

从最高法院三份《司法保障意见》看中小企业证券纠纷审判思维的三个重要变化

作者：刘冬 | 邓晓明

2022年6月，最高人民法院发布《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》（“《北交所意见》”）。这是继2019年《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》（“《科创板意见》”）、2020年《关于为创业板改革并试点注册制提供司法保障的若干意见》（“《创业板意见》”）以来，最高人民法院发布的第三份针对我国中小企业证券市场的专业意见。

三份司法保障意见跨越四个年度，恰好是《证券法》乃至中国资本市场法治化步入新阶段的重要时期。总体而言，三份意见有机联系，在指导思想、体例结构、内容编排甚至诸多条文表述方面都具有的一致和连续性。有关规则也明确提到彼此的参照适用问题。

但是，相比于高度相似的前两份意见，《北交所意见》在一些关键问题上有重大突破与变化，体现了审判机关自新《证券法》实施以来，在证券纠纷审判实践中不断积累的经验与逐步深化的认识理解。这些突破与变化，可能会在未来相当长的时间内影响对应争议的处理乃至我国资本市场法治化建设。本文将其中最重要的变化归纳为三个方面，与各位交流分享。

一、重要变化之一：认识到证券市场中介机构责任问题的复杂性，明确提出力戒“一刀切”

相比之前两份保障意见，《北交所意见》最突出也最重要的变化，是第7条对证券市场中介机构法律责任的认定原则更加全面、客观的理解，这是我国证券纠纷司法实践不断专业化的重要表现。

长期以来，受上市公司“壳”资源宝贵、虚假陈述诉讼存在“前置程序”等因素影响，我国证券市场民事侵权责任制度没有充分发挥遏制证券违法行为、督促中介机构勤勉履职的作用。相比成熟市场，我国上市公司违法行为性质较为恶劣、情况较为普遍，对应中介机构的表现差强人意。因此，在新《证券法》修改及全面推行注册制的大背景下，立法、司法与学界的共识是强化以信息披露为中心的民事责任制度，严厉打击有关证券违法行为。有关认识在《科创板意见》与《创业板意见》中得到直接体现：前者第5条与第9条提出要让“法律长出牙齿”，“强化违法违规主体的民事赔偿责任”。后者第7条强调要“进一步压实证券中介机构责任”。这一阶段，受《证券法》第85条与第163条“连带责任”影响，司法实践对于精细化认定中介机构责任的经验、能力与意愿都是相对欠缺与不足的。

上述对中介机构责任的认知所产生的直接后果，是中介机构在证券虚假陈述纠纷中动辄面临数亿元的民事赔偿责任，业务收入与执业风险严重不匹配；同时，只要无法证明没有过错就承担连带赔偿责任，导致责任承担与过错大小脱节，反而削弱了民事责任指引中介机构行为的作用。最终市场主体“人人自危”，中介机构不敢为企业提供证券服务，出现了《北交所意见》第7条所指的“寒蝉效应”。

在此背景下，作为最新颁布的司法意见，《北交所意见》第7、8条等条款不再单方面强调对证券市场违法行为，特别是中介机构责任的追究，而是以更具体、细化的裁判规则，为人民法院合理、准确认定相关主体责任提供指引。其中第7条明确“证券中介机构责任承担与注意义务、注意能力和过错程度相适应原则，力戒‘一刀切’”，强调“对服务中小企业的证券中介机构的过错认定，坚持排除职业怀疑后的合理信赖标准，提高裁判标准的包容性和精准性。”第8条更具体的提出“应当尊重创新型中小企业的创业期成长特点，对其信息披露质量的司法审查标准不宜等同于发展成成熟期的沪深上市公司，做到宽严适度”。

上述重要转变，也与目前证券虚假陈述纠纷司法实践的最新趋势相符，是行业、监管与司法有效沟通，一线经验与问题得以及时上传的体现。一方面，最近两年法院愈加重视对个案中有关中介机构过错大小、影响范围的考察与认定，不再简单适用《证券法》第85与163条¹。另一方面，越来越多的法院认识到证券侵权责任纠纷的复杂性，在进行民事责任认定前，会充分考虑可能涉及的刑事责任、监管风险等其他因素。此外，虽然还未形成权威案例，但是法院也开始考虑原告身份的正当性与合理性问题，对于广泛存在的以超低价收购债券，再向中介机构主张全额侵权责任的情况，司法审查越来越谨慎。

因此，《北交所意见》中有关证券侵权责任的内容，体现了我国司法实践在相关领域审判理念逐渐成熟，裁判技术不断提升的发展趋势，具有重要意义。

二、重要变化之二：明确“多层次资本市场‘层层递进’市场结构的多层次司法需求”，对虚假陈述民事责任予以区别对待

新三板与北交所拥有鲜明的多层次市场结构，就此，《北交所意见》第2条明确提出各级人民法院要认识不同市场的“多层次司法需求”，并在第8条就“层层递进”的市场结构中有关虚假陈述民事责任的区分，以及跨市场主体在不同时期虚假陈述责任的衔接问题进行了规定。

