

目 录

第一部分 证券市场情况分析	1
一、证券市场的发展情况	2
（一）上市公司数量与市值持续提升	2
（二）多层次资本市场体系日益完善	4
（三）产业结构优化与高质量发展推进	5
（四）常态化退市机制逐步健全	5
二、证券市场的监管情况	6
（一）证监会监管力度持续加大	6
（二）交易所自律监管力度不断增强	7
（三）全方位监管与主体责任逐步压实	9
第二部分 证券虚假陈述责任纠纷案件基本情况	10
一、收结案件数量众多，原告以自然人为主	10
二、被诉发行人数量上升，涵盖多层次资本市场	12

三、虚假陈述类型多样，财务造假问题突出	13
四、平衡投资者保护与上市公司发展，“追首恶”“惩帮凶” 逐步落实	14
五、诉讼类型相对集中，新型争议层出不穷	16
六、立体追责体系有待完善，事实查明协同仍需优化	17
第三部分 上海金融法院关于证券虚假陈述责任纠纷化解的创新 工作机制	17
一、构建证券群体性纠纷解决新模式	18
二、打造高效便捷的中小投资者维权新机制	19
三、营造金融司法与监管协同善治新格局	21
第四部分 证券虚假陈述责任纠纷类型及法律风险揭示	22
一、发行人虚假陈述行为引发的纠纷及法律风险揭示	22
（一）涉财务信息虚假陈述纠纷及法律风险揭示	22
（二）涉并购重组虚假陈述纠纷及法律风险揭示	28
（三）涉股东、实际控制人虚假陈述纠纷及法律风险揭示	31
（四）涉关联方及关联交易虚假陈述纠纷及法律风险揭示	34

(五) 涉重大合同、重大诉讼虚假陈述纠纷及法律风险揭示	37
(六) 涉预测性信息纠纷及法律风险揭示	41
(七) 其他信息披露纠纷及法律风险揭示	44
二、控股股东及实际控制人、董监高虚假陈述行为引发的纠纷及法律风险揭示	48
三、证券中介机构虚假陈述行为引发的纠纷及法律风险揭示	57
四、重大资产重组对方及帮助造假者引发的纠纷及法律风险揭示	66
五、追偿权纠纷及法律风险揭示	69
第五部分 对各方市场主体的建议	72
一、对证券发行人的建议	72
二、对控股股东、实际控制人的建议	75
三、对董事、监事、高级管理人员的建议	76
四、对重大资产重组关联方的建议	77
五、对中介机构的建议	79
六、对发行人供应商、客户、金融服务机构的建议	80

上海金融法院 证券虚假陈述责任纠纷法律风险防范报告

近年来,随着我国资本市场深化改革与注册制全面推进,证券市场的法治化、规范化水平显著提升。但与此同时,证券虚假陈述行为屡见不鲜,成为影响市场稳定与投资者信心的突出问题。最高人民法院于2022年发布《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《虚假陈述司法解释》),全面取消前置程序。这一变革在拓宽投资者维权路径的同时,细化责任认定标准、优化损失计算规则,标志着证券虚假陈述民事诉讼制度迈入新阶段。上海金融法院在深度分析上海法院受理的证券虚假陈述责任纠纷案件的基础上,系统梳理证券虚假陈述责任纠纷类型特点,揭示纠纷成因及法律风险,为证券领域的法律风险防范提出对策建议。

第一部分 证券市场情况分析^①

近年来,我国资本市场规模和质量不断提升,多层次市场体系

^① 本部分系在上海金融法院委托华东师范大学课题组《证券虚假陈述“重大性”要件的司法认定——交叉学科视角下的思考与探究》基础上归纳形成。

持续完善,为实体经济提供了坚实支撑。与此同时,虚假陈述等违法违规行通过多重传导渠道,对资本市场的资源配置功能、投资者的投资信心、金融体系的稳定性构成了多维度的风险挑战。证券监管部门和交易所通过持续强化执法力度、完善监管机制、压实主体责任等举措,构建全过程、全方位的监管体系,全面加强信息披露制度建设,推动规范、透明、开放、有活力和有韧性的资本市场建设。

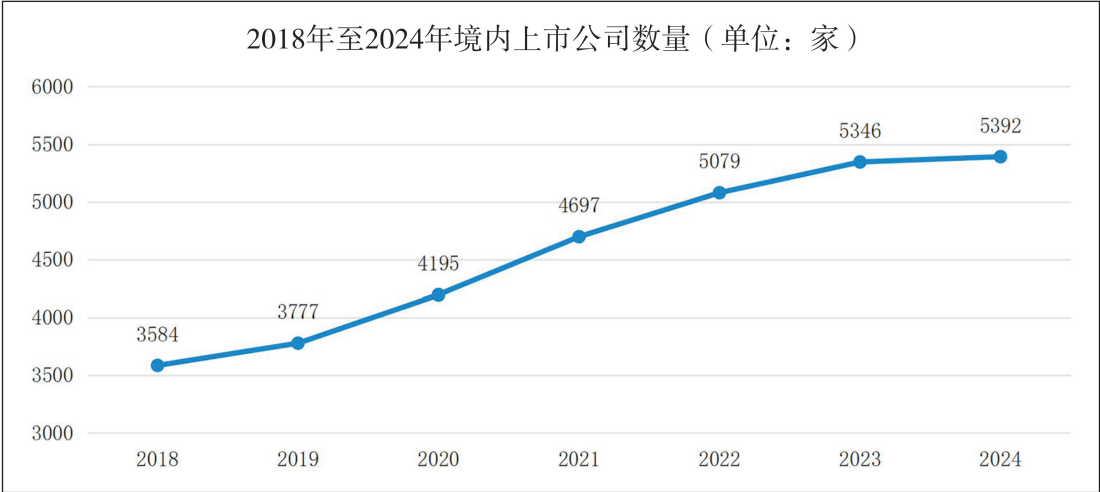
一、证券市场的发展情况^②

2018年至2024年,我国资本市场规模大幅扩张,多层次资本市场体系日益完善,行业结构日趋优化。同时,注册制改革持续推进,信息披露质量成为资本市场健康发展的核心。

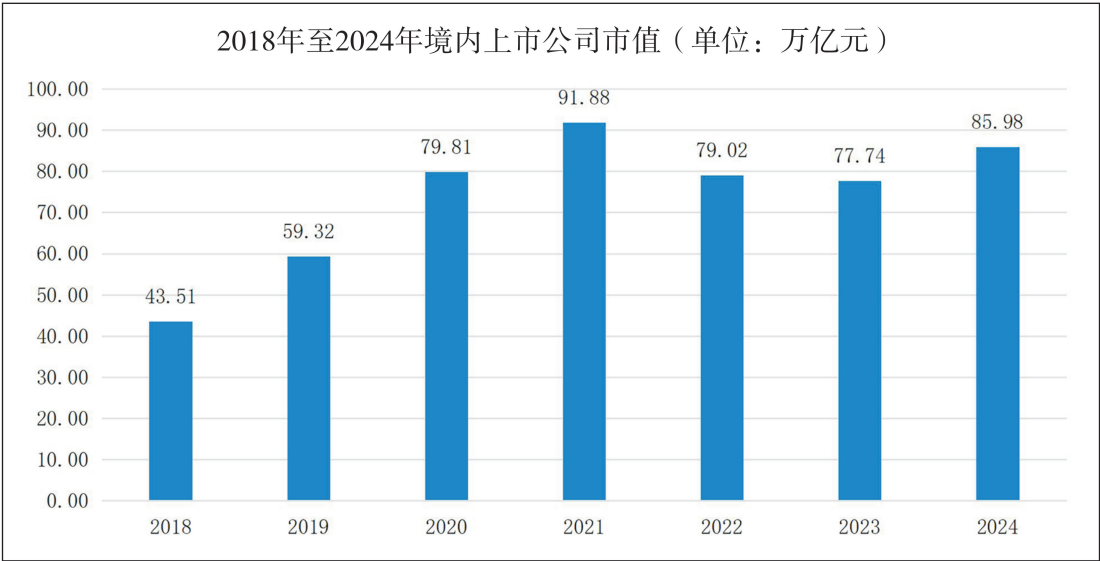
(一)上市公司数量与市值持续提升

上市公司数量与总市值稳步增长,资本市场规模不断扩大。2018年至2024年,上市公司数量从3,584家增长至5,392家。尤其是2020年至2021年期间,受注册制改革深化及科创板、创业板发展提速的推动,市场扩容步伐加快。

^② 本部分图表所依据的上市公司数据均来源于中国上市公司协会。

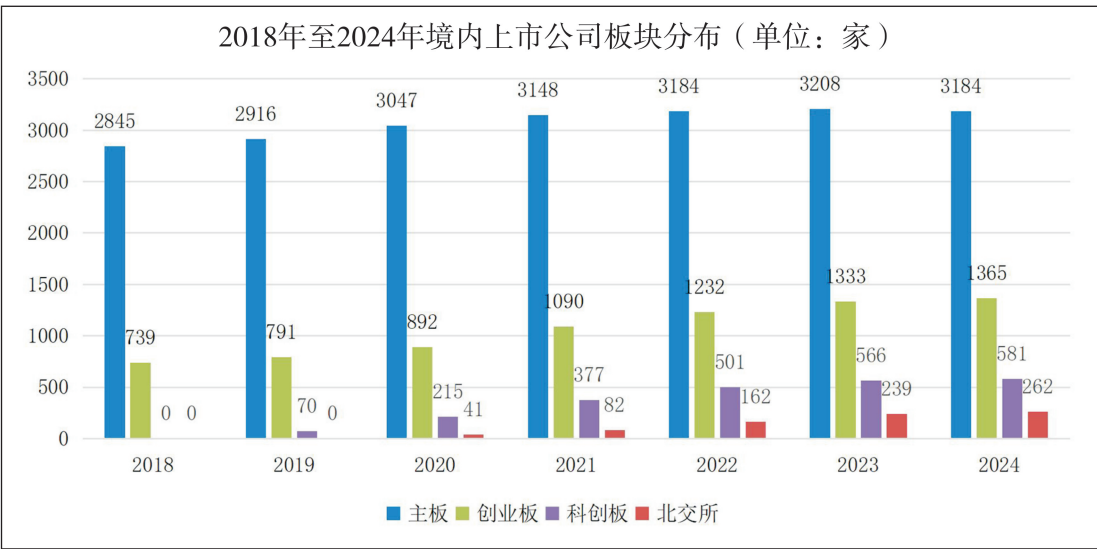


与此同时,上市公司的总市值从 2018 年的人民币(以下币种同)43.51 万亿元增长至 2021 年的 91.88 万亿元。2022 年和 2023 年市场出现了波动,2024 年回升至 85.98 万亿元。总市值的稳步提高体现了我国资本市场的潜力与韧性,以及对高质量发展的积极支撑作用。



(二)多层次资本市场体系日益完善

2018 年至 2024 年间,我国多层次资本市场体系持续优化,各板块错位互补,形成了多层次协同发展的态势。2019 年科创板正式开市,2021 年北交所成立,截至 2024 年末,科创板上市公司总数 581 家,北交所上市公司总数 262 家。^③

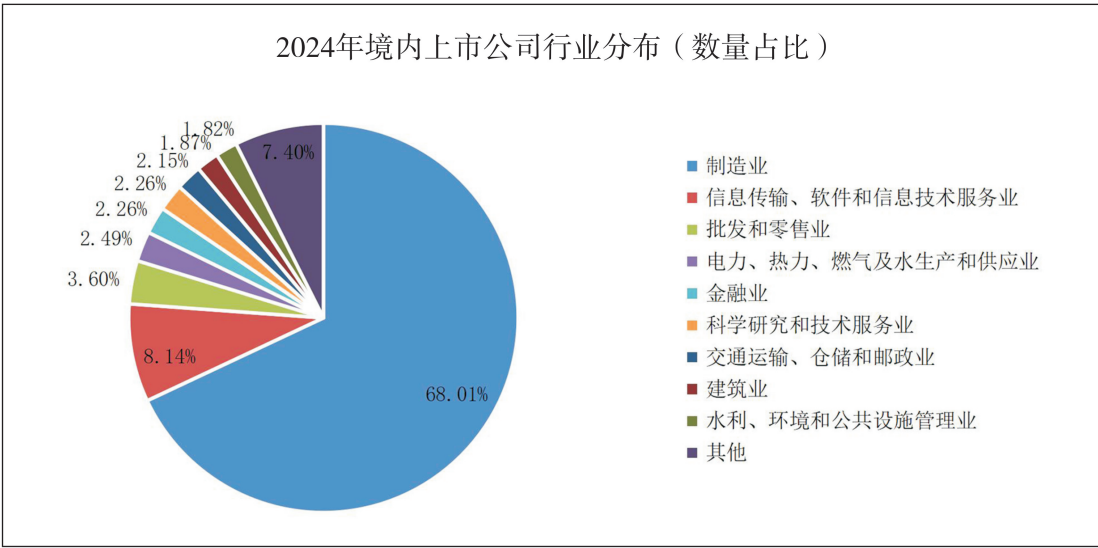


同时,主板市场保持相对稳定,逐渐形成主板主要服务成熟型企业,创业板着眼成长型与创新型企业,科创板聚焦“硬科技”企业,北交所重点支持“专精特新”中小企业的市场格局。这一体系的建立,提高了我国证券市场对不同行业、不同类型、不同成长阶段企业的覆盖能力。

^③ 根据中国上市公司协会统计规则,沪深交易所上市公司数量按股票首次公开发行日期统计,北交所上市公司数量则按股票首次在精选层挂牌日期统计。2020 年数据已对北交所上市公司数量进行了回溯调整。

(三) 产业结构优化与高质量发展推进

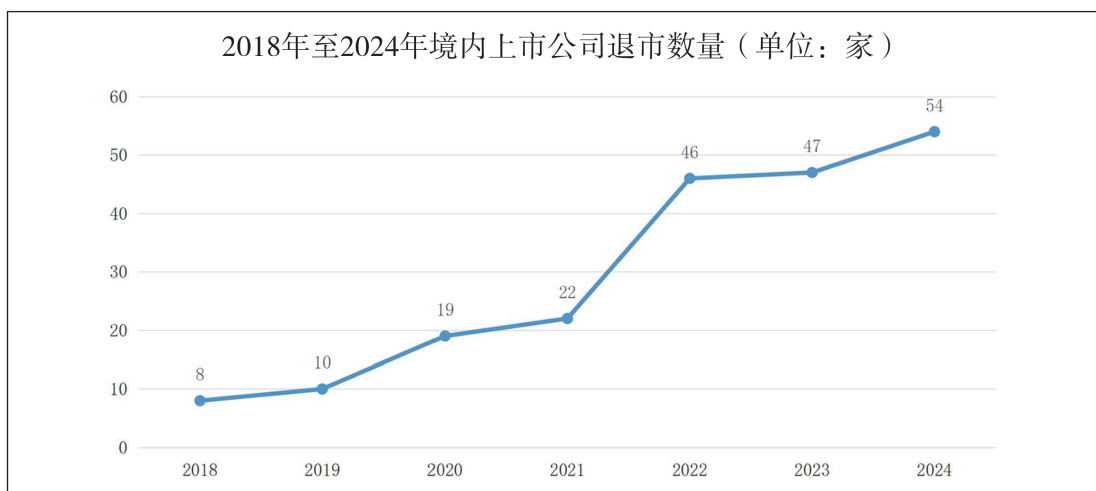
资本市场对产业结构优化的推动作用日益显现。截至 2024 年末,我国上市公司总数为 3,667 家,制造业占比 68.01%,凸显了我国作为全球制造业大国的坚实基础。信息传输、软件和信息技术服务业占比 8.14%,体现了数字经济和高新技术产业在资本市场中的快速崛起。此外,批发和零售业、金融业、科学研究和技术服务业分别占比 3.60%、2.26%和 2.26%,体现了传统产业与新兴产业的协同发展。



(四) 常态化退市机制逐步健全

资本市场常态化退市监管不断深化,市场优胜劣汰机制逐步健全。2018 年至 2024 年,年度退市企业数量从 8 家增至 54 家,退市执行力度显著提升。监管部门严格执行“应退尽退”原则,积极推动资本市场从“重数量”向“重质量”的转变。

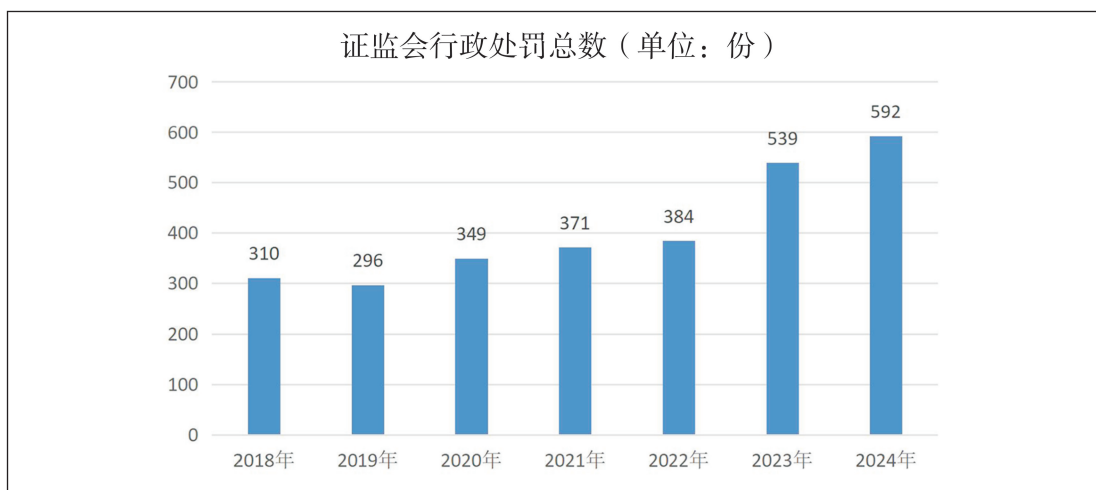
金融纠纷法律风险防范系列报告(2024)



