

# 从“高淳陶瓷案” 看我国上市公司内幕交易及信息传递

朱小平 杨扬

上市公司信息的公平披露对于构建和谐有效的资本市场、维护社会整体的公平正义是非常重要的。然而，我国上市公司拥有的内部信息要转化为公众知悉的公开信息，在空间上和时间里都存在一个传递区间，特别由于种种原因，在目前我国这个传递空间比较大的情形下，这就使得那些最先获得这些公司信息的“圈内人”能够提早进行购入股票或者抛出股票的操作，从而牟取暴利或者规避损失；而那些普通投资者由于没有及时获取有效信息而蒙受重大损失。笔者以备受关注的因国家机关工作人员涉足上市公司内幕交易而被判罚的“高淳陶瓷案”为例，分析和探讨我国上市公司的信息传递路径，并提出相关建议。

## 一、背景介绍

江苏高淳陶瓷股份有限公司(以下简称高淳陶瓷)创建于1958年，原是一家生产日用粗陶的手工作坊式小厂，20世纪80年代因大力发展炆器出口餐具，成为江苏省陶瓷行

业的创汇创利大户，在行业中脱颖而出。2003年1月，高淳陶瓷在上海证券交易所上市。2009年2月到4月，时任某市经济委员会主任的刘某全程参与了中国电子科技集团第十四研究所借壳高淳陶瓷上市事项，为内幕信息知情人员。由于刘某参与内幕交易并非法获取暴利，2010年12月30日被判处有期徒刑5年，违法所得749.95万元上缴国库，同时处罚金750万元。

## 二、案例分析

### (一) 高淳陶瓷的11个涨停板

高淳陶瓷被称为2009年的“最牛个股”，在2009年4月20日开盘后几分钟的时间内，高淳陶瓷股价被迅速拉至涨停，此后，高淳陶瓷停牌。停牌一个月的高淳陶瓷复牌并公布了中国电子科技集团第十四研究所收购股权和资产置换及非公开发行的重组方案。该股在停牌前涨停到8.13元的基础上，一路又连拉10个涨停板，于2009年7月16日股

各方的差异性较大，则可以采用移植模式，即用一套新的财务管理机制替代合并各方的财务管理系统。中平能化集团基于事前对平煤集团和神马集团财务状况进行的调查分析，选择了融合模式，即将两者财务管理中的优势融合起来形成新集团的财务战略，使合并重组取得了预期的效果。

### (二) 以企业的战略目标为整合起点

企业重组既有财务型又有战略型，财务型重组通常以获得短期收益为目标，战略型重组则以持续发展为目标，通过重组实现企业多元化发展。但不论哪种整合，战略目标的确定都是企业进行资源整合的前提，而财务资源的整合则是财务整合的核心内容。平煤集团和神马集团整合的战略目标正是通过上下游产业的结合以实现多元化发展，因此资源

的配置也是围绕这一目标进行的。

### (三) 财务整合策略要有利于公司财务管理的创新

财务管理作为企业的核心工作之一，不应一成不变，而应随着企业内外部环境的变化不断地进行创新。财务管理的创新是财务整合的客观要求，具体包括财务管理目标、投融资管理、风险管理手段、财务分析和分配制度的创新等。只有不断创新，才能提高企业的财务管理水平，使企业的财务管理与其他各项活动紧密结合，实现企业合并重组的目标，不断增强企业竞争力。■

(作者单位：东北财经大学会计学院  
中国内部控制研究中心)

责任编辑 刘黎静

价创下30.85元的新高。其实有关高淳陶瓷重组的消息在正式决定重组前就已经泄露，而按照公开资料，此时的高淳陶瓷似乎根本就没有要进行重组的任何消息。高淳陶瓷暴涨之后出现重大利好，社会上“内幕交易”的质疑一直不绝于耳，这也是有关方面迅速介入进行调查的原因。

