

证券虚假陈述案件实证分析

——以案件审理中的主要争议焦点为视角

洪 鹏*

摘 要:2022年1月22日,《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》(法释[2022]2号,以下简称《虚假陈述赔偿规定》)正式实施,一方面顺应了证券资本市场的发展,修正审判实践中出现的制度漏洞;另一方面进一步规定了证券市场参与主体各方间的权利义务,明确责任分配。本文将结合证券法、《虚假陈述赔偿规定》、司法实践以及作者的实务经验,对证券市场虚假陈述纠纷案件中的揭露日的认定、重大性、过错、损失和因果关系进行实证分析、探讨,并提出自己的观点。

关键词:《虚假陈述赔偿规定》 揭露日 重大性 因果关系

引 言

随着证券市场的不断发展,上市公司虚假陈述责任纠纷案件数量逐年增多。根据公开的裁判文书网案例检索结果,自2015年起,证券虚假陈述责任纠纷案件数量呈大幅波动上涨趋势,2018年此类案件有8000多件,2019年后案件数量逐年递增。随着对证券市场加强监管和对保护投资者的会议精神和文件陆续颁布,越来越多的投资者拿起了法律武器维护自己的权益。2003年的证券虚假陈述司法解释已经不符合当前的司法实践和证券市场环境,为了保证证券市场的健康发展,维护投资者的合法权益,最高人民法院根据中共中央办公厅、国务院办公厅印发的文件对其进行了修

* 浙江智仁律师事务所律师,中证中小投资者服务中心公益律师。

订,《虚假陈述赔偿规定》的出台进一步完善虚假陈述民事赔偿制度,畅通投资者权利救济渠道,健全中国特色证券司法体制,为资本市场的规范发展提供更加有力的司法保障。《虚假陈述赔偿规定》以欺诈市场理论为指导,结合我国的实际情况,将证券虚假陈述行为分为虚假记载、误导性陈述、重大遗漏和未按照规定披露信息4种情形,并进一步细化了揭露日的认定、重大性、过错认定及交易因果关系、损失因果关系等方面的规定,其作为今后法院审理证券虚假陈述案件的主要法律依据,将对实务产生重要影响。在司法实践中,证券虚假陈述案件中,原被告的诉争核心争议焦点往往是虚假陈述的揭露日、虚假陈述行为是否具有重大性、虚假陈述各方的过错责任、投资者损失与虚假陈述行为是否具有因果关系以及损失的计算方式等。本文试以各地法院司法判例为参考,对核心争议焦点展开实证论述。

一、揭露日

虚假陈述行为揭露日是虚假陈述行为被公开揭露,为公众广泛知悉的日期。揭露日是证券虚假陈述案件中确定投资者索赔范围与损失计算金额的重要影响因素,随着前置程序的取消,揭露日与诉讼时效挂钩,将直接影响投资者的诉讼权利。因此,揭露日在司法实践中通常是证券虚假陈述案件的核心争议焦点之一。实务中,法院通常将立案调查公告日,自媒体新闻报道之日,以及信息披露义务人更正公告披露之日等认定为虚假陈述行为的揭露日。

(一)以立案调查公告日为揭露日

司法实践中,大多数法院将立案调查公告日认定为虚假陈述揭露日。《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民会议纪要》)第84条^①,强调不以“镜像规则”为必要,如果证券市场存在明显反应,监管部门立案调查公告即可认定为揭露日。《虚假陈述赔偿规定》第8条也提出了揭露日的两种推定情形,立案调查公告日为其中之一。法院之所以将立案调查公告日认定为虚假陈述揭露日,通常是结合了证券市场的反应,认为立案调查通知书已具备警示性,其公告内容已提到公司涉嫌信息披露违法违规,并提示广大投资者注意投资风险。实务中的典型案例有风华高科证券

^① 《九民会议纪要》第84条规定:“【揭露日和更正日的认定】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,只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应,对一方主张市场已经知悉虚假陈述的抗辩,人民法院依法予以支持。”

虚假陈述和中安科证券虚假陈述案等。

1. 风华高科证券虚假陈述案

在笔者代理的风华高科证券虚假陈述案中,广东省高级人民法院经审理认为:“揭露证券虚假陈述的主要目的是发出警示信号,让理性投资者知悉并提醒理性投资者注意和警惕,重新判断股票价值进而作出交易决策。投资者是否知悉虚假陈述行为,应根据股价波动等证券市场反应进行判断。因此,揭露日应满足揭露时间的首次性、揭露范围的广泛性等要求之外,还应符合出现股价波动等证券市场反应特征。本案中,一方面,风华高科于2018年8月8日通过巨潮资讯网以及全国范围发行的《中国证券报》《证券时报》《上海证券报》公告被中国证监会立案调查通知,揭露范围广泛,且公告明确载明涉嫌信息披露违法违规、中国证监会决定立案调查等内容,警示作用明显。另一方面,上述公告发布后,风华高科股票价格急剧下跌,当日以跌停价格收市,证券市场反应明显,表明公告发布后投资者知悉虚假陈述行为,并且披露内容影响投资者对风华高科股票价值的判断以及交易决策,向证券市场释放了充分的警示信号,警示程度强。因此,一审判决认定本案虚假陈述揭露日为2018年8月8日,并无不当。”^①

