

君合专题研究报告



2017年1月13日

上市公司涉证券虚假陈述民事赔偿诉讼裁判要点分析

【摘要】上市公司因虚假陈述而引发的民事赔偿诉讼在侵权行为、因果关系、免责事由等方面都具有特殊性。本文结合具体案例，主要对虚假陈述的重大性问题、因果关系问题以及系统风险认定问题进行研究，分析梳理相关裁判要点。

近年来，上市公司因虚假陈述而被证监会处罚的事件屡见不鲜，而一旦上市公司遭此处罚，随之而来很有可能伴随大量股民向上市公司提起证券虚假陈述索赔诉讼。根据中国裁判文书网数据显示，2015年全国证券虚假陈述责任纠纷案数量为435件，2016年该数据为1109件。随着证券监管力度的加强，该类纠纷将可能进一步呈上升趋势。如何主张权利和应对索赔对于股民与上市公司而言都非常重要。

最高人民法院2003年1月发布的《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“《**虚假陈述若干规定**》”）是现行有效的处理证券虚假陈述损害赔偿纠纷的主要法律依据。证券虚假陈述民事赔偿诉讼的争议焦点通常包括：虚假陈述是否具备重大性；虚假陈述的实施日、揭露日（或更正日）的认定；基准日和基准价的认定；因果关系认定；系统风险的剔除；投资损失的计算方法及损失金额认定等。限于篇幅，本文将结合具体案例，主要对虚假陈述的重大性问题、因果关系问题以及系统风险认定问题的裁判要点进行梳理。

一、虚假陈述信息的“重大性”问题

1、构成虚假陈述的信息必须是违背事实真相的重大事件

《虚假陈述若干规定》第十七条规定：“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。”

根据上述规定，构成证券市场虚假陈述的对象必须是“重大事件”。最高人民法院民二庭杨临萍庭长在2015年底发表的《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》（以下简称“《**商事审判问题**》”）中专门指出，要研究证券侵权行为重大性问题。重大性，是指违法行为对投资者决定的可能影响，其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。

为了使虚假陈述重大性的认定标准更具有可操作性，《虚假陈述若干规定》第十七条对“重大事件”的范围给出了进一步的解释：“对重大事件，应当结合证券法第五十九条、第六十条、第六十一条、第六十二条、第七十二条及相关规定的内容认定。”

其中《证券法》（2014年修正）第六十七条以列举的方式，对可能较大程度影响上市公司股票交易价格的“重大事件”进行了明确，具体包括：（一）公司的经营方针和经营范围的重大变化；（二）公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定；（三）公司订立重要合同，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响；（四）公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况；（五）公司发生重大亏损或者重大损失；（六）公司生产经营的外部条件发生的重大变化；（七）公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动；（八）持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；（九）公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定；（十）涉及公司的重大诉讼，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效；（十一）公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查，公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施；（十二）国务院证券监督管理机构规定的其他事项。此外，对于重大信息的标准，在《证券法》其他相关条文，《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》等证券法规中均有所列举，并通过证监会颁布的一系列规则予以具体化。

总体而言，虚假陈述的重大性标准是一个比较含糊的概念，在立法中难以用准确的词语来进行勾勒，因此，很多情况下需要法院在具体案件中进行判定。

2、虚假陈述“重大性”问题的相关判例

在应忠明等人与华闻传媒投资集团股份有限公司（以下简称“华闻公司”）证券虚假陈述责任纠纷申请再审案中，最高人民法院从所涉信息披露的财务会计报告的涉及金额、事件性质、影响力等方面综合判断，认定华闻公司在2008年年报中对相关数据进行调整，除归属于母公司所有者的净利润（调增13.18%）和利润总额（调增5.16%）调整的

幅度较大以外，其余科目调整幅度均很微小，并不能对股票市场产生实质性影响，其所披露的信息不构成重大错报，其信息披露行为不构成虚假陈述。

在袁琤等个人与黄石东贝机电集团股份有限公司（以下简称“东贝股份”）证券虚假陈述责任纠纷案中，武汉市中级人民法院从两个方面认定涉案虚假陈述行为不具有重大性：（1）结合前述《证券法》第六十七的规定，认为东贝股份未披露或未如实披露关联关系、关联交易、关联公司相关持股信息，其行为本质不同于以虚增重大业绩、隐瞒重大亏损、隐瞒重大债务等行为对股票投资者的投资行为造成重大性误导；（2）实施日和揭露日前后10个交易日东贝B股的股价及成交量进行比对，案涉虚假陈述行为实质上并未对东贝B股的交易量、价格产生重大影响。

