

证券虚假陈述民事赔偿 因果关系的规则再述

——基于 806 份判决书的实证分析

鲍彩慧*

摘要:证券虚假陈述民事赔偿中因果关系的判定重要且复杂,但当前证券虚假陈述因果关系的规则难以契合司法实践需要。根据市场投资逻辑,推演四类虚假陈述行为对投资者行为和股票价格的不同影响,重述证券虚假陈述民事赔偿的因果关系规则。同时,细化两个时间节点的认定规则,择定判断系统性风险的参照系和计算规则,以实现因果关系规则的完善进阶。最后,对证券投资者的保护问题发表余论,辅以证券虚假陈述民事赔偿价值的实现。

关键词:证券虚假陈述 因果关系 证券民事诉讼 实证分析

快速发展的中国证券市场带动日盛而纷繁的证券民事赔偿诉讼,其中犹以证券虚假陈述民事赔偿诉讼为最甚。其原因大抵是 2002 年出台的《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》)填补了司法

* 华东政法大学经济法学院法学硕士研究生。

适用的法律空白,让证券虚假陈述民事赔偿纠纷有了可操作的裁判性规范。但是构成证券虚假陈述行为与投资损失之间逻辑纽带的因果关系当如何判定,^[1]一直是困扰法院和学者的问题。^[2]理论上对证券虚假陈述因果关系的研究多以美国司法实践为镜鉴模板,^[3]以“市场欺诈理论”(fraud on the market)和“信赖推定原则”作为批判“中国式因果关系”的论据和注脚。^[4]《若干规定》第18条和第19条借鉴域外先进经验,倒置因果关系的举证责任值得肯定,但是,其具体内容由于并未区分交易上的因果关系和损失上的因果关系而备受批评,^[5]在诱空型虚假陈述民事赔偿因果关系判定的局部失声也屡为学界诟病。^[6]

理论研究之外,司法实践中《若干规定》关于因果关系的判定规则是否正常发挥规则效用?笔者以此为出发点,以2004年至2016年间共806份判决书为样本,梳理当前虚假陈述民事赔偿的实证数据,总结现有规则的实践窘境以作为完善规则的前提。进而,通过推演不同类型虚假陈述行为在不同时间节点对投资者行为、股票价格的影响,重述虚假陈述因果关系的推定规则,完善虚假陈述者的民事赔偿“避风港规则”,完善虚假陈述民事赔偿因果关系的配套机制,以在保护投资者权益的过程中实现利益衡平。

-
- [1] 叶承芳:《证券市场虚假陈述侵权责任因果关系的认定》,载《北京青年政治学院学报》2010年第4期。
- [2] 曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社2001年版,第112页。
- [3] 汤欣:《证券市场虚假陈述民事赔偿释疑》,法律出版社2003年版,第140页;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;郭鑫:《证券虚假陈述中的因果关系研究》,载《福建法学》2012年第3期。
- [4] 黄家镇:《论证券交易欺诈因果关系之认定——对法释(2003)2号规定的反思性解读》,载《福建法学》2011年第8期;刘兴华:《证券虚假陈述的因果关系及赔偿问题研究》,载《法学研究》2006年第3期;曹胜亮、涂忠亮:《证券虚假陈述侵权之因果关系的立法不足与完善》,载《南昌航空大学学报》(社会科学版)2015年第2期。
- [5] 郭峰:《证券市场虚假陈述及其民事赔偿责任》,载《法学家》2003年第2期;叶承芳:《证券市场虚假陈述侵权责任因果关系的认定》,载《北京青年政治学院学报》2010年第4期;David L. Ratner, *Securities Regulation*, West Group, 1998, p. 145.
- [6] 杨祥:《论诱空型虚假陈述中因果关系的认定》,载《宁夏大学学报》(人文社会科学版)2016年第2期;参见樊建:《我国证券市场“诱空型”虚假陈述民事责任研究》,载《证券法律评论》2017年第4期;殷秋实:《诱空虚假陈述下的因果关系认定》,载《金融法苑》2012年第1期;廖升:《诱空虚假陈述侵权责任之因果关系》,载《法商研究》2016年第6期。

一、证券虚假陈述民事赔偿因果关系的司法现状：一个实证分析

笔者以“证券虚假陈述”为关键词在“北大法律信息网”的司法案例库中进行“全文”、“精确”搜索,检索判决书共 864 份,通过剔除重复判决书、被二审改判的判决书、数据统计误差的判决书,最终以 806 份判决书为实证分析样本。应当承认的是,证券虚假陈述民事赔偿诉讼不乏少数以和解、调解结案,囿于判决书的公开性亦定不完备;但是以此为基础梳理当前虚假陈述诉讼的投资者获得赔偿情况以及不能获得赔偿的原因,仍具有实践基础和现实意义。

(一) 证券虚假陈述民事赔偿判决书的实证数据分析

1. 样本数据综述

涉证券虚假陈述民事赔偿的 806 份样本判决书中,证券虚假陈述的公司共有 49 个。按照判决书的做出时间分类,犹以 2016 年的判决数量居多,共有 232 份;囿于裁判文书的公开情况和虚假陈述民事诉讼的起步发展,2005~2008 年虚假陈述民事赔偿的判决书数量为 0,整体集中在 2012~2016 年,这是我国资本市场投资者维权意识逐渐提高的表现(见图 1)。

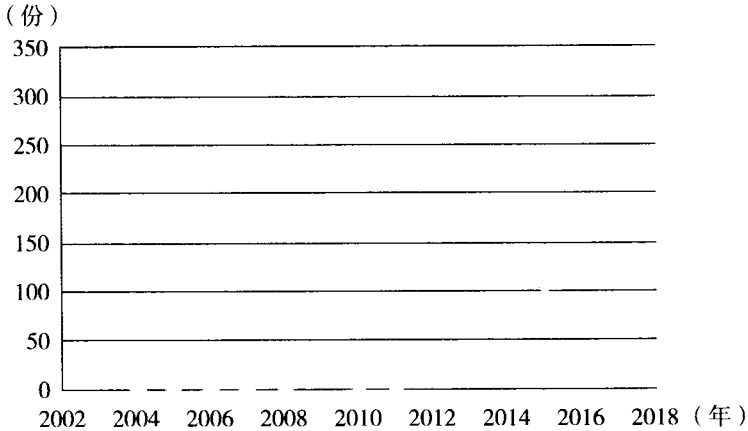


图 1 2004~2016 年样本判决书数量

样本判决书中,虚假陈述者进行的虚假陈述行为类型主要有在年度报告、半年度报告中虚增利润或者虚减利润的虚假记载行为,披露虚假信息的误导性陈述行为,以及故意不披露关联交易、重要交易、重大投资等重大遗漏行为。笔者以虚假陈述行为直接导致的投资者预期反应为标准将之分为“诱多型虚假陈述”和“诱空型虚假陈述”;进而根据虚假陈述行为人是明示欺诈还是默示欺诈又将之分为“积极型虚假陈述”和“消极型虚假陈述”。具体的案例中,证券虚假陈述行为的比例如图2所示。

