

证券虚假陈述侵权责任审查趋向精细化

曾 洋

今年5月15日，最高人民法院、中国证券监督管理委员会联合发布《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），是对《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《虚假陈述司法解释》）实施三年来进行的系统反思与完善。《指导意见》第6条要求“人民法院对交易因果关系的审查，要重点关注虚假陈述是否为投资决策的直接原因、最近原因，以理性投资者的标准判断被告关于不具有交易因果关系的举证是否充分”，反映了证券虚假陈述侵权责任司法实践中交易因果关系精细化审查的趋势。

现行虚假陈述侵权责任交易因果关系证明规则的逻辑

虚假陈述行为侵害投资者的知情权，交易因果关系的证明过程具有很强的涵摄性，追求的结果是虚假陈述行为与投资者的交易决策行为之间是否存在直接关联的判断。规则安排中既有交易因果关系成立的积极认定条件，也有交易因果关系不成立的可抗辩情形。而且，经由因果关系论证确立的被虚假陈述行为影响交易决策的投资者范围，实质上界定了被侵权投资者以及适格原告的范围。对此，《虚假陈述司法解释》第三部分规定了重大性及交易因果关系认定规则。

根据规定，虚假陈述交易因果关系的基本证明逻辑是：投资者在特定期间内（虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前）买卖了符合重大性标准的虚假陈述所涉证券，交易因果关系即成立，且举证责任在虚假陈述方。这一证明方法借鉴了源自美国判例法在“欺诈市场理论”基础上建立的以“推定信赖”为核心的交易因果关系推定证明逻辑。

“欺诈市场理论”的基础是“有效资本市场假说”，该假说将资本市场分为弱式有效、半强式有效和强式有效三个层次，美国判例法确立该理论是基于其资本市场属于“半强式（甚至强式）有效市场”的判断。在此类市场中，该假说认为证券价格至少能客观、及时地反映公司当前和过去的信息，以此为基础形成的逻辑是：在有效资本市场中，投资者有权信赖基于市场的有效性所形成的证券市场真实价格，而虚假陈述影响了市场的有效性、破坏了真实的价格形成机制并致证券价格扭曲，进而影响投资者决策，除非有相反的证据，否则即认可投资者的交易决策系虚假陈述通过扭曲原本有效的价格形成机制所致，虚假陈述侵权责任交易因果关系证明规则正是据此构建。

“推定信赖”为核心的交易因果关系证明规则的缺陷

客观而言，以欺诈市场理论为基础、以推定信赖为核心形成的司法逻辑，的确在非面对面的公开集中交易市场环境下，极大减轻了投资者举证负

- 虚假陈述交易因果关系的基本证明逻辑是：投资者在特定期间内（虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前）买卖了符合重大性标准的虚假陈述所涉证券，交易因果关系即告成立，且举证责任在虚假陈述方。
- 借鉴美国判例法建立的以“推定信赖”为核心的规定，存在明显缺陷。理论基础的薄弱及市场有效性的不确定使得直接借鉴“欺诈市场理论”构建司法规范的可靠性存疑，也使得虚假陈述侵权交易因果关系的推定证明方法说服力不足。
- 证券虚假陈述侵权责任交易因果关系审查和证明的精细化趋势已然显现，为平衡市场各方主体的利益关切，现阶段针对特定的投资者尤其是机构投资者，在侵权法的基本框架内要求其提交权利被侵害的证据，应为可试可行的规则完善路径。

担、简化了诉讼流程。早在2003年最高法制定《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》时，即引入推定信赖，以解决中小投资者举证难的困境，并在实践中取得良好效果。2022年《虚假陈述司法解释》延续了该规则。但是，借鉴美国判例法建立的以“推定信赖”为核心的规定，存在明显缺陷：

首先，作为“欺诈市场理论”基础的“有效资本市场假说”长期受到质疑。质疑者认为有效资本市场假说只是一种经济学直觉和信仰，是一个既不能证实也不能证伪的哲学命题。即使搁置对“有效资本市场假说”的质疑以及美国证券市场是否已至少属于半强式有效市场的争论，仅就我国资本市场而言，尚无充足证据表明已属于或高于半强式有效市场。理论基础的薄弱及市场有效性的不确定使得直接借鉴“欺诈市场理论”构建司法规范的可靠性存疑，也使得虚假陈述侵权交易因果关系的推定证明方法说服力不足。

其次，数十年来“有效资本市场假说”一直无法形成确定的检验模式或判断标准，价格能否即时反映信息愈发模糊，虚假陈述是否成为相关证券交易价格明显变动的罪魁祸首，难以找到强有力的理论支撑。《虚假陈述司法解释》第十条第二款规定“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”，也是“有效资本市场假说”规则化的体现。其以单一“价格敏感性”的否定性判断而直接否定虚假陈述存在重大性，引发了诸多疑惑：信息披露重大性的“投资者判断标准”为何被完全无视？即使事实上存在虚假陈述，似乎只要没有引发证券交易价格或者交易量明显变化的，就不被认为是虚假陈述，那么，始终处于变化之中的证券交易价量，达到什么程度可称“明显”？以上疑问均难获得令人信服的答案。

