

虚假陈述民事赔偿责任中的 损失认定与计算规则研究

尤 婧* 顾文达**

摘要:虚假陈述民事赔偿责任是一种特殊的民事侵权责任。虚假陈述事实重大性的认定,在发行到交易整个过程中,都应以是否对股价产生重大影响为判断标准;虚假陈述的救济要以投资者利益保护为原则。我国现行司法解释还存在诸多不足。以“万福生科”先行赔付案为例,虚假陈述的损失认定要遵守时间节点的一一对应原则。而根据个案不同情况去选择与之相适应的最合理的计算方法,是最大程度保护投资者权益的必要安排。

关键词:虚假陈述 民事赔偿责任 损失认定
计算规则

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

* 上海证券交易所员工。本文仅为个人见解,不代表所在单位的观点。

** 上海证券交易所员工。本文仅为个人见解,不代表所在单位的观点。

信息的行为。^[1] 虚假陈述是证券市场上最为常见的欺诈形式之一,扰乱了投资者的理性决策和证券市场的稳健运行,侵犯了投资者特别是中小投资者的财产权益。

最高人民法院于2002年1月15日发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(以下简称《通知》),又于2003年1月19日发布《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《规定》),对证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的受理、认定、归责免责事由、损失认定等做了规定。而立案登记制度间接废止了虚假陈述民事赔偿案件受理的前置程序。

万福生科先行赔付案和海联讯主动赔付案为广大因虚假陈述而遭受损害的投资者带来了希望,起到了很好的示范作用,但是在赔偿范围的界定与损失的具体计算方法上仍存在值得商榷之处。

一、关于虚假陈述的相关问题界定

(一) 虚假陈述的性质——特殊侵权行为

虚假陈述给投资者造成财产损失的,应当承担民事责任。但这种责任性质,究竟属于违约责任还是侵权责任,相关立法并未给出明确界定。^[2]

违约责任说认为证券募集的过程相当于合同的要约与承诺,招股说明书是要约邀请,投资者的认购行为属于要约,而申购成功则属于发行人的承诺,因此发行人的虚假陈述行为就是违反合同约定的违约责任。侵权责任说认为虚假陈述的行为因违反信息披露义务与诚实信用原则而侵犯投资者的知情权,进而导致投资者的财产权受到侵犯与损失。^[3] 前者在实践中存在主体范围上受到合同相对性的限制以及招

[1] 《规定》第17条对虚假陈述定义作出说明。

[2] 虽然还有独立责任说(亦称法定责任)这样的折中观点,但在具体认定的时候仍然需要类推适用侵权或者合同的相关法律规定。

[3] 施佳:《论证券市场虚假陈述的民事责任》,复旦大学硕士学位论文,2012年4月。

股说明书作为要约邀请并不具备法律约束力等问题。后者则打破了违约责任中的合同相对性限制,将虚假陈述民事责任的主体扩大到二级交易市场;但虚假陈述又非一般的侵权行为,需要先进行演绎推理才能适用侵权行为的构成要件。

因此,本文认为,将虚假陈述的民事责任认定为一种特殊的侵权责任较为合适。^[4]

首先,从请求权基础来看,虚假陈述侵犯的是投资者的信息知情权,而这种证券信息知情权是基于法律的直接规定而非基于合同产生的,是一种法定的、独立的权利。对此,虚假陈述行为符合侵权行为的一般定义和基本特征:违反法律规定的一般人义务而非当事人约定的特定义务。其次,从其与一般侵权行为的不同来看,一般侵权责任适用的是过错责任原则,而《规定》中对虚假陈述的不同行为主体规定了与特殊侵权责任相符的无过错责任原则或者过错推定原则;同时,一般侵权责任奉行“谁主张,谁举证”,而《规定》中对虚假陈述与投资者损失之间是否存在因果关系则采取推定方式,这同样符合特殊侵权行为在过错证明上的举证责任倒置。

