



上市公司及相关主体违反公开承诺的民事责任分析

——以虚假陈述型违反承诺为中心

陈洁

在我国的资本市场，上市公司及其控股股东或实际控制人等相关主体因重组、并购、股改、禁售等事项做出公开的具有市场利好性质的承诺可谓比比皆是。相应地，这些主体不履行、不适当履行或者迟延履行公开承诺的现象也泛滥横行。由于资本市场是信息的市场，证券价格对信息的敏感性致使上市公司及相关主体违反承诺的行为势必引发相关证券价格的巨大波动，从而可能造成投资者的重大损失。对这类非市场系统性风险所导致的投资损失，遭受损失的投资者能否寻求民事赔偿以及如何寻求民事赔偿，不仅事关投资者的利益保护，也关系到我国资本市场诚信机制的塑造，因而深值理论界与实务界的共同关注。

一、相关主体公开承诺的类型及性质界定

(一)相关主体公开承诺的基本类型

我国上市公司在不同的发展阶段就不同的事项所做的公开承诺五花八门，种类各异。依据不同的标准，这些公开承诺可以有不同的分类。例如，从做出承诺主体的角度区分，公开承诺可以分为上市公司控股股东或实际控制人做出的承诺、上市公司董事、监事等高级管理人员做出的承诺以及上市公司自身的承诺等；从承诺的内容区分，公开承诺可以分为现金分红的承诺、股份锁定的承诺、同业竞争问题的承诺、关联交易事项的承诺、资产注入的承诺、业绩补偿的承诺等等。沪深交易所通过对已经披露的相关主体承诺履行情况的统计发现，在公开承诺中，上市公司控股股东或实际控制人是主要承诺人，其所涉承诺覆盖面广，几乎涉及上述所有承诺事项；上市公司董事、监事等高级管理人员所做的承诺主要集中于所持股份流通限制和锁定承诺；上市公司自身的承诺则主要

集中于分红承诺、股权激励以及监管承诺。此外，如果从板块角度区分，中小板和创业板市场的公开承诺主要集中在锁定期、避免同业竞争和股权激励等方面的事项；沪深主板市场的公开承诺主要集中在资产注入、业绩补偿、股份锁定或增减持承诺。^[1]

如果说上述分类只是对公开承诺具体特征的初步分析，那么，基于追究违反承诺者民事责任的目的，对违反承诺的行为从适用不同的法律规定出发进行类型化思考无疑具有更为重要的理论价值和司法实践意义。目前已有学者依据承诺行为的具体形态，将公开承诺分为虚假陈述型、操纵市场型和非典型侵权型三类。^[2]顾名思义，所谓虚假陈述型承诺就是指符合我国《证券法》及相关法律法规中关于虚假陈述的构成要件的违反承诺的行为；所谓操纵市场型承诺则是指符合我国《证券法》及相关法律法规中关于操纵市场的构成要件的违反承诺行为；至于非典型侵权型承诺，是指除虚假陈述和操纵市场这两类典型的证券侵权行为之外的违反承诺的行为。^[3]

对这样的分类，笔者深表赞成。因为它透过承诺的具体样态对违反公开承诺的行为做了具有实质意义的法律效果上的分类，从而为投资者向违反承诺主体追究民事责任指明了方向。在这种分类框架下，要追究前两类行为的民事责任可以适用现行《证券法》等规定，至于后一类行为，由于我国相关法律并无具体针对性的规定，如要追究行为人的民事责任，就必须根据违反承诺行为的具体样态，对其法律性质、构成要件、法律后果等问题做全面的分析和界定。

(二)公开承诺的性质界定

[1]陈亦聪、武俊桥：“上市公司承诺履行与诚信塑造”，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》（第7卷），法律出版社2012年版。

[2]赵旭东：“违反资产重组承诺的民事责任分析”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第2卷），法律出版社2010年版。

