

易事特虚假陈述代表人诉讼：量化策略机构投资者不是适格原告？

作者：汪健 | 牟宸雨

易事特集团股份有限公司(以下简称“易事特”)于 2024 年 12 月因证券虚假陈述受到中国证监会的行政处罚，并有相关投资者于 2025 年 7 月以证券虚假陈述责任纠纷向广州中院提起诉讼。广州中院于 2025 年 9 月裁定本案适用普通代表人诉讼程序审理。2026 年 7 月 23 日，广州中院发布了《易事特普通代表人诉讼进展公告》¹([2025]粤 01 民初 3178 号，以下简称“《公告》”)。法院在该《公告》中，概况性地提到“因被告对部分机构投资者的适格性提出异议，本院组织各方进行听证”的程序事项后，作出“以量化策略交易案涉股票的机构投资者不属于本案适格原告”的结论，引发了量化行业的普遍关注。

考虑到《公告》是对本案当前阶段进展情况的说明，不是正式的司法裁判文书，因此法院没有在《公告》中针对将量化策略机构投资者排除出适格原告的原因进行具体说明，是可以理解的。不过，根据与多家量化机构的沟通交流来看，他们普遍存在相应的关注和顾虑。鉴此，我们撰写本简评文章，希望结合我们对法律法规的理解以及对量化行业的长期观察，就本案值得思考和讨论的一些问题以及量化行业的关注和顾虑，尝试提出我们的意见，供大家交流讨论。

一. 量化策略交易不属于证券虚假陈述因果关系推定成立的法定排除情形

根据《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》(以下简称“《虚假陈述司法解释》”)的规定，投资者在证券市场虚假陈述案件中获得支持的关键，系投资者的投资决定与虚假陈述之间存在因果关系。该等因果关系包括“交易因果关系”和“损失因果关系”：(1)交易因果关系，是指原告基于被告的虚假陈述行为作出了相应的交易行为，目的是证明责任是否成立；(2)损失因果关系，是指原告因该等证券交易遭受的损失是因为被告虚假陈述导致的，目的是明确责任范围。

如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

¹ <https://www.gzcourt.gov.cn/fygg/ck11/2026/07/23153115091.html>.

1. 交易因果关系

《虚假陈述司法解释》第 11、12 条规定了虚假陈述的交易因果关系适用“推定原则”，但“推定原则”可以因被告的有效举证而被“推翻”。

- (1) 《虚假陈述司法解释》第 11 条规定，虚假陈述的因果关系适用“推定规则”。即，只要同时满足“被告实施了虚假陈述”、“原告交易了虚假陈述对应的证券”以及“原告是在虚假陈述实施日之后至揭露日或更正日之前的期间内实施交易”三个条件，法院就可推定交易因果关系成立，而原告无需就其交易行为是否系基于对被告虚假陈述的信赖而作出进行举证。此等推定原则的根基是，投资者可以信赖发行人的公开信息并进行交易，如果发行人存在虚假陈述行为，该虚假陈述会对投资者的投资决策造成影响。
- (2) 同时，《虚假陈述司法解释》第 12 条赋予了被告“推翻”的权利，即被告能够举证该等因果关系不成立的，可以推翻因果关系的推定成立，具体包括：(1)原告的交易行为发生在虚假陈述实施前或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。

2. 损失因果关系

如果交易因果关系成立，则需要进一步判断损失因果关系。《虚假陈述司法解释》第 25 条规定，信息披露义务人在证券交易市场承担民事赔偿责任的范围，以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限。《虚假陈述司法解释》第 31 条进一步规定，如果被告能举证原告的损失“由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素”所导致，被告也可以减轻或者免除赔偿责任。

综合前述规定来看，无论是交易因果关系还是损失因果关系，“以量化策略交易案涉股票”都不属于证券虚假陈述因果关系推定成立的法定排除情形。

二. 机构投资者采用量化策略交易能否推翻因果关系推定成立值得商榷

承前文所述，既然“以量化策略交易案涉股票”不属于虚假陈述因果关系推定成立的法定排除情形，那么本案之所以将量化策略机构投资者排除在适格原告之外的合理推测是，法院采纳了“被告能够证明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”的这一因果关系推翻的兜底条款。这一点或许可以在《公告》中得到验证，根据《公告》内容，法院将量化策略机构投资者排除在适格原告之外，是出于“被告对部分机构投资者的适格性提出异议”并经法院组织各方听证后作出的决定。

