

## 证券虚假陈述民事责任中的价格影响理论： 理论反思与实践争议

樊 健\*

**内容提要：**为了保护中小投资者利益，《虚假陈述若干规定》依据欺诈市场理论推定信赖要件（交易因果关系）的成立。在美国 Halliburton II 案中，美国联邦最高法院允许被告举证证明股价没有受到虚假陈述影响而推翻信赖推定，这被称为价格影响理论（price impact theory）。从美国下级法院的司法实践看，被告只有通过聘请专家证人提供优势证据才能完成推翻信赖推定的举证要求。《虚假陈述若干规定》采纳了同样的理论，明确规定被告可以抗辩虚假陈述缺乏价格敏感性而推翻信赖推定。在过往的司法实践中，少数法院事实上已经采用了价格影响理论。然而，存在的问题是：缺乏理论的论证、课以被告较轻的举证义务且采用的方法不够精确。基于保护中小投资者和精确计算原则，被告应当提供优势证据证明股价没有受到虚假陈述影响。专家证人可以采用事件分析法来较为精确地计算虚假陈述对股价的影响。

**关键词：**信赖推定 Halliburton II 案 价格影响理论 优势证据 事件分析法

### 一、问题提出

虚假陈述具有重大性是虚假陈述行为人（被告）承担民事责任的独立构成要件之一。如果虚假陈述不具有重大性，虚假陈述行为人就无需赔偿。<sup>〔1〕</sup>因此，重大性要件往往成为诉讼中原被告双方的争议焦点。《虚假陈述若干规定》第 10 条推定法律、行政法规等强制规定应当披露的信息

\* 樊健，上海财经大学法学院副教授。

本文成果受上海财经大学富国 ESG 研究院支持。

〔1〕《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《虚假陈述若干规定》）第 10 条第 3 款规定：“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。”

具有重大性,同时又允许被告“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”从而推翻重大性的推定。<sup>〔2〕</sup>这被称为价格敏感性标准,<sup>〔3〕</sup>与美国法上的价格影响理论(price impact theory)如出一辙。

在《虚假陈述若干规定》出台之前,我国司法实践中已经有法院采用了该判断标准。例如,在“李军与山东恒邦冶炼股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中,青岛市中级人民法院认为:“股票在揭露日后首个交易日,被告股票走势,与深证成指、上证综指及同行业板块指数涨跌幅相符,且被告股票在揭露日至基准日期间下跌幅度亦低于上述指数下跌幅度,从中也可以看出,被告所受处罚的事实,不足以对投资人的投资决策或市场交易价格产生影响,不至造成投资人的实质性损害。”<sup>〔4〕</sup>本案中,如果排除系统风险等非虚假陈述因素的影响,虚假陈述被揭示后,被告的股价没有出现明显的波动,可见虚假陈述对股价没有影响。但是,该院没有进一步解释为何股价没有发生明显波动就能够推翻信赖推定。而且,该院也没有给出相对精确的方法来证明虚假陈述与价格明显波动之间的关系,例如该院并没有分析是否还可能存在行业风险或者上市公司其他经营风险等因素影响股价。事实上,这应当是由被告提供优势证据来证明,而不是由法院直接判断。

总之,不论是《虚假陈述若干规定》第10条的规定,还是法院的裁判观点,都没有明确解释价格明显波动与信赖推定之间的关系,进而可以通过举证价格没有出现明显波动或者说价格不具有敏感性而推翻信赖推定。此外,在具体技术性问题上,《虚假陈述若干规定》第10条也没有明确被告的举证程度以及如何科学地计量虚假陈述对股票价格的真正影响。这些正是本文所要重点分析的问题。

本文结构如下:首先,第二部分从学理上阐明信赖推定与价格明显波动之间的关系,以及《虚假陈述若干规定》第10条规定和相关司法实践的合理性;其次,我国从2022年开始才在《虚假陈述若干规定》第10条中明确规定被告可以依据价格影响理论推翻信赖推定,相关的实践经验和学理论争尚不充分,故本文第三部分介绍美国对于价格影响理论的学界反思和实务经验,作为我国解释和完善相关规定之借鉴;再次,本文第四部分回到我国实践,从司法案件中总结我国法院适用价格影响理论所存在的问题,并提出建议;最后,简要总结本文。

## 二、重大性要件、信赖要件与股价明显波动

重大性要件和信赖要件是虚假陈述民事责任中两个独立要件,具有不同的功能。<sup>〔5〕</sup>即使虚

〔2〕《虚假陈述若干规定》第10条第1、2款规定:“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。”

〔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》2022年第7期。

〔4〕山东省青岛市中级人民法院(2016)鲁02民初1005号民事判决书。

〔5〕《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见(试行)》第68条的规定:“一方当事人故意告知对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人作出错误意思表示的,可以认定为欺诈行为。”据此,虚假陈述行为与投资者的投资决定之间存在因果关系,是证券投资欺诈的成立要件之一,也就是说,投资者的交易决定,必须是受到了虚假陈述行为的影响或者误导并错误交易才构成证券交易欺诈因果关系。参见中华人民共和国最高人民法院(2016)最高法民申502号民事裁定书。

假陈述具有重大性，如果投资者在交易时明知存在虚假陈述或者恶意操纵股价，<sup>〔6〕</sup> 信赖要件也不成立。“尽管因果关系推定原则大大减轻了投资者的举证责任，但并非将投资者的‘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，将举证负担由投资者转之于虚假陈述实施人。而这种推定因果关系是可以抗辩的，如果虚假陈述实施人能够提出相反的证据，证明虚假陈述没有对股票市场价格产生影响，或所隐瞒的信息即使披露也不会对股票价格产生影响，或投资人的交易是基于其他原因，或即使投资人知道信息虚假也仍然会进行交易等等，只要虚假陈述实施人能够证明其一，即可推翻这种推定的信赖，从而认定投资人的交易行为与虚假陈述行为不具有交易因果关系。”<sup>〔7〕</sup>

### （一）重大性要件与信赖要件的紧密关系

然而，重大性要件和信赖要件又是关联度极高的两个要件。在虚假陈述民事责任中，之所以要确定虚假陈述是否具有重大性，其主要作用在于确定该虚假陈述是否会对投资者（主要是信息投资者）产生影响，<sup>〔8〕</sup> 进而使股价产生明显波动。如果虚假陈述能对信息投资者产生影响，那么这些投资者就能够通过多种途径（例如自行买卖或者推荐等）将该信息反映到股价上，股价相应地就会出现明显的波动，绝大多数中小投资者则会按照该股价进行交易。因为股价已经反映了虚假陈述，所以这些中小投资者就有充分的理由被推定为信赖了该虚假陈述。<sup>〔9〕</sup> “在一个公开有效的证券市场中，公司股票价格是由与该公司有关的所有可获知的重大信息决定的。虚假陈述作为一种公开信息必然会在相关的股票价格中得到反映。投资者信赖市场价格的趋势进行投资，而其所信赖的市场价格反映了虚假陈述的信息。所以，投资者即使不是直接信赖虚假陈述而作出投资决策，也是受反映了虚假陈述的股票价格影响而进行了投资。换言之，投资者系基于对股票市场价格的信赖而作出投资决定，而非基于对特定信息的充分了解和分析，即使投资者不知晓虚假

