国家社科基金
GUOJIA SHEKE JIJIN HOUQI ZIZHU XIANGMU
后期资助项目

我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展

The New Development of Theories and Practice on Civil Liabilities for False Statement in China's Securities Market

樊 健 著

法律出版社
LAW PRESS·CHINA

国家社科基金
GUOJIA SHEKE JIJIN HOUQI ZIZHU XIANGMU
后期资助项目

我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展

The New Development of Theories and Practice on Civil Liabilities for False Statement in China's Securities Market

樊 健 著

法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展/樊健著. -- 北京 : 法律出版社, 2021

ISBN 978-7-5197-5379-5

Ⅰ. ①我… Ⅱ. ①樊… Ⅲ. ①证券交易-民事责任-研究-中国 Ⅳ. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2021)第 034411 号

我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展
WOGUO ZHENGQUAN SHICHANG XUJIA CHENSHU MINSHI ZEREN LILUN YU SHIJIAN DE XINFAZHAN

樊 健 著

责任编辑 解 锟 张 岩
装帧设计 李 瞻 臧晓飞

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京虎彩文化传播有限公司
责任印制 张建伟

编辑统筹 重大项目办公室
开本 710 毫米×1000 毫米 1/16
印张 15.75 **字数** 270 千
版本 2021 年 3 月第 1 版
印次 2021 年 3 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)
网址/www.lawpress.com.cn
投稿邮箱/info@lawpress.com.cn
举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn
销售热线/400-660-8393
咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)
全国各地中法图分、子公司销售电话:
统一销售客服/400-660-8393/6393
第一法律书店/010-83938432/8433 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036
上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-5379-5 **定价**:82.00 元
(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

国家社科基金后期资助项目
出版说明

后期资助项目是国家社科基金设立的一类重要项目，旨在鼓励广大社科研究者潜心治学，支持基础研究多出优秀成果。它是经过严格评审，从接近完成的科研成果中遴选立项的。为扩大后期资助项目的影响，更好地推动学术发展，促进成果转化，全国哲学社会科学规划办公室按照“统一设计、统一标识、统一版式、形成系列”的总体要求，组织出版国家社科基金后期资助项目成果。

全国哲学社会科学规划办公室

基金项目
国家社会科学基金后期资助项目，项目批准号：19FFXB058

前　言

自2003年出台《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》(以下简称《虚假陈述若干规定》)至今,我国证券市场虚假陈述民事责任的司法实践已经走过了近十七个年头。在此期间,新的法律争议问题不断出现,法院也有针对性地采用了新型的审判方式,诸多学者也提出了真知灼见。《证券法》(2019年修订)(以下简称"新《证券法》")和《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民会议纪要》)对其中的一些问题给出了答案,如何理解和解释这些答案,需要进行深入研究,以明确答案的适用范围和边界所在。但是,对于不少问题,新《证券法》和《九民会议纪要》依旧没有给出正面的回应,需要各界人士继续予以分析和讨论,以便达成共识,为下一轮的立法和司法完善提供智力支持。

针对我国证券市场虚假陈述民事责任制度中出现的新理论、新问题和新审判方式等,有必要进行及时、全面和仔细的分析总结,以期能够实现保护投资者(尤其是中小投资者)利益和预防违法行为发生的虚假陈述民事责任目标。据此,本书将在以下三个方面对于相关问题展开研究。需要说明的是,本书中的某些章节已经被相关文献公开发表,但是本书依据新《证券法》《九民会议纪要》并结合实践中出现的新判决、新理论等,对公开发表的内容进行了充分地修订,使这些内容能够有机地统一到本书的研究主题中来。因此,本书并非简单地将已经发表或者未发表的论文进行整合;相反,本书是在基础理论指引下,将相关内容有机地联系起来,以实现理论和实践的统一。