但需要进一步讨论的是，机构投资者采用量化策略交易，是否足以推翻虚假陈述的因果关系推定成立？对此，我们持审慎态度。

1. 专业机构投资者平等适用“推定原则”且不负有更高的注意义务

通过案例检索，我们注意到，虚假陈述案件中的被告通常会提出抗辩意见，主张专业机构投资者具有超过普通投资者更强的信息获取、投资研究及风控能力，从而需要专业机构投资者自证交易因果关系的成立，而不应该适用“推定原则”；与此同时，专业机构投资者(尤其是资产管理机构)根据其适用的监管规则或内部风控要求，负有更为审慎的投资决策义务，从而对于虚假陈述负有更高的注意义务。

对于被告以此为由进行抗辩，是被告行使《虚假陈述司法解释》第 12、31 条赋予其推翻“交易因果关系”推定成立以及削弱“损失因果关系”的正当权利，应当获得尊重和认可。但从法律规范角度，我们倾向于认为，该抗辩理由缺乏明确的法律依据：

- (1) 《虚假陈述司法解释》的相关条款采用的是“原告”或“投资者”的表述，对于投资者没有区分自然人与机构、普通与专业，各类投资者都平等地适用交易因果关系的“推定原则”。据此，如果要求专业机构投资者需要另外证明交易因果关系的成立，而不应适用因果关系“推定原则”，缺乏法律依据。
- (2) 专业机构投资者负有更为审慎的投资决策义务以及具有更强的投资能力，不应直接推导出其需要承担更高的注意义务。投资者信赖信息披露义务人的公开信息进行交易，是证券市场得以运行的根基。专业机构投资者具有更为审慎的投资决策义务或更强的投资能力，是相比于普通投资者的专业优势，但无法改变专业机构投资者与信息披露义务人之间信息不对称的根本局面。《虚假陈述司法解释》赋予原告的举证有利地位，恰恰就是因为原告面临信息不对称的劣势地位。换句话说，相比于信息披露义务人，即使是专业机构投资者也处于信息不对称的不利位置，因此要求专业机构投资者不适用“推定原则”以及负有更高的注意义务缺乏说服力。

此外，从司法实践角度，存在多个案例指出机构投资者通过二级市场公开交易买入股票，与普通投资者处于相同的交易环境，负有相同的注意义务，并同样适用“推定原则”。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。这些案例包括广东高院“保千里案”((2019)粤民终 2080 号)、上海金融法院“中安科虚假陈述案”((2021)沪 74 民初 3205 号)、湖南高院“中兵红箭”案((2021)湘民终 867 号)。当然，司法实践也存在对专业机构投资者作出特殊认定的例外裁判，例如杭州中院“祥源文化”案((2018)浙 01 民初 2352 号)、青岛中院“东方电子”案((2004)青民三初字第 227 号)，但该等案例时间可能较早。即使不考虑案例审判时间的差异，而仅从这些不同的裁判观点来看，恰恰也反映了专业机构投资者不适用“推定原则”以及负有更高注意义务，在司法实践中并未形成共识。

2. “量化策略”标签或对遭受虚假陈述侵权的量化机构投资者产生不当排除效果

“量化策略”不是严谨的法律术语，是市场交易场景下的“泛标签”化表述。在法律语境下，与“量化策略”最为贴近的定义是《证券法》所规定的“程序化交易”。程序化交易，是指通过计算机程序自动生成或者下达交易指令，具体包括基于量化策略模型进行投资决策的量化投资，以及通过交易算法执行交易指令的算法交易。

对于量化投资来说，虽然其涉及投资决定的作出，但本质是一个投资方法论，其底层可能是来自不同“量化因子”的驱动，这些因子是量化机构挖掘梳理出来用以尝试解释资产价格涨跌的事项，量化投资使用这些因子作出投资决策。从不同角度划分，这些量化因子可以作出不同的分类：

