

我国证券虚假陈述 侵权责任规范模式之重构

邢会强 *

内容提要：我国证券法基于“威慑导向策略”，以统一的侵权责任规范、相同的侵权责任构成要件，规制不同市场以及不同发行方式的证券虚假陈述侵权行为，形成了证券虚假陈述侵权责任规范的一元模式。基于投资者特殊保护的目，该一元模式下的侵权责任规范被定位为特殊侵权责任规范，实行无过错责任或过错推定责任、交易因果关系（信赖）推定和损失因果关系推定。这不完全符合欺诈市场理论，其过度应用扰乱了证券法制度的基本逻辑，导致证券市场主体利益失衡。我国证券虚假陈述侵权责任规范模式应重构为二元模式，即公开发行人市场欺诈发行的特殊证券侵权责任规范与除公开欺诈发行之外的其他虚假陈述的一般证券侵权责任规范，后者仅在有效市场或信息披露义务人隐瞒重大信息情形下实行交易因果关系推定。

关键词：虚假陈述 欺诈发行 欺诈市场理论 过错推定 因果关系推定

2023 年上半年，北京金融法院、上海金融法院先后作出判决，认为在银行间债券市场发行和交易的短期融资券以及在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台转让的资产支持证券的虚假陈述，应适用证券法和《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》（法释〔2022〕2 号，下称“2022 年虚假陈述解释”）。〔1〕这两份判决引起了学界的高度关注与激烈争鸣，一些学者提出了商榷意见，认为上述两种非典型证券的虚假陈述不应适用证券法及“2022 年虚假陈述解释”。〔2〕这种争论背后需要进一步追问的问题是，为何美国证券法能适用于不同市场以及不同发行方式的证券虚假陈述，而我国证券法及“2022 年虚假陈述解释”一旦扩大适用就会引起争议。这其实涉及证券虚假陈述侵权责任规范的模式

* 中央财经大学法学院教授。

本文系 2023 年教育部哲学社会科学研究后期资助项目“证券虚假陈述法律责任研究”（23JHQ072）的阶段性成果。

〔1〕 参见蓝石资产管理有限公司与兴业银行等证券虚假陈述责任纠纷案，北京金融法院（2021）京 74 民初 1 号民事判决书（下称“北京金融法院 1 号案”）；中国邮政储蓄银行与上海诚海富通资产管理有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，上海金融法院（2020）沪 74 民初 1801 号民事判决书。

〔2〕 参见郭锋：《新虚假陈述司法解释适用探讨》，《法律适用》2023 年第 9 期，第 10 页以下；邢会强：《论银行间债券市场非金融企业债务融资工具虚假陈述民事纠纷对〈证券法〉的适用性》，《债券》2023 年第 9 期，第 72 页以下。

问题。我国证券虚假陈述侵权责任规范属于一元模式,即以一套统一的侵权责任规范,适用于不同市场以及不同发行方式的证券虚假陈述侵权行为。然而,一元模式下证券虚假陈述侵权责任规范的构成要件是单一的,适用于不同市场以及不同发行方式时将出现不适应,从而引发法律适用的公平性、科学性的争议。随着我国资本市场的发展以及证券虚假陈述民事诉讼的兴起,这种规范模式面临重构的必要。

一、证券虚假陈述侵权责任规范一元模式的构成

我国证券法基于“威慑导向策略”,〔3〕通过设置特殊侵权责任规范和相同的侵权责任构成要件,形成了证券虚假陈述侵权责任规范的一元模式。

(一) 一元模式的适用范围

我国证券市场建立之初,证券种类很少(主要是股票),发行方式单一(只有公开发行),市场层次单一(只有主板市场),证券虚假陈述民事责任纠纷案件很少,相应的侵权责任规范也较为简单,如1993年国务院《股票发行与交易管理暂行条例》第17条,仅要求发起人、董事、主承销商对招股说明书的虚假陈述承担连带责任。1993年国务院证券管理委员会《禁止证券欺诈行为暂行办法》第2条虽然将虚假陈述定性为证券欺诈行为,但未规定民事责任。1998年证券法第63条和第161条首次全面规定了一级市场(发行市场)和二级市场(交易市场)证券虚假陈述的民事责任,即“发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任,发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任”,出具审计报告、资产评估报告和法律意见书等文件的专业机构和人员应“就其负有责任的部分承担连带责任”。由此,我国证券虚假陈述侵权责任规范的一元模式开始形成,并且在规制证券市场秩序上发挥了积极作用。

虽然1998年之后的证券法以及证券虚假陈述相关的司法解释在市场类型、证券发行方式、侵权责任等方面作出了局部调整,但该一元模式仍然延续下来。《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》(法释〔2003〕2号,下称“2003年虚假陈述解释”)在坚持证券虚假陈述侵权责任构成四要件的基础上,对侵权行为、过错、损失和因果关系的认定进行了细化,并统一适用于公开发行市场和证券交易市场(含股份转让市场)。2005年证券法虽然于第13条引入了上市公司非公开发行方式,但并未明确其性质以及非公开发行虚假陈述民事责任的法律适用。该法第69条和第173条虽然进一步区分了不同的虚假陈述主体的侵权责任形态,但在立法模式方面仍沿袭1998年证券法,对发行市场和交易市场适用相同的侵权责任规范。2019年修订证券法时,我国多层次资本市场建设初见成效,创业板、科创板、新三板市场相继设立,证券种类日益增多,但证券虚假陈述民事诉讼的数量和索赔金额仍不算多(高)。在“提高违法成本”,让违法者“赔得倾家荡产”的思想主导下,〔4〕2019年证券法仍然坚持一元模式,并在第85条增加了证券公司的直接责任人以及控股股东、实际控制人等赔偿主体。“2022年虚假陈述解释”除继续适用于公开发行市场和交

〔3〕 参见王怡丞:《论中国证券监管的回应性转向——基于新〈证券法〉实施后违规减持第一案的观察》,《江西财经大学学报》2023年第6期,第114页以下。

〔4〕 《保护投资者合法权益 维护资本市场健康发展——相关负责人就〈最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定〉答记者问》,《人民法院报》2020年8月1日第4版。

易市场外,明确规定区域性股权市场也可以参照适用。因此,我国证券虚假陈述侵权规范仍未完全区分市场类型和发行方式。

(二) 一元模式下的侵权责任构成要件

我国证券虚假陈述侵权责任规范的一元模式采取相同的侵权责任构成要件,尤其是无过错责任或过错推定责任、交易因果关系(信赖)推定和损失因果关系推定(后三个推定简称“三大推定”),以此来应对不同场景下的虚假陈述行为。

无过错责任或过错推定责任为2005年证券法第69条和第173条首次明确规定,2019年证券法第85条和第163条沿用了该规定,发行人为无过错责任,发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等内部主体以及保荐人、承销商等中介机构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,即为过错推定责任。

“2003年虚假陈述解释”第18条和第19条为便利投资者获赔,“按照我国民法的侵权赔偿诉讼的因果关系理论,参考国外普遍采用的市场欺诈理论和信赖推定原则”,规定了因果关系推定规则。^[5]但当时对欺诈市场理论的认识并不全面,表现在:其一,未明确欺诈市场理论的适用前提,不要求原告证明有效市场。无论其第18条关于原告适用交易因果关系推定的三项前提条件,还是其第19条关于被告抗辩不存在交易因果关系的五种情形,都没有提及有效市场。再结合其第2条第2款关于“证券市场”范围的界定可知,只要是“通过证券交易所报价系统进行证券交易的市场,证券公司代办股份转让市场以及国家批准设立的其他证券市场”,都适用该司法解释。而这些证券市场并非都是集中竞价市场,其中“证券公司代办股份转让市场以及国家批准设立的其他证券市场”甚至是交易极不活跃的场外市场,显然达不到有效市场的条件。虽然该司法解释的起草者认识到“有效市场”是适用信赖推定或交易因果关系推定的前提,^[6]但遗憾的是,“有效市场”的概念或理念并未在该司法解释中得到明确规定。其二,并未明确区分交易因果关系和损失因果关系。^[7]例如,第18条和第19条在不区分交易因果关系和损失因果关系的基础上,将二者笼统称为“因果关系”,同时推定交易因果关系和损失因果关系成立。^[8]然而,“依据‘欺诈市场理论’并不必然推出损失因果关系”。^[9]因此,针对损失因果关系的推定“明显有逻辑漏洞”。^[10]其三,将信赖推定扩张到了发行市场。根据其第2条第2款关于“证券市场”范围的定义,无论是(公开)发行市场还是交易市场,都一概适用该司法解释。然而,将欺诈市场理论适用于发行市场,已经遭到美国法院的明确拒绝。^[11]

[5] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《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17页。

[6] 参见上引书,第249页。

[7] 参见林文学等:《〈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》,《人民司法》2022年第7期,第49页;焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,《中国法学》2003年第2期,第110页以下。

[8] 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》,《中外法学》2016年第6期,第1497页。

[9] 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》,《中国证券期货》2020年第5期,第84页。

[10] 张巍:《资本的规则. II》,中国法制出版社2019年版,第25页。

[11] 欺诈市场理论最初发源于交易市场,后来,美国法院在一些案例中将其运用到发行市场,但遭到了很多人的反对,尤其美国联邦第三、第六和第七巡回法院更是明确拒绝将欺诈市场理论扩展到发行市场,认为这与国会的立法意图不符。See *Eckstein v. Balcorn Film Investors*, 8 F.3d 1121 (7th Cir. 1993); *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151 (6th Cir. 1994); *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743, 756 (3rd Cir. 2010).

