

证券虚假陈述民事赔偿中 重大性要件的适用

陈 洁^{*}

内容提要 重大性是证券虚假陈述行为的核心构成要件,也是证券虚假陈述民事赔偿制度的逻辑起点。成熟证券市场分别从定性和定量两个角度对重大性要件进行识别,并逐步形成“影响投资者决策”和“价格敏感性”两种标准。其中,“影响投资者决策”是判断虚假陈述行为具有可诉性的前提基础,“价格敏感性”则呼应了投资者可以获得损害赔偿的范围。厘清重大性要件的判断标准与证券虚假陈述可诉性及可赔偿性的内在因应关系,进而准确把握虚假陈述侵权诉讼中重大性要件在交易因果关系与损失因果关系认定中的具体适用,是完善我国证券虚假陈述民事赔偿制度的关键。

关键词 证券虚假陈述 民事赔偿 重大性要件 证明责任

DOI:10.14111/j.cnki.zgfx.2025.06.014

目 次

- 一、问题的提出
- 二、虚假陈述与重大性要件的基本关系
- 三、重大性要件与虚假陈述可诉性的证成
- 四、重大性要件与虚假陈述可赔偿性的证成
- 五、结语

^{*} 中国社会科学院法学研究所研究员。本文系 2023 年度国家社科基金社科学术社团主题学术活动资助项目“公众公司的制度机理与立法范式研究”(项目批准号: 23STA020) 的阶段性成果。

一、问题的提出

重大性要件 (materiality) 是证券市场强制性信息披露制度的核心概念,也是证券虚假陈述民事赔偿制度的逻辑起点。⁽¹⁾我国现行《证券法》第 19、80、81 条规定了信息披露义务人应当披露可能影响投资者决策或影响证券交易价格的重大性信息,并在第 80 条第 2 款、第 81 条第 2 款直接列举了 12 项可能对上市公司证券交易价格产生较大影响的重大事件,⁽²⁾作为上市公司符合重大性要件信息的外延。然而,由于重大性要件判断标准的抽象性、证券市场信息的丰富性以及证券交易价格变动的复杂性,我国证券虚假陈述民事赔偿诉讼实务中对于重大性要件的具体适用长期存在理论模糊性和实践混乱性。为此,2022 年 1 月 21 日最高人民法院出台的《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 2022 年《若干规定》)在全面升级 2003 年 2 月 1 日施行的《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 2003 年《若干规定》)的基础上,对虚假陈述的认定、重大性及交易因果关系进行了详细规定,意图解决虚假陈述民事赔偿审判实务中重大性要件的适用难题。其中,第 10 条规定:“有下列情形之一的,人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性:(一)虚假陈述的内容属于证券法第八十条第二款、第八十一条第二款规定的重大事件;(二)虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项;(三)虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。前款第一项、第二项所列情形,被告提交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明显变化的,人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。被告能够证明虚假陈述不具有重大性,并以此抗辩不应当承担民事责任的,人民法院应当予以支持”。该条规定可以说是整个 2022 年《若干规定》关于重大性要件适用的统领条款,然而,由于缺乏对重大性要件体系化的认知,尤其是对重大性要件在虚假陈述民事赔偿诉讼中的功能定位与证明机制认识不清,该规定严重混淆了重大性要件在虚假陈述可诉性和可赔偿性层面的逻辑关系,给司法实践造成了很大困扰。

具体而言,2022 年《若干规定》第 10 条规定存在三方面问题:一是未能厘清虚假陈述与重大性要件的基本关系。该规定认为虚假陈述不影响证券交易价格的,其内容就不具有重大性,该论断与 2022 年《若干规定》第 4 条关于“重大不实记载、重大遗漏、重要事实的误导性陈述应当认定为虚假陈述”的规定明显冲突。二是采取单一化的信息重大性判断标准,仅将影响证券交易价格或交易量的情形认定为符合重大性标准,完

(1) 为确保研究结论的周延性,本文基于有效市场理论,将重大性要件的讨论限定于有效市场中证券的发行与交易。立足我国资本市场发展现状,本文中的“有效市场”限定为我国的深圳证券交易所、上海证券交易所和北京证券交易所。

(2) 这些重大事件主要包括:公司的经营方针和经营范围的重大变化、公司的重大投资行为、公司订立重要合同、公司发生重大债务、公司生产经营的外部条件发生重大变化等。

全忽视了《证券法》第19条明确规定的影响投资者决策的重大性判断标准。三是对重大性要件与影响证券交易价格的关系认识不清。《证券法》已经明确将可能影响证券交易价格的12种情形界定为重大事件,2022年《若干规定》则规定即便是上述12种重大事件情形,只要其不影响证券交易价格,就不具有重大性。这违反了《证券法》第80、81条关于重大事件的规定,与上位法的规定产生严重冲突。归结上述三个问题,关键在于2022年《若干规定》未能厘清重大性要件的双重判断标准与证券虚假陈述可诉性及可赔偿性的内在逻辑关系,而简单以虚假陈述未导致证券交易价格明显变化来否定法定重大事件的重大性,客观上造成虚假陈述民事诉讼的利益被嵌入到可诉性之中,最终导致重大性要件的适用机制紊乱。归根溯源上述问题存在的原因,还在于国内学界长期以来对于重大性要件的基础理论研究存在严重不足,从而造成立法与实践层面对重大性要件从判断标准到具体适用的认识分歧,进而导致责任追究的误区。随着我国资本市场注册制的全面推行,证券虚假陈述民事赔偿案件数量飙升,如何科学认识2022年《若干规定》第10条与《证券法》第19、80、81条之间的关系,进而从因果关系推定理论出发,对证券虚假陈述民事诉讼不同阶段重大性要件的证明标准及举证责任配置等进行规则重构,是完善我国证券虚假陈述民事赔偿制度亟须解决的重点和难点问题。

二、虚假陈述与重大性要件的基本关系

重大性要件决定了一项信息是否重要,影响着上市公司信息披露的范围,进而影响上市公司信息披露义务的承担。⁽³⁾也正因为,重大性要件与违反信息披露义务的虚假陈述之构成休戚相关,而厘清虚假陈述与重大性要件的内在关系也成为理解虚假陈述民事赔偿制度的前提基础,更是确保虚假陈述民事赔偿制度立法功能得以充分实现的重要枢纽。

(一) 虚假陈述与重大性要件关系的立法文本考察

1. 现行立法对重大性要件概念的规范表达

现行立法对重大性要件的概念界定大体上是与重大性要件的判断标准合而为一的。重大性判断标准本质上是衡量一项信息能否达到重大性的程度要求。对此,《证券法》第19条规定发行人必须充分披露“投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”,由此确立了判断重大性的“影响投资者决策”标准,或称主观标准。同时,《证券法》第80、81条则规定上市公司应当披露“可能对公司证券交易价格产生较大影响的重大事件”,由此确立了判断重大性的“价格敏感性”标准,亦称“影响价格”标准,或称客观标准。在确定主客观标准的基础上,鉴于语义层面“重要性”与“重大性”概念的高度近似,《证券法》反复使用“重要”或“重大”的语词来界定重大性内涵。例如,《证券法》第80、81条分别列举了十余项可能对上市公司的证券交易价格产生较大影响的