二、证券市场的监管情况^④

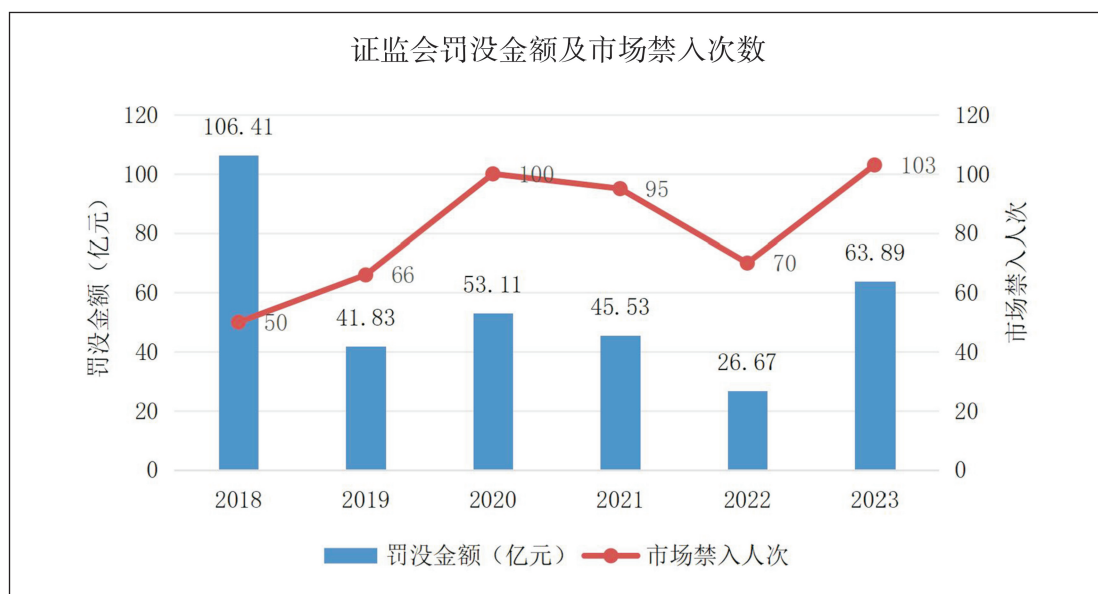
（一）证监会监管力度持续加大

证监会不断强化对违法违规行为的查处。以行政处罚为例，证监会作出的行政处罚决定数量从2018年的310份上升至2024年的592份，对违法违规行为的查处力度持续加大。



^④ 本部分图表所依据的证监会数据来源于证监会年报。详见 http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100024/common_list.shtml。

证监会行政处罚罚没金额总体保持在较高水平,2023 年为 63.89 亿元,同比增长 140%;2024 年上半年达 85 亿余元,超过 2023 年全年总和。^⑤ 此外,市场禁入措施在惩治违法违规行为方面也发挥了重要作用。2024 年,证监会共实施市场禁入 118 人次,较 2018 年的 50 人次增长 136%。



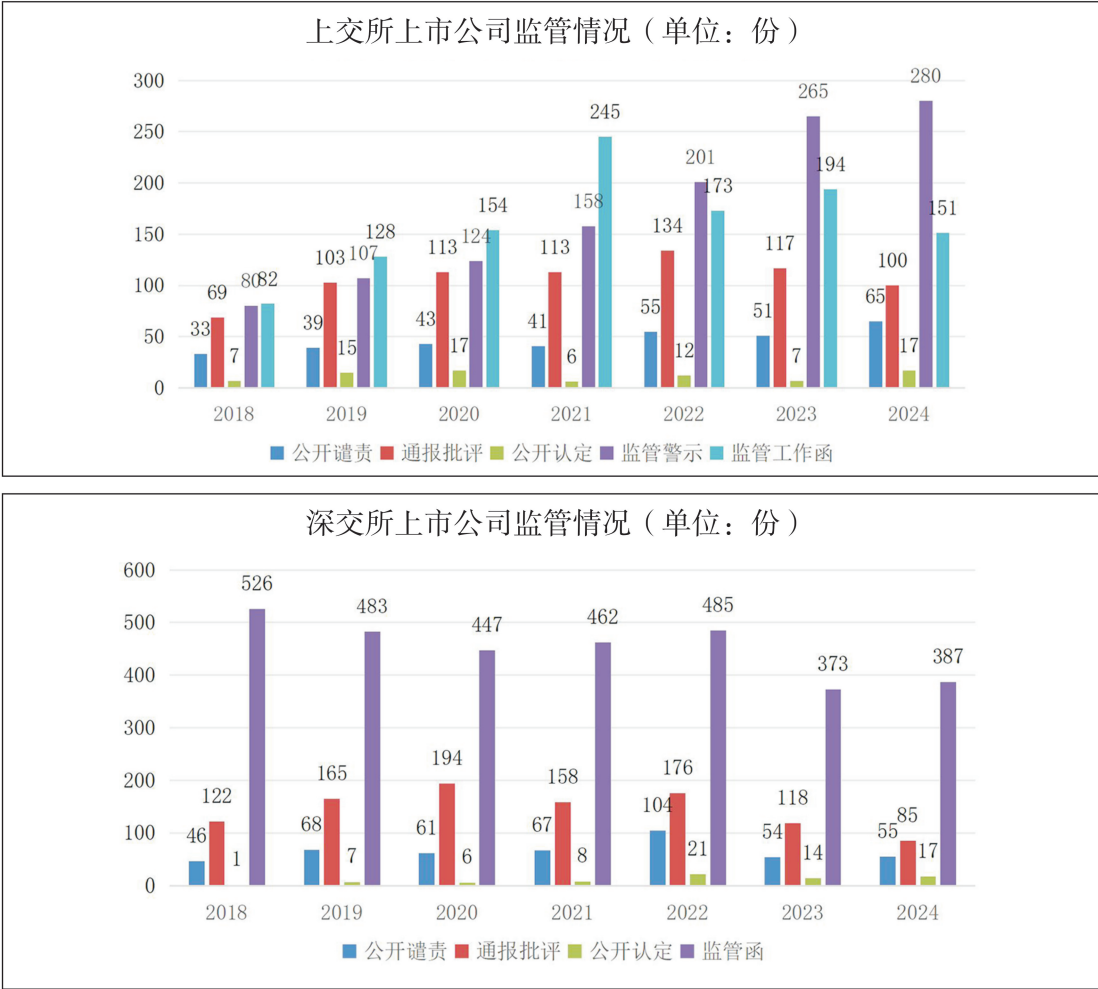
(二) 交易所自律监管力度不断增强

交易所作为自律监管机构,在惩治证券市场违法违规行为和 提高上市公司质量方面同样发挥着重要作用。2024 年,上交所针对上市公司发出包括公开谴责、通报批评以及公开认定在内的纪律处分 182 份,采取包括监管警示及监管工作函在内的监管措施

^⑤ 2024 年全年处罚罚没金额尚未公开。

金融纠纷法律风险防范系列报告(2024)

431项;⑥深交所发出纪律处分157份,实施监管措施387项。⑦北交所自成立至2024年末,发出上市公司纪律处分15份,采取自律监管措施75项。⑧



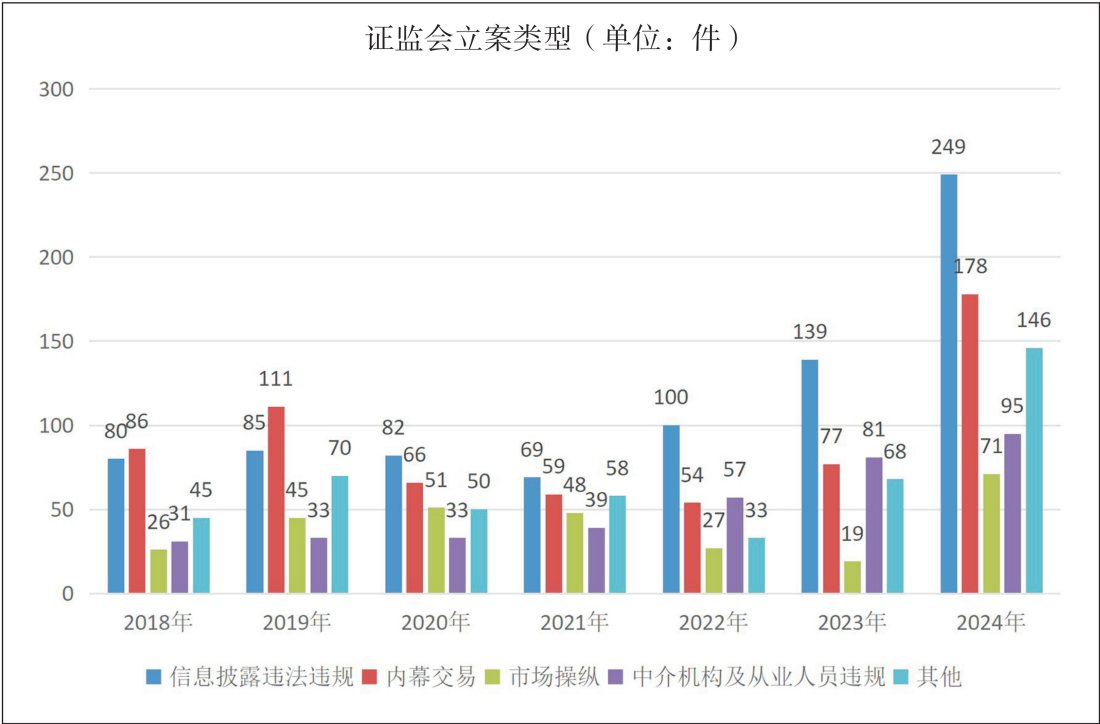
⑥ 上交所监管情况数据来源于上交所网站,详见 <https://www.sse.com.cn/regulation/supervision/measures/>。

⑦ 深交所监管情况数据来源于深交所网站,详见 <https://www.szse.cn/disclosure/supervision/measure/measure/index.html> 及 <https://www.szse.cn/disclosure/supervision/measure/pushish/index.html>。

⑧ 北交所监管情况数据来源于北交所网站,详见 <https://www.bse.cn/disclosure/supervise.html> 及 https://www.bse.cn/disclosure/disciplinary_aciton.html。

(三) 全方位监管与主体责任逐步压实

证券市场监管呈现全过程、多层次态势。近年来,信息披露违法违规、内幕交易、市场操纵以及中介机构及从业人员违规等方面立案调查均有增长。

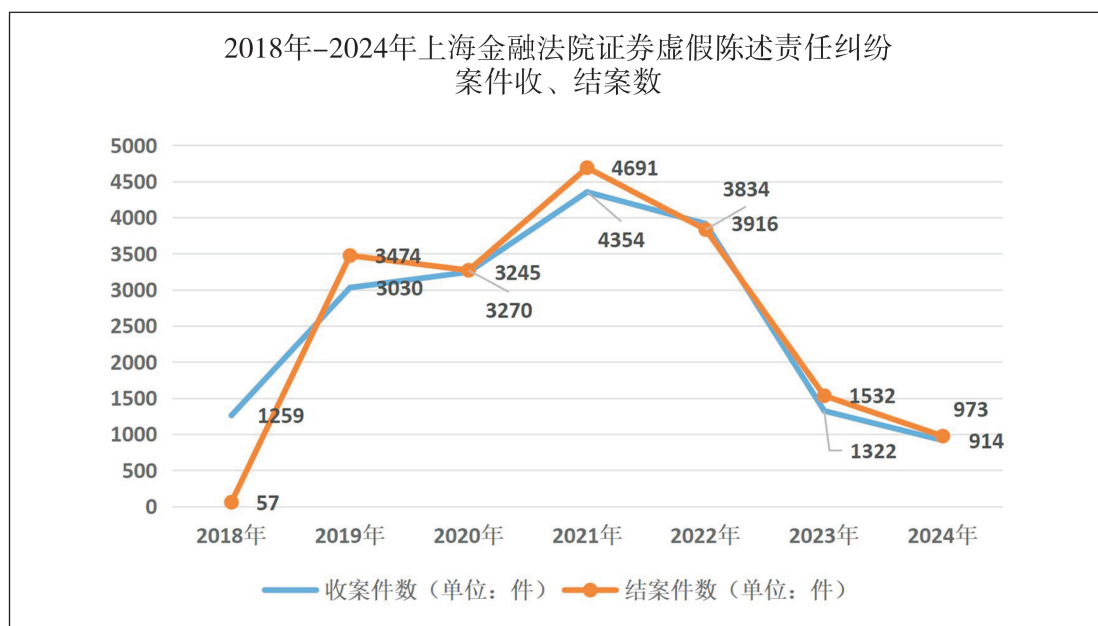


针对信息披露违法行为,证监会坚持“申报即担责”原则,严惩欺诈发行,坚决阻断“带病闯关”,从严查处上市公司财务造假。2024年,信息披露违法案件立案249件,相较于2018年的80件大幅增长。中介机构监管方面,证监会严格落实“看门人”责任,对未勤勉尽责的会计师事务所、证券公司、律师事务所等中介机构依法处罚。2024年,涉中介机构立案数量达95件,远高于2018年的31件。

第二部分 证券虚假陈述责任纠纷案件基本情况

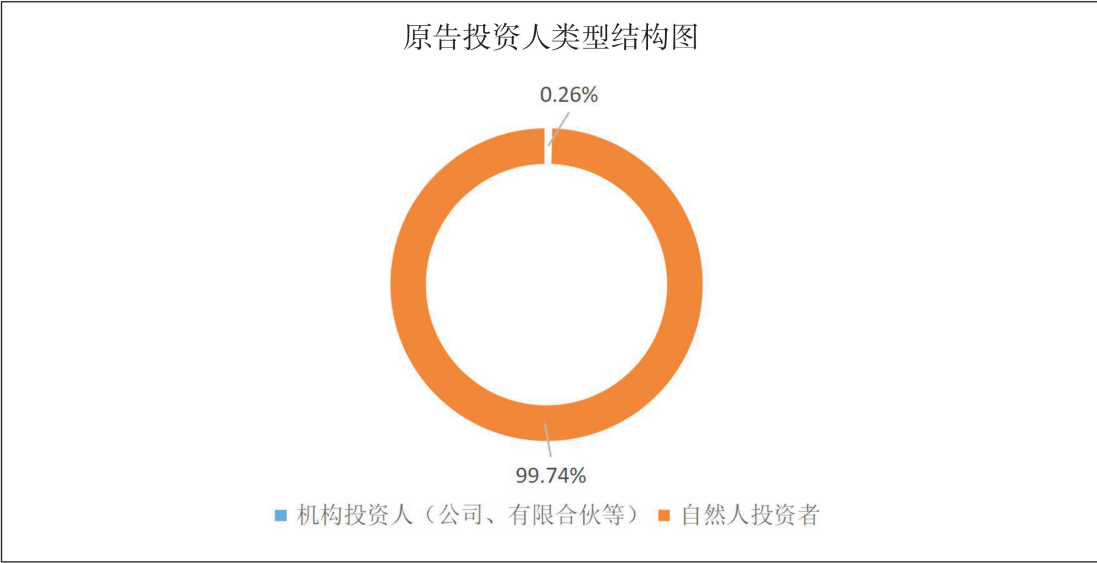
一、收结案件数量众多,原告以自然人为主

2018-2024年,上海金融法院共受理证券虚假陈述责任纠纷一案案件18,040件,审结17,831件。收案量从2018年的1,259件增长至2021年的4,354件,其后随着证券纠纷诉前多元化解机制、代表人诉讼机制作用得到积极发挥,2024年收案量回落至914件。