为进一步精确认定责任,科学合理地分配损失与风险,我国法院开始在裁判中区分交易因果关系和损失因果关系。最早是贵州省高级人民法院在朱某强诉贵州国创能源控股(集团)股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中对交易因果关系进行了明确。^{〔12〕}法院认为,因果关系包括虚假陈述与交易决定之间的交易因果关系以及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。该案中原告的交易决定与案涉虚假陈述行为之间不具有交易因果关系,故维持一审法院驳回原告诉讼请求的判决。目前,“交易因果关系”的概念已为审理证券案件的法官普遍接受。^{〔13〕}“2022 年虚假陈述解释”肯定了区分交易因果关系和损失因果关系的司法实践,但继续实行两个因果关系推定的规则,^{〔14〕}并于第 12 条专门规定了交易因果关系抗辩,明确列举了应当认定交易因果关系不成立的各种情形,其目的是“强调未受欺诈的投资者不享有索赔的权利,避免民事责任制度异化为保险制度”。^{〔15〕}此后,我国法院在审理证券虚假陈述纠纷案件时,基本上按照交易因果关系推定规则进行事实认定。至于损失因果关系,一般由法院委托专业测算机构测算后认定,这是否属于“推定”,颇值探讨。

二、证券虚假陈述侵权责任规范一元模式的问题与缺陷

证券虚假陈述侵权责任规范一元模式形成于我国证券民事诉讼不活跃的时期。随着我国多层次资本市场的发展、科技的进步和证券民事诉讼的兴起,一元模式引发的诉讼滋扰和威慑过度问题越来越突出。这都根源于该种规范模式的内在缺陷。

(一) 一元模式引发的问题

“2022 年虚假陈述解释”废除了实施 20 年的行政处罚或刑事裁判前置程序,2019 年证券法第 95 条规定了代表人诉讼制度并引入“声明退出”机制,信息技术的进步使得律师能够精准地推送征集代表权(或代理权)通知,这些都极大地便利了投资者提起证券民事诉讼,扩大了实际提起诉讼的原告范围,导致累加的索赔金额巨大。^{〔16〕}在这种情况下,如果无过错责任及“三大推定”仍不加限制地适用于所有证券市场、所有发行方式的虚假陈述,即便我国法院在实践中创造出“比例连带责任”并在某种程度上降低了被告的负担,但原告滥诉的风险依然很高,被告被无端诉讼滋扰甚至承担超出其过错和收益之责任的风险依旧很大。事实上,一元模式引发的诉讼滋扰和威慑过度问题已经成为现实,并引发不得不解决这一问题的思考。

从宏观数据上看,上海金融法院自 2018 年成立至 2023 年底,证券虚假陈述案件收案量为 18,679 件,占总收案量的 47.20%。^{〔17〕}北京金融法院自 2021 年成立至 2024 年 10 月 24 日,证券虚假陈述案件收案量为 8,733 件,占总收案量的 28.66%。^{〔18〕}两大金融法院合计的证券

〔12〕 参见贵州省高级人民法院(2012)黔高民商终字第 3 号民事判决书。

〔13〕 参见前引〔7〕,林文学等文,第 44 页。

〔14〕 参见“2022 年虚假陈述解释”第 11 条和第 13 条。

〔15〕 前引〔7〕,林文学等文,第 49 页。

〔16〕 参见邢会强:《证券虚假陈述赔偿的巨额化与有限社会化分散机制》,《东方法学》2024 年第 4 期,第 212 页。

〔17〕 参见《上海金融法院审判工作情况通报(2018—2021)》《上海金融法院审判工作情况通报(2022)》《上海金融法院审判工作情况通报(2023)》,载上海金融法院微信公众号(2022 年 6 月 27 日、2023 年 3 月 30 日、2024 年 4 月 2 日)。

〔18〕 资料由北京金融法院审判第二庭提供。

虚假陈述案件收案量占总收案量的比例将近 40%。这一比例与我国证券市场在整体金融市场的占比地位不相匹配。我国目前是以间接融资为主的金融体制，银行业机构总资产占金融业机构总资产的比例高达 90% 左右，而证券业机构总资产的占比仅约为 3%；各类贷款融资占企业社会融资的比例约为 85%，而各种证券融资的占比约为 15%。^{〔19〕} 这些业务占比与诉讼量占比的反差，在一定程度上说明了从事证券业的相关中介机构和个人被提起民事赔偿诉讼的高风险性，即诉讼滋扰风险。

从典型案例上看，过度威慑及其导致的市场退出现象已经在我国资本市场出现。在投资者与五洋建设集团股份有限公司等证券虚假陈述赔偿纠纷系列案件中，投资者的诉求金额与最终判决或调解的赔偿金额均约为 15 亿元。其中，在王某等与五洋建设集团股份有限公司、陈某樟等证券虚假陈述责任纠纷案（下称“五洋债案”）这一普通代表人诉讼中，^{〔20〕} 相关中介机构被判承担 5% 至 100% 不等的连带责任，即便是未受行政处罚的中介机构，也承担了较重的民事责任。此案之后，不少中介机构退出了民营企业债券发行业务，导致民营企业发债难。^{〔21〕} 在顾某骏、黄某香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，^{〔22〕} 投资者的索赔金额约为 50 亿元，法院判决被告赔偿 24.59 亿元。其中，有独立董事被判决承担 5% 即 1.2 亿多元的连带赔偿责任。过重的赔偿责任导致独立董事纷纷辞职，^{〔23〕} 从而引发了我国独立董事制度之改革。^{〔24〕} 在王某序等与乐视网信息技术（北京）股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案（下称“乐视网案”）中，^{〔25〕} 北京金融法院更是“精准追责”，将连带责任比例分别精确到 0.05%（对 3 名独立董事），0.5% 或 2%（对 9 名董事、监事或高级管理人员），0.5%、1% 或 1.5%（对 3 家会计师事务所）。该判决固然值得称道，但如此低的比例（尤其对独立董事），说明过错非常小，不是重大过失。“2022 年虚假陈述解释”第 13 条将“过错”限定为故意和重大过失，故此种情形下的独立董事不应承担民事责任。事实上，该案之后，被告承担 1% 以下责任比例的案例极为少见。这说明，如此低的责任比例的示范意义有限。

即便压低责任比例，也不能从根本上解决证券虚假陈述案件中被告面临的滋扰性诉讼和沉重负担，原因在于：其一，发行人仍为无过错责任，且需要承担全额责任。其二，在无过错责任及“三大推定”之下，原告为增加获得赔偿的机会，基于“加一个被告不加钱（诉讼费）”，会倾向于起诉尽可能多的被告，不论被告有无过错、是否受到证券监管机构行政处罚。例如，在沈某与海南大东海旅游中心股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中，原告不

〔19〕 参见中国人民银行调查统计司：《2024 年 3 季度末金融业机构资产负债统计表》，<http://www.pbc.gov.cn/diaochaotongjisi/resource/cms/2024/12/2024123116103829015.htm>，2025 年 1 月 15 日最后访问；中国人民银行调查统计司：《社会融资规模存量统计表》，<http://www.pbc.gov.cn/diaochaotongjisi/resource/cms/2025/01/2025011417011394254.htm>，2025 年 1 月 15 日最后访问。

