

全国首例新三板做市交易证券 虚假陈述纠纷案

张娜娜^{*} 符 望^{**} 范黎红^{***}

摘要:本文所举案例系全国首例新三板做市交易证券虚假陈述案件,新三板市场系多层次资本市场体系的重要组成部分,本文所举案例将结合新三板市场特点,对新三板做市交易证券虚假陈述纠纷诸多疑难问题作出认定,包括新三板市场做市交易是否可以适用“推定信赖原则”,新三板市场证券虚假陈述揭露日的认定标准,新三板市场主办券商尽职调查以及持续督导阶段的责任认定,会计师事务所的责任认定等问题,对新三板证券虚假陈述案件具有指导和借鉴意义。

关键词:新三板市场 做市交易 证券虚假陈述 责任认定

* 华东政法大学经济法学院在读博士,上海金融法院三级高级法官。

** 上海金融法院审判委员会专职委员。

*** 同济大学法学院副教授。

一、案件概述

(一) 基本案情

2013 年 12 月 13 日,被告某科技公司的股票在新三板挂牌公开转让。某证券公司作为某科技公司申请在股转系统公开转让的主办券商和推荐人,A 会计师事务所在某科技公司 2013 年申请挂牌时出具了《财务报表审计报告(2011 年 1 月 1 日至 2013 年 6 月 30 日止)》,此后还为某科技公司 2013 年度至 2015 年度财务报告出具标准无保留意见的审计报告用于某科技公司在三板市场的定期报告信息披露。某律师事务所为某科技公司在三板挂牌提供法律意见,某评估公司在某科技公司挂牌前提供评估意见。

2017 年 6 月 30 日,某科技公司公告 B 会计师事务所(更换后的新审计机构)出具的《关于某科技公司 2016 年度非无保留意见审计报告的专项说明》(以下简称《非无保留意见专项说明》)。2017 年 8 月 11 日,某科技公司发布《关于公司接受证监会调查的公告》,公告公司于 2017 年 8 月 11 日收到中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)发来的《立案调查通知书》,该通知称因公司涉嫌信息披露违法违规,决定对公司立案调查。2020 年 11 月 16 日,中国证监会上海监管局分别对某科技公司、该公司实际控制人徐某某、祝某某(时任总经理、监事)、庄某(时任会计机构负责人)作出行政处罚。处罚决定书均载明某科技公司存在虚增 2013 年至 2016 年上半年及年度营业收入并在对外披露的文件中虚假记载违法行为。原告因投资案涉某科技公司股份发生亏损,遂将某科技公司、祝某某、庄某以及某证券公司、A 会计师事务所、某律师事务所以及某评估公司等相关中介机构一并诉至法院,要求七被告连带赔偿原告投资差额损失。

各被告主要辩称:原告投资损失与案涉虚假陈述之间没有交易因果关系;各被告对于揭露日的认定存在两种意见,一种认为应当按照虚假陈述被立案调查的公告日确定,另一种认为应当按照后期介入的会计师事务所出具的《非无保留意见专项说明》公告之日确定;

各中介机构已勤勉尽责,不存在任何过错,不应当承担连带赔偿责任。

(二) 审判结论

上海金融法院认为:(1)在做市交易中,做市商基于其经验、专业等优势获取更多的信息并进行科学分析和处理,最终反映在挂牌企业的股价上,投资者同样依赖市场价格而作出投资决策,可以适用“推定信赖原则”。该案原告通过做市方式进行交易,自实施日至揭露日期间买入并持有某科技公司股票的投资行为应推定与案涉虚假陈述行为具有交易因果关系。(2)该案中某科技公司更换后的审计机构B会计师事务所出具了《非无保留意见专项说明》,该说明的揭露主体具有专业性,说明的内容与行政处罚具有一致性,揭露后市场反应剧烈,对于投资标的风险高、实施严格的投资者适当性制度,并有专业做市商参与做市的新三板市场,该说明足以对新三板市场合格投资者起到警示作用,案涉虚假陈述揭露日定为《非无保留意见专项说明》公告之日即2017年6月30日为宜。(3)针对主办券商的责任承担,某证券公司在推荐挂牌阶段,对财务疑点未通过客户访谈、分析复核、要求挂牌公司解释说明等有效手段进行调查核实,存在过错,对由此导致的投资者损失应承担连带赔偿责任。在持续督导阶段,因主办券商与保荐人并非同一性质的主体,主办券商在公司挂牌后承担的持续督导职责主要是督促、指导挂牌公司规范履行信息披露义务,无须对财务数据进行实质审查。而且,主办券商对新三板市场的挂牌公司督导期自挂牌起至摘牌时,持续督导期间较长;主办券商向股转公司提交的持续督导报告并不向公众公开,也不包含股票投资价值信息,通常不会对投资者交易决策产生影响,结合其持续督导义务的履行情况,认定某证券公司对持续督导阶段的虚假陈述行为造成的损失不承担责任。(4)针对会计师事务所的责任承担,首先,某会计师事务所未对审计函证获取过程保持控制,违反了审计准则。其次,某会计师事务所未对大额预付款保持职业怀疑,未实施充分合理审计程序。故综合各种叠加因素及当时市场环境,酌定某会计师事务所在20%的范围内对其参与审计的报告中涉及的虚假陈述造成的投资损失承担连带赔偿责任。

