

# 证券虚假陈述司法解释切实保护投资者合法权益 “立体化追责”提升违法违规成本

■本报记者 吴晓璐

1月21日,最高人民法院发布了《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》(以下简称《规定》)。《规定》取消了原司法解释规定的行政刑事前置程序,明确董监高尤其是独立董事的过错认定标准与免责抗辩事由,明确“追首恶”原则和财务造假“帮凶”的赔偿责任等,通过诸多举措提高资本市场违法违规成本,畅通投资者的权利救济渠道,督促市场参与各方归位尽责。

接受采访的专家认为,《规定》平衡了市场各方合理诉求,进一步明确了“权责利”关系,强化市场各方预期,切实保护投资者的合法权益,同时进一步完善资本市场立体化追责体系,维护资本市场的持续健康发展。

## 取消前置程序 保障受损投资者诉讼权利

取消行政刑事前置程序,是此次《规定》的亮点之一。去年7月份发布的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》就提出,修改因虚假陈述引发民事赔偿有关司法解释,取消民事赔偿诉讼前置程序。

在我国证券市场发展的早期阶段,为减轻投资者的举证负担,以及根据当时的立法和司法实践情况,原司法解释规定了前置程序,即人民法院受理虚假陈述纠纷案件,以该虚假陈述行为已经行政处罚或刑事裁判文书认定为前提。随着我国证券市场日益发展和成熟,法院证券审判经验不断丰富,司法制度和资本市场制度不断完善,取消前置程序的条件逐渐具备。近年来,“未行行政处罚先立案”、“未行行政处罚先判决”的尝试逐渐出现,例如中安科虚假陈述案中,招商证券和瑞华会计师事务所未被证监会行政处罚,也被法院判令承担民事责任。

“经过多年对证券虚假陈述诉讼案件的审理,人民法院已经积累了丰富的审理经验,形成了专业的审判队伍,具备了取消前置程序的现实基础。”中国政法大学民商经济法学院教授、中国法学会商法学研究会会长赵旭东在接受《证券日报》记者采访时表示。

“取消行政刑事前置程序,最大的现实意义就是落实‘司法为民’的人民司法理念,切实保障了广大投资者维护自身合法权益进行合法维权的诉讼权利。”华东政法大学国际金融法律学院法学教授郑或在接受《证券日报》记者采访时表示,取消前置程序,是实现受损投资者自我维权的程序保障,同时也是对潜在虚假陈述违法行为的诉讼威慑。

赵旭东认为,取消行政刑事前置程序具有三方面意义,首先,充分保障了当事人诉讼的实现。其次,提升了当事人权利实现效率。行政机关调查案件可能经过较为复杂的过程,需要相当长的时间,客观上拉长了当事人实现民事权利的周期,取消前置程序后,当事人提起诉讼就无须等待行政机关的调查结果。最后,能够更充分保障司法机关对证券虚假陈述民事赔偿案件的独立裁判。

取消前置程序后,投资者举证难依然是一个现实问题。对此,最高人民法院和证监会发布《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》,建立案件通报机制,就人民法院的审判理



● 《规定》取消了原司法解释规定的行政刑事前置程序

● 明确董监高尤其是独立董事的过错认定标准与免责抗辩事由

● 明确“追首恶”原则和财务造假“帮凶”的赔偿责任

● 通过诸多举措提高资本市场违法违规成本,畅通投资者的权利救济渠道

魏键祺/制图

和证监会的专业支持,案件调查等方面依法作出衔接性的安排。

此外,取消前置程序后,证券虚假陈述民事诉讼案件也将增多。北京大学法学院教授郭雳接受记者采访时表示,《规定》努力实现便利投资者诉讼和防止可能滥诉之间的平衡。为防范没有事实根据的滥诉行为,《规定》要求原告提起诉讼时,必须提交信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据,以及原告因虚假陈述进行交易的凭证及投资损失等相关证据。

