

# 论虚假陈述民事赔偿额之确定

李明辉

(厦门大学 会计系, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 虚假陈述民事赔偿的金额应当为投资者所受实际损失, 并扣除那些非虚假陈述因素所造成的损失。对于各责任主体之间的责任分担, 应当采用连带责任, 以充分保护处于弱势的中小投资者。但从我国情况来看, 注册会计师的过失责任采用连带责任似有过苛, 笔者认为应采用比例责任。

**关键词:** 虚假陈述; 民事赔偿; 实际损失; 连带责任

**中图分类号:** D922.29

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1009-1505(2004)05-0018-05

对投资者因虚假陈述造成的损失加以赔偿, 是关乎投资者信心和资本市场健康有序发展的重大问题。2002年, 我国也开始引入虚假陈述的民事赔偿制度。证券民事赔偿的两个核心问题是: 赔偿额如何计算; 各个责任人之间赔偿额如何分配。对此, 法律界从来就没有一致过。本文将对此进行初步的探讨。

## 一、损失赔偿的范围确定的基本方法

虚假陈述民事赔偿的目的一般仅限于补偿性, 而不采用惩罚性赔偿。这一原则是确定虚假陈述损害赔偿范围的基准。

### (一)基本方法

对于虚假陈述侵权损失赔偿范围, 主要有两种基础方法:

#### 1. 实际损失原则(out-of-pocket losses)。

该方法下, 被告应对原告的实际损失进行赔偿。实际损失是指交易发生日买卖证券的价格与当日该证券的真实与公允价值之间的差额。这里的真实价值是指在没有虚假陈述的情况下, 原告卖出股票时的合理价格。因此, 实际损失实际是购买证券时的市场公允价值与所支付对价的公允价值之间的差额。但是, 这个真实价值很难获得, 往往采取在虚假陈述更正以后市场

价格所达到的实际水平, 或者用真实情况公布以后一段时间内所得到的股票实际价格的平均数。<sup>[1](p274)</sup>

2. 所失利益原则(benefit of the bargain)。所失利益是财产的真实价值与卖方所声称的价值之间的差额。依据所失利益原则, 损害赔偿限额为购买或出售证券时声称的价值与证券交易时的公允价值之间的差额。

这两种方法下计算出来的损失是不同的。例如基于虚假陈述的股票价值为20元, 当日股票价格为18元, 其实际价值为15元, 后原告以15元将其卖出, 依据所失利益原则, 原告损失为5元, 若依据实际损失原则, 原告损失为3元。

### (二)各国及地区立法及判例

1. 美国。美国《1933年证券法》第11节规定, 虚假陈述赔偿金额是“为证券而支付的金额(不超过该证券在向公众发行时的价格)与(1)在提出诉讼的时候该证券价值之差, 或与(2)在诉讼前该证券被在市场上出手的价格之差, 或与(3)该证券在起诉后但在判决前被处理所定的价格之差”。同时规定, 在任何情况下都不应超过证券向公众发行时的价格, 这一限制将可

收稿日期: 2004-05-28

项目基金: 国家社科基金项目(03BJY018)

作者简介: 李明辉(1974-), 男, 江苏金坛人, 厦门大学会计系讲师, 博士后研究人员。

能导致一些热销证券(hot issue)的投资者无法获得赔偿。<sup>[2]</sup>(p1386)

Rule10b-5 对如何确定损失范围没有规定,法官有较大的自由裁量权,根据具体的案情做出判断。在早期的判例中,对于根据 rule10b-5 提起的诉讼,大多数美国法院采用实际损失法来计算损失。但现在法院越来越多地使用获利法(或称返还不当得利法)。获利法是从被告的角度考虑问题,即损失是按照被告(出售者)从交易中获得的利益而不是原告的损失来计算。<sup>[2]</sup>(p1388-1389) 1982年,美国第十巡回法庭在 Hackbart v. Holmes 中认为,获利法可以防止虚假陈述者不正当获利。