(二) 虚假陈述的“重大性”标准——股价敏感性标准

如今,证券市场上充斥着太多的虚假陈述行为,但并非所有的虚假陈述都会给投资者造成损失并使行为人承担侵权责任。只有当行为人的虚假陈述给投资者造成了决策的内心依赖并因此而实施交易从而遭受损失,才能肯定虚假陈述与财产损失之间的因果关系。这便要求虚假陈述的事项必须是重大的,这种重大性包括重大事实、重大变化以及其他重大信息在内的足以影响证券价格的所有重要情况。^[5]

那么,这里的“重大性”标准该如何判断呢?我国证券立法所采取的是二元化标准,即对于股票公开发行阶段招股说明书中的信息披露以是否影响一个理性投资者的决策为判断标准,亦即“投资者敏

[4] 如果要分开认定的话,仅就发行市场来说,此时的虚假陈述就是违约责任与侵权责任的竞合;在二级交易市场中的直接交易市场(面对面交易),也同样会产生请求权的竞合。参见王丹:《证券虚假陈述损害赔偿计算方法论》,载《法学》2003年第6期。

[5] 郭锋:《虚假陈述侵权的认定及赔偿》,载《中国法学》2003年第2期。

感性标准”;而对于持续信息披露阶段中的重大信息则以是否对股价产生重大影响为标准,亦即“股价敏感性标准”。〔6〕但是,证券从一级市场到二级市场是一个连续不间断的过程,发行人在招股说明书中的陈述同样会影响到二级市场的投资决策,而这种不同判断标准的二分法却将这一过程人为割裂,容易出现同案不同判的情况。

就投资者敏感性标准与股价敏感性标准的关系而言,应当认为,后者是前者的基础,只有重大信息能够或者可能影响到股价,才会进一步影响到投资者的决策。另外,股价敏感性标准相对而言更为客观,而且在考虑是否剔除系统性风险和其他因素对股价的灌水影响时也更为方便合理。因此,在证券的发行到交易整个过程,宜采取“股价敏感性标准”,主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。同时,鉴于市场的多变性与法官的专业局限性,在具体的判断过程中仍需对个案进行考量与分析。〔7〕

(三) 虚假陈述的救济原则——投资者利益保护

虚假陈述民事赔偿制度的目的在于让财产权益受损的投资者恢复到未受损的状态。但是,由于当前立法在赔偿范围的认定上缺乏对诱空虚假陈述的规定,对平均价格的具体计算方法也没有明确规定和统一标准,因此就导致受害人在权利受损后的诉讼救济之路存在成本高、效率低等问题,其投资者权益难以得到及时维护。

2013年5月,平安证券作为万福生科的保荐机构和主承销商,设立了专项补偿基金以先行赔付遭受损失的投资者;2014年7月,海联讯主要股东出资设立专项补偿基金以赔付因虚假陈述遭受损失的投资者。平安证券和海联讯所设立的补偿基金,在司法解决途径之外为投资者提供了一个相对更为便捷的可选渠道,降低了投资者追偿成本,也提高了投资者保护效率。但是,补偿基金在买入均价的具体计算方法上缺乏理论基础,在立法与实践都未有统一标准的情况下,没有给投资者自主选择计算方法的权利。另外,2015年立案登记制度的实施,

〔6〕 廖升:《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》,载《法学家》2017年第1期。

〔7〕 目前,我国虚假陈述民事赔偿诉讼取消了行政处罚的前置程序,因而在行政处罚所代表的“重大性”之外,虚假陈述是否属于重大性就应当采取股价敏感性标准。

废止了虚假陈述民事赔偿案件的前置程序,为广大受害投资者及时高效维权扫清一大障碍。

总之,不管是虚假陈述赔偿范围的认定还是平均价格的具体计算方法,都应当充分考虑投资者的利益受损情况,在合理范围内最大限度地恢复和救济权益受损者。司法救济的天平在尽量公平的条件下可以适度向弱势的投资者一方倾斜,但同时也要注意不能一味地为追求社会效果而忽视因果关系,让投资者因损害赔偿而获得损失之外的其他利益,从而产生道德风险。

