

# 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 是证券法崑崙鳴振的清袋巖效

生在虚假陈述实施前或者是在揭露或更正之后，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，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，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，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。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，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责任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

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。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，而且也直接关系到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<sub>1</sub>、日昇创沅公司、陈某昌、庄某<sub>2</sub>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<sub>1</sub>将持有中达股份公司37.3

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

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

研究

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

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 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

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

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 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

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

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 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判则时 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

则完全符合

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

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  
可以指出机构投资者适用交易因果关系推定的辐射效应可以通过其他路  
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  
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  
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  
投资的研究和决策过程尽到法律要求的勤勉尽责义务这  
机构投资者本身就是内幕交易操纵市场与  
如果对此类投资者适用推定则其可以很容易  
具有一定合理性但实际上允许机构投  
考察机构投资者是否尽到注意义务如  
推定可被推翻的五种情形在面临  
完全可以通过最高人民法院关  
修正和最高人民法院关  
制度予以纾解法院和  
进行评价适用过失  
的注意义务要求

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，再引发了一次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。虽然该案的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例外情形，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的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。