

证券虚假陈述民事赔偿中的投资者损失认定问题研究

赵坚炼

北京炜衡(杭州)律师事务所, 浙江 杭州

收稿日期: 2024年6月13日; 录用日期: 2024年6月26日; 发布日期: 2024年8月12日

摘要

本文深入探讨了证券虚假陈述民事赔偿中的关键问题——投资者损失的认定。在证券市场中, 虚假陈述不仅破坏市场的公正性, 还严重损害投资者的利益。文章通过法律文献、司法实践和案例分析的方法, 考察了损失认定的复杂性和操作中的挑战, 并探讨了在不同法域下的认定标准及其对投资者权益保护的 actual 影响。研究结果表明, 准确和公正的损失认定对于恢复投资者信心、维护市场秩序和促进法律体系完善具有重要意义。本研究旨在为改进现有法律框架和提高司法效率提供理论支持和实践指导。

关键词

证券虚假陈述, 投资者损失, 民事赔偿, 损失认定

Study on the Recognition of Investor Losses in Civil Compensation for Securities Misrepresentation

Jianlian Zhao

Beijing Weiheng (Hangzhou) Law Firm, Hangzhou Zhejiang

Received: Jun. 13th, 2024; accepted: Jun. 26th, 2024; published: Aug. 12th, 2024

Abstract

This article discusses in depth the key issue in civil compensation for securities misrepresentation, the determination of investor losses. In the securities market, misrepresentation not only undermines the fairness of the market, but also seriously harms the interests of investors. The ar-

ticle examines the complexity and operational challenges of loss determination by means of legal literature, judicial practice and case analysis, and explores the determination standards under different jurisdictions and their practical impact on the protection of investors' rights and interests. The findings suggest that accurate and fair loss determination is important for restoring investor confidence, maintaining market order and promoting the improvement of the legal system. This study aims to provide theoretical support and practical guidance for improving the existing legal framework and enhancing judicial efficiency.

Keywords

Securities Misrepresentation, Investor Losses, Civil Damages, Loss Determination

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着资本市场的快速发展和复杂化，证券虚假陈述案件频发，严重侵害了投资者的合法权益并破坏了市场的正常运作。在众多的市场监管问题中，如何有效地认定因证券虚假陈述引起的投资者损失，成为了一个亟待解决的法律问题。正确的损失认定不仅关系到受害者能否获得应有的赔偿，更直接影响到资本市场法治环境的健康发展。由于市场波动性大和外部影响因素多，使得损失的认定过程充满挑战。本研究旨在通过分析和比较不同国家的法律实践，提出对我国当前相关法律政策的改进建议，以期为消费者提供更有力的法律保护，促进我国证券市场的稳定与发展。

2. 证券虚假陈述的法律规定及其对投资者的影响

(一) 证券虚假陈述的法律定义

虚假陈述在证券法中通常指上市公司在公开发行或交易过程中发布的含有不真实信息的报告、公告或声明，这些信息可能误导投资者作出投资决策。不同国家对于虚假陈述的定义有所差异，但核心在于信息的误导性和损害投资决策的潜在能力。在美国，根据《证券交易法》第 10 条和 SEC 规则 10b-5，虚假陈述包括了故意或重大疏忽导致的信息不真实。

(二) 虚假陈述在证券市场中的表现形式和后果

虚假陈述对投资者的直接影响是引起股价的不正常波动，投资者基于虚假信息作出的投资决策导致经济损失。虚假陈述还会破坏市场的信息透明度，降低整个市场的效率和信任度。长期来看，这种行为会侵蚀投资者对市场的信心，影响市场的稳定和健康发展。虚假陈述在证券市场被发现后，通常会会导致监管机构的调查，公司可能面临巨额罚款、法律诉讼以及信誉损失。高管也可能因此受到法律制裁，包括罚款和监禁。例如，在安然公司的案例中，公司的高级管理层因为伪造财务报表和其他欺诈行为，被迫承担了重大的法律后果。市场对于此类事件的反应通常是剧烈的，股价可能会迅速下跌，对公司的市值造成严重损害。长期的负面影响包括投资者信心的流失，这可能导致资本市场对该公司或相关行业的投资持续疲软。识别和防范虚假陈述在证券市场中的存在是至关重要的。这需要监管机构加强监督和审查，公司治理结构的改进，以及投资者教育的增强，确保市场的公平性和透明性得以维护[1]。

3. 投资者损失的类型与计算方法

投资者在证券市场中遭受的损失多种多样，认定这些损失的类型和计算方法是制定有效赔偿政策的基础。

(一) 投资者损失的分类

投资者在证券虚假陈述的影响下可能遭受多种形式的损失，主要可以分为直接经济损失和间接经济损失，此外还需要考虑非经济损失的可能性。直接经济损失是指投资者因信赖虚假信息而作出的投资决策直接导致的资金损失。例如，购买了被高估的证券，随后证券价格调整回真实价值，导致资本减少。间接经济损失包括因市场对虚假陈述的反应而产生的机会成本，如因虚假陈述错过了其他更有利的投资机会。非经济损失在证券市场的民事赔偿中较少涉及，但投资者可能会经历诸如声誉损害、精神压力等非经济方面的损失。

