

卷首语

为了进一步加深对资本市场投资者保护热点、难点问题的研究与探讨,提升研究的广度与深度,中证投服中心面向社会各界长期征稿,共同探讨。本辑共设 5 个栏目,收录专家学者、市场实务人士等的 12 篇文章,其中,特别设置“专题研究”栏目,集中呈现与打击财务造假相关的系列文章,与读者共享。

【专题研究】收录 5 篇文章

陈运森、战奕含、荣心然的《监管环境变化视角下上市公司财务造假动因研究——基于机器学习的证据》一文认为,资本市场高质量发展是“十五五”规划时期经济发展的核心议题。文章立足于中国资本市场监管改革的十年历程,聚焦上市公司财务造假行为的演进逻辑,研究构建了“解释性与预测性”双重分析框架,综合运用 Logit 回归和机器学习方法,系统考察了不同监管环境下上市公司财务造假动因的结构性变迁。研究发现,新证券法实施后,上市公司财务造假逻辑发生了结构性改变:影响因素从盲目扩张下的“机会主义”向强监管环境下的“生存压力”转移,造假模式由单纯的“报表粉饰”向“利润调节”与“资源侵占”并存演变。文章概括了强监管时代上市公司财务造假行为的隐蔽性与被动性特征,并基于此构建高精度的多维风险预警机制。研究成果为“十五五”规划下监管机构优化监管防控体系和投资者识别深层财务风险提供了坚实的经验依据,从而助力提升资本市场制度的包容性与适应性。

刘凤元、李奕锦的《行政处罚案例视角下上市公司造假监管研究》一文认为,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。文章基于 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,文章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。

王才伟的《上市公司财务造假的演进逻辑与监管因应——基于 2016—2025 年 367 份行政处罚决定书的实证考察》一文以 2016—2025 年 367 份上市公司财务造假行政处罚决定书为样本,实证分析注册制改革背景下财务造假的演进逻辑与监管困境。研究显示,近年财务造假呈现系统性增强、并购重组领域高发、中介追责趋严等特征;造假手段演化出自循环贸易、会计弹性滥用、通道化资金占用三类新型手段,隐蔽性与复杂性显著提升。传统形式监管与审计程序难以有效识别。监管亟待向实质合规、全链条防控、压实中介实质责任、跨部门协同共治转型,以完善资本市场财务造假治理机制,强化投资者保护。

北京证监局课题组的《关于打击利用应收账款保理业务实行财务造假的监管探析》一文认为,近年来,随着中国证监会监管执法力度不断提升,上市公司财务造假等违法违规行为更趋于隐蔽,在财务造假中利用应收账款保理等创新金融工具的案例逐步增多。文章结合近期案件查办中发现的问题,系统性梳理应收账款保理业务开展及监管情况,总结上市公司利用应收账款保理实行财务造假的四种表现形式,探析深层次原因,并提出健全财务造假综合惩防体系;完善保理法律法规,加强保理人业务监管力度;加大利用供应链金融、商业保理进行财务造假的监管执法力度;革新审计技术方法,提升对新型造假手段的识别能力等相应建议。

戴游的《财务造假审计失败案中会计师事务所未勤勉尽责认定思考》一文认为,近年来,中国证监会查处了一批财务造假案件,有效净化市场生态。但是,鲜有会计师事务所通过审计主动发现并揭发财务造假行为。部分会计师事务所未勤勉尽责,出具虚假记载的审计报告,“看门人”责任失守。证券法第 160 条对勤勉尽责义务的规定较为原则,认定会计师事务所未勤勉尽责成为当前证券执法领域的争议焦点。文章通过类案分析和实践探索,思考如何把握未勤勉尽责边界,以期对精准追究会计师事务所未勤勉尽责责任提供参考。

【理论探究】收录 2 篇文章

曾斌、朱瑶瑶、方荣杰的《我国上市公司董事高管薪酬追索制度：规范检视、实证考察与体系构建》一文指出,2025 年 9 月以来,最高人民法院、中国证监会等多个部门接连发布关于薪酬治理的指导性文件,备受瞩目的中国上市公司薪酬治理时代正式到来。然而,实践中上市公司普遍面临触发条件界定不清、适用主体范围模糊、追索金额量化困难、合同基础与程序正当性不足等落地困境。文章通过比较法考察美国等域外经验,梳理我国金融业、国有企业及资本市场薪酬追索机制的演进脉络,并结合 2020—2025 年 118 件司法案例进行实证分析。文章发现,制度依据缺失、民主程序瑕疵、过错认定标准模糊、跨周期及离职人员执行障碍是当前制度落实的主要痛点。为此,文章提出构建“规范基础—实体标准—程序机制—保障体系”四位一体的薪酬追索体系,强调制度细化、契约嵌入、差异化追索规则、闭环化执行流程及多元化争议化解机制,以期为上市公司建立可落地、可执行、少争议的薪酬治理框架提供参考。

