

证券虚假陈述中重大性的判断

价格敏感性与理性投资者标准的双层检验

赵跃

(安徽国运律师事务所, 安徽 合肥 230000)

摘要: 重大性是证券虚假陈述民事责任的独立要件。前置程序取消之后, 法院须自行判断虚假陈述是否重大, 标准的选择因此成为裁判的关键。最高人民法院的司法解释采重大事件与价格影响的双重表述, 实务中的适用却偏向一端: 或仅以是否属于重大事件为断, 或仅以股价是否波动为凭。本文主张, 重大性应采双层检验: 第一层为价格敏感性检验, 以虚假陈述实施日或者揭露日前后一定窗口内的累计超额收益、换手率变化、分析师预测修正为观测指标, 并辅以同期市场、行业因素的剔除; 第二层为理性投资者检验, 以该信息是否可能显著改变理性投资者的投资决策为判断标准, 适用于价格未现显著反应但信息性质重要的情形。两项检验为择一关系, 任一成立即可认定重大, 均不成立则不构成重大。在方法上, 价格敏感性的证明应容许专家辅助人与经济分析报告; 理性投资者的判断, 应以信息的内容、来源、确定性与市场预期的差距为要素。在与内幕交易的交错上, 同一信息可能同时构成虚假陈述与内幕信息, 二者的重大性标准应统一, 但责任主体、举证结构与赔偿范围不同, 不宜混同。在损失上, 重大性的认定影响因果关系的推定, 不影响损失的计算方法。

关键词: 证券虚假陈述; 重大性; 价格敏感性; 理性投资者; 内幕交易

中图分类号: D922.287 **文献标识码:** A **文稿编号:** WJLT(2022)06-0026-13

Determining Materiality in Securities Misrepresentation

ZHAO Yue

(Anhui Guoyun Law Firm, Hefei 230000, Anhui, China)

Abstract: Materiality is an independent element of civil liability for securities misrepresentation. Since the abolition of the pre-procedure requirement, courts must determine materiality themselves, making the choice of standard the central issue. Judicial interpretation adopts a dual formulation of significant event and price impact, yet practice leans to one side. This article argues for a two-tier test. The first tier is price sensitivity, measured by cumulative abnormal returns, turnover changes and analyst forecast revisions within a window around the implementation or disclosure date, with market and industry factors filtered out. The second tier is the reasonable investor test, asking whether the information would significantly alter the investment decision of a reasonable investor, applicable where price reaction is absent but the nature of the information matters. The two tiers are alternative: either suffices, and materiality fails only when both fail. Methodologically, price sensitivity may be proved by expert evidence and economic analysis, while the reasonable investor test turns on content, source, certainty and the gap with market expectations. Where misrepresentation and insider trading overlap, the same information may be both false and inside information; materiality standards should be unified, but the subjects, burdens and scope of liability differ and must not be conflated. Materiality affects the presumption of causation, not the method of calculating loss.

Key words: securities misrepresentation; materiality; price sensitivity; reasonable investor; insider trading

说明: (本文为作者个人研究观点, 不代表所在单位意见)

作者简介: 赵跃, 安徽国运律师事务所执业律师, 主要研究商事诉讼与证券纠纷。

一、问题的提出

一家上市公司, 年报中虚增了三千万元利润。投资者在年报披露后买入股票, 一年后虚假陈述被揭露, 股价下跌。投资者起诉, 要求赔偿。

案件的第一个争点, 往往不是损失多少, 而是虚假陈述是否重大。若虚增的利润占当期利润总额的比例甚微, 对股价毫无影响, 则不构成重大, 责任不成立; 若比例甚巨, 足

以扭曲投资者的判断，则构成重大，责任成立。

重大性，是虚假陈述民事责任的独立要件。它划定了责任的门槛：门槛之下，虚假陈述虽属违法，但不生民事赔偿；门槛之上，方有赔偿的问题。

门槛的设定，有其政策考量。证券市场信息浩繁，若任何细微的不实均可引发赔偿，发行人将不堪重负，诉讼亦将泛滥。故须以重大性过滤，使责任集中于实质性的不实。

我国早期的规范，以行政处罚或者刑事裁判作为前置程序。法院受理虚假陈述案件，须以有关机关的处罚决定或者人民法院的刑事裁判为条件。此一安排，实际上将重大性的判断交给了行政机关。

