

方正科技虚假陈述案件损失核定评析

万 辰*

案 件 意 义

本案是全国首例公开宣判并生效的示范案件,开创性地引入投服中心作为第三方专业机构辅助法院进行损失核定,奠定了证券领域投资者司法救济的里程碑。

本案先后入选由人民法院报编辑部评选的“2019 年度人民法院十大民事行政及国家赔偿案件”,由中国法学会案例法学研究会、最高人民法院司法案例研究院、《法律适用》、《中国法律评论》和《南方周末》联合主办的第十五届“中国十大影响性诉讼”,开创了“示范判决+损失核定+诉调对接”的投资者赔偿救济新模式。

本文重点阐释本案损失核定原理,并简要整理目前实践现状。

案 情 简 介

方正科技集团股份有限公司(以下简称方正科技)是北大方正集团有限公司(以下简称方正集团)旗下的内地上市企业。

* 投服中心维权事务部高级经理,参与方正科技案损失核定工作。

2015年11月19日,方正科技收到证监会《调查通知书》(沪调查字2015-1-76号),因公司涉嫌信息披露违法违规,根据2014年《证券法》的有关规定,证监会决定对公司立案调查。

2016年12月19日,公司收到证监会[2016]104号《行政处罚事先告知书》,证监会拟对公司及相关责任主体作出行政处罚。

2017年5月9日,公司收到证监会[2017]43号《行政处罚决定书》。

处罚决定书主要针对公司未依法及时披露与经销商之间的关联关系及关联交易与方正集团、武汉国兴科技发展有限公司(以下简称武汉国兴)未按规定披露持有方正科技股票进行处罚。

1. 方正科技与方正科技各经销商间的关联关系:方正科技共有28家经销商,方正科技通过全资子公司深圳方正信息系统有限公司、上海新延中文化传播有限公司持有其中23家方正经销商股权。方正科技在2003年公司年报中披露与前述经销商中的23家存在关联关系。方正科技于2003年将前述股权全部转让。

1998年5月,方正集团为方正科技控股股东。2012年7月经变更,方正集团为方正科技实际控制人。从2003年至证监会调查日,方正集团在人事任免、员工薪酬、资金审批、日常经营管理方面实际控制方正科技经销商。

根据《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》(1997年)第3条、第4条的规定,《企业会计准则第36号——关联方披露》第3条、第4条以及《上市公司信息披露管理办法》第71条的规定,方正科技与上述经销商因同受方正集团控制而存在关联关系。

方正科技未披露同方正科技各经销商之间的关联交易。方正科技同各经销商之间各期关联交易总额超过3000万元且占比均超过了公司最近一期经审计净资产的5%。2015年1月至6月,方正科技及并表子公司同各经销商之间发生关联交易611,444,565.38元,占上一年度经审计净资产的比例为17.30%。

根据《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》(1997年)第8条、《企业会计准则第36号——关联方披露》第8条以及《上市公司信息披露管理办法》第71条的规定,2004年至2015年6月30日,方正科技同各经销商之间的大额交易,构成关联交易。

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)第46条以及其后修订的相应规定,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告的内容与格式》(2003年修订)第40条以及其后修订的相应规定,公司应当披露报告期内发生的累计关联交易总额高于3000万元且占公司最近一期经审计净资产值5%以上的重大关联交易事项。2004年至2015年6月30日,方正科技在各期年报及2015年半年报中未依法披露其与上述经销商的重大关联交易事项。

2. 2003年10月,方正集团收购武汉正信国有资产经营有限公司(以下简称武汉正信),武汉正信实际控制武汉国兴。2009年6月8日至证监会调查日,武汉国兴由方正集团实际管理。武汉国兴的股东、法定代表人及董事均系方正集团及下属公司员工,武汉国兴股东所持股权为代方正集团持有,武汉国兴的股东权利由方正集团实际行使。武汉国兴证券账户的开立、股票交易等均由方正集团实际控制。武汉国兴证券账户资金来源及去向均为方正集团及其关联公司。

2010年5月4日至2014年10月21日,武汉国兴购入并持有方正科技股票,在方正科技2010年至2013年各期年报中均为方正科技第二大股东。方正集团同武汉国兴在方正科技2010年年报的合并持股数为273,585,792股,合并持股比例为12.47%;2011年至2013年合并持股数均为275,918,429股,合并持股比例均为12.58%。

根据《上市公司收购管理办法》(2008年)第83条以及其后修订的相应规定,武汉国兴由方正集团实际控制,两者构成一致行动人。方正集团未按照《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》(2012年修订)第40条的规定,将其与武汉国兴的一致行动人关系告知方正科技,也未将武汉国兴持有的方正科技股权与方正集团合并计算并披露。

证监会对此作出行政处罚决定,对方正集团、方正科技、武汉国兴责令改正,给予警告,并分别处以60万元罚款。方正科技的相关人员处以5万元至30万元不等的罚款,其中,对部分人员给予警告。

案 件 背 景

(一) 诉讼流程

2018 年 12 月,上海金融法院选定方正科技案作为示范判决首案。

2019 年 1 月 16 日,上海金融法院印发《关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》(沪金融法〔2019〕2 号),明确了示范判决机制及流程,尤其是确定了由国家机关或依法设立的公益性组织机构支持诉讼案件可优先选定作为示范案件,并进一步明确明确了可委托专业机构核定损失。

2019 年 1 月 23 日,经原被告双方同意,上海金融法院委托投服中心对方正科技证券虚假陈述案潘某某等 4 名投资损失进行核定。2019 年 2 月 20 日,投服中心正式出具《损失核定意见书》。2019 年 3 月 13 日,金融法院通知投服中心作为第三方损失核定机构以类鉴定人身份出庭。

2019 年 3 月 21 日,上海金融法院首例示范判决(方正科技虚假陈述案)公开开庭审理,投服中心作为第三方投资者损失核定机构首次出庭并接受各方质询。

2019 年 8 月 7 日,上海市高级人民法院判决驳回被告上诉,维持原判。

投服中心在一审和二审中首次以独立第三方专业机构辅助法院进行损失核定。

(二) 损失核定软件开发背景

2016 年,证监会与最高人民法院联合部署,将“推动建立示范判决机制”作为落实证券期货纠纷多元化解机制试点工作的重要举措。为推动示范判决机制尽快落地,投服中心开展了扎实的研究和准备。2018 年,投服中心与上海市第一中级人民法院合作的课题《证券支持诉讼示范判决机制研究》在首届中小投资者投服论坛上宣介。2019 年 1 月,上海金融法院发布《关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》(沪金融法〔2019〕2 号),其中明确优先选定国家机关或依法设立的公益性组织机构支持诉讼案件作为示范案件,并明确了可委托第三方专业机构核定损失。2019 年 6 月至 7 月,最高人民法院、上海市高级人民法院及上海金融法院相继发布科创板并试点注册制改革的相关规定,明确推广示范判决机制,充分发挥专家证人在案件审理中的作用。

投服中心以损失计算为切入点,开发证券虚假陈述案投资者损失计算软件,推动示范判决机制尽早落地。该损失计算软件具备投资差额损失计算、证券市场系统风险扣除计算和证券市场非系统性风险扣除计算等三大核心功能。投资差额损失计算功能可提供移动加权平均法和实际成本法两种买入均价算法,其中,移动加权平均法是公认的最合理的买入成本计算方法,以往该算法受限于计算过程烦琐,很少在司法实践中应用,损失计算软件有效解决了这一司法实践的痛点。投服中心还创新性地提出“3 + X”组合参考指数的证券市场系统风险认定与扣除方法。自2017年以来,最高人民法院民二庭领导先后3次赴投服中心就损失计算软件开发应用进行调研。经上海市高级人民法院组织专家评估,损失计算软件的计算逻辑得到了一致认可。

案件特点

本案在损失核定上主要关注的焦点集中于:买入均价的计算、系统性风险的扣除。

(一) 买入均价的计算

1. 实际成本法(简单加权平均法)

该方法在一些实践中也被称为简单加权平均法。实际成本法的运算逻辑,是以实施日至揭露日,投资者自“第一笔有效买入”开始,买入股票的总成本减去其在此期间卖出该股票收回的资金,除以买入股数与卖出股数之差,计算出股票买入均价,其公式可表述:买入均价 = (买入总金额 - 卖出总金额) / (买入股数 - 卖出股数)。相应地,投资差额损失 = (买入均价 - 卖出均价) × 揭露日至基准日卖出股票数量 + (买入均价 - 基准价) × 基准日持有股票数量。

2. 移动加权成本法

移动加权成本法的运算逻辑,是投资者于实施日至揭露日期间自“第一笔有效买入”开始,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,以该方法,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,揭露日的持股数和持股成本客观上不受揭露日前卖出股票的影响。以

该方法, $\text{买入均价} = (\sum \text{本次购入股票金额} + \text{本次购入前持股成本}) / (\sum \text{本次购入股票数量} + \text{本次购入前持股数量})$ 。投资差额损失 = $(\text{买入均价} - \text{卖出均价}) \times \text{揭露日至基准日期间卖出股票数量} + (\text{买入均价} - \text{基准价}) \times \text{基准日持有股票数量}$ 。

3. 两种算法的比较分析

实际成本法简单快捷,适于人工计算,故在司法实践中运用最为普遍。但该算法的计算缺陷是,只要投资者在揭露日前有卖出操作,按此算法计算出的揭露日有效持股数的平均买入成本即与实际平均买入成本不符。如果投资者操作水平较差,频繁高买低卖,则计算出的买入均价会高于实际平均买入成本,因为其中包含了投资者的交易损失,极端情况下甚至远高于该股票的最高价格;反之,如果投资者操作水平较高,频繁高抛低吸,则计算出的买入均价会低于实际平均买入成本,因为其中包含了投资者的交易获利,极端情况下甚至远低于其卖出均价,导致其因获利而失去索赔资格。这种计算结果会导致投资者因操作水平高获利而失去索赔资格。

移动加权成本法对投资者的每笔买入交易加权计算,卖出交易不影响交易成本计算,能够相对真实地反映投资者的实际买入成本,对原告和被告均较为公平。然而,该算法计算过程复杂,靠人工计算效率较低,过于耗费时间精力,因此,以往司法实践中较少使用。

4. 一些司法实践中的其他算法

在一些司法实践的判例中,人们也注意到了一些法院对买入均价的算法有一些自己的理解,采用了一些其他的方法。比如,在南京市中级人民法院的雅百特案一审判决中,采用的是投资者实施日到揭露日所有买入金额除以买入股数,在判决书中公布的公式为,投资差额损失 = $(\text{买入证券平均价格} - \text{卖出证券平均价格}) \times \text{揭露日至基准日期间卖出的可索赔证券的数量} + (\text{买入证券平均价格} - \text{基准价}) \times \text{基准日之后卖出或仍持有的可索赔证券的数量}$ 。买入均价 = $\text{实施日至揭露日期间买入股票的总金额} \div \text{买入总股}$;卖出均价 = $\text{揭露日至基准日期间卖出股票的总金额} \div \text{卖出总股数}$ 。这种方法在我们内部称为算数平均法。除南京市中级人民法院的雅百特案外,昆明市中级人民法院已判决的退市昆机案一审中也采用了这种算法。

5. 索赔计算范围问题

《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《若干规定》)第19条规定:“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……”依据该规定,在损失计算前,先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”的,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。

这个问题是在一些算法中讨论的是否要“先进先出”的问题。投服中心认为,《若干规定》的原意是保护揭露日受保护的股数,这个问题在一些理解中会产生歧义,已经在各法院观点中达成共识的是实施日前的买入是不受保护的,只保护实施日后至揭露日前的买入,但实施日后揭露日前在投资者清仓的情况下是否要清零计算?即从清零后第一笔交易进行计算?

