

## 证券虚假陈述与投资者损失 因果关系否定的司法路径

缪因知\*

**摘要:**我国通过司法解释对证券虚假陈述行为与投资者损失之因果关系予以推定。就虚假陈述行为的影响而言,要否认虚假陈述与投资者客观损失之间的因果关系,不能仅定量地依据涉案证券价格变动趋势与系统风险参照基准的变动趋势一致,而须基于对虚假陈述本身原因力的定性分析,或基于涉案证券自身在虚假陈述实施日/揭露日股价变动的定量分析。投资者对虚假陈述的无信赖,可基于特定的交易习惯或交易身份得出,但理由不应包括在揭露日后的买入行为本身。

**关键词:**虚假陈述 证券民事责任 证券欺诈  
鸿基案

### 一、因果关系的一般推定与个案否定

证券虚假陈述赔偿责任在理论体系中是我国

---

\* 中央财经大学法学院教授,北京大学法学博士。

证券民事责任的发轫点,<sup>[1]</sup>在司法实务中也已然成为一种规模化的民事诉讼活动。<sup>[2]</sup>职业原告律师队伍不断扩张,专门支持诉讼的风险资本也已然出现,索赔额上亿元的案件此起彼伏。中国裁判文书网显示,2019年审结的证券虚假陈述赔偿诉讼就有七千多件,涉及近百家上市公司。而对单一被告的索赔金额超过1亿元的也并非个例,如尔康制药案索赔金额超过5亿元。

诉讼多发的基本原因之一是我国最高人民法院2003年《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《赔偿规定》)通过推定的方式确立了证券虚假陈述与投资者损失之间的双层因果关系,大大方便了投资者在诉讼中证明受到虚假陈述影响。<sup>[3]</sup>具言之,投资者在(诱多型)虚假陈述实施日后买入、揭露日(含更正日,下同)后卖出或持有并产生差价损失的,司法解释既推定虚假陈述与投资者交易行为之间产生因果关系;又推定虚假陈述与投资者损失之间产生因果关系,从而导出赔偿责任。

《赔偿规定》实际上是基于虚假陈述实施时段和投资者持股时段做出的举证责任倒置,即假定正常交易者因信赖市场定价而信赖被告的披露。随着17年来我国虚假陈述赔偿诉讼的成熟,法院也开始探索避免机械适用基于上述时间轴的“公式”来简单推定虚假陈述与投资者损失之间的因果关系,而视之为一种“可辩驳的信赖推定”(rebuttable presumption of reliance)。根据《赔偿规定》,即便相关陈述已经被证监会以信息披露不实而处罚,若原告未实施买入卖出交易、买卖未产生差价损失、买卖时间点不符(实施日前卖出或揭露日后买入),<sup>[4]</sup>仍不足以获得赔偿。除此等简单情形之外,在我国民事司法判

[1] 参见于莹:《中国特色的社会主义商法学理论研究》,载《当代法学》2013年第4期。

[2] 参见高旭军:《〈证券法〉虚假信息责任条款适用研究》,载《财经法学》2016年第2期。

[3] 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》,人民法院出版社2015年版,第250页。

[4] 有论者认为虚假陈述未被揭露前,若市场已经有所反应,证券价格已受到影响,投资者出于止损目的而提前抛售证券所受损失应当得到赔偿。但投资者需要自行证明“在抛售前证券价格已经受到了虚假陈述行为的影响”,才能认定因果关系,参见吴国萍、黄政:《信息披露违规的行政处罚与民事赔偿》,载《社会科学战线》2013年第4期。

决中逐渐成型的否认虚假陈述因果关系推定的理由主要包括:

1. 虚假陈述作用力不符(并非诱多型虚假陈述),是其他因素导致了投资者买入,即理性投资者在客观上不会信赖虚假陈述(从另一个视角看,即虚假陈述不会影响市场价格,或市场价格未曾吸收反应此信息);或者作用力弱,只是远因、次因、隐因,其他因素才是买入的近因、主因、显因。<sup>[5]</sup>

2. 损失或部分损失是由证券市场系统、非系统风险等其他因素导致。

3. 投资者的买入,在主观上并非源于对虚假陈述的信赖因素。<sup>[6]</sup>

上述第1点可谓整体性理由,即源于虚假陈述本身的特质,对具体时空环境下的所有投资者都适用。第3点属于个体性理由,即源于特定的投资者的行为,不适用于所有的投资者。第2点可能是整体性理由,也可能是个体性理由,这取决于考察系统、非系统因素影响力的期间是以虚假陈述人的行为为基准(以虚假陈述实施日、揭示日为基准),还是以个体投资者的行为为基准(以个体投资者的买入卖出时间为基准)。<sup>[7]</sup>

法院在这些定性的交易因果关系层面否认了虚假陈述与损失的关系后,可不必再就定量的损失因果关系展开。

本文将运用证券侵权法原理,结合实际司法案例,对这几种理由的允当性予以讨论。本文将在相关判决的研究中,重点考察宝安鸿基地产公司虚假陈述案(以下简称鸿基案),一是因为鸿基案一审的深圳市中级人民法院的金融审判水平在国内居于前列,二审后又经过了最高

[5] 例如,北大医药案一审判决在提出传统的否认因果关系的理由的同时,提出其他导致买入的理由包括:原告购买时间是在涉案行为已经发生一年后的牛市期间,重庆市第一中级人民法院;张三元与北大医药股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案民事判决书,(2018)渝01民初291号,2018年8月39日;二审判决认为被诉行为构成虚假陈述,但认定与投资者损失无因果关系的理由成立,维持原判,(2019)渝民终343号判决。

