

公司欺诈问题研究进展*

王爱萍 马奔 胡海峰

摘要:公司欺诈已经成为各国资本市场的一种普遍现象,是学术界重点关注的热门话题之一。本文从公司欺诈的动机、影响因素、识别、揭露、后果等方面对代表性文献进行综述。理论与实证研究表明:管理层绩效薪酬契约是导致公司欺诈发生的主要诱导因素,但具体作用机制尚需探索,尤其是需要关注公司高管的个人特征、经历以及过度自信等非理性心理。公司治理机制、公司文化、社会关系、经济周期、监管环境都是影响公司欺诈的重要因素;员工内部举报和媒体报道是揭露欺诈行为的主要机制;公司欺诈对公司价值、股东财富以及整个社会都会造成巨大的危害;估计公司欺诈的严重程度和社会成本面临数据和方法等诸多困难。据此,本文认为未来研究要重点关注公司高管的心理因素、外部不确定性、文化等对公司欺诈行为的影响,并深入探讨公司欺诈的国家间异同。

关键词:公司欺诈 绩效薪酬 公司治理 经济周期

一、引言

21世纪初,被奉为效率和诚信典范的美国资本市场,先后爆发了令世人震惊的安然公司、世通公司等一系列公司欺诈丑闻,这些令人们对其诚信体系产生巨大的质疑,并引发了学术界的深刻反思。此前,学术界普遍认为欺诈行为是少数质量较差的上市公司采取的极端行为,对其研究主要局限于探索公司欺诈的原因。然而,安然事件的爆发让国外学术界开始重新审视公司欺诈现象。Cumming & Johan (2013)认为,在美国上市的公司中,每年有2%~5%因欺诈而受到美国证监会的调查。Dyck et al(2010, 2013)预计,美国有高达14%的上市公司进行欺诈活动。一家公司因欺诈造成的损失占其市值的20%~38%,造成美国每年总计约3800亿美元的价值损失。公司欺诈现象已成为美国资本市场面临的重大伦理问题。

本文拟对国外学术界近十几年的公司欺诈研究进行梳理,以期能对国内相关研究、监管层决策提供一定的借鉴。由于公司欺诈涉及经济学、法学、心理学等多个领域,因此目前学术界并没有统一明确的定义。Bonini & Boraschi(2013)认为,所有欺诈活动的共同本质是不诚实与欺骗,具体表现是与欺骗、贿赂、伪造、勒索、腐败、盗窃、阴谋、贪污、挪用、虚假陈述、隐瞒重要事实及共谋相关的一系列行为。从经济学的角度看,欺诈是代理人以获得个人收益为目的而实施的完全理性行为,且代理人事前关于欺诈行为将给公司造成的预期损失高于预期收益。美国注册欺诈审查师协会(The Association of Certified Fraud Examiners, ACFE)将欺诈定义为:利用职业便利故意误用或滥用组织的资源,有意错报或漏报重要事实,或者提供误导性会计数据以达到私人目的的行为^①。Dyck et

* 王爱萍,北京工商大学经济学院,邮政编码:100048,电子邮箱:bjwangaiping@126.com;马奔、胡海峰,北京师范大学经济与工商管理学院,邮政编码:100875,电子邮箱:maben198712@163.com, bjhuhaifeng@126.com。基金项目:国家社会科学基金重点项目“推进我国资本市场的改革、规范和发展研究”(14AZD035)。感谢匿名审稿人的建议,文责自负。

① ACFE 2010 Global Fraud Study, http://www.acfe.com/uploadedFiles/ACFE_Website/Content/documents/rtnn-2010.pdf.

al(2010)认为,公司欺诈是由公司或公司管理层实施,导致公司蒙受损失或者受到监管当局处罚的不当行为(misconduct)。典型的不当行为包括:对公司真实状况的虚假陈述,公布带有欺骗性的审计报告,操纵股价,等等。实际上,本文涉及的文献只有少数直接以“公司欺诈”(corporate fraud)为研究目标,其他大量文献的研究目标主要有虚假报告(misreporting)、虚假陈述(misrepresentation)、利润操纵(违反会计准则的非盈余管理行为)、信息操纵、股价操纵(通过发布虚假信息影响股价,而非直接利用持有的股票控制股价)等。本文将这些文献统一纳入公司欺诈研究的范围。

二、公司欺诈动机的理论解释与实证检验

(一)传统理论对公司欺诈动机的解释

资本市场公司欺诈现象由来已久,长期以来国外学术界对欺诈发生的动机进行了多方面的探讨,主要包括多因素动机、融资动机、盈利动机等。

传统的多因素动机理论(Bologna & Lindquist, 1995)认为,公司欺诈的发生动机可归纳为个体风险因素和一般风险因素的共同作用。个体风险因素是指不受监管制度控制的因素,例如道德品质等;而一般风险因素则是指可控的因素,比如欺诈行为被发现的概率、欺诈实施者被惩罚的力度等。融资动机理论认为,企业热衷于欺诈主要是通过夸大公司的盈利和资产价值,以获得有利的外部融资。Dechow et al(2011)研究发现,美国证券交易委员会执法行动(AAERs)数据库中涉及公司欺诈的样本公司,欺诈主要是发生在发行新证券的时候。盈利动机理论认为,当经理人面临达到收益阈值的压力时,比如分析师的收益预期,他们可能会倾向于操纵收益。尤其是,在所有快速增长的公司都经历的不可避免的增长下降期间,当公司预期绩效下降时,经理人参与欺诈活动的动机会增强(Richardson et al, 2006)。

这些研究成果尽管对于后续研究具有重要的借鉴价值,但研究结论过于笼统化、抽象化。一方面,很难解释近年来公司欺诈的国际普遍性和越演越烈的趋势,尤其是对安然等大公司的欺诈行为无法给出满意的解答。另一方面,很难直接应用于实证分析,难以具体指导监管实践。因此,传统理论的研究框架逐渐被主流学者所摒弃。

安然和世通等美国大公司欺诈丑闻集中暴露了公司经理人为获取高额薪酬、追逐自身利益而不惜操纵公司利润的行径。这使得研究者们把关注点聚焦到公司激励机制上,认识到以管理层薪酬契约为代表的管理层激励方式已成为诱导上市公司实施欺诈,并导致公司欺诈活动的规模和危害程度今非昔比的最主要、最根本的原因。

(二)绩效薪酬契约理论对公司欺诈动机的解释

现代公司理论认为,公司所有权和控制权的分离将引发公司管理层的机会主义行为,产生委托—代理问题。Jensen & Meckling(1976)提出,应当将管理层的薪酬与公司业绩挂钩,通过设计合理、恰当的激励方式——绩效薪酬契约(performance-based compensation)^①,赋予公司经理人以股权分享企业收益的权利,将管理层利益与股东利益紧密联系在一起,最大程度减少股东和经理人利益冲突,降低代理成本。正是在这种理论的影响下,绩效薪酬契约逐渐成为现代公司解决委托—代理问题的主要手段。21世纪初,美国超过90%的上市公司都对管理层实施了绩效薪酬的激励方式(Bank et al, 2016)。

然而,绩效薪酬契约并非十全十美,是一把“双刃剑”。虽然它使公司经理人和股东之间的利益趋于一致,但是经理人的薪酬与股票挂钩却可能促使经理人采取不正当甚至违法的手段进行财务欺诈,对外出具存在错报的财务报表,以提高公司的盈利和股价,最终实现自身利益最大化。

1. 传统绩效薪酬契约理论:经理人行为外生。在早期绩效薪酬契约理论中,经理人行为外生,即其行为模式由研究者事先假定。该种研究思路简单、抽象,结论清晰、明确,但是由于缺省了经理

^①绩效薪酬契约主要包括薪酬激励、股权激励和期权激励三种形式。

人内心的博弈过程,早期理论模型对现实的刻画较为粗糙。

Jensen(1986)意识到了绩效薪酬契约有可能引发欺诈问题,但他相信在市场完全有效条件下,股价能够反映公司价值,只有当公司经理人股份占比过少,薪酬和会计报表又高度相关时,公司经理人才可能会采取一些忽视公司长远利益损害公司价值的行为。他认为,采取如此短视行为的公司经理人,只是那些为数不多的不懂股票市场或者不在乎股票价格的经理人。

Stein(1989)对此提出异议。他认为,由于投资者对公司股票的估值是建立在公司现金流基础上的,因而公司经理人能通过干扰现金流来影响投资者的预期,从而达到影响股价实现自身收益的目的。通常情况下,投资者会对公司经理人跨期安排现金流的行为有所预期,进而反映在股价上。但是在某些情况下,诸如公司面对被收购的威胁或者大股东要求套现股票的时候,公司经理人为了提高股价往往会采取短视行为,操纵公司现金流。而公司经理人的这种行为并不能被所有理性投资者所获悉,因而公司股价的信息含量降低,导致公司股票价格与实际价值背离。Fisher & Verrecchia(2000)同样认为,在任何时候,市场对公司经理人信息的了解都是不完全的,市场无法准确知道公司经理人披露信息的动机,公司股价的信息含量也会降低,即公司经理人操纵股价来实现自身收益的空间增大。

2. 现代薪酬契约理论:经理人行为内生。尽管上述研究很早就涉及了绩效薪酬契约对公司经理人行为的影响,但 Goldman & Slezak(2006)、Peng & Röell(2008,2014)等人对绩效薪酬与公司欺诈关系进行的系统化研究将经理人行为内生,才真正从理论上明确了绩效薪酬契约对公司欺诈行为的诱导作用,开创了这一领域的先河。

