

论虚假陈述民事诉讼中因果关系的认定

厦门大学 李明辉
华南师范大学 谢 军

摘要：依照一般侵权法，原告要获得赔偿，必须证明其所受损失与被告不法行为之间的因果关系。但是，对于证券市场的虚假陈述而言，原告很难证明其对虚假陈述的信赖及虚假陈述与其所受损失之间具有因果关系。对此，美国采用了目标认定法和市场欺诈理论，来简化因果关系的证明。为了保护投资者利益，遏制虚假陈述行为，我国有必要借鉴美国的因果关系推定，以减轻投资者的举证责任。

关键词：虚假陈述；因果关系；信赖；侵权

一般认为，虚假陈述是一种侵权行为，它侵害的是投资者的信息权。如果虚假陈述给投资者造成损失，应当承担民事赔偿责任。但是，并非所有的虚假陈述行为都要承担民事责任，依照一般侵权责任的规则，欲追究虚假陈述行为人的民事责任，原告需要证明三方面的内容：第一，被告在信息披露中有虚假陈述行为存在。第二，其利益受到损害。第三，其损失是信赖虚假信息披露进行证券交易造成的，即被告的虚假陈述行为和原告的投资损失之间存在因果关系。因此，依照侵权行为法，确定侵权方对受害方的民事责任要求确定侵权方的违法行为与受害方的损害之间存在因果关系，即确定投资者的损害是否源自(flowed)虚假陈述。否则，投资者不能因此要求有关人员承担民事责任。原告能否证明其遭受损失和虚假陈述之间因果关系的存在，每每成为是否胜诉的关键。与一般的侵权行为不同，证券交易相当复杂，原告往往难以证明其损失与被告的虚假陈述行为之间存在因果关系。

因果关系的认定已成为虚假陈述民事诉讼案中的掣肘。2003年1月9日最高法院《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》司法解释发布以后，对于因果关系的认定仍然存在不足。为了推进虚假陈述民事诉讼，切实保障投资者的

合法权益，遏制上市公司及有关中介机构进行虚假陈述欺骗投资者的行为，亟须解决好虚假陈述因果关系的认定问题。

一、虚假陈述民事侵权中因果关系认定的困境

因果关系的认定解决两个问题：一是确定责任的有无；二是确定责任的范围。理论上，在虚假陈述侵权民事责任认定中，如果投资者因为对上市公司等作出的虚假陈述形成了合理的信赖(reasonable reliance)并作出了投资，因此遭受了损害，则应当认为侵权行为人的行为与受害人所遭受的损害之间具有因果联系。

这里需要特别指出的一个概念是信赖(reliance)。所谓信赖，简单地说就是信任、依赖。在法学上，它是特定投资者主观上是否认为虚假陈述是否是其作出投资决策的实质性因素^①。信赖与因果关系表面上是两个独立、不同的要件，但两者又是相互联系的，是一对相互关联的概念，信赖是因果关系不可缺少的条件。虚假陈述民事诉讼中，证明投资者所受损失与虚假陈述之间存在因果关系，必须首先证明原告对被告虚假陈述信赖的存在。只有原告对虚假陈述存在信赖从而进行交易，才表明原告的交易损失与虚假陈述存在因果关系，发生的交易损失

才能够获得赔偿。信赖的存在一定程度上就表明了因果关系的存在。被告往往可以通过证明原告没有信赖虚假陈述来驳斥因果关系的推定。投资者对虚假陈述的信赖构成了相关民事诉讼因果关系中最重要的因素。事实上,对信赖的证明成为许多关于虚假陈述民事诉讼因果关系证明的焦点和核心。事实上,许多美国法庭使用交易因果关系(transaction causation)和损失因果关系(loss causation)这两个术语来分别取代信赖和因果关系^②。这样,因果关系的证明实际上就包括了信赖(交易因果关系)和损失因果关系的证明两个阶段:

1.投资者的投资决定是否因为信赖虚假陈述而做出,即是否存在交易的因果关系。因为信息披露并不能直接导致财产上的损失,它必须因投资者的信赖并依据披露的信息而进行的投资才可能给投资者造成损害。如果投资者交易并非基于对被告虚假陈述的信赖,则其损失与被告的虚假陈述并无因果关系。当然,这种信赖必须是合理的,也就是一个一般的人在这种情况下也能够产生此种信赖,而不是盲目的信赖。判断信赖是否存在有两个标准:原告相信被告的陈述,并且原告基于这种相信而决定进行交易。第一个标准从反面说,就是原告在交易前不知道被告所作陈述有虚假成分,即不知真相。第二个标准从反面说,就是知悉这一虚假陈述足以促使投资者改变投资决断,也就是该信息具有重大性(Materiality)。

