

## 证券虚假陈述诉讼的新发展 及其挑战

樊 健\*

《九民会议纪要》第 79 ~ 85 条涉及证券纠纷案件的审理。本文对《九民会议纪要》关于证券虚假陈述部分中专家证人、证券代表人诉讼、揭示日确定以及虚假陈述重大性等 4 个问题进行简要评析。

### 一、专家证人问题

《九民会议纪要》指出,在证券虚假陈述案件审理过程中,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。然而,从目前证券虚假陈述案件的审理实践来看,专家证人的使用并不普遍。

专家证人大体上包括两种类型。一类是专家鉴定人,负责查明事实的专门性问题,由双方当事人

---

\* 上海财经大学法学院助理教授,法学博士。

人协商确定具备资格的鉴定人;协商不成的,由法院指定。如果当事人未申请鉴定,法院对专门性问题认为需要鉴定的,应当委托具备资格的鉴定人进行鉴定。<sup>[1]</sup> 专家鉴定人的意见应当具有独立性、客观性与专业性。<sup>[2]</sup> 另一类是专家辅助人,负责就鉴定人作出的鉴定意见或者专业问题提出意见,由原被告自行聘请,<sup>[3]</sup> 其意见视为当事人的陈述。<sup>[4]</sup> 因此,专家辅助人的意见可以具有倾向性,服务于聘请其的当事人利益,但是,其也应当“在法律上承担一种客观、真实的义务,因此,这是一种相对的客观、中立”。<sup>[5]</sup>

就专家鉴定人而言,仅有若干案件在原被告申请之下或者法院依职权,法院聘请了专家鉴定人就相关问题提供专业意见,主要是系统风险的确认与计算(如方正科技案中投服中心与纵横国际案中金融学教授)。<sup>[6]</sup> 在多数案件中,法院并不支持被告提出鉴定或者审计的要求。例如,在“江挺与三峡新型建材股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中,<sup>[7]</sup> 被告就要求对系统风险进行司法审计,但是被法院驳回。法院的理由是:“因计算证券虚假陈述损失的认定,不属于最高人民法院《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》中需要委托司法鉴定部门进行专门性鉴定的事项。故,三峡新材公司提出的鉴定申请,本院不予准许”。

按照最高人民法院《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》),被告应当就是否存在系

[1] 参见《民事诉讼法》第77条。

[2] 参见毕玉谦:《辨识与解析:民事诉讼专家辅助人制度定位的经纬范畴》,载《比较法研究》2016年第2期。

[3] 参见《民事诉讼法》第77条。

[4] 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》第122条第2款。

[5] 见前注[2],毕玉谦文。

[6] 参见“卢某某等诉方正科技集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案”,上海市高级人民法院(2019)沪民终263号民事判决书。“苏万福与南通科技投资集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案”,江苏省高级人民法院(2007)苏民二终字第0112号民事判决书。

[7] 参见武汉市中级人民法院(2016)鄂01民初第314号民事判决书。

统风险以及对投资者损失的影响等承担举证责任。<sup>[8]</sup>因此,被告有动力自己聘请专家辅助人来对系统风险等问题提供专业意见,以期减免自身的赔偿责任。然而,司法实践中,被告聘请专家辅助人的案件屈指可数。主要理由可能是法院对于被告提供的专家意见采信度不高,其专业意见对于法院的判决结果可能没有什么影响,所以被告就不愿再花“冤枉钱”来聘请专家辅助人。因为按照民事诉讼法司法解释的规定,专家辅助人费用由被告自行承担。

总之,相比于美国证券集团诉讼中普遍采用专家证人的做法,<sup>[9]</sup>我国证券虚假陈述诉讼的专家证人使用频率与数量还有极大提升空间。

## 二、证券代表人诉讼问题

《九民会议纪要》第80条指出,关于案件审理,目前“一案一立,分别审理”的做法,无法有效应对证券虚假诉讼的特点,如受害者人数众多、案件共性化程度较高以及专业性较强(这也是《九民会议纪要》提倡使用专家证人的原因)等。<sup>[10]</sup>因此,有些法院(如上海金融法院)采用示范判决机制来审理虚假陈述案件(如前述方正科技案),取得了较好的效果。<sup>[11]</sup>