前置程序的取消，改变了格局。法院须自行判断虚假陈述是否重大，标准的选择因此成为裁判的关键。标准不明，裁判即难统一；标准过严，投资者的救济落空；标准过宽，发行人动辄得咎。

最高人民法院的司法解释，采双重表述。一方面列举了应当认定为重大的情形，如虚假陈述涉及的重大事件、财务指标的变化幅度；另一方面规定了价格影响的判断，如虚假陈述被揭露后证券价格是否出现明显波动。

双重表述，本意在于周延。实务中的适用，却常偏向一端。有的判决仅以虚假陈述是否属于重大事件为断，不问其对价格有无影响；有的判决仅以股价是否波动为凭，不问信息的性质与内容。

偏向一端，各有其弊。仅看事件性质，可能将形式上属于重大事件、实质上无关紧要的信息认定为重大；仅看价格波动，可能将性质重要、但因市场环境而被掩盖的信息排除在外。

更深一层的问题，是重大性与内幕交易的交错。同一项信息，在虚假陈述的语境中是虚假信息，在内幕交易的语境中是内幕信息。二者的重大性标准是否同一，责任如何衔接，实务中尚未厘清。

本文试图回答三个问题。其一，重大性的判断应采用何种标准，两项标准之间是何关系。其二，各项标准的证明方法如何，举证责任如何分配。其三，重大性在与内幕交易交错的场合如何统一适用。

三个问题，层层递进。标准是基础，证明是手段，交错是难点。基础不牢，手段无据；手段不备，难点难解。

方法与材料上，本文以证券法、最高人民法院的司法解释为规范基础，以境外成熟市场的判例与监管实践为参照，以我国法院的裁判为经验素材，力求在教义与政策之间取得平衡。

二、重大性要件的规范变迁

我国证券法关于信息披露的规定，经历了一个由简到繁的过程。早期的条例与办法，

以真实、准确、完整为原则，未设重大性的独立要件。

虚假陈述的民事责任，最初由最高人民法院的司法解释规定。该解释设定了前置程序，要求以行政处罚或者刑事裁判为受理条件。此一安排的实质，是将重大性的判断权交由行政机关。

前置程序的理由，通常表述为三点。其一，证券纠纷专业性强，法院缺乏判断能力。其二，行政处罚的调查程序完备，事实认定可靠。其三，可以避免滥诉，减轻法院的负担。

三点理由，均有一定道理，却也均有其代价。法院缺乏能力，可以借助专家；行政处罚可靠，但行政的认定标准与民事的赔偿标准并不完全一致；避免滥诉，却可能使真正的受害人失去救济。

前置程序的废除，是必然的趋势。理由在于，民事责任的成立与否，应由法院依法判断，不宜以行政机关的决定为前提。且行政处罚的覆盖面有限，未被处罚的虚假陈述，受害人将无从救济。

废除之后，重大性的判断回归法院。最高人民法院的司法解释为此提供了两项指引。其一定性指引：虚假陈述的内容属于证券法规定的重大事件，或者属于可能对证券价格产生较大影响的信息的，应当认定为重大。

其二定量指引：虚假陈述导致相关财务指标发生重大变化的，应结合虚增或者虚减的金额、比例、性质判断。揭露后证券价格出现明显波动的，可作为认定重大的参考。

两项指引，一为事件标准，一为价格标准。前者着眼于信息的内容，后者着眼于市场的反应。二者的关系，解释未予明确，学理与实务因此产生分歧。

分歧之一，是并列关系说。此说认为，两项标准并列适用，符合其一即可认定重大。理由是，两项标准各有其功能，事件标准适用于价格未反应的情形，价格标准适用于事件性质不明的情形。

分歧之二，是递进关系说。此说认为，价格标准为主，事件标准为辅。理由是，重大性的本质是对投资决策的影响，而投资决策的影响最终体现为价格；事件标准只是价格标准的推定。

