包容与平衡：新三板主办券商持续督导的勤勉尽责探析

姜　帅

摘　要　新三板市场的特殊性以及涉及主办券商监管案件、虚假陈述责任纠纷的出现使主办券商持续督导的勤勉尽责认定成为重要的法律问题。对 2018—2023 年发生的证券监管案例与虚假陈述责任纠纷进行实证研究发现，监管机构和法院均对主办券商持续督导的勤勉尽责认定表现出包容审慎趋向。现行法理论说认为主办券商有别于沪深交易所保荐人，而且持续督导阶段履职标准不同于推荐挂牌阶段，为包容审慎的监管和司法实践提供了合理的依据和方法论。但过度的包容审慎也可能导致威慑不足，建议从加强自律管理力度，适度回归规则执法，允许主办券商持续督导合理信赖其他中介机构意见，确立“吹哨抗辩”等合理勤勉抗辩事由等方面建立约束与激励相容的制度体系。

关键词　新三板　主办券商　持续督导　勤勉尽责　虚假陈述　合理信赖

为了规范和发展新三板市场，我国引入了主办券商制度来辅助进入新三板的公司挂牌发行、规范运作，其作用与熟知的保荐人相类似。其中，由主办券商承担持续督促、指导新三板挂牌公司履行信息披露、规范运作、信守承诺等义务的终身持续督导制度是重要安排之一，对提高新三板挂牌公司质量、保护投资者合法权益、促进资本市场健康稳定发展具有重要意义。

然而，近年来在“全面压实中介机构责任”以及《证券法》（2019 年修订）强化民事责任的背景下，主办券商因持续督导失责遭遇监管，并被投资者诉请承担虚假陈述民事责任的案例引发了业界关注。这是因为，与沪深主板市场、创业板市场、科创板市场和北京证券交易所市场相比，新三板市场在市场定位等诸多方面具有特殊性（沈红波 等，2023），主办券商持续督导与前述市场中的保荐人持续督导无论是工作特质还是法律适用方面，都很难等同视之，要在监管与司法中实现威慑与包容的平衡颇具挑战。

鉴于此，本文拟从证券监管与民事责任两个视角切入，采用实证研究的方法，发掘有关现状，探明有关法理，初步探析新三板主办券商持续督导的勤勉尽责问题，以期为今后我国新三板主办券商持续督导勤勉尽责的制度完善和执法优化提供有益参考。

一、主办券商持续督导勤勉尽责认定的包容审慎实践

对 2018—2023 年发生的证券监管案

姜帅，中央财经大学法学院。本文特别感谢东北证券股份有限公司王爱宾总监团队的支持，文责自负。中国证券业协会 2023 年重点课题“证券公司持续督导勤勉尽责标准与民事责任研究”（2023SACKT091）。

例与虚假陈述责任纠纷两方面进行实证研究发现，在当前证券监管与虚假陈述责任纠纷实践中，监管机构与法院均对主办券商持续督导勤勉尽责认定持包容审慎立场。

（一）证券监管领域

表 1 集中列示了关于新三板主办券商持续督导的监管文件。从监管主体来看，主办券商履行持续督导职责受到证监会和全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称“全国股转公司”）的监管。在监管类型上，相应可以分为行政监管和自律管理两大类，具体措施包括行政处罚、行政监管措施、纪律处分，以及约见谈话、提交书面承诺等自律监管措施。

依循上述规范考察主办券商持续督导履职的监管实践，可以发现，无论是行政监管，还是自律管理，都秉持了包容审慎的监管取向。这首先表现在证监会尚未对主办券商的持续督导失责课以严厉的行政处罚[①]，而是主要采取行政监管措施，但其比例也仅占到证监会对所有证券公司持续督导做出行政监管措施的一小部分。2018—2023 年，证监会共做出 90 例针对证券公司持续督导失责的行政监管措施，涉及新三板主办券商的仅有 18 例，占比仅 20%。[②] 同期，新三板挂牌公司基本稳定在 7 000 家左右，沪深交易所上市公司在 4 500~5 000 家。由执法数量及比例可见，证监会已关注到多层次资本市场中新三板主办券商持续督导的勤勉尽责标准有别于主板市场、二板市场（创业板市场、科创板市场和北京证券交易所市场，后文不予赘述）。

同时，通过考察自律监管措施的数量也可印证包容审慎的取向。2022 年 8 月至 2023 年全国股转公司做出的自律监管措施总数达到了 268 例，但全国股转公司官网公布 2022 年 8 月之后明确涉及持续督导的仅 5 例[③]，占比 1.87%，并且未对主办券商做出 1 例纪律处分。

