

机构投资者适用交易因果关系推定的注意义务要件研究

——以中车金证案为中心

姜 帅*

摘要：证券虚假陈述责任中的交易因果关系推定是投资者索赔的有力司法武器。但在我国司法实践中,以大成基金案为代表的判决将机构投资者排除在适用范围之外。中车金证案则重申机构投资者与普通投资者应在非面对面交易中平等地适用交易因果关系推定。从裁判确立路径看,该案立足于区别技术,是对交易因果关系推定中投资者注意义务认定存在“法律漏洞”立场的否定。然而,该案论证说理并不充分,非面对面交易中机构投资者平等适用该推定的正当性仍受质疑,对机构投资者注意义务、交易市场认定的诠释也留有不足。为此,有必要在学理上明确投资者注意义务的“买者自负”渊源,充分重释机构投资者平等适用交易因果关系推定的正当理由,明确市场效率是判断交易市场的重要条件。

关键词：机构投资者 交易因果关系推定 注意义务

一、机构投资者适用交易因果关系推定引发的困惑

《证券法》(2019年修订)第85条规定,信息披露义务人实施虚假陈述,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人才应当承担赔偿责任。所以,虚假陈述责任中的因果关系认定是此种特殊侵权责任成立的核心要件。但与一般侵权责任中的因果关系有所区别的是,虚假陈述侵权责任中的因果关系分别被称为交易因果关

* 姜帅,1996年生,男,中央财经大学法学院博士研究生。

系与损失因果关系,可以采用推定的方式认定。这意在减轻投资者举证责任,实现对投资者的倾斜保护。

在两类因果关系推定适用中,交易因果关系推定又最为引人注目,是证券法学研究中经久不衰的主题。这主要是因为交易因果关系作为源自英美法的舶来称谓,大抵对应大陆法中的责任成立因果关系,直接关系虚假陈述侵权责任能否成立,^①即投资者在提起诉讼时必须证明其交易行为受到了虚假陈述行为人的欺诈。由于这一证明内容因证券市场的特殊性难以由投资者自行举证,美国证券法中著名的欺诈市场理论将之转换为投资者有权相信市场价格不被虚假陈述扭曲,^②交易因果关系推定也因此被学界、实务界简称为“信赖推定”。

我国最高人民法院2003年1月9日发布的《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)(简称《虚假陈述旧规》)借鉴美国欺诈市场理论,统一确立了因果关系推定规则。《虚假陈述旧规》第18条规定,投资人具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系:①投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;②投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券;③投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。第19条则规定了被告可以通过反证推翻因果关系推定的情形。2022年1月21日,最高人民法院又发布了《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》(法释[2022]2号)(简称《虚假陈述新规》),以取代运行多年的《虚假陈述旧规》。比较而言,新规不再一体地提及因果关系,明确区分了交易因果关系和损失因果关系,同时吸收司法实践经验,对抗辩内容进行了更为细致专门的规定。^③这集中表现在《虚假陈述新规》用专章规定了交易因果关系推定规则,并将之分为两方面内容。首先,第11条规定了可以推定适用交易因果关系的情形,即原告能够证明:①信息披露义务人实施了虚假陈述;②原告交易的是与虚假陈述直接关联的证券;③原告在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前实施了相应的交易行为,即在诱多型虚假陈述中买入了相关证券,或者在诱空型虚假陈述中卖出了相关证券。其次,第12条规定,如果被告能够证明下列情形之一的,人民法院应当认定交易因果关系不成立:①原告的交易行为发

① 参见王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2016年版,第230—231页。

② 参见耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期。

③ 参见彭冰:《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系司法解释的新发展评析》,载《法律适用》2022年第5期。

生在虚假陈述实施前,或者是在揭露或更正之后;② 原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述,或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉;③ 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;④ 原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的;⑤ 原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形。