首先,在理论方面,本书主要研究有效市场假说(Efficient Market Theory)在我国证券市场的适应情况,在此基础上分析欺诈市场理论(Fraud on the Market)的适用范围和投资者损失的确认等。《虚假陈述若干规定》依据欺诈市场理论推定交易上因果关系的成立,但是该推定是否能够适用到新的交易场所(如全国中小企业股份转让系统,以下简称新三板)或者交易标的(如债券)中去?司法实践中已经有若干纠纷出现,但是由于缺乏正确的理论指导,裁判的过程和结果都值得商榷。本书第一章将对此作深入的基础理论分析,第二章则针对我国公司债券欺诈案件,分析

如何适用欺诈市场理论。此外,确认和计算投资者损失的理论基础是什么?虽然《虚假陈述若干规定》给出了具体的方法,即事后计算法(*ex post*),但是该方法也存在一些不足。依据该计算方法,投资者并不能获得完全的赔偿,减损了虚假陈述民事责任的威慑力。因此,本书建议应该采用更为科学和合理的方法来确认并计算损失,相应地,本书提出了具体和可操作性的事前计算法(*ex ante*),本书第三章将对此作深入分析。

其次,在实践方面,法院的个案裁判备受证券市场关注。针对新问题,个案裁判更是能够成为后续同类案件的参照指引,其重要性不言而喻。因此,本书主要研究以下三个司法实践中出现的新问题:一是,针对证券虚假陈述民事诉讼的特殊性,上海金融法院出台了《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》,希望通过示范判决和调解相结合的方式来快速、低成本地解决纠纷。在我国,由于并无类似的审判方式,司法经验相对不足,如何应对在此过程中出现的问题,例如如何确定首席原告、平行案件的当事人如何保护、诉讼费用如何分担以及如何尽可能一次性解决纠纷等,将是法院面临的棘手问题。此外,相比于新《证券法》规定的普通代表人诉讼和特别代表人诉讼(《上海金融法院关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》),示范性判决机制有何优势也值得讨论,对此本书第四章将进行深入分析。二是,《虚假陈述若干规定》仅针对诱多型虚假陈述的责任构成等进行了规定,但是实践中已经出现了多起诱空型虚假陈述诉讼,不少法院依旧采用《虚假陈述若干规定》的条文来确认适格原告、计算损失等,显然不能作出正确的裁判。因此,本书第五章将结合欺诈市场理论来分析诱空型虚假陈述民事责任的构成和损失计算等重要问题。三是,针对证券市场屡见不鲜的违规举牌行为,目前法院的判决未能很好地兼顾立法目标与交易安全,得出的判决结果不能令人满意。新《证券法》的相关规定也没有对该问题给出明确的答复,仍存在讨论的空间。因此,本书第六章从立法目的的角度出发,来论证如何妥善地处理好投资者保护与交易确定性之间的关系。

最后,在实证研究方面,经过 17 年的发展,我国证券市场虚假陈述民事责任已经积累了大量的民事判决。如果仅分析个案裁判,难免有“只见树木,不见森林”之遗憾。据此,针对这些判决,有必要采用实证研究的方法,从大数据的角度,来较为宏观地去检视法院对相关问题的司法裁判,并从理论上评析这些裁判,从而提出完善建议,不断提高法院对于相关问题的审判水平,公平地处理纠纷。本书对以下两个司法实践中最具争议的问题进行了实证研究:一是关于虚假陈述揭露日的判断。《九民会议纪要》

虽然对于该问题作出了规定,但是本书认为该规定存在相当大的问题,不仅无助于问题的解决,反而可能引发更大的实践问题,本书第七章将对此进行分析。二是关于系统风险的扣除,该问题几乎是每个案件中必然会出现的争议问题,最高人民法院也有若干裁判对该问题进行了分析,但是目前尚未对以下一些问题达成共识,例如是否可以对系统风险提出司法审计、系统风险的计算时间段以及系统风险的扣除方法等。本书第八章将对这些问题进行深入分析。