〔6〕《虚假陈述若干规定》第12条规定：“被告能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定交易因果关系不成立：（一）原告的交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后；（二）原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述，或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉；（三）原告的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响；（四）原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的；（五）原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形。”例如，在“袁琴美与甘肃皇台酒业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审案”中，最高人民法院认为：“袁琴美不同于因皇台公司虚假陈述而被动受损的普通投资者，其交易行为异常，部分行为具有《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引（试行）》所列举的操纵证券价格行为特征，且其交易行为对皇台公司股票价格影响较大，而袁琴美本人拒绝到庭就相关事实接受法庭询问，影响二审法院对相关事实的进一步调查，从而认定袁琴美在本案中主张的阶段性损失与皇台公司虚假陈述之间不存在因果关系，并无不当。”中华人民共和国最高人民法院（2019）最高法民申5539号民事裁定书。

〔7〕湖南省高级人民法院（2021）湘民终867号民事判决书。

〔8〕“证券侵权行为的重大性，是指公司行为对投资决定的可能性影响，主要包括投资者投资意愿等。”四川省高级人民法院（2018）川民终728号民事判决书。通常而言，只有信息投资者，例如私募基金或者证券公司自营部门等，才会收集、分析关于上市公司所有的公开和未公开信息并进行定价，从而利用这些信息来获取私人利益（信息套利）。相比之下，绝大多数中小投资者（又被称为“噪声投资者”）不会这样做，理由可能是专业能力不够或者是回报率过低等。相关讨论，参见 Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 Duke Law Journal 711, 726-732 (2006)。因此，在证券虚假陈述民事诉讼中，应当从信息投资者的角度去判断虚假陈述是否具有重大性。See John M. Newman, Jr. et al., *Basic Truths: The Implications of the Fraud-on-the-Market Theory for Evaluating the “Misleading” and “Materiality” Elements of Securities Fraud Claims*, 20 Journal of Corporation Law 571 (1995)。

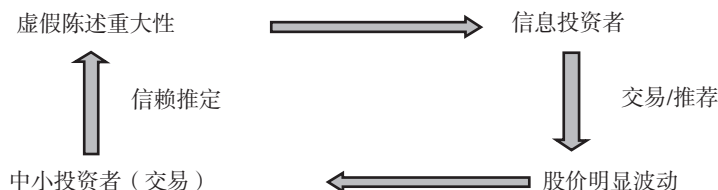
〔9〕对于投资人的损失与虚假陈述行为之间的因果关系，系以“推定信赖”为原则，投资人无须证明自己信赖了虚假陈述行为才作出投资，只要证明其所投资证券的价格受到虚假陈述行为的影响，即可予以认定。参见南京市中级人民法院（2015）宁商初字第161号民事判决书。在著名的美国 Basic 案中，美国联邦最高法院认为，因相信证券市场的正直性而依据市场价格购买股票的投资者被推定为信赖了虚假陈述。See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)。

信息的存在,只要该虚假信息对股票的市场价格产生了影响,使其发生扭曲,也可认定相应虚假陈述行为与投资者损失间具有因果关系。”<sup>[10]</sup>这便是《虚假陈述若干规定》的理论基础欺诈市场理论(fraud on the market theory)和信赖推定的核心思想。

此处被推定信赖的投资者主要是以自然人为代表的中小投资者。因为“自然人处于信息末端,由于资金弱小,许多规避风险的交易机制如股指期货和融资融券无权运用,他们在证券市场属于弱势群体。相反,机构投资人具有资金信息优势和研发优势,可以充分利用各种有利于自己的市场发行和交易机制,研究上市公司而做出投资决策和规避风险。……对虚假陈述行为人追究民事责任的因果关系适用了信赖推定原则,这主要是对自然人投资主体而言。对于机构投资主体,只有充分证明自己是善意投资人的前提下,才能适用信赖推定原则确定其损失与虚假陈述的因果关系。”<sup>[11]</sup>司法实践对此也表示认可。<sup>[12]</sup>此外,绝大多数中小投资者并非基于上市公司所披露的信息做出投资决策,其有可能是依据朋友的建议,或者是股评家的推荐,也可能是基于“追涨杀跌”的一般投资模式。因此,在民事诉讼中,如果要求中小投资者证明其依据虚假陈述而作出投资决策,那么绝大多数中小投资者都无法完成该举证义务,因虚假陈述而产生的投资损失也将无法获得赔偿。如此沉重的举证义务,对于中小投资者而言,显然是没有必要且不切实际的。<sup>[13]</sup>

## (二) 股价未发生明显波动与信赖推定的推翻

如前所述,经由信息投资者和股价作为中介,重大性要件与中小投资者交易行为之间建立起了信赖关系,中小投资者被推定为信赖了虚假陈述。两者之间的关系,可以用下图表示:



但是,“这种‘推定信赖’属于‘可抗辩的信赖’,如果虚假陈述行为人能够提出反证,证明投资者的投资决策并未受到虚假陈述行为的影响,则应当认定,投资者因该投资决策导致的损失

[10] 上海市第一中级人民法院(2017)沪01民初943号民事判决书。

[11] 贾伟:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期,第30页。

[12] 例如,“上海雨浩投资咨询有限公司与浙江祥源文化股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案”中,浙江省高级人民法院认为:“虚假陈述赔偿的规定采用‘市场欺诈’和‘推定信赖’原则确定因果关系的目的在于保护我国证券市场中不具备专业投资知识的中小投资者,而对于专业投资机构,因其应当具备高于普通证券市场投资人的投资技能和专业研究分析能力,不能仅凭其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。原审法院根据雨浩投资咨询公司主体身份的特殊性,认定在判断雨浩投资咨询公司‘推定信赖’能否成立的问题上,对其应适用高于普通证券市场投资人注意义务的标准,并无不当。该注意义务对外一般表现为对上市公司公开文件的分析、对上市公司进行实地考察和提出可行性研究报告等,对内则表现为按照公司章程规定履行了相应的审批、讨论、决策程序等。如果没有证据证明专业投资机构尽到审慎注意义务,则不能当然依据‘推定信赖’原则认定投资损失与虚假陈述之间存在因果关系。本案中,在尚无充分证据证明雨浩投资咨询公司运用了专业知识和技能对祥源文化公司股票的投资价值进行了判断并严格遵循了投资决策程序的情况下,可以认定雨浩投资咨询公司在投资祥源文化公司股票时未能尽到审慎对待虚假陈述信息的注意义务,并非基于对虚假陈述的合理信赖进行投资。”浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

[13] See Basic, Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).



