

争议解决法律

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

作者：刘冬 | 邓晓明¹

近日，《最高人民法院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》（“新《虚假陈述司法解释》”）终于颁布实施。在旧司法解释颁布近 20 年后，这一在注册制背景下的全面修订可谓万众期待。诸多专业人士在短时间内的全面解读也从侧面证明了其影响力。

不过，顶层设计下定决心全面取消虚假陈述民事纠纷“前置程序”，仅仅是打响了有关争议解决与司法实践正常化的“发令枪”，一切才刚刚开始。因此相比规则本身，我们更希望立足对制度背景的深刻理解，结合对证券业务的全面了解和过往司法实践的系统认识，基于处理相关案件的第一手经验与感受，对新《虚假陈述司法解释》明确规定、涉及乃至尚未触及的证券虚假陈述现实问题进行深入解读。有鉴于此，我们将以相对稳定的节奏，就：

新《虚假陈述司法解释》修订的根本逻辑及其法律表现；

新制度亮点及其体系关系；

中介机构责任认定的实战经验；

对债券虚假陈述争议解决的影响；

独立董事的法律责任及免责抗辩；

连带责任人间的责任分担与追偿；

重大资产重组业务的虚假陈述争议等问题进行系列研究，具体主题名称以实际发出为准。

¹ 实习生黄一豪对本文的写作亦有贡献。

系列首期，我们将就新《虚假陈述司法解释》规则修订的根本逻辑进行深入分析。事实上，面对高速发展的证券市场与极度复杂的法律问题，新司法解释采取了相对保守的制定思路，并未贸然涵盖所有证券类别或对前沿争议进行明确规定。相反，就一些技术性规则²，其适用范围反而是限缩的。

因此，相比于一个一揽子解决所有问题的规则，新《虚假陈述司法解释》更重要的意义可能是彻底取消“前置程序”，在区分“故意”与“过失”、保障基本公平正义原则下，坚定不移压实中介机构责任，保护投资者利益。对有关根本逻辑的充分理解和掌握，将是对新司法解释乃至后续我国证券虚假陈述审判规则发展趋势进行分析和判断的基础。

一、取消股票虚假陈述“前置程序”，真正提升证券市场“法治化”水平

“市场化、法治化”是我国证券市场发展的基本原则。理解新《虚假陈述司法解释》最重要的基础性认识，是顶层设计坚定不移取消“前置程序”，要求人民法院直面股票虚假陈述纠纷的审判实践挑战。

事实上，取消“前置程序”不仅不存在共识，更几乎为投资者外的所有市场参与主体所反对。但是，“前置程序”一方面导致案件数量太少，实务界审判机会与理论界研究样本严重不足；另一方面本就不多的案件中，虚假陈述行为与实施日、虚假陈述信息的重大性、行为人过错都有行政处罚直接认定，再加上法律推定投资者的交易因果关系，损失由特定公式进行计算，实践中需要当事人及裁判者进行法律专业判断的事项远少于正常的诉讼案件。其结果是旧司法解释颁布实施近 20 年，我国证券虚假陈述司法审判水平和理论水平仍然处于比较初级的阶段，甚至难以应对近两年出现的债券虚假陈述争议，需要最高法院专门颁布座谈会纪要进行指导。

依据法律法规妥善解决证券纠纷的能力，是一地资本市场发达程度的重要表现。而“徒法不能以自行”，真正实现我国证券市场高水平法治化，需要的绝不仅仅是《证券法》及相关法律法规，而是司法程序回归正常，司法机关及各方当事人在争议解决中发现问题、解决问题，在实践中不断成长。