〔20〕 参见浙江省杭州市中级人民法院（2020）浙 01 民初 1691 号民事判决书，浙江省高级人民法院（2021）浙民终 515 号民事判决书。

〔21〕 参见《三管齐下提升券商助民企发债积极性》，《证券时报》2022 年 4 月 7 日第 A005 版。

〔22〕 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。

〔23〕 参见《康美案宣判后 43 个 A 股独董辞职，离职潮真的来了吗？》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1717948158319500053&wfr=spider&for=pc>，2025 年 1 月 2 日最后访问。

〔24〕 《国务院办公厅关于上市公司独立董事制度改革的意见》（国办发〔2023〕9 号）第 7 条提出“独立董事与非独立董事承担共同而有区别的法律法律责任”。

〔25〕 参见北京金融法院（2021）京 74 民初 111 号民事判决书。

但起诉了被证券监管机构行政处罚的 3 名被告,还起诉了既未被证券监管机构行政处罚或采取行政监管措施也未被证券交易所采取自律管理措施或纪律处分的 6 名被告(下称“‘四无’被告”)。这 6 名被告在一审和二审判决中均被免责。〔26〕又如,在曾某君与三盛智慧教育科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案(下称“三盛教育案”)中,某原告不但起诉了被证券监管机构采取责令改正措施的该教育公司及其董事长林某,还起诉了 12 名“无辜”被告。一审法院判决该教育公司及林某承担赔偿责任,其他被告免责。〔27〕更为极端的一个案例,是湖北嵩山科技创新股权投资基金中心(有限合伙)与洛阳国润新材料科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案。在该案中,某定向增发投资者不但起诉了被全国股转公司采取自律管理措施或纪律处分的 4 名被告以及经由相关刑事判决书确定配合造假的 2 名被告,还起诉了其他 16 名“‘四无’被告”。一审法院经审理后驳回了原告的全部诉讼请求。〔28〕在这些案例中,受“三大推定”不利影响的无辜被告在积极应诉的过程中,必然要承担较高的抗辩成本。〔29〕

除较高的抗辩成本之外,“‘四无’被告”还存在极高的败诉风险。例如,在李某川、周某东与中安科股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中,原告不但将受到行政处罚的上市公司及其若干内部责任人列为被告,还将未受到行政处罚的中介机构列为被告。后者在答辩中称,证券监管机构检查后未发现其存在不勤勉尽责之处,证券交易所也未对其采取自律管理措施或者纪律处分,因此其不存在过错。但一审法院认为,本案涉及虚增评估值和营业收入的问题,这属于独立财务顾问(券商)和会计师事务所的职责范围。在上市公司被证券监管机构认定虚假陈述的情况下,券商和会计师事务所仅以“四无”为由主张不存在过错,仍不能证明其已经勤勉尽责,因此判决券商和会计师事务所与上市公司承担 100% 的连带赔偿责任。两家败诉中介机构提起上诉,二审判决改判其分别与上市公司承担 25% 和 15% 的连带赔偿责任。〔30〕从司法实践来看,中介机构未受到证券监管机构行政处罚而仅被采取监管措施或者被证券交易所采取自律管理措施或纪律处分,却被法院认定存在“重大过失”从而被判承担民事赔偿责任的案例日益增多,〔31〕甚至“‘四无’被告”被法院判决承担赔偿责任的案例也不

〔26〕 参见海南省海口市中级人民法院(2022)琼 01 民初 258 号民事判决书,海南省高级人民法院(2023)琼民终 802 号民事判决书。

〔27〕 参见北京金融法院(2022)京 74 民初 1615 号民事判决书。

〔28〕 参见河南省郑州市中级人民法院(2022)豫 01 民初 963 号民事判决书。

〔29〕 根据笔者调研,在证券民事诉讼中,一名普通的董事、监事或高级管理人员(非实际控制人)委托律师进行抗辩的成本(一审和二审累计)通常在 30 万元以上。如果诉讼标的巨大,或者是特别代表人诉讼,或者原告数量及案件数量众多,则律师费通常在 50 万元以上。而证券中介机构抗辩的成本以抗辩律师工时来算,通常在 100 万元以上。如果再加上中介机构内部人员的工作成本,则抗辩成本更高。

〔30〕 参见上海金融法院(2019)沪 74 民初 1049 号民事判决书,上海市高级人民法院(2020)沪民终 666 号民事判决书。

〔31〕 此类案例包括但不限于:姚某晖与上海富控互动娱乐股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,上海金融法院(2022)沪 74 民初 203 号民事判决书;施某华等与蓝盾信息安全技术股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,成渝金融法院(2023)渝 87 民初 15 号民事判决书;汤某兴与华仪电气股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,浙江省温州市中级人民法院(2023)浙 03 民初 208 号之六民事判决书;郭某昕、杜某军、陈某玲等与深圳市同洲电子股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,广东省深圳市中级人民法院(2021)粤 03 民初 6070 号、6099 号、6116 号民事判决书;杨某远等与青岛亨达股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,山东省青岛市中级人民法院(2021)鲁 02 民初 2407 号民事判决书;国赢资本管理(北京)有限责任公司与武汉银都文化传媒股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,湖北省武汉市中级人民法院(2021)鄂 01 民初 17 号民事判决书。

再鲜见。^[32]如果再加上交易市场投资损失的巨大风险,这些中介机构的市场生存空间无疑将受到严重影响。

(二) 一元模式的内在缺陷

诉讼滋扰和威慑过度只是问题的表象,根源在于证券虚假陈述侵权责任规范一元模式的内在缺陷,主要有以下三个方面:

第一,一元模式不区分发行市场与交易市场,实行相同的侵权责任构成要件,不但导致欺诈发行侵权责任规范的构成要件应简未简、应繁未繁,更重要的是,一律实行无过错责任及“三大推定”导致程序便利向原告过于倾斜,忽略了无辜被告的利益。

一方面,公开欺诈发行侵权责任的构成要件一般较为简化,不考察交易因果关系即信赖要件,不要求原告证明信赖,也不实行信赖推定,且不允许被告进行抗辩,但原告明知有欺诈而仍购买的极端情形除外。美国1933年证券法第11条规定的私人民事诉讼即是如此。美国国会在制定1933年证券法时,为了促进发行人充分披露信息,对其规定了严格责任,对投资者则施加了最少的要求,其中包括一般不考察交易因果关系即信赖要件,以便利投资者获得赔偿。否则,将会使1933年证券法的立法目的落空。^[33]这是因为,此时欺诈市场理论还未出现,法院还没有探索出信赖推定;即便在欺诈市场理论出现后,发行定价是否属于有效的定价机制也不无疑问。欺诈市场理论假定投资者是基于对证券价格的信赖而作出的投资决定,而非基于对特定信息的了解和分析,因此,只要所披露的虚假信息对证券的市场价格产生了影响,即该虚假信息具有重大性,使证券价格发生了扭曲,就认定投资者因该虚假陈述而受到了误导,即使他在事实上并不知道该信息的存在。^[34]但“欺诈市场理论基于这样一个假设,即在一个公开和发达的证券市场中,公司股票的价格是由所有公司及其运营的可得重要信息决定的……因此,误导性陈述将欺诈股票购买者,即使股票购买者不直接依赖该失实陈述”。^[35]依据该理论,投资者适用信赖推定的前提是,证明所在的市场是证券价格能够反映所有已公开信息的市场,即“公开、发达”的市场或有效市场。但事实上,除了累计投标询价后定价最接近于有效市场价格外,直接定价或初步询价后定价等都很难达到有效市场价格。^[36]我国新股上市首

[32] 此类案例包括但不限于:严某与行悦信息科技股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,上海金融法院(2021)沪74民初1369号民事判决书,上海市高级人民法院(2023)沪民终699号民事判决书;陈某良与昌信农贷证券虚假陈述责任纠纷案,江苏省南京市中级人民法院(2021)苏01民初715号民事判决书;前引[1],“北京金融法院1号案”;前引[27],“三盛教育案”;王某太与金正大生态工程集团股份有限公司等证券虚假陈述民事纠纷案,山东省青岛市中级人民法院(2022)鲁02民初472号民事判决书。

[33] See Krista L. Turnquist, *Pleading under Section 11 of the Securities Act of 1933*, 98 Michigan Law Review 2403 (2000).