[3]赵旭东教授认为，这类违反承诺的行为，其最初的承诺往往是基于承诺者的真实意愿，而后对承诺的违反则是因时间的推进和事件的进展等原因而推翻了自己先前的承诺。其一般不存在行为人主观上欺骗或误导的恶意，也不存在通过诱导投资者在不明真相时作出投资决定、以此获取利益或减少损失的非法目的，而仅仅是在客观上造成了证券市场价格剧烈波动的后果，并对投资者的利益造成损害。这类行为显然不属于虚假陈述和操纵市场的侵权行为，但的确侵害了投资者的财产权利，因此可以将其称为“非典型侵权型违反承诺行为”。参见赵旭东：“违反资产重组承诺的民事责任分析”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第2卷），法律出版社2010年版。

要寻求相关主体违反承诺需要承担民事责任的法理基础,首要的问题就是要准确界定相关主体公开承诺的法律性质。关于上市公司及相关主体公开承诺的法律性质,各界认识不一。典型的有要约说、法律文件说、合同说、道义承诺说、单方法律行为说等。^[4]归结起来其实不外乎,一是契约说;二是单独行为说(单方法律行为说)。笔者以为,由于公开承诺主体众多、承诺内容各异,因此,公开承诺的法律性质不能一概而论,相反,应当根据其内容、受承诺对象等,具体情形具体分析,分别认定其性质。

第一,若公开承诺是相关合同的组成部分,或者说是相关合同成立的前提条件,则公开承诺应视为合同的一部分,这里的“承诺”实际上构成合同的“要约”。例如,在资产重组中控股股东或其他主体的承诺,是达成资产重组协议的前提条件并构成合同的重要内容,则该承诺应视为重组协议中的“要约”。

第二,除了类似股改、重大资产重组等需要双方或多方当事人签约才能生效的承诺,对不需要特定相对方接受承诺人意思表示的承诺都应采单独行为说。其理由有如下。

首先,公开承诺实质上是承诺人对自己的权利设定限制或者为自己设定义务。具体言之,公开承诺是上市公司及其控股股东、实际控制人等相关主体对自己民事权利的一种处分或者是为自己设定民事义务,这种权利处分或义务设定的做出及执行,均无须特定受承诺人的同意,因而是单方行为。

其次,采单方行为说有益于资本市场交易安全。在采契约说情形下,相关主体向他人发出的先是“要约”,如何判断有无承诺,实难定论。采单独行为说,承诺自做出之时起即发生法律效力,其关系明确,合于社会观念,利于交易安全。^[5]

再次,采单方行为说有利于保护中小投资者利益,符合公平正义之理念。相关主体公开承诺的目的大多是为了表示维护股价稳定或改善公司运营状况的善意和诚意。这些承诺做出后,社会公众尤其是中小股东就对该承诺形成了合理信赖,同时,该承诺的履行与否和履行效果,与中小股东的利益休戚相关。如果允许承诺人随意变更、撤销或不履行该承诺,势必侵害社会公众投资者权益,同时严重损害资本市场的诚信观念。采单方行为说,

强调公开承诺的单方性、有效性和无条件性,除非出现不可抗力等法定的免责事由,相关主体不能撤销或变更其承诺。这无疑有利于保护中小投资者利益,符合公平正义之理念。

此外,从证券市场信息披露制度角度分析,公开承诺属于信息披露的范畴。上市公司及其控股股东等相关主体作为证券市场信息公开义务人,其所公开的信息应为投资者所信赖。信息公开义务人之所以对其信息公开行为承担法律责任,就是因为投资者信赖其所公开的信息,并根据其所公开的信息进行投资判断与决定活动,而且产生了对投资者有利害关系的结果。所以,信息公开的可信赖性是公开承诺者(信息公开者)对公开承诺(已公开信息)承担法律责任的伦理基础。^[6]

二、因相关主体违反承诺而受损的投资者寻求民事救济的路径分析

(一)投资者寻求民事救济的三种路径

追究上市公司及相关主体违反承诺的民事责任应以现行民商法规则为基础,并符合民事责任理论的基本要求。由于市场实践中相关主体承诺类型的多样性,因此需要针对不同类型的承诺具体探讨其民事责任的适用问题。但从投资者寻求民事救济的目的出发,归结起来有三种路径:第一,依据《民法通则》、《合同法》和《侵权责任法》的一般规定来追究上市公司等相关主体违反承诺的民事责任;第二,依据《证券法》的相关规定来追究上市公司等相关主体违反承诺的民事责任;第三,依据《公司法》的相关规定来追究上市公司等相关主体违反承诺的民事责任。