在此基础上,《九民会议纪要》要求,有条件的法院可以根据《民事

---

[8] 《若干规定》第19条规定“被告举证证明原告具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系……(四)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……”

[9] “在美国,是否能够邀请到适格的专家证人进行‘事件分析’,业已成为诉讼成败的关键。”参见樊健:《论证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。

[10] 其他的证券虚假陈述纠纷的解决机制,如支持诉讼、先行赔付以及证券调解等,要么适用范围有限,要么并没有针对证券虚假陈述纠纷的特点设计相应的制度,并不能有效解决证券虚假陈述纠纷。

[11] 参见上海金融法院《关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》。

诉讼法》第 54 条之规定,<sup>[12]</sup>开展证券代表人诉讼,以构建符合中国国情的集团诉讼制度。具体包括:以同一虚假陈述行为起诉被告的投资者,可以作为人数不确定共同原告。<sup>[13]</sup>法院在立案后,发出公告前,应当对证券虚假陈述中的共同性问题,如虚假陈述行为是否具有重大性、虚假陈述行为的性质(诱多还是诱空)以及虚假陈述的实施日和揭露日等进行实体审查。<sup>[14]</sup>在选择诉讼的代表人时,可以由共同原告选出;如果不能选出,则由法院与当事人商议决定。<sup>[15]</sup>选定代表人需要考量的因数包括是提出诉讼的典型性与权益份额,以确保该代表人能够充分、公正地代表全体投资者利益。<sup>[16]</sup>如果有投服中心等国家设立的投资保护机构提出支持诉讼,则可以将其代理的当事人选定为诉讼代表人。<sup>[17]</sup>

本文认为,最高人民法院试图激活我国证券代表人诉讼的做法值得赞赏,针对证券虚假陈述受害者人数众多的问题,该制度确实能够减

---

[12] 该条规定为,“诉讼标的是同一种类、当事人一方人数众多在起诉时人数尚未确定的,人民法院可以发出公告,说明案件情况和诉讼请求,通知权利人在一定期间向人民法院登记。向人民法院登记的权利人可以推选代表人进行诉讼;推选不出代表人的,人民法院可以与参加登记的权利人商定代表人。代表人的诉讼行为对其所代表的当事人发生法律效力,但代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求,进行和解,必须经被代表的当事人同意。人民法院作出的判决、裁定,对参加登记的全体权利人发生法律效力。未参加登记的权利人在诉讼时效期间提起诉讼的,适用该判决、裁定。”同时,新修订的《证券法》第 95 条第 1~2 款也规定:“投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时,诉讼标的是同一种类,且当事人一方人数众多的,可以依法推选代表人进行诉讼。对按照前款规定提起的诉讼,可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的,人民法院可以发出公告,说明该诉讼请求的案件情况,通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定,对参加登记的投资者发生法律效力”。值得一提的是,新修订的《证券法》第 95 条第 3 款规定了“中国版的集团诉讼”,即“投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记,但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外”。据此,投资者“默示加入,明示退出”证券诉讼,这将使中小投资者极其方便地获得赔偿。

[13] 参见《九民会议纪要》第 81 条。

[14] 参见《九民会议纪要》第 82 条。

[15] 见上注。

[16] 见上注。

[17] 见上注。

轻原告和法院的诉讼成本,保护投资者利益。但是,《九民会议纪要》的相关规定也存在一些值得讨论和完善的空间:

第一,在我国,提出证券虚假陈述诉讼的投资者多为中小投资者,机构投资者(如投资基金等)几乎没有提出诉讼的。<sup>[18]</sup> 这样,由于中小投资者的权益份额不会有太大差别,因此以权益份额作为代表人选择的依据可能并不具有太大价值。相比之下,在美国证券集团诉讼中,首席原告通常由机构投资者担任,这一点与我国实践不同。<sup>[19]</sup> 因此,与其考虑原告的权益份额,倒不如考虑其所聘请的代理律师的专业水平和职业操守。由于代理律师通常按照投资者获得赔偿金额的一定比例获得律师费,这种类似于合伙关系的利益分配机制有助于代理律师为投资者争取最大的权益。此外,由于代理律师是证券诉讼市场的“重复参与者”(repeat players),因此,为了维护自己的声誉以便获得更多的案源,代理律师也会忠实于投资者利益。最后,就代理律师的选择、律师费的核定等,法院具有相当广泛的监督权,因此代理律师侵害投资者利益的情况也会大大减少。总之,确定证券诉讼代表人时,原告所聘请的代理律师因素远比其所占有权益份额来得重要。

第二,针对证券代表人诉讼中,律师费、鉴定费或者专家辅助人费等费用,如何进行分摊,《九民会议纪要》并没有作出明确规定。由于证券虚假陈述代表诉讼的结果使所有接受该判决的投资者获益,因此,代表人所支付的律师费等费用显然属于共益费用,应当由获益的投资者共同分担。

第三,按照《民事诉讼法》的规定,如果代表人在诉讼中与被告达成和解协议,需要全体投资者的同意。这种全体投资者同意的严格规定,使投资者与被告达成和解协议,从而一次性解决纠纷的可能性几乎为零。如果相关法律不作有针对性的调整,最高人民法院激活证券代表人诉讼的努力可能会付之东流。由于就代表人的选任、律师费的核定等,法院进行了充分的监督,这已足以确保代表人能够充分代表投资

---

[18] 其中一个原因是,机构投资者不能适用信赖推定的规则,对此分析参见樊健:《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。

[19] See Elliott J. Weiss, *The Lead Plaintiff Provisions of the PSLRA after a Decade, or Look What's Happened to My Baby*, 61 Vand. L. Rev. 543 (2008).

者并维护其权益,因此,其与被告达成的和解协议等可以拘束所有投资者。除非该投资者明确退出该和解协议,另行提出诉讼。不论是美国的证券集团诉讼,还是德国的证券示范诉讼抑或荷兰的大规模损害和解,都不要求所有投资者都同意和解方案。例如,按照德国《资本市场示范诉讼法》,只要有不少于70%的投资者同意和解方案,该方案即生效,拘束所有不声明退出的投资者。<sup>[20]</sup> 这样的规定,能够尽可能一次性解决证券虚假陈述纠纷,节省原被告和法院大量的诉讼成本。

### 三、虚假陈述揭示日问题

虚假陈述揭示日(包括揭露日和更正日)<sup>[21]</sup>的确定在证券虚假陈述案件中至关重要,其涉及投资者是否属于适格原告(只有在实施日至揭示日之间从事交易的投资者才可能被认为是适格投资者),平均买入价的计算(实践中有不少法院按照移动加权平均法计算实施日至揭示日之间的平均买入价)等。

《九民会议纪要》第84条规定,就虚假陈述行为的被揭示(被揭示当日即为揭示日)是指虚假陈述被市场所知悉、了解,其精确程度并不以“镜像规则”为必要,不要求达到全面、完整、准确的程度。原则上,只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在明显的反应,即可认为虚假陈述已被揭示。《九民会议纪要》的本条规定在一定程度上澄清了司法实践中关于如何确定虚假陈述揭示日

[20] 参见吴泽勇:《〈投资者示范诉讼法〉:一个群体性法律保护的完美方案?》,载《中国法学》2010年第1期;Astrid Stadler, *Developments in Collective Redress: What's New in the "New German KapMuG"*?, EBLR731, 739 (2013)。

[21] 《若干规定》第20条第2款规定:“虚假陈述揭露日,是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露之日。”第20条第3款规定:“虚假陈述更正日,是指虚假陈述行为人在中国证券监督管理委员会指定披露证券市场信息的媒体上,自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。”本文统将揭露日和更正日统称为揭示日。

的难题。<sup>[22]</sup>但是也存在一定问题:

第一,对于虚假陈述的揭示,《九民会议纪要》认为不必达到“镜像规则”的程度,此处所谓的“镜像规则”何指?是指虚假陈述事实本身,还是证监会的行政处罚决定书?在未来诉讼前置程序极有可能被取消的大趋势下,<sup>[23]</sup>投资者无须提供证监会的行政处罚决定书即可提出诉讼,法院又如何确定虚假陈述为何,以判断虚假陈述是否被揭示?