[6] 《赔偿规定》列举的否认因果关系的理由还包括:明知虚假陈述存在而进行的投资;投资者属于恶意投资、操纵证券价格的。但这些理由在诉讼实务中的适用颇为罕见。

[7] 缪因知:《精算抑或斟酌:证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用》,载《东南大学学报》(哲学社会科学版)2020年第5期。

人民法院的再审,<sup>[8]</sup>司法观点表达的层次较为分明。二是本案是最高人民法院就虚假陈述赔偿责任因果关系作出明确表态的少数判决之一,其提出:根据当时最高人民法院《关于贯彻执行〈中华人民共和国民法通则〉若干问题的意见(试行)》第68条的规定,“一方当事人故意告知对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人作出错误意思表示的,可以认定为欺诈行为。据此,虚假陈述行为与投资者的投资决定之间存在因果关系,是证券投资欺诈的成立要件之一”,“投资者的交易决定,必须是受到虚假陈述行为的影响或者误导并错误交易才构成证券交易欺诈因果关系”。这些表述属于此领域基石性的司法论断之一。三是该案属于法院认定被处罚的虚假陈述行为与原告投资者损失结果无因果关系的少数判例。四是本案案情复杂,前述几类否认因果关系推定的理由均在本案中有所涉及,但相关论述包括最高审判机关的立论并非没有值得学理深挖之处。

## 二、否认因果关系推定的理由:虚假陈述的作用力不符

### (一) 正向发布信息与反向隐瞒信息的同一构造

《赔偿规定》构建的基本法理是基于诱多型虚假陈述导致的投资者“高价买入、低价卖出”的损失模式。诱多型虚假陈述包括披露虚假的利好信息或隐瞒真实的利空信息两类。

显然,消极隐瞒真实的利空信息不像积极发布虚假信息那样会直接对市场产生拉抬作用,其只是压抑了股价本来可能有的下跌,主要危害在于让本来会得到警示而卖出的投资者未曾卖出。在考察信息对股价之变动的事件研究法(event study)路径下,隐瞒信息和发布信息处理方式也不同。

不过,纯粹隐瞒利空信息在构造上仍然能被视为等同于发布虚假的利好信息。因为投资者是基于市场整体信息(mix)做出交易决策

---

[8] 本文主要依据林超英诉鸿基案的三份连续判决书:(2014)深中法商初字第50号、(2015)粤高法民二终字第1028号、(2016)最高法民申502号裁定书。

的,隐瞒一项信息虽然不像发布一项信息那般引人注目,却也是对整体信息本来应呈现的面貌的改变。例如,在披露年报时隐瞒一项重大损失的存在,无疑会使投资者对公司整体经营能力产生更为乐观的估计。故而隐瞒信息的行为仍然存在“诱”的作用。法院不能仅仅由于被诉行为是隐瞒真实信息而非发布虚假信息,而否认《赔偿规定》的法理体系下的交易因果关系。

## (二) 基于诱空和中性虚假陈述的因果关系否定

我国虚假陈述赔偿责任中的因果关系推定仅限于诱多型,而不包括诱空型,<sup>[9]</sup>即不包括实施时可能导致股价下跌而非上涨的发布虚假利空信息或隐瞒利好信息的行为。

最高人民法院人士明确,这是“鉴于导致股价畸高的诱多型虚假陈述较为典型,而诱空型虚假陈述常常与内幕交易、操纵市场等其他种类的证券市场欺诈行为相联系,所以,《赔偿规定》将其调整对象定位于诱多型虚假陈述行为”。<sup>[10]</sup>

其背后的法理,主要是在于“高买低卖”诱多型虚假陈述导致了投资者现实净损失,需要获得法律救济的社会反应强烈。而诱空型虚假陈述主要导致的损失形态是低价卖出证券后,其股价在后来上涨所导致的可得利益丧失,或所谓因诱空陈述而未曾买入导致的可得利益丧失,相关交易行为在“若无,则不”测试下是否真的会发生的确定性更弱,对其进行因果关系推定的正当性更低。

所以,若能认定相关陈述为诱空型,则即便符合“实施日后买入、揭露日后卖出”的时间关系,也不应认定因果关系存在。<sup>[11]</sup>毕竟,虚假陈述责任交易因果关系属于信赖关系判断,此种判断以特定条件下存在信赖合理性为推定的正当性基础。事实上,特定投资者的交易行为结

---

[9] 诱多型和诱空型的基本分类参见贾纬:《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。作者为最高人民法院民事审判第二庭法官,参与起草了《赔偿规定》。

[10] 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》,人民法院出版社2015年版,第253页。

[11] 有法院开始探讨诱空型虚假陈述下相应投资者的损害赔偿,值得肯定,如(2014)深中法商初字第74号,(2014)粤高法民二终字第1041号判决,(2015)鲁商终字第327号。

果还可能因为遭遇虚假陈述行为而变得更为有利。

例如,海南省高级人民法院在2012年华闻传媒案判决中指出“公司少报了企业利润,年报中披露的业绩比实际业绩差”,对原告“不构成虚假陈述”。<sup>[12]</sup> 新疆一法院在2017年中基健康案中指出:虚减利润的利空型虚假陈述“客观上不会诱导原告作出积极投资被告股票的决定,亦不会使原告产生投资被告股票的信赖利益”,“原告投资被告股票造成的损失与被告虚假陈述行为之间无因果关系”。<sup>[13]</sup>

除此之外,我们还可以探究诱多型、诱空型虚假陈述以外的“中性”虚假陈述的空间,包括涉及财务数据的微小误差、短暂的延迟披露、不实或未披露股份代持、一致行动人、交易信息和关联信息等的陈述。此类陈述也不应在目前基于利好型虚假陈述的赔偿责任体系下得到支持。目前,部分先进法院也已经对此些情形作了否认因果关系的有益实践。<sup>[14]</sup> 限于篇幅,笔者将另行撰文阐述此类陈述。

