

联系会员视角

VISION of CAPCO ASSOCIATE MEMBERS

聚焦市场热点话题

为上市公司提供专业视角解读

服务
■ 自律
■ 规范
■ 提高



■ 本期主办
联系会员——上海市方达律师事务所





中国上市公司协会联系会员名单 (按首字母排序)

CAPCO Associate Members List

北京大成律师事务所

北京德恒律师事务所

北京市环球律师事务所

北京市金杜法律研究院

北京市隆安律师事务所

北京市天同律师事务所

北京市盈科律师事务所

北京市中伦律师事务所

国浩律师（上海）事务所

上海市方达律师事务所

上海问道有诚律师事务所

浙江天册律师事务所

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）

银河期货有限公司

中国国际期货股份有限公司

中信期货有限公司

航天投资控股有限公司

四川宜宾普什集团有限公司

五矿国际信托有限公司

南方基金管理股份有限公司

鹏华基金管理有限公司

易方达基金管理有限公司

北京乐瑞资产管理有限公司

财通证券资产管理有限公司

上海景林资产管理有限公司

中泰证券（上海）资产管理有限公司

弗若斯特沙利文（北京）咨询有限公司

上海荣正企业咨询服务（集团）股份有限公司

中国通用咨询投资有限公司

中智管理咨询有限公司

灼识企业管理咨询（上海）有限公司

长江养老保险股份有限公司

达信（中国）保险经纪有限公司

东方金诚国际信用评估有限公司

上海资信有限公司

中诚信绿金科技（北京）有限公司

北京北大英华科技有限公司

北京中创碳投科技有限公司

目录

01 总论篇

01	一、2023 年度证券执法中主要违规行为类型及执法重点
02	(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
05	(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
07	(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
08	(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
09	(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
09	二、2023 年度证券执法中新旧法适用及处罚幅度
10	(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
11	(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
12	(三) 操纵市场案例超七成成为旧法下案件，罚没金额因违法所得基数巨大相对处于高位
13	(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
14	(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
15	三、2023 年度证券执法中当事人申辩、听证及采纳情况
16	(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
16	(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
17	(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、业务收入认定方面
17	四、2023 年度证券执法中地方监管局代表性处罚案例概况
17	(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
18	(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
18	(三) 深圳监管局案例中，信披违规和内幕交易案件不相上下
19	(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
19	五、回顾与展望
19	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
19	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
20	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，重视刑行衔接调查
20	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

02 信息披露篇

22	一、2023 年度信息披露违规案件热点问题及其新趋势
22	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
24	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
26	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
26	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
29	二、2023 年信息披露违法案件中传统典型争议问题探讨
28	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
29	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
30	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
31	三、回顾小结



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。

《联系会员视角》将通过连续两期登载上海市方达律师事务所《2023 年度证券执法观察》系列文章（包括总论篇、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），再度聚焦证券执法重点，以供参考和借鉴，并敬请期待 2024 年度系列。

前言：

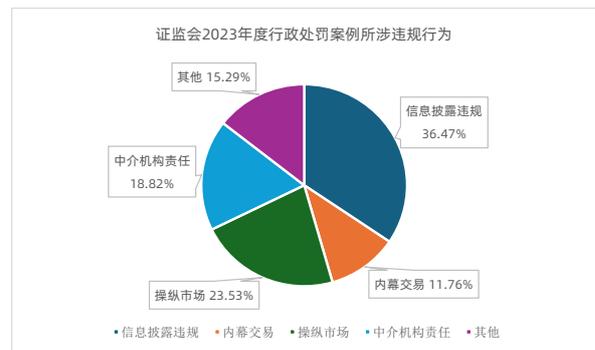
《2023 年度证券执法观察 - 总论篇》将以 2023 年度证监会以及有一定代表性的地方监管局(包括北京、上海、深圳、浙江)公布的行政处罚案例为基础,结合实务经验,从频发的证券违法行为类型、新旧《证券法》的适用、涉案企业及人员受处罚幅度、当事人是否积极行权以及有代表性的地方监管局执法特点等角度综合分析,以概览性呈现 2023 年度证券监管执法领域的规制重点和趋势,以期为企业及其管理层证券从业的合规建设提供有益参考。

一、2023 年度证券执法中 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,信息披露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。

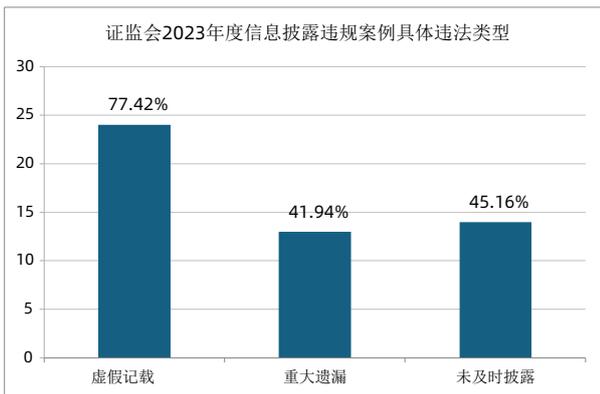
3. 本文仅统计证监会依据《证券法》或证监会发布的相关法规进行处罚的案例,而未统计适用其他法律法规的案例,即[2023]7号、[2023]20号、[2023]38号案(共3件);此外,有部分文号未见公开的行政处罚

