

全国首例证券群体性纠纷示范 判决解析

——投资者诉方正科技公司证券虚假
陈述责任纠纷案

林晓镍* 单素华** 朱颖琦***

摘要:2019年1月,上海金融法院发布全国首个证券纠纷示范判决机制的规定,并以方正科技虚假陈述系列案件为试点对示范判决机制进行全流程实践。方正科技案示范判决,对近年来证券虚假陈述民事赔偿案件中呈现的有关行政处罚与民事侵权的关系,因果关系的认定,投资差额损失的计算方法,证券市场系统风险扣除比例等诸多常见法律争议问题进行了深入分析论证,总结归纳了一定的司法裁量标准,创设性地构建了精细化审理方法,对同类案件具有一定的借鉴意义。

关键词:证券虚假陈述 示范判决 投资者保护 信息披露

* 上海金融法院副院长,审委会委员。

** 上海金融法院综合审判一庭庭长,审委会委员。

*** 上海金融法院综合审判一庭法官,审判团队负责人。

一、首例证券纠纷示范判决作出的背景

近年来,随着证券监管机构对证券市场信息披露违法违规行为的打击力度不断加大,中小投资者维权意识的逐渐增强,群体性证券侵权损害赔偿诉讼呈现短期激增、长期稳增的态势。为更好地贯彻落实最高人民法院和中国证券监督管理委员会于2018年11月联合出台的《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》,妥善处理群体性证券纠纷,维护当事人的合法权益,实现纠纷的及时有效化解,2019年1月,上海金融法院发布全国首个证券纠纷示范判决机制的规定(以下简称《规定》)。示范判决机制,是指在处理群体性证券纠纷中,选取具有代表性的案件先行审理、先行判决,通过发挥示范案件的引领作用,妥善化解其他平行案件的纠纷解决机制。示范判决机制的构建,可以促进适法统一,提升审判效率,实现矛盾快速化解,节约司法资源,同时可以降低诉讼成本,维护当事人合法权益。

《规定》发布后,该院以投资者诉方正科技集团股份有限公司(以下简称方正科技公司)证券虚假陈述责任纠纷群体性案件(以下简称方正科技系列案)为试点,对上述规定进行全流程实践。该院选定卢某等诉方正科技公司案为示范案件,并于2019年3月21日公开开庭。2019年5月5日,上海金融法院对示范案件作出一审判决,方正科技公司不服,上诉至上海市高级人民法院。8月7日,上海市高级人民法院终审维持原判。至此,全国首例证券纠纷示范案件判决生效。

方正科技系列案示范判决对近年来证券虚假陈述责任纠纷中有关行政处罚与民事侵权的关系、因果关系的认定、投资差额损失的计算方法、证券市场系统风险扣除比例等诸多法律争议问题进行了深入具体的分析论证。在引入第三方专业机构损失核定机制的同时,创设性地构建了精细化的损失计算方法,对同类案件具有较强的示范意义和引领作用。示范判决生效后,方正科技系列案的其他千余件平行案件有望根据示范判决机制高效化解,截至2019年8月,已有百余名投资者依照示范判决确立的标准与方正科技公司达成调解。

二、方正科技系列案的案情、争议与裁判

(一) 基本案情

方正科技公司系在上海证券交易所上市的公司,其公开发行的股票代码为 600601。2017 年 5 月 5 日,中国证监会[2017]43 号《行政处罚决定书》对方正科技公司及其他相关责任人作出行政处罚:认为方正科技公司未按照规定披露关联交易,方正科技公司等具有信息披露违法行为。根据《企业会计准则》,方正科技公司与其 28 家经销商因受方正集团控制而存在关联关系。2004 年至 2015 年 6 月 30 日,方正科技公司及并表子公司同各经销商之间发生关联交易金额分别为 43 亿余元、53 亿余元、51 亿余元、53 亿余元、40 亿余元、43 亿余元、43 亿余元、31 亿余元、24 亿余元、22 亿余元、17 亿余元、6 亿余元,占上一年度经审计净资产比例分别为 295%、325%、288%、294%、150%、153%、150%、76%、58%、51%、41%、17%。方正科技公司在各期年报及 2015 年半年报中未依法披露与经销商的重大关联交易事项。

原告投资者据此起诉因方正科技公司信息披露违法行为受到投资损失,请求法院依照《证券法》、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《虚假陈述司法解释》)的规定,判令被告方正科技公司赔偿投资差额损失以及税费损失,具体金额是卢某索赔 12,986 元,杨某 23,990 元,蔡某 83,667 元,潘某 297,072 元。

(二) 争议问题

原被告双方在该案虚假陈述行为实施日、揭露日的认定上意见一致。双方均认为,如果方正科技公司证券侵权行为成立,那么虚假陈述的实施日为 2005 年 3 月 19 日,即方正科技公司 2004 年年报发布之日,揭露日为 2015 年 11 月 20 日,即方正科技公司收到证监会立案调查通知书公告之日,至此计算基准日为 2016 年 1 月 5 日,基准价格为 6.42 元。原被告激烈争论的问题如下:

第一,《行政处罚决定书》中列明的方正科技公司信息披露违规行

为是否构成证券虚假陈述侵权行为,方正科技公司未披露关联交易的行为是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格。方正科技公司认为其主观上并不知晓与经销商的关联关系,才导致未披露相关信息,而其并无诱导、欺诈的故意;所涉关联交易属正常经营模式,真实发生、价格公允,从未虚增收入和利润,不影响财务数据。

第二,若认定方正科技公司构成证券侵权行为,该虚假陈述行为与原告投资者买入方正科技股票是否存在交易上的因果关系,换言之,原告投资者买入方正科技股票是否受虚假陈述行为诱导所致。方正科技公司认为大部分投资者在2015年前后买入股票,其动机是因为“牛市”的启动,而非虚假陈述的影响。

第三,若认定方正科技公司构成证券侵权行为,原告投资者的损失是否系由方正科技公司的虚假陈述行为造成,损失或部分损失是否系由证券市场系统风险等其他因素所导致。方正科技公司认为投资者投资期间经历了中国股市异常波动,其损失系由证券市场系统风险造成。

第四,若方正科技公司应对证券侵权行为承担民事责任,应当如何确定投资者损失的赔偿金额,包括采用何种计算方法,以及如果存在证券市场系统风险等其他因素,应当如何确定其影响程度及相应的扣除金额。

(三) 法院裁判

一审法院认为:(1)证券虚假陈述行为的行政责任与民事责任的认定原则不同,上市公司因信息披露违法违规被行政处罚后,人民法院仍应对其是否构成证券民事侵权进行审查,审查的重点是未披露信息的行为是否足以影响投资者的投资决策和市场交易价格。方正科技公司长达10年未披露金额巨大的关联交易信息,该信息可能对方正科技股票价格产生影响,并足以影响投资者的决策判断,构成证券虚假陈述侵权行为,应当承担民事赔偿责任。(2)依法认定方正科技公司虚假陈述的实施日为2005年3月19日,揭露日为2015年11月20日,基准日为2016年1月5日,基准价格为6.42元。(3)投资者在上述实施日到揭露日买入股票并持有至揭露日最终受到损失的,应推定与虚假陈述行为存在因果关系,可以获得赔偿。(4)本案部分投资者的损失或部分损失系受证券市场风险因素所致,应予扣除。方正科技公司自身

经营业绩下滑的情况并非造成投资者损失的“其他因素”，不予扣除。(5)采纳中证中小投资者服务中心《损失核定意见书》中以第一笔有效买入后的移动加权平均法计算买入均价和投资差额损失的意见。(6)采纳《损失核定补充意见书》中将个股均价与同期指数均值进行同步对比的方法扣除证券市场风险因素的意见。原告投资者最终应获得的赔偿金额为扣除证券市场风险因素后的投资差额损失与佣金、印花税、利息损失之和。一审法院判决：方正科技公司在判决生效之日起10日内向原告卢某支付赔偿款6024.45元，向原告杨某支付12,389.41元，向原告蔡某支付64,154.44元，向原告潘某支付184,968.2元。

方正科技公司不服一审判决，向上海市高级人民法院上诉称：(1)投资者买入方正科技股票与方正科技公司的虚假陈述行为之间不存在交易上的因果关系。(2)一审判决采用“第一笔有效买入后的移动加权平均法”不符合《虚假陈述司法解释》的规定。在揭露日前已经卖出的证券，不仅其卖出的损失或盈利不应计入买入均价，其实际买入成本也不应计入买入均价。买入均价的计算方法应采用“先进先出加权平均法”。(3)一概采用“同步指数对比法”计算系统风险将导致有些案件出现投资者损失“未受系统风险影响”的情形，不符合实际，应认定证券市场系统风险的最低扣除比例为41.87%。(4)方正科技公司业绩下滑的其他因素亦应当予以扣除。

二审法院认为：(1)关于交易因果关系，投资者买入方正科技股票的时间均在《虚假陈述司法解释》确定的范围之内，应推定买入行为与虚假陈述之间存在交易上的因果关系。方正科技公司在每年的年报中均未披露关联交易，该虚假陈述行为从2004年一直持续到2015年，此时虚假陈述行为仍对方正科技股票交易价格发生影响。(2)关于买入均价的计算方法，方正科技公司主张“先进先出+普通加权平均法”，但由于证券系种类物，无法将买入或卖出的证券进行特定化，故“先进先出”仅是一种会计上的假设。该方法将导致买入均价仅由接近揭露日的证券买入价格所决定，并不符合立法本意。“移动加权平均法”考虑了从实施日至揭露日整个期间内投资者每次买入证券的价格和数量，同时剔除了因卖出证券导致的盈亏问题，符合《虚假陈述司法解释》的规定精神，能够较为客观、公允地反映投资者持股成本，避免畸