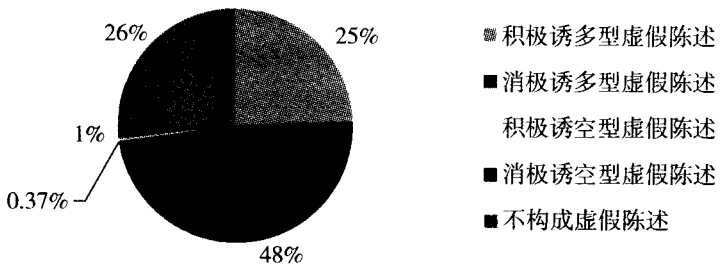


图2 证券虚假陈述者的行为类型

2. 投资者获得民事赔偿的基本情况

通过对样本判决书进行统计梳理,投资者起诉要求获得偿付的金额与法院判决的赔偿金额之间的比例仅为39.53%。具体来看,仅有129份判决书中的投资者获得全部偿付;而由396位投资者没有获得任何赔偿;另有281份判决书中投资者仅获得部分赔偿。综合来看,投资者的诉讼收益水平并不高(见图3)。

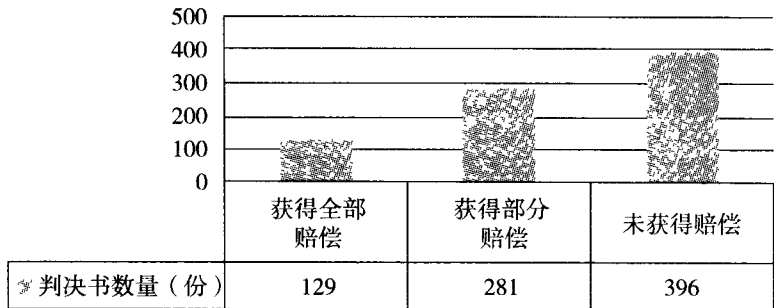


图3 投资者获得赔偿的判决结果

3. 影响投资者获得赔偿的原因

通过对样本判决书的梳理,投资者不能完全获得偿付的原因主要有以下几个:

(1)根据《若干规定》第 18 条和第 19 条,根据投资者买卖证券的时间节点,推定其投资损失与证券虚假陈述行为间没有因果关系。具体而言,投资者在虚假陈述实施日前买入股票的 13 份判决书中,法院否定了其因果关系;投资者于虚假陈述实施日后买进但是于揭露日前卖出者有 77 份判决书,40 份判决书的投资者在虚假陈述实施日后买入股票部分于揭露日前卖出,针对揭露日前卖出的部分投资者损失不予赔偿。另有 112 份判决书的投资者在虚假陈述揭露日后买进股票,其投资损失属于正常的投资损失而不能获得偿付(见表 1)。

表 1 样本判决书中投资者买卖证券的时间节点

买卖时间	实施日前 买入、揭露 日前卖出	实施日前 买入、揭露 日后卖出	实施日后 买入、揭露 日前卖出	实施日后 买入、揭露 日后卖出 或仍持有	揭露日后 买入
判决数量	1	12	117	398	112

(2)法院认为存在系统性风险的判决书共有 225 份,法院认为投资者的损失部分或者全部系由系统性风险造成,该部分投资损失与虚假陈述行为没有因果关系,不同法院对系统性风险的处理不同。有 203 份判决书对系统性风险进行了比例折算,也有法院直接否定虚假陈述者对投资损失的民事赔偿责任(见表 2)。

表 2 样本判决书中法院处理系统性风险的选择

法院处理系统性风险的不同策略	完全否定因果关系	赔偿额扣除系统性 风险所占比例
案件数量	22	203

(3)虚假陈述者在证券市场上的不实陈述或者不当披露,在市场上常常发生一石千层浪的连锁反应从而影响股票价格,这也是证券虚假陈述被法律禁止的逻辑之所在。但是在其中 24 份判决书中,法院对比了虚假陈述实施日前后或揭露日前后的公司股价和交易量默认为并没有

出现大的波动现象,因此认定虚假陈述行为与投资损失之间没有因果关系。

(4)有3份判决书投资者完全没有获得偿付,因为尽管投资者在虚假陈述实施日后买入相关股票、并在虚假陈述揭露日后仍持有或卖出,但是因为投资者并不存在实际损失,因此法院驳回其民事赔偿的诉讼请求。另有105份判决书中,法院认为涉诉企业本身不存在证券虚假陈述的行为,因此驳回原告的全部诉讼请求。

(二)数据实证下因果关系规则的窘境

样本判决书的裁判说理和法律准据中,无一例外地都援引了《若干规定》的第18条和第19条,这两条是虚假陈述民事赔偿因果关系的判断规则。其中第18条推定投资者在虚假陈述实施日后、揭露日前买进并且在揭露日后仍持有或卖出相关证券的投资损失,与虚假陈述行为有因果关系;第19条则将在虚假陈述揭露日前卖出的证券、揭露日后买进的证券投资损失排除在因果关系之外;同时,恶意投资者和系统性风险所致的投资损失与虚假陈述行为间也没有因果关系。通过对判决数据的梳理,《若干规定》中关于因果关系的判定规则与司法实践间存在的间隙亟待弥合,具体来说当前规则尚应从以下方面完善进阶。

第一,虚假陈述可分为诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述,此分类几为学界通说。《若干规定》中的因果关系规则只针对诱多型虚假陈述,针对已然出现的诱空型虚假陈述纠纷却呈现制度空白。同时,无论是诱空型虚假陈述还是诱多型虚假陈述,都存在陈述方式的积极和默示之区分,当前规则也并未界分积极型虚假陈述和消极型虚假陈述对投资者和股价的影响机理,其漠视使得相关投资者的权益无以保护。

第二,为了实现利益衡平,不是所有的投资损失都应由虚假陈述者一体承担。《若干规定》第19条中设置的因果关系除外规则并不全面,从当前的司法实践来看,并没有很好地涵盖虚假陈述者不应承担民事责任的情形。

第三,司法实践中,不乏少数案例的判决和因果关系判断,是直接根据虚假陈述实施日和虚假陈述揭露日的时间节点来断案。但是,当前《若干规定》对两个时间节点的粗放式规定不能在实践中予以直接援用,因此相关规则亟待细化。

第四,证券市场系统性风险无处不在,同时这也是切断因果关系的重要因素。但是,当前规则对系统性风险的判断和计算缺少具体指引,使得法院在裁判时亦无所适从。可能出现的同案不同判、同判不同赔的现象不利于司法判决权威性和公正性威严树立。

第五,针对当前证券市场投资者屡受损失的“弱者乱象”,《若干规定》缺少相应的配套规则跟进,使虚假陈述民事赔偿诉讼的数量日益增加,而投资者获得赔付的比例却较低,衔接机制的缺少使投资者被置于证券市场风险的风口浪尖,应当予以重视。

二、证券虚假陈述民事赔偿因果关系的规则再述

《若干规定》的因果关系规则不仅体现为时间维度的落后,与司法审判实践之间存在的不适也屡为学界诟病。在此背景下,重新梳理不同类型虚假陈述行为对投资者行为和股票价格的不同影响,重述证券虚假陈述民事赔偿的因果关系规则具有重要意义。