投服中心的观点和算法如前所述采用的是清仓清零的算法,理由是“先进先出”原则。投服中心认为,《若干规定》保护的是揭露日时形成的受保护的股票余额(剔除了实施日余额的部分,若实施日前没有余额则直接等于余额,以下简称揭露日余额)。揭露日余额的形成实际上是以揭露日为基点从后向前推形成的,若中间有清零的状态,自然与之前的交易断绝了形成上的因果关系。

有部分法院的相反观点认为,实施日后揭露日前的买入(以及卖出,有些法院将卖出也纳入考虑),都是投资者的投入的成本,不能因为清零就否认了之前的投入。

投服中心保留异议观点,供读者自己思考。

(二) 系统性风险的计算核定方法

证券市场系统风险等其他因素的扣除依据:《若干规定》第19条第4项规定,被告举证证明原告具有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。依该规定,在计算投资者损失时,如果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,是指引起整个证券市场或局部市场、局部行业的股票价格波动,使投资者蒙受损失的风险,这种风险

具有客观性,为个别企业或行为所不能控制。在本案证券市场系统风险的考察期间内,证券市场出现了较为剧烈的波动,使投资者因此蒙受损失。

1. 以“3 + X”组合指标体系作为证券市场系统风险的参考指标

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。而行业板块指数越细分,与系争股票的关联性越强。基于证券市场的复杂性,任何单一指数都无法作为认定证券市场系统风险的单独指标,应当围绕个股紧密性原则,构建证券市场系统风险的组合参考指标体系。损失计算软件采用了“3 + X”的组合参考指标体系。其中,“3”代表综合指数、一级行业指数和三级行业指数(统称行业指数),这三类指数是必选指数。综合指数包括上证综指、深证综指、中小板综指、创业板综指,系争股票根据其上市板块只选择与其关系最紧密的一个综合指数作为参考指标;行业指数采用市场上相对权威、使用较广的申万指数。“X”则代表热点比较突出的反映系争股票特点的概念指数,属于可选指数。由于概念指数带有明显的阶段性特征,如果考察期间系争股票不涉及热点概念,也可不选择“X”指数(见表1)。

表1 “3 + X”组合指标体系明细

序号	股票属性	综合指数	行业指数		可选指数
			一级行业指数	三级行业指数	
1	上海证券交易所上市股票	上证综合指数 000001	申万一级行业指数	申万三级行业指数	根据系争股票特点选择最紧密的概念指数
2	深圳证券交易所主板上市股票	深证综合指数 399106	申万一级行业指数	申万三级行业指数	根据系争股票特点选择最紧密的概念指数
3	中小板上市股票	中小板综合指数 399101	申万一级行业指数	申万三级行业指数	根据系争股票特点选择最紧密的概念指数
4	创业板上市股票	创业板综合指数 399102	申万一级行业指数	申万三级行业指数	根据系争股票特点选择最紧密的概念指数

2. 证券市场系统风险的考察区间

证券市场系统风险的考察区间包括期间起始日和期间终止日。考察期间起始日为“第一笔有效买入日”。

考察区间终止日根据每个投资者在揭露日至基准日的持仓情况来确定,由程

序根据交易记录自动识别。例如,假设某投资者在揭露日持有有效股份余额为 b , 则考察区间终止日的判定情况如表 2 所示:

表 2 考察区间终止日判定情况

判定情况	考察区间终止日
(1) 揭露日至基准日,有效股份余额 b 被全部卖出	根据先进先出原则,考察区间终止日为该投资者累计卖出有效股份余额达到 b 之日
(2) 揭露日至基准日,有效股份余额 b 被部分卖出,累计卖出股份数为 a	考察区间终止日有两个:第一个终止日为累计卖出股份数达到 a 之日;第二个终止日即为基准日

需要说明的是,上表中情况 1 和情况 2 中的股份数 a 和 b 均是根据先进先出原则判定后确定的数量。对于情况 2,因存在两个考察区间终止日,故存在两个考察区间,分别计算扣除比例。

3. 组合指数参与证券市场系统风险扣除计算的判定方法

综合指数、行业指数和概念指数对证券市场的影响不尽相同,其中综合指数对市场的影响面最广,而行业指数和概念指数对市场的影响表现为局部性,且与相关个股关系更紧密,对相关个股股价影响更大。另外,在同一考察期内,组合指数的走势也时常出现差异性,有的指数上涨,有的指数下跌;有的指数跌的多,而有的指数跌的少。根据组合指数的上述特性,可以将其概括为四种情况,不同情况下组合指数参与证券市场系统风险扣除计算的判定方法如表 3 所示:

表 3 组合指数参与证券市场系统风险扣除计算判定

组合指数波动情况	综合指数 (i_1)	一级行业 指数(i_2)	三级行业 指数(i_3)	概念指数 (i_4)	参与系统风险 扣除计算的指数	说明
情况 1	↓	—	—	—	i_1 、 i_2 、 i_3 、 i_4	综合指数下跌,说明存在全局性系统风险,4 种参考指数均参与计算
情况 2	↑	↓	—	—	i_2 、 i_3 、 i_4	综合指数上涨,且一级行业指数下跌,说明存在行业性的系统风险,故仅一级行业指数、三级行业指数和概念指数参与计算

续表

组合指数波动情况	综合指数 (i1)	一级行业指数 (i2)	三级行业指数 (i3)	概念指数 (i4)	参与系统风险扣除计算的指数	说明
情况 3	↑	↑	↓	—	i3、i4	综合指数和一级行业指数均上涨,且三级行业指数下跌,说明存在局部性的系统风险,故仅三级行业指数和概念指数参与计算
情况 4	↑	↑	↑	—	i4	综合指数、行业指数均上涨,虽无系统风险,但 A 股市场有喜欢炒作概念的特点,概念指数对相关个股影响显著,故将概念指数参与计算

注: ↓代表下跌, ↑代表上涨, —代表无须判定,直接参与计算

(1)端点对比法

参与证券市场系统风险扣除计算的指数,是按照上述规则判定后最终选取的指数组合,其种类为 1 个至 4 个,因案而异。损失计算公式可以表述为,投资者可获赔投资差额损失 = 投资差额损失 × [1 - min(D,0)/G]。

上述公式中,D 表示选定组合指数在考察区间的平均值,G 表示系争股票在考察区间的涨跌幅,函数 min(D,0)表示在 D 值和 0 之间选择数值较小者参与计算。如果 $D \geq 0$,则表明系争股票未受证券市场系统风险影响;如果 $D < 0$,则表明系争股票受到证券市场系统风险的影响并需要扣除,如果 $D < 0$,且 $|D| > |G|$,表明系争股票不仅受证券市场系统风险的影响,而且投资者的损失完全由该风险造成。组合指数平均值 $D = (\text{参考指数 1 涨跌幅} + \text{参考指数 2 涨跌幅} + \cdots + \text{参考指数 N 涨跌幅})/N$,N 代表参与计算的指数的数量。

(2)同步指数对比法

同步指数对比法的原理是,该方法在核定系统风险比例时,根据每一位原告的

交易实况,考虑其持股数量和价格的权重,合理确定系统风险的考察区间,并对同期大盘指数和行业指数。以下以方正科技案为例。

同步指数对比法的原理是,从投资者第一笔有效买入开始,假设投资者买卖方正科技股票时,同时买入卖出相同数量的指数,每一笔交易都同步对应指数的买入卖出,指数的价格取交易当日的收盘指数。揭露后卖出的或持有股票的,假设也同步卖出或持有对应的指数。

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。其中,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;系统风险扣除比例 = 指数平均跌幅 / 个股跌幅。在方正科技案中,指数跌幅的参考指数包括上证综指、申万一级行业计算机行业指数和申万三级行业计算机设备行业指数,上述三种指数分别计算出涨跌幅后,按照投服中心“3 + X”组合指数的判定规则判定纳入系统风险比例计算的指数涨跌幅数值,计算出参考指数平均涨跌幅。指数买入均价、个股买入均价采用移动加权成本法计算。

证券市场系统风险扣除比例 = 指数平均跌幅 / 个股跌幅。在该公式中,指数平均跌幅是将案件选取的参考指数分别计算出涨跌幅后,按照前文“3 + X”组合指数的判定规则判定纳入证券市场系统风险比例计算的指数涨跌幅数值,计算出参考指数的平均跌幅。即指数平均跌幅 = (参考指数 1 跌幅 + 参考指数 2 跌幅 + …… 参考指数 N 跌幅) / N, N 代表参与计算的指数的数量。

本方法具有如下特点:一是将投资者每笔买入股票的数量、价格与当日的收盘参考指数数值相对应,买入股票数量的权重能够在指数上得到反映,系统风险的考察区间更精准;二是充分考虑不同投资者的交易实况,分段扣除系统风险比例,计算结果更客观公正。

表 4 是运用同步指数对比法核定某投资者系统风险扣除比例的计算过程与结果(计算结果为正数,代表下跌;计算结果为负数,代表上涨):

表 4 系统风险扣除比例核定

项目	上证综指	申万一级指数	申万三级指数	均值	系统风险
指数买入均价(A)	3539.04	6141.54	3629.70	—	—
揭露后指数卖出均价(B)	3630.5	6815.05	4000.38	—	—
揭露日至基准日指数均价(D)	3536.41	6659.22	3868.13	—	—
对比区间 1:A-B 指数跌幅	-2.58%	-10.97%	-10.21%	-7.92%	-174.07%
对比区间 2:A-D 指数跌幅	0.07%	-8.43%	-6.57%	-4.98%	-30.07%
个股买入均价对比个股卖出均价的个股跌幅(对比期间 1)			4.55%		
个股买入均价对比个股基准价的个股跌幅(对比期间 2)			16.56%		
对比期间 1 系统 风险计算过程	上证综指跌幅		-2.58%		无系统 风险影响
	申万一级指数跌幅		-10.97%		
	申万三级指数跌幅		-10.21%		
	参考指数平均跌幅		-7.92%		
	个股跌幅		4.55%		
	系统风险比例		-174.07%		
对比期间 2 系统 风险计算过程	上证综指跌幅		0.07%		无系统 风险影响
	申万一级指数跌幅		-8.43%		
	申万三级指数跌幅		-6.57%		
	参考指数平均跌幅		-4.98%		
	个股跌幅		16.56%		
	系统风险比例		-30.07%		

结论:投资者未受系统风险影响。

(三) 系统性风险及非系统性风险计算的未来展望

1. 系统性风险新算法观察

近期上海金融法院在上海普天案中使用了多因子模型法^①,法院采纳上海交通大学中国金融研究院《损失核定意见书》中多因子模型法和 A 股 B 股关联法确定投资者受虚假陈述行为因素导致的损失金额的意见,公告披露不仅包括大盘因素、行业因素,还涵盖了 ST、*ST 和充电桩的因素。

^① 参见上海普天邮通科技股份有限公司相关公告。

投服中心目前提供的“3 + X”算法中有概念指数的考量。

目前,尚未看到相关公开的判决书,仅能为读者引用科普下关于多因子模型的概念。

多因子模型是关于资产定价的模型,常用于量化投资。与资本资产定价模型和单指数模型不同,多因子模型认为证券价格不仅取决于证券的风险,还取决于其他一些因素,如投资者未来预期收入、未来消费品的相对价格及未来的投资机会等。

多因子模型有很多较为复杂的概念和操作,比如,因子的极值、因子的标准化、因子间的相关性、因子的中性化处理、因子的有效性和稳定性、各因子的权重等问题,本文仅对多因子模型进行一些简单的科普。^①

要弄清楚什么是多因子模型,得从资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)开始介绍。

(1) CAPM

CAPM 是现代金融市场价格理论的支柱。在 CAPM 出现之前,股票的收益率仅仅是其价格的涨跌,投资者仅凭其直觉或者分析财务报表进行投资决策。

CAPM 提出了资产的系统性风险系数 β ,这是 CAPM 重要的贡献之一,它使得人们能够将任意资产的超额收益率分解为市场和非市场(残差)两个部分。

而后,投资者逐渐发现具有某些相似特征的股票在市场上会有相似的走势,仅通过单因子解释市场的 CAPM 存在一定的不足,因此,套利定价理论(Arbitrage Pricing Theory, APT)被提了出来。

(2) APT

APT 模型用多个因素来解释风险资产的收益,该模型认为,单只股票或者股票组合的预期收益率是与一组影响它们的系统性因素的预期收益率呈线性相关的。至此,影响股票预期收益率的因素从 CAPM 中的单一因素扩展到多个因素。

多因子模型(Multi-Factor Model, MFM)正是基于 APT 模型的思想发展出来的模型。

^① 以下科普部分引用自《多因子选股(一):试试多因子模型吧》,载知乎网:<https://zhuanlan.zhihu.com/p/149541034>,本文已获授权引用。

(3) MFM

多因子模型定量刻画了股票预期收益率与股票在每个因子上的暴露程度及每个因子的预期收益率之间的关系。该理论认为,个股的预期收益是由个股的因子暴露决定的,每个因子有一个因子预期收益,股票的预期收益等于每个因子暴露度与相应因子预期收益的乘积之和,再加上股票的残差收益率。模型的一般表达式如下:

对于多因子模型,必须弄清楚因子暴露 (factor exposure) 和因子收益率 (factor return) 这两个核心概念。

因子,即描述股票某方面特征的因素,比如,市值因子描述了股票的总市值,市盈率 (P/E) 因子描述股票价格和收益的比值等。

因子暴露,就是股票在因子上的取值,比如,某只股票的市盈率 (P/E) 为 45.5,那么它对 P/E 因子的因子暴露就是 45.5。

因子收益率,则是指每单位因子暴露所承载的收益率。

著名的 MSCI (明晟) 公司在其股权市场因子框架 (Equity Factor Framework) 中,列出了 10 个一级因子,包括波动性因子 (Volatility)、质量因子 (Quality)、动量因子 (Momentum)、价值因子 (Value)、市场情绪因子 (Sentiment)、股利因子 (Yield)、规模因子 (Size)、成长因子 (Growth)、流动性因子 (Liquidity)、宏观因子 (Macro)。一级因子之下又分出二级因子和三级因子。

2. 非系统性风险算法逻辑

证券市场非系统性风险,是指由个别股票自身因素所带来的使投资者蒙受损失的风险。该风险通常只影响某一只股票的价格,对其他股票不产生影响。主要条文依据为《若干规定》中“证券市场系统风险等其他因素”的表述。

投服中心认为:首先,“证券市场系统风险”只是排除虚假陈述与侵害结果之间因果关系的“其他因素”中的一种因素。不仅“证券市场系统风险”所造成的投资者损失应当被扣除,而且与虚假陈述行为本身无关的其他因素给投资者造成的损失都应予以扣除。其次,企业经营风险等证券市场非系统性风险往往是导致投资者损失的最常见的风险因素,应属“其他因素”的范畴。对于非系统性风险所导致的投资者损失,也应予以扣除。

非系统性风险属于个股风险,故不能用指数作为其参照依据。对上市公司而

言,其披露的信息直接影响股价走势。在虚假陈述案件的实施日至基准日期间,上市公司可能会披露与虚假陈述行为无关的重大事件信息,若属利空消息,很可能对股价下跌起到助推作用,若属利好消息,则可能会对股价下跌起到减缓甚至抵消的作用。这些与虚假陈述行为无关的重大事件信息属于非系统性风险,其导致投资者的损失不在法定的赔偿范围之内,应当予以扣除。

通过损失计算软件,可以统计出A股市场上重大诉讼、重大担保等每一类重大事件(参考2014年《证券法》规定及证监会、交易所规章文件中对于“重大事件”的定义)对个股股价影响的历史平均值,并以该数值作为参考依据应用于具体案件中,通过一定的算法规则,计算出案件中应当扣除的非系统性风险比例值。

目前,投服中心正在对该算法进行内部测试。

本案相关判决书

上海金融法院民事判决书

(2018)沪74民初330号

原告:卢某某,男,1963年9月25日出生,汉族,住址:(略)。

原告:杨某某,男,1966年3月8日出生,汉族,住址:(略)。

原告:蔡某某,男,1963年1月5日出生,汉族,住址:(略)。

原告:潘某某,女,1962年10月22日出生,汉族,住址:(略)。

以上原告委托诉讼代理人:吴立骏,上海市东方剑桥律师事务所律师。

以上原告委托诉讼代理人:吴志宏,上海市东方剑桥律师事务所律师。

被告:方正科技集团股份有限公司(以下简称方正科技公司),住所地:(略)。

法定代表人:刘某,董事长。

委托诉讼代理人:张保生,北京市中伦律师事务所律师。

委托诉讼代理人:朱媛媛,北京市中伦律师事务所律师。

原告卢某某、杨某某、蔡某某、潘某某(以下简称为原告投资者)与被告方正科技公司证券虚假陈述责任纠纷一案,本院于2018年9月5日立案后,依法适用普通程序,公开开庭进行了审理。本案现已审理终结。本案系本院依照《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》在投资者诉被告方正科技公司证券虚假陈述责任纠纷系列案件中依职权选

定的示范案件。原告投资者委托诉讼代理人吴立骏,被告方正科技公司委托诉讼代理人张保生、朱媛媛到庭参加诉讼。本案现已审理终结。

原告卢某某向本院提出诉讼请求:(1)请求判令被告向原告赔偿人民币 12,986 元(以下币种均为人民币),其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由被告承担。

原告杨某某向本院提出诉讼请求:(1)请求判令被告向原告赔偿 23,990 元,其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由被告承担。

原告蔡某某向本院提出诉讼请求:(1)请求判令被告向原告赔偿 83,667 元,其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由被告承担。

原告潘某某向本院提出诉讼请求:(1)请求判令被告向原告赔偿 297,072 元,其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由被告承担。

事实与理由:2017 年 5 月 5 日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)[2017]43 号《行政处罚决定书》(以下简称《行政处罚决定书》)对被告方正科技公司等的信息披露违法违规行为作出了行政处罚。原告投资者针对《行政处罚决定书》中所认定的方正科技公司未披露关联交易的行为要求被告承担民事赔偿责任。原告投资者在被告方正科技公司虚假陈述实施日(2005 年 3 月 19 日,即方正科技公司发布《2004 年年度报告》之日)以后、揭露日(2015 年 11 月 20 日)之前购买方正科技股票,因被告信息披露违法违规行为受到投资损失。依照 2014 年《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《若干规定》)的规定,原告投资者交易方正科技股票产生的相应投资差额损失以及税费损失与被告方正科技公司的信息披露侵权行为存在法律上的因果关系,故诉请判令被告方正科技公司承担赔偿责任。

被告方正科技公司答辩称,应当驳回原告投资者全部诉讼请求。理由是:(1)方正科技公司被行政处罚的信息披露违法违规行为不属于应当承担民事赔偿责任的虚假陈述行为,不会诱导投资者买入股票。方正科技公司与经销商之间的交易是非常稳定的商业模式,交易真实、价格公允,并未导致方正科技公司财务数据失真。方正科技公司实属未准确知晓控股股东对其他公司的控制关系才未披露关联交易,并非为了粉饰业绩、调节利润而恶意造假或欺诈。(2)本案原告投资者并非在方正科技公司信息披露违法违规行为发生后立即买入方正科技股票,而是直到 2015 年 4 月至 7 月才开始集中买入方正科技股票,其买入方正科技股票主要因为 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,与信息披露违法违规行为没有交易因果关系。(3)如认定方正科技公司应承担民事赔偿责任,本案虚假陈述行为实施日为2004年年报公告日(2005年3月19日),揭露日为《调查通知书》公告日(2015年11月20日),基准日为(2016年1月5日),基准价为6.42元。本案应以先进先出法及普通加权平均法作为平均买入价的计算方法。(4)原告投资者即使存在投资损失,也主要是由证券市场系统风险和方正科技公司自身经营情况恶化等非系统风险因素叠加造成的,与方正科技公司信息披露违法违规行为之间并无因果关系。在信息披露违法违规行为被揭露前,原告投资者的损失完全是由证券市场系统风险造成的。在本案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,该期间系统风险对原告投资损失的影响比例为41.87%。本案系统风险所致原告损失的比例应当以揭露日为基点分段考量。另外,方正科技公司2015年第三季度报告披露业绩下滑的影响也应当酌情考虑,予以剔除。

针对被告的答辩,原告投资者反驳称:(1)方正科技公司自2004年起未披露总额高达数百亿元的关联交易,方正科技公司不承认这数百亿元的交易存在任何水分,令人难以信服。未披露关联交易等于没有给投资者分析判断公司真实业绩的机会,严重影响投资者的决策判断。(2)中小投资者无法准确知晓何时会有“牛市”,何时会有“熊市”,因此,投资者买入股票系因为“牛市”启动的说法不能成立,原告投资者信赖了被告方正科技公司近十年来的各期年报,才选择方正科技股票,因此,在实施日到揭露日期间买入股票并持有至揭露日的投资者其损失与虚假陈述行为有因果关系。(3)本案不存在系统性风险,我国从未发生过证券市场系统性风险。(4)应当以实际成本法计算投资者的损失,简单易行,也符合投资者损失的真实情况。

当事人围绕诉讼请求依法提交了证据,本院组织当事人进行了证据交换和质证。

原告投资者为证明其主张,向本院提供了投资者身份信息、《行政处罚决定书》、证券公司投资者账户明细对账单。

被告方正科技公司为证明其主张,提供了下列四组证据。

第一组:(1)方正科技公司发布的关于收到《行政处罚决定书》的公告;(2)2003年4月9日,方正科技公司发布的《股东大会会议资料》公告;(3)2010年至2013年,方正科技公司年报中关于北大方正集团有限公司(以下简称方正集团)持有方正科技股权的情况及实际控制人情况;(4)上市公司发布控股股东、实际控制人增持公司股份的公告后股价涨跌幅情况统计。本组证据的证明内容为方正科技公司被行政处罚的信息披

露违法违规行为,系未披露与经销商的关联交易、未披露方正集团和武汉国兴科技发展有限公司(以下简称武汉国兴)构成一致行动人,该信息披露违法违规行为不影响投资者的投资决策,与投资者的投资决策之间不存在交易因果关系。

第二组:(1)关于2014年下半年至2015年上半年“牛市”的新闻报道;(2)2014年1月1日至2015年6月12日,方正科技收盘价及日成交量;(3)2014年5月31日方正科技公司发布的《关于股权收购暨关联交易的公告》以及2014年6月3日、4日,方正科技复牌后的收盘价;(4)2015年1月30日方正科技公司发布的《2014年年度业绩预增公告》以及2015年1月29日至2月3日方正科技收盘价;(5)2015年4月28日方正科技公司发布的《关于方正宽带网络服务有限公司2014年度盈利预测实现情况专项审核报告》及《关于方正国际软件有限公司2014年度盈利预测实现情况专项审核报告》、2015年4月28日方正科技公司发布的《2014年年度报告》(节选)、2015年4月29日至4月30日方正科技收盘价。本组证据的证明内容为本案原告投资者并非在信息披露违法违规行为发生后立即买入股票,其买入方正科技股票主要发生在2014年下半年到2015年上半年“牛市”期间及方正科技公司发布一系列重大利好公告后。从原告投资者的买入时间来看,原告投资者的投资决策显然主要系受“牛市”行情影响及方正科技公司重大利好公告影响,与方正科技公司的虚假陈述之间没有交易因果关系。

第三组:(1)2005年3月19日方正科技公司发布的《2004年年度报告》公告(节选);(2)2015年11月20日方正科技公司发布的关于收到证监会《调查通知书》(沪调查字2015-1-76号)的公告;(3)2015年11月20日至11月30日,方正科技股价涨跌幅情况;(4)2016年12月20日方正科技公司发布的关于收到证监会[2016]104号《行政处罚事先告知书》的公告;(5)2016年12月21日方正科技股价涨跌幅情况;(6)方正科技公司《2015年年度报告》中的股本情况、上海证券交易所关于方正科技公司大宗交易协议转让的交易记录查询、基准日的计算过程;(7)基准价的计算过程;(8)原告以实际成本法计算的平均买入价畸高情形统计;(9)2005年3月19日至2018年1月31日方正科技股价波动图和2007年6月19日方正科技股价。本组证据的证明内容为假设认定方正科技公司的信息披露违法违规行为构成《若干规定》规定的应承担民事赔偿责任的重大虚假陈述,也应当采取合法、合理的方法计算投资者的投资损失。

第四组:(1)自2015年“股灾”前夕(2015年6月12日)至本案虚假陈述被揭露前

(2015年11月19日),方正科技、上证指数、A股指数、计算机设备(801101.SL)收盘价;(2)深圳价值在线信息科技股份有限公司出具的《方正科技证券虚假陈述民事赔偿诉讼案之证券市场系统风险补充鉴证报告书》;(3)本案揭露日(2015年11月20日)至基准日(2016年1月5日),关于中国证券市场“股灾”及熔断、中国经济形势、国际经济环境、计算机设备行业(印刷电路板业务、宽带接入业务)的新闻报道;(4)本案揭露日(2015年11月20日)至基准日(2016年1月5日)上证指数、A股指数、计算机设备板块、方正科技的收盘价数据及股价波动对比图;(5)深圳价值在线信息科技股份有限公司出具的《方正科技证券虚假陈述民事赔偿诉讼案之证券市场系统风险鉴证报告书》;(6)2015年10月28日,方正科技公司发布的《2015年第三季度报告》公告(节选);(7)关于2015年方正科技公司经营情况的新闻报道。本组证据的证明内容为原告投资者即使存在投资损失,也主要是由证券市场系统风险和方正科技公司自身经营情况恶化等非系统风险因素叠加造成的,与信息披露违法违规行为之间并无因果关系。

