

# 是谁动了投资者的奶酪

## ——上市公司“变脸”成因及对策

### 刘婷婷

美国的安然事件引发了美国股市对中介机构的信任危机，日本的活力门事件引起了日本股市恐慌性抛盘，证券市场上的造假事件并非中国独有。然而，中国股市相对于高速发展的国民经济，却呈现出低迷的态势。据统计，2005年，证券市场市值大幅缩水，空挂户、死帐户大量存在，中国证券市场投资者信心比别的市场受到的打击更大，复苏更慢。其中的一个很重要的原因就是部分中国上市公司存在“变脸”现象——突然亏损、突然发生资金被占用等上市公司价值损失现象。上市公司基本面的“变脸”让投资者无所适从，真假难辨，信息不对称引起的内幕交易、操纵市场也极为普遍。上市公司“变脸”给投资者带来巨大损失，影响了投资预期。究竟是谁在作祟？为什么会如此猖獗？如何去治理？这正是本文打算探讨的问题。

#### 一、“变脸”背后，谁是始作俑者？

“变脸”公司背后的“黑手”，可大致分为实际控制人、控股股东、上市公司管理层、潜在收购人等几类：

##### 1、民营系公司的实际控制人、大股东

随着我国从计划经济向市场经济转轨，国有资本逐步退出竞争性行业。在资源拉动的经济高速增长模式中，企业普遍存在占有资金带、土地、能源等资源抢抓新一轮发展机遇带来的融资冲动。上市公司因强大的融资能力和低廉的融资成本而成为民营企业的收购对象和资本运作的平台。很多国有集团民营化。部分上市公司的实际控制人也因而发生变化。对沪深两地“系公司”不完全统计就有格林柯尔系、德隆系、鸿仪系、成功系、飞天系、横店系、托普系、泰跃系、斯威特系、复星系等二、三十家上市公司。根据2004年深圳交易所对“系公司”的研究报告：部分民营系上市公司业绩下滑，爆出资金和担保黑洞问题。2005年甚至出现了政府和国有企业为挽救有退市风险的上市公司而重新购回的“退货现象”。2001年-2004年的托普集团掌控下的炎黄物流2004年一举亏尽所有净资产，并留下2.86亿元的窟窿。“一控多”公司所属的民营企业因管理不善、业绩扩张

滞后于规模的扩张、加上国家宏观调控中公司未能及时适应融资环境的变化，带来资金链条断裂，引发上市公司的巨大财务风险，形成“变脸”。

## **2、国有控股上市公司的“实际控制人”——地方政府、控股股东**

中国股市的诞生和成长都带有浓重的政府色彩。在指标制下上市的公司大多由国有企业改制而来，不少上市公司至今还未脱离政府行政指挥的色彩，其出生、发展、扭亏都离不开地方政府的支持。不少地方政府为了引进资本、带动地方利益、要发挥资本市场融资对地方经济的提升作用，热衷于鼓励上市公司再融资、积极介入挽救壳资源。企业因而大做业绩，但当业绩光环褪去就会出现不同程度的“变脸”。

因指标和规模所限，部分国有企业改制不彻底，没有整体上市，而是部分上市。优质资产上市后的国有控股股东，有的迫于生计，以关联交易等手法调节利润、占用资金等方式向自己输送利益；也有的热衷于制造良好业绩、推动上市公司再融资，导致公司寅吃卯粮，在融资前业绩达标，但融资后风光不再，甚至亏损，引发不同程度的“变脸”。

## **3、为谋取局部利益而舍弃“股东权益最大化”的“内部人”**

现代企业制度的特点就是实行所有权、经营权分离，股东和经理人之间是委托-代理关系，经理人应当以股东利益最大化为目标。但不少国有控股公司却由于国有股东实际缺位和代理人廉价投票权，使得行使国有企业经营者实际控制了企业，这种现象被称为“内部人控制”。首先，不少国有控股的上市公司经营者过分追求自身的利益或业绩考核可能会根据需要操纵业绩，或者为达到“甩掉包袱，轻装上阵”的目的，发生“变脸”；其次，如果内部控制不严、执行不到位，将会给居心不良的高管以可乘之机，置公司利益于不顾，以权谋私。在以上两种情况下，委托-代理制度异化，公司会发生突然“变脸”。