(一) 一个推演:虚假陈述与投资者行为、股票价格的投资逻辑

排除证券市场系统风险、内幕交易、操纵市场等其他因素,在一个有效的证券市场中:利好消息的披露一般会带来信息红利,引起上市公司股价的上涨;相应地,市场上企业出现负面消息,则会使股价下降。“追涨杀跌”本来就是投资者的一般交易模式。

基于此有效市场假设,诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述对投资者行为和股票价格的作用机理存在差异,行为人积极欺诈抑或默示欺诈的行为也会产生不同的效果。以此虚假陈述行为的类型界分为起点,沿着虚假陈述实施之前、虚假陈述实施日、虚假陈述实施至揭露日间、虚假陈述揭露日后以及基准日的时间脉络,笔者假设推演了不同虚假陈述行为对投资者行为的影响,同时以股票真实价值〔7〕为基准,比较各时间节

〔7〕 有学者指出,法律之所以规制虚假陈述行为,是因为虚假陈述使得股票市场价格偏离“真实价值”(true value),其间差额是投资者原本应得利益。参见杨祥:《论诱空型虚假陈述中因果关系的认定》,载《宁夏大学学报》(人文社会科学版)2016年第2期。

点股票价格的涨跌趋势。以此作为正确厘定虚假陈述行为与投资者损失之间因果关系的前提。

1. 积极诱多型虚假陈述与投资者行为的逻辑推演

虚假陈述者故意违背事实真相发布虚假的利多信息,如虚增公司利润、虚减成本等方式以诱使投资者进行“投资”追涨,此时公司的股价亦会上升。在虚假陈述被揭露之前的一段时间里,整个市场对虚假陈述的行为都不明就里,若只有“利好信息”影响股价,理论上股票价格也遵从“利多”的性质发展。直到虚假陈述行为被揭露,股价应声而落,投资者往往“杀跌”抛售。到虚假陈述揭露后的一段时间里,当“杀跌”的投资者逐渐稀少后,股价重新走强,依靠市场的力量引诱新的一批投资者追涨(见表3和图4)。

表3 积极诱多型虚假陈述对投资者行为的影响

时间节点	虚假陈述 实施日之前	虚假陈述 实施日	实施日至 揭露日之间	虚假陈述 揭露日及以后	基准日
投资者行为	市场决策	买进股票	市场决策	抛售股票	市场决策

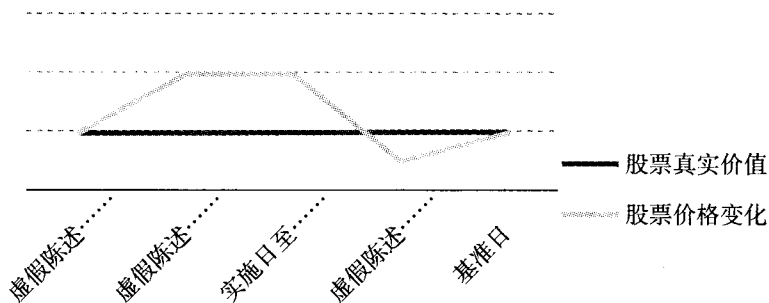


图4 积极诱多型陈述下股票价格与股票真实价值的关系

2. 消极诱多型虚假陈述与投资者行为的逻辑推演

虚假陈述者为了实现“诱多”之效,有时会隐瞒实质性的利空信息不予公布或不及时公布,如不主动披露投资亏损事项意图瞒天过海。此时,直到虚假陈述行为被揭露之前,整个市场除了虚假陈述者之外,都被蒙在鼓里;在这之间,尽管股票价格会高于若公布不利消息的实际价值,但是投资者的决策并没有受虚假“陈述”的影响,投资者基于其投资经

验和预期作出投资决策。虚假陈述揭露之后,利空消息再难掩盖,股票价格下跌在所难免,此时投资者的抛售也紧随而至。直到虚假陈述的信息为市场所吸收,股价的抑动和投资行为才回归市场性变化(见表4和图5)。

表4 积极诱多型虚假陈述对投资者行为的影响

时间节点	虚假陈述 实施日之前	虚假陈述 实施日	实施日至 揭露日之间	虚假陈述 揭露日及以后	基准日
投资者行为	市场决策	市场决策	市场决策	抛售股票	市场决策

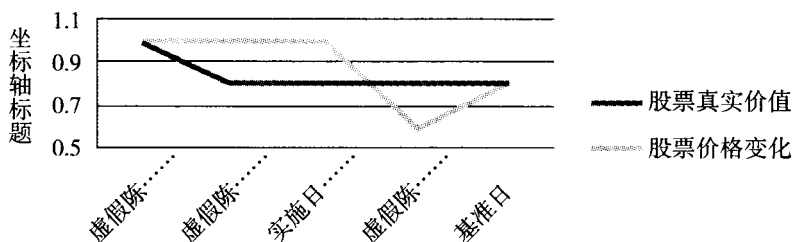


图5 消极诱多型陈述下股票价格与股票真实价值的关系

3. 积极诱空型虚假陈述与投资者行为的逻辑推演

虚假陈述者出于不同的利益考量,有时会故意发布虚假的利空消息,如故意公布虚假的亏损年报等行为,诱使投资者在此股价下行时或者出于相对低位时卖出股票。在虚假陈述行为被揭露之后,股价反弹,此时早已抛售的投资者追悔莫及而又有一批投资者“追涨”买进。在虚假陈述揭露或者更正的一段时间后,股价经过市场消化,理论上影响股价的因素得以消除,逐渐回到未受虚假陈述影响的状态(见表5和图6)。

表5 积极诱空型虚假陈述对投资者行为的影响

时间节点	虚假陈述 实施日之前	虚假陈述 实施日	实施日至 揭露日之间	虚假陈述 揭露日及以后	基准日
投资者行为	市场决策	卖出股票	市场决策	买进股票	市场决策

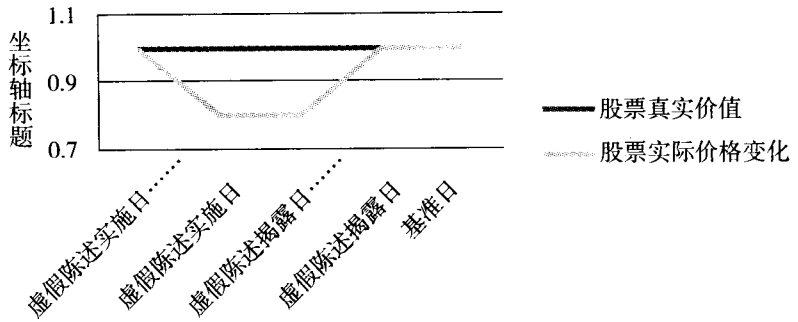


图6 积极诱空型陈述下股票价格与股票真实价值的关系

4. 消极诱空型虚假陈述与投资者行为的逻辑推演

与诱多型虚假陈述相类似,上市公司等相关主体也会采取默示欺诈的方法,故意隐瞒一些实质性的利好消息,典型者如隐瞒公司被合并收购的信息、不披露重大交易等行为,此时股票的市场价格必然比其正常披露信息时低,投资者一无所知,仅凭对证券市场的投资预估而做出投资决策。直至这些利好信息被市场周知,“洛阳纸贵”境下股票价格上涨,理性投资者也会跟进投资。只待利好信息的影响退去,股票价值回归真实价值,投资者也自主做出市场决策(见表6和图7)。