1. 依据《民法通则》、《合同法》和《侵权责任法》的救济路径

从公开承诺的法律性质可知,相关主体违反承诺的民事责任既包括证券违约责任,也包括侵权责任,甚至包括缔约过失责任。但在承诺人与投资者之间不存在合同关系的情形下,可以将相关主体违反承诺的民事责任认定是侵权责任。首先,若承诺是相关合同组成部分或是合同成立的前提条件,则承诺应视为合同的一部分。当承诺人违反承诺时,对“承诺”相对方应承担违约责任或缔约过失责任。根据《合同法》第42条之规定,当事人在订立合同过程中有假借订立合同,恶意进行磋商,故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提

[4]李晓红、蔡奕:“股权分置改革承诺的履行监管与股东权益保护”,载《证券市场导报》2007年第4期。

[5]王泽鉴:“侵权行为法之危机及其发展趋势”,载《民法学说与判例研究》(第2册),中国政法大学出版社1998年版,第63页。

[6]陈旻:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第111页。



供虚假情况,或有其他违背诚实信用原则的行为,给对方造成损失的,应当承担损害赔偿赔偿责任。以资产重组中控股股东的承诺为例,若承诺人恶意违反承诺致使资产重组协议未能达成,则对协议相对方承担缔约过失责任。其次,若承诺构成单方法律行为,承诺自作出之时起便产生法律效力。若上市公司等相关主体违反承诺,则违反了《民法通则》第57条的规定,即行为人非依法律规定或者取得对方同意,不得擅自变更或者解除民事法律行为。根据《民法通则》第106条之规定,违反合同或者不履行其他义务的,应当承担民事责任。此外,根据《侵权责任法》第2条的规定,侵权人侵害他人民事权益要承担侵权责任。当然,若上市公司及相关主体违反承诺行为同时符合违约责任和侵权责任的构成要件时,针对违约责任与侵权责任竞合之情形,依据《合同法》第122条的规定,受损害方有权选择要求责任主体承担违约责任或者侵权责任。

2. 依据《证券法》及相关司法解释的救济路径

虚假陈述、操纵市场是《证券法》明令禁止的典型的证券欺诈行为。对于该类行为的民事责任追究,《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》以及最高人民法院《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《虚假陈述民事赔偿规定》)等有明确的规定。例如,《证券法》第69条就明确规定:“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”《证券法》第77条则明确规定:“操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。”此外,目前最高人民法院正在加紧制定内幕交易和操纵市场民事赔偿的司法解释,^[7]人民法院受理的证

券民事诉讼除虚假陈述案件外,也逐步开放对内幕交易、操纵市场民事赔偿案的受理。^[8]可以说,上述规定以及相关司法解释为投资者追究虚假陈述型违反承诺和操纵市场型违反承诺行为人的民事责任提供了法律依据。

3. 依据《公司法》相关规定的救济路径

我国《公司法》第20条规定,“公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程,依法行使股东权利,不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益;不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。”《公司法》第153条规定:“董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定,损害股东利益的,股东可以向人民法院提起诉讼。”从相关主体违反承诺的情形考量,依据上述规定,倘若控股股东或实际控制人滥用控制权违反公开承诺给其他股东造成损失时,应该依法承担赔偿责任。此外,董事、高级管理人员违反承诺损害股东利益的,股东可以向人民法院提起诉讼。因此,《公司法》的这两条规定为上市公司控制股东及高级管理人员侵害小股东利益时,小股东寻求司法救济提供了法律依据。

(二) 三种救济路径的比较选择

综合分析上述三种救济路径,在我国目前的立法资源、审判资源条件下,依据《证券法》及相关司法解释的规定,从虚假陈述型侵权行为角度追究相关主体违反承诺的民事责任最为便捷可行。