高畸低的计算结果,易于为市场各方接受。(3)“同步指数对比法”具有合理性,与投资者依据“实际成本法”提出的诉讼请求金额相比,一审判决对各投资者可获赔偿的损失数额均作了一定程度的扣除,计算结果相对公平。部分投资者证券市场系统风险扣除比例为零系该计算方法所得出的自然结果,在买入证券后指数整体平稳或上扬的情形下确实存在可能。(4)对于《虚假陈述司法解释》第19条规定的证券市场系统风险以外的“其他因素”的适用,应严格把握。方正科技公司经营业绩下滑及债务等问题,对方正科技公司股票价格产生何种影响并不明确,故不将其作为扣除赔偿比例的因素。据此,二审法院驳回上诉,维持原判。

三、方正科技案示范判决解析

(一)方正科技公司信息披露违规行为是否构成证券虚假陈述侵权行为

第一,关于行政处罚与民事侵权的关系。根据目前《虚假陈述司法解释》的规定,投资者诉请上市公司证券民事赔偿需要提交相关责任主体被行政处罚或受到刑事追究的证明文件,这也意味着证券民事赔偿需要有行政或刑事前置程序。多年来,法律界对于证券侵权纠纷中行政处罚与法院认定民事侵权行为的关系问题一直存在争议。有观点认为,在行政处罚前置程序下,人民法院无须再行审查,^[1]被处罚的违法违规行必然构成民事侵权。这种观点越来越无法适应当前证券市场发展、证券监管环境逐步成熟的现实基础。方正科技案示范判决认为,在行政处罚前置程序下,虽然信息披露违法违规行为已受到行政处罚,但行政责任与民事责任构成要件不同,审查标准也存在差异,因此,被行政处罚的行为并非必然构成民事侵权。证券虚假陈述行为是否构成民事侵权仍应根据最高人民法院《虚假陈述司法解释》,并结合侵权

[1] 参见李国光主编:《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和适用》,人民法院出版社2015年版,第227页。

责任构成要件依法进行审查。

第二,关于证券民事侵权行为的认定标准。方正科技案示范判决认为,人民法院认定证券虚假陈述民事侵权的审查标准并不以上市公司在实施虚假陈述行为时存在欺诈、诱导等主观故意为必要条件,如上市公司因重大过失未依法披露相关重大信息,且未披露的重大信息足以影响投资者的投资决策,足以影响市场交易价格,即如果该信息的披露将会实质性地影响投资者的交易决策,那么,违规行为构成《虚假陈述司法解释》规定的虚假陈述侵权行为。方正科技公司在抗辩自身行为不构成证券侵权时的核心观点是,方正科技公司当时并不知晓与经销商的关联关系,且其关联交易是正常的商业模式,年报中未披露关联交易的行为并非方正科技公司故意做多诱导投资者的行为,更没有主观上欺诈的故意,不会产生诱导投资者买入股票的结果,因此不应当承担民事责任。根据《虚假陈述司法解释》,证券市场虚假陈述,是指信息披露义务人违反证券法律规定,在证券发行或者交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。方正科技公司受处罚的行为符合“在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为”的情形,法律并未规定行为人在发生重大遗漏时需要有故意,甚至欺诈的故意。而事实上,“遗漏”行为更多地出现在非故意、重大过失的情形中。从境外证券法律中市场欺诈理论的发展来看,对于证券虚假陈述行为的认定标准也一般包括重大过失的情形。另外,从事实上看,方正科技公司与其28家经销商存在长期的交易往来,方正科技公司在2003年以前持有其中23家经销商的股权,2003年以后,虽然上述股权被剥离,但方正科技公司与经销商仍然均受方正集团公司控制。方正科技公司所称主观上不知晓与经销商的关联关系,也不合常理。

第三,“足以影响投资者的投资决策和市场交易价格”的认定过程。方正科技公司在审理中反复强调其与经销商之间的关联交易属正常经营模式,交易均真实发生、价格公允,从未虚增收入和利润,也不影响财务数据。判断其行为是否影响了投资者的决策和交易价格,判决主要从以下几个方面进行了分析:

首先,从未披露关联交易的规模看,方正科技公司与其经销商之间

的关联交易长达 10 年,交易金额总额高达 400 多亿元,各年度关联交易金额占上一年度净资产比例超过或接近 300% 的有 4 年,超过 150% 的有 3 年,其他年度也均在 20% 以上。根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式(2003 年修订)》(以下简称《公司信息披露准则》)第 46 条以及其后修订的相应规定,“重大关联交易事项”的标准为:公司应披露报告期内与某一关联方累计关联交易总额高于 3000 万元或占上市公司最近一期经审计净资产值 5% 以上或占本年度净利润的 10% 以上的关联交易事项。方正科技公司未依法披露的关联交易数量远超这一标准,并且反复进行、持续时间很长。对于关注该上市公司发展的投资者来说,如果知晓公司业绩大比例来源于关联交易产生的收入,尽管关联交易不必然是负面的,但投资者依然会对其投资价值产生不同认识,容易给投资者带来投资风险。

