

刘跃武与上海飞乐音响股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案

刘跃武与上海飞乐音响股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案

上海市高级人民法院

民事判决书

(2021)沪民终384号

上诉人(原审原告):刘跃武。

委托诉讼代理人:何农,上海金英律师事务所律师。

委托诉讼代理人:王菲,上海金英律师事务所律师。

上诉人(原审被告):上海飞乐音响股份有限公司,住所地上海市嘉定区嘉新公路1001号第七幢。

法定代表人:李鑫,董事长。

委托诉讼代理人:李阿敏,北京市通商律师事务所上海分所律师。

委托诉讼代理人:孙丽娟,北京市通商律师事务所上海分所律师。

被上诉人(原审被告):丁红春等314名投资者,名单详见附表。

代表人:朱为茹。

代表人:肖升高。

代表人:陈晓玲。

代表人:廉守文。

代表人:魏锋。

被上诉人共同委托诉讼代理人:王智斌,上海明伦律师事务所律师。

上诉人刘跃武因与上诉人上海飞乐音响股份有限公司（以下简称“飞乐音响公司”）、被上诉人丁红春等 314 名投资者证券虚假陈述责任纠纷一案，不服上海金融法院（2020）沪 74 民初 2402 号民事判决，向本院提出上诉。本院于 2021 年 7 月 5 日立案后，依法组成合议庭，公开开庭进行了审理。上诉人刘跃武之委托诉讼代理人王菲，上诉人飞乐音响公司之委托诉讼代理人李阿敏、孙丽娟，被上诉人共同委托诉讼代理人王智斌到庭参加诉讼。本案现已审理终结。

刘跃武上诉请求：一、撤销上海金融法院（2020）沪 74 民初 2402 号判决中关于刘跃武的判决内容，改判飞乐音响公司赔偿刘跃武投资损失人民币（以下币种同）4,542,912.86 元，并改判飞乐音响公司无需支付涉及刘跃武的通知费及律师费；二、本案一审、二审诉讼费用由飞乐音响公司承担。

事实与理由：一审判决认定事实及适用法律错误，应予改判。一、一审期间，代表人委托的诉讼代理人未尽职责，剥夺了刘跃武的知情权。刘跃武虽参加权利登记，但并非对自身诉讼权利的放弃，其仍享有表决权、知情权、异议权等诉讼权利，然而刘跃武在一审期间多次要求代表人委托的诉讼代理人提供案件相关材料均遭拒绝。一审判决对本案虚假陈述实施日的认定系基于当事人的一致确认，但刘跃武对此并不知情，诉讼代理人未及时通知该重要诉讼事项，从而变相变更了刘跃武的诉讼请求，严重侵害其诉讼权利。

二、一审判决对虚假陈述实施日的认定程序和结果错误，本案虚假陈述实施日应为 2017 年 7 月 13 日，而非 2017 年 8 月 26 日。1. 《[中华人民共和国民事诉讼法](#)》规定裁定仅适用于程序性事项，一审法院以裁定方式认定虚假陈述实施日，且未将裁定书送达通过权利登记加入代表人诉讼的其他投资者，剥夺了当事人的诉讼权利，违反法定程序。2. 一审判决以“双方当事人一致确认”为由认定虚假陈述实施日为 2017 年 8 月 26 日，未对该客观事实进行查明，也未在判决书

中阐明认定理由，损害了广大投资者合法利益。证券纠纷代表人诉讼案件具有涉众性，涉及社会公共利益，即使当事人均认可 2017 年 8 月 26 日为虚假陈述实施日，法院也应依职权采取统一、客观的标准认定实施日，不应适用自认的规定。

3. 中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）作出的行政监管措施决定书和行政处罚决定书中认定信息披露不准确的内容均包含 2017 年 7 月 13 日发布的《2017 年半年度业绩预增公告》，飞乐音响公司发布该公告的行为已被监管部门处罚，据此可认定具有重大性，构成虚假陈述。此后的虚假陈述与《2017 年半年度业绩预增公告》之间存在关联性、承接性，属同一虚假陈述行为的延续，应将首次虚假陈述行为作出之日（2017 年 7 月 13 日）认定为虚假陈述实施日。

4. 虚假陈述实施日的判断标准应为是否存在虚假陈述行为，而是否对股价产生影响并非考虑因素，股价波动与确认虚假陈述实施日之间没有任何关联。虚假陈述作出后的股票价格中已经包含了虚假陈述导致的变动因素，即使飞乐音响公司作出不实预增公告后股价仍然下跌，市场也已经由于虚假陈述受到了实质性影响，故将 2017 年 7 月 13 日认定为虚假陈述实施日并无不妥。5. 虚假陈述实施日、揭露日的判断标准应一致。飞乐音响公司于 2018 年 4 月 13 日发布的《2017 年年度业绩预减及股票复牌的提示性公告》是预告性质，2017 年 7 月 13 日的预增公告也是预告性质，如果认定揭露日采用预减公告，则认定实施日也应采用预增公告。

三、“市场风险”并非“市场系统风险”，本案不应考虑证券市场风险并据此对投资者损失进行核减，一审判决扣除证券市场风险因素导致的损失缺乏法律依据。1. 《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“《虚假陈述案件若干规定》”）仅规定由“证券市场系统风险”等其他因素所导致的损失可予扣减，“证券市场系统风险”并非“证券市场风险”，一审判决扣除“证券市场风险因素”所致损失无法律依据，且亦未依

法公开证券市场风险因素的判断理由及扣除比例。2. 证券市场系统风险是指引起整个证券市场或整个行业证券价格波动，使投资者蒙受损失的风险。这种风险通常由汇率、利率等金融政策变化、国内外的突发事件、经济政治制度变动所引起。本案虚假陈述发生期间，未出现诸如市场熔断、大幅利率调整等宏观因素造成的证券市场系统风险。一审判决将“实施日到基准日期间 A 股市场存在整体波动”认定为“证券市场风险因素”，并扣除所造成的相应损失，存在错误。即使存在该等风险，也应当由飞乐音响公司举证证明具体的风险因素及持续时间，而飞乐音响公司提交的“上证指数历史行情”并非证券市场系统风险因素的初步证据。3. 中证资本市场法律服务中心有限公司（以下简称“中证法律服务中心”）采用同步指数对比法，将投资者具体的买卖情况与同期指数变动做紧密贴合的比对，不符合法律规定。证券市场系统风险通常不会持续贯穿虚假陈述影响期间，损失核定机构直接将指数波动与投资者买卖情况全过程进行比对的做法不符合实际。4. 一审判决对市场风险因素的扣减比例约为 22%，但本案并未出现任何对证券市场造成普遍影响的宏观因素，该扣除比例不合理。在相关同类型案件中，证券市场经历了千股跌停、千股停牌、市场流动性严重缺失、因实施熔断机制导致提前休市等异常情况，法院对证券市场风险因素的影响比例仅酌情认定为 30%。

针对刘跃武的上诉请求，飞乐音响公司辩称：一、根据《[最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定](#)》（以下简称“《[代表人诉讼若干规定](#)》”）[第七条](#)的规定，权利人参加登记视为对代表人进行特别授权。刘跃武参加权利登记的行为表明已授权代表人代表其参加开庭审理，变更、放弃诉讼请求，委托诉讼代理人等。因此，代表人委托的诉讼代理人在一审期间认可虚假陈述实施日为 2017 年 8 月 26 日，即视为刘跃武本人的意见。至于刘跃武在一审过程中是否取得案件材料等问题，系其与诉讼代理人之间的纠纷，不属于本案的审

理范围，应另案解决。

二、刘跃武主张虚假陈述实施日为2017年7月13日，与事实不符。案涉2017年半年度、第三季度业绩预增公告属于预测性信息，飞乐音响公司在业绩预增公告中明确说明“本期业绩预告的财务数据未经注册会计师审计”，该等业绩预告为初步测算，具体准确的财务数据以正式披露的2017年半年度报告、第三季度报告为准，并提示“广大投资者注意投资风险”。并且，2017年7月13日发布《2017年半年度业绩预增公告》后，飞乐音响公司的股价不仅没有上涨，还连续三个交易日下跌。因此，该业绩预增公告不构成虚假陈述，一审判决对于虚假陈述实施日的认定符合法律规定和本案事实。

三、刘跃武主张不应考虑证券市场风险因素并扣减相应损失，缺乏法律依据。飞乐音响公司在一审过程中已经提交大量证据证明案涉期间存在证券市场系统风险因素，一审判决关于该等风险造成了投资者损失的认定正确，因证券市场系统风险因素造成的投资者损失应该依法扣除。但本案证券市场系统风险因素扣除比例过低，且未依法扣除非系统风险等其他因素造成的损失，缺乏合理性。