1995年12月美国国会通过的《1995年私人证券诉讼改革法案》(The Private Securities Litigation Reform Act of 1995, PSLRA)规定,损害的计算应为证券购买价格与上市公司对其虚假陈述进行更正之后的90天期限内平均交易价格(该证券在这90天内的平均收盘价格)之间的差额。如原告在这90天期限内卖出了该公司证券,则按证券卖出的实际价格计算。

《1934年证券交易法》(1998年修订)第21D规定,在根据本法规定提起的原告试图参考证券的市场价格来确定损失额的任何私讼中,对原告损失的补偿以不超过由所提及证券的原告付出的购买价格和得到的出售价格之间的差额为恰当。对原告损失的补偿也不应该超过对作为诉讼依据的错误陈述或误导的改正信息发布到市场上开始的90天之内的证券平均交易价格。但是,在根据本法提起的,原告试图参考证券的市场价格来确定损失额的任何私讼中,如果原告在上述90天之内购买或出售了所列证券,原告的损失补偿以不超过由所提及的证券的原告付出的购买价格和得到的出售价格之间的差额为恰当。对原告损失的补偿也不应该超过对作为诉讼依据的错误陈述或者误导的改正信息被发布到市场之日开始到原告出售或者购买这种证券之日为止的一段时间是其之内的证券平均交易价格。第28节也规定,损害赔偿不应当超过实际损失。

实践中,美国法院对虚假陈述案件倾向于依据原告据虚假陈述进行股票买卖而遭受的现款交付上的损失。

2. 加拿大。Dixon v. Deacon 一案中,原告请求赔偿的数额是买价与卖价之间的差额。初审法官认为,原告的损失应当是原告的买价减去该证券的实际价值。公司具有内涵价值时,公司的市场价格并不必然地成为衡量损失的正确基础,因而驳回原告的诉讼请求。上诉法院推翻了一审判决,认为证券的市场价格可能是它们真实价值的最好说明。市场价格与其他确定价值方法相比,可能太高或太低,但在缺乏其他证据时,法院不应当拒绝接受一项明显有效的市场价格。<sup>[3]</sup>(p261-262)

3. 日本。《证券交易法》第19条规定,赔偿额“为从请求权人为取得该有价证券而支付的数额中扣除下列各号所列数额之一后所得数额:一、依据前条规定请求损害赔偿时的市场价格(无市价格时,则为当时推定处分价格);二、在前号所列的时间以胶已处分该有价券时,则为该处分价格。”同时规定,如果应负赔偿责任者能够证明请求权人所受损害的全部或部分,是由于有价证券呈报或计划书中重要事项有虚假记载、或者应记载的重要事项或为避免产生误解所必需的重要事实记载欠缺产生的该有价证券跌价以外的情况发生时,则对该损害的全部或部分不负赔偿责任。

4. 台湾地区。我国台湾地区《证券交易法》没有规定虚假陈述损害赔偿的范围。但法院在有关虚假陈述赔偿案中曾使用“原告买价减起诉前出售价”的方法确定赔偿范围。<sup>[4]</sup>

### (三)本文的观点

笔者认为,对于虚假陈述而言,实际损失法更为合适。交易获利法可能导致投资者的损失得不到充分的赔偿,而获利法更适合于内幕交易,对于虚假财务报告未必适合。我国最高人民法院2003年1月9日发布的司法解释《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《解释》)第30条规定,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,这是合适的。

实际损失法下,如何确定公允价值是一个难点,并且在一段时间内证券的公允价值也并非不变,而会呈现一个曲线。美国不同法院之间所采用的方法也各不相同。我国资本市场投

机的成分较大,股价通常并不反映公司的真实价值,因此,不宜采用股票的实际价值作为计算基数。以原告购入时的股价与起诉时市价或售价的差价作为原告的实际损失,比较简便易行,但应当扣除掉非虚假陈述因素造成的损失。或者采用虚假陈述更正以后若干天的股票平均价格来替代公允价值。

