

证券虚假陈述保荐机构的民事责任：乐视网案的启示与疑问

樊 健* 朱倩颖**

摘要：就保荐机构在证券虚假陈述中的民事责任，北京金融法院在乐视网案中的裁判要旨具有相当重要的启示意义：一是，法院应当在判决中明确被告的主观要件，使被告知晓自己的失职所在；二是，法院应当秉承精确追责的原则，考虑多种因素来判决被告承担比例连带责任。乐视网案的裁判要旨对于债券市场的虚假陈述民事案件也具有相当重要的参照功能。但是，在本案中，北京金融法院认为由于被告不能充分举证，故不应扣除非系统风险和专业投资机构与普通投资者一样都可以适用信赖推定的裁判要旨，则存在进一步讨论的空间。

关键词：保荐机构 证券虚假陈述 乐视网案

2023年9月21日，北京金融法院就引发全社会关注的乐视网案^①作出了一审判决，其判决书对于乐视网案中的诸多争议和疑难问题给出了较为详尽的解答。鉴于乐视网案的社会关注度和北京金融法院的专业性与权威性，本案的裁判要旨必然对后续的证券虚假陈述案件具有重要参考价值。

本文以乐视网案中的保荐机构民事责任为视角，来分析乐视网案裁判要旨对后续案件的启发意义，同时对于本案的若干裁判观点提出商榷，希望对于我国证券虚假陈述民事责任制度的发展和完善有所助益。

* 法学博士、上海财经大学法学院副教授。

** 华东政法大学硕士研究生。

① 王雁序等诉乐视网信息技术(北京)股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，北京金融法院(2021)京74民初111号民事判决书。

一、乐视网案关于保荐机构民事责任的裁判要旨

乐视网案的基本案情如下:在首次公开发行阶段(IPO),乐视网通过虚构业务及虚假回款等方式虚增业绩以满足上市发行条件,并持续到上市交易之后。乐视网上市后,除利用自有资金循环和串通“走账”虚构业务收入外,还通过伪造合同、以未实际执行框架合同或单边确认互换合同方式继续虚增业绩。此外,乐视网其他被起诉的虚假陈述行为还包括:未按规定披露关联交易;未披露为乐视控股等公司提供担保;未如实披露贾跃芳、贾跃亭向上市公司履行借款承诺;2016年非公开发行股票行为构成欺诈发行。^①

乐视网案涉及两类保荐机构,其一是在公开发行阶段的保荐机构,即平安证券;其二是在非公开发行阶段的保荐机构,即中泰证券和中德证券。就后者而言,北京金融法院认为,由于非公开发行阶段的财务造假行为并未影响公众投资者,故公众投资者不能向保荐机构索赔,因此本文所分析的保荐机构民事责任是公开发行阶段的保荐机构,即平安证券。

关于公开发行阶段保荐人平安证券的民事责任,北京金融法院的裁判要旨如下:

(1) 平安证券提供的是深度参与并对乐视网股票发行有重要作用的服务行为。保荐人在各个中介机构中具有统揽全局、组织协调的关键作用。保荐机构的履职行为对于证券的发行实质上起到了推荐和担保的作用,意义重大。在乐视网IPO过程中,平安证券担任保荐人这个至为重要的工作角色,干系重大。

(2) 平安证券作为保荐机构的特别注意义务具有特殊性。在IPO中各个中介机构虽然主要基于其特别注意义务进行履职,但保荐人的特别注意义务又有所不同。其他中介机构的特别注意义务一般只及于某一专业领域,但保荐人的特别注意义务则较为复杂。

(3) IPO阶段的信息披露对于投资者的投资决定具有重要参考意义。股份有限公司只有经过IPO上市,其股票才能在交易所市场流通。而上市公司因为对投资者影响巨大,所以在信息披露和法律法规等方面的要求远高于非上市公司。这种要求转化的分水岭就是IPO。只有经过IPO这道关口让实质上符合上市条件的公司进入

^① 由于本案案情较为复杂,时间跨度也比较长,涉及的被告众多,本文无法详细地介绍本案案情,有兴趣的读者可参阅本案判决书或者参阅证监会的行政处罚决定书来了解详细的案情。

公开市场,才能维持 IPO 的制度价值,提升上市公司治理水平,更好地维护资本市场的健康。本案中,平安证券作为 IPO 中最重要的中介机构,为实际上不符合上市条件的乐视网推荐上市,未完全履行勤勉尽责义务,应当承担相应赔偿责任。