与虚假陈述行为没有因果关系”<sup>〔14〕</sup>。因此，被告想要推翻信赖推定，除了前述所提及的投资者明知虚假陈述或者恶意操纵市场等特殊情形之外，其还可以抗辩虚假陈述没有重大性从而推翻信赖推定，即被告证明虚假陈述对股价没有产生影响，按照股价进行交易的中小投资者也就没有受到虚假陈述影响，从而信赖要件被推翻，这在美国法上被称为价格影响理论。<sup>〔15〕</sup>如果被告能够成功抗辩，那么除非中小投资者能个别地证明其确实因为相信了被告的虚假陈述而从事交易（例如确实阅读了被告所披露的年报等），否则其败诉是大概率事件。

### 三、美国法上的价格影响理论：缘起、分歧与实践

#### （一）价格影响理论的缘起

在著名的 Basic 案中，美国联邦最高法院根据欺诈市场理论，推定投资者因相信虚假陈述而从事了股票交易。<sup>〔16〕</sup>该判决所确立的信赖推定原则解决了投资者如何证明其信赖了虚假陈述的难题。同时，该判决也为投资者之间形成证券集团诉讼扫清了障碍。投资者由于被推定信赖了虚假陈述，其无需个别证明信赖要件，所以满足集团诉讼的成立条件之一：集团成员间的共同性超越其个别性。<sup>〔17〕</sup>在证券集团诉讼中，投资者适用该信赖推定的前提条件是：虚假陈述已经被公开（publicity）、虚假陈述具有重大性（materiality）、涉案股票在有效市场交易（market efficiency）以及投资者在虚假陈述实施日至揭示日之间买入股票（market timing）。<sup>〔18〕</sup>美国联邦最高法院同时也指出，该信赖推定可以被推翻。<sup>〔19〕</sup>

在美国，不论是理论界还是实务界，对于欺诈市场理论和信赖推定的争议就一直存在，要求废止 Basic 案的呼声也没有中断过。不少学者指出，信赖推定极大地便利了投资者及其背后的律师起诉上市公司，造成这些公司背负沉重的赔偿压力。此外，公司赔偿给原告的钱最终又来源于公司现在的股东，因此从投资者整体来讲其实并没有获得赔偿，反而是原被告双方的律师获利颇丰。<sup>〔20〕</sup>

〔14〕 辽宁省高级人民法院（2019）辽民终 456 号民事判决书；焦津洪：《“欺诈市场理论”研究》，载《中国法学》2003 年第 2 期，第 111 页。

〔15〕 See Allen Ferrell & Andrew Roper, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, 93 Washington University Law Review 553 (2015).

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

〔17〕 See Federal Rule of Civil Procedure 23 (b) (3); Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act*, 69 Business Lawyer 307, 327 (2014).

〔18〕 See *Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds*, 568 U.S. 455 (2013).

〔19〕 See Roger B. Greenberg & Zach Wolfe, *Halliburton II: Supreme Court Clarifies Longstanding Securities Fraud Class Certification Issue*, 46 Texas Journal of Business Law 17, 18 (2014).

〔20〕 相关的文献甚多，如：Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Washington Law Review 151 (2009); William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 University of Pennsylvania Law Review 69 (2011); James D. Cox, *Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen*, 66 Vanderbilt Law Review 1719 (2013); A. C. Pritchard, *Halliburton II: A Loser's Story*, 10 Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy 27 (2015). 我国学者对于有效市场假说和欺诈市场理论的批判，参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020 年第 6 期；支持前述理论的观点，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。

在2014年的Halliburton II案<sup>[21]</sup>中,关于欺诈市场理论和信赖推定的争议,又一次摆在了美国联邦最高法院面前。对此,美国联邦最高法院认为,取消欺诈市场理论和信赖推定并不合适,因为Basic案是遵循已久的先例(long-settled precedent),即使被告认为该判决是错误的,也不能轻易被推翻。但是,该院认为,在证券集团诉讼形成阶段,被告可以举证虚假陈述没有对股价产生影响,从而推翻信赖推定。<sup>[22]</sup>因为,与原告所需举证的公开性、重大性和效率性相比,股价是否发生明显波动是证明投资者是否受到虚假陈述影响的更直接、明显的证据。<sup>[23]</sup>由于股价被虚假陈述所影响,投资者按照该股价进行交易即被推定为信赖了虚假陈述。相反,如果股价没有受到虚假陈述影响,相应地,投资者的交易也就没有受到虚假陈述的影响,因此信赖要件被推翻。<sup>[24]</sup>这样,如果被告抗辩成功,投资者不仅需要自己证明确实信赖了被告的虚假陈述从事交易(显然对绝大多数投资者而言,几乎不可能证明这一点),而且,投资者之间也不能形成集团诉讼。所以,对被告而言,其赔偿或者和解的压力将大为减轻。<sup>[25]</sup>

## (二) 价格影响理论的学界反思

在Basic案中,美国联邦法院一再强调信赖推定可以被推翻,但是由于其没有给出如何推翻的具体指示,司法实践中真正被推翻的案例屈指可数。<sup>[26]</sup>Halliburton II案明确指出了被告可以推翻信赖推定的一种理由,即股价没有被虚假陈述所影响。这不仅符合Basic案的裁判逻辑,也是对那些要求废止欺诈市场理论和信赖推定人士的一个正面回应。但是,就本案所构建的价格影响理论,还存在着以下一些值得讨论的理论问题:第一,重大性要件与价格影响理论的关系是什么;<sup>[27]</sup>第二,被告如何证明股价没有受到虚假陈述影响;<sup>[28]</sup>第三,在诉讼中,如果原被告双方提供矛盾的结论,法院如何来判断。<sup>[29]</sup>

### 1. 重大性要件与价格影响理论的关系

依据美国联邦最高法院的相关判决,在证券集团诉讼中,对于重大性要件,法院只有在案件受理后,才在实体审理阶段对之进行裁判,因为重大性要件显然与全体投资者相关。<sup>[30]</sup>对于价格影响争议,则在案件受理阶段(即集团诉讼形成阶段,class certification)进行审理。<sup>[31]</sup>如果案件能被法院受理,那么几乎所有的案件都会经由和解结案。<sup>[32]</sup>因此,法院受理或者不受理案

[21] See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014). 本案的基本事实是:在1999年6月3日至2001年12月7日之间,Halliburton从事了多项虚假陈述行为,包括关于石棉诉讼中的潜在责任、从某些建设合同中可能获得的预期收入以及与其他公司合并的预期收益。虚假陈述被揭示后,公司股价下跌,原告提出诉讼。

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

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

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

[25] 参见前引[19],Greenberg、Wolfe文,第30页。

[26] 参见前引[17],Grundfest文,第360页。

[27] 参见前引[15],Ferrell、Roper文,第555页。

[28] See Merritt B. Fox, *Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, 70 Business Lawyer 437, 448 (2015).

[29] 参见前引[19],Greenberg、Wolfe文,第30页。

[30] See Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds, 568 U. S. 455 (2013).

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

[32] See John C. Coffee, Jr., *After The Fraud on the Market Doctrine: What Should Replace It?*, available at <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/01/21/after-the-fraud-on-the-market-doctrine-what-should-replace-it/>, last visited on Jul. 24, 2023; Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Mazzeo, *Loss Causation on Trial in Rule 10B-5 Litigation a Decade after DURA*, 70 Rutgers University Law Review 175, 177 (2017).

