

## 证券虚假陈述前置程序取消的辐散效应及其处理

丁宇翔\*

---

**内容提要：**证券虚假陈述民事诉讼前置程序的取消，将辐散而生系列问题。在重大性要件的认定上，法院应以弱化的理性投资者标准和降低的影响性标准为核心，构建独立于行政执法程序的标准。在时效的起算上，虚假陈述赔偿请求权要么一律以虚假陈述行为被揭露后的第一个交易日为时效起算点，要么原则上以揭露日后个股首次发生与虚假陈述作用力相符的重大涨跌的交易日为时效起算点，如果合理期间内没有相应涨跌，则以揭露日之后的首个交易日作为时效起算点，除非原告能够证明个股价格没有相应涨跌是因其他系统性或非系统性因素所致。在应对投资者举证能力不足上，可以充分利用律师调查令、高度盖然性的证明标准、书证提出命令和法院调查取证等规则和机制。在协调民事诉讼与行政执法程序上，应坚持民事诉讼和行政程序各自的独立性，在程序竞合时，民事诉讼一般也不应中止，但就虚假陈述行为已经启动行政诉讼的，则可考虑中止。

**关键词：**虚假陈述 前置程序 投资者 重大性 时效

---

### 一、问题的提出及意义

2020年新《证券法》实施后，为顺应证券欺诈民事赔偿诉讼模式的变化，最高人民法院于2020年7月30日颁布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（以下简称《代表人规定》），对以《证券法》第95条为中心展开的中国版证券集团诉讼制度在实施层面予以进一步明确。<sup>〔1〕</sup>《代表人规定》第5条第1款第3项规定的证券纠纷适用普通代表人诉讼程序审理的条件之一是，原告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

\* 丁宇翔，北京金融法院审判一庭三级高级法官。

本文仅代表作者个人观点，与所任职单位无关。

〔1〕 参见邢会强：《中华人民共和国证券法新旧条文对照与适用精解》，中国法制出版社2020年版，序言部分。

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。这就意味着,至少在适用普通代表人诉讼的证券欺诈民事案件中,行政处罚决定、刑事裁判文书等仅仅是对投资者的证据要求,而不再是受理条件。这一点,与施行多年的《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《若干规定》)第6条第1款将行政处罚决定或刑事裁判文书作为受理条件大不相同。并且,《代表人规定》第5条第1款第3项将行政处罚决定、刑事裁判文书、被告自认材料、证券交易所纪律处分或者自律管理措施等并列作为投资者起诉时的证据要求。这就表明,即使作为原告的投资者没有提交行政处罚决定或刑事裁判文书,但如果提交了被告自认材料、证券交易所纪律处分或自律管理措施的相关证据,亦可满足要求。也就是,证券欺诈民事诉讼需要以有关机关的行政处罚或法院的刑事裁判为前置程序的刚性条件已经松动,并且在未来必将取消。<sup>〔2〕</sup>

与此同时,最高人民法院于2020年7月15日发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《债券纪要》)第9条规定,欺诈发行、虚假陈述行为人以债券持有人、债券投资者主张的欺诈发行、虚假陈述行为未经有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉的,人民法院不予支持。这就为证券欺诈赔偿诉讼前置程序取消的认识提供了进一步的注脚。其实,早在2015年12月24日,时任最高人民法院民二庭庭长的杨临萍法官就在《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》的报告中指出,要根据立案登记司法解释规定,因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件。<sup>〔3〕</sup>而2021年7月6日中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》也已经明确要取消前置程序,同时还明确要修改《若干规定》。<sup>〔4〕</sup>因此,可以确定的是,证券虚假陈述赔偿诉讼前置程序的取消已属必然,而且在涉及债券的虚假陈述赔偿诉讼中已经取消。

证券虚假陈述赔偿诉讼前置程序取消的好处主要是有利于更好地保护投资者的诉权。<sup>〔5〕</sup>然而,一旦取消也会发生一系列的新情况和新问题,主要有:虚假陈述行为的“重大性”今后将如何确定标准,这将直接影响投资者的损失是否具有可赔偿性;欺诈赔偿的诉讼时效期间何时起算,这将决定投资者迟至在哪一时点之前起诉方能避免被告提出有效的时效抗辩;要件事实的举证事项如何完成,这将决定投资者实质上能否通过证券欺诈赔偿诉讼获得赔偿;欺诈赔偿民事诉讼与监管机构的行政调查如何协调,这将最终影响证券行政监管效能的发挥。这些新情况、新问

〔2〕 参见张保生、周伟等:《证券虚假陈述诉讼 2020 年度观察与前瞻》,载 [https://www.sohu.com/a/442673310\\_120051855](https://www.sohu.com/a/442673310_120051855),最后访问时间:2021年1月8日。

〔3〕 实践中,安徽省高级人民法院在龙静文与大华会计师事务所、安徽辉隆农资集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案中曾做出裁定认为,以不具备受理前置条件为由裁定驳回起诉属于适用法律不当。参见安徽省高级人民法院(2016)皖民终412号民事裁定书。

〔4〕 笔者于2020年10月23日在中国证监会参加《若干规定》修改的研讨会,其中的议题之一就是前置程序的取消问题。

〔5〕 国内已有文献讨论这一问题,具体可参见孙丽娟:《以虚假陈述为视角论证证券欺诈诉讼前置程序》,载《中国律师》2009年第12期;刘敏:《论民事诉讼前置程序》,载《中国法学》2011年第6期。

题，都是因前置程序的取消以及以取消为中心辐散而生的问题，笔者称之为“辐散效应”。对这一辐散效应进行学理层面的思考，提前研判，未雨绸缪提出处理思路，无疑是贯彻实施新《证券法》的应有之义和重要内容。

## 二、前置程序取消后证券虚假陈述行为“重大性”标准的构建

### （一）前置程序取消后“重大性”判断的难题

所谓“重大性”，是就上市公司信息披露而言的，即对投资者投资决策具有重要影响的信息才是具有重大性的信息，当信息披露义务人未依法披露这些重大性信息时，构成具有重大性的证券虚假陈述行为，具有可赔偿性。<sup>〔6〕</sup>在以往的实践中，根据《若干规定》第6条第1款，只要涉诉证券虚假陈述行为经过行政处罚或刑事裁判，则一般可以认定具有重大性。虽然，有研究文献经统计指出，国内的确存在经过行政处罚或刑事裁判但法院仍进行独立审查并最终认定不具有重大性的案件判决。<sup>〔7〕</sup>但是，最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）第85条中明确，“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”。这就意味着，最高人民法院已经对经过前置程序处理的证券虚假陈述行为当然具有“重大性”予以确认。然而，在前置程序取消后，投资者可能未经前置程序而直接向法院起诉。此时，法院一方面不能以被诉虚假陈述行为未经前置程序处理从而不符合受理条件为由，裁定不予受理或驳回起诉；另一方面亦不能以被诉虚假陈述行为未经前置程序处理从而不具备重大性为由，从实体上径行判决驳回投资者的诉讼请求。这就需要法院独立地审查被诉虚假陈述行为是否具有重大性。