### (三) 诱多与诱空虚假陈述交织时的因果关系否定

在现实中,一家上市公司可能会同时存在多个未被揭示的虚假陈述,这些虚假陈述可能分别具有诱多和诱空的性质,其因果关系判定就会更为复杂。

例如,中基健康公司在2006年、2007年年报中虚增利润,2008年到2011年年报中虚减利润,在2012年上述虚假陈述揭示前,投资者会同时受两种作用力相反的虚假陈述影响。在武昌鱼股份案<sup>[15]</sup>中,公司主要实施了隐瞒重大合同与重大诉讼事项这两类虚假陈述行为。隐

[12] 参见(2012)琼民二终字第129号,最高人民法院驳回原告再审申请时指出真实信息“对投资者而言,是利好消息”,(2013)民申字第1798号裁定书。

[13] 参见新疆高级人民法院生产建设兵团分院(2017)兵民终29号。

[14] 参见(2013)民申字第1798号裁定书(较小的会计调整),(2014)粤高法民二终字第74号判决(在资产负债比例较小),(2018)粤民终1414号(收购子公司资产时的评估报告遗漏最新一个月有变化的利润数据),(2019)渝民终343号判决(未披露非控制性股份代持),(2019)辽民终549号(未披露对外投资),(2012)深中法商初字第75号,(2013)深中法商初字第47号(在负债、收入、利润中比例较小),(2013)穗中法民二初字第4号(较小的会计错误),(2018)沪74民初1185号(未披露一致行动关系形成、但未获得控制权)。这些判决均否认了相关不实披露对投资者损失的责任。

[15] 参见(2014)鄂武汉中民商初字第00061号。

瞒重大合同的实施日为2006年3月7日,更正日为2006年7月8日。隐瞒重大诉讼事项的实施日为2006年6月1日,揭露日为2010年6月8日,故在2006年6月1日至7月8日买入者,同时会受两种方向相反的虚假陈述的影响。

本文认为,对于纯粹财务数据型的多个虚假陈述,可以认为存在收入、利润等数据的“层叠效应”,即历年的虚增虚减数据会在虚假陈述前逐年积累和传递,从而出现一个总的净虚增、净虚减金额,并以此判断具体投资者买入时受到的“净作用力”是诱多还是诱空的。<sup>[16]</sup>

对于非财务数据型的多个虚假陈述的情形,可以分为定量和定性的两种处置路径。

以定量为例,将相关事件“折算”量化,如隐瞒一项被索赔1亿元的诉讼信息,不等于公司隐瞒1亿元的损失,但可以在事前“计提”相应的损失金额,如根据败诉概率,可将之折算为相当于隐瞒了一定金额的现实损失。

显然,这种定量的方式看似能得出精确的量化结果,实际操作却可能相当不精确,所以法院亦可以采取定性的方式,即基于一个理性投资者的立场,在不同的诱多诱空虚假陈述中何以区别主因与次因、远因与近因、显因与隐因。如中基健康案虽然是先虚增利润、后虚减利润的纯财务数据型的虚假陈述,相增减的结果也是略有净虚减利润,但法院直接认为“李胜开买入新中基股票的行为应当受该公司2008年至2011年年度报告的影响而不是2006年至2007年年度报告的影响”,并指出原告买入前公司处于“巨亏”和整年股价大跌的状态,“该公司的企业经营状况并未影响投资者的选择”,值得参考。

需要指出的是,具体案件中的虚假陈述究竟属于诱多型、诱空型还是中性,应当结合情境具体分析,即该陈述所描绘的公司资产、利润等信息会导致投资者高估还是低估公司的价值,真实案件往往相当复杂。

例如,1993年起宝安鸿基公司与新鸿进公司等签订股份转让协议,新鸿进公司付清股票转让款后,因故退回股票并收回股款;鸿基公

---

[16] 在投资者存在多次买入卖出时,可以按先进先出的原则,判断虚假陈述揭示时尚持有的股份所对应的买入时间。

司又与业丰公司签订股份转让协议,但业丰公司未付款。鸿基公司用标的股份历年分红冲抵应收新鸿进公司及业丰公司购股款;不足部分,由鸿基公司使用自有资金经第三方过账划回公司冲抵。换言之,鸿基公司通过虚构转让交易,经资金运作及账务处理,将涉案股票转至账外,以新鸿进公司、业丰公司的名义继续持有。2007年经交易所询问,鸿基公司仍然声称相关股份的实际持有人为新鸿进公司、业丰公司。

故而,本案属于被告公司未如实披露自身所持股份资产,其行为导致名义资产减少,属于诱空型的虚假陈述行为。但本案实际面貌要更复杂些,因为其并非通过虚报财产损失的方式隐匿资产,这些资产名义上是在正常交易中出售的,公司本该获得资金对价,总资产大体上未增未减。但实际上名义股权受让方未曾有效支付对价,名义上的股份受让款由名义股权出让方通过第三方过账等财务报表操作方式呈现。相关股份出售后,所产生的收益也未被鸿基纳入报表。

本案具体的会计账务处理方式在此无法详细展开,但从其呈现形式看,在更正前市场上并未有明显质疑其股权转让收入不实之声,可见投资者接受了其对股权转让收入部分的虚增。只是“羊毛出在羊身上”,该部分“虚增”的股权转让收入实际上是以其他收入或现金资产的“虚减”为代价的。简言之,被告名义上出让、减少了8000万元的股票资产,应收8000万元资金,通过“资金运作及账务处理”,被告应该明面上还是获得了8000万元的资金收入,但暗面上必须自行筹措8000万元资金来对冲,导致其他收入或现金资产无形之中减少。故“两减一增”,总体而言,形式上还是资产的减少,应视为利空型虚假陈述。不过,本案法院以其他理由驳回了投资者的诉讼请求,未结合此陈述的性质予以更多展开。

