

时间维度下的虚假陈述赔偿责任优化 新路径:“除法”与“减法”

缪因知^{*}

摘要:对多年期多轮虚假陈述的追责应当引入时间维度。“除法”进路指基于时间分段确认多组侵权人和被侵权人的分别对应关系;可以根据侵权人参与频次或时长来施加责任比例“折扣”。“减法”进路指对于发生较早、间隔较久的侵权行为,不再认定其具有作用力。这不仅包括基于重大事件而实施的因果关系切断,还包括认定原有披露文件已经被同类型披露文件所取代或覆盖,不再成为投资者决策的合理依据。“减法”进路从源头上排除特定披露行为的影响,从逻辑提炼和实施成本上均优于“除法”进路。

关键词:虚假陈述 共同侵权 证券民事责任

^{*} 南京大学法学院教授,南京大学资产管理产品法律研究基地研究员。本文受国家自然科学基金重大项目《非对称金融风险源的交易行为及其演化规律研究》(批准号:72595843)、国家社会科学重大基金项目《民法典在特殊商事关系中的适用问题研究》(25&ZD234)支持。

一、问题的提出

(一) 虚假陈述的大规模追责实践对传统法学理论和法律秩序的冲击

证券虚假陈述赔偿制度是证券信息生产制度的必要部分,^[1]其在理论体系中是我国证券民事责任的发轫点,^[2]也是实践中我国证券民事责任的基本表现形式。2013年起虚假陈述赔偿诉讼数额逐年增长,^[3]近年来更是获得了爆炸式发展,总体数量和单体金额均不断刷新高值,涉及的责任主体也越来越多。中国裁判文书网显示,2019年审结的证券虚假陈述赔偿诉讼就有七千多件,涉及近百家上市公司,^[4]近年诉讼平均索赔额已经超过1亿元。^[5]

而且,由于我国虚假陈述赔偿的法律制度设置了多种有利于原告的推定,证券发行人败诉赔偿率在数年前已经高达95%左右。^[6]2020年新《证券法》和《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》司法解释进一步强化了追责机制,引入了“自动择入”集团诉讼制度。^[7]受此制度性激励,虚假陈述赔偿案件的原告方会在起诉时尽量扩大被告的范围,有的法院又不无“每个被告均多少承担一部分连带责任”的“均沾”思维,并逐渐彼此示范,形成了追责模式的滚雪球效应和锚定效应。2021

[1] 陈实:《证券市场的信息生产制度——一个品质考核的理论进路》,载《北京大学学报(哲学社会科学版)》2011年第5期。

[2] 于莹:《中国特色的社会主义商法学理论研究》,载《当代法学》2013年第4期。

[3] 徐文鸣:《证券民事诉讼与投资者赔偿——基于虚假陈述案件的实证分析》,载《山东大学学报(哲学社会科学版)》2017年第3期。(统计2013年至2016年案件数量分别为68件、279件、506件、894件)

[4] 近年裁判文书网出现文书下网的趋势,故而近年裁判文书数量并不更多,但法官和律师的普遍感知是诉讼案件增长了。

[5] 耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期。

[6] 截至2018年底的7,382例案件中,公司承担赔偿责任的案件占比94%。可参考隆安律师事务所的报告《证券虚假陈述责任纠纷案件实证研究报告》,载隆安律师事务所网站,<http://www.longanlaw.com/legals/10392.html/>,2025年1月1日访问。

[7] 相关制度进展参见黄江东、施蕾:《中国版证券集团诉讼制度研究——以新〈证券法〉第95条第3款为分析对象》,载《财经法学》2020年第3期。

年康美药业案一审判赔金额高达24.6亿元,^[8]部分独立董事也被要求承担2.46亿元的连带责任,震惊全国,并引发了一波独董辞职潮。2023年9月乐视网案一审判赔金额再次突破20亿元。^[9]

不仅如此,学界还在不断探索便利、扩充、激励证券民事诉讼的方式。^[10] 证券虚假陈述赔偿诉讼实践呈现的范围广泛化和标的巨额化趋势将是一个中长期现象。

然而,学术界对此大规模追责趋势的理论准备尚不足,司法界也受困于粗糙法条和过重责任对公平感的冲击,故对责任的细化研究大有必要。

传统虚假陈述赔偿责任研究实际上是以一人侵权为基准的简单模式展开的。法律只简单规定发行人以外的有责主体承担连带责任。然而随着诉讼数量和赔偿总金额的激增,1%甚至更低比例的连带责任也会成为当事人不可承受之重,故而共同侵权下的责任分担及限制变成了一个日益需要理论来回应的重大命题。

学界既有的虚假陈述责任的限制研究主要集中在:(1)分析特定证券类型、特定证券市场适用虚假陈述赔偿制度时的特殊性;^[11](2)中介机构、^[12]独立董事^[13]等特殊主体的虚假陈述责任;(3)特殊披露行

[8] 广东省广州市中级人民法院:康美药业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书,案号:(2020)粤01民初2171号,2021年11月12日。

[9] 北京金融法院:乐视网股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书,案号:(2021)京74民初111号,2023年9月21日。

[10] 例如,沈伟等主张将投保机构的预算和诉讼赔偿金额挂钩,参见沈伟等:《激励约束视角下的特别代表人诉讼制度》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》(第31卷),法律出版社2021年版。

