

也论虚假陈述民事案件系统 风险的认定与扣减

——以因果关系证明的回归为讨论中心*

谢贵春 邹 露 武俊桥**

摘要:系统风险的认定和系统风险致损的计量与扣除是证券虚假陈述民事赔偿案件中的关键环节。目前各级法院对系统风险的判断标准和扣减比例计算方法不统一、不明确,反映出虚假陈述司法解释的主要偏差是没有以确立因果关系是否存在作为裁判基准。比较而言,美国虚假陈述民事赔偿扣减规则是以因果关系证明为中心而进行立法语言组织和司法适用的,其经验值得国内后续完善虚假陈述司法解释时参考借鉴。

关键词:虚假陈述 证券侵权诉讼 司法解释
系统风险 证券法

引 言

在证券虚假陈述民事损害赔偿案件中,系统风险等其他因素致损的认定与扣减是其中核心问题

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 三人均任职于上海证券交易所法律部。

之一。根据最高人民法院2003年《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》)第19条的规定,虚假陈述行为人对由证券市场系统风险等其他因素所导致全部或部分损失不承担赔偿责任。因此,系统风险等其他因素是否存在、如何量化直接决定了虚假陈述行为人是否要对投资者的损失承担赔偿责任,以及在只需承担部分责任时如何扣除投资者非因虚假陈述致损的部分。特别是在全球金融危机、股票异常波动等特殊的时间窗口,虚假陈述行为往往和市场因素相互共振,共同导致了投资者的投资损失。在这种情况下,法官对非虚假陈述因素的认定,失之于宽则有可能放纵了虚假陈述行为人,不能充分救济受害投资者;失之于严又有可能让虚假陈述行为人为投资者的所有损失兜底,有违司法公正的理念,不利于企业家权益保护。

国内一些前期研究已经就虚假陈述民事赔偿案件中系统风险的认定和计算进行了实证分析。^[1] 本文尝试在此基础上,更加聚焦于法院在面对涉及股票市场波动期间的虚假陈述案件时,如何认定市场波动因素对投资者损失的影响。2015年A股市场发生了异常波动。^[2] 此后,国内各级法院陆续受理了大量涉及2015年异常波动期间的虚假陈述案件。这些案件为观测各级法院的裁判思路提供了很好的窗口。

本文首先以国内涉及2015年股市异常波动期间虚假陈述案件为样本,研究目前各级法院的裁判思路以及其中存在的偏颇;然后分析美国对类似案件处理的立法和司法经验,考察其背后蕴藏的法律逻辑;最后基于目前《虚假陈述司法解释》在规则制定和适用中的缺失,结合境外立法司法经验,提出相应改进建议。

[1] 例如,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;张保生等:《证券虚假陈述民事赔偿案件系统风险的认定标准和计算方法》,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第7卷),法律出版社2015年版,第313~325页;甘培忠、彭运朋:《论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。

[2] 中国证券监督管理委员会编:《中国证券监督管理委员会年报(2015)》,中国财政经济出版社2016年版,第3页。

一、国内涉及 2015 年市场异常波动的虚假陈述案件形态

2015 年 A 股市场异常波动之后,国内各级法院受理了大量涉及市场异常波动期间的虚假陈述民事损害赔偿案件。中国证券投资者保护基金有限责任公司也曾受兴业证券委托管理欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金,该欺诈发行案件跨越了 2015 年股市异常波动期间。^[3]

本文利用北大法宝、裁判文书网,检索了发生在 2015 年股市异常波动前后的虚假陈述民事赔偿典型案例 7 例(各案件的要素见表 1)。从这些案件可以看出,由于案涉股票自身的涨跌特点、当事人在诉讼中的举证、人民法院的裁量标准等因素影响,人民法院对于 2015 年股市异常波动是否属于导致投资者损失的“系统风险”、如何计算和扣除这部分损失的裁判结果并不一致。

(一) 当事人如何举证系统风险存在

《虚假陈述司法解释》规定了被告可就系统风险等其他因素进行举证。从典型案例来看,被告向法院证明系统风险的证据一般包括:(1)案涉股票在特定期间的涨跌幅数据,大盘、案涉股票所在板块在特定期间的涨跌幅数据,以及案涉股票和大盘、板块的走势对比。这是在虚假陈述案件中被告最为常见的举证材料。(2)证券市场、特定行业的新闻报道,用以说明市场波动是普遍性的认知。^[4](3)对系统风险进行专业鉴定、出具《专家意见书》或延请专家证人。(4)国家领导人

[3] 参见中国证券投资者保护基金有限责任公司:《关于欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的管理人公告》,载中国证券投资者保护基金有限责任公司网站:<https://zxjj.sipf.com.cn/investor/notice/notice31.do>,2018 年 7 月 31 日访问。

[4] 参见山西省太原市中级人民法院(2017)晋 01 民初 836 号民事判决书、福建省福州市中级人民法院(2017)闽 01 民初 834 号民事判决书。

表 1 部分涉 2015 年股市异常波动证券虚假陈述案裁判要素

案名	裁判文书号	案涉时间区间 (揭露日—基准日)	参考指数	是否认定 系统风险	系统风险 扣减标准
北京无线天利移动信息技术股份有限公司诉栗立志等证券虚假陈述责任纠纷案	北京市高级人民法院(2017)京民终510号民事判决书	2015年6月23日— 2015年7月8日	上证指数、深证成指及创业板指数	不予认定存在系统 风险	不扣除
刘锦诉海南亚太实业发展股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	最高人民法院(2017)最高法民申4532号民事裁定书	2015年6月6日— 2015年9月1日	深证成指、深证A指	认定存在系统风险	100%扣除
吴成文与兴业证券股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	福建省福州市中级人民法院(2017)闽01民初834号民事判决书	2015年11月27日, 2015年12月10日— 2015年12月10日	创业板综合指数	认定存在系统风险	按照证券买入卖出或暂停上市日期间指数加权平均跌幅/证券买入卖出或暂停上市日期间股价加权平均跌幅,计算扣除比例

