



前置程序取消后证券虚假陈述重大性的认定路径

——基于请求权视角的实务分析

The Materiality of False Statements after Canceling the Preposition Procedure —Practical Analysis Based on Claim Perspective

朱力 傅福兴

摘要：2022年1月21日，最高人民法院在《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》中明确取消民事赔偿诉讼前置程序，这势必导致民事审判和行政执法既有格局发生变化，重大性认定将是该项变革的关键和难点所在。前置程序取消后法院需自行判断重大性的问题，可通过梳理当前民事审判的实际情况，厘清其与行政执法的关系，预设前置程序取消后民行协调上可能出现的各类情况与解决路径，再以探求民事审判请求权基础的方式，构建三重因果关系以逐层剖析重大性的认定。

关键词：虚假陈述 重大性认定 因果关系

Abstract: On January 21, 2022, the Supreme People's Court ("SPC") explicitly stipulated in the Several Provisions on the Trial of Civil Compensation Cases Involving False Statements and the Infringement of Rights in the Securities Market that pre-litigation procedures for civil compensation shall be set aside. This will inevitably lead to a change in the existing pattern of civil trials and administrative law enforcement, and the determination of materiality will be the key part of that change. After dispensing with pre-litigation procedures, the court needs to judge the major issues on its own by exploring the facts of the specific case on the basis of the right to make a claim in a civil trial.

Keywords: Misrepresentation, Determination of Materiality, Causation

朱力，深圳证券交易所；傅福兴，华泰期货金融产品部。本文系个人观点，与所在机构无关。



在

《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》）

对证券虚假陈述民事诉讼受理条件的规定中，将行政或刑事结果作为证券虚假陈述民事赔偿案件前置程序。^①这一规定产生的根本原因在于彼时法院审判缺乏足以应对证券诉讼案件的经验，尤其是对重大性认定尚无明晰的审理标准。

当前，我国法院对证券案件审理已积累有相当的审判经验，上海、北京亦相继成立金融法院。2022年1月21日，最高人民法院在《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》中明确取消民事赔偿诉讼前置程序。^②因而，现阶段充分研究既往前置程序存在的作用和原因，从实质解决法院审理困境之目的出发，讨论重大性认定及制度衔接的构建，应是具有必要性的。前置程序取消的同时，明确行政执法与民事诉讼之关系理当为首要问题。而在实质审理阶段，法院对重大性的认定则成为关键。

民事诉讼与行政执法的关系

《若干规定》所设置的虚假陈述民事赔偿诉讼的前置程序多年来实际上将民事诉讼与行政处罚做了捆绑，但行政处罚与民事诉讼本应是两个独立的法律行为，是可以各自分开进行的法律程序。在取消民事诉讼的前置程序后，让有切身利益的投资者参与到对上市公司的监督，将有利于全方位立体追责体系的构建。但需注意到虚假陈述的民事诉讼与行政执法既有不同，也有关联，取消前置程序不能只是简单地排除行政执法。二者的关系不是互为前提，也不是各行其道，更宜定位为互相参照。在逻辑上二者应当做出分离，在实际操作中亦不妨相互协调。

逻辑分离

从法理逻辑上看，行政处罚与民事诉讼保护的法益并不完全相同。行政处罚是从证券监管角度，考虑的是信息披露是否合法合规、是否符合监管要求。而民事诉讼本质上关注的是侵权损害赔偿问题，即判断是否存在虚假陈述侵权行为，是否因此导致了投资者的损害后果。^③实践中，

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》（法释〔2003〕2号）第六条：“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。”

② 《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）第二条第二款：“人民法院不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决的认定为由裁定不予受理。”

③ 陈洁：《证券民事赔偿诉讼取消前置程序的司法应对——以虚假陈述民事赔偿为视角》[J]，《证券市场导报》，2021(5):63-70。



并非所有的信息披露问题都必然导致投资者的损失，民事诉讼与行政执法的认定结果也可能存在差异，二者不必然具有同向性。行政处罚救济与民事诉讼赔偿在法理逻辑上可以并行不悖，相互分离，但并不影响二者在实践中的协调衔接。

在既往的证券市场虚假陈述案件中，几乎都寻求以证监会救济为主，以行政处罚对虚假陈述的主体及责任方进行惩罚，民事判决也均以行政处罚为前提。诚然，在行政监管作出证券虚假陈述认定前，法院在调查取证及证券专业认定等方面都存在技术性的困难，以行政处罚作为前置程序具有一定的合理性，但此种做法不利于及时保障投资者的权利。实践中，行政处罚必须依照严格的法定程序，可能需要长达一两年的时间，而证券资本市场变化速度极快，仅依赖行政执法难以应对在紧急情况下保护投资者利益的问题。