首先,违反承诺对投资者的损害赔偿赔偿责任主要是侵权责任。尽管在承诺者与投资者有合同关系的情形下,投资者可以追究违反承诺者的合同责任,并且依据《合同法》追究违约责任及缔约过失责任相对较易。但实践中,从前述相关主体公开承诺的类型可见,承诺者与公众投资者间不具备合同关系的情形占据较大比重。而在证券市场上,因虚假陈述、操纵市场等行为侵害投资者权益而承担的民事责任,行为人应承担的主要都是侵权责任。究其因,从法理上说,在证券发行中,虽然发行人是与认购人相对应的一方当事人,但发行人的信息公开义务并不仅仅是向认购人履行,而是向认购人、潜在的认购人以及所有投资者履行。在信息持续公开中,信息公开义务人也

[7]王光平:“最高法院表示:尽快制定内幕交易和操纵市场民事赔偿司法解释”,载《中国证券报》2008年12月8日;王璐、张欢、王晓华:“奚晓明:最高人民法院将完善资本市场民事侵权制度”,载《上海证券报》2010年12月6日。

[8]参见宋一欣、陈霞:“内幕交易、操纵市场民事赔偿终于解禁”,载《证券时报》2007年9月8日第B05版;魏文彪:“首例证券内幕交易民事赔偿案的标本意义”,载《证券时报》2008年9月8日;文雨:“投资者起诉潘海深内幕交易民事赔偿案在京开庭”,载《证券时报》2009年7月25日;新华社:“国内首例操纵市场民事赔偿案在京正式立案”,载《第一财经日报》2011年3月23日。

不是基于证券交易关系而公开有关信息。例如,上市公司收购人的有关信息,不仅要向被收购公司的全体股东公开,也要向所有的投资者公开;股份大量持有的信息公开,也是向所有的投资者进行的。因此,信息公开义务不是合同义务。公开承诺的情形亦大体如此。承诺人向公众投资者承担的主要是法定信息公开义务,而不是合同义务。

其次,在追究承诺人侵权责任的前提下,依据《民法通则》以及《侵权责任法》来实现投资者的民事救济困难重重。尽管《民法通则》以及《侵权责任法》对侵权责任的追究有原则性规定,但相关规定过于简单,缺乏可操作性。从侵权责任诉讼角度看,从提起诉讼的适格条件到因果关系、主观过错以及损害的证明,都足以让投资者无功而返。至于依据《公司法》的规定提起诉讼,尽管现行立法是以明确列举的形式规定了股东可以提起直接诉讼的范围,但对于实践中大量存在的违反承诺的行为并未明确规定。如果从《公司法》第20条出发追究控股股东违反诚信义务的责任或从《公司法》第153条出发追究高管人员损害其他股东的责任,暂且不论这些诉讼同样存在的从因果关系到损害的证明等等难题,就其适用对象而言,《公司法》的规定只能是针对公司遭受利益损害的其他股东而言的,但众所周知,上市公司股票交易频繁,怎样区分哪些投资者属于真正遭受损害的股东无疑是司法实践中的难题。

第三,尽管当前由于我国的审判资源不足、配套制度不健全等原因造成的证券民事责任制度仍呈现缺位的态势,但在《证券法》框架下,尤其是在最高人民法院已经出台有关虚假陈述引发民事赔偿的司法解释前提下,有关证券民事责任制度的特殊设计,诸如因果关系的推定、损失确定的技术标准、归责原则的特殊性以及法定连带责任等都已经具备可操作性并已有先例可循。这样,针对上市公司及其控股股东、实际控制人等违反公开承诺的行为构成虚假陈述或误导性陈述,适用虚假陈述民事赔偿的相关规定也没有实质性的法律技术障碍。至于操纵市场型违反承诺行为,由于相关司法解释尚未出台,仅仅依据《证券法》第77条显然难以操作。但是,由于市场操纵者多通过散布流言或虚假信息等方式影响股价并连续交易获利,因此,若能从虚假陈述侵权角度切入也有可行之处。基于上述分析,针对相关主体违反承诺行为以追究虚假陈述侵权责任的救济路径较为便捷可行。

