

超比例增持股票行为的定性探析

张弋羲*

摘要:投资者保护是证券市场持续、健康发展的基本前提,超比例增持行为作为一种违规信息披露行为对证券市场投资者的基本权利造成侵害。受限于对超比例增持行为性质的模糊认知和缺乏健全投资者救济机制的现状,超比例增持行为在我国当前证券市场环境中屡屡发生,并已成为证监部门重点监管对象。将超比例增持行为界定为诱空型虚假陈述行为,需要从责任主体、损害、过错和虚假陈述行为与损害之间的因果关系等层面,体系化地对超比例增持行为进行民事归责判定。

关键词:超比例增持 诱空型虚假陈述 定性司法裁量

一、问题提出:超比例增持行为的法律性质

从世界范围来看,证券监管部门对大规模增持股份行为进行监督与管理已成为一项具有普遍性的资本市场监管制度安排。大额持股披露制度正

* 武汉大学法学院博士研究生。

是因应证券市场这一监管需求而产生的。所谓大额持股披露制度,是指投资者持有上市公司股份或者其他上市权益证券达到一定比例(临界点)时,报告证券监管部门与交易所,通知上市公司,并予以公司披露的制度。^[1]我国《证券法》第86条确立了投资者大额持股披露规则,^[2]即投资者通过证券二级市场的证券交易,持有上市公司已发行股份的5%时,应履行向证券监管部门报告、向该上市公司通知以及向社会公众公告的信息披露义务。此后,投资者所持股份比例每增加或者减少5%,亦须履行前述报告、通知与公告义务。

但是,实践当中大额持股披露制度的实施状况并不理想,投资者罔顾持股信息披露规则超比例增持上市公司股份的情形一再发生,并于近两年呈现愈演愈烈之趋势。^[3]相较于证券监管部门对待此类案件逐渐收严的监管态势,证券市场上投资者超比例增持股票行为的有增无减,反映了实务界对该类行为定性上的模糊不清,也凸显了对该类行为进一步研究的理论价值。

[1] 张子学:《完善我国大额持股披露制度的若干问题》,载《证券法苑》2011年总第5卷,法律出版社2011年版。

[2] 我国《证券法》第86条规定:“通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内,不得再行买卖该上市公司的股票。”

[3] 例如,上海新梅、西藏旅游以及荃银高科等上市公司的部分投资者都曾因其超比例增持上市公司股票而受到证券监管部门处罚。2015年1月,持有上海新梅股份的投资者王斌忠及其一致行动人通过其控制的15个证券账户累计买入上海新梅已发行股份的14.86%,且未于持股比例达到5%以及10%时履行权益变动的信息披露义务,被宁波证监局处以行政处罚。2015年7月,持有西藏旅游股份的投资者胡波及其一致行动人通过上海证券交易所系统,累计买入西藏旅游1813.7万股,且未于持股比例达到5%时及时履行权益变动的信息披露义务,被上海证券交易所处以通报批评的纪律处分。2016年2月,持有荃银高科股份的机构投资者重庆中新融泽投资中心及其一致行动人在增持荃银高科股票达到5%时,未及时向中国证监会和深交所提交书面报告,并未履行通知上市公司与向社会公众公告的义务,违规增持1272.06万股,被中国证监会安徽证监局出具警示函。

对于超比例增持股票行为的理论研究,近年来也得到了我国理论与实务界越来越多的关注与重视。有学者将投资者持有权益的股份达到5%后继续进行股票交易的行为界定为内幕交易,但未对投资者一次性增(减)持股份超过5%而未履行信息披露义务的行为性质进行界定。^{〔4〕}有学者已经认识到若投资者一次性越过5%门槛增持到位后不再买卖股票,就无法对该行为以内幕交易处置这一理论难题,但对该行为的性质仍未进行深入研究。^{〔5〕}超比增持股票行为性质的认定,直接关乎实施该行为的法律效果、证券监管部门监管措施的采用以及投资者的救济机制,需要得到理论研究的进一步澄清。本文拟结合证券法条文,从信息披露违规行为的民事责任角度出发,探讨以下问题:超比例增持行为实践中的基本样态为何?超比例增持行为的法律责任在证券法中是否过轻?超比例增持行为是否构成诱空型虚假陈述?超比例增持行为的司法裁量要点为何?

