

论诱空型虚假陈述中因果关系的认定

杨 祥

(清华大学 法学院,北京 100084)

摘要:对于诱空型虚假陈述的损害赔偿,我国现行司法解释并未做出规定,随着证券市场上此类行为的增多,该问题逐渐成为保护投资者合法权益及维护证券市场正常秩序的重要障碍。京博公司虚假陈述案是一起典型的诱空型虚假陈述案,反映了目前法律规范缺失下的司法认定困境。由于对股价走向及投资者决定的影响不同,诱空型虚假陈述与诱多型虚假陈述在因果关系上呈现较大差异。在诱空型虚假陈述中,投资者要想获得赔偿,必须在实施日之前已经买入,并在实施日之后、揭示日之前卖出股票,并且是以低于股票真实价值的不适当低价出售,如果投资者无法满足这一因果关系,则其损害赔偿主张不应得到支持。

关键词:诱空型虚假陈述;因果关系;真实价值;期待利益;损害赔偿

中图分类号:D91

文献标志码:A

文章编号:1001-5744(2016)02-0127-08

一 问题缘起:京博公司虚假陈述案

诱空型虚假陈述是证券市场虚假陈述的重要类型,但因现有法律及司法解释没有做出明确规定,诉讼发生后,司法裁判难以及时、妥适地介入。“张瀚冰诉山东京博控股股份有限公司(以下简称“京博公司”)证券虚假陈述责任纠纷案”^[1](以下简称“京博公司虚假陈述案”)是法院处理此类纠纷的

重要尝试,值得深入研究。

该案的基本案情是:安徽国通高新管业股份有限公司(以下简称“国通管业”)是一家在上海证券交易所挂牌交易的上市公司。自2007年7月24日起,京博公司开始买入国通管业股票,试图收购后者实现借壳上市,但后来又因故减持。2007年7月24日至2009年4月9日,京博公司持有国通管业股票情况如下(表1)。

表1 京博公司持有国通管业股票所占比例

日期	京博公司所持股份占国通管业已发行股份的比例/%
2007年7月24日	5
2007年8月3日	10.37
2007年8月10日	15.12
2007年8月27日	20.24
2007年9月24日	25.10
2007年12月13日	30.09
2007年12月18日	30.31
2008年4月15日	25.23
2008年12月18日	20.13
2009年4月9日	16.12

收稿日期 2016-01-16

作者简介:杨祥(1987—),湖南冷水江人,清华大学法学院博士研究生,美国加州大学伯克利分校联合培养博士生,主要从事证券法、信托法和公司法研究。

上述事件发生后,京博公司并未按照《中华人民共和国证券法》及《上市公司收购管理办法》的规定及时披露持股情况,在此期间,还进行了两次虚假披露:第一次是2008年7月11日,京博公司披露其2008年7月10日持有国通管业已发行股份的5%,但京博公司该日实际持有国通管业已发行股份的23.92%。第二次是2008年9月25日,京博公司披露其2008年9月24日持有国通管业已发行股份的10.03%,但京博公司该日实际持有国通管业已发行股份的26.48%。

2009年1月9日,《每日经济新闻》刊文指出,京博公司及其一致行动人合计持有国通管业股份占比6.852%,超过5%的举牌临界线而没有举牌,已违反上海证券交易所的相关规定。对此,2009年1月13日,国通管业发布澄清公告,称公司收到京博公司的书面回复,后者指出上述报道并不准确。2012年3月16日,证监会在其网站通报了京博公司及其直接责任人的违法事实,做出证监会[2012]6号行政处罚决定书。

原告张瀚冰自2009年2月27日至2011年3月29日,多次买入和卖出国通管业股票。张瀚冰认为,京博公司作为信息披露义务人,共存在10次不正当披露和2次虚假记载,已构成证券法意义上的虚假陈述。其中,虚假陈述实施日是2007年7月24日,揭露日为2012年3月16日。但京博公司主张,实施日是2008年7月11日和2008年9月25日,揭露日是2009年1月9日。

山东省济南市中级人民法院经重审认为,本案的主要争议焦点是如何确定案涉虚假陈述的实施日、揭露日,进而判定京博公司应否承担赔偿责任。

(一)关于案涉虚假陈述的实施日

该院认为,虽然证监会[2012]6号行政处罚决定书认定,京博公司于2008年7月11日和2008年9月25日两次虚假披露关于持有国通管业股票的情况,但该处罚决定书亦同时认定,2007年7月24日,京博公司持有国通管业股票比例达6%,但未通知国通管业并予以公告,违反了《中华人民共和国证券法》等规定,故不正当披露的行为在2007年7月24日已发生,该日即为虚假陈述的实施日。

