

证券虚假陈述重大性要件的再厘清： 基于司法实践的批判性思考*

樊 健

(上海财经大学法学院, 上海 200433)

[摘要] 《九民会议纪要》和部分司法实践关于证券虚假陈述重大性的认定, 存在以下四个方面的问题。第一, 投资者标准过于抽象, 无助于法院审理案件。第二, 虚假陈述是否具有重大性, 仅仅是证监会等行政机关科以行政处罚的考量因素之一。虚假陈述即使不具有重大性, 也可能被科以行政处罚。第三, 不允许被告在虚假陈述民事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。在虚假陈述民事诉讼中, 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。行政处罚决定书所认定的虚假陈述不必然具有重大性, 法院在民事诉讼中应当进行独立判断。退一步讲, 即使认为行政处罚决定书具有免证事实的效力, 被告仍可以依据现行法律规定和司法解释举证虚假陈述不具有重大性。追究“首恶”责任, 而非限制被告提出抗辩的机会, 才是保护中小投资者的关键。

[关键词] 证券虚假陈述 重大性要件 价格标准 免证事实 中小投资者保护

[中图分类号] D922.287 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2096-983X(2021)06-0106-10

一、问题之提出

证券虚假陈述具有重大性(materiality)是行为人(或被告)承担民事责任的构成要件之

一。^①因此在民事诉讼中, 虚假陈述是否具有重大性经常是原、被告辩论的焦点问题之一。^②在司法实践中, 有的判决以虚假陈述已经被证监会科以行政处罚为由^③而直接认定其具有重大

收稿日期: 2021-01-16

* 基金项目: 上海市哲学社会科学规划课题“我国证券市场信息型操纵民事责任研究”(2018BFX005)

作者简介: 樊健, 副教授, 法学博士, 主要从事证券法、信托法和公司法研究。

① 《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《虚假陈述若干规定》)第十七条。

② 根据《虚假陈述若干规定》第六条, 如果投资者提出虚假陈述民事诉讼, 其必须提供“有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书”。在司法实践中, 投资者通常提供证监会的行政处罚决定书。根据《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(以下简称《代表人诉讼若干规定》)第五条第一款第三项之规定, 投资者依据“被告自认材料、证券交易所和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”等证明证券侵权事实的初步证据也可以提出虚假陈述民事诉讼, 起诉条件已经大大放宽。

性；^①有的判决则认为即使虚假陈述已经被科以行政处罚，法院还是应当在虚假陈述民事诉讼中审查其是否具有重大性。^②“同案不同判”的情况不仅直接关系到原被告的切身利益，同时也影响了司法的权威性。

对此，《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民会议纪要》）第八十五条规定，“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，该抗辩并非民商事案件的审理范围，应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。”《虚假陈述若干规定》的起草者也持类似观点：“在人民法院受理民事赔偿案件之前，虚假陈述所涉信息的重大性问题已经在前置程序中得到了解决，在民事案件审理中可不予涉及而当然认定。”^③在证券虚假陈述民事诉讼前置程序尚未取消的前提下，由于原告起诉时通常会提交证监会等行政机关的行政处罚决定书，因此在今后的司法实践中，对于重大性要件的争议与裁判分歧，将大大减少。^④

然而，本文认为，《九民会议纪要》和部分

司法实践对于重大性的认定，存在以下四个方面的问题，值得反思。

第一，最高法院认为，“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”，该结论本身并无问题，也是通常认定重大性的标准。^④但是，在虚假陈述民事诉讼中，如此抽象的认定标准，无助于实践问题的解决。事实上，通过事件分析法（event studies）来观察虚假陈述被实施或者被揭示后证券价格的波动情况来判断其是否具有重大性，更有助于在司法实践中解决关于重大性的争议。^⑤

第二，虚假陈述是否具有重大性，仅仅是证监会等行政机关科以行政处罚的考量因素之一。因此，虚假陈述即使不具有重大性，也可能被证监会等行政机关科以行政处罚。故从受到行政处罚推断虚假陈述具重大性并不必然成立。^⑥

第三，《虚假陈述若干规定》本身并没有推定证监会等行政机关的行政处罚决定书所认定的虚假陈述具有重大性。在《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》（2019年修订）（以下简称《证据规定》）第十条所规定的具有免证事实效力的证据中，^⑦也不包括证监会等行政机关的行政处罚决定书。退一步讲，即使认为证监会等行政机关的行政处罚决定书具有

