

Cases

Review of

M**D**ispute
Mediation

第六篇

上市公司专题

案例：专业机构在证券虚假陈述 损失认定中的作用

陈光卓^{*}

一、案情介绍

ZH 股份系深圳证券交易所挂牌上市公司,ZH 股份因债务违约,采取连续虚假陈述。2017 年 7 月,福建证监局出具了《关于对 ZH 股份采取出具警示函措施的决定》。2017 年 8 月 1 日,深圳证券交易所发布了《关于对 ZH 股份及相关当事人公开谴责处分的公告》。2017 年 9 月 12 日,ZH 股份发布《关于收到中国证监会调查通知书及风险提示公告》。2018 年 2 月 8 日,ZH 股份发布《关于收到〈行政处罚事先告知书〉的公告》。2018 年 5 月 30 日,ZH 股份发布《关于收到行政处罚决定书的公告》,该行政处罚决定书认定 ZH 股份主要存在两项违法事实:一是 2016 年、2017 年部分定期报告存在虚假记载,二是未及时披露公司未能清偿到期重大债务、主要资产被查封、转让子公司股权的重要合同、董事长许某被司法机关采取强制措施等重大事项;福建证监局决定给予 ZH 股份及其高管许某、詹某等人警告和罚款的行政处罚。基于被告 ZH 股份存在上述虚假陈述行为,中小投资者陆续向福州市中级人民法院提起诉讼。

^{*} 国浩律师(福州)事务所律师,中证资本市场法律服务中心调解员,福建省高级人民法院特邀调解员。

二、案件审判经过

一审法院经审理认为,依照最高人民法院《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《若干规定》)^①第17条关于证券市场虚假陈述的定义:“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”,ZH股份的上述行为构成证券市场虚假陈述,应对投资者因该虚假陈述而遭受的投资损失承担赔偿责任。但在投资者损失认定方面,考虑2016年至2018年,我国证券市场发生了大幅震荡,大盘综合指数也出现大幅下跌,本案中市场系统风险客观存在。如何辨别和扣除系统风险所致损失以及因ZH股份虚假陈述所致损失的具体计算方法等,均属于专业性很强的非法律问题,应在证券监督管理部门的指导监督下,由相关专业机构先行作出认定和精算为宜。故暂时驳回投资者起诉,并告知可待相关专业机构对损失作出认定后,再行起诉。

投资者不服一审裁定,提起上诉。二审法院认为,根据《若干规定》第6条第1款的规定,“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理”。该规定并未将投资者“损失的认定及精算”作为受理此类案件的前置程序。认定一审法院驳回起诉不当,故指令一审法院审理。

一审法院在审理过程中,向深圳证券交易所调取了投资者买卖ZH股份股票的交易记录,并委托投服中心根据该数据核定原告的损失数额,具体包含对实施日、揭露日、基准日、基准价进行分析确定,对投资差额损失及佣金、印花税、资金利息进行核定(若无其他更优的计算方法,则采用移动加权平均法计算),对是否存在证券市场系统风险或其他因素的影响进行分析并核定扣除比例。投服中心出具《证

^① 2021年1月21日最高人民法院发布《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》(〔法释〔2022〕2号),因此法释〔2003〕2号文现已失效。

券投资者损失核定意见书》，法院结合深圳证券交易所出具的交易记录、投服中心出具的意见书以及个案具体情况，对该虚假陈述案件作出了裁判。

三、案例分析

投服中心出具的《证券投资者损失核定意见书》，对案涉虚假陈述行为是否具有重大性、实施日及揭露日（更正日）、基准日、佣金、投资差额损失计算、证券市场系统风险的扣除、损失核定结论等方面作出了认定。投服中心出具的如下专业意见为法院审理案件提供了重要参考：

1. 在实施日和揭露日认定方面，认定 ZH 股份主要因《信贷借款合同》及债务违约等相关经营活动引发系列虚假陈述行为，各违法行为相互关联，行为持续期间相互重合，上述系列虚假陈述行为已构成一个整体，难以分割，可认定为同一个虚假陈述行为的持续。从司法实践看，多数法院均认为，被告在一段期间内实施多个虚假陈述行为的，如果多个行为之间存在关联性、持续性、不可分性，即可认定为同一虚假陈述行为的延续，应将系列虚假陈述行为的首次实施日作为案件的实施日，将最后一个虚假陈述行为的揭露日作为案件的揭露日。综上，建议本案以虚假陈述行为首次实施日，即 2016 年 2 月 15 日为实施日，以最后一个揭露日，即 2017 年 9 月 12 日为揭露日。