目　　录 Contents

第一章　欺诈市场理论与交易上因果关系 / 1

一、问题的提出 / 1

二、推定交易上因果关系成立的理由与理论基础 / 5

（一）推定交易上因果关系成立与欺诈市场理论 / 5

（二）欺诈市场理论与有效市场假说 / 9

三、A 股市场和新三板采用欺诈市场理论的问题及其分析 / 10

（一）A 股市场应当采用欺诈市场理论 / 10

（二）新三板不应当适用欺诈市场理论 / 11

四、关于价格影响理论的分析与建议 / 15

（一）Halliburton Ⅱ案与价格影响理论（price impact theory） / 15

（二）价格影响理论对我国审判实践的借鉴 / 17

五、机构投资者如何适用交易上因果关系成立的推定 / 19

结论 / 23

第二章　欺诈市场理论在公司债券虚假陈述侵权诉讼中的适用性研究 / 25

一、问题的提出 / 25

二、“11 超日债”虚假陈述侵权责任纠纷案 / 28

（一）基本案情 / 28

（二）争议焦点 / 29

（三）本章分析 / 31

三、“欺诈市场理论”的适用条件：美国的司法经验 / 34

（一）公司运营方面的条件 / 35

（二）证券价格敏感性方面的条件 / 38

（三）多种条件的综合判断 / 39

四、公司债券市场效率性的分析：以“11 超日债”虚假陈述案为例 / 39

（一）公司股票与公司债券的差别：以价格决定因数为例 / 41

（二）“11 超日债”的交易场所 / 43

(三)“11 超日债”的换手率 / 43
(四)“11 超日债”的分析师数量 / 44
(五)“11 超日债”的发行规模与利息 / 44
(六)“11 超日债”的机构投资者数量 / 45
(七)“11 超日债”的信用评级 / 45
(八)“11 超日债”发行人的股价波动与“11 超日债”的关系 / 46
(九)新信息的出现与“11 超日债”价格变化 / 46
(十)综合分析 / 48
结论 / 49

第三章　事前观点计算证券虚假陈述中的投资者损失 / 51
一、问题的提出 / 51
二、美国 Dura 案:关于损失认定的事前观点和事后观点 / 53
(一)美国 Dura 案的基本事实和美国联邦最高法院的判决 / 54
(二)科菲教授支持事后观点的主要理由 / 55
(三)福克斯教授支持事前观点的主要理由 / 55
(四)支持采用事前观点认定损失的理由 / 56
三、《虚假陈述若干规定》事后观点认定损失所存在的问题 / 57
(一)诱发虚假陈述行为人的道德风险 / 58
(二)系统风险证明责任分配不合理 / 59
(三)不符合资本市场的实际运行情况 / 61
四、事前观点:事件分析法的使用 / 63
(一)通过事件分析法认定损失 / 64
(二)事前观点如何解决《虚假陈述若干规定》所存在的问题 / 66
(三)适用事件分析法需注意的问题 / 68
结论 / 69

第四章　我国证券侵权纠纷示范性判决机制的分析:以方正科技案为例 / 71
一、问题的提出 / 71
二、我国证券侵权纠纷的特点、纠纷解决的目标与现状 / 73
(一)我国证券侵权纠纷的特点 / 73
(二)我国证券侵权纠纷解决机制的目标 / 76
(三)我国证券侵权纠纷解决机制的现状 / 78

三、我国证券侵权纠纷示范判决机制的特点、目标及其实践 / 83
（一）示范判决机制的特点 / 83
（二）示范判决机制的目标 / 86
（三）示范判决机制的实践 / 88
四、我国证券侵权纠纷示范判决机制所存在的问题 / 89
（一）示范案件原告的选择标准不够明确 / 89
（二）平行案件中的原告投资者权利未得到有效保护 / 89
（三）示范案件中的“搭便车”问题 / 90
（四）完全赔偿投资者的制度保障不足 / 90
（五）投服中心的角色冲突与专业水平有待提高 / 90
（六）缺乏尽可能一次性解决纠纷的调解制度 / 91
五、我国证券侵权纠纷示范判决机制的完善建议 / 92
（一）根据代理律师选定示范案件原告 / 92
（二）允许平行案件的原告在公告期内加入示范案件 / 94
（三）律师费等费用作为共益费用由全体获益投资者分摊 / 95
（四）规定被告履行赔偿责任的保证金 / 95
（五）投服中心独立性与专业性的强化 / 96
（六）调解赔付方案的引入 / 96
结论 / 98

