

证券虚假陈述诉讼实务之交易因果关系认定

——以新纶新材虚假陈述案为例

冒桂丽

宁夏宁人律师事务所 750000

摘要:证券虚假陈述责任纠纷案件的因果关系认定较一般侵权案件的因果关系认定较为特殊,不但要考虑虚假陈述行为与损害后果之间的因果关系,还需认定虚假陈述行为与交易决策的因果关系。交易因果关系解决的是定性层面的问题,即该不该赔的问题。只有当原告是基于信赖虚假陈述买入证券时,其损失才可能与虚假陈述这一侵权行为有关。本文结合司法实践中虚假陈述案件判例重点分析证券虚假陈述交易因果关系认定因素及判定标准。

关键词:证券虚假陈述,虚假陈述类型,交易因果关系

自《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》(以下简称《虚假陈述若干规定》)施行一年多来,通过裁判文书网检索发现,截至本文撰写时证券虚假陈述纠纷案受理数量 5680 件,判决全部及部分支持原告诉讼请求率为 54.31%,可见法院对该类案件的索赔支持率并不高,即使证监会或交易所已经对证券市场虚假陈述行为作出了处罚或监管决定,最终是否能获赔还需法院根据具体案情进一步审查违规行为的重大性、因果关系、赔偿范围等问题。本文以中国证券监督管理委员会发布投资者保护八大典型案例之一的新纶新材料股份有限公司(以下称“新纶新材”)虚假陈述纠纷案为例^[1],对实务中涉及的证券虚假陈述类型、因果关系认定问题进行简要分析。

1 证券市场虚假陈述的类型

《虚假陈述若干规定》明确了证券虚假陈述的两种类型,诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述。诱多型虚假陈述,通常是指信息披露义务人对披露的事实采用虚夸、利好的方式进行公布,从而引诱投资者作出积极投资的决定;而诱空型虚假陈述,则是与诱多型虚假陈述相对而言,通常是指信息披露义务人披露虚构的利空消息、隐瞒或迟延披露利好消息,诱导投资者卖出证券。^[2]

1.1 诱多型虚假陈述

在证券虚假陈述责任纠纷案件中,诱多型虚假陈述为该类案件的常见类型。表现形式主要为报喜不报忧,例如本文分析的新纶新材案,2020 年 5 月

24 日,新纶新材经证监会处罚认定:新纶新材披露的《2016 年年度报告》《2017 年年度报告》《2018 年年度报告》报告中:虚构贸易业务,虚增收入及利润、未按规定披露关联交易、未按规定披露对外担保。又如近年我们熟知的康美药业案,经证监会处罚认定:康美药业披露的《2016 年年度报告》《2017 年年度报告》《2018 年年度报告》的报告中存在虚增营业收入、利息收入及营业利润,虚增货币资金和未按规定披露控股股东及其关联方非经营性占用资金的关联交易情况。上述案例均通过虚增利润公布利好,隐瞒不利信息,引诱投资者作出积极投资行为,为典型的诱多型虚假陈述行为。

1.2 诱空型虚假陈述

在证券市场上,诱空型虚假陈述通常表现出与诱多型虚假陈述相反的行为逻辑。通常是上市公司高管在明知某利好信息时,故意延迟披露,从而可以在此期间低价增持股票,待利好信息释放后可以获得收益。值得注意的是诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述并不是非此即彼的关系,司法实践中,也有某类既不具有明显利好也不具有明显利空性的信息,法院可能会认定其属于“中性”的信息。如(2021)最高法民申 2278 号烯碳新材案中,最高法认定:烯碳新材未按照证券法的规定对重大投资行为进行披露,属于消极沉默型的虚假陈述行为。对外投资系企业的正常经营行为,一般而言,企业的重大投资行为可以导致企业经营规模的扩大和企业利润的增加,但同时,任何投资都具有风险,都存在盈利与亏损的可能,在投资结果显现之前,客观

上难以确定企业投资行为本身系“利好”消息抑或“利空”消息,故原审判决认定烯碳新材案涉重大投资行为属于中性信息。目前,证券虚假陈述纠纷案中诱空型虚假陈述较少,该类型主要表现为虚构利空隐瞒利好。如恺英网络案,恺英网络2018年度虚减净利润4,375万元,占恺英网络2018年度归属于上市公司股东净利润17,438.53万元的25.09%,恺英网络2018年财务报告存在虚假记载。根据处罚公告的内容记载,恺英网络的虚假陈述行为系违规计提减值,本质上属于一种虚构的利空消息,属诱空型虚假陈述行为。

2 证券虚假陈述纠纷中因果关系的判定

证券虚假陈述侵权较一般财产侵权具有一定特殊性,在因果关系要件上尤为显著。财产侵权为直接侵权,侵权行为直接作用于受害人财产,而虚假陈述侵权为间接侵权,表现为侵权行为与受害者的决策是否有关,其次判断行为与损失关联大小。学界一般称之为交易因果关系和损失因果关系。交易因果关系是定性层面的因果关系,解决的是该不该获赔的问题,损失因果关系是定量层面的因果关系,解决的是获赔多少的问题。虚假陈述交易因果关系的认定主要体现在《虚假陈述若干规定》第十一条、第十二条,损失因果关系体现在上述规定的第二十四条、二十五条、三十一条。

交易因果关系是侵权法中的“责任成立因果关系”,这是对侵权行为与原告决策行为之间的因果关系判断。也就是说,只有当原告是基于信赖虚假陈述买入股票时,其损失才可能与虚假陈述这一侵权行为有关;反之,如果原告是基于其他原因买入股票即使发生投资损失,也不能认定损失因虚假陈述引起。法律确定虚假陈述交易因果关系采取信赖推定原则,即只要能证明虚假陈述若干规定中设定的有关