在韩玉国等人诉深圳能源集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中，深圳市中级人民法院认为，被告存在负债不实、收入不实、利润不实等会计违规问题。经对比，上述财务会计违规问题所涉及的金额占被告总体资产比例很少，造成的影响较小，尚不足以影响投资者对投资被告公司的判断，也不足以达到《证券法》所规定的对“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。同时，从相关信息发布后对被告股票的影响来看，市场反应出的股价涨跌幅并不明显，故被告行为不构成证券虚假陈述。

3、虚假陈述“重大性”问题的裁判要点

总体而言，实践中对是否构成虚假陈述行为，在“重大性”问题判断方面主要从两个方面考察：一是虚假陈述行为或信息的性质，是否属于《证券法》或相关法规规章所规定的重大事件；二是虚假陈述行为对上市企业股票交易量及股价产生的实质影响。比对因素主要包括：（1）虚假陈述实施日

前后、更正日/揭露日前后，股票交易量比较；(2) 股价走势与大盘指数横向、纵向比较；(3) 股价走势与同行业其他个股价格走势横向、纵向比较等。

二、因果关系问题

我国学界和实践部门普遍认为，证券虚假陈述侵权责任中的因果关系要件，包括了交易上因果关系(transaction causation，或称为事实上因果关系)和损失上因果关系(loss causation，或称为法律上因果关系)。前者被用来认定虚假陈述行为是否引起了投资者的交易行为，一般用“but for”规则来判断，即没有虚假陈述行为，投资人就不会进行交易。后者被用来判断交易行为是否导致了投资者的全部或部分损失。

1、对因果关系相关规定的分析

《虚假陈述若干规定》虽然没有明确区分交易因果关系和损失因果关系，但仔细分析相关条文，可以清楚地看到两者的区别。根据该规定第十八条，具有以下情形的，应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系：“……(二)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该证券；(三)投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损”。从文字表述可以看出，前述规定的第(二)项应该是指交易上的因果关系，而第(三)项应该是指损失上的因果关系。同时，第十九条列举了被告能够推翻前述推定的事由。但是，与第十八条一样，本条也没有明确地指出哪些事由是对成立交易上因果关系推定的推翻、哪些事由是对成立损失上因果关系推定的推翻。仔细研读条文可以发现，根据该条规定，如果被告证明投资者“明知虚假陈述存在而进行的投资”，那么“虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系”，此时所指的因果关系应当认为是交易上因果关系。因为，投资者知道了虚假陈述行为还依旧进行交易，说明虚假陈述行为

没有影响投资者的投资决策。该条又规定，如果被告证明投资者的“损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致”，则“虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系”，此时所指的因果关系应当认为是损失上因果关系。

最高人民法院民二庭杨临萍庭长在 2015 年底发表的《商事审判问题》讲话中特别提出，要研究交易因果关系，并指出，交易因果关系是指违法行为影响了投资者的交易决定。司法实践中，有不少判例也在认定上会区分上述两种因果关系。

2、交易因果关系的相关判例

在汪建华等个人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，广东省高级人民法院认为，被告公布了增资锂电新能源的利好消息，但隐瞒了关联交易的因素，引诱投资者购买股票。以理性人的标准判断，原告在决策时信息不对称，受被告发布的不完整利好消息的影响，那么，可认定原告的股票交易决策受到被告信息披露的诱导，原告股票交易决策与被告虚假陈述行为具有交易因果关系，与原告的损失也存在因果关系。

在王艳等个人与深圳市彩虹精细化工股份有限公司(以下简称“彩虹精化公司”)证券虚假陈述责任纠纷案中，广东省高级人民法院认为，彩虹精化公司未及时披露深圳绿世界公司与嘉星国际公司签订的《产品销售协议》这一可能给公司生产经营带来利好的事件，属于隐瞒重大利多内容信息的诱空型虚假陈述行为。根据王艳提供的交易记录，其在卖出股票时已知悉该信息，故王艳所主张的损失，属于证券市场系统风险及其自身判断和决策的失误所造成，与彩虹精化公司的虚假陈述行为之间没有因果关系。

