

“诱空型”虚假陈述案件相关 法律问题研究

黄江东* 李子为**

摘要:诱空型虚假陈述是指信息披露义务人发布虚假利空信息的行为。由于旧《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》的调整对象为诱多型虚假陈述,导致实践中已出现的多起诱空型虚假陈述民事赔偿案件的裁判缺乏必要指引,因此完善诱空型虚假陈述规则具有必要性,新《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》正式引入诱空型虚假陈述规则。美国类似案件并未区分诱空型、诱多型,而是关注信息的重大性与虚假陈述的因果关系。诱空型与诱多型的核心区别在于虚假陈述信息对证券价格的影响不同,从而导致揭露日、因果关系及损失确定的不同。

关键词:诱空型虚假陈述 虚假陈述民事赔偿
SEC 规则 10b-5 揭露日 因果关系

2003年《关于审理证券市场因虚假陈述引发

* 国浩律师(上海)事务所资深顾问,法学博士。

** 国浩律师(上海)事务所律师助理。

的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称旧《虚假陈述司法解释》)颁布后,为投资者维护自身权利提供了有力的法律武器,取得了较好的实施效果。20年来,我国证券市场飞速发展,资本市场环境发生巨大变化。2019年新《证券法》颁布实施,资本市场进入证券发行注册制时代,旧《虚假陈述司法解释》的部分内容已落后于法律与司法实践,有必要修改完善。2022年1月21日,最高人民法院发布《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》(以下简称新《虚假陈述司法解释》),结合旧《虚假陈述司法解释》实施以来的实践经验与新《证券法》下的制度要求,新《虚假陈述司法解释》对旧《虚假陈述司法解释》中存在的问题予以修订完善。其中,诱空型虚假陈述制度规则的完善是新《虚假陈述司法解释》的重要亮点之一,本文拟展开分析诱空型虚假陈述制度中的相关法律问题。

一、诱空型虚假陈述的行为类型

诱空型虚假陈述是指虚假陈述行为人积极发布虚假的利空消息,或者消极隐瞒实质性的利好消息不予公布或不及时公布等,使得投资者在股价向下运行或相对低位时卖出股票,在虚假陈述被揭露或者被更正后股价上涨而使投资者遭受损失的行为。^[1] 具体行为模式包括以下两种:

一是积极发布虚假利空信息。虚假陈述行为人可能主动发布虚假的利空信息而构成诱空型虚假陈述。由于信息披露义务人缺乏经济上的激励故意而散布利空信息,因而此种行为模式往往以过失的形式出现,具体体现为因会计差错导致财务数据不真实、不准确。如嘉澳环保在2019年至2020年前三季度的定期报告中虚减净利润198.65万元,

[1] 参见贾纬:《证券市场虚假陈述民事案件的赔偿范围》,载《人民司法》2002年第11期。

即可能构成积极发布虚假利空信息的诱空型虚假陈述。^{〔2〕}

与此同时,应注意积极发布虚假利空信息的虚假陈述与新《证券法》第56条编造、传播虚假信息的区别,前者的违法主体为信息披露义务人,且由于上市公司缺乏激励发布利空信息,因此大部分的积极发布虚假利空信息案件的过错形态为过失,而后者的违法主体则不承担信息披露义务,且编造、传播虚假信息的过错形态主要为故意。

二是消极隐瞒实质利好信息。虚假陈述行为人可能消极隐瞒实质性的利好信息而构成诱空型虚假陈述。在诱空型虚假陈述案件中,虚假陈述行为人会呈现多样性。除发起人与上市公司外,上市公司控股股东、实控人、上市公司大股东等主体同样负有信息披露义务,而这些主体与上市公司的利益方向并不当然一致,在某些情况下,这些主体具有消极隐瞒实质利好信息的激励,隐瞒披露对上市公司并无益处,但可以使其他信息披露义务人经济上获益。如京博控股案中,上市公司大股东的增持行为触发举牌要求,但未及时披露。股东增持对上市公司是利好信息,向市场传达投资者看好上市公司未来发展的信息,然而随之而来的股价上升却会增加增持股东的收购成本,因此股东具有经济上的激励隐瞒该信息。^{〔3〕}

另外,同样存在上市公司故意隐瞒实质利好信息的情形,如彩虹精化案中,上市公司彩虹精化未及时披露可能给公司带来巨额利润的重大合同。^{〔4〕}

此外,除了诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述,还存在因中性信息构成虚假陈述的空间。在界定诱空型虚假陈述时,尚需讨论本身不具有利空或利好性质的中性信息。在过往的一些案例中,已出现法院认为案涉相关信息不足以影响投资者的决策以及股票价格,因此不构成

〔2〕 参见中国证券监督管理委员会浙江监管局行政处罚决定书(〔2021〕6号),与此同时,嘉澳环保在相应期间内虚增营业收入共计约5.36亿元,同样具有被认定为诱多型虚假陈述的可能。

〔3〕 参见韩某与山东京博控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,山东省高级人民法院民事判决书,(2015)鲁商终字第327号等。

〔4〕 参见曾某新与深圳市彩虹精细化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,广东省高级人民法院民事判决书,(2015)粤高法民二终字第1066号等。

诱多型或者诱空型虚假陈述,进而认定虚假陈述行为与投资者的损失间不存在因果关系的案件。^[5] 此类不足以影响投资者的决策以及股票价格的信息则称为“中性信息”。^[6]

基于中性信息虚假陈述主张损害赔偿,在新《虚假陈述司法解释》规则下无法得到支持。为平衡上市公司合规成本与监管部门的监管效率,仅当虚假陈述的信息具有重大性时,虚假陈述行为才具有可罚性。为使抽象的重大性标准具有可操作性,我国《证券法》第80条规定,发生可能对股票交易价格产生较大影响的重大事件的,公司应及时履行披露义务。新《虚假陈述司法解释》第10条更是将证券交易价格的变化作为判断重大性的首要标准。因此,损害赔偿诉求能够得到支持的虚假陈述案件所涉的信息应当具有影响证券价格的性质。中性信息不足以影响股票价格的变动,因此中性信息的虚假陈述与投资者的损失间的因果关系较弱,虽然构成行政监管层面的违法性,但不具有侵权责任层面的可追责性。

然而,在新《虚假陈述司法解释》视角下,中性信息有其特殊意义。旧《虚假陈述司法解释》设置行政前置程序要求,部分原因是为减轻原告投资者对案涉虚假陈述行为“重大性”的举证责任,^[7]但随着投资者保护机构出现,特别代表人诉讼制度落地,投资者的诉讼能力得已大幅提升,规范层面无须越俎代庖,为投资者参与诉讼设置“过多保护”。在新《虚假陈述司法解释》规则下,即会出现未受到行政处罚的虚假陈述案件,此时由投资者举证案涉虚假陈述的信息具有重大性,由法院判断相关信息的利空性与利多性,若经法院判断不足以影响股票价格,则构成中性信息,虚假陈述行为不满足侵权行为条件,进而由法院驳回投资者的诉讼请求。