### 三、否认因果关系推定的理由:股价无“异常大幅波动”的系统维度与个股维度

系统风险和非系统风险因素不足以否认虚假陈述与交易行为之间的因果关系,但可用于否认虚假陈述与投资者损失或部分损失之间的



因果关系,这是当前虚假陈述赔偿责任理论与司法创新的主要发展领域。不过更复杂的是虚假陈述与系统、非系统的其他因素交织时的责任区分。简言之,系统风险因素的估算需要借助一定的基准,这种基准会具有内在的不准确性。<sup>[17]</sup> 实践中,一些法院仅依据自身选取的系统风险估算标准,就全部否认了虚假陈述与投资者损失之间的因果关系,存在说理不足。而鸿基案判决综合了系统风险影响的定量考察与虚假陈述影响的定性考察,值得肯定。

### (一)“其他因素”影响的定量考察与虚假陈述影响的定性考察

虚假陈述对股价的影响会与其他系统和非系统因素重叠。《赔偿规定》第19条列举了若干应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系的情形。实务中,系统因素一般由虚假陈述期间的市场指数、板块指数等来度量,<sup>[18]</sup>非系统因素则包括公司本身经营业绩下滑、退市风险等利空因素,也包括其他行为如操纵市场对股价的影响。<sup>[19]</sup>

虚假陈述与其他因素叠加造成影响时,并不等于虚假陈述不存在影响。以“其他因素”否认损失因果关系的法理实指当多种因素叠加时,应当优先考虑虚假陈述以外因素的影响。这并非法理推演的逻辑,而是最高人民法院的一项政策抉择。

这种制度安排的法理在于:虚假陈述赔偿并非对投资者的“保险”。投资者投资可比股指或同类股票时无法避免的损失,不应通过虚假陈述赔偿制度来解决。毕竟,虚假陈述赔偿责任本身仍然依赖因果关系推定来建立,虚假陈述人对投资者损失的责任并非那么“理所当然”。而在被罚行为出现泛化现象,往往不具备重大性时,优先去除

---

[17] 对于证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用,参见缪因知:《精算抑或斟酌:证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素运用》,载《东南大学学报》(哲学社会科学版)2020年第5期。

[18] 参见甘培忠、彭运朋:《论证券虚假陈述民事赔偿中系统风险所致损失数额的认定》,载《甘肃社会科学》2014年第1期;张保生、周伟、刘思远:《证券虚假陈述民事赔偿案件系统风险的认定标准和计算方法》,载《金融服务法评论》(第7卷),法律出版社2015年版。

[19] 文峰大世界案中,法院认为投资者损失是由操纵市场所致,江苏省高级人民法院:冯韵与文峰大世界连锁发展股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案,(2017)苏民终2209号,2018年3月12日。

其他因素的影响更为正当。司法者对这些因素的考量,则是司法精细化的进步表现。

有些司法判决不仅考察了基于可比指数和同类股票走势的系统性因素,还考察了涉案虚假陈述实施日和揭露日等关键时日的个股走势的个别因素。例如,鸿基案一审判决指出虚假陈述实施日和揭露日后的一段时期内,从纵向看,涉案“股票价格在虚假陈述实施日和揭露日后的一段期间内,没有在短时间内出现大起大落或连续涨跌停等异常情况,走势没有发生异常大幅度的波动”;从横向看,“其股票价格涨跌幅与大盘、所在产业板块,以及与其他同类企业股票价格的整体走势基本一致,涨跌幅度并不突出”,故“没有证据表明其虚假陈述行为导致了被告股价出现异常波动、严重背离其市场价值。被告股价产生波动的原因应当是除了虚假陈述以外、同样影响着其他个股的宏观因素、产业因素、市场因素等多重因素”。

需要注意的是,法院对纵横两向的考察是基于不同的维度。认定涉案股票走势与可比指数和同类股票走势基本一致,在形式上似乎足以由此认定投资者的买卖价差损失是由证券市场系统风险所导致,但在进一步追问横向参考标准的正当性时,存在不足。而论证涉案个股未有异常大幅度波动,才是“釜底抽薪”,即并非只是出于政策考量而优先考虑系统因素带来的股价下跌并忽视了虚假陈述带来的股价下跌,而是论证了虚假陈述就根本未带来股价下跌,虚假陈述的实施和揭露均未影响市场价格。

换言之,鸿基案一审判决并不认为虚假陈述和系统性风险因素存在“叠加”作用,而是认为虚假陈述完全无影响,股价波动均由其他因素造成。这一点的得出,不能依据定量分析,而必须依据定性分析。因为“虚假陈述无影响”和“系统风险有影响”两个理由是独立的。

仅从定量角度入手考察,会发生一种违背“个股所受影响 = 虚假陈述影响 + 系统因素影响 + 其他因素影响”之一般规则的现象,即系统因素即可比指数和同类股票变化幅度超过个股股价变化幅度,等式后

三者之一大于等于等式前。<sup>[20]</sup>

发生这种异常现象时,可以用市场有效性(efficiency)的不足来解释等式两边变动为何不一。但在对抗的虚假陈述诉讼的情境下,恐怕更会被主张和接受的解释是用来比较的指数或同类股票并不能准确地反映系统风险,<sup>[21]</sup>故应当重新调整可比指数和同类股票的构成以“容纳”虚假陈述的影响空间。

