

做空机制对于上市公司财务舞弊的抑制效应研究

——以浑水做空瑞幸为例

黄淑璇

南京审计大学内部审计学院, 江苏 南京

收稿日期: 2025年3月26日; 录用日期: 2025年4月9日; 发布日期: 2025年5月16日

摘要

本文以浑水做空瑞幸事件为案例, 从企业外部视角, 分析了股票市场的做空机制对于上市公司财务舞弊的抑制效应。研究发现, 做空机制在实际操作过程中, 由于其对上市公司带来的影响巨大, 对上市公司具有一定威慑力, 在抑制上市公司财务舞弊行为方面可以发挥积极作用, 对市场健康发展具有重要意义。针对当下应用做空机制面临的挑战, 为保障做空机制充分发挥作用, 并且降低实际应用的风险, 本文提出了一些政策建议, 从而帮助我国进一步规范上市公司的信息披露行为。

关键词

做空机制, 财务舞弊, 会计信息质量

A Study on the Deterrent Effect of Short Selling Mechanism on Financial Fraud of Listed Companies

—Taking Short Selling of Luckin Coffee by Muddy Waters as an Example

Shuxuan Huang

School of Internal Audit, Nanjing Audit University, Nanjing Jiangsu

Received: Mar. 26th, 2025; accepted: Apr. 9th, 2025; published: May 16th, 2025

Abstract

This paper takes the short selling of Luckin Coffee by Muddy Waters as a case study and analyzes

the deterrent effect of the short selling mechanism on financial fraud of listed companies from the perspective of the external stock market. The research finds that the short selling mechanism, due to its significant impact on listed companies, exerts a certain deterrent effect and can play a positive role in curbing financial fraud. It is of great significance to the healthy development of the market. Furthermore, this paper examines the challenges faced in the application of the short selling mechanism and proposes policy recommendations to ensure its full effectiveness and reduce risks in practice, thereby helping to further regulate the information disclosure practices of listed companies in China.

Keywords

Short Selling Mechanism, Financial Fraud, Accounting Information Quality

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

财务舞弊是指企业在利益驱动下，故意通过虚假记录、隐瞒信息等手段，在财务报告中列示不符合实际的财务和经营情况。根据《中华人民共和国会计法》以及《企业会计准则》的规定，各单位必须依法进行会计活动，保证会计资料真实、完整，会计活动要维护公共利益，为维护国民经济和社会发展服务。因此，企业进行财务舞弊，是一项违法的行为，将会面临潜在的行政处罚，会给企业带来经济损失以及声誉风险。从受托责任观的角度来看，虚假的会计信息不利于股东了解投入资源的管理与运营情况，无法根据真实的公司业绩评估管理层工作的努力程度。此外，失实的财务信息也不利于管理层作出科学的战略决策，影响企业自身的持续健康发展。

上市公司作为资本市场的核心主体，其财务舞弊行为则会造成更加严重的后果，不仅局限于对企业自身产生负面影响，还会波及到资本市场投资者以及整个资本市场的发展。一方面，从决策有用观的角度来看，投资者需要依据上市公司公开披露的信息作出投资决策，不实的财务信息会诱导投资者作出错误的投资决策，可能为此蒙受巨大的损失。因此，上市公司向公众披露的信息是否真实以及公允，直接关系到各位投资者的切身利益。影响投资者对于资本市场的信心。第二，上市公司财务舞弊主要是为了粉饰报表，利用虚增的业绩来吸引投资、维持股价财务报告表面的光鲜亮丽下其实暗藏着破坏了良好的市场秩序，影响公平竞争。同时导致了资源错配，造成资源不合理配置，制约经济发展。

透明的信息披露是资本市场健康发展的基础。加强信息披露监管能够提升市场的透明度，重塑投资者对市场的信心，进而促进资本市场的长期稳定发展。自 2020 年 10 月国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，相关监管机构强化监督以来，上市公司盈利能力持续优化，内部管理规范性不断提升，但是财务舞弊行为仍时有发生。2024 年 3 月，中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见(试行)》，要求下属各派出机构、各交易所进一步加强对于上市公司信息披露监管，严惩业绩造假行为。在这一背景下，研究如何防范上市公司舞弊行为，对于推进国民经济健康发展具有重要现实意义，而了解做空机制对财务舞弊的抑制效应，研究做空机制的作用机制和影响，可以丰富财务舞弊行为治理理论的研究，为资本市场监管提供理论依据与指导。