二、虚假陈述的赔偿范围认定

(一) 现行立法规定的虚假陈述赔偿范围

1. 虚假陈述的赔偿范围

立法例上普遍采用损失填补原则赔偿投资者因此所受的实际损失,《规定》中对虚假陈述的损失范围作了相对明确的说明:不论是证券发行还是证券交易市场,虚假陈述行为人所承担的民事赔偿责任范围都以投资者因虚假陈述而实际发生的损失为限,包括投资差额损失、与投资差额损失部分对应的佣金和印花税及该部分对应的银行同期活期存款利率的利息。这是损失赔偿的具体类别范围,都属于投资者因虚假陈述所遭受的直接损失:

$$\text{补偿金额} = \text{投资差额损失} + \text{投资差额损失部分的佣金和印花税} + \text{资金利息}$$

2. 赔偿范围的认定时点

虚假陈述的时间节点是确定赔偿范围的关键因素,在认定赔偿范围之前需要首先明确虚假陈述的实施日、揭露日、更正日以及基准日等

重要的时间节点。^{〔8〕}

从侵权法原则上来说,投资者有权获得其因虚假陈述导致的损失,即虚假陈述的行为与投资者的损失之间需要存在因果关系。《规定》第18条和19条规定了与虚假陈述具有因果关系的财产损失范围:

(1)适格买入区间:投资者在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入的证券;(2)适格卖出区间:投资者在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券或继续持有该证券而产生亏损;(3)排除范围:不包括在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出的证券,不包括在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资。

根据上述规定,能够被赔偿的证券系在适格买入区间买入,并在适格卖出区间卖出。如图1所示:

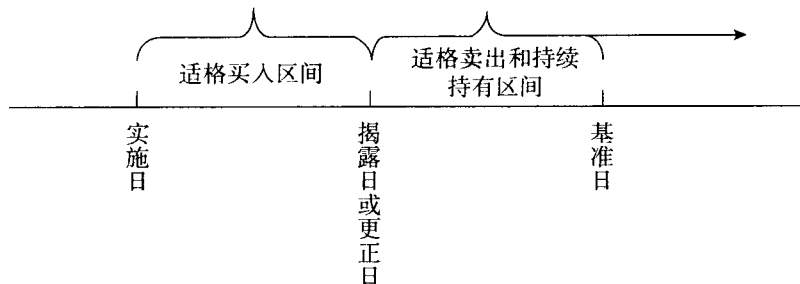


图1 虚假陈述民事赔偿的适格区间

不难看出,现行司法解释将虚假陈述的赔偿范围严格限定在虚假陈述实施日至揭露日或更正日之前买入并在揭示日或更正日之后卖出,或持续持有证券而遭受的损失。

〔8〕《规定》第20条所指的虚假陈述实施日,是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日;虚假陈述揭露日,是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露之日;虚假陈述更正日,是指虚假陈述行为人在中国证券监督管理委员会指定披露证券市场信息的媒体上,自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。第33条规定的基准日,是指虚假陈述揭露或者更正后,为将投资者应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内,确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。

(二) 虚假陈述赔偿范围的具体认定——以“万福生科”先行赔付案为例

1. 虚假陈述关键时点界定与一一对应原则

根据相关司法解释,认定虚假陈述的赔偿范围需要首先明确虚假陈述的实施日、揭露日以及基准日等几个关键的时间节点;同时虚假陈述行为应与虚假陈述内容一一对应,然后再单独确认不同虚假陈述所对应的各个时点。

实践中,虚假陈述的行为主体可能会实施多个虚假陈述行为,这时只要各虚假陈述行为是独立的行为,相互之间并非包容关系(比如招股说明书当中所做的一系列虚假陈述),那么,就应当认定为是多项不同的虚假陈述行为。在行为人同时实施多个虚假陈述的案件中,各项虚假陈述行为与其各自的实施日、揭露日等一一对应,都属于一种应予赔偿的情形。另外,在一个虚假陈述并非一次性予以揭露或者更正,而是分点分次的逐步释放的情况下,即有学者所称的“挤牙膏”式的揭示情形,便可能会存在多个揭露日或更正日,则该虚假陈述行为实施日与各独立部分的揭露日或更正日同样应当一一对应,构成单独的赔偿情形。^[9]

