时报告任何可能不准确或不完整的财务报告，尤其要注意防范财务报告与基本业绩表现不符、存在没有明显商业目的的交易、绕开普通审查和审批程序的企图。公司高级财务管理者及财务部其他员工有责任确保公司财务报告完整、公允、准确、及时和易懂。任何有悖于此的行为和状况都应向合规官员汇报。

③ 履行社会责任，热心公益活动。2015 年 11 月，新东方发起成立北京新东方公益基金会，并承诺每年会将收入的一定比例捐赠给该基金会。该基金会宗旨是通

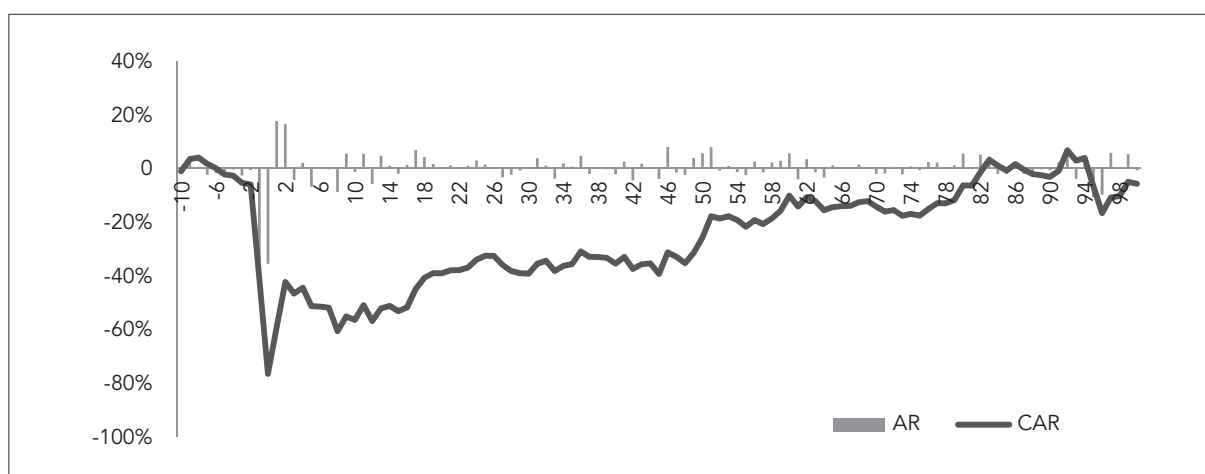
过公益的形式推动教育的改革和创新，使用创新技术推动教育的公平性。新东方董事会主席俞敏洪经常参与各项公益活动。新东方也积极与地方教育局合作，开展了一系列公益活动，如自强之星、烛光行动、双师课堂、一笑一梦想、希望小学、春蕾助学行动、赈灾救济、公益图书角等。2020 年，新东方被央视网授予“年度社会责任公益企业奖”。

3. 新东方被浑水做空事件的市场反应

本报告以新东方 2012 年 7 月 18 日被浑水做空为事件日，计算其在 [-10,100] 窗口期的日超额收益率 (AR) 和累积超额收益率 (CAR)。

如图 5 所示，在事件日前一天即 2012 年 7 月 17 日，因被 SEC 调查，公司 AR 显著为负；2012 年 7 月 18 日，因被浑水做空，AR 再度显著为负，CAR 更是下跌至 -76.62%。此后随着新东方澄清公告发布以及其他积极应对举措，CAR 总体趋势表现为回升。10 月 12 日，因新东方公布财务报告以及 SEC 关于 VIE 调查的结论性进展，CAR 进一步回升。11 月 23 日，CAR 已由负转正。由于浑水做空新东方的财务舞弊相关理由不成立，市场已完全消化公司被 SEC 调查和被浑水做空这些“负面消息”的影响。

图 5：新东方被浑水做空事件的日超额收益率和累计超额收益率



(三) 东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡市值大跌：违背职业道德之财务舞弊的后果

1. 东南融通被香橼做空事件经过

东南融通是一家金融软件企业，2007年10月在纽交所上市。2011年4月26日，做空机构香橼发布研究报告，质疑东南融通高于同行的毛利率、员工聘用模式、管理层背景和管理层交易等，当日其股价暴跌12.92%。随后美国多家做空机构跟进；5月17日，东南融通因涉嫌虚增利润和披露虚假财务信息被纽交所停牌；5月22日，审计机构德勤辞职；5月23日，SEC对东南融通展开调查；8月16日，东南融通被纽交所正式摘牌并于次日退至粉单市场；8月31日，东南融通宣布解散。

东南融通涉嫌财务舞弊主要包括：①虚增利润。东南融通2007-2010年毛利率均高于60%，远超同行业其他公司甚至达到其他公司两倍，即使美国软件服务巨头IBM也难与之比肩。尽管东南融通客户群较为稳定、市场份额较大，但其与同类企业盈利模式相同，且并不具有明显规模优势，如此高的毛利率显示公司可能夸大利润。而东南融通事后承认其在收入上确实存在造假。②虚增资产。东南融通2010年12月31日的账面现金余额4.2亿美元，然而2011年8月31日，其发布公告称“目前公司现金流出现严重问题，已无法正常发放8月份工资”。审计机构德勤披露其在对公司截至2011年3月31日的财务报表审计中，采用银行现场调查方式发现公司银行存款确认存在一系列严重缺陷：公司所指部分交易在银行并未有记录；伪造银行对账单；银行记录存款余额与公司账面金额存在严重差异；大量银行借款在公司账簿中未被记录。且东南融通包括CEO在内的高管对审计工作进行种种干预，导致德勤最后中止该审计程序。5月20日，其董事长贾晓工致电德勤，承认“账本上的现金记录有误”且“高级管理层”参与其中。③通

过隐蔽的关联交易虚减费用。东南融通人员雇佣主要由厦门XLHRS（全称：Xiamen Longtop Human Resource Service）公司提供服务，且由XLHRS负责发放其90%以上员工薪酬。做空机构OLP Global基于东南融通两名员工曾在XLHRS进行工商变更登记时签署相关文件，认为两家公司存在关联方关系，但东南融通对此予以否认。若两家公司确实存在关联关系，前述薪酬发放问题就为东南融通进行费用操纵提供了机会，进而东南融通营业成本的完整性很难保证。

公司管理者的个人道德水准为企业文化等奠定了基础。东南融通因潜在的财务舞弊行为被做空，直至公司被摘牌退市，与其高管的商业伦理和职业道德缺失密不可分。东南融通高管商业伦理和职业道德的缺失具体表现为：①未履行及时、充分进行信息披露的义务。东南融通针对香橼等机构的做空行为只举行过一次面向投资人的电话会议，基本持消极态度应对；在遭临时停牌后，立即宣布不能按时公布2010年第四季度和全年度财务报表；未按规定及时披露独立董事、高管等的辞职原因和继任人选。②高管有被起诉经历。东南融通系由董事长贾晓工和CEO连伟舟带领其原工作单位团队离职而设立的。因从事与原工作单位经营范围相一致业务并利用不正当手段带走原单位大量客户，东南融通被涉嫌非法窃取原雇主商业机密并导致原雇主损失巨大而起诉，并最终被法院判决违反《反不正当竞争法》《公司法》，赔偿原告经济损失50万元，且连伟舟、贾晓工等个人承担连带责任。③高管未履行勤勉尽责义务。公司遭遇做空危机后，管理层第一时间将大量现金等资产转移自救，并在东南融通解散前已然在厦门成立新公司。2011年5月17日，在未通过董事会决议和未得到授权的情况下，财务总监Derek Palaschuk直接代表董事会通知纽交所停牌，并随后递交辞呈。这些事项均显示出公司内部治理和控制机制的混乱以及高管未勤勉尽职履责。

2. 辉山乳业被浑水做空事件经过

辉山乳业于2013年9月在中国香港联合交易所上市，主要经营饲料种植、乳品、液态奶和奶粉的生产及销售。2016年12月16日，浑水发布对辉山乳业的做空报告，称辉山乳业至少从2014年起就存在虚增资产、虚假披露财务报表的嫌疑；且公司债务压力颇大，实际市值已接近于零。发布报告上午，辉山乳业股票开始短暂停牌；晚间，辉山乳业在联交所发布澄清公告并申请复牌，对做空报告做出逐条回应。12月19日，浑水公司发布第二份做空报告，当晚辉山乳业继续反击。积极回应加上期间董事长杨凯增持股票，辉山乳业股价站稳，至12月20日，公司股收盘上涨1.82%至每股2.8港元。

然而2017年3月23日，一则“辉山高管私自挪用三十亿公款用于投资房地产”的新闻重创辉山乳业，其股价当日大跌85%，创联交所最大跌幅纪录，联交所即勒令辉山乳业停牌。5月，辉山乳业被调出港通名单。由于一直未能解决其巨大的债务问题，辉山乳业最终于2019年12月23日退市。

辉山乳业涉嫌的财务舞弊主要包括：①虚增收入。辉山乳业2014~2016财年年营业收入增长率均超过10%，但通过将辉山乳业4家主要子公司（约占总收入79%）披露的收入与税务和工商系统数据对比，浑水认为这些子公司存在收入高估情况。浑水还调查了辉山乳业在主要网络平台和线下超市的销售情况，发现其销量远不如竞争对手，且促销折扣力度更大、持续时间更长，进而质疑辉山乳业虚报收入。②虚报苜蓿自给自足以提高毛利率，虚报利润。养殖奶牛所需的苜蓿是乳业生产企业的主要成本，辉山乳业对外宣称拥有面积广阔的苜蓿种植基地，在原料上完全自给自足，从而可有效控制成本，带来其更高的毛利润。然而浑水经过调查员的实地走访和向多方人员求证发现，辉山乳业长期从境外及黑龙江等地采购苜蓿，且进购价格远高于其所宣称的生产成本。此外，公司上市后几年中，随着奶牛养殖规模