件，对于原被告双方而言影响巨大。<sup>〔33〕</sup>

司法程序上的不同处理虽然能够说明两者在证券集团诉讼中的不同功能，但是这依旧没有解释清楚虚假陈述重大性与价格影响理论的关系。有学者提出疑问，具有重大性的虚假陈述如何不会对证券价格产生影响？<sup>〔34〕</sup>事实上，不少学者认为，虚假陈述是否具有重大性可以从股价是否发生明显波动来判断。<sup>〔35〕</sup>因此，将两者在不同的诉讼阶段处理，并不令人完全信服。<sup>〔36〕</sup>

## 2. 被告如何证明

被告有责任证明虚假陈述被实施或者被揭示后，股价没有发生明显波动，从而推翻信赖推定。那么，被告如何举证才能证明这一点呢？

从表面上看，如果被告能够证明其进行虚假陈述之后，股价没有发生明显波动，即完成其证明义务。但是，这样的证明义务对于被告来说过于轻松，不符合信赖推定原则保护中小投资者的规范目的，也不符合证券市场的实际情况。主要问题有二：第一，股价没有发生明显波动的原因可能是被告在进行虚假陈述的同时，有其他因素干扰，例如行业因素或者被告同时发布其他信息等。第二，如果被告的虚假陈述是针对市场预期确认的，那么股价也不会发生明显波动。例如，市场预期被告第一季度收入增长至少5%，而被告实际上只增长了1%，但是被告对外依旧宣称增长了5%，由于虚假陈述并未改变市场预期，故股价未发生明显波动。那么，由谁来进一步证明除了虚假陈述之外，没有其他因素导致股价发生明显波动？从Basic案所确立的信赖推定原则看，应当由被告来进一步证明以上两点。<sup>〔37〕</sup>就问题一，被告可以通过聘请专家证人，采用事件分析法（event study）来排除其他因素对于股价的影响。<sup>〔38〕</sup>就问题二，被告可以证明虚假陈述被揭示后，在排除其他因素对股价影响的条件下，股价没有发生明显波动。<sup>〔39〕</sup>

总之，被告可以通过虚假陈述被实施后或者被揭示后的股价未发生明显波动来证明虚假陈述对股价没有影响，但是其需要排除其他可能对股价产生影响的非虚假陈述因素，<sup>〔40〕</sup>这并不容易。<sup>〔41〕</sup>

〔33〕 See Wendy Gerwick Couture, *Answering Halliburton II's Unanswered Question: Burdens of Production and Persuasion on Price Impact at Class Certification*, 43 Securities Regulation Law Journal 167 (2015).

〔34〕 参见前引〔15〕，Ferrell、Roper文，第559页。

〔35〕 See Jill E. Fisch et al., *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Texas Law Review 533, 562 (2018).

〔36〕 See Charles W. Murdock, *The Significance and Impact of Price Distortion in the Fraud-on-the-Market Theory after Halliburton II*, 46 Loyola University Chicago Law Journal 551, 559 (2015); Philip W. Spencer, *Price Impact & Halliburton II: An Update on Lower Court Interpretation*, 46 Securities Regulation Law Journal 253 (2018).

〔37〕 See *The Erica P. John Fund, Inc., et al. v. Halliburton Co., et al.* (Northern District of Texas, 2015).

〔38〕 简单来说，事件分析法是研究涉及上市公司的信息与股价波动之间关系的一种方法。在美国证券集团诉讼实践中，原被告双方都会聘请专家证人采用事件分析法来判断虚假陈述被实施或者被揭示后的股价波动情况。参见前引〔35〕，Fisch等文，第555页。

〔39〕 See Richard A. Booth, *What Counts as Price Impact for Securities Fraud Purposes?*, 10 Virginia Law and Business Review 37 (2015).

〔40〕 See Marc I. Gross, *The Road Map for Class Certification Post-Halliburton II*, 46 Loyola University Chicago Law Journal 485, 492 (2015).

〔41〕 See Victor E. Schwartz & Christopher E. Appel, *Rebutting the Fraud on the Market Presumption in Securities Fraud Class Actions: Halliburton II Opens the Door*, 5 Michigan Business & Entrepreneurial Law Review 33, 54-57 (2015).

### 3. 法院如何判断

在美国证券集团诉讼中,由于原被告双方都会聘请专家证人采用事件分析法来证明虚假陈述被实施后或者被揭示后,股价发生或者未发生明显波动。然而,在进行事件分析以确定虚假陈述对股价的影响时,由于专家证人所持有的不同立场和所采用的不同参数,就同一案件事实,原被告双方往往会得出截然不同的结论。<sup>[42]</sup>那么,当原被告提供的结论出现矛盾时,法院如何判断?对此,一种可能是,只要被告证明股价没有出现明显波动(当然要排除其他非虚假陈述因素的影响),则信赖要件即被推翻。另外一种可能,在原被告结论矛盾的情况下,因为举证责任在被告,所以如果被告没有提供优势证据证明股价没有发生明显波动,例如证明原告所聘请的专家证人所采用的方法或者参数等明显错误,那么被告即承担举证不利的后果。<sup>[43]</sup>

### (三) 价格影响理论的最新司法实践

上述三个问题不仅在理论上引起广泛争议,在 Halliburton II 案判决生效后的司法实践中,也是美国下级法院案件审理中的焦点和难点。本部分介绍以下五个案件,并分析其中的争议问题。

#### 1. Halliburton 案<sup>[44]</sup>

美国联邦最高法院在 Halliburton II 案中,指令得克萨斯北区联邦地区法院(Northern District Court of Texas)按照本案的裁判结果重新审理本案,基本案情已如前所述。关于被告证明虚假陈述没有影响股价的问题,法院认为,被告应该比原告提供更为有力的证据来证明股价没有受到虚假陈述的影响。本案中,对于原被告双方各自提供的证据,法院逐一进行了分析与判断(例如扣除市场风险的指数选择、窗口期的确定等),最终认定只有一个虚假陈述行为被揭示后,股价产生了明显波动。

#### 2. Best Buy Co. 案<sup>[45]</sup>

2010年9月14日,百思买(Best Buy Co.)在媒体快报上发布了盈利预期,每股收益比预期增加10美分,公司股价增长7.5%。在随后和证券分析师的电话会上,百思买的首席执行官再次确认了这一预测。在当年12月14日,百思买对外披露每股收益将减少,公司股价下跌14.8%。投资者提出诉讼。本案涉及的虚假陈述是公司首席执行官与证券分析师在电话会上对盈利预测的确认,媒体快报上的盈利预测受避风港(safe harbor)原则保护而不被认为是虚假陈述。<sup>[46]</sup>就被告证明虚假陈述没有影响股价的问题,法院认为,由于被告在电话会上的陈述是对前面预测的确认,

[42] 就事件分析法所存在的问题,参见 Alon Brav & J. B. Heaton, *Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias*, 93 Washington University Law Review 583 (2015).

[43] See Geoffrey Miller, *The Problem of Reliance in Securities Fraud Class Actions*, 57 Arizona Law Review 61, 67 (2015); Noah Weingarten, *Halliburton II at Four: Has It Changed the Outcome of Class Certification Decisions?*, 25 Fordham Journal of Corporate and Financial Law 459, 487-494 (2020).

[44] See *The Erica P. John Fund, Inc., et al. v. Halliburton Co., et al.* (Northern District Court of Texas, 2015).

[45] See *IBEW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Co.*, 818 F.3d 775 (8th Cir. 2016).

