

证券虚假陈述侵权损害赔偿中 因果关系的认定机制

陈 洁

【摘 要】因果关系的认定是证券虚假陈述侵权损害赔偿制度的核心问题。我国新司法解释借鉴域外市场欺诈理论，对证券市场虚假陈述侵权民事赔偿责任中因果关系的认定，分别规定了交易因果关系和损失因果关系的推定规则。新司法解释对因果关系层次的区分、特定交易者的获赔资格以及被告的抗辩事由等方面做的修订和完善，总体上维护了证券虚假陈述民事诉讼中原被告间的利益平衡，也避免了我国证券民事赔偿制度异化为给投资者在证券市场的损失提供保险的工具。

【关键词】交易因果关系 损失因果关系 抗辩事由 信赖推定

【作者简介】陈洁，法学博士，中国社会科学院法学研究所研究员，中国社会科学院大学教授、博士生导师。

【中图分类号】D922.29 **【文献标识码】**A

【文章编号】2097-1125 (2023) 10-0041-17

虚假陈述系证券市场最为典型高发的违法行为，《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）1998年颁布伊始就明确了虚假陈述致投资者损害的民事责任。但长久以来，我国证券市场虚假陈述民事赔偿制度从文本到实践主要依赖于2003年2月1日施行的《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》（法释〔2003〕2号，以下简称旧司法解释）。2022年1月21日，《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，以下简称新司法解释）对历经19年风雨的旧司法解释做了实质性的重大修订，因果关系认定规则的完善就是其中的重要内容。鉴于因果关系的认定是证券虚假陈述侵权损害赔偿制度的核心问题，也是理论界与实务界纷争已久的难题，本文立足我国证券民事赔偿审判实践，对新司法解释框架下因果关系的认定机制进

行系统深入的研究，以期裨益我国证券虚假陈述民事赔偿制度的适用效果以及整体效能的提升。

一、新旧司法解释关于因果关系认定思路的演变脉络

证券虚假陈述致投资者损害的侵权责任因果关系的内在结构，实际上可以分为两个层次：一是交易因果关系，即投资者基于对行为人虚假陈述的信赖实施了证券交易，如果没有行为人的虚假陈述就不会有投资者证券交易的发生；二是损失因果关系，即投资者因为证券交易而遭受损失，投资者的交易损失系直接由行为人的虚假陈述导致。

由于证券市场及证券交易的特殊性，作为受害方的投资者要举证信息披露责任主体虚假陈述致其损害困难重重。为此，现代各国纷纷效仿美国，采用“市场欺诈理论”（Fraud-on-the-Market Theory）来解决虚假陈述民事赔偿中的因果关系认定问题。该理论的核心观点在于，在一个开放而且发展良好的证券市场上，证券价格反映了关于证券发行人的所有公开信息，包括错误虚假的信息。既然所有的信息都反映在证券的市场价格上，那么，所有接受了该证券的市场价格而从事交易的投资者都可以被看作信赖了所有的信息（包括虚假陈述信息）而进行交易。^①该理论解决了证券交易中的“信赖推定”从而成为虚假陈述民事赔偿中实行因果关系推定的理论基础。我国新旧司法解释都借鉴了域外市场欺诈理论，在对投资者按照市场价格进行交易实施“信赖推定”的基础上，对虚假陈述侵权民事赔偿实行了“因果关系推定”，但从文本比较，新司法解释相较于旧司法解释从因果关系的区分、特定交易者的获赔资格以及被告的抗辩事由等方面做了全面细致的修订和完善。

（一）旧司法解释关于因果关系的认定规则及其存在的问题

旧司法解释用两个条文（第18条、第19条）规定了证券虚假陈述侵权损害赔偿因果关系的认定规则。归结起来，在投资者提起虚假陈述民事赔偿诉讼需要满足前置程序而解决虚假陈述存在的前提下，^②旧司法解释对因果关系实行了简单粗略的推定，即投资人在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入该证券，在虚假陈述揭露日或者更正日及以后卖出或者因持续持有该证券而产生亏损，则可以认定该投资人的损失与虚假陈述之间具有因果关系。当然，旧司法解释也规定了被告可以推翻因果关系推定的

^① 参见盛焕炜、朱川：《证券虚假陈述民事赔偿因果关系论》，《法学》2003年第6期，第99～100页。

^② 旧司法解释第6条规定，对虚假陈述引发的民事赔偿案件，法院立案受理时要以监管部门的行政处罚或生效的刑事判决认定为前置条件。

事由。

旧司法解释对因果关系认定的简单化处理引发了诸多批评。主要观点如下。

其一，概括规定因果关系使原被告诉讼利益失衡。旧司法解释不区分交易因果关系和损失因果关系，笼统地规定了因果关系推定规则，这从简化案件审理程序的角度来说无疑简便有效，但从原告与被告的利益平衡角度来看，因果关系推定合二为一，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。事实上，旧司法解释仅以投资者买入与虚假陈述直接关联的证券的时间为推定因果关系的唯一依据，并将二者不同的抗辩事由概括地加以列举。这在实践中往往导致法官不能准确把握虚假陈述侵权行为与损害结果的因果关系。^①同时，由于给予被告反证的理由列举得不够充分，原告的胜诉率大大提高，这容易造成原告与被告在诉讼中的利益失衡。