分歧之三，是择一关系说。此说认为，两项标准择一适用，由原告选择或者由法院依案情决定。理由是，两项标准均为判断工具，不宜预设优劣，应依具体案件选择更为可靠的方法。

本文采择一关系说，并作一点修正。两项标准为择一关系，任一成立即可认定重大；但两项标准均不成立时，不得径行认定不重大，还须审查是否存在其他足以影响投资决策的情形。

修正的理由，在于防止标准的封闭。信息的重要性，未必均能通过事件性质或者价格反应显现。若某项信息虽不属于列举的重大事件，亦未引起价格波动，但其内容足以改变

投资者的判断，仍应认定为重大。

规范变迁的另一条线索，是证券法本身的修改。二零一九年修订的证券法，专设信息披露一章，明确了信息披露的基本要求，并列举了重大事件的范围。此一修改，为重大性的判断提供了上位依据。

证券法第八十条规定，发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即披露。该条列举了十二项重大事件，包括经营方针的重大变化、重大投资、重大合同、重大亏损、重大诉讼等。

第八十一条规定了债券的重大事件。第八十四条规定，自愿披露的信息，不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。此条为自愿披露的重大性判断提供了依据。

列举加概括的立法技术，为司法留下了空间。列举的事项，可直接认定为重大；未列举的事项，须依可能对价格产生较大影响的概括条款判断。概括条款的适用，正是本文所要讨论的核心。

三、价格敏感性标准

价格敏感性，指虚假陈述所涉信息若被真实披露，是否可能引起证券价格的显著变动。此一标准，着眼于信息与价格之间的关联，是重大性判断最直观的方法。

标准的优势，在于客观。价格是市场的直接反应，不因判断者的主观偏好而改变。以价格为观测对象，可减少裁判的恣意，增强结论的可验证性。

标准的局限，在于滞后与偶然。价格的变动，受多种因素影响，未必能归因于特定的信息；信息的重大性，也未必在短期内显现。以价格为唯一标准，可能遗漏重要的信息，也可能误认无关的信息。

实务中的操作，通常采用事件研究法。以虚假陈述实施日或者揭露日为中心，选取一定长度的窗口期，计算窗口期内的累计超额收益，据以判断价格是否出现异常变动。

窗口期的选择，须有讲究。过短，可能遗漏市场的渐进反应；过长，可能混入其他事件的影响。经验的做法，揭露日前后各三个交易日或者五个交易日，实施日前后各十个交易日。

超额收益的计算，须剔除市场与行业的影响。常用的模型有三：市场模型，以市场指数为基准；行业模型，以行业指数为基准；三因子或者五因子模型，以市场、规模、价值等因素为基准。

模型的选择，影响结论的可靠。市场模型简便，适用于大多数情形；行业模型适用于行业因素影响较大的情形；多因子模型精确，但对数据的要求较高。实务中，宜依案件的具体情况选择，并在裁判中说明理由。

显著性的判断，须有统计的标准。常用的标准是百分之五的显著性水平，即超额收益的绝对值超过一点九六个标准差。此一标准，源自统计学的惯例，可为裁判提供客观的参

照。

但统计的显著，不等于法律的重大。统计显著，仅表明价格变动不太可能由随机因素引起；法律的重大，还须考量变动的幅度是否足以影响投资者的决策。二者不可混同。

变动幅度的判断，宜设一定的阈值。如累计超额收益的绝对值超过百分之五，可初步认定价格出现明显波动；超过百分之十，可认定为显著波动。阈值的设定，可参照监管的实践与既往的判例。

除收益率外，换手率的变化亦可作为观测指标。信息重大，往往伴随交易的活跃或者萎缩。换手率的异常变动，可补收益率指标之不足，尤其在价格涨跌幅受限的市场中更为有用。

分析师预测的修正，是另一项指标。信息揭露后，若多家机构下调或者上调盈利预测，且修正幅度显著，可佐证信息的重大性。此一指标的优点，在于反映了专业投资者的判断。

媒体报道与舆情的变化，可作为辅助指标。信息揭露后，若主流媒体集中报道、社交平台讨论激增，可在一定程度上反映市场的关注度。但媒体报道的热度与信息的重大性并不必然相关，故仅作参考。

价格敏感性标准的适用，还须注意两类特殊情形。其一，信息属于利好而非利空。虚假陈述可能是隐瞒利空，也可能是虚构利好。前者揭露后价格下跌，后者揭露后价格下跌，方向不同，但均可能构成重大。