[11] 缪因知:《债券虚假陈述之作用力与赔偿责任》,载《法律科学》2023年第4期;冯果、贾海东:《资产支持证券欺诈发行纠纷裁判路径检讨——以管理人的角色和责任承担为中心》,载《法学论坛》2023年第1期;樊健:《欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用》,载《财经法学》2020年第2期;杨婷等:《“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨》,载《财经法学》2022年第4期。

[12] 缪因知:《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》,载《财经法学》2021年第2期;陈洁:《证券虚假陈述中验资机构连带责任的厘清与修正》,载《中国法学》2021年第6期;丁宇翔:《证券发行中介机构虚假陈述的责任分析——以因果关系和过错为视角》,载《环球法律评论》2021年第6期;任孝民:《虚假陈述中介机构连带责任的检视与改革》,载《财经法学》2022年第6期。

[13] 邢会强:《上市公司独立董事法律责任的美国法经验及其借鉴》,载《证券法律评论》2021年卷。

为的特殊责任限制理由;(4)从因果关系、^[14]系统风险^[15]等客观角度限制虚假陈述行为导致的损失基数。^[16] 本文将提出一个较新的责任限制视角:从时间维度区分虚假陈述的作用力和相应责任的范围。

(二) 时间维度下的责任分担难点

二级交易市场中,非交易方的证券发行人作出的虚假陈述不属于交易方行为导致的“内容错误”,而是源于交易者的“动机错误”,救济难度高于前者,故依赖特别法制度的支持。^[17] 根据我国对证券虚假陈述赔偿的司法解释,在认定虚假陈述成立后,虚假陈述赔偿责任当事人和权利人之间的法律关系是以时间公式推定的方式来实现的。在常见的诱多型虚假陈述中,投资者只要在虚假陈述日实施后买入、在揭示日时仍持有,即初步确立索赔资格。

在过去多数的虚假陈述赔偿案件中,司法机构面对的多数是单一的虚假陈述,责任主体基本上是同一的。故而我国通常的虚假陈述赔偿方式是先确定一个统一的损失基数,然后对不同的被告按其情节施加不同的责任折扣。

然而,随着部分公司经营困境加剧、行政执法动能又不断增加,“多次实施、一次揭示”,“一次性算总账”的案例频发。有些案件的虚假陈述期间可以长达十年,案涉披露文件包含首次公开发行招股说明书、非公开发行股票和非公开发行债券的文件、年度报告等多种类型。

在这种多年期多轮分别实施的虚假陈述中,尽管部分虚假陈述信息可能在不同的年份和披露文件中持续存在,但从披露载体看,这些文件属于不同的信息集合。从原告端看,由于各个虚假陈述实施日的不同,依法具有索赔权利的投资者会不同。从被告端看,发行人公司固然是恒定的责任人,但控股股东、实际控制人就已经不一定在整个虚假陈述期间内

[14] 缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否认的司法路径》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》(第30卷),法律出版社2021年版;朱大明:《证券虚假陈述中因果关系认定与损害赔偿数额计算的日本模式——以东芝案为例》,载《财经法学》2022年第6期。

[15] 缪因知:《精算抑或斟酌:证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用》,载《东南大学学报》(哲学社会科学版)2020年第5期。

[16] 张保生、牛馨雨:《预测性信息披露责任与安全港制度探究》,载《财经法学》2023年第5期。

[17] 许德风:《欺诈的民法規制》,载《政法论坛》2020年第2期。

保持一贯,不同虚假陈述文件对应的签字董事、监事、高级管理人员、中介机构更是有可能会发生变化从而形成了多组有所差异的责任人集合。

以中介机构为例,在多年期多轮分别实施的虚假陈述中,通常没有任何一家中介机构参与了所有含虚假陈述的披露文件的制作发布。这些中介机构之间一般没有关于虚假陈述的意思联络,亦无互相控制关系。它们依法需要按照不同的披露文件的出具制作要求,依据不同的法律规则,各自独立核验证披露信息。参与较早的中介机构的工作瑕疵并非参与较晚的中介机构不勤勉尽责的理由,较晚的中介机构的未勤勉尽责自然更不能归咎到较早的机构。

目前,我国证券虚假陈述赔偿的诉讼实践已经超过 20 年、司法经验日趋丰富,与此同时,虚假陈述案件日益增长,索赔和判赔金额又屡屡创出超过 10 亿元的“天价”,故司法机构面对多年期多轮虚假陈述的客体因素和不同时段的多组虚假陈述共同被告、多组原告主体因素叠加局面时,有能力也有必要对此等复杂的侵权责任加以区分,将涉及同一发行人和多个其他侵权人的多年期多轮虚假陈述视为多个个体而非一个整体,否则,其责任因果关系链条将过于漫长、模糊和扭曲,会产生法理认知的差额与责任分配不公。

本人已经另行撰文讨论了不同类型的主体在“空间”维度上的责任分配,本文主要探讨“时间”维度上的责任分配。需要指出的是,基于时间维度的责任减除因素,与其他类型的责任减除因素(如基于主体身份职责、因果关系、其他风险因素等)系出于不同的原理,故而可叠加适用。

二、责任合理分担的形式“除法”进路

2021 年 5 月上海高级法院中安科案终审判决以来,比例连带责任已经在证券虚假陈述赔偿诉讼中颇为常见。学界对此的研究也不少。^[18]