被告方正科技公司对原告投资者提交的证据真实性无异议,但认为:(1)《行政处罚决定书》只能证明被告方正科技公司受到的行政处罚,但是不能证明原告投资者的投资决策与行为有因果关系;(2)证券公司投资者账户明细对账单只能证明原告投资者买入卖出过股票,不能证明方正科技公司的违法行为与原告投资者的损失有因果关系。

原告投资者对于被告方正科技公司提供的四组证据的真实性、合法性无异议,但认为不能证明相关的证明内容,具体理由与诉称一致。

结合双方意见,本院对上述证据真实性、合法性予以认可,至于上述证据能否证明待证事实,本院将在下文详细阐述。

为准确获取原告投资者的交易记录,原被告向本院申请调查令,从中国证券登记结算有限责任公司调取了相关的交易记录。双方均认可该交易记录的真实性和权威性,并同意以调取的交易记录作为核定损失的依据,本院对此亦予以认可。

在审理中,经原被告共同申请,本院委托中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)对本案原告投资者的投资差额损失、是否存在证券市场系统风险及相应的扣除比例进行核定。投服中心于2019年2月14日出具《损失核定意见书》。《损失核定意见书》认为:“投资差额损失=(买入均价-卖出均价)×揭露日至基准日期间卖出股票数量+(买入均价-基准价)×基准日持有的股票数量。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,即以投资者在揭露日前最后一次证券余额为零

(账户卖空)后的第一笔买入作为第一笔有效买入。具体如下:(1)原告潘某某的普通证券账户在本案实施日2005年3月19日至揭露日2015年11月20日分别有一笔买入1000股的交易和一笔卖出1000股的交易,在本案揭露日前已清仓,该账户交易记录不参与损失计算;(2)原告潘某某信用账户自2015年4月15日起频繁买卖方正科技股票,并且分别于2015年4月30日和6月3日出现了方正科技证券余额为0的情况,故认定潘某某2015年6月4日买入1000股方正科技股票的行为是其第一笔有效买入,2015年6月4日至11月16日期间买卖方正科技股票的交易数据参与买入均价的计算,揭露日前证券余额为152,400股;(3)原告杨某某2015年5月14日买入1000股方正科技股票的行为是其第一笔有效买入,揭露日前证券余额为3800股;(4)原告卢某某2015年6月15日买入800股方正科技股票的行为是其第一笔有效买入,揭露日前证券余额为2100股;(5)原告蔡某某2015年7月21日买入600股方正科技股票的行为是其第一笔有效买入,揭露日前证券余额为50,000股。

《损失核定意见书》以两种方法计算投资者买入均价:一是实际成本法,自“第一笔有效买入”开始,买入股票的总成本减去其在此期间卖出该股票收回的资金,除以买入股数与卖出股数之差,计算股票买入均价。实际成本法的具体公式:买入均价 = (买入股票总成本 - 卖出股票总金额) ÷ (买入股数 - 卖出股数)。以实际成本法计算的损失结果是,(1)原告潘某某买入均价为8.53元,卖出均价为7.34元,揭露日到基准日期间卖出10,000股,其余持有至基准日,基准价为6.42元,投资差额损失为312,364元;(2)原告杨某某买入均价为12.71元,持有至基准日,投资差额损失23,902元;(3)原告卢某某买入均价为12.58元,持有至基准日,投资差额损失12,936元;(4)原告蔡某某买入均价为8.08元,持有至基准日,投资差额损失83,000元。二是移动加权平均法,自“第一笔有效买入”开始,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,以该方法,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,揭露日的持股成本客观上不受揭露日前卖出股票的影响。移动加权平均法的具体公式为,本次买入平均价 = (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)。以移动加权平均法计算的损失结果是:(1)原告潘某某买入均价为7.69元,卖出均价为7.34元,揭露日到基准日期间卖出10,000股,其余持有至基准日,基准价为6.42元,投资差额损失184,348元;(2)原告杨某某买入均价为12.71元,持有至基准日,投资差额损失23,902元;(3)原告卢某

某买入均价为 12.58 元,持有至基准日,投资差额损失 12,936 元;(4)原告蔡某某买入均价为 8.08 元,持有至基准日,投资差额损失 83,000 元。《损失核定意见书》推荐在计算投资差额损失时采用移动加权平均法计算买入均价。

《损失核定意见书》以投资者持股考察区间内个股跌幅与上证综合指数、申万一级行业指数“计算机”(801750.SL),申万三级行业指数“计算机设备”(851021.SL)跌幅对比的方式确定证券市场系统风险的扣除比例。系统风险考察区间是投资者第一笔有效买入日到基准日前最后一笔卖出日或基准日,证券市场系统风险扣除比例 = (上证综合指数涨跌幅 + 计算机行业指数涨跌幅 + 计算机设备行业指数涨跌幅) ÷ 3 ÷ 股票涨跌幅。计算结果:(1)原告潘某某至最后一笔卖出日止证券市场系统风险扣除比例 60.50%,至基准日止的证券市场系统风险扣除比例 62.23%;(2)原告杨某某证券市场系统风险扣除比例 46.08%;(3)原告卢某某证券市场系统风险扣除比例 65.38%;(4)原告蔡某某证券市场系统风险扣除比例 40.85%。

《损失核定意见书》以佣金比率 0.0003、印花税比率 0.001、银行同期存款利率 0.0035 计算税费和利息损失。扣除系统风险并计入税费损失后,核定投资者最终的赔偿金额是:(1)原告潘某某以实际成本法计算可获赔 118,583.37 元,以移动加权成本法计算可获赔 69,923.25 元;(2)原告杨某某两种方法计算可获赔均为 12,933.92 元;(3)原告卢某某两种方法计算可获赔均为 4,493.03 元;(4)原告蔡某某两种方法计算可获赔均为 49,237.51 元。

原被告双方均对《损失核定意见书》所采用的买入均价的计算方法及证券市场系统风险扣除比例提出异议,要求损失核定人员出庭接受质询,本院予以准许。庭审中,投服中心派损失核定人员唐某某、傅某某出庭,损失核定人员就《损失核定意见书》的计算方法、原理和逻辑进行详细说明,并接受原被告及法庭的询问。

原告认为:(1)以移动加权平均法计算买入均价过于烦琐,不适合中小投资者使用;(2)认定证券市场系统风险缺乏依据;(3)以第一笔有效买入日起算证券市场系统风险并不科学,没有考虑投资者的持股权重。被告方正科技公司认为:(1)揭露日前卖出的股票应根据先进先出原则全部予以冲抵。(2)以第一笔有效买入日起算证券市场系统风险没有考虑投资者不同交易时段的持股权重,有失公平。方正科技系列案件中大量投资者在早期以低价首次买入股票,又在 2015 年 5 月“牛市”期间以接近最高价 13 元左右大量买入,因此,投资者实际持仓成本很高,如果从第一笔有效买入日计算系统风险,显然无法将其受系统风险影响从高位下跌的部分剔除。(3)《损失核定意见书》

没有将揭露日前因系统风险造成的投资损失全部排除。原被告双方对《损失核定意见书》中计算投资者印花税、佣金和利息等损失的标准均无异议。

综合考虑原被告双方的质证意见,本院于庭审后再次委托投服中心,结合投资者持股权重情况就证券市场系统风险扣除比例予以重新核定。投服中心于2019年4月19日出具《损失核定补充意见书》,采用同步指数对比法,对本案证券市场系统风险扣除比例进行调整。具体方法:从投资者第一笔有效买入日起,以与个股买入均价、卖出均价及基准价格相同的计算方式,同步计算相应买入期间的指数均值、卖出期间的指数均值和揭露日到基准日期间的指数均值。指数均值的计算对应投资者交易记录,取投资者每笔交易当天的收盘指数和交易数量,以个股均价计算方式进行移动加权或加权。通过各交易期间的指数均值可以得出指数跌幅,将上证综合指数、申万一级行业指数和申万三级行业指数的跌幅一一计算后,获取指数平均跌幅。再将指数平均跌幅与个股跌幅进行对比。计算公式如下:

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; 指数跌幅 = (买入期间的指数均值 - 卖出期间的指数均值或揭露日到基准日期间的指数均值) ÷ 买入期间的指数均值; 指数平均跌幅 = (上证综合指数跌幅 + 申万一级指数跌幅 + 申万三级指数跌幅) ÷ 3; 证券市场系统风险扣除的比例 = 指数平均跌幅 ÷ 个股跌幅。

据此,《损失核定补充意见书》认定:(1)原告潘某某至卖出日期间上证综合指数、申万一级行业指数、申万三级行业指数均上涨,个股跌幅4.55%,不存在系统风险。原告潘某某至基准日期间上证综合指数下跌0.07%、申万一级行业指数上涨8.43%、申万三级行业指数上涨6.57%,个股跌幅16.51%,不存在系统风险。(2)原告卢某某持股期间,上证综合指数跌幅27.19%、申万一级行业指数跌幅28.05%、申万三级行业指数跌幅23.48%、指数平均跌幅26.24%、个股跌幅48.97%,系统风险扣除比例应为53.58%。(3)原告杨某某持股期间,上证综合指数跌幅25.29%、申万一级行业指数跌幅26.40%、申万三级行业指数跌幅20.11%、指数平均跌幅23.93%、个股跌幅49.49%,系统风险扣除比例应为48.35%。(4)原告蔡某某持股期间,上证综合指数跌幅11.98%、申万一级行业指数跌幅2.09%、申万三级行业指数跌幅0.06%、指数平均跌幅4.71%、个股跌幅20.54%,系统风险扣除比例应为22.93%。

《损失核定补充意见书》最终核定的投资者赔偿金额为:(1)原告潘某某投资差额损失184,348元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额184,968.2

元;(2)原告卢某某投资差额损失 6004.89 元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额 6024.45 元;(3)原告杨某某投资差额损失 12,345.38 元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额 12,389.41 元;(4)原告蔡某某投资差额损失 63,968.1 元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额 64,154.44 元。

原被告对《损失核定补充意见书》的质证意见如下:原告认为,《损失核定补充意见书》的计算方法相对更为精确,但也更为烦琐,投资者无法自行计算。被告方正科技公司认为,《损失核定补充意见书》采用的方法会导致部分投资者证券市场系统风险为零的情形,与实际不符,也与投服中心对系统风险的定性不符。被告认为,本案至少应当扣除 41.87% 的证券市场系统风险比例。

本院经审理查明:

1. 被告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。

2. 关于证监会的处罚决定。2017 年 5 月 5 日,证监会[2017]43 号《行政处罚决定书》对被告方正科技公司、方正集团、武汉国兴及其他相关责任人作出行政处罚:认为方正科技公司等具有信息披露违法违规行为。《行政处罚决定书》认定的违法事实有:(1)方正科技公司未按照规定披露关联交易。方正科技公司共有 28 家经销商。方正科技公司通过全资子公司深圳方正信息系统有限公司、上海新延中文化传播有限公司持有其中 23 家方正科技公司经销商股权。方正科技公司于 2003 年将前述股权全部转让。1998 年 5 月,方正集团为方正科技公司股东。2012 年 7 月经变更,方正集团为方正科技公司实际控制人。2003 年起,方正集团在人事任免、员工薪酬、资金审批、日常经营管理方面实际控制方正科技公司的经销商。根据《企业会计准则》的规定,方正科技公司与上述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。(2)方正集团、武汉国兴未披露持有方正科技股票事项。武汉国兴受方正集团控制并于 2010 年 5 月 4 日至 2014 年 10 月 21 日购入方正科技股票,成为方正科技公司股东,与方正集团

互为一致行动人。方正集团未将其与武汉国兴的一致行动人关系告知方正科技公司,导致方正科技公司2010年至2013年年报披露存在重大遗漏。

3. 2005年3月19日,方正科技公司发布《2004年年度报告》。2015年11月20日,方正科技公司发布《关于收到中国证监会立案调查通知书的公告》,公告称:“方正科技集团股份有限公司于2015年11月19日收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》。因公司涉嫌信息披露违法违规,根据《证券法》的有关规定,证监会决定对公司立案调查。”据此,原被告双方确认,如果认定方正科技公司构成证券侵权、需要承担民事责任,本案虚假陈述实施日为2005年3月19日,揭露日为2015年11月20日,进一步根据《若干规定》计算出的基准日为2016年1月5日,基准价格为6.42元。

4. 原告投资者均在2005年3月19日至2015年11月20日买入方正科技股票,部分持有至2016年1月5日以后。相关交易记录以本院向中国证券登记结算公司调取的为准。

