

违反信息披露义务责任中损失计算的利益衡量

石一峰*

内容摘要:损失计算是违反信息披露义务责任的难点也是一个利益平衡点。对于此,应先行确定损失计算的范围,再以具体的计算方法确定可赔偿范围内的损失数额。其中,以损失因果关系的直接后果性和可预见性作为损失范围的利益衡量装置,以此确定损失范围的各时间点,界定损失的可计算区间。同时以计算算法中计算参数的易获取性,对投资行为反映的准确性,算法对现实交易的还原性作为计算法则的利益衡量装置。结合我国证券市场的特性,应选取买入和卖出均价及系统风险损失作为计算参数,以符合计算法则利益衡量标准的算法来计算各参数。最终以买入和卖出均价的差额乘以证券数量,再减去系统风险损失作为损失赔偿数额。

关键词:违反信息披露义务责任 利益衡量 损失计算 损失因果关系 计算法则 系统风险

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2017.04.015

一、问题的提出

近来《证券法》的修改再次被提上日程,其中推进股票发行注册制改革成为本轮修法的重点,其本质是要建立以信息披露为中心的市场自治型资源配置机制。^①由此投资者将对披露信息更加倚重。当违反信息披露义务(以下简称为违反信披义务)致使瑕疵信息出现时,因信赖瑕疵信息而生投资损失者能否得到切实的赔偿是本轮改革能否落实的关键。而在复杂多因素影响的证券市场中,投资损失如何计算是赔偿落实的难点。

现行《证券法》第69条虽然规定了统一化的违反信披义务责任,^②但对损失计算问题未有提及。学理上对此类损失计算的讨论已经明确了宏观上应以差额法作为计算的基准,同时系统风险所致损失应予以排除。^③这一定程度上反映在《最高院规定》^④中,该司法解释第29—32条规定了损失认定的方式,确立了以“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”计算的投资差额作为基本损失的认定基准。但并未明确买入和卖出均价的计算方法,同时该计算方式的理论依据为何也不甚明确。依照该司法解释第18条和第19条的规定,确定买入和卖出均价需要以因果关系为基础确定计算的区间,

* 中南财经政法大学法学院讲师。

① <http://finance.people.com.cn/stock/n/2015/0421/c67815-26878181.html>, 访问日期:2015年6月22日;证券法修订草案2017年4月24日提请全国人大常委会二审,其中将信息披露全面升级为专章规定, http://www.npc.gov.cn/npc/xinwen/lfgz/2017-04/25/content_2020380.htm, 访问日期2017年4月26日。

② 1998年《证券法》立法之初,并未提出统一的“违反信息披露义务”,而是表述为“虚假陈述或者信息误导”(1998年《证券法》第72条第2款),之后的司法解释等沿用了“虚假陈述”之表述,2005年《证券法》修订时,才于第69条提出了统一的违反信息披露义务的法律义务。从语义上看“虚假陈述”侧重主体故意的积极的义务违反,但缺漏了过失的消极的义务违反,如重大遗漏和不正当披露等。因此本文沿用新法中的“违反信息披露义务”概念。

③ 参见王丹:《证券虚假陈述损害赔偿计算方法论》,载《法学》2003年第6期;贺小勇:《确定证券诉讼赔偿额的法律问题》,载《法学》2002年第5期;郭锋:《证券市场虚假陈述及其民事赔偿责任——兼评最高人民法院关于虚假陈述民事赔偿的司法解释》,载《法学家》2003年第2期。

④ 《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》,法释[2003]2号,以下简称《最高院规定》。

同时还需排除系统风险等其他因素引起的损失。但第18条将交易因果关系和损失因果关系杂糅规定,导致因果关系认定复杂化;^⑤同时对于何为系统风险,系统风险由谁证明,其引起的损失该如何计算也未明确。

现有学说对于损失计算的讨论,仍停留在比较法介绍和宏观层面的计算框架上,认为我国采取了交易差额算法,但对于如何计算买入、卖出均价以及系统风险未有详细阐明。^⑥在计算的区间上,虽然认识到第18条的因果关系应进行区分,但对于区分后损失因果关系该如何判定也未有统一的见解。^⑦

规范和学说的不完善也导致了实务中损失认定的混乱,如银河高科案中,一审、二审以及原告都采取了不同的损失计算方法,结果差异较大,^⑧而该案最终的算法又与大庆联谊等案的算法不同。^⑨在系统风险造成的损失认定上,有法院仅笼统地认定系统风险的存在就完全排除了损失赔偿;^⑩而另有法院认为司法解释中对系统风险未作明确定义,当事人对系统风险的理解不同,但系统风险的证明责任在被告处,无法证明将认定系统风险不存在,^⑪对于如何认定系统风险,已有法院采用大盘指数作为系统风险的衡量指标,^⑫对此是否合理仍有待进一步的分析。

由于违反信披义务责任中的损失是在复杂多因素的证券市场中产生的,其并不像一般合同责任或侵权责任那样能够清晰地界定损失产生的过程。因而任何的损失计算方法都存在局限性,只能尽可能的在投资者保护与责任人责任范围之间平衡。从此角度而言,损失计算是一个利益衡量的过程。若损失计算的范围过大,则会加重信披义务人的责任,反而不利于证券市场的稳定;若计算的范围过小,又不能充分保护投资者的利益,损害投资者的信心,最终也会破坏证券市场。因此选择何种计算规则都需要在利益衡量的角度下予以考量,计算规则中利益衡量的实现则需要利益衡量的装置具有切实可行的操作方式。

从违反信披义务责任中损失计算的现有规范及学说来看,计算规则中的利益衡量装置一是损失因果关系的认定;二是计算方法的选择。损失因果关系的认定涉及到投入的时间点,从而形成可计算区间,明确损失的形态;计算方法的选择涉及到各计算参数的确定和合成,尤其是计算系统风险时的参数选择。为此本文将以利益衡量为出发点,论述违反信披义务责任中如何借助利益衡量装置确定损失计算范围和计算方法损失计算的过程在微观上是如何具体展开的。

二、损失计算范围的利益衡量

从违反信披义务责任中损失计算的过程来看,先要确定损失计算的范围,再以具体的算法确定可赔偿范围内的计算参数,最终算出可赔偿的数额。为此,实现利益衡量的第一个步骤是确定损失计算的范围,此需要以损失因果关系为利益衡量装置,即通过直接性和可预见性来认定瑕疵信息对投资者决策是否具有直接

^⑤ 参见石一峰:《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》,载《政治与法律》2015年第9期。

^⑥ 参见前注^③,郭锋文;郭锋:《虚假陈述侵权的认定及赔偿》,载《中国法学》2003年第2期;赖武:《证券虚假陈述民事责任的认定》,载《法制与社会发展》2003年第2期;文杰:《我国证券虚假陈述民事责任制度的缺陷与完善》,载《广西社会科学》2005年第2期;前注^③,王丹文;殷洁:《证券虚假陈述民事责任制度论》,载《法学》2003年第6期。

^⑦ 参见翁晓健:《证券市场虚假陈述民事责任研究——美国证券法经验的反思与借鉴》,上海社会科学院出版社2011年版,第108—133页;王志岗:《简论虚假陈述民事责任认定中的因果关系推定》,载《研究生法学》2009年第5期;杨峰:《操纵证券市场民事责任因果关系认定规则之完善——从对美国、日本相关规定的比较出发》,载《法商研究》2006年第6期;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287—320页。

