

行政处罚案例视角下上市公司造假监管研究

刘凤元* 李奕锦**

摘要：诚信是上市公司发展的基石。然而伴随我国资本市场持续深化，监管持续加强，上市公司造假现象却频繁出现，成为制约资本市场健康发展的毒瘤。本文基于2020年1月1日至2025年6月30日期间中国证监会和地方证监局公开处罚的405家上市公司造假案例，分析发现上市公司造假行为分为上市前和上市后两个阶段，主要呈现为财务数据造假、重大遗漏和误导性陈述三大类，且三类造假类型均衍生出多样化、复杂化的具体操作手段；同时，不同行业的造假频次存在不同。在此基础上，研究进一步发现，当前我国对上市公司造假监管现状存在的一些问题也有待完善。针对这些问题，本研究认为应该从提高处罚标准、构建全链条监管范式，以及差异化监管等方面进行改革，以期减少上市公司造假行为，助力营造公平、公正、公开的资本市场环境。

关键词：上市公司造假 财务造假 监管研究

近年来，中国资本市场财务造假案件频发，康美药业、泽达易盛、江苏舜天等恶性案件接连爆发。这些案件中企业造假手段不断升级翻新，严重侵蚀市场诚信根基。上市公司造假行为并非简单的个案违规，其对资本市场造成的危害具有多层次、系统性和深远性，破坏力远超个案本身。最直接的便是对投资者权益的强行掠夺，处于天然信息劣势中的中小投资者基于虚假信息作出投资决策，往往会遭遇惨重损失，如涉资900亿大骗局“专网通信”骗局，多家上市公司投资者损失惨重。同时，造假企业通过粉饰虚假报表窃取本应不属于它们的融资机会和资源，这些资源或被实控人、大股

* 华东政法大学国际金融法律学院教授、博士生导师。

** 华东政法大学国际金融法律学院研究生。

东、高管占用,或被用于维持骗局或直接套现,这不仅造成社会资源的巨大浪费,也阻碍了经济创新与高质量发展,而真正有潜力、守规矩的优质企业却可能因“劣币驱逐良币”效应而融资困难。此外,不断涌现的违法行为不仅破坏了正常的市场秩序,还进一步导致社会和监管公信力信任危机。在此严峻背景下,深入研究上市公司造假案例,应对监管困境并寻找解决路径,具有紧迫的现实意义。

一、上市公司造假的类型

上市公司造假,是在资本市场信息不对称的天然背景下,上市公司在其实控人、管理层控制下,基于特定利益诉求,蓄意对公司经营与财务事实进行系统性伪造、错误记载,或是故意隐瞒重大事件,对外发布不实信息或进行误导性陈述的虚假陈述行为。本质上是对于强制性信息披露义务的严重违反,构成对投资者的欺诈。为系统剖析上市公司造假行为的内在规律,以下从三个维度对 2020 年 1 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日样本公司造假行为进行分析。这三类分别聚焦造假行为的不同特征:一是按时间阶段分类,即依据造假行为发生于上市前或上市后的时间节点划分,旨在揭示企业在不同发展阶段的核心特征与造假动机差异;二是按造假属性分类,即根据造假行为的具体操作方式归类,以清晰呈现造假行为的表现形态与实施路径;三是按所属行业分类,结合造假主体所处行业特征,反映不同行业造假行为的差异与特征。

(一) 按时间阶段分类

1. 上市前造假

资本市场 IPO 准入规则在矫正信息不对称问题的同时,也意外催生了拟上市企业的监管套利行为。根据相关规定,企业上市需要满足一定门槛,各证券交易所各板块针对拟上市企业在市值、净利润等方面也都设定了明确要求,这一机制的设立旨在维护投资者利益并促进资源的有效配置。然而,当企业实际经营能力与上市标准存在差距,且造假的预期收益可能超过违规成本时,部分企业为博取上市资格,便会蓄意违背证券法第 19 条的信息披露真实性原则,通过系统性造假行为,打造出看似合格且完美的财务报表。

从样本数据来看,有 1.48% 的造假企业在上市前阶段存在造假行为,采取的造假手段主要包括:虚构业务虚增收入和利润规模,少记成本和费用,以及未按规定披露对外担保、关联交易,导致资金不正当流出等。其中虚构业务是最为普遍的伪装手

段,上述企业均有采用。其中,奇信股份在上市前的造假时间最长、涉及金额最大:在2012年至2015年间,该公司通过签订虚假工程合同或放大金额、对内部承包项目少计成本、体外支付少计费用等方式,累计虚增收入6.9亿元,虚增利润10.3亿元,平均虚增利润占当期披露利润总额为144.92%。

值得注意的是,在上市前就存在造假行为的公司,在上市后往往很难停下造假的脚步,普遍选择延续之前的操作模式,展现出极强的路径依赖性。比如配合虚构业务的配合方、用来资金循环的渠道等,这些现成的工具在上市后往往会被重新利用,转化为维持市值、规避退市的手段,且造假规模也会随着企业规模与需求的扩张而扩大。