3、损失因果关系的相关判例

在周光显诉上海丰华(集团)股份有限公司虚

假陈述民事赔偿纠纷案中，上海一中院认为：上市公司虚假陈述行为造成投资者损失的主要因素并非虚假陈述行为被揭露后股票价格的下跌，而是投资者基于对上市公司或其他信息披露义务人虚假陈述的信任，买入并持有存在虚假陈述因素的股票所形成的实际损失。由于系争股票的价格与被告未披露的重大信息存在密切关系，故被告的虚假陈述行为在原告买入股票期间已经影响了该股票的正常价格，并导致该股票的价格长期处于不公正的状态，必然会导致其投资遭损。原告于被告虚假陈述实施日之前买入股票，根据《虚假陈述若干规定》，应认定原告的投资损失与被告的虚假陈述间存在法定的因果关系。

应忠明等个人诉华闻公司证券虚假陈述责任纠纷案中，最高人民法院认为，证券虚假陈述责任纠纷案件索赔限于在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损的部分。从华闻公司相关更正信息内容和公告后华闻公司的股票价格走势情况看，在更正信息披露后，华闻公司的股价没有下跌，而是一直上升的。因此，应忠明买入股票的损失是由证券市场系统风险等其他因素导致的，与华闻公司的信息披露行为没有因果关系。

韩玉国等个人诉深圳能源集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷中，深圳市中级人民法院认为，揭示日当天和次日，被告股票价格也没有出现大的波动。由此可见，原告投资损失与被告受到处罚没有明显关联，其损失应当系证券投资市场风险等因素影响造成。

在王春燕等个人与宝安鸿基地产集团股份有限公司（以下简称“**鸿基公司**”）证券虚假陈述责任纠纷案中，广东省高级人民法院认为，若要考量鸿基公司的虚假陈述行为与王春燕的损失之间是否存在因果关系，要分析鸿基公司股票是否因虚假陈

述行为被揭露而出现较大幅度的涨跌异常。为此，法院选取了同期万科 A、金地集团等与鸿基公司同类的企业的个股，以及上证指数、深证指数、地产板块指数等变化情况，与鸿基公司股票在虚假陈述行为实施日、揭露日和基准日的涨跌进行对比分析。经分析，股票市场对鸿基公司虚假陈述行为反应有限，没有证据表明其虚假陈述行为导致了鸿基公司股价出现异常波动、严重背离其市场价值。鸿基公司股价产生波动的原因应当是除了虚假陈述以外、同样影响着其他个股的宏观因素、产业因素、市场因素等多重因素。故法院认为，包括王春燕在内的投资者的损失，是证券市场其他因素导致的个股股价变化而发生的，与鸿基公司虚假陈述行为没有因果关系。

4、因果关系认定原则及举证责任分配

证券虚假陈述在认定因果关系时采用推定原则，即并不要求投资者举证证明损失因果关系，投资者只须证明自身进行了与虚假陈述关联的投资交易并遭受到了经济损失即可。由上市公司举证证明其虚假陈述行为与投资者的损失不存在因果关系。

在交易因果关系问题上，当上市公司实施虚假陈述行为时，免除投资者证明交易因果关系的举证责任，推定投资者对上市公司及其虚假陈述行为具有信赖。但投资者需要举证证明构成虚假陈述的信息符合“重大性”标准。

在损失因果关系问题上，除开市场等因素的影响，投资者在虚假陈述实施日之前购入证券，且在虚假陈述揭露日前卖出证券而遭受损失的，应当认为此部分损失与虚假陈述行为之间具有因果关系。如上市公司认为投资者的损失与其虚假陈述行为无关，以属于证券市场系统风险为由进行抗辩的，则由上市公司进行举证证明。

三、证券市场系统风险认定问题

《虚假陈述若干规定》第十九条第四项规定，被告举证证明原告的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，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。

1、证券市场系统风险界定

前述条文将证券市场系统风险作为免除民事责任的条件之一，但该规定对系统风险这一概念未作明确定义，导致各地法院在认定该问题时执法尺度和认定标准存在较大差异。

根据证券业通常理解，系统风险是指对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征不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。

最高人民法院副院长在 2007 年全国民商事审判工作会议上的讲话《充分发挥民商事审判职能作用为构建社会主义和谐社会提供司法保障》（2007 年 5 月 30 日）中表示：“由于汇率、利率等金融政策、国内和国际的突发事件、经济和政治制度的变动等所引发的系统风险，是整个市场或者市场某个领域所有参与者所共同面临的，投资者发生的该部分损失不应由虚假陈述行为人承担。”

