

Motivation and Governance of Opportunistic Behavior of Companies under the Registration System

——A Case Study of ZeDaYiSheng's Delisting

Wenli Chen

School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330000, China

Abstract

The full implementation of the registration system has injected more fresh blood into China's capital market. However, in recent years, financial fraud cases of listed companies emerge in an endless stream, and there is a growing trend. This kind of fraudulent issuance, financial fraud, and other behaviors that seriously damage the interests of the majority of investors have laid landmines for the capital market and seriously disturbed the order of the capital market and financial security. This paper takes Zeda Yisheng, which is one of the first enterprises to initiate forced delisting on the Science and Technology Innovation Board under the registration system, as an example. Based on the theory of opportunistic behavior, this paper elaborates the specific manifestations of the company's opportunistic behavior of financial fraud, and analyzes the motivation of opportunistic behavior. Research has summarized the characteristics of financial fraud in joint transaction activities and found that the lack of diligence of intermediaries may provide a breeding ground for opportunistic behavior. Correspondingly, we put forward suggestions such as identifying the linkage between fund fraud and trading activities, and the way for intermediaries to strengthen the "filtering" function to provide a better market environment for China's capital market, in order to provide reference for the identification and management of opportunistic behavior of listed companies under the registration system.

Keywords: *Financial Fraud; Opportunistic Behaviors; Governance*

注册制下公司机会主义行为的动机与治理 ——基于泽达易盛退市案例

陈文丽

华东交通大学，江西南昌 330000

摘要: 注册制的全面实施为中国资本市场注入更多新鲜的血液。但是，近年来上市公司财务舞弊案件层出不穷，且有不断增多的趋势。这种严重损害广大投资者利益的欺诈发行、财务造假等行为为资本市场埋下地雷，严重扰乱资本市场秩序和金融安全。本文以注册制下科创板首批启动强制退市的企业泽达易盛为例，基于机会主义行为理论对该公司财务舞弊的机会主义行为具体表现进行阐述并对机会主义行为动机进行分析，得出了资金舞弊联合交易活动的财务舞弊行为特征，以及中介机构未勤勉尽责可能为机会主义行为提供温床。据此，我们提出识别资金舞弊与交易活动联动的举措，以及中介机构如何加强“过滤”功能为我国资本市场提供更加良好的市场环境，希望能为注册制下上市公司识别与治理机会主义行为提供参考依据。

关键词: 财务舞弊；机会主义行为；治理

引言

随着注册制改革的实施，上市标准更为包容、多元化。2020年3月，我国证券发行制度的转变标志着新《证券法》的全面实施。注册制从试点过渡到全面推行，中国企业IPO上市的效率得到了很大的提升。截至2022年8月底，A股IPO数量254家，较上一年同期减少23%，但依然位列全球第一，IPO融资额高达4222.65亿元。在注册制全面推行后，信息披露制度也需从“监管者导向”转变为“投资者导向”。目的在于防止投资者因信息不对称而处于交易弱势地位，增加投资者信心。作为普通投资者，认为自身专业分析能力较弱，往往更加信赖中介机构。IPO公司在这种交易双方信息不对称、势力不对等的情况下，可能采取但不局限于财务舞弊、盈余管理等机会主义行为。因此，很多投资者都愿意对金融中介组织给上市公司出具的财务情况监督报告进行信任，他们认为，他们出于对自己名誉资本的爱护，会对上市公司进行更高水平的监管和监管。但是，随着我国股票市场造假事件的频发越来越多的学者和实务界对这些问题提出了质疑⁰。因此，本文以科创板首批退市的企业——泽达易盛为例，通过分析其机会主义行为动机，提出治理对策，推及其他公司在注册制下可能产生的机会主义行为与治理提供参考依据。

