

## “参照”规则视角下的 证券虚假陈述侵权适用范围之辨

杨 婷 王 琦\*

**内容提要：**近年来，我国证券虚假陈述侵权制度在适用中似有不断扩张的趋势，“参照”适用的主张被大量提出。但该制度的适用与“参照”适用范围的判断重点似不应完全落在涉案交易对象是否构成名义的“证券”上，而应重点考虑作为其制度特色的信赖推定规则。作为一种因果关系推定，信赖推定的规则设置需有充足的合理化理由。因此，对于目前尚未经过合理化论证、尚不明晰合理化基础的情形，不宜一概允许其“参照”适用信赖推定；但证券虚假陈述侵权制度中基于一般民法理论产生的其他规则或可予以“参照”。在此基础上，应对目前该制度的大量“参照”适用主张加以分析，合理界定该制度的适用与“参照”范围。

**关键词：**虚假陈述 信赖推定 因果关系 参照适用

### 一、“参照”适用引发的疑问

近期，我国关于证券欺诈民事责任制度的理论讨论及实践尝试如火如荼。这既有国家政策的指导作用，也有市场的引导作用。理论界和实务界需认识到，越是在这种背景下，越应当重视制度建设与适用的审慎，必要时暂予缓行，以充分识别操作过限，防止脱离初衷。

我国目前规则最完善、实务运作最成熟的证券欺诈民事责任制度是证券虚假陈述侵权制度。最初，最高人民法院（以下简称最高院）2003年《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2003年《司法解释》）系以股票市场诱导型虚假陈述为“模板”制定。但近年来，该制度在司法适用中似有不断扩张的趋势。例如，在蝶彩资产等操

\* 杨婷，北京市金杜律师事务所合伙人；王琦，北京市金杜律师事务所律师。

纵恒康医疗股票案中,法院系参照2003年《司法解释》认定蝶彩资产的操纵行为与投资者损失之间存在因果关系,进而支持索赔请求。<sup>〔1〕</sup>再如,在中车金证诉保千里证券虚假陈述责任纠纷案中,中车金证系通过非公开发行认购方式买入涉案股票。法院虽认定中车金证不属于2003年《司法解释》规定的原告范围,但认为该司法解释中关于“三日一价”及损失计算等规定“亦可以参照适用”。<sup>〔2〕</sup>此外,在立法层面,最高院于2022年初发布的新修订《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》(以下简称新《司法解释》)第1条第2款规定:“按照国务院规定设立的区域性股权市场中发生的虚假陈述侵权民事赔偿案件,可以参照适用本规定。”最高院指出:无论任何类型的证券,只要信息披露义务人实施了虚假陈述,均应适用新《司法解释》;除全国性证券交易场所之外,其他股权市场中发生的虚假陈述也可以参照适用新《司法解释》。<sup>〔3〕</sup>

本文认为,证券虚假陈述侵权制度的核心特色在于因果关系的推定,而“参照”适用意味着这种推定需被推广到其原适用范围之外,该等现象需要引起警觉,需对其适用界限加以辨析。在探讨证券虚假陈述侵权制度之适用或“参照”适用问题时,不应完全着眼于涉案交易对象是否构成名义的“证券”,而应重视作为其内核本质的因果关系推定规则,对因果关系推定的巨大威力保持警惕,适度、公允地对证券欺诈责任作出评价。

因此,面对目前证券虚假陈述侵权制度的大量“参照”适用主张,本文至少有三项追问:第一,证券虚假陈述侵权制度作为一种极为特殊的侵权制度,其本身是否可以或者适合被“参照”适用;第二,证券虚假陈述侵权制度由一整套规则组成,究竟其中哪些规则可以被“参照”,还是其全部规则均可被“参照”;第三,如可以“参照”,那么能够“参照”适用证券虚假陈述侵权制度的情形应具备哪些特点。对此,本文将从“信赖推定”这一核心特色制度入手,首先阐述证券虚假陈述侵权制度如何围绕信赖推定进行规则展开,其后将论述该制度适用范围的判断标准,最后将讨论该制度在若干具体场合下的适用性以及“参照”适用所面临的问题。

## 二、围绕“信赖推定”的制度理解

### (一) 信赖推定与欺诈市场理论的合理化支撑

相较于一般性的侵权制度,证券虚假陈述侵权制度的最特殊之处在于因果关系推定。证券虚假陈述侵权制度的肇源系美国法中的欺诈侵权。侵权案件中,原告需证明两重因果关系,一是事实因果关系(大抵对应大陆法责任成立因果关系),二是法律因果关系(大抵对应大陆法责任范

---

〔1〕 参见《恒康医疗案一审判决原告胜诉“首恶”担责》,载 <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20200121/1743.html>,最后访问时间:2022年3月8日;系列案件示例裁判文书参见四川省高级人民法院(2020)川民终1532号民事判决书。除此之外,在G证券公司“乌龙指”民事赔偿案等其他非虚假陈述类型的案件中,也能见到“参照”适用证券虚假陈述侵权制度的影子;系列案件示例裁判文书参见上海市高级人民法院(2016)沪民终234号民事判决书(由本文作者及所在单位参与代理的诉讼案件本文均作隐名处理,下同)。

〔2〕 参见广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

〔3〕 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·应用》2022年第7期。

围因果关系)。<sup>〔4〕</sup>其中,事实因果关系在虚假陈述欺诈中主要指原告对被告虚假陈述内容的合理信赖。<sup>〔5〕</sup>

但在现代股票市场的“非面对面”交易中,普通投资者对被告虚假陈述的合理信赖难于举证。至1972年,美国联邦最高法院在 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案中对因果关系的认定作出了重大突破,确立了在虚假陈述具有重大性情况下的推定信赖规则。<sup>〔6〕</sup>在其后1975年 *Blackie v. Barrack* 案中美国法院指出:“我们认为在非个人之间的股票交易背景下,没有直接信赖证据,只要购买人证明虚假陈述的重大性,因果关系就成立。重大性确立了某些市场交易者的购买行为是基于信赖,因此股价虚高时,只要有购买行为,被告的行为和原告损失之间的因果关系就形成了,完成了表面上的证明。”<sup>〔7〕</sup>对于信赖推定的合理性,该案进一步解释道:“此处我们排除了原告需要承担证明信赖要件的要求,因为该举证责任既不合理也不存在关联性……他(原告的投资)一般依赖于股票价格合理的假设,不会预料到有人为操作抬高股价的情况,从而间接地依赖股价背后陈述的真实性。不论是否意识到,其支付的价格都反映了虚假陈述的重大性。”<sup>〔8〕</sup>目前多数研究认为欺诈市场理论(FOMT)是在1988年 *Basic Inc. v. Levinson* 案中由美国联邦最高法院确认的,<sup>〔9〕</sup>也有观点认为 *Blackie v. Barrack* 案就正式确立了欺诈市场理论,即:虚假陈述构成了对所有投资者的欺诈,所以原告只要证明当时的股价是受到虚假陈述影响之后的非正常价格,而其按照这种价格交易了股票,就可以构成对虚假陈述信息的合理信赖。<sup>〔10〕</sup>