2、涉证券市场系统风险的相关判例

在陈丽华等个人诉大庆联谊石化股份有限公司（以下简称“大庆联谊公司”）虚假陈述责任纠纷案中，大庆联谊公司提交了相关股票价格和上证指数变动证据，主张股民的投资损失是由于系统风险造成的。黑龙江省高级人民法院判决认为，大庆联谊公司既然提出这一主张，首先应当举证证明造成系统风险的事由存在，但综观大庆联谊公司向一审和二审法院提交的所有证据，并不能证明 1999 年 4 月 21 日至 2000 年 4 月 27 日期间证券市场存在足

以影响所有股票价格下跌的合理事由，故法院对大庆联谊公司要求扣除系统风险造成的投资者损失的主张不予采信。

在莫小连诉山东德棉股份有限公司（以下简称“德棉股份”）、山东德棉集团有限公司侵权责任纠纷案中，济南市中级人民法院认为，2008 年全球经济危机、国内通货膨胀、从紧货币政策、汶川地震、股改政策影响等因素，均应作为认定股市系统风险的真实诱因。同时，通过对比德棉股份股价走势图与中小板块指数走势图，两者的波动及涨跌趋势亦基本一致。故在全球股市大跌，中国股市大跌，尤其是德棉股份所在的中小板块、纺织股板块均大幅下跌的情况下，苛求德棉股份股价的稳定甚至上涨是不客观的，也是违背客观经济规律的。法院据此认为德棉股份股价的下跌系因股市系统风险所致。

在康玉花等个人诉恒天海龙股份有限公司（以下简称“恒天海龙”）证券虚假陈述责任纠纷案中，济南市中级人民法院认为，司法实践中，通常认为以大盘、行业板块等指数的波动情况作为判断系统风险因素是否存在以及影响大小的参考依据。本案中，自揭露日 2011 年 6 月 2 日至基准日 2012 年 4 月 23 日，深市 A 股流通总市值下跌 10%，化学纤维 A 股流通总市值下跌 23%，恒天海龙股票流通总市值下跌了 30%。以行业板块“化学纤维 A 股总市值”为参照对象，系统风险的影响因素为 76.67%（23%/30%）；以大盘“深市 A 股流通总市值”为参照对象，影响因素为 33.33%（10%/30%）。如果综合考虑化学纤维板块和大盘的影响因素，系统风险的影响比例约为 55% $[(33.33\%+76.67\%)/2]$ ，该部分损失应予扣除。

在王志刚等个人诉宁波富邦精业集团股份有限公司（以下简称“宁波富邦”）证券虚假陈述责任纠纷案中，宁波市中级人民法院认为，2011 年间，从外部情况看，欧美经济持续低迷，欧洲债务危机

持续发酵，全球金融市场动荡。从国内情况看，国内通胀率不断增长的背景下，中国人民银行实施了紧缩性的货币政策，表现在 2011 年三次加息，六次上调金融机构存款准备金率。故法院认定发生了诱发证券市场系统风险的诱因。证券市场上的股票价格出现了整体性下跌，故应认定原告投资的损失存在证券市场系统风险的因素。但比对相关数据，宁波富邦股票的跌幅要多于相关指数和同类型股票，因此，原告的投资损失又不能全部归责于证券市场系统风险的因素所致。综合考量证券市场系统风险因素及被告实施虚假陈述行为的性质以及原告自身投资的风险因素后，法院酌情确定被告的虚假陈述行为对原告造成的差额损失承担 20% 的责任。

3、认定证券市场系统风险的裁判要点

根据《虚假陈述若干规定》第十九条的规定，系统风险的存在应由被告举证证明。实务中，被告通常提供证券市场指数数据作为证据，以此证明原告的损失或部分损失是由系统风险所致。但在司法实践中，通常法院不仅考察市场指数的波动，同时还要求被告证明具体的风险诱因，包括国内外经济环境、政治环境、国内金融政策、产业政策、监管政策、自然灾害等。同时，法院会根据具体情况酌情认定证券市场系统风险因素对于整个损失发生所起的作用力比重。

姚蔚薇 顾问 电话：86 021 2208 6372 邮箱地址：yaoww@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

