

诱空虚假陈述侵权责任之因果关系

廖 升*

摘要:我国有关证券虚假陈述民事责任法律规范只规定了诱多虚假陈述因果关系的认定规则,对诱空虚假陈述的因果关系却未提及。鉴于“必然因果关系说”和“相当因果关系说”存在的缺陷,用我国现行因果关系理论解决诱空虚假陈述因果关系的认定问题是行不通的。诱空虚假陈述之因果关系可以分为事实因果关系和法律因果关系。事实因果关系的认定可分两种情况:隐瞒型诱空虚假陈述可以采用重大性标准予以认定,其他型诱空虚假陈述则以欺诈市场理论为基础的信赖推定原则予以认定;法律因果关系则适用“直接后果说”和“合理预见说”进行认定。

关键词:诱空虚假陈述 事实因果关系 法律因果关系 欺诈市场理论

DOI:10.16390/j.cnki.issn1672-0393.2016.06.030

一、问题的提出

因果关系是侵权责任重要的构成要件,是归责的前提和基础。“它不仅属于侵权行为法基本规定内容,而且构成了其他几乎所有赔偿责任构成要件的基础。”^①在侵权损害赔偿责任的认定中,因果关系的认定及举证责任的分配可谓至关重要。证券市场虚假陈述作为一种侵权行为与普通侵权行为相比,^②其因果关系之影响因素更为纷繁复杂,故而法院认定时势必更加困难。^③

我国有关证券市场虚假陈述侵权责任的规定,主要有:《中华人民共和国证券法》第69条、第171条、第173条、第191条,《中华人民共和国民事诉讼法》第106条第2、3款,《中华人民共和国合同法》(以下简称《合同法》)第42条、第54条第2款、第58条,《保险资金投资股权暂行办法》第29条以及最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事责任纠纷案件有关问题的通知》(以下简称《通知》),^④但这些法律规范对虚假陈述因果关系之认定规则只字未提。2003年最高人民法院《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《规定》)第18条、第19条首次对虚假陈述因果关系作出规定。证券市场虚假陈述分为诱多虚假陈述和诱空虚假陈述,而《规定》第18条只针对诱多虚假陈述之因果关系的认定,而未涉及诱空虚假陈述之因果关系的认定。笔者认为此做法欠妥。虽然我国目前尚未出现关于诱空虚假陈述的行政处罚案件,但这并不意味着以后也不会出现。既然上述法律规范保护投资者免受虚假陈述侵权行为的侵害,那么诱空虚假陈述行为也应在规制之列。然而《规定》并未对其进行认定,显然是将诱空虚假陈述的受害人排除在保护范围之外。^⑤因果关系作为侵权损害赔偿的核心内容,对诱空

* 中南财经政法大学法学院博士研究生
基金项目:国家社会科学基金后期资助项目(13FFX008)

① [德]克里斯蒂安·冯·巴尔:《欧洲比较侵权行为法》(下卷),焦美华译,法律出版社2001年版,第528页。

② 参见最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》第1条。

③ 参见郭峰主编:《虚假陈述证券侵权赔偿》,法律出版社2003年版,第243—244页。

④ 《通知》规定了人民法院受理虚假陈述民事赔偿案件的前提条件、诉讼时效、诉讼方式及法院管辖等涉及立案标准的程序性问题,仍未规定其因果关系的认定规则。

⑤ 参见程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任》,人民法院出版社2004年版,第212页。

虚假陈述民事责任的认定意义重大。相关证券法律法规和司法解释未对其加以规定,实则是我国证券侵权责任制度的一大法律漏洞。《规定》第6条将行政处罚或刑事判决作为民事赔偿的前置程序,加之尚未有明确被界定为诱空虚假陈述的行政处罚案例或刑事案件出现,一定程度上使得我国尚未出现专门针对诱空虚假陈述的民事判决。但实践中并非没有符合诱空虚假陈述特征的案件,如“山东京博控股股份有限公司证券虚假陈述案”(以下简称“山东京博虚假陈述案”)^①法院认为,虽然被告延迟披露重大信息,其被证监会处罚的行为即为诱空虚假陈述行为,但因《规定》对此行为并未作出规定,故被告虚假陈述与原告损失之间的因果关系不存在。在处理诱空虚假陈述案件时法院若因相关规范的缺失而直接认定诱空虚假陈述之因果关系不存在,而使得受害者不能获得赔偿,这将不利于保护投资者的合法权益。

对于诱空虚假陈述因果关系的理论研究,我国学术界也未能给予足够关注。有学者虽然以虚假陈述民事责任制度的完善为切入点,强调诱空虚假陈述因果关系认定的必要性,建议最高人民法院对其进行司法解释,但并未对其因果关系的具体认定规则进行设计。^②另有学者虽然提出我国应当借鉴美国或者日本的因果关系理论完善我国虚假陈述因果关系之认定规则,但并未单独对诱空虚假陈述因果关系之认定进行研究。^③诱空虚假陈述侵权责任之因果关系的认定因法律规范的缺失,而导致实务发展受限、理论研究不足,亟待澄清。

二、一般侵权责任之因果关系理论对诱空虚假陈述之因果关系认定

(一)我国实务上的虚假陈述之因果关系认定

根据《规定》第18条的规定,不难发现我国在认定诱多虚假陈述因果关系时,实际上参考了国外的欺诈市场理论和信赖推定原则。根据《规定》第18条,法院以推定方式认定因果关系,原告对其损失与诱多虚假陈述行为之间的因果关系无需举证,只需证明其交易行为满足《规定》第18条所规定之条件即可;如“佛山电器照明股份有限公司虚假陈述案”^④;而在虚假陈述实施日之前购买证券的投资者,无法适用推定原则推定因果关系的存在,如“粤美雅集团有限公司证券虚假陈述案”^⑤即为适例。接着,《规定》第19条赋予了被告抗辩权,只需证明以下事实,被告即可推翻因果关系:(1)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券,如“北海银行高科技产业股份有限公司虚假陈述案”^⑥即为适例;(2)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资,如“东盛科技股份有限公司证券虚假陈述案”^⑦即为适例;(3)明知虚假陈述存在而进行的投资,如“河北金牛化工股份有限公司虚假陈述案”^⑧即为适例;(4)损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致,如“山东京博虚假陈述案”、“华闻传媒投资集团股份有限公司证券虚假陈述案”(以下简称“华闻传媒虚假陈述案”)^⑨即为适例;(5)属于恶意投资、操纵证券价格的。