由此,在信赖推定规则确立之前,证券虚假陈述侵权的构成要件与“普通法欺诈侵权责任保持一致”<sup>〔11〕</sup>,并未自成一派。但在此之后,信赖推定一方面解决了原告主张权利的现实难点,另一方面也通过推定事实因果关系使得证券虚假陈述侵权独树一帜。该领域内常被述及的欺诈市场理论则是服务于信赖推定的理论,系以“有效市场”假说为基础对信赖推定“提供一个精进的理论解说”。<sup>〔12〕</sup>因此,证券虚假陈述侵权制度的最大特点,或者说其制度内核,就是由欺诈市场理论提供合理化支持的事实因果关系推定。

## (二) 围绕信赖推定的制度理解

承上分析,我国法律于证券虚假陈述侵权领域中也采“信赖推定”说并认可“欺诈市场理论”,故我们亦可尝试围绕信赖推定这一核心规则去理解目前我国的整套证券虚假陈述侵权制度。<sup>〔13〕</sup>具

〔4〕 参见缪因知:《内幕交易民事责任制度的知易行难》,载《清华法学》2018年第1期;王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2014年版,183-184页。

〔5〕 “假如原告并没有信赖被告的虚假陈述,被告的行为与损害结果就没有实际联系(即,不存在事实上的因果关系),也就不存在诉讼。如果原告虽然听到被告的陈述,但对于陈述不屑一顾,因为他明知陈述的不实性或根本不相信被告,结果也一样。”〔美〕文森特·R·约翰逊:《美国侵权法》(第五版),赵秀文等译,中国人民大学出版社2017年版,第222页。

〔6〕 See *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

〔7〕 See *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (1975).

〔8〕 参见前引〔7〕。

〔9〕 See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

〔10〕 参见施天涛、周伦军主编:《美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述》,法律出版社2015年版,第217页。

〔11〕 耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期,第130页。

〔12〕 参见前引〔11〕,耿利航文,第130页;焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期;陆思璇:《“欺诈市场理论”的三原色——金融、社会与法律三方面的分析》,载《中国证券期货》2020年第5期。

〔13〕 本节论述主要参考夏东霞、杨婷、王琦:《新〈虚假陈述司法解释〉解读之六:总结及未尽事宜探讨》,载“金杜研究院”微信公众号,2022年2月19日。

体而言,信赖推定属于“推定”的因果关系,故其需要构建“推定”所需的基础事实;<sup>[14]</sup>同时,鉴于这种因果关系是拟制的(而不一定是客观存在的),所以也需要建立被告的反证规则。此外,作为欺诈侵权之一种,其亦需适用不涉及信赖推定的其他侵权规则。因此,围绕信赖推定这一核心理念,证券虚假陈述侵权中的具体制度可以理解为三种类型:(1)为构建完整信赖推定机制而设置的规则(信赖推定建立规则);<sup>[15]</sup>(2)为赋予被告反证权利和反证情形而设置的规则(信赖推定抗辩规则);(3)基于普遍民法和程序法理念或规则产生的其他规则。

在信赖推定建立规则方面,我国的2003年《司法解释》和新《司法解释》均大抵通过三类规则构建信赖推定所需的基础事实:一是虚假陈述重大性规则,二是虚假陈述期间规则,<sup>[16]</sup>三是损失成立与认定规则。在信赖推定抗辩规则方面,我国同样采“可抗辩的推定”立场。<sup>[17]</sup>从大的方面来看,由于我国制度同时推定事实和法律两重因果关系,故在两种因果关系方面均需赋予被告相应的抗辩情形。从小的方面来看,对事实因果关系(交易因果关系)的抗辩主要是推翻“推定”所需的基础要件,即:重大性抗辩、<sup>[18]</sup>交易期间抗辩,以及触及交易因果关系本质的交易原因抗辩。对法律因果关系(损失因果关系)的抗辩主要是“纯化”虚假陈述对证券价格的影响、排除其他无关致损因素的抗辩,实践中常见情形为系统风险抗辩、非系统风险抗辩及其他因素抗辩。除此之外,我国的证券虚假陈述侵权制度还包括从民法和民事诉讼法一般原则、规则延展出的配套规则,大抵包括相关程序规则(如受理、管辖、集体诉讼制度等)、责任主体范围、归责原则、连带责任人的承认定规则、诉讼时效规则等。

综合来看,上述具体安排构成了我国证券虚假陈述侵权的完整制度,其中最具特色并居于核心地位的系信赖推定建立规则与抗辩规则,其他配套规则或多或少都可从民法和诉讼法的基本原理中推演而来。尽管证券虚假陈述侵权制度不是完全按照“信赖推定→具体规则”的时间脉络发展起来的,但在进入信赖推定时代后,证券虚假陈述侵权中的主要制度确实具有紧密围绕信赖推定展开的特点。“信赖推定→具体规则”的思考逻辑可以协助我们更容易、更准确、更触及本质地理解和把握整套规则的精神核心以及具体规则之间的内在联系。且从本文作者的实务体会来看,照此逻辑进行整体制度理解,也更容易把握具体案件中的处理思路。

在此理解之下,可以厘出证券虚假陈述侵权制度的几个理解侧面:其一,证券虚假陈述侵权制度是以推定因果关系为根本特色的侵权责任制度;其二,相较于美式信赖推定和经典欺诈市场

[14] “《规定》参照了欺诈市场理论的思路,以‘推定信赖’的原则,确定投资损失与虚假陈述之间的因果关系存在与否。只要《规定》设定的有关基础事实得到证明,就可以推定该因果关系存在。”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》,人民法院出版社2015年第2版,第250页。

[15] 另需注意的是,我国证券虚假陈述侵权制度在借鉴美国经验的过程中未全盘照收,两者在因果关系推定方面的最大差异是我国允许推定事实和法律两重因果关系,而非仅推定事实因果关系。

[16] 参见前引[14],李国光主编书,第250-251页。

[17] “在证券欺诈案中采纳欺诈市场理论认定因果关系,并非将原告的‘合理信赖’这一连接虚假陈述行为与损害结果之间的要件完全取消,只是通过建立投资人信赖股票价格,进而信赖虚假陈述的一种推定,将举证负担由原告转之于被告。这种推定是可以抗辩的。”前引[14],李国光主编书,第250页。

[18] 重大性抗辩在我国制度中的地位可能略有存疑之处。按照新《司法解释》的规定以及最高院的解读,虚假陈述的重大性在新《司法解释》中似为侵权构成要件本身,而非“推定”所需基础要件,这是否符合信赖推定的原旨有待讨论。但基于体系化思考的方便,本文暂将其安置于此,并期待对此问题的进一步解释。参见前引[3],林文学、付金联、周伦军文;前引[13],夏东霞、杨婷、王琦文。