(二) 损失计算的主流方法

在处理证券虚假陈述的民事赔偿问题时，准确计算投资者的损失是一个复杂挑战，通常依赖于几种不同的计算方法。首先是市场调整法，这种方法通过对虚假陈述公布前后证券价格的变动进行分析，来确定损失。操作上，分析人员会比较虚假陈述影响消除前后的市场价格，使用价格差异作为损失的估算基础。其次是盈余调整法，特别适用于虚假陈述涉及公司盈利能力的情况。通过调整盈余预测，分析如果没有虚假陈述，投资者可能获得的收益。此外，还有使用统计模型的方法，如回归分析等，来估计虚假信息对证券价格的具体影响。这种方法需要较强的专业知识，并且高度依赖于可获得的市场数据的质量。

这些方法各有其优点和局限性，适用的方法通常取决于案件的具体情况和可用数据的质量。例如，市场调整法较为直观，但可能受到市场其他因素的影响；盈余调整法能较好地反映盈利预期的变化，但其准确性依赖于盈利预测的合理性；统计模型提供了一种量化分析的方式，但需要高质量的数据和专业的统计分析。在实际操作中，法院或仲裁机构需要对所选择的方法进行详细解释和证明，以确保赔偿计算的公正性和准确性。正确选择和应用这些计算方法，对于确保投资者得到公正赔偿至关重要，也是维护资本市场健康和稳定的基础之一[2]。

4. 证券虚假陈述民事赔偿中损失认定的法律标准

在民事赔偿中，准确地认定损失的法律标准是确保投资者合理得到赔偿的关键。这包括确立虚假陈述的民事责任要件和明确因果关系。

(一) 民事责任的构成要件确定

证券虚假陈述的民事责任，涉及几个关键的法律要件：非法行为的确认、损失的确切发生，以及这些元素之间明确的因果关系。首先，非法行为的确认要求明确地证明被告所发表的陈述是虚假的，并且在法律上构成欺诈或误导。这通常涉及到对被告在发表虚假陈述时是否存在主观的恶意或是由于疏忽而大意，从而违反了法律规定。其次，投资者必须证明因为依赖这些虚假陈述而遭受了实际的经济损失，这通常通过对虚假陈述发表前后的证券价格变动进行分析来具体量化。再者，必须建立虚假陈述与投资者损失之间的直接因果关系。这不仅要求证明投资者的决策是基于虚假信息作出的，还需要进一步展示如果没有这些虚假信息，投资者不会遭受相应的损失。这些要求确保了只有真正因虚假陈述而受损的投资者能得到赔偿。

关于这些法律要件的更深入讨论，可以参考法律文献如 Thomas Hazen 的《证券法规》(“Securities Regulation”)或 James Cox、Robert Hillman 和 Donald Langevoort 的《证券法案例与分析》(“Securities Regulation: Cases and Materials”)。这些资源详细探讨了证券虚假陈述责任的法律框架、所需证明的要素

以及如何处理相关的法律争议，为法律专业人士和学者提供了宝贵的理论和实践指导。通过这些文献的学习，可以更全面地理解和应用在处理证券虚假陈述案件中所需的法律要件。

(二) 因果关系的认定

在证券虚假陈述案件中，因果关系的认定是一个复杂的法律挑战，因为它要求区分虚假陈述与市场其他因素对证券价格的具体影响。不同的司法体系对因果关系的认定标准有所差异。一些法域采用相对直接的方法，只需要投资者证明虚假陈述是其投资决策的“重要因素”。而在其他地区，法律可能要求更严格的证明，即虚假陈述是损失的“唯一原因”。法院在审理此类案件时通常需要排除其他可能导致投资损失的市场因素，例如经济衰退或行业整体下滑，以确保赔偿仅针对由虚假陈述直接引起的损失。在某些情况下，还可能应用如“欺诈创造市场理论”等经验法则，此理论假设在特定条件下，虚假陈述必然导致市场价格的扭曲。

这些法律标准的明确应用有助于公正处理投资者的索赔请求，确保那些真正因信赖虚假信息而遭受损失的投资者能得到适当的赔偿。关于证券虚假陈述的更多法律分析，可以参考 James D. Cox、Thomas Lee Hazen 的《证券法原理》(“Principles of Securities Regulation”)，以及 Frank H. Easterbrook 和 Daniel R. Fischel 的《经济结构与公司法》(“The Economic Structure of Corporate Law”)，这些文献为理解和应用因果关系标准提供了深入的法律和经济学视角。通过这些专业资源的研究，法律从业者和学者可以更有效地导航复杂的证券法案件[3]。