[5] 参见毛某民与上海游久游戏股份有限公司、代某等证券虚假陈述责任纠纷案,上海金融法院民事判决书,(2018)沪74民初1185号;姜某晨与北京政泉控股有限公司北大医药股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案,重庆市高级人民法院民事判决书,(2019)渝民终343号等。

[6] 参见缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载《证券法苑》(第30卷),法律出版社2020年版。

[7] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《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》(第2版),人民法院出版社2015年版,第128页。

二、规制诱空型虚假陈述的理论与实践基础

研究诱空型虚假陈述不仅具有理论意义,同时亦具有实践意义。

规范诱空型虚假陈述符合证券法法理。信息披露制度是证券法的基石,法定披露制度是证券市场有序运行、保护投资者利益的制度保障。然而,法定披露并不意味着事无巨细地披露,过高的披露义务会过分加重上市公司的运营成本,大量的琐碎信息对投资者作出投资决策无帮助亦会增加投资者的决策成本。因此,重大性成为信息披露制度的重要概念,在披露信息有实质可能性影响投资者的投资决策时,错误披露该信息会构成虚假陈述行为,行为人应当承担相应法律责任。^[8]无论虚假陈述的信息是诱空性信息还是诱多性信息,只要该信息可能实质影响投资者的投资决策,该虚假陈述行为即会损害投资者利益,具有可罚性。

规范诱空型虚假陈述符合侵权法法理。信息披露属于法定义务,当信息披露义务人违反信息披露义务时,投资者可能遭受损失,当满足侵权责任要件时,虚假陈述行为人即应承担赔偿投资者利益损失的责任。

规范诱空型虚假陈述在规范层面已有规定。《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”。根据该规定,信息披露义务人有“虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”等虚假陈述行为时,应当对受损的投资者承担赔偿责任。构成虚假陈述民事赔偿责任的行为不仅限于诱使投资者作出“买入决定”的虚假陈述,而是凡作出“虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”皆会触发赔偿责任,与构成信息披露违法违规行政责任的行为要件相一致。《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称

[8] See TSC Indus. v. Northway, 426 U. S. 438.

《九民纪要》)第82条对人数不确定的代表人诉讼的公告程序作出规定,指出在发出公告前,应先判断投资者的交易方向与诱多、诱空的虚假陈述是否一致。可见,人民法院已在程序法层面肯定诱空型虚假陈述的存在,并且指出诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述在投资者交易方向方面存在区别,这与本文讨论诱空型虚假陈述中,投资者受到损害的形态以及因果关系的认定与诱多型虚假陈述不同的观点一致。新《虚假陈述司法解释》则是正式将诱空型虚假陈述制度纳入虚假陈述民事赔偿制度。

规范诱空型虚假陈述符合司法、执法实践要求。如前所述,由于其他信息披露义务人与上市公司的利益并不一致,其更有动机实施诱空型虚假陈述,现实中已出现如京博控股案等向其他信息披露义务人主张虚假陈述民事赔偿的案件。在京博控股案中,法院对未及时进行权益披露属于诱空型虚假陈述予以认可,同时基于不存在因果关系而驳回投资者的诉讼请求,虚假陈述行为的“诱空”性质并非不支持投资者诉请的理由。^[9] 根据旧《虚假陈述司法解释》,虚假陈述行为人尚包括控股股东、实控人、证券承销商及其他中介机构、所涉单位中负有责任的董监高等主体。随着证券监管力度的增强以及特别代表人诉讼制度的落地,被告为中介机构、“关键少数”的案件将会出现,对于这类主体作出的诱空型虚假陈述,应当有相应的规则予以规制。

规范诱空型虚假陈述是保护投资者利益的必然要求。最高人民法院编著的《关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》(以下简称《虚假陈述司法解释的理解与适用》)中指出,“诱空型虚假陈述常常与内幕交易、操纵市场等种类的证券市场欺诈行为相关联,因此《虚假陈述司法解释》的调整对象定位于诱多型虚假陈述”。^[10] 可以推知其背后的规范目的是防止对违法者的同一行为作出多次处罚。自行政监管进行公正性考察以来,表现出合理性特征,但是该规范忽略了对投资者的保护。上市公司的控股股东、实际控制人及董、监、高等

[9] 参见韩某与山东京博控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,山东省高级人民法院民事判决书,(2015)鲁商终字第327号等。

[10] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《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》(第2版),人民法院出版社2015年版,第253页。

“关键少数”,存在控制信息披露节奏操纵市场、延迟披露利好信息进行内幕交易的动机,因此诱空型虚假陈述与操纵市场等其他证券违法违规行为密切相关。然而,实践中虽然对“关键少数”内幕交易、操纵市场的处罚较多,但投资者基于内幕交易与操纵市场来主张民事赔偿的案件却屈指可数,这对涉及诱空型虚假陈述的内幕交易或操纵市场案件中的投资者主张损害赔偿极为不利,因此完善诱空型虚假陈述相关规则具有必要性。

新《虚假陈述司法解释》已取消行政前置,未来实践中行政追责与民事追责将进一步分离。行政监管与民事赔偿的目的不同,前者为惩戒证券市场的不法行为,维护市场有序运行,而后者则为弥补投资者受到的损失,二者各司其职,不必也不应在规则层面相互限制。对于诱空型虚假陈述同时涉及内幕交易、操纵市场等证券违法行为的,仍可从一重处,但不影响投资者主张因虚假陈述产生的民事赔偿。

三、规制诱空型虚假陈述的域外经验

《证券法》第85条规定,信息披露义务人存在“虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”等虚假陈述行为时,即应当对受损的投资者承担赔偿责任。根据对第85条的文义解释,无论是诱多型还是诱空型虚假陈述,皆可能触发民事赔偿责任。公开发行证券的公司有义务公开披露真实、准确、完整的信息,无论虚假陈述内容是诱多还是诱空,凡具有重大性者皆具有可罚性,此种立法模式符合证券法原理,域外证券监管立法也皆采取此种模式。本文以美国证券监管委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)制定的 SEC 规则 10b-5 为例,针对虚假陈述民事赔偿中的几个关键问题展开分析。

(一) SEC 规则 10b-5

SEC 规则 10b-5 是 SEC 在《美国证券交易法》第10条基础上制定的规则,该规则现已成为美国证券执法实践的基石,并且是美国证券

诉讼的重要依据。^[11] 该规则条文具如下:

SEC 规则 10b-5——使用操纵和欺骗方法

任何人利用任何州际商业方式或手段、邮件、全国性证券交易所的任何设施所实施的,与任何证券的买进或卖出有关的下列行为,均为非法:

- a. 使用任何计划、技巧和策略进行欺诈的;
- b. 就某项重大事实作出不实陈述,或者遗漏陈述某项重大事实(该重大事实在作出陈述时的情况下,对于确保作出的陈述不具有误导性是必要的);
- c. 从事任何对他人构成或可能构成欺诈或欺骗的行为、做法或业务。^[12]