续表

案名	裁判文书号	案涉时间区间 (揭露日—基准日)	参考指数	是否认定 系统风险	系统风险 扣减标准
刘平清诉山西安泰集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	山西省太原市中级人民法院(2017)晋01民初836号民事判决书	2015年4月30日— 2015年11月5日	上证指数、被告所在 板块指数,黑色金属 冶炼及压延加工业 流通股加权平均值	认定存在系统风险	按50%扣除
殷栋才诉金亚科技股 份有限公司证券虚假 陈述责任纠纷案	四川省成都市中级人民法院(2017)川01民初2372号民事判决书	2015年6月5日— 2016年4月8日	创业板指数	认定存在系统风险	相对比例法(以 参考指数的涨跌 幅度与个股的涨 跌幅度相比得出 相应的比例)
李开芹诉山东恒邦冶 炼股份有限公司证券 虚假陈述责任纠纷案	山东省青岛市中级人民法院(2016)鲁02民初1004号民事判决书	2015年12月8日— 2016年1月21日	深证成指、上证综 指、有色金属冶炼 加工板块、有色金 属板块	认定存在系统风险	100%扣除
上海顺灞新材料科技 股份有限公司与司徒 健磊等证券虚假陈述 责任纠纷上诉案	上海市第二中级人 民法院(2017)沪 02民初175号民 事判决书;上海市 高级人民法院 (2017)沪民终440 号民事判决书	2016年4月29日— 2016年8月1日	深证成指、包装材 料板块指数	股票大幅下跌所造 成的投资损失系由 市场风险所致	酌情认定为投资 差额损失的20%

续表

案名	裁判文书号	案涉时间区间 (揭露日—基准日)	参考指数	是否认定 系统风险	系统风险 扣减标准
陈康磊诉上海大智慧股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	上海市第一中级人民法院(2017)沪01民初943号民事判决书	2015年11月9日— 2016年1月12日	上证综合指数、软件服务板块指数	股价的涨跌幅部分系受到证券市场风险影响	酌情认定为30%

注:2015年11月27日,欣泰电气先后发布《关于对以前年度重大会计差错更正与追溯调整的公告》《关于2015年半年度财务报告会计差错更正的公告》,法院将前述两个时间分别确认为第一个更正日和第二个更正日。

资料来源:裁判文书网、北大法宝网。

在特定场合对市场波动的评价。^{〔5〕}

（二）人民法院认定系统风险的参考标准

司法实践中,一般通过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数据的变动情况来综合判断系统风险是否存在。有学者认为,如果大盘综合指数、同类板块指数和板块流通市值三大指标同时下跌,则基本可以确认系统风险的存在;其中同类板块指数可以作为优先考虑的因素,因为其与个股的关联性相较于大盘综合指数更为密切。^{〔6〕} 从前述典型案件来看,人民法院在判断系统风险存在与否时,对于选择一个还是多个指数作为参考标准,并不存在一致的标准。虽然人民法院对参考标准的选取首先取决于案件当事人的举证和质证,但客观来说,更加多样的参考标准有助于交叉对比,更为准确地揭示案涉股票波动与市场波动的关系,避免倚重单一标准造成的判断错误。

（三）人民法院对系统风险的认定结论

在前述典型案例中,人民法院均肯定了2015年股市异常波动期间证券市场出现了整体性的波动。但对于系统风险是否存在、系统风险是否造成了投资者全部投资损失的裁判结论并不一致。例如,在刘锦诉海南亚太实业发展股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案^{〔7〕}中,最高人民法院认定,刘锦选择的案涉股票交易背景(2015年6月6日至9月1日)正是在当时中国股市大规模的股灾周期内,亚太实业的股价下跌并非其个股所独有,而是当时证券市场普遍存在的现象,足以认定是系统风险的因素影响。而在李开芹诉山东恒邦冶炼股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案^{〔8〕}中,青岛市中级人民法院认定,在相同阶

〔5〕 在京天利虚假陈述案一审中,法院对被告提出的鉴定申请以及专家出庭申请亦不予准许。二审中,被告向法院提交了国家领导人接受媒体采访的相关证据,其中有“为避免发生系统性风险,中国政府采取了一些措施,遏制了股市的恐慌情绪,避免了一次系统性风险”等表述。同时,被告还向法院提交了《专家意见书》,北京市高级人民法院对该证据则不予采信。

〔6〕 参见冯果:《诱空型证券虚假陈述损害赔偿民事责任之认定——评张翰冰诉山东京博控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案》,载《法律适用》2016年第13期。

〔7〕 参见最高人民法院(2017)最高法民申4532号民事裁定书。

〔8〕 参见山东省青岛市中级人民法院(2016)鲁02民初1004号民事判决书。

段内证券市场相关指数出现相应幅度的整体性波动,被告所受处罚的事实不足以对投资人的投资决策或市场交易价格产生影响,不致造成投资人的实质性损害。

特别是,人民法院在裁判中还出现了一种较为机械的裁判导向,亦即简单以案涉股票涨跌幅与选定大盘、板块涨跌幅是否一致、重合来分析系统风险是否为投资者损失的唯一原因。例如,刘平清诉西安秦泰集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案〔9〕中,太原市中级人民法院认定,在揭露日至基准日期间内,证券市场下跌达到20.69%,被告所在板块黑色金属冶炼及压延加工业流通股加权平均值跌幅达到了28.23%,故可以确定该期间证券市场存在系统性风险;〔10〕但被告股票价格跌幅达38.15%,远大于大盘指数和板块指数,可以认定如此大的跌幅系统性风险仅是成因之一,不能完全免除被告虚假陈述的责任。再如,殷栋才诉金亚科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,〔11〕成都市中级人民法院认定,我国股市在2015年、2016年年初发生了剧烈波动,金亚科技的股价走势与创业板指数方向一致,足以证明金亚科技股价下跌受到系统性风险影响,同时,金亚科技的股价下跌幅度明显大于创业板指数,金亚科技的股价下跌既受到了金亚科技虚假陈述行为的影响,又受到系统性风险的影响,属于多因一果。

(四) 系统风险致损部分扣减比例如何计算

人民法院在计算系统风险致损部分的扣减比例时,也有不一致的标准:有认定系统风险不存在而不予扣除的,有认定系统风险存在而进行100%扣除的,还有认定系统风险存在而折半扣减,或者以某一计算公式计算扣减比例,或者法院直接酌定某一扣减比例。应当承认,不同案件中系统风险因素对特定股票的影响程度有轻重之分,所以,法院最终对系统风险致损扣减比例的认定结果也有差异。但是,法官在确定计算方法时,应当对选择何种方法的理由进行充分说理,确定计算方法所依赖的原则和标准应当具有一致性。