2. 上市后造假

样本数据显示,98.52%的造假企业的造假行为发生在上市后,也表明上市后是上市公司造假的主要阶段。从行为特征来看,上市后的造假手段呈现多样化特征,既存在共性手法,也因企业所处行业、规模等差异而表现出独特性,相关具体表现将在下文详细阐述。

至于上市后造假动机,从舞弊三角理论视角分析,这类上市后造假行为的核心动机并非单一因素驱动,而是压力、机会与合理化借口三个相互产生紧密联系的要素共同作用的结果。从压力维度看,上市后企业面临的外部与内部双重压力是诱发造假的重要动因。外部压力主要源于退市规则与市场预期,例如财务类强制退市对于利润与营收指标的硬性要求,若企业实际经营已经触及红线,规避退市便成为直接压力。内部压力则与转型升级压力,企业战略决策以及经营需求相关,如康得新从传统制造领域转型为新材料龙头后,为维持较高的销售规模以及维持其自身行业地位,引发作假动机^①,或是如红相股份在通过高溢价并购形成高额商誉并签订业绩对赌协议,后因被收购方业绩未达预期,于是连续进行6年财务造假,累计虚增营业收入超10亿元、利润总额超3.9亿元,以此应对并购及业绩承诺带来的压力。此外,贺小刚等学者的研究结果也表明,具有追赶导向的目标定位将给公司带来制度化的赶超压力,而公司面临的制度化赶超压力越大,其违规经营等败德行为的动机就越强烈,且行业竞争度的提高会进一步放大这种可能性^②。

在机会要素方面,部分上市公司因其业务布局广泛、经营范围多元且存在庞大的

① 胡明霞、马茜群、乔茜:《基于舞弊三角理论的康得新舞弊案探析》,载《财务与会计》2020年第6期。

② 贺小刚、邓浩等:《赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析》,载《管理世界》2015年第9期。

母子公司架构,日常经营中的关联交易等行为客观上为舞弊提供了操作空间^①。而企业内部治理机制的缺陷进一步放大了舞弊风险,如股权过于集中,无法保证内部监督的有效性等。尤其是本应凭借专业能力独立监督公司经营的独立董事,不仅对财务报表造假等情况未提出怀疑,还常以“不知情”“不了解”“未参与”等理由企图规避责任,导致造假行为难以及时发现,内部监督的警示作用几乎失效。据样本数据,在存在造假行为并受处罚的上市公司中,仅 14.81% 的独立董事、26.17% 的监事会成员因失职被处罚,较低的追责力度更意味着监事会、独立董事及审计委员会等内部监督主体履职极易流于表面。同时外部监督的缺位则让舞弊行为更不会被发现,部分会计师事务所为谋取利益忽略道德底线,即便面对不匹配的财务数据,仍能提出无保留意见,未能发挥应有的“守门人”作用。

而合理化借口作为造假者实施行为的心理支撑,是其突破道德约束的关键一环,这一过程可结合认知失调理论加以解释。认知失调理论指出,若个体的内在态度与外在行为出现矛盾,就会引发心理上的不协调感,这种不适感会成为内在驱动力,促使个体通过调整行为或转变态度来消除矛盾、恢复心理平衡。具体到舞弊行为中,舞弊者的造假行为与其道德观念存在本质冲突,而这一冲突会因其强烈心理失调。为缓解这种失调带来的心理压力,舞弊者通常会为自身行为构建正当性解释,例如将造假定义为缓解短期财务压力的无奈选择。这种自我合理化本质上是通过转变对造假行为的认知态度,弱化其道德负罪感,进而消除道德冲突对行为的约束。

（二）按造假属性分类

识别企业造假手段是遏制造假的根本,企业往往倾向于采取多种造假方式以达到其目的,同时通过利于自身的会计处理方式,提供虚假的财务报告结果,掩盖真实的经营业绩及财务状况^②。大多数企业在进行财务造假时不仅仅采用单一的造假手段,而是进行一系列组合造假行为。通过分析 2020 年 1 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日的 405 个案例,可以将上市公司造假类型分为虚假陈述、遗漏披露重大信息和误导性陈述三类,以下是对于案例中具体的常见造假手段的归类与分析。具体如表 1 所示。

1. 财务数据虚假记载类

（1）收入端造假

a. 交易类造假。收益类造假主要包括虚构业务以及不公允交易两类。据表 1,

^① 王瑞雪、乔瑞红:《上市公司管理层舞弊动因及特征分析》,载《财会通讯》2015 年第 33 期。

^② 邹秀红:《浅谈财务造假手段及防范措施》,载《中国集体经济》2019 年第 6 期。

33.33%的造假上市公司存在该种造假类别,是最为常见的造假手段。其中,虚构业务主要表现为:上市公司与虚构的交易方或关联方,或与外部第三方串通,通过编造虚假合同、伪造发票及物流单据等全套交易凭证,虚构采购、销售、服务、投资等业务活动。这类交易无真实商业背景,也无对应实物流转,本质是通过纸面交易虚增营业收入,部分情况下会配合形成虚假资金循环以粉饰财务报表。典型案例如宏图高科,为使造假痕迹更隐蔽,该公司通过与其下属子公司宏图三胞及其32家子公司、3家分公司,以及其控股股东三胞集团实际控制的18家关联公司构建虚假购销链条,仅2017年至2018年间,便通过该方式合计虚增收入120亿元,造假规模在此种手段下的样本中最为突出。而不公允交易作假,即通过价格不公允的关联交易,实现利润的转移,进而虚增收入。例如太安堂与其子公司之间,通过虚增药品销售价格的方式,在2018年至2020年各年度分别虚增收入261万元、1007万元、500万元。这种不正当的关联交易行为,严重扭曲了企业的真实财务状况,误导了投资者的决策。