二、实践中的做法:超比例增持行为的实然状态

(一) 实务上超比例增持行为的基本样态

实践中违规增持者为了暂时规避《证券法》第86条所设定的信息披露义务,往往实施一次性增持股份超过披露临界点的交易行为,极少在持股比例刚刚达到披露临界点时就停止交易。违规增持者在证券二级市场上买入或卖出股票主要表现为两种基本样态:一是违规增持者先小额、逐步买入上市公司股票,但不超过5%的披露临界点,待时机成熟一次性大规模增持该公司股票,使其持股比例远高于5%的披露

〔4〕 李振涛:《我国上市公司大额持股变动的法律责任探析》,载《法律适用》2016年第1期。

〔5〕 陈洁:《违规大规模增减持股票行为的定性及惩处机制的完善》,载《法学》2016年第9期。

临界值,“荃银高科案”〔6〕与“上海新梅案”〔7〕即是其例;二是违规增持者一次性增持跨越5%的披露临界点,“中国软件案”〔8〕即是其例。

可以看到,实务中违规者一旦拟实施超比例增持股票行为,就会采用跨越式增持股票的方式,从而使其持股比例远超披露临界点,超过披露临界点后在“窗口期”继续增持股票的现象并非没有,但是跨越式增持股票行为是典型形态。问题的焦点是:为何违规者会普遍采用这种增持股票方式来达成其买卖股票的目的?主要原因是实务中证券监管部门对其定性的模糊不清所导致的监管真空或监管不力以及违规者违法成本过低。

(二) 证券监管部门对超比例增持股票行为的定性处理

实践当中,在部分案件中超比例增持股票行为被界定为“违规行为”,在部分案件中则被定性为“信息披露违法行为”,定性处理的不同做法反映了实务上对该类行为的认识尚未达成一致。“中国软件案”中,上海证券交易所在其公布的对于违规者的纪律处分决定书中,明确将股东文细棠“持股达到5%时未及时停止并履行信息披露义务”的行为界定为“股份买卖及信息披露方面的违规行为”。〔9〕“荃银高科案”中,中国证监会安徽监管局对违规者下达的行政监管措施决定书对其增持行为界定为“违规行为”。〔10〕而在另一些案例中,违规者的行为被认定构成《证券法》第193条项下的“信息披露违法行为”,如“上海新

〔6〕“荃银高科案”中,违规增持者在持股比例达到4.69%时,于一天之内一次性增持1272万股,占上市公司已发行股份的4.02%,超比例增持该公司已发行股份的3.71%。参见佚名:《荃银高科股东超比例违规增持被出具警示函》,载和讯网,<http://stock.hexun.com/2016-03-09/182657112.html>,2017年2月18日访问。

〔7〕“上海新梅案”中,违规增持者一次性增持至该公司已发行股份的5.53%。参见上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号民事判决书。

〔8〕“中国软件案”中,股东文细棠原持有上市公司中国软件已发行股份的4.76%,2016年8月15日当天,一次性增持中国软件股票278万股,持股比例直接提升至5.32%。参见佚名:《一个月前即达举牌线 文细棠举牌中国软件涉嫌违规》,载证券时报网,<http://stock.stcn.com/2016/0819/12844800.shtml>,2017年2月18日访问。

〔9〕参见上海证券交易所[2017]4号纪律处分决定书。

〔10〕参见中国证券监督管理委员会安徽监管局[2016]1号行政监管措施决定书。

梅案”^[11]与“中科汇通案”^[12]超比例增持行为性质的不同认定,直接影响证券监管机构所采取的监管措施与违规者应予承担的法律 responsibility。

在已查处超比例增持案件中,违规成本与违规收益不匹配是超比例增持行为屡禁不止的重要诱因。依据笔者对上述案件的梳理,证券监管部门对超比例增持行为定性一般遵循两种认定路径:其一,认定行为人违反《证券法》第86条与《上市公司收购管理办法》第13条规定之义务,构成“未按照规定履行报告、公告以及其他相关义务”的信息披露违规行为,并依据《上市公司收购管理办法》第75条规定采取相应的监管措施;其二,认定行为人违反《证券法》第86条规定之义务,构成信息披露违法行为,并依据《证券法》第193条规定处以相应的行政处罚。上述两种认定路径,无论是依据《上市公司收购管理办法》第75条规定由中国证监会责令改正、采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施,还是根据《证券法》第193条之规定由证券监管部门责令改正、给予警告或者处以罚款,都不能起到有效震慑违规(法)者的作用。正如部分学者所言,“长期以来我国对权益披露规则的落实执行实践不尽如人意,除了相关法律规则不科学、部分条款操作性差、大额持股人信息披露意识不强等原因外,缺乏有力且具有针对性的惩处手段也是一个重要原因,使得违反权益披露规则行为的违法成本太低”。^[13]

承接上文,实务中违规者的跨越式大规模增持股票行为成为超比例增持股票行为的常规手段,与此同时,这一行为所应承担的法律效果对于违规者而言却显得无足轻重、不疼不痒。违法成本与违法收益极不匹配。在很多案件中,违规者先行隐瞒大规模增持股份数额,待增持完毕后,再更正信息披露报告或者接受罚款。有鉴于此,部分证券业从

[11] 参见中国证券监督管理委员会宁波监管局[2015]1号行政处罚决定书。

[12] 参见中国证券监督管理委员会深圳监管局[2016]5号行政处罚决定书。

[13] 陈洁:《违规大规模增减持股票行为的定性及惩处机制的完善》,载《法学》2016年第9期。

业律师呼吁完善相关法规,通过证券民事赔偿方式严惩违规者。^[14] 由此引申出来的问题是:超比例增持行为,尤其是一次性大规模超比例增持行为能否通过证券民事赔偿的方式,课以行为人更高水平的违法成本,以此减少实务中屡禁不止的超比例增持股票行为?