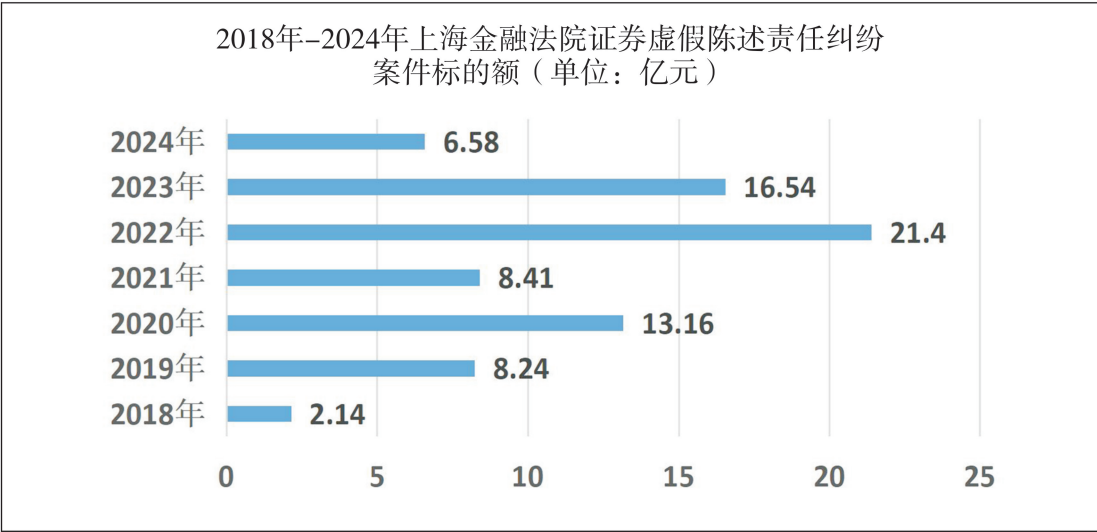


上海金融法院受理的上述案件共涉及26,956名投资者。其中,泽达易盛(天津)科技股份有限公司虚假陈述系列案件涉诉投资者达7,221名,中安科股份有限公司虚假陈述系列案件涉诉投

资者达 6,541 名。从投资者的构成看,公司、有限合伙等机构投资者共 69 家,仅占 0.26%,其余均为自然人投资者。



案件标的总额为 76.46 亿元,投资者人均起诉标的额为 28.36 万元,呈现个案标的金额小、案件分散的特点。



金融纠纷法律风险防范系列报告(2024)

此外,2018-2024年,上海金融法院成功诉前先行调解证券虚假陈述责任纠纷3,616件,3,900余名投资人通过调解方式快速解决纠纷,先行调解标的总额达3.68亿元。

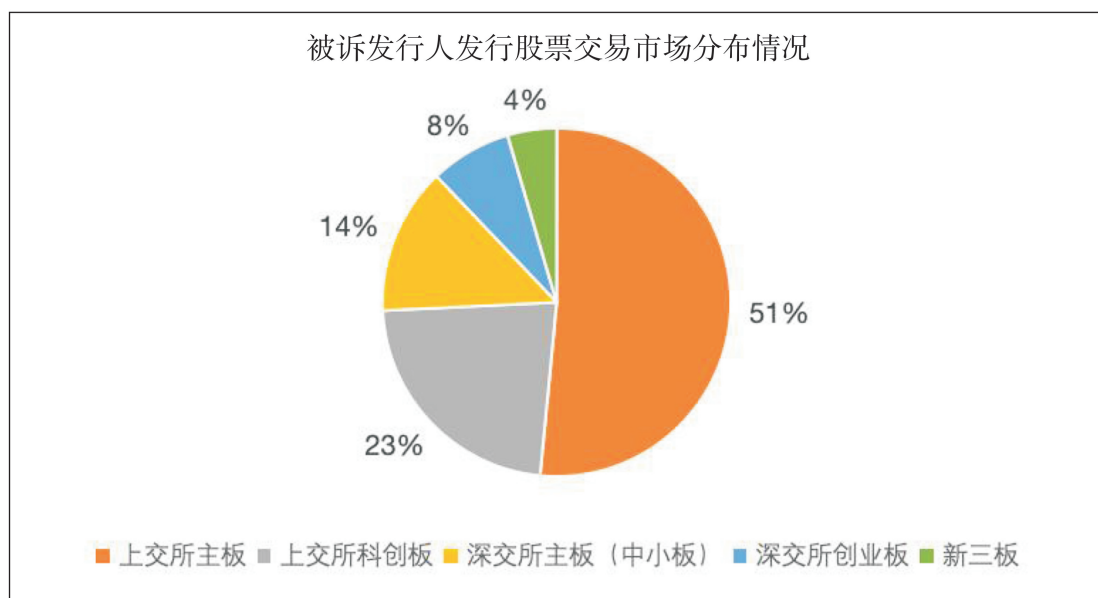
二、被诉发行人数量上升,涵盖多层次资本市场

2018年至2024年,上海金融法院受理的虚假陈述案件所涉证券发行人数量累计为77家。其中10家发行人多次在不同证券群体性诉讼中被诉。上述77家证券发行人中,有3家系发行债券、1家系发行资产支持证券,其余73家均系发行股票。2022年《虚假陈述司法解释》施行后,新增被诉发行人数量大幅攀升。^⑨



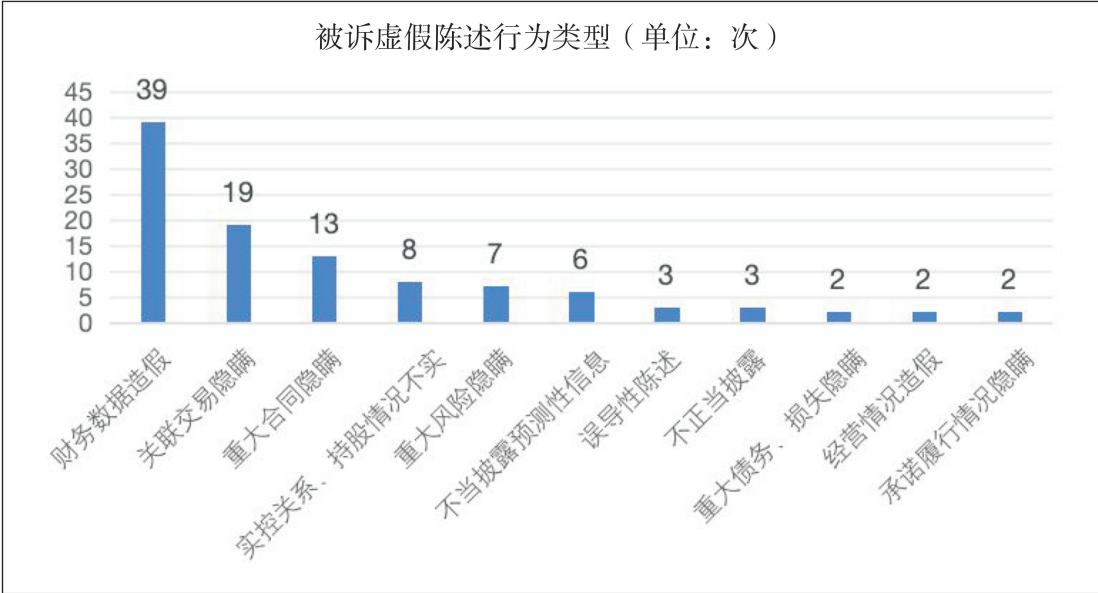
^⑨ 10家上市公司因不同虚假陈述行为多次被投资者起诉,就其最后一组被诉虚假陈述行为,仍作为新增被诉上市公司统计。

该 73 家股票发行人分属上交所主板、科创板、深交所主板(中小板)、创业板、新三板等。涉债券、资产支持证券案件涉及上交所和银行间市场。



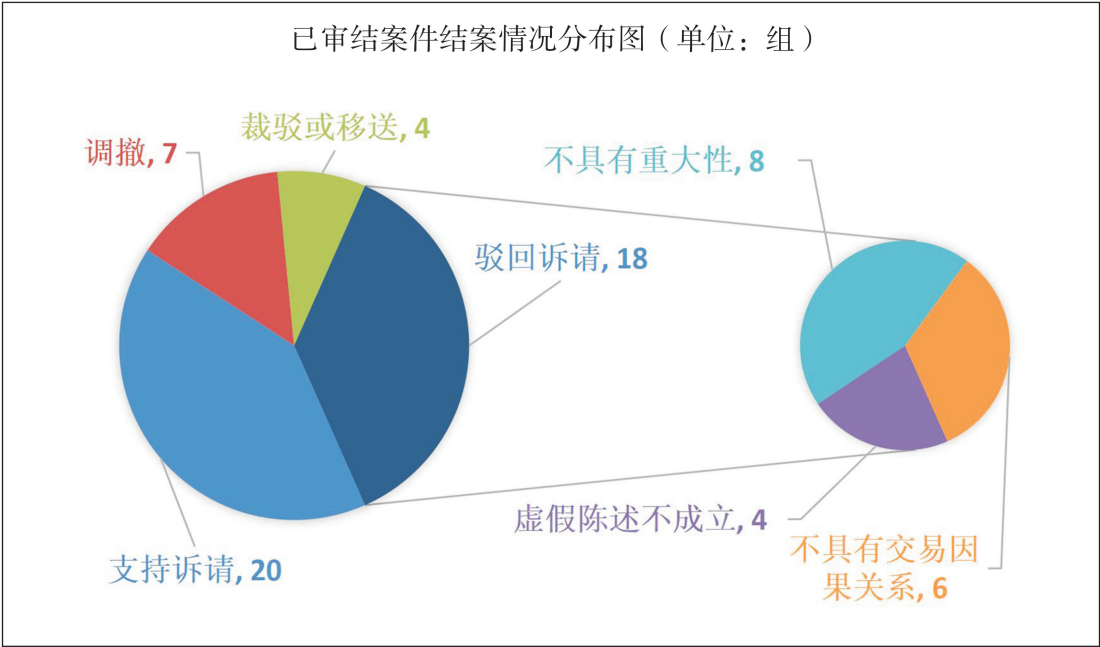
三、虚假陈述类型多样,财务造假问题突出

上述虚假陈述案件中,财务数据造假占据绝对多数,进一步可细分为收入造假(包括虚构交易、确认收入不符合条件等)、成本费用造假(包括延迟确认成本、隐瞒期间费用等)、现金流造假、滥用会计估计调节损益(包括少计提或不计提坏账准备、商誉减值)等。其次为隐瞒关联交易,包括隐瞒关联方身份、关联担保、关联资金占用等。第三为隐瞒重大合同及其履行情况。此外,不当披露预测性信息在被诉虚假陈述行为中也占据一定比重。

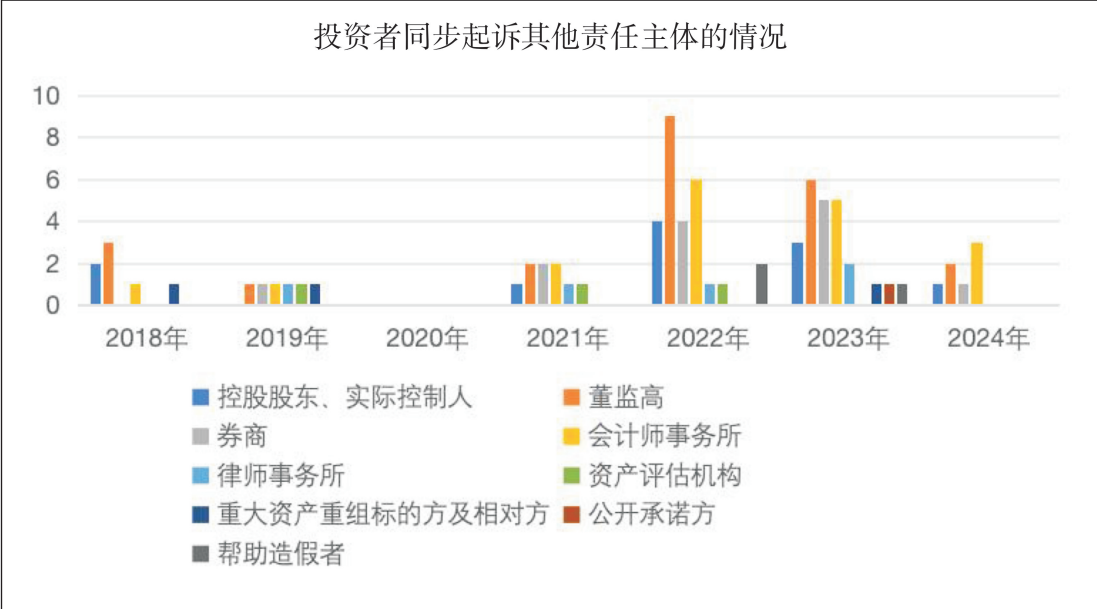


四、平衡投资者保护与上市公司发展,“追首恶”“惩帮凶”逐步落实

以被起诉的 77 家发行人作为案件分组统计依据,上海金融法院 2018-2024 年受理的虚假陈述案件中,以虚假陈述不成立为由驳回的为 4 组,以不具有重大性为由驳回的为 8 组,以不具有交易因果关系为由驳回的为 6 组。而以其余 59 家发行人为被告的分组案件中,法院判决支持投资者诉请的,占比高达 97.47%。投资者胜诉案件中,发行人违法信披行为已受行政处罚的比例较高。



从被告的范围来看,2021 年之前,投资者往往仅起诉发行人。2022 年起,投资者同时起诉其他责任主体的情况开始大幅增加,被诉主体包括发行人控股股东、实际控制人、董监高以及券商、律师事务所、审计机构、评级机构等。此外也出现了起诉公开承诺方、帮助造假者等被告的案件。虚假陈述民事诉讼“追首恶”“惩帮凶”的追责体系正在逐步形成。



五、诉讼类型相对集中,新型争议层出不穷

证券虚假陈述纠纷案件诉讼请求相对单一,多数投资者诉请赔偿投资差额、佣金及印花税等损失。发行人的抗辩理由多为虚假陈述行为不成立、不具有重大性、交易因果关系不成立、损失系由市场风险造成等。券商、会计师事务所等其他责任主体的抗辩理由多为不存在过错行为、投资损失与其执业行为无因果关系等。

与此同时,新类型争点时有发生,特别是前置程序取消后,大量信披行为未经行政处罚而涉诉,虚假陈述行为是否成立及重大性的判断标准如何确定构成新的争议焦点。其他新类型争点还包括:资产支持证券、银行间市场债券是否适用《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、《虚假陈述司法解释》;预测性信息的范围如何界定,“安全港”规则如何适用;帮助造假者明知财务

造假的认定标准如何确定;上市公司董监高未履行公开承诺能否构成虚假陈述;多个虚假陈述行为持续时段交叠情况下损失如何计算,新三板股票、债券虚假陈述损失核算应采用何种方法等。

六、立体追责体系有待完善,事实查明协同仍需优化

证券市场的侵权民事赔偿案件的专业性较强。在尚未有行政处罚的案件中,投资者更多借助行政监管措施决定、交易所纪律处分决定、交易所问询函、发行人更正公告、第三方平台数据等作为证明虚假陈述行为的起诉依据,但审理中虚假陈述相关事实查明及认定的难度较大。如民事案件涉案虚假陈述行为尚处于行政调查或刑事侦查阶段,由于相关保密规定,法院难以及时查阅调查侦查卷宗,致使民事诉讼程序推进困难。如民事诉讼先行处理,相关事实的认定有可能与在后的行政调查或刑事侦查结果相冲突。虚假陈述民事赔偿在证据调取、事实认定、责任认定等方面如何与行政处罚、刑事追责相衔接,还有待在实践中进一步完善。

第三部分 上海金融法院关于证券虚假陈述责任 纠纷化解的创新工作机制

上海金融法院始终将强化中小投资者保护、保障资本市场健康稳定发展作为重要职责使命,持续构建裁判公正、程序便捷、维权高效的中小投资者司法保障体系,维护人民群众投资权益,提高

资本市场违法违规行成本。

一、构建证券群体性纠纷解决新模式

针对证券纠纷涉众性、类型化、跨域广的特点,上海金融法院逐步探索形成以示范判决、代表人诉讼、纠纷多元化解为核心的证券纠纷系统性解决方案,着力构建全球领先的证券群体性纠纷解决模式。

第一,首创证券纠纷示范判决机制。形成“示范判决+专业调解+司法确认”“示范判决+集约审理+自动履行”双链条纠纷化解模式,利用该机制审结全国首例证券群体性纠纷示范案件——方正科技证券虚假陈述纠纷,后续平行案件的调撤率达 99.64%,3,045 名中小投资者通过撤诉、调解的方式化解纠纷,审判效率显著提升、诉讼成本大幅降低,得到社会各界的高度评价,获评“上海市法治建设十大优秀案例”“上海金融创新成果二等奖”。

第二,首次全面践行证券纠纷代表人诉讼机制。制定全国首个代表人诉讼机制实施规定,同步建立投资者司法保护综合平台,实现全在线自动审查适格投资者、自动调取交易数据材料、自主推选代表人、自主管理公告通知,打通投资者分散广、代表人推选难的堵点。在《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》出台后,全国首例证券纠纷普通代表人诉讼案件——飞乐音响普通代表人诉讼案及后续平行案件中,2,000 余名中小投资者获得 3.29 亿元索赔款,为代表人诉讼司法实践提供了可复制的

样本。在全国首例涉科创板特别代表人诉讼泽达易盛虚假陈述案件中,上海金融法院秉持“惩治首恶”和“实质解纷”并重的原则,以调解形式结案并明确实际控制人、上市公司、中介机构等各方主体责任,7,195名适格投资者获2.8亿余元赔偿。