[34] 参见前引[5],最高人民法院民事审判第二庭编著书,第249页。

[35] Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). 下称“基础公司案”。

[36] 在我国证券公开发行实践中,主要有三种定价方式:直接定价、初步询价后定价以及累计投标询价后定价。直接定价,是指发行人与承销商在发行前直接确定发行价格,投资者不参与价格的制定过程。这种价格机制因缺乏投资者与发行人之间的市场博弈,即缺乏市场过程,故不是“市场价格”,更难说是“有效市场价格”。初步询价后定价是先由承销商小范围搜集部分投资者(通常是大机构或个人投资者,他们在网下报价,因此被称为“网下投资者”)的报价意愿后,再由发行人与承销商根据初步询价情况协商确定发行价格。这种价格机制有一定的市场因素,但还不是完全由市场来定价,因此也很难说是“有效市场价格”。累计投标询价后定价分为两个阶段:第一阶段是发行人和承销商向网下投资者初步询价后确定价格区间,第二阶段是发行人和承销商在初步询价确定的发行价格区间内向网下投资者通过累计投标询价确定价格。因此,累计投标询价后定价最接近于有效市场价格。我国证券公开发行实践中大部分采用前两种定价方式,只有较大规模的公开发行才采取累计投标询价后定价的方式。

日股价普遍大涨,更对新股定价是有效市场价格提出了质疑。而在非有效市场价格下,不能适用信赖推定。此外,如果在发行市场考察信赖要件,投资者就必须证明其对注册文件的阅读和分析,这无疑会加重其证明负担,导致相当一部分投资者因无法证明信赖而难以获赔。正是为了便利投资者获赔,无论是美国 1933 年证券法第 11 条,还是我国 2019 年证券法第 85 条,都没有要求考察信赖要件。

然而,根据“2022 年虚假陈述解释”第 11 条的规定,无论是在发行市场还是在交易市场,在发行市场无论是公开发行还是非公开发行,均实施信赖推定。既然是推定,就允许被告举证推翻该推定,法官也不可省略该程序。这不仅未简化构成要件,反而增加了法院的审理流程,既不利投资者获赔,也会引发不必要的争议。例如,在“五洋债案”再审中,^[37]因五洋债被证监会定性为公开欺诈发行债券,上海市锦天城律师事务所(下称“锦天城”)提出,其出具的《法律意见书》未公布,投资者决策不会受到影响,故该投资行为与其出具《法律意见书》的行为之间无因果关系,锦天城不应承担虚假陈述的民事责任。依据“2022 年虚假陈述解释”第 12 条的规定,锦天城的抗辩足可推翻信赖推定。但最高人民法院的再审裁定回避了信赖要件的问题,认为“无论法律意见书是否对外公布并实际影响了投资人的投资决策,出具法律意见书的行为即已为证券的发行、上市、交易等证券业务活动提供了条件”。然而,“提供条件”和“信赖言辞”完全是两回事,前者是帮助侵权,以故意为前提,^[38]后者是直接侵权,以投资者阅读不实言辞为前提。该案中,锦天城的主观状态是过失,对于未公布的《法律意见书》,投资者自然谈不上阅读、信赖,即缺乏交易因果关系。因此,将信赖推定作为公开欺诈发行侵权责任规范的构成要件并进行严格考察的话,并不利于投资者获赔。

另一方面,在交易市场虚假陈述中适用无过错责任或过错推定责任以及损失因果关系推定,将置被告于无法控制的风险之中。现实中既有首次公开发行(IPO)未欺诈但上市后虚假陈述的案例,也有 IPO 欺诈且上市后继续虚假陈述的案例。而且,交易市场的投资损失要大于发行市场,但究竟有多大,被告尤其是过失被告往往难以预期。为此,一些国家通过区分 IPO 欺诈和上市后虚假陈述侵权的规范要求,来控制被告尤其是过失被告的风险。

在美国,1933 年证券法、1934 年证券交易法、证券交易委员会制定的 10b-5 规则以及判例法形成了多套证券虚假陈述侵权规范,它们相互独立,供投资者根据具体情况选择相应的规范行使诉权。^[39]其中,1933 年证券法第 11 条规定了虚假注册即证券公开发行欺诈的民事责任。就主观过错要件而言,发行人为无过错责任,发行人的内部责任人、承销商及会计师等专家(下称“非发行人被告”)是过错推定责任。原告要想依据该条提起私人诉讼,必须提交如下证据:(1)注册文件在生效时含有失实陈述或遗漏;(2)该失实陈述或遗漏具有重大性;(3)原告依据该注册文件购买证券。^[40]据此,原告必须证明其根据含有重大失实陈述或遗漏

[37] 参见最高人民法院(2022)最高法民申 364 号民事裁定书。

[38] 参见黄薇主编:《中华人民共和国民法典释义》下册,法律出版社 2020 年版,第 2248 页。

[39] 美国学者总结了 6 套规范,分别是 1933 年证券法第 11 条、第 12 条(a)(1)和第 12 条(a)(2)、10b-5 规则以及 1934 年证券交易法第 18 条(a)和第 9 条(e)。参见[美] Alan R. Palmiter:《证券法》注译本,徐颖等注,中国方正出版社 2003 年版,第 318 页以下。其实还有 1933 年证券法第 17 条(a)以及不在联邦证券法适用范围内的一般侵权规范。

[40] 参见前引[33],Turnquist 文,第 2402 页。

的注册文件从发行人处购买了证券，但不必证明故意或信赖。^{〔41〕}总之，美国1933年证券法上公开发行欺诈侵权的构成要件比较简单。10b-5规则规定的证券欺诈侵权责任规范适用于所有的证券交易，无论是否属于场内交易。其适用范围之所以如此广泛，是因为它在本质上是一般侵权规范，^{〔42〕}在构成要件尤其是归责原则方面，与普通法上的其他非证券虚假陈述侵权责任规范相同，除了判例法上发展出来的交易因果关系推定之外，没有对原告的任何倾斜。例如，根据10b-5规则提起的私人诉讼，原告需证明：（1）发行人有失实陈述或遗漏。（2）发行人和非发行人被告具有故意。1995年私人证券诉讼改革法对此补充要求，所有起诉书必须“指出应该能够强有力地推断出被告故意的特定事实”。^{〔43〕}故意是指“意图欺骗、操纵或欺诈”。^{〔44〕}至于轻率是否属于故意的问题，美国大多数法院认为，如果轻率导致了“非常不合理的行为，这一行为不仅仅是简单的或者是不可原谅的疏忽，而是指极度偏离通常的注意义务要求，从而将受到误导的买方或卖方置于危险的境地，无论行为人对此是明知的或是实际应该知道的”，^{〔45〕}都会形成承担10b-5规则下的侵权责任的根据。由此可见，“轻率明显是一个程度问题，要求程度上超过过失行为但仍没有实际上的故意”。^{〔46〕}实际上，美国联邦各巡回法院坚持严格限制轻率的定义，以将一般过失排除在外。^{〔47〕}因此，这里的“故意”实际上已经扩展到了重大过失。（3）证券的出售或购买与欺诈（即虚假陈述）相关。（4）其对发行人的欺诈行为存在信赖。为了证明信赖，原告必须证明发行人的失实陈述或遗漏是“重大的”。在此前提下，判例法还发展出两个信赖推定：在面对面的证券交易中，如果原告主张的是发行人对重大性事实的遗漏或隐瞒，则推定原告信赖的存在；在非面对面的证券交易中，根据欺诈市场理论，推定信赖存在，但原告必须证明证券在有效市场进行交易。^{〔48〕}（5）损失。原告需要证明他遭受了实际经济损失，^{〔49〕}即该损失须是“实质损害”，而不仅仅是名义上的损害，^{〔50〕}且该损害“必须在提起诉讼前已经遭受”。^{〔51〕}（6）损失因果关系。美国法典第15篇第78u-4节规定，“在根据本节提起的任何私人诉讼中，原告应承担举证责任，证明被告被指控的违反本节的作为或不作为是导致原告损失的原因”。^{〔52〕}在高压的证券集团诉讼面前，美国的多套证券侵权规范既保持了对虚假陈述的有力威慑，又避免了中介机构大面积破产及其从业人员的大面积市场退出，在总体上起到了平衡市场各方利益的作用，促进了美国资本市场的发展。

英国、荷兰、加拿大等也区分公开欺诈发行和上市后的虚假陈述，分别实行不同的侵权规

〔41〕 See 15 U. S. C., § 77k (a).

