

## 首次以“资本市场”为题全面回应行业热点难点 —— 解读最高院、证监会《保障资本市场高质量发展的指导意见》

作者：邓晓明 | 刘虹璐 | 王梓维<sup>1</sup>

2025年5月15日，最高人民法院、中国证监会联合颁布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》（下称“《指导意见》”）。这是两单位首次以“资本市场”为标题，打通私募股权投资一级与证券交易二级市场，全面回应我国投融资领域热点难点问题。《指导意见》既明确资本市场在司法审判与行业监管方面的总体要求与发展方向，又对以案件审理促进上市公司质量提升、完善多层次资本市场司法规则、统一协调处置私募基金领域跨地域涉众型犯罪等具体问题提出处理思路。同时，类似依法保护耐心资本、加强国际司法合作及降低境内外投资者维权成本、强化对资本市场“吹哨人”的保护等内容在司法文件中相当前沿与新颖，值得市场参与主体重点关注。

总体而言，《指导意见》是2024年4月《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）在司法审判与行政监管层面落实的重要表现，进一步证明建设发展具有国际竞争力的高水平资本市场是我国自上而下、统一协调的国家战略。当下以“严监管”“压实中介机构责任”“强化对资本市场违法行为的刑事打击”为代表的几乎所有资本市场司法与监管重要实践，都可以延续这一脉络找到出处与渊源。因此，深入解读《指导意见》、洞悉规则背后的市场行为与行业问题，对于准确理解相关领域司法与监管活动及其发展趋势，具有重要意义。

**《指导意见》第3条“切实全面保护全体投资者合法权益”，进一步提出要“依法保护耐心资本、长期资本参与公司治理和获取回报等合法权益”。**

近年来，关于“耐心资本、长期资本”的表述多次出现在各部委，特别是金融监管部门的政策文件中<sup>2</sup>，但是在司法文件中非常少见。《指导意见》首次强调保护耐心资本，让人不难联想到近年来一级市场频繁掀起的回购潮。目前许多私募基金接近基金周期的尾声，IPO退出渠道不顺，许多被投企业未能达到预期的发展要求，创业者面对高悬于头顶的“回购之剑”异常焦虑，这不利于股权投资市场的平稳发展。《指导意见》关于“耐心资本、长期资本”的意见，代表司法机关有关“资本市场平稳健康运行”和“实体经济高质量发展”最新理解。2024年8月最高人民法院公布“法答网精选问答（第九批）”，对权利人主张回购义务提出

<sup>1</sup> 实习生王壮壮对本文的写作亦有贡献。

<sup>2</sup> 例如2025年5月13日科技部与央行等部门《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，指出“优化国有创业投资考核评价机制。落实好支持中央企业创业投资基金高质量发展的政策措施，健全符合创业投资行业特点和发展规律的国有资本出资、考核、容错和退出的政策机制，对国资创业投资机构按照整个基金生命周期进行考核。引导国有资本成为支持创业投资的长期资本、耐心资本”。

了类似保证期间的6个月期间，可能是这一司法审判趋势的重要表现。

**第5条关于“依法打击欺诈发行和持续信息披露造假”，在重申“追首恶”基础上，进一步细化了“打帮凶”，特别是综合运用行政、民事、刑事立体化惩治协助造假第三方的法律机制。**

在追责对象上，该条充分关注和强调“首恶”与“帮凶”的责任。同时，《指导意见》多处体现强化追究个人刑事责任的趋势。归位尽责、过责相当可以解决合理厘定中介机构法律责任的问题，但实践中真正实施与实现财务造假的是具体的行为人，对“机构责任”的合理界定难以从根本上清除“毒瘤”。因此，以2024年六部委《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》为代表，近两年最高法、最高检、公安部等主管机关出台一系列意见与规则，强调深化行刑衔接协作、推动加大财务造假等资本市场犯罪行为刑事追责力度。该条明确要求“依法从严惩处财务信息披露造假的策划者、组织者、实施者，依法追究配合财务造假的第三方的刑事责任，形成对财务信息披露造假行为的全方位打击”，是截止目前有关规则在该问题上最清晰、明确的表态。