SEC 规则 10b-5 概括式的条文表述,使其能够规制所有涉及证券买卖的欺诈行为,虚假陈述、内幕交易与操纵市场等典型证券欺诈行为皆符合 SEC 规则 10b-5 规定的要件,进而受到规范。^[13] 显然,虚假陈述信息的诱空性并非 SEC 规则 10b-5 下的抗辩事由。本文以美国德州海湾硫磺公司(Texas Gulf Sulphur Co., 以下简称 TGS 公司)虚假陈述、内幕交易案为例,对 SEC 规则 10b-5 展开分析。

1963 年 11 月, TGS 公司在加拿大进行探矿活动, 开挖第 1 口探矿井时, 发现矿井中心有优质矿石, 经采样分析发现该矿含有 1.18% 的铜和 8.26% 的锌, 同时每吨还含有 3.94 盎司的银。根据 TGS 公司的规定, 从试挖第 2 口探矿井开始, 探测小组每日还要向副总裁斯蒂芬斯和福格蒂报告。自试挖第 2 口探矿井时起, 有关重大矿藏被发现的传言开始在加拿大传播。

1964 年 4 月 11 日, 斯蒂芬斯发现媒体报道了有关矿样已送至美国进行化学成分分析的非正式消息。他立即联系福格蒂, 福格蒂同日拿到了有关矿藏的报告。次日, 福格蒂草拟了一份新闻发言稿, 登在

[11] See James R. MacAyeal, *Rule 10b-5 Developments—Theories of Liability*, 39 Wash. & LEE L. REV. 969 (1982).

[12] 17 CFR § 240.10b-5.

[13] See John Coffee Jr., Hillary Sale & M. Henderson, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 1039 (13th ed. 2015).

1964年4月13日的报纸上。该份新闻发言稿指出公司“在加拿大东部试挖的矿基本没有价值,只是一小部分发现了有少量硫化物”。并提出确定该地区矿藏价值还需进一步评定,在得出合理结论后公司会公开。1964年4月16日,TGS公司发布官方声明称,“根据目前探矿情况来看,矿藏储量至少有2500万吨”。

自TGS公司1963年11月12日第1口矿井挖掘结束,至1964年4月16日正式公布探矿结果,TGS公司及高管存在发行股票期权、买入公司股票等行为,公司的检测人员等内幕信息知情人亦存在买入公司股票的行为。^[14]

本案中TGS公司发现具有重大价值的矿藏的事实具有重大性,而TGS公司于1964年4月13日通过报纸发布的信息隐瞒了该重大事实,构成SEC规则10b-5第2款的虚假陈述行为。另外,TGS公司相关内幕信息知情人在敏感期内购买公司股票的行为构成内幕交易,属于SEC规则10b-5第3款规定的欺诈行为。SEC基于以上事实对TGS公司相关人员提起诉讼,主张其构成内幕交易。^[15]与此同时,有6名投资者亦对TGS公司提起诉讼,向TGS公司主张因TGS公司的虚假陈述行为导致卖出TGS公司股票而遭受的损失赔偿。法院结合事实情况,不同程度上支持了原告的请求。^[16]

由前述对SEC规则10b-5的分析及案例的说明可知:

首先,一行为触发多种证券欺诈行为的,违法行为人就不同证券欺诈行为皆应承担相应法律责任。虚假陈述、内幕交易与操纵市场本质都是证券欺诈行为,我国证券法与美国证券法在这一前提上不存在异议,但在具体执行方式上存在区别。由于SEC规则10b-5的概括性,SEC可以依据该条规则同时处理TGS公司案中出现的虚假陈述、内幕

[14] 本案案情的翻译部分参考中国证券监督管理委员会网站内容,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/tzbbh1/tbtzzjy/tbaljs/201310/t20131017_236535.html, 2021年11月16日访问。

[15] See SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833.

[16] See Reynolds v. Texas Gulf Sulphur Co., 309 F. Supp. 548 (D. Utah 1970). 另外,在前述 SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co. 案中,SEC主张TGS公司存在虚假陈述行为,亦得到法院支持,因投资者向TGS公司主张虚假陈述赔偿更具说明性,故在此选择了该案例。

交易等证券欺诈行为。然而,旧《虚假陈述司法解释》规定阙如,使诱空型虚假陈述存在规则真空,TGS公司案若发生在我国,向TGS公司高管等内幕信息知情人追究内幕交易违规的行政责任虽不存在异议,但因TGS公司虚假陈述而遭受损失的投资者主张权利可能存在障碍,旧《虚假陈述司法解释》未提供相关指引。

其次,虚假陈述内容的重大性是影响侵权责任的要件,而非内容本身的“诱空”“诱多”性。SEC规则10b-5第2款强调虚假陈述的信息需是“重大事实”(material fact)。在司法判例中,对于案涉信息是否具有重大性亦是判决的论述重点。重大性制度是兼顾保护投资者和降低公司披露成本负担的重要制度,经过多年的实践发展演变,美国最高法院对重大性作出定义:具有重大性的信息必须存在实质可能性(substantial likelihood)使理性投资者(reasonable investor)认为该信息对于其作出买入、卖出或持有的投资决定或投票具有重要性(significance),即理性投资者认为该项事实会改变其对现有信息的信息整体(total mix)判断。^[17]

最后,除重大性外,在认定虚假陈述民事赔偿责任时需满足具体要件。SEC规则10b-5规定了证券欺诈的构成要件,在满足具体要件时,投资者主张虚假陈述赔偿的请求才可得到支持。SEC规则10b-5本身规定了责任构成要件,包括“作出不实陈述”(make untrue statement)、“重大事实”(material fact)、“与证券的买卖有关”(in connection with the purchase or sale of any security)等。除此之外,一般侵权行为的要件亦同样适用于虚假陈述侵权,包括因果关系、损失等要件。本文选取其中部分要件予以分析。

(二) 认定证券欺诈的关键要素:重大性

由于错误披露的信息具有重大性,虚假披露行为具有可责性,而非错误披露的信息具有“诱使投资者作出买入决策”的性质使之具有可责性。旧《虚假陈述司法解释》未规定诱空型虚假陈述相关规则背后的根源在于未厘清重大性与证券欺诈之间的关系,不具有合理性。

首先,虚假陈述与内幕交易皆与重大性密切相关,但二者相互独

[17] See TSC Indus. v. Northway, 426 U. S. 438.