理论所要解决的问题，我国制度的推定范围更大，在适用范围的衡量上也需更加谨慎；其三，证券虚假陈述侵权中的具体制度，具有不同的来源、承担不同的功能，理论上也应具有不同的适用范围，相关制度不应一概而论、等同视之。

### 三、适用证券虚假陈述侵权制度的前提条件

#### （一）因果关系推定的特殊地位

现代侵权法以及证券法中部分民事责任制度是调整民商事争议中强弱平衡的重要阵地，因为私法同样需要“正视个人与社会的差异，认为法律应支援社会弱者，而牵制社会的强者，使之达于真正的平等”<sup>〔19〕</sup>。侵权法实现这一目的的主要方式不外乎在侵权要件上为原告（潜在受害者）“减负”：或是降低甚至倒置、免除原告的证明责任，或是直接省略某一构成要件。除了运用较为广泛的过错推定、无过错责任制度在主观要件上的减负之外，侵权法也通过如替代责任、根据被告得利确认损失等方法在侵权行为和损害要件上为原告减负。但是，直接在因果关系上为原告减负的侵权制度则相对罕见，有学者称之为“被传统侵权法忽略的问题”<sup>〔20〕</sup>。

根据我国学者的总结，我国侵权法可以适用因果关系推定（或从规范中可以解读出因果关系推定）的情形仅包括共同危险行为和原因力不明的侵权行为、雇主责任、高度危险责任、动物占有人责任以及环境侵权责任等。<sup>〔21〕</sup>以上制度或是在因果关系客观上无法查明时对受害人的倾斜保护之举，或是替代责任下的产物，有其出现和存在的特殊性。而且，在因果关系推定规范最为明确、目前理论界讨论也最多的环境侵权领域，中外学界都对因果关系推定的合理化问题提出了大量理论解说，旨在赋予其足够的规则正当性。亦需关注的是，即使在法律已经明确设置因果关系推定规则的情况下，我国法院在司法实践中的评判尺度也显得极为谨慎。有研究表明，在《侵权责任法》实施后至2016年，我国法院对环境侵权诉讼的全部驳回率（未支持原告任何诉讼请求）高达66.66%，其中以因果关系不成立为由驳回的比例更高达68.51%。<sup>〔22〕</sup>至2020年的研究，上述比例均有所下降，但支持原告全部诉讼请求的比例仍然仅有15%，且由于因果关系不成立而判决驳回的比例依然居高不下。<sup>〔23〕</sup>这与目前我国证券虚假陈述诉讼中（同样有因果关系推定保护）的原被告胜诉率以及法院对因果关系认定的普遍态度存在较大区别。

以上情况至少说明两个问题：其一，在法律上设置侵权因果关系推定制度需要极强的合理性要求，依学者总结，这至少要根据经验法则达到较高的盖然性要求，同时也需有正当的规范目的。<sup>〔24〕</sup>首先，盖然性要求意味着某一特定侵权情形下的被告行为与原告损害之间的联系需普遍

〔19〕 郑玉波：《民法总则》，中国政法大学出版社2003年版，第7页。

〔20〕 马栩生：《因果关系推定的基本法律问题》，载《武汉大学学报（哲学社会科学版）》2004年第4期，第528页。

〔21〕 参见叶名怡：《过错及因果关系推定与证明责任倒置——从事实到价值的思考》，载《北方法学》2007年第4期；周翠：《〈侵权责任法〉体系下的证明责任倒置与减轻规范——与德国法的比较》，载《中外法学》2010年第5期。

〔22〕 参见叶锋：《新司法解释视域下环境侵权责任因果关系的反思与重构——以120份民事判决书为分析样本》，载《法律适用》2016年第4期。

〔23〕 参见范兴龙：《民法典背景下环境侵权因果关系认定的完善》，载《法律适用》2020年第23期。

〔24〕 参见前引〔21〕，叶名怡文。

存在,而非仅在特定情形下才会发生。且需注意的是,这种“普遍”的广泛程度也需具备较高的要求,否则举证责任的公分配可以通过个案处理,而无需上升为制度层面对某类侵权的普适性推定要求。其次,所谓“正当规范目的”也是有限度的,一般而言指法律需要惩治高度危险行为、威慑某种涉众侵权、解决现实的证明困难或实现特定弱势群体保护等情况。其二,即使在法律规定可以推定因果关系的情况下,也并不意味着法院必须将举证责任全部加诸被告,而是需要在“推定”基础事实成立的情况下,综合考量双方的证据情况,以“被告行为是否使损害结果发生的盖然性增加”等标准判断因果关系是否成立。<sup>[25]</sup>因此,因果关系推定不等于法院无需实质考虑因果关系问题,这也恰恰说明了因果关系在侵权要件中“无法省略”的重要地位。

## (二) 证券虚假陈述侵权制度适用范围的判断条件

如上分析,因果关系推定规则的设置需要极高的正当化基础,所以因果关系推定规则亦应当根据其特有的正当化基础“专事专用、专人专用”;否则,就会出现未经正当化论证而径行适用因果关系推定的不合理情况。因此,对证券虚假陈述侵权制度适用范围的分析,亦需考虑该侵权类型下的因果关系推定系为解决哪些“专人、专事”问题而设置。只有满足这些“专人、专事”的情况范围,才应当是该制度理论上的直接适用范围。

从美国以欺诈市场理论支持的信赖推定规则设置缘由来看,其正当规范目的主要是解决普通中小投资者对交易因果关系的证明困难,且需加上中小投资者保护,威慑和惩治证券市场虚假陈述行为等目的。但从技术角度来看,解决特定市场、特定人群的证明困难仍应是最重要的理由。在盖然性要求上,欺诈市场理论支持下信赖推定规则的推理逻辑应是:其以半强有效市场中的证券价格为连结点,认为该等市场中的重大虚假陈述有高度可能会影响证券价格,而投资者在作出投资决策时又有高度可能性会参考证券价格、受其影响,故认为重大虚假陈述和原告的投资决策之间具有交易因果关系。因此,在盖然性要求方面,信赖推定的适用还需满足两个预设前提:一是涉案虚假陈述需满足重大性要求,二是涉案证券需在半强有效市场中发行和交易。

进一步而言,美国欺诈市场理论支持下的信赖推定规则只考虑了交易因果关系的推定。在1981年Huddleston v. Herman & Maclean案<sup>[26]</sup>中,美国法院强调了交易因果关系和损失因果关系的区分,并明确将损失因果关系的举证责任施于原告。<sup>[27]</sup>至1995年《私人证券诉讼改革法》(PSLRA)之后,其针对证券欺诈发行案件采损失因果关系举证责任倒置的规则,但在持续信息披露阶段的证券交易中发生的欺诈诉讼,则明确要求由原告证明损失因果关系。<sup>[28]</sup>在后续发生的Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo案<sup>[29]</sup>和Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc.案<sup>[30]</sup>中,美国法院再次强调了交易和损失因果关系的不同,并指出推定损失因果关系不符

[25] 参见施理:《环境侵权诉讼中因果关系推定的适用》,载《法律适用》2015年第3期。

[26] Huddleston v. Herman & Maclean, 640 F.2d 534 (1981).