^⑧ 参见银河高科案,广西壮族自治区高级人民法院,(2008)桂民二终字第56号。

^⑨ 参见大庆联谊案,黑龙江省高级人民法院2004年12月21日审结,《最高人民法院公报》2005年第11期;周光显诉上海丰华(集团)股份有限公司虚假陈述民事赔偿纠纷案,上海市第一中级人民法院(2007)沪一中民三(商)初字第68号;胡某某诉甲股份公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海市第一中级人民法院(2011)沪一中民六(商)初字第37号。

^⑩ 参见德棉股份案,山东省高级人民法院(2012)鲁高终字第18号;荣华实业案,甘肃省兰州市中级人民法院,(2011)兰法民二初字第00109号。

^⑪ 参见银星能源系列案,宁夏回族自治区高级人民法院(2009)宁民商初终字第2—9号。

^⑫ 实务中采取此做法的案例很多,参见海信科龙案,广东省高级人民法院,(2010)粤高法民二终字第48号;美雅集团案,广东省广州市中级人民法院(2009)穗中法民二初字第60—62号等;国创能源案,贵州省高级人民法院(2012)黔高民商终字第3号。

作用力,决策是否在其作用范围内作出,以此将损失赔偿范围限定在合理限度内,保障投资者利益的同时,又不至于加重信披义务人的负担。因为过重的负担反而不利于信披义务制度的构建,增加了信披义务人的成本,并可能会产生逆反效应,使得上市公司退市而其他公司不愿上市或者“创新”各种规避手法,这与信披义务的功能及注册制的本意相违背。为实现计算范围的合理性,就需要在损失因果关系的指导下界定一系列计算区间的时间点,并以这些时点来确定投资损失的形态,这些形态决定了损失计算的范围。

(一)利益衡量装置:损失因果关系

将所需赔偿的损失限定在合理范围内是利益衡量的必然。一方面,过大范围的损失赔偿势必损害信披义务人的利益,使其承担过大的成本和责任;反之,过小范围的损失赔偿则会导致对投资者的保护不力。另一方面,由于证券市场的复杂性,即使不存在瑕疵信息,投资者是否获利也具有不确定性,因此与传统民法中“全面赔偿规则”不同,投资者可得利益的损害因其不确定性而不再纳入赔偿范围中。此时的损失计算应以最贴近投资者实际损失为原则,即让投资者恢复无瑕疵信息影响的状况,但不能以此获利。《最高院规定》第30条即规定了以实际损失为限。^⑬而最能反映投资者实际损失的是投资差额算法,^⑭即通过两个计算参数之间的差额来确定投资者的损失。

这就排除了美国法上的一些其他计算规则,如撤销交易法,^⑮非法利益返还法,^⑯交易利益返还法^⑰等,这些方法一般只适用于与欺诈方直接交易的情形,如要约收购,与证券公开市场上的违反信披义务情形不同。这些方法一般会超出实际损失,而有惩罚性赔偿的意味,但美国法上,一般已通过“实际损失”一词限制了惩罚性赔偿和双重救济;^⑱我国在《最高院规定》第30条也明确了此点,且从我国证券市场的运行来看,对于违反信披义务,一般由监管机构处以重大罚款,已在一定程度上起到了惩戒作用,^⑲因而在利益衡量上,已无必要再进行惩罚性赔偿。

在投资差额法基础上,确定什么范围内的投资差额可获得赔偿就需借助损失因果关系这一利益衡量装置,其本质是确定哪些交易是直接受瑕疵信息影响而作出的。^⑳《最高院规定》第18、19条对此有具体的规定,即通过时期限定来认定损失因果关系,但具体规定的情形过于僵硬,一个明显的缺陷是利空虚假消息下在揭露日前卖出的将无法认定有损失因果关系。^㉑此种因果关系认定实际又与交易因果关系糅合,混淆了损失因果关系的认定标准。^㉒交易因果关系属于大陆法中责任成立上的因果关系,^㉓是以瑕疵信息和投资者

^⑬ 从1933年《证券法》第11条第5项和1934年《证券交易法》第28条(a)款来看,美国法也确立了赔偿实际损失原则。

^⑭ 参见前注^③,郭锋文;翁晓健:《证券市场虚假陈述民事责任之比较研究》,厦门大学2003年博士学位论文,第159页。

^⑮ 撤销交易法是指原告在受被告欺诈行为引诱而与之达成证券买卖交易时,可在获悉真实信息后合理期间内,主张交易自始无效,要求双方互相返还各自从对方所取得的对价。郭锋主编:《虚假陈述证券侵权赔偿》,法律出版社2003年版,第322页。

^⑯ 非法得利返还是指按照被告的非法所得来赔偿原告的损失。

^⑰ 交易利益返还法的赔偿额还包括了若陈述信息属实的情况下投资者预期可以获得的利益,实际是违约责任的结果。

^⑱ See *Osofsky v. Zipf*, 645 F. 2d 107 (2nd Cir. 1981), appeal after remand, 725 F.2d 1057 (2nd Cir.1984).

^⑲ 参见前注^③,郭锋文。

^⑳ 此与交易因果关系相辅相成,但后者只要确定交易受瑕疵信息影响即可,此时专业投资者与普通投资者会有差异,参见前注^⑤,石一峰文。

^㉑ 参见万郑伟:《浅析我国证券市场虚假陈述民事责任及其完善》,载《中国证券期货》2014年第4期;蔡远涛、王盟:《论诱空虚假陈述的民事责任制度及其法律成文化》,载《西部金融》2013年第6期;程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任制》,人民法院出版社2004年版,第139—213页;前注^⑮,郭峰主编书,第176—182页;前注^③,郭峰文;王利明:《我国证券法中民事责任制度的完善》,载《法学研究》2001年第4期。

^㉒ 关于交易因果关系的认定可参见前注^⑤,石一峰文。

^㉓ 参见王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第197页。

之间的信赖关系为基础的。^④而损失因果关系是责任范围上的因果关系,即损失与不当投资间的因果关系。^⑤两者的功能和认定标准并不同,也不能混淆。^⑥

损失因果关系作为确定损失范围的原则,相比定性的交易因果关系,其认定更谨慎,以使得投资者保护与投资者风险自担之间得到平衡,因而即使是美国法也未采取完全推定的方式。^⑦虽然仍有少数说认为可借用欺诈市场理论,即在有效市场假设下,只需证明瑕疵信息导致原告以不公平的价格买卖证券,即证明了损失因果关系的存在,嗣后的价格波动只是衡量损害赔偿的依据。^⑧但现代证券市场的资本定价模型已表明股票价格的形成是多因素的结果,^⑨投资者买卖证券本身依据瑕疵信息并不能证明随后的股价波动一定是瑕疵信息引起的,因而还需证明股价波动与瑕疵信息之间的同步性问题。对于此,美国联邦最高法院最新的 *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* 案以及多数说也都认为需证明价格波动(引起的损失)与瑕疵信息之间的直接因果关系(*proximate causation*,或翻译为近因),同时损失不是由其他因素导致的。^⑩其证明方式并不要求证明瑕疵信息是引起损失的唯一原因,只要证明瑕疵信息是损失产生的实质原因(*substantial cause*)即可。^⑪损失因果关系除了要求导致损失的直接性外,为了限制损害赔偿的范围,还需将被告无法预见的(*unforeseeable*)损失排除在外,^⑫这就要求将瑕疵信息之外因素引起的损失排除。综合起来,有无损失因果关系以“损失是否由瑕疵信息直接导致以及被告对此是否可预见”为标准。^⑬

对于何谓直接性和可预见性,并没有界限分明(*bright line*)的标准,而应以个案事实为导向进行分析(*fact-specific inquiry*),^⑭此为第九巡回法院在 *Gilead* 案中的见解。由此以更灵活的方式认定,诸如“专业性很强的瑕疵信息在揭露后未立即导致股价波动,而是在财务报告公布后才引起股价下降”等情形下的因果关系。^⑮直接性和可预见性虽需根据具体的案情由法官进行裁量,但法官的裁量并非漫无边际,其仍需考量各种必要的因素。根据多因素的资产定价模型,瑕疵信息只有影响定价模型的各因素或与这些因素有直接联系时才可能影响股价,因而需对瑕疵信息进行本质转化,证明瑕疵信息会影响这些因素,并且在作用力上

^④ See James D. Cox, Rober W. Hillman & Donald C. Langevoort, *Securities Regulation, Cases and Materials*, pp. 747; David L. Ratner, *Securities Regulation*, pp. 145.