### （二）证券虚假陈述行为重大性的侵权责任要件定位

然而，为何证券虚假陈述民事赔偿中一定要求重大性呢？这需要从重大性在证券虚假陈述侵权责任中的定位寻找原因。一般而言，一项权益的主体应当自行承担该权益上的损害，<sup>〔8〕</sup>这就是所谓权利人自担风险原则。但若权益损害可归因于他人，则构成自担风险的例外，这正是侵权责任归责的最朴素、最本原的理念。证券虚假陈述侵权责任的发生，正是因为信息披露义务人的虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或不当披露等行为导致了投资者的损失。也即，在证券虚假陈述行为中，信息披露义务人具有可归责性。

然而，任何社会的有效运行，都需要兼顾和平衡多种价值。侵权责任的承担，也至少需要平衡受害人的权益保护和行为人的行为自由两项价值。<sup>〔9〕</sup>如果出现些许的不利行为，就让行为人为人

---

〔6〕 参见最高人民法院民事审判第二庭：《〈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448页。

〔7〕 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”做细分审查》，载《证券法苑》第28卷，法律出版社2020年版，第256页。

〔8〕 Vgl. Deutsch/Ahrens, Deliktsrecht: Unerlaubte Handlungen, Schadensersatz, Schmerzensgeld, 4. Aufl., Carl Heymanns Verlag, 2002, S. 1.

〔9〕 参见王泽鉴：《侵权行为》，北京大学出版社2016年版，第7页。

承担侵权责任，则势必造成人们动辄得咎的不利局面。如此，则人人临深履薄，束手束脚，社会再无创造性可言。鉴于此，德国哥廷根大学刑法学者韦尔策尔（Welzel）教授1939年首倡社会相当性理论（soziale Adäquanz），认为完全在人们共同生活历史中形成的社会伦理秩序内的行为，属社会相当的行为，这些行为即使有损法益，亦有其必要性和正当性，因而阻却违法。<sup>〔10〕</sup>该理论被借鉴到侵权法中，遂认为微不足道的妨害行为具有社会相当性，应成为违法阻却事由。<sup>〔11〕</sup>

在上市公司信息披露的实践中，上述问题同样明显。信息披露的范围本就不是百分之百精确的，若任何轻微的虚假陈述行为都构成侵权，则上市公司必然时时处在信息披露恐慌中。即使号称“证券真相（Truth in Securities）法”的美国1933年《证券法》，<sup>〔12〕</sup>也没有这样高的披露要求。若为避免被认定为虚假陈述而事无巨细地将不属于披露事项范围的冗余信息进行披露，不仅会增加上市公司信息披露负担，还会降低信息披露质量，<sup>〔13〕</sup>更会使得投资者面临海量信息而无所适从，侵蚀信息披露对于投资者决策的积极作用。因此，引发侵权损害赔偿责任的证券虚假陈述行为必须有适当的范围，而不能漫无边界。这一适当的范围就是：虚假陈述行为必须满足“重大性”的要件，才可能触发赔偿责任。也就是虚假陈述行为的重大性，是信息披露义务人承担虚假陈述民事赔偿责任的构成要件。

### （三）前置程序取消后证券虚假陈述行为重大性标准的构建

既然重大性是证券虚假陈述侵权赔偿责任的构成要件，那么赔偿责任的成立就必须考察和判断重大性的有无。前置程序取消前的虚假陈述诉讼中，法官可以直接依托行政处罚（最为常见）或刑事裁判（相对较少）径行认定具备重大性要件，但在前置程序取消后则无所依托，证券司法审判需要另行构建判断标准。然而，这还只是表象。真正的问题是，证券审判另行构建的重大性要件判断标准，是否可以直接援用行政处罚等前置程序中的判断标准。更进一步的问题是，如果不能援用行政处罚等前置程序中的标准，则另行构建的重大性要件标准到底是什么。

#### 1. 可否援用证券行政处罚中的标准

现有文献关于重大性的讨论都是在前置程序没有取消的语境下展开的，故其实际上是对证券欺诈行政处罚中“重大性”的讨论。<sup>〔14〕</sup>前置程序取消后，证券民事审判在判断重大性要件时直接援用行政处罚标准是一种成本较小的思路。但这样是否合理，需要深思。

〔10〕 Vgl. Hans Welzel, Studien zum system des Strafrechts, Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft, Band 58, 1939, SS. 506 - 527.

〔11〕 Vgl. Deutsch/Ahrens, Deliktsrecht: Unerlaubte Handlungen, Schadensersatz, Schmerzensgeld, 4. Aufl., Carl Heymanns Verlag, 2002, S. 51.

〔12〕 See Aisha I. Saad, Diane Strauss, The New “Reasonable Investor” and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosures and Implications for Securities Litigation, 17 Berkeley Bus. L. J., 391, 397 (2020).

〔13〕 参见徐文鸣、刘圣琦：《新证券法视域下信息披露“重大性”标准研究》，载《证券市场导报》2020年第9期。

〔14〕 可参见郭锋等：《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年版，第443页；周友苏主编：《证券法新论》法律出版社2020年版，第329-333页；李有星、徐鹏炯：《内幕信息重大性标准探讨》，载《浙江大学学报（人文社会科学版）》2017年第3期。

一方面，证券行政处罚针对的是行政违法行为，严厉程度更甚，其实体标准要求更高。证券行政处罚作为证券法公共执行的一种方式，<sup>[15]</sup>性质上属于行政责任。行政责任所保护的利益更多地关乎社会管理秩序，其功能在于惩罚和预防；而民事责任所保护的利益主要是私人利益，其功能有时虽然也包括惩罚，但更多的是补偿和救济。<sup>[16]</sup>因此，行政责任比之民事责任更为严厉，其重大性要件的标准理应更为严格。民事责任如果援用行政处罚的标准，无异于以轻责任对标重标准，有违私法中的比例原则。<sup>[17]</sup>