其二，没有区分诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述导致与市场现实相脱节。所谓诱多型虚假陈述行为是指信息披露义务人隐瞒利空消息、虚构利多事实以诱导投资者买入关联证券，诱空型虚假陈述行为则是信息披露义务人隐瞒利多消息、虚构利空事实以诱导投资者卖出关联证券。由于我国曾经长期是单边股票市场（只能做多不能做空），人们往往只考虑那些推动股票价格上升的所谓“利好”的虚假信息，而忽视那些相对罕见的助推股票价格下跌的所谓“利空”的虚假信息，体现在旧司法解释上就是仅以诱多型虚假陈述为基础模型而展开。旧司法解释的片面规定在司法实践中可能直接导致不法行为人无须为其做出的诱空型虚假陈述行为承担赔偿责任。

其三，将揭露日之前抛售股票的投资者全然排除在救济之外可能不合理。在我国市场实践中，从被告实施虚假陈述到该虚假陈述被调查直至被完全揭露通常会持续或长或短的一段间隔，在该期间，某些比较关注市场信息的投资者因种种市场传言可能在正式揭露日之前就卖出股票。在这种情况下，尽管投资者是在揭露日之前卖出股票，但投资者实施交易的决定本身和虚假陈述之间还是有明确的因果关系的。因此，如果把这种情形下遭受损失的投资者排除在救济之外明显是不合适的。从某种意义上说，投资者何时买卖股票在法律上并不重要，重要的是投资者是否因为虚假陈述行为而遭受损失。^②

^① 参见陈洁：《论证券民事赔偿中因果关系的推定——以虚假陈述引发的侵权损害赔偿为中心》，http://iolaw.ccssn.cn/zxzp/200502/t20050201_4595083.shtml，2022年12月20日。

^② 参见陈洁：《论证券民事赔偿中因果关系的推定——以虚假陈述引发的侵权损害赔偿为中心》，http://iolaw.ccssn.cn/zxzp/200502/t20050201_4595083.shtml，2022年12月20日。

（二）新司法解释关于因果关系认定规则的思路变化

新司法解释将旧司法解释概括性的因果关系规则拆分为交易因果关系和损失因果关系两部分，其第三节“重大性及交易因果关系”中用两个条文（第11~12条）规定交易因果关系问题，第六节“损失认定”中用一个条文（第31条）规定损失因果关系问题。

与旧司法解释相较，新司法解释在因果关系方面的实质改进主要体现在如下三方面。

其一，新司法解释在废除前置程序的前提下，将旧司法解释确立的概括性因果关系推定区分为交易因果关系推定和损失因果关系推定，并明确了二者的认定规则，尤其是细化了被告的抗辩事由。可以说，新司法解释通过因果关系规则的精细化维护了原被告间的利益平衡，实质上是在强调保护投资者利益的同时，也避免了民事赔偿制度异化为给投资者证券市场的损失提供保险的工具。^①

其二，增加了诱空型虚假陈述的赔偿责任，取消了对揭露日之前反向交易的投资者排除损失认定的相关规定等，从而使虚假陈述民事赔偿制度更科学合理。

其三，完善了非虚假陈述造成的损失减免规则。新司法解释进一步增加了被告可以减轻或免除责任的抗辩事由。如果原告的损失部分或者全部是由非虚假陈述因素导致的，则该损失应予扣除。这样规定无疑更加符合侵权责任的基本法理，对诉讼双方也更加公平合理。

二、新司法解释关于交易因果关系的认定机制

如前所述，新司法解释在借鉴美国司法实践中的欺诈市场理论及推定信赖原则的思路下，对交易因果关系的成立与抗辩从程序到实体做了全面细致的规定。

（一）交易因果关系的推定成立

新司法解释第11条明确了推定交易因果关系成立的事实条件：一是虚假陈述行为的存在；二是交易标的证券的关联性；三是投资者在特定期间（虚假陈述实施日之后、揭露日之前）^②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。^③

^① 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》，《人民司法》2022年第7期，第49页。

^② 为表述简便，本文的“揭露日”是被动的揭露日或主动的更正日的合称。

^③ 参见王春平、吴耀宏：《新司法解释下证券虚假陈述民事赔偿案件否定因果关系要件之抗辩路径——以两证券虚假陈述责任纠纷案为例》，《中国证券期货》2023年第1期，第73页。

新司法解释第 11 条表面上规定了交易因果关系成立的基本条件，事实上，由于证券虚假陈述民事赔偿案件中法院需要预先确定揭露日，才能初步确定哪些投资者可以提起诉讼，因此，第 11 条实际上明确了投资者作为原告提起诉讼的必要条件，或者说是法院确定权利人范围的基本标准。由于第 11 条涉及投资者能否成为原告的起诉资格，因而其具有程序法上的意义。至于这些提起诉讼的原告最终是否可以获得赔偿，需要经过实体庭审中被告抗辩的检验，被告抗辩成功的投资者便不能获得全部或部分赔偿。因此，第 11 条可以看成交易因果关系推定初步成立进而确定原告范围的依据。

1. 虚假陈述行为的存在

虚假陈述行为的存在是虚假陈述民事救济的事实基础，也是交易因果关系的基本前提。在旧司法解释确立了证券民事诉讼前置程序的背景下，虚假陈述行为的存在实际上已经由证券监管机构对讼争虚假陈述的行政处罚决定或法院的刑事裁判文书证明。新司法解释第 2 条明确废除了前置程序，因此就必须由投资者自行证明信息披露义务人实施了虚假陈述。由于虚假陈述是指信息披露义务人对重要信息或重大事实的虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，故投资者要证明虚假陈述的关键是证明信息披露义务人虚假陈述的信息或事实具有重大性。而要证明虚假陈述信息或事实的重大性，依据新司法解释第 10 条之规定，则需要证明信息披露义务人虚假陈述导致相关证券交易价格或者交易量发生明显变化。^① 由于证券市场证券价格变动的复杂性，虚假陈述重大性的证明对普通投资者而言显然是难以完成的任务。