^⑤ 虽然美国法中未明文规定因果关系的分解,但在司法实务中已经如此操作, See *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corporation*, 507 F.2d 374, Fed. Sec. L. Rep. P 94,853; *Beissinger v. Rockwood Computer Corp.*, 529 F. Supp. 770 (E.D. Pa. 1981); *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). 我国实务中也明确将因果关系分为此两种,参见国创能源案,贵州省高级人民法院(2012)黔高民商终字第3号。

^⑥ 美国最新的案例 *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 拒绝了以欺诈市场理论的推定来认定损失因果关系, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). 我国最新的案例也指出应区分两种因果关系,参见佛山照明系列案,广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第13-967号等,其评注参见谢欣欣,谢春晖:《谭某等诉某电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案》,载《法治论坛》2016年第1期。

^⑦ 参见陈甦:《证券市场专题研究》,高等教育出版社2006年版,第295页。

^⑧ 参见庄永丞:《论证券交易法第二十条证券诈欺损害赔偿责任之因果关系》,载《中原财经法学》2002年第8期。

^⑨ See Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 1993, 33 (1): 3-56; Carhart, Mark M. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 1997, 52 (1): 57-82; Novy-Marx, Is Momentum Really Momentum?. *Journal of Financial Economics* 103(3), 2012, 429-453. 中文参见胡继之、于华:《影响中国股市价格波动若干因素的实证分析》,载《中国社会科学》1999年第3期;陈浪南、屈文洲:《资本资产定价模型的实证研究》,载《经济研究》2000年第4期;潘莉、徐建国:《A股市场的风险与特征因子》,载《金融研究》2011年第10期。

^⑩ See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

^⑪ See *Robbins v. Koger Props., Inc.*, 116 F.3d 1441, 1447 n.5 (11th Cir. 1997).

^⑫ See L. Loss & J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*(5th ed.), 2003, PP.1069-1070.

^⑬ 参见马其家:《美国证券法上虚假陈述民事赔偿因果关系的认定及启示》,载《法律适用》2006年第3期。

^⑭ See *In re Gilead Scis. Sec. Litig.*, 536 F.3d 1049, 1058 (9th Cir. 2008).

^⑮ See *In re Gilead Scis. Sec. Litig.*, 536 F.3d 1049, 1058 (9th Cir. 2008). 该案中公司披露的信息遗漏的重大事实是带有医学专业的内容,即使嗣后补充披露,普通投资者也无法理解被遗漏事实的含义及其对公司的影响,因而股价未波动,直到公司财务报告披露后显示了此遗漏内容导致了公司业绩严重下降,投资者才明白遗漏事实的重要性,股价亦开始剧烈波动。

和作用范围上存在时间关联。这总结起来包括瑕疵信息与损失发生时的时间间隔、影响股价变动的其他因素及各自的作用力、瑕疵信息的潜在作用、其连续性和作用范围等。^⑤ 这些因素在我国法上也有相应的对应关系,其中作用力和作用范围的认定需确定《最高院规定》第18、19条中瑕疵出现日、揭露日或更正日等各时点;其他因素需认定第19条第5项系统风险等其他因素;时间间隔,即市场对瑕疵信息及其揭露后的反应时间需确定第33条的基准日,而这些认定均需遵循瑕疵信息对损失的直接性和可预见性规则。换言之,损失计算中的损失因果关系这一利益衡量装置通过直接性和可预见性的具体规则来实现。

(二)利益衡量实现之一:损失计算时点

从违反信披义务所致瑕疵信息的传递来看,可区分为瑕疵出现日和瑕疵揭露日,此在《最高院规定》第20条已有明确规定。其中前者是上市公司公告公布或应公布之日,相对较易确定;^⑥而后者在规范上又区分为揭露日和更正日两种,前者仅为瑕疵信息的曝光日,后者则是瑕疵信息更正日。^⑦ 因为现实中可能出现只更正而没有正面揭露的情形,因此再规定更正日更有利于保护投资者。揭露日的规范定义是:瑕疵信息在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露之日。因此判断上有三项条件:首次公开揭露;全国性可传播媒体公布;针对公告瑕疵内容进行的揭露。^⑧ 三者看似清晰,但实务中争议仍颇多,集中于何谓揭露,哪些主体可以揭露,多次揭露以何为准。这些争议的背后仍是利益衡量的过程,需借助损失计算中的利益衡量装置,即损失因果关系中的直接性和可预见性标准来认定。

首先,对于何谓揭露,规范上并未明确。实务中有认为应以市场反应作为标准,确立“市场反应对比原则”,即某疑似揭露日前后的股价剧烈波动的,则该日可作为揭露日,如在ST科龙案中,法院对原告主张的两个揭露日时点进行了对比,从各时点的市场反应程度对比得出揭露日是被中国证监会查处之日;^⑨而大唐电信系列案中,原告通过提供K线图、价格涨跌幅、成交量、综合指数涨幅等证据来证明大唐公司股票大跌日为揭露日;^⑩对大庆联谊案的分析中,也认为跌幅最深、股票下跌持续时间最长、下跌时成交量相对最大的日期为揭露日。^⑪ 以市场反应作为标准实际上以“市场能够迅速对信息揭露作出反应且不受其他因素影响”为前提,即瑕疵信息直接导致了股价波动而造成损失。这符合可预见性标准,即信披义务人应当预见瑕疵信息的揭露会对股价造成波动,但不符合投资者方面的利益,因为市场可能对瑕疵信息的揭露存在滞后反应,股价波动也可能是嗣后的其他因素导致的。按照《最高院规定》第19条第1款的规定,揭露日的延后就可能使得在股价剧烈波动前卖出的不在计算范围之内。同时由于揭露日延后,在原本的揭露日之后买入又在股价波动后卖出的将得到赔偿,这增加了信披义务人的负担。因而从实际出发的角度来看,市场反应程度只能作为一项辅助指标来看待。

对于何谓揭露,仍要从损失因果关系及违反信披义务的本质出发。违反信披义务的本质是导致上市公司公告瑕疵,揭露就是将此种瑕疵首次公开,从而在损失因果关系上足够能影响投资者的行为,即投资者在收到此警示后已达到责任自负的程度,进而可以排除揭露日之后投资的损失有因果关系。^⑫ 但现实中存在多种主体对信息不同程度的公布,一般包括:媒体报道日、专家质疑日、立案调查日、公司自身披露日、行政处

^⑤ See Arnold S. Jacobs, The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases, The Georgetown Law Journal, Vol. 65, No.5, 1977, PP.1094-1169.