其次,从未披露关联交易的业务内容看,方正科技公司未依法披露的是与经销商之间购销商品的交易,该类交易是方正科技公司的主营业务,交易信息准确披露与否影响投资者对公司业绩与价值的判断。股票是一种特殊的金融商品,投资者对于股票价值的正确判断取决于能否及时准确地获取相关信息。根据《公司信息披露准则》的规定,上市公司对于购销商品发生的关联交易,至少应披露的内容包括:关联交易方、交易内容、定价原则、交易价格、交易金额、占同类交易金额的比例、结算方式及关联交易事项对公司利润的影响;可以获得同类交易市场价格的,应披露市场参考价格,实际交易价格与市场参考价格差异较大的,应说明原因;公司还应对关联交易的必要性和持续性作出说明。可见,相关规定对上市公司购销类关联交易作出了详细披露的要求,因为在购销类关联交易中,交易价格、数量、结算方式等均为影响公司财务数据中各项指标的重要因素,也是中小投资者、债权人了解公司实际经营状况的重要信息。现实中,对于一家持续以重大关联交易为主营业务收入的上市公司,投资者在作出投资决策时必然会更加谨慎,而上述需要披露的详细信息就显得更为重要。方正科技公司长期未披露关于关联交易的任何具体信息,等于剥夺了投资者对公司经营业绩分析判断的机会。

再次,从未披露的关联交易与财务报表真实性的关系上看,重大关联交易的披露是公司财务数据客观真实反应经营状况的前提,未披露关联交易使公司财务数据失真存在可能。根据相关财务会计处理规定,上市公司与关联方之间的交易,如果没有确凿证据表明交易价格是公允的,对于显失公允的交易价格部分,一律不得确认为当期利润,应当作为资本公积处理,在“资本公积”科目下单独设置“关联交易差价”明细科目进行核算,这部分差价不得用于转增资本或弥补亏损。可见,上市公司所涉关联交易在会计处理上是有严格规定和另行处理方式的,而在会计处理之前,披露是第一步。如果上市公司连重大关联交易事项均未披露,就根本无法进行下一步即对交易价格的公允性进行证明,更不用说对显示公允部分进行会计处理。

最后,从举证责任分配上讲,违法违规方应对其关联交易价格公允性、财务报表的真实性负有举证责任,此类证据也只有上市公司有能力提供。方正科技公司虽然坚称其与经销商之间的关联交易均以公平价格进行,该公司财务报表均为真实,但其未提供有力证据予以证明。同时,未披露的信息是否实质造成了财务数据的失真并非判断虚假陈述行为构成侵权的必要条件,而考察的关键应当是,由于重大关联交易信息与财务数据间的密切关联,未披露该信息会否实质影响到了投资者的投资决策。因此,即便方正科技公司可以证明价格是公平的市场价格,也无法排除存在公司控制人或管理层通过其他多种方式随意调整、转移当期利润,操作财务数据的可能性,从而无法消除投资者对公司面临潜在财务舞弊风险的顾虑,这种顾虑一旦形成,必然影响投资决策。

(二) 投资者买入股票与虚假陈述行为之间是否存在交易上的因果关系

方正科技公司在一审、二审中均反复提出,大部分投资者买入方正科技股票是因为2014年下半年到2015年上半年的“牛市”及方正科技公司发布的一系列重大利好公告,而方正科技公司关联交易未披露主要集中在2004~2008年,2014年以后行为逐渐减弱。原告投资者在前期一直没有买入,而在2014年下半年牛市启动之后才开始购入方正科技股票,应当认定投资者买入方正科技股票并非受到虚假陈述行为诱导。

《虚假陈述司法解释》第18条规定了推定因果关系,虚假陈述行为对市场产生的诱导投资者买入的影响始于虚假陈述实施日,终于虚假陈述揭露日,投资者在此期间买入与虚假陈述直接关联的证券的,推定其受到了虚假陈述行为的诱导。判决认为,证券市场中影响股票价格和投资者决策的因素很多,但只要投资者证券买入时间符合《虚假陈述司法解释》的法定要求,即可推定交易因果关系成立,无须证实虚假陈述是投资者买入证券的唯一原因。方正科技公司未披露关联交易的行为从2004年到2015年一直持续,投资者买入公司股票可能出于多种原因,客观上无法区分具体动机是基于对虚假陈述的信赖,还是基于对市场行情的判断,抑或对公司其他经营情况的综合考量。但无论如何,在此期间方正科技公司年度报告对其经营业绩的披露始终是影响投资者决策的重大因素。即便投资者确因市场行情而开始购入股票,但在众多股票中选择方正科技股票,仍然是因为信赖了方正科技公司对外披露的公司信息。如果当时方正科技公司如实披露关联交易事项,投资者的决策可能发生变化。因此,方正科技案中仍应适用《虚假陈述司法解释》确立的推定因果关系,认定在实施日到揭露日期间买入并一直持有方正科技股票的投资行为与虚假陈述行为之间存在交易因果关系。除非方正科技公司能够举证证明投资者系基于其他原因买入方正科技股票,足以推翻投资者的“合理信赖”的主张。

