

证券虚假陈述中因果关系认定与 损害赔偿数额计算的日本模式 ——以东芝案为例

朱大明*

内容提要：在虚假陈述民事赔偿制度中，因果关系的认定与损害赔偿数额的计算是最核心的问题。我国法律制度中的基本立场是严格区分交易因果关系与损失因果关系，力求精确计算损害赔偿数额。但是由于虚假陈述本身所具有的高度复杂性，从结果上来说事实上存在许多的不确定性。日本法从理念上与我国存在巨大不同，在因果关系的认定以及具体损害赔偿数额的计算上大量采用了推定的方式，从某种意义上讲，可以说牺牲了精确性、提高了制度的效率。发生在2015年的东芝虚假陈述案是日本近年来发生的一起具有重大社会影响的案件。2022年3月福冈地方法院对东芝公司虚假陈述案做出的判决非常立体地呈现出日本虚假陈述民事赔偿制度的立法理念与具体的法制度，为我国在虚假陈述民事赔偿的相关问题的处理上提供一个全新的视角。

关键词：虚假陈述 因果关系认定 日本金融商品交易法

一、序言

2021年康美药业等一系列虚假陈述民事赔偿案件给证券市场带来了巨大的冲击。特别是巨额的损害赔偿判决额在令市场震惊的同时，也带来了许多的问题。在虚假陈述赔偿案件中，如何确定投资者的损失是其中极其关键的问题。2022年1月21日颁布的《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》）对此进行

* 朱大明，东京大学法学政治学研究科教授。

本文在形成过程中，中央财经大学法学院缪因知教授给予了大量的帮助并提供了诸多宝贵的意见，在此表示衷心的感谢。本文的全部文责由笔者承担。

了规定，但是，对于虚假陈述损害赔偿数额的计算方式，我国学术界仍然存在许多争议。

在日本，近年来也发生了多起重大的虚假陈述案。2015 年在日本具有象征意义的东芝公司被曝光存在大量的虚假陈述之后，日本社会受到了巨大的震动。目前围绕东芝公司虚假陈述正在进行的民事赔偿诉讼在日本全国有 37 起。

2022 年 3 月 10 日福岡地方法院针对 21 位一般投资者提起的民事赔偿诉讼做出的判决〔1〕是这一系列案件中最先针对一般投资者保护做出的（以下简称为东芝案）。〔2〕在该判决中，福岡地方法院对虚假陈述中相关问题的处理，特别是在因果关系的判定与投资者赔偿数额的计算方法等问题上所采用的方法与我国证券法的规则存在显著不同。

虽然福岡地方法院的判决仅是一审判决，审级较低，其中众多的争议问题还没有形成最终的结论，但是其可以为我们提供一个非常全面、完整的日本处理虚假陈述的方法，让我们看到日本在制度本身以及制度的设计理念上与我国的显著差异，为我国相关问题的处理提供一个解决问题的全新视角。

笔者希望以日本《金融商品交易法》〔3〕为基础，通过全面、深入地分析东芝案，使我们了解到日本法中虚假陈述的相关规则与法律实践的处理方法，为我国完善虚假陈述的相关法律制度做出贡献。本文如果没有特别说明，讨论的范围仅限于交易市场的虚假陈述行为。〔4〕

二、东芝案的事实概要与判决

（一）事实概要

2015 年 12 月 21 日，原告向福岡地方法院提起诉讼，认为被告东芝公司从 2008 年至 2014 年之间连续七年在年度报告书等披露文件中存在虚假陈述，造成了原告的损失，因此，要求东芝公司以及东芝公司的 5 名董事向原告赔偿损失以及律师费等相关费用。福岡地方法院在审理本案时决定将 2016 年 3 月 28 日以及 2016 年 8 月 9 日针对上述同样的事实提起的损害赔偿诉讼进行合并审理。本案的事实概要按照时间的先后顺序整理如下。

2015 年 2 月 12 日，日本证券交易等监视委员会〔5〕突然对东芝公司的大型项目财务会计处理标准等问题进行了现场检查，同时依照《金融商品交易法》第 26 条的规定命令东芝公司向其

〔1〕 参见 2022 年 3 月 10 日福岡地方法院判决 [2015 年（ウ）第 3936 号]，载 https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/086/091086_hanrei.pdf，最后访问时间：2022 年 10 月 12 日。

〔2〕 在东芝虚假陈述系列案中，针对机构投资者保护的第一份判决是东京地方法院于 2021 年 5 月 13 日做出的 [东京地方法院 2017 年（ウ）第 32404 号]。

〔3〕 日本的《金融商品交易法》是 2006 年由《证券交易法》更名而来的法典。换言之，《金融商品交易法》的前身是《证券交易法》。本文为了避免读者出现误解，除了有特别说明的地方，不对《证券交易法》（2006 年之前）与《金融商品交易法》（2006 年之后）进行区分，而统一使用《金融商品交易法》。关于 2006 年《金融商品交易法》形成的相关中文资料，可以参考朱大明、陈宇：《日本金融商品交易法要论》，法律出版社 2019 年版，第 6 页；〔日〕近藤光男、吉原和志、黑沼悦郎：《金融商品交易法入门》（第 3 版），梁爽译，法律出版社 2021 年版，第 13 页。

〔4〕 在日本法中，关于虚假陈述民事赔偿制度严格区分了发行市场与交易市场，这一点与中国法存在显著不同。

〔5〕 日本证券交易等监视委员会是根据日本《国家行政组织法》第 8 条设置在金融厅内的一个独立的证券监管行政机关，其主要职能是对证券市场上的不正行为进行监督，换言之就是监督市场的规则是否被遵守的专门监督机关。拥有独立的权限与独立的地位。关于日本证券交易等监视委员会的组织结构与具体权限可以参考其官方网站 <https://www.fsa.go.jp/sesc/>。

报告相关的情况。

2015年4月3日,东芝公司决定设立特别调查委员会,成员包括公司的高管以及外部专家,对2013年基础设施大型项目的财务会计处理标准等相关问题进行了调查。

2015年5月8日,东芝公司发布了《关于设置第三人委员会的通知》《有关本年度利润分配的通知》《关于修改公司业绩预测的通知》。在这三个通知中主要记载了以下内容:首先,特别调查委员会认为东芝公司在大型基础建设项目财务会计处理标准中,存在少计项目成本、项目损失没有及时计算等问题。特别调查委员会认为,除了应当对大型基础建设项目的财务会计处理情况进行检查以外,还应当按照日本律师联合会制订的指引,设置由外部专家组成的第三人委员会来负责对其他项目进行全面调查。其次,根据特别调查委员会的调查结果,2013年以前的财务决算报告中也存在需要修改的可能性。因为这些情况将会对2014年度的财务会计决算产生重大的影响,所以2014年度财务会计决算的最终报告推迟到2015年6月之后公布。此外,东芝公司决定设立第三人委员会,同时还决定2014年度东芝公司不分配利润,并将2014年度的业绩预测修改为不确定。