表6 积极诱多型虚假陈述对投资者行为的影响

时间节点	虚假陈述实施日之前	虚假陈述实施日	实施日至揭露日之间	虚假陈述揭露日及以后	基准日
投资者行为	市场决策	市场决策	市场决策	买进股票	市场决策

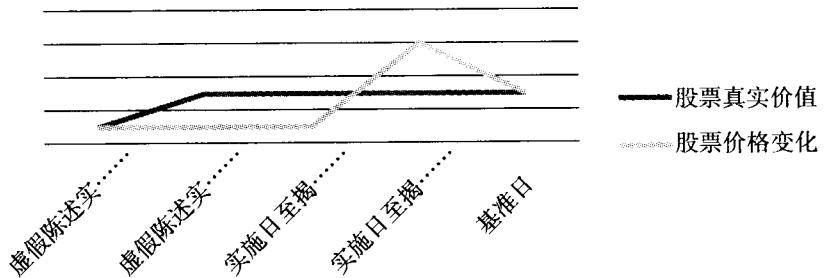


图7 消极诱空型陈述下股票价格与股票真实价值的关系

(二) 一种梳理: 虚假陈述与投资损失因果关系的推定规则

因果关系的认定本身具有政策上的考量,因此需要在具体案件中判断其公平合理。^{〔8〕} 当前《若干规定》对因果关系的判定实则是举证责任的倒置,^{〔9〕} 这种立法取向是因为投资者举证难等原因,^{〔10〕} 极大程度地体现了保护投资者的价值取向。但与此同时,规则的利益保护疏漏和内容疏漏问题亟待完善。基于对虚假陈述行为的类型化讨论,分析投资者的投资行为和股价走向影响推演,笔者欲重新厘定,若投资者的投资决策符合相应的规则,则推定其投资损失与虚假陈述行为之间具有因果关系。

1. 积极诱导型虚假陈述与投资损失因果关系的认定

虚假陈述日前买进股票,其交易行为尚未受到虚假陈述行为的影响,因此若有损失亦不存在交易上的因果关系;若投资者在虚假陈述揭露日之后买进股票,则不符合推演逻辑,亦表明投资者明知股价可能“跳水”而乐于自担风险。

投资者在虚假陈述实施日后买进股票,若无反证,可以推定其交易行为受到虚假陈述的影响。此部分股票,若投资者在虚假陈述揭露日后的低价状态抛售或仍持有股票,此时的投资损失与虚假陈述应推定具有因果关系。虚假陈述者可以提出反证以辩。

因为投资者在虚假陈述实施后买进的股票是有“水分”的股票,在未被揭露之前股票价值的不稳定性畸高,在此期间卖出的股票若有损失极有可能是由于股价水分被挤出的正常市场反应,因此投资损失与虚假陈述之间可能有因果关系;但同时可能此时卖出的股价本身可能仍有水分,因此损失与虚假陈述无关。在这种情况下,投资者应当负担举证责任,证明其损失与虚假陈述之间存在因果关系(见表7)。

〔8〕 王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第181页。

〔9〕 盛焕炜、朱川:《虚假陈述证券民事赔偿因果关系探析》,载《人民法院报》2003年6月2日。

〔10〕 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。

表7 积极诱多型虚假陈述与投资损失之间的因果关系规则

买卖时间节点	虚假陈述实施日之前买入	虚假陈述实施日至揭露日之间买入	虚假陈述揭露日及以后买入
虚假陈述实施日之前卖出	无因果关系	—	—
虚假陈述实施日至揭露日之间卖出		投资者可自证因果关系	—
虚假陈述揭露日及以后卖出		推定有因果关系	无因果关系

2. 消极诱多型虚假陈述与投资损失因果关系的认定

投资者在利空信息尚未发生前,尚不存在虚假陈述行为,因此其投资行为属于市场决策。利空消息被揭露之后,投资者此时的买入股票行为不符合投资逻辑,其损失与虚假陈述之间亦不存在因果关系。

在虚假陈述行为实施后、没有被揭露之前,投资者一直被蒙在鼓里。其并不知道其投资行为受到了虚假陈述行为影响,此时股票真实价值应当低于其买入价格,因此可以推出投资者的损失是无形且必然的。因此,无论投资者在虚假陈述揭露日之后卖出或仍持有股票,抑或是在虚假陈述揭露日前卖出了股票,只要其出现投资损失,就应当推定与虚假陈述行为由因果关系(见表8)。

表8 消极诱多型虚假陈述与投资损失之间的因果关系规则

买卖时间节点	虚假陈述实施日之前买入	虚假陈述实施日至揭露日之间买入	虚假陈述揭露日及以后买入
虚假陈述实施日之前卖出	无因果关系	—	—
虚假陈述实施日至揭露日之间卖出		推定有因果关系	—
虚假陈述揭露日及以后卖出或仍持有		推定有因果关系	无因果关系

3. 积极诱空型虚假陈述与投资损失因果关系的认定

虚假陈述行为人尚未公布虚假利空消息之前,投资者的买卖决策应当自担风险。虚假利空消息被揭露,投资者此时追加的投资,理论上不会产生损失。即便真正产生损失,亦与虚假陈述行为本身无由。若投资

者在虚假陈述行为实施日后买进股票,此不符合投资逻辑,由此招致的损失应当由投资者自行承担。

若投资者因为虚假陈述者公布的虚假利空消息抛售股票,此时股票的价格低于真实价值,在其抛售之时就存在可能损失的可能性。笔者认为,以投资者在虚假陈述实施日至揭露日之间抛售股票的价格同基准日价格相比较,假设基准日价格是股票的真实价值,则二者间的投资损失差额与虚假陈述行为之间就推定具有因果关系(见表9)。

表9 积极诱多型虚假陈述与投资损失之间的因果关系规则

买卖时间 节点	虚假陈述 实施日之前 买入或卖出	虚假陈述 实施日至 揭露日之间买入	虚假陈述 实施日至 揭露日之间卖出	虚假陈述 揭露日及以后 买入或卖出
因果关系	无因果关系	无因果关系	推定有因果关系	无因果关系

4. 消极诱空型虚假陈述与投资损失因果关系的认定

在消极诱空型虚假陈述的模型中,利多消息尚未发生前,投资者的买卖决策是基于其自身的市场判断。利多消息被揭露后,上升的股价吸引投资者追涨,嗣后的投资损益也应由其风险自担。

虚假陈述者隐瞒利多消息行为发生,就意味着投资者一无所知的买卖低于真实价值的股票。若投资者在此期间卖出股票,且与最终基准价格之间存在差额,其差额就是投资者本应所得利益,属于可得利益的损失,与虚假陈述行为有因果关系。若在此期间投资者买入股票,尽管买入价格畸低,但是嗣后的股价抑动仍具有极大或然性,因此若投资者所持股票嗣后余有损失,投资者可以举证证明损失与虚假陈述间具有因果关系(见表10)。

