

证券虚假陈述责任的非系统风险扣除

文/黄立嵘（二审承办人）

【裁判要旨】投资者的股票损失既受到虚假陈述的影响，又受到重大资产重组失败等重大事件的影响，属于多因一果的情形，应在损失因果关系之中一并予以考虑，上市公司虚假陈述的赔偿责任可作非系统风险扣除。

□案号 一审：(2023)粤03民初1466号 二审：(2024)粤民终3852号

【案情】

原告：杨某瑜。

被告：仁某股份公司、郎某咨询中心。

2019年4月26日，上市公司仁某股份公司发布关于收到立案调查通知书的公告：仁某股份公司于2019年4月25日收到了中国证券监督管理委员会立案调查通知书，因公司相关行为涉嫌信息披露违法违规，根据证券法的有关规定，证监会决定对公司立案调查。当天公司股价下跌8.05%，换手率22.39%。

2020年8月13日，中国证监会浙江监管局向仁某股份公司下发的行政处罚及市场禁入事先告知书，认定仁某股份公司存在如下违法行为：1.虚构业务入账，其披露的2017年年度报告存在虚假记载。2017年，仁某股份公司通过上述油服业务及钢贸业务，虚增营业收入9041.72万元，虚增营业成

本6079.52万元，其披露的2017年年报存在虚假记载。2.未按规定披露开立商业承兑汇票事项。仁某股份公司未就上述开具商业承兑汇票行为履行内部审议程序，亦未在2018年一季报、2018年半年报中如实披露。3.未按约定披露资金拆借事项（以下简称违法行为3）。2017年3月，仁某股份公司向安某公司借款3000万元，构成关联方非经营性资金占用，仁某股份公司未就此履行审议程序，未按《上市公司信息披露管理办法》第三十条、第四十八条以及交易所相关规定履行临时披露义务，亦未在2017年一季报及后续相关定期报告中如实披露。

2020年9月14日，中国证监会浙江监管局对仁某股份公司作出行政处罚决定书责令改正，给予警告，并处以30万元罚款；同时对董事长、董事长助理、董事等均给予警告，并分别处以30万元、15万元、8万元不等罚款。仁某股份公司未对该处罚决定提起复议或者行政诉讼，处罚决定生

效。

2022年10月8日，中国证监会浙江监管局发布[2022]31号行政处罚决定书，显示郎某咨询中心审计工作存在的具体问题：（一）对仁某股份公司的齐齐哈尔油服项目的审计程序不到位。（二）仁某股份公司对钢贸业务获取的审计证据不足。郎某咨询中心在仁某股份公司2017年年报审计执业过程中未能做到勤勉尽责。依据2005年证券法第二百二十三条的规定，决定对郎某咨询中心责令改正，没收业务收入101.89万元，并处以101.89万元罚款。

另查明，2019年3月25日，仁某股份公司公告拟被另一公司“借壳上市”并停牌；2019年4月9日复牌后，股价连续4个交易日一字涨停；2019年4月22日，公告终止本次重大资产重组。2019年4月23日至4月25日，仁其股份股价连续3日下跌均超8%，股价从5.52元下跌至4.10元，累计跌幅达25.72%。

案例

杨某瑜诉至法院，称受仁某股份公司的违法行为3，即未按规定披露资金拆借事项等信息披露违法行为的影响作出的投资决策，请求判令仁某股份公司与郎某咨询中心共同赔偿其自2017年3月8日至2019年4月25日投资仁某股份公司股票的损失。

一审法院委托中证资本市场法律服务中心有限公司进行了投资者损失评估核算。中证资本市场法律服务中心向一审法院出具了证券投资者损失核定意见书：采用移动加权平均法，在扣除市场系统性风险后，对投资差额损失进行了计算，杨某瑜投资仁某股份公司的股票自2017年3月8日至2019年4月25日的测算损失为24954.64元。

【审判】

一审法院于2024年3月29日作出（2023）粤03民初1466号民事判决：一、仁某股份公司应在判决生效之日起10日内向杨某瑜支付赔偿款12477.32元；二、郎某咨询中心对上述仁某股份公司应承担赔偿责任的3743.2元部分承担连带赔偿责任；三、驳回杨某瑜的其他诉讼请求。