2. 财务舞弊及做空机制相关研究现状

(一) 财务舞弊的相关研究

现有文献主要从公司内部和公司外部两个视角对影响财务舞弊的因素展开了研究。其中公司内部视角的研究较丰富，研究覆盖了高管个人特征、股东等。高管个人特征层面，研究表明，在财务舞弊的治理中需要关注高管性别差异，女性高管能够在抑制财务舞弊行为方面发挥较好的作用[1]，除此之外，在高管团队平均年龄小、任期长、高管学历低的情况下，企业更容易出现与财务舞弊[2]。在股东层面，股权集中度越高，公司更可能产生财务舞弊行为[3]。

部分学者也从公司外部视角对财务舞弊行为的治理展开了研究，例如识别区块链环境下的财务舞弊机会、评估由财务舞弊机会导致的财务舞弊风险、制定区块链环境下的财务舞弊风险应对措施[4]，基于元学习的财务舞弊风险识别[5]，在数字经济时代背景下，研究数字化税收征管是否能降低财务舞弊风险[6]。

（二）做空机制的相关研究

理论界对于做空机制的研究侧重点较为分散，一般是针对于市场上著名的做空事件展开案例分析。一些研究从信息披露视角深入探究了做空产业链的盈利机制[7]。关于做空机制的投资者行为研究，有学者研究了做空机制对投资者行为和市场参与者之间博弈的影响，分析了做空交易者的特征和操作策略，为投资者行为研究提供了新的视角[8]。还有学者撰写的英文文献中关注做空机制对市场定价的影响，以及对市场效率的影响。这些研究探讨了做空机制对股票价格波动、市场流动性和投资者行为的影响，以及对市场反应速度和信息传递的影响，主要是对于金融领域理论的补充研究。

（三）文献述评

做空机制和财务舞弊这两个话题的相关研究都起步较早，且已经实现了较为丰富的理论成果，但是将二者结合起来的研究还较少。尽管目前已有部分研究支持了做空机制对财务舞弊的抑制作用，但还是不乏对于引入做空机制的质疑，这部分学者认为做空机制的引入可能使得市场更加容易受到操纵，恶意做空的行为将会对市场造成不利影响。因此，有必要综合考虑市场环境和监管机制的差异等因素，结合我国当前经济背景下，深入探讨做空机制对于财务舞弊的影响。

3. 概念介绍及理论基础

（一）做空机制简介

做空是一种投资策略，其操作模式是投资者先借入标的资产，将其卖出获得现金，然后等待标的资产贬值后再将其以低价买入，归还给原标的资产所有者，赚取差价。在股票交易市场中，做空通过证券借贷来实现，投资者借入证券，然后卖出，等待股票价格下降之后再买回证券进行归还。在期货市场中，做空则是通过期货合约进行，卖出期货合约，然后在未来的日期以更低的价格买回。

做空机制广泛存在于美国的股票交易市场，被看作金融市场成熟的标志之一，主要因为其存在以下两方面的积极作用。

第一，对于投资者来说，做空可以用作对冲投资组合中的风险，保护投资者收益。当投资者预期市场可能会下跌时，可以通过做空来降低投资组合的整体风险。通过做空，投资者可以在市场下跌时赚取利润。这使得投资者能够在市场出现熊市或下跌趋势时依然有机会获利，从而实现资产组合的多样化和收益最大化。

第二，对于资本市场来说，做空操作可以帮助减少市场炒作和过度定价现象，从而有助于提高市场的有效性和效率。做空可以发挥一定的市场调节作用，投资者通过做空可以提供市场上的卖出压力，从而促使资产价格更快地反映出市场供需的真实情况。

（二）理论基础

（1）信息不对称理论

信息不对称理论是指在市场经济中,不同主体了解的信息存在差异,对于各类交易相关信息掌握程度不同,对市场信息掌握更充分、及时的一方,在市场交易中更具有优势,可以做出对自己更有利的决策,还可以通过向掌握信息较少的另一方传递可靠信息以获利,而掌握信息不足、滞后的一方则处于劣势地位[9]。