[46] 关于预测性信息,如果行为人明确提示了风险(meaningful cautionary language),或者虚假陈述不具有重大性,或者原告不能证明行为人明知该预测是虚假的,则行为人免于承担 Rule 10-b5 下的民事责任。相关分析参见高振翔:《证券预测信息“安全港”制度:美国经验与中国镜鉴》,载《证券市场导报》2023年6月号。《虚假陈述若干规定》第6条规定:“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的,人民法院不予支持,但有下列情形之一的除外:(一)信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的;(二)预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的;(三)预测性信息所依据的前提发生重大变化时,未及时进行更正义务的。前款所称的重大差异,可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。”



故电话会之后的股价并没有发生明显波动，并且，公司对外披露每股收益减少后的股价明显波动并非由于电话会上的确认，而是由于媒体快报上的盈利预测。被告抗辩成功。

### 3. Barclays PLC 案<sup>〔47〕</sup>

巴克莱金融服务集团（Barclays PLC）总部位于伦敦，在美国发行存托凭证（ADR），并在纽交所上市交易。其美国子公司巴克莱资本（Barclays Capital Inc.）从事暗池业务（dark pool）。<sup>〔48〕</sup>巴克莱资本对外宣称，其内部设置了多种措施，来保证进行暗池交易的投资者不会受到高频交易者的损害。但是，事实上，其内部措施并未像其宣传的那样有效。所以，购买美国存托凭证的投资者起诉巴克莱，认为其构成虚假陈述。针对被告的举证义务，二审法院认为，被告应当提供优势证据来证明股价没有受到虚假陈述的影响，换言之，被告需证明并非由于其他利好信息抵消了虚假陈述对股价的影响，才导致股价未发生明显变化。该法院认为，如果被告仅仅是提供了证据证明股价没有受到虚假陈述影响就被认为完成了举证义务，那么 Basic 案所确立的信赖推定原则也就没有什么价值了。相对而言，被告的举证义务较重。

### 4. Goldman Sachs 案<sup>〔49〕</sup>

投资者认为，高盛（Goldman Sachs）在 2006—2007 年间发行 CDO 的时候，偏颇性地对待某些投资者，损害了购买这些 CDO 产品的其他投资者的利益。高盛的这一利益冲突行为与其向外界披露的对待投资者一视同仁的声明相违背。起诉高盛的并非购买 CDO 的投资者，而是购买高盛普通股的投资者。本案的争议焦点是，高盛需要举证到什么程度才能证明虚假陈述对股价没有影响。高盛认为，其只要提供证据证明股价没有受到影响即可。但是，二审法院认为高盛必须提供优势证据证明股价没有受到虚假陈述影响，而不是仅仅提供一些证据。<sup>〔50〕</sup>这与该院在前述巴克莱案中的观点一致。

### 5. Aeterna Zentaris, Inc. 案<sup>〔51〕</sup>

Aeterna 是一家制药公司，其在研发一种新药 AEZS—130（主要治疗成年人的激素紊乱）。Aeterna 与美国食药监局（以下简称 FDA）签订了一份协议，该协议列出了 Aeterna 需要遵守的事项，如果 Aeterna 没遵守，那么 FDA 将不批准这个新药上市。在研发过程中，Aeterna 违反了该协议，但是其没有对外披露，反而宣传新药研发顺利。最终，该新药被 FDA 拒绝。关于被告的举证义务，法院认为，被告所聘请的专家证人没有独立进行事件分析，而是采用了原告所提供的事件分析报告来证明股价没有受到虚假陈述影响，因此，被告承担举证不利的后果（本案中，被告方的专家证人并未独立进行事件分析来确定虚假陈述对股价的影响，而仅仅是反驳原告方提供的专家意见）。

### 6. 简要总结

从美国的司法实践可以看出：第一，由于重大性要件是在案件受理后才进行审理，法院在受

〔47〕 See *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79 (2d Cir. 2017).

〔48〕 按照美国证监会规定，暗池交易属于另类交易市场，其主要功能是使大宗交易能够匿名化完成，并减少对公开市场价格的影响。See Kristin N. Johnson, *Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools*, 42 *Journal of Corporation Law* 833 (2017).

〔49〕 See *Arkansas Teachers Retirement System v. Goldman Sachs* 879 F.3d 474 (2d Cir. 2018).

〔50〕 一审法院的要求是，确凿性的或者是决定性的证据。本案的裁判观点也被美国联邦最高法院所接受。See *Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System*, 141 S.Ct. 1951 (2021).

〔51〕 See *Bing Li v. Aeterna Zentaris, Inc.*, 324 F.R.D. 331 (D.N.J. 2018).

理时不讨论重大性要件与价格影响理论的关系；第二，被告可以通过前端（front-end，即虚假陈述被实施后）或者/和后端（back-end，即虚假陈述被揭示后）的股价是否发生明显波动来证明虚假陈述对股价的影响；第三，被告必须提供自己的证据，而不能仅仅利用原告所提供的证据；第四，被告不仅要证明虚假陈述被实施或者被揭示之后股价没有发生明显波动，而且要证明，没有其他因素导致股价未发生明显波动；第五，如果原被告双方提供矛盾的结论，除非被告提供优势证据来证明虚假陈述对股价没有影响，否则被告承担举证不利的后果。

#### 四、价格影响理论在我国司法实践中的适用：争议与建议

虽然价格影响理论在2022年初才被新修订的《虚假陈述若干规定》所采纳，但是在之前的司法实践中，少数法院已经因虚假陈述对股价没有影响而认定投资者与虚假陈述之间不存在信赖关系，事实上采用了价格影响理论。我国证券虚假陈述诉讼并没有像美国那样，将重大性要件与价格影响争议分开审查，因此法院往往将价格影响理论与重大性要件联系在一起，认为虚假陈述被实施后或者被揭示后股价没有发生明显波动，因而虚假陈述不具有重大性，进而认定投资者与虚假陈述之间不存在信赖关系。例如，在“吴爱姣与黄石东贝电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案”中，湖北省高级人民法院认为：“虽然东贝股份公司未披露或未如实、充分披露相关关联交易，但从虚假陈述实施日以及揭露日前后十日东贝B股的股价及成交量对比表看出，虚假陈述行为对该股票的成交量以及股价均未产生重大影响，其股价以及成交量的走势平稳。故可认定，该虚假陈述行为不具有重大性。”<sup>〔52〕</sup>

##### （一）价格影响理论在我国的司法实践

##### 1. 虚假陈述在被揭示前已经被更正

如果虚假陈述被揭示前已经被更正，那么虚假陈述对于股价的影响也就被纠正了，所以股价不会出现明显波动，即所谓的“真相已经在市场中”（truth on the market）。<sup>〔53〕</sup>

##### （1）海南海药案

最高人民法院在海南海药案中认为：“至揭露日2017年11月7日，构成本案虚假陈述的担保责任已经解除，关联交易资金已经返还。海药公司虚假陈述行为揭露日为2017年11月7日，但是11月7日、11月8日海药公司股价并未下跌，甚至存在小幅上涨，揭露日至海药公司股票停牌前一天即11月21日，股价跌幅为2.35%，跌幅并不明显。可见，虚假陈述揭露日之后几个交易日，股价并未因虚假陈述行为发生严重下跌。”<sup>〔54〕</sup>

##### （2）烯碳新材案

辽宁省高级人民法院否认存在信赖关系的一个理由是，“在《2015年年度报告》更正披露信息时，烯碳新材的此项投资款已经全额收回，烯碳新材的投资虚假陈述行为并未造成投资者

〔52〕 湖北省高级人民法院（2017）鄂民终1855号民事判决书。

〔53〕 See Lucy Chang, *The Truth-on-the-Market Defense and Its Relevance in SEC Enforcement Actions*, 76 Law & Contemporary Problems 341 (2013).