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，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：

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。

- 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

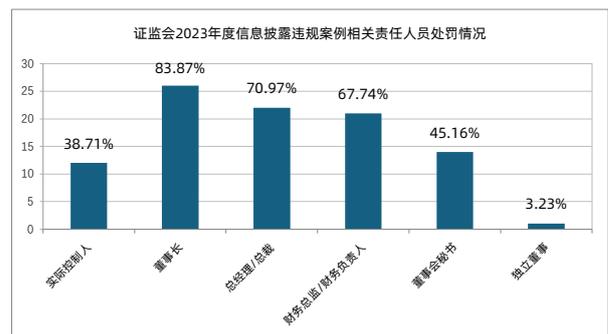
此外，在上述31件案例中，有5件案例还同时涉及欺诈发行问题。⁸该5件案件体现的总体特点为，公司在IPO阶段或上市后非公开发行阶段，在发行文件中存在信披违规行为，基于违法行为竞合时“重行为吸收轻行为”、“择一重处”的监管思路，单独处罚欺诈发行行为，但公司此后继续在定期报告中财务造假的行为将会与欺诈发行行为一起被并列处罚。例如：

- 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）

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

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、完整性或者有争议的，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。

人被处罚时常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

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。

11. 根据我们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。

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。

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〔

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。

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。

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、抬抬股价，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。

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

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

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 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。

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，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。

（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、2023 年度证券执法中 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，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	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	
	虚假记载、误导性 陈述、重大 遗漏	信息披露义务人	100 万 -1000 万	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	50 万 -500 万	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 万元以上	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 万元以上	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，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处于高位。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备案的，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：

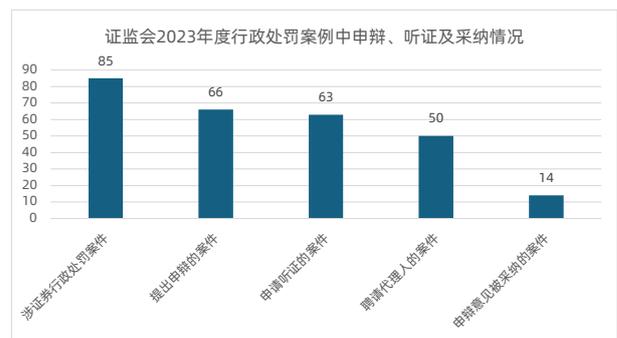
- [2023] 67 号案的当事人被采取三年市场禁入措施，当事人系上市公司的副董事长、总裁，利用内幕信息进行证券交易。
- [2023] 22 号案当事人系基金管理公司的基金经理，利用公募基金账户交易股票，被采取五年市场禁入措施。
- [2023] 66 号案的当事人系上市公司董事长、实际控制人，利用内幕信息进行证券交易，被采取五年市场禁入措施。

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、2023 年度证券执法中 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可和支

- 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，证监会将对该名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 件涉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、2023年度证券执法中 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。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、当事人提出申辩和听证，以及采纳情况。

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，但最终均因监管局量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等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，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。未来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。未来监管机构将更倾向于结合新型技术，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。未来将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。未来将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，证券监管将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。本篇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。

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了首个突破。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。
- 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

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。

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，为其良性发展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. 参见证监会：《紫晶存储案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。

（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。
- 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。

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。

- 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2.8亿余元进行全额赔付。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承担对应金额多达数亿元，对比独董年薪几十万的薪酬来看，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

2. 参见证监会：《紫晶存储案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。

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。⁸2023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独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，并结合其履职情况，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股董董辞职，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场所书面报告的；
(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场所书面报告的，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。简要而言，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 and 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 条处以非法募集资金金额的 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，不仅需要对其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两款违法行为的，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、准确性、完整性承担主要责任，是直接负责的主管人员；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。

作者信息



季诺 | Ji Nuo

合伙人

nji@fangdalaw.com

执业领域：专攻商事争议解决、破产与重组、建筑与房地产和危机处理



林彦华 | Lin Yanhua

合伙人

yanhua.lin@fangdalaw.com

执业领域：专攻争议解决，包括诉讼仲裁和合规及政府执法等事项



冯璐 | Sophia Feng

合伙人

sophia.feng@fangdalaw.com

执业领域：专攻证券、期货、私募股权等“大资管行业”的金融争议解决，以及与之相关的金融监管执法事件处置

团队成员包括徐晓颖律师、曹天意律师、周真伊律师、刘宇昂律师。



ACHIEVING EXCELLENCE 立足中国的卓越国际律师事务所

方达律师事务所成立于 1993 年，是一家同时提供中国法与中国香港特别行政区法法律服务的综合性律师事务所。

高度一体化的理念

- 我们拥有约 800 名律师，办公室分布于中国 6 个主要商业中心城市：北京、广州、香港、南京、上海和深圳。
- 我们是高度一体化的合伙制律师事务所，而非松散的律师团队联盟。
- 我们不同团队和办公室的律师合作无间，一起凭借最专业的法律知识、对市场发展的透彻理解和对行业格局的洞见，以帮助我们的客户实现他们的商业目标。