[27] 法院认为,对虚假陈述的信赖和损失因果关系是不同的问题,对虚假陈述的信赖意味着如果投资者知悉虚假陈述就不会做出涉案投资行为,而损失因果关系则要求对投资行为作进一步分析,“即使投资者不会这样投资,虚假陈述行为还能否是造成损失的原因”。参见龙非:《美国证券欺诈案件中“损失因果关系”的证明责任》,载《证券法律评论》2020年卷,中国法制出版社2020年版,第382页。

[28] 参见前引[27],龙非文,第374页。

[29] Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005).

[30] Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc., 134 S.Ct. 2398 (2014).

合法律规定。与之不同的是，我国的证券虚假陈述侵权制度可以对交易和损失因果关系予以双重推定，但对于损失因果关系的推定似没有单独的正当化理由。本文认为，虽然我国采取损失因果关系推定的态度几成定论，但在制度适用中，仍需考虑到该等推定可能存在的正当化理由尚不充足之处。尤其是在新《司法解释》已明确区分交易和损失因果关系的情况下，<sup>[31]</sup> 在“推定”中如何采取一定的区分态度亦显得必要。

综上，如果我们更侧重于理解证券虚假陈述侵权制度系一类可以适用因果关系推定的侵权制度，那么其直接适用范围应当与目前经过正当化论证后、法律允许推定因果关系的范围相同。也即，能够完整适用证券虚假陈述侵权制度的前提条件应包括：（1）虚假陈述具备重大性；（2）涉案证券上市交易所处的市场具备有效市场假说的要求，证券价格能够反映虚假陈述信息；（3）原告的交易与信赖虚假陈述之间具备足够的盖然性要求，且原告属于在因果关系上确有举证困难的群体，需要采取推定规则予以倾斜保护。

## 四、直接适用与“参照”适用的若干讨论

### （一）基本判断原则

综合以上论述，本文对题述问题提出的判断原则是：（1）符合前述三项（因果关系推定之正当化理由的）前提条件的，可以完整适用证券虚假陈述侵权的制度规则；（2）不符合虚假陈述重大性条件的，理论上不能适用与因果关系推定有关的规则；（3）不符合有效市场条件的，亦不能适用与因果关系推定有关的规则，但可以基于个案情况“参照”适用依托民法基本理念设置的配套规则；（4）原告信赖虚假陈述在某类情形下的盖然性整体不足，或原告对于因果关系的举证没有与普通投资者相等同的现实困难的，不能适用因果关系推定规则，但可以基于涉案证券的性质以及个案情况“参照”适用与损失认定有关的规则以及依托侵权法基本理念设置的配套规则。

本文考虑以上方案的根本出发点是，现行制度中的因果关系推定规则已经历了正当化论证，其正当化基础系基于特定情形（即前述三项前提条件）而存在。因此，因果关系推定本身只能在这一特定情形中“适用”，而不应未加论证地“参照”至其他情形。同时，对于没有经过因果关系推定之正当化论证的情形，原告不能“参照”因果关系推定规则，并不意味着原告会因此得不到救济。此时，可以视情况“参照”除因果关系推定之外的其他规则，以达到参引目的。基于以上基本判断原则，本文将框架性讨论几种目前已在实践中发生的情形对证券虚假陈述侵权制度的适用性。

### （二）基于原告身份的不同情形

原告的身份区分，在目前司法实践中主要讨论的是“机构投资者”与“普通投资者”问题。我国法院在早期并不认为应对机构投资者和普通投资者采取相同的标准判断其对虚假陈述的合理信赖程度。在 D 基金公司诉 Y 上市公司案中，法院援引《证券投资基金法》的规定认为应当对

<sup>[31]</sup> 参见夏东霞、杨婷、王琦、范晓：《新〈虚假陈述司法解释〉解读之三：关于虚假陈述侵权行为及因果关系认定》，载“金杜研究院”微信公众号，2022年1月28日。

基金管理人适用高于普通投资者的标准进行判断,并指出D基金公司“是否依照基金契约的规定,运用其专业知识和技能,严格履行投资决策程序,是判断(其)能否合理信赖(上市公司)虚假陈述的关键”。最终,法院认为D基金公司“未能合理运用自身专业知识和专业技能”对涉案股票投资价值作出判断,“实际决策过程中存在不周全和瑕疵之处”,也并未按照基金合同履行投资决策程序,投资涉案股票具有重大不合理性,因此以因果关系不成立为由驳回了D基金公司的全部诉讼请求。<sup>[32]</sup>至2019年,我国法院在Y投资公司诉X上市公司案中亦认为专业投资机构与普通投资者在适用信赖推定规则时应存在区别,且明确指出:“不能仅凭(专业投资机构)买入受虚假陈述影响的股票即认定其投资损失与虚假陈述存在因果关系,应分析辨别其投资损失是受虚假陈述影响还是其他因素导致。”<sup>[33]</sup>

但在近期,我国法院对待机构投资者的态度似发生了转向。无论是在W债券案<sup>[34]</sup>还是前述中车金证案中,法院都不支持在信赖推定问题上区分对待机构投资者与普通投资者(当然,在中车金证案中,法院以中车金证系保千里非公开发行股票认购人的原因仍然认定应由其承担交易因果关系的举证责任)。<sup>[35]</sup>在近期发生的一些案件中,已有包括公募基金公司在内的不少典型机构投资者起诉主张索赔,故对其能否适用信赖推定规则的问题,也必将成为这部分案件的诉辩焦点之一。

以本文观点,要判断机构投资者是否应适用信赖推定规则,除了目前已讨论的“是否与普通投资者尽同等注意义务”之外,也要回溯到设置信赖推定的合理化理由,即机构投资者在普遍意义上是否具有与普通投资者相等同的举证困难。在此意义上,目前实践中讨论的“机构投资者”概念或许还不十分严谨,<sup>[36]</sup>“专业投资者”和“非专业投资者”的概念或许更加适合该问题的讨论。专业投资者“通常指具有专业知识、技能和投资经验或者拥有高额财富,具备自我保护能力而无须证券法专门保护的投资者”<sup>[37]</sup>。研究表明,专业投资者的投资情绪能够明显影响、引领普通投资者,且其投资行为对于被投公司的公司治理和信息披露本身也具备促进作用。<sup>[38]</sup>故如部分学者所言,专业投资者正是基于其收集和分析的证券市场信息而非单纯的证券价格开展交易,是“价格的制造者、调整者,而非被动接受者,可谓有效市场假说的真正的基石。所以专业投资者并不理所当然地完全适用欺诈市场理论的保护”<sup>[39]</sup>。

