



论证券虚假陈述投资者 损失计算的“事前观点”

樊 健*

目 次

- 一、问题的提出
- 二、《规定》采用“事后观点”计算损失的简要理由
- 三、揭示日之前卖出股票遭受损失不获赔偿
- 四、诱发信息披露中的“道德风险”
- 五、投资者获得的赔偿过多或过少：以系统风险为例
- 六、“事前观点”计算投资者损失
- 七、结论

摘 要 我国司法解释采用了“事后观点”来计算证券虚假陈述中的投资者损失，即用平均买入价减去平均卖出价或者基准价乘以可索赔的股票数量。该方法简便易行，但是也存在若干问题，例如不符合证券市场的实际运作、诱发虚假陈述行为人的道德风险以及投资者获得赔偿过多或过少等。法院应当允许诉讼当事人采用“事前观点”来计算损失，即用投资者在交易时的平均买入价减去股票真实价格乘以购买的股票数量。通过“事件分析法”，可以计算出交易时股票的真实价格。采用“事前观点”计算投资者损失具有准确、直接以及公允的优点，可以解决“事后观点”所产生的问题，当然该方法也有一定局限性。

关键词 证券虚假陈述 损失计算 “事后观点” “事前观点” “事件分析法”

一、问题的提出

证券市场信息披露义务人违反法律规定，进行虚假陈述致使投资者遭受损失的，投资者有

* 上海财经大学法学院讲师，法学博士。



权提出损害赔偿诉讼。^{〔1〕} 投资者损失包括投资差额、投资差额部分的佣金和印花税以及资金利息。^{〔2〕} 由于佣金、印花税以及资金利息等比例固定且数额不大,^{〔3〕} 所以投资者损失的绝大部分分为投资差额。因此,如下文不作特别说明,将投资差额视为投资损失。

所谓投资差额,“是指投资人在证券交易市场投资因虚假陈述行为使得买卖证券发生价格差额而遭受的投资利益损失。”^{〔4〕} 对此,《规定》采用了“事后观点”(ex post perspective)来计算投资差额,“具体损失金额的计算方法,依据投资人卖出证券的时间不同而存在差异。”^{〔5〕} 具体来说,如果投资者是在虚假陈述被揭示^{〔6〕}之后至基准日^{〔7〕}之间卖出股票的,投资差额的计算方法是用投资者在虚假陈述实施日^{〔8〕}至虚假陈述揭示日之间买入股票的平均价格减去卖出股票的平均价格乘以卖出股票的数量。^{〔9〕} 如果投资者是在基准日及之后持有或卖出股票的,投资差额的计算方法是用买入股票的平均价格减去基准价乘以持有或卖出的股票数量。^{〔10〕} 按照《规定》所采用的“事后观点”来计算投资者损失,会产生以下三个问题:

第一,如果投资者在虚假陈述实施日之后买入股票,在揭示日之前将之卖出,即使发生损失,投资者也无法获得赔偿。^{〔11〕} 但是,从证券市场的实际运作过程来看,虚假陈述在被正式揭示之前,真实信息或多或少已在市场上传播,公司股价因此有所下跌。此时,卖出股票的投资

〔1〕 参见《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》)第1条。《规定》只规定了“诱多型”虚假陈述的侵权责任,没有规定“诱空型”虚假陈述的侵权责任,理由在于此类行为在实务中较为罕见,法院难以审理,参见李国光、贾纬:《证券市场虚假陈述民事赔偿制度: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〉评释》,法律出版社2003年版,第148页。

〔2〕 《规定》第30条,“虚假陈述行为人在证券交易市场承担民事赔偿责任的范围,以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限。投资人实际损失包括:(一)投资差额损失;(二)投资差额损失部分的佣金和印花税。前款所涉资金利息,自买入至卖出证券日或者基准日,按银行同期活期存款利率计算。”

〔3〕 实务中,佣金按投资差额的万分之三计算,印花税按投资差额的千分之一计算,资金利息按活期存款利息计算,利率为年千分之三左右。参见庄朝霞诉上海康达化工新材料股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第412号民事判决书。

〔4〕 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》(重印本),人民法院出版社2015年版,第299页。

〔5〕 同上注。

〔6〕 《规定》第20条,揭示包括揭露和更正两种。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“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”。

〔7〕 《规定》第33条,基准日“是指虚假陈述揭露或者更正后,为将投资人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。”在司法实践中,常见的认定基准日的方法是从揭示日起至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日。

〔8〕 《规定》第20条第1款,“本规定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”。

〔9〕 《规定》第31条,“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。”

〔10〕 《规定》第32条,“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。”

〔11〕 参见《规定》第19条第1项,“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……。”

者即遭受损失。此类投资者不能获得赔偿，并不合理。^[12]

第二，在揭示日之后，如果有其他利好消息能够抵消虚假陈述被揭示所带来的股价下跌，虚假陈述行为人将少赔甚至不赔。面对这样的诱惑，虚假陈述行为人极有可能在虚假陈述被揭示的前后，通过披露利好（不论真假）消息来抵消虚假陈述被揭示所导致的股价下跌。^[13]