第三,创新中国特色的多元解纷体系。创建金融行业全覆盖、平台服务全线上、委托调解到协议履行全周期的金融纠纷诉调对接机制,满足中小投资者“一键式”解纷需求。构建“示范调解+专业指导+批量解纷”全流程非诉解纷机制,一揽子化解群体性纠纷。首创金融纠纷概括性先行调解承诺机制,已有58家金融机构、上市公司递交概括性同意先行调解确认书。制定并推广“调解优先”示范条款,鼓励金融市场参与方在交易合同中约定纠纷优先以调解方式化解,将调解引导周期进一步向前延伸。积极构建金融纠纷“法院+”协同治理机制,率先提出并推动证券纠纷多元化解纳入《上海证券交易所股票上市规则》,积极协同上海市国资委在《监管企业案件纠纷和解调解操作指引》中增加鼓励国有企业金融纠纷和解调解条款,充分激活监管部门、金融基础设施、投保机构、行业组织等各类资源,实现金融纠纷协同善治。经多项多元解纷机制持续发力见效,近两年进入诉讼程序的证券虚假陈述责任纠纷数量大幅降低。

二、打造高效便捷的中小投资者维权新机制

针对证券虚假陈述责任纠纷专业性强、中小投资者维权成本

高的问题,上海金融法院锚定高效便捷,强化数字赋能,打出保障中小投资者权益的组合拳。

第一,创新完善专业审判工作机制。制定《关于服务保障设立科创板并试点注册制改革的实施意见》,组建涉科创板纠纷专项审判团队,完善集约审理和专家支持机制,服务保障资本市场重大基础制度改革。以案件为抓手,坚持“追首恶、惩帮凶”,审结全国首例投资者保护机构代位追偿董监高案件、全国首例落实民事赔偿责任优先的证券侵权案件,不断拓展投资者司法保护新领域。

第二,倾力打造人民满意的数字诉讼服务样本。自主研发智助立案系统,首创“中小投资者保护智慧舱”诉讼服务机制。实现自动计算损失金额并实时生成立案信息,为中小投资者提供无纸化、一站式、交互型诉讼服务,成为符合世界银行营商环境评估“减流程、减环节、降费用”方法论的实践样本。打造证券虚假陈述责任纠纷要素式审判辅助模型大场景,便利投资者“一站式”了解示范判决结果、下载损失核定报告、评估诉讼风险,实现裁判思路可视化展示。上线全国法院系统首个投资者司法保护综合平台移动端,提供更具司法特色的投资者教育产品和集约高效、透明可视的诉讼服务。

第三,持续优化证券虚假陈述专业化损失核定机制。在全国率先探索建立专业第三方损失核定机制,依托专业机构支持,在损失核定中引入金融学、统计学、经济学和法学等多学科知识,利用

多因子模型法、事件分析法等复杂计量工具,科学厘定系统风险和非系统风险对投资者损失的影响程度,并针对多层次资本市场的特征,逐步完善与不同市场相匹配的损失核算方法。

第四,创建全国首个证券账户全循环赔偿款项分配机制。通过证券登记结算机构的两级结算机制,实现赔偿款直接划付至投资者证券资金账户,打通中小投资者维权最后一公里,该机制在前述全国首例普通代表人诉讼案件、全国首例涉科创板特别代表人诉讼案件中得到实践检验。

三、营造金融司法与监管协同善治新格局

上海金融法院首创金融司法与金融监管防范化解金融风险协同机制,联合沪上十八家金融监管机构、重要金融基础设施打造信息共享、工作共商、问题共研、风险共防、人才共育的金融司法与监管协同善治新格局。以协同机制为依托,上海金融法院就维护资本市场健康有序发展,与相关协同单位开展多项创新合作,取得良好治理效果。

第一,构建资本市场风险信息联通共享机制。坚持问题导向,合作建立案件信息简报、重大事项专题研讨机制,确保金融司法与证券监管工作信息及时衔接、协同共治,通过司法建议指明问题与对策,助力资本市场治理。联合开发建立资本市场协同治理数据推送场景,提升证券虚假陈述案件信息共享的及时性和准确性,数字赋能证券市场风险共治。

第二,拓宽资本市场治理常态化协同领域。与协同单位打通多条司法协助通道,搭建全国首个证券执行查询专用线路;与中国证券登记结算有限责任公司上海分公司合作,实现法院直接调取交易记录,有效减少投资者诉讼成本;首创大宗股票司法执行新机制,依托证券交易所提供的大宗股票司法协助执行平台,成交率、溢价率优于同期司法拍卖相关指标。

第三,促进资本市场案例规则会商共认。与协同单位打造协同案例库,多次联合发布证券市场典型案例,突出协同案例的规则示范效应,多起案例被证监会评为投资者保护优秀案例,发挥金融法治“固根本、稳预期、利长远”的作用。

第四部分 证券虚假陈述责任 纠纷类型及法律风险揭示

一、发行人虚假陈述行为引发的纠纷及法律风险揭示

(一) 涉财务信息虚假陈述纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 因上市公司财务造假引发的纠纷。上市公司通过虚构业务、开展融资性贸易、提前确认收入、推迟确认费用等方式虚增营业收入或利润。投资者以上市公司虚假陈述导致其损失为由提起诉讼。上市公司往往从虚假陈述重大性、“三日一价”认定、交易

因果关系、损失因果关系、主观过错等方面提出抗辩。

2. 因上市公司会计差错引发的纠纷。包括上市公司应收账款计提坏账准备、长期投资计提减值准备、限制性股票激励计划中计提股权支付费用、对案外人代偿代付费用会计处理不准确等多种情形,导致财务指标数据错误。投资者以此为由提起诉讼,上市公司往往提出其就上述会计差错形成仅具有一般过失,不具有主观欺诈故意,不构成虚假陈述等抗辩理由。

3. 因上市公司未按期披露定期报告引发的纠纷。上市公司未在法定期限内披露年度报告等定期报告受到行政处罚。投资者以上市公司未及时披露定期报告造成其损失为由提起诉讼。上市公司往往以其行为不构成虚假陈述为由提出抗辩。

【风险提示】

1. 在定期报告中披露的财务信息属于监管规章和规范性文件中要求披露的重要事项,上市公司定期报告中对财务数据进行重大不实记载的,构成虚假陈述。上市公司若就会计差错形成仅具有一般过失的,一般不构成虚假陈述。上市公司若就会计差错存在重大过失,会计处理严重背离会计准则的,则其主张行为不构成虚假陈述或者虚假陈述不具有重大性的抗辩理由难以得到支持。如投资者诉某集成电路行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司辩称,其对于限制性股票激励计划未按季计提股权支付费用,属于会计处理不当,不构成虚假陈述。法院认为,上市

公司的会计处理与会计准则明显不符,其行为构成虚假陈述,至于该虚假陈述是否具有重大性需结合相关要件进一步判断。

2. 上市公司定期报告中财务信息虚假记载具有重大性的,上市公司应当承担侵权赔偿责任。财务信息虚假记载重大性的认定,需综合考量虚假记载的原因,对公司业绩、重要财务指标的影响,以及是否对证券投资决策及交易价格产生实质影响等因素。首先,可根据《证券法》规定,参考交易所股票上市规则中关于重大交易的信息披露标准和企业会计制度中有关重大会计差错的标准,结合案件具体情况予以认定。如投资者诉某水生态环保行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司虚假陈述在其年度财务报告相应科目中所占差错比例相对较低,尚未达到重大差错的程度,该行为对市场的实际影响也有限,故上市公司有关重大性的抗辩成立,无需承担民事赔偿责任。又如投资者诉某电力设备行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司应收账款坏账准备少计提 5.18 亿元导致多计利润总额 5.18 亿元,占当期利润总额的 8.16%。法院认为,上市公司多计利润金额较大,从监管角度看虚假记载行为已达到应当行政处罚的重大标准,从市场角度看股票在更正日后亦出现显著的价格变化,故符合重大性的判断标准。

其次,上市公司虚假陈述对投资者决策不构成实质影响的,应当认定虚假陈述不具有重大性。如投资者诉某白酒行业上市公司

证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司年报中未记载营业外支出和收入的虚假记载虽客观存在,但因未记载的营业外支出及管理费用金额与未记载的营业外收入金额完全相等,同步调整后,虚假记载对上市公司相应年份的营业收入、净利润、总资产、净资产及现金流量均不产生影响,故年报虚假记载不产生诱多或诱空的效果,对投资者的决策不构成实质性影响,虚假陈述行为不具有重大性。

第三,上市公司提供的证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量发生明显变化的,可以作为认定虚假陈述不具有重大性的重要依据。在适用价格影响标准认定重大性时,一般根据虚假陈述的类型确定交易价格的通常走势,将虚假陈述行为实施日、揭露日至基准日期间的交易价格走势与通常走势相比较,同时考察个股股价长期走势,分析证券市场风险、其他非证券市场风险等因素对交易价格的影响,从而全面、系统分析虚假陈述对交易价格的影响。

3. 投资者在上市公司虚假陈述揭露日后交易股票的,投资损失与虚假陈述之间没有交易因果关系。关于虚假陈述揭露日的认定,法院重点考察揭露时间的首次性、揭露主体的权威性以及揭露效果的警示性等要素,并不强调揭露内容的“镜像性”。实践中,上市公司因涉嫌信息披露违法违规,被证券交易所采取自律管理措施、被监管部门采取行政监管措施,以及被立案调查等的信息公

开日,一般会被认定为虚假陈述揭露日。除此之外,实践中可能被认定为揭露日的常见情形还包括:若上市公司对虚假记载的财务数据作出的调整及说明足以警示市场,则相关日期可作为虚假陈述更正日;上市公司发布带有审计机构保留意见的年度报告,可结合披露内容、警示力度、市场反应等因素,认定构成虚假陈述的揭露;在具有全国性影响的报刊、电台、电视台、主要门户网站以及行业知名的自媒体上对虚假陈述进行揭露,对证券交易产生实质性影响的,可认定为虚假陈述揭露日。

4. 上市公司应对投资者在虚假陈述实施日至揭露日期间的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系承担举证责任。上市公司能够举证证明投资者的交易行为与虚假陈述无关的,可推翻交易因果关系的推定。如投资者诉某军工行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷中,在虚假陈述实施日至揭露日期间,上市公司进行了破产重整。法院对虚假陈述实施日以及破产重整后股票价量变化情况,投资者购买股票距离虚假陈述实施日以及破产重整的时间远近,以及重整事件的典型性等进行分析后,认定投资者在特定区间段内集中大量买入股票的行为与重整事件的发生和进展之间存在关联的可能性更高,上市公司虚假陈述与投资者交易行为之间的交易因果关系因重整事件而被阻断,故判决驳回投资者的诉讼请求。此外,若有证据证明投资者交易股票系基于其他约定或安排而作出,则可推翻交易因果关系的推定。如某集合计划诉某安

保安防行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司成立员工持股计划,并委托管理人成立集合计划进行管理,主要投资范围为购买和持有本公司股票。关于集合计划可否要求上市公司赔偿因虚假陈述导致的损失,法院认为,集合计划成立并交易上市公司股票是为履行员工持股计划约定,集合计划 C 份额的主要持有人因上市公司公告的重大资产重组文件中虚增置入资产评估值等被行政处罚,其余持有人均为重大资产重组标的公司及关联公司高管或主要负责人,C 份额持有人对虚假陈述行为应当知情。A、B 份额持有人的投资行为是基于对相关主体的收益补偿责任的信赖而作出。故集合计划的投资决定与虚假陈述不具有交易因果关系。实践中上市公司还常以投资者在虚假陈述揭露日后仍然从事股票交易为由,主张投资者在揭露日前的交易行为与虚假陈述不具有因果关系,该抗辩一般难以得到支持。

5. 上市公司虚假陈述构成民事侵权的,应对侵权行为造成的投资者损失承担赔偿责任。若上市公司举证证明存在与虚假陈述行为无关的其他影响因素,且该影响因素造成投资者部分损失的,则上市公司对该部分损失不承担赔偿责任。如投资者诉某安防安保行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司于停牌期,先后发布重大资产重组公告与业绩虚增的三季报,于虚假陈述揭露日后发布重大资产重组失败公告。法院认为,虚假陈述与重大资产重组均会诱导投资者在股票复牌后买入股票,上市公司没有

证据证明投资者主要系因重大资产重组买入股票的,有关交易因果切断的抗辩难以成立,但投资者因重大资产重组事件导致的损失,不属于上市公司赔偿范围。故委托中立的第三方机构就重大资产重组对于投资者损失的原因力进行核定,在此基础上合理认定上市公司的赔偿范围。

(二) 涉并购重组虚假陈述纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 因上市公司公告的重大资产重组文件中存在虚假记载或重大遗漏引发的纠纷。重大资产重组中,标的公司未及时提供真实、准确的盈利预测信息、虚增营业收入,以及未披露标的公司关联方以及关联交易等,均会导致上市公司公开披露的重大资产重组文件存在虚假陈述,因而引发纠纷。

2. 因上市公司未及时披露重大资产重组进展情况引发的纠纷。重大资产重组过程中,上市公司有时需分期支付股权交易对价,上市公司未及时披露未履行部分付款义务的信息,投资者以上市公司信息披露中存在重大遗漏为由提起诉讼。上市公司常以虚假陈述不具有重大性进行抗辩。

3. 因上市公司定期报告中未披露并表子公司财务数据,或未确定持有子公司股份产生的投资损益而引发的纠纷。上市公司因对并购中的控股子公司失控等原因,未将子公司的财务数据纳入年度财务合并报表。投资者以上市公司信息披露存在重大遗漏造

成其损失为由提起诉讼,上市公司抗辩称已在年报中说明了原因,故行为不构成虚假陈述。部分内地上市公司收购香港上市公司的案件中,内地上市公司以两地公司的会计期间及定期报告披露时间存在差异,无法提前披露子公司相关财务数据为由,主张定期报告中未确认投资损益不构成虚假陈述。

4. 因上市公司并购重组完成后子公司财务数据失真引发的纠纷。标的公司原股东或实际控制人为完成业绩承诺而实施财务造假,或者标的公司存在会计差错,导致将标的公司纳入合并报表后的上市公司定期报告存在虚假记载。投资者以上市公司虚假陈述为由提起诉讼,上市公司常以其对于虚假陈述无主观过错等理由进行抗辩。

5. 因并购重组形成的商誉资产减值引发的纠纷。上市公司采取更换商誉减值测试资产组等方式掩盖商誉减值,或者未按规定执行商誉减值测试,导致上市公司未按规定计提商誉减值准备,虚增利润,因而引发纠纷。有的案件中,上市公司因计提商誉减值导致年度业绩亏损,但未按规定发布年度业绩预亏公告,因而引发纠纷。

【风险揭示】

1. 上市公司对于证券虚假陈述承担无过错责任。上市公司是信息披露的法定义务主体,无论是在并购重组过程中,还是并购重组完成后,均应按照规定履行信息披露义务。上市公司以重大

资产重组中交易对方提供的信息不真实、不准确、不完整,导致上市公司虚假陈述;或者以控股子公司财务造假方式隐蔽,上市公司无主观过错等为由,主张不承担或者减轻赔偿责任的理由难以得到支持。

2. 上市公司应当及时披露重大资产重组的进展情况。重大资产重组进展属于《证券法》规定的重大事件,上市公司不及时披露相关信息若影响投资者的交易决策,或行为的实施、揭露对股票交易价量产生了明显影响,则虚假陈述具有重大性,上市公司应当赔偿投资者因虚假陈述导致的损失。

3. 并购重组过程中,上市公司因客观原因无法披露标的公司完整信息时,应及时将影响投资者判断证券投资价值的有关信息予以全面披露,保障投资者不会因信息不对称造成投资决策偏差。例如在投资者诉某生物工程行业公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司自无法取得并表子公司财务报告开始就真实披露事情进展,在公司年报中也明确披露了控股子公司暂不纳入合并报表范围的事项,以及年报因此被出具无法发表意见的审计结果,并不存在因信息不对称扰乱投资决策的情形,投资者对于上市公司年报信息披露没有合理信赖利益。因此,对于投资者因非理性投资而导致的损失,上市公司不承担民事赔偿责任。

4. 上市公司对于并购重组形成的商誉资产,应当按照《企业会计准则第8号——资产减值》的有关规定正确进行商誉减值测

试,否则可能构成虚假陈述。对于该虚假陈述行为是否具有重大性需个案判断。若虚假记载主要系会计核算一般差错所致,或未造成严重市场影响,则虚假陈述不具有重大性,上市公司不承担民事赔偿责任。

(三) 涉股东、实际控制人虚假陈述纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 因上市公司未真实披露公司实际控制人引发的纠纷。上市公司未真实披露公司的实际控制人,或未及时披露实际控制人变更信息,导致上市公司定期报告存在虚假记载。投资者以上市公司虚假陈述导致其损失为由提起诉讼。上市公司常以实际控制人变更未改变公司基本面,未造成股价明显变化,或者上市公司无法控制及掌握相关信息为由进行抗辩。

2. 因上市公司未及时披露实际控制人被采取留置措施引发的纠纷。上市公司知悉其实际控制人被采取留置措施后,未及时披露相关信息。针对投资者提起的诉讼,上市公司辩称实际控制人被留置不属于重大事件,未及时披露相关信息不构成虚假陈述。