(1)Goldman & Slezak(2006)模型。该模型认为,先前研究提出的投资者与公司经理人之间的信息不对称、投资者对公司经理人的理性预期等假设对后续研究具有重要的启发,但最大的缺陷是未能将公司经理人效用函数纳入模型。Goldman & Slezak(2006)首次引入公司经理人效用函数,建立了经理人蓄意披露虚假信息进而操纵股价的博弈模型。

博弈模型分为三期。第一期为初始期,公司所有者与经理人签订绩效薪酬契约;第二期为中间期,公司经理人效用函数的决策变量包括选择努力工作和操纵信息影响股价两种行为;第三期的公司的长期价值最终显现,并被股价正确反映,公司经理人获得剩余收益。公司股东在期初将公司经理人的最优化行为纳入预期,以最优化企业价值为目标设定一个最优的股价薪酬弹性或敏感度,并据此与管理层签订薪酬契约。这一基本思路将公司欺诈研究视为内生化的常态分析,而不像 Stein(1989)等将欺诈视为外生冲击(收购压力)等偶发情况下的结果,为后续研究提供了标准化的分析范式。该模型为公司经理人的操纵行为设定一个针对个人的惩罚成本,成本的高低取决于操纵行为被发现的概率和惩罚的力度。研究结论表明,当惩罚成本足够大时,公司经理人将不会选择操纵行为,但可能由于努力程度不足从而企业价值并非最优。当惩罚成本不够大时,公司经理人努力程度提高,同时会实施操纵行为,但公司股东对此也有充分的预期。模型均衡的关键点是股价薪酬敏感系数以及惩罚系数和公司经理人的风险偏好。以股权激励为基础的绩效薪酬契约既提高了公司经理人的努力程度,也导致了公司经理人的操纵行为。

(2)Peng & Röell模型。Peng & Röell(2008,2014)延续了 Goldman & Slezak(2006)的研究思路,将信号干扰模型的思想应用于以利润操纵为代表的公司欺诈行为,指出公司欺诈的本质是资源的期限错配:公司经理人将原本应当用于公司长期价值增长的资源转移到公司短期股价的维护上,从而欺诈行为深刻影响了公司的长期价值。Peng & Röell(2014)得出了一些创新性的结论:第一,公司经理人操纵与利益实现的传导机制不仅要考虑股价薪酬弹性,还需考虑股价业绩弹性,即投资者对业绩报告的信赖度,参数设定的核心部分是操纵的不确定性(由公司经理人操纵程度的分布决定)。也就是说,Goldman & Slezak(2006)认为,如果市场上存在足够多的理性投资者,欺诈行为尽管会出现,但大部分都在投资者的理性预期之内;而 Peng & Röell(2014)则认为,欺诈行为超出预期的程度更加严重。另外,对于可能严重欺诈的公司经理人,如果投资者做出正确的反应,即降低股价

业绩弹性,但由于激励程度不足,反而可能导致更高的股价薪酬弹性。第二,股价薪酬弹性也被细分为两部分,一部分是短期股价薪酬弹性,另一部分是公司长期股价薪酬弹性(期权激励的弹性)。研究发现:最优的合约必须包括一部分期权才可以保证公司价值的最优化,然而期权弹性又不应该过高,因为大量的远期激励将使公司经理人承受更高的风险,会降低其努力程度,甚至直接导致合约无法继续。第三,操纵的最大成本是时间成本,对于公司来说,公司经理人将原本应当用于努力的时间用于操纵,由此所造成的损失将通过生产函数最终会反映在公司价值上。而对于个人来说,与用于努力的时间一样,用于操纵的时间同样减少了闲暇,造成个人的负效用。因此,以时间成本反映操纵的成本,既简练精巧,又更加符合实际。该研究最后将管理层的欺诈行为归纳为一个跨期选择问题,股价操纵行为实际上是将原本应当投入到能实现长期回报项目的资源转移到了短期股价的维护中,本质上是一种资源的扭曲。操纵行为不仅仅是一个短期的“装饰”(windowdressing)行为,而且会深刻地影响公司未来的投资和项目决策,进而影响公司的发展前景。

上述理论研究表明,与股价相关的绩效薪酬契约一方面促进了上市公司管理层的努力程度,另一方面又不可避免地提高了管理者对业绩报告的操纵程度。公司的所有者在与管理层签订薪酬契约时,需要考虑如何设计包含股价薪酬弹性等重要因素在内的绩效薪酬契约,激励管理层努力工作,降低股价操纵的可能性。

(三)绩效薪酬契约与公司欺诈关系的实证研究

1. 管理层激励与公司欺诈关系。Burns & Kedia(2006)以1995—2002年间标普500指数成分股作为样本,将CEO的股权激励类型细分为期权组合、长期激励支出、工资和奖金等部分,实证研究发现,CEO股票期权对股价的敏感度与公司欺诈有明显的正相关关系。也就是说,公司经理人更有动机通过财务欺诈影响股价来增加个人财富。Burns & Kedia(2008)以1997—2002年间出现财务重述的224家大公司为样本,对经理人执行股票期权的情况进行了实证检验,研究结果表明,财务重述公司经理人行权的比例要远高于控制组公司经理人,而且公司经理人行权的数量和财务重述有正相关关系。

Efendi et al(2007)在上述研究的基础上对股票价格大幅度高于执行价格的极度实值期权(deep in the money)进行了研究。他们运用样本配对的方法研究发现,持有大量深度期权的管理层更倾向于发布虚假报告,与控制组相比,在重述事件发生前12个月内,实验组股价超额收益率高20%,期权的内在价值显著更高。在欺诈持续期,管理层仍然持有大量期权,但对于已经执行的期权,实验组获得的收益显著更高。Harris & Bromiley(2007)选取1997—2002年间含存在报表错报的434家公司的868个样本观测值,运用logit模型进行回归,结果表明公司经理人的薪酬激励和糟糕的公司业绩表现导致公司进行财务错报的可能性增大。Johnson et al(2009)使用1992—2005年间的数,以479家涉嫌欺诈被股东提起集体诉讼事件的标普成份股公司为样本,并通过对照处理发现,在欺诈持续期,管理层持有的股票或期权价值的变化显著高于对照组,这表明欺诈公司具有显著较高的欺诈预期收益。Peng & Röell(2008)以ExecuComp数据库中2507家公司为样本,涉及479个集体诉讼案件。作者将经理人薪酬体系中的基本工资、奖金、股票及股权激励对集体诉讼运用probit模型进行回归分析,结果表明,在控制相关变量情况下,只有股权激励薪酬与集体诉讼呈显著关系。可执行的股权越多,经理人操纵公司股价的动机越强,越能促使诉讼的发生。

然而,其他一些学者的实证研究并不支持绩效薪酬对公司欺诈形成诱导作用的观点。例如,Armstrong et al(2010)选取2001—2005年间Equilar数据库中公司层面的CEO股权激励数据为样本,采用probit模型进行回归分析,研究结果表明,CEO股权激励薪酬与会计报告重述、股东集体诉讼之间没有正向关系。作者甚至发现,相比于CEO股权激励薪酬较低的公司,股权激励较高的公司发生会计违规的可能性更低。Erickson et al(2006)选取1996—2003年间被SEC起诉的50家公司为样本,同时选择两组控制样本:一组与实验组公司特征相一致,另一组是未发生财务欺诈的公司样本。以股票期权相对于股价的敏感度为解释变量,运用logistic模型进行回归分析发现,公司欺诈与

高管股权薪酬的敏感度不存在关系。存在欺诈的企业高管行使的股权数量没有显著地高于不存在欺诈的公司。

2. 团队激励与公司欺诈的关系。团队激励指对较低级别的管理者和对员工的激励。Hass et al (2015)研究发现,公司基于晋升的激励就像 CEO 和其他员工之间的薪酬差距,能够加剧欺诈发生的可能性。作者选择 1994—2004 年间美国大公司报告的欺诈案例为样本,以 CEO 的薪酬与其他管理人员薪酬的中位数的差距作为指标衡量晋升激励,实证分析结果显示,随着该指标的增加,公司实施欺诈的概率显著上升。通过对样本进行配对发现,欺诈公司的平均薪酬差距比非欺诈公司要大得多,这说明欺诈公司的晋升激励显著强于未欺诈的公司。作者认为,当管理层与 CEO 之间的薪酬差距过大时,一般的管理层为了能够通过晋升获取更高额的报酬,倾向于篡改业绩表现;同时,期权选择的占比过高则会促使管理者更倾向于从事更加具有风险的项目与活动,从而为自己谋求利益。

与晋升激励不同的是,Choi et al(2014)研究发现,公司对员工的团队激励会降低公司欺诈的概率。他们综合考虑了公司对员工的退休待遇、健康医疗保险、裁员政策、现金分红政策,员工的参与度以及工会的作用等各方面,构造一个员工的待遇指数,实证结果表明,指数越高的公司,出现欺诈事件的概率越低。进一步的具体分析发现,显著影响公司欺诈行为的主要是现金分红政策和员工的参与度,在员工人数普遍较少的高科技行业及员工跳槽概率较低的行业,这种效用更加显著。

Call et al(2016)对 1996—2008 年间涉及证券集体诉讼的 514 家公司的研究发现,这些公司向普通员工授予了更多的股票期权。他们得出的结论是,存在欺诈行为的公司往往会授予普通员工数量更多或价值更高的股票期权,通过“贿赂”的方式以有效地避免欺诈活动的败露。因此,团队激励并不必然与欺诈行为的发生概率负相关。