（二）虚假陈述责任纠纷

自首例涉新三板虚假陈述责任纠纷案——“新绿股份案”肯认《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2003〕2 号，以下简称《旧虚假陈述司法解释》）对新三板市场的适用性之后[④]，2022 年 1 月 21 日发布的《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》（法释〔2022〕2 号，以下简称《新虚假陈述司法解释》）在适用场所层面正式

① 2018年以来，证监会只对证券公司持续督导做出了4例行政处罚，有关处罚载于中国证监会行政处罚决定书〔2018〕46号，中国证监会行政处罚决定书〔2019〕70号，中国证券监督管理委员会重庆监管局行政处罚决定书〔2021〕5号，中国证监会行政处罚决定书〔2023〕45号。其中未有新三板主办券商因持续督导遭受处罚的情形。

② 数据来源：东北证券监管处罚案例信息库系统。该案例信息库案例信息来自中国证监会及其派出机构、中国人民银行及其分支机构、国家外汇管理局分局、沪深北证券交易所、中国证券业协会、全国股转公司等监管机构官网公示的行政处罚、行政监管措施、纪律处分和自律监管措施。

③ 数据来源：https://www.neeq.com.cn/disclosure/securities_trader_supervise.html。

④ 这种肯认不宜理解为无条件的适用。在《新虚假陈述司法解释》明确将新三板纳入适用范围后，郭锋(2023)指出：“以上列举分析的虚假陈述司法解释所应当适用的交易场所，只是司法解释适用的必要条件，而非充分条件……是否适用，还应当结合该虚假陈述涉及的民事责任性质、信息披露义务违反情况、证券类型、投资者情况、证券交易情况，特别是后文论述的司法解释适用要件，进行综合分析判断。”

表 1　新三板主办券商持续督导监管文件（截至 2024 年 3 月）

规范名称	发布主体	最新发布（修订）时间	涉及持续督导的内容
非上市公众公司监督管理办法（2023 年修订）	证监会	2023 年 2 月 17 日	第 41、63、74、75 条
非上市公众公司信息披露管理办法（2021 年 10 月修正）	证监会	2021 年 10 月 30 日	通篇均为持续督导相关内容
非上市公众公司收购管理办法（2020 年修正）	证监会	2020 年 3 月 20 日	第 9、27 条
非上市公众公司重大资产重组管理办法（2023 年修订）	证监会	2023 年 2 月 17 日	第 27、28 条
全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）（2013 年修订）	全国股转公司	2013 年 12 月 30 日	第 1.6、2.1、2.2、4.2.6、4.3.4、4.4.4、4.5.1、5.7 条
全国中小企业股份转让系统主办券商管理办法（试行）	全国股转公司	2020 年 9 月 29 日	第 5、25、29、66 条
全国中小企业股份转让系统主办券商持续督导工作指引（2021 年修订）	全国股转公司	2021 年 11 月 12 日	通篇均为持续督导相关内容
全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露规则（2021 年修订）	全国股转公司	2021 年 11 月 12 日	通篇均为持续督导相关内容

资料来源：作者整理。

将新三板市场纳入适用范围。受此影响，新三板虚假陈述责任纠纷日益多发。截至 2024 年初，已审结了 5 例新三板虚假陈述责任纠纷，分别为“新绿股份案”“银都传媒案”[①]“时空客案”“亨达股份案”“行悦信息案”，其他潜在诉讼案件数量则尚不能获知。

从这些已公开诉讼的案件来看，由于新三板挂牌公司挂牌后主办券商负有终身持续督导职责，对挂牌公司重大信息披露均需进行审核，投资者为尽可能索赔，主办券商几乎每案必涉。而适用《新虚假陈述司法解释》之后可能面临的严厉连带责任也引发了行业较大关注。虽然其中“新绿股份案”以“原告主张并不符合《虚假陈述若干规定》关于诱多型虚假陈述行为损害赔偿的法定情形”告终，主办券商最终未承担责任，但主办券商是否勤勉尽责、应赔以及赔多少仍是其中的关键焦点。值得关注的是，法院对此也呈现出了包容审慎的趋向。

首先，在首例进入实质审理的“时空客案”中，虽然全国股转公司向东兴证券出具了关于持续督导的警示函，但法院不仅肯认时空客集团及其实际控制人财务造假具有隐蔽性，而且认定东兴证券在督导时空客集团 2015 年度报告过程中，及时向广大投资者发出了存在关联方占用资金

① 该案未予公开，但据代理投资者国赢资本进行索赔的律师事务所披露，该案中东方花旗证券有限公司作为武汉银都文化传媒股份有限公司的主办券商，最终承担了20%的连带责任。参见“第四届华商律师十大诉讼案件与十大非诉案件评选”参选案例展示（五）[EB/OL].(2024-2-28).https://mp.weixin.qq.com/s/GcDax9ip1J8A_3-_sDTYyQ.