可以看出,虽然我国在证券侵权因果关系的认定上参照国外的欺诈市场理论和信赖推定原则,但并没有区分事实因果关系和法律因果关系,而是概括地规定构成某些法定情形时就推定损害与虚假陈述行为之间的因果关系成立。在《规定》仅规定了诱多虚假陈述因果关系的认定规则而将诱空虚假陈述因果关系排除在外的情况下,我国现行因果关系理论能否很好地解决诱空虚假陈述因果关系之认定的难题呢?

① 参见山东省济南市中级人民法院(2014)济商重初字第5号民事判决书。

② 参见程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿论》,人民法院出版社2004年版,第139—213页;郭峰主编:《虚假陈述证券侵权赔偿》,法律出版社2003年版,第176—182页;王利明:《论证券法中民事责任制度的完善》,《法学研究》2001年第4期。

③ 参见翁晓健:《证券市场虚假陈述民事责任研究——美国证券法经验的反思与借鉴》,上海社会科学院出版社2011年版,第108—133页;杨峰:《操纵证券市场民事责任因果关系认定规则之完善——从对美国、日本相关规定的比较出发》,《法商研究》2006年第6期;李国光、贾纬:《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》,法律出版社2003年版,第287—320页。

④ 参见广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第13—967号民事判决书。

⑤ 参见广东省广州市中级人民法院(2009)穗中法民二初字第40号民事判决书。

⑥ 参见广西壮族自治区高级人民法院(2008)桂民二终字第56号民事判决书。

⑦ 参见陕西省高级人民法院(2014)陕民二终字第00059号民事判决书。

⑧ 参见河北省高级人民法院(2014)冀民二终字第56号民事判决书。

⑨ 参见贵州省高级人民法院(2012)黔高民商终字第3号民事判决书。

(二)必然因果关系与相当因果关系对诱空虚假陈述因果关系之认定

在我国侵权责任因果关系理论中,“必然因果关系说”曾一度成为主流观点。持该说的学者主张只有当行为人的行为与损害结果之间具有内在的、本质的、必然的联系时,才具有法律上的因果联系。^①在《规定》出台之前,我国司法实践在处理虚假陈述案件时就以必然因果关系理论为准则,如在“渤海集团股份有限公司证券虚假陈述案”^②(以下简称“渤海虚假陈述案”)和“红光实业股份有限公司证券虚假陈述案”^③(以下简称“红光实业虚假陈述案”)中,法院均以被告的虚假陈述行为与原告所受损失之间无必然因果关系为由拒绝受理案件或受理案件后驳回原告的诉求。《规定》虽然规定了推定因果关系和被告的抗辩权利,但在相关案件中法院仍然有适用必然因果关系之嫌疑。例如,“德棉股份有限公司证券虚假陈述案”中,^④法院即认为被告股价的下跌是由股市系统风险所致,与被告虚假陈述行为之间无必然因果关系。法院此种认定与可推翻的信赖推定实则并不一致,将存在可推翻因素与无必然因果关系相等同,实在令人费解。

必然因果关系理论的缺陷是显而易见的,其将因果关系分为条件和原因,以条件认定外在、偶然的因果关系,以原因认定内在、必然的因果关系,实则违反了唯物辩证法。同时,将条件与原因割裂开,无异于主观上缩小了责任的客观基础,极可能使一些应负责任的侵权行为人得以开脱,使得无辜的受害人所受之损害无人补偿,^⑤如“渤海虚假陈述案”、“红光实业虚假陈述案”即为显例。从上述因果关系的链条来看,很难说下一环节是上一环节的必然结果。^⑥根据“必然因果关系说”,原告几乎无法证明损失与虚假陈述行为之间存在必然的、本质的、直接的联系。在诱空虚假陈述案件中,原告误信被告虚假的利空信息进行证券投资并遭受损害,但除了被告的诱空虚假陈述行为,系统风险、政治因素、人为操作等因素也有可能导致原告的损害。在虚假陈述与原告损失之间是否存在必然的因果关系,人们几乎无法下一个肯定的结论。^⑦

鉴于必然因果关系理论的缺陷,“相当因果关系说”始为我国学者引入。不同于“必然因果关系说”,“相当因果关系说”强调因果关系的“可能性”。依“相关因果关系说”,某一事实仅于现实情形发生某种结果尚不能认为有因果关系,必须在一般情形下,依社会的一般观念亦认为能发生同一结果的时候,才能认为有因果关系。^⑧我国台湾地区的学者王泽鉴认为,相当因果关系理论是分阶段来探析因果关系的:第一个阶段是判断条件关系,即审究条件上的因果关系是否成立,如否定,则谈不上相当性认定;如肯定,再于第二个阶段判断该条件的相当性。^⑨所谓“无此行为,必不生此损害”即指条件的因果关系;同时为避免因果循环,牵连永无止境,必须确定其界限,因而以“相当性”来合理界限侵权责任的范围;“所谓‘条件关系’并非仅在观察自然的、机器的、没价值事物的发生过程,其仍含有一定程度的规范性判断,故径以事实上因果关系称之,是否妥当,容有疑问。至于‘相当性’,则属价值判断”。^⑩由此可推定,王泽鉴认为在认定条件关系时就进行价值判断会导致事实判断和价值判断的重复适用,因而对因果关系的两分并非全然合理。