针对刘跃武的上诉请求，被上诉人述称：不同意刘跃武的上诉意见，请求驳回刘跃武的上诉，维持原判。一、在刘跃武参加权利登记之前，案涉虚假陈述实施日已通过听证程序确定。一审法院根据听证程序确定的实施日、揭露日划定可参与本次代表人诉讼的权利人范围，刘跃武参与权利登记即代表其认可该实施日；如其对实施日的认定有异议，应退出代表人诉讼并另行起诉。因此，在代表人诉讼程序中，代表人及诉讼代理人并无向刘跃武通报实施日认定问题的义务。一审诉讼过程中，诉讼代理人及时向刘跃武通报了损失核算情况，刘跃武在收到通知后，也向一审法院明确表达了异议，其称对此并不知情，与事实不符。

二、刘跃武本人从未向代表人委托的诉讼代理人提出知情权问题，其知情权

也未受到任何剥夺，且该项上诉理由针对诉讼代理人个人，并不涉及本案事实认定及法律适用问题，不应作为上诉理由。本次代表人诉讼全程公开审理，当事人的起诉、答辩、举证、质证、法庭辩论等环节均公开进行，代表人及诉讼代理人并没有其他应向刘跃武再行提供的资料或信息。刘跃武本人从未向诉讼代理人提出过知情权的问题，向诉讼代理人索要一审材料的律师并未出示任何可以证明其代表刘跃武的文件，且即便其可以代表刘跃武，也无权要求代表人或者诉讼代理人额外提供材料。刘跃武参加代表人诉讼表明其认可代表人的诉讼行为，在后续诉讼程序中，刘跃武享有的是知情权，而不是对诉讼材料的索取权，如果刘跃武认为占有诉讼材料十分重要，其自始就不应参加代表人诉讼。

三、一审判决飞乐音响公司承担通知费、律师费，而非判决刘跃武承担该等费用，刘跃武无权在上诉请求中要求减免飞乐音响公司的法律责任。

飞乐音响公司上诉请求：撤销上海金融法院（2020）沪74民初2402号判决，改判驳回丁红春等315名投资者的全部诉讼请求。

事实与理由：一审判决认定事实及适用法律错误，应予改判。一、一审判决关于投资者的交易决策与案涉虚假陈述之间存在因果关系的认定存在错误。投资者系基于飞乐音响公司政策性和经营性利好消息而买入股票，与虚假陈述之间没有因果关系。根据飞乐音响公司一审期间提供的证据，LED照明行业利好政策发布后第一个交易日（2017年7月31日），飞乐音响公司股价从8.93元上涨到9.12元，涨幅为2.13%；飞乐音响公司收购海外公司事项经董事会决议通过并公告之日（2017年5月17日）至股权交割日（2017年11月30日）期间，股价从9.01元上涨到10.34元，涨幅约为15%。上述证据证明系政策性和经营性利好消息直接推动了股价上涨，并且吸引投资者买入飞乐音响公司股票。而且，部分投资者在虚假陈述揭露日后仍然买入飞乐音响公司股票，说明其投资决策完全是自主判

断和选择的结果，其在揭露日之前的投资行为也并不依赖飞乐音响公司披露的信息，没有受到虚假陈述的影响。

二、一审判决对于本案系统风险等其他因素的核定主体、核定方法及核定结果认定错误。1. 一审法院对损失核定机构的选定不当。首先，从本案损失核定机构的确定过程看，中证法律服务中心的损失核定系统不具备核定非系统风险因素的能力，不应该作为备选机构之一。其次，从损失核定机构的性质看，中证法律服务中心系经中国证监会批准设立的投资者保护公益机构，由中证中小投资者服务中心有限责任公司（以下简称“中证中小投服中心”）全额出资设立。中证法律服务中心损失核定人员与中证中小投服中心人员基本一致。并且，本案代表人委托的诉讼代理人系中证中小投服中心的公益律师。故中证法律服务中心与被上诉人及刘跃武存在利害关系，其未核定非系统风险导致的投资者损失，缺乏公正性。再次，从中证法律服务中心的损失核定方法看，其损失核定系统不完整、核定结果不科学。作为普通代表人诉讼，在损失核定方面应当采用更加全面、科学的计算方式，从而获得更加客观、中立的计算结果，否则就不能起到良好的示范作用。基于上述理由，一审法院不应选定中证法律服务中心作为本案的损失核定机构并采纳其出具的意见，即使采纳中证法律服务中心出具的意见，也应同时委托上海 XX 大学中国 XX 研究院（以下简称“XX 研究院”）对非系统风险部分出具补充核定意见，从而作出更加科学、全面的认定。2. 一审判决关于本案不存在非系统风险导致损失的认定错误。首先，案涉期间投资者部分损失系因飞乐音响公司自身经营管理、财务状况等风险因素所致，该等因素已经充分体现在《2018 年年度报告》和《2017 年度内部控制评价报告》之中。因非系统风险因素导致的损失，不应由飞乐音响公司承担。关于公司亏损情况对股价的影响程度，飞乐音响公司已书面申请一审法院按照同类案件的做法，委托 XX 研究院予以核定，但一审

法院未予同意，既不符合司法实践，也对飞乐音响公司不公平。其次，《2018 年年度报告》所陈述的飞乐音响公司重要子公司经营亏损等非系统风险重大事件，实际都发生在案涉虚假陈述影响期间内。该报告是对重大事件的总结而非首次披露，不应以报告的发布时间作为否定非系统风险重大事件实际发生的理由。再次，《2017 年度内部控制评价报告》中提及的飞乐音响公司非财务报告内部控制存在的一般缺陷与案涉虚假陈述之间没有关联，一审判决将该内部控制一般缺陷认定为虚假陈述的内容，与事实不符。综上，飞乐音响公司已经提供证据证明本案存在非系统风险，目前的损失核定结果完全没有考虑和扣除非系统风险因素的影响，不当加重了飞乐音响公司的赔偿责任。3. 《损失核定意见书》采用将投资者多个证券账户交易数据合并计算的做法，导致部分投资者的损失金额严重错误。首先，在投资者同时持有多个证券账户的情况下，不同账户的资金来源、操作方式和投资成本等均不相同，投资者相应采用的投资策略也不同，一律采用合并计算的方式，不能反映投资者的真实投资意图。况且，将投资者不同账户先分开计算损失，再加总损失金额，也是以投资者作为主体进行损失核定的做法，足以反映投资者真实交易意图，并不违反相关规定。其次，《[虚假陈述案件若干规定](#)》对于投资者不同账户是否合并计算并未作出明确规定，而采用合并计算的方式进行损失核定将会导致部分投资者的损失金额畸高。最后，一审法院在其他同类型案件中并未采取直接将投资者不同账户合并计算的做法，而是区分不同账户进行计算。一审法院未能做到同案同判，有违公平正义。4. 本案证券市场系统风险因素扣除比例过低。中证法律服务中心在计算系统风险时，采取了将组合指数跌幅进行算术平均计算的方法，该方法可能会导致指数涨幅和跌幅相互抵消，不能精确还原真实的股价，不具有合理性。首先，同步指数对比法的初衷在于剔除系统风险导致的股价下跌损失，因为只有下跌的指数才会导致个股下跌，上涨的

指数并不会导致个股下跌。如果将上涨的行业指数也纳入计算，将有悖于扣减系统风险因素的基本原理。其次，同步指数对比法计算指数平均跌幅时采用简单算术平均的计算方法，即假定所有指数对个股的影响程度相同，该假定与组合指数的判定方法（即综合指数影响）申万一级行业指数影响）申万三级行业指数影响）存在矛盾。最后，如果不同指数的涨跌趋势存在背离，那么涨跌趋势不同的指数相加，就会导致其涨跌幅相互抵消，从而不当地降低系统风险因素扣减比例。

三、一审判决酌定按照每位投资者 3,000 元的标准确定飞乐音响公司应负担的律师费，金额过高，应予调减。首先，本案投资者只提交了代表人签订的聘请律师合同，合同中并未提到系代表其他投资者进行诉讼，不能证明代表人的代理律师与其他投资者之间也存在代理关系，因此，除代表人外的投资者不会实际产生律师费损失。其次，一审判决以本案具有新颖性、案件较为复杂、律师付出较多劳动、诉讼规模较大等为由酌定每人 3,000 元的律师费标准过高。与本案相比，浙江省杭州市中级人民法院审理的相关债券发行虚假陈述案件也采用代表人诉讼程序，涉及的投资者人数更多、标的金额更大、周期更长、难度更高，律师需要付出的劳动更多，而该案酌情认定的律师费标准仅为每人 2,000 元，故本案律师费不应超过该案确定的律师费标准。