2015年5月13日,东芝公布了《修改现阶段已经确定的过往年度需要修正的数额以及关于设置第三人委员会的补充说明》。在该文件中,第一,在现时点上,特别调查委员会认为,在过去的财务会计决算中,已经查明需要进行更正的数额,从2011年开始至2013年之间预测将会超过500亿日元。该预测的金额可能会和新设置的第三人委员会的判断存在差异。第二,特别调查委员会认为,除了应当对大型项目的财务会计处理进行调查以外,东芝公司还有必要对包括项目会计处理的时期以及数额的妥当性、经费处理时期的妥当性、库存评价的妥当性等问题进行调查。第三,对于上述第二项内容,特别调查委员会认为在应当进行调查的科目中,存在出现需要对过往年度的决算报告进行订正的可能性,如果需要更正的话,会涉及多大的规模,目前尚不明确。

2015年7月20日,第三人委员会完成了针对上述记载的各个事项的调查报告书。^{〔6〕}次日,东芝发布了《第三人委员会调查报告全文的公开以及本公司今后的应对及经营责任的明确化》,并公开了《第三人委员会调查报告书》。

2015年8月18日,东芝公布了《新经营体制以及治理结构改革对策与过往年度决算修正概要及业绩预测的通知》,承认东芝过去的财务会计报告中需要进行订正的总额为2130亿日元。

2015年9月7日,东芝公司针对2012年、2013年、2014年、2015年、2016年第1期至第3期季度报告书,正式提交了《订正报告书》,对此前披露文件的主要的修改内容包括以下几个方面。

(1) 累计修改金额

《订正报告书》累计修改金额的总额为2248亿日元(以下金额均为日元)。其中,对之前每年年报的修改金额总额如下:2008年170期修改金额总计为764亿;2009年171期修改金额总

〔6〕 第三人委员会调查报告书是第三人委员会在调查辅助人(律师或注册会计师)的辅助之下完成的。在制作的过程中,向公司经营者以及普通职员进行了询问,并调查了会计数据、采算管理数据、凭证、公司内部会议资料、公司会议记录、电子数据恢复的电脑内数据等资料。

计为 415 亿；2010 年 172 期修改金额总计为 71 亿；2011 年 173 期修改金额总计为 840 亿；2012 年 174 期修改金额总计为 847 亿；2013 年 175 期修改金额总计为 14 亿；2014 年 176 期第 1 季度到第 3 季度修改金额总计为 533 亿。

（2）通过追加减损的订正数额

2008 年 170 期年度报告书，少计入 247.68 亿的损失；2009 年 171 期年度报告书，少计入 53.1 亿的损失；2010 年 172 期年度报告书，少计入 61.61 亿的损失；2011 年 173 期年度报告书，少计入 350 亿的损失；2012 年 174 期年度报告书，少计入 160.93 亿的损失；2013 年 175 期年度报告书，少计入 96.85 亿的损失。

（3）通过重新编制并购报表的订正数额

2011 年 173 期，少计入 36.51 亿的成本；2012 年 174 期，少计入 1.67 亿的成本。

（4）对当期纯利润进行订正的内容

对 172 期、175 期、176 期第三个季度报告为止的有价证券报告书的《当期纯损益》进行了订正，但是订正的内容是增加了当期纯利润。

2015 年 12 月 7 日，日本证券交易等监视委员会要求金融厅〔7〕对被告东芝在有价证券报告书中的虚假记载行为进行罚款。2015 年 12 月 24 日，金融厅针对东芝的虚假陈述行为，发布了处罚决定命令书，对东芝公司处以罚款 73.735 亿日元。该处罚决定命令书明确指出东芝公司的财务会计处理中，在大型项目中，存在少计损失、多计利润的情形；在映像事业、半导体事业、电脑事业的信息披露中，存在少计销售金额、少计费用的问题；同时还指出了相关各期有价证券报告书错计的具体数额，171 期将 539.43 亿的损失记载为 197.43 亿，173 期将 31.94 亿的利润记载为 700.54 亿，174 期将 134.25 亿的利润记载为 773.66 亿。

（二）法院的判决

针对被告东芝公司的请求：对于被告东芝公司自认的虚假陈述行为，法院判令其对原告承担由于实施虚假陈述所造成的民事责任；对于原告的其他请求全部不予支持。针对被告东芝公司董事的请求：对于原告要求被告东芝公司的董事就虚假陈述承担责任的主张，法院不予支持。

首先，关于针对被告东芝的请求，原告认为，根据《金融商品交易法》的规定，被告东芝负有不进行虚假记载的注意义务，以及对过往年度提出的年度报告书等文件中存在的虚假陈述进行检查、订正、披露的注意义务。被告东芝在 170 至 176 期中都存在金额上百亿日元的虚假陈述，显然违反了《金融商品交易法》中规定的各项义务，应当按照《金融商品交易法》第 21 条之 2 承担损害赔偿责任。

原告还认为，被告东芝对影响投资者判断的重要信息负有及时披露的义务，被告东芝应当负有了防止存在虚假记载，对公司的违法经营行为进行监督的注意义务，以及发生不正当的会计处理时及时进行披露的注意义务。而被告东芝的行为显然违反了上述义务。

〔7〕 金融厅是根据日本《国家行政组织法》第 3 条在 2001 年设置的国家行政机关，其职能包括对证券、银行、保险等在内的整个金融领域进行监管。关于金融厅的组织架构与具体权限可以参考其官方网站 <https://www.fsa.go.jp/>。

法官认为原告除了《第三人委员会调查报告书》以外,没有提供其他的证据来证明自己的主张,因此法官认为由于证据不充分,所以不能支持原告的主张。〔8〕

其次,关于针对被告东芝公司董事的请求,原告认为,根据日本《金融商品交易法》第24条之4、第22条1款以及《公司法》第429条〔9〕的规定,被告东芝公司的董事应当对原告承担赔偿责任。被告董事与被告东芝一样,负有防止虚假记载的注意义务、对过去的年度报告书以及季度报告书进行监督、订正、披露的注意义务。董事应当承担对自己任期内和任期前提出的年度报告书以及季度报告书上的虚假记载及时发现、及时订正、及时披露的注意义务,并就违反注意义务的法律后果,承担民事损害赔偿责任。

被告东芝认为,原告没有进行具体的主张与举证,因此原告针对被告董事提出的请求的相关事实完全不清楚。

被告东芝的董事认为,被告东芝是一家规模非常庞大的公司,董事信赖各个部门有效并合法地履行了职务,同时,在自己所管辖的领域尽到了最大可能的注意,因此自己的行为符合“高度的注意”的要求,不构成日本《公司法》第429条规定的职务懈怠,也不存在侵权行为责任中所要求的主观故意或重大过失。此外,即使被告董事负有损害赔偿责任,从被告东芝提交存在虚假记载的年度报告书到提起诉讼的时间已经超过了5年,超过了日本《金融商品交易法》规定的虚假陈述诉讼的除斥期间。〔10〕

最终,法官认为,由于本案中除了被告东芝自认的部分,其他的不实记载没有被认定为虚假陈述,因此不存在讨论被告东芝董事等经营者责任的前提。此外,原告也并没有提供充分的证据(原告只提交了《第三人委员会调查报告书》),所以不支持原告的主张。