2. 中安科证券虚假陈述案

在中安科证券虚假陈述案中,原告投资者主张本案虚假陈述揭露日为2016年12月24日,即被告中安科公司公告其收到证监会立案调查通知的时间。被告中安科公司主张虚假陈述揭露日为2016年2月25日,即与“班班通”项目相关的行政判决书在中国裁判文书网上公告的时间。上海金融法院经审理认为:“虚假陈述的揭露是指虚假陈述被市场所知悉、了解,并不要求达到全面、完整、准确的程度,只要由于披露行为虚假陈述被市场所知悉、了解,市场亦存在明显的反应,该披露日即可作为揭露日。本案中虽被告中安科公司发布的收到立案调查通知的公告中未对被立案调查的事由作出全面、完整的披露,且该时间正好处于中安科股票停牌期间,但从中安科股票复牌后连续跌停的情况来看,市场对该公告有明显的反应,中安科公司被立案调查这一信息的披露对市场存在警示作用。法院认定本案虚假陈述揭露日为2016年12月24日。”^②

(二) 以媒体报道日为揭露日

《虚假陈述赔偿规定》新增了“行业知名的自媒体等媒体”的表述,如果媒体在上市公司主动披露或监管机构介入之前已经对证券虚假陈述行为进行了报道,并且该

^① 广东省高级人民法院民事判决书,(2020)粤民终3106-3175号。

^② 上海金融法院民事判决书,(2019)沪74民初1049号。

报道内容与之后发布的行政处罚内容高度重合,且该媒体报道产生了重大影响,足以让公众知悉,引起证券市场的反应,同样也可认定该日为揭露日。其实,在近年来的司法实践中,已有相关案例将媒体报道日认定为揭露日,如山西路桥、罗平锌电、康美药业证券虚假陈述案件等。

1. 山西路桥证券虚假陈述案

在山西路桥证券虚假陈述责任纠纷案中,山西省高级人民法院认为:“对于虚假陈述揭露日的认定,应从以下三方面进行分析和判断:一是虚假陈述行为应为首次公开披露;二是披露应是在全国范围发行(播放);三是该种披露必须对证券投资者具有强烈的警示作用。本案中,山西路桥公司的虚假陈述行为被央视财经频道于 2018 年 4 月 17 日晚首次报道,且报道之后,山西三维集团股份有限公司连续 3 个交易日股票收盘价格跌幅偏离值达 14.69%,构成股票交易异常波动,足以对市场起到警示作用,故将 2018 年 4 月 17 日确定为虚假陈述的揭露日。”^①

2. 罗平锌电证券虚假陈述案

在笔者代理的罗平锌电证券虚假陈述责任纠纷案中,2018 年 6 月 21 日,人民网等全国性网站发布名为《曲靖市委市政府官僚主义,上市公司环境污染触目惊心》的文章,曝光罗平锌电堆存含铅废渣数量实际远超 10 万吨,重金属污染隐患问题突出。据此,昆明市中级人民法院认定该日为揭露日。^②

3. 康美药业证券虚假陈述案

在我国首个特别代表人诉讼康美药业证券虚假陈述责任纠纷案中,广州市中级人民法院认为:应以自媒体质疑康美药业财务造假的 2018 年 10 月 16 日为案涉虚假陈述行为的揭露日。理由为:一是自媒体质疑报道的主要内容,与中国证监会行政处罚认定的财务造假性质、类型基本相同。特别是质疑报道中关于康美药业在货币资金等科目存在较大造假的猜测,在之后中国证监会作出的行政处罚决定中得到了证实,满足揭露行为的一致性要求。二是自媒体揭露内容引发了巨大的市场反应。康美药业股价在被自媒体质疑后短期内急速下挫,走势与上证指数、行业指数的走势存在较大背离,可以认定市场对于自媒体的揭露行为作出了强烈反应,说明自媒体的揭露行为对市场产生了很强的警示作用,满足揭露行为的警示性要件。三是虽然揭露文章仅是首发在自媒体而非官方媒体,但在移动互联网蓬勃兴起的如今,发表在自媒

^① 山西省高级人民法院民事判决书,(2021)晋民终 135 号。

^② 昆明市中级人民法院民事判决书,(2018)云 01 民初 2552 号。

体的文章亦有可能会迅速引起较多媒体关注和转载。从本案来看,相关文章确实被多家媒体转载,并直接导致康美药业的百度搜索指数和资讯指数暴增,成为舆论关注重心,满足揭露行为的广泛性要求,达到了揭露效果。^①

(三)以自我揭露日为揭露日

在证券虚假陈述责任纠纷案中,上市公司最常见的虚假陈述行为就是连续在多个年度报告中进行虚假陈述。在此类情况下,若上市公司在此期间并未揭露,则根据上文,以立案调查日作为揭露日。但若是上市公司在此期间公布的年度审计报告存在保留意见,且该报告引起了广泛关注,市场亦对其揭露行为作出了强烈反应,则可以将该保留意见的审计报告公告之日认定为揭露日。

在笔者代理的金正大证券虚假陈述责任纠纷案中,青岛市中级人民法院认为:首先,2019年4月30日,金正大公司发布了《2018年年度报告》《2018年年度审计报告》等一系列报告,其中《2018年年度审计报告》的意见类型为否定意见,审计报告中已列明,金正大公司关联方关系及交易的列报存在问题,且存在无实物流转贸易性收入,而审计报告中未列明的虚减应付票据行为亦是与前述虚构贸易业务有关。其次,金正大公司2019年4月30日发布的系列公告对投资者具有强烈的警示作用。金正大公司发布上述系列公告后,其公司股价连续3日跌停。综上,应将2019年4月30日的首次公开揭露之日认定为本案虚假陈述行为的揭露日。^②