可见,尽管以绩效薪酬契约为代表的激励方式为管理层提供了将欺诈行为转化为个人收益的通道,这构成了大量上市公司实施欺诈活动的动机,但从理论模型的角度看,模型的建立以绩效薪酬机制为基本框架,其他参数同样对于欺诈行为具有重要影响。某个单一的参数在现实情境下可能是由众多复杂因素构成的,具体是哪种激励形式的作用最为显著,在实证研究中还存在一定的分歧,有待进一步研究。

(四)行为金融学对公司欺诈动机的解释

行为金融学认为,传统的研究是建立在公司 CEO 是理性人假设基础上的。然而上述假设与现实并不相符,经理人存在过度自信、自恋和贪婪等非理性心理,尤其是倾向于高估自己能力或者高估自己所拥有知识和信息的准确性,而过度自信等非理性因素的存在往往会带来决策行为的系统性偏差。因此,研究公司高管个人特征与公司欺诈行为的关系是国外学术界一个新的研究领域。

1. 公司经理人的人口学特征。通常认为,关键的个人人口统计特征(如年龄、经验、性别、教育程度)对预测高层管理人员欺诈行为很重要。Troy et al(2011)证实了这种观点。他们选择美国 312 家有欺诈行为公司的样本进行实证研究发现,年轻、缺乏职业经验的 CEO 和没有商业学位的 CEO 更有可能进行会计欺诈。其中,年龄之所以会直接影响高管对欺诈行为的态度,是因为年轻的 CEO 更能容忍风险,更容易受到外部压力的影响。相反,年龄较大的 CEO 由于认知发展水平较高、意识较强、生活经历较多,较少进行欺诈活动。接受过商业教育的 CEO 可能会获得更多的会计知识和金融技能,因而从事财务报表欺诈的可能性降低。

2. 公司经理人的性格心理特征。Schrand & Zechman(2012)对 49 家涉及财务欺诈的公司进行了详细分析。结果表明,大多数虚假陈述都是以乐观的偏见开始的,而不是明显的故意欺诈。然而,经理人不得不做出越来越乐观的声明,以掩盖最初的偏见。因此,这种最初的过度自信增加了他们进行财务报告欺诈的可能性。同样,Rijsenbilt & Commandeur(2013)利用 1992—2008 年间 S&P500 公司的 CEO 数据,通过对 CEO 与其他高管的收入差异、CEO 曝光率等 15 项指标的研究发现,具有自恋人格倾向的 CEO 实施公司欺诈的概率更高,这是公司欺诈发生的潜在原因。

3. 公司经理人的个人经历。(1)军队服役经历。Koch-Bayram & Wernicke(2018)使用两个不

同的数据库研究了 CEO 的参军背景对金融不当行为的影响,结果表明,曾在美国军队服役的 CEO 不太可能参与虚假财务报告,也不太可能回溯股票期权。(2)违法犯罪经历。Davidson et al(2015)研究了 1980—2004 年间美国证券交易委员会(SEC)的会计和审计执行发布(AAER)数据库中 3148 家公司的高管(CEO、CFO)先前违法经历和缺乏自控现象,包括工作场所之外是否酒驾、吸毒、家庭施暴、扰乱治安、违反交通规则等对公司财务风险的影响。实证结果表明,有违法经历的公司高管更容易从事财务欺诈活动。这些高管如果有个人挥霍无度的奢侈消费习惯,未来发生欺诈的概率更高。Biggerstaff et al(2015)通过对 1996—2009 年间美国涉及股票期权回溯的公司的 261 位 CEO 的实证研究发现,如果公司从外部聘用的 CEO 在以前任职公司中曾经有从非法期权回溯中获益的经历,那么这家公司更有可能从事其他类型的欺诈活动,包括通过粉饰业绩、夸大企业收益进行财务欺诈。

三、公司欺诈影响因素的理论解释与实证检验

公司欺诈活动的实施和发生还要受到各种因素的制约。经过梳理,这些因素主要包括公司治理结构、公司内部政策和内部环境、外部环境等。

(一)公司治理结构与公司欺诈

1. 董事会特征与公司欺诈。董事会作为公司治理的核心内容,与公司治理水平密不可分。董事会特征是指能够代表董事会特点的象征和标志,主要包括董事的背景(如董事会的构成、董事年龄、专业构成、学历情况等),董事的独立性(如独立董事占董事会成员总数的比例、独立董事人数等),董事会规模以及领导权结构问题等。

(1)董事会内部构成。Fama & Jensen(1983)研究指出,外部董事是监督公司经理人行行为的有效机制,他们更不容易与公司管理层发生共谋行为。Klein(2002)发现当外部股东在审计委员会中任职时,欺诈的概率显著降低。Agrawal & Chadha(2005)通过研究董事会成员的专业背景与欺诈的关系发现,如果董事会中存在拥有财务背景的独立董事或审计委员会成员,则发生欺诈事件的概率较低。

(2)董事会成员内部权力关系。Hwang & Kim(2009)以 1996—2005 年间美国《财富》杂志公布的 100 强企业为样本,研究了审计委员会的监管疏漏与公司 CEO 和审计委员会成员之间是否存在社会关系。结果表明,当公司 CEO 和审计委员会成员存在明显的社会关系时,这些非正式联系在审计委员会监督中发挥了重要作用。这种关系容易引起公司为完成盈余目标而取消盈余分配的行为,从而达到增加公司应计利润的目的。Khanna et al(2015)借助美国 1996—2006 年间的数据进行回归分析发现,通过 CEO 任命决策形成的公司管理层与董事会将提高公司欺诈发生的可能性。作者认为,借助人际关系形成的公司高层减少了欺诈发生的预期成本,公司高层倾向于隐瞒甚至与 CEO 共同实施欺诈。

(3)董事会成员外部社会网络关系。Bizjak et al(2009)就员工股票期权回溯在多个行业大公司之间蔓延和扩散的现象,研究了董事会成员外部社会网络关系(连锁董事)在这一有争议做法中的作用。他们的研究表明,当公司董事会成员与之前进行过股票期权回溯的公司存在社会关系时,该公司效仿执行股票期权回溯的可能性将提高,这说明存在连锁董事社会关系的公司之间可能会存在一些不当行为的互相模仿和传染扩散。

Chidambaran et al(2010)将 CEO 与董事会成员之间的关系分为两种:一种是专业关系,主要指双方曾经是同事或者因业务往来而建立的关系;另一种是非专业关系,比如双方是同一家俱乐部的会员、共同信托的持有人、校友或相同 NGO 组织的成员等。他们以 2000—2006 年间美国 560 家涉嫌欺诈的公司为样本进行研究发现,不同形式的内部网络对公司欺诈行为的影响具有差异性。CEO 与董事会成员的非专业关系提高了公司发生欺诈事件的概率,专业关系反而降低了公司发生欺诈事件的概率。其原因可能是,欺诈的实施者认为专业关系更易被监管者怀疑,欺诈行为更容易被暴露,

因而不易实施欺诈活动。

Khanna et al(2015)研究发现,对于公司的非 CEO 经理人以及董事,如果至少有一位的任职时间在现任 CEO 的任期内,即当现任 CEO 和其他经理人及董事存在当期雇佣关系时,公司实施欺诈的概率更高。如果将经理人与董事分开考虑,经理人与 CEO 的当期雇佣关系的影响系数更大,这表明欺诈实施的核心是信息的沟通。因为经理人对于公司的日常运作比董事更加熟悉,欺诈活动对经理人行动配合的依赖性更强。

2. 股权结构与公司欺诈。通常来讲,公司股权结构对公司欺诈活动的发生有直接影响。例如, Alexander & Cohen(1999)发现,当管理者持有大量股份时,公司实施违规欺诈的可能性较低。Cornett et al(2008)发现外部大股东和机构投资者在董事会中的代表减少了公司欺诈行为的可能性。然而,Denis et al(2006)得出了相反结论,通过对美国 1993—2002 年间涉及证券欺诈辩解的 358 家公司进行实证分析后发现,公司发生欺诈辩解的可能性与公司高管股票期权、公司股价的敏感度正相关。而且,当公司中存在机构投资者和控股大股东时,上述正相关的强度会增加,表明上述两者有可能加剧公司高管采取违规欺诈行为的激励。Anderson et al(2015)认为在由创始人家族成员控制的公司中,财务欺诈的可能性要大得多。他们选择 1978—2013 年间的 1166 起联邦执法行动作为样本研究发现,超过 70% 的由美国联邦执法行动实施强制措施的公司,都是因为创始人公司的财务造假引起的。Agrawal & Chadha(2005)也研究发现,CEO 属于创始家族的公司更有可能参与欺诈活动。

(二)公司内部环境因素与公司欺诈

一方面,研究者们发现公司的并购战略、融资政策及分红政策等公司的经营政策影响公司的欺诈活动;另一方面,研究者从公司文化的角度探讨了公司欺诈。

1. 公司政策与公司欺诈关系。(1)并购政策。Erickson et al(2011)发现欺诈的公司比不欺诈的公司更倾向进行并购活动,并且更多地收购国外企业、子公司及不同行业的企业。由于担心并购失败,欺诈公司更倾向于签订并购终止费用合同,并且更加迅速地完成并购交易。同样是欺诈的公司,在欺诈事件暴露后,实施并购的公司股价的反应更慢。他们认为,欺诈的公司会将兼并收购当作一种掩饰欺诈的策略。(2)股利分配政策。Judson & Hanlon(2013)发现公司的分红政策与欺诈之间有显著的负相关关系,高分红政策的公司欺诈的概率更低,实施欺诈的公司由于没有足够的现金流,其分红比例比其他公司平均低 17%。此外该研究发现当公司在实施欺诈后,往往会改变分红政策,降低分红比例。(3)融资政策。Kumar & Langberg(2009)的模型发现,外部融资能力较强的公司更易发生欺诈活动。在完全资本市场和理性预期假设下,资本成本较低的公司为了吸引投资更易实施欺诈活动,最终的均衡结果是,低回报的欺诈公司存在过度投资的状态,而高回报未实施欺诈的公司投资不足。公司内部人对外部人信息欺诈的结果是投资资源的扭曲。

