

新虚假陈述民事责任司法解释之学理解读

郑 彧*

【摘要】 我国证券市场虚假陈述民事追责的法治轨迹经历了从无到有、从有到严的一个基本过程。从《股票发行交易管理暂行条例》到证券法(包括后续的修订或修改),证券违法行为及其相应主体的民事责任追责一直是证券市场法治建设的重点、难点和要点。在此背景下,为了统一和便利司法实践,最高人民法院自2002年起就针对证券虚假陈述民事责任的判定规则颁布了相应的司法解释,并在2022年1月根据先前司法裁判的经验和新证券法的内容重新修改、制订并颁布了新的证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的司法解释。新司法解释公布之后,学界、业界均已从不同视角对其进行了诸方面的解读。本文拟从新司法解释总体结构、基本特征和未来影响入手,谈谈笔者眼中新司法解释的成就与功用。

【关键词】 虚假陈述 民事责任 司法解释

2022年1月21日,最高人民法院发布了《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》(以下简称“新虚假陈述司法解释”或“《规定》”)。新虚假陈述司法解释修改和完善了自2003年2月1日起实施的《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“原虚假陈述司法解释”),进一步明确了虚假陈述民事责任的认定规则和免责抗辩标准。新虚假陈述司法解释的出台不仅是对2021年7月中共中央办公厅、国务院办公厅发布的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》之“健全民事赔偿制度”目标的司法回应,也是继2019年《证券法》的修订加大证券违法行为行政处罚力度,2020年12月《刑法修正案

* 华东政法大学国际金融法律学院教授,博士生导师。

(十一)《规定》加重欺诈发行、违法披露等证券犯罪刑事追责力度之后,我国在证券违法民事追责方面新的重大进展。

一、新虚假陈述司法解释的总体评价

(一) 逻辑特点: 结构分明、层层递进

相较于原虚假陈述司法解释,新虚假陈述司法解释在标题与首部就开宗明义地明确了《规定》的适用范围仅限于“侵权类”的民事责任,这就排除了在证券交易场所进行的其他类型(比如单纯的违约之诉)的适用。在侵权之诉的类型划分前提下,《规定》完善了对于作为侵权行为的“虚假陈述”的定义,扩展延伸了信息披露义务人对于行政规章和规范性文件的遵守义务,完善了构成虚假陈述认定过程中所必要的“三日一价”的认定标准。在确定侵权行为的基础上,《规定》围绕侵权行为与损失之间的因果关系,以“过错认定”标准为核心,通过“过错认定原则化”+“免责事项具体化”的“总分”方式对新证券法第85条、第163条项下连带责任的适用条件进行了阐释,将侵权行为的责任主体涵射至发行人的控股股东、实际控制人及“帮助造假者”,并且明确了连带责任主体之间的相互追偿关系。在损失结果的认定上,《规定》明确了损失结果仅以“实际损失”为限的赔偿原则,同时将原先仅限于对“诱多型虚假陈述”的规制扩展到对于“诱空型虚假陈述”的救济。最后,在完善投资者实体保护内容的同时,《规定》还围绕投资者诉讼时效利益的保护规定了相关的程序性保障措施,由此构建起一个具有结构分明、层层递进、概念明确、要件清晰特点的司法解释体系。

(二) 实践基础: 总结经验,反映共识

原虚假陈述司法解释是在中国证券市场建立12年、证券法颁布五年不到的背景下制订的。彼时无论是对于证券市场运行的规律,还是对于证券民事责任的逻辑基础,学界、业界并非都已经看得清,想得明,这就决定了原虚假陈述司法解释呈现“先立规矩,再探索发展”的解释论特点。但本次司法解释修订的基础背景已大为不同:在市场结构方面上,我国不仅建立起了多层次的资本市场体系,而且证券交易规模已经位列世界主要证券交易所前列;在理论研究方面,原虚假陈述司法解释颁布后的虚假陈述的审判案例为理论研究和司法实践总结提供了良好的样本素材,各方对于证券市场的运行规律、证券监管的本质要求和投资者保护的基本原理的认知也越来越科学,取得越来越多的共识。透过新虚假陈述司法解释制订的讨论过程和最终颁布