[18] 秦悦民、郑润镐、于焕超:《比例连带责任之反思:目标、困境及替代方案》,彭冰主编:《金融法苑》(总第 107 辑),中国金融出版社 2022 年版;陈霖:《比例连带责任在无意思联络数人侵权中的适用》,载《财经法学》2023 年第 5 期;缪因知:《比例连带责任的叠加责任属性与追偿规则设置》,载《政治与法律》2024 年第 4 期。

不过,已有判决一般将比例责任视为基于特定被告有限的过错或作用力所进行的折扣。而本文所谓“除法”进路,指基于时间分段确认多组侵权人和被侵权人的分别对应关系,以便分别计算责任。作为一种简便的替代,可以对于参与频次或时长较低的侵权人按照其实际应负责的投资者损失数额或者其应负责的行为作用力来施加责任比例“折扣”。

如第一部分所述,不同时间披露的虚假陈述文件系不同的信息载体,被侵权人需要对应不同的侵权人,不能张冠李戴。何况,在现行法律规则下,在前买入的投资者本来就不应该对在后的行为人主张责任。将多年行为合并计算,本身已经会产生不公平。例如,如果只有2021年报存在虚假陈述,那2021年报披露前买入者本来无权对2021年报的签署人主张责任。但如果2020、2021年报均存在虚假陈述,并被一次揭示,法院就可能允许2021年报前买入者在整个“原告团”中对包括2021年报签署人在内的“被告团”主张责任,导致只对2021年报签署意见、未对2020年报签署意见的主体面临更大的责任。

所以,在“多次实施、一次揭示”的场合下,应该有一种法律机制让部分参与的侵权人对其他人实施的虚假陈述行为、对他们所不能控制或影响的行为避免承担责任。参与度低者较之参与度高甚至全程参与者的责任应当有一个折扣,此谓“除法”。参与度的衡量标准是该人涉及的虚假陈述行为的披露文件份数、时长,乃至其行为的作用力,可以按实际情形在不同的精确度和实施成本之间权衡。

在我国,既有的诸多判决即便确认特定被告未参与全部虚假陈述行为,也可能认定其需承担全部连带赔偿责任。如康美药业案判决对会计师事务所的责任认定。^[19]有些判决虽然对特定被告施加了比例性责任,并注意到了被告作用力范围的有限性,但相关比例仍然有精细化的空间。例如,雅博科技案判决认定金元证券公司对3项虚假陈述中的2项存在过失,而酌定其在20%范围内承担连带责任,但未做细化说明。^[20]康美药业案判决认定3名独立董事的过失是在含有虚假陈述的

[19] 同前注[8]。

[20] 江苏省高级人民法院:雅博科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2021)苏民终563号,2021年12月21日。

2016、2017 年报、2018 半年报上签字(三份披露文件中的虚假陈述被一次揭示),故判决其在发行人债务的 10% 以内承担连带责任,另外 2 名独立董事的过失是仅在 2018 年半年度报告上签字,故判决其对在发行人债务的 5% 以内承担连带责任。上述结论看似基于签字的文件份数不同而做了轻重区别,却忽视了只在 2018 年报告上签字的独董的行为最多只作用于 2018 年半年报披露(距离揭露日仅一个半月)后买入的投资者,而不像发行人行为的作用力波及 2016 年报披露(距离揭露日一年半)后买入的更大的基数投资者。这 2 名独董应承担的责任比例似乎偏重。

合理分配责任的形式“除法”进路的理论最优解决之道在于:法院将多次虚假陈述分别还原,不同披露文件的责任人分别对应不同组别/频次或不同时期的被侵权人和损害赔偿,确立不同的赔偿基数。

对此,比较粗略、但操作简单的方式是看“组数”。比如,对两份含有虚假陈述的年报的签字董事的责任比例是对一份含有虚假陈述的年报的签字董事的责任比例的 2 倍。这近似于康美药业案判决的做法。

更为精确的做法可以是计算案涉不实披露文件的作用周期。以康美药业案为例,2018 年半年报披露到最终揭露日约为 1.5 个月,2016 年报到最终揭露日为 18 个月,前者的作用周期为后者的 8%,则可以认为在虚假陈述内容近似的前提下,前一虚假陈述的作用力仅为后者的 8%。仅对一文件负责的主体也可以有相应责任折扣。

进一步精确的方法就是直接计算不同时期的披露文件对应的投资者损失的基数。在美国虚假陈述实践中,法院会对多达几十项的虚假陈述行为挨个确认不同被告的责任。一个被告可能被判决会对不同的虚假陈述承担不同比例的责任。在我国,北京金融法院 2023 年 9 月在乐视网案一审判决中明确提出了基于时间维度的有益探索。判决明确部分中介机构和董监高责任限于某年某月某日之后的投资者损失若干比例。如贾某某仅就 2013 年 3 月 9 日(含)之后买入乐视网的投资者损失,在 2% 的范围内承担连带赔偿责任。这需要对每一名可获赔的投资者的损失,以及可以向各个被告主张的连带赔偿责任额进行分别计算。

换言之,尽管一次揭示时,投资者的损失是集中产生,但法院仍然可以计算得出各组责任人的作用力大小。这意味着,除了恒定的责任人即

发行人外,存在虚假陈述故意的主体亦会因为只作用于部分时段而只承担比例连带责任,比如只参与后半程财务造假的人。

需要强调的是,基于形式的“除法”只考察不同时期对应的不同的投资者,其除去的是适格投资者的基数和索赔基数。“时间”因素是从被侵权人视角得出的结论,与不同侵权责任人在既定责任基数上应当承担的责任比例不同,后者涉及责任人的具体过错、行为类型等本人所谓的“空间”因素。