翻倍，其苜蓿种植面积和产量并未随之增长，此种背离也暗示着公司并未真正实现苜蓿自产。③涉嫌虚增资本性支出。辉山乳业2014~2016年期间大规模扩张业务，投入大量资金用于厂房和牧场建设。根据招股书估算辉山乳业每个牧场的平均建设成本约4,500万元人民币；根据2014-2015年年报匡算单个牧场的建设成本约8,900万元，在2016年该成本则高达1.07亿元；辉山乳业在提交辽宁政府的环境影响报告中声称每个牧场的平均建造成本在9,000万元以上。但通过使用无人机拍摄以及实地走访，浑水发现牧场建设标准远低于该价格。不少牧场存在陈旧、设备使用率低、停工、工程质量远未达运营条件等情况，有专家认为其部分牧场单位建造成本可能不到3,000万元。根据部分牧场的实际情况，同时结合行业内专家提供的意见，浑水推测辉山乳业自上市以来虚增资本性支出在8.9~16亿元左右。

辉山乳业高管职业道德缺失表现在：①浑水质疑辉山乳业董事会主席杨凯涉嫌挪用公司资产，通过关联交易将公司资产私有化，未披露资产转让对辉山乳业造成的损失至少为1.5亿元。2014年期间，由杨凯100%控股的牧合家牛业科技有限公司通过代理人至少从辉山乳业收购了四个牧场，并在2014年年底已经完成了对牧场的建设。浑水认为杨凯还进行了其他转移资产的操作，但辉山乳业财务报告中从未对这些重大关联交易做出任何披露。②高管未履行及时和如实进行信息披露的责任。辉山乳业有巨额短期负债，财务杠杆极高。根据债务审查结果，截至2017年8月，辉山乳业上市公司及非上市公司体系负债达470亿元。停牌前，辉山流通股有很大一部分被用于融资抵押，且还一直在通过乳牛售后回租方式获得资金。但相关信息辉山乳业此前并未对外公开过。

3. 瑞幸咖啡被浑水做空事件经过

瑞幸咖啡成立于2017年10月，2019年5月在纳斯达克上市，创造了国内互联网公司最快上市纪录，也是

当年在纳斯达克上市融资规模最大的亚洲公司。2020年1月31日，浑水发布做空报告，认为瑞幸咖啡伪造了超过3亿美元的销售额。当日公司股票最大跌幅超24%，截至收盘时跌幅达10.74%。2月3日，瑞幸咖啡否认做空报告中的所有指控，隔日公司股价上涨15.6%。然而4月2日，瑞幸咖啡自曝公司虚增了2019年度第2至第4季度销售额约22亿元人民币。审计机构安永亦作出类似表示。当日，其股价即多次熔断，2020年4月6日，公司股价报收4.39美元，较发行价17美元/股跌去74.18%。中国证监会4月3日对瑞幸咖啡财务造假行为给予强烈谴责，并于4月27日派驻调查组进行调查。5月15日，纳斯达克决定对瑞幸咖啡施行摘牌处理。6月29日，公司正式停牌并进行退市备案。7月13日，被纳斯达克摘牌。9月18日，中国市场监管总局通报了对瑞幸咖啡的行政处罚，瑞幸咖啡（中国）有限公司及协助其造假的40多家涉案公司机构被罚共计6,100万元。12月17日，瑞幸咖啡发表声明称同意支付1.8亿美元罚款，与SEC就其会计舞弊指控达成和解。1.8亿美元几乎是瑞幸咖啡同期9.47亿美元市值的20%，也是同期SEC开出的最高罚单。

瑞幸咖啡涉嫌的财务舞弊主要包括：①伪造交易信息虚增收入。包括通过操控线上支付的取餐码生成顺序，人为提高APP在线订单数量，虚构门店日均销售数量；夸大商品单价；虚增每笔订单的商品数量。②通过隐蔽的关联交易制造虚假销售。瑞幸咖啡曾将自有资金转移到氢动益维公司，再以销售收入方式转回。大量收入造假方式是“刷单”，具体方式是由与董事长陆政耀有关联关系的企业大量购买瑞幸咖啡代金券，如2019年5~11月，青岛志炫商务咨询有限公司共购买将近100万元代金券，而该公司邮箱是神州优车公司邮箱，神州优车董事长正是陆政耀。

瑞幸咖啡高管未能坚守职业道德，发生道德风险的情形主要包括：①高管有被起诉或其他不光彩职业经历。

公司联合创始人兼首席营销官杨飞在担任北京口碑营销策划有限公司总经理期间，因非法经营罪被判处有期徒刑18个月。公司独立董事邵孝恒曾担任过18家在美上市中国公司董事，而上市以来这18家公司中有9家亏损超过50%，8家濒临破产，4家被指控存在舞弊行为，5家存在反向收购等舞弊迹象，这些公司的公众股东都蒙受了巨大损失。公司独立董事的行为表现，使得公众充分怀疑其职业道德及能否独立履责。②关键信息披露不充分。瑞幸咖啡与供应商之间也存在一些关联交易。如关联方王百因是董事长陆正耀的同学，先后就职、设立的两家公司均为瑞幸咖啡重要供应商，且公司注册地均临近瑞幸咖啡厦门总部，但瑞幸咖啡财报中并未披露与这些供应商之间的关联关系，也并未对这其间是否存在利益输送进行解释。③高管未充分履行勤勉尽责义务。浑水做空报告中指出瑞幸咖啡的一个重要危险信号就是管理层套现。瑞幸咖啡上市后，董事长陆政耀和CEO钱治亚即将其所持股票进行大量质押套现。管理层合计共质押了其股票持有量的49%，价值约25亿美元。通过财务造假拉高公司股价然后质押套现，显示公司高管缺乏基本的职业道德。而在2020年国内机构对瑞幸咖啡造假事件的调查中已证实，陆正耀对于公司造假发出过多条指令性电子邮件，即陆正耀极可能是企业内部造假事件的知情人。④做空危机后发生严重的管理层内斗事件。2021年1月6日晚间，瑞幸咖啡7位副总裁、分公司总经理和核心业务高管签署联名信，要求公司董事会和大股东之一大钲资本表态罢免现有董事会主席和CEO。紧接着，时任董事长郭谨一发内部信回应称“前董事长陆正耀、前CEO钱治亚等组织并主持起草举报信攻击现任管理层，部分当事员工不明真相，被裹挟签字。已第一时间提请董事会成立调查组，就所述事件对其本人进行调查，以还原事实真相”。⑤公司有不正当市场竞争行为。瑞幸咖啡曾在2018年5月15日发布致星巴克公开信，控诉星巴克存在不正当竞争、行业垄断

等行为，表示将在全国各地起诉。这种行业被外界称为“碰瓷营销”。2020年9月，市场监管总局等对瑞幸咖啡做出共计6,100万元的行政处罚，正是针对其不正当竞争行为。行政处罚决定书指出瑞幸咖啡通过多种渠道对外广泛宣传使用虚假营销数据，欺骗、误导相关公众，违反《反不正当竞争法》第八条第一款规定，构成虚假宣传行为。

4. 东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡财务舞弊事件的市场反应

分别以东南融通被证实财务舞弊后第一个交易日即2011年8月17日、辉山乳业被证实财务舞弊的2017年3月23日、瑞幸咖啡被证实财务舞弊的2020年4月2日作为事件日，计算三家公司在[-10,10]窗口期的AR和CAR。