(二)关于虚假陈述的揭露日

该院认为,2009年1月9日,《每日经济新闻》所刊文章内容虽然涉及京博公司持有国通管业股票超过5%,但该报道仅为新闻报道,对虚假陈述的揭露并不确定,也不具体,故该报道不属于证券法意义上的信息披露,亦不构成对证券虚假陈述事实

的揭露。与此同时,京博公司亦无证据证实,在证监会通报对其进行行政处罚之前,除2009年1月9日《每日经济新闻》之外,尚有在全国范围内发行的报刊或者播放的电台、电视台等其他媒体已经对其虚假陈述事实做出部分或全部与证监会[2012]6号行政处罚决定书相同的揭露,故2012年3月16日证监会对其所做的行政处罚的通报,应为首次公开揭露其虚假陈述事实,该日应认定为虚假陈述揭露日。

(三)关于原告损失与被告虚假陈述行为之间是否存在因果关系的问题

该院认为,京博公司系违反《中华人民共和国证券法》第86条和《上市公司收购管理办法》第13的规定,没有及时进行报告和公告,在持有已发行股份达30%后也没有向国通管业所有股东发出收购要约。由于股份收购系利好消息,其披露一般会引发被收购证券价格的增长,故京博公司隐瞒股份收购利好消息的行为构成诱空型虚假陈述,该行为并不会诱使投资者做出积极的投资决定。由此,张瀚冰的投资交易并不是由京博公司未及时披露信息的行为所决定的,其投资决定并未受虚假陈述行为的影响,与京博公司的虚假陈述行为之间不存在交易的因果关系。而且,比较揭露日和基准日的股票价格,上证指数和上证工业指数均下跌,国通管业却上涨。即便在揭露日之后至基准日期间,国通管业的平均收盘价的跌幅也低于同期大盘的同比跌幅,可见,国通管业涨跌并非系受到虚假陈述的影响,而是由证券市场系统风险等其他因素导致。因此,张瀚冰的损失与京博公司的虚假陈述行为之间不存在损失因果关系,驳回原告张瀚冰的诉讼请求。

二 诱空型虚假陈述的内涵及规制意义

本案涉及复杂的诱空型虚假陈述,在法律规范缺失的背景下,要准确认定其中的因果关系以及民事责任,需要法官精准地把握虚假陈述的基本原理和立法意图,适当平衡各方当事人之间的利益。从判决内容来看,本案法院首先明确案涉行为属于诱空型虚假陈述,其后,运用司法解释相关规定,细致探析了原告损失与被告行为之间能否成立因果关系,可以说,已经深入诱空型虚假陈述的实质问题。然而,在阐释诱空型虚假陈述的因果关系时,本判决尚有可商榷之处。

(一)诱空型虚假陈述的内涵与分类

依据对投资者判断与证券价格走向的影响不同,虚假陈述可分为诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述,这一区分为法学界所广泛接受^[2]。由于二者相

互对应,在理解诱空型虚假陈述时,有必要结合诱多型虚假陈述的特征。所谓诱多型虚假陈述,是指虚假陈述者故意违背事实真相发布虚假信息的利多消息,或者隐瞒实质性的利空消息不予公布、不及时公布等,使得投资者在股价处于相对高位时,进行投资追涨的行为。与之相对,诱空型虚假陈述一般是指虚假陈述者发布虚假的消极利空消息,或者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^[3]。该说被学界广泛引用,影响颇大。

本文认为,该说虽指出了虚假陈述的行为方式,但并没有揭示概念的核心。事实上,法律之所以要规制诱空型虚假陈述,主要源自这类行为会造成实际股价远远脱离“真实价值(true value)”,对于二者之间的差额,投资者原本享有合理的期待利益。可见,“真实价值”作为投资者主张赔偿的基本依据,才是诱空型虚假陈述定义的核心。前述概念中的“相对低位”实际上也是以真实价值为参照物的。鉴于此,比较合理的定义是,诱空型虚假陈述是指虚假陈述者发布虚假的消极利空消息,或者隐瞒实质性的利好消息不予公布、不及时公布等,使得投资者以低于股票真实价值的不适当股价消极卖出甚至空仓的行为。

在具体表现方式上,诱空型虚假陈述往往形式多样,诸如对公司经营中的重大项目不予披露或迟延披露;对公司重组、兼并、收购等重大消息加以隐瞒,乃至做出虚伪的“澄清声明”;在实施股权激励计划之前,散播虚假利空消息或隐瞒公司盈利的重大利好消息等等。诱空型虚假陈述可以细分为以下两种行为。

(1)行为人主动编造并散布虚假的利空消息打压股价,导致股价“不应下跌而跌”,这可以称为“积极诱空型虚假陈述”。

(2)行为人违背法定披露义务,以消极不作为或不正当作为等方式隐瞒实质性的利好消息,导致股价“应涨而未涨”,如不及时披露公司收购消息,或者以虚假的“澄清公告”否定和隐瞒实质性利好消息,我们可以将此称为“消极诱空型虚假陈述”。与上一种行为不同的是,这种行为并没有编造和散播子虚乌有的利空消息,只是竭力拖延信息披露,隐瞒利好事实真相。