3. 因上市公司未真实披露大股东持股情况引发的纠纷。持有上市公司百分之五以上股份的股东持股情况发生变化后,上市公司未及时披露。或者上市公司控股股东除通过自有证券账户持股外,还借用其他主体账户持股,导致上市公司定期报告中关于大股东持股变化,以及前十大股东及持股的记载均存在错误。针对

投资者提起的诉讼,上市公司常以其不知晓股权变动情况等为由进行抗辩。

4. 因上市公司未披露一致行动关系而引发的纠纷。上市公司不同股东形成一致行动关系,未按规定履行信息披露义务。投资者以上市公司信息披露重大遗漏导致其损失为由提起诉讼。上市公司辩称不知晓股东违规事实,以及信息未披露不影响投资者的投资决策。

【风险提示】

1. 上市公司应当真实披露实际控制人的相关信息。上市公司实际控制人控制公司的情况发生较大变化,以及上市公司的实际控制人被采取留置措施等,均属于可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件,上市公司应当及时披露。如投资者诉某化工行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,在上市公司经营存在重大不利因素的情况下,实控人以低价转让实控权,上市公司未披露实控人变更信息,构成隐瞒利空消息的诱多型虚假陈述。该虚假陈述行为的更正导致了相关证券价格较为明显的变化,应认定虚假陈述行为具有重大性。上市公司应当对投资者因此产生的损失承担赔偿责任。

2. 上市公司未真实披露大股东持股情况可能构成虚假陈述,若虚假陈述具有重大性,上市公司需承担相应的赔偿责任。持有公司百分之五以上股份的大股东持有股份的情况发生较大变化,

属于可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件,上市公司应当按照规定予以披露。关于大股东持股变化、前十大股东变化是否具有重大性,法院通常结合上市公司的总股本和股权结构、买卖股份的数量或持股变化的幅度、虚假记载大股东的身份情况,以及虚假陈述对股票交易价格的影响等因素予以具体判断。如投资者诉某造纸印刷行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司控股股东于涉案期间持股比例保持在26.27%至26.98%之间,其通过他人账户增持股票数量很少,被借用账户的两自然人持股比例仅分别为0.23%、0.34%,且为普通投资者,无论大股东增持的虚假记载,还是被借用账户自然人股东及其持股的虚假记载,均不会对投资者的决策产生实质影响。虚假陈述实施日以及揭露日后,股价涨跌幅及走势与上证指数趋势亦基本相同,故虚假陈述不具有重大性,上市公司无需承担赔偿责任。

3. 虚假陈述行为主体是否受到行政处罚与其是否承担民事赔偿责任并非必然对应关系。行政责任与民事责任构成要件不同,审查标准也存在差异,未受行政处罚的上市公司可能因虚假陈述行为承担侵权损害赔偿责任。反之,被行政处罚的行为并非必然构成民事侵权。如投资者诉某游戏行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,虽然上市公司因信息披露违法被行政处罚,但若所涉信息不会对投资者的投资决策、股票价格产生实质影

响致使投资者遭受损失,那么该行政违法行为与投资者的损失之间即缺乏因果关系,据此对投资者主张赔偿的诉请未予支持。

(四) 涉关联方及关联交易虚假陈述纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 因上市公司未披露与日常经营相关的关联交易引发的纠纷。投资者以上市公司未披露日常关联交易构成重大遗漏,造成其损失为由提起诉讼,要求上市公司赔偿。上市公司抗辩称,关联交易均系真实发生、价格公允的正常交易,不影响财务数据,未披露关联交易不会影响投资者的决策判断。

2. 因上市公司未在重大重组公告中披露标的公司的关联方和关联交易,或者重大重组完成后,上市公司未披露关联方和关联交易而引发的纠纷。投资者以上市公司信息披露存在重大遗漏为由提起诉讼,上市公司常以未披露的关联交易占公司总资产的比值低、关联交易的价格公允、未导致上市公司股票交易价量明显变化等为由,主张行为不具有重大性。部分案件中,上市公司存在逐步披露关联方及对应的关联交易的情形,由此引发关于虚假陈述揭露日的争议。

3. 因上市公司未披露向关联人投资引发的纠纷。上市公司发布的增资公告中,未披露增资对象与上市公司具有关联关系。投资者以上市公司未按规定披露关联方及关联交易导致其损失为由提起诉讼。上市公司辩称,虚假陈述未导致公司股票交易价量

产生明显变化,行为不具有重大性;增资具有公允性,不损害上市公司利益等。

4. 因上市公司未按规定披露为关联方提供担保引发的纠纷。实践中,上市公司未披露为其实际控制人或实际控制人控制的公司提供重大担保的情形较为常见。投资者以上市公司信息披露存在重大遗漏为由提起诉讼。上市公司常以对外担保未损害公司利益,以及未披露担保信息不具有重大性等为由进行抗辩。

5. 因上市公司关联方非经营性资金占用引发的纠纷。上市公司未披露与控股股东或实际控制人等关联方之间发生的资金往来,或者上市公司虚构关联交易以隐瞒其关联方资金占用实质。投资者以上市公司信息披露存在虚假记载或者重大遗漏,造成其损失为由提起诉讼。上市公司常以关联方占用资金数额不大且已归还、未给公司造成经济损失或未影响公司经营,虚假陈述行为不具有重大性等为由进行抗辩。

【风险提示】

1. 上市公司不披露关联交易可能构成虚假陈述。根据《证券法》第八十三条规定,上市公司从事关联交易,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响的,属于重大事件,上市公司应当予以公告。《上市公司信息披露管理办法》以及各交易所股票上市规则对于关联人、关联交易的范围以及信息披露标准等均作出了具体规定。上市公司未按规定披露与日常经营相关的关

联交易、向关联人投资、关联担保等信息均可能构成重大遗漏。

2. 若上市公司未披露关联交易的行为影响投资者的交易决策或者对股票交易价量产生影响,则该行为具有重大性,上市公司应赔偿投资者因此导致的投资损失。例如投资者诉某计算机设备行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司存在各期年报未披露关联交易的行为,法院认为,从未披露的关联交易的规模上看,上市公司与其经销商之间长期存在关联交易,交易金额总额高达四百多亿元;从未披露的内容上看,上市公司未依法披露的是与经销商之间购销商品的交易,该类交易是上市公司的主营业务;从会计程序上看,如果没有确凿证据表明关联交易价格是公允的,对于显失公允的交易价格部分,一律不得确认为当期利润,应当作为资本公积处理。据此,法院认为上市公司未披露关联交易的行为会影响投资者的交易决策,并对股票交易价量产生影响,故认定上市公司的行为具有重大性。又如投资者诉某数据科技行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司公告了其重大资产重组构成关联交易后,投资者重点关注的为标的公司股权价值和资产注入后对上市公司业务的损益。上市公司遗漏披露的标的公司的关联交易,并不直接影响标的公司股权定价,亦无证据反映该关联交易对财务数据的影响,不会对投资者决策产生重大影响,故虚假陈述不具有重大性,上市公司不承担民事赔偿责任。

3. 上市公司未按规定在定期报告或重大资产重组文件中披

露关联方及关联交易的,以定期报告或重组文件公告之日为虚假陈述实施日;上市公司未按照规定通过临时报告披露关联交易的,以其应当披露关联交易信息期限届满后的第一个交易日为实施日。上市公司未披露关联交易虚假陈述的揭露日认定,以投资者知悉关联交易为标准。如投资者诉某化工行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司在重组公告中未披露关联方及关联交易,后在半年报中披露了与关联方的关联关系以及应收应付款项余款。法院认为,虽然上市公司披露的关联交易事项不全面、完整,但核心要素即关联关系、交易金额等已公布,则可视为已被投资者广泛知晓,上市公司披露相关信息之日可认定为虚假陈述揭露日。

4. 上市公司未披露关联方非经营性资金占用,可能构成虚假陈述。上市公司控股股东、实际控制人等关联方占用公司资金是一种典型的侵犯公司及中小股东利益的行为。若上市公司存在该种行为,将影响投资者对公司治理水平和管理层诚信程度的评价,从而影响投资决策,故上市公司相关行为可能构成隐瞒利空消息的诱多型虚假陈述。相关交易的金额占比,以及交易本身是否给公司造成了财务上的直接损失并非认定上市公司民事责任的唯一考量因素。

(五) 涉重大合同、重大诉讼虚假陈述纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

金融纠纷法律风险防范系列报告(2024)

1. 因上市公司未按规定披露签订重大合同引发的纠纷。投资者以上市公司未披露签订重大合同、未及时披露签订重大合同、未完整披露重大合同的内容等导致其损失为由提起诉讼。上市公司以其行为不违反重大合同披露规范,不构成虚假陈述为由;或以未披露信息不具有重大性为由;或以未披露的信息为公开信息,与投资者的交易决策之间没有因果关系等为由进行抗辩。

2. 因上市公司未按规定披露重大合同的重大进展或变化引发的纠纷。上市公司披露公司及控股子公司签订重大合同的信息后,未披露或未及时披露合同履行期限变更、履约主体变更、合同解除等信息。投资者以上市公司信息披露存在重大遗漏为由提起诉讼。上市公司以未披露信息不属于重大事件或重大事项,未披露相关信息不构成虚假陈述或者虚假陈述不具有重大性等为由进行抗辩。

3. 因上市公司未及时披露重大涉诉信息引发的纠纷。上市公司未披露重大涉诉信息,或者未完整披露重大涉诉信息,如仅披露一审判决结果而未披露二审判决结果。针对投资者的诉讼,上市公司常以未披露的信息不影响投资者的交易决策,不具有重大性等为由进行抗辩。

【风险揭示】

1. 上市公司应当真实、准确、完整地披露重大合同相关信息,否则可能构成虚假陈述。根据《证券法》规定,上市公司订立重要

合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响的,应当及时披露。根据《上市公司信息披露管理办法》规定,上市公司控股子公司、参股公司签订重大合同,可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的,上市公司也应当履行信息披露义务。此外,上市公司披露合同内容不完整,以及在重大合同发生可能对股票交易价格产生较大影响的变化时,上市公司未及时披露相关进展变化信息,均可能构成虚假陈述。例如投资者诉某证券行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司全资子公司购买标的公司 70% 股权,并约定案外公司对持有的剩余标的公司 30% 股权享有认沽权、子公司提供履约保障等事项,但上市公司在发布的股权收购公告及进展公告中,均未披露前述认沽权及履约保障事项,构成虚假陈述。又如投资者诉某军工行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司全资子公司对外签订金额巨大的运输船设计、建造等合同后,又签约变更合同重要条款,但上市公司未及时披露相关的合同进展情况,构成虚假陈述。

2. 上市公司未按照实质重于形式的原则履行重大合同信息披露义务,可能构成虚假陈述并承担民事赔偿责任。如投资者诉某有色金属行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司控股子公司签订销售合同并确认收入后,合同双方又签署了两份退货协议。若将两份退货协议的金额分开计算,各自均未达到信

息披露标准。法院认为,两份退货协议不仅在同一天约定此前两份交割单分别销售退还,还约定了原销售合同终止,双方债权债务关系结束,并对已履行部分进行整体清算。两份退货协议合计金额已达信息披露标准,上市公司未披露两份退货协议构成重大遗漏,应承担赔偿责任。

3. 上市公司未按照《上市公司信息披露管理办法》规定,在签订重大合同意向书或协议后两个交易日披露相关信息的,两个交易日届满后的首个交易日可认定为虚假陈述实施日。关于虚假陈述的揭示,虽然上市公司未完整披露重大合同进展情况,但将其对公司业绩的影响进行了披露并调整了相关财务数据,结合市场反应情况,可将财务数据调整日作为虚假陈述揭露日或更正日。如投资者诉某有色金属行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,上市公司虽未披露退货协议,但在年报中冲减了前期基于销售合同确认的营业利润,已将退货协议对公司业绩的影响进行了充分披露,结合年报发布后股价大幅下跌情况,可以认定虚假陈述的揭露日为年报发布日。

4. 如有证据证明上市公司违反重大合同信息披露义务的行为不具有重大性,或者投资者的投资决策与虚假陈述之间没有交易因果关系,上市公司无需承担民事赔偿责任。如投资者诉某证券行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,虽然上市公司未披露其负有的重大合同义务,但交易对手方进行了披露,多

家媒体也予以了报道,市场有较充分的渠道和条件了解重大合同的完整内容,故上市公司未完整披露重大合同内容的虚假陈述行为对投资者的投资决策不产生影响,上市公司无需承担民事赔偿责任。

5. 上市公司应按规定披露重大诉讼信息。重大诉讼属于《证券法》规定的重大事件,上市公司不履行信息披露义务将构成虚假陈述,但若有证据足以证明该行为不具有重大性的,上市公司不承担民事赔偿责任。如投资者诉某家电行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司未及时披露所涉重大诉讼的上诉及二审终审情况,隐瞒了其下属公司败诉的案件终审结果。法院认为,上市公司的行为属于隐瞒利空信息的虚假陈述。因上市公司提交的证据足以证明虚假陈述并未导致系争股票的价格明显变化,故认定虚假陈述不具有重大性。

(六) 涉预测性信息纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 因上市公司业绩预告信息披露引发的纠纷。投资者以上市公司未按规定披露业绩预告构成重大遗漏,或披露的业绩预告与实际经营情况存在重大差异,构成虚假陈述等为由提起诉讼。上市公司辩称业绩预告所涉信息属于预测性信息,不披露信息不构成虚假陈述;或者以已披露信息所采纳的预测基础合理,风险提示充分,且已及时更正差异信息等为由,主张适用预测性信息安全

港规则。

2. 因上市公司盈利预测信息披露引发的纠纷。上市公司重大资产重组中可自愿披露盈利预测报告。部分投资者以该盈利预测信息与实际经营情况存在重大差异,构成虚假陈述为由提起诉讼,要求上市公司承担赔偿责任。上市公司援引预测性信息安全港规则抗辩。

3. 因上市公司预计业绩变化信息披露引发的纠纷。上市公司预计经营业绩发生亏损或者发生大幅变动,但未及时发布临时报告披露相关信息。投资者以上市公司信息披露重大遗漏等为由提起诉讼。上市公司辩称预计业绩变化信息属于预测性信息,未及时披露预测性信息不构成虚假陈述。

4. 因上市公司财务预测信息披露引发的纠纷。投资者基于上市公司定期报告中财务数据虚假记载提起诉讼。上市公司主张争议的财务科目为对未来财务状况或未来经济表现的预测,构成预测性信息,并援引预测性信息安全港规则进行抗辩。

5. 因上市公司发展前景信息披露引发的纠纷。投资者以上市公司披露的运营战略及业务开展等信息与事实不符,构成误导性陈述为由提起诉讼。上市公司以前景性信息属于自愿披露的预测性信息为由,主张不构成虚假陈述。

【风险提示】

1. 上市公司未按规定披露“预计”类信息可能构成虚假陈述。

目前关于预测性信息的范围,特别是基于历史信息或过往数据形成的预告性披露是否构成预测性信息存在一定争议,但只要上市公司未按规定披露该类信息,均可能构成虚假陈述。如投资者诉某汽车零部件行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷中,上市公司未按规定在会计年度结束后的一个月内发布业绩预亏公告,法院认为,上市公司未及时发布业绩预告的行为构成重大遗漏。又如投资者诉某电力设备行业上市公司案件中,上市公司未及时披露预计经营业绩发生大幅变动。法院认为,“上市公司预计经营业绩发生亏损或者发生大幅变动”属于《上市公司信息披露管理办法》中规定的重大事件。无论该信息是否为预测性信息,只要未按规定进行披露,都可构成虚假陈述。

2. 上市公司披露预测性信息,具有合理预测基础,充分提示风险,并及时更正重大差异的,受预测性信息安全港原则保护,反之则构成虚假陈述。如投资者诉某安防安保行业上市公司案件中,上市公司重大资产重组的标的公司根据无实质内容的《框架协议》将一运营项目计入年度盈利预测报告,且在该项目难以继续履行时,未重新编制盈利预测报告,导致上市公司发布的资产重组信息严重失实。法院认为,上市公司发布的盈利预测信息所依据的基本假设、选用的会计准则不具备合理性,预测性信息所依据的前提发生重大变化时,上市公司也未进行及时更正,故上市公司构成虚假陈述。

3. 上市公司未按会计准则编制含预测特点的财务科目可能构成虚假陈述。如投资者诉某电力设备行业上市公司案件中,上市公司在定期报告中少计提应收账款坏账准备,导致多计利润总额。上市公司抗辩称,未能恰当计量应收账款的预期信用损失,属于预测性信息,其不应承担虚假陈述民事侵权责任。法院认为,坏账准备金主要是基于历史数据和当前情况的分析和判断,其计提有相应的会计准则要求,虽然含有预测的特点,但不能仅据此判断坏账准备金系预测性信息。否则,在财务数据紧密关联、层层递进的情况下,其他关联财务指标都可能成为预测性信息。故认定上市公司的行为构成虚假记载。

4. 上市公司应基于客观事实基础审慎披露公司前景性信息,否则可能构成误导性陈述。如投资者诉某信息行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案件中,法院认为,上市公司向投资者介绍的发展战略存在误导性,其对外披露设立一系列子公司开展互联网金融相关业务不符合现实状况、缺乏未来实现的基础,宣传披露互联网相关业务信息具有片面性,构成误导性陈述,应当赔偿投资者由此导致的损失。

