法学研究 Chinese Journal of Law
Vol.42，No.6（2020）

欺诈市场理论反思

耿 利 航 *

内容提要：对于中国证券市场虚假陈述民事责任纠纷，最高人民法院参考美国欺诈市场理论，给出了推定虚假陈述与投资者之间交易因果关系和损失因果关系之裁判规则。然而，不仅欺诈市场理论在美国经历了激烈的、持续的理论和司法适用纷争，该理论所支撑的虚假陈述民事集团诉讼补偿投资者和威慑不当行为人的政策目标也落空。政策困境是美国欺诈市场理论和司法适用纷争缘起之主因。在同为欺诈市场理论支撑下的中国虚假陈述民事群体诉讼既往实践中，法院不仅遇到了同样的司法适用窘迫，政策困境也一样不少。立法（司法）的努力方向应是竭力控制公司对外赔偿责任，将虚假陈述民事诉讼的核心目标定位在打击隐于公司背后的实施欺诈责任人。法院适当提高代表人诉讼中交易因果关系推定的适用门槛，也许是一个暂时可行的改革方案。

关键词：欺诈市场理论　交易因果关系　虚假陈述　集团诉讼　代表人诉讼

对于证券市场虚假陈述民事责任纠纷，因果关系（虚假陈述与投资者交易行为之间的“交易因果关系”以及与投资者损失之间的“损失因果关系”）成立是虚假陈述人承担民事责任之前提。基于欺诈市场理论（the fraud-on-the-market theory，“FOMT”）的交易因果关系之推定，在美国（联邦）最高法院1988年Basic Inc. v. Levinson（以下简称“Basic案”）中得到最终确认。[1] 美国证券虚假陈述民事诉讼绝大部分是依据1934年证券交易法第10b条和美国证券交易委员会（SEC）依据该条授权制定的10b-5规则所提起的集团诉讼。FOMT之交易因果关系推定不仅一体免除了个体投资者交易信赖的举证责任，更重要的是消解了集团诉讼提起之前提障碍：原告如欲以自己名义代表全体受害投资者起诉索赔，其所欲代表的投资者间应具有共通之事实和法律问题（“优势要求”）。因此，Basic案后三年内，证券虚假陈述集团诉讼数量就增长至判决前诉讼总数的三倍。[2] 然而，Basic案实际上是美国

* 中国政法大学民商经济法学院、制度学研究院教授。

〔1〕 See 485 U. S. 224 (1988).

〔2〕 See Paul G. Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 Va. L. Rev. 623, 662 – 663 (1992).

最高法院内部暂时权力失衡、自由派法官临时主政作出的一个另类判决。[3] Basic 案后二十多年，不仅饱受学界诟病，下级法院的分歧也日益加剧。从 2011 年到 2014 年，美国最高法院连续作出三个判决，[4] 对 FOMT 进行重述并明确了司法适用条件，但质疑并未因此平息。此轮诉讼后 FOMT 虽得以保留，但看起来摇摇欲坠。[5]

美国最高法院的三个判决是 FOMT 诉讼论战的一轮集中爆发。[6] 虽然论战发生在千里之外，但对中国却近在咫尺。早在 2003 年，最高人民法院在《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“虚假陈述规定”）中就“参考国外普遍采用的欺诈市场理论和信赖推定原则”，在第 18 条、第 19 条中给出了推定虚假陈述与投资人交易因果关系和损失因果关系之裁判规则。[7] 事实上，既往中国证券虚假陈述群体诉讼在很大程度上也可以视为 FOMT（支撑下的）诉讼。如果原告之间不存在共通之信赖事实，法院就需要分别审查，“虚假陈述规定”第 13 条、第 14 条之合并诉讼和人数确定代表人诉讼同样难以有效进行。证券法（2019）第 95 条第 1 款和第 2 款分别规定虚假陈述民事赔偿可以采取人数确定和人数不确定之代表人诉讼，第 3 款则进行了颇为激进的程序创新，即在民事诉讼法“明示加入”之共同诉讼规定之外，新增了投资者保护机构可以代为提起“默示加入”的“中国版”集团诉讼制度。[8] FOMT 无疑是此类“普通代表人诉讼”和“特别代表人诉讼”得以展开的前提。[9]

与在理论起源国的激烈和持续的纷争不同，国内学界对 FOMT 却少有讨论。随着 2019

---

〔3〕 包括首席大法官在内的三位保守派大法官对控制此类“恼人的缠诉”态度坚定，但投票时缺席。如果这三位大法官参与投票，FOMT 很可能会胎死腹中。See Adam C. Pritchard, *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta: The Political Economy of Securities Class Action Reform*, Cato Sup. Ct. Rev. 2007 – 2008 (2008), 217, 220; Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Wisc. L. Rev. 151, 157 (2009).

〔4〕 分别是 Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 131 S. Ct. 2179 (2011)（以下简称“Halliburton I 案”）；Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds, 133 S. Ct. 1184 (2013)（以下简称“Amgen 案”）；Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, 134 S. Ct. 2398 (2014)（以下简称“Halliburton II 案”）。

〔5〕 See Donald C. Langevoort, *Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 Ariz. L. Rev. 37, 39 (2015); John C. Coffee Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*, Harvard University Press, 2015, p. 79.

〔6〕 FOMT 不仅是个理论假设，更具有建构性的实践意义：作为美国证券虚假陈述民事集团诉讼的基石，此类诉讼常被简称为欺诈市场诉讼（FOMT 诉讼）。FOMT 和 FOMT 诉讼是一体两面。See Merritt B. Fox, *Securities Class Actions Against Foreign Issuers*, 64 Stan. L. Rev. 1173, 1176 – 1177 (2012).

〔7〕 李国光：《在公布最高人民法院〈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〉新闻发布会上的讲话》，载李国光主编：《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 2003 年版，第 14 页。

〔8〕 证券法第 95 条规定：“投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼（第 1 款）。对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生效力（第 2 款）。投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外（第 3 款）。”

〔9〕 2020 年 7 月《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（以下简称“代表人诉讼规定”）将依据民事诉讼法第 53 条、第 54 条和证券法第 95 条第 1 款、第 2 款提起的（人数确定和人数不确定）代表人诉讼统称为“普通代表人诉讼”，证券法第 95 条第 3 款称为“特别代表人诉讼”。只有在 FOMT 推定下，人民法院才能在认定被告侵权事实成立后，适用统一的损害赔偿计算方法，计算每个原告（或判决生效后登记原告）应获赔偿金额，以列表方式作为民事判决书的附件（参见“虚假陈述规定”第 16 条、“代表人诉讼规定”第 26 条和第 29 条）。

年证券法的实施，中国证券虚假陈述民事责任规则如何优化的问题，尤其是中国法院对FOMT的认识和司法适用，需要认真讨论。因果关系判断不是事实问题，美国 FOMT 理论和司法适用争议只是导火索或表象，隐于背后的是美国学界和法院对证券虚假陈述民事责任诉讼功能认识的重大转向。因此，对于 FOMT 有必要从理论到实践检查一番。

一、欺诈市场理论之理论争议

FOMT 以效率市场假说为理论基础，不仅受到美国学者的尖锐批评，〔10〕国内学者也始终存在困惑。例如，FOMT 对于中国证券市场这样的新兴市场能否适用？〔11〕如果市场效率不符合要求，如何另行证成？〔12〕

（一）效率市场假说存在的问题

自 10b-5 规则关于证券诈欺民事责任默示诉权为美国法院承认以来，其构成要件就与普通法欺诈侵权责任保持一致。然而，要求普通投资者举证因信赖而交易，殊为不易。在 Basic 案中，美国最高法院认为，证券市场交易与普通交易大不相同，如果原告能够证明以下四个条件成立，即被告虚假陈述，虚假陈述具有重大性，原告在虚假陈述延续期间内进行交易，以及诉争股票是在效率市场进行交易，就足以推定原告之间具有共通之交易信赖。Basic案试图为投资者交易信赖推定提供一个精进的理论解说。〔13〕然而，美国最高法院并不能假设投资者都曾阅读过（更不用说理解）公司信息披露材料，于是借鉴了菲谢尔的观点，〔14〕以“效率市场假说”为依据论证 FOMT 成立：其一，在公开和成熟的效率市场中，公司股票市场价格反应或吸收了（包括虚假陈述在内）所有公司公开或可得之信息，虚假陈述扭曲股价并愚弄了市场；其二，投资者因信赖股票市场价格之公正性而进行交易，即便对虚假陈述不知情，也可以推定虚假陈述与投资者交易之间存在因果关系。

与假设投资者都曾阅读过公司披露材料同样，效率市场假说也不太现实：其一，虽然效率市场假说在 20 世纪 70 年代后期一度被美国经济学家奉为圭臬，然而这只是个书斋学问。效率市场没有公认的定义，更不用说如何进行验证。行为经济学的研究表明，即使是机构投资者也经常非理性，市场中充满各种噪音，投资者对股票价值判断各有标准，并不存在能够完美体现股票内在价值（“真实”价格）的市场。任何证券市场只能说是处于有效率和无效率这两极中的一点，而非“或有或无”。其二，现实中投资者对市场价格也难说有多少信赖：投资机构者认为股票价格被错估而交易，因而不断为公司股票重新定价；普通投资者也没几个真心相信市场定价准确。〔15〕

〔10〕 See Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act*, 67 Bus. Law. 364, 374 – 377 (2014).