〔54〕 中华人民共和国最高人民法院（2019）最高法民申4674号民事裁定书。

交易受损。”<sup>〔55〕</sup>

## 2. 虚假陈述不会影响公司的现金流

由于公司的股价主要取决于公司未来的现金流，如果虚假陈述对此没有影响，那么信息投资者也不会将该信息作为调整估值的因素。<sup>〔56〕</sup>

### （1）恒邦冶炼案

青岛市中级人民法院认为：“虽然被告存在对大额资金往来未及时披露的行为，但该行为并非采取浮夸、利好的方式公布信息，从而诱导投资人做出积极投资的决定，被告总资产未发生变化，被告的行为不具有实质性资产变动内容，未对被告公司的业绩和利润造成影响，也并未导致企业资产虚增或减少，不是市场诱多行为。……股票在揭露日后首个交易日，被告股票走势，与深证成指、上证综指及同行业板块指数涨跌幅相符，且被告股票在揭露日至基准日期间下跌幅度亦低于上述指数下跌幅度，从中也可以看出，被告所受处罚的事实，不足以对投资人的投资决策或市场交易价格产生影响，不至造成投资人的实质性损害。”<sup>〔57〕</sup>

### （2）游久游戏案

上海金融法院认为：“揭露日后大盘继续下跌，游久游戏股价反而出现小幅反弹，至根据司法解释规定计算的基准日，游久游戏股价仍在上涨中。从涉案个股股价走势可以看出，市场价格并未受到虚假陈述的影响，即遗漏披露的内容被更正、揭露后，并未对游久游戏股票的市场交易价格产生负面影响。”<sup>〔58〕</sup>

### （3）界龙实业案

上海市高级人民法院认为：“涉案期间无论是界龙实业公司的第一大股东界龙集团公司增持的虚假记载还是两被借用账户自然人股东及其持股的虚假记载，均并未对理性投资者的投资决策和界龙实业股票价格产生实质影响。一审法院认定虚假陈述行为与投资损失之间没有因果关系依法有据，本院予以认可。”<sup>〔59〕</sup>

## 3. 虚假陈述对公司现金流的影响不好判断

虚假陈述性质具有特殊性，信息投资者可能就其对公司的股价有不同的看法，因此股价没有发生明显波动。

### （1）烯碳新材案

辽宁省高级人民法院认为：“烯碳新材的投资虚假陈述行为虽然侵害了投资者的知情权，但所隐瞒未披露的对外投资信息并不会影响一般投资者的投资决定。因为受投资的对象、性质等多种因素的影响，投资行为并不会必然导致股票的涨跌。因此，该投资虚假陈述行为是一个既不会创造供求关系，也不会影响到股票价格的中性消息。换言之，投资虚假陈述行为不会影响一般投

〔55〕 辽宁省高级人民法院（2019）辽民终550号民事判决书。

〔56〕 参见前引〔15〕，Ferrell、Roper文，第567-568页。

〔57〕 山东省青岛市中级人民法院（2016）鲁02民初1005号民事判决书。

〔58〕 上海金融法院（2018）沪74民初1185号民事判决书。

〔59〕 上海市高级人民法院（2019）沪民终275号民事判决书。

资者做出错误的投资决定。”〔60〕

#### （2）亿晶科技案

南京市中级人民法院认为：“大股东溢价减持转让股份并转移控制权的行为，在证券市场上并不属于通常认知一定会导致公司股票价格下跌的因素，且本次股权转让及控制权转移的对象勤诚达投资公司系资本实力较强的企业，不能当然推定该信息完整公开披露后市场会对此作出负面评价。”〔61〕

#### 4. 其他原因

由于证券市场价格形成机制的复杂性，有些虚假陈述虽然会对公司的现金流产生影响（例如财务造假等），但是不论是虚假陈述被实施后还是被揭示后，股价并未发生明显波动。原因可能是利空信息已经出尽，股价跌无可跌；或者信息投资者本来就认为该信息是虚假的；也可能是由于其他利好信息抵消了虚假陈述对于股价的影响。如果是后者，则应当采用较为精确的方法予以排除。

在博元投资案中，广东省高级人民法院认为：“上市公司的虚假陈述行为与投资者的损失之间是否存在因果关系，应考查投资者是否因上市公司的虚假陈述行为而产生合理信赖和对投资决策产生重要影响。从虚假陈述行为实施日2011年4月29日之后博元投资股票的走势看，2011年4月至2014年6月期间，博元投资股票与上证综合指数的涨跌幅度基本一致，投资者并没有因为虚假陈述行为而追买博元投资股票，博元投资股价没有出现异常上升情况。其次，博元投资虚假陈述行为被揭露后，即2014年6月19日之后至2014年8月期间，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。”〔62〕

在中弘控股案中，安徽省高级人民法院认为：“从一审法院查明的中弘股份股价走势、深证成指以及深证地产指数的涨跌幅可以看出，中弘股份股价自实施日至揭露日期间一直处于下跌状态，揭露日2018年8月14日中弘股份开盘价1.04元，收盘价1.04元，较前一交易日波动0%，8月15日收盘价0.94元，至基准日9月20日收盘价0.93元，期间中弘股份股价小幅波动，并未因立案调查公告发布出现持续下跌的情形，而同期的深证成指为8月14日8784.9点，9月20日8233.89点，大盘呈现出浮动式下跌态势，深圳地产指数的波动过程虽出现一定上浮，但房地产开发板块亦出现下跌，并未明显看出中弘股份股价受到虚假陈述行为的影响。”〔63〕

#### 5. 简要的总结

从目前的司法实践来看，有些法院会以股价没有发生明显波动而否认虚假陈述具有重大性，

---

〔60〕 辽宁省高级人民法院（2019）辽民终550号民事判决书。

〔61〕 江苏省南京市中级人民法院（2018）苏01民初3561号民事判决书。

〔62〕 广东省高级人民法院（2019）粤民终1464—1466号民事判决书。

〔63〕 安徽省高级人民法院（2020）皖民终1219号民事判决书。同样，在华信国际案中，合肥市中级人民法院认为：“本案中，从股价走势来看，华信国际股价并未因华信国际作出虚假陈述行为而上涨，反而在华信国际实施了虚假陈述行为后，连续跌停。华信国际的股份暴跌发生在揭露日之前，由于资产重组失败，控股股东上海华信所持股票质押、被司法冻结，以及上海华信出现资金问题等因素所造成的。揭露日后三天华信国际股价涨跌幅与大盘涨跌幅差别不大。揭露日至基准日期间，华信国际的股份上涨了9.45%，略高于石油行业同期涨幅6.57%，高于批发零售行业同期涨幅3.62%。综上所述，华信国际股价并未因其虚假陈述行为而上涨，也未因其虚假陈述行为被揭露而下跌，华信国际的虚假陈述行为未对其股价产生实质影响。”安徽省合肥市中级人民法院（2020）皖01民初1857号民事判决书。



进而推翻信赖推定。有些法院直接以股价没有发生明显波动推翻信赖推定。法院通常在虚假陈述被揭示后判断股价是否发生明显波动，主要是针对隐瞒信息的场合。也有法院同时在虚假陈述被实施后和被揭示后判断股价是否发生明显波动。