①例如，上海顺灏新材料科技股份有限公司与孙少纯等证券虚假陈述责任纠纷上诉案，上海市高级人民法院（2017）沪民终431号民事判决书；沈机集团昆明机床股份有限公司、西藏紫光卓远股权投资有限公司与吴秀丽证券虚假陈述责任纠纷上诉案，云南省高级人民法院（2020）云民终225号民事判决书；姚立忠诉怀集登云汽配股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案，广东省高级人民法院（2018）粤民终1341号民事判决书。

②例如，黄建英与上海界龙实业集团股份有限公司、上海界龙集团有限公司等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275号民事判决书；李刚与珠海中富实业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，广东省珠海市中级人民法院（2016）粤04民初71号民事判决书。

③但是，根据《代表人诉讼若干规定》第五条第一款第三项之规定，如果投资者依据“被告自认材料、证券交易所和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”等提起证券虚假陈述民事诉讼，被告是否可以提出重大性抗辩，值得讨论。依据下文的分析，本文认为被告可以提出重大性抗辩，法院应当对此进行独立判断。

④See TSC Indus. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

⑤例如，湖南证监局《行政处罚决定书》（2018）2号。

⑥本条规定为，“下列事实，当事人无须举证证明……（五）已为仲裁机构的生效裁决所确认的事实；（六）已为人民法院发生法律效力时所确认的基本事实；（七）已为有效公证文书所证明的事实。前款第二项至第五项事实，当事人有相反证据足以反驳的除外；第六项、第七项事实，当事人有相反证据足以推翻的除外。”

免证事实的效力,那么也应当依照《证据规定》第十条之规定,被告也有权在虚假陈述民事诉讼中提供相反证据予以推翻,无须另行提起行政复议或者行政诉讼。

第四,更为重要的是,《九民会议纪要》关于重大性的规定极大地限制了被告举证虚假陈述不具有重大性的机会,看上去似乎有助于维护中小投资者利益,但是对于被告而言过于严苛。一般情况下,由于被告赔偿给中小投资者的资金最终来自于公司全体股东,从股东整体着眼,中小投资者未必能够获得收益。^[4]因此,从法律政策的角度来看,《九民会议纪要》和部分司法实践关于重大性的认定也值得商榷。

二、应以价格标准作为法院判断虚假陈述是否具有重大性的标准

根据《九民会议纪要》,虚假陈述重大性是指“可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息”(投资者标准),这也是主流的判断标准。投资者标准,虽然给证监会和上市公司等信息披露义务人留下自由裁量的空间以应对纷繁复杂的证券市场,有其价值,但是,就司法实践而言,这样的判断标准过于抽象,无法指导法官有效地解决纠纷,“可操作性不强”。^[5]例如,此处的投资者是指一般性投资者还是专业投资者、什么样的信息对投资者而言是重要的等等。尤其是考虑到《九民会议纪要》出台的目的就是为了解决实践中的争议问题,以便于法官裁判,统一司法实践,这样抽象的标准并不符合《九民会议纪要》的目的。^①因此,本文建议应当采用价格标准来判断虚假陈述是否具有重大性,即观察虚假陈述被实施或者被揭示后,证券价格是否发生明显波动,以此来判断虚假陈述是否具有重大性,主要理由有三。

(一) 价格标准同样符合《证券法》的规定

从《证券法》的条文来看,《证券法》对于重大性的判断标准兼采价格标准与投资者标准。

就价格标准而言,《证券法》第八十条关于股票发行人临时信息披露义务的规定是,“发生可能对上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的股票交易价格产生较大影响的重大事件……”。^②《证券法》第八十一条关于债券发行人临时信息披露义务的规定是,“发生可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的重大事件……”。

就投资者标准而言,《证券法》第八十四条第一款规定,“除依法需要披露的信息之外,信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息,但不得与依法披露的信息相冲突,不得误导投资者。”

因此,以价格标准作为判断虚假陈述重大性的标准,同样符合证券法的规定。

(二) 价格标准契合虚假陈述民事诉讼的特点

由于虚假陈述民事诉讼发生在虚假陈述已经被揭示之后,其是否会对证券价格产生影响,法官可以在诉讼中较为便利地查明。因此,通过“事后观点”,即价格标准来判断虚假陈述是否具有重大性,就较为明确,有助于争议问题的解决。事实上,结合投资者集体理性的价格标准比以个体投资者为标准的投资者标准更符合“理性投资者标准”的界定。^[6]

相比之下,在上市公司决定某种信息(例如董事长被确诊患有重大疾病^[7]或者出厂药物的副作用^③)是否应当披露的场合,^[8]投资者标准可能更有帮助。因为,此时上市公司无法确定披露或者不披露这些信息后的证券价格波动情况——因为没有实际发生,但是负责信息披露的主体(例如上市公司董秘)至少可以站在投资者的立场设想,如果自己是投资者,这些信息是

①参见最高院《关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》第一条。

②旧《证券法》第六十七条也采用了价格标准。

③See *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011).

