

虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查

汤欣* 张然然**

《九会议民纪要》第85条试图针对虚假陈述民事责任纠纷案件中的“重大性”要件认定问题统一各地法院的裁判思路。该条指出审判实践中须注意区分“重大性”要件与“信赖”要件,无疑是值得肯定的。虚假陈述民事责任的性质基础在于侵权责任,从责任成立要件上看,重大性处于“行为要件”层面,作为各虚假陈述具体类型的统合认定标准,^[1]其考察的是行为本身的性质;而信赖则位于“因果关系要件”层面,它判断的是特定原告投资者的交易决定是否确实受到了案涉行为的影响。具言之,前者是由对泛泛而论的理性投资者的影响决定的,而后者则由给定情形下对特定投资者的影响决定。^[2]以信息披露违法行为对特定投资者交易决定没有影响为由否定行为本身重大性,或以案

* 清华大学法学院教授、博士生导师。

** 清华大学法学院硕士研究生。

[1] 参见廖升:《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》,载《法学家》2017年第1期。

[2] See James O. Hewitt, *Developing Concepts of Materiality and Disclosure*, 32 Bus. Law. 887, 894 (1977).

涉股票价格没有大幅波动为由否认交易上因果关系等做法,均有混淆重大性要件与信赖要件之嫌。

关于民事诉讼中是否应当对重大性抗辩进行审理,《九民会议纪要》明确,被证券监管部门行政处罚的虚假陈述行为即应当认为具有重大性,对于重大性的抗辩应通过行政复议、行政诉讼途径加以解决,而非属于民商事案件审理范围。就此问题,事实上原最高人民法院副院长李国光曾在2003年相关司法解释发布时阐明,虚假陈述所涉及的重大性问题应当在前置程序中得到解决,民事案件审理中可不涉及而当然认定,然而,“前置程序应该是一个临时性的措施,随着人民法院逐渐积累了审理这类案件的经验,前置程序将会取消,人民法院在审理虚假陈述民事赔偿纠纷的过程中,必须对相关信息的重大性作出判断”〔3〕2015年最高人民法院民二庭原庭长杨临萍讲话中也提及,面对立案受理不再以行政处罚和生效刑事判决为前置条件这一变化,在证券案件的实体审理中要正确理解证券侵权民事责任的构成要件,“重大性、交易因果关系是为了限制或减轻行为人责任的制度安排。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时,行为人不负赔偿责任”〔4〕本次《九民会议纪要》在征求意见时,则有观点认为不能将“监管部门作出行政处罚”和“具有民事赔偿案件中的重大性”画等号,人民法院在裁判时应当对重大性进行独立审查〔5〕

本文通过收集与整理我国法院对当事人提出的重大性抗辩的司法审查情况,梳理美国法有关重大性(materiality)标准的理论沿革以及10b-5规则下默示诉权的发展过程,以期从行政监管与民事诉讼背后不同的法理逻辑出发,对应否在民事诉讼中保留独立的重大性审查这一问题进行探讨。

〔3〕 李国光主编:《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2003年版,第220~221页。

〔4〕 《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》(2015年12月24日)“二、关于证券投资类金融纠纷案件的审理问题”第二点。

〔5〕 参见张保生、朱媛媛、孙显、牛馨雨:《〈九民会议纪要(征求意见稿)〉系列解读——证券虚假陈述纠纷(下)》,载 <http://www.zhonglun.com/Content/2019/08-23/1112373014.html>,2019年11月22日访问。

一、虚假陈述民事诉讼中重大性的审查情况

笔者统计并研读了2003~2019年国内虚假陈述民事纠纷案件判决书共101件。^[6] 统计数据显示,有37起案件中当事人就信息披露违法行为的重大性相关的问题提出了抗辩,如认为证监会作出处罚不代表案涉虚假信息会影响公司股价,被行政处罚的事项不具备侵权法意义上虚假陈述的构成要件,或者不构成重大事件等,占考察案件总数的36.6%。且近年来有重大性抗辩的案件数量占当年案件总数的比率有明显提升,2014~2016年占比尚不足20%,而2017~2019年抗辩重大性的案件占比均超过了45%。然而,在前述101份判决书中,法院进行独立审查并最终认定不具有重大性的仅有7例,^[7]分别为华闻传媒案(2012年海南高院二审判决)、湖南投资案(2013年长沙中院一审判决)、深圳能源案(2013年深圳中院一审判决)、香江控股案(2013年广州中院一审判决)、黄石东贝案(2015年武汉中院一审判决)、江苏友利案(2016年江苏高院二审判决)和珠海中富案(2018年广东高院二审判决),其中高级人民法院作出的判决3例。