三、民事归责进路:超比例增持行为是否构成诱空型虚假陈述

通过上文对实务上超比例增持行为两种基本样态的分析,可以看到,违规者一般采取在披露临界点“蹲守”,待交易时机成熟时一次性跨越5%门槛持仓到位的交易模式。此交易模式备受违规者“青睐”的原因在于:(1)违规者如若依照《证券法》第86条之规定严格遵守信息披露义务,增持并公告的行为会引起证券市场其他投资者的注意,进而相继买入该公司股票,从而导致违规者后续交易(收购)成本增加,而一次性大规模跨越5%门槛且不履行信息披露义务的行为则避免了这一问题,可以显著降低违规者的交易成本;(2)如若前述违规行为能够得到证券法规应有的惩戒,则此违规行为的发生数量亦会大大减少,但是,由于实践当中对该类行为定性认知上尚未达成一致,以及违规者较为低廉的违法成本,使得此类“把戏”在证券市场上接连上演。有鉴于此,笔者认为,对超比例增持行为尤其是“蹲守”在5%披露临界点以下而后一次性大规模超比例增持股票行为,可以诱空型虚假陈述予以惩处。诱空型虚假陈述,是指信息披露义务人披露虚假的消极利空内容信息,或者隐瞒遗漏重大利多内容信息,诱使投资人在股价相对低位时卖出而遭受损失的行为。^[15] 违规者隐瞒大规模买入的利多消息,不明就里的投资者卖出其所持有的股票,待违规者行为被查处,股票价格因

[14] 佚名:《一个月前即达举牌线 文细棠举牌中国软件涉嫌违规》,载证券时报网,<http://stock.stcn.com/2016/0819/12844800.shtml>,2017年2月18日访问;佚名:《香水大王周信钢信批又“迟到”了 违规举牌新元科技或受处罚》,载中国经济网,http://finance.ce.cn/rolling/201612/12/t20161212_18625173.shtml,2017年2月18日访问。

[15] 贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

先前隐瞒的利多消息被释放而上涨,投资者因此遭受损失,此为因超比例增持行为引致的诱空型虚假陈述的一般形态。我国《证券法》并未对诱空型虚假陈述构成要件作出规定,最高人民法院公布的《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)亦未对诱空型虚假陈述构成要件作出详细说明。根据侵权责任法一般原理,超比例增持行为是否构成诱空型虚假陈述侵权行为,仍需对侵权责任主体、损害、侵权行为与权利受损害之间的责任成立之因果关系、权利受损害与损害之间的责任范围之因果关系以及侵权行为人的过错进行逐一考察。

(一) 虚假陈述责任主体范围涵盖超比例增持者

我国现行证券法律体系已经为超比例增持股票行为人预留了法律空间,超比例增持股票行为人成为虚假陈述责任主体不存在法律障碍。我国《证券法》并未单独列明虚假陈述责任主体类型,对于虚假陈述责任主体的规定散见于第三章“证券交易”第63条、68条、69条,第六章“证券公司”第148条,以及第八章“证券服务机构”第171条、173条。大抵包括发行人、上市公司及其董事、监事和高级管理人员,证券公司及其股东、实际控制人以及证券服务机构、投资咨询机构及其从业人员三种类型。《若干规定》第6条对虚假陈述责任主体范围进行了扩充,即在该条第1款第7项下进行兜底性描述,增加了一类责任主体:其他作出虚假陈述的机构或者自然人。根据司法解释起草者的立法初衷,第6条项下之所以设置此兜底条款,其目的是囊括所有不能具体列名的责任主体。^[16] 为该条所不能涵盖的、未来可能出现的新型虚假陈述行为人预设法律空间。“虚假陈述法律责任是基于对信息披露义务违反而应承担的责任。从理论上讲,只要是违反了证券法或相关法规对信息披露义务规定的人均可以成为被追究的对象。”^[17]

超比例增持股票的行为人具有非典型性特征,不属于传统意义上

[16] 李国光:《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2003年版,第149~150页。

[17] 冯果:《诱空型证券虚假陈述损害赔偿民事责任之认定——评张翰冰诉山东博控股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案》,载《法律适用(司法案例)》首发纪念号。