b. 会计操纵作假。会计操纵作假手段多样,6.91%的造假上市公司采取此种方式。其中一种常见的方式是在时间维度上舞弊,具体表现为在不符合确认条件时,提前确认应收账款或收入^①,以此虚增收入和利润;或者将原本应当当期确认的项目收入,故意推迟到以后的会计期间进行延迟确认。通过这种方式,企业能够巧妙地隐瞒真实利润,达到操纵财务报表的目的。如恒大地产通过提前确认收入方式实施财务造假在2019年和2020年分别虚增收入2139.89亿元和3501.57亿元,占当期营业收入的50.14%,虚增利润407.22亿元和512.89亿元,占当期利润总额的63.31%和86.88%。另一种是违背会计准则要求错误确认收入,如重复确认收入,或者通过不记账、虚假记账等方式虚增或虚减收入、利润。更有甚者,将不符合总额法确认收入条件的业务,按照总额法确认收入,严重违反了会计准则的规定。

(2) 成本费用端造假

成本费用端造假主要体现为确认金额造假和确认时间造假,样本显示有10.37%的公司存在此种造假行为。确认金额造假具体表现为少结转、少计提、虚减成本及费用,导致入账金额与合同项目实际执行的金额严重不符,如长方集团通过其子公司少记销售返利产生的费用累计超过1346万元,虚增利润累计超1346万元。另一类是确认时间造假主要为延迟确认费用,以此虚增利润。以河北先河环保科技股份有限

^① 胡洪磊:《上市公司会计造假及防范措施探究》,载《中国市场》2022年第36期。

公司为例,该公司在 2021 年、2022 年的年终奖均在 2022 年计提并计入 2022 年成本费用;再如科融环境,通过将 21 个项目调试报告日期由以前年度涂改为 2017 年,并在 2017 年确认调试收入,从而虚增 2017 年利润 717.88 万元,这种简单粗暴的造假手段,严重破坏了市场的公平与公正。

(3) 资产端造假

a. 虚增固定资产及在建工程。在造假公司中有 2.47% 出现此种行为。虚增固定资产的核心特征在于,将不满足会计确认条件的资产违规资本化,或者借助虚假评估报告等手段,将实际未达到预定使用与确认状态的资产纳入表内核算。而虚增在建工程与虚增固定资产有一定相似性,核心逻辑在于通过不实纪录或交易虚增在建工程项目数额。例如,泽达易盛期末预付浙江观滔智能科技有限公司设备款 4 200 万余元,而实际上其预付浙江观滔 3 600 万余元设备款对应的在建工程并没有实际成本发生,纯粹是虚构工程进度或设备采购,从而虚增在建工程 3 600 万余元。这种行为严重违反了会计准则,破坏了市场的诚信环境。

b. 虚增银行存款。通过修改、伪造银行对账单和银行回单等手段,是上市公司虚增银行存款最为常见的方式。经统计,有 1.98% 的造假上市公司运用此种手段粉饰财务会计报表。以柏堡龙为例,该公司通过伪造入账单、资金进出不入账等恶劣手段,在 2012 年至 2019 年期间虚假记载银行存款超 29 亿元。这种大规模的银行存款造假行为,严重误导了投资者,对市场的稳定运行造成了极大的负面影响。

c. 虚增货币资金。货币资金作为流动性最强且直接反映企业偿债能力的资产,这也是造假公司的目标所在。样本数据中有 1.23% 的公司采取该种手段。常见的方式包括修改银行对账单和银行回单,伪造入账凭证,资金转出不入账,虚增利息等。例如,康美药业通过财务不记账、虚假记账,伪造、变造大额定期存单或银行对账单,以及配合营业收入造假伪造销售回款等一系列恶劣手段,在 2016 年和 2017 年分别虚增货币资金 225 亿元、299 亿元。如此巨额的货币资金造假,严重扰乱了市场秩序,损害了投资者的利益。

2. 重大遗漏类

上市公司未按照信息披露规定将重大信息披露或隐瞒,实质上属于对投资者的一种欺诈。样本数据中 32.10% 的造假公司存在应披露的重大事件未予披露情况,且大多企业遗漏披露重大事件数量不止一件,包括未披露关联交易、非经营性资金占用、担保事项、重大诉讼或仲裁、实际控制人变更等,具体占比如表 1 所示。其中关联

交易与非经营性资金占用情况最多见,且较多公司或控股股东、实控人会选择通过关联交易来实现占用非经营性资金的行为,以满足公司背后某些个人利益。这些信息对于投资者了解公司真实情况以及进一步投资规划至关重要,遗漏披露将会加大资本市场信息不对称性,使投资者无法全面评估公司等风险和价值。