2019年，我国证券市场的绝对热点是“注册制”，《科创板意见》有关板块特色与区分度的内容较少。次年的《创业板意见》，开始提到创业板改革“三个统筹”中的“统筹推进创业板改革与多层次资本市场体系建设，坚持创业板与其他板块错位发展”，同时第10条概括提示了创业板改革前后新旧制度衔接问题。

相对而言，《北交所意见》不仅充分注意到了不同证券市场在市场定位、监管规则、企业与中介机构法律责任方面的差异，还就最为重要的虚假陈述民事责任问题，进行了具有裁判指导意义的规定，相比此前两份司法保障意见可谓重大进步。具体而言，《北交所意见》第8条主要规定了三方面内容：

第一，在虚假陈述“重大性”的判断上，意见强调应当尊重创新型中小企业的创业期成长特点，对其信息披露质量的司法审查标准不宜等同于发展成成熟期的沪深上市公司，对于一般会计差错和“技术创新、研发预期”等难以量化的内容，要结合交易量与交易价格等因素综合判断是否存在“重大性”。2019年，最高人民法院《九民纪要》第85条规定虚假陈述已经被监管部门行政处罚的，应当认为是具有重大性的违法行为，为认定重大性划定了一个明确的小圈。但是债券虚假陈述和新《虚假陈述司法解释》颁布以后的股票虚

¹ 例如，在2021年5月判决的上海高院（2020）沪民终666号案中，就有关独立财务顾问的虚假陈述责任，法院区分了有关虚假陈述信息的性质（财务还是其他一般性信息），甚至考虑了有关虚假财务数据占标的公司营业收入的比例，据此认定独立财务顾问的赔偿责任范围。

假陈述纠纷中存在没有行政处罚，仅有负面行政监管措施的案件，有必要对重大性问题细致分析。特别是新《虚假陈述司法解释》第6条第1款和第10条第3款为排除重大性提供了明确依据，可能成为三类中小企业板块有关纠纷的争议焦点。

第二，意见第8条指出，鉴于上市公司的财务造假等违法违规行为可能跨越新三板基础层、创新层和北交所多个阶段，对于该类案件，人民法院要准确把握不同阶段的信息披露要求，不得随意延展其虚假陈述实施日的时间范围。除规定本身适用的场景外，这一规则体现的裁判思维非常重要，即对虚假陈述行为的法律评价，应当按照行为当时，各市场参与主体的法律角色及其对应的法律规则（义务）进行判断。这比《虚假陈述司法解释》第8条第4款规定的“信息披露义务人实施多个相互独立的虚假陈述的，人民法院应当分别认定其揭露日”更进一步，要求对同一连续行为，也要分阶段评价。例如，在债券虚假陈述中，发行人在发行与存续阶段都存在财务造假，但是就前者，证券公司以承销商身份履行尽职调查义务；对后者，同一证券公司以受托管理人身份履行有限的核查义务。IPO保荐人和重大资产重组中独立财务顾问的尽职调查和持续督导工作，也有类似的问题。

第三，意见第8条指出，要尊重新三板市场流动性及价格连续性与交易所市场存在较大差距的客观实际，在损失计算上，不宜直接适用《虚假陈述司法解释》第27、28条（投资差额损失公式）的规定。在此前的研究中，我们认为“新《虚假陈述司法解释》实际的适用范围可能比表现出的要小²”，典型情形即强调“采用集中竞价的交易市场”的司法解释第27、28条。《北交所意见》第8条体现的裁判理念，显然不只适用于新三板挂牌股票，而是认识到在充分有效的集中竞价交易市场外，还存在大量其他类型的证券交易活动，它们的虚假陈述损失计算，不能适用《虚假陈述司法解释》的投资差额损失公式。就此，除新三板挂牌股票外，最重要的就是各类债券的损失计算问题，实际很难从以往的股票虚假陈述案件中借鉴经验。

总之，《北交所意见》对多层次证券市场不同司法需求的理解，实际是对我国证券市场不断发展，“证券”概念不断丰富认识。未来，证券虚假陈述将越来越不限于“上市公司股票虚假陈述”这一场景。包括《证券法》第2条提到的资产支持证券与资产管理产品，在法律本质上更类似信托计划，但是在性质和监管上仍归为证券。因此，准确把握“证券虚假陈述”法律制度，必须认识到“证券”在实践中的复杂性，针对某一类证券的裁判规则往往是非常具体且个性化的。