否会对自己的投资决策产生影响。

（三）价格标准便于法官裁判

由于价格标准可以在诉讼中便利地查明，因此对于法官而言，能够较为容易地判断虚假陈述是否具有重大性。简单来说，法院可以通过观察虚假陈述被实施或者被揭示后证券价格是否发生明显波动，进而判断虚假陈述是否具有重大性。例如，在北京无线天利移动信息技术股份有限公司等与张爱凤证券虚假陈述责任纠纷上诉案中，^①北京高院以虚假陈述被实施后股价发生大幅波动而认定虚假陈述具有重大性。^②在吴爱姣与黄石东贝电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案中，湖北高院以虚假陈述被实施和被揭示后股价未发生明显波动而认定虚假陈述不具有重大性。^③这样具体并且争议不大的判断标准，有助于法官解决原被告双方关于虚假陈述是否存在重大性的争议。

总之，正如《九民会议纪要》官方解释所指出的，“世界各国在证券欺诈领域，对于重大性等主观性较强的事项，越来越多地采用客观

化的证明方法，即以事后的、客观化的指标对虚假陈述的程度进行检验，通过观察虚假陈述行为对证券交易价格和交易量的影响来加以证明。”^{[51](P448)}因此，本文认为，在虚假陈述民事诉讼中，以价格标准来判断虚假陈述是否具有重大性，相比于投资者标准，更有助于解决实践问题。^④

三、虚假陈述不具有重大性也可能被科以行政处罚

从证券行政处罚的角度来看，虚假陈述是否具有重大性仅仅是行政机关科以行政处罚的考量因素之一。在某些情况下，即使虚假陈述不具有重大性，证监会等行政机关也可能科以行政处罚。^⑤

根据证监会的《信息披露违法行为行政责任认定规则》（以下简称《认定规则》），证监会在科以行政相对人行政处罚时，需要结合客观方面和主观方面来进行综合判断。就客观方面

①北京市高级人民法院（2017）京民终535号民事判决书。

②“由于无线天利公司于2015年1月29日发布的《关于收购上海誉好公司部分股权的公告》中，明确释放出其收购上海誉好公司的交易有助于其加速切入互联网保险行业，这一被投资者普遍认为是发展趋势良好的行业领域等‘利好’信息，致使京天利股票当日收盘价相较于前一交易日上涨5.24%，且在此后的4个交易日中，京天利股票的涨幅均达到10.00%。而同期的上证指数和深证成指均除一天涨跌幅为上涨外，其余几日均处于下跌状态。故无线天利公司发布的上述公告中所披露的收购事项，已对投资者购买京天利股票的意愿产生了实质影响，同时亦对京天利股票的交易价格产生了重大影响，故无线天利公司在上述公告中所作出的信息披露，已使投资者对其投资行为发生了错误判断，属于误导性陈述。”

③“重大性是指违法行为对投资者决定的可能影响。其主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。侵权行为不具有重大性或者侵权行为与投资者的交易决定没有因果关系，行为人不负赔偿责任。虽然东贝股份公司未披露或未如实、充分披露相关关联交易，但从虚假陈述实施日以及揭露日前后十日东贝B股的股价及成交量对比表看出，虚假陈述行为对该股票的成交量以及股价均未产生重大影响，其股价以及成交量的走势平稳。故可认定，该虚假陈述行为不具有重大性。”参见湖北省高级人民法院（2017）鄂民终1855号民事判决书。

④此外，采用价格标准，还能解决虚假陈述民事诉讼中的其他争议问题，例如虚假陈述揭示日的判断以及投资者损失的计算等。

⑤“关于处罚标准，应根据具体案情，综合考量违法行为主客观方面，包括违法行为的事实、性质、情节及社会危害程度等，进行综合认定。会计差错比例，仅仅是考量因素之一。”中国证券监督管理委员会行政复议决定书（风神轮胎股份有限公司）〔2015〕33号。在林卫雄与亿晶光电科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中（江苏省南京市中级人民法院（2018）苏01民初3561号民事判决书），南京中院正确地指出，“行政机关对此作出行政处罚，系实施行政管理，维护公共利益和社会秩序的需要，并非对民事侵权法律关系中因该事件而导致投资人损失作出直接认定，对于后者，仍然需要从民事侵权损害赔偿角度来认定是否具有因果关系。”