(4) 信息披露的影响会随着时间的推移而衰减。一般而言,当收到新的信息时,投资者会更新对未来结果的信念,并根据信息作出自己认为的最优决策,选择最高预期效用。但现实中,投资者仅仅具有有限的理性和信息获取、处理能力。相对而言,投资者更重视较近出现的、容易获取的、容易理解的信息,而非较早出现的、难以获取的、晦涩难懂的同类信息。因此,在考虑到投资者信息处理现实约束的情况下,信息具有时效性,即投资决策尤其是以投机为主的短期投资决策会更多受到当期的信息影响,随着时间的推移,信息的重要性随着期限的拉长而呈现逐渐衰减的趋势。但由于投资决策本身的复杂性,长期主义的价值投资者和短期主义投资者同时汇集在市场中,甚至有的投资者本身就是各种风格兼有。而长期主义的投资决策倾向于关注上市公司长期的基本面,较长时间以前的招股说明书、年度报告等对该部分投资者仍然具有参考价值。因此,上述信息披露的衰减效应不能绝对化。本案中,北京金融法院在考虑平安证券参与的 IPO 阶段的信息披露衰减效应的同时,也会考虑投资者关注乐视网长期基本面的情况,因而不会简单地将平安证券的责任做每年递减的判定,而是充分考虑上述因素后衡平确定一个比例。

最终,北京金融法院判定,平安证券作为乐视网 IPO 阶段的保荐人和主承销商,在履行职责过程中未勤勉尽责、内控机制执行不到位,出具的发行保荐书中发行人财务数据与实际不符,对乐视网虚假陈述行为的发生存在重大过失。同时,北京金融法院也注意到,乐视网的财务造假系实际控制人贾跃亭指挥组织其团队策划实施,手段较为隐蔽。平安证券在获取、查阅审计机构出具的无保留意见《审计报告》基础上,通过尽职调查未能发现相关异常情况,也受 2010 年当时的核查手段和工具的局限性的制约,对此不应无视。根据平安证券的过错程度及上述分析的各方面因素,北京金融法院酌情确定平安证券就原告投资者损失在 10% 的范围内,与乐视网承担连带赔偿责任。

本文认为,北京金融法院根据保荐机构在 IPO 中的作用、保荐机构的具体履职情况、虚假陈述本身的隐蔽性以及虚假陈述对投资者影响的衰减性等角度出发,在认定保荐机构具有重大过失的基础上,判决保荐机构承担 10% 的比例连带责任,做到了精准化追责,值得肯定。

二、乐视网案的启示

本文认为就保荐机构的虚假陈述民事责任,乐视网案的重要启示在于以下三个方面,具体而言:

(一) 保荐机构主观要件明确化

证券法第85条规定保荐机构承担证券虚假陈述民事责任的归责原则是过错推定,即只有保荐机构证明自身没有过错的情况下,才能免于承担责任。就其中的过错,证券法条文并未规定,如果参考民法典的规定,则过错类型包括故意、重大过失和一般过失。对此,市场普遍认为在保荐机构仅存在一般过失的情况下,如果其就与发行人对外承担连带赔偿责任,则对于保荐机构的责任负担过重,不符合侵权责任中的过责相当原则,不利于证券市场服务机构的健康良性发展。^①对此,《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《虚假陈述若干规定》)第13条明确规定,^②保荐机构仅因故意或者重大过失才对外承担连带责任,司法解释的目的性限缩有其坚实的政策性考量值得赞同。

然而,在实际的审判过程中,针对被告的主观过错,法院并未严格按照司法解释的要求,在明确认定被告具有故意或者重大过失的基础上,才判定被告承担民事责任,法院通常笼统地说被告由于存在过错,是故应对投资者承担赔偿责任。例如,在刘利秋与山东雅博科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中,^③法院认为“根据中国证监会《行政处罚决定书》以及本案查明的其他事实,……金元证券在出具《2015年持续督导意见》时,未勤勉尽责,出具的报告或意见存在虚假记载,……金元证券未按照《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第31条规定开展工作,未对木尔坦项目进行必要的核查、未对公司盈利承诺履行情况进行必要的核查,未关注到雅博公司建筑材料购销业务异常增加,也未与会计师核实雅博公司的业务结构、盈利模式等情况,在知悉李某松担任多家雅博公司供应商董事长、相关贸易业务存在异常

^① 王琦:《审验机构虚假陈述民事责任的制度机理——以威慑功能的实现为逻辑轴线》,载《法学家》2023年第1期。

^② 本条规定为,“证券法第85条、第163条所称的过错,包括以下两种情形:(一)行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件,或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布;(二)行为人严重违反注意义务,对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。”