针对飞乐音响公司的上诉请求，被上诉人共同辩称：不同意飞乐音响公司的上诉意见，一审判决认定事实清楚、适用法律正确，请求驳回上诉、维持原判。

一、关于因果关系。1. 根据证券欺诈理论，股票价格是股票外在信息的综合反映，如果信息披露义务人隐瞒利空信息或者披露虚假信息，就必然导致股价处于虚高状态。投资者在不知情的情况下，以虚高价格买入股票并在股票价格向真实价格回归过程中遭受损失，信息披露义务人应当承担民事赔偿责任。因此，在因

果关系方面，并不需要投资者证明自己是基于何种原因买入相关股票，只要虚假陈述行为导致股价出现“泡沫”且投资者是在“泡沫”价格基础上买入股票，因果关系就得以成立。如果飞乐音响公司要否认因果关系，就需要证明虚假陈述并未导致股价“泡沫”的出现，或者证明有其他因素参与了股价“泡沫”的形成。

2. 本案中，飞乐音响公司股票价格在实施虚假陈述行为后大幅上涨，并在虚假陈述行为被揭露后大幅下跌，股价“泡沫”的产生和破灭过程均与虚假陈述密切相关，足以认定虚假陈述导致股价处于虚高状态。而飞乐音响公司所提出的行业政策利好及公司经营利好两项因素并未导致股价上涨，飞乐音响公司以该两项因素的存在否认交易因果关系，缺乏事实依据。3. 飞乐音响公司股票在揭露日之后断崖式下跌，如果某位投资者认为当时股价已能反映其真实价值，该投资者当然可以基于当时股价作出新的交易决策，但并不代表投资者此前的交易未受虚假陈述的影响，故飞乐音响公司所称部分投资者在揭露日后仍买入案涉股票说明未受虚假陈述影响的观点也不能成立。

二、关于损失核定机构。一审期间各方就损失核定机构未能达成一致，一审法院组织各方随机抽选确定损失核定机构，符合《[代表人诉讼若干规定](#)》的规定，选定程序合法有效。中证法律服务中心系独立法人，与本案各方当事人均不存在利害关系。代表人委托的诉讼代理人仅为该中心母公司聘请的数百名公益律师中的一员，并非该中心的外聘人员，与该中心也不存在任何利害关系。中证法律服务中心的损失核定方法科学、客观并且可公开验证，而XX研究院的损失核定方法计算逻辑存在缺陷，且计算结果无从验证，存在被上市公司一方利用、控制的风险。本案选取中证法律服务中心作为损失核定机构，更为合理、公正。

三、关于非系统风险。飞乐音响公司需要充分举证证明非系统风险因素存在且确实对股价产生影响，在此前提下，如果飞乐音响公司没有能力就该因素影响

范围、影响幅度进行量化计算，才可以申请第三方进行核算。飞乐音响公司提交的两份证据所涉公告发布后，股价并未发生任何异常波动，故即便该两项公告所涉信息可以被认定为非系统风险因素，客观上也未对飞乐音响公司股价造成任何影响，也就不存在需要量化计算的前提。除此之外，行业指数是行业相关股票股价波动的综合反映，如果有非系统风险导致股价下跌，则该因素也必然通过其股价波动进而对行业指数产生影响。鉴于行业指数已参与损失核算，即便非系统风险因素存在且会影响股价，现有的核算结果也已在一定程度上反映了该因素的影响。综上，飞乐音响公司未能证明非系统风险因素客观存在，且非系统风险因素与股价变动之间存在因果关系，应承担举证不能的法律后果。

四、关于多账户的计算问题。首先，飞乐音响公司认为投资者在多个账户中存在多个独立的投资决策，与目前的科学实践不符。投资者可以将其交易放在不同的账户中进行，但是投资决策只能由其唯一的大脑进行统一处理，投资者必然将其各个账户关于同一股票的交易做出整体判断，而不是分账户进行独立判断。因此，投资者的损失核算，也应将各账户的交易作为整体进行核算，而不应分账户核算。其次，投资者将其股票在多个账户中转入、转出是常见现象，技术上无法进行完全独立的分账户计算。第三，分账户计算的结果并不必然低于合并账户的计算结果，合并账户计算并非对飞乐音响公司不公平的计算方法。最后，其他案件中的计算方法与本案无关，本案中投资者损失核定的计算方法统一，不存在“同案不同判”的问题。

五、关于系统风险因素的扣除比例。首先，指数是成份股整体走势的综合反映，指数下跌并不会导致股票价格下跌，相反，成份股整体下跌才会导致指数下跌。因此，如果综合指数下跌但是行业指数上涨，这代表行业内股票受到市场整体的影响有限，此时将上涨的行业指数纳入计算，公正地反映了“影响有限”的

客观事实。其次，同步指数对比法在指数的处理上分三个环节，一是确定纳入损失核定的指数范围，二是纳入范围的指数跌幅计算，三是指数跌幅平均值的计算。核定机构在第一环节已经对指数的关联性进行了判断，因此，核定机构在第三环节按照算术平均法计算平均跌幅并无不妥，且飞乐音响公司也未提出更合理的计算方法。再次，飞乐音响公司所举部分投资者的例子恰恰说明了核定机构计算方法的科学性、客观性。行业指数均上涨的情况下，说明该行业并未受到大盘下跌的影响，此时确实不存在影响行业股票下跌的外在因素，该客观事实与计算结果一致。

六、关于律师费。一审判决飞乐音响公司承担的是代表人的律师费，其他投资者是否与代表人委托的代理人建立代理关系，与此无关。因每个案件的具体情况不同，其他相关案件关于律师费的确定标准不具有指导意义。本案是首例按照司法解释规定程序审理的普通代表人诉讼案件，代表人委托的诉讼代理人实际代表 315 位投资者参加诉讼，在立案、听证、证据交换、庭前会议等各个环节做了大量工作，花费了大量时间、精力对本案相关法律问题进行研究、论证，且由于大部分投资者对于代表人诉讼尚缺乏正确理解，代理人承担了大量的解释工作。而飞乐音响公司委托的律师仅为飞乐音响公司服务，工作量不可同日而语，如果从实质公平角度考察，投资者聘请律师的费用应显著高于对方。未参加代表人诉讼的后续案件极有可能会依据本案审理结果进行调解或判决，未加入代表人诉讼的投资者委托的律师可以“搭便车”的方式完成其代理工作，一审判决确定的律师费标准实际偏低。

针对飞乐音响公司的上诉请求，刘跃武辩称：不同意飞乐音响公司的上诉意见，飞乐音响公司提出的上诉理由与事实不符，于法无据，请求驳回飞乐音响公司的上诉请求。一、案涉虚假陈述与投资者的交易决策之间存在因果关系。首

先，《[虚假陈述案件若干规定](#)》并未要求投资者证明自己对该虚假陈述产生了信赖，而采用“推定因果关系”减轻投资者对信赖的举证责任，但飞乐音响公司并未提供有效证据证明不存在因果关系。其次，基于市场欺诈理论，股票市场价格是关于上市公司所有信息共同作用的结果，飞乐音响公司股价上涨，其中必然包含虚假陈述的信息，投资者依据包含这些信息的价格进行交易不可避免地受到了虚假陈述的影响。再次，揭露日之前和之后的投资行为系投资者基于不同考量因素所为，不应当视为一个整体，不能以揭露日之后存在投资行为推论揭露日之前的投资行为与虚假陈述之间无因果关系。

二、飞乐音响公司关于损失核定方法、核定结果的上诉观点错误。1. 飞乐音响公司认为自身经营管理、财务状况等经营风险造成股价下跌，属于[《虚假陈述案件若干规定》第十九条](#)规定的“其他因素”的观点不能成立。首先，[《虚假陈述案件若干规定》](#)并未明确将经营风险作为因果关系的认定因素，不应随意在个案中对“其他因素”作出认定，增加阻却因果关系的因素。其次，股票价格既包含利空因素也包含利好因素，股价下跌不能仅考虑利空因素（经营亏损）。而且，飞乐音响公司提供的《2018 年年度报告》及《2017 年度内部控制评价报告》均没有明确指出何种原因造成经营亏损。再次，即便存在经营损失，在虚假陈述实施日至揭露日期间因经营损失导致的股价下跌也应作为因虚假陈述导致股价上升的抑制因素而进行剔除。2. 对同一投资者持有的多个证券账户合并计算损失的方法正确。其一，同一投资者的不同账户只是资金来源不同，但不影响投资者因飞乐音响公司虚假陈述而买入股票的投资意图。其二，飞乐音响公司认为合并计算得出投资差额损失畸高，也仅仅是因为分别计算得出的投资差额损失较低而推导出的结论，并不能证明计算方法错误。3. 本案中不应当考虑证券市场系统风险因素。飞乐音响公司未能证明存在证券市场系统风险因素，本案虚假陈述发生期