的虚假陈述行为人。根据我国《证券法》第 69 条、173 条,《若干规定》第 17 条之规定,传统意义上的虚假陈述行为人是通过违反信息披露义务,以作为的方式作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或在披露信息时发生重大遗漏以及不正当披露信息的行为。而超比例增持股票行为人恰恰是违反了《证券法》第 86 条的规定,以不作为的方式对其权益变动信息予以隐瞒披露或者延迟披露,以期能够达到能买卖特定公司股票时降低交易成本的目的,“中国软件案”即是显例。不作为方式的虚假陈述比作为方式的虚假陈述往往更难为人所察觉,超比例增持股票行为人在未依法及时履行信息披露义务的情况下,在二级市场超比例大量购买上市公司股票的交易行为,宏观上损害的是证券市场的公开与公平,微观上侵害的是交易对手方的知情权和公平交易权。^[18] 尽管超比例增持者并非传统意义上的虚假陈述行为人,但其行为模式符合虚假陈述责任主体的构成,其行为后果也使证券市场上投资者利益受到侵害,虽具有非典型性,但不妨碍其成为虚假陈述行为人。

(二) 超比例增持行为造成了投资者的纯粹经济损失

超比例增持者在大规模买入或者卖出某一上市公司股票时,受短时间内股票供给与需求关系的影响,股票价格通常会产生较大波动。以“中国软件案”为例,^[19] 违规增持者文细棠一次性增持 278 万股的交易行为,因为没有及时履行报告、通知与公告义务,在违规增持被揭露之前,部分投资者并不知悉其所持有的股票已被大规模买进这一事实,可能会作出卖出股票这一与违规增持者完全相反的投资决策,而正是这一隐瞒利好消息的行为,客观上也降低了违规增持者在大规模买卖该上市公司股票时的交易成本。正如法官在“山东京博股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中论述的那样,“对投资者而言股份收购系利好消息,利好消息的披露一般会引发被收购证券价格的增长,从而亦增加收购成本”。^[20] 违规增持者因迟延履行信息披露义务所得收益恰

[18] 莫壮弥:《试析违反权益披露义务的法律责任》,载《金融法苑》2016 年总第 93 辑。

[19] 对于违规增持的案情简介,参见上海证券交易所〔2017〕4 号纪律处分决定书。

[20] 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。

好构成了投资者因不知晓相关信息而做出错误投资决策所带来的损失,尽管两者并非一一对应关系。

超比例增持股票者侵犯了不知情投资者的公开转让权与知情权,造成了投资者的纯粹经济损失。投资者的基本权利是自由转让权与知情权,^[21]自由转让权通过证券交易市场得以实现,而知情权需要强制性信息披露制度予以保障。我国《证券法》第86条的规范意旨是通过披露上市公司股东的大宗股份买卖行为,使投资者能在公司股权结构发生重大变化时,及时了解相关信息,并基于这种信息作出相应的投资判断。^[22]在大规模增持这一利好消息被披露之前,其他投资者因为不知情、信息不充分,不能在此基础上分析股票交易行为,^[23]不会作出积极的投资决定,甚至会作出消极(卖出)的投资决定。对于违规增持者交易行为的不知情,是投资者卖出股票行为的直接原因,而投资者卖出股票的行为却因随后利好消息的释放而遭受损失,这种损失是属于纯粹经济损失。纯粹经济损失是指非因人身或所有权等权利受侵害而产生的经济损失或财产损失。^[24]我国民法学通说认为,《民法通则》第106条第2款、《侵权责任法》第2条并未将侵权责任法的保护范围限定在绝对权,因此纯粹经济损失也可以纳入侵权责任法的保护范围。^[25]

(三) 超比例增持行为与投资损失之间具有因果关系

1. 超比例增持行为责任成立的因果关系之认定

我国理论界一般认为,《若干规定》第18条对投资者损失与虚假陈述行为之间的因果关系,采用了世界上公认的“市场欺诈”理论与“信赖推定”原则。^[26]“市场欺诈”理论的核心在于把股票的市场价格当作被告虚假信息披露行为与原告信赖之间因果关系链条中的一个环