第五章　诱空型虚假陈述民事责任的分析：以彩虹精化案为例 / 99
一、问题的提出 / 99
二、诱空型虚假陈述的常见类型与适格被告 / 101
（一）诱空型虚假陈述的常见类型 / 101
（二）诱空型虚假陈述中的适格被告 / 106
三、诱空型虚假陈述中的因果关系 / 108
（一）诱空型虚假陈述中的交易上因果关系 / 109
（二）诱空型虚假陈述中的损失上因果关系 / 113
四、诱空型虚假陈述中的损失认定与计算方法 / 114
（一）损失认定与计算的事前方法 / 115
（二）损失认定与计算的事后方法 / 115
结论 / 117

第六章　违规举牌民事责任的分析:以新梅公司案为例 / 118
一、问题的提出 / 118
二、新梅公司案的基本案情与一审法院判决 / 122
(一)基本案情 / 122
(二)一审法院判决 / 122
三、受违规举牌行为侵害的权益和主体 / 123
(一)知情权 / 124
(二)反收购利益与控制利益 / 126
(三)本部分小结 / 133
四、违规举牌投资者的民事侵权责任 / 134
(一)违规举牌投资者不能保有违法利益:向目标公司归入违法所得 / 135
(二)更正大额持股信息,在更正前和更正后的法定期间内不得再行交易股票 / 136
五、证券市场民事裁判的社会示范效应 / 138
(一)违规举牌行为:刑事责任缺位、行政责任轻微 / 139
(二)民事裁判的社会示范效应 / 141
结论 / 143

第七章　虚假陈述揭示日的实证研究与完善建议 / 144
一、问题的提出 / 144
二、关于120起案件的实证研究与分析 / 146
(一)案件数量统计 / 146
(二)法院确认揭示日的统计 / 148
(三)关于信息披露义务人自行揭示的统计 / 149
(四)关于有权机关揭示的统计 / 151
(五)关于媒体揭示的统计 / 152
三、从实证研究中所发现的问题 / 155
(一)《虚假陈述若干规定》的具体条款、司法实践与《虚假陈述若干规定》的理论基础相矛盾 / 155
(二)司法判断标准的缺失 / 158
(三)司法裁判的不统一 / 162
(四)新发展所带来的新挑战 / 169

四、虚假陈述被揭示司法判断标准的理论与构建 / 170
(一)证券虚假陈述被揭示的接受对象 / 170
(二)构建以信息投资者为接受对象的判断标准 / 172
五、对于我国虚假陈述被揭示司法裁判的完善建议 / 176
(一)认可专业媒体的揭示 / 179
(二)对于证券投资咨询机构或证券分析师等揭示的判断 / 180
结论 / 181

第八章 计算系统风险的实证研究与完善建议 / 183
一、问题的提出 / 183
二、关于 120 起案件的说明 / 186
(一)案件来源 / 186
(二)统计时间 / 186
(三)案件数量 / 186
三、系统风险相关法律问题的实证研究 / 188
(一)被告提出系统风险抗辩的数量 / 188
(二)法院支持(部分支持)被告系统风险抗辩的数量 / 189
(三)法院计算系统风险对于损失影响的时间段(起止时间) / 191
(四)法院计算系统风险的参考依据 / 192
(五)系统风险对损失的影响程度 / 194
(六)法院扣除系统风险对损失影响的公式 / 195
(七)其他一些问题 / 196
四、《虚假陈述若干规定》和司法实践所存在的问题及其完善建议 / 200
(一)允许被告提出包括系统风险之外的其他非虚假陈述因素抗辩 / 200
(二)适当减轻被告的举证责任 / 205
(三)统一扣除系统风险的计算方法 / 212
结论 / 218