另一方面，证券行政处罚需具有制裁性，其证明标准的要求也更高。与证券行政许可和行政裁决不同，证券行政处罚具有明显的制裁性，其结果是行政相对人权利的明显减损或义务负担的明显加重，对行政相对人影响甚巨，其证明标准不能过低，而应至少高于民事诉讼的证明标准。<sup>[18]</sup>在此情况下，证券虚假陈述赔偿诉讼中援用证券行政处罚中的重大性标准，势必导致证券虚假陈述民事赔偿的证明标准向证券行政处罚的证明标准看齐，这对证券虚假陈述民事诉讼的原告投资者而言，过于苛刻，有剥夺其诉权的重大嫌疑。

基于以上分析，证券虚假陈述的侵权损害赔偿诉讼中，对虚假陈述行为的重大性要件，应根据证券虚假陈述侵权赔偿的自身逻辑，另设标准。但如果已经有行政程序对虚假陈述行为进行了处罚，则举重以明轻，可以径行认定虚假陈述民事诉讼中的虚假陈述行为具备重大性要件，这也正是前置程序取消前法院直接依据行政处罚而径行认定重大性的根本原因。<sup>[19]</sup>

需要指出的是，行政处罚的定责标准虽然在理论上比民事责任标准高。但现实中，针对具体的虚假陈述所做出的行政处罚有时考虑的好像只是合规性，即只要披露信息不符事实就认定违规，从而给予行政处罚。至于该具体的违规披露行为是否真的对投资决策产生影响，则未必完全顾及，因而可能出现证监会认定构成虚假陈述违法行为但在民事赔偿诉讼中原告未被支持的情况。对此问题的理解需要坚持的一个认识前提是，重大性要件只是对虚假陈述行为的要求，在具备重大性要件的情况下，义务人最终承担虚假陈述赔偿责任还需具备损失要件、因果关系要件和过错要件。因此，在一些情况下，即使虚假陈述具备重大性（证监会已经处罚），但如果该行为与损失之间不存在因果关系，则赔偿还是不会被支持。比如，在游久游戏公司虚假陈述赔偿案中，虽然证监会因游久游戏公司股东结婚形成一致行动关系没有依规披露而对其进行了行政处罚（具备重大性），但法院认为，游久游戏股票的涨跌态势与上证指数基本一致，因而否认虚假陈述行为与投资者损失存在因果关系，最终驳回投资者的赔偿请求。<sup>[20]</sup>

[15] 参见李响：《证券法的执行——比较视角与中国叙事》，中国社会科学出版社2020年版，第69-99页。

[16] 参见张旭：《民事责任、行政责任和刑事责任——三者关系的梳理与探究》，载《吉林大学社会科学学报》2012年第2期。

[17] Vgl. Karl Larenz/Manfred Wolf, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 9. Aufl., Verlag C. H. Beck München 2004, S. 2.

[18] 参见高基生：《证券行政处罚证明标准探讨》，载《证券市场导报》2007年第1期。

[19] 参见最高人民法院（2020）最高法民申870、871号民事裁定书、最高人民法院（2018）最高法民申1738号民事裁定书等；另请参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》第85条。

[20] 参见上海市高级人民法院（2020）沪民终479号民事判决书。

## 2. 证券虚假陈述民事责任中重大性要件标准的构建

在证券虚假陈述行政处罚中，我国的理论与实践借鉴证券法律制度发达国家和地区的做法，逐步形成了自己的重大性判断标准，<sup>[21]</sup>但这些判断标准主要是证券虚假陈述行政处罚的标准。证券虚假陈述民事责任应在借鉴这些行政处罚标准的基础上，构建自己独立的标准。

第一，弱化的理性投资者标准。理性投资者（reasonable investor）标准来源于美国证券交易委员会（SEC）于1965年对得克萨斯湾硫磺公司的诉讼，<sup>[22]</sup>后来经过不断的发展臻于成熟，德国《有价证券交易法》中亦有规定。<sup>[23]</sup>其核心要义是，一个理性的投资者在购买证券时有实质可能性认为该信息是重要的。如果一个理性投资者认为其重要但没有被披露，则具备重大性要件。当然，这里的理性投资者仅指能够审慎做出投资决策的普通投资者而言，绝不能用训练有素的投资分析师的标准去认定理性投资者。<sup>[24]</sup>这一重大性要件标准值得参考，前置程序取消后，虚假陈述行为可能不经行政处罚而直接进入民事诉讼程序。民事责任中认定重大性要件时，原则上也要以理性投资者的眼光审视，但却是低要求、低程度的理性投资者。总之，证券虚假陈述侵权责任中的理性投资者标准，可以向传统侵权法中理性人（reasonable person）标准回归：<sup>[25]</sup>是一种普通的理性投资者标准，而不是专业的理性投资者标准；是一种弱化的理性投资者标准，而不是强化的理性投资者标准。

第二，降低的影响性标准。所谓影响性标准，可以分解为投资决策的影响性标准和证券价格的影响性标准两个方面。投资决策的影响性标准是指，如果依法披露该信息，将影响投资者的投资决策，但却没有披露或没有完整、同步、及时披露，<sup>[26]</sup>这就可能构成具备重大性要件的虚假陈述。在证券行政处罚实践中，一般是根本地、明显地影响投资者决策的重大信息，证券监管机构才认定其具备重大性要件。但对于证券民事赔偿而言，则不需要达到这种程度。只要是那些能够实质上影响投资者投资决策的信息没有披露或没有完整、同步、及时披露，就可认定具备重大性要件。至于影响程度（如，比实质性影响更甚的根本性、明显性影响），可以通过调整民事赔偿数额来体现。一般而言，信息披露对投资决策影响越根本、越明显，则系统风险等其他因素与投资差额损失的因果关系就越小。因此，证券民事赔偿中的投资决策的影响性标准，应该是降低的影响性标准。当然，这样的降低标准，可能导致法院轻率地归咎于被告，形成对原告的倾斜保护。为遏此弊，在降低重大性标准，给投资者提供更多保护机会的同时，也应坚决杜绝安抚迁就原告的裁判理念，强化因果关系的审查，摒弃在基于系统风险及其他非系统风险因素克减被告赔偿义务方面的过分谨慎态度，坚决排除被告的不合理赔偿负担。证券价格的影响性标准是指，如

[21] 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》，人民法院出版社2015年版，第221-227页。

[22] See Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1968).

[23] Vgl. Gesetz Über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz—WpHG), § 13 (1).

[24] See Amanda M. Rose, The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” & Suggested Reforms, 43 J. Corp. L., 77, 90 (2017).