## （二）我国法院适用价格影响理论所存在的问题

### 1. 缺乏理论的论证

少数法院虽然在事实上采用了价格影响理论来推翻信赖推定，但是没有论证为何股价没有发生明显波动就能推翻信赖推定。当然，在《虚假陈述若干规定》第10条明确采纳该理论之后，法院可以依据该条来进行裁判。接下来的工作便是如何较为科学地判断虚假陈述与股价波动之间的关系。

### 2. 被告的举证义务轻

在多数案件中，被告并没有充分举证股价没有受到虚假陈述的影响，甚至，即使被告没有举证证明，法院也直接认定虚假陈述没有影响股价。例如，在前述界龙实业案中，在被告没有提出虚假陈述被实施后或被揭示后股价没有发生明显波动，且没有其他因素影响股价的情况下，一审法院直接认为：“从2015年半年度报告发布日、行政处罚事先告知书公告日之后界龙实业股票的股价可以看出，其涨跌幅及走势与上证指数趋势基本相同，说明涉案虚假陈述信息的发布及虚假陈述行为被揭示，也并未对界龙实业股票的价格产生影响。”<sup>〔64〕</sup>

这种对于被告举证义务的减轻，甚至无需被告提供证据，而由法院直接认定虚假陈述对股价没有影响的做法，有违《虚假陈述若干规定》信赖推定的规范目的，不利于保护中小投资者利益。

### 3. 认定方法不精确

法院认定虚假陈述是否影响股价的方法较为粗略，并不精确。在多数情况下，法院虽然会排除系统风险对股价的影响，例如在统计时间段内，将股价下跌程度与综合指数或者行业指数跌幅进行比较来判断系统风险的影响，<sup>〔65〕</sup>但是，就其他非系统风险的影响，法院要么不予考虑，要么采用自由裁量的方法大概估计其影响程度。这种不精确的认定方法，可能会造成中小投资者即使真正受到虚假陈述的损害，也无法获得赔偿的局面。例如，在“刘光华与河北宝硕股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中，石家庄市中级人民法院认为：“对比虚假陈述揭露日前后各十五个交易日的收盘价格发现，宝硕股份的股票价格在虚假陈述揭露日前十五个交易日的收盘均价为2.63元，而在虚假陈述揭露日后十五个交易日的收盘均价为2.995元。另外，本院根据公开

〔64〕 上海金融法院（2018）沪74民初978号民事判决书。

〔65〕 例如，在“顾华骏等与康美药业股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案”中，法院扣除系统风险的方法是，选取医药生物（申万）指数（801150）为系统风险扣除的参考指数，法院认为申万行业指数编制较早，且在证券市场具有较大影响力，可以被选取作为对比指数。就具体方法而言，法院采用“个体相对比例法”测算投资者证券市场系统风险扣除比例，即从投资者第一笔有效买入开始，假设投资者买卖涉案股票时，同时买入卖出相同数量的医药生物（申万）指数，每一笔交易均同步对应指数的买入卖出，并将每个投资者持股期间的指数加权平均跌幅与个股加权平均跌幅进行对比，扣除证券市场系统风险的影响。具体采用的计算公式为：市场系统风险扣除比例=证券买入与卖出期间指数加权平均跌幅/证券买入与卖出期间个股加权平均跌幅；指数加权平均跌幅=（指数卖出损失+指数持有损失）/（有效索赔股数×指数买入均价）；个股加权平均跌幅=（个股卖出损失+个股持有损失）/（有效索赔股数×个股买入均价）。参见广东省广州市中级人民法院（2020）粤01民初2171号民事判决书。

的宝硕股份的交易价格发现，宝硕股份的股票价格在虚假陈述揭露日前三个月的交易平均价为2.57元（2006年7月21日至2006年10月20日），而虚假陈述揭露日后十五个交易日的股票交易价格的均价为3.12元。基于以上事实，本院认为，宝硕股份的股票价格在其虚假陈述行为被揭露日并未出现较大幅度的下跌，反而有小幅上涨，在本案中，原告在虚假陈述实施日前买入的宝硕股份股票与虚假陈述不存在因果关系。”<sup>〔66〕</sup> 本案中，法院没有就是否有其他因素影响宝硕股份的股价进行分析，而直接以虚假陈述被揭示后股价没有下跌反而上涨，就草率地认为虚假陈述对股价没有影响，显然过于简略。由于本案的原告是自然人投资者，其没有经济能力，可能也不一定想到聘请专家证人来分析虚假陈述被揭示后的股价上涨到底是虚假陈述对股价没有影响还是由其他因素所导致。所以，即使原告可能受到虚假陈述的损害，也因为法院不精确的认定方法而失去获得赔偿的机会。

此外，法院对于专家证人的使用并不充分。从美国证券集团诉讼的经验来看，基本上所有的案件，原被告双方都会聘请专家证人就专业问题提供意见。相比之下，在前述所举案件中，没有一起案件是通过专家证人来判断虚假陈述是否对股价产生了影响。就证券虚假陈述民事诉讼而言，“侵权行为是否具有重大性、侵权行为与投资者损失之间的因果关系等，这些问题的证明需要具备专门的知识。证据种类及对证据的解读，均需具备专门的知识”<sup>〔67〕</sup>。《全国法院民商事审判工作会议纪要》也特别强调在证券虚假陈述民事诉讼中要引入专家证人，就专业性问题发表意见。<sup>〔68〕</sup>

由于虚假陈述是否影响股价直接关系到原被告双方的巨大利益，这种不精确的认定方法，可能会导致不公平的结果，致使原被告双方皆不服。<sup>〔69〕</sup>

### （三）本文的建议

本文认为，法院根据《虚假陈述若干规定》第10条适用价格影响理论时，需要把握两个原则：第一，保护中小投资者利益原则。如前所述，信赖推定的规范目的旨在保护中小投资者利

〔66〕 石家庄市中级人民法院（2016）冀01民初351号民事判决书。

〔67〕 最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第437页。

〔68〕 《全国法院民商事审判工作会议纪要》在第六章“关于证券纠纷案件的审理”中指出：“在案件审理过程中，对于需要借助其他学科领域的专业知识进行职业判断的问题，要充分发挥专家证人的作用，使得案件的事实认定符合证券市场的基本常识和普遍认知或者认可的经验法则，责任承担与侵权行为及其主观过错程度相匹配，在切实维护投资者合法权益的同时，通过民事责任追究实现震慑违法的功能，维护公开、公平、公正的资本市场秩序。”