不过,尽管交易因果关系规定的建立与完善为因证券市场虚假陈述受到损害的投资者维护权利提供了有力司法武器,但投资者并非一概而论的群体,^①在我国司法实践中,一度出现了法院在判断是否适用交易因果关系推定时要求机构投资者必须举证证明其履行了相较于普通投资者更高注意义务的案例。这超越了司法解释只要有关基础事实得到证明,就可以推定该因果关系存在的官方释义,^②实质上将机构投资者排除在交易因果关系推定适用范围之外。此间的标志性案件即为著名的“大成基金管理有限公司诉广夏(银川)实业股份有限公司虚假陈述纠纷案”(简称“大成基金案”)。该案中,一审法院和二审法院均认为,不应对机构投资者和普通投资者采取相同的标准判断其对虚假陈述的合理信赖程度,进而统一适用交易因果关系推定。具体而言,二审法院认为,上诉人作为基金公司理应负有相较于普通投资者更高的注意义务,因自身“未能合理运用自身专业知识和专业技能”且“实际决策过程中存在不周全和瑕疵之处”,所以交易因果关系不能成立。^③ 由此,不少研究者认为在证券虚假陈述责任纠纷中由机构投资者证明履行较高注意义务是适用交易因果关系推定的先决条件。^④ 是故,本文将司法中的此种实践称作机构投资者适用交易因果关系推定的注意义务要件。

然而,2020 年终审的“中车金证诉保千里证券虚假陈述责任纠纷案”(简称“中车金证案”)最终却未沿循大成基金案确立的“先例”。二审法院指出,“对于公开募集

① 如证监会发布的《证券期货投资者适当性管理办法》(2022 年修正)第 7 条就明确将投资者分为普通投资者与专业投资者,规定普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护。

② 参见李国光主编:《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 2015 年版,第 250 页。

③ 参见宁夏回族自治区高级人民法院民事判决书,(2007)宁民商终字第 74 号。

④ 如贾纬法官主张机构投资者“只有充分证明自己是善意投资人的前提下,才能适用信赖推定原则确定其损失与虚假陈述的因果关系”。参见贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014 年第 7 期。樊健认为机构投资者提交投资决定依据证明、履行注意义务,方可适用交易因果关系推定,如果被告能够证明其在投资决定和程序方面存在故意或者重大过失,则不能适用。参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016 年第 6 期。杨婷、王琦律师也认为,“在专业投资者并非普遍存在举证困境的前提下,不宜同样允许其直接适用信赖推定规则。”杨婷、王琦:《“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。

股份的发行市场和通过证券交易所报价系统进行的‘非面对面’证券交易,投资者均是信赖上市公司披露的信息进行交易,机构投资者和普通投资者负有的注意义务一致,并不负有更高的注意义务。”^①虽然该案因属于非公开发行而被二审法院认定不属于《证券法》以及《虚假陈述旧规》的适用范围,但即便如此,该案对机构投资者注意义务要件的否定立场仍在业内产生了广泛深刻的影响,并最终入选最高人民法院民二庭评选的2020年度全国法院十大商事案例。

那么,从大成基金案到中车金证案,法院立场缘何转向,其中的解释遵循何种逻辑?在法理层面,非面对面交易中的机构投资者究竟该不该与普通投资者平等地适用交易因果关系推定,特别强调机构投资者注意义务要件又是否具有合理性?对此问题的回答不仅对后续类似案件中机构投资者的索赔影响重大,而且也直接关系中车金证案这一新“判例”的说服力。有基于此,本文拟以中车金证案为中心,作一初步探析。需说明的是,本文是在投资者符合适用交易因果关系推定其他要件成立的前提下,探讨对机构投资者额外附加更高注意义务要求是否合理,故在不必要时并不讨论适用交易因果关系推定的其他要件。

