

方正科技集团股份有限公司与卢跃保、杨建平、蔡章卿、潘雪芬证券 虚假陈述责任纠纷二审民事判决书

发布日期：2019-09-04

浏览：1235次



上海市高级人民法院 民事判决书

(2019)沪民终263号

上诉人（一审被告）：方正科技集团股份有限公司。

法定代表人：刘建，董事长。

委托诉讼代理人：张保生，北京市中伦律师事务所律师。

委托诉讼代理人：朱媛媛，北京市中伦律师事务所律师。

被上诉人（一审原告）：卢跃保，男。

被上诉人（一审原告）：杨建平，男。

被上诉人（一审原告）：蔡章卿，男。

被上诉人（一审原告）：潘雪芬，女。

以上四被上诉人委托诉讼代理人：吴立骏，上海市东方剑桥律师事务所律师。

上诉人方正科技集团股份有限公司(以下简称“方正科技公司”)因与被上诉人卢跃保、杨建平、蔡章卿、潘雪芬证券虚假陈述责任纠纷一案，不服上海金融法院(2018)沪74民初330号民事判决，向本院提出上诉。本院于2019年5月24日立案后，依法组成合议庭，公开开庭进行了审理。上诉人方正科技公司委托诉讼代理人朱媛媛、四被上诉人委托诉讼代理人吴立骏到庭参加诉讼。本案现已审理终结。

方正科技公司上诉请求：撤销上海金融法院(2018)沪74民初330号民事判决，改判驳回四被上诉人的全部诉讼请求。本案一审、二审的全部诉讼费用应由四被上诉人承担。事实和理由：1.四被上诉人买入方正科技股票与方正科技公司的虚假陈述行为之间不存在交易上的因果关系。本案的虚假陈述行为是未披露关联交易，实施日早在2005年3月19日，此后持续了长达十年，关联交易的金额占比呈逐年下降趋势。在这十年的时间里，四被上诉人从未买入过方正科技股票，直至2015年4月到7月才开始买入。方正科技公司在一审中已经提交了大量、充分的证据予以证明。因此，四被上诉人的投资决策已经“有高度可能性”是受2015年上半年A股“大牛市”和方正科技公司发布的利好公告的影响，而与案涉虚假陈述行为之间没有交易因果关系。2.一审判决采用“第一笔有效买入后的移动加权平均法”(以投资者在

揭露日前最后一次证券余额为零后的第一笔买入作为第一笔有效买入) 作为买入均价的计算方法, 不符合《最高人民法院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《虚假陈述司法解释》) 的规定。投资者在虚假陈述揭露日前已经卖出的证券, 并未受到虚假陈述被揭露的影响, 由此造成的投资损失与虚假陈述行为之间不具有损失因果关系。因此, 在揭露日前已经卖出的证券, 不仅其卖出的损失或盈利不应计入买入均价, 其实际买入成本也不应计入买入均价。本案买入均价的计算方法应采用“先进先出加权平均法”, 即将投资者在实施日至揭露日期间依先后顺序卖出的股票抵消了投资者在该期间依先后顺序买入的股票, 确定了可索赔股数的范围后, 再以可索赔股数的实际买入价加权平均计算买入均价。3. 一审判决已经明确认定本案确实存在证券市场系统风险这一客观事实。在这一前提下, 证券市场系统风险必然会对个股产生影响。如果一概采用“同步指数对比法”计算系统风险对投资者损失的影响比例, 将导致有些案件出现投资者损失“未受系统风险影响”的情形(例如本案投资者潘雪芬)。因此, 即使采用“同步指数对比法”, 也应合理确定证券市场系统风险的最低扣除比例, 具体可根据揭露日与基准日之间上证指数、申万一级行业指数、申万三级行业指数的平均跌幅与方正科技股价平均跌幅的比例, 确定最低扣除比例为41.87%。4. 一审判决关于影响股价的非证券市场系统风险的其他因素(以下简称“非系统风险”) 认定不当。上诉人已经举证证明揭露日到基准日期间方正科技公司存在业绩下滑、销售状况不利、库存大量增加、债务压顶、发债受挫等非系统风险。一审庭审中, 中证中小投资者服务中心的损失核定人并未否定本案存在非系统风险, 只是表示由于相关期间股市存在异常波动, 故无法进行计算。一审法院以无法定量计算为由直接认定本案不存在非系统风险, 存在明显错误。