^③ 山东省济南市中级人民法院(2021)鲁01民初1326号民事判决书。

的情况下,未尽到注意义务,未进一步核实购销情况,未发现雅博公司存在虚构建材销售收入的情况。……金元证券未能举证证明其在出具案涉不实报告时没有过错,应依法承担相应责任。”虽然从法院认定的事实来看,金元证券确实在执业过程中存在重大过失,但是仅就法院最后的判断来看,其仅认为被告金元证券存在过错,而判决其与发行人承担连带责任,至少从形式上看,不符合司法解释的规定。如果法院能够明确金元证券的过错性质,应能让其更容易接受法院的裁判结果。

相比之下,在本案中,北京金融法院明确认定保荐机构平安证券存在重大过失,因此应当与发行人承担比例连带责任。并且,法院并未简单地以保荐机构已经被课以行政处罚而直接认定其具有故意或者重大过失,而是从保荐机构的职能定位、工作内容以及查验手段等多个角度,在民事诉讼中独立论证保荐机构的过错程度,适当地分开了行政处罚和民事责任之间的差异,值得肯定。

在证券虚假陈述司法实践中,中介机构等故意参与发行人财务造假的情况较为罕见,更多的是中介机构等对于财务造假存在重大过失。因此,如何判断中介机构等存在重大过失,或者说如何区分中介机构等对于发行人的虚假陈述究竟是一般过失还是重大过失?即为司法实践中的重大争议问题。对此,学界已有诸多讨论,足供参考。^①对此,本文认为“行政的应归行政,民事的应归民事”,针对被告不具有重大过失的抗辩,法院应当从民事过错的角度进行独立审查,并在民事判决书中清晰地阐明法院的判断依据,不能仅以被告已经被课以行政处罚而直接认定或者存在先见的认定被告具有重大过失。主要理由有二:第一,从目前行政执法的实践来看,行政相对人是否具有主观过错仅仅是证监会课以行政处罚的考量因素之一,有时即使行政相对人没有主观过错,证监会也会课以行政处罚。例如在“保千里案”中,^②法院认为,“证券虚假陈述中行政处罚和民事侵权责任的法律依据不同,判定标准亦存在差异。因此,上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员因证券虚假陈述受到行政处罚,并不必然推定其存在过错并承担相应的民事赔偿责任。”第二,虽然有的

^① 湘财证券股份有限公司、北京市天同律师事务所联合课题组:《债券违约情景下承销商虚假陈述民事责任及风险防范研究》,中国证券业协会2019年优秀课题。

^② 中车金证投资有限公司与江苏保千里视像科技集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案,广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。另参见王辉与鞍山重型矿山机器股份有限公司、杨永柱证券虚假陈述责任纠纷案,辽宁省沈阳市中级人民法院(2017)辽01民初416号民事判决书。法院认为,“所谓侵权责任的过错,是指侵权行为人对于侵权行为具有主观故意或者过失。行政违法与民事侵权应依据不同法律、法规予以认定,两者具有不同的法律构成要件。”

行政处罚会明确认定行政相对人的主观状态(例如盛运环保案),^①但是绝大多数的行政处罚并不明确认定行政相对人的主观状态到底是重大过失还是一般过失。因此,也就无法从行政处罚本身来判断行政相对人的主观状态为何。所以,在证券虚假陈述民事案件中,法院应独立判断并详细论证被告的主观状态究竟为何。

(二) 保荐机构承担责任的精细化

1. 信息递减理论的引入

本案中,北京金融法院创新性地提出了信息递减理论,来论证虚假陈述对于投资者损失的影响。该理论认为,随着时间的经过,虚假陈述对于投资者的影响呈现逐渐减弱,甚至不会影响投资者投资决策的影响。北京金融法院认为,一般情况下,投资者通常会对近期发生的信息予以关注和考虑,而对于远期的信息相对关注较少,这样远期信息的虚假陈述对于投资者的影响就不如近期信息虚假陈述对投资者影响大,因此远期信息的虚假陈述和近期信息的虚假陈述不能同等对待。同时,北京金融法院又认为,这样的信息递减情况,对于长期主义投资者而言可能不那么明显,因为长期主义可能也同时关注远期信息,例如本案中乐视网上市时的招股说明书等,因此对于信息递减理论也不能绝对化。由于长期主义投资者也会将远期虚假陈述信息反映到股价上,因此普通投资者也可能受到远期虚假陈述的影响。综上所述,信息递减理论会在一定程度上减少被告的赔偿责任,而不是切断交易因果关系,进而免除被告的赔偿责任。