## **4、上市公司自身经营不善，业绩突然下滑**

(1) 公司有的自身经营管理不善引发“变脸”风险，或者财务风险控制不力，资金被客户占用，资金可收回与否受到客户经营风险影响。如 2004 年四川长虹因客户进口商美国 APEX 公司经营不善，应收帐款难以回收，引发了四川长虹 26 亿元的坏帐风险，导致 2004 年度大“变脸”（每股亏损 1.7 元，2003 年为每股盈利 9 分钱）。

(2) 投资不慎，金融证券、房地产等高风险经济领域风险波及上市公司。

由于资本的逐利性加上上市公司募集资金缺乏使用进度、使用项目的硬性约束（经过股东大会决策，公司可以自行改变用途），闲置资金较多，进行短期投资。部分公司形成资金体外循环，成为调节利润的“蓄水池”。2004年很多券商濒临破产，很多公司因委托券商理财而计提了短期投资减值准备，形成“变脸”。

#### 5、国有股权民营化过程的潜在收购者及有关上市公司控制人。

改制过程中引起的“变脸”问题越来越成为值得重视的问题。无论是 MBO 还是协议转让、要约收购，上市公司作为公众公司，其信息集中反映了这一趋势。根据有关规定：国有资产转让时的定价以净资产为基础，在控股股东国有股权民营化的进程中，上市公司经常在股权转让完成前就被潜在的实际控制人民营企业意志左右，或成为双方谈判的砝码被随意调节，对公司价值缩水，降低收购成本。或为日后转回利润而计提资产减值准备。江淮动力因大股东江动集团被东银集团收购从 2001 年的净利润 8000 多万变为 2002 年、2003 年两年巨亏 1.3 亿元、1.85 亿元，持续两年大“变脸”。大冶特钢则在 2003 年、2004 年年报中两次大规模缩水，其中仅 2004 年度就因集中计提资产减值准备等亏损 7 亿元。

#### 6、配合坐庄的部分上市公司、股东及其高管

由于股票市场对坐庄、股价操纵的监管、处罚尚未到位，实名制证券开户尚未实行，市场投机性强，获得内幕信息就可以赚取高额的利润。现有法律、法规对上市公司高管、董监事亲属未作为内幕信息人来认定（与西方国家不同），增强了内幕交易的动机和获利可能性。上市公司有关人员配合庄家调节利润，操纵股价，从中获利，引起上市公司突然“变脸”。

### 二、上市公司“变脸”之风为何难以刹住？

#### （一）寻找“变脸”的有关理论解释：

**经济人理论认为：**人具有自利的天性，人会为满足自己的经济利益而行动。实际控制人、大股东、公司高管人员与上市公司利益、中小投资者利益不一致进行自利行为。大股东、实际控制人将上市公司视作融资工具、提款机，不断获取证券市场和银行的融资，一旦难以维持这种局面时，公司就“变脸”。

**博弈论认为：**这是参与市场的各方进行博弈的结果。参与市场的各方主体的不同行动对其他方有不同的影响，各方都会根据自己对其他方的行为的判断采取对自己比较有利的行动。在监管不到位、违规收益远远高于违规成本、中介机构

意见可以被购买、中小投资者没有发言权、投机取巧的上市公司可以获得更多好处的情况下，将导致部分上市公司进行违规，进而“变脸”。

**信息论认为：**市场客观上存在信息的不对称，占有信息控制权的一方（上市公司）存在信息发布的成本，为降低成本、提高收益，他们可能会回避信息的披露。一旦信息“不幸”披露，就形成“变脸”。

**强化理论认为：**正强化（奖励）可以最大限度地优化个体的行为，而负强化（惩罚）只能使个体的行为达到某个足以达到的层次。零强化则因对个体的表现一是使消解他们原本期望的努力，二是为正强化某些不良行为打开方便之门。这是对违规成本低下造成“变脸”盛行的解释。

**（二）引起上市公司频频“变脸”的政治、经济、社会等因素分析如下：**

### **1、经济体制改革成本显性化**

国有上市公司原实际控制人及地方政府在国退民进过程中，负有安置职工、引进资本等其他政治、社会任务，买卖股权的双方还有可能进行了其他的补充安排。而中小股东在其中承担了改革的成本；同时也不排除由于好大喜功，对国有企业管理层考核机制以公司业绩为考核指标导致过去资产、业绩存在水分，历史积累的问题在股权转让过程中被发现、被消化，形成“变脸”。