〔9〕 参见山西省太原市中级人民法院(2017)晋01民初836号民事判决书。

〔10〕 原文如此,疑似混淆了“系统风险”和“系统性风险”。

〔11〕 参见四川省成都市中级人民法院(2017)川01民初2372号民事判决书。

二、对典型案件以及《虚假陈述司法解释》第19条的反思

(一)“系统风险”规定较为空泛,有待进一步补全制度构造

《虚假陈述司法解释》第19条规定了被告得以“系统风险”作为抗辩理由,但是这一规定仍显过于原则。具体而言,何谓系统风险,当事人可以哪些材料佐证系统风险的存在,法院如何对当事人提交的证据进行有效采信,系统风险致损部分如何计算扣减等操作层面的问题有待进一步细化。

(二)“其他因素”指涉不清,宜细化其具体类型和认定标准

从规则的构造技术来看,《虚假陈述司法解释》第19条关于“损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致”的规定,是一种概括+列举的模式:明确了可扣减的损失应与非虚假陈述因素之间存在因果关系,列举了“系统风险”作为可能导致投资者损失的特例。然而在司法实践中,当法院认定某一股票的投资损失是否与非虚假陈述因素有关时,倾向于以保守的态度来看待“其他因素”,更侧重于考虑该因素是否属于“系统风险”。换言之,这种指名式的规定反而在一定程度上限制了审理法官的审裁思路。^[12]首先,“其他因素”的指代不明容易使法院对“系统风险”进行扩大解释。如前文所述,一些法院会综合大盘指数、板块指数、行业指数等综合判断系统风险是否存在,但就本质而言,个别板块、个别行业的涨跌并不属于通常所知的系统风险——毕竟,个别板块、个别行业的投资风险仍然可以通过分散投资的方式加以缓解和规避。其次,“其他因素”的指代不明容易使法院也畏于对其他因素的类型和内容做出自己的判断。例如,在前述京天利虚假陈述案中,被告主张公司股价在特定期间的下跌系由证券市场异常下跌等因素所致,该因素属于“其他因素”。一审法院认为,《虚假

[12] 有学者指出,在我国法院的层级越低,在司法上越会注重“循规蹈矩”,“守法”有余而灵活性略显不足,习惯于依据简单的技术性的法律思维进行判断。参见孔祥俊:《法官如何裁判》,中国法制出版社2017年版,第194页。

陈述司法解释》中未明确“其他因素”的具体指向。再如,一些案件中案涉股票的涨跌还可能与第三方的操纵市场活动有关,^[13]第三人的操纵市场活动是否可认定为“其他因素”需在《虚假陈述司法解释》中作出具体的规定。

(三)《虚假陈述司法解释》第19条适用之难,关键在于没有以确立因果关系作为裁判基准

我国台湾地区曾世雄教授曾提出:“计算损失大小,归根结底是法律问题而非数学问题,虽然计算损害大小,应尽量与数学原则相符合,但是于特别情形下为顾忌其为社会科学并无绝对与数学原则一致之必要。”^[14]目前对第19条适用的主要偏颇,恰恰在于对“系统风险”是否存在、如何计算这些数学问题的关注,超过了对“系统风险”是否与当事人的损失存在因果关系这一法律问题的关注。从前述裁判文书中所反映的当事人提交的证据来看,虽然可以揭示在特定期间案涉股票以及证券市场存在波动——亦即系统风险可能存在,但是并不能有效建立起系统风险致投资者损失之间的因果关系。这与“损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致”的规定是有所偏离的。

可以说,由于没有以确认因果关系是否存在作为裁判基准,导致不同法院对同一期间市场波动是否属于“系统风险”存在,有截然不同的裁判观点,在“系统风险”致损的扣除比例计算上也模糊不清、裁量尺度差异较大;由于没有以确认因果关系是否存在作为裁判基准,法院更易于机械地适用规则,难以超出“系统风险”的边界探究“其他因素”的形态;正是因为没有以确认因果关系是否存在作为裁判基准,法院在审理虚假陈述民事赔偿案件时可能会过分顾及监管环境与形势需要而收紧司法政策,难以彰显“罚其所罪、罚其应罚”的司法原则。

[13] 在冯韵与文峰大世界连锁发展股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案中,江苏省高级人民法院认定被告的虚假陈述行为是第三人徐翔的市场操纵行为的组成部分和手段之一,原告的投资损失是因徐翔等人恶意操纵证券价格行为所导致,因此对原告主张的要求被告承担投资损失不予支持。参见江苏省高级人民法院(2017)苏民终2209号民事判决书。

[14] 曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社2001年版,第169页。

三、美国虚假陈述民事赔偿扣减规则的制度沿革

为了参考比较,本文以美国作为样本考察美国在处理涉及市场波动期间虚假陈述案件的司法经验,主要的考虑是:第一,美国的证券诉讼制度较为成熟,实践中法院审理了大量虚假陈述案件;第二,《虚假陈述司法解释》在制定过程中较多地参考了美国等成熟市场的经验,^[15]特别是借鉴美国市场的“欺诈市场理论”、明确由被告就非虚假陈述致投资者损失承担举证责任。

正如后文所要指明的,美国虚假陈述民事赔偿扣减规则是以因果关系证明为中心而进行立法语言组织和司法适用的:在规则的设计上,凸显了被告所主张的非虚假陈述因素——并不指明也不限于系统风险——应与原告损失之间存在因果关系;在规则的适用上,围绕因果关系的证明而进行原被告的举证、质证,以及法院的释法说理。也正是因为强调以因果关系证明为中心,面对虚假陈述因素与市场大幅波动因素叠加共同致损的民事诉讼案件,当被告(虚假陈述行为人)以市场波动作为抗辩理由时,美国法院强化了被告(虚假陈述行为人)的举证责任。

(一) 虚假陈述民事赔偿扣减规则内容

美国证券虚假陈述民事赔偿规则中有关非虚假陈述因素扣减规则主要见于《1933年证券法》第11(e)条和第12(b)条。而作为美国证券法中的反欺诈通用条款——《1934年证券交易法》第10(b)条以及SEC据此制定的10b-5规则,并没有就非虚假陈述因素致损如何认定、如何计算作出具体规定,因此,当投资者以第10(b)条提起虚假陈

[15] 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。

述之诉时,法院主要以判例的方式形成民事赔偿扣减的裁判思路。^[16]

《1933年证券法》第11条内容为“因虚假注册登记表引起的民事责任”,其中第11(e)条在规定损害赔偿金的计算标准时作出但书规定,“若被告能证明该赔偿的任何或所有部分并非因注册登记表中相关责任部分陈述不真实、漏报被要求陈述的重大事实或漏报使其中陈述不致误导而必须陈述的重大事实所导致的该证券的贬值所引起,则对(原告诉请的)部分或所有损失不应予以赔偿”。第12条的内容为“与招股说明书和通信有关的民事责任”,其第12(b)条“损失因果关系”(loss causation)的内容为“若发售或销售该证券的人证明……要求的补偿并非是基于其被指控的招股说明书或口头交流中存在不实、遗漏陈述重大或者确保陈述不会产生误导的重大事实所造成的证券价值的贬值,则根据具体情况,对该等部分或金额不应予以赔偿”。