[21] 曹洋:《证券法学》,南京大学出版社2008年版,第82页。

[22] 李振涛:《我国上市公司大额持股变动的法律责任探析》,载《法律适用》2016年第1期。

[23] 莫壮弥:《试析违反权益披露义务的法律后果》,载《金融法苑》2016年总第93辑。

[24] 王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第296页。

[25] 王利明:《侵权责任法一般条款的保护范围》,载《法学家》2009年第2期。

[26] 李国光:《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2003年版,第76页。

节,仅要求原告证明自己对股票市场价格的真实性存在信赖,而无须证明他实际受到被告虚假信息披露行为的直接影响。^[27]也就是说,投资者只要证明其所投资的证券价格受到虚假陈述行为的影响而不公正,即可认定投资者的损失与虚假陈述行为之间存在因果关系。^[28]同时,投资者信赖被告虚假信息披露是一种可以推翻的推定(rebuttable presumption),如果被告能够提出相反的证据,证明虚假信息披露没有对股票市场价格产生影响,或者原告进行交易是基于其他原因,或者即使原告知道信息虚假仍然会进行交易等,上述推定就可以被推翻。^[29]但是,“市场欺诈”理论与“信赖推定”原则适用的市场条件只能是半强式有效市场,依据经济学学者对于现阶段我国证券市场的实证分析,部分实证证据证明了我国证券市场尚未达到半强式有效市场程度,^[30]尚不具备全面引入欺诈市场理论的客观条件。^[31]诱空型虚假陈述既无法律规定,就更难直接类推适用。^[32]

既然适用“市场欺诈”理论与“信赖推定”原则的市场条件要求苛刻且现阶段尚不具备,那么能否通过其他途径解决诱空型虚假陈述因果关系的认定问题呢?笔者认为,相当因果关系的基础理论可以为超比例增持行为与投资者受损害之间的责任成立之因果关系的认定提供借鉴。王泽鉴教授将相当因果关系的理论结构解剖为“条件关系”及“相当性”两部分,提出在适用时应区别两个阶段:“第一个阶段是审究其条件上的因果关系,如为肯定,再于第二个阶段认定该条件的相当性。”^[33]条件关系指侵权人的行为与被侵权人的权利受侵害之间,具有不可或缺的条件关系。王伯琦教授认为:“无此行为,虽不生此损害,

[27] 焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期。

[28] 贾纬:《如何理解〈关于审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的若干规定〉》,载《人民法院报》2003年1月22日版。

[29] 焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期。

[30] 谢晓霞:《有效市场假设理论在上海股市的实证检验》,载《经济体制改革》2007年第2期;胡金焱、郭峰:《有效市场理论论争与中国资本市场实践——2013年度诺贝尔经济学奖获奖成就实证检验》,载《经济学动态》2013年第12期。

[31] 焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期。

[32] 殷秋实:《诱空虚假陈述下的因果关系认定》,载《金融法苑》2012年总第84辑。

[33] 王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第186页。

有此行为,通常即足生此种损害者,是为有因果关系。无此行为,比不生此种损害,有此行为,通常亦不生此种损害者,即无因果关系。”^[34]可见,对于条件关系采用“若无,则不”(but-for)的认定检验方式,旨在认定:“若A不存在,B仍会发生,则A非B的条件”,其功能在于排除与造成某种结果无关的事物。^[35]相当性必须同时符合两个特征:其一,该条件的存在对于诉争损害的发生概率产生了影响;其二,该条件并非是某些极端特殊情形下才成为引发损害的条件。^[36]相当因果关系理论中的条件关系以排除与超比例增持者行为无关的损害,相当性则属价值判断,旨在合理转移或分散因侵权行为而生的损害,适当控制侵权人的赔偿范围。

那么,仅凭相当因果关系理论是否能够足以解决超比例增持行为与投资者权益受损害之间的责任成立的因果关系呢?笔者认为,相当因果关系理论的条件关系和相当性对于责任成立的因果关系认定意义重大,但仅凭相当因果关系理论还远远不够。虚假陈述侵权赔偿责任中,责任成立的因果关系链条长于普通的侵权赔偿责任,且掺杂了被侵权人的心理状态等不可测因素,如果对责任成立的因果关系不加控制,极有可能导致人们动辄得咎。^[37]诚然,依靠条件关系和相当性可以排除诸多与责任成立因果关系无关的事物,但“相当性”这一概念本身较为模糊,且可能吸纳法官过多的自由裁量,司法的确定性稍显不足。有鉴于此,笔者认为,可以借鉴英美法国家的做法,将“重大性”作为认定责任成立的因果关系的辅助判断依据。美国证券法对重大性的认定采取的是以“理性投资者”为中心的重大性标准,即一位理性投资者在决定投资者判断时认为被虚假陈述所遮蔽、扭曲的事实是重大的,那么该事实就是重大的。^[38]我国现行证券法律法规中认定事实是否具有重

[34] 王伯琦:《民法债编总论》,正中书局1986年版,第77页。

[35] 王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第187页。

[36] 程啸:《侵权责任法》,法律出版社2011年版,第180页。

[37] 程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿》,人民法院出版社2004年版,第200页。

