



FANGDA PARTNERS
方達律師事務所

「 方达 」
2023 年度
证券执法
「 观察 」

目录

01 总论篇

01

- 一、主要违规行为类型及执法重点
- 二、新旧法适用及处罚幅度
- 三、当事人申辩、听证及采纳情况
- 四、地方监管局代表性处罚案例概况
- 五、回顾与展望

02 信息披露篇

21

- 一、2023 年度信息披露违规案件热点问题及其新趋势
- 二、2023 年信息披露违法案件中传统典型争议问题探讨
- 三、回顾小结

03 内幕交易篇

33

- 一、2023 年度内幕交易案件执法特点回顾
- 二、如何认定“知情人”、“非法获取内幕信息的人”是否“知悉”并“利用”了内幕信息进行证券交易
- 三、如何认定内幕交易“窝案”中是个人行为还是共同违法行为以及如何进行处罚
- 四、如何认定“预设计划交易”的法定免责事由是否成立
- 五、回顾小结

04 操纵市场篇

40

- 一、如何认定账户控制关系
- 二、如何界定单位操纵还是个人操纵
- 三、如何划分共同操纵中的责任比例
- 四、如何区分“市值管理”与操纵市场的边界
- 五、如何处理行刑、行民交叉问题
- 六、回顾小结

05 中介机构责任篇

48

- 一、2023 年度中介机构责任案件执法特点回顾
- 二、如何判断行政处罚时效是否业已经过
- 三、如何理解勤勉尽责要求下非标审计报告类型出具不当问题
- 四、如何理解复核人员被纳入中介机构责任人员的问题
- 五、如何认识罚没基数中业务收入的扣减因素
- 六、回顾小结

作者



季诺

合伙人，上海

邮箱: nji@fangdalaw.com



林彦华

合伙人，北京

邮箱: yanhua.lin@fangdalaw.com



冯璐

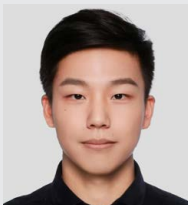
合伙人，上海

邮箱: sophia.feng@fangdalaw.com



徐晓颖

邮箱: eva.xu@fangdalaw.com



刘宇昂

邮箱: yuang.liu@fangdalaw.com



总论篇

日月其迈，时盛岁新。资本市场作为经济发展的重要组成部分，密切关系经济社会发展大局。在这个不确定性和机遇并存的时代，如何加强资本市场监管、有效防范化解风险，并推动资本市场高质量发展，已是当务之急。深刻理解和有效推进这一核心议题，对资本市场监管的重要性和关键性日益凸显。

2024 年伊始，方达争议解决组将推出“方达金融执法观察”专题栏目，旨在定期推出系列文章，分享我们对金融执法领域的最新动态观察和实务经验。首期将以“2023 年度证券执法观察”的年度回顾为主题，展开本专栏的序幕。在未来，我们将持续关注监管政策的制定与实施、执法的力度与效果，以及监管机构与各市场主体之间的互动与沟通。通过专业观察和分析，我们将全方位呈现证券市场监管执法动态，助力读者更好地了解市场环境，促进合规管理，共同推动资本市场生态的健康发展。

本专栏首期的《2023 年度证券执法观察》系列文章将分为总论篇、信息披露分论篇、内幕交易分论篇、操纵市场分论篇，以及中介机构责任分论篇。

前言：

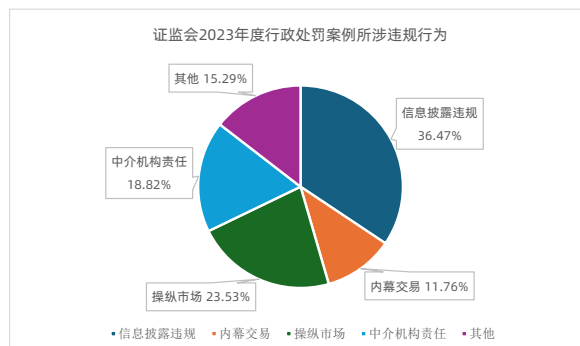
《2023 年度证券执法观察 - 总论篇》将以 2023 年度证监会以及有一定代表性的地方监管局（包括北京、上海、深圳、浙江）公布的行政处罚案例¹为基础，结合我们积累的实务经验，从频发的证券违法行为类型、新旧《证券法》²的适用、涉案企业及人员受处罚幅度、当事人是否积极行权以及有代表性的地方监管局执法特点等角度综合分析，以概览性呈现 2023 年度证券监管执法领域的规制重点和趋势，以期为相关企业及其管理层证券从业的合规建设提供有益参考。

一、主要违规行为类型及执法重点

总体而言，证监会于 2023 年度共计作出 156 份行政处罚决定（以文号计），其中有 147 件涉证券违法违规行政处罚，³具体涉及：信息披露违规案例共 31 件、内幕交易案例共 10 件、操纵市场案例共 20 件、中介机构责任案例共 16 件，其他证券违法类型案例共 75 件。⁴需注意，在其他证券违法类型案件中有一起针对多名证券从业人员违规炒股进行集中处理的案件（系证监会在春节前最后一个工作日公布），证监会共计作出 63 份行政处罚决定，为准确反映主要违规类型的占比分布，本文将该起集中处理的案件所涉全部处罚决定视为 1 件案例进行统计，如无特别说明，本文所称证监会 2023 年度案例数量按照 85 件案例计。⁵

在上述证监会处罚的涉证券违法违规案例中，信披违规案例占比接近四成，足见信息披露违规问题仍是证券领域违法行为最为集中的领域；内幕交易案例和操纵市场案例虽然分别占比约一成和二成，总体数量不

多，但因个案的涉案金额通常较大、容易引起社会的较高关注度，一直以来也是监管打击的重难点；中介机构是否勤勉尽责问题系近年来证券监管的重点之一，2023 年度的中介机构违规受处罚的案例占比也相应地高达近二成之多。具体数据情况请见下图：



（图 1：证监会 2023 年度行政处罚案例所涉违规行为）

（一）信息披露违规案例主要集中于定期报告虚假记载情形和未按规定披露情形；严惩上市公司的董事长、实际控制人等“关键少数”系普遍情况，对独立董事追责更加精细化

2023 年度案例类型分布反映了当年度监管理念和执法重点。鉴于近年来严抓上市公司质量、重点关注上市公司信息披露环节合规性的整体趋势，信息披露违规案例仍位居案例数量首位，较 2022 年、2021 年案例类型分布而言相对一致。

1. 信息披露违规案例中定期报告“虚假记载”情形最为频发，“未及时披露”定期报告、临时报告及其他重大事项和“重大遗漏”也占据相当比重

1. 经统计，证监会和四地监管局在官网公布的 2023 年度行政处罚决定共计 310 件。该数字系笔者根据证监会、四地证监局官网公开可查的行政处罚决定书号自行统计，统计截止时间为 2024 年 2 月 21 日。受部分行政处罚决定暂未公开等统计误差的影响，该部分统计数据与实际数据可能存在一定出入，具体数据请以证监会及其派出机构正式通报的官方数据为准。

2. 本文提及的“新《证券法》/新法”、“旧《证券法》/旧法”分别是指 2019 年新修订的《证券法》、2019 年修订之前的《证券法》（包括 2005 年修订的《证券法》和 2014 年修正的《证券法》），以便阐述。

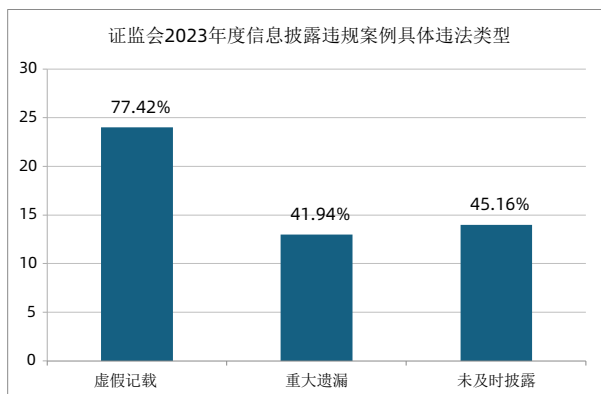
3. 本文仅统计证监会依据《证券法》或证监会发布的相关法规进行处罚的案例，而未统计适用其他法律法规的案例，即 [2023] 7 号、[2023] 20 号、[2023] 38 号案（共 3 件）；此外，有部分文号未见公开的行政处罚

决定书（共 6 件），亦未纳入统计。故相较于证监会公布的文号 156 件，共有 9 件未纳入本文统计范围，本文纳入统计的数据为 147 件。

4. 其他证券违法类型案例包括短线交易、超比例持股和限制期交易、证券从业人员违规买卖股票、违法出借和借用证券账户、编造和传播虚假信息、非法经营证券投资咨询业务等。

5. 5 类具体案件总和为 152 件大于 147 件，是因为在本年度的 5 份行政处罚决定书中，证监会一并处罚了多类型的违规行为。例如文号 [2023] 5 号案中，证监会在同一份行政处罚决定书中分别处罚了当事人操纵股票和非法从事证券投资咨询的两类行为。本年度的 [2023] 17 号、[2023] 27 号、[2023] 40 号、[2023] 151 号亦属于相同的情况。

新《证券法》第 197 条第 1 款和第 2 款⁶对上市公司“未按规定报送和披露”与“报送和披露的信息存在信息披露违法”进行区分规定，后者违法性质较恶劣，进而法律责任更重。在 2023 年度由证监会作出行政处罚的这些案例中，信息披露违规行为主要分为“未及时披露”、“虚假记载”和“重大遗漏”三种类型，其中“未及时披露”适用第 1 款进行处罚，“虚假记载”和“重大遗漏”适用第 2 款进行处罚。



（图 2：证监会 2023 年度信息披露违规案例具体违法类型）

在 2023 年度证监会处罚的涉及信息披露违规的 31 件案例当中，定期报告（尤见年度报告、半年度报告）中存在虚假记载的情形最为频发，案例数量高达 24 件，占比 77.42%，其中财务造假仍为重灾区，具体包括虚构业务、少计商誉减值损失、虚增营业收入和利润、提前确认收入、虚增或虚减营业成本等情形。值得关注的是，因为子公司纳入上市公司合并报表范围，子公司财务造假，导致上市公司披露了含虚假记载的定期报告的事件越趋频发：

- 部分案例显示，上市公司未充分了解子公司的真实财务状况，对子公司的经营管理失控。例如，在〔2023〕2 号案中，上市公司责任人员主张已

对子公司尽到了管理职责，子公司利用军工企业保密制度对非涉密的母公司和母公司管理层形成信息屏障，致其无法了解其经营的具体内容、无法核实相关合同的真实性，但证监会未采纳其申辩，认为子公司为保密单位并非法定免责事由。又如，在〔2023〕9 号案中，子公司虚构业务、虚增收入和利润，导致母公司信披违规，证监会认为母公司内部控制存在明显缺陷，且未审慎处理审计机构及公司部分管理人员对收购子公司及子公司相关业务的质疑，因此未采纳上市公司关于子公司自身的业绩造假导致母公司被动信披违规的申辩理由。

- 另有部分案例显示，上市公司在收购子公司过程中及收购之后一定期限内，高管为完成业绩对赌而对子公司进行财务造假。例如，在〔2023〕24 号案中，上市公司在收购时，管理层为完成业绩对赌，大量引入组装业务，未计提子公司商誉减值、虚增利润，证监会基于存在对赌协议的事实认为引进组装业务的目的是为了完成业绩对赌，未采纳相关责任人员的申辩。

除了虚假记载之外，未及时披露定期报告、临时报告及其他重大事项（常见如关联交易事项、重大担保事项、重大诉讼事项、申请破产信息等）的违规情形也占据相当比例，在总数 31 件涉及信息披露违规的案例中占据 14 件，占比 45.16%。而对关联交易、关联关系、关联担保等事项在披露中存在重大遗漏的违规情形则有 13 件，占比约 41.94%。

值得一提的是，上市公司未及时披露重大事项常常与其他违规情形在处罚决定中交叉出现，且最终处罚结果体现出对于具有牵连关系的违法行为，在量罚时，

6. 新《证券法》第一百九十七条

信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

遵循牵连吸收原则“择一重处”的监管思路。上述案例中有 9 件案例涉及未及时披露其他重大事项的案件最终以存在虚假记载或构成重大遗漏论处。例如：

- 在〔2023〕1 号案中，上市公司未及时披露对外质押担保、关联方资金占用事项，证监会认为该等“未及时披露”行为同时导致定期报告中披露“不存在对外担保、不存在关联方占用资金”的相关表述存在虚假记载，最终依据《证券法》第 197 条第 2 款予以处罚。
- 在更多的案例中，上市公司未及时披露重大事项常常会被认为导致定期报告存在重大遗漏，例如，在〔2023〕21 号案中，证监会认定上市公司未及时披露及未在定期报告中披露关联担保、关联交易、股权转让事项，最终依据《证券法》第 197 条第 2 款予以处罚。⁷

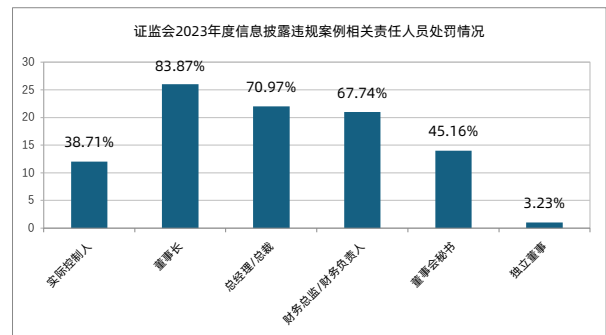
此外，在上述 31 件案例中，有 5 件案例还同时涉及欺诈发行问题。⁸该 5 件案件体现的总体特点为，公司在 IPO 阶段或上市后非公开发行阶段，在发行文件中存在信披违规行为，基于违法行为竞合时“重行为吸收轻行为”、“择一重处”的监管思路，单独处罚欺诈发行行为，但公司此后继续在定期报告中财务造假的行为将会与欺诈发行行为一起被并列处罚。例如：

- 在〔2023〕30 号案中，证监会对上市公司在 2019 年 IPO 阶段披露的《招股说明书》中隐瞒重要事实、编造重大虚假内容的行为，根据新《证券法》第 181 条处以非法所募资金金额的 20%；对上市公司 2020 年和 2021 年年报存在虚假记载、重大遗漏的行为，根据新《证券法》

第 197 条第 2 款处以 500 万元罚款。

2. 信息披露违规案例中严惩上市公司的董事长、实际控制人等系普遍情况，对独立董事追责更加精细化

根据新《证券法》第 82 条⁹第 3 款，董事、监事、高级管理人员应当保证所披露的信息真实、准确、完整。《信息披露违法行为行政责任认定规则》第 17 条¹⁰进一步规定，董事、监事、高级管理人员之外的其他人员，确有证据证明其行为与信息披露违法行为具有直接因果关系，包括实际承担或者履行董事、监事或者高级管理人员的职责，组织、参与、实施了公司信息披露违法行为或者直接导致信息披露违法的，应当视情形认定其为直接负责的主管人员或者其他直接责任人员。



(图 3：证监会 2023 年度信息披露违规案例
相关责任人员处罚情况)

7. 同样认定未及时披露重大事项导致定期报告存在重大遗漏的案例还包括〔2023〕29 号案、〔2023〕30 号案、〔2023〕48 号案、〔2023〕61 号案、〔2023〕69 号案、〔2023〕72 号案、〔2023〕149 号案。

8. 具体为〔2023〕29 号案、〔2023〕30 号案、〔2023〕48 号案、〔2023〕50 号案、〔2023〕152 号案，其中〔2023〕29 号案和〔2023〕48 号案为同一上市公司受到行政处罚，仅涉及的自然主体不同。

9. 新《证券法》第八十二条

发行人的董事、高级管理人员应当对证券发行文件和定期报告签署书面确认意见。

发行人的监事会应当对董事会编制的证券发行文件和定期报告进行审核并提出书面审核意见。监事应当签署书面确认意见。

发行人的董事、监事和高级管理人员应当保证发行人及时、公平地披露信息，所披露的信息真实、准确、完整。

董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由，发行人应当披露。发行人不予披露的，董事、监事和高级管理人员可以直接申请披露。

10. 《信息披露违法行为行政责任认定规则》第十七条

董事、监事、高级管理人员之外的其他人员，确有证据证明其行为与信息披露违法行为具有直接因果关系，包括实际承担或者履行董事、监事或者高级管理人员的职责，组织、参与、实施了公司信息披露违法行为或者直接导致信息披露违法的，应当视情形认定其为直接负责的主管人员或者其他直接责任人员。

在上市公司信息披露违规案例中，往往涉及多位上市公司董监高一并被罚。其中，最常见的被处罚对象为上市公司的董事长，在总共 31 件案例中占据 26 件，占比 83.87%，在 2023 年度未处罚董事长的 5 件案例中，除了〔2023〕1 号案记载仅处罚董事、副总经理、财务总监外，其余案例均系该案所涉的董事长已在先前年度文号的证监会行政处罚案例中与上市公司一并受到处罚。可见，当上市公司受到行政处罚时，董事长作为信息披露负责人原则上都将一并受到处罚。在高管被处罚的情形中，最常见的职务为总经理或总裁，在 31 件行政处罚案例中占据 22 件，占比 70.97%；财务总监或财务负责人紧随其后，有 21 件，占比 67.74%；董事会秘书处处罚频次相对较低，有 14 件，占比 45.16%。除此之外，在 31 件行政处罚案例中，有 12 件案例处罚了实际控制人，需注意，实际控制人被处罚时常与其在上市公司担任董事长的身份重合，而单独作为实际控制人被处罚的案例仅 2 件。

在对直接负责的主管人员和其他直接责任人员进行认定时，证监会将从任职情况、专业背景、所起作用等角度，综合考虑相关责任人员信息披露违法行为中所起的作用、具体职责及履行职责情况、知情程度等。具体而言，直接负责的主管人员对定期报告的真实性、准确性、完整性承担主要责任，对信息披露违法行为起主要作用，存在决策、组织、实施、授意、指挥等违法行为，手段更为恶劣、情节更为严重；而其他直接责任人员往往知悉或参与违法行为，未勤勉尽责而在定期报告上签字。上市公司的董事长、实际控制人通常被定性为直接负责的主管人员，他们也同时是被处罚力度最大的责任人员；财务总监或财务负责人根据对违法行为参与程度既可能被定性为直接负责的主管人员，也可能被定性为其他直接责任人员，其中被定性为直接负责的主管人员占比为 38.10%。此外，

实际控制人有组织、指使、隐瞒等违法行为的，还可能在被认定直接负责的主管人员的同时，作为实际控制人同时受到行政处罚。

另外，值得关注的是，2023 年度，仅〔2023〕30 号案一件案例对独立董事作出处罚。该案中，独立董事具有会计背景且同时担任审计委员会主任。证监会最初认定其参与了欺诈发行和信披违规，但在听取其申辩意见后，仅认定其为信披违规的直接责任人员，并综合其履职情况，将量罚酌减至法定最低处罚幅度 50 万进行处罚。根据我们自 2021 年以来统计的数据发现，自 2022 年以来，独立董事受处罚的案件数量逐渐下降，¹¹ 这与关于上市公司独立董事新规的出台相呼应。相关新规速览如下：

- 2022 年 1 月，最高人民法院发布《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》，特别就独立董事专设一条，¹² 将其与其他发行人的“内部人”区分而单列了免责申辩条款。¹³
- 2023 年 4 月，证监会发布了《上市公司独立董事管理办法（征求意见稿）》，2023 年 9 月 4 日，《上市公司独立董事管理办法》正式施行。其中，第 45 条¹⁴ 对独立董事责任的综合认定标准进行了细化，第 46 条¹⁵ 明确了可以认定没有主观过错，不予处罚的情形，体现了对独立董事责任细化、精准追责的政策动向。

（二）内幕交易案例中非法获取内幕信息交易和知情人实施内幕交易违规行为各占一半，“窝案”现象依然显著

11. 根据我们通过对证监会官网渠道的不完全统计，证监会对独立董事进行处罚案例总体上 2021 年为 5 件、2022 年为 1 件、2023 年为 1 件。尽管因各年份公布时间的数据不同可能存在一定误差，但总体上可反映一定趋势。

12. 《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第十六条独立董事能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定其没有过错：

（一）在签署相关信息披露文件之前，对不属于自身专业领域的相关具体问题，借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题的；
（二）在揭露日或更正日之前，发现虚假陈述后及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告的；
（三）在独立意见中对虚假陈述事项发表保留意见、反对意见或者无法表示意见并说明具体理由的，但在审议、审核相关文件时投赞成票的除外；

（四）因发行人拒绝、阻碍其履行职责，导致无法对相关信息披露文件是否存在虚假陈述作出判断，并及时向证券交易场所、监管部门书面报告的；
（五）能够证明勤勉尽责的其他情形。

独立董事提交证据证明其在履职期间能够按照法律、监管部门制定的规章和规范性文件以及公司章程的要求履行职责的，或者在虚假陈述被揭露后及时督促发行人整改且效果较为明显的，人民法院可以结合案件事实综合判断其过错情况。

外部监事和职工监事，参照适用前两款规定。

13. 详见：《新虚假陈述司法解释》评述系列（八）：《新规》下的“内部人”责任与独立董事责任。

在 2023 年度证监会处罚的 10 件内幕交易案例中，有 5 件非法获取内幕信息交易的案例，5 件知情人实施内幕交易的案例，没有因泄露内幕信息被处罚的案例。其中，内幕信息所涉重大事项包括公司股权结构的重要变化、公司的重大投资行为和重大资产购置决定、公司的重大交易、公司重大投资和重大事件的重大进展以及公司的实际控制人被采取强制措施等事项。

内幕信息具体内容和当事人身份情况表		
文号	内幕信息内容	被处罚当事人的身份
〔2023〕4 号	持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；公司股权结构的重要变化	非法获取内幕信息的人
〔2023〕13 号	公司的重大投资行为和重大的购置资产的决定	内幕信息的知情人：水利部综合事业局副局长
〔2023〕14 号	公司的重大投资行为和重大的购置资产的决定	非法获取内幕信息的人
〔2023〕15 号	公司的重大投资行为和重大的购置资产的决定	内幕信息的知情人：交易相对方公司的董事
〔2023〕16 号	公司的重大投资行为和重大的购置资产的决定	非法获取内幕信息的人
〔2023〕22 号	公司订立重要合同、提供重大担保或者从事关联交易，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响	非法获取内幕信息的人
〔2023〕23 号	公司订立重要合同、提供重大担保或者从事关联交易，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响	非法获取内幕信息的人

〔2023〕66 号	公司重大投资、重大事件的重大进展	内幕信息的知情人：公司的控股股东、公司的控股股东的实际控制人、董事长
〔2023〕67 号	公司重大投资、重大事件的重大进展	内幕信息的知情人：公司副董事长、总裁
〔2023〕71 号	公司涉嫌犯罪被依法立案调查，公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被依法采取强制措施	内幕信息的知情人：公司实际控制人、董事长

（表 1：内幕信息具体内容和当事人身份情况表）

在 5 件非法获取内幕信息交易的案例中，基于特殊身份获知内幕信息的有 2 例。例如〔2023〕14 号案、〔2023〕23 号案中行为人均与内幕信息知情人为夫妻关系，共同生活而知悉内幕信息。通过与内幕信息知情人的联络、接触获知内幕信息的有 3 例，交易行为人多为内幕信息知情人的同学、朋友或者理财委托人等，非法获取内幕信息的方式包括通过频繁的微信群交流、频繁的短信或通话记录、见面喝茶时的闲聊见闻等。

在 5 件知情人实施内幕交易的案例中，知情人主要包括公司的控股股东、控股股东的董事长兼实际控制人、公司法人股东的董事，以及公司的董事长、副董事长、总裁等较为常见的法定内幕信息知情人。较为特殊的为〔2023〕13 号案，其知情人身份为政府官员，即负责涉案公司重组事宜的时任水利局综合事业局副局长，系因参加会议知悉内幕信息。

14. 《上市公司独立董事管理办法》第四十五条
对独立董事在上市公司中的履职尽责情况及其行政责任，可以结合独立董事履行职务与相关违法违规行为的关联程度，兼顾其董事地位和外部身份特点，综合下列方面进行认定：
（一）在信息形成和相关决策过程中所起的作用；
（二）相关事项信息来源和内容、了解信息的途径；
（三）知情程度及知情后的态度；
（四）对相关异常情况的注意程度，为核验信息采取的措施；
（五）参加相关董事会及其专门委员会、独立董事专门会议的情况；
（六）专业背景或者行业背景；
（七）其他与相关违法违规行为关联的方面。

15. 《上市公司独立董事管理办法》第四十六条
独立董事能够证明其已履行基本职责，且存在下列情形之一的，可以认定其没有主观过错，依照《中华人民共和国行政处罚法》不予行政处罚：
（一）在审议或者签署信息披露文件前，对不属于自身专业领域的相关具体问题，借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题的；

（二）对违法违规事项提出具体异议，明确记载于董事会、董事会专门委员会或者独立董事专门会议的会议记录中，并在董事会会议中投反对票或者弃权票的；
（三）上市公司或者相关方有意隐瞒，且没有迹象表明独立董事知悉或者能够发现违法违规线索的；
（四）因上市公司拒绝、阻碍独立董事履行职责，导致其无法对相关信息披露文件是否真实、准确、完整作出判断，并及时向中国证监会和证券交易所书面报告的；
（五）能够证明勤勉尽责的其他情形。
在违法违规行为揭露日或者更正日之前，独立董事发现违法违规行为后及时向上市公司提出异议并监督整改，且向中国证监会和证券交易所书面报告的，可以不予行政处罚。
独立董事提供证据证明其在履职期间能够按照法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及公司章程的规定履行职责的，或者在违法违规行为被揭露后及时督促上市公司整改且效果较为明显的，中国证监会可以结合违法违规行为事实和性质、独立董事日常履职情况等综合判断其行政责任。