立。若披露的信息存在实质可能性使投资者认为该信息对于其作出投资决策具有重要性,则该信息具有重大性。《虚假陈述司法解释的理解与适用》主张的因诱空型虚假陈述与内幕交易等违法行为相关,因此不将其作为虚假陈述规则的规制对象存在错误。如果信息披露义务人错误披露具有重大性的信息,则会使公众投资者基于错误信息作出投资判断,影响投资者的利益,因此虚假陈述行为具有可归责性;如果获取未公开重大信息的人,在信息未公开前利用该信息进行证券交易,各投资者作出投资决策所依据的信息存在差别,会破坏证券交易的平等,影响投资者利益,因此内幕交易行为具有可归责性。然而,重大信息可能是利好信息亦可能是利空信息,无论隐瞒或错误披露哪种重大信息皆构成虚假陈述,正如内幕交易行为人可能利用利好信息从事获利型内幕交易,也可能利用利空信息从事避损型内幕交易。因此信息的“诱多”“诱空”性不可作为选择虚假陈述相关规则或是其他证券欺诈行为规则认定与处理的理由,重大性才是认定与信息披露相关的证券欺诈行为的关键。

其次,以内幕交易相关规则处理诱空型虚假陈述,会使投资者利益无法得到保护。以 TGS 公司案为例,TGS 公司未及时披露发现矿藏的原因可能是公司正在进行并购,公司管理层为控制公司股价,才选择隐瞒相关利好信息。^[18] 若 TGS 公司案中仅是 TGS 公司管理层为促成并购而隐瞒信息,在旧《虚假陈述司法解释》的规范逻辑下,则投资者只得转向以内幕交易或操纵市场规范追究相关人员责任,此时相关人员会主张不存在违法行为而逃脱责任,因 TGS 公司虚假陈述行为卖出股票的投资者将无法获得损失补偿。

最后,虚假陈述的认定应回归重大性认定,摒弃对诱空型虚假陈述的“偏见”。对于隐瞒利好信息或错误披露利空信息的案件,认定重点是案涉信息是否具有重大性,案涉信息是否为诱空信息与责任的构成无关。如在 Phillips v. LCI Int'l, Inc. 案中,原告主张被告公司的管理层作出的声称公司不供出售的披露文件,使公司股价被人为压低,而公司

[18] See John E. Friberg & Laurence J. Hoffman, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. : The Inside and Outside of Rule 10b-5*, 46 B. U. L. REV. 205 (1966).

在1个月后与另一家公司发生合并。法院并未支持原告的赔偿请求,但其判决理由并非因管理层的信息披露属于诱空型虚假陈述,而是管理层的披露不具有改变市场整体信息(total mix)的显著可能(substantial likelihood),即管理层的披露不具有重大性。^[19]

(三) 因果关系与欺诈市场理论

因果关系是侵权责任构成要件之一,对于证券虚假陈述诉讼中的因果关系证明,美国司法实践中形成了交易因果关系(transaction causation)和损失因果关系(loss causation)的区分,其中交易因果关系指原告因侵权行为而实施了交易,损失因果关系则指因被告的虚假陈述给原告造成了经济损失。^[20]其中,欺诈市场理论与交易因果关系密切相关。

在证明交易因果关系时,需证明被告的虚假陈述行为导致原告实施了交易,即证明原告系因信赖被告的虚假陈述而作出交易决策。原告证明此种“信赖”存在困难,尤其是在被告消极隐瞒信息时,证明难度将进一步提高。

针对证明投资者对虚假陈述的“信赖”问题,美国最高法院在 Basic Inc. v. Levinson 案中正式承认了欺诈市场理论。Basic 案中,Basic 公司与 Combustion 公司商谈合并的过程中,先后发布了三次公开声明,声称不存在合并谈判。经法院审理认为,被告 Basic 公司并不负有披露信息的义务,但当被告选择自愿披露时,被告即负有真实、准确、完整披露信息的义务,被告隐瞒披露信息的行为构成虚假陈述。^[21]法院在论述原告对被告虚假陈述的依赖时,引入了欺诈市场理论。

欺诈市场理论建立在有效市场假说之上,即在公开且有效的证券市场中,证券的价格是在所有公开、重大的公司信息基础上形成的,虚假陈述会导致投资者进行交易,即使投资者并未直接基于虚假陈述的信息作出决策。^[22]原告若主张适用欺诈市场理论证明交易因果关系,即转为证明:(1)被告存在虚假陈述;(2)虚假陈述的信息具有重大性;

[19] See Phillips v. LCI Int'l, Inc., 190 F.3d 609.

[20] See Schlick v. Penn - Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374.

[21] See Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224.

[22] 同上。

(3) 证券在有效市场中进行交易; (4) 交易行为在虚假陈述行为作出后, 被揭露前发生。^[23] 可以看出, 旧《虚假陈述司法解释》中的因果关系推定规则即建立在欺诈市场理论之上, 原告投资者仅需证明交易行为发生在虚假陈述行为日后、披露日前即可推定虚假陈述与投资者交易行为间存在因果关系。

旧《虚假陈述司法解释》采用欺诈市场理论制定因果关系推定规则, 可以减轻投资者举证负担, 有利于保护投资者权益, 值得赞同。但旧《虚假陈述司法解释》的因果关系规则仅限于投资者因买入行为受到损失的情形, 有意限缩了规则的适用范围, 未免走得太远。

四、诱空型虚假陈述与诱多型虚假陈述的异同

诱多型虚假陈述, 是指虚假陈述者故意违背事实真相发布虚假的利多消息, 或者隐瞒实质性的利空信息不予公布或不及时公布, 使得投资者在股价处于相对高位时, 进行投资追涨的行为。^[24] 旧《虚假陈述司法解释》虽未明确区分诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述, 但从规定的内容可以看出, 旧《虚假陈述司法解释》将其调整对象定位于诱多型虚假陈述行为。在探究诱空型虚假陈述相关规则构建之前, 可以先比较其与诱多型虚假陈述相关规则间的异同, 考察旧《虚假陈述司法解释》中规则的可借鉴性, 并针对二者的不同点探索构建诱空型虚假陈述的规则。

(一) 诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述的责任认定路径相同

根据新《虚假陈述司法解释》的规定, 认定虚假陈述侵权责任的具体路径如下:

首先, 确定虚假陈述实施日、虚假陈述揭露日、基准日。虚假陈述的实施日及揭露日与因果关系的认定密切相关, 是确定虚假陈述侵权

[23] See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224.

[24] 参见贾伟:《证券市场虚假陈述民事案件的赔偿范围》, 载《人民司法》2002年第11期。

责任的基础。投资差额损失计算的基准价格是计算投资者损失的重要基础,而基准日则是确认基准价格的重要时点。因此,认定虚假陈述侵权责任及计算投资者损失的前提即确定实施日、揭露日与基准日。

其次,推定虚假陈述与投资者交易行为的因果关系。新《虚假陈述司法解释》延续旧的规范逻辑,参照欺诈市场理论,以“推定信赖”的原则,确定交易行为与虚假陈述行为之间的因果关系存在与否。只要有有关基础事实得到证明,就可以推定因果关系存在。^[25] 具体而言,即根据投资者的买入、卖出行为与实施日、揭露日的关系推定投资者的损失与虚假陈述间的因果关系。