的《风险提示公告》，已尽督导之责。东兴证券最终因此免于担责。其次，即便是在首例判决主办券商担责的“亨达股份案”中，终审法院也表现出了较为明显的审慎态度。该案中，相较于中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）承担 20% 连带赔偿责任（总诉讼标的 1800 万），主办券商诚通证券最终仅承担了 2% 连带赔偿责任。[①] 而同期主板市场证券公司因持续督导失责承担民事责任的最低比例则为 20%。[②] 最后，在 2023 年最新判决的“行悦信息案”中，上海金融法院更是根据主办券商履职情况明确了分阶段认定勤勉尽责的做法，最终做出了主办券商对持续督导期间发生虚假陈述免于担责，仅对挂牌前尽职调查阶段的虚假陈述承担相应责任的判决。[③]

二、包容审慎的法理逻辑：主办券商持续督导的特殊性质

监管机构和法院认定主办券商持续督导勤勉尽责的包容审慎趋向，背后基于何种原因？明晰此中的法理逻辑既是评判此种做法正当与否的重要内容，也是结合理论和实践发现有关完善方向的重要基础。总体来看，当前包容审慎认定主办券商持续督导勤勉尽责的法理论说可以概括为主办券商持续督导本身具有特殊性质，具体分为两个层面，一是新三板主办券商的法律地位有别于沪深交易所保荐人，二是主办券商持续督导阶段履职标准不同于推荐挂牌阶段。

（一）新三板主办券商的法律地位有别于沪深交易所保荐人

第一种论说认为，尽管主办券商与保荐人功能相似，但新三板市场在多层次资本市场中区别于沪深交易所的特殊性决定了新三板主办券商的角色并不是按照主板市场和二板市场保荐人的角色进行设定的，也不可能按照前者设定。这是因为，新三板市场被《证券法》（2019 年修订）定位为全国性证券交易场所，在多层次资本市场体系中属于承上启下的中间梯队（陈洁，2020），与沪深交易所服务大型、较大型企业不同，其服务的对象为创新型、创业型和成长型民营中小企业（徐明，2021）。对应地，我国新三板挂牌企业在规模、估值、公司治理、付费能力方面远不及主板市场的上市公司[④]，且数量远高于前者，同时设置了较高的投资者准入门槛[⑤]，绝大部分是机构投资者，以匹配较

① 张晓云.首例新三板定增涉嫌虚假陈述案落槌！中兴华会计所担责20%、诚通证券担责2%[EB/OL].(2023-6-26).https://baijiahao.baidu.com/s?id=1769730695999804654&wfr=spider&for=pc.

② 江苏省高级人民法院民事判决书(2021)苏民终563号。

③ 刘艺文.全国首例新三板做市交易 证券虚假陈述案判决生效[EB/OL].(2023-12-21).https://baijiahao.baidu.com/s?id=1785840183998557566&wfr=spider&for=pc.

④ 李寿双.新《虚假陈述司法解释》在新三板证券虚假陈述侵权案件中的适用[EB/OL].(2022-10-08).https://baijiahao.baidu.com/s?id=1746117261002913238&wfr=spider&for=pc.

⑤ 依据《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理办法》（股转系统公告〔2021〕937号，2021年9月17日第二次修订）第4条：“投资者参与创新层股票交易应当符合下列条件：（一）实收资本或实收股本总额 100 万元人民币以上的法人机构；（二）实缴出资总额 100 万元人民币以上的合伙企业；（三）申请权限开通前 10 个交易日，本人名下证券账户和资金账户内的资产日均人民币 100 万元以上（不含该投资者通过融资融券融入的资金和证券），且具有本办法第六条规定的投资经历、工作经历或任职经历的自然人投资者。如果是参与基础层股票交易，依据该管理办法第5条，有关财务条件需在此基础上加倍。”