此外，内幕交易引发的“窝案”现象依然显著。其中有一起内幕交易“窝案”涉及 4 件案例，即〔2023〕13、14、15、16 号案，内幕信息为最常见的公司重大资产重组事宜，共计 5 人受到行政处罚，且均适用旧《证券法》进行处罚。在该窝案的内幕信息传播链条上，被处罚的人员包括负责配合推动重组事宜的政府官员及其妻子，二人均被处以没一罚二的行政处罚；参与重组方的法人股东之一的董事，其因交易亏损最终被处以 10 万元罚款；以及从参与重组方的监事处非法获取内幕信息的行为人以及为其提供证券交易账户并与其共同控制该账户的行为人，二人均被处以没一罚二的行政处罚。

（三）操纵市场案例均涉及交易型操纵市场行为，操纵市场的组织化、团伙化特征依旧明显，涉案金额巨大，刑行衔接问题值得关注

操纵市场主要分为交易型操纵、信息型操纵两大基本类型，前者是指以证券交易为手段操纵市场的行为，后者则是指利用信息优势或散布虚假信息以操纵市场行为。根据新《证券法》第 55 条¹⁶，操纵证券市场的行为类型又可以细分为主要的七种类型，即连续交易操纵、约定交易操纵、自我交易操纵、虚假申报操纵、蛊惑交易操纵、“抢帽子”操纵、跨市场操纵。对于新《证券法》第 55 条的兜底条款“操纵证券市场的其他手段”，还可以具体包括已失效的《证券市场操纵行为认定指引（试行）》第 30 条¹⁷中列举的特定时间的价格或价值操纵、尾市交易操纵行为，以及参考刑事司法领域《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》第 1 条¹⁸中有关信息型操纵的具体操纵行为。

从 2023 年证监会的操纵市场处罚案例来看，20 例案例均涉及交易型操纵，其中以利用资金优势和持股优势连续买卖股票、在自己实际控制的账户之间进行对倒交易为最多发的两类操纵类型。尽管新《证券法》在第 55 条第 1 款第（五）、（六）项分别增加规定了蛊惑交易操纵和“抢帽子”操纵两种信息型操纵行为，但是本年度信息型操纵处罚案例数量极少，仅〔2023〕83 号案例中除了涉及交易型操纵之外，还涉及“利用信息优势影响股价”的操纵行为。

从被处罚的当事人情况来看，操纵市场行为的组织化、团伙化特征明显。在证监会 2023 年处罚的 20 件操纵市场案例中，有 13 件案例以多个当事人之间存在共同控制使用账户操纵股票的行为而对多人进行处罚。例如：在〔2023〕27 号案中，证监会认定该案为多个主体参与、多个环节实施、环环相扣、锁链式的上下游衔接、合作，共同完成操纵行为。其中，何某（上市公司董事长、法定代表人、实际控制人）、黄某（何某的配偶）委托蒋某对上市公司进行“市值管理”，蒋某经人介绍认识并联合毛某、李某共同交易上市公司股票。证监会认定蒋某、毛某、李某控制了 30 多个证券账户交易上市公司股票，账户组具备资金优势和持股优势，账户组存在集中买入和卖出的行为，相关期间股价上涨或下跌均偏离同期创业板综指和同期行业指数。证监会认为案涉行为的实质是操纵股价，并非合法理财；蒋某、毛某、李某有共同影响上市公司股价的意图和目标，共同商议、谋划操盘、拉抬股价，并且采取了联合影响股价的行动，属于共同操纵行为。最终对前述全部当事人采取“没一罚一”（其中何某和黄某合计罚款 2300 余万元、蒋某 1100 余万元、毛某和李某分别罚款 590 余万元）的处罚。

16. 新《证券法》第五十五条

禁止任何人以下列手段操纵证券市场，影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量：

- （一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖；
- （二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易；
- （三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易；
- （四）不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报；
- （五）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易；
- （六）对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易；
- （七）利用在其他相关市场的活动操纵证券市场；
- （八）操纵证券市场的其他手段。

操纵证券市场行为给投资者造成损失的，应当依照法承担赔偿责任。

17. 《证券市场操纵行为认定指引（试行）》（已失效）第三十条

本指引所称其他手段，是指《证券法》第七十七条第一款第（四）项所指

的其他操纵证券市场的手段，主要指下列类型：

- （一）蛊惑交易操纵；
- （二）抢帽子交易操纵；
- （三）虚假申报操纵；
- （四）特定时间的价格或价值操纵；
- （五）尾市交易操纵；
- （六）中国证监会认定的其他操纵证券市场的行为。

18. 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》法释〔2019〕9 号

第一条行为人具有下列情形之一的，可以认定为刑法第一百八十二条第一款第四项规定的“以其他方法操纵证券、期货市场”：

- （一）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易数量，并进行相关交易或者谋取相关利益的；
- （二）通过对证券及其发行人、上市公司、期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格

从涉案金额来看，操纵市场个案的涉案金额往往巨大，普遍在几百万至几千万不等。〔2023〕40 号案中对市场操纵行为的罚没金额合计达到 8 亿余元，是证监会 2023 年度罚没金额最大的操纵市场案例，也是 2023 年度证监会所有涉证券违法违规行政处罚案例中罚没金额最大的案例。该案当事人以利用资金优势、持股优势连续买卖、在自己实际控制的账户之间进行交易及日内反向交易的方式操纵市场，证监会适用旧《证券法》第 203 条对当事人处以罚一没一的处罚，对于操纵市场的罚没金额共计达到 8.26 亿元。

此外，值得关注的是，2023 年度的〔2023〕36 号案明确体现了涉证券违法案件的行刑衔接问题。证监会在该案行政处罚决定书中表示，该案当事人操纵的 16 只股票中，除“酒**兴”股票外，其余 15 只股票均不涉及现有刑事案件。对涉及刑事案件的“酒**兴”，证监会暂不予罚没处罚。若当事人交易“酒**兴”行为最终被法院认定为构成操纵证券市场罪，证监会将不再予以处理。证监会在认定违法所得时，明确剔除了涉及刑事案件中的股票。该案件体现了证监会在行刑衔接案件中倾向于“刑事优先”原则的执法实践。对于行刑如何有效衔接的问题，目前规则尚不明确，实践中对于刑事程序中已有生效判决的案件，行政机关适宜直接不予处理，还是仍作出行政处罚，并相应折抵罚款数额或适用不同的处罚类型，尚存在可供探讨的空间（具体可见后续分论篇分享）。

（四）中介机构未勤勉尽责案例中所涉主体主要为会计师事务所，监管持续压实中介机构“看门人”责任

在证监会 2023 年度处罚的 16 件中介机构责任案例中，14 件为中介机构未勤勉尽责案件；1 件为中介机构向证券监管部门报送的文件、资料有虚假记载或者重大遗漏；1 件为中介机构向证券监管部门报送的文件、资料有虚假记载或者重大遗漏的同时，中介机构工作人员在开展证券期货业务及相关活动中向公职人员输送不正当利益案件。

就中介机构未勤勉尽责的 14 件案件而言，涉案主体包括会计师事务所、证券公司、资产评估公司和律师事务所。14 件案件中，会计师事务所占 8 件，证券公司占 3 件，资产评估公司占 2 件，律师事务所占 1 件，以会计师事务所被处罚的案例为最多。案发中介机构服务领域包括年报审计 8 件，债券发行 1 件，非公开发行股票 3 件，资产评估 2 件，以年报审计未勤勉尽责的案例为最多。从违法形态来说，证监会查处的中介机构履职缺陷多出现在执业质量和程序问题上。例如：是否按照制定的计划或业务规则或法定程序审慎履行相关核查、尽调、验证等义务，出具报告是否具备事实依据或存在虚假记载等。

此外，值得关注的是，在 2 件中介机构未勤勉尽责案件中，证监会不仅处罚了涉案的会计师事务所和项目签字注册会计师、评估师，还处罚了该中介机构的复核人员和项目负责人员，责任人员认定的范围相较于以往认知有所扩大：

- 〔2023〕79 号案中，会计师事务所在年报财务报表审计时未勤勉尽责，出具的审计报告存在虚假记载。证监会不仅处罚了会计师事务所及 2 名审计报告签字注册会计师，还处罚了 2 名审计报告项目质量控制复核人，并将他们认定为“其他直接责任人员”。最终对会计师分别处以 25 万元罚款，对项目质量控制复核人分别处以 20 万元罚款。
- 〔2023〕82 号案中，上市公司基于财务报告目的委托资产评估公司对上市公司子公司全部权益公允价值及全部权益可回收价值进行评估。资产评估公司未勤勉尽责，资产评估报告存在虚假记载。证监会不仅处罚了该资产评估公司及 2 名项目签字评估师，还处罚了项目的负责人徐某，理由在于证监会认定徐某是项目实际的负责人，公司人事、财务和具体评估业务的承接均是徐某在负责，评估项目的人员均是徐某负责招聘的，徐某也提供远程现场指导。最终对负责人徐某处以

或者证券、期货交易，并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易或者相关期货交易的；

（三）通过策划、实施资产收购或者重组、投资新业务、股权转让、上市公司收购等虚假重大事项，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益的；

（四）通过控制发行人、上市公司信息的生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益的；

（五）不以成交为目的，频繁申报、撤单或者大额申报、撤单，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，并进行与申报相反的交易或者谋取相关利益的；

（六）通过囤积现货，影响特定期货品种市场行情，并进行相关期货交易的；

（七）以其他方法操纵证券、期货市场的。

100 万元的罚款，对 2 名签字评估师分别处以 50 万元以及 30 万元罚款。

（五）其他交易类违法行为集中体现在证券从业人员违法炒股、短线交易、超比例持股和限制期交易等违法行为

在上述信息披露违规、内幕交易、操纵市场和中介机构违规等典型违法行为类型之外，尚存在大量的其他违法违规类型。

在“其他”类型下的 75 件案例文书中，有 67 件涉及证券从业人员违规买卖股票，在 75 件中占比近九成。在前述提及的一起集中处理案件中（〔2023〕84-146 号）中，证监会坚持“零容忍”执法，集中处理了多名证券从业人员违法炒股，对 63 人作出行政处罚，合计罚没 8173 万元，并对其中 1 人作出终身证券市场禁入措施。¹⁹

此外，其他违法违规类型案件中另有 4 件案件涉及对交易类违法行为的处罚，主要为短线交易、超比例持股和限制期交易等违法行为；另有 1 件案件为非法从事证券投资咨询违法行为；剩余 3 件为出借和借用证券账户类违法行为。就后者而言，相较于旧法，新《证券法》第 58 条²⁰将违法主体从“法人”扩大至“任何单位和个人”，并从仅处罚“借用”行为修订为“出借”和“借用”行为“两手抓”。新《证券法》第 195 条²¹将出借和借用证券账户的罚则都规定为 50 万元以下，但证监会对借用人的处罚往往比对出借人的处罚更重。例如：在〔2023〕74 号案和〔2023〕76 号案中，证监会对出借人处以 5 万元罚款，对借用人处以 50 万元罚款。

二、新旧法适用及处罚幅度

新《证券法》自 2020 年 3 月 1 日开始施行。新《证券法》大幅提高对证券违法行为的处罚力度，如对于上市公司信息披露违法行为，从原来最高可处以 60

万元罚款，提高至 1000 万元；对于发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事虚假陈述行为，或者隐瞒相关事项导致虚假陈述的，规定最高可处以 1000 万元罚款等；对内幕交易的罚没倍数从五倍以下提高至十倍以下，罚款金额从最高 60 万元提高至 500 万元；对操纵市场的罚没倍数从五倍以下提高至十倍以下，罚款金额从最高 300 万元提高至 1000 万元等等。

随着时间的推移，相信未来适用新《证券法》的案例必将增多。从我们统计的 2023 年度证监会整体处罚案例来看，2023 年度共有 34 件适用旧《证券法》的案件，42 件适用新《证券法》的案件，9 件案件同时适用新法和旧法。鉴于近几年的执法实践中将仍有一定比例的案件适用旧法，因此，对于新旧法适用及处罚力度的观察具有现实意义。

在实践中，一些金融系统监管部门曾尝试依据一些量化标准判断当事人的违法程度，将法定最低罚款金额到法定最高罚款金额的幅度中较低的 30%（不含）范围视作从轻处罚；将法定最低罚款金额到法定最高罚款金额的幅度中 30%（含）至 70%（不含）范围视作适中处罚；将法定最低罚款金额到法定最高罚款金额的幅度中较高的 30%（含）范围视作从重处罚。为便于评价，我们在本文中就信息披露违规的法定罚款金额，以及就内幕交易、操纵市场等法定罚没比例情况也均以此作为判断幅度的参考标准。

19. 详见：证监会坚持“零容忍”执法，集中处理多名从业人员违法炒股，中国证券监督管理委员会（csrc.gov.cn）。

20. 新《证券法》第五十八条
任何单位和个人不得违反规定，出借自己的证券账户或者借用他人的证券账户从事证券交易。

21. 新《证券法》第一百九十五条
违反本法第五十八条的规定，出借自己的证券账户或者借用他人的证券账户从事证券交易的，责令改正，给予警告，可以处五十万元以下的罚款。

（一）信息披露违法案例适用新法比例明显提高，旧法下从重处罚或者顶格处罚较普遍，新法下罚款金额明显高于旧法但仍属于法定幅度的适中处罚

新旧《证券法》对信息披露违规行为的处罚区间及本文评价幅度对应区间

旧《证券法》 第 193 条 ²²	信息披露义务人	30 万 -60 万	从重	51 万 -60 万
			适中	39 万 -51 万
			从轻	30 万 -39 万
	直接负责的主管人员 和其他直接责任人员	3 万 -30 万	从重	22 万 -30 万
			适中	12 万 -22 万
			从轻	3 万 -12 万
新《证券法》 第 197 条 ²³	未及时披露	信息披露义务人	从重	365 万 -500 万
			适中	185 万 -365 万
			从轻	50 万 -185 万
		直接负责的主管人员和其他 直接责任人员	从重	146 万 -200 万
			适中	74 万 -146 万
			从轻	20 万 -74 万
	虚假记载、误导性陈述、重大遗漏	信息披露义务人	从重	730 万 -1000 万
			适中	370 万 -730 万
			从轻	100 万 -370 万
		直接负责的主管人员和其他 直接责任人员	从重	365 万 -500 万
			适中	185 万 -365 万
			从轻	50 万 -185 万

（表 2：新旧《证券法》对信息披露违规行为的处罚区间及本文评价幅度对应区间）

在证监会 2023 年度的 31 件信息披露违法案例中，适用新《证券法》的案例为 19 件，已超过六成，另有 7 件案例同时适用新《证券法》和旧《证券法》，适用旧《证券法》的案例仅 5 件。在对信息披露违法行为进行处罚时，若违法行为跨越新旧法，证监会认为信息披露违法行为属于持续性违法行为，持续性违法行为属于同一违法行为，根据行为终了之日，应当适用新法一并进行处罚。因此，相较于操纵市场、中介机构违法等其他违法行为，信息披露违法行为通

常适用新《证券法》的比例明显更高。

在适用旧《证券法》的处罚案例中，对上市公司的罚款金额为 50 万至 60 万，在旧《证券法》规定的量罚幅度内适中或从重处罚，甚至顶格处罚。对责任人员中的直接负责的主管人员均以 30 万的最高量罚幅度进行处罚，对其他责任人员则根据具体情节在 5 万至 20 万的幅度内从轻或适中进行处罚。

22. 旧《证券法》第一百九十三条

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人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，责令改正，给予警告，并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责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并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责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的，依照前两款的规定处罚。

23. 新《证券法》第一百九十七条

信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，

责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

在适用新《证券法》的处罚案例中，对上市公司的平均罚款金额达至 490 万元，对直接负责的主管人员及其他责任人员的平均罚款金额也达到了 190 余万元，均明显高于适用旧《证券法》的处罚力度。

在适用新《证券法》的处罚案例中，单独对“未及时披露”违法行为的处罚金额在 50 万至 100 万之间，属于在法定幅度范围内从轻处罚范畴。在适用新《证券法》第 197 条第 2 款进行处罚的案例中，对上市公司的罚款幅度则大多属于适中处罚的区间，从重处

罚的案例仅 1 件。即，在〔2023〕46 号案中，证监会对上市公司虚构专网通信业务的行为予以顶格处罚 1000 万元。此外，从轻处罚案例另有 4 件。相较而言，直接负责的主管人员的处罚幅度相对较重，有 7 件案例中对直接负责的主管人员从重处罚，其中在〔2023〕19 号案、〔2023〕46 号案、〔2023〕80 号案中对直接负责的主管人员顶格处罚。而其他直接责任人员均在适中或从轻幅度内受到处罚。

（二）内幕交易案例适用新法数量赶超旧法，处罚较为审慎，有特殊任职身份的可能会影响处罚力度

新旧《证券法》对内幕交易行为的处罚区间及本文评价幅度对应区间

旧《证券法》 第 202 条 ²⁴	违法所得在 3 万以上	没一罚一 - 没一罚五	从重	没一罚四 - 没一罚五
			适中	没一罚三
			从轻	没一罚一 - 没一罚二
	无违法所得或违法所得不足 3 万	3 万 - 60 万	从重	43 万 - 60 万
			适中	20 万 - 43 万
			从轻	3 万 - 20 万
新《证券法》 第 191 条 ²⁵	违法所得在 50 万以上	没一罚一 - 没一罚十	从重	没一罚八 - 没一罚十
			适中	没一罚四 - 没一罚七
			从轻	没一罚一 - 没一罚三
	无违法所得或违法所得不足 50 万	50 万 - 500 万	从重	365 万 - 500 万
			适中	185 万 - 365 万
			从轻	50 万 - 185 万

（表 3：新旧《证券法》对内幕交易行为的处罚区间及本文评价幅度对应区间）

在证监会 2023 年度处罚的 10 件内幕交易案件中，有 4 件适用旧《证券法》，6 件适用新《证券法》。

适用旧法的 4 件案件即为前述“窝案”〔2023〕13、14、15、16 号案，其中，有 3 件有违法所得

的案件，包括 2 件非法获取内幕信息交易的案件和 1 件内幕信息知情人交易的案件，均被处以没一罚二的处罚，处罚力度较低；有 1 件无违法所得的案件为内幕信息知情人交易的案件，当事人被处以 10 万元的罚款，处罚力度较低。

24. 旧《证券法》第二百零二条

证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人，在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前，买卖该证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖该证券的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的，从重处罚。

25. 新《证券法》第一百九十一条

证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人违反本法第五十三条的规定从事内幕交易的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。国务院证券监督管理机构工作人员从事内幕交易的，从重处罚。

从适用新法的 6 件案件来看，有 2 件案件有违法所得，证监会均处以没一罚二的处罚，处罚力度同样较低。有 4 件案例没有违法所得或者违法所得不足五十万元，个案处罚差异较大。例如：

- [2023] 4 号案的当事人为非法获取内幕信息的行为人，其违法所得约 21 万元（不足 50 万元），被处以 60 万元罚款，处罚力度较低。
- [2023] 22 号案的当事人为非法获取内幕信息的行为人，其没有违法所得，其内幕交易方式为基金管理公司的基金经理利用 2 个公募基金账户交易股票，被处以 500 万元罚款的顶格最高力度处罚。
- [2023] 66 号案的当事人为内幕信息知情人，均无违法所得，当事人缪某系内幕交易股票所属上市公司的董事长、实际控制人，被处以 450 万元罚款，处罚力度较重。同时，应注意的是，缪某还作为另一内幕交易行为人（上市公司的控股

法人股东）的直接负责的主管人员，被处以 200 万元罚款，也即，缪某个人实际被罚款金额已高达 650 万元。

- [2023] 67 号案与 [2023] 66 号案为系列案件，67 号案的当事人为内幕信息知情人，其亦无违法所得，其系该案涉股票所属上市公司的副董事长兼总裁，被处以 300 万元罚款，处罚力度适中。

可以发现，在没有违法所得或者违法所得不足五十万元的前提下，处罚力度较重的案件当事人往往具有特殊的任职身份，例如：担任基金管理有限公司基金经理，利用公募基金账户交易股票；担任内幕交易股票所属上市公司的董事长、实际控制人等。

此外，虽然新《证券法》对于内幕交易行为的最高处罚力度由原先的“没一罚五”改为“没一罚十”，但实务中在适用新《证券法》处以罚款时，罚没倍数尚未显著提升。

（三）操纵市场案例超七成为旧法下案件，罚没金额因违法所得基数巨大相对处于高位

新旧《证券法》对操纵市场行为的处罚区间及本文评价幅度对应区间

旧《证券法》 第 203 条 ²⁶	违法所得在 30 万以上	没一罚一 - 没一罚五	从重	没一罚四 - 没一罚五
			适中	没一罚三
			从轻	没一罚一 - 没一罚二
	无违法所得或违法所得不足 30 万	30 万 - 300 万	从重	220 万 - 300 万
			适中	110 万 - 220 万
			从轻	30 万 - 110 万
新《证券法》 第 192 条 ²⁷	违法所得在 100 万以上	没一罚一 - 没一罚十	从重	没一罚八 - 没一罚十
			适中	没一罚四 - 没一罚七
			从轻	没一罚一 - 没一罚三
	无违法所得或违法所得不足 100 万	100 万 - 1000 万	从重	730 万 - 1000 万
			适中	370 万 - 730 万
			从轻	100 万 - 370 万

（表 4：新旧《证券法》对操纵市场行为的处罚区间及本文评价幅度对应区间）

26. 旧《证券法》第二百零三条

违反本法规定，操纵证券市场的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三十万元的，处以三十万元以上三百万元以下的罚款。单位操纵证券市场的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以十万元以上六十万元以下的罚款。

27. 新《证券法》第一百九十二条

违反本法第五十五条的规定，操纵证券市场的，责令依法处理其非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足一百万元的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。单位操纵证券市场的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

证监会 2023 年度操纵市场处罚的 20 件案例中有 15 件适用旧《证券法》，5 件适用新《证券法》，超七成成为适用旧法案件。市场操纵行为相较于信息披露以及内幕交易，行为性质更为恶劣，对市场产生的影响也更为巨大，且操纵市场行为往往涉案账户多、金额巨大，因此罚没金额与其他证券违法行为相比也更高。2023 年度每一件对涉案主体的罚没金额总额都达到 200 万元以上。

在 15 件适用旧《证券法》的处罚案例中，有 4 件案件没有违法所得或者违法所得不足三十万元，证监会对于这些案件的处罚力度往往适中或者从轻。另外 11 件案件违法所得超过三十万元，大多被处以没一罚一、没一罚二、没一罚三的处罚。但是由于操纵市场类案件的涉案金额较大，即便罚没倍数不高，总计罚没金额也相较于高位。在所有操纵市场类案件中，

适用旧法的〔2023〕40 号案的罚没金额最大，证监会对当事人处以罚一没一的处罚，罚没金额共计达到 8.26 亿元。

在 5 件适用新《证券法》的处罚案例中，值得注意的是，〔2023〕60 号案、〔2023〕151 号案中，尽管两案当事人没有违法所得，甚至其控制的账户组在操纵市场中均亏损约 5000 万元，证监会依然对两案当事人分别处以了 500 万元、各 200 万元的罚款处罚，处罚力度分别为适中及从轻。这进一步说明当事人对操纵市场行为承担行政责任不以当事人获取违法所得多寡为前提条件的监管态度。其余 3 件案件中，证监会分别对当事人处以没一罚一、没一罚二、没一罚五的处罚。

（四）中介机构责任案例超一半仍适用旧法，处罚力度总体较为克制

新旧《证券法》对中介机构未勤勉尽责的处罚区间及本文评价幅度对应区间

旧《证券法》 第 223 条 ²⁸	证券服务机构	没一罚一 - 没一罚五	从重	没一罚四 - 没一罚五
			适中	没一罚三
			从轻	没一罚一 - 没一罚二
	直接负责的主管人员 和其他直接责任人员	3 万 -10 万	从重	8 万 -10 万
			适中	5 万 -8 万
			从轻	3 万 -5 万
新《证券法》 第 213 条 ²⁹	违法所得在 50 万以上	没一罚一 - 没一罚十	从重	没一罚八 - 没一罚十
			适中	没一罚四 - 没一罚七
			从轻	没一罚一 - 没一罚三
	无违法所得或违法所 得不足 50 万	50 万 -500 万	从重	365 万 -500 万
			适中	185 万 -365 万
			从轻	50 万 -185 万
	直接负责的主管人员 和其他直接责任人员	20 万 -200 万	从重	146 万 -200 万
			适中	74 万 -146 万
			从轻	20 万 -74 万

（表 5：新旧《证券法》对中介机构未勤勉尽责的处罚区间及本文评价幅度对应区间）

28. 旧《证券法》第二百二十三条
证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。

29. 新《证券法》第二百一十三条
证券投资咨询机构违反本法第一百六十条第二款的规定擅自从事证券服务业务，或者从事证券服务业务有本法第一百六十一条规定行为的，责令改正，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。
会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的机构违反本法第一百六十条第二款的规定，从事证券服务业务未报备的，责令改正，可以处二十万元以下的罚款。
证券服务机构违反本法第一百六十三条的规定，未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，并处以业务收入一倍以上十倍以下的罚款，没有业务收入或者业务收入不足五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；情节严重的，并处暂停或者禁止从事证券服务业务。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

从中介机构未勤勉尽责的 14 件案例来看，适用旧《证券法》的案例共 8 件，适用新《证券法》的案例共 4 件，另有 2 件案件同时适用旧法和新法。在适用旧《证券法》的处罚案例中，处罚力度总体较为克制。〔2023〕18 号案、〔2023〕42 号案、〔2023〕51 号案、〔2023〕78 号案中的会计师事务所均被处以没一罚二的处罚，处罚力度较轻。〔2023〕45 号案中的证券公司被处以没一罚三的处罚，处罚力度适中。〔2023〕65 号案中的证券公司及〔2023〕150 号案中的律师事务所被处以没一罚一的处罚，处罚力度较轻。〔2023〕12 号案的当事人为证券公司在上市公司公开发行公司债券项目中的主承销商项目负责人，其被证监会认定为直接负责的主管人员，依据旧《证券法》第 191 条第 3 项³⁰的规定被处以 30 万元的顶格罚款，处罚力度重。