本院认为,《行政处罚决定书》中认定的信息披露违法违规行为有两项:一是方正科技公司未披露关联交易;二是方正集团、武汉国兴未披露持有方正科技股票事项,导致方正科技公司年报存在重大遗漏。这两项行为虽在一份《行政处罚决定书》中出现,但处罚的主体、事项、结果均不相同,属于相互独立的两项虚假陈述行为。本案原告投资者明确仅针对《行政处罚决定书》中方正科技公司未披露关联交易的行为提起民事赔偿,故本案仅审查方正科技公司未披露关联交易这一虚假陈述行为引发的民事赔偿。

根据双方的诉辩意见,本院归纳本案争议焦点为:第一,《行政处罚决定书》中列明的方正科技公司信息披露违法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具有“重大性”,是否足以影响投资者的投资决策或市场价格。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。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由方正科技公司的虚假陈述行为所造成,损失或部分损失是否由证券市场系统风险等其他因素所导致。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。本院逐一分析如下。

第一,《行政处罚决定书》中列明的方正科技公司信息披露违法违规行为是否构成

证券虚假陈述侵权行为,《行政处罚决定书》中认定的方正科技公司未披露关联交易的行为是否具有“重大性”,是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格。

根据《行政处罚决定书》认定的事实,方正科技公司未披露关联交易的情形是,方正科技公司与其各经销商均被方正集团所控制,形成关联关系。2004年至2015年,方正科技公司通过上述关联经销商销售电子产品,年度交易金额达6亿~50亿余元,占上一年度净资产比例为17%~325%。方正科技公司自2004年度起的各期年报未依法披露与经销商的重大关联交易事项。

针对该争议焦点,原告投资者认为,方正科技公司自2004年起未披露总额高达数百亿元的关联交易,对投资者的决策影响巨大。法律之所以规定重大关联交易的强制披露,是因为一旦公司收益大量源于关联交易,就容易产生财务数据的操控、利润可能存在水分等问题,不能客观反映盈利水平,从而影响投资者的判断。10年来,方正科技公司随着其关联交易占净资产比例的下降,净利润也呈下降趋势,这也说明关联交易对公司财务数据造成了影响。

被告认为,方正科技公司未披露关联交易的主观原因是其并不知晓与经销商的关联关系,方正科技公司与经销商之间没有股权关系,方正科技公司的实际控制人方正集团未将其与经销商的控制关系告知方正科技公司,从而导致相关交易没有被作为关联交易披露,方正科技公司在主观上不存在诱导、欺诈的故意。客观上,方正科技公司与经销商之间的关联交易均系真实发生、价格公允的正常交易,从未虚增收入和利润,不影响财务数据。方正科技公司未披露关联交易的行为不会诱导投资者买入股票。

本院认为,根据《若干规定》,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。在本案中,《行政处罚决定书》认定被告方正科技公司存在各期年报未披露关联交易的行为,符合上述定义中“在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息”的情形。根据《若干规定》对证券虚假陈述行为的界定,人民法院在审查是否构成证券侵权时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,而审查的核心是未披露的信息是否属于“重大事件”,判断的标准应当是“信息披露是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格”,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或市场交易价格,那么该未披露信息的行为构成《若干规定》规定的虚假陈述侵权行为。

关于被告方正科技公司未披露关联交易的行为是否具有“重大性”,是否足以影响

投资者的投资决策或市场交易价格,本院具体分析如下:

首先,从未披露的关联交易的规模上来看,被告方正科技公司与其经销商之间长期存在关联交易,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,其他大部分年度也均在50%以上。方正科技公司在长达10年的时间里对上述大规模关联交易未进行披露。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2003年《公司信息披露准则》)第46条以及其后修订的相应规定,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,这属于“重大关联交易事项”的认定标准,而被告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,影响股票市场交易价格,给投资者带来投资风险。

其次,从未披露的内容上来看,被告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2003年《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。在本案中,被告方正科技公司长期未披露关于关联交易的任何具体信息,客观上剥夺了投资者对公司经营业绩分析判断的机会。

再次,从会计程序上来看,重大关联交易的披露是公司财务数据客观真实反映经营

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,披露关联交易是第一步。被告方正科技公司辩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,对此,本院认为,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,未披露该信息会不会实质影响投资者的投资决策或市场交易价格。在本案中,一方面,方正科技公司并未提供有力证据证明价格的公允性;另一方面,即便被告方正科技公司可以证明价格是公平的市场价格,但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,必然影响投资决策与市场交易价格。

最后,关于被告方正科技公司所称其未依法披露关联交易的原因是主观上不知晓控股股东与经销商的关联关系,对此,本院认为,客观事实表明,被告方正科技公司与其28家经销商存在长期的交易往来,被告方正科技公司在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控制。被告方正科技公司的上述辩称,难以令人信服,本院不予采信。即使方正科技公司确实并非故意未披露关联交易,但根据《若干规定》的规定,方正科技公司属于在披露信息时发生重大遗漏的情形,仍需要承担证券虚假陈述民事责任。

综上所述,被告方正科技公司长达十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,证监会也对此进行了顶格处罚,因此,本院认定方正科技公司的信息披露违法违规行为具有“重大性”,构成证券虚假陈述侵权行为。

第二,方正科技公司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,即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。

原告投资者认为,根据《若干规定》的规定,只要是在实施日到揭露日期间买入方正科技股票,并持有至揭露日以后卖出的投资者,都推定与虚假陈述行为存在交易因果关系。被告认为,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,方正科技公司虚假陈述行为持续了10年,但关联交易未披露主要集中在2004~2008年,2014年以后关联交易数量减少。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。

本院认为,根据《若干规定》的规定,应推定在虚假陈述对市场产生影响的时段内进行相关股票交易的投资者,是基于对虚假陈述的信赖而进行的交易,与虚假陈述行为之间存在交易因果关系。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。由于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,可以推定在此期间原告投资者基于对方正科技公司各期年度报告的信赖,而买入方正科技股票。被告方正科技公司认为原告投资者买入方正科技股票系因“牛市”和方正科技公司发布利好公告的影响,对此,本院认为,投资者买入被告公司股票可能出于多种原因,客观上无法区分原告投资者买入股票的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,抑或是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,仍然是因为信赖方正科技公司对外披露的公司信息。反之,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,本院认为,本案中仍应适用《若干规定》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。

第三,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。

原告认为,原告投资者的损失由被告方正科技公司的虚假陈述行为造成,本案不存在证券市场系统风险等其他因素。

被告认为,原告投资者的投资损失主要是由证券市场系统风险和方正科技公司自身经营情况恶化等其他因素叠加造成的。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,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继续下跌。方正科技公司自身业绩下滑也是重要因素,应酌情扣除。

本院认为,《若干规定》第19条规定,被告举证证明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,应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。根据该条文的规定,首先,虚假陈述行为的责任人仅对因虚假陈述行为造成的投资者损失承担赔偿责任。其次,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,则应当认定这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。在证券市场上,个股的股价不仅取决于自身价值,同时也不断受到许多市场风险因素的影响,对于市场风险因素造成的损失,如果均由虚假陈述行为人承担,并不公平。在本案中,被告方正科技公司举证证明本案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。据此,本院认为,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,具体的影响比例应根据专业分析核定扣除。原告投资者认为,全部投资者的交易期间均未曾遭受证券市场系统风险等其他因素影响,与客观事实不符,本院不予采信。

至于被告方正科技公司所称投资者部分损失系因方正科技公司经营业绩下滑造成股价下跌所致,属于《若干规定》规定应予扣除的“其他因素”所致损失的情形,对此,本院认为,投资者损失系由虚假陈述行为以外的其他因素所导致的举证责任在于被告,方正科技公司经营业绩的下滑对股价是否产生影响、影响程度如何,被告方正科技公司均未提出合理理由和相关证据予以证明,因此,本院难以将方正科技公司业绩下滑的情况认定为造成投资者损失的“其他因素”。

第四,如何确定投资者损失的赔偿金额,包括采用何种计算方法,以及如何确定证券市场风险因素的影响程度及相应的扣除金额。

1. 损失计算方法的确定

《若干规定》规定,投资者的投资差额损失是以买入证券的平均价格与实际卖出证券的平均价格或基准价格之差,乘以投资者所持证券数量计算。在投资者有多笔买入卖出的情况下,买入均价或差额损失的计算方法有多种。本案原被告双方在计算方法上的意见不一。

原告投资者认为,应以实际成本法计算差额损失,具体方法:投资差额损失=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),持有至基准日的股票,以基准价格卖出。原告认为该计算方法反映了投资者的实际损失,且计算方式简便易行。

被告方正科技公司认为,应以先进先出法 + 普通加权平均法作为买入均价的计算方法。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,将剩余的股票以普通加权的方法计算均价,即买入均价 = 剩余股票买入总价 ÷ 揭露日持股数。被告认为,这种计算方法能够将在揭露日前卖出股票所产生的投资盈亏排除在外,符合《若干规定》的规定,计算结果更为合理。

本案损失核定专业机构投服中心在《损失核定意见书》中采用两种方法计算买入均价:一种是实际成本法;另一种是移动加权平均法。两种方法均以投资者第一笔有效买入起算。《损失核定意见书》推荐采用移动加权平均法作为本案计算方法。

本院认为,损失计算方法的选择关系到损失认定是否公平合理。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《若干规定》的精神,本院不予采纳。

被告方正科技公司主张的先进先出法 + 普通加权平均法和《损失核定意见书》中采用的第一笔有效买入后的移动加权平均法,摒弃了实际成本法上述的缺点。两者的区别在于对揭露日前所持股票成本的认定。被告坚持以先进先出的方法将买进卖出股票作一一对应的假设,以揭露日前余股的实际价格计算买入成本,《损失核定意见书》认为除非账户内该股票卖空,否则股票无法一一对应,只要投资者不再清空该股票,账户内买入股票的价格均应作为持股成本予以考虑。对此,本院认为,第一,《若干规定》第 19 条规定,在虚假陈述揭露日之前已经卖出证券的,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。从这一条文的立法原意上来看,该条文推定认为揭露日前已经卖出股票的投资者没有受到虚假陈述行为的诱导而作出相反的决策,这里的“已经卖出”与《损失核定意见书》的账户卖空行为更为接近,只有投资者完全卖空个股,才能表明其决策没有受到虚假陈述的任何影响。第二,先进先出法是会计上的一种假设,实践中还存在后进先出法等其他不同的假设方法。第三,第一笔有效买入后的移动加权平均法对持股单价的计算更全面、客观,更能反映投资者真实的投资成本,被告主张的先进先出法往往导致持股成本的计算更接近揭露日前的股价,无法客观反映投资者的投资成本。

综上所述,本案采用《损失核定意见书》第一笔有效买入后的移动加权平均法作为

投资者投资差额损失计算中买入均价的计算方法。

2. 证券市场风险因素扣除比例的认定

原告投资者认为,本案不存在证券市场系统风险,不应当予以扣除,如果必须要扣除相应的风险因素,应当统一酌情扣除不超过10%的比例。

被告方正科技公司认为,本案与《若干规定》规定的股价走势模型有所不同。在本案中,在虚假陈述揭露日之前,个股受到2015年股灾的影响,已有相当跌幅。因此,对证券市场系统风险的评判应当分段进行。具体方法:第一,由于虚假陈述行为尚未揭露,投资者在揭露日之前的损失100%由系统风险造成,被告方正科技公司对这部分损失不承担赔偿责任。第二,揭露日之后,投资者的损失系由方正科技公司虚假陈述行为揭露以及证券市场系统风险和其他行业、个股经营风险叠加造成,应当扣除不属于虚假陈述行为影响的部分。第三,以如下方法确定揭露日以后受证券市场系统风险的比例:在本案揭露日至基准日期间,上证指数下跌9.11%,申万一级行业指数下跌10.89%,申万三级行业指数下跌11.65%,方正科技下跌25.20%,因此,本案揭露日至基准日期间系统风险对原告投资损失的影响比例为 $(9.11\% + 10.89\% + 11.65\%) \div 3 \div 25.20\% = 41.87\%$ 。第四,以揭露日为基点分段扣除系统风险后投资差额损失的计算公式如下:扣除系统风险后投资差额损失 = 揭露日至基准日间卖出股票差额损失 $\times$ 揭露日至基准日期间的区间扣减权重 $\times (1 - \text{揭露日到揭露日至基准日期间可索赔股数最后一笔卖出日期期间的系统风险}) + \text{基准日之后卖出或持有股票差额损失} \times \text{揭露日至基准日期间的区间扣减权重} \times (1 - \text{揭露日到基准日期间的系统风险})$ 。具体而言,原告潘某某揭露日前未受系统风险影响,揭露日至基准日的系统风险影响比例为41.87%;原告杨某某受综合系统风险影响比例为84.40%;原告卢某某受综合系统风险影响比例为84.11%;原告蔡某某受综合系统风险影响比例为54.92%。以原告杨某某的交易记录为例,以先进先出法 + 普通加权平均法计算杨某某的平均买入价为12.72元,高于本案揭露日前一交易日方正科技的收盘价7.54元,揭露日前系统风险区间的扣减权重为 $(12.72 - 7.54) \div (12.72 - 5.64) \times 100\% = 73.16\%$,揭露日后系统风险区间的扣减权重为 $(7.54 - 5.64) \div (12.72 - 5.64) \times 100\% = 26.84\%$ 。揭露日前一交易日至基准日的系统风险占比为41.87%,故杨某某案的综合系统风险为 $73.16\% \times 100\% + 26.84\% \times 41.87\% = 84.40\%$ 。