高的投资风险。除此之外，新三板市场本身肇源于2006年中关村园区非上市公司金融证券公司代办股份转让系统启动股份转让试点（王娴 等，2020），在市场管理理念层面，更多依靠自律管理、中介机构监管、私人监管的新理念，而不像主板、创业板那样，依靠行政监管和公共执法（邢会强，2018）。因此，我国全国股转公司从有利于市场发展的考虑出发设置了终身持续督导，有别于主板市场有固定期限（通常为2年）的持续督导安排。在规则体系层面，主办券商也不直接适用《证券法》和《证券发行上市保荐业务管理办法》对保荐人的规定。

最高人民法院印发的《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》（以下简称《新三板、北京证券交易所司法保障意见》）也因应和阐释了此种立场，其第7条指出："……对服务中小企业的证券中介机构的过错认定，坚持排除职业怀疑后的合理信赖标准，提高裁判标准的包容性和精准性。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《虚假陈述司法解释》第23条的规定[①]，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'。"

（二）主办券商持续督导阶段履职标准不同于推荐挂牌阶段

第二种论说认为，由于新三板主办券商履职分为挂牌前尽职调查以及挂牌后持续督导两个阶段，两种业务的监管规范及履职标准均存在差别，故应对其勤勉尽责及责任分别做出认定。目前，司法实践中确立该论说的是"行悦信息案"。该案法院认为，考虑到与主板、科创板等其他市场较短的督导期间相比（比如，主板督导期不超过三年），新三板市场的持续督导期间自公司挂牌持续至摘牌时，时间较长，且相关监管指引并未强制要求主办券商对挂牌期间的财务数据进行实质审查。所以结合某证券公司的具体履职情况，其对挂牌后持续督导阶段的虚假陈述无须承担责任。[②]

此论说可以作为第一种论说的合理延伸。原因在于，主办券商对公司挂牌前后的履职的确存在目标、职责、地位、收费层面的不同。第一，前者的目的在于增强上市公司信息的真实性，缓解证券市场由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险，从而保护投资者的利益，提高融资与监管效率（陈洁，2016），而后者的目的在于督促公司发行上市后公司规范运作、履行承诺、合规使用募集资金等。第二，由于前者对投资者保护而言更加重大，监管

① 经笔者考察，虽然《新三板、北京证券交易所司法保障意见》的颁布晚于《新虚假陈述司法解释》，但此处的第23条仍是指《旧虚假陈述司法解释》第23条，其规定："证券承销商、证券上市推荐人对虚假陈述给投资人造成的损失承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员对证券承销商、证券上市推荐人承担的赔偿责任负连带责任。其免责事由同前款规定。"而《新虚假陈述司法解释》第23条规定的是虚假陈述中承担连带责任主体相互追偿的内容。

② 刘艺文.全国首例新三板做市交易证券虚假陈述案判决生效[EB/OL].（2023-12-21）.https://baijiahao.baidu.com/s?id=1785840183998557566&wfr=spider&for=pc.

机构因此要求主办券商在公司挂牌前按照规定对发行人进行全面调查，以充分了解发行人的经营状况及其面临的风险和问题，并赋予了其协调各方的核心地位，因此主办券商对挂牌公司收取的费用也较高，在法律责任层面也反映为与保荐人类似的担保性质。而对于后者，因为公司已经完成挂牌，所以此时主办券商属于退居二线的督促者与顾问，主要负责审核重大信息披露，而且仅作为聘用的信息披露辅助人，并非原始信息的接触者。挂牌公司是否真实、准确、完整提供信息，是配合还是阻挠才是决定有关工作的关键。而且，主办券商在有限的费用和调查手段下显然不足以达到确保信息披露真实、准确、完整的程度。

（三）小结

综上所述，本文对基于主办券商持续督导特殊性质的法理论说从两方面予以了递进式的归纳和阐述。应当说，现行论说既为现行证券监管执法的包容审慎提供了正当性依据，也为虚假陈述责任纠纷中法院从分配正义、激励相容和商业逻辑考量，对主办券商持续督导审慎限制适用《证券法》和《新虚假陈述司法解释》中的连带责任规则提供了空间。[①] 而且此等论说也进一步明确了主办券商的法律地位，即主办券商的勤勉尽责要求应低于保荐人，在具体履职层面，持续监督的勤勉尽责要求还应低于主办券商推荐挂牌阶段尽职调查。特别是在“亨达股份案”中，还确立了主办券商持续督导勤勉尽责标准及责任低于会计师勤勉尽责标准及责任的做法。此种做法与美国证券交易委员会在 1981 年制定并用来解释勤勉尽责标准具体考量因素的 176 规则殊途同归，即通过充分考量相关责任主体的地位、职位与重要程度来确定其勤勉尽责的标准与责任（邢会强，2021）。总体来看，这较好兼顾了我国新三板市场的客观情况。