三、东芝案中因果关系的认定与损害赔偿数额计算的处理方法

因果关系的认定与损害赔偿数额的计算是虚假陈述民事赔偿中最为核心的问题。

(一) 是否存在虚假陈述的行为

1. 订正披露文件是否等于虚假陈述

原告认为被告东芝公司对年度报告书以及季度报告书的所有订正行为都应当属于虚假陈述。而被告东芝的抗辩分为两个部分。第一,东芝承认,在171期、173期、174期年度报告的合并报表中《当期纯损益》的部分确实存在虚假陈述(自认部分)。事实上,被告东芝公司承认的虚假陈述行为的范围与金融厅处罚决定书中认定的部分完全相同。第二,东芝认为在170期至175期的年度报告书中的当期纯损益对《减损损失计算的部分》进行订正的部分,以及173期、174

〔8〕虽然金融厅对东芝公司的虚假陈述行为进行了处罚,但是福冈地方法院在判决中明确指出该行政处罚对法院的裁判没有任何约束力。

〔9〕日本《公司法》第429条规定了董事对第三人的责任。具体而言,董事在履行其职务存在恶意或者重大过失时,如果造成了第三人的损失,那么该董事应当向第三人承担相应的损害赔偿责任。

〔10〕参见日本《金融商品交易法》第21条之3。

期年度报告书中的对《并购部分重新编制的内容》进行订正的部分不属于虚假陈述。主要理由为，首先上述的年度报告书中东芝通过订正报告书进行订正的部分确实属于不实记载，但是，这些不实记载，不论是会计处理行为本身还是具体内容全部符合业界公认的会计标准，并且完全是按照业界公认的会计标准来进行的，因此不构成虚假陈述。其次，原告除了《第三人委员会调查报告书》之外，并没有提出针对被告东芝不实记载中具体内容或具体行为存在违反注意义务的明确证据。最后，在更正内容中由于金额较小等原因根本不可能构成虚假陈述（不符合重大性的要求）。

2. 《第三人委员会调查报告书》的证明力

在本案中，原告提供的、主张被告东芝实施虚假陈述的证据只有被告东芝公布的《第三人委员会调查报告书》。被告东芝与被告东芝的董事等经营者认为，《第三人委员会调查报告书》虽然是被告东芝组织的调查，但是其本身不具有任何约束力，内容也与事实有许多出入，因此仅以此作为证据是不充分的，原告应当对自己的主张所针对的具体行为、具体情形进行举证说明，而不能仅通过《第三人委员会调查报告书》来宽泛地认为被告东芝与被告东芝的董事等经营者的行为违反了其对公司所负有的注意义务。^{〔11〕}

3. 法官的判断

法官认为，在《金融商品交易法》中是允许信息披露义务人对年度报告书等披露文件进行订正的，因此订正行为本身不能认定存在虚假陈述。在本案中，原告仅以《第三人委员会调查报告书》为证据主张被告东芝以及经营者存在虚假陈述行为，从证据上来看不足以证明被告东芝与被告东芝的经营者存在违反对公司负有的注意义务。因此法官在判决中没有支持原告的主张。

（二）因果关系的认定

1. 两种损害认定的路径

日本《金融商品交易法》中要求虚假陈述行为应当与损害之间具有因果关系。但是，对于如何认定因果关系并没有明确的判断标准。有日本学者主张将虚假陈述区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”两种不同的类型，然后根据不同的情形进行综合判断。该学说被称为“两分论”（下文会详细说明）。^{〔12〕}虽然两分论颇有争议，^{〔13〕}但是日本的司法实践逐渐地接受了这样的理论，大量的虚假陈述案件中事实上采用了两分论的理论来进行判决。^{〔14〕}在东芝案中，法官也同样依据两分论的理论，认为本案属于高额取得损害理论所对应的情形。由于被告东芝自己承认存在虚假陈述行为，因此在本案中对于因果关系没有争议。

2. 两种损害的内容

在本案中，法官认为，除了由于投资者购买被告东芝股票的价格中含有虚假陈述行为造成的

〔11〕 关于《第三人委员会调查报告书》证明力的问题，笔者认为考虑到第三人委员会的性质以及《第三人委员会调查报告书》形成的过程，应当承认其作为事实证明的初步证据。由于这一点与本文讨论的重点无关，因此笔者不再展开说明。

〔12〕 黑沼悦郎『金融商品取引法』（第2版）（有斐閣、2020年）248頁参照。

〔13〕 例如，有学者批评，高额取得说中所主张的“买入时的差额”（买入价与真实价格之间的差额）在理论上并不能完全成为损害。神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報62巻3号（2010年）14頁参照。

〔14〕 例如，在日本最高法院的判决中，奥林巴斯公司虚假陈述案、livedoor公司虚假陈述案等案件中都是以两分论理论为基础做出了判决。

水分所造成的损失以外,在虚假陈述的行为被发现后,公司信用毁损以及投资者过剩反应(挤兑交易)等因素也会造成股价的下跌,进而损害投资者的利益。因此,公司信用毁损以及挤兑交易所造成的股价下跌也应当属于投资者的损失,该损失与被告东芝的虚假陈述行为之间存在因果关系。

(三) 赔偿数额的计算方法

1. 法官自由裁量的适用

虚假陈述的损害赔偿责任追究中数额的计算可能会非常复杂,因此,日本《金融商品交易法》明确规定,如果案件内容极为复杂的话,可以适用《民事诉讼法》第248条的规定,^[15]由法官以推定的方式来确定损害赔偿的具体数额。^[16]在本案中,法官认为符合“极为复杂”的情形,因此适用了《民事诉讼法》第248条的规定,以推定的方式对具体赔偿数额进行自由裁量。

2. 具体的赔偿数额计算

在本案中,法官认为被告东芝的虚假陈述情形构成高额取得损害,原则上需要计算取得价格与股票真实价格之间的差额。由于股票真实价格的计算是非常困难的,因此在日本金融商品交易法的理论中就采取了一种推定的计算方式。具体而言,首先需要确定一个计算期间,来计算股价在虚假陈述揭露日后的下跌金额,其次以这个下跌金额为基础,从中扣除公司信用毁损、挤兑交易造成的股价下跌部分以及减去虚假陈述以外的原因造成的下跌部分。按照这个方式计算出的数就是虚假陈述造成的虚高部分(水分部分),也就是原告损失的具体数额。很显然,这种做法的本质就是以这种计算方式计算出一个金额,然后推定这个金额就是虚假陈述所造成股价的虚高部分。事实上,这种计算方法在日本金融商品交易法理论中存在着诸多争议,但是在日本金融商品交易法的实践中却被经常采用。在该计算方式中,如何确定一个合理的计算期间是其中的核心问题。关于这个问题,不仅理论上有不同的主张,在日本的司法实践中也有不同的做法(关于这一点在下文中会进一步说明)。^[17]