[25] 参见前引 [24], Amanda M. Rose文, 第103-104页。

[26] 参见范健、王建文：《证券法》，法律出版社2020年版，第161-163页。

果依法披露该信息，将会对相关证券的价格产生实质影响，但却没有披露或没有完整、同步、及时披露，这同样可能构成具备重大性要件的虚假陈述。证券价格的影响性标准，无论在大陆法还是英美法，都不乏其例。德国《有价证券交易法》对内幕信息的界定就强调其对证券市场价格的影响。<sup>[27]</sup> 美国联邦法院系统也在判例中强调了影响股票价格的信息在认定重大性时的意义。<sup>[28]</sup> 在我国的证券行政处罚实践中，一般是对股票价格有重大影响的信息没有披露或没有完整、同步、及时披露，才符合重大性要件。但在证券民事赔偿中，同样不需要达到这种程度，而是只要达到实质性影响股票价格的程度即可，因而也是一种降低的影响性标准。其道理与投资决策的影响性标准相同，不再赘述。

这里尝试建立的民事赔偿中的重大性标准其实还是不很确定的。但必须承认，重大性概念本就是证券法上重要但难以捉摸的概念，<sup>[29]</sup> 其他的替代方案都难逃包容不足（under-inclusiveness）的弊端<sup>[30]</sup>。在此情况下，以标准为指引，根据个案情况进行法律适用，仍是虚假陈述民事赔偿诉讼的妥当应对之道。

### 三、前置程序取消后证券虚假陈述赔偿的诉讼时效起算问题

#### （一）前置程序取消后诉讼时效的起算存在障碍

我国证券法对于证券虚假陈述在内的证券欺诈民事赔偿请求权没有规定专门的诉讼时效期间，证券虚假陈述赔偿请求权适用3年的普通诉讼时效，从权利人知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日起计算。具体而言，就是根据《若干规定》第5条，将对证券虚假陈述行为的行政处罚决定公布之日或刑事判决生效之日作为虚假陈述损害赔偿诉讼的时效起算点。然而，前置程序取消后，即使没有行政处罚或刑事判决的前置程序，投资者也可以提起证券虚假陈述赔偿之诉。此时，没有了行政处罚决定公布之日或刑事判决生效之日可资参照，证券赔偿诉讼的时效起算就成为投资者维权的潜在障碍。一旦作为被告的信息披露义务人提出时效抗辩，则投资者的权利维护将因不知如何起算时效而面临窘境。

#### （二）新形势下诉讼时效起算点应如何确定

##### 1. 以揭露日之后的交易日作为主要参考因素

从比较法上看，大陆法系国家倾向于为证券欺诈赔偿请求权设计特殊的时效期间，时效的起算点也做特殊规定。德国《有价证券交易法》第37条规定因没有立即公布内幕信息而产生的损失赔偿请求权时效为1年，从知悉该不作为之日起算；<sup>[31]</sup> 因公布虚假信息而产生的损失赔偿请

[27] Vgl. Gesetz Über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz— WpHG), § 13 (1).

[28] See *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1425 (3rd Cir.1997).

[29] See Kurt S. Schulzke, Gerlinde Berger Walliser, *Toward a Unified Theory of Materiality in Securities Law*, 56 *Colum. J. Transnat'l L.*, 6 (2017).

[30] 参见前引 [24], Amanda M. Rose 文, 第118页。

[31] Vgl. Gesetz Über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz— WpHG), § 37b (4).

求权时效也是1年,从知悉该信息的不正确性(Unrichtigkeit)之日起算<sup>[32]</sup>。我国台湾地区“证券交易法”第21条规定,虚假陈述赔偿的请求权自请求权人知有得受赔偿之原因时起2年内不行使而消灭。我国证券虚假陈述赔偿的时效期间为3年,在前置程序取消后,未必再经过行政处罚或刑事裁判,3年时效的时间起算点将直接依据“知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日”予以确定。这一起算点与德国法上的“知悉该不作为之日”“知悉该信息的不正确性之日”,以及我国台湾地区的“知有得受赔偿之原因时”是否相同,是否可以借鉴,需要认真分析。

从实质意义上看,“知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日”与我国台湾地区之“知有得受赔偿之原因时”基本相同。但在没有前置程序的证券虚假陈述诉讼中,“知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日”或“知有得受赔偿之原因时”其实仍是不明确的。因为,在证券虚假陈述情况下,只有虚假陈述行为被揭露或更正后的某一时间点,投资者才会真正受到损害,此时才应是诉讼时效的起算点,但这个“某一时间点”本身却很难明确。有人建议将揭露日作为前置程序取消后的时效起算点,<sup>[33]</sup>这一认识与前述德国《有价证券交易法》的规定暗合。但问题是,德国是法律明确规定了时效起算点为“知悉该不作为之日”或“知悉该信息的不正确性之日”,相当于我们的揭露日,因而依法计算当然即可。而我国证券虚假陈述赔偿的时效起算点,在前置程序取消后只能通过对《民法典》“知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日”的条文进行解释而得出,因而并不存在直接以揭露日作为时效起算点的规范基础。从证券市场的实际情况看,虚假陈述行为不论诱多还是诱空,<sup>[34]</sup>在被揭露或更正后还需要市场的反应。只有市场真正通过股价涨跌有所反应时,投资者才发生损害,此时才应是诉讼时效起算的时点。如果市场还未及反应就将揭示日(揭露日或更正日)作为时效起算点,则相当于将投资者赔偿请求权时效的起算点提前,不合理地减损了投资者的时效利益。

比如,国庆节七天长假之前的最后一天9月30日是周六,根据我们的国庆放假政策,七天长假需要分别向前和向后各借一个周末以凑足七天。因此,这里的9月30日虽然为周六却是工作日,但却不是交易日。同时,七天长假后的第一天即10月8日为周日却也是工作日,但同样不是交易日。若某上市公司在9月30日(揭露日)发布公告承认其诱多型虚假陈述行为,则一直到10月9日交易日该公司股票下跌交易时,卖出或继续持有该股票的投资者才可能真正发生损失。即使在揭露日当时,投资者就已经预判到其投资的股票可能会有价格损失,但只有到10月9日交易时,这种价格损失才可能真正现实化。也只有到了这个时间,投资者“知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日”在时效制度的层面上才是有意义的。故此,10月9日才应作为本案诱多虚假陈述赔偿请求权的时效起算的主要参考因素。

[32] Vgl. Gesetz Über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz—WpHG), § 37c (4).