北京金融法院的信息递减理论有其理论基础,同时也符合证券市场的实际情况。但是需要进一步讨论的是,该信息到底是影响了投资决策还是对于投资者损失有影响,如果是前者的话,那么交易的因果关系就被切断,被告无需赔偿投资者。如果是后者的话,则需要酌情扣减被告的赔偿责任。从北京金融法院的分析来看,应该是对投资者的损失产生影响。但是,按照北京金融法院的理论,在信息不断递减的情况下,可能不会对投资者产生影响,那么此时交易因果关系就会被切断。因此,如何从时间维度和信息重要性维度来划分出对交易因果关系有影响的信息和对损失因果关系有影响的信息,需要在后续审判实践中进行更为精细的区分。此外,即使认为信息递减理论仅对损失因果关系有影响,则该影响程度到底有多少,法院在酌定减免被告的赔偿责任时应当如何说理,以便投资者信服,也是对该理论在后续被采用时所解

^① 中国证券监督管理委员会安徽监管局行政处罚决定书〔2019〕4号。

决的难题。但是,不论如何,北京金融法院对于证券虚假陈述民事责任中的因果关系理论进行更为精细化的发展,这点无疑是值得肯定的。

2. 比例考量因素的细致化

比例连带责任已经成为我国证券虚假陈述民事责任的主流表现形式。在本案中,保荐机构平安证券被北京金融法院判决与发行人向原告投资者承担 10% 的比例连带责任。北京金融法院给出了具体的考虑事由:一是,由于保荐机构存在重大过失,按照司法解释的规定应当与发行人承担连带责任;二是,考虑到乐视网的财务造假系实际控制人贾跃亭指挥组织其团队策划实施,手段较为隐蔽。平安证券在获取、查阅审计机构出具的无保留意见《审计报告》基础上,通过尽职调查未能发现相关异常情况,也受 2010 年当时的核查手段和工具的局限性的制约,因此判决承担 10% 的比例连带责任。

这种通过较为详细说理来分析各被告所要承担的具体比例的比例的司法裁判,有助于保荐机构知晓承担责任的基础,也便于在后续的保荐业务中吸取教训,避免重蹈覆辙。在比例连带责任已经成为证券虚假陈述连带责任制度的主流方式下,如何能够准确地判定各被告承担比例责任的范围,是未来司法实践所需要重点克服的难题,北京金融法院在乐视网案中的说理,无疑具有重要的启示意义。事实上,如果能够相对准确地确定各被告对外承担责任的比列,也能较为顺利和有效率地解决各被告内部追偿的问题,可谓是毕其功于一役。

总之,越是精确化的裁判说理,越是能够让保荐机构等中介机构知晓自身的职能边界和责任边界,实现“过责相当”的侵权责任基本原则,取得较为良好的司法效果。正如北京金融法院在本案判决书中所总结的那样,资本市场是规则先行的市场,法治是中国特色现代资本市场健康发展的基石,法治兴则市场强,只有坚持市场化法治化,才能为资本市场营造稳定、透明、可预期的发展环境。而上市公司的财务造假行为,严重挑战资本市场信息披露机制的严肃性,严重毁坏资本市场的诚信基础,严重打击资本市场信心,严重损害广大投资者合法权益,可谓是资本市场的“毒瘤”。民事责任是清除这一“毒瘤”的重要手段,是救济被“毒瘤”侵害的投资者的重要机制。但是也要看到,民事责任的承担不应搞粗放式的笼统式追责,亦不应搞“一刀切”的无差别追责,更不能搞“根据执行能力定责”的功利性追责。这三种追责逻辑中,前两种会导致责任不清,起不到正向引导作用,第三种则将证券虚假陈述民事赔偿责任中的追“首恶”演变为追“首富”,将民事责任异化为保险机制,直接损害社会公平正义。我

们需要在坚持“过罚相当”原则的基础上,根据被告各自岗位、职责、参与的虚假陈述行为在整体中的占比、过错程度等多种因素,进行精准追责。同时,也应当统筹考虑绝对赔偿数额与赔偿责任比例,避免出现只顾及责任比例而忽略绝对赔偿数额的问题。总之,只有合理确定发行人、实际控制人、董监高和中介机构的民事责任,才能更为有效地规范、引导、督促各市场主体归位尽责,为打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供坚实的法治保障。