(3) 参见齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第157页。

重大事件,其中绝大多数款项反复以“重大变化”“重要变化”或“较大变化”等语词表达“重大性”的意涵。此外,《证券法》第24、181条对招股说明书等证券发行文件重大性信息的界定也是以“隐瞒‘重要’事实”或者“编造‘重大’虚假内容”作为规范表达。这种表述用语一定程度上存在循环定义的逻辑错误,但更值得注意的是,《证券法》第19条限定的仅是发行阶段发行人报送申请文件的披露要求,而《证券法》第80、81条针对的是证券交易价格,由此似乎可以认为《证券法》区分证券发行和交易市场,分别规定了重大性要件的主客观判断标准。之所以如此区分,可能是考虑到证券发行阶段主要关涉投资者自行决定是否投资证券,故信息重大性的内涵就是“影响投资者作出价值判断或投资决策”;而证券交易阶段主要涉及证券交易价格的波动,故重大性内涵则是体现“对股票交易价格产生较大影响”。这种基于市场性质的区分貌似合理,但更深层面其实未能充分考虑主客观标准的内在关联性。事实上,判断重大性的主客观标准之间并非截然分割,而是相辅相成的。投资者认为一项信息对自身决策有影响,不仅在于其自身对信息主观偏好的权衡,也在于投资者预见到价格(即其他投资者的决策结果)会受到影响。⁽⁴⁾从市场实践出发,通常而言,投资者参与投资的目的是为了获取股价收益,因而能够影响投资者决策的信息在投资者看来应该具有股价敏感性;反之,对股价敏感的信息当然也会影响投资者的决策。因此,这两种标准只是分别从客观角度、主观角度揭示重大性的基本属性及其影响机理。但究其本质,影响决策标准才是根本,价格变化其实是附带结果。或者说,影响决策与价格变化实际是表里关系,二者具有内在统一性,价格变化就是影响决策的根本原因。正是预测到信息会影响价格,投资者才会根据预测作出相应决策,而最终价格变化与预测结果一致,则说明投资者决策的合理性。概言之,尽管定量标准侧重信息对股价所产生的影响结果,定性标准侧重信息对投资者决策过程产生影响的程度,但二者互为关联,这种关联其实不应以市场性质来人为地加以区分割裂。

鉴于《证券法》对重大性要件内涵及标准的界定模糊,最高人民法院尊重《证券法》的基本精神,对重大性要件的内涵予以进一步提炼归纳。2015年最高人民法院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》指出:“重大性,是指违法行为对投资者决定的可能影响,其主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。”这个概念界定抓住了重大性要件内涵之精髓,并明确提出重大性的衡量指标,对司法实践发挥了良好的指导作用。2019年《全国法院民商事工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)第85条关于“重大性要件的认定”大体重申了上述观点:“重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息”。2022年《若干规定》第3条关于“重大性及交易因果关系”也指出:“虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化的,人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性。”从上述最高人民法院对重大性要件的概念界定可见,2022年《若干规定》及指导性文件逐步

(4) 参见缪因知:《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》,载《中外法学》2023年第5期,第1325页。

明确了重大性要件的内涵,但在重大性要件判断主客观标准的取舍以及二者之间的关系上仍存在犹疑与彷徨,以致司法实务中对重大性标准的判断呈现出一元论、二元论及三元论等多种观点。⁽⁵⁾

2. 现行立法对虚假陈述概念的规范表达

从1993年国务院证券委员会颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》首次引入“虚假陈述”概念开始,我国习惯上用虚假陈述统领违反信息披露义务的行为。《证券法》关于信息披露基本原则的奠基式条款第78条规定:“信息披露义务人披露的信息,应当真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”由此规定可见,我国《证券法》并未将重大性要件直接作为信息披露的基本原则,而是在“重大遗漏”范畴将其作为证券信息“完整披露”原则的有益补充和必要限制。⁽⁶⁾同时,《证券法》沿袭了既往证券立法关于虚假陈述行为的基本分类,即将虚假陈述具体区分为虚假记载、误导性陈述、重大遗漏三种情形。应该说,这种类型化区分有助于司法实务对虚假陈述具体形态的认定与把握,但从《证券法》第78条的文义考察,其仅要求“遗漏”行为需要满足重大性要求,对虚假记载及误导性陈述并未明示重大性要求,这种差异化的规范要求令人颇感困惑。此外,“误导性陈述”能否作为虚假陈述行为的一个独立形态也饱受质疑。美国《1934年证券交易法》10b-5规则(b)项规定:对重大事实作出不真实的陈述,或者遗漏陈述重大事实,该重大事实对于在陈述作出时确保其不具有误导性是必要的。⁽⁷⁾由此可知,美国法上的“误导性”是对虚假记载、重大遗漏两种具体行为的后果性描述,而非将其作为虚假陈述行为的一个独立行为样态。就我国立法而言,直接将误导性陈述与虚假记载、重大遗漏并列,导致三者之间的区分标准欠缺逻辑上的严谨性。而从广义来说,虚假记载与重大遗漏都可以纳入误导性陈述的范畴。

值得关注的是,在《证券法》对虚假陈述行为进行分类的基础上,2022年《若干规定》第4条对虚假记载、误导性陈述、重大遗漏作出明确的定义解释:虚假记载,是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载,或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。误导性陈述,是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实,或者未及时披露相关更正、确认信息,致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。重大遗漏,是指信息披露义务人违反关于信息披露的规定,对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。相较于《证券法》第78条的规定,2022年《若干规定》对虚假记载及误导性陈述的信息都增加了“重大性”要求,可谓弥补了《证券法》在界定虚假陈述行为方面的疏漏。然而,2022年《若干规定》对误导性陈述的“重大性”要求相较于虚假记载及重大遗漏的相关要求又似乎有所弱化,仅表述为“信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实,或者未及时披露相

(5) 参见徐宇翔:《全面注册制视域下证券虚假陈述“重大性”要件司法认定研究——以462份裁判文书和45份处罚决定为分析样本》,载《法律适用》2023年第8期,第149页。

(6) See James O. Hewitt, *Developing Concepts of Materiality and Disclosure*, *The Business Lawyer*, Vol.32:887, p.892 (1977).

(7) 参见美国《1934年证券交易法》§240.10b-5(b)规定。

关更正、确认信息,致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性”。其中“未及时披露相关更正、确认信息”以及“不完整、不准确”等表述显然未对重大性要求进行充分释明,而且似乎是对虚假记载和重大遗漏两种虚假陈述行为的后果描述。综上,笔者以为,我国立法将“误导性陈述”单列或有基于我国本土市场实践之考量,⁽⁸⁾但从三类行为关于重大性的规范要求来看,我国现行立法并未清晰地表明何种程度的虚假信息才构成符合重大性标准的虚假陈述,亦未能在三种行为分类中等量齐观地坚持重大性要求,这在一定意义上反映了我国立法对重大性要件的性质与重大性要件功能定位的认知局限。

(二) 虚假陈述与重大性要件的内在关系

基于证券市场的体系结构及其运行机制、结合重大性要件的功能特性以及与之相关联的信息披露不当行为的规制路径可以发现,虚假陈述与重大性要件之间存在三层交互式结构关系。

1. 重大性要件是信息披露义务有无的分界线

信息披露制度的强制性主要体现在信息披露义务人应将与自己经营相关的重大性信息予以公开披露,非重大性信息并不强制予以披露。如果信息披露义务人未按要求披露重大性信息,则相关责任主体就要承担法律上的不利后果。由此,重大性要件就是信息披露义务人是否负有披露义务的分界线。其背后原理,即追求公平和效率是证券市场发展的价值遵循。具体到信息披露制度,如果强制要求披露对证券交易价格或投资者决策判断并无影响的信息,不仅会加重信息披露义务人的披露成本,还会加大投资者甄别信息的难度。因此,重大性要件的意义就是尽可能在减轻信息披露义务人的披露负担与满足投资者信息需求之间找到合理的平衡。换言之,在综合考虑披露成本和市场需求的前提下,重大性要件作为控制信息披露数量的“阀门”成为平衡证券市场中上市公司信息披露义务与投资者信息需求的重要砝码。体现在法律责任层面,《证券法》第181条规定:“发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容,尚未发行证券的,处以二百万元以上二千万元以下的罚款;已经发行证券的,处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款。”可见,在发行环节,发行人只要隐瞒重要事实或编造重大虚假内容,即会构成欺诈发行,发行人及相关责任人员须承担相应的法律责任。至于交易环节,《证券法》第197条也规定:“信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以一百万元以上一千万元以下的罚款”。综上,凡是具有重大性的信息,证券法均强制信息披露义务人予以公开披露;违反该项强制性披露义务,信息披露责任主体就要承担相应的法律责任。因此,从信息披露义务的视角出发,重大性要件既是信息披露义务人有无披露义务的分界线,一定意义上也是区分信息披露违法与否的红线标准。可以说,重大性要件作为强制披露信息的限定条件是塑造高质量高效率证券信息披露制度的应有之义。