2. 公司文化与公司欺诈关系。Murphy et al(2009)指出在强调利己主义和公司利益至上的公司氛围中,犯罪者甚至没有充分意识到自己进行了欺诈。雇员被期望做任何有利于增加公司利益的事,他们学习各种有利于公司利益的政策和程序,只因为扩大了公司的利益而受到嘉奖,却不计其他的后果,最终导致了欺诈的发生。Liu(2016)首次采用流行病学方法(epidemiological approach),运用美国企业内部关键人物(高管和董事)的文化背景信息,构建公司腐败文化测度指数,然后利用美国 1988—2006 年间 Compustat 数据库的全部样本数据进行实证研究。结果显示,具有高度腐败文化的公司更有可能从事盈余管理、会计欺诈、期权回溯和机会主义内幕交易等不当行为。公司腐败文化每增加一个标准差,公司欺诈行为的可能性就会增加 2%~7%。Bereskin et al(2014)研究发现,企业道德文化可以通过公司社会责任来反映。他以公司近期是否参与过慈善活动作为衡量公司文化的指标,发现过去五年曾经参与过慈善活动的公司发生欺诈事件的概率更低。而这类公司一旦发生欺诈事件,CEO 被解聘的条件概率更高。

(三)公司外部环境因素与公司欺诈

除了公司内部治理因素外,公司所处外部环境同样影响公司欺诈的实施。

1. 经济周期。繁荣与萧条是商业周期中的两个阶段。人们通常认为繁荣的经济环境鼓励和隐藏公司的欺诈,当经济状态回落时,公司欺诈现象将显露出来。Davidson et al(2015)的研究发现,财务报告欺诈行为的发生率随着 GDP 的增长而增加,在达到经济峰值的时期达到最高点,并且发现财务报告欺诈行为的发生率随着市场平均回报率的降低而降低。

但一些学者也发现,当经济过度繁荣时,公司欺诈反而会降低。也就是说,公司欺诈与经济状态之间并不存在完全的线性关系。Povel et al(2007)运用理论模型,通过比较投资者认知在商业周期循环中的变化,研究其对公司欺诈动机的影响。结果证明,欺诈只会在经济状态不是太好也不是太糟糕的情况存在。在他们的模型中,欺诈的激励来自于公司外部融资的诉求,模型的关键点是投资者对于公司的监督密度根据监督成本的变化而变化。当投资者认为公司所属行业的景气程度较差时,他们会仔细审查公司披露的信息报告,一个经过修饰的“较好看的”报告并没有吸引到更多的投资,欺诈无效;当投资者认为公司所处的行业处于顺周期时,会放松监督,此时公司就有比较强烈的欺诈动机;如果公司所在的行业处于极度繁荣期,此时即使披露出的信息显示公司质量较差,投资者也会认为只是暂时现象,并不代表一个悲观的前景,这样较差的报告同样可以吸引到投资,而公司也就没有必要再实施欺诈活动。公司实施欺诈的动机与行业周期构成一种“倒 U”型关系。类似地,Wang et al(2010)以 IPO 公司为样本,探讨了行业的景气程度如何影响公司的欺诈倾向。该项研究认为,其一,投资者认为行业比较景气时,公司的欺诈倾向上升,但如果景气程度特别高,反而降低了公司欺诈的动机。其二,风险投资者的监管强度和承销商的监管强度又随着投资者信念的变化而变化,进而影响公司欺诈。

2. 行业竞争。Wang & Winton(2012)选取 1996—2008 年间 987 个诉讼案件为样本,运用双变量 probit 模型,对竞争行业与公司欺诈的关系进行了回归分析,研究结果显示,在缺少战略性关注的竞争性市场,企业进行欺诈的概率更高,而采取与行业平均表现相对比的方式对管理者能力进行评估则将导致公司欺诈的发生。这些特征在竞争激烈的行业中更加普遍,公司欺诈也就更加横行。

3. 监管环境。Kedia & Rajgopal(2011)研究发现,更本土化的监管可以减少欺诈活动,如果公司的地理位置更靠近美国证券委员会(SEC)或过去 SEC 对该地区的监管措施更加严厉,则公司实施欺诈活动的概率较低。Calluzzo et al(2015)研究发现,公司总部的搬迁现象和欺诈具有相关关系,那些将总部迁移到监管强度(与之前相比)较低地区的公司,欺诈倾向显著升高。那些有过欺诈记录的公司,在搬迁之后仍然可能会持续欺诈,而欺诈活动被监管者或投资者发现的概率却并未因为其过往的记录而提升。上述研究表明,高强度的监管对欺诈活动具有抑制作用,但地理位置的因素可以显著影响监管成本从而影响欺诈活动,高成本的监管环境为公司的欺诈活动提供了便利。

Cumming & Johan(2013)发现,美国、英国和加拿大的交易规则和监管方式大体相同,但 IPO 标准差异较大,这一差异显著影响了上市公司的欺诈行为。他们实证检验了公司上市最低资本要求与欺诈之间的关系,研究发现,该指标每提高 1800 万美元,欺诈事件发生的概率降低 27.4%,在上市标准越高的市场,欺诈活动发生的概率越低。

4. 外部中介监督。Agrawal & Cooper(2010)考察了金融中介机构的监督作用:IPO 公司发生欺诈的概率与承销商声誉正相关,优质的承销商反而提高了欺诈发生的概率,承销商对私人激励的评价超过了他们对声誉的担忧;IPO 公司发生欺诈的概率与风险投资者的质量负相关,优质的风险投资者降低了欺诈发生的概率。

Yu(2008)考察了信息中介,如证券分析师对经理人盈余管理决策的影响。通过对盈余管理的多重衡量,以美国 1988—2002 年间证券分析师的数据为样本进行实证分析发现,证券分析师关注越多,企业的盈余管理越少,并且顶级券商和经验更丰富的分析师对盈余管理的影响更大。

Shi et al(2017)运用认知评价理论(cognitive evaluation theory),通过选择美国 1999—2012 年间标普 S&P 1500 家公司为研究样本,对外部治理机制(如维权股东、公司控制权市场、证券分析师)与公司欺诈的关系进行了实证分析。结果显示,外部治理施加的强烈期望会冲击高层管理者的自主

性感受,排挤其内在动机,从而可能导致财务造假。

5. 当地文化。Dyrenge et al(2012)认为,拥有宗教信仰的人的诚实程度和对风险的厌恶程度要高于没有宗教信仰的人。他们通过实证检验发现,如果一个地区有宗教信仰(天主教和新教)的人口比例越高,该地区企业的公司经理人进行虚假报告陈述的概率更低,且较少地采取避税手段。在自愿性披露的信息中,这些企业会更多地提及对公司不利的信息,表现得更加诚实。McGuire et al(2012)研究发现,总部位于宗教信仰浓厚地区的公司,其财务报告违规行为往往较少。

四、公司欺诈的识别和揭露

能否及时地发现并揭露公司欺诈行为,是衡量一个金融系统监管效率的重要标准。目前的研究主要从两方面展开:一是通过与企业经营活动相关的各种指标来寻找能够显示欺诈行为的信号,构建预警指标系统,以此来识别欺诈行为;二是从市场参与者在欺诈揭露中扮演的角色出发,探讨各类市场主体对揭露欺诈的效果及作用机制,以此为基础构建更加有效的欺诈监管机制。

(一)公司欺诈识别方法

1. 传统指标法。传统指标主要包括:(1)财务指标。研究人员一直试图找出一组财务欺诈的预测指标。Beneish(1999)和 Dechow et al(2011)是这一类研究中最有影响力的代表。他们认为衡量极端或异常的财务业绩是会计错报的有用预测指标,虚假报告的公司表现出较高的异常应计利润,应收账款和库存的不成比例增加,以及较差的异常市场表现。他们建立的财务预警模型目前被学术界广泛使用。Beneish(1999)以应收账款指数、毛利率指数、资产质量指数、营业收入指数、折旧率指数、销售管理费用指数、财务杠杆指数、总应计项等八个指标建立模型来预测公司财务造假的可能性。Dechow et al(2011)在此基础上予以改进,预测模型中包括的变量为应计项、应收账款变动率、存货变动率、软资产比例、现金销售率、资产收益率增长率、是否再融资等七项。尽管变量减少,但实际上每个变量的计算方式比 Beneish(1999)更加复杂,可以更加全面地考察公司财务状况。他们发现,权责发生制资产质量差、盈利异常、资产回报率下降、股票回报率高以及员工数量异常减少,都是会计错报的有力预测因素。他们还发现,错误报告的公司会在错误报告期间会进行激进的表外和外部融资交易。(2)非财务指标。Wang(2013)认为诸如 R&D 费用和并购交易等投资活动支出指标较高的公司更应引起投资者警惕,该公司欺诈活动被发现的预期概率较低,反而提高了实施欺诈活动的概率。(3)法律诉讼指标。Jones & Weingram(1996)研究指出,公司所处行业的诉讼密度,公司个体的诉讼密度可以反映公司的不当行为,即有过“前科”的行业和公司更容易实施欺诈行为。