第三，“推定信赖”进而推定交易因果关系的成立，举证责任倒置使得投资者几乎“坐享其成”，无需提供其交易决策受虚假陈述影响的直接证据，导致虚假陈述民事赔偿责任被认为是对投资者的“溺爱式保护”。从过去几年的司法实践看，虚假陈述案件不仅数量持续增多，涉及的赔偿数额也往往高达数亿元甚至数十亿元，例如，康美药业案涉及5.5万投资者、赔偿金额高达

24.59亿元；五洋债案赔偿额涉及7.1亿元；乐视网案赔偿20.39亿元。但获赔投资者当中究竟有多少真的是受虚假陈述影响而决策交易的却始终成谜，可见围绕“推定信赖”构建的交易因果关系推定证明逻辑虽简单高效但却有可能失之公正。

那么，证券虚假陈述侵权责任之交易因果关系的精细化审查如何修补这些规则缺陷？

回归侵权责任本质的虚假陈述交易因果关系证明路径

当非面对面的公开集中交易取代了原先的证券面对面交易后，交易理念以及寻找相关交易证据的认知逻辑均发生了巨大的变化，在电子化交易技术及互联网科技的推动下，人们面对海量的交易数据愈发茫然无措，无法确定证券违法行为是如何损害市场、侵害他人权益的。在此背景下，以“有效资本市场假说”为理论基础的“欺诈市场理论”应运而生，以“价格信赖”取代“信息信赖”，按照“投资者信赖市场价格即推定其信赖虚假陈述行为并作出投资决策”的证明逻辑完成推定交易因果关系的证明。数十年来，此方式的确在一定程度上实现了对投资者权益的保护。

然而，针对虚假陈述侵权责任交易因果关系证明始终存在的一个可能：如果由投资者提交交易决策过程的证据，证明其交易决策是虚假陈述所致，而不是采用“推定信赖”为依托的举证责任倒置的证明方法，则交易因果关系的证明就回归了侵权责任法的本质，形成的结论也将不再显得模糊不清。但是，一个基本共性的认识是，证券市场投资者众多，尤其我国市场的中小投资者占比很大，要求投资者自行举证交易决策过程不具有现实可能性。不过，随着相关司法实践的丰富、市场主体及其交投行为的进步，变化在悄然发生，主要体现在证券虚假陈述侵权之诉的原告是专业机构投资者时，司法实践中对交易因果关系的审查，不再简单适用“推定信赖”并采用“举证责任倒置”，而是回归了侵权法的本质，在侵权法的基本框架下，遵循谁主张谁举证的规则要求机构投资者提供证据证明其交易决策系虚假陈述所致。

例如，湖南省高级人民法院（2021）湘民终867号（二审）民事判决书记载，原告中汇创投公司声称购买

中兵红箭（000519，SZ）公司股票的交易决策是依据安信证券研报以及其母公司惠程科技公司证券投资小组出具的《入池研究报告》作出的，但经法院查明，该机构投资者所提交证明其交易决策依据的文件所记载内容，与中兵红箭公司的虚假陈述没有关联，法院据此否定了中汇创投的适格原告身份。

美国相关司法实践中，提出“欺诈市场理论”的Basic案（485 U. S. 224）并没有排除机构投资者适用信赖推定，机构投资者甚至常常担任10b-5集团诉讼的首席原告（lead plaintiff）代表投资者提出诉讼，但机构投资者可否直接适用信赖推定始终存在分歧。

我国司法机关对此亦有不同认识。部分法院认为应当严格遵守法律规则，无论是机构投资者还是普通投资者，只要是通过公开市场进行的交易，就负有相同的注意义务，应获得同样的保护，机构投资者也可以直接适用信赖推定，在“保千里”案、“康美药业”案、“尔康制药”案、“天成控股”案等案件审理中均未对机构投资者设置更高的证明责任；而在另外一些案件中，法院则认为，专业机构投资者不同于普通证券市场投资人，进行证券投资时，不但要严格遵循其投资决策程序，而且必须对其专业分析研究能力、特别技能、知识和经验加以运用，故应要求其提供证据证明其交易决策系虚假陈述所致，“银广夏”案、“祥源文化”案、“东方电子”案、“恒基股份”等案件的审理法院均采此观点。

专业机构从事投资活动，通常要求恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉等法定义务。例如，《证券投资基金法》要求基金管理人运用基金财产进行证券投资，应当遵守审慎经营规则，制定科学合理的投资策略和风险管理制度，有效防范和控制风险。有研究认为，对虚假陈述侵权责任交易因果关系的审查，可以要求机构投资者提交其投资可行性调研或分析报告、投资决策报告，以证明其投资行为是理性和善意的，但是否因此会对机构投资者课以更重且有可能被认为是不公平的注意和证明义务，尚需更充分的调查研究和理论论证，在此基础上方能完善规则的构建。

总体而言，证券虚假陈述侵权责任交易因果关系审查和证明的精细化趋势已然显现，为平衡市场各方主体的利益关切，现阶段针对特定的投资者尤其是机构投资者，在侵权法的基本框架内要求其提交权利被侵害的证据，应为可试可行的规则完善路径，如此，既能保护处于弱势的普通公众投资者，又可防止具有较强投研能力的专业投资者“搭便车”获取没有证据支撑的高额赔偿。（作者系南京大学法学院教授、博士生导师，中国法学会证券法学研究会常务理事）