民事诉讼与行政执法的协调

行政处罚决定作出后，法院在审理虚假陈述案件时仍可依照该处罚的复议或诉讼之情况裁定中止或终结审理。^①故在前置程序取消后，仍需要考虑实体和程序中行政调查与司法审判的衔接问题。

一是实体上，对于同一涉嫌虚假陈述行为，法院与行政机关作出不同认定结果。二是程序上，至少需要考虑民事诉讼和行政执法协调可能遇到的如下问题（表1）。

在此，民事诉讼与行政执法均需要对虚假陈述行为予以调查、认定，司法机关和有权行政机关对同一行为的调查结论原则上可以互相参照，但无需严格遵循。

（1）投资者先提起民事诉讼，法院如果已经判定构成虚假陈述，原则上行政机关应开展调查。因为司法机关已经对行为性质作出了认定，此时该行为必然违反信息披露

表 1 前置程序取消后民事诉讼与行政调查间所涉情形及问题

阶段	情形	问题
投资者先提起民事诉讼	法院判决构成虚假陈述	行政机关是否必须要开展调查
	投资者申请法院向行政机关调取正在调查程序中的证据	行政机关应如何处理
	法院认为需要以相关行政调查结果为依据的	法院是否可以中止审理
民事诉讼与行政调查同时进行	法院判决不构成虚假陈述	行政调查应如何处理
	行政机关认定不构成虚假陈述	法院应如何处理

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》（法释〔2003〕2号）第十一条：“人民法院受理虚假陈述证券民事赔偿案件后，受行政处罚当事人对行政处罚不服申请行政复议或者提起行政诉讼的，可以裁定中止审理。人民法院受理虚假陈述证券民事赔偿案件后，有关行政处罚被撤销的，应当裁定终结诉讼。”



露相关法律法规。此时若行政机关不立案，则可能构成行政法上的行政不作为。

(2) 民事诉讼与行政调查同时进行，法院判决不构成虚假陈述，行政调查仍应按照既定程序继续。因为虚假陈述仅仅是信息披露违规的一种具体形式，即使该行为不构成虚假陈述，但是仍可能属于其他信息披露违规行为，行政调查仍应继续。同时，行政机关仍有权认定构成虚假陈述，亦有权决定是否继续调查。

(3) 民事诉讼与行政调查同时进行，行政机关认定不构成虚假陈述，法院可以结合个案的具体情况选择是否继续审理。

(4) 不同于行政执法具有专业的调查队伍，投资者及法院在举证能力及调查能力方面稍显薄弱。按照《民事诉讼法》第六十七条、第一百一十四条^①，人民法院有权向有关单位和个人调查取证，有关单位和个人不得拒绝。因此，如果法院认为民事诉讼需要行政机关配合调取相关证据或者提供调查结果，行政机关应予以支

持。但考虑到实践中证监会行政处罚工作对于证据固定和保密要求的需要，应当待案件进入证监会内部立案调查程序后，方可配合法院调取案件证据。

民事审理的现状评价

此前在证券虚假陈述民事诉讼的实践中，法院有四种处理方法。(1) 法院在受理虚假陈述民事赔偿案件时，仍以《若干规定》有效为由适用前置程序的规定，裁定驳回起诉；^② (2) 立案登记制改革后，部分法院虽然立案受理，但在受理案件后仍以《若干规定》仍然有效为由，裁定驳回起诉。^③ (3) 法院对于尚未作出行政处罚决定，而仅有行政处罚事先告知书或监管函的案件予以立案受理；^④ (4) 法院虽不以任何行政处罚措施为受理的前置条件，但往往采取中止审理的方式对诉讼焦点予以搁置。其后续实体审理和裁判仍然有赖于行政处罚决定书的认定，通常将行政处罚决定书作为认定虚假陈述行为的

① 《民事诉讼法》第六十七条：“人民法院有权向有关单位和个人调查取证，有关单位和个人不得拒绝。”第一百一十四条：“有义务协助调查、执行的单位有下列行为之一的，人民法院除责令其履行协助义务外，并可以予以罚款。”