仁某股份公司、郎某咨询中心均不服一审判决，向二审法院提起上诉。仁某公司上诉理由之一为原告作出投资决策是受仁某股份公司重大资产重组这一重大利好事件影响，与案涉虚假陈述之间没有交易因果关系，原告的投资损失系证券市场系统风险和非系统风险等其他因素所致，不应由仁某股份公司承担赔偿责任。

二审法院经审理认为：本案争议

焦点为仁某股份公司是否构成虚假陈述行为，仁某股份公司、郎某咨询中心应否赔偿投资者的损失及如何确定赔偿金额。

关于仁某股份公司是否构成虚假陈述行为以及应否赔偿投资者的损失的问题。仁某股份公司的3种违法行为均已构成证券法第六十三条、最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《虚假陈述司法解释》）第4条规定的虚假记载、重大遗漏等披露信息违法行为，构成虚假陈述行为。本案杨某瑜称系受仁某股份公司的违法行为3，即未按规定披露资金拆借事项等信息披露违法行为的影响作出的投资决策，因此主要对该违法行为是否具备重大性进行评述。第3项信息披露违法行为包括未披露关联方非经营性资金占用事项以及未在定期报告中披露借款事项。根据《深圳证券交易所上市交易规则》第9.8.1条、第9.8.2条的规定，上市公司被控股股东或者控股股东关联人占用资金的余额在1000万元以上，或者占公司最近一期经审计净资产的5%以上，且无可行的解决方案或者虽提出解决方案但预计无法在1个月内解决，属于深圳证券交易所对其股票交易实施进行风险警示，即上市公司应当在同期财务报表中披露的情形。根据上述规定，仁某股份被控股股东或者控股股东关联人占用资金的余额达3000万元，符合资金占用情形严重且应实施其他风险警示的程度，但其未向市场披露，包括该虚假陈述行为在内的信息披露违法行为被揭露后，导致仁某股份公司股票自2019年4月26日起

股价大幅下跌，该公司内在综合价值严重下降，足以证明违法行为3具有重大性。一审法院适用推定原则认定杨某瑜购买上述股票与本案虚假陈述行为具有交易因果关系，合法有据，二审法院予以维持。

关于仁某股份公司赔偿投资者损失的金额确定问题。一审认定杨某瑜的损失与仁某股份公司虚假陈述之间存在直接的损失因果关系，在扣除系统风险以及证券市场对仁某股份公司重大资产重组失败后的过度反应等因素后，判决仁某股份公司应当对杨某瑜的损失承担50%的赔偿责任，即12477.32元（损失核算金额24954.64元×50%），裁处合理，二审法院予以维持。

关于郎某咨询中心应否承担侵权赔偿责任及责任比例的问题。在郎某咨询中心不能举证推翻浙江证监局对郎某咨询中心的行政处罚决定情况下，二审法院对浙江证监局认定郎某咨询中心存在过错的事实予以采纳。鉴于本案仁某股份被行政处罚的违法行为有三，而郎某咨询中心被处罚的审计责任只针对仁某股份公司其一的违法行为，一审判决郎某咨询中心对仁某股份公司的债务承担30%的连带赔偿责任不符合过责相当原则，二审法院对此予以纠正。综合考虑本案实际情况，郎某咨询中心应对仁某股份公司的债务（12477.32元）承担10%的连带赔偿责任，即1247.73元。

综上，二审判决：一、维持一审判决第一项及一审案件受理费负担的内容；二、变更一审判决第二项为：郎某咨询中心对上述仁某股份公司应承担赔偿责任的1247.73元部分承担连