(二) 非虚假陈述致损扣除规则立法脉络

美国《1933年证券法》制定之初,并未明确在计算虚假陈述民事赔偿金额时是否需要扣减市场波动等非虚假陈述因素所导致的损失。

第11(e)条的规定首先在美国国会制定《1934年证券交易法》时,通过修订《1933年证券法》的方式引入其中。美国国会众议院在提交的立法报告中指出,增订第11(e)条关于扣减规则的目的是使在依第11条提起诉讼中的被告减少损失、无须为经其证明与其不当行为无关的(原告当事人的)损失承担责任。^[17]

第12(b)条的规定则迟至1995年国会制定《私人诉讼改进法》时增补进来。美国国会参议院银行、住房与城市事务委员会提交的立法

[16] 美国联邦最高法院在1983年 *Herman & MacLean v. Huddleston* 案中阐释了《1933年证券法》第11条和《1934年证券交易法》第10(b)条的差异。《1933年证券法》第11条规定了已注册证券的购买者就注册文件中的虚假陈述起诉列举出的主体。该条规定对注册文件的责任主体施加了严格责任标准,原告仅需就虚假陈述的存在举证,而发行人的责任几乎是绝对的,即便虚假陈述是无意而为之的。与第11条在适用情形和责任主体作出具体限定不同,第10(b)条将受害投资者提起民事赔偿诉讼放宽到对任何证券采取了任何欺诈手段的任何人,但与此同时原告也要承担更为严格的举证责任,特别是需要证明被告存在故意。参见 *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U. S. 375 (1983)。

[17] See House Report No. 1838, 73rd Congress, 2d Session (Conference Report) to accompany H. R. 9323, May 31, 1934, p. 41.

报告中提出,美国国会引入《1934年证券交易法》第12条意在阻止证券买卖活动中的重大虚假陈述和遗漏行为,但是一些法院在裁判中认定原告依据第12条提起诉讼无须证明虚假陈述和遗漏行为招致了损失。其结果是,发行人处于要为股东的正常市场风险兜底的境地,在招募说明书中作出重大虚假陈述或遗漏的发行人需要对股东的损失承担责任——即便该损失与虚假陈述或遗漏无关。对第12条的这种解释,使那些并没有因虚假陈述或遗漏损害的股东获得了不当利益。该立法报告提出,对第12条的增补,明确了被告可以将不存在损失因果关系作为抗辩理由。如果被告证明,全部或部分证券价值的降低是由虚假陈述或遗漏之外的其他因素导致的,则原告不能对这部分获得损害赔偿。被告需要承受就损失因果关系不存在进行积极举证的负担。该立法报告认为,这一规定并没有额外增加原告主张损失因果关系存在的举证负担,也没有剥夺投资者因不当信息披露遭受损失时的救济措施。对第12条的增补是对《1933年证券法》第11(e)条的效仿,该条规定采取了类似的积极抗辩(affirmative defense)措施。^[18]

需要补充说明的是,除了平衡虚假陈述行为人与受害投资者的权利义务、协调《1933年证券法》不同条款之外,1995年《私人诉讼改进法》制定的一个重要背景是,美国国会认为在证券欺诈民事诉讼领域,大量由律师鼓动的滥诉案件极大地增加了发行人和上市公司的管理成本和法务费用。^[19]这一风气有违资本市场促进社会融资的目的,也违背了证券法制促进全面披露的本意。因此需要采取有效措施限制不当滥诉行为,“在保护受证券欺诈投资者的权益和保护上市公司避免耗资高而无实益的诉讼活动之间寻求适当平衡”。仅就第12条的规定而言,确实体现了这一立法目的。

[18] See S. Rep. 104 - 98 on S. 240, Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (June 19, 1995), pp. 23, 28.

[19] 据国会立法报告披露,在成立时间不足10年的风投公司中,有1/6的公司曾被诉一次以上,平均耗费了1055小时以及69万余美元。另一项统计显示,每年近300件证券诉讼中,93%的被告选择了和解以规避诉讼成本,每一案件的平均和解费用高达860万美元。参见 S. Rep. 104 - 98 on S. 240, Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (June 19, 1995), pp. 6 - 7。

四、美国虚假陈述民事赔偿扣减规则的司法适用

(一) 民事赔偿扣减规则的构造基础——因果关系理论

有美国学者指出,美国证券法中关于“欺诈”的概念是在普通法基础之上发展而来的,普通法中“欺诈”的构成要件——虚假陈述、重大、事实、被告存在违法故意、原告对其合理依赖以及遭受损失——“在很大程度上转移到 SEC 管理项下制定法的问题”。^[20] 美国联邦最高法院 2005 年在著名的 *Dura 制药公司诉 Broudo* 案中对证券案件要素的罗列也反映了美国法院在司法实践中对普通法有关概念和原则的依赖和使用。^[21]

“为什么因果关系在侵权法中如此重要?原因之一就是坚持确认行为和伤害结果之间的因果联系可以确保我们能对那些介入并改变事物发展进程使其朝坏的方向发展的人苛以侵权之责。”^[22] 因此,当受害投资者援引《1934 年证券交易法》第 10(b) 条提起诉讼时,难以绕开普通法中对于侵权因果关系是否存在的证明和认定标准:首先,需要证明交易活动受到了被告重大虚假陈述和遗漏的影响——所谓“交易因果关系”,其次,需要证明原告的损失直接归因于被告的不当行为——所谓“损失因果关系”。比如,在 1974 年 *Schlick 诉 Penn - Dixie* 案中,美国联邦第二巡回上诉法院认为,损失因果关系借助于某种形式的经济损失很容易被证明;对于交易因果关系,在虚假陈述之诉中需要原告证明其对虚假陈述的信赖而达成交易继而导致了损害,在重大遗漏之诉中原告无须就信赖举证,但仍需证明案涉事实具有重要性,即一个理性

[20] [美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 667 页。

[21] *Dura Pharms., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336(2005). 这六项要素包括:(1)重大的虚假陈述(或遗漏);(2)故意;(3)案涉证券买卖的关联;(4)信赖,即一般所说的投资者对市场、证券的信赖而买入证券;(5)经济损失;(6)损失因果关系。