② 北京市高级人民法院：奥马电器虚假陈述案，案号(2017)京民终543号民事裁定书。

③ 上海市高级人民法院：锐奇股份虚假陈述案，案号(2017)沪民终390号民事裁定书；江苏省高级人民法院：澳洋科技虚假陈述案，案号(2017)苏民终817号民事裁定书；最高人民法院：威华股份虚假陈述再审案，案号(2018)最高法民申337号民事裁定书。

④ 北京金融法院：北京昊华能源股份虚假陈述案，暂无案号（载中证中小投资者服务中心官网：<http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20210427/3745.html>，2021年5月21日访问）；深圳中级人民法院金融法庭：朱某诉中航三鑫股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，暂无案号（该案为2019年6月起诉案件，案件情况发布于深圳中院官方微信公众号）。



直接证据予以采信。^①对于投资者提起的并未满足前置条件的民事案件，由于认定证券虚假陈述行为重大性证据的缺失，投资者的诉讼请求在实体审理阶段也很难得到支持。^②

究其根本，法院能否实质审理的关键在于重大性的认定。前置程序取消后，法院实质审理的过程中可能会产生两方面的考虑，一方面通过定义或列举的方式难以直接涵盖虚假陈述行为的重大性的问题，故仍须借助证监会等专业方的专业判断。另一方面，全国层面的法官队伍针对虚假陈述类案件的专业能力有限，就此向证监会等证券监管部门探寻建立“专家库”或“专家论证”等征询专业意见的机制的可能性。

此外，亦有观点认为可将交易所的纪律处分作为虚假陈述行为具有重大性的判断依据或初步证据。但笔者认为这一观点存在不妥之处。首先，交易所做出纪律处分所考虑的是整体市场秩序维护的思维与个体投资者侵权案件的逻辑并不相同。其次，交易所作出的纪律处分以及时高效为特点，且数量庞大，以此作为认定虚假陈述行为重大性的证据有造成滥诉的风险。

前置程序取消后，法院审理相关案件时需就涉案信息披露内容的重大性作出认定，故需先对虚假陈述重大性认定标准这一实质审理的起点予以明确。

综上所述，取消前置程序后，证券市场虚假陈述民事赔偿重大性认定的问题最终必定要由法院自行审理裁决。

民事诉讼中重大性的认定

前置程序取消后，法院审理相关案件时需就涉案信息披露内容的重大性作出认定，故需先对虚假陈述重大性认定标准这一实质审理的起点予以明确。在一般民事诉讼中，法院裁判均应当确认请求权基础。因此，以请求权基础为视角展开分析，有助于厘清审判重大性认定的相关要件。

虚假陈述引发的民事诉讼，本质上属于侵权之诉，投资者对证券虚假陈述行为人提起民事赔偿的请求权基础应当是侵权行为请求权。侵权行为请求权有四个构成要件：（1）行为的违法性；（2）损害事实的存在；（3）因果关系；（4）归责原则（一般要求为过错责任）。显然，重大性的认定与行为、结果、因果关系等三个

① 浙江省高级人民法院：水晶光电虚假陈述案，案号（2017）浙民终72号民事裁定书，安徽省高级人民法院：辉隆股份虚假陈述案，案号（2016）皖民终412号民事裁定书。

② 浙江省高级人民法院：天健会计师事务所证券虚假陈述案，案号（2018）浙民终786号民事判决书。



要件均有关联。其中，应重点关注因果关系及其相关问题的论证，以下将首先阐述可能陷入的循环论证误区和三重因果关系的结构，再由侵权行为请求权的构成要件进行分析，以构建证券市场虚假陈述在民事审判中的重大性认定。

重大性认定的两个提示问题

在表现形式上，行政监管只要求符合“披露行为的违法性”这一构成要件，而民事赔偿中的“重大性”认定则交织在行为、损害事实以及因果关系三个构成要件中。侵权行为应当具备违法性，在民法意义上而言，即损害民法所保护的民事权益的行为。

法院构成要件涵摄中最重要的工作之一，应当是对要件概念的诠释。因而，首先要确认的是重大性认定所指向的要件。一般语义中的“重大性”可以理解为侵权行为具有重大性。但在证券虚假陈述案件中，“重大性”的认定则是通过因果关系和损害事实两个要件反向论证而得到的结论。由于虚假陈述中重大性的认定交织在三个构成要件中，而仅通过“行为”这一构成要件表现出来。若未认识到可能存在的循环论证和三重因果关系问题，则将陷于混乱。