(四)以行政监管措施决定书公告日为揭露日

《行政监管措施决定书》通常也会揭露上市公司存在虚假陈述行为,要求上市公司立即停止不当行为并限期改正,当上市公司将行政监管措施决定书进行公告时,市场可能会对该公告作出反应,导致股票价格产生异常变化。因此,在以往的案件中,部分法院将行政监管措施决定书公告日认定为揭露日,如烯碳新材、威华股份证券虚假陈述案件等。

1. 烯碳新材证券虚假陈述案

在烯碳新材证券虚假陈述责任纠纷案中,辽宁省高级人民法院认为:“2016年7月19日,烯碳新材发布《辽宁证监局责令改正公告》《辽宁证监局警示函公告》,首次披露了年报虚假陈述行为和借款虚假陈述行为所涉违法事实,其内容与行政处罚决定书认定的内容具有高度对应关系,能够充分揭示投资风险,足以影响投资者的投资

^① 广州市中级人民法院民事判决书,(2020)粤01民初2171号。

^② 青岛市中级人民法院民事判决书,(2022)鲁02民初321号。

决策,提醒投资者重新判断股票价值。因此,年报虚假陈述行为和借款虚假陈述行为的揭露日应为上述公告发布之日,即2016年7月19日。”^①

2. 威华股份实际控制人李某华证券虚假陈述案

在威华股份实际控制人李某华证券虚假陈述责任纠纷案中,广东省高级人民法院认为:“2015年1月27日威华股份发布《关于中国证监会广东监管局对公司控股股东(实际控制人)李某华先生采取出具警示函措施决定的公告》的日期为虚假陈述揭露日。虚假陈述被揭示的意义在于其对证券市场发出了一个警示信号,提醒投资人重新判断股票价值,进而对市场价格产生影响。在上述公告中,威华股份披露了因李某华与其一致行动人李某奇减持公司股票达到公司总股本的5%以后,报告、公告权益变动报告书后2日之前,继续卖出公司股票,违反了相关规定,中国证监会广东监管局对李某华采取出具警示函的监管措施的信息,对证券市场及投资者都起到了警示作用,故此确认该日期为本案虚假陈述揭露日。”^②

但随着《九民会议纪要》和《虚假陈述赔偿规定》陆续开始施行,以行政监管措施决定书公告日为揭露日的案件正在快速减少,除非立案调查日晚于行政监管措施决定书公告日,且公司在此之前并未自我揭露或更正,否则在目前的司法实践中,该日基本不会被认定为揭露日。

(五) 自我更正日

根据《虚假陈述赔偿规定》第9条的规定,虚假陈述更正日,是指信息披露义务人在证券交易场所网站或者符合监管部门规定条件的媒体上,自行更正其虚假陈述之日。即信息披露义务人主动更正自己的虚假陈述行为,向公众揭示其虚假陈述行为。此类更正公告的类型根据实际情况不同而各有差异,实务中存在公司自行发布的提示性公告、修正公告、会计差错更正公告,抑或通过年度报告直接进行更正等。比较典型的有惠而浦证券虚假陈述案和武汉凡谷证券虚假陈述案。

1. 惠而浦证券虚假陈述案

在惠而浦证券虚假陈述案中,安徽省高级人民法院认为:“本案2017年7月27日惠而浦公司发布《提示性公告》之日,是惠而浦公司虚假陈述行为的更正日。首先,《提示性公告》符合认定虚假陈述揭示日的‘首次’原则,起到了刺破公司谎言的作用。《提示性公告》系惠而浦公司首次自行对虚假陈述行为予以披露,其确定性高,具

^① 辽宁省高级人民法院民事判决书,(2019)辽民终547号。

^② 广东省高级人民法院民事判决书,(2019)粤民终1888-1890号。

有很高的警示强度。其次,《提示性公告》揭示的内容与安徽证监局行政处罚书中认定的结果具有实质上的一致性。最后,《提示性公告》对投资者的交易决策和股价均产生了实质性影响,足以起到更正日的警示作用。综上,一审关于本案虚假陈述行为更正日的认定不当,本院予以纠正。”^①

2. 武汉凡谷证券虚假陈述案

在武汉凡谷证券虚假陈述案中,湖北省高级人民法院经审理认为:“虚假陈述的自行更正作为对虚假陈述进行揭示的一种方式,其意义在于其对证券市场发出了一个警示信号,提醒投资人重新判断股票价值,进而对市场价格产生影响。从凡谷公司股票价格的走势来看,凡谷公司2017年3月25日发布《2016年度业绩快报修正公告》后的首个交易日,其股票价格从前一交易日的2017年3月24日的收盘价12.19元下跌至11.33元,单日内下跌幅度达到7.05%,说明《2016年度业绩快报修正公告》向证券市场揭示虚假陈述后,已对股票市场价格产生明显影响。凡谷公司其后虽连续发布了《2016年半年度报告修正公告》《2016年第三季度报告修正公告》,但两份修正公告内容与《2016年度业绩快报修正公告》并无实质差异,且由于《2016年度业绩快报修正公告》揭露虚假陈述信息后,证券市场已经产生了相应反应,并逐渐消化该信息的影响,在《2016年半年度报告修正公告》《2016年第三季度报告修正公告》作出时,凡谷公司股票价格并未出现大幅波动。据此,对于一审法院认定的虚假陈述更正日2017年3月25日,予以确认。”^②