[33] 在2020年10月23日由中国证监会组织的《若干规定》修改的研讨会上,有专家建议,在前置程序取消后,以揭露日作为诉讼时效的起算点。

[34] 最高人民法院的《若干规定》只是对诱多型虚假陈述的调整,而并无调整诱空型虚假陈述的内容。参见前引[21],李国光主编书,第251页。

## 2. 以揭露日之后的交易价格情况作为辅助参考因素

以揭露日之后的首个交易日作为时效起算时点，一般性地符合虚假陈述受害人“知道或者应当知道权利受到损害”的时效计算要求，但并不全面。因为，即使是揭露日后的交易日，也不见得股价会有马上的反应。上例中，诱多型虚假陈述行为虽然在9月30日被揭露，但如果9月30日央行发布降息政策，这一利好消息暂时压过了虚假陈述的消息，10月9日开盘后股价还涨了三天，然后才开始明显下跌。这种情况下如果仍以10月9日作为时效的起算点，则还会存在价格损失没有真正现实化的问题，同样会不合理地减损投资者的时效利益。在北汽蓝谷证券虚假陈述案中，北汽蓝谷股票在利多虚假消息揭露后股价不降反升，甚至涨幅超过当期大盘指数，两个交易日之后才开始下跌。<sup>[35]</sup>此时，以股价下跌之日作为时效起算点才更符合“知道或者应当知道权利受到损害”的本旨。所以，应该综合考虑揭露日之后的交易日和揭露日之后的价格变化情况两方面因素确定时效起算点。基于此，对于诱多型的虚假陈述，原则上应以揭露日之后该股票首次下跌的交易日作为时效起算点。

当然，如果该上市公司在9月30日（揭露日）发布公告承认的是诱空型虚假陈述行为，则当初的利空假消息被揭穿或利好消息被释放的效果到10月9日开盘交易后才能真正作用于该公司股票，<sup>[36]</sup>但在实施日之前已经买入并持有该股票，并在实施日之后至9月30日（揭露日）之前已经卖出该股票的投资者，即使在9月30日揭露日当天知道其可能遭受股价损失，但也没有现实化。只有到10月9日或10月9日之后的某天，涉诱空虚假陈述的股票价格上涨时，损失才真正发生。因此，揭露日之后该股票首次上涨的交易日原则上应为本案诱空虚假陈述赔偿请求权的时效起算点。

## 3. 以揭露日至其后交易价格首次涨跌日的时长作为附加参考因素

然而，以上分析将揭露日之后个股首次涨跌的交易日作为时效起算点，仍然可能存在例外，因为真相的揭示并不必然迅速导致股价的波动。<sup>[37]</sup>以诱多型虚假陈述为例，倘若虚假陈述行为被揭露后的很多交易日之后，股价才开始下跌，此时若仍以该下跌日作为时效起算点，则显然不合适。因为，此时的股价下跌大概率可能不是因为很久以前的揭露，而很可能基于其他利空因素。基于此，在诱多型虚假陈述行为被揭露后，如果个股价格是在连续多个交易日之后才开始下跌，则揭露日至其后交易价格首次下跌日的时长，也应作为时效起算点的附加考虑因素。此时，应将揭露日至其后个股交易价格首次下跌日的时长限定在合理的时间范围内。也就是，诱多型的虚假陈述，原则上应以揭露日之后的合理期间内该股票首次下跌的交易日作为时效起算点。如果该股票在揭露日之后并未在合理期间内发生价格下跌，则以揭露日之后的首个交易日作为时效起算点，除非原告可以证明股价被支撑的理由，如发生系统性或非系统性利好等。对于诱空型的虚假陈述，也是同样的道理，只是方向相反而已。从司法实践操作的角度考虑，这样的时效确定方案，略

[35] 参见北京市高级人民法院（2020）京民终591号民事判决书。

[36] 参见前引[14]，郭锋等书，第452页。

[37] 参见王涛、叶子：《证券虚假陈述揭露日的司法认定——基于中美比较的考察》，载《证券法苑》第27卷，法律出版社2019年版，第283页。

显复杂。但实践中，揭露日后没有涨跌是能作为法院否定虚假陈述赔偿的理由的。<sup>〔38〕</sup> 如果原告能证明揭露日后股价未相应涨跌的原因，是能为后续实体审理中捍卫揭露日的地位继续服务的。

综上所述，在前置程序取消后，证券虚假陈述赔偿请求权的诉讼时效起算点可以有两种确定方案。其一是较为容易操作的方案：一律以虚假陈述行为被揭露后的第一个交易日为时效起算点。其二是较为复杂，但更为精细的操作方案：原则上以揭露日后个股首次发生与虚假陈述作用力相符的重大涨跌的交易日为时效起算点，如果合理期间内没有相应涨跌，则以揭露日之后的第一个交易日作为时效起算点，除非原告能够证明个股价格没有相应涨跌是其他系统性或非系统性因素所致。

#### 四、前置程序取消后当事人举证能力的弥补

##### （一）前置程序取消对当事人举证能力的消极影响

《若干规定》第6条设置虚假陈述诉讼前置程序的目的之一，就是解决原告投资者在起诉阶段的举证困难。<sup>〔39〕</sup> 前置程序取消后，原告投资者很可能在没有行政处罚或刑事裁判的情况下起诉主张虚假陈述赔偿，前置程序取消前由行政机关调查收集的证据将转由原告投资者自己收集，其需要就以下高难度的待证事实完成举证证明。

第一，虚假陈述行为重大性要件的证明难题。如前所述，虽然证券民事赔偿中的重大性标准，应低于行政处罚中的标准，是一种弱化的理性投资者标准和降低的影响性标准。但即便如此，投资者要证明虚假陈述行为具备重大性仍属困难。因为，要证明重大性，首先需要证明信息披露义务人披露的信息存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或不当披露，其次要证明上述虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或不当披露的信息具有重大性。而实践中，披露或未披露的相关资料基本掌握在上市公司或其他信息披露义务人手中，而作为原告的投资者则距离这些资料较远，二者之间的信息严重不均衡，形成所谓的“证据偏在”。<sup>〔40〕</sup> 在此情况下，投资者连虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或不当披露的事实都可能无法证明，遑论重大性。

第二，揭露日的证明难题。揭露日是虚假陈述首次被公开之日，它对于抗辩和最终证明损失因果关系至关重要，<sup>〔41〕</sup> 在证券虚假陈述赔偿诉讼中具有重要意义。在以往的司法实践中，由于存在前置程序，法院通常将立案调查日、<sup>〔42〕</sup> 行政处罚预先告知日作为揭露日，<sup>〔43〕</sup> 这就在很大

〔38〕 在宝硕股份虚假陈述纠纷案中，法院就认为，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，原告在2001年5月24日后以较高价格买入的宝硕股份的股票价格在虚假陈述揭露日前就已经下跌至一个较低的价格，因此产生的损失系市场风险所致，故驳回原告的诉讼请求。参见河北省石家庄市中级人民法院（2016）冀01民初511号民事判决书。

〔39〕 参见贾伟：《审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的几个疑难问题》，载《人民司法》2002年第5期。

〔40〕 参见黄国昌：《事证开示义务与举证责任》（上），载《台湾本土法学杂志》2004年第61期。

〔41〕 See Robert N. Rapp, Plausible Cause: Exploring the Limits of Loss Causation in Pleading and Proving Market Fraud Claims under Securities Exchange ACT § 10 (B) and SEC 10 B-5, 41 *Ohio N.U. L. Rev.*, 389, 419 (2015).