5. 国际视角下的损失认定实践与启示

在全球范围内，对证券虚假陈述的损失认定实践不尽相同，不同国家的法律体系和司法实践为中国提供了宝贵的经验和启示。

(一) 比较分析主要国家的做法

自法律文化和市场监管的独特性。在美国，证券虚假陈述案件的损失认定主要依据《1934 年证券交易法》及其修正案。美国法律采用了“事后诸葛亮”法则(Fraud-on-the-Market Theory)，该理论基于假设所有重要的公开信息都已通过市场价格得以反映。因此，一旦公开信息被证实为虚假，可以通过分析股票的买入和卖出时间点来估算投资者的损失，从而简化了损失认定的过程。与美国相比，英国在处理此类案件时更加强调实际损失的直接证明。在英国，投资者不仅需要证明其购买决策基于虚假信息，还需证明如果没有这些虚假信息，他们不会遭受同样的损失，这要求投资者提供更多的证据来支持其索赔。在欧盟其他国家，例如德国和法国，法律则采取了更为保护性的措施。这些国家强调公司及其管理层的责任，相对减轻了投资者的举证负担，特别是在证明因果关系方面。这种方法更倾向于保护投资者利益，确保那些由于信赖虚假信息而遭受损失的投资者能够更容易地获得赔偿。

这些不同的法律途径体现了对证券市场透明度和公正性维护的不同法律理念。每种方法都有其优势和局限，但共同目标是为了维护市场的诚信和保护投资者免受不公平损失。通过比较这些不同的法律框架，可以更好地理解全球资本市场在法律实践上的多样性及其对投资者保护的影响。

(二) 对中国证券市场的启示

从国际经验中，中国有机会通过吸取多方面的教训来完善自身的证券市场法律体系。首先，引入市场机制是一个重要步骤。考虑采纳类似于美国的“事后诸葛亮”理论，这种理论假设所有重要的公开信息都已通过市场价格反映，从而可以利用市场机制简化投资者损失的认定过程。这不仅能简化法律程序，还能通过市场动力保护投资者免受虚假信息的影响。其次，中国可以参考欧洲的做法，特别是在减轻投资者的举证责任方面。为投资者提供举证便利，特别是在证明虚假陈述与个人损失之间的关系时，可以考虑降低投资者的举证责任。这将有助于保护投资者的合法权益，使他们在面对复杂的证券欺诈案件时，

能够更容易地获得应有的赔偿。此外，完善法律框架也是至关重要的。需要强化法律框架，确保有充分的法律支持来处理复杂的证券虚假陈述案件。这包括对虚假陈述的定义明确化、责任归属的合理划分以及赔偿机制的具体规定。通过这些措施，不仅能够更有效地保护投资者，还能提高市场的整体透明度和公信力，从而促进资本市场的健康稳定发展。

综上所述，通过学习国际先进经验，中国能够进一步完善其证券市场法律体系，这不仅能加强投资者保护，也有助于提升市场效率和全球竞争力。这些措施的实施将对中国资本市场的长期健康发展产生积极影响[4]。

6. 结论

本研究详细讨论了证券虚假陈述中的投资者损失认定问题，通过分析国内外的法律实践和司法案例，提出了针对中国证券市场的具体改进建议。研究表明，合理有效的损失认定不仅有助于保护投资者权益，还是维护市场公正和提升法律效率的关键。随着全球化和金融市场的不断发展，证券虚假陈述的问题可能会更加复杂，这要求我们的法律系统必须不断适应新的挑战。通过对技术的应用、跨国法律合作、预防机制的建立和法律教育与普及四个方面领域的深入研究，可以进一步完善我国的证券市场法律体系，更好地保护投资者利益，维护资本市场的稳定和发展。未来的研究也需要关注证券市场快速变化对现有法律规范的挑战，以及如何调整法律框架以适应新的市场环境。通过这种全面而深入的分析，我们不仅可以提高投资者损失认定的准确性和公正性，还可以为全球证券市场的法律发展提供宝贵的参考和启示，促进国内外资本市场的健康和谐发展[5]。

参考文献

- [1] 蒙袞. 证券虚假陈述民事赔偿中损失因果关系的认定[D]: [硕士学位论文]. 上海: 上海师范大学, 2023.
- [2] 陈洁. 虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现[J]. 法律适用, 2022(3): 48-60.
- [3] 徐佩云. 证券虚假陈述民事责任实务研究[D]: [硕士学位论文]. 哈尔滨: 哈尔滨商业大学, 2021.
- [4] 苑笑寒. 论证券虚假陈述案件中损失因果关系的认定[D]: [硕士学位论文]. 长春: 吉林财经大学, 2021.
- [5] 尤婧, 顾文达. 虚假陈述民事赔偿责任中的损失认定与计算规则研究[J]. 证券法苑, 2017, 23(5): 423-438.