2.投资者的损失是否因为虚假陈述而导致,即损害的因果关系。虚假陈述的事实必须是投资者损失的最切近而直接的原因。一般来讲,虚假陈述之所以会造成投资者损失,是因为进行虚假陈述时通常会人为地拉动股价或者将股价维持在较高水平,而一旦虚假陈述被发现或者难以继续(如宣告破产),将会造成投资者信心的丧失,从而导致股价的剧烈下跌,使投资者遭受损失。但是,股价的下跌未必是由于虚假陈述的原因,而可能是由于宏观政策、谣言、政治经济因素等原因。投资者要取得损失赔偿,其损失必须是虚假陈述造成的,而非其它原因造成的^③。否则,即使投资者基于对虚假陈述的信赖而进行交易,但如果虚假陈述不是其损失的近因的话,虚假陈述行为人就不必承担民事赔偿责任^④。

一般侵权行为民事诉讼采用“谁主张,谁举证”的证明责任原则,因此,投资者要获得赔偿,必须要举

证其损失与被告的虚假陈述存在因果关系。但与一般的侵权行为不同的是,虚假陈述侵权行为有其自身的特点,从而给因果关系的证明造成了困难,特别是投资者很难证明自己对于虚假陈述的信赖。(1)广大的中小股东并不参加公司的生产经营,不能直接观察经营者的行为,而只能依赖其提供的财务报告以及其他信息来作出相关决策,他们只能通过事实上由管理当局聘请的注册会计师来验证管理当局提供的财务报告的真实公允,而在公司治理不完善、法规不健全的制度背景下,注册会计师可能与管理当局进行合谋欺骗投资者,因此,投资者与具有资金、信息上优势的公司管理者及有关的中介机构相比,存在严重的信息不对称性,处于弱势地位。同时,虚假陈述往往较隐蔽,专业性强,如果没有专门机构的调查,一般公众投资者很难发觉。在此情况下,要求处于信息弱势的投资者举证自己的损失是由于上市公司及有关中介机构的虚假陈述行为造成的,十分困难。(2)证券价格波动受一系列复杂因素影响,如公司的盈利能力、资产价值、管理人员素质、股市供求关系,特别是在一些不成熟的证券市场上,股价波动的非理性因素更多。因此,即使是专业人士也难断定股价波动是否是由于虚假陈述的影响以及影响程度。在这种情况下,要求投资者特别是一般的股民证明股价的波动是由于虚假陈述的影响,这将使股民背上沉重而不切实际的举证负担,使投资者处于很不利的地位。(3)实践中广大中小投资者在投资前一般不会很认真查阅每一家上市公司的财务报告并进行分析,然后再决定是否投资该公司证券,因此投资者很难证明自己若非由于上市公司的虚假陈述,将不会作出某项特定的投资决策,从而导致投资损失。(4)上市公司年度报告等披露文件越来越复杂,内容越来越多,尤其是现代财务报告的技术性越来越强,而广大的投资者往往缺乏会计、财务方面的系统训练,更加难以证明其对被告虚假陈述的信赖。

由此可见,较之一般侵权行为,虚假陈述具有相当的复杂性,难以证明投资者损失与虚假陈述的因果关系,从而难逃败诉的命运,而使上市公司逃避赔偿责任。要推动虚假陈述民事诉讼,保障投资者的利益,维护证券市场秩序,打击虚假陈述行为,贯彻证券法保护投资者利益的宗旨,必须要解决好虚假陈述因果关系的证明问题尤其是投资者对虚假陈述的信赖的证明问题。对此,美国的经验具有借鉴意义。

二、美国虚假陈述民事诉讼中因果关系之发展

1. 美国普通法和证券法的有关规定

对虚假陈述侵权行为的诉讼来源于侵权法中的欺诈(deceit),美国证券法包括 rule10b-5 对虚假陈述的责任都是建立在欺诈的基础之上。按照《布莱克法律词典》的解释,欺诈行为成立必须具备以下要素:(1)被告进行了虚假的陈述。(2)被告明知或确信陈述是虚假的,或者对该实施的陈述没有足够的根据。(3)被告意图使原告相信该虚假陈述,并据此作出作为或不作为的决定。(4)原告相信了该虚假陈述,并根据该陈述已作为或不作为。(5)原告相信了该虚假陈述,使其利益受到损失^⑤。