我国现行虚假陈述民事赔偿制度的建立始于2003年最高人民法院《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》)。《若干规定》中为虚假陈述民事诉讼设立了前置程序,^[8]虽然理论上前置程序在2015年立案登记制改革后应予废除,但在实然层面,包括最高人民法院在内的诸多法院并未放弃以行

[6] 统计数据截至2019年11月26日。民事判决书来源于无讼案例、中国裁判文书网以及北大法宝数据库,上诉案件以二审判决书为准。当事人于一审答辩、二审上诉(或应诉)中均作出重大性抗辩的,仅计一次。

[7] 另有两例较特殊:“新筑投资案”(2016年成都中院一审判决)法院认定不存在信息披露违法行为;“辽宁机械案”(2017年大连中院一审判决)法院认定“未报告与前十名股东关联”行为不属于虚假陈述,但“超比例增持未报告及限制期内增持”属于重大遗漏行为。

[8] 参见最高人民法院《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)第6条。

政处罚作为前置程序的思维模式：^[9]一方面，较少出现法院先于行政机关认定虚假陈述的情形；^[10]另一方面，这一思维亦体现在法院对于重大性抗辩的审查与裁判中。实践中多数法院倾向于将受到行政处罚的信息披露违法行为直接认定为需要承担民事责任的虚假陈述行为，对于其重大性亦持当然肯认态度。例如，顺灏新材料案（2018年上海高院二审判决）中，法院直接表述前置程序中已经解决了重大性问题，法院无须就相关信息的重大性加以判断；^[11]登云汽配案（2017年广州中院一审判决）中，法院也持相似的态度，认为如果当事人对证监会认定的“重大事件虚假陈述”有异议，应遵循行政复议、行政诉讼途径解决，既然行政处罚已经生效，法院即可据此直接认定。

而在法院进行独立审查并最终否定重大性的判决中，则呈现出一些对待前置程序的“特殊态度”。前文所述的7起案例中有4起（华闻传媒案、湖南投资案、深圳能源案、香江控股案）均系上市公司因财务会计违规、新会计准则执行等问题被财政部作出处罚决定。法院认为，涉案会计核算偏差、财务处理不当、税收缴纳不完善不及时等行为，性质上均属于违反会计、税收法律、法规或规章的财务违规行为，被处罚的依据并非《证券法》；从所涉金额、影响力等来看，涉案行为对于会计科目调整幅度不大，且市场反映出的股价涨跌幅并不明显，不构成《证

[9] “根据立案登记制改革规定，人民法院秉持有案必立、有诉必理的工作要求，实行登记立案，但最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第二百零八条第三款亦规定，立案后发现不符合起诉条件或者属于民事诉讼法第一百二十四条规定情形的，裁定驳回起诉。因此，原审法院裁定驳回周剑明对威华公司、赣州稀土集团、招商证券、西南证券的起诉，于法有据，并无不当。”参见《周剑明、广东威华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民事裁定书》，最高人民法院[2018]最高法民申1402号民事裁定书。

[10] 参见汤欣、陈旺：《虚假陈述民事司法的实践——回顾与思考》，载《投资者》2018年第1期。

[11] 本案中的二审上诉人（一审被告）顺灏新材料公司曾就二审判决申请再审，最高人民法院在其中一份相关的再审裁定中，认定“原审判决未予全面考量顺灏公司实施的两项虚假陈述行为与投资者交易决定之间的因果关系，属于认定基本事实不清”，并以此作为理由之一，撤销初审和二审判决、发回一审法院重审。但遗憾的是，最高人民法院的此裁定书中并没有明确揭示其行文中的“因果关系”与本文主题中“重大性”的相互关系。参见“上海顺灏新材料科技股份有限公司、孙少纯证券虚假陈述责任纠纷再审案”，最高人民法院[2019]最高法民再95号民事裁定书。

券法》所规定的对“重大事件”作出虚假陈述的行为。相比之下,在众多由证监会或其派出机构作出处罚决定的案例中,法院对于重大性审查的态度则多显谨慎。此前有学者对虚假陈述类案件的主审法官进行调研与访谈,亦有法官表示裁判实务中对前置程序亦有所区分:对于证监会给出的处罚,法院一般当然地认为其构成重大性,而若是财政部或其他部门作出的处罚,法院则一般选择对重大性进行审查,^[12]或许可以对实践中出现的特殊性提供一种可能的解释思路。