(8) 参见张奥:《实务转向下我国证券市场虚假陈述重大性认定标准的选择》,载《吉林工商学院学报》2024年第8期,第112页。

2. 重大性要件是承担虚假陈述民事责任的前提基础

违反信息披露义务的后果是责任主体必须承担行政责任,但并非必然承担虚假陈述民事责任。如前所述,《证券法》并没有对虚假陈述行为作出明确的界定,但2022年《若干规定》第4条明确规定只有满足重大性要求的信息披露瑕疵才能定性为虚假记载、误导性陈述和重大遗漏,三者共同构成虚假陈述,即虚假陈述是包含了重大性要求的特定概念术语。由于重大性要件是信息披露瑕疵是否构成虚假陈述的核心标准,因此,重大性要件就成为证券虚假陈述民事责任成立的关键,也是责任主体承担虚假陈述民事责任的前提基础。首先,只有达到重大性程度的信息披露瑕疵才具有可诉性。一个信息如果不具有重大性,就无法构成虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,通常不会影响投资者的决策,不会影响证券交易价格,也不会对投资者造成损失,因而不具备对信息披露瑕疵责任主体进行追责的基础。因此,可能影响投资者决策或对证券交易价格具有重要影响的虚假陈述行为才具有可诉性和可赔偿性,重大性要件也因此成为证券虚假陈述民事责任承担的前提条件。其次,从虚假陈述司法实践考察,重大性的判断与违法行为、侵权结果、因果关系三个要件均密切关联。⁽⁹⁾以重大性与因果关系为例,一定意义上,“重大性”与“因果关系”其实是一体两面,只有虚假陈述内容具有重大性才会影响投资者决策或证券交易价格,并直接导致投资者的经济损失,从而成立因果关系;反之,则不能构成因果关系。因此,有学者指出,重大性的判断为证券欺诈所有其他要素的判断都提供了基础。⁽¹⁰⁾最后,信息披露义务人未能真实、准确、完整、公平、及时地披露具有重大性的信息可能导致相关主体连带式承担虚假陈述民事赔偿责任。这种责任,包括发行人的无过错责任以及发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高管以及中介机构的过错推定责任,其中,发行人之外的责任主体如何承担连带责任也取决于其行为对虚假陈述的作用力和原因力。因此,重大性要件是构成虚假陈述侵权关系的前提基础,其在证券虚假陈述民事责任的认定中居于核心地位。在违反信息披露义务的规范体系中,重大性要件贯穿了虚假陈述行为认定以及因果关系、责任承担等整个链条,可谓虚假陈述民事责任构成中的重要基石。

3. 重大性要件主客观判断标准与虚假陈述诉讼结构具有内在适配性

民事赔偿诉讼在诉讼结构上可以分为可诉性和可赔偿性两个层次。可诉性是指某些行为可以被法院受理并作出司法审查的属性,这是对法院办理诉讼案件须遵循和符合诉讼机理的基本要求。⁽¹¹⁾原告提起民事赔偿诉讼,首先要确认被告的违法行为具有接受司法审查的可能性。至于可赔偿性,则涉及权利保护的必要性,即违法行为客观上给原告造成损害,从而使原告对具有可诉性的违法行为具有诉的利益。

(9) 参见朱力、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》,载《金融市场研究》2022年第7期,第35页。

(10) See Michael J. Kaufman, *Living in a Material World: Strict Liability under Rule 10b-5*, *Capital University Law Review*, Vol.19:1, p.1-78 (1990).

(11) 参见王燕、孙冬梅:《行政公益诉讼可诉性判定及适用标准的优化》,载《中国检察官》2025年第3期,第4页。

具体到证券虚假陈述民事赔偿诉讼中,诉讼结构上的可诉性和可赔偿性与证券虚假陈述致投资者损害侵权责任的双重因果关系存在逻辑对应关系。由于证券交易的特殊性,虚假陈述侵权责任因果关系在内在结构上可以分为两个层次:一是交易因果关系,即如果没有行为人的虚假陈述就不会有投资者的证券交易发生,或者说投资人是基于对行为人虚假陈述的信赖而实施的证券交易行为;二是损失因果关系,即投资者因为交易而遭受损失,投资者的交易损失系直接由行为人的虚假陈述所导致的。体现在虚假陈述行为可诉性层面,信息披露瑕疵行为是否具有可诉性,取决于该虚假信息是否具有重大性,从而足以影响投资者决策,进而建立起交易因果关系。在这个层面,法院主要采用影响投资者决策标准进行信息重大性的认定,并不需要具体考量信息是否对证券交易价格真正产生影响。至于虚假陈述行为的可赔偿性,则是对应损失因果关系层面。被告的虚假陈述虽然对投资者决策造成影响,但如果没有引起证券交易价格波动,未对投资者造成实际损失后果,那么责任主体也无需承担损害赔偿赔偿责任。概言之,“影响投资者决策”是认定虚假陈述行为具有可诉性的前提基础,而“价格敏感性”则呼应了投资者可以获得损害赔偿的范围。但从2022年《若干规定》第10条关于被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格变化、法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性的规定⁽¹²⁾来看,尽快从理论层面厘清虚假陈述中重大性判断的双重标准与虚假陈述行为可诉性、可赔偿性之间的内在逻辑,才能在实践层面为重大性要件的科学适用提供学理支持。

三、重大性要件与虚假陈述可诉性的证成

民事诉讼的可诉性具体包含适格的诉讼主体、违法行为、损害事实等基本要素。就证券虚假陈述民事赔偿诉讼而言,虚假陈述行为是将适格的诉讼主体、违法行为、损害事实等连接起来的关键纽带。至于诉讼程序结构,总体上可以分为起诉与受理以及审理与裁判两个阶段。前者主要由法院审查起诉条件是否具备,以决定是否受理;后者则由法院审查裁判要件是否成立,以决定作出何种裁判。⁽¹³⁾在证券虚假陈述民事赔偿诉讼中,虚假陈述可诉性的证成实际上包含了两个环节:一是起诉阶段对重大性要件的形式审查,二是审理阶段在交易因果关系层面对重大性要件的实质审查。因此,重大性要件的具体适用及其证明责任需要根据诉讼阶段的不同而加以区分。

(一) 起诉阶段对重大性要件的形式审查

起诉条件是决定原告能否对违法行为提起诉讼的必要条件。关于虚假陈述民事赔偿诉讼的起诉条件,2022年《若干规定》第2条规定:“原告提起证券虚假陈述侵权民

(12) 参见林文学、付金联、周伦军:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2022年第7期,第48页。

(13) 参见章剑生:《行政行为的可诉性与可裁判性——以行政行为概念的演变为切入点》,载《荆楚法学》2025年第2期,第77页。

事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百二十二条规定,并提交以下证据或者证明材料的,人民法院应当受理:(一)证明原告身份的相关文件;(二)信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据;(三)原告因虚假陈述进行交易的凭证及投资损失等相关证据。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。”上述起诉条件全面包含了适格的诉讼主体、违法行为、损害后果以及因果关系的可诉性要素,其中最核心的是“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”。而实施虚假陈述的相关证据中,最为关键的是原告须提供被告披露的虚假信息符合重大性要求的相关证据。不过,由于只是起诉阶段,法院只对原告提供的满足起诉条件的证据作形式审查,即原告证据只需要有初步证明作用并足以启动证券虚假陈述民事诉讼即可,并不需要提供严格意义上的具有高度合理性的证据以实现充分的举证。至于其提交的证据能否达到证明目的,是否会被人民法院采信并作为认定事实的依据,实际上应在审理程序中解决。