间，也未出现诸如熔断、大幅利率调整等宏观因素造成的证券市场系统风险，故不应扣减证券市场系统风险导致的投资损失。

丁红春等 315 名投资者向一审法院提出诉讼请求：1. 判令飞乐音响公司赔偿其投资损失共计 179,469,652.01 元；2. 判令飞乐音响公司按照法院认定赔偿金额的 15% 承担各投资者律师费用；3. 判令飞乐音响公司按照登记的投资者每位 50 元的标准向代表人赔偿通知费用；4. 判令飞乐音响公司承担公告费、诉讼费。一审审理中，代表人请求将第一项诉请变更为：判令飞乐音响公司赔偿其投资损失共计 123,548,020.11 元，并通知本案全体投资者。王某 1、王某 2、方某、丛某、刘跃武、李某、张某 1、张某 2、季某、唐某等 10 人在法定期限内向一审法院提出异议，不同意变更诉讼请求，其余投资者均未提出异议。对于提出异议的投资者，代表人表示撤回变更前述 10 名投资者索赔金额的申请，由此第一项诉讼请求的金额变更为 127,827,589.99 元，各投资者主张的具体金额详见一审判决书附表所示。根据《[代表人诉讼若干规定](#)》[第二十二](#)条的规定，一审法院作出口头裁定，准许代表人变更第一项诉讼请求。

一审法院认定以下事实：飞乐音响公司系上市公司，其公开发行的 A 股股票代码为 600651，股票简称原为“飞乐音响”，2020 年 5 月 7 日起变更为“*ST 飞乐”。2017 年 8 月 26 日，飞乐音响公司发布《2017 年半年度报告》。该公告发布后，飞乐音响公司股价连续三个交易日（即 2017 年 8 月 28 日、8 月 29 日、8 月 30 日）上涨，涨幅分别为 3.58%、1.08%、2.03%。2018 年 4 月 13 日，飞乐音响公司发布《2017 年年度业绩预减及股票复牌的提示性公告》，载明：经公司自查，发现 2017 年半年报和三季度报存在收入确认方面的会计差错，初步预计该等差错将导致 2017 年 1-9 月份营业收入减少 17.4 亿元，导致 2017 年 1-6 月份营业收入减少 7.5 亿元。该公告发布后，飞乐音响公司股价连续 3 个交易日（即 2018

年4月13日、4月16日、4月17日)跌停。中国XX局《行政处罚决定书》[编号:沪(XXX)XXX号]认定,飞乐音响公司因“智慧沿河”、“智慧台江”项目确认收入不符合条件,导致2017年半年度报告合并财务报表虚增营业收入18,018万元、虚增利润总额3,784万元;导致2017年第三季度报告合并财务报表虚增营业收入72,072万元,虚增利润总额15,135万元;导致2017年半年度、第三季度业绩预增公告不准确。上述行为违反了《[中华人民共和国证券法](#)》(2014年修正,以下简称“[2014年《证券法》](#)”)第[六十三条](#)“发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的规定,构成了[2014年《证券法》第一百九十三条第一款](#)“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”所述情形,因此,依据[2014年《证券法》第一百九十三条第一款](#)的规定,决定对飞乐音响公司责令改正,给予警告,并处以60万元罚款。飞乐音响公司于2019年11月2日发布收到该《行政处罚决定书》的公告。

应投资者申请,一审法院向中国XX有限责任公司上海分公司(以下简称“中国结算上海分公司”)调取了本案315名投资者就飞乐音响公司股票自2017年8月1日至2018年12月31日的持有变更记录以及2017年8月25日的持有余额,并以电子邮件方式进行交换,当事人对该证据均予以认可。

一审审理中,当事人一致确认飞乐音响公司上述被处罚的信息披露行为构成证券虚假陈述,该虚假陈述的实施日为2017年8月26日,即飞乐音响公司发布《2017年半年度报告》之日;揭露日为2018年4月13日,即飞乐音响公司发布《2017年年度业绩预减及股票复牌的提示性公告》之日;以自揭露日起至飞乐音响股票累计成交量达到其可流通部分100%之日为基准日,即2018年7月30日;

以揭露日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格为基准价，经计算为 4.826 元 / 股。

一审审理中，当事人均申请一审法院委托专业机构对投资损失数额、证券虚假陈述以外的其他风险因素导致的损失扣除比例等进行核定，但对委托机构意见不一。投资者申请委托中证法律服务中心进行损失核定，飞乐音响公司则申请委托 XX 研究院进行损失核定。根据《[代表人诉讼若干规定](#)》[第二十四条](#)的规定，一审法院组织当事人当庭随机抽取，最终确定中证法律服务中心为损失核定机构。2021 年 3 月 11 日，中证法律服务中心出具了《证券投资者损失核定意见书》（以下简称“《损失核定意见书》”）。《损失核定意见书》载明：1. 确定投资者可索赔股票范围。在计算损失前，先逐日考察投资者在实施日至揭露日期间交易记录的证券余额情况，若收盘后证券余额为 0 的，依法推定该日前买进的股票已全部卖出，该日前的交易记录不参与损失计算（包括投资差额损失和证券市场风险扣除计算），该日后的首笔买入交易为第一笔有效买入，参与损失计算；若未出现证券余额为 0 的情形，则以实施日后的首笔买入交易为第一笔有效买入，参与损失计算。2. 计算投资差额损失。首先，采用移动加权平均法计算买入均价。该算法公式为：买入均价=（本次购入股票金额+本次购入前持股总成本）/（本次购入股票数量+本次购入前持股数量）。然后，再计算投资差额损失。该算法公式为：投资差额损失=（买入均价-卖出均价）×揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间卖出股数+（买入均价-基准价）×揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间未卖出股数。3. 投资者最终应获赔投资差额损失为投资差额损失扣除证券市场系统风险。对于系统风险的确定，首先，确立“3+X”组合参考指标体系。在本案中，“3”代表综合指数（本案为上证综合指数 000001.SH）、申万一级行业指数（本案为电子行业指数 801080.SL）和三级行业指数（本案为 LED 行

业指数 850832.SL) (以下统称“行业指数”), “X”代表热点比较突出的反映系争股票特点的概念指数, 本案未选取。其次, 证券市场系统风险的考察区间为第一笔有效买入日到基准日前最后一笔卖出日或基准日。再次, 不同情况下组合指数参与系统风险扣除计算的判定方法为: (1) 综合指数下跌, 说明存在全局性系统风险, 三种参考指数均参与计算; (2) 综合指数上涨, 且一级行业指数下跌, 说明存在行业性的系统风险, 故仅一级行业指数、三级行业指数参与计算; (3) 综合指数和一级行业指数均上涨, 且三级行业指数下跌, 说明存在局部性的系统风险, 故仅三级行业指数参与计算。最后, 采用同步指数对比法进行具体计算。从投资者第一笔有效买入开始, 将每个投资者持股期间的综合指数、行业指数的平均跌幅与个股跌幅进行对比, 用相对比例法扣除证券市场系统风险的影响。证券市场系统风险扣除比例=组合指数平均跌幅 / 个股跌幅。其中, 组合指数平均跌幅是将案件选取的参考指数分别计算出涨跌幅后, 按照前文组合指数的判定规则判定纳入证券市场系统风险比例计算的指数涨跌幅数值, 计算出参考指数的平均跌幅。即组合指数平均跌幅=(参考指数 1 跌幅+参考指数 2 跌幅+……参考指数 N 跌幅) / N, N 代表参与计算的指数的数量。经计算, 投资者所应获赔的投资差额损失详见一审判决书附表所示。4. 投资者应获赔佣金=应获赔投资差额损失×佣金费率 0.03%。应获赔印花税=应获赔投资差额损失×印花税税率 0.1%。应获赔资金利息=(应获赔投资差额损失+应获赔佣金+应获赔印花税)×银行同期活期存款利率 0.35%×第一笔有效买入日至最后一笔卖出日或基准日的实际天数 / 365 天。经计算, 投资者所应获赔的佣金、印花税、利息损失详见一审判决书附表所示。