结合新司法解释第 8 条之规定，“虚假陈述揭露日，是指虚假陈述在具有全国性影响的报刊、电台、电视台或监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站、行业知名的自媒体等媒体上，首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。……除当事人有相反证据足以反驳外，下列日期应当认定为揭露日：（一）监管部门以涉嫌信息披露违法为由对信息披露义务人立案调查的信息公开之日；（二）证券交易场所等自律管理组织因虚假陈述对信息披露义务人等责任主体采取自律管理措施的信息公布之日”，笔者以为，尽管新司法解释废除了前置程序，但由于法院必须依据揭露日才能确定可以提起诉讼的权利人的范围，而新司法解释第 8 条关于揭露日的具体规定在实践中较难把

^① 关于虚假陈述重大性的认定标准，新司法解释第 10 条在影响“证券交易价格”基础上，增加了影响证券“交易量”的表述。但是，在市场实践中，股票成交量放大而股价不变的情况并不鲜见。而更为关键的是，证券虚假陈述损害赔偿问题最终要落实到价格上。因此，即便有交易量变化，只要证券价格无波动就不会导致投资者损失，投资者的赔偿请求也就无从谈起。因此，笔者以为，交易量的变化可以是一个参考因素，但不应成为虚假陈述内容重大性与否的衡量尺度。

握，因此，通常情形下，揭露日还得依靠监管部门或证券交易场所等自律管理组织的调查来确定。由此，从未来情形看，信息披露义务人实施了虚假陈述的证明，很大程度上还得依赖证券监管机构的行政调查或行政处罚以及证券交易所（包括国务院批准的其他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来作为证明虚假陈述事实的初步证据。在没有监管部门或自律管理组织提供相关证据的前提下，仅仅依靠投资者自行举证虚假陈述的事实恐怕很难获得法院的支持。

从域外经验看，对虚假陈述是否存在的问题，普通法系国家的法院通常采用两步走的诉讼程序来解决。第一步是初步审理阶段，即原告只要提供有相当可能存在虚假陈述的初步证据，法院就会以最有利于原告的标准来判断案件的表面证据是否足以推动进入下一步。第二步是证据开示阶段，在原被告抗辩式的证据互换、互驳之后，由法院决定究竟哪一方的证据占优势。^①具体到美国的证券集团诉讼中，原告在起诉时通常仅需提交虚假陈述引发证券价格“变化”的证据，法院受理之后，再委托专业机构分析虚假陈述与证券价格变化之间的因果关系。而我国司法实践中，法院通过确定虚假陈述的实施日和揭露日来确定权利人即原告的范围，即权利人只有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才可能作为原告提起诉讼。鉴于揭露日的确定直接关系到原告资格、胜诉权、赔偿范围和损失计算等，是虚假陈述民事赔偿案件中的核心问题，也是司法实践中非常复杂的关键问题，^②法院未经开庭审理就确定揭露日的做法实际上构成了对案件的先行审理。不同意法院事先确定的揭露日的投资者已然被排除在诉讼的原告范围之外。以康美药业案为例，广东省广州市中级人民法院对揭露日的认定就饱受争议，因为法院公告认定该案虚假陈述的揭露日为网络曝光康美药业造假行为的2018年10月16日，而非证监会立案调查日2018年12月28日，这就使符合原告资格的投资者人数大为减少。^③对此，笔者以为，在取消前置程序的大背景下，法院应该依据《中华人民共和国民事诉讼法》（以下简称《民事诉讼法》）对民事诉讼原告规定的条件来确定证券虚假陈述诉讼的原告范围。《民事诉讼法》规定，成为原告的实质要件为与所诉案件有直接

① 参见张巍：《证券虚假陈述民事赔偿司法解释：我的理解与疑问》，“比较公司治理”微信公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/dL4qjvrUX8s5IHkpudG1QA>，2022年1月23日。

② 参见宋一欣：《虚假陈述民事赔偿诉讼制度若干问题的思考》，《法律适用》2003年第4期，第11页。

③ 从法理上说，只有在媒体揭露日、立案调查日、自我更正日等日期中确定较晚的时间作为揭露日，才可以容纳最多的投资者人数。只有尽量从宽确定原告，在开庭审理中再逐步排除没有因虚假陈述而受损的投资者，才能够尽可能全面地保护受害投资者，也才真正符合证券民事赔偿诉讼的基本精神。

利害关系。在证券民事赔偿案件中，鉴于原告对虚假陈述信赖的举证最终转化为对虚假陈述影响证券实际价格的举证，故只要投资者提供揭露日后证券价格重大变化的初步证据以及投资者在虚假陈述实施日之后买入证券的证据（如果是诱空型虚假陈述的情形则相反），则投资者就是可能的受害者，法院就应该把他登记为原告。^①至于是否所有的原告都能够获得赔偿，需要在开庭实体审理时，通过被告对推定交易因果关系的抗辩以及最终揭露日的确定来认定被告的虚假陈述是否与原告的损失之间存在因果关系。

2. 交易标的证券的关联性

投资者交易的是与信息披露义务人虚假陈述直接关联的证券，这是证明投资者与虚假陈述之间具有交易因果关系的最直接、最重要的事实。在实践中，交易标的证券的关联性需要考虑两方面问题：一是证券种类问题，二是市场的特性问题。

关于证券种类问题。一个上市公司可能发行了股票、债券、存托凭证等多种形式的证券品种。鉴于新司法解释并未对投资者交易的证券品种予以特殊限制，故《证券法》第2条规定的股票、公司债券、存托凭证等证券类型都可以适用该司法解释。换言之，只要上市公司实施了虚假陈述，则投资者不管购买其发行的股票、债券还是存托凭证等等，都应该属于与上市公司虚假陈述直接关联的证券范畴。