### **2、上市公司评价体系制度单一化**

发行、定价、再融资、退市制度评价指标单一化：都以业绩为主要考核指标。原《公司法》要求：公司上市必须满足的条件之一是在过去三年连续盈利；中国A股上市公司IPO价格定价机制不是发行企业根据市场需求来确定的，而是根据企业的盈利能力与市盈率的乘积来确定的。因此，上市公司要想提高发行价格，唯一的办法是想方设法将公司的盈利水平做高；配股的要求：连续三年净资产收益率不低于10%（或6%）；根据《公司法》关于暂停上市和终止上市的规定和《上市规则》的有关规定，三年连续亏损，公司将面临退市风险，并冠以“\*ST”，虽然目前退市标准不止此一条，但唯一得到执行的就是这条。

因此，为达到发行、上市、再融资、避免退市的目的，达到相应的业绩标准，不少上市公司进行利润调节甚至不惜造假。当前期过度的盈余管理后，后期无法持续盈利，形成“变脸”。

### **3、注册会计师的合谋**

注册会计师的合谋或默认也助长了公司的“变脸”行为。根据有关研究报告：由于受到公开谴责或处罚公司的财务状况一般都会发生恶化，其管理当局通过财务报告操纵并获取有利审计报告，以实现其“保牌”或“保配”目的的动机，要明显高于正常公司，审计师在激烈的外部竞争与内部客户压力下，更有可能被收买，从而发生审计合谋。同时，《注册会计师法》21 条规定：对公司管理当局通过虚构或隐瞒交易事项造成的会计信息虚假，注册会计师已发现却未提出异议的，应当承担过错责任；注册会计师应发现而未发现的，应当承担过失责任。但是，由于故意的证据难以取得，所以难以认定有关注册会计师的责任。所以虽然“变脸”频发，但是注册会计师大多依然出具无保留意见，助长了上市公司“变脸”的胆量。有关会计准则规定为企业和会计师逃避监管留下空子。企业会计准则作为企业会计处理的规范，却给公司变更会计政策、估计提供了操纵利润的空间(第四点将专门论述此问题)。

#### **4、监管制度不健全、监管手段落后、监管不到位：**

根据 IOSC（国际证券委员会）发布的《证券监管的目标和原则》提出证券监管三大目标：（一）投资者保护目标、（二）确保市场公平、高效和透明；（三）减少系统性风险。中国证监会提出以“保护投资者利益”为监管目标，但是查处力度不足，突出体现在对于市场突出的庄股横行问题查处得很少。根据对 1997 年-2004 年以来证监会上市公司行政处罚调查数据，共计处罚了 97 家，虚假陈述有 90 家，占 92.7%，内幕交易和操纵市场的却只有 7 家。

另外，根据《证券法》规定，证监会和证券交易所负责证券市场的监管。其中，交易所主要负责持续信息披露监管，交易所和证监局主要是通过上市公司提供的报告发现问题，发现问题后可以要求上市公司解释以澄清疑问，但不能对可疑问题做出实质性判断。督促进行上市公司依法及时、正确地披露信息。证监会对上市公司监管实行监管责任制，责任下放到监管局的监管人。证监会还实行了巡检制度。但从已经查处的案例来看，不少早就开始的做假行为并没有被及时发现。为何有的案件巡回检查过两次都没有发现重大信息未披露或资金被占用问题呢？

结合中国证监会上市部《监管协作工作规程（试行）》、《上市公司巡回检查工作规程（试行）》、《上市公司辖区监管责任制工作指引（试行）》以及《上市公

司信息披露监管工作规程（试行）》等规定对有关原因分析如下：

**（1）监管部门的设置不全、监管范围不全：**证监局的上市公司、中介机构监管设置的机构主要是上市公司监管处、稽查处。证监局作为一线机关没有设置市场部和中介机构监管部门，对内幕交易、操纵市场没有日常监管部门。**审核范围以信息披露为中心，范围不全。**中国证监会上市部《上市公司信息披露监管工作规程（试行）》规定：证监会的监管重点在于上市公司披露的各类报告，重点关注的是信息披露内容和日常掌握信息的一致性，以及可能存在的对事实的隐瞒和遗漏。以目前的监管方法，未进行披露的违法、违规事项难以被发现。