三、追究虚假陈述型违反承诺主体民事责任的几个特殊问题

(一)前置程序问题

最高人民法院《虚假陈述民事赔偿规定》第6条明确将有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁决作为投资者提起虚假陈述侵权民事诉讼的前置程序。这样的制度设计尽管备受争议,但总体而言有两大立法理由:一是避免针对虚假陈述侵权的滥诉行为的发生;二是鉴于行政机关及人民法院对虚假陈述认定的专业性和权威性,无疑可以大大减轻作为弱势群体的投资者的举证责任。但是,针对虚假陈述型违反公开承诺提起的诉讼,是否也有必要保留前置程序呢?对此,学者们的意见颇为一致,即在追究虚假陈述型违反承诺主体民事责任而提起民事诉讼时,没有必要执行以获得行政处罚或刑事裁决为条件的前置程序。主要理由如下。

首先,相关主体违反公开承诺的行为相较于证券市场上其他虚假陈述行为而言,事实比较简单清楚,一般不存在举证上的困难。即便在个别案件中有需要公力介入取证的问题,也可以通过民事诉讼的法院调查环节完成,因此没有必要设置单独的行政或刑事的前置程序。例如,对违反限售价格承诺的认定,一般非流通股股东承诺的都是在交易所挂牌交易的限售价格,只要低于此价格出售,即可认定违反承诺。而对其他典型意义上的虚假陈述行为的认定,往往需要较高的技术性,包括财务分析、交易技术、检索技术等。

其次,违反承诺事件并不必然导致行政处罚或刑事制裁。大多数的违反承诺行为,其性质和后果可能尚不足以招致行政处罚,且行政处罚需要法定事由和法定程序,对于违反承诺行为,大多是由监管机构施予有限的行政监管措施,能否按《行政处罚法》进行行政处罚存在不确定的因素,^[9]若严格遵循行政前置程序将使诸多投资者的诉求落空。

(二)归责原则

根据我国《证券法》及《虚假陈述民事赔偿规定》司法解释,发行人和上市公司虚假陈述承担的是无过错责任,发行人以外的人员虚假陈述承担的多为过错推定责任。各国证券法一般也规定以过错推定作为侵权人的归责原则。^[10]从法理上说,将证券侵权行为定性为特殊侵权行为,相应地其归责原则就应主要适用过错推定原则和无过错责任原则。

[9]同注[4]。

[10]同注[5],第205-207页。



这里值得探讨的是控制股东、实际控制人虚假陈述侵权责任的归责原则。《证券法》第69条规定,对于控制股东、实际控制人操纵上市公司作出虚假陈述的,如果能够证明其存在过错,可以直接要求其与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,不再需要由发行人、上市公司首先赔偿,再向控制股东、实际控制人追偿。但按照《虚假陈述民事赔偿规定》第22条,实际控制人对虚假陈述承担的民事责任可以分为两类:一类是实际控制人以发行人或者上市公司名义作出的,这种情况下,其承担第二顺位的赔偿责任,由发行人或者上市公司首先承担赔偿责任,然后向实际控制人追偿;另一类是实际控制人没有履行相应的义务,以自己的名义直接作出虚假陈述的情况,应当对受害投资者负有赔偿责任。^[11]尽管《证券法》第69条之规定与《虚假陈述民事赔偿规定》司法解释有所不同,但由于《证券法》第69条在效力层级上高于司法解释,且颁行时间晚于司法解释,因此,应适用《证券法》第69条的规定,投资者只要能够证明存在过错,就可以直接要求控制股东、实际控制人承担连带责任,责任性质为过错责任。^[12]

笔者以为,在虚假陈述型违反承诺的情形下,上述控制股东或实际控制人的归责原则有必要做一定的修正。具体而言,《证券法》有关虚假陈述归责原则的规定,主要是根据各个责任主体在信息公开活动中的地位与作用,分别规定不同的归责原则,包括无过错责任、过错推定责任和过错责任。举例言之,在信息公开有虚假陈述等内容时,发行人、上市公司之所以承担无过错责任,是因为发行人、上市公司在信息公开中起决定作用。发行人、上市公司是已公开信息的最初掌握者,对已公开信息的内容事先当然有充分的了解,能够决定信息公开文件的内容与发布时机。至于保荐人、承销的证券公司、证券服务机构等之所以承担过错推定责任,则是因为这些主体往往是根据发行人提供的材料了解应公开信息的内容或者制作信息公开文件。要求他们承担无过错责任,似嫌过苛。具体分析在违反承诺的场景中,由于承诺主体一般都是针对与自身密切相关的事项做出承诺,在这些事项的落实实现上,承诺主体一般具有较强的控制力,对这些承诺事项有充分的了解和把握,因此,每一个承诺主体对承诺事项应该承担过错推定责任甚至无过错责任,而不能是过错责任。就上市公司控股股东而言,在一般发行或持续信息披露中,由于控股股东可以控制上市公司的经营活