综上,由于各虚假陈述行为所对应的实施日与揭露日之间都会构成一种应予赔偿的情形,这就要求在认定虚假陈述赔偿范围的时候每个关键时点都要与其虚假陈述的具体内容相对应。

2. 平安证券确立的“万福生科”先行赔付范围

我们以2012年平安证券先行赔付万福生科投资者案件为例。^[10]2012年9月14日,万福生科被证监会立案稽查,后经证监会认定存在以下四项违法事实:一是万福生科《招股说明书》披露的2008年至2010年财务数据存在虚假记载;二是《2011年年度报告》存在虚假记载;三是未就公司2012年上半年停产事项履行及时报告和公告义务;四是《2012年半年度报告》存在虚假记载和重大遗漏。《万福生科补偿

[9] 汤欣、杨祥:《虚假陈述损害赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科与海联讯补偿方案为例》,载《证券市场导报》2015年3月。

[10] 具体内容参见《平安证券有限责任公司关于设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告》,简称《万福生科补偿公告》。

公告》所认定的虚假陈述具体补偿范围如表 1 和图 2 所示:

表 1 《万福生科补偿公告》中认定的虚假陈述补偿事项

序号	实施日	披露公告	虚假陈述内容	揭露日 / 更正日	披露公告
1	2011年9月14日	《招股说明书》	2008年至2010年财务数据存在虚假记载	2012年9月15日	《被立案稽查公告》
2	2011年9月14日	《2011年年报》	《2011年年度报告》存在虚假记载	2013年3月2日	《关于重大事项披露及股票复牌的公告》
3	2011年9月14日	《2012年中报》	《2012年半年度报告》存在虚假记载和重大遗漏	2012年10月26日	《关于重要信息披露的补充和2012年中报更正的公告》

注:同时符合上述两项或以上情形的,分别计算每种情形下的补偿金额,按照有利于投资者的原则确定最终的补偿金额。

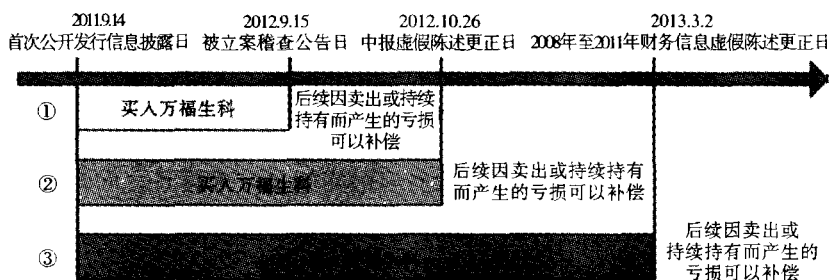


图 2 《万福生科补偿公告》中的虚假陈述补偿范围

很明显,在平安证券所设立的该种补偿方案当中,最大的问题是其所确定的各个补偿范围中,不同虚假陈述的实施日与揭露日或更正日之间没有做到一一对应,而是将这三项虚假陈述的实施日都认定为 2011 年 9 月 14 日,这不仅不符合因果关系的认定标准,也会给具体的损失计算带来不必要的麻烦;同时也可能存在投资者所获得的赔偿大于其实际损失的情况,虽然这符合投资者利益最大化原则,但这种损失的认定方式可能与司法解释的规定相违背。

3. “万福生科”赔偿范围之改进

除了上述三项虚假陈述事项外,万福生科还存在《2011 年三季度报》

的虚假陈述,这是从其各项公告中独立发现的造假行为,其公告中也明确指出“公司发现2008年至2011年定期报告财务数据存在虚假记载”。该种推定赔偿范围符合虚假陈述民事赔偿制度的基本原则,而且立案登记制后该类案件也不再以行政处罚为依据。因此,万福生科适当的赔偿范围应当为:^[11]

表2 “万福生科补偿案”适当的虚假陈述补偿事项

序号	实施日	披露公告	虚假陈述内容	揭露日/更正日	披露公告
1	2011年9月14日	《招股说明书》	2008年至2010年财务数据存在虚假记载	2012年9月15日	《被立案稽查公告》
2	2011年10月25日	《2011年三季报》	财务数据存在虚假记载	2013年3月2日	《关于重大事项披露及股票复牌的公告》
3	2012年4月16日	《2011年年报》	财务数据存在虚假记载	2013年3月2日	《关于重大事项披露及股票复牌的公告》
4	2012年8月23日	《2012年半年报》	财务数据存在虚假记载,未披露重大遗漏	2012年10月26日	《关于重要信息披露的补充和2012年中报更正的公告》