故而,从定性上否认涉案虚假陈述行为对股价的影响,才能彻底排除其与投资者损失的因果关系与赔偿责任。即便认定虚假陈述对个股股价无显著影响,而其他系统因素也不足以解释股价变动,即等式后三者之和小于等式前的因素时,等式的再平衡可以通过非系统性因素即公司自身业绩方面的因素来“填充空白”。

所以,发现涉案个股与可比指数和同类股票的走势一致,只能说明“虚假陈述无显著异常影响”。这是定量层面的结论,即系统性或非系统性因素的影响可以基本解释涉案个股的价格变动,但不能断定虚假陈述对个股价格变动没有影响。毕竟,从虚假陈述的内容与作用力的逻辑关系和时间关系上看,虚假陈述对股价还是会产生影响的(只是程度不确定)。要得出“虚假陈述无显著影响”的定性层面的结论,即虚假陈述本身缺乏重大性,需从涉案个股本身在实施日和揭露日的股价变动情况分析。

鸿基案一审判决认为虚假陈述未在实施日和揭露日引发股价异常大幅波动,故对股价无正面影响,反面又解释说可比指数和同类股票的走势能解释个股走势时,其整体逻辑即“买卖差价完全取决于系统风

---

[20] 实践中也有判决仅以“系统风险+非系统风险”因素排除了被诉行为与损失之间的因果关系,对非系统风险(ST股票重组失败)未做量化,但判决本身也对虚假陈述行为作了“不会影响一般投资者”的定性排除,辽宁省高级人民法院:陈某香、银基烯碳新材料集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,银基烯碳案,(2019)辽民终549号,2019年10月9日。

[21] 鸿基案中,林某英等原告即主张“鸿基公司的走势和大盘的走势并不一致”,并认为鸿基主营业务收入构成决定了其不适合与房地产股票和指数比较。但此系个案事实认定问题,本文不做评判,本文只是想说明提出参照标准时,总会有辩论空间。

险”就更为贯通。<sup>[22]</sup>

## (二) 虚假陈述对个股影响排除的“双日”考察

如何在定性上认定虚假陈述对个股无影响? 路径一是根据虚假陈述的内容、性质、作用力方向指出其在逻辑上不会产生对投资者不利的影 响, 如利好性虚假陈述不会导致卖出者遭受不利, 如前所述, 鸿基案 虚假陈述可以考虑被视为不会造成股价上升的虚假利空型陈述。路径 二是根据虚假陈述实施日和揭露日的股价无显著变动来认定。由于我 国信息披露制度对上市公司提出了过多的披露要求, 往往导致披露公 告本身未必具有实质内容。<sup>[23]</sup> “某提示揭露行为是否可以作为虚假陈 述揭露日, 可与相关股票是否停牌挂钩, 其引起价格急剧波动导致其停 牌的, 则可以认定其揭露行为的时日为虚假陈述揭露日”。<sup>[24]</sup> 金融学以 事件研究(event study)法来命名这种信息与对股价的关系。

进一步细分, 利多型虚假陈述“无显著影响”又可根据实施日和揭 露日如表 1 所示分成三种情况。

表 1 利多型虚假陈述“无显著影响”分类

实施日	揭露日	损失情况
股价显著上升	股价无显著变化或上升	期间买入者未受损
股价无显著变化或下跌	股价无显著变化或上升	期间买入者未受损
股价无显著变化或下跌	股价显著下跌	期间买入者受损

对利多型虚假陈述而言, 上述前两种情况均较简单, 第三种情况较

[22] 在 2015 年的一起判决中, 武汉中级人民法院采取了类似的进路, 指出涉案虚假陈述 是未披露关联关系、未披露关联交易, 结合本案的事实来看, 未对原告的投资行为产 生影响, 不具有重大性。从虚假陈述实施日及揭露日前后 10 日的股价及成交量对 比也可以看出, 虚假陈述行为并未对交易量及价格产生重大影响, 武汉市中级人民 法院: 郭某卢诉黄石东贝电器股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案, (2015) 鄂 武汉中民商初字第 00734 号(未披露关联关系、关联交易), 2016 年 12 月 21 日。

[23] 参见李有星等:《论重大资产重组信息披露制度的完善》, 载《浙江大学学报》(人文 社会科学版)2015 年第 3 期; 缪因知:《论证证监会信息披露规则的不足》, 载《法治研 究》2016 年第 2 期。

[24] 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》, 人民法院出版社 2015 年版, 第 264 ~ 265 页。

罕见,也最为难解。若市场有效且无其他因素影响,这种情况不会发生,因为既然虚假陈述被实施时不曾令股价虚涨,其被揭露时也没有可“挤出”的水分。但现实的市场有效性有限,股价又受多种因素影响(包括市场对负面消息的过度反应),此等情形不无可能。此时按照《赔偿规定》,若产生买卖差价,就是应当赔偿的。虚假陈述人仅在定量上以实施日股价无显著变化做辩护,较难成立,须结合定性因素论证该虚假陈述在形式上不构成虚假利好,实施日股价无显著变化或下跌属合理,而揭露日股价显著下跌不合理,或是受了其他因素影响所致。

根据一审判决书提供的数据,鸿基的股票属于情形二,即实施日和揭露日均无显著变化。

但讨论股价为何无变化时,需要考虑虚假陈述的性质,虚假陈述分为积极披露事实和消极隐瞒事实两类,前者具有重大性时会影响股价,而后者只是导致股价未曾发生应有的变化,故股价无显著变化本身就可能是虚假陈述导致的结果。而揭露是一个明确、专门、积极的信息揭示活动,能引起投资者的高度注意。所以相对而言,揭露日的股价变化比实施日的股价变化更重要。