(七) 其他信息披露纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 因股票公开发行虚假陈述引发的纠纷。投资者以发行人欺诈发行,或者发行文件中存在虚假陈述为由提起诉讼,要求发行

人履行其在《招股说明书》中作出的回购承诺,回购上市公司股票;或要求发行人承担证券侵权损害赔偿责任。对于投资者提出的回购诉请,发行人常以其承诺回购对象不包括证券二级市场投资者,以及未经减资法定程序无法回购股票等理由进行抗辩。对于投资者提出的侵权损害赔偿诉请,发行人一般会从虚假陈述的构成、重大性认定、交易因果关系成立、损失因果关系范围等各方面提出抗辩。

2. 因股票非公开发行虚假陈述引发的纠纷。部分案件中,定增投资者以证券发行文件存在虚假陈述,导致其损失为由提起诉讼,要求发行人承担侵权损害赔偿责任。发行人一般以非公开发行中的虚假陈述不适用《证券法》《虚假陈述司法解释》,不能推定交易因果关系等为由进行抗辩。也有案件中,二级市场投资者主张因信赖证券发行文件而交易股票并受损,要求上市公司承担赔偿责任。发行人常以投资者不是非公开发行的认购人,所交易的股票与非公开发行虚假陈述没有关联,投资者的投资决策与非公开发行虚假陈述之间无交易因果关系等为由进行抗辩。

3. 因债券发行虚假陈述引发的纠纷。投资者购买公司债、银行间市场债券等后,因发行人未能按期兑付债券本息,投资者以发行人欺诈发行债券导致其损失为由提起诉讼。发行人常以银行间市场发行的债券不适用《证券法》《虚假陈述司法解释》,不能推定交易因果关系,投资者需举证证明其因信赖虚假陈述而购买债券;

发行人的赔偿范围仅限于因虚假陈述导致的损失,而非债券本息;已转让债券的投资者无原告主体资格等理由进行抗辩。

4. 因其他证券发行虚假陈述引发的纠纷。如投资者以发行人欺诈发行资产支持证券导致其损失为由提起诉讼,要求发行人承担侵权损害赔偿责任。发行人以资产支持证券不属于证券,不能适用《证券法》《虚假陈述司法解释》认定交易因果关系及损失因果关系等为由提出抗辩。

【风险提示】

1. 发行人欺诈发行股票可能需承担回购股份的法律責任。根据首发承诺监管要求,发行人需在招股说明书中承诺,如招股说明书及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,对发行条件构成重大、实质影响的,将回购公开发行的股份。一级市场投资者以及二级市场投资者均可能依据该条款主张欺诈发行主体承担股票回购责任。案件审理中将涉及承诺回购条款的效力认定、承诺回购对象是否包括二级市场投资者、回购价款的认定,以及发行人履行回购承诺与公司内部决议程序之间的关系等争议。

2. 发行人在公开发行股票、公司债券等过程中存在虚假记载、重大遗漏或误导性陈述,均有可能引发证券虚假陈述责任纠纷。对于该类纠纷,法院将适用《证券法》《虚假陈述司法解释》等规定,并结合证券市场特点,审查是否存在虚假陈述行为、重大性、

交易因果关系及损失因果关系等要件。如投资者诉某数据分析行业上市公司证券虚假陈述责任纠纷案件中,法院认为,公司披露的《招股意向书》《招股说明书》及首发上市后披露的多年年报存在虚假记载,构成虚假陈述行为,且有重大性,上市公司应对投资者因虚假陈述导致的损失承担赔偿责任。又如,投资者诉某新三板挂牌信息科技行业公司证券虚假陈述责任纠纷案件中,法院认为,公司自 2013 年在新三板挂牌时直至 2016 年持续存在虚增收入行为,构成虚假陈述,且有重大性。原告投资者通过做市方式进行交易,自虚假陈述实施日至揭露日期间买入并持有股票的投资行为应推定与虚假陈述行为具有交易因果关系,公司应赔偿投资者因虚假陈述导致的损失。在因债券发行虚假陈述引发的纠纷中,若债券持有人将债券转让,发行人还可能面临债券出让方以及受让方分别依据侵权以及合同要求其承担责任的风险。

3. 发行人非公开发行股票、债券、资产支持证券等过程中存在虚假陈述,均可能引发证券侵权赔偿之诉。该类案件审理中,可能涉及《证券法》《虚假陈述司法解释》适用范围的认定,交易因果关系推定原则可否适用,投资者损失范围如何确定等诸多争议。目前已有判决认定,因银行间债券、资产支持证券虚假陈述引发的侵权纠纷原则上可适用《证券法》《虚假陈述司法解释》。在因发行人在非公开发行文件中虚假陈述而引发的纠纷中,可否适用交易因果关系推定原则仍存在一定分歧。

二、控股股东及实控人、董监高虚假陈述行为引发的纠纷及法律风险揭示

近年来,投资者除起诉发行人要求其承担赔偿责任外,一并起诉发行人的控股股东及实际控制人、董事、监事、高级管理人员,要求后者承担连带赔偿责任的案件日益增多。

【纠纷类型】

1. 投资者起诉控股股东、实际控制人,认为其在证券发行、交易过程中,组织、指使发行人实施欺诈发行或虚假陈述,或隐瞒相关事项导致发行人实施虚假陈述,要求判令直接向投资者赔偿损失。控股股东、实控人主张自己并无组织、指使行为。

2. 投资者诉请判令董监高承担连带赔偿责任,董监高主张自己对虚假陈述不知情,不应承担赔偿责任。常见的理由包括:虚假陈述期间,系挂名董监高,实际并未参与公司工作;在公司中仅担任监事职务,不掌握公司的整体经营管理情况;虚假陈述系因控股子公司未如实提供信披文件所致,上市公司的董监高对此无法知悉;虚假陈述系因重大重组的交易对手方未如实提供信披文件所致,收购方的董监高对此无法知悉;董监高在信披文件的审议中,因回避而未参加表决,应免除审查义务等。

3. 投资者诉请要求董监高承担连带赔偿责任,董监高主张自己已勤勉尽责,不应承担赔偿责任。常见的理由包括:并非虚假信披文件的制作人,未主动参与造假,在信披文件上签字时已尽到一

定的勤勉尽责义务,仅存在轻微过错;作为信披文件的签字人,无相关的职业背景和专业知 识,没有能力发现定期报告中的虚假陈述并提 出异议;因信任证券服务机构出具的专业意见而签字,且已要求证券服务机构书面承诺专业意见的真实、准确和完整;涉虚假陈述的项目经行政审批通过,可证明董监高不存在过错等。

4. 投资者主张董监高已受到行政处罚,可证明其具有重大过错,故要求其承担连带赔偿责任。董监高对《行政处罚决定书》载明的内容提出异议,认为不应担责。常见的抗辩理由包括:处罚决定中认定的事实错误,证据不足,被告不存在虚假陈述行为;行政处罚认定的事实虽然正确,但信披文件被认定为虚假陈述系因监管规定存在冲突所致,董监高不具有造假动机,不存在过错;行政处罚责任成立,不等同于民事责任也必然成立等。

5. 投资者要求判令董监高承担连带赔偿责任,董监高认可其对证券虚假陈述行为存在过错,但认为仅应在一定赔偿范围内承担责任。常见的抗辩理由包括:董监高并未从公司虚假陈述行为中获利,即使存在赔偿责任,也应当在履职获得收入的范围内承担补充赔偿责任;董监高在发行人实施虚假陈述行为后离职,不对离职后买入股票的投资者损失承担赔偿责任;投资者仅起诉董监高,未起诉组织实施虚假陈述行为的实控人,故应追加实控人,确定其责任份额后,再确定董监高的相应过错份额。

6. 投资者以董监高未履行公开增持承诺遭受投资损失为由

诉请判令其承担赔偿责任。董监高则提出以下抗辩理由:其公开承诺增持上市公司股票系审慎考量后的真实意思表示,没有“忽悠式增持”的恶意;增持计划未完成系受客观因素影响,导致资金筹措不及预期所致;增持计划及承诺并非证券法规定的重大信息,应由投资者对重大性承担证明责任,在投资者不能证明增持承诺导致证券交易价格存在异常波动的情况下,应承担举证不能的不利后果。

7. 投资者起诉发行人的独立董事,要求其承担连带赔偿责任。独立董事则认为其并非内部董事,不应承担赔偿责任。常见的抗辩理由包括:不参与公司日常经营管理,履职期间已认真审阅公司报告,并提出独立意见,客观上无法识别虚假陈述的存在等。

【风险提示】

1. 在证券发行及上市交易的过程中,发行人的控股股东和实控人,不得滥用其对公司的控制权,授意、组织、指使公司决议机关和相关人员欺诈发行或实施虚假陈述;亦不得刻意隐瞒相关事项,导致发行人实施虚假陈述。如控股股东、实控人存在上述行为,则发行人实质上已成为控股股东、实控人实施不法行为的工具,投资者有权要求控股股东、实控人作为第一责任主体,直接承担首要的赔偿责任。这里的控股股东和实控人,既可以是自然人,也可以是法人或其他组织。例如,在全国首例投服中心提起的证券支持诉讼案件,投资者诉某金融信息服务股份有限公司等证券虚假陈述

责任纠纷案中,自然人鲜某作为发行人的实际控制人,授意、指使发行人隐瞒多项对外重大担保。法院认定,鲜某为案涉虚假陈述的直接责任人,应当承担首要赔偿责任。该案系全国首例体现出“追首恶”理念的民事判决。

2. 董监高应在法律、司法解释、公司章程及交易所规则等规定的岗位职责范围内依法履职。对于董监高在诉讼中提出“不知情”抗辩,应注意以下风险:(1)如果该不知情系因董监高应履责而未适当履责所致,例如担任董、监、高却怠于履行相应职责,未对信披文件进行合理审查导致不知虚假陈述的存在,则不能仅以不参与日常经营管理、未实际履责为由主张没有过错。(2)对于因合并报表的控股子公司或重大重组的交易对手方提供不实资料导致的虚假陈述,上市公司的董监高不能仅以资料提供方非上市公司本身而主张不知情、无过错,其对上述资料仍存在审慎核验义务。(3)对于董监高未参与审议的信息披露文件,需具体考察其未参与审议的具体原因。例如,在投资者诉某股份有限公司等证券陈述责任纠纷案中,发行人的董事长黄某对于重大重组置入资产的相关决议虽回避表决,但该回避行为系因其在置出资产的交易对手方任职所致,法院认为黄某系公司的主要决策者,对于涉及公司经营等方面事务负有直接责任,回避表决不能成为免除其勤勉尽责义务的理由。

3. 董事、监事、高管应当履行与各自职位、职责相对应的忠实

勤勉义务。在提出“勤勉尽责”抗辩时,应注意以下风险:(1)信息披露义务人不仅包括虚假信披文件的制作人,亦包括对该信披事项负有确保真实、准确、完整义务的签字审核人员。未故意、主动参与造假,并不意味着对虚假陈述就不具有重大过错。(2)作为发行人的经营管理人员,董事、监事和高级管理人员应当具备与公司经营相关的背景、技能和专业知识。对于信息披露文件的虚假记载,不能简单地仅以不具有相关领域的专业知识为由进行抗辩。相反,董监高应当在各自的职责范围内,持续了解并关注上市公司的生产经营情况、财务状况、已发生或即将发生的重大事件及其影响,并主动调查、获取决策所需要的资料,积极问询、提出质疑,提供建议。否则,即有被认定存在重大过错的风险。例如,在投资者诉某上市公司等证券虚假陈述责任纠纷案中,陈某作为发行人的董事,在未经审计的2015年三季度财报显示营收存在异常增长的情况下,未尽合理审核、监督义务,亦未通过询问、调查等方式进一步核实信息披露文件的异常之处,法院遂判令其承担相应的连带赔偿责任。(3)行政部门的审批行为不能成为董监高的免责事由。行政机关对上市公司相关项目的审批及备案系履行行政监管职责的行为,项目通过审批不能证明发行人不存在虚假陈述行为或董监高已适当履职。例如,在投资者诉某上市公司等虚假陈述责任纠纷案中,法院认为,某市国资委的审批是必经程序,其审批意见是建立在上市公司提交信息资料为虚假的基础之上,不能成

为董事的免责事由。(4)根据《证券法》第八十五条、《虚假陈述司法解释》第十五条的规定,董事、监事、高管发现发行人信息披露存在虚假陈述,应当采取适当措施予以制止,或对该虚假陈述进行披露和报告。具体而言,上述人员应在证券发行文件、定期报告等信息披露文件中以书面方式提出异议或发表保留意见、反对意见、无法表示意见等,并陈述理由,且不在审议、审核中投赞成票。如未尽上述义务的,即存在被认定具有重大过错的风险。

4. 对于董监高提出的关于行政处罚决定的异议,需注意以下风险:投资者主张董监高存在《行政处罚决定书》中载明的违法行为,应认为已就该节事实完成初步举证。董监高不予认可的,应提供充分的相反证据予以证明。仅笼统抗辩事实错误的,其主张不能得到法院支持。例如,在投资者等诉某上市公司等证券虚假陈述纠纷中,邱某系发行人的董事、副总经理兼董秘,在诉讼中抗辩称,行政处罚决定书认定的事实错误,其未组织、策划相关人员转移上市公司资金,也未实施财务造假,但未提供相关证据加以证明。法院对其抗辩未予采纳,认为其对虚假陈述存在主观故意,判令其承担全额连带责任。

5. 根据《证券法》第八十五条的规定,董监高的证券虚假陈述侵权责任一旦成立,即应对发行人的赔偿义务承担连带清偿责任。该种连带责任依附于发行人的第一位责任,具体赔偿范围应视董监高的过错性质及严重程度而定。关于董监高提出的“赔偿范

围”抗辩,存在以下风险:(1)无论是故意侵权的全额连带责任,还是重大过失侵权的不同比例连带责任,董监高承担的赔偿责任均需以发行人应承担的赔偿责任作为计算基数、再结合责任比例而定。根据《虚假陈述司法解释》第十一条:除第十二条的例外情形外,原告在虚假陈述实施日后、揭露(更正)日前进行的有效交易,均纳入发行人应赔偿的损失计算范围。故董监高即使在虚假陈述实施后离职,仍应对投资者在揭露(更正)日前的交易损失承担赔偿责任。(2)董监高之所以需承担赔偿责任,是由于其过错侵权行为给投资者造成了损失,而非旨在剥夺其违法获益。因此,赔偿责任的范围仅与过错程度相关,而与董监高是否从虚假陈述行为中获益、实际在履职期间收到了多少报酬收入无关。(3)公司的内部责任人,包括控股股东、实控人、董监高,均分别基于各自的过错行为承担责任。在投资者只起诉部分内部责任人的情况下,法院无需追加其他责任人,即可直接判明责任比例。例如,在投资者诉某信息科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷中,法院对会计负责人庄某要求追加实际控制人徐某为案件当事人的请求不予准许。

6. 不履行公开承诺给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。实践中,由于公开承诺的类型和适用场景较为多样,不履行公开承诺的法律责任属性无法一以概之,可能构成虚假陈述、操纵市场等典型证券侵权行为,也可能无法归入证券特殊侵权范畴,抑

或是构成违约行为。对于不履行公开增持承诺是否构成虚假陈述,应结合证券交易市场股票增持的行为特点、公开增持承诺的行为性质,以及被告方作出增持承诺时的履约准备、延期事由、未履行承诺原因、有无免责事由等因素综合分析。对于董监高而言,一旦公开承诺增持股票,无论增持金额、持股比例如何,即应承担强制信息披露义务。如果公开的增持承诺内容虚假且具有重大性,基于证券法上对信息披露真实、准确、完整、及时的要求,中小投资者若因合理信赖虚假信息而遭受损失的,董监高存在承担证券虚假陈述侵权损害赔偿责任的风险。如投资者诉某上市公司、袁某、罗某证券虚假陈述责任纠纷案中,袁某、罗某作为该上市公司的高管,承诺在6个月内共计增持公司股票3亿元,经两次延期仍未增持。法院认为,袁某、罗某在首次作出增持承诺时并无资金准备,在后续延期过程中亦未积极筹措资金,且在面对交易所质询时以过桥资金制作“虚假”存款证明,故难以认定其有增持的真实意愿。从增持主体、承诺增持金额、市场影响力等角度看,袁某、罗某公开增持承诺信息的披露,对证券市场和投资者预期产生严重误导,其所主张的未能履行增持承诺的抗辩理由明显不合理,故虚假陈述行为成立且具有重大性。最终判令袁某、罗某对投资者的损失承担赔偿责任。