1. 存在前置程序情形下重大性要件的形式审查

2003年《若干规定》第6条确立了证券虚假陈述民事赔偿诉讼的前置程序,即投资者要提起虚假陈述侵权诉讼,除应满足民事诉讼法规定的一般起诉条件外,还需要提交监管机构的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书。前置程序本质上是基于证券案件的专业性以及为减轻投资者的举证责任、防止滥诉等而设置的,其实施效果是将证券监管机构的行政处罚决定作为违反信息披露义务责任主体实施虚假陈述的证据,从而实现原告投资者对被告披露的虚假信息具有重大性的举证。

尽管前置程序表面上是将证券民事责任的追究机制依附于行政责任的追究机制,但在整个制度建构上混淆了民事责任制度和行政责任制度在实施机制上的区隔。⁽¹⁴⁾从实践来看,如果没有证券监管机构的行政处罚或者证券交易场所等采取的自律管理措施作为证明被告虚假陈述事实的初步证据,投资者实际上很难知晓信息披露义务人的虚假陈述行为,所以通常情形下投资者是在监管部门对虚假陈述行为作出行政处罚后才提起民事赔偿诉讼。因此,在起诉环节,只要存在前置程序,原告对重大性要件以及被告存在虚假陈述行为的证明并无太大争议。

值得注意的是,最高人民法院2019年底出台的《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第5条明确规定,适用普通代表人诉讼程序进行审理时,原告可以提交“有关行政处罚决定、刑事裁判文书、被告自认材料、证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所等给予的纪律处分或者采取的自律管理措施等证明证券侵权事实的初步证据。”由此可见,在起诉环节,前置程序的证明材料范围客观上已经从行政处罚决定、刑事裁判文书等扩展到被告自认材料、证券交易场所等给予的纪律处分等。这也从另一个角度间接表明,在起诉阶段,法院只要求原告提供存在虚假陈述的初步证明材料,被告实际上是否实施了虚假陈述行为需要留待审理阶段进行实质审查。

(14) 参见陈甦:《民事责任制度与证券法宗旨的实现》,载《人民法院报》2001年12月28日,第4版。

2. 缺乏前置程序情形下重大性要件的形式审查

因前置程序涉及对投资者诉讼权利的不当限制而长期饱受诟病,故 2022 年《若干规定》第 2 条明确规定“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”。在废除前置程序的情形下,必须由投资者自行证明信息披露义务人实施了虚假陈述行为。而证明信息披露义务人实施了虚假陈述的核心,是证明信息披露义务人披露的虚假信息内容具有重大性。依据 2022 年《若干规定》第 10 条之规定,投资者要证明信息披露义务人的虚假信息内容具有重大性,存在三种路径:一是举证证明信息披露义务人虚假信息内容属于《证券法》第 80 条第 2 款、第 81 条第 2 款规定的重大事件,如信息披露义务人未能如实披露上市公司股权结构或者生产经营状况发生的重大变化、公司信用评级发生重大变化等情形;二是举证证明信息披露义务人披露的虚假信息内容属于监管部门制定的规章和规范性文件要求披露的重大事件或者重要事项,该路径实际上与第一种路径并无本质差异;三是举证证明虚假信息的发布、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生了明显变化。在缺乏前置程序情形下,实践中最常见的证明方式就是原告投资者通过提供信息披露义务人未如实披露重大事件,导致相关证券交易价格在虚假信息被揭露后发生明显变化作为存在虚假陈述行为的证明。

对原告提供的上述证明材料,法院在起诉阶段仅需要进行形式审查,以满足虚假陈述可诉性的初步要求即可。然而,就我国实践来看,由于证券虚假陈述民事赔偿诉讼多是群体诉讼,法院为限制原告数量,往往在起诉阶段就对原告的证明材料进行实质审查。例如,从广州市中级人民法院受理的“康美药业虚假陈述案”来看,法院是通过确定虚假陈述的实施日和揭露日来确定原告权利人的范围,即在康美药业虚假陈述的实施日至揭露日期间买入股票,并在揭露日后仍持有股票的投资者即属于权利人范围。⁽¹⁵⁾而虚假陈述实施日、揭露日的认定是证券虚假陈述民事赔偿纠纷中的核心问题,事实上只有通过原被告双方庭审的诉讼对抗,法院对相关证据进行实质审查之后,才能确定虚假陈述的实施日、揭露日。因此,法院在开庭前就确定了权利人范围,这种做法实际上构成对案件的先行审理。从域外经验来看,美国的证券集团诉讼中,原告在起诉时通常仅需提交虚假陈述引发证券价格“变化”的证据,法院则会以最有利于原告的标准,来判断案件的表面证据是否足以推动进入下一步。⁽¹⁶⁾因此,在起诉阶段,原告只要提供有相当可能存在虚假陈述的初步证据,即符合起诉条件。至于是否真正构成虚假陈述行为并导致投资者遭受损害,需要等法院受理之后,通过庭审调查甚至再委托专业机构分析虚假陈述与证券价格变化之间的因果关系等,才能确定投资者最终可以获得的赔偿范围。

总而言之,在取消前置程序的大背景下,法院应当依据《民事诉讼法》规定的原告条件来确定证券虚假陈述诉讼的原告范围。鉴于原告对虚假陈述的举证最终将转化为

(15) 参见广东省广州市中级人民法院(2020)粤01民初980号民事判决书。

(16) 参见张巍:《证券虚假陈述民事赔偿司法解释:我的理解与疑问》,载微信公众号“比较公司治理”,2022年1月23日上传。

对虚假陈述造成证券实际价格波动的举证,故只要投资者提供揭露日后证券价格发生重大变化的初步证据以及投资者在虚假陈述实施日之后买入证券的证据(如果诱空的情形则相反),投资者即为可能的受害者,法院就应当将其登记为原告。

(二) 交易因果关系层面重大性要件的实质审查

由于证券市场及证券交易的特殊性,各国大多采用“市场欺诈理论”(Fraud-On-The-Market Theory)以解决证券交易中的“信赖推定”问题,⁽¹⁷⁾从而实现虚假陈述民事赔偿诉讼中交易因果关系的推定。2022年《若干规定》第11条明确规定了推定交易因果关系成立的事实条件:一是虚假陈述行为的存在;二是投资者交易标的证券的关联性;三是投资者在特定期间⁽¹⁸⁾实施了相应的交易行为,即在诱多型虚假陈述中买入了相关证券,或者在诱空型虚假陈述中卖出了相关证券⁽¹⁹⁾。从该规定可见,在特定时间实施了关联证券交易的投资者只要证明虚假陈述行为的存在就完成了交易因果关系的证明。而对虚假陈述行为存在的证明,当然还是落在虚假信息重大性的证明上。结合重大性的判定标准,在交易因果关系层面,法院主要审查虚假信息是否具有影响投资者决策的重大性,从而证成投资者是基于对行为人虚假陈述的信赖实施了证券交易。因此,对虚假信息重大性的证明,在一定意义上实现了对交易因果关系证明的功能替代。

由于在起诉环节法院只对重大性要件进行形式审查,那么在审理阶段,法院需要对重大性要件进行实质审查,这就涉及原被告举证责任的分配。鉴于证券虚假陈述系特殊侵权行为,因此,虚假陈述侵权诉讼证明的逻辑起点就是推定存在交易因果关系。而在证明机制上,交易因果关系的推定实际上包含了受害投资者的初步证明→推定→被告反证三个环节。具体而言,原告作为受害人只要证明基础事实(虚假陈述以及交易关联证券)的真实存在,则交易因果关系就推定成立,推定的法律后果就是因果关系举证责任发生转换,即由作为加害人的被告负责证明交易因果关系的不存在。如果原告未能证明被告存在虚假陈述行为,则法院可直接判决原告败诉,这样被告也就无需再对因果关系的不存在进行反证。由上可见,原告并不负担交易因果关系的证明责任,其所负担的证明责任实际上是对推定交易因果关系成立的前提事实的证明。因此,在证明机制层面,证券虚假陈述侵权诉讼其实与环境公益侵权诉讼具有相当的共通性,二者对因果关系的