〔69〕 例如，在“中国高科集团股份有限公司与胡泽玉等证券虚假陈述责任纠纷上诉案”中，上诉人提出二审请求的主要理由是：“一审法院曾委托中国证券投资者保护基金有限责任公司（以下简称投保基金）对曾光平等12个自然人投资者的损失进行测算，但未委托其对系统风险等因素影响情况进行一并测算。而中国高科曾向一审法院申请委托第三方专业机构对此影响进行测算，但最终一审法院未同意中国高科的申请，而是将本案系统风险影响比例酌定为30%。因此中国高科在二审程序中自行委托了第三方专业机构深圳价值在线信息科技股份有限公司（以下简称深圳价值在线公司）对本案系统风险进行精确测算，从而协助法院查明案涉时期系统风险因素的实际影响情况。在广州市中级人民法院审理的康美药业证券虚假陈述案件中，代表投资者的投资者保护机构中证中小投资者服务中心有限公司认可深圳价值在线公司的中立地位以及专业资质，故中国高科在二审中亦委托了深圳价值在线公司进行测算。根据深圳价值在线公司出具的测算报告显示，本案中系统风险扣除比例约为67%，远高于一审法院酌定的30%。在此情况下中国高科认为即便一审法院不委托第三方专业机构进行测算而是酌定扣除比例，也应考虑系统风险等因素对个股股价的实际影响情况进行酌定，酌定的比例也应趋近于事实情况。但根据目前第三方专业机构测算结果67%的扣除比例来看，一审判决将扣除比例酌定为30%，显然与客观事实偏差过大，属于事实认定不清且认定错误。”北京市高级人民法院（2021）京民终955号民事判决书。

益，因此被告应当承担相对而言较重的举证义务。这就要求被告提供优势证据来证明虚假陈述没有影响股价。法院对此不能越俎代庖，自己来判断虚假陈述是否影响股价。第二，精确计算原则。虚假陈述是否影响股价直接关系到原被告双方的巨大利益，因此应当精确计算以确保公平性。在司法实践中，这可通过专家证人采用事件分析法来完成。<sup>〔70〕</sup> 质言之：

#### 1. 被告应当提供优势证据证明虚假陈述没有影响股价

《虚假陈述若干规定》的信赖推定具有极强的政策性导向，即保护中小投资者利益。被告仅仅证明虚假陈述被实施或者被揭示后，股价没有发生明显波动，并没有完成其举证义务。其需要进一步举证证明没有其他因素（例如系统风险、公司自身经营风险等）影响股价。<sup>〔71〕</sup> 在原告也通过专家证人提供证据表明虚假陈述确实影响到股价的情况下，法院应当判定被告承担举证不利的后果。

#### 2. 运用事件分析法较为精确地计算虚假陈述对股价的影响

如前所述，科学地判断虚假陈述对股价的影响涉及原被告双方的巨大利益，因此应当采用更为精确的方法来计算虚假陈述对股价的影响，方能公平地解决纠纷。

这种精确的方法可以由法院或者原被告双方指定的专业机构或者原被告各自聘请的专家辅助人来提供。<sup>〔72〕</sup> 当然，这些专家证人提供专业意见需要费用。对此，本文认为这并非聘请专家证人的障碍。理由在于：被告将面临巨额的赔偿责任，其有充分的经济动力去申请专业机构或者聘请专家辅助人提供专业意见。对于原告而言，由于我国证券代表人诉讼制度已经正式落地，申请专业机构或者聘请专家辅助人的费用将由所有受益投资者共同负担，平均下来也不会有太大的经济压力。如果原告胜诉，这些费用也可能由被告承担。<sup>〔73〕</sup>

## 五、结 论

《虚假陈述若干规定》根据欺诈市场理论推定中小投资者因信赖了虚假陈述而作出投资决策。

〔70〕 对于事件分析法在我国证券虚假陈述民事案件中的运用，参见樊健：《论证券虚假陈述投资者损失计算的“事前观点”》，载《清华法学》2017年第3期。

〔71〕 例如，在“广东超华科技股份有限公司与王丽娟证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案”中，最高人民法院认为：“超华公司申请再审还提交了案涉虚假陈述行为实施日至被揭露期间超华公司发布的一系列业绩下滑、合作失败、收购终止、控股股东减持公告等证据，用以证明超华公司自身经营不良因素影响了股价下跌，投资者损失与案涉虚假陈述违法行为没有因果关系。但影响证券投资者投资以及股价的因素非常复杂，超华公司提交的证据不能否定案涉虚假陈述违法行为与王丽娟之间损失的因果关系，亦未能证明其所主张的非系统风险因素对超华公司股价下跌产生的有效影响以及导致的具体损失数额等，该申请理由缺乏事实和法律依据，本院不予采纳。”中华人民共和国最高人民法院（2019）最高法民申6537号民事裁定书。

〔72〕 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第24条第1款规定：“人民法院可以依当事人的申请，委托双方认可或者随机抽取的专业机构对投资损失数额、证券侵权行为以外其他风险因素导致的损失扣除比例等进行核定。当事人虽未申请但案件审理确有需要的，人民法院可以通过随机抽取的方式委托专业机构对有关事项进行核定。”在“许霞、叶小乔等与上海中毅达股份有限公司证券虚假陈述纠纷案”中，上海金融法院就依职权委托上海交通大学中国金融研究院对本案原告投资者因虚假陈述导致的投资差额损失进行核定。参见上海金融法院（2018）沪74民初615号民事判决书。本文认为，根据案情的需要，法院（或者原被告）还可以就虚假陈述与股价波动之间的关系要求专业机构进行鉴定，在损失核定的过程中，专业机构已经采用事件分析法等来测定虚假陈述与投资者损失之间的关系，其中也会涉及虚假陈述与股价波动的关系，因此即使法院（或者原被告）提出这样的要求，也不会增加诉讼成本。

〔73〕 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第25条规定：“代表人请求败诉的被告赔偿合理的公告费、通知费、律师费等费用的，人民法院应当予以支持。”本文认为，此处的“等”字应当包括合理的鉴定费或者专家证人费用，因为这些费用也属于诉讼中合理且必要的费用。

当然，该信赖推定可以被推翻。在美国 Halliburton II 案中，美国联邦最高法院允许被告举证证明股价没有受到虚假陈述影响而推翻信赖推定，这被称为价格影响理论。从美国下级法院的司法实践看，被告只有通过聘请专家证人提供优势证据才能完成推翻信赖推定的举证义务。

《虚假陈述若干规定》第 10 条虽然采用了价格影响理论，但存在的问题是被告举证义务不明和没有提供科学的方法来判断虚假陈述与股价波动之间的关系。对此，基于保护中小投资者原则和精确计算原则，被告应当提供优势证据证明股价没有受到虚假陈述的影响。专家证人可以采用事件分析法来较为精确地计算虚假陈述对股价的影响。

---

**Abstract:** To protect ordinary investors, the judicial explanation presumes the existing of reliance based on fraud on the market theory. In the case of Halliburton II, the Supreme Court in the U. S. allows defendants to prove that the stock price is not affected by securities fraud so as to rebut the presumed reliance, which is called the price impact theory. From the judicial practice of lower courts, only defendants who provide preponderant evidence by hiring professional witnesses can fulfill their duties. The judicial interpretation adopts the same theory, clearly providing that a defendant may contest the lack of price impact in a misrepresentation to overturn the presumption of reliance. In the past judicial practice, a few courts have actually adopted the price impact theory. However, the problems are the lack of theoretical argument, the defendant's lesser duty of proof, and the lack of precise methods used. Based on the principle of protecting small and medium investors and the principle of accurate calculation, the defendant should provide preponderance evidence that the stock price was not affected by the false statements. Expert witnesses can use event analysis to more accurately calculate the impact of false statements on stock prices.

**Key Words:** resumption of reliance, the case of Halliburton II, price impact theory, preponderant evidence, event studies

---

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)