3. 误导性陈述

误导性陈述主要表现为选择性陈述对投资者产生误导,可能致使投资者作出错误的投资决策,如表 1 所示,有 2.22%的公司存在误导性陈述的造假行为。具体如常山药业在公告文件中选择性引用部分数据,且未注明数据来源及充分揭示市场风险,存在不准确、不完整的情形,致使或可能致使投资者对其投资行为发生错误判断。

表 1 上市公司造假具体手段①

造假类型	作假形式	具 体 手 段	家 数	比 例
财务数据造假类	收入造假类	交易类造假	135	33.33%
		会计操纵作假	28	6.91%
	资产端造假	虚增固定资产及在建工程等	10	2.47%
		虚增银行存款	8	1.98%
		虚增货币资金	5	1.23%
	成本费用端造假		42	10.37%
重大遗漏类	未披露关联交易		105	25.93%
	未披露非经营性资金占用		83	20.49%
	未披露担保事项		89	21.98%
	未披露重大诉讼或仲裁		42	10.37%
	未披露实际控制人变更		15	3.70%
误导性陈述	选择性披露		9	2.22%

数据来源：作者自行收集。

① 同一家上市公司可能采用多种造假手段。

二、上市公司造假的行业分布特征

表2展示了受到处罚的造假公司行业分布情况。从数据来看,上市公司造假行为广泛分布于各个行业,其中制造业(含一般制造业^①,计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业、化学原料和化学制品制造业等细分领域)合计占比最高,为44.20%,成为财务造假的重灾区;信息传输、软件和信息技术服务业与科学研究和技术服务业为第二与第三高发行业;其余行业虽占比相对较低,但均存在典型造假案例。以下按照结合行业造假频率对行业特征与样本数据展开分析。

(一) 制造业——一般制造业

设备制造业(含纺织业、酒、饮料及精制茶制造业,农副食品加工业,纺织服装、服饰业,化学纤维制造业,皮革、毛皮、羽毛及其制品业和制鞋业,汽车制造业,橡胶和塑料制品业,金属制品业等)在样本中以19.51%的占比位居首位。该行业因下游需求波动大、产能过剩压力突出,且部分企业依赖大额订单维持业绩,容易滋生虚增订单、提前确认收入等造假行为。同时,行业普遍存在毛利低、研发投入高、融资需求迫切等特点,部分企业会通过虚构收入、隐瞒负债等方式粉饰报表。其中典型案例当属红相股份,在2017年至2022年连续6年时间内,红相股份财务报表均存在虚假记载,累计虚增营业收入超10亿元,虚增利润总额超3.92亿元,虚增利润总额占比超200%,并以此欺诈发行债券募集6.43亿元。

(二) 信息传输、软件和信息技术服务行业

该行业在造假上市公司中占比11.36%,同样也是近年来财务造假的高发领域。这一行业具有技术更新迭代快、研发资金投入规模大等显著特征,若企业研发进程未能与行业发展节奏相适应,其市场竞争优势将会大大弱化,在此情况下,企业很可能产生财务造假动机。这类企业的造假手段以交易类造假为主。东方网力案颇具典型性,东方网力及其下属子公司通过虚构合同和验收单、提前签署项目合同、要求客户配合签署验收单等方式实施造假——涉及22个客户的81个合同,从具体数据来看,2017年至2018年期间,合计虚增收入8.33亿元,合计虚增利润5.34亿元。此外,部

^① 一般制造业包括纺织业、酒、饮料及茶制造业,农副食品加工业,纺织服装、服饰业,化学纤维制造业,毛革、羽毛及其制品和制鞋业,汽车制造业,橡胶和塑料制品业,金属制品业,其他制造业,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业,仪器仪表制造业,有色金属冶炼和压延加工业,食品制造业,文教、工美、体育和娱乐用品制造业,印刷和记录媒介复制业,废弃资源综合利用业,家具制造业,木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业,造纸和纸制品业等。

分企业对关联方资金占用、对外担保等重大事项遗漏披露,进一步放大了风险。

(三) 科学研究和技术服务业

科学研究和技术服务业在造假样本中占比为 7.90%,其业务涵盖技术研发、技术服务等多个领域。此类造假行为与行业特性深度绑定:一方面,相关交易定价的主观性为虚增收入提供操作空间;另一方面,由于缺乏实物流转,对技术服务合同真实性、收入确认合理性难以通过传统审计手段进行核验,进一步加剧了造假风险。典型案例如乐视网信息技术(北京)股份有限公司,其利用行业特性实施了为期 10 年的系统性造假,通过与关联方以及第三方公司签订虚假合同、虚构业务往来,虚假回款等方式累计虚增收入超过 18 亿元,暴露了该行业的造假风险。

(四) 制造业——计算机、通信和其他电子设备制造业

近年来计算机、通信和其他电子设备制造行业市场规模不断扩大,财务造假案例也时有发生,造假公司样本中有 6.42%属于该行业。该行业与信息传输、软件和信息技术服务行业相似,具有技术迭代快、研发投入高等特点。部分企业在面临技术落后、订单下滑等问题时,则诱发造假行径。如星星科技通过虚构销售、租赁和加工以及采购业务虚增成本,配合通过虚假采购折扣虚减营业成本等方式,虚增营业收入约 47 亿元,以此掩盖经营困境。