三、我国主办券商持续督导勤勉尽责的完善空间

尽管基于主办券商持续督导特殊性质的法理论说为证券监管和司法实践提供充分依据和一定的方法论，但围绕我国主办券商持续督导勤勉尽责还存在需要重点完善的空间，这在证券监管领域显得尤为突出。在这之中，顺应新的监管趋势，有必要加强自律管理力度，适度回归规则执法，同时还应允许主办券商持续督导合理信赖其他第三方专业机构意见，确立“吹哨抗辩”等合理勤勉抗辩事由，以形成约束与激励相容的制度体系。

（一）加强自律管理力度，适度回归规则执法

一是应强化对主办券商持续督导的自律管理力度。这是因为，尽管监管机构有

① 本文认为，虚假陈述责任纠纷中法院对新三板主办券商持续督导民事责任的克制是为填补“隐藏型法律漏洞”进行目的性限缩。所谓隐藏型法律漏洞，是指制定法虽然含有可适用于这类案件的规则，但根据该规则的意义和目的，它在这里并不适合使用，因为在评价上这一规则恰好没有虑及此类案件的特质。显然，新三板主办券商因持续督导失责承担虚假陈述责任属于这一情形：虽然法律关系相似，似乎可以适用《证券法》和《新虚假陈述司法解释》中的连带责任规则，但实际上，新三板市场的特殊情况和持续督导履职的特殊性使法院必须进行必要的限制。

理由采取包容审慎立场，但过度的包容审慎也可能产生威慑不足，导致主办券商持续督导流于形式的问题，不利于新三板市场长远发展。实际上，我国已经有学者质疑新三板主办券商持续督导履职的实效问题，指出券商持续督导义务系自律性约束，缺乏法律约束力（姚云，2016；武长海，2021）。前文的实证研究进一步印证了这一观点，从 2022 年 8 月之后自律管理层面公示的信息来看，针对主办券商持续督导的监管仅仅是新三板自律监管中的“小角落”，不仅做出的自律监管措施数量很少，而且纪律处分尚处于未激活状态。

在新三板市场实施终身持续督导，需主要依赖自律管理的情况下，当前的自律管理力度显然不利于约束主办券商持续督导勤勉履职，亦与《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）“全面加强监管、有效防范化解风险，稳为基调、严字当头，确保监管‘长牙带刺’、有棱有角”的要求有所差距。在当前北京证券交易所开启，我国新三板市场差序格局升级，市场活力进一步释放的背景下，进一步关注和提升主办券商持续督导实效，已具备必要性与合理性。

但需澄清的是，强化自律管理力度旨在提升惩处概率与违规成本，避免过分包容审慎产生“劣币驱逐良币”的效应，因此在具体路径层面，应以挂牌公司违法违规行为中与主办券商持续督导职责紧密相关的线索为切入点，重点惩处不履行法定职责、“书面履职”、督导履职机制流于形式或存在缺陷等不作为行为。其中的主要缘由在于，勤勉尽责在判断层面可分为具体标准和抽象标准，前者的关注点在于主办券商是否履行持续督导义务规定中的具体事项，后者的关注点在于如主办券商已履行义务，则着重考察其履行是否达到了与其专家身份相适应的充分程度。比较而言，前者相对容易识别，而后者存在模糊性且执法成本较高，在强监管环境下易带来较多负面效应，以前者为执法重心已基本能够实现前述目标。除此之外，全国股转公司还应充分协调发挥自律监管措施的及时性与纪律处分的威慑性，加强纪律处分的适用。从公开数据来看，2018—2023 年间沪深交易所对证券公司持续督导分别做出了 46 例自律监管措施和 14 例纪律处分。[①] 尽管此种惩处数量并不能代表既往沪深交易所的自律管理力度较高并适应新三板的情况，但亦可为之后自律管理的强化提供一定的参考。

二是行政监管与自律管理应适度回归规则执法。从 2018—2023 年收集到的证券监管案例来看，当前证监会及附属机构对新三板主办券商持续督导失责做出的行政监管措施占据较大比例，执法中主要援引《非上市公众公司监督管理办法》（2013 年修订）第 6 条、第 54 条，尽管对违法违规行为的揭示进行了一定的描述，但在具体规范援引层面实际上非常简略。表 1 中证监会及全国股转公司制定的主办券商持续督导细则在行政监管实践中几乎看不到