(三)原告投资者受损与虚假陈述行为之间是否存在因果关系

《虚假陈述司法解释》第19条规定,被告举证证明原告的损失或部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。认定证券市场系统风险是近年来证券侵权诉讼中的难点。司法实践中对证券市场系统风险的定义、认定标准和扣除方法均不统一。有的判决完全不考虑证券市场系统风险的影响;有的以“事件法”认定证券市场系统风险的存在,并酌情予以扣除一定比例。方正科技案中,双方对此问题也展开了激烈争论。原告方认为,认定证券市场系统风险是对中小投资者的二次伤害,不应予以认定。方正科技公司抗辩称,投资者的损失主要是由证券市场系统风险造成。中国股市在2015年年中由“大牛转大熊”,2015年下半年经历了有史以来规模最大、涉及人数最多、损失最为惨

重的“股灾”，揭露日至基准日期间，A股市场继续受“股灾”影响，又在2016年1月4日遭遇首次熔断。方正科技公司所处计算机设备板块，由于电子消费市场萎缩遭遇发展“瓶颈”，面临所在行业业绩普遍下滑的困境，这些市场系统风险因素造成方正科技股价下跌。

方正科技示范判决在证券市场系统风险及其他因素的认定上确立了几条原则：

一是证券市场系统风险及其他因素的举证责任在于被告。被告需要举证证明投资者的损失或部分损失是由证券市场系统风险或其他因素造成。如果被告有证据证明投资者损失的形成存在其他致损因素，这些因素对股价的波动具有相当的影响程度，且与虚假陈述行为无关，则应当认定该些因素导致的损失不属于虚假陈述行为人的赔偿责任范围。该案中，由于方正科技公司举证证明了实施日到基准日期间A股市场出现整体的剧烈波动的情况，方正科技个股和大盘指数、行业指数、板块指数呈现同步下跌的走势。因此，投资者因受此影响所造成的损失部分，应认定与虚假陈述行为没有因果关系。

二是应由专业第三方根据投资者不同情况对证券市场系统风险进行科学判定。实践中并非只有证券市场剧烈异常波动的情况下才存在市场风险，同时，即使在证券市场异常波动的期间内，也有投资者的操作未遭受市场风险。因此，具体到每一个投资者的损失究竟是否受到证券市场系统风险的影响，应当通过实时数据的专业分析才能确定。单纯认定某一事件作为证券市场系统风险的扣除的根据，不够科学，对所有投资者统一扣除一定比例的市场风险更不精确。

三是“其他因素”的认定适当从严。方正科技公司提出其自身业绩下滑构成经营性风险，是造成投资者损失的其他因素。对此，判决认为，为因证券市场虚假陈述受到损失的投资者提供民事赔偿救济，其目的在于保护投资者合法权益，规范证券市场行为，维护资本市场的公平、公开、公正。对于《虚假陈述司法解释》第19条规定的“其他因素”的适用，应严格把握。同时，市场中影响股票价格的因素众多，既包括利空因素也包括利多因素，如果仅考虑利空因素对股价的影响而扣减投资者获赔比例，对于投资者而言亦不公平。方正科技公司经营业绩下滑及债务等问题，对方正科技公司股票价格产生何种影响并不明确，

故不将其作为扣除赔偿比例的因素。

(四) 投资者投资差额损失的计算方法

《虚假陈述司法解释》规定的损失计算方法是:投资差额损失 = (买入证券的平均价格 - 实际卖出证券的平均价格或基准价格) × 揭露日持股数量。

实践中最为棘手的问题是,在投资者有多笔买入卖出的情况下,买入均价如何计算。方正科技案中,原告投资者主张实际成本法,该方法下,买入均价 = [实施日到揭露日之间的买入总成本(每一笔实际买入金额之和) - 实施日到基准日期间对应的卖出总金额(每一笔卖出金额之和)] ÷ 揭露日持股数量。举例如表 1 所示:

表 1 实际成本法举例

	数量(股)	账户余股(股)	价格(元)
实施日	+ 1000	1000	10
	+ 1000	2000	12
	- 2000	0	10
	+ 2000	2000	15
	- 500	1500	12
	+ 1000	2500	13
	- 1500	1000	11
	+ 500	1500	9
	+ 500	2000	8
揭露日	—	2000	—
	- 2000	0	6

买入均价 = (1000 × 10 + 1000 × 12 - 2000 × 10 + 2000 × 15 - 500 × 12 + 1000 × 13 - 1500 × 11 + 500 × 9 + 500 × 8) ÷ 2000 = 15.5 元