关于市场特性问题。由于欺诈市场理论建立在市场有效性基础上，即有效市场是欺诈市场理论成立的前提，那么投资者交易了发行在非有效市场的证券品种，是否也可以基于信赖推定从而适用交易因果关系的推定？对此，新司法解释第1条（关于适用范围）规定：“信息披露义务人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件，适用本规定。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。”可见，新司法解释关于推定交易因果关系的规定并没有限定必须发生在通常被认为是有效或半有效市场的交易所市场以及全国性证券交易场所，即便是投资了区域性股权市场的证券品种也可以参照适用交易因果关系推定。对此，有学者指出，市场本身是否有效其实并不重要，重要的是虚假陈述是否会影响到证券交易价格或者交易量。即使是非公开交易的市场或者流动性没有那么强的市场，只要能够证明虚假陈述影响了证券交易价格或者交易量，也就可以推定信赖。^②从这个角度出发，新司

^① 参见陈洁：《中国首起证券纠纷特别代表人诉讼案评述——对“康美药业”虚假陈述民事赔偿案诉讼规则的初步思考》，http://iolaw.ccssn.cn/zxqp/202206/t20220627_5414272.shtml，2022年6月27日。

^② 参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，《法学研究》2020年第6期，第131页。

法解释将适用范围扩展到证券交易场所（包括新三板市场），并规定合法的区域性股权市场中发生的虚假陈述民事赔偿案件也可以参照适用其规定，具有一定的合理性。^①

此外，对采用协议定价等方式交易在证券交易场所发行的证券能否适用新司法解释的问题，依据新司法解释第1条之规定，笔者以为，只要是在证券交易场所公开发行、交易的证券的信息披露义务人虚假陈述引发的对投资者的损害赔偿案件，均可适用新司法解释。因此，不必拘泥于投资者的交易是采用“集中竞价”交易方式还是“一对一”的协议转让方式，而是要看相关标的证券是否属于在证券交易场所公开发行的证券并且该证券的信息披露是否损害了不特定投资者的利益。^② 尽管新司法解释第27条和第28条只明确了“采用集中竞价的交易市场中”虚假陈述的股票损失计算方法，^③ 但新司法解释本身并没有禁止采用其他交易方式的投资者寻求虚假陈述的民事赔偿。^④ 因此，采用协议定价方式交易的投资者在交易因果关系推定成立的前提下，可以由自己举证证明被告的虚假陈述与其投资遭受的损失之间存在因果关系。

3. 实施交易的时间与交易方向的要求

投资者只有在虚假陈述影响期间（实施日之后、揭露日之前）实施了相应的交易行为才可能被推定交易因果关系的成立。

其一，关于时间要求。理论上，虚假陈述的实施是影响市场价格开始，虚假陈述的揭示则是影响市场价格的结束。因此，如果没有在虚假陈述实施日之后实施交易行为，就表明投资者没有受到虚假陈述影响也不可能遭受损害。由于揭露日之后虚假陈述已经公开，揭露日之后实施交易的投资者对虚假陈述不再有合理信赖，因此其交易行为和虚假陈述之间不存在因果关系，故无获赔资格。这里的问题是，以诱多型虚假陈述为例，实施日之后已经买入，但在揭露日之前又卖出证券的受损投资者是否应该获赔？旧司法解释规定，在虚假陈述揭露日之前已经卖出证券的，法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系，故这些投资者无法获得赔偿。这样规定的理由在于，对揭露日前卖出的交易者，法律推定其未曾受到虚假陈述揭示带来

① 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，《法律适用》2022年第5期，第60页。

② 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52页。

③ 参见新司法解释第27条（诱多型虚假陈述的股票损失计算）的规定以及第28条（诱空型虚假陈述的股票损失计算）的规定。

④ 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，《法律适用》2022年第5期，第56页。

的对证券价格的不利影响，故其无获赔资格。当然，这样的规定也包含了诸如鼓励投资者关注市场信息披露、降低法律实施成本等公共政策方面的考量。与旧司法解释的规定不同，新司法解释规定“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”就可以推定交易因果关系成立，即在诱多型虚假陈述中，只规定买入时间，而没有规定卖出时间；在诱空型虚假陈述中，只规定卖出时间，而没有规定买入时间。对此，可以认为，新司法解释对诱多型虚假陈述中在虚假陈述揭露日之前已经卖出证券的受损投资者也是予以保护的。相反，诱空型虚假陈述中，只要投资者在实施日之后、揭露日之前卖出证券，即便在虚假陈述揭露日之前又买入证券，只要受损也是可以受到保护的。推究这样规定的缘由在于，由于市场实践中揭露日的时间往往比较“滞后”，更准确地说，在揭露日“实质性揭露”之前，往往存在各种非实质性的揭露行为，这样难免会有一些信息敏感型的投资者在“实质性揭露”之前就抛售股票。换言之，揭露日之前虚假陈述可能逐渐为市场知晓，这样标的证券曾经虚高的价格中由虚假陈述支撑的“泡沫”也会逐步清除，这种情形下以低于买入价格卖出股票的投资者，其损失仍然是基于先前对虚假陈述的合理信赖而造成的，因此其交易行为和虚假陈述之间存在因果关系，其受损应该得到赔偿。此外，当市场对标证券是否存在“虚假泡沫”产生疑问时，理智的投资者应该及时卖出股票以规避风险，这也有利于引导投资者谨慎投资。对无视市场任何利空信息的“躺平”投资者而言，其仅因持股到揭露日之后就能获得赔偿的规则设置无疑也是有悖常理的。