如图6所示，三家公司在事件日的AR均显著为负。

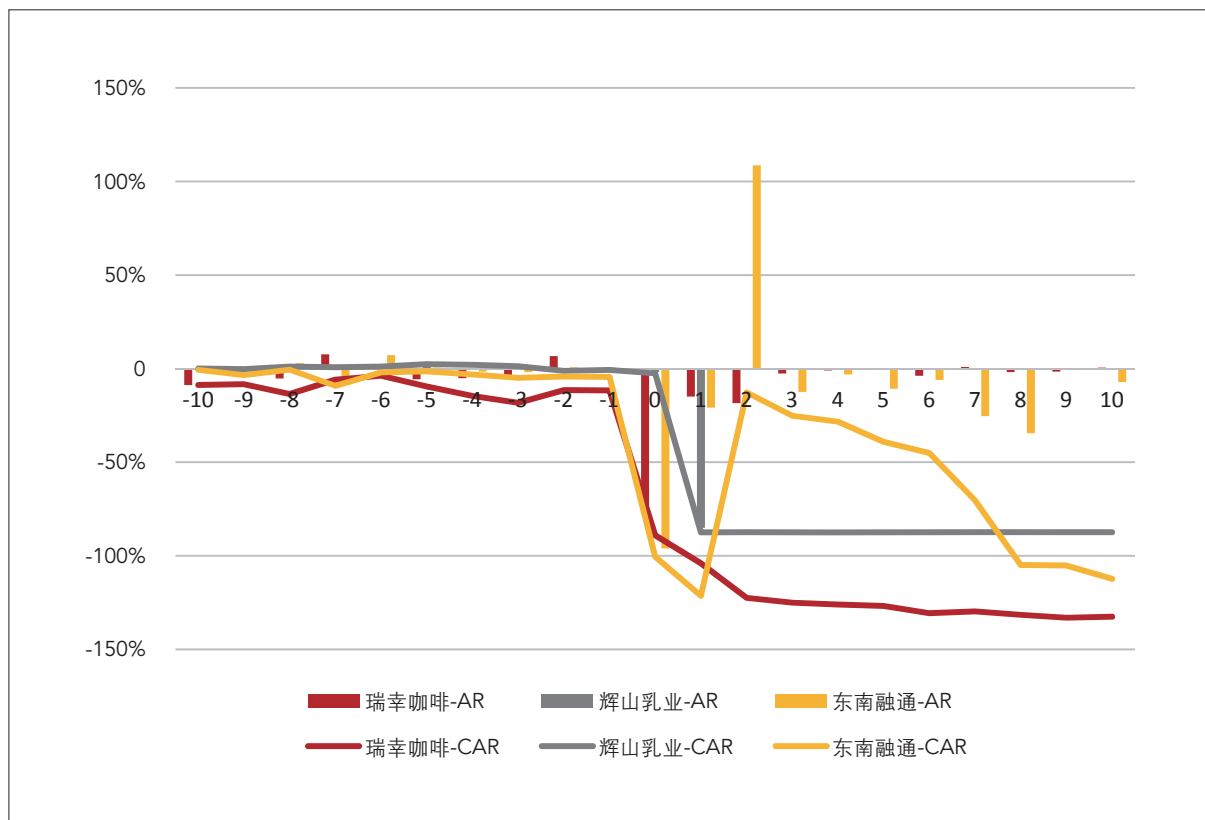
其中仅东南融通在第2天AR有显著为正，瑞星咖啡在事件日后的AR持续为负，而辉山乳业在被证实舞弊事件后即遭停牌。3家公司在[0,10]的CAR值均显著为负，且总体呈不断下降趋势，市场价值均遭受严重损失。

（四）案例分析的结论与启示

通过对不同时期的4家中国境外公司在防范财务舞弊和应对做空重大危机事件中职业道德方面表现的深入分析发现：积极的职业道德遵从在中国境外上市公司防止财务舞弊和应对做空危机发挥了显著积极的正向作用；而消极的职业道德遵从甚至违背职业道德导致的财务舞弊，对中国境外上市公司市值产生了显著负面影响。

由此可见，职业道德遵从度的差异是中国境外上市公司是否发生财务舞弊，在应对做空危机时出现不同表现，以及事件对公司市场价值有不同影响的重要原因。

图6：东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡被证实舞弊事件的AR和CAR



五、职业道德之财务舞弊对企业价值的影响：统计分析

职业道德属于非正式制度约束。如前所述，功利主义道德观认为，遵循职业道德本质上是为了长远利益而牺牲眼前的短期利益。遵循职业道德可以提高公司声誉，节约交易成本，抑制侥幸心理和机会主义行为，降低代理成本。相反，违背职业道德可能会获得短期利益，但财务丑闻一旦败露，公司和相关当事人声名狼藉，将产生严重的不良经济后果。一些上市公司因财务舞弊行为被曝光，除了被罚款、声誉受损、被监管部门发起调查和被提起集体诉讼外，股价会出现大跌甚至退市归零的状况。

本部分将对纽交所、纳斯达克和港交所被做空的中概股公司进行统计分析，以通过量化的数据结果，进一步证实财务舞弊行为产生的巨大危害和遵循职业道德的重要价值。

（一）被做空中概股公司及其舞弊情况

1. 被做空情况

2006年初，香橼开始做空中国境外上市公司，此后，浑水、格劳克斯、匿名分析、GMT Research等多家做空机构针对中概股展开了做空调查，表1是各年度被做空中概股企业的数量。

从表1中可以看出，2006~2020年期间，做空机构对中概股公司共调查了136次，除去某一家公司被一家机构多次做空或者多家做空机构同时对一家公司做空的情况，被调查公司数也多达111家。其中，2010-2012年和2015-2020年期间，每年被做空公司数量均在5家以上，2011年有19家公司被做空，2017-2019年被做空公司均在20家以上。这说明做空机构认为中概股公司披露的财务信息可能存在可疑之处。

被做空的111家公司中，港交所上市公司达62家，占55.86%；其次是纳斯达克上市公司，为32家，占28.83%；纽交所上市的公司较少，为17家，占15.31%。

从行业分布情况来看，111家公司中，消费类企业最多，包括可选消费类企业31家、日常消费类企业16家；其次，工业企业和信息技术企业分别为17家和14家；再次，材料行业企业8家、能源类企业7家、医疗保健类企业7家、金融行业5家；最后，3个行业的企业数较少，分别是公用事业3家、电信业1家、房地产2家。

地区分布方面，这111家公司涉及17个省区市，其中北京市29家，香港特别行政区22家，上海市11家，广东省10家，福建省8家，浙江省6家。

表1：各年度被做空的中概股公司

年份	被做空公司家数(家)	证实存在舞弊的公司家数(家)
2006	2	0
2007	3	0
2008	1	0

续表

年份	被做空公司家数 (家)	证实存在舞弊的公司家数 (家)
2009	3	0
2010	7	2
2011	19	4
2012	7	5
2013	5	1
2014	3	1
2015	8	1
2016	6	0
2017	20	2
2018	21	1
2019	23	0
2020	8	3
合计	136	20

2. 舞弊情况

从舞弊情况来看，在被做空的 111 家中概股公司中，有确凿证据证实存在舞弊的公司为 20 家，具体情况如表 2 所示。

从所属交易市场来看，被曝存在舞弊行为的 20 家公司中，9 家在纳斯达克上市，5 家在纽交所上市，6 家在港交所上市。从各交易市场存在舞弊行为的公司占做空公司总数比例看，纽交所 5 家公司和纳斯达克 9 家公司占比分别达 29.41% 和 28.13%，港交所 6 家舞弊公司占比仅为 9.68%。

时间分布方面，2012 年以前被曝存在舞弊行为的公司有 11 家，全部为在美上市公司；2013-2020 年被曝舞弊行为的有 9 家，包括 3 家美股公司和 6 家在港上市公司，显然是港股公司居多。

行业分布方面，有 8 家公司属于消费行业，包括 5 家可选消费行业和 3 家日用消费行业；其他包括 4 家工业企业，5 家能源行业企业，2 家材料企业和 1 家信息技术企业。

地区分布方面，涉及 10 个省区市，除了辽宁省和香港特别行政区各有 3 家公司以外，其他地区均在 2 家或 2 家以下。

以被做空公司总数 111 家计算，20 家存在舞弊行为的公司占比为 18.02%，其中尤以 2011 年、2012 年和 2020 年最为突出，分别为 4 家、5 家和 3 家，仅 2011~2012 年期间就占到了舞弊公司总数的近一半。特别应当关注的是，这 20 家公司中，有 11 家公司针对做空发布了澄清公告，然后才被曝存在舞弊行为。不难推断，这种澄清对资本市场投资者的信心打击更大。

表2同时也列出了被做空日期和被证实存在舞弊日期，并且以此为基础计算被做空与被曝舞弊行为的间隔天数。可以看出，2011年以前证实公司存在舞弊行为的天数普遍较短，6家公司中，最长未超过46天，最短只有9天。但2012年以后，证实公司存在舞弊行为的天数普遍较长，14家公司中，除了2017年被证实的辉山乳业和2020年被证实的瑞幸咖啡不足100天（分别为97天和62天）外，其余12家公司均在100天以上，其中2012年被证实的天一药业和2020年被证实的天合化工分别用了1238天和2197天，前者超过了3年，而后者更高达6年之久。证实存在舞弊行为时间的拉长反映了发现舞弊难度有加大的趋势，即公司实施舞弊行为的隐蔽性在不断提升。

从最终结果看，20家被做空同时被证实存在舞弊行为的公司中，只有好未来一家公司仍在正常交易中，其余19家最终结果为停牌、除牌、退至粉单市场甚至彻底退市，这充分说明舞弊产生的后果是毁灭性的。

表 2：被证实存在舞弊的中概股公司

所属市场	公司名称	被做空日期	澄清日期	被证实存在舞弊日期	被做空与被曝舞弊的间隔天数	现在状态
NSDQ	双金生物	2010/8/30	2010/9/30	2010/10/15	46	退市
NSDQ	绿诺国际	2010/11/10	2010/11/11	2010/11/19	9	退市
NSDQ	中国高速频道	2011/1/30	2011/2/2	2011/3/11	40	退市
NUS	旅程天下	2011/3/7	未澄清	2011/4/17	41	退市
NSDQ	西安宝润	2011/3/28	未澄清	2011/4/26	29	退市， 转至粉单市场
NUS	东南融通	2011/4/26	2011/4/28	2011/5/22	26	退市
NUS	普大煤业	2011/4/11	未澄清	2012/2/22	317	2011/8/25 退至粉单市场
NSDQ	分众传媒	2011/11/21	2011/11/22	2012/3/14	113	退市
NUS	多元环球水务	2011/4/4	未澄清	2012/6/2	424	退市
NSDQ	中国清洁能源 / 索昂生物	2011/4/28	未澄清	2012/8/14	473	退市
NSDQ	天一药业	2009/4/22	未澄清	2012/9/5	1238	退市
HK	中金再生	2013/1/28	未澄清	2013/7/30	183	清盘，除牌
NSDQ	龙腾矿业	2013/9/20	未澄清	2014/4/21	213	退市

