

财务造假“违法薪酬退回”填补法律空白 投资者维权或再增利器

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

上市公司及投资者维权有望再增利器。

日前,最高人民法院在有关公司法的司法解释征求意见稿中新增“违法薪酬退回”条款,即:上市公司的财务会计报告存在虚假记载或者隐瞒重要事实,公司请求董事、高级管理人员退回与其业绩不相匹配的超出合理标准而获得的薪酬或者股权、期权的,人民法院依法应予支持。

“新增规定打破了‘薪酬照拿、责任不担’的困局。”业内专家对《中

填补法律空白

“违法薪酬退回”条款是本次司法解释创设性条款,标志着我国证券市场保护上市公司及广大投资者权益的法律制度供给愈发完善。

9月30日,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释(征求意见稿)》向社会公开征求意见,截止日期为2025年10月20日。

其中第八十五条“违法薪酬退回”规定:上市公司的财务会计报告存在虚假记载或者隐瞒重要事实,公司请求董事、高级管理人员退回与其业绩不相匹配的超出合理标准而获得的薪酬或者股权、期权的,人民法院依法应予支持。

“‘违法薪酬退回’条款是本次司法解释创设性条款,标志着我国证券市场保护上市公司及广大投资者权益的法律制度供给愈发完善。”中伦律师事务所非权益合伙人李瑞轩对记者表示,此前的公司法司法解释中没有相关规定,实务中也鲜有上市公司起诉索回董事、高管不匹配薪酬的案例。该条款为上市公司对董事、高管“违法薪酬”索赔提供了明确的法律依据,有利于维护上市公司及投资者的合法权益。

“‘违法薪酬退回’条款是为了避免董事、高管通过虚增业绩来实现对公司及股东的承诺,从而骗取与业绩对应的高额薪酬。”上海久诚律师事务所主任、首席合伙人许峰认为,如果薪酬跟业绩挂钩,真实的业绩不存在后,董事、高管返还对应薪酬本来是应有之义。此次司法解

国经营报》记者表示,“违法薪酬退回”是创设性条款,旨在避免董事、高管通过虚增业绩而获取高额薪酬,有助于解决上市公司财务造假、“劣迹高管”保留高额绩效薪酬的不合理现象,有利于维护上市公司及投资者的合法权益。

与此同时,针对“投资者的请求权是否有保障”“如何界定超出合理标准的薪酬”等未来司法实践当中可能存在的难点问题,专家认为,目前的规定较为原则化,为确保其能有效落地,应在可操作性、细节性等方面进行完善。

投资者如何维权?

针对该条款请求权主体单一,依赖股东主动起诉的不足,专家建议增加请求权主体。

“‘违法薪酬退回’条款的增设显然具有重要意义。同时,市场上也有疑问,该条款仅规定了公司有权提出追索请求,是否意味着投资者的请求权没有保障?在董事、高管控制公司的情况下,如何让董事、高管自己起诉自己?”

“上述问题确实是该条款在实践层面可能面临的最大挑战。”康欣认为,该条款明确规定公司是请求权主体,符合公司法基本原理,但这并不意味着投资者的权利没有保障。

康欣表示,当公司因受涉事董事、高管控制而怠于起诉时,公司法规定的“股东代表诉讼”制度就提供了救济途径。符合法定条件的股东(通常是连续180日以上单独或合计持有1%以上股份的股东)可以为了公司的利益,以自己的名义直接向人民法院提起诉讼,请求涉事董事、高管向公司

承担赔偿责任,包括退回违法薪酬。因此,投资者的请求权可以通过股东代表诉讼间接实现。

同时,针对该条款请求权主体单一,依赖股东主动起诉的不足,专家建议增加请求权主体。例如,借鉴证券法关于投资者保护机构的规定,明确投资者保护机构为维护公司利益,可以直接向人民法院提出诉讼请求,或支持公司诉讼。这能极大增强条款的威慑力和可执行性。