① 有关统计来源于沪深交易所官网公布的纪律处分和自律监管措施。

身影。[①] 这既与前述两条规定本身并未涉及主办券商持续督导的具体内容，只规定了“勤勉尽责”的抽象要求有关[②]，也与证监会本身承担较多执法任务，追求执法效率相关。而在前述自律管理案例中，有关执法则更为简略，大部分只有简单的信息。

证券执法可以分为规则执法与原则执法（帕克和薛前强，2021），监管机构当前的做法可能存在两点问题：①强化了原则性规则的裁判功能，削弱了具体性规则作为行为规范的功能，不利于被惩处和未被惩处的证券公司从中获得今后的行为规范指引；②不利于法院对证券监管进行司法审查以及在虚假陈述责任纠纷中聚焦主办券商的勤勉尽责情况。虽然监管机构和法院均应独立认定主办券商持续督导是否勤勉尽责（朱力和傅福兴，2022），且后者以民事责任构成要件中的“重大过错”等为标尺，适用过错推定原则由当事人举证自身没有过错，但监管机构作为专业的一线执法者，如在具体认定层面大而化之，无疑使法院失去聚焦，付诸更多的精力。因此，为了避免执法过于原则化产生的弊端，针对主办券商持续督导的行政监管与自律管理今后皆应适度回归规则执法，提升执法的可预期性。同时，还应不断优化完善以自律管理为主要力量，强化威慑的分工协作。

（二）允许主办券商持续督导中合理信赖其他中介机构意见，确立“吹哨抗辩”等合理勤勉抗辩事由

当前，虚假陈述责任中法院依循《新三板、北京证券交易所司法保障意见》第7条的精神已在实践中允许主办券商持续督导履职时进行合理信赖及其他合理勤勉抗辩。如“行悦信息案”中，上海金融法院认为主办券商持续督导不需要对财务数据进行实质审查，实际上就是允许主办券商合理信赖会计和审计机构的意见。再如“时空客案”中，法院也认可了东兴证券发

① 具体参见2018—2023年证监会及其附属机构针对主办券商及从业人员持续督导做出的18例行政监管措施，包括关于对安信证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（青岛证监局）；关于对中泰证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（广东证监局）；关于对万联证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（江苏证监局）；关于对袁丽丽采取出具警示函措施的决定（山西监管局）；关于对国海证券股份有限公司及付航、周筱俊采取出具警示函措施的决定（陕西监管局）；关于对大通证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（江苏证监局）；关于对南京证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（江苏证监局）；关于对国都证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（大连证监局）；关于对太平洋证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（广东证监局）；关于对万联证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（广东证监局）；关于对华安证券股份有限公司采取责令改正并增加内部合规检查次数措施的决定（安徽证监局）；关于对杨成虎采取认定为不适当人选措施的决定（安徽证监局）；关于对海通证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（证监会）；关于对方琴采取监管谈话措施的决定（证监会）；关于对胡小燕采取监管谈话措施的决定（证监会）；关于对陈若琪采取认定为不适当人选措施的决定（上海监管局）；关于对光大证券采取出具警示函措施的决定（上海证监局）；关于对开源证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定（河南证监局）。

② 《非上市公众公司监督管理办法》（中国证券监督管理委员会令第96号，2013年修订）第6条规定：“为公司出具专项文件的证券公司、律师事务所、会计师事务所及其他证券服务机构，应当勤勉尽责、诚实守信，认真履行审慎核查义务，按照依法制定的业务规则、行业执业规范和职业道德准则发表专业意见，保证所出具文件的真实性、准确性和完整性，并接受中国证监会的监管”。第54条规定：“证券公司在从事股票转让、定向发行等业务活动中，应当按照中国证监会的有关规定勤勉尽责地进行尽职调查，规范履行内核程序，认真编制相关文件，并持续督导所推荐公司及时履行信息披露义务、完善公司治理。”

出《风险提示公告》的抗辩。

然而，这些内容更多是司法在实践中的能动性体现，尚未进入证券监管规范之中。而且在前述实证研究显示的自律管理与行政监管中，几乎没有当事人提出抗辩。这样的情况在后续强化自律管理与行政监管后，极有可能导致勤勉尽责认定一边倒的情况，不利于公正监管的实现与激励主办券商勤勉履职。鉴于司法权具有公平优先性，本文认为，未来有关规则应上升至监管领域。