第三，由于揭示日之后至投资者卖出股票或至基准日时间相对较长，可能有其他因数（系统风险、行业风险以及公司自身等）介入致使公司股价发生变动。此时，如果不考虑这些因数对股价的影响，直接算出平均卖出价或基准价，则可能会造成投资者获得赔偿过多（其他因素使股价大幅下跌）或者获得赔偿过少（其他因素使股价大幅上涨）。对此，《规定》仅仅排除了系统风险对损失的影响，且只有被告才能对此举证，并不全面。^[14]

为了解决“事后观点”所产生的前述问题，本文建议在保持当前损失计算方法基本不变的前提下，法院应当允许诉讼当事人采用“事前观点”（*ex ante perspective*）来计算损失。该观点认为投资者在买入证券时多支付的金额即为其投资差额，具体的计算方法是用买入股票的平均价格减去股票的真实价格乘以买入的股票数量。^[15] 司法实践中，可以通过“事件分析法”（*event study methodology*）来计算真实价格。^[16] 当然，“事前观点”虽然更为准确和公允，但是运用起来较为复杂，会产生不菲的诉讼成本。正是考虑到这一点，本文并非建议法院全面采用本文所提出的“事前观点”来替代当前司法解释所采用的“事后观点”，而仅仅是为司法实践提供另一种计算损失的方法，以期能够更好地保护投资者利益，同时也避免虚假陈述行为人承担超出其造成损失之外的赔偿责任。

二、《规定》采用“事后观点”计算损失的简要理由

大体而言，《规定》采用“事后观点”的理由有三：第一，任何计算方法都无法精确；第二，所确定的方法有利于解决纠纷；第三，为当事人和解或调解提供标准。^[17] 具体来说：

（一）任何计算方法都无法精确

“即便精确计算出某个投资人在所确定的应获赔偿范围内实际损失，但对于成千上万的投资人整体是难以精确计算出损失的，且精确计算损失该项工作无形放大诉讼成本不知道多少倍；即便按一定方法计算出某投资人整体的实际损失，但由于虚假陈述行为所造成投资人的损失是无法精确计算出的，而只能通过法律或司法解释的规定，人为地确定一个赔偿范围和标准。因此，《规定》只能采用相对准确、公正的计算方法。”^[18] 司法实践中，有法院同样认为，“在计算虚假陈

[12] 参见本文第三部分的分析。

[13] 参见本文第四部分的分析。

[14] 参见《规定》第19条第4项，“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，（四）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……。”参见本文第五部分的分析。

[15] See Merritt B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, *Journal of Corporation Law*, 31 (2006), pp. 829 ~ 876.

[16] 参见本文第六部分的分析。

[17] 参见前注〔4〕，李国光主编书，第305页。

[18] 同上注。



述所致损失时,因价格偏离的事实业已不可逆转的发生,现有任何一种事后计算方法都无法完全还原当时的市场环境和交易状况,进而精确计算损失。”^[19]就此而论,“事前观点”和“事后观点”都非完全精确的计算方法,司法解释似乎没有必要仅采用“事后观点”这一种计算方法。

(二) 所确定的方法有利于解决纠纷

按照“事后观点”来计算损失,相对而言比较客观(因为已经实际发生),也比较容易计算,有利于法院解决纠纷。对此有法院认为,“确定采用何种方法计算损失,只能是建立在相对准确和公正的基础上,同时还需考虑计算的简便易行,以利于解决纠纷。”^[20]美国联邦最高法院在 *Dura v. Broudo* 案中,也持有类似看法。^[21]有学者也认为市场对于虚假信息揭露或更正之后的反应比起司法体系(法院和陪审团)在事前来判断虚胀价格要更为可靠。^[22]总之,“证券市场出现的侵权赔偿纠纷,涉及投资人数非常庞大,所以在追求相对准确和公正的基础上,必须设计相对简便和易行的损失计算方法,更方便纠纷的解决。”^[23]

(三) 为当事人和解或调解提供标准

“证券市场侵权民事赔偿纠纷完全靠人民法院判决解决,是极不现实和可行的。即便美国绝大多数纠纷也是通过庭外和解和调解而解决的,只有少量最终走完诉讼程序。所以,《规定》确定的赔偿标准和损失计算方法,也是为当事人通过和解、调解方式解决纠纷提供一个参考标准,各方当事人根据利弊得失、互相让步便容易达成纠纷解决的协议。”^[24]但是,如果法院允许当事人采用“事前观点”来计算损失,也能为其和解或调解提供标准。

总体而言,司法解释采用“事后观点”最重要的理由是该方法具有可操作性强,简单便捷,利于法院解决诉讼的优点。然而,如果机械地遵守该计算方法,不仅不利于保护投资者利益,也会损害到赔偿人的利益。因此,法院应当允许诉讼当事人,提供证据和计算方法来“事前”计算损失。

三、揭示日之前卖出股票遭受损失不获赔偿

有学者较为形象地说明了在“诱多型”虚假陈述中损失产生的基本原理:“当诱多型虚假陈述发生或实施以后,被虚假陈述影响的证券价格必然发生偏离正常价格围绕价值波动的曲线而产生‘泡沫’;此时投资人投资买入证券,投资人必然付出高于正常价格的价款,这部分价款既是虚假陈述影响而产生的‘泡沫’,也是虚假陈述一旦被揭露或更正后投资人所发生损失的构成;当虚假陈述的事实被揭露或更正,市场必然对此作出反应,证券价格的‘泡沫’部分随着虚假陈述的曝光而蒸发,经过一段时间消化,证券价格也将回到未受虚假陈述影响状态;投资人因卖出‘泡沫’蒸发后的证券或仍持有该证券所产生的损失,即为投资差额损失。”^[25]按照

[19] 胡某与上海宽频科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海市高级人民法院民事判决书(2012)沪高民五(商)终字第16号民事判决书。

[20] 同上注。

[21] 544 U.S. 336 (2005). 对此案的分析 and 讨论,参见庄永丞:“由美国 *Dura v. Broudo* 案反思证券投资人之损害因果关系”,《东吴法律学报》第22卷第4期。

[22] John C. Coffee, Jr., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, *Business Lawyer (ABA)*, 60 (2005), p. 533.