表10 消极诱多型虚假陈述与投资损失之间的因果关系规则

买卖时间 节点	虚假陈述 实施日之前 买入或卖出	虚假陈述 实施日至 揭露日之间买入	虚假陈述 实施日至 揭露日之间卖出	虚假陈述 揭露日及以后 买入或卖出
因果关系的 判定	无因果关系	投资者可自证 因果关系	推定有因果关系	无因果关系

(三) 一种平衡:虚假陈述因果关系认定的“避风港”规则

欺诈者是坏蛋,应当受到惩罚,但也不应该让他们成为全国经济损

失的保险人。^[11] 因此,不能剥夺虚假陈述者提出抗辩的权利,这也是利益平衡的需要。因此应当在归责法则之外,为虚假陈述行为人设置相应的避风港规则,若其能举证证明存在以下几种因素,则可切断虚假陈述行为与投资损失之间的因果关系推定。

1. 投资损失由系统性风险所致

市场风险犹如空气一样,无处不在。^[12] 股票是一种具有流动性、决策性质的有价证券,还内含风险性和波动的市场表现。^[13] 证券市场交易价格瞬息万变,价格波动是其固有属性,在任何一个时间段内证券交易价格总有差额,或正或负,通常而言这都是正常的。^[14] 而在投资者自身决策风险的主观因素之外,系统性风险的客观损失才是无可避免。系统性风险是指由于某种全局性的共同因素引起的投资收益的可能变动,对证券市场所有的股票价格均产生影响,^[15] 不可回避、不可分散。^[16] 投资者因系统性风险所致的部分损失不应由虚假陈述行为人承担。^[17]

2. 股票市场对虚假陈述行为的逻辑外反应

美国的司法实践认为,应当允许虚假陈述者证明其虚假陈述行为对股价没有产生影响,或者没有反映到公司的股价中去,^[18] 以此免除其民事责任。“如果原告不能证明虚假陈述影响了市场价格,那么他也不能因为信赖关系的实际存在获得赔偿。”^[19] 具体到我国,在“黄石东贝

[11] Daniel Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 Bus. Law. 1 (1982).

[12] [美]肯尼思·格兰特:《交易风险管理:通过控制风险提高获利能力的技巧》,蒋少华、代玉簪译,万卷出版公司2010年版,第20页。

[13] 吴晓求:《证券投资学》,中国人民大学出版社2000年版,第116~118页。

[14] 陈洁:《证券欺诈侵权损害赔偿研究》,北京大学出版社2002年版,第238页。

[15] 参见“张璐诉恒天海龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2016)鲁01民初2010号判决书。

[16] 参见“黄少华诉吉林紫鑫药业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2014)长民四初字第68号判决书。

[17] 参见“范浩与山东鲁北化工股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷上诉案”,(2014)鲁商终字第297号判决书。

[18] EW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Cop, Inc, <http://media.ca8.uscourts.gov/opndir/16/04/143178P.pdf>.

[19] 杨博闻:《虚假陈述民事责任因果关系规则的信息经济分析——以实行股票发行注册制为语境》,载《证券法律评论》2015年第4期。

电器案”^[20]中,法院对比虚假陈述实施日和披露日前后十日的涉案企业股价及成交量,发现证券虚假陈述对股票交易价格和交易都没有量产生重大影响;甚至在“鲁北化工公司案”^[21]中,虚假陈述被揭露后股价未降反涨,虚假陈述的揭露没有给股价造成预期影响。以此,免除了虚假陈述者的民事责任。

中国市场作为一个“半强式有效市场”,^[22]某些上市公司的公开信息不能立即反映到上市公司的股票价格上,甚至会产生与投资逻辑预期相反的波动情况。在此情境下,投资者的投资损失也难言完全是由虚假陈述行为所致,因此应当允许虚假陈述者通过举证证明,目标公司的股价或交易量在虚假陈述实施日、虚假陈述揭露日等时间节点没有发生异常波动或者发生相反抑动,来免除其民事责任。

3. 特定投资者的免赔规则

在证券虚假陈述民事诉讼中,不是所有有投资损失的投资者都应获得赔付,以下情境下的投资者难为偿付,同时举证责任当由虚假陈述行为人负担。

第一,明知虚假陈述行为的存在仍进行证券交易的投资者,其投资损失不予赔偿。

第二,投资者存在操纵证券价格、恶意投资的行为,其投资损失不应得到赔偿;必要时,还应承担相应的责任。

第三,司法实践中,不存在投资交易损失的投资者不能以自己为股票付出了更大价格为由索赔。^[23]这是因为证券虚假陈述民事责任属于侵权责任的范畴,损害赔偿的目标在于使被害人恢复到未发生侵权损害时应有状态。法院在审理虚假陈述案件时,应当坚持并遵循该原则,若

[20] 参见“姚文璐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”,(2016)鄂01民初2462号判决书。

[21] 参见“范浩与山东鲁北化工股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷上诉案”,(2014)鲁商终字第297号判决书。

[22] 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第84~89页。

[23] Securities Investor Protection Corp. v. Vigman, 908F.2d 1461.

投资者没有投资损失,则不能获得赔偿。〔24〕

三、证券虚假陈述民事赔偿因果关系的完善进阶

证券虚假陈述民事赔偿的因果关系规则重述之外,尚有配套性机制亟待完善。具体而言,《若干规定》对虚假陈述实施日和虚假陈述揭露日两个时间节点的判定规则应予细化;系统性风险的判断也应选取正确的参照系和计算规则;同时,证券虚假陈述民事诉讼之外,尚应探索和拓展保护投资者的新方式,以实现整体制度的完善进阶。

(一) 细化时间节点的认定规则

通过因果关系的逻辑推演可见,在判定虚假陈述因果关系时,通常一些时间节点是最直观的判断标准;证券市场的司法实践也表明,时间节点的择定会直接影响投资者获得民事赔偿的可能性。《若干规定》对虚假陈述实施日、虚假陈述揭露或更正日的基本规则无法细致指导司法实践,细化两个时间节点的认定规则,对维护司法判决的公正性和保护投资者利益皆大有裨益。

1. 细化虚假陈述实施日的认定规则

根据《若干规定》第20条的规定,虚假陈述实施日是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日,规则设计言简意赅,但是实践情形一言难蔽。虚假陈述的行为样态复杂,各类虚假陈述行为的实施适用同一认定规则难言合理;同时,证券市场的虚假陈述行为不仅影响效果绵延,而且其实施亦具有连续性效果,此时的实施日划定规则同样缺失。故笔者以司法实践中的虚假陈述行为样态为基点,认为在我国各类证券法律、法规以及规章已经建立了较为完善的强制性信息披露制度的情况下,应当细化梳理虚假陈述实施日的认定规则。

〔24〕 参见“李大树诉青海春天药用资源科技股份有限公司公司证券虚假陈述赔偿纠纷案”,(2016)青01民初182号判决书;参见“江斌诉东莞勤上光电股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2015)穗中法金民初字第2012号判决书。