(17) 欺诈市场理论是以有效市场假说为前提的。有效市场假说认为,在有效市场的假设下,股价能够充分反映所有信息。在一个有效市场上,既然证券价格反映了证券发行人的所有公开信息,那么所有不真实的和具有欺诈性的信息也都反映在证券的市场价格上,这样,所有接受了该证券的市场价格并从事交易的投资者都可以被看作是信赖了所有的信息,包括虚假陈述信息而进行的交易。由此,基于欺诈市场理论确立了“信赖推定”进而推定交易因果关系的成立。参见盛焕伟、朱川:《虚假陈述证券民事赔偿因果关系探析》,载《人民法院报》2003年6月1日,第4版。

(18) 具体指虚假陈述实施日之后、揭露日之前。为表述简便,本文的“揭露日”是指被动的揭露日或主动的更正日的合称。

(19) 参见王春平、吴耀宏:《新司法解释下证券虚假陈述民事赔偿案件否定因果关系要件之抗辩路径》,载《中国证券期货》2023年第1期,第73页。

推定都不是通常意义上的“举证责任倒置”。⁽²⁰⁾ 对于原告而言,因果关系的推定本质上只是一种证明责任的减轻,即原告通过对较易证明的基础事实的证明,代替相对较难证明的推定事实,简言之,因果关系的推定使原告的证明对象由推定事实变更为基础事实。⁽²¹⁾ 对于被告而言,则需要从相反的方向证明交易因果关系不成立,并承担达到充分证明的本证证明标准的客观证明责任。⁽²²⁾ 所以,采用推定方式在原告与被告之间存在着证明的先后顺序问题,⁽²³⁾ 即被告是在原告提供基础事实的证明后再提出自己对因果关系的抗辩。因此,在推定方式下,原告“证明责任的减轻”比通常认为的“举证责任倒置”的说法更为准确。

1. 存在前置程序情形下重大性要件的实质审查

如前所述,前置程序的实质是以监管部门的行政处罚来证明虚假陈述行为的存在。自 2003 年《若干规定》确立前置程序以来,司法审判实践已经习惯将监管部门对信息披露违法行为的行政处罚决定书作为民事诉讼中虚假陈述行为重大性的证明或替代。尽管业界对此做法提出质疑,但《九民纪要》第 85 条关于虚假陈述已经被监管部门行政处罚的,应当认为是具有重大性的违法行为。在案件审理过程中,对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩,人民法院不予支持。这一规定继续固化了这种惯例。⁽²⁴⁾ 但在法理层面,行政监管与民事诉讼对虚假信息重大性的要求存在本质差异。

首先,二者关于重大性要件的构成逻辑并不相同。行政监管基于维护国家金融管理秩序法益,其关注的往往是信息披露义务人的行为对于规范要求的偏离程度,即行政监管只要求“披露行为的违法性”这一构成要件,⁽²⁵⁾ 重大性并非必要的考量因素。因此,监管机构的处罚决定总体倾向于叙述虚假陈述的行政违法性,缺少对“重大性”的论证。⁽²⁶⁾ 即使没有证据显示虚假信息严重影响了投资者决策并致其损失,也不影响行政监管部门针对行为本身作出处罚。而民事诉讼保护的法益是国家、集体、个人的民事权益,本质上关注的是侵权损害赔偿问题,即判断信息披露责任主体是否存在虚假陈述侵权行为,是否因此造成了投资者的损害后果。⁽²⁷⁾ 如果虚假信息缺乏重大性就不会影响投资者决策,

(20) 关于举证责任倒置,通常理解为:“按照法律要件分类说在双方当事人之间分配证明责任后,对依此分配结果原本应当由一方当事人对某法律要件事实存在负证明责任,转由另一方当事人就不存在该事实负证明责任。”也有观点认为,它是指“基于法律规定,将通常情况下本应由一方当事人负担的举证责任转由另一方当事人承担,当诉讼终结时,如果根据全案证据仍不能判定该事实的真伪,则由另一方当事人承担由此产生的败诉等不利的诉讼后果”。参见童光法:《我国环境侵权因果关系的证明责任》,载《哈尔滨工业大学学报(社会科学版)》2015 年第 4 期,第 30 页。

(21) 参见郭颂彬、刘显鹏:《证明责任减轻:环境民事公益诉讼证明责任分配之应然路径》,载《学习与实践》2017 年第 8 期,第 78 页。

(22) 参见包冰锋:《环境民事公益诉讼中初步证明的理论澄清与规则构建》,载《行政法学研究》2023 年第 3 期,第 78 页。

(23) 参见孙晨、杨帆:《环境侵权中因果关系的证明责任分配辨析》,载《环境保护》2020 年第 6 期,第 63 页。

(24) 参见薛峰、马荣伟:《论审判在证券市场风险防范化解中的作用》,载《中国应用法学》2020 年第 1 期,第 167 页。

(25) 参见陈洁:《证券市场自愿性信息披露的规制》,载《法学研究》2025 年第 3 期,第 77 页。

(26) 参见前注⁽²⁵⁾,徐宇翔文,第 148 页。

(27) 参见陈洁:《证券民事赔偿诉讼取消前置程序的司法应对——以虚假陈述民事赔偿为视角》,载《证券市场导报》2021 年第 5 期,第 63 页。

也不会给投资造成损失,即虚假陈述缺乏重大性,就无法建立侵权损害赔偿的因果关系链条,所以民事赔偿必须以重大性作为基础前提。可见,对同一行为基于监管权威的判罚与其是否足以触发民事责任,背后体现的是不同的法理逻辑。⁽²⁸⁾即便说针对重大事件信息披露违法的行政处罚对民事诉讼中虚假信息重大性要件的证明具有佐证作用,而那些非针对重大事件信息披露违法的行政处罚,其本身也不能作为民事诉讼中认定虚假信息重大性的依据。

其次,二者认定重大性的出发点和标准不完全相同。即便监管机构与法院均认定虚假信息具有重大性,但由于二者的职责定位不同,对于如何判断虚假信息是否严重影响投资者决策以及证券交易价格,其视角也有不同侧重。总体而言,行政处罚对重大性采取综合审查认定的方式。例如,认定信息披露义务人行为构成信息披露违法的,应当根据其违法行为的客观方面和主观方面等综合审查认定其责任。就客观方面而言,除了重大性因素之外,还要考虑信息披露违法后果、信息披露违法的次数、社会影响的恶劣程度等;至于主观方面,主要考虑信息披露义务人的主观状态,包括是否有故意的欺诈行为,是否有不够谨慎、疏忽大意的过失行为;还有信息披露违法行为发生后的态度,与证券监管机构的配合程度等等。⁽²⁹⁾但民事诉讼对重大性的认定,主要考察虚假信息是否足以影响证券交易价格或交易量。至于行为人的主观过错,鉴于《证券法》第85、163条规定对发行人采无过错责任归责原则,对其他责任主体采过错推定的归责原则,因此法院对责任主体的过错认定主要采推定方式。

最后,行政监管认定的事实并非民事诉讼的法定免证事实。在诉讼法上,已为先前裁判所确认而作为后一未决案件待证事实的事实称为预决的事实。⁽³⁰⁾由于预决的事实已被人民法院经正当证明程序所查明,客观上无再次证明的必要,且该事实已为人民法院裁判所认定,该裁判具有法律约束力,此种约束力也包括对该事实认定上的不可更改性,⁽³¹⁾故预决的事实在后一未决案件不再需要证明。根据《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》(2019年修订)第10条规定,⁽³²⁾具有免证事实效力的证据中,并不包括证监会等行政机关的行政处罚决定书。⁽³³⁾从理论上说,行政处罚决定书在诉讼中的地