〔11〕 参见焦津洪：《欺诈市场理论研究》，《中国法学》2003 年第 2 期，第 110 页以下；樊健：《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》，《清华法学》2016 年第 6 期，第 1495 页以下。

〔12〕 参见于莹、潘林：《证券虚假陈述侵权责任中信赖推定之证成——欺诈市场理论局限性的克服》，《法制与社会发展》2011 年第 2 期，第 10 页以下。

〔13〕 参见前引〔3〕，Langevoort 文，第 160 页。

〔14〕 See Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 Bus. L. 1, 9 – 10 (1982)；前引〔3〕，Langevoort 文，第 164 页。

〔15〕 See Robert B. Thompson, *Securities Regulation* 2.0: *An Essay in Honor of Don Langevoort*, 107 Geo. L. J. 795, 804 – 808 (2019).

（二）价格影响与欺诈市场理论

Basic 案的论理有其软肋，于是被意图推翻 FOMT 的几位最高法院大法官抓住不放（如下文所述）。然而，如果改变一下说理侧重点，维持 FOMT 其实也容易：只要虚假陈述导致股票价格扭曲（影响），即可谓欺诈了市场，证券市场是否属于效率市场不重要。其一，Basic 案的论证逻辑本就是虚假陈述扭曲了市场价格。在不那么有效率的市场中，虚假信息同样会扭曲股价（或许反应有时滞）。虚假陈述无法欺诈“完全”有效率的市场，在效率不足的市场上交易的投资者才是 FOMT 真正保护的对象。非要强调市场有效率，反而将更需要保护的投资者排除在外。其二，投资者是否信赖市场价格也无关紧要。以诱多型虚假陈述为例，[16] 投资者遭受损失是因买入高估股票，而在虚假陈述被揭露后遭受了股价下跌损失，这与股价能否反映公司最新信息或体现股票“真实”价值无关。投资者受损是因为（只能）按照市场价格进行交易，而如果没有虚假陈述，投资者支付的交易价格应该不同。因此，虚假陈述扭曲价格，对消极或积极投资者都会造成损害。更直接的，保护投资者利益这个政策目标就足以证成 FOMT：投资者交易信赖应是“规范性”或“应然”的，即投资者“有权”相信股票价格不被虚假陈述扭曲，而非实际上是否对市场价格有所信赖。[17]

二、欺诈市场诉讼司法实践之难题

如果虚假陈述导致股价扭曲，不仅能够推定投资者交易因果关系，还表明虚假陈述具有重大性。价格影响也是损失因果关系证明和损害赔偿计算的核心客观证据，法院无需另行主观判断，可以据此认定虚假陈述给投资者带来的股票差价损失。这个思路契合裁判者直觉，也正是 Daniel R. Fischel 在论文中提出的被告责任认定的全盘构想。[18] 然而，在司法实践中，虚假陈述是否以及在多大程度上影响价格实难确定和辨认。FOMT 诉讼的核心问题说到底就是由谁来承担价格影响无法查明之裁判风险。[19]

（一）美国 FOMT 诉讼司法实践

根据美国集团诉讼规则，原告如要求以集团诉讼方式提起证券虚假陈述民事索赔，须经法院集团诉讼确认程序。因此，FOMT 成立以推定原告共通之交易因果关系，对原被告至关重要：如果原告通过了确认程序，在巨额赔偿和诉讼结果不确定的压力下，双方将接受和解，鲜有案件进入实体审理阶段；如果集团诉讼被驳回，出于诉讼成本的考虑，绝大部分投资者不会再次单独提起诉讼，被告将基本摆脱索赔诉讼。因此，虽然原告最终目的是获赔，但集团诉讼确认这个程序阶段才是诉讼的主战场，表现为 FOMT 适用条件之争。[20]

效率市场是 FOMT 成立的前提，但 Basic 案对效率市场没有定义。通说一般认为，FOMT

〔16〕 根据虚假陈述对投资者判断和交易的影响不同，可分为诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述。司法实践中绝大多数为前者。本文论述举例以及实证研究亦限于诱多型虚假陈述。

〔17〕 See James D. Cox, *Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen*, 66 Vand. L. Rev. 1719, 1752 – 1753 (2013); Jill E. Fisch, *The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton*, 90 Wash. U. L. Rev. 912 – 914 (2013); 前引〔3〕, Langevoort 文，第 160 页以下，第 178 页。

〔18〕 参见前引〔14〕, Fischel 文，第 1 页以下。

〔19〕 参见前引〔5〕, Langevoort 文，第 47 页。

〔20〕 参见前引〔17〕, Cox 文，第 1721 页。

可适用之市场是股价能够立即和充分反映公司新公开信息的所谓“信息有效率”的市场。然而，市场效率看不见摸不着，也不存在可靠的测量标准——如果没有所谓的股票“真实”价格作为对照物，又如何认定股价及时反应了最新信息并快速向真实价格靠拢？法官们实际上只能凭直觉对市场效率有或没有进行“自由”判断。[21] 近些年来，一些巡回法院还因价格影响与重大性、损失因果关系证明之共通关系，认为原告在集团确认阶段就应证明重大性或损失因果关系成立，争端遂起。

1．美国最高法院三个案件所确立的裁判规则

（1）虚假陈述重大性和损失因果关系证明非 FOMT 诉讼确认之条件

Basic 案推定的仅是交易因果关系，原告仍须证明损失确因虚假陈述所导致，且只能就“合理归因于”虚假陈述的损害得到赔偿。美国 1995 年《私人证券诉讼改革法案》（以下简称“证券诉讼改革法”）对此有明文规定。在 2005 年 Dura Pharm. , Inc. v. Broudo（以下简称“Dura 案”）中，最高法院推翻原审，认为原告高价购入股票本身并不足以认定其确实遭受了损失（因为原告在公司真实信息公开前完全可以虚高价格卖出股票），只有在被告发布更正信息、股价泡沫被刺破后，投资者才会遭受真正和可见的损失。[22] Dura 案实际上要求法院区分虚假陈述披露时的“实施日价格影响”和虚假陈述被揭示（揭露或更正）时的“揭示日价格影响”。虚假陈述实施日价格影响事关交易信赖推定，原告尚须证明存在揭示日价格影响，即排除经济形势、大盘指数等其他因素的可能影响之后，区分出因虚假陈述被更正所导致的公司股价变动。然而，实践中虚假信息多属于“安抚型”不实信息，目的不是拉升而是维持股价，如 Dura 案的被告公司隐瞒了新药很可能被拒绝许可之事实。虚假信息披露时股价没有多少变动不意味着股价没有被扭曲，投资者还是买入了高估的股票。因此，尽管虚假陈述实施日和揭示日价格变动的时点不同，原告却经常需要借用揭示日价格影响来间接证明存在实施日之价格影响。此时，FOMT 成立与否就和损失因果关系证明相关联。

在 2011 年 Halliburton I 案中，被告隐瞒了公司可能因药品侵权而被巨额索赔等事实。第五巡回法院认为，原告因无从证明损失因果关系而不能主张适用 FOMT。最高法院推翻该判决，认为损失因果关系并非适用 FOMT 的前提，但拒绝回答原告是否需要在集团确认阶段证明实施日或揭示日价格影响等问题。

在 2013 年 Amgen 案中，被告对其两款主力药品的安全性和疗效等陈述不实，但辩解称，市场早已对公司药品的安全性存在质疑，故虚假信息不具有重大性。被告这次给法院出了难题，因为重大性是 Basic 案所列示的 FOMT 成立之四个前提之一。第九巡回法院认为，集团确认与重大性无关。最高法院多数意见维持原判，认为在集团诉讼确认阶段，法院只应着重考察该集团诉讼成员之间是否具有共通性和代表性。与 FOMT 其他三个成立条件相比，重大性要件确有特殊之处，因为其又为 10b-5 规则所确立的责任构成要件。若原告无

〔21〕 参见前引〔10〕，Grundfest 文，第 378 页。

〔22〕 See 544 U. S. 341（2005）. Dura 案的目的在于限制证券交易中“多因一果”致损的赔偿范围，即被告不承担虚假陈述之外其他原因导致股价下跌的额外损失。而根据普通法，如果原告因欺诈而被诱使交易，其后因其他原因导致损失扩大，被告通常并不能要求相应扣减赔偿额，因为没有原告的欺诈，交易本不会发生。See Jill E. Fisch, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 Iowa L. Rev. 811, 840 – 842（2009）.

