

# 股市里亏的钱真就白亏了吗？

## ——浅谈证券虚假陈述损害赔偿纠纷



范颖燕 律师

2017-04-17

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，对重大事件即上市公司发生的、可能对上市公司股票交易价格产生较大影响、而投资者尚未得知的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。

“股市有风险，入市需谨慎”是每个股民耳熟能详的一句话。诚然，证券市场存在诸多风险，包括政策风险、周期性风险、利率风险、汇率风险、经营风险、财务风险、信用风险、偶然事件风险等等，普通中小投资者入市操作犹如大海行舟，风高浪急，危险重重。然而出于多重因素影响，大多数投资者在面对这些难以预料又无法掌控的风险所造成的亏损时，通常选择自己买单，却忽略了法律要求上市公司承担的信息披露义务。

在证券法中，信息披露制度是其核心制度之一。发行人、上市公司、证券中介服务机构等信息披露义务人必须真实、准确、完整、及时地公开有关信息，使投资者在公平、公开、公正的基础上进行交易。对虚假陈述侵害投资者合法权益而造成的损害，我国法律规定了相应的民事赔偿责任制度，同时法律实践中亦有先例可循。

### 一、法律规定

2002年1月15日，最高人民法院下发《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》，同意受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权赔偿纠纷案件。

2003年1月9日，最高院公布《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”），对具体操作规则进行细化，使其有法可依、有章可循。

### 二、法律解读

#### （一）虚假陈述认定

《证券法》第六十三条将虚假陈述分为**虚假记载**、**误导性陈述**、**重大遗漏**三种表现形

式。除此之外，《规定》新增了一种形式，即**不正当披露**。

虚假记载，是指将不存在的事实在信息披露文件中予以记载的行为；误导性陈述，是指在信息披露文件中或者通过媒体，作出使投资人对其投资行为发生错误判断并产生重大影响的陈述；重大遗漏，是指在信息披露文件中，未将应当记载的事项完全或者部分予以记载；不正当披露，是指未在适当期限内或者未以法定方式公开披露应当披露的信息。

## （二）当事人范围

关于原告范围，除应符合《民事诉讼法》第一百一十九条的规定外，还须提交自然人、法人或者其他组织的身份证明文件，及进行交易的凭证等投资损失证据材料，以保证原告是真正因虚假陈述而遭受投资损失的善意投资人。

对于被告，《规定》第七条将其明确为虚假陈述行为人，包括：（1）发起人、控股股东等实际控制人；（2）发行人或者上市公司；（3）承销商；（4）上市推荐人；（5）专业中介服务机构；（6）在发起人、上市公司、承销商、上市推荐人中负有责任的董事、监事、经理等高级管理人员以及专业中介服务机构中的直接责任人；（7）其他作出虚假陈述的机构或者自然人。

## （三）诉讼时效

按照《规定》，投资人因虚假陈述提起民事赔偿的诉讼时效只有两年，根据下列情况分别起算：（1）中国证监会或其派出机构公布对虚假陈述行为人作出处罚决定之日；（2）财政部、其他行政机关以及有权作出行政处罚的机构公布对虚假陈述行为人作出处罚决定之日；（3）虚假陈述行为人未受行政处罚，但已被人民法院认定有罪的，作出刑事判决生效之日。

## （四）因果关系

虚假陈述所承担的民事责任是一种侵权责任，因果关系作为其构成要件中的必要一环，是行为人承担民事赔偿责任的前提。但由于证券交易本身的特点，要求投资者证明其损失与信息披露义务人的虚假陈述行为有直接的因果关系是非常不现实的。基于此，美国法院逐渐发展出了“市场欺诈理论”并最终被最高法院采纳。

最高人民法院将该理论引入，结合我国证券市场实际情况，以投资时限作为主要判断标准，来认定虚假陈述和投资者损失之间是否存在因果关系。按照《规定》第十八条，具有以下情形的应认定存在因果关系：（1）投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；（2）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；（3）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。当然，被告也可提出抗辩，证明虚假陈述与投资者的亏损之间不存在因果关系。

## （五）归责原则

对于发起人、发行人或者上市公司，《规定》采用了无过错责任原则，只要其作出了虚假陈述，无论主观是否具有过错，均应承担民事赔偿责任。而对于中介机构、承销商、上市推荐人及其负有责任的董事、监事、经理等高级管理人员则适用过错推定原则，如果有证据证明无过错的，应予以免责。

## （六）赔偿范围

《规定》将投资者可以索赔的损失范围界定在实际发生的损失之内，包括：（1）投资差额损失；（2）投资差额损失部分的佣金和印花税；（3）上述资金利息。若虚假陈述导致证券被停止发行的，投资人有权要求返还和赔偿所缴股款及相应利息。