**（2）监管手段落后，监管效率低下：**

**首先，审核方法落后。**证监局对年报的审核尚没有一套科学的审核体系。对一些指标的计算、风险的识别还靠监管人员人工进行。在这种情况下，在年报披露信息集中的情况下，能发现的问题有限，发现重大遗漏事项更是难上加难。

**其次，上市公司信息披露以外的信息来源少，不准确。**证监局虽被规定“应重点关注信息披露内容和日常掌握信息的一致性，以及可能存在的对事实的隐瞒和遗漏”，但是目前缺乏相关有效手段。以最基本的银行贷款为例，也没有绝对权威和准确的贷款完整与否的查询资料。

**再次，巡回检查难以发现重大遗漏事项。**巡检一般分为财务检查、规范性检查。中国证监会《上市公司巡回检查工作规程》规定的关于检查公司财务会计政策的合规性、主要会计核算事项的合规性（收入、利润核算的真实性、关联交易的公允性、资产减值准备计提及核销是否恰当等）、会计信息披露质量（财务状况与经营成果披露的真实完整性，关联方关系及关联交易披露，委托理财、关联方资金占用、担保、抵押、诉讼等重大事项和期后事项披露，风险揭示等情况）等目标在实际操作过程中难以保证。由于时间短（一家公司仅有一个星期左右）、人手少（会计师仅 2-3 个），对公司财务的检查一般是通过检查会计师事务所的底稿进行，而有些问题如担保、做假帐、不入帐等问题不能通过底稿的审阅发现。而在规范性检查中，一般是围绕公司的“三会”运作情况进行，而没有经过公司决策程序的违规担保、做假帐、重大未入帐交易难以发现。

**（3）对违规行为有的难以认定、部分可以认定的处罚过轻、对象不当：**具体监管规程条款的操作性不强、对于一些需要公司主观判断的会计处理是否违规

难以认定。如“可对减值准备等的判断是否恰当”，操作性不强。有关规定的漏洞问题使监管部门查处难度加大，难以取得证明企业违规依据，难以认定有关行为的性质（具体论述见下文）。处罚过轻、对象不当：对信息披露违规，证监会拥有知情权、要求说明权、调查权、批评处罚权，并有如下监管手段：1、批评处罚措施：对公司存在的风险或不规范行为，发函关注或限期责令改正；情节严重的，以约见董事长谈话的形式；情形严重的，可以书面形式，进行内部批评。2、涉嫌违法违规的，报经领导批准后按有关程序提议立案稽查或直接立案稽查”，而对真正操纵的主体（实际控制人、大股东、高管等）有针对性的监管、处罚措施极少。目前即使立案稽查后受到的最高处罚才 30 万元，无异于隔靴搔痒。

#### **四、分析“变脸”的主要会计手法及主要问题所在：**

##### **（一）根据“变脸”前的行为与财务报告是否相关分为两类：**

**一类是“变脸”前违规行为与当时的财务报告不相关的，属遗漏型虚假信息披露。**

在 1997-2004 年证监会查处的虚假陈述案件中，涉及财务报告失真的有 73 家，其中财务报告存在重大事项遗漏的有 28 家。由此看出，部分违规、违法事项是与违规当时的财务报告根本不反映的。如违规担保、财务舞弊、资金“黑洞”等。难以在事发前通过财务报告进行鉴别。如：“一控多”实际控制人不履行有关的投资和日常关联交易程序，超越公司法人治理结构，将上市公司作为一颗棋子随意调配，进行违规担保和资金占用，但因主观故意，当时未反映在财务报告中。内部人：部分国有资产经营公司控股的上市公司实际控制人缺位，内部控制流于形式，高管失去监督，投资、融资岗位职责混淆，财务记录与资金管理岗位受控于同一人，给内部人操纵公司财务进行舞弊带来便利；有的内部人以在上市公司之外设立公司，占用上市公司资金，在经营正常时收益留己，而亏损时由上市公司来负担。此类不反映在财务报告中恰恰是违法行为最重的行为。

##### **第二类：行为反映在当期财务报告中、与财务报告相关的“变脸”。**

当期的行为当期反映在财务报告上。根据会计报告的不同情况可分为“违规造假”、“滥用判断”、“差错失误”等行为。主要手法是通过随意改变会计方法、改变收入或支出确认的时间、安排实际交易或会计交易等方法。具体表现为：以协议价出售实际价值低于交易价的资产制造利润；获取巨额投资收益或营业外收