三、责任合理分担的实质“减法”进路

上述基于时间维度的责任合理分担的形式进路可谓做“除法”,而对责任限制更为简洁的实质进路是做“减法”。这指基于时间分段分别评价先后发生的不同侵权行为之作用力,对于发生较早、间隔较久的侵权行为,不再认定其具有作用力,从而简化责任计算。“减法”进路从源头上排除特定披露行为的影响,而非纠结于长时段下的不同被告的责任比例,有时可以免除做“除法”时的计算麻烦,故从逻辑提炼和实施成本上均优于“除法”进路。

(一)“新老划断”的“减法”进路的原理展开:“大事规则”和“时间规则”

证券市场是一个基于信息运作的市场,但市场对信息的处理能力不是无限的。信息具有替代性和时效性。基于市场信息出现、变化和更替的客观规律,和人类储存和处理信息的主观能力限制,投资者决策时所依据的信息是有限的,并且有着明显的时间敏感性,即更为重视,甚至只关注较近出现的信息而非较早出现的信息。当一项重大信息新出现时,其也会在很大程度上替代同类或异类的信息作为决策依据。相应的,市场价格反映、包含的信息也主要是较近而非较早、可能已经被替代的信息。

我国法院已经开始适用近因原则来切断责任因果关系。2025年5月最高人民法院、中国证监会联合发布的《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》也指出“法院对交易因果

关系的审查,要重点关注虚假陈述是否为投资决策的直接原因、最近原因”。

由于2022年《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》第12条明确列出“原告的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响”可作为否定因果关系的理由。故而在重组领域已经有不少典型的司法适用。2025年7月广东省高级人民法院发布的《证券虚假陈述侵权案件审判白皮书(2022—2024年)》的案例6中,案涉公司2017年7月至2019年4月间存在重大遗漏行为,深圳市中级人民法院判决认为原告陈某的买入均在2019年2~4月公司发布重大重组交易安排之间,故根据近因原则认定其投资决定与公司虚假陈述之间不存在交易因果关系。二审判决维持。^[21]2025年8月上海金融法院发布的一则典型案例中,某装备技术公司2018年实施年报虚假陈述,股价继续下跌,2020年发布重整申请被受理的公告,股价开始回升,法院认为原告买入时间均晚于重整被受理公告,且与之较为接近,故而切断了因果关系,驳回了诉讼请求。^[22]

基于非重组事件而切断交易因果关系的情形有业绩预告。江苏省高级人民法院在马某某诉江苏友利控股案判决中指出:当虚假陈述行为无明显市场影响力时,一个在虚假陈述之后不久发生的新披露文件/重大事件也可以“阻隔”之前披露文件与投资者行为之间的因果关系。该公司在2013年4月24日发布存在虚假陈述的2012年年报,股价一直未上涨,原告亦未买入。2013年5月14日公司公布业绩预告后,至6月17日股价从8.9元上涨至13.16元,股票成交量亦明显增大。6月18日马某某开始买入,故“无证据证明江苏友利控股的行政违法行为与马某某的投资损失之间存在因果关系。”^[23]

[21] 广东省高级人民法院:《证券虚假陈述侵权案件审判白皮书(2022—2024年)》,广东省高级人民法院网站, <https://www.gdcourts.gov.cn/attachment/0/11/11385/1843407.pdf>, 2025年6月20日访问。

[22] 上海金融法院(2023)沪74民初1022号,参见《上海金融法院、上海证监局联合发布涉证券虚假陈述案例》,微信公众号“上海金融法院”,2025年8月20日访问。

[23] 江苏省高级人民法院:江苏友利股份有限公司与马某某证券虚假陈述责任案二审民事判决书,案号:(2016)苏民终732号,2016年12月8日。

上述实践可谓基于“大事规则”。“大事”既可以是一般性的重大事件,也可以是具有个案针对性的大事。在辽宁机械案中,案涉上市公司大股东未在2013、2014年报中披露与其他股东的关联关系、未披露增持信息而构成虚假陈述。公司于2015年1~4月停牌期间的24号公告宣布由于股权转让,大股东失去控制权。2015年7月到11月19日该股再次停牌。原告焦某某于2015年11月26日开始买入。法院认为这与“与虚假陈述行为实施日的间隔时间较长,而距离24公告的发布时间较近”,因为“公司股权变动而选择投资该股票存在更大的可能性”。^[24]大股东失去控制权的信息究竟属于利好还是利空信息,应当取决于公司具体情况和市场对原控股股东的评价,很难说一定足以吸引投资者买入。而且,本案的虚假陈述信息在于未充分披露大股东的持股量,无论投资者将该大股东的控股地位视为利好或利空,在后来大股东失去控股地位后,其再买入的行为均不会受到前述虚假陈述的影响。^[25]因此,这是一种特殊的、具有个案针对性的“大事规则”的运用。

除了“大事规则”,下文拟在时间序列上提出一种更为一般性的切断因果关系的理由,可谓“时间规则”,即认为随着时间的流逝,旧信息包括虚假陈述信息不再成为投资者决策的合理依据。当然,在虚假陈述实施后的较长时间内如果同时发生了其他影响投资者决策的重大事件,则“大事规则”和“时间规则”可以同时被运用。