上海金融法院于2023年6月30日作出(2021)沪74民初1368号民事判决:(1)被告某科技公司应于判决生效之日起10日内向原告李某某赔偿投资差额损失1,850,039.01元;(2)被告祝某对上述第一项中被告某科技公司的付款义务在60%范围内承担连带责任;(3)被告庄某对上述第一项中被告某科技公司的付款义务在2%范围内承担连带责任;(4)被告某证券公司对上述第一项中被告某科技公司的付款义务在20,211.54元范围内承担连带责任;(5)被告某会计师事务所对上述第一项中被告某科技公司的付款义务在242,502.58元范围内承担连带责任;(6)驳回原告李某某的其他诉讼请求。

一审宣判后,某会计师事务所不服,依法提起上诉。上海市高级人民法院于2023年11月15日作出(2023)沪民终699号判决,驳回上诉,维持原判。

二、判决解析

该案系全国首例新三板做市交易证券虚假陈述案件。司法实务中主板市场的证券虚假陈述案件占比较大,对于常见争议点的观点已经相对统一,但因为新三板市场的流动性、挂牌公司及合格投资者要求等方面与主板市场区别较大,所以学界及实务界对新三板证券虚假陈述相关争议分歧较大,重要规则处于模糊空白地带。以下结合案情,针对新三板做市交易证券虚假陈述争议问题予以探讨。

(一) 新三板做市交易虚假陈述的交易因果关系认定

在一般侵权纠纷中,被侵权人须证明侵权行为与其损失具有因果关系,但在证券虚假陈述纠纷中,证券交易主要采用集中竞价方式交易,证券欺诈行为人与不特定投资者之间的联系无法特定化,导致投资者难以证明其投资决策与虚假陈述行为有因果关系,投资者权利在这种证明责任模式下较难得到保障。美国司法实践在证券虚假陈述纠纷中提出了“欺诈市场理论”理论,并逐步确定了证券虚假陈述领域的

“信赖推定原则”^{〔1〕},即在一个开放而且发展良好的证券市场上,证券价格反映了关于证券发行人的所有公开信息,包括错误虚假的信息。既然所有的信息都反映在证券的市场价格上,那么所有接受了该证券的市场价格而从事交易的投资者都可以被看作信赖了所有的信息(包括虚假陈述信息)而进行交易。^{〔2〕}虽然美国有关判例中,法院并未特别指出“欺诈市场理论”具体使用哪一类有效率市场,但很多学者认为从理论上讲,欺诈市场理论适用的市场条件只能是半强势有效市场,因为强势市场假定股票价格已充分反映了所有信息,包括未加以披露、虚假或扭曲的信息,因而无论被告是否披露虚假信息,证券市场的股价均不可能被歪曲。而在弱势市场上,股票价格只反映历史信息,而对现存公开信息并无充分的反映,因此无论被告是否有欺诈行为,都不足以影响股票价格,投资者均无权依赖股票的市场价格。^{〔3〕}