避免陷入循环论证的困境

从逻辑学的角度考虑，通过对侵权行为请求权构成要件的分析，可以提出四个论式：（1）如果虚假陈述行为具有

在表现形式上，行政监管只要求符合“披露行为的违法性”这一构成要件，而民事赔偿中的“重大性”认定则交织在行为、损害事实以及因果关系三个构成要件中。

民事赔偿中的重大性，则其能够成立因果关系；（2）如果虚假陈述行为不存在重大性，则因果关系不能成立；（3）如果因果关系能够成立，则说明虚假陈述行为具有民事赔偿中的重大性；（4）如果因果关系不能成立，则说明虚假陈述行为不具有民事赔偿中的重大性。需要说明的是，此处所指之“因果关系”为一般语义理解中的广义因果关系，而对因果关系的进一步区分将在“三重因果关系”中进行论述。

上述论式可转换为形式逻辑上的表述，命题 p 为“虚假陈述行为具有重大性”，命题 q 为“因果关系能够成立”，即为：

论式（1）： $(p \rightarrow q); p \vdash q$ 如果 p 则 q ； p ；所以， q

论式（2）： $(p \rightarrow q); \neg q \vdash \neg p$ 如果 p 则 q ；非 q ；所以，非 p

论式（3）： $(q \rightarrow p); q \vdash p$ 如果 q 则 p ； q ；所以， p

论式（4）： $(q \rightarrow p); \neg p \vdash \neg q$ 如果 q 则 p ；非 p ；所以，非 q

逻辑上，不能存在四个论式都成立的



情况，否则会陷入循环论证的困境。

循环论证是逻辑学中典型的谬误类型，指的是用来证明结论的论据的真实性需要依赖于结论本身的真实性。即在论证结论的过程中，把有待证明的结论当作了已知的前提使用，用结论本身来证明结论。

循环论证不是形式错，而是内容错，之所以论证无效，是因为根本没有提出新论据。一旦以侵权行为的重大性作为论据和起点，将导致采用循环论证的方法来证明一个被包含在前提里面的观点。循环论证归纳为实质谬误，而非逻辑谬误，其实质谬误的意义就是没有实际意义。循环论证在没有发现其他证据之前，既非证实，也非证伪。重大性认定的推论过程就会构成一个或长或短

的封闭链环，不管其中间环节有多少，其后的结论也就是其初的理由，犹如一个在原地打转的车轮。

因此，在此逻辑论证中，证明的基准点应当是因果关系，而非行为。这也是实践中证券虚假陈述侵权之诉区别于一般侵权行为的关键所在。

区分三重因果关系

以请求权的方法对证券虚假陈述案例进行简单解构如图1所示，可以分为三重因果关系。

(1) 第一重因果关系：虚假陈述的行为侵害了投资人的知情权，此为一般侵权行为中均需认定的因果关系，也是最容易认定的一类因果关系。如果该因果关系都不能成立，则不存在继续讨论重大性认定的问题。