《损失核定补充意见书》中选用的市场风险比例认定方法是以《若干规定》规定的损失计算公式为基础,结合每个投资者的具体持股期间,将个股跌幅与大盘、行业指数

的跌幅进行同步对比,用相对比例的方法确定每个投资者因市场风险因素对其股价跌幅的具体影响程度。

本院认为,证券市场风险影响比例的确定是公平合理认定虚假陈述责任人承担赔偿责任范围的重要步骤。在实践中虽然无法绝对精准地还原股价下跌的成因及其影响力,但市场风险扣除比例的确定也应当做到相对客观、精确。原告投资者主张的酌情统一扣除一定比例的方法,未考虑不同投资者实际交易时段的市场波动的具体情况,缺乏合理性,本院不予采纳。被告方正科技公司提出分段扣除法,主张揭露日前投资者的损失均与方正科技公司的虚假陈述行为无关,本院亦不予采纳。首先,该方法人为地将投资者损失的形成进行分段考察,与《若干规定》的规定不符。《若干规定》认定的投资者损失产生的过程是投资者在虚假陈述揭露日前高价买入股票,又在虚假陈述行为被揭露后股价泡沫破灭、投资者卖出股票或一直持有而形成的亏损。法律认定的投资者损失是揭露日前后的投资差额损失,并未将投资者的损失切割成揭露日前的损失和揭露日后的损失。按照被告的观点,只要投资者买入均价高于揭露日前一天的收盘价,所有投资者的损失均是从揭露日起算,根本不需要运用买入均价,等于改变了《若干规定》规定的计算原则,投资者因为虚假陈述行为高价买入股票的损失无法体现在赔偿中。其次,被告所称投资者在揭露日前产生的损失与虚假陈述行为完全没有因果关系的说法也是不成立的。在揭露日之前,虚假陈述行为人诱导投资者高价买入股票,使其存在于风险之中。同时,由于方正科技公司的虚假陈述行为持续进行,投资者基于对该公司良好状况的信赖,一直持有股票,在此期间尽管股价受市场影响已经出现下跌,但由于虚假陈述的诱导效应依然存在,投资者有理由选择不卖出股票。最后,《若干规定》认定投资者在揭露日之前已经卖出股票的,其买卖股票的投资差价损失与虚假陈述行为没有因果关系。可见,法律已经考虑投资者在揭露日前产生实际交易损失的情况,并已将这种情形列为与虚假陈述行为无关的损失,从而排除在索赔范围之外。而对于实际差价损失最终产生在揭露日以后的,仍应全盘考虑损失因果关系。综上所述,本院不予采纳被告方正科技公司提出的分段计算系统风险的方法,本院认为,证券市场风险的考察区间应当覆盖至投资者的整个持股期间,揭露日前所受市场风险的影响应与揭露日后所受的影响一并考虑。

本院认为,《损失核定补充意见书》采用个股均价与同期指数均值进行同步对比的方法,较为客观合理。理由如下:第一,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。同步指数对比法主要比对的是个股跌幅和指数跌幅,而两个跌幅的计算取决于投资者买入卖出的时间点、个股单价和相应的指数情况。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。第二,该方法选用了“3+X”指数作为市场风险对比的指数,该指数包括上证综指、申万一级行业指数和申万三级行业指数,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。第三,同步指数对比法将个股的买卖情况与同期指数变动作紧密贴合的比对,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。第四,经过反复验证,同步指数对比法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。例如,在本案中,原告卢某某买入均价为12.58元,接近方正科技股价的最高点13元,原告将股票持有至基准日后,经历了大盘高位下挫的过程,经计算其受市场风险影响的比例为53.58%。原告潘某某买入均价为7.69元,该价格接近揭露日时的股票价格7.34元,原告潘某某并未经历前期大盘的高位下挫,持有后股价一直相对平稳,法律推定其大部分股票按照基准价格6.42元卖出,最终计算出其并未受到市场风险的影响。综上,本院认为,《损失核定补充意见书》采用同步指数对比法扣除市场风险相对精确、覆盖面广、现实可行,本院予以采纳。

综上所述,被告方正科技公司重大关联交易未披露的行为,构成证券侵权,应当承担民事赔偿责任。本院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。投资者在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。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。本院采纳投服中心《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的意见。本院采纳《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。至于原告投资者主张的佣金、印花税和利息损失,原被告对于《损失核定意见书》采用的计算标准均无异议,《损失核定补充意见书》沿用了相同标准,本院亦予以认可。本院认定原告投资者

最终应获得的赔偿金额为《损失核定补充意见书》中核定的原告投资者在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。依照 2014 年《证券法》第 69 条、《若干规定》第 17 条、第 18 条、第 19 条、第 20 条、第 30 条、第 31 条、第 32 条、第 33 条之规定,判决如下:

一、被告方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向原告卢某某支付赔偿款人民币 6024.45 元;

二、被告方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向原告杨某某支付赔偿款人民币 12,389.41 元;

三、被告方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向原告蔡某某支付赔偿款人民币 64,154.44 元;

四、被告方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向原告潘某某支付赔偿款人民币 184,968.2 元。

如未按照本判决指定的期间履行金钱给付义务,应当按照《民事诉讼法》第 253 条之规定,加倍支付迟延履行期间的债务利息。

本案案件受理费,每位原告单独计算如下:(1)原告卢某某涉及受理费人民币 124.65 元,由原告卢某某负担人民币 66.82 元,由被告方正科技公司负担人民币 57.83 元;(2)原告杨某某涉及受理费人民币 399.75 元,由原告杨某某负担人民币 193.3 元,由被告方正科技公司负担人民币 206.45 元;(3)原告蔡某某涉及受理费人民币 1891.68 元,由原告蔡某某负担人民币 441.18 元,由被告方正科技公司负担人民币 1450.50 元;(4)原告潘某某涉及受理费人民币 5756.08 元,由原告潘某某负担人民币 2172.13 元,由被告方正科技公司负担人民币 3583.95 元。

如不服本判决,可在判决书送达之日起十五日内,向本院递交上诉状,并按对方当事人的人数提出副本,上诉于上海市高级人民法院。

审 判 长 林晓镬

审 判 员 单素华

审 判 员 朱颖琦

二〇一九年五月五日

法 官 助 理 黄佩蕾、李瑶菲

书 记 员 印 铭

上海市高级人民法院民事判决书

(2019)沪民终263号

上诉人(一审被告):方正科技集团股份有限公司。

法定代表人:刘某,董事长。

委托诉讼代理人:张保生,北京市中伦律师事务所律师。

委托诉讼代理人:朱媛媛,北京市中伦律师事务所律师。

被上诉人(一审原告):卢某某,男。

被上诉人(一审原告):杨某某,男。

被上诉人(一审原告):蔡某某,男。

被上诉人(一审原告):潘某某,女。

以上四名被上诉人委托诉讼代理人:吴立骏,上海市东方剑桥律师事务所律师。

上诉人方正科技集团股份有限公司(以下简称方正科技公司)因与被上诉人卢某某、杨某某、蔡某某、潘某某证券虚假陈述责任纠纷一案,不服上海金融法院(2018)沪74民初330号民事判决,向本院提出上诉。本院于2019年5月24日立案后,依法组成合议庭,公开开庭进行了审理。上诉人方正科技公司委托诉讼代理人朱媛媛、四名被上诉人委托诉讼代理人吴立骏到庭参加诉讼。本案现已审理终结。

方正科技公司上诉请求:撤销上海金融法院(2018)沪74民初330号民事判决,改判驳回四名被上诉人的全部诉讼请求。本案一审、二审的全部诉讼费用应由四名被上诉人承担。事实和理由:(1)四名被上诉人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。本案的虚假陈述行为是未披露关联交易,实施日早在2005年3月19日,此后持续了长达10年,关联交易的金额占比呈逐年下降趋势。在这10年的时间里,四名被上诉人从未买入过方正科技股票,直至2015年4月到7月才开始买入。方正科技公司在一审中已经提交了大量、充分的证据予以证明。因此,四名被上诉人的投资决策已经“有高度可能性”是受2015年上半年A股“大牛市”和方正科技公司发布的利好公告的影响,而与案涉虚假陈述行为之间没有交易因果关系。(2)一审判决采用“第一笔有效买入后的移动加权平均法”(以投资者在揭露日前最后一次证券余额为零后的第一笔买入作为第一笔有效买入)作为买入均价的计算方法,不符合《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《若干规定》)的规定。投资者在虚假陈述揭露日前已经卖出的证券,并未受到虚假陈述被揭露的影响,由此造成的投资损失与虚假陈述行为之间不具有损失因果关系。因此,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。本案买入均价的计算方法应采用“先进先出加权平均法”,即将投资者在实施日至揭露日期间依先后顺序卖出的股票抵消了投资者在该期间依先后顺序买入的股票,确定了可索赔股数的范围后,再以可索赔股数的实际买入价加权平均计算买入均价。(3)一审判决已经明确认定本案确实存在证券市场系统风险这一客观事实。在这一前提下,证券市场系统风险必然会对个股产生影响。如果一概采用“同步指数对比法”计算系统风险对投资者损失的影响比例,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(如本案投资者潘某某)。因此,即使采用同步指数对比法,也应合理确定证券市场系统风险的最低扣除比例,具体可根据揭露日与基准日之间上证指数、申万一级行业指数、申万三级行业指数的平均跌幅与方正科技股价平均跌幅的比例,确定最低扣除比例为41.87%。(4)一审判决关于影响股价的非证券市场系统风险的其他因素(以下简称非系统风险)认定不当。上诉人已经举证证明揭露日到基准日方正科技公司存在业绩下滑、销售状况不利、库存大量增加、债务压顶、发债受挫等非系统风险。在一审庭审中,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)的损失核定人并未否定本案存在非系统风险,只是表示由于相关期间股市存在异常波动,故无法进行计算。一审法院以无法定量计算为由直接认定本案不存在非系统风险,存在明显错误。

被上诉人卢某某、杨某某、蔡某某、潘某某辩称,一审判决结果有效维护了中小投资者的权益,上诉人的上诉理由不能成立。(1)关于交易因果关系的问题,根据《若干规定》,只要投资者在实施日到揭露日期间买入方正科技股票,并持有至揭露日,都推定与虚假陈述行为之间存在交易因果关系。本案投资者的交易行为均符合司法解释的上述规定。(2)关于投资者的投资差额损失计算,目前各种损失计算方法各有优劣,且对投资者维权的影响巨大。被上诉人主张采用的“实际成本法”反映了投资者的实际损失且简便易行,而一审法院采用的移动加权平均法也有其合理性,但法院对各种计算方法应予以统一。(3)关于证券市场系统风险的问题,我国目前没有一个机构可以鉴定系统风险是否存在及其影响比例是多少。被上诉人认为本案中不存在证券市场系统风险,但同时也认可一审法院采用的证券市场系统风险扣除方法还是相对公允的。(4)关于非系统风险因素的问题,在证券市场系统风险尚未界定明确的情况下,非系统

风险更难以确定。上诉人也未说明非系统风险是什么,更没有相关法律依据和事实依据,本案中对非系统风险不应予以考虑。

二审中,当事人没有提交新证据。双方对一审认定的事实没有异议,本院予以确认。

被上诉人卢某某向一审法院提出诉讼请求:(1)请求判令方正科技公司向其赔偿人民币 12,986 元(以下币种均为人民币),其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

被上诉人杨某某向一审法院提出诉讼请求:(1)请求判令方正科技公司向其赔偿 23,990 元,其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