该案中,各被告抗辩新三板市场并非有效市场,也就不存在“推定信赖原则”适用的基础,故投资者须证明其交易决策与案涉虚假陈述有交易因果关系。关于新三板市场的有效性,以及由此产生的关于“推定信赖原则”能否适用于新三板市场的争议在学界一直存在。我国A股沪深两市的上市公司数量、流动市值、日均证券交易量等均蔚然可观,“推定信赖原则”适用的肯定观点也较为统一,但对于新三板市场能否适用的观点争议较大。有学者认为,新三板市场由于市场规模、做市商数量等原因,暂不能适用市场欺诈理论处理虚假陈述案

〔1〕 美国联邦最高法院在 *Basic, Inc. v. Levinson* 案中,明确了“信赖推定原则”的运用。法院明确“在公开、发达的证券市场中,公司股票的价格由有关公司及其业务的可获得重大信息决定,因此误导性陈述将欺骗股票的购买者,哪怕使其不直接依赖于此”,“当被告有虚假陈述或其他证券欺诈行为,而原告遭受了损失时,只要原告能够证明他有权信赖自己买进或卖出的证券的市场价格的真实性,就满足了证明自己是受到欺骗而实施了交易行为,他所受损害与被告虚假信息披露之间存在法律上因果关系的举证责任”。

〔2〕 参见盛焕炜、朱川:《证券虚假陈述民事赔偿因果关系论》,载《法学》2003年第6期。

〔3〕 Macey & Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory*, 42 Stan. L. Rev. 1059 (1990). 转引自焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期。

件〔4〕。也有些学者认为不能一概而论,市场本身是否有效其实并不重要,重要的是虚假陈述是否会影响到证券交易价格或者交易量。即使是非公开交易的市场或者流动性没有那么强的市场,只要能够证明虚假陈述影响了证券交易价格或者交易量,也就可以推定信赖〔5〕。司法实践就该问题的观点也未明确。实务中的新三板市场证券虚假陈述案例较少,仅有的几件案例,也未明确分析新三板市场是否能够适用推定信赖原则。该案判决采纳了肯定的观点,主要有两方面的考虑。

一方面,“信赖推定原则”的适用不应以市场类别为标准。对学界争论分析,不难发现论争的焦点集中于对“欺诈市场理论”的阐释,而忽视了“欺诈市场理论”和“信赖推定原则”等学说引入证券虚假陈述司法实务的目的。“信赖推定原则”实质是为了解决投资者在非“面对面”交易时因客观举证不能而导致不能获赔的困境,从民事诉讼的角度而言,是对证券欺诈案件中的举证责任衡平,毕竟举证责任的分配要考虑到当事人双方的举证能力,否则会导致实质上的不正义。虽然“推定信赖原则”缘起于“欺诈市场理论”,“欺诈市场理论”的学理基础是“有效市场说”,但该原则的出发点和内涵与“欺诈市场理论”并非完全吻合。与“欺诈市场理论”着重于分析证券市场的定价机制不同,“推定信赖原则”着眼于案件涉及的证券交易是否因信赖证券价格而发生,并非侧重于整体市场是否有效。换言之,在何种证券市场发生的证券交易,不是判断是否能够适用“推定信赖原则”的实质标准,该原则适用与否,应主要考量证券价格是否反映了发行公司的重大信息,以及投资者是否因信赖证券价格而进行投资。所以,即便在通说认为属于有效市场的A股市场中发生的交易,如果买卖双方系通过协议方式确定成交的证券交易,因缺少对证券价格信赖而作出投资决策的前提,也难以直接适用“推定信赖原则”。反之,即便在新三板市场等其他流动性较弱的市场发生的交易,也要视具体情况判断是否可适用“推定信赖原则”。最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔

〔4〕 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016年第6期。

〔5〕 参见耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期。

偿案件的若干规定》(以下简称《虚假陈述新规》)关于适用范围的规定也采纳了这种观点,其中第1条明确规定:“信息披露义务人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件,适用本规定。按照国务院规定设立的区域性股权市场中发生的虚假陈述侵权民事赔偿案件,可以参照适用本规定。”该规定并未将新三板等流动性较弱的市场排除在适用范围外,其中关于交易因果关系的规定自然也应适用于新三板等市场。