二、中车金证案对机构投资者注意义务要件的最新发展

(一) 基本案情

1. 中达股份公司重大资产重组更名保千里公司

2013年,上海证券交易所上市公司——江苏中达新材料集团股份有限公司(简称“中达股份公司”)陷入破产重整。为走出困境,董事会会议审议通过了《重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》,并于2014年10月30日进行了披露,其中,银信资产评估有限公司(简称“银信评估公司”)对保千里电子公司的估值为28.83亿元。

按照草案计划,中达股份公司将向控股股东申达集团出售全部资产及负债,同时以非公开发行股份的方式向庄某1、日昇创沅公司、陈某昌、庄某2及蒋某杰购买其合计持有的保千里电子有限公司100%股权。重组完成后,原保千里电子有限公司股东庄某1将持有中达股份公司37.30%的股权,成为公司的控股股东及实际控制人。

^① 广东省高级人民法院民事判决书,(2019)粤民终2080号。

2014年11月,中达股份公司股东大会正式通过重大资产重组决议并获得证监会核准。2015年3月,中达股份公司正式完成资产重组,同年4月27日,其正式更名为江苏保千里视像科技集团股份有限公司(简称“保千里公司”)。

2. 中车公司通过非公开发行股票方式认购保千里公司股票

2016年1月28日,保千里公司发布《非公开发行股票预案》。7月19日,中车公司与保千里公司签订《股份认购协议》,最终以每股14.86元的价格认购保千里公司非公开发行股份中的13 383 604股股票。

据一审二审法院查明,在决策参与保千里公司非公开发行股票之前,中车公司进行了专业投资分析和研究,形成了《可行性研究报告》。报告认为,保千里公司业绩增长较快,未来成长空间很大,市场对智能驾驶概念股票也比较追捧,预计定增发价会比较接近保千里公司市价,故决定认购。

3. 保千里公司因前述重大资产重组中存在虚假陈述受到处罚

2016年12月29日,保千里公司发布公告称,因为涉嫌信息披露违法违规,公司被证监会立案调查。2017年8月9日,公司正式收到证监会(2017)78号《行政处罚决定书》。证监会认定,中达股份公司重大资产重组进行资产评估时,保千里电子公司向银信评估公司提供了两类虚假的意向性协议。存在虚假情形的9份协议致使评估值虚增较大,导致中达股份公司多支出了股份对价,损害了其股东的合法权益。

最终,证监会依据《证券法》(2014年修正)第214条,对庄某1,一致行动人陈某某、庄某2、蒋某杰分别给予责令改正,警告以及罚款;依据《证券法》(2014年修正)第193条第1款,对保千里公司责令改正,给予警告,并处以40万元罚款;对中达股份公司当时参与重大资产重组事项的直接责任人员分别处以警告和罚款。后中车公司向法院提起诉讼,请求判令保千里公司赔偿投资损失。

(二) 裁判要点及确立路径

1. 裁判要点:非面对面交易中机构投资者应与普通投资者平等适用交易因果关系推定

一审法院认为该案属于《证券法》与《虚假陈述旧规》适用范围,认为中车公司在履行较高注意义务的情形下,可以成立适用交易因果关系推定。其指出,首先,中车公司的主要经营范围为项目投资、投资管理、资产管理以及管理咨询,系专业投资机构,具备专业投资知识、经验及专业分析研究和投资决策程序,在投资分析和决策过

程时应尽到比普通投资者更高的注意义务。其次,中车公司提交的《可行性研究报告》及(2019)京国信内经证字第00912号《公证书》显示,中车公司决策参与保千里公司非公开发行股票之前,进行了专业投资分析和研究,对投资项目的背景、上市公司经营状况、投资的必要性和可行性、风险控制等作了调查评估,形成了《可行性研究报告》,应认定中车公司已履行适当的研究分析义务和投资决策程序。最后,在各证券服务机构已经审核确认其当初资产重组内容不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情形下,要求中车公司于重组事项完成一年后就当初重组报告中所涉的部分意向性协议的真实性进行核查,对于中车公司举证责任的分配无疑过于严苛。综上所述,中车公司在其投资决策过程中不具有过错。