再次,审查推翻交易因果关系推定的抗辩。虚假陈述行为人可以对推定的因果关系提出抗辩,旧《虚假陈述司法解释》第19条明确列举了5种可以推翻因果关系推定的抗辩事由。第1项与第2项事由是推定因果关系所依据的事实的相反表述,如果能够证明投资者的买入、卖出行为不符合推定因果关系的条件,则不存在因果关系。第3项事由是投资者明知,如果投资者在作出投资行为前已经知道虚假陈述的存在,则投资者并未受到虚假陈述的影响,因此因果关系的推定不成立。第4项事由是损失由其他因素导致的,投资者的投资行为失败可能是多种原因共同作用的结果,在判断虚假陈述行为人对投资者损失的责任时,应剔除投资者应承担的市场风险等因素导致的损失。第5项事由是对恶意投资、操纵证券价格行为的规定,此时扰乱市场秩序的恶意行为者被推定明知虚假陈述的存在,或其无论是否明知虚假陈述存在都会存在,因而此时不存在因果关系。^[26] 新《虚假陈述司法解释》第12条亦延续旧《虚假陈述司法解释》第19条的规定,并在此基础上新增“介入因素中断因果关系”的规则。

最后,确定投资者的损失。根据旧《虚假陈述司法解释》第33条的规定,基于揭露日后的累计成交量、揭露日后经过的时间、退市情况、停牌情况等不同情形,确定基准日,并根据旧《虚假陈述司法解释》第

[25] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《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》(第2版),人民法院出版社2015年版,第250页。

[26] 同上。

31条、第32条确定的基准价格计算投资差额损失。

综上所述,旧《虚假陈述司法解释》提供了一条完整的虚假陈述责任认定路径,这一路径并不因虚假陈述的信息为诱多信息或诱空信息而发生改变,具有普遍适用性,因此可以在此框架下构建诱空型虚假陈述的相关规则。

(二) 诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述的损害发生机制不同

诱空型虚假陈述与诱多型虚假陈述的核心区别即在于二者虚假陈述的信息对股价的影响不同。对于投资者,因为信息对股价的影响不同,所以投资者对信息作出的反应不同,进而受到损害的方式也存在区别。

在诱多型虚假陈述中,虚假陈述的信息具有利多性,投资者会受到信息的影响而买入证券,市场接受该信息后,股票价格会虚高于真实价值,当虚假陈述被揭露后,投资者卖出股票,股票价格向真实价值靠近,买入价格和拟制真实价值^[27]间的差即为投资者的损失,即损失B;基准日前卖出的,损失为买入价格与卖出价格的差,即损失A。(见图1)

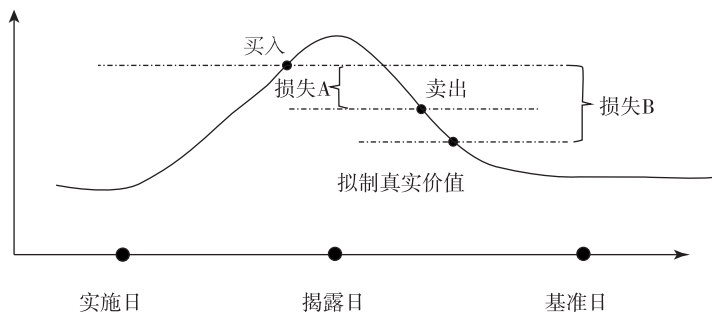


图1 诱多型虚假陈述对股价影响及投资者损失示意

在诱空型虚假陈述中,虚假陈述的信息具有利空性,投资者会受到信息的影响而卖出证券,市场接受该信息后,股票价格会虚低于真实价值,当虚假陈述被揭露后,投资者买入股票,股票价格向真实价值靠近,

[27] 旧《虚假陈述司法解释》第32条将揭露日至基准日每日收盘价的平均价格作为拟制的真实价值。

卖出价格和拟制真实价值^[28]间的差即为投资者的损失,即损失 B;揭露日后、基准日前买入的,损失为卖出价格与买入价格的差,即损失 A。(见图 2)

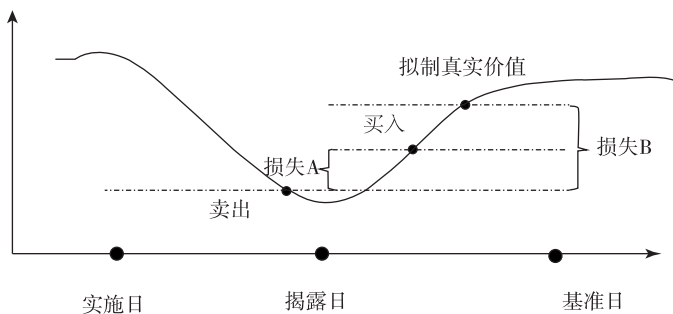


图 2 诱空型虚假陈述对股价影响及投资者损失示意

由于诱多型与诱空型虚假陈述中投资者利益受到损害的模式存在区别,两类案件中揭露日、因果关系推定等具体问题也存在完全不同的处理。

五、诱空型虚假陈述案件若干问题分析

虚假陈述的信息性质不同,对股价的影响不同,这导致诱空型虚假与诱多型虚假陈述案件的处理规则存在区别。但旧《虚假陈述司法解释》确定的虚假陈述责任的认定路径具有普遍的适用性,这对于讨论诱空型虚假陈述责任的认定具有参考意义。

(一) 诱空型虚假陈述揭露日的确定

旧《虚假陈述司法解释》确定了依据投资者的交易行为与虚假陈述实施日、揭露日的关系推定因果关系的规则。其中,虚假陈述实施日时点较易确定,然而,旧《虚假陈述司法解释》对揭露日的规定仅以“公开”与“首次”为判断标准,该标准并不明确。具体到实践中,即具体体现为选择公告信息披露违法违规行为被立案调查的时点(以下简称立

[28] 诱空型虚假陈述案件中拟制真实价值的确定方式尚需讨论。

案公告日)或是以《行政处罚事先告知书》公告的时点(以下简称《告知书》公告日)为揭露日的问题。

在《九民纪要》发布前,司法实践会考虑相关时点披露的文件内容的“明确性”,若涉及揭露的相关文件内容欠缺明确性,则认为其不具备充分的警示作用,进而不认定为揭露日,由于《行政处罚事先告知书》记载了违法违规行为的具体内容,因此此时《告知书》公告日被认定为揭露日。^[29]《九民纪要》发布后,进一步明确了认定揭露日所需考量的因素,更加强调市场对虚假陈述的反应,弱化了披露内容的明确性要求,并且明确指出市场对立案调查、揭露文章有明显反应即可判断为揭露日,实践中已采取此种判断路径,并且将客观的证券价格波动作为判断“市场明显反应”的重要依据,由于立案调查公告后公司的股价会作出明显反应,因此此时立案公告日被认定为揭露日。^[30]

诱空型虚假陈述揭露日的确定也存在选择立案公告日还是《告知书》公告日的问题。

1. 以立案公告日为揭露日

以立案公告日为揭露日与过往案例及《九民纪要》的规定相符,但此种认定方式存在问题。

一方面,诱空型虚假陈述以立案公告日为揭露日可能存在解释上的矛盾。立案公告本身具有利空性质。由于上市公司缺少从事诱空型虚假陈述的激励,信息披露违规案件以诱多型虚假陈述居多,因此立案公告向投资者传递上市公司存在财务造假问题的风险信号。立案通知公告后的市场反应与诱空型虚假陈述被揭露的市场反应矛盾。诱空型虚假陈述被揭露,表明上市公司存在未披露的利好信息,或者上市公司过去披露的利空信息是虚假信息,此时的市场应看多上市公司,买入上