在资本市场中,上市公司管理层通常比投资者了解更多公司内部信息,这种信息不对称可能导致管理层进行信息造假,再对外披露给投资者,而投资者因为处于信息劣势,可能无法识别信息造假。做空者通过专业的调查和数据分析,能获取到大量的资料,可以揭露上市公司出于特定目的刻意隐瞒的负面信息,通过公开披露做空调研报告,将更完整、真实的信息与各位投资者共享,这样可以让投资者能够及时地了解到上市公司真实的运营状况,在一定程度上减少市场的信息不对称。

(2) 舞弊三角理论

舞弊三角理论是关于企业舞弊行为成因的理论,主要内容是舞弊行为的发生需要同时具备压力、机会和自我合理化三个要素。压力是指实施舞弊行为的主体面临经济、工作等压力,有获取利益的需要,形成舞弊动机,机会是指舞弊者能够实施舞弊且不容易被发现的条件,借口是指舞弊者为自己的舞弊行为找到合理化的理由。

做空机制主要可以从减少舞弊机会以及削弱舞弊动机两个方面对舞弊行为进行抑制。一方面,引入做空机制作为外部审计监督和政府监管的补充,增加了管理层财务舞弊被发现的概率,从而减少了舞弊的机会。另一方面,做空者一旦发现上市公司证据确凿的负面信息,会迅速在市场上采取行动,发布调研报告并大量卖出股票,市场上其他的投资者也会关注到这些负面信息,跟风卖出股票,从而使得上市公司股价快速下跌,声誉受损,影响后续融资。这种连锁的市场反应会增加舞弊行为被揭露后的成本,并且最终会让上市公司无法实现预期增加融资的目标,所以即使面对较大的融资压力,管理层也不愿冒险去进行财务舞弊,反向制约了舞弊动机的产生。

4. 瑞幸财务舞弊案例分析

(一) 案例背景

瑞幸咖啡成立于2017年,是一家中国本土的咖啡连锁品牌,致力于通过“线上+线下”的新零售模式为顾客提供高品质、高性价比的咖啡饮品。成立之初,瑞幸经历了快速发展的阶段,门店以及用户数量一度迎来爆发性增长,并且在成立17个月后就成功上市,打破了全球最快上市记录。2020年1月浑水公司发布做空报告,指控瑞幸存在财务造假行为。两个月后,瑞幸发布公告,承认虚增收入,引发股价暴跌,触发6次熔断。2020年6月,瑞幸从纳斯达克强制退市,股价跌至1.38美元,市值缩水90%。

发布做空报告,披露瑞幸财务造假行为的是著名的做空机构——浑水公司。浑水公司于2010年成立,创始人卡森·布洛克。浑水的主要目标对象是中国上市公司,包括分众传媒、新东方、辉山乳业、安踏体育等。被做空的企业基本面临以下三种局面,第一种是直接退市,第二种是股价下跌,第三种是公司股价产生短暂波动,后期又恢复到正常水平。在美国,存在很多类似于浑水的做空机构,它们一般通过分析、调查等,出具研究报告,为市场提供信息,从而打压股价,并从利益相关方获得盈利。

(二) 做空手段分析

(1) 实地调研取证

为了调查瑞幸存在利用虚增商品销量以及虚增客单价以实现虚增收入的行为,浑水动用了92名全职员工和1418名兼职员工,在981家瑞幸线下门店日进行实地调查,通过拍摄门店从开门到关门的客流量视频,记录门店在营业时间内真实客流量,总计录制了长达11,260小时的视频。调查人员根据监控视频统计全国平均每家店每天的订单数量,乘以每笔订单平均商品数,测算平均每家门店每天的商品销量,并且

还获取了 25,843 张客户小票，以计算真实的销售单价。最终发现通过取餐码跳号这一技术手段，瑞幸的线上订单数量被虚增了 72%，商品的实际销售价格也仅为定价的 46%，而未达到管理层声称的 55%。¹