有关虚假陈述行为“重大性”的判断标准,实务中多以信息披露相关法律法规中对于“重大事件”或“重大信息”的界定为参照。从我国目前的立法现状来看,具体界定标准呈现出主、客观二元化的规定格局。^[13]原《证券法》第67条、《上市公司信息披露管理办法》第30条、《上市公司重大资产重组管理办法》第39条、上海证券交易所和深圳证券交易所《股票上市规则》相关规定等,采取的是客观标准,即“股价敏感性”标准;《上市公司信息披露管理办法》第11条和第19条、2011年《信息披露违法行为行政责任认定规则》第9条和第12条、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》系列等,则采取了主观标准,即“影响投资者决策”标准。前述2015年杨临萍庭长讲话中提出,证券案件审理中重大性的主要衡量指标“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”。笔者统计到的司法案例中,法院判决也常出现“对投资者购买股票意愿产生实质影响”“对股票交易价格产生较大影响”“股票成交量明显变化”等说理性表述,然而细究之,却有相当一部分只是泛泛而论,缺乏对股票价格变动幅度的详细分析,少见对投资者决策产生重大影响的具体说明与有力论证,难以辨明对重大性的判断体现的究竟是“投资者的理性”还是“法院的理性”。诸多法院在根本上还是将证券行政监管部门的处罚决定作为认定证券虚假陈述行为的“重要依据”,说理的最终落足点也大多绕不出“由《行政处罚决定书》内容可见(重大性成立)”“上述(重大性)事实有《行政处罚决

[12] 参见杨旭、何积华:《证券虚假陈述民事案件裁判规则研究》,北京大学出版社2018年版,第87页。

[13] 参见廖升,前注[1],第140页。

定书》为证”等表述。

然而,值得注意的是,近年来也有一些法院在重大性判断上作出了积极的尝试与探索,比如从定性和定量两个角度来衡量重大性。方正科技案(2018年上海金融法院一审判决)中,法院一方面对关联交易规模进行定量分析,参照中国证监会《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(2003年修订)》中有关“重大关联交易事项”的认定标准(与某一关联方累积关联交易总额高于3000万元或占上市公司最近一期经审计净资产值5%以上),认定方正科技公司“关联交易总额达四百多亿元”“各年度关联交易金额占上一年度净资产比例超过或接近300%的有四年,超过150%的有三年”等符合重大性要求;另一方面又结合个案整体事实进行定性分析,认为方正科技公司持续以重大关联交易为“主营业务收入”,其交易信息的准确披露与否会直接影响投资者对于公司业绩与价值的判断。在华锐风电案(2017年北京高院二审判决)、金亚科技案(2019年四川高院二审判决)中,法院也采取了类似的分析思路。缺憾在于,“重大关联交易事项”等在法律法规中有量化指标可供参考的情形,重大性成立与否的标准相对明晰,而对于虚增利润额度、股价涨跌幅度等指标的定量分析,法院在现有审判实践中尚未探索出相对统一的界分标准。本文认为,正是因为诸情形下量化指标的缺位和硬性标准本身可能存在的适用局限性,才使允许法院结合个案事实对重大性进行细分判断的必要性得以显现。对于民事诉讼中的重大性审查,可能更需要的是通过相对明晰、可操作的裁判方法指引来规范法院的裁量,而不是问题的简单剥离。

二、美国法有关重大性的认定标准

主流观点认为,重大性(materiality)既是决定特定信息是否需要披露的标准,^[14]亦是决定何种虚假陈述将导致民事责任时需要考量的因

[14] See Coffee, John C., et al. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 13th ed., Foundation Press (2015), p. 922.