(二)规制诱空型虚假陈述的必要性与紧迫性
虚假陈述是证券市场中颇为寻常的欺诈违法

形态,也是立法规制的重点。相较于其他证券欺诈行为,有关虚假陈述民事责任的规定已经较为完善,早在2002年,最高人民法院就通过了《最高人民法院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《若干规定》),对虚假陈述损害赔偿进行了细致规定,将《中华人民共和国证券法》的相关条文具体化,成为法院受理及裁判此类纠纷的重要依据。

然而,不足的是,《若干规定》仅规定了诱多型虚假陈述,将诱空型虚假陈述排除在外。在司法解释起草过程中,许多学者认为,应当对二者均予以规定,但这一主张没有被采纳。对此,起草者的解释是,首先,从我国证券市场的实际情况来看,诱空型虚假陈述极为罕见。其次,诱空型虚假陈述较之于诱多型虚假陈述更难认定。因为投资者是否因受到诱空型虚假陈述而卖出相关证券,在实践中既难以证明,也难以认定,两种影响方向完全相反的行为一并规定因果关系和计算损失,也是相当困难的。再次,即便实践中出现了证监会查处的诱空型虚假陈述案件,法官也可以依据《若干规定》进行因果关系的认定,最高人民法院可以通过个案批复的形式加以解决^[4]。应当说,当时规定诱空型虚假陈述确实存在一些障碍。突出体现在,我国证券市场上虚假陈述的主要违法形态多表现为诱多型虚假陈述,典型的方式是“报喜不报忧”,如虚增利润、隐瞒重大亏损或负债等。例如,琼民源、红光实业、银广夏等被查处的虚假陈述案件莫不如此。另外,诱空型虚假陈述的损害赔偿原理较为复杂,当时的研究也比较有限。

时至今日,随着资本市场的发展,规制诱空型虚假陈述的条件已经具备。一方面,在我国证券市场上,“瞒真喜,报假忧”的诱空型虚假陈述情形已经出现,并逐渐成为突出问题。譬如,我国2007年发生的“杭萧钢构案”,就是一起典型的诱空型虚假陈述案件。该案中,杭萧钢构故意隐瞒其正在谈判并达成一致的安哥拉住宅建设项目(合同金额300多亿元),致使在此期间因信赖其陈述而卖出股票的投资者蒙受重大损失^[5]。又如,为了低价收购上市公司,通过散布虚假的利空消息制造恐慌气氛,致使投资者割肉出局,这种收购方蓄意贬低目标公司股票价格的情形在我国公司收购洪流的背景下可能空前激增^[6]。另一方面,与证券市场实践相一致,证券虚假陈述,尤其是因果关系研究日益深入,诱空型虚假陈述的理论基础已经成型。近些年来,学界有关规制诱空型虚假陈述的呼声日渐强烈^[7]。对

诱空型虚假陈述做出及时规范,是目前证券法面临的重大而紧迫的课题。

三 诱空型虚假陈述中因果关系认定的一般规则

由于诱空型虚假陈述对投资者判断及证券价格的影响具有特殊性,在《若干规定》未进行规定的情况下,如何认定诱空型虚假陈述的因果关系,一直是困扰法学界的重要课题,也给司法适用带来了极大障碍。在京博公司虚假陈述案中,一方面,判决书承认案涉行为系诱空型虚假陈述,另一方面却多次援引《若干规定》因果关系的条文来驳回原告主张。正如前文所指,《若干规定》对因果关系的规定仅适用于诱多型虚假陈述,既然案涉行为属于诱空型虚假陈述,那么,理应适用诱空型虚假陈述的相关法理及规范来裁判。事实上,诱空型虚假陈述对投资者判断及证券价格的影响不同于诱多型虚假陈述,在因果关系的构成上具有特殊性,因此,本案判决存在法律适用不当之嫌疑。

(一) 诱空型虚假陈述在因果关系上具有特殊性

在美国,基于普通法传统,美国法院一般将虚假陈述中的因果关系区分为交易因果关系与损失因果关系。自最高法院在 *Basic Inc. v Levinson* 案^[8]中确立市场欺诈理论与信赖推定原则之后,交易因果关系被极大简化,诉讼中原被告主要围绕损失因果关系展开争论。在很长时间内,不同法院对损失因果关系的把握宽严不一,其中,宽松标准的典型是美国联邦第九巡回上诉法院和 *Merritt B. Fox* 教授坚持的“股价灌水推定说”。该说认为,虚假陈述致使投资者支付了比若无虚假陈述时更高的灌水股价,故购买时多支付的灌水就是投资者蒙受的损失,股价事后是否下跌与损害无关,因此,投资者只需证明虚假陈述扭曲了股价,即完成了因果关系的举证责任。不过,在 *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* 案^[9]中,美国最高法院明确要求投资者在证明虚假陈述扭曲了证券价格之外,还必须举证证明虚假陈述对证券价格的扭曲与其蒙受的经济损失之间存在因果关系,从而旗帜鲜明地拒绝了这一学说。