注:同时符合上述两项或以上情形的,分别计算每种情形下的补偿金额,按照有利于投资者的原则确定最终的补偿金额。

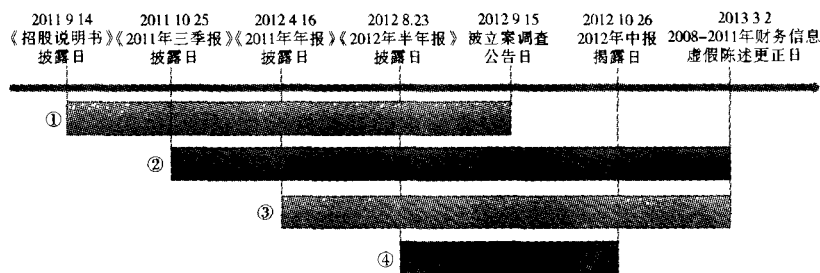


图3 “万福生科补偿案”适当的虚假陈述补偿范围

[11] 汤欣、杨祥:《虚假陈述损害赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科与海联讯补偿方案为例》,载《证券市场导报》2015年3月。

(三) 现行立法对虚假陈述损害赔偿范围认定的不足

证券市场中的虚假陈述分为诱多的虚假陈述与诱空的虚假陈述,^[12]而《规定》中只是对诱多的虚假陈述与财产损失之间的因果关系作了认定,并未提及“瞒喜报忧”的诱空虚假陈述所造成的财产损失,这就将因诱空虚假陈述而遭受损失的投资者排除在当前法律的救济之外。虽然当前司法实践中因诱空虚假陈述所引发的财产损失案例并不多见,但这却是客观存在的,确实存在投资者在虚假陈述实施日以前买入证券,在实施日后因行为人的虚假陈述而卖出证券并遭受损失的情况。^[13]

因此,对于投资者因行为主体的诱空虚假陈述而遭受损失的情况,不能以法律没有规定就直接否定因果关系的客观存在,这不仅不利于对投资者的保护和救济,在一定程度上也不符合《规定》对虚假陈述民事赔偿制度的立法初衷。^[14]更为重要的是,这样可能会给投资者带来不要积极止损而是等到揭露日后再去索赔的错误信号,同时也会向公司传达一种尽量拖延揭露或者继续发布错误提示而诱导投资者抛售股票的错误指引。^[15]

三、虚假陈述损害赔偿的计算方法和具体计算方式

(一) 不同计算方法对比

1. 真实价值计算法

真实价值计算法源于侵权责任中的补偿性赔偿制度,是美国法院所普遍采用的损失计算方法,具体是指按照证券的真实价值与买卖证券的

[12] 所谓诱空的虚假陈述,往往是指原告在虚假陈述实施日前买入该证券,并在揭露日或更正日之前卖出并遭受损失,该损失是由行为人的隐瞒重大事实或重大事实的错误/误导性陈述造成的。

[13] 廖升:《诱空虚假陈述侵权责任之因果关系》,载《法律适用》2016年第6期。

[14] 参见山东省济南市中级人民法院(2014)济商重初字第5号民事判决书。

[15] 常健:《试论证券虚假陈述民事赔偿案的裁判标准——以大庆联谊案的审理进程为中心》,载《安徽大学学报》(哲学社会科学版)2006年第6期。

实际交易价格之间的差额来认定损失数额。^[16] 这里的真实价值即指不存在虚假陈述的情况时根据公司业绩与市场供求关系等因素所反映出来的股票的市场公允价值。^[17]

不过,由于证券的真实价值在不同的时点存在差异,这就导致该方法的关键在于如何确定证券的“真实价值”,而在计算股票的真实价值时如何区分虚假陈述对股价的影响以及其他因素对股价的影响也是一个难题。况且,这对于我国的证券市场来说,可能并不适用,因为大部分上市公司的股价都脱离其公司业绩和国民经济的整体形势,股价虚高现象明显。