续表

所属市场	公司名称	被做空日期	澄清日期	被证实存在舞弊日期	被做空与被曝舞弊的间隔天数	现在状态
HK	奇峰国际	2014/11/20	2014/11/30	2015/12/15	390	退市
HK	辉山乳业	2016/12/16	2016/12/19	2017/3/23	97	退市
HK	德普科技	2016/7/28	2016/7/29	2017/11/9	469	2017 年停牌 2020 年退市
HK	中滔环保	2016/11/23	2016/11/30	2018/10/19	695	停牌
NSDQ	瑞幸咖啡	2020/1/31	2020/2/3	2020/4/2	62	停牌， 进行退市备案
NUS	好未来 (前身: 学而思)	2018/6/13	未澄清	2020/4/8	665	交易中
HK	天合化工	2014/9/2	2014/9/10	2020/9/7	2197	停牌

(二) 市场对舞弊公司的反应

CAR 用于衡量某种股票收益超过股票正常收益的幅度，如果 CAR 为负值，则表明该股票的收益低于正常收益，市场对该股票做出了负面反应。

通过逐一分析 20 家舞弊公司的交易数据，观察其舞弊前后股价的变化情况，发现在被做空后，旅程天下（纽交所上市）和天合化工（港交所上市）2 家公司的股票在被证实存在舞弊行为前就已经开始停牌，中金再生和奇峰国际 2 家公司（均在港交所上市）在被证实舞弊行为的同时股票停牌交易，因此可以观察舞弊行为证实前后市场对股价反应程度的公司有 16 家。具体分析视角包括整体的市场反应、区分交易市场的反应、区分有无澄清公告的市场反应、区分证实舞弊所需天数的市场反应四种情况。

1. 整体的市场反应

以公司被证实存在舞弊行为的日期作为事件日^①，

观察市场对此类公司股价的反应，结果如表 3 所示。

首先是舞弊事件日 CAR 的表现。16 家公司中，有 11 家公司事件日的 CAR 为负，占 68.75%。其中，绿诺国际、西安宝润、东南融通、龙腾矿业和瑞幸咖啡等 5 家公司的 CAR 异常低，说明其被曝舞弊事件日股价下跌幅度非常大，舞弊事件对公司股价的影响程度较高。

从舞弊事件日整体水平上看，16 家公司 CAR 合计数为 -361.469%，高于舞弊日前以及舞弊日后 10 天的累计值（分别为 -93.1907% 和 -230.617%），可见市场对舞弊事件反应的剧烈程度。均值为 -22.5918%，也显著高于舞弊事件日前 10 天和后 10 天的水平（分别为 -5.82442% 和 -14.4136%），说明舞弊事件当日市场整体负面反应最为剧烈。中位数为 -1.75265%/-5.07322%，说明负面反应的公司超过半数以上。

其次，对比事件日前后 10 天的股价表现，即表 3 中 [-10, -1] CAR 列与 [1, 10] CAR 列的数据，可以发现被曝舞弊之后，16 家公司中有 10 家公司的 CAR 低于

① 如被曝舞弊的日期公司股票被停牌，则选择复盘后的第一个交易日作为事件日。

表 3： 公 司 被 证 实 存 在 舞 弊 行 为 的 市 场 反 应

所属 市场	公司名称	被曝舞弊日期	事件日	[-10, -1] CAR (%)	事件日 CAR (%)	[1, 10] CAR (%)
NSDQ	双金生物	2010/10/15	2010/10/15	9.371688	11.07213	-4.75119
	绿诺国际	2010/11/19	2010/12/8	-80.9158	-48.7379	12.6651
	中国高速频道	2011/3/11	2011/3/11	-13.393	-5.07322	-140.512
	西安宝润	2011/4/26	2011/6/15	-19.7728	-60.1358	21.3905
	分众传媒	2012/3/14	2012/3/14	7.22781	-0.12927	-5.48162
	中国清洁能源 / 索昂生物	2012/8/14	2012/8/14	-2.68088	0.297679	-1.89652
	天一药业	2012/9/5	2012/9/5	-0.85383	17.87047	-6.71764
	龙腾矿业	2014/4/21	2014/4/21	3.353184	-88.192	118.5568
	瑞幸咖啡	2020/4/2	2020/4/2	-11.6687	-77.4228	-43.4732
	小计			-109.332328	-250.451	-50.2198
	均值			-12.148	-27.8279	-5.57997
NUS	东南融通	2011/5/22	2011/8/17	-4.5054	-96.0411	-11.7999
	普大煤业	2012/2/22	2012/2/22	-2.25355	-6.20044	18.41098
	多元环球水务	2012/6/2	2012/6/4	36.12275	1.259415	-24.8498
	好未来 (前身: 学而思)	2020/4/8	2020/4/8	8.38965	-9.10661	-6.85509
	小计			37.75345	-110.089	-25.0938
	均值			9.438363	-27.5222	-6.27345
HK	辉山乳业	2017/3/23	2017/3/23	-8.28861	-1.75265	-84.9044
	德普科技	2017/11/9	2017/11/9	-0.7591	-0.21047	2.817415
	中滔环保	2018/10/19	2018/10/19	-12.5641	1.034009	-73.2165
	小计			-21.61181	-0.92911	-155.303
	均值			-7.20394	-0.3097	-51.7678

续表

所属市场	公司名称	被曝舞弊日期	事件日	[-10, -1] CAR (%)	事件日 CAR (%)	[1, 10] CAR (%)
CAR 合计				-93.1907	-361.469	-230.617
均值				-5.82442	-22.5918	-14.4136
中位数 (第 8/9 家)				-2.25355/ -2.68088	-1.75265/ -5.07322	-5.48162/ -6.71764

事件日前，反差比较大的公司有中国高速频道、多元环球水务、辉山乳业、中滔环保和瑞幸咖啡等 5 家公司，其中中国高速频道舞弊日前后的 CAR 分别为 -13.393% 和 -140.512%，差值高达 127.119%。

再比较舞弊日前后的整体数据，舞弊日后 10 天的 CAR 累计为 -230.617%，远远大于舞弊日前 10 天的 CAR 累计值 -93.1907%，充分反映出舞弊给公司股价带来的负面反应绝不仅仅局限于被曝舞弊的事件当日，而是会延续多个交易日。均值方面，舞弊日前 10 天的均值为 -5.82442%，但舞弊日后 10 天的均值下降为 -14.4136%，再次表明舞弊事件产生的滞后影响。中位数呈现的特征也是舞弊日后 10 天明显差于舞弊日前 10 天，其中第 8 家前后 10 天的水平分别为 -2.25355% 和 -5.48162%，第 9 家前后 10 天的水平分别为 -2.68088% 和 -6.71764%。

2. 区分交易市场的反应

前面提到，有 1 家纽交所上市公司和 3 家港交所上市公司在舞弊日或之前就停止交易，这在某种意义上反映出纽交所和港交所对待舞弊的态度要比纳斯达克更为强硬，同时也为我们区分不同交易市场分析舞弊后果奠定了基础。

表 3 对 16 家舞弊公司按所属交易市场进行了分别列示。整体分布情况包括 9 家纳斯达克上市公司，4 家纽交所上市公司，以及 3 家港交所上市公司。各个交易市场的公司家数不等，导致比较各个市场 CAR 的小计

失去意义，因此下面将通过 CAR 均值的差异程度分析不同市场反应的特性。

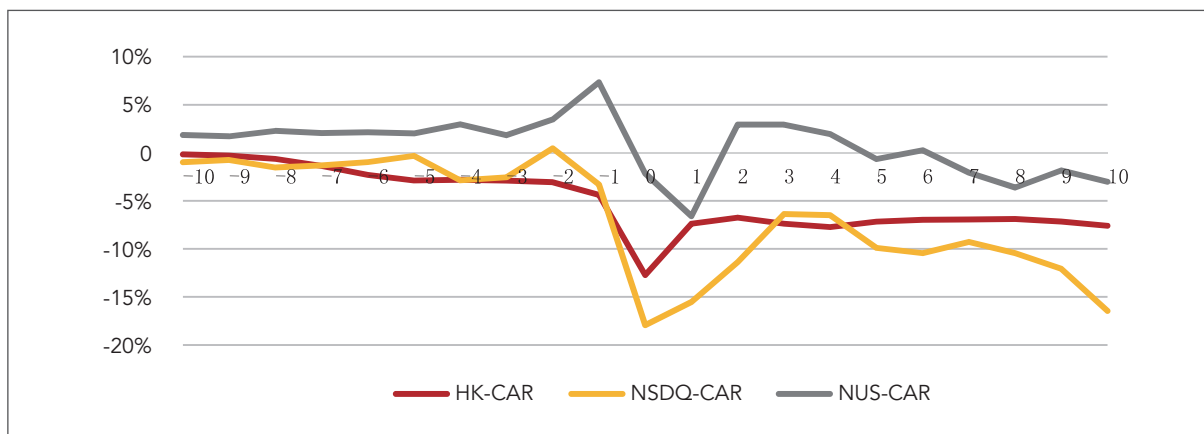
第一，关注舞弊事件日的 CAR 均值可以看出，纳斯达克、纽交所和港交所三地的值分别为 -27.8279%、-27.5222% 和 -0.3097%，纳斯达克和纽交所的水平比较接近，说明在舞弊事件披露当日，市场的负面反应程度均远远超过港交所。