我国实务界也越来越重视“相当因果关系说”,认同“条件+相当性=因果关系”的做法。^⑪那么,“相

① 参见佟柔、赵中孚、郑立:《民法概论》,中国人民大学出版社1982年版,第308页;王作堂等:《民法教程》,北京大学出版社1983年版,第113页;王利明等:《民法新论》(上册),中国政法大学出版社1987年版,第465页;梁慧星:《民法学说判例与立法研究》,中国政法大学出版社1993年版,第277页;彭万林主编:《民法学》,中国政法大学出版社1994年版,第521页。

② 参见山东省济南市中级人民法院(1998)济中经终字第41号民事判决书。

③ 参见上海市浦东新区人民法院(1998)浦经初字第3964号民事判决书。

④ 参见山东省高级人民法院(2012)鲁商终字第18号民事判决书。

⑤ 参见王利明:《侵权行为法归责原则研究》,中国政法大学出版社2003年版,第381页。

⑥ 参见谢奕:《论虚假陈述民事责任的因果关系——以红光实业虚假陈述案为视角》,《长春理工大学学报》2010年第4期。

⑦ 参见程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿论》,人民法院出版社2004年版,第148页。

⑧ 参见杨立新:《侵权责任法》,复旦大学出版社2010年版,第101页。

⑨ 参见王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第186页。

⑩ 王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第187页。

⑪ 参见内蒙古自治区呼和浩特市中级人民法院(2015)呼民终字第75号民事判决书;湖南省湘西土家族苗族自治州中级人民法院(2015)州民一终字第375号民事判决书;广东省深圳市宝安区人民法院(2012)深宝法民一初字第5627号民事判决书;等等。

当因果关系说”在适用诱空虚假陈述侵权责任之因果关系时,又当如何?首先,按照上述“条件说+相当性”的相当因果关系理论,在诱空虚假陈述侵权案件中,投资者若要证明因果关系,须从两个阶段出发,分别就“条件关系”和“相当性”进行证明。就“条件关系”而言,从投资者进行证券交易到遭受损失,期间有多个环,证明无虚假陈述则无损害是一件十分困难的事情。即使“条件关系”成立,还需证明“相当性”即证明行为致损害发生的可能性。^①虽然“相当因果关系说”将“必然性”降低为“可能性”,减轻了原告的举证负担,但是“可能性”本身就是一个模糊不清的概念。这种“可能性”达到什么程度才能引起投资者的损失?与其他因素相比,这种“可能性”是否具有足够的影响力?这都是需要解决的问题。对此,法官在实践中并没有给出定论,而在“黄建平、陈菊平与秦雷忠财产损害赔偿纠纷案”^②中,法院产生了逻辑错误,指出:“判断行为和损害事实之间是否具有因果关系,应当采取相当因果关系,即无此行为,虽不必然产生该损害,但是有此行为,通常即足于产生此种损害时,即有因果关系;如无此行为,必不产生此种损害,即便有此行为,通常也不产生此种损害时,即无因果关系”。其次,从相当因果关系的理论结构来看,王泽鉴对“条件关系”和“相当性”的区分本身即存在结构上的冲突,在因果关系的认定上要求价值判断的重复适用,不利于实务上的操作。若循王泽鉴之观点,王泽鉴的相当因果关系理论只解决诱空虚假陈述之责任成立因果关系的认定,那么责任范围因果关系又当如何认定呢?可见,单以“相当因果关系说”进行诱空虚假陈述因果关系的认定,实为不妥。

综上,诱空虚假陈述因果关系之认定难题无法通过“必然因果关系说”和“相当因果关系说”来解决。

(三)事实因果关系与法律因果关系对诱空虚假陈述因果关系之认定

我国有不少学者主张借鉴美国法的经验,将因果关系二分,以事实因果关系和法律因果关系认定之。接下来,笔者将探讨事实因果关系与法律因果关系能否适用诱空虚假陈述因果关系之认定。英美侵权法对因果关系的认定采用的是“两分法”,即被告实施了侵权行为,原告如诉请被告进行赔偿需证明两点:一是被告的行为于事实上给原告造成了损害;二是原告的损害于法律上不是被告侵权行为所导致的一项过于遥远的结果,以致被告无需对其行为担责。^③此谓英美法上的双层因果关系理论,即《美国侵权法重述(第二)》第43条所规定的事实因果关系和法律因果关系。前者指被告的侵权行为或可归责于被告的他人的行为或由被告加以控制的物件,在事实上对损害的发生具有原因力。后者指事实上已构成损害原因的侵害行为或应由侵权人负责的事件在法律上成为应对该损害负责的原因。^④“两分法”的合理性在于为我们提供了一个框架将因果关系层次化:客观事实问题由事实因果关系进行认定,责任的承担和范围问题则由法律因果关系予以认定。^⑤因此,责任成立的前提是存在事实因果关系,这一层次的因果关系判断不包含对法律政策的考量,只要行为于事实上对损害的发生具有原因力即可;反之,则不成立。法律因果关系的实质,便是在事实因果关系的基础上依一定的取向对责任进行限制。^⑥根据自己责任原则,行为人应当对自己行为的后果负责,但这并不意味着,其应对无限延伸的因果关系链条上的所有结果负责。如此,通过法律因果关系进行价值判断,对侵权行为者的赔偿责任加以限定,不至使行为者陷入对其行为所有后果皆赔偿的恐慌之中。

“两分法”是否适用诱空虚假陈述因果关系之认定呢?笔者认为可行的。根据欺诈一般理论,欺诈行为必须达到以下两个效果,因果关系才成立:(1)相对人因欺诈而陷入认识错误;(2)相对人因认识错误作出意思表示。^⑦证券市场虚假陈述作为一种欺诈行为也应有两层因果关系:(1)投资者因虚假陈述陷入

① 参见叶金强:《相当因果关系理论的展开》,《中国法学》2008年第1期。

② 参见江苏省海门市人民法院(2014)门包民初字第0604号民事判决书。

③ See W. V. H. Rogers, Winfield and Jolowicz on Tort, Sweet & Maxwell, c2002, p. 131; B. S. Markesinis & S. F. Deakin, Tort Law, 4th. ed., Oxford University Press, 2003, p. 174; Clerk & Lindsell on Torts, 20th. ed., Sweet & Maxwell, 2013, 39.