2. 交易价差额计算法

交易价差额计算法是指按照投资者在虚假陈述期间的买入价格与卖出价格之差额来认定损失数额。由于该方法只计算证券买入与卖出之间的差价,而并不考虑证券的真实价值,也就从一定程度上摆脱了影响证券价格的市场因素对投资者损失的影响,相对来说更符合公平、效率的原则,同时也能在原告的求偿诉求与被告的减责抗辩之间寻求一种较为合理的平衡。

我国证券立法即规定了该种计算方法,并按照基准日划分为前后两种计算情形:^[18]

第一,投资者在基准日及以前卖出证券的,投资差额损失 = (买入证券平均价格 - 实际卖出证券平均价格) × 投资者所持证券数量。

第二,投资者在基准日之后卖出或者仍持有证券的,投资差额损失 = (买入证券平均价格 - 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) × 投资者所持证券数量。

(二) 损失的基本计算方式

由于相关立法并没有规定交易平均价格的具体计算方式,这就导致

[16] 对卖方原告而言,其损失为证券在卖出时的真实价值减去卖出时的交易价格之差额;对于买方原告而言,其损失为证券买进时的交易价格减去证券买进时的真实价值之差额。

[17] 郭锋:《证券市场虚假陈述及其民事赔偿责任——兼评最高人民法院关于虚假陈述民事赔偿的司法解释》,载《法学家》2003年第2期。

[18] 基准日的认定标准,参见《规定》第33条,因不属于本文的重点研究对象,故不予赘述。

司法实践中的损失计算较多地依赖法官的自由裁量,难以统一标准。那么,买入平均价格和卖出平均价格究竟该如何计算呢?对此,可以借鉴会计上存货成本的计算方法,以求尽量精确投资者的损失,保护投资者利益。相关计算方法主要包括算术平均法、加权平均法、移动加权平均法等不同的计算方式。因为买入价格和卖出价格的计算规则在实质上都是一样的,所以我们这里仅以平均买入价的计算为例,以讨论不同计算方法的区别。

1. 算术平均法

算术平均法,指将适格买入股票的价格进行算术平均,得出买入平均价,进而计算出投资差额损失。例如,投资者在虚假陈述实施日至揭露日期间分别以15元和12元的价格买入5000股及4000股,将两次买入价格进行算术平均,得出买入均价为 $(15 + 12) / 2 = 13.5$ 元。该方法在确定与可索赔股票数量相对应的买入股票后,直接进行算术平均,大大减少了计算量。但是,该方法未考虑到每次买入股票数量的权重对价格的影响,因而计算出的结果与实际损失之间可能会存在一定差距。

2. 加权平均法

加权平均法,指虚假陈述实施日至揭露日期间买入上市公司股票的合计持仓金额,除以总持股数,即为平均买入价格。例如,投资者在虚假陈述实施日至揭露日期间分别以15元和12元的价格买入5000股及4000股,将两次买入价格进行加权平均,得出买入均价为 $(15 \times 5000 + 12 \times 4000) / (5000 + 4000) = 13.7$ 元。由于考虑了投资者购买股票的成本和持股数量的权重,所以该方法比算术平均法更接近投资者的实际损失。但因为该方法须将投资者在虚假陈述揭露日前买卖股票的总金额合并计算,也就难以避免投资者在虚假陈述实施日至揭露日期间卖出股票的价格、数量对计算买入均价的影响。

3. 移动加权平均法

每次买入证券后,以新买进的证券成本加上原来的持仓成本,除以本次买进的数量加上原有的持仓数。例如,某案中,虚假陈述实施日为2004年2月10日,虚假陈述揭露日为2005年1月11日,基准日为2005年3月7日,则根据原告交易流水,采用移动加权平均法计算如下:

表3 本案交易流水及移动加权平均法计算下的均价

序号	日期	交易情况	价格(元/股)	数量(股)	金额
1	2004年4月10日	买入	10.53	500	5265
2	2004年4月16日	买入	10.28	500	5140
3	加权平均	/	10.4	1000	10405
4	2004年4月22日	买入	10.32	1000	10320
5	加权平均	/	10.36	2000	20725
6	2004年4月29日	买入	9.98	500	4990
7	加权平均	/	10.29	2500	25715
8	2004年5月11日	分红		375	
9	加权平均		8.94	2875	25715
10	2004年6月8日	买入	4.39	1000	4390
11	加权平均		7.77	3875	30105
	小计		7.77	3875	30105

移动加权平均法将每一笔持股成本反映在均价中,计算结果能够反映股价波动趋势,更接近投资者的真实损失。但很多情况下投资者往往存在着数十笔甚至更多的买进卖出,囿于计算量过大且过于复杂,因此需要借助计算机程序。

(三)对于适格区间内不适格交易行为的考虑

由于二级市场的投资者主要依赖于股票的买入和卖出差价获利,而且实践中的虚假陈述行为在实施后往往需要经过一定的时间才能够被发现,因此真实的虚假陈述案件中,适格区间往往会存在不适格的交易行为,如何看待这些交易行为对各区间内买入或卖出均价的影响在实践中存在较大争议,司法判例中甚至会出现截然相反的判断。

1. 适格买入区间内卖出股票对均价的影响

当投资者在适格买入区间卖出所持股票时,实践中主要存在两个争议:

第一,卖出股票的所得应当如何看待。

在适格买入区间卖出的股票主要包含在虚假陈述行为实施之前买

人和之后买入两种情况,其投资及相应损失与虚假陈述行为无因果关系,因此不应当纳入赔偿范围。但司法实务在该情况下适用加权平均法时存在争议:一种观点认为,即揭露日之前卖出股票而收回的相应资金,属于投资者提前收回的投资成本,应当在总投资成本中予以扣除,即在计算买入股票的平均价格时,将买入股票总金额减去原告在实施日至揭露日之间卖出股票的总金额,再除以剩余持股数;^[19]另一种观点认为,揭露日之前卖出股票所得不应当在持股成本中扣除。^[20]

将揭露日前卖出股票视为“收回的投资成本”,虽然旨在秉承补偿性赔偿原则,尽量衡平投资者损失与虚假陈述实施方之间的利益,但是在揭露日前卖出股票的行为是投资者自主投资行为,其损失及获利均为投资者“买者自负”的范围,不应当影响其就虚假陈述导致的损失进行求偿;另外,该种观点也与实际情况背离,如果股票大幅上涨,投资者因卖出行为收回的金额超出买入股票的总金额,那么买入均价将会为负数;如果在股票价格大幅下降的情况下,投资者极端高买低卖,则买入均价甚至会超过最高买入价格,如投资者以9元买入1000股,以8元买入1000股,以1元卖出1000股,则买入均价为 $(9 \times 1000 + 8 \times 1000 - 1 \times 1000) / 1000 = 16$ 元,实际是将投资者在不合格区间卖出股票的损失计入了求偿范围,与《规定》的本义相背离。因此,在计算买入均价时,不应当直接扣减在合格买入区间卖出的股票所得。

第二,如何剔除卖出股票的影响。

虽然直接以“收回投资成本”的名义在买入成本中扣除揭露日前卖出的股票不符合《规定》,但是对于投资者而言,买入的股票卖出后,投资者实际上就不持有该部分股票,直接对所有合格买入股票进行加权平均,则会将已经不持有的股票价格及其权重计入买入价,与实际情况不相符。因此如何剔除卖出股票的影响就成为实务中计算买入价格的难点。

[19] 上海市第一中级人民法院2011年审理胡某某诉甲股份公司证券虚假陈述责任纠纷案、黑龙江省高级人民法院审理陈丽华等23名投资者诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案时均采用该观点。