### （二）经委主任的“生财之道”

有关公开数据显示，2009年5月22日、25日、26日连续三个交易日名列高淳陶瓷卖出金额前两名之一的某证券营业部正是经委主任刘某的股票开户所在地。刘某和其妻在2009年高淳陶瓷第一次涨停前就已经提早买入了这只股票。2009年11月23日，刘某及其妻因涉嫌参与高淳陶瓷内幕交易被刑事拘留，2009年12月30日被正式逮捕。来自某公诉机关的起诉资料显示，2009年3月底至4月初，此前在牵线高淳陶瓷重组的刘某让其妻卖掉手中所持其他股票，全部买入高淳陶瓷。刘某暗示，十四所要重组高淳陶瓷，双方合作成功的希望很大。于是在高淳陶瓷2009年4月21日正式公告重组事项之前，其妻先后于2009年4月1日、7日和8日以网上委托交易的方式，通过其他账户买入4.58万股高淳陶瓷，并在4月13日又通过其他账户买入1.01万股高淳陶瓷，合计花费资金约39.12万元。刘某还让其妻于2009年4月13日和14日先后从蒋某处借款300万元买入41.95万股高淳陶瓷。4月15日，其妻再次将从薛某处借的100万元买入13.86万股高淳陶瓷。刘某和其妻于该股复牌后的5月22日至6月24日，将上述股票全部卖出，非法获利749.95万元。

## 三、思考与建议

如果将提早接触到上市公司内部信息的人称为“圈内人”，将滞后获得上市公司信息的人称为“圈外人”，那么，从空间纬度来看，上市公司的信息是沿着“圈内”到“圈外”的空间顺序向外传递；从时间纬度来看，上市公司的信息是沿着“内幕信息”到“公开信息”的时间顺序向外传递。在本案中，刘某利用职务之便，借助政府与本地企业之间的关系，成为提早获取上市公司高淳陶瓷重组信息的“圈内人”。在高淳陶瓷2009年4月21日正式公告重组事项之前就获取了该利好消息，并让其妻提早大量买入高淳陶瓷，共获利700多万元，这种违法违规行为了损害了广大中小投资者的利益。

那么，应当采取何种措施来规范资本市场交易、杜绝内幕交易和违规操作行为？笔者提出以下几点建议：

### （一）加重违规处罚力度

我国股市中存在着比较严重的知情交易者利用优先获取的信息非法交易的现象，笔者认为，这与证监会或其他司

法机关对违规公司的惩罚力度不够、违规公司的违法成本低不无关系。当上市公司内部信息尚未公布时，要使知情者不利用优先获取的信息进行交易，方法之一就是加大查处和惩罚的力度，加重违法成本。在经济学看来，一切行为都是有成本的。知情交易者违法交易的成本，可用下述公式来计算： $成本 = 必然成本 + 法定成本 \times 受罚率$ 。违法主体实施违法行为的必然成本为其所掌握的信息资源成本，其必然成本较低。尽管我国不断加大了对证券市场非法交易的处罚力度，其法定成本在逐步增加，但由于执法水平不太高，导致受罚率微乎其微，起不到威慑的作用。所以，一方面应当加重对违规者的处罚力度，提高法定成本；另一方面要加大查处力度，提高受罚率，从而提高违法交易的总成本。

### （二）加强内部公司治理监管

对公司内部涉及公司治理的各个层面进行监督和管理，具体包括对经理层、控股股东、监事会、董事会等各个层面的治理。公司各个层面都有可能和内幕交易相关，所以公司治理的重点是企业内部人，要通过各种方式对他们进行道德约束、激励来防范其利用内部信息参与违法交易。一旦发现内部人利用提前获取的信息参与了内幕交易，要及时进行相应的惩处。另外，公司的独立性对于防范内幕交易起着重要的作用，要在董事会中贯彻独立性的原则，大股东、中小股东的代表在董事会当中要占有相应的比例。另外，足够比例的独立董事也是董事会独立性的体现，独立董事要承担上市公司违规披露信息的信息的责任，减少上市公司内幕交易现象的发生。

### （三）加大投资者教育力度

投资者教育其实是众多措施中最根本也是最为关键的一个方面。股票市场归根到底是为广大投资者服务的，如果投资者整体的投资理念、监督意识都能有一个较大程度的提高，那么留给那些试图通过违规操作而获利的人的机会就会相应减少。当然投资者教育水平的提高不是一朝一夕的事情，随着我国高等教育事业的发展，越来越多掌握着经济管理知识的专业人员进入证券交易和监管部门，同时，广大中小投资者也都在利用电视、报纸、网络等媒体进行自我理财和投资方面的学习。当投资者竞相学习成为一种风气，那么有效的证券市场才能真正在每一个投资者的监督下健全和成长起来。■

（本文系国家自然科学基金资助项目“我国上市公司‘信息界圈’现象分析及其治理研究”的阶段性成果之一，项目批准号：70872080）

（作者单位：中国人民大学商学院）

责任编辑 刘黎静