“的确存在管理层控制公司而去起诉的风险。”许峰表示,极端情况下中小股东可以通过股东代表诉讼,但该路径可能存在成本较高、程序繁琐等问题。在此情况下,更好的路径是投保机构中证中小投资者服务中心发起公益诉讼。

李瑞轩亦认为,投资者可以通过股东代表诉讼、投服中心诉讼,向相关董事、高管索回违法薪酬归还公司。但从追索途径上

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释(征求意见稿)》向社会公开征求意见

上市公司的财务会计报告存在虚假记载或者隐瞒重要事实,公司请求董事、高级管理人员退回与其业绩不相匹配的超出合理标准而获得的薪酬或者股权、期权的,人民法院依法应予支持。



资料来源:最高人民法院官网

看,通过向法院起诉的方式追索效率相对较低,应考虑要求上市公司在内控制度、公司章程中增设明确的追索制度与机制,当触

发相关问题后,由董事会内部主动执行相关规则;具体执行情况,应纳入证监机关及交易所的监管范围,并配套相应的罚则。

更多细节有待界定

康欣建议采用“两步法”界定“与其业绩不相匹配的超出合理标准”。

此外,如何具体界定“与其业绩不相匹配的超出合理标准而获得的薪酬或者股权、期权”,也可能是司法实践中的难点。

许峰认为,该种诉讼一般适用于薪酬与业绩有着明确挂钩的情况,比如针对管理层的业绩激励协议等,起诉时可更加方便确认合理和匹配的标准。如果董事、高管的薪酬在财务造假等行为前后并无差异,那么在适用该类诉讼的时候可能会有一定的难度。

“司法解释的本意,不是说财务造假后就不应该给董事、高管发工资。可能主要是防止董事、高管通过虚增业绩实现业绩对赌等情况。”许峰表示。

李瑞轩认为,上市公司薪酬体系与奖励机制是一个复杂的问题,“违法薪酬退回”条款体现了

司法解释制定者的审慎性,既需要退回不匹配的超标部分,也需要保护相关董事与高管基本的薪酬权利。因此,该条款明确界定退回的应当是“与其业绩不相匹配”且“超出合理标准”部分。

李瑞轩表示,退回薪酬的年份,应当与上市公司存在虚假记载或隐瞒重要事实的年度报告相对应。至于“与其业绩不相匹配的超出合理标准”部分如何界定与计算,主要应由上市公司的薪酬与考核委员会、人事部门或财务部门作出说明和举证。当然,相关董事与高管可以举出反证对此进行抗辩。

“准确追回相关违法薪酬的前提,是上市公司披露其基于财务报告的激励性薪酬政策,以及实际执行情况,以便监管机关及公众监督后续追索工作的开展。”李瑞轩补充道。

康欣建议采用“两步法”界定“与其业绩不相匹配的超出合理标准”:

第一步,确定“合理标准”。可参考公司内部有效的薪酬管理制度及绩效考核办法,同行业、同规模、同地区的薪酬水平,公司历史上的正常薪酬水平,公司薪酬委员会的意见等因素。

第二步,识别“不匹配”的超出部分。核心是进行“业绩还原”,即在剔除财务报告中的虚假记载或隐瞒事项后,重新计算高管在该年度的“真实业绩”,然后根据真实业绩水平,对照薪酬制度,计算出其应得的薪酬数额。

“准确追回相关违法薪酬的前提,是上市公司披露其基于财务报告的激励性薪酬政策,以及实际执行情况,以便监管机关及公众监督后续追索工作的开展。”李瑞轩补充道。

“为减轻公司的举证负担,可以考虑引入举证责任倒置原则,由涉事董事、高管证明其获得的薪酬与真实业绩是匹配的,若其无法证明,则推定公司请求退回的金额是合理的。”康欣表示。

针对认定标准模糊,可能引发裁判尺度不统一的问题,康欣建议在司法解释或后续的司法政策中,提供更具体的指引。例如,明确法院在认定“不匹配”和“合理标准”时应考虑的因素清单,并鼓励使用行业专家、审计评估等专业意见辅助判断。