[23] 前注[4],李国光主编书,第305页。

[24] 同上注。

[25] 前注[4],李国光主编书,第299页。

此观点，在虚假陈述行为被揭示日之前，由于市场没有发现该虚假陈述行为，或者说真实信息没有泄露到市场上，则“泡沫”依旧存在。因此，当投资者在这段时间内卖出股票时，价格的虚胀程度依然和购买时相同，所以没有损失产生，^[26] 受到损失的是购买其股票并持有至揭示日之后的投资者。如果投资者在这段时间内发生损失，是由于其他因数的影响，与虚假陈述没有关系。例如有法院就认为“对于投资人在揭露日前卖出的股数，不论是亏损亦或获益，均属于正常的商业风险”。^[27] 所以，如果投资者在虚假陈述实施日之后虚假陈述揭示日之前卖出股票，即使其遭受损失，也不能请求赔偿。

然而，这样的观点与证券市场实际的运作并不符合。在实务中，真实信息往往会通过各种方式在揭示日之前泄露到市场上，并渐渐地被反映到股票价格上。“无论是证监会还是其他部门，查处虚假陈述行为都需要一个过程，而一个公司造假很难滴水不漏，投资者也往往会通过各种渠道先行了解甚至亲自调查。只要公司股票在调查期间尚未停牌交易，往往就会有投资者先行抛售，导致股价大跌。例如在‘红光实业赔偿案’中红光公司虚构利润上市，上市后就有消息称公司要破产，公司职工也说公司要破产，还有股民亲自去实地考察。结果在公司欺诈行为被公开揭露之前股票就已经下跌，有许多投资者急忙抛出所持股票以避免更大的损失。很显然，这部分投资者的损失与虚假陈述之间存在因果关系。”^[28] 因此，即使投资者在虚假陈述揭示日之前卖出股票，同样也会遭受损失。假设公司股价为 50 元，公司发布一个虚假的利好消息，致使股价上升到 55 元，^[29] 此时投资者买进；但是由于种种原因，例如公司高管、董事或者大股东等知道该消息为假，悄悄地将手中的股票卖出，被市场敏感人士发觉；或者股票分析师通过调查取证，查明此消息为假，因而建议其客户卖出股票或者做空该股票。因此公司股价渐渐地下跌至 52 元，此时投资者卖出股票（但是该虚假信息并没有被揭示），显然投资者遭受了每股 3（55 - 52）元的损失。但是，按照《规定》所采用的“事后观点”，投资者并没有损失，无法请求虚假陈述行为人赔偿，并不公平。对此，有学者正确地指出，“在此揭露日或更正日之前，证券市场上往往已经开始对虚假陈述有所传闻，有关证券的价格往往已经开始发生波动，因此，当原告出于‘止损’的目的卖出证券时，完全有可能遭受损失。把这一部分投资者排除出去确有不尽公平之处。”^[30]

对于虚假陈述行为人而言，相比于“事前观点”，“事后观点”违法成本更低。假设购买其股票的后手投资者将股票继续持有至揭示日之后，而揭示日之后的股价回复到其真实的价格水平即 50 元，因此该投资者所能请求赔偿的仅仅是每股 2 元（52 - 50）。如果不认定在虚假陈述实施日至揭示日之间卖出股票的投资者遭受损失，则即使虚假陈述行为人给投资者造成的损失

[26] 美国第三巡回法院在 *Semerenco v. Cendant Corp.* 案中 [223 F.3d 165 (3d Cir. 2000)] 也持有相同看法，认为“The cost of the alleged misrepresentation is still incorporated into the value of the security and may be recovered at any time simply by reselling the security at the inflated price.”

[27] 王兵克与南京纺织品进出口股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，南京市中级人民法院（2015）宁商初字第 161 号民事判决书。

[28] 叶承芳：“证券市场虚假陈述侵权责任因果关系的认定”，《北京青年政治学院学报》2010 年第 4 期，第 75 页。

[29] 此处假设每股 5 元的上涨皆由虚假陈述所导致，而没有其他因数介入，这只是一种简单化的示例方法。第四、第五部分所做的假设也是如此。本文会在第六部分详细地介绍如何在“事前”准确地算出虚假陈述对股价的影响。

[30] 焦津洪：“‘欺诈市场理论’研究”，《中国法学》2003 年第 2 期，第 114 页。



是每股5元,最后其仅需赔偿每股2元。由于虚假陈述行为最终的责任承担与其对投资者造成的实际损失极不相称,且并非每个虚假陈述行为最终都会被追究民事责任,因此虚假陈述行为人的违法成本极低。这可能也是我国证券市场虚假陈述屡禁不止的一个重要原因。^[31]此外,“事后观点”还会产生另外两个不利后果:“一是投资者不积极止损,坐等揭露日或更正日的到来以获赔偿;二是作出虚假陈述的公司故意拖延揭露时间,或采用各种手段诱使投资者在揭露日或更正日之前卖出股票。”^[32]