(1) 分类讨论下虚假陈述实施日的认定规则

针对积极诱多型虚假陈述和积极诱空型虚假陈述,含有虚假记载、误导性陈述的信息披露文件,其实际公布日就是这两类虚假陈述行为的实施日。

针对消极诱多型虚假陈述和消极诱空型虚假陈述,行为人进行信息披露时可能故意遗漏重要事项的重大遗漏行为,遗漏重要信息的披露文件公布日是虚假陈述行为的实施之日。若行为人未在适当期限内或者未以法定方式公开披露应当披露的信息,其虚假陈述实施日应当是法定披露期限的最后一日的第二天。^[25]

(2) 特殊情况下虚假陈述实施日的认定规则

司法实践中,诸多上市公司的虚假陈述行为有连续性,这一般是针对重大遗漏型虚假陈述行为。上市公司在年度报告中屡不披露关联关系、关联交易^[26]和持股比例变动^[27]等重要信息,针对持续性对的虚假陈述行为,其实施日应当如何认定?梳理判决书中的裁判观点,有法院以应当公布相关信息的最早之日为虚假陈述实施日,^[28]也有法院以最晚一次重大遗漏为虚假陈述实施日,^[29]依不同的判决逻辑法院并未有统一实践。笔者认为,若虚假陈述行为具有一致性和连贯性,则当以一系列虚假陈述行为的首次实施日计算,首次实施日的计算方式当因循前述虚假陈述实施日的判定规则具体判断。

[25] 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89页。

[26] 参见“潘柏桑与宋都基业投资股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2015)浙杭商初字第152号判决书。

[27] 参见“李大树诉青海春天药用资源科技股份有限公司公司证券虚假陈述赔偿纠纷案”,(2016)青01民初182号判决书;“魏玉东与云南云投生态环境科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案”,(2015)云高民二终字第144号判决书。

[28] 参见“曹亦宁与云南云投生态环境科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案”,(2015)云高民二终字第143号判决书。法院认为绿大地公司的一系列虚假陈述行为内容一致、性质相同,其虚假陈述实施日应为其一系列虚假陈述行为首次实施之日。

[29] 参见“潘柏桑与宋都基业投资股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2015)浙杭商初字第152号判决书。法院认为,国能集团在2005年年度报告、2006年年度报告、2007年年度报告中均未披露有关关联关系和关联交易,应当以“迟于2008年年度报告发布日”,即2009年4月23日为宋都公司虚假陈述的实施日。

其次,证券市场的公开性文件有多种类型,同一虚假陈述之事实可能会反复出现在不同的文件记载之中。典型者如公开的股东会决议和董事会决议二者都存在相同的虚假陈述事实,^[30]此时若公告内容无实际差异,应当以二者公告时间较早者为准,作为虚假陈述的实施日。

2. 虚假陈述揭露日的认定规则

揭露虚假陈述在于向证券市场发出警示信号,消除投资者的信息不对称情形,^[31]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。^[32]依据《若干规定》第20条,全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体首次公开揭露虚假陈述行为的日期是虚假陈述揭露日。虚假陈述揭露日是判断虚假陈述民事赔偿因果关系的重要节点,不仅会影响投资损失的具体计算,甚至会直接影响因果关系的有无,因此应当剖其作用机理以细化认定规则。

首先,对某一虚假陈述行为的揭露日的认定应采取统一的客观标准,非因个案而转移。这是因为虚假陈述行为作用于整个证券市场,往往同一事由会招致数个诉讼,不同投资者的投资经验、对市场讯号的敏感程度、资金实力以及举证能力皆有差异,因此至少应保证一个“案件束”中揭露日基准的同一,以保证裁判结果的稳定性。

其次,虚假陈述揭露日的具体标准之选定,实践中法院多认可上市公司在证监会指定的信息披露网站公布其收到证监会的《调查通知书》之日或之后的第一个交易日为虚假陈述的揭露日;^[33]也有裁判以媒体

[30] 参见“黄少华诉吉林紫鑫药业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷”,(2014)长民四初字第68号判决书。

[31] 曹胜亮、涂忠亮:《证券虚假陈述侵权之因果关系的立法不足与完善》,载《南昌航空大学学报》(社会科学版)2015年第2期。

[32] 参见“徐德禄、周晓娴与上海创兴资源开发股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案”,(2016)沪民终109号判决书。

[33] 参见“潘柏桑与宋都基业投资股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2015)浙杭商初字第152号判决书;“上海物资贸易股份有限公司与王海宏等证券虚假陈述责任纠纷上诉案”,(2016)沪民终496号判决书。

网络首次公开揭露虚假陈述日为揭露日。^[34] 其标准是,当揭露行为向市场释放的“信号”足以在某日引起市场内一般理性投资者的警示,此即为虚假陈述揭露日。

最后,实践中若以证监会公告之日为揭露日往往双方无争议,但是有时在“公告”之前,有关证券的价格已因相关传闻而开始波动,^[35]因此应当具化标准以判断是否足以引起市场警示。具体而言,笔者认为如果相关“谣言”导致股价波动停牌,且嗣后足见“谣言”内容与证监会作出的相关公告内容相一致,则股票停牌日可以被认定为是虚假陈述的揭露日;对此投资者应当负担举证责任。

(二)明确系统性风险的参照系和计算规则

证券市场上的风吹草动都会影响证券价格,市场对信息的敏感反应使得追溯投资者损失的原因已十分困难,证券虚假陈述民事赔偿中过滤出系统性风险作祟的部分更绝非易事。^[36] 系统性风险作为一种虚假陈述者的“避风港”,^[37]使判断因果关系中的“介入的原因”,准确界定证券市场的“系统性风险”对于因果关系的影响至关重要。

《若干规定》第19条第4项并未明确何为系统性风险,造成了司法实践中的适用误读。笔者认为,在判断投资者的损失是否由系统性风险作祟和计算具体的比例之时,应选取具体的参照系并且量化计算规则。

1. 认定系统性风险的参照系

(1) 司法实践中,大盘综合指数(以下简称“大盘指数”)是最常见的

[34] 参见“黄少华诉吉林紫鑫药业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷”,(2014)长民四初字第68号判决书;因2011年8月16日晚《中国证券网》刊登了标题为《紫鑫药业炮制惊天骗局自导自演上下游客户》的报道,内容详尽而且有记者的实地踏查和亲自调研,经新华网转载后被大量传播。紫鑫药业于2011年8月17日停牌,至2011年10月24日复牌,复牌后股价连续三日跌停,此后股价仍持续下跌,正反映出虚假陈述被揭露后市场对于侵权行为的剧烈反应,符合虚假陈述揭露日的意义特征,故应当以2011年8月16日为揭露日。

[35] 曹胜亮、涂忠亮:《证券虚假陈述侵权之因果关系的立法不足与完善》,载《南昌航空大学学报》(社会科学版)2015年第2期。

[36] 厉潇逸:《证券市场虚假陈述民事责任中的因果关系研究》,载《中国市场》2016年第37期。

[37] 参见“范浩与山东鲁北化工股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷上诉案”,(2014)鲁商终字第297号判决书。