2. 投资差额损失计算。（1）赔偿范围。根据《若干规定》第 19 条关于“被告举证证明原告具有以下情形的，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：（一）在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券”的规定，对投资者在实施日至揭露日期间交易记录的“证券余额”进行逐日考察：若收盘后“证券余额”为“0”，则依法推定该日前买进的股票已全部卖出，该日前的交易记录不参与损失计算（包括差额损失和证券市场风险扣除计算），该日后的首笔买入交易为“第一笔有效买入”，参与损失计算。（2）计算方法。采用移动加权平均法计算，即投资者每次买入股票后，以新买入的股票成本加上前次的持仓成本，除以本次买入的股票数量加上前次的持仓数量。以该方法，投资者每次买入股票时核算一次买入成本（持仓成本价），卖出股票的成本以前一次计算所得买入均价为计价依据，无论卖出数量如何变化，不会影响买入均价。具体公式为：买入均价 = （本次购入股票金

额 + 本次购入前持股总成本) / (本次购入股票数量 + 本次购入前持股数量)。投资差额损失 = (买入均价 - 卖出均价) × 揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间卖出股数 + (买入均价 - 基准价) × 揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间未卖出股数。

3. 证券市场系统风险的扣除。根据《若干规定》第19条第4项的规定,在计算投资者损失时,存在证券市场系统风险等其他因素影响投资者的,应当扣除该等风险因素所导致的损失。证券市场系统风险存在与否,通常可以通过证券市场的大盘指数和行业板块指数的波动情况作出判断。投服中心以“3 + X”组合指标体系作为证券市场系统风险的参考指标,并采用“同步指数对比法”对本案投资者证券市场系统风险扣除比例进行核算。具体计算方法是,将每个投资者持股期间的个股跌幅与大盘指数、行业指数的平均跌幅进行对比,用“相对比例法”扣除证券市场系统风险的影响。具体计算公式为:个股跌幅 = (个股买入均价 - 个股卖出均价或个股基准价) / 个股买入均价。指数平均跌幅 = (指数买入均价 - 指数卖出均价或指数基准价) / 指数买入均价。证券市场系统风险扣除比例 = 指数平均跌幅 / 个股跌幅。

在前述专业意见基础上,法院结合案情作出如下认定:

1. 在重大性认定方面,分析认为ZH股份各违法行为对其相关财务指标产生重大影响,足以对该股票的交易价格产生影响且影响投资者的交易决策,因此,ZH股份上述违法行为所涉事件具有重大性,构成证券虚假陈述。

2. 在实施日、揭露日(更正日)认定方面,在认定ZH股份债务违约等相关事实基础上,对虚假陈述行为的关联日性予以确认,进而认可投服中心关于实施日和揭露日的认定意见。

3. 在因果关系认定方面,对于ZH股份提出的价格受锂电板块的影响问题,明确认定只要投资者是在虚假陈述实施日以后、揭露日或更正日之前买入股票的,均应推定其是基于对ZH股份所披露信息的信赖而买入股票,即其买入行为与虚假陈述之间存在交易上的因果关系;至于投资者决策买入股票时受到多种因素综合影响,客观上虽无法区分各种因素影响大小,但因虚假陈述的信息是足以影响投资者决策的重大因素,故无论ZH股份的虚假陈述行为是否系导致投资者买入股票的唯一原因,均应适用《若干规定》第18条所确立的推定信赖原则,不影响因果关系

认定。

4. 对于投服中心提出的系统性风险扣除的分析意见,评价认为投服中心在参考中小板综合指数、有色金属行业指数、锂行业指数的基础上,采用“同步指数对比法”,对每个投资者持股期间的个股跌幅与大盘、行业指数平均跌幅进行对比,以确定各投资者是否存在部分损失是因系统风险所致以及扣除比例。该计算方法不仅充分考虑了投资者买入股票数量和指数波动因素,还充分考虑了不同投资者的实际交易情况,计算结果客观公正,故对投服中心关于系统风险扣除比例的认定予以采纳。而关于应否扣除非系统性风险等其他因素所致损失的问题,从举证规则、股价走势、利空或利多因素影响等方面作出分析,认定不应扣除。

5. 对于 ZH 股份对“移动加权平均法”所持异议作出回应,分析认为,判断投资者损失是在揭露日之前的股价下跌损失还是揭露日之后的股价下跌损失,只要能够排除该损失是因证券市场系统风险等其他因素所致,则均应认定为与被告的虚假陈述行为存在因果关系,故 ZH 股份“一刀切”地认为揭露日之前的全部股价下跌损失应予扣除,进而对法院采用“移动加权平均法”计算买入均价提出的异议不能成立;对于揭露日至基准日期间的股价下跌损失,因 ZH 股份在此期间受到的退市风险警示也是其此前的虚假陈述行为所致,并不属于虚假陈述行为以外的非系统性风险,故其相关抗辩不能成立。