(三) 乐视网案对债券虚假陈述案件的参照

乐视网案的裁判要旨不仅对于股票虚假陈述,尤其是涉及股票首次公开发行时即存在虚假陈述的案件具有重要的参考价值,对于债券虚假陈述民事案件的审理也具有重要参照意义。事实上,本文认为,包括银行间债券市场在内的债券市场都应适用统一的司法裁判规则,^①当然要考虑债券市场与股票市场的重要差别,例如市场的效率性、参与者的成熟度以及两类证券的价格确定方式等,进行有针对性的调整。

乐视网案对于债券虚假陈述的重要参照,至少体现在以下两点:一是,针对债券虚假陈述中,被告是否具有故意或者重大过失,诸多判决书都未予以明确,因此被告往往对于一审判决并不服气。所以,在后续关于债券虚假陈述的司法审判中,法院重点考察的问题之一便是被告是否具有故意或者重大过失,并且应当在判决书中予以明确;二是,针对债券承销商的虚假陈述民事责任,其工作内容与职责范围等与保荐机构在股票公开发行中所起到的作用并不相同,因此法院在决定债券承销商的责任时,需要进行精细化地分析,从其具体工作内容等出发来准确、合理地确定其责任。

以引起市场广泛关注的胜通债案为例,^②法院在认定承销商的民事责任时,认为:“首先,承销商应对按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求,对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查。本案中,国海证券已被中国证监会认定违反《公司债券承销业务尽职调查指引》《公司债券承销业务规范》《公司债券发行与交易管理办法》等相关行业执业规范的要求,未进行审慎的尽职调查,国海证券对此未能作出合理解释;其次,承销商应对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容,经过审慎核查和必要的调查、复核,有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。本案中,国海证券并未提供充足证据予以证

^① 不同意见,参见邢会强:《论银行间债券市场非金融企业债务融资工具虚假陈述民事纠纷对〈证券法〉的适用性》,载《债券》2023年第9期。

^② 平安养老保险股份有限公司诉山东胜通集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案,山东省青岛市中级人民法院(2022)鲁02民初1063号民事判决书。

明其对案涉审计报告进行核查,也并未提供合理理由证明其对案涉审计报告排除了职业怀疑并形成合理信赖。最后,承销商应对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容也应经过审慎尽职调查和独立判断。本案中,钢帘线作为胜通集团主营业务之一,国海证券应对胜通钢帘线产能利用率、销售收入、纳税申报材料等作为专项问题予以审慎查验,但国海证券并未提供充足的证据证明其履行了必要的查验程序。……国海证券作为专业的承销机构,应在尽职调查中发现胜通集团的财务造假行为,而因其未保持合理的职业怀疑导致其出具的《核查意见》《核查报告》及《承诺函》存在虚假记载,具有过错。国海证券未提供充足证据证明其已经按照相关法律和行业规范的要求尽到了勤勉尽责的义务,应当对本案原告损失承担连带赔偿责任。”

本文认为,本案的判决有两处需要进一步讨论:一是法院认为,既然证监会已经对国海证券进行了行政处罚,就直接认为其未勤勉尽责,具有过错。如前所述,证监会处罚债券承销商可能基于多种事由,并不一定表示行为人具有过错。此外,即使认为承销商国海证券具有过错,到底是重大过失还是一般过失,本案法院也没有予以明确。尤其是在司法解释已经明确规定被告仅因故意或者重大过失才承担责任的情况下,法院仅认定承销商存在过错就判决其承担连带责任,显然不能说服被告。二是本案法院直接以国海证券存在过错为由,直接判决其与发行人承担100%的连带责任,显然是过分加重了债券承销商的责任,有违“过罚相当”的侵权责任原则,也有违精细化追责的审判实践。

三、乐视网案的疑问

当然,乐视网案的裁判要旨也存在一定的讨论空间,本部分就两个方面提出本文的疑问,希望能引起法院在后续审判时的关注。一是,是否应当扣除非系统风险;二是,资管机构等机构投资者是否负有更高的注意义务。

(一) 非虚假陈述因素的扣除

《虚假陈述若干规定》第31条第2款^①明确了被告可以举证损失由非系统风险所

^① 本款规定为,“被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩,人民法院应当予以支持。”

导致而减免自身的赔偿责任。因此,仅从请求权基础或者法律适用的角度来说,司法实践中对此可能并没有太大争议,主要的问题大概是被告对此的举证;换言之,被告到底提供什么样的证据能够使法院确认存在非虚假陈述因素,因而可以减少被告的被告责任。