(2) 覆盖广泛的调查对象

除了耗费大量人力及时间的实地调研，浑水的调查还全面地覆盖了瑞幸相关的供应商、关联方、客户、行业专家等多个对象。在正式调查之前，浑水通过咨询公司 Third Bridge 寻找行业专家进行一对一访谈，对瑞幸进行了整体研判，确定做空策略。在正式调查中，浑水结合外部数据与瑞幸披露的财务数据，进行逻辑验证发现瑞幸 2019 年第三季度对分众传媒的支出为 4600 万元，仅占全部广告支出的 12%，这一占比远低于前几个季度，存在异常，进一步调查发现瑞幸咖啡在 2019 年第三季度的广告费用被夸大了 150% 以上。为了实现舞弊的闭环，瑞幸咖啡还通过关联方交易虚构咖啡优惠券销售，通过安排关联公司购买咖啡优惠券的方式，帮助实现资金回流。

(三) 做空报告对于瑞幸的负面影响

(1) 股价下跌

发布做空报告当日，瑞幸咖啡股价收跌 10.74%，收盘股价为 32.49 美元。2020 年 4 月 2 日，瑞幸自曝财务造假，股价开盘暴跌逾 80%，中间触发多次熔断，截至收盘，公司股价下跌 75.57%，市值蒸发 49.5 亿美元，约合 350 亿元人民币。2020 年 6 月，在纳斯达克停牌，进行退市备案。瑞幸咖啡的市值在短时间内大幅缩水，从上市初期的高点一路下跌，最终在退市时市值仅剩 2.82 亿美元。²

(2) 行政处罚

2020 年 7 月，中国证监会发布公告称，瑞幸咖啡虚增收入、费用，虚假宣传等行为，违反了《会计法》以及《反不正当竞争法》的相关规定。财政部、证监会将依法对瑞幸咖啡境内运营主体及相关责任人、协助造假及帮助虚假宣传的多家第三方公司予以行政处罚。相关责任主体如涉嫌犯罪的，将依法移送公安司法机关进一步追责。国家市场监管局认为，瑞幸的财务造假行为，构成虚假宣传，虚假宣传内容与事实相差较大，社会影响恶劣，严重扰乱了市场竞争秩序，对瑞幸处以两百万的罚款。

另外，由于瑞幸在美国上市，还受到美国证监会监管。美国证监会表明，从 2019 年 4 月至 2020 年 1 月，瑞幸通过关联方虚假交易伪造了超过 3 亿美元的销售额，筹集了超过 8.64 亿美元资金。2020 年 12 月，美国证监会与瑞幸咖啡达成和解，但瑞幸需要对造假指控支付 1.8 亿美元(约合人民币 11.8 亿元)罚款。

(四) 做空机制对于财务舞弊的抑制效应分析

做空机制对于财务舞弊的抑制效应主要表现为，做空是一种市场自律的监管机制，可以作为现有外部监管体系的补充，在其他监管失灵的情况下，通过发挥市场自主监控的作用，来减少上市公司财务舞弊的机会。因为利用做空机制谋利的投资者往往不会“坐等”标的物价格下跌，而是会采取一些手段以促成股价下跌的结果。所以一旦上市公司进行财务舞弊，就有较大可能会面临做空机构的攻击。在瑞幸财务舞弊案例中，浑水通过指控瑞幸财务造假行为，导致瑞幸声誉严重受损、股价大幅度下跌，还面临一系列行政处罚。为避免做空机构的攻击带来的恶劣后果，上市公司会努力完善公司治理，加强内部控制建设，提高会计信息质量，规范自身信息披露行为。

基于信息不对称理论，做空机制有利于减少市场的信息不对称。在浑水做空瑞幸案例中，公司管理层与投资者之间存在显著的信息不对称，导致外部投资者受到错误财务信息的误导，对于瑞幸进行了投资。而浑水出手之后，经过全面的调查，验证瑞幸咖啡的财务舞弊行为，并将这些信息公之于众，减少了投资者与公司管理层之间的信息不对称，使投资者能够及时做出调整，更准确地评估瑞幸的真实价值。此次成功的做空案例会对其他上市公司形成警示，促使它们提高信息披露的质量和透明度。上市公司会