美国证券法关于虚假陈述民事责任的规定主要有 1933 年《证券法》第 11 节、第 12 节(2)和第 17 节、1934 年《证券交易法》10(b)和 1942 年美国证券交易委员会规则 10b-5。

如果根据《证券法》第 11 节提起诉讼,如果注册表还在 12 个月的有效期内,原告不必证明他的信赖注册表购买证券,只需证明(1)注册表存在重大虚假陈述或遗漏,(2)他遭受损失,而不用证明他信赖该文件也不用证明他收到过文件。但如果发行人发布了自注册表生效后至少 12 个月内的盈利报告(earning statement)之后原告才购入股票,则原告须证明存在着对注册表的信赖,但此时他仍不必须要证明他确实阅读过该文件。而且原告并不需要证明股价被错误陈述人为地拉高,证明原告的经济损失是由错误陈述以外的原因引起的是被告的责任。而依据第 12 节(2)起诉,原告只须证明其确实不知道虚假陈述的存在,而无须证明信赖或者错误陈述导致了损害。

相比之下,根据《证券交易法》第 18 节,证券的购买者或者出售者对根据《证券交易法》签发的文件中包含的错误陈述提起诉讼,必须表明他直接信赖了该报告并且股价受该报告的影响。因此,原告必须表明信赖和因果关系。

要根据美国证券交易委员会规则 10b-5 确定的默示诉权提起诉讼,需要满足以下几个要件:(1)对重大事实的错误陈述(misstatement)或者未披露重大事实。如果理性投资者在作出投资决策时认为该事实是重要的,那么该事实就是重大的(material)。(2)该项舞弊与购买或者出售证券有关。(3)故意欺瞒、操

纵或者欺骗(an intention to deceive, manipulate or defraud);(4)对该错误陈述或者漏报存在信赖;(5)违反规则行为与损害(injury)之间存在因果联系。由于在美国,投资者往往选择根据 10b-5 规则来对虚假陈述提起诉讼,因而对因果关系的证明即成为诉讼能否获胜的关键。

2. 美国对虚假陈述因果关系证明的改革

在虚假陈述因果关系的证明中,对虚假陈述的信赖是核心问题,一旦证明了对虚假陈述的信赖,因果关系的解决就容易多了。20 世纪 60 年代美国对虚假陈述因果关系证明的改革,正是从减轻原告对信赖的证明的责任入手的。

(1) 目标认定法(objective approach)

第一种改革的方法是目标认定法,该法适用于完全不披露(complete nondisclosure)或者欺骗性漏报(deceptive omissions)法律责任的确定。该方法下,对于漏报或者完全不披露,原告只要表明如果重大的事实被披露的话他将作出不同的行为,即可证明其对虚假陈述存在信赖。该方法之所以被称为目标认定法,是因为证明隐藏而不披露的事实的重要性即可建立因果关系。目标认定法减轻了被告证明对不充分披露信息(silence)的直接信赖的责任。

需要指出的是,在该方法下,对不披露与漏报的处理是不一样的。对于完全不披露的情形,如果被告存在披露的义务而没有披露重大事实时,可以表明因果关系。对于欺骗性漏报,表明没有被告揭示重大性事实即可证明信赖。

(2) 市场欺诈法(Fraud-on-the-Market Theory)

第二种确定因果关系的方法是“市场欺诈法”。该理论认为对市价的信赖相当于对股价所依赖的陈述的间接信赖。投资者基于对市场价格诚实性的信赖而买卖股票,在重大的虚假记载或漏述拉高(inflate)或压低(deflate)股价之后,即可表明因果关系。与目标认定法不同的是,该方法下信赖是获得赔偿的前提条件,并且对于是漏报还是完全不披露没有差别。但与普通侵权法不同的是,原告不需要证明对错报(misstatements)存在直接信赖。

市场欺诈理论的前提是公开交易的股票的投资者的股票市场的有效性和诚实性(integrity)来作出投资决策。在公开的发达证券市场上,股票的价格由关于公司的重大的可获得(available)信息决定,如果发行证券的公司完全披露正确的信息,股票的价格