[38] 同上注,第206页。

大性,采用的是“二元论”,即“投资者决策标准”和“价格重大影响标准”。^[39]笔者认为,应当采用“投资者决策标准”作为认定超比例增持行为是否具有重大性的判断依据。其理由在于:(1)价格重大影响标准仅要求信息披露义务人考虑信息对证券价格的影响,缩小了信息披露义务人应当考虑因素的范围,投资者决策标准体现了“卖者自慎”与“保障投资者”的精髓;^[40](2)投资者决策标准将投资者作为判断事实是否具有重大性的中心,与相当性具有较强的理论互洽性,影响投资者决策的因素对于诉争损害的发生概率产生了重大影响;(3)被侵权人仅需证明该信息足以影响一般理性投资者的决策,即完成举证,可以有效减轻其举证责任。^[41]

以相当因果关系理论为基础,辅之以重大性标准,超比例增持行为责任成立的因果关系认定问题可迎刃而解。在此,我们以超比例增持股票行为为例做一简要说明。假设甲为上市公司A的股东,持股比例为4%,2017年2月20日当天一次性增持A公司已发行股份2%的股票,且未履行信息披露义务,乙为证券交易市场投资者,2月24日乙卖出A公司股票,2月25日甲违规增持行为遭到证券监管部门查处,A公司股票大涨。就具体适用而言,甲所隐瞒的大规模购入A公司股票的信息,本应按照证券监管法规予以披露,如果甲正常披露该信息,按照证券市场一般情形以及考虑到该信息对于投资者决策通常会产生重大影响,乙断然不会作出卖出其所持有的A公司股票的行为。也就是说,甲如若没有违反信息披露义务的行为,乙不会遭受损害,甲实施了此行为,通常足以产生乙遭受损害的结果,甲的超比例增持行为与乙的财产权益受侵害之间成立责任成立的因果关系。

2. 超比例增持行为责任范围的因果关系之认定

责任范围的因果关系旨在认定“某种损害”是否因“权利受侵害”而发生,以决定应由侵权人承担的赔偿责任。^[42]责任范围的因果关系

[39] 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。

[40] 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208页。

[41] 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第175页。

[42] 王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第208页。

的判断标准有很多学说,从实践来看,在英美侵权法中,对故意侵权行为责任范围的因果关系的判断标准,主流观点采纳直接结果说,对过失侵权行为责任范围的因果关系,主流观点是合理预见说。^[43]具体到超比例增持股票的案例上,超比例增持者对于违反信息披露义务的行为,显属故意,应适用直接结果说加以判断。直接结果说强调侵权人从开始实行侵权行为到损害发生,中间未被任何事情打断,必须对其所直接造成的损害后果承担赔偿责任,无论该损害能否合理预见。^[44]该说的缺陷在于,对什么是“直接结果”难有定论。^[45]有鉴于此,笔者认为,由20世纪30年代产生于德国的“法规目的说”,可资借鉴。“法规目的说”强调侵权行为所产生的损害赔偿赔偿责任应探究侵权行为法规之目的而为决定。^[46]法规决定法律义务,因违反义务而导致损害时,须考察法规目的与赔偿责任之间的关联性。

仍以上述案例为例略作简要说明,我国《证券法》第86条的规范意旨在于通过课以大规模买入或者卖出股票行为人以信息披露义务,使证券监管部门与投资者能够了解证券市场上发生的可能对证券价格产生重大影响的信息,从而作出最有利于自身的投资决策。乙卖出股票的交易行为与甲违反信息披露义务的违规增持行为直接相关,投资者因卖掉股票而丧失的投资收益属于我国《证券法》在规范权益变动信息披露活动中所欲防范的危险。与此同时,投资者因卖掉股票而产生印花税、佣金以及过户费等费用支出与其卖掉股票的行为亦相关,同样符合证券法规规定之目的。

(四) 过错:对超比例增持者行为的否定评价

过错是对超比例增持者主观心理状态的评价,违反信息披露义务的行为主观评价为故意。故意包括两种主观心理状态:一是明知损害将要发生;二是欲求损害后果的发生。^[47]超比例增持者违反《证券法》第86条的规定,应当自符合权益披露信息事实发生之日起履行报告、

[43] 刘道远:《证券侵权法律制度研究》,知识产权出版社2008年版,第314页。

[44] 郭锋主编:《虚假陈述证券侵权赔偿》,法律出版社第2003年版,第314页。

[45] 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。

[46] 曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社2001年版,第112~113页。

[47] 王利明:《侵权责任法研究》(上卷),中国人民大学出版社2016年版,第341页。

通知以及公告义务,但行为人却没有履行相关义务。《证券法》公布后即具有推定公众知晓相关法律信息的效力。任何人都应知道,哪些行为在特定情况下是必须做的、受到允许的或法律禁止的。^[48] 在认识要素上,行为人是证券市场上的投资者,了解自己不履行权益变动信息披露行为的性质,能够认识到其行为将会发生侵害他人民事权益的后果。当然,这种认识并不要求行为人对损害的特定后果有精准的认识,只要求行为人认识到其行为会给他人权益造成损害即可。^[49] 在意愿要素上,行为人对行为后果抱有希望或放任的内心态度,这种态度最终会通过其作为或者不作为的外在行为表现出来。希望是指行为人主要通过作为方式决意实现损害后果的发生。放任是指行为人主要通过不作为方式没有采取避免损害后果发生的措施。^[50] 超比例增持者隐瞒权益变动信息的行为,虽不至于认定其对损害后果的主观态度为希望,进而认定为直接故意,但其实施的行为实质上是一种不作为侵权,至少应当构成间接故意。