在乐视网案中,北京金融法院却拒绝了被告的非系统风险扣减的抗辩,主要理由如下:就本案虚假陈述责任纠纷而言,不应考虑其他风险因素。理由在于,被告未能证明其他风险因素独立于虚假陈述行为对乐视网股价产生消极影响。考虑证券市场风险因素(即所谓系统风险)对股价影响时,主要从大盘指数、行业指数方面去对比分析。因为与案涉股票紧密联系的大盘指数和行业指数代表了案涉股票所处的由大到小的环境,这些自身所处的环境因素无疑会对个股产生影响。但是,在考虑其他风险因素(即所谓的非系统风险)对股价的影响时,则很难基于某一个体事件当然认为该事件对股价产生影响。从证券市场的运行特点看,股票的价格围绕着公司价值上下波动是常态。将上市公司股价的涨跌完全归因于上市公司日常经营中的特定事件,必须有充分的证据予以证明。本案中,乐视网连续十年财务造假,属于较为少见且情节恶劣的虚假陈述行为,其对乐视网股价的影响一直在持续。甚至,随着年复一年的财务造假的累积,对股价的影响还在不断强化。再叠加实施日至揭露日期间的其他虚假陈述行为,乐视网整体的虚假陈述行为对于乐视网股价的影响显而易见。在此情况下,以乐视网日常经营中发生的相关事件对股价的影响,去抵消虚假陈述对股价的影响,必须进行充分的证明。本案中,被告并未举证证明其提出的诸多事件如何影响乐视网股价,亦未举证证明这些事件独立于虚假陈述行为对乐视网股价产生了消极影响。基于上述理由,北京金融法院认为,案涉虚假陈述行为导致的损失不存在非系统风险的影响。

事实上,在其他虚假陈述案件中,法院依托专业损失核定机构的专业意见,使用金融学上的事件分析法,大体已经能够测算出单个事件对于投资者损失的影响。例如,在上海金融法院所审理的一系列虚假陈述民事案件中,法院通过“收益率曲线同步对比法”来较为准确地计算包括非系统风险在内的损失扣减因素。该方法的基本原理是:通过对比投资者实际投资的损益比例(名义损益比例)与排除虚假陈述因素的模拟损益比例,得出投资者受虚假陈述而产生的差额损失。其中,模拟损益比例是通过对比影响股价的各因素予以定量分析,计算出除虚假陈述外的各因素所形成的案涉证券模拟收益率曲线,并根据投资者实际投资时间、数量进行模拟投资形成的损益

比例。“收益率曲线同步对比法”的计算公式为：投资差额损失金额=名义买入成本×(名义损益比例-模拟损益比例)。其中，(名义或模拟)损益比例=(买入成本-回收成本)÷买入成本×100%；买入成本=买入均价×实施日至揭露日期间的净买入股数；回收成本=揭露日后每笔卖出股数×(实际或模拟)卖出股票价格+基准日仍持有股数×基准价。^①因此，本文认为，如果法院认为被告提交的证据还不足以说服法官非系统风险对于损失的影响，则可以依职权委托具有专业资质的机构按照通行的计算方法来测算非系统风险对于损失的影响。^②

(二) 专业投资机构的注意义务

专业投资机构，例如证券私募基金等在投资时是否负有更高的注意义务？换言之，以保护普通投资者为主要目的的信赖推定，是否可以同样适用于专业投资机构，从而免除其证明存在交易因果关系的义务，不论是理论还是实务，都存在不同的观点。

持有肯定论的观点认为，信赖推定的主要作用是免除普通投资者的举证义务，因为如果法律坚持要求普通投资者自行证明其投资行为是由于信赖了发行人所披露的虚假信息所导致，则普通投资者由于其保留证据的难度，甚至是做出投资决策的依据等（例如听从朋友的推荐），其无法提供证据证明，从而其必然会在民事诉讼中败诉。反之，由于专业投资机构具有内部的决策流程，在投资上市公司前需要进行充分和专业的投资分析，因此其举证是受到虚假陈述欺诈而进行的投资难度不高。此外，由于对于专业机构投资有较高的举证要求，反过来还能促使这些机构进行谨慎投资，更有助于形成理性的投资文化，反过来对我国资本市场的理性发展颇有助益。^③例如，在