一审法院另查明: 2017 年 7 月 10 日, 为推动半导体照明节能工作, 提升产业整体发展水平, 国家发改委等部委联合发布《半导体照明产业“十三五”发展规

划》。2017年12月4日，飞乐音响公司发布《关于收购 FeiloMaltaLimited20% 股份及 HavellsSylvania (Thailand) Limited100% 股份完成交割的公告》。2018年4月26日，飞乐音响公司发布《2017年度内部控制评价报告》，载明：在财务报告内部控制方面，公司存在重大缺陷，表现为控股子公司北京 XX 集团有限公司部分项目工程进度监控不到位，所需资料收集取得不完备，导致未能对项目进度作出准确估计。在非财务报告内部控制方面，公司存在重大缺陷，表现为未能及时评估国家相关政策变化对 PPP 项目的影响，部分项目未履行招投标程序已经开始实施。针对重大缺陷，公司对 2017 年半年报和第三季度财务报告进行了差错更正公告，并要求所有项目按照《工程项目管理手册》的要求执行，准确估计项目进度，及时进行账务处理。公司非财务报告内部控制方面的一般缺陷表现为国内公司主要在工程项目管理、资产管理、销售业务、信息系统管理等方面存在个别缺陷，国外公司主要在销售业务、采购业务、存货管理、信息系统管理等方面存在个别缺陷，对此公司已及时组织整改，对公司内部控制体系运行不构成实质性影响。2019年4月20日，飞乐音响公司发布《2018年年度报告》，载明：公司 2018 年度营业总收入 55,715.12 万元，较去年同期减少 12.29%，营业利润-13,471.09 万元，净利润-16,019.36 万元，较去年同期增加亏损 6,518.71 万元。

一审法院再查明，本案代表人朱为茹、肖升高、陈晓玲、廉守文、魏锋分别与上海明伦律师事务所签订了《聘请律师合同》，约定就飞乐音响股票索赔事宜委托该律师事务所代理诉讼。

一审法院认为，本案争议焦点主要集中在以下三个方面：第一，飞乐音响公司虚假陈述行为与投资者买入其股票是否存在交易上的因果关系，即买入股票是否受虚假陈述行为诱导所致；第二，飞乐音响公司虚假陈述行为与投资者的损失

是否存在因果关系，损失金额如何确定，其中包括损失或部分损失是否由证券市场风险因素导致，如果存在证券市场风险因素的影响，应当如何确定其影响程度及相应的扣除比例；第三，投资者主张的律师费、通知费是否合理。

一、关于交易因果关系的认定

《虚假陈述案件若干规定》推定在 XX 市场 XX 段虚假陈述对市场产生影响的时段内进行相关股票交易的投资者，是基于对虚假陈述的信赖而进行的交易。本案中，丁红春等 315 名投资者均于案涉虚假陈述实施日（含）至揭露日（不含）期间买入飞乐音响公司股票，并在揭露日（含）后因卖出或继续持有产生亏损，应当推定其买入行为与虚假陈述之间存在交易因果关系。对于上述推定，飞乐音响公司可以提出反证，以否定交易因果关系的存在。飞乐音响公司提供的产业发展规划和收购公告，仅能证明在半导体照明行业曾存在利好政策以及飞乐音响公司存在收购事宜，而未能证明投资者实际作出交易决策时，系基于前述因素的考虑买入飞乐音响公司股票。部分投资者在揭露日后有买入行为，亦有可能是基于降低持仓成本等多种因素考虑，不能证明其此前的交易行为并非出于对案涉虚假陈述的信赖。故飞乐音响公司提供的证据不足以推翻《虚假陈述案件若干规定》确立的推定因果关系。

二、关于损失因果关系及飞乐音响公司应赔损失金额的确定

（一）损失因果关系的判断

对于损失因果关系的认定，《虚假陈述案件若干规定》亦采纳推定信赖的立场。同时，根据《虚假陈述案件若干规定》第十九条的规定，飞乐音响公司举证证明投资者的损失或部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致的，则应认定虚假陈述与损害结果或部分损害结果之间不存在因果关系。飞乐音响公司提供了上证指数历史行情、同类企业历史行情等证据，以证明本案实施日到基准日

期间 A 股市场存在整体波动，飞乐音响股价受此影响同步下跌。一审法院认为，飞乐音响公司提供的证据能够初步证明投资者损失受到了证券市场风险因素的影响，对于该等因素所造成的损失部分，应当认定与虚假陈述之间不存在因果关系。至于证券市场风险因素所造成的影响比例，应根据专业分析核定扣除。

飞乐音响公司还主张，投资者的部分损失系因飞乐音响公司个股经营风险所致，属于《虚假陈述案件若干规定》第十九条所规定的“其他因素”，并为此提供了两份证据。一审法院认为，对于《虚假陈述案件若干规定》第十九条规定的“其他因素”的适用，应严格把握。在判断是否存在个股经营风险因素造成投资者损失时，应当评判有关信息是否对市场产生或可能产生重要影响。飞乐音响公司提供的《2018 年年度报告》发布时间为 2019 年 4 月 20 日，并不在案涉虚假陈述所影响的时间区间内。飞乐音响公司提供的《2017 年度内部控制评价报告》发布时间为 2018 年 4 月 28 日，报告指出的重大缺陷与飞乐音响公司 2018 年 4 月 13 日发布的《2017 年年度业绩预减及股票复牌的提示性公告》所披露的虚假陈述内容基本一致。因此，该报告并未披露案涉虚假陈述以外的其他重大信息，其发布并不属于案涉虚假陈述以外的影响股价的“其他因素”。综上，飞乐音响公司未能提供有效的初步证据证明投资者损失或部分损失系《虚假陈述案件若干规定》第十九条所规定的“其他因素”所致，对其该项主张难以支持，亦无法委托损失核定机构予以核定。

（二）损失计算方法的认定

各方当事人对《损失核定意见书》的争议在于投资者存在多个证券账户时，应将交易记录合并计算还是分账户单独计算。一审法院认为，根据《虚假陈述案件若干规定》的规定，应以投资者为主体确定实际损失的计算方式。在同一投资者持有多个证券账户的情况下，其选择某一账户作出买入或卖出的交易决策均出

于整体投资策略的考虑，若采用各个账户独立计算的方式，则割裂了投资者投资策略的整体性，未能反映其真实的投资意图。具体到每一名投资者，因其交易情况各不相同，难谓合并计算或是分账户单独计算对个体投资者更为有利。虽然中证法律服务中心亦有分账户独立计算的做法，但在当事人对此存有争议时，将多账户交易记录合并计算的方法更为合理。

（三）证券市场风险因素扣除比例的界定

《损失核定意见书》中选用的市场风险比例认定方法是以《[虚假陈述案件若干规定](#)》规定的损失计算公式为基础，结合每名投资者的具体持股期间，将个股跌幅与综合指数、行业指数的平均跌幅进行同步对比，用相对比例的方法确定市场风险因素对每名投资者的具体影响程度。

关于行业指数的选取，投资者认为飞乐音响公司属于电器仪表行业。一审法院认为，中国证监会制定的《[上市公司行业分类指引](#)》规定，应以上市公司营业收入等财务数据为主要分类标准和依据，当某类业务的营业收入比重大于或等于50%，则将其划入该业务相对应的行业。飞乐音响公司2017年至2019年经会计师事务所审计并已公开披露的合并报表数据显示，光源电器及灯具类产品生产及销售占其年度营业总收入的50%以上，其中，LED产品所占比重在2018年至2019年亦在50%以上，因此，中证法律服务中心选取申万电子行业指数和申万LED行业指数作为考察市场风险的参考指标并无不妥。

关于组合指数判定方法，一审法院认为，鉴于证券市场的复杂性和不确定性，难以精准地计算和还原证券市场风险因素对股价影响的绝对值，在判断《损失核定意见书》所确立的组合参考指标体系是否合理时，应从其纳入考量因素的全面性、计算方法的合理性、逻辑体系的自洽性等方面综合考察，从而判定该算法对上市公司和投资者双方是否相对公平、合理。《损失核定意见书》采用综合

指数、申万一级行业指数、申万三级行业指数作为证券市场风险因素的参考指标，从不同范围、不同维度上反映了市场整体与个股价格变化的相对关系，考量因素较为全面。而在计算平均跌幅时，由于不同指数之间互相影响，其对个股亦产生共同影响，因此，《损失核定意见书》对于选定的指数，无论是上涨还是下跌，均采用算术平均法计算平均跌幅，符合指数与指数、指数与个股之间相互影响的逻辑，对双方较为公平。