四、具体适用:超比例增持行为的司法裁判要点

超比例增持行为是否构成诱空型虚假陈述行为,笔者认为答案是肯定的,诱空型虚假陈述对证券交易市场、投资者主观判断以及投资决策的影响与诱多型虚假陈述存在诸多不同之处,也给我国法院审理此类案件增添了一定难度。其中主要体现在虚假陈述实施日、系统风险存在与否的认定以及系统风险致损数额的计算三个方面。笔者认为,超比例增持行为引致的诱空型虚假陈述实施日的认定可通过超比例增持行为的样态、超越法定披露临界值的时点以及法定披露时限来确定。系统风险的认定与计算,可遵循诱多型虚假陈述系统风险认定与计算的一般原理,但须作反向处理。

[48] [德]克雷默尔:《侵权行为法的变迁》(下),王洪亮、李静译,载张双根等主编:《中德私法研究》(总第5卷),北京大学出版社2009年版。

[49] 程啸:《侵权责任法》,法律出版社2011年版,第180页。

[50] 王利明:《侵权责任法研究》(上卷),中国人民大学出版社2016年版,第342页。

(一) 虚假陈述实施日

在超比例增持行为被认定为虚假陈述行为基础上,即超比例增持者违反证券法律规定,对于应当披露的大规模买入或者卖出股票的持股变动信息予以隐瞒,投资者在不知情的情形下纷纷抛售股票,违规增持者得以以较低的价格继续买入股票。此种情形下虚假陈述的实施日应当如何确定?对于诱多型虚假陈述,司法实践当中主要有以下两种做法:(1)证券上市涉嫌虚假陈述的,以行为人公告上市相关文件的时点为标准;^[51](2)持续信息公开涉嫌虚假陈述的,以行为人最早发布信息披露报告的时点为标准。^[52]笔者认为对于超比例增持行为而言,这两种标准均不适用。原因在于超比例增持行为是一种诱空型虚假陈述行为,且以不作为方式实施,而传统司法实践当中确定虚假陈述实施日的做法均以作为方式作为参考样本。鉴于诱空型虚假陈述实施日难以确定的困境,参照《证券法》第86条、《上市公司收购管理办法》第13条,笔者认为在司法实践中超比例增持行为引致的诱空型虚假陈述实施日可依下列办法确定:(1)超比例增持行为是连续进行的,且不能确定何时增持行为超越法定披露临界点的,以增持行为最后一日起第三日为虚假陈述实施日;(2)超比例增持行为是连续进行的,能够确定何时增持行为超越法定披露临界点的,以超越法定披露临界点的当日起第三日为虚假陈述实施日;(3)超比例增持行为是一次完成的,以行为日起第三日为虚假陈述实施日。

(二) 系统风险的认定与计算

关于虚假陈述案件中系统风险存在与否,在当今理论界与实务界,大致有以下三种观点:第一种观点认为,系统风险是一个事件,该事件的出现会对股票市场产生重大影响,进而引起全部股票价格的大幅涨跌,例如2008年金融危机对全球股市的影响,2005年五部委联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》等。^[53]第二种观点认为,系统风险是一个时间段内的整体市场状况,且其本身存在与否可以通过

[51] 参见哈尔滨市中级人民法院(2003)哈民三初字第472号民事判决书。

[52] 参见武汉市中级人民法院(2008)武民商初字第23号民事判决书。

[53] 《陈丽华等23名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案》,载《最高人民法院公报》2005年第11期。

指数得到反映。^[54] 例如,投资者在购入股票日的市场综合指数是2000点,卖出股票日或者差额计算基准日的市场综合指数为1800点,则存在系统风险,如果卖出股票日或差额计算基准日的市场综合指数为2200点,则不存在系统风险。第三种观点是第二种观点的发展与延伸,认为系统风险是证券市场上普遍存在的客观事实,^[55] 并且应当通过比单一综合指数更具科学性的多个指数或数据得以反映,具体而言,系统风险存在与否可以透过证券市场综合指数、证券市场流通股总市值、股票所在行业板块指数、股票所在行业板块流通股总市值四类数据的变动情况加以判断。^[56]

