

# 日本“活力门丑闻”的发生机制及其启示

李宏舟

东北财经大学产业组织与企业组织研究中心

（教育部人文社科重点研究基地）

**内容提要：**本文通过对日本“活力门丑闻”真相的描述，分析了其发生的机制，总结出了“活力门丑闻”的核心三部曲，即并购目标企业、分割公司股票和发布虚假信息。在此基础上，探讨了日本在股票分割、合伙制投资基金、公司治理和金融市场监管等方面的问题。最后提出了该事件对我国的几点启示。

**关键词：**“活力门丑闻” 股票分割 合伙制投资基金 金融市场监管 公司治理

2006年2月23日，素有日本比尔·盖茨之称的活力门公司（以下简称LD）董事长兼总裁堀江贵文被日本当局逮捕，从而使“活力门丑闻”浮出水面。3月13日，东京证券交易所宣布废除LD和其关联企业活力门市场营销公司（以下简称LDM）在创业板市场的上市资格。这些事件导致LD的股票从2005年12月20日的794日元一路降到2006年3月14日的76日元，受影响的个人投资者多达20余万人，人数之多为日本股票市场之最。那么“活力门丑闻”到底是如何发生的？它暴露了日本的哪些问题？会给日本的经济和政治带来怎样的影响？又对我国有什么样的启示呢？本文将对这些问题进行探讨。

## 一、日本版“安然事件”的发生

2006年1月18日，东京证券交易所于下午2点40分突然宣布提前停止所有股票交易。这是东京证券交易所历史上前所未有的大事件，立即在世界上引起轩然大波，包括中国中央电视台在内的多国媒体对此事件进行了即时跟踪报道。那么导致这一事件发生的原因到底是什么呢？

事件的发生源于日本检察机关对上市公司LD的突击搜查。2006年1月16日，东京地方检察厅特搜部的检查人员突击搜查了LD总部及该公司总裁兼首席执行官堀江贵文的住所，理由是该公司涉嫌参与下属企业发布虚假信息等违法行为。受此影响，1月17日东京证券交易所创业板市场股价大幅下跌，主板市场的日经平均指数也是开盘即下跌115.96点。股市的急跌引发了大量抛盘，成交量急剧上升。由于约定交易笔数超过了计算机系统的处理能力，为了防止系统瘫痪，东京证券交易所不得不在1月18日下午2点40分宣布全面停止所有股票交易。此时东京证券交易所日经指数报收于15,341.18点，较上个交易日大跌了464.77点。仅仅在两个交易日，东京股市日经平均指数跌去900多个点。

由于堀江贵文特殊的政治背景及其具有传奇色彩的创业史，一件本来很平常的司法事件引发了“活力门丑闻”。它不仅震动了整个东京股票市场，成为日本及美国纳斯达克等新兴市场

股价格指数下跌的诱因，而且由于堀江贵文和日本执政党首脑的特殊关系，该事件的影响也正在向政治领域蔓延。因为“活力门丑闻”和美国的“安然事件”在使用手法和所造成的影响上有相似之处，所以又被称为日本版“安然事件”。

## 二、事实真相

LD 是堀江贵文 1996 年借款 600 万日元创办的专门制作网页的公司，于 2000 年在东京证券交易所创业板上市，在 2006 年 1 月案发时拥有近 50 家子公司，年销售额达 784 亿日元，市值约为 7,300 亿日元，除拥有日本第三大门户网站外，还拥有电子商务、软件开发、证券和投资等事业。公司创始人堀江贵文曾经是日本财经界的风云人物，被誉为日本新一代创业者的代表。然而正是这样一位“英雄式的人物”参与了多家公司的违法事件，引发了日本股市大地震，并于 1 月 23 日被正式逮捕。通过调查发现，LD 用几乎相同的手法，先后兼并了 15 家企业，并设立了 6 家无限责任合伙制投资基金作为道具。涉案的公司不但包括 LD 及其关联企业，还有为其违法行为提供便利的日本国内的证券公司（如 HS 证券）、投资公司（如 HS 投资公司）或投资咨询公司（如 VALUE LINK 公司）、香港的证券公司和瑞士的国际金融机构。由于堀江贵文的诸多违法行为所要达到的目的及其所使用的手段都基本相同，所以本文只选择其中一个有代表性的焦点事例（以下称作 LD-LDM 事件）进行介绍，以求达到以点示面的效果。