其一，建议在《全国中小企业股份转让系统主办券商持续督导工作指引》中明确允许合理信赖的条件。所谓合理信赖，在主办券商持续督导语境下是指主办券商在持续督导的履职过程中，对于其他证券服务机构，如会计师事务所、律师事务所等出具的专业意见，如果发现存在危险信号，则应当主动采取调查、复核措施，如此则可被视为勤勉尽责，反之则被视为未勤勉尽责（邢会强,2024）。当前,我国《保荐管理办法》在 2020 年修订时已对保荐人的合理信赖在第 22 条进行了明确规定，这为主办券商持续督导参照适用该规则奠定了基础。从主办券商职责来看，我国新三板主办券商在持续督导中需要履行较多尽职调查义务[①]，且在督促、顾问的角色定位下，本身调查的深度、广度均有限，因而有着合理信赖其他中介机构意见的制度需求。因此，建议全国股转公司或证券业协会今后就主办券商持续督导阶段的尽职调查义务进一步完善有关准则，着重标识主办券商面对专业意见时的“危险信号”，为主办券商持续督导合理信赖其他证券服务机构意见提供更加具体的指引。

其二，除了合理信赖这一维度，确立“吹哨抗辩”等合理勤勉抗辩事由也应成为未来监管领域有关规范的发展方向。所谓吹哨抗辩，以《美国 1933 年证券法》第 11 条（b）款为典型代表，主要是指义务主体在发现或拒绝违法违规行为并向监管部门进行报告，可以使自己免除责任的事由。这样的制度设计旨在更合理地平衡权责，以形成对义务主体履职的激励效应。我国《保荐管理办法》（2023 年修订）第 73 条第 4 项即引入了此种设计，规定发行人及其董事、监事、高级管理人员在持续督导期间故意违法违规，保荐机构和保荐代表人主动予以揭示，可被认定为已履行勤勉尽责义务。

但与保荐人持续督导可以援引此种明文免责事由不同，当前我国主办券商持续督导制度体系未对此种合理因子与激励因子予以足够重视。这集中表现为,尽管《非上市公众公司监督管理办法》（2023 年修订）等新三板主办券商持续督导监管规范在多个层面规定了主办券商的风险揭示义务与报告义务，如主办券商事前审查挂牌公司信息披露文件发现挂牌公司拟披露的信息或已披露的信息存在错误、遗漏或误导的，或者发现存在应当披露而未披露事项的，应当要求挂牌公司进行更正或补充，

① 这主要是因为我国新三板挂牌公司不仅数量多，而且质量普遍欠佳，公司治理隐患频发，而要求主办券商发挥一定自身中介机构专业能力，在持续督导阶段对有关事项尽职调查，无疑能够形成一定监管合力。有关尽职调查事项可参见《全国中小企业股份转让系统主办券商持续督导工作指引》（股转系统公告〔2021〕1024号，2021年修订）。

挂牌公司拒不更正、补充的，应当及时发布风险揭示公告并报告全国股转公司，情节严重的，应同时报告挂牌公司注册地中国证监会派出机构。但问题在于，主办券商履行此种义务的法律后果却不明晰。有益的是，虚假陈述责任纠纷中法院在“时空客案”已认可此种事由。基于此，本文认为，在主办券商发现持续督导职责范围内挂牌公司违法违规行为，并要求其在合理期间内改正未果的情形下，只要主办券商或其督导人员在该行为未被正式发现或披露前及时履行风险揭示义务或报告义务，即理应不承担相应责任。

当然，上述可能只是未来“吹哨抗辩”适用场景中的一种，必要时还可进一步拓展。经考察，在我国新三板主办券商持续督导的发源地——英国“另类投资市场”（Alternative Investment Market，以下简称“AIM 市场”）中，还存在被督导公司不作为、乱作为引发的抗辩。如在伦交所 AD 21 号纪律通告中，交易所只处分了 Real Good Food plc. 公司，而未处分负责督导的指定顾问（Nominated Adviser）[①],其中违规行为包括董事会执行主席在明知有关索赔事项正在进行中，仍向指定顾问表示已解决；其他董事虽不知道执行主席的确认，但在有所担忧的情况下也未向指定顾问提出。[②] 类似地，在伦交所 AD 16 号纪律通告中，交易所言明，公司未向指定顾问提供有关必要事项的资料，或未依照有关规则寻求建议是不可接受的。[③] 这一内容亦可资借鉴。

四、结语

在当前法学学术界对新三板主办券商持续督导勤勉尽责问题缺少关注和研究的背景下，本文从当前证券监管领域与虚假陈述责任纠纷的实践入手，系统归纳了既往监管机构与法院对主办券商持续督导勤勉尽责认定的包容审慎现状，在探析主办券商持续督导特殊性质这一法理逻辑的同时，还辨析了主办券商与保荐人法律地位的不同，以及主办券商在新三板公司挂牌前后在目标、职责、地位、商业实践层面的履职差异。