^⑥ 对于消极的信披义务违反(重大遗漏和不当披露),法律上存在应公布公告的具体期限。对于连续的瑕疵公告,若存在关联性,应以最早的应公告日作为瑕疵出现日。

^⑦ 信息更正从现象上来说也是一种瑕疵信息的揭露,因此本文统称为瑕疵信息揭露日。

^⑧ 实务中云南云投案法院即认定此三个条件,参见云南省昆明市中级人民法院(2014)昆民五初字第76号。

^⑨ 参见海信科龙案,广东省高级人民法院,(2010)粤高法民二终字第48号。

^⑩ 参见大唐电信系列案,北京市第一中级人民法院(2009)一中民初字第5712-7540号等。

^⑪ 参见宣伟华:《如何认定证券民事赔偿中的虚假陈述揭露日》,载《法制日报》2003年10月8日。

^⑫ 实务中的案例也大多提示了警示作用在揭露时的重要性,参见张静与上海创兴资源开发股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海市高级人民法院(2016)沪民终140号;大唐电信系列案,北京市第一中级人民法院(2009)一中民初字第5712-7540号等;秦忠泽诉河北金牛化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,河北省高级人民法院(2014)冀民二终字第56号。

罚先行通知日、行政处罚日等,由此导致了揭露日认定的争议。^④ 这些日期根据瑕疵揭露的程度又可分为质疑日、涉嫌调查日、确定处罚日,三者对市场和投资者的警示作用均不同。其中质疑日一般是媒体进行相关的报道,对上市公司公告的内容进行质疑,其中可能援引一些所谓的知情人士的话语、专家学者的分析等。但本质上这些质疑性报道都是对公告瑕疵的一种边缘性猜测或者主观分析,并未对瑕疵内容进行确定的完整的公布;同时媒体以及专家学者本身没有揭露瑕疵的义务,其报道真正的目的也不在于去揭露瑕疵,而是通过对瑕疵的质疑来扩大媒体自身的影响。此种质疑对投资者虽然有一定的警示作用,但会因媒体性质,专家学者的水平等有差异,无法形成确定的类型化的信息揭露,因此实务上一般排除此种媒体(专家)的质疑作为揭露日标志,^⑤比较法上也因其不是确定化和类型化的信息而将之排除。^⑥ 而涉嫌调查日是指证监会等的立案通知或者开始调查通知被公布之日。实务中证监会的立案通知是相当强烈的行政监管措施,而且是掌握了较为确实充分证据的前提下发出的,其已包含了瑕疵信息的主要内容且进行了公告。鉴于证监会的职能(其负有揭露瑕疵信息的义务)及权威性,其立案调查的公告发布以后,足以说明被调查的股票存在虚假陈述的可能。对于理性的投资者,已经起到了充分的风险提示作用,具有高度的警示性,足以影响投资决策。^⑦ 因此将之作为揭露日的标志成为实务中的通常做法。^⑧ 从司法效率上来看,为避免现实中监管机构迟迟不作出行政处罚决定,从而导致“虽然瑕疵信息已被市场消化,但责任者仍要对投资者的损失负责”的不公平结果,^⑨当存在确定的涉嫌调查日时,应以其为揭露日。涉嫌调查的立案通知等所揭露的信息已具有确定性,其将直接导致股价波动并造成损失,同时此也是可预见的,因此符合损失因果关系认定的利益衡量要求。

对于媒体报道的涉嫌调查,但未能有明确的监管机构立案通知作为支撑的,除非对瑕疵信息已有监管机构要调查的明确表态,否则也属于质疑猜测内容。同样若立案通知本身不包括针对瑕疵信息的内容,即使公告了也不能作为揭露日标志,因其不具有确定性,而不能认为之后的股价波动导致的损失是瑕疵信息的直接结果。而对于行政处罚先行通知日和处罚决定日,以何者首先全国性公布为准,且只有在立案通知不符合揭露条件时,才作为揭露日标志。但现实中存在类似于行政处罚性质的财政监察专员办事处做出的《会计质量检查报告》和《会计信息质量检查结论和处理决定的通知》^⑩或证监局做出的《证监局监管措施决定书》等,^⑪这些财政性质的文件并非一定会公布,瑕疵信息一般直到上市公司自身进行披露或纠正公告后才会被揭露。因此,此时应以上市公司的自身披露或更正日为揭露日。^⑫ 但此种更正式揭露并不以第20条“必须停牌”为

^④ 学理上有认为必须是行政处罚决定日,参见梁爽:《日本证券虚假陈述法律责任适用对我国的启示》,载《法学》2011年第1期;也有认为以行政处罚决定日为揭露日不公平,参见邓见智:《虚假陈述实施日和揭露日法律分析——以陈锦棠、莫川东分别诉广东美雅案为例》,载《法商论坛》2011年第1期。

^⑤ 参见海信科龙案,广东省高级人民法院,(2010)粤高法民二终字第48号。

^⑥ 参见前注^④,梁爽文。

^⑦ 大唐电信系列案,北京市第一中级人民法院(2009)一中民初字第5712-7540号等;云南云投案,云南省昆明市中级人民法院(2014)昆民五初字第76号;对于瑕疵信息揭露的实证研究也表明股价在处罚公告公布时反而反应不明显,而是在事件窗口期有负效应,参见蔡志岳:《中国上市公司信息披露违规的动因、市场反应与预警研究》,厦门大学博士学位论文2007年,第95页;陈婧:《信息披露违规处罚对上市公司股价冲击的实证研究》,西南财经大学2009年硕士学位论文,第35-37页。

^⑧ 参见海信科龙案,广东省高级人民法院,(2010)粤高法民二终字第48号;大唐电信系列案,北京市第一中级人民法院(2009)一中民初字第5712-7540号等;金牛化工案,河北省高级人民法院(2014)冀民二终字第56号;美雅集团系列案,广东省广州市中级人民法院(2009)穗中法民二初字第60-62号等;云南云投案,云南省昆明市中级人民法院(2014)昆民五初字第76号。

^⑨ 五粮液虚假陈述案案发一年之后证监会仍然未出台行政处罚决定,自2010年下半年有很多投资者已经对证监会提出了“行政不作为”的行政复议申请。

^⑩ 参见华闻传媒系列案,海南省高级人民法院(2012)琼民二终字第54-159号等。实务中也有以此种文件并非行政处罚为由而不支持原告的起诉,航天通信系列案,浙江省高级人民法院(2009)浙商终字第226-244号等;香溢融通系列案,浙江省高级人民法院(2009)浙商终字第64-76号等,此属于违反信息披露义务责任案件是否需以行政处罚为前置程序的问题,在此不予以详细讨论。

^⑪ 参见佛山照明系列案,广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第13-967号等。

^⑫ 如佛山照明系列案中,法院以上市公司《关于收到广东证监局监管措施决定书的公告》之日为揭露日,认定之后公告《证监会调查通知书》只是对之前公告的延续,并非揭露日。

要件,否则会导致更正但未停牌情形下不存在揭露日,^⑤同时不一定是行政处罚后的披露或更正,先期的自行披露或更正也可作为更正日。^⑥

瑕疵揭露日的另一个问题是多次揭露应以何为准?实务中有确定两个揭露日的案例,也有与此不同的案例。^⑦对于此,应对瑕疵本身进行区分,若是多项无关联的瑕疵,则显然应确定多个揭露日;对于多个有关联的瑕疵,则应借助市场反应来判断何者为真正的揭露日。对于一个瑕疵但被多次地不同程度地揭露,因第一次揭露的不完整性,其虽有警示作用但不强烈,但从市场反应上股价仍有较明显的波动,那么从平衡投资者保护和投资者和责任人赔偿范围的角度而言,也应确立两个揭露日。多个揭露日的确定仍然是遵循因果关系认定的直接后果性以及可预见性,信息披露义务人应当预见自身多个瑕疵公告被相继揭露,而引发投资者损失;对于一项瑕疵,责任人本身即是要隐藏真实的信息,因此也应预见被分次逐步完全揭露。