我们先整理一下 LD-LDM 事件中几家涉案公司的相互关系。LDM 是东京证券交易所创业板的一家上市公司，案发时 LD 持有其发行股票的 75%；VLMA2 号是 LD 及其关联企业出资设立并实际控制的无限责任合伙制投资基金；金钱生活公司（以下简称 ML）是一家出版公司，2004 年 6 月 VLMA2 号以 7,000 万日元的价格购入了 ML 的全部股份。

LD-LDM 事件的主要线索是股票分割、人为抬高股价和通过股票互换并购企业。涉嫌的核心事件有两个：第一，2004 年 10 月 25 日，LDM 公布发行新股票 1,600 股，用于换取 VLMA2 号的子公司 ML 的所有股票 1600 股，实现股票互换式并购。在此事件中 LDM 涉嫌违反日本《证券交易法》所禁止的虚假交易原则。因为通过调查发现，VLMA2 号已经于 2004 年 6 月用 7,000 万日元（包括 LDM 为 ML 3,000 万日元债务的担保承诺）将其收为全额子公司。考虑到 LDM 和 LD 实际上支配着 VLMA2 号投资基金，因此日本检察部门认为在 2004 年 6 月时点上，LDM 已经通过 VLMA2 号间接成为了 ML 的股东，因此其 10 月 25 日公布的并购属于虚假交易行为，目的是为了将 ML 的业绩并入自己的财务报表中，使公司由亏损变成盈利，从而诱发股价上升。该事件中，另一个有争议的问题是并购中的价格问题，因为根据 2004 年 6 月份的交易，ML 的合理价格应该是 7,000 万日元左右，但是在 10 月份的并购中，LDM 却付出了相当于市值 2.8 亿日元的 1,600 股。虽然企业的价值会因人因时而异，但是考虑到 LDM 和 VLMA2 号的资本关系，日本检察部门怀疑 LDM 故意提高 ML 的价值，目的是使 VLMA2 号获得更多 LDM 的股票，使其能在股价上涨后抛售盈利<sup>1</sup>。

第二个核心事件是 LDM 于 2004 年 11 月发布虚假财务信息，诱导该公司股价上涨。调查发现，为了人为抬高公司的股价，LDM 涉嫌编造财务报表，使公司利润由负变正，造成大幅

---

<sup>1</sup> 后来的日本检查机关的调查也证实了这一点，请参加下文。

盈利的假相。上市公司通过合法手段促使股价上涨，从而为投资者带来更高的收益本是对股东应付的责任。那么 LDM 为什么要冒违法的风险去做这件事呢？它的背后诱因是什么？为了解开这个谜，我们还要分析该公司的另一个事件——股票分割。

2004 年 11 月 8 日，LDM 公布以 1:100 的比例进行股票分割。股票分割的目的是为了减少每股的股价以便于投资，从而扩大投资者的人数，使股票的交易量增加。从理论上说，因为股票分割并没有增减上市公司的市值，所以进行 N 股分割后的股价应该是分割前股价的 N 分之一。但实际上并非如此，因为在宣布股票分割之后并不能立刻正式发行新股（根据日本当时的法规，这中间有 50 天的间隔），所以虽然该公司股票的投资者增多了，但是股票数量却没有增加，受供求关系的影响，股票在宣布分割后通常要升值（比理论上的 N 分之一要高）。比如本案中，LDM 宣布股票分割计划后，其股价由理论上的 1,780 日元（股票分割公布时的每股 17.8 万日元/100=1,780 日元）上升到最高时的 8.05 万日元<sup>2</sup>。