其二，信息属于前瞻性信息。盈利预测、发展规划、重大合同意向，均属对未来情况的陈述。此类信息的重大性，不取决于其是否实现，而取决于作出时的依据是否充分、表述是否审慎。

前瞻性信息的安全港，值得讨论。境外市场多设安全港规则，符合条件的前瞻性陈述不构成虚假陈述。我国尚无系统的安全港规定，实务中多以是否伴有充分的风险提示、是否有合理的依据作为判断标准。

价格敏感性标准的证明，须借助专业力量。原告可提交经济分析报告，由专家辅助人出庭说明；被告可提交相反的分析，质疑窗口期的选择、模型的选择、显著性的判断。法院应在裁判中回应双方的争议。

专家意见的性质，属于证据的一种，不具有当然的拘束力。法院应审查其方法的可靠性、数据的完整性、结论的合理性，不能以专家意见替代自己的判断。

实务中的偏向，是唯价格论。有的判决仅以揭露日股价下跌为由认定重大，不问下跌的幅度、不问是否剔除市场因素、不问是否存在其他原因。此种做法，将重大性简化为涨跌，失之粗疏。

纠正的方法，是要求原告就价格敏感性承担初步的举证责任，包括提供窗口期的选择理由、超额收益的计算过程、显著性检验的结果。被告有异议的，应提出具体的反驳意见

与相应的分析。

四、理性投资者标准

理性投资者标准，指某项信息是否可能显著改变理性投资者的投资决策。此一标准，源于美国证券法的判例，现为多数成熟市场所采。

标准的核心，是假设一个理性的投资者。该投资者具有一定的专业知识，能够理解信息的内容；其决策以追求收益为目标，不受情绪的支配；其判断以现有的信息为基础，不作过度的推测。

理性投资者的形象，是法律的构造，而非经验的描述。实际的市场参与者，或过于乐观，或过于悲观，或缺乏专业知识。以实际投资者为标准，将使重大性随市场的情绪而波动。

故标准的适用，应以假设的理性投资者为参照，而不以具体的原告为参照。原告是否实际阅读了信息、是否受其影响，不影响重大性的判断。此即所谓的客观标准。

判断的要素，有四。其一，信息的内容。信息越具体、越确定、越接近发行人的核心业务，越可能构成重大。反之，笼统的、推测性的、边缘性的信息，通常不构成重大。

其二，信息的来源。信息来自发行人本身，还是来自第三方；来自正式披露的文件，还是来自媒体的报道；来自知情人士，还是来自市场传闻。来源的权威性，影响信息的可信度，也影响其重大性。

其三，信息的确定性。已发生的事实，确定性高；未来的规划，确定性低。确定性的高低，影响投资者对信息的依赖程度，也影响重大性的判断。

其四，信息与市场预期的差距。信息的重大性，不取决于其绝对的重要性，而取决于其相对于市场预期的偏离程度。符合预期的信息，即使本身重要，也难谓重大；偏离预期的信息，即使本身寻常，也可能构成重大。

差距的判断，须有参照。参照的对象，可以是分析师的预测、行业的平均水平、历史的同期数据、管理层此前的指引。参照的选择，应依信息的性质与市场的惯例确定。

四项要素，构成一个综合的判断框架。框架的运用，不是简单的加减，而是整体的衡量。某一要素的欠缺，可由其他要素的充分弥补；各要素均欠缺的，难以认定重大。

理性投资者标准的优势，在于周延。它不受价格反应的偶然性的限制，可涵盖价格未反应但性质重要的信息；它也不受事件列举的封闭性的限制，可涵盖未列举但影响决策的信息。

标准的局限，在于主观。理性投资者的构造，依赖裁判者的判断，缺乏客观的刻度。不同的裁判者，对同一信息可能作出不同的评价。此一局限，须以类型的积累与说理的充分加以缓解。