我国《若干规定》借鉴了美国证券法上的市场欺诈理论和信赖推定原则,同时也吸纳了民法中侵权赔偿诉讼之因果关系理论^[10],对诱多型虚假陈述中因果关系的认定做出了创造性规定。该司法解释第 18 条与第 19 条没有严格区分交易因果关系和损失因果关系,而是规定若满足法定情形则直接推

定因果关系成立,并且将赔偿数额限定在揭示日后投资者因卖出或持有证券而遭受的损失。这一规定与美国自 *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* 案以来的损失因果关系发展不谋而合。

在诱多型虚假陈述中,投资者之所以有权主张赔偿,是因为其买入的股票包含了虚假陈述引致的灌水并多支付了灌水价款,在真相揭示之后,灌水被挤出来,股价下跌至真实价值附近,投资者无法再行出售而获得灌水补偿,这一损失是显而易见的。与之不同的是,在诱空型虚假陈述中,投资者在买入股票时,支付的是与股票真实价值相等的公允对价,购买时并无任何损失。那么,立法为何仍然要介入并对投资者予以保护呢?主要原因在于,诱空型虚假陈述会导致股价偏离于真实价值,扰乱证券市场秩序,那些在诱空型虚假陈述发生之后以相对低价出售股票的投资者也蒙受了损失。在此,“相对低价”是指低于当时股票真实价值的出售价格,出售价格与真实价值之间的差额正是投资者的损失。之所以如此,是因为在有效市场假说下,这一差额属于投资者的合理期待利益。

其一,在积极诱空型虚假陈述情形中,如果行为人没有制造、散布虚假的利空消息打压股价,则股价原本不会下跌(假设排除其他因素的影响),投资者也不会出售,或者不会以远低于真实价值的股价出售股票。换言之,对于股价偏离于真实价值的那一部分利益,投资者原本是可以确定地取得的,属于合理的期待利益(图 1)。

其二,在消极诱空型虚假陈述情形中,如果行为人依法及时、准确地披露公司积极影响股价的重大事实,则股价将跟随上扬的真实价值而上涨(假设排除其他因素影响),投资者在知悉这些重大事实且预估股价上涨的情况下,一般不会在上涨前出售而丧失原本可得的增值。可见,消极诱空型虚假陈述虽然没有令股价下跌,但其造成了股价应涨而未涨、股价远低于真实价值的状况,实际上也严重扭曲了股价,投资者因此丧失了继续持有原本可获得的利润(图 2)。

(二) 诱空型虚假陈述中因果关系认定的一般规则

《若干规定》第 18 条、第 19 条仅规定了诱多型虚假陈述的情形,鉴于诱空型虚假陈述只是对投资决策与股价影响上存有不同,故从二者的异同点出发,可以确定诱空型虚假陈述的因果关系特征。结合上图,我们可以确定诱空型虚假陈述中因果关系的特殊构成,仍然按照种类分述如下。