在本案中,法官也采用了上述的基本理念对本案中虚假陈述的具体赔偿数额进行了计算。具体而言,法官设定的计算期间的起始日为虚假陈述的揭露日。法官认为,被告东芝在2015年4月3日公布了由于需要调查会计处理适当性的问题,需要设置特别调查委员会。同时,在被告东芝的公告中也明确记载了可能会影响被告东芝的业绩。对于该公告,有多家新闻对此进行了报道。因此,对于一般投资者而言,4月3日就应该可以了解到被告东芝所存在的风险。在此之后买入股票的股东是在充分意识到这些风险的前提下进行的投资判断,因此即使由于虚假陈述而造成股价下跌也不能因为虚假陈述而进行损害赔偿。因此,法官认为将2015年4月3日确定为揭

[15] 日本《民事诉讼法》第248条的条文如下:在可以认定发生了损害的情况下,如果损害的性质以及损害的金额的举证极其困难时,法院可以根据口头辩论的内容以及质证的结果,来认定一个妥当的损害赔偿数额。

[16] 关于日本《民事诉讼法》第248条的属性,一般认为“证明度减轻说”是通说,在金融商品交易法的理论中认为,虽然对于损害数额的举证责任被减轻了,但是并不是不需要举证了,只不过是对于证明程度的要求降低了。浅江贵光「金融商品取引法21条の2第1項に基づき損害賠償を請求する際の主張・立証方法について」東京大学法科大学院ローレビュー第4号(2009年)16頁参照。

[17] 例如在东芝虚假陈述民事赔偿系列案件中,2021年5月13日东京地方法院在对两家信托银行起诉东芝公司的案件做出的判决[2021年5月13日东京地方法院判决2017年(ワ)第32404号]中就是以更正日为计算期间的终止日的。

露日是合理而妥当的。

关于虚假陈述影响期间的终止日，法官认定 2015 年 9 月 29 日为终止日。被告东芝的股票在 2016 年 2 月 12 日为每股 155 日元，这是东芝股票在历史上的最低值。原告认为造成这个价格的原因就是被告的虚假陈述行为，因此应当以这一点为终止日。但是法官认为 2016 年 2 月 12 日距离 2015 年 9 月 7 日被告东芝更正虚假信息的时间点已经过去了 5 个月以上，很难认为虚假陈述的行为对股价的影响可以持续到这个时间。法官也没有直接采用被告东芝《订正报告书》的提交日（订正日）为终止日。法官认为在本案中，订正日之后被告东芝公司的股票价格仍然处于下跌的趋势，这种持续下跌的趋势一直持续到 9 月 29 日，从 9 月 30 日开始东芝公司的股价有一个持续反弹的过程。因此，法官认为在本案中，虚假陈述对股价所造成的影响到 9 月 7 日订正日为止，仍然还没有完全消除，在订正日之后到 9 月 29 日为止，在这个区间内仍然可以认为股价的持续下跌是由于虚假陈述造成的。因为 9 月 30 日开始东芝公司的股价出现持续上升的情形，所以法官最终认为将 9 月 29 日、即揭露后连续下跌的最低日作为本案计算期间的终止日是较为合理而妥当的。

如上所述，在本案中，法官确定的计算方式如下：

【计算期间的起始日与终止日的价格】

起始日的股价：2015 年 4 月 3 日东芝股价为 512.4 日元。

终止日的股价：2015 年 9 月 29 日东芝股价为 291.9 日元。

【计算公式】

买入价小于 512.4 日元，同时，卖出价低于 291.9 日元时：买入价减去 291.9 日元

买入价小于 512.4 日元，同时，卖出价高于或等于 291.9 日元时：买入价减去卖出价

买入价高于或等于 512.4 日元，同时卖出价低于 291.9 日元时：512.4 日元减去 291.9 日元

买入价高于或等于 512.4 日元，同时卖出价高于或等于 291.9 日元时：512.4 日元减去卖出价

（四）虚假陈述以外的原因造成的股价下跌

根据日本《金融商品交易法》的规定，如果作为被告的发行人可以举证证明确实存在由于虚假陈述以外的原因造成的股价下跌，那么法官应当予以支持，将这部分的下跌幅度从损害中扣除。^{〔18〕}对于这个部分的判断，法官拥有较大的裁量空间。在日本的司法实践中，法官对此的态度也不尽一致。^{〔19〕}

在本案中，法官认为，由于虚假陈述以外的原因造成的损失主要涉及两个部分，即同类公司的股价整体持续下跌以及在本案中由没有被认定为虚假陈述的不实记载所造成的下跌部分。以下对这两个部分进行详细说明。

1. 同类公司的股价整体持续下跌

在本案中，被告东芝分析了夏普股份公司、日立制造所股份公司、三菱电机股份公司、松下

〔18〕 参见日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 第 5 项。

〔19〕 在日本的司法实践中有大量的案例涉及虚假陈述以外的原因造成股价下跌的问题，有支持的判决，也有不支持的判决，因此总体来说不论是理论还是实践仍然还没有达成统一的意见。

股份公司、三菱重工股份公司共五家与被告经营内容非常相似、同时具有代表性的以家电制造业等事业为经营内容的公司在上述的计算期间，即2015年4月3日（设立调查委员会日）至9月29日之间的股价，夏普股份公司股份的下跌金额为92日元（231日元—139日元，下跌率为39.8%）、日立制造所股份公司股份的下跌金额为239.4日元（831.4日元—592日元，下跌率为28.8%）、三菱电机股份公司股份的下跌金额为404.5日元（1467.5日元—1063日元，下跌率为27.6%）、松下股份公司股份的下跌金额为386日元（1565.5日元—1179.5日元，下跌率为24.7%）、三菱重工股份公司股价的下跌金额为150.6日元（667.1日元—516.5日元，下跌率为22.6%）。在此期间内，东芝公司的股价下跌总额为220.5日元（512.4日元—291.9日元，下跌率为43.0%）。被告认为4月3日至9月29日的计算期间中，事实上该行业主要公司都存在不同程度的股价下跌，因此主张在这一期间日本东京证券交易所市场第一部^{〔20〕}的市场中，与被告类型相似的公司存在整体下跌的趋势，对于该原因造成的股价下跌部分应当从上述计算方法得出的数额加以扣除。

法官支持了被告东芝的主张，认为上述的原因（可以说是一种系统性风险）确实造成了股价下跌。但是法官对于该部分的具体数额是以推定的方式自由进行的计算。具体而言，法官认为，到2015年9月29日订正报告书提出的时间点，存在虚假陈述的报告书至少都已经经过了2年了，可以说此时虚假陈述对股价的影响在某种程度上已经得到了消散。综合上述这些因素，法官酌定认为这些系统性的原因造成的股价下跌部分占下跌总额的60%。因此，本案在下跌总额中扣除60%，才是应当赔偿的具体数额。

2. 本案中没有被认定为虚假陈述的不实记载所造成的下跌部分

被告东芝存在大量的不实记载是双方都没有争议的事实。但在这些不实记载的内容中，只有一部分由于被告东芝自己承认，最终被法官认定为虚假陈述。法官认为，没有构成虚假陈述的不实记载，也会影响市场、影响股价。所以在计算虚假陈述的具体赔偿数额时，应当扣除该因素造成的股价下跌部分。