法院最终采纳投服中心出具的损失核定结论,并据此作出判决。

四、案例启示

证券虚假陈述纠纷案件涉及较多专业性问题,如虚假陈述行为重大性的认定、虚假陈述实施日及揭露日(更正日)的认定、损失的计算方法、证券市场系统风险因素扣除等,均须依托专业机构才能作出认定。例如,在 ZH 股份虚假陈述系列案审理过程中,法院最初审理时发现相关损失认定高度依赖于专业机构的判断,法官难以径行作出认定,故暂时驳回投资者的起诉。但该处理结果难以保障投资者及时维权,故二审法院指令一审法院继续审理。在一审法院继续审理该案过程中,需要重新面对所涉专业问题该如何作出认定问题。而通过委托投服中心这一专业机构,辅助法院对相关损失金额作出认定,解决了法院审理该类案件中所遇到的专业

性难题。

投服中心虽系对损失结果进行计算,但该损失的计算结果依赖虚假陈述行为重大性的认定、虚假陈述实施日及揭露日(更正日)的认定、损失的计算方法、证券市场系统风险因素扣除等。投服中心在提供计算结论的同时,对计算依据也作了充分的说明。当然,投服中心的相关说明并非法院所作的认定意见,但可作为法院对相关专业问题作出认定的重要参考依据。

在该案中,法院结合案情,对投服中心关于系列虚假陈述行为关联性说明、投资差额损失的计算方式、证券市场系统风险扣除的方法等均作了回应并予认可。对于 ZH 股份对“移动加权平均法”所提异议、非系统风险因素影响等相关抗辩均作了回应。将投服中心出具的专业意见转化为法院裁判说理的重要理由,成为裁判文书的重要组成部分。该系列案件的审理,很好地发挥了专业机构的辅助作用,保障了广大中小投资者的合法权益。

值得强调的是,在投服中心出具专业意见后,大量案件中投资者根据投服中心的意见调整了诉讼请求,如主动调低起诉时的标的金额,节约了大量的诉讼成本。在相关判决作出后,其他投资者参考前案生效判决,调整诉讼方案,前案判决起到了很好的示范裁判效果。

五、构建司法与专业机构多元联动机制

保护中小投资者系营商环境评价中的一项重要指标。在证券市场上,如何便捷高效地保护中小投资者利益,尤其是在上市公司存在虚假陈述情况下,投资者权益如何得到有效的司法救济,系考量某地区优化营商环境情况的重要内容。在过去,一方面由于投资者举证难导致维权难,另一方面由于法院在处理证券虚假陈述案件时遇到专业问题无法单独作出判断,且此类案件通常会集中大量涌入法院,影响到结案率等法院内部业绩考核指标,故法官对于此类案件的受理及审理普遍存在畏难情绪。在此情况下,投资者权益难以获得及时有效的救济。据统计,在受证监会处罚的虚假陈述案件中,超过半数的上市公司股东没有提出赔偿请求。究其根由,除立法及司法解释存在缺陷外,此类案件的维权难也是制约投资者积极主动维权的重要影响因素。所以,此类案件亟须相关专业机构的参与,如此才能有效处

理纠纷,保障投资者权益。

ZH 股份证券虚假陈述系列案件中,法院对于年底大量涌入的案件,在对相关专业性问题无法单独作出认定的情况下,先暂时驳回投资者起诉,后由二审法院指令继续审理,积极寻求专业机构的协助。在审理过程中,法院通过委托投服中心这一专业机构对投资者损失进行测算的方式,解决了困扰案件审理的关键问题。投服中心对于虚假陈述案件中涉及的虚假陈述行为关联性、实施日及揭露日(更正日)的认定、损失的计算方法、证券市场系统风险扣除等问题均提出了专业性的意见,对于法院审理案件提供了重要参考。

借此案件,福州市中级人民法院(以下简称福州中院)与投服中心这一专业机构建立起了良好的沟通联动机制。据统计,在委托投服中心对证券虚假陈述案件所涉专业问题作出判断的法院中,福州中院委托案件数量仅次于上海金融法院。在此基础上,福州中院、福建证监局、中证法律服务中心于 2021 年 5 月联合签署了《关于开展证券期货纠纷多元化解工作的实施方案》,在诉调对接、信息共享、专业培训、完善示范判决及司法确认机制、强化损失核定等方面开展合作,以建立常态化的多元化解联动机制。

司法与专业机构建立多元联动机制,不仅有利于法院高效审理涉证券虚假陈述等案件,而且有利于响应中央政策,构建非诉调解机制。即法院在案件受理阶段,将案件集中委托专业机构进行诉前调解,专业机构通过发挥其在处理此类纠纷中的专业优势,在对相关专业问题作出预判的基础上对案件进行调解,不仅有利于节约司法资源,有利于及时高效地维护广大投资者利益,而且为该地区各级营商环境评价提供了有力的佐证案例和经验做法。