的文本内容,我们不难感受到《规定》是在最大范围内听取、吸收不同市场主体、业界、学界和证券监管机关的共识意见。比如,新虚假陈述司法解释固定了最高人民法院第九次《全国法院民商事审判工作会议纪要》的审判工作经验,拓宽了对于虚假陈述揭露日的认定标准,根据五洋债、康美药业、中安科等典型案例所引发的市场讨论,在符合《证券法》和《民法典》法律规定与理论框架的前提下,确立了以“过错认定”为核心的连带责任判定标准,科学合理地区分了不同市场主体的责任边界,较好地消除了市场既有的争议与顾虑。

(三) 理论支撑: 国际经验, 中国特点

相较于原虚假陈述司法解释,新虚假陈述司法解释还呈现出国际经验、本土转换的特点。比如,在证券中介机构、证券服务机构的责任认定要件上,《规定》吸收了我国学界对于美国《1933年证券法》第11条免责要件和《1934年证券交易法》第10条(b)款“主观意图”归责要求的研究成果,围绕新证券法连带责任要件中的“过错推定”这一先决条件,确立了故意(包括放任)和重大过失情形下的“过错”认定标准,并分别呈列了各市场主体可予免责的抗辩事由,这就很好地回应了五洋债、康美药业等典型案例所引发的市场争论,表明了最高审判机关的司法保护立场。不仅于此,在“追首恶”方面,新虚假陈述司法解释接纳了证券监管机关近年来一直推动的“追首恶”理念,明确了发行人、上市公司受到控股股东或者实际控制人控制的情形下,原告可以绕开上市公司直接起诉控股股东或者实际控制人进行追责,这就解决了原先对于证券违法行为“大股东犯错、小股东买单”的归责效果担忧。在此基础上,《规定》中有关发行人、上市公司对于控股股东、实际控制人的再追责在法理上也可以被理解为基于公司财产受损后对于相关责任人违反信义义务的公司法追责,这样的归责设计就不会违背以“公司法人人格独立”为核心的公司法基础,从中其实也可看到对于国际经验的借鉴与发展,即直接将实际控制人控制发行人下的虚假陈述行为视为实际控制人单独实施的证券违法行为,并进而赋予交易相对方和公司(或公司股东)分别援引《证券法》《公司法》进行追责,从而成为解决我国证券市场“追首恶”这一热点、难点问题的一个有效制度安排。

总体上看,本次虚假陈述司法解释的修订既满足了我国证券市场向成熟阶段过渡的市场需求,又在借鉴投资者保护国际经验的基础上,针对我国证券市场虚假陈述的特点进行了富有针对性的规则设计。随着《规定》的颁布实施,新虚假陈述司法解释必定会与其他制度措施一同构建起我国证券市场投资者保护的全方面保障体系,

助力实现在“零容忍”和“建制度”基础上的“不干预”。

二、新虚假陈述司法解释的基本特征

(一) 虚假陈述侵权行为广覆盖下的“严限定”

新虚假陈述司法解释第一条规定“信息披露义务人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件,适用本规定”。这样的表述相较于原虚假陈述司法解释第二条、第三条,不仅仅是一种语言表述上的修改,更是一种在虚假陈述侵权行为追责适用范围上的广覆盖,即只要是在证券交易场所发生的、与证券发行或交易有关的虚假陈述行为均在新虚假陈述司法解释适用的范围之内。

值得注意的是,有业界人士在解读本条款时,对于在证券交易场所通过非竞价交易方式(比如协议转让、大宗交易)所进行的证券交易得出了可能排除适用新虚假陈述司法解释的解读。我们认为此等理解有一定的合理性,但并不全面。首先,无论是新虚假陈述司法解释的标题还是本条条文的表述,其相较于原虚假陈述司法解释的不同在于强调了“侵权”这一事由,因此在某种程度上当然可以排除“违约之诉”的适用;其次,新虚假陈述司法解释适用的前提条件是存在“虚假陈述”这个诱因,由此构成了“虚假陈述”的原因要件加上“侵权行为”的类型要件的双归责要件模式。如果以原虚假陈述司法解释所排除的“协议转让”为例,不同于原虚假陈述司法解释出台之时因为股权割裂背景所存在的“同股不同价”,协议转让或者大宗交易的价格虽相较于连续竞价交易有所折扣,但还是遵从了“市场定价”的原则。不仅如此,协议转让或大宗交易的股东往往会构成新证券法项下所新增的“信息披露义务人”范围,这些信息披露义务人在履行信息披露义务过程中的虚假陈述、误导性陈述、延迟陈述同样会构成虚假陈述,这就决定了其交易对手方基于这些虚假陈述所进行的交易会产生传统民事责任项下的违约之诉与侵权之诉的竞合,因此不能想当然排除这类型交易适用新虚假陈述司法解释的可能。