在适用新《证券法》的处罚案例中，执法机关对于证券服务机构未勤勉尽责案件在处罚力度上仍较为克制。尽管新《证券法》将证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的罚没最高倍数由原先的“没一罚五”改为“没一罚十”，但是 2023 年度适用新法相关规定的 6 件案件中，证监会仍仅对中介机构在没一罚一至没一罚三的区间内进行处罚，并未见到更高的从重处罚力度。

（五）市场禁入决定在新法实施后在各类违规行为的运用中均更为普遍

新《证券法》对市场禁入制度作出较大幅度的修订。根据新《证券法》第 221 条³¹，新《证券法》相较于旧《证券法》对证券市场禁入制度主要完善了三处：

- 一是在旧《证券法》规定的业务禁止和任职禁止的基础上增加了证券交易禁止，新增“一定期限内不得在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易证券”；

- 二是增加了禁止从事“证券服务业务”作为禁入内容；
- 三是将不得担任职务的机构类型由“上市公司”扩展为全体“证券发行人”。

此后，证监会又于 2021 年 6 月发布了《证券市场禁入规定》，对被采取市场禁入措施的主体、市场禁入种类等进行进一步规定，其中对于身份禁入根据不同情节规定了三年至五年、六年至十年，以及终身的市场禁入幅度。实践中，常见的市场禁入幅度为三年、五年、十年及终身。

随着新《证券法》对市场禁入制度的规范和强化，该类处罚措施的实施数量在 2023 年度有明显增多，但目前所见仍以身份禁入处罚措施较为常见，尚未见有被处以一定期限内禁止交易证券的案例。身份禁入，也即在禁入期间内，除不得继续在原机构从事证券业务或者担任原上市公司、非上市公众公司董事、监事、高级管理人员职务外，也不得在其他任何机构中从事证券业务或者担任其他上市公司、非上市公众公司董事、监事、高级管理人员职务。在 2023 年度统计的 85 件证监会行政处罚案例中，有 36 件同时作出了市场禁入决定，其中包括信息披露违法的案例 21 件、操纵市场 8 件、内幕交易 3 件和中介机构责任 2 件。

信息披露违法相关的案例中，约 68% 的信披违规案例中的个人被采取了市场禁入措施，较往年大幅提高，其中近半数的市场禁入案例中的董事长、实际控制人、总经理等被采取了终身市场禁入措施。这进一步体现出监管部门在证券金融监管领域“追首恶”、严惩“关键少数”的坚决态度，也与信息披露中“第一责任人”原则相符。

操纵市场相关的案例中，大部分当事人被采取三年或五年的市场禁入措施。值得注意的是：

30. 旧《证券法》第一百九十一条

证券公司承销证券，有下列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，可以并处三十万元以上六十万元以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销相关业务许可。给其他证券承销机构或者投资者造成损失的，依法承担赔偿责任。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，可以并处三万元以上三十万元以下的罚款；情节严重的，撤销任职资格或者证券从业资格：

（一）进行虚假的或者误导投资者的广告或者其他宣传推介活动；
（二）以不正当竞争手段招揽承销业务；
（三）其他违反证券承销业务规定的行为。

31. 新《证券法》第二百二十一条

违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定，情节严重的，国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。前款所称证券市场禁入，是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务、证券服务业务，不得担任证券发行人的董事、监事、高级管理人员，或者一定期限内不得在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易证券的制度。

- [2023] 77 号案的当事人被采取十年禁入措施，原因在于证监会认为该案中操纵市场行为严重扰乱市场秩序、严重损害投资者利益，违法情节较为严重；
- [2023] 36 号案的当事人被采取终身禁入措施，原因在于证监会认为该案当事人操纵股票行为持续时间长、操纵股票多、涉案金额大，已严重扰乱证券市场秩序并造成严重社会影响，且当事人已被证监会行政处罚 3 次，又因涉嫌操纵证券市场犯罪被提起公诉，法院一审刑事判决已认定其构成操纵证券市场罪，当事人属于典型的不知悔改、顶风作案情形，行为特别恶劣，应当依法予以严惩。

内幕交易相关的案例中，也伴随有当事人被采取三年或五年市场禁入措施的情况。例如：

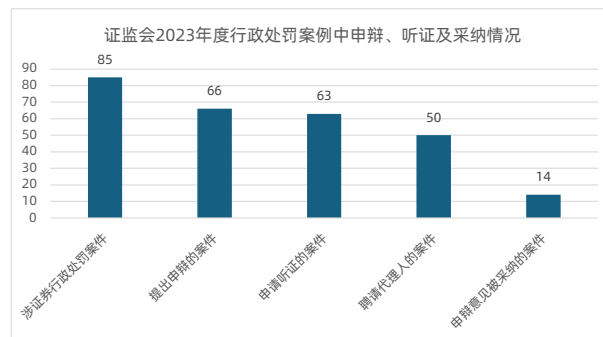
- [2023] 67 号案的当事人被采取三年市场禁入措施，当事人系上市公司的副董事长、总裁，利用内幕信息进行证券交易。
- [2023] 22 号案当事人系基金管理公司的基金经理，利用公募基金账户交易股票，被采取五年市场禁入措施。
- [2023] 66 号案的当事人系上市公司董事长、实际控制人，利用内幕信息进行证券交易，被采取五年市场禁入措施。

中介机构责任相关的案例涉及到市场禁入情况的为 [2023] 12 号案和 [2023] 57 号案行政处罚决定书的当事人，分别被采取五年和终身市场禁入措施：

- [2023] 12 号案中，证券公司在为上市公司发行债券提供服务时未勤勉尽责，所出具的承销文件存在虚假记载。当事人孙某系发债项目负责人，证监会认定的直接负责的主管人员。证监会认为孙某的违法行为情节严重，对其采取五年市场禁入措施。
- [2023] 57 号案中，证券投资咨询机构以提供股权代持便利的方式向公职人员输送不正当利益。证监会认定公司的法定代表人、董事长、总经理王某为对中介机构向公职人员输送不正当利益行为直接负责的主管人员。王某被人民法院生效司法裁判认定构成犯罪，证监会对王某采取终身市场禁入措施。

三、当事人申辩、听证及采纳情况

根据《行政处罚听证规则》第 7 条³² 第 1 款规定，当事人要求听证的，应当在《行政处罚事先告知书》送达后 3 日内提出听证要求。根据《证券期货违法行为行政处罚办法》第 31 条³³ 第 2 款规定，当事人要求陈述、申辩但未要求听证的，应当在行政处罚事先告知书送达后五日内提出，并在行政处罚事先告知书送达后十五日内提出陈述、申辩意见。



(图 4：证监会 2023 年度行政处罚案例中申辩、听证及其采纳情况)³⁴

32. 《中国证券监督管理委员会行政处罚听证规则（2015）》第七条
当事人要求听证的，应当在《行政处罚事先告知书》送达后 3 日内提出听证要求。当事人逾期未提出听证要求的，视为放弃听证权利。
行政处罚涉及多个当事人，部分当事人放弃听证权利的，不影响其他当事人要求听证。

33. 《证券期货违法行为行政处罚办法》第三十一条
当事人要求听证的，按照听证相关规定办理。
当事人要求陈述、申辩但未要求听证的，应当在行政处罚事先告知书送达后五日内提出，并在行政处罚事先告知书送达后十五日内提出陈述、申辩意见。当事人书面申请延长陈述、申辩期限的，经同意后可以延期。
当事人存在下列情形的，视为明确放弃陈述、申辩、听证权利：
(一) 当事人未按前两款规定提出听证要求或陈述、申辩要求的；
(二) 要求听证的当事人未按听证通知书载明的时间、地点参加听证，截

至听证当日也未提出陈述、申辩意见的；
(三) 要求陈述、申辩但未要求听证的当事人，未在规定时间内提出陈述、申辩意见的。

34. 序号接上篇序号，下同。

在本文统计的 2023 年度 85 件³⁵ 证监会作出行政处罚决定的案例中，有 66 件案例中的当事人提出了申辩，并有 63 件案例中当事人申请了听证，其中 50 件当事人聘请了代理人。然而，在上述案例中，仅有 14 件案例中的部分申辩理由被证监会采纳，其中 4 件为追究中介机构责任的案例，3 件为操纵市场案例，其余 7 件均为信息披露违规案例。³⁶ 可见，随着监管机构证券执法力度加强，当事人也在更加重视此类事件的综合风险化解与处置，行权意识逐步加强。

大部分上市公司和中介机构当事人对于申辩及听证均十分重视，因为该等主体一旦存在行政处罚决定等行政监管角度的负面评价，则将对其本身的经营和履职产生较大影响，还可能因此面临大批量的投资者诉讼维权。但通过实践观察发现，当事人提出的申辩意见采纳率整体较低，细究其原因，大多是因为当事人往往基于自身对法律和事实角度的理解提出申辩意见，相关意见或缺少高质量的法律服务支持和把关，最终因未能提供充分、合理的依据或者未能论及监管部门所关注的要点而均不被监管部门采纳。由此也反映出陈述申辩和听证程序的高度专业性。我们下面将重点介绍几类违法行为案例中极少数被采纳的申辩意见情况，以供参考。

（一）信息披露违法案例中被部分采纳的申辩意见主要体现在上市公司的处罚幅度与责任人员责任幅度方面

在上述证监会部分采纳申辩意见的信息披露违法案例中，主要是涉及处罚幅度与责任人员的部分申辩理由得到了证监会的认定和支持：

- 在〔2023〕30 号案中，证监会部分采纳了上市公司有关认定虚增业务收入没有达到证明标准的申辩意见，将某项目从虚增的收入、利润中剔除。
- 在〔2023〕46 号案中，证监会支持上市公司副总经理未参与专网通信的入库环节的申辩意见，结合其在专网通信业务造假和信息披露违法中的

地位和作用，将罚款金额酌减为 50 万的法定最低处罚幅度。

- 在〔2023〕21 号案中，证监会认定上市公司提供关联担保的时间早于该名责任人员担任监事、合规法务部总经理的时间，因此采纳该名责任人员有关其未参与担保事项的申辩意见。
- 在〔2023〕11 号案中，证监会采纳上市公司未按期披露年报的行为发生在该名责任人员辞去董事、总经理职务之后，故认定该名责任人员不对未按期披露年报行为负责。
- 关于量罚幅度的认定，在〔2023〕30 号案中，证监会综合考虑该名责任人员在违法行为中的地位和作用比同案中另一名责任人员更低，对该名责任人员的量罚予以酌减；在〔2023〕46 号案中，证监会部分采纳该名责任人员不负责专网通信业务财务审批、资金往来工作的申辩意见，对该名责任人员的量罚予以酌减；在〔2023〕152 号案中，证监会综合考虑该名责任人员的职务职责、履职情况及在相关事项中所起的作用，对该名责任人员的量罚予以酌减。
- 在〔2023〕61 号案中，涉案责任人员申辩强调其已积极协调归还款项，主动消除违法行为带来的后果，证监会将对该责任人员的市场禁入时长由终身酌减为十年。

（二）操纵市场案件被部分采纳的申辩意见主要体现在对违法行为具体案涉控制账户情况、违法所得金额认定方面

2023 年度全部的交易型操纵市场案件中，共有 3 件案件中的当事人申辩意见得到了采纳。总体而言，该等案件中的申辩意见起到了调整案涉控制账户数量、违法所得金额的效果。

- 〔2023〕52 号案中，证监会采纳了当事人主张

35. 如本文上篇所述，按照文书号计，则证监会 2023 年度共有 147 件证券违法违规行政处罚决定（文书号 156 件去除 9 件），但其中第 84-146 号处罚决定为一起多名证券从业人员违法买卖股票案件，为更准确反映主要违规类型的占比分布，本文将该起案件所涉全部处罚决定视为 1 件案例进行统计，如无特别说明，本文所称证监会 2023 年行政处罚案件数量为

85 件（统计截止时间为 2024 年 2 月 21 日）。

36. 需要说明的是，对于证监会对陈述申辩理由全部采纳的案例，可能不再作出行政处罚，故而无法纳入统计分析。

操纵相关账户的具体时间点。证监会认为申辩人关于“李某红”账户交易情况的申辩意见确有一定道理，依法予以采纳，并将该账户在 2019 年 12 月 11 日前对案涉股票的相关交易从本案违法事实中剔除，并相应调整本案的操纵期间、账户组交易指标以及违法所得。

- [2023] 54 号案中，证监会认为，对于部分账户与当事人不存在资金关联或非由当事人控制应予以扣除的申辩意见予以部分采纳，依法对涉案账户组给予了调整，重新计算了调整后账户组相关交易指标及违法所得等，相关数据已提供当事人及其代理人查阅。根据调整后的账户组交易情况，对操纵期间、量罚给予了考量调整。
- [2023] 68 号案中，证监会采纳了 2 点申辩意见的部分内容：一是针对当事人关于 5 只股票的违法获利数额的申辩意见予以采纳。二是对当事人主张剔除的 13 个账户中的 5 个账户予以剔除。证监会认为，13 个账户中的 8 个账户有言词证据、交易地址重合或者资金关系等证据综合证明，足以认定为当事人控制的账户；对另外 5 个账户采纳申辩意见，将该 5 个账户予以剔除。

（三）中介机构责任案例被部分采纳的申辩意见主要体现在对具体未勤勉尽责行为的认定、业务收入的认定方面

中介机构责任案件中，2023 年度共有 4 件案件中的当事人申辩意见得到了部分采纳。总体上，2023 年度申辩意见被部分采纳的中介机构责任案件中，申辩意见均没有改变证监会对于中介机构总体上未勤勉尽责的结论认定，但改变了证监会对于案涉业务收入、具体未勤勉尽责行为的认定，仍有一定的参考价值：

- [2023] 18 号案体现了证监会认可业务收入应扣除增值税的态度。
- [2023] 51 号案中，同样体现了证监会认可业务收入应扣除增值税的态度，同时证监会还采纳当事人提交相关证据证明其在部分审计工作中已勤勉尽责的意见，然而行政处罚决定书主要围绕未勤勉尽责的部分展开，没能记载更多有关部分审计工作中已勤勉尽责的细节。

- [2023] 79 号案中，证监会对当事人提出的 2019 年重大错报风险识别等相关申辩意见予以采纳，并在决定书中事实部分进行调整，调整后不影响对相关当事人的量罚。
- [2023] 82 号案中，对于当事人是否在评估过程中勤勉尽责，证监会一方面认可当事人提出的评估说明记载内容，另一方面也认为工作底稿中没有相关记录，故认定对剩余土地使用权评估程序存在缺陷并无不当。

四、地方监管局代表性处罚案例概况

除了对于证监会处罚案例的观察，我们同时也梳理和统计了有一定地方代表性的监管局处罚案例（北京、上海、深圳、浙江四地监管局）。四地监管局涉及证券违法违规行为的案例共 111 件。我们对于四地监管局处罚案例的观察重点集中于四地案件违法类型的不同分布，同时也关注了当事人提出申辩和听证及采纳情况。

四地监管局对各类违法行为行政处罚案例数量

	信息披露违法	内幕交易	中介机构责任	操纵市场
北京监管局	7	6	3	0
上海监管局	18	1	1	1
深圳监管局	6	6	0	1
浙江监管局	29	9	2	0

（表 6：四地监管局对各类违法行为行政处罚案例数量）

（一）北京监管局案例中，处罚频次从高到低排序的违规类型为信披违规、内幕交易、中介机构违规案件

北京监管局 2023 年度共作出 7 件信披违规处罚案件，6 件内幕交易处罚案件，3 件中介机构责任处罚案件，未作出操纵市场处罚案件。

从北京监管局重点关注的违法类型及处罚情况来看，信息披露违法案件中，“虚假记载”类违法行为仍然占据大头，因违法行为通常跨越新旧法，绝大部分案例适用新《证券法》，只有 1 件案例适用旧《证券法》。北京监管局的罚款金额也相对较低，除了 [2023] 10 号案处以 900 万元罚款之外，其余均在从轻和适

中幅度内处罚。内幕交易案件中，北京监管局处罚的〔2023〕19 号案、〔2023〕22 号案、〔2023〕23 号案系“窝案”，均为内幕交易“众 ** 游”的案件。三案分别涉及知情人和非法获取内幕信息的人共同内幕交易、知情人泄露内幕信息、非法获取内幕信息用以交易的违规情形。三案适用新《证券法》，当事人分别被处以 400 万元、100 万元和 100 万元的罚款，处罚力度不一。中介机构责任案件中，3 件案件均为会计师事务所年报审计执业未勤勉尽责，其中〔2023〕8 号案、〔2023〕17 号案适用新《证券法》，监管局分别对会计师事务所处以没一罚一和没一罚五的处罚；〔2023〕18 号案适用旧《证券法》，监管局对会计师事务所处以没一罚三的处罚。

从当事人提出申辩和听证及采纳情况来看，信息披露违法案件中，尽管过半数的案例中当事人提出了申辩和听证，但申辩意见均未被北京监管局采纳。内幕交易案件中，当事人提出申辩和听证意识较强。2023 年度案件的当事人都提出了申辩、听证要求，但遗憾的是，申辩均未被采纳。中介机构责任案件中的当事人均提出了申辩和听证，行权意识同样较强。涉案中介机构和个人分别提出了申辩、听证的请求。申辩意见主要为中介机构已经尽到勤勉尽责义务、行政处罚过重等，但最终均因监管局罚已充分考虑了违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度等情况未能被采纳。

（二）上海监管局案例中，信披违规为主要的违规类型，鲜有对于其他违规类型的处罚

上海监管局 2023 年度共作出 18 件信披违规处罚案件，1 件内幕交易处罚案件，1 件中介机构责任处罚案件和 1 件操纵市场处罚案件。

从上海监管局重点关注的违法类型及处罚情况来看，信息披露违法案件中，尽管上海监管局 2023 年度共发布了 18 件信息披露违法案件，数量较多，但因对上市公司和相关责任人员分别出具行政处罚决定书，实际被处罚的上市公司数量为 7 家，与其他地区监管局并无明显区别。其中，有 12 件案例为未在法定期限内披露年报，占比最高，这可能与公司因疫情影响经营困难存在联系。在这些案例中，除 1 件案例适用旧《证券法》之外，其余案例均适用新《证券法》。上市公司的平均处罚金额约为 120 万，明显

低于证监会的类案处罚金额，其中，因未及时披露年报而受到处罚的案例中均以法定最低处罚幅度 50 万进行处罚。相关责任人员的平均处罚金额约为 70 万元，在同一上市公司受处罚的案件中，对不同责任人员分别适用新法和旧法，则量罚幅度将有很大差别，例如：沪〔2023〕33 号案和沪〔2023〕34 号案中，相关责任人员均被认定为直接负责的主管人员，但适用旧《证券法》被处以 10 万元罚款，适用新《证券法》则被处以 100 万元罚款。

从当事人提出申辩和听证及采纳情况来看，18 件信息披露违规案件中仅 4 件当事人提出申辩，其中 3 件申请听证，均未被证监会采纳。1 件内幕交易案件为沪〔2023〕30 号案，当事人未请求申辩、听证。监管局对其处以没一罚一的处罚。1 件中介机构责任案件为沪〔2023〕1 号案，当事人提出申辩、听证请求，但申辩意见未被采纳。监管局对中介机构（会计师事务所）处以没一罚一的处罚，对个人财务报表审计报告签字注册会计师分别罚款 5 万元。1 件操纵市场案件为沪〔2023〕54 号案，当事人亦未提出申辩、听证。监管局对当事人处以没一罚四的处罚。

（三）深圳监管局案例中，信披违规和内幕交易案件不相上下

深圳监管局 2023 年度共作出 6 件信披违规处罚案件，6 件内幕交易处罚案件，1 件操纵市场处罚案件，未见中介机构责任处罚案件。

从深圳监管局重点关注的违法类型及处罚情况来看，信披违规处罚案件和内幕交易处罚案件数量相当。在 6 件信息披露违法案例中，有 4 件案例涉及定期报告虚假记载，数量最多。4 件案例适用新《证券法》进行处罚，另有 2 件案例同时适用新旧法进行处罚。内幕交易的 6 件案例均适用新法，其中有 3 件为非法获取内幕信息用以内幕交易的案件，有 2 件为知情人实施内幕交易案件，另有 1 件案件，即〔2023〕12 号案对于内幕信息知情人泄露内幕信息、非法获取内幕信息的人的内幕交易行为分别做出处罚。对于有违法所得的当事人，处罚力度集中在没一罚一、没一罚二、没一罚三。

从当事人提出申辩和听证及采纳情况来看，值得关注两位违法案件中的 2 个案件情况：

- 在信息披露违法的 6 个案件中，〔2023〕5 号案中，深圳证监局部分采纳了相关责任人员的申辩理由，认可因没有证据证明副总经理在签署半年报时知悉重大合同事宜，因此不对该半年报信息披露违法行为负责。
- 在内幕交易违规的 6 件案件中，有 4 件案件的当事人提出了申辩及听证的请求。其中有 1 件案件，即〔2023〕3 号的申辩意见得到了部分采纳。然而，尽管监管局采纳意见修正了对于当事人和内幕信息知情人接触的具体时间，但是最终并没有影响整体上的有关内幕交易行为认定，亦未对量罚幅度产生影响。该案系非法获取内幕信息的人实施内幕交易的案件。当事人辩称，内幕信息敏感期内当事人与内幕信息知情人沈某文接触的时间认定有误，且内幕信息知情人未向当事人传递内幕信息。监管局认为，关于当事人与沈某文接触时间，已根据当事人听证时提供的证据部分采纳其意见，但不影响整体违法事实的认定。证监会认为当事人与内幕信息知情人联络、接触，交易活动与内幕信息高度吻合，且不能作出合理说明或者提供证据排除其利用内幕信息从事证券交易。

（四）浙江监管局案例中，信披违规案件和内幕交易案件占据主导地位

浙江监管局 2023 年度共作出 29 件信披违规处罚案件，9 件内幕交易处罚案件，2 件中介机构责任处罚案件，未见操纵市场处罚案件。

从浙江监管局重点关注的违法类型及处罚情况来看，在 29 件信息披露违法案例中，与上海监管局类似，浙江监管局也对其中部分上市公司和相关责任人员予以分别处罚，实际上受到行政处罚的上市公司仅 8 家，与其他各地监管局的数据相似。其中，20 件案例均属于未及时披露重大事件，导致定期报告存在重大遗漏的类型，另有 9 件为虚假记载类型。除 1 件案例适用旧《证券法》之外，其余案例均适用新《证券法》。在内幕交易案件中，9 件内幕交易的案件的处罚力度均不高。9 件案件中，有 3 件案件的违法所得超过五十万元，监管局均处以没一罚一的处罚；有 6 件案件没有违法所得或者违法所得不足五十万元，其中 5 件案件的当事人被处以最低幅度的罚款 50 万元，有 1 件案件即〔2023〕10 号案，当事人被处以 300 万元的罚款，罚款力度适中。该案系内幕信息知情人实

施内幕交易的案件，当事人系内幕交易股票所属上市公司的时任董事长。

从当事人提出申辩和听证及采纳情况来看，值得注意的是信息披露违法案例中，超过 80% 的案例中当事人提出了申辩和听证，可见当事人提出申辩和听证意识较强，但遗憾的是该等申辩意见最终均未被浙江监管局采纳。

五、回顾与展望

回顾过去，我们看到资本市场法治建设的每一步都走得坚实有力。监管机构对证券违法行为展现了零容忍的态度和决心。通过强化立体化追责、贯彻“申报即担责”理念、坚持全覆盖打击等手段，对上市公司、中介机构及相关责任人员形成了强大的震慑效应。同时，通过完善线索发现机制、加强与公安机关的衔接配合、推动健全民事赔偿机制等措施，不断铲除造假滋生土壤，以切实维护市场的诚信基础。

1. 在信息披露违规案件中，继续重点打击欺诈发行、财务造假等典型违法行为，对独立董事定责更加精细化

2023 年，监管机构继续重点打击信息披露领域的欺诈发行和财务造假等典型违法行为。这表明了监管部门对于市场透明度和诚信的高度重视。特别值得注意的是，对独立董事的责任划分变得更加精细化，表明了监管层对公司治理结构的深入审视和对各类市场参与者责任的明确界定。展望 2024 年，可以预见监管机构将继续强化对信息披露违规的监管力度，让金融监管“长牙带刺”，为此可能会出台更多具体举措，确保市场的公开透明和公平。

2. 在内幕交易案件中，“窝案”现象仍较普遍，知情人泄露的查处难度大

“窝案”现象在 2023 年内幕交易案件中仍然普遍，显示了利益相关者内部信息流动和利益传递的复杂性。知情人泄露信息的查处难度较大，反映了现有监管技术和手段在对付这类精心策划的违法行为上的挑战。预计在 2024 年，监管机构可能结合新型技术，如利用大数据、人工智能等手段来提高内幕交易的侦测和查处效率。

3. 在市场操纵案件中，适用旧《证券法》仍占主导地位，个案罚没金额巨大，重视行刑衔接调查

旧《证券法》在 2023 年的市场操纵案件中仍占据主导地位，这可能与新法律法规的过渡和适应期有关。在市场操纵案件中，由于涉及多个账户，违法行为性质较为严重，个案中罚没金额巨大，这显示了监管部门对于市场操纵行为的高压态势。此外，我们也注意到当事人有可能以受到刑事处罚来进行行政处罚的申辩，对于此类行刑衔接的问题，我们亦期待监管机构在法律执行层面上寻求更加流畅和高效的协作机制。2024 年可能会看到新的法规或指导意见的出台，以更好地适应市场发展和监管需要。