法证明重大性要件，法院可以在后续实体审理阶段驳回原告诉请，故无需在集团确认阶段认定。然而，三位异议大法官对此极为不满，认为虚假陈述只有重大才可能扭曲股价，方有理由推定投资者交易信赖。而多数意见实际是使 FOMT 条件是否齐备延后到实体审理阶段才会最终明确，本末倒置。异议大法官们还直称，因 FOMT 逻辑、经济理论及政策基础不牢等，应予废止。阿利托（Alito）大法官在附和意见中也认为，重新考察 FOMT 确有必要。

（2）FOMT 诉讼确认之核心因素为价格影响证明

Halliburton 公司响应异议大法官的号召，在 2014 年以效率市场不存在、投资者对股价没有信赖等为由主张不适用 FOMT。FOMT 最后还是惊险过关，维持先例是判决的主要理由：即使法院如今可能不会如此判决，但被告并未提出废止 FOMT 的特殊正当化事由。法院参照前述学者意见缓和了 FOMT 对市场效率的要求：Basic 案对于市场效率并非采取或有或无之绝对划分，只要市场具有一般性效率即足。即使那些逢低买进或逢高卖出之价值型投资人也并非不关心股价，实则是相信股价终究会有所反应，否则无法从市场价格修正中获利。此外，判决书首次肯定了价格影响是 FOMT 成立之逻辑前提，否则“欺诈被传送至市场价格之推定基础就不存在”，被告可以更直接、更显然之证据证明虚假陈述并未影响股票价格，进而推翻 FOMT 之适用。

Halliburton II 案表面是全票通过的判决，实际上却是个妥协的判决。有三位异议大法官还是坚持推翻 FOMT，勉强同意只是因为判决给了被告可以价格不存在扭曲为由推翻 FOMT 的机会。[23] Halliburton I 案排除法院调查损失因果关系，Amgen 案排除法院调查重大性问题，其间的一致逻辑是，多数意见并不愿意使 FOMT 诉讼的程序问题和实体审理混同，从而导致集团确认形同虚设。但问题是，如果案件经过了确认程序，原告就能通过和解获赔，事实上无需另行证明重大性、损失因果关系成立与否。Halliburton II 案似乎希望借助“事件研究法”这个定量分析方法，使法院既可避免对重大性等实体责任要件进行认定，还能在集团确认阶段甄别出真正导致原告损失的虚假陈述案件。

2．价格影响认定之难题

股价变动会受到多种因素影响，因此应将现实股价变动和“假设不存在”虚假陈述的股价变动相对照，以确认虚假陈述是否导致了股价“异常”变动。如今在美国司法实践中，除了交易信赖，对于重大性、损失因果关系以及损失计算，法院均要求承担举证责任的原告或被告根据“事件研究法”出具股价影响定量研究报告。然而，事件研究法在虚假陈述诉讼中的局限性早就被证明：[24] 其一，事件研究法作为数理统计技术，其有效性源于对大量公司样本的分析，对于虚假陈述与单个公司股价联系的分析是否能够奏效，存在疑问。其二，事件研究需要设定诸多参数作为控制变量，以区分市场、行业等各种因素导致的股价变化，但控制变量如何选择，并无确定的规则。其三，事件研究对那些引起市场激烈反应的信息（如盈利预测）更有用。如果市场只是有所反应，则往往无法得到统计上具有显著性的股价变动。其四，如果公司同时公布若干重大消息，事件研究法将无法区分出虚假

〔23〕 参见前引〔5〕，Langevoort 文，第 39 页。

〔24〕 See Jill E. Fisch *et al.*, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Tex. L. Rev. 553 (2018).

陈述所导致的价格变动。

如果当事人采用揭示日价格影响来间接证明实施日价格影响（这是最常见的情形），区分股价变动会遇到更多困难。虚假信息进入市场和被更正之间间隔时间较长，股价将受到各种市场信息的影响，从而可能出现市场对虚假陈述更正公告反应不足的问题：虚假信息因逐渐泄露或内幕交易等原因，可能已经被市场消化或者被公司其他利空消息覆盖，在信息更正前股价已经跌到位，或者公司其后的利好消息使虚假信息变得无足轻重。市场也可能过度反应：市场总是对更正信息更敏感，投资者可能会因此怀疑公司还有其他重大隐瞒，或者出于对公司日后将被处罚或民事索赔的忧虑而抛售股票，造成股票崩盘，而事件研究法根本无法区分出市场过度反应对股价的额外影响。

凡此种种难题，导致专家报告的可信度与专家个人主观判断其实相差无几，双方专家得出完全相反的结论是正常情况。因此，对于虚假陈述是否导致价格影响，法院经常需要结合案件虚假陈述的类型、情节等进行综合评价：如果公司隐瞒重大亏损，即使真实信息公布时不存在可观测的股价变动，从常理上亦可以认定存在价格影响；相反，如果公司虚假陈述情节轻微，即使价格变动可观测，也很有可能是市场过度反应导致。然而，如果严格按照 Halliburton II 案的指示，集团诉讼确认阶段将会成为双方对经济学定量研究报告真伪进行争辩的小型诉讼。在没有对虚假陈述具体情节等证据开示和辩论的帮助下，外行的法官们愈加难以辨认原被告的报告何者更科学。因此，虽然 Halliburton II 案的理论重述缓和了 FOMT 对市场效率的要求，但价格影响也难谓客观，法院还得凭感觉判断 FOMT 成立与否。[25]

根据以往经验，美国 FOMT 诉讼大约 40% 在进入实体审理前被法院驳回或终止。[26] 而 Halliburton II 案又给了被告一个请求直接驳回诉讼的机会。虽然法院如何处理尚待经验观察，但可以肯定的是，美国法院对 FOMT 诉讼进行了相当程度的控制。

（二）中国 FOMT 诉讼司法实践

作为一般反欺诈条款，证券法（2019）第 85 条规定，因虚假陈述“致使”投资者在证券交易中遭受损失的，公司对外承担赔偿（严格）责任，发行人控股股东、实际控制人、公司董监高等承担（过错推定）连带责任。[27]“虚假陈述规定”第 18 条以 FOMT 为理论依据，推定在虚假陈述实施日至揭示日之前因买入股票并持续持有到揭示日及以后的投资者，因卖出或持续持有股票遭受的损失与虚假陈述行为具有因果关系。[28] 然而，与美国不同的

〔25〕 See Hillary A. Sale & Robert B. Thompson, *Market Intermediation*, *Publicness*, *and Securities Class Actions*, 93 Wash. U. L. Rev. 487, 519; Ann M. Lipton, *Fact or Fiction*: *Flawed Approaches to Evaluating Market Behavior in Securities Litigation*, 20 Tenn. J. Bus. L. 741, 764 – 765 (2019).

〔26〕 参见前引〔5〕，Coffee Jr. 书，第 79 页。

〔27〕 证券法第 85 条规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、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。”

〔28〕 “虚假陈述规定”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：（一）投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；（二）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；（三）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。”

是，第18条隐含规定了投资者交易信赖推定，直接规定的是损害因果关系推定，原告由此被免除了两个因果关系的举证责任。“虚假陈述规定”第19条规定了被告可以主张的抗辩事由，其中，第1款和第2款为第18条的反向规定，第3款（“明知虚假陈述存在而进行的投资”）和第5款（“属于恶意投资、操纵证券价格的”）属于当事人交易未受虚假陈述影响的情形，可归为交易因果关系抗辩，但被告几乎无法证明。此外，第19条没有规定被告对FOMT之有效市场（或价格影响）抗辩，FOMT被强推定。

对于群体性诉讼，中国民事诉讼法没有规定法院前置确认程序，看起来美国法院FOMT适用纷争于己无关，但中国法院的窘迫可能更甚：尽管因果关系被双重推定，但“虚假陈述规定”的目标同是“合理”计算虚假陈述给原告带来的损失。“将虚假陈述影响股价的因素从其他引起股价波动的因素中分离出来”，[29] 这仍取决于法院能够正确查明虚假陈述所带来的价格影响和幅度。根据Halliburton II案，美国法院只需应对虚假陈述在统计学意义上是否显著导致了股价变动（“有没有”），尚且无助，中国法院却需要具体计算变动程度（“有多少”），这就更难了。在样本案例中，[30] 没有法院要求原被告提供根据“事件研究法”得出的虚假陈述导致股价变动的定量证据。对于重大性判断以及投资者损失计算这两个诉讼关键争点，不仅裁判规则有所疏漏，大多数法院也在秉承“最大程度保护投资者利益”原则便宜行事。

1．对于重大性判断，证券法规定的是价格变动标准（第80条），“虚假陈述规定”语焉不详，似乎倾向于采纳理性人决策标准（第17条第4款）。考虑到该标准过于抽象，“虚假陈述规定”起草者又指出，因有处罚前置程序，重大性问题可直接予以认定。[31] 但问题很明显，即使违反了信息披露监管规则，为监管目的的处罚和该虚假陈述是否真实影响了投资者决策也是两码事。按照Basic案提出的理性人标准，重大性信息指那些足以改变理性股东整体决策的信息，而股价变动正好直观体现了股东整体决策的结果。在陈恩永与华闻传媒投资集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷申请再审案中，[32] 最高人民法院认为，是否构成重大事件，应当从所涉金额、事件性质、影响力等方面进行综合判断。本案被告错误涉及金额较小，对股票市场没有产生实质性影响，不构成重大错报。2015年《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》（以下简称“商事审判若干问题”）第2条直接指出，重大性判断的“主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断”。然而，2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”）又将重大性认定推回给监管机关。[33]

---

〔29〕 前引〔7〕，李国光主编书，第18页。

〔30〕 本文针对法院判决的实证研究是以案由“证券虚假陈述责任纠纷”为标题关键词，在“中国裁判文书网”进行查询，挑选出各级法院在2010年1月至2019年5月近十年间作出的生效裁判文书，共有65例案件（诉同一公司虚假陈述的案件作为一个案件处理），排除5例诱空型虚假陈述案件（以法院判决认定为准）以及1例无关案件后，得到样本案件共有59例。

〔31〕 参见前引〔7〕，李国光主编书，第221页。

〔32〕 参见最高人民法院（2013）民申字第1861号民事裁定书。

〔33〕 “九民纪要”第85条规定：“在案件审理过程中，对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩，人民法院不予支持，同时应当向其释明，该抗辩并非民商事案件的审理范围，应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。”

在样本案例中，高达 92%（54 例）的法院判定虚假陈述具有重大性，依据皆是被告违法受到处罚。但法院如此判决却可能造成个案不公。例如，在北京无线天利移动信息技术股份有限公司、钱永耀证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案中，[34] 公司因股权收购中未披露关联关系和履行相关程序而被处罚。被告辩称，“以无线天利公司收购交易的重大性来推论关联事项的披露也具有重大性，属于逻辑错误。”法院也承认，股票大幅上涨是因公司公告中所涉及的收购事项。然而，最高人民法院同样以被告违法被处罚来认定构成重大虚假陈述，拒绝判断是否因虚假陈述导致价格变动。