关于同步指数对比法，该算法是将个股跌幅与同期指数平均跌幅作对比。在确定指数涨跌幅时，将投资者具体的买卖情况与同期指数变动做紧密贴合的比对，取个股第一笔有效买入日后的买入期间内、卖出期间内以及揭露日至基准日期间与各笔交易时点对应的指数，并以不同交易时点的股票交易数量作为权重系数，以加权计算的方法计算均值，然后根据对应期间指数均值之间的差值，得出相关指数的平均跌幅程度。该指数平均跌幅的计算方法，与个股跌幅中买入均价、卖出均价及基准价的计算完全同步，充分考虑了投资者每笔交易的权重，且在计算投资差额损失与市场风险因素扣除比例时，均采用加权计算法测算股价变化及指数变化，计算方法上也具有逻辑上的统一性。飞乐音响公司主张指数跌幅应按照实施日至揭露日期间最高点与基准日之间的指数差值统一计算，无法反映投资者各时点交易受到市场风险的影响程度，一审法院不予采信。

综上分析，针对当事人就《损失核定意见书》提出的异议，中证法律服务中心的解释具有相对合理性，一审法院采信《损失核定意见书》所确定的证券市场风险因素扣除方法，并据此确定投资者所应获赔的投资差额损失。

（四）佣金损失、印花税损失和利息损失的计算

鉴于各方当事人对《损失核定意见书》中佣金损失、印花税损失和利息损失的计算标准和计算结果均无异议，一审法院予以确认，方某仅就投资差额损失提

出诉讼请求，未主张佣金损失、印花税损失和利息损失，故仅就其投资差额损失作出认定。

三、关于律师费、通知费等合理费用的负担

《[代表人诉讼若干规定](#)》第二十五条规定：“代表人请求败诉的被告赔偿合理的公告费、通知费、律师费等费用的，人民法院应当予以支持。”该规定旨在降低投资者的维权成本，便利投资者参与代表人诉讼。因此，本案投资者关于飞乐音响公司承担律师费、通知费的主张于法有据。

关于通知费的具体金额，虽然投资者通过推选的代表人参与诉讼，但其仍享有表决权、知情权、异议权、复议权、退出权和上诉权等诉讼权利，因此，在诉讼过程中，代表人对于变更或放弃诉讼请求、承认对方诉讼请求、决定撤诉、放弃或决定上诉等重要诉讼事项，均应及时通知投资者。本案系采用一审法院代表人诉讼平台进行权利登记，在权利登记时，每名投资者均填写了手机号和电子邮件地址，一审法院亦告知案涉通知将通过手机短信、电子邮件方式发送，故代表人通过电话、短信、电子邮件等方式通知本案其他投资者并无不妥。同时，代表人诉讼涉及人数众多且分布广泛，代表人进行通知必然耗费时间、精力，并发生一定的费用。该等费用属于代表人为维护投资者权利进行诉讼所发生的必要费用，应当由败诉方承担。据此，一审法院酌情认定，飞乐音响公司应当按照每名投资者50元（除代表人外）的标准支付代表人通知费，即15,500元。

关于律师费的具体金额，一审法院认为，根据《[代表人诉讼若干规定](#)》第七条的规定，投资者参加登记视为对代表人进行特别授权，代表人有权代表本案全体投资者委托律师作为诉讼代理人。现代表人已聘请了律师参与本案诉讼，律师也实际为本案全体投资者提供了诉讼服务，故律师费是必然发生的费用，在认定败诉方所应承担律师费具体金额时，系根据个案案情酌情确定合理范围内的律师

费用，飞乐音响公司应向代表人支付该律师费用。但代表人与诉讼代理人关于律师费的约定不能约束飞乐音响公司，败诉方所应承担的是合理律师费用。对于合理律师费用的确定，首先，不能简单地按照标的额总和作为计算基数，证券群体性纠纷案件因涉及人数众多，故标的额总体较高，但投资者所依据的事实和理由基本一致，适用的损失计算方法相同，律师工作量与标的额大小没有直接对应关系。其次，律师费的合理标准应当重点考察案件繁简、难易程度及律师工作量等因素。本案系适用代表人诉讼程序审理的案件，在诉讼进程上具有新颖性，诉讼程序性事务较多。代表人诉讼裁判生效后发生既判力扩张，即对于其他符合权利人范围但未参加登记的投资者，如果后续提起诉讼，且主张的事实和理由与本案相同的，法院可裁定适用本案生效判决，故本起诉讼还需考虑与后续案件的共通性问题，案件较为复杂，律师付出了较多劳动。再者，还应参考本案的诉讼规模，并适度考虑案件标的额。本案涉及投资者共计 315 名，诉讼规模较大，律师因代理人数的增多也会相应产生工作量。另外，本案索赔投资损失总额达 1.2 亿余元，平均获赔 39 万余元。综合以上因素，一审法院酌定以人均 3,000 元的标准确定飞乐音响公司应负担的律师费，共计 945,000 元。

此外，关于飞乐音响公司所提出的身份证明文件问题，为便利投资者加入诉讼，一审法院自主开发了代表人诉讼在线平台，适格投资者可通过该平台进行身份核验后，在线进行权利登记。本案全体投资者均通过该平台进行了身份核验，且能够与中国结算上海分公司调取的交易记录相印证，因此，各投资者适格投资者的身份可予认定。综上所述，飞乐音响公司在发布的财务报表中虚增营业收入、虚增利润总额的行为，构成证券虚假陈述侵权，应当承担民事赔偿责任。案涉虚假陈述的实施日为 2017 年 8 月 26 日，揭露日为 2018 年 4 月 13 日，基准日为 2018 年 7 月 30 日。本案全体投资者均在实施日（含）到揭露日（不含）期间

买入飞乐音响公司股票并持有至揭露日（含）以后，因此遭受损失，应推定与案涉虚假陈述存在因果关系，可以获得赔偿。但其中受证券市场风险因素所致的部分损失，与案涉虚假陈述之间没有因果关系，飞乐音响公司不应对此承担赔偿责任。一审法院采纳中证法律服务中心《损失核定意见书》的意见，认定本案投资者（除方某外）最终应获得的赔偿金额为《损失核定意见书》中核定的扣除证券市场风险因素后的投资差额损失与相应佣金、印花税、利息损失之和，因方某在本案中仅主张投资差额损失，故其获赔的损失金额为 18,016.45 元，本案 315 名投资者获赔金额共计 123,547,952.4 元。此外，飞乐音响公司还应当支付通知费 15,500 元和律师费 945,000 元。

据此，一审法院判决：一、飞乐音响公司应于判决生效之日起十日内向丁红春等 315 名投资者支付投资差额损失、佣金损失、印花税损失和利息损失等赔偿款共计 123,547,952.4 元（各投资者获赔具体金额详见一审判决书附表所示）；所应获赔的损失金额计算方法为扣除证券市场风险因素后的投资差额损失与相应的佣金、印花税、利息损失之和，其中应赔投资差额损失=（买入均价-卖出均价或基准价）×持股数量×（1-证券市场风险因素的影响比例），买入均价采用第一笔有效买入后的移动加权平均法计算，多个账户应合并计算，证券市场风险因素采用个股跌幅与同期组合指数平均跌幅进行同步对比的方法扣除，应赔佣金损失=应赔投资差额损失×0.03%，应赔印花税损失=应赔投资差额损失×0.1%，应赔利息损失=（应赔投资差额损失+应赔佣金损失+应赔印花税损失）×0.35%×第一笔有效买入日至最后一笔卖出日或基准日的实际天数/365 天。二、飞乐音响公司应于判决生效之日起十日内向代表人朱为茹、肖升高、陈晓玲、廉守文、魏锋支付通知费 15,500 元。三、飞乐音响公司应于判决生效之日起十日内向代表人朱为茹、肖升高、陈晓玲、廉守文、魏锋支付以人均 3,000 元

为标准、按本案 315 名投资者计算的律师费 945,000 元。若未按判决指定的期间履行给付金钱义务，应当依照《中华人民共和国民事诉讼法》第二百五十三条之规定，加倍支付迟延履行期间的债务利息。一审案件受理费 680,937.95 元，公告费 1,380 元，共计 682,317.95 元，由王某 1、王某 2、方某、丛某、刘跃武、李某、张某 1、张某 2、季某、唐某共同负担 21,397.85 元（具体负担金额详见一审判决书附表所示），由飞乐音响公司负担 660,920.1 元。

本院二审期间，刘跃武围绕上诉请求依法提交了证据。本院组织当事人进行了证据交换和质证。刘跃武提交了飞乐音响公司于 2017 年 7 月 13 日发布的《2017 年半年度业绩预增公告》，证明案涉虚假陈述实施日应为 2017 年 7 月 13 日。经质证，飞乐音响公司发表质证意见如下：对于该证据的真实性、合法性、关联性均无异议，但不认可其证明目的，一审期间各方从未对实施日提出异议，且该业绩预增公告发布后，飞乐音响公司股价连续三个交易日下跌，说明该公告内容并未对市场造成影响。被上诉人发表质证意见如下：对于该证据的真实性、合法性、关联性均无异议，该公告确实对投资者存在误导，但其内容并不存在重大性，监管部门也未对此进行处罚，故不能认定该公告发布日为虚假陈述实施日。鉴于各方当事人对该公告的真实性无异议，本院予以确认，并在卷佐证。对于各方二审争议的虚假陈述日认定问题，将在本院认为部分予以阐述。