〔42〕 参见上海市高级人民法院（2020）沪民终647号民事判决书。

〔43〕 参见上海金融法院（2018）沪74民初721号之一民事判决书。

程度上减轻了原告投资者的证明负担。然而，前置程序取消后，投资者将可以在没有行政处罚的情况下起诉。此时，投资者并无权威、有效的立案调查通知书、处罚预先告知书等书证可提供，而必须自行提举该等证据，其难度可想而知。

第三，主观过错的证明难题。信息披露义务人的故意或过失，是其承担赔偿责任的主观要件。<sup>〔44〕</sup> 在前置程序取消之前，行政处罚和刑事裁判的作出，当然可以表明信息披露义务人的过错。但在前置程序取消后，不少虚假陈述赔偿诉讼并未经过行政处罚或刑事裁判，此时应如何举证证明信息披露义务人的过错，也是原告投资者面临的难题之一。

上述待证事实的证明看似原告自己的事情，但根据《民事诉讼法》第64条第2款，原告很可能将自己无法收集的证据通过申请法院调查取证的方式转由法院调查收集。届时，法院将不可避免地面临沉重的调查工作负担。就此而言，增强当事人的举证能力，实际上也是在为不堪其累的法院减负，缓解审判工作压力。

## （二）投资者举证能力不足的弥补

### 1. 推行律师调查令

举证能力的强弱直接关系到诉讼结果的成败，对当事人干系重大。法律不能对当事人举证能力强弱不平衡的实际状况熟视无睹，为此，各国都在发展弥补当事人举证能力不足的方法，律师调查令就是我国司法实践中发展出的一种较为有效的方法。尽管有文献将我国的律师调查令制度与德国法上的文书提出命令制度、英美法中的证据开示制度相提并论，<sup>〔45〕</sup> 但律师调查令制度其实是颇具中国特色的一项制度。据统计，自1998年12月上海长宁区法院探索律师调查令以来，全国至少有20个高级人民法院出台了关于证据调查令的司法文件，且大都适用于调取书证的场合。<sup>〔46〕</sup> 在以前的证券虚假陈述责任纠纷中，前置程序的存在解决了投资者的大部分举证难题，律师调查令的运用还非常少。<sup>〔47〕</sup> 证券虚假陈述责任纠纷中证明重大性要件和揭露日的证据主要就是书证，在没有前置程序的虚假陈述案件中，有必要也有基础推动律师调查令的广泛适用，允许律师持法院开具的调查令，前往上市公司、交易所或证券行政管理机构等调取相应的书证，可以在较大程度上减轻投资者的举证负担。

### 2. 妥善适用高度盖然性的证明标准

证明标准是指在诉讼程序中运用证据证明待证事实所应达到的程度，也即就待证事实的证明达到何种程度方可认定该事实存在。我国《民事诉讼法》的司法解释所确定的民事诉讼中的一般证明标准是高度盖然性的证明标准，即人民法院经审查并结合相关事实，确信待证事实的存在具有高度可能性，即可认定该事实存在。<sup>〔48〕</sup> 在前置程序取消后，如果适用高度盖然性的证明标准，

〔44〕 参见曾宛如：《证券交易法原理》，台湾元照出版有限公司2012年版，第206页。

〔45〕 参见荣明潇、杨富元：《律师调查令的现状考察与制度完善》，载《山东法官培训学院学报》2020年第3期。

〔46〕 参见靳建丽、祝祎：《民事证据调查令制度的检视与完善》，载《太原师范学院学报（社会科学版）》2020年第2期。

〔47〕 笔者此前所在的北京市第一中级人民法院民四庭专门审理证券、期货等类案件，在审理证券虚假陈述责任纠纷中基本没有使用过律师调查令。

〔48〕 参见沈德咏主编：《最高人民法院民事诉讼法司法解释理解与适用》（上），人民法院出版社2015年版，第358-359页

则只要在案证据能够证明信息披露义务人实施的虚假陈述行为具有重大性的高度可能和具有过错的高度可能,就可认定重大性要件和过错事实的具备。

此外,因果关系的证明也同样可以适用高度盖然性的证明标准。证券虚假陈述赔偿诉讼中的因果关系区分为交易因果关系(transaction causation)和损失因果关系(loss causation)。前者类似于传统侵权法中责任成立的因果关系,解决的是侵害行为(虚假陈述行为)和法益损害之间存在的因果关系,<sup>[49]</sup>是对赔偿责任定性的要求。后者类似于传统侵权法中责任范围的因果关系,解决的是权益侵害与损失之间的因果关系,是对赔偿责任定量的要求,其实质是对损失赔偿范围的限制。<sup>[50]</sup>证券虚假陈述赔偿诉讼中,交易因果关系的证明已因《若干规定》第18、19条的鼎力支持而较为容易,但损失因果关系的证明则一直并不容易。通过使用高度盖然性证明标准,同样可以使投资者的这一证明负担减轻。

### 3. 强化书证提出命令制度的运用

大陆法系国家弥补当事人举证能力的重要制度设计是所谓“文书提出命令”制度,该制度以德国为典型。其核心要义是,如果书证由对方当事人占有,且该书证所能证明的事实非常重要,则可以申请法院作出命令由对方提供;如果书证由第三人占有,则举证当事人可以申请法院指定获取书证的期日,或请求法院依照特别规定命令其提交书证,第三人只有在提交书证对其过分苛求或有权拒绝作证时方可不提供。<sup>[51]</sup>我国《民事诉讼法》虽然没有明确规定书证提出命令制度,但《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》(以下简称《民事诉讼法司法解释》)第112条对此做了原则性规定,2019年修改后的《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》(以下简称《民事证据规定》)第45—48条予以具体化。不过,我国书证提出命令的义务主体只限于掌握书证的当事人,而不适用于与本案无关的第三人。在证券虚假陈述责任纠纷中,原告投资者为证明重大性、揭露日、未过时效以及被告的过错,需要提供的证据主要有身份证明、交易明细、行政处罚决定文件、刑事判决书、交易所对信息披露义务人给予的纪律处分或自律管理措施的相关资料、实施虚假陈述的相关文件、被告自认实施虚假陈述的材料、虚假陈述行为被揭露或更正的报道等。其中,实施虚假陈述的相关文件、自认材料等,往往由上市公司、实际控制人、证券承销商、上市推荐人等被告掌握。如果被告拒绝提供这些资料,则证券侵权的相关事实很难被证明。此时,原告投资者即可依据《民事诉讼法司法解释》第112条和《民事证据规定》第45条申请人民法院责令被告提供上述材料。如果被告无正当理由不提供,法院可根据《民事证据规定》第48条直接认定原告投资者所主张的材料内容为真实。