从投资者的角度看亦如是。揭露日起的股价变化直接导致了投资者的损失,而无显著变化则无可计算的损失。在美国法下,法院明确要求原告证明相关负面信息被披露后,股价出现显著下跌,否则就不能构成有效的虚假陈述揭示和确立赔偿责任。<sup>[25]</sup>

鸿基案的虚假陈述是“2007年3月19日《澄清公告》及2006年至2009年年度报告未如实披露其‘代持股’问题”,这属于消极隐瞒事实的类型,一般不会引起股价变化。不过,鸿基案的特殊事实又在于此前知名媒体《财经》质疑了公司法人股股票投资收益惊人,深圳证券交易所明确要求公司核实回复。故虚假陈述体现为“专门否认一个已经被关注的事实”,较之单纯的消极隐瞒甚至在大量信息中夹杂披露虚假信息,专门“否认事实”能获得较多的投资者关注,造成误导的潜力更大。故而,鸿基案虚假陈述实施时未引起股价显著变化,更可见缺乏重大性。

---

[25] Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U. S. 336 (2005).

### (三) 虚假陈述的积极/消极表现形式与重大性争议

鸿基案原告主张虚假陈述实施日为实际发生股权代持的时间。这里的意思是虚假陈述属于“应披露而未披露”,即1994年当股权转让交易未实现时,就应该披露此信息,而不应以2007年公司回应媒体质疑和交易所问询时就相关股权归属发布公告日为虚假陈述实施日。此说有一定道理,但若此说成立,则涉案虚假陈述的形式表现为重大遗漏,对信息重大性的要求更为明确,即所涉及的资产应占到上市公司总资产相当的比例。

诚然,虚假陈述的三种表现形式即虚假记载、误导性陈述和重大遗漏应该具有等位性,虚假记载、误导性陈述同样需要信息具有重大性。但证监会近年的处罚强调合规性、信息真实性,并不一贯注重重大性判定。对鸿基虚假陈述的处罚书并未提及2007年的否认公告所涉及的信息相对于鸿基的资产而言是否具有重大性,即被错误表述所有权的资产占鸿基总资产的比例是否达到了一定的阈值。<sup>[26]</sup>这导致虚假陈述处罚自动成为民事责任的基础时,重大性要件也往往被无形消解。

换言之,这里有两种可能性。可能性一是鸿基对资产归属的虚假陈述具有重大性,那在此之前鸿基年度报告中隐瞒了相关资产就可能构成重大遗漏;可能性二是鸿基对资产归属的虚假陈述不具有重大性,证监会处罚之时并未以重大性为考量要素,而只是鉴于行为人否认了交易所监管函,引发了投资者的较多关注后仍然做出虚假陈述、情节恶劣等而做出处罚,故而在民事诉讼中,亦不能认为公司在此之前已构成重大遗漏。

鸿基案原告林某英上诉时曾明确提出鸿基公司虚构股票转让交易,而且涉及金额巨大,故应以未公告的1994年时日为虚假陈述实施日,但未被法庭采纳。在现行法制下,法院自然可以将行政处罚认定的虚假陈述作为民事诉讼中虚假陈述认定的唯一依据。不过,若未来虚假陈述诉

---

[26] 参见中国证监会行政处罚决定书(宝安鸿基地产集团股份有限公司、邱某亨、任某强等15名责任人)[2012]53号。

讼放松前置程序的话,<sup>[27]</sup>法院在类似情境下需更多考虑被处罚前是否有重大遗漏等情节导致虚假陈述另行成立的可能性。

#### 四、否认因果关系推定的理由:特定投资者对虚假陈述的无信赖

实务中,基于特定投资者对虚假陈述无信赖的理由而否定因果关系的具体情形包括:

1. 基于投资者在虚假陈述揭露日后的继续买入行为;
2. 基于投资者在虚假陈述揭露日前后的持续交易习惯;
3. 基于投资者作为机构投资者的身份。

##### (一)基于投资者交易模式的否定理由

基于投资者在虚假陈述揭露日后的继续买入行为而否定因果关系,受到了高层级司法裁判的支持,但法理存疑。

深圳中级人民法院一审判决鸿基案原告败诉后,二审法院维持原判,最高人民法院2016年裁定驳回再审申请,认为原判决“没有因果关系的裁判理由有所欠当,但处理结果正确”,同时提出了新的理由,“揭露日之后其(投资者)仍在进行买入卖出行为,应当认定其交易决定并未受本案诉争的虚假陈述行为的影响,故不产生交易因果关系”。

这种司法观点直指交易因果关系,可概括为“揭示日后买入,证明之前亦无信赖”,并非鸿基案裁定首创。较早的采纳者有2009年北京大唐电信科技虚假陈述案,但相关败诉投资者系在揭露日后买入,在揭露日

---

[27] 《赔偿规定》要求民事诉讼以行政处罚或刑事判决为前置程序。2015年5月最高人民法院《关于人民法院登记立案若干问题的规定》施行,开始采取立案登记制。2015年12月最高人民法院民事审判第二庭庭长杨临萍《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》讲话称,“根据立案登记司法解释规定,因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件”。不过,2018年最高人民法院在李某某诉广东威华股份有限公司、赣州稀土集团公司等案[(2018)最高法民申264号]中裁定:由于《赔偿规定》并未废止,所以证券虚假陈述赔偿仍然需要满足前置程序。

前完全无买入。<sup>[28]</sup> 2012年朱某强诉国创能源虚假陈述案中,原告在更正日前后均有买入,贵州高级人民法院判决称:“在国创能源公司公告了未及时披露的信息以后,朱某强仍然购买了该公司的股票。由此可见,国创能源公司未及时披露信息的行为客观上没有影响朱某强的投资决定,亦不会使朱某强产生投资其股票的信赖利益。朱某强的投资交易并不是由国创能源公司未及时披露信息的行为所决定的。”<sup>[29]</sup>