其二，关于交易方向。交易方向只有与虚假信息类型相匹配才能推定投资者对虚假陈述的信赖从而使其获得赔偿。具体而言，诱多型虚假陈述是信息披露义务人通过披露虚假的积极利好消息或隐匿、遗漏重大利空消息，来诱使投资者在标的证券股价虚高时就实施买入；诱空型虚假陈述则是披露虚假的利空消息或者隐匿、遗漏重大利好消息，诱使投资者在股价较低时卖出。^①因此，在诱多型虚假陈述下，原告的交易方向只能是买入，如果投资者卖出证券，显然无法推定其信赖了该虚假陈述，也就不能推定其交易与虚假陈述之间存在因果关系。^②诱空型虚假陈述情形则相反。可以说，新司法解释第11条基于诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述的分类对交易方向做的要求显然是科学合理的，但也引发了如何识别诱多型和诱空型虚假陈述的问

① 参见彭真明：《论会计师事务所不实财务报告的民事责任——兼评上海大智慧公司与曹建荣等证券虚假陈述责任纠纷案》，《法学评论》2020年第1期，第188页。

② 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，《法律适用》2022年第5期，第60~61页。

题。依据第11条，法官首先要判断虚假信息的性质究竟是利空信息还是利好的信息才能进一步确定相应的交易方向。至于利空信息与利好信息的判断标准，总体上应当符合普通投资者的一般理性和通常认知。通常情形下，法官可以依据虚假信息的内容并借助交易价格的变动方向、交易量的变化等来对虚假陈述的类型做出判断，例如，在虚假陈述实施日股价上升的，多属于诱多型虚假陈述；相反的，则多为诱空型虚假陈述。但在市场实践中，由于对利好利空信息的判断是见仁见智的，而且还可能存在难以判断究竟是利好还是利空的中性信息，因此如何识别诱多型和诱空型虚假陈述就成为难题。此外，实践中还可能存在的特殊情形是，原本应该属于利好信息的，但信息发布前市场可能有预期，市场价格在信息发布前已经涨上去了，真正到了发布信息时，反而股价下跌，属于“见光死”的情形。这些情形显然都会对诱多型和诱空型虚假陈述的识别造成极大困扰，从而给法院判断投资者的交易方向是否匹配造成困难。

（二）交易因果关系的抗辩

交易因果关系的抗辩是法院开庭审理中被告针对原告是否因信赖虚假陈述而实施交易行为提出的抗辩，具有实体法上的意义。如果法院接受了被告的抗辩，则交易因果关系不成立，遑论后续的损失因果关系。除可以针对前述投资者的交易时间与交易方向的要求提出抗辩外，依据新司法解释第12条，被告的抗辩事由主要包括如下几点。

1. 投资者明知虚假陈述的存在

新司法解释在旧司法解释第19条规定的原告“明知”存在虚假陈述的抗辩情形基础上，增加了“应当知道”或者虚假陈述已被证券市场广泛知悉的情形，无疑更为全面细致。具体来看，被告通常可以从原告的身份、掌握信息渠道等方面举证说明原告基于其特定职务或与信息披露义务人的特殊关系完全可以知晓相关虚假陈述的存在情况，从而否定投资者进行交易时信赖了虚假陈述。在司法实践中，投资者在交易时就可能知道存在虚假陈述的情形，主要是指若投资者系上市公司董事、监事及高级管理人员或大股东等上市公司或发行人内幕信息的知情人，则被告可以此抗辩原告知悉虚假陈述的存在。至于交易时“应当知道”的情形，主要是指专业机构投资者实施交易时已经做了必要的尽职调查，从而能够发现虚假陈述的情形或发现虚假陈述之端倪。此外，也包括证券服务机构的工作人员在参与上市公司信息披露服务中已经发现虚假陈述的情形。至于虚假陈述已经被证券市场广泛知悉的情形，主要是指虚假陈述虽然未被监管机构正式揭露，但其实已经被市场逐渐知晓，又或者在信息披露义务人连续地实施众多的虚假陈述行为，前面的虚假陈述行为不断被市场揭露的情形下，投资者如果在前述虚假陈述行为揭露后持续跟进买入，可能就很难推定其合理信赖后续的虚假陈述。例如，

在刘某诉康美药业证券虚假陈述案件中，在康美药业公告其因涉嫌信息披露违法违规而被中国证监会立案调查、康美药业股价连续暴跌的背景下，刘某仍然买入康美药业股票。对此，广东省广州市中级人民法院认为，刘某属于实施明知康美药业披露信息不实而“自甘风险”的投资行为，故其受到的经济损失与该案虚假陈述行为之间不存在因果关系。^①

值得一提的是，我国现行《证券法》第 89 条对普通投资者和专业投资者做了区分，由此引发的问题是专业投资者能否适用交易因果关系的推定？对此，司法实践中做法不一。例如浙江省高级人民法院审理的“祥源文化案”、山东省济南市中级人民法院审理的“济南高新案”、山东省青岛市中级人民法院审理的“东方电子案”等表明，如果机构投资者未能举证证明其已尽到审慎注意义务，或其投资行为明显不具有合理性，法院可能认定交易因果关系不成立，但也有相当数量的法院呈现出对机构投资者的注意义务不做特别考察的裁判倾向。^② 对此，参考新司法解释第 30 条之规定，“证券公司、基金管理公司、保险公司、信托公司、商业银行等市场参与主体依法设立的证券投资产品，在确定因虚假陈述导致的损失时，每个产品应当单独计算”，笔者以为，新司法解释并未否认证券公司等机构投资者可能因虚假陈述而遭受损失。因此，只要不存在明知、应知等抗辩情形，机构投资者也同样可以适用推定因果关系。这一做法其实也是符合欺诈市场理论的基本逻辑的。不过，鉴于机构投资者具有完全不同于普通投资者的分析能力和决策能力，法院就“应知”以及相关注意义务的判断当然需要对机构投资者与普通投资者做必要的区别对待。