2.“合理”计算虚假陈述给在不同时点买入股票的投资者造成的损失更是难题。按照美国通说，虚假陈述损失赔偿可采取“净损差额法”计算，即投资者买入价减去股票“真实”价格后之差额。因为没有办法确定投资者各买入时点的股票真实价格，所以理论上通常将股票揭示日价格作为这个时点的股票真实价格的替代（虚假陈述影响被剔除），然后使用公司估值模型，根据不同时点公司经营和分红等情况，并考虑同行业其他公司估值水平以及大盘指数变化等因素，倒算出不同时点的股票真实价格，形成一个真实价格线，以此计算投资者买入时点股票价格与真实价格线对应点的价差。但这个倒推方法在理论上的可行性都存疑，且不论如何进行事件研究，公认的公司估值模型都没有。[35]

“虚假陈述规定”第 31 条采纳了“净损差额法”，规定投资者每股投资损失为买入证券平均价格与揭示日后实际卖出证券平均价格之差。但该条没有考虑投资者不同买入时点公司股票的真实价格，而是假设在整个欺诈期间股票真实价值都“恒定”在揭示日股价位置。[36] 然而，股票真实价值不可能“恒定”。在样本案例中，法院认定的虚假陈述持续期间平均值长达 30.9 个月。虚假陈述持续时间越长，股票揭示日价格包含的各类与虚假陈述无关的信息越多，其与投资者买入时点之股票真实价格相距越远。这正是我国台湾“最高法院”八年内两次发回重审“讯碟公司财报不实案”之核心理由。[37]

根据“虚假陈述规定”19 条第 4 项，被告可以“损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致”进行抗辩，但法院仅允许大盘或行业等指数下跌作为系统风险折抵损失，拒绝被告以公司经营严重下滑、重组失败等作为“其他因素”进行抗辩。[38] 在样本案例中，近半数案件（26 例，占 44%）法院笼统以被告举证不能为由判定不予折抵任何系统风险，“酌定”折抵的案件有 26 例，7 例认定投资者损失全部由系统风险导致。[39]

---

〔34〕 参见最高人民法院（2018）最高法民申 3660 号民事裁定书。

〔35〕 See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. Pa. L. Rev. 69, 87 – 93 (2011)；前引〔10〕，Grundfest 文，第 364 页。

〔36〕 参见前引〔7〕，李国光主编书，第 310 页。

〔37〕 参见冯亚景：《从形式到实质：证券诈欺损害赔偿诉讼关键问题展开——以台湾地区讯碟公司财报不实案为例》，《金陵法律评论》2013 年秋季卷，法律出版社 2014 年版，第 170 页。

〔38〕 参见大连大福控股股份有限公司、付文斌证券虚假陈述责任纠纷二审案，辽宁省高级人民法院（2019）辽民终 1619 号民事判决书。

〔39〕 对于被告提出的证券市场系统风险抗辩，法院通常比较谨慎。例如，在沈机集团昆明机床股份有限公司、中德证券有限责任公司证券虚假陈述责任纠纷二审案（以下简称“昆机公司案”）中，二审法院虽然认可被告所称事实，但仍坚持认为，“一审判决酌情认定系统风险所致损失为 30% 符合本案实际，本院予以确认”。参见云南省高级人民法院（2019）云民终 335 号民事判决书。在法院同意折抵的 26 例案件中，均属大盘指数同期有大幅下挫的情况，法院认定的平均折抵率为 42%。

“虚假陈述规定”第33条特意规定了投资差额损失计算之“基准日”，“将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内”。其理由是，当市场存在过度反应之时，“用购买价减去股价的最低点的差额作为投资人的损失，显然是不公正的”。[40] 然而，根据第31条的设计，事实上无法排除虚假信息揭示日后因市场反应过度所造成的（至少大部分）股价下跌影响。[41]

“虚假陈述规定”起草者更没意识到，对于公司收购等不确定事件，虚假陈述影响的只是市场预期，对原告的损害是其未能获得真实的概率信息。[42] 在昆机公司案中，公司在股权收购公告中过失遗漏了收购协议中的“3个月自动解除”和“获得云南各部门支持”条款，其后收购终止。法院认为，“本案虚假陈述已经被监管部门行政处罚，应当认定是具有重大性的违法行为。”然而，即使该遗漏信息具有重大性，其对市场的影响也只是“虚增”了收购成功概率。公司收购能否成功本身具有不确定性，公司不应承担事后收购“确定”失败所造成的全部股价下跌损失。

此外，原告持股平均价格的确定、虚假陈述揭示日的认定以及大盘风险指数的扣除等，也都是审判难点。[43] 样本案例中，原被告几乎对上述每一个争点都锱铢必较。如果“虚假陈述规定”或法院对信息重大性、股票买卖时点差异以及公司经营失败、市场过度反应等这些被告有足够理由主张的关键抗辩采取了鸵鸟政策，事实上已经很难知道虚假陈述对投资者造成的实际损失与法院最终认定之间究竟还有多少因果联系。

从整体上观察，样本案例中，除12例（“虚假陈述没有重大性”5例，“投资者损失全部由证券市场系统风险导致”7例）外，绝大多数案件（47件，占80%）的被告将确定对适格原告承担赔偿责任。如果按照“九民纪要”对重大性判断的要求，除非中国证券市场再次发生股灾，否则公司只要被处罚，将难逃对外赔偿，几乎承担了法院价格影响区分不能（或不愿）的全部诉讼风险，而原告群体很可能被“超额”补偿。

三、欺诈市场诉讼的政策困境

美国法院近些年愈发加剧的FOMT司法适用争议只是导火索或表象，隐于背后的是美国学界和更多法官（包括几位大法官在内）日益确信，FOMT诉讼的实践后果与Basic案意欲达成的政策目标已经扞格不入。FOMT诉讼似乎更多是损害了而不是保护了其所意图保护的股东群体。政策困境经常是法律规则修正之本因，说理或左或右，更多是为事后证成。

---

〔40〕 前引〔7〕，李国光主编书，第316页。

〔41〕 “虚假陈述规定”第33条参考了美国“证券诉讼改革法”第21D条（e）的规定，原告所得的损害赔偿不得超过其买入价或卖出价和自改正误导性陈述或遗漏信息公开后90天内该证券的平均交易价之间的差额。参见前引〔7〕，李国光主编书，第316页。然而，该第21D条（e）主要排除的是市场在揭示日后猛然恐慌下跌之影响，而不是基准日后股价仍可能尚存的过度反应的影响。事实上，股价在基准日后通常已经基本消除了非理性抛售的影响。

〔42〕 参见前引〔22〕，Fisch文，第854页。

〔43〕 有关综述可以参见林晓镍等：《全国首例证券群体性纠纷示范判决解析——投资者诉方正科技公司证券虚假陈述责任纠纷案》，《证券法苑》2020年第28卷，法律出版社2020年版，第290页以下。

（一）FOMT 诉讼的内生困境

Basic 案的症结是将全额赔偿投资者作为政策目标，通过 FOMT 集聚了与虚假陈述对市场造成的危害并不相关的巨额索赔。巨额索赔导致律师滥诉、投资者群体面临危境，有效威慑也陷于两难。

1．被积聚的投资者巨额索赔请求

在普通“面对面”交易欺诈案件中，即使推定原告交易信赖，被告的侵权责任也总是有限的。但在证券市场上，虚假信息理论上可以无限传播，FOMT 实质上给予那些很可能对公司披露信息“未有耳闻”的普通投资者以特别权利，使所有在欺诈持续期间买入并持有至揭示日的投资者都有权获得差价赔偿。在美国，FOMT 与集团诉讼相粘合，几乎所有的诉请被一次自动聚合。然而，这个被聚合的赔偿很可能大大超出了投资者的实际损失。在二级市场交易中，每一个高价买入股票的投资者，都会对应一个高价卖出股票的投资者，如果排除公司高管等偶发内幕交易之影响，投资者总体福祉几乎没有减损。这一逻辑同样适用于个体投资者。赔偿投资者买入亏损而不能要求其吐出可能的卖出获益，一定程度上是对炒股失误提供保险。当然，虚假陈述肯定对资本市场效率、资源优化配置等造成了损害，但这个损害与投资者自称的“损失”肯定并不等同。[44]

2．滥诉和威慑失灵共存

巨额索赔请求是实践中滥诉和威慑不足之内因。美国法院发现，只要公司公布与市场预期不符的信息后股价发生了大幅下挫，总会有律师以挂名投资者的名义向法院竞争立案。只要索赔请求被法院允许以集团诉讼方式进行，所有民事责任构成要件都将成摆设，因为律师已经拥有了无人能够拒绝的逼迫和解筹码。[45] 这是因为，10b-5 规则规定的民事责任构成要件，如虚假陈述认定、重大性、行为人故意等都没有“明线”规则，很多时候也许只能等到法院（陪审团）作出决定后才能揭晓答案。诉讼索赔额越高，结果越不确定，双方和解动力越强。公司是拟制主体，实施欺诈的是公司董事、高管等内部人。然而，在美国实践中，案件在进入实体审理前一般会达成和解。公司（或责任保险机构）总是支付和解款的主体，公司董事、高管等个人出钱平均仅占和解金额的 0.4%。[46] 因此，真正实施欺诈行为者将逃脱惩戒（威慑失灵）。

3．投资者自我支付和威慑过度两难

即使欺诈事实成立，要求公司巨额赔偿的正当性也存疑。这是因为，与发行阶段欺诈不同，在二级市场上，公司并非交易主体，不仅没有动力造假，本身也是内部人虚假陈述的受害者。公司对外赔偿实质是投资者之间自我支付，即曾为公司股东的原告和公司现有股东这两类投资者群体之间的财富“循环”游戏。财富循环不会增进反而会大幅减损投资者整体福祉，因为投资者要为原被告双方律师提供的服务付费。

在理论上，解决投资者自我支付和威慑失灵问题的对策是不追究公司责任，而要求公

〔44〕 参见前引〔3〕，Pritchard 文，第 225 页以下；Donald C. Langevoort，*Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*，38 Ariz. L. Rev. 639，646 – 647（1996）；前引〔2〕，Mahoney 文，第 625 页，第 628 页。

〔45〕 See Janet Cooper Alexander，*Rethinking Damages in Securities Class Actions*，48 Stan. L. Rev. 1487，1493 – 1500（1996）.