将会反映该信息。因此,股票的价格将是其内涵价值(intrinsic value)的反映(indication)。但如果披露虚假的信息,股票价格将会人为地提高(inflated)或降低(deflated)而不能代表其内涵价值。虚假记载、误导性陈述或者是遗漏陈述,均会影响股票价格,从而欺骗那些认为股价是公司价值的反映的投资者,即使其并没有直接信赖该虚假陈述。所以,投资者即使不是直接信赖虚假陈述等欺诈行为而做出投资判断,也会受反映了欺诈行为影响的价格而为投资。投资者以市场决定的价格购买证券时,就说明他信赖市场上的价格。由于虚假陈述影响了证券市场的整体价格,所以投资者对任何公开的虚假陈述行为存在信赖。当每一个投资者以通行(prevaling)市场价格购买股票时就信赖了任何虚假的信息。因此,如果投资者表明其对市场价格的信赖则其就满足证券交易委员会规则10b-5下证明信赖的要求。此外,原告们也宣称他们有依赖市场的诚实性的权利。投资者必须承受所有正常的市场价格上涨,包括市场错误解释数据的可能性,他不必承受诸如欺骗市场的计划(schemes)的非正常风险。

根据市场欺诈理论,原告只需要表明对市场提供准确价格数据的诚实性(integrity of the market in producing accurate price data)的信赖。具体地,原告需要证明以下事项:被告作出公开不实陈述;该不实陈述是重大的;股票是在一个有效的市场交易;不实陈述会诱使一个理性的信赖的投资者错误地判断股票的价值;原告在不实陈述作出之后至真相揭露前的时间内交易该股票。被告可以通过证明错误陈述没有直接影响证券价格来进行辩护,具体可采用如下途径:(1)错误陈述并非重大;(2)信赖该错误陈述的投资者达不到影响证券市场价格所必需的最低数量;(3)特定的原告知道错误陈述的虚假性或即使不存在错误陈述仍将按同一条件交易^⑥。

采用市场欺诈理论后,原告对信赖的证明要求大大降低,从而使得因果关系的确定得到相当大的简化。市场欺诈理论之所以被越来越多美国法庭接受,其原因在于:首先,美国法院强烈的保护市场投资者的理念。其次,集团诉讼是证券法得以实施的最有效方式,在集团诉讼中,如果每个原告都要证明其对虚假陈述的信赖,将不符合经济性,因此,单个人的举证问题,如信赖,对于集团诉讼证明而言将不再恰当。第三,近几年财务学中有有效市场理论(efficient

market hypothesis)得到了法学界、经济学界等的广泛认可。受该理论的影响,一些法院认为传统的那种认为投资者必须阅读包含虚假陈述的文件才能被误导的观念已经过时。市场欺诈理论就建立在有效市场假设的基础上^⑦。

在美国证券法中,尤其是市场欺诈理论“推定信赖”采用,使虚假陈述因果关系的证明较之侵权法上的因果关系链条大大简化,与英美侵权法上事实因果关系与法律因果关系的传统学说已相去甚远。事实上,英美虚假陈述因果关系的认定更接近大陆法下盖然性因果关系理论。

三、对我国虚假陈述民事诉讼因果关系认定的建议

我国法律未明确规定因果关系的证明方法。《民法通则》第117条规定:“侵占国家的、集体的财产或者他人财产的,应当返还财产,不能返还财产的,应当折价赔偿。损坏国家的、集体的财产或者他人财产的,应当恢复原状或者折价赔偿。受害人因此遭受其他重大损失的,侵害人并应当赔偿损失。”上述规定很难适合于虚假陈述案件,而且也未提因果关系的证明问题。1993年原国务院证券委发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》未涉及虚假陈述的民事责任问题。至于第11条规定,“禁止任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项作出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导、致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定”,“致使”二字也不具有任何意义。1999年发布的《证券法》第63条也没有明确因果关系的证明。

如果依据1991年发布的《民事诉讼法》第64条的规定,“当事人对自己提出的主张,有责任提供证据”,由原告来证明自己对于虚假陈述的信赖以及损失与虚假陈述之间的因果关系的话,将导致原告难以胜诉,广大投资者的合法利益不能得到保护。特别是我国证券市场以中小投资者构成的散户为主,其投资判断以非理性居多,这种特点容易成为虚假陈述者开脱民事责任的理由。因为投资者很难证明自己是基于对被告虚假陈述的信赖而作出的投资判断,并遭受了损失。事实上,尽管我国投资者的素质较低,但上市公司的虚假陈述仍然对投资者的投资行为有影响。据深圳华鼎市场调查公司对银广夏投资者进行