程威的《上市公司重整融资的法理省思与规范重塑》一文指出,债权融资中的优先权规则与股权融资中出资人权益调整规则是我国上市公司重整融资中所面临的主要制度问题,然而当前上市公司重整中的债权与股权融资机制运行并不顺畅,实践中存在利益失衡的现象,《上市公司重整纪要》与《上市公司重整指引》的出台对于缓解该问题提供了制度抓手和规范路径。为避免重整融资成为部分主体损害其他主体的不合理分配秩序,文章以上市公司重整新规为指引,从实体与程序规则角度加以规范重塑。通过围绕债权融资中优先权设定的层次性不足、场景性考虑缺失、审查主体固化,以及股权融资中出资人权益调整中的约束力欠缺、资本公积金转增股份性质不明、信息披露规范模糊等问题,以尊重利益相关者实体利益、提供竞争博弈机制、强化风险共担为理念依循,建构起相对清晰明确的保护性规范,以此实现上市公司重整融资制度的质效提升。

【市场实务】收录 3 篇文章

吕成龙、鲍思彤的《ESG 信息披露的实施评价与制度完善》一文指出,国际上 ESG 信息披露框架规则、法律责任与评价机制方兴未艾,我国大陆地区自 2026 年起将对部分重要上市公司的 ESG 信息披露作强制性要求。这一要求目前看已获得上市公司积极响应,如绝大多数上证 180 和深证 100 成分股上市公司在 2025 年已积极践行此要求,这为 2026 年全面实施及之后规则完善提供了参考锚点。从实证情况观察,

我国 ESG 信息披露依然存在信息定量化不足、指标设计合理性存疑等问题,这要求我们应进一步实现定性与定量披露、统一框架与行业特色、国际标准与本土需要之间的制度平衡。同时,参鉴境外 ESG 实施机制的经验,ESG 信息披露法律责任应建立在科学的信息分类标准之上,区分事实类、预测类与广告类信息,以此促进信息披露自愿性与审慎性的齐头并进。最终,通过 ESG 信息披露法律机制的不断完善,为新质生产力的实现提供制度支点。

中国上市公司协会的《2025 年度上市公司独立董事履职情况分析》一文认为,2023 年 4 月 14 日,国务院办公厅发布《关于上市公司独立董事制度改革的意见》,独立董事制度迎来 22 年来首次重大改革。中国证监会于 2023 年 8 月 4 日发布《上市公司独立董事管理办法》,于 9 月 4 日正式实施。在中国证监会上市公司监管司的统筹指导和统一部署下,中国证监会派出机构、沪深北证券交易所、中国上市公司协会和中证中小投资者服务中心等各单位,围绕重点改革任务强化执行落实,多措并举推动独立董事制度改革走深走实,加大独立董事任职资格审核力度、推动公司制度人员更换、完善改革配套制度及设施、强化独立董事任职监管,不断完善独立董事依法依规履职的长效机制,健全协同高效的内外部监督体系,积极构建独立董事履职的良好生态。上市公司独立董事履职良好氛围基本形成,履职质效不断提升。文章结合中国上市公司协会《独董制度执行简报》及独立董事履职正负面案例,对 2025 年度上市公司独立董事履职相关情况进行总结分析。

蒋学跃的《我国上市公司协议收购若干问题探讨》一文分析了我国上市公司协议收购制度的特殊性与存在问题。文章指出,相较于境外主要规范要约收购,我国因股权分置等历史背景对协议收购格外重视,形成了特色制度。但制度存在概念模糊问题,未明确区分“股份转让协议”与“控制权转让协议”,导致其与权益披露、要约收购等制度衔接不畅。同时,较高的规制要求(如过渡期严格限制)抬高了交易成本,促使收购人通过将交易设计在 30% 持股比例以下等方式规避监管,反而削弱了对中小股东权益的保护。为此,建议调整规范以消除套利空间,并强化收购人与控股股东间关键交易信息的披露。

【案例探析】收录 1 篇文章

周理岗的《投保机构股东代位诉讼中上市公司董事的责任认定——谈最高检抗诉“斯曼特”案》一文指出,经最高人民检察院抗诉,最高人民法院对“斯曼特”案作出

第二次再审判决,将连带责任矫正为共同责任,并在识别负有责任的董事之基础上,厘定了董事责任比例。文章在分析比较“斯曼特”案与投保机构资金占用股东代位诉讼的基础上,进一步探讨追偿占用资金是否属于董事的勤勉义务范围,董事未履行追偿义务的责任形式,以及如何确定未履行追偿义务董事的责任范围等问题。

【域外视野】收录 1 篇文章

王昕宸、陶冶的《境外资本市场投资者保护新趋势：行为模式、监管热点及制度启示》一文认为,面对当前全球金融科技浪潮与市场环境的深刻变革,境外散户投资者的行为模式和监管机构工作重点呈现出相应的新变化。文章系统梳理 2025 年下半年以来的近 50 份境外资本市场有关投资者保护的监管动态及研究报告,发现各主要经济体在投资者保护领域呈现出一些特色做法:一是人工智能成为监管赋能的核心抓手;二是数字资产监管通过规则前置、技术赋能与国际协同引导行业合规发展;三是社交媒体治理通过压实金融机构义务实现对网红内容的源头约束;四是公司治理从“刚性要求”转向“弹性适配”,通过文件瘦身、比例原则与能力建设让合规更可行;五是通过专业机构代表、专项资金支持与流程优化破解投资者“告不起、组织难”的维权困局。