总结 / 219

参考文献 / 222

第一章　欺诈市场理论与交易上因果关系

一、问题的提出

按照我国新《证券法》第85条[①]的规定，当证券虚假陈述行为“致使投资者在证券交易中遭受损失”时，行为人才应当承担民事赔偿责任。因此，“因果关系作为联系侵权行为与损害之间重要的逻辑纽带，是侵权损害赔偿的核心问题”。[②] 我国学界普遍认为，证券虚假陈述侵权责任中的因果关系要件，包括了交易上因果关系（transaction causation，或称为事实上因果关系）和损失上因果关系（loss causation，或称为法律上因果关系）。[③] 前者被用来认定虚假陈述行为是否引起了投资者的交易行为，一般用“but for”规则来判断，即没有虚假陈述行为，投资人就不会进行交易。后者被用来判断交易行为是否导致了投资者的全部或部分损失。[④]

交易上因果关系和损失上因果关系的区分，不仅获得了学理上的支

---

① 本条规定为：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告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，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”本条规定对2014年《证券法》（以下简称“旧《证券法》”）第69条进行了修改，主要体现在以下几个方面：第一，扩大了虚假陈述民事责任承担主体至所有的信息披露义务人（如要约收购中的收购人）和保荐人等的直接责任人；第二，将控股股东和实际控制人的归责，由过错原则改为过错推定原则，方便了投资者向控股股东和实际控制人索赔；第三，增加了“信息披露违规”的情形，例如不公平披露或者迟延披露等。

② 叶承芳：《证券市场虚假陈述侵权责任因果关系的认定》，载《北京青年政治学院学报》2010年第4期。

③ 刘新民：《中国证券法精要：原理与案例》，北京大学出版社2013年版，第282～286页；彭冰：《中国证券法学》（第2版），高等教育出版社2007年版，第254～255页；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；马其家：《美国证券法上虚假陈述民事赔偿因果关系的认定及启示》，载《法律适用》2006年第3期；石一峰：《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》，载《政治与法律》2015年第9期；陈聪富：《侵权行为法原理》（第2版），台北，元照出版有限公司2018年版，第321～384页。

④ “证券侵权责任的因果关系包含两层含义：一是交易因果关系。即指上市公司的虚假陈述行为是否足以对原告交易产生错误引导，其判断的关键点在于虚假陈述行为所涉及的消息性质。二是损失因果关系。即上市公司行为是导致股民损失的直接原因。”参见谢欣欣、谢春晖：《上市公司虚假陈述之民事责任》，载《人民司法》（案例）2016年第2期。

持,也被我国的司法实践所认可。[①] 从《虚假陈述若干规定》第 18 条[②]和第 19 条[③]的内容来看,虽然有学者认为最高人民法院"省略了交易上因果关系和损失上因果关系的区分。"[④]但是,"省略"绝不意味着"忽略",更不意味着最高人民法院取消了两者的区别。[⑤] 仔细分析《虚假陈述若干规定》第 18 条,我们可以发现,本条同时推定交易上因果关系和损失上因果关系的成立。第 18 条第 2 项规定投资者在虚假陈述实施日之后揭示日之前从事的交易行为,则推定投资者信赖行为人的虚假陈述,从而推定交易上因果关系的成立;第 18 条第 3 项规定在揭示日之后投资者因卖出或者持有证券而发生损失的,则推定该损失与交易之间存在因果关系。同时,《虚假

① 例如,在卢某保、杨某平等与方正科技集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为:"根据双方的诉辩意见,本院归纳本案争议焦点为:……第二,若认定方正科技公司构成证券侵权行为,该虚假陈述行为与原告投资者买入方正科技股票是否存在交易上的因果关系,换言之原告投资者买入方正科技股票是否受虚假陈述行为诱导所致。第三,若认定方正科技公司构成证券侵权行为,原告投资者的损失是否系由方正科技公司的虚假陈述行为造成,损失或部分损失是否系由证券市场系统风险等其他因素所导致……"参见上海金融法院(2018)沪 74 民初 330 号民事判决书。美国的司法实践则明确要求,在证券虚假陈述民事赔偿诉讼中,原告必须证明交易上因果关系和损失上因果关系,参见 Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds,133 S. Ct. 1184(2013)。