(五) 制造业——医药制造业

医药制造行业近年来发展迅猛,大规模造假事件也大量涌现,在样本数据中占比 6.17%。与其他行业相比,该行业新产品研发投入较高、研发周期较长,企业资金供给需求较大,同时从上市至广大客户了解和接受还需较长时间,导致企业资金回收期也较长,进一步造成企业收支失衡^①,因此整个行业展现出流通成本高和毛利率低的特点^②。因此部分企业为维持融资能力,会虚构研发进展与营业收入。同时,近年来行业竞争白热化更是加剧了财务粉饰动机。康美药业是典型案例,在 2016 年至 2018 年上半年营业收入分别多披露 89.89 亿元、100.22 亿元,占真实营业收入的 71.18%、61%、100.11%;亚太药业其子公司上海新高峰通过虚构研发外包服务收入,通过伪造合同虚增利润 3.5 亿元;常山药业夸大抗凝血新药市场规模,虚构潜在用户数量,企图推高股价。

^① 申晓楠、雷良海:《上市公司财务造假的动因分析与防范——以康美药业为例》,载《商业会计》2022 年第 12 期。

^② 郁慧琳:《医药类上市公司财务造假及应对策略研究——以 A 制药公司为例》,载《当代会计》2019 年第 2 期。

（六）其他行业

除以上高发行业,其他行业的造假行为虽具体表现不同,但存在一些共性特征:一方面,部分行业对外部资源或政策存在较强依赖,比如环保行业依赖政府项目及财政支持、房地产及建筑业受资金供给和调控政策影响较大,当外部支持不及预期时,易通过造假掩盖经营压力。还有化工行业(化学原料和化学制品制造业)作为传统制造业,对于资金需求量大,并且由于处于产业链中游,原材料价格和供求关系对化工行业影响较大,在销售业绩不佳之时很容易存在造假动机;另一方面,部分行业因资产特性或业务模式导致信息核实难度较高,像教育行业中销售合同以及技术服务合同等难以核实、交通运输业的运输订单真实性易被操纵等,为造假提供了隐蔽空间,农林牧渔业因生物资产计量难、自然风险不可控及价格波动大等行业特点,造假行为具有高度隐蔽性。具体情况如表2所示。

表2 上市公司造假样本行业分布

行 业 分 类	公司数量	比 例
制造业——一般制造业	79	19.51%
信息传输、软件和信息技术服务业	46	11.36%
科学研究和技术服务业	32	7.90%
制造业——计算机、通信和其他电子设备制造业	26	6.42%
制造业——医药制造业	25	6.17%
租赁和商务服务业	24	5.93%
制造业——化学原料和化学制品制造业	25	6.17%
批发和零售业	23	5.68%
制造业——电气机械和器材制造业	17	4.20%
建筑业	12	2.96%
制造业——专用设备制造业	12	2.96%
水利、环境和公共设施管理业	11	2.72%
制造业——非金属矿物制品业	10	2.47%
制造业——通用设备制造业	10	2.47%

续 表

行 业 分 类	公司数量	比 例
采矿业	9	2.22%
农、林、牧、渔业	9	2.22%
交通运输、仓储和邮政业	8	1.98%
文化、体育和娱乐业	7	1.73%
房地产业	6	1.48%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5	1.23%
教育	3	0.74%
金融业	2	0.49%
住宿和餐饮业	2	0.49%
居民服务、修理和其他服务业	1	0.25%
卫生和社会工作	1	0.25%
合计	405	100%

三、我国上市公司造假监管现状及存在的问题

(一) 我国上市公司造假监管早期体系的构建

在我国资本市场发展历程中,上市公司造假现象长期如影随形。在 1990 年上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立不久后,1992 年深圳原野实业股份有限公司造假事件便闯入公众视野。彼时证监会尚未成立,由中国人民银行深圳分行对其展开调查,经过调查,原野公司 1989—1991 年的 3 年实际财务成果皆为亏损,主要的造假方式包括虚列销售收入、虚假投资、大量占用公司资金等手段,一番操作使得公司 3 年报表上连续盈利,这成为 A 股市场首起上市公司欺诈案,也开启了对上市公司造假的监管之路。

1992 年 10 月,国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会宣告成立,标志着我国资本市场集中统一监管模式的初步确立。此后,为有效规范上市公司运作、维护

市场秩序,一系列监管制度密集出台。1993年4月,国务院颁布《股票发行与交易管理暂行条例》,其第74条第2项具有里程碑式意义,首次以法规形式明确指出,在股票发行、交易过程中,任何单位和个人若作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息行为,监管部门可根据不同情况,对相关主体单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款,这一条款也成为1998年证券法正式出台前,证监会对于存在造假行为对上市公司及责任方实施处罚的核心法律依据。