入扭亏；亏损上市公司、拟配股或增发的公司通过报表重组、出让不良股权、出售固定资产、无形资产、存货、应收帐款给关联方；关联方豁免债务；利用资产减值准备、预计负债等会计估计和划分资本性支出和经营性支出、划分收入和成本费用确认期间等会计判断进行等。其中：滥用判断、利用会计赋予的职业判断权，对交易事项做出非公允表达，致使会计信息扭曲对会计信息失真作用极大。如：不少公司的对坏帐准备会计政策披露为“按账龄分析法结合个别认定计提坏帐准备”，此方法最能调控公司利润。如苏常柴 2001 年、2002 年报年报中坏帐准备会计政策都是“本公司应收账款及其他应收款的坏账准备除个别提列外，按账龄分析提列一般坏账准备如下：一年以内 2%，一年至二年 5%；二年至三年 15%；三年至四年 30%；四年至五年 60%；五年以上 100%”。但是个别认定的计提的坏帐准备数额年度间差异非常大，相差 2 个多亿。就 2002 年度而言，按照个别认定计提的坏帐准备造成一年内应收帐款坏帐准备比例高达 22%，金额高达 4900 万元，比起按照帐龄分析法的 2%来计提比例高了 10 倍，仅一年内应收款项计提数额就多出 4460 万元。坏帐准备因此一共比帐龄分析法下多计提了 4.27 亿元，占其净利润-4.7 亿的 90%左右，占当年的净资产 7.38 亿的 57.85%。个别认定已经不限于个别事项。产生的影响也极大，但是很多公司和会计师事务所都仅仅一披露了之。

## （二）有关会计准则规定为企业逃避监管留下空子

企业会计准则作为企业会计处理的规范，却给公司变更会计政策、估计提供了操纵利润的空间。如《企业会计准则—会计估计、会计政策变更和会计差错更正》规定“企业采用的会计政策，除符合第 5 条规定的条件外，前后各期应保持一致，不得随意变更”，但是第 5 条第二条规定为企业调节利润留下了一定的余地：“5. 会计政策的变更，必须符合下列条件之一：-----这种变更能够提供有关企业财务状况、经营成果和现金流量等更可靠、更相关的会计信息”。

同样，会计估计的有关规定也赋予企业一定的自主权。“由于企业经营活动中内在不确定因素的影响，某些会计报表项目不能精确地计量，而只能加以估计。如果赖以进行估计的基础发生了变化，或者由于取得新的信息、积累更多的经验以及后来的发展变化，可能需要对会计估计进行修订”。换句话说，就是如果企业自己判断这种变更能够提供有关企业财务状况、经营成果和现金流量等更可



靠、更相关的会计信息，就可以变更。而“本期发现的与前期相关的重大会计差错，如影响损益，应将其对损益的影响数调整发现当期的期初留存收益，会计报表其他相关项目的期初数也应一并调整，如不影响损益，应调整会计报表相关项目的期初数”，此条规定为正确会计信息的入帐不及时提供了依据。

企业会计准则的上述规定，对于那些资产较好、会计核算规范的企业来说确实可以起到一定的积极作用，使财务报告更能真实的反映企业财务状况和经营成果；但对另外一些动机不良的公司就成为调节财务状况的砝码。由于公司履行过董事会决议的程序，公司被有关会计准则赋予了根据公司实际情况可选择使用的权力，有关规定成为逃避监管的工具。

## **五、对策和建议**

根据以上分析，提出以下几项主要措施：

**（一）从上市公司内部入手，提高公司决策规范程度及有关责任人的诚信度**

**1、健全上市公司法人治理结构，发挥制衡作用，强化内部控制，改变“一股独大”和“内部控制人现象”。**在进行股权分置改革的同时，提高上市公司质量，发挥股东的“用脚投票”的机制，改变目前上市公司独立董事“花瓶董事”、监事会流于形式、外部董事比例过低等局面。

**2、推行高管持股制度，建立科学的激励约束机制。**詹森和麦克林的代理模型认为：管理层持股越多，管理层谋求自身效用最大化和外部投资者谋求股份价值最大化的利益冲突会越少。推行高管持股制度，让高管们成为企业的大股东，造成企业所有者和经营者利益的趋同。现代企业制度及其所有者和经营者分离的法人治理结构的缺陷得到根本的弥补。培育经理人市场，形成竞争机制，建立、健全破产机制和兼并机制以约束经营者。从而使经营者（内部人）朝股东价值和股东财富最大化方向努力，实现国有资产的保值和增值。