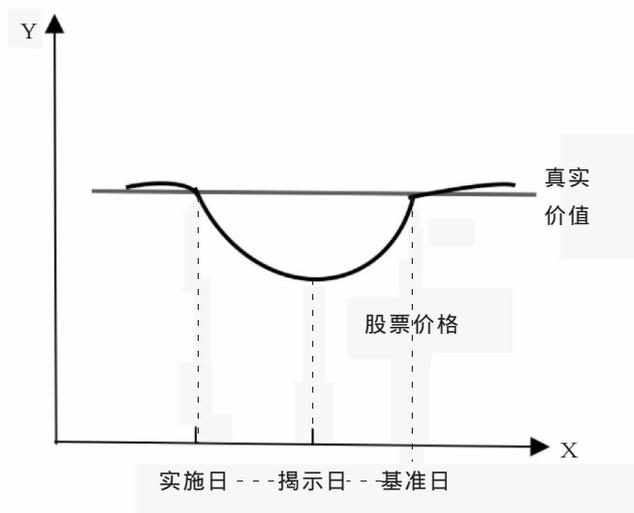


图1 积极诱空型虚假陈述致损原理

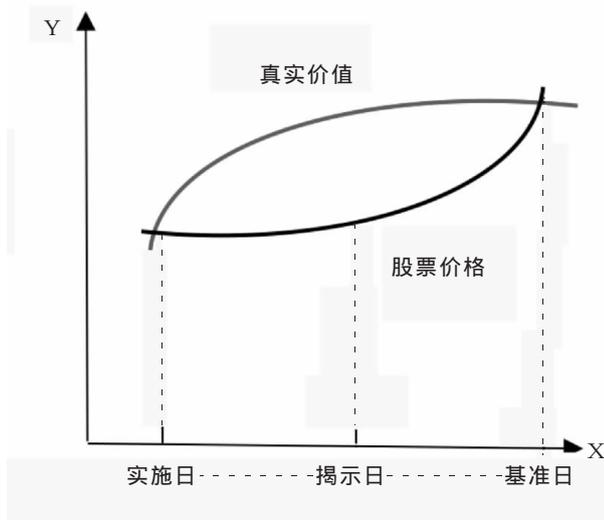


图2 消极诱空型虚假陈述致损原理

1. 积极诱空型虚假陈述中因果关系的认定

为分析方便,可以先构建一个理想模型,在该模型中,仅考虑虚假陈述行为与股价的关系,排除其他因素如系统性风险、行业风险、整体大盘走势等影响。如图1所示,积极诱空型虚假陈述行为实施后,虚假利空消息引起市场低迷情绪并看空,原本稳定的股价开始偏离真实价值而向下运行,在真相揭示日(包括《若干规定》中的揭露日或更正日)附近跌至最低,达到最大偏离值。此后,随着利空消息被揭穿,市场获知真相后重新评估股价,从而引起股价大幅上涨,直到基准日时恢复到真实价值附近。从股价运行的这一规律可见,在虚假陈述实施日之前已经买入股票,并在揭示日之前出售的投资者可能蒙受损失,该类投资者购买时支付了公允价格,并因虚假陈述引起的股价下跌而蒙受损失的应予以保护。而在实施日之后、揭示日之前这段时间内购买并出售股票的投资者,虽然在理论上可能蒙

受损失,但由于其是在积极利空消息发布后股价下行期间买入股票的,难以推定为信赖(交易因果关系),而且其购买时支付的是不充分的对价,故对此可不予保护。投资者在揭示日之后、基准日之前卖出股票的,亦因其卖出行为难以推定为信赖(此时可预见股价上涨)而可不予保护。

因此,积极诱空型虚假陈述的因果关系认定规则是:投资者在虚假陈述实施日之前已经买入,并在实施日之后、揭示日之前卖出股票的,推定投资者蒙受的损失与虚假陈述之间存在因果关系。

2. 消极诱空型虚假陈述中因果关系的认定

消极诱空型虚假陈述对股价的影响如图2所示。与前一种类型不同,在这里出现了影响公司股价的重大利好事件,股票的真实价值上涨,但行为人却违背法定职责不及时披露,甚至以虚假的澄清公告等方式竭力隐瞒事件真相,从而令原本应涨的股价呈现稳定不变的状态,直到虚假陈述被揭示之后,所隐瞒的重大利好消息被市场消化吸收,股价迅速上扬,直至基准日时恢复到真实价值附近。在这一过程中,在虚假陈述实施日之前已经买入股票的投资者由于不知道重大利好消息,可能误以为股票无上涨潜力而在实施日之后、揭示日之前卖出股票,从而丧失原本继续持有可以期待获得的利润。这类投资者的损失可推定与虚假陈述之间存在因果关系,应予以赔偿。

存有异义的是,如果投资者是在实施日之后、揭示日之前买入股票,并在此期间又卖出股票,则其能否主张损害赔偿?与上一种情形不同的是,在这类情形中,投资者是在虚假陈述发生后买入股票,这一事实决定了投资者随后的出售难以被推定为与虚假陈述存在因果关系。这是因为,如果投资者在后来出售时信赖了行为人的虚假澄清公告或未及时披露行为,那么,他先前基于同样的信赖就不可能购入该股票,除非基于虚假陈述之外的事实认为该股票有投资价值,而这与案涉虚假陈述无关,而且,在实施日之后才购入股票的投资者支付的是受扭曲而被低估的股价,该对价不是与真实价值相等的公允价格,故对于真实价值与低估股价之间的差额并不享有合理期待利益。另外,由于行为人只是隐瞒重大利好消息,在实施日之后、揭示日之前,排除其他因素的影响,股价一般会保持平稳——如果行为人实施了散布虚假利空消息的行为,则可归入积极诱空型虚假陈述的情形之中,故在理论上,投资者也不会发生交易价差损失。可见,此类情形不应纳入民事赔偿之中。

综上所述,在诱空型虚假陈述中,受虚假利空消息或隐瞒利好消息的影响,股票价格出现“不应跌而下跌”或“应涨而未涨”的情况,投资者因信赖市场价格的公正性,以低于真实价值的价格出售实施日之前已经持有的股票,对于二者之间的这一差额,如果不存在虚假陈述行为,投资者是完全可以实现的,故虚假陈述在客观上致使投资者丧失了合理期待利益,可以推定成立因果关系。我们可以将诱空型虚假陈述中因果关系的一般规则总结如下。