而言,虚假陈述的重大性与否,仅仅是科以行政处罚的一个考量因素,其他考量因素包括:虚假陈述的违法后果(例如未按照规定披露信息造成该公司证券交易的异动程度)、信息披露违法的次数(例如是否多次提供虚假或者隐瞒重要事实的财务会计报告)以及社会影响的恶劣程度等。^①就主观方面而言,包括信息披露义务是否属故意欺诈、虚假陈述发生后是否采取补救措施以及是否配合证监会调查等。^②据此可知,如果虚假陈述行为人主观上具有欺诈故意,拒不配合证监会调查,客观上多次从事虚假陈述行为,并且社会影响恶劣,那么即使该虚假陈述不具有重大性,也可能被证监会科以行政处罚。据此,不能当然认为,虚假陈述只要被科以行政处罚,就显然满足重大性要件。

在司法实践中,法院认为行政处罚决定书所认定的虚假陈述不具有重大性的案例并不少见。例如,在谢瑞华与华闻传媒投资集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审案中,针对财政部的行政处罚,最高法院认为,“对于财务会计报告中有关事项和数据是否构成重大事件,应当从所涉金额、事件性质、影响力等方面进行综合判断。中华人民共和国财政部驻海南省财政监察专员办事处《检查结论和处理决定》,主要是针对华闻公司会计核算及财务管理中的错误进行了处罚。华闻公司按照《检查结论和处理决定》,在2008年年报中对相关数据进行调整,除归属于母公司所有者的净利润(调增 13.18%)和利润总额(调增 5.16%)调整的幅度较大以外,其余科目调整幅度均很微小,并不能对股票市场产生实质性影响,其所披露的信息不构成重大错报。”^③即使在《九民

会议纪要》生效后,最高法院也有裁定认为即使虚假陈述被科以行政处罚,虚假陈述本身也不一定具有重大性。在周晓玲与湖南尔康制药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中,尔康制药公司2015年年度财务报表虚增营业收入18,058,880.00元,虚增净利润15,859,735.04元,占当期合并报表披露营业收入1,755,998,915.76元的1.03%,披露净利润604,578,672.02元的2.62%,对此湖南证监局科以了行政处罚。^④然而,最高法院认为虚构的“增长率同比仅增长了1.3和5.5个百分点,没有对公司业绩和重要财务指标产生实质影响。另一方面,2015年年报公布前的两个多月(自2016年1月29日至2016年4月5日期间),尔康制药公司的股价涨幅为22.26%,而该公司股票在2015年年报公布后仅上涨了2.99%,且卖出金额大于买入金额。一个多月后,尔康制药公司股价不涨反跌,即自2016年4月7日至2016年5月9日期间整体上处于下跌态势,区间内跌幅达13.46%。而在尔康制药公司2015年年报发布后的一个月,‘深证综合指数’‘创业板指数’的区间跌幅均明显小于尔康制药公司的股价跌幅。因此,原审法院认为尔康制药公司2015年年报中的虚假记载行为未对该公司股票的市场价格产生诱多影响;尔康制药公司当时股价涨跌是市场交易的正常反应,而非2015年年报中的虚假记载行为所致,理据充分,本院予以认可。”^⑤显然,虽然该虚假陈述行为被湖南证监局所处罚,但不论是从虚假陈述的金额看,还是从股价波动情况看,该虚假陈述不具有重大性。^⑥由此可见,虚假陈述即使不具有重大性,也可能被行政机关科以行政处罚。对此,上海金融法院分析道:“在信息披露违法

①《认定规则》第十二条。

②《认定规则》第十三条。

③最高人民法院(2013)民申字第1808号民事裁定书。

④湖南证监局《行政处罚决定书》(2018)2号。

⑤中华人民共和国最高人民法院(2020)最高法民申5875号民事裁定书。本案的生效日期为2020年10月30日。

⑥类似的案件,例如李耀康诉深圳香江控股股份有限公司证券虚假陈述纠纷案,广东省广州市中级人民法院(2013)穗中法金民初字第103号民事判决书(广州中院认为财政部的行政处罚决定书所认定的虚假陈述不具有重大性)。

行为行政责任的认定中，监管机构需要综合考虑违法行为的客观和主观两方面的因素。其中，信息披露所涉事项对投资者投资判断的影响大小、未按照规定披露信息造成该公司股票交易的异动程度，仅仅是认定信息披露违法行为客观方面需要考量的部分因素。可见，即便所涉信息不具有重大性，监管机构也可依据相关监管规则，对信息披露义务人给予行政处罚。”^①