4. 在中介机构责任案件中，会计师事务所仍为重点处罚对象，在全面注册制背景下更加强调压实中介机构责任

会计师事务所作为重点处罚对象，反映“一案双查”机制下监管部门对上市公司审计质量和独立性的严格要求。在全面注册制的背景下，更加强调中介机构归位尽责，体现了监管机构对市场稳定和健康发展的全面考虑。2024 年可能会看到更多关于提升中介机构专业能力和道德标准的措施，以及可能的法规调整以适应新的市场环境。同时，在技术进步和法规更新的推动下，2024 年的证券监管可能会更加精细化和高效。

展望未来，监管主体将继续保持高压严打态势，对证券违法行为进行持续、有力的打击，进一步完善监管制度和机制，推动建立多部门联合防范打击财务造假的常态化工作机制，强化规范运作正向引导，实现标本兼治目标。我们相信，随着法律制度的不断完善和执法力度的持续加大，上市公司质量将不断提高，市场环境将更加健康、稳定。在这一过程中，预计当事人的行权意识也在加强，对金融监管的理解和认识也将进一步强化，共同塑造健康、良好的市场互动环境，推动资本市场的高质量发展。



信息披露篇

前言：

2023 年，我国资本市场全面深化改革持续推进。股票发行注册制改革也正在逐步走深走实。全面注册制的高效运行离不开上市公司高质量的信息披露，也更加促使中介机构归位尽职，营造良好市场生态。与此同时，中国证监会也持续保持“零容忍”执法高压态势，建立健全严监管、促发展的执法体制机制。

我们在上一期总论篇中归纳了 2023 年度证券执法的整体特点并分享了对各类型案件的总体观察。本期分论篇的首篇，我们将围绕证券执法领域的典型违法行为——信息披露违规类型案件，具体分析有关案件所体现出的该领域的 2023 年度执法热点和难点问题，以供读者参考。

一、2023 年度信息披露违规案件热点问题及其新趋势

较以往年度，2023 年度信息披露违规案件的热点问题主要包括：

（1）执法与司法联动保护投资者制度进一步实现突破发展，出现当事人承诺制度第一案和证券集体诉讼和解第一案；

（2）上市公司董监高签字即担责在过去饱受争议，独董新规出台后对独董追责更加精细化；

（3）“专网通信”案件部分靴子逐渐落地，与融资性贸易相关的链条式财务造假再度引起市场热议，业务真实性判断标准值得关注；

（4）子公司财务造假导致上市公司披露含虚假记载的定期报告的事件越趋频发，如何建立行之有效的内控制度值得进一步思考。

1. 执法与司法联动保护投资者制度进一步实现突破发展，出现当事人承诺制度第一案和证券集体诉讼和

解第一案

2023 年度，本着更好保护投资者权益的宗旨，投资者保护制度在欺诈发行、信息披露违规案件领域进一步全面激活。证监会和各地监管局的行政处罚与民事及其他司法途径密切联系起来，实现了证券法投资者保护制度的多方联动。

（1）当事人承诺制度第一案：紫晶存储案

2015 年证监会《行政和解试点实施办法》首次推出了证券行政和解制度。然而，在长达近 5 年的试点过程中，通过适用该制度最终达成行政和解的案件寥寥无几，2015 至 2019 年间证监会仅发布 2 例成功达成行政和解的案例。

新《证券法》第 171 条¹在先前试点的基础上确立了当事人承诺制度，为深度推动行政和解制度实施提供了更大的实践空间。2021 年 10 月，国务院出台《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》；2022 年 1 月，证监会发布《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》，证监会、财政部发布《证券期货行政执法当事人承诺金管理办法》，为当事人承诺制度进一步提供了更加具体的规则指引。新规的出台扩大了当事人承诺制度的适用范围，简化了申请流程，然而，实践中当事人承诺案件却迟迟未能落地，直至 2023 年年末在紫晶存储案中有首个突破。概况如下：

- 2023 年 4 月，在证监会〔2023〕30 号案中，针对上市公司紫晶存储在招股说明书虚增营业收入和利润、未按规定披露对外担保的欺诈发行行为，以及未及时披露对外担保、定期报告存在虚假记载和重大遗漏的信息披露违法行为，证监会经立案调查后依法作出了行政处罚，其中对上市公司处以 3668 余万罚款，对相关责任人员处以 2164.26 万至 50 万不等的罚款，部分责任人员还被采取五年至终身的市场禁入措施。

1. 新《证券法》第 171 条
国务院证券监督管理机构对涉嫌证券违法的单位或者个人进行调查期间，被调查的当事人书面申请，承诺在国务院证券监督管理机构认可的期限内纠正涉嫌违法行为，赔偿有关投资者损失，消除损害或者不良影响的，国务院证券监督管理机构可以决定中止调查。被调查的当事人履行承诺的，

国务院证券监督管理机构可以决定终止调查；被调查的当事人未履行承诺或者有国务院规定的其他情形的，应当恢复调查。具体办法由国务院规定。国务院证券监督管理机构决定中止或者终止调查的，应当按照规定公开相关信息。

- 与此同时，证监会对与该案欺诈发行和信息披露违法相关的中介机构（包括 1 家证券公司、2 家会计师事务所和 1 家律师事务所）开展了相关调查工作。公开信息显示，根据四家中介机构涉嫌违法行为的情节及后果等因素，该四家中介机构依法可能被没收违法所得、处以罚款的金额合计约 1.77 亿元。
- 2023 年 5 月底，中国证券投资者保护基金官网发布有关正式设立紫晶存储事件先行赔付专项基金公告。公告显示，四家中介机构将联合设立资金规模达人民币 10 亿元的专项基金，用于先行赔付适格投资者的损失。
- 2023 年 6 月底，证监会正式受理了四家中介机构于 2023 年 4 月底递交的适用行政执法当事人承诺制度的申请。
- 2023 年 12 月 29 日，四家中介机构与证监会正式签署了《行政执法当事人承诺认可协议》，其中，四家中介机构承诺缴纳承诺金，并将根据要求落实自查整改和及时履行信息披露义务。据证监会官网报道，该案承诺金合计约 12.75 亿元，扣除四家中介机构前期已通过先行赔付程序赔付投资者损失约 10.86 亿元，四家中介机构还应当缴纳承诺金约 1.89 亿元。²

紫晶存储案为行政执法当事人承诺制度新规出台后首个成功适用该制度的案件，同时也是科创板适用先行赔付制度赔偿投资者损失的第一案，为监管执法新制度的实施提供了宝贵的实践经验。对于投资者而言，建立先行赔付基金为投资者提供了更加及时和有效的赔偿机制，有助于减少投资者的维权成本和时间，切实保障了投资者的合法权益；同时，对于涉嫌违法主体而言，鼓励其主动承担责任，督促其履行勤勉尽责义务，有助于提高其责任感和工作质量，有效规范市场秩序；对于资本市场整体而言，作为行政和解制度

的一种形式，行政执法当事人承诺制度首案的实践落地，提高了资本市场对该制度的全面了解，为其良性和适用提供了有益的借鉴，有助于进一步提升资本市场监管执法的效率和效果。

（2）证券集体诉讼和解第一案：泽达易盛案

新《证券法》第 95 条³确立了证券集体诉讼制度，投资者因证券虚假陈述遭受损失后，可以由投资者保护机构接受 50 名以上投资者的委托，作为代表人参加证券民事赔偿诉讼。2020 年 7 月，最高人民法院发布《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》，证监会出台《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》，中证中小投资者服务中心有限责任公司（“**中小投服**”）推出《中证中小投资者服务中心特别代表人诉讼业务规则（试行）》，均进一步细化了证券纠纷代表人诉讼的相关规则，提供了相关配套指引。2021 年 11 月，作为我国证券纠纷特别代表人诉讼第一案，“康美药业案”顺利结案，推动了我国证券集体诉讼制度的实践落地，为此后的投资者保护实践提供了重大的示范意义和良好的标杆效应。

在首例证券集体诉讼发生的两年之后，2023 年又出现了证券集体诉讼和解第一案，该案同时也是涉科创板上市公司特别代表人诉讼第一案：

- 2023 年 4 月，在证监会〔2023〕29 号案中，上市公司泽达易盛在证券发行文件中隐瞒重要事实、编造重大虚假内容，且年报存在虚假记载、重大遗漏，证监会依法对此进行查处，其中对上市公司处以 8600 万余元的罚款，并对相关责任人员处以 250 万元至 3800 万元不等的罚款。
- 同月，12 名投资者向上海金融法院提起证券虚假陈述民事诉讼。

2. 参见证监会：《紫晶存储案中中介机构承诺交纳约 12.75 亿元承诺金，已赔偿投资者约 10.86 亿元并整改，证监会适用当事人承诺制度维护投资者合法权益》，发布日期：2023 年 12 月 29 日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7453700/content.shtml>。

3. 新《证券法》第 95 条
投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼。

对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。

投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。

- 2023 年 7 月，中小投服经 50 名以上投资者特别授权向上海金融法院申请代表人诉讼。案件涉及 12 名被告，包括上市公司泽达易盛及其实控人、高管、中介机构等。
- 考虑到涉案事实认定相对清晰，各被告均有积极赔付意愿，且被告承担民事赔偿责任符合当事人预期，遂由上海金融法院组织各方进行调解。2023 年 12 月，在上海金融法院的主持下，中小投服代表投资者，与 12 名被告签订了调解协议草案，并提交法院制作民事调解书。根据调解协议，各责任主体将按照第三方损失核定的赔偿金额 2.8 亿元进行全额赔付。最终，该案以调解方式结案生效，七千多名适格投资者目前已陆续收到赔偿款项。

泽达易盛案对于证券集体诉讼的发展具有里程碑式意义。一方面，该案强化了上市公司的主体责任、中介机构的“看门人”责任以及实控人等的个人责任，同时避免了刚性巨额判决对资本市场的负面影响；另一方面，通过调解方式结案，众多投资者可以快速获得赔付，降低了维权成本，节约了司法资源，集中且高效地解决了因上市公司信息披露违规而引发的群体性纠纷。可见，证券集体诉讼和解为未来证券集体诉讼提供了可行方案，对保护投资者权益、实际化解纠纷等均具有示范意义。

2. 上市公司董监高签字即担责在过去饱受争议，独董新规出台后对独董追责更加精细化

上市公司董监高签字即担责一直是业界饱受争议的话题。新旧《证券法》均规定上市公司董事、监事和高级管理人员应当保证发行人及时、公平地披露信息，所披露的信息真实、准确、完整。然而，在实践中，如何具体执行这一规定却存在模糊性。虽然证监会于

2011 年颁布的《信息披露违法行为行政责任认定规则》对董监高的责任认定做出了一些细化规定，但过往执法实践显示，实务中各方对于《信息披露违法行为行政责任认定规则》第 3 条⁴规定的“真实、准确、完整、及时及公平”的判断标准仍然存在较大差异。特别地，由于实操中对独立董事定位不清晰、责权利不对等、监督手段不够、履职保障不足等制度性问题凸显，易导致在执法与司法领域的责任认定方面无法将独立董事与非独立董事的勤勉尽责义务进行有效区分对待，进而引发独立董事实际承担了过重的法律责任。例如 2021 年首例证券集体诉讼“康美药业案”中五位时任独立董事被法院判决承担数亿连带赔偿责任即引发社会广泛关注和热议：

- 在“康美药业案”中，证监会在〔2020〕24 号行政处罚决定书认定，相关独立董事在存在虚假记载的年度报告审议中投赞成票或签字，保证财务报告真实、准确、完整，但现有证据不足以证明相关人员已尽勤勉义务，进而认定相关独立董事是康美药业信息披露违法行为的责任人员，应对康美药业披露的定期报告存在虚假陈述承担法律责任，并分别处以 20 万元和 15 万元的行政处罚。
- 在后续的民事诉讼中，尽管五位独立董事辩称事前事后不知情且未从中获益等，但早在之前的证监会行政处罚中五位独董就已经被确认了履职过错，广东省广州市中级人民法院法院虽也考虑到独董的过错较小的因素，酌情判决五位独立董事分别在 10% 和 5% 范围内承担连带赔偿责任，但由于案涉金额巨大，独董连带赔偿数额均高达上亿元。⁵
- 该案当时引起了市场广泛热议，由于独立董事被判赔偿承担对应金额多达数亿元，对比独董年薪几

2. 参见证监会：《紫晶存储案中中介机构承诺交纳约 12.75 亿元承诺金，已赔偿投资者约 10.86 亿元并整改，证监会适用当事人承诺制度维护投资者合法权益》，发布日期：2023 年 12 月 29 日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7453700/content.shtml>。

3. 新《证券法》第 95 条
投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼。
对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。
投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并

为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。

4. 《信息披露违法行为行政责任认定规则》第 3 条
信息披露义务人应当按照有关信息披露法律、行政法规、规章和规范性文件，以及证券交易所业务规则等规定，真实、准确、完整、及时、公平披露信息。发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员应当为公司 and 全体股东的利益服务，诚实守信，忠实、勤勉地履行职责，独立作出适当判断，保护投资者的合法权益，保证信息披露真实、准确、完整、及时、公平。

5. 参见广东省广州市中级人民法院（2020）粤 01 民初 2171 号。后续康美药业的赔付工作按照重整计划执行。

十万的薪酬来看,可谓“天价”。该案一审判决之后,一时间有几十家上市公司发布了独立董事辞职公告,引起市场关注。⁶

随着监管环境的变化和市场需求,对上市公司董监高的责任认定也在近年来发生了新的变化。2022 年 1 月,最高人民法院发布《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》,特别就独立董事专设一条,⁷将其与其他发行人的“内部人”区分而单列了免责申辩条款。⁸ 2023 年 9 月 4 日,《上市公司独立董事管理办法》正式施行,其中,第 45 条⁹对独立董事责任的综合认定标准进行了细化,提及可以结合独立董事履行职责与相关违法违规行为之间的关联程度,兼顾其董事地位和外部身份特点综合进行认定,第 46 条¹⁰进一步明确了可以认定独立董事没有主观过错,不予处罚的具体情形,体现了对独立董事责任更加科学化、精准化追责的政策动向。

这种“精准追责”的政策动向已经在近两年的执法实践中得到了初步体现。首先,从证监会对独立董事进行处罚的案例数量上来看,根据我们持续跟踪观察统计,2021 年至 2023 年独立董事被处罚的案件数量逐渐下降。¹¹ 其次,在本年度对独立董事进行处罚的〔2023〕30 号案中,独立董事为具有会计背景的四

立董事且同时担任审计委员会主任,证监会最初认定其参与了欺诈发行和信披违规,但在听取其申辩意见后,仅认定其为信披违规的直接责任人员,并综合其履职情况,将量罚酌减至法定最低处罚幅度 50 万进行处罚。这些实践趋势表明,监管机构在处理上市公司董监高责任问题时,正逐步从“一刀切”的过错推定转向更为细致的责任认定,体现了对上市公司董监高权益的保护和对市场秩序的维护。

总体而言,随着监管政策的不断完善和市场环境的变化,上市公司董监高的责任认定也在逐步走向规范化和精细化。监管机构宜按照责权利匹配原则,兼顾独立董事的特殊董事地位和外部身份特点,在执法过程中充分体现过罚相当、精准追责。这不仅有助于提高市场的透明度和公平性,也有助于保护投资者的合法权益,推动资本市场的健康发展。当然,如何在实际操作中更好地平衡各方利益,确保监管的有效性和公正性,仍将是未来需要进一步探讨和解决的问题。

6. 参见澎湃新闻:《康美案宣判后 43 个 A 股独董辞职,离职潮真的来了吗?》,发布日期:2021 年 12 月 1 日, https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_15596302。

7. 《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第 16 条
独立董事能够证明下列情形之一的,人民法院应当认定其没有过错:
(一)在签署相关信息披露文件之前,对不属于自身专业领域的相关具体问题,借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题的;
(二)在揭露日或更正日之前,发现虚假陈述后及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告的;
(三)在独立意见中对虚假陈述事项发表保留意见、反对意见或者无法表示意见并说明具体理由的,但在审议、审核相关文件时投赞成票的除外;
(四)因发行人拒绝、阻碍其履行职责,导致无法对相关信息披露文件是否存在虚假陈述作出判断,并及时向证券交易场所、监管部门书面报告的;
(五)能够证明勤勉尽责的其他情形。
独立董事提交证据证明其在履职期间能够按照法律、监管部门制定的规章和规范性文件以及公司章程的要求履行职责的,或者在虚假陈述被揭露后及时督促发行人整改且效果较为明显的,人民法院可以结合案件事实综合判断其过错情况。
外部监事和职工监事,参照适用前两款规定。

8. 详见:《新虚假陈述司法解释》评述系列(八):《新规》下的“内部人”责任与独立董事责任。

9. 《上市公司独立董事管理办法》第 45 条
对独立董事在上市公司中的履职尽责情况及其行政责任,可以结合独立董事履行职责与相关违法违规行为之间的关联程度,兼顾其董事地位和外部身份特点,综合下列方面进行认定:
(一)在信息形成和相关决策过程中所起的作用;
(二)相关事项信息来源和内容、了解信息的途径;
(三)知情程度及知情后的态度;

(四)对相关异常情况的注意程度,为核验信息采取的措施;
(五)参加相关董事会及其专门委员会、独立董事专门会议的情况;
(六)专业背景或者行业背景;
(七)其他与相关违法违规行为关联的方面。

10. 《上市公司独立董事管理办法》第 46 条
独立董事能够证明其已履行基本职责,且存在下列情形之一的,可以认定其没有主观过错,依照《中华人民共和国行政处罚法》不予行政处罚:
(一)在审议或者签署信息披露文件前,对不属于自身专业领域的相关具体问题,借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题的;
(二)对违法违规事项提出具体异议,明确记载于董事会、董事会专门委员会或者独立董事专门会议的会议记录中,并在董事会会议中投反对票或者弃权票的;
(三)上市公司或者相关方有意隐瞒,且没有迹象表明独立董事知悉或者能够发现违法违规线索的;
(四)因上市公司拒绝、阻碍独立董事履行职责,导致其无法对相关信息披露文件是否真实、准确、完整作出判断,并及时向中国证监会和证券交易所书面报告的;
(五)能够证明勤勉尽责的其他情形。
在违法违规行为揭露日或者更正日之前,独立董事发现违法违规行为后及时向上市公司提出异议并监督整改,且向中国证监会和证券交易所书面报告的,可以不予行政处罚。
独立董事提供证据证明其在履职期间能够按照法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及公司章程的规定履行职责的,或者在违法违规行为被揭露后及时督促上市公司整改且效果较为明显的,中国证监会可以结合违法违规行为事实和性质、独立董事日常履职情况等综合判断其行政责任。

11. 如总论篇文章脚注 11 提及,根据我们对证监会官网渠道的不完全统计,2021 年独立董事受到处罚的案例为 5 件、2022 年为 1 件、2023 年为 1 件。尽管因各年份公布时间的数据不同可能存在一定误差,但总体上可反映一定趋势。

3. “专网通信”案件部分靴子逐渐落地，与融资性贸易相关的链条式财务造假再度引起市场热议，业务真实性判断标准值得关注

自“专网通信”业务从 2021 年 5 月 30 日开始暴雷之后，众多上市公司被监管机构介入调查，“专网通信”业务所涉的融资性贸易业务再度成为社会聚焦的热点。2023 年度，证监会对其中多家企业作出行政处罚决定，涉及案例包括〔2023〕24 号案、〔2023〕29 号案、〔2023〕35 号案、〔2023〕46 号案、〔2023〕48 号案、〔2023〕63 号案等；另有多家企业仍在被监管机构调查处理中。

与主要基于商品或服务的实际需求进行交易的一般贸易不同，融资性贸易业务是以贸易业务为名，实为出借资金、无商业实质的违规业务。根据《关于进一步排查中央企业融资性贸易业务风险的通知》，融资性贸易的表现形式多样，具有一定的隐蔽性，主要特征有：一是虚构贸易背景，或人为增加交易环节；二是上游供应商和下游客户均为同一实际控制人控制，或上下游之间存在特定利益关系；三是贸易标的由对方实质控制；四是直接提供资金或通过结算票据、办理保理、增信支持等方式变相提供资金。¹²

在这类案件中，关键在于对业务真实性的判断。根据我们的办案经验及研究，在证券行政执法案件中，监管部门通常会采用“明显优势证明标准”，即证监会证明违法事实存在的证据“明显优于”行政相对人的反驳违法事实的证据。例如：

- 在〔2023〕29 号案中，上市公司提出在案证据不足以证明公司业务虚假，当事人陈述不能直接作为定案依据；交易相对方从趋利避害角度的指认、指定供应商等因素均不能作为交易真实性的判断依据；资金流未形成闭环，不能由资金流推断交易是虚假的等申辩理由。对此，证监会指出，其并未单纯将“资金回流”等同于虚假业务或作为认定虚假的唯一证据，而是结合相关记账情况、记账凭证、当事人陈述、相关证人证言、相关情况说明、资金流水、工商资料、相关业务合同等证据综合分析，以达到“明显优势证明标准”。

- 在〔2023〕35 号案中，上市公司申辩称，专网通信业务存在真实产品生产、物流运输、产品交付验收，确实具备业务实质。对此，证监会从该业务管理模式由财务部主导，不纳入业务部门管理；上市公司不直接与客户、供应商接触，不参与采购、生产和交付验收，相关设备没有融合公司技术；上市公司没有进行生产加工，却在业务系统中虚构生产流程，虚构软件加载模块；上市公司通过签订委托加工合同形式，垫资加入专网通信业务链条，不具有真实委托加工关系等多方面异常情况认为相关业务不具有真实性。

鉴于以上，针对已经接受监管部门立案调查的上市公司而言，为了澄清和说明其有关业务不属于虚假业务的，可以更多地尝试从合同的签署与履行、交易对手的综合情况、合同项下相关物流和资金流等多重因素证明交易的真实性和合法性。简而言之，合同应当明确、具体，并且与实际交易相匹配；交易对手应当有可靠的资质、信誉以及相应的履约能力；物流和资金流应当能够清晰地追踪和验证，体现上市公司对该等业务地实际参与度与贡献度。特别地，上市公司在开辟新业务模式时，应当注重业务真实性的审查。这包括对交易对手的尽职调查、合同条款的仔细审查以及物流和资金流之间的匹配性，如遇疑点，应及时记录和寻求合理解释和解决方案。此外，上市公司还应当建立和完善内部控制机制，特别是针对并购而来的子公司所开展的业务，一旦纳入上市公司监管体系后，应加强监督管理和内部控制，以确保业务的合规性和防止财务造假的发生。

4. 子公司财务造假导致上市公司披露含虚假记载的定期报告的事件越趋频发，如何建立行之有效的内控制度值得进一步思考

近年来，随着资本市场的日益复杂和公司治理结构的多样化，财务造假事件屡屡发生，其中由于上市公司对子公司失去控制，因子公司财务造假而导致上市公司披露了含虚假记载的定期报告的事件越趋频发。

我们注意到，在 2023 年度证监会处罚案例中，因子公司相对独立，上市公司对其日常经营和财务状况的

12. 参见国务院国有资产监督管理委员会：《融资性贸易的具体界定标准是什么？》，发布时间：2023 年 2 月 7 日，<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c27333644/content.html>。

监督可能存在盲区，进而逐步导致上市公司对其子公司的经营管理的失控的案例不在少数。案例显示，当子公司或上市公司个别管理层人员为了自身利益，如提高业绩、获得更多融资、完成业绩对赌承诺等，选择对子公司业绩进行财务造假时，上市公司往往难以察觉。例如：

- 在〔2023〕2号案中，上市公司责任人员主张已对子公司尽到了管理职责，子公司利用军工企业保密制度对非涉密的母公司和母公司管理层形成信息屏障，致其无法了解其经营的具体内容、无法核实相关合同的真实性，但证监会未采纳其申辩，认为因子公司为保密单位并非法定免责事由。
- 在〔2023〕9号案中，子公司虚构业务、虚增收入和利润，导致母公司信披违规，证监会认为母公司内部控制存在明显缺陷，且未审慎处理审计机构及公司部分管理人员对收购子公司及子公司相关业务的质疑，因此未采纳上市公司关于子公司自身的业绩造假导致母公司被动信披违规的申辩理由。
- 在〔2023〕24号案中，上市公司在收购时，管理层为完成业绩对赌，大量引入组装业务，未计提子公司商誉减值、虚增利润，证监会基于存在对赌协议的事实认为引进组装业务的目的是为了完成业绩对赌，未采纳相关责任人员的申辩。

结合近年来的案例，可以发现，上市公司因子公司财务造假、对子公司失控而应否承担责任及如何承担责任常因子公司财务造假发生的具体阶段不同而有所区别。

对于上市公司收购完成后的子公司财务造假，根据《企业会计准则第33号——合并财务报表》第13条¹³，上市公司对子公司表决权比例超过50%时，一般认为上市公司能够对子公司形成控制，需要将其纳入合并财务报表范围。上市公司对于并表子公司的财务造假行为不能免除责任。一方面，上市公司作为信息披露义务人，有责任确保其披露的信息真实、准

确、完整。如果子公司存在财务造假行为，对上市公司披露的定期报告产生重大影响，将直接导致上市公司违反信息披露义务。另一方面，上市公司对并表子公司具有管理和监督的责任。如果上市公司未能建立健全的内部控制机制来防范和发现子公司的财务造假行为，这表明上市公司在内部控制方面存在重大缺陷。因此，上市公司应对并表子公司失控造成的信息披露违法行为承担责任，即使在部分案例中上市公司声称子公司为军工涉密企业、对母公司形成信息屏障，但也不能作为上市公司合理可采纳的申辩理由。