第二，比较舞弊事件日前后市场反应的变化情况，纳斯达克和纽交所上市的中概股公司舞弊后 10 天与舞弊前 10 天的 CAR 均值都高于舞弊事件日当日，纽交所舞弊事件前 10 天 CAR 均值甚至为正数，说明这两个交易市场对舞弊事件的反应主要集中在事件当日。港交所则不同，舞弊前 10 天与舞弊后 10 天的 CAR 均值分别为 -7.20394% 和 -51.7678%，负面反应程度不仅都高于事件日当日，而且事件日后的负面反应更为剧烈。

上述分析表明，美股市场和港股市场对舞弊事件的负面反应存在不同特点，不过尽管如此，舞弊事件日之后的 [0,10] 期间内，市场会对舞弊事件给出负面反应并且是比较剧烈的负面反应，这一现象在三个交易市场都存在。[0,10] 期间内，纳斯达克、纽交所和港交所三地的 CAR 均值分别为 -33.4078%、-33.7956% 和 -52.0775%。显然，无论选择哪个交易市场，舞弊带来的不良后果都是无法否认的。

为了直观地观察区分不同交易市场对舞弊事件的反应，我们将 16 家公司在舞弊事件日的市场反应平均累计值进行整理，绘制成折线图，如图 7 所示。

图 7：舞弊事件日的市场反应



3. 区分有无澄清公告的市场反应

如果公司被做空后发布公告进行过澄清，而最终仍被证实存在舞弊行为，那么被做空后的澄清可以视为拒不承认存在舞弊行为，这无疑是在舞弊基础上又罪加一等，相比较未澄清的公司来说，市场对其的判罚会更为严苛。换言之讲，澄清后被曝舞弊行为的公司，市场对其的负面反应更为剧烈。

为了证实以上分析，我们结合表 2 的澄清日期信息，对表 3 的数据进行了重新梳理，得到如表 4 所示的结果。

从表 4 中可以看出，在被做空以后，被证实存在舞弊行为的 16 家上市公司中，有 9 家公司发布了澄清公告，占到公司总数的 56.25%，没有发布澄清公告的有 7 家公司，占到公司总数的 43.75%。

表 4 的市场反应结果可以从两个方面加以解释，

一是均值水平的差异，在舞弊事件当日，澄清公司的 CAR 均值为 -24.1401%，高于未澄清公司 -20.601% 的水平，说明市场给予澄清公司的负面反应普遍更大些；二是舞弊日前后 10 天 CAR 均值的变化情况，对比舞弊事件前 10 天和舞弊事件后 10 天 CAR 均值的差异，澄清公司由 -12.8328% 变化为 -38.7396%，变化幅度为下降 25.9068%，而未澄清公司则由 3.186361% 变化为 16.86275%，变化幅度为上升 13.676389%，这种变化幅度的反向特征进一步印证了市场对澄清行为的反感。

从 [-10,10] 期间 CAR 均值的整体情况来看，澄清公司合计为 -75.7125%，而未澄清公司合计仅为 -0.55193%，尽管两者整体上都属于负面反应，但显然澄清公司负面的剧烈程度更为明显。

表 4：舞弊公司区分有无澄清公告的市场反应

澄清日期	公司名称	被曝舞弊日期	事件日	[-10, -1] CAR (%)	事件日 CAR (%)	[1, 10] CAR (%)
2010/9/30	双金生物	2010/10/15	2010/10/15	9.371688	11.07213	-4.75119
2010/11/11	绿诺国际	2010/11/19	2010/12/8	-80.9158	-48.7379	12.6651
2011/2/2	中国高速频道	2011/3/11	2011/3/11	-13.393	-5.07322	-140.512
2011/4/28	东南融通	2011/5/22	2011/8/17	-4.5054	-96.0411	-11.7999

续表

澄清日期	公司名称	被曝舞弊日期	事件日	[-10, -1] CAR (%)	事件日 CAR (%)	[1, 10] CAR (%)
2011/11/22	分众传媒	2012/3/14	2012/3/14	7.22781	-0.12927	-5.48162
2016/12/19	辉山乳业	2017/3/23	2017/3/23	-8.28861	-1.75265	-84.9044
2016/7/29	德普科技	2017/11/9	2017/11/9	-0.7591	-0.21047	2.817415
2016/11/30	中滔环保	2018/10/19	2018/10/19	-12.5641	1.034009	-73.2165
2020/2/3	瑞幸咖啡	2020/4/2	2020/4/2	-11.6687	-77.4228	-43.4732
	澄清公司 整体	CAR 合计		-115.495	-217.261	-348.656
		均值		-12.8328	-24.1401	-38.7396
		中位数		-8.28861	-1.75265	-11.7999
未发布 澄清公告	西安宝润	2011/4/26	2011/6/15	-19.7728	-60.1358	21.3905
	普大煤业	2012/2/22	2012/2/22	-2.25355	-6.20044	18.41098
	多元环球水务	2012/6/2	2012/6/4	36.12275	1.259415	-24.8498
	中国清洁能源 / 索昂生物	2012/8/14	2012/8/14	-2.68088	0.297679	-1.89652
	天一药业	2012/9/5	2012/9/5	-0.85383	17.87047	-6.71764
	龙腾矿业	2014/4/21	2014/4/21	3.353184	-88.192	118.5568
	好未来 (前身: 学而思)	2020/4/8	2020/4/8	8.38965	-9.10661	-6.85509
	未澄清公司 整体	CAR 合计		22.30452	-144.207	118.0392
		均值		3.186361	-20.601	16.86275
		中位数		-0.85383	-6.20044	-1.89652

4. 区分证实舞弊行为所需天数的市场反应

被做空与被曝存在舞弊行为间隔天数反映公司被证实存在舞弊行为所花的时间，如果天数较短，要么表明舞弊疑点过多，很容易找到存在舞弊的证据，要么就是舞弊手段过于粗暴简单，造假漏洞明显，比如采用伪造销售合同、虚设交易客户等明目张胆的非法造假手段。

在这种情况下，一旦被发现存在舞弊行为，市场对公司股价的负面反应往往比较剧烈。相反，证实存在舞弊行为的时间较长，则说明公司的舞弊手法往往比较隐蔽，有时甚至可能是属于在符合会计准则处理的前提下采取了真实的盈余管理，因此市场对其股价的负面反应往往会相对较弱。

以上分析可以通过比较瑞幸咖啡和好未来两家公司的情况得以证明。瑞幸咖啡在2020年1月31日被浑水做空后，仅用62天便被证实存在夸大销售收入、隐藏关联方交易、虚增费用成本等明显的造假行为，而且数额巨大。由于其舞弊程度严重，被证实舞弊的当日，公司股价就出现暴跌，CAR值达-77.4228%，[0,10]期间的CAR值更达到惊人的-120.896%。

与此相反，好未来（做空日为2018年6月13日，被证实存在舞弊行为日为2020年4月8日）被做空与被曝舞弊的间隔天数长达665天，尽管与瑞幸咖啡一样

是自爆舞弊，公司怀疑员工存在与外部供应商合谋的不当行为，而且还有伪造合同等文件、错误夸大“轻课(light class)”销售数据的问题^①，但市场对其负面反应的剧烈程度不如瑞幸咖啡那么严重，被曝舞弊当日以及[0,10]期间的CAR分别只有-9.10661%和-15.9617%。

为了观察证实舞弊所需天数的市场反应，我们针对表2中被做空与被证实舞弊行为间隔天数的信息，先计算出其平均天数为267.56天，然后再将16家公司分为低于平均天数的公司和超过平均天数的公司两组，并据此对表3的数据重新梳理，得到如表5所示的结果。

表 5：公司区分证实舞弊行为所需天数的市场反应

被做空与被曝舞弊的间隔天数(天)	公司名称	被曝舞弊日期	事件日	[-10, -1] CAR (%)	事件日 CAR (%)	[1, 10] CAR (%)
9	绿诺国际	2010/11/19	2010/12/8	-80.9158	-48.7379	12.6651
26	东南融通	2011/5/22	2011/8/17	-4.5054	-96.0411	-11.7999
29	西安宝润	2011/4/26	2011/6/15	-19.7728	-60.1358	21.3905
40	中国高速频道	2011/3/11	2011/3/11	-13.393	-5.07322	-140.512
46	双金生物	2010/10/15	2010/10/15	9.371688	11.07213	-4.75119
62	瑞幸咖啡	2020/4/2	2020/4/2	-11.6687	-77.4228	-43.4732
97	辉山乳业	2017/3/23	2017/3/23	-8.28861	-1.75265	-84.9044
113	分众传媒	2012/3/14	2012/3/14	7.22781	-0.12927	-5.48162
213	龙腾矿业	2014/4/21	2014/4/21	3.353184	-88.192	118.5568
低于平均天数的公司	CAR 合计			-118.5916	-366.413	-138.31
	均值			-13.1768	-40.7125	-15.3678
	中位数			-8.28861	-48.7379	-5.48162
317	普大煤业	2012/2/22	2012/2/22	-2.25355	-6.20044	18.41098

① 资料来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1663509778364079740&wfr=spider&for=pc>