然而，有学者认为，“通常来说，《证券法》以及证监会《上市公司信息披露管理办法》、证券交易所《股票上市规则》要求披露的信息，均是达到‘重大性’程度的信息；证监会调查、处罚的信息披露违法行为，也是在认定涉案信息具备‘重大性’要件的前提下，才实施执法行动的；个案中判断‘重大性’，应综合考量‘对投资者决策影响’主观标准与‘对交易价格影响’客观标准。因此，司法判决认定已经受到证监会处罚的行为所涉信息不具有‘重大性’并主要据此驳回投资者赔偿请求，确有一定的令人纠结之处，相关裁判理由也显得牵强苍白。”^②但正如前文所论，本文认为法院裁判有理有据，没有“牵强苍白”之处。

总之，虚假陈述即使不具有重大性，也可能被科以行政处罚。因此，不能当然地认为被科以行政处罚的虚假陈述就具有重大性，法院

在民事诉讼中还应当予以独立审查。^③

四、行政处罚决定书所认定的基本事实可以在虚假陈述民事诉讼中被推翻

《九民会议纪要》不允许被告在虚假陈述民事诉讼中抗辩虚假陈述不具有重大性的规定，没有充分的理由，不符合《民事诉讼法》《虚假陈述若干规定》以及《证据规则》的相关规定。主要问题有二：第一，行政处罚决定书所认定的基本事实不具有免证事实的效力，而“所谓免证事实，是指诉讼中当事人虽然就某一事实提出主张，但免除其提供证据证明的责任的情形”；^④第二，退一步讲，即使认为行政处罚决定书所认定的基本事实具有免证事实的效力，被告也可以在虚假陈述民事诉讼中举证予以推翻。

（一）行政处罚决定书所认定的基本事实不具有免证事实的效力

《虚假陈述若干规定》本身并没有直接推定被行政处罚的虚假陈述行为具有重大性。事实上，从《虚假陈述若干规定》第十七条第二款的规定来看，法院应当对虚假陈述是否具有重大性进行审查。^⑤并且，在《证据规则》第十

①黄建英与上海界龙实业集团股份有限公司、上海界龙集团有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，上海金融法院（2018）沪74民初978号民事判决书。在贵州长征天成控股股份有限公司与吴圣宾证券虚假陈述责任纠纷上诉案中（贵州省高级人民法院（2019）黔民终987号民事判决书），贵州高院没有直接按照《九民会议纪要》的规定以虚假陈述行为被科以行政处罚而认定虚假陈述具有重大性。相反，一审、二审法院都详细地论证了为何本案中的虚假陈述行为具有重大性，即在民事诉讼程序中依旧实质审查虚假陈述是否具有重大性。

②例如，在王小萍与江苏友利投资控股股份有限公司虚假陈述责任纠纷上诉案中（江苏省高级人民法院（2016）苏民终732号民事判决书），江苏高院认为，“虽然四川证监局作出的（2014）3号《行政处罚决定书》认定江苏友利控股在2012年度报告中未披露重大关联交易事实，并予以相应行政处罚。但该行为是否属于《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》第十七条规定的对于重大事件在披露信息时发生重大遗漏行为，仍需进行司法审查。”在黄建英与上海界龙实业集团股份有限公司、上海界龙集团有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案中（上海市高级人民法院（2019）沪民终275号民事判决书），上海高院同样认为，“虽然有《行政处罚决定书》对重大性作出认定，但证券侵权责任有自身独立的构成要件，法院应根据案件具体情况对侵权行为和损失的因果关系进行独立判断。”

③该款规定为，“对于重大事件，应当结合证券法第五十九条、第六十条、第六十一条、第六十二条、第七十二条及相关规定的内容认定。”如前所述，在《代表人诉讼若干规定》生效之前，投资者提出证券虚假陈述诉讼，必须提交证监会等的行政处罚决定书。如果认为被行政处罚的虚假陈述具有重大性，那法院又何必对重大事件另行认定呢？

条所列举的具有免证事实效力的证据中,并不包括证监会等行政机关所做出的行政处罚决定书。因此,证监会等行政机关所做出的行政处罚决定书,仅仅具有形式证明力,不能证明其内容本身的真实性,所以不能直接认为被行政处罚决定书所认定的虚假陈述具有重大性。原告所提交的行政处罚决定书仅仅是其证明虚假陈述具有重大性的证据之一,受诉法院还需按照《民事诉讼法》第六十七条第二款之规定对其进行审查。^①