7. 对于独立董事提出的履职方式抗辩,需注意以下风险:(1) 独董的履责形式与内部董事存在差别,其注意义务的标准通常亦

弱于内部董事,但其仍应在职责范围内尽到忠实勤勉义务。独立董事不直接参与发行人的日常经营,主要依据发行人提供的资料作出判断,故应根据自身的专业背景,尽到合理注意义务,通过审阅材料、必要时进行合理调查等方式,对发行人披露信息的真实、准确和完整表示意见,以发挥对上市公司的制约与监督作用。如独董未能尽到上述义务,则存在被认定具有过错、需承担相应连带赔偿责任的风险。(2)如独董已举证证明自己尽到了前述勤勉尽责义务,则可免责。例如,在投资者诉某股份有限公司等证券虚假陈述责任案中,殷某、常某、蒋某作为独立董事,未在发行人处任其他职务。公司要求其表决的《重大重组议案》此前已聘请多家专业中介服务机构对置入资产进行了审计和评估,均未发现问题。殷某等遂表决同意。其后,证监部门发现,该议案存在营业收入及估值虚增情形。法院认为,殷某等并非专业人士,要求其持续关注标的公司重大项目的具体履行进程,并对相关经营资料进行审核,显已超出独立董事的职责范围,故殷某等三人应予免责。(3)《虚假陈述司法解释》第十六条对于独董的无过错抗辩事由作出了明确规定。独立董事在发现虚假陈述后应及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告;如发行人拒绝、阻碍独立董事履行职责,导致其无法对相关信披文件是否存在虚假陈述作出判断,独立董事应及时向证券交易场所、监管部门进行书面报告。未尽上述义务的,存在被法院认定对虚假陈述具有

过错的风险。

三、证券中介机构虚假陈述行为引发的纠纷及法律风险揭示

在证券虚假陈述责任纠纷案件中,投资者除要求上市公司承担赔偿责任外,往往还将保荐机构、承销机构或证券服务机构列为被告,以其未尽到“看门人”义务或与发行人通谋造假为由,要求其就证券虚假陈述行为与发行人承担连带赔偿责任。

【纠纷类型】

1. 证券投资者起诉保荐机构、承销机构及其直接责任人员引发的纠纷。投资者以保荐机构、承销机构在发行或挂牌阶段、持续督导阶段未对信息披露文件中相关内容进行审慎尽职调查为由,诉请其与发行人承担连带赔偿责任。保荐机构、承销机构通常就发行或挂牌阶段的履职情况抗辩认为:(1)就虚假陈述行为所涉及的交易,其已根据相关监管规定勤勉尽责实施了尽职调查工作,包括核查合同文本、交易履行情况、函证等等。(2)财务核查、法律合规、资产评估、资信评级等为会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、资信评级机构等证券服务机构的特别注意义务,保荐机构、承销机构的尽职调查结果系依据证券服务机构出具的专业意见作出。其已经依法依规对发行人进行了尽职调查,对于属于会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、资信评级机构等证券服务机构的专业判断事项,超出了其注意义务范围,不应与发行人承担连带赔偿责任。就持续督导阶段的履职情况,保荐机构、承销机

构通常抗辩认为,其已披露了持续督导年度报告书,对通过日常沟通、定期回访、现场检查、尽职调查等方式对发行人进行持续督导的事项进行了报告。

2. 证券投资者起诉会计师事务所引发的纠纷。证券投资者以会计师事务所制作、出具的财务审计报告存在虚假陈述为由,诉请其与发行人承担连带赔偿责任。会计师事务所认为其不应承担连带责任或只应承担部分赔偿责任。不应承担连带责任具体理由如下:(1)审计责任区别于会计责任,审计机构对于被审验的会计报表只承担合理的保证责任,并不绝对地担保经过审计的财务报表没有任何错误,被审计单位因信息披露违法违规而产生的会计责任,不应由审计机构承担。(2)发行人的行为不属于财务造假,而是会计差错或会计处理上存在争议的问题。(3)发行人及其实际控制人实施了有预谋、有组织的系统造假行为,会计师事务所已保持了合理的职业谨慎,遵守执业准则确定的工作程序,仍难以发现财务造假。(4)会计师事务所只对合理信赖或使用其报告的投资者承担民事责任,而投资者不能证明其使用过会计师事务所出具的报告,其投资损失与会计师事务所的行为无因果关系,故无权要求会计师事务所赔偿损失。

会计师事务所抗辩其只应承担部分赔偿责任的主要理由如下:(1)对于发行人被处罚的虚假陈述行为,会计师事务所仅涉及其中的部分事项,根据权利与义务相一致原则,应当承担与其过失

相适应的责任,不应就全部虚假陈述行为承担责任。(2)会计师事务所已保持应有的职业怀疑,根据审计准则规定,采用了全面执行实质性程序的方法,对舞弊风险进行了合理的评估,不存在应承担全额连带赔偿责任的主观过错。

3. 证券投资者起诉律师事务所引发的纠纷。证券投资者以律师事务所制作、出具的法律意见书存在虚假陈述为由,诉请其与发行人承担连带赔偿责任。律师事务所抗辩认为,对于判断合同合法性等属于法律专业判断的事项,其均已经按照相关法律法规、部门规章和行业执业规范等规定,尽到了勤勉尽责的查验义务。对于非法律专业判断事项,律师事务所认为其职责仅限于工作范围和专业领域,其只对披露文件中就法律问题发表的法律意见承担专业人士的特别注意义务,虚假陈述行为涉及的报告并非律师事务所出具和制作,超出了注意义务。此外,部分律师事务所在法律意见书中特别声明,对于其他证券服务机构报告中的内容,律师事务所并不具备核查和作出判断的合法资格,在诉讼中亦以此为由进行抗辩。

4. 证券投资者起诉资产评估机构引发的纠纷。证券投资者以资产评估机构制作、出具的资产评估报告存在虚假陈述为由,诉请其与发行人承担连带赔偿责任。资产评估机构通常以下列理由,抗辩其不应承担连带赔偿责任。(1)资产评估机构在评估报告的评估师声明部分已经尽到提示被评估对象应提供真实资料的

义务,且明确表明评估结论只能作为委托方等相关主体进行商业决策的参考,并非是评估对象价值的保证。(2)投资者并非评估报告载明的使用者,投资者因使用评估报告导致的损失,是资产评估机构在接受委托并出具评估报告时不可能预见到的。(3)在评估时已经采用合适的估值方法,考虑到发行人的财务计划、发展规划及潜在的市场优势,结合经济环境和市场发展状况等因素编制了资产评估报告,在完成了基本的评估程序后才得出评估结论。

5. 证券投资者起诉资信评级机构引发的纠纷。证券投资者以资信评级机构制作、出具的评级报告存在虚假陈述为由,诉请其与发行人承担连带赔偿责任。资信评级机构通常抗辩认为:(1)在项目首次评级、跟踪评级时,其均已经按照相关法律法规、部门规章和行业执业规范等规定勤勉谨慎地开展评级业务。(2)针对其他证券服务机构的报告,资信评级机构在评估中通过与多组信息比对等方式尽到了普通的注意义务。(3)对信用评级机构的法律责任认定应当考虑评级业务的特性,信用评级机构的业务是对未来发生违约的风险进行前瞻性判断,且评级过程体现出较强的主观性,不应对其过分苛责。(4)对于资产支持证券,信用评级报告并非资产支持证券发行的必备文件,不是购买、出售或持有资产支持证券的建议,信用评级报告对投资者的投资决策没有实质性影响,与投资者损失之间不存在因果关系。(5)对于债券,有资信评级机构认为,其为发行人其他债券出具过主体及债项评级报告,

诉争债券募集说明书自行摘录了该评级报告内容,故其不属于诉争债券发行的中介服务机构。

6. 证券投资者起诉财务顾问引发的纠纷。证券投资者以财务顾问在重大资产重组、并购过程中或在持续督导期间内制作、出具的文件存在虚假陈述为由,诉请其与发行人承担连带赔偿责任。财务顾问通常就重大资产重组、并购中的履职情况抗辩认为,对于尽职调查的项目,独立财务顾问已进行了审慎核查,在没有证据表明有关文件与其他证券服务机构的专业意见存在重大差异的情况下,不应认定其未勤勉尽责。就持续督导阶段的履职情况,财务顾问通常抗辩认为:(1)由于独立财务顾问是在年报披露后 15 日内发表持续督导意见,这意味着其不负有事先核查、验证信息披露文件的职责,没有法定义务,也没有可能确保上市公司披露信息的真实、准确、完整。(2)《证券法》所列举的证券服务机构应当承担民事赔偿责任的虚假陈述文件类型,其中仅包括独立财务顾问报告,未包括持续督导意见。(3)在持续督导期间内,独立财务顾问已经通过日常沟通、定期回访等方式履行了法定职责,不存在过错。(4)财务顾问出具的相关持续督导意见在开篇“重要声明”部分明确提示,持续督导意见不构成对发行人的任何投资建议。督导报告属于程序性报告,不具有价值判断属性,独立财务顾问出具的持续督导意见不会影响投资者的投资决策,更不会造成投资者投资损失,故不应承担连带赔偿责任。

【风险揭示】

1. 中介机构须对己方不存在过错承担证明责任。在现代证券市场中,投资者的投资决策高度依赖证券服务机构提供的专业意见,保荐人、会计师事务所等各类证券中介机构作为市场“看门人”角色,对于弥补市场信息不对称并进而维护证券市场秩序,保障各类市场“公开、公平、公正”起到关键作用。《证券法》第八十五条、第一百六十三条对于保荐机构、承销机构及各类证券服务机构承担虚假陈述民事赔偿责任的归责原则确立了过错推定原则。也即,中介机构须对己方不存在过错承担证明责任,若未能有效举证证明其没有过错,则应就发行人对投资者的民事赔偿责任承担连带责任。

2. 中介机构的责任承担,并不以是否受到行政处罚或监管措施等为前提。根据《虚假陈述司法解释》第二条的规定,对于原告提起证券虚假陈述侵权民事赔偿诉讼,人民法院不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决的认定为由裁定不予受理。据此,在证券虚假陈述责任纠纷中,中介机构的责任承担,并不以是否受到行政处罚或监管措施等为前提。行政责任与民事责任在责任性质、认定标准、责任主体、责任实现方式等方面均存在不同。中介机构即便未被行政处罚或采取监管措施,亦存在承担连带赔偿责任的风险。

3. 保荐机构、承销机构及其直接责任人员,不能因信赖专业

机构的意见而免除审慎核查义务,而应结合尽职调查过程中获得的信息独立判断其真实性、合理性和一致性,必要时可寻求其他证券服务机构的意见予以验证。未能证明其已尽到全面核查验证义务的,存在被认定对虚假陈述行为具有过错的风险。例如,在涉及新三板市场的投资者诉某信息科技公司等一案中,法院认为,证券公司推荐相关主体在全国中小企业股份转让系统挂牌与发行参照适用《证券法》及《虚假陈述司法解释》的规定,主办券商对于财务报告中的疑点未有过分析性复核,亦未走访过主要上下游客户,难以认定为勤勉尽责,故判决其在 15% 范围内对发行人的虚假陈述责任承担连带赔偿责任。

4. 会计师事务所因其特有的执业形式导致其相对于其他专业人士来说更容易暴露在法律风险中。会计师事务所若不能证明已经遵守执业准则、规则确定的工作程序并保持必要的职业谨慎,存在承担连带赔偿责任的风险。即便会计师事务所执行了访谈、函证等实质性程序,然而在发行人具有舞弊动机、业务合理性存疑、存在客户配合造假的高度可能等情况下,如会计师事务所未采取进一步的审计程序,未获取进一步的审计证据,亦会被认定未尽到勤勉尽责义务。例如,在某投资者诉某技术公司等证券虚假陈述责任纠纷一案中,法院认定,会计责任与审计责任具有不同内涵和构成要件,会计师事务所是否勤勉尽责,应当根据审计业务相关法律和执业标准,结合案件事实予以认定。会计师事务所未提供

证据材料证明实施了必要的审计程序,对项目的开工情况、施工进度、完工进度等缺乏应有的关注和必要的数据复核,存在未勤勉尽责的情形,具有一定过错。

5. 律师事务所应当审慎履行核查和验证义务。根据《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第十二条、第十四条、第十五条及《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》第十条、第十一条等相关监管规定,对于查验事项的真实性,律师事务所应当审慎核查验证,对与法律相关的业务事项应当履行法律专业人士特别的注意义务,合理、充分地运用面谈、书面审查、实地调查、查询和函证、计算、复核等查验方法进行核查验证。对于不是从公共机构直接取得的文书,经核查和验证后方可作为出具法律意见的依据。待查验事项没有书面凭证或者仅有书面凭证不足以证明的,律师事务所应当采用实地调查、面谈等方式进行查验。若法律意见书中对于异常情形,未保持法律专业人士应有的职业怀疑,进一步核查验证即予以采信,存在与发行人承担连带赔偿责任的风险。

6. 资产评估机构为证券发行、上市、挂牌、交易及其他相关活动提供资产评估专业服务,若未能严格执行评估准则或者其他评估规范,未能恰当选择评估方法,对评估对象所涉及交易、收入、支出、投资等业务的合法性、未来预测的可靠性未能取得充分证据,未能充分考虑未来各种可能性发生的概率及其影响,致使上市公告的文件存在虚假陈述,存在与发行人承担连带赔偿责任的风险。

例如,在投资者诉某技术公司等证券虚假陈述责任纠纷一案中,法院认定,评估公司对于项目的可靠性未进行合理充分的调查、核实、分析,致使发行人公告的重大资产重组文件存在虚假记载、误导性陈述。现评估公司亦未能提供充分证据证明其在本次评估过程中不存在过错,应与发行人承担连带赔偿责任。

7. 资信评级机构从事证券市场资信评级业务,应当对自行收集的资料信息进行评估,以保证其及时性、准确性、完整性。在采信承销商、会计师事务所、律师事务所、资产评估等机构出具的相关材料时,应当在行业一般知识水平和能力范畴内对其真实性和准确性进行评估。在尽职调查方法方面,评级机构应当对证券发行人董监高以及主要业务和管理部门负责人进行访谈,实际考察证券发行人主要生产经营现场,进一步核实其生产经营现状、资产状况等,必要时对发行人的主要业务往来单位等进行调研访谈。如资信评级机构未审慎核查和进行必要的调查、复核,不足以排除其职业怀疑并形成合理信赖的,存在与发行人承担连带赔偿责任的风险。

8. 上市公司重大资产重组过程中,独立财务顾问需对重组动作审慎尽职调查,对上市公司申报文件的真实性、准确性、完整性进行充分核验,尤其对于重大资产重组中交易定价的公允性等事项予以重点关注。例如,在投资者诉某技术公司等证券虚假陈述责任纠纷一案中,法院认定,独立财务顾问出具的意见中采用其

他证券服务机构或者人员的专业意见的,仍然应予以审慎核查,并对利用其他证券服务机构或者人员的专业意见所形成的结论负责。对于重大资产重组中交易定价的公允性、盈利预测的可实现性等事项,独立财务顾问应当予以重点关注。独立财务顾问在财务顾问报告中的专业意见,显然与事实情况不符,构成误导性陈述。

9. 独立财务顾问在公司重组上市完成后的持续督导义务,不同于在公司重组上市过程中对相关申报文件真实性、准确性、完整性充分、广泛的尽职调查义务。独立财务顾问对上市公司年报并不进行事前审核,但其持续督导义务仍应有实质内容,须结合定期报告,对相关法律和监管规定的重点事项进行必要的督促、检查。

四、重大资产重组对方及帮助造假者引发的纠纷及法律风险提示

【纠纷类型】

1. 投资者起诉上市公司重大资产重组的交易对手方,以其向公司提供的信息不真实、不准确或不完整,导致公司披露的相关信息存在虚假陈述为由,要求判令交易对手方与发行人等责任主体赔偿损失。交易对手方否认其存在上述行为。

2. 投资者起诉上市公司的供应商和销售客户,以其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为由,要求判令供应商和客户与发行人等责任主体赔偿损失。被诉

的供应商和销售客户否认其存在上述行为,或主张不知虚假交易材料系用于上市公司财务造假。

3. 投资者起诉银行等金融机构,以其与发行人串通,出具虚假的银行询证函回函、虚假银行回单、虚假银行对账单等,欺骗注册会计师,导致公司披露的信息存在虚假陈述为由,要求判令该金融机构与发行人等责任主体赔偿损失。金融机构则主张,其不明知财务造假情况,或虚假询证函所涉业务已完成,未给上市公司造成实际损失,因此不应承担赔偿责任。

【风险提示】

1. 不同于发行人控股股东、实控人、董监高等内部责任人适用的过错推定原则,投资者起诉重大资产重组的交易对手方、发行人的供应商、销售客户、为发行人提供服务的金融机构时,应当举证证明各主体分别符合《虚假陈述司法解释》第二十一条、第二十二条规定的责任构成要件。尤其是帮助造假者的责任应以其明知发行人实施财务造假活动为前提。至于是否符合“明知”要件,可结合帮助造假者的客观具体行为综合分析认定。

2. 上市公司重大资产重组的交易对手方,作为重组活动的参与者,掌握着与标的公司有关的真实信息,应当向上市公司如实提供并购重组所需的相关信息。2021年修订的《上市公司信息披露管理办法》第六十二条将“重大交易有关各方”规定为信息披露义务人。2022年1月前,重大重组交易对手方常以其并非法定的赔