**第6条关于“完善虚假陈述民事赔偿责任制度体系”，要求准确理解责任构成要件的同时，明确交易因果关系的审查标准、点明行业规范系认定中介机构责任的基本依据。**

值得注意的是，该条明确要求法院在审查交易因果关系问题时，应重点关注“虚假陈述是否为投资决策的直接原因、最近原因”，并以“理性投资者的标准”进行判断。该意见在揭示《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》第12条列举情形背后深层逻辑的同时，为兜底条款“原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形”的适用提供了参考标准。

尤其是“最近原因”这一概念的提出，呼应了“信息披露具备衰减效应”的最新裁判观点。北京金融法院在“乐视网”一案中认为，信息披露的影响会随着时间的推移而衰减，投资者更重视新出现、易获取、易理解的信息，而非早出现、难获取、难理解的信息。因而，虚假陈述与投资决策之间时间的长短，也将影响交易因果关系的认定。该条对前述裁判观点的吸纳，充分体现出当前责任认定的精细化趋势，为司法实践提供了适用依据。

**第7条关于“便利投资者依法维护自身合法权益”，继续强调“示范判决”作用的同时，对承担“先行赔付”责任的中介机构的追偿问题做出了规定。**

该条要求“研究制定示范判决工作指引，提升‘示范判决+平行案件处理’机制的规范化水平”，体现了制定者对司法实践需求的准确把握。虽然目前各方均强调推动常态化开展证券纠纷代表人诉讼，但从制度功能、实践情形来看，代表人诉讼难以完全替代“示范判决+平行案件处理”机制。其一，代表人诉讼制度适用于原告投资者众多的情形，但对于债券等投资者数量较为有限的证券产品，相关虚假陈述案件可能难以满足代表人诉讼的启动条件，综合考虑代表人诉讼的程序成本，更是没有必要。其二，特别代表人诉讼本质上是一种社会公共制度，旨在为海量中小投资者提供便利、低成本的救济渠道，以专业机构、非公开发行认购人等为代表的专业投资者以及“大宗交易”等面对面交易行为，因其存在“交易因果关系”的潜在争议，不适宜通过代表人诉讼制度批量笼统处理。因此，“示范判决+平行案件”机制介于一般诉讼程序与代表人诉讼制度之间，能够较为灵活的在案件个性化与规模化处理之间取得平衡，仍是未来相当时间处理相关争议的重要手段。

另外，该条还创新性地关注到先行赔付主体的追偿问题，要求“畅通先行赔付主体通过诉讼程序向其他

责任人追偿渠道”。目前我国证券先行赔付制度的适用场景和先例较为有限，实践困难之一就是后续追偿事宜缺乏制度保障。客观上，市场上多起以判决方式结案的虚假陈述案件，已经启动了相关责任主体之间的追偿程序，相关主体对法院判决的赔偿金额即为后续追偿案件的“损失”问题争议不大，但是通过类似和解或自认方式先行赔付后，赔付主体如何证明有关赔付金额是客观损失，如何向其他责任人追偿？从先行赔付的逻辑来看，以中介机构为代表的潜在责任主体要统筹考虑先行赔付金额、民事判决赔偿比例、证券风险处置需求以及监管风险等因素。在这一过程中，能否就后续追偿有明确预期，将在很大程度上影响该制度的实践效果。

### **第 9 条关于“常态化开展证券纠纷代表人诉讼”，在要求法院依法受理的同时，给予法院适当简化程序、提高效率的空间。**

最高法此前已多次强调推进特别代表人诉讼常态化开展，提高资本市场违法成本、保障投资者合法权益问题<sup>3</sup>。《指导意见》基于特别代表人诉讼较一般民事诉讼当事人多、工作量大的显著特点，为常态化开展特别代表人诉讼给予法院必要的办案条件和便利，提出“在受理、审理案件中可以简化工作流程，提高诉讼效率”并“完善案件考核机制，激发制度活力”。

从有关特别代表人诉讼程序的实践来看，常规的送达、审限等民事诉讼程序无法满足此类案件的审理需求，法院确实需要探索简化送达程序、合并裁定文书等多方面的便利化举措，简化工作流程、提高诉讼效率，确保投资者合法权益的高效实现。

### **第 10 条关于“落实民事赔偿责任优先制度”，要求法院关注并强化民事、行政、刑事审理及执行程序的衔接，确保涉案财产优先用于民事赔偿。**

我国《证券法》自 1998 年出台时，即确立了民事赔偿责任优先的基本原则。随着《证券法》的数次修订，证券监管和投资者保护力度不断加强，但是民事赔偿责任优先制度的实际执行却一直面临困难。直到 2022 年 10 月，上海金融法院在“鲜言操纵证券市场民事侵权赔偿案”中重点强调适用了有关规则。