除证券交易价格的降低以外,投资者的损失还包括:(1)利息损失,即证券投资者因购买证券而丧失的该货币如在银行储蓄在持有证券期间能带来的收益。(2)交易费用的支出,即买卖证券所必须支付的佣金、印花税费等。(3)其他费用。如从事证券交易所需的误工、交通、通信等费用。对此,《解释》规定,投资人实际损失包括:投资差额损失和投资差额损失部分的佣金和印花税。笔者认为,对于虚假陈述前买入股票的佣金和印花税,不应当包括在内,因为该交易不是由于虚假陈述而诱致的,是一种必需的支出。另外,《解释》没有将误工、律师费、诉讼费等列入损失赔偿范围。而依据侵权法上全部赔偿原则,损害赔偿的范围除了直接损失外还应当包括间接损失。为了充分保护投资者利益,这些费用也应当属于赔偿的范围。

## 二、非虚假陈述因素的剔除

影响证券价格的因素很多,特别是在投机性强的资本市场上,并非所有损失都是虚假陈述的结果。但虚假陈述行为人只应对其虚假陈述导致投资人所发生的损失负赔偿责任。理论上,损失的赔偿额应是除去股票价格下跌的其他可能原因后,以虚假陈述造成的高价购买股票的人的损失。<sup>[5] (p582)</sup>因此,在计算投资者的损失时,要将虚假陈述影响股价的因素从其他引起股价波动的因素中分离出来。

财务理论认为,证券市场的风险分为系统风险和非系统风险。非系统风险主要来自于股票不与市场整体超额回报的变动相联系的超额回报的变动性。<sup>[6] (p66)</sup>非系统风险可以通过投资组合来加以回避。系统风险又叫不可回避风险,或不可分散化风险,不能够通过分散投资加以回避。系统风险导致的损失,是正常的股价下跌,无论虚假信息陈述存在与否,投资者对系统风险都不可能回避,因而不能够要求赔偿。因此,计算由于虚假陈述行为给投资者带来的

损失时,首先需要扣除由于市场平均风险而给公司股票价格带来的损失。

系统风险可通过股票指数来加以判断和计算。纽约地区法院法官 Weinstein 在 *Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.* (1971)中假设,股价下降中,等于标准普尔指数的下降的一部分,可以归结为其他原因。<sup>[7] (p386)</sup>PSLRA 以 90 日均价作为虚假陈述民事赔偿损失计算的方法,也包含扣除系统风险因素的考虑。

需要指出的是,非系统风险也并非全部都是虚假陈述造成的。即使没有虚假陈述,公司的经营业绩、财务活动自身也可能给股票价格造成波动从而导致投资者的损失。因此,还需要进一步剔除非虚假陈述的其他因素的影响。但这在实践中较难确定。笔者认为,应当由被告进行举证,而后由法官据情裁量。

当然,在扣除系统风险的影响时,可能存在的问题是,如果由于某上市公司的虚假陈述导致整个市场发生波动(如安然事件、世通事件),如果扣除整个市场指数的下跌,将可能导致该公司投资者不能得到充分的赔偿。但在没有有效的技术分离这一影响的情况下,扣除整个市场的平均风险的方法还是可行的。

## 三、各责任主体间赔偿责任的分摊

虚假陈述往往是一种共同侵权行为,在确定了总的损害赔偿金额后,还有一个在各个责任主体之间的分摊问题。

### (一)责任分摊的基本方法

共同侵权责任的分摊方法,主要有连带责任(joint and several liability)和比例责任(proportional liability)两种。

#### 1. 连带责任

在连带责任下,受害人有权向共同侵权行为人或共同危险行为人的任何一人或者数人请求承担全部侵权的民事责任,任何一个共同侵权行为人或共同危险行为人都负有义务承担全部侵权的民事责任,已承担全部民事责任者得向其他共同侵权行为人或共同危险行为人进行追偿。<sup>[7] (p175)</sup>