缓解的方法之一，是建立信息的类型谱系。将常见的信息类型，按其重大性的程度分

为三档：高、中、低。高档包括财务造假、重大诉讼、控制权变更；中档包括重大合同、业绩预告修正、核心人员变动；低档包括一般性的业务描述、行业前景的展望。

类型谱系的作用，在于提供初步的指引。属于高档的，可推定重大，被告须举证推翻；属于低档的，可推定不重大，原告须举证推翻；属于中档的，须结合具体情形判断。

缓解的方法之二，是强化说理。裁判应说明信息的性质、来源、确定性、与预期的差距，说明为何认定重大或者不重大。说理充分，结论方可检验；说理空泛，结论难以信服。

缓解的方法之三，是积累案例。通过典型案例的发布，形成类型的指引。案例的积累，可使标准逐渐客观化，减少裁判的恣意。

实务中的偏向，是唯事件论。有的判决仅以虚假陈述涉及重大事件为由认定重大，不问信息的实际内容与市场的反应。此种做法，将重大性简化为事件的归类，失之机械。

纠正的方法，是要求法院在认定重大事件之后，进一步审查该事件的具体内容是否足以影响投资决策。事件属于重大，但其虚假陈述的幅度轻微、对财务状况的影响甚微的，仍可能不构成重大。

例如，公司未披露一项重大合同，该合同确属重大事件，但合同金额占营业收入的比例不足百分之一，且履行前景不明。此种情形，事件虽属重大，虚假陈述的重大性仍须审慎判断。

反之，公司披露了一项不属于重大事件的合作意向，但该意向涉及公司的核心技术与主要客户，足以改变市场对公司前景的判断。此种情形，事件虽未列举，仍可能构成重大。

两项标准的关系，至此可以明确。价格敏感性着眼于市场的反应，理性投资者着眼于信息的内容。前者客观而滞后，后者周延而主观。二者互补，共同构成重大性的判断框架。

五、双层检验的构造

双层检验的基本构造，是先行价格敏感性检验，再行理性投资者检验。第一层成立的，直接认定重大，无须进入第二层；第一层不成立的，进入第二层，审查信息是否可能显著改变理性投资者的决策。

先行的理由，在于效率。价格敏感性检验以客观数据为基础，判断相对简便。多数案件中，若价格已现显著波动，重大性即可认定，无须再作复杂的价值判断。此一顺序，可节省审理成本。

但先行不等于优先。第一层不成立，并不意味着重大性不成立，只是意味着须以第二层补充。两层之间，是补充关系，而非排斥关系。此点，须在裁判中明确，防止以价格无波动为由径行否定重大性。

第二层的适用，有其典型的场景。其一，信息属于非财务性信息，如公司的治理结构、关联交易、环保违规，价格反应不明显，但性质重要。其二，信息属于前瞻性信息，价格的反应取决于市场的解读，未必即时显现。

其三，市场处于特殊状态，如系统性下跌、流动性枯竭，价格的反应被掩盖。其四，虚假陈述的持续时间较长，实施日与揭露日相隔数年，价格的影响已被其他因素稀释。

上述场景的共同特点，是价格的反应不可靠。此时，若仅以价格为准，将使本应负责的虚假陈述逃脱责任。以理性投资者标准补充，可弥补此一缺陷。

两层的证明责任，须分别配置。第一层的证明责任在原告，原告须提供价格敏感性的分析；被告有异议的，应提出反驳的分析。第二层的证明责任亦在原告，原告须就信息的性质、内容、与预期的差距举证。

被告的抗辩，可在两层中提出。第一层，被告可质疑窗口期的选择、模型的选择、显著性的判断；第二层，被告可主张信息不具有重要性、已为市场所知、与预期无差距。抗辩的成立，阻却重大性的认定。

法院的审查，须有层次。对第一层，应审查分析方法的可靠性、数据的完整性、结论的合理性；对第二层，应审查信息的性质、来源、确定性、与预期的差距。两层的审查，均须在裁判中说明理由。

需要强调的是，双层检验不是两次独立的诉讼。它是同一诉讼中的两个审查步骤，由法院依职权推进。原告仅就其中一层举证充分的，法院可依该层认定重大，无须强求两层均具备。

双层检验的例外，须予规定。其一，虚假陈述涉及证券法列举的重大事件，且虚假陈述的幅度显著的，可直接认定重大，无须两层检验。其二，虚假陈述已被行政处罚认定，且处罚决定载明情节严重，可推定重大，被告须举证推翻。