对于上市公司收购过程中的子公司财务造假，上市公司及相关责任人员可能承担的责任与监管机构认定的其主观知情程度和恶性程度存在重要关联。例如，在〔2021〕2号案和〔2021〕19号案中，并购重组交易对方均被认定构成合同诈骗，但对上市公司责任承担的认定却不尽相同：

- 在〔2021〕19号案中，证监会认为上市公司的高管主导了收购过程，在已委托中介机构对被收购对象的价值进行尽职调查，且已发现其存在应收账款过高等问题后，仍然为提升业绩、刺激股价，以高价收购标的公司，最终标的公司破产，造成损失无法挽回。结合上市公司的高管收受贿赂等情节，证监会认定上市公司并非受到子公司的故意隐瞒、欺骗和误导，而是对子公司财务造假知情，因此应当对收购过程中和收购完成后的子公司财务造假均承担责任，最终证监会对上市公司及两位责任人员适用旧《证券法》顶格处罚。
- 而在〔2021〕2号案中，上市公司在违法行为被发现前已及时向监管机构报告并予以公告，并采取了各项措施避免损失扩大。证监会认为，对于重组阶段的信息披露违法，尽管相关文件通过上市公司披露，但考虑到上市公司的主客观情况，证监会不认定其违法责任，而是将子公司作为其他信息披露义务人，单独追究其责任。但在重组完成后，子公司不再有信息披露义务，上市公司作为信息披露义务人，对子公司财务数据负有监督管理职责，该阶段信息披露违法不能因“其他

13. 《企业会计准则第33号——合并财务报表》第13条

除非有确凿证据表明其不能主导被投资方相关活动，下列情况，表明投资方对被投资方拥有权力：

（一）投资方持有被投资方半数以上的表决权的。

（二）投资方持有被投资方半数或以下的表决权，但通过与其他表决权持有人之间的协议能够控制半数以上表决权的。

违法行为引起”而免除自身应当承担的责任。

可见,上市公司需要更加审慎地行使知情权和监督权,确保子公司的财务状况真实、透明。为尽可能避免在收购过程中因子公司财务造假承担责任,上市公司可以委托中介机构对子公司进行充分尽职调查,对专业意见予以重视并留痕,一旦发现风险,第一时间启动内部调查和/或刑事报案程序、及时发布风险告知、进行民事追责,并适时向监管机构报告和积极应对监管机构调查。在收购完成之后,由于上市公司对其并表子公司具有监督管理义务,上市公司难以规避因子公司的财务造假而应承担的责任,因此上市公司重点在于确保尽到监督管理义务,建立并执行有效的内部控制制度,定期检验内控制度运行情况,防范子公司失控风险。

二、2023 年信息披露违法案件中传统典型争议问题探讨

在前文论述的 2023 年信息披露违法案件的新型热点问题和趋势之外,2023 年度信息披露违法案件中所反映的一些典型争议问题同样值得探讨,主要包括:

(1) 欺诈发行与信息披露违法常涉及违法行为竞合、新旧法适用以及行政处罚时效等复杂问题,需综合考虑和区分认定;

(2) 上市公司未及时披露与已披露信息存在虚假记载或重大遗漏常存在交叉情形,如何辨别各种违法行为之间的区别与联系、又将如何影响法律责任轻重认定,值得关注;

(3) 上市公司实控人常兼具公司主管人员身份进而面临实控人指使责任和公司主管人员责任的“双重重担”,如何有效区分定性是破解难题关键。

1. 欺诈发行与信息披露违法涉及违法行为竞合、新旧法适用以及行政处罚时效等复杂问题,需综合考虑和区分认定

欺诈发行与信息披露违法的关系一直是资本市场关注的焦点。欺诈发行是指上市公司在 IPO 阶段或上市后,通过虚增收入、利润、资产等方式,夸大公司的实际财务状况、经营成果或现金流量,并以此为依据向投资者发行股票的行为。而信息披露违法则是指上市公司在信息披露过程中违反了相关法律法规,未按照规定披露信息或者披露的信息不真实、不准确、不完整。

在 2023 年度案例中,证监会在 4 件¹⁴案例中均同时处理了欺诈发行与信息披露违法问题,这些案例以及过往的案例可以显示出证监会就两者之间的行为定性和违法责任认定问题上的主要处理思路:

首先,从违法行为竞合角度而言,证监会对于同时涉及欺诈发行与信息披露违法的情况,遵循的总体原则为:公司在 IPO 阶段或上市后非公开发行阶段在发行文件中存在信披违规行为,基于违法行为竞合时“重行为吸收轻行为”、“择一重处”的监管思路单独处罚欺诈发行行为,但上市公司此后继续在定期报告中财务造假的行为将会单独作为信息披露违规行为被处罚。例如:

- 在〔2023〕30 号案中,证监会对公司在 2019 年 IPO 阶段披露的《招股说明书》中隐瞒重要事实、编造重大虚假内容的行为根据新《证券法》第 181 条处以非法所募资金金额的 20%;对公司在 2020 年 2 月上市后在 2019 年、2020 年和 2021 年年报存在虚假记载、重大遗漏的行为根据新《证券法》第 197 条第 2 款处以 500 万元罚款。

其次,欺诈发行和信息披露违法行为的不同行为性质也将影响处罚时效起算点的认定,以及新旧《证券法》的适用。一般认为,尽管欺诈发行行为也可能涉及发行文件的修改、补充披露等多个行为,但欺诈发行行为的截止时点为股票发行上市之日,可以理解为一次性行为(与持续性违法行为相对)。该行为结束时,时效开始起算。且若股票上市时间在新《证券法》生效之前,应当适用旧《证券法》进行处罚。而对于定期报告存在虚假记载或重大遗漏等违法行为,一般认为,若定期报告未予以更正,该信息披露违法行为造

14. 分别为〔2023〕29 号案、〔2023〕30 号案、〔2023〕48 号案、〔2023〕50 号案,其中〔2023〕29 号案和〔2023〕48 号案为同一上市公司受到行政处罚,仅涉及的自然人主体不同。

成的法益侵害仍在日益增加，不因披露行为动作的结束而结束，因此将可能被视为违法行为一直持续，时效并未经过，且因违法行为的持续会跨越新法和旧法，则将会适用新《证券法》进行处罚。例如：

- 在著名的证监会〔2021〕16 号案中，上市公司涉及 2010 年 IPO 阶段欺诈发行和 2016 年非公开发行欺诈发行两个欺诈发行行为，以及 2010 至 2016 年间报送和披露的申报材料 and 年度报告存在虚假记载、重大遗漏等信息披露违法行为。
- 关于 2010 年 IPO 阶段的欺诈发行及 2010 年至 2016 年年报虚假记载行为是否已过处罚时效问题，证监会认为：1) IPO 阶段构成欺诈发行且同时披露的申请文件中也涉及虚假记载的，即也同时构成信息披露违法，考虑信息披露违法包含在欺诈发行之中，根据重违法吸收轻违法的原则，故证监会仅对欺诈发行予以认定处罚，不再单独认定信息披露违法；2) 该案由于 2010 年 IPO 阶段欺诈发行已经超过处罚时效，不再予以处罚，在不能吸收的情况下，对 IPO 阶段的信息披露违法单独认定处罚并无不妥；3) 上市公司基于财务造假的概括故意，自 2007 年至 2016 年连续多年实施财务造假，导致 IPO 申请文件及上市后 2010 年至 2016 年年报披露存在虚假记载，该信息披露行为仍处于持续侵害市场的状态，亦具有继续的特点，因此该信息披露违法行为并不因披露的动作结束而结束。
- 关于 2016 年欺诈发行涉及的财务造假和欺诈发行是否超过处罚时效问题，证监会认为，该次欺诈发行与 2012 年至 2015 年年报虽都涉及共同的财务数据造假，但二者在构成要件、侵犯法益等方面均不相同，且这几次年报与前后几次年报

及 IPO 申请文件连续披露存在虚假记载，构成一个整体的信息披露违法，证监会仅对信息披露违法给予一次处罚，同时根据上述重违法吸收轻违法的原则，证监会不再对 2016 年欺诈发行中的信息披露违法予以认定处罚，仅对欺诈发行认定处罚并无不妥。根据证监会对发现时间的认定（依据北京证监局 2017 年 12 月作出的核查通知作为该案发现的时间），证监会认为对 2016 年欺诈发行认定处罚并未超出处罚时效。

可见，欺诈发行与信息披露违法的关系是一个复杂而重要的问题。通过这些典型案例可以看到，监管机构在处理此类问题时需要高度严谨，不仅需要对行为性质进行准确认定，还需要结合处罚时效、新旧法适用问题进行综合认定。上市公司和相关责任人员在面对监管机构调查和申请陈述申辩、听证过程中，也应尽可能寻求专业分析和帮助，以综合理清所涉行为性质和相关法规和法律原则的适用情形。

2. 上市公司未及时披露与已披露信息存在虚假记载或重大遗漏常存在交叉情形，如何辨别各种违法行为之间的区别与联系、又将如何影响法律责任轻重认定，值得关注

旧《证券法》第 193 条第 1 款和第 2 款¹⁵将“未按规定披露信息”以及“所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”并列、将“未按规定报送报告”以及“所报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”并列规定罚则，也即系按照“信息披露”和“报送报告”两种模式进行区分。

新《证券法》第 197 条第 1 款和第 2 款¹⁶则对上市公司“未按规定报送和披露”（常涉及“未及时披露”）与“报送和披露的信息存在信息披露违法”（常涉及

15. 旧《证券法》第 193 条

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人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，责令改正，给予警告，并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责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并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责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的，依照前两款的规定处罚。

16. 新《证券法》第 197 条

信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

“虚假记载”和“重大遗漏”）进行了区分规定，后者违法性质较为恶劣，进而法律责任更重，其中“未及时披露”适用第1款进行处罚（对上市公司罚款幅度为50-500万元之间），“虚假记载”和“重大遗漏”适用第2款进行处罚（对上市公司罚款幅度为100-1000万元之间）。

实践中，在新《证券法》施行后，处罚决定中常常能见到认定上市公司“未及时披露”与“虚假记载”或“重大遗漏”等违法行为交叉出现的情况，交叉的情况进一步增加了如何定性和量罚的复杂程度。

在2023年度的一些案例中，部分行为系“未及时披露”，同时导致了定期报告存在“虚假记载”或者“重大遗漏”的情况，证监会最终依据后者进行量罚。例如：

- 在〔2023〕1号案中，证监会在违法事实层面认定上市公司未及时披露对外质押担保、关联方资金占用事项，同时认定定期报告披露“不存在对外担保事项”“不存在关联方占用资金”相关表述存在虚假记载，最终依据《证券法》第197条第2款对“虚假记载”违法行为予以处罚。
- 在〔2023〕21号案中，证监会在违法事实层面认定上市公司未及时披露及未在定期报告中披露关联担保、关联交易、股权转让事项，最终依据《证券法》第197条第2款对“重大遗漏”违法行为予以处罚。¹⁷

在过往的一些案例中，当事人有时会提出上市公司只是未按要求披露，并不构成重大遗漏的申辩，证监会（局）则会仔细区分未按要求披露的内容构成，并指出哪些内容对投资者的投资决策有重大影响，从而认定构成“重大遗漏”，且对未及时披露和重大遗漏行为分别进行处罚。例如：

- 在证监会江苏监管局〔2022〕5号案中，证监会在违法事实层面认定上市公司存在未及时披露非经营性资金占用行为，以及未及时披露非经营性资金占用导致重大遗漏的行为，相关当事人提出上市公司已经在半年报告的“第四节 经营情况讨论与分析”部分披露了控股股东占用资金已归还等情况，只是未按照规定在半年报“第十三 重大关联交易”处披露，该违法行为轻微不具有社会危害性，不构成重大遗漏。证监局则认为，上市公司在半年报中概括性披露“控股股东占用资金已全部归还”的信息并不完整，没有按要求披露关联方非经营性资金占用形成的原因、债权债务期初余额、本期发生额、期末余额以及对公司的影响；关联方非经营性资金占用问题并不只是公司前期已经披露的部分金额，除此之外还有其他金额，该部分资金占用不仅未在半年报中披露，也未履行临时信息披露义务，该事项对投资者的投资决策具有重大影响，未在半年度报告中如实披露关联方非经营性资金占用情况构成重大遗漏。最终，证监局分别对未及时披露行为、半年报的重大遗漏行为分别进行了处罚。

基于上述案例情况，当上市公司及其高管人员面临涉嫌“未及时披露”违规，同时涉嫌导致已披露信息存在“虚假记载”或者“重大遗漏”交叉情形的情形时，如何有效辨别各个违法行为之间的联系和区别至关重要，结合行政处罚违法行为竞合、牵连吸收原则、择一重处罚等法律适用原则，最终可能会影响法律责任的轻重认定。对此领域的发展与变化趋势，我们也将继续保持关注和分享。

3. 上市公司实控人常兼具公司主管人员身份进而面临实控人指使责任和公司主管人员责任的“双重重担”，如何有效区分定性是破解难题关键

新《证券法》第197条¹⁸对发行人的实际控制人组织、

17. 同样认定未及时披露重大事项导致定期报告存在重大遗漏的案例还包括〔2023〕29号案、〔2023〕30号案、〔2023〕48号案、〔2023〕61号案、〔2023〕69号案、〔2023〕72号案、〔2023〕149号案。

18. 新《证券法》第197条
信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。
信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

指使、隐瞒等行为规定了单独的罚则，与直接负责的主管人员和其他直接责任人员的责任分别规定。由于上市公司的实际控制人在公司运营中往往拥有较大影响力，一旦上市公司发生信息披露违法情形，实际控制人也常常被认定为信息披露的“第一责任人”被证监会予以严惩。例如：

- 在〔2023〕29号案中，上市公司的年报中财务数据存在虚假记载、未按规定如实披露关联交易，证监会认定，上市公司的时任董事长、总经理林某对公司公告的定期报告的真实性和准确性、完整性承担主要责任，是直接负责的主观人员；同时，林某作为实际控制人组织、指使实施了违法行为。基于前述认定，证监会就上市公司年报存在虚假记载、重大遗漏的行为，将林某认定为直接负责的主管人员处以300万元罚款；同时以林某作为实际控制人组织、指使了上述行为并处500万元罚款。证监会在行政处罚决定书中进一步明确，依据不同身份、不同职责、不同行为，分别予以处罚，并不存在重复评价或者“一事再罚”问题。

在此类案件中，上市公司实控人首要提出的申辩理由是，该等认定和处罚是否涉及对“一事不二罚”原则的违反。所谓“一事不二罚”是指《行政处罚法》第29条规定的“对当事人的同一个违法行为，不得给予两次以上罚款的行政处罚”。据此，我们认为，只要违法行为具有单一性，处罚机关即不得对于当事人给予两次以上罚款的行政处罚，而不能仅以当事人在实施这一行为时是否具有不同身份来判断。如果违法行为不具有单一性，而是可分的违法行为，那么针对不同的违法行为自然可以分别给予行政处罚。例如：

- 在证监会2022年度典型稽查案例〔2022〕57号案件中，证监会调查发现，豫金刚石通过虚构交易等方式财务造假，导致2016年至2019年年报存在虚假且存在关联担保、资金占用等的重大遗漏，并以此认定豫金刚石构成信息披露违法行为，依法对豫金刚石处以责令改正、警告和500万元的罚款；同时，对豫金刚石的实际控制人和时任董事长、董秘郭某某，则分别以其系实际控制人和直接负责的主管人员认定其决策、组织并主导实施了案涉违法行为，最终对其处以警告和1,500万元罚款，其中作为直接负责的主管人员罚款500万元，作为实际控制人罚款1,000万元。

在该案中，郭某某隐瞒与上市公司大量资金往来、操控上市公司向自身控制使用的账户转移资金的行为显然已经超出了董事长的职权范畴，并非董事长所能实施；而郭某某主持董事会会议，审计相关报告并在定期报告上签字等行为，则属于董事长职权范畴。前述数个违法行为是基于不同身份下的不同职权所实施的，因此可以分别作出处罚。

鉴于以上，在涉嫌违法行为人具有双重或多重身份的情况下，判断行为人需要承担何种责任重点在于判断，行为人实施该项行为依托于何种身份、所利用的是何种权力，如果利用的是对公司的控制权，则应承担实际控制人责任，如果利用的是对公司的经营管理权，则应承担主管人员责任。当然，实控人存在指使、组织行为，并基于主管人员身份实际实施相关具体违法行为的，通常按主管人员和实控人指使分别严惩的执法口径，也与监管部门在证券金融监管领域一贯坚持的“追首恶”、严惩“关键少数”的坚决态度相符。

三、回顾小结

信息披露是资本市场健康有序运行的基础，是投资者作出价值判断和投资决策的前提，是证监会监管执法的重中之重。2023年度的信息披露违规案件中存在诸多社会广泛关注的热点问题以及有待继续解决的典型难点问题，该等问题反映了资本市场环境的变化，也体现了监管执法的态度和趋势，值得进一步研究和关注。

（1）2023 年度信息披露违规案件中的热点问题及其新趋势

- 当事人承诺制度首案和证券集体诉讼和解首案：**我们欣喜地看到我国资本市场投资者保护制度的进一步实现突破发展，出现适用当事人承诺制度第一案、证券集体诉讼和解第一案，前者激活了新《证券法》实施后就一直沉睡的行政和解制度，为监管执法新制度的实施提供了宝贵的实践经验，后者对于证券集体诉讼的发展具有里程碑式意义，为未来证券集体诉讼提供了一种可行方案，对保护投资者权益、实际化解纠纷具有示范意义。
- 独董责任认定问题：**随着监管政策的不断完善和

市场环境的变化，上市公司董监高的责任认定也在逐步改变过去“一刀切”式的认定方式。独立董事担责案件近年逐渐下降，随着 2023 年独董新规的出台，预计之后监管机关对独立董事的执法也会更加精细化。

- **融资性贸易业务问题：**2023 年部分专网通信案件靴子落地，与融资性贸易相关的链条式造假情况再度引发市场关注，此类案件中如何判断业务的真实性是问题的关键。通常需注意从合同的签署与履行、交易对手的综合情况、合同项下相关物流和资金流等多重因素证明交易的真实性和合法性。
- **母子公司内控缺陷问题：**子公司财务造假导致上市公司披露了含虚假记载的定期报告的事件在 2023 年越趋频发。为尽可能避免在收购过程中因子公司财务造假承担责任，上市公司可以委托中介机构对子公司进行充分尽职调查并对专业意见予以重视并留痕；在收购完成之后，由于上市公司对其并表子公司具有监督管理义务，上市公司难以规避因子公司的财务造假而应承担的责任，因此上市公司重点在于确保尽到监督管理义务，建立并执行有效的内部控制制度，定期检验内控制度运行情况，防范子公司失控风险。

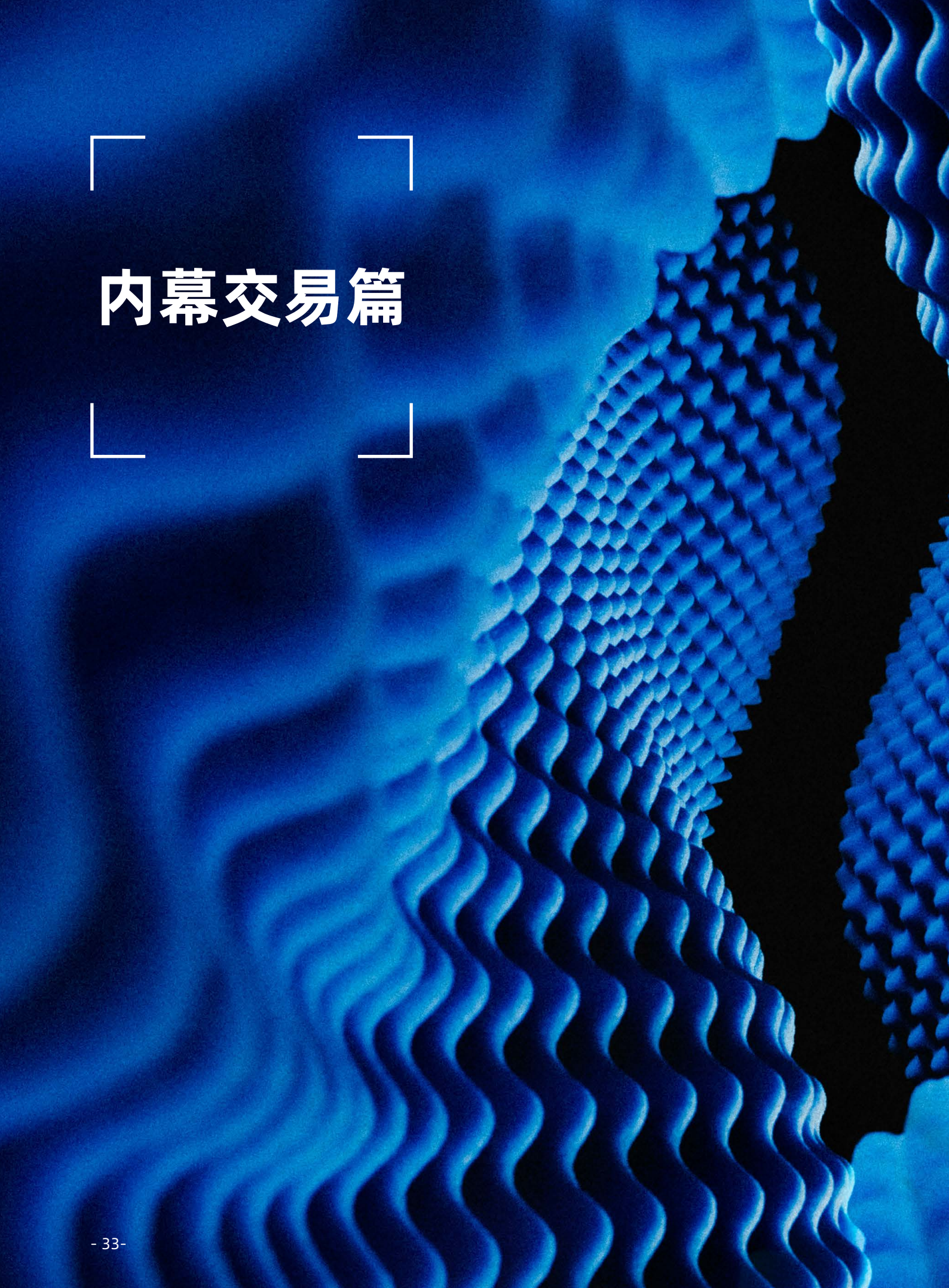
（2）信息披露违规案件中长期以来存在典型难点问题

- **欺诈发行与信息披露违法的关系：**二者常涉及违法行为竞合、新旧法适用以及行政处罚时效等复杂问题，需综合考虑和认定。若欺诈发行与信息披露违法构成违法行为竞合，则最终可能根据重行为吸收轻行为的原则，择一重处罚。欺诈发行和信息披露违法在性质上一般被认为分属于一次性违法行为和持续性违法行为，进而在新旧法的适用、行政处罚时效的起算点问题上会产生不同结果。欺诈发行与信息披露违法的关系是一个复杂而重要的话题，值得深入探讨和研究。
- **未及时披露与已披露信息存在虚假记载或重大遗漏的关系：**二者在实践中经常存在交叉情形，在“未及时披露”同时构成“虚假记载”或者“重大遗漏”的情况下，如何辨别各种违法行为区别与联系至关重要，结合行政处罚违法行为竞合、

牵连吸收原则、择一重处罚等法律适用原则，最终可能会影响法律责任的轻重认定。

- **上市公司实控人责任与公司主管人员责任的关系：**上市公司实控人常兼具公司主管人员身份进而面临实控人指使责任和公司主管人员责任的“双重重担”，如何有效区分定性是破解难题的关键。一般认为，重点在于判断行为人实施该项行为所使用的是依托于何种身份、所利用的是何种权力，如果利用的是对公司的控制权，则应承担实际控制人责任，如果利用的是对公司的经营管理权，则应承担主管人员责任。

2024 年 3 月，证监会明确将把保护投资者合法权益作为核心任务，提出监管思路将突出“两强两严”。为此，我们也将继续保持对证监会执法态势和信息披露违法案件的追踪和关注，结合实务经验，分享我们对有关问题的观察和思考。

The background is a deep blue monochrome image. On the right side, there is a profile of a person's head and shoulder, facing left. The person is wearing a garment with a prominent, wavy, textured pattern that resembles a woven or knitted fabric. The lighting is soft, creating subtle highlights and shadows on the fabric and the person's features. In the upper left quadrant, there are two white L-shaped corner brackets, one at the top left and one at the bottom left, framing the title text.