(二) 基于时间维度而实施因果关系切断的金融学原理支持

时间规则不仅符合一般的认知规律和社会常识,也符合金融研究的共识性结论。金融学研究普遍认为披露公告发布当日,证券市场对信息的反应最强,但“影响力一般延续不超过100个交易日”。在此基础上,我国金融学者认为我国个人投资者一般只关注几天内的信息,对超

[24] 辽宁省高级人民法院:焦某某诉辽宁机械股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2020)辽民终46号,2020年6月30日;最高人民法院:焦某某与辽宁机械股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审民事裁定书,案号:(2020)最高法民申4905号,2020年9月28日。

[25] 这里还涉及股东关系类虚假陈述不一定产生利多利空效果的“无利性”和时效性问题,详见缪因知:《无利型证券虚假陈述之民事无责性》,载《当代法学》2025年第6期。

过 2 个月的信息通常不会被关注。机构投资者才可能会考察一年前的信息。^[26]

具体而言,境外发达市场的研究认为,公司披露的盈余信息高于预期时,在公告发布后约 60 个交易日内的股票回报率会显著高于盈余低于预期的公司。^[27] 上市公司在发布临时公告时,信息影响持续时间一般为 3 到 5 个交易日。^[28] 无论公司估值高或低,8 个月以内信息均可以解释其约 85% 以上的价格变化,而 32 个月以上的信息只能解释 1% ~ 2% 的价格变化。媒体报道信息的影响力也只会持续一定的时期。美国媒体报道对股价的动量效应不超过 12 个月。^[29] 我国媒体信息的动量效应持续时间更短。^[30] 我国金融媒体的动量持续期间明显更短,但对股票长期价格没有影响。^[31]

中国证券市场投资者对信息的吸收和反应周期更短的原因可能在于:我国证券市场的交易主体是个体投资者。^[32] 个体投资者群体注意

[26] 姜富伟:《信息披露对证券价格和投资者行为之影响的期限性》,微信公众号“中国金融服务法治微网”<https://mp.weixin.qq.com/s/lbghHE38vXgcZ3Zgs//zboQ>, 2025 年 1 月 1 日访问。

[27] Bernard, Thomas, *Post-earnings-announcement Drift: delayed price response or risk premium?* Journal of Accounting Research, Vol.27, 1989.

[28] Neuhiertl, Scherbina, Schlusche, *Market Reaction to Corporate press releases*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.48, 2013.

[29] Hillert A, Jacobs H, Müller S, *Media Makes momentum*, The Review of Financial Studies, 2014, 27(12): 3467 – 3501. Jiang, Li, Wang, *Pervasive underreaction: Evidence from high-frequency data*, Journal of Financial Economics, Vol.141, 2021.

[30] 张圣平、于丽峰、李怡宗、陈欣怡:《媒体报导与中国 A 股市场盈余惯性——投资者有限注意的视角》,载《金融研究》2014 年第 7 期;胡军、王甄、陶莹、邹隽奇:《微博、信息披露与分析师盈余预测》,载《财经研究》2016 年第 5 期。

[31] 郇金梁、何诚颖、廖旦、何牧原:《舆论影响力、有限关注与过度反应》,载《经济研究》2018 年第 3 期。

[32] 以深交所为例,2023 年底 A 股个人投资者为 3.183 亿户,机构投资者为 83.8 万户,见深圳证券交易所市场统计年鉴编委会:《深圳证券交易所市场统计年鉴 2023》,广东旅游出版社 2024 年版,第 1063 页。而且个人投资者占据了交易量的大头。从全市场看,截至 2022 年 10 月底,A 股市场投资者数量达 2.1 亿人,其中个人投资者数量占比 99.8%。个人投资者的交易量常年占总交易量的 80% 以上。试点注册制以来,该比例虽然降低,但 2022 年前三季度的历史新低仍然有 61.35%。《A 股散户交易占比降至 61.35% 个人投资者入市依旧踊跃》,载财新网,<https://finance.caixin.com/m/2022-11-24/101969955.html>, 2025 年 2 月 10 日访问。

力更为有限,信息认知、获取和整合成本高,^[33]不得不只关注短期内的信息,^[34]甚至对此等信息也不太关注。^[35]调查发现中国的个人投资者往往倾向于选择购买过去一个月或一个季度收益为正的股票,即“追涨”。^[36]他们决策时一般只关注几天内披露的信息,通常不会超过2个月。^[37]在美国等发达市场的交易主体是机构投资者,他们占有的信息较多、信息分析能力较强,^[38]故而媒体信息能发挥更大作用。^[39]但即便是信息收集和处理能力强的、理性的机构投资者做出交易决策时,一般亦只考虑一年内的历史信息。^[40]

从法学理论范畴角度看,这是信息重大性的衰减过程。信息重大性衰减的原因,一是在于客观层面,即一项在披露时具有重大性、能够影响

[33] Elizabeth Blankespoor, Ed deHaan, Iván Marinovic, *Disclosure processing costs, investors' information choice, and equity market outcomes: A review*, *Journal of Accounting and Economics*, 2020, 70(2-3): 101344.

[34] Elizabeth Blankespoor, Dehaan, Wertz, et al. *Why do Individual investors disregard accounting information? The roles of information awareness and acquisition costs*, *Journal of Accounting Research*, 2019, 57(1): 53-84.