② 本条规定:"投资人具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系:……(二)投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券;(三)投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。"对于揭露日和更正日,以下统称"揭示日"。

③ 本条规定:"被告举证证明原告具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系:(一)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券;(二)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资;(三)明知虚假陈述存在而进行的投资;(四)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;(五)属于恶意投资、操纵证券价格的。"

④ 郭锋:《证券市场虚假陈述及其民事赔偿责任——兼评最高法院关于虚假陈述民事赔偿的司法解释》,载《法学家》2003 年第 2 期。有判决认为,"被告提出所谓交易因果关系超出法律规定的框架"。其理由在于,"从《虚假陈述若干规定》第十八条看,证券虚假陈述民事赔偿纠纷适用因果关系推定原则,作为投资者的原告,只须承担基本的举证责任,证明原告存在损失,即应认定原告的损失与被告的虚假陈述行为具有因果关系。司法解释并未将被告虚假陈述行为是否对原告股票交易决策有影响作为被告承担赔偿责任的要件之一。"参见何某慧等与佛山电器照明股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,广东省广州市中级人民法院(2013)穗中法金民初字第 5 号。该裁判观点显然没有对《虚假陈述若干规定》进行全面的分析。《虚假陈述若干规定》对于因果关系推定的主要依据是有效市场理论,推定投资者的投资决策是出于对被告所披露信息的信赖而作出的,因此如果投资者知道有虚假陈述存在而依旧进行投资的,则不适用该推定。换句话说,该因果关系的推定是可以被推翻的。对此,《虚假陈述若干规定》第 19 条明确规定,如果被告能够举证证明原告明知存在虚假陈述行为,但是依旧进行交易的,即使因为进行了交易而遭受了损失,被告也无须赔偿。

⑤ 有学者对此也提出了批评意见,认为这样的规定"混淆了交易因果关系与损失因果关系"。参见石一峰:《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》,载《政治与法律》2015 年第 9 期。

陈述若干规定》第19条则列举了被告能够推翻前述推定的事由。但是,与《虚假陈述若干规定》第18条一样,本条并没有明确地指出哪些事由是对成立交易上因果关系推定的推翻,哪些事由是对成立损失上因果关系推定的推翻。但是,仔细研读该条文,我们还是可以清楚地看到两者的区别。例如,该条规定如果被告证明投资者"明知虚假陈述存在而进行的投资",那么"虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系",此时所指的因果关系应当认为是交易上因果关系。因为,投资者知道了虚假陈述行为还依旧进行交易,说明虚假陈述行为没有影响投资者的投资决策。此外,该条又规定如果被告证明投资者的"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",则"虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系",此处所指的因果关系应当认为是损失上因果关系。因为,此时投资者的交易行为是基于虚假陈述行为,如果没有交易行为在先,也不可能有在后的系统性风险对损失的影响。所以,此时系统性风险的影响只能是针对损失而言,被告所推翻的只是损失上因果关系的推定。[①] 在朱某强与贵州国创能源控股(集团)股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷一案中,[②]法院也同样认为:"虚假陈述侵权赔偿的构成要件为:存在虚假陈述行为、虚假陈述行为具有重大性、虚假陈述行为与证券交易及损失之间存在因果关系。上述因果关系包括虚假陈述与交易决定之间的交易因果关系和虚假陈述与投资者损失之间的损失因果关系,两者缺一不可。"

虽然《虚假陈述若干规定》第18条推定交易上因果关系的成立,第19条也列举了被告可以推翻(反驳)该推定的事项,但是在理论和实践层面仍有些新问题有待解决:第一,推定成立交易上因果关系的基础在于欺诈市场理论,而欺诈市场理论的基础则在于有效市场假说。在证券市场不满足有效市场假说的情况下,投资者是否还能够适用欺诈市场理论,进而适用推定交易上因果关系的成立,即成为亟须解决的问题。截至2020年1月10日,在新三板[③]挂牌的公司为8905家。在这8905家挂牌公司中,有

① 类似看法,参见石一峰:《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》,载《政治与法律》2015年第9期。