内幕交易篇

前言：

2024 年 2 月 22 日，证监会连挂网六份“罚单”，涉及内幕交易、操纵市场的违法违规行为，其中涉及 5 人因内幕交易被惩处。2 月 23 日，证监会举行新闻发布会，证监会首席检查官、稽查局局长李明指出，操纵市场实质是骗，内幕交易实质是偷，部分上市公司实际控制人、董监高违背忠实义务，利用其身份职位优势，偷看“底牌”，控制信息披露、炒作热点、安排股评、囤积股票、对倒拉抬、抢先交易，性质恶劣、影响极坏，必须予以严惩。对此，证监会将通过多维技术手段构建“穿透式”线索筛查体系，对内幕交易等行为进行精准识别、严厉打击。¹由此可见，对内幕交易等典型违法违规行为严惩重罚、肃清市场风气，依然是 2024 年证监市场监管的重中之重。

本期文章，我们将围绕 2023 年度证监会内幕交易执法案件的执法特点，就内幕交易违法行为执法过程中容易引发争议的焦点问题展开探讨，以供读者参考。

一、2023 年度内幕交易案件执法特点回顾

2023 年度证监会处罚的 10 件内幕交易案件中，在违规类型、处罚幅度和申辩情况方面，具有以下特点（详细评述分析详见《方达金融执法观察 | 2023 年度证券执法观察 - 总论篇》）：

- 内幕交易违规类型：2023 年度证监会处罚的 10 件内幕交易案件中，非法获取内幕信息交易和知情人实施内幕交易违规行为案件各占一半，无因泄露内幕信息或建议他人买卖股票而被处罚的案例。可见内幕交易行为的隐蔽性及泄露内幕信息案件的查处难度较大。
- 内幕交易处罚幅度：2023 年度证监会处罚的 10 件内幕交易案件中，有 4 件适用旧《证券法》，6 件适用新《证券法》。虽然新《证券法》加大了处罚力度，但实务案例显示证监会在适用新《证券法》处罚时，超过五倍罚款的案件数量并未显

著增加。另经对比梳理发现，2023 年度内对于没有违法所得或者违法所得不足五十万元的案例的处罚力度显著提升，多见证监会进行顶格罚款，这体现出监管机构对罚款力度的裁断仍系结合主观恶意、交易体量、社会危害、特殊身份等多种因素综合考量。

- 申辩情况：2023 年度证监会处罚的 10 件内幕交易案件中，仅 6 件内幕交易案例中的当事人申请了听证，但其申辩意见均未得到证监会的支持和采纳，这在一定程度上反映出违法当事人对于内幕交易行为查处标准尚缺少清晰认识和深刻理

解，进而滋生了侥幸心理或实施了“误操作”。从 2023 年度为数不多的案件申辩理由可以发现，当事人对于以下几个焦点问题存在较多争议，值得我们在下文关注与探讨：

- （1）窝案中的内幕信息“知情人”、“非法获取内幕信息的人”通常申辩否认其“知悉”和“利用”了内幕信息进行证券交易，因此执法过程中，监管机关认定当事人是否“知悉”并“利用”内幕信息的执法标准值得探讨。
- （2）基于上市公司重组并购等项目形成的内幕信息，由于项目实际常涉及多个环节、多部门人员，特别在存在传递型内幕交易的情况下，如何认定相关人员的交易行为是个人违法行为还是共同违法行为，如存在共同违法行为，该如何恰当处罚，同样值得关注。
- （3）不少上市公司知情人也会以存在其他事先的交易安排主张其在内幕信息敏感期内的证券交易行为不违法，属于内幕交易有关“预设计划交易”的法定免责事由，但鲜见实务中以此获得监管机关认可并免于处罚的案件。因此，内幕交易案件法定豁免情形之一的“预设计划交易”需要满足哪些基本条件值得研究与明确。

1. 参见央广网：《证监会李明：对操纵市场和内幕交易，重点惩治“关键少数”》，发布日期：2024 年 2 月 23 日，https://www.cnr.cn/ziben/yw/20240223/t20240223_526605730.shtml。

二、如何认定“知情人”、“非法获取内幕信息的人”是否“知悉”并“利用”了内幕信息进行证券交易

在 2023 年证监会处罚的一起内幕交易“窝案”中²，上市公司因重大资产重组形成有关内幕信息，其中，重组方股东的董事、推动重组的政府官员及其配偶、自重组方监事处非法获取内幕信息的非项目组人员等共计 5 人被认定在敏感期内交易上市公司证券，该“窝案”适用旧《证券法》并具体处罚如下：

- (1) 负责配合推动重组事宜的政府官员滕某某，被认定为内幕信息知情人，被处以没一罚二的处罚；
- (2) 滕某某的妻子陈某某，作为内幕信息知情人的近亲属，被认定为非法获取内幕信息的人员，**其提出“未获悉”且“未利用”内幕信息的申辩理由，但未被采纳**，被处以没一罚二的处罚；
- (3) 重组方股东的董事罗某，被认定为内幕信息知情人，**提出“未获悉”且“未利用”内幕信息的申辩理由，但未被采纳**，因其交易亏损，仅被处以 10 万元罚款（顶格处罚 60 万元）；
- (4) 从重组方监事石某（内幕信息知情人）处，非法获取内幕信息的王某某，以及为其提供证券交易账户并共同控制该账户交易的崔某（未接触内幕信息知情人），被认定**共同实施了内幕交易行为，被处以没一罚二的处罚（但两人之间并未明确责任份额）**。

该组“窝案”反映出，虽然提出申辩的人员仅有官员配偶陈某某和参与重组方股东的董事罗某，前者为“非法获取内幕信息人员”、后者为“内幕信息知情人”，但两者主张基本一致，即均认为其“未知悉”且“未利用”内幕信息。

首先，就是否“知悉”内幕交易而言，通常是执法认定中的难点，在上述“窝案”所涉案件中亦有体现：

- 对于参与重组方股东的董事罗某而言，法律规定范畴内的“内幕信息知情人”将被直接认定“已获悉”内幕信息。新《证券法》第五十一条直接

将“上市公司收购人或者重大资产交易方及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员”列为“内幕信息知情人”，虽然“窝案”适用的旧《证券法》未做此明确约定，但旧法中“由于所任公司职务可以获取有关内幕信息的人员”可同样涵盖上市公司重组交易的情形。上述“窝案”中，根据证监会的在案证据，罗某作为重组方法人股东的董事，实际签署并批准了该法人股东内部有关下投重组企业向案涉上市公司转让股权的决议，直接获知了内幕信息，因此证监会认定其属于法定的“内幕信息知情人”。尽管罗某主张未参加该次董事会，但在其并未质疑其签字真实性的情况下，仅以其当天活动轨迹不支持其参加了该次的董事会为由主张未“知悉”内幕信息显然缺少法律依据，因而也未获得采纳。

- 而对于上述官员配偶而言，2012 年《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（“《内幕交易刑事司法解释》”）已对拟制的“非法获取内幕信息的人员”范畴作出了明确规定，知情人的近亲属（含配偶）即在其列。而根据最高法《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（“《纪要》”）第 1 部分和第 5 部分的规定，对于知情人的配偶而言，当监管机构能够证明，当事人在内幕信息公开前，与知悉内幕信息的人存在“**证券交易活动与内幕信息基本吻合**”的情况下，则可适用推定原则认为其“已知悉”，但该等人员能够证明其交易行为有正当理由或有正当信息来源的，则可推翻前述推定。
- 实务中，对于非“内幕信息知情人”和缺少直接证据证明内幕信息传递的情况下，监管机关通常需要收集丰富的间接证据，以形成较为完整的证据链条，从而基于明显优势证明标准认定当事人“知悉”内幕信息。
 - 就前者直接证据而言，主要包括当事人的自认、参与有关会议的记录、包含内幕信息文件上的签字、往来电子邮件和函件中的留痕、第三人的指认存在信息传递、有关录音录像等；

2. 分别为证监会〔2023〕13 号、证监会〔2023〕14 号、证监会〔2023〕15 号、证监会〔2023〕16 号案共 4 件案例。

- 而后者间接证据则主要包括：（1）根据当事人与内幕信息知情人之间的固有关系、联系频率或其他密切关系，推断其获得内幕信息的可能性；（2）根据当事人的职务和职责、实际履职情况等，推断其接触内幕信息的可能性；（3）根据当事人在敏感期内的相关交易行为，综合其获悉、接触内幕信息的时间节点、交易风格的前后变化、实际利益的归属等角度，判断其交易是否存在时间高度吻合、交易背景明显异常等情形。

其次，对于知悉内幕信息的人员，是否“利用”了内幕信息进行交易，往往因有关执法认定逻辑与朴素的投资观念存在一定差异，容易引发当事人的激烈反驳。因此，基于我们的办案经验，对于当事人是否“利用”了内幕信息交易，应从以下角度予以考量：

- 不可否认的是，当事人交易决策的形成与实施动因复杂，容易受多重因素影响，不易从外部察觉，更难以通过证据方式完整呈现，但基于《证券法》防范和打击内幕交易的立法宗旨，以及前述《纪要》第1部分、第5部分的规定而言，只要监管机构有证据证明，知悉内幕信息是影响当事人交易行为的因素之一，就可以推定当事人“利用”了内幕信息，内幕交易成立。
- 在此情况下，对于内幕交易案件的当事人而言，其有关“未利用”抗辩，如需获得成功，则需达到举证证明其“完全清白”程度。换言之，当事人需证明，即使在完全不知道内幕信息的情况下，其也会进行同样的交易行为；如缺少足以切断知悉行为与交易行为之间联系的证据，则无法阻却行为的违法性。这个执法标准与美国、香港的认定逻辑一致，也反应了监管机关在执法过程中对于执法效率和公平的综合平衡，也充分响应了那句老话——“没有任何一个重要信息会在聪明人的大脑里无所事事”。

三、如何认定内幕交易“窝案”中是个人行为还是共同违法行为以及如何处罚

同样是前述内幕交易“窝案”，有一个处罚决定书涉及共同违法行为的认定和处罚值得关注 and 探讨。该处罚决定书认定，从知情人处非法获取内幕信息的行为人王某某，与从未接触知情人、但实施账户操作交易的崔某，构成共同违法行为，对该二人处以没一罚二的处罚，且并未区分责任比例。虽然该二人并未申辩或听证，但实务中，这类行为模式的内幕交易案件较为常见，且常常面临当事人均矢口否认传递内幕信息，申辩称一方交易与另一方知悉内幕信息无关，不存在“利用”内幕信息，不构成内幕交易。因此，实务中，是认定一方的个人违法行为，还是二人的共同违法行为，容易引发争议。

- 其一，如何认定共同违法行为。现行《行政处罚法》并未对共同违法作出明确规定，但由于实践中共同违法案件频发，执法实践通常借鉴刑法共犯理论进行认定。概括而言，主要从主、客观角度认定是否存在共同违法行为和共同故意，前者主要判断各当事人是否为了完成同一违法事实进行互相联系与配合，两者之间的行为与违法结果之间是否存在因果关系；后者则主要认定，各当事人之间是否有共同违法故意的意思联络，如一方仅存在过失则不构成共同违法，这里主要在于判断当事人是否明知自己与他人配合实施行为会造成危害后果，且希望或放任该等后果的发生。因此，在上述“窝案”中，即便该二人否认“利用”王某知悉的内幕信息交易，通过该两方在有关交易前后接触密切、均自认对账户的共同操作使用、且存在重大资金往来等综合情况，认定该两人存在共同故意并实施了共同违法行为准确、恰当。
- 其二，如何对共同违法行为进行处罚。《行政处罚法》同样未对共同违法当事人应该如何罚款进行明确规定。从执法实践来看，存在共同共罚和分别处罚两种处罚方式。一般而言，对于能够基于各当事人的违法行为、情节等区分责任的，以分别处罚为原则，以共同共罚为例外，常见的共同共罚主要是针对具有特定身份关系或共同利益关系的共同违法行为人，将其视为一个违法主体给予定性并予以罚款。在共罚的情况下，各违法行为人之间承担连带责任，执法主体可向其中任何一人执行罚款，各行为人内部自行分担责任。

四、如何认定“预设计划交易”的法定免责事由是否成立

如前述，我们在 2023 年度证监会的内幕交易案件中，还发现两例案件的当事人均提出案涉交易系基于预定的交易计划或事先确定的交易安排作出、具备正当理由的申辩，以此否认行为的违法性，但遗憾的是，证监会并未支持该等申辩。为便于分析，概述该两案情况如下：

- 66 号案中，内幕信息知情人申辩称，内幕信息形成前，其已与他人达成让与担保融资安排，从事涉案交易是基于预定的计划，具有正当理由；而证监会则回应称，申辩人作为上市公司董事长、实际控制人，在知悉内幕信息后即负有戒绝交易的法定义务，其提出的基于预定交易计划的申辩理由，不构成阻却内幕交易违法性的正当事由，并对此处以顶格处罚。
- 71 号案中，内幕信息知情人申辩称，其涉案卖出行为是基于事先确定的还款计划，目的在于偿还即将到期的质押借款，并且卖出行为具有持续性、一惯性，资金确实用于偿还债务；对此，证监会回应称，其所述“还款计划”不能构成内幕交易的豁免理由：一是该还款计划并未列明通过卖出涉案股票还款，更未显示卖出时间，不属于法定豁免内幕交易情形；二是汤某作为上市公司董事长，在知悉内幕信息的情况下，应当遵守在信息公开前不得买卖涉案股票的规定，况且其等待公告后再卖出涉案股票亦未过还款期限。最终证监会对其作出没一罚二的行政处罚。

因此，针对法定豁免情形之一的“预设计划交易”，应如何落实到实践中予以适用值得重点关注和研究：

- 从法律规定及理论角度而言，《内幕交易刑事司法解释》第四条³明确规定，按照事先订立的书

面合同、指令、计划从事的交易行为，或者其他有正当理由或者有正当信息来源的交易行为不属于违法的内幕交易行为。其正当性逻辑基础在于，“实施预定的交易安排”或者“预设计划交易行为”，相关交易安排是交易者在知悉内幕信息之前就事先确定好的，实施证券交易的行为人虽然主观上确实知悉内幕信息，但其交易决定的作出与内幕信息并无关联，因此，事先的交易计划或安排应当为其提供免责事由。是故“预设计划交易行为”是理论界普遍认可的“符合内幕交易构成要件但应予以豁免的情形”。⁴

- 从实务执法角度而言，监管部门对于特定“预设计划交易”是否构成内幕交易的法定豁免情形仍然保持审慎态度，意在防范该等豁免事由被滥用的风险，比如：当事人可以根据内幕信息情况通过有选择地终止预定交易计划、安排信息披露时间、甚至制造虚假信息来实现其内幕交易行为非法获利的目的；上市公司内部人在相对早期的时间范围内预先设定证券交易计划，在获悉重大未公开信息之后，一旦发现交易计划与重大未公开信息所显示的交易方向不吻合便取消交易计划；上市公司内部人在交易计划设定完毕后，利用其管理职权通过控制上市公司重大事件发展过程的节奏控制重大未公开信息形成与发展的时间，或者控制信息披露的节奏——交易计划流程中的此类操作手法确实可以达到滥用避风港规则、从而规避内幕交易责任的效果。⁵因此，执法实务中，在认定构成“预设计划交易”情形时，一般认为必要达到足以切断内幕信息和证券交易行为之间的因果联系的证明程度，并且需要排除预设交易计划中存在的确定性可能会给知情人从事违规交易所留存的空间。

- **根据我们的观察，证券监管部门在认定是否构成“预设计划交易”情形时，主要会考察三个方面的要素：**

3. 《最高人民法院 最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第四条
具有下列情形之一的，不属于刑法第一百八十条第一款规定的从事与内幕信息有关的证券、期货交易：

（一）持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人、法人或者其他组织收购该上市公司股份的；
（二）按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易的；
（三）依据已被他人披露的信息而交易的；

（四）交易具有其他正当理由或者正当信息来源的。

4. 参见曹理：《证券内幕交易构成要件比较研究》，法律出版社 2016 年版，第四章第二节“证券内幕交易的豁免情形”。

5. 参见谢杰：《资本市场刑法：市场滥用犯罪规制》，法律出版社 2016 年版，第一章第三节第三部分“正当交易抗辩认定问题”。

- 一是交易计划是否先于内幕信息形成时点作出，制定交易计划的决策基础是否与内幕信息无关，以防止行为人在知悉内幕信息后、内幕信息最终形成前临时制定所谓交易计划，滥用该豁免理由。例如：在证监会〔2017〕11号案件中，当事人辩称，上市之初当事人就有计划在三年解禁期出售案涉股票，解禁期与内幕信息敏感期重合，内幕信息最终形成之前，当事人就辞职为减持做准备；证监会则认为，根据事先计划进行交易，需要有详尽的交易计划、谈判记录及交易合同等证据证明，当事人提出的证据不足以否定内幕交易的认定，作为内幕信息知情人，当事人将内幕信息形成过程之中的某一天所订立的交易合同解释为按照事先计划交易，没有说服力。
- 二是交易计划是否对证券交易的价格区间、交易时点、交易数量等具体交易内容作出清晰明确的约定，且各交易要素不可任意变更，以防止行为人率先订立较为宽泛、笼统的交易安排，为在知悉内幕信息后作出细化解释或更改，进而滥用该豁免理由。例如：在前述 71 号案中，证监会即明确回应当事人辩称所称“还款计划”缺乏确定性的证券交易约定内容，故有关申辩不被采纳。
- 三是案涉证券交易行为应严格执行交易计划，尽可能切断案涉证券交易决策与内幕信息之间的关联性。对此，行为人应提供详实的交易计划、各方谈判和沟通记录、相关交易合同等证据充分证明。例如：在厦门监管局〔2020〕3号案件中，当事人辩称交易行为系依据事前确定的调仓计划作出，并提供《工作联系单》予以佐证；证监会则认为，《工作联系单》并不包括计划交易的证券数量、价格、日期等具体交易内容，不足以构成既定交易计划，且案涉证券账户也未严格执行该调仓计划，申辩理由不能成立。
- 司法机关在行政诉讼案件中对于“预设计划交易”的证明标准作出了更为深入的讨论。司法机关一般认为，**只有能够完全排除交易决策与内幕信息内容基本一致、交易时间与获悉或可能获悉内幕信息的时间基本一致等明显异常性，并完全切断**

证券交易行为对内幕信息存在利用关系的可能性，才能达到豁免内幕交易违法行为所要求的“正当性”标准。也就是说，即使证明确实存在事先的交易安排能够作为导致案涉交易决策和实施的原因之一，但只要有证据表明行为人知悉的内幕信息也是影响其交易行为的因素之一，就仍然无法否定构成内幕交易行为。例如：

- 在北京金融法院审理的（2022）京 74 行终 4 号案件中，当事人在一审中提交了自己亲笔书写的日记摘录，拟证明其交易案涉股票的行为系基于事先订立的证券交易计划，二审还补充提交了专家意见。北京金融法院则明确指出，内幕交易案件的交易决策和实施受多种因素的综合影响，既受内幕信息的影响，也受内幕信息之外其他因素的影响。通常而言，内幕交易的当事人基于自身认知，有的已经关注相关证券或者产生了交易的意向，通过获知的内幕信息验证后才决心实施交易。根据我国证券法防范与打击内幕交易的立法宗旨，只要有证据证明其知悉的内幕信息是影响当事人交易行为的因素之一的，就可以认定该内幕交易行为成立。除非行为人有证据完全切断知悉内幕信息与其后的交易行为之间的联系，否则就不足以阻却该交易行为的违法性。也就是说，当事人应当提供证据证明自己是“完全清白”的。该案并不满足相应证明程度，故未支持当事人的主张。

我们理解，采取此种严格的司法认定标准的主要原因在于，在内幕交易案件中，证券交易行为本身即发生在内幕信息形成之后的敏感期内，即使能够证明交易受到内幕信息以外的因素影响，但在逻辑上，仍然无法直接排除在后发生的交易行为与在先形成的内幕信息之间可能的利用关系；况且，即使存在事先产生的交易意向或者决策判断，其与在后形成的内幕信息之间也并非互斥，内幕信息对实际交易行为的影响方式，既可以作为交易决策的信息来源，也可以作为对交易意向的肯定和验证，所以事先交易安排可能存在的不确定部分，仍然可以利用内幕信息加以确定、从而促成交易实施。然而，值得进一步思考的是，对当事人要求如此严苛的举证责任是否适当，以及内幕交易正当化事由的适用尺度和适用空间又应如何规范？

在目前行政执法领域关于内幕交易正当化事由的适用

规范尚不明确的情况下，综合考虑作为市场主体特别是上市公司所产生的信息披露义务以及作为法定知情人的戒绝交易义务，应能理解，在这两项法律义务产生后，市场参与者自己制定的、为实现其自身利益的内部交易计划或交易策略，其法律价值一般无法对抗对法律义务的遵守规范，因此，从尽可能保障市场参与者证券交易的合规性的角度而言，交易主体待到内幕信息已依法披露、或其他理性市场主体实际知悉内幕信息后，再进行证券交易行为，才是比较稳妥的；其次，如有切实、紧要执行交易计划的相关商业考量因素，也应在保证前述预设交易计划的构成要素均满足的情况下，尽可能保证交易行为与内幕信息毫不相干，例如：可以采取事先将相关计划向公众公布或向监管机构报告，或者将计划的制定者与实施者有效隔离等手段。

五、回顾小结

与 2023 年度证监会查处的其他典型违法行为的执法特点存在明显不同的是，内幕交易案件在该年度并无申辩理由被采纳的案件，这引起了我们的重点关注和思考。我们围绕当年度案例系列“窝案”体现出的“知情人”与“非法获取内幕信息的人”有关“未知悉”、“未利用”申辩的认定和共同违法行为的认定和处罚方式，以及有关法定免责情形之“预设计划交易”申辩适用的认定这三个方面的重难点问题进行了探讨和剖析。

事实上，根据我们的经验和研究，在内幕交易案件中，目前行政执法的规范仍尚待细化和完善，其中，对于诸如内幕信息的重大性和非公开性、交易敏感期、二次推定等的认定问题也是内幕交易案件中的执法难点，并容易引发争议，限于篇幅，我们将在后续文章中继续分享此类话题。同时，我们也将密切关注证监会等监管部门对内幕交易违法犯罪行为的监管趋势，以及配套法律规范的制定趋势，对内幕交易违法类型保持持续关注，并结合我们的实务经验，及时分享我们的观察与分析，以供读者参考。

操纵市场篇

前言：

2024 年 2 月，证监会首席检查官、稽查局局长李明在证监会新闻发布会上表示，操纵市场通过人为操控，扭曲股票价格，引发股价暴涨暴跌，误导投资者交易决策，获利离场后，留下“一地鸡毛”，让投资者损失惨重，其实质就是“骗”。操纵市场会破坏以价值投资为导向的市场生态，助长投机炒作的恶劣风气，干扰投资者价值判断，形成了脱离基本面“炒差炒烂”的不良现象，严重影响市场定价功能发挥，侵害广大投资者合法权益。¹2024 年 3 月，中国证监会主席吴清在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上表示，保护投资者特别是中小投资者合法权益是证监会最重要的中心任务，要从法律上、制度上、监管执法和司法上进一步加强对投资者的保护，增强投资者对市场的信心和信任，对触碰底线的操纵市场等违法行为要严厉打击。²

在过去的 2023 年，出现了许多配资操纵圈“名人”被罚的案件，如有“华北第一操盘手”之称的李卫卫、已因集资诈骗入狱的朱一栋，在 2023 年因参与操纵凤形股份股票再度被罚，而此前李卫卫已经“三领罚单”；³“牛散”罗山东也在 2023 年因前期操纵凤形股份等 16 只股票被证监会处以罚没金额共计 1.38 亿的行政处罚，而其早在 2021 年就因操纵证券市场罪被判处 5 年 6 个月有期徒刑；⁴另一“牛散”任良成则在 2023 年因前期操纵“酒钢宏兴”等 16 只股票被证监会处罚，且其中“酒钢宏兴”因涉及刑事犯罪，已进入刑事司法程序，而此前任良成早在 2018 年就因操纵市场而被列入证监会稽查 20 起典型案例之一。⁵

2023 年度，对于各类操纵市场行为的违法新情况，证监会也秉持着一贯的严厉打击态度，作出了一系列

具有典型意义和研究价值的行政处罚。根据我们对于 2023 年度证监会操纵市场案件的梳理和分析，现归纳出 2023 年度操纵市场案件的焦点问题如下：

- 1) 如何认定账户控制关系；
- 2) 如何界定单位操纵还是个人操纵；
- 3) 如何划分共同操纵中的责任比例；
- 4) 如何区分“市值管理”与操纵市场的边界；
- 5) 如何处理行刑、行民交叉问题。

本期操纵市场分论篇，我们就将针对以上具有特色的争议焦点问题展开探讨。

一、如何认定账户控制关系

账户控制关系的认定经常是操纵市场案件中的焦点问题。一般而言，账户组的控制认定将直接影响有关操纵行为的恶劣程度、操纵期间盈利情况，进而影响个案行政处罚幅度轻重。因此，作为操纵市场定性判罚的关键基础依据，如何精准认定特定账户是否存在“控制”因而构成行为人操纵的“账户组”往往存在较大争议。

《证券法》并未对操纵市场中的账户控制关系认定作出明确规定，已失效的《证券操纵市场行为认定指引》（证监稽查字〔2007〕1 号）（“《操纵认定指引》”）第二十八条⁶曾规定了三种情形：1) 以自己名义开设的实名账户；2) 以他人名义开设的账户；3) 虽然不是账户的名义持有人，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际管理、使用或处分的他人账户。刑事司法领域的《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（法释〔2019〕9 号）（“《操纵市场司法解释》”）第五条⁷则规定了认定“自己实际控

1. 证监会：《2024 年 2 月 23 日新闻发布会》，发布日期：2024 年 2 月 23 日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100029/c7464344/content.shtml>。

2. 证监会：《吴清主席在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问》，发布日期：2024 年 3 月 6 日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7466104/content.shtml>。

3. 参见证监会〔2018〕77 号、〔2022〕72 号、〔2023〕55 号、〔2023〕70 号行政处罚决定书。

4. 参见（2020）浙刑终 45 号刑事裁定书。

5. 证监会：《2018 年证监稽查 20 起典型违法案例》，发布日期：2019 年 1 月 11 日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100200/c1000469/>

content.shtml。

6. 《证券操纵市场行为认定指引》（证监稽查字〔2007〕1 号）（已失效）第二十八条
自己实际控制的账户，是指行为人具有管理、使用或处分权益的账户，主要包括下列账户：

（一）行为人以自己名义开设的实名账户；
（二）行为人以他人名义开设的账户；
（三）行为人虽然不是账户的名义持有人，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际管理、使用或处分的他人账户。

7. 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（法释〔2019〕9 号）第五条
下列账户应当认定为刑法第一百八十二条中规定的“自己实际控制的账户”：

制的账户”的三重标准，即第一，看名义，是否为行为人以自己名义开户并使用的实名账户；第二，看资金，是否为行为人向账户转入或者从账户转出资金，并承担实际损益的他人账户；第三，看决策权，是否为行为人具有交易决策权的账户。