④ See Bryan A. Garner(ed), Black's Law Dictionary, 7th ed., St. Paul, West Group, 1999, p. 213.

⑤ 参见胡吕银:《论侵权行为法上的因果关系——兼评因果关系两分法》,《扬州大学学报》(人文社会科学版)2001年第5期。

⑥ 参见叶金强:《相当因果关系理论的展开》,《中国法学》2008年第5期。

⑦ 参见殷秋实:《诱空虚假陈述下的因果关系认定》,《金融法苑》2012年第84辑。

错误认识,(2)投资者因错误而进行证券交易。显然,在证券市场虚假陈述案件中,要认定虚假陈述与投资者损害之间存在事实因果关系较之于一般侵权行为更为复杂。虚假陈述行为造成的损害并非直接侵犯人身权、财产权等绝对权而造成的有体损害,而是独立存在的纯粹经济损失。其特征便是受害人人数量多、数额不易确定、因果关系链条绵延,在认定赔偿范围时难度很大。即便立法或司法承认此等损害之可赔偿性,亦需通过法律因果关系加以控制。^①在诱多虚假陈述因果关系的认定中,有法院曾尝试采用“两分法”,如“山东京博虚假陈述案”即为显例。“两分法”在实践中鼓励和发挥了法官的造法功能,具有可操作性且有学说支持。而在因果关系认定上,诱空虚假陈述较之于诱多虚假陈述更难认定。^②据此,笔者将诱空虚假陈述因果关系分为两个层次:确立诱空虚假陈述与投资者交易行为之间的因果关系,在此前提下确立诱空虚假陈述与投资者损害之间的因果关系。有鉴于此,笔者认为在诱空虚假陈述案件中,应当认定以下两个因果关系:投资者因信任虚假陈述而在虚假陈述揭露日或更正日前卖出该证券,此为事实因果关系;投资者因信任该虚假陈述而遭受损失,此为法律因果关系。

三、诱空虚假陈述之事实因果关系认定

(一)以信赖推定原则推定诱空虚假陈述之事实因果关系

依照《美国侵权法重述(第二次)》第546条和第552条、1933年《美国证券法》第11条和第12条、1934年《美国证券交易法》第18条以及美国证监会依据《美国证券交易法》第10b条而制定的“反欺诈条款”即10b-5规则,虚假陈述的受害人若要提起侵权赔偿之诉,须证明其损害是基于对被告虚假陈述的合理信赖。要达到这一标准,原告需举证证明原告信赖被告的虚假陈述且该信赖是“合理的”。证券交易的突出特点在于非面对面性,买卖双方互不见面。此种交易模式下,根据“谁主张、谁举证”原则,要求原告证明其进行证券交易是基于对他人虚假陈述行为的“信赖”,无异于强人所难,^③遑论在隐瞒型虚假陈述的场合。鉴于此,美国法院确立了信赖推定原则,以推定方式确立事实因果关系,以减轻原告的举证责任。^④

诱空虚假陈述之事实因果关系的认定采用推定原则有其必要性,理由在于:(1)证券虚假陈述表现形式复杂:证券市场以计算机网络技术为基础,在虚拟的网络平台证券交易主体多、成交量大且迅速快捷。例如,证券价格变化的影响因素包括经济周期、货币政策、股利政策等。由于供求影响证券价格,而影响证券供求之因素包括社会心理、市场技术等,其中投资者的心理变化对证券价格更是影响深远,可谓牵一发而动全身。(2)取证困难。证券交易具有极强的专业性且证券侵权行为很隐蔽,对受损害的投资者而言,其取证十分困难,要证明其损害是由虚假陈述行为所致几乎难以实现。一方面,虚假陈述行为从实施到揭露所经过的时间较为漫长,有些证据无法保留。另一方面,相对于专业性的虚假陈述行为人,投资者一般处于弱势,其取证的专业性要求和经济成本很高。因此,若按照传统的因果关系理论对证券虚假陈述因果关系进行分析,障碍重重,甚至可以说几乎没有可能。^⑤如果立法者一味拘泥于法律逻辑上或者理论上的完美,在举证责任上仍是坚持“谁主张、谁举证”原则,法律将沦为一纸空文,投资者利益无法得到保障。采用推定原则推定诱空虚假陈述行为与投资者损失之间存在因果关系,正体现了法律的公平正义。《规定》对于诱多虚假陈述因果关系之认定即采取该种方式。“银广夏实业股份有限公司证券虚假陈述案”^⑥(以下简称“银广夏虚假陈述案”)中,法院就指出,目前证券交易的方式决定了虚假陈述人与受害人之间的联系无法特定化,投资人难以证明其损失与虚假陈述行为之间具有因果关系,“这种信赖推定原则,是为保护善意投资人而设定的”。同时,“银广夏虚假陈述案”还确立了另一个标准,即在投资主体的专业程度上进

① 参见郭峰主编:《虚假陈述证券侵权赔偿》,法律出版社2003年版,第297页。

② 参见贾纬:《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〉》,《人民法院报》2003年1月2日。

③ 参见马春坡:《证券侵权行为因果关系研究》,硕士学位论文,吉林大学法学院,2006年,第11页。

④ See *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U. S. 128(1972).