面对新《证券法》下对违法行为人动辄上亿元的天价罚单，民事赔偿责任优先制度的价值更加突出。《指导意见》第十条强调了前述制度要求，一方面关注到行政与刑事双重处罚的现实问题，要求法院在审判与执行程序中加强行政处罚没款和刑事罚金制度的衔接，一体予以执行；另一方面关注到行政处罚、刑事罚金等在执行效率上对民事赔偿的优先现状，要求强化刑事、行政案件与民事案件审理及执行的协同，统筹推进民事、行政、刑事审理程序。

### **第 11 条关于“依法规范证券期货基金经营机构组织和行为”，为目前不断增加的经营机构股东权利、关联交易与涉复杂金融产品纠纷案件提供了裁判指引。**

值得注意的是，就涉复杂金融产品纠纷案件，《指导意见》准确理解监管规则与行业实践，并未否定多层嵌套、交易链条长、参与主体多的复杂金融产品本身的合法性。就有关复杂交易活动，《指导意见》要求法院在查明案件事实的基础上，“准确认定当事人的真实意思及由此形成的法律关系的性质，根据行为性质和监管强度，依法认定规避监管、输送利益、私募类产品公募化等违规行为对合同效力的影响”。有关规则既保障了金融市场稳定与创新，又为司法机关精准裁判指明了方向。

<sup>3</sup> 最高人民法院副院长高晓力：推进特别代表人诉讼常态化开展 预防惩处财务造假：  
<http://www.zqrb.cn/stock/gupiaoyaowen/2025-05-16/A1747384957713.html>。

**第 12 条关于“依法规范私募基金市场发展”，列举了管理人与投资者争议中待查明的基本事实、需适用的法律规范与待认定的争议问题，并在部分情形下赋予投资者通过诉讼程序提前解散基金进行清算的权利。**

值得注意的是，该条指出“要根据信托法、证券投资基金法、私募投资基金监督管理条例的规定，准确认定管理人、托管人等受托人的忠实、勤勉义务内容及勤勉尽责情况”。这似乎是首次在司法文件中将信托法列于证券投资基金法之前，明确体现私募基金背后的信托原理，表达了司法机关与监管机构对私募基金法律关系的理解。但是，合伙型与公司型私募基金有独立的组织机构，不属于信托法律关系；另外托管人并不以自己名义持有基金财产，不具备信托法律关系的基本条件，这些问题仍有待进一步商榷。

另外，一直有法院以“基金未经清算无法确定具体损失”为由，驳回投资者对管理人的赔偿主张<sup>4</sup>。就此，《指导意见》规定“基金管理人挪用基金财产导致募集目的不能实现”和“基金财产或基金所投资的底层资产已无变现可能”两种情形下，投资者可以诉请“提前解散基金进行清算”，为基金管理人缺位情况下投资者权益保护提供了明确依据。

**第 13 条关于“完善多层次资本市场司法规则”，强调在司法裁判方面需关注不同市场的自身特征，尊重不同市场的发展水平和特殊的交易机制。**

在司法实践方面，我国对多层次资本市场所对应的差异化裁判规则发展尚有不足。例如，在面向专业机构投资者发行债券以及私募债、非公开发行股票等场景下，中介机构的履职范围、投资者自身的注意义务理应与“大公募”债券及 IPO 存在合理差异，但目前司法实践尚未发展出可行方案。该条所提出的“根据不同市场上市（挂牌）公司的固有投资风险及投资者的成熟程度等实际情况，坚持以事实为依据，以法律为准绳，确保司法裁判既公平公正，又符合市场实际、有利行业发展，适应不同类别、生命周期的企业发展需求”正是致力于解决这一问题。2022 年《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》也在司法实践层面为多层次资本市场提供了指导性先例，同样具备参考价值。

在期货和衍生品市场，应尊重多种形式保证金的履约保障安排。目前我国期货和衍生品市场的保证金形式仍以《民法典》下的典型担保方式为主。本条强调的“尊重多种形式保证金的履约保障安排，保障交易和结算安全”为以“转让式履约保障”为代表的创新性的履约担保安排提供了空间。具体来说，“转让式履约保障”是国际上行之有效且广泛运用的信用增进方式，但相关交易结构和处置安排难以完全融入包括让与担保在内的各类典型或非典型担保模型。在现有民事法制体系内，需要在期货和衍生品这一特殊领域将类似交易安排解释为《期货和衍生品法》第 22 条“具有履约保障功能的方式”，从而在“物权法定”大原则下，为期货与衍生品交易提供充足的制度支持。