然而,此说并不正确,投资者在虚假利好陈述被揭示、股价下跌后仍然买入股票,不排除是由于对虚假陈述及其揭示不在意;然而,从投资策略看,由于揭示后股价会下跌,只要公司仍然有投资价值,投资者“逢低买入”亦属正常策略。判决书显示,朱某强在更正日后一个多月才重新买入时的成本仅为在更正日前买入时价格的一半。<sup>[30]</sup>

而且,我国虚假陈述赔偿制度的法理基础是源于美国的“欺诈市场理论”,这意味着未曾接触或信赖虚假陈述的投资者依据已然受到虚假陈述影响的“虚高”市场价格买入,就已然受到欺诈,而应获得赔偿。<sup>[31]</sup> 投资者在揭示日后又买入股票,最多说明其此时不再受虚高的价格欺诈,而不等于在揭示日前的买入就不曾受过欺诈了。在南京中级人民法院雅百特案判决也明确否认了此等理由。

相比之下,在殷某舟诉中水远洋案中,法院以原告在虚假陈述实施与揭露前后均有频繁、连续、稳定的买卖股票的操作规律和交易习惯为由,否认其对虚假陈述的信赖的做法,虽然指向更为概括,但更有说服力。类似思路的还有鞍山重型矿山机器案。<sup>[32]</sup>

[28] 例如,(2009)一中民初字第8216号。该案发生这一情形是由于法院把2005年收到立案调查通知书日定为揭露日,而非2007年收到行政处罚事先告知书日。

[29] 参见(2012)黔高民商终字第3号判决书。

[30] 国创能源案判决还有一个严重错误,判决书显示,原告朱某强再次买入时已经是在基准日之后。法律推定此时虚假陈述及更正对股价的影响已经消失,买入者已无所谓对虚假陈述是否有信赖。

[31] 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》,人民法院出版社2015年版,第249页。

[32] 沈阳市中级人民法院:原告葛某与被告鞍山重型矿山机器股份有限公司、九好网络科技集团有限公司证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书,(2018)辽01民初1411号,2019年4月15日。



## (二) 基于投资者身份的否定理由

推定因果关系本来只是为了方便投资者的信赖因素举证而做出的特殊处理方式。符合行政前置程序的虚假陈述无论其表面的可信度、实质作用力高低,均会先被推定为值得投资者信赖。故而,当特定投资者本身另负一层更高的审慎决策义务和相应的理性分析能力时,其就有一定的去伪存真的鉴别义务和条件,即不轻易地将自身判断建立在对虚假陈述的信赖之上。这也是促进市场有效化的一个重要渠道。

专业投资者是证券市场信息的接收者、分析者,他们基于证券信息而非证券价格开展交易,是价格的制造者、调整者而非被动接受者,可谓有效市场假说的真正的基石。所以专业投资者并不理所当然地完全适用欺诈市场理论的保护。专业投资者不限于机构投资者,也不包含所有的法人投资者。为了与证券法的其他部门匹配,专业投资者可以包括:具有证券发行询价资格的投资者、具有证券非公开发行认购资格的投资者、具有在三板、科创板市场交易资格的投资者,这些投资者可被推定具有较丰富的投资经验、较强的抗风险能力。

我国最高人民法院在制定《赔偿规定》时即认为:“投资基金设有专门的市场投资者研究机构,在投资之前会实地考察和提出可行性研究报告,所以一般难以受到虚假陈述侵害。”<sup>[33]</sup> 贾纬法官主张,“法人或者其他组织等机构投资主体还须提交其投资可行性调研或分析报告、投资决策报告,以证明其投资行为是理性和善意的”。“如果等同于对自然人投资主体信赖推定的证明标准而适用因果关系认定,支持投资机构的诉讼请求,不仅不利于保护中小投资人,而且无辜加重了虚假陈述行为人的民事责任,更重要的是危害了民事赔偿诉讼制度”<sup>[34]</sup>

实务中,由专业投资者提起的虚假陈述赔偿诉讼并不多见。有的法院并未就专业投资者是否负有特殊义务作出专门规定,而直接适用了交易关系推定。<sup>[35]</sup>但也有重要的反例。在2007年大成基金管理有限公司

[33] 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》(重印本),人民法院出版社2015年版,第109页。

[34] 贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

[35] 济南市中级人民法院:北京高石创新投资公司诉山东京博控股股份公司案,济南市中级人民法院(2014)济商重初字第3号,2014年9月10日。

诉广夏(银川)实业股份有限公司的典型案例中,一审法院认为“基金公司属于专业投资机构,其具备证券市场投资的特别技能、知识、经验及专业分析研究能力,也有着严格的投资决策程序,因此,基金公司不同于普通证券市场投资人。基金公司进行证券投资,不但要严格遵循其投资决策程序,而且必须对其专业分析研究能力、特别技能、知识和经验加以运用,否则如果其信赖一个不具备这些条件的普通投资可能合理信赖的虚假陈述,那么就是不合理信赖”。二审宁夏高级人民法院对此认同,认为大成基金购买银广夏股票在相当程度上依赖的是媒体报道、股票分析人员的点评及 10 余人次实地调研的结果;大成基金的研究人员曾对广夏公司的业绩提出疑问。这表明其未能合理运用自身专业知识和专业技能对银广夏股票的投资价值进行判断,决策过程中存在不周全和瑕疵之处,并未按照基金契约的规定履行完全的证券投资决策程序,不能确定尽到了充分的审慎义务和注意义务。作为专业投资机构,其投资行为确有重大不合理性。因此与银广夏的虚假陈述行为之间不存在交易因果关系。<sup>[36]</sup>