被上诉人蔡某某向一审法院提出诉讼请求:(1)请求判令方正科技公司向其赔偿 83,667 元,其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

被上诉人潘某某向一审法院提出诉讼请求:(1)请求判令方正科技公司向其赔偿 297,072 元,其中包含印花税、佣金和利息损失;(2)请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

一审法院认定以下事实:

1. 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。

2. 2017 年 5 月 5 日,证监会[2017]43 号《行政处罚决定书》对方正科技公司、北大方正集团有限公司(以下简称方正集团)、武汉国兴科技发展有限公司(以下简称武汉国兴)及其他相关责任人作出行政处罚,认为方正科技公司等具有信息披露违法行为。[2017]43 号《行政处罚决定书》认定的违法事实有:(1)方正科技公司未按照规定披露关联交易。方正科技公司共有 28 家经销商。方正科技公司通过全资子公司深圳方正信息系统有限公司、上海新延中文化传播有限公司持有其中 23 家方正科技公司经销商股权。方正科技公司于 2003 年将前述股权全部转让。1998 年 5 月,方正集团为方正科技公司股东。2012 年 7 月经变更,方正集团为方正科技公司实际控制人。2003 年起,方正集团在人事任免、员工薪酬、资金审批、日常经营管理方面实际控制方正科技公司的经销商。根据《企业会计准则》的规定,方正科技公司与上述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。(2)方正集团、武汉国兴未披露持有方正科技股票事项。武汉国兴受方正集团控制并于 2010 年 5 月 4 日至 2014 年 10 月 21 日购入方正科技股票,成为方正科技公司股东,与方正集团互为一致行动人。方正集团未将其与武汉国兴的一致行动人关系告知方正科技公司,导致方正科技公司 2010 年至 2013 年年报披露存在重大遗漏。

3. 2005 年 3 月 19 日,方正科技公司发布《2004 年年度报告》。2015 年 11 月 20 日,方正科技公司发布《关于收到中国证监会立案调查通知书的公告》,公告称:“方正科技集团股份有限公司于 2015 年 11 月 19 日收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》。因公司涉嫌信息披露违法违规,根据《证券法》的有关规定,证监会决定对公司立案调查。”据此,双方当事人确认,如果认定方正科技公司构成证券侵权、需要承担民事责任,本案虚假陈述实施日为 2005 年 3 月 19 日,揭露日为 2015 年 11 月 20 日,进一步根据《若干规定》计算出的基准日为 2016 年 1 月 5 日,基准价格为 6.42 元。

4. 四名被上诉人均在 2005 年 3 月 19 日至 2015 年 11 月 20 日期间买入方正科技股票,部分持有至 2016 年 1 月 5 日以后。相关交易记录以一审法院向中国证券登记结算公司调取的为准。

本案系一审法院在投资者诉方正科技公司证券虚假陈述责任纠纷系列案件中选定的示范案件。一审期间,经双方当事人共同申请,法院委托投服中心对本案投资者的投资差额损失、是否存在证券市场系统风险及相应的扣除比例进行核定。投服中心于 2019 年 2 月 14 日出具(20190001 号)《损失核定意见书》,于 2019 年 4 月 19 日出具《损失核定补充意见书》,就上述问题出具了专业意见。

在投资差额损失核定中,《损失核定意见书》以两种方法计算投资者买入均价:一是实际成本法,即自“第一笔有效买入”开始,买入股票的总成本减去其在此期间卖出该股票收回的资金,除以买入股数与卖出股数之差,计算股票买入均价。实际成本法的具体公式:买入均价 = (买入股票总成本 - 卖出股票总金额) ÷ (买入股数 - 卖出股数)。以实际成本法计算的损失结果:(1)潘某某买入均价为 8.53 元,投资差额损失为 312,364 元;(2)杨某某买入均价为 12.71 元,投资差额损失为 23,902 元;(3)卢某某买

入均价为 12.58 元,投资差额损失 12,936 元;(4)蔡某某买入均价为 8.08 元,投资差额损失 83,000 元。二是“移动加权平均法”,自“第一笔有效买入”开始,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,以该方法,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,揭露日的持股成本客观上不受揭露日前卖出股票的影响。具体计算公式: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)。以移动加权平均法计算的损失结果:(1)潘某某买入均价为 7.69 元,投资差额损失 184,348 元;(2)杨某某买入均价为 12.71 元,投资差额损失 23,902 元;(3)卢某某买入均价为 12.58 元,投资差额损失 12,936 元;(4)蔡某某买入均价为 8.08 元,投资差额损失 83,000 元。《损失核定意见书》推荐在计算投资差额损失时采用移动加权平均法计算买入均价。

在证券市场系统风险比例核定中,《补充损失核定意见书》中采用“同步指数对比法”,即从投资者第一笔有效买入日起,假设投资者买卖方正科技股票时,同时买入卖出相同数量的指数,每一笔交易都同步对应指数的买入卖出,指数的价格取交易当日的收盘指数。揭露日后卖出或持有股票的,假设也同步卖出或持有相应的指数。将每个投资者持股期间的个股跌幅与参考指数(上证综合指数、申万一级行业指数和申万三级行业指数)的平均跌幅进行对比,用相对比例法扣除系统风险的影响。具体计算方法为,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;指数跌幅 = (买入期间的指数均值 - 卖出期间的指数均值或揭露日到基准日期间的指数均值) ÷ 买入期间的指数均值;指数平均跌幅 = (上证综合指数跌幅 + 申万一级指数跌幅 + 申万三级指数跌幅) ÷ 3;证券市场系统风险扣除比例 = 指数平均跌幅 ÷ 个股跌幅。据此,《损失核定补充意见书》认定:(1)潘某某的系统风险扣除比例应为零;(2)卢某某的系统风险扣除比例应为 53.58%;(3)杨某某的系统风险扣除比例应为 48.35%;(4)蔡某某的系统风险扣除比例应为 22.93%。

《损失核定补充意见书》最终核定的投资者赔偿金额为:(1)潘某某投资差额损失 184,348 元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额 184,968.2 元;(2)卢某某投资差额损失 6004.89 元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额 6024.45 元;(3)杨某某投资差额损失 12,345.38 元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额 12,389.41 元;(4)蔡某某投资差额损失 63,968.1

元,投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额 64,154.44 元。

一审法院认为,[2017]43 号《行政处罚决定书》中认定的信息披露违法违规行为有两项,但本案投资者明确仅针对其中方正科技公司未披露关联交易的行为提起民事赔偿。一审中双方当事人的争议焦点为:(1)方正科技公司信息披露违法违规行为是否构成证券虚假陈述侵权行为,是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格;(2)若认定方正科技公司构成证券侵权行为,该虚假陈述行为与本案投资者买入方正科技股票是否存在交易上的因果关系;(3)若认定方正科技公司构成证券侵权行为,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;(4)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。

关于上述第一个争议焦点,一审法院认为,案涉[2017]43 号《行政处罚决定书》认定方正科技公司存在各期年报未披露关联交易的行为,符合《若干规定》对证券虚假陈述行为的界定。从未披露的关联交易的规模上来看,方正科技公司与其经销商之间长期存在关联交易,交易金额总额高达 400 多亿元。从未披露的内容上来看,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。从会计程序上看,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。另外,方正科技公司亦无证据证明其主观上不知晓控股股东与经销商之间的关联关系。据此,一审法院认定方正科技公司的信息披露违法违规行为具有“重大性”,构成证券虚假陈述侵权行为。

关于上述第二个争议焦点,一审法院认为,由于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,可以推定在此期间本案投资者基于对方正科技公司各期年度报告的信赖,而买入方正科技股票。投资者买入系争股票可能出于多种原因,客观上无法区分本案投资者买入股票的具体动机是基于对虚假陈述的信赖,还是基于对市场行情或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。因此,本案中仍应适用《若干规定》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。

关于上述第三个争议焦点,一审法院认为,本案中方正科技公司举证证明本案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,具体的影响比例应根据专业分析核定扣除。至于方正科技公司所称投资者部分损失系因方正科技公司经营业绩下滑造成股价下跌所致,属于《若干规定》规定应予扣除的“其他因素”所致损失的情形。对此,一审法院认为,方正科技公司经营业绩的下滑对股价是否产生影响、影响程度如何,方正科技公司均未提出合理理由和相关证据予以证明,因此,难以将方正科技公司业绩下滑的情况认定为造成投资者损失的“其他因素”。

关于上述第四个争议焦点,一审法院认为,本案投资者主张的“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,故不予采纳。方正科技公司主张的“先进先出法+普通加权平均法”以先进先出的方法将买进卖出股票作一一对应的假设,而先进先出法是会计上的一种假设,实践中还存在后进先出法等其他不同的假设方法,且该计算方法往往导致持股成本的计算更接近揭露日前的股价,无法客观反映投资者的投资成本。投服中心出具的《损失核定意见书》中推荐的“第一笔有效买入后的移动加权平均法”,符合《若干规定》第19条的立法原意,对持股单价的计算更全面、客观,更能反映投资者真实的投资成本。据此,一审法院采用《损失核定意见书》中“第一笔有效买入后的移动加权平均法”作为投资者投资差额损失计算中买入均价的计算方法。

关于证券市场系统风险因素的扣除比例,一审法院认为,本案投资者主张的酌情统一扣除一定比例的方法,未考虑不同投资者实际交易时段的市场波动的具体情况,缺乏合理性,故不予采纳。方正科技公司提出分段扣除法,主张揭露日前投资者的损失均与方正科技公司的虚假陈述行为无关,人为地将投资者损失的形成进行分段考察,与《若干规定》的规定不符,亦不予采纳。《损失核定补充意见书》采用个股均价与同期指数均值进行同步对比的方法,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,涵盖了投资者的整个持股区间,并将不同交易时点的股票交易数量纳入考量因素,从而更加客观、精准地反映出每个投资者在不同持股期间的市场风险因素影响程度。经过反复验证,“同步指数对比法”确定的市场风险比例的结果与投资者的真实损失情况更为接近。据此,一审法院采纳《损失核定补充意见书》中的“同步指数对比法”扣除证券市场系统风险比例。

综上,一审法院判决:(1)方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向卢某某支付赔偿款 6024.45 元;(2)方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向杨某某支付赔偿款 12,389.41 元;(3)方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向蔡某某支付赔偿款 64,154.44 元;(4)方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向潘某某支付赔偿款 184,968.2 元。一审法院按每位投资者对案件受理费承担数额单独计算如下:卢某某涉及受理费 124.65 元,由卢某某负担 66.82 元,由方正科技公司负担 57.83 元;杨某某涉及受理费 399.75 元,由杨某某负担 193.3 元,由方正科技公司负担 206.45 元;蔡某某涉及受理费 1891.68 元,由蔡某某负担 441.18 元,由方正科技公司负担 1450.50 元;潘某某涉及受理费 5756.08 元,由潘某某负担 2172.13 元,由方正科技公司负担 3583.95 元。

在二审庭审中,本院通知投服中心指派损失核定人员唐某某、傅某某出庭。损失核定人员就《损失核定意见书》及《损失核定补充意见书》的计算方法、原理和逻辑进行详细说明,并接受上诉人、被上诉人及法庭的询问。

本院认为,本案在二审阶段存在 4 个争议焦点:(1)四名被上诉人买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间是否具有交易上的因果关系;(2)四名被上诉人的投资差额损失计算中,应以何种方法确定系争股票的买入均价;(3)在本案中,证券市场系统风险因素应如何计算;(4)本案损失计算中,是否需要扣除证券市场系统风险以外的其他因素。

1. 关于本案投资者买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间是否具有交易上的因果关系

本案投资者买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间是否存在交易上的因果关系,即投资者是否系受到虚假陈述的影响而买入方正科技股票。对此,方正科技公司认为,被上诉人是在实施日 10 年后的 2015 年 4 月到 7 月才开始买入股票的,有“高度可能性”是受到 2015 年年中“大牛市”及方正科技公司一系列利好消息的影响,而非受到 10 年前虚假陈述行为的影响。一审判决以“客观上无法区分本案投资者买入股票的具体动机”为由未采纳方正科技公司的抗辩理由,超出了民事诉讼“高度盖然性”的证明标准。被上诉人认为,根据《若干规定》,只要投资者在实施日到揭露日期间买入方正科技股票,并持有至揭露日,都推定与虚假陈述行为之间存在交易上的因果关系。