连带责任下,在原告面前,不存在比例分割的问题,但在特定主体对原告承担所有的赔偿责任以后,仍可以根据责任比例来向有关其他被告追索。因此,连带责任仍然存在不同主体

间赔偿份额分割的问题,其方法主要有过错程度说和平均分担说两种观点。前者依据加害人的过错程度来确定加害人的赔偿份额,后者则不考虑过错程度,平均分摊赔偿金额。相比之下,过错程度说更符合公平原则。

连带责任增加了原告获得全额赔偿的可能性,因而对原告有利。其负面作用在于:首先,它鼓励原告出于“谁最有赔偿能力”原则而起诉尽可能多的被告。其次,在连带责任下,不论被告过失程度大小,每一个被发现对案件有责任的被告自动地对全部诉讼结果负有完全的责任,这使得有赔偿能力的被告承担不成比例的赔偿责任。

## 2. 比例责任

在比例责任下,赔偿金额限定在每个被告过错程度以内,如果其中一个被告没有支付能力,其他被告没有义务代偿。也就是说,特定主体只对其在应负责任中所占比例的部分承担赔偿责任。

比例责任下,需根据过错确定各个责任人应当承担的比例。《1934年证券交易法》21D规定,在确定比例时,应该考虑:所有引起或者导致一个或几个原告所遭受的损失的被涉及人行为的性质;每个被涉及人的行为与所有引起或者导致原告所遭受损失之间的性质和因果关系。

比例责任使赔偿与过错程度相联系,从而能够有力地惩罚不法行为,避免谁最有赔偿能力谁承担最多责任的不公平现象,尤其是能够避免注册会计师等中介机构因为“深口袋”而承担过重的赔偿责任。缺点是因为每个被告只对其所负责的那部分负赔偿责任,如果一个被告支付不能,原告可能不能获得充分的补偿。

### (二)其他国家和地区的做法

对于虚假陈述民事赔偿责任的分担,美国原先采用连带责任。但1994年,美国最高法院在Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver中,否定了会计师事务所因公司信息披露存在瑕疵而要承担连带责任。<sup>[8]</sup>1995年发布的PSLRA,对故意违法行为和其它违法行为进行区分。对于非故意的违法行为,采用比例赔偿责任,其赔偿比例由陪审团依据被告的行为性质以及其行为与损害结果的相关关系决

定;对故意违法行为,仍采用连带责任原则。《1934年证券交易法》(1998年修订)21D规定,只有在各个层面的事实都认定该被涉及人故意实施了对证券法律的违反,任何私讼终裁所涉及的人才对损失负有连带责任。否则,只与该被涉及人责任比例相当的终裁部分负有责任。

日本商法第266条之三、第280条规定,董事或监事在股票认购证、新股认购权证、公司债券认购证、公司债券发行说明书或每个决算期制作的资产负债表、损益计算书、营业报告书、处分收益及处理亏损的议案及其附表中应予记载的重要事项作虚假记载,或者进行虚假登记或公告时,对第三人负连带损害赔偿责任。但董事或监事已证明对其记载、登记或公告未怠于注意者,不在此限。参加董事会决议赞成决议或未于议事录中提出异议的董事也应承担上述责任。

台湾《证券交易法》第32条规定,公开说明书应记载主要内容有虚伪或隐匿情事,发行人及其负责人、在公开说明书上签章以证实其所载内容之全部或一部的职员、证券承销商、会计师等专门职业或技术人员对善意相对人所受损害负连带责任。

### (三)我国的规定及评价

《民法通则》第130条规定,“二人以上共同侵权造成他人损害的,应当承担连带责任”。《证券法》第63条规定,发行公司财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告等存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任,发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。因此,对于虚假陈述共同侵权的责任分担,我国《证券法》采用的是连带责任。