另一方面,新三板做市交易的部分个股的流动性较为显著,虚假陈述信息通过做市商可反映至股价。很多学术研究表明,做市商交易制度在流动性方面不劣于竞价交易制度。^[6]从做市商制度引入新三板市场的效用来看,2014年8月前,新三板的股票交易模式为协议转让与集合竞价,市场成交总体低迷,2012年、2013年全年成交金额均未超20亿元,换手率徘徊在5%左右。引入做市商制度后,2015年新三板总交易金额达到1911亿元,其中做市交易额占比达到58%;换手率也提高至20%的水平,2015年叠加大牛市行情,换手率达到54%的历史最高。^[7]该案中的某科技公司股票曾作为新三板市场上的明星股,长期称霸做市市场,不仅备受投资者青睐,交易量稳居前列,做市商数量也不断增加,最多时有20余家做市商为其提供做市服务。某科技公司于2014年8月25日(股转系统正式引入做市商转让方式的日期)采用做市交易,初始成交量较小,并经历了公司因有重大事项存在不确定性的申请停牌,后于2015年10月8日复牌,该案原告即是从这次复牌后开始投资案涉股票。从市场流动性来看,从2015年10月8日至2017年8月23日,某科技公司共有412个交易日,日均成交量超过52万

[6] 如 Demsetz 认为“从理论上,竞价交易机制的流动性主要是靠限价订单提供的,在给定的信息变化条件下,某一价格水平买卖限价订单的数量与市场流动性成正比,如果买卖订单出现不平衡,一部分投资者的买卖订单将得不到执行。在买卖订单的不平衡程度很大时,交易甚至出现中断。而在做市商组织的市场,流动性是由做市商提供的,做市商的职能就是在各种市场条件下提供连续的双向报价,投资者可以按照做市商的报价随时买进或卖出,不会出现买卖双方的供需不平衡而导致的交易中断,这就避免了买卖指令的执行风险,并能保证大宗交易在短时间内迅速完成”。Demsetz, *The Cost of Transacting*, *The Journal of Finance*, 1976(3): 257-275.

[7] 参见郝雨时、周格旭:《做市商制度的国际比较》,载《中国金融》2023年第15期。

股,日均成交金额超过130万元。412个交易日中有388个交易日(占比94%)的成交量超过5万股,336个交易日(占比81%)的成交量超过10万股。这些数据甚至高于很多A股(集合竞价交易)的上市公司。做市商作为证券中间商,处于交易组织者地位,在做市交易中,做市商基于其经验、专业等优势获取更多的信息并进行科学分析和处理,通过双向报价将与证券相关的信息反映在证券价格之中。

该案投资者通过做市方式交易股票,同样依赖市场价格而作出投资决策,若要求投资者证明其基于对虚假陈述的信赖而进行交易,亦难实现;被告方也无证据证明原告系基于其他原因进行投资,综合考量,该案判决认定案涉虚假陈述可以适用“推定信赖原则”判断交易因果关系。

(二) 新三板市场证券虚假陈述的揭露日认定

证券虚假陈述揭露日的认定标准经历了从“镜像标准”到“知悉标准”的发展历程。2003年7月最高人民法院《关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》中对于揭露日的认定采纳了“镜像标准”。但随着证券市场的发展,虚假陈述案件逐渐增多,学界逐渐发现因虚假陈述行政案件的调查时间较长,过程中虚假陈述产生的泡沫逐步消解,以“镜像标准”认定的揭露日将迟于真相泄露的时点,不能起到认定揭露日的目的。2019年最高人民法院颁布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》调整了虚假陈述的“镜像标准”,肯定揭露内容适用“知悉标准”,更强调“市场反应”的判断。《虚假陈述新规》承继了纪要精神,并进一步确定“知悉”的具体认定标准包括市场反应等。

该案系新三板市场证券虚假陈述案,除了涉及上述揭露日认定的一般争议,还涉及一个较为特别的问题,即市场类别的不同,是否影响揭露日的认定。《虚假陈述新规》对于揭露日的规定并未区分不同的市场,因此从法律适用的角度而言,新三板市场的揭露日认定理应适用上述标准,但市场类别的不同会影响揭露日要件是否满足的判断,比如不同市场的准入主体不同,对于信息的接收和分析能力不同,影响到揭露内容是否充分的认定;再如市场的流动性不同,对于信息的反应和消化节奏不同,影响到揭露后市场反应的认定,如此一来,在具体认定揭露日时,不得不考虑市场特点。