本院认为:(1)根据《若干规定》第 18 条的规定,应推定投资人在虚假陈述实施日

及以后,至揭露日或者更正日之前买入与虚假陈述直接关联的证券的行为均受到了虚假陈述的诱导。本案四名被上诉人买入方正科技股票的时间均在《若干规定》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。(2)就上诉人所称本案虚假陈述实施日与证券买入时间相隔甚远的问题,本院注意到,本案虚假陈述行为是方正科技公司在每年的年报中未披露关联交易,该虚假陈述行为从2004年一直持续到2015年,本案投资者买入方正科技股票的时间多在2015年期间,此时虚假陈述行为仍对方正科技股票交易价格发生影响。(3)上诉人称四名被上诉人买入系争证券可能受到多种因素影响,对此本院认为,证券市场中影响股票价格和投资者投资决策的因素众多,但只要投资者证券买入时间符合《若干规定》的法定要求,即可推定交易因果关系的成立,无须证实虚假陈述是投资者买入证券的唯一原因。

综上,本案投资者买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间具有交易上的因果关系,上诉人的此项上诉理由不能成立,本院不予采纳。

2. 投资者的投资差额损失计算中,应以何种方法确定系争股票的买入均价

根据《若干规定》的规定,投资人在基准日及以前卖出证券的,其投资差额损失,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得出。投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的,其投资差额损失,以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间,每个交易日收盘价的平均价格之差,乘以投资人所持证券数量计算得出。在本案中,上诉人与被上诉人关于投资差额损失计算的争议主要在于如何确定证券买入均价。

上诉人认为,一审判决采用“第一笔有效买入后的移动加权平均法”计算买入均价,会将揭露日前一部分已经卖出,只是当时并没有清仓的证券的实际交易价格计入买入成本,有违《若干规定》的规定。上诉人主张本案应采用“先进先出法+普通加权平均法”作为买入均价的计算方法,即将投资者在实施日至揭露日期间依先后顺序卖出的股票抵消投资者在该期间依先后顺序买入的股票,确定可索赔股数的范围后,再以可索赔股数的实际买入价加权计算买入均价。

四名被上诉人认为,本案应采用实际成本法计算差额损失,具体方法:投资差额损失=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),持有至基准日的股票,以基准价格卖出。四名被上诉人认为该计算方法反映了投资者的实际损失,且计算方式简便易行。

关于证券买入均价的计算方法,本院作如下分析:(1)以本案投资者主张的“实际成本法”计算证券买入均价,计算过程不仅受到证券买入价格的影响,也受到证券卖出价格的影响,事实上将投资者从实施日到揭露日的投资收益或亏损情况纳入考虑范围。从计算结果来看,应用“实际成本法”可能导致畸高或畸低的买入均价,即买入均价可能远高于该期间证券的最高价或低于该期间证券的最低价,对于投资者或上市公司而言均有失公平合理。(2)关于方正科技公司主张的“先进先出法+普通加权平均法”,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。同时,从《若干规定》关于证券买入均价的规定来看,其考虑的应是从实施日到揭露日整个期间投资者的买入成本,而根据上诉人主张的计算方法,当投资者在此期间多次买卖该证券的情形下,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。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。(3)相对而言,“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《若干规定》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。

综上,本院认为,采用“移动加权平均法”计算证券买入均价符合相关法律规定,计算逻辑和计算结果均具有合理性,本院予以认可。就一审法院运用该方法计算所得投资差额损失的具体数额,各方均无异议,本院予以确认。

3. 本案中证券市场系统风险应如何计算

关于证券市场系统风险,根据《若干规定》的规定,虚假陈述行为人举证证明投资者的损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素导致的,应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。

关于证券市场系统风险计算方法,四名被上诉人认为,本案中不存在证券市场系统风险,如果必须要扣除,也应在10%的范围内统一酌情扣除。上诉人认为,本案《损失核定补充意见书》的计算方法导致了部分案件出现投资者损失“未受系统风险影响”的不合理情况。例如,被上诉人潘某某持有部分方正科技股票至基准日,而基准日当天A股市场遭遇熔断,明确存在系统风险,但计算结果却显示其投资损失未

受系统风险影响。同时,即使采用《损失核定补充意见书》的计算方法,也应当合理确定系统风险的最低比例。在本案揭露日至基准日期间,上证指数下跌9.11%,申万一级行业指数计算机下跌10.89%,申万三级行业指数计算机设备下跌11.65%,方正科技股价下跌25.20%,因此本案揭露日至基准日期间系统风险对投资者投资损失的影响比例应为 $(9.11\% + 10.89\% + 11.65\%) \div 3 \div 25.20\% = 41.87\%$ 。据此,上诉人主张应以揭露日至基准日期间的系统风险影响比例41.87%作为本案系统风险的最低比例。

本院认为,证券市场系统风险扣除比例是合理确定虚假陈述民事赔偿责任范围的重要因素,而鉴于系统风险因素的复杂性和不确定性,难以绝对精确地予以测算,但可以通过比较各种计算方法的优劣,进而作出相对公平合理的选择。对此,本院作如下分析:(1)计算证券市场系统风险扣除比例,其目的在于将系统风险从股价变化的影响因素中加以剔除,而统一扣除比例的方法无法反映整体市场风险与单一股价变化的相对关系,故同时考察指数变化与股价变化的“同步指数对比法”更具合理性。(2)考虑在同一证券虚假陈述行为引发的案件中,每个投资者的交易时间、交易量等均不相同,股价变动中包含的市场系统风险也不尽相同。如果采用统一的扣除比例,将无法真实反映不同投资者经历的市场系统风险,导致形式公平而实质不公平的结果。《损失核定补充意见书》采用的计算方法考察了从实施日到基准日的整个区间,客观反映了投资者经历的所有市场系统风险,且根据每一个投资者的交易记录进行具体测算,反映了不同投资者在交易时间和交易量上的差异,计算结果更符合公平原则。(3)关于参考指数的选择,《损失核定补充意见书》采用上证综指、申万一级行业指数和申万三级行业指数作为证券市场系统风险的参考指数,从不同维度反映了整体市场与个股价格变化的相对关系,在市场风险影响程度的判定上更为严谨。该指数选择也获得双方当事人的一致认同,本院予以认可。

对于上诉人主张的“同步指数对比法”导致部分投资者系统风险扣除比例为零,故应设置最低风险比例的观点,本院认为:(1)确定本案投资者应获赔偿的损失数额,包括投资差额损失核定与扣除证券市场系统风险比例两个阶段。在核定投资差额损失时,一审判决采用“移动加权平均法”计算投资者的证券买入均价,已经将投资者在实施日和揭露日之间因股价涨跌产生的投资亏损剔除在差额损失之外。例如,就投资者潘某某而言,尽管其市场系统风险扣除比例为零,但其按照“移动加权平均法”计算所得的股票买入均价相对其他投资者明显偏低,导致每股的投资损失差额也相对较低。

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,其中卢某某扣除 53.61%、杨某某扣除 48.36%、蔡某某扣除 23.32%、潘某某扣除 37.74%,计算结果相对公平。(2)本案在计算投资差额损失与市场系统风险扣除比例时,均采用“移动加权平均法”测算股价变化及指数变化,其计算方法前后一致,具有逻辑上的统一性。上诉人提出的在同步指数对比法与统一比例法两者之间“就高扣除”的观点,欠缺逻辑上的一致性,并无事实依据和法律依据,本院不予采纳。(3)关于投资者潘某某的证券市场系统风险扣除比例为零的具体原因,从该投资者的交易过程来看,其持有的方正科技股票多数系在市场有关指数位于相对低点时买入。在买入证券后指数整体平稳或上扬的情形下,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。

综上,本院认为,《损失核定补充意见书》采用“同步指数对比法”计算证券市场系统风险扣除比例,相对公平合理、客观准确,方正科技公司针对证券市场系统风险扣除比例的上诉理由不能成立,本院不予采纳。

4. 本案中是否需要扣除证券市场系统风险以外的其他因素

关于本案中是否需要扣除证券市场系统风险以外的其他因素的问题,上诉人称,投资者部分损失系因方正科技公司经营业绩下滑及债务问题造成股价下跌所致,属于《若干规定》规定应予扣除的“其他因素”所致损失的情形,不应以无法准确计算而不予扣除,应酌情认定本案非系统风险因素对投资者损失的影响比例,并予以剔除。被上诉人认为,目前有关法律对于非系统风险并无明确界定,上诉人所称的非系统风险因素亦缺乏事实依据,本案中不应予以考虑。

对此,本院认为,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。因此,对于《若干规定》第 19 条规定的“其他因素”的适用,应严格把握。此种处理原则亦符合我国长期以来的司法实践。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,对于投资者来说亦不公平。在本案中,上诉人所称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,故一审法院未将其作为扣除赔偿比例的因素,并无不当,本院予以认可。

综上所述,方正科技公司因重大关联交易未披露的行为,构成证券虚假陈述侵权,应对被侵权的投资者承担相应民事赔偿责任。本案投资者在实施日到揭露日期间买入

股票并持有至揭露日,存在投资差额损失,与方正科技公司的虚假陈述行为之间具有交易上和损失上的因果关系,有权要求虚假陈述行为人方正科技公司予以赔偿。本案一审法院采用移动加权平均法计算投资者的证券买入均价并采用同步指数对比法计算市场系统风险扣除比例,均符合《若干规定》的规定,计算方法和计算结果相对公平合理,并无不当。上诉人的上诉请求均不能成立,应予驳回。一审判决认定事实清楚,适用法律正确,应予维持。依照《民事诉讼法》第170条第1款第1项规定,判决如下:

驳回上诉,维持原判。

二审案件受理费人民币8172.16元,由上诉人方正科技集团股份有限公司负担。

本判决为终审判决。

审 判 长 茆 荣 华

审 判 员 许 晓 骁

审 判 员 宋 向 今

二〇一九年八月七日

书 记 员 石 琳

本案相关新闻报道

全国首例示范判决生效 投服中心受托核定投资者损失

2019年8月7日,上海金融法院全国首例示范案件——原告潘某等诉被告方正科技集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案二审由上海市高级人民法院判决驳回被告上诉,维持原判。该案是全国首例公开宣判并生效的示范案件,开创性地引入投服中心作为第三方专业机构辅助法院进行损失核定,奠定了证券领域投资者司法救济的里程碑。

积极研究,共同打造示范判决制度基础

2016年,中国证券监督管理委员会与最高人民法院联合部署,将“推动建立示范判决机制”作为落实证券期货纠纷多元化解机制试点工作的重要举措。为推动示范判决机制尽快落地,相关法院、投服中心开展了扎实的研究和准备。2018年,投服中心与上海市第一中级人民法院合作的课题《证券支持诉讼示范判决机制研究》在首届中小投

投资者投服论坛上宣介。2019年1月,上海金融法院发布《关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》(沪金融法〔2019〕2号),其中明确优先选定国家机关或依法设立的公益性组织机构支持诉讼的案件作为示范案件,委托第三方专业机构核定损失。2019年6月至7月,最高人民法院、上海市高级人民法院及上海金融法院相继发布科创板并试点注册制改革司法保障意见,明确推广示范判决机制,充分发挥专家证人在案件审理中的作用。

大胆创新,开发损失计算软件

投服中心以损失计算为切入点,开发证券虚假陈述案投资者损失计算软件,推动示范判决机制尽早落地。该损失计算软件具备投资差额损失计算、证券市场系统风险扣除计算和证券市场非系统性风险扣除计算等三大核心功能。“投资差额损失计算功能”可提供移动加权平均法和实际成本法两种买入均价算法,其中,移动加权平均法是公认的最合理的买入成本计算方法,以往受限于该算法计算过程烦琐,很少在司法实践中应用,损失计算软件有效解决了这一司法实践痛点。投服中心还创新性地提出“3+X”组合参考指数的证券市场系统风险认定与扣除方法。自2017年以来,最高人民法院民二庭先后3次赴投服中心就损失计算软件开发应用进行调研。经上海市高级人民法院组织专家评估,损失计算软件的计算逻辑得到了一致认可。

广泛推介,开启群体性证券诉讼新模式

自2019年年初损失计算软件应用以来,投服中心积极向多地法院交流推介。截至2019年8月,投服中心共接到上海、郑州、广州等4地法院共8起证券虚假陈述案件的损失核定委托,涉及投资者数千名。

公益性投资者保护机构以辅助投资者损失核定身份参与诉讼,上海市高级人民法院、上海金融法院根据该损失核定意见作出示范判决,是证券投资者保护与司法审判领域的开创性举措,既体现了投服中心的专业性和公益性,又展现了上海司法审判机关对证券投资者司法救济的创新意识和担当精神。在损失计算软件助力下,群体性证券纠纷诉讼新模式得以正式落地。