3. 公司信用毁损与挤兑损害在损害中的比例

法官认为，投资者的损害包括两个部分，由于买入价含有水分造成的损失和由于虚假陈述导致公司信用毁损以及挤兑交易造成的损失。从具体损害赔偿数额来看，在下跌总额中60%是与虚假陈述无关的原因造成的损失，剩下的40%才是由于虚假陈述行为造成的损失。在这40%之中包括了上述两个部分的投资者损失，关于这两个部分损失的比例，法官酌定认为，由于买入价中含有水分造成的损失为下跌总额的20%，由于公司信用毁损以及挤兑交易所造成的损失为下跌总额的20%。区分这一点的意义在于，法官认为在虚假陈述实施日之后买入、在揭露日之前卖出股票的投资者的损失中包括上述两部分，在虚假陈述实施日之前买入股票的投资者的损失中仅包括后者。

（五）多年度虚假陈述的处理

在本案中，法官认定的虚假陈述涉及171期、173期、174期三个年度。法官认为，虽然按

〔20〕 东京证券交易所市场第一部类似于我国主板市场，不过从2022年4月4日起，东京证券交易所对各交易板块进行了调整，将所有的交易板块重新划分为优质市场、标准市场、成长市场。

照日本《金融商品交易法》的规定，上市公司的年度报告以及季度报告等披露文件应当保持至少公开 5 年的时间。^{〔21〕}同时，当年度的年度报告书中通常也会出现上一年度的财务会计相关的数据（一般是为了进行对比等目的）。但是，应当承认这些虚假陈述的信息随着时间的推移会影响逐渐减少，甚至消失。换言之，虚假陈述实施时间离当下越久远，对市场的影响就会越小，离当下越近，对市场的影响就会越大。因此应当从上述计算方式计算出的赔偿数额中，按照不同的年度所造成的不同影响，进一步予以区分。在本案中，法官认为投资者的损失仅限于与买入当期的虚假信息之间存在因果关系。因此多年度虚假陈述对市场价格造成影响的范围，仅限于对高额取得的部分所造成的影响。

在这种理念之下，在本案中法官的做法可以分为两个部分，首先，法官为了区分原告所受到的具体影响，对于存在虚假陈述的 171 期、173 期、174 期三个年度的年度报告书所对应的时间区分为不同的时间段，来确定原告买入被告股票的具体时间段。具体而言，171 期年度报告书对应的期间为 2010 年 6 月 24 日（171 期年度报告书提出次日）至 2012 年 6 月 22 日（173 期报告提出当日）。173 期年度报告书对应的期间为 2012 年 6 月 23 日（173 期年度报告书提出次日）至 2013 年 6 月 25 日（174 期报告提出日）。174 期年度报告书对应的期间为 2013 年 6 月 26 日（174 期年度报告书提出次日）至 2015 年 4 月 3 日（订正报告书提出当日）。

其次，以原告提起诉讼的时点为标准，按照距离这个时点久远的程度，来确定不同时间段内购买被告东芝公司股票时所受到的虚假陈述对其损害所产生的影响。在本案中，法官认为：174 期对应的期间内买入被告东芝股票的，虚假陈述的影响程度为 100%；173 期对应的期间内买入被告东芝股票的，虚假陈述的影响程度为 60%（其余 40%是由 174 期年度报告书中的虚假陈述行为所造成的）；171 期为 30%（其余的 70%是由 173 期与 174 期的年度报告书中的虚假陈述行为所造成的）。

也就是说，对上述法官认定的存在虚假陈述行为的三个年度报告书所产生的影响进行了区分。在按照上述计算方式计算出赔偿数额之后，如果是 171 期对应的期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额最后要再乘以 0.3（下跌总额 \times 0.2 \times 0.3），如果是 173 期对应期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额要再乘以 0.6（下跌总额 \times 0.2 \times 0.6），如果是 174 期对应期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额乘以 1.0（下跌总额 \times 0.2 \times 1.0），最后得出的金额才是原告在买入时由于虚假陈述造成股价虚高所受到的损失（不包括信用毁损以及挤兑交易造成的损失）。

（六）交易的相关费用

在本案中，原告认为损失应当包括买入、卖出的手续费以及消费税，信用交易的情况下信用买入的手续费以及消费税，信用交易的信用买卖决算的手续费以及消费税，信用交易的利息，信用交易中管理费以及消费税。被告认为，该部分的费用与虚假陈述行为之间没有因果关系，因此不应当计入损害之中。

法官认为，在本案中原告的行为不构成“没有虚假记载就不会买入股票”的情形，因此可以

〔21〕 参见日本《金融商品交易法》第 25 条。

说原告的行为都是原告根据当时的状况按照自己的判断实施的股票交易行为（买入或卖出）。换言之，原告具有买入股票的意愿，只是由于虚假陈述在价格水分方面遭受了损失。因此，上述的这些与交易相关的费用与虚假陈述的行为之间没有因果关系，应当由原告自行承担。

四、日本法中虚假陈述民事责任追究制度的特点及对我国的启示

（一）日本法中虚假陈述民事责任追究制度的特点

1. 日本法的制度沿革与现状

在日本金融商品交易法的历史沿革中，将虚假陈述纳入规范范畴的时间还是比较早的。早在1971年日本《金融商品交易法》（当时为《证券交易法》）就建立了对虚假陈述的规制。^{〔22〕}2004年日本通过修改《金融商品交易法》，针对虚假陈述民事责任追究的问题建立了专门的规则。其中，一项重要的内容是将发行人责任规定为无过错责任。此后在2014年，一方面考虑到发行人的无过错责任对于市场影响极大，^{〔23〕}另一方面也考虑到行政罚款制度已经逐渐完善以及公司内部风险防范体系构筑机制的建立，对虚假陈述行为的规制已经有了更多层面的安排，因此日本《金融商品交易法》通过修改将发行人的无过错责任调整为过错推定责任。^{〔24〕}在2004年以后，特别是近十年来，日本出现了大量的案例，推动了理论的迅速发展，同时，理论的发展也反哺了司法审判，影响了案件的具体判决，这样的相互关系对推动日本虚假陈述规制的发展发挥了重要的作用。以下，根据现行日本《金融商品交易法》的规定以及司法实践与法学理论的情况，对日本的虚假陈述规制进行简要的说明。

（1）起诉权人与民事责任主体的范围

在日本《金融商品交易法》中，虚假陈述民事赔偿诉讼的起诉权人中包括虚假陈述实施日之后股票的买入者与卖出者。

虚假陈述行为责任主体限于三种类型，即发行人，发行人的董事等经营者，以及负责审计的注册会计师事务所。其中，发行人的董事等经营者的具体范围包括：发行人的董事、会计参与、^{〔25〕}监事、执行官、^{〔26〕}以及具有类似地位的其他主体。^{〔27〕}值得注意的是，在日本法中，发