同时在网络媒体时代,全国性并不能作为限定揭露日的标志,由此也可能导致多个揭露日的争议,如多家网络媒体不同日期的揭露报道。为此在揭露程度的要求下,可对立案通知、行政处罚先行通知书、行政处罚决定书等文件的披露媒体进行类型化规定,如以交易所、证监会网站及其旗下的报刊等(对于投资者来说)具有权威警示作用的信息载体为准,^⑧以此使得信息揭露更确定和类型化,方便实务操作和司法裁判。

(三)利益衡量实现之二:损失计算区间

揭露日的确定是为了进一步确立投资损失的形态,《最高院规定》第18条根据虚假陈述实施日、揭露日和更正日确立了损失的一种形态,但并不周延。在此应以因果关系利益衡量装置中瑕疵信息的作用范围和作用力进行类型形态的再检验:

(1)证券买卖均在瑕疵出现日之前完成,此时投资决策不在瑕疵信息的作用范围内,证券买卖不是基于对瑕疵信息的信赖,因而不属于损失形态;

(2)在瑕疵出现日后买入证券,并在揭露日后卖出证券,此时瑕疵信息可作用于投资决策,证券买卖是基于对瑕疵信息的信赖,因而属于损失形态;

(3)在瑕疵出现日后买入证券,并在揭露日前卖出证券,此时瑕疵信息可作用于证券买入,但因瑕疵公告未被揭露,卖出证券时市场仍以瑕疵公告的信息形成价格,投资者买卖差额是其他因素所致,因而不属于损失形态;

(4)在瑕疵出现日之前买入证券,但在揭露日后卖出证券,此时证券买入并非基于信赖上市公司公告,但证券卖出在揭露日之后,瑕疵信息可作用于投资者的持续持有证券,因而投资者在瑕疵出现日,即公告发布日至卖出日期期间的持有投入应算作损失形态;

(5)在瑕疵出现日之前买入证券,但在揭露日前卖出证券,此时证券买入并非基于信赖上市公司公告,但公告对卖出证券仍可能有作用力,若是利好公告,证券价格应上涨,此时投资者未有损失;若是利空公告,证券价格下降,但在公告瑕疵揭露后,价格将上涨。^⑨此时就会存在因信赖利空公告而卖出证券的投入,因而在公告发布日至卖出证券期间的持有投入也算作损失形态;^⑩

(6)证券买卖均在瑕疵揭露日之后完成,此时瑕疵信息已揭露,已超出瑕疵信息的作用范围,因而不属于

^⑤ 参见华闻传媒系列案,海南省高级人民法院(2012)琼民二终字第54-159号等。

^⑥ 银座渤海案中就是以上市公司的更正日为揭露日,山东省高级人民法院(2004)鲁民二终字第287号。

^⑦ 大庆联谊案中确立了两个揭露日,黑龙江省高级人民法院2004年12月21日审结,《最高人民法院公报》2005年第11期;云南云投案则驳斥了原告两个揭露日的主张,云南省昆明市中级人民法院(2014)昆民五初字第76号。

^⑧ 中国证券报、上海证券报、证券时报、证券日报被列为证券四大报,是投资者信息的重要来源,其可作为瑕疵信息揭露的类型化媒体,在电子化信息的今日,当然也包括其电子载体形式的报道。

^⑨ 吉林敖东、延边公路及虚假陈述行政处罚案(证监罚字[2007]19号)就是典型的虚假利空,揭露后股价反而大涨。

^⑩ 参见华闻传媒系列案,海南省高级人民法院,(2012)琼民二终字第56-159号等,该案中二审认定不存在虚假陈述,即基于纠正公告是利好公告,此并不准确,虚假陈述的可信赖事实是事实问题。而该案中投资者损失不是买入股票的损失,而是卖出股票的损失。但该系列案的再申请案中,最高院明确从重大性方面排除虚假陈述,实际是从因果关系上进行了筛选,而纠正公告是利好公告不应作为排除理由,华闻传媒再申请案,最高人民法院(2013)民申字第1798-1860号等,类似的案例参见香江控股系列案,广东省广州市中级人民法院(2013)穗中法金民初字第4-101号等。

损失形态;^③

对于此,《最高院规定》第18条只规定了情形(2),对于情形(4)、(5)未有规定,究其原因是司法解释对损失形态的理解有所偏差,损失形态不限于瑕疵公告导致价格上涨却在揭露后下降的情形,对于信赖瑕疵公告作为利空公告而卖出证券的也属于损失形态。损失形态的基本判断要件是:买入(可表现为公告后继续持有)或卖出是基于信赖公告,但瑕疵公告的揭露使得依据公告作出的投资决策错误而导致损失。而在(2)、(4)情形中若瑕疵公告为利空公告,证券价格下降,投资者却仍买入(或继续持有),而在瑕疵揭露后价格上升,此时投资者虽有投入但未有损失。需注意的是损失形态只与投入的时间点有关,而与投资本身是投机还是投资无关,投资决策背后的动机不影响损失赔偿请求权。^④其理由在于无论是投机还是投资,只要是对瑕疵信息事前不知的,瑕疵信息都会对其决策产生作用力,而信披义务人也应当意识到瑕疵信息存在无差别的作用力,此符合利益衡量之要求。

三、损失计算方法的利益衡量

因果关系这一利益衡量装置及其实现仅仅确定了计算范围,对于范围内的损失最终如何确定,还需要计算法则予以进一步的明确。计算法则作为损失计算中利益衡量的另一装置,主要是通过具体算法实现的。在具体算法的选择上,一是要选取合适的计算参数,降低赔偿所需的举证和诉讼成本,二是要选取合理的算法,使得计算本身更贴近市场运行和投资者行为。

(一)利益衡量装置:计算法则

根据证券交易的过程,损失具体包括:投资差额损失;投资差额损失部分的佣金、印花税和利息等,^⑤此在《最高院规定》第30条中已有明确规定;比较法上也包括资本利得税、^⑥手续费、^⑦股利、利息^⑧等附带损失。其中附带损失在实务中以投资差额损失为基础,一般投资差额损失确定后较无争议,^⑨只需注意通过因果关系来排除交易笔数即可。现有投资差额损失的流行算法有实际价值法、补偿法、查森斯法等。^⑩不同算法的差异在于计算参数选取的不同,不同的计算参数呈现了对投资者、信披义务人以及证券市场的不同利益衡量过程。其中实际价值法是计算买入或卖出价与证券实际价值的差额。^⑪实际价值的确定非常困难,这一参数的证明就会成为投资者的负担。因为对于证券市场中的投资者而言,时间也是资本,因此及时获得赔偿也是其利益之一。同时投资者的投资并非一定依据证券的实际价值作出,在一个以预期为主要决策依据的市场,自然有人愿意以高出实际价值的价格买入证券,如果非要以实际价值作为赔偿依据,显然加重了信披义务人的责任。由此导出计算法则利益衡量所需考量的因素是:应当选择能够被及时而便捷地证明的计算参数,同时参数需符合市场投资者的行为规律,且不能使得投资者因此获益。在各算法中,补偿法和查森斯法是一对计算法则,分别针对卖出和买入证券受瑕疵信息影响,其中补偿法计算卖出价格和合理期间最高价格间的差额;^⑫查森斯法计算买入价格与合理期间最低价格的差额。^⑬这两种算法中合理期间的确定是难点,这就会使得损失赔偿处于不确定状态,实践中往往以起诉之日的价格、审理期间的最低价(最高价)或揭

^③ 参见银座渤海案,山东省高级人民法院(2004)鲁民二终字第287号。

^④ 参见大庆联谊案,黑龙江省高级人民法院2004年12月21日审结,《最高人民法院公报》2005年第11期。

^⑤ 参见前注^④,郭锋文。也有主张还包括律师费、差旅费等损失,参见白彦、伏军:《虚假陈述侵权的赔偿责任》,载《中国法学》2003年第2期,但此为诉讼法问题,而非间接损失问题,因此也可与可预见性规则无关。

^⑥ See Stevens v. Abbott, Proctor & Paine, 288 F. Supp. 836 (E.D. Va. 1968).