与一审法院仍延续大成基金案的裁判思路不同,二审法院提出了截然不同的观点,认为投资者是否应负有更高注意义务,不应因其身份有所差别,而应根据交易市场和交易方式来确定,具体分两个层面:第一,对于公开募集股份的发行市场和通过证券交易所报价系统进行的“非面对面”证券交易,投资者均是信赖上市公司披露的信息进行交易,所面对的风险和可获得的收益是一致的,因此投资者的注意义务不应有所区别;第二,对于向特定投资者发行股票、协议转让等“面对面”证券交易,投资门槛高、投资期限长,风险与收益显然较“非面对面”交易形式更高,在这类证券交易中,投资者应当负有更高的注意义务。此立场实际上认可了机构投资者可以与普通投资者平等地适用交易因果关系推定,而无须先行证明其履行了较高的注意义务,但其场景是限定的,即只能适用于证券市场中非面对面交易,如果是面对面交易,则无论是机构投资者还是普通投资者,均需举证交易因果关系成立。

2. 确立路径:基于区别技术的能动否定

中车金证案二审法院的判决明显否定了大成基金案中机构投资者适用交易因果关系推定还应履行更高注意义务的“先例”。结合法学方法论细究其脉络可以发现,这实际上是司法基于区别技术,对大成基金案以及一审法院所持交易因果关系推定中投资者注意义务认定存在“法律漏洞”立场的能动否定。

首先,从形式上,其构成了区别技术的极端情况。所谓区别技术,是指英美法系法官在审理案件过程中如何运用以前的判例,遵循先例中哪些内容以及如果该案与先例有矛盾应如何处理问题的方法。^①我国虽然并非判例法系国家,但在两大

^① 参见孙国华主编:《中华法学大辞典·法理学卷》,中国检察出版社1997年版,第339页。

法系的交融互鉴背景下,奉行指导案例制度,要求同案同判,这使得区别技术具有了重要性。^① 尽管大成基金案并非指导性案例,但在同案同判的要求下,该案的立场在后续较长时间内得到沿循,仍可视为一种“先例”。^② 中车金证案在评估是否遵循时,认为该“先例”存在一定问题,最终否认了基于投资者不同身份认定注意义务程度的做法,这属于区别技术运用中的一种极端形式。

其次,中车金证案二审法院基于区别技术否定的对象是认为交易因果关系推定中投资者注意义务认定存在“法律漏洞”的立场。法律漏洞,通常被定义为现行法体系上存在影响法律功能,并且违反立法意图的不完全性,具体有三种样态:① 现行法欠缺当前事态所必要的规范;② 规范不完全;③ 规范有补充必要。^③ 结合这一内容,大成基金案以及一审法院的观点可以理解为,《虚假陈述旧规》交易因果关系推定中未区分不同类型投资者的做法,存在进行规范补充的必要。这种漏洞认知很大程度上与我国证券市场散户众多的国情相关。尽管近年来我国机构投资者持股和交易占比稳步上升,但个人投资者交易仍占比达到60%左右,数量超过2亿,成为我国资本市场最大的市情。^④ 所以多年来我国证券法制建设一直强调加强对中小投资者的保护,有关举措在面对不同投资者群体时呈现出分化面貌,对中小投资者具有明显的倾斜性。按照此种逻辑,《虚假陈述旧规》中的交易因果关系推定将“法人以及其他组织”这样的机构投资者一并纳入无疑可能属于一种隐藏的漏洞,即依据立法意图不属于该法律条文规范范围,却错误地加以规范的情形。^⑤ 因此,大成基金案与一审法院致力于对此进行填补,认为不应对机构投资者和普通投资者采取相同的标准判断其对虚假陈述的合理信赖程度,进而统一适用交易因果关系推定。在填补方式层面,其也进行了相应的目的性限缩,将证券虚假陈述中交易因果关系推定的一般适用对象限定为普通投资者,机构投资者要想适用必须证明履行了与其身份地位相适应的较高注意义务。