因此最高法院此次修订规则，首要任务即落实中办、国办要求，取消股票虚假陈述纠纷的“前置程序”，由此影响司法解释诸多内容。例如新司法解释第 7 条新增有关虚假陈述“实施日”的判断标准。此前因为违法犯罪行为及其实施时间是行政处罚或刑事判决必然明确的内容，旧司法解释根本没有关于实施日的具体规定。还有第 10 条有关“重大性”的认定标准，虽然此前重大性问题也曾在部分案件中被提出，但是以《九民纪要》第 85 条为代表，在有行政处罚或刑事判决情况下，有关虚假陈述信息具有重大性的现实争议很小。因此旧司法解释并未规定具有可操作性的重大性判断标准。这些问题，在新司法解释中都进行了重点规定。

此外，为保持取消“前置程序”后司法机关与监管机构的沟通协作，确保人民法院查明虚假陈述基本事实的能力，最高法院与中国证监会同步发布《关于适用〈最高人民法院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〉有关问题的通知》，明确了人民法院受理有关虚假陈述案件后向证监会派出机构的通报机制，和证监会系统对法院调查取证的协助配合。

毫不夸张的说，取消“前置程序”是股票虚假陈述法律制度，乃至我国资本市场法治建设的“成人礼”。此前许多不是问题的事项将成为问题，许多行政思维将面临法律挑战，而解决有关问题的努力与成果，将不仅促进股票虚假陈述法律制度的发展，还有益于其他证券虚假陈述纠纷的处理。至此，相关争议解决将进入一个新时代。

² 例如股票虚假陈述投资差额损失的计算。

二、区分行为人主观过错，故意欺诈者“虽远必究”

新《虚假陈述司法解释》体现出的第二个基本原则，既是朴素的正义观念，也是侵权法基本规则，即区分侵权行为人的主观过错，对具有故意欺诈的行为人，无论其是否是证券市场参与主体，都尽可能追究其民事责任。

上述问题，在《证券法》中体现的并不明显。典型代表是《证券法》第 85 条与 163 条，要求诸多当事人在“不能证明自己没有过错”时与发行人承担连带赔偿责任。这里法律并没有区分“故意”和“过失”，甚至没有考虑“过失”的严重程度。其立法初衷当然是为最大程度的保护投资者利益，但是简单的“严刑峻法”常常无法解决现实问题。具体到证券虚假陈述，没有区分度的法律规定导致裁判结果偏离公平、合理范畴，反而使裁判者投鼠忌器，对实现投资者保护的目标并不有利。因此，新《虚假陈述司法解释》第 13 条区分了“故意”和“过失”两种虚假陈述过错情形，并强调过失是指行为人“严重”违反注意义务。

在此基础上，新《虚假陈述司法解释》的责任追究体系向两个不同方向进行了发展：

第一，就“故意”欺诈的当事人，无论其是否属于证券交易主体，都尽可能追究责任，“虽远必究”。因为证券交易活动牵涉广泛，证券虚假陈述法律规则又存在诸多对投资者有利的特殊安排，大多数法域都对被告的范围进行了限定。我国旧虚假陈述司法解释第 7 条也明确规定“虚假陈述证券民事赔偿案件的被告，应当是虚假陈述行为人，包括：……”但是，实践证明这种列举方式并不足以应对复杂多变的证券交易活动，一些看似离信息披露较远的当事人，不仅实际参与虚假陈述行为，甚至扮演着至关重要的角色。

因此，新《虚假陈述司法解释》删除了旧规则第 7 条的规定，新增第 22 条，将发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等纳入赔偿主体范围。这些主体不负有信息披露或者督促发行人妥善履行信息披露义务的法定职责，他们承担赔偿责任的共同原因是积极地参与、配合或者隐瞒了发行人的虚假陈述行为，具有主观“故意”。这种共同故意侵权行为，不需要《证券法》的特殊规定，仅依据《民法典》第 1168 条即可要求其承担连带赔偿责任。因此，应注意新司法解释第 22 条在相关主体后面还有一个“等”字，意味着有关被告范围不限于列明的三类，符合条件的故意欺诈行为人都可被诉。