例外的理由，在于效率与推定。列举的重大事件与行政处罚的认定，已具备相当的事实基础，无须重复审查。但推定可以推翻，被告若能证明信息实质上不影响投资决策，仍可否定重大性。

双层检验的适用，还须注意时点。重大性的判断，应以虚假陈述作出时的情形为准，而非以揭露时或者裁判时的情形为准。理由是，重大性关涉行为时的违法性，不应以后来的事实回溯评价。

但揭露后的市场反应，可作为判断的参考。理由是，市场的反应反映了信息与价格之间的实际关联，具有印证的功能。参考不等于替代，法院仍须以行为时的情形为基础。

实务中的做法，多以揭露日的反应为准，忽略行为时的情形。此一做法，简便但不够精确。若揭露时市场处于特殊状态，反应可能失真；若虚假陈述的内容随时间变化，行为时的重大性与揭露时的重大性可能不同。

改进的方向，是要求原告同时提供行为时与揭露时的分析。行为时的分析，着眼于信

息若被真实披露可能产生的影响；揭露时的分析，着眼于信息被揭露后实际产生的影响。两者相互印证，结论更为可靠。

双层检验的意义，在于提供一个可操作的框架。框架使判断有迹可循，使说理有据可依，使结论可检验。框架不排除裁量，但使裁量受到约束。

框架的局限，亦须承认。价格敏感性的分析，依赖数据的完整与模型的适当，数据的缺失或者模型的误用，均可能导致结论的偏差。理性投资者的判断，依赖裁判者的经验与学识，难以完全客观。

局限的克服，靠程序的保障。当事人应有充分的机会提出证据、发表意见；专家辅助人应出庭说明，接受询问；法院应在裁判中回应争议，说明取舍的理由。程序的充分，是实体结论可靠的前提。

六、与内幕交易的交错

投资者起诉虚假陈述的受理条件、损失计算与举证要点，站内证券虚假陈述索赔：起诉条件与损失怎么算一文已作面向当事人的梳理；本文所要处理的，是重大性这一实体要件与内幕交易认定之间的衔接。

同一项信息，可能同时成为虚假陈述的对象与内幕交易的对象。公司隐瞒重大亏损，既构成虚假陈述，亦使该亏损信息成为内幕信息；知情人在揭露前卖出股票，构成内幕交易。两种责任，由此交错。

交错的形态有三。其一，信息虚假且未披露，知情人在虚假信息的影响下交易。其二，信息真实但未披露，公司作虚假陈述掩盖，知情人在掩盖期间交易。其三，信息虚假且已披露，知情人在揭露前反向交易。

三种形态，共同点在于信息的重大性。虚假陈述须重大，方生民事责任；内幕信息须重大，方构成内幕交易。重大性的判断标准，若不一致，将出现同一信息在两种责任中评价相反的怪象。

本文主张，二者的重大性标准应统一。理由在于，两种责任保护的法益相同，均为市场的公平与投资者的知情；两种责任的触发事由相同，均为信息对投资决策的影响。标准不一，缺乏正当性。

统一的路径，是共用双层检验。价格敏感性检验，可判断信息是否可能引起价格变动；理性投资者检验，可判断信息是否可能改变投资决策。内幕信息的重大性，同样可依此判断。

我国证券法关于内幕信息的定义，采重大性与非公开性两项要件。第八十条第二款、第八十一条第二款所列重大事件，为重大性的推定；未列举的信息，须依是否可能对价格产生较大影响判断。此一表述，与虚假陈述的重大性标准相通。

但两种责任的主体不同。虚假陈述的责任主体，包括发行人、董监高、中介机构；内

幕交易的责任主体，为知情人或者非法获取内幕信息的人。主体的不同，决定了归责的基础不同。

虚假陈述的归责，采过错推定或者严格责任。发行人承担无过错责任，董监高承担过错推定责任，中介机构承担过错推定责任。内幕交易的归责，采过错责任，须证明行为人知悉内幕信息并据此交易。

举证的结构，亦不相同。虚假陈述中，原告须证明虚假陈述的存在、重大性、交易与损失、因果关系；被告须就免责事由举证。内幕交易中，监管机关须证明内幕信息的存在、行为人的知悉、交易的异常，行为人须就正当理由举证。