被上诉人卢跃保、杨建平、蔡章卿、潘雪芬辩称, 一审判决结果有效维护了中小投资者的权益, 上诉人的上诉理由不能成立。1. 关于交易因果关系的问题, 根据《虚假陈述司法解释》, 只要投资者在实施日到揭露日期间买入方正科技股票, 并持有至揭露日, 都推定与虚假陈述行为之间存在交易因果关系。本案投资者的交易行为均符合司法解释的上述规定。2. 关于投资者的投资差额损失计算, 目前各种损失计算方法各有优劣, 且对投资者维权的影响巨大。被上诉人主张采用的“实际成本法”反映了投资者的实际损失且简便易行, 而一审法院采用的“移动加权平均法”也有其合理性, 但法院对各种计算方法应予以统一。3. 关于证券市场系统风险的问题, 我国目前没有一个机构可以鉴定系统风险是否存在及其影响比例是多少。被上

诉人认为本案中不存在证券市场系统风险，但同时也认可一审法院采用的证券市场系统风险扣除方法还是相对公允的。4.关于非系统风险因素的问题，在证券市场系统风险尚未界定明确的情况下，非系统风险更难以确定。上诉人也未说明非系统风险是什么，更没有相关法律依据和事实依据，本案中对非系统风险不应予以考虑。

二审中，当事人没有提交新证据。双方对一审认定的事实没有异议，本院予以确认。

被上诉人卢跃保向一审法院提出诉讼请求：1.请求判令方正科技公司向其赔偿人民币12,986元（以下币种均为人民币），其中包含印花税、佣金和利息损失。2.请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

被上诉人杨建平向一审法院提出诉讼请求：1.请求判令方正科技公司向其赔偿23,990元，其中包含印花税、佣金和利息损失。2.请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

被上诉人蔡章卿向一审法院提出诉讼请求：1.请求判令方正科技公司向其赔偿83,667元，其中包含印花税、佣金和利息损失。2.请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

被上诉人潘雪芬向一审法院提出诉讼请求：1.请求判令方正科技公司向其赔偿297,072元，其中包含印花税、佣金和利息损失。2.请求判令诉讼费用由方正科技公司承担。

一审法院认定以下事实：

1.方正科技公司系在上海证券交易所上市的公司，其公开发行的股票代码为600601。

2.2017年5月5日，中国证监会[2017]43号《行政处罚决定书》对方正科技公司、方正集团、武汉国兴及其他相关责任人作出行政处罚，认为方正科技公司等具有信息披露违法行为。《行政处罚决定书》认定的违法事实有：（1）方正科技公司未按照规定披露关联交易。方正科技公司共有28家经销商。方正科技公司通过全资子公司深圳方正信息系统有限公司、上海新延中文化传播有限公司持有其中23家方正科技公司经销商股权。方正科技公司于2003年将前述股权全部转让。1998年5月，方正集团为方正科技公司股东。2012年7月经变更，方正集团为方正科技公司实际控制人。2003年起，方正集团在人事任免、员工薪酬、资金审批、日常经营管理方面实际控制方正科技公司的经销商。根据《企业会计准则》，方正科技公司与上述经销商因受方正集团控制而存在关联关系。2004年至2015年6月30日，方正科技公

公司及并表子公司同各经销商之间发生关联交易金额分别为43亿余元、53亿余元、51亿余元、53亿余元、40亿余元、43亿余元、43亿余元、31亿余元、24亿余元、22亿余元、17亿余元、6亿余元，占上一年度经审计净资产比例分别为295%、325%、288%、294%、150%、153%、150%、76%、58%、51%、41%、17%。方正科技公司在各期年报及2015年半年报中未依法披露与经销商的重大关联交易事项。（2）方正集团、武汉国兴未披露持有方正科技股票事项。武汉国兴受方正集团控制并于2010年5月4日至2014年10月21日购入方正科技股票，成为方正科技公司股东，与方正集团互为一致行动人。方正集团未将其与武汉国兴的一致行动人关系告知方正科技公司，导致方正科技公司2010年至2013年年报披露存在重大遗漏。