〔46〕 参见前引〔3〕，Pritchard 文，第 226 页；前引〔35〕，Bratton 等文，第 100 页。

司背后的董事、高管等真正欺诈责任人承担全部或大部分对外赔偿责任。然而，问题远非如此简单。虚假陈述是个带有强烈误导性的被事先定性的表达，提到“虚假”陈述，总会与“欺诈”相联系。但现实中更多的情形却是“过失性不实陈述”。[47] 证券发行、交易信息披露的监管要求繁杂且多变，那些诚实和熟悉规则的公司高管也免不了遗漏或错误理解某项要求，更难以把握不确定事项究竟应该如何披露。比如，Basic 案认定公司否认收购谈判构成隐瞒，但如果公司贸然公布，最后收购失败也可能被指构成误导。此外，董事会成员之间相互影响、决策压力等都可能导致事后看荒谬但事先实为明智的披露判断。[48] 信息披露也是一类商业判断事项，没有理由对过失性不实陈述严惩不贷。

为实现执法公平和防止过度威慑，必须对公司内部人进行责任区分，以罚当其责。然而，不仅区分不同程度的过失非常困难，很多时候就是区分过失和故意欺诈也容易犯错。为此，执法最优威慑理论进一步提出，就是不追究过失陈述人之责任而仅惩罚意图欺诈人，也应切断赔偿额与投资者诉称聚合“损失”之间的联系。否则不仅这个“损失”远远超出被告的获益（惩罚性赔偿也并非没有限制），而且存在过失行为被误判为欺诈的可能。即使误判率低，也没人能够承受巨额赔偿风险。[49] 责任是信息披露的一种成本，因此，信息披露和法律责任之间存在内在的紧张关系。而如今美国严苛的民事责任已经禁锢了公司信息的披露和流动，证券法已经成为一个反披露的“保密法”。[50]

（二）美国最高法院三案之政策背景

美国最高法院三案之缘起既不是理论证成问题，也非审判适用难题，而是因 FOMT 诉讼的政策困境驱使一些巡回法院重述裁判规则，试图关闭 FOMT 这个集团诉讼点火装置。而美国最高法院维持 FOMT 只是个政治（政策）决定。

1．抑制滥诉与 FOMT 诉讼改革的学者建议

为抑制 FOMT 滥诉，美国“证券诉讼改革法”采取了多种举措，核心规定是，原告须在诉状中明确提出与欺诈直接相关的事实，并载明能够有力地推断出被告故意之特定事实，否则法院应在立案阶段裁定驳回起诉，并在此前中止证据发现程序。这实际是采取了“诉讼前置”技术，要求原告在集团确认这个程序阶段就对被告是否存在虚假陈述、过错等实体要件进行部分证明。

对于 FOMT，“证券诉讼改革法”讨论时一度有提案主张废止。但如果废除 FOMT，不仅集团诉讼，普通虚假陈述民事索赔诉讼也可能因缺乏律师资源投入而消亡。政治博弈后提案被搁置，国会不置可否，但同情被告的巡回法院自有办法。Basic 案以“效率市场”为名为集团诉讼开了门，法院也可以通过无限提高个案中市场效率的要求而把门再关上。比如，第一巡回法院要求，原告应举证案涉股票市场满足“立即”反应公司所公开的“全部”

〔47〕 参见［英］保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿：《现代公司法原理》下册，罗培新等译，法律出版社 2016 年版，第 922 页。

〔48〕 See Donald C. Langevoort, *Disasters and Disclosure*: *Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe*, 107 Geo. L. J. 967, 1006 – 1008 (2019).

〔49〕 理论上，如果真能准确区分“故意”欺诈倒也问题不大，因为欺诈是应当绝对禁止的行为。但问题是，实践中执法不可能精确，过失很可能被事后认定为故意，而巨额赔偿会极端放大执法不精确。参见前引〔2〕，Mahoney 文，第 647 页以下；Mitu Gulati *et al.*, *Fraud by Hindsight*, 98 Nw. U. L. Rev. 773, 774 (2004).

〔50〕 See Paul Mahoney, *Wasting a Crisis*: *Why Securities Regulation Fails*, University of Chicago Press, 2015, p. 38.

重大信息的条件。然而，没有几只股票能够达到这样的效率水平。[51] 被告们还说服法院仿效“证券诉讼改革法”的思路，以价格影响与重大性和损失因果关系之牵连关系，将原告对重大性和损失因果关系之证明（不仅是提供初步证据）这些“证券诉讼改革法”未涉及的 10b-5 规则的责任构成要件，也一并前置到集团确认程序中，使案件实体审理被塞进程序阶段，从而大幅提高了 FOMT 诉讼准入门槛。尽管原告理论上要对信息重大性、损失因果关系等承担举证责任，但何时举证却关系案件结果，而这才是 Halliburton Ⅰ 案与 Amgen 案争议背后的逻辑。[52]

学者和异议大法官们呼吁废除 FOMT，是想彻底改变而不是修补 FOMT 诉讼既有图景：不仅价格影响不是排除滥诉的鉴别工具（即使公司公布的不利消息被充分证明是导致股价下跌的原因，也未必就是欺诈），而且即使被告确属欺诈，FOMT 诉讼结果也只是导致无辜投资者之间财富转移，真正责任人仍旧毫发无损。[53] 美国权威证券法学者朗格沃特早就断言，Basic 案犯错本质是误将赔偿投资者作为主要政策目标。[54] 考菲也认为，FOMT 诉讼民事赔偿无异于对遭到偷窃的受害人进行处罚，只因受害人存在过失没有管好自己的财物，这有违正义。证券虚假陈述民事诉讼不应成为只有律师获益的成本高昂的投资者财富转移游戏，其目标应定位于有效威慑公司背后之意图欺诈者。[55]

对于如何实现上述目标，美国学者的改革方案大致可以分为三类。第一类是修改实体法，区分责任并规定赔偿限额，由朗格沃特等学者提出。这些学者认为，对于 FOMT 成立和司法适用的争议无关宏旨，交易因果关系要件都可以取消。关键改革是，即使二级市场交易中公司要承担责任，实体法也应设置一个赔偿上限。公司高管不能脱责，但为避免过度威慑，应根据其在虚假陈述中的作用、获益情况等承担限额赔偿责任（类似被处以民事罚款）。[56] 第二类是重归普通法，要求投资者证明交易信赖。对私人诉讼持严重怀疑态度的学者认为，FOMT 诉讼成本高昂且难以控制，赔偿限额设定有人为之嫌，废止 FOMT 以制止赔偿额自动聚合才是正道。[57] 这些学者继而指出，打击欺诈的正确方向是加强公共执法，因为公共执法的目标非盈利，会根据市场情况随时调整优先执法的目标和对象，也有动力区分处罚。此外，公共执法者将受到政治、市场等多重约束，私人执法者却几无监督。[58] 第三类意见则居中，认为即使允许 FOMT 诉讼存在，以打破公共执法预算和人员匮乏瓶颈，民事诉讼也只能是公共执法的补充，诉讼提起、和解谈判和律师费用比例等应受监管机关或交易所严密监视或经批准。[59]

---

〔51〕 参见前引〔3〕，Langevoort 文，第 168 页以下。

〔52〕 参见前引〔5〕，Langevoort 文，第 39 页；前引〔25〕，Sale 等文，第 491 页。

〔53〕 See Amanda M. Rose, *Form vs. Function in Rule 10b-5 Class Actions*, 10 Duke J. Const. L. & Pub. Pol. 57 (2015).

〔54〕 参见前引〔44〕，Langevoort 文，第 651 页。

〔55〕 See John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Colum. L. Rev. 1534, 1556 – 1561 (2006).

〔56〕 参见前引〔44〕，Langevoort 文，第 657 页以下；Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 Stan. L. Rev. 1487, 1489 (1996).

〔57〕 参见前引〔35〕，Bratton 等文，第 75 页以下；前引〔2〕，Mahoney 文，第 670 页。

〔58〕 参见前引〔53〕，Rose 文，第 69 页。

〔59〕 See Amanda M. Rose, *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5*, 108 Colum. L. Rev. 1301 (2008).