1 泽达易盛财务舞弊案例分析

1.1 泽达易盛财务舞弊事件回顾

泽达易盛于2013年成立，自成立以来，从医药监管信息化业务起步，陆续拓展到为上游医药生产企业提供质量控制信息技术服务、下游医药流通企业提供溯源追踪，并延伸应用到源头的农业种植领域。通过“数字化监管+医药智能制造”模式，运用覆盖药品种植、研发、生产和销售流通等多个环节的全栈式数字产品矩阵来提供全生命周期的解决方案，在国内较早地实现医药健康全产业链的信息化业务布局，并于2020年6月实现上市。公司从2016年-2019年的IPO报告期到2020年6月上市后的多年来提供软件系统集成服务的泽达易盛长期处于造假状态。

2023年4月21日，泽达易盛发布多份公告，因存在欺诈发行、信息披露违规行为，将实施重大违法强制退市。自科创板设立以来，泽达易盛成为因欺诈发行而强制退市的第一股。这在注册制改革全面落地的当下更具参照意义——当未来更多企业通过注册制上市应该如何防范“造假上市”？

1.2 泽达易盛造假的机会主义行为表现

泽达易盛是2020年新《证券法》实施以后，因欺诈发行成为首批科创板退市企业。泽达易盛巨额的造假金额，其影响十分恶劣，对我国资本市场，特别是科创板块的打击是巨大的。在舞弊现象背后，是信息不对称引起管理层的机会主义行为倾向。

机会主义行为是指在信息不对称的情况下人们不完全如实地披露所有的信息及从事其他损人利己的行为。公司作为信息生产者，是具有优势的一方，投资者、债权人等信息使用者，以及证监会、财政部门等监管机构是信息劣势方。

泽达易盛在谋求上市过程中存在以下几种主要的机会主义行为。

1.2.1 利用理财产品占用资金，实现体外循环

泽达易盛财务造假手段之一法通过虚构对外投资、购买理财产品、投资私募基金、等投资业务形式实现资金占用隐性化，为控股股东、实际控制人及其他关联方提供资金，更具隐蔽性^[5]。泽达易盛利用虚构投资活动已数年之久，总共投资数亿元私募基金。

2017年-2019年，泽达易盛先后买入杭商资产5000万元、8000万元私募基金产品，资金经杭商资产实际转入泽达易盛关联方，而杭州资产只扮演过渡角色如图1、图2、图3所示。