[22] [美]戴维·G. 欧文主编:《侵权法的哲学基础》,张金海等译,北京大学出版社 2016 年版,第 389 页。

的调查者(投资者)在进行投资决策时会认为其很重要。^[23]

同样地,当被告以《1933年证券法》第11(e)条的规定进行抗辩时,同样受到因果关系证明要求的约束。美国联邦第二巡回上诉法院在1984年 *Akerman v. Oryx 通讯公司案*^[24]中将这种情形下的抗辩概括为“消极因果关系抗辩”(negative causation defense)。法院在面对被告是否应当对原告投资者的损失承担赔偿责任,以及应当考虑哪些因素以减轻被告的赔偿责任时,需要借助于普通法中有关因果关系的判断标准加以分析。

(二) 哪些属于与虚假陈述无关的其他因素

美国《1933年证券法》第11(e)条、第12(b)条揭示了可排除和扣减的投资损失应当与虚假陈述之外的因素存在因果关系。至于这一因素的具体形态,不同的案件中各有差异,在中观层面主要为证券市场波动,在宏观层面主要为宏观经济下行等。

1. 市场波动。比如,1966年 *Fox v. Glickman 公司案*^[25]中,审理法院认为发行人股价从12.5美元跌至11.125美元并非归咎于发行人的虚假陈述,而是与市场状况(market conditions)有关,在计算投资者损失时这一部分不应当考虑在内。在1988年 *Rankow v. 第一芝加哥公司案*^[26]中,一审法院美国伊利诺伊北区联邦地区法院认为,诸如证券市场的波动(market fluctuations)等某一独立的干预因素会导致因果关系链条的断裂。

2. 宏观经济。1975年 *Beecher v. Able 案*^[27]中,被告发行人辩称案涉可转换债券的贬值是由宏观经济下行造成的,并援引货币供应紧缩、联邦预算赤字、银行信贷削减以及美联储工业生产指数下降等作为

[23] *Schlick v. Penn - Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974).

[24] *Akerman v. Oryx Communications, Inc.*, 810 F.2d 336 (2d Cir. 1987).

[25] *Fox v. Glickman Corp.*, 253 F. Supp. 1005 (1966).

[26] *Rankow v. First Chicago Corp.*, 678 F. Supp. 202 (1988).

[27] *Beecher v. Able*, 435 F. Supp. 397 (1975).

证据。^[28] 1985年撒克逊公司虚假陈述案^[29]中,审理法院曾列举了数种被告人可能援引作为与虚假陈述无关、导致股价下跌的非可诉因素(non-actionable factors),如国民经济状况、通货膨胀、发行人提供产品服务的供需情况等。在1990年Bastian v. Petren资源公司案^[30]中,美国联邦第七巡回上诉法院认为,20世纪80年代的石油危机而非被告的虚假陈述是导致原告投资损失的原因,“如果被告的油气风险投资失败并非归咎于被告个人因素,而是一种全行业的现象,则原告的损失并不由被告的欺诈导致,也不能要求损害赔偿”。再如,2005年Dura制药公司 v. Broudo案^[31]中,美国联邦最高法院曾指出,投资者可能在一个比之前买入价格更低的价位卖出证券,而这一更低的价位可能并非对早前虚假陈述的反应,而是变化了的经济环境、变化了的投资者预期,新的行业因素或公司情况等,这些因素会单独或共同导致部分或全部的股价走低。

可以看出,诸如此类的因素中,既有属于证券投资领域一般理解的“系统风险”,也有属于发行人所处行业及发行人自身的、具有个性特征但与虚假陈述行为无关的风险因素。

(三) 如何证明这些无关因素导致了投资者损失

如果单从说理解释法部分来看,美国不同法院在如何对待虚假陈述行为人以市场波动作为消极因果关系抗辩上的立场并不一致,甚至同一法院在不同时间段的说辞截然不同。例如,1989年2月,美国联邦第七巡回上诉法院在Rankow v. 第一芝加哥公司案的二审中,撤销了美国伊利诺伊北区联邦地区法院的一审判决,认为基于市场状况对因果关系的干预改变而免除被告的责任将使10b-5规则形同空文。^[32]

[28] 该案中,原告针对性地提出,在该年第三季度经营损失披露后,可转换债券市价下跌,而这一损失本身是可预见的。审理法院支持了原告的主张,认定投资者受招募说明书中对经济前景误导性陈述的影响而购买了案涉证券,第三季度经营损失披露后证券价格下跌,该误导性陈述导致了投资者的损失。

[29] In re SAXON SECS. LITIG., 1985 U. S. Dist. LEXIS 14305.

[30] Bastian v. Petren Resources Corp., 892 F.2d 680 (1990).

[31] Dura Pharms., Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005).

[32] Rankow v. First Chicago Corp., 678 F.Supp. 202 (1988); Rankow v. First Chicago Corp., 870 F.2d 356 (1989).

而到了1990年1月,在 *Bastian v. Petren* 资源公司案^[33]中,美国联邦第七巡回上诉法院认为,“鼓励每一个因市场环境的意外变化而招致损失的人在招募说明文件中寻找虚假陈述的蛛丝马迹,并不能达到(证券法立法的)社会目的。欺诈者固然是十足坏蛋并且应当受到惩罚,但10b-5规则并不使其成为为国家经济之灾兜底的保险机构”。这种表面上的裁判观点迥异,首先源于证券法中的反欺诈规则本身就是多重立法价值的集合——既要有效惩治虚假陈述行为人、救济受害投资者,又要防止投资者滥用诉权而要求发行人为其所有证券投资损失兜底,法院在裁判过程中不可避免要在不同的立法价值有所选择。而促成法院作出价值权衡的前提要件,是当事人就因果关系是否存在进行了有效举证并为法院采信。

1. 谁来承担举证责任

相比较《1934年证券交易法》第10(b)条以及10b-5规则,《1933年证券法》第11(e)条、第12(b)条直接确立了举证责任倒置原则,由被告就投资者的损失是与虚假陈述无关的其他因素导致的进行举证。^[34]在此基础上,原告可就被告的举证进一步质证。美国纽约南区

[33] *Bastian v. Petren Resources Corp.*, 892 F.2d 680 (1990).

