

证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件中的 重大性认定*

苟晨露 张鹏飞**

摘要：虚假陈述内容具有重大性，

断是虚假陈述民事责任中的基础性问题。

根据2022年1月起施行的最高人民法院《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2款规定,即使虚假陈述内容属于该条第一款形式上的“重大事件”,被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券的交易价格或交易量明显变化的,人民法院应当认定虚假陈述内容不具有重大性。但司法实践中,《虚假陈述若干规定》未对股票交易价格和交易量明显变化作出更详细的解释,最高人民法院也没有以答复、请示、指导性案例等形式提供统一的、客观的判断标准,各地法院也未形成普遍认同的判断标准。^①目前各地法院对于重大性特别是“交易价格和交易量明显变化”的证明方法和判断标准差异较大,具体如:虚假陈述行为是否需同时在实施日和揭露日时均引起价格或交易量的波动,方可认定为具有重大性;如何合理确定股票交易价格和交易量时所应参考的涨跌幅度;判断虚假陈述行为是否引起股价变化时,是否仅考虑个股股价变化,还是应同时考虑证券市场风险、个股风险等因素的影响等。因此,本文通过梳理学理研究、司法判例观点等,结合论证分析,以求梳理存在的问题并提出建议。^②

二、制度规定与学理思考

一 制度规定的演进与理解

《虚假陈述若干规定》对原司法解释进行了修订,废除了案件受理的前置程序。在有前置程序的背景下,虚假陈述的重大性问题实际上交由行政处罚或刑事裁判加以认定,故原司法解释未针对重大性问题深入论述和规定。在逐步讨论取消行政前置程序的过程中,法院在案件审理时需独立对信息重大性问题作出司法认定。从我国的监管实践来看,虚假陈述重大性的认定标准主要有两点:一是理性投资者标准,信息的披露将会实质性地影响投资者的交易决策,那么该信息具有重大性;二是价格敏感性标准,信息的披露将会对相关股票价格产生实质性的影响,那么该信息具有重大性。

^① 参见江西省高级人民法院(2023)赣民终430号民事判决书。
^② 鉴于多层次资本市场,如新三板、债券等其他类型证券的虚假陈述民事赔偿问题尚存其他争议,本文讨论的虚假陈述民事赔偿重大性认定问题主要聚焦于A股市场股票类型的现状。

鉴于此，虚假陈述若干规定关于虚假陈述的重大性及证明方法可以概括为：一是属于证券法规定的重大事件的信息；二是未按国务院证券监督管理机构规定的信息披露内容；三是虚假陈述实施或揭露后对相关证券的交易价格和交易量产生了明显影响。但对前述第1项、第2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。

结合对虚假陈述若干规定及其理解与适用的字面文义分析，就可对重大性认定的其中一项争议问题得出明确结论。实践中，被告经常提出的一项抗辩理由是：虚假陈述行为需同时在实施日和揭露日均引起股价波动，方可认定为具有重大性。但最高人民法院在理解与适用中已明确：虚假陈述的实施或者揭露，而非同时满足，导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显变化，则可以单独作为认定重大性的条件。

二 学理研究的梳理与思考

正如上文所述，虚假陈述具有重大性是认定民事责任承担的基础性问题。虚假陈述若干规定2022年施行前，便有学者围绕重大性要件进行了批判性思考，认为存在四方面问题：第一，投资者标准过于抽象，无助于法院审理案件；第二，虚假陈述即使不具有重大性，也可能被科以行政处罚；第三，不允许被告在诉讼中举证推翻行政处罚决定书所认定的基本事实，与现行法律规定和司法解释不符；第四，限制被告提出虚假陈述不具有重大性抗辩的机会，并不一定有利于中小投资者。在诉讼中，应当以价格标准——即虚假陈述被实施或者被揭示后的证券价格是否发生明显波动来判断虚假陈述是否具有重大性。行政处罚决定书亦应以此标准进行判断。

性,在重大性认定阶段是否考察系统性风险与非系统性风险对股票价格造成的影响标准不一等。^①有法官认为,可从七个方面明确“重大性”判断标准,包括判断的视角应为“理性投资者”、

三、虚假陈述民事侵权案件重大性认定的司法裁判现状

在中国裁判文书网,案由选择“证券虚假陈述责任纠纷”,以“是否具有重大性”作为搜索关键词,共搜索出 个案件。在 个案件中,筛选《虚假陈述若干规定》施行(即 年 月 日)后至 年 月底的案例共有 个。^①经逐一查看,剔除重复案件、涉新三板公司案件、未论述重大性内容的裁判文书,最终剩余 个有效案例(以下亦称样本案例)。有效案例基本按照《虚假陈述若干规定》第 条规定认定虚假陈述的重大性,但是各地法院关于重大性的认定,尚未形成统一的、客观的判断标准,主要体现在以下几方面。

一 实质适用价格价量敏感性标准的程度不一

样本案例中,在被告已提出因无价量变化故无重大性抗辩的前提下,有的判决书在认定虚假陈述属于重大事件后,直接通过说理分析(并未结合具体股票的量价波动),指出对于理性投资者来说,如果知晓公司的实际业绩多与财务造假有关,必然会对股票投资的价值产生负面认识,影响该股票市场交易价格,影响投资者决策。^②有的判决书在虚假陈述重大性的认定上,其实质审查程度较为深入,严格按照《虚假陈述若干规定》第 条规定,在认定相关内容属于重大事件后,会结合被告的抗辩内容,综合考虑重大事件、大盘走势、行业指数变化等因素,对股票交易的价格、交易量充分讨论。^③