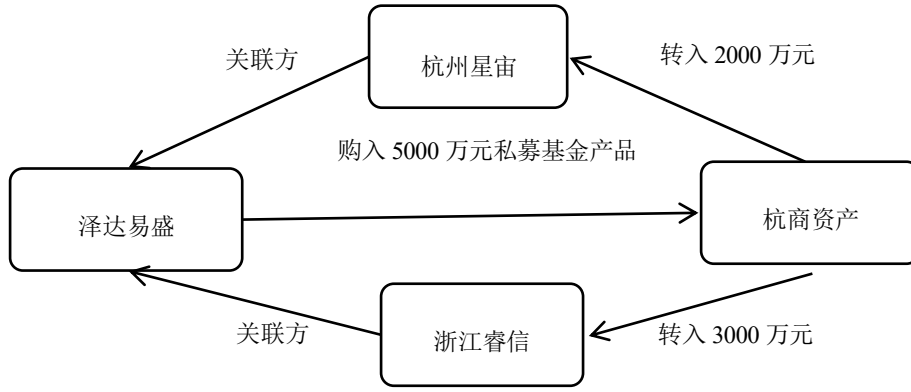


图 1 2017 年泽达易盛资金体外循环流程

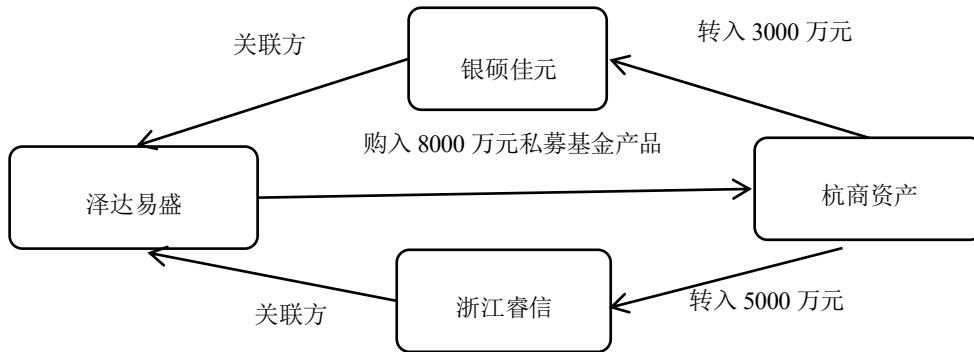


图 2 2018 年泽达易盛资金体外循环流程

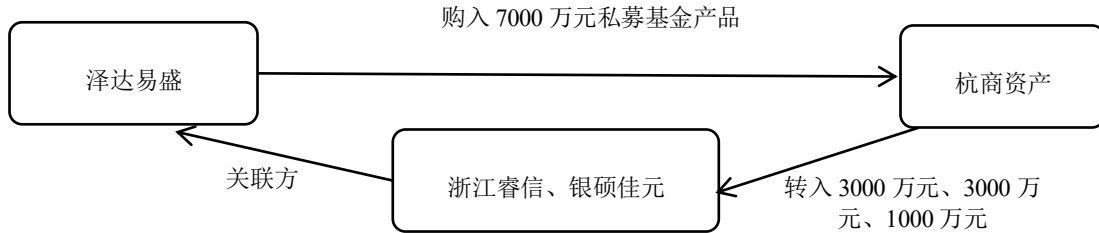


图 3 2019 年泽达易盛资金体外循环流程

泽达易盛于 2020 年斥资 1.20 亿元购买鑫沅基金公司鑫沅资产管理有限公司发行的理财产品，其中的 1 亿元实则被转入泽达易盛的关联方鑫商盈企业管理咨询合伙企业（有限合伙）等主体账户中；而正是在当年，泽达易盛多个客户的配合下虚增收入 1.52 亿元，如图 4 所示。

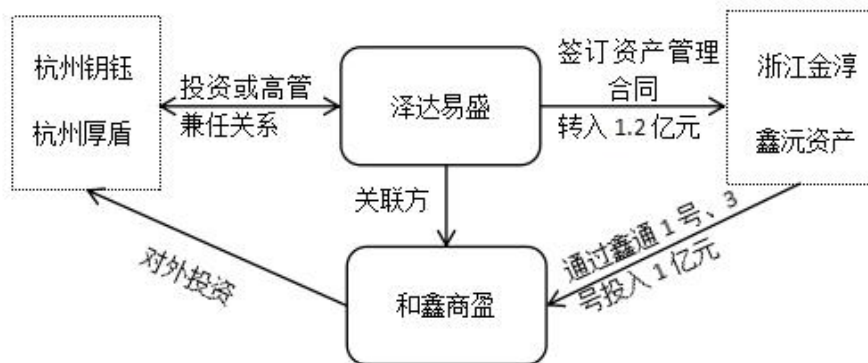


图 4 2020 年泽达易盛资金体外循环流程

这是资金体外循环的一种模式，因为配合造假的客户需要从发行人这里拿钱，而理财产品在其中就扮演了“通道角色”，再由理财产品将资金转给关联方实现资金的转出。也正是由于公司只有购买理财产品投资出去的资金，而没有收回投资收到的现金，也就给公司资金体外循环获得了可趁之机。

1.2.2 利用关联方交易调增利润，实现上市融资

泽达易盛意图通过造假上市发行股票，开辟新的直接融资渠道，减少对银行贷款的过度依赖。因上市有一定限制“预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元”。为了掩盖其无法达到上市要求的财务数据，达到科创板上市的基本条件，进行财务造假。通过数年编造虚假的财务数据，以达到资本市场准入“门槛”，如表 1 所示。