(二) 虚假陈述侵权连带责任认定巧设计下的“严要求”

随着新证券法实施后五洋债、康美药业、中安科等一批典型案例的出现,市场各界对于人民法院如何适用证券法第85条及第163条有关“连带责任”的规定产生了困惑,学界也针对不同的典型案例出现了诸如“完全连带责任”“不真正连带责任”“比例连带责任”等理论解释。但是,如果从传统的民法理论和《民法典》的成文规定

上看,虽然《民法典》第178条第二款第一句的表述是“连带责任人的责任份额根据各自责任大小确定”,但该款最后一句“实际承担责任超过自己责任份额的连带责任人,有权向其他连带责任人追偿”就已经表明了连带责任所呈现的“对外全责,对内按份”的基本原则,因此在法理上并不存在“不真正连带责任”(不存在请求权竞合)或者“比例连带责任”(连带责任不存在对外按比例之说)的空间。

由于法律责任本身的意义就是通过“罚责相当”的追责体系来明确行为人的行动预期,从而实现引导行为的效果,对于证券中介机构、证券服务机构不加以区分的责任认定不仅违反了法律的本意,也无助于实现证券法所要通过连带责任方式提高信息披露质量的效果。在此意义上,对于如此重要的连带责任问题,新虚假陈述司法解释绕开了对于连带责任承担方式的争议,而集中于“过错”的认定。这样的解释方式是在不违反《证券法》和《民法典》有关连带责任的法律规定与理论框架下,充分运用了法教义学的方法对新证券法第85条、第163条归责要件进行了限缩的解释。我们可以看到新虚假陈述司法解释并没有局限对于如何判定承担“连带责任”这一法律结果的本身,反而是以前述两个条文的后半句“但是能够证明自己没有过错的除外”为核心,确立起了有关“过错”的认定标准。在“过错认定”的标准下,被告若无法举证证明不存在新虚假陈述司法解释第13条、第14条的过错,或者不满足第15—19条的免责抗辩才需承担完全的连带责任,否则反向推导的结论就是无需与信息披露义务人共同承担连带责任,由此也就不存在“不真正连带责任”或者“比例连带责任”的解释空间了。这样的循理逻辑不仅符合证券法侵权理论的法理基础,也符合市场不同主体对于责任范围的预期,实现了在连带责任方面既不“过犹不及”,也不“助纣为虐”的法律效果。

此外,如果仅从新虚假陈述司法解释第13条的表述而言,新虚假陈述司法解释对于连带责任的过错基础强调的是“故意”(包括放任)或者“严重过失”,但除去此等故意或者严重过失的情形,如果中介机构在执业过程中出现不明显的过错是否需要承担责任,以及如何担责则在新虚假陈述司法解释的框架下还需要进一步的观察和讨论。

(三) 虚假陈述侵权责任追责主体新延伸下的“严立场”

1998年证券法没有涉及控股股东、实际控制人对于中小投资者或者公司所应承担的法律责任。2003年颁布的原虚假陈述司法解释也仅是用“可以追偿”这类模糊的描述表明一种不予否定(而非确切肯定)的司法裁判立场。2005年证券法修改时

将控股股东、实际控制人法律责任纳入证券法的调整范围,但却是建立在以“过错证明”为基础的连带责任基础上。2019年证券法再次修改时,控股股东、实际控制人则在“过错推定”的方式下与发行人、上市公司共同承担连带责任。

不仅如此,就传统民法意义上的连带责任而言,虽然权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任,但传统民法连带责任是建立在不同侵权行为可以造成同一损害后果的“多因一果”的逻辑关系基础上。但在涉及控股股东、实际控制人控制发行人、上市公司进行虚假陈述的案件中,由于只是发行人或者上市公司对外进行虚假陈述,发行人或者上市公司的侵权行为在形式上只存在单一的对外侵权行为,而非不同的、可引起同一后果的侵权行为(体现为只有“一因一果”的关系),这就使得如何在连带责任项下就控股股东、实际控制人与发行人、上市公司之间进行追责存在一定的争议。