⑤ 参见杨峰:《证券民事责任制度比较研究》,法律出版社2006年版,第152-155页。

⑥ 参见宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民初字第74号民事判决书。

行了限制。该案法院认为,应对基金管理人适用高于普通证券市场投资人的标准:判断原告是否合理信赖了被告的虚假陈述,不仅仅要满足信赖推定的构成要件,还要有原告作为基金管理人是否依照基金契约的规定,运用其专业知识和技能,严格履行投资决策程序。

信赖推定原则以欺诈市场理论为理论基础。根据欺诈市场理论,在一个有效率的资本市场,证券价格可以反映出欺诈行为,^①当被告就重大事实进行虚假陈述时,相关证券的价格会将这一事实反映出来,此时的证券价格已经失去其本该有的公正性,投资者因而遭受损失。这就足以表明原告的损害与被告的虚假陈述行为之间存在事实因果关系,^②并在“贝斯克公司案”^③中得到确认。欺诈市场理论并不是一种单独确立事实因果关系的方法,而是为信赖推定原则提供了理论基础。关于欺诈市场理论是否可以在我国适用,学者见解莫衷一是。有学者认为该理论不适用于中国,^④因为欺诈市场理论的市场条件只能是半强式有效市场,而我国目前的证券市场仍属于半弱式。如此一来,诱多虚假陈述的因果关系认定规则都存在问题,诱空虚假陈述就更难直接进行类推适用,因此笔者对此并不赞同。事实上,“欺诈市场理论并不怎么依赖市场有效性,它主要是基于大多数公布的重大信息都被市场专业人员考虑并对该证券的市场价格产生影响”。^⑤《规定》对诱多虚假陈述的因果关系认定就参照了市场欺诈理论。“银广夏虚假陈述案”法院指出,《规定》根据欺诈市场理论将投资人“合理信赖”这一连接虚假陈述行为与损害结果之间的要件,通过投资人信赖股票价格继而信赖虚假陈述的推定方式来确定,有利于保护善意投资人。鉴于该种做法与我国现行证券民事赔偿制度的价值取向一致,将以市场欺诈理论为基础的信赖推定适用于诱空虚假陈述因果关系之认定并无不可。信赖推定原则体现了保护投资者权益的精神,同时赋予被告抗辩权。被告需举证证明原告明知存在虚假陈述而仍进行证券交易,以达到抗辩之效,推翻事实因果关系。因为原告明知或者应当知道投资风险而自甘冒险,显然缺乏风险防范意识。根据“银广夏虚假陈述案”确立的严格标准,若原告具备证券市场投资的特别分析能力即专业人士,被告只需证明原告在作出投资决策时未尽到充分的审慎义务和对虚假陈述的注意义务,法院就可认定原告未合理信赖该虚假陈述,信赖推定不成立。

(二)以重大性标准推定诱空虚假陈述之事实因果关系

《美国证券法》第 11 条和第 12 条采用重大性标准来确定事实因果关系,10b-5 规则则采用两种推定方式来对事实因果关系进行认定:(1)对于隐瞒重大事实的虚假陈述,推定原告对该重大事实产生了信赖,即重大性标准;(2)对于涉及对重大事实的错误陈述或者误导性陈述,以欺诈市场理论来推定事实因果关系。美国联邦法院曾指出:“如果存在这样一种重大可能性,即一位理性的股东在决定如何投票的时候认为该事实是重要的,那么此项被遗漏之事实就属于重大事实”;^⑥“正是因为被告隐瞒了重大事实,导致原告愿与之进行证券交易,故而原告主观信赖要件可以推定成立”。^⑦重大问题涉及的是某项被漏报或错报的事实对于理性投资者的重大意义。^⑧故而重大性标准适用于隐瞒型虚假陈述之事实因果关系的认定。据此,在隐瞒型虚假陈述场合,原告只需证明被告隐瞒的事实将会影响一个一般谨慎的理性投资者的投资决策,就可证明原告损失与被告虚假陈述行为之间成立事实因果关系,而无需证明信赖关系确实存在。换言之,未披露的事实是重大的即推定事实因果关系成立。我国现行证券法律法规中认定事实是否具有重

① 参见马其家:《美国证券法上虚假陈述民事赔偿因果关系的认定及启示》,《法学论坛》2006年第3期。

② 参见焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,《中国法学》2003年第2期。

③ See Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988). 在该案中,美国联邦最高法院认为:“在一个开放、成熟和有效率的证券市场上,公司股票的市场价格会充分反映与该公司及其经营情况有关的重大信息,无论是真实的还是虚假的信息。因此,虚假陈述会被反映到股票价格中,从而使得股票价格被人为地扭曲,不能体现其真实的价格”。

④ 参见焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,《中国法学》2003年第2期;郭鑫:《证券虚假陈述中的因果关系研究》,《福建法学》2012年第3期。

⑤ [美]罗伯特·C. 克拉克:《公司法》,工商出版社1999年版,第264页。

⑥ See James D. Cox, Rober W. Hillman & Donald C. Langevort, Securities Regulation, Cases and Materials, pp. 52-53.

⑦ See Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U. S. 128 (1972).

⑧ 参见翁晓健:《证券市场虚假陈述民事责任研究——美国证券法经验的反思与借》,上海社会科学院出版社2011年版,第46页。

大性,采用的是“二元论”,即投资者决策标准^①和价格重大影响标准。^② 笔者建议统一采用投资者决策标准,理由如下:(1)就所涉及的因素和考虑的范围而言,当投资者作出决策时,证券价格只是考虑的因素之一,除了证券价格,投资者还应当对其他因素如证券公司经营状况、政府决策等进行考量,采投资者决策标准更为深刻而广泛;(2)投资者决策标准体现了现代证券法“买者自慎”和“保护投资者”的精髓,其要求比价格标准更为严格;(3)我国证券市场尚未达到半强式状态,市场价格只反映历史信息,因此用价格标准来衡量信息重要性的做法是不现实的;(4)考虑到受害人的救济和举证责任,相比于价格标准,投资者决策标准可以有效地减轻举证负担,使受害人得到救济。^③ 在司法实践中,法院处理案件时亦有采用“投资者决策”标准。^④

笔者从欺诈市场理论和重大性标准出发,认为我国诱空虚假陈述事实因果关系应当进行如下认定:

1. 隐瞒型虚假陈述,以重大性标准推定因果关系的存在。重大性标准采用投资者决策标准。据此,原告须证明:(1)被告隐瞒了其有义务披露的重大事实;(2)交易系争证券是该虚假陈述直接关联的证券;(3)原告在虚假陈述实施日前买入该证券,并在揭露日或更正日之前卖出并遭受损失。满足以上条件,即推定原告对该重大事实产生了信赖。同时,被告有如下抗辩权:(1)虚假陈述所涉及的事实并非重大事实;(2)不论虚假陈述存在与否,原告一定会进行该证券的交易。

2. 重大事实的错误陈述或误导性陈述,采用以欺诈市场理论为基础的信赖推定原则推定因果关系的存在。具体来说,原告需要证明:(1)被告公开披露的内容陈述不当;(2)该不当陈述的内容为重大事实;(3)交易系争股票的市场是有效的市场;(4)原告在虚假陈述实施日前买入证券,在揭露日或更正日之前卖出并遭受损失,即推定事实因果关系成立。同时,被告享有抗辩权,需要证明原告明知存在虚假陈述仍购买该股票,或者原告的损失是由其他因素导致的,被告即可推翻该信赖。若原告是专业人士,被告只需证明原告未尽注意义务。

四、诱空虚假陈述之法律因果关系认定

(一)以“直接后果说”与“合理预见说”确定法律因果关系

我国传统的侵权行为法理论对于法律因果关系的判断标准虽有“直接原因与间接原因区分说”、“主要原因与次要原因区分说”,但仍不足以解决实践中的各种复杂问题。^⑤ 因诱多虚假陈述因果关系之认定借鉴了美国欺诈市场理论和信赖推定原则,故对于诱空虚假陈述法律因果关系的认定同样可以从美国相关理论出发,寻找突破口。根据美国证券虚假陈述损失因果关系的认定规则,故意侵权的虚假陈述因果关系之认定采取“直接后果说”,过失侵权的虚假陈述因果关系之认定采取“合理预见说”。

1. “直接后果说”。直接后果是指,在既存条件下,因被告行为的作用且在没有积极的独立存在的外力作用下,依事件发展的通常过程所导致的后果。^⑥ “直接后果说”不考虑被告的预见可能性。该说为“罗宾斯案”^⑦运用,该案法院认为,原告对其损失是否由被告公司的虚假陈述行为直接造成举证并不充分,被告公司股价的下跌是由其公司政策所致,因此损失因果关系不成立。“直接后果说”主要适用于故意侵权行为。该说的缺陷在于,对什么是“直接结果”难有定论。在笔者看来,虽然直接结果与间接结果确实难以认定,但在证券市场虚假陈述中,由于影响证券价格的因素有很多,将虚假陈述行为的影响与政策因素、市场风险等因素相分离虽有难度,但仍有迹可循。这需要法官在总结司法实践的基础上结合理论进行正确认

^① 例如,中国证券监督管理委员会《对蔡伟甫等内幕交易行政处罚决定书》(证监公告[2011]41号)第3条。这一标准与美国采用的判断标准大致相同,都是以投资者作为判断事实是否具有重大性的中心。

^② 参见《中华人民共和国证券法》第67条、《上海证券交易所股票上市规则》第2.3条、《深圳证券交易所股票上市规则》第2.7条。

^③ 参见齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第174—175页。

^④ 参见北京市第一中级人民法院(2009)一中民初字第7533号民事判决书。

^⑤ 参见程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任》,人民法院出版社2004年版,第150—151页。

^⑥ See Jeaph H. Beale, *The Proximate Consequences of an Act*, pp. 633—634, 33HARV. L. REV., 1920.

^⑦ See *Robbins v. Koger Properties, Inc.*, 116 F. 3d 1441(11th Cir. 1980).

定。根据《规定》第 18 条,我国对故意侵权的虚假陈述损害赔偿因果关系之认定采取的就是“直接后果说”。^① 例如,“湖北武昌鱼股份有限公司证券虚假陈述案”^②法院采“直接后果说”认定原告投资发生亏损与被告虚假陈述行为之间不存在因果关系,而是由证券市场系统风险所致,被告无需承担赔偿责任,即其判断标准一般表现为“系统风险”存在与否,只要求行为人在虚假陈述行为直接造成的损害范围内承担赔偿责任,排除了其他独立因素造成的损害赔偿。

在诱空虚假陈述事实因果关系成立的基础上,即行为人违背事实真相发布虚假的利空信息或者故意隐瞒利多信息时,投资者便会纷纷以低价抛售其持有的股票。此时诱空虚假陈述法律因果关系表现为:当诱空虚假陈述行为揭露后,股票价格上涨,受该行为影响的投资者会因低价卖出股票而丧失应得的利益,从而遭受损失。此种情况下,如何确立诱空虚假陈述行为是造成投资者损失的直接原因?笔者认为,与诱多型虚假陈述行为相似,区分直接原因与间接原因的重要因素则为是否有第三独立因素的介入。根据上述诱多虚假陈述案例的判决来看,第三独立因素通常表现为“系统风险”。因此,法院认定诱空虚假陈述行为与投资者损失之间是否存在法律因果关系时,应当排除其他因素,如是否存在系统风险、是否存在他人操纵市场的行为等。当该其他因素不存在时,投资者损失则是被告虚假陈述行为造成的直接结果,则应认定两者之间存在法律因果关系。