〔42〕 根据以归责原则作为划分标准的学说，可以将适用过错责任的侵权行为归为一般侵权行为，适用过错推定责任、无过错责任的侵权行为归为特殊侵权行为。参见程啸：《侵权责任法》，法律出版社2021年版，第69页。

〔43〕 Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Sec. 21D. (b) (2).

〔44〕 Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 193 (1976).

〔45〕 Sundstrand Corp. v. Sun Chemical Corp., 553 F. 2d 103 (7th Cir.), cert. denied, 434 U. S. 875 (1977).

〔46〕 [美] 托马斯·李·哈森：《证券法》，张学安等译，中国政法大学出版社2003年版，第671页。

〔47〕 See Nick Joynson, *Securities Fraud*, 57 American Criminal Law Review 1262 (2020).

〔48〕 同上文，第1261页。

〔49〕 See Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U. S. 344 (2005). 下称“杜拉制药公司案”。

〔50〕 See W. Page Keeton et al., *Prosser and Keeton on Law of Torts*, 5th ed., St. Paul: West Publishing Co., 1984, p. 765.

〔51〕 前引〔49〕，“杜拉制药公司案”。

〔52〕 15 U. S. C., § 78u-4.

范,以平衡市场各方的利益。例如,英国 2000 年金融服务与市场法第 90 条规定了公开欺诈发行的民事责任,其中,发行人为无过错责任,董事、专家等对上市公告书负责的人为过错推定责任。第 90A 条是 2006 年增补的规范,规定了证券交易市场虚假陈述的民事责任,归责原则是过错责任原则。^[53] 荷兰关于招股书虚假陈述的民事责任有两个法律依据:一是荷兰民法典第六编第 194 条至第 196 条规定的误导性广告的侵权责任规范;^[54] 二是 2008 年不公平商业行为法第 1 条规定的消费者依据荷兰民法典第六编第 193 条 a 至第 193 条 j 提起索赔的侵权责任规范。^[55] 相对于荷兰民法典第六编第 162 条规定的一般侵权责任规范而言,二者都是特殊侵权责任规范,要求被告承担证明自己没有过错的责任。至于交易市场虚假陈述的民事责任,投资者只能依据荷兰民法典第六编第 162 条规定的一般侵权责任规范。^[56] 在加拿大安大略省证券法第 130 条规定的招股说明书虚假陈述的民事责任中,发行人为无过错责任,发行人的董事、承销商和任何同意招股书引用其报告、意见或陈述的公司或个人以及任何签署招股书的公司或个人,为过错推定责任。^[57] 在该法第 138.1 条至第 138.7 条规定的交易市场虚假陈述的民事责任中,归责原则是过错责任原则,发行人及其董事、高级管理人员以及出具报告的专家等是比例责任而非连带责任,且设置赔偿数额的限制。^[58]

在交易市场虚假陈述侵权责任规范中,过错推定的适用需要审慎。根据义务范围理论,任何义务均有其意图预防的具体风险,只有落入义务预防之风险所生的损害,义务违反者才需承担责任。^[59] 然而,当前我国监管部门和投资者对证券中介机构发挥“看门人”作用的期望过高,以至于中介机构承担了远高于其能力范围的注意义务。^[60] 甚至有论者认为,“五洋债券案不合理地增加了律师的法定义务”,“混淆了法律风险和商业风险的界限”。^[61] 对于中介机构的过错判定,既有裁判文书“或一笔带过,或语焉不详,甚而实质标准殊异,也难以为市场主体提供清晰确定的行为指引”。^[62] 在认定律师的注意义务时,有论者认为,“非专业事项向专业事项的转化认定稍显轻率”。^[63] 此外,“法院在司法裁判中严格依照《证券法》的规定要求审验机构对非虚假陈述的轻微过失也承担部分连带责任的裁决结果,致使过错责任有演变为保证责任的趋势”。^[64] 至于过错推定责任,也因成功推翻这一推定的情形极为罕见,“已近乎对公司信息披露的绝对保证责任”。^[65] 不同于公开发行欺诈中有募集资金作为赔偿的保

[53] See Financial Services and Markets Act 2000, Sec. 90, Sec. 90 A.

[54] See Dutch Civil Code (Burgerlijk Wetboek), Art. 6:194, Art. 6:196.

[55] See Dutch Unfair Commercial Practice Act (Wet oneerlijke handelspraktijken), Art. 1.

[56] See Dutch Civil Code, Art. 6:162.

[57] See Ontario Securities Act, Sec. 130.

[58] See Ontario Securities Act, Sec. 138.1-138.7.

[59] 参见洪国盛:《义务范围理论下证券服务机构过失虚假陈述赔偿责任》,《法学研究》2022 年第 5 期,第 122 页以下。

[60] 参见柴瑞娟、曹晨宇:《证券虚假陈述中服务机构连带责任:司法实践、现存问题与修正路径》,《湖湘论坛》2024 年第 5 期,第 54 页以下。

[61] 刘琪:《论证券民事诉讼中律师的责任边界——兼评五洋债券案》,《中国证券期货》2021 年第 3 期,第 93 页以下。

[62] 周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,《证券市场导报》2021 年第 7 期,第 120 页以下。

[63] 万国华、聂凤玲:《我国证券律师勤勉尽责义务认定思路反思及完善——基于十一起证券律师未勤勉尽责追责案例的考察》,《中国证券期货》2022 年第 3 期,第 81 页。

[64] 陈洁:《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》,《中国法学》2021 年第 6 期,第 215 页。

[65] 耿利航:《欺诈市场理论反思》,《法学研究》2020 年第 6 期,第 143 页。

障，且赔偿责任实际上有限额，交易市场虚假陈述侵权规范的一元模式缺乏这一平衡机制，导致所有被告（尤其是无辜被告）被置于无法控制的风险之中。

第二，一元模式不区分（拟）上市公司公开发行与上市公司非公开发行（定向发行），扰乱了证券法的基本逻辑与内在秩序。

证券法既要鼓励投资，也要追求融资效率，故其制度设计的基本逻辑就是在投资者保护与融资效率之间实现平衡。为此，各国证券法通常区分（拟）上市公司公开发行与上市公司非公开发行，在发行条件、发行程序、信息披露等方面进行差异化的制度设计。此外，基于这两种情形下投资者结构、能力和地位的不同，证券虚假陈述侵权规范的构成要件通常也不相同，这尤其体现在无过错责任及“三大推定”的适用方面。以美国为例，证券公开发行欺诈侵权的规范为1933年证券法第11条，证券非公开发行或私募发行欺诈侵权的规范主要为州侵权法和公司法等制定法。例如，优步（Uber）公司首次公开发行上市前的私募发行（Pre-IPO）遭遇的投资者诉讼索赔，即是根据加利福尼亚州公司法而不是联邦证券法。^[66]1933年证券法第11条为特殊侵权规范，构成要件被简化，对非发行人被告实行过错推定，目的是保护投资者；州侵权法等为一般侵权规范，构成要件不予简化，也不实行过错推定和交易因果关系推定，因为私募发行的投资者具有自我保护能力。

根据我国“2022年虚假陈述解释”第1条的规定，只要是证券交易场所的发行，无论是公开发行还是上市公司非公开发行，都适用相同的虚假陈述侵权规范、相同的构成要件。然而，上市公司非公开发行中尽职调查的时间、范围和深度均低于IPO，^[67]若基于投资者保护而实施“三大推定”，则中介机构为了控制风险，必须将尽职调查的时间、范围和深度提高到与IPO等同的程度，即将对特定投资者的保护提高到与对普通投资者保护一样的程度，以满足监管者、法院和社会公众对中介机构发现发行人欺诈的期待，并证明其不具有过错。否则，在任何疑点事项上的少许疏忽，都可能被认定为重大过失，从而招致民事赔偿责任。如此，非公开发行的融资效率就会降低，上市公司公开发行与非公开发行相区别的意义将被抹杀，证券法制度设计的基本逻辑将被打破，证券法的内在秩序也不再和谐。

第三，一元模式不考虑交易市场是否为有效市场，一律实行信赖推定，与欺诈市场理论不符。

欺诈市场理论的出现是平衡证券市场各参与主体利益的结果。在美国，投资者因交易市场虚假陈述而提起民事诉讼的，通常依据10b-5规则，但交易因果关系的举证门槛较高，投资者很难获赔。为了保护交易市场投资者尤其是普通投资者的利益，美国法院创造出“欺诈市场理论”。依据该理论，“在面对面交易中，（法院）对投资者信赖虚假陈述的考察，也是对该

[66] See Kevin LaCroix, *Though A Private Company, Uber Hit with Securities Class Action Lawsuit*, <https://www.dandodictionary.com/2017/09/articles/securities-litigation/though-private-company-uber-hit-securities-class-action-lawsuit/>, last visited on 2025-01-02.