动包括信息公开活动,因此在特定情况下要履行直接的信息公开义务,作为信息公开义务主体,上市公司的控股股东在承担信息公开义务时是过错责任,但在资产注入的承诺、业绩补偿的承诺等事项中,控股股东以自己的名义对这些问题的承诺就类似于上市公司对公司相关信息的披露。这种情形下,要求控股股东承担无过错责任也是具有类推适用的内在逻辑的。如果说无过错责任过于严苛,过错推定责任无疑是恰当的。因为适当的归责原则背后还涉及到举证责任分担问题。实践中,一般中小股东对于控股股东是否违背其承诺,往往只能从股市交易行情以及相关数据进行推定,而大股东对于自己是否履行承诺能够轻易提供相关材料。因此基于公平原则,在认定控股股东是否违背其承诺时,应由控股股东承担举证责任,当然大股东也可提出免责事由。

综上,不同的承诺主体对不同的承诺事项适用不同的归责原则,但原则上应是过错推定而非过错责任原则。

(三)主观要件

相关主体违反承诺时,既可能是故意或过失侵权,也可能是客观原因或不可抗力造成。对违反承诺主体追究虚假陈述型侵权责任的主观要件的考量应借鉴现行法中有关归责原则,即上文所列举的《证券法》及最高人民法院司法解释中关于虚假陈述民事责任归责原则之规定,并考虑到不同主体不同侵权行为的特殊性质。

根据前述相关主体承担虚假陈述侵权责任的归责原则,立足相关主体在公开承诺中的具体情况,主观上是否有过错便是判定这类主体应负责任或免责的公平而可行的标准。具体而言,由于证券市场的复杂性,应当把违反承诺主体的主观过错限定在必要的范围内,即故意或者重大过失时才承担责任。这里的故意是指虚假陈述型违反承诺主体在主观上存在欺骗或误导的恶意,具有诱导投资者作出投资决定的目的,客观上则通过公开的承诺方式公布虚假信息,而后故意放弃或违反承诺。^[13]例如,某些上市公司的控股股东或实际控制人等本不打算进行重组或其明知无法完成重组,但是为了诱导投资者作出投资决定或其他的目的,而公布不实的、严重误导的或含有重大遗漏的重组信息,而后放弃或违反承诺,则属于典型的故意虚假陈述的行为。

至于过失,法理上认为,行为人应当预见到自己的行为会造成损害而没有预见到、或者行为人预见到自己的

[11] 汤欣:“《证券法》第69条有关虚假陈述民事责任制度之研究”,载《中国资本市场法治评论》(第二卷),法律出版社2009年版,第207-209页。

[12] 彭冰:《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2007年版,第357-358页。

[13] 同注[2]。

行为会造成损害但轻信可以避免的,构成过失。判断过失程度要考察行为人的注意义务。这里值得探讨的是一般过失和重大过失的区分问题。由于相关主体不同的市场地位及职业特性,笼统地分析一般过失和重大过失并无多大价值。从实践操作简便的判别来说,法律、行政法规等对于某一类主体的行为有规定的,其规定构成该主体行为的最低要求,违反最低要求的规定,可以视为构成重大过失。换言之,对过失的判定不以行为人的主观意志为标准,而是以客观上应否做到某一程度为标准,是特定人依其特定职业的要求所应负的注意义务。实践中,某些上市公司及其控股股东、实际控制人等对内容、期限和履行方式明确的承诺“拖延”或“视而不见”,若经过监管提醒仍然不履行承诺或规避承诺,无疑都构成重大过失。