**（二）完善综合监管体系，加大监管力度**

**1、针对实际控制人、大股东、上市公司高管等监管对象，建立社会综合监**

管体系。

由于证券市场的上市公司以主动信息披露为主，公司是否规范进行信息披露，与实际控制人、大股东、董、监事、高管诚信程度不高及社会诚信体系建设不完善有关。建议建立以银行、税务、地方政府、国资等部门的联合监管体制。建立上市公司实际控制人、大股东征信系统，对有关诚信进行考核和记录，建立适当的奖惩机制以提高有关人员的诚信度。

**2、改进证监会系统的监管体系，完善有关监管规程，建立违规的记录和惩处机制。**

**完善监管机关部门设置、改进技术手段、拓宽信息披露的监管思路。**适当介入各个环节，改变落后的监管方式，对有关主体的行为进行提前监管。针对监管的薄弱环节改进监管手段。**建立广泛的信息资源库**，运用现代化的手段，通过取得广泛的资料、与上市公司主动披露的信息相互对照审核，提高监管效率。**进行有效的风险识别**。开发一套风险识别电子系统，通过宏观数据、行业数据、来自各个主管部门的数据信息，进行分析汇总，对公司的财务数据进行横向、纵向的比较分析，提高风险识别的效率、效果。**加大监管力度、处罚力度**，使违规企业及有关责任人违规成本提高，改变“劣币驱逐良币”、违规行为横行的情况。虽然新《证券法》第一百九十三条规定扩大了处罚范围：从原来的发行人扩大到了“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人”，对从未按期公告上市文件或者报送有关报告的”到“未按期未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”。但是具体的操作规定和认定标准还有待于完善。

**3、完善上市公司的评价体系，将以业绩评价公司代之以诚信、业绩等多标准的综合评价体系，完善退出机制。**

以业绩为评价标准的制度设计不有利于一个市场的“公平、高效、透明”，与我们的目标不相适应，仅以优化资源配置为目标并不能保证市场的公平、信息的公开，这对市场的持续发展是不利的。完善退出机制。根据调查，在世界各证券市场中，我国退市的标准有别于其他市场。其他市场不以业绩为退市标准，而我们实际执行的只有业绩连续亏损几年的标准。违规违法的公司常年得不到退市，此类垃圾影响了证券市场的健康发展。

### **（三）堵塞制度漏洞，加大会计和审计责任。**

会计准则过于条款化，是诱发财务报告舞弊的主要制度内缺陷。对其反思的结果，引发了以规则为基础还是以原则为基础的讨论。从证券市场监管的角度看，会计准则应当是以原则性规范与规则性规范相结合的产物，在强调专业判断对其运用的同时，也应该强调其有一定的可规范性。证券监管部门等权威部门、外部专业人士对有关会计判断的对错、处理可以进行规范与否的认定，加大会计和审计责任。强化与实际控制人有关的信息披露，按照“实质重于形式”原则扩大关联方的届定。

### **（四）建立民事诉讼赔偿机制，强化投资者的法律保护**

这既是完善市场环境、保护投资者利益的需要，也是加大违规成本的一项重要手段。新的《证券法》中，增加了对实际控制人、上市公司高管、董监事的处罚规定和有关民事、刑事责任，朝这个方向迈进了一步。但是在监管达不到保证有效处罚所有违规行为的情况下，以证券监管部门的处罚为前置程序并不合适。建议司法介入，进行取证，以事实为依据，建立起维护投资者利益的有效法律环境。引导投资者进行民事诉讼追偿，拿起法律武器来维护自己的权利。另外，应当从法律上规定大股东及实际控制人、内部控制人占用公司资金为犯罪行为，应当受到刑事处罚，威慑犯罪行为，加大法律对投资者保护的作用。

总之，建立综合监管体系，根据上述行为的主体进行有针对性地监管，建立有效的考核机制，强化市场其他主体（如监管方、中介机构、中小投资者）对市场的博弈作用，完善有关制度环境，加强对各违规主体的制度约束作用，加强维护中小投资者利益的力度是“变脸”问题的解决之道。