[67] 例如，《保荐人尽职调查工作准则》（中国证券监督管理委员会公告〔2022〕36号）第3条规定：“本准则是以保荐人对拟保荐境内首次公开发行股票、存托凭证的发行人进行充分尽职调查为基础，制定的尽职调查程序的一般要求。……上市公司向特定对象或向不特定对象发行证券的，保荐人的尽职调查工作可以根据发行人的板块、行业、业务、财务、融资类型等确定尽职调查范围和方法。”这实际上将上市公司发行证券的尽职调查标准的调整权授予保荐人，保荐人在尽职调查时具有一定的灵活性。换言之，上市公司发行证券的尽职调查范围可以小于IPO，并可参照行业惯例。

投资者对信息的主观定价的考察。因为市场的存在,在理想情况下,市场就在卖方和买方之间,以市场价格的形式,向投资者传递信息。因此,市场在很大程度上执行了投资者在面对面交易中进行的估值过程。市场充当了投资者的无偿代理人,它告知投资者,鉴于市场掌握的所有信息,该股票的价值等同于市场价格”。〔68〕美国联邦第三巡回法院在 1986 年派尔诉斯派泽案(下称“派尔案”)中认为,“在公开和发达的市场中购买证券的原告无需证明直接依赖被告的(重大性)虚假陈述”,〔69〕只要被告作出了此类虚假陈述,就可以推定交易因果关系的存在。欺诈市场理论的引入,大大减轻了投资者的举证责任,但前提是,投资者必须证明所涉证券是在“公开和发达的证券市场”即“有效市场”中进行交易的。〔70〕

我国关于证券虚假陈述的司法解释虽然都以欺诈市场理论为理论背景或依据,但在“威慑导向策略”之下,法院在具体适用时,往往不考虑案涉市场是否为有效市场,均实行信赖推定。个别案件虽然涉及有效市场问题,但在非有效市场仍实行信赖推定。例如,在平安养老保险股份有限公司与山东胜通集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中,〔71〕法院虽然明确否认了案涉债券市场的有效性,但仍推定交易因果关系成立,并认为被告提交的证据不足以证明交易因果关系不成立。这种在否定了有效市场的前提下继续实行信赖推定的做法,与欺诈市场理论相矛盾。欺诈市场理论的目的就是保护有效市场的投资者。〔72〕在美国的判例中,“有效市场”和“公开、发达的市场”等是交替使用的,〔73〕“一个发达的市场总是公开的市场,而有效的市场总是发达的市场”。〔74〕其标准都是市场能够快速消化新信息并将之反映到证券价格上。〔75〕然而,非公开市场、面对面市场达不到有效市场的条件。而且,这些市场上主要是专业投资者,具备比较丰富的投资经验、较高的尽职调查能力、专业的研究分析能力以及较强的商业谈判能力、〔76〕自我保护能力、举证能力,不具有弱势地位,证券法上不应特别保护。

在“2003 年虚假陈述解释”制定伊始,不区分交易因果关系和损失因果关系曾被视为我国法院的一项“创新”,因为“直接将虚假陈述与投资者的损失相关联,这就使得对因果关系的认定更具有客观主义色彩,有利于法院从欺诈行为、交易损失等客观方面去认定或推定因果关系的存在,而毋需论证是否存在信赖”。〔77〕然而,笼统地规定因果关系推定规则,虽然简

〔68〕 In re LTV Securities Litigation, 88 F. R. D. 134, 143 (ND Tex. 1980).

〔69〕 Peil v. Speiser, 806 F. 2d 1161 (1986).

〔70〕 参见前引〔35〕,“基础公司案”。

〔71〕 参见山东省青岛市中级人民法院(2022)鲁02民初1063号民事判决书。

〔72〕 参见前引〔35〕,“基础公司案”。

〔73〕 例如,美国联邦最高法院在“基础公司案”中,就交替使用“自由、公开的市场”“充分发展的市场”“非个人化的、充分发展的市场”“非个人化的、有效率的市场”等(参见前引〔35〕,“基础公司案”)。在“派尔案”中,法院使用的是“公开和发达的市场”(参见前引〔69〕,“派尔案”)。

〔74〕 In re Health South Corp. Secs. Litig., 261 F. R. D. 616 (2009).

〔75〕 See In re Poly Medica Corp. Secs. Litig., 453 F. Supp. 2d. 260 (2006).

〔76〕 在私募投资场合,专业投资者往往利用其资本优势地位,迫使发行人的控股股东、实际控制人签署保底保收益的“对赌协议”,即是明证。不过,依据《最高人民法院关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》(法发〔2022〕17号)第9条的规定,创新型中小企业上市后非公开发行(定增)中的此类“对赌协议”会被法院认定无效。

〔77〕 郭锋:《证券市场虚假陈述及其民事赔偿责任——兼评最高人民法院关于虚假陈述民事赔偿的司法解释》,《法学家》2003年第2期,第44页。

化了案件审理程序，但从原被告利益平衡的角度看，这实质上是在因果关系不清的情况下由被告承担投资者的投资损失。^{〔78〕}实际上，仔细研读该司法解释第19条规定的“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”，这里所指的因果关系应当是损失因果关系。^{〔79〕}后来，我国法院在实践中逐渐区分交易因果关系和损失因果关系，“2022年虚假陈述解释”第11条、第12条和第31条对此也予以肯定。因果关系推定技术在证券虚假陈述领域被广泛运用，目的是“强调对证券投资者完全赔偿，实则将投资者参与投资的必要风险转嫁给中介机构及受其服务影响的其他市场参与者，从而抑制后者的市场参与积极性，过犹不及，……将系统性地扭曲各类市场主体的权责激励”。^{〔80〕}有论者早在20多年前就曾对“2003年虚假陈述解释”第19条的因果关系推定规则评论道：“从实践来看，被告要证明存在上述情形，从而推翻因果关系存在的推定是十分困难的。”^{〔81〕}至于损失因果关系，实证研究表明，在近半数案件（占44%）中，法院笼统地以被告举证不能为由判定不予折抵任何系统风险，“原告群体很可能被‘超额’补偿”。^{〔82〕}因此，一元模式过度使用因果关系推定规则导致的问题不容忽视。

三、证券虚假陈述侵权责任规范的二元模式

证券侵权责任法应平衡保护证券市场各参与主体的利益，即便对普通投资者进行特别保护，也要维护“证券市场哲学”和投资者责任自负这一基础性原则，^{〔83〕}即对普通投资者提供适度保护而非过度保护。以此理念为主导，证券市场虚假陈述侵权责任规范应构建为一种更加精细化的区分立法模式。

（一）从一元模式到二元模式的转变

我国证券虚假陈述侵权责任规范应重构为二元模式，并设置两套规范：一套是公开发行市场欺诈发行（下称“公开欺诈发行”）时的特殊证券侵权责任规范，另一套是适用于除公开欺诈发行之外的其他证券虚假陈述行为的一般证券侵权责任规范，但仅在有效市场或信息披露义务人隐瞒重大信息情形下实行信赖推定。

1. 交易市场虚假陈述应设置为一般侵权规范

交易市场虚假陈述应设置为一般侵权规范，而不是便利投资者获赔的特殊侵权规范，这其中除了交易市场投资者损失很难预估以及赔偿金额通常较大之外，让发行人承担无过错责任尤为不妥，原因在于：

第一，交易市场主要是投资者之间的“零和博弈”，让发行人承担无过错责任实际上是施加了惩罚。^{〔84〕}虽然根据法律与经济学的传统智慧，如果公司违反了法律，公司应承担主要责

〔78〕 参见陈洁：《虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》，《法律适用》2022年第3期，第54页。

〔79〕 参见前引〔8〕，樊健文，第1497页。

〔80〕 任孝民：《虚假陈述中介机构连带责任的检视与改革》，《财经法学》2022年第6期，第42页。

〔81〕 前引〔7〕，焦津洪文，第113页。

〔82〕 前引〔65〕，耿利航文，第137页。

〔83〕 参见邢会强：《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》，《中国法学》2019年第1期，第253页以下。