[35] Barber, Odean, *All that Glitters: The Effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors*, *The review of financial studies*, 2008, 21(2): 785-818.有学者不客气地把小投资者称为噪音投资者, Mary M. Bange, *Do the Portfolios of small investors reflect positive feedback trading?* *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2000, 35(2): 239-255. Frazzini Lamont, *Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns*, *Journal of financial economics*, 2008, 88(2): 299-322.

[36] E.g. H. Liu et al. *Resolving the Excessive Trading puzzle: An Integrated Approach based on surveys and transactions*, National Bureau of Economic Research, 2020. Da, Huang, Jin, *Extrapolative beliefs in the cross-section: What can we learn from the crowds?* *Journal of Financial Economics*, 2021, 140(1): 175-196(非专业投资者对未来收益率的预测多基于最近的信息,且特别是负面、显著、分散的信息,专业人士会更关注长期的历史信息)。

[37] 姜富伟:《信息披露对证券价格和投资者行为之影响的期限性》,微信公众号“中国金融服务法治微网”,2025年1月1日访问。

[38] Thomas J. Chemmanur, Gang Hu and Jiekun Huang, *The Role of institutional investors in initial public offerings*, *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(12): 4496-4540.

[39] 同前注[37],2025年1月1日访问。

[40] E.g. R. Greenwood, A. Shleifer, *Expectations of Returns and Expected Returns*, *The Review of Financial Studies*, Vol.27, 2014.

投资者决策或市场交易价格的信息或被遗漏的信息并不会持久地保持其重大性或影响力,其所反映的事实内容会被后续信息所改变甚至抵消。信息会变得不相干甚至不准确、不真实,从而逐渐变得不重要。即便同一特定信息被不同的披露文件所反复记载或遗漏,那实际上对投资者决策而言,重要之处也是此信息在较新的信息披露文件中存在与否。比如,一项虚假陈述在 2020~2024 年报中反复出现,但 2025 年的投资者一般只会在意这项信息反映在 2024 年报中,除非要对该企业的历史做深度研究,否则他不太可能去关注 2021 年以前的、充斥着过期信息的年报。

信息重大性衰减的另一个原因在于投资者的主观层面。金融学研究认为投资存在“外推效应”。投资者对一项证券未来收益的期望并非完全理性,而会受到过去资产收益的影响。^[41]通俗地说,就是投资者未必会立足当下去充分分析信息历史和现实信息,并给予它们各自合理的比重,而是倾向于不理性地基于金融商品过去的收益来“推测”其未来的收益。当然,也可以说是普通投资者在无力进行理性分析,或试图费力进行理性分析仍然会事倍功半时,“理性”地以一种低成本的方式来寻求一种看上去客观、量化的、未必“物美”但至少“价廉”的投资策略。外推时也存在信息重大性衰减的效应,即投资者会重视反映近期收益的披露文件。越是信息处理能力低的投资者,也就越会局限于近期的披露信息。^[42]

由是之故,当一项新的披露文件,特别是年度报告或再次发行文件

[41] David M. Cutler, James M. Poterba and Lawrence H. Summers, *Speculative Dynamics and the role of feedback traders*, Papers and Proceedings of the Hundred and Second Annual Meeting of the American Economic Association (1990), Vol. 80, No. 2, pp.63-68. De Long, Shleifer, Summers, et al., *Positive Feedback investment strategies and destabilizing rational speculation*, Journal of Finance, Vol.45, 1990. Frankel et al., *Chartists, fundamentalists, and Trading in the foreign exchange market*, The American Economic Review, Vol.80, 1990. Hong H, Stein J C., *A Unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets*, The Journal of finance, Vol.54, 1999. Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, *Style Investing*, Journal of financial Economics, Vol.68, 2003.

[42] Z. Da et al., *Extrapolative beliefs in the cross-section: What can we learn from the crowds?* Journal of Financial Economics, Vol.140, 2021.

等重要综合性披露文件公布后,^[43]披露信息和投资者之间的交易因果关系就会由于这个新介入因素所带来的信息之系统性更新而被重新建立。其中,每一年的年度报告是对发行人生产经营信息的全面披露,以及对前一次年报信息内容的全面替代。再次发行文件同样构成了对投资者决策相关事项的充分披露,并构成了对此前发行文件相关事项的全面替代。在此等重要的综合性文件披露后,此前同类文件的时效性、对投资者决策和市场价格的影响力会大为减弱。

为服务于向投资者有效提供和更新信息之目的,信息披露法律制度一是通过强制披露特定类别的信息,帮助投资者实现对信息类别的选择;二是通过格式一致的定期报告披露制度,以及查漏补缺式的临时事件披露制度,帮助投资者实现了同类别的信息的不断更新。证券发行人依法需要定期进行信息类别全覆盖的动态更新。每年证券发行人都需要披露年报、半年报等定期报告。它们包含的信息内容类别丰富、信息披露格式一致,不同年份的同类别信息具有明显的替代性。一年的周期亦契合常人的思维规划尺度。

因此,当法律在推定披露文件和投资者交易决策之间的因果关系时,不应忽视同类综合性披露文件之间的“动态替代”关系。此等因果关系推定的正当性建立在对市场真实的模拟之上。当真实的市场中投资者不太可能将多年前的财务信息作为交易决策的信赖基础时,机械的司法推定本身也就不再合理。