2. 文本分析法。文本分析(textual analysis)是指通过对文本内容进行挖掘和数据分析,获得文本提供者的特定立场、观点、价值和利益,并由此推断其意图和目的。目前利用文本分析方法提取有效的信息来识别公司欺诈行为已成为金融学的研究热点,主要有两种方法:(1)通过预先定义的单词分类(或词典)来调查会计欺诈与语言语调以及欺诈线索之间的联系。Hoberg & Lewis(2017)利用美国上市公司基于 10-K 文本的 MD&A 信息披露数据分析,考察了欺诈行为是否会普遍存在异常的信息披露。他们将异常的信息披露定义为无法由规模和年龄相仿的同行解释的披露。结果显示,欺诈公司通常存在异常的信息披露现象,信息披露文本词汇相似度最低的公司有 0.4% 的欺诈率,而词汇相似度最高的公司有 2.4% 的欺诈率。Brown et al(2018)认为,企业因财务报告错误而被起诉,往往会在财报中使用更为乐观的措辞。(2)使用机器学习算法来区分“词包”或文本样式标记,这些标记可以预测故意误报。这些风格标记包括文本特征,如语言复杂性、可读性、文档长度和音调,以及语法和单词选择。大多数研究都使用了一种称为支持向量机(SVM)的机器学习算法来识别或分类会计差错。Cecchini et al(2010)利用支持向量机生成了经常出现在错误陈述的年度报告中的歧视性词语和短语词典。结果表明,相对于财务报表比率,该机器学习词典更能预测财务错报。

(二)公司欺诈的揭露机制

1. 从监管功能看公司欺诈的揭露。长期以来,国外学术界都是从市场主体的监管功能出发来研究各类行政监管主体及市场角色对欺诈事件的发现或揭露功能。主流的观点认为,扮演公司欺诈事件揭发者角色的主要有三类:一是证券监管部门和审计师。他们是法理上被赋予揭发义务的主体。二是律师或者律师事务所。证券诉讼案件中可能发生的高额诉讼费用使得律师或律师事务所所有强烈的动机揭露公司欺诈行径(Coffee,1986),私人诉讼途径是比公共监管更加行之有效的监管措施(La Porta et al,2006)。三是风险承担者。公司欺诈应当由与欺诈活动相关的风险承担者来揭露,最典型的是投资者及其代表人(Fama,1990)。

2. 从三类激励角度看公司欺诈的揭露。美国证券委员会(SEC)发现的欺诈事件仅占全部欺诈事件的7%,诸如审计师和律师等其他传统类监管主体的占比分别是11.3%和3%,而投资银行、商业银行和证券交易所的占比几乎为0。这表明市场监管主体并没有在揭露公司欺诈活动中充当主要角色。Dyck et al(2010)认为,对欺诈的揭露可以视为一个代理人的激励问题,主要包括货币激励、职业和声誉激励、信息成本激励。他们利用斯坦福集体诉讼数据中心记录的1996—2004年间的样本对三类激励进行了实证分析。

(1)货币激励。Dyck et al(2010)认为,对于大部分市场主体而言,现金激励是一种行之有效的揭露欺诈的手段。他们发现,上市公司曝光的欺诈事件中有17%是由内部员工举报的。尽管员工举报公司的欺诈行径会面临失业等一系列高昂的代价,但员工还如此积极,主要原因是检举揭发公司欺诈丑闻会得到政府高额的奖励。最典型的是政府会对一些公司欺诈的内部举报人通过罚金共享^①的方式给予现金激励。美国医疗保健行业是罚金共享机制最典型的代表行业,该行业曝光的欺诈事件有41%是内部举报人揭露的,而非医疗行业仅占14%。

(2)职业和声誉激励。Dyck et al(2010)认为,记者、分析师、审计师、监管者和律师是公司欺诈事件的潜在的检举揭发者,可以通过揭发欺诈事件获得职业提升。职业和声誉激励是这类人群揭发欺诈活动的主要动力。他们研究发现,记者除对声誉和职业生涯的担忧高于现金激励外,他们更青睐于揭发规模较大公司的欺诈活动,且75%的欺诈事件都是通过记者实名发布相关报道曝光的。Miller(2006)研究发现,媒体记者经常通过亲身调查和独立分析揭露上市公司的会计欺诈,在信息传播上保持了很高的独立性,同时媒体更偏好关注度较高且识别成本较低的公司。也就是说,对于揭露大型公司的欺诈活动,传媒可以发挥重要的作用。

(3)信息成本激励。揭露欺诈活动需要获得大量的公司内部信息。不同的市场主体获得这种信息的成本是不同的,只有获取信息的成本低于收益,他们才会揭发欺诈活动。大部分的外部监管者和投资者获得公司内部信息的成本高昂。而对于公司员工,行业监管者(与证券业监管者区别开来)及分析师等对公司欺诈信息的获取可能只是他们常规工作中的副产品。尤其是,公司员工作为内部人更方便,因为公司大部分的欺诈活动都离不开内部员工的支持和配合。所以,获取信息的成本越低的人群越有可能举报公司欺诈活动

3. 从政治关联角度看公司欺诈的揭露。Correia(2010)研究发现,存在虚假陈述的公司报告持续期将增加与国会联系的政治投入,于是因为政治投入更高的公司被SEC列入司法调查的概率更低,获得的处罚更少。Yu & Yu(2011)研究发现,美国上市公司的游说活动影响欺诈被发现的概率,实施欺诈的公司比不欺诈的公司用于游说活动的支出高77%,公司自身用于游说活动的支出在欺诈期间比不欺诈期间高出29%。而同样是欺诈类的公司,高游说支出投入的公司比低投入的公司被发现的概率低38%,游说活动逆向影响了监管者的监管。

总之,欺诈的发现和揭露不仅是一个监管体系的功能性问题,也可以视为一个代理人的激励问

^①美国联邦民事虚假陈述法案(Federal Civil False Claims Act)规定,对于某些以政府为主要采购方的行业,欺诈事件的检举者可以和政府共享罚金,比例从15%~30%不等。

题,激励理论更适合解释欺诈活动的揭露和发现。对于整个社会而言,尽早及时发现公司欺诈问题更能降低其社会影响和危害,避免更多的损失。因此,通过设计合理的激励制度,给予市场主体足够的激励来举报和揭露上市公司各种欺诈行为,可能是比行政监管更加行之有效的。

五、公司欺诈的影响和后果

上市公司的欺诈行为不仅损害了自身的声誉,制约了公司的发展,而且扰乱了资本市场秩序,同时还对社会造成严重的冲击,导致失业和投资低迷。国外学术界对公司欺诈的影响和后果的研究主要从微观视角和宏观视角两个方面展开。

(一)从微观视角分析公司欺诈的影响和后果

1. 公司欺诈对公司和股东的影响和后果。(1)对公司股价的影响。该类研究集中于欺诈事件曝光期公司股东财富的变化。大部分研究认同当欺诈活动被曝光时股东财富会显著缩水。Karpoff et al(1999)以公司被宣布进入司法调查后的2天为窗口期,发现公司股票超额收益为-1.4%。Murphy et al(2009)研究发现,当公司的内部人被指控涉嫌欺诈时,股价显著下跌。然而,Gande & Lewis(2009)研究指出,这种研究方法很可能低估了欺诈造成的损失,因为信息可能提前被内部人获取,他们会提前卖出股票,或者由于卖空者的存在,以股价反映的股东财富在事件曝光前就已经受到了损失。Agrawal & Cooper(2015)研究发现,有相当多公司,内部人在财务重述暴露前肆无忌惮地售出股票,尤其是当重述状况很严重时,股价在暴露前的下跌更加明显。(2)对公司价值的影响。该类研究不再局限于欺诈事件曝光后短期内的市场反应,而是从基本面出发研究欺诈对公司价值的长期影响。Karpoff et al(2008a)选取1978—2002年间585家财务错报的上市公司为样本,将欺诈活动被曝光后公司受到的法律惩罚和市场惩罚进行比较。他们以收入降低、合同条款强化、融资成本提高为条件衡量未来现金流的预期损失,研究结果显示,这一损失平均是法律惩罚的7.5倍。在公司财务造假被发现后,公司会损失38%总市值。其中,24.5%的损失是市场调整到正常状态造成的,另外的8.8%是法律罚款,而剩下的66.6%是声誉损失,比如供货商会将公司的商业信用调低、减少应付账款的天数等。长期来看,这对公司基本面的损失大约是股权价值的29%。Graham et al(2008)研究财务重述事件对财务成本的影响发现,相比重述前,公司财务重述后的负债显著增加,贷款的期限缩短,合约的限制条款增加,这导致了更高的财务成本。Hoberg & Lewis(2017)研究发现,竞争行业中的公司在繁荣过去之后,欺诈造成的后果比行业集中度高的公司更为糟糕。