[29] 参见上海大智慧股份有限公司、张某娟证券虚假陈述责任纠纷案,最高人民法院民事裁定书,(2019)最高法民申2399号;宋都基业投资股份有限公司为与被上诉人李某证券虚假陈述责任纠纷案,浙江省高级人民法院民事判决书,(2016)浙民终949号等。

[30] 参见上海普天邮通科技股份有限公司与许某鑫、厉某宏等证券虚假陈述责任纠纷案,上海市高级人民法院二审民事判决书,(2020)沪民终294号;朱某俊与浙江祥源文化股份有限公司、孔某永证券虚假陈述责任纠纷案,浙江省杭州市中级人民法院民事判决书,(2020)浙01民初2052号等。

上市公司股票,股票价格上升。然而,由于立案通知书本身的利空性质,在立案通知书公告后,股票价格会大幅下降,这就与诱空型虚假陈述被揭露后市场本应有的效果存在矛盾。

另一方面,诱空型虚假陈述以立案公告日为揭露日可能无法充分保护投资者利益。

在诱多型虚假陈述中,投资者在实施日后买入或持有上市公司股票,并在揭露日后卖出的,推定该投资者受到的损失与虚假陈述间具有因果关系;而在揭露日前卖出的,则推定其未受到虚假陈述的影响,此为因果关系的豁免事由之一。如果以《告知书》公告日为揭露日,则在立案公告日至《告知书》公告日内卖出股票的投资者无法受到保护。因此在诱多型虚假陈述中,以立案公告日为揭露日更能充分保护投资者(见图3a)。在诱空型虚假陈述中,投资者在实施日前买入或持有上市公司股票,而在实施日后揭露日前卖出的,应推定该投资者受到的损失与虚假陈述间具有因果关系;在揭露日后卖出的,则应认定其未受到虚假陈述的影响。因此,如果以立案公告日为揭露日,则在立案公告日至《告知书》公告日内卖出股票的投资者无法受到保护(见图3b)。两者相较,似乎在诱空型虚假陈述案件中以《告知书》公告日为揭露日更能充分保护投资者。

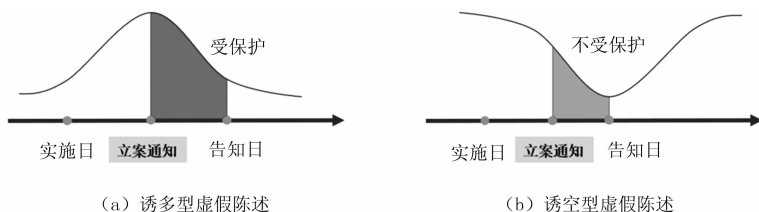


图3 两类虚假陈述案件揭露日时点比较

2. 以《告知书》公告日为揭露日

如前所述,诱空型虚假陈述以《告知书》公告日为揭露日似乎更能充分保护投资者的利益,然而此种认定方式亦存在问题。

一方面,以《告知书》公告日为揭露日会导致原因力判断复杂化。如前所述,立案通知公告本身具有利空性,以《告知书》公告日为揭露日需要解决立案通知公告对诱空型虚假陈述的影响的问题。在信息披

露义务人作出诱空型虚假陈述后,市场受到虚假的利空信息影响,股价开始下跌,其间上市公司披露收到立案通知书的公告,使股价进一步下跌。投资者因立案通知书公告后的股价下降而受到的损失可能受到多种因素影响,信息披露义务人不应对诱空虚假陈述以外部分的损失承担责任,应属于旧《虚假陈述司法解释》中所述“损失由其他因素导致”的豁免事由。因此,以《告知书》公告日为揭露日会使对投资者受到损失的原因的判断变得复杂。

另一方面,以《告知书》公告日为揭露日与过往案例冲突。《九民纪要》确定虚假陈述揭露日的认定规则后,以立案公告日为揭露日已成为实践中的主流观点。若贸然改变揭露日的认定时点,会出现与过往案例处理不统一的问题。

3. 对新《虚假陈述司法解释》揭露日认定规则的思考

新《虚假陈述司法解释》延续《九民纪要》中关于揭露日认定的规则,明确立案公告等时点应认定为揭露日。然而,《九民纪要》中的揭露日认定规则包含多个层次,需全面理解《九民纪要》才可更好地适用新《虚假陈述司法解释》,在此予以展开。

第一,《九民纪要》揭露日认定规则存在模糊性。根据《九民纪要》,“虚假陈述的揭露和更正,是指虚假陈述被市场所知悉、了解,其精确程度并不以‘镜像规则’为必要,不要求达到全面、完整、准确的程度”。原则上以市场对相关信息存在明显反应即可认定揭露日。但司法实践中似乎更为关注市场的“明显反应”,而虚假陈述被市场所知悉、了解至何种程度并未明确。

第二,新《虚假陈述司法解释》的规定并未完整反映《九民纪要》的内容。虽然《九民纪要》并不具有司法解释效力,但《九民纪要》对诱空型虚假陈述规则的规定更具科学性,值得参考。《九民纪要》第84条的认定规则包括两个层面:第一层,虚假陈述的揭露是指虚假陈述被市场知悉、了解,且精确程度无须达到“镜像规则”程度;第二层,对揭露日的判断原则上以市场反应为判断标准,立案调查、揭露文章等皆可作为揭露时点。诱多型虚假陈述揭露日判断的适用重点在于第二层,因为市场对立案调查具有明显反应(股价下跌),因此可以直接认定。诱空型虚假陈述揭露日判断的适用重点则需同时包括两层:一方面,以市

场反应为判断标准,告知书公告后股价上升;另一方面,还需虚假陈述的性质为市场所知悉、了解,虽然市场对立案公告日同样具有明显反应,但因虚假陈述性质与市场反应不同,不适宜将其认定为揭露日。正是由于适用重点的不同,导致诱空型虚假陈述与诱多型虚假陈述认定揭露日可能存在区别,虽然适用的规范相同,但最后确定的时点却有先后之分。这种错位发生的原因可能在于立案公告日本身具有利空性质,而立案公告日后卖出股票的行为又恰好与诱多型虚假陈述揭露后的行为模式相一致。如果仅将新《虚假陈述司法解释》规则理解为所有类型案件统一以立案公告日为揭露日,则存在片面性。

第三,虽然新《虚假陈述司法解释》并未明确要求揭露内容需具有确定性,但适用该规则时应将“揭露内容具备一定程度的确定性”作为适用前提,具体而言,即诱空型虚假陈述应以《告知书》公告日为揭露日。理由如下:

首先,投资者“将遭受投资损失”的风险自揭露日开始具有转化为现实风险的可能。投资者受虚假陈述影响,未基于真实、准确、完整的信息作出投资决策,市场“受到”欺诈,证券价格未反映其真实价值,投资者因此承担潜在的投资损失风险。而当虚假陈述因公开揭露而为市场知悉时,投资者基于真实信息作出决策,证券价格开始向其真实价值回归,投资者先前“错误投资”的风险转化为现实损失。由此可知,虚假陈述被公开揭露的内容至少需具备将投资者的损失风险转化为现实损失的可能,该判断亦符合新《虚假陈述司法解释》第10条重大性认定的客观标准,即虚假陈述的揭露将导致证券价量明显变化。