[34] 《1934年证券交易法》第10(b)条没有直接确立举证责任倒置原则,需要受害投资者自行就交易因果关系和损失因果关系进行举证。当受害投资者依照该条起诉时,美国不同的巡回上诉法院对原告举证的审查标准并不一致。例如,第三、第十一巡回上诉法院要求原告证明修正性的披露导致了股票价格下跌。第七巡回上诉法院对损失因果关系的证明并没有那么严格。第二巡回上诉法院在一些案件中以“损失的可预见性”作为损失因果关系的判断要素之一。第八、第九巡回上诉法院对因果关系证明要求更为宽松,要求原告就其损失和被告的不当行为之间“某种关系连接”(some causal nexus),在这种标准之下原告不必证明其损失与被告的损失之间存在直接的联系,通常只需证明被告的虚假陈述行为抬高了证券价值、原告因此而受到了损失。在 *Dura* 制药公司诉 *Broudo* 案之后,有研究者认为,受害投资者依照第10(b)条起诉时,可有两种替代性的举证模式,一种是证明修正性的信息披露导致了股票价格下跌,由此建立了投资者损失与被告虚假陈述之间的关系。另一种是证明被告的虚假陈述行为导致了证券价格虚高,当这一虚高因素消除后投资者遭受了损失。参见 *Ann Morales Olazabal, Loss Causation in Fraud - on - the - Market Cases Post - Dura Pharmaceuticals*, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 3 (2006), pp. 337 - 380.

联邦地区法院在 1984 年 *Akerman v. Oryx 通讯公司案* [35] 中指明:“《1933 年证券法》第 11 条将举证责任施加给被告的立法选择代表了某种决断,即对因果关系的任何不确定性的风险必须落在被告身上,以确保充分披露是该法的首要目的。原告实际上也有权提出可反驳的推定,表明这种下跌与不实披露有关。”

2. 哪些材料具有证明力

从目前检索到的判例来看,依照《1933 年证券法》第 11(e) 条规定、将市场波动纳入投资者损失调整因素范围,[36] 较早的一个案例是 1971 年 *Feit v. Leasco 数据处理设备公司案* [37] 该案中,原告诉称 *Leasco* 在一宗换股并购活动中存在不充分、不准确的披露,导致其投资损失。美国纽约东区联邦地区法院在裁判意见中指出,1969 年美国股票市场出现了激烈而全面的下挫,标准普尔指数在 1968 年 8 月升至 109 点后持续下跌,道琼斯指数 1968 年 9 月攀升至 996 的高点后于 1969 年 10 月下跌了 135 点。考虑这一市场持续性的下跌,很难不推断出原告的部分损失是由于可能会影响到任何证券的市场因素造成的。因此,对原告损失的计算应当根据市场下跌的情况进行调整。在该案中,法院采取了标准普尔指数作为调整参考,缘于标准普尔指数基于一个较大的证券样本,并不只反映某一行业的特有趋势。

在此之后的虚假陈述民事赔偿案件中,法院在面对被告提出的证明投资者损失与虚假陈述无关的证据时,采信的标准越来越高。这就意味着被告不仅要证明案涉证券的涨跌与大盘的涨跌具备相当的同步性,还需要提交更加专业的证据证明投资者哪些损失与虚假陈述有关,哪些损失又是由宏观经济等非虚假陈述因素导致的。

例如,在 1984 年 *Akerman v. Oryx 通讯公司案* [38] 中,被告 *Oryx 公*

[35] *Akerman v. Oryx Communications, Inc.*, 609 F. Supp. 363 (1984).

[36] 有学者曾指出,自《1933 年证券法》通过后的很长一段时间里,第 11 条在计算虚假陈述损害方面并没有发挥多大的作用。Homer Kripke, *Causation of Damages under Section 11 of the Securities Act of 1933*, *New York University Law Review*, Vol. 51 (1976), pp. 217-230.

[37] *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544 (1971).

[38] *Akerman v. Oryx Communications, Inc.*, 609 F. Supp. 363 (1984).

公司于1981年6月30日向SEC提交证券注册文件和招募说明书,发行证券融资300万美元。公开发售后不久,Oryx公司股价开始下跌,截至1981年11月25日共下跌了23.5%。而同期,OTC综合指数跌幅为7.3%。受害投资者提起诉讼称Oryx公司的注册文件中存在错误陈述,违反了《1933年证券法》第11条和第12条的规定。Oryx公司抗辩称,注册文件中错误陈述在1981年11月10日揭露后,Oryx公司股价并没有下跌,而“在错误公告后市值下跌是错误陈述和股票不准确估值存在因果关系最显著的证据”。该案中,美国纽约南区联邦地区法院认为,许多相互独立的因素都会导致股价的下跌,常规市场因素的影响,使被告有权适当减少损害赔偿。被告试图诉请法院驳回原告的诉请时,面临着极高的负担、需要证明股价下跌“纯粹”是由于其他因素导致的,而与虚假陈述无关。在该案中,被告向法院提交了哥伦比亚大学Cyrus Derman、Morton Klein两位教授所作的统计分析作为证据。分析表明,在1981年5月和11月间,其他100支新上市股票遭遇了与Oryx公司股票相同甚至更大的下跌,另一份分析也表明Oryx公司股票整个期间表现也与其自身特点相一致。一审法院最终认定Oryx公司提交的证据足以表明股价的下跌是由与虚假陈述无关的其他因素导致的。在该案二审^[39]中,原告针对被告的举证进行了反证,认为被告向SEC披露期间至被告向市场公告期间股价跌幅19%,而同期OTC综合指数涨幅为5%;同时,该期间内,被告举证的100家上市公司中有82家的股价表现要优于上市公司股价,因此原告的损失与被告的虚假陈述之间存在因果关系。美国联邦第二巡回上诉法院认为,无论是原告的举证还是被告的举证,均缺乏可信用、并没有反映出无数可能影响某一上市公司股价表现变量中的任何一个变量。对于被告的举证,法院认为,除了发行日期相近外,被告列举的100家上市公司与被告上市公司没有任何共同特点(如产品、技术、盈利状况、资产情况等其他可能影响股价的变量);被告选取的时间期间也较短,并不足以评估短期内公众对虚假陈述信息的反应。

[39] Akerman v. Oryx Communs. Inc., 810 F.2d 336, 341, 343 (2d Cir. 1987).