那么谁是股价上涨的最大受益者呢？由于 LD 持有 LDM 75% 的股份，所以 2004 年 11 月 8 日 LDM 宣布的股票分割计划使 LD 无偿获得 340 万股。到 2005 年 2 月 16 日为止，LD 通过售出部分 LDM 股票获利约 47 亿日元。LDM 股价上涨的另一个受益者是以 7,000 万日元的对价获得 1,600 股 LDM 股票的 VLMA2 号，在这笔交易中，VLMA2 号多获分割前的 LDM 股票约 1,200 股（相当于分割后的 12 万股）。事后的调查发现，VLMA2 号在该股票暴涨期间陆续将其出售并获利约 7 亿日元，又将其中大部分回流给了 LD。

以上是 LD-LDM 事件的基本情况。从事后分析来看，并购事件、股票分割事件和发布虚假信息事件很可能是经过事先周密筹划的、有计划性的三个步骤。10 月份的并购事件既实现了 VLMA2 号对 LDM 股票的持有，又为后者 11 月份发布财务信息准备了材料；11 月 8 日的股票分割事件既实现了 LD 对 LDM 股票的持有，又引发了 LDM 的股价升值；2004 年 11 月末的信息公布则是再次实现了 LDM 的股价升值。通过这些核心事件，LD 及其相关企业达到了一箭双雕的目的：既获得了 LDM 的股票，又同时抬高了其股价，为其最终抛股获利近 54 亿日元造势搭台。

以上我们介绍了“活力门丑闻”的事实真相。接下来我们透过这些基本事实，分析隐藏在该事件背后的发生机制，进而探讨该事件所反映的一些问题以及造成的影响。

### 三、发生的机制

“活力门丑闻”涉及多个案件，这些案件的发生机制大同小异，可以概括为如下五个步骤。通常第一步是 LD 或 LD 关联企业与其他企业共同设立无限责任合伙制投资基金<sup>3</sup>，然后利用这些合伙制基金以现金形式收购目标企业，使这些企业成为基金的完全子公司。

---

<sup>2</sup> 当然引发该公司股价上升的原因不单单是股票分割，还包括 2004 年 11 月 LDM 公布的虚假财务信息。

<sup>3</sup> 比如 2003 年 11 月，LD FINANCE、EFC（LD 和其子公司 LD FINANCE 投资设立的无限责任合伙制投资基金）与 HS 投资公司共同设立了 M&A CHALLENGE 1 号；2004 年 6 月，M&A CHALLENGE 1 号和日本的 VALUE LINK 公司设立了 VLMA2 号；2004 年 10 月，LD 通过英属处女岛（British Virgin Islands）的瑞士企业 DHAG 出资 45 亿，与 VLMA2 号和 JMAM（HS 证券关联企业）又设立了 JMAM SALVAGE 1 号。

第二步是 LD 或 LD 关联公司公开宣布以股票互换方式收购基金手中的目标公司。为了使基金能够更多地持有这些上市公司的股票，LD 或 LD 关联公司通常故意高估目标公司的市场价值。上述两个步骤使 LD 实现了通过股票互换收购目标企业，同时又把本公司的股票控制在自己掌握的基金手中的目的，因此既节省了现金又扩大了企业的规模。

为了使控制在手中的股票能高价出售，LD 或 LD 关联公司的第三个步骤是制造条件，诱发本公司的股价上涨。通常利用的手段有两个：一个是股票分割，在 2001 年到 2004 年的三年间，LD 共进行了四次股票分割，使原来的 1 股最后分割成了 3 万股，每次分割都诱发了短时间内的股价上升；另一个手段是公布虚假的财务信息，比如在 2004 年 9 月份的会计决算期，LD 通过造假账把实际上 10 亿日元的亏损变成了 15 亿日元的盈利。

第四步是基金自己或者是通过海外的证券公司，将持有的 LD 或 LD 关联上市公司的股票出售。由于第三步的造势，所以售出的股价很高。最后一步是基金将获得的利益以红利的名义分配给基金的出资者（即 LD 或 LD 关联公司），然后解散基金。“活力门丑闻”的发生机制如图 1 所示。