该案中,双方当事人就揭露日的认定有两种意见:一种意见认为,某科技公司对外发布收到中国证监会《立案调查通知书》的公告日应认定为虚假陈述揭露日,因该通知明确中国证监会对其涉嫌信息披露违规进行立案调查,内容明确、权威,具有强烈的警示作用。另一种意见则认为,应以2017年6月30日,即某科技公司公告后期介入的B会计师事务所发布《非无保留意见专项说明》之日期为揭露日,因该日之后股价有明显跌幅。

该案判决考虑了新三板市场的特点,认为新三板市场主要服务于创业型、创新型、成长型中小微企业,挂牌公司具有业绩波动大、投资风险相对较高的特点,因此,《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则(试行)》(2013年修改)确定的合格投资者标准较高,机构投资者须为注册资本500万元人民币以上,自然人投资者须本人名下前一交易日日终证券类资产市值500万元人民币以上且具有两年以上证券投资经验,或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。对于投资标的风险高、实施严格的投资者适当性制度,并有专业做市商参与做市的新三板市场,其对涉及挂牌公司财务数据重大信息的敏感度更高,合格投资者也理应当对于涉及财务数据的重大信息更为关注并识别风险。

基于这种市场背景,判决认为,从揭示行为的内容来看,会计师事务所出具的《非无保留意见专项说明》指向明确,披露了大额预付款以及收入确认存疑等问题,并点出公司内控制度存在缺陷;从揭示行为的主体资格及方式来看,依据相关审计准则,B会计师事务所发表“无法表示意见”的结论,说明其作为专业审计机构,认为某科技公司的“大额预付款”以及“部分广告收入确认”问题对财务报表存在的影响“重大而且具有广泛性”,该意见应足以对市场起到警示作用;从揭示后的市场反应来看,该《非无保留意见专项说明》披露后,某科技公司在停牌后复牌首日股价跌幅即达到63%,而且多家做市商陆续退出为某科技公司做市,市场反应强烈。综合考量各类因素,上述《非无保留意见专项说明》公告足以对新三板市场合格投资者起到警示作用,故应以该说明公告之日作为虚假陈述揭露日。

值得注意的是,该案还存在一些特别情况,即在《立案调查通知

书》公告之前,主办券商多次发布了警示信息,包括“未按时披露 2016 年度年报”“大额预付款不能回收”“2016 年年报风险提示”等内容,若将揭露日定为《立案调查通知书》公告之日,则会出现中介机构不断发布重大风险警示信息之后,投资者罔顾风险继续买入的部分损失仍可获赔,而且该损失可能由中介机构连带承担,会挫伤中介机构发挥“看门人”作用的积极性,也不利于理性市场的培育。

(三) 新三板市场证券虚假陈述的中介机构责任认定

自《证券法》规定中介机构对发行人虚假陈述造成的损失承担连带责任以来,对中介机构与发行人是否构成共同侵权,以及是否应当承担连带责任的不同观点不绝于耳。有观点认为应当将责任的承担与过错的程度相结合,主张区分主观故意与过失。^{〔8〕} 2019 年出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》提出“责任承担与侵权行为及其主观过错程度相匹配”的观点;《虚假陈述新规》第 13 条将过错区分为主观故意与重大过失。有学者据此认为,司法解释起草者考虑到体系解释问题,并在技术处理上选择适当“留白”,为法院将来适用法律作出比例连带责任的判决结果预留了制度空间。^{〔9〕} 司法实务也从判决中介机构承担“全部连带责任”,逐步过渡到“比例连带责任”,即对过错程度较轻的责任人,判决其在一定比例限度内与发行人就投资者的损失承担连带赔偿责任。“部分连带责任”的判决突破了传统侵权行为法的逻辑,引发了学界争议。实质上来说,司法裁判中续造的部分连带责任,与其说是法律推导的结论,毋宁说是针对虚假陈述这种特殊侵权类型基于政策考量和市场反应的司法微调。但这种微调,仍能够从侵权法中找到合理逻辑。连带责任作为上位概念可涵盖全部连带责任和一定范围内的部分连带责任,若确实存在正当理由或依据,将《证券法》第 163 条第 2 句解释为部分连带责任,也不违背该条的文义。申言之,部分连带责任在证券虚假陈述纠纷中的应用,虽缘起于政策考量,但仍有法理支撑,且逐步被司法实务和理论界接受。这也体现了证券虚假