其次,新《虚假陈述司法解释》第8条以立案公告日为揭露日仅为原则性规定。由于虚假陈述行为的主要违规形态仍是上市公司作出的诱多型虚假陈述,以立案公告日为揭露日能更好保护因诱多型虚假陈述而受损的投资者的利益。另外,由于诱多型虚假陈述更为常见,新《虚假陈述司法解释》第8条以立案公告日为揭露日已具备一定的推定性质。与此同时,新《虚假陈述司法解释》第8条规定,“当事人有相反证据足以反驳”时,亦可排除该规则的适用,即推翻该推定。

最后,在诱空型虚假陈述中主张以《告知书》公告日为揭露日在制度层面具有可行性。如前所述,以立案公告日为揭露日仅是原则性规

定,“当事人有相反证据足以反驳”时,可排除该规则的适用。具体而言,立案公告日本身具有利空性,立案公告日后股价下跌并非诱空型虚假陈述被揭露时市场应有的反应,当事人可基于新《虚假陈述司法解释》第12条第3款的规定主张立案公告日是影响证券价量的“其他重大事件”,进而主张因果关系不成立。因此在诱空型虚假陈述中当事人应有权主张揭露内容具有一定程度确定性的《告知书》公告日为揭露日。另外,需注意在以《告知书》公告日为揭露日的案件中,应厘清立案公告日等各类介入因素对因果关系的影响,系统全面地厘定投资者遭受的损失。

(二) 诱空型虚假陈述因果关系的推定

在诱空型虚假陈述中,投资者受到虚假陈述信息的影响不同,其受到损失的方式也不同,因此,诱空型虚假陈述的因果关系的判断也同样存在不同。在深圳市彩虹精细化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中,广东省高级人民法院区分六种投资者买入卖出股票的情况,系统地对比诱空型虚假陈述的因果关系判断问题进行分析。^[31] 新《虚假陈述司法解释》中关于诱空型虚假陈述的因果关系规则与彩虹精化案的裁判规则一致,本文在此基础上对相关论述展开讨论。

1. 实施日前买入卖出

此种情况下,投资者的买入与卖出行为皆在实施日之前。相关投资行为并未基于虚假陈述行为作出,即使投资者遭受损失,也是基于正常的投资风险,应由投资者自己承担,与虚假陈述行为之间没有因果关系(见图4)。



图4 实施日前买入卖出示意图

[31] 参见曾某新与深圳市彩虹精细化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,广东省高级人民法院民事判决书,(2015)粤高法民二终字第1066号等。

2. 实施日前买入,实施日后揭露日前卖出

此种情况下,投资者的买入行为在实施日之前,卖出行为在实施日后揭露日前。投资者的卖出投资决策并未基于真实、准确、完整的信息作出,投资者或没有知悉本应披露的利好信息,或受到虚假披露的利空信息的影响,此时投资者因卖出行为受到的利益损失应推定为与虚假陈述行为有因果关系(见图5)。

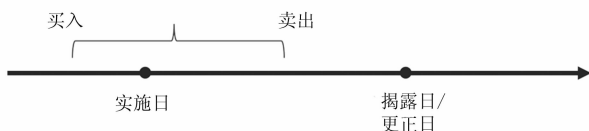


图5 实施日前买入,实施日后揭露日前卖出示意图

3. 实施日前买入,揭露日后卖出

此种情况下,投资者的买入行为在实施日前,卖出行为在揭露日后。投资者的买入与卖出决策都是基于真实、准确、完整的信息作出的。上市公司的相关信息因揭露日经过而补全完整,此时投资者仍坚持卖出公司股票,可知相关投资决策并未受到虚假陈述的影响,即使投资者遭受损失,也是基于正常的投资风险,应由投资者自己承担,与虚假陈述行为之间没有因果关系(见图6)。

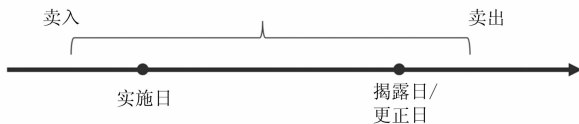


图6 实施日前买入,揭露日后卖出示意图

4. 实施日后买入,揭露日前卖出

此种情况下,投资者的买入行为与卖出行为皆在实施日后、揭露日前。广东省高级人民法院认为,“虽然从买入时间上看,晚于应当披露的时间,但其损失亦由利好消息未能在其持股期间公布,系因虚假陈述行为人为补救措施不及时所致,投资者亦没有享受到本应享有的信息红利而受到利益损害,故该部分投资者可以要求行为人赔偿”。广东省高级人民法院这一判断的关注重点在于投资者的卖出行为所基于的信

息是否完整,由于投资者并未基于完整信息作出卖出决策,因此推定投资者的损失与虚假陈述具有因果关系。但是若观察投资者完整的投资过程,投资者的买入决策同样是基于非完整信息作出,相关买入行为是投资者的自涉风险。若综合考虑投资者的投资过程,是否还可以认定此类投资者的损失与虚假陈述行为具有因果关系,尚需讨论(见图7)。



图7 实施日后买入,揭露日前卖出示意图

5. 实施日后买入,揭露日后卖出

此种情况下,投资者的买入行为在实施日后、揭露日前,卖出行为在揭露日后。一方面,投资者的买入决策是基于虚假陈述信息作出的,可见其并未受到虚假利空信息的影响,仍看多该公司的股票;另一方面,投资者的卖出投资决策是基于真实、准确、完整的信息作出,即使虚假利空信息的影响已经消除,投资者仍看空该公司股票。因此,此时投资者的损失与虚假陈述行为没有因果关系(见图8)。



图8 实施日后买入,揭露日后卖出示意图

6. 揭露日后买入

此种情况下,投资者的买入行为与卖出行为皆在揭露日后作出,投资者的买入与卖出决策皆是基于真实、准确、完整的信息作出的,与虚假陈述实施日前买入卖出的情况相同,即使投资者遭受损失,也是基于正常的投资风险,应由投资者自己承担,与虚假陈述行为没有因果关系(见图9)。



图9 揭露日后买入示意图

(三)“诱空+诱多”复合型虚假陈述案件损失的认定

实践中可能出现同时具有诱多和诱空性质虚假陈述的案件。如前所述,由于诱空型虚假陈述与诱多型虚假陈述案件中投资者受到损害的方式不同,导致两种虚假陈述下因果关系的判断存在极大区别。因此,“诱空+诱多”复合型虚假陈述案件的定性问题对于处理虚假陈述案件极为重要。