比如,在1998年 *Adair v. Kaye Kotts* 公司案^[40]中,原告诉称 *Feldman Radin* 在为 *Kaye Kotts* 公司 IPO 前制作的审计报告中夸大了发行人的盈利状况,导致了其投资损失。*Kaye Kotts* 公司辩称,公司在1996年5月(揭露日)公告的特别财务报告中披露了前一年度的损失,之后公司股价迅速上升,因此原告并不能证明投资损失的存在。美国纽约南区联邦地区法院认为,虚假陈述揭露后股价是否存在立即波动并非《1933年证券法》第11条是否适用的决定性条件。无可争议的是,在公司业绩披露后,公司股价在某个时点确实存在下跌。但由于没有提供对股价波动的专业分析,法院无法看出虚假陈述信息对股价产生了什么影响。“将虚假陈述的影响从不可诉因素的影响中分离出来……需要提供专业的证据。如果缺少这样的分析,法院将很难削减因与不当行为无关因素而导致股价下降的那部分(损失)”。

再如,美国联邦第七巡回上诉法院在其2007年审理的 *Ray v. 花旗环球金融公司案*^[41]中指出,没有证据显示案涉股票价格下跌是由被告的虚假陈述行为导致的,而被告则引入了专家证据证明案涉股票下跌缘于市场因素(*market forces*)。虽然原告在该案中延请了专家证人,但是该专家仅证明了原告的损失金额,未能证明造成这些损失的原因。

(四) 金融危机等特殊时间节点非虚假陈述致损如何计算

在一些特殊的区间内——如前文提及的美股20世纪60年代的不景气、21世纪初的互联网泡沫^[42]以及2008年金融危机等,投资者因虚假陈述承受的风险损失多被市场整体萧条衰退的系统风险吸收或掩盖,使虚假陈述行为人很容易便从民事责任中脱逸出来。美国联邦第二巡回上诉法院在2017年美国住房金融局诉野村证券等一案^[43]中明确了被告应承担更为严格的举证责任。

2008年金融危机以后,美国法院受理了大量涉及资产支持证券虚

[40] *Adair v. Kaye Kotts Assocs.*, 1998 U. S. Dist. LEXIS 3900.

[41] *Ray v. Citigroup Global Markets, Inc.*, 482 F.3d 991 (7d Cir. 2007).

[42] *Ventura v. Merrill Lynch & Co. (In re Merrill Lynch & Co. Research Reports Sec. Litig.)*, 568 F. Supp. 2d 349 (2008); *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F.3d 189 (2003).

[43] *Fed. Hous. Fin. Agency v. Nomura Holding Am., Inc.*, 873 F.3d 85 (2017).

假记载的民事侵权损害赔偿案件。例如,在2011年9月,美国住房金融局先后提起了16件针对野村证券等投资银行和其他关联机构及个人的诉讼,称被告的住房抵押贷款支持证券的招募说明书中存在虚假陈述。在一起由美国纽约南区联邦地区法院受理的案件中,被告野村证券等主张,原告的投资损失完全是由宏观经济因素导致的,亦即开端于2007年的美国房价崩盘,“当原告的损失与导致其他投资者存在可类比损失的全市场现象(marketwide phenomenon)相伴而生时,原告的损失是由虚假陈述导致的这一可能性将被削弱”。^[44] 法院认为,在某些情况下全市场经济的崩溃是由导致原告损失的同一行为所引起的——虽然很难建立被告的不当行为与市场崩溃之间的关联。而在2011年美国金融危机调查委员会的《金融危机调查报告》中指明了全市场崩溃与被告等在资产支持证券招募说明书中的虚假陈述之间的关联。法院认为,被告未能就因果关系进行消极抗辩举证,特别是没有对宏观经济因素如何导致投资者损失进行量化分析。美国联邦第二巡回上诉法院在该案二审^[45]中维持了一审法院的裁判观点,并进一步指明,金融危机可能会成为证明损害因果关系的障碍,因为在全市场普遍低迷时很难判别是特定的虚假陈述还是宏观经济因素导致了证券投资损失。当原告主张被告违反了《1934年证券交易法》时,被告将从金融危机(是否导致投资损失)的不确定性受益。在这种情况下,被告必须就损失因果关系进行举证,区分特定虚假陈述致损的部分和宏观经济因素致损的部分。

五、结论与启示

本文分析了我国不同法院在审理涉2015年股市异常波动的虚假陈述民事案件的裁判差异特征,梳理了美国虚假陈述民事赔偿扣减规则制度设立背景与司法实践经验。不难发现,无论是我国《虚假陈述

[44] Fin. Guar. Ins. Co. v. Putnam Advisory Co., LLC, 783 F.3d 395 (2015).

[45] Fed. Hous. Fin. Agency v. Nomura Holding Am., Inc., 873 F.3d 85 (2017).

司法解释》第19条的规定,还是以《1933年证券法》第11(e)条为代表的美国虚假陈述民事赔偿扣减规则,其立法目的都是平衡受害投资者和虚假陈述行为人的利益,在救济受害投资者的同时防止将与虚假陈述无关的投资损失转嫁给虚假陈述行为人。比较而言,美国的虚假陈述民事赔偿扣减规则,明确了以因果关系证明为裁判中心,使法官更加重视考察被告所提交证据的证明能力,也有充分的裁量权对哪些因素属于与虚假陈述无关但又确实造成了投资者的损失进行判断。当然,这样一种抽象法理演绎的裁判进路相比于具体技术规则适用的裁判进路,对法官的审判能力、对法院长时间同类型案件裁判经验的积累都提出了极高的要求。

“所谓公正,就是给人以应得。”^[46]基于证券侵权责任规则的价值本位和司法裁判应具有的功能,结合美国证券虚假陈述民事诉讼的立法和司法经验,本文提出如下思考建议:

(一)《虚假陈述司法解释》的完善宜回归以因果关系证明为中心

首先,应当细化“系统风险”的类型指涉和认定标准。以相关因素外部性影响的全局性、全面性作为判断是否属于“系统风险”的依据,以大盘、板块等指数综合考虑“系统风险”的影响。