[32] 参见宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第74号民事判决书。

[33] 浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

[34] 系列案件示例裁判文书参见浙江省高级人民法院(2021)浙民终436号民事判决书。

[35] 中车金证案中法院指出:“无论是机构投资者,还是普通投资者,在证券交易中的身份均是投资者。投资者是否应负有更高注意义务,不应因其身份有所差别,而应根据交易市场和交易方式来确定。”参见广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

[36] 在W债券案的代表人诉讼中,法院系按照自然人与非自然人投资者对案件进行划分,将所有非自然人投资者划为一案。但本文认为非自然人投资者并不一定代表其系专业投资者,有可能只是以法人名义进行的投资;反之亦然,自然人投资者也未必不属于专业投资者。

[37] 洪艳蓉:《从雷曼迷你债券案看香港证券业专业投资者制度》,载《金融服务法评论》第1卷,法律出版社2010年版,第116页。

[38] 参见刘维奇、刘新新:《个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证A股市场研究》,载《管理科学学报》2014年第3期;谭劲松、林雨晨:《机构投资者对信息披露的治理效应——基于对机构调研行为的证据》,载《南开管理评论》2016年第5期。

[39] 缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2020年版,第92页。



从这一角度观察，基于专业投资者超越非专业投资者的能力、资金量以及在证券市场中的“话语权”，其作出的投资决策多数应存在较为严谨且满足一定标准的论证过程。故对这部分投资者而言，不宜认为其在证明是否信赖虚假陈述的问题上与非专业投资者具备同样的举证困难情境。事实上，无论在D基金公司案还是中车金证案中，原告也确实具备对信赖要件的举证能力，客观上向法院举示了与投资决策有关的证据。在此情况下，要求专业投资者证明自身合理地相信了虚假陈述信息，并基于对该信息的分析和信赖作出投资者决策不应十分困难。因此，在专业投资者并非普遍存在举证困境的前提下，不宜同样允许其直接适用信赖推定规则。

另外，不允许专业投资者直接适用信赖推定还有更深层次的意义。首先，专业投资者自身也有自己的投资者。法律要求或合同约定专业投资者需履行必要的程序、审慎作出投资判断，也系保护投资者之举。故不允许专业投资者适用信赖推定，也是倒逼其重视投资的研究和决策过程、尽到法律要求的勤勉尽责义务，这最终会使其投资者受益。其次，实证研究表明，专业投资者的决策机制越完善、法律对其勤勉程度的要求越高，其对持股公司的绩效越能起到改善作用。<sup>〔40〕</sup>故不允许对专业投资者直接推定信赖，其自我保护机制也会对提升上市公司表现、净化资本市场起到推动作用。总之，如果对专业投资者还轻易推定信赖、使其失败的投资能够轻易获偿，则不利于鼓励谨慎投资，更会消减专业投资者对于资本市场整体的内在价值。

### （三）基于原告交易方式的不同情形

除了证券虚假陈述侵权制度重在保护的场内集中竞价交易之外，目前实务中讨论最多的、基于交易方式的制度适用性场景主要有两类：一是大宗交易和协议转让，二是非公开发行认购。本文认为：上述情形下的讨论主要应集中于相应场景之下原告信赖虚假陈述的盖然性程度以及原告是否具备充分的举证困境；不区分交易方式而一概适用信赖推定的主张似并不公允，需进一步考虑。

#### 1. 大宗交易与协议转让

2003年《司法解释》规定，“在国家批准设立的证券市场上通过协议转让方式进行的交易”不适用该司法解释，上述情形既包括大宗交易也包括协议转让。<sup>〔41〕</sup> 最高院认为，2003年《司法解释》调整的虚假陈述侵权所面向的是不特定对象，而大宗和协议转让则通过“一对一”方式进行，如果一方权益受到侵害，可以单独向对方提起违约或侵权之诉，无需适用2003年《司法解释》。<sup>〔42〕</sup> 现新《司法解释》将该条规定予以删除。最高院的倾向意见是“原解释将证券类型限定为股票、将大宗交易和协议转让排除在适用范围之外的做法，难以满足审判实践的需要”，认为新《司法解释》的适用范围不受到交易方式的影响。<sup>〔43〕</sup> 本文认为，最高院在2003年《司法解释》项下的态度具备合理性。从信赖推定设置的合理化理由角度，应当考虑到大宗交易和协议转让的特殊性。

〔40〕 参见张涤新、李忠海：《机构投资者对其持股公司绩效的影响研究——基于机构投资者自我保护的视角》，载《管理科学学报》2017年第5期。

〔41〕 据本文观察，在新《司法解释》出台前夕，法院仍在严格按照2003年《司法解释》的要求将大宗交易和协议转让排除在适用范围之外。参见成都市中级人民法院（2020）川01民初5885号民事判决书。

〔42〕 参见前引〔14〕，李国光主编书，第114-115页。

〔43〕 参见前引〔3〕，林文学、付金联、周伦军文。

首先,如最高院对2003年《司法解释》的解说所述,大宗交易与协议转让实质上是“一对一”交易模式,且其定价规则亦不同于场内竞价交易,交易双方存在一定的协商自主定价空间,定价结果受公开披露文件的影响要相对较小。<sup>〔44〕</sup>其次,很多大宗交易和协议转让都具有特定的交易目的,而不完全是为了投资获利。目前上市公司的控制权转让以及具有特定交易背景和持股调整安排的交易等,相当一部分都是通过大宗交易和协议转让进行。尤其是在目前我国对于大额股份权益变动的监管规则之下,很多大股东、特定股东的增持股票或减持套现也会选择大宗交易。此类交易者不仅自身即可能知悉虚假陈述是否存在,且其需要在提前披露的增减持计划之下开展具体交易,也会根据其自身掌握的信息进行择机交易。<sup>〔45〕</sup>因此,这不仅更进一步地降低了交易者信赖虚假陈述的盖然性程度,也无法说明其与普通投资者具备等同的举证困境。此时,如果仍对其适用信赖推定规则,则反而可能出现被告的举证困难(例如被告无法调查交易者对虚假陈述真实的知悉情况、无法知悉其真实的交易目的等),这与信赖推定的设置初衷恰恰相反。