三、重要变化之三：针对“中小企业上市公司”明确具体裁判规则，吸纳“非上市公众公司”概念

一方面，《北交所意见》通过使用“中小企业”概念，极大扩大了其潜在适用范围。就调整对象的定位及其法律表达，《科创板意见》的落脚点为“科技创新企业”，《创业板意见》为“创新创业企业”。两份意见使用的概念都比较笼统且具有非常鲜明的板块特征，因而从法律解释的角度很难类推适用至其他场景³。最典型的就是很难将有关规则适用于沪深主板上市公司。但是，《北交所意见》全文37次提及“中小企业”，基本以此指代在新三板与北交所挂牌上市的所有企业，同时明确表示“北京证券交易所上市公司与沪深上市公司法律地位相同”。因此，理论上不仅是科创板与创业板，包括沪深主板中体量较小的公司（例如合并前的深圳中小板企业），也可参照适用《北交所意见》。

在此情况下，《北交所意见》第9条规定，在定向增发等再融资过程中，上市公司及其控股股东、实际控制人或者主要股东与外部投资人签订的“定增保底”条款无效；第10条明确“在金钱债权案件中，被采

² 见汉坤律师事务所微信公众号2022年1月24日文章“新《虚假陈述司法解释》系列研究（一）：规则修订的根本逻辑及其法律表现”。

³ 除非像《创业板意见》第5条及《北交所意见》第6条这样，由规则明确规定。

取保全措施的中小企业提供担保请求解除保全措施，经审查认为担保充分有效的，应当裁定准许，不得以申请保全人同意为必要条件”。这些具体裁判规则，直接调整相关主体权利义务，具有重要的司法实践价值。

另一方面，《北交所意见》第 12 条，应是我国司法系统文件第一次使用“非上市公司”概念。

早在 2012 年，中国证监会即颁布《非上市公司监督管理办法》。根据有关规定，“非上市公司”在我国仅指新三板挂牌企业，概念外延非常有限。

但是，“非上市公司”是英美发达市场非常重要的法律概念，其法律地位的确认、发展，对高水平的资本市场法治建设具有重要意义。总体而言，资本市场最主要的基础法律制度是《公司法》、《证券法》和信托法（在我国体现为《信托法》及调整类似法律关系的立法及制度规范，例如《证券投资基金法》）。其中，信托法及其调整对象相对独立，更重要和复杂的是《公司法》与《证券法》的相互关系问题：即法人主体在资本运作过程中，在什么时候从一般状态的公司法企业，进入到需要由特殊规则调整（核心是特殊的信息披露制度）的证券法范畴。在我国现行《公司法》与《证券法》中，难以找到可以担任“界碑”的概念：《公司法》中的股份有限公司，可能是受《证券法》调整的上市公司，也可能是非上市股份公司，不受中国证监会监管；《证券法》主要调整上市公司活动，但是非上市公司也要依据有关规则发行私募债券或在新三板等场外市场挂牌转让股份。两部法律中并没有可以据以划界的主体概念。

事实上，在英美扮演这一“界碑”角色的，就是“非上市公司”，同时，总体趋势是这一角色越来越倒向证券法的调整范围，受到公司法之外的约束。在美国，企业发行股份是否受 1933 年《证券法》规制，核心判断标准是“公开发售”，未在交易所上市的公司如果实际构成公开发售（这是一个非常复杂的判例法问题），同样需向 SEC 注册并提交注册说明。另一方面，如果股份在证券交易所之外的其他场外市场（OTCBB、Pink Sheet 等）向不特定对象提供交易机会，特别是达到一定规模的相关企业，需要承担一定程度的持续信息披露义务。同样，英国也要求所有涉及公开发售的企业向 FSA 注册并履行信息披露义务⁴。在概念上，上述参与公开发售与交易活动，但是并未在证券交易所上市的企业，即所谓的“非上市公司”。

因此，在司法领域认识和理解“非上市公司”，短期看来有助于法院妥善处理日益增多的“新三板”企业纠纷，在信息披露、公共利益等方面比照上市公司进行证券法规制。长远看来，据以定义“非上市公司”的核心标准，即有关证券的“公开发售与交易”，是理解证券法边界最重要的依据。针对相关主体的法治建设与司法实践，对整个证券法的发展都很有意义。

总之，基于证券争议解决从业者的视角，本文认为《北交所意见》所体现的部分裁判思维和审判理念，其意义与影响很可能、也应当超出北交所及新三板一隅。其指向的，是一个更广阔、更专业、更贴合中国实际、更精细合理的证券纠纷裁判体系。这正是我国资本市场“软实力”最重要也最难一蹴而就的部分。《北交所意见》在一定程度上，传递了一些令人欣喜的信号与趋势。

⁴ 李建伟、潘巧红：《英美非上市公司信息披露制度及其启示》，中州大学学报，第 27 卷第 4 期。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

刘冬

电话： +86 10 8525 5519

Email: eric.liu@hankunlaw.com

邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com