四、诱发信息披露中的“道德风险”

《规定》采用“事后观点”来计算损失,可能会诱发“道德风险”,即虚假陈述行为人通过控制信息披露的时间或内容等方式来抵消虚假陈述被揭示后的股价下跌,^[33]此时虚假陈述行为人要么不赔要么少赔。“假设公司先发布不实的利多信息,使股价灌水,投资人购买后,公司发布利空消息(但不是更正先前的不实利多消息),股价下跌,等跌倒一定价位后,在更正先前的不实利多消息,此时因跌幅已深,股价不再下跌。于此情形,不实消息被揭穿或更正之前股价下跌,但更正之后没有明显下跌,即使投资者受有损失,是否也不能求偿?”^[34]假设公司股价为50元,公司发布一个虚假的利好消息,使得股价上升到55元,此时投资者买进;此后公司股价慢慢上升至70元,估计到公司股价已经达到了历史最高点,公司决定更正之前的虚假信息,随即公司股价下降至55元,此时投资者卖出股票。按照《规定》事后的观点,此时投资者没有损失(55-55)。甚至,还可能诱使虚假陈述行为人同时再披露一个虚假的利好信息,不论是希望暂时地逃过眼前这一劫,还是幻想着另外一个虚假信息说不定会成真。^[35]假设公司股价为50元,公司发布一个虚假的利好消息,使得股价上升到55元,此时投资者买进;随后公司股价一直稳定在55元。公司考虑到社会上已经谣传其虚假陈述的情况,准备更正这个信息,考虑到更正信息会降低公司股价,因此公司决定在更正该信息的同时,发布一个虚假的利好消息,例如公司获得了国外厂家的大笔订单。结果是公司的股价不仅不降反而上升至70元。此时,按照《规定》所采用的“事后观点”,则投资者不仅没有损失,反而有获益,因而被告无需承担赔偿责任。^[36]但是,不论上述哪种情况,从“事前观点”看,投资者确实都遭受了损失,其损失为多支付的每股购买价5元(55-50)。

[31] 对此分析,参见缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第114~121页。

[32] 前注[30],焦津洪文,第114页。有学者同样认为,“规定假设了瑕疵知晓只能在瑕疵揭露日后,因此揭露日之前已卖出不受瑕疵信息影响而无因果关系,但若投资者在揭露日之前已知晓瑕疵信息存在,其为了止损而卖出证券,此时若不能成立因果关系则剩余损失无法得到赔偿,而违反信息披露义务人可能借此规定诱使投资者在揭露日前抛售,却又拖延纠正,更不利于保护投资者。”石一峰:“违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定”,《政治与法律》2015年第9期,第93页。

[33] 此种行为已经得到相关实证研究的支持,例如Michael Furchtgott and Frank Partnoy, Disclosure Strategies and Shareholder Litigation Risk, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2585267, 最后访问时间:2017年3月22日。

[34] 赖英照:《股市游戏规则:最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第432页。

[35] See James C. Spindler, Why Shareholders Want Their CEOs To Lie More After Dura Pharmaceuticals, *Georgetown Law Journal*, 95 (2007), pp. 653~692.

[36] See Madge S. Thorsen et al., Rediscovering the Economics of Loss Causation, *Journal of Business and Securities Law*, 6 (2006), pp. 93~126.

五、投资者获得的赔偿过多或过少：以系统风险为例

根据“事后观点”的计算方法，如果揭示日之后的平均卖出价或者基准价大于平均买入价，则投资者不能获得赔偿。例如在徐德禄、周晓娴与上海创兴资源开发股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案中，^[37] 二审法院认为，“原告周晓娴在虚假陈述实施日至虚假陈述揭露日期间共计买入 12,600 股，买入总金额为 166,696 元，期间无卖出，故原告周晓娴的买入证券平均价格为 13.22 元/股，又因原告周晓娴未在基准日及以前卖出所持股票，上述 12,600 股均系在基准日之后卖出或仍然持有，故其投资差额损失的计算应以上述第三十二条为依据，即：（买入证券平均价 - 虚假陈述揭露日至基准日期间的交易日平均收盘价）× 12,600 股。一审法院已认定虚假陈述揭露日为 2015 年 6 月 19 日，而前述揭露日对应的虚假陈述消化日，即基准日为 2015 年 12 月 2 日，虚假陈述揭露日至基准日期间的交易日平均收盘价也即基准价为 15.12 元/股。鉴于原告周晓娴买入均价 13.22 元/股低于上述基准价，故原告周晓娴在本案中并无投资差额损失，被告据此无须向其承担赔偿责任。”但是，从本案可以看出，虚假陈述揭露日至基准日期限长达近半年，在此期间，股价很难不受其他因数的影响，因此最终的基准价很难说是除去虚假陈述之后的股票真实价格。本文通过查看被告上海创兴资源开发股份有限公司在这段时间内所披露的信息，发现在这段时间内被告发布了《重大资产重组》的公告。^[38] 这一信息无疑是重大利好信息，有助于公司股价的上涨。因此，如果不除去其他因数对于股价的影响，直接计算出平均卖出价或基准价，会造成投资者要么获得过少赔偿（如本案），要么获得过多赔偿（其他因数导致股价下跌）的情况，不论出现哪种情况都不符合完全赔偿的侵权赔偿基本原则。^[39]