在此背景下,新虚假陈述司法解释第20条第一款首次在司法层面接纳了证券监管机关一直推动的“追首恶”理念,明确了在发行人、上市公司受到控股股东或者实际控制人控制的情形下,原告可以跳过上市公司直接起诉控股股东或者实际控制人进行直接追责,这就解决了原先对于证券违法行为“大股东犯错、小股东买单”的归责效果担忧。在此基础上,本条第二款有关发行人、上市公司对于控股股东、实际控制人的追责支持在法理上也可以被理解为基于公司财产受损后对于相关责任人违反信义义务的公司法追责,这样的归责设计就不会有违背以“公司法人人格独立”为核心的公司法基础之虞,并且从中似乎看到了美国联邦证券法和各州公司法跳出侵权法的归责框架束缚,直接将实际控制人控制下的发行人虚假陈述行为视为实际控制人单独的证券违法行为,并进而分别赋予交易对方和公司股东援引《证券法》《公司法》进行追责的国际经验影子,这也不失为解决我国证券市场“追首恶”这一热点、难点问题的一个有效制度安排。

三、新虚假陈述司法解释的未来影响

(一) 取消前置程序的历史意义与虚假陈述案件的诉讼风向

新虚假陈述司法解释的首选亮点当然是取消了虚假陈述侵权民事责任赔偿案件中的前置程序要求。前置程序原本是最高人民法院在2003年3月1日起实施的《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》第六条

中所规定的“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”,依据该条的规定,之前原告如果就上市公司虚假陈述所造成的民事损失向人民法院提起诉讼,必须建立在该等虚假陈述已经被证券监管部门进行行政处罚或者受到刑罚制裁为前提。

但正如业界、学界在原虚假陈述司法解释颁布后所一直反思和呼吁的,前置程序存在的负面作用集中体现在两个方面:一是其虽然便于人民法院更为集中、准确审理虚假陈述案件,但却限制了受损投资者对于自身权利寻求司法保护的机会,不利于体现“司法为民”的理念;二是在前置程序的限制下,普通投资者无法通过国外成熟资本市场所常见的诉讼方式实现对于上市公司监督、制约的效果,不利于上市公司进一步提升信息披露的质量,做好投资者关系的维护工作。

因此取消前置程序最大的现实意义就是切实保障广大投资者为了维护自身权益进行合法维权的诉讼权利,真正落实“人民司法为人民”的司法为民理念。取消前置程序不仅符合过去十年来最高人民法院围绕保障原告诉权、便利诉讼、解决立案难的改革主线,其意义在于:一来可以充分保障投资者的诉权,便利诉讼,解决实践中对于证券虚假陈述案件“立案难”的痛点;二来放松对于虚假陈述案件的受理限制也会让投资者有机会在特别代表人诉讼以外通过个体诉讼或者普通代表人诉讼进行维权,这其实也就是对2020年3月1日实施的新《证券法》中有关“投资者保护”的司法回应。

与现有担心取消前置程序后可能引发“诉讼潮”的主流评论不同,笔者的判断是虽然放开了相关前置程序的要求,但未来虚假陈述民事责任的侵权类案件可能会呈现一种慢慢上扬到趋于平稳然后又会上会稳步下降的态势。其原因在于前置程序的取消毕竟只是在民事诉讼程序保障方面的意义,而对于诉讼请求的支持还是需要依赖于原告对其主张所提供的“证据”判断。在原有的前置程序项下,有关被告违法事实的证据可以通过刑事判决书、行政处罚书上所认定的事实予以认定,便利了原告的举证。放开前置程序后,原告的举证责任不是减轻了,而是加重了。因此,对于取消前置程序后的案件,我个人认为一是人民法院要做好新虚假陈述司法解释实施前期案件数量会大大增加的心理准备,做好相应的人力和诉讼资源的配备,在民事诉讼法的框架下给予除特别代表人诉讼以外的普通证券虚假陈述案件以审限方面的支持;二是在诉讼过程中仍需秉承“以事实为依据”的原则,对于有前置程序的案件可以简化

原告对于被告侵权行为事实的举证义务,对于无前置程序的案件需要充分领悟《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于适用〈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〉有关问题的通知》的精神,依法向中国证监会有关部门或者派出机构调查收集有关证据,原告证据不足的还是应该依法驳回起诉。

