

——认定虚假陈述行为不具有“重大性”的困境与突破

摘要：本文围绕证券虚假陈述责任纠纷案由下认定虚假陈述行为不具有“重大性”的困境与突破展开探讨。在此类型纠纷的民事赔偿诉讼中，“重大性”要件的有无直接决定投资者的索赔能否成立。司法实践中各地法院的审理愈发注重综合判断和参考专业意见，但对“重大性”要件缺乏统一标准导致裁判结果存在差异。本文基于2022年2月至2024年10月期间认定虚假陈述行为不具有“重大性”的全国法院裁判案

[illegible]

假陈述民事赔偿制度,“重大性”要件的明确和强化也能够为资本市场的健康发展提供强有力的保障。

在证券虚假陈述民事赔偿纠纷中,“重大性”要件的有无,直接决定了原告的索赔是否具有事实基础,如能从根本上认定虚假陈述行为不具有“重大性”,对被告方而言将具有“釜底抽薪”的作用,不具有“重大性”的结论将直接阻断投资者获赔的可能。因此,用什么样的标准判断虚假陈述行为不具有“重大性”就显得尤为重要。

目前,在司法实践中,各地法院对虚假陈述不具有“重大性”的认定逐渐走向独立和多元化。一方面,法院开始更加注重对排除其他因素后的虚假陈述行为本身及其对证券市场的影响进行综合判断;另一方面,法院在认定虚假陈述行为不具有“重大性”的过程中也更加注重参考专业测算机构的意见。然而,由于缺乏统一的认定标准,不同法院在具体案件中的

致证券交易价格或者交易量明显变化”的要件,实质构建了以价格敏感为主导的认定体系。^①《中华人民共和国证券法》(2019年修订)《证券法》第55条虽对重

资

值得注意的是,《上市公司信息披露管理办法(2021 年修订)》第 12 条^①明确将投

突破。叶瑞桢的系统性研究表明,在前置程序取消的大背景下,法院对行政认定的突破性审查呈现“梯度化”特征。^①在不具有“重大性”的典型案件中,显示两大审查路径:其一为北京某教育公司案^②创设的“市场消化抗辩”机制,法院通过对比首次虚假陈述揭露日与本次揭露日的换手率变动差值($\Delta = 2.3\%$),结合事件研究法计算的标淮残差($SR = 0.82$),认定了“前次虚假陈述已充分释放市场风险”;其二为新疆某天然气公司案^③,该案的涉案金额占净资产63.58%的资金占用本属重大事件,但结合异常地波动率指标($IVX = 12.7$,行业均值15.3)以及 β 系数偏离度($\Delta = 0.11$),法院创新性地引入“市场反应钝化”理论予以排除。

表 北京某教育公司案及新疆某天然气公司案

案例索引	导 读	裁 判 规 则
北京某教育公司案	本案系“市场影响消除阻却重大性”认定的典型案例,核心裁判逻辑包括:前次虚假陈述涉及的质押担保已解除且无后续负面影响的,揭露日股价下跌19.65%的主张,应排除在本案虚假陈述因果关系之外。	虚假陈述行为是否构成重大性,应以是否对市场产生重大影响为判断标准。若对市场产生重大影响,则构成重大性。本案中,被告在虚假陈述期间,质押担保已解除且无后续负面影响的,揭露日股价下跌19.65%的主张,应排除在本案虚假陈述因果关系之外。
新疆某天然气公司案	本案系“市场反应钝化”理论予以排除。	本案系“市场反应钝化”理论予以排除。

更进一步,结合两大审查路径,新疆某百货公司案^①(详见后文)中被告成功通过

黑龙江奇
黑升安木

本“案重”1. 财未2. 系大格3. 结比以反续99%释性判质合边例定反性%补释性判质市界基为偏异72%跌适需定标场的准需动80%退用结单环典拒性虚大两市风辅为境想保刚假信委去主险为时序财例额占净实施后公司股价未务核占净实施后公司股价未指标双议比重聚维度审视指核心净实施后公司股价未任务核心净实施后公司股价未与案金额估值假信委去主险为时序财例额占净实施后公司股价未

重酬信比 白崇禧退 囑 剛 捷 善 鵬 娠 化 清 峯 山
有影茶占下量田 表
且原涉額分 格 要 清
否 涉 金 5% 主 惡
是 否 涉 5% 主 惡
行為 易 資 父 波 環 惡
行 其 易 資 父 波 環 惡
述 查 或 法 占 證 股 市 隔
陳 魚 或 法 占 證 股 市 隔
假 魚 或 法 占 證 股 市 隔
虛 需 價 格 誘 如 發 且 險 推
券 性 券 披 件 本 在 性 惡
証 本 証 宣 較 日 著 郊 市