3.2005年3月19日，方正科技公司发布《2004年年度报告》。2015年11月20日，方正科技公司发布《关于收到中国证监会立案调查通知书的公告》，公告称：“方正科技集团股份有限公司于2015年11月19日收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》。因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司立案调查。”据此，双方当事人确认，如果认定方正科技公司构成证券侵权、需要承担民事责任，本案虚假陈述实施日为2005年3月19日，揭露日为2015年11月20日，进一步根据《虚假陈述司法解释》计算出的基准日为2016年1月5日，基准价格为6.42元。

4.四被上诉人均在2005年3月19日至2015年11月20日期间买入方正科技股票，部分持有至2016年1月5日以后。相关交易记录以一审法院向中国证券登记结算公司调取的为准。

本案系一审法院在投资者诉方正科技公司证券虚假陈述责任纠纷系列案件中选定的示范案件。一审期间，经双方当事人共同申请，法院委托中证中小投资者服务中心对本案投资者的投资差额损失、是否存在证券市场系统风险及相应的扣除比例进行核定。中证中小投资者服务中心于2019年2月14日出具《损失核定意见书》[20190001号]、于2019年4月19日出具《损失核定补充意见书》，就上述问题出具了专业意见。

在投资差额损失核定中，《损失核定意见书》以两种方法计算投资者买入均价：一是实际成本法，自“第一笔有效买入”开始，买入股票的总成本减去其在此期间卖出该股票收回的资金，除以买入股数与卖出股数之差，计算股票买入均价。实际成本法的具体公式为：买入均价=（买入股票总成本-卖出股票总金额）÷（买入股数-卖出股数）。以实际成本法计算的损失结果是：1.潘雪芬买入均价为8.53元，

投资差额损失为312,364元。2.杨建平买入均价为12.71元，投资差额损失23,902元。3.卢跃保买入均价为12.58元，投资差额损失12,936元。4.蔡章卿买入均价为8.08元，投资差额损失83,000元。二是“移动加权平均法”，自“第一笔有效买入”开始，每次买入股票后，以新买入的股票成本加上前次的持仓成本，除以本次买入的股票数量加上前次的持仓数，以该方法，每次新买入股票的交易影响并形成新的买入成本，每次卖出股票的交易只影响并减少持股数量，对持股的成本单价不产生影响，揭露日的持股成本客观上不受揭露日前卖出股票的影响。具体计算公式为：本次买入平均价 = (原有库存证券成本 + 本次购进价格 × 本次购进数量) ÷ (原有库存证券数量 + 本次购进数量)。以移动加权平均法计算的损失结果是：1.潘雪芬买入均价为7.69元，投资差额损失184,348元。2.杨建平买入均价为12.71元，投资差额损失23,902元。3.卢跃保买入均价为12.58元，投资差额损失12,936元。4.蔡章卿买入均价为8.08元，投资差额损失83,000元。《损失核定意见书》推荐在计算投资差额损失时采用移动加权平均法计算买入均价。

在证券市场系统风险比例核定中，《补充损失核定意见书》中采用“同步指数对比法”，即从投资者第一笔有效买入日起，假设投资者买卖方正科技股票时，同时买入卖出相同数量的指数，每一笔交易都同步对应指数的买入卖出，指数的价格取交易当日的收盘指数。揭露日后卖出或持有股票的，假设也同步卖出或持有相应的指数。将每个投资者持股期间的个股跌幅与参考指数（上证综合指数、申万一级行业指数和申万三级行业指数）的平均跌幅进行对比，用相对比例法扣除系统风险的影响。具体计算方法为，个股跌幅 = (个股买入均价 - 个股卖出均价或个股基准价) ÷ 个股买入均价；指数跌幅 = (买入期间的指数均值 - 卖出期间的指数均值或揭露日到基准日期间的指数均值) ÷ 买入期间的指数均值；指数平均跌幅 = (上证综合指数跌幅 + 申万一级指数跌幅 + 申万三级指数跌幅) ÷ 3；证券市场系统风险扣除比例 = 指数平均跌幅 ÷ 个股跌幅。据此，《损失核定补充意见书》认定：1.潘雪芬的系统风险扣除比例应为零。2.卢跃保的系统风险扣除比例应为53.58%。3.杨建平的系统风险扣除比例应为48.35%。4.蔡章卿的系统风险扣除比例应为22.93%。