此外,康欣认为,司法解释应明确公司请求权行使的时效期间。例如,自“公司知道或应当知道财务会计报告存在虚假记载、隐瞒重要事实以及相关薪酬之不匹配性时”起计算。

靶向攻坚“追首恶” 年内39名实控人被罚近3亿元

“追首恶”盯紧实控人

中经记者 孙汝祥 夏欣
北京报道

日前,证监会对*ST元成(元成股份,603388.SH)严重财务造假案作出行政处罚事先告知。其中,拟对*ST元成时任董事长、实际控制人祝昌人罚款2800万元。

《中国经营报》记者对上市公司(不含披露时已退市公司)披露的《行政处罚决定书》《行政处罚事先告知书》进行梳理后发现,自2025年以来,已有39名实际控制人共(拟)被罚款2.86亿元。

证监部门亦多次强调,坚持“追首恶”,加大对造假公司大股东、实际控制人等直接责任人员的查处力度。

接受记者采访的专家表示,实控人在公司治理结构中处于非常重要的地位,同时大多情况下也是财务造假等违法行为的“总策划人”和最大受益者,将实控人作为“追首恶”的重点对象,有助于增强法律威慑力,倒逼实控人规范行权,从源头遏制违法行为的发生。

专家认为,当前“行民刑”立体化追责体系正在不断完善,应强化各项制度的常态化落地执行,进一步加大对实控人的处罚力度。

截至10月15日,年内有36家上市公司披露《行政处罚决定书》《行政处罚事先告知书》提及实控人(拟)被处罚情形,39名实控人共(拟)被罚款2.86亿元。

值得注意的是,在证监部门的处罚文件中,实控人的责任认定往往被突出强调。

以*ST元成财务造假案为例,该公司连续三年虚增收入和利润,证监会拟对上市公司罚款3745.46万元,对5名责任人员合

计罚款4200万元。5名责任人员中,对时任董事长、实际控制人祝昌人的处罚最重,罚款金额高达2800万元,其中作为实际控制人罚款1850万元,作为直接负责的主管人员罚款950万元。

浙江证监局在10月10日下发的《行政处罚事先告知书》中指出,祝昌人作为元成股份时任实际控制人、董事长、组织、指使公司虚增收入和利润,行为恶劣,违法情节较为严重,拟对祝昌人采取10年证

券市场禁入措施。

在*ST广道(广道数字,920680.BJ)案中,时任董事长、总经理、实际控制人金文明亦被重罚。

深圳证监局9月12日下发的《行政处罚决定书》显示,金文明作为广道数字的控股股东、实际控制人,明知和放任公司实施财务造假,协调第三方借款,审批同意其控制的两家关联公司配合资金流转。作为董事长、总经理,全面负责公司经营管理,明知并放任公司

通过伪造合同单据等方式实施财务造假。

为此,金文明被处以1500万元罚款,其中作为控股股东、实际控制人罚款1000万元,作为直接负责的主管人员罚款500万元,并被采取终身证券市场禁入措施。

事实上,“追首恶”一直是证监部门近年来的执法重点之一。

2025年5月,证监会副主席陈华平在2025年“5·15全国投资者保护宣传日”活动上表示,坚持“追首恶”,加大对造假公司大股东、实际控制人等直接责任人员的查处力度。

6月,证监会在通报越博动力(已退市)财务造假案时指出,在严厉打击发行人、上市公司信息披露违法主体的同时,证监会始终紧盯公司实际控制人、控股股东、董监高等“关键少数”。

证监会官网显示,2024年,证监会严肃追究35起财务造假案件中大股东、实际控制人的组织、指使责任,同比增长近60%。

益输送或隐瞒相关不利事实等。

“控股股东、实际控制人对董事、高管的任免和薪酬具有实质上的决定权,在财务造假中往往起主导作用,甚至可能会胁迫董事、高管财务造假,主观恶意更大,责任更大。同时与财务造假的利益关系往往也更大、更紧密。”北京上市公司协会原秘书长、中上协独董专委会委员余喜兴如是认为。