事实上，《规定》对此已经有所考虑。按照《规定》的要求，如果被告举证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，则该损失与虚假陈述行为无关，虚假陈述行为人为人无需赔偿。^[40] 但是，该规定存在两个问题：第一，仅规定了系统风险因数可以除去，但是没有规定其他因数是否可以除去；第二，仅规定被告可以举证系统风险，原告不可以。由于本文主题和篇幅所限，本部分仅讨论仅允许被告举证系统风险所产生的问题。对于第一个问题，本文认为法院应当允许诉讼当事人举证其他对股价产生影响的因数，例如行业风险和个体风险等。

《规定》本身并没有定义何谓系统风险。对此，有法院认为，系统风险是指“对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征在于系统风险因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响，这种影响为个别企业或行业所不能控制，投资人亦无法通过分散投资加以消除。”^[41] 也有法院采用大盘综合指数与行业指数等来综合认定。^[42] 对于系统风险的存在、系统风险对于

[37] 参见上海市高级人民法院（2016）沪民终 109 号民事判决书。相同观点参见肖黎明诉上海外高桥保税区开发股份有限公司、普华永道中天会计师事务所有限公司证券虚假陈述赔偿案，上海市第一中级人民法院（2009）沪一中民三（商）初字第 69 号民事判决书。

[38] 在 2015 年 7 月 15 日，该公司披露《上海创兴资源开发股份有限公司重大资产重组停牌公告》。

[39] 参进程啸：《侵权责任法》（第二版），法律出版社 2015 年版，第 24 页。

[40] 《规定》第 19 条第 4 项。

[41] “陈丽华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案”，《中华人民共和国最高人民法院公报》2005 年第 11 期。

[42] 参见苏万福诉南通科技投资集团股份有限公司证券虚假陈述纠纷案，江苏省高级人民法院民事判决书（2007）苏民二终字第 0112 号民事判决书。



损失的影响等,《规定》要求由被告举证。假设公司股价为50元,公司发布一个虚假的利好消息,使得股价上升到55元,此时投资者买进并持续持有到基准日之后,经计算基准日的价格为52元,如果不考虑系统风险,则被告应该赔偿原告每股3元;但是如果被告能够举证在交易日至基准日之间,系统风险对股价的影响是每股3元,^[43]则被告无需承担赔偿责任。但是,由于《规定》对于被告的举证责任要求比较高,实务中法院常常以被告无法举证系统风险的存在和系统风险对损失的影响,而否认被告系统风险的抗辩。^[44]

《规定》仅仅赋予了被告举证系统风险的权利,而被告只有在对其有利的情况下才会举证。因此,当系统风险使全部上市公司或者某个行业的全部上市公司股价上涨时,被告即不会举证,此时原告又不能举证,这样原告获得的赔偿就过少甚至不能获得赔偿。假设公司股价为50元,公司发布一个虚假的利好消息,致使股价上升到55元,此时投资者买进并持有到基准日之后,经测算基准日的价格为55元,按照《规定》被告无需承担赔偿责任。但是,如果投资者能够举证在交易日至基准日之间,由于系统风险对股价产生的影响是3元,则除去系统风险的真实持有价是52元,因而被告应当赔偿原告每股3元。好在我国有些法院已经允许投资者举证系统风险,例如在周梨侬诉云南云投生态环境科技股份有限公司、何学葵、蒋凯西证券虚假陈述责任纠纷案中,^[45]法院认为“针对被告何学葵、蒋凯西提出的原告损失的一部分是因大盘下跌而造成的,属于大盘风险,与虚假陈述无关,需要在计算损失金额时予以扣除的主张,本院认为,从宏观上看,大盘风险对股票的影响客观存在,但是大盘风险的影响是双向的,既有上涨的影响,也有下跌的影响,不能单方面只扣除下跌造成的损失。”

总之,按照“事后观点”来计算投资损失,应当允许诉讼当事人举证由于其他因数介入致使股价发生变动,因此在计算平均卖出价或基准价时,应当除去该因数的影响。

六、“事前观点”计算投资者损失

前文讨论了司法解释采用“事后观点”来计算投资者损失所存在的问题,对此“事前观点”能够予以解决。根据“事前观点”,投资者在虚假陈述之后买入股票时,即已经遭受损失,其损失的计算方法是用平均买入价减去股票真实价格乘以购买数量。在我国司法实践中,有法院就认为“由于在证券市场中系争股票的价格与被告的重大信息存在密切关系,故被告的虚假陈述行为在原告购买股票时已经影响了该股票的价格,并导致此时该股票的价格处于不公正的状态,而原告在被告的误导之下购入系争股票,必然会导致其投资因不公正的价格因数而遭受损失,故应认定原告自买入系争股票时即已产生了投资损失。”^[46]对于诉讼当事人和法院而言,最难

[43] 对于系统风险的计算方法,我国司法实践中有不同的做法。例如在何智慧等诉佛山电器照明股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中,法院认为“鉴于《规定》未对如何计算系统风险提供具体标准,结合本案的实际情况,确定以深成指数作为参数,以买入平均价×损失计算数(1-卖出时的深成指数/买入时的平均深成指数)计算系统风险致损金额。在扣除系统风险致损的金额之后,原告余下的投资差额损失应由被告承担。”广东省广州市中级人民法院民事判决书(2013)穗中法金民初字第5号。