第二，就“过失”承担责任的发行人董监高、中介机构等主体，新《虚假陈述司法解释》大幅强化了过失及免责的认定规则，尽可能指导法院有效、细致甄别行为人过失情形，避免要求当事人对不可能完成的任务负责，破坏资本市场基本商业逻辑。有关内容主要体现在新《虚假陈述司法解释》第 14、16 条，有关发行人董监高、独立董事的过错认定；第 17、18、19 条，有关中介机构的过错认定方面。

总之，区分“故意”与“过失”，并在此基础上发展出有关过错认定与责任承担系统的裁判标准，是证券虚假陈述审判水平提升最重要的方向。新《虚假陈述司法解释》在此方面取得了实质的进展。

三、注册制下中介机构必须承担“看门人”职责，以民事责任倒逼执业水平提升

相比之前征求意见稿，新《虚假陈述司法解释》一个万众期待但是最终难产的重要内容是有关过失责任主体承担“比例连带责任”的规定。相关司法实践已经被广泛接受，在多件股票与债券虚假陈述案件中得到应用。最终新司法解释没有将其“成文化”，表明至少在未来一段时间，我国证券虚假陈述审判工作的主要矛盾还是保护投资者利益。“矫枉难免过正”，这是新《虚假陈述司法解释》体现出的有关裁判思维的第三个基本原则。

事实上，“比例连带责任”之所以会在明显缺乏法律依据的情况下被司法实践“发明”出来并迅速得到认可与重复应用，确实因为其裁判效果明显好于机械适用《证券法》第 85 与 163 条。特别是在上市公司

持续多年造假的股票虚假陈述，和发行人不会因虚假陈述责任多负担任何债务的债券虚假陈述领域，要求仅有过失的董监高与中介机构因为较小过错与发行人承担全额连带责任，不仅个案结果荒唐，而且严重冲击有关商业实践的基本逻辑，将专业风险变为赌博，这不是相关制度与实践应该产生的影响。

但是，最终新《虚假陈述司法解释》没有将这一规则落地，主要因为目前我国证券虚假陈述的总体形势仍然非常严峻，许多造假行为已经到了明目张胆的程度。同时，如果仅考虑民事责任这一路径，在巨额赔偿下最有驱动力和能力打击、防范虚假陈述行为的，似乎只有中介机构。新《虚假陈述司法解释》第 23 条第 2 款明确规定中介机构不得要求发行人等主体补偿其因虚假陈述所承担的赔偿责任，也是法律制度“紧盯”中介机构的有力证明。

而且，相比发达市场，我国资本市场中介机构的执业操守、专业能力与风控水平还有很大的提升空间。虽然司法实践极少认定中介机构“故意”参与或放任虚假陈述行为，但是可以看到不止一件中介机构承担全额赔偿责任的案件中，法官内心早已确信中介机构“明知”虚假陈述行为而不履职。只是因为我国有关民事欺诈的证明标准极高，有关强制证人出庭作证、证据发现的法律规范及司法制度又明显不足，导致法院明确认定中介机构“故意”的难度过高。而且，一旦认定中介机构“故意”，可能引发刑事责任追究问题，产生复杂的社会影响。因此在认定“过失”即可要求中介机构承担足够赔偿责任情况下，法院通常会在过错类型上做出变通处理。

因此，现阶段中介机构是既有潜力，又有义务进一步提升执业水平，真正扮演证券市场“看门人”的主体。其所面临的虚假陈述民事责任风险非常显著且将持续相当长时间。当然，由于相关司法实践早已为最高法院所知且由多个法院实际应用，新《虚假陈述司法解释》没有禁止“比例连带责任”本身就表明一种态度。未来这一制度在个案中仍有较大适用空间。