与之截然相反,中车金证案二审法院判决重新强调了交易因果关系推定的立法目的,指出:“针对公开募集股份的发行市场和通过证券交易所报价系统进行的‘非面

① 参见孙光宁:《区别技术在参照指导性案例司法实践中的应用及其改进——以指导性案例第24号为分析对象》,载《法学家》2019年第4期。

② 大成基金案后,大量涉及机构投资者虚假陈述的司法判决沿循了该裁判思路。如可参见山东省高级人民法院民事判决书,(2020)01鲁民终2517号;浙江省高级人民法院民事判决书,(2019)浙民终1414号。

③ 参见梁慧星:《民法解释学》,法律出版社2019年版,第253页。

④ 参见证监会:《易会满主席在2022金融街论坛年会上的主题演讲》,载“上交所发布”微信公众号,2022年11月21日。

⑤ 参见舒国滢等:《法学方法论问题研究》,中国政法大学出版社2007年版,第397页。

对面’证券交易,《证券虚假陈述若干规定》采用交易因果关系推定原则,以减轻不特定投资者的举证责任,实现实质公平。针对向特定投资者发行股票、协议转让等‘面对面’证券交易,《证券虚假陈述若干规定》并未纳入其适用范围。”^①据此,二审法院实际上是认为立法目的并未要求区分普通投资者与机构投资者适用信赖推定,大成基金案以及一审法院的漏洞考量与填补并不成立。

三、中车金证案未解决的机构投资者注意义务问题

由于中车金证案与大成基金案在案件事实、法律适用方面均具有相似性,因此,该案二审法院基于区别技术的能动否定无疑需要十分充足的说理。然而,该案仅对交易因果关系的立法目的进行了澄清,尚留有不少未解决的理论问题。

(一) 投资者注意义务的理论阐释薄弱

中车金证案二审判决未解决的首要问题在于对投资者注意义务的理论阐释十分薄弱。按照其说理内容,机构投资者负有更高注意义务通常只存在于“面对面”证券交易场景中是因为机构投资者不仅信赖上市公司披露的信息进行交易,还会通过实地调研等方式对投资可行性进行分析,同时投资门槛高、期限长,参与投资的投资者均为专业投资者。^②但这种情况显然不足以驱散机构投资者注意义务的迷雾。首先,在缺乏结合法条说理的情况下,机构投资者的注意义务来源是什么?从侵权法的一般法理视之,机构投资者作为证券市场虚假陈述的被侵权人而负有的注意义务本值得特别说明,其在虚假陈述侵权责任纠纷中的地位也有待明确。其次,在非面对面交易中,要求机构投资者履行更高注意义务具有何种价值与功能,是否必须经由交易因果关系推定实现也不甚清晰。毕竟在以往大成基金案的观点立场中,要求此种义务也曾获得过《虚假陈述旧规》起草人的肯定。^③对之进行价值否定,无疑需要先评判在交易因果关系推定中附加此种义务的现行价值。总而言之,这些困惑有待一个体系性的解答。

(二) 机构投资者平等适用信赖推定的正当性仍陷入争议

在中车金证案二审判决后,质疑其立场的研究者直接指出,由于证券虚假陈述侵

① 参见广东省高级人民法院民事判决书,(2019)粤民终2080号。

② 参见广东省高级人民法院民事判决书,(2019)粤民终2080号。

③ 参见贾伟:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

权制度适用范围的必要前提条件之一是需要原告的交易与信赖虚假陈述之间具备足够的盖然性要求,且原告属于在因果关系上确有举证困难的群体,因此,在专业投资者并非普遍存在举证困境的前提下,不宜直接适用交易因果关系推定。^①