## 明确“追首恶”原则 为“帮凶”戴上“紧箍咒”

实践中,不少影响恶劣的上市公司财务造假案件是由控股股东、实际控制人组织、指使上市公司所为。这些控股股东、实际控制人是财务造假违法活动中的“首恶”。此次《规定》明确了“追首恶”原则,即原告起诉请求判令相关控股股东、实际控制人依照本规定承担赔偿责任的时候,控股股东应当予以支持,免却嗣后追偿诉讼的诉累。

“此前,证券法虽对虚假陈述的责任追究有全面的系统性的规定,但责任主体主要指向上市公司以及公司的董事、高管和具体负责人,而没有特别关注在财务造假活动中起着重要作用的控股股东、实际控制人。”赵旭东表示,当出现财务造假行为的时候,控股股东、实际控制人往往是其中的始作俑者,是最主要的决策者、操纵者。《规定》明确对控股股东、实际控制人的责任追究,抓住了要害,将对财务造假行为产生有效的遏制,以及强有力的震慑。

另外,实践中,有的金融机构和上市公司串通,出具虚假的银行询证函回函、虚假银行回单、虚假银行对账单,欺瞒注册会计师;一些上市公司的供应商和销售客户为上市公司财务造假提供虚假的交易合同、货物流转及应收应付款凭证,成为财务造假的“帮凶”。《规定》进一步明确了“帮凶”的赔偿责任,以遏制虚假陈述的外围协助力量。

郑或认为,《规定》将法律责任的适用范围拓宽到“帮助造假者”身上,其最大的意义就是给那些企图帮助上市公司造假的主体套上法律的“紧箍咒”,起到打击“帮凶”的作用。

“要切实解决财务造假的问题,就要全面进行治理。”赵旭东表示,这些所谓的“帮凶”,也为造假行为也提供了重要条件,过往的规定没有将其列入虚假陈述违法行为的追责范

围。《规定》明确对财务造假辅助者进行责任追究,同样会对遏制财务造假起到重要的作用。

## 避免“寒蝉效应” 明确独董免责抗辩事由

康美药业案一审判决中,五位独立董事被判赔偿约1.23亿元至2.46亿元侵权连带赔偿责任,引起市场对独立董事权责边界的探讨。

赵旭东表示,独立董事问题是近年来上市公司治理讨论特别多的一个问题,设置独立董事的目的和初衷是为了更好地对公司治理进行监督,发挥独立性以及应有的专业性,从而形成对公司大股东和内部人的制衡,维护中小股东的权益。在实践中,独立董事发挥了一定的作用。但是,独立董事制度有其固有的局限性,独立董事工作方式本身决定了其不可能完全解决公司治理中的权力制衡问题,也不可能完全解决公司可能出现的违法违规和公司治理中的一些问题。

“在财务造假案件中,既反映出独立董事制度固有的局限性,也出现了部分独立董事未勤勉尽责、发挥其应有作用的情形。对于如何认定独立董事的过错,独立董事如何进行自我辩护、举证来证明自己没有过错,是需要司法解决的现实问题,《规定》在这方面做了最大的努力。”赵旭东表示。

《规定》根据独董制度的目的与市场实践现状,压实独立董事在迎合规、严追责、重反注义务等不履职行为中的民事责任。同时,也充分回应了市场关切,专门列举规定了独立董事的免责抗辩事由,独立董事只要能够证明已按规定采取了相应措施,即可免责,以打消勤勉尽责者的后顾之忧,避免“寒蝉效应”。

“围绕长期以来独董权责边界的难题,《规定》提出了具体的司法方案,一方面进一步督促独立董事更好地履行职责,另一方面也提供了董事高管防范责任风险的一个重要的途径。”赵旭东表示,以后,独董对公司财务报告等进行审查的时候,也有了具体的尽责内容和目标。

郑或表示,《规定》有关独董的规定不仅回应了康美药业案后市场对于独立董事在证券侵权民事责任方面的争议,更是根据独立董事在上市公司中的职责,科学地框定了独立董事的责任基础,表达了对于上市公司独立董事在上市公司证券违法行为中“权责利”相当的司法态度,符合国