四、仍以股票为预设模型，并非覆盖所有“证券”虚假陈述纠纷的裁判规则

相比征求意见稿，新《虚假陈述司法解释》要保守的多。例如在适用的“证券”范围上，删除了有关证券投资基金、资产支持证券的规定；在损失认定方面，删除了与债券有关的规则，仅保留投资者买入或卖出股票时的投资差额损失计算条款。因此，新《虚假陈述司法解释》还是一部以“股票”为预设模型的虚假陈述民事责任裁判规则，没有覆盖现有或可预见的全部证券类别与主要争议类型，相关审判规则建设仍处于进行时。

首先，相比旧司法解释，本次修订展现了诸多亮点，不过多是对已有司法实践成功经验的归纳总结。例如第 6 条有关预测性信息不构成虚假陈述及其例外情形，在此前诸多案件中都曾作为争议事项并有不同裁判结果³。第 21 条有关“重大资产重组交易对方”的虚假陈述责任，也有判决做出明确认定⁴。第 28 条有关诱空型虚假陈述的损失认定规则，2015 年广东高院已就相关问题进行过裁判⁵。此外，普遍认为非常重要的第 17 至 19 条有关中介机构责任的认定规则：第 17、18 条大体借鉴《债券座谈会纪要》第 30、31 条，已经过大约两年的司法实践检验；第 19 条有关会计师事务所免责的规定，更来自于 2007 年最高法院《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》第 7 条，相关司法实践已有近 15 年的历史。

³ 参见：最高法院（2020）最高法民申 4220 号，湖北高院（2019）鄂民终 1179 号，上海高院（2021）沪民终 384 号等判决或裁定。

⁴ 沈阳中院（2020）辽 01 民初 407 号等系列判决。

⁵ 广东高院（2015）粤高法民二终字第 1041 号判决。

其次，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。第一，如前文所述司法解释并未将存托凭证、资产支持证券、证券投资基金等明确纳入调整范围，更重要的是没有结合有关证券特点制定有针对性的裁判规则。第二，司法解释第38条有关“证券交易场所”的定义很难将银行间市场纳入其中：无论是银行间交易商协会还是其主要交易场所“中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心”，严格来说都并非“国务院批准”设立，而更类似司法解释第1条第2款“按照国务院规定设立的”交易场所。第三，新司法解释第26条有关“集中竞价的交易市场”的表述，将绝大多数非公开发行证券排除在外，第27、28条有关虚假陈述投资差额损失的内容更明确限制在集中竞价市场中“买入/卖出相关股票”的情况。如此算来，基本上有关“损失认定”的规则都只适用于公开交易的上市公司股票。

最后，在一些已经出现纠纷，急待明确裁判规则但是实践争议较大、处理难度较高的领域，新《虚假陈述司法解释》并未给予回应。最典型的是新司法解释第23条有关承担连带责任的当事人间分担与追偿问题，仅仅指向《民法典》第178条，实际没有给出答案。而如何判断连带责任人之间的分担与追偿，特别是中介机构间的有关问题，是目前各方特别关注、已经进入司法程序又极其复杂的问题。此外还有第21条涉及的重大资产重组中的虚假陈述问题，目前最迫切的争议不是交易对方的法律责任，而是有关交易当事人的关系（例如交易对方作为原告的情形）与中介结构的角色（独立财务顾问到底为谁履职）等。这些问题新《虚假陈述司法解释》都没有涉及。

必须承认，新《虚假陈述司法解释》最终相对保守的选择符合我国证券虚假陈述司法实践情况与高速发展、不断变化的证券市场现实。例如资产支持证券也是在证券交易所发行、交易的证券，但是其发行人暨管理人是金融机构，简单套用股票虚假陈述的规则将引发极其严重的后果，需要专门的审判规则加以调整。因此有理由认为，新《虚假陈述司法解释》是且仅是我国广义“证券”虚假陈述裁判体系中的重要组成部分，未来还需要类似《债券座谈会纪要》这样的专门性规则，不断充实、完善我国证券虚假陈述裁判制度，解决现实问题。

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