判断复合型虚假陈述案件的性质要综合运用“定量分析+定性分析”。^[32]对于纯粹的财务数据型的复合型虚假陈述,可以直接处理相关数据,根据总的财务数据净额来判断虚假陈述整体是诱空还是诱多。对于非财务数据型的复合型虚假陈述,如果相关信息可以量化,则先通过定量的方式确定相关信息对上市公司财务数据影响的净额,后通过定性的方式确定相关信息对上市公司的影响是积极的还是消极的,并根据量化结果综合判断虚假陈述是否具有重大性;如果相关信息无法量化,则需由法院基于理性投资者的立场,对虚假陈述行为的性质作出认定。

六、虚假陈述民事赔偿制度前瞻

随着新修订的《证券法》出台并生效实施,我国证券资本市场正式进入注册制时代。帮助企业资本形成与保护投资者利益是证券法不变的主题,在拓宽企业融资渠道、降低企业融资门槛的同时,完善投资者保护制度亦是注册制的题中之义,首先就是打击信息披露违法违规行

[32] 参见缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载《证券法苑》(第30卷),法律出版社2020年版。

为,完善虚假陈述民事赔偿制度。2003年出台的《虚假陈述司法解释》未制定诱空型虚假陈述相关规则不合法理与现实实践要求,相关制度应在未来立法过程中予以完善。结合目前的立法及实践情况,虚假陈述民事赔偿制度可能有如下发展动向。

(一) 增加诱空型虚假陈述规则是必然趋势

信息披露是证券法的核心,新修订的《证券法》亦是设立专章规定信息披露制度,信息披露违法违规行为会受到全方位打击。注册制下各主体的信息披露义务被进一步压实,虚假陈述民事赔偿案件的被告将不再仅限于上市公司,上市公司收购方、大股东等存在作出诱空型虚假陈述动机的主体亦可能成为主张虚假陈述民事赔偿的对象。与此同时,《证券法》第85条、《九民纪要》第82条等规范中已可见诱空型虚假陈述的身影。综上,增加诱空型虚假陈述规则已具备现实基础与规范基础,完善相关规则已是必然趋势。

(二) 未来虚假陈述民事诉讼的重点将是重大性的判断问题

Basic案中确立了适用欺诈市场理论所要求的证明标准,原告需证明以下四项内容:被告存在虚假陈述;虚假陈述的信息具有重大性;证券在有效市场中进行交易;交易行为在虚假陈述行为作出后、被揭露前发生。

过往虚假陈述民事诉讼的重点是揭露日的判断。由于2003年《虚假陈述司法解释》要求投资者提起诉讼需提交虚假陈述的行政处罚决定或公告,或者人民法院的刑事裁判文书,虚假陈述的重大性证明在该诉讼受理阶段已经完成。旧《虚假陈述司法解释》统一制定因果关系推定规则,显然已经将证券在有效市场中进行活动作为前提条件,亦无须证明。因此,在我国既往的虚假陈述民事赔偿案件中,原告举证的重点在于证明交易行为在虚假陈述行为作出后、被揭露前发生。交易行为是客观发生的,可供讨论的空间有限,因此诉讼的争议焦点往往集中于揭露日的判断。然而,随着《九民纪要》的发布,揭露日的判断也得以客观化,虚假陈述民事赔偿中原告仅需证明其买入证券的行为发生在实施日后立案调查前即可,若被告无法举证证明原告明知虚假陈述存在,或原告损失是由其他原因导致,则原告即可以获得损失的填补。

未来虚假陈述民事诉讼的重点应是重大性的判断。首先,虚假陈

述诉讼的行政“前置程序”将逐步取消。2021年7月6日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》中明确提出“修改因虚假陈述引发民事赔偿有关司法解释,取消民事赔偿诉讼前置程序”,2020年7月15日最高人民法院发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中明确取消行政前置要求,实践中也已出现未受到行政处罚或刑事追诉即承担虚假陈述民事赔偿责任的案例。^[33]新《虚假陈述司法解释》正式取消虚假陈述民事赔偿的前置程序。其次,行政前置被取消后,被诉虚假陈述行为是否满足重大性将成为诉讼的重点。由于行政前置被取消,虚假陈述行为满足重大性要件不再是不言自明的诉讼前提,而是原被告双方争议的焦点,虽然新《虚假陈述司法解释》已明确重大性判断采取客观标准,然而客观标准的具体适用问题,如价量“明显变化”的把握、“其他重大事件”影响的剥离等,这些问题皆有待未来实践予以解答。

(三) 其他诉讼参与人的重要性将进一步凸显

完善诱空型虚假陈述的规则后,虚假陈述诉讼的重点将回归到对案涉信息重大性的判断。只要虚假陈述的信息具有重大性,诱空性信息与诱多性信息甚至是中性信息的错误披露都有可能招致虚假陈述民事赔偿责任。由此延伸出的问题即为,如果存在复合型的虚假陈述案件,同时涉及诱空性信息、诱多性信息及中性信息,信息间的影响力如何厘清?相关损失如何计算?如前所述,可以采取“定量分析+定性分析”的方法。具体而言,定量与定性可以综合运用“金融学+法学”的方法确定。

证券领域具有高度专业性,证券虚假陈述损失的计算涉及经济学、金融学、会计学、数学和计算机编程等多个学科和领域。实践中,在认定证券市场系统风险时,已有一批法院主动委托专门的鉴定机构进行鉴定,如中毅达案中,上海金融法院委托了上海交通大学中国金融研究院对投资者损失中系统风险的参与因素作出了认定;^[34]抚顺特钢案

[33] ST中安(SH:600654):ST中安关于诉讼结果的公告,2021年5月21日公告,参见巨潮资讯网,<http://www.cninfo.com.cn>。

[34] 参见李某亮与上海中毅达股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海金融法院民事判决书,(2019)沪74民初361号等。

中,沈阳市中级人民法院委托了中证资本市场法律服务中心有限公司核定投资人受系统风险影响情况及其损失金额。^[35] 随着技术的进步,通过数学建模量化投资者损失将成为损失确定的重要方法。此种做法不仅可以用于损失的计算,相关信息对上市公司股价的影响也可以尝试通过金融学等学科的方法确定。与此同时,虚假陈述信息的性质问题本质是法学问题,对于复合型虚假陈述,尤其是非财务数据型复合型虚假陈述的性质认定,仍应由法律专业人员确定,由原告诉讼代理人、被告诉讼代理人通过举证、质证、法庭辩论,对案涉虚假陈述的性质进行充分争辩,并最后由法院对虚假陈述的性质作最终判断。另外,最高人民法院与中国证监会联合发布的《关于适用〈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〉有关问题的通知》,规定了案件通报制度,要求证券监管部门配合人民法院调查搜集证据,人民法院应积极开展专家咨询和专业人士担任陪审员的探索。可见,证券监管部门、律师、第三方鉴定机构、专家及专业人士等主体在虚假陈述案件中的参与度会更高,各方主体协同作用,将有助于虚假陈述民事赔偿案件裁判的顺利进行,各类主体在虚假陈述案件中的重要性将进一步凸显。

(编辑:厉旭东)

[35] 参见范某平与抚顺特殊钢股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,辽宁省沈阳市中级人民法院民事判决书,(2021)辽01民初1191号等。