权责利对等 过罚相当

“‘追首恶’的核心逻辑在于‘权责利’对等的法律原则,实控人利用其控制权实施财务造假行为,亦是该违法行为的最大和最终获利者,理应予以严惩。”锦天城律师事务所律师顾春峰对记者表示。

在顾春峰看来,实控人通常通过股权控制如直接持股、代持协议,或协议安排如表决权委托、一致行动协议,实际掌握公司核心资

源分配权。更有甚者,完全躲在幕后操控,让其代理人作为“白手套”走在台前,极其具有隐蔽性和欺骗性。同时,实控人的幕后大老板地位所带来的实际控制权往往更容易能够绕过董事会、监事会等制衡机制,直接干预财务数据生成和信息披露流程。

“实际控制人常常通过控制财

务部门、关联方交易等渠道直接实

施造假,这种“自上而下、瞒天过海”的造假模式具有极强的隐蔽性和持续性。”顾春峰同时表示,财务造假往往与利益输送相伴而生,实控人往往可能通过虚构交易、关联方资金占用等方式转移上市公司资产。

“将实际控制人作为‘追首恶’的重点对象,有助于发挥法律威慑力,倒逼实际控制人规范行权,从源头遏制违法行为的发生。”国浩律师(上

海)事务所合伙人黄江东亦对记者

表示,实控人能够对上市公司人事、财务和经营决策进行控制,在存在治理缺陷的上市公司内部甚至能超越公司治理结构直接进行干预。同时,实控人大多是违法行为的最大受益者,因此在财务造假等案件中多数扮演“总策划”身份,组织、指使公司内外人员实施信息披露违法行为,以便实控人完成利

表人诉讼的常态化开展等方面,仍有一定的完善空间。

顾春峰表示,目前行政处罚罚款金额与违法所得的比例仍低于国际水平,建议对行政处罚金额实行动态调整机制,进一步加大对实际控制人的处罚力度。

同时,在刑事和行政案件中,实控人领导的造假手段复杂,导致证据链构建困难,跨境追责更是难上加难。顾春峰认为,可建立“证券犯罪侦查专家库”,引入大数据分析识别异常交易模式,深化与境

权责体系完善健全中

据专家介绍,当前“追首恶”的“行民刑”立体化追责体系正在不断健全中。

行政处罚方面,证监部门可以采取没收违法所得及高额罚款、终身或定期禁入证券市场等方式予以“精准打击”。

例如,证券法规定,发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事虚假陈述违法行为,或者隐瞒相关事项导致发生虚假陈述,处以100万元以上1000万元以下的罚款;对直接负责的主管人员和其他

直接责任人员,处以50万元以上500万元以下的罚款。

民事赔偿方面,证券虚假陈

述民事赔偿案件数量近年来大幅上升,且支持诉讼、代表人诉讼、代位诉讼等一系列赔偿救济制度在实践中相继启动。尤其是特别代表人诉讼,通过“默示加入、明示退出”机制可以有效帮助投资者维权。

刑事追责方面,在“应移尽移、

当捕则捕”态势下,实际控制人因主导财务造假、欺诈发行、操纵市

场等行为被追究刑事责任的案例显著增加,其刑事责任亦有加码。

“目前的追责手段包括了行

政、民事、刑事责任,法律手段应该说都有,需要完善的主要是在具体执法层面。例如投资者索赔方面还存在立案难、索赔难等问题,公司因财务造假遭受重大损失后如何向造成损失的控股股东、实际控制人索赔等问题。”余喜兴表示。

黄江东认为,在深化证监部门与公安司法机关联动、司法程序与行政监管程序的衔接、证券纠纷代

外司法管辖区的跨境数据共享,试点区块链技术实现交易记录溯源。

“在民事案件中,尤其在关联交易、内幕信息传递等隐蔽违法场景中,中小投资者举证能力薄弱。此外,部分实际控制人通过资产转移逃避赔偿,使得执行到位率偏低。”顾春峰建议推广“举证责任倒置”规则,要求实际控制人证明其行为无过错。同时建立“赔偿保证金制度”,强制上市公司及实际控制人在IPO时预留部分资金用于潜在赔偿。