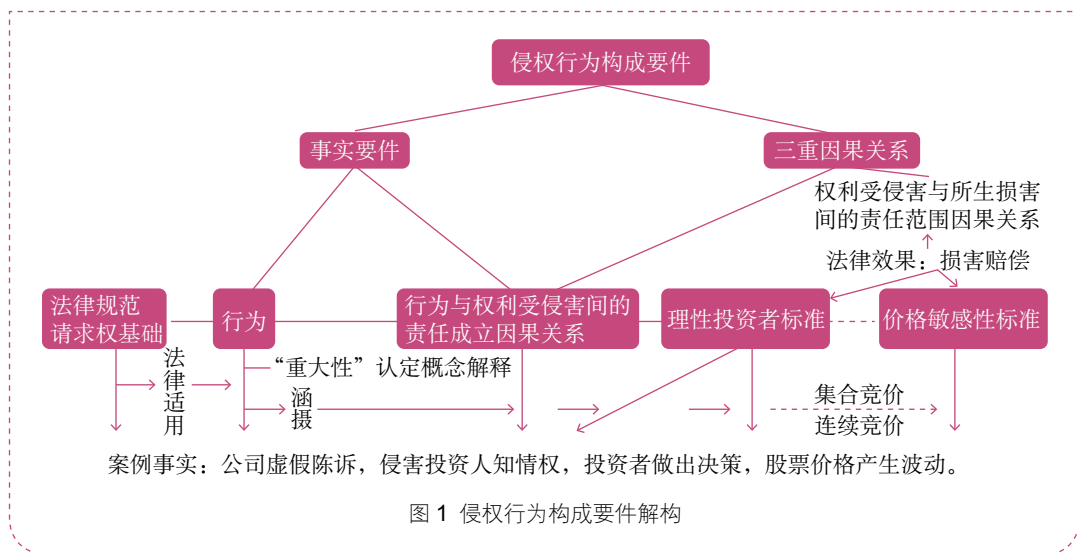


图1 侵权行为构成要件解构



(2) 第二重因果关系：理性投资者标准，信息的披露将会实质地影响投资者的交易决策。

(3) 第三重因果关系：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。股票价格通过集合竞价和连续竞价的方式产生，再由投资人的决策传导至价格波动。但考虑到市场其他因素及证明难度，此类因果关系并不必然成立，因此用虚线表示。

将重大性认定置于三重因果关系的

框架中讨论，以第一重“行为与权利受侵害间的责任成立的因果关系”确认侵权行为为请求权构成要件中所指之因果关系，完成民事审判中请求权基础的构建。在此前提下，进入第二层“权利受侵害与所生损害间的因果关系”对重大性认定进行实质性的逻辑论证和判断。第二层所指称之因果关系虽在词语使用上与请求权中相同，但应当注意将其区分为信息披露与投资者决策行为或最终价格之间的因果，而非信息披露与所损害之法益间的因果。据此，

表 2 虚假陈述的类型化建议

类型	证监会实践情况	类型化建议
虚假记载	虚假记载案例主要表现为发行人披露的财务报表不实，包括： 1.虚构营业收入、虚增利润、对资产负债比例、生产经营情况进行虚构； 2.夸大利好或者隐瞒利空的财务信息，使投资者无法对企业进行准确估值	根据财务报表主要科目和关键性财务指标。建议将虚假记载的定位： 1.为经营信息、资产负债信息和资金项目信息的虚构。经营信息可以包括收入、利润、费用、资产减值损失等； 2.资产负债信息可包括货币资金、经营资产、生产资产、投资资产、负债、所有者权益等； 3.资金项目信息可包括生产、经营、投资活动及相关现金流、利息等
误导性陈述	误导性陈述案例相对较少，主要表现形式包括：夸大业绩收入、产量、销量和市场地位，以及对预测性信息存在夸大的情形	在误导性陈述的类型化中，根据投资者产生误解的原由进行分类： 1.大致可概括为理解歧义、难以理解、理解与客观不符合三类，具体表现在信息中分别对应为语义模糊、晦涩难懂、以偏概全； 2.如披露的预测性信息缺乏合理的根据或基础，或者因条件发生变化，未及时对预测性信息进行更正，也可以认定为误导性陈述
重大遗漏	重大遗漏案例占比最大，主要包括：未披露关联交易、控股股东信息、预亏公告、关联方资金占用情况、重大诉讼或仲裁、重大违约情况、对外担保、对外借贷、对赌协议、重大资产重组、工程项目进展情况、股份代持、被行政机关或司法机关立案调查等	重大遗漏信息是与证券发行、交易及相关活动有关的关键性信息，以及依法应当记载的事项或者为避免文件被误解所必须记载的重大事项。 行为人在主观上既可以是故意，也可以是过失，故意即隐瞒信息，过失即疏漏信息。 重大遗漏包括全部遗漏和部分遗漏。可根据生产、经营、投资等活动将其类型化为具体的条文列示



除了潜在行为的界定、因果关系的确认外，重大性的判定还可以考虑损害结果的验证，即披露后是否对相关证券的交易价格和交易量产生了明显的影响。

重大性的认定中首先适用“理性投资者标准”这一因果，所考量之逻辑为信息披露与投资者行为的联系。其次适用“价格敏感性标准”，以信息披露后一系列的影响是否会传导为价格的表现形式作为链条来判断。综合经济学中关于价格的相关理论可知，价格并非价值必然或唯一呈现的形式。因而在司法实践中，仍建议以“理性投资者标准”的逻辑链为审判的基本论证路径。

潜在行为的界定和列举

民事诉讼与行政执法的认定结果虽存在差异，但仍可以将行政范畴内的违规作为潜在的重大性考虑。根据对证监会行政处罚案件情况的统计分析，对实践中的虚假陈述行为提出类型化建议，可以作为重大性认定的辅助参考（表2）。