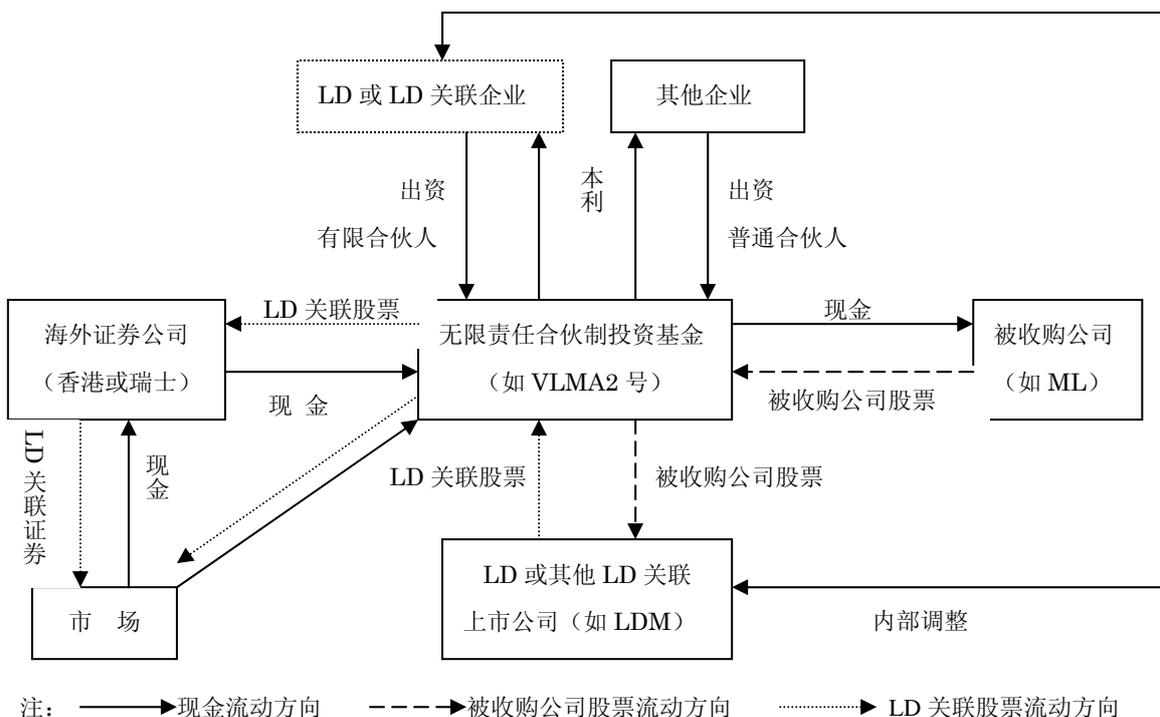


图 1：“活力门丑闻”发生机制示意图

通过上述五个步骤，LD 实现了两个最终目的：一是以非现金形式并购了企业，扩大了企业的规模和经营范围，实现了范围经济和规模经济。二是高价出售本公司的股票，实现了间接圈钱的目的。LD 首先通过合法（股票分割）和违法（公布虚假财务信息）手段抬高股价，然后通过控制下的基金高价出售新发行的股票，这实际上等于公司进行了扩股增资，但是却有效避免了扩股增资的负面效果：（1）因为扩股增资会使市场上流通的股票增多，有可能引

起公司的股价下跌，同时以股票而不是负债的方式筹措资金，容易引发市场对企业财务状况的不信任，从而进一步加大股价下跌的可能性；（2）扩股增资筹措的资金属于会计上的股东权益，不影响企业的利润，但是 LD 通过上述的手法，却可以把出售股票的收益看作为营业外收入，从而直接正面影响企业的年度利润。

#### 四、暴露的问题

“活力门丑闻”暴露了日本在公司治理，现存法规和金融市场监管方面的一些问题点。比如股票分割和设立无限责任合伙制投资基金本身不是违法行为，但是由于规制这两种商业行为的法规有缺陷，所以被堀江贵文所利用，达到了用合法手段牟取暴利的行为。换言之，“活力门丑闻”中有一些赤裸裸的违法行为，也有一些违反商业道德但合法的商业行为。