此判决意旨得到了一些法官<sup>[37]</sup>和学者<sup>[38]</sup>的赞同,也被一些判决所遵循,如上海雨浩投资咨询有限公司诉浙江祥源文化股份、西藏龙薇文化传媒案。<sup>[39]</sup>不过笔者认为这一司法观点存在地方保护主义之嫌。大成基金的调研行为和内部质疑等恰恰证明了其确实阅读了上市公司的披露信息,也未曾完全信赖和盲信披露信息。披露文件毕竟是上市公司提供的主要信息,仍然是包括专业投资者在内的投资者进行投资决策的主要依据。只有在事实层面认定专业投资者调研流于形式,才能认定其未尽到合理的注意义务。

故而,只要原告专业投资者能证明自身已经做了合理的、并非流于

[36] 参见宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第 74 号。

[37] 参见贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014 年第 7 期。

[38] 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016 年第 6 期(盛赞此判决书“说得非常清楚”)。不过樊健主张机构投资者只有存在故意或重大过失时,才可排除因果关系推定,第 1510 页。

[39] 杭州市中级人民法院:上海雨浩投资咨询有限公司与浙江祥源文化股份有限公司、西藏龙薇文化传媒有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案一审民事判决书,(2018)浙 01 民初 2352 号,2019 年 7 月 25 日。

形式的调研,收集和分析了正常水平的投资决策信息,并且这些信息并不必然或高度盖然地本应导向不投资的决定,则其投资决定就仍然应被推定为受到了披露信息的欺诈,而可适用《赔偿规定》的相关保护。这一立场符合我国法院早年在委托理财纠纷中对受托人责任的立场:“基于商业判断而作出的正常投资行为,即使出现投资判断失误,但其只要尽到了合同约定的谨慎、勤勉的管理人义务,不存在明显过错,就不能以受托人当时的商业判断与市场后来的事实发展相悖为由,要求其承担赔偿责任”<sup>[40]</sup>

在此领域,司法进一步的发展方向:一是探讨专业投资者证明已经履行了适当的信息收集和分析具体免责标准,但对此应当遵循合理商事判断的事前程序规则,而非结果主义的“事后诸葛亮”的归责标准。投资本身是有合理差错率的,任何投资都不会是基于近乎百分百的确信做出的,不能仅以投资机构内部有人提出过质疑和反对意见作为认定投资者忽视“合理怀疑”的理由,否则投资者会陷入“调研越多、疑点越多、自身过错越大”的怪圈。二是对专业投资者的外延作出具体的界定,对非金融机构、非专业投资机构如企业内部投资部门等的地位予以界定。

## 五、结论

学界还一直在探索进一步便利证券民事诉讼的方式,如集中管辖、倚重公共投资者保护机构起诉,<sup>[41]</sup>仿效我国香港式的监管机构代为诉讼模式,或示范性诉讼。<sup>[42]</sup>2020年3月起实施的《证券法》正式赋予了投资者保护机构发起中国式集团诉讼的机会,未来的证券虚假陈述赔偿

---

[40] 最高人民法院:西能科技公司诉国泰君安证券公司委托管理资产合同纠纷案,(2003)民二终字第182号,2004年2月19日。

[41] 参见缪因知:《证券诉讼在中国:适用前景与改进方略》,载《北方法学》2012年第1期;吕成龙:《投保机构在证券民事诉讼中的角色定位》,载《北方法学》2017年第6期。

[42] 参见王彦明、于森、王爻昊:《中国示范诉讼制度的构建——以证券欺诈民事纠纷的应用为例》,载《社会科学战线》2019年第2期。

诉讼将获得爆炸式发展。但诉讼程序制度的便利化应当与适当的实体责任制度相平衡。

我国虚假陈述赔偿制度以欺诈市场理论的推定为法理依据,但这种对整体情势的推定并非总是贴切个案情势。首倡欺诈市场理论的最高法院已经开始允许证券发行人举证涉案虚假陈述并没有影响股票交易价格,否认市场有效性。<sup>[43]</sup>

近年来,中国证监会的信息披露违法处罚趋于扩张,<sup>[44]</sup>处罚逻辑则日益表现为仅基于发布信息的合规性考察,只论事实真假,无论对市场价格的影响,即缺乏重大性的前置要件,这使信息披露违法处罚作为虚假陈述赔偿责任的前提,存在先天不足。故而,虚假陈述赔偿诉讼应当摆脱对行政处罚的机械依赖,而发展适合民事赔偿场景而非行政合规场景的独立因果关系认定和责任理论。此即如汤欣教授等提出的,“对于同一案件中的多项虚假陈述行为,应当作出恰当的切割”,再讨论民事责任。<sup>[45]</sup>

从当前的司法实践看,基于虚假陈述作用力不符,损失或部分损失是由证券市场系统或非系统风险等其他因素所导致,而认定虚假陈述与投资者损失无因果关系的尝试较符合法理,值得继续细化深挖。基于特定投资者对虚假陈述无信赖的理由而否定因果关系的理由,亦可以基于投资者的特定交易习惯、交易身份等而结合具体事实成立,但认为揭露日后买入,就反证揭露日前的买入也不具有对虚假陈述的信赖因素的观点则不正确,应予摒弃。

(编辑:邹莹)

---

[43] See *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. (Halliburton II)*, 134 S. Ct. 2398 (2014).

[44] 相关数据自2010年起持续增长,参见邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社2016年版,第21页。

[45] 参见汤欣、杨祥:《虚假陈述损害赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科与海联讯补偿方案为例》,载《证券市场导报》2015年3月。