《损失核定补充意见书》最终核定的投资者赔偿金额为：1.潘雪芬投资差额损失184,348元，投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额184,968.2元。2.卢跃保投资差额损失6,004.89元，投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额6,024.45元。3.杨建平投资差额损失12,345.38元，投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额12,389.41元。4.蔡章卿投资差额损失

63,968.1元，投资差额损失与印花税、佣金、利息损失合计应获赔偿金额64,154.44元。

一审法院认为，《行政处罚决定书》中认定的信息披露违规行为有两项，但本案投资者明确仅针对其中方正科技公司未披露关联交易的行为提起民事赔偿。一审中双方当事人的争议焦点为：1.方正科技公司信息披露违规行为是否构成证券虚假陈述侵权行为，是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格。2.若认定方正科技公司构成证券侵权行为，该虚假陈述行为与本案投资者买入方正科技股票是否存在交易上的因果关系。3.若认定方正科技公司构成证券侵权行为，投资者的损失是否系由方正科技公司的虚假陈述行为造成，损失或部分损失是否系由证券市场系统风险等其他因素所导致。4.若方正科技公司应对证券侵权行为承担民事责任，应当如何确定投资者损失的赔偿金额。

关于上述第一个争议焦点，一审法院认为，案涉《行政处罚决定书》认定方正科技公司存在各期年报未披露关联交易的行为，符合《虚假陈述司法解释》对证券虚假陈述行为的界定。从未披露的关联交易的规模上看，方正科技公司与其经销商之间长期存在关联交易，交易金额总额高达四百多亿元。从未披露的内容上看，方正科技公司未依法披露的是与经销商之间购销商品的交易，该类交易是方正科技公司的主营业务。从会计程序上看，上市公司与关联方之间的交易，如果没有确凿证据表明交易价格是公允的，对于显失公允的交易价格部分，一律不得确认为当期利润，应当作为资本公积处理。另外，方正科技公司亦无证据证明其主观上不知晓控股股东与经销商之间的关联关系。据此，一审法院认定方正科技公司的信息披露违规行为具有“重大性”，构成证券虚假陈述侵权行为。

关于上述第二个争议焦点，一审法院认为，由于方正科技公司未披露关联交易的行为从2004年到2015年一直持续，可以推定在此期间本案投资者基于对方正科技公司各期年度报告的信赖，而买入方正科技股票。投资者买入系争股票可能出于多种原因，客观上无法区分本案投资者买入股票的具体动机是基于对虚假陈述的信赖，还是基于对市场行情或公司其他经营情况的综合考量。但无论如何，在此期间方正科技公司年度报告对其经营业绩的披露始终是影响投资者决策的重大因素。因此，本案中仍应适用《虚假陈述司法解释》确立的推定因果关系，认定在实施日到揭露日期间买入并一直持有方正科技股票的投资行为与虚假陈述行为之间存在交易因果关系。

关于上述第三个争议焦点，一审法院认为，本案中方正科技公司举证证明本案实施日到基准日期间A股市场出现整体的剧烈波动的情况，方正科技个股和大盘指数、行业指数、板块指数呈现同步下跌的走势。因此，投资者因受此影响所造成的损失部分，应认定与虚假陈述行为没有因果关系，具体的影响比例应根据专业分析核定扣除。至于方正科技公司所称投资者部分损失系因方正科技公司经营业绩下滑造成股价下跌所致，属于《虚假陈述司法解释》规定应予扣除的“其他因素”所致损失的情形。对此，一审法院认为，方正科技公司经营业绩的下滑对股价是否产生影响、影响程度如何，方正科技公司均未提出合理理由和相关证据予以证明，因此难以将方正科技公司业绩下滑的情况认定为造成投资者损失的“其他因素”。