首先在公司治理方面，LD在董事长堀江贵文的授意下，多次通过违法操作公布虚假的财务信息。那么董事会和监事会为什么没能制止这种明显的违法行为？如果说董事会和监事会在制约董事长行为方面形同虚设是日本由来已久的问题，为什么 2003 年正式导入的独立董事制度也没能制止堀江贵文的出轨行为呢？换句话说，应该由谁来担任企业的独立董事？他（她）们具体负什么样的责任？如何保障他们能够发挥监督作用？在董事长或董事会的行为损害股东利益的情况下，独立董事是否也应该成为被诉讼的对象？除此之外，如果说公司的内部监督体系已经失灵了，那么为什么作为外部监督机构的会计师事务所也没能发挥应有的监督制能呢？<sup>4</sup>

除上述问题以外，“活力门丑闻”也暴露了日本现行法规的一些盲点。第一个就是无限责任合伙制投资基金的信息公开问题。与公司制企业相比，基于日本《民法》的该类基金有三个特点。首先，由于《民法》规定设立该类基金不必进行注册登记，所以这种基金没有向包括政府在内的第三者进行信息披露的义务。其次，由于该类基金不具备法人资格，不需要交纳法人税金，所以在纳税方面具有导管功能<sup>5</sup>。最后，该类基金的利润和亏损的分配机制灵活，不必按出资比例分配<sup>6</sup>。《民法》的这些规定本来是为了简化设立基金的手续，降低设立成本，尊重基金投资者希望匿名的权利<sup>7</sup>。但税收方面的优惠政策和信息方面的不披露原则却为合理避税和暗箱操作提供了可能，比如在“活力门丑闻”中LD正是滥用了该类基金可以不公开投资者姓名的权利，隐瞒了LD或LD关联企业于基金的资本关系。

---

<sup>4</sup> 对于LD公布的虚假财务报表，负责审计的港阳会计师事务所签署的审查意见为合格。

<sup>5</sup> 如果是公司的话，企业作为法人首先要交纳法人所得税。其次公司把利润分给投资者时，投资者还要交纳个人所得税。但如果是合伙制投资基金的情况下，在基金这个层面上不需要纳税，只有在基金把利润分给投资者后，投资者才需要交纳个人所得税，因此基金这种组织形式可以避免双重纳税问题，被称为导管功能。

<sup>6</sup> 这类基金一般由普通合伙人和有限合伙人组成。通常的做法是普通合伙人对基金的债务等承担无限责任，其出资 1%左右就可以分得基金利润的 20-30%，同时可以提取基金总值的 2.5-3%作为日常的运营费用。有限合伙人承担有限责任，出资 99%然后分得利润的 70-80%，这种不对称的分配机制可以使负责管理基金的普通合伙人为了增加个人报酬而努力提高投资收益。目前我国尚无这一法律形式，但 2001 年北京市人大制定实施的《中关村科技园条例》许可在中关村科技园内设立这种形式的基金。

<sup>7</sup> 在美国或日本，这种类型的基金多用于对高科技企业（特别是创业企业）的投资。实际上，鉴于合伙制投资基金对于推进创业投资和新兴企业的推动作用，日本曾参照美国的相关法律，于 1998 年公布了《有限合伙制投资基金法》，这部法律保存了《民法》赋予合伙制投资基金的某些权力的同时（如避免双重纳税），做了一定的修改（比如明确规定有限合伙人只承担有限责任）使其更适用于创业投资产业。

第二个法律盲点是上市公司公布的财务报表中合并会计的范围问题。在“活力门丑闻”中，LD或LD的关联公司虽然实际上控制着这些基金，但是日本现行的法律却许可这些上市公司不把与基金的资本关系反映到公司的财务报表中去，从而造成了公司内部与市场投资者之间的信息不对称。假如法律规定上市公司必须把投资金额达到一定程度的基金反映到财务报表中的话，那么外部市场就有可能在更早的时期了解LD通过基金间接收购和抬高股价获利的意图，从而免于上当<sup>8</sup>。