(三)“减法”进路的规则体现:一年规则与三年规则

普通证券投资者至多只会以最近一年的披露信息作为直接的投资决策。往年的数据只是用于衡量发行人在最近一年的相对表现,如评价资产和利润的增减等。当然,若出于倾斜性保护原告之政策目的,也可以将投资者合理决策时参考的披露文件时段从宽覆盖到前三年。司法机关可原则性判定一项披露文件仅与其后三年内的投资行为存在交易因果关系。一年或三年的周期可以按自然年判定,也可以以同一证券经历了一次或三次年度报告的发布为准。在信息不断披露、更新的

[43] 定期报告等属于“汇编数据”,在信息属性上不同于单个重大事件,详见缪因知:《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》,载《中外法学》2023年第5期。

过程中,一到三年前披露的信息要么会失去参考价值而被自然淘汰,要么会被新的披露文件(特别是同类文件或综合性的年度报告)所确认、替代。

但三年应当是最长的保护期限。因为即便现行证券法律规章也只把三年作为重大融资行为审批的时限考察上限。例如,2020年《证券法》规定首次公开发行新股包括:最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告;发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在经济类犯罪。公开发行公司债券的条件包括:最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息。全面实行股票注册制后,各种规章下需要披露的历史文件周期和一些场景(如主板上市公司配股、增发)需要的历史盈利记录周期一般也是三年。这意味着监管部门认为,同时他们也推定理性投资者关注的年份周期是三年。发行人在三年以前是否存在财务报表的瑕疵或存在亏损等,未必完全无关紧要,但不在证券法认为值得关注的范围内。一项对我国投资者信息需求的调查问卷亦显示:超过83%的投资者表示只需要上市公司提供三年内的信息。^[44]

证券发行文件(如招股说明书)与定期披露报告略有不同。基于同一原理,发行文件对投资者的影响力亦应以三年为限。不过,公司发行证券时存在一个信息整合、“打包”、强化的行为,故为向原告倾斜起见,发行人陈述的公司前三年的信息对投资者的影响力,可以从发行时开始计算,而非从相关信息对应的年份开始计算。例如,公司2020年发行证券,并披露了2017~2019年的相关信息,可推定2023年买入的投资者仍存在对2020年发行文件中的2017年信息的信赖。但在2023年报于2024年上半年发布后,不应认为投资者在交易决策时仍然对2020年的发行文件存在信赖。

此等期限规则对虚假陈述赔偿诉讼被告的责任减免作用是有限的,不会过分影响投资者保护。一方面,作为无过错责任人,发行人始终保有着基本的侵权责任人的地位。另一方面,三年期限规则的主要意义在于免除为早期披露文件提供服务的机构经审核验证、仍未能发现虚假陈述时产生的主体的过失责任。但此等主体(中介机构或董监高)的责任

[44] 吴琳芳:《中国上市公司会计信息披露研究》,西北农林科技大学2004年博士论文。

免除幅度是有限的。一是,如果同一主体持续多年为发行人提供服务,那么“新旧替换”对其的免责效应并不存在。二是,“新旧替换”后,新旧不同的主体分别对早晚不同时段买入的投资者分别承担侵权责任。新旧主体仍可能重叠性地承担共同侵权责任。例如,在“三年规则”下,若三组中介机构分别负责的2020~2022年报均存在虚假陈述,三组机构须同时对2023年报披露前买入的投资者承担共同侵权责任。三是,为了合理配置责任,当一个主体运用专业能力、故意与发行人共谋实施虚假陈述时,由于其增加了其他或后续主体的审核验证成本,对此故意实施侵权行为者不应适用三年期限规则,而应对揭示前的虚假陈述承担持续责任。

(四)“减法”进路的正当性论证:比较法和案例法中的“一年规则”

“减法”进路并不激进,实务中已经有不少比较法规则和中外司法判决采取了“一年规则”的立场:

美国《证券法》第11(a)(5)节就规定:如果一份至少涵盖了注册报告(registration statement)生效后12个月的盈利报告(earning statement)公开后,投资者再买入的,则其主张求偿权(right of recovery)时,应证明对注册报告中的不实陈述或遗漏有信赖(无需证明已经阅读此注册声明)。^[45]美国国会立法报告专门指出,在这样的新的盈利报告公布后,买卖就会基于(predicated upon)新的报告。^[46]在证券上市后,美国和英国法均适用欺诈市场理论推定交易因果关系,但投资者需证明损失因果关系。“在招股说明书公开很久之后才买入股票的投资者”将无法满足因果联系的标准。^[47]

[45] If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person.

[46] H.R. Rep. No. 1838, 73d Cong., 1 2d Sess.(1933), p. 41.

[47] [英] 保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿著,罗培新、胡改蓉等译:《现代公司法原理(第九版)》(下册),法律出版社2016年版,第922页。

我国多个司法判决已经将虚假陈述行为和投资者交易行为之间存在其他重要披露文件作为否认二者因果关系的理由之一，而一年的间隔期也常常是一个量化指标。

最高人民法院在湖南尔康制药再审裁定中提出了类似“一年规则”的表述：公司虽然 2015 年报存在虚假陈述内容，但“2016 年报公布后，该年报内容无论是虚增营业收入和虚增净利润占当期合并报表的比重，还是对股票价格诱多的影响，均会对投资人的决策和损失产生影响”，故原审“未将该公司 2015 年报的披露日作为虚假陈述实施日，并无不当”。虽然该案具有一定的特殊性，即 2015 年报的虚假陈述情节较轻，“没有对公司业绩和重要财务指标产生实质影响”，虚假陈述实施后股价涨势不大，^[48]但最高人民法院此裁定对先后年报的替代效应的实质性阐述，值得重视。