〔84〕 参见彭冰：《重构虚假陈述民事赔偿的发行人责任》，《中国社会科学院大学学报》2023年第10期，第31页。

任,但这种传统智慧并不适用于信息披露违法。当管理层作出导致公司违反信息披露法律的决策时,公司本身是违法行为的主要受害者,因为信息披露的主要作用是改善公司治理,并通过增加预期的流动性来降低公司的融资成本。^[85]因此,我国 2019 年证券法第 85 条、第 163 条将发行人定位为首要责任人、无过错责任人,不允许其进行任何免责抗辩,将使作为公司违法行为主要受害者的发行人再次受到伤害。

第二,让发行人承担赔偿责任存在新股东与原股东之间的“循环困境”问题。上市公司的赔偿,以现有股东间接承担成本为代价,支付给了受虚假陈述影响期间的原股东,这种赔偿本质上是股东之间的财富转移,而非作恶者赔偿受害者。^[86]美国学者福克斯也认为,让发行人赔偿因公开发行虚假陈述而在二级市场以不利价格交易的投资者的理由非常薄弱。^[87]因此,不应通过无过错责任或过错推定的方式激励投资者追究发行人的责任。

2. 公开欺诈发行应设置为特殊侵权规范

公开欺诈发行以非法牟取资金为目的,欺骗投资者尤其是缺乏自我保护能力的公众投资者,性质较为恶劣。因此,在我国证券法和刑法中,关于公开欺诈发行的行政责任和刑事责任均重于交易市场虚假陈述。例如,我国 2019 年证券法第 181 条关于公开欺诈发行的行政责任与第 197 条关于交易市场虚假陈述的行政责任相比,前者的罚款幅度至少比后者重一倍。再如,刑法第 160 条欺诈发行证券罪与第 161 条违规披露、不披露重要信息罪相比,前者的最高刑为 5 年以上有期徒刑,后者的最高刑为 5 年以上 10 年以下有期徒刑。民事责任也应与行政责任、刑事责任保持一致。但需注意的是,这种较重的民事责任不是实行惩罚性赔偿,而是通过特殊的归责原则即发行人的无过错责任和非发行人被告的过错推定责任,便利投资者赔偿,加重行为人责任,因为“无论是过错推定责任还是严格责任,都在一定程度上加重了行为人的责任”。^[88]

不同于交易市场虚假陈述,在公开欺诈发行中,让欺诈发行者赔偿投资者,即返还投资者认购的资金与卖出金额或证券余值之间的差额,不会出现对发行人实施额外惩罚以及无法预期赔偿金额的情况。一方面,可提起诉讼的原告范围是有限的,通常仅限于参与发行认购的投资者(即直接购买人),而不包括从交易市场买入证券的投资者。另一方面,发行人的总赔偿金额实际上是有限制的,“原则上系以发行人于募集发行有价证券所取的金额为度”,“其立法乃寓有肇因于发起人之申报不实企业信息,在法律上即应是返还其所取的资金,而赔偿责任之限额亦应是一种回复原状的设计”。^[89]同时,作为被告的中介机构在公开发行中获得的收入通常较高,实行过错推定责任以及不考虑交易因果关系要件,并不会导致大量中介机构退出市场。

3. 在有效交易市场或信息披露义务人隐瞒重大信息情形下实行交易因果关系推定

虽然“2003 年虚假陈述解释”中关于因果关系的“认定规则借用了‘欺诈市场理论’的

[85] See Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 Columbia Law Review 279-280 (2009).

[86] See John C. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Columbia Law Review 1557 (2006).

[87] 参见前引 [85], Fox 文,第 281 页。

[88] 王利明:《侵权责任法研究》下卷,中国人民大学出版社 2016 年版,第 3 页。

[89] 廖大颖:《日本证券交易法对于公开说明书专家责任之规范》,中国台湾《全国律师》2006 年第 11 期,第 31 页。

推定框架，却忽视了理论中预留的前提和假定”。^{〔90〕}在区分立法模式下，我国应在完整理解下引进欺诈市场理论，原告在适用信赖推定之前，必须证明：被告公开进行虚假陈述且该虚假陈述具有重大性；证券是在有效市场进行交易的；原告在虚假陈述实施之后、真相被揭露之前进行了证券交易。

在被告隐瞒信息的情况下，即便不是有效市场，也应实行交易因果关系推定。这是美国联邦最高法院在犹他部落居民诉美国案（下称“犹他部落居民案”）中创造的例外。在该案中，原告因信息闭塞，被当地一家银行的职员诱骗，将其持有的一家公司的股票低价卖给后者，后者转手卖出并获利丰厚。原告起诉银行职员及所在银行，要求赔偿损失。一审法院认为，原告未能证明交易因果关系，判决其败诉。该案上诉到联邦最高法院后，法院确立了如下规则：在违法行为是不作为的不公开而不是积极作为的虚假或误导性陈述时，原告不需要证明交易因果关系。^{〔91〕}我国台湾地区法院也参考“犹他部落居民案”，引进了隐瞒情况下的交易因果关系推定规则，并陈述了类似的见解：“因大中公司之财务报告未揭露该公司负责人擅自挪用款项之事实，致使投资者无法从该财务报告之内容得悉公司之财务状况、经营结果暨现金流量已有异常，致为投资之错误判断，则上诉人主张被上诉人等之犯行，致其所得资讯错误，无从正确判断风险而善意买入股票，受有损害，合于证券市场交易情况，是于此情形下，应转由被上诉人举证证明被上诉人之不实财务报告与投资人之损害无因果关系始可免除责任。”^{〔92〕}信息披露义务人隐瞒应披露的信息的，原告当然无从获取、阅读并信赖该信息。在此情况下，原告应自动适用信赖推定，以迫使信息披露义务人积极披露。

（二）公开欺诈发行特殊侵权规范的构造

公开欺诈发行特殊侵权规范由如下四个要件组成：（1）侵权行为。原告需要证明，发行人的公开发行人文件存在重大虚假陈述，构成欺诈发行。（2）主观过错。因发行人承担无过错责任，非发行人被告承担过错推定责任，故原告无需证明被告过错。（3）损失。原告需要证明，卖出价格低于发行价格（卖出证券时），或者基准价格低于发行价格（仍然持有证券时）。（4）因果关系。原告不需要证明交易因果关系（信赖），且因不实行信赖推定，一般也不允许被告对交易因果关系提出抗辩，投资者明知欺诈而认购的除外。但原告需要证明损失因果关系，即损失是由欺诈发行造成的。

损失因果关系考察的是损失与欺诈发行之间的因果联系。由于证券价格受多重因素的影响，且时常变动，推定损失全部由欺诈发行造成，显然不符合常识。实际上，损失因果关系推定在实践中也未得到完全遵从。例如，在“乐视网案”中，原被告双方都提供了建议的损失测算机构，法院最后通过抽签的方式从中选定了一家。^{〔93〕}再如，在冯某鹏等诉厦门安妮股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中，被告安妮股份向法院提交了其在庭前自行委托的机构所作的测算报告，但原告认为，这是安妮股份单方委托，因此不予认可。安妮股份在庭审后，

〔90〕 前引〔9〕，陆思璇文，第80页。

〔91〕 参见 *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U. S. 128 (1972)；朱锦清：《证券法学》，北京大学出版社2011年版，第163页。

〔92〕 我国台湾地区2003年度上易字第471号民事判决书。

〔93〕 参见前引〔25〕，“乐视网案”。

又请求委托上海高金金融研究院对原告损失进行重新评估测算。但法院未予准许,而是直接委托中证资本市场法律服务中心进行测算。安妮股份并不认可该测算结果并提出异议。中证资本市场法律服务中心对其测算模型进行修正后,法院在该次测算结果的基础上,酌定扣减了 50% 的非系统风险损失,作为投资者最终的损失金额。^[94]既然是推定损失因果关系,被告就有权委托测算机构对损失原因进行测算,以剔除系统风险和非系统风险等非虚假陈述因素对损失的影响。但这样的结果可能使原告的损失低于买卖价差。因此,损失因果关系推定虽然有“2022 年虚假陈述解释”第 31 条第 2 款的明确规定,但投资者往往并不认可。实践中的做法通常是,由法院直接委托专业测算机构,或通过抽签的方式选定专业测算机构并进行委托。在这种情况下,不如直接废除损失因果关系推定规则,要求原告证明,同时允许被告反驳,且二者均有权委托测算机构。测算机构作为专家证人出庭进行说明并接受质证。法院居中裁断,采纳其认为客观、合理的测算结果,并在此基础上酌定扣除比例。