飞乐音响公司和丁红春等 314 名投资者均未向本院提交证据。

本院经审理查明，一审法院查明的事实无误，本院予以确认。

本院另查明：2017 年 7 月 13 日，飞乐音响公司发布《2017 年半年度业绩预增公告》。该公告载明：经公司财务部门初步测算，预计 2017 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加 400% 左右；本期业绩预告的财务数据未经注册会计师审计；本次业绩预告为初步测算，具体准确的财务数据以

公司正式披露的 2017 年半年度报告为准，敬请广大投资者注意投资风险。该预增公告发布之日起飞乐音响公司股价连续三个交易日下跌。

本院认为，本案二审争议焦点为：一、一审法院对虚假陈述实施日的认定程序及认定结果是否正确；二、案涉虚假陈述与投资者的投资行为之间是否存在因果关系；三、本案损失核定机构的选定和损失核定具体方法是否合理；四、一审法院酌定飞乐音响公司按每名投资者 3,000 元标准赔偿律师费是否合理；五、代表人委托的诉讼代理人是否未尽职责而影响了刘跃武行使诉讼权利，涉及刘跃武的通知费和律师费应否支付。

一、关于虚假陈述实施日的认定问题

（一）认定程序方面

本院认为，一审法院在《[代表人诉讼若干规定](#)》施行后受理本案，并适用普通代表人诉讼程序进行审理，故关于一审法院的审理程序应根据《[代表人诉讼若干规定](#)》的相关规定予以评判。《[代表人诉讼若干规定](#)》[第六条](#)规定：“对起诉时当事人人数尚未确定的代表人诉讼，在发出权利登记公告前，人民法院可以通过阅卷、调查、询问和听证等方式对被诉证券侵权行为的性质、侵权事实等进行审查，并在受理后三十日内以裁定的方式确定具有相同诉讼请求的权利人范围。当事人对权利人范围有异议的，可以自裁定送达之日起十日内向上一级人民法院申请复议，上一级人民法院应当在十五日内作出复议裁定。”根据该条规定，第一，人民法院在发出权利登记公告前具有对权利范围的先行审查权，即可以通过阅卷、调查、询问和听证等方式对被诉证券侵权行为的基本事实进行审查以确定权利人范围；第二，人民法院应以裁定的方式确定具有相同诉讼请求的权利人范围；第三，当事人对人民法院经先行审查裁定确定的权利人范围享有复议权。

本案中，首先，根据证券虚假陈述民事赔偿案件的特点，认定虚假陈述实施

日和揭露日系确定权利人范围的前提，在发出权利登记公告前，一审法院通过听证方式对案涉虚假陈述实施日和揭露日等侵权行为基本事实先行审查，于法有据。其次，一审听证期间当事人对本案虚假陈述实施日和揭露日均一致确认，一审法院根据听证审查的结果以裁定方式确定权利人范围，亦符合上述司法解释的规定。再次，各方当事人对一审裁定确定的权利人范围均未申请复议，一审法院依据生效裁定发出权利登记公告，并在公告中明确载明了权利人范围为“自2017年8月26日（含）至2018年4月12日（含）期间以公开竞价方式买入、并于2018年4月12日闭市后当日仍持有飞乐音响股票，且与本案具有相同种类诉讼请求的投资者”，即一审法院已经以公告方式对裁定书确定的案涉虚假陈述实施日和揭露日进行了通知。刘跃武系在一审法院发出权利登记公告后加入本案代表人诉讼，其主张并不知晓案涉虚假陈述实施日已确定，显与事实不符。综上，刘跃武关于一审法院以裁定方式确定虚假陈述实施日属程序违法，以及一审法院未向其送达裁定书或告知裁定内容系剥夺其知情权的上诉意见，于法无据，本院不予采纳。

（二）认定结果方面

本院认为，根据《[虚假陈述案件若干规定](#)》[第二十条](#)规定，虚假陈述实施日，是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。关于虚假陈述实施日的确定，应根据案件具体情况，结合当事人的陈述、信息披露的性质和内容、披露信息对证券市场造成的影响等因素予以综合考量认定。

首先，从刘跃武加入代表人诉讼的行为来看，应认定为其对一审法院确定的虚假陈述实施日予以认可。其一，[《代表人诉讼若干规定》](#)[第十条](#)规定：“权利登记公告前已就同一证券违法事实提起诉讼且符合权利人范围的投资者，申请撤诉并加入代表人诉讼的，人民法院应当予以准许。投资者申请撤诉并加入代表人

诉讼的，列为代表人诉讼的原告，已经收取的诉讼费予以退还；不申请撤诉的，人民法院不准许其加入代表人诉讼，原诉讼继续进行。”即权利登记公告前已就同一证券违法事实提起诉讼且符合权利人范围的投资者具有诉讼程序的选择权，其可以选择不加入代表人诉讼，原诉讼继续进行。刘跃武在本案权利登记公告前已经起诉，其撤回起诉并加入代表人诉讼的行为应视为对一审法院公告的权利人范围的认可。其二，《代表人诉讼若干规定》第十六条规定：“代表人确定后，人民法院应当进行公告。原告可以自公告之日起十日内向人民法院申请撤回权利登记，并可以另行起诉。”该条规定赋予了投资者退出权，即普通代表人诉讼中，投资者对推选出的代表人不满意的有权撤回权利登记并另行起诉。本案中，一审法院依法组织了代表人推选，并对推选结果予以公告，多名投资者在推选结果公告发布后撤回了权利登记，但刘跃武并未选择撤回权利登记，应视为其对所推选的代表的认可。其三，《代表人诉讼若干规定》第七条第二款规定：“公告应当以醒目的方式提示，代表人的诉讼权限包括代表原告参加开庭审理，变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求，与被告达成调解协议，提起或者放弃上诉，申请执行，委托诉讼代理人等，参加登记视为对代表人进行特别授权。”一审法院发布的公告中已对该条规定的内容予以提示，刘跃武参加登记的行为依法应视为对代表人特别授权，代表人有权代表刘跃武对虚假陈述实施日予以确认。综上所述，《代表人诉讼若干规定》在鼓励投资者参加代表人诉讼的同时，也注重对个体投资者的诉讼权利和程序利益予以保护，投资者可以不参加或退出代表人诉讼，并可以单独起诉。在法律赋予刘跃武诉讼程序选择权的情况下，其虽表示对一审法院确定的虚假陈述实施日存有异议但仍坚持参加代表人诉讼，即应某认定为其实际接受了代表人的诉讼行为和主张，授权代表人参加诉讼。此亦为代表人诉讼制度的基本特征和功能。现刘跃武上诉主张否定代表人在

一审期间一致确认的虚假陈述实施日，本院难以支持。

其次，从飞乐音响公司 2017 年 7 月 13 日发布的《2017 年半年度业绩预增公告》内容来看，该公告披露的业绩预增系预测性信息，相较于客观事实陈述，对预测性信息能否构成虚假陈述，应作更加严格、审慎的认定。一方面，飞乐音响公司在该业绩预增公告中明确告知“本期业绩预告的财务数据未经注册会计师审计”及“本次业绩预告为初步测算”等内容，并提示“具体准确的财务数据以公司正式披露的 2017 年半年度报告为准，敬请广大投资者注意投资风险”。即在披露该项预测性信息时，飞乐音响公司已对构成业绩预增的基础财务数据可能存在不准确等重要因素作出了一定程度的风险警示。另一方面，案涉《行政处罚决定书》认定飞乐音响公司在《2017 年半年度报告》《2017 年第三季度报告》中存在虚增营业收入、虚增利润的虚假陈述行为，而对 2017 年半年度、第三季度业绩预增公告仅认定为不准确。即监管部门并未直接认定《2017 年半年度业绩预增公告》存在虚假记载的行为。因此，就本案而言，飞乐音响公司发布的《2017 年半年度业绩预增公告》虽然被认定为不准确，但在飞乐音响公司已就影响该预测实现的因素进行明确风险提示的情形下，该业绩预增公告并不能当然构成虚假陈述，一审法院结合本案实际情况所作认定并无不妥。

再次，从案涉《2017 年半年度业绩预增公告》发布后的市场反应情况来看，该公告发布之日起飞乐音响公司股价出现了连续三个交易日的下跌，与诱多型虚假陈述导致股价虚增的通常市场反应完全相悖。而《2017 年半年度报告》发布后，飞乐音响公司股票价格和成交量连续三个交易日明显上涨。由此可见，