表 5 浙江某实业公司案及安徽某电气公司案

案例索引	导 读	裁 判 规 则
浙江某案	本案系上市公司未按规定披露关联交易引发的证券虚假陈述纠纷。法院通过分析虚假陈述内容是否涉及重大信息，判断其是否构成重大性。若虚假陈述内容涉及重大信息，则构成重大性，上市公司应承担民事责任。	虚假陈述内容虽涉及未披露关联交易，但若未导致证券价格或交易量明显变化，上市公司不承担民事责任。
安徽某案	本案系上市公司未按规定披露关联交易引发的证券虚假陈述纠纷。法院通过分析虚假陈述内容是否涉及重大信息，判断其是否构成重大性。若虚假陈述内容涉及重大信息，则构成重大性，上市公司应承担民事责任。	信息披露违法行为是否具有重大性，应综合考量虚假陈述揭露后，证券交易价格是否发生异常波动，以及是否导致投资者损失。若虚假陈述揭露后，证券交易价格未发生异常波动，且未导致投资者损失，则不构成重大性。

缪因知所提出的“信息确定性—市场消化能力”关联理论可解释这种失衡：具有决策相关性、但低确定性的信息（如研发进展），其市场反应存在时滞效应；相反，高确定性信息（如重大债务违约）往往即时剧烈反应。^① 江西某科技公司案^②（详见后文）的审判创新为此提供了注脚——法院要求会计师出具《风险对冲测算说明》，论证“次风险警示公告中仅一次与虚假陈述直接相关，并通过蒙特卡洛模拟验证市场反应边界”。

（三）系统性风险剥离的技术屏障

系统性风险抗辩的司法处理呈现“阶梯化”演进：初级模式依赖行业指数对比，如黑龙江某开发公司案^③；中级模式引入市场整体波动分析，如安徽某电气公司案^④；高级模式则结合宏观经济因素，如浙江某实业公司案^⑤。

樊健所设计的“波动源分解模型”在实务中展现创新价值^①：新疆某供应链公司案^②（详见后文）通过时变条件相关系数（ CC ）测算，分离出因于虚假陈述，源于苹果期货指数联动效应。的价格波动可归

综上，当前我国证券虚假陈述案件中，“重大性”认定标准的混用导致了裁判分歧和司法实践的不确定性。在不同审级对“重大性”标准的适用存在切换，从甘肃的“事项类别 占比分析”标准，到上海的多因子量化模型；从河北的修正市场模型测算异常收益率，到黑龙江的行业指数对比法。前述问题削弱了司法裁判的统一性，也对投资者保护和市场秩序维护提出挑战。为解决上述问题并完善证券虚假陈述“重大性”认定规则，我们建议从法

险”理念，应当在2023年金融审判工作会议后新发布的《关于证券期货违法犯罪案件司法审判与行政执法衔接工作指引》中增设相应的专门条款：①证监会在《行政处罚事先告知书》中增加“市场影响评估”专章；②交易所建立“重大性”识别信息共享数据库，实时推送异常交易数据；③金融法院设立行政执法证据采集绿色通道。另一方面，根据林文学在《证券虚假陈述司法解释的理解与适用》中阐释的裁判逻辑，应当建立：①形式“重大性”审查层——依据证券法第80条所罗列的12类重大事件做初步认定；②实质“重大性”验证层——责令被告方提供异常收益率（AR）及累计异常收益率（CAR）统计分析报告，要求其证明未达沪深交易所《价格敏感信息披露指引》设定的5%波动阈值。

（二）“定量优先”标准的案例映射及本土化理性投资者模型探索
在技术手段层面，应充分利用金融科技，提升“重大性”认定的科学性与精准性。一方面，引入大数据分析技术，对虚假陈述行为的市场影响进行；

0 裴嶲攸愷攸齡綠罨伺 飼慎媚湮槿崑嵩鵠娠大清裴嶲攸愷攸劉倣櫟槿燦嚙愁憐梏巖

。比嶲攸愷攸齡綠罨伺 飼慎媚湮槿崑嵩鵠娠大清裴嶲攸愷攸劉倣櫟槿燦嚙愁憐梏巖

案例索引

导 读

续 表
裁 判 规 则

2. 内源性风险主导
- 披露日前后股价跌幅均未超 6%, 换手率峰值
低于 4%。

案例索引

导 读

裁判规则

2. 市场反应标准：法院明确“虚假陈述是否导致证券交易价格或交易量明显变化”系判断重大性的核心标准之一。

证券的显变性。交易价格、交易量的变化，且该变化足以影响证券交易价格的，应认定为重大性。

本案系证券虚假陈述中“重大性”认定的典型判例，核心争议聚焦虚假陈述行为对证券定价的实际影响。

安徽某控
股公司案

1. 市场反应弱关联：三次虚假陈述实施后股价未出现“透多”上涨，反而持续下跌，揭示虚假陈述未实质干扰市场定价。
2. 系统性风险主导：2015年股灾、重组失败、控股股东债务危机等外部因素构成股价下跌主因，虚假陈述未形成独立影响。
3. 揭露后价格逆向反弹：揭露日至基准日期间股价跌幅低于同期大盘及行业指数。

表 8 江西某科技公司案及新疆某供应链公司案

案例索引

导 读

裁 判 规 则

本案系“市场反应阻却重大性”认定的典型判
例,核心裁判

判

江西某科
技公司案