表 1 泽达易盛与同行业企业 2018-2019 年情况

单位：万元

可比公司	2018 年度			2019 年度		
	净利润	销售收入	销售净利率	净利润	销售收入	销售净利率
普联软件	3346.98	29319.41	11.42%	5876.90	36777.16	15.98%
信安世纪	7809.56	26934.15	28.99%	9158.07	31783.90	28.81%
领信股份	4650.56	27752.66	16.76%	3473.17	24339.83	14.27%
和达科技	1083.30	16284.94	6.65%	3210.69	23544.11	13.64%
可比上市公司平均值	4222.60	25072.79	15.96%	5429.71	29111.25	18.18%
泽达易盛	5273.44	20227.73	26.07%	8257.75	22130.03	37.77%

数据来源：各上市公司年报

2016 年-2019 年，泽达易盛与关联方签订虚假业务合同，虚增收入、利润。通过将泽达易盛的财务数据同行业内可比上市公司进行对比可以看到泽达易盛 2018-2019 年财务数据存在以下异常点(1) 公司 2018-2019 年的营业收入均低于可比公司平均水平(2)公司 2018-2019 年的净利润均高于可比公司平均水平(3)公司 2018-2019 年的销售净利率远高于可比上市公司平均水平(4)2019 年可比公司的销售净利率普遍下降但公司的销售净利率却逆势的大幅上升。由此明显可以看出泽达易盛为了上市连续编造虚假的财务数据。

上市以后，为提升公司品牌价值和市场影响力，提升公司在客户、供货商和银行心目中的地位。泽达易盛再次选择造假。在 2021 年公布的年报中显示，泽达易盛期末在建工程中，预付浙江观滔智能科技有限公司设备款。然而，其中预付的设备款没有对应实际成本发生，虚增在建工程 36320600.00 元。

相关关联方、保荐机构、资产管理公司和托管银行等十余家企业为上市公司实控人大开方便之门，变相为资金挪用、财务造假的提供便利。

2 泽达易盛机会主义行为动机分析

2.1 利益驱动，控制企业

大股东对公司拥有控制权，并在一定程度上影响公司的运营策略。而公司管理层对企业信息全面的掌握，林应作为既掌握绝大部分股权，有成为企业实际控制人的大股东利用其所占股权的有利地位，通过一些手段损害小股东的权益^[3]。其利益勾稽关系使得泽达易盛完成体外资金循环全套流程，将中小投资者的利益抛之脑后。