投资差额损失 = (15.5 - 6) × 2000 = 19,000 元

原告之所以选用实际成本法,一方面是因为计算简便,以往的司法实践中用此方法较多;另一方面也是出于利益考虑,因为按照方正科技

个股当时的走势,实际成本法计算出的账户亏损一般大于其他方法,投资者获赔的金额明显较高。

方正科技公司主张的买入均价计算方法是先进先出法,根据先进先出原则将投资者揭露日前卖出的股票全部予以冲抵,再把剩余的股票以普通加权的方法计算均价。买入均价 = 剩余股票买入总价 ÷ 揭露日持股数。

以上述交易记录为例,买入均价 = $(1000 \times 13 + 500 \times 9 + 500 \times 8) \div 2000 = 10.75$ 元,投资差额损失 = $(10.75 - 6) \times 2000 = 9500$ 元。

方正科技公司选用先进先出法的理由:一是计算简便;二是能够在揭露日前卖出股票所产生的投资盈亏排除在外,买入均价更为接近揭露日前的价格,相对而言赔偿金额会缩小。

示范判决认为,原被告的两种方法均不太合理。实际成本法将投资者在实施日到基准日之间买进卖出个股的整体盈亏进行核算,其中扣除或叠加了投资者在揭露日前卖出股票的盈利或亏损,其计算结果与投资者操作水平密切相关,也容易受到股价走势的影响,难以客观反映投资者的实际持股成本,实践中往往会计算出畸高或畸低的买入均价,导致上市公司承担的损失过高或过低。该种计算方法有失公平合理,也不符合《虚假陈述司法解释》的精神,不应运用。先进先出法也有问题。证券系种类物,无法将买入或卖出的证券进行特定化,“先进先出”仅是一种会计上的假设。方正科技公司的方法会导致买入均价仅由接近揭露日的证券买入价格所决定,并不符合立法本意。特别是在该期间内股价出现大幅下降的情况时,此种计算方法往往导致投资者的投资差额损失很小,无法获得有效救济。

为了克服以往实践中为求简便而牺牲公平性的困境,方正科技示范案件在审理中引入了第三方专业支持来进行损失核定,力求推动证券民事赔偿的科学化和精细化。法院最终选用中证中小投资者服务中心推介的第一笔有效买入后的移动加权平均法来计算买入均价。具体而言,投资者被纳入损失核定的交易记录应从其第一笔有效买入起计,所谓的“第一笔有效买入”,是指投资者账户内在揭露日前最后一次证券余额为零(账户中该股票卖空)后的第一笔买入。如果投资者从没有卖空过,那么,其从实施日起的每一笔买入均会纳入计算。一旦有过卖空,之

前的买入交易均不纳入计算。以表1的交易记录为例,投资者的第一笔有效买入是以15元价格买入的2000股,前面的交易记录不纳入计算。

移动加权平均法是计算证券买入均价的一种方法,它的本质是计算证券的库存成本价。它的均价计算是累进的,并非一步而成,每次买入股票都会计算一次均价。单次均价计算方法如下:

本次买入均价 = (原有库存证券成本 + 本次购进价格 × 本次购进数量) ÷ (原有库存证券数量 + 本次购进数量)。以该方法类推,每次新买入股票的交易影响并形成新的买入成本,每次卖出股票的交易只影响并减少持股数量,对持股的成本单价不产生影响。揭露日前最后一次买入股票后计算出来的库存均价就是买入均价。

以上述交易记录为例,计算过程如下:

单价1 = 15元(库存1500)

单价2 = (1500 × 15 + 1000 × 13) ÷ 2500 = 14.2元(库存1000)

单价3 = (1000 × 14.2 + 500 × 9) ÷ 1500 = 12.47元

单价4 = (1500 × 12.47 + 500 × 8) ÷ 2000 = 11.35元

投资差额损失 = (11.35 - 6) × 2000 = 10,700元

以上举例可以看出,同一份交易记录,运用不同的计算方法得出的投资差额损失均不相同。第一笔有效买入后的移动加权平均法考虑了从实施日至揭露日整个期间内投资者每次买入证券的价格和数量,同时剔除了因卖出证券导致的盈亏问题,符合《虚假陈述司法解释》的规定精神,能够较为客观、公允地反映投资者持股成本,避免畸高畸低的计算结果,易于为市场各方接受。就计算便利性而言,“移动加权平均法”的计算方式相对复杂,但随着技术进步,通过第三方专业机构运用计算机软件分析交易数据并计算结果,已经能够解决“移动加权平均法”带来的计算量问题,并不会给投资者救济增加困难。

(五) 证券市场系统风险扣除的方法

证券市场系统风险的扣除是近年来困扰司法实务界的难题,目前实践中,对于证券市场系统风险的扣除方法主要有以下三种:一是事件法,以证券市场异常剧烈波动为标准认定风险事件,只要投资者持股经历了该事件,即酌情扣除一定比例。二是绝对比例法,以一定区间内大盘等指数下跌的幅度作为证券市场系统风险扣除的比例。例如,该区间内大

盘下跌 20%，那么投资差额损失就相应扣减 20%。三是相对比例法，以一定区间内个股跌幅与大盘跌幅的对比确定扣除比例，例如，一定区间内个股下跌 60%，大盘下跌 30%，那么应当扣除的系统风险比例是 $30\% \div 60\% = 50\%$ 。