[44] 例如胡智芬与协鑫集成科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,江苏省南京市中级人民法院(2016)苏01民初151号民事判决书。

[45] 昆明市中级人民法院(2014)昆民五初字第50号民事判决书。

[46] 在周斌诉上海丰华(集团)股份有限公司虚假陈述民事赔偿纠纷案,上海市第一中级人民法院(2007)沪一中民三(商)初字第51号民事判决书。

的问题在于如何计算出投资者买入股票的真实价格。对此，在金融实务界和理论界已经发展出较为成熟的“事件分析法”来解决这一问题。

（一）通过“事件分析法”在“事前”计算投资者损失

“事件分析法是一种实证研究方法，最早运用于金融领域，借助金融市场数据分析某一特定事件对该公司价值的影响。由于事件分析法具有研究理论严谨、逻辑清晰、计算过程简单等优点，已被学者运用到越来越多的领域来研究特定事件对组织行为的影响。”^[47]就虚假陈述民事诉讼而言，“事件分析法”对于确定虚假陈述是否具有重大性、损失上因果关系证明、损失认定以及赔偿等，具有重要作用。^[48]然而，我国运用“事件分析法”研究证券市场虚假陈述民事赔偿责任的论文较为少见。^[49]因此，本文对于如何适用“事件分析法”做简要介绍。^[50]

1. 确定所需分析的事件（Identifying the Event）和实施日

所需分析的事件通常是公司所披露的重大信息，例如重大资产重组计划、要约收购计划等。在我国，由于虚假陈述的民事诉讼通常是在该虚假陈述行为受到刑事判决或者行政部门的行政处罚之后再行提起的，^[51]在判决书或者处罚书中都会列出具体的虚假陈述行为和虚假陈述实施日等，因此所需分析的事件和实施日较为简单。当然，随着诉讼前置程序的取消，^[52]未来诉讼当事人及法院还需要对此进行确认。

2. 建立事件影响证券价格的窗口期（Establishing an Event window）

在确定完虚假陈述行为和实施日之后，需要确定该虚假陈述对于股票价格的影响期间，即所谓的窗口期。在一个半强势有效的市场中，^[53]虚假信息会快速地反映到公司的股价中，时间可能是几十分钟，至多一天。因此窗口期的时间一般为一个交易日。如果超过这个范围，由于会出

[47] 王玲、朱占红：“事件分析法的研究创新及其应用进展”，《国外社会科学》2012年第1期，第138页。

[48] See Thorsen et al., *supra* note 36, at 112.

[49] 本文仅检索到一篇采用“事件分析法”分析大庆联谊案损害赔偿的论文。遗憾的是，该文发表于《规定》出台之前，所以论文的相关结论与实务有较大差距。参见陈向民、陈斌：“确定‘虚假陈述行为’的赔偿标准——事件研究法的司法运用”，《证券市场导报》2002年7月，第72~76页。

[50] See Jonathan R. Macey et al., *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, *Virginia Law Review*, 77 (1991), pp. 1017 ~ 1028; Sanjai Bhagat and Roberta Romano, *Event Studies and the Law-Part I: Technique and Corporate Litigation*, pp. 4 ~ 15, available at http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=268283, 最后访问时间：2017年3月22日。前注[47]，王玲、朱占红文，作者将“事件分析法”分为七个步骤，即“事件定义”、“选择标准”、“计算正常收益与超额收益”、“参数估算”、“检验程序”、“实证结果的输出”以及“解释与结论”。

[51] 《规定》第6条第1款规定，“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。”

[52] 在最新的司法实践中，已经有法院受理未经行政处罚的证券虚假陈述民事赔偿案件，例如龙静文与立信会计师事务所有限公司、科林环保装备股份有限公司管辖纠纷案，江苏省高级人民法院（2015）苏商辖终字第00208号民事裁定书。

[53] 股权分置改革之后，我国证券市场的流通股数量、交易数量以及交易额等都有大幅度提高，已具有半强势有效市场的特征，参见刘维奇、牛晋霞、张信东：“股权分置改革与资本市场效率——基于三因子模型的实证检验”，《会计研究》2010年第3期，第65~72页；叶志强等：“股权分置改革后我国证券市场有效性研究——基于非预期非流动性新信息视角”，《投资研究》2013年第5期，第124~137页。



现其他影响公司股价的因数 (confounding effects), 因此在确定虚假陈述与证券价格变动之间关系时, 不确定性就会变高。所以窗口期越短, 虚假陈述与股价变动之间的关系也就越密切。有时公司披露的信息是市场对该公司的一个预期, 例如财务报告等, 因此市场对于公司信息已经有所预测并反映到股价上。所以选择窗口期时, 会从虚假陈述实施日之前的一日开始。^[54] 确定窗口期之后, 再计算出该公司的股票价格, 一般以当日收盘价计算。如果公司在窗口期内披露了多个信息, 则应当分别计算每个信息对于股价的影响, 实务中会用 (intra-day data) 进行计算。

3. 控制其他因数对股价的影响 (Controlling other effects)