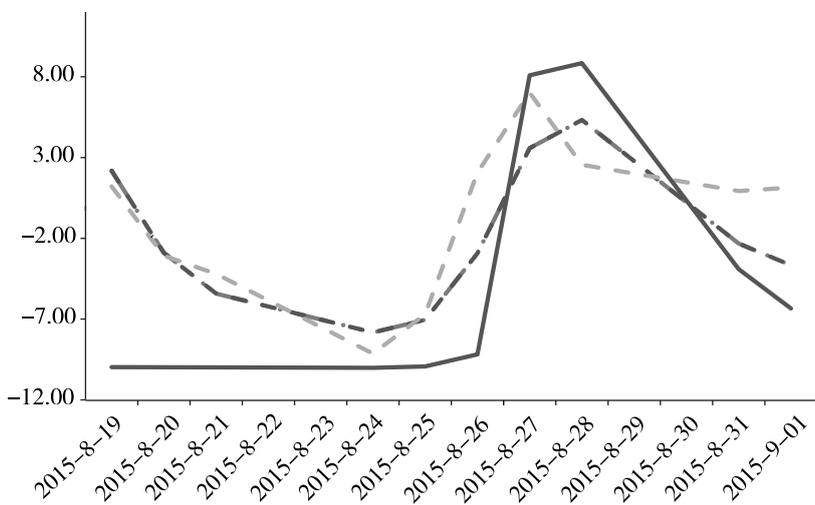
其次,由于“系统风险”的判断和认定极具专业性,涉及宏观经济、证券市场波动、个股供求关系、投资者心理等综合因素分析,因此法院在对原被告专家证人、《专家意见书》的证据效力审查时,不宜持一概否定的态度,同时还有必要探索构建专家证人制度。^[47]

最后,被告就“系统风险”存在举证时,法院不仅应考察相关证据真实性,更应要求被告就“系统风险”与投资者损失之间的因果关系如何存在及体现,“系统风险”致投资者损失比例如何进行详细、充分论证阐述。本文认为,可以考虑利用统计学中惯常使用的分析两组数

[46] 王海明:《新伦理学》,商务印书馆2008年版,第773页。

[47] 参见邵劭:《论专家证人制度的构建——以专家证人制度与鉴定制度的交叉共存为视角》,载《法商研究》2011年第4期。

据是否具有相关性的 CORREL 函数,^[48] 验证案涉股票波动与选定指数波动之间是否存在相关性。以 2017 年“亚太实业虚假陈述案”为例,这里选取了深证成指、深证 A 股指数、金融房地产板块指数以及亚太实业的涨跌幅作为基础数据。从涨跌幅数值比较来看,亚太实业股价的波动与选定指数的波动具有较高的同步性(见下图);利用 CORREL 函数分析亚太实业股价波动与选定指数波动的相关性,可以看出,亚太实业股价波动与选定指数波动具有较高的相关性(见表 2)。这一分析结果与最高人民法院的裁定导向相符。



资料来源: Wind。

- · — 涨跌幅:深证成份指数(部分与A股指数重合)
- - - 涨跌幅:深证成份A股指数
- · - 中证行业指数涨跌幅金融地产
- 亚太实业日涨跌幅

亚太实业股价涨跌幅与选定指数涨跌幅对比

[48] CORREL 函数计算公式为 $\text{Correl}(X, Y) = \frac{\sum(x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sqrt{\sum(x - \bar{x})^2 \sum(y - \bar{y})^2}}$ 。一般来说,

相关系数取绝对值后, 0 ~ 0.09 为没有相关性, 0.1 ~ 0.3 为弱相关, 0.3 ~ 0.5 为中等相关, 0.5 ~ 1.0 为强相关。

表2 亚太实业股价与选定指数波动相关系数^[49]

选定指数	相关系数
深证成指	0.78
深证A指	0.78
金融房地产行业指数	0.69

资料来源:Wind。

(二)明确和细化可能导致投资者损失“其他因素”的类型和认定标准

由于《虚假陈述司法解释》第19条对“其他因素”的规定尚不明确,导致各级法院在适用中存在极大的障碍,最高人民法院在后续规则完善时宜对“其他因素”作细化规定。应当承认,除证券市场全局性、整体性波动之外,导致案涉证券价格波动而又与虚假陈述行为无关的其他因素的类型是多种多样的,一时难以穷尽其全部,这里仅以三类因素作为说明。

第一类是行业板块在某一周期内的异动。例如,2017年4月雄安新区设立以及2018年4月有关支持海南全面深化改革的政策出台后,“雄安板块”和“海南板块”都出现了较长时间的波动,随着板块热点逐步降温,板块个股价格一般会出现或急或缓的跌落调整。盲目追逐热点,惯于“炒新”“炒小”“炒差”“炒短”是在一个投机气氛浓郁的市场环境中投资者非理性投资行为的典型特征,因追逐热点而导致的投资损失也是投资者应承受的市场风险,但客观来说行业板块在特定时间内的异动应当属于与虚假陈述无关的因素。

第二类是第三方的市场操纵交易。例如,前文所述徐翔因恶意操纵证券价格而导致了投资者权益损失。本文认为,如有明确证据证明案涉证券价格下跌、投资者权益损失是由第三方的市场操纵交易导致的,人民法院应当将这一因素纳入考量范围。由于市场操纵行为的隐蔽性,受害投资者往往难以直接举证,因此在提起诉讼时,投资者可能需要倚重于监管机构的行政处罚决定、公告,或者人民法院的刑事裁判文书。

[49] 同注[48]。

第三类是上市公司经营管理中的重大变故、重大挫折。证券市场具有信息敏感性,上市公司的重大战略遭遇挫折、经营投资遭遇重大损失等都会传递到证券市场,造成股价的波动。这一因素往往也属于与虚假陈述无关的因素,应当在计算投资损失时进行必要扣减。同时还应当注意,一些上市公司的重大变故有时也是其虚假陈述行为的消极后果之一,因此,也不宜一概肯定重大变故属于与虚假陈述行为无关的因素。例如,在“大智慧虚假陈述案中”,大智慧公司的收购湘财证券的计划被证监会叫停,而并购中止的原因又与该公司涉嫌虚假陈述、被证监会立案调查有关。^[50]

(三) 设定系统风险等致损部分扣减上限,以体现法律和司法裁判引导、矫正的价值

在目前证券市场诚信体系有待进一步健全、虚假陈述案件持续频发的情况下,司法政策固然要秉持其不偏不倚的立场,还应当对当前证券市场治理现状有所回应,在受害投资者权益救济上设置倾斜性保护的诉讼机制。比如,欣泰电气先行赔付方案在确立以创业板指数作为扣减方法前提下,对市场波动所致的损失从赔付比例的角度设置了修正,以扣除市场风险后比例与固定赔付比例孰高的方法计算投资差额损失,投资者的最低差额损失为60%。这种调整,在尊重法律的基本逻辑和法理前提下,在寻求惩治虚假陈述行为人和保护投资者权益之间寻求平衡,有助于充分体现法律和司法裁判引导、矫正的价值,值得参考和借鉴。

(编辑:姜沅伯)

[50] 参见《大智慧收购湘财证券被中止 4只湘财概念股落空》,载证券时报网:<http://stock.stcn.com/2015/0512/12235559.shtml>,2018年8月30日访问。