不过，在基本认同现行实践合理因素的同时，出于建立约束与激励相容制度体系的考虑，本文亦提出了我国主办券商持续督导勤勉尽责在证券监管领域的一些完善空间：一是建议加强自律管理力度，适度回归规则执法；二是建议允许主办券商持续督导合理信赖，确立“吹哨抗辩”等合理勤勉抗辩事由，在未来将之纳入主办券商监管规范。当然，鉴于该领域实践的不断发展，本文的一些讨论在之后还可能具有再行考量的必要，一些相关问题的研讨可能也是未及的，如考虑到现行司法实践对主办券商虚假陈述民事责任已经进行

① 英国AIM市场对挂牌公司实施与我国新三板类似的终身持续督导制度，具体由“指定顾问”（Nominated Adviser）负责，具体职责义务与责任规定在伦敦证券交易所制定的《AIM市场指定顾问规则》（AIM Rules for Nominated Advisers）。

② STOCK EXCHANGE AIM DISCIPLINARY NOTICE AD 21,PUBLIC CENSURE AND FINE–REAL GOOD FOOD PLC,30 May 2019.

③ STOCK EXCHANGE AIM DISCIPLINARY NOTICE AD 16,PUBLIC CENSURE AND FINE–REAL GOOD FOOD PLC,25 October 2017.

了较为合理的限制，就未对是否应为虚假陈述责任纠纷中主办券商设定责任上限的问题予以研究。N

学术编辑：陈俊君

参考文献

[1] 陈洁.论保荐机构的担保责任[J].环球法律评论,2010,32(6):57-68.

[2] 陈洁.新三板的法律定位[J].中国金融,2020(8):45-47.

[3] 郭锋.新虚假陈述司法解释适用探讨[J].法律适用,2023(9):10-25.

[4] 詹姆斯·帕克,薛前强.规则、原则和实施证券法的竞争[J].财经法学,2021(4):131-160.

[5] 沈红波,程海怡,甘丽凝.转板制度与多层次资本市场建设[J].金融市场研究,2023(1):38-49.

[6] 王娴,叶宇辰,张思雨.交易场所监管法规的变迁与股转系统的探索发展[J].多层次资本市场研究,2020(3):27-45.

[7] 武长海.机构投资者参与非上市公司治理的困境与纾解[J].江西社会科学,2021,41(8):169-183.

[8] 徐明.新三板理论与实践[M].北京:中国金融出版社,2021.

[9] 邢会强.全国股转系统监管法律之基础问题研究[J].金融服务法评论,2018,9(00):8-50.

[10] 邢会强.证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩[J].清华法学,2021,15(5):69-85.

[11] 邢会强.证券虚假陈述的危险信号理论[J].证券市场导报,2024(1):16-25+50.

[12] 姚云.公司治理与新三板制度[J].中国金融,2016(23):29-30.

[13] 朱力,傅福兴.前置程序取消后证券虚假陈述重大性的认定路径——基于请求权视角的实务分析[J].金融市场研究,2022(7):31-40.

Inclusiveness and Balance: Exploration of the Diligence in Continuous Supervision of Lead sponsors in New Third Board (NSSB)

JIANG Shuai

(School of Law, Central University of Finance and Economics)

Abstract The special characteristics of the New Third Board market and the emergence of regulatory cases and misrepresentation liability disputes related with lead sponsors make the determination of the diligence and responsibility of lead sponsors' continuous supervision an important legal issue. An empirical study of securities regulatory cases and misrepresentation liability disputes occurring from 2018-2023 finds that both regulators and courts have shown a prudent and inclusive tendency towards the determination of diligence and due diligence in the continuous supervision of lead sponsors. The current legal theory focuses on the special nature of the continuous supervision of the lead sponsors, from the lead sponsors is different from the Shanghai and Shenzhen Stock Exchange sponsors and the continuous supervision stage performance standards are different from the recommendation of the listing stage, to provide a basis and methodology for it, which is worthy of recognition. However, excessive prudential tolerance may also lead to insufficient deterrence, and it is suggested that regulators strengthen self-regulatory efforts in the future, and return to the rules of law enforcement in an appropriate manner, while allowing lead sponsors to continue to supervise and reasonably rely on the establishment of reasonable diligence defenses such as "whistle blowing defenses" and the establishment of a system of constraints and incentives compatible with the system.

Keywords New Third Board, Lead sponsors, Continuous Supervision, Diligence, False Statement, Reasonable Reliance

JEL Classification G28 K22 K42