二、重大性

(一)《虚假陈述赔偿规定》的突破

《虚假陈述赔偿规定》第10条^③首次明确规定了虚假陈述内容具有重大性的认定标准。虚假陈述是否具有重大性是构成侵权行为的基础,若上市公司的虚假陈述

^① 安徽省高级人民法院民事判决书,(2021)皖民终918号。

^② 湖北省高级人民法院民事判决书,(2021)鄂民终156号。

^③ 《虚假陈述赔偿规定》第10条规定:“有下列情形之一的,人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性:

(一)虚假陈述的内容属于《证券法》第八十条第二款、第八十一条第二款规定的重大事件;

(二)虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项;

(三)虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。

前款第一项、第二项所列情形,被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的,人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。

被告能够证明虚假陈述不具有重大性,并以此抗辩不应当承担民事责任的,人民法院应当予以支持。”

行为不具有重大性,即使投资者有损失,上市公司也不承担责任。首先,该条第1款从虚假陈述内容的性质出发,对重大性的认定情形进行了较广泛的规定,即根据《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第80条第2款、第81条第2款规定的重大事件以及国务院证券监督管理机构等监管部门出台的相关文件中要求披露的重大事件或重要事项,作为重大性的认定标准。其次,结合证券市场上的证券交易价格或交易量情况,若虚假陈述行为实施、揭露或更正后对相关证券的交易价格或交易量产生明显影响,则应被认定为具有重大性。最后,《虚假陈述赔偿规定》第10条第2款又规定了重大性要件的抗辩规则,若被告提供的证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或交易量发生明显变化,则法院应当认定该虚假陈述内容不具有重大性,行为主体不应当承担民事赔偿责任。

(二)有行政处罚的重大性要件认定标准

2003年的司法解释对证券虚假陈述案件设定了前置程序,即法院仅受理有相关行政处罚决定或刑事裁判文书的虚假陈述案件。在这一背景下,《九民会议纪要》第85条^①认为,重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息,虚假陈述已经被监管部门予以行政处罚的,应当认为是具有重大性的违法行为。这实际上是将已经被行政处罚的虚假陈述行为等同于具有重大性要件,将重大性的认定问题在前置程序中予以解决。但随着《虚假陈述赔偿规定》的出台,相应前置程序已经被取消,对于被给予行政处罚的虚假陈述行为是否要延续《九民会议纪要》的规定目前存在不同观点。有观点认为,《虚假陈述赔偿规定》没有将行政处罚和重大性要件等同,仅规定了重大性要件认定的一般规则,并且还给予了被告从交易价格、交易量角度的抗辩空间,这体现了《虚假陈述赔偿规定》想要区分行政责任和民事责任,以及强调行政处罚与民事侵权救济所保护的法益并非一致的内在逻辑。^②另一种观点认为,《虚假陈述赔偿规定》并没有明确排除对《九民会议纪要》规定的适用,第10条规定是在前置程序被取消的背景下,法院针对没有行政处罚案件的审理规则,《九民会议纪要》第85条规定应当继续沿用。

^① 《九民会议纪要》第85条规定:“【重大性要件的认定】审判实践中,部分人民法院对重大性要件和信赖要件存在着混淆认识,以行政处罚认定的信息披露违法行为对投资者的交易决定没有影响为由否定违法行为的重大性,应当引起注意。重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息,虚假陈述已经被监管部门行政处罚的,应当认为是具有重大性的违法行为。在案件审理过程中,对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩,人民法院不予支持,同时应当向释明,该抗辩并非民商事案件的审理范围,应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。”

^② 参见李溶江:《证券虚假陈述纠纷中信息重大性的认定探究》,载《法制与社会》2020年第12期。

本文赞同第2种观点,证监会对上市公司不同形式的违法行为有不同程度的监督管理权。若上市公司信息披露违法违规比较轻微,证监会可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等监管措施。行政处罚是证监会针对上市公司信息披露违法违规作出的最重的惩处措施,行政处罚的作出行为慎重,程序严格,一般会经历立案调查、下发行政处罚事先告知书和最终出具行政处罚决定书等完整流程,对违法违规事实核查仔细、全面,故本文认为,被证监会处罚的虚假陈述行为理应具有重大性。

(三)没有行政处罚的重大性要件认定标准

针对没有行政处罚的虚假陈述行为是否具有重大性的问题,在考虑虚假陈述内容性质的同时,根据《虚假陈述赔偿规定》第10条之规定,今后实务中,证券的交易价格或交易量将会成为关键考量因素。在考量证券交易价格和交易量时,要根据不同类型的虚假陈述行为进行判断,^①比如虚假记载和误导性陈述属于“主动型”的虚假陈述,不仅要考量虚假陈述揭露日后的证券交易价格和交易量的变化,还要考虑虚假陈述实施日后的证券交易价格和交易量的变化。但这并不代表“主动型”虚假陈述必定会影响实施日后的证券价格或者证券交易量。若上市公司前几年财务状况良好,其财务造假是为了掩盖近期亏损,维持股价的稳定。在虚假陈述实施日后二级市场并不会因此产生巨大变化,证券交易价格和交易量总体保持稳定,该行为被揭露后二级市场才可能发生迅速反应,从而影响证券交易价格和交易量。因此,司法实践在考量此因素时要结合具体情况综合判断。