三种方法都有其很明显的缺点。就事件法来说，一则认定证券市场异常剧烈波动本身就存在难度；二则界定事件的影响区间也非易事；三则酌情扣除的比例没有事实依据的支撑，有草率之嫌。更重要的是，事件法无法解释“经历过系统风险并不等同于最终受到系统风险的影响”。例如，图 1 中投资者在 A 点买入股票，基准日前后卖出，虽然历经了“事件”发生的过程坐了一趟过山车，但由于其在前期低位买入，后期回调后卖出，其损失本身就并不高，此时再扣除从高位下调得出的系统风险比例，明显对其不公。

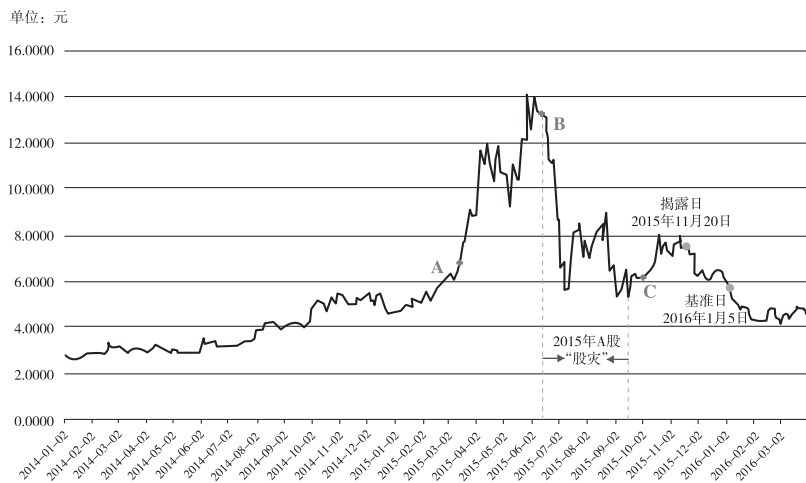


图 1 方正科技集团股份有限公司股价波动图
(2014 年 1 月 ~ 2016 年 3 月)

绝对比例法的缺点也是很明显的，大盘的跌幅肯定无法与虚假陈述以外的原因力简单直接相对应。比较而言，相对比例法有其合理性，但存在的难点是如何界定考察区间，因为既然是相对比例，跌幅的对比取决于区间的起点和终点。在投资者有多笔买入股票的情况下，很难确定相对比例法考察区间的起点。同样以图 1 为例，如果投资者在 A 点首次

买入少量股票,又在 B 点大量买入股票,最后在基准日时卖出,那么,如果以其首次买入的 A 点作为区间的起点来对比个股和大盘,很可能无法将投资者持有的大部分股票遭受从 B 点高位下调的风险考虑在内,无法反映投资者受到证券市场系统风险的客观情况。

方正科技示范判决选用了“同步指数对比法”作为证券市场系统风险的扣除方法。“同步指数对比法”是以相对比例法为基础,同步对比个股与指数的涨跌变化。证券市场系统风险扣除比例 = 指数跌幅 ÷ 个股跌幅。需要指出的是,在投资者损失中扣除证券市场系统风险因素的前提是在交易时间段内,个股和大盘指数呈现同步下跌的走势。如果在该时间段内,个股下跌,但大盘指数上涨,说明损失并非由市场系统风险所造成,不需要扣除系统风险。跌幅对比的考察区间因人而异,即每个投资者从第一笔有效买入到全部卖出日(或基准日)的区间。由于不同投资者投资交易的时间段不同,相应区间受到的系统风险影响的程度不同,需要扣除的系统风险影响的比例也不相同。

“同步指数对比法”与相对比例法最大的区别在于后者仅仅是考察区间的起点与终点的对比,而前者是对整个考察期间的同步对比。所谓同步,就是投资者每一笔交易都需要与同期大盘指数进行对应,并据此将考察区间段内的个股均价与指数均值进行对比,具体包括“三个一致”,即指数跌幅的计算方法与个股跌幅的计算方法一致;买入期间指数均值的计算方法与个股买入均价的计算方法一致;卖出期间指数均值的计算方法与个股卖出均价的计算方法一致。具体的计算公式如下:

$$\text{个股跌幅} = \frac{\text{个股买入均价} - \text{个股卖出均价或个股基准价}}{\text{个股买入均价}}$$

$$\text{指数跌幅} = \frac{\text{买入期间的指数均值} - \text{卖出期间的指数均值或揭露日到基准日期间的指数均值}}{\text{买入期间的指数均值}}$$

$$\text{指数平均跌幅} = \frac{\text{上证综合指数跌幅} + \text{申万一级指数跌幅} + \text{申万三级指数跌幅}}{3}$$

$$\text{证券市场系统风险扣除的比例} = \frac{\text{指数平均跌幅}}{\text{个股跌幅}}$$

同步指数对比法的原理是一种交易记录模拟法,从投资者第一笔有效买入日起,假设投资者每次买入方正科技股票时,也同时买入同等数量的指数值,每一笔交易都同步对应指数值的交易,这样,投资者操作个