(二) 独立董事免责条件的确立与后续证券监管要求的跟进

康美药业虚假陈述案件判决之后,市场上越来越关注独立董事责任问题,对有关判决的评价也存在不同的声音。新虚假陈述司法解释较好地吸收和反馈了市场主体较为关切的独立董事的责任边界问题,强调了独立董事“依法履职”的边界,在符合证券法有关董事连带责任立法安排的初衷下科学、合理地划分了独立董事应尽的义务标准,其将有助于引导独立董事更加明确地知悉和掌握在履职过程中的行动标准、工作流程,也为独立董事履职尽职提供了更加明确、有效的“法律武器”。

新虚假陈述司法解释第14条对独董是否存在“过错”有了较为细致的阐述。该条在本质上是对《证券法》第85条、第163条适用“连带责任”情形中有关“过错推定”中的“过错”标准的细化。从条文的行文逻辑上看,第14条其实是对第13条“故意”与“严重过失”这两种“过错”类型的进一步细化,是对第13条第2款“严重过失”的进一步释义,这就要求包括独董在内的全体董事不仅不能触碰“故意”这个明线,也要知道“严重过失”在日常董事工作中可能的表现形式,这样将更有利于未来独董注意自身的工作职责和工作方式,真正做到依法履职、忠实履职。

新虚假陈述司法解释第15条中提到“发行人的董事、监事、高级管理人员依照《证券法》第82条第4款的规定,以书面方式发表附具体理由的意见并依法披露的,人民法院可以认定其主观上没有过错,但在审议、审核信息披露文件时投赞成票的除外”。这条在本质上是根据过往市场实践和争议而出台的很有针对性的一个条款。因为在过往的市场实践中出现过一些案例,在这些案例中独立董事在诉讼或者行政处罚的抗辩中认为其已经在董事会发表了疑问,只是囿于“面子问题”或者为了不影晌公司整体申报或者披露进度而不得已进行签字。因此,新虚假陈述司法解释明确了“签字即担责”的原则,不能说一方面反对议案,另一方面又签字赞成。法律除了实质正义外,也需要有程序正义,需要符合程序正义的“外观主义”。因此,通过规定的这种条款设计来避免那些“内心反对,外表同意”的“老好人”。

新虚假陈述司法解释第16条还专门列举规定了独立董事的免责抗辩事由。这条的存在并不会减损独立董事的责任认定标准,因为这条的逻辑基础仍然是对于董

事的“勤勉、尽职”履职的基本要求。第 16 条这个“避风港”原则并不是盲目地给予独立董事免责事项,因为这些可免责事项在域外的公司实践和审判经验中都已经是被市场所认可的边界。而且我们需要注意的是,在董事责任的归责要件上,证券法用了比较严格的“过错推定”原则,换句话说是需要董事提供证据证明他已经做到了这些规定,而不是由原告举证,因此“避风港原则”的存在作为一种正向的激励,“过错推定”作为一种举证的压力其实都会促使独董在履职的过程中对于其履职过程(比如参与讨论、参加会议或者表决时)充分“留痕”,以证明充分履行了作为独立董事的注意义务。

在这样的司法判定标准下,可以预见的是,虽然 2021 年 11 月中国证监会已经发布《上市公司独立董事规则(征求意见稿)》公开征求社会公众意见,但在该规则正式出台时必定会反映本次司法解释中对于独立董事免责抗辩事由的标准。在“充分履职尽责”的逻辑下,我们可以预见的是对于独立董事地位的认识应该大为改观,独立董事作为公司董事会的成员,其与其他董事共同履行《公司法》和公司章程所赋予的职责,独立董事无论在地位、职责、责任上都不是仅仅为了满足签字需要的“花瓶”,此乃其一;其二,在承认独立董事自身专业能力和认知范围有限的前提下,充分鼓励并保障独立董事充分借助其他专业机构的“外脑”进行科学决策,使得独立董事参会表决不再是“拍脑袋”“讲感情”;其三,通过新虚假陈述司法解释的免责事项,未来独立董事制度中也应该会写入有关独立董事发现公司违法问题后“吹哨子”的注意义务。