[20] 广东省高级人民法院2015年审理谭红杰等与佛山电器照明股份有限公司虚假陈述纠纷上诉案时采用该观点。

从目前的实务来看,先进先出法与加权平均法相结合的方式或者移动加权平均法都是较为常见的选择。

先进先出法指推定先买进的股票先卖出,逐笔剔除至仅剩买入股票时,采用加权平均法计算剩余买入股票的价格作为买入均价。但是先进先出法毕竟是一种假设和推定方法,它可能与现实是背离的,尤其是在股价一路上扬或者一路走低的趋势下,投资者的损失会被夸大或者低估,在公平性及精确性上有所不足,不能完全科学地反映投资者的实际损失。

移动加权平均法下卖出股票的成本以前一次计算所得买入平均价为计价依据,以不变的投资金额除以变化后的证券数量得出平均价格。还以上述某案为例,2004年6月8日的买入均价为7.77元,持股数量为3875股,持仓成本为30105元,2004年6月14日以4.62元的价格卖出1375股,则买入均价为 $(30105 - 7.77 \times 1375) / (3875 - 1375) = 7.77$ 元。相较而言,移动加权平均避免了对卖出股票对应买入股票的假设,主要是从持仓成本的角度计算买入均价,相对较为精确。

2. 适格卖出区间存在不适格买入的股票

在适格卖出区间存在不适格买入股票行为的案例中会存在如何合理剔除的问题。^[21]例如,投资者在适格买入区间买了3万股,但是在适格卖出区间卖出了4万股,则遭受损失的股份数应该只有3万股,多出的1万股则可能是在虚假陈述行为实施前或者揭露日之后等不适格买入区间买入。在计算卖出均价时同样需要剔除该部分不适格买入股票,剔除该部分影响时仍然可以借鉴买入价格的计算方式,即利用先进先出法与加权平均法相结合或者移动加权平均法的方式。

(四) 方法评述

针对实践中现存的几种计算模式,很难简单地确定孰优孰劣,根据案情所涉情形的复杂程度不同,每种方法各有其的优势。算术平均法计算简便快捷,但是由于未考虑到每次买入股票数量的权重对价格的影

[21] 之所以不考虑相反的情形(投资者在适格买入区间买了4万股,而最后只在揭露日至基准日卖出了3万股),是因为在揭露日之后卖出或持有的股票都是可以计入损失的,只是价格不同而已,此时只需将两部分卖出均价分别计算即可。

响,与实际损失间的差距相对较大,发生多笔交易时时不利于合理确定损失。在投资者所持股份均为适格股票这种最简单的情形下,加权平均法无疑在合理性、精确性及简便性方面都相对更有优势,但在涉及投资者在揭露日之前卖出股票的案例中,由于揭露日前卖出的股票会体现在价格计算公式中,从而会不合理的影响买入均价。相较之下,移动加权平均法能够更好地解决上述问题。当然实践中可能涉及数十笔甚至上百笔买入卖出交易,需要借助技术手段完成,求偿成本将会上升。此外,也可以根据先进先出法剔除不适格股票,虽然假设的合理性会对买入均价或卖出均价的精确度存在一定的影响,但在实践中有助于平衡成本。

四、结语

证券市场上存在大量的“报喜不报忧”“报假喜,瞒真忧”甚至是“瞒喜报忧”等各类虚假陈述行为,给市场上的投资者特别是广大中小投资者带来了巨大的财产损失。但囿于诉讼制度的条件与成本等因素的限制,大部分遭受损失的投资者并未能通过诉讼手段及时维权。

平安证券先行赔付万福生科投资者与海联讯股东设立补偿基金主动赔付投资者的尝试给市场带来了良好的示范作用,只是在赔偿范围的认定与计算方法的选择上,仍存在值得改进的地方。

虚假陈述的损失认定,最重要的是要遵守时间节点的一一对应原则,合理确定不同虚假陈述各自的赔偿范围;至于损失数额的具体计算,则要根据个案不同情况去选择与之相适应的最合理的计算方法,从而最大程度的保护投资者权益。总之,虚假陈述的民事赔偿应当以投资者的利益保护为基本原则,在合理范围内最大限度地恢复被虚假陈述所破坏的市场秩序;相关立法和司法实践亦应当及时弥补漏洞,完善虚假陈述损害赔偿的救济制度,恢复和维系投资者对证券市场的信心,保障我国证券市场的稳健运行和长足发展。