第二,《九民会议纪要》认为,立案调查加市场反应即可认定虚假陈述已被揭示,这与不少法院的实践,尤其是上海市法院的实践不符,<sup>[24]</sup>也与最高人民法院最新的裁判不一致。<sup>[25]</sup>由于立案调查并未给出一个具体且准确的信息,例如,虚假陈述是诱多还是诱空,行为的类型与虚假陈述的金额,是一个虚假陈述行为还是多个虚假陈述行为等,市场根本无从判断,市场的反应更可能是在信息不确定下的次优选择,甚至是恐慌性的抛售股份。因此,本文认为,仅以立案调查加市场反应,不足以认为虚假陈述已被揭示。当然,除了立案调查之外,如果还有其他内容更为具体和准确的信息公开,如信息披露义务人的自我更正、媒体的报告甚至内部人的举报等,法院也可以根据个案来判断虚

---

[22] 参见陶雨生、刘磊:《投资人索赔的分水岭:关于“虚假陈述揭露日”的确定》,载《中国律师》2009年第7期。

[23] 《若干规定》第6条第1款规定:“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理。”

[24] 上海法院系统普遍认为,立案调查的内容过于含糊,不足以警示投资者,应当以揭示内容更具体的行政处罚事先告知书等作为揭示虚假陈述的载体。例如,陆成与上海创兴资源开发股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案,上海市高级人民法院(2016)沪民终160号民事判决书。

[25] 在上海大智慧股份有限公司与张晓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(2019)最高法民申2399号民事裁定书],最高人民法院认为,“因《调查通知书》公告的内容相对简单、原则,只是载明:因公司涉嫌信息披露违法违规,根据《中华人民共和国证券法》的有关规定,证监会决定对公司进行立案调查;在调查期间,公司将积极配合证监会的调查工作,并严格按照监管要求履行信息披露义务,提醒广大投资者注意投资风险。若对照虚假陈述揭露日确定的一般标准或者条件,该公告揭露的内容显然不够具体明确……”

假陈述是否已经被揭示。<sup>[26]</sup>

第三,《九民会议纪要》特别强调权威媒体的揭示加市场反应构成对虚假陈述的揭示,但是何为权威媒体?有些不是媒体的揭示,如证券公司研报对虚假陈述行为的揭示等,可能对市场的影响更大。<sup>[27]</sup>因此,以是否为权威媒体来判断揭示主体,可能过于狭窄。

#### 四、虚假陈述重大性问题

根据《九民会议纪要》第85条,重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息,虚假陈述已经被监管部门行政处罚的,应当认为是具有重大性的违法行为。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,同时应当向其释明,该抗辩并非民事案件的审理范围,应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。

本文认为,由于虚假陈述具有重大性,信息披露义务人才会被证监会课以行政处罚。因此,行政处罚本身已经能够证明该虚假陈述具有重大性,除非被告推翻行政处罚。然而,在实务中,有的法院认为,即使有证监会的行政处罚决定书,法院还是需要审查该虚假陈述是否具有重大性。例如,在“江苏友利投资控股股份有限公司与马小萍虚假陈述责任纠纷上诉案”中,<sup>[28]</sup>江苏高院认为被告的行为虽然被四川证监

[26] “由于除《若干规定》第二十条对揭露日作出原则界定外,并无法律法规、司法解释对虚假陈述揭露日的确定标准或者条件作出进一步的规定。在没有法律明确规定情况下,个案中是以《调查通知书》公告日,还是《事先告知书》公告日或者其他日期作为虚假陈述揭露日,应当根据揭露日确定的一般标准或者条件,并结合具体个案的实际情况,统筹考虑作出相应的认定。”同上注。