赔偿的范围，差异更大。虚假陈述的赔偿，以投资者的实际损失为限，包括投资差额损失、佣金、印花税及利息。内幕交易的民事赔偿，我国尚缺乏具体规定，实务中多以没收违法所得与行政罚款为主。

三种差异，决定了两种责任不能相互替代。同一行为，可能同时引发两种责任，受害人可分别主张；但赔偿的总额，不应超过实际损失，以免重复填补。

实务中的难点，在于因果关系的证明。虚假陈述的因果关系，司法解释采推定：投资者在实施日至揭露日期间买入、揭露日后卖出或者持有的，推定损失与虚假陈述之间具有因果关系。

内幕交易的因果关系，无推定规则。受害人须证明其交易与内幕交易之间的关联，证明难度极大。故内幕交易的民事赔偿，实务中鲜有成功的案例。

本文主张，在内幕交易的民事赔偿中，可借鉴虚假陈述的推定规则。同时期、同方向交易的投资者，可推定其损失与内幕交易之间具有因果关系；被告若能证明损失另有原因，可推翻推定。

推定的理由，在于举证的困难与利益的平衡。内幕交易具有隐蔽性，受害人难以知悉交易的具体情形，更难证明因果。若坚持由受害人证明，将使赔偿制度形同虚设。

推定的界限，须予把握。推定仅适用于同时期、同方向的交易，不适用于任意的交易；推定仅及于因果关系，不及于损失的计算；推定可被推翻，被告有反证的机会。

两种责任的衔接，还涉及程序的协调。证券监管机构的行政处罚，可作为民事案件的证据；刑事裁判认定的事实，可作为民事案件的免证事实。程序的协调，可提高效率，减少矛盾。

但行政认定与司法认定，标准并不完全相同。行政处罚认定的重大性，民事法院仍可审查；刑事裁判认定的犯罪事实，民事法院仍可就损失的范围独立判断。协调不等于替代，独立不等于对立。

从制度的角度看，两种责任的共同目标，是维护市场的诚信。虚假陈述损害的是信息的真实，内幕交易损害的是信息的公平。二者相辅相成，共同构成信息披露制度的保障。

故在重大性的判断上，不宜作宽严的差别。同一信息，在虚假陈述中构成重大，在内

幕交易中亦应构成重大；反之亦然。标准的统一，是制度协调的基础。

七、重大性与因果关系、损失计算

重大性的认定，影响因果关系的推定，但不影响损失的计算方法。此一区分，须予明确，以免混淆。

因果关系的推定，以重大性为前提。虚假陈述不构成重大的，推定不成立，投资者须就因果关系另行举证。虚假陈述构成重大的，推定成立，被告须就免责事由举证。

推定的内容，包括交易上的因果关系与损失上的因果关系。交易上的因果关系，指投资者的交易决定受虚假陈述的影响；损失上的因果关系，指损失由虚假陈述被揭露引起。

交易因果关系的推定，以交易时间为标准。投资者在实施日之后、揭露日之前买入的，推定其交易受虚假陈述的影响；在实施日之前买入或者揭露日之后买入的，不推定。

损失因果关系的推定，以持有时间为标准。投资者在揭露日之后卖出或者继续持有的，推定其损失由虚假陈述引起；在揭露日之前卖出的，不推定。

推定的排除，须有反证。被告可证明投资者明知虚假陈述而交易、投资者的交易基于其他原因、损失由系统性风险引起。反证的成立，阻却或者减轻责任。

系统性风险的扣除，是实务中的难点。揭露期间，市场整体下跌的，被告可主张扣除系统性风险造成的损失。扣除的比例，通常以指数跌幅与个股跌幅的比例计算。

计算方法，有三种。其一，直接扣除法，以个股跌幅减去指数跌幅，乘以买入金额。其二，比例法，以指数跌幅占个股跌幅的比例，计算扣除的份额。其三，综合法，考量个股的行业、规模、风格等因素，作更精细的测算。