际上对于独立董事在证券违法行为中民事责任的归责基础与惯例,做到了中国国情基础上的国际接轨。

## 平衡各方合理诉求 强化立体化追责威慑力

《规定》还进一步细化了证券中介机构的责任边界,对财务造假实施日、揭露日、基准日和基准价(即“三日一价”)的认定标准做了进一步细化,优化重大性认定标准,增加“预测性信息安全港”制度,增加诱空型虚假陈述相关内容,明确追究重大资产重组交易对方的虚假陈述责任等。

“相较于此前的司法解释,《规定》更加贴近市场实践,引入了很多技术性规则。”郑或表示,如诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述的区分等。针对五洋债、康美药业、中安科等典型案例所引发的有关连带责任的讨论,《规定》通过“过错要件”的认定,回应了保荐人、承销商、会计师事务所、律师事务所等市场主体所关心的责任边界问题。

赵旭东认为,《规定》进一步明确过错认定标准,要求人民法院在考察董监高等人员的地位、作用、勤勉尽责的程度等因素的基础上,认定其是否存在过错,对保荐承销机构和证券服务机构的不同情形分别做了不同的追责规定,这些都是更精准的过错认定方式,责任追究更具有合理性,更符合虚假陈述行为本身的客观情况。此外,明确重大资产重组交易对方的责任,增加“预测性信息安全港”制度等,也是非常亮点的创新举措。

谈及《规定》出台对资本市场的影响,郑或认为,《规定》出台最大的意义在于进一步明确了“权责利”关系,强化了市场主体在围绕资本市场所从事的行为中的系列预期,特别是有关违法行为法律成本预期,从而与刑法下的刑事责任、证券法下的行政责任一起构成相互配合、互相补充的立体化追责体系,强化对违法行为的威慑力。

“《规定》的出台不仅具有时代意义,更有着重要的实践价值。”郭雳表示,《规定》集中回应了此前司法实践中面临的一系列问题,弥补了漏洞,调整完善了原有条文表述,增加了与其他相关法律制度安排的配套性、衔接性规定。资本市场的有序发展,离不开法律制度规范,《规定》所提出的创新做法和追责规则,有助于平衡各方合理诉求,降低交易成本,同时切实保护投资者的合法权益,为资本市场的持续健康发展发挥保障支撑作用。

贯彻落实证监会2022年系统工作会议精神  
系列报道(5)

# 资本市场高水平双向开放有序推进 年内北向资金累计净流入428亿元

■本报记者 邢萌

1月17日,证监会召开的2022年系统工作会议明确指出,统筹开放和安全,坚定不移推进制度型开放。稳步扩大市场、机构和产品高水平双向开放,深化境内外市场互联互通。

回顾2021年,资本市场对外开放成效凸显,外资保持稳步流入。据证监会官网信息,去年外资净流入A股市场3846亿元,为过去五年最高水平。

进入2022年,外资热情不减。Wind数据显示,截至1月23日,年内北向资金累计净流入金额达428.46亿元。其中,沪股通累计净流入340.54亿元,深股通累计净流入87.92亿元。

业内专家认为,高水平双向开放意味着我国资本市场走向成熟。监管部门出台的一系列举措,为高水平双向开放提供了方向性指引,保障了其稳定有序进行。此外,开放带来的竞争将进一步完善监管机制,同时也应注重防范风险。

## 市场、机构、产品 全方位开放成果突出

2021年,资本市场双向开放和国际监管合作取得新进展。在市场、机构、产品全方位开放方面取得新进展。

市场方面,监管部门持续提升沪伦通双向开放水平。去年12月中旬,证监会就优化完善沪伦通机制公开征求意见,拟拓宽其适用范围。境内方面,将深交所符合条件的上市公司纳入;境外方面,在综合考虑境外市场发展程度、投资者保护和监管水平等因素的基础上,拓展到瑞士、德国等欧洲主要市场。