由于公司股价受到多种因数的影响, 因此在计算公司股价时, 应当除去大盘因数、行业因数以及公司自身因素的影响。通常采用大盘指数和行业指数来除去大盘和行业因数的影响。在我国证券市场中, 这样的指数是比较多的, 足够诉讼当事人来选择适当的指数。此外, 由于公司股价本身具有波动性, 例如公司规模小, 从事创新产业, 产品前景并不明朗, 那么投资风险相对而言比较高, 股价的波动性也会比较高。^[55] 因此, 在计算真实价格时也应除去公司自身的波动性, 当股价的实际波动在该股价既往的波动性区间内, 则有可能该涨幅属于公司股价的正常波动, 因此与虚假陈述无关。^[56] 由于“事件分析法”的窗口期要远远短于“事后观点”所规定的基准日等, 因此在计算真实价格的时候, “事前观点”需要除去的其他因数较少, 计算起来更为方便和精确。

4. 计算超额收益 (Calculating abnormal return)

以实际交易价格除去相关的指数、正常价格波动因数之后, 如果该证券存在超额收益, 则该超额收益就是投资者每股所多支出的价款, 该价款乘以投资者的购买数量即为损失, 该损失确定、真实, 也较为公允。

下面以一个简单的例子来说明如何通过“事件分析法”在“事前”计算投资损失。假设公司股价为 50 元, 披露一个虚假的利好信息后, 该公司当日收盘价上涨为 55 元, 此时投资者买进。经测算, 大盘指数和行业指数当日涨幅仅为 0.1%, 可忽略不计。此外公司自身股价的波动性为正负 3%, 因此可以初步计算出虚假陈述对股价的影响为每股 $(55 - 50 - 50 \times 3\%)$ 3.5 元左右。投资者对此多支付的每股 3.5 元, 即为其每股的损失, 再乘以其购买的股票数量, 可算出投资者的全部损失。当然, 本案例是最简单的计算方法, 实务更为复杂, 但是基本步骤和思路还是相同的。总体来说, “事件分析法”具有统一性强、不易被操纵、较为公允、主观因数少以及有利于保护投资者利益等优点。^[57]

(二) “事前观点”如何解决《规则》所存在的问题

通过“事件分析法”在“事前”来计算投资者损失, 能够很好地解决《规则》“事后观点”所存在的问题。理由在于: 该方法计算出的是投资者在交易同时所多付出的价款, 该价款即为投资者的损失, 在交易当时即确定。因此, 该损失不受交易之后其他因数的影响, 例如发行人披露的信息或者系统风险的影响。如果投资者是在虚假陈述实施日之后, 揭示日之前卖出股票, 在此情况下由于投资者在卖出股票时价格中还存有部分“泡沫”, 因此投资者损失的一部分转嫁

[54] Macey et al., *supra* note 50, at 1031.

[55] 公司股价的波动性可以通过计算 (statistical testing) 其在虚假陈述实施日之前 100 ~ 200 天的波动性进行确定。

[56] Macey et al., *supra* note 47, at 1037 ~ 1042.

[57] 参见前注 [49], 陈向民、陈斌文, 第 76 页。

到了购买其股票的后手投资者身上，在计算损失时应当将该部分除去。具体分析如下：

假设公司股价为 50 元，公司披露一个虚假的利好消息之后，公司股价上升至 55 元。此时投资者买进，通过“事件分析法”的计算，投资者在购买时多付出每股 3.5 元，此即为投资者的每股损失。不久之后，虚假信息被部分市场人士获悉，股价渐渐降低至 53 元，此时投资者卖出。之后，虚假陈述行为被揭示，股价跌至 50 元。按照《规定》，在揭示日之前卖出股票的投资者没有遭受损失，所以不能请求赔偿。但是，按照“事前观点”，投资者在购买股票时即已遭受每股 3.5 元的损失，只不过在卖出股票时，由于虚假陈述真相并没有完全被揭示，所以“泡沫”没有完全被挤出，部分损失转嫁到了购买其股票的投资者身上。但是，此时投资者显然依然遭受每股 2 元的损失。投资者应当有权请求赔偿。

假设公司股价为 50 元，公司披露一个虚假的利好消息之后，公司股价上升至 55 元。此时投资者买进，通过“事件分析法”的计算，投资者在购买时多付出每股 3.5 元，此即为投资者的每股损失。随后，在更正该虚假陈述行为的年报（或半年报）中，公司又披露了一个真实的利好信息，因此公司股价维持在 55 元，此时投资者卖出股票。按照《规定》，投资者没有损失。但是，从“事前观点”来看，投资者的损失是每股 3.5 元，对此虚假陈述行为人应当赔偿。因此，如果按照“事前观点”来认定损失，虚假陈述行为人就没有必要在更正虚假信息的同时去选择性地披露利好信息（因为对于虚假陈述所造成的损失其总归是要赔偿的），有助于防止道德风险的发生。