偿责任主体,不是适格被告为由提出抗辩。为此,《虚假陈述司法解释》专门增设了第二十一条,明确将之列为证券虚假陈述的责任主体。此前司法实践已有案件判令重大重组交易对手方应承担赔偿责任。例如,在投资者诉某股份有限公司等证券虚假陈述责任案中,某技术有限公司作为重大资产重组的标的公司,向发行人提供的盈利预测和营业收入信息存在误导性陈述、虚假记载,导致发行人公告的重大重组资产文件存在营业收入及估值虚增,法院据此判令某技术有限公司应向投资者承担全额连带赔偿责任。

3. 发行人的供应商或销售客户,不得配合发行人进行财务造假。如其存在为发行人提供虚假交易合同、发票等与财务造假密切相关材料的行为,或者故意隐瞒重大事项,在审计机构发送的询证函等文件上作出虚假回复,导致发行人的信息披露文件存在虚假陈述的,即可能面临被认定为配合财务造假的风险。例如,在投资者诉某智能系统股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中,某物联公司系发行人的销售客户,审计机构在年报审计期间向其发送《往来账项询证函》,某物联公司在明知该询证函系用于年报审计且函中记载的贸易行为均系虚构的情况下,仍回函确认“信息证明无误”。该种行为即存在可能被认定为配合造假、需承担相应连带赔偿责任的风险。

4. 为发行人提供服务的银行等金融机构,不得配合发行人进行财务造假。如其明知发行人实施财务造假活动,仍然提供虚假

的存款证明等予以配合,或者故意隐瞒重要事实,就银行函证等提供虚假回函信息,导致发行人的信息披露文件存在虚假陈述的,即存在向投资者赔偿由此导致损失的风险。例如,在投资者诉某娱乐股份有限公司等证券虚假陈述责任案中,上市公司在某银行处的巨额存款存在质押,但某银行在收到审计机构发出的函证、后回函确认上述存款不存在担保或其他使用限制。某银行虽抗辩称,其对于上市公司财务造假并不明知,但鉴于审计机构制发的函证中已载明正在对被函证公司 2016 年度的财务报表进行审计,某银行作为专业的金融机构,对上市公司审计函证的用途、标准及后果应属明知,故某银行的上述行为存在被认定为帮助造假、可能承担相应连带赔偿责任的风险。

五、追偿权纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 发行人因证券欺诈被判令承担民事赔偿责任后,以发行人利益受到侵害、产生损失为由,向负有责任的控股股东、实际控制人、董监高提起损害公司利益责任纠纷,要求其就发行人对外赔付投资者产生的损失承担赔偿责任。控股股东、实际控制人往往抗辩称,其并不实际参与公司经营管理,对证券欺诈事宜不知情。董监高则抗辩认为其在任职期间恪尽职守、勤勉尽责,对于证券欺诈行为无主观故意或严重过失,不应承担相应责任。

2. 发行人因证券欺诈被判令承担民事赔偿责任,但未向相关

责任人追偿。中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)向发行人发函,要求其向责任人追偿。在发行人未在合理期间内采取行动的情况下,投服中心依据《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第 151 条及《证券法》第 94 条,以发行人的利益受到侵害为由,向负有责任的控股股东、实际控制人及董监高等提起股东派生诉讼。

3. 发行人因证券欺诈对投资者承担赔偿责任后,认为独立财务顾问未能按照合同约定勤勉尽责履行职责,导致重组置入资产评估值严重虚增,造成公司重大损失,故以违约作为请求权基础要求独立财务顾问赔偿损失并退还服务费用。独立财务顾问则抗辩认为:(1)其不存在不履行合同义务的情况;(2)在证券欺诈系列案件中,已作为中介机构按照生效判决所确定的责任份额足额对投资者赔付,不应再承担对发行人的赔偿责任。

4. 因发行人证券欺诈,中介机构对证券投资者先行赔付后,向发行人及其控股股东、实际控制人董监高,以及其他中介机构等潜在的连带责任人提起追偿权纠纷,要求其分摊损失。被告方往往提出抗辩认为,赔偿事宜系该中介机构自行与投资者达成的方案,赔偿金额过高,不认可先行赔付中认定的三日一价、损失核定方法,并对责任份额划分提出异议。

5. 因发行人信息披露存在虚假陈述,中介机构被判决与发行人对投资者承担全部连带赔偿责任或部分连带赔偿责任。中介机

构赔付投资者损失后,对实际承担超过自己内部责任份额的部分,向其他连带责任人提起追偿权纠纷。对于中介机构的内部责任份额如何确定、是否存在终局责任人等问题尚存争议。有观点认为中介机构应按其过错程度承担一定比例的内部责任份额,也有观点认为,中介机构对外承担的是不真正连带责任,在内部追偿时不再承担终局责任。

【风险揭示】

1. 发行人因证券虚假陈述等侵权行为对投资者承担民事赔偿责任后,控股股东、实际控制人、董监高、中介机构等其他连带责任人,均存在被发行人追偿的风险。根据《证券法》规定,投服中心可以不受《公司法》中关于提起股东派生诉讼持股期间和持股比例的限制,以自己的名义为公司利益向人民法院提起诉讼。部分发行人在收到投服中心的敦促后,自行通过发律师函、诉讼等方式向相关责任主体要求分摊损失。如发行人急于行使权利,投服中心通过提起股东代位诉讼的方式,对损害上市公司全体股东利益的相关责任人、执行职务违法的董监高予以民事追偿。在投服中心的敦促下,发行人在承担证券侵权责任后向董监高、中介机构追偿的案件有增多的趋势。

2. 中介机构受发行人委托,为证券发行提供专业服务,其与发行人之间签订相关服务合同,存在委托合同关系。中介机构除严格遵守法律法规和行业规范外,还应恪守合同约定,切实履行勤

勉尽责义务,勤勉履行核查、验证等职责,确保出具的文件真实、准确、完整,切实维护投资者合法权益,否则存在被发行人提起违约之诉的风险。

3. 中介机构因证券虚假陈述等侵权行为对投资者承担民事赔偿责任后,发行人、控股股东、实际控制人、董监高、其他中介机构等连带责任人亦存在被追偿的风险。目前立法上对于追偿范围、发行人及董监高等责任主体内部责任份额的区分并不明确。《虚假陈述司法解释》第二十三条第一款规定,承担连带责任的当事人之间的责任分担与追偿,按照《中华人民共和国民法典》第一百七十八条的规定处理。由于《中华人民共和国民法典》第一百七十八条仅规定了连带责任内部追偿的一般规则,对于证券侵权连带责任人的内部追偿,法院将根据连带责任义务人的过错和原因力,综合个案情况具体确定内部责任份额的分担。

第五部分 对各方市场主体的建议

一、对证券发行人的建议

(一) 持续完善公司治理结构

确保董事会审计委员会独立性,吸纳具有财会、法律背景的专业人士,独立负责监督财务报告和内部控制,监督信息披露流程。细化审计委员会职责,明确具体议事规则和工作流程。推动独立

董事参与审计委员会,主导外部审计机构选聘,全程监督审计流程。引入第三方评估机制和投资者监督,形成内外联动的制衡体系,强化对公司运营的监督。

(二) 切实杜绝欺诈发行

明确“关键少数”的诚信责任,禁止以“圈钱”为目的上市。严格核查招股说明书、债券募集文件等材料的真实性、准确性及完整性,避免隐瞒或编造重大事实。若因欺诈发行被责令回购股票或兑付债券本息,应主动启动回购程序,避免引发连带诉讼风险。

(三) 强化财务规范与内控制度

实施财务与业务隔离,建立严格的财务审核机制,避免虚构收入、虚增利润或操纵成本费用,禁止利用融资性贸易、虚假合同等手段进行财务造假。建立多级财务审核机制,确保收入确认、成本核算等关键环节符合会计准则。建立跨部门交叉验证机制,要求业务部门提供基础数据的原始凭证,并由财务、法务部门交叉验证。引入第三方审计机构对重大交易、关联方资金往来等进行专项核查。引入智能财务分析工具,训练财务造假识别模型,抓取典型风险信号。对子公司、并购标的实施统一内控标准,定期稽核其财务数据真实性,尤其关注完成业绩承诺的标的公司的异常交易。

(四) 规范并购重组信息披露

要求交易对手方及标的公司提供完整、真实的资产与经营数据,聘请独立财务顾问、法律顾问严格核查标的资产瑕疵及风险。

在重组文件中明确交易对手方的信息披露义务及违约责任,避免依赖单一信息来源。若标的资产后续发生重大不利变化,应立即履行风险提示及披露义务。通过供应链体系、关键人员等对标的公司业务情况进行审慎核查。加强对业绩承诺的合理性评估与动态监控,聘请独立评估机构对盈利预测进行敏感性分析。及时披露并购重组进展及重大变化,加强披露重大资产重组公开承诺履行情况,避免滞后披露构成虚假陈述。

(五) 强化关联交易管理及披露机制

建立关联方清单和动态更新机制,定期识别和更新关联方名单,采用“实质重于形式”原则,确保所有关联方都被纳入管理范围。严格审批流程,重大关联交易需经过董事会或股东大会批准,履行审议程序。进行定价公允性评估,采用市场价、第三方评估等方式确定交易价格,避免利益输送。强化独立董事和外部审计机构审查,确保关联交易的真实性、合规性和公允性,避免关联方非经营性资金占用。严格按照《证券法》及交易所规则披露关联交易,提高披露内容的标准化程度,如实披露关联交易的基础信息、关键条款和对公司经营的影响分析。

(六) 及时披露重大事件

真实、准确、完整地披露重大合同签署情况,对重大合同的履行、变更、终止等进展实时监控,按“实质重于形式”原则及时披露,高度重视披露重大合同的时间节点。严格遵循对外担保审议

程序,及时披露重大担保的存在和影响。做好重大诉讼、仲裁事项的定期披露和临时披露,不得隐瞒控股子公司涉诉、涉仲裁事项。建立风险预警机制,对经营业绩亏损或大幅波动、商誉减值等重大风险,设置内部预警阈值,确保及时公告。

(七)积极填补受损投资者实际损失

妥善对接投资者索赔诉求,在诉讼初期主动与投资者协商和解,配合法院“示范判决+平行案件调解”机制,缩短赔付周期。积极配合法院审理工作,提高举证积极性,协助优化投资者损失核算效率,确保赔偿金额公平合理。专项披露赔偿进展,通过业绩说明会等主动回应索赔关切,重建市场信任。落实责任主体追偿,在赔付后应向“首恶”“帮凶”追偿。

二、对控股股东、实际控制人的建议

(一)规范行使对公司的控制权

严格区分自身与上市公司的权责界限,与发行人的日常经营及信披岗位建立隔离机制,禁止直接操控财务、信披系统。不得授意、组织、指使公司决议机关和相关人员实施虚假陈述,不得刻意隐瞒相关事项,导致发行人实施虚假陈述。规范关联交易与资金往来,严禁通过虚构交易、资金拆借、违规担保等方式占用上市公司资源。支持独立董事与审计委员会监督,保障其获取信息的渠道畅通,不得限制其聘请第三方中介机构对可疑交易进行专项检查。

(二) 配合信息披露与中介核查

设立专门部门或人员,对接上市公司信息披露工作,确保重大信息第一时间传递至上市公司。控股股东、实际控制人发生控制权变动、重大债务危机、涉及诉讼仲裁等情形时,应及时履行主动告知义务,并配合披露。配合保荐机构、会计师事务所,提供真实财务数据、业务合同及银行流水,配合穿透核查客户/供应商真实性、收入确认依据等关键信息,对中介机构提出的质疑需提供书面解释及佐证材料,不得阻挠或施压。

(三) 实现关联交易透明化

严格履行非经营性资金占用、关联交易的审批及披露程序,禁止“体外循环”等隐蔽操作。通过公开市场交易或第三方评估确定关联交易价格,保留定价依据备查。

三、对董事、监事、高级管理人员的建议

(一) 强化勤勉尽责义务

实质性审核披露文件,对定期报告、临时公告等披露文件进行逐项核查,重点关注异常财务数据(如营收激增、毛利率畸高、预付款项异常等),要求财务部门出具原始凭证佐证和专项说明,必要时启动内部调查程序。建立动态风险监测机制,定期审阅公司业务合同、资金流向、关联交易记录等核心资料,结合行业趋势和可比公司数据,识别潜在虚假陈述风险。

(二) 严格落实异议与免责机制

在董事会决议中明确记录对文件的质疑及核查过程,对存疑事项拒绝签字并留存书面异议,避免因“默示同意”承担连带责任。留存履职证据,保存履职过程中的沟通记录、核查报告、外部专家意见等材料,作为证明已尽勤勉义务的关键证据。

(三) 完善风险报告与整改监督

强制报告义务,发现公司存在虚增利润、隐瞒关联交易等行为时,应立即向董事会、监事会或直接向证券监管部门报告,并督促管理层限期整改。跟踪整改效果,对已报告的风险事项建立台账,持续跟进整改措施落实情况,确保风险闭环管理。

(四) 独立董事履职专项要求

专业背景深度介入,依据财务、法律、行业等专业背景,重点审查重大交易(如并购重组、关联担保)的合理性,要求管理层补充尽调报告或估值分析。健全第三方机构辅助决策机制,对存在争议的议案,可单独聘请会计师事务所、律师事务所等独立机构进行复核,确保决策依据的真实性与公允性。

四、对重大资产重组关联方的建议

(一) 确保标的资产信息真实完整

杜绝虚增估值与隐瞒关联交易,标的资产的评估报告需基于充分的市场数据与合理假设,不得通过虚构交易、虚增收入或利润等手段抬高估值。关联交易应完整披露交易背景、定价依据及利益输送风险,避免因“利益输送”或“掏空资产”引发法律追责。

(二) 严格履行尽职调查配合义务

开放资料与现场核查,配合上市公司及中介机构对标的资产的财务、业务、法律状况进行全面核查,提供完整的原始合同、银行流水、纳税记录等核心资料,不得限制审计人员或律师的现场调查权限。标的资产实际控制人及管理层应确保提供的信息真实、准确。

(三) 规范业绩承诺与对赌协议执行

合法实现业绩目标,对赌协议中约定的业绩承诺需通过合法经营与真实业务增长实现,严禁通过虚构收入、跨期调节利润、关联方资金循环等财务造假手段完成对赌指标。设置动态调整机制,若因行业环境变化或不可抗力导致业绩承诺无法实现,应及时与上市公司协商修订条款或引入补偿方案,避免因造假触发赔付风险。

(四) 建立内部合规审核机制

独立评估与内部审计,对标的资产的核心交易(如重大合同、资产权属变更)进行内部合规审查,必要时聘请独立第三方机构对资产价值、法律风险进行复核,确保重组方案公允合理。责任追溯与档案管理,留存重组全过程的决策文件、评估报告、沟通记录等资料,明确关联方内部人员的职责分工,便于事后追责与自证合规。

(五) 防范“忽悠式重组”法律风险

审慎推进重组进程,避免利用重组概念炒作股价,在交易条件未成熟时不得发布误导性公告或泄露内幕信息。若重组终止,需及时披露原因并说明对中小投资者的影响。强化承诺约束力,在交易协议中增设违约条款,若因关联方提供虚假信息导致重组失败或上市公司损失,需承担违约责任。

五、对中介机构的建议

(一) 强化全流程尽职调查义务

穿透核查异常交易,对发行人财务数据中涉及的大额预付款、关联销售、异常现金流等保持合理职业怀疑,通过实地走访客户、供应商、调取银行流水、交叉比对合同与物流记录等方式验证交易真实性。引入第三方验证机制,对关键业务数据(如收入确认、存货盘点)聘请独立第三方机构进行抽样复核,确保审计结论不受发行人干预。

(二) 确保专业意见的独立性与审慎性

独立复核核心信息,对收入确认政策、商誉减值测试、关联交易定价等关键领域进行独立分析,避免依赖发行人提供的单方资料。审计底稿需完整记录核查过程及结论依据,确保可追溯性。

(三) 规范函证程序与证据留存

全程控制函证流程,银行函证、客户/供应商往来确认函需由中介机构直接发出并收取回函,禁止发行人经手或篡改。采用区块链存证技术或电子函证平台,确保函证过程不可篡改且全程留

痕。强化回函异常处理,若回函内容与发行人记录存在重大差异(如金额不符、印章造假),应扩大核查范围,必要时向监管部门报备。

六、对发行人供应商、客户、金融服务机构的建议

(一) 严守商业诚信底线

拒绝参与虚假交易,不得配合发行人伪造销售合同、虚开发票或虚构物流记录,避免因协助造假被追究民事赔偿或行政处罚责任。审慎出具证明文件,银行不得为发行人出具虚假存款证明或资金流水,供应商、客户不得为发行人隐瞒真实交易情况。

(二) 规范函证回复与核查配合

独立核实交易真实性,收到审计询证函时,需对照内部系统记录逐项核对交易金额、时间等细节,确认无误后再盖章回复。留存沟通证据,对发行人的异常要求(如要求配合修改函证内容)应书面拒绝并保存邮件、聊天记录等证据。

(三) 建立内部合规防控体系

加强反舞弊培训,针对财务、销售等关键岗位员工开展案例警示教育,明确配合造假者法律责任及公司商誉损失后果。