(28) 参见汤欣、张然然:《虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查》,载《证券法苑》2020年第1期,第256页。

(29) 参考《信息披露违法行为行政责任认定规则》(中国证券监督管理委员会公告〔2011〕11号)第11条。

(30) 参见胡军辉:《论民事既判事实之预决效力》,载《湘潭大学学报(哲学社会科学版)》2010年第4期,第39页。

(31) 参见最高人民法院民事审判第一庭编著:《新民事诉讼证据规定理解与适用》(上),人民法院出版社2020年版,第158页。

(32) 《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》(2019年修订)第10条规定:“下列事实,当事人无须举证证明:……(五)已为仲裁机构的生效裁决所确认的事实;(六)已为人民法院发生法律效力裁判所确认的基本事实;(七)已为有效公证文书所证明的事实。前款第二项至第五项事实,当事人有相反证据足以反驳的除外;第六项、第七项事实,当事人有相反证据足以推翻的除外。”

(33) 参见樊健:《证券虚假陈述重大性要件的再厘清:基于司法实践的批判性思考》,载《深圳社会科学》2021年第6期,第107页。

位至多是“公文书证”,并没有法院判决的预决免证效力,故不能因存在行政处罚就免除原告对重大性的举证责任。

综上,由于民事、行政不同部门法的原则差异,民事赔偿与行政处罚在规制对象、规制性质、法益保护等方面亦存在差异,⁽³⁴⁾故不宜将行政处理结果与民事审判中的重大性评价直接对等。鉴于虚假陈述行为是否受到行政处罚与民事诉讼中虚假陈述行为是否具有重大性并不存在必然联系,法院已就证券市场虚假陈述的重大性要件建立一套独立于行政监管逻辑的认定标准。因此,民事诉讼对信息重大性的认定应当构建起与行政处罚不同的差异化标准。⁽³⁵⁾但值得注意的是,行政监管部门身处规范证券资本市场信息披露的第一线,在调查取证及行为定性方面具备更强的及时性、专业性。由前置程序文件所载明的案件事实及处罚依据,往往可以作为法院判断重大性要件以及存在虚假陈述行为的参考依据。尤其是在相关证券尚在发行或非公开发行的情形下(如非公开发行债券或股票、资产证券化专项信托等)的虚假陈述,因缺乏公开市场竞价、成交量波动的参考,实际上不具备适用“价格敏感标准”的空间,此时行政监管部门的认定就尤为重要。因此,要看到民事诉讼与行政执法的认定结果存在差异,但仍可以将行政执法范畴内的违规作为潜在的重大性考虑,或者将证监会对案件的行政处罚作为重大性认定的辅助参考。⁽³⁶⁾

2. 缺乏前置程序条件下重大性要件的实质审查

由于影响证券交易价格是重大性的客观判断标准,因而在缺乏前置程序条件下,司法实践中主要通过实质审查证券交易价格的变化来认定虚假陈述的重大性。例如,在“王自恩与北京昊华能源股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷”一审中,⁽³⁷⁾北京金融法院认为:“重大性是指违法行为对投资决定的可能性影响,可从违法行为的性质、对证券交易价格和成交量的影响等方面综合判断。……根据本院查明的事实,《收购公告》发布当日,昊华能源股票价格即上涨 4.62%,且成交量较前几个交易日大幅增长,昊华能源未提交证据证明《收购公告》并未导致昊华能源股票价格或者交易量的明显变化,其提交的证据亦不足以证明《收购公告》中相关虚假陈述不具有重大性,故该《收购公告》构成的虚假陈述符合上述法律和司法解释的规定,应当认定其具有重大性。”然而,值得注意的是,证券交易价格受信息的影响究竟要达到何种程度才符合重大性标准至今尚未有明确的依据。此外,严格意义上讲,目前我国证券市场还不是一个强有效市场,某些重大信息披露后未必短时间内直接导致证券交易价格的明显波动,因此,仅仅依靠证券交易价格变化对重大性进行实质审查判断是一项相当艰巨的任务,具体需要考察以下几方面问题:

(34) 参见汪青松、伍雅琴:《强制信息披露制度重大性标准的认定》,载《广西财经学院学报》2022年第4期,第66页。

(35) 参见丁宇翔:《证券虚假陈述前置程序取消的辐射效应及其处理》,载《财经法学》2021年第5期,第35页。

(36) 参见朱力、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》,载《金融市场研究》2022年第7期,第38页。

(37) 参见北京金融法院(2022)京74民初2826号民事判决书。

首先,证券交易价格变化与重大性关系问题。根据2022年《若干规定》第10条之规定,在投资者提供虚假信息的内容属于法律规定的重大事件以证明重大性的情形下,如果被告提交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明显变化的,法院应当认定虚假信息的内容不具有重大性。该规定因未能厘清重大性要件与证券交易价格变化的或然关系(即重大事件只是“可能”影响证券交易价格,并非必然影响证券交易价格),因而严重违反《证券法》的明文规定,给监管实践、司法审判造成极大困扰。⁽³⁸⁾详言之,《证券法》第80、81条明确列举了各种符合重大性要件标准的重大事件,属于重大事件范围的,就是信息披露义务人必须强制性予以披露的事项。《证券法》特别列举重大事件的缘由在于,现行重大性标准的原则抽象会使信息披露义务人无所适从,所以《证券法》明确列举了符合重大性要件的重大事项。实践中,只要属于重大事件的信息,信息披露义务人就必须如实披露。信息披露义务人在重大事件信息披露上存在虚假时,就可以认定该虚假行为具有重大性,从而构成证券法意义上的虚假陈述。这样投资者就可以对信息披露义务人的虚假陈述行为提起诉讼,即信息披露违反了重大性就具有可诉性,这属于交易因果关系范畴。至于虚假陈述是否造成关联证券交易价格波动并导致投资者损失,属于损失因果关系范畴。只有虚假陈述导致关联证券交易价格明显波动的,才会给投资者造成损失,被告才需要向投资者承担责任。因此,证券交易价格波动给投资者造成损失本质上属于可赔偿性问题。2022年《若干规定》混淆了可诉性和可赔偿性之间的关系,是对重大性要件在虚假陈述诉讼中不同层面因果关系的功能定位与证明机制存在严重的认识错误。这种错误使法院在审查判断重大性时客观上会陷入一种混沌状态。至于投资者无法举证证明被告的虚假信息属于法定重大事件时,投资者只能以“非法定重大事件”虚假信息的实施、揭露导致相关证券交易价格产生明显变化来证明虚假信息的重大性,此时被告就需要通过举证相关证券交易价格并没有发生明显变化来抗辩虚假信息具有重大性,从而证明交易因果关系也不成立。但对于这种证明机制,实际上是将交易因果关系和损失因果关系的认定合二为一了。

其次,证券交易量的变化与重大性关系问题。2022年《若干规定》在将影响证券交易价格作为重大性判断标准的基础上,增加了影响证券交易量的判断标准,即被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易量明显变化的,法院也应当认定虚假信息内容不具有重大性。⁽³⁹⁾对此,从市场实践考察,尽管股票价格的涨跌与其成交量大小之间存在一定的内在联系,但成交量和价格存在同步或背离的关系,既可能量增价平,可能量增价涨,也可能量缩价涨等。客观而言,股票成交量变化而股价不变的情况并不鲜见。更为关键的是,证券虚假陈述损害赔偿问题最终要落实到证券交易价格的变化上。即便有交易量变化,只要证券价格无波动就不会导致投资者损失,投资者的赔偿请求也就无从谈