就排除虚假陈述被揭示后其他因数对于股价的影响而言，以系统风险为例。假设公司股价为 50 元，公司披露一个虚假的利好消息之后，公司股价上升至 55 元。此时投资者买进，通过“事件分析法”的计算，投资者在购买时多付出每股 3.5 元，此即为投资者的每股损失。投资者买入股票后不久，虚假陈述被揭示，股东股价下跌至 50 元，投资者继续持有至基准日。在揭露日至基准日之间，为刺激经济，央行调低利率，公司股价上升至 60 元，经测算基准价为 56 元。按照《规定》的“事后观点”，投资者没有损失。即使法院允许投资者证明存在系统风险（利率），致使股价上涨，并用金融方法计算出系统风险对于损失的影响，假设为 3 元。则除去系统风险后的基准价为 53 元，投资者获赔的损失是 2（55 - 53）元。由于揭露日至基准日时间比较长，可能出现多种因数影响基准价，要准确地除去这些因数的影响，并非易事。但是，按照“事前观点”被告赔偿给投资者的损失应为每股 3.5 元，该计算方法至少不比“事后”方法来得复杂。事实上，“事后观点”可能让被告承担“无妄之责”。例如在本例中，虚假陈述行为被揭示后，由于有附带性损害（collateral damage）^[58]或者投资者恐慌性抛售，公司股价下跌至 45 元，此时投资者卖出股票，按照《规定》投资者的损失是 10 元每股（55 - 45）。^[59]然而，根据“事前观点”虚假陈述行为人仅需赔偿投资者每股 3.5 元。对被告而言，“事前观点”其实是更为客观的损失认定方法。

（三）适用“事件分析法”所需注意的问题

“事件分析法”最具有特色的是行为人积极地披露一个虚假的好消息或者坏消息，由此计算出该虚假信息与随后价格涨幅之间的关系。但是，对于行为人消极地隐瞒一个真实的好消息或

[58] See Bradford Cornell and James C. Rutten, Collateral damage and Securities Litigation, *Utah Law Review*, 2009 (2009), pp. 717 ~ 748. 附带性损害是指虚假陈述被揭示之后，股价的下跌超过虚假陈述所导致的“虚胀”程度。

[59] 按照《规定》，被告无法以附带性损害或者恐慌性抛售作为抗辩，来减免赔偿责任。



者坏消息，“事件分析法”用武之地不大。^[60] 此时只能通过在该虚假信息被揭示之后股价下跌情况，来计算投资者损失，因此也属于是“事后观点”，不能避免本文所提出的《规则》所存在的问题。“事件分析法”还存在其他一些问题。有学者认为“事件分析法”常用于一个信息对于多个公司股价的影响，例如某个法律规定的实施，较少用于信息对单个公司股价的影响。此外除虚假信息之外的其他因数或者使用人的偏见（bias）等，都会使“事件分析法”的效果打折扣。^[61]

就我国证券诉讼实践而言，由于通过“事件分析法”在“事前”计算损失比较复杂，需要聘请专家证人等。^[62] 对于当事人而言，诉讼成本会增加。对于法院而言，可能出现两类原告，一是在实施日至揭示日之间买入又卖出股票的投资者，二是在实施日至揭示日之间买入股票并持有至揭示日之后的投资者，因此案件数量无疑会大大增加。另外，如果诉讼当事人都提供专家证明，如何取舍也是问题。相比之下，依据《规定》“事后”来计算损失则要简单方便得多，有利于解决诉讼纠纷。考虑到这一点，正如本文在第一部分中所指出的那样，本文仅仅是为现有的损失计算方法提供另一种建议。如果原告和被告都认为现行规定能够公平合理地解决纠纷，可以不必采用本文所建议的方法。但是，如果一方当事人，尤其是原告认为现行《规定》不能充分保护其权利，法院应当允许其采用“事件分析法”来“事前”地计算其所遭受的损失。故有学者认为“大体而言，如发布的不实消息足以影响股价者，且不实信息遭拆穿或更正后，股价下跌，应可成立损失上因果关系；惟股价下跌并非证明的惟一方法。”^[63] 毕竟《规定》的“事后观点”仅仅是计算投资者投资损失的一种方法，没有必要排斥其他合理可行的方法。

七、结 论

《规定》采用“事后观点”来计算投资者损失，具有简单便行的优点，但是其也存在若干问题。为解决这些问题，法院应当允许诉讼当事人，尤其是原告采用“事前观点”来计算损失，即由于虚假陈述行为，投资者在股票交易时多支付的价款，即为投资者的损失。该损失可以通过金融领域广为采用的“事件分析法”来“事前”地计算。“事件分析法”具有统一性强、不易被操纵、较为公允、主观因数少以及有利于保护投资者利益等优点。当然，该方法操作起来较为复杂，证明成本比较高，增加了法院审理案件的难度。因此“事前观点”并不能完全替代《规定》所采用的“事后观点”，但是该方法至少是《规定》的有益补充。

[责任编辑：高丝敏]

[60] See Frank Torchio, Proper Event Study Analysis in Securities Litigation, *Journal of Corporation Law*, 35 (2009), pp. 159 ~ 168.

[61] See Alon Brav and J. B. Heaton, Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias, *Washington University Law Review*, 93 (2015), pp. 583 ~ 614.

[62] 在美国，是否能够邀请到适格的专家证人进行“事件分析”，业已成为诉讼成败的关键。See Michael J. Kaufman and John M. Wunderlich, *Regressing: The Troubling Dispositive Role of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 15 *Stan. J. L. Bus. & Fin.* 183, 187 (2009)。按照最高院民二庭法官的观点，在证券诉讼中需要更多地利用专家辅助人来帮助法院审判，参见杨临萍：“当前商事审判工作中的若干具体问题”，《人民司法》2016年第4期，第27页。

[63] 前注〔34〕，赖英照书，第433页。