林应、刘雪松夫妇作为泽达易盛的实际控制人，通过直接或间接持有企业 66.17%的股份表决权，如图 5 所示。

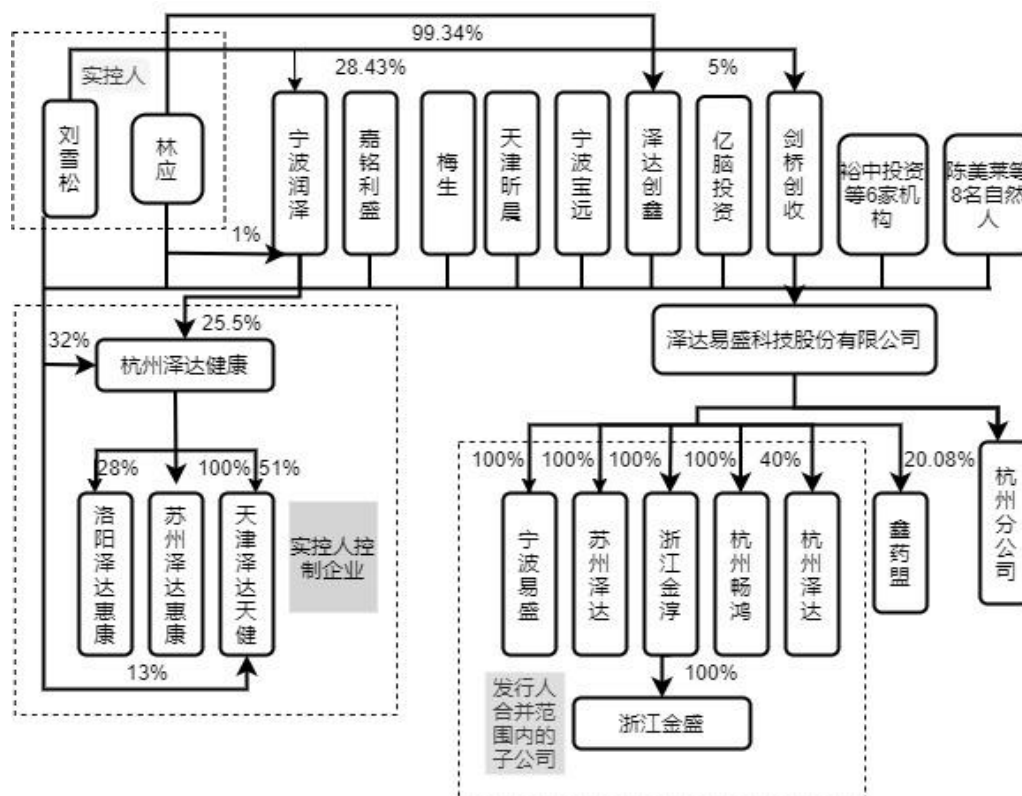


图 5 泽达易盛股权结构

2.2 扩大融资渠道，套取资金

在注册制下，企业上市的门槛大大降低，使得许多企业能够更加轻松地获得上市资格。但是，由于资本市场的资源有限，公司管理层采取了诸如盈余管理和寻租等机会主义行为，以期能够以更低的融资成本筹集到更多的资金。

数据显示，泽达易盛 IPO 时，网上初步有效申购倍数达到了 3447.77 倍。科创板的市盈率比较高，泽达易盛以虚增利润的方式提高募资规模。根据上市公告，泽达易盛发行市盈率为 31.95 倍，募集资金 4.05 亿元。

公司财务造假并没有通过财务报表实现闭环，但是其上市后利用资金，资金运营管理出现漏洞。现金流一直处于较低水平，企业的资金利用效率低下。企业主营业务收入也受到经济环境的影响，毛利率一直处于较低水平，如表 2 所示。

表 2 泽达易盛 2018-2021 财务风险指标情况

	2018	2019	2020	2021
现金流量比率	0.60	0.85	0.38	-0.21
资产负债率	19.96%	17.90%	12.19%	27.44%
权益乘数	1.25	1.22	1.14	1.38

数据来源：东方财富

泽达易盛将募集资金用于投资理财产品，资金流向均不明晰。公司与鑫沅资产签订合同，以闲置资金进行中低风险的固收类产品投资。此后，“三改”签订资管补充协议，改变两个资管产品的投资类型、风险等级、投资期限等主要信息。原属于中低风险的理财产品，通过泽达易盛与相关关联方密谋，多次修改合同内容等行为，已从国收变为权益，风险等级、投资年限，也从 R2、5 年，变成 R5、10 年。泽达易盛委托资金

管理对象为和鑫商盈，但和鑫商盈 2020 年 12 月底就已成立，实缴资本至今均为 0。和鑫商盈对外投资了两家公司且持股比例分别占比 75%、66.67%。但是被投资公司实缴资本均为 0，参保人数也均为 0。

泽达易盛为何要投资“空壳”公司，庞大的资金迷踪背后亦是泽达易盛实控人身影。其中利益关联方是为泽达易盛提供虚假交易虚增在建工程的浙江观滔，泽达易盛子公司实际控制人曾经一同持股的合伙人出资。杭州玥钰的法定代表人陈艳与泽达易盛的法定代表人之间有着千丝万缕的利益勾稽关系。在协助泽达易盛财务造假的过程中，成为最终利益的获得者。

2.3 中介机构为牟取利益，助推机会主义行为

东兴证券股份有限公司作为泽达易盛发行上市的保荐机构，上市之际，东兴证券旗下全资另类投资公司东兴证券投资有限公司（简称：东兴投资）参与战略跟投，获配 103.90 万股，占比 1.25%，锁定期两年。根据泽达易盛 2020 年报和 2021 年报显示，东兴投资均位列前十的股东。因此，保荐机构和 IPO 公司已经构成了利益关系，无法保持审慎的态度，做好“看门人”这样的角色。2022 年中报披露，东兴证券将所持 103.9 万股到期解禁的限售股于一周内急速清仓。