2. 公司欺诈对公司CEO的影响和后果。Karpoff et al(2008b)关注那些被监管者认为经过深思熟虑而实施财务重述的公司高管,一旦这类高管涉嫌欺诈,他们将面临严厉的惩罚,如失业、市场禁入、禁止持股、SEC的罚款甚至有期徒刑等。研究结果显示,被认定为对欺诈负主要责任的员工,其被解雇的概率达93.6%。如果责任人是管理者,被解雇的概率要显著高于非欺诈的管理者。此外,责任人还会受到SEC的罚金,所拥有的公司股票价值将会缩水。责任人面临的不仅仅是罚金和一些价值损失,还有无形的声誉损失。Agrawal & Cooper(2017)研究发现,实施欺诈的公司的CEO和CFO的离职率比其他公司高14%和10%,因为更换这些经理有助于重建公司的声誉,并减轻公司的责任。Desai et al(2011)就对存在欺诈的公司进行报表重述后,管理者的离职率和之后的再就业情况进行了研究。研究结果发现,60%的宣布报表重述的公司在宣布后24个月内,董事会主席、CEO和公司总裁至少有一位会离职。而没有报表重述的公司,这一比率为35%。Srinivasan(2005)、Fich & Shivdasani(2007)研究发现,陷入欺诈丑闻的公司的外部股东常常会失去董事会席位,随着欺诈严重程度的加剧以及外部股东承担更多监管责任,个人声誉的损失会更大。

(二)从宏观视角分析公司欺诈的影响和后果

从整个金融系统的视角出发,分析欺诈活动造成的影响和后果,估算参与欺诈活动的公司规模究竟有多大,研究公司欺诈活动对社会造成的后果究竟有多么严重,是该类研究主要关注的问题。我们称之为公司欺诈的社会成本估算或福利分析。目前这方面成果相对匮乏,只有以Dyck et al

(2013)为代表的少数研究。该项研究利用安达信的破产迫使企业更换审计师,并加大了揭露先前存在的欺诈行为的可能性,使用反事实估计法(antifactual inferential measuring method)来估算美国大公司欺诈活动造成的社会成本。研究结果显示,1996—2004年间,美国所有的上市公司中有14.5%涉嫌欺诈,也就是说,在美国每8家大型上市公司中,就有一家从事欺诈活动,而这些欺诈活动中仅有20.4%得到曝光,未被揭露的欺诈活动至少是被揭露的欺诈活动的3倍以上。大公司的欺诈行为每年将造成1800亿~3600亿美元的损失,占美国所有上市企业总市值的3.1%。

由于Dyck et al(2013)的估算过程涉及大量的假设条件,并且无法充分地考虑公司之间的异质性,因此学术界对其估计结果的有效性也尚存疑义。可见,如何验证估算结果的合理性,以及使用更多的方法估算欺诈造成的社会成本,这些都需要更进一步的讨论。如果不同方法的估算结果能够相互印证或是偏差并不大,则估算结果将是一个令人信服的结果。

六、公司欺诈实证研究面临的难题与进展

近年来,尽管国外学术界对公司欺诈进行了大量研究,但存在着研究结论相差迥异甚至相互对立、相互矛盾的现象,学者们对一些问题的争议不断。之所以如此,一个很重要的原因就是公司欺诈实证研究中面临部分可观测性(partial observability)难题(Karpoff et al, 2017; Yu, 2013)。部分可观测问题是指研究中所使用的样本并不是所有的欺诈行为的样本,而是实施并被发现的欺诈活动的样本。事实上,有些公司欺诈活动实际上并未被观测到,人们并不清楚有多少公司从事欺诈活动但没有被发现,也不清楚这些公司的特点。早期的研究一般是用单一的probit或logit模型估计,把两者混同,假定可观测的欺诈活动和所有实施的欺诈活动对等,这导致欺诈造成的实际后果被低估,研究结果存在偏差,结论不可靠。目前国外学术界主要采用样本筛除法、bivariate-probit法、概率替代法等三种方法,试图消除或降低部分可观测问题给实际研究带来的困扰与偏差。

1. 样本筛除法。这种方法是目前采用较多的方法。该方法的研究样本主要针对规模较大的上市公司。样本筛除法不仅有助于剔除无理诉讼的样本,有效避免将没有达到违规欺诈程度的样本纳入观测范围,还可以降低样本的部分可观测性。因为规模较大的公司往往受到市场和监管部门更多的关注,媒体、分析师、律师等市场外部监管主体会更热衷于揭露这些公司的欺诈活动,所以公司实际实施的欺诈和违规欺诈最终被发现的相关系数可以视作接近于1。Dyck(2010)在研究上市公司欺诈的监管问题时认为,大公司的部分可观测问题影响程度非常低,并最终将欺诈样本限定在资产规模超过7.5亿美元以上的公司,后续大量实证研究在选取样本时均参照了其做法(Khanna et al, 2015)。

2. bivariate-probit法。Poirier(1980)针对部分可观测问题,最早提出双变量probit(bivariate-probit)法。Wang et al(2010)将Poirier(1980)的方法应用到公司欺诈的研究中。bivariate-probit估计法的基本思想是将研究目标分解为两个阶段,将所有能观测到的欺诈事件视作实施欺诈与欺诈被发现两个阶段共同作用的结果。同时,这两个阶段也并非完全相互独立。一方面,两个阶段均有各自不同的作用机理和影响因素;另一方面,两个阶段又可能存在相互影响,有些因素可能同时对两个阶段造成影响,从而欺诈的实施和被发现是互相依赖的两个阶段。例如,部分公司内部因素会导致实施欺诈的倾向升高或是降低,而一些外部因素由于影响欺诈被发现的概率,同样会被欺诈的实施者考虑在内,最终变相影响了公司欺诈的倾向性。同理,有些影响公司欺诈倾向的内部因素由于可以被监管者所观测,因而也变相影响了欺诈被发现的概率。所以,欺诈事件发生的概率是公司实施欺诈的概率与实施欺诈后被发现的概率。定义一个标准化的二维正态分布的累积分布函数,求出两种情况各自发生概率的表达式,并得到其概率的对数似然函数,通过对该函数用最大似然法(maximum-likelihood method, MLM)进行参数估计,就可以得到公司欺诈事件的概率。

Wang et al(2010)引入bivariate-probit法为解决公司欺诈研究中部分可观测问题提供了一种新的思路,目前该方法已经成为研究公司欺诈等问题所普遍采用的一种实证方法。近年来,国内也有

一些学者陆续将该方法引入对公司违规活动的研究中(陆瑶等,2012)。

3. 概率替代法。这种方法是 Dyck et al(2013)在估计上市公司违规欺诈的成本时构建的。该方法将违规欺诈最终被发现的概率视作违规欺诈的执行概率与条件概率乘积的结果。但是实际上,公司在执行欺诈活动后被发现的概率是未知的。凑巧的是,2002年美国安达信会计事务所受欺诈事件牵连而倒闭后,有大量的上市公司为此更换了外部审计师,这一背景恰好为条件概率的观测提供了契机。随后,Dyck et al(2013)通过构建一系列指标,将由安达信提供审计服务的公司与所有上市公司进行比较,证明两者之间并无显著的差异。最终,该研究使用由安达信欺诈事件发现的条件概率替代整个系统的条件概率,进而推导出所有上市公司违规欺诈活动的后果。Dyck et al(2013)模型有两个重要假设,一是,由安达信提供审计服务的公司实施欺诈的概率和其他公司实施欺诈的概率是相同的。为了证明这一假设的合理性,Dyck et al(2013)根据 Beneish(1999)提出的可以反映利润操纵程度的指标,把安达信服务的公司与其他公司进行了对比,发现各指标均无显著性的差异。此外,Agrawal & Chada(2005)和 Eisenberg & Macay(2004)也均发现由安达信服务的公司和其他公司在财务重述的频率以及事件引起的市场反应等方面并无显著性的差别。二是,由安达信提供审计服务的公司实施欺诈被发现概率为1。Dyck et al(2013)认为,在安达信倒闭后,这些公司均更换了新的外部审计机构。由于新到任的外部审计师不愿承担之前由安达信的审计师隐瞒欺诈活动所带来的相关法律风险,其通常会选择对公司以前的财务状况重新进行审计,因此大量被安达信刻意隐瞒的违规欺诈活动得以暴露,从而排除了部分可观测问题的影响。

这一开创性的方法,为估算上市公司违规欺诈活动严重程度的研究提供了极大的帮助与借鉴,引起了学界广泛的关注。当然,值得我们注意的是,这一研究方法本质上仍然是一种自然实验法,其核心条件依赖于“安达信的倒闭”这一事件及同质性假设,但这就成了其弊端所在,因为并不是所有的国家都存在这样良好的“实验场”。因此,如何将这一思想因地制宜地应用于除美国以外的其他资本市场,应当是下一步研究所面临的重要问题。

总的来看,这三种方法都只能在一定程度上降低部分可观测问题,如何彻底消除该问题仍然是一个未解难题,需要更进一步的研究。此外,Hahn et al(2016)用 Bayesian 分类法对 Wang(2013)的方法进行了改进,Zakolyukina(2018)使用模拟矩估计(simulated method of moments,SMM)构造了一个结构模型对公司欺诈发生的概率进行估算,他们的研究结果显示,这两种方法都提高了公司欺诈程度估算的准确性,有助于解决部分可观测问题。