2. 受其他重大事件影响

与旧司法解释相较，新司法解释第 12 条专门增加了“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影响”的抗辩情形。该情形的规定，实质上扩大了被告对交易因果关系推定的抗辩范围。不过，将虚假陈述实施后原告投资行为受到其他重大事件的影响作为推定交易因果关系的抗辩，其认定比较复杂，需要针对投资者实施交易的具体情形做具体分析。以诱多型虚假陈述为例，一种情形是，虚假陈述实施后，投资者因相信虚假陈述买入证券，而后才发生上市公司收购、重大资产重组等情形；另一种情形是，虚假陈述实施后，同时发生或随后发生上市公司收购、重大资产重组等情形，投资者在发生虚假陈述以及发生上市

^① 参见广东省广州市中级人民法院（2021）粤 01 民初 726 号民事判决书。

^② 参见张保生、朱媛媛、张媛媛：《虚假陈述经典案例评析：适用新虚假陈述司法解释阻断交易因果关系，上市公司成功实现免责抗辩》，“中伦视界”微信公众号，https://mp.weixin.qq.com/s/0dsR1IRK8D4Zng_u1Qb_7w，2022 年 5 月 26 日。

公司收购、重大资产重组等情形之后才买入证券。在第一种情形下，由于投资者的买入交易在上市公司发生收购、重大资产重组等重大事件之前，所以不影响推定交易因果关系的成立。至于第二种情形，确实可能对投资者的交易决策造成影响。因此，需要仔细甄别投资者究竟是受到这些重大事件影响而交易，还是因为受虚假陈述诱导而交易，又或者虚假陈述与上市公司收购、重大资产重组两种或多种原因兼具才促使投资者进行交易。对此，从法理上而言，可以通过优势证据原则来判断投资者究竟是信赖虚假陈述还是信赖重大事件而交易，实在无法分清时也可以认定是“混合信赖”。不过，基于欺诈市场理论，其并不要求投资者真正信赖虚假陈述。“即便未曾接触或信赖虚假陈述的投资者，只要其在揭示日前，依据已然受到虚假陈述影响的市场价格买卖证券时，其就已然受到欺诈。”^①因此，只要投资者在虚假陈述后按照市场价格交易证券，不论其是否真正知悉或者信赖虚假陈述，都可以推定交易因果关系成立。也正因此，在推定交易因果关系阶段，新司法解释将投资者的交易可能受其他重大事件影响作为排除交易因果关系的抗辩，这在逻辑上并不自洽。^②更为科学的做法是在损失因果关系认定阶段，如果确认重大事件因素影响了证券市场价格，则可以减轻或免除被告的赔偿责任。市场实践中，在实施日至揭露日期间，上市公司有很多经营活动，包括上市公司收购、重大资产重组等行为，基于“多因一果”的原则，重大事件的影响可以作为被告减免赔偿责任的重要条款，但不是排除交易因果关系的条款。事实上，这种思路与新司法解释第31条规定的损失因果关系抗辩中的“上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的（损失）”这一抗辩情形是具有内在逻辑关系的。

3. 投资者的违法行为与兜底情形

由于内幕交易、操纵市场等证券违法行为属于《证券法》明确规定的禁止性行为，如果投资者为了实施内幕交易、操纵市场等证券违法行为而交易与虚假陈述直接关联的证券，其行为的违法性导致其无法受到法律保护，即便其因虚假陈述受损也要排除其索赔权利。为此，在旧司法解释第19条规定的“恶意投资、操纵证券价格”的抗辩情形基础上，新司法解释将其进一步拓宽为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情形，这种立法表达无疑更为全面科学。

此外，新司法解释还笼统规定了原告的交易行为与虚假陈述不具有交易

^① 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249页。

^② 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，《法律适用》2022年第5期，第62页。

因果关系的其他情形，这个条款属于兜底性条款，其具体外延需要在实践中总结并进一步形成共识。从既往的司法实践来看，有的法院会因为“诱空信息”不会导致“积极的投资决定”来否定交易因果关系的存在。^①有的法院基于投资者在揭露日后仍然存在“买进又卖出”的行为，认为其投资决策并非基于发行人的信息披露而做出的，进而否定交易因果关系的存在，如“哈工智能案”^②。此外，还可能存在无论有无虚假陈述，投资者均会实施交易的情形等，均可以纳入兜底情形予以考量。

三、新司法解释关于损失因果关系的认定机制

损失因果关系的认定本质上是要受害投资者证明行为人的虚假陈述造成了损害结果，同时还要证明损害结果产生的因素。^③至于损失因果关系的抗辩，与交易因果关系的抗辩一样，是法院开庭审理中被告针对原告是否因虚假陈述受损以及受损程度提出的抗辩，因此具有实体法上的意义。如果法院接受了被告的抗辩，被告可以相应减轻或者免除赔偿责任。

针对损失因果关系，旧司法解释中只有市场系统风险这一抗辩事由，但新司法解释第31条对其做了全面性的扩展，具体包括投资者的损失部分或者全部是“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”情形。对此，以下几个问题尚需要进一步的讨论和厘清。

（一）新司法解释是否确立了损失因果关系的推定

新司法解释第31条规定：“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，确定赔偿范围。”