[27] 例如,2019年3月7日,中信证券在研报中“唱空”中国人保称,按合理估值算,中国人保未来1年股价潜在下跌空间超过53.9%,存在较大的估值下行风险。次日,中国人保的股价即遭遇跌停。参见孟凡霞、马换换:《中信证券看空中国人保A股:潜在下跌空间超过53.9%》,载《北京商报》2019年3月7日。假设中信证券揭示了某个上市公司的虚假陈述,并且该公司股价大幅下跌,该揭示是否属于《九民会议纪要》所规定的揭示?本文认为,应当构成对虚假陈述的揭示。

[28] 参见江苏省高级人民法院(2016)苏民终732号民事判决书。



局科以行政处罚,但是案涉关联交易不属于证券法所规定的“重大事件”。并且,案涉关联交易并未导致被告总资产、净资产、负债、利润、收入等重要财务指标的变化。因此,虚假陈述不具有重大性。该理由被最高人民法院在马小萍的再审申请中所否决,<sup>[29]</sup> 最高人民法院认为,案涉关联交易“占江苏友利控股(哈工公司)2011年经审计净资产值(165,290.07万元)的5.11%。对此,中国证券监督管理委员会四川监管局认为哈工公司没有按照证券法第六十三条、第六十六条和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(2012年修订)第三十一条‘公司应当披露报告期内发生的累计关联交易总额高于3000万元且占公司最近一期经审计净资产值5%以上的重大关联交易事项’之规定,在2012年度报告中予以披露,故对哈工公司给予了行政处罚。因此,根据上述法律规定及行政处罚的事实,本案应当认定哈工公司构成证券市场虚假陈述”。《九民会议纪要》对此进一步予以明确,只要证监会出具了行政处罚决定书该虚假陈述,就具有重大性。这样的规定,有利于统一裁判,也能减轻法院的审理负担。

但是,在有的案件中虚假陈述虽然具有重大性,但是其是否会吸引投资者买入股票,并不确定。因此,法院在公告期间如何确定适格投资者将会是难题(例如,在实施日至揭示日期间,究竟是卖出的投资者还是买入的是适格原告?)。例如,在“潘胜利与银基烯碳新材料集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案”中,<sup>[30]</sup> 辽宁省高院认为,被告的“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资者作出错误的投资决定”。据此,即使虚假陈述信息具有重大性也并

---

[29] 参见“马小萍、江苏哈工智能机器人股份有限公司(原江苏友利投资控股股份有限公司)证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案”,最高人民法院(2018)最高法民申1738号民事裁定书。

[30] 参见辽宁省高级人民法院(2019)辽民终550号民事判决书。

不一定会导致投资者的交易。换句话说,如果投资者要索赔,其需要自行证明其受到了虚假陈述的误导才从事的交易行为,难度显而易见。

另外,如前所述,由于证券虚假陈述诉讼的前置程序很有可能被取消,在没有行政处罚的情况下,如何判断虚假陈述具有重大性?理论上,可以通过信息披露时或者揭示后的股价波动得到印证,但是由于涉及股价波动的因素很多,只能通过专家证人的意见来确定虚假陈述信息与股价波动的关系。然而,在未来的审判中,法院是否会积极地利用专家证人,也存在疑问。

## 结 论

《九民会议纪要》的出台,有助于改善证券虚假陈述审判实践中“同案不同判”的现象,统一司法裁量,明确市场预期。提倡使用专家证人,试图激活代表人诉讼的规定,也表明了最高人民法院试图寻找出符合中国实际且有效的证券虚假陈述审判模式。但是,由于证券虚假陈述本身的特点(如受害者人数众多),如果不对证券代表人诉讼作有针对性的完善,其是否能达成令人满意的效果,存在疑问。此外,《九民会议纪要》的若干具体规定也存在可商榷之处,如立案调查加价格波动是否就能证明虚假陈述已被全面和充分揭示。

(编辑:谢贵春)