〔22〕 在1971年日本《金融商品交易法》（当时为《证券交易法》）修改之前，对于流通市场中的虚假陈述只能依据民法中的侵权责任以及公司法（当时为商法）中的董事对第三人责任来对发行人以及公司经营者提起损害赔偿诉讼。前越俊之「有価証券報告書等虚偽記載に関する発行会社の民事責任——損害論からの考察」福岡大学法学論叢63巻1号（2018年）134頁参照。

〔23〕 例如，发行人无过错责任的制度安排已经影响到了新兴企业上市的积极性。山下友信・神田秀樹『金融商品取引法概説』（第2版）（有斐閣、2017年）221頁参照。

〔24〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第235页。

〔25〕 会计参与是日本《公司法》在2005年引入的一种新的公司机关。会计参与是一种任意机关，可以由公司自由决定是否设置，会计参与的主要职能是负责公司内部各种会计文件的制作。担任会计参与的主体必须是注册会计师、由注册会计师设置的监查法人、税理士、税理士事务所中的任一主体。

〔26〕 执行官是公司在选择设置美国式单层制模式时必须设置的公司机关，主要负责董事会决议的具体执行。

〔27〕 参见日本《金融商品交易法》第24之4准用第22条、第21条第1款第1项。关于类似地位的其他主体，在判例中，包括与年度报告书的制作、提出相关，但是在年度报告书提交时已经离职的前董事或前监事。另外，子公司的年度报告书中存在的虚假陈述行为若是由于母公司董事做出了相关的指示，在这种情况下母公司的董事也被认为构成“与董事相类似的地位”的情形。参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第254页。

行人的董事等经营者以及负责审计的注册会计师事务所对发行人的民事赔偿责任并不必然承担连带责任。只有法官认为发行人的董事等经营者以及注册会计师事务所与发行人之间构成共同侵权的前提下，发行人的董事等经营者以及注册会计师事务所才可能会承担连带责任。

（2）举证责任分配

对于发行人的责任追究，根据现行日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 的规定，采用过错推定责任的方式。

在日本《金融商品交易法》中，发行人董事等经营者责任采用过错推定责任，董事等经营者如果有证据证明自己尽到了应有的注意，那么就可以免除该经营者责任。值得注意的是，发行人的董事等经营者的损害赔偿责任并非是发行人的连带责任，而是一种独立责任。在追究董事等经营者虚假陈述民事损害赔偿的时候，投资者只需要证明虚假陈述与损害之间的关系，不需要证明董事等经营者违反注意义务与损害之间的因果关系。

对于虚假陈述，负责公司审计的注册会计师事务所如果提供了监查证明，^{〔28〕}那么应当对投资者承担损害赔偿（日本《金融商品交易法》第 24 条之 4）。注册会计师事务所承担的责任与发行人的董事等经营者相同，是一种独立责任，不是发行人的连带责任。^{〔29〕}如果注册会计师事务所可以证明自己没有故意或重大过失的话可以免除其责任。

（3）简易的责任推定制度

日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 第 3 款对于虚假陈述所产生的损害赔偿金额的计算规定了一种简易的责任推定制度。在流通市场虚假陈述的责任追究中，虚假陈述的损害数额应当为取得价格与真实价格之间的差额。但是，事实上这个损害的计算非常难以举证。因此，在虚假陈述揭露后，在法律上设计了“下跌金额 \approx 买入时股价中的水分”的推定计算方式，不仅减轻了投资者的举证责任，同时对于在诉讼中迅速认定赔偿数额具有重要的意义。^{〔30〕}

关于责任推定制度的具体设计，有以下三点重要内容。第一，上述推定制度的适用有严格的限制，只有同时符合“投资者必须是实施日后、且在揭露日前一年之内买入股票的”和“投资者在揭露日后继续持有该股票”这两个条件，才可以适用。第二，责任推定制度的计算方式为，“以揭露前 1 个月之间的平均价格与揭露后 1 个月的平均价格之间的差额”为推定的损害数额。第三，责任推定制度作为一种特殊规则，也同样适用举证责任倒置的规则。

（4）责任限定制度

在日本《金融商品交易法》中，交易市场虚假陈述的责任追究中，对于发行人所承担的责任设定了上限。具体而言，根据差额说的基本理论，投资者买入股票的价格与提起诉讼时股票的市场价格（投资者持续持有的情形）或是股票的处分价格（在提起诉讼之前已经处分股票的情形）之间的差额为发行人责任的上限数额（日本《金融商品交易法》第 19 条第 1 款）。

关于设定发行人责任上限的原因，主要有两个方面，第一，责任限定制度是 2004 年日本《金融商品交易法》修改时建立的制度。在 2004 年《金融商品交易法》修改时将发行人责任规定

〔28〕 日本监查法人出具的监查证明类似于我国会计师事务所出具的审计报告。

〔29〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 256 页。

〔30〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 239 页。

为无过错责任，当时由于担心发行人责任过重，因此对发行人的责任进一步规定了赔偿上限。^{〔31〕}第二，考虑到如果交易市场中发行人承担的责任数额超过发行市场发行人承担责任的数额的话，会影响到制度之间的平衡。^{〔32〕}

（5）损害确定

在虚假陈述中什么是损害本身就存在巨大的争议。在日本民法中一般认为，损害是指“如果没有侵权行为的话，被害人应当会拥有的利益与侵权行为实施后被害人所拥有的利益之间的差额”。如何将这种“损害”（差额）融入金融商品交易法的制度与理论中，也存在不同的理论主张。这些理论中除了“两分论”（包括“高额取得损害说”“取得自体损害说”）以外，比较重要的学说还有“下跌差额说”。^{〔33〕}但是到目前为止，“两分论”是主流的观点，在司法实践中也被广泛采用。

在“两分论”中，将虚假陈述的内容区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”两种不同的类型，高额取得损害对应的情形为“如果没有虚假陈述，投资者可以用更低的价格购入股票”（高额取得损害理论），取得自体损害对应的情形为“如果没有虚假陈述，投资者就不会购买股票”（取得自体损害理论）。高额取得损害是虚假陈述中的常见情形，而取得自体损害是少数情形。

关于计算投资者损失数额的具体方法，虽然上述“两分论”作为理论基础在实践中被广泛采用，但是在日本的司法实践中并没有形成一致的做法，目前日本司法实践中主要的做法大致可以分为四种，①以“揭露日与更正日之间的价格差额”作为基本算式来确定损害的数额。其法理基础为上述的两分论中的“高额取得损害说”。②以“揭露日前一个月的平均价格与揭露日后一个月的平均价格之间的差额”作为基本算式来确定损害的数额。这是日本《金融商品交易法》第21条之2第3款中明确规定的推定方式（必须符合适用该条款的要求）。^{〔34〕}这种计算方式在本质上也是以两分论中“高额取得损害”作为基础的。③以“口头辩论终结的时间点为止的价格中投资者的总体财产所受到的损失”为标准来进行计算，该算式以投资者的总体财产价值作为标准，来计算投资者的损失。其法理基础为日本有学者提出的“市场下跌说”。^{〔35〕}④以“买入价格减去卖出价格之间的差额”作为基本算式来计算损害的数额。其法理基础有两种可能，第一，虽然依据《金融商品交易法》第21条之2第1款来提起诉讼，但是在确定损害的问题上不采用两分论，而是按照《金融商品交易法》第19条的规定来确定损害。第二，按照民法侵权责任的法理（《民法》第709条）提起的诉讼中其基本的算式与上述算式也是相同的。^{〔36〕}