2．美国最高法院的政策决定和 FOMT 诉讼的可能走向

美国最高法院的大法官们对论争自然捻熟于心。然而，Halliburton II 案本次却没打算推翻 FOMT。遵循先例是一个幌子，非不能而是不愿。在 2008 年 Stoneridge Investment Partners，LLC v. Scientific-Atlanta，Inc. 案中，[60] 公司为虚增利润，与供货商签订虚假合同，投资者诉称供货商与公司欺诈共谋侵权，将供货商列为被告提起 FOMT 诉讼。最高法院以原告无法证明其对供货商虚假陈述之交易信赖为由驳回起诉。为何投资者即使不知公司之虚假陈述却有权信赖市场并推定交易因果关系，而对共谋者却无权？最高法院多数意见避开 Basic 案不谈，给出的主要理由是，法院对此种情形无权进行交易信赖推定。如果国会认同发行人外第三人的共谋责任，将在证券法中明文规定，甚至承认法院起初在没有国会授权下肯定 10b-5 规则的默示诉权是个错误。然而正好相反，美国最高法院前述三案遏制了下级法院在集团确认阶段就将信息重大性等实体要件纳入考察的趋势，防止 FOMT 适用被过分限缩或名存实亡。针对 Amgen 案异议大法官的质疑，最高法院多数意见以同样理由辩称，“证券诉讼改革法”为控制滥诉修订了诸多条款，但也没有说重大性要件在集团诉讼确认阶段就应该得到证明。Halliburton II 案判决书不厌其烦地罗列了被告对 FOMT 的各种谴责，然后直白地说，被告不满意可以找国会，国会可以“推翻或修改我们对因果关系解释的任何方面，包括 FOMT 本身”。虽然法院创造了 FOMT 乃至 10b-5 规则下的民事默示诉讼，但在“证券诉讼改革法”后，最高法院干脆“冻结”了对 FOMT 的变动，既不扩展适用，也尽量不限缩，更愿意把改革的责任全都推到国会身上。Halliburton II 案维持 FOMT 不过是其既往政治（政策）决定的延续。[61]

然而，实践几十年后，曾经风光无限的集团诉讼如今在美国已经基本丧失了政治支持。与 Halliburton 两案同时期，美国最高法院 2011 年开始连续作出两项判决，大幅提高了集团成员“共通”性的证明标准，传统上可以提起的大规模产品侵权、反垄断、就业歧视等集团诉讼案件已被断了后路。[62] 即使 FOMT 暂时安全，但 FOMT 所支撑之索赔诉讼也已经苟延残喘：美国最高法院与特拉华州最高法院分别于 2011 年和 2014 年作出判决，允许公司与雇员、消费者、股东等签订集团诉讼豁免条款，或者允许公司在章程中规定，除非原告全部获胜，否则应承担公司的各项诉讼费用。[63] 这都打通了公司“选出”集团诉讼的自助路径。各种可能最终压垮 FOMT 诉讼索赔的章程条款已经成为愈来愈多公司募股之“标准一揽子”条款的一部分。[64]

（三）中国 FOMT 诉讼之政策难题

FOMT 真正的威力不在于个别原告之交易因果关系推定，而是通过原告之共通信赖支持了群体诉讼的索赔聚合。然而，即使没有集团诉讼这个诉请一次自动聚合器，中国 FOMT “类集团”诉讼浪潮也已经暗流涌动，美国遇到的政策问题在中国一点也不少，虽然中国现

〔60〕 See 552 U. S. 148（2008）；前引〔3〕，Pritchard 文，第 227 页以下，第 241 页。

〔61〕 参见前引〔5〕，Langevoort 文，第 41 页；前引〔3〕，Pritchard 文，第 218 页。

〔62〕 See Wal-Mart Stores，Inc. v. Dukes，131 S. Ct. 2541（2011）；Comcast v. Behrend，133 S. Ct. 1426（2013）.

〔63〕 See AT&T Mobility LLC v. Concepcion，131 S. Ct. 1740（2011）；ATP Tour Inc. v. Deutscher Tennis Bund，91 A. 3d 554（Del. 2014）.

〔64〕 参见前引〔5〕，Coffee Jr. 书，第 81 页以下，第 124 页以下。

象有着自己的成因和逻辑。

1. 中国 FOMT 诉讼之涌动

实体法上虚假陈述责任构成之宽松要件是中国 FOMT 诉讼涌动的起因之一。美国区分证券一级市场和二级市场，分别适用 1933 年证券法和 1934 年证券交易法。1933 年证券法第 11 条规定了注册上市申请表等文件虚假陈述的民事责任，中国证券法第 85 条与该条表述几乎相同，但存在关键的不同。第 11 条尽管规定了公司的严格责任和公司董事、高管等其他被告的推定过错责任，原告也无需证明交易和损失因果关系，但基于该条提起之 FOMT 诉讼中，公司损害赔偿上限为总发行金额（公司欺诈获益），即最多不超过证券发行的价格与原告所持股票的乘积（在真实信息公告后，投资者持股价格归零这种极端情形下）。[65] 因此，公司严格责任和原告因果关系证明豁免是以责任限制为前提的。对于 10b-5 规则下的民事诉讼，尽管没有责任限制，但法院保留判断 FOMT 是否成立的权力，且原告尚有义务证明损失因果关系。更重要的是，原告还须证明被告虚假陈述之故意，这是一个过滤诉讼的举证高门槛。[66] 中国证券法第 85 条实为美国法的混搭：前半部分参考第 11 条，不要求证明被告存在欺诈故意；后半部分参考的却是 10b-5 规则，没有赔偿责任限定。“虚假陈述规定”第 18条又对投资者交易和损失因果关系进行了双重推定。因此，中国的裁判规则并没有预留给法院（或被告）多少有效工具以拒绝原告诉请。

中国 FOMT 诉讼涌动的另一起因是与美国极其类似的律师诉讼激励机制。考菲研究了美国律师在欧洲几个国家发动证券索赔“类集团诉讼”的成功案例，认为虽然集团诉讼这种“选择退出”的诉讼机制节省了律师征集索赔权的成本，但还不是美国律师“企业化诉讼”兴起的关键原因。事实上，只要索赔金额足够大，律师们总有办法低成本征集索赔权和最小化诉讼风险，即使在胜诉酬金（风险代理）受到严格限制以及败诉方要负担对方律师诉讼费用的欧洲，也是如此。[67] 而在中国，律师诉讼激励机制与美国没有多少差别：案件利益巨大，法律不反对风险代理，原告败诉一般也无需承担被告的律师费用（诉讼成本可自控）。且由于败诉风险低，中国已经出现了愿意垫付法院诉讼费等前期费用的“风投基金”。[68] 因此，与一般民事诉讼索赔相比，证券市场维权并非更难。虽然符合条件的原告起诉比例低是事实，但更可靠的原因是，要么机构股东理性不起诉（样本案例中，原告几无机构身影），要么多数小股东放弃维权。

2. 中国 FOMT 诉讼之政策难题

在美式集团诉讼模式中，原告一般不会“选择退出”，诉讼和解后基本能“案结事了”。因此，集团诉讼不仅对原告，其实对被告和法院同样是节约模式。“虚假陈述规定”也殷切希望美式和解能在中国出现。[69] 然而，中国民事诉讼法规定的各种类型共同诉讼都是原告

〔65〕 See Stephen J. Choi & A. C. Pritchard, *Securities Regulation* (*The Essentials*), Aspen Publishers, 2008, pp. 273 – 277.

〔66〕 参见［美］费兰克·伊思特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法的经济结构》，张建伟、罗培新译，法律出版社 2014 年版，第 352 页。

〔67〕 See John C. Coffee Jr., *The Globalization of Entrepreneurial Litigation*: *Law*, *Culture*, *and Incentives*, 165 U. Pa. L. Rev. 1895 (2011).

〔68〕 参见《证券虚假陈述行为诉讼维权专项资金成立，更好保护中小投资者利益》，https://m.sohu.com/a/227760917_115124，2020 年 9 月 5 日最后访问。

〔69〕 “虚假陈述规定”第 4 条规定：“人民法院审理虚假陈述证券民事赔偿案件，应当着重调解，鼓励当事人和解。”

“选择加入”模式，一个案件和解（至少对于前期诉讼）对被告没有多少意义，因为和解无法阻挡反而会“激励”更多原告尾随提起索赔诉讼。实践中，原告律师第一步经常是试探性提起诉讼，以确定赔偿规则，然后大规模提起后续索赔。前期案件的审理结果事关公司是否承担责任以及赔偿计算方式，因此，原被告不仅在诉讼一开始就对实体问题短兵相接，而且对每一个争点都锱铢必较。在样本案例中，绝大多数（43 例，占 73%）都经历了二审判决。

美国 10b-5 规则关于虚假陈述责任成立的要求并不低，坚持诉讼的风险和成本未知，这是原告律师同意和解以及和解金额占诉称金额比例极低（很少超过索赔金额 2.8%）的内在动因。因此，虽然和解常被拿来作为抨击律师与公司内部人相互勾结的主要证据，但恰恰因为和解赔付金额极低才没有引发美国大部分被诉公司破产，否则 FOMT 诉讼早就被国会废止了。[70] 集团诉讼只是“理论”上一次性聚集了全部诉请，在具体实践中，美国公司对外赔付是大打折扣的。而在中国，司法裁判规则和法院责任认定“宽松”效应叠加，公司不仅难逃某个原告一次诉讼之“超额”赔偿，更没有办法对抗后续诉讼累积的超额赔偿。即使后续诉讼的原告同意和解，其主张的和解金额也会参照此前判决中确定的方法计算，原告不可能同意如美国那样的低比例和解方案——和解谈判基于继续诉讼之后果的预期，法院既然明确了赔偿规则，被告就已经没有多少还价的能力了。在样本案例中（依被告公司 2019 年年度报告所列数据统计），2016 年后被处罚的公司，诉讼平均索赔金额已经高达 1.2 亿元。[71] 从这个角度看，若不是中国 FOMT 诉讼的原告“加入”特征以及适格原告参与诉讼的比例低，股东财富转移和公司财产耗损问题也许要比美国严重得多。