在自律监管上,深交所与上交所在1998年1月分别出台《深圳证券交易所股票上市规则》与《上海证券交易所股票上市规则》,对上市公司造假行为视情节给予责令改正、内部批评、公开谴责、收取惩罚性违约金、停牌等处分。在刑事责任上,1997年刑法第161条确定了提供虚假财务报表罪,此后1998年我国正式颁布证券法,其中第177条对于上市公司造假行为处罚作出具体规定,对于存在造假行为的发行人处以三十万元以上六十万元以下的罚款,对直接负责的主管人员和其他直接负责人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。

在刑事责任上,1997年刑法第161条确定了提供虚假财务报表罪,此后1998年我国正式颁布证券法,其中第177条对于上市公司处罚作出具体规定,对于处罚上限与下限作出明确规定。至此,我国上市公司造假监管体系的基本框架初步形成。

(二) 我国上市公司造假监管现状

步入当下,相关规制愈发完善。在行政监管层面,目前证监会主要适用2019年修订的证券法,相较于过往版本,对上市公司造假行为的处罚力度有所提高。依据第197条第2款规定,对于存在造假行为的发行人、上市公司或其他信息披露义务人处罚由三十万元以上六十万元以下罚款提升至一百万元以上一千万元以下,对直接负责的主管人员和其他直接责任人处罚由三万元以上三十万元以下提升至五十万元以上五百万元以下,对于指使从事前述行为的发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人处罚由三十万元以上六十万元以下提升至一百万元以上一千万元以下。

在自律监管方面,各交易所持续更新股票上市规则,完善自律监管措施,增设口头警示、书面警示、约见谈话、要求公开致歉、要求聘请中介机构对存在的问题进行核查并发表意见、建议更换相关任职人员、限制交易等自律监管措施,以及公开认定一定期限内不适合担任上市公司董事、高级管理人员或者境外发行人信息披露境内代表,建议法院更换上市公司破产管理人或者管理人成员,暂不接受发行上市申请文件

等纪律处分。同时增设风险警示以及主要针对欺诈发行、重大信息披露违法以及涉及五个安全领域等重大违法行为的重大违法退市制度,进一步强化了对造假上市公司的约束与惩戒。

在刑法层面,相比 1997 年刑法,经 2006 年《刑法修正案(六)》与 2020 年《刑法修正案(十一)》修订,原“提供虚假财务报告罪”变更为“违规披露、不披露重要信息罪”,增设“对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露”的行为方式,增加了“或者有其他严重情节”的规定。同时提高法定刑并增设第二档法定刑,将限额罚金改为无限额罚金,并将犯罪主体范围扩大。意味着随着证券监管领域执法深入,更多造假行为有望移送司法机关,被依法追究刑事责任。

(三) 我国上市公司造假监管存在的问题

1. 监管机构处罚成本与上市公司造假成本失衡

首先,处罚成本与造假成本存在一定失衡,导致行政处罚威慑效果有限,这是在监管强度持续增强背景下仍有源源不断上市公司造假的重要原因。尽管 2019 年证券法对公司的罚款上限较 2005 年版本已有显著提升,但实践中上市公司造假行为仍面对罚而不止的困境。事实上,许多造假案件的虚增利润或营收规模高达数亿元甚至数十亿元,即便按顶格标准处罚,罚款金额在造假收益中也仅占极小比例,惩罚成本远远低于造假成本。以江苏舜天为例,其通过参与通讯器材内贸虚假自循环业务,累计虚增营业收入超 103 亿元、虚增营业成本超 94 亿元、虚增利润总额超 9 亿元,最终仅被处以 1 000 万元罚款,董事长个人罚款也仅 150 万元。虽然处罚力度相较以往案例有所增强,但对于此类大额造假案件而言,现行规定中的顶格罚款仍显不足,为公司粉饰财务报表提供了重要的“机会”因素。

其次,行政处罚顶格处罚适用较为谨慎。监管部门在对造假案件进行处罚时根据其具体情况裁量责任,但处罚样本中,适用 2019 年证券法的案件中,对于上市公司本身予以顶格处罚的仅占 10.37%,对直接负责的主管人员和其他直接责任人,以及组织、指使从事上述行为的控股股东、实际控制人处以顶格罚款的也仅占 12.10%。更多案件的处罚金额集中在中低档区间,处罚的威慑力有待进一步强化。

最后,刑事追责力度不足。刑事追责相较于行政处罚具有更强的处罚效力。然而根据证监会数据,在 2019 年至 2022 年财务造假案件中,仅约 15%的案例移送司法机关追究刑事责任,实际控制人常通过空壳公司、指使员工操作等手段规避直接责任,导致刑事追责“落地难”。