(三) 一般证券侵权规范的构造

一般证券侵权规范是一般侵权规范在证券法领域的具体适用,其将废止我国证券法及虚假陈述司法解释规定的无过错责任及“三大推定”,原告除需证明侵权行为和损失之外,还要证明过错和交易因果关系。

过错是一种主观状态,分为故意和过失,过失又分为重大过失和一般过失。“2022 年虚假陈述解释”第 13 条明确将 2019 年证券法第 85 条和第 163 条的“过错”限缩解释为故意和重大过失。对此,该司法解释的起草者从法律体系解释、比较法解释、司法实践三个方面给出了详细的说明。^[95]因此,只有故意和重大过失虚假陈述者才需承担侵权赔偿责任。

因果关系包括交易因果关系和损失因果关系,损失因果关系不再实行推定;交易因果关系推定的前提是有效市场,这需要原告证明。在美国,法官会根据专家证人的证词、相关研究及其他证据,结合案件的具体情况进行综合判断。无论是专家的证词,还是法官的判断,通常围绕“坎默因素”(Cammer factors),即平均交易量、跟踪证券的分析师数量、做市商数量、发行人是否有权提交 S-3 文件、^[96] 证券价格是否能够对发行人出现的新信息快速作出反应等五大因素进行论证和判断。^[97]此外,“克鲁格曼因素”(Krogman factors)也常与“坎默因素”结合起来使用,即公司市值、买入和卖出的价差、社会公众持有的流通股的比例。^[98]我国可以采取专家论证与法官判断的方法,参考包括每周证券的换手率或交易量,分析师的分析、评论和推荐,证券的发行规模,持有该只证券的机构投资者数量,证券的信用评级,证券价格是否能够对出现的新信息作出快速反应等因素。^[99]

(四) 二元模式在规范文本中的体现

将证券虚假陈述侵权责任规范的一元模式改为二元模式,必须在证券法层面和司法解释层

[94] 参见福建省厦门市中级人民法院(2023)闽02民初505号民事判决书。

[95] 参见前引[7],林文学等文,第47页。

[96] S-3 文件允许发行人通过参照的方式披露之前的信息。通常只有大型、知名的公司才会向美国证券交易委员会提交 S-3 文件。

[97] See Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264 (1989).

[98] See Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (N. D. Tex. 2001); Margaret V. Sachs et al., *Securities Litigation and Enforcement: In A Nutshell*, 2d ed., St. Paul: West Academic Publishing, 2021, p. 102.

[99] 参见樊健:《欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用》,《财经法学》2020 年第 2 期,第 3 页以下。

面同时进行修改,才能实现彻底的改革。

第一,以2019年证券法第85条为基础,将第163条与第85条合并,改造为公开欺诈发行的民事责任条款:发行人公开欺诈发行证券,致使本次公开发行认购的投资者在证券交易中遭受损失的,发行人应当承担赔偿责任;发行人的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销商和审计机构、评估机构、法律顾问等证券服务机构,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。

第二,以2019年证券法第163条为基础,将其改造为一般虚假陈述的民事责任条款:信息披露义务人未按照规定披露信息,或者披露的定期报告、临时报告、其他资料存在虚假陈述,或者在非公开发行证券过程中进行虚假陈述,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人,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或者证券服务机构等具有故意的,应当承担连带赔偿责任;具有重大过失的,应当承担相应的比例赔偿责任。^[100]

第三,虚假陈述司法解释中关于交易因果关系的条款应修改为:发行人公开欺诈发行证券的,原告不需要证明交易因果关系(第1款)。发行人在交易市场虚假陈述,或者在私募发行过程中欺诈发行,原告能够证明下列情形的,人民法院应当认定虚假陈述与原告的投资决定之间的交易因果关系成立:(一)信息披露义务人实施了虚假陈述;(二)原告交易的是与虚假陈述直接关联的证券;(三)原告在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前实施了相应的交易行为,即在诱多型虚假陈述中买入了相关证券,或者在诱空型虚假陈述中卖出了相关证券;(四)该证券所在的市场为公开市场,证券流通性强,价格能快速反映各种已公开的信息(第2款)。^[101]发行人存在重大隐瞒的,原告免于提交前款第(四)项所列的证据(第3款)。

第四,虚假陈述司法解释中关于损失因果关系的条款应修改为:原告对虚假陈述与原告损失之间的因果关系承担举证责任。原告可以委托专业测算机构对其损失进行测算。被告也可以委托专业测算机构对原告的损失进行测算(第1款)。原被告委托专业测算机构进行测算的,测算机构作为专家证人应出庭进行说明,并接受对方当事人的质证或法官的询问(第2款)。人民法院应当查明虚假陈述与原告损失之间的因果关系,以及导致原告损失的其他原因等案件基本事实,确定赔偿责任范围(第3款)。被告能够举证证明原告的部分或者全部损失是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,其关于相应减轻或者免除责任的抗辩,人民法院应当予以支持(第4款)。

结 语

在证券虚假陈述侵权责任纠纷中,过失责任人的责任承担问题备受关注。^[102]对于一元模

[100] 关于过失责任人应承担比例责任而非(比例)连带责任的理由,参见邢会强:《证券中介机构法律责任配置》,《中国社会科学》2022年第5期,第98页以下。

[101] “有效市场”是一个学术术语,不易为法官和当事人理解。因此,此处将“有效市场”表达为“公开市场,证券流通性强,价格能快速反映各种已公开的信息”。

[102] 参见邹学庚:《虚假陈述比例连带责任的认定模式与体系展开》,《法学研究》2023年第4期,第131页。

式所导致的对过失责任人的诉讼滋扰和过度威慑问题，二元模式是解决路径之一。当然，这两套证券虚假陈述侵权责任规范是否完全满足我国证券市场的需要，尚待实践的检验，也不排除在此基础上衍生出更为精细的侵权责任规范。对公开欺诈发行民事赔偿诉讼设置特殊的诉讼时效与除斥期间的必要性，^{〔103〕}对过失责任人同时引入赔偿限额的必要性和限额的设置方式，以及有效市场的具体认定标准等，也需要进一步研究。二元模式下证券虚假陈述侵权责任规范的进一步精细化，可能成为我国证券法（学）未来发展的重要方向之一。

Abstract: China's Securities Law is based on a "deterrence-oriented strategy" and regulates securities misrepresentation tortious acts in different issuance markets and methods with a unified tort liability norm and identical elements of tort liability, forming a monistic model of securities misrepresentation tort liability norm. To give special protection to investors, the tort liability norm under this monistic model is positioned as a special tort liability norm, implementing no-fault liability and presumption of fault, presumption of transaction causation (reliance), and presumption of loss causation, which does not fully conform to the fraud-on-the-market theory, disrupts the basic logic of the securities law system, and leads to an imbalance of interests among securities market entities. The securities misrepresentation tort liability norm model of China should be reconstructed into a dual model, namely, the special securities tort liability norm for fraudulent offering in the public offering market and the general securities tort liability norm for other securities misrepresentations except for public fraudulent offering. The presumption of transaction causation should only be implemented in the case of an efficient market or when the information disclosure obligor conceals material information.

Key Words: misrepresentation, fraudulent offering, fraud-on-the-market theory, presumption of fault, presumption of causation

〔103〕 一些国家或地区的公开欺诈发行侵权规范设置了特殊的诉讼时效与除斥期间。例如，美国 1933 年证券法第 13 条规定，依据该法第 11 条或第 12 条（a）（2）提起的诉讼必须在发现或者进行合理调查后应发现不实陈述或遗漏后的 1 年内提出，如果依据第 12 条（a）（1）主张责任，则必须在与责任相关的违法行为发生后的 1 年内提出，否则都将丧失胜诉权。在任何情况下，在证券善意发售 3 年后，不得依据第 11 条或第 12 条（a）（1）提起诉讼；在证券出售 3 年以后，则不得依据第 12 条（a）（2）提起诉讼。我国台湾地区“证券交易法”第 21 条规定：“本法规定之损害赔偿请求权，自有请求权人知有得受赔偿之原因时起 2 年间不行使而消灭；自募集、发行或买卖之日起逾 5 年者亦同。”