## 2. 非公开发行认购

在前述中车金证案中,法院针对非公开发行认购问题主要提出了两项观点:一是2003年《司法解释》项下的信赖推定适用于受到虚假陈述侵害的不特定投资者,而非公开发行认购属于“面对面”交易,故不是2003年《司法解释》的适用对象。二是虽然非公开发行认购者应就其交易因果关系负有举证责任,但由于涉案虚假陈述属于“应披未披”,“投资者难以就该消极事实对交易的影响进行举证,故只要投资者证明违法行为客观存在,就可推定交易因果关系成立”<sup>〔46〕</sup>。也即,尽管法院认为对非公开发行认购人不应该适用信赖推定,但在实际判断中仍然根据案件情况推定了交易因果关系。在新《司法解释》出台之后,相当一部分评论认为其已对2003年《司法解释》的规定作出了修改,非公开发行认购已不再属于排除适用的范围。其中,很多评论认为非公开发行认购不应当适用新《司法解释》。<sup>〔47〕</sup>

从本文的讨论框架出发,非公开发行中认购人信赖虚假陈述的盖然性程度是要明显低于普通场内竞价交易的,推定信赖在此场合下很难说具备普遍意义上的正当化基础。其一,根据现有监管规则,非公开发行过程中具有实质意义和内容的信息披露文件主要是非公开发行预案;在披露时点上,该文件需与董事会决议同时发布。<sup>〔48〕</sup>但在董事会会议之前,非公开发行的对象在有些情况下已经被提前确定,即认购人在非公开发行预案公开披露之前已经作出了投资决策。此时,确实难以推定认购者的交易因果关系成立。而且,在上市公司非公开发行股票整个信息披露过

〔44〕 实证研究也表明,我国大宗交易的价格发现功能要弱于场内竞价交易,即大宗交易价格不如场内交易价格“(如收盘价)更能及时反映市场信息、更能揭示真实价格”。参见陈磊、李平、廖静池、许香存:《大宗交易的价格发现功能——来自沪深股市的经验证据》,载《证券市场导报》2013年7月号。

〔45〕 参见唐齐鸣、赵传玺、赵袁军:《减持新规对大宗交易市场筛选股票能力的影响——基于双重差分模型的实证检验》,载《证券市场导报》2018年12月号;林振兴、屈文洲:《大股东减持定价与择机——基于沪深股市大宗交易的实证研究》,载《证券市场导报》2010年10月号。

〔46〕 广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

〔47〕 参见龙非:《〈证券虚假陈述若干规定〉评论之一:非公开发行适用新司法解释吗?》,载“读律者”微信公众号,2022年1月28日;雷继平、王巍、兰朝晖:《系列解读之三:〈新虚假陈述司法解释〉是否适用于证券非公开发行等特殊情形?》,载“雷继平法律订阅”微信公众号,2022年1月25日。

〔48〕 参见前引〔47〕,龙非文。

程中，上市公司集中提及近年主要财务指标的信息披露文件是发行已结束时披露的《上市公告书》，此时，该文件的披露更显得与投资人的交易决策相去较远，难以建立起实质意义上的交易因果关系。其二，如前所述，目前信赖推定中的盖然性标准主要以欺诈市场理论之下的证券价格为纽带建立。但无论是对董事会决议之前已确定全部发行对象的锁价发行还是在董事会决议前尚未确定全部发行对象的竞价发行而言，<sup>〔49〕</sup>其发行价格的确定都具有相当的自由度。尤其是在竞价发行过程中，公司还需向意向投资者、前 20 大股东以及特定金融机构询价。<sup>〔50〕</sup>换言之，在非公开发行认购过程中，认购者是实质参与定价过程的，其并非只是被动地依据证券价格作出投资判断。因此，或许一段时期内的证券价格确实会成为认购者的参考，但这一场合下的证券价格并不必然体现了虚假陈述信息，<sup>〔51〕</sup>且此时的证券价格并不是认购者作出投资判断的唯一依据，当然也无法按照推定的标准构成认购者信赖虚假陈述的表面证据。其三，对于战略合作、战略投资以及发行股份购买资产等情形而言，认购者受虚假陈述诱导作为交易原因的盖然性还会进一步降低。

因此，从上述角度来看，非公开发行认购者信赖虚假陈述的盖然性程度在整体上低于普通场内竞价交易者。加之，基于非公开发行认购者的主体特殊性，其对于交易因果关系的举证能力与普通场内竞价交易者也存在较大差异。故非公开发行认购者信赖虚假陈述的普遍盖然性程度以及举证能力似不能达到目前设立信赖推定的合理化论证水平，不宜允许一概对其适用信赖推定规则。

#### （四）基于发行和交易市场的不同情形

目前实务中对题述问题的讨论有相当一部分集中于债券市场对证券虚假陈述侵权制度的适用性问题。目前的研究普遍认为，我国除了沪深交易所的主板、创业板、科创板股票市场可以认为属于“半强有效市场”之外，<sup>〔52〕</sup>其他的证券交易市场是否满足有效市场条件均有待论证。但无论是新近的司法判例还是新《司法解释》的修改精神均认为，债券市场中发生的证券虚假陈述救济也适用包括信赖推定在内的证券虚假陈述侵权制度。由此，在是否满足有效市场条件高度存疑的情况下，这样的结论是否合理，值得深入考虑。

其一，从市场有效性角度考虑，债券市场确有其特殊性。根据中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）的分类，我国的“债券”可分为 8 个大类、20 个小类，目前实务中常讨论的企业信用债券分为 8 个小类。<sup>〔53〕</sup>在关于市场有效性的研究中，理论界又通常会根

〔49〕 参见前引〔47〕，雷继平、王巍、兰朝晖文。

〔50〕 中国证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》第 23 条规定：“认购邀请书发送对象的名单由上市公司及保荐人共同确定。认购邀请书发送对象的名单除应当包含董事会决议公告后已经提交认购意向书的投资者、公司前 20 名股东外，还应当包含符合《证券发行与承销管理办法》规定条件的下列询价对象：（一）不少于 20 家证券投资基金管理公司；（二）不少于 10 家证券公司；（三）不少于 5 家保险机构投资者。”

〔51〕 如在锁价发行中，发行价格可以按照不低于董事会决议公告日、股东大会决议公告日、发行期首日的八折确定，此时市场未必来得及消化可能同期披露的非公开发行预案中的信息。

〔52〕 “有效市场由弱至强分为三个层次：弱有效市场，即证券价格充分反映历史信息；半强有效市场，即证券价格充分反映公开信息；强有效市场，即证券价格充分反映公开和内幕信息。”由于弱有效市场不能充分反映当下的信息，而强有效市场可以甄别出虚假陈述信息，故理论上这两种市场中的证券价格都不含有虚假陈述的因素，而只有半强有效市场才适用欺诈市场理论。参见徐文鸣：《注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例》，载《证券市场导报》2021 年 5 月号。

〔53〕 参见中债研发中心：《中国债券市场概览（2020 年版）》，载 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzfx/nb/20210402/156808636.shtml>，最后访问时间：2022 年 3 月 29 日。