股的盈亏和操作同步指数之间的盈亏便可以进行对比。如果个股买卖受损,而同步买卖指数值却呈现盈利,说明个股没有受到证券市场系统风险的影响。如果个股买卖受损,同步买卖指数值也呈现一定损失,那么需要根据两者的跌幅对比扣除相应比例。由于方正科技案在计算买入均价时选用了移动加权平均法,在计算指数买入均值时也应选用移动加权平均法,投资者买进个股时所对应的指数值是当天的指数收盘价。同理,在计算指数基准值时,应当按照基准价格的计算方法。以前文的交易记录为例说明计算过程,最后一列加入的是投资者买卖股票当天的大盘指数收盘价(见表2)。

表2 同步指数对比法举例

	数量(股)	账户余股(股)	价格(元)	大盘指数
实施日	+ 1000	1000	10	4100
	+ 1000	2000	12	4500
	- 2000	0	10	4300
	+ 2000	2000	15	5400
	- 500	1500	12	4800
	+ 1000	2500	13	4500
	- 1500	1000	11	4000
	+ 500	1500	9	4000
揭露日	+ 500	2000	8	3500
	—	2000	—	—
	- 3000	0	6	3400

$$\text{个股跌幅} = (11.35 - 6) \div 11.35 = 47.14\%$$

买入期间指数均值 = 4395,^[2] 卖出期间指数均值 = 3400, 指数跌幅 = $(4395 - 3400) \div 4395 = 22.64\%$

[2] 买入期间指数均值计算过程如下: 单价1 = 5400元, 单价2 = $(1500 \times 5400 + 1000 \times 4500) \div 2500 = 5040$ 元, 单价3 = $(1000 \times 5040 + 500 \times 4000) \div 1500 = 4693$ 元, 单价4 = $(1500 \times 4693 + 500 \times 3500) \div 2000 = 4395$ 元。

证券市场系统风险扣除的比例 = $22.64\% \div 47.14\% = 48.03\%$

上述是以单个指数为例的计算过程,方正科技案中,为更客观反映证券市场系统风险的情况,综合选用了上证综合指数、申万一级行业指数和申万三级行业指数,各个指数均以相同方法计算跌幅,最终以三个指数的平均跌幅与方正科技个股跌幅进行对比。根据示范判决的结果,示范案件中四名投资者因其交易时间点、时间段均不相同,最终计算出证券市场系统风险扣除的比例也不相同。具体是卢某扣除 53.58%,杨某扣除 48.35%,蔡某扣除 22.93%、潘某不需要扣除系统风险。经过验证发现,卢某买入股票在图 1B 点附近,属于高位买入,与指数同步下跌的幅度较大,系统风险扣除的比例就比较高;而潘某大量买入股票接近揭露日前 C 点附近,相对低价,大部分股票并未经历高位下跌,从 C 点到基准日前后股指反而上涨,因此不需要扣除系统风险。

与以往的计算方法相比,“同步指数对比法”更为科学合理:一是体现个性差异。该方法针对每一个投资者的不同交易记录分别判断证券市场风险的影响,体现差异性,也涵盖了投资者的整个持股区间,更为公平全面。投资者经历的市场风险越大,相应的扣除比例就越高,也有投资者不需要扣除市场风险。二是相对客观。该方法选用了能够客观反映当时市场波动的真实指数数值作为对比的参照物,并非模型也非假设。同时,选用 3 + × 指数,既考虑了大盘的影响,又比对了同行业以及与个股最密切相关行业的影响,在市场风险影响程度的判定上更严谨。三是更精确。同步指数对比法将个股的买卖情况与同期指数变动做紧密贴合的比对,分别计算出个股第一笔有效买入日后的买入期间内、卖出期间内或者揭露日至基准日期间相对应的指数均值,并在指数均值计算方法上,将不同交易时点的股票交易数量纳入考量因素。也就是说,在计算投资差额损失及个股跌幅的同时,以买入期间的指数均值与卖出期间的指数均值或者揭露日至基准日期间的指数均值之间的差值,计算出市场相关指数的跌幅程度,从而更加客观、精准地反映出每个投资者在不同持股期间,因市场风险因素对股价的具体影响程度。四是具有普遍适用性。同步指数对比法是一种统一的方法,适用于每一种交易记录。从验证结果来看,其所确定的市场风险比例的结果与投资者的真实损失情况更接近。

结 语

方正科技系列案是对证券群体性纠纷示范判决机制的有益尝试,示范判决机制在探索中逐渐走向制度化并付诸实践。方正科技案示范判决对近年来证券虚假陈述民事赔偿案件中呈现的几类常见问题进行了深入分析论证,总结归纳了一定的司法裁量标准、创设性地构建了精细化审理方法,对同类案件具有一定的借鉴意义。

(编辑:谢贵春)