尽管规则层面为账户控制关系提供了一定指引，但落实到具体案件中，账户控制关系仍需结合相关证据予以认定。从 2023 年证监会操纵市场处罚中的部分案例中，可以归纳出监管部门对该问题的倾向性意见，一般需要结合以下主客观证据进行综合认定：

- 资金关联
- 交易终端关联
- 交易趋同度
- 相关人员指认

主要体现在如下案例：

- [2023] 25 号案在认定账户控制关系的说理部分指出，“涉案账户均有资金关联、交易终端关联、相关人员指认等三类证据中的两类以上证据支持，足以认定当事人对账户组的控制使用关系。” [2023] 68 号案也提及，“本案最终认定的交易‘凤形股份’的 53 个账户，至少有他人指认、自认、交易终端关联、资金关联等两方面证据予以证明，足以认定该 53 个账户由当事人控制使用。”由此可知，监管部门一般认为，只要有资金关联、交易终端关联、相关人员指认等三类证据中的两类以上证据支持，即可证明存在账户控制关系。
- [2023] 54 号案“账户组开始集中买入‘当代东方’的时点，与‘当代东方’股价大幅波动，王某某控制的‘当代东方’股票基本质押、资金紧张，需要稳定

上市公司股价以便推进增资扩股项目的时点存在重叠。”证监会由此将账户组的交易趋同度特征作为该案认定账户控制关系的证据之一。

根据我们的观察，资金关联、交易终端关联、相关人员指认、交易趋同度等主客观证据的具体内涵主要是指：

- 资金关联一般是指资金往来记录，包括账户内资金来源、账户之间是否有资金划转记录。证监会通常会调取银行账户资料与流水，核查账户交易股票的资金是否主要来源于行为人或配资方，保证金、盈利或利息的资金去向是否是行为人及其控制的银行账户。
- 交易终端关联一般是指账户的 MAC 地址⁸、IP 地址⁹、硬盘序列号¹⁰的重合率。交易所保留的历史委托单数据会记录 MAC 地址、IP 地址和硬盘序列号，若该等信息存在重合，则可以作为认定证券账户由一个操纵行为人控制的依据之一。
- 相关人员指认则主要是指询问笔录与情况说明中的自认和他人指认等反映出的账户控制关系。
- 交易趋同度一般是指账户之间买入或者卖出相关股票的时点存在重叠关系。

由于证监会一般采取明显优势证明标准来证明账户控制关系，比如只需要资金关联、交易终端关联、相关人员指认等三类证据中的两类证据，且账户交易趋同等其他类型证据也可以辅助认定存在账户控制关系，因此该问题上当事人的抗辩难度较大，即需从各类证据维度出发作出全面抗辩才有可能影响认定。

(一) 行为人以自己名义开户并使用的实名账户；
(二) 行为人向账户转入或者从账户转出资金，并承担实际损益的他人账户；
(三) 行为人通过第一项、第二项以外的方式管理、支配或者使用的他人账户；
(四) 行为人通过投资关系、协议等方式对账户内资产行使交易决策权的他人账户；
(五) 其他有证据证明行为人具有交易决策权的账户。
有证据证明行为人对前款第一项至第三项账户内资产没有交易决策权的除外。

8. MAC 地址 (Media Access Control Address)，是一个用来确认网络设备位置的位址，即一个 MAC 地址对应一个上网设备。

9. IP 地址 (Internet Protocol Address)，是 IP 协议提供的一种统一的地址格式，它为互联网上的每一台计算机配一个地址，即一个 IP 地址对应一个网络地址。

10. 硬盘序列号 (Hard Disk Serial Number)，该号是出厂时生产厂家为区别产品而设置的。

二、如何界定单位操纵还是个人操纵

根据新《证券法》第一百九十二条¹¹规定，如果个人或者单位构成操纵市场，则应被处以没收违法所得 + 罚款 1~10 倍或者 100 万 ~1,000 万（无违法所得或者违法所得不足 100 万）；在后者情况下，单位的相关人员还应被处以警告 + 罚款 50 万 ~500 万。

关于单位操纵还是个人操纵的区分也是操纵市场案件中的重难点之一。单位这一实体通常涉及到多个自然人。自然人所为的行为到底是代表个人本身的行为，还是代表在职权范围内的职务行为进而行为效力归属于单位，应综合考虑行为体现的是哪个主体的意志以及收益归属于谁等因素进行判断。2023 年度的部分案例体现了证监会在这一问题上的认定思路。例如：

- 在〔2023〕64 号案中，苏某某提出操纵主体应是单位，其个人是单位的负责人，只是有监管失察的过失，但该案中并未发现单位对案涉事项的相关决策与授权行为，证监会经与苏某某核实，发现该单位没有决策机构决定项目运作，也没有授权流程，故认为案涉操纵行为“未体现单位意志或者基于单位授权，亦无证据证明单位从中获得大部分收益”，因此认定苏某某的案涉操纵为个人行为，而非单位行为。
- 在〔2023〕77 号案中，操纵主体则被认定为单位。在该案中，单位为上市公司“森源电气”的前十大股东森源集团。证监会认定为单位操纵的主要原因包括，第一，操纵目的是为了应对森源集团持有的“森源电气”股票质押爆仓风险，森源集团为操纵行为的直接获益方；第二，操纵行为保证金及费用由森源集团以单位名义提供，保证金来自森源集团和其控制的子公司的自有资金以及楚某某的借款等，“市值管理”结束后大部分资金返回森源集团及其子公司；第三，操纵行为系森源集团相关领导决策并实施，具体表现为森源集团副总裁、资金运营管理委员会主任杨某某和顾问崔某某提议，董事长楚某某同意，杨某某、

崔某某、通道公司法定代表人孙某某具体实施。证监会最终认定，森源集团为操纵市场的责任主体；楚某某、杨某某为直接负责的主管人员，崔某某和孙某某为其他直接责任人员。

对比以上案例可以发现，界定单位操纵还是个人操纵的关键在于判断行为体现的是否是单位意志。具体而言，单位意志可以从以下几个方面体现：操纵行为是否经单位管理层集体决策、操纵行为获益方是否为单位、相关资金是否由单位提供等。可作为反向印证的是，在〔2023〕5 号案、〔2023〕27 号案、〔2023〕37 号案中，虽然违法行为人也具有上市公司或投资机构高管身份，但其操纵行为与公司关联有限，例如投资机构高管仅涉及向投资机构交易员下达指令（〔2023〕5 号案），或者上市公司高管通过上市公司控制银行账户提供资金（〔2023〕37 号案），或者上市公司实控人个人委托他人对上市公司进行市值管理（〔2023〕27 号案），此类事实在独立出现的情形下并不足以体现操纵行为系单位意志的产物。此外，对于规模较小且具有一定“人合”性质的机构，在相关机构并无相应决策流程机制的情况下，更容易被认定为个人行为。当然，行政执法情况不可一概而论，在实践中仍应根据个案中的不同影响因素进行分析和判断。如系单位操纵，个人可免除单独的操纵市场责任，但作为单位操纵的相关负责人员将仍有可能承担对应责任。

三、如何划分共同操纵中的责任比例

与内幕交易案件类似的是，操纵市场行为一般也会涉及到多人参与情形。在多人参与的操纵市场案例中，证监会一般会认定为具有合谋操纵市场的故意，进而构成共同操纵行为，在共同操纵中应如何划分责任比例，同样是操纵市场案件中的难点问题。

根据我们的观察和研究，共同操纵中各违法行为人之间的具体分工模式将影响责任比例的划分，划分责任的方式一般表现为确定罚没总额后按照各主体作用大小确定责任比例，或者在总额中划分责任金额。

11. 新《证券法》第一百九十二条
违反本法第五十五条的规定，操纵证券市场的，责令依法处理其非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足一百万元的，处一百万元以上一千万元以下

的罚款。单位操纵证券市场的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

共同操纵中常见的分工有两种模式：

- 一种是“A+B 模式”，即参与共同操纵的各个自然人均实质性的参与交易，存在借用或控制相关账户、提供资金或交易设备、具体对接交易等行为；
- 另一种是“A 指使 B 模式”，即 A 自然人具有委托 B 自然人实施操纵市场行为的意思表示，并提供资金，接收 B 自然人的信息反馈等。

在第一种“A+B”模式下，可根据各自然人分别实施的具体行为对责任比例进行划分。例如：在〔2023〕83 号案中，证监会在处罚决定中将陈某、吴某和林某某各自的行为认定为合谋操纵“劲拓股份”并没收违法所得总额约 1.65 亿，以此为基础进行三倍罚款约 4.96 亿，并将各自然人应承担的罚没百分比进行了明确。由于陈某主动联络上市公司实际控制人，组织并实施具体操纵行为，吴某作为上市公司实控人，提供部分账户和大量资金，并利用信息优势影响股价，两人在该案中起主要作用，应承担主要责任，证监会确定陈某和吴某各承担违法所得及罚款的 40%；居间人林某某积极促成合作，筹集资金、账户，应承担次要责任，证监会确定林某某承担违法所得及罚款的 20%。

在第二种“A 指使 B”模式下，A 自然人作为操纵行为的主谋，往往会受到更严厉的处罚。如〔2023〕27 号案中，何某某、黄某某“向蒋某提供资金作为保证金，委托其通过二级市场交易影响新美星股价，蒋某会向黄某某反馈交易情况”，全体违法行为人被罚款总额为 4,700 万左右，同时被处以等值罚款，但在罚款中对几人应承担的罚款额度进行了划分，何某某、黄某某作为操纵行为的组织者、策划者被处以罚款 2,400 万左右（占总体罚款金额的 50%），其余三名具体实施者则合计承担剩余罚款金额。

四、如何区分“市值管理”与操纵市场的边界

所谓市值管理一般是指上市公司基于公司市值信号，综合运用多种科学与合规的价值经营方法和手段，以达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的一种战

略管理行为。2014 年 5 月 9 日，国务院出台《进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，明确提出，“鼓励上市公司建立市值管理制度”，以提高上市公司质量。

然而“市值管理”逐渐异化为“管理市值”，股价管理成为了市值管理的重点，“市值管理”与“操纵市场”之间的边界也愈发模糊。2021 年 9 月 24 日证监会新闻发布会指出要正确把握上市公司市值管理的合法性边界，并提出应当严守“三条红线”和“三项原则”。¹²

- “三条红线”的内涵包括：一是严禁操控上市公司信息，不得控制信息披露节奏，不得选择性信息披露、虚假信息披露，欺骗投资者；二是严禁进行内幕交易或操纵股价，牟取非法利益，扰乱资本市场“三公”秩序；三是严禁损害上市公司利益及中小投资者合法权益。
- “三项原则”的内涵则包括：一是主体适格。市值管理的主体必须是上市公司或者其他依法准许的主体，除法律法规明确授权外，控股股东、实际控制人和董监高等其他主体不得以自身名义实施市值管理。二是账户实名。直接进行证券交易的账户必须是上市公司或者依法准许的其他主体的实名账户。三是披露充分。必须按照现行规定真实、准确、完整、及时、公平地披露信息，不得操控信息，不得有抽屉协议。

尽管证监会三令五申以明晰市值管理的合法性边界，在 2023 年度操纵市场案件中，我们仍然能看到以“市值管理”之名行“操纵股价”之实的案件。例如：

- 在前述的〔2023〕77 号案中，证监会认为森源集团系以“市值管理”为名实施操纵市场。森源集团进行所谓“市值管理”是为了应对股权质押爆仓风险，这一过程中，杨某某和崔某某提议，楚某某同意，对“森源电气”以“市值管理”的名义维持股价，利用资金优势、持股优势，通过连续买卖、在自己控制的账户之间通过交易、反向交易等手段，集中交易“森源电气”股票，影

12. 证监会：《2021 年 9 月 24 日新闻发布会》，发布日期：2021 年 9 月 24 日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100029/c1494133/content.shtml>。

响股票价格和交易量，该等行为构成操纵市场行为。最终认定，森源集团为操纵市场的责任主体，为操纵行为提供资金支持并直接受益；楚某某、杨某某参与操纵行为的提议决策、组织实施，是森源集团操纵行为直接负责的主管人员，崔某某和孙某某参与操纵行为的组织实施和具体执行，是森源集团操纵行为的其他直接责任人员。

- 在〔2023〕27号案中，新美星董事长、法定代表人、实际控制人何某某及其配偶黄某某，向蒋某提供保证金，委托蒋某进行“市值管理”，“以便何某某所持‘新美星’限售股于2019年4月26日解禁后能够获得好的回报”。何某某及其配偶黄某某在申辩中即提出，“市值管理”不等同于“操纵证券市场”。但证监会认为在案证据可以证明，何某某、黄某某向蒋某提供资金作为保证金，委托其通过二级市场交易影响新美星股价，蒋某向黄某某反馈交易情况；何某某知悉并参与了案涉行为；上述行为的实质是操纵股价，并非合法理财。而蒋某及其他两名自然人有共同影响新美星股价的意图和目标，共同商议、谋划操盘、拉抬股价，并且采取了联合影响股价的行动，属于共同操纵行为。
- 在〔2023〕83号案中，君如资产投资公司执行董事陈某通过林某某联系劲拓股份实控人吴某合作进行“市值管理”。该案中各当事人对责任分担比例进行了申辩，而证监会结合案件事实认定，陈某主动联络上市公司实际控制人，组织并实施具体操纵行为；吴某作为上市公司实控人，提供部分账户和大量资金，并利用信息优势影响股价，

两人在该案中起主要作用，应承担主要责任。居间人林某某积极促成合作，筹集资金、账户，应承担次要责任。据此，证监会最终认定陈某、吴某各承担40%罚款，林某某则承担20%的罚款。

“市值管理”的实质是要提升公司的实际价值。通俗而言，企业采取优化股权结构、优化治理体系、建立公司管理制度、开展新的业务模式等诸多手段，都属于市值管理的范畴。但是，如果行为人以市值管理为名，没有提升公司实际价值，而是直接通过各种手段影响股价，那么则涉嫌操纵市场。判断市值管理是否构成操纵市场，还是要回到是否存在客观上影响股票价格及主观上具有操纵意图、是否存在账户控制关系等因素进行综合认定。为预防实施不当市值管理，建议公司实施市值管理时，要着眼于公司长期价值，无论是在上市公司与咨询公司签订的服务合同中，还是在咨询公司提供的市值管理建议中，避免采用影响公司短期股价的手段，避免使市值与股东的减持等行为产生关联；同时参与市值管理的咨询公司应当注意留存与上市公司及其实际控制人的往来邮件、微信等内容，以便充分证明市值管理的目的以及参与程度，从而避免被认定为以市值管理之名行操纵市场之实。

五、如何处理行刑、行民交叉问题

由于操纵市场案件案值较大、涉及行为主体较多，更容易触发刑事犯罪。相对于原《最高人民法院 公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》第三十四条¹³中对于操纵证券、期货市场罪的较高立案追诉标准，《操纵市场司法解释》降低了操纵市场案件的入罪门槛，导致操纵市场相关的

13.《最高人民法院 公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》第三十四条

〔操纵证券、期货市场案（刑法第一百八十二条）〕操纵证券、期货市场，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，涉嫌下列情形之一的，应予立案追诉：

（一）持有或者实际控制证券的流通股份数量达到该证券的实际流通股份总量百分之十以上，实施刑法第一百八十二条第一款第一项操纵证券市场行为，连续十个交易日的累计成交量达到同期该证券总成交量百分之二十以上的；

（二）实施刑法第一百八十二条第一款第二项、第三项操纵证券市场行为，连续十个交易日的累计成交量达到同期该证券总成交量百分之二十以上的；（三）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易，行为人对证券、证券发行人公开作出评价、预测或者投资建议，同时进行反向证券交易，证券交易成交额在一千万元以上的；

（四）通过策划、实施资产收购或者重组、投资新业务、股权转让、上市公司收购等虚假重大事项，诱导投资者作出投资决策，并进行相关交易或者谋取相关利益，证券交易成交额在一千万元以上的；

（五）通过控制发行人、上市公司信息的生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏，诱导投资者作出投资决策，并进行相关交易或者谋取相关利益，证券交易成交额在一千万元以上的；

（七）实施刑法第一百八十二条第一款第一项操纵期货市场行为，实际控制的帐户合并持仓连续十个交易日的最高值超过期货交易所限仓标准的二倍，累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的；

（八）通过囤积现货，影响特定期货品种市场行情，并进行相关期货交易，实际控制的帐户合并持仓连续十个交易日的最高值超过期货交易所限仓标准的二倍，累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的；

（九）实施刑法第一百八十二条第一款第二项、第三项操纵期货市场行为，实际控制的帐户连续十个交易日的累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的；

（十）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行期货交易，行为人对期货合约公开作出评价、预测或者投资建议，实际控制的帐户连续十个交易日的累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的；

（十一）对期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议，同时进行相关期货交易，实际控制的帐户连续十个交易日的累计成交量达到同期该期货合约总成交量的百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的；

（十二）不以成交为目的，频繁或者大量申报买入、卖出证券、期货合约并撤销申报，当日累计撤回申报量达到同期该证券、期货合约总申报量百

行刑程序衔接成为了亟需关注的问题。

在 2023 年度操纵市场案例中，也有一起涉刑案件值得关注。〔2023〕36 号案中，由于当事人任良成操纵的 16 只股票中“酒钢宏兴”涉及刑事案件，证监会决定，**对涉及刑事案件的该只股票“我会暂不予罚没处罚。若任良成交易‘酒钢宏兴’行为最终被法院认定为构成操纵证券市场罪，我会将不再予以处理。”**该案中证监会严格区分了某只股票是否涉刑，仅对涉刑股票暂不予罚没处罚。

对于行刑如何衔接一直是实践关注的重点。目前《行政处罚法》第二十七条¹⁴规定行政机关应当及时将涉嫌犯罪案件移送司法机关，第八条¹⁵规定行政处罚不能替代刑事处罚、第三十五条¹⁶则规定行政机关已给予行政处罚的可折抵刑罚。总体上较为原则。学理上对于刑事、行政何者优先的问题存在不同观点，“刑事优先”观点认为，程序上应为刑事先行，即原则上应先由司法机关依刑事诉讼程序追究刑事责任，再由行政机关依行政程序追究行政责任；实体上应为刑事为主，即首先考虑刑事责任适用。¹⁷“行政优先”观点则认为，程序上应以行政优先为原则，刑事先行例外；在实体上对于两者责任的竞合，按照功能相同者予以折抵、功能不同者分别执行的原则处理。¹⁸还有观点认为应以“司法最终与行政先行”为原则，行政程序先于刑事司法程序启动，但行政机关应及时向司法机关移送涉嫌犯罪的案件，并根据司法机关作

出的认定对行政处罚等处理结果进行矫正，维系法秩序的统一。¹⁹在相关操作细则尚不明确的情况下，对于涉刑案件，行政机关应当直接不予处理、等待刑事案件结果，还是仍作出行政处罚，并相应折抵罚款数额或适用不同的处罚类型，尚存在可供探讨的空间。

相比于行刑衔接问题的模糊性，行民衔接、刑民衔接问题则存在相对清晰的规则和实践指引。程序上，《全国法院民商事审判工作会议纪要》及《最高人民法院关于在审理经济纠纷案件中涉及经济犯罪嫌疑若干问题的规定》等文件对民刑交叉案件的移送、分别审理程序作出了规定，行民衔接则主要涉及民事案件需以行政案件审理结果为依据时，依照《民事诉讼法》规定中止诉讼的情形；实体上，《民法典》、《刑法》、《公司法》、《证券法》等基本法律已全面确认民事责任优先于行政、刑事责任的基本原则。根据 2022 年 7 月 27 日发布的《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定》，投资者在民事诉讼程序中未获得足额赔偿的，可向证监会提出书面申请，由证监会审核通过后，从向财政部申请获得的退库资金中，将行政程序中的罚没款退付给受害投资者。在 2022 年 9 月 29 日一审宣判的“鲜言案”中，上海金融法院首次应用了《证券法》所确定的民事赔偿责任优先原则，并示范了具体操作方式：先将刑事案件中相应款项进行保全，待民事判决生效后，上述款项可优先用于执行民事判决确定的赔偿责任，从而最大程度实现证券中小投资者权利救济。

分之五十以上，且证券撤回申报额在一千万元以上、撤回申报的期货合约占用保证金数额在五百万元以上的；

（十三）实施操纵证券、期货市场行为，获利或者避免损失数额在一百万元以上的。

操纵证券、期货市场，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，获利或者避免损失数额在五十万元以上，同时涉嫌下列情形之一的，应予立案追诉：

- （一）发行人、上市公司及其董事、监事、高级管理人员、控股股东或者实际控制人实施操纵证券、期货市场行为的；
- （二）收购人、重大资产重组的交易对方及其董事、监事、高级管理人员、控股股东或者实际控制人实施操纵证券、期货市场行为的；
- （三）行为人明知操纵证券、期货市场行为被有关部门调查，仍继续实施的；
- （四）因操纵证券、期货市场行为受过刑事追究的；
- （五）二年内因操纵证券、期货市场行为受过行政处罚的；
- （六）在市场出现重大异常波动等特定时段操纵证券、期货市场的；
- （七）造成其他严重后果的。

对于在全国中小企业股份转让系统中实施操纵证券市场行为，社会危害性大，严重破坏公平公正的市场秩序的，比照本条的规定执行，但本条第一款第一项和第二项除外。

14. 《中华人民共和国行政处罚法（2021 修订）》第二十七条
违法行为涉嫌犯罪的，行政机关应当及时将案件移送司法机关，依法追究刑事责任。对依法不需要追究刑事责任或者免予刑事处罚，但应当给予行政处罚的，司法机关应当及时将案件移送有关行政机关。
行政处罚实施机关与司法机关之间应当加强协调配合，建立健全案件移送制度，加强证据材料移交、接收衔接，完善案件处理信息通报机制。

15. 《中华人民共和国行政处罚法（2021 修订）》第八条
公民、法人或者其他组织因违法行为受到行政处罚，其违法行为对他人造成损害的，应当依法承担民事责任。
违法行为构成犯罪，应当依法追究刑事责任的，不得以行政处罚代替刑事处罚。

16. 《中华人民共和国行政处罚法（2021 修订）》第三十五条
违法行为构成犯罪的，人民法院判处拘役或者有期徒刑时，行政机关已经给予当事人行政拘留的，应当依法折抵相应刑期。
违法行为构成犯罪的，人民法院判处罚金时，行政机关已经给予当事人罚款的，应当折抵相应罚金；行政机关尚未给予当事人罚款的，不再给予罚款。

17. 李煜兴：《行刑衔接的规范阐释及其机制展开——以新〈行政处罚法〉行刑衔接条款为中心》载《中国刑事法杂志》2022 年第 4 期。

18. 田宏杰：《知识转型与教义坚守：行政刑法几个基本问题研究》，载《政法论坛》2018 第 6 期。

19. 北京金融法院审判三庭陈良刚庭长：《证券行政处罚与刑事处罚的衔接困境与机制优化》，载 2023 年 5 月最高人民法院行政审判庭编：《行政执法与行政审判》总第 89 集。

六、回顾小结

对于 2023 年度操纵市场案件，除上述展开讨论的焦点问题之外，我们还注意到了违法所得数额认定时应扣除的项目如何认定、罚款幅度极值案例是否存在特殊监管考量等问题，限于篇幅原因，本文暂不对此进行展开，有待在后续系列文章中进行详述。

2024 年已进入第二季度，从证监会在今年年初的各项表态可以预见未来的证券市场监管将进一步落实严厉打击的执法原则，对触碰底线的操纵市场等违法行为采取零容忍的严监管态度。关注执法机关对于操纵市场类案件关键问题的监管态度，对于涉案公司及个人在执法应对中有效地提出申辩和听证申请，积极维护自身权利具有重要意义。市场主体宜在关注事前的合规及预防工作的同时，提高事后的权利意识和有效、高质量申辩能力，以争取协助监管部门厘清案件事实情况并进行合理、法定性量罚的双赢效果。

中介机构 责任篇

前言：

2024年3月15日，证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》，要求压实中介机构“看门人”责任，中介机构应当从投资者利益出发，健全内部决策和责任机制，立足专业、勤勉尽责。2024年4月12日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（俗称“**新‘国九条’**”）发布，强调进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。新“国九条”出台后，多家券商被证监会立案调查，也有不少券商被地方证监局采取行政监管措施。¹从近期监管动态来看，监管部门严惩中介机构违法违规行为的力度不断加大，未来中介机构的责任将持续强化，“长牙带刺”、有棱有角的监管形势将成常态。

在过去的一年，监管部门严厉打击中介机构各类违法违规行爲，督促中介机构归位尽责，作出了一系列具有典型意义和研究价值的行政处罚案件。本期文章是 2023 年度证券执法观察的收官之篇，我们将围绕 2023 年度证监会对中介机构责任的执法案件所体现的执法特点，具体分析有关案件所体现出的该领域的 2023 年度执法的焦点问题，以供读者参考。

一、2023 年度中介机构责任案件 执法特点回顾

2023 年证监会处罚的 16 件²中介机构责任案件中，其中 14 件为中介机构未勤勉尽责案件；1 件为中介机构向证券监管部门报送的文件、资料有虚假记载或者重大遗漏案件；1 件为中介机构向证券监管部门报送的文件、资料有虚假记载或者重大遗漏，且中介机构工作人员在开展证券期货业务及相关活动中向公职人员输送不正当利益案件。就 14 件中介机构未勤勉尽责案件，在案涉主体、案涉服务领域、新旧法适用、