《2017 年半年度业绩预增公告》所发布的预测性信息并未对投资者的投资决策产生明显的误导，更难谓构成使投资者对其投资行为发生错误判断并产生重大影响的误导性陈述。

综合上述分析，飞乐音响公司于2017年7月13日发布的《2017年半年度业绩预增公告》难以构成虚假记载或误导性陈述等虚假陈述行为，而在一审各方当事人一致确认虚假陈述实施日为2017年8月26日的情形下，一审法院对案涉虚假陈述实施日所作认定，并无不当。

二、关于虚假陈述与投资行为之间的因果关系问题

本院认为，《虚假陈述案件若干规定》第十八条规定了应当认定存在因果关系的三项条件，即投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；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该证券；投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损。即《虚假陈述案件若干规定》系采用“推定信赖”的原则，确定投资者投资行为与虚假陈述之间的因果关系存在与否，只要《虚假陈述案件若干规定》设定的有关基础事实得到证明，就可以推定该因果关系存在。根据一审法院调取并经各方确认的证券交易记录，本案投资者的投资行为均符合上述三项条件，应推定投资行为与虚假陈述之间存在因果关系。

飞乐音响公司提出投资者买入其股票系受行业政策利好及公司经营利好所影响，但其提供的证据尚不足以否定对上述因果关系的推定。一方面，飞乐音响公司为证明其主张提交了半导体照明产业“十三五”发展规划和飞乐音响公司收购股份完成交割的公告作为证据，但上述消息发布时间与案涉XX市场XX段虚假陈述对市场产生影响的时段存在重合，不能仅以此否定投资者的交易决策系基于对虚假陈述的信赖。另一方面，上述消息公布后，飞乐音响公司股票成交量和股价均未发生明显变化，说明该两项所谓利好消息并未对投资者的交易决策造成实质影响。综上，飞乐音响公司并未提供充分有效的证据否定投资者交易行为与案涉虚假陈述之间存在因果关系，对其该项上诉主张，本院不予采信。

三、关于损失核定机构和核定方法问题

关于损失核定机构的选定，本院认为，《[代表人诉讼若干规定](#)》[第二十四条第一款](#)规定：“人民法院可以依当事人的申请，委托双方认可或者随机抽取的专业机构对投资损失数额、证券侵权行为以外其他风险因素导致的损失扣除比例等进行核定。当事人虽未申请但案件审理确有需要的，人民法院可以通过随机抽取的方式委托专业机构对有关事项进行核定。”一审期间，因各方当事人对委托机构不能达成一致，一审法院通过随机抽取的方式确定损失核定机构，程序并无不当。飞乐音响公司虽对中证法律服务中心的中立性存有异议，但其并无证据证明中证法律服务中心在损失核定过程中存在足以影响公正性的行为，且中证法律服务中心的损失核定方法和意见均向当事人公开，损失核定人亦在一审期间出庭接受质询，对核定方法予以详细说明，故飞乐音响公司关于一审法院损失核定机构选定不当的上诉意见，缺乏事实依据，本院不予支持。

关于具体核定方法，目前不同损失核定机构采用的计算方法确实存在一定差异，但均有其各自的考量因素和内在逻辑体系。鉴于损失核定的专业性和复杂性，在当事人无法就损失核定机构选定达成一致的情况下，采用随机抽取方式能实现选定程序的公平，从而最大程度保证核定结果的合理性。本案中，首先，对持有多个证券账户的投资者采用合并账户计算方法，并不必然导致投资损失差额增加，与分账户单独计算相比，合并账户计算也并不一定对投资者更为有利。因此，在损失核定机构对本案所有投资者均采用合并账户计算方法的情况下，即便个别投资者因此计算的损失差额较高，也不影响计算方法本身的公平合理性，飞乐音响公司主张采用分账户单独计算方法，缺乏相应依据，本院不予采纳。其次，中证法律服务中心采用同步指数对比法对证券市场系统风险导致的损失予以扣除，该核定方法将投资者每笔买入股票数量与参考指数当日收盘数值相对应，

即将投资者具体交易情况与同期指数变动进行同步比对，充分考虑了不同投资者的实际交易情况，体现了更加客观、精准的计算特点，具有相当程度的合理性。再次，飞乐音响公司主张其自身经营管理缺陷等原因亦导致了投资者部分损失，该部分损失与虚假陈述之间不存在因果关系，应予以核定并扣除。本院认为，上市公司自身经营风险是否属于《虚假陈述案件若干规定》第十九条第（四）项规定的“其他因素”，尚未有明确规定，在此情况下，应结合具体经营风险因素对股价的影响作出谨慎认定。飞乐音响公司提交的《2017 年度内部控制评价报告》和《2018 年年度报告》发布时间均在本案虚假陈述揭露日之后，基本超出了，且飞乐音响公司亦未提供证据证明上述报告发布对股价是否产生实质影响，故一审判决对其该项主张不予支持，并无不当。综上所述，飞乐音响公司关于由 XX 研究院对案涉虚假陈述影响期间的“其他因素”所导致股价下跌比例进行核定的申请，缺乏合理性和必要性，本院不予准许。刘跃武和飞乐音响公司关于本案损失核定方法的上诉理由，均不能成立，本院不予支持。

四、关于律师费的赔偿标准问题

本院认为，本案系适用普通代表人诉讼程序进行审理，对于律师费的赔偿金额应结合代表人诉讼程序的特点予以综合考量认定。代表人诉讼涉及的人数众多、地域分布广泛、标的额较大，诉讼程序相对新颖、复杂，诉讼结果将对后续案件产生重大影响，故代表人委托的律师在代理过程中需要投入更多的精力，付出更高的成本。因此，一审判决在重点考量投资者人数、标的金额、案件难易程度、律师工作量等因素的基础上，参考本案诉讼规模，酌定按人均 3,000 元的标准确定飞乐音响公司应负担的律师费，并无不妥。而且，就本案涉及 315 名投资者及 1.2 亿余元诉讼标的额的实际情况而言，一审判决酌定的律师费标准远低于普通个案诉讼通常收费标准。飞乐音响公司提出应参照其他案件的标准，对本案

律师费金额予以调减的上诉主张，因个案具体情况不同，缺乏科学有效的参考依据，本院不予支持。

五、关于刘跃武针对通知费和律师费的上诉主张问题

本院认为，首先，一审法院系判决飞乐音响公司向代表人支付通知费和律师费，刘跃武并非上述费用的义务主体或权利主体，其对此判决事项并无诉的利益，缺乏提起上诉的权限，故就刘跃武提出的该项上诉请求，本院无需进行审查。其次，刘跃武主张诉讼代理人未尽职责，影响其诉讼权利的行使，此系诉讼当事人与代理人之间关于委托代理合同的纠纷，不属于本案审理范围，本院在本案中不予处理。再次，即便认为刘跃武对涉及自身的通知费和律师费存在对应关系，则刘跃武的该项上诉请求亦不能成立。因为在普通代表人诉讼中，刘跃武参加登记即视为对代表人特别授权，代表人的诉讼权限包括委托诉讼代理人。一审期间，代表人代表本案全体投资者共同委托了诉讼代理人，刘跃武亦认可诉讼代理人向其提供了通知相关诉讼事项的服务，其现要求在一审判决确定的通知费和律师费中剔除涉及刘跃武的部分费用，于法无据，亦于理不合。

综上所述，刘跃武和飞乐音响公司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、第一百七十五条之规定，判决如下：

驳回上诉，维持原判。

二审案件受理费人民币 680,943.40 元，由上诉人刘跃武负担人民币 16,601.14 元，由上诉人上海飞乐音响股份有限公司负担人民币 664,342.26 元。

本判决为终审判决。

审 判 长 茆荣华

审 判 员 高 琼

审 判 员 董 庶

审 判 员 程 功

审 判 员 张明良

二〇二一年九月二十九日

法官助理 刘 志

书 记 员 陆辰秋

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；……第一百七十五条第二审人民法院的判决、裁定，是终审的判决、裁定。

©北大法宝：（www.pkulaw.com）专业提供法律信息、法学知识和法律软件领域各类解决方案。北大法宝为您提供丰富的参考资料，正式引用法规条文时请与标准文本核对。欢迎查看所有[产品和服务](#)。

[法宝快讯：如何快速找到您需要的检索结果？法宝 V6 有何新特色？](#)



扫描二维码阅读原文

原文链接：

<https://www.pkulaw.com/pfnl/08df102e7c10f20699929a6e48c5ce8f6c5221a298e9145abdfb.html>