高级法院层面亦有相关判决。重庆市高级人民法院在北大医药案判决中结合后续利好信息适用了“一年规则”指出：原告是在虚假陈述发生一年后、公司发布一系列利好时才买入，所以买入与虚假陈述无因果关系。^[49]乌鲁木齐中级人民法院在新近的天顺供应链案中指出：原告基金公司首次买入案涉股票的时间距案涉虚假陈述行为实施日近一年之久，故与虚假陈述无交易因果关系。^[50]

宁波中级人民法院的圣莱达案判决在盈亏反转的事实前提下得出了具有“一年规则”效果的结论：案涉虚假陈述系 2016 年公布的 2015 年度报告，而原告谢某某于 2017 年 4 月 5 日开始买入股票，时隔虚假陈述实施日一年多。如果单从公司业绩角度选择股票进行投资，圣莱达 2016 年的数据相对于 2015 年度报告显然对投资者决策重要得多。“公司 2015 年度报告‘扭亏为盈’，2016 年各时段的业绩同比却下滑明显，

[48] 最高人民法院：尔康医药股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事裁定书，案号：(2020)最高法民申 6806 号，2020 年 12 月 30 日。

[49] 重庆市第一中级人民法院、重庆市高级人民法院，北大医药股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书，案号：(2018)渝 01 民初 291 号，2018 年 8 月 30 日、(2019)渝民终 343 号判决，2019 年 5 月 28 日，该案存在其他判决理由。

[50] 新疆乌鲁木齐市中级人民法院：天顺供应链股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案民事判决书，案号：(2024)新 01 民初 133 号，2024 年 11 月 8 日。本案存在其他理由包括原告在虚假陈述行为期间亦存在卖出行为。

尤其 2016 年度业绩快报披露了业绩同期下降 775.89%,更应当引起投资者警惕。”故该买入投资决策显然与 2015 年度报告的虚假陈述行为不具有相关性。^[51]

沈阳市中级人民法院在华晨集团债券案中认为:原告买入的时间为 2020 年下半年,对发行人偿债能力的判断主要应当依据 2019 年的财务数据,而非更早的涉案虚假陈述时的数据。^[52]

一些法院则实际上适用了“三年规则”。新疆维吾尔自治区高级人民法院生产建设兵团分院在中基健康案判决中认为投资者 2012 年买入股票的行为应主要受 2008~2011 年报中虚假陈述的影响,而非此前发布的 2006 年至 2007 年报中虚假陈述的影响,其投资决策与后者不存在因果关系。^[53] 湖南省高级人民法院在方正证券案判决中认为部分原告集中在 2014 年下半年至 2015 年上半年“牛市”期间买入,而此时距离案涉信息披露违法行为发生已有近三年时间,可见其买入的交易决策应是受到牛市影响,并将之作为酌定非系统风险的一个理由。^[54]

2023 年 9 月北京金融法院在乐视网案判决中系统性地接纳了信息衰减理论。其指出:被披露信息的重要性或影响会随着时间的推移而衰减。投资者一般会依据新信息来更新对未来结果的信念和最优决策,选择最高预期效用。基于有限的理性和信息获取、处理能力,投资者更重视较近出现的、容易获取的、容易理解的信息,而非较早出现的、难以获取的、晦涩难懂的同类信息。因此,在考虑到投资者信息处理现实约束的情况下,信息的时效性会比较重要。投资者的决策尤其是以投机为主的短期投资决策会更多受到当期的信息影响。随着时间的推移,信息

[51] 浙江省宁波市中级人民法院:谢某某与圣莱达股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案一审民事判决书,案号:(2018)浙 02 民初 1009 号。

[52] 辽宁省沈阳市中级人民法院、辽宁省高级人民法院:华晨集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案二审民事判决书,案号:(2022)辽 01 民初 521 号判决书(未检索到判决日期),(2024)辽民终 141 号,该案二审维持原判。

[53] 新疆生产建设兵团法院:中基健康股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案二审民事判决书,案号:(2017)兵民终 29 号,2017 年 5 月 19 日。此案的特殊性是 2008~2011 年披露文件为虚减利润。

[54] 湖南省高级人民法院:方正证券股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2020)湘民终 1744、1745 号,2020 年 12 月 11 日。

的重要性会呈现逐渐衰减的趋势。不过,该判决立场审慎,未将信息衰减效应普遍适用。其认为:投资决策本身具有复杂性,投资者做出长期主义的决策时,仍然倾向于关注上市公司长期的基本面。较长时间以前的招股说明书、年度报告等对该部分投资者仍然具有参考价值。不能将本案保荐人的责任做每年递减的判定,而需要充分考虑上述因素后衡平确定一个比例。最后保荐人承担了10%的连带责任,^[55]较之其他判决可谓较轻。在方法论上可谓用“除法”的方法实现了“减法”的效果。

四、结论

司法机关在程序上将一次揭示的多轮虚假陈述纳入同一个诉讼进行审理,已经成为一种现实的模式。在定责时,从时间维度展开,在形式上明确不同披露文件/信息集合组别的共同侵权人和被侵权人的对应关系,实现其责任折扣或“除数”,或者明确只对特定披露文件负责的侵权人只应对邻近年份的投资者承担责任,实现责任的“减法”,将会实现更合理的责任分配格局,实现证券市场不同主体之间的平衡。

(编辑:沈子宜 赵 宇)

[55] 同前注[9]。