泽达易盛聘请的审计机构是天健会计师事务所。天健所收取泽达易盛 IPO 业务费高达 1066 万元，但其高收费下换来的却是在执业过程中却忽视了泽达易盛财务和管理方面的多个疑点，客观上坐视泽达易盛实控人和高管团队实施财务舞弊，没有及时予以警示。泽达易盛处在新三板阶段，天健所就为其提供审计服务。为其收购的子公司出具标准审计意见。收购完成，泽达易盛的资产规模、业务规模和利润均有所增长，为启动上市奠定基础。泽达易盛与相关关联方签订虚假合同、开展虚假业务，虚增收入 3.4 亿元，虚增利润两千多万元。其在浙江金淳审计报告签字人是天健会计师事务所章磊与泽达易盛 IPO 招股书、年报签字的天健会计师事务所的施其林有着不少合作项目。天健会计师事务所办公地址与泽达易盛实际总部距离只有 500 米，距离如此之近，这意味这审计机构随时可到办公室查验资料、约谈高管和员工、实施审计程序。但是，天健会计师事务所实施现场审计的成本如此之低，却让泽达易盛持续了多年的造假行为。天健会计师事务所的注册会计师都具备一定的专业素养和资深的工作经验，但是一直无视泽达易盛财务造假的行为，多年出具标准无表示意见。

鉴于此，中介机构在执业过程中未勤勉尽责，为泽达易盛财务造假的机会主义行为提供便利。

2.4 政府“寻租”为保企业

2012 年，有着浙江大学学术背景的泽达易盛创始人林应，应浙江大学与天津滨海新区政府合作推进技术成果转化要求，以林应为主的运营管理团队就此成立。泽达易盛注册地和管辖地均在天津，但实际办公场所一直位于杭州。对于滨海新区的招商引资的需求，以及税收政策以及产业政策扶植，不仅满足当地政府的业绩达标，上市公司业绩能助力当地 GDP 提高在利益的驱动下，政府对发展的中小企业提供一些优惠措施和便利条件，实现两方“双赢”的局面。

3 注册制下公司机会主义行为治理思考

注册制的实施是市场化程度最高标志，极大的推进市场化前进方向改革创新。IPO 企业、中介机构等各方应共同努力以其识别与防范注册制下 IPO 公司机会主义行为的出现，从源头上杜绝财务造假事件的发生。

3.1 对企业的建议

3.1.1 合规是底线，加强商业伦理道德建设

企业应强化公司文化建设，树立社会责任意识，强化风险管理意识。公司管理层要在企业文化中扮演领头羊的角色，规范自身行为，提高职业道德修养，敬畏法律权威，树立法律意识，从源头杜绝损人利己的机

会主义行为。建设合法合规风险监测与预警系统：通过监控企业财务行为、识别异常情况以及实时预警，可以帮助企业及时发现和解决财务风险，从而提高财务合法合规管理水平。

3.1.2 内控是核心，设置合理股权结构

在泽达易盛的案件中，股权结构过于简单，导致林应等人股权过于集中，利用权利之便，“掏空”企业。在泽达易盛的案件中股权结构过于简单导致林应等人股权过于集中利用权利之便“掏空”企业。首先加强内部控制，优化股权结构，将实控股权人的权利控制在合理范围；第二聘请专业性、独立性强的独立董事强化董事会结构充分发挥独立董事和监事会的监督职能；第三优化内部控制体系完善企业各级通过信息渠道提高信息披露质量和风险管理水平^[2]。

3.2 对监管机构的建议

在注册制背景下，市场由“监管者导向”转变为“投资者导向”。但证券监督管理机构作为市场动向的掌舵者，还是需要实时把控证券交易市场的实际情况和动向，期间可以利用互联网互联互通功能，积极构建证券交易服务行业自律监管的备案信息机制，达到透明、公开、共享的要求。积极服务广大中小投资者，保障中小投资者的合法权益。同时加大对中介机构的监督和惩戒力度。