在重大遗漏一类的“沉默型”虚假陈述行为中,只有虚假陈述行为被揭露后才会发生证券交易价格和交易量的变化。但这种情况也并非一定如此,由于很多虚假陈述案件中实施日到揭露日时间较长,跨度可能长达数年之久,二级市场往往变化很多,很多时候利空利多不断轮换,即使利空消息揭露,股票价格也变化不大,即二级市场的“利空出尽”现象。因此,法院以证券交易价格和交易量来否定重大性要件时,必须持谨慎态度。^②

^① 参见汤欣、李卓卓:《新修虚假陈述民事赔偿司法解释评析》,载《法律适用》2022年第3期。

^② 李有星、钱颖瑜、孟盛:《证券虚假陈述侵权赔偿案件审理制度研究——新司法解释的理解与适用高端论坛综述》,载《法律适用》2022年第3期。

三、过 错

在证券发行市场中,由于受害人对侵权人的主观过错难以举证证明,因此各个国家或地区证券法中一般规定以过错推定和无过错责任作为虚假陈述行为人的归责原则。在虚假陈述的民事责任归责原则中,针对不同的主体,有不同的归责原则。《证券法》第85条将发行人的责任规定为无过错责任,对发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事及高级管理人员等内部人员规定了过错推定责任;第163条^①对证券服务机构规定了过错推定责任。

而《虚假陈述赔偿规定》第13条^②又针对《证券法》第85条和第163条规定中“过错”的认定标准进行了细化,将“过错”分为“故意”和“严重违反注意义务”两类。在侵权责任法中,过错分为故意和过失,而过失又包括重大过失、一般过失、轻微过失三类。《虚假陈述赔偿规定》通过“严重违反注意义务”的规定,将过失的程度限定在“重大过失”,明确了在证券虚假陈述案件中,如果相关主体的过失不构成重大过失,则无须承担民事赔偿责任。这一规定也有利于防止信息披露的“寒蝉效应”和对企业管理队伍发展不利影响的出现,从而能够平衡投资者和信息披露义务人的保护。^③

而对于需要承担过错推定责任的相关主体,《虚假陈述赔偿规定》也规定了具体的抗辩事由,本文就上市公司独立董事和中介机构的抗辩事由进行分析。

(一) 独立董事的抗辩事由

独立董事在证券虚假陈述案件中需承担的是过错推定责任。但实际上,独立董事参与公司经营的时间有限,基本不会影响到公司的经营决策,更不会影响二级市场的投资者。因此,如果一味地让独立董事承担责任,与其职权不匹配,反而会引发独

^① 《证券法》第163条规定:“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件,应当勤勉尽责,对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给他人造成损失的,应当与委托人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”

^② 《虚假陈述赔偿规定》第13条规定:“证券法第八十五条、第一百六十三条所称的过错,包括以下两种情形:

(一) 行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件,或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布;

(二) 行为人严重违反注意义务,对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。”

^③ 关丽、焦清扬:《立法意旨、价值取向与适用路径——简评〈虚假陈述若干规定〉的若干新变化》,载微信公众号“贸仲委浙江分会”2022年4月2日, <https://mp.weixin.qq.com/s/LzYbzwPXWrw7Cw6DccqdA>。

立董事的担忧,影响独立董事制度。^①因此《虚假陈述赔偿规定》在第16条^②规定了5项独立董事的抗辩事由,只要独立董事能够证明任何一种情形存在,人民法院就可认定其不存在过错。

既往案例中,康美药业代表人诉讼案件具有标志性意义,该案中独立董事的责任成为社会的讨论话题。根据判决书内容,法院认定康美药业独立董事未勤勉尽职、存在较大过失,且均在案涉定期财务报告中签字,是康美药业信息披露违法行为的其他直接责任人员,最终判决5名独立董事各自承担债务5%~10%连带清偿责任。^③结合其他案例可以发现,目前的规定仍然有些不明确。例如,独立董事并非对于会计、法律行业都是了解的,基本上难以在短暂几日之内察觉到虚假陈述行为的存在。那么,对于如何界定“专业领域”“借助”的概念以及如何认定等问题,都有待今后在司法实践中逐步细化。

(二) 中介机构的抗辩事由

中介机构在证券虚假陈述案件中需承担的是过错推定责任。2020年以来,中介机构在证券虚假陈述案件中本判决承担责任引发了争议,根据不完全统计,已有不下10个案例中,中介机构本判决承担赔偿责任。因此,针对近年来中介机构责任案件审理中的实际情况,《虚假陈述赔偿规定》第18条^④对会计师事务所、律师事务所、资

^① 参见全宗俊:《独立董事虚假陈述责任研究》,载《吉林工商学院学报》2021年第4期。

^② 《虚假陈述赔偿规定》第16条规定:“独立董事能够证明下列情形之一的,人民法院应当认定其没有过错:

(一)在签署相关信息披露文件之前,对不属于自身专业领域的相关具体问题,借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题的;

(二)在揭露日或更正日之前,发现虚假陈述后及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告的;

(三)在独立意见中对虚假陈述事项发表保留意见、反对意见或者无法表示意见并说明具体理由的,但在审议、审核相关文件时投赞成票的除外;

(四)因发行人拒绝、阻碍其履行职责,导致无法对相关信息披露文件是否存在虚假陈述作出判断,并及时向证券交易场所、监管部门书面报告的;

(五)能够证明勤勉尽责的其他情形。

独立董事提交证据证明其在履职期间能够按照法律、监管部门制定的规章和规范性文件以及公司章程的要求履行职责的,或者在虚假陈述被揭露后及时督促发行人整改且效果较为明显的,人民法院可以结合案件事实综合判断其过错情况。”