内地企业赴港上市方面,监管部门一直以来支持符合条件的内地企业赴港上市融资。据证监会官网信息,截至2021年底,在港上市的内地企业已达1222家,占香港上市公司总数的47%。

与此同时,监管部门进一步完善境外上市相关制度规则,支持企业依法合规到境外上市。上月底,证监会在起草的相关规定中明确完善监管制度,对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理。

机构方面,监管部门全面放开证券、期货和基金管理公司外资股比限制后,外资机构在经营范围和监管要求上均实现国民待遇,国际知名机构加快了在华投资兴业步伐。2021年新增设立摩根大通、高盛(中国)两家外资全资证券公司,富达、路博迈两家外资全资基金管理公司。

产品方面,沪港ETF正式落地,进一步畅通两地投资者的跨境投资渠道。合格境外投资者参与金融衍生品交易上,2021年新增开放商品期货、商品期权、股指期货三类品种。同时,新增开放原油、棕榈油期权两个商品期权品种。

“高水平双向开放是我国资本市场迈向成熟的重要标志,需要坚持高质量开放政策,吸引更多外资流向优质企业,实现‘双赢’发展。”川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳对

《证券日报》记者表示,近年来,随着国内金融市场制度愈发健全,海外资金持续流向国内市场,一定程度上也为国内企业实现高质量发展做出了贡献,而国内金融机构方面也逐步迈向国际化。

## 制度对外开放 需与国际接轨

今年的监管工作中,“稳字当头”奠定了资本市场的主基调,高水平双向开放则奏响了对外开放的主旋律。

证监会主席易会满在接受媒体采访时曾指出,2022年证监会工作将围绕“稳字当头”“改革攻坚”两个关键词开展。易会满表示,要坚持稳中求“进”。在开放上体现“进”,稳步推动资本市场制度型双向开放,强化境内外市场互联互通,加快境外上市备案制度改革,加强国际证券监管合作,处理好开放与安全的关系,支持企业更好利用两个市场、两种资源发展。

在摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊看来,需从内容、结果两个层面理解高水平双向开放的内涵。

“从双向开放的内容来看,相关政策已陆续出台。”章俊表示,如企业境外上市监管制度出台,支持符合条件的企业依法依规在境外上市,推动境内外权益、债券、基金产品投资的互联互通等。”上述举措将为资本市场高水平双向开放提供更多具体领域的方向性指引,使政策具备更强的实操性,从而促进资本市场对外开放稳步有序推进。”他进一步说。

章俊表示,从双向开放的结果来看,境内外市场互联互通的深化必会使国内资本市场面临一定竞争压力,但这也是金融改革的必经之路。良好的竞争格局会使国内金融监管和风险防范机制更为完善,显著降低潜在金融风险。

中诚信国际研究院助理总监卢菱认为,高水平双向开放需不断深化境内外市场互联互通。”逐步拓宽跨境投融资渠道,实现越来越便利的资本双向流动,提升服务实体经济能力,助力构建新发展格局。同时也利于在国际交流中促进境内机构执业水平提升,在开放环境下推进监管制度完善和风险控制能力建设。”

如何更好推进高水平双向开放?章俊建议,在制度层面,进一步推进国内资本市场制度的对外开放,与国际接轨,持续完善境内外市场的互联互通机制,提升海内外资金投资的便利性;同时,要加快推进、落地前期已推出的开放型政策,鼓励境外优质金融机构来华展业,并支持境内优质金融机构走出去,促进资本市场生态改善。

卢菱表示,要完善风险防范机制,强化风险防范监测体系建设。在开放的环境下,我国金融市场面临的风险更加复杂,应建立和完善覆盖风险识别、监测、响应等环节的跨境资本流动监测体系,及时监测市场变化,稳步推进对外开放,维护金融市场稳定。

# “沙盒监管”将为汽车技术创新注入新动力

■龚泽洋

近日,国家市场监督管理总局会同有关部门加紧制定汽车安全“沙盒监管”制度试行意见,针对车辆应用的前沿技术进行深度安全测试,引导企业更深层次查找问题、改进设计、降低风险。