重大交易与纠纷的优选律所

- 在寻求处理复杂法律问题的专业建议方面，我们一直以来都是众多客户的优选顾问。
- 在涉足重大交易和重大纠纷时，众多中国及全球领先企业和金融机构会聘请我们作为顾问，就其重大复杂、疑难法律问题提供专业意见与解决方案。

跨境法律服务的中国优势

- 我们在跨境法律服务方面的领先实力受到市场的普遍认可，我们的中国视角在具备中国环节的跨境交易中更是我们的独特优势。
- 我们的团队除中国律师外，还包括大量在澳大利亚、英格兰和威尔士、新加坡、美国和中国香港地区的执业律师。
- 我们多元化背景的律师团队和我们对于本地市场的深刻了解，使得我们在跨司法管辖区域的重大交易与纠纷中可以为客户克服因法律、监管、语言、文化等方面差异所带来的诸多挑战。

始终处于中国商业法律服务的前沿

- 在过去的 30 年中，我们始终活跃在商业领域法律服务的最前沿。
- 我们成功协助客户完成了诸多具里程碑意义的重大交易和案件，也在各类重大复杂且没有先例的争议中代表客户获得有利结果。其中一些代表案例为：
 - ★ 首单由国际承销商承销的中国公司首次公开发行
 - ★ 首个中国境外设立公司（红筹企业）在境内交易所的上市
 - ★ 中国首个开放式基金的设立
 - ★ 外资首次收购中国上市公司控股权
 - ★ 中国首例 FRAND（即公平、合理、无歧视）诉讼
 - ★ 代表申请人首次在中国程序法下取得知识产权诉讼临时禁令
 - ★ 首例非政府组织向跨国公司提起的环境公益诉讼

无缝的全球服务

我们与许多全球领先的专业顾问以及中介机构都拥有紧密的合作关系。为了协助客户达成各类跨境业务的需求，我们会投入大量时间与资源去与世界各地顶尖的律所密切协作，为客户提供无缝衔接的全球法律服务。

欢迎加入中国上市公司协会

一、协会简介

中国上市公司协会（CHINA ASSOCIATION FOR PUBLIC COMPANIES, CAPCO，以下简称“协会”），是依据《中华人民共和国证券法》和《社会团体登记管理条例》等相关规定成立的，由上市公司及相关机构等，以资本市场统一规范为纽带，维护会员合法权益而结成的全国性自律组织，是非营利性的社会团体法人。中国证监会为其业务主管部门。

二、会员范围

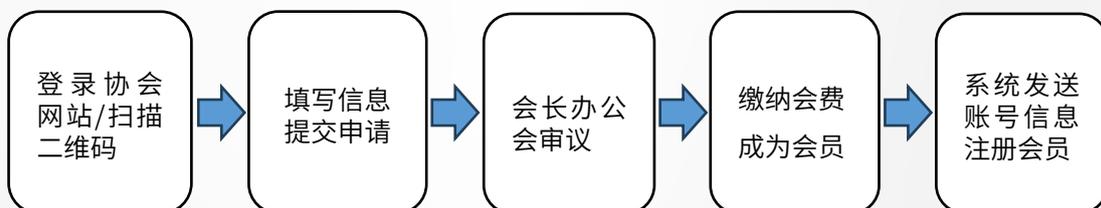
经中国证监会批准公开发行股票并在证券交易所上市的公司，可以成为协会普通会员。

依法在境内公开发行股票的非上市公众公司、以及经中国证监会批准的境外上市公司，可以成为协会普通会员。

证券交易所、证券登记结算公司等证券系统机构以及地方上市公司协会等，可以成为协会团体会员。

证券公司、会计师事务所、律师事务所、证券服务机构、证券投资机构以及与其他上市公司相关的研究、服务机构等，可以成为协会联系会员。

三、入会流程



四、会费标准

普通会员年会费标准为 1 万元/年；会员理事、会员监事为 5 万元/年，会员常务理事为 10 万元/年，会员副会长、会员副监事长为 20 万元/年。联系会员会费标准为 5 万元/年。

联系电话：010-88009680

010-88009485



扫码加入协会

协会地址：北京市西城区金融大街33号通泰大厦C座3层 邮编100032

协会官网：www.capco.org.cn



中国上市公司协会
CHINA ASSOCIATION FOR PUBLIC COMPANIES



服务 自律 规范 提高

重要声明：本交流信息来源于协会联系会员，文中信息仅供交流参考，我们致力于提供合理、准确、完整的资讯信息，但不保证信息的合理性、准确性和完整性，且不对因信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失承担法律责任。