处罚情况和申辩情况方面，具有以下特点（详细评述分析详见《方达金融执法观察 | 2023 年度证券执法观察 - 总论篇》）：

- 从案涉主体来看，会计师事务所占 8 件，证券公司占 3 件，资产评估公司占 2 件，律师事务所占 1 件。会计师事务所被处罚的案例依旧最多，仍是证券领域的监管重点。
- 从案涉服务领域来看，包括年报审计 8 件，债券发行 1 件，非公开发行股票 3 件，资产评估 2 件，年报审计未勤勉尽责的案件超过半数。
- 从新旧法的适用来看，适用旧《证券法》的案例共 8 件，适用新《证券法》的案例共 4 件，另有 2 件案件同时适用旧法和新法。这源于监管实践中，对中介机构的处罚通常衍生于对被服务主体的处罚，是监管部门“一案多查”的结果，存在一定的滞后性。
- 从处罚情况来看，证监会对于中介机构未勤勉尽责案件在处罚力度上相对克制。尽管新《证券法》将证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的罚没最高倍数由原先的“没一罚五”改为“没一罚十”，但是 2023 年度适用新法相关规定的 6 件处罚决定书中处罚幅度仍体现为没一罚一至没一罚三区间³，并未见更高幅度处罚。
- 从申辩情况来看，共有 11 件案例中当事人提出了申辩、听证，其中 4 件案例的申辩意见得到了证监会的部分采纳，但未能总体改变证监会认定其未勤勉尽责的结论。可见，面对监管问责，中介机构提出申辩、听证的动力高于其他主体，但考虑到申辩、听证环节的高度专业性，以及当事人需提供充分、合理的依据要求，执法实践中鲜见彻底改变监管部门预处罚决定结论的情况。

1. 经济参考报:《新“国九条”出台后多家券商被证监会立案调查 监管“长牙带刺”促券商归位尽责》, 发布日期:2024 年 4 月 22 日, http://dz.jjckb.cn/www/pages/webpage2009/html/2024-04/22/content_97855.htm。

2. 该数字系笔者根据证监会官网公开可查的行政处罚决定书自行统计，统计截止时间为 2024 年 2 月 21 日。统计标准为证监会依据《证券法》或证监会发布的相关法规进行处罚的案例，不包括适用其他法律法规的案例。

也不包括地方证监局的处罚案例。受当时部分行政处罚决定暂未公开等统计误差的影响, 该部分统计数据与实际数据可能存在一定出入, 具体数据请以证监会及其派出机构正式通报的官方数据为准。

3. 在〔2023〕3号处罚决定书、〔2023〕58号处罚决定书、〔2023〕79号处罚决定书、〔2023〕82号处罚决定书、〔2023〕153号处罚决定书、〔2023〕156号处罚决定书中，证监会对中介机构分别处以没一罚二、没一罚三、没一罚一、没一罚三、没一罚二、没一罚三的外罚。

通过梳理上述 2023 年度中介机构未勤勉尽责案件，可以发现以下几个焦点问题存在较多争议，部分案件亦具有一定的当年度特点，值得关注与探讨：

- (1) 如何判断行政处罚时效是否业已经过；
- (2) 如何理解勤勉尽责要求下非标审计报告类型出具不当问题；
- (3) 如何理解复核人员被纳入中介机构责任人员的问题；
- (4) 如何认识罚没基数中业务收入的扣减因素。

二、如何判断行政处罚时效是否业已经过

《中华人民共和国行政处罚法（2021 修订）》（“《行政处罚法》”）第三十六条 规定，违法行为的行政处罚时效为二年，涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的，期限延长为五年。违法行为在前述期限内未被发现的，不再给予行政处罚。在考虑处罚时效经过申辩事由的适用时，有两个关键的时间点值得探讨：

- 行政处罚时效的起算点（即违法行为的结束时点）；
- 行政处罚时效的结束点（即违法行为的被发现时点）。

1. 如何确定行政处罚时效的起算点（即违法行为的结束时点）

根据《行政处罚法》第三十六条规定第二款，行政处罚时效的期限从违法行为发生之日起计算；违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算。

实践中，中介机构责任案件中比较常见的情况是涉及连续性违法行为。典型的情况是，会计师事务所连续几年为上市公司年报提供审计服务，在上市公司财务报表被发现存在虚假记载后，证监会会相应认定会计

师事务所连续几年多次未勤勉尽责，出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的文件的行为属于连续性行为。虽然连续性行为本质上是可以独立存在的数个违法行为，但由于它们在性质上完全相同，因此在处理中并不对各个独立行为分别适用行政处罚，而是按照屡次实施违法行为从重处罚，并根据最后一次违法行为终了之日开始计算处罚时效。⁵ 例如：

- 在证监会〔2023〕3 号处罚决定书中，证监会认为，TYQ 所 2015 年至 2019 年年度财务报表审计未勤勉尽责处于连续状态，属于连续多年的同一性质违法行为，主体及行为性质未发生变化，违法行为处于连续状态，应将其视为一个整体进行处罚。
- 在证监会〔2023〕58 号处罚决定书中，证监会认为，YT 所作为豫金刚石年报审计机构，连续 3 年出具含有虚假内容的审计报告，其审计执业未勤勉尽责行为应视为一个整体。

需要注意的是，根据《国务院法制办公室对湖北省人民政府法制办公室〈关于如何确认违法行为连续或继续状态的请示〉的复函》（国法函〔2005〕442 号），《行政处罚法》第二十九条⁶ 中规定的**违法行为的连续状态**，是指当事人基于**同一个违法故意**，连续实施数个独立的行政违法行为，并触犯同一个行政处罚规定的情形。**因此，对于中介机构并非出于故意，而是过失未勤勉尽责的情况，能否将中介机构连续几年出具不同年度报告的行为视为同一个整体违法行为，尚存在讨论空间。**

相较而言，对于另一类型的——继续性违法行为而言，在中介机构责任案件中并不常见讨论，但在 2023 年度的中介机构案例中，一件会计师事务所因未更正存在虚假记载的审计报告而被认定其违法行为处于继续状态，进而被处罚的案例值得关注：

4. 《中华人民共和国行政处罚法（2021 修订）》第三十六条 违法行为在二年内未被发现的，不再给予行政处罚；涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的，上述期限延长至五年。法律另有规定的除外。前款规定的期限，从违法行为发生之日起计算；违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算。

5. 参见江必新主编：《行政处罚法条文精释与实例精解》，人民法院出版社 2021 年版，第 216 页；张泽想：《行政处罚的时效制度——兼析〈行

政处罚法〉第 29 条》，载《法学杂志》1997 年版第 2 期，第 10-11 页。

6. 此处应指已失效的 1996 年版《行政处罚法》第二十九条规定。因现行《行政处罚法》对于连续性违法行为的规定与当时一致，该复函仍有较大的参考价值。

- 在证监会〔2023〕78号处罚决定书中，华晨集团委托YT所对其2017、2018年年度财务报表进行审计，并于2018年9月至2020年2月期间使用2017、2018年年度财务数据申请发行公司债券。YT所在公司债券募集说明书“会计师事务所声明”中盖章，确认对募集说明书中引用的2017年、2018年度审计报告无异议，对出具的上述审计报告的真实性、准确性、完整性根据有关法律法规的规定承担相应的法律责任。后证监会查明相关审计报告中存在虚假记载。因在出具相关审计报告的过程中存在重大缺陷，YT所被处以没一罚二的处罚，三位签字注册会计师分别被罚款6万元、4万元、4万元。
- 在该案中，当事人提出行政处罚已超过2年行政处罚时效。对此，证监会认为，YT所出具2017年、2018年审计报告的目的为债券发行使用，且华晨集团于2018年9月至2020年2月期间将2017、2018年度审计报告用于申报并发行公司债券，YT所及相关当事人均已确认相关审计报告内容真实准确完整，并承诺承担相应法律责任，截至目前YT所出具的华晨集团2017年度、2018年度审计报告仍未注销或改正，应认定相关违法行为存在“继续状态”，持续至今。
- 值得注意的是，该案并非是上市公司连续多个年度披露审计报告，而是非上市公司在独立发债过程中披露援引了此前年度的审计报告。证监会并未论述违法行为的连续性，而是认为案涉会计师事务所对发债过程中披露出来的过往年度审计报告一直没有进行更正，进而认为违法行为处于“继续状态”。

实际上，对于如何认定违法行为是否属于“继续性违法行为”一直存在很大争议。分歧源于对《行政处罚法》第三十六条规定的“违法行为有继续状态”的理解不同，即此处的“继续状态”是指“违法行为”的继续还是违法行为导致的“违法状态”的继续，或是二者皆为必要。⁷从法条文义来看，“违法行为有继续状态”

似乎更指向违法行为本身的继续性，即行为本身无时间间隔地继续。⁸从制度价值上来看，行政处罚时效更多是对行政机关及时执法的督促，以便尽快恢复和稳定社会状态。几乎所有的行为在结果上都可能造成持续的不法状态或影响，单纯以影响未消除或行为人没有主动修正违法行为作为认定继续性行为的依据可能会过度地扩大继续性行为的涵盖范围，消解处罚时效制度的价值。⁹故而，我们认为，仅有违法后果的继续状态而无违法行为的继续状态不应属于行政处罚领域中的“继续性违法行为”。

对于中介机构而言，中介机构是为信息披露义务人履行信息披露义务出具专项文件，出具专项文件行为一般宜理解为一次性的即成行为。这从过往案例反映的，将会计师事务所连续几年出具载有虚假记载内容的审计报告视为基于概括的违法故意的“连续性行为”亦可印证。但证监会〔2023〕78号处罚决定书认为案涉会计师事务所没有对发债过程中披露出来的过往年度审计报告进行更正，进而认为违法行为处于“继续状态”，并持续至今，与证监会过往年度的处罚认定逻辑存在一定差异，是否恰当殊值考虑。

2. 如何确定行政处罚时效的结束点（即违法行为的被发现时点）

根据《行政处罚法》第三十六条规定，原则上违法行为在两年内“未被发现”则不予行政处罚，特殊情况的行政处罚时效为五年（涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的）。

在实践中，对于违法行为的被发现时点认定往往涉及能否将对上市公司违法行为的发现时点作为对中介机构违法行为的发现时点、发现标准是采纳监管机关“主观知悉”标准还是“客观立案”标准等方面的争议。在2023年的案件中，我们看到了证监会对于如何认定“违法行为被发现”问题的进一步阐述，但尚未形成统一意见。例如：

- 在证监会〔2023〕3号处罚决定书中，当事人认

7. 参见江必新主编：《行政处罚法条文精释与实例精解》，人民法院出版社2021年版，第216页。

8. 参见胡梦瑶：《权力期间视角下行政处罚时效的适用》，载《华东政法大学学报》2023年第1期，第130页。

9. 参见夏金莱：《论行政处罚追责时效——〈行政处罚法〉第36条的解释论》，载《学术界》2022年第10期，第173页。

为其于 2021 年 9 月 24 日收到证监会《调查通知书》，距离其出具 2015 年至 2018 年年度审计报告均已超过两年处罚时效。对此，证监会首先认为案涉会计师事务所 2015 年至 2019 年年度财务报表审计未勤勉尽责属于连续多年的同一性质违法行为，主体及行为性质未发生变化，违法行为处于连续状态，应将其视为一个整体进行处罚；其次将 2020 年 11 月 13 日四川证监局对“易见股份”、案涉会计师事务所采取出具警示函的监管措施作为证监会发现案涉会计师事务所违法行为的时点，认为该案处罚未超过处罚时效。**在该案中，证监会并未直接以上市公司违法行为发现时点作为中介机构违法行为发现时点，而是以中介机构被采取一定程度的否定性评价的时点作为违法行为发现时点。**

- 在证监会〔2023〕156 号处罚决定书中，案涉评估公司申辩无论是证监会对其的现场调查起始时间还是立案通知日，距离资产评估报告出具日均已超过 2 年的处罚时效。但证监会认为，案涉评估公司所称的签收立案告知日或接受现场调查开始日均非本案违法行为发现日，案涉评估公司评估执业违法行为与豫金刚石 2019 年年报信息披露违法行为相关联，发现豫金刚石相关违法时间同时可认定为发现案涉评估公司违法线索时间。证监会于 2020 年即对豫金刚石信息披露违法行为展开现场调查，且于 2020 年 11 月 20 日调取了案涉评估公司出具的评估报告与评估工作底稿等证据。最终认定案涉评估公司关于本案已超过行政处罚时效的主张不能成立。**在该案中，证监会又采取了一贯的执法思路，即并未考虑是否将中介机构本身纳入调查或核查对象，而仅是在调查上市公司违法行为过程中向协助调查的中介机构调取文件也作为中介机构违法线索发现时点。**

在执法实践中，往往会对上市公司和中介机构进行“一案双查”。在对上市公司及中介机构的监管和执法交织过程中，是否有必要区分、如何区分上市公司以及中介机构各自违法行为“被发现”时点，是以“主观知悉”标准，还是以“客观立案”标准，还是综合二者标准，仍有待监管部门和司法实践进一步明晰指引。

三、如何理解勤勉尽责要求下非标审计报告类型出具不当问题

中介机构是否已勤勉尽责仍是此类案件中最为核心的问题，也是中介机构陈述申辩的“主战场”。在 2023 年针对中介机构的处罚决定书中，中介机构未勤勉尽责的样态仍是五花八门。作为“看门人”的中介机构，其勤勉尽责义务往往因所参与的证券产品不同、自身专业领域不同而存在差异，难以一概而论。

在 2023 年度中介机构未勤勉尽责案件中，仍以会计师事务所被处罚居多。在这些案件中，证监会尤其注重流程的标准和细节的完美，以审计准则为大前提，对照发现会计师事务所在程序上是否存在任何瑕疵，诸如函证记录存在不同客户由同一人员回函、回函地址或联络人与登记信息不符、客户回函地址为供应商的实际经营地址等等。**其中，特别值得关注的是，证监会在一例处罚决定书中以会计师事务所出具的非标审计报告类型不当为由进行处罚，为会计师事务所出具非无保留意见的类型不当的行为敲响了警钟。**

- 在证监会〔2023〕58 号处罚决定书中，证监会认定，YT 所在为豫金刚石的 2017-2019 年财务报表进行审计过程中，未勤勉尽责，导致出具的审计报告存在虚假记载，并因此对 YT 所作出了没一罚三的处罚，对其中两位签字注册会计师分别罚款 25 万元、对其中四位签字注册会计师分别罚款 8 万元。
- 区别于过往案例的特别之处在于，YT 所曾对该上市公司的 2019 年审计报告发表了保留意见，即便如此，证监会仍对该项行为进行了处罚。**证监会认为，审计报告所述形成保留意见的基础部分涉及事项对豫金刚石 2019 年年度财务报表可能产生的影响重大且具有广泛性，2019 年发表的审计意见类型不当，**对豫金刚石 2019 年度财务报表发表保留意见而非无法表示意见的行为违反了审计准则，出具的审计报告存在虚假记载。**

根据相关审计准则的规定，“保留意见”和“无法表示意见”均属于“非无保留意见”类型，二者的区别

主要在于会计师事务所可能未发现的错报对财务报表的影响是否具有“广泛性”。¹⁰此外，在极少数情况下，可能存在多个不确定事项，尽管注册会计师对每个单独的不确定事项获取了充分、适当的审计证据，但由于不确定事项之间可能存在相互影响，以及可能对财务报表产生累积影响，注册会计师不可能对财务报表形成审计意见。在这种情况下，注册会计师应当发表无法表示意见。¹¹

因相关法规和审计准则对“广泛性”的规定相对抽象，其确定更多依赖于注册会计师的职业判断，极易引发争议：

- 在前述证监会〔2023〕58号处罚决定书中，案涉会计师事务所提出在公告保留意见审计报告后，豫金刚石的股价较业绩预告公告日下降30%，可见保留意见审计报告已让财务报表使用者充分理解财务报表。实际上，也有学者曾通过大样本数据的考察，认为出具保留意见和无法表示意见的审计报告，所引起的资本市场的反应没有显著性差异，¹²那么从结果上来看，案涉会计师事务所提出的出具保留意见已可以使投资者了解到市场风险具有一定合理性。但证监会并未采纳这一意见，仍认为判断审计意见恰当与否的标准是审计准则相关规定，与股价下跌与否无关。
- 案涉会计师事务所也从审计准则角度出发以保留意见涉及事项对财务报表的影响不具有广泛性提出了申辩。证监会则认为，因相关审计报告形成保留意见的基础涉及担保及诉讼事项、抵账及资产减值事项（涉及存货、其他应收款、固定资产）、关联方及关联方交易、持续经营能力存在重大不确定性、证监会立案调查影响等多个事项，几乎涉及企业经营的方方面面，属于“存在多个无法获取充分、适当审计证据的重大事项”的情形，对财务报表的影响具备广泛性较为显著，因而证监会由此认定案涉会计师事务所应发表无法表示意见而非保留意见。

该案所带来的启示在于，在审计准则较为抽象、未提供具体量化标准指引的情况下，会计师事务所更应谨慎对待，涉及到非无保留意见的具体类型问题，即便出具保留意见可能也并非会计师事务所的“免罪金牌”。当然，监管部门对于保留意见仍进行处罚的案例较为罕见，其对于广泛性的判断标准，是否因会计师事务所发表保留意见（而非无法表示意见）而从轻、减轻处罚，均需后续结合更多案例跟踪研究。

四、如何理解复核人员被纳入中介机构责任人员的问题

根据新《证券法》第二百一十三条第三款¹³规定，中介机构未勤勉尽责的，将对中介机构和责任人员进行双罚，责任人员包括“直接负责的主管人员”和“其他直接责任人员”。在过往的监管实践中，对个人的处罚大多集中于在制作、出具的相关文件上签字的个人，诸如签字注册会计师、保荐代表人等，比较少见签字人员之外的人员也被纳入中介机构责任人员进行处罚的案例。个别案例中曾出现相关人员过度插手相关文件出具的情况，从而被认定为“直接负责的主管人员”进行处罚。¹⁴

在近两年的执法实践中，复核人员似有被纳入中介机构责任人员处罚范畴的态势，2023年也存在相应案例：

- 在证监会〔2023〕79号处罚决定书中，证监会另案查明“希努尔”在2018、2019年年度财务报表中虚增营业外收入及利润，证监会认定，ZXH所在审计过程中未勤勉尽责，出具的审计报告存在虚假记载，对该会计师事务所处以“没一罚一”的处罚，两位签字注册会计师分别被处以25万元罚款。值得关注的是，证监会还分别处罚了案涉项目的质量控制复核人，以及作为项目组成员并参与复核工作的ZXH所山东分所的管理合伙人，分别罚款20万元。

10. 参见《中国注册会计师审计准则第1502号——在审计报告中发表非无保留意见》第八条、第十条。

11. 参见《中国注册会计师审计准则第1502号——在审计报告中发表非无保留意见》第十一条。

12. 参见章琳一，张洪辉：《资本市场对非标准审计意见的反应研究》，载《江西财经大学学报》2013年第6期，第53-54页。

13. 新《证券法》第二百一十三条第三款

证券服务机构违反本法第一百六十三条的规定，未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，并处以业务收入一倍以上十倍以下的罚款，没有业务收入或者业务收入不足五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；情节严重的，并处暂停或者禁止从事证券服务业务。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

14. 例如证监会〔2023〕82号处罚决定书、〔2022〕36号处罚决定书。

- 类似地，在更早一年的证监会〔2022〕55 号处罚决定书中，证监会也以案涉会计师事务所项目复核工作存在缺陷为由，对项目质量控制复核人作出了处罚。

对审计报告进行质量复核是会计师事务所勤勉尽责的应有之义。根据相关审计准则的规定，项目质量复核是指在报告日或报告日之前，项目质量复核人员对项目组作出的重大判断及据此得出的结论作出的客观评价。¹⁵ 其制度目的不在于评价整个项目是否遵守了适用的法律法规和职业准则的规定，¹⁶ 但要求质量控制复核人在阅读和了解相关信息的基础上，对与重大判断相关的业务工作底稿进行复核，评价作出这些重大判断的依据、业务工作底稿能否支持得出的结论、得出的结论是否恰当、是否已就疑难问题或争议事项、涉及意见分歧的事项进行适当咨询以及咨询得出的结论，评价项目合伙人对整个审计过程的参与程度是否充分、适当，项目合伙人作出的重大判断和得出的结论是否适合项目的性质和具体情况，复核被审计财务报表和审计报告，以及审计报告中对关键审计事项的描述。¹⁷ 因而，如果具体负责审计项目的会计师对于职业怀疑的应用或得出的审计结论存在明显问题，而质量控制复核人员未予关注，均可能受到监管部门的质疑甚至处罚。

正如证监会所言：“提高中介机构复核工作质量，避免复核工作‘走过场’是我会一以贯之的立场。”¹⁸ 以近期的两则案例为起始，隐见证监会要求质量复核人员切实承担责任的态度和执法趋势，中介机构应对此予以重视，建立完善、有效的内部控制体系和执行制度。在未来，也不排除证监会逐渐扩大对中介机构中相关责任人的监管视野的可能性，参与相关文件的出具各维度的中介机构人员均需警醒，以更加勤勉尽责的态度履职。

五、如何认识罚没基数中业务收入的扣减因素

在 2023 年的证券违法案件中，还出现了多个中介机构以业务收入应扣除为案涉上市公司的子公司出具审计报告的费用等为由进行申辩的案例，例如证监会〔2023〕18 号处罚决定书、证监会〔2023〕51 号处罚决定书、浙江证监局〔2023〕15 号处罚决定书，但上述三例申辩并未得到证监部门的采纳。

根据我们的观察，上述有关罚没基数中的业务收入中应考虑扣减项目的申辩理由在 2023 年成为诸多案件共同的申辩方向，可能与 2022 年证监会在〔2022〕36 号处罚决定书中采纳了当事人的申辩有关。

- 该案中，当事人以“事先告知中认定的 2018 年、2019 年年度财务报告审计业务收入不应涵盖申辩人审计上市公司子公司的审计费用以及执行‘募集资金审核’、‘关联方资金占用情况审核’的费用”进行申辩。对此，证监会结合申辩人提交的审计业务约定书以及申辩人作出的说明，对申辩人关于业务收入认定问题的部分申辩意见予以采纳，进而对当事人的业务收入进行了调减。

那么证监部门在 2023 年的三例处罚决定书中拒绝扣减的观点是否与 2022 年的上述案例实践存在冲突或反复呢？经细致对比可见，并不存在冲突或反复，而是通过 2023 年的执法实践对于有关罚没基数中的业务收入项目的认定标准进行了细化。简要而言，证监部门认为该等案例中：

（1）扣除为子公司出具审计报告的费用主张并无合同基础：在证监会〔2023〕18 号处罚决定书中，证监会认为，獐子岛集团与 DH 所签订的《审计业务约定书》中约定的审计费用 130 万元，**未明确约定为单独子公司出具审计报告的费用**，且对獐子岛各子公司的审计是对合并报表进行审计并发表审计结论的基

15. 参见《中国注册会计师审计准则第 1121 号——对财务报表审计实施的质量管理》第十二条。

16. 参见《会计师事务所质量管理准则第 5102 号——项目质量复核》第八条。

17. 参见《会计师事务所质量管理准则第 5102 号——项目质量复核》第二十八条。

18. 参见证监会〔2022〕55 号处罚决定书。

基础和必要组成，故为子公司出具审计报告的费用不应单独扣除。

（2）子公司审计系对上市公司合并报表审计的必要组成部分，不宜扣减为子公司审计部分的费用：在证监会〔2023〕51号处罚决定书中，证监会认为，RH所作为航天通信年度报告的审计机构，**其对航天通信各子公司的审计是对合并报表进行审计并发表审计结论的基础和必要组成**，故为子公司出具审计报告的费用不应单独扣除。

该等案件所带来的启示在于，在证券执法过程中，对于业务收入的扣减因素较为细节，会计师事务所与上市公司签订《审计业务约定书》时即应关注审计范围、审计对象及其对应业务收入的可分性等问题，以便在面对执法时可进行有效区分与澄清，以成功申辩应予扣减。

六、回顾小结

自2023年开始的全面实行股票发行注册制是资本市场的重大改革，对中介机构的核查把关责任提出了更高的要求。纵观全年，证监会针对中介机构作出行政处罚的数量相比以往虽未有显著的提升，但这些处罚决定书中诸如处罚时效、非无保留意见的具体类型、责任人员的扩展倾向等细节和态势，无不体现出证监会压实中介机构责任的决心，这一趋势值得中介机构加以重视。

2024年新“国九条”出台后，亦有多家券商被立案调查或被采取行政监管措施，进一步体现了压实中介机构“看门人”责任、促使中介机构归位尽责的监管基调。

中介机构如何避免受到监管处罚？这个问题有大道至简的回答，即恪守职业道德，勤勉尽责执业。但在这个充满变革和不确定性的时代，中介机构等证券市场主体，应紧跟执法趋势和监管重点，对自身的执业及体系及时进行查漏补缺。一旦陷入监管调查或执法，也建议积极寻求专业律师的帮助，争取尽早向监管部门澄清有关事实、消除法律适用的误解，以便妥善、全面地维护自身权益。

本篇是“2023年度证券执法观察”系列文章的收官之作。后续我们也将密切关注证券新规动态以及证监会等监管部门的监管趋势，结合我们的实务经验，定期分享我们的观察与分析，以供读者参考。

北京办公室

朝阳区光华路1号
北京嘉里中心北楼27层
中国北京市 100020

电话: (8610) 5769 5600
传真: (8610) 5769 5788

广州办公室

天河区珠江新城珠江东路6号
广州周大福金融中心66楼
中国广州市 510623

电话: (8620) 3225 3888
传真: (8620) 3225 3899

香港办公室

中环康乐广场8号
交易广场1期26楼
中国香港

电话: (852) 3976 8888
传真: (852) 2110 4285

南京办公室

鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼38层
中国南京市 210005

电话: (8625) 8690 9999
传真: (8625) 8690 9099

上海办公室

石门一路288号
兴业太古汇
香港兴业中心二座24楼
中国上海市 200041

电话: (8621) 2208 1166
传真: (8621) 5298 5599

深圳办公室

福田区中心四路1号
嘉里建设广场T1座9楼
中国深圳市 518048

电话: (86755) 8159 3999
传真: (86755) 8159 3900