



上市公司会计信息虚假陈述民事赔偿额的确定

江西财经大学会计学院 蒋尧明(博士)

2003年1月9日,最高人民法院发布了《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《1.9规定》),预示着我国的证券市场赔偿机制真正进入了司法实践阶段,也就是说,包括上市公司在内的相关责任主体有可能因其虚假陈述行为(这里主要是指会计信息虚假陈述行为)而招致投资者的民事诉讼,并承担相应的赔偿责任。在因会计信息虚假陈述引发的证券民事诉讼中,对虚假陈述、侵权责任、揭露日、更正日、基准日等的界定往往易引发争议,但最核心、最困难的工作还是如何计算投资者损失,也就是计算信息披露义务人的赔偿额。本文以证券市场最重要的民事责任主体——上市公司为对象,以《1.9规定》为主要法律依据,分析并给出具有操作性的会计信息虚假陈述证券民事赔偿额的计算方法。

根据虚假陈述证券民事赔偿损失认定的基本原则即损害赔偿的法定性可知,损害赔偿仅限于财产损失,损害赔偿必须具有客观性、可确定性、可补偿性,必须符合损益相抵原则和合理减损原则。依据交易价差法的基本原理,笔者认为,投资者因上市公司会计信息虚假陈述引致的损失赔偿额由投资差额净损失及其相应部分的佣金、印花税和银行同期活期存款利息构成,具体可按以下步骤计算和确定。

第二,由于所有者对经营者监督乏力,加上经营者自身责、权、利不明确,导致了经营者严重的逆向选择和道德风险问题。一方面,不努力工作、在职消费甚至以权谋私对于经营者而言可能成为一种收益大、风险小的理性选择;另一方面,经营者缺乏搞好企业财务管理的经济动因。

第三,我国资本市场、经理人市场尚处于发展、完善阶段,还不具备恰当评价企业经营业绩的功能,对在职的经营者尚缺乏足够的约束力。企业兼并、收购、破产重组尽管势头强劲,但还没有形成一种足以影响经理人控制权的市场力量。

三、国家财务规范的局限性

为了遏制企业财务管理中存在的问题,近年来国家有关部门试图通过制定国家财务规范来强化企业财务管理。但从改革的角度来看,国家强制性财务规范具有明显的副作用:

第一,按照建立现代企业制度的要求,国家与企业之间的财务关系应是一种平等的投资者与受投资者的关系。企业是一个自主经营、自负盈亏的经济实体,拥有理财自主权,企业法人则拥有法人财产权。

国家作为企业的出资者,只能通过股东大会或董事会按照法定程序对企业的理财活动施加影响,而无权通过制定强

1.确定投资差额损失。投资人在基准日及以前卖出证券的,其投资差额损失以买入证券平均价格与实际卖出证券平均价格之差乘以投资人所持证券数量计算。投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的,其投资差额损失以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格之差乘以投资人所持证券数量计算。计算投资差额损失的基准日是指虚假陈述揭露或者更正后,为将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内,确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。基准日分别按下列情况确定:①揭露日或者更正日起至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日,但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算。②按前项规定在开庭审理前尚不能确定的,则以揭露日或者更正日后第30个交易日为基准日。③已经退出证券交易市场的,以摘牌日前一个交易日为基准日。④已经停止证券交易的,以停牌日前一个交易日为基准日;恢复交易的,按第①项规定确定基准日。

投资人持股期间基于股东身份取得的收益,包括红利、红股、公积金转增所得的股份以及投资人持股期间出资购买的配股、增发股和转配股,不得冲抵虚假陈述行为人的赔偿金额。对于已经除权的证券,在计算投资差额损失时,证券价格

制性的财务规范干涉企业的理财活动。国有资产管理部作为国有资本所有者代表,其主要职能是监督和调控。这种监督和调控只能依法进行,而不能依据自己制定的规则来进行。将现行的国家财务规范法律化,是强化国有资本与财务管理的根本途径,也是发达国家通行的做法。

第二,国家作为企业的出资者,与其他出资者的地位应该是平等的。一方面,国家财务规范表明国家拥有其他出资者所没有的特权,这可能损害其他出资者和企业经营者的利益。所以,国家独享财务规范的制定权是与其维护公平竞争的市场秩序的初衷相违背的。另一方面,企业情况千差万别、金融市场复杂多变、信息不对称和不完全、政府的有限理性等因素决定了国家既难以制定出普遍适用的规范,也难以确保这些规范得到严格执行。而理财活动是一种高度个性化且复杂的活动,如何理财应由每个企业自主决定,并没有普遍适用的理财技术。

第三,会加剧企业业绩考核的不确定性。企业执行国家财务规范是有成本的,国家财务规范制约着企业的财务活动,影响着企业的财务成果,企业可能把财务状况不佳归咎于国家财务规范的存在。☐

和证券数量应当复权计算。

2.计算证券市场的系统风险损失、非系统风险(主要指行业风险)损失和投资者的投机风险损失。《1.9规定》规定,如果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致,被告可以免责。但《1.9规定》并未对此作出进一步的界定,这会导致法院在具体执行该条款时无所适从。笔者认为,《1.9规定》中的“证券市场系统风险等其他因素”可具体界定为以下三个方面的内容:证券市场系统风险、行业风险和投资者的投机风险。

证券市场系统风险一般由市场行为风险、政策制度风险、利率风险、汇率风险、通货膨胀风险、政治风险(如战争)等组成。在一个非成熟的证券市场(主要指无效率市场和弱式有效市场)中,系统风险对股价的整体影响特别明显。我国股市大盘的整体涨跌主要取决于证券市场系统风险因素的变动,尤其是政策制度风险因素的变动。