^① 肖凯等：《构建多因子量化计算模型精准认定证券虚假陈述投资者损失——许某某等诉普天公司案评析》，载《证券法苑》2021年第2期。

^② 相关讨论，参见丁宇翔：《证券司法中专业资源的运用逻辑及其规范进路》，载《中国法律评论》2023年第5期；陈广辉：《证券虚假陈述侵权损失核定的路径选择》，载《政法论坛》2023年第6期。在李向东与广东柏堡龙股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中（广东省广州市中级人民法院（2023）粤01民初2518号民事判决书），广州中院原则上同意依据第三方机构的证据来扣减非系统风险对投资者损失的影响，但是在本案中法院经过审查认为第三方机构所列举的重大事件没有对投资者损失产生影响。法院认为，“中证中心以及中国证监会下属的其他评估机构客观上确实暂时均不具备评估非系统风险的条件，故而在本院之前委托的评估中，中证中心确实未对非系统风险予以评估。柏堡龙公司对此抗辩有理，应予以采信，即虽然深圳价值在线是柏堡龙公司单方委托的评估机构，但其也是独立存在的第三方中介机构，在现有中国证监会下属的评估机构不具备评估非系统风险的情况下，该机构作出的评估报告具备一定参考价值，可作为本案非系统风险问题的参考依据。……深圳价值在线的评估报告可知：其采用多因子模型算法，并对重大事件进行分类筛查，在获得叠加事件分析法的模拟日收盘价序列后，基于‘滑动窗口模拟对比法’，最终确定对非系统风险造成重大影响的显著事件以及各事件的风险比例影响。……柏堡龙公司单方委托的第三方评估机构——深圳价值在线作出的评估报告中认定的存在非系统风险的5个事件均不是上述规定中应减轻或免除柏堡龙公司相应责任的因素，根据现有证据显示，柏堡龙公司所述的本案中的非系统风险并不存在，中证中心对投资者作出的损失评估测算结果合理合法，可作为本案原告投资损失的认定依据。”

^③ 参见樊健：《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》，载《中外法学》2016年第6期。

上海雨浩投资咨询有限公司与浙江祥源文化股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案中,^①浙江省高级人民法院认为:“虚假陈述赔偿的规定采用‘市场欺诈’和‘推定信赖’原则确定因果关系的目的在于保护我国证券市场中不具备专业投资知识的中小投资者,而对于专业投资机构,因其应当具备高于普通证券市场投资人的投资技能和专业研究分析能力,不能仅凭其买入受虚假陈述影响的股票即认定其投资损失与虚假陈述存在因果关系,应分析辨别其投资损失是受虚假陈述影响还是其他因素导致。原审法院根据雨浩投资咨询公司主体身份的特殊性,认定在判断雨浩投资咨询公司‘推定信赖’能否成立的问题上,对其应适用高于普通证券市场投资人注意义务的标准,并无不当。该注意义务对外一般表现为对上市公司公开文件的分析、对上市公司进行实地考察和提出可行性研究报告等,对内则表现为按照公司章程规定履行了相应的审批、讨论、决策程序等。如果没有证据证明专业投资机构尽到审慎注意义务,则不能当然依据‘推定信赖’原则认定投资损失与虚假陈述之间存在因果关系。本案中,在尚无充分证据证明雨浩投资咨询公司运用了专业知识和技能对祥源文化公司股票的投资价值进行了判断并严格遵循了投资决策程序的情况下,可以认定雨浩投资咨询公司在投资祥源文化公司股票时未能尽到审慎对待虚假陈述信息的注意义务,并非基于对虚假陈述的合理信赖进行投资。”^②

但是,在乐视网案中,北京金融法院认为专业投资机构并不负有更高的注意义务,其理由是“从投资者的分类体系看,普通投资者是和专业投资者相对的投资者,二者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面存在差别。但机构投资者并非与普通投资者相对的投资者类别,机构投资者不一定是专业投资者。从相关答辩意见看,被告意在强调专业投资者在本案中应该有更高的注意义务,从而应该减轻其赔偿责任。对此,本院认为,《虚假陈述若干规定》在适用范围上并未区分普通投资者还是专业投资者。除一些特殊的市场外,专业投资者和普通投资者不应有所区别。专业投资者不应因其专业身份而受到歧视或更不利。客观上,保护专业投资者的信赖,实