三种方法，各有优劣。直接扣除法简便，但可能过度扣除；比例法折中，但依赖基准的选择；综合法精确，但成本较高。实务中，宜依案件的具体情况选择，并在裁判中说明理由。

损失的计算，以投资差额损失为核心。投资差额损失，指买入价格与卖出价格或者基准价格之间的差额，乘以股数。基准价格，指揭露日后一定期间的收盘平均价。

基准日的确定，依司法解释的规定。揭露日至基准日的时间，通常为十个交易日或者三十个交易日，以换手率达到百分之一百为准。基准日的确定，影响基准价格的计算，也影响损失的数额。

佣金、印花税、利息，属于附带的损失，应一并赔偿。佣金与印花税，以实际支出为准；利息，以同期存款利率计算，自买入之日起至卖出之日或者基准日。

重大性的认定，对损失的计算无直接影响。构成重大的，按上述方法计算；不构成重大的，责任不成立，无所谓损失的计算。此点，须在裁判中明确，避免将重大性与损失混为一谈。

但重大性的程度，可能影响损失的范围。虚假陈述的内容越重大，对价格的影响越显

著，投资者的损失可能越大。此一关联，是事实层面的，而非规范层面的。

实务中的误区，是将重大性作为损失计算的因素。有的判决以虚假陈述的重大性程度，调整赔偿的比例。此种做法，混淆了责任的成立与损失的计算，缺乏依据。

正确的做法，是先判断重大性，确定责任是否成立；再计算损失，确定赔偿的数额。两个步骤，先后有序，不可混同。

损失计算的另一难点，是多个虚假陈述的叠加。同一期间，公司可能存在多项虚假陈述，各自的重大性不同，对价格的影响不同。此时，须分别判断各项虚假陈述的重大性，分别计算其造成的损失。

分别计算的难度，在于因果的区分。多项虚假陈述交织，难以确定各项对价格的影响份额。实务中的做法，是以揭露日的反应为基础，按各项虚假陈述的性质与幅度，酌定分担的比例。

酌定的方法，须有依据。可参照各项虚假陈述涉及的金额、占财务指标的比例、对核心业务的影响程度。酌定的结果，应在裁判中说明理由，接受上级法院的审查。

八、结语

重大性，是虚假陈述民事责任的门槛。门槛的高低，决定了责任的宽严，也决定了市场的预期。门槛过低，发行人动辄得咎；门槛过高，投资者救济无门。

本文主张的双层检验，试图为门槛提供一个可操作的刻度。价格敏感性检验，以客观数据为基础，适用于多数案件；理性投资者检验，以信息性质为基础，适用于价格反应不可靠的情形。

两层的关系，是择一而非递进。任一成立，即可认定重大；均不成立，方否定重大。此一构造，避免了唯价格论与唯事件论两种偏向，兼顾了客观与周延。

在与内幕交易的交错上，本文主张标准的统一。同一信息，不应在两种责任中作相反的评价。统一的基础，是两种责任共同保护的法益，即市场的公平与投资者的知情。

在损失的计算上，本文主张与重大性分离。重大性决定责任的成立，损失的计算依既定的方法。二者不可混同，以免以重大性的程度调节赔偿的数额。

从更远处看，本问题的实质，是司法如何在市场的效率与投资者的保护之间取得平衡。过度的保护，增加发行的成本，抑制融资的意愿；保护的不足，损害市场的信心，抬高交易的成本。

平衡的取得，靠规则的精细，也靠裁判的专业。规则的精细，使判断有据；裁判的专业，使结论可靠。二者的结合，是证券审判的方向。

愿每一份披露，都真实可信；愿每一位投资者，都能在公平的信息环境中作出选择。此即本文的初衷。

参考文献

- [1] 《中华人民共和国证券法》第七十八条至第八十四条、第五十条至第五十四条。
- [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）第四条、第十条、第十一条、第十二条。
- [3] 《最高人民法院关于审理内幕交易民事赔偿案件的若干规定（征求意见稿）》。
- [4] 《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号）第八十五条。
- [5] 彭冰：《证券虚假陈述的重大性判断》，《法学研究》2021年第4期。
- [6] 汤欣：《证券市场信息披露的重大性标准》，《中国法学》2020年第6期。
- [7] 缪因知：《内幕交易与虚假陈述的责任竞合》，《中外法学》2022年第2期。