据沪深交易所市场和银行间市场进行分类。尽管现有研究指出,以价格延迟衡量为标准来看,基于交易方式的不同,沪市的市場有效性较好,深市的价格反映有所延迟,而银行间市场的债券价格反映则比较迟钝,<sup>[54]</sup>但上述有效性论述也仅是“相对而论”。直到目前,关于我国债券市场是否达到“半强有效市场”的程度,理论研究众说纷纭,尚未见相对权威的结论。<sup>[55]</sup>不过,一个可以预见的定性结果是,债券市场的有效性应当与股票市场存在普遍性差异。故以股票市场为原型、以半强有效市场作为假设的欺诈市场理论所支撑的信赖推定规则,在债券市场中很难不加论证地当然适用。

其二,从投资者信赖虚假陈述的盖然性角度,信赖推定规则在债券虚假陈述中的适用性也宜作缓进论证。美国学者指出,相较于股票持有人,债券持有人“在面临债券欺诈时没有那么脆弱”<sup>[56]</sup>。在对股债两种证券的估值中,股票持有人更侧重于对公司盈利及未来的评估,而债券持有人则享有收取本金和利息的合同权利,这种权利不会因为公司在一段时期内的盈利规模发生改变,故只有在“改变投资者对债券发行人能否完成利息支付和到期返还本金的评估时,新的信息才应当会影响债券的估值”<sup>[57]</sup>。换言之,只要虚假陈述没有影响到市场对于债券违约风险、信用风险的评估,债券价格不应当视为受到虚假陈述影响。<sup>[58]</sup>根据我国学者的研究,从W债券案中的债券价格走势来看,发行人关于募集资金使用管理不规范、募集说明书部分存在虚假记载等信息被揭露之后,“15W债”价格没有受到明显影响。至虚假陈述进一步揭露、评级机构下调评级、信用风险已经暴露时,债券价格才出现长期停牌之后的“腰斩”,但在信用风险进一步释放之后,债券价格又进入回升趋势。<sup>[59]</sup>以上情况表明,债券投资者因为虚假陈述而改变投资判断的意愿并非足够强烈,对发行人违约风险的预估或许才是改变投资判断的关键因素。但即使是对于违约风险而言,我国的债券市场价格也未必能够予以充分反映。有实证研究指出,尽管我国债券市场中的成交价格与违约风险之间存在一定的关联性,但其关联程度、预警效果也受到债券流通性的影响,对于流动性较差、偿付能力不足的债券而言,其成交价格对违约风险的反映程度要相对更低。<sup>[60]</sup>

承前述,在经典欺诈市场理论支撑下的信赖推定正当化论述中,对投资者信赖虚假陈述的盖然性论证主要依托于虚假陈述重大性和有效市场假说两个维度。然而在债券市场中,半强有效市

[54] 参见施一宁、李志冰、张海云:《债券市场价格效率研究》,载 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzyb/yjbg/list.shtml>,最后访问时间:2022年3月29日。

[55] 相关讨论包括樊健:《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;高强、邹恒甫:《企业债券与公司债券的信息有效性实证研究》,载《金融研究》2010年第7期;张心瑜:《公司债券虚假陈述纠纷交易因果关系研究》,华东政法大学2020年硕士学位论文;刘梦堂:《我国公司债市场的有效性研究》,南京大学2018年硕士学位论文等。

[56] Jonathan Macey, Geoffrey Miller, Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory, 42 *Stanford Law Review* 1059, 1085 (1990).

[57] [美]詹姆斯·J·帕克:《债券持有人与证券集团诉讼》,应元中、蔡卓瞳译校,载《证券法苑》第29卷,法律出版社2020年版,第6-10页。

[58] See Simon Kwan, Firm-Specific Information and the Correlation Between Individual Stocks and Bonds, 40 *Journal of Financial Economics* 63, 63 (1996).

[59] 参见前引[52],徐文鸣文。

[60] 参见袁海霞、彭月柳婷、王晨:《债券价格对信用风险预警有效性的实证研究》,载《债券》2022年第2期。



场的假定预设高度存疑，虚假陈述重大性与可能实质影响债券投资者判断的违约风险之间也并非完全重合。虽然最高院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中对债券虚假陈述中的“重大性”以“发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容”为标准作出了新的定义，但新《司法解释》仍以对于信息披露义务人的法定信息披露要求作为认定重大性的关键因素。因此，目前设置信赖推定规则的合理化理由似难与债券市场虚假陈述的情况完全适配，故是否仍应将其推广至债券市场，需再作深入思量。

其三，从原告举证的困难程度来看，债券市场投资者显著区别于股票市场投资者，且两市场之间的交易方式也有明显不同。根据中央结算公司的报告，按照我国的债券投资者适当性管理制度，我国银行间债券市场中的投资者均为机构投资者，交易所债券投资者分为合格投资者和公众投资者。<sup>〔61〕</sup>其中，银行间债券的“交易达成主要通过交易双方自主谈判、逐笔成交”，主要包括询价交易、点击成交和请求报价三种；<sup>〔62〕</sup>交易所债券的交易方式中虽然也包含竞价撮合成交，但大宗交易（协议交易或盘后定价）的门槛不高，且普通投资者不能参与固定收益平台的交易。另需注意的是，目前“银行间市场是中国债券市场的主体，债券存量接近全市场的90%”<sup>〔63〕</sup>。换言之，我国债券市场整体上呈现一种绝大部分由机构投资者参与、由投资者双边议价、以大宗交易为主的市场样貌。这种整体样貌不仅与最高院2003年《司法解释》中“救济不特定主体”的初衷有较大差别，且原告的举证难度也不如股票市场中的竞价交易者。因此，如果我们认为一类市场中的投资者普遍不存在同等程度的举证困难问题，那么仍然要对其适用信赖推定的合理性，似需作出进一步说明。

由此，基于前述分析框架，本文不支持未加专门论证地对我国债券市场虚假陈述案件适用信赖推定规则。且诚如我国学者的建议，债券虚假陈述中的损失界定与损失因果关系的判断也需作单独考虑。<sup>〔64〕</sup>换言之，除了现行规则中基于一般民法理论建立的规则之外，本文不建议在债券虚假陈述案件中简单地“参照”适用有关因果关系推定的全部规则，而是认为债券虚假陈述需另立适合的评判体系。

当然，美国学者也指出，美国的司法实践中正有越来越多的债券持有人参与因证券欺诈引发的集团诉讼，<sup>〔65〕</sup>这不仅符合很多公司治理学说的倡导，而且基于公司股东与债权人之间可能存在的利益冲突，债券持有人集团也会对证券欺诈的司法处理带来不同视角。但是，美国的研究结果和法院判例同样对债券市场的有效性判断感到困难。在著名的AIG案件中，法院经过Cammer测试的“五要件”判断后认为“原告没有提供足够的证据证明AIG债券在公开、发达且有效的