笔者认为以上第三种观点最具科学性和合理性,但在认定因超比例增持行为引致的诱空型虚假陈述系统风险时须作反向处理。其理由在于:(1)证券市场上存在可能影响某一行业或领域的政策、趋势或利好(空),这些因素可能对整个证券市场的影响并不大,但却对某一行业的影响巨大。例如,国家出台某一领域产业调整政策、行业景气程度受国际环境影响、行业产品价格受自然灾害影响等。在此情形下,如果只根据证券市场综合指数判断是否发生系统风险,有失偏颇,若从行业或板块角度考察,则可能夸大了行业因素对证券价格的影响,将多种数据综合起来观察,可能最为客观。(2)诱空型虚假陈述与诱多型虚假陈述中系统风险的认定是截然相反的。在诱空型虚假陈述中,投资者遭受的损失是其虚假陈述实施日之后卖出证券的价格与基准日证券价格之差,且在揭露日以后,因隐瞒或迟延披露的利好消息被释放,股价呈上涨态势,至基准日利好消息趋于完全消化,股票价格恢复至真实价值附近。正常情况下,基准日价格比投资者卖出的证券价格高,如果投资者卖出证券日至基准日之间证券市场整体走强,那么该上市公司基

[54] 贾纬:《证券市场虚假陈述民事案件的赔偿范围》,载《人民司法》2002年第11期;贾纬:《审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的几个疑难问题》,载《人民司法》2002年第5期。

[55] 刘振:《关于证券市场系统风险所致损失数额的认定》,载《人民司法》2008年第11期。

[56] 甘培忠、彭运朋:《论证证券虚假陈述民事赔偿中系统风险所致损失数额的认定》,载《甘肃社会科学》2014年第1期。

准日价格中势必包含因证券市场整体走强导致的价格上涨,即投资者的实际损失小于基准日证券价格与投资者卖出证券价格之差,需将投资者卖出证券日至基准日之间因证券市场整体走强所导致的价格上涨(也即系统风险)予以扣除。因此,笔者认为如果证券市场综合指数、同类板块指数和板块流通市值等指标同时上涨,则基本可以确认系统风险的存在。

同时,超比例增持行为引致的诱空型虚假陈述系统风险的计算也与诱多型虚假陈述截然相反。在司法实践中,通常的做法是将证券市场综合指数^[57]的下跌幅度,直接作为认定系统风险致损数额的依据。具体而言,在“东方电子案”中,“比如股民在上证指数 1000 点的情况下,以 10 元一股的价格购进股票,如果上证指数跌到 800 点,股民以 5 元一股的价格抛出,每股赔偿需要扣除 20% 的系统性风险”。^[58]在“科龙电器案”中,法院参照深圳成分股指数,扣除系统风险所致的损失额 4391.11 元。^[59]上文已述,在诱空型虚假陈述中,基准日证券价格一般较之投资者卖出证券价格高,且该价格包含了因证券市场整体走强导致的部分价格上涨。根据《若干规定》确定的实际损失赔偿原则,须将基准日价格中不应当由侵权人承担的部分扣除,以此确定投资者的实际损失,故而,在系统风险的计算时,应以证券市场综合指数的上涨幅度作为认定系统风险致损数额的主要依据,同时综合考虑证券市场流通股总市值、股票所在行业板块指数以及股票所在行业板块流通股总市值三类数据的上涨幅度最终确定系统风险致损数额。

五、结论

证券市场违规信息披露是近两年来证券监管部门重点关注的领

[57] 若该公司股票是在上海证券交易所交易,采用上证综合指数;若在深圳证券交易所交易,采用深证成分股指数。

[58] 施为飞:《东方电子虚假陈述民事赔偿案落槌,南京 132 位股民获赔 260 万元》,载《江苏法制报》2007 年 9 月 4 日版。

[59] 参见广州市中级人民法院(2007)穗中法民二初字第 221 号民事调解书。

域,超比例增持行为是一种典型的信息披露违规行为。我国目前对超比例增持行为的探讨主要集中于增持行为效力、增持部分表决权限制以及增持行为的惩处机制等方面,对于超比例增持行为的定性,尤其是一次性跨越披露临界点增持行为的定性探讨较少。笔者认为,超比例增持行为可以构成诱空型虚假陈述。客观构成要件方面,在现行法律框架内,超比例增持者可以被纳入虚假陈述责任主体范围之内。超比例增持行为侵犯了投资者的公开转让权与知情权,造成了投资者的纯粹经济损失。以相当因果关系理论和重大性标准为基础,辅之以“法规目的说”,可以有效认定超比例增持行为与投资者损失之间的因果关系。主观构成要件方面,超比例增持者对损害结果所持态度至少是间接故意。通过对超比例增持行为定性的探讨,可以进一步明确实务上对该类行为性质的认定,也对今后我国法院审理同类案件具有一定借鉴与启示意义。