关于上述第四个争议焦点，一审法院认为，本案投资者主张的“实际成本法”将投资者在实施日到基准日之间买进卖出个股的整体盈亏进行核算，其中扣除或叠加了投资者在揭露日前卖出股票的盈利或亏损，其计算结果与投资者操作水平密切相关，也容易受到股价走势的影响，难以客观反映投资者的实际持股成本，故不予采纳。方正科技公司主张的“先进先出法+普通加权平均法”以先进先出的方法将买进卖出股票做一一对应的假设，而先进先出法是会计上的一种假设，实践中还存在后进先出法等其他不同的假设方法，且该计算方法往往导致持股成本的计算更接近揭露日前的股价，无法客观反映投资者的投资成本。中证中小投资者服务中心出具的《损失核定意见书》中推荐的“第一笔有效买入后的移动加权平均法”，符合《虚假陈述司法解释》第十九条的立法原意，对持股单价的计算更全面、客观，更能反映投资者真实的投资成本。据此，一审法院采用《损失核定意见书》中“第一笔有效买入后的移动加权平均法”作为投资者投资差额损失计算中买入均价的计算方法。

关于证券市场系统风险因素的扣除比例，一审法院认为，本案投资者主张的酌情统一扣除一定比例的方法，未考虑不同投资者实际交易时段的市场波动的具体情况，缺乏合理性，故不予采纳。方正科技公司提出分段扣除法，主张揭露日前投资者的损失均与方正科技公司的虚假陈述行为无关，人为地将投资者损失的形成进行分段考察，与《虚假陈述司法解释》的规定不符，亦不予采纳。《损失核定补充意见书》采用个股均价与同期指数均值进行同步对比的方法，针对每一个投资者的不同交易记录分别判断证券市场风险的影响，体现差异性，涵盖了投资者的整个持股区间，并将不同交易时点的股票交易数量纳入考量因素，从而更加客观、精准地反映出每个投资者在不同持股期间的市场风险因素影响程度。经过反复验证，“同步指数对比法”确定的市场风险比例的结果与投资者的真实损失情况更为接近。据

此，一审法院采纳《损失核定补充意见书》中的“同步指数对比法”扣除证券市场系统风险比例。

综上，一审法院判决：1.方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向卢跃保支付赔偿款6,024.45元；2.方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向杨建平支付赔偿款12,389.41元；3.方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向蔡章卿支付赔偿款64,154.44元；4.方正科技公司应于本判决生效之日起十日内向潘雪芬支付赔偿款184,968.2元。一审法院按每位投资者对案件受理费承担数额单独计算如下：卢跃保涉及受理费124.65元，由卢跃保负担66.82元，由方正科技公司负担57.83元；杨建平涉及受理费399.75元，由杨建平负担193.3元，由方正科技公司负担206.45元；蔡章卿涉及受理费1,891.68元，由蔡章卿负担441.18元，由方正科技公司负担1,450.50元；潘雪芬涉及受理费5,756.08元，由潘雪芬负担2,172.13元，由方正科技公司负担3,583.95元。

二审庭审中，本院通知中证中小投资者服务中心指派损失核定人员唐茂军、傅祥民出庭。损失核定人员就《损失核定意见书》及《损失核定补充意见书》的计算方法、原理和逻辑进行详细说明，并接受上诉人、被上诉人及法庭的询问。

本院认为，本案在二审阶段存在四个争议焦点：1.四被上诉人买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间是否具有交易上的因果关系。2.四被上诉人的投资差额损失计算中，应以何种方法确定系争股票的买入均价。3.本案中，证券市场系统风险因素应如何计算。4.本案损失计算中，是否需要扣除证券市场系统风险以外的其他因素。

一、关于本案投资者买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间是否具有交易上的因果关系

本案投资者买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间是否存在交易上的因果关系，即投资者是否系受到虚假陈述的影响而买入方正科技股票。对此，方正科技公司认为，被上诉人是在实施日十年后的2015年4月到7月才开始买入股票的，有“高度可能性”是受到2015年年中“大牛市”及方正科技公司一系列利好消息的影响，而非受到十年前虚假陈述行为的影响。一审判决以“客观上无法区分本案投资者买入股票的具体动机”为由未采纳方正科技公司的抗辩理由，超出了民事诉讼“高度盖然性”的证明标准。被上诉人认为，根据《虚假陈述司法解释》，只要投资者在实施日到揭露日期间买入方正科技股票，并持有至揭露日，都推定与虚假陈述行为之间存在交易上的因果关系。