投资者在诱空型虚假陈述实施日之前已经持有证券,并在实施日之后、揭示日之前以低于证券真实价值的不适当低价卖出证券的,其损失与虚假陈述之间可以推定存在因果关系。为了与《若干规定》第18条(诱多型)对应,这一规则可具体化为以下要件。

(1)投资者所投资的是与诱空型虚假陈述直接关联的证券。

(2)投资者在诱空型虚假陈述实施日之前已经持有股票。

(3)投资者在诱空型虚假陈述实施日及以后、揭示日(揭露日或更正日)之前出售了股票。

(4)投资者因出售价格低于证券的真实价值而蒙受了损失。

四 检视:一般规则在京博公司虚假陈述案中的适用

法律的生命在于实践。本文探讨了诱空型虚假陈述中因果关系认定的一般规则,为司法实践提供指引和裁判工具。对此,我们可以结合本文第一部分的典型案例,详细分析一般规则在司法裁判中的适用。

(一)案涉行为的定性:是诱空型虚假陈述还是诱多型虚假陈述

本案法官面临的首要问题是,案涉行为是否属于虚假陈述,如果是,那么属于哪一类虚假陈述?对此,须从本案案情加以分析。京博公司在其持有国通管业的证券达到后者已发行股份的5%后,以及持有后者已发行股份比例每增加或减少5%时,均没有依法做出报告和披露公告,并且,还做出两次虚假披露,隐瞒自己大幅持股的事实。此外,在持有国通管业的证券达到后者已发行股份的30%后,也没有向国通管业的所有股东发出收购要约。正如判决所言,增持股份及发出收购要约等信息的披露对投资者而言属于利好消息,披露后一般会引发该证

券价格的增长,而且《中华人民共和国证券法》第86条和《上市公司收购管理办法》第13条也强制要求增持股东予以披露,这既是对上市公司信息公开透明的要求,也是对公司及其他股东的保护方式。而京博公司为了防止股价上涨,降低收购成本,故意违背法定职责,选择不予披露,并以虚假消息来掩盖真相。

显然,上述行为不同于诱多型虚假陈述的违法形态。在诱多型虚假陈述中,行为人往往通过谎报、夸大、遗漏等虚假陈述手段,描绘或渲染出一种实际上并不存在的利好前景来抬高或虚涨证券价格。而在本案中,京博公司没有描绘虚假的利好前景以虚涨股价,相反,其采取的是消极不作为或不正当作为的方式,即违反法定义务拒不报告持股比例、发出收购要约,并且做出虚假披露,通过隐瞒增持股份、要约收购等重大利好消息,案涉股份价值被低估。京博公司的上述行为在客观上会导致国通管业的其他股东因误判而出售所持股份——如果京博公司依法履行披露义务,则后者能合理预见股价的上涨趋势,通常不会即刻脱手。

可见,京博公司实施的不正当披露行为是一种典型的诱空行为,即诱使其他投资者相信公司股价并无上涨空间而出售股票,丧失原本若继续持有而可得利益。而且,京博公司的虚假陈述行为涵盖积极型和消极型两类诱空行为,前者体现在两次发布虚假持股公告,后者体现在10次不及时披露持股情况并拒不发出收购要约。本案判决认定准确。

(二)因果关系的认定:一般规则在本案中的具体适用

从一般规则可知,实施日、揭示日(即揭露日或更正日)、基准日是认定虚假陈述因果关系的核心要素,一旦界定清楚这三个关键日期,则法官可以直接套用上述一般规则来认定因果关系。本案判决认定因果关系是否妥当,也与这三个时点的界定是否准确密切相关。

首先,确定本案中的虚假陈述实施日。京博公司自2007年7月24日持股超5%起至2008年4月开始减持期间,持续增持国通管业的股票,最高持股比例超过30%。根据《中华人民共和国证券法》第86条、第88条和《上市公司收购管理办法》第13条规定,京博公司在比例每增加5%时,应当在该事实发生之日起3日内依法进行报告和公告,在持股超过30%时,应当向国通管业的所有股东发出股份收购要约。从案情概要可知(表1),京博公司有6次增持达到披露临界点,须在达到披露点后3日内分