与此同时,也有研究者对二审立场表示支持,认为虚假陈述行为的发现和认定是一个需要进行调查、取证以及判断的复杂过程,要求机构投资者负有更高的注意义务并不现实,在诱空型虚假陈述中更是做不到的事情。^② 在消极信托以及应对瞬息万变股票市场两种场景下,机构投资者可能并不存在上述报告,也无法提交证据。^③

上述针锋相对的立场和提出的问题直指该案结论推导的前提。可以看到,其不仅质问在非面对面交易中使机构投资者直接信赖上市公司公开信息披露的正当性,还迫使理论界思考其适用的必要性。而这些问题也的确是中车金证案二审法院说理论证的薄弱之处,有待回归学理层面进一步回应。

(三) 认定“交易市场”的实质要件缺失

中车金证案二审法院指出,机构投资者是否负有更高的注意义务应根据交易市场和交易方式确定。在交易市场方面,按照其解释,应以公开募集股份的发行市场和通过证券交易所报价系统进行的交易市场为基准,在此之外的交易市场,机构投资者不适用信赖推定并负有更高的注意义务。

此间存在的重要问题在于,其并未言明判断此等交易市场的实质要件,即市场效率。之所以强调该要件,是因为交易因果关系推定借鉴自欺诈市场理论,需要以投资者处于公开有效的证券市场为前提。只有如此,虚假陈述作为公开信息才会在相关股票价格中得到反映,投资者才能够信赖市场价格,不信赖虚假陈述行为本身,进而形成完整的交易因果关系推定链条,赋予其足够的合理性。如果忽视对该要件的揭示,极有可能导致有关适用的泛化,产生对投资者的过度保护。因此,即便我国新三板也是公开募集股份的发行市场,^④《虚假陈述新规》第1条规定的证券交易场所也将之涵盖,但实践中的法官们在虚假陈述案件中仍非常审慎地去判断是否适用交易因果关系推定。这一方面既是因为新三板市场通过真正意义上集中竞价成交的股票

① 参见杨婷、王琦:《“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。

② 参见曹明哲:《证券虚假陈述责任纠纷中涉机构投资者的相关争议问题研究》,载《多层次资本市场研究》2020年第2期。

③ 参见曹明哲:《证券虚假陈述责任纠纷中涉机构投资者的相关争议问题研究》,载《多层次资本市场研究》2020年第2期。

④ 参见陈洁:《新三板的法律定位》,载《中国金融》2020年第8期。

比例不高,另一方面也是因为该市场在股票成交量、换手率等市场运行指标方面与沪深交易所市场存在较大差距,其有效性程度需要进行具体合理的考察。

除此之外,二审法院将“公开募集股份的发行市场”作为认定场域在学理上颇值商榷。有研究者考察发现,美国欺诈市场理论下的有效市场范围限于证券交易市场,在公开发行人市场,发行价格由发行人及其主承销商决定而非像二级市场一样由市场设定。^①所以,中车金证案一并包含公开发行人市场的立场也极有可能在后续成为颇具探讨价值的争议问题。

四、机构投资者在非面对面交易中平等适用交易因果关系推定的论证优化

作为当前具有相当影响力的主流观点,中车金证案无疑将深刻影响之后的涉机构投资者虚假陈述责任纠纷。正因如此,该案未解决的理论问题必须得到重视和阐释,方能充分揭示该案背后的逻辑和需要注意的问题,进而为今后该案的发展和学术争鸣开辟道路。本文不揣陋见,认为结合有关问题,该案从学理层面还可以从如下三个方面进一步优化和完善。