对汽车行业来说,沙盒监管就是将车辆应用前沿技术,包括智能网联、新能源汽车等“入盒”,并采取包容审慎的监管措施,杜绝将问题扩散到“盒子”外面,即在可控范围内实行容错纠错机制,由监管部门对其进行全过程监管,以保证新技术的安全性并作出最终的评价。

笔者认为,汽车安全沙盒监管既可以实施有效监管,也有利于智能网联、新能源汽车等新技术发展。在严防风险外

溢的前提下,尽可能创造一个鼓励创新的规则环境,比传统的无差别监管模式更有利于技术创新和技术进步。

5年前,在政策与技术的双向驱动下,中国新能源汽车开启了第一轮突破。最新数据显示,2021年我国新能源汽车销量达352.1万辆,同比增长1.6倍。

然而,成绩与问题并存,创新与风险相伴。随着汽车智能化、网联化、电动化发展进程加快,越来越多的汽车智能系统以及相关功能不断升级换代,一些智能网联汽车的软硬件缺陷也暴露出来,故障召回事件呈高发态势。

产品召回,都是产品符合标准但使用后仍然存在危及人身财产安全的危险。

智能网联汽车创新发展需要激励,但基于安全的监管必不可少。平衡好这一对关系,推动相关产业发展,沙盒监管是很值得探索的模式。

首先,沙盒监管有助于保护汽车科技创新。沙盒监管机制的测试项目不仅包括智能网联汽车整车,也包括其中的雷达、摄像感知系统、算法、模块、识别能力等。该机制具有监管弹性,瞄准科技发展前沿,把握科技行业最新动态,可以通过试错,给予容错空间,检验车企创新科技价值和运营模式的可行性,力争为智能网联、自动驾驶汽车安全上路提供最大保障。

其次,沙盒监管将保障创新质量与加强监管紧密结合,实现“两不误”。沙

盒监管机制可以通过建立智能网联车辆安全自我评估制度,建立运行数据驱动的新能源汽车缺陷调查工作机制,有助于推进智能网联汽车OTA大数据平台建设。让新技术最大程度发挥效用的同时,切实消除安全风险,提升我国产品安全的整体水平。

最后,沙盒监管还应当更多纳入消费者权益保护的内容。沙盒监管机制最显著的特点是弹性,测试主体并非完全契合现行监管要求,这意味着参与消费者面临较高风险。而消费者权益保护作为沙盒监管机制的核心价值之一,应成为监管部门重视的问题。

记者观察

(上接A1版)

北京某国有大行个贷经理告诉《证券日报》记者,从2021年1月份开始实施,银行都集中将存量房贷批量转化成LPR。转化成LPR定价模式后,房贷一般会一年调整一次,至于调整的日期是多少,不同银行规定不一样,有的银行是在合同签署日调整,但大部分银行则是从新一年的第一个月开始调整。这意味着2023年1月份,很多人的房贷将会迎来新一轮调整。

他进一步介绍:“对于已贷款的购房者来说,在1月20日之前已经完成今年重定价的存量房贷,需要等到2023年1月1日重定价时调整。但对于在2022年1月20日以后完成贷款的新购房者,则会立刻享受到利好。”

“此次LPR调降,对于房地产市

场将产生积极影响,有助于提振楼市的景气度。”易居研究院智库中心研究总监严跃进对《证券日报》记者表示,从房企角度看,中长期贷款资金成本将进一步降低,进而鼓励房企信贷敢贷。从购房者来说,房贷利率成本将进一步下调,将进一步激活合理住房消费需求。

贝壳研究院首席市场分析师许小乐对《证券日报》记者表示,2022年货币环境稳健偏宽松的基调基本确立。作为房贷利率基准锚的5年期以上LPR下降,代表着居民住房按揭贷款成本降低,有助于提高居民购买力,释放住房消费的同时也带动其他生活消费。预计年内购房信贷环境保持相对宽松,支持合理住房消费需求的释放,带动市场量价向中回归。