2. “合理预见说”。“合理预见说”也被称之为可预见规则,即侵权行为人的责任须以其在事件发生时对损害可得预见者为限,如果不在预见范围内,行为人的行为对受害人并不构成风险。^③ “合理预见说”适用于过失侵权案件。一般而言,对损害风险的合理预见构成过失的要件,如若被告实施加害行为时没有对风险的预见可能性,其无需承担过失责任。^④ 因此,对于在被告不可预见范围内的损失,其不应当承担赔偿责任。《合同法》第 113 条明确规定了可预见性规则,适用于违约损害赔偿,在侵权责任领域虽缺乏明确规定,但司法实践中已有所体现。^⑤ 需要解决的问题是,如何确定合理预见的标准?对此,司法实践中主要有以下两种做法:(1)以行为人行为时的可预见性为标准;^⑥(2)以一般合理人在行为人行为时的可预见性为标准。^⑦ 后者获得了大多学者的认同,即一般合理人标准,即具有充分知识与经验之人在行为人行为的时间和地点所能预见的范围。^⑧ 笔者亦赞成一般合理人标准。关于合理预见的范围,不要求行为人对其行为的所有后果可预见,只要预见其行为的危险性即可,^⑨或者实际发生的损害后果与行为人预见的后果属于同一种类损害。鉴于此,笔者认为,在过失性诱空虚假陈述中,应以“合理预见说”认定法律因果关系。当行为人出于过失实施诱空虚假陈述行为时,如行为人在记载事项、信息披露时由于过失作出违背事实真相的诱空虚假陈述行为造成证券市场股价的变动,从而使投资者遭受损失。此时,应当认定行为人对其合理预见范围内的损失承担责任,且以一个理性人所有的通常经验作为是否预见的标准。同时,为了保护投资者的合法权益,不要求实际发生的损害与诱空虚假陈述行为人预见的损害一致,若投资者的损失与被告预见的损失属于同一损害类型,亦认定法律因果关系的成立。“合理预见说”将过失侵权行为人的赔偿责任限定在其可预见范围内,实际上是避免过失侵权行为人责任的无限扩大,相较于故意侵权行为考虑的是行为直接造成的损失,可预见性规则既有利于保护受害人,也对侵权行为人的责任进行限制。

① 参见刘道远:《证券侵权法律制度研究》,知识产权出版社 2008 年版,第 330 页。

② 参见湖北省武汉市中级人民法院(2014)鄂武汉中民商初字第 00061 号民事判决书。

③ 参见赵克祥:《论法律政策在侵权法因果关系判断中的作用——以英美侵权法最近原因的分析为中心》,《法律科学》2007 年第 4 期。

④ 参见郑永宽:《论侵权过失判定标准的构造与适用》,《法律科学》2013 年第 2 期。

⑤ 参见浙江省温州市中级人民法院(2015)浙温民终字第 1676 号民事判决书。

⑥ 参见浙江省宁波市江北区人民法院(2013)甬北民初字第 931 号民事判决书;浙江省杭州市下城区人民法院(2014)杭下民初字第 743 号民事判决书。

⑦ 参见浙江省高级人民法院(2015)浙民终字第 28 号民事判决书。

⑧ 参见郑永宽:《论责任范围限定中的侵权过失与因果关系》,《法律科学》2016 年第 2 期;陈聪富:《因果关系与损害赔偿》,北京大学出版社 2006 年版,第 119 页。

⑨ 参见福建省龙岩市新罗区人民法院(2015)龙新民初字第 7657 号民事判决书。

不同于事实因果关系的推定原则,原告需举证证明法律因果关系的存在。对于举证责任的证明程度,美国联邦法院有两种观点:(1)如果原告以侵权行为发生后证券嗣后价值变动作为损害依据,则其必须证明嗣后的价值变动是由被告的侵权行为引起的;(2)原告只需证明被告的证券侵权行为作为一个原因行为造成原告以不公平的价格买卖系争证券之结果,即完成法律因果关系的举证,至于嗣后价值变动,只是衡量损害赔偿的事实依据之一,原告无须举证。可见,第二种观点较之于第一种观点更为宽松,有利于原告。^①“新智科技股份有限公司证券虚假陈述案”^②即采纳了第一种观点,该案法院要求原告证明被告的虚假陈述导致了被告股票的市场价格不合理地高于价值。最终原告因承担较大的举证责任,以败诉告终。而“丰华股份有限公司证券虚假陈述案”^③则采纳了第二种观点,该案法院认为,因投资者出于对被告虚假陈述的信任进行股票交易,故被告的虚假陈述行为在原告购买系争股票时,该股票价格已经受到影响,处于不公平的状态;不能仅以虚假陈述被揭露后系争股票的价格变化来判断原告是否产生了损失,而“应以原告买入并持有系争股票的行为动机为依据”。该案法院从市场欺诈理论出发,不要求原告对嗣后价格变动与虚假陈述行为之间的因果关系进行举证,而只考虑原告买入系争股票的结果。这种做法显然更有利于保护投资者的合法利益。

综上,笔者认为,诱空虚假陈述之法律因果关系之认定,也可以类推适用“直接后果说”,同时在虚假陈述过失侵权情况下采用“合理预见说”。具体而言:(1)对于故意侵权的诱空虚假陈述,采用“直接后果说”认定法律因果关系,无需考虑被告对损害结果的预见可能性,被告对其虚假陈述行为直接造成的损害后果承担损害赔偿责任。被告欲减轻或免除其责任,须举证证明其虚假陈述行为所造成的损害并非直接损害。(2)对于过失侵权的诱空虚假陈述,采用“合理预见说”认定法律因果关系,即被告只对其进行虚假陈述时能够合理预见范围内的损害承担赔偿责任。被告只要举证证明原告损失超过了其合理预见范围,就可减免责任。在举证责任方面,笔者赞同第二种观点,即原告只需证明被告的虚假陈述行为造成了其以不公平的价格投资系争证券的结果,而无需证明嗣后价值的变动与被告虚假陈述行为之间是否存在因果关系。