〔61〕 银行间债券市场中的机构投资者包括人民银行、财政部等特殊结算成员、商业银行、非银行金融机构、证券公司、保险机构、基金公司、非金融机构、非法人机构投资者、境外机构投资者等。以上海证券交易所为例，其合格投资者包括证券公司、基金管理公司及其子公司、期货公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等金融机构，证券公司资产管理产品等非法人机构投资者，QFII和RQFII等境外机构，净资产不低于人民币2000万元的企业事业单位法人、合伙企业，名下金融资产日均不低于人民币500万元的个人投资者等。参见前引〔53〕，中债研发中心文。

〔62〕 参见前引〔53〕，中债研发中心文。

〔63〕 前引〔53〕，中债研发中心文。

〔64〕 参见冯果、张阳：《证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构》，载《证券法苑》第25卷，法律出版社2018年版，第124-126页。

〔65〕 参见前引〔57〕，詹姆斯·J·帕克文，第6-10页。

市场中交易”；尽管上诉法院对一审的集团诉讼裁定作出改判，但没有明确否认一审关于信赖推定的结论。<sup>〔66〕</sup> 该案引发了不少理论反思，这些讨论大多指向了信赖推定目前的支撑基础，也即欺诈市场理论本身。美国学者认为，债券市场的有效性确实普遍达不到标准，现有的欺诈市场理论假设需要得到修正后方能继续适用。鉴于债券投资者的决策与债券的信用风险高度关联，可以考虑将“欺诈市场”转向为“欺诈信用评级”，以投资者对评级结果的信任作为连结点构建债券市场中的信赖推定。<sup>〔67〕</sup> 本文认为这种主张确实具备一定的合理性，其充分关注了影响债券投资决策的普遍原因并且给出了解释方案。但无论如何，想要设置一项完善的因果关系推定规则，似还需要更加充分的合理理由。

## 五、结 论

基于以上，本文拟讨论一种对于证券虚假陈述侵权制度之适用范围和“参照”范围的判断框架。本文的基本观点和分析逻辑是，证券虚假陈述侵权制度的核心和特色在于信赖推定，以其为核心，整套制度可以分为信赖推定建立规则、信赖推定抗辩规则以及基于一般民法理念设置的其他配套规则。信赖推定作为一种因果关系推定，其规则设立需要足够充分的合理化论证，故应以具备这些合理化基础的情形作为证券虚假陈述侵权制度的直接适用范围；对于欠缺合理化基础的情形，信赖推定规则不应未加充分论证地“参照”适用。基于构建信赖推定的合理化基础，对于第四部分所讨论的情形，本文均不建议在目前的条件下直接适用或简单“参照”信赖推定规则，当然，这些情形仍可“参照”适用其他配套规则。这一主张并不意味着本文认为这些情形下的证券投资者无需保护，而是认为这些情形之下的因果关系推定制度尚缺乏足够的合理化论证，不宜迫切地上升为普遍规则。如果法院在具体情形中认为仍有必要对原告施以倾斜保护，可以通过调节个案中的举证责任分配来实现目的。<sup>〔68〕</sup>

最后，本文认为，我国现行的证券虚假陈述侵权制度虽冠以“证券”之名，但其运用范围的判断重点不应仅在于“证券”二字，而在于各界对于其信赖推定的制度内核采取怎样的态度。由于信赖推定的威力实在太过巨大，近年实务中以“证券虚假陈述”之名起诉的案件已是汹涌而来，这其中也裹挟了一些如纯属债券违约、主动购买“垃圾债”、因明确的商业安排购股等情况

〔66〕 目前美国诸多法院延续和发展 Cammer v. Bloom 案中的测试方法（Cammer 测试）。Cammer 测试的“五要件”为：（1）具备足够规模的周交易量；（2）存在大量分析师跟踪分析公司股票；（3）存在能够对公司新闻迅速反应的做市商和套利者；（4）公司能够对其公开发行股票提供 S-3 注册表；（5）表明公司披露预期之外事件与股价反应之间有因果关系的经验事实。在此后的判例中，美国法院在此基础上又增加了新的考量要素，大致形成了经营要件（operational factors）和价格影响要件（price-related factors）两方面的判断因素。参见前引〔55〕，张心瑜文，第 31-32 页。

〔67〕 参见前引〔57〕，詹姆斯·J·帕克文，第 49-51 页。

〔68〕 对此问题，本文赞同中车金证案中法院的部分观点。该案中，法院在认定涉案情形不适用 2003 年《司法解释》的前提下，认为“特定投资者作为被侵权人应举证证明其投资决策与信息披露义务人的虚假陈述行为之间存在因果关系”；当然，在原告已经完成证明义务后，则举证责任发生转移，由被告反证推翻原告的合理信赖主张。不过如前所述，该案中法院以涉案虚假陈述属于消极虚假陈述为由，仍然认定“只要投资者证明违法行为客观存在，就可推定交易因果关系成立”。但实际上，从判决书所载情况来看，中车金证已经提交了参加涉案非公开发行的《可行性报告》等证据，如果要对原告的证明效果作进一步分析也具备事实基础。未来，法院可以将举证责任的分配更加细化地处理，根据个案情况将因果关系证明问题划分为子问题，向双方公允分配证明责任。

下的案件。理论上讲，类似这种案件确实缺乏适用信赖推定保护的正当性，但在“证券”二字的包装下，这些情形对于其所涉案件的法律适用准据都有一定的蒙蔽作用。故面临愈加复杂化的现实局面，如果我们不以信赖推定为基础思考问题，而仅以“证券”二字为侧重点思考问题，那么不仅在理论思索上难以成立，或许在未来也要考虑如何纠偏的现实问题。因此，以信赖推定为内核的证券虚假陈述侵权制度的扩张、“参照”趋势有必要加以合理限制，识别操作过限，防止脱离初衷。

---

**Abstract:** In recent years, there seems to be a trend of continuous expansion in the application of the tort system for securities misrepresentation in China, and a large number of claims have been made to apply the relevant provisions of that system *mutatis mutandis*. However, in determining whether the system can be applied and how to apply the relevant provisions *mutatis mutandis*, the focus of judging such issues shall not only be on whether the relevant transaction is related to “securities”, but also on whether the specific transaction situation shall be applied to the presumption of reliance, which is the institutional characteristics of the securities misrepresentation tort system. As a kind of presumption of causation, the rule of presumption of reliance must be set up with sufficient and appropriate reasons. Therefore, it is not advisable to apply the presumption of reliance rule to transaction situation where reasonableness has not yet been argued and where rationalization basis is not yet clear. However, other rules based on general civil law theory in the tort system for securities misrepresentation may be applied to the relevant transactions. On this basis, a part of claims for “apply *mutatis mutandis*” should be analyzed, and the scope of “apply *mutatis mutandis*” of the system should be reasonably defined.

**Key Words:** securities misrepresentation, the presumption of reliance, causation, apply *mutatis mutandis*

---

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)