素。美国法针对虚假陈述的民事赔偿机制下,若原告依据 10b-5 规则提起损失赔偿诉讼,需要证明包括“重大(material)失实陈述或遗漏”在内的 6 项条件。^[15] 法院判决中对于重大性的认定,主要有理性投资者标准(the reasonable investor)以及在此基础上拓展出的“可能性/影响程度”标准(probability/magnitude)、市场反应标准(market impact),略述如下:

(一) 理性投资者标准

1968 年 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案中,第二巡回上诉法院提出,信息的重大性要看理性人在形成交易决策时是否会重视该信息,其中包括在合理客观的考虑下可能会影响公司股票价格的任何事实。^[16] 1970 年,最高法院在 Mills v. Elec. Auto-Lite Co. 案中,先是说明“重大性”是指理性的股东在决定如何投票时“可能”(might)认为某一误述或遗漏很重要,紧接着又提出“重大性”要求有“显著倾向”(a significant propensity)会影响投票进程。^[17] 法院试图同时采取两套标准来衡量重大性,实则人为使问题复杂化了。^[18]

最终在 1976 年 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 案中,联邦最高法院基本厘清和确立了界定重大性的一般标准。此后几乎所有涉及重大性判断的案件,都是在重复和拓展 TSC 案所述的标准。^[19] 最高法院在该案中指出,如果一个理性的投资者将会(would)在决定如何投票时认为遗漏的事实是重要的,那么它就是重大的。换言之,理性投资者必须有很大的可能性(a substantial likelihood)会认为,如果披露了被

[15] Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U. S. 258, 134 S. Ct. 2398, 2407, 189 L. Ed. 2d 339 (2014). “To recover damages for violations of § 10(b) and Rule 10b-5, a plaintiff must prove (1) a material misrepresentation or omission by the defendant; (2) scienter; (3) a connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security; (4) reliance upon the misrepresentation or omission; (5) economic loss; and (6) loss causation.”

[16] Sec. & Exch. Comm'n v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968).

[17] See Mills v. Elec. Auto-Lite Co., 396 U. S. 375, 384, 90 S. Ct. 616, 621, 24 L. Ed. 2d 593 (1970).

[18] See Cox, James D., et al. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 8th ed., Aspen Casebook (2017), p. 620.

[19] Id., p. 620.

遗漏的事实,将会明显改变可得信息的“整体综合”(total mix)。^[20]

(二)“可能性/影响程度”标准

1988年的Basic Inc. v. Levinson一案,在TSC案所确立的“理性投资者”标准基础上,发展出了“可能性/影响程度”标准。最高法院认为,如果某项事件对于公司的影响是明确、清楚的(certain and clear),那么TSC案所确立的重大性标准可以直接适用;但若事件本质上具有或然性或仅系推测而出(contingent or speculative),则很难断定理性投资者会认为遗漏的事实是重要的,诸如公司兼并、收购谈判等预期交易可能最终并不会实现的事项,即属于后一类型。^[21]联邦最高法院在此引用了前述第二巡回上诉法院在SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.案的见解,^[22]认为此类事件在适用重大性标准时需要进行个案判断,就给定的时间权衡事件发生的可能性(probability)和该事件在整个公司活动中的影响力(magnitude)。^[23]依此标准,低发生可能性和具有重大影响力的组合事件,或者高发生可能性与低程度影响力的组合事件,均可能被判定为重大事件。^[24]

(三)市场反应标准

即根据有关信息(如果发布)对相关证券价格产生的影响来界定重大性。^[25]在信息有效(informationally efficient)市场中,有关信息能够

[20] See TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 449, 96 S. Ct. 2126, 2132, 48 L. Ed. 2d 757 (1976).

[21] See Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 232, 108 S. Ct. 978, 984, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).

[22] Sec. & Exch. Comm'n v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833, 849 (2d Cir. 1968).
“In each case, then, whether facts are material within Rule 10b-5 when the facts relate to a particular event and are undisclosed by those persons who are knowledgeable thereof will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity.”

[23] See Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 238, 108 S. Ct. 978, 987, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).

[24] 参见刘连煜:《推测的消息是内线交易的重大消息?——Basic案的再审视》,载《台湾法学杂志》2009年第130期。

[25] See Arnold S. Jacobs, *Litigation and Practice under Rule 10b-5*, § 61.02 [b] [ii] (1993). Quoted in Mark L. Mitchell & Jeffrey M. Netter, *The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission*, 49 Bus. Law. 545, 549 (1994).