笔者认为,这样能够较好地保护投资者的利益,是合理的。但是,现有法规(包括《解释》)均未明确共同被告之间后续的分配(追索)问题。有关法规应当对各主体之间份额的分割做出规定,具体方法以采用过错程度法较为合适。

### (四)关于注册会计师的过失责任分担

我国《证券法》第202条规定,“为证券的发

行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构,就其所应负责的内容弄虚作假的,……造成损失的,承担连带赔偿责任。……”因此,我国对注册会计师采用的是连带责任。但是,最近在修订《注册会计师法》的过程中,许多会计界人士对注册会计师的过失责任采用连带责任提出质疑。

对此,笔者认为,虚假陈述民事诉讼制度要在保护投资者利益和防止滥诉之间进行平衡,在保护弱者的前提下也要考虑公平。连带责任无疑能够较好的保护投资者的利益。对于对虚假陈述负有责任的上市公司及其董事、监事、控股股东、承销商而言,采用连带责任是合适的。但对于注册会计师的过失责任,是否应当采用连带责任,值得探讨。

相对西方发达国家,我国注册会计师的执业环境相当恶劣,如果上市公司管理当局恶意欺诈,注册会计师有时很难发现其财务报告中存在的虚假陈述。从目前我国一些因虚假陈述而被投资者提起民事诉讼的案件来看,一些上市公司实际上已经资不抵债,由于债权优先于股权,这样,很可能出现投资者胜诉却不能从上市公司及有关高管人员那里取得赔偿的结果;而上市公司董事、监事和高管人员个人往往也难以承担巨额赔偿责任。在此情况下,会计师事务所就可能因承担连带责任而替其他过错更大的被告买单,这无疑是不公平的。加之目前我国注册会计师责任保险制度又相当不发达,如果采用连带责任,很可能使会计师事务所和注册会计师沦为民事诉讼的受害者。美国原先采用连带责任,使会计师往往成为民事诉讼的牺牲者,对会计行业的发展产生了不利影响。正是基于这一考虑,PSLRA对故意行为和过失行为的责任做出了区分,从而使会计职业减少不必要的法律诉讼。尽管目前对注册会计师过失责任采用比例责任的国家尚属少数,但美国的这一改革一定程度上代表了一种方向。我们

应当吸取美国的教训,避免对注册会计师行业的健康发展形成阻碍。因此,笔者认为,对于注册会计师,应当借鉴美国的做法,区分故意和过失,对过失责任适用比例责任。至于上市公司董事、监事、经理及承销商等,仍应采用连带责任,以充分保护处于弱势的投资者。具体而言,可以先计算出注册会计师承担的份额,剩下的部分在其他主体之间采用连带责任分配。

那么,注册会计师的过失责任采用比例责任与其他主体采用连带责任是否矛盾呢?答案是否定的,因为注册会计师在信息披露过程中的地位和作用不同于上市公司的董事、监事、承销商等主体,其对虚假陈述的责任是一种附加补充责任,而非主要责任。

#### 参考文献:

- [1] Clark, R. C. 公司法则[M].胡平译.北京:工商出版社,1999.
- [2] Jennings, R. W. & H. Marsh, Jr. 1988. Securities Regulation: Cases and Material (6<sup>th</sup> edition). The Foundation Press.
- [3] 齐斌. 证券市场信息披露法律监管[M].北京:法律出版社,2000.
- [4] 复旦大学一大鹏证券联合课题组. 上市公司民事赔偿与股东代表诉讼制度研究[J]. 上市公司, 2002, (1).
- [5] 理查德·A·波斯纳. 法律的经济分析[M].北京:中国大百科全书出版社,1997.
- [6] Van Home, J. C. 1989. Financial Management and Policy (8th edition). Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- [7] 张新宝. 中国侵权行为法(第二版)[M].北京:中国社会科学出版社,1998.
- [8] Hanson, R. K. and J. W. Rockness. 1994. Gaining a New Balance in the Courts. Journal of Accountancy, 178, (2): 40-44.

[责任编辑:郑英龙]