〔31〕 神作裕之＝弥永真生＝大崎貞和『注釈金融商品取引法』（改訂版）（第1巻）（きんざい、2011年）366頁参照。

〔32〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第238页。

〔33〕 “市场下跌说”是指投资者的损害应当是在虚假信息被揭露后股价的下跌造成的一种固有的损害。“市场下跌说”与“高额取得损害说”之间在外观上存在非常相似的地方，但是在根本上是存在不同的。具体而言，“高额取得说”的理论基础是投资者在买入股票时由于虚假陈述造成股价虚高而受到的损失，而“市场下跌说”认为投资者的损失是在虚假陈述揭露后造成股价下跌才形成的。参见前引〔13〕，神田秀樹文，第14页。

〔34〕 参见东京地方法院平成20年6月13日判决。

〔35〕 日本最高法院平成24年3月13日判决的livedoor公司虚假陈述案被认为是采用了股价下跌说的理论。

〔36〕 在虚假陈述中，按照民法侵权责任的法理追究发行人责任的时候，究竟采用何种方式来计算投资者的损害在日本金融商品交易法的理论中也存在争议，但是以买入价与卖出价之间的差额为标准的“差额说”是日本民法学界的通说。四宫和夫『事務管理・不当利得・不法行為』（下）（青林書院、1985年）434頁参照。

2. 日本法中虚假陈述规制的特点

(1) 《金融商品交易法》中的规定是民法的特殊规则

虚假陈述行为归属于民法中侵权行为的规范范畴。因此，金融商品交易法对于虚假陈述行为的规范从法律规范体系的结构上而言，毫无疑问是一种民法中侵权行为规范的特殊规则。值得注意的是，虽然金融商品交易法与民法之间被认为是“特殊规则与一般规则”的关系，但是这仅是指所规定内容在法理上存在的联系，并不意味着两者之间在适用上存在优先与劣后。因此，投资者除了可以按照金融商品交易法的规则来提起损害赔偿诉讼，也可以依据民法侵权行为的规则来提起诉讼。

(2) 发行人与投资者之间的平衡

在日本法中，作为民法的特殊规则，金融商品交易法对于虚假陈述行为进行的规范与民法规则之间存在显著不同。在金融商品交易法的制度设计中，举证责任倒置的安排、因果关系的推定以及损害推定的规则等制度显然是基于有利于投资者原则设计的。在另一方面，责任上限制度、因果关系的反证制度又显然是有利于发行人的制度设计。因此，从总体而言，可以明显感觉到，日本法虽然坚持以侵权作为基础来实现对投资者进行保护的基本立场，但同时还顾虑到在前文中已经说明的法理上发行人向投资者进行赔偿会造成的利益循环的问题，^[37] 所以其实在制度的设计上明显考虑了在发行人与投资者之间的平衡问题。

(3) 推定制度的广泛适用

虚假陈述民事责任制度具有的高度复杂性，所以作为解决的方法，日本法大量采用了推定制度。其中典型的制度包括，通过虚假陈述类型化对因果关系进行推定，对赔偿数额的计算采用推定的方式，通过法官自由裁量对虚假陈述以外的原因所造成的损害数额进行推定等，事实上从根本上而言，在日本法的“高额取得损害说”等理论中可以清楚地看到损害本身其实也是一种推定。因为大量采用了推定的方式，所以精确性自然就会受到影响，这也是很多问题存在争议的最根本原因，但是在另一方面，大量采用推定方式无疑会降低判断的难度、提高诉讼的效率。

(二) 对我国的启示

日本法的理论以及司法实践中对于虚假陈述的处理方法与我国存在显著差异。以下笔者以东芝案为基础，聚焦于起诉的法律依据、因果关系的认定、损害赔偿数额的计算以及损害赔偿计算中法官的自由裁量权这四个问题来进行详细讨论。

1. 关于虚假陈述中可获得赔偿的投资者范围

在我国，可获得赔偿的投资者必须是在虚假陈述实施日后才开始交易的。交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后的，法院应当认定交易因果关系不成立，更不用说损失因果关系。

对此日本《金融商品交易法》中并没有进行明确的规定。但是在东芝案中，法官认为在虚假陈述实施日之前买入东芝公司股票的投资者所受到的损失与虚假陈述之间存在部分因果关系，但是，该部分的投资者所受到的损失仅限于在虚假陈述揭露后、由于公司信用毁损或挤兑交易造成的损失，而不包括由于买入价中包含水分所遭受的损失。这里的意思是在虚假陈述实施日前买入

[37] 加藤贵仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11 号（2011 年）341 頁参照。

股票的投资者虽然不能依照《金融商品交易法》提起诉讼，但是可以依照民法中侵权的一般规则来提起诉讼。关于这一点，在我国法中，虽然从法理上而言亦可以得出投资者可以选择适用《证券法》或《民法典》的结论，但是由于难以克服举证难的问题，在实践中基本没有不依据《虚假陈述司法解释》而起诉的案件。相比而言，日本法在这一点上具有极为清晰的体系，从保护投资者的角度来考虑，日本法显得更有层次。

2. 关于因果关系的认定

对照中日两国的虚假陈述制度，可以看到在东芝案中，对于因果关系认定的部分有以下两点值得注意。

第一，日本对于因果关系采用综合判断的方式，并不明确区分交易因果关系与损失因果关系，也并不要求必须同时具有交易因果关系与损失因果关系。换言之，日本的法官认为在不成立交易因果关系时，仍然可能由于存在损失因果关系，而认定存在因果关系。我国强调虚假陈述需要同时具有交易因果关系与损害因果关系。^{〔38〕}在东芝案中，法官采纳了高额取得损害理论，即认为“如果没有虚假陈述的行为，投资者可以用更低的价格买入股票”。尽管这意味着投资者可能并非由于虚假陈述而买入该证券，但因为日本金融商品交易法的理论对于因果关系采用综合判断的方式，所以仍然推定投资者由于虚假陈述所受到的高额损失与虚假陈述之间存在因果关系。其损失为买入股票时由于虚假陈述人为造成的股价升高而导致股价中存在水分。

此外，关于因果关系的具体认定，虽然在程度上存在不同，但是中国与日本都在一定程度上依赖推定的方式。相比而言，日本法中按照虚假陈述类型（两分论）来推定因果关系的做法相比我国《虚假陈述司法解释》第11条与第12条中规定的因果关系的认定方法，似乎更为立体，由于日本法中对因果关系的推定背后还连接了完全不同的赔偿理念与赔偿数额的计算方法，似乎更为精细更具有理论说服力。