本院认为，1.根据《虚假陈述司法解释》第十八条规定，应推定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与虚假陈述直接关联的证券的行为均受到了虚假陈述的诱导。本案四被上诉人买入方正科技股票的时间均在《虚假陈述司法解释》确定的范围之内，应推定买入行为与虚假陈述之间存在交易上的因果关系。2.就上诉人所称本案虚假陈述实施日与证券买入时间相隔甚远的问题，本院注意到，本案虚假陈述行为是方正科技公司在每年的年报中未披露关联交易，该虚假陈述行为从2004年一直持续到2015年，本案投资者买入方正科技股票的时间多在2015年期间，此时虚假陈述行为仍对方正科技股票交易价格发生影响。3.上诉人称四被上诉人买入系争证券可能受到多种因素影响，对此本院认为，证券市场中影响股票价格和投资者投资决策的因素众多，但只要投资者证券买入时间符合《虚假陈述司法解释》的法定要求，即可推定交易因果关系的成立，无需证实虚假陈述是投资者买入证券的唯一原因。

综上，本案投资者买入方正科技股票的行为与方正科技公司的虚假陈述行为之间具有交易上的因果关系，上诉人的此项上诉理由不能成立，本院不予采纳。

二、投资者的投资差额损失计算中，应以何种方法确定系争股票的买入均价

根据《虚假陈述司法解释》的规定，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得出。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得出。本案中，上诉人与被上诉人关于投资差额损失计算的争议主要在于如何确定证券买入均价。

上诉人认为，一审判决采用“第一笔有效买入后的移动加权平均法”计算买入均价，会将揭露日前一部分已经卖出、只是当时并没有清仓的证券的实际交易价格计入买入成本，有违《虚假陈述司法解释》的规定。上诉人主张本案应采用“先进先出法+普通加权平均法”作为买入均价的计算方法，即将投资者在实施日至揭露日期间依先后顺序卖出的股票抵消投资者在该期间依先后顺序买入的股票，确定可索赔股数的范围后，再以可索赔股数的实际买入价加权计算买入均价。

四被上诉人认为，本案应采用实际成本法计算差额损失，具体方法是：投资差额损失=实施日到揭露日之间的买入总成本（每一笔实际买入金额之和）-实施日到基准日期间对应的卖出总金额（每一笔卖出金额之和），持有至基准日的股票，以

基准价格卖出。四被上诉人认为该计算方法反映了投资者的实际损失，且计算方式简便易行。

关于证券买入均价的计算方法，本院作如下分析：1.以本案投资者主张的“实际成本法”计算证券买入均价，计算过程不仅受到证券买入价格的影响，也受到证券卖出价格的影响，事实上将投资者从实施日到揭露日的投资收益或亏损情况纳入考虑范围。从计算结果看，应用“实际成本法”可能导致畸高或畸低的买入均价，即买入均价可能远高于该期间证券的最高价或低于该期间证券的最低价，对于投资者或上市公司而言均有失公平合理。2.关于方正科技公司主张的“先进先出法+普通加权平均法”，由于证券系种类物，无法将买入或卖出的证券进行特定化，故“先进先出”仅是一种会计上的假设。同时，从《虚假陈述司法解释》关于证券买入均价的规定来看，其考虑的应是从实施日到揭露日整个期间投资者的买入成本，而根据上诉人主张的计算方法，当投资者在此期间多次买卖该证券的情形下，将导致买入均价仅由接近揭露日的证券买入价格所决定，并不符合立法本意。特别是在该期间内股价出现大幅下降的情况时，此种计算方法往往导致投资者的投资差额损失很小，无法获得有效救济。3.相对而言，“移动加权平均法”考虑了从实施日至揭露日整个期间内投资者每次买入证券的价格和数量，同时剔除了因卖出证券导致的盈亏问题，符合《虚假陈述司法解释》的规定精神，能够较为客观、公允地反映投资者持股成本，避免畸高畸低的计算结果，易于为市场各方接受。就计算便利性而言，“移动加权平均法”的计算方式相对复杂，但随着技术进步，通过第三方专业机构运用计算机软件分析交易数据并计算结果，已经能够解决“移动加权平均法”带来的计算量问题，并不会给投资者救济增加困难。