^⑦ See Rolf v. Blyth, Eastman, Dillon Co. 570 F.2d 38.

^⑧ See Glick v. F Campagna, 613 F.2d 31.

^⑨ 参见胡某某诉甲股份公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海市第一中级人民法院(2011)沪一中民六(商)初字第37号;银河高科案,广西壮族自治区高级人民法院(2008)桂民二终字第56号。

^⑩ 参见前注^④,翁晓健文,第142—152页。

^⑪ See Harris v. American Investment Company, 523 F.2d 220.

^⑫ See Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Company Reynolds, 446 F. 2d 90.

^⑬ See Chasins v. Smith Barney & Co., 438 F.2d 1167.

露之日的最低价(最高价)等代替合理期间的最低价(最高价),这并不能准确地反映投资者的实际损失,而且实际投资中并不能保证一定能买或卖在最低价和最高价,这不符合投资者行为规律,也增加了信息披露义务人的赔偿责任。此导出了计算法则利益衡量所需考量的另一因素:计算参数及其计算应能最大限度地反映投资者的实际投资过程,与其实际损失接近。

综合来看,损失的计算法则应以最能反映交易过程,最贴近投资者实际损失为准则,同时选取的参数应具有说服力,易证明和获取。所以一方面具体算法要尽量直观、客观、易懂,将损失与实际交易清晰展现;另一方面计算及其结果要公正、科学,尽量不输入假设的难以证明的价格。

(二)利益衡量实现之一:参数选择

现行美国法上的流行算法都以“继续持有”为基本模型,投资差额是投资时买入或卖出价与某个假设的实际价值或假设的买入最低价或卖出最高价之间的差额,关注的是投资时受欺诈。而随着股票换手率的提高,高频交易等现代交易技术的出现,像我国这样的证券市场一般换手率高,交易频繁,同时违反信息披露义务的手段也越来越复杂和高明,揭露和发现往往需要更长的时间,此时证券往往已经不再被持有,因此应以“已卖出”为基本模型。此时关注的不仅是买入或卖出时受瑕疵信息影响,还包括瑕疵信息揭露后对卖出价的影响,即计算参数应为买入价与实际卖出价之间的差额。^⑦这更符合市场的实际情况,也更贴近投资者的实际损失,同时参数的选择是市场形成的价格而不是假设的或合理期间的价格,举证难度也较低。

虽然为了减轻计算参数证明的难度,美国法在《1995年证券民事诉讼改革法》中为《1934年证券交易法》增加了第21D(e)条,该条规定原告的差额不能超过其买入或卖出证券价格与信息更正后90日内该证券平均交易价格之间的差额。如果以“继续持有”为模型,90日限定的目的是为了确定证券假设的实际价值,即预估90日是瑕疵信息揭露后对证券价格的影响期间,之后价格回归其实际价值。但实际价值法是要明确买入或卖出时的实际价值,以信息更正后90日作为计算依据显然夹杂了过多其他因素,对投资者保护和信息披露义务人责任限定都不利。而若以“已卖出”为模型,则90日的限定目的是为了确定一个假设卖出价,90日作为纠正期,^⑧之后回归正常价格,其着眼点是瑕疵信息的影响不仅在于买入或卖出,还在于信息更正后影响了再次卖出的价格,两者的差额作为投资损失更符合投资者的投资过程,也排除了其他因素的影响。但是卖出价还可能受到系统风险的影响,因此在买入价与卖出价的差额之外,还应排除系统风险所导致的损失。

将差额算法的计算参数选定为买入价和卖出价之间的差额已在《最高院规定》第31、32条中有明确规定。除非出现停止发行的情形,^⑨此方法也适用于一级市场中招股说明书中违反信息披露义务,投资者仍以“已卖出”为模型。此时买入平均价的计算参数就包括证券发行价及其后各次买入的价格,卖出平均价的计算与二级市场相同。另外,根据《最高院规定》第35条和第19条第4项的规定,除权的证券需复权计算,系统风险导致的损失也应排除。这保证了差额法中的计算参数都是以市场价格为准的,在参数选择上也尽量没有采用难以证明的假设价格,也排除了其他因素导致的损失,此更接近现实交易的过程,在投资者和信息披露义务人以及市场之间作出了利益平衡。但因为实际投资通常不是单次的买卖,在多次买卖被认定属于损失范围后以何种算法来计算买入和卖出均价,以及如何剔除系统风险的损失,则是具体算法进行利益衡量的过程。其仍要符合计算法则中客观、科学、合理,贴近投资者实际投资行为且容易证明的标准。

(三)利益衡量实现之二:损失数额的计算

1. 买入平均价的计算

买入平均价的计算方法并未在法律中明确规定,司法实务以及理论上存在多种计算方法。上述损失形态论述均简化为一次性买入和卖出,而现实中投资者通常分批次买入又分批次卖出,这使得实际的计算更为

^⑦ 在诱空瑕疵信息情形下,投资者虽是因为利空消息而卖出股票,揭露日后的波动与其无关,但仍符合买入价与卖出价差额的计算框架。

^⑧ 根据《最高院规定》第32条,纠正期是指虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间,至基准日瑕疵信息被揭露后引起的证券价格纠正已经完成。

^⑨ 若停止发行,则按照《最高院规定》第29条的规定:投资人有权要求返还和赔偿所缴股款及银行同期活期存款利率的利息。

复杂。首先应当明确的是买入平均价的计算,在(2)、(5)形态中应以每次买入价为基准,而在(4)中相当于瑕疵出现日投资者进行了二次投资,此时应以瑕疵出现日的收盘价作为买入价基准,其后继续买入的以每次买入价为基准。在实务中具体的计算方法包括:

(a)先进先出法和加权平均法相结合,即推定先买进的股票先卖出,剩余的可索赔股票以其对应的买入股票价格进行加权平均,得出买入平均价。^③对应的还有后进先出法,计算方向相反。

(b)加权平均法,即先计算出投资者在瑕疵信息出现日至瑕疵信息揭露日期间的持仓成本,再减去投资人此时期所有已卖出股票收回的成本,除以投资者的可索赔股票数量,得出买入平均价。^④

(c)移动加权平均法,即每次买入证券后,以新买进的证券成本加上原来的持仓成本,除以本次买进的数量加上原有的持仓数,其中卖出股票的成本以前一次计算所得买入平均价为计价依据,除权则按照价值不变原则,以不变的投资金额除以变化后的证券数量得出平均价格。^⑤

三种方法都是为了剔除非瑕疵公告引起的损失。为更好的说明三种方法的优劣,试举实例如下:

投资者 A 在瑕疵出现日后先以 10 元/股买入 B 上市公司股票 1000 股,后又分别以 12 元/股买入 2000 股,15 元/股买入 1500 股,然后又在揭露日前以 16 元/股卖出 1000 股,在揭露日后以 8 元/股卖出 3000 股,基准日后仍持有 500 股,而经复盘纠正期平均价为 6 元/股。

(a)若按先进先出法和加权平均法相结合法,揭露日 8 元/股卖出的为 12 元/股的 2000 股以及 15 元/股的 1000 股。其买入平均价格为 $(12 \times 2000 + 15 \times 1000) / 3000 = 13$ 元/股,则损失为 $(15 - 8) \times 3000 = 21000$ 元。基准日仍持有的 500 股买入价为 15 元/股,纠正期价格为 6 元/股,则其损失为 $(15 - 6) \times 500 = 4500$ 元,共计损失 $21000 + 4500 = 25500$ 元。