¹数据来源：浑水调研报告。

²数据来源：腾讯网、新浪财经。

更加谨慎地对待信息披露，确保信息的真实性和完整性，防止与瑞幸一样经历被做空，这种外部监督压力最终会有助于减少整个资本市场的信息不对称，保护投资者的利益。

基于舞弊三角理论，做空机制在抑制财务舞弊方面，可以削弱“机会”要素，甚至让其失效，进而无法形成舞弊。按照传统的财务舞弊监管模式，抑制财务舞弊主要依靠企业内部监督、外部审计监督、以及政府监管。在瑞幸财务舞弊案例中，瑞幸内部监督体系并不完善，未能有效识别财务造假，同时由于客观条件的限制，瑞幸的跨境上市模式也使得双边证监会监管难度增大，而外部审计机构也未能履行应有的审计责任，安永作为瑞幸咖啡的审计机构，在审计过程中未能发现公司财务数据的异常，未能对财务报表的真实性进行有效验证。这些方面的监管失效，都为上市公司进行财务舞弊提供了机会。而引入做空机制为投资者提供了通过负面信息盈利的通道，可以激励更多机构和个人参与到对上市公司披露信息的监督中来，这种市场化机制的存在，使得更多的资源被投入到对上市公司财务舞弊的监督中，进一步增强了市场的监督力量，让上市公司财务舞弊被发现的概率增大，也就减少了舞弊的机会。

(五) 做空机制对于抑制财务舞弊的优势分析

相比于上市公司的外部审计监管，做空机制对于财务舞弊的抑制可以突破成本和资源的限制。在审计资源有限的情况下，外部审计师只能运用抽样的方法对公司财务状况进行检查，对上市公司财务报表的真实性和有效性局限于合理保证的层面。而做空机构在利益驱动下，更愿意付出大量的时间与精力去详细调查公司是否存在舞弊，在浑水做空瑞幸的案例中，浑水动用大量的兼职人员以及全职人员对于瑞幸门店进行全天候蹲守，并且调查对象覆盖了供应商、关联方、客户、行业专家等多个方面，获取了更多的非财务信息，这样全面、细致的调查成功助力了浑水对瑞幸的财务舞弊行为进行取证。

相比于证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)，做空机构对于上市公司的调查更具有针对性以及有效性。一方面，证监会需要同时监管众多上市公司，还要兼顾其他方面的工作，导致对单个上市公司的财务舞弊关注不足。而做空机构的目标则更明确，专注于调查某些有问题的上市公司，一旦发现可疑信号，就立刻集中资源对目标主体进行深入调查。另一方面，证监会的调查手段也严格受到法律法规的约束，不能随意采取激进的调查方式，而做空机构可以雇佣专业的团队，对上市公司的财务报表、业务模式、上下游产业链等进行全面剖析，采取各种方式搜集证据来验证上市公司是否存在财务舞弊。

5. 做空机制应用于抑制财务舞弊的挑战

大规模的做空活动会引发市场动荡，扰乱市场秩序。做空机构发布负面报告后，投资者可能会盲目跟风抛售股票，导致股价大幅波动。同时，这种股价的剧烈波动可能会进一步影响投资者对于市场的信心，当投资者看到某只股票因做空报告而暴跌时，他们可能会担心其他上市公司也存在类似问题。出于规避风险考虑，他们可能触发更广泛的抛售行为，会对整个市场的稳定性产生影响。

恶意做空行为超出法律边界，属于违法行为。恶意做空行为与正常做空行为有着本质上的区别，正常做空是基于对市场信息的分析和判断，通过合法交易获取利润的同时也能发挥市场调节资源配置的作用。恶意做空则通过虚假交易、编造信息等非法手段操纵市场，背离了完善市场的初衷，通过虚假交易、自买自卖、操纵市场。例如短期内大量甩卖、联合多家机构，开出与市场交易严重不符合的交易单，同时伴随编造传播虚假信息行为，最终会引起金融市场的混乱。

6. 研究结论与建议

(一) 研究结论

本文运用案例分析法，针对做空机制对上市公司财务舞弊行为的影响进行了研究，结果表明，做空机制可以在抑制上市公司财务舞弊行为方面发挥积极作用，这为当下减少上市公司财务舞弊行为的研究