**第 14 条关于“依法支持行业自律组织履职”，要求引导投资者“用尽内部救济”，通过自律组织非诉解纷机制化解纠纷矛盾，通过听证、复核等程序寻求救济。**

值得关注的是，行业自律组织非诉解纷机制正成为保障投资者权益和多元化解决纠纷的有效途径，证监会发布的 2025 年度十大投资者保护典型案例中，便有行业自律组织参与调解的身影。在某上市公司证券虚假陈述责任纠纷调解案中，浙江证券业协会在浙江证监局的指导下，协同杭州中院采取了“司法示范调解+平行案件行业调解”的创新机制，最终成功调解 386 起案件，调解金额 3,073.23 万元。面对极具专业性和复杂性的金融争议案件，行业自律组织参与非诉解纷不仅能够起到一般非诉解纷“降低维权成本、化解纠纷矛

<sup>4</sup> 如（2018）最高法民终 173 号案、（2021）最高法民申 6247 号案、（2022）沪 0151 民初 3760 号案、（2022）鲁民终 579 号案、（2021）沪 0101 民初 4625 号案等。

盾”的作用，还能够充分发挥其行业自律地位与专业能力优势，将纠纷解决在行业内部的同时，促进行业自律规则的制定和完善。

**第 15 条关于“保障资本市场高水平制度型开放”，强调在司法环境上，增强境外资本参与中国资本市场的信心、加强双多边跨境司法合作、做好投资者合法权益保护等目标。**

徒法不能以自行，司法水平是一国资本市场整体实体的重要方面与表现。随着裁判规则的完善和审判水平的提高，我国基于当前司法资源和能力，不断丰富双多边跨境司法合作形式、深化合作内涵，保护境内市场秩序和投资者合法权益，并为跨境司法活动贡献中国智慧，这是资本市场高水平对外开放、提升国际竞争力的必经的发展过程。

在法律域外适用方面，《指导意见》提出“**研究制定资本市场法律域外适用司法文件，为审理跨境证券期货纠纷案件统一裁判尺度，平等保护境内外投资者合法权益**”。显然，有关意见指向《证券法》第 2 条第 4 款的长臂管辖规则。2024 年，北京金融法院、北京市高级人民法院裁决认定中国内地法院对在香港联合交易所上市的开曼公司证券欺诈诉讼具有管辖权，明确只要境外证券活动“损害境内投资者合法权益的”，中国法院即可管辖，极大的降低了该条的适用门槛。未来，在国际交往日益深入同时国际竞争不断加剧的背景下，《证券法》的长臂管辖条款如何发挥作用，是我国证券法发展最值得期待的问题之一。同时，该条就跨境证券纠纷处理的具体问题提出意见，明确“加强与其他国家和地区在送达文书、调查取证、承认与执行判决等领域开展司法协助”以降低境内外投资者的维权成本。

**第 16 条关于“引领净化资本市场生态”，强调采取民事、行政、刑事手段，依法坚决打击和回应“干扰市场正常运行、扰乱资本市场秩序的违法行为”。**

实践中，长期以来在拟 IPO 企业发行上市的关键环节，企业的竞争对手等主体采取编传“小作文”等虚假信息、“恶意代理维权”、“有偿删稿”和“恶意制造诉讼案件阻断发行上市审核流程”等方式阻挠发行人上市的事件屡见不鲜<sup>5</sup>，这些不当行为严重损害了发行人的合法权益，影响了资本市场良心运作的生态环境。《指导意见》充分关注到前述行业乱象，点明了受害人的民事、行政、刑事救济手段，为受害人维权提供了明确指引，有利于形成风清气正的市场生态。

司法实践层面，也已有案件关注上市审核阶段的恶意诉讼行为。在佛山市某智能装备股份有限公司诉无锡某机械科技股份有限公司侵害实用新型专利权纠纷案中<sup>6</sup>，最高法便认定原告在被告上市关键期提起诉讼的行为系滥用权利的恶意诉讼。有关规则的明确为受害人提供了更为直接的维权依据，将对前述违法行为起到更强的遏制作用。