对此，相当多观点认为，新司法解释并没有直接规定损失因果关系的推定。笔者以为，第31条尽管语义比较模糊，但还是应该理解为在交易因果关系成立的前提下，可以直接推定损失因果关系成立，不过允许被告进行抗辩。如果被告能够举证证明原告的部分或全部损失并非虚假陈述造成的，则可以减轻或免除被告的赔偿责任。

① 参见周卫青、杨骏啸、张会会等：《解读新〈虚假陈述若干规定〉之七：因果关系与损失》，“天同诉讼圈”微信公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/xwZIsntkllhgR5u3QmzgLA>，2022年1月28日。

② 参见江苏省高级人民法院（2018）苏民申400号民事裁定书；江苏省南京市中级人民法院（2016）苏01民初84号民事判决书。

③ 参见杨峰：《操纵证券市场民事责任因果关系认定规则之完善——从对美国、日本相关规定的比较出发》，《法商研究》2006年第6期，第118页。

首先，因果关系中的“因”和“果”是互相转化的。所谓因果关系，实质上是原因转化为结果的过程。针对侵权损害赔偿，学界大致形成了“归因+归责”两阶层的判断路径。归因判断通常称为“事实因果关系”判断，归责判断则为“法律因果关系”判断。具体到虚假陈述损害赔偿中，“归因+归责”的两阶层论中，第一阶层交易因果关系的判断和第二阶层损失因果关系的判断之间，在很大程度上是重叠的。事实上，推定交易因果关系的成立不仅仅是一种纯粹的客观事实判断，其中必然也包含本应在第二阶层即法律判断阶段的价值规范内容。^① 具体而言，投资者因信赖虚假陈述而购买关联证券，在交易因果关系成立的前提下，如果投资者其实并没有因虚假陈述遭受损害，则投资者就无须提起诉讼。换言之，新司法解释第11条关于交易因果关系推定的条件中虽然没有明确提及投资者损失问题，但实质上隐含了投资者必须因虚假陈述遭受了损失，否则无损失即无救济。立法上之所以将因果关系精细地区分为两个层面，是为了更清晰地厘清侵权原因与损害后果之间的实质联系，尤其是要划清被告虚假陈述在投资者损害中的作用力。因此，两个阶层的判断结合起来，才能真正解决虚假陈述民事赔偿中“虚假陈述原因”和“损害结果”之间的“转化”关系。

其次，损失因果关系的认定是在推定交易因果关系成立的前提下，对投资者受害范围的确定。在这个阶段，人民法院需要查明的不是虚假陈述是否导致投资者损害，而是投资者的损害是否存在多因一果的情形，从而才能对被告的抗辩予以认定。事实上，一因多果和一果多因现象在现实生活中大量存在，与损害结果之间存在必然联系的原因并不都是唯一的。市场实践中，行为人实施虚假陈述之后，可能要经过很长的时间才能被最终揭露，在此期间，难免会有诸多的因素介入并不同程度地影响标的证券价格。因此，人民法院需要厘清的是虚假陈述以及其他因素对证券价格损失造成的各自区分的影响。

最后，从司法实践看，不管交易因果关系的认定还是损失因果关系的认定，作为原告的投资者提供的证明材料其实是一致的。如前所述，表面上看，交易因果关系的认定阶段并不要求投资者证明自己的损失，但如果投资者没有损失，就无法得到赔偿，也就不会来参加诉讼。因此，交易因果关系和损失因果关系在某种意义上是人为分成两个步骤来更好地确定投资者损失的真实原因。客观而言，从推定原告交易因果关系成立的条件看，只要原告交易了与虚假陈述直接关联的证券，其实施交易本身就隐含了其会因虚假陈述遭受损失。所以，交易因果关系和损失因果关系是一脉相承的，客观上不可能在推定了交易因果关系之后不推定损失因果关系的存在。事实上，正是

^① 参见黎宏：《刑法因果关系论考察》，《清华法学》2022年第3期，第114页。

因为有投资者损失的推定，才有被告的抗辩去减免赔偿责任。正如过错推定归责原则一样，因为推定了被告有过错，才允许其反证。允许被告反证抗辩，其实就意味着推定的存在。

（二）损失因果关系介入因素的排除

损失因果关系认定的目的在于，判断现实发生的损害结果是否可以认定为行为之贡献而归属于行为人，从而将偶然责任排除在行为人的担责范围之外。针对现实中常见的实施行为后由于特殊情况的介入而发生结果的情形，^①“结果是虚假陈述行为所引起的，还是后来的介入行为所导致的”成为虚假陈述损失认定中最核心的问题。由于虚假陈述实施日至揭示日之间的时间比较长，其间会有多种因素影响证券价格，买卖差价不一定就能准确反映投资者因虚假陈述遭受的损失，^②为此，新司法解释将被告可以抗辩的情形扩展到“原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、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”情形。^③这些抗辩情形的规定既涉及对信息事实的认知，也涉及政策层面的价值考量。

1. 市场风险因素

旧司法解释将“证券市场系统风险”作为损失因果关系的抗辩事由，新司法解释第31条放弃旧司法解释中“证券市场系统风险”的表述而采用“证券市场的风险”的提法表明，市场风险因素无须达到系统风险的程度，即使是一般性的市场风险，如果确实造成投资者损失，该相应损失也应从推定损失中剔除。可以说，新司法解释明确了只要是虚假陈述以外的因素导致的损失都应该扣除的思路，这无疑是对长期以来司法实践中仅仅将“证券市场系统风险”作为抗辩事由的纠正，进而为引导证券虚假陈述损失因果关系认定的精细化、科学化提供了有力的制度支持。这里值得讨论的是究竟如何界定市场风险因素。以广东省广州市中级人民法院审理的风华高科证券虚假陈述案件为例，风华高科称其公司股价的下跌系由证券市场和行业板块异常下跌等因素所致，该因素属于旧司法解释第19条第4款规定中的“其他因素”，但法院认为，旧司法解释第19条第4款并未明确“其他因素”的具体指向，同时无论是系统风险还是其他因素，均应达到系统风险程度。所谓系统风险是指，“因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响，不能为个别企业或行业所控制，且投资人亦无法通过分散投资加以消除的风