〔8〕 参见李明辉:《注册会计师的过失责任:连带责任抑或比例责任》,载《河北法学》2005 年第 4 期。

〔9〕 参见陈洁:《虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》,载《法律适用》2022 年第 3 期。

陈述侵权纠纷的特殊性,相关主体责任的认定与市场反应和政策倾向息息相关。

总体而言,证券中介机构民事责任的认定更加注重相关市场的反应,逐步往合理化和精准化的方向发展,但合理化和精准化的前提应当是证券中介机构的过错区分,其中不仅涉及普通的侵权行为之过错甄别,还牵涉到各类主体的监管规范、职责分工及至行业常见规范等。

1. 证券中介机构责任认定应考量的因素

中介机构与上市公司、实际控制人、董事以及监事、高级管理人员这类负有直接披露义务的主体不同,其仅对自身出具的关于上市公司具体业务、财务情况的专业文件和报告负有担保义务,因此被视为广义上的信息披露义务人。^{〔10〕}排除中介机构与上市或者挂牌公司、实际控制人等恶意串通的极少数情形之外,中介机构的过错通常是没有尽到合理注意义务。注意义务系侵权法理论的法律概念,注意义务的引入,可将关注点由原先静态的权益之侵害,转至动态的行为人之合理行为。^{〔11〕}有学者采用侵权责任法基础理论中的“合理人”标准进行论证,认为中介机构在未尽到“合理人”注意义务情况下即存在过失,并且指出无论是“特别注意义务”,还是“一般注意义务”,本质上都是“一般注意义务”,只是参照系不同。^{〔12〕}也有学者认为可采纳美国的专家陈述与非专家陈述二分构造理论,即专业人员对于自己出具的专家陈述必须经过合理调查达到确信程度,对于非专家陈述不承担责任;非专家人士对于专家陈述如未发现明显异常则可以完全信赖,对于非专家陈述需要经过合理调查达到确信程度。^{〔13〕}

判断中介机构是否尽到合理注意义务是从法理上认定其过错的核心基础,但从实践的角度而言,交易市场的不同,主体在虚假陈述中职业

〔10〕 参见周友苏主编:《证券法新论》,法律出版社2020年版,第329页。

〔11〕 参见董春华:《论侵权法中注意义务的“一般性”》,载《中国政法大学学报》2020年第2期。

〔12〕 参见陈洁:《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》,载《中国法学》2021年第6期。

〔13〕 参见郭雳:《证券市场中介机构的法律职责配置》,载《南京农业大学学报(社会科学版)》2011年第1期。

责和分工的不同,也直接影响到相关主体过错大小的认定;而从更为宏观的角度分析,整体监管环境的变化、中介机构履职的成本和收益的衡量,也会影响到中介机构的责任划分。2022年6月23日,最高人民法院颁布的《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》明确提出“由于证券法对全国性证券交易场所的规定相对比较原则,新三板在深化改革中探索出一套以证券监管部门规章、规范性文件以及证券交易场所业务规则为主,适应‘层层递进’市场结构安排的挂牌转让、持续监管等制度体系。人民法院在事实认定和法律适用过程中,应充分尊重相关改革实践,参照适用依法制定的相关规章、规范性文件、业务规则,切实维护新三板市场秩序,保护投资者合法权益”。

该案判决针对如何厘定证券虚假陈述相关主体过错,从不同角度提炼了4项原则:一是要考虑交易市场的不同。主板市场、新三板市场以及其他各类市场,均各有特色,投资者准入门槛也有所不同。这就导致了相应的发行监管要求、中介机构作用有所不同。在市场不尽相同的情况下,法律适用之时不宜笼统对待,而应考虑制度差别与案件细节,以准确区分各方责任。二是要考虑职责分工的不同。在证券中介机构之间有职责分工的不同,比如对与本专业相关的业务事项应当履行特别注意义务,对其他业务事项履行一般注意义务等。三是要考虑历史阶段的不同。我国证券市场的不断发展对参与者提出了更高的要求,因此对财务造假以及其他虚假陈述行为容忍度不断降低。在责任追究方面,无论是规则还是实务,都经历了从宽松到严格的过程。但虚假陈述事发之后,经过监管调查且追究民事责任时,往往经历较长时间,而此时责任认定的规则已经日益严格。故当较严格的规则事后适用到先前较为宽松阶段的行为之时,可能会出现各方责任较重的情形。因此需要以历史的眼光去看待与认定责任,适当考虑虚假陈述行为当时的立法、执法环境。四是要考虑成本、收益与手段。中介机构从事相关业务的收益较为固定,故需要考虑成本与收益相匹配;而且中介机构调查权限有限,不能认为造假未被发现,就一律要求中介机构承担所有责任,认定责任需要结合相关的职业规范要求和行业通常做法。基于上述4项原则,该案判决对相关中介机构的责任进行了具体认定。