这里值得注意的是,如果相关主体是因承诺履行期间政策变化等原因导致承诺人履行的“客观不能”,该主体可以免于承担责任。实践中,上市公司承诺期限较长,在承诺履行期间,与承诺有关的外界因素发生变化导致上市公司不能履行承诺,如实达集团、世荣兆业、宁波联合、中关村等以房地产为主业的上市公司以房地产调控政策变化为由作为其未履行重大资产重组承诺的原因,ST生化控股股东振兴集团以国家和山西煤炭资源整合政策的影响导致承诺无法实施等。^[14]针对这些情况,应该具体分析政策变化等原因是否导致承诺人不能履行承诺的主要原因或根本性原因,进而考虑不可抗力或情势变更情形下的责任承担问题。

(四)损失的认定

上市公司等相关主体违反承诺行为造成的损害结果主要为财产损害。根据《侵权责任法》第19条之规定,财产损失按照损失发生时的市场价格或者其他方式计算。针对证券欺诈损害赔偿的范围和计算方法,我国《证券法》尚无明确规定可供遵循,但最高人民法院《虚假陈述民事赔偿规定》第33条规定了投资差额损失算法。^[15]该计算

方法借鉴了直接损失法的部分因素,^[16]将受欺诈的买方的损害范围,限定在其支付的购买价(或者其他形式的对价在当时的公允价值)与股票当时的真实价值之间的差额。

在虚假陈述型违反承诺的场合,由于公开承诺信息及承诺信息的不履行会引起相关股票价格的波动,对于普通投资者来说,承诺行为的变化可能使其获得收益,但更为普遍的情况则是遭受损失。因为许多投资者在相关主体承诺作出后,基于利好信息而选择购买相关公司的股票,从而在违反承诺行为所导致的市场价格变动后被套牢。对此类投资者的民事赔偿,无疑可以按照《虚假陈述民事赔偿规定》第33条规定的投资差额损失算法进行处理。不过,值得考虑的是,在证券市场上,同样的市场交易外观可以有不同的交易目的,如同样是股票交易,但交易者的目的可能是博取差价、长期投资、控制公司、获取特定资格等。投资者交易的目的不同,其收益或损失的计算方法和结果应该也不相同。基于这种考虑,确定证券侵权行为与投资者损失之间的因果关系需要认真把握以下几点:其一,要区别投资者的损失是相关主体违反承诺行为造成的,还是证券市场行情变化的自然结果;其二,要区别投资者的损失是违反承诺行为造成的,还是投资者自己的投资判断失误造成的;其三,在违反承诺行为发生后,如果市场行情发生有利于投资者的变化,投资者是否采取了止损措施,如果能采取而未采取,则投资者扩大的损失就与违反承诺行为没有因果关系;其四,在确定投资者的损失时,要考虑投资者当时参与证券交易的目的,必须按照当时的交易目的确定其损失。此外,考虑到证券侵权财产数额计算的特殊性,当事人主张的损害金额应具有具体明确,确为损害行为造成的损害结果,必要时可借助审计、评估等中介机构。

(作者单位:中国社会科学院法学研究所)

[14]同注[1]。

[15]虚假陈述行为人在证券交易市场承担民事赔偿责任的范围,以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限。投资人实际损失包括投资差额损失与投资差额损失部分的佣金和印花税。(第30条)投资人在基准日及以前卖出证券的,其投资差额损失,以买入证券平均价格与实际卖出证券平均价格之差,乘以投资人所持证券数量计算。投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的,其投资差额损失,以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间,每个交易日收盘价的平均价格之差,乘以投资人所持证券数量计算(第31、32条)。以平均价格之差来计算投资人的实际损失只是该司法解释的原则性规定,法官应根据个案实际情况分别采用算术平均法和加权平均法,最终确定损失的数额。参见最高人民法院副院长奚晓明:《充分发挥民商事审判职能作用为构建社会主义和谐社会提供司法保障》,在2007年5月30日全国民商事审判工作会议上的讲话。

[16]关于“投资差额损失”算法特点以及与直接损失法的区别等,参见李国光、贾伟:《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》,法律出版社2003年版,第167-176页。