(b)若按加权平均法,买入平均价 $= (10 \times 1000 + 12 \times 2000 + 15 \times 1500 - 16 \times 1000) / 3500 = 11.57$ 元/股。损失总额 $= (11.57 - 8) \times 3000 + (11.57 - 6) \times 500 = 13495$ 元。

(c)若按移动加权平均法,第一次加权平均价 $= (10 \times 1000 + 12 \times 2000) / 3000 = 11.33$ 元/股,第二次加权平均价 $= (11.33 \times 3000 + 15 \times 1500) / 4500 = 12.55$ 元/股,该价格即为买入平均价,由此损失总额 $= (12.55 - 8) \times 3000 + (12.55 - 6) \times 500 = 16925$ 元。

三种计算方法中,先进先出法基于买卖先后的假设,算法存在任意性,也可假设后进先出,计算结果却截然相反;同时该算法只截留了部分数据,必然导致计算的不准确性和价格反映的不完整性,因此不能科学反映投资者的实际损失,^⑥与实际损失原则相差较远。

加权平均法虽然考虑了所有数据,但瑕疵出现日至瑕疵揭露日之间卖出的股票对买入平均价的影响未考虑,且无法计算除权对平均价的影响,本质上无法将不受瑕疵信息影响的损失排除在外,从而导致计算的不公平,增加了信披义务人的负担。

而移动加权平均法在数据囊括全面的前提下,也考虑了除权的影响,计算相对更加科学和客观。^⑦就计算结果而言,其介于上述两种方法之间,最接近投资者的实际损失,在对交易过程全面反映的同时,又衡量了投资者和责任人之间的利益,应作为买入平均价的最优算法。

2. 卖出平均价的计算

对于卖出平均价,同样要剔除了非瑕疵公告引起的损失,因此计算上也应采取与买入平均价一样的移动加权平均算法。

^③ 大庆联谊案一审采用,黑龙江省高级人民法院 2004 年 12 月 21 日审结,《最高人民法院公报》2005 年第 11 期。二审法院认为其是算术平均算法,似只是因每次买入股票数一样的巧合,算数平均的算法显然不妥当。

^④ 银河高科案原告主张的方法,广西壮族自治区高级人民法院,(2008)桂民二终字第 56 号。其他采用此方法案例有:大庆联谊案,黑龙江省高级人民法院 2004 年 12 月 21 日审结,《最高人民法院公报》2005 年第 11 期;周光显诉上海丰华(集团)股份有限公司虚假陈述民事赔偿纠纷案,上海市第一中级人民法院(2007)沪一中民三(商)初字第 68 号;胡某某诉甲股份公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海市第一中级人民法院(2011)沪一中民六(商)初字第 37 号。

^⑤ 银河高科案二审最终采用的方法,广西壮族自治区高级人民法院,(2008)桂民二终字第 56 号。

^⑥ 银河高科案反驳此种算法时也说明了该点,广西壮族自治区高级人民法院,(2008)桂民二终字第 56 号。

^⑦ 银河高科案采纳此种算法时也阐明了该点,广西壮族自治区高级人民法院,(2008)桂民二终字第 56 号。

另一个“将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内”的方式是通过《最高院规定》第33条规定的基准日确定损失计算的合理期间。依据《最高院规定》第31条,在基准日及以前卖出证券的,投资差额=买入平均价-卖出平均价;依据第32条,在基准日之后卖出或者仍持有证券的,投资差额损失=买入平均价-纠正期平均价。纠正期平均价实际上是假设的卖出平均价,对于此各国均区分了仍持有证券与已卖出证券的损失计算方法。^⑧

依据第33条的规定,基准日以上市公司瑕疵揭露日或者更正日为起算点,并以累计成交量达到其可流通部分100%(大宗交易排除)^⑨为标准。为保证诉讼的顺利进行,又规定在开庭审理前尚不能确定时,辅以揭露日后30日作为标准。而对于退市或停牌的,以摘牌日前或停牌日前一交易日为准,恢复交易的仍以累计成交量达100%为指标。其本质是确定上市公司瑕疵在纠正后对证券价格影响的消除时点。此规定揭示了信息背离是引起责任的根据,信息背离的纠正会对证券价格产生影响。而市场对于信息需反应时间,在反应时间后(市场纠正瑕疵信息对价格的影响后)所产生的损失就与瑕疵信息无关。^⑩因此,基准日的确立也是算法中为实现利益衡量而将与瑕疵信息无关的损失排除的方式。

基准日以累计成交量作为影响消除指标的优点是操作简便,便于计算,但其合理性却受到质疑。^⑪此种单一指标并不能完全准确地认定市场消化瑕疵信息影响所需的时间。根据瑕疵信息的作用力及其形态,瑕疵公告被揭露后的市场反应一般可分为应激期、反向修正期和趋稳期。应激期是市场得知存在瑕疵公告后作出的应激反应,股价大幅的连续波动,形成明显的向下或向上的趋势;但市场存在对瑕疵信息的过度反应,因而其后会进行反向修正;^⑫在瑕疵信息的揭露经过市场逐步消化后,股价开始回归平稳,即进入趋稳期;趋稳期结束后,股价开始对新的信息作出反应。从此过程来看,第33条的基准日应当是趋稳期结束之日,该日可认为市场对瑕疵信息的揭露已经充分的消化,而此需法院根据案件的具体情形,结合证券价格的走势图进行判断。从我国股价同步性的实证研究中可以发现一旦公司发生瑕疵公告事件,其影响是深远的,^⑬因而趋稳期应当尽量作扩大解释。在判断中法院又可根据成交量指标作辅助性的判断,以各指标综合认定基准日,以此做好微观上的利益衡量。

(四)利益衡量实现之三:系统风险损失的剔除

依据《最高院规定》第19条第4项的规定:系统风险引起的损失应予以排除。首先,对于系统风险的排除,一方面信息披露义务人处于信息优势方,更有能力去证明系统风险的存在,另一方面作为损失赔偿的排除,应当由致损人举证排除事由。实务上也认为应由被告举证证明造成系统风险的事由存在,且该事由对股票市场产生了重大影响,引起全部股票价格大幅度涨跌,导致了系统风险发生。^⑭其次,在算法上,市场实践已表明综合指数能够在相当程度上反映出系统风险,因而系统风险的排除需要借助证券市场综合指数,如我国的

^⑧ Vgl. Christian Schmitt, Die Haftung wegen fehlerhafter oder pflichtwidrig unterlassener Kapitalmarktinformationen, 2010, S. 254; 美国1933年《证券法》第11条第5项;日本《证券交易法》第19条。

^⑨ 大宗交易排除的原因是为更好地保护一般投资者,防止机构投资者通过大量频繁交易使股价暴跌并达到100%,以此获得赔偿,而一般投资者无法迅速撤离,而只能在基准日后卖出导致损失扩大。

^⑩ 美国法上的案例也持该见解, See Harris v. American Investment Company, 523 F. 2d 220 (Fed. Sec. L. Rep. P 95, 208); Nye v. Blyth Eastman Dillon & Company, 588 F. 2d 1189 (Fed. Sec. L. Rep. P 96, 613)。

^⑪ 参见前注⑥,郭锋文;前注⑫,程啸书,第350页。此种指标理念上是将上市公司瑕疵影响与消除影响的时间段分离,进而起到限定赔偿范围的作用,但其本身的合理性也值得商榷,尚未有任何经济学理论证明瑕疵信息的影响将在纠正后,总成交量(还排除大宗交易)达到100%后即消除。有实务人员就指出:成交量的放大有可能是市场操纵者自买自卖故意对敲制造的,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。