系统性风险参考因素。^[38] 诚然,大盘指数并未涵盖所有股票,与真正意义上的系统性风险有所出入;但是大盘指数能够在相当程度上反映出系统性风险,个股在短时间内不受大盘指数波动的影响是有可能的,但在相当长的一段时间内,个股不可能不受大盘指数波动的影响。^[39] 因此,大盘指数的波动足以说明系统性风险的存在可能性。

(2)如果虚假陈述的企业系属于某一特殊的行业并存在行业板块,那么该行业板块指数的波动情况可以作为系统风险因素的镜鉴依据。相较大盘指数而言,行业板块指数与个股的关联性更加紧密,以之作为判断是否存在系统性风险的标准,更能真实地体现个股受到外界影响的程度,准确性更高。^[40]

(3)宏观经济因素、国家货币政策可辅以判断系统性风险的有无;有学者也指出,尚可借鉴证券投资分析时的大势型指标,如 ADL(腾落指数)、ADR(涨跌比指标)、OBOS(超买超卖指标)等可以来作为判断证券市场股票趋势的参照。^[41]

2. 系统性风险的具体计算

通过参照各项指标,只能证明系统性风险是否存在。司法实践中,有裁判在认定存在系统性风险之后,就认为虚假陈述行为与投资者的损失之间没有因果关系。但系统性风险的存在不等同于行为人民事责任的完全免除。极为重要的是应当计算出系统性风险所致损失的具体比例,以界定投资者应当获得的合理赔偿数额。笔者认为,系统性风险所占损失的比例应当予以计算,计算的具体规则如下:

(1)若个股价格同大盘指数的涨跌趋势相同,则以揭露日至基准日期间大盘指数(深证综指、上证综指、深证成指等指数)的下跌(或上涨)

[38] 以深证综合指数为例,其是以所有在深圳证券交易所上市的所有股票为计算范围,以发行量为权数的加权综合股价指数,它是在深证证券交易所上市交易股票价格每日波动的综合全面反映。

[39] 参见“张璐诉恒天海龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2016)鲁01民初2010号判决书;参见“张妍诉湖北武昌鱼股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2014)鄂武汉中民商初字第00061号判决书。

[40] 李泫永:《证券虚假陈述民事责任事实因果关系的认定》,载《中国经贸导刊》2010年第2期。

[41] 郭鑫:《证券虚假陈述中的因果关系研究》,载《福建法学》2012年第3期。

幅度与揭露日至基准日期间个股的下跌(或上涨)幅度之间的比例,得出大盘对个股股票市值的影响占比;

(2)若个股价格同行业板块指数的涨跌趋势相同,则以揭露日至基准日期间行业板块指数的下跌(或上涨)幅度与揭露日至基准日期间个股的下跌(或上涨)幅度之间的比例,得出行业板块对个股股票市值的影响占比;

(3)取前述各项计算结果的平均值,^[42]为系统性风险所占的比例,可在计算赔偿数额时予以折算。

四、证券投资者保护余论

无论是证券虚假陈述因果关系规则的部分完善,抑或是证券民事诉讼整体机制的构建,其出发点都是实现投资者保护的目标,以促进资本市场的健康发展;同时,投资者的妥切保护亦是发挥证券侵权民事诉讼价值的基础。聚焦至证券虚假陈述民事赔偿的因果关系规则,其出发于被保护的投资者,又以保护投资者为落脚点,而投资者保护工作尚需从以下方面共同发力。

(一)加强投资者“买者自负”的理念教育

“买者自负”源自拉丁文“Caveat Emptor”,意为“让买者自己当心”。^[43]买者自负以古典契约自由思想为指针,建立在简单商品交易的基础之上,可谓突出地体现了近代民法中契约自由精神之精髓,买卖双方有自由交易的权利,一旦交易达成,就应该严格执行,出门不换。^[44]具体到证券交易领域,理论上学者认为,“买者自负”原则划清了投资者与监管机构、上市公司及证券公司等中介机构的责任界限,^[45]因此,

[42] 参见“张璐诉恒天海龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”,(2016)鲁01民初2010号判决书。

[43] [英]L. B. 科尔森:《朗文法律词典》,法律出版社2003年版,第59页。

[44] 何勤华:《美国法律发达史》,上海人民出版社1998年版,第181页。

[45] 叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第49页。

应当作为金融交易风险承担的理念基础和规则原点,^[46]《证券法》中也应予以明确规定。^[47]制度层面,证券交易所、行业协会和政府部门将“买者自负”条款写入相应规范之中。^[48]法院在审判金融交易纠纷时,也用以断案实现了买者自负的“司法化”^[49]。

在证券交易领域,各方信息交错复杂,证券公司、证券交易所都应当加强投资者教育工作,培养投资者的风险识别意识,每一个投资人都应当知道风险与收益相伴而生。无须法律的家长主义来庇护自己。在他行动之时,他就应当已经意识到了行为的风险,就必须承担相应的后果。^[50]这也是证券民事赔偿司法审判中所应当考虑的重要原则,以实现各方的利益平衡。买者自负理念亦是形式正义温情脉脉的面纱,追求实质正义并保护证券投资者的内在要求。

(二) 完善投资者适当性责任的“卖者有责”机制

避免风险的最好办法就是在投资时保持应有的理性,但证券交易中投资收益的利益驱动已然扰乱了投资者的理性思维,市场上的羊群效应和噪声交易会致使决策的进一步偏误,^[51]甚至投资者情绪和身体状况都会左右投资策略的做出,^[52]买者实际上只是“有限理性人”。加之买卖双方信息严重不对称,识别产品信息、洞察交易风险又困难重重,这加大了买方的风险敞口;继续因循买者自负,所有风险及损失由投资者一己承担,这实际上是将证券市场投资者置于一个随时可能发生巨额损失的

[46] 徐洁:《投资者到金融消费者的角色嬗变》,载《法学研究》2011年第9期。

[47] 徐明:《证券交易“买者自负”原则的司法适用及法制化初探》,载《证券法苑》2011年第1期。

[48] 1999年颁布的《中华人民共和国证券法》第19条中规定:“股票依法发行后,发行人经营与收益的变化,由发行人自行负责;由此变化引致的投资风险,由投资者自行负责”;2007年发布的《关于进一步加强投资者教育、强化市场监管有关工作的通知》要求金融机构“警示投资者理解并始终牢记‘买者自负’的原则,理性管理个人财富。”

[49] 胡伟:《金融消费“买者自负”原则的法制化与司法化》,载《西南金融》2013年第5期。

[50] [美]伯纳德·施瓦茨:《美国法律史》,王军等译,法律出版社2007年版,第65页。

[51] 中国人民银行西安分行课题组:《金融消费者保护研究:理论与实践探索》,经济科学出版社2011年版,第24~37页。

[52] [英]威廉·福布斯:《行为金融》,孔东民译,机械工业出版社2011年版,第7~12页。

危险境地。在此境遇下,“卖者有责”理念应势而生,美国的“多德—弗兰克法案”在立法之时,在“卖方有责”与“买者自负”之间有所抉择,最终采用一种“折中但偏向赋予卖方责任”的范式,专辟第 731 节以规制衍生品交易中的卖方义务,^[53]其中投资者适当性制度是范式之主体。