(二) 被告可以在虚假陈述民事诉讼中举证推翻预决事实

退一步讲,即使认为行政处罚决定书所认定的基本事实具有免证事实的效力,即所谓预决事实,根据“举重以明轻”的法学方法,被告也有权在虚假陈述民事诉讼中举证予以推翻。正如学者指出,“考虑到防止法官随意将证明对象作为免证事实,所以对免证事实的规定应当采取法律明定原则。”^②根据《证据规则》,已为人民法院发生法律效力、经裁判所确认的基本事实,^③当事人免于举证,但有相反证据足以推翻的除外。^④从基本事实的证明力上看,证监会等行政机关所做出的行政处罚决定书的证明力显然不会高于法院的判决,而法院判决所认定的基本事实,当事人尚可提供证据予以推翻,那么由行政处罚决定书所认定的基本事实,例如虚假陈述具有重大性,被告显然也可以在虚假陈述民事诉讼中提供证据予以推翻,无须另行提起行政复议或者行政诉讼。

在司法实践中,可以通过事件分析法,观察虚假陈述被实施或者被揭示后,证券价格是否发生明显波动,来证明虚假陈述是否具有重大

性。如果证券价格没有发生明显波动,虚假陈述就不具有重大性,因此行政处罚决定书所认定的基本事实即被推翻。当然在准确地计算证券价格时,要扣除系统风险或者上市公司其他经营风险对于证券价格的影响。

总之,根据《民事诉讼法》《虚假陈述若干规定》以及《证据规则》的相关规定,行政处罚决定书所认定的基本事实,不具有实质证明力。退一步讲,即使认为其具有免证事实的效力,被告也可以直接在虚假陈述民事中提供充分证据予以推翻,无须另行提起行政复议或者行政诉讼。

五、限制被告的抗辩机会不一定有利于中小投资者

《九民会议纪要》和部分司法实践关于虚假陈述重大性的认定,极大地限制了被告提出虚假陈述不具有重大性抗辩的机会。理由在于,按照《九民会议纪要》的规定,如果被告要提出虚假陈述不具有重大性的抗辩,其只能在行政复议或者行政诉讼中提出。但是如前所述,虚假陈述是否具有重大性仅仅是证监会等行政机关科以行政处罚的一个考量因素,因此被告如果在行政复议或者行政诉讼中提出该项抗辩,难以得到复议机关或者行政庭的支持,无法通过改变行政处罚决定来证明虚假陈述不具有重大性,例如前述风神轮胎案。^④

在虚假陈述民事诉讼中,被告的抗辩权被限制,一方面便于民事案件的裁判,因为法院无须在重大性方面进行审理;另一方面,也有助于中小投资者获得赔偿。但是,就前者而言,如果

①该款规定为,“人民法院对有关单位和个人提出的证明文书,应当辨别真伪,审查确定其效力。”

②根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉审判监督程序若干问题的解释》第十一条的规定,“对原判决、裁定的结果有实质影响、用以确定当事人主体资格、案件性质、具体权利义务和民事责任等主要内容所依据的事实,人民法院应当认定为民事诉讼法第一百七十九条第一款第(二)项规定的‘基本事实’。”很显然,由于虚假陈述是否具有重大性直接关系到被告是否需要承担民事责任,属于本条所规定的基本事实。

③《证据规则》第十条第六项。

④中国证券监督管理委员会行政复议决定书(风神轮胎股份有限公司)[2015]33号。

被告想要抗辩虚假陈述不具有重大性，其可以提出行政复议或者行政诉讼，相关机构还是需要对此进行判断，就政府部门或者法院整体而言，判断的难度和工作量等可能并无实质减少。就后者而言，中小投资者获得赔偿的机会确实会提高，然而这是否真的有利于中小投资者仍值得怀疑。

在虚假陈述民事诉讼中，中小投资者通常会起诉上市公司本身，理由在于：第一，就上市公司虚假陈述民事责任而言，其承担的是无过错责任，因此中小投资者无需举证上市公司是否存在过错，这极大地便利了中小投资者获得赔偿。^①第二，相对而言，上市公司资金实力雄厚，不少上市公司还购买了虚假陈述民事赔偿责任险，因此起诉上市公司，很大程度上能够确保中小投资者获得赔偿。第三，上市公司在持续经营过程中，需要进行再融资、银行贷款以及维持客户关系等，因此为了保证业务的顺利开展和自身的企业声誉等，上市公司自身也有极大的动力解决纠纷，及时、尽快地赔付给中小投资者。

但是，由于上市公司赔偿给中小投资者的钱最终来源于股东自身，因此，对于那些继续持有上市公司股份的中小投资者而言，相当于自我赔付，并未增加收益。而对于那些已经出售股份的中小投资者而言，其确实可能获得