^① 浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

^② 有法院区分面对面交易和非面对面交易,在前者,专业投资者负有更高的注意义务,例如在北京中金弘基投资管理中心与广东中钰科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案中(广东省广州市中级人民法院(2022)粤01民初2092号民事判决书),广州中院认为,“按照常理,原告作为机构投资者,进行数百万元的定增认购交易,理应提前与交易对手协商交易标的及细节,可以推知,原告是在中钰科技发布2014年财务报告之前就与其进行协商,甚至确定了涉案交易内容,作出投资决定。故此,本院认为,综合本案现有证据,原告理应提交进一步证据如可行性分析报告等,证明其系基于中钰科技涉案虚假陈述行为作出投资决定,但经本院释明,原告未能对此提交相应证据,本院据此认定,涉案交易因果关系不成立,原告要求中钰科技等赔偿其相应损失依据不足,本院不予支持。”对此,本文认为,不论是面对面交易还是非面对面交易,专业投资机构同样负有较高的注意义务,理由如后所列。

际上也是在保护普通投资者的信赖。这样可以促进上市公司和发行人进一步提升信息披露质量,降低投资者的信息调查成本,从而提高市场效率。被告抗辩所称的专业投资者的谨慎勤勉义务,是其作为受托人或资产管理产品的管理人,在信托法律关系之下对参与募集其产品的投资者的义务,而非对发行人的义务。因此,原则上,不论是普通投资者还是专业投资者,都应该受到推定信赖的保护,二者的注意义务应当一致。”

本文认为,北京金融法院这一裁判要旨值得进一步研究的问题有四:一是,机构投资者与专业投资者确实不是一类,机构投资者也可能是普通投资者,例如一般性的企业法人等。但是,被告抗辩的真正问题是,针对那些专业投资机构,例如商业银行的理财公司或者私募基金等,其在投资时是否负有更高的义务,北京金融法院对此有偷换概念之嫌。二是,《虚假陈述若干规定》并未明确专业投资机构负有更高的义务,因此不能对其提出更高的要求。对此,本文认为,该司法解释也没有明确否认专业投资机构更高的注意义务。例如北京金融法院判决被告之间承担比例连带责任,该司法解释同样没有规定。持平地说,可能是司法解释的起草者对此也没形成一致看法,故而对此未做规定。三是,北京金融法院认为,保护专业投资机构的信赖,就是保护普通投资者,从而促进资本市场的效率。对此,即在于如何理解保护专业投资机构的信赖。如果专业投资机构提交了决策报告,证明虚假陈述行为是其投资决策的因素之一,法院就认为其信赖了虚假陈述,同样是对于专业投资机构信赖的保护;换言之,直接推定专业投资机构信赖并非唯一的保护方式。事实上,如果专业投资机构未做调查研究直接购买证券同样也能被推定信赖的话,则专业投资机构的专业性何在?专业投资机构收取其投资者那么多管理费的合理性又何在?将专业机构和普通投资者同等对待,到底是有助于我国资本市场的效率提升,理性化发展还是反之?答案不言自明。四是,专业投资机构的谨慎投资是其对机构投资者的义务,固然没错;但是这种义务又何尝不是一种法定义务,试问专业投资机构可以和其投资者签订免除该义务的协议吗?事实上,专业投资机构对何人负担该种义务并不是关键问题;关键问题是专业投资机构应当自行举证其信赖了虚假陈述,证明该点的主要证据支持就是其履行了谨慎投资义务,例如向法院提交了决策报告来证明虚假陈述对其投资的影响。不排除专业投资机构提供其他的证据材料来证明其真实信赖,例如提交和发行人之间的邮件往来等。总之,本文认为,北京金融法院否认专业投资机构相比于普通投资者负有更高的注意义务是可以进一步研究的。

四、结 论

针对保荐机构在证券虚假陈述中的民事责任,北京金融法院在乐视网案中的裁判要旨具有相当重要的启示意义:一是,法院应当在判决中明确被告的主观要件,使被告知晓自己的失职所在;二是,法院应当秉承精确追责的原则,在证券虚假陈述案件中,考虑多种因素来判断被告承担比例连带责任。乐视网案的裁判要旨对于债券市场的虚假陈述民事案件也具有相当重要的参照功能。但是,在本案中,北京金融法院认为由于被告不能充分举证,故不应扣除非系统风险和专业投资机构与普通投资者一样都可以适用信赖推定的裁判要旨,存在进一步讨论的空间,期待其他法院在后续案件的审理中继续完善。就前者,法院可委托专业损失核定机构来计算;就后者,不论是从信赖推定的立法目的、促进资本市场的理性发展等角度,专业投资机构应当负有更高的注意义务,其应当举证因为真实信赖虚假陈述从事了投资,而不受信赖推定的保护。