投资者适当性义务肇始于美国资本市场,自产生时起就一直是学术界和实务部门讨论的热点问题,如今已经是成熟市场普遍采用的一种投资者保护措施,是指金融机构在进行产品推荐和销售时应当承担判断某项产品对于特定投资者而言是否适当的义务。^[54]我国的投资者适当性制度建立于资本市场,^[55]散见于对融资融券交易、股指期货市场和创业板市场的管理规范之中,^[56]2017 年 7 月 1 日正式施行的《证券期货投资者适当性管理办法》,意味着过去零散式的适当性管理制度得以统一,^[57]具有重要的实践意义。尽管制度雏形初具,但是具体的落实之中,证券交易机构应当切实履行投资者适当性义务,进行客户信息尽职调查,对投资者进行“专业投资者”与“普通投资者”的类型划分,并践行不同程度的勤勉,向普通投资者负担更高层次的适当性义务;同时应当充分了解其经营的衍生产品,进行相应的风险级别划分;对客户和产品之间进行适当性匹配,以合适的方式向合适的买方推荐合适的产品^[58],同时做好投资者教育和风险揭示工作。违反投资者适当性义务

[53] Donald J. Manderscheid; *Caveat Emptor; Buyer Beware*, LawNow, Vol. 32, Issue 4.

[54] Michael J. Rediker; *Civil Liberty of Broker – Dealers under SEC and NASD Suitability Rules*, Alabama Law Review, Vol. 22, Issue 1.

[55] 曾洋:《投资者适当性制度:解读、比较与评析》,载《南京大学学报》2012 年第 2 期。

[56] 《证券公司融资融券试点管理办法》(证监会,2006 年)、《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定(试行)》(证监会,2010 年)、《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》(中国金融期货交易所,2010 年)、《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(证监会,2009 年)、《创业板市场投资者适当性管理实施办法》(深圳证券交易所,2009 年)等部门规章和自律性规范文件。

[57] 《落实投资者适当性管理要求,加强中小投资者保护》,载 http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201612/t20161220_5129808.html,2017 年 7 月 10 日访问。

[58] Cheryl Goss Weiss, *A Review of the Historic Foundations of Broker – Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, 23 J. Corp. L. 65.

的机构和主体,应当承担相应的行政责任,^[59]必要时应承担投资者适当性民事责任。^[60]

(三) 构建证券民事赔偿先行赔付制度

实践中,在因虚假陈述引发的民事赔偿纠纷中,投资者只能在行政处罚做出后才能提起诉讼,虚假陈述者在被罚款和没收违法所得之后资金穷窘,投资者可能难以获得足额偿付。尽管《证券法》第207条规定了民事赔偿优先的原则,^[61]但是实践中,行政处罚的罚没款要在收到处罚决定15日内上缴国库,投资者提起诉讼亦无法阻止,^[62]针对如此情境,有学者指出投资者可以要求监管者将罚款转移支付给投资者,^[63]但是漫长的程序仍将投资者的赔偿置于不确定地位。

2016年6月1日,《证券投资者保护基金管理办法》正式施行,值得肯定的是此乃我国证券投资者保护征途上的重要一步,但是寥寥数条间着眼于证券公司风险处理,却并未涉及证券市场违法行为后受损投资者的赔偿事宜,这与其赔付投资者损失的目的^[64]并不完全合致。笔者认为,投资者保护基金与先期赔付制度的结合是妥善解决投资者获得赔付的有效途径。先期赔付制度是指投资者利益受到违法侵害时,在相关诉讼判决作出前就将赔偿款先行赔付投资者,实现证券虚假陈述纠纷的妥善解决和投资者权益保护的双重目标,也有助于维持整个证券市场的稳定。^[65]将投资者保护基金与先期赔付制度相结合,基金的资金可以来

[59] 《证券期货投资者适当性管理办法》第37~42条规定,对金融经营机构违反投资者适当性义务要承担一系列行政责任。具体而言,对违反投资者适当性义务的经营机构,可能招致警告、罚款的行政处罚;未履行投资者适当性义务的金融机构工作人员,则设置了责令改正、监管谈话、出具警示函、责令参加培训等监督管理措施。

[60] 陈洁:《证券公司违反投资者适当性原则的民事责任》,载《证券市场导报》2012年第2期;曾洋:《投资者适当性制度:解读、比较与评析》,载《南京大学学报》2012年第2期;章辉:《资本市场投资者适当性制度研究》,法律出版社2016年版,第84页。

[61] 《证券法》第232条规定:“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任。”

[62] 彭冰:《建立补偿投资者的证券行政责任机制》,载《中外法学》2004年第5期。

[63] 刘俊海:《论证券市场法律责任的立法和司法协调》,载《现代法学》2003年第1期。

[64] 马忠法:《建立我国证券交易中的民事赔偿制度》,载《民商法论丛》(1999年总第15卷),法律出版社1999年版。

[65] 张东昌:《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投资者保护基金为中心》,载《证券市场导报》2015年第2期。

源于证券发行和交易中提取专项费用,或者从证券交易的印花税收入、佣金收入和券商与证券投资基金缴纳的年费中提取,或者从违规交易的非法所得和罚没款中提取。^[66] 在诉讼争端未竟之时,鼓励相关责任主体先行赔付、由投资者保护基金先行赔付兜底的模式,具体的赔偿额则以“法定最低赔付+自愿赔付”^[67]的双轨制运作。同时,应当依循代位求偿制度的法理,投资者保护基金先行赔付之后可以向虚假陈述责任主体追偿,^[68] 毕竟先行赔付制度不是虚假陈述责任主体逃避责任的工具,只是为投资者提供一种“底线式保护”。

五、结语

“社会的需要和社会的意见常常是或多或少地走在法律的前面,我们可能非常接近地达到他们之间缺口的接合处,但永远存在的趋向是要把这缺口重新打开来。”^[69] 一个合理的前瞻是,随着证券市场的繁荣发展,涉证券相关的民事诉讼纠纷也将继续增长。指导审判实践的相关规则是揭开交易平等这一形式正义温情脉脉的面纱、追求实质正义并保护证券市场投资者的内在要求。但遗憾的是,面对层出不穷的证券违法行为,针对内幕交易、操纵市场行为的具体规则尚付阙如,仅有的虚假陈述民事赔偿之指引也存在制度缺陷。立足于当下证券虚假陈述民事赔偿的审判实证,可以窥见纸面上的规则在实践中的失效。当然,拘泥或者偏重适用某种理念和制度并非绝对意义上的有效,把握现实,灵活适时地突破和转变,以投资者保护为导向,注意发挥市场效率,更有效率地改良通往“法治罗马”的道路,还需要我们结合证券市场实际和审判实践予以动态地调整和探索。

[66] 陈洁:《证券欺诈侵权损害赔偿研究》,北京大学出版社2002年版,第255页

[67] 叶林:《证券投资者保护基金制度的完善》,载《广东社会科学》2009年第1期。

[68] 洪艳蓉:《证券投资者保护基金的功能与运作机制——基于比较法的制度完善》,载《河北法学》2007年第3期。

[69] [英]梅因:《古代法》,沈景一译,商务印书馆1959年版,第15页。