第二，日本不承认佣金与印花税的支出与虚假陈述之间必然存在因果关系。

我国《虚假陈述司法解释》第25条明确将股票交易的佣金与印花税包括在应赔偿的投资者损失中。在东芝案中，如前所述，法官认为不论是否存在虚假陈述，投资者都会买入该股票，所以法官认为虽然虚假陈述确实客观存在，但是，投资者交易的相关费用（包括佣金与相关税费）与虚假陈述之间不存在因果关系，因此，不能作为损失的内容。虽然可以说这是日本法下损失不以交易因果关系存在为前提的逻辑产物，但是《虚假陈述司法解释》第25条并不区分具体情形，而是明确将股票交易的佣金与印花税明确包括在投资者损失中的做法显然是存在讨论空间的。

3. 关于损害赔偿数额的计算方法

中日两国在虚假陈述赔偿数额计算的问题上，事实上都是以差额说理论为基础的，^{〔39〕}但是，

〔38〕 参见樊健：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社2021年版，第1页；张子学：《虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接》，载《证券市场导报》2019年4月号。

〔39〕 差额说本身是来自于美国法的一种理论，但是中国法与日本法在参考借鉴的过程中形成了完全不同的做法，从这个意义上而言，关于虚假陈述的中日两国制度的比较研究是值得进一步深入探究的。关于差额说的含义存在不同的主张，其中最单纯的模型是指以买入价与卖出价之间的差额作为损失来计算的方式。我国《虚假陈述司法解释》第25条与第27条就是采用了这种方式。日本法虽然有不同的学说主张，但是一般虚假陈述损害的学说都是以差额说为基础展开的。松尾直彦『金融商品取引法』（第6版）（商事法務、2021年）220頁参照。

由于“损害”的计算本身极其复杂，甚至可以说是根本无法计算出准确的金额，在如何确立“损害”以及如何计算损害数额的问题上可以看到中日采用了不同的做法。^{〔40〕}日本的做法是希望确定一个近似值，将这个近似值作为损害来处理。这样的做法蕴藏着两个方面的要素，第一，有利于作为原告的投资者，因为确定损害会更为便利。第二，有利于作为被告的发行人，因此这种方式在一定程度上可以限定被告的责任。从这一点来看，可以说日本的做法本身也是充满矛盾的。

作为具体的计算方式，在日本法中，首先要区分不同的类型，以对应不同的情形，然后适用不同的计算方式。在前文中已经详细说明，日本的法律实务中目前所采用的主流做法是依据两分论的理论，将虚假陈述的情形区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”。我国不承认无交易因果关系下的单纯高额取得损害。《虚假陈述司法解释》第27条规定的损害赔偿数额的计算方法为“买入价与卖出价之间的差额”（没有卖出价时按照基准日的价格进行计算），其基本思路是希望计算出“真实的损失”。从整体上而言，似乎更接近上述日本法中“取得自体损害”的处理方法。我国的做法从赔偿投资者损失的角度也许更为接近真正的损失，但是其反面也需要更精细化的技术支撑。值得注意的是，2021年以来在多起虚假陈述案件中法院在计算损害赔偿数额时引入了第三方鉴定机构的方式（虽然第三方鉴定机构目前一般只用于计算系统风险），一方面显示出我国司法实践中在计算损害赔偿数额时力求精确的发展趋势，另一方面这种发展方向也暗合了我国目前所采用的处理方法的特点。综合对照中日两国的做法，从总体来看，对于日本法中区分类型的做法虽然很难做出优劣的评价，但是至少从逻辑上来看，日本的计算方法相比我国而言显然更多样化，也有更大的空间去更为合理地对应不同的情形。

4. 关于损害赔偿数额计算中法官的自由裁量权

在东芝案中，可以看到法官在确定具体损害赔偿数额的时候，在“不同年度的年度报告书对股价下跌所造成的不同影响”“虚假陈述以外的原因所造成的股价下跌的具体数额”“公司信用毁损以及挤兑交易等原因所造成的损害在股价下跌中所占的比例”，这三个事项上进行了自由裁量。从法官的判决结果来看，仅“虚假陈述以外的原因所造成的股价下跌的具体数额”一项就直接从下跌总额中扣除了60%，与其说这个扣除比例很大，不如说法官在确定这个扣除比例上所享有的自由裁量权是巨大的。

在我国证券法以及《虚假陈述司法解释》中，对于上述第一个事项并没有进行明确规定，有待理论与实践的探索。关于第二、三个事项，《虚假陈述司法解释》第31条第2款中规定对于“他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对特定时间的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的损失”，如果被告对此可以举证证明的话，可以从损失中加以扣除。

总体而言，我国对系统性风险因素扣减的判决虽然较多，但是对非系统性风险因素扣减的判决相对较少，采纳“信用毁损及挤兑”这样的损害赔偿扣减理由更是罕见。我国关于系统风险因素扣减的多数判决是依据形式上客观的公式或算法得出，而不像日本法官这样高度依赖裁量取整

〔40〕 与日本的做法不同，我国一般采用交易价差额算法。参见汤欣、杨祥：《虚假陈述损害赔偿的最新实践与法理——以万福生科与海联讯补偿方案为例》，载《证券市场导报》2015年3月号。

数比做扣除。有学者指出,试图“精算”系统风险的路径本身在技术上未必精确度更高,法官“斟酌”也并非一定会逊色一筹。^[41]

日本法因为意识到很难实现精确计算,所以明确规定可以由法官来自由裁量。这种做法并非是一种粗糙的表现,而恰恰是值得我国重视与思考的,这种做法也为我国的制度完善提供了一个思路。

五、结 语

虚假陈述民事损害赔偿是一项非常复杂的工程。证券代表人诉讼制度的推行带来了巨额的损害赔偿,使这个问题更彰显出其重要的意义。如何认定因果关系、计算损害赔偿的具体数额不仅是一个技术性问题,同时还会直接影响虚假陈述行为规制的效果。虽然本文着重介绍的东芝案仅是一审判决,可以说其中的许多争议问题还没有得到最终的答案,但是通过东芝案可以看到日本采用的是一种与我国多有不同的处理方式,为我国处理虚假陈述民事损害赔偿的问题提供了一个新的视角,这对于推动完善我国的虚假陈述规则是有意义的。

Abstract: The assessment of the causative relationship and the calculation of damages are two of the most important concerns in the civil compensation mechanism for false statements. Our legal system's fundamental principle is to strictly distinguish between transaction and loss causation and to strive for precise computation of damages. However, due to the exceedingly complicated nature of the false statement itself, the outcome is extremely unpredictable. Japanese laws are conceptually significantly different from ours, and there are a huge number of presumptions utilized in determining cause and calculating specific damages in Japanese laws, sacrificing precision while boosting system efficiency. The Toshiba false statement case, which occurred in 2015, is one of the recent events that has had a big social impact in Japan. In March 2022, the Fukuoka District Court's opinion in the Toshiba false statement case may offer the legislative concept and detailed legal system of Japan's civil compensation system for false statement to China, and provide a fresh viewpoint on dealing with issues linked to civil liability compensation for false statement in China.

Key Words: false statement, determination of causation, Japanese financial instruments and exchange act

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

[41] 参见缪因知:《精算或斟酌:证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用》,载《东南大学学报(哲学社会科学版)》2020年第5期。