^③ 广州市中级人民法院民事判决书,(2020)粤01民初2171号。

^④ 《虚假陈述赔偿规定》第18条规定:“会计师事务所、律师事务所、资信评级机构、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构制作、出具的文件存在虚假陈述的,人民法院应当按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件,参考行业执业规范规定的工作范围和程序要求等内容,结合其核查、验证工作底稿等相关证据,认定其是否存在过错。

证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域。证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见致使其出具的专业意见存在虚假陈述,能够证明其所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核,排除了职业怀疑并形成合理信赖的,人民法院应当认定其没有过错。”

信评级机构、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构的过错审查作了明确规定。而且,由于上市公司的信息披露违法违规通常是财务数据造假,会计师事务所承担连带责任的概率更高^①,《虚假陈述赔偿规定》吸收了《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》的相关规定,进一步在第19条^②规定了会计师事务所的免责事由,以保障依法执业的会计师事务所免于讼累。

中介机构能否恪尽职守、勤勉尽责是信息披露文件是否存在虚假陈述的重要因素,夯实中介责任势在必行,但应秉承首从区分、权责相配的原则。因此,《虚假陈述赔偿规定》的规定有利于明确不同中介机构的责任,更有利于督促中介机构在其责任范围内尽到勤勉尽责义务。^③

四、损失及因果关系

(一) 损失

根据《虚假陈述赔偿规定》第25条对于虚假陈述赔偿范围的规定,虚假陈述侵权民事赔偿的范围只包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税,不再包括上述3项所涉及资金的利息。《虚假陈述赔偿规定》针对这点对2003年司法解释进行了修改,体现了证券投资和普通储蓄的不同。

为了规范证券市场日益增多的诱空型虚假陈述,相比2003年司法解释,《虚假陈述赔偿规定》在第27条和第28条分别规定了诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述的计算方法。对于诱多型虚假陈述,投资者在揭露日之后、基准日之前卖出的股票,按买入股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额,乘以已卖出的股票数量;未卖出的股票,按买入股票的平均价格与基准价格之间的差额,乘以未卖出的股票数量。对于诱空型虚假陈述,投资者在实施日之后、揭露日之前卖出,在揭露日之后、基

① 参见俞涵:《会计师事务所于虚假陈述中的民事责任评析》,载《现代职业教育》2021年第31期。

② 《虚假陈述赔偿规定》第19条规定:“会计师事务所能够证明下列情形之一的,人民法院应当认定其没有过错:

(一)按照执业准则、规则确定的工作程序和核查手段并保持必要的职业谨慎,仍未发现被审计的会计资料存在错误的;

(二)审计业务必须依赖的金融机构、发行人的供应商、客户等相关单位提供不实证明文件,会计师事务所保持了必要的职业谨慎仍未发现的;

(三)已对发行人的舞弊迹象提出警告并在审计业务报告中发表了审慎审计意见的;

(四)能够证明没有过错的其他情形。”

③ 参见周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,载《证券市场导报》2021年第7期。

准日之前买回的股票,按买回股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额,乘以买回的股票数量;基准日之前未买回的股票,按基准价格与卖出股票的平均价格之间的差额,乘以未买回的股票数量。

(二) 交易因果关系

由于投资者人数众多,投资动因各不相同,投资者往往证明不了自己是因为信赖上市公司披露的信息才购买其股票这一事实。对此,为了保护投资者权益不受损,2003年司法解释参考“欺诈市场理论”,对交易因果关系实行推定规则,即只要投资者证明其在实施日之后、揭露日或更正日之前进行了相应的交易行为,之后上市公司被查出实施了虚假陈述行为,则直接推定投资者的交易行为与该虚假陈述行为存在交易因果关系,至于投资者是否对该虚假陈述行为存在信赖,在所不问。^①

但近年来在审判实践中,各地法院开始将交易因果关系拆分出来进行考量。《虚假陈述赔偿规定》也充分考虑到了交易因果关系这一动因,在第12条^②明确了交易因果关系的抗辩规则,特别指出未受信息披露义务人虚假陈述影响的投资者不具有索赔资格,避免该赔偿制度成为投资者的保险制度。下文对排除交易因果关系的几类主要情形作详细探讨:

1. 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

在保千里证券虚假陈述案件中,广东省高级人民法院认为:“投资者的注意义务应当与其专业能力相匹配,中车公司作为特定投资者,负有更高的注意义务,但在‘面对面’证券交易中,中车公司完成交易因果关系举证证明义务后,举证责任发生转移,保千里公司需提供证据证明其虚假陈述行为和中车公司认购股票之间没有交易因果关系。为此,中车公司提供了其参与保千里公司非公开发行股票的《可行性研究报告》。该报告表明,中车公司参与保千里公司非公开发行股票的认购主要基于保千里公司业绩增长较快的经营现状,以及对保千里公司未来成长空间和保千里公司股票上涨的预期,而《行政处罚决定书》认定的9份虚假的意向性协议对于保千里公司业

^① 杜小飞:《证券虚假陈述侵权因果关系认定》,载《合作经济与科技》2021年第5期。

^② 《虚假陈述赔偿规定》第12条规定:“被告能够证明下列情形之一的,人民法院应当认定交易因果关系不成立:(一)原告的交易行为发生在虚假陈述实施前,或者是在揭露或更正之后;(二)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;(三)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;(四)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;(五)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。”