② 贵州省高级人民法院(2012)黔高民商终字第3号。

③ 《虚假陈述若干规定》适用的前提条件是证券交易的市场为国家批准的合法交易场所,参见《虚假陈述若干规定》第2条第2款。全国中小企业股份转让系统(新三板)是经国务院批准设立的全国性证券交易场所,因此理论上在该交易场所中发生的虚假陈述行为适用本《虚假陈述若干规定》。

686 家公司通过做市商进行交易。[①] 司法实践中,已经有挂牌公司因为虚假陈述行为而被起诉。[②] 由于新三板通过做市商交易的股票在做市商数量、股票的流动性以及分析师数量等方面存在较大不足,投资者是否能够适用《虚假陈述若干规定》推定交易上因果关系的成立即是问题。第二,推定交易上因果关系成立的前提条件是证券价格对于公司披露的信息作出准确和及时的反应。因此,被告是否可以通过证明市场价格对于信息并没有准确和及时的反应来推翻该推定即成为问题。对此,我国司法解释没有作出规定。司法实践中,已经有法院以虚假陈述被实施或者被揭示后股价没有发生明显波动而否认交易上因果关系的存在。[③] 第三,推定交易上因果关系成立的目的在于减轻普通投资者的举证责任,[④]但是就机构投资者而言,其是否也适用于交易上因果关系的推定即成为问题。在我国司法实践中,大成基金管理有限公司诉广夏(银川)实业股份有限公司虚假陈述纠纷案[⑤](以下简称大成基金案)的争议焦点就是大成基金管理有限公司是否能够直接适用《虚假陈述若干规定》中关于交易上因果关系成立的推定。对此,法院给出了否定性答案,但是仍有一些问题待厘清。

本章结构如下:第二部分,简要介绍推定交易上因果关系成立的主要理由和其背后的理论基础。第三部分,结合我国 A 股市场的现实情况,分析推定交易上因果关系成立的合理性。在此基础上,重点讨论新三板中通

---

① 相关数据,参见 http://www.neeq.com.cn/index/market_overview.html,最后访问时间:2020 年 1 月 10 日。《虚假陈述若干规定》第 3 条第 2 项排除了通过协议转让而引发的虚假陈述诉讼,主要理由是协议转让是一对一的交易,投资者可以依据《民法典》相关规定提出单独的赔偿请求。参见李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》(第 2 版),人民法院出版社 2015 年版,第 115 页。但是做市商交易适用《虚假陈述若干规定》。

② 例如,法院审理认为:"新三板市场属于《虚假陈述若干规定》所称的证券市场,新三板市场发生的虚假陈述责任纠纷可适用《虚假陈述若干规定》。具体法律适用规则应综合考量新三板市场特性及案件具体事实。新绿公司未披露相关信息的行为构成诱多型虚假陈述行为。原告股权投资行为早于新绿公司新三板挂牌时间,不符合《虚假陈述若干规定》关于诱多型虚假陈述因果关系的构成要件。因此,原告主张对本案诱多型虚假陈述行为主张损害赔偿,依据不足,法院遂判决驳回原告全部诉讼请求。"参见严剑漪:《上海金融法院审结首例涉新三板市场虚假陈述责任纠纷案》,载中国法院网:https://www.chinacourt.org/article/detail/2020/01/id/4779554.shtml,最后访问时间:2020 年 2 月 18 日。

③ 例如在陶某、高某等与珠海市博元投资股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案中,法院认为:"博元投资虚假陈述行为被揭露后,即 2014 年 6 月 19 日至 2014 年 8 月,博元投资股票不仅未出现下跌,反而出现持续稳定上涨,可见,投资者信心并没有受虚假陈述行为被揭露一事的影响。"由于在揭示日之后,股价不仅没有下跌反而上涨,那至少可以看出虚假陈述对股价的影响应该是正面的,因此在虚假陈述之后买入股票的投资者未受到影响。参见广东省高级人民法院(2019)粤民终 1464 - 1466 号民事判决书。

④ 贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014 年第 7 期。

⑤ 宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第 74 号。