## 三、相关案例

### （一）田某诉海润光伏证券虚假陈述责任纠纷案

#### 【裁判要旨】

上市公司误导性陈述的行为已经被证监会处罚认定，投资人只需证明存在《规定》第十八条所载的相关情形，即可认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系。

#### 【基本案情】

海润光伏是一家在上海证券交易所上市的公司。江苏证监局于 2015 年 10 月 22 日作出《行政处罚决定书》，认定公司披露的《分配预告》和《分配提案》存在误导性陈述。公司在法定业绩预告截止期前的敏感时点，采用模糊性的语言，对 2014 年经营状况进行描述，并作为高比例转增提议的理由，结合资本市场上业绩良好才会高转增的惯性思维，足以使投资者对公司 2014 年经营业绩产生错误判断，从而影响其投资决策。而事实上，公司合并报表该年度实现的归属于母公司股东的净利润以及母公司累计可供分配利润均为负值。因此该分配预案实际上并不符合《公司章程》、《分红规划》中相关分配政策的规定。上述信息披露内容与实际情况存在较大差异，给投资者造成了利润为正、公司经营状况良好的错误判断，客观上给投资者造成了误导。

本案中，海润光伏的虚假陈述日为 2015 年 1 月 23 日，揭露日为 2015 年 2 月 13 日，在此期间，田某投资海润光伏股票并发生亏损，故应确认田某的投资损失与海润光伏的虚假陈述行为之间具有因果关系，其有权向海润光伏主张赔偿。

#### 【裁判结果】

本案中，海润光伏抗辩称田某的投资损失系由证券市场系统风险等其他因素所致，但其

提供的证据不足以充分证明，法院未予采纳。海润光伏对于田某主张的损失的计算公式及数额均予以认可，且符合法律规定，法院支持了原告的诉讼请求，判决海润光伏赔偿田某经济损失 9.8 万余元。

## （二）胡某诉上海科技证券虚假陈述责任纠纷案

### 【裁判要旨】

在虚假行为实施之前买入的股票，不应当归于投资差额损失的计算范围。同时，在计算买入证券的平均价格时，应当在虚假行为实施后投资人买入证券的总成本中扣除投资者在披露日前卖出股票而收回的相应资金。

### 【基本案情】

2010 年 4 月 6 日，中国证监会对上海科技作出《行政处罚决定书》，认定：上海科技在其公开披露的 2005 年年报中，针对 2004 年年报中的重大遗漏，补充披露了部分银行短期借款及应收关联方债权，但仍旧有其他银行借款及应付票据未在 2005 年年报中作为期初数予以披露。审理中，双方均确认：上海科技虚假陈述实施日为 2004 年 3 月 2 日，揭露日为 2006 年 4 月 25 日，投资损失计算的基准日为 2006 年 5 月 29 日。

经查，胡某于 2004 年 3 月 2 日之前，曾多次买入卖出上海科技股票。2004 年 3 月 2 日至 2006 年 4 月 25 日，胡某分 18 笔买入上海科技股票 13,000 股，发生金额合计 147,480 元；分 11 笔卖出 7,500 股，发生金额合计 80,810 元；截止 2006 年 4 月 25 日，胡某持有上海科技股票 5,500 股。2006 年 4 月 25 日之后，胡某仍多次买入卖出上海科技股票。

本案中，胡某向上海科技主张投资差额损失的股票，包括了虚假陈述实施日之前买入的股票，在计算平均买进价格时，胡某以合计买入发生金额（包括虚假陈述实施日之前买入的股票）除以买入总股数。

### 【裁判结果】

胡某请求判决上海科技赔偿经济损失 10 万余元，法院判决赔偿 4.8 万余元。

随着“全民炒股”时代的到来，关注证券虚假陈述损害赔偿纠纷已涉及每个股民的切身利益，特别是在我国证券市场发展尚未成熟完善的情况下，广大投资者更须懂得维护自己的合法权益。近年来，证监会加大打击虚假陈述的力度，投资者发起索赔，通过判决或和解的方式获得赔偿的情形也越来越多。

在这里，笔者列举了部分已因虚假陈述遭到证监会处罚的上市公司名单。最后提醒大家，证券诉讼的诉讼时效只有两年，一旦发生权益受损的情况，应抓紧维权，切莫在观望中错失

胜诉良机。

附：

300399 京天利	600401 海润光伏	600671 天目药业	600822 上海物贸	600193 创兴资源	600315 上海家化
601558 华锐风电	600696 ST 匹凸	601519 大智慧	600806 ST 昆机	002679 福建金森	002569 步森股份
601010 文峰股份	600146 大元股份	002565 顺灏股份	600193 创兴资源	000691 ST 亚太	300126 锐奇股份
600247 ST 成城	002566 益盛药业	300380 安硕信息	002608 ST 舜船	600598 北大荒	002359 齐星铁塔