因果关系的确认

结合境外立法、判例对虚假陈述重大性的认定来看，一是理性投资者标准，信息的披露将会实质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。

原《若干规定》第十七条第四款规定的误导性陈述行为采用了“理性投资者标准”，即“作出使投资人对其行为发生错误判断并产生重大影响的陈述”。采用“理性投资者标准”相对于“价格敏感性标准”更符合我国证券市场实际：一是理性投资者标准要求信息披露义务人不仅站在自己角度考虑信息披露对证券价格的影响，同时也要求信息披露义务人站在投资者角度评价有关信息的重大性，与保护投资者利益的宗旨一致；二是目前我国证券市场还不是一个强有效市场，部分敏感信息披露后未必短时间内直接导致证券价格的明显波动；三是采用“价格敏感性标准”要求投资者证明相关信息与证券价格波动之间的因果关系，对于投资者而言较为困难。此外，除了潜在行为的界定、因果关系的确认外，重大性的判定还可以考虑损害结果的验证，即披露后是否对相关证券的交易价格和交易量产生了明显的影响。

通过上述分析，综合我国实践和当前立法技术可实现程度，在民事审判重大性认定上可分两个层次进行：（1）确认因果关系的存在，将“理性投资者标准”作为总纲和基准，与《若干规定》的精神保持一致，如明确“重大事件是指对投资者交易决策具有重要影响的信



取消前置程序这一举措牵一发而动全身，其不仅是虚假陈述民事赔偿案件能否直接立案的问题，更在于法院如何实现民事审理中对重大性的认定。

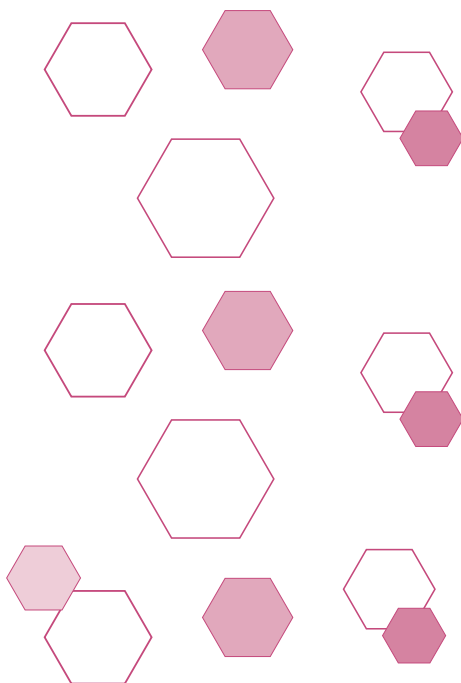
息”。辅之以“价格敏感性标准”作为认定重大性的考虑因素之一。（2）在“理性投资者标准”基点上，可再规定结合潜在行为的界定和损害结果的验证进行综合判断。

结语

取消前置程序这一举措牵一发而动全身，其不仅是虚假陈述民事赔偿案件能否直接立案的问题，更在于法院如何实现民事审理中对重大性的认定。遵循中共中央办公厅、国务院办公厅《关于依法从严打击证券违法活动的意见》中统筹协调的工作原则，构建前置程序取消后证券虚假陈述重大性的认定路径，有助于健全民事赔偿制度，进一步加强

证券期货监督管理机构与司法等部门的工作协同，形成高效打击证券违法活动的合力，使资本市场法律体系更加科学完备，中国特色证券执法司法体制更加健全。^[N]

学术编辑：卢超群



参考文献：

- [1]陈洁.证券民事赔偿诉讼取消前置程序的司法应对——以虚假陈述民事赔偿为视角[J].证券市场导报,2021(5):63-70.
- [2]胡肖华,徐靖.行政主体行政责任与民事责任竞合的数理分析[J].行政法学研究,2007(2):19-24.
- [3]刘维奇,史金凤.我国证券市场有效性的Wild Bootstrap方差比检验[J].统计研究,2006(11):73-78.
- [4]唐慧.侵权责任构成要件的解析与重构[J].理论与现代化,2009,(3):112-115.
- [5]汤欣,张然.虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查[J].证券法苑,2019(3):254-265.
- [6]徐雨衡.法律原则适用的涵摄模式:基础、方法与难题[J].甘肃社会科学,2020(2):21-28.
- [7]亚里士多德.工具论[M],余纪元,译,北京:中国人民大学出版社,2003:565.