带赔偿责任；三、驳回杨某瑜的其他诉讼请求。

【评析】

本案为证券虚假陈述责任纠纷，裁判难点在于非系统风险扣除问题，包括原告的股票投资损失与虚假陈述行为是否存在因果关系，以及赔偿责任应否扣除重大事件导致的损失。

一、原告的股票投资损失与虚假陈述行为、资产重组重大事件是否具有因果关系

《虚假陈述司法解释》第31条规定：“人民法院应当查明虚假陈述与原告损失之间的因果关系，以及导致原告损失的其他原因等案件基本事实，确定赔偿责任范围。被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的，对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩，人民法院应当予以支持。”此处提及的证券市场风险与非市场风险，即系统风险与非系统风险。系统性风险，是指由普遍性共同因素触发，导致整个证券市场或局部市场的股票价格波动而使投资者蒙受损失的风险，来源于上市公司外部，具有客观性和不可分散性，故对应的损失应从虚假陈述责任中扣除。非系统性风险，是指由个别股票自身因素所带来的使投资者蒙受损失的风险，该风险通常只影响某一只股票的价格，对其他股票不产生影响，主要包括经营风险、财务风险、信用风险、道德风险等，一般指向可识别的具体

事件，如新产品开发失败、重大协议谈判失败、诉讼损失等。非系统风险是与上市公司内外部经营环境有关的重大事件和易引发证券市场过度反应的特定事件对个股的影响。仁某股份公司上诉的理由是该公司个股股价下跌是因为受到重大资产重组问题影响，而并非其虚假陈述行为导致。本案杨某瑜在违法行为3实施日（2017年3月8日）至揭露日（2019年4月26日）期间买入仁某股份公司的股票，属于《虚假陈述司法解释》第11条规定的情形，一审法院适用推定原则认定杨某瑜购买上述股票与本案虚假陈述行为具有交易因果关系，合法有据。除此之外，由于2019年4月23日后市场对仁某股份公司重大资产重组失败的反应较大，对于重大资产重组失败作为个股因素扣除的比重相应较大，而2019年4月26日揭露日后仁某股份公司股价大跌，表明仁某股份公司虚假陈述行为仍是造成投资者损失的主要原因，杨某瑜的投资行为与仁某股份公司虚假陈述行为之间具有直接的因果关系。本案可推定为投资者购买股票是既受到虚假陈述被揭露的影响（主要），又受到重大资产重组重大事件的影响（次要）。

二、如何从虚假陈述赔偿责任中扣除重大事件导致的损失

《虚假陈述司法解释》第31条对证券市场系统性风险和非系统性风险进行了区分，并对后者进行了不完全列举。实际上，企业经营等证券市场非系统性风险往往是导致投资者损失的最常见的风险因素，应属上述法条“其他因素”的范畴，因此对于非系统性风险所导致的投资者损失，也应

予以扣除。对上市公司而言，披露的信息直接影响股价走势。在证券虚假陈述责任纠纷案件的实施日至基准日期间，上市公司可能会披露与虚假陈述行为无关的重大事件信息，这些与虚假陈述行为无关的重大事件信息属于非系统性风险，所导致的投资者损失不在法定的赔偿范围之内，应当予以扣除。如前所述，仁某股份公司虚假陈述行为是造成投资者损失的主要原因，资产重组失败是次要原因，故在扣除系统风险之后，仍应扣除证券市场对于仁某股份公司资产重组失败后的过度反应因素的非系统风险，一、二审法院据此判决仁某股份公司对杨某瑜的损失承担50%的赔偿责任，即12477.32元（损失核算金额24954.64元×50%），酌情合理，处理正确。

投资者股票损失既受到虚假陈述被揭露的影响，又受到重大资产重组失败等重大事件的影响，应在损失因果关系之中予以考虑，既要扣除系统风险导致的损失额，又要扣除非系统风险导致的损失额。如此细化赔偿范围，以平衡市场主体各方（上市公司和投资者、外聘中介机构、管理人员、中介机构和证券服务机构）的利益，强化通过保护投资者利益促进资本市场规范发展的制度功能。确定民事赔偿范围和计算损失时，对赔偿责任作适当限制，在保护投资者的同时，也防止巨额赔偿的超量威慑，防止对社会经济发展产生负面影响。在保护投资者信赖利益的同时，也防止上市公司承担巨额赔偿的超量威慑。



（作者单位：广东省高级人民法院）