^① 参见黎宏：《刑法因果关系论考察》，《清华法学》2022年第3期，第129页。

^② 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1507页。

^③ 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132页。

险。投资者因系统风险发生的该部分损失不应由虚假陈述行为人承担。”以上述法院对系统风险的界定为参照，笔者以为：其一，从影响规模来看，市场风险因素并不需要达到对证券市场所有的股票价格均产生影响的规模，而只要影响标的公司的股价即可；^①其二，从引发主体来看，市场风险因素可以是个别企业或行业因素所控制的；其三，从影响股价程度来看，市场风险因素也无须对标的证券产生重大影响，只要造成损失就应该予以扣除。当然，市场风险因素造成的股价损失究竟多大，实践中可能还需要专家或专业机构的介入以便做专业性的评估。总体而言，证券市场的风险是个比较宽泛的概念，它是否已经涵盖了新司法解释规定的公司内外部经营环境以及市场对特定事件的过度反应等其他因素也是值得进一步讨论的。不过，就新司法解释第31条的文本表述来看，作为被告抗辩事由的证券市场的风险与公司内外部经营环境以及市场对特定事件的过度反应等事由之间应该是并列关系，而不是包含的关系。

2. 市场对特定事件的过度反应

市场对特定事件的过度反应是新司法解释第31条新增的被告可以采用的重要的抗辩情形。以诱多型虚假陈述为例，由于信息披露义务人编造虚假利好消息或者隐瞒重大的利空消息，^②由此造成标的证券股价高于真实合理的价格，当虚假陈述被揭露时，股票价格无疑要下跌，但下跌到什么程度实际上是无法预测的。即便没有其他因素影响，股票价格也不一定跌到没有发生虚假陈述的真实价格就停止了。所以，理论上跌破真实价格的下跌幅度就是过度反应。在现实中，由于市场不理性以及其他各种因素叠加，过度反应是常见现象，因此司法实践中需要依靠专业机构对过度反应体现的价格损失做专业化的评估测算。这里的问题是，按照新司法解释第27条、第28条之规定，在揭露日之后、基准日之前卖掉股票的原告，可以按买入股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额来计算损失，而在基准日之前没有卖掉股票的投资者，却只能按照基准价格来计算投资差额损失。^③这种对不同卖出时间的投资者损失赔偿的差别对待恰恰表明立法者没有考虑到市场对虚假陈述被揭露或更正之后的过度反应问题。为此，有学者指出，在诱多型虚假陈述中，基准价格其实不仅应该用来计算在基准日之后没有卖出股票的投资者损失，还应该计算在揭露日之后基准日之前卖出股票的投资者损失。这

^① 参见郭锋：《从大庆联谊股东诉讼案谈中国证券民事赔偿制度的构建》，《法学杂志》2006年第1期，第156页。

^② 参见高明玥：《论诱空型虚假陈述侵权责任中因果关系的认定》，南京大学硕士学位论文，2019年，第7页。

^③ 参见新司法解释第26条（基准日及基准价格）之规定。

样做可以部分减轻前述的市场过度反应,^①即对不同时间卖出股票的投资者的损失赔偿都应该考虑过度反应问题。故笔者赞同应对不同时间卖出股票的投资者的损失赔偿采取一体化的无差别的计算方式。当然,任何计算方法都应允许被告抗辩,从中扣减其他因素的影响。

3. 上市公司内外部经营环境因素

上市公司内外部经营环境因素是新司法解释新增的关于损失因果关系的抗辩事由。经营环境的变化无疑会影响公司股票价格或者发行人的偿付能力,如若不扣减该因素产生的损失,显然对被告不公平。但是,究竟如何界定“上市公司内外部经营环境”也很难有清晰的答案。从司法实践来看,争议较多的是公司自身经营能力的变化是否属于“上市公司内外部经营环境”因素。从司法实践案例来看,在广东超华科技公司证券虚假陈述责任纠纷再审案件中,针对被告提出的“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,黄某某等人损失与案涉虚假陈述违法行为没有因果关系”,最高人民法院认为,“影响证券投资者投资以及股价的因素非常复杂,超华公司、梁某某提交的证据不能否定案涉虚假陈述违法行为与黄嘉俊等人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。”上述最高人民法院的观点其实并未否定“公司自身经营不良”可以作为抗辩事由,该案中被告未能举证自身经营不良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才是法院未能接受其抗辩的根本缘由。对此,尽管有观点认为应将“上市公司内外部经营环境”理解为公司外部客观环境的原因,公司自身经营能力属于内部原因故不应成为抗辩事由,但笔者以为,新司法解释关于“上市公司内外部经营环境”的规定从文义解释层面显然可以包含两方面:一方面是公司外部客观环境的影响,另一方面是包括公司自身经营能力在内的内部环境因素。当然,抗辩取得成功的关键是被告要能够证明公司外部客观环境或公司内部自身经营能力等对证券价格造成了独立的影响,并且这个影响是可以具体损失数额确认的。

(责任编辑:方 军)

^① 参见彭冰:《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》,《法律适用》2022年第5期,第64页。