提供了新思路。第一，做空投资者通过对公司财务状况的深入研究和分析，能够及时发现财务舞弊的迹象，对企业产生了外部监督效应，弥补了审计独立性不足的缺陷，督促上市公司提高财务透明度，从而降低公司财务造假的可能性。第二，做空行为本身就是针对公司负面情报的市场监督，借助市场的力量来约束上市公司的不端行为，能提高企业财务报表的真实性。因此，做空机制对上市公司财务舞弊行为的抑制效应表现出了多方面的积极影响，对市场健康发展具有重要意义。

(二) 相关政策建议

针对做空机制的实际操作和监管问题，需要进一步深入探讨，尤其是如何严格划分好做空与恶意做空之间的边界，是值得认真思考的问题。理想的状态是，既要充分发挥做空机制的积极作用，又要尽量降低做空带来的风险与负面影响，保障市场平稳运转。

(1) 提升做空信息披露质量

首先，立法机关需要完善相关法律法规，对于做空报告和信息披露的要求作出明确规定。参考《上市公司信息披露管理办法》等相关法律法规，建立适用于境内外做空机构信息披露的制度规范，要求做空报告应包含对上市公司全面、严谨的分析，对于上市公司负面行为的指控应有大量充足的证据，并经过合理的论证。做空者需要对做空报告相关信息来源的真实性和可靠性负责，对于发布偏离实际的误导性信息的做空者保留追责的权利。

另外，还需要进一步规范做空申请流程，建立标准流程指引，要求做空者须在发布做空报告前先向我国证券监管机构提出申请，不得随意发布做空报告，扰乱市场秩序。在申请时，需提供充分的信息，如做空依据、研究方法、数据来源等，并报告持有股份、卖出目的等信息，经过审批之后再行公开发布。

(2) 建立做空监控机制

监管部门应建立专门的做空市场监控系统，针对做空机构对异常的做空交易行为进行实时监测和分析，根据市场交易数据和历史经验，设定合理的交易量预警指标，重点关注短期内集中的交易，当交易行为触发预警指标时，系统自动触发预警信号，监管部门介入调查。同时，对于涉嫌市场操纵的恶意做空行为，监管部门应提升响应速度，确保在发现异常交易行为后，能够在第一时间采取应对措施，防止进一步大范围的影响。对市场操纵行为进行依法处罚，加大处罚力度，提高违法成本。对于情节严重的市场操纵行为，依法追究刑事责任。

参考文献

- [1] 周泽将, 刘中燕, 胡瑞. CEO vs CFO: 女性高管能否抑制财务舞弊行为[J]. 上海财经大学学报, 2016, 18(1): 50-63.
- [2] 卢馨, 李慧敏, 陈烁辉. 高管背景特征与财务舞弊行为的研究——基于中国上市公司的经验数据[J]. 审计与经济研究, 2015, 30(6): 58-68.
- [3] 杨薇, 姚涛. 公司治理与财务舞弊的关系——来自中国上市公司的经验证据[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2006, 12(5): 24-30.
- [4] 王君, 周敏李, 吕优, 等. 区块链环境下的企业财务舞弊机会及其审计策略[J]. 会计之友, 2024(7): 145-151.
- [5] 张学勇, 施懿. 基于元学习的财务舞弊识别研究[J]. 管理科学学报, 2023, 26(10): 95-113.
- [6] 牛彪, 于林希, 尹琪, 等. 数字化税收征管能降低财务舞弊风险吗——基于金税三期工程的准自然实验[J]. 现代管理科学, 2023(5): 62-69.
- [7] 韩洪灵, 刘思义, 鲁威朝, 等. 基于瑞幸事件的做空产业链分析——以信息披露为视角[J]. 财会月刊, 2020(8): 3-8.
- [8] 倪梦琪. 做空机构抑制上市公司财务造假的监管效应研究[D]: [硕士学位论文]. 杭州: 浙江工商大学, 2022.
- [9] 余鹏飞. 基于做空机制下的瑞幸咖啡财务舞弊抑制研究[D]: [硕士学位论文]. 大连: 东北财经大学, 2021.