部分赔偿，但是考虑到其还会投资其他上市公司，而这些上市公司也可能因从事虚假陈述而被判令承担赔偿责任，因此就中小投资者整体而言，其并未增加收益，这就是所谓的循环赔偿（Circularity Problem）问题。^{①②}事实上，就虚假陈述民事赔偿而言，由于中小投资者整体并没有获得收益，而诉讼中所发生的成本，例如律师费和专家证人费等却是无法避免的支出，因此中小投资者整体在虚假陈述民事诉讼中反而是有损失的。^{②③}

因此，诸多学者认为，虚假陈述民事责任的真正功能在于其预防功能，即通过民事赔偿制度防止虚假陈述的发生，提高上市公司的公司治理水平。^④而上市公司内部能预防虚假陈述发生的，是其控股股东或者实控人以及董监高等管理人员。因此，从法律政策的角度来看，保护中小投资者的关键，不应当是增加上市公司的抗辩难度和相应的赔偿责任，而是应当通过示范诉讼、^③支持诉讼、^④证券代表人诉讼等方式，^⑤来追究所谓的“首恶”责任，以落实虚假陈述民事责任的预防功能。^{⑤⑥}

六、结论

《九民会议纪要》和部分司法实践关于虚假陈述重大性的认定，固然有助于节省虚假陈

①《证券法》第八十五条规定，“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，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。”

②如果中小投资者进行组合投资或者购买共同基金，其就能充分分散投资者风险，单个上市公司是否从事虚假陈述等对其收益不会产生实质影响。例如，上市公司甲隐瞒利好消息不予披露，因此在虚假陈述被实施后至被揭示前买入股票的中小投资者获利；上市公司乙隐瞒利空信息不予披露，因此在虚假陈述被实施后至被揭示前买入股票的中小投资者亏损，两者相抵，从中小投资者整体角度来看，其收益状况没有受到影响。因此，对中小投资者而言，真正的风险避免方法是进行组合投资。

③参见《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定（试行）》。

④《证券法》第九十四条第二款，“投资者保护机构对损害投资者利益的行为，可以依法支持投资者向人民法院提起诉讼。”在司法实践中，通常由中证中小投资者服务中心有限责任公司（以下简称投服中心）来提出支持诉讼，例如刘斌等诉鲜言证券虚假陈述责任纠纷案（上海市第一中级人民法院（2016）沪01民初166号民事判决书）。

⑤《证券法》第九十五条第三款，“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。”

述民事诉讼中的审判资源。但是,也存在诸多需要反思的地方:第一,投资者标准过于抽象,无助于司法案件的解决,有违《九民会议纪要》出台的目的。第二,虚假陈述是否具有重大性,仅仅是证监会等行政机关科以行政处罚的考量因素之一。虚假陈述即使不具有重大性,也可能被科以行政处罚。第三,《九民会议纪要》不允许被告在虚假陈述民事诉讼中举证虚假陈述不具有重大性,违反《民事诉讼法》《虚假陈述若干规定》以及《证据规则》的相关规定。第四,限制被告举证虚假陈述不具有重大性的机会,并不一定有利于中小投资者。

本文建议,在司法实践中,法院应当以价格标准,即虚假陈述被实施或者被揭示后,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。该建议符合《证券法》的规定,契合证券虚假陈述民事诉讼的特点,有利于法院解决纠纷。同时,可以通过事件分析法来准确地判断证券价格异常波动与虚假陈述的关系。

由于虚假陈述是否具有重大性仅仅是证监会等行政机关科以行政处罚的考量因素之一,且证监会等行政机关做出的行政处罚决定书仅仅具有形式证据的效力,因此不能以虚假陈述被科以行政处罚就直接认定其具有重大性。法院应当在民事诉讼中对于重大性要件进行独立判断。退一步讲,即使认为行政处罚决定书所认定的基本事实具有免证事实的效力,被告仍然可以按照《民事诉讼法》《虚假陈述若干规定》以及《证据规则》的相关规定,在虚假陈述民事诉讼中提供充分证据来证明虚假陈述不具有重大性,从而推翻虚假陈述具有重大性的推定,无须另行提起行政复议或者行政诉讼。事实上,这更有利于保护中小投资者利益,避免循环赔偿的问题。保护中小投资者利益的关键在于追究“首恶”的责任,而非增加上市公司的抗辩难度和相应的赔偿责任。

参考文献:

[1]陶炜.“重大性”成超华科技索赔案争议焦点[R/OL].

金证券,(2018-03-13) [2021-01-10]. <http://finance.sina.com.cn/stock/s/2018-03-13/doc-ifyscsmu9339728.shtml>.

[2]李国光. 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(重印本)[M]. 北京: 人民法院出版社, 2015: 213.