(一) 明确机构投资者注意义务的“买者自负”渊源

本文认为,机构投资者的注意义务在学理上来源于资本市场中的“买者自负原则”,理由有二:其一,从内容上看,既往法院在认定机构投资者是否履行该义务时,主要考察其是否合理运用自身专业知识和专业技能对投资价值进行了审慎判断,以及实际决策过程中是否存在缺陷。此等义务要求的具体依据主要来源于其身份的特殊性,即认为机构投资者在知识、经验、专业研究能力和投资决策程序上远高于普通投资者。其二,从法律后果来看,如机构投资者未尽到该注意义务,则直接导致交易因果关系不成立,所产生的损失由其自行承担。由此,从一般侵权法的基本原理考察此种“自己责任”,可以发现其主要考量在于实现投资者权益保护与其他主体行为自由之间的平衡,避免后者动辄得咎。将该义务延伸到证券市场主要意在使之发挥培养投资者理性、促进市场资源配置、平衡市场主体间利益的功能。上述两点特征与证券法中投资者要想从购买行为中获益,就需自己承担决策风险的买者自负原

^① 参见任妍姣:《美国欺诈市场理论下有效市场的新解与认定——兼评〈虚假陈述侵权赔偿若干规定〉第1条》,载陈洁:《商法界论集》(第11卷),中国金融出版社2023年版,第230页。

则完全符合。^①

这也表明,此种注意义务并非独属于机构投资者,而是所有投资者均负有。只不过,机构投资者基于其相对普通投资者的优势地位而被赋予了更高的要求。但这种要求通常而言也是合理的,因为侵权法上注意义务的设定通常参照自其所属群体的一般水平,机构投资者和普通投资者之间分属明显,将二者等同视之并不公平。当然,部分研究者也可能指出类似义务也见诸有关行政规章或监管文件。但本文认为,在民事责任语境下,将信赖推定中的机构投资者注意义务来源定位为买者自负原则仍是最适宜的,毕竟并非任何监管要求都能纳入民事责任评价。

(二) 充分重释机构投资者平等适用交易因果关系推定的正当理由

既然要求机构投资者履行更高注意义务顺理成章,但为何在虚假陈述中发生变化,消解了此种约束? 中车金证案仅言明法律确实做出未予区分的安排远远不够,还有必要进一步重释背后因由,回应质疑观点。本文认为可从以下两个方面入手。

第一,针对部分研究者指出的“机构投资者不存在举证难”问题,应当从举证问题的实质层面进行回应。应指出,机构投资者的确相较普通投资者具有较强的举证能力,但却难以复制到虚假陈述责任纠纷中。这是因为,在非面对面证券交易中,二者的处境是相同的。按照侵权行为法因果关系的一般理论,如不能享有因果关系推定的待遇,任何投资者至少要证明: ① 看到或听到了虚假陈述; ② 该虚假陈述具有重大性; ③ 基于信赖做出了买卖决定; ④ 因为买卖产生了损失。^② 因此,纵然机构投资者的举证能力强于普通投资者,能够提交诸如投资可行性调研或分析报告、投资决策报告等,交易有时也不完全信赖证券的市场价格,但实际上他们与普通投资者一样,在作出投资决策时也不能够预料到何人在何时会实施虚假陈述,即很难“看到或听到了虚假陈述”。故要求其像执法者或中介机构一样穷尽调查,证明在当时存在对虚假陈述本身的信赖并不公平,毕竟财务造假的发现难度是执法者都能力所不逮的事情。从这个意义上讲,在此种情况下要求机构投资者适用一般因果关系进行举证,将之排除在索赔大门之外缺乏足够正当性。而所谓危害了证券民事赔偿的说法恐怕也不够妥当,毕竟很多机构投资者还具有“受人之托,代人理财”的特征,如果忽视其背

^① 参见徐明、卢文道:《证券交易“买者自负”原则的司法适用及法制化初探》,载张育军、徐明:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第217页。