(38) 目前司法实践中法院往往直接将证券交易价格变化作为重大性要件的单一判断标准,只要被告提供证据证明其虚假陈述行为并未导致股价或交易量明显变化,法院就认定其有关虚假陈述的内容不具有重大性的抗辩成立。参见上海金融法院(2021)沪74民初1895号民事判决书。

(39) 参见前注,王春平、吴耀宏文,第73页。

起。因此,交易量的变化能否等同于证券交易价格变化并作为虚假信息内容是否具有重大性的衡量尺度值得进一步斟酌。⁽⁴⁰⁾不过,实务中影响证券交易量可以作为判断信息重大性的辅助因素,毕竟交易量的变化与证券交易价格变化之间还是具有相当关联性的。

最后,证券交易价格变化与信赖推定问题。如前所述,在一个有效市场上,所有接受证券市场价格从事交易的投资者都可以被看作是基于一对所有的公开信息(包括虚假陈述信息)的信赖而进行了证券交易。如果虚假信息没有造成价格波动,即表明虚假信息可能没有在证券交易价格中得到体现,那么信赖证券价格进行交易的投资者就可能缺乏对虚假信息的信赖,因此,投资者的交易因果关系就无法成立。申言之,虚假信息没有反映到价格中,就无法适用欺诈市场理论,也就无法实现信赖推定。因此有学者认为,既然以股价的剧烈波动证明信息的重大性,从而替代信赖证明,⁽⁴¹⁾就表明重大性要件是作为信赖要件的替代要件而存在的。这种观点其实误解了欺诈市场理论。准确地说,“信赖推定”系基于欺诈市场理论而得以实现。因而法院在诉讼中其实豁免了原告证明信赖问题(包括豁免了证明市场公开性和市场效率等)。在信赖推定基础上,法院只是将原告对信赖的举证,转化为对虚假陈述产生了实际价格影响的举证。重大性要件实质上是交易因果关系的前提。⁽⁴²⁾因此,重大性要件独立于信赖要件而存在。从虚假陈述的基本原理出发,重大性并非依附于信赖要件的要件,而是从属于虚假陈述行为要件的子要件。⁽⁴³⁾

综上,2022年《若干规定》以证券交易价格未发生变化来否定虚假陈述的重大性,实际上混淆了交易因果关系阶段和损失因果关系阶段原告不同的举证事项和法院应审查的事项。交易因果关系阶段与起诉阶段,投资者提供的虚假陈述行为的证据其实是相同的,但在起诉阶段,法院只是形式审查,而在交易因果关系阶段,法院需要实质审查虚假陈述行为是否确实存在,核心就是虚假信息是否足以影响投资者的决策,即是否具有重大性。至于虚假陈述与证券交易价格波动之间的因果关系需要在损失因果关系阶段通过专业性的方式才能加以判定。

四、重大性要件与虚假陈述可赔偿性的证成

依据侵权损害赔偿法理,已发生之损害,必须有财产的损失或人身非财产利益的伤害等实际损害的存在,无实际损害,即无损害赔偿。也就是说,并非每项对权利的侵害都必然导致可赔偿性损害。如果缺少实际损害的存在,则加害人无须根据侵权行为法承担赔偿责任。⁽⁴⁴⁾在证券虚假陈述民事赔偿诉讼中,并不是所有的信息披露瑕疵行为都具有可诉性,同样,并非所有的虚假陈述行为均具有可赔偿性。事实上,一个具有可诉性

(40) 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,第53页。

(41) 参见焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期,第111页。

(42) 参见张巍:《“推定”并非“躺平”:何为推定交易因果关系?》,载微信公众号“比较公司治理”,2022年2月19日上传。

(43) 参见王彦光:《证券信息披露中的重大性认定——以“万家文化案”为例》,载《金融法苑》2020年第3期,第95页。

(44) 参见朱晓峰:《论德国与法国侵权法中可赔偿性损害的确定方式》,载《人大法律评论》2011年第2期,第42页。

的虚假陈述行为经过审理后,法院可能因其不具有可赔偿性而作出驳回诉讼请求的判决。只有当投资者因虚假陈述遭受实际损害时,虚假陈述才具有可赔偿性。简言之,信息瑕疵因具有重大性从而严重影响证券交易价格,才会给投资者造成实际损失,此时虚假陈述才具有可赔偿性。

虚假陈述行为的可赔偿性与侵权责任中的损失因果关系是一体两面的。损失因果关系的认定是在推定交易因果关系成立的前提下,对投资者受害范围的确定。2022年《若干规定》第31条规定,法院应当查明虚假陈述与原告损失之间的因果关系,以及导致原告损失的其他原因等案件基本事实,确定赔偿范围。如果被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩,法院应当予以支持。依此规定,在虚假陈述致投资者损害的损失认定中,准确区分“损失结果是虚假陈述行为所引起的,还是后来的介入行为所导致的”是焦点问题。⁽⁴⁵⁾ 由于虚假陈述实施日至揭示日之间的时间比较长,其间会有多种因素影响证券价格,买卖差价不一定能准确反映投资者因虚假陈述遭受的损失,⁽⁴⁶⁾ 为此,法院在庭审阶段要实质审查造成投资者损失的证券交易价格波动在多大程度上是由被告虚假陈述所导致的,其核心就是虚假信息的重大性程度在“价格敏感性”上的真实反映问题。但不管交易因果关系的认定还是损失因果关系的认定,鉴于作为原告的投资者提供的证明材料其实是一致的,因而可以理解为在交易因果关系成立的前提下,2022年《若干规定》推定损失因果关系成立,但允许被告进行抗辩。如果法院接受被告的抗辩主张,被告就可以相应减轻或者免除赔偿责任。

至于证明机制,交易因果关系和损失因果关系是一脉相承的。与交易因果关系层面的举证责任分配机制相似,在损失因果关系的审理阶段,原告要承担损害结果的证明责任,被告则承担虚假陈述行为与损害结果之间不存在因果关系或其他可以减轻甚至不承担责任情形的证明责任。具体而言,交易因果关系是从行为意义上证明被告存在虚假陈述行为,损失因果关系则是从结果意义上证明被告的虚假陈述行为造成投资者的损失。在因果关系推定模式下,当虚假陈述的基础事实在交易因果关系层面得到证明后,结果意义上的证明责任则直接由被告从相反的方向进行举证。因此,可以说,交易因果关系的事实推定乃是原告证明责任减轻的方法,而损失因果关系层面的法律推定,是将结果意义上的证明责任转移至被告,由此形成双层因果关系推定下行为意义与结果意义上的证明责任分配规范。⁽⁴⁷⁾

(一) 关联证券交易价格发生变化情形下虚假陈述可赔偿性的证成

在交易因果关系成立的前提下,虚假陈述关联证券交易价格发生变化给投资者造成

(45) 参见黎宏:《刑法因果关系论考察》,载《清华法学》2022年第3期,第113页。

(46) 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,第1499页。

(47) 参见郭颂彬、刘显鹏:《证明责任减轻:环境民事公益诉讼证明责任分配之应然路径》,载《学习与实践》2017年第8期,第78页。

损失的,被告应当承担赔偿责任。但被告可以关联证券交易价格的变化不是虚假陈述造成的予以抗辩。详言之,虚假信息虽然在交易因果关系层面被证明具有重大性,但该重大性没有引起证券交易价格变化。关联证券交易价格的变化部分或全部是由“他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的”,则被告不承担赔偿责任或减轻承担赔偿责任。