(三) 中介机构连带责任认定方式的逻辑转换与未来个案判断标准的细化

2020 年 3 月 1 日起实施的新《证券法》第 85 条针对信息披露义务人虚假陈述的法律责任规定了“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”。第 163 条针对证券服务机构的连带责任也采取了相同的“过错推定”。但是新《证券法》实施后出现的五洋债、中安科等典型性案件也带来了市场主体对于新《证券法》第 85 条、第 163 条有关“连带责任”含义的不同理解。因此,本次新虚假陈述司法解释并没有拘泥于新《证券法》第 85 条、第 163 条“连带责任”的结果规则,而是抓住了前述两条连带责任的逻辑前提——“过错推定”,通过第 13 条的规定确立了“过错”的认定标准(也是承担连带责任的前提),这样就科学地划分出中介机构在共谋、故意(包括放任)和重大过失情形下构成“过错”,并且中介机构必须充分举证证明并不存在这些过错的行为才可免于承担连带责任。为此,新虚假陈述司法解释第 17 条、第 18 条和第 19 条还分别就承销保荐、

证券服务和会计师的免责划定了无过错的标准,这就为各中介机构充分预期执业行为的要求和后果确立起了较为明确的预期和红线。

新虚假陈述司法解释第13条确立了“过错”的认定标准(也是承担连带责任的前提),同时第17条、第18条和第19条继续分别就承销保荐、证券服务和会计师的免责标准划定了“无过错”的表现作为免责的事项,由此建立起了“过错认定原则化”+“免责事项具体化”的“统+分”认定模式。就此认定方式而言,我个人认为能够涵盖中介机构执业法律责任认定所需的要件标准,未来无非就在于是否构成这些标准的细节拓展。比如新虚假陈述司法解释第17条针对承销保荐等机构的免责抗辩中提及“(一)已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求,对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查”,但是对于如何理解满足“法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求”和“审慎尽职调查”也会存在一些争议,比如是工作底稿在形式上满足监管的所有要求就可视为免责?还是说需要中介机构证明其工作形式与工作内容的结果均应实现监管所要求的结果?再比如说,对于“尽责”的认定,是以监管机关基于违法后果基础上的倒推,还是基于正常市场主体或者行业自律组织的认定?这些细节可能都会在具体的案例中存在争议。但我个人相信,在大的方向保持正确的前提下,这些小的争议会通过一个个具体的个案不断对中介机构的执业标准的细节进行改进,最终实现在尊重市场和敬畏规则之间良好的平衡。此外,如果从新虚假陈述司法解释第13条的表述来看,连带责任的过错基础强调“故意”或者“严重过失”,如果中介机构在执业过程中出现不明显的过错是否需要承担责任,以及如何担责,可能还需要进一步的观察和讨论。

此外,还值得注意的是,新虚假陈述司法解释在第17条和第18条的免责标准中还提出了“合理信赖”的概念。“合理信赖”一词本身就是由“合理”和“信赖”两个词构成。“信赖”表明一方主体没有相应的判断或者决定能力,需要以他方实体的观点作为依据。“合理”表明对于他方实体的这种判断不是无条件的相信,而是要有一个在“理性人”范围上的形式判断。需要注意的是,这种“理性人”判断标准不是以后来发生的结果为判断导向,而是以普通的第三人在碰到相同的问题时是否会采取同样的措施为标准,如果行为人在对于他方主体的观点或者意见的采纳上符合大多数人的决策方式,那这种信赖就是合理的,否则就不合理。合理信赖本质上也是一种原则化的标准,当然也会存在一些争议,但是至少它可以通过引入一种第三方的评价(比

如专家证人或者陪审制度)对被告在信赖他方主体的观点或者意见时的“注意”程度进行判断,还是一个相对比较公平、合理的注意义务区分方式,也有利于不同主体在各自的专业范围内各尽其职,各负其责。

总体而言,新虚假陈述司法解释通过“过错要件”的认定这一环节回应了保荐人、承销商、会计师事务所、律师事务所等市场主体所关心的责任边界问题,其对优化资本市场生态的最大意义就是进一步明确了“权责利”关系,强化了市场主体在围绕资本市场所从事的行为中的系列预期,特别是有关违法行为法律责任的成本预期。总体上看,本次虚假陈述司法解释的修订既满足了我国证券市场向成熟阶段过渡的市场需求,又在借鉴投资者保护国际经验的基础上,针对我国证券市场虚假陈述的特点进行了富有针对性的规则设计。随着《规定》的颁布实施,新虚假陈述司法解释必定会与《刑法修正案》(十一)下的刑事责任、新《证券法》下的行政责任一起构成相互配合、相互补充的立体化追责体系,从而建立起我国证券市场投资者保护的全方面保障体系。