2. 新三板主办券商的责任认定

最高人民法院《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》明确指出:要正确厘清新三板挂牌公司主办券商与上市公司保荐机构职责之间的差异,按照《虚假陈述新规》第23条的规定,审慎判定主办券商的责任范围,防止过分苛责证券中介机构产生“寒蝉效应”。该案判决践行了上述规定的精神,对主办券商的责任区分挂牌推荐阶段和持续督导阶段分别认定。

新三板主办券商与IPO保荐人既有共同点,也有重大区别。从法律性质来说,二者均属于证券中介机构,为公司挂牌或者上市提供推荐和持续督导服务,《虚假陈述新规》第17条第1款规定保荐机构没有过错的情形,第2款规定“在全国中小企业股份转让系统从事挂牌和定向发行推荐业务的证券公司,适用前款规定”,所以从责任认定的法律适用方面而言,二者也具有 consistency。但从具体服务内容角度来说,二者有重大区别。保荐人的监管规则主要是《证券发行上市保荐业务管理办法》,主办券商的监管规则主要是股转系统发布的指引;而且保荐人持续督导的期间总体都在几年范围内,但主办券商服务的新三板企业,往往都是风险较高、公司各项制度完备性较差的中小企业,为弥补监管机构以及投资者的信息偏差,其持续督导期间须自公司挂牌时起至公司摘牌时止,被称为“终身督导制度”;所以二者存在本质差别,认定责任也应依据不同的监管指引具体判断。

该案中,在推荐挂牌阶段,《全国中小企业股份转让系统主办券商尽职调查工作指引(试行)》对主办券商尽职调查的要求及具体内容作出明确规定,其中第2条规定:“尽职调查是指主办券商遵循勤勉尽责、诚实守信原则,以形成有利于投资者做出投资决策的信息披露文件为目的,对公司进行调查,以有充分理由确信:(一)公司符合《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》规定的挂牌条件;(二)公开转让说明书中所披露的信息真实、准确和完整。”第4条规定:“项目小组的尽职调查可以在注册会计师、律师等外部专业人士意见的基础上进行,如果认为专业人士发表意见所基于的工作不够充分,或对专业人士的意见有疑义,项目小组应进行独立调查。项目小组在引用专业人士意见时,应对所引用的意见负责。”根据上述规定,主办券商应对重大事

项谨慎核实,而不是完全依赖于其他专业人士的意见。该案中的主办券商仅对书面文件进行程序性核查,没有分析性复核、走访及访谈等必要措施,未勤勉尽责,应对该阶段虚假陈述承担相应责任。

而在持续督导阶段,《全国中小企业股份转让系统主办券商持续督导工作指引(试行)》(2014年)于2020年、2021年进行了修订,对于主办券商的督导责任增加了“问题清单”制度,健全主办券商与挂牌公司的日常沟通机制,实现督导与服务并重;细化了需要“现场检查”和“非现场检查”的具体情形;并为了促进市场“优胜劣汰”,建立单方解除持续督导机制,明确挂牌公司和主办券商单方解除持续督导协议的条件和程序。但该案虚假陈述发生于2013年至2016年,故应依照2014年指引的相关规定评判主办券商责任。根据该指引的规定,主办券商在公司挂牌后承担的持续督导职责主要是督促、指导挂牌公司规范履行信息披露义务,并不需要在上市公司年度报告、审计报告披露过程中核查报告中的财务数据,也不需要报告上签字盖章。这与公司挂牌过程中主办券商的尽职调查职责不同,主办券商无须对财务数据进行实质审查。而且,根据《全国中小企业股份转让系统主办券商持续督导工作指引(试行)》(2014年)的相关规定,与主板、创业板、科创板或北京证券交易所等规定的几年督导期相比,主办券商对三板市场的挂牌公司督导期自挂牌起至摘牌时止,持续督导期间较长,若要求主办券商对挂牌公司持续督导期间的财务数据进行实质审查,也存在困难。再者,主办券商向股转公司提交的持续督导报告并不向公众公开,也不包含股票投资价值信息,通常不会对投资者交易决策产生影响。