综上，本院认为，采用“移动加权平均法”计算证券买入均价符合相关法律规定，计算逻辑和计算结果均具有合理性，本院予以认可。就一审法院运用该方法计算所得投资差额损失的具体数额，各方均无异议，本院予以确认。

三、本案中证券市场系统风险应如何计算

关于证券市场系统风险，根据《虚假陈述司法解释》规定，虚假陈述行为人举证证明投资者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导致的，应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。

关于证券市场系统风险计算方法，四被上诉人认为，本案中不存在证券市场系统风险，如果必须要扣除，也应在10%的范围内统一酌情扣除。上诉人认为，本案《损失核定补充意见书》的计算方法导致部分案件出现投资者损失“未受系统风险

影响”的不合理情况。例如，被上诉人潘雪芬持有部分方正科技股票至基准日，而基准日当天A股市场遭遇熔断，明确存在系统风险，但计算结果却显示其投资损失未受系统风险影响。同时，即使采用《损失核定补充意见书》的计算方法，也应当合理确定系统风险的最低比例。在本案揭露日至基准日期间，上证指数下跌9.11%，申万一级行业指数计算机下跌10.89%，申万三级行业指数计算机设备下跌11.65%，方正科技股价下跌25.20%，因此本案揭露日至基准日期间系统风险对投资者投资损失的影响比例应为 $(9.11\% + 10.89\% + 11.65\%) \div 3 \div 25.20\% = 41.87\%$ 。据此，上诉人主张应以揭露日至基准日期间的系统风险影响比例41.87%作为本案系统风险的最低比例。

本院认为，证券市场系统风险扣除比例是合理确定虚假陈述民事赔偿责任范围的重要因素，而鉴于系统风险因素的复杂性和不确定性，难以绝对精确地予以测算，但可以通过比较各种计算方法的优劣，进而作出相对公平合理的选择。对此，本院作如下分析：1.计算证券市场系统风险扣除比例，其目的在于将系统风险从股价变化的影响因素中加以剔除，而统一扣除比例的方法无法反映整体市场风险与单一股价变化的相对关系，故同时考察指数变化与股价变化的“同步指数对比法”更具合理性。2.考虑到在同一证券虚假陈述行为引发的案件中，每个投资者的交易时间、交易量等均不相同，股价变动中包含的市场系统风险也不尽相同。如果采用统一的扣除比例，将无法真实反映不同投资者经历的市场系统风险，导致形式公平而实质不公平的结果。《损失核定补充意见书》采用的计算方法考察了从实施日到基准日的整个区间，客观反映了投资者经历的所有市场系统风险，且根据每一个投资者的交易记录进行具体测算，反映了不同投资者在交易时间和交易量上的差异，计算结果更符合公平原则。3.关于参考指数的选择，《损失核定补充意见书》采用上证综指、申万一级行业指数和申万三级行业指数作为证券市场系统风险的参考指数，从不同维度反映了整体市场与个股价格变化的相对关系，在市场风险影响程度的判定上更为严谨。该指数选择也获得双方当事人的一致认同，本院予以认可。

对于上诉人主张的“同步指数对比法”导致部分投资者系统风险扣除比例为零，故应设置最低风险比例的观点，本院认为，1.确定本案投资者应获赔偿的损失数额，包括投资差额损失核定与扣除证券市场系统风险比例两个阶段。在核定投资差额损失时，一审判决采用“移动加权平均法”计算投资者的证券买入均价，已经将投资者在实施日和揭露日之间因股价涨跌产生的投资亏损剔除在差额损失之外。例如，就投资者潘雪芬而言，尽管其市场系统风险扣除比例为零，但其按照“移动加