绩以及未来市场预期具有明显影响。因此,中车公司认购保千里公司非公开发行股票受到保千里公司的虚假陈述行为影响,具有事实依据。保千里公司虽上诉主张其虚假陈述行为与中车公司认购股票之间没有交易因果关系,但并未提供证据证明中车公司知道或者应当知道案涉虚假陈述行为而进行投资。”^①

结合上述保千里案件,可以将“原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述”这一情形中的原告认定为知悉虚假陈述的内幕人员以及基金公司、资管公司等投资时已进行了必要的尽职调查,应当发现端倪的专业机构。但这类情形中,若专业机构提交证据证明投资时已进行了必要的尽职调查仍未发现存在虚假陈述,而被告公司却无法提出反证,人民法院应当认定存在交易因果关系。

2. 原告的交易行为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

2003年司法解释并无此条款,因此,既往判例中并未出现因该情形导致法院判决完全不存在交易因果关系的案例。经检索,也仅能检索到部分法院认为投资者因该情形导致的部分损失应当自行承担的案件。

在实践中,信息披露义务人从实施虚假陈述行为到该行为被揭露,或者到被证监会立案调查,往往持续时间较长,而在此期间,上市公司并未停止经营活动,极有可能会发生上市公司收购、重大资产重组等行为。但即使在实施日至揭露日期间,上市公司发生了收购、重大资产重组等事件,如何判断投资者的交易行为完全受到该重大事件的影响呢?二级市场上,投资者的交易往往是考虑了多个因素的结果,在这些因素中,无法考量其购买股票的主要参考因素究竟是什么,也无法考量该因素所占比例。此时,要将该因素特别区分出来并不现实,即使区分出来,如何将该部分投资者排除,也是需要考虑的问题,仅仅上市公司发布收购等行为的公告后几日内的买人与虚假陈述行为不具有因果关系,还是上市公司发布收购等行为的公告后投资者的买人与虚假陈述行为都不具有因果关系,需要在今后的司法实践中逐渐形成一个能被大众普遍接受的观点。

3. 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

在皇台酒业证券虚假陈述案中,甘肃省高级人民法院认为:“袁某在本案中主张交易皇台公司股票所产生的损失与皇台公司虚假陈述之间不存在因果关系,理由如

^① 广东省高级人民法院民事判决书,(2019)粤民终2080号。

下:(1)袁某持股比例最高时为3.6%,袁某不但属于皇台公司十大股东,且居于前列,其大量频繁交易显然会对皇台公司股价产生明显影响;(2)根据《证券市场操纵行为认定指引》规定和袁某交易记录显示,袁某在本案所涉的皇台公司股票交易过程中,连续交易次数多,数量大,交易手法与普通股民有明显区别,不能排除其操纵股价的可能性;(3)袁某作为企事业单位工人,持1.45亿元巨资购买皇台公司股票,且对款项来源解释为亲戚借款,至今未归还,该解释既不符合常理,也未提供任何证据;(4)本案涉及袁某巨额利益,对于是否存在他人使用其账户的情况,以及具体交易细节等相关事实问题,其本人应当出庭陈述,但袁某4次庭审均未到庭,且理由不符合常理,本院有理由相信袁某存在规避法院调查的可能。基于以上分析,本院认为袁某不同于普通投资者,其交易行为异常,部分行为具有证券市场操纵行为特征,且其交易行为对皇台公司股票价格影响较大,其在本案中主张的阶段性损失与皇台公司虚假陈述之间不存在因果关系。”^①

在既往案件中,仅检索到上述一件因构成操纵市场而被法院认定不存在交易因果关系的案件,并未检索到原告的交易行为构成内幕交易的案件。内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为是《关于依法严厉打击证券违法活动的若干意见》中要求依法严厉打击的行为,违反证券法,最高人民法院将该类行为认定为与虚假陈述行为之间不存在因果关系无可厚非。

(三) 损失因果关系

损失因果关系是指虚假陈述行为与投资者损失之间的因果关系。对于损失因果关系的认定,2003年司法解释并未明确将其区分出来,而是参考了“直接因果关系说”,即只要得出了交易因果关系成立的结论,投资者又确因交易遭受了损失,即直接推定损失因果关系也成立。

2003年司法解释在损失承担方面,仅排除了“由证券市场系统风险等其他因素所导致”的部分损失。但在证券市场上,实际影响股票价格的因素纷繁复杂,多种因素共同对股票价格产生影响。基于此,《虚假陈述赔偿规定》对于损失因果关系同样

^① 甘肃省高级人民法院民事判决书,(2019)甘民终166号。

给予了被告抗辩的机会,在第 31 条^①扩大了否定损失因果关系的因素的范围,被告可以举证证明在证券市场中其他因素对股价同样产生了影响,从而在计算损失时排除这部分因素给投资者造成的损失。下文即对影响损失因果关系的主要因素作详细探讨:

1. 证券市场的风险

在笔者代理的祥源文化证券虚假陈述案中,浙江省高级人民法院认为:证券市场系统风险是指由整个政治、经济、社会等环境因素对证券价格所造成的影响。风险所造成的后果具有普遍性,不可能通过购买其他股票保值。无论是系统风险还是其他因素,均应对证券市场产生普遍影响的风险因素,对证券市场所有的股票价格产生影响,这种影响为个别企业或行业不能控制,投资人无法通过分散投资加以消除。^②