二 价量变化的考察因素不统一

价量变化的考察区间选取各异

有的案件选取虚假陈述实施日、揭露日(或更正日)当日考察其价格变化。^④有的案件则选择实施日、揭露日(或更正日)后一段时间作为考察区间,且选取的交易日天数各有差异。如北京市高级人民法院()京民终 号民事判决书选取了揭露

① 以上述检索方法开展案例检索

②

③

④

日当天及此后四个交易日作为考察区间，浙江省高级人民法院（2023）浙民终 736 号民事判决书则选取揭露日当天及次日考察。还有的案件则会同时考察揭露日至基准日、揭露日后一段时间作为考察区间。^①

2. 是否同时考察交易价格和交易量的做法不一

样本案例中，有 24 个案件在重大性认定中充分讨论了虚假陈述对股票交易价格、交易量的影响，其中仅有 12 个案件对价格、交易量均予以考察。

3. 考量影响股票价格的参考因素不一

前述 24 个案例中，大多数案例主要考察个股自身股价的变化情况，部分案例同时考察了同期大盘及行业指数的影响。个别案例还考虑了期间重大事件的影响，如南昌市中级人民法院（2024）赣 01 民初 110 号民事判决书认为，揭露日前被债权人申请破产重整系股票交易价格及交易量明显变化的关键因素，案涉虚假陈述的揭露未导致上市公司股票交易价格发生明显变化，进而认定案涉虚假陈述的内容不具有重大性。

三 价格产生明显变化的认定标准不一

按照

也不尽相同,同一事项对不同公司股价的影响持续时间也存在差异。但可以确定的是,上市公司股价基本会在第一个交易日对重大事件予以反应。

三 股票价格与交易量是否均需考量

关于股票价量之间的关系,有学者研究发现,与国外相对成熟的市场相比,我国股市交易量对股市的波动性解释能力相对较弱,且这种解释能力在不同个股之间存在差别。^①近些年,有学者发现我国股市价量之间存在明显的量价齐扬和量缩价跌的现象。^②

从影响个股股价的因素看,其受到市场整体走势、行业政策、公司自身状况等多重因素影响,且股票交易量的变化并不必然导致价格的波动,也可能出现“量先于价”“量增价平”“量平价跌”等的现象。所以,在《虚假陈述若干规定》第10条规定下,价量敏感性标准应同时考虑交易价格及交易量变化,只要其中一项发生明显变化即可。

四 能否统一认定价量产生明显变化的幅度标准

这一问题下需具体讨论的要点有二:一是要求哪些指标有明显变化,二是“明显”变化的具体标准是多少。

1. 关于有明显变化的指标

虚假陈述按类型可以分为诱多型和诱空型两种。实践中多认为诱多型虚假陈述的实施会导致股价实施日上涨,揭露日后因泡沫破裂,股价一定下跌。其实并不尽然。以编造利好消息的诱多型虚假陈述为例,上市公司如果为了营造业绩平稳向好的情形,参照历史业绩虚增业绩,市场基于公司历史情况可能得出业绩相对平稳的判断,或并不会体现为明显推高股价。反而在这一行为被揭露后,投资者重新认识了公司的真实状况,其股价才可能下跌。再如隐瞒利空消息的诱多型虚假陈述中,上市公司基于各类考虑应披露未披露利空消息,结果或呈现为股价仍然保持平稳,而非上涨或下跌。因此,虚假陈述的实施或者揭露并不一定均会导致股票价格、交易量发生变化。

如对《虚假陈述若干规定》第10条的规定进行文义解释,重大性的认定存在以下八种情况(表1)。所以,只有在虚假陈述的实施或者揭露均未导致公司股价和交易量发生变化时,才有可能对虚假陈述内容的重大性予以否定。

^① 成思危:《诊断与治疗,揭示中国的股票市场》,经济科学出版社,2003年版,第92—94页。

^② 伍兴国、雷钦礼:《我国股市量价关系的结构突变研究——基于分位数回归模型的分析》,载《价格理论与实践》2018年第4期。

表 1 重大性认定的八种情况

	价 格	交 易 量	重 大 性 认 定
实施日	变	变	是
	变	不变	是
	不变	变	是
	不变	不变	否
揭露日	变	变	是
	变	不变	是
	不变	变	是
	不变	不变	否

2. 关于“明显”变化的具体标准
对敕

较大。因此在认定虚假陈述对股价的影响是否“明显”时，

方面的具体裁判要求或者规则,推动法院审理虚假陈述案件裁判标准相对统一。同时,2025年5月最高人民法院和证监会印发的指导意见指出,在提升证券期货案件审判能力方面,对现有司法解释理解适用存在实践分歧的,可以通过案例库、法答网、指导性案例进一步厘清。建议各级法院按照《人民法院案例库建设运行工作规程》及时选送符合条件的虚假陈述案件,丰富案例库中涉及重大性认定的案例,同时最高人民法院也可以发布相关指导性案例,推动该类案件的审判专业化提升。

(责任编辑:沙含 刘霄鹏)