中国同样存在威慑不足或过度问题。在样本案例中，除了个别公司之实际控制人，鲜有被处罚个人作为共同被告。在美国，公司董事、高管等时常被列为被告，但原告目的是为促进公司（内部人）接受和解，董事、高管最后只承担象征性的赔偿。然而，中国诉讼实践几无和解，原告将自然人列入被告不但没有多少经济价值，反而徒增程序复杂性，公司抵抗也会更加激烈。若非如此（虽然恶意违规者逃脱了责任），市场早就难觅董事、高管。这是因为，在证监会行政处罚实践中，公司董事、高管除非对相关披露文件“投反对票”或“及时向公司和证券交易所、证券监管机构报告”等极少数情形外，均不能免责，即使专业机构或者专业人员已经对相关事项出具了专业意见。[72]“推定过错责任”已近乎对公司信息披露的绝对保证责任。在样本案例中，涉及虚假陈述文件的签字人员无一被免除行政处罚。当然，证监会将根据不同被处罚人职责、专业背景、在违法行为中所起的作用、过错程度等进行区分处罚，且处罚力度有所保留。然而，根据证券法第 85 条，公司和董事、高管等其他信息披露责任人对外要承担连带民事赔偿责任，并不区分被告在信息披露违法中的作用或者过错程度。没有几个董事、高管人选愿意“倾其所有”去担保公司信

〔70〕 参见前引〔35〕，Bratton 等文，第 101 页。

〔71〕 虽然原告索赔额与最终判决（或和解）数额会有差距，但可以认为，由于绝大部分诉讼是后续提起，原告诉请将基于此前胜诉判决计算，故其索赔额与公司最终赔偿金额不会偏差很多。有实证研究估算，由于前置程序辅助、裁判规则较为确定等原因，原告大致的获赔率平均值高达 78.6%。参见黄辉：《中国证券虚假陈述民事赔偿制度：实证分析与政策建议》，《证券法苑》2013 年第 9 卷，法律出版社 2013 年版，第 979 页。

〔72〕 参见《信息披露违法行为行政责任认定规则》第 21 条。

息披露不会出错。

3．中国法院的勉强应对

美国最高法院三案背后是法院对 FOMT 诉讼政策困境的应对，即如何控制 FOMT 诉讼入口端的规则之争。然而，中国法院缺乏集团确认之类的程序控制工具，且实体责任要件宽松，只能采取控制诉讼受理或延长审理期限以及处罚前置程序等勉强应对。

“虚假陈述规定”12 条规定，证券欺诈民事诉讼只能采取“单独诉讼或者共同诉讼”的方式，其中，“共同诉讼”包括“合并诉讼”（第 13 条）和“人数特定代表人诉讼”（第 14 条），排除适用人数不特定代表人诉讼。其本意是通过这个狭窄的程序入口，防止大量诉讼涌入法院。[73] 在实践中，一线法院甚至对合并诉讼都不愿意采用。如“九民纪要”第 80 条所承认的，如今法院通行做法仍是“一案一立、分别审理”。放慢案件审理也是法院的惯常做法。已有研究统计，法院审理此类案件的时间平均值近 14 个月。[74]

“虚假陈述规定”第 6 条第 1 款之证券民事赔偿诉讼处罚前置程序也久被学者诟病。[75] “商事审判若干问题”第 2 条第 2 项曾提出，根据立案登记司法解释的规定，应取消前置程序。但样本案例中尚无一例未经前置程序而由法院径行判决的案件。对于投资者直接起诉的案件，最高人民法院至今的基本态度仍是以“虚假陈述规定”尚未废止为由拒绝受理。[76] 法院的做法并不难理解。如果没有处罚前置程序，就是对于虚假陈述事实是否成立的问题，法院都没有足够的人力、物力和行业监管经验给予认定。因为公司前后发布不同的信息并不意味着虚假陈述，判断公司何时有义务披露以及应该披露什么也不是一个轻松的问题。如果法院简单通过事实对照，就认定（“推定”）虚假陈述成立，那么按照既有的裁判规则，其将难有理由拒绝群体性索赔，诉讼必定风起云涌，法院也不愿意承担这样的风险。

四、可能的规则改进路径

传统侵权法只保护原告因信赖而遭受的损失，非信赖不保护本质上是限制被告责任之手段。即使法院推定（或事实上推定）交易因果关系成立也无大碍，因为原告损失总是有边界的。然而，作为证券虚假陈述群体诉讼索赔聚合之基础设计，基于 FOMT 的交易因果关系推定却是把双刃利剑，用不好则反受其害。FOMT 问题既不是证券市场效率能否适用的问题（对于新三板这样效率不足的市场，投资者更值得保护），也主要不是如何统一司法裁判规则的问题：一来这不会有正确答案，影响公司股价的因素不可知。对于非理性市场，根本不会有“科学”方法能复原虚假陈述到底如何影响了市场。二来也没有更多意义，倘若虚假陈述民事责任真能够达到补偿投资者损失和惩罚不当行为人之目的，法院费心是职责所在。然而，关键问题不在这里。美国 FOMT 理论或司法适用纷争缘起于 FOMT 所欲实现的

〔73〕 参见前引〔7〕，李国光主编书，第 171 页以下。

〔74〕 参见前引〔71〕，黄辉文，第 993 页以下。

〔75〕 参见武汉大学课题组：《投资者保护法律制度完善研究》，《证券法苑》2014 年第 10 卷，法律出版社 2014 年版，第 427 页。

〔76〕 参见朱天闻证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案，最高人民法院（2020）最高法民申 3556 号民事裁定书。

赔偿和威慑的政策目标在实践中逐渐坍塌。事实上，不仅投资者交易因果关系推定，就是虚假陈述重大性认定、损失因果关系判断，同样是政策问题。[77] 在 2019 年证券法实施后，中国法院如果还是试图通过控制案件准入等方式抑制虚假陈述群体诉讼，不仅有悖“法理”，也实难为继。的确到了对明确证券欺诈民事诉讼的政策目标继而优化规则进行认真讨论的时点。

（一）证券虚假陈述民事责任立法（司法）之应然方向

证券虚假陈述民事诉讼的初衷是“最大程度保护投资者利益”，但“保护”投资者和“赔偿”投资者并不是一回事。股东循环支付问题决定了此类民事诉讼的赔偿功能事实上难以实现。保护投资者的是诚实的市场环境，而不是强迫投资者进行财富重新分配。[78] 因此，立法（司法）的努力方向应是竭力控制公司对外赔偿责任（如限于公司之非法获益），目标应是着重打击有实施欺诈意图之公司背后的发声人，从而事先阻止欺诈发生。公司是信息披露人，但并非真正的欺诈人。如果那些“过失虚假陈述”责任人也要承担责任，至少应罚当其责。

在实定法上，如前文所述，美国区分证券一级市场和二级市场进行不同的规制：公司如在股票发行阶段虚假陈述，只承担“吐出非法所得”之严格责任，但赔偿仅限于此；对于二级市场交易，被告承担“故意”之侵权责任，原告尚需证明损失因果关系（不允许推定）。事实上，1934 年证券交易法第 18 条（a）虽然没有限制赔偿总额，但明文规定原告应承担交易因果关系的举证责任，且索赔被限制在原告因信赖而遭受的损失。在这个意义上，格伦德费斯特指责 Basic 案之交易因果关系推定纯属法院篡权，导致国会限制责任的意图落空。[79]

在英国，对于股票发行阶段虚假陈述，投资者可请求公司或相关责任人承担损害赔偿责任（推定过失责任）。虽不要求原告证明交易信赖，但虚假陈述与投资者损失之间的因果联系是原告必须证明的，而那些招股说明书公开很久之后（招股说明书已经不再能够对证券价格产生影响）才从市场上买入股票的投资者将无法满足这个因果联系的条件。在交易市场，公司除非故意欺诈，否则不承担民事责任，且原告须证明对虚假陈述的信赖是合理的，不允许 FOMT 推定。立法者认为，以高昂的成本将部分股东损失转移给公司承担是没有必要的。而且，即使公司被认定为故意欺诈，公司高管等责任人仍无需担责。理由是，为防止过度威慑以及赔偿责任转嫁给公司，欺诈行政处罚更有效。[80]

在德国，对于发行阶段虚假陈述，证券法的规定与美国 1933 年证券法第 11 条相同，公司赔偿总额限制在发行金额以内。而对于二级市场虚假陈述，证券法没有规定民事责任。有些联邦法院根据侵权法判案，认为公司或董事等如承担对外赔偿责任，主观须故意，而且原告亦应证明因信赖而交易，法院拒绝引入 FOMT。[81]

---

〔77〕 参见前引〔25〕，Lipton 文，第 742 页。

〔78〕 参见前引〔25〕，Sale 等文，第 537 页以下。

〔79〕 参见前引〔10〕，Grundfest 文，第 313 页，第 349 页以下。

〔80〕 参见前引〔47〕，戴维斯等书，第 920 页以下，第 950 页以下。

〔81〕 参见叶新民：《论资本市场上因不实资讯而致投资者损害的赔偿方法——以德国法为中心》，《中原财经法学》2009 年第 23 期，第 5 页以下。

我国台湾的法律规定笼统，法院就若干关键问题的见解不一。发行阶段公司虚假陈述民事责任规定在证券交易法第 31 条。对于原告应否证明交易因果关系，有法院采纳 FOMT，推定交易信赖，也有法院反对。对于在二级市场购入股票者是否可依该第 31 条主张赔偿，有法院认可，也有法院认为原告应以直接自发行人处认购者或应募人为限。[82] 交易市场虚假陈述民事责任规定在证券交易法第 20 条第 1 款（证券欺诈责任）和第 2 款（证券资讯不实责任）。具体案件中对于该两款之区分适用以及被告之主观要件、损失金额计算等，法院判决五花八门。对于是否采纳 FOMT（或其他理由）推定交易因果关系以及损失因果关系如何认定，法院也无一定之规。[83]