^② 参见李国光:《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2015年版,第45页。

后众多“投资者”的权益,实际上也不符合交易因果关系推定保护投资者的初衷。

第二,可以指出机构投资者适用交易因果关系推定的辐散效应可以通过其他路径获得平衡,使机构投资者继续有效履行有关义务。使机构投资者在非面对面交易中平等适用交易因果关系推定的确很大程度上消解了后者在交易时的市场约束,因此不少研究者提出了不允许其适用的益处作为反对观点。如,“不允许专业投资者适用信赖推定是倒逼其重视投资的研究和决策过程、尽到法律要求的勤勉尽责义务,这最终会使其投资者受益。”^①“专业机构投资者本身就是‘内幕交易’、‘操纵市场’、与发行人存在‘抽屉协议’的重灾区。如果对此类投资者适用‘推定’,则其可以很容易隐藏其违规问题交易(如有)。”^②这些考量具有一定合理性,但实际上,允许机构投资者适用交易因果关系推定后,法院后续仍会考察机构投资者是否尽到注意义务,如《虚假陈述新规》第12条就规定了交易因果关系推定可被推翻的五种情形。在面临一定举证难困境的时候,负有举证责任的有关主体也完全可以通过《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》(2022年修正)和《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》(2019年修正)中的书证提出命令制度予以纾解。法院和有关主体还可以将机构投资者的注意义务纳入损失因果关系中进行评价,适用过失相抵原则,并借此产生较强的声誉约束。除此之外,由于机构投资者的注意义务要求很多见诸监管规则,有关规制亦可以通过该路径得以一定程度实现。

(三) 明确市场效率是判断交易市场的必要条件

市场效率要件的重要性已在前文述明。因此,应明确中车金证案中提及的“公开募集股份的发行市场”和“通过证券交易所报价系统进行的交易市场”除了满足公开性,还应为一个“有效”市场。

由于《虚假陈述新规》在借鉴美国欺诈市场理论时注重关照本土发展情况,既未明文要求市场必须达致何种有效程度,也未明确要求原告进行举证,所以导致“有效”的判断标准较为宽松,进而使交易因果关系推定近年来不但逐渐适用于新三板,还被运用到银行间债券市场的虚假陈述纠纷。实践中,关于该内容的论争也主要依附于法官结合立法精神的说理,或由被告依托《虚假陈述新规》第12条第1款第5项“原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形”提出。但这种宽松并不

^① 杨婷、王琦:《“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。

^② 雷继平、王巍:《证券虚假陈述责任新探(三):交易因果关系的“推定”与“推翻”(上篇)》,载“金杜研究院”微信公众号,2022年10月18日。

能否定市场效率要件的重要意义。恰恰相反,由法院结合当事人诉争,结合换手率、发行规模与利率、机构投资者数量、价格对新信息的反映等多项因素,审慎确定效率有待确定的市场是否有效是今后发展的重要方向。只有这样,交易因果关系推定才能真正在需要的场合保护需要被保护的人,同时不至于过分消解机构投资者的注意义务。

五、结 语

中车金证案被最高人民法院民二庭评选为2020年度全国法院十大商事案例,再一次引发了关于机构投资者能否与普通投资者平等适用交易因果关系的关注与思考。虽然该案革新了之前法院的立场,但并未成为指导性案例、公报案例,或者参阅案例,其说理的薄弱也难以对将来相同或者类似案件的处理提供充分的理据。

有基于此,本文梳理了该案的裁判要点与确立路径,指出了该案未解决的理论问题,提出了进一步强化论证的学理建议。如前所述,该义务作为证券虚假陈述责任中因果关系证明的核心要素,来源于证券市场的买者自负原则,同时涉及交易因果关系与损失因果关系,并且作为一种市场约束,具有培养投资者理性、促进市场资源配置以及平衡市场主体间利益的重要功能。因此,在允许机构投资者在非面对面交易中平等适用交易因果关系推定后,应注重通过《虚假陈述新规》中可以推翻交易因果关系的情形,损失因果关系中的过失相抵原则,以及行政监管等路径重新维护机构投资者注意义务的基本价值。除此之外,还有必要明确该规则适用中交易市场的判断须以市场的有效性为重要条件,避免对此类义务的过分消解。