[3]陈舜. 内幕信息重大性的统计检验[J]. 金融法苑, 2005(1): 40-49.

[4]郭雳. 证券集团诉讼的功用与借鉴[J]. 证券法苑, 2010(2): 165-191.

[5]最高人民法院民事审判二庭. 《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用[M]. 北京: 人民法院出版社, 2019: 448.

[6]Richard A. Booth. The two faces of materiality[J]. Delaware Journal of Corporate Law, 2013: 517-570.

[7]Allan Horwich. When the corporate luminary becomes seriously ill: When is a corporation obligated to disclose that illness and should the securities and exchange commission adopt a rule requiring disclosure?[J]. New York University Journal of Law & Business, 2009 (2), 827-872.

[8]Joseph L. Gastwirth. statistical considerations support the supreme court's decision in Matrixx Initiatives v. Siracusano[J]. Jurimetrics, 2012 (2): 155-176.

[9]张子学. 虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接[J]. 证券市场导报, 2019 (4): 68-78.

[10]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[M]. 北京: 人民法院出版社, 2020: 147.

[11]邵明. 论法院民事预决事实的效力及其采用规则[J]. 人民司法, 2009 (15): 93-97.

[12]James D. Cox. Making securities fraud class actions virtuous[J], Arizona Law Review, 1997(2): 497-524.

[13]Merritt B. Fox, Why civil liability for disclosure violations when issuers do not trade?[J]. Wisconsin Law Review, 2009(2): 297-332.

[14]John C. Jr. Coffee, reforming the securities class action: An essay on deterrence and its implementation[J]. Columbia Law Review, 2006(7): 1534-1586.

[15]Jill E. Fisch. Confronting the circularity problem in private securities litigation[J]. Wisconsin Law Review, 2009(2): 333-350.

【责任编辑 刘绚兮】

Rethinking and Suggestion on the Judicial Acknowledgment of Materiality in Securities Fraud

FAN Jian

Abstract: There are four problems concerning the materiality requirements of securities fraud in the Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference ("the Minutes") and some judicial practices. Firstly, the investor standard is too abstract to be helpful in litigation. Secondly, whether securities fraud is material or not is just one consideration when an administrative agency, e.g. CSRC, imposes a administrative punishment. Even if the securities fraud is immaterial, defendants may still be punished. Thirdly, defendants are not allowed to refute the basic facts confirmed in an administrative punishment made by an administrative agency in civil cases, which is not consist with legislative and judicial explanations. Last but not least, providing defendants little chance to refute securities fraud are immaterial is not good for ordinary investors as a whole. In civil litigations, whether securities fraud are material or not should be judged by price standard, namely, whether the securities price fluctuates after the securities fraud are implemented or disclosed. Since securities fraud confirmed in administrative punishment made by an administrative agency is not necessarily to be material and even if the facts are presumed exempting of proving, defendants still have the rights to prove that the securities fraud are immaterial according to legislative and judicial explanations in civil cases. Finding out who are really blamed for securities fraud instead of limiting defendants' rights is the right way to protect ordinary investors as a whole.

Keywords: judicial practice; materiality of securities fraud; price standard; facts exempting of proving; ordinary investors protection

(上接第105页)

Rethinking and Transcending the Method of Controlling Variables in Sociological Quantitative Research

FENG Shuaishuai & LUO Jiaojiang

Abstract: Quantitative researchers in social sciences generally use statistical isolation methods to deal with endogenous problems, among which control variables are the most common method. Taking sociological quantitative research as an example, the analysis of 149 quantitative documents published in Sociological Study in the past ten years found that the control variable is the statistical isolation method with the highest usage rate in sociological quantitative research, with a usage rate of 88.59%. However, in use, there are common problems of misuse of variable inclusion, convergence of variable selection, and shallowness of variable analysis. According to the action form of the third-party variable, three basic types can be summarized: the intermediary factor in the form of $X \rightarrow Z1 \rightarrow Y$, the chaos factor in the form of $X \leftarrow Z2 \rightarrow Y$, and the collision factor in the form of $X \rightarrow Z3 \leftarrow Y$. Among them, the chaos factor needs to be controlled; the collision factor is not suitable, and the result of forced control is false causality; and whether the control of the intermediary factor is appropriate depends on the specific circumstances. Judging the action form of the third-party variable is the first step to regulate the use of the control variable method, otherwise it may not only not reduce but increase the chaotic effect of the model. Emerging machine learning modeling methods can help research to effectively identify variable types and promote the standardization of the use of control variable methods.

Keywords: control variables; sociological quantitative research; standardization; Z variable categories