的调查显示:投资银广夏的股民,57.87%是因为公告信息显示业绩好;24.54%是因为股评或他人推荐;9.26%是靠的自己综合分析;8.33%是因为技术形态好^⑥。这表明,银广夏的虚假陈述与投资者的损失之间存在着因果关系。

那么,我国如何解决虚假陈述民事诉讼中因果关系的困境呢?笔者认为,可以借鉴美国对虚假陈述因果关系认定的做法,实行因果关系推定原则,只要信息披露义务人存在虚假陈述行为,包括所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,投资者在信息披露以后进行证券交易且遭受损失的,就可以认定虚假陈述与损害事实之间具有因果关系,除非信息披露义务人能举出反证,证明投资者遭受的损失不是由虚假陈述引起的,即实行举证倒置。之所以这样,是出于维护证券市场公平、公开、公正原则的需要,是保护处于信息弱势的广大中小投资者利益的需要。据此,在有关虚假陈述案件审理时,投资者只要证明具有重大性的虚假陈述导致对自己买卖的股票的价格产生影响,即可推定其损失与虚假陈述之间存在因果关系。当然,应当允许虚假陈述行为人对此种推定提出抗辩,从而否定对该因果关系存在的推定。但是,在原告投机的情形下,不应受到信赖推定的特别保护,该原告应举证证明其对被告所披露的信息存在实际的信赖。

值得指出的是,最高人民法院在2003年1月9日的司法解释对因果关系做出了规定。该解释实际上已经参考了国外市场欺诈理论和信赖推定原则,以投资时限作为因果关系是否存在的判断标准,大大提高了原告的胜诉率。但依据该解释,那些在揭露日之前抛售该证券的投资者将不能得到赔偿,对此,笔者认为,只要原告能够表明虚假陈述对股票价格产生了影响,即使在揭露前售出,也应当认为虚假陈述与损失之间存在因果关系。

注释:

①Barbara Black:Frاند on the Market :A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions. North Carolina Law Review, March, 1984.

②Barbara Black:Frاند on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions. North Carolina Law Review, March,

1984.

③邢颖:《证券公开文件虚假陈述民事责任的构成要件》,载徐杰主编《经济法论丛》第2卷,法律出版社2001年版。

④我国学者胡基认为,只要投资者因该虚假陈述而投资,那么在虚假陈述与投资损害之间至少可以建立间接因果关系。而他认为虚假陈述无论是引起损害的直接原因还是间接原因都足以建立因果关系。也就是说,只要存在交易因果关系,并且如果投资者因此证券确有损失,即可成立损害因果关系。参见胡基:《证券法之虚假陈述制度之研究》,载梁慧星主编《民商法论丛》第12卷,法律出版社1998年版。该观点实际上是与后文美国将因果关系的证明重点放在信赖上的做法相一致。

⑤李仁玉:《比较侵权法》,北京大学出版社1996年版,第51页;Prosser(1984)在其所著《侵权法手册》则包括了重大性的证明,见克拉克:《公司法则》(中译本),第250页。

⑥罗伯特·C·克拉克著,胡平等译:《公司法则》,工商出版社1999年版,第264页。

⑦Barbara Black(1984)认为,在投机市场上原告还是应当证明其对披露文件的信赖。

⑧“瞒天过海隐藏千万亏损,投资者对银广夏愤怒之极”,www.tyfo.com2001年9月3日。

【参考文献】

[1]Barbara Black. 1984. Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions. North Carolina Law Review, March,

[2]Julie A. Heisel. 1983. Note: Panzire V. Wolf: An Extension of The Fraud-on-the-Market Theory of Liability under SEC Rule 10b-5. Catholic University Law Review, Spring

[3]Gregory C. Avioli. 1989. Note: Basic Inc. V. Levinson: An Unwise Extension of the Fraud-on-the-Market Theory. North Carolina Law Review, June

[4]R. Douglas Martin. 1990. Note: Basic Inc. v. Levinson: The Supreme Court's Analysis of Fraud on the Market and its Impact on the Reliance Requirement of SEC Rule 10b-5, Kentucky Law Journal

[5]胡基:《证券法之虚假陈述制度之研究》,载梁慧星主编《民商法论丛》第12卷,法律出版社1998年版。

[6]罗伯特·C·克拉克:《公司法则》(中译本),工商出版社1999年版。

[7]复旦大学—大鹏证券联合课题组:《上市公司民事赔偿与股东代表诉讼制度研究》,《上市公司》2002年第1期。

(责任编辑 阿齐)