权平均法”计算所得的股票买入均价相对于其他投资者明显偏低，导致每股的投资损失差额也相对较低。与投资者依据“实际成本法”提出的诉讼请求金额相比，一审判决对各投资者可获赔偿的损失数额均作了一定程度的扣除，其中卢跃保扣除53.61%、杨建平扣除48.36%、蔡章卿扣除23.32%、潘雪芬扣除37.74%，计算结果相对公平。2.本案在计算投资差额损失与市场系统风险扣除比例时，均采用“移动加权平均法”测算股价变化及指数变化，其计算方法前后一致，具有逻辑上的统一性。上诉人提出的在“同步指数对比法”与“统一比例法”两者之间“就高扣除”的观点，欠缺逻辑上的一致性，并无事实依据和法律依据，本院不予采纳。3.关于投资者潘雪芬的证券市场系统风险扣除比例为零的具体原因，从该投资者的交易过程来看，其持有的方正科技股票多数系在市场有关指数位于相对低点时买入。在买入证券后指数整体平稳或上扬的情形下，证券市场系统风险扣除比例为零系该计算方法所得出的自然结果。

综上，本院认为，《损失核定补充意见书》采用“同步指数对比法”计算证券市场系统风险扣除比例，相对公平合理、客观准确，方正科技公司针对证券市场系统风险扣除比例的上诉理由不能成立，本院不予采纳。

四、本案中是否需要扣除证券市场系统风险以外的其他因素

关于本案中是否需要扣除证券市场系统风险以外的其他因素的问题，上诉人称，投资者部分损失系因方正科技公司经营业绩下滑及债务问题造成股价下跌所致，属于《虚假陈述司法解释》规定应予扣除的“其他因素”所致损失的情形，不应以无法准确计算而不予扣除，应酌情认定本案非系统风险因素对投资者损失的影响比例，并予以剔除。被上诉人认为，目前有关法律对于非系统风险并无明确界定，上诉人所称的非系统风险因素亦缺乏事实依据，本案中不应予以考虑。

对此，本院认为，为因证券市场虚假陈述受到损失的投资者提供民事赔偿救济，其目的在于保护投资者合法权益，规范证券市场行为，维护资本市场的公平、公开、公正。因此，对于《虚假陈述司法解释》第十九条规定的“其他因素”的适用，应严格把握。此种处理原则亦符合我国长期以来的司法实践。同时，市场中影响股票价格的因素众多，既包括利空因素也包括利多因素，如果仅考虑利空因素对股价的影响而扣减投资者获赔比例，对于投资者而言亦不公平。本案中，上诉人所称方正科技公司经营业绩下滑及债务等问题，对方正科技公司股票价格产生何种影响并不明确，故一审法院未将其作为扣除赔偿比例的因素，并无不当，本院予以认可。

综上所述，方正科技公司因重大关联交易未披露的行为，构成证券虚假陈述侵权，应对受侵权的投资者承担相应民事赔偿责任。本案投资者在实施日到揭露日期间买入股票并持有至揭露日，存在投资差额损失，与方正科技公司的虚假陈述行为之间具有交易上和损失上的因果关系，有权要求虚假陈述行为人方正科技公司予以赔偿。本案一审法院采用“移动加权平均法”计算投资者的证券买入均价并采用“同步指数对比法”计算市场系统风险扣除比例，均符合《虚假陈述司法解释》的规定，计算方法和计算结果相对公平合理，并无不当。上诉人的上诉请求均不能成立，应予驳回。一审判决认定事实清楚，适用法律正确，应予维持。依照《中华人民共和国民事诉讼法》第一百七十条第一款第一项规定，判决如下：

驳回上诉，维持原判。

二审案件受理费人民币8,172.16元，由上诉人方正科技集团股份有限公司负担。

本判决为终审判决。

审判长 茆荣华

审判员 许晓骁

审判员 宋向今

二〇一九年八月七日

书记员 石琳

附：相关法律条文

《中华人民共和国民事诉讼法》

……

第一百七十条第二审人民法院对上诉案件，经过审理，按照下列情形，分别处理：

（一）原判决、裁定认定事实清楚，适用法律正确的，以判决、裁定方式驳回上诉，维持原判决、裁定；

……