证券市场行业风险因素是指对证券市场整体影响不大、只影响某种或某类证券价格的因素,如行业生命周期、某些突发事件等风险因素。

证券市场系统风险对股市大盘的影响可以通过计算沪深证券交易所综合指数来确定,其计算公式为:沪深证券市场系统风险率=(投资者买入证券时的沪深综合指数-卖出日或基准日的沪深综合指数)÷投资者买入证券时的沪深综合指数。如果证券市场系统风险率为正,则表明大盘在这段时间处于下跌趋势,正常操作也可能导致亏损,故在计算证券投资损失时应考虑系统风险损失;如果证券市场系统风险率为负,则表明大盘在这段时间处于上升趋势,系统风险不能考虑到损失中,因为这种损失属于间接损失,不应得到法院的支持。

证券市场行业风险率可以选择发生虚假陈述的上市公司所在行业(或区域板块)的所有企业或最具有代表性企业的股价平均指数波动情况为依据来计算,其计算公式同上。证券市场系统风险率与行业风险率的总体趋势在通常情况下是一致的,但当它们不一致时,应以行业风险率作为扣减系统风险损失的主要依据。同时,系统风险和行业风险与股指的关联性应由被告举证。

投资者的投机风险是基于我国不成熟的证券市场的现实而特别提出的。由于我国证券市场中中小投资者占85%以上,且中小投资者素质普遍较低,他们很少甚至没有对会计报表进行认真的阅读和理解,其投资决策主要依赖于是否有人坐庄、是否有题材、大市涨跌情况、流通盘大小、国家总体宏观经济形势等公司外生信息,而对会计报表重点反映的财务实力、盈利能力等公司内生信息却不予关注。因此,在计算证券投资损失时,应本着公平原则,确定一个合理比率扣减风险损失(即折扣法)。至于折扣的比率以多少为宜,可以由最高人民法院综合考虑目前证券市场的各种因素后预先设定,也可由经办法官根据最高人民法院预先设定的指导原则结合个案具体情况确定。

3.计算投资差额净损失。其公式为:投资差额净损失=投资差额损失-系统风险损失或行业风险损失-投资者的投机风险损失。

4.确定投资差额净损失部分的佣金、印花税和利息。这里的佣金和印花税根据国家现行的法律法规计算确定,利息根据投资者自买入证券日至卖出证券日或者基准日的银行同期活期存款利率乘以投资差额净损失及相应的佣金和印花税之和求得。

5.计算损失赔偿额。其计算公式为:投资者损失=投资差额净损失+投资差额净损失部分的佣金、印花税和利息。

下面以A公司会计信息虚假陈述案(简称“A公司案例”)为例,具体说明投资者损失的计算过程。

A公司的虚假陈述实施日始于1998年度年报的公布日1999年3月17日。2001年8月2日,其虚假陈述行为被某媒体揭露,引起市场巨大反响。2001年8月9日A公司被宣布从第二天起停牌一个月,直到9月9日。2002年4月23日,中国证监会对此作出处罚,A公司于5月16日进行公告;处罚决定作出后,A公司没有提起行政复议或行政诉讼。假设从2001年9月10日~10月12日,A公司流通股成交量达到105.2%。又假设某投资者从1999年3月18日就开始购买A公司股票,截至2001年8月9日共购买10 000股,经加权计算,全部股票的平均买入价为30元/股,并在2001年9月10日~10月12日全部卖出,经加权计算,全部股票的平均卖出价为10元/股。1999年3月18日~2001年10月12日,约为31个月,深圳综合指数下降30%,与A公司相关的行业板块或区域板块与深圳综合指数大盘基本保持同步跌幅;同时,为了在审理初期计算的方便,暂不考虑投资者的投机风险损失。则:

(1)本案诉讼时效:2002年5月16日~2004年5月15日。

(2)本案因果关系的确定:①投资者所购买的证券必须是A公司的股票。②投资者在虚假陈述实施日及以后至揭露日或更正日前买入A公司的股票(1999年3月17日~2001年8月9日)。需要说明的是,在A公司案例中,揭露日是提前的,但考虑到该媒体的读者有限,故以停牌公告日作为揭露日以推定投资者知道或者应当知道。③投资者在虚假陈述揭露日或更正日及以后,因卖出或持续持有该股票而发生亏损,但亏损的认定必须确定一个计算投资差额损失的基准日。

(3)基准日的确定。由于从2001年9月10日~10月12日,A公司流通股成交量已达105.2%,因此2001年10月12日为本案的基准日。如果开庭审理前尚不能确定基准日的,则以虚假陈述揭露日后的第30个交易日为基准日。

(4)投资者实际损失的构成及计算:投资差额损失=(30-10)×10 000=200 000(元);系统风险损失=200 000×30%=60 000(元);投资差额净损失=200 000-60 000=140 000(元);佣金=140 000×0.3%=420(元);印花税=140 000×0.2%=280(元);利息=(140 000+420+280)×(31÷12)×1.44%=5 234.04(元);投资者的实际损失(诉讼请求额)=140 000+420+280+5 234.04=145 934.04(元)。

上面所举例子是一个比较简单的典型案例,在具体司法实践中情况可能比较复杂。如投资者2001年8月9日前共购入12 000股,只卖出2 000股,余下10 000股,则应根据先进先出法来计算余下的10 000股的平均购入价。但不管案例如何复杂,只要严格遵循上述基本原则及计算程序,就可计算出符合法律规定的、相对准确的损失赔偿额。□