2. 处罚周期较长

上市公司财务造假行为从发生到被监管机构调查发现并作出处罚,往往存在较长的时间间隔。样本数据显示,约 65% 案件从造假行为实际发生到最终被正式处罚,耗时集中在 3 至 6 年,平均时间为 5.34 年;其中超过 40% 的案件处罚周期超过 6 年,最长甚至达到 16 年。而多数上市公司的造假行为本身具有长期性特征,连续造假超过 5 年的案例占比超过五分之一,这也进一步拉长了从造假着手到最终被处罚的整体周期。其中,在江苏舜天案中,该公司自 2009 年起与隋某力勾结,通过虚构“专网通信业务”构建虚假合同、资金及票据流转闭环,在 2009 年至 2021 年的 13 个会计年度内持续造假,累计虚增营业收入 103.33 亿元、营业成本 93.99 亿元,虚增利润总额 9.34 亿元,直至 2022 年才收到证监会的《立案告知书》。如此漫长的处罚周期可能会带来一些负面影响,相关责任人有了极为充裕的时间进行套现、转移资产等不法操作,可能导致最终罚款的执行效果大打折扣,难以有效弥补投资者的损失,更会削弱监管部门的公信力——作为维护市场秩序、保护投资者权益的重要力量和坚强后盾,处罚周期过长会影响监管的时效性,进而影响到整个资本市场的稳定健康发展。

3. 配合造假同步追责认定依据不明确

近年来,上市公司造假日益呈现“团伙化”特征,供应商、客户、资金通道方等第三方主体成为关键协助者所构成的造假生态圈,是造假屡禁不止的重要原因。近日,证监会在对南京越博动力系统股份有限公司作出的行政处罚事先告知书中,首次对配合造假第三方处以责任,将参与上市公司造假的外部人员于某、贺某认定为“共同违法”主体一并追责,分别处以 200 万元和 30 万元罚款。此举开启配合造假方处罚的第一枪,但也一定程度暴露出造假追责链条的缺失:其一,在行政责任上,目前证券法以及相关法律法规主要针对上市公司及内部人员,以及相关中介机构,对配合造假的外部第三方责任界定停留在模糊范畴,缺乏直接处罚依据,当前对第三方配合造假的处罚仍依附于对信息披露义务人的规制,并未明确将供应商、客户等第三方主体纳入处罚范围,缺乏独立的法律责任认定标准与范围^①;其二,在民事赔偿领域的责任承担规定存在空白,现行证券虚假陈述责任主体主要限定为上市公司、董监高以及中介机构,对于“共同违法”的第三方外部主体是否对于投资者损失共同承担责任,以及承担何种责任缺乏明确规定;其三,在刑事责任上,基于罪刑法定原则,法无明文规定不

^① 胡敏文:《压实第三方责任 穿透上市公司财务造假暗角》,载《证券时报》2025 年 5 月 15 日,第 A3 版。

为罪,无法对配合造假方进行刑事追责。

四、完善上市公司监管的对策与建议

(一) 提高处罚标准和处罚时效性

1. 进一步提高处罚数额,拒绝监管套利。上市公司造假的主要驱动力在于经济利益,而我国现行证券法对违法行为的顶格处罚数额仍显不足。许多公司在造假收益远超罚款金额的情况下,依然选择铤而走险,故建议根据上市公司造假的规模、性质、影响等因素,建立更加科学、细化的处罚标准。正如学者黄世衷等提出,可以考虑将处罚金额按照舞弊金额等一定比例来确定^①,使罚款金额与违法收益相匹配,让违法者付出沉重的经济代价,从根本上遏制其通过造假获取利益的念头。

2. 加强刑事处罚力度和广度,增强威慑力。当前,我国资本市场相关罪名,如违规披露、不披露重要信息罪、欺诈发行罪等,处罚限度相对较低,且涉及主体具有有限性。相比之下,可以借鉴《萨班斯——奥克斯利法案》(SOX),设定高刑期将造假者绳之以法,对于全链条参与主体追究刑事责任。对比美国安然公司造假案件,安然公司虚报利润 6 亿美元并隐瞒 24 亿美元的到期债务,随后公司首席执行官和首席财务官被分别判刑 24 年和 6 年,分别罚款 4 500 万美元和 2 380 万美元,公司董事长因去世未被追究刑事责任,但仍被罚 1 200 万美元,同时相关审计事务所和投行也遭受严格的经济和刑事处罚,使得整个造假利益链条所有参与方均受到重罚。此外,加速构建行刑衔接的市场执法体系,推动线索顺利移送,确保刑事追责能够落地,提高处罚时效性,有效地震慑造假行为。

(二) 实现全链条监管范式

1. 厘清第三方协同造假的法律责任与边界。首先,推动证券法或相关法规出台增设专门条款,明确第三方配合造假行为的行政责任认定的标准与边界,建立过错程度与责任比例相匹配的处罚机制,保障监管部门能够科学地处理第三方配合造假问题。其次,对于情节严重的配合造假方,可以通过扩大刑法有权解释,适用如违规披露、不披露重要信息罪,欺诈发行罪等资本市场常见罪名。再次,为实现有效打击可以推动行刑衔接,建立配合造假证据移送和联动执法机制。最后,应完善虚假陈述民

^① 黄世忠、叶钦华等:《2010~2019 年中国上市公司财务舞弊分析》,载《财会月刊》2020 年第 14 期。

事赔偿相关责任承担规定,将故意协助造假方纳入共同侵权人范围,明确其在民事赔偿中的责任。这样,投资者在遭受损失时,不仅可以向上市公司索赔,还可以向配合造假的第三方索赔,进一步保护投资者的合法利益^①,构建立体的追责机制。