虽然对主办券商在持续督导期间不宜过分苛责其对财务数据实质审查,但不表示其对持续督导期间的证券虚假陈述绝对不承担责任。具体的责任认定,还应考虑主办券商具体履职情况,是否完成《全国中小企业股份转让系统主办券商持续督导工作指引(试行)》(2014年)规定的基本义务。该案判决认为,主办券商在持续督导过程中,发现某科技公司未及时披露年报,公司存在大额预付款不能回收以及财务账目等风险时,均按规定对某科技公司进行现场检查,并多次向投资者发布风险提示公告,履行了持续督导义务。

综合以上各种因素,该案最终认定主办券商对于持续督导期间的虚假陈述不承担责任。

3. 新三板审计机构的责任认定

对于会计师事务所的责任,理论界一直有“审计责任”区别于“会计责任”等论述,有不少观点认为目前司法实践对于会计师事务所的责任判定过重,存在过错认定较为粗糙的情况。但中介机构的过错认定首先应基于其行业规范及行业惯常操作,如果存在明显规范行业规范的情形,无论是从侵权法的理论,还是从证券法的理论,抑或从中介机构角色等理论,其责任豁免均无从谈起;但审计业务中的具体过错认定确实存在困难,在该案中,一方面,通过对审计行为是否符合相关审计准则的审查;另一方面,通过同类审计机构行为及结果对比的方式进行了证成。

该案判决认为,某会计师事务所存在两方面未勤勉尽责情形,一是未对审计函证获取过程保持控制,某科技公司营业收入的相关函证,以及对某贸易公司等供应商的函证均系通过某科技公司收发;二是未对大额预付款保持职业怀疑,某科技公司挂牌以来一直存在大额预付款,某会计师事务所未采取合理审计手续予以核查。两类行为均违反了当时有效的相关审计准则。^[14] 再从业内通常审计行为来看,如何认定财务疑点,需要分析公司收入、成本、费用等相关财务指标的变动趋势,有时需要比较同行业其他公司的情况,并无统一规则可言。但该案中针对同一家公司,不同会计师事务所的职业行为泾渭分明。B会计师事务所通过规范的函证程序未获取回函,然后要求与供应商进行访谈无果,进而发现某科技公司财务状况存疑;而且在发现对某贸易公司的大额预付款之后,即产生职业怀疑,并发函询问、要求访谈。反观案涉某

[14] 《中国注册会计师审计准则第1312号——函证》(2010年修订)第14条规定:当实施函证程序时,注册会计师应当对询证函保持控制;《中国注册会计师审计准则第1101号——注册会计师的总体目标和审计工作的基本要求》(2010年修订)第28条规定,“在计划和实施审计工作时,注册会计师应当保持职业怀疑,认识到可能导致财务报表发生重大错报的情形”;《中国注册会计师审计准则第1301号——审计证据》第10条规定:“注册会计师应当根据具体情况设计和实施恰当的审计程序,以获取充分、适当的审计证据。”

会计师事务所,函证程序失范,核查主要通过抽查凭证、收发存货记录、资金往来、发票等书面材料,访谈及走访等有效手段均未采取,存在不勤勉尽责之情形。

当然,在最终酌定中介机构责任时,该案判决充分考虑了新三板市场的发展历程和市场特点。新三板市场的挂牌企业普遍风险较大,涉及的投资者主体也是具有一定投资经验的,在新三板设立初期和发展过程中,确实存在一定时期相对宽松的“监管环境”,而且案涉虚假陈述发生于若干年之前,认定责任应当适当考虑当时的市场环境,再结合证券中介机构对于虚假陈述是否“明知”、案涉虚假陈述本身的隐蔽性、中介机构调查手段及成本的合理性,综合认定其对参与的虚假陈述造成的投资者损失承担适当的责任比例。

(编辑:徐安安 姜沅伯)