具体诉讼中,被告对损失因果关系的抗辩,是法院开庭审理中被告针对原告是否因虚假陈述受损以及受损程度提出的抗辩,具有实体法上的意义。就被告的抗辩而言,如果在行为的违法性层面,被告通过举证证明证券交易价格没有波动以证明虚假信息没有重大性,或者投资者通过证明证券交易价格的波动来证明虚假信息的重大性,都是一种事实因果关系,是责任成立上的因果关系。⁽⁴⁸⁾但在损失因果关系层面,被告需要进一步举证,证明原告因证券交易价格波动造成的损失究竟是哪些原因造成的。被告虚假陈述与原告损失之间因果关系的证明是责任范围的因果关系,是一种法律上的因果关系。相较于2003年《若干规定》,2022年《若干规定》将被告可以抗辩的情形从“证券市场系统风险”扩展到了“原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的”情形。⁽⁴⁹⁾因此,在这个阶段,更准确地说,法院需要查明的不是虚假陈述是否导致投资者损害,而是投资者的损害是否存在多因一果的情形,法院需要厘清的是虚假陈述以及其他因素对证券价格损失造成的各自区分的影响作用。如果被告能够举证证明原告的部分或全部损失与其虚假陈述之间并无因果关系,则可以减轻或免除被告的赔偿责任。⁽⁵⁰⁾

从证券虚假陈述民事赔偿诉讼全链条的视角考察,在证明机制上,重大性、交易因果关系和损失因果关系三者紧密相联且密不可分。按照2022年《若干规定》,原告负担的举证责任是要证明虚假信息的重大性以及股价波动给自己造成的客观损失。由于2022年《若干规定》规定了交易因果关系推定以及相应的损失因果关系推定,因此,原告仅承担“虚假信息重大性+股价变化”的举证责任;至于被告,则要承担“虚假信息有无重大性+重大性有无引发股价变化(或投资者的损失多大程度上是虚假陈述造成的)”的举证责任。显然,“引发”的证明责任因其专业性而相当艰巨,因此2022年《若干规定》在强调保护投资者利益的同时,一定程度上也要避免民事赔偿制度异化为替投资者在证券市场遭受的损失提供保险的工具。⁽⁵¹⁾值得强调的是,即便投资者不是以虚假信息属于《证券法》第80、81条列举的重大事件范畴来证明虚假信息的重大性,而是以证券交易价格波动作为证明虚假信息重大性的方式时,重大性的证明与价格波动造成的损失证明

(48) 参见程啸:《侵权责任法》,法律出版社2015年版,第221页。

(49) 2003年《若干规定》第19条第4款规定:“损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致……”法院应当视为不存在因果关系。

(50) 参见陈洁:《证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制》,载《中国社会科学院大学学报》2023年第10期,第53页。

(51) 参见前注,林文学、付金联、周伦军文,第49页。

也是两个概念,不能混为一谈。只能说重大性的证明与损失的证明共同借用了证券交易价格波动的外观,不存在用重大性标准替代因果关系要件的证明机制。⁽⁵²⁾因此,在适用重大性标准的判例中,法院不应以虚假信息的重大性标准来取代因果关系的证明标准。

(二) 关联证券交易价格未发生变化情形下虚假陈述可赔偿性的证成

表面上看,虚假陈述关联证券交易价格未发生变化即表明虚假陈述没有给投资者造成损失,被告就不应当承担赔偿责任。但是,由于证券市场的复杂性以及影响股票价格因素的多元性,某些重大信息披露后受其他相反作用力因素干扰,各种因素交杂结果可能导致证券交易价格未发生明显波动。例如,证券市场存在“利空出尽”现象,就是指证券价格因各种不利消息的影响而下跌,这种趋势跌到一定程度,利空的力量逐渐耗竭,这时虚假陈述即便被揭露也不再影响证券价格,甚至证券价格反而会反弹上升。再如市场实践中较为常见的,诱多型虚假陈述中隐瞒遗漏重大利空信息情形被揭露后往往并不导致证券交易价格明显变化。因此,在损失因果关系认定中,除了2022年《若干规定》规定的常规证券市场风险等抗辩因素外,其实还要考虑可能存在的各种信息作用力的相互抵消问题。具体而言,由于在虚假陈述实施日至揭示日之间存在时间差,其中证券发行人可能发布了很多攸关经营活动的消息,这些消息可能对证券市场价格产生相反方向的影响力或作用力,这些信息公开后可产生相互抵消的效果,以致综合起来看,虚假陈述关联证券交易价格并无明显变化。对此,需要对各个信息的重大性进行实质审查,并对各个重大信息对证券价格的作用力逐一进行分析判断。

实践中,在虚假陈述关联证券交易价格未发生变化情形下,信息作用力相互抵消的举证责任究竟如何分配值得深入研究。通常而言,“谁主张谁举证”,尤其在被告已经举证虚假陈述没有导致证券交易价格发生变化的前提下,原告应该反证虚假陈述实际上引起证券交易价格变化,但由于其他信息引起的证券交易价格变化与其相互冲抵,致使虚假陈述关联证券交易价格未发生变化,因此,被告仍要承担其虚假陈述引发的证券交易价格变化而给投资者造成的损害赔偿赔偿责任。但是,这样的证明对原告而言显然是无法承担的,而且这样的举证责任分配客观上是将损失因果关系的证明责任分配给了投资者。对此,鉴于2022年《若干规定》是在对交易因果关系实施推定之后进一步推定了损失因果关系的存在,因此,在损失因果关系推定前提下,应由被告全面举证虚假陈述实际上引发了证券交易价格的变化程度,或者说其他因素分别给证券交易价格造成了多大变化。而在理论上,法院要实质查明影响证券交易价格的全部因素,如果被告未能一一举证,则由其承担不利后果。综上,从2022年《若干规定》第31条之本意出发,单一虚假陈述信息与其他信息相互之间是否产生抵消以及抵消的结果如何,也属于法院需要查明的影响股票价格的全部因素范围,而被告仍然需要负责证明虚假陈述的影响不存在与其他信息相互抵消的情形。

(52) 参见王彦光:《证券信息披露中的重大性认定——以“万家文化案”为例》,载《金融法苑》2020年第3期,第93页。

五、结 语

重大性要件是证券虚假陈述民事赔偿责任构成的重要基石。在证券虚假陈述民事赔偿诉讼中,厘清重大性要件与证券虚假陈述可诉性、可赔偿性的逻辑关系,进而推进其在虚假陈述侵权责任双层因果关系中的科学适用,直接影响到我国证券市场投资者的有效保护以及证券市场秩序的长期稳定。鉴于重大性要件的适用兼涉证券法、民事诉讼法、证据法等领域,实践中对于重大性要件的判定及其适用是一个颇富争议且极具挑战性的过程。尽管我国《证券法》已经从主客观两方面对证券信息的重大性标准作出界定,但2022年《若干规定》未能完全遵循《证券法》所采用的规范路径,而是径直采取影响证券交易价格或交易量的单一化标准认定证券信息的重大性。这种简单化的认定方式不仅不符合上位法的规范意旨,而且客观上导致证券虚假陈述民事赔偿诉讼中重大性要件的适用逻辑混乱。为此,未来在理论层面重构重大性要件的适用规则时,不能仅凭实用主义的简单理解,而需要更具复合性的顶层设计方案与体系化思维;至于实践层面,应积极通过司法审判推动相关标准完善,尽快实现重大性要件主客观标准之间的融合适用。这是需要理论界与实务界持续共同研究的任务。

Abstract: Materiality constitutes the core element of securities misrepresentation and serves as the logical foundation for civil compensation systems. Mature markets have progressively developed two criteria for identifying materiality: ‘impact on investor decision-making’ and ‘price sensitivity’, addressing qualitative and quantitative dimensions respectively. Among these, ‘impact on investor decision-making’ establishes the prerequisite for determining the actionability of misrepresentations, while ‘price sensitivity’ defines the scope of compensable damages. It is necessary to clarify the criteria for determining materiality and its intrinsic relationship with the actionability and compensability of securities misstatements, and then accurately apply the materiality requirement in establishing both transactional causation and loss causation within securities misrepresentation infringement lawsuits, which is the key to improving China’s civil compensation system for securities misrepresentation.

(责任编辑:王莉萍)