综上列举，至少一个事实很清楚：关于虚假陈述民事责任，并不存在“国外普遍采用的欺诈市场理论和信赖推定原则”。区分一、二级市场，限缩公司责任，打击恶意欺诈等是不同国家或地区立法（司法）之共通特征。

（二）可能的规则改进路径

2019 年证券法第 85 条不仅沿袭了 2014 年证券法第 69 条之实体责任构成要件，因“单个投资者起诉成本高、起诉意愿不强等特点”，又增加第 95 条第 3 款，规定投资者保护机构（以下简称“投保机构”）有权提起之特别代表人（集团）诉讼。[84] 且不论该条对我国诉讼合并立法和诉权自治理论的冲击，也不论对于特定多数人诉讼都尚未开始实践的法院如何应对陌生和复杂的集团诉讼程序，被特别代表人诉讼一次全部聚集的索赔总额至少会数倍于当前的诉讼实践，前述中国 FOMT 诉讼已经难以化解的困境将被顶格放大。2019 年证券法实施后，控制公司赔偿责任、提高被告归责的主观标准等已经没有了可操作性，第 95 条第 3 款“单兵突进”又使问题解决复杂化。

1．代表人诉讼应以有效威慑为目标

对于投保机构，其首要任务不是急忙“践行”新法，而是研究提起案件和选择被告的标准，应凸显“公益”目标，以打击欺诈而非获赔为目标。[85] 2020 年 7 月，中国证监会明确提出，投保机构提起的案件应定位于“典型重大、社会影响恶劣的”个案，并在“已被有关机关作出行政处罚或者刑事裁判等案件上进行试点诉讼”。[86] 最高人民法院亦表示，“对于那些严重损害投资者权益的违法者，不仅要让其‘罚得倾家荡产’，更要让其‘赔得倾家荡产’。”[87] 然而，让公司“倾家荡产”无异于让股东“倾家荡产”。投保机构曾提出以“追首恶”为理念，以受处罚的大股东、实际控制人为第一被告，其他被处罚相对人均列为民事赔偿被告，减轻对上市公司的“二次伤害”。[88] 然而，即使公司被列为最后的被

〔82〕 参见赖英照：《最新证券交易法解析》，作者自版（2020 年第 4 版），第 757 页以下。

〔83〕 参见上引赖英照书，第 681 页以下。

〔84〕《证券法修订草案提请四审，为分步实施注册制留出法律空间》，《人民日报》2019 年 12 月 24 日第 4 版。

〔85〕 在我国台湾，“财团法人证券投资人与期货交易人保护中心”所“提起之团体诉讼并不着眼于填补损害的私益观点，而是以公益观点为主要考虑”。参见邵庆平：《投保中心代表诉讼的公益性：检视、强化与反省》，《台大法学论丛》2015 年第 44 卷第 1 期，第 253 页。

〔86〕《中国证监会关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》第 4 条。

〔87〕《保护投资者合法权益，维护资本市场健康发展——相关负责人就〈最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定〉答记者问》，《人民法院报》2020 年 8 月 1 日第 4 版。

〔88〕 参见《投服中心七方面落实新证券法要求：将稳妥对接诉讼代表人职责》，https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_5377209，2020 年 9 月 10 日最后访问。

告，也只是名义上好听，公司经常还是最后承担责任的“深口袋”。

为此，似乎应进一步斟酌是否将公司排除在被告之外。而且，公司之外的其他被告并非都是“首恶”，也应区分责任。如果违法情节轻微且监管部门对其处以了警告等处分，投保机构再行索赔则属重复处罚。即使将公司等信息披露义务人都列为被告，投保机构似乎也可以考虑通过诉讼和解的方式（“代表人诉讼规定”第18—21条），合理确定赔偿总额，并根据不同被告在虚假陈述中所起到的作用、过错程度等安排责任分担，使各被告罚当其责。

然而，即使投保机构愿意进行案件区分，该努力也可能被律师们化解。根据证券法第95条的规定，普通代表人诉讼和特别代表人诉讼并行不悖：对于投保中心经审查拒绝起诉的案件，律师可自行招揽投资者提起普通代表人诉讼（“代表人诉讼规定”第5条）。如果投保中心提起特别代表人诉讼，但不将公司列入被告，律师们也有理由劝诱足够多的原告退出该诉讼，将公司列为被告提起平行诉讼（“代表人诉讼规定”第34条）。公司是无过错责任人，如果公司之外的被告在特别代表人诉讼中被认定承担责任，公司在平行诉讼中必定无法脱责，而退出该特别代表人诉讼之原告将公司作为被告，判决执行就有了“保障”。如果特别代表人诉讼达成和解，公司等被告不承担或承担较低比例的责任，律师们也有权拒绝和解协议，要求继续诉讼（“代表人诉讼规定”第21条、第41条）。因此，如果不对普通代表人诉讼加以限制，既有政策困境势必加剧。普通代表人诉讼与特别代表人诉讼同为民事群体索赔诉讼，没有特别理由任前者大幅偏离“典型重大、社会影响恶劣的”个案。

2．适度提高FOMT适用门槛

代表人诉讼应是“投资者放权、由法院监督”的代表权运行机制。[89] 对于如何落实监督，也许一个可能的暂时方案是，缓和FOMT之强推定，适度提高交易因果关系推定的适用门槛。具体而言，对于投保中心挑选并提起之特别代表人诉讼，法院可以直接适用FOMT，这也是此类集团诉讼得以展开的前提；而对于普通代表人诉讼，法院应根据虚假陈述情节、被告主观过错程度以及虚假陈述对市场的影响等综合判断FOMT可否适用。结合前文铺垫，理由综述如下：（1）最高人民法院认为，法院可以通过“充分发挥专家证人的作用，使得案件的事实认定符合证券市场的基本常识和普遍认知或者认可的经验法则，责任承担与被告侵权行为及其主观过错程度相匹配”（“九民纪要”第6条第1款）。然而，如前所述，虚假陈述所导致的价格影响因时因事而异，即使专家也难判断，更难有经验法则。“虚假陈述规定”已被各级法院实践了近二十年，并没有多少争点达成了共识。证券法第85条规定的仍是公司之严格责任以及其他被告的共同连带责任（近乎严格责任之过错推定），不仅公司难以脱责，法院也无从实现其他被告责任“与主观过错相匹配”。与其让法院在审理中陷入窘迫，不如直接控制代表人诉讼之发动。（2）“代表人诉讼规定”第5条仍坚持，原告提起普通代表人诉讼应提交行政处罚决定、交易所纪律处分等有关证券侵权事实的初步证据。然而，处罚前置程序是否契合证券法规定是存疑的，且公法处罚与私法责任的功能和认定

〔89〕 同前引〔87〕。

标准等皆有不同，虚假陈述事实即使成立，也不意味着股票价格一定被扭曲，更不能证明被告恶意造假。私人执法本来的目标就是发现和打击那些监管机关未曾注意或因各种原因未予执法的严重违法行为，其不能完全依赖公共执法。（3）只有法院有权否认 FOMT 的个案适用（原告须证明个别交易信赖），才能“合法”地制止那些（即使被处罚）虚假陈述情节轻微或被告仅为过失之代表人诉讼进入法院。重要的是，法院即使在个案中因懈怠、地方保护主义等原因否认 FOMT，也没有一概排除私人诉讼，因为机构投资者能够自证交易信赖，且比招揽诉权的律师更有权代表公司和股东利益，是否提起诉讼以及向谁索赔的决定权可以交给机构投资者最后决定。

2019 年证券法第 85 条沿袭了 2014 年证券法第 69 条“致使投资者在证券交易中遭受损失”之表达，并无取消因果关系要件之明文规定。如同美国法，因果关系推定也是最高人民法院的司法创造。因此，为落实法院监督，最高人民法院对“致使”进行再解释或者下级法院适度提高 FOMT 适用门槛，也无不妥。

Abstract: The Supreme People's Court of China, by drawing on the fraud-on-the-market theory in the US, has established the adjudicative rule on the relations of transaction causation and loss causation between constructive misrepresentation and alleged shareholder losses in cases of disputes over securities civil liability. However, the fraud-on-the-market theory has not only been the subject of an intense and prolonged controversy both in theory and in judicial application, but also failed to realize its policy goals of compensating shareholders and deterring wrongdoers through civil class action against misrepresentation supported by this theory in the US. Policy dilemma is the main cause of this controversy. In the past judicial practice of civil class action against misrepresentation in China, which also took the fraud-on-the-market theory as its theoretical foundation, Chinese courts have experienced the same judicial application dilemma and policy dilemma. The direction of future legislative and judicial efforts should be to limit corporations' external liability for compensation, and to take the punishment of the persons responsible for the fraud behind corporations as the core objective of civil actions against misrepresentation. A tentative and pragmatic reform scheme after the implementation of the new Securities Law would be for courts to moderately raise the threshold for constructing the transaction causation in representative litigation.

Key Words: the fraud-on-the-market theory, transaction causation, misrepresentation, class action, representative litigation