3.3 对中介机构的建议

作为泽达易盛中介机构的东兴证券或也负有不可推卸的责任。在尽职调查工作中应始终坚持客观中立原则保持合理的审慎怀疑切实做好质量控制和风险防范坚持勤勉尽责贯穿项目实施全流程。要彻底抛弃为了抢进度“带病申报”的行为根据国家经济发展方向以及各交易所的审核标准推荐优质的企业申报注册文件切实发挥保荐机构“看门人”的作用把好 A 股的上市入口这也是投行项目风险控制的本源。

3.4 对注册会计师的建议

当前，我国经济发展面临着新的风险挑战，国内经济下行压力增大，大股东对上市公司进行融资“掏空”的风险显著增加。此外，整个社会的信用状况都很差，关联方、企业客户和金融机构等都是为了自己的私人利益，与上市公司大股东合作，进行资金占用交易化等新的舞弊情况。随着逐渐变化舞弊手段，也会带来相应的特别风险：一是资金舞弊与收入舞弊相伴相生，其联动性值得警惕。需特别关注为了掩盖资金占用所实施的“圆谎式造假”，此时，要拉长战线，核查多主体的资金流，联动识别资金虚假回流背后的舞弊行为^[5]。二是加大资产负债表项目的审计力度，应重点关注重要资产的存在认定及其减值的异常情况。泽达易盛实施资金舞弊的新手法就是利用相关关联方构建投资性业务以实现资金占用交易化，进而构建“体外资金池”等实施资金舞弊，该类手法将资金舞弊与交易活动进行“捆绑”，甚至会叠加实施交易造假收入舞弊等行为，隐匿了资金舞弊的异常特征。大数据时代背景下，针对联动舞弊的侦查，应用大数据技术联动开展资金流核查与交易对手隐性关联关系的排查程序，能够对异常资金流收付方是否为上市公司隐性关联方进行排查，以进一步评估资金流对应交易是否存在商业实质，是否可能指向资金舞弊。

4 总结

我国资本市场要实现完全市场化，需保障中小投资者的权益更有利于资本市场良好的运行。面对注册制背景下的 IPO 公司应严格按照市场准则，不以侵害中小投资者利益为目的。本文主要通过研究泽达易盛财务造假机会主义行为动机，针对其原因提出企业需要建立良好的企业文化，提高公司董事会、管理层的职业道德修养，提高公司合法合规的水平；对于中介机构应该勤勉尽责，发挥好保荐机构的“看门人”作用；对于审计师而言，面对不断涌现的财务舞弊手段，不仅要关注财务信息也要关注非财务信息，在当下可以利用大数据来侦查企业资金舞弊与交易活动结合的案件，侦破财务舞弊的异常特征。未来资本市场还需面临更多的挑

战，企业作为信息优势方要透明、公正地对外披露，高质量的信息披露，能够助力资本市场良性发展，减少机会主义行为的发生。

参考文献

- [1] 邱静,王琪.注册制改革背景下 IPO 公司管理层机会主义行为及治理[J].商业经济 2019No.519(11):148-150. DOI:10.19905/j.cnki.syjj1982.2019.11.053.
- [2] 邱静席千雅李昆.注册制改革下 IPO 公司机会主义行为：动机与治理——基于欣泰电气退市的案例[J].财会通讯 2020No.838(02):3-7. DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2020.02.001.
- [3] 王泽奇.浅析大股东控股权与公司管理层的影响[J].法制博览 2016(05):274.
- [4] 叶钦华黄世忠叶凡等.严监管下的财务舞弊分析——基于 2020~2021 年的舞弊样本[J].财会月刊 2022(13):10-15. DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2022.13.002.
- [5] 叶钦华黄世忠叶凡等.资金舞弊的新手法和新应对——基于 2018~2023 年 6 月的样本分析[J].财会月刊 202344(19):12-17. DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2023.19.002.