[49] 参见丁宇翔:《跨越责任鸿沟——共享经营模式下平台侵权责任的体系化展开》,载《清华法学》2019年第4期。

[50] Vgl. Kurt Schellhammer, Schuldrecht nach Anspruchsgrundlagen samt BGB Allgemeiner Teil, 4. Auflage, Heidelberg, 2002, S. 450.

[51] Vgl. Hans-Joachim Musielak, Grundkurs ZPO, 6. Auflage, Verlag C. H. Beck München, 2002, Rn. 450.; ZPO § § 421 - 432.

#### 4. 加强法院的调查取证

如上所述，虚假陈述责任纠纷中，投资者需要提供的证据除了被告持有的实施虚假陈述的相关文件、自认材料等，还有很多其他文件资料。这些资料中，权威的行政处罚决定文件、刑事判决书、交易所对信息披露义务人给予的纪律处分或自律管理措施等相关资料需要从监管机构、法院、交易所获得，甚至全面且权威的交易记录明细，也需要从交易所或登记结算机构获取，投资者自身很难取得上述全部材料。而通过上文所谓的书证提出命令制度，也无法解决这一问题，因为上述资料的持有人是与本案无关的第三人，不属于我国书证提出命令制度中义务主体的范围。<sup>[52]</sup> 此时，就需要借助我国民事诉讼中的申请法院调查取证制度。也即，投资者在无法取得上述证据材料的情况下，可以根据《民事诉讼法司法解释》第94条申请人民法院调查取证。这就在很大程度上进一步弥补了投资者举证能力的不足。

### 五、前置程序取消后证券虚假陈述民事诉讼与证券行政执法的协调

在前置程序取消前，虚假陈述民事诉讼程序一般在证券行政执法程序之后才启动。但在前置程序取消后，虚假陈述民事诉讼不以行政执法的前置程序为必要，在时间维度上，证券行政执法程序与虚假陈述民事诉讼程序就可能呈现三种形态：一是行政执法程序完结后投资者提起虚假陈述民事诉讼；二是证券行政执法程序过程中投资者提起虚假陈述诉讼，或者虚假陈述诉讼中启动行政执法程序，此时构成证券虚假陈述民事诉讼与证券行政执法的程序竞合；三是虚假陈述民事诉讼完结后启动证券行政执法程序。以上三种形态下，都涉及虚假陈述民事诉讼与行政执法程序的协调处理问题，尤其是在第二种形态即程序竞合情况下，问题更为复杂。

#### （一）行政执法程序完结后启动虚假陈述民事诉讼程序时的处理

行政执法程序的完成，意味着监管机构已经对涉嫌证券行政违法的相应行为进行了调查处理，得出了结论，其结论不外乎给予行政处罚和不给予行政处罚。在给予行政处罚的情况下，只要处罚所针对的虚假陈述行为与民事诉讼所涉虚假陈述行为系同一行为，则一般应认定具备重大性要件，这也是前置程序取消前的一贯做法。除非，在行政程序中被处罚的行为明显不具备重大性要件。此时，人民法院在虚假陈述民事诉讼中也可以根据上文中构建的“重大性”判断标准进行独立认定。<sup>[53]</sup> 在未给予行政处罚的情况下，虚假陈述民事诉讼则更应根据民事诉讼中的“重大性”标准，独立进行判断。也就是，即使被诉的虚假陈述行为在行政程序中没有被行政处罚，如果审理虚假陈述民事诉讼的法官经过审查后认为，被诉的虚假陈述行为具备重大性要件，也的确给投资者造成了损失，则应判决被告对投资者做出赔偿，而不必受“涉案虚假陈述行为没有被

<sup>[52]</sup> 参见最高人民法院民事审判第一庭编著：《最高人民法院新民事诉讼证据规定理解与适用》，人民法院出版社2020年版，第435-436页。

<sup>[53]</sup> 比如，在李金荣与华闻传媒证券虚假陈述责任纠纷申请再审案中，即使华闻传媒因财务会计差错而被行政处罚，但最高人民法院仍认为，华闻公司在年报中对相关数据调整的行为不能对股票市场产生实质性影响，其披露的信息不构成重大错报。参见最高人民法院（2013）民申字第1830号民事裁定书。

认定为行政违法从而没有行政处罚”的束缚。

## （二）程序竞合时的处理

证券虚假陈述行为所侵犯的客体具有双重性，它一方面破坏了国家的证券管理秩序，另一方面又损害了其他投资者的合法权益，<sup>〔54〕</sup>前者由行政执法程序甚至刑事诉讼程序去处理，而后者则由虚假陈述民事诉讼程序处理。因此，在前置程序的刚性被取消后，很大可能存在行政执法程序和民事诉讼程序同期进行的程序竞合情况，此时会引发相应的程序协调需求。

### 1. 民事诉讼是否中止的协调

前置程序取消前的证券虚假陈述民事司法实践中，只要做出行政处罚，就如同刑法中的无罪推定一样，推定其合法有效从而具有公定力。<sup>〔55〕</sup>哪怕嗣后该行政处罚被提起行政复议，正在进行的证券虚假陈述民事诉讼一般也不中止。<sup>〔56〕</sup>从实质上看，证券行政处罚的标准要高于证券虚假陈述民事赔偿，二者的救济目标亦有所差异，二者的程序互不干扰系其不同的本质使然。

一方面，行政执法程序中没有认定构成虚假陈述，并不妨碍民事诉讼中认定构成虚假陈述，因为前文已经述及，虚假陈述民事赔偿的标准本就低于行政处罚的标准。但是，行政执法程序中若已经认定构成虚假陈述，则民事诉讼应认真考虑行政程序的决定。经过认真考虑后，民事诉讼法官仍然认为不构成虚假陈述的，可以做出不予认定的判决。基于举轻以明重的原则，坚持较低标准的民事诉讼都不认为构成虚假陈述，则坚持较高标准的行政执法更不应认定为构成虚假陈述。此前行政执法中构成虚假陈述的认定，可以通过行政诉讼或其他纠错程序解决。以上法理是司法最终解决原则的必然要求。<sup>〔57〕</sup>