续表

被做空与被曝舞弊的间隔天数(天)	公司名称	被曝舞弊日期	事件日	[-10, -1] CAR (%)	事件日 CAR (%)	[1, 10] CAR (%)
424	多元环球水务	2012/6/2	2012/6/4	36.12275	1.259415	-24.8498
469	德普科技	2017/11/9	2017/11/9	-0.7591	-0.21047	2.817415
473	中国清洁能源 / 索昂生物	2012/8/14	2012/8/14	-2.68088	0.297679	-1.89652
665	好未来 (前身: 学而思)	2020/4/8	2020/4/8	8.38965	-9.10661	-6.85509
695	中滔环保	2018/10/19	2018/10/19	-12.5641	1.034009	-73.2165
1238	天一药业	2012/9/5	2012/9/5	-0.85383	17.87047	-6.71764
超过平均天数的公司	CAR 合计			25.4009	4.9441	-92.3072
	均值			3.6287	0.7063	-13.1867
	中位数			-0.85383	0.297679	-6.71764

表 5 中的数据显示, 16 家上市公司从被做空到被证实存在舞弊行为所需要天数中, 低于平均天数 267.56 天的有 9 家, 占到公司总数的 56.25%, 超过平均天数的有 7 家, 占到公司总数的 43.75%。从单个企业的角度来看, 媒体关注度较高的舞弊公司, 其被证实存在舞弊的天数基本上都比较少, 本课题第四部分作为重点案例分析的东南融通、辉山乳业和瑞幸咖啡, 该天数分别只有 26 天、97 天和 62 天, 都低于平均天数。

市场反应方面, 可以从舞弊当日和舞弊日前后两种角度对表 5 的结果进行分析, 首先是在被证实舞弊的当日, 无论是 CAR 平均值还是单个公司的 CAR, 市场给予的负面反应都表现出一致的趋势, 被证实舞弊所需天数较少的 9 家公司都比被证实舞弊所需天数较多的 7 家公司更加剧烈。就均值来看, 两者分别为 -40.7125% 和 0.7063%; 就中位数方来看面, 两者分别为 -48.7379% 和 0.297679%。

其次是舞弊日前 10 天和舞弊日后 10 天的差异方面, 对于被证实舞弊所需天数较少的 9 家公司来说, 舞弊日前后的 CAR 都是负面的, 但程度上都弱于舞弊当日, 舞弊当日的均值和中位数分别达到 -40.7125% 和 -48.7379%, 但舞弊日前后的值都在 -20% 以内。

而对于被证实舞弊所需天数较多的 7 家公司来说, 舞弊日后 10 天 CAR 的负面反应更为明显, 均值和中位数分别为 -13.1867% 和 -6.71764%, 既超过了舞弊前 10 天的水平 (分别为 3.6287% 和 -0.85383%), 也超过了舞弊当日 0.7063% 和 0.297679% 的水平, 说明被曝舞弊之后市场的负面反应还是比较明显的。

从 [-10,10] 期间 CAR 均值的整体情况来看, 被证实舞弊所需天数较少的公司为 -69.2571%, 而被证实舞弊所需天数较多的公司仅为 -8.85174%, 两者整体上都属于负面反应, 并且前者的剧烈程度更为明显。

(三) 舞弊事件对其他上市公司的影响

中概股公司一旦被曝存在舞弊行为，市场对其的负面反应往往不仅仅表现在公司自身，而会殃及其所在的交易市场，甚至整个中概股群体。基于此，本部分将重点分析恶性舞弊事件和连续曝光舞弊事件带来的市场反应。

1. 恶性舞弊事件的市场反应

通过综合分析表 3、表 4 和表 5，从中筛选出经历过“做空-澄清-被曝舞弊”且被证实舞弊天数较少的纽交所、纳斯达克和港交所上市公司各 1 家，即东南融通、瑞幸咖啡和辉山乳业，作为恶性舞弊事件，以舞弊日作为事件日^①，考察这些舞弊事件对其他中概股 CAR 的影响。

表 6 列示了舞弊事件对其他中概股 CAR 的影响结果。

从表 6 中可以看出，发生在美股市场的两起恶性舞弊事件，即 2011 年 5 月 23 日被曝舞弊的东南融通和 2020 年 4 月 2 日被曝舞弊的瑞幸咖啡，其市场当日的负面反应不仅表现在公司自身（分别为 -96.0411% 和 -77.4228%，参见表 3、表 4 和表 5），也波及其他在美国上市（包括纽交所和纳斯达克）的中概股。其中，在纽交所上市的东南融通被曝舞弊之日，纽交所

中概股的 CAR 为 -0.8413%，纳斯达克中概股的 CAR 为 -0.2343%；在纳斯达克上市的瑞幸咖啡被曝舞弊之日，纳斯达克中概股的 CAR 为 -1.4725%，纽交所中概股的 CAR 为 -1.9257%。

在港交所上市的辉山乳业，2017 年 3 月 23 日被曝舞弊，尽管当日三个交易市场的中概股 CAR 值均为正，但很明显，港交所中概股的 CAR 值 0.1118% 是最低的，说明还是受到一定程度的负面影响。

2. 连续曝光舞弊事件的市场反应

分析表 2 中被证实存在舞弊的日期，我们发现有不少年份存在多家公司被曝舞弊的现象，因此我们选择一年中被曝舞弊超过 3 家公司的 2011 年（4 家）、2012 年（5 家）和 2020 年（3 家），将其视为存在连续曝光舞弊事件的年份，并以这三个年度所曝光最后一家公司的舞弊日作为事件日，考察连续舞弊事件对其他中概股 CAR 的影响，结果如表 7 所示。

表 2 和表 7 的数据显示，2011 年 3 月到 5 月，接连 4 家公司被曝舞弊，同时被做空与被曝舞弊的间隔天数都很短（41 天以内），如此高频率的舞弊事件曝光，加上东南融通的舞弊程度较为严重，导致美股中概股全面受损，纽交所和纳斯达克中概股的 CAR 值分别达 -0.8413% 和 -0.2343%。

2012 年 2 月到 9 月，先后有 5 家公司被曝舞弊，尽

表 6：舞弊事件对其他中概股 CAR 的影响（%）

交易所	东南融通 (NUS) (2011/5/23)	瑞幸咖啡 (NSDQ) (2020/4/2)	辉山乳业 (HK) (2017/3/23)
纽交所	-0.8413	-1.9257	0.3544
纳斯达克	-0.2343	-1.4725	0.5959
港交所	0.0461	0.2600	0.1118

① 由于东南融通被曝舞弊的 2011 年 5 月 22 日为星期日，所以选择次日 5 月 23 日作为事件日。

表 7：连续舞弊事件对其他中概股 CAR 的影响（%）

	东南融通 (NUS) (2011/5/23)	天一药业 (NSDQ) (2012/9/5)	天合化工 (HK) (2020/9/7)
纽交所	-0.8413	0.3232	0.1134
纳斯达克	-0.2343	-0.1777	1.1178
港交所	0.0461	0.3067	-0.4060

管其中只有分众传媒进行了澄清，另外 4 家公司没有澄清（意味着没有否认舞弊），并且被证实舞弊的天数也相对较长，但从表 7 中看出，2012 年 9 月 5 日天一药业被证实存在舞弊的当天，纳斯达克的中概股 CAR 值仍为负（-0.1777%），显然不能排除舞弊的负面影响。

2020 年 4 月到 9 月期间，有 3 家公司被曝舞弊，尽管管好未来和天合化工被证实舞弊的天数都较长，表明其舞弊不像同年被曝舞弊的瑞幸咖啡那样恶劣，但市场的反应仍是负面的。2020 年 9 月 7 日天合化工被证实存在舞弊的当天，港股中概股 CAR 值为 -0.4060%。

（四）未证实存在舞弊公司的市场反应

我们也研究了遵从职业道德的正面效果。为此，我们在同样被做空的 111 家企业中，通过对比行业、地区、企业规模等指标的方式，选出了 16 家被做空但没有被证实存在舞弊的公司作为配对样本，结果如表 8 所示。

表 8 所列的 16 家配对样本公司中，包括港交所上

市的公司 7 家，纳斯达克上市的公司 6 家，以及纽交所上市的公司 3 家。从行业分布特点上看，与 16 家舞弊公司的行业分布情况基本一致，以消费类企业居多。

我们将事后被证实存在舞弊的公司作为舞弊公司，将未证实存在舞弊的配对样本公司作为非舞弊公司，通过比较市场对这两个样本股价的不同反应，来证明遵从职业道德的正面反应。如果在事件窗口期，非舞弊公司的 CAR 明显高于舞弊公司，则可认为市场给出的反应是正面的。

对于非舞弊公司，我们只能选择其做空日作为事件窗口，研究市场对其股价的反应。同样地，为便于比较，对舞弊的样本公司，也选择其做空日作为事件窗口，计算其市场反应 CAR 值，结果如表 9 所示。

对比表 9 中窗口期 [-1,0] 的变化可以发现，在做空日当日，港交所舞弊公司的 CAR 为 $-(22.99-4)\%=-18.99\%$ ，而非舞弊公司的 CAR 仅为 $-(12.02-3.71)\%=-8.31\%$ ，后者跌幅明显低于前者；纽交所舞弊公司和非舞弊公司的相应数值分别为 $-(37.91-24.84)\%=-13.07\%$ 和 $(24.62-$

表 8：未证实存在舞弊的样本公司

所属市场	公司名称	股票代码	所属行业	被做空日期
港交所	西部水泥	2233.HK	材料	2012/8/8
港交所	中国旭光	0067.HK	材料	2014/3/25
港交所	丰盛控股	0607.HK	公用事业	2017/4/25
港交所	特步	1368.HK	可选消费	2018/6/14