2. 完善独立董事履职保障与责任约束机制。内部监督是上市公司防范财务舞弊的第一道防线,具体而言,在独立董事制度层面,需破解“花瓶董事”困局。首先,应保证独立董事独立的履职环境,如学者刘俊海建议剥夺大股东、内部董事和总经理对独董候选人的提名权,从源头保障独立性。同时,上市公司应保障其为履职而独立获取财务数据、约谈高管、聘请外部专业机构协助核查等权限,对“签字不把关”的行为严肃追责。同时,在配套制度上,一方面可以建立独董候选人勤勉水平评估制度,保证独董资格水平,另一方面需要监管者对于独董进行风险提示和行政指导、立法者对于独董数量、责任以及津贴水准作出精准化设计^②。

3. 严格规范外部审计市场,保障外部审计机构勤勉履职。上市公司的财务造假离不开审计师的助力^③,加强外部审计质量是落实好看门人作用的核心关键。一方面,加强对外部审计市场的监管与监督,监管机构应定期对审计机构审计项目进行检查和评估,审查其审计程序是否符合规范、审计内容是否充分、审计意见是否恰当等。据样本仅45%的财务造假涉事会计师事务所曾被处罚,导致一些会计师事务所仍然有所期冀,因此必须加大违法行为事后追责比例与处罚力度,对于存在违规行为的审计机构,要依法进行严厉处罚,包括警告、罚款、暂停或撤销审计业务资格等;同时,可以建立健全群众举报制度,对于举报人进行保护和奖励^④。另一方面,审计单位内部应提高审计人员的专业素质和职业道德水平。加强对审计人员的培训和继续教育,使其熟悉最新的会计准则、审计法规和行业动态,提高审计技能和业务水平。此外,在社会上要进一步推进注册会计师审计独立性,减少管理层对于审计工作的影响,完善行业自律管理体制建设,建立健全审计质量评价体系,形成一个对高质量审计服务有自发需求的审计市场,发挥市场机制的作用,以促进会计信息质量提升^⑤,以此减少

① 黄世忠:《上市公司财务造假的八因八策》,载《财务与会计》2019年第16期。

② 刘俊海:《上市公司独立董事制度的反思和重构——康美药业案中独董巨额连带赔偿责任的法律思考》,载《法学杂志》2022年第3期。

③ 刘启亮、邓瑶等:《上市公司财务舞弊的演变:1990~2022——基于典型个案的研究》,载《财会月刊》2023年第1期。

④ 文炳洲、焦少杰:《利益驱使、中介背书与上市公司财务舞弊——基于2008—2017年证监会处罚公告书》,载《财会通讯》2020年第23期。

⑤ 潘琰、辛清泉:《所有权、公司治理结构与会计信息质量——基于契约理论的现实思考》,载《会计研究》2004年第4期。

财务舞弊发生的可能性。

4. 加强证券交易所自律监管。证券交易所作为资本市场二级市场的直接监管者和一线守门人,其自律监管效能的强弱直接关系到上市公司能否规范运作、市场秩序能否持续稳定。切实强化其自律监管履职能力,首先要提高证券交易所的取证能力。这需要从制度层面为其进一步赋能,给予证券交易所更充分的调查取证权。其次,着力增强监管时效性,部分自律监管措施或纪律处分过度依赖证监会的行政监管措施或行政处罚的事实认定及处理结论^①,这在一定程度上延缓了监管进程和效果,对此证券交易所应强化自主判断与独立审查能力,依据自身掌握的事实和证据及时采取监管措施。最后,加强与市场各方协作联动,与上市公司常态化沟通,引导其合规经营,并且畅通与投资者、中介机构的信息反馈渠道,共同维护市场公平与秩序。

(三) 实施差异化监管策略

1. 对前科主体进行动态监管与风险预警。据样本有 6.17% 的造假公司在 2020 年 1 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日因造假行为被证监会和证监局予以两次及以上处罚。故对于存在财务造假“前科”的上市公司,需建立针对性监管机制,列为重点监管对象。监管部门可以与作为行业自律组织的交易所协同建立前科主体数据库,对存在财务造假记录的上市公司进行及时的动态跟踪和监管。同时,可以制定不同的监管措施,例如对于风险等级较高的上市公司,可以增加现场检查频率,定期对其财务状况、业务运营等情况进行全面检查,更加精准地打击财务造假行为,提高监管效率和打击力度。

2. 高发行业精准防控。一些行业案发率明显较高,需结合各行业自身特点实施精准化治理策略。具体而言,对于一些行业特征显著且案发程度较高的行业,有针对性地采取防控措施。如对于研发投入高、周期长与资金回笼慢的医药行业,监管可以强化企业资金披露情况,要求企业详细披露资金投入、临床试验进度及预期收益,对长期未达预期的项目实施重点核查;对农林牧渔业,针对存货盘点难的问题,应推动监管技术升级,可通过监管规则推广“物联网”“区块链”系统的应用,要求对养殖规模、种植面积等关键数据采用卫星遥感或无人机测绘技术进行监测,提高资产盘点准确性,降低信息不对称。

(责任编辑:刘霄鹏 沙 含)

^① 高振翔:《证券交易所自律惩戒的类型及其规范研究》,载《经贸法律评论》2025 年第 2 期。