七、简评与展望

近十几年来,国外学术界对公司欺诈的研究大量涌现。本文围绕公司欺诈的动机、影响因素、识别与揭露、影响与后果等方面进行梳理与总结。首先,就公司欺诈动机而言,理论推导和实证研究都表明,由信息不对称产生的委托—代理问题往往是欺诈发生的根源;上市公司的管理层是公司欺诈的主要实施主体,高管的欺诈行为与其绩效薪酬契约有密不可分的关系;公司高管本身的一些特质,如年龄、心理特征和个人经历等会不同程度地增强或者减弱其进行欺诈的动机。其次,就公司欺诈的影响因素而言,公司的治理结构尤其是股权结构、董事会特征、内部和外部网络社会关系,公司并购政策、股利分配政策以及公司文化都会对公司欺诈产生重要影响;宏观经济状况(经济周期、行业周期)、监管环境、市场中介以及宗教文化等外部因素也起到至关重要的作用。再次,就公司欺诈的识别和揭露而言,传统的识别方法主要依靠财务指标、非财务指标和法律诉讼指标,新的方法主要是利用机器学习方法对上市公司披露报告进行文本分析和语调分析,以识别和预测误报;公司欺诈的揭露主要依赖于内部举报人、卖空投机者、媒体记者和专业审计师,他们扮演揭发者角色主要是受到货币激励、职业和声誉激励、信息成本激励所驱使。最后,就公司欺诈的后果而言,不仅在微观层面对股东利益、公司价值、CEO个人前途等造成严重影响,还会产生巨大的社会成本。另外,公司欺诈问题研究的可靠性所面临的最严峻考验是部分可观测问题,国外学者主要采用样本筛选法、bivari-

ate-probit 法、概率替代法等三种方法,试图消除或降低部分可观测问题给实际研究带来的困扰与偏差。

尽管公司欺诈研究无论从研究范式还是研究深度和广度方面都取得了重要进展,但依然还存在许多局限和不足。首先,研究的理论基础不统一,造成结论差异较大。目前公司欺诈研究的核心思想建立在欺诈行为是预期收益高于被发现的预期成本的理性行为基础上。假设所有影响因素的作用机制都是通过提高欺诈的预期收益,或降低欺诈的预期成本来实现。虽然这种假设在现实中有一定的解释力,然而欺诈的实施主体是人,单独考察一两个可能的动机或约束而排除其他动机和约束共同起作用的研究都有可能是错误的。尽管行为金融学已经对公司欺诈背后的非理性因素进行了探索,但尚未形成统一可靠的研究逻辑框架。其次,尽管现有研究成果对公司欺诈的识别有积极的作用,然而到目前为止,人们还没有找到一种如何有效预警公司欺诈的统一模型,识别发现公司欺诈现象主要还是依赖于常规指标、揭发检举等其他途径。再次,国外研究对象主要集中在美国资本市场中的公司欺诈事件,对其他国家的公司欺诈的特点以及与美国的差异的研究还较少,这将导致现有研究缺乏对本土政策的指导意义。

公司欺诈活动对公司价值、行业和投资者等都会造成严重后果,且欺诈的社会成本可能远超人们的预期。如何惩戒及遏止日益猖獗的公司欺诈活动,将是世界各国监管机构面临的最为紧迫的课题。未来,学者可以尝试深入挖掘的研究方向主要有以下四点。

1. 进一步探索公司高管实施欺诈行为的心理因素。尽管美国大公司欺诈丑闻爆发以后,美国出台了一系列监管法案,但公司欺诈行为依然普遍存在,屡禁不止且规模巨大。是什么原因让公司高管铤而走险以身试法,这一直是困扰研究者和监管部门的难题。由于欺诈是人类的一种行为,具有复杂性、隐蔽性和动态性的特点,因此,把目前的研究进一步延伸到心理学和脑科学,通过调查在交易过程中参与者的大脑活动,把医学、心理学和行为学的研究扩展到公司欺诈中来,探索公司高管涉及欺诈行为的心理因素,尤其是行为的意图、欲望、恐惧、贪婪等心理造成的影响,将是未来的研究方向。

2. 探讨外部不确定性对公司欺诈的影响。由于宏观政策环境影响企业决策行为,当经济政策出现较大不确定性时,企业可能试图采取极端的违规欺诈行为加以应对。经济政策不确定性提高会增加企业经营风险。例如,企业融资难度增加、金融市场波动剧烈、公司信用评级下降、信用违约风险上升等。这些因素都会导致企业濒临破产的边缘,这就增强了企业的违规动机,促使其粉饰业绩、虚假披露。

3. 进行跨国比较研究,探讨文化、制度、执法对公司欺诈的影响。来自美国和英国公司的证据表明,文化、执法在很大程度上对公司欺诈发挥着制约作用,通过对不同国家和制度背景下的公司欺诈进行比较研究,寻找这些公司欺诈现象的共性和差异,挖掘背后的制度、文化等因素,有助于探寻公司欺诈的普遍规律、减少欺诈。

4. 创新研究方法,探索公司欺诈预测的可能性。由于部分可观测问题,目前被发现的公司欺诈行为只是冰山一角,而未被发现的公司欺诈行为是普遍存在的。目前的方法都只能在一定程度上缓解而非彻底解决部分可观测问题。开拓更多创新方法,尤其是充分利用人工智能技术和文本挖掘技术(大数据),通过与其他交叉学科的研究方法相结合,利用现有数据库的数据纠正目前实证研究的统计偏误,尝试彻底解决部分可观测问题,从而提高公司欺诈预测准确性,增强现有研究结果的普适性和稳健性,是摆在未来研究者面前的重要课题。

参考文献:

- 陆瑶 朱玉杰 胡晓元,2012:《机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究》,《南开管理评论》第1期。
- Agrawal, A. & S. Chadha(2005), "Corporate governance and accounting scandals", *Journal of Law and Economics* 48(2):371-406.
- Agrawal, A. & T. Cooper(2010), "Accounting scandals in IPO firms: Do underwriters and VCs help?", *Journal of Economics and Management Strategy* 19(4):1117-1181.

- Agrawal, A. & T. Cooper(2015), "Insider trading before accounting scandals", *Journal of Corporate Finance* 34: 169—190.
- Agrawal, A. & T. Cooper(2017), "Corporate governance consequences of accounting scandals: Evidence from top management, CFO and auditor turnover", *Quarterly Journal of Finance* 7(1):1—41.
- Anderson, R. et al(2015), "Founders and financial misrepresentation", Working Paper, Emple University.
- Armstrong, C. S. et al(2010), "Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities", *Journal of Accounting Research* 48(2):225—271.
- Bank, S. A. et al(2016), "Executive pay: What worked?", *Journal of Corporation Law* 42(1):59—107.
- Beneish, M. D. (1999), "The detection of earnings manipulation", *Financial Analyst Journal* 55(5):24—36.
- Bereskin, F. L. et al(2014), "Philanthropy, corporate culture and misconduct", Working Paper, University of Delaware.
- Biggerstaff, L. et al(2015), "Suspect CEOs, unethical culture, and corporate misbehavior", *Journal of Financial Economics* 117(1):98—121.
- Bizjak, J. et al(2009), "Option backdating and board interlocks", *Review of Financial Studies* 22(11):4821—4847.
- Bologna, G. J. & R. J. Lindquist(1995), *Fraud Auditing and Forensic Accounting: New Tools and Techniques*, John Wiley & Sons Inc.
- Bonini, S. & D. Boraschi(2013), "The causes and financial consequences of corporate frauds", In: R. Cressy et al (eds), *Entrepreneurship, Finance, Governance and Ethics*, Berlin: Springer Science.
- Brown, N. C. et al(2018), "What are you saying? Using topic to detect financial misreporting", Working Paper, University of Delaware.
- Burns, N. & S. Kedia(2006), "The impact of performance-based compensation on misreporting", *Journal of Financial Economics* 79(1):35—67.
- Burns, N. & S. Kedia(2008), "Executive option exercises and financial misreporting", *Journal of Banking and Finance* 32(5):845—857.
- Call, A. et al(2012), "Hush money: The impact of rank and file stock options on employee whistle blowing", Working Paper, Emory University.
- Calluzzo, P. et al(2015), "Catch me if you can: Financial misconduct around corporate headquarters relocation", Working Paper, Queen's University.
- Cecchini, M. et al(2010), "Detecting management fraud in public companies", *Management Science* 56(7):1146—1160.
- Chen, L. et al(2012), "The financial implications of corporate fraud", Working Paper, Chinese University of Hong Kong.
- Chidambaran, N. K. et al(2010), "CEO-director connections and corporate fraud", Working Paper, University of Maryland.
- Chiu, P. C. et al(2012), "Board interlocks and earnings management contagion", *Accounting Review* 88(3):915—944.
- Choi, J. J. et al(2014), "Employee treatment and corporate fraud", Working Paper, Temple University.
- Coffee, J. C. (1986), "Understanding the plaintiffs attorney: The implications of economic theory for private enforcement of law through class and derivative actions", *Columbia Law Review* 86(4):669—727.
- Cornett, M. M. et al(2008), "Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management", *Journal of Financial Economics* 87(2):357—373.
- Correia, M. (2010), "Political connections, SEC enforcement and accounting quality", Working Paper, London Business School.
- Cumming, D. & S. Johan(2013), "Listing standards and fraud", *Managerial and Decision Economics* 34(7—8):451—470.
- Davidson, R. et al(2015), "Executives' 'off-the-job' behavior, corporate culture, and financial reporting risk", *Journal of Financial Economics* 117(1):5—28.
- Dechow, P. M. et al(1996), "Causes and consequences of earnings manipulation", *Contemporary Accounting Research* 13(1):1—36.
- Dechow, P. M. et al(2011), "Predicting material accounting misstatements", *Contemporary Accounting Research* 28(1):17—82.