基础事实,就推定因果关系存在,被告对此可反证推翻。这一原则确定是基于现代股票市场的“非面对面”交易中普通投资者对被告虚假陈述的合理信赖难于举证,且虚假陈述客观会影响证券价格,而原告的交易肯定会参考证券价格,故证券虚假陈述侵权制度发展出了“欺诈市场理论”支持之下的信赖推定规则。^[3]

2.1 诱空型虚假陈述之交易因果关系认定

对于诱空型虚假陈述来讲,诱空型虚假陈述行为实施后,通常会引起市场低迷情绪并看空,导致原本稳定的股价开始偏离真实价值向下运行或者本应上涨而稳定不变,但当利空消息被揭穿或者所隐瞒的利好消息被释放,股价会上涨,直至基准日时恢复到真实价值附近。在此情形下,只有在虚假陈述行为实施日前即持有股票,并在实施日后、揭露日或更正日前卖出股票,才有可能构成诱空型虚假陈述的交易因果关系。

上述推定诱空交易因果关系的主要逻辑在于,诱空型虚假陈述行为中,利好消息没有披露不会诱使投资者作出积极的投资决策,而利空消息的发布更是只会加速投资者做出卖出股票的决策,至少不会做出进一步投资的决策,除非其认为该股票具有持有或投资价值,但这与虚假陈述行为已没有因果关系;至于在揭露日或更正日后卖出股票者,因利好消息已经揭露,正常情况下股票价格已经上涨,其卖出股票的价格通常会高于其买入价格,其已经享受到消息红利,即使发生亏损也失去了可以索赔的前提。

经对诱空型虚假陈述裁判文书检索统计,至今并未搜索到公开公布的诱空型虚假陈述成功索赔案例。本文检索的5件诱空型虚假陈述案件中原告的赔偿请求均被驳回,驳回理由主要为不具有因果关

序号	案件简称	裁判法院	裁判结果	裁判理由	裁判时间
01	恺英网络案 ^[4]	上海金融法院	驳回原告诉请	不存在交易因果关系	2021.6
02	国民技术案 ^[5]	广东高院	驳回原告诉请	不存在交易因果关系	2020.11
03	北大医药案 ^[6]	重庆高院	驳回原告诉请	不存在交易因果关系	2019.5
04	勤上广电 ^[7]	广东高院	驳回原告诉请	不存在交易因果关系	2019.10
05	中基健康 ^[8]	新疆高院	驳回原告诉请	不存在交易因果关系	2017.5

系。所列举案例均为 2022 年《虚假陈述若干问题》实行前判决,仅供参考。新证券虚假陈述规定实行之后是否会有成功索赔案例有待进一步观察。具体统计如下表。

2.2 诱多型证券虚假陈述之交易因果关系认定

诱多型虚假陈述行为实施后,一般会引起市场情绪看涨,从而导致证券价值偏离真实价值趋于上行,而当该行为被揭露后,股票价值会因诱多虚假陈述被揭穿,市场情绪恐慌股价下跌,直至基准日恢复到真实价值。基于价格波动会影响投资人决策的一般逻辑,推定只要投资者买入并持有的证券是在虚假陈述对市场产生影响的法律规定期间。原告只需证明在上述期间实施了买入及卖出行为的基础事实就推定虚假陈述行为与交易行为具有交易因果关系。如本文所分析的新纶新材,只要投资者能够证实其在虚假陈述行为实施日之后揭露日前买入该股票,就推定虚假陈述行为与投资者买入决策行为具有交易因果关系。

3 结语

随着证券市场全面注册制时代的到来,发行人的信息披露已成为监管核心。这也必将使得证券虚假陈述责任纠纷案范围扩大,数量逐渐增多,因果关系的认定也将更为复杂多样,这都需要理论与实务

不断总结经验,努力寻求最佳解决方案,维护各方当事人的合法权益。

参考文献:

[1]中国裁判文书网,2020 粤 03 民初 6058 号

[2]参见李国光主编:《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》,人民法院出版社 2015 年版,第 145 页。

[3]参见李国光主编:《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》,人民法院出版社 2015 年版,第 246 页。

[4]参见上海金融法院(2020)沪 74 民初 1941 号民事判决书

[5]参见广东省高级人民法院(2019)粤民终 1786 号民事判决书

[6]参见重庆市高级人民法院(2019)渝民终 343 号民事判决书。

[7]参见广东省高级人民法院(2019)粤民终 1038 号民事判决书。

[8]参见新疆维吾尔自治区高级人民法院生产建设兵团分院(2017)兵民终 29 号民事判决书。

作者简介:冒桂丽(1982 年 2 月—),女,汉族,宁夏银川人,宁夏宁人律师事务所,律师,法律硕士,研究方向或主要从事:民商法。

The Determination of Transaction Causal Relationship in Securities False Statement Litigation Practice

——Taking the False Statement Case of Xinlun New Materials as an Example

Mao Guili

Ningxia Ningren Law Firm 750000

Abstract: The causal relationship determination in securities false statement liability disputes is more special than that in general infringement cases. It is not only necessary to consider the causal relationship between false statement behavior and damage consequences, but also to determine the causal relationship between false statement behavior and trading decisions. The causal relationship in transactions solves the qualitative problem of whether or not to compensate. Only when the plaintiff buys securities based on false statements of trust, can their losses be related to the infringement of false statements. This article focuses on analyzing the factors and criteria for determining the causal relationship in securities false statement transactions, based on the case precedents of false statements in judicial practice.

Keywords: false statements in securities, types of false statements, trading causality