别予以披露,而事实上它却没有披露,故可以认为京博公司在这6次增持之后的第4日分别实施了不正当披露行为。同时,京博公司在2007年12月13日持股超过30%的情况下继续收购,于12月18日达到30.31%,违反了《中华人民共和国证券法》第88条规定的义务,可以认为其在12月18日实施了不正当披露行为。另外,京博公司于2008年7月11日和2008年9月25日又进行了两次虚假披露,隐瞒其大幅持有国通管业股票的情况,这亦可能产生诱空作用。在上述数个日期,京博公司均实施了违反《中华人民共和国证券法》规定的信息披露义务的行为,由于这一系列行为都是为了隐瞒其大幅持有国通管业股票的真相,多次行为之间具有连贯性和一致性,关联极为密切,并且对股价走向的影响相同,其中单次行为的影响可能比较有限而难以构成重大性,故可以将这些行为整体理解为一项总的虚假陈述行为,这一系列行为可称为“子行为”。这项总的虚假陈述行为的特殊性体现在时间跨度很长,直到最后一项子行为结束时才最终完成。为妥当保护证券市场的投资者,本文认为,应当将子行为的结束时间认定为这一项总的虚假陈述行为的实施日,而本案中最后一次不正当披露发生在2008年9月25日,故该日才是本案的虚假陈述实施日。本案判决将最先一次子行为的时间2007年7月24日认定为实施日,有欠妥当。

其次,须界定本案虚假陈述的揭示日。本案判决认为,证监会对京博公司做出行政处罚通报的2012年3月16日是揭露日,理由是,2009年1月9日《每日经济新闻》报道的文章对京博公司持有国通管业股票超过5%的揭露并不确定、不具体。对此,尚有商榷的余地。揭示日“揭示真相”的意义在于使市场知悉“相关真相”,并重新评估股票以纠偏扭曲的股价,由此,在非一次性完全揭示的场合,应当以市场据此能否且实际知悉“相关真相”作为检视标准,并分别依市场专业人士标准、专家证言、股价变动及事件研究法等细化步骤对争议的“揭示时点”进行一一检验^[11]。因此,2009年1月9日能否作为案涉虚假陈述的揭露日,关键在于市场专业人士能否依据《每日经济新闻》报道的文章知悉京博公司大幅持有国通管业股票的事实,以及运用事件研究法研究这一报道对股价变动的影 响。如果被告能够举证证明这一揭示已经令市场上较大范围的主体知悉真相,并且对股价产生了重大影响,则一般可以认定为揭示日。鉴于这一部分的事实不明,有待法院进一步核实,且对本案结果无根本性影响

(无论是以2009年1月9日作为揭示日,还是以证监会行政处罚决定之日2008年3月16日作为揭示日,原告买卖股票的行为均不能落入虚假陈述因果关系一般规则确定构成因果关系的区间内),故本文姑且采信本案判决的认定,将证监会行政处罚决定之日2012年3月16日作为揭示日。这并不是说揭示日并不重要,恰恰相反,在虚假陈述案件中,揭示日的确定至关重要,必须引起高度重视,其复杂性也远超《若干规定》的规定^[12]。揭示日一经确定,基准日也就确定下来,因为基准日在本质上是立法者为限定赔偿范围而确立的合理期间,具有法定性。

在三个关键时点确定之后进入因果关系的实质构成部分。本案判决书认为,张瀚冰的投资损失与京博公司的虚假陈述行为之间不存在因果关系,主要理由是,揭露日后案涉股价逆大盘走势,不但没有下跌,反而小幅上涨,并且,在揭露日之后至基准日期间,国通管业的平均收盘价跌幅也远低于同期大盘的同比跌幅,因此,案涉股价涨跌并非虚假陈述行为所致。对于这一推理依据,本文持不同意见。

本案涉及的是诱空型虚假陈述,自然应当适用诱空型虚假陈述的因果关系认定规则,《若干规定》第18条是针对诱多型虚假陈述做出的规定,难以适用于本案。在诱空型虚假陈述中,真相揭示日之后股价上涨正是虚假陈述扭曲了股价的重要证据。张瀚冰要想推定其损失与被告的虚假陈述行为之间存在因果关系,必须按照前述诱空型虚假陈述因果关系的认定规则,举证证明自己在案涉虚假陈述行为实施日之前已经买入并持有股票,并且是在实施日之后、隐瞒事实被揭示日之前卖出所持股票。换言之,张瀚冰必须举证证明自己在虚假陈述实施日2008年9月25日之前已经买入股票,并在2008年9月25日之后、揭露日2012年3月16日之前卖出股票,因而蒙受了损失。显然,本案原告并不满足这几个要件。根据法院查明的事实是,张瀚冰买卖案涉股票的时间是2009年2月27日至2011年3月29日,故张瀚冰是在案涉虚假陈述行为实施日(2008年9月25日)之后才买入股票的,并且在揭露日(2012年3月16日)之前就已经出售股票,这完全不在诱空型虚假陈述因果关系的构成区间,不能成立因果关系。可见,原告主张不能得到支持的原因在于,其买卖股票的行为发生在虚假陈述实施日之后、揭示日之前的这一期间,损失与虚假陈述之间不能成立因果关系。本案判决以揭示日之后股