^⑫ 参见宋璐、陈金贤:《我国上市公司年报业绩预告对股价影响的实证研究》,载《商业研究》2004年第19期。

^⑬ 参见前注⑦,陈婧文,第27-35页;吴曙霞:《我国上市公司内部控制信息披露与股价的相关性研究》,浙江大学2005年硕士学位论文,第60-65页。

^⑭ 参见大庆联谊案,黑龙江省高级人民法院2004年12月21日审结,《最高人民法院公报》2005年第11期。

上证综合指数和深证成份股指数等,以他们的波动作为系统风险因素。^⑤但这种市场风险的计算并不十分准确,综合指数与个股股价的背离在市场中也不十分罕见。系统风险排除是要将与个股瑕疵信息无关的损失排除在赔偿范围之外,因此需将能反映个股信息之外的指标都纳入考虑。这些指标包括证券市场的综合指数、流通股总市值、股票所在行业板块指数及市值等,他们反映了市场整体的变化,可作为相关个股价格系统性波动的指标。实务中已有案例认为应透过四大指标数据的变动对系统风险加以判断,因为系统风险是通过各种因素综合体现出来的,因而也不能采用单一指标。^⑥结合实务及四大指标与个股信息的紧密度,具体的判断过程是:先通过四大指标判断系统风险是否存在,如果四大指标都同向波动(下跌或上涨),那么可以认为证券市场上个股价格出现了整体性波动。其中大盘指数与板块指数是相辅相成的,两者是并列而非选择关系。但由于板块指数与个股更具关联性,因此其具有优先考虑性,如大盘指数微涨,但板块指数暴跌,板块个股也下跌,则仍可认定系统风险的存在。另外,考虑到我国证券市场指数编制的科学性仍有待提高,指数计算基础中含有非流通股因素的弊端,为增强判断的客观性与科学性,全部以及板块股票流通股总市值可起到弥补的作用,即流通市值是否同向变动及其波动幅度也会影响系统风险存在与否的判断。

此外在我国引入股指期货后,股票现货交易外还存在期货交易,意即存在卖空机制,股指期货指数本身也在一定程度上反映了市场的系统风险状况,也应作为系统风险的考量因素。尤其是在综合指数和行业板块指数失灵时,^⑦股指期货指数可作为独立的系统风险考量因素。

确定存在系统风险后,就需要对系统风险损失进行具体的计算,此时各指标的波动值都应考虑,但仍遵循关联性强度,板块指数和流通市值的波动占较大比重(具体由法院自由裁量)。而流通指数的波动应遵循一致性原则,即须以购买日当天在证券交易所上市的全部流通股和股票所在板块全部流通股为统计标准,剔除其后发行的新股。若是多次买入的,应当分别计算不同批次股票购买时间所对应的上述四指标的波动幅度,然后依据购买数量作为权重进行加权平均计算。

在具体实务操作中,系统风险的确定还面临着统一计算比例还是个案分散计算比例的问题。因违反信息披露义务会造成大规模投资者的损失,此时在诉讼中往往以系列案的形式出现,法院在处理系列案时,往往采取“一判多用”的方式,即除了必要的原告及数额的变更,其他均按照判决模板进行判决书书写,对于系统风险的剔除比例往往也遵循同一标准。此一方法的优点是节省成本,一次计算即可完成所有案件的系统风险剔除,但存在的不足是忽视了个案之间的差异。因为系统风险的剔除是以每个投资者个体行为为基础的,各个投资者之间在买卖时点上有差异,最终选取的各大指标的波动幅度也会有差异,所以妥当的处理方式是进行个案式的系统风险剔除。在信息处理技术发展的今日,个案式处理并不会过多地增加法官的时间和成本,对于投资者和信披义务责任人之间的利益衡量确是至关重要的,因此个案式系统风险剔除更合理。

综合各指标的个案考量能最大限度地反映市场中非瑕疵信息引起的损失,且这些指标都容易证明,从而能够实现损失因果关系和计算法则中的利益衡量。需注意的是指标波动必须是加剧了损失时,才作为系统风险排除,若是作为系统利好减少了损失并不会因此加重责任者的赔偿,此应是利益衡量中的应有之义。

结论

违反信披义务引起的损失因证券市场信息影响的复杂性而加剧了其计算的难度。对于此,应当在衡量投资者和信披义务人利益的基础上予以具体地展开。其中的利益衡量装置分别是确定计算范围的损失因果关系,其以直接性和可预见性为标准,通过界定计算时点确定不同的损失形态;确定计算算法的计算法则,其

^⑤ 实务中采取此做法的案例很多,如海信科龙案,广东省高级人民法院,(2010)粤高法民二终字第48号;美雅集团案,广东省广州市中级人民法院(2009)穗中法民二初字第60—62号等;国创能源案,贵州省高级人民法院(2012)黔高民商终字第3号;佛山照明系列案,广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第13—967号等。学理上的观点参见前注^③,贺小勇文。

^⑥ 参见王志刚诉宁波富邦精业集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,浙江省宁波市中级人民法院(2014)浙甬商初字第29号;苏万福与南通科技投资集团公司虚假证券信息纠纷上诉案,江苏省高级人民法院(2007)苏民二终字第0112号。

^⑦ 在2015年7月开始的中国股市股灾中,后出现上市公司集体停牌,从而导致股票综合指数和行业板块指数失灵的现象,如创业板指数跌2%,但实际创业板股票已经全部跌停。可参见报道:<http://finance.caixin.com/2015-07-08/100826749.html>,2015年10月10日。

以计算参数选择的易获取性,对投资行为反映的准确性,算法对现实交易的还原性为标准,通过对买入和卖出均价及系统风险损失的计算,来确定最终的损失赔偿额。

其中计算时点中揭露日的确定应以官方公布的涉嫌调查日为基本判断指标并辅以市场反应程度为辅助指标来确定;损失的形态不限于《最高院规定》第18条的规定,利空虚假消息及继续持有情形也可在计算范围内。鉴于我国证券市场的特性,应当以“已卖出”作为基本模型来选取计算参数,即以买入均价和卖出均价的差额再减去系统风险损失作为损失计算的框架。其中买入和卖出均价可采用移动加权平均算法;卖出均价的基准日应当综合成交量、市场反应的应激期和趋稳期等指标来认定。系统风险引起的损失,也需要以综合指数、流通股总市值、股票所在行业板块指数及市值等指标来综合认定,并在上述指标失灵时,考量股指期货指数的波动情况。

Abstract: The loss calculation is the difficulty and balance point in liability by breach of disclosure obligations. For this, it should firstly determine the calculational extent of loss, and then apply the specific calculation method to determine the amount of loss within the extent of compensation. To be specific, it should apply the directness and foreseeability of the loss causation as the mechanism of balancing of interests for the extent of loss, which can clear the time points to define the extent of loss and define the computation interval of loss. It should also apply the accessibility of calculation parameters, the accurate reflection of the investment behavior and the reductoon of algorithm of real trading as the mechanism of balancing of interests for the rule of calculation. Binding characteristics of China's securities market, it should choose the average purchase and selling price, also the loss caused by the system risk as the calculation parameters and calculate them according the balancing of interests for calculation rule. Finally, the amount of loss equals the margin of the average purchase and selling price multiplies by the amount of the stocks, and then minus the loss caused by the system risk.

Key Words: Liability by Breach of Disclosure Obligations; Balancing of Interests; Loss Calculation; Loss Causation; Rule of Calculation; System Risk

(责任编辑:张素华)