**第 17 条关于“防范化解资本市场风险”，细化了对资本市场各项风险事件的处置要求，针对私募基金领域等跨地域涉众型经济违法犯罪案件，该条要求采取“坚持统一指挥协调、统一办案要求、统一资产处置”的“三统一”举措。**

值得注意的是，前述的“三统一”举措对民事案件的审理同样具有重要意义。一方面，在涉众私募基金

<sup>5</sup> 例如安翰科技、汉弘集团均因知识产权恶意诉讼最终被迫撤回上市申请。

<sup>6</sup> 最高人民法院知识产权法庭：<https://ipc.court.gov.cn/zh-cn/news/view-3914.html>。一审法院认定“原告的索赔额正好满足《信息披露规则》第四十六条所要求的‘占公司最近一期经审计净资产绝对值 10%以上’的标准，使得灵某公司不得不进行披露并中止上市审核。因此可以认定金某公司提起本案的目的是利用前述披露规定，通过专利侵权诉讼阻碍灵某公司在北交所上市，以此打击竞争对手，其行为有违诚信原则，且具有显而易见的恶意，构成恶意诉讼”。

民事案件中，单个投资者往往仅关注自身的权利和诉求，基于单一产品的损失提起诉讼。由于缺少统一标准与充分协调，单个诉讼的个别处理，可能导致个别清偿的不公平后果。

另一方面，在跨地域涉众型案件当中，刑事案件以及针对不同主体的民事案件可能同时在不同地区的公安机关、法院或仲裁机构同步推进。鉴于“三统一”举措的要求以及公安机关的事实查明能力，在处理有关案件时应当充分适用“先刑后民”规则，在刑事案件处理完毕、统一退赃退赔完成后再审理关联的民事案件，以便更公平高效的化解风险。

**第 20 条关于“强化会商和信息共享工作机制”，关注到目前司法与监管间的协同需求，围绕风险早期纠正的机制、信息共享合作的加强、重大疑难案件的协同处理以及典型、指导案例的联合发布，给出工作机制的强化方向。**

值得注意的是，本条就司法机关与监管部门间信息共享合作的加强，从宏观、中观、微观三个层次作出了规定。在宏观的查询机制上，建立“总对总”的信息查询共享合作机制，实现证券期货相关司法裁判文书信息与行政执法信息共享。在中观的机构协调上，支持各级法院与监管机构建立信息通报与证据调查收集协调配合机制。最后，在微观的个案处理上，本条支持法院与监管机构“在充分沟通的基础上，依法按程序查阅复制基于同一违法事实的刑事、行政案卷笔录、证据材料等”，回应了目前司法实践中“仅凭监管机构的结论性意见，难以认定具体违法手段与其他参与人员”的现实问题，有利于责任的精确化认定、提升审判执法效能并落实《指导意见》第 5 条关于追究协助造假第三方责任的要求。

**第 22 条关于“加强金融审判与监管执法队伍建设”，旨在强调对执法和司法人员、队伍的建设。**

从我们的实践观察来看，《指导意见》针对的资本市场争议是各级法院普遍重视，资源、精力投入较大，审判水平较高的领域。从资源投入来看，目前各级法院充分重视金融证券领域专业人才的培养，常态化组织研究学习工作甚至组建专门的审判庭、审判小组；对于重大疑难案件，选派年富力强的主办人员，并常常由庭长乃至分管副院长亲自挂帅组成合议庭。

从审判力量与能力来看，以北京金融法院、上海金融法院为代表的专业审判团队，不仅拥有一流的办案能力，在理论研究方面也具有国内领先水平；同时其他地方法院的审判人员也表现出很高的审判实务水平，对于相关专业问题具备充分的学习能力和认真负责的态度，能够充分考虑当事人的主张，积极采纳司法实践前沿观点。

从审理结果来看，一方面法院在处理有关重大疑难案件时普遍十分谨慎，通常由合议庭上报分管领导乃至审委会，最终商定判决结果；另一方面该领域案件专业性强、受关注度高，鲜有受到非法律因素影响的情况。这也是《指导意见》“确保资本市场审判执行与监管执法的正确政治方向，锻造忠诚干净担当的金融审判和监管执法铁军”要求的体现。

## 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：

### 邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: [xm.deng@hankunlaw.com](mailto:xm.deng@hankunlaw.com)