相对及时地反映在证券价格中,基于股价的波动可以一定程度上反映出理性投资者对于信息重大性判断的共识,^[26]信息披露后的价格走势也可以作为衡量重大性的一个标准。实践中法院亦有采此标准的做法,至少在没有其他明显因素引发价格变动的情况下,可以将价格的变动作为判断重大性的一个有力证据。^[27]美国第三巡回法院在 *In re Burlington Coat Factory Sec. Litig.* 案判决中亦提出,在高效市场的背景下,重大性概念转化为会改变公司股票价格的信息。^[28]但同时,市场并非一张“干净的白纸”,只显示特定披露行为的影响,譬如捆绑披露等情形下则很难隔离出各个信息对证券价格的影响;^[29]市场往往是后见之明(hindsight),很难准确界定市场何时得知与吸收遗漏(omission)的事实;^[30]且仅凭股价波动幅度不大或并未波动,并不足以直接否认重大性的成立,否则被告将有相当的诱因提前释放信息或采取其他措施扭曲价格、延迟市场反应,此时若仍要求股价必须立即发生变动才成立重大性,将难以适应市场现实。^[31]由此亦有观点认为,至少不宜将市场反应单独作为重大性的判断标准。^[32]

(四) 其他标准

在基本标准的基础上,法院针对个案中涉及虚假陈述的特殊情形,如合并谈判(merger negotiation)、模糊陈述(vague statement)、预测性信

[26] 亦有观点提出,专业投资者在影响股票市场价格中起关键作用,即价格反映信息的基础与关键在于专业投资者的判断共识,而不仅是笼统的一般理性投资者,更不是最不成熟的投资者,市场欺诈案件中的“误导”和“重大性”均应关注专业投资者。See John M. Newman, Jr., et al., *Basic Truths: The Implications of the Fraud - on - the - Market Theory for Evaluating the “Misleading” and “Materiality” Elements of Securities Fraud Claims*, 20 J. Corp. L. 571, 572 - 586 (1995).

[27] See Cox, *supra* note 16, at 632.

[28] See *In re Burlington Coat Factory Sec. Litig.*, 114 F.3d 1410, 1425 (3d Cir. 1997).

[29] See Richard C. Sauer, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, 62 Bus. Law. 317, 324 - 325 (2007).

[30] See Choi, Stephen Jung, and Adam C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 5th ed., Foundation Press (2019), at 76.

[31] See *No. 84 Employer - Teamster Joint Council Pension Tr. Fund v. Am. W. Holding Corp.*, 320 F.3d 920, 934 (9th Cir. 2003).

[32] 参见张心悌:《财务预测重大性之判断——兼论财务预测安全港制度》,载《台北大学法学论丛》2012年第84期。

息(predictive information)、财务报告(financial report)等,又分别探索出了诸多细分的重大性判定方法,^[33]如前述可能性/影响程度测试(probability/magnitude test)的扩张或限缩适用,^[34]预先警示原则(bespeaks caution doctrine)、^[35]定量与定性标准(quantitative/qualitative materiality),^[36]等等。

由重大性判定的上述发展轨迹可以窥见,美国联邦法院在几十年来为数众多的判决中,不断丰富着作为一般反欺诈条款(catch-all anti-fraud provision)的10b-5规则下各要素的内涵与适用范围。值得注意的是,尽管10b-5规则已经发展为实现反欺诈目标、追究民事赔偿责任的重要机制,但这未必是其立法当时的初衷。10b-5规则原本仅单纯地禁止欺诈,并未规定明示私人诉权(express private cause of action),而是1946年以来在不同的法院判例中反复博弈才逐渐发展出默示诉权(implied cause of action),^[37]美国最高法院最终在1971年 *Superintendent v. Bankers Life* 案的判决脚注中确认了这一认定。^[38]虽然此后在20世纪七八十年代,法院在一些案子中对10b-5规则及其他反欺诈条款进行限缩解释,对默示诉权的态度松紧也经历了不同的阶段^[39],但对

[33] See Margaret V. Sachs, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing “The Reasonable Investor” with “The Least Sophisticated Investor” in Inefficient Markets*, 81 Tul. L. Rev. 473, 491 (2006).

[34] 有关该标准是否适用于合并谈判以外的预测信息的讨论, see Jude Sullivan, *Materiality of Predictive Information after Basic: A Proposed Two-Part Test of Materiality*, 1990 U. Ill. L. Rev. 207, 216-223 (1990). 另见张心悌, 前注[31]。

[35] See Cox, *supra* note 16, pp. 652-657.

[36] See Glenn F. Miller, *Staff Accounting Bulletin No. 99: Another Ill-Advised Foray into the Murky World of Qualitative Materiality*, 95 Nw. U. L. Rev. 361, 363-378 (2000).

[37] See *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512, 513-514 (E. D. Pa. 1946). See also, Coffee, *supra* note 12, pp. 1039-1040.