“活力门丑闻”所暴露的第三个法律盲点是股票分割问题，即如何平衡股票分割计划公布后与新股正式流通之间的股票供求关系，从而降低理论值和实际值的差异，以避免企业的投机行为。为了挽救泡沫经济后长期低迷的股市，使银行吸纳的巨额居民存款流向股市的渠道得以开通，日本2001年修改了商法，解除了单位股票交易最低额为5万日元的限制，从而降低了投资者进入股市的门槛<sup>9</sup>。另一方面，日本又取消了对股票分割比率的限制，使任何比率的股票分割都成为了可能。股票分割有助于促进股票交易量的增加，有利于提高股票市场的流动性。但是由于如前所述的原因，股票分割通常会引发短时间内的股票升值现象，所以有可能诱发企业滥用这种合法手段。实际上，LD正是巧妙地将股票分割和互换式并购结合起来，达到了扩大公司规模和节省并购成本的双重目的<sup>10</sup>。LD的一位高层管理人员曾在一份商业杂志上公开撰文写道：“考虑到没有任何法规规定股票分割的比例，我们选择了1股分割成100股，因为我们认为100这个数字对于市场能够产生实质性的心理影响”。这里顺便提一下，在LD大幅分割股票以前，日本股票市场最大比例的股票分割不过是把1股分割成21股。

“活力门丑闻”还暴露了日本在金融市场监管方面的一些问题。比如对创业板的正常运行负有监督责任的东京证券交易所为什么没能阻止LD及LDM的恶意股票分割行为？为什么揭发这两个公司违法事件的部门是日本的检察机关而不是对证券市场的正常运行负有监督责任的日本证券交易等监督委员会？关于前者，一个客观的事实是股票分割增加了投资者数量，投资者数量的增加又可以提高证券交易所的相关收入，而东京证券交易所是一家股份制公司，该公司曾计划公开上市，因此有增加盈利的动机。对于第二个问题，议论的焦点包括（1）是否应该把处于日本金融厅管辖下的日本证券交易等监督委员会独立出来，使其具有和美国证券交易委员会相同的权利；（2）是否应该扩大该组织的规模和预算；（3）如何提高日本证券交易等监督委员会的监管能力。

“活力门丑闻”同时引发了对自我约束和外部约束的讨论。日本的文化强调自我约束，外部约束以事后处理为主，而且处罚较轻。这种基于伦理道德的约束体制也许对于传统的日本人有较强的作用。但是随着经济的全球化和传播手段的发展，日本的传统文化正在面临多元化的挑战，年轻一代的日本人正在改变自己的观念<sup>11</sup>，这使在日本传统文化基础上形成的约束体

---

<sup>8</sup> 比如在LD-LDM事件中，假如上市公司LDM公布了该公司与VLMA2号的资本关系和VLMA2号于2004年6月份收购ML的信息，那么2004年10月份的虚假交易行为根本就不可能发生。

<sup>9</sup> 为了符合商法修改前的规定，大多数的上市公司把1,000股面额为50日元的股票作为一个交易单位，也就是说每笔股票交易的最低额为5万日元。

<sup>10</sup> 即首先公布股票分割计划诱发股价的升值，然后通过股票互换迅速并购目标企业，从而利用股票的分割升值实现以较少股票进行并购的目的。

<sup>11</sup> 堀江贵文不是典型的日本人，在2005年9月接受美国有线电视新闻网采访时他公开声称：“我并不真的把自己当作典型的日本人。从某一方面来说，我认为我是一个世界公民，一个‘世界人’”。

制，包括现行金融市场的监管体系可能已经不再适合当今的日本经济体系了。在最糟糕的情况下，强调自我约束和事后处理的监管体系不但不能有效抑制各种违法行为，甚至可能诱发一些出于侥幸心理的投机行为，特别是当违法的预期收益远远大于被发现后的处罚成本时<sup>12</sup>。