- Denis, D. et al(2006), "Is there a dark side to incentive compensation?", *Journal of Corporate Finance* 12(3):467—488.
- Desai, H. et al(2011), "Earnings restatements and management turnover", *Accounting Review* 81(1):83—112.
- Dyck, A. et al(2010), "Who blows the whistle on corporate fraud?", *Journal of Finance* 65(6):2213—2253.
- Dyck, A. et al(2013), "How pervasive is corporate fraud?", Working Paper, University of Chicago.
- Dyregang, S. D. et al(2012), "Religious social norms and corporate financial reporting", *Journal of Business Finance & Accounting* 39(7—8):845—875.
- Efendi, J. A. et al(2007), "Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors", *Journal of Financial Economics* 85(3):667—708.
- Eisenberg, T. & J. R. Macey(2004), "Was Arthur Andersen different? An empirical examination of major accounting firm audits of large clients", *Journal of Empirical Legal Studies* 1(2):263—300.
- Erickson, M. et al(2006), "Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud?", *Journal of Accounting Research* 44(1):113—143.
- Erickson, M. et al(2011), "Accounting fraud and the market for corporate control", Working Paper, University of Chicago.
- Fama, E. F. (1990), "Contract costs and financing decisions", *Journal of Business* 63(1):71—91.
- Fama, E. & M. Jensen(1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26(2):301—325.
- Feinstein, J. S. (1990), "Detection controlled estimation", *Journal of Law and Economics* 33(1): 233—276.
- Ferri, F. et al(2018), "Uncertainty about managers' reporting objectives and investors' response to earnings reports", *Journal of Accounting and Economics* 66(2—3):339—365.
- Fich, E. & A. Shivdasani(2007), "Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 86(2):306—336.
- Fischer, P. E. & R. E. Verrecchia(2000), "Reporting bias", *Accounting Review* 75(2):229—245.
- Francis, J. R. (2004), "What do we know about audit quality", *British Accounting Review* 34(4): 345—368.
- Gande, A. & C. M. Lewis(2009), "Shareholder-initiated class action lawsuits: Shareholder wealth effects and industry spillovers", *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 44(4):823—850.
- Goldman, E. & S. L. Slezak(2006), "An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation", *Journal of Financial Economics* 80(3):603—626.
- Graham, J. R. et al(2008), "Corporate misreporting and bank loan contracting", *Journal of Financial Economics* 89(1):44—61.
- Hahn, P. R. et al(2016), "A Bayesian partial identification approach to inferring the prevalence of accounting misconduct", *Journal of the American Statistical Association* 111(513):14—26.
- Harris, J. & P. Bromiley(2007), "Incentives to cheat: The influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation", *Organization Science* 18(3):350—367.
- Hass, L. H. et al(2015), "Tournament incentives and corporate fraud", *Journal of Corporate Finance* 34(7):251—267.
- Hoberg, G. & C. Lewis(2017), "Do fraudulent firms produce abnormal disclosure?", *Journal of Corporate Finance* 43:58—85.
- Hwang, B. H. & S. Kim(2009), "It pays to have friends", *Journal of Financial Economics* 93(1):138—158.
- Jensen, M. C. (1986), "The takeover controversy: Analysis and evidence", *Midland Corporate Finance Journal* 4(2):6—32.
- Jensen, M. C. & W. Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 55(1):81—106.
- Johnson, S. A. et al(2009), "Managerial incentives and corporate fraud: The sources of incentives matter", *Review of Finance* 13(1):115—145.
- Jones, C. & S. Weingram(1996), "The determinants of 10b—5 litigation risk", Working Paper, Stanford Law School.

- Judson, C. & H. Michelle(2013), "Dividend policy at firms accused of accounting fraud", *Contemporary Accounting Research* 30(2):818—850.
- Kale, J. R. et al(2009), "Rank-order tournaments and incentive alignment: The effect on firm performance", *Journal of Finance* 64(3):1479—1512.
- Karpoff, J. M. et al(1999), "Defense procurement fraud, penalties, and contractor influence", *Journal of Political Economy* 107(4):38—78.
- Karpoff, J. M. et al(2008a), "The costs to firms of cooking the books", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43(3):581—612.
- Karpoff, J. M. et al(2008b), "The consequences to managers for financial misrepresentation", *Journal of Financial Economics* 88(1):193—215.
- Karpoff, J. M. et al(2017), "Proxies and databases used in financial misconduct research", *Accounting Review* 92(6):129—163.
- Karpoff, J. M. & X. Lou(2010), "Short sellers and financial misconduct", *Journal of Finance* 65(5): 1879—1913.
- Kedia, S. & T. Philippon(2009), "The economics of fraudulent accounting", *Review of Financial Studies* 22(6): 2169—2199.
- Kedia, S. & S. Rajgopal(2011), "Do the SEC's enforcement preferences affect corporate misconduct?", *Journal of Accounting and Economics* 51(3):259—278.
- Khanna, V. et al(2015), "CEO connectedness and corporate fraud", *Journal of Finance* 70(3):1203—1252.
- Klein, A. (2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", *Journal of Accounting and Economics* 33(3):375—400.
- Koch-Bayram, I. F. & G. Wernicke(2018), "Drilled to obey? Ex-military CEOs and financial misconduct", *Strategic Management Journal* 39(11):2943—2964.
- Kumar, P. & N. Langberg(2009), "Corporate fraud and investment distortions in efficient capital markets", *RAND Journal of Economics* 40(1):144—172.
- La Porta, R. et al(2006), "What works in securities laws?", *Journal of Finance* 61(1):1—32.
- Liu, X. (2016), "Corruption culture and corporate misconduct", *Journal of Financial Economics* 122(2):307—327.
- McGuire, S. T. et al(2011), "The impact of religion on financial reporting irregularities", *Accounting Review* 87(2): 645—673.
- Miller, G. S. (2006), "The press as a watchdog for accounting fraud", *Journal of Accounting Research* 44(5):1001—1033.
- Murphy, D. L. et al(2009), "Understanding the penalties associated with corporate misconduct", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44(1):55—83.
- Peng, L. & A. Röell(2008), "Manipulation and equity-based compensation", *American Economic Review* 98(2):285—290.
- Peng, L. & A. Röell(2014), "Managerial incentives and stock price manipulation", *Journal of Finance* 69(2):487—526.
- Poirier, D. J. (1980), "Partial observability in bivariate probit models", *Journal of Econometrics* 12(2):209—217.
- Povel, P. et al(2007), "Booms, busts, and fraud", *Review of Financial Studies* 20(4):1219—1254.
- Richardson, S. A. et al(2006), "The implications of accounting distortions and growth for accruals and profitability", *Accounting Review* 81(3):713—743.
- Rijsenbilt, A. & H. Commandeur(2013), "Narcissus enters the courtroom: CEO narcissism and fraud", *Journal of Business Ethics* 117(2):413—429.
- Schrand, C. M. & S. L. Zechman(2012), "Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting", *Journal of Accounting and Economics* 53(1):311—329.
- Shi, W. et al(2017), "External corporate governance and financial fraud: Cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions", *Strategic Management Journal* 38(6):1268—1286.
- Srinivasan, S. (2005), "Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements", *Journal of Accounting Research* 43(2):291—334.
- Stein, J. C. (1989), "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior", *Quarterly Journal of Economics* 104(4):655—669.

- Troy, C. et al(2011), "CEO demographics and accounting fraud: Who is more likely to rationalize illegal acts?", *Strategic Organization* 9(4):259—282.
- Van Scotter, J. R. & K. De DéaRoglio(2018), "CEO bright and dark personality: Effects on ethical misconduct", *Journal of Business Ethics*, forthcoming.
- Wang, T. Y. (2013), "Corporate securities fraud: Insights from a new empirical framework", *Journal of Law, Economics, and Organization* 29(3):535—568.
- Wang, T. Y. & A. Winton(2012), "Competition and corporate fraud waves", Working Paper, University of Minnesota.
- Wang, T. Y. et al(2010), "Corporate fraud and business conditions: Evidence from IPOs", *Journal of Finance* 65(6):2255—2292.
- Yu, F. F. (2008), "Analyst coverage and earnings management", *Journal of Financial Economics* 88(2):245—271.
- Yu, F. & X. Yu(2011), "Corporate lobbying and fraud detection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46(6):1865—1891.
- Yu, X. (2013), "Securities fraud and corporate finance: Recent developments", *Managerial and Decision Economics* 34(7—8):439—450.
- Zakolyukina, A. A. (2018), "How common are intentional GAAP violations? Estimates from a dynamic model", *Journal of Accounting Research* 56(1):5—44.

The Progress of Research on Corporate Fraud

WANG Aiping¹ MA Ben² HU Haifeng²

(1:Beijing Technology and Business University, Beijing, China; 2:Beijing Normal University, Beijing, China)

Abstract: Corporate fraud, a common phenomenon in the capital markets of various countries, has been one of the hot topics of academic concern. This paper reviews the existing literature from the perspectives of motives, determinants, identification, disclosure and consequences of corporate fraud. Firstly, theoretical and empirical studies show that performance-based compensation contracts are the main driving force. However, the specific mechanism remains unknown and more analysis should be conducted on personal characteristics, experiences, and irrational psychological factors such as overconfidence of corporate executives. Secondly, corporate governance mechanisms, corporate culture, social relationships of corporate executives, economic cycles and regulatory environments are important determinants of corporate fraud. Thirdly, internal whistle-blowing and media are the primary means of disclosing fraud. Fourthly, corporate fraud harms company value, shareholders and the whole society. However, it is difficult to estimate the severity and social costs of corporate fraud due to the limits of data available and methods. Lastly, future research should be directed to the effect on corporate fraud of psychological factors of corporate executives, external uncertainty, and culture and the differences in corporate fraud among various countries.

Keywords: Corporate Fraud; Performance-Based Compensation; Corporate Governance; Economic Cycle

(责任编辑:刘新波)

(校对:李仁贵)