续表

所属市场	公司名称	股票代码	所属行业	被做空日期
港交所	安踏	2020.HK	可选消费	2018/6/14
港交所	中国天然气	0931.HK	能源	2015/7/14
港交所	超大现代农业集团	0682.HK	日常消费	2011/9/26
纳斯达克	中国阀门(中阀科技)	CVVT.OO	工业	2011/1/13
纳斯达克	傅氏科普威	FSIN.O	工业	2012/4/10
纳斯达克	哈尔滨泰富电气	HRBN.O	工业	2011/6/1
纳斯达克	山东昱合	YUUI.OO	日常消费	2011/6/17
纳斯达克	德尔集团	DEER.OO	可选消费	2011/12/21
纳斯达克	海亮教育	HLG.O	可选消费	2018/4/9
纽交所	中国新博润	BORNY.OO	日常消费	2010/10/12
纽交所	搜房控股	SFUN.N	信息技术	2013/4/8
纽交所	跟谁学	GSX.N	可选消费	2020/2/25

23.73)%=0.89%，前者为下降，而后者略有上升；纳斯达克市场舞弊公司的 CAR 为 $-(32.18-8.56)\%=-23.62\%$ ，非舞弊公司的相应数值为 $-(28.70-18.28)\%=-10.42\%$ ，同样是后者跌幅明显低于前者。这些结果说明，市场对做空事件的股价反应多数是负面的，但相比而言，舞弊公司的负面反应要远远大于非舞弊公司。

如果将窗口由事件日拉长到 $[-10,10]$ 期间，市场对两类样本的不同反应同样非常明显。从表 9 中可以看出，在港交所、纽交所和纳斯达克，非舞弊公司的 CAR 都

明显高于舞弊公司。对于港交所来说，舞弊公司做空日事件窗口期 $[-10,10]$ 的 CAR 值为 -21.35% ，而非舞弊样本只有 -13.45% 。纳斯达克市场的相应数据呈现出类似的特征，做空日事件窗口期 $[-10,10]$ 的 CAR 值，舞弊公司为 -40.31% ，而非舞弊样本为 -29.70% 。纽交所对于非舞弊公司的正面反应更为强烈，相较于舞弊公司 -63.36% 的水平，非舞弊公司做空日事件窗口期 $[-10,10]$ 的 CAR 值达 23.95% 。

表 9：配对样本公司的市场反应 CAR (%)

窗口期	港交所		纽交所		纳斯达克	
	舞弊公司	非舞弊公司	舞弊公司	非舞弊公司	舞弊公司	非舞弊公司
-10	-0.44	-0.65	-1.90	1.31	0.94	0.18
-9	-1.38	-0.81	-2.32	-2.18	0.77	0.62

续表

窗口期	港交所		纽交所		纳斯达克	
	舞弊公司	非舞弊公司	舞弊公司	非舞弊公司	舞弊公司	非舞弊公司
-8	-1.81	0.94	-3.86	-6.68	-0.24	0.35
-7	-2.58	-1.92	-4.60	-0.25	-2.51	-1.07
-6	-4.57	-4.11	-3.00	0.58	-6.70	-2.13
-5	-4.87	-3.34	-4.44	3.78	-6.88	-0.27
-4	-6.38	-5.24	-7.32	10.11	-2.51	-4.77
-3	-5.79	-3.41	-11.85	11.81	-5.17	-4.39
-2	-5.38	-2.60	-15.37	21.75	-4.63	-11.37
-1	-4.00	-3.71	-24.84	23.73	-8.56	-18.28
0	-22.99	-12.02	-37.91	24.62	-32.18	-28.70
1	-32.55	-14.31	-40.85	24.84	-25.01	-35.71
2	-31.25	-14.26	-40.11	28.54	-26.97	-31.22
3	-15.79	-16.98	-40.58	24.11	-32.01	-22.58
4	-15.67	-16.49	-45.59	22.42	-38.80	-19.32
5	-15.15	-13.97	-63.56	24.91	-42.10	-21.28
6	-20.06	-12.94	-61.78	23.07	-46.01	-19.78
7	-19.97	-12.34	-63.20	16.24	-46.32	-21.06
8	-18.85	-12.36	-68.62	19.59	-42.47	-20.92
9	-20.12	-14.07	-64.08	25.03	-39.34	-19.56
10	-21.35	-13.45	-63.36	23.95	-40.31	-29.70

上述结果可以通过图 8、图 9 和图 10 加以直观反映。丑闻之后，美参议院就通过了《外国公司问责法案》，

本部分的数据分析表明，财务舞弊事件不仅对舞弊公司自身的股价会产生不同程度的负面影响，对所在市场的其他关联公司乃至整个中概股上市公司整体的市场价值都产生了不利的影响。并且可以推断，这些不利影响还会波及股价之外的其他方面。例如，瑞幸咖啡自爆

对外国公司在美上市提出了包括审查公司会计底稿在内的更严格的要求，美国证监会主席杰伊·克莱顿甚至提醒投资者不要购买在美上市中国公司的股票。城门鱼殃，职业道德失守的不菲代价由此可见一斑。

图 8：港交所配对样本的市场反应

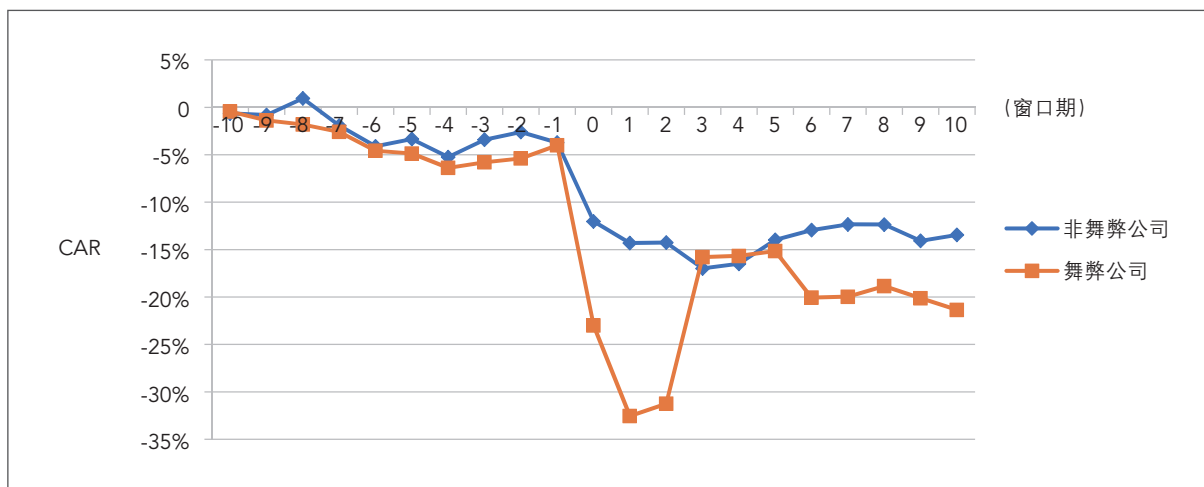


图 9：纽交所配对样本的市场反应

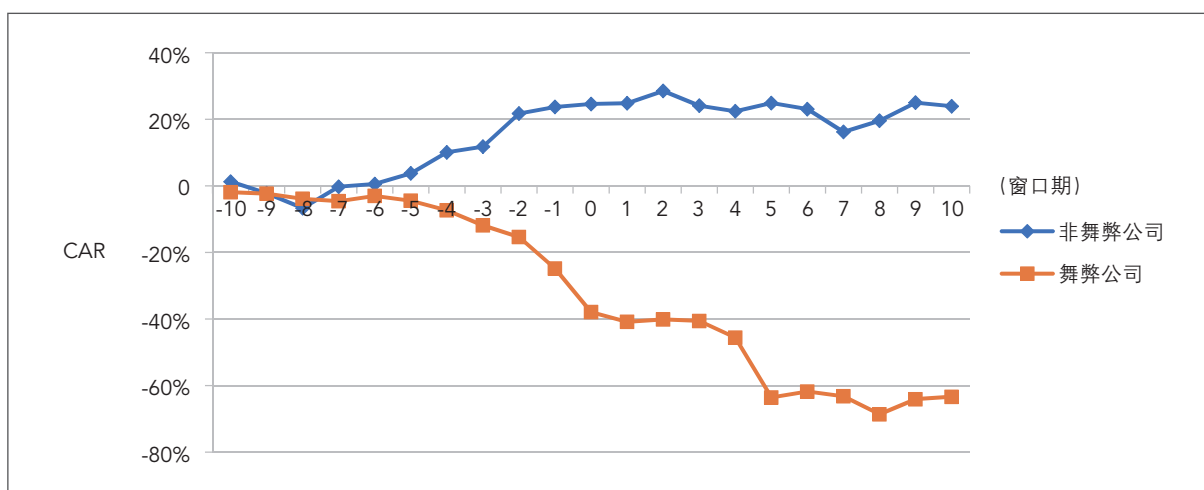
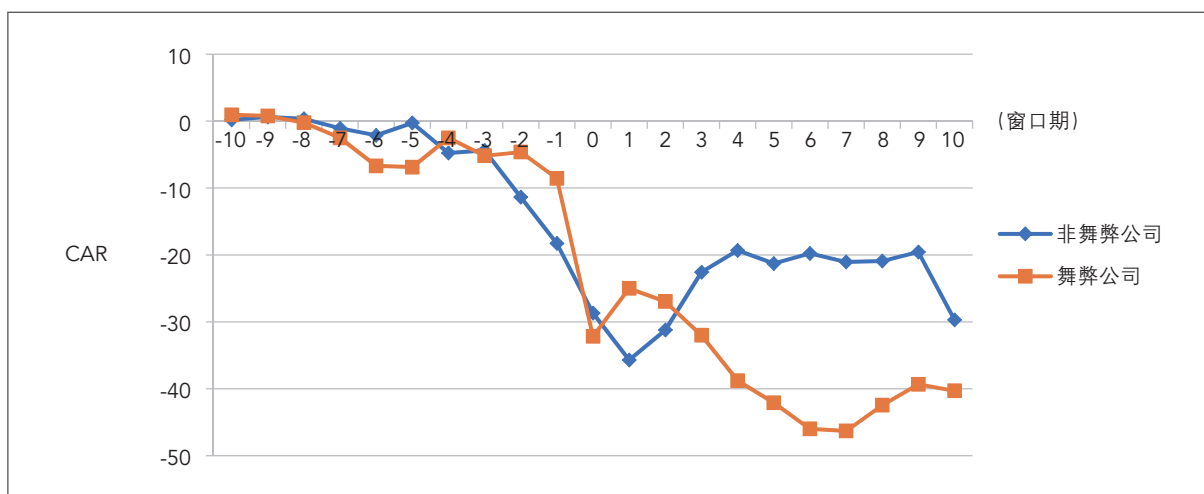