价出现上涨为由,得出案涉股价涨跌并非虚假陈述行为所致,进而否定原告损失与被告行为之间的因果关系,虽然在结论上正确,但在推理过程中错误适用了因果关系认定规则,应予以纠正。

综上可知,诱空型虚假陈述对投资决定及股价的影响截然不同于诱多型虚假陈述。现有司法解释仅规定了后者,这给法官如何处理诱空型虚假陈述纠纷造成了重大障碍。依据诱空型虚假陈述的因果关系认定规则,投资者若想主张自己的损失与诱空型虚假陈述行为之间存在因果关系,必须证明自己在诱空型虚假陈述实施日之前就已经买入并持有证券,并在实施日之后、揭示日之前以低于该证券真实价值的不适当低价出售了证券。在京博公司虚假陈述案中,原告的主张之所以不能被支持,缘于其买入案涉股票的时间处于虚假陈述实施日之后,并不符合诱空型虚假陈述中因果关系的认定规则。另外,虚假陈述的实施日、揭示日及基准日是因果关系的核心要素,法院在认定因果关系时,必须准确地界定这三个关键时点。

参考文献:

- [1]张瀚冰诉山东京博控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案[EB/OL].<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=3660>.
- [2]郭锋.虚假陈述侵权的认定及赔偿[J].中国法学,2003(2):

95-99.

- [3]李国光,贾纬.证券市场虚假陈述民事赔偿制度[M].北京:法律出版社,2003:73-74.
- [4]贾纬.如何理解“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”[N].人民法院报,2003-01-22(3).
- [5]中国证监会行政处罚决定书(杭萧钢构及单银木等人),证监罚字[2007]16号[EB/OL].http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/200804/t20080418_14210.htm.
- [6]刘定华,张严方.对进一步完善虚假陈述民事赔偿制度的思考——评《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》[J].财经理论与实践,2004(4):121-127.
- [7]叶承芳.证券市场虚假陈述侵权责任因果关系的认定[J].北京青年政治学院学报,2010(4):74-75.
- [8]Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)[EB/OL].<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/case.html>.
- [9]Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo 544 U.S. 336 (2005)[EB/OL].<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/544/336/>
- [10]李国光.最高人民法院关于审理虚假陈述案件司法解释的理解与适用[M].北京:人民法院出版社,2003:76.
- [11]杨祥.论证券虚假陈述诉讼中揭示日的认定[M]//郭锋.证券法律评论.北京:中国法制出版社,2015:97-120.
- [12]汤欣,杨祥.虚假陈述损害责任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[J].证券市场导报,2015(3):64-72.
- 【责任编辑 芮芳】**

(上接第100页)

- [10]汪卫东.《野草》与佛教[J].中国现代文学研究丛刊,2008(1):80.
- [11]汪卫东.《野草》与佛教[J].中国现代文学研究丛刊,2008(1):77.
- [12]王乾坤.鲁迅的生命哲学[M].北京:人民文学出版社,1999:217-218.
- [13]郁达夫.郁达夫文集:第9卷[M].广州:花城出版社,1991:315-316.
- [14]鲁迅.鲁迅全集:第1卷[M].北京:人民文学出版社,1981:82.
- [15]乔治·巴塔耶.文学与恶[M].董澄波,译.北京:北京燕山出版社,2006:2.
- [16]鲁迅.鲁迅全集:第1卷[M].北京:人民文学出版社,1981:417.
- [17]鲁迅.鲁迅全集:第1卷[M].北京:人民文学出版社,1981:130.
- [18]周作人.周作人散文:第2卷[M].北京:中国广播电视出版社,1992:448.
- [19]张福贵.惯性的终结——鲁迅文化选择的历史价值[M].长春:吉林大学出版社,1999:52.

- [20]王瑶.鲁迅作品论集[M].北京:人民文学出版社,1984:59.
- [21]夏丐尊.白马湖散文十三家·读书与冥想[M].上海:上海文艺出版社,1994:209.
- [22]郁达夫.郁达夫诗词集[M].杭州:浙江文艺出版社,1988:177-178.
- [23]徐志摩.徐志摩全集:第3卷[M].南宁:广西民族出版社,1991:112.
- [24]徐志摩.徐志摩全集:第3卷[M].南宁:广西民族出版社,1991:108.
- [25]周作人.周作人散文:第2卷[M].北京:中国广播电视出版社,1992:616.
- [26]周作人.雨天的书[M].北京:人民文学出版社,2000:27.
- [27]丰子恺.丰子恺文集:第2卷[M].杭州:浙江文艺出版社;浙江教育出版社,1990:226.
- [28]丰子恺.丰子恺文集:第5卷[M].杭州:浙江文艺出版社;浙江教育出版社,1992:520.
- [29]洪修平.试论中国佛教思想的主要特点及其人文精神[J].南京大学学报:哲学·人文科学·社会科学版,2011(3):70.
- 【责任编辑 王涛】**