从上述案例可以看出,司法实践中各个法院对于证券市场的风险(系统风险)的观点各不相同,大致可以分为 3 类:(1)系统风险应当对股票市场产生重大影响,引起全部股票价格大幅涨跌;(2)通过大盘指数和行业指数波动判断系统风险影响程度;(3)借助第三方专业机构认定系统风险影响程度。

笔者更偏向于第 1 类观点,即所谓系统风险,是指对证券市场产生普遍影响的风险因素,其特征在于系统风险由共同因素引发,对证券市场所有的股票价格产生影响,这种影响为个别企业或行业所不能控制,投资人亦无法通过分散投资加以消除。例如,2015 年 6 月至 8 月的股灾,沪深股市出现千股跌停、千股停牌,市场流动性严重缺失等异常情况,对市场上几乎所有投资者而言,都难以抗拒;又如 2016 年 1 月 4 日至 7 日,A 股市场实施熔断机制导致证券市场大幅下跌的情形,此类情况才应属于证券市场系统风险因素。

2. 证券市场特定事件的过度反应

相比于 2003 年司法解释,《虚假陈述赔偿规定》新增了证券市场特定事件的过度反应这一影响损失因果关系的因素。经过检索发现,在既往案例中,并未出现因该因素导致法院认定影响损失因果关系的案件。

^① 《虚假陈述赔偿规定》第 31 条规定:“人民法院应当查明虚假陈述与原告损失之间的因果关系,以及导致原告损失的其他原因等案件基本事实,确定赔偿责任范围。”

被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、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的,对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩,人民法院应当予以支持。”

^② 浙江省高级人民法院民事判决书,(2019)浙民终 1236 号。

针对这一因素,本文认为应当从宏观的证券市场角度来考虑,只有比如战争等导致股价下跌等情况的发生,才能认定为过度反应,而不是上市公司发生重整重组等不足以影响宏观证券市场的情况。但是,参考我国的证券市场的情况,即使发生了过度反应,经过一定时间股价也能恢复,且可能恢复于揭露日前,所以这类特定事件的过度反应也是暂时的,对损失的因果关系如何确定,有待今后的司法实践进一步确认。

3. 上市公司内外部经营环境变化

在广东超华科技股份有限公司证券虚假陈述再审案中,最高人民法院认为:“超华公司申请再审提交了案涉虚假陈述行为实施日至被揭露期间超华公司发布的一系列业绩下滑、合作失败、收购终止、控股股东减持公告等证据,用以证明超华公司自身经营不良因素影响了股价下跌,黄某等人的损失与案涉虚假陈述违法行为没有因果关系。本院认为,影响证券投资者投资以及股价的因素非常复杂,超华公司提交的证据不能否定案涉虚假陈述违法行为与黄某等人损失之间的因果关系,亦未能证明其所主张的非系统风险因素对超华公司股价下跌产生的有效影响以及导致的具体损失数额等,该申请理由缺乏事实和法律依据,本院不予采纳。”^①

如上述案例显示的情况,在《虚假陈述赔偿规定》出台前,对于上市公司内外部经营环境变化这一因素的抗辩是否采纳也存在不同的观点,但司法实践中多数法院以“没有法律依据”为由,驳回被告提出的抗辩。《虚假陈述赔偿规定》突破性地将其作为免责事由,该款规定今后有可能被被告反复援引,有待学术界和实务界深入研究。

但是,本文仍然持有不同观点。上市公司内外部经营环境变化与本身经营结果不善存在一定区别,最高人民法院在此处规定的经营环境,更倾向于客观内外部环境。针对上市公司内外部经营环境而言,外部经营环境比较宽泛,应是指诸如国家对一些行业转型升级的政策以及部分行业如旅游业、影视行业等经营不善等。而相比外部经营环境因素,内部环境因素的争议,显然更大。本文认为内部环境发生变化是指企业发生意外,如生产工厂发生爆炸等意外事件或者遇到当地产业结构调整等。以上仅是本文观点,上市公司内外部经营环境变化具体包括哪些内容,有待今后《虚假陈述赔偿规定》的实践。但从我国依法打击证券违法行为,维护投资者权益的角度来看,需要被告举证充分证明内外部经营环境变化对股价产生的影响和具体损失数额;否则,法院不应采纳被告这一观点。

^① 最高人民法院再审审查与审判监督民事裁定书,(2020)最高法民申873号。

当然,在实践中,损失因果关系的认定和损失计算确实是一个难题,尚无一个达成共识的计算方法。鉴于此,最高人民法院、中国证券监督管理委员会也在《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》提出,案件审理过程中,人民法院可以就诉争虚假陈述行为违反信息披露义务规定情况、对证券交易价格的影响、损失计算等专业问题征求中国证监会或者相关派出机构、证券交易场所、证券业自律管理组织、投资者保护机构等单位的意见。

五、结 语

《虚假陈述赔偿规定》对证券虚假陈述侵权民事责任制度进行了充实和完善,细化了揭露日认定的标准,明确了过错、重大性、损失、因果关系等要件的认定,为资本市场的规范发展提供更加有力的司法保障,有利于维护公开、公平和公正的证券市场秩序。

本文从揭露日认定的类型、重大性、过错、损失和因果关系出发,结合证券法、有关司法解释以及既往司法判例,对证券虚假陈述纠纷案件进行了实证分析和探讨。但如本文所述,如今仍有些问题尚未明确,研究不够深入全面,以至于不能达成共识,期待未来司法机关在审判实践过程中使投资者保护与对包括上市公司、中介机构以及相关方在内的侵权人的追责达到一个相对平衡,推动我国证券市场健康发展。