图 10：纳斯达克配对样本的市场反应



六、强化职业道德遵从，防范财务舞弊的建议

财务舞弊过去有，现在有，将来也会有；中国公司有，其他国家公司也会有。但财务舞弊是非道德和反伦理的行为，不仅会造成公司价值的损失，伤及公司的其他利益相关者，而且会波及来自同一地区和行业的公司价值。虽然财务舞弊行为人可能获得暂时的利益，但是长远和整体的价值损失巨大，必须警钟长鸣，引以为戒，加以遏制和禁止。

第一，加强诚信和职业道德教育。市场经济充满利益诱惑和利益冲突，容易发生损人利己、损公肥私的不道德行为。公司管理层、员工、注册会计师、律师、券商、投资者、供货商和政府监管机构等市场参与主体要强化自律，弘扬诚信文化和契约精神，对法律制度和职业道德准则有敬畏之心。公司经营要“以义制利”，加强职业道德教育，以道德规范限制、约束公司的求利行



为，建立诚信敬业的企业文化。健康的道德文化具有无形的约束力，会持续地影响公司所有人员的行为。公司在制定员工的录用、绩效评价、岗位晋升、奖惩政策时，应充分考虑员工的道德要求，避免损害顾客、供应商和其他利益相关者的利益。公司经理人在经营过程中要以身作则，做到讲诚信、守道德、自爱自重、尊重下属、维护行业声誉。成功的企业无一不是把“信”和“义”放在自己的商业伦理首位。注册会计师要扮演好资本市场看门人的角色，不能为一时之利而违背职业道德。

第二，治理财务舞弊必须处理好利益与道德的关系。财务舞弊会给某些人带来利益，这是财务舞弊产生的根源。对财务舞弊有效治理的目标是实现求利与求德的统一。求利与求德的统一也体现了伦理学功利论和道义论的内在一致性。根据道义论，诚信是应尽的义务和内在的要求，是一种理性的美德和道义的化身，也是功利的源泉。当面临利益与道德的冲突时，行为主体将职业道德置于个人短期利益之上，是正当职业行为的基石。IMA《职业道德守则公告》要求IMA成员应按照诚实、公平、客观和负责的原则行事，并鼓励组织内部其他员工遵守这些原则。无数事实已经表明，一个不具有职业道德的经理人将会被市场无情地抛弃。舞弊行为会损害利益相关者的利益，也必然会遭到利益相关者的抵制和报复，“越界”的成本常常大得难以想象。

第三，加强公司治理，完善内部控制。完善公司股权结构，减少一股独大的状况，抑制大股东利用财务舞弊掏空上市公司和侵害中小股东利益的行为。完善“三会一层”对财务舞弊的约束机制。公司应建立主动积极的反财务舞弊公司管理制度和机制，构建健康的商业模式，形成明确的长远发展战略，踏实做好业务，依靠竞争优势持续创造价值，远离财务舞弊的诱惑和陷阱。公司应建立起与全面风险管理相结合的财务舞弊防范体系，发挥董事会在治理财务舞弊过程中的核心作用，董

事会应确保公司建立高效的预防、调查和处理涉嫌舞弊案件的决策体系，对舞弊风险管理政策和措施的有效性实施持续监控。公司应将舞弊风险纳入公司的风险管理框架，治理层面、管理层面、业务部门层面和财务层面，定期对舞弊风险的重要性和可能性进行识别和评估，并制定应对措施以降低舞弊风险发生的概率，防患于未然。公司各级管理人员、会计人员、内部审计人员、普通员工和外部审计人员都应承担起管理舞弊风险的责任。

第四，加强市场制度建设，用市场机制处罚败德行为。建立有效的人力资本市场，完善经理人的声誉定价机制。提升金融市场参与者教育，发挥金融市场奖善惩恶的作用。完善资本市场做空机制。媒体监督是督促公司强化道德遵从性的重要力量，要加强媒体对市场主体的监督。

第五，政府应完善相关的法律，完善对舞弊公司及其当事人的责任追究制度，加大处罚力度，包括让舞弊当事人承担刑事责任和民事赔偿责任，要使其接受来自企业内外的审视及付出惨痛的代价，使他们从思想和行动上杜绝舞弊的发生。

参考文献

- [1] 陈来. 孔子·孟子·荀子：先秦儒学讲稿[M]. 北京：生活·读书·新知三联书店，2017.
- [2] 陈汉文，韩洪灵. 商业伦理与会计职业道德[M]. 北京：中国人民大学出版社，2020.
- [3] 丁弋弋. 中概股闹祸，中美会计大战升级[J]. IT Time Weekly, 2013(9):58-61.
- [4] 方意，于渤，王炜. 基于瑞幸咖啡事件的中概股溢出效应分析[J]. 财会月刊，2020(10):145-150.
- [5] 黄佳琦，宋夏云. 瑞幸咖啡财务舞弊案例分析[J]. 财务管理研究，2020(5):50-55.
- [6] 黄明. 关于管理层财务舞弊的商业伦理探讨：以辉山乳业为例[J]. 金融经济，2019(14):133-134.
- [7] 雷滔，何小锋. 中概股遭围剿羊群效应的路径演绎分析[J]. 西南金融，2013(8):62-65.
- [8] 彭涛. 海外投机机构“猎杀”中概股手法分析与对策[J]. 新会计，2013(12):29-32.
- [9] 袁敏. 东南融通事件的分析和启示[J]. 财务与会计，2012(01):21-24.
- [10] 张雨潇，岳虹. 中国概念股遭遇国外机构做空的成因与应对：以新东方为例[J]. 财务与会计，2014(3):19-21.
- [11] 卓继民，沈伟民. 复盘中概股 2015[J]. 经理人，2020(5):40-44.
- [12] Eckert C, Gatzert N, Pisula A. Spillover effects in the European financial services industry from internal fraud events: Comparing three cases of rogue trader scandals[J]. Journal of Risk Finance, 2019, 20(3):249-266.
- [13] Fich M, Shivdasani A. Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics 2007, 86 (2):306–336.
- [14] Jarrell G A. Change at the Exchange: The causes and effects of deregulation[J]. Journal of Law and Economics, 1984, 27 (2): 273–312.
- [15] Karpoff J M, Lott, J R. The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud [J]. Journal of Law and Economics, 1993, 36:757–802.

- [16] Karpoff J M, Lee D S, Martin G S. Legal penalties for financial misrepresentation[R]. Working paper. The University of Washington. 2006.
- [17] Karpoff J M, Lee D S, Martin G S. The consequences to managers for financial misrepresentation[J]. Journal of Financial Economics 2008, 88 (2): 193–215.
- [18] Karpoff J M, Lee D S, Martin G S. The costs to firms of cooking the books[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis 2008, 43 (3): 581–612.
- [19] Karpoff J M, Koester A, Lee D S , Martin G S. Proxies and databases in financial misconduct research[J]. The Accounting Review, 2017, 92(6): 129–163.
- [20] Griffin P A, Grundfest J A, Perino M A. Stock price response to news of securities fraud litigation: An analysis of sequential and conditional information[J]. Abacus, 2004, 40(1):21-48.
- [21] Driel H van. Financial fraud, scandals, and regulation: A conceptual framework and literature review[J]. Business History. 2019, 61(8):1259-1299.
- [22] Wolfe D T, Hermanson D R. The fraud diamond: Considering the four elements of fraud[J]. CPA Journal, 2004, 12(74), 38–42.
- [23] Yendrawati R, Aulia H, Prabow O Y. Detecting the likelihood of fraudulent financial reporting: an analysis of fraud diamond[J]. Asia-Pacific Management Accounting Journal, 2019, 14(1):43-69.

联络 IMA 中国

电话: 8610-85534600 4000 462 262

邮箱: imachina@imanet.org

网址: www.imachina.org.cn



扫描二维码关注官方微信



扫描二维码关注 CMA 订阅号



扫描二维码关注官方微博



扫描二维码关注 SF 小程序



扫描二维码关注官方抖音号