(二)介入原因

介入原因是指,在被告行为之后介入原先因果关系链条的第三人行为或外在事件。确定法律因果关系阶段不得不考虑该因素,在被告侵权行为之后介入一个新的、独立的因素,中断了原告损失与被告原先行行为之间的因果关系,此时被告无须对其行为承担责任。就“直接结果说”而言,介入原因的确定至关重要。“直接结果说”之疑问,在于如何判断介入原因系属独立于加害人行为之原因而足以阻断因果关系,使被害人之损害为介入原因之直接结果而成为加害人行为之“间接结果”。^④如此,才可明确侵权人的赔偿责任,不至于对其行为的间接结果担责。证券市场虚假陈述因果关系认定中考虑介入原因的作用体现于:当投资者因行为人的虚假陈述行为而买入证券时,由于发生了大规模的金融危机导致股市的低迷,或者是由政府出台了新政策,金融危机与政府新政策即为“介入原因”,投资者因此遭受的损失与虚假陈述行为之间不存在因果关系。因为金融危机或者政府新政策对投资者利益的影响力与作用是独立且实在的,切断了虚假陈述行为对投资者利益的影响,虚假陈述行为人无需对投资者的该部分损失承担赔偿责任。

《规定》第19条第4项规定之“证券市场系统风险等因素”即为介入原因。系统风险作为介入原因,独立地造成原告的投资损失,因而在确定被告的损害赔偿范围时,因系统风险切断了虚假陈述行为与投资者损失之间的法律因果关系,其造成的损失部分应当排除在外。“证券业通常理解,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因共同因素所引发,对证券市场所有的股票价格均产生影响,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。”^⑤“证券市场系统

^① 参见刘道远:《证券侵权法律制度研究》,知识产权出版社2008年版,第330页。

^② 参见福建省福州市中级人民法院(2006)榕民初字第403号民事判决书。

^③ 参见上海市第一中级人民法院(2007)沪一中三(商)初字第51号民事判决书。

^④ 参见陈聪富:《因果关系与损害赔偿》,北京大学出版社2006年版,第121页。

^⑤ 参见《陈丽华等诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述案》,《最高人民法院公报》2005年第11期

风险”本身就是一个模糊的概念,《规定》第 19 条第 4 项虽将系统风险作为免除民事责任的条件之一,但是对这一概念并未作出明确定义,从而造成原被告双方对系统风险理解出现分歧。^①同时,笼统使用“证券市场系统风险”一词也容易给法官造成错觉——除被告虚假陈述行为之外的其他因素给投资者造成的损失,都可成为被告减轻或者免除赔偿责任的事由。事实上,在侵权法领域,并非只要是介入原因就能中断法律因果关系,实际上只有具有介入力的介入原因才具有使被告减轻或者免除责任的作用。法官在司法实践中认定“系统风险”存在操作上的困难,往往会笼统、概括使用“系统风险”进行判决,使得判决的说服力不强,如“华闻传媒虚假陈述案”即为显例。

一般而言,系统风险表现为利率风险、汇率风险、宏观经济风险、社会风险、政治风险、市场风险等。在认定系统风险时,不仅要考虑是否存在客观真实的风险诱因,同时也要考虑如大盘指数是否出现了大幅波动等。在司法实践中,法院主要考虑以下因素:(1)大盘趋势。例如,“粤美雅虚假陈述案”法院指出,大盘指数能够在相当程度上反映出系统风险;“三九医药股份有限公司证券虚假陈述案”^②法院则分析了 2001 年以来我国证券市场大盘指数的跌幅情况;“荣华实业(集团)股份有限公司证券虚假陈述案”^③法院则根据近一个月的上证指数认为原告损失是由其主观投资选择和市场系统风险竞合的结果。(2)行业板块指数,如“九州集团股份有限公司证券虚假陈述案”^④法院将“ST 九州”同一时期未受行政处罚的 ST 海洋、ST 深中侨、ST 银山化工等 ST 股票价格的变动进行对比。(3)流通股市值。例如,“南通纵横国际股份有限公司证券虚假陈述案”^⑤法院采用“流通股市值”的变化情况作为辅助性指标。

股票价格受证券市场诸多因素的影响,被告要以存在系统风险推翻信赖推定原则自是十分困难,因此对于证券市场系统风险的确定意义重大。系统风险的认定标准虽然没有明确规定,但结合理论与实践可略窥一二。对于上述法院所引指标,笔者认为,应当充分考虑到各种可能影响证券价格的因素,如行业板块指数、综合指数等,而非以单一因素认定。当上述指标均出现较大幅度的下跌时,还需考虑其他指标进行综合权衡。在“宝安鸿基地产集团股份有限公司证券虚假陈述案”^⑥中,法院即作了横向和纵向的综合认定,认为被告股价产生波动的原因除虚假陈述行为之外,还受系统风险之影响。这一做法值得借鉴。

五、总结

诱空虚假陈述作为一种侵权行为,其因果关系之认定对虚假陈述侵权责任的确定意义重大。笔者认为,对于诱空虚假陈述之因果关系,应当摒弃我国传统因果关系理论,而以“两分法”认定之,并通过考察有关虚假陈述因果关系的基本理论来确定其认定规则。具体如下:

1. 诱空虚假陈述事实因果关系之认定。(1)隐瞒型虚假陈述,采用重大性标准认定事实因果关系,而重大性标准采用“投资者决策”标准。被告可以该信息不具有重大性进行抗辩。(2)在涉及对重大事实的错误陈述或者误导性陈述中,采用“欺诈市场理论”认定事实因果关系。被告可以原告明知为由减轻责任或者免责。

2. 诱空虚假陈述法律因果关系之认定。根据主观过错的不同,可作如下处理:(1)故意侵权的诱空虚假陈述,采“直接后果说”认定事实因果关系;(2)过失侵权的诱空虚假陈述,采“合理预见说”认定事实因果关系。在举证责任分配上,投资者只要证明被告的虚假陈述行为造成了原告以不公平的价格买卖系争证券的结果即可。

责任编辑 耿 卓

① 参见广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第 1021 号民事判决书。
 ② 参见广东省中级人民法院(2003)深中民二初字第 489 号民事判决书。
 ③ 参见甘肃兰州市中级人民法院(2011)兰法民二初字第 00095 号民事判决书。
 ④ 参见福建省高级人民法院(2007)闽民终字第 348 号民事判决书。
 ⑤ 参见江苏省高级人民法院(2007)苏民二终字第 0112 号民事判决书。
 ⑥ 参见广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第 1018 号民事判决书。