另一方面，民事诉讼中认定构成虚假陈述，也不妨碍行政执法程序中认定不构成虚假陈述。理由同样是，行政执法中的认定标准更高。但是，民事诉讼中认定不构成虚假陈述的，行政执法应予以尊重。否则，在其后的行政诉讼中，行政执法中认定构成虚假陈述从而做出的行政处罚可能被撤销或确认违法，这也是司法最终解决原则的必然要求。

因此，在前置程序取消后，更应坚持民事诉讼无需中止的立场。唯需注意的是，在证券虚假陈述民事诉讼进行中，证券行政处罚被提起行政诉讼，被诉行政处罚行为具有被法院确认合法的可能。此时，如果民事诉讼的法官不考虑行政诉讼的结果，将可能导致法院的裁判不一致。比如，民事诉讼判决不构成虚假陈述，而行政判决却驳回原告要求撤销行政处罚诉讼请求的情况。此时，虚假陈述民事诉讼应中止，等待行政诉讼生效判决的结果，以确保二者的裁判结果不抵牾。

### 2. 法院与行政监管机关信息互通的协调

尽管在发生程序竞合时，证券虚假陈述民事诉讼一般不需要中止，但毕竟人民法院和监管机

〔54〕 参见赵旭东主编：《商法学》，高等教育出版社2007年版，第501页。

〔55〕 参见罗豪才、湛中乐主编：《行政法学》，北京大学出版社2006年版，第114页。

〔56〕 参见四川省高级人民法院（2020）川民终1381号民事判决书。

〔57〕 参见程琥：《司法最终原则与涉法涉诉信访问题法治化解决》，载《人民司法》2015年第5期。

关都在针对同一证券行为进行评价。如果任由二者各自为战，既浪费国家的司法和执法资源，也有损法院判决和行政决定的权威。基于此，前置程序取消后，人民法院和证券执法机构应建立信息互通机制。人民法院在受理证券虚假陈述纠纷案件后，应将案件受理情况通知相应的证券监管机关。证券监管机关在启动行政调查程序后，也应将相关情况通知相应的人民法院。接到通知的监管机关和人民法院均应密切关注彼此的程序推进情况，在掌握相关信息的基础上做出判决和行政决定，最大限度推动虚假陈述民事判决与行政决定的内在统一。

### （三）虚假陈述民事诉讼完结后启动证券行政执法程序时的处理

虚假陈述民事诉讼程序完结后才启动证券行政执法程序的，行政执法程序一般也不受民事裁判的影响。民事判决认定构成虚假陈述的，行政执法程序根据自己的更高标准，可能认定被调查的信息披露行为不构成行政违法；也可能认定被调查的行为达到了更高的标准，亦构成行政违法从而给予行政处罚。但是，如果民事判决认定不构成虚假陈述，而行政执法程序要认定构成虚假陈述行政违法，则需要慎之又慎。其理由上文已经述及，此处不赘。在此，证券民事司法会对行政执法形成一种“反向推动”。〔58〕

## 六、结论：前置程序取消后证券虚假陈述赔偿亦有新“章法”

毋庸讳言，前置程序的取消必然对证券虚假陈述赔偿诉讼产生较大影响，但这些影响并非不可化解。以上分析表明，前置程序取消后，证券虚假陈述赔偿仍应在坚守固有逻辑的前提之下，寻求规则上的新突破，从而更好地回应政策环境的变化。

第一，虚假陈述民事赔偿的重大性要件，应构建独立于行政执法程序的标准。这一标准立足于行政处罚标准应高于民事赔偿标准这一原则，以弱化的理性投资者标准和降低的影响性标准为核心。在具体的案件中，裁判者可以围绕该标准，根据个案情况进行法律适用。

第二，虚假陈述民事赔偿的诉讼时效起算需要重新核定。在前置程序取消后，时效起算点有两种确定方案。其一是一律以虚假陈述行为被揭露后的第一个交易日为时效起算点。其二是原则上以揭露日后个股首次发生与虚假陈述作用力相符的重大涨跌的交易日为时效起算点，如果合理期间内没有相应涨跌，则以揭露日之后的首个交易日作为时效起算点，除非原告能够证明个股价格没有相应涨跌是其他系统性或非系统性因素所致。

第三，挖掘现有制度资源，补足投资者举证能力。针对前置程序取消后投资者提起虚假陈述赔偿诉讼的举证负担，可以充分利用律师调查令、高度盖然性的证明标准、书证提出命令和法院调查取证等规则和机制，最大限度查明事实。

第四，虚假陈述民事诉讼和行政执法程序需要进一步协调。行政执法程序完结后启动民事诉讼的，原则上民事诉讼可独立判断是否构成虚假陈述。在程序竞合时，民事诉讼一般也不应中止，但虚假陈述行为被处罚人已经提起行政诉讼的，则可考虑中止。民事诉讼程序完结后启动行

〔58〕 参见张子学：《虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接》，载《证券市场导报》2019年第4期。

政执法程序的，行政执法机关应对民事判决关于不构成虚假陈述的认定予以重视。

---

**Abstract:** The cancellation of procedural prerequisites for civil litigations concerning misrepresentations on the securities market is expected to bring about a series of problems. In terms of the identification of necessary conditions for case significance, the court should focus on weakening the standards for rational investors and lowering the standards for relevant influence, and build standards independent from administrative enforcement procedures. In terms of the calculation of valid periods, the first trading day after the disclosure of the misrepresentation is the starting point of the claim for compensation for misrepresentation. Or, in principle, the trading day on which the individual shares first rise or fall in line with the force of false statements after the disclosure date is taken as the starting point of prescription. If there is no corresponding rise or fall within a reasonable period, the first trading day after the disclosure date is taken as the starting point of prescription, unless the plaintiff can prove that the no corresponding rise or fall in the individual share price is due to other systematic or non systematic factors. Given that investors usually lack the ability to adduce evidence, the court may give full use to rules and mechanisms such as the lawyer's investigation order system, standards of proof with high probability, written evidence submission orders, and investigation and evidence collection by courts. When coordinating civil litigations and administrative enforcement procedures, the court should maintain their respective independence. In the event of procedural co-opetition, civil litigations usually should not be terminated, except that administrative litigations against such misrepresentations have been initiated.

**Key Words:** misrepresentations, procedural prerequisites, investors, significance, valid periods

---

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)