(1) 按照因子对应的数据类型，主要包括：

- 量价因子，主要从市场行为中提取，反映市场实时买卖情况，如价格变动、交易量、波动率等。
- 基本面因子，主要从上市公司年报、季报等信息披露报告中提取，反映公司自身价值与发展潜力，如财务状况、经营效率、行业地位等基本面信息。
- 另类因子，则更为多元和差异化，比如搜索引擎指数、社交媒体情绪等，这是量价和基本面因子无法覆盖，但有助于提取传统数据中无法反映的信息。

(2) 按照因子对应的时间长短，又可分为高、中、低频类因子。例如，高频因子反映的是分钟级或者秒级数据，反映了资产买卖数据特征；低频因子则一般是事件驱动(例如基本面发生变化)，因此低频因子更新频率具有不确定性；中频因子则介于前述两者之间，可以在不同类似数据中综合挖掘。

除前述分类以外，还有很多其他分类，比如基于机器算法自动学习生成的因子，基于人工手动挖掘的因子。

通过以上分类可见，“量化策略”是一个“泛标签化”的表述。对于量化投资来说，其底层因子多种多样，甚至是千差万别。如果笼统以“量化策略”贴标签，并把采用量化策略的机构投资者都排除在适格原告之外，将很可能把同样遭受虚假陈述侵权的量化机构投资者排除在外。其中，最为直接的就是采用了基本面因子的量化机构投资者。因为基本面因子主要是指通过对上市公司基本面的研究而作出的投资决策(通常表现为中低频交易)，包括上市公司估值、盈利、成长预期等情况都直接影响基本面因子，从而导致其完全可能受到证券虚假陈述的影响而作出错误的投资决策。至于算法交易，主观投资和量化投资都有可能采用，其目的是通过算法拆单交易降低市场冲击与交易成本以追求最优的交易效益，而不涉及投资决定。因此，如果本案的“量化策略”将算法交易一并纳入，甚至可能将从事主观投资的机构投资者一并排除。

三. 值得关注的其他事项

量化机构对本案存在的普遍关注,除了前文分析的事项外,还对以下事项存在一定顾虑:

1. 被排除出普通代表人诉讼虽然没有完全剥夺量化策略机构投资者的诉讼权利,但意味着量化策略机构投资者需要另行单独起诉,这将导致更高的诉讼成本以及审判结果的不确定性。

而且,虽然量化策略机构投资者可以在代表人诉讼以外另行起诉,但根据《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第 23 条的规定,原则上代表人诉讼案件先行审理,非代表人诉讼案件则中止审理,这意味着另行起诉的审判进程受到影响。

此外,将量化策略机构投资者排除出普通代表人诉讼适格原告范围,意味着量化机构投资者另行起诉将面临更高的举证责任。特别对于量化策略机构投资者来说,其策略与因子是最核心与保密的资产,如何平衡举证效果与策略因子保密,对于量化策略机构投资者来说是个艰难选择。

2. 量化策略机构投资者中的相当一部分,是采用量化策略的资产管理机构(以下简称“**量化资管机构**”),例如量化私募基金管理人以及采用量化策略的持牌金融机构。量化资管机构通过募集投资者资金进行投资,如果这类机构投资者被排除在适格原告之外,实质将对该等资管产品背后的投资者利益造成不利影响。

而且,如果将量化资管机构排除在适格原告之外,此时量化资管机构另行起诉将面临前文所述的诉讼成本增加、审判流程拉长、审判结果不确定以及策略因子泄密等风险。这些因素是否会导致量化资管机构对于维权持消极态度从而影响投资者利益,这同样是不容忽视的问题。

3. 在当前司法类案的趋势下,本案将“以量化策略交易案涉股票的机构投资者”排除在适格原告以外,是否会给后续其他证券虚假陈述案件带来示范效果,从而量化策略机构投资者在面对此类案件时将持续面临不利后果,同样受到量化策略机构投资者的普遍关注。

以上是我们对本案的一些思考和分析。如前文所述,考虑到《公告》是对本案当前阶段进展情况的说明,不是正式的司法裁判文书,因此没有针对将量化策略机构投资者排除出适格原告的原因进行具体说明,是可以理解的。我们期待法院在后续审判过程中能够进一步释明排除原因,从而为我们提供更为全面的学习与分析视角。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



汪 健
+86 21 3135 8726
lawrence.wang@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2026