## 五、造成的影响

毫无疑问，“活力门丑闻”的直接受害者是 LD 及其关联企业的众多股东，特别是被东京证券交易所宣布废除上市资格的 LD 及 LDM 的股东，因为他们所持有股票的价值已经被蒸发得所剩无几。丑闻的间接受害者是包括东京证券交易所在内的日本股票市场，被认为是时代宠儿的网络英雄堀江贵文及其关联企业的欺骗行为大大降低了股民对股票市场的信任，有可能使股民退出市场的交易活动，从而引发股市低迷。同时 2006 年 1 月 18 日全面停止所有股票交易这一史无前例的事件，也使一些市场观察家开始怀疑全球第二大证券交易所的管理能力，日本金融长官与谢野馨发表评论说“不能进行证券交易的证券交易所没有存在价值”。日本商会长山口信夫认为 1 月 18 日的全面停盘是“一件有损日本证券市场信誉的重大事件”。为此，一直计划上市的东京证券交易所不得不于 1 月 24 日宣布推迟自己上市的时间。当然，“活力门丑闻”的最大受害者还是日本经济，因为所有的负面效果最终都要由日本经济来买单，这无疑给刚刚有望摆脱泡沫经济后遗症的日本经济覆盖了一层阴云。

“活力门丑闻”的影响还不仅仅局限于经济领域，随着丑闻真相逐步被揭露曝光，它有可能发展成为影响日本自民党执政地位以及党内权力分配的政治事件。2005 年的众议院议员选举中，执政的自民党为了利用堀江贵文在国民中的人气以获得更多的议席，曾有意推选他作为自民党议员的候选人参选。后来在堀江贵文决定以无党派参加竞选时，包括首相小泉纯一郎和自民党二号人物武部勤干事长在内的党内高官，曾公开表示支持他的竞选活动。武部勤称时年 33 岁的堀江贵文是“日本改革的实践者”，以锐意改革而颇受日本国民尊敬的原大学教授、现日本内阁成员竹中平藏部长也曾多次公开表达对堀江贵文创业精神的赞赏。

“活力门丑闻”发生后，在野党的民主党代表前原诚司批评自民党故意利用堀江贵文拉选票，指责是小泉纯一郎的改革导致了堀江贵文的“金钱至上主义”，并且在民主党内成立了“活力门丑闻调查小组”。在野党的日本共产党小池晃政策委员长在记者招待会上表示，“活力门丑闻”迫使人们不得不重新思考政府的体制改革路线是否正确。在自民党内部，原干事长加藤紘一则有意图利用这一事件牵制小泉纯一郎等当权派，将此事作为 2006 年 9 月份自民党总裁竞选的前哨战，他批评武部勤应该“向国民解释与堀江贵文的关系并承担道义责任”，批评作为内务部部长的竹中平藏公开表达对堀江贵文的赞赏等于误导国民认为“政府保证了堀江贵文的信誉”。

---

<sup>12</sup> 假设违法行为的期待收益为  $E(I)$ ，发现后支付的预期成本为  $E(C)$ ，被发现的可能性为  $P$ ，当  $E(I) \geq P \cdot E(C)$  时，则追求个人收益最大化的经济人的合理行为是违法。在“活力门丑闻”中，堀江贵文被发现后所支付的最大成本是 5 年监禁。因为根据日本现行的法律规定，违法《证券交易法》的最高刑期为 5 年，这个处罚强度与其他发达国家相比很轻（比如前世界通讯（WorldCom）的总裁埃博斯事发后被判 25 年监禁）；另一方面堀江贵文还通过参与政治活动等形象包装行为，试图降低违法行为被发现的可能性。