[38] See *Superintendent of Ins. of State of N. Y. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U. S. 6, 13, 92 S. Ct. 165, 169, 30 L. Ed. 2d 128 (1971). “note 9: It is now established that a private right of action is implied under § 10(b).”

[39] See Loss, Louis., et al., *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed., Wolters Kluwer Law & Business (2011), pp. 1628-1642.

10b-5 规则的适用趋势仍在持续与扩展。^[40] 相比于《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》中若干明示诉权条款的各种适用局限,^[41] 10b-5 规则的模糊内涵使法院能够适应个案事实,秉持保护投资者的证券法基本原则作出适当的判决,在常年的审判实践中发展出一套充满弹性而又具有传承性的判例体系,^[42] 其中亦能为我国虚假陈述民事赔偿机制的建立与改进提供一些启示。

三、推动完善我国证券虚假陈述民事诉讼中重大性问题的细分审查

对比考察我国司法实践中对于重大性问题的态度,多数法院受前置程序思维影响较深,将行政法上的处罚与需要承担民事责任的虚假陈述行为等量齐观,在被告提出重大性抗辩的案件中,多以证监会处罚决定为“重要依据”直接加以否定。由此看来,《九民会议纪要》第 85 条将重大性审查与抗辩均纳入行政监管受理范围,似乎顺应了实践中的“多数选择”。本文认为,法院之所以未对重大性问题形成有力论证并明确判断标准,很大一部分原因正是前置程序的深入影响。对于在《若干规定》中明确授权法院予以认定的因果关系和损失计算等问题,各级法院在审理中多有积极探讨,而在重大性问题上的分析则高度简化。这一现状进一步得到《九民会议纪要》的正式支持,显然难以推动相关领域内司法认知的深入发展,未来会否形成民事诉讼对于行政处罚的过度依赖,需要持续进行观察。

从法理逻辑上看,行政处罚与民事赔偿制度保护的法益不尽相同,在判断重大性问题上的出发点亦有差异。行政处罚考虑的更多的是信

[40] See Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 7th ed., West Academic Publishing (2017), pp. 455-456.

[41] 详细分析参见汤欣:《美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制——兼论一般性反欺诈条款制度的确立》,载《证券法苑》(第 2 卷),法律出版社 2010 年版,第 193~204 页。

[42] 见上注,第 211 页。

息披露是否合法合规、是否符合监管要求；而民事意义上的重大性则更多考量案涉行为是否足以影响股票价格与投资者决策，并进而探索虚假陈述与损害之间的因果关系。实践中诸多被判罚的信息披露违法行为，违反的是合规性的要求，如交换与买卖承兑汇票、会计利润调整计入等，并不当然涉及证券欺诈。对同一行为基于监管权威的判罚，与其是否足以触发民事责任，背后体现的实则是不同的法理逻辑。

如前所述，美国的 10b-5 规则原本也并非包含明示私人诉权的民事赔偿规则，然而，在多年的审判实践中，法院从监管性质的证券法条文中“推演”出民事赔偿诉权，并在不同时期时而“限制”时而“放宽”，通过明示诉权与默示诉权的兼容并存与动态把握，使行政执法和民事赔偿有时疏离、有时紧密，形成张弛有度但逻辑上又相互独立存在的法律责任关系，其中也恰恰表现出民事侵权法与监管性的法律背后有不同法益关怀与叙事逻辑。同时，10b-5 规则下包含重大性在内的各要素之内涵，在长期的司法实践中得到了不断的细化与发展。正是由于法院在为数众多的判决中将基本标准与个案特殊事实相结合，作出细分的审查与判断，才逐渐形成了一套独立于行政监管的损害赔偿意义上的重大性衡量尺度。

本文认为，考虑到完全冻结民事诉讼中的重大性审查可能对虚假陈述民事诉讼实践的发展形成掣肘，未来在对《若干规定》修改完善时可以考虑其他规范路径，如参照目前《若干规定》中对于因果关系问题的规定，明确授予各地法院个案审查重大性的权限，既允许法院通过行政处罚来“推定”重大性，同时又给予被告举证以“反驳”推定的机会；在此基础上进一步细化如被告抗辩途径、重大性判断标准等规定，就民事上是否触发损害赔偿的重大性问题，探索建立一套与行政监管相对独立的认定标准。允许法官在司法实践中对重大性问题作出有别于行政监管的细分审查，依据个案的特殊事实判断行为是否需要承担民事赔偿责任，在此基础上形成周全的公正判决。

（编辑：谢贵春）