## 六、对中国的启示

尽管中国与日本在经济发展阶段和文化制度方面有着较大的差异,但是“活力门丑闻”在一些方面对中国仍有借鉴作用。

首先是企业家的自我约束问题。自我约束是防止违法行为发生的第一道防线,但是由于来自市场的激烈竞争以及来自股东的巨大压力,一些企业家不惜以牺牲公司的长期利益或社会利益为代价获得短期利润上的优势,从而使第一道防线变得越来越脆弱。那么如何才能使企业家严于律己、接受“君子爱财,取之有道”的道理呢?如何才能使企业家明白他们首先是社会公民,具有价值取向和是非之分呢?首先应该在社会上依靠舆论的力量,强调企业家的社会责任、使其有合乎社会公德的价值观,同时在包括MBA在内的企业家教育中,向学生传授在利润的压力下体现企业家社会责任的方法,讲授企业家应有的综合素质和道德伦理价值。在强调道德约束的同时,国家更要加大对违法行为的惩罚力度和监管能力,使企业家违法行为的预期收益小于、甚至远远小于预期成本,是现行法规能够达到防患于未然的威慑作用<sup>13</sup>。

其次是审计问题。外部审计师的作用在于确保公司的财务报表准确地向股民反映公司的运行情况和财务状况,但是由于会计师事务所的收入高度依赖于它为之服务的公司,因此公司与会计师事务所之间会形成一种利益关系。如果会计师事务所同时又为公司提供会计等方面的咨询服务,那么它更会从自身的利益出发,在帐目审计方面提供对公司有利的服务,“活力门丑闻”一案就是如此。日本检察部门已经查明,自从2000年LD上市以来,港阳会计师事务所不但一直担任该公司的审计业务,而且该事务所的关联公司还在同时为LD提供会计和税务方面的咨询服务。那么是不是这种利益关系诱发了LD与会计师事务所的合谋欺骗行为,使其不愿意揭露LD虚假的财务报表呢?这一点应当引以为戒。中国在重点发展市场中介组织时,必须处理好关联业务企业的制度安排,譬如考虑把会计师事务所的会计与咨询合一的格局改为分立;同时制定实施审计轮换制度等。

最后是完善法律和规章问题。股票分割和设立无限责任制合伙基金本身不是违法行为,但是LD的上述合法行为却严重地伤害了投资者的利益,扰乱了市场秩序。这说明日本的现行法律和规章有亟需改正的地方。正像市场不是万能的一样,法律和规章的制定者(政府)也不是万能的,他们无法事先预测现行法律和规章的负面作用,因此政府一方面要加强对市场的监管,及时发现问题并不断完善现行的法律和规章<sup>14</sup>;另一方面要善于发挥在法律和规章建设方面的后发优势,学习借鉴他国的经验教训,结合本国的实际情况不断完善法律和规章,做到防患于未然。

综上所述,“活力门丑闻”再次表明市场是会失灵的,因此有必要加强政府的介入监管,有必要加强法律和规章的建设。但是这并不等于所有的东西都能够靠法律和规章来约束,因为法制只是一种外部约束机制;以伦理道德为中心的自我约束才是第一道防线。可以认为道德

---

<sup>13</sup> 受“活力门丑闻”的影响,日本政府开始讨论修改《证券交易法》,将现在的最高刑期由5年增为10年。

<sup>14</sup> 受2004年11月LDM恶意分割股票行为的影响,东京证券交易所已于2005年3月7日公布了新的行业自律规定,限制上市公司股票分割的最大比率为5倍。2005年6月7日东京证券交易所和证券保管清算公司又联合公布了一项新的规定,从而大大缩短了公布股票分割计划与正式发行新股之间的时间差,借此平衡股票的供需关系,防治过渡的投资行为。

和法制是商业经济中、或者商业文化中的两个基石，二者缺一不可，用道德来辅助法制，用法制来加强道德，只有这样才会收到相辅相成的效。

以上我们描述了“活力门丑闻”的事实真相，分析了该事件发生的机制，总结出了“活力门丑闻”的核心三部曲，即并购目标企业、分割公司股票和发布虚假信息。在此基础上，探讨了日本在股票分割、合伙制投资基金、公司治理和金融市场监管等方面的问题。最后提出了该事件对我国的几点启示。为了更全面地评价“活力门丑闻”对日本经济的影响，我们有